

# 我国证券法实施后时代下的投资者 赔偿基金制度构想

傅 穹\*

**摘要:**高度分散的众多中小投资者结构是我国资本市场的主要特征,寻求符合本土特色的多元化中小投资者救济制度创新,成为完善证券监管与提升营商环境的重任所在。新修订的证券法新设投资者保护专章,凸显投资者保护的重要性,然而证券欺诈罚没款上缴国库的规定,导致投资者民事赔偿优先的期待悬空。既有的证券投资者保护基金局限于证券公司风险防范的功能限缩,先行赔付机制局限于专项基金的个案补偿,证券行政执法和解仍处于尝试摸索之中。因此,搭建投资者赔偿基金与保护基金并存的多元化投资者救济体系渐成共识。投资者赔偿基金的公益性投资者赔偿功能,决定投服中心作为管理单位。投资者赔偿基金的资金来源,建议将证券欺诈行政处罚罚没款与刑事罚金暂缓入库,与诉讼追偿款、行政和解金、上市公司初始上市与再融资的风险金、交易经手费等一并纳入其中。投资者赔偿基金的赔付机制,可以探索以个人投资者为赔付对象,将虚假陈述、内幕交易及操纵市场三类违法行为作为规制重点,确定适当的赔偿条件、赔偿限额、赔偿程序等规则。

**关键词:**投资者赔偿基金 投服中心 中小投资者保护

投资者保护作为证券监管的终极指标,是衡量一国证券法律制度发展水平的标尺。从法金融学原理来看,对投资者的保护力度越大,该国(或地区)的金融市场越繁

---

\* 吉林大学法学院教授、博士研究生导师。

本文系中证中小投资者服务中心2019年研究课题“投资者赔偿基金制度研究”的成果之一,感谢吉林大学法学院杨金慧、吴克与李雪同学辛苦地收集资料、整理文献与参与项目。

荣。<sup>①</sup> 资本市场的投资者结构差异,直接影响一国的投资者保护体系建构。我国资本市场的特质在于中小投资者众多且高度分散,而中小投资者具有信息不对称、专业经验不足、难以形成聚集合力与缺乏长期投资理念的天生弱势,导致中小投资者往往成为资本市场的最终“被洗劫者”与常态受损者。目前,我国证券投资者通过合同救济与侵权救济的司法手段,无论从诉讼成本还是获得救济比率来看,往往难以便捷地解决公众化交易条件下产生的虚假陈述、内幕交易、操纵市场等证券欺诈救济赔偿问题。我国最高人民法院于2002年12月出台了《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》,然而针对内幕交易、操纵市场等不当行为的民事赔偿案件,司法仍呈现高度谨慎的受理姿态。2005年中国证监会、财政部和中国人民银行联合发布了《证券投资者保护基金管理办法》,其规定了中国证券投资者保护基金有限责任公司(以下简称保护基金公司)是我国唯一的赔付机构。从2013年至2017年,保护基金公司先后担任了“万福生科、海联讯、欣泰电气”3家上市公司虚假陈述的先期赔付专项基金的管理人,进行了对证券投资者保护机制的有益探索。

然而,证券投资者保护基金的功能仅局限于防范与处置证券公司风险,适用于证券公司关闭与破产的特殊情形,而单一的赔付机构和赔付基金难以适应复杂的千变万化的证券市场。党的十八大以来,习近平总书记多次强调“要尽快形成融资功能完备、基础制度扎实、市场监管有效、投资者合法权益得到充分保护的股票市场”。<sup>②</sup> 国务院办公厅《关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》明确提出,“健全中小投资者赔偿机制,研究扩大证券投资者保护基金和期货投资者保障基金使用范围和来源”。<sup>③</sup> 中国证监会副主席阎庆民于2019年5月15日表示,要下大力气建设投资者保护大格局,研究建立投资者专项赔偿基金。<sup>④</sup> 此外,我国学者早已倡议,应建构投资者赔偿基金与保护基金并行的事后补偿救济机制。<sup>⑤</sup>

2019年12月28日第十三届全国人民代表大会常务委员会第十五次会议通过,2020年3月1日即将实施的证券法,作为保护交易投资者的基本大法在注册制改革、

---

<sup>①</sup> See Rafael La Porta, Florencio Lopez-De-Silanes, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, “Legal Determinants of External Finance”, *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 3 (Jul., 1997), pp. 1131 – 1150.

<sup>②</sup> 祝惠春等人:《资本市场:愈发成熟与自信》,载中华人民共和国中央人民政府网:[http://www.gov.cn/xinwen/2017-10/10/content\\_5230577.htm](http://www.gov.cn/xinwen/2017-10/10/content_5230577.htm),最后访问日期:2019年7月20日。

<sup>③</sup> 段丙华:《先行赔付证券投资者的法律逻辑及其制度实现》,载《证券市场导报》2017年第8期。

<sup>④</sup> 参见阎庆民:《推动建立符合中国市场实际的集体诉讼制度》,载第一财经网:<https://www.yicai.com/brief/100190642.html>,最后访问日期:2019年10月7日。

<sup>⑤</sup> 参见叶林:《证券投资者保护基金制度的完善》,载《广东社会科学》2009年第1期。

提高违法违规成本与保护投资者方面凸显制度创新,不仅新增投资者保护专章,明文规定先行支付机制,引入代表人诉讼制度,颇值称道。美中不足的是,《证券法》第222条规定“依照本法收缴的罚款和没收的违法所得,全部上缴国库”,这一规定将《证券法》第94条证券投资欺诈民事赔偿优先保护的落实再次成为隐忧,如何完善投资者赔偿保护基金制度成为证券法实施后时代下的重大现实课题。

基于此,本文聚焦投资者赔偿基金这一制度创新。第一部分,分析这一制度的内涵所在与功能价值,从理论层面分析投资者赔偿基金的理论基础;第二部分,经由比较域外国家与地区关于投资者赔偿基金的先行经验与制度得失,勾勒出相关制度的框架与设计;第三部分,梳理投资者赔偿基金的组织管理模式,论证分析投服中心作为投资者赔偿基金管理机构的优势与承载功能;第四部分及第五部分,分别探索投资者赔偿制度资金来源、赔偿基金运营模式与赔付程序,突破证券欺诈行政处罚没款优先归入国库的既有制度“瓶颈”,创新性扩大赔偿基金的资金来源,规范赔偿基金的赔付程序与模式,最终形成赔偿基金与保护基金并行的多元化投资者保护体系,提升我国资本市场的营商环境竞争力与司法救济等软实力水平,促进证券市场公平正义。

## 一、投资者赔偿基金制度的基本原理

### (一) 投资者赔偿基金的正当性基础

何谓投资者赔偿基金?无论从学理还是实践层面来看,并无统一的清晰界定。在我国资本市场的证券欺诈赔偿的探索过程中,根据不同的语境,形成了不同的术语表达。例如,在平安证券和万福生科的虚假陈述案中,将用于赔付投资者损失的基金称为“投资者利益补偿专项基金”。将保护基金公司作为执行主体,设立财政专户,以内幕交易或操纵市场行为作为规制对象的基金,称为“中国式公平基金”。将效仿投资者保护基金运作模式,以弥补投资者损失的基金称为“投资者权益保障基金”。所谓投资者赔偿基金,即以赔偿个人投资者为首要目标,依据人民法院的生效判决或违法行为责任人作出的赔偿承诺,在投资者无法及时获得赔偿时,进行限额内的兜底赔偿。在虚假陈述、内幕交易、操纵市场等证券欺诈行为中,投资者诉讼成本高昂、追诉机制繁复且获赔率极低。

证券市场是一个客观存在的非对称信息市场,投资者试图通过与公司订立契约,但其期以发挥市场、经济与竞争作用的传统契约手段具有很强的局限性,法律调控模

式才应是我国未来改革的发展方向。<sup>①</sup> 在金融市场繁荣与证券市场规模扩大的同时也伴随着诸多问题,例如,虚假陈述、内幕交易和操纵市场等违法行为的频发。尽管2019年《证券法》对此作了重大修改,但法院仍对内幕交易、操纵市场等违法行为引起的民事赔偿案件持谨慎态度。内幕交易的隐蔽性高、违法成本低,导致涉案人数和金额逐年上升。虚假陈述违背了信息披露的真实性原则,信息不对称将诱发道德风险,导致金融市场上出现“劣币驱逐良币”的逆向选择。<sup>②</sup> 操纵市场行为类型多样,其复杂性使操纵市场民事责任的落实存在诸多理论难点与实践障碍,投资者受偿往往止步于因果关系认定环节。<sup>③</sup> 我国的民事赔偿诉讼模式不足以保护投资者权益,需要丰富和完善私权救济渠道及方式。

学者指出,“任何个人或企业通常都需要为其不当行为所造成的损害承担相应责任,在责任承担的背后几乎总会涉及补偿与震慑两种法律价值的复杂融合问题”。<sup>④</sup> 证券民事赔偿责任优先,是私权优先在证券市场的具体体现,是实现证券法宗旨的重要机制。民事责任赔偿优先原则的落实,有助于增强投资者信心,提升投资者权益保护的法治获得感。虽然在法律层面,1997年修订的《刑法》早已确立了民事赔偿责任优先规则,随后多部法律也重申了该规定。然而,截至2018年,中国证监会罚没金总额达人民币106.41亿元,但行政处罚款先行必须全部上缴国库的既定安排,导致证券民事责任优先原则成为纸面上的空文,在实践中难以落实。投资者赔偿基金作为一种非诉讼式的权利救济机制,就在于解决上述证券欺诈民事责任无法落实的投资者救济问题,使投资者在法院判决后能够无延迟地获取应得赔偿金,同时,通过投资者赔偿基金的公益性管理机构推动这一赔偿机制的有序化公平运行,实现公力救济与私力救济的结合。

## (二) 投资者赔偿基金的功能定位

投资者是证券市场的参与者,是证券市场不可或缺的主体。依法保护投资者合法权益是各国关注的焦点。完善多种风险基金并存的投资者权益保护救济机制,已

---

<sup>①</sup> 参见叶林:《〈证券市场投资者保护条例〉立法研究》,2018年3月中证中小投资者服务中心课题研究报告,第5~12页。

<sup>②</sup> 参见郭锋:《证券市场虚假陈述及其民事责任——兼评最高人民法院关于虚假陈述民事赔偿的司法解释》,载《法学家》2003年第2期。

<sup>③</sup> 参见阎维博:《操纵市场民事责任因果关系认定:类型化分析与利益衡量》,载郭文英主编:《投资者》(第5辑),法律出版社2019年版,第109页。

<sup>④</sup> 窦鹏娟:《论证券行政和解的正当性及其制度功能》,载郭锋主编:《证券法律评论》(2015年卷),中国法制出版社2015年版,第242页。

经成为一种共识。投资者赔偿基金,同我国既有的证券交易所风险基金、证券结算风险基金、证券投资者保护基金一起共同构成风险基金体系,辅之以连带赔偿责任人的先行赔付制度规则,可从不同侧面保护投资者的合法权益。证券交易所风险基金,是为了保证证券交易活动正常运行,弥补证券交易所出现重大风险事故造成的经济损失的专项基金,以证券交易所收取的交易经手费、席位年费、会员费、新股申购冻结资金利差账面余额以及对违规会员的罚款、罚息收入作为基金来源。证券结算风险基金,是指用于垫付或者弥补因违约交收、技术故障、操作失误、不可抗力造成的证券登记结算机构损失的专项基金。证券投资者保护基金,是以众多证券公司为共同委托人,以基金公司为受托人,以合格投资者为受益人设立的他益信托。

投资者赔偿基金,在我国的实践中仅以专项基金的形式存在,尚未在规范层面上建立起一般性的规则,而且表现为特定案件中先行赔付投资者损失的特殊机制。笔者认为,未来投资者赔偿基金的功能定位,不能局限于一次性或临时性的个案补偿,而是基于先行赔付制度的成功运用以及证券行政执法和解制度的确立,由受托人进行基金筹集管理的常设基金。投资者赔偿基金作为与投资者保护基金性质迥异的基金,两者在设立目的、基金来源、基金使用等方面存在明显差别。从目的和功能上来看,投资者保护基金旨在防范和处置证券公司风险,以收购投资者对证券公司债权的方式,偿付投资者的损失;投资者赔偿基金则是在投资者无法及时获得全面赔偿时,对其进行限额内的兜底赔偿,以尽可能弥补个人投资者的损失。从基本理念和性质上来看,投资者保护基金是由法定来源的资金构成的信托财产,在制度设计上体现出保险制度的理念;而投资者赔偿基金以赔偿受害投资者为首要目标,资金来源中的行政和解金与民法上不当返还的理念相似,而罚款则与民法上的侵权损害赔偿理念相对应。从资金来源上来看,投资者保护基金将政府财政或者中央银行出资作为启动金,其存续依赖会员长期缴纳的会费、基金投资收益及各种交易税和手续费;<sup>①</sup>投资者赔偿基金是上市公司风险金与违法主体支付的各类赔偿款的集合,以上市公司初始上市与再融资的风险金作为固定来源,以行政罚没款、刑事罚金、诉讼追偿款、行政和解金、交易经手费作为补充来源。从运行机制上来看,投资者保护基金在证券公司因关闭、破产或被证券监管机构托管等情况出现时,对投资者进行赔付,在债权人获得赔偿后,由管理机构取得受偿权,参与后续的破产清算;投资者赔偿基金是在投资者

---

<sup>①</sup> 参见叶林、王琦:《证券投资者保护基金的法律性质——兼论“赔偿基金制度”》,载郭文英、徐明主编:《投资者》(第1辑),法律出版社2018年版,第31页;2005年《证券投资者保护基金管理办法》(2016年修订)第14条。

因虚假陈述、关联交易、操纵市场等违法违规行为遭受经济损失时,依据人民法院的生效判决或违法主体作出的赔偿承诺,由中证中小投资者服务中心(以下简称投服中心)进行先行赔偿,投服中心赔偿后取得代位求偿权。

## 二、投资者赔偿基金制度的比较观察

在我国证券民事诉讼执行难,民事赔偿责任优先原则落不到实处,投资者救济补偿机制不足的背景下,应综合考虑公共执法能力、资本市场发育程度、实体法规定与专业人士水准等证券法制度移植的综合考量因素,从执法理念、制度功用和机制协调等方面利用后发性立法优势,探索构建我国投资者赔偿基金制度的新模式。

### (一) 投资者赔偿基金的域外经验

美国公平基金(Federal Account for Investor Restitution Fund),英文直译为“美国联邦投资者赔偿基金”,因其缩写为“Fair fund”,所以又被称为“公平基金”。该基金制度的运行逻辑是,美国证券交易委员会(the U. S. Securities and Exchange Commission, SEC)通过没收违法所得及违法行为人所支付的民事罚金而起到保护投资者的作用。美国公平基金对行政罚款的处理技术,即究竟先上交财政部或优先抚慰受害者的立法态度与既定经验,对诸多国家乃至未来我国投资者赔偿基金的来源安排,均富有实质性影响与启迪作用。随着 SEC 执法权力的扩张和投资者保护理念的发展,公平基金的基金来源和赔偿范围在逐步扩大。1990 年《证券执法救济和小额股票改革法》规定 SEC 可在行政处理程序中直接对违法行为人处以民事罚款,惩戒监管对象,但民事罚款需上缴财政部,不可进行分配。2002 年美国的《萨班斯—奥克斯利法案》第 308 节明文规定,经法院审查,由证监会制定“投资者公平基金”的分配计划,以“抚慰受害者”,专案式的公平基金制度正式确立。2010 年美国国会出台了《多德—弗兰克法案》,规定无论违法行为人是否被追缴违法所得,证监会均可将处罚所得的民事罚款、行政和解金全部分配给受损投资者,但在基金数额过小且受损投资者众多的情况下,出于成本与效率的考量,该笔罚没金将上缴至财政部。值得注意的是,作为全美持续时间最长、规模最大的补偿措施,公平基金仍存在投资者补偿率低、赔偿责任循环、证监会权力缺少有效制约等问题。<sup>①</sup>

---

<sup>①</sup> 有关美国公平基金的介绍,详见郭雳:《证券执法中的公共补偿——美国公平基金制度的探析与借鉴》,载《清华法学》2018 年第 6 期。

英国的证券投资者保护制度的成熟经验,被日本与我国台湾地区效仿。2001年英国成立金融服务补偿计划有限公司,建立起统一的金融投资者保护制度,当金融服务公司破产或证券公司因错误决策损害投资者利益时,该机构按照存款、投资和保险的不同赔付额度,给予个人投资者和小型企业限额内的赔付。1997年亚洲金融危机爆发,日本由于泡沫经济造成了大量的不良债务,整个金融体系已处于奔溃边缘,为缓和国内矛盾,日本国会借鉴英国经验制定了《金融再生法相关法案》和《金融商品贩卖法》。但随后爆发的“活力门事件”,使日本政府认识到加强金融市场监管的紧迫性,并于2006年通过《金融商品交易法》,对投资人保护基金进行专章规定,要求管理机构在1000万日元的限额内对个人和非专业投资者的法人进行赔付。我国台湾地区参考英国《金融服务及市场法》和新加坡的金融业纷争调解中心制度,于2012年通过“金融消费者保护法”对保护基金的设立、基金来源和运用等作出详尽规定。但自我国台湾地区“财团法人证券投资人与期货交易人保护中心”成立以来,未发生一起保护基金偿付案件,其功能效果如何尚未可知。

## (二) 我国投资者先行赔付与行政和解机制的有益探索

我国资本市场中的先行赔付,是一项值得总结的投资者赔偿机制的本土成功尝试。从2013年至今,共有“万福生科、海联讯、欣泰电气”3家上市公司设立过专项的先行赔付基金,人们对于先行赔付机制的功效褒贬不一。肯定说认为,先行赔付是在虚假陈述民事赔偿案件中,在行政处罚和司法裁判作出前,当事人通过平等协商就赔偿事宜达成一致,由其中的1名连带责任人先行垫资,再由垫资人向其他责任人追偿的一种纠纷解决措施。这种模式能够使投资者及时维权,快速实现证券市场的安定,避免不良信息的扩散;还能够提高证券业界的经营能力和信誉水平,维持良好的证券行业形象。<sup>①</sup>但在质疑说看来,先行赔付机制虽具有权益救济的快捷性,但面临行政滥权的法理质疑,<sup>②</sup>新修订《证券法》第94条规定“发行人因欺诈发行、虚假陈述或者其他重大违法行为给投资者造成损失的,发行人的控股股东、实际控制人、相关的证券公司可以委托投资者保护机构,就赔偿事宜与受到损失的投资者达成协议,予以先行赔付。先行赔付后,可以依法向发行人以及其他连带责任人追偿”。可以说,先行赔付机制是一项证券欺诈赔偿的创新机制,是一种在投资者赔偿基金尚未建立之前的个案解决方式,并非终局性解决投资者赔偿的系统性制度安排,仅有先行赔付机制

<sup>①</sup> 参见陈洁:《证券市场先期赔付制度的引入及适用》,载《法律适用》2015年第8期。

<sup>②</sup> 参见段丙华:《先行赔付证券投资者的法律逻辑及其制度实现》,载《证券市场导报》2017年第8期。

并不能取代投资者赔偿基金的制度功能。

我国资本市场中的证券行政和解机制,已经从法规文本的制度宣示,向首例的制度实践迈出了第一步。2013年国务院颁布了《关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》,首次提出“探索建立证券期货领域行政和解制度”。2015年,中国证监会公布了《行政和解试点实施办法》及《行政和解基金管理暂行办法》,详细规定了由保护基金公司负责行政和解金的管理使用、赔偿范围和补偿方案等内容。2019年4月23日,中国证监会公布了“行政和解第一案”。中国证监会2019年11号公告称:2013年10月8日至2015年7月3日,高盛亚洲自营交易员通过在高华证券开立的高盛经纪业务账户进行交易,同时向高华证券自营交易员提供业务指导。同时,双方于2015年5月至7月的4个交易日的部分交易时段,从事了其他相关股票及股指期货合约交易。中国证监会于2016年7月对其上述行为进行立案调查,最终达成行政和解协议:(1)申请人缴纳行政和解金共计人民币1.5亿元;(2)申请人加强公司内控管理,并在完成后向中国证监会提交书面整改报告;(3)中国证监会终止有关调查与审理程序。然而,在该案中并没有任何受损的投资者,上述行政和解金只能静悄悄地存在账户之中无法发挥赔偿投资者的功效。

在美国,上市公司、董事高管都会购买保险以分散并转移商业活动中的风险,进而保障公司及投资者的合法权益。我国资本市场的相关投资者保护的责任保险,也正在探索之中。在我国,针对企业商品交易所产生的风险、上市公司退市所造成的风险、企业并购中的交易风险、股票质押中的流动性风险、董事履职不当行为风险,出现了商业信用保险、上市公司退市险、企业并购险、专项保险资产管理产品以及从英美法系移植的董事责任保险。但是上述保险产品在实践中并未发挥效用,仅以董事责任保险为例,近10年来我国保险公司尚未支付过一笔赔付款。或许,保险公司因风险太大都不敢“试水”,若试图将保险制度作为保护投资者的最后防线,必然要回答投保人是谁,保费如何筹集,数额如何确定以及保险金与理赔金的杠杆是多少等一系列的问题,种种难题将阻碍保险风险防范功能的实现。

### 三、投资者赔偿基金的组织管理机构选择

投资者赔偿基金的组织管理模式选择问题,往往取决于一国(或地区)资本市场的成熟程度、法律背景与投资者保护组织体系的建构程度。从国际趋势来看,除了传

统意义上的监管机关,近年来出现了公益性、专业化、独立性的投资者保护组织作为投资者的引领者与守护者。公益性投资者保护组织的蓬勃发展,不仅表明股东积极主义的觉醒,而且意味着各国和地区在构建多元化争端解决机制的组织层面的新尝试。

### (一) 组织管理模式的选择

投资者赔偿基金的组织形态,大体可分为两种模式,即独立模式和附属模式。独立模式,是指成立独立的投资者赔偿公司,负责投资者赔偿基金的日常运作,美国、英国、爱尔兰、德国采用了此种模式。附属模式,是由证券交易所或证券商协会等自律性组织发起成立赔偿基金,并负责基金的日常运作,加拿大、澳大利亚、我国香港特别行政区与我国台湾地区等市场采用了此种模式。对那些金融市场历史悠久、存在多个证券交易所的国家和地区来说,采取独立公司模式能够更好地覆盖全国(地区)的证券投资者,为投资者提供“一站式”的赔偿服务。对那些证券市场集中在一个证券交易所或者存在一个统一的自律监管组织的国家和地区,将投资者赔偿计划附属于证券交易所或者其他自律监管组织,操作更为方便,能够以较小的成本实现为所有投资者提供保护的目标。<sup>①</sup>

公益性的独立的投资者保护组织之所以获得各国和地区的共识,核心优势在于公益性,即其是在官方组织的统筹之下,且是以维护投资者利益为宗旨的。这些保护组织可能是纯粹的民间组织,也可能是具有市场参与者色彩的组织,还可能是官方色彩浓厚的组织;它们有的是按照一般社团或财团法人的规则设立,有的则是按照特别法的规定设立。<sup>②</sup>我国在投资者保护的组织建设顶层设计层面,成立专司中小投资者合法权益保护的公益性机构,即投服中心,形成了以中国证监会投保局、中国证券投资者保护基金公司和投服中心为“一体两翼”的专门负责投资者保护的工作体系。投资者保护局主要负责统筹规划、组织指导等,推动完善投资者保护的体制机制建设;保护基金公司主要负责投资者保护基金的筹集、管理和使用,在证券公司被撤销、关闭、破产或被证监会采取强制性监管措施时,按规定对债权人予以偿付;投服中心主要负责持股行权、为中小投资者自主维权提供法律等服务,代表中小投资者向政府机构、监管部门反映诉求以及受中小投资者委托进行居中调解。由此可见,我国大陆投资者赔偿基金应采用附属模式,明晰不同机构之间的权责,防止机构之间相互推

<sup>①</sup> 参见傅浩:《证券投资者赔偿制度国际比较研究》,载《证券市场导报》2002年第1期。

<sup>②</sup> 参见王艳梅:《企业信用信息传递机制构建中政府与市场的法律功能定位》,载《当代法学》2019年第5期。

妥,提高工作效率。

## (二)投服中心作为投资者赔偿基金管理组织的优势所在

我国投资者赔偿基金管理组织的未来设计,究竟配置给哪一组织机构更能发挥其功能呢?思路之一,配置给中国证监会。我国证监会在投资者保护方面,不仅不断推出规范上市公司的规章与行政指引,而且扮演着提供多元化的“准司法”机关的角色,但是,随着科创板与注册制改革的权利转移的试点,已经身兼数职的证监会难以专注解决投资者赔偿基金的公益性工作。思路之二,配置给投资者保护基金。参照我国先行赔付的实践,委托保护基金公司来执行基金管理与分配事项。然而,投资者赔偿基金制度和投资者保护基金制度在设立目的与功能、基金来源、运行机理层面均性质迥异,将投资者赔偿基金并入保护基金,不仅弱化了保护基金的解决证券公司风险的功能,而且难以实现公益性投资赔偿基金的初衷,无论从组织优势与功能互补角度来观察,均不宜将投资者赔偿基金并入投资者保护基金的既有模式之中。投资者赔偿基金与投资者保护基金两者并行不悖,共同构成投资者救济组织机制,这一互补模式更能发挥多元化投资者保护体系的构建,两者分而管之,更有助于权责的明晰,防止基金的滥用。

笔者认为,投资者赔偿基金的未来组织管理,在我国投资者保护机构的“一体两翼”模式下,配置给公益性功能定位的投服中心最妥当,投服中心作为投资者赔偿基金的管理机构,具有如下优势。

其一,投服中心作为政府主导下保护投资者的公益性组织者,有利于发挥投资者赔偿基金的维权功能。我国学者认识到,当下投服中心持股行使面临两个突出问题,即投服中心的自身特殊功能与制度优势并未得以发挥,以及投服中心市场化的维权特色无法得以体现。<sup>①</sup>投服中心具有提供公共服务的天然优势,投资者赔偿基金的管理者必须能够提供公益性、效益性与目的正当性的维权功能。因此,从先行赔付、行政和解以及各项基金成功运行的实践来看,由指定的公益机构担任赔偿基金管理人,充分运用市场化方式对投资者遭受的损失进行补偿,已获得了投资者和证券市场的认可。<sup>②</sup>投服中心作为投资者赔偿事务的管理人,应负责赔偿基金的管理、运行与赔付等工作,处理投资者提出的索赔请求,确定申请人是否有权获得赔偿基金的赔付,

---

<sup>①</sup> 参见陈洁:《投服中心公益股东权的配置及制度建构——以“持股行权”为研究框架》,载郭文英、徐明主编:《投资者》(第1辑),法律出版社2018年版,第77~94页。

<sup>②</sup> 参见黄子波、王旭:《证券市场投资者保护新机制探索》,载《证券市场导报》2015年第3期。

从赔偿基金中拨款并取得代为求偿权,以及处理赔偿基金所有相关的行政工作。

其二,投服中心被《证券法(征求意见稿)》赋予了“积极股东”权能,有利于成为中小股东利益的守护者,最佳地实现投资者赔偿基金的赔付功能。2019年4月公开征求意见的《证券法(草案)》三次审议稿新增了“投资者保护”专章,在法律层面界定了投服中心作为“积极股东”的新权能,通过豁免持股比例和期限限制、征集提案权与表决权等方式,能够便捷、低成本地提起派生诉讼,并通过征集提案权和表决权等方式实质性地影响上市公司决策。投服中心作为中小股东的代表者和权利维护者,既不行使行政监管或自律监管的职责,也不代表监管机构的立场,更不是为了维护自身的利益。投服中心具有事前持股行权、事中纠纷调解和事后支持诉讼的投资者保护机制创新,是实现投资者赔偿基金的赔付功能最有利的法律武器。

其三,投服中心作为我国投资者保护的理论与实践探索者,已经积累了丰富且卓有成效的投资者保护经验,有利于投资者赔偿基金的支持诉讼与赔偿初衷得以实现。投服中心自成立以来,不断摸索,致力于打通解决权益受损救济“最后一公里”的创新模式。例如,投服中心公开征集“上海绿新包装材料科技股份有限公司虚假陈述案”中受损的中小投资者,代理首批75名中小投资者,向上海市第二中级人民法院起诉上海绿新及其实际控制人王某,这是我国资本市场首次通过公开征集方式形成的证券支持诉讼案件;全国首例“证券支持诉讼‘匹凸匹’案”,投服中心支持14名投资者全部胜诉;“康达信材案”全部胜诉;公开征集“鞍重股份赔偿案”和“ST大控赔偿案”;首次以股东身份起诉海利生物等。截至2019年4月底,投服中心共持有3603家上市公司股票,累计持股行权4919次(场),登记纠纷案件9145件,调解成功4639件,投资者和解获赔金额人民币10.21亿元;提起支持诉讼案件17件,股东诉讼1件,诉求总金额近1亿元。因此,学者评价到,投服中心能够弥补执法质量不足,有望成为投资者保护领域的法案倡导者和纠纷解决者。<sup>①</sup>

其四,投服中心作为投资者保护执法机构之间的协调者,可以有效协调其与其他执法资源之间的关系,从而效率化地实现投资者赔偿基金的有效运转。投服中心隶属中国证监会管理,能与其他执法机构协同发展,高效协调不同组织机构间的关系,弥补现有执法机制的不足,避免执法资源的浪费。有目共睹的是,投服中心自成立以来,积极拓展与其他业务机构之间的联系,现已与多地法院、证监局、律师协会签署合

---

<sup>①</sup> 参见邓峰:《论投服中心的定位、职能与前景》,载郭文英、徐明主编:《投资者》(第2辑),法律出版社2018年版,第107页。

作备忘录,已成为国内证券期货纠纷调解的主渠道,能有效地促进赔偿基金制度与仲裁、调解等其他纠纷解决机制之间衔接贯通。因此,投服中心作为投资者赔偿基金的管理者,是探索我国投资者保护的“新理念、新体系、新制度、新方式、新平台”的主体之一,也是构建多层次资本市场体系下证券监管与营商环境制度创新的重要力量。

#### 四、投资者赔偿基金的资金来源创新

投资者赔偿资金的资金来源,各国和地区筹集方式各异,但往往采纳会员自行承担、权利义务相互匹配、充足与适度以及灵活的备用融资等共同性原则。投资者赔偿资金的来源问题,不仅是确保基金设立与运行的财产基石要件,还体现了证券欺诈者承担义务与投资者享有权利之间的风险公平分配机制。从域外视野来观察,投资者赔偿基金的筹集方式源自会员缴纳的会费、所筹集资金的投资收入、欺诈者的违法所得与行政罚金、官方拨款等。其中,向证券欺诈行为人追缴的违法所得、民事罚款以及行政和解金,成为赔偿基金资金池的主要来源。例如,美国公平基金由 SEC 监管基金和法庭监管基金两部分构成,其中,SEC 监管基金由 58.2% 的不当获利返还款和 41.8% 的民事罚款构成,法庭监管基金由 33.2% 不当获利返还款和 66.8% 民事罚款构成。<sup>①</sup> 澳大利亚的投资者赔偿计划资金来自 6 家交易所合并组成的国家担保基金。我国香港特别行政区的投资者赔偿基金按照交易所买卖投资产品成交额的 0.002% 征费。根据我国台湾地区颁布的“台湾证券投资人及其期货交易人保护法”的规定,证券人保护基金由证券交易所和几家协会共同出资设立,各会员缴纳的交易费、经手费、基金孳息和各项捐赠财产是其主要的资金来源。

我国现有的投资者保护体系存在局限性,难以为上市公司的良性发展保驾护航。在行政罚没款上缴国库的立法安排下,民事责任优先原则已成为证券法中的“睡美人条款”,加之部分法院以各种理由推脱立案的情况仍旧存在,审理过程拖沓,执行的阻力重重,在缺少程序性保障的情况下,索偿无门时有发生。基于先行赔付机制现行规定较为笼统,行政和解金缺少受害人,与作为“将军头盔”董事责任保险制度“水土不服”的现状,学界形成以下几种观点:第一,建立行政罚款、刑事罚金暂缓入库规则,辅之以财政回拨制度作为配套措施;第二,由国务院批准设立证券公平基金财政专户,

---

<sup>①</sup> 参见郭雳:《证券执法中的公共补偿——美国公平基金制度的探析与借鉴》,载《清华法学》2018年第6期。

将行政罚没款的收入作为补偿投资者的专用资金,不再适用一律上缴国库的要求;<sup>①</sup>第三,执行法院有权根据胜诉投资人的请求,要求证券监管者将已没收的罚款支付给执行法院,再由执行法院将这些罚款交给胜诉投资人;<sup>②</sup>第四,建立追缴分配制度,在内幕交易和操纵市场案件中,证监会追缴的违法所得直接分配给受损投资者。<sup>③</sup>关于我国投资者赔偿基金的资金来源,笔者建议,可以考虑将证券欺诈行政罚没款、刑事罚金与行政和解金一并纳入追索,同时考虑收取一定比例的会员交易费、上市公司初始上市与再融资的风险金作为我国赔偿基金的资金来源。

投资者赔偿基金来源之一,即行政罚没款与刑事罚金。自2015年起,证监会的执法力度大幅加强,监管理念的转变使行政罚没款数额从2015年的54亿元增长至2018年的106.41亿元。<sup>④</sup>然而高额的罚没款未由受损投资者享有,相反,因为实行“收支两条线”,证监会没收的违法所得和判处的罚款全部上缴国库,投资者无法通过民事诉讼获得赔偿。<sup>⑤</sup>证券违法行为之所以处以行政罚没款与刑事罚金,其功能具有双重性:不仅在于维护基于市场秩序的考量,即给予违法者相应的惩治与规劝其他市场主体的守信,更应用于填补受害投资者遭受的相应财产损失。在行政和刑事处罚后提出民事赔偿诉讼,再依据胜诉判决寻求行政机关的协助以获得赔偿,这一程序耗时久、风险大。既然《证券法》第222条规定将证券欺诈罚没款一律上缴国库,可以从国库将一定比例的上述罚没款纳入赔偿基金,便能够妥善处理民事赔偿金、行政罚没款和刑事罚金的衔接问题。

投资者赔偿资金来源之二,即行政和解金。在美国,由证监会作为和解主体和资金管理使用的主体,且公平基金的资金很大程度上就源于证监会从证券违法行为人处取得的和解金。然而,我国国情有所不同,仅有的对高盛证券1.5亿元人民币行政和解金的行政处罚,直接目的不是赔偿投资者,而是使公司免于行政处罚记录,以防后续在中国市场的发展受限。关于行政和解金如何赔付投资者,成为一个现实难题。

---

① 参见李明发:《论民事赔偿责任优先原则的适用——我国〈侵权责任法〉第4条第2款规定之解读》,载《南京大学学报》(哲学·人文科学·社会科学)2015年第2期;李建华、麻锐:《论财产性民事责任优先承担规则》,载《社会科学战线》2011年第8期。

② 参见刘俊海:《论证券市场法律责任的立法和司法协调》,载《现代法学》2003年第1期。

③ 参见彭冰:《建立补偿投资者的证券行政责任机制——针对内幕交易和操纵市场行为》,载《中外法学》2004年第5期。

④ 参见《2018年证监会行政处罚情况综述》,载中国证监会网站:[http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201901/t20190104\\_349383.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201901/t20190104_349383.html),最后访问日期:2019年9月10日。

⑤ 参见洪艳蓉:《证券执法的制度价值及其实现——来自美国的经验借鉴》,载《北大法律评论》编辑委员会:《北大法律评论》(第17卷),北京大学出版社2016年版,第146页。

肯定说主张,在司法实践中,民事赔偿诉讼的因果关系证明和损失计算较复杂,可以通过行政和解制度绕开民事赔偿的诸多不便,不探讨行为人违法与否,而直接将物质性惩罚返还给权益遭受侵害的投资者。<sup>①</sup>而质疑说认为,行政和解的制度风险在于证券执法过程中的行政权力“寻租”,如何防止行政机关与相对人进行利益交换应该是未来规制的重点。<sup>②</sup>笔者认为,行政没收款部分的性质与民法中不当得利的理念相似,行政罚款和刑事罚金部分的性质与民法中侵权损害赔偿的理念相似,证券行政和解制度则将民事自愿平等的私法理念引入证券执法实践中,通过证券监管机关与被监管者协商达成和解协议,以互利的结局完美收官。行政和解的一方主体为证监会,而行政和解金的管理和使用主体则应是投服中心。因此,将行政和解金纳入赔偿基金能够一举两得,既有利于落实民事责任优先原则,又能够防止公权力的滥用。

投资者赔偿资金来源之三,将会员费、交易经手费作为固定来源。目前,我国已有的风险基金均是由有法定来源的资金构成信托财产,是特定机构负责管理的财产集合,属于特殊目的财产。证券交易所风险基金、证券结算风险基金和证券投资者保护基金均有较稳定的现金流,与存款保险制度相类似,具有行业互保的性质。受3起先行赔付案件的影响,有学者认为赔偿基金是一种个案基金、临时基金,<sup>③</sup>但这并不是最终的投资者赔偿基金模型。笔者考虑补偿率过低,将影响投资者赔偿的最终效果,不建议完全采用美国公平基金临时性、一次性筹集资金的方式;而要将会员费及交易经手费涵盖其中。

投资者赔偿资金来源之四,基于公平合理以及权利义务相匹配的原则,将上市公司IPO和再融资的风险金作为固定来源。目前的投保基金主要由券商缴纳,只在券商关闭、破产或被证券监管机构托管等情况出现时才对投资者进行赔付。考虑基金池的稳定性、投服中心的常设性以及补偿率的适当性,解决新三板、科创板上市融资及上市公司进行再融资过程中的证券欺诈投资者保护问题,笔者认为,应由可能实施证券侵权行为的所有主体(包括主板、中小板、新三板和科创版的上市公司、律师事务所、会计师事务所等)按照一定比例缴纳风险金,由基金向符合条件的投资者给予适

---

<sup>①</sup> 参见窦鹏娟:《论证券行政和解的正当性及其制度功能》,载郭锋主编:《证券法律评论》(2015年卷),中国法制出版社2015年版,第240页。

<sup>②</sup> 参见罗慧明:《证券行政和解中投资者行使参与权与知情权的困境与出路——程序性规范的研究视角》,载黄红元、徐明主编:《证券法苑》(第15卷),法律出版社2015年版,第169页。

<sup>③</sup> 参见叶林、王琦:《证券投资者保护基金的法律性质——兼论“赔偿基金制度”》,载郭文英、徐明主编:《投资者》(第1辑),法律出版社2018年版,第34页。

当偿付。鉴于差异化股权结构可能加大投资风险,可适当提高差异化表决公司 IPO 和再融资的风险金缴纳比率。当投资者赔偿基金拥有稳定的资金来源而形成固定资产时,便可以通过利息收入和投资收益实现基金的良性运行。

## 五、投资者赔偿基金的运行机制设计

法律制度的构建并不单纯地取决于经济理性,还受到政治力量、社会习惯、民族传统等其他因素的多重影响。<sup>①</sup> 投资者赔偿基金制度的构建是一个复杂的法律问题,不仅仅包括基金的基本原理、组织管理、基金来源等问题,还包括运行机制的设计、配套制度的衔接、诉讼制度的完善等程序性问题。但毫无疑问,投资者赔偿基金制度的良性运转离不开对运行机制的设计,即对于赔偿程序、赔偿条件、赔偿范围及赔偿限额的规定,能使我们对赔偿基金赔付制度的完善更进一步。

从赔偿程序来观察,鉴于各国和地区投资者赔偿基金的管理机构不同,其赔偿程序和时效期限必然有所差异。例如,加拿大投资者保护基金(Canadian Investor Protection Fund, CIPF)要求必须在破产之日起 180 天内向管理机构提交索赔证明以及支持索赔的所有文件和信息。我国香港特别行政区要求必须在违责事件申索通知发出的 3 个月内提交申索材料,如未刊登申索通知,则需在首度察觉该违责事项之后的 6 个月内提出申索,超期将不予受理。结合各国和地区的具体索赔期限来看,时效短则十几天,长则几年。笔者认为,我国内地应结合目前《民事诉讼法》关于时效的具体规定,在充分考虑受害投资者地域差异的情况下,给予管理机构一定的自由裁量权。

从赔偿条件来观察,各国和地区均将以下 3 个原则作为衡量标尺:一是投资者已经完成证券的交易和交割;二是中介机构经营失败;三是只对一些具有特殊身份的会员机构的投资者(或账户)进行赔偿,且通常适用于在违法主体无力赔偿投资者的情况。笔者认为,我国应充分考虑侵权持续的时间、受影响的证券种类、遭受侵权损害的投资者人数、证券市场本身存在的波动等因素,在证券侵权行为的责任主体无法赔偿或无法全部赔偿时,向符合条件的投资者给予额度限制内的偿付。在违法主体有条件赔偿时,为了减少耗时耗力的民事诉讼给投资者救济带来的风险,也可从赔偿基

---

<sup>①</sup> 参见邢会强:《内幕交易惩罚性赔偿制度的构造原理与现实选择》,载《中国社会科学》2018 年第 4 期。

金中预先支付,由投资者让渡求偿权,再由投服依法向发行人及其他连带责任人追偿(代位求偿权),避免“集体行动的困境”。

从赔偿范围来观察,加拿大魁北克省《金融产品发行与服务法》确立了一种专门针对登记中介组织欺诈、欺骗策略、挪用行为的受害者进行赔偿的金融服务赔偿基金。法国作为欧洲首个引入内幕交易法定监管的国家,在信息披露、内幕交易管制及市场操纵规制等方面,基本与欧盟的相关指令步调一致。1998年德国颁布《存款保护和投资者赔偿法案》,加上原有的各类银行设立的存款保护计划,共同构成了存款者保护体系;并在此基础上建立了存款投资者赔偿体系,将赔偿范围扩展至金融服务机构和存款信用机构等投资服务领域。<sup>①</sup>美国公平基金最初仅适用于内幕交易,后逐步扩张至虚假陈述等领域。我国香港特别行政区的投资者赔偿基金由原交所赔偿基金和商品交易所赔偿基金合并而成,其涵盖的赔偿范围较为宽泛。结合各国和地区赔偿基金的发展历史分析,基金的赔付范围会随着时间的推移和市场需求的变化而进行适时的调整,起初会在几个方面试点,当基金来源平稳、运作效果良好时,再结合市场的需求进行扩大。在我国内地,虽有学者提议应先建立内幕交易公平基金,试点后再决定是否扩展至其他领域。但根据2018年的统计数据,证监会共作出行政处罚决定310件,其中信息披露违法、内幕交易和操纵市场等3类违规案件占比58%,属于证券违法行为中的“高压线”。笔者认为,仅以内幕交易作为试点可能导致基金的功能无法充分发挥,而范围过大可能导致基金的实践效果不理想,建议参考最高人民法院《关于为设立科创板并试点注册制改革提供司法保障的若干意见》的规定,<sup>②</sup>将虚假陈述、内幕交易、操纵市场等违法行为涵盖在内。

从赔偿限额来观察,大多数国家和地区都会规定赔偿限额,其金额根据各国和地区的实际情况而定。本国和地区经济与金融市场发展水平、“道德风险”的保护与防范、投资者的平均投资金额、金融市场效率的保证、赔偿计划的低成本性、赔偿基金的负担能力以及历史上的赔偿记录均是限额确定的考量因素。例如,有采取“单项限制”的我国香港特别行政区、塞浦路斯、加拿大和德国。我国香港证监会计划将每名投资者的赔偿上限从15万港元,提升至50万港元;<sup>③</sup>塞浦路斯的投资者赔偿基金将

① 参见张育军:《投资者保护法律制度研究》,人民法院出版社2006年版,第494~496页。

② 参见最高人民法院《关于为设立科创板并试点注册制改革提供司法保障的若干意见》第16条。

③ 参见王坤、王泽森:《香港证券投资者赔偿基金制度改革评析》,载《证券市场导报》2005年第9期。

20,000 欧元作为赔偿上限;<sup>①</sup>加拿大的投资者保护基金将 100 万美元作为赔付上限;德国的存款保护和投资者赔偿计划将 20,000 欧元作为赔付上限。<sup>②</sup> 还有采取“双重限制”的我国台湾地区,规定每个投资人的上限标准为 120 万新台币,每家证券商或期货商的全体投资人或交易人赔付上限为 12 亿新台币。在证券市场中,投资者享有自主选择权,可以理性判断决定投资的具体流向。根据风险自担的原则,全额赔付和 unlimited 赔偿上限的做法只有在危机到来或极端事件发生时掏空整个基金池,削弱赔偿基金的稳定性。有学者认为,按照统一比例进行赔偿能够大幅提高管理机构的运行效率,省去繁复的甄别程序,避免投资者信心不足带来更深刻的市场动荡。<sup>③</sup> 笔者对此持赞同意见,在设置赔偿额度上限时,应由证监会确定统一适用的标准,投服中心经过调查后再进行个案认定。

从赔偿对象来观察,理论界存在几种观点。一种观点认为,应指代内幕交易人等证券市场上的直接交易对手,其需与欺诈行为有高度的关联性;另一种观点认为,应适当扩宽其赔偿范围,“同时交易者”是否会“受骗”具有偶发性,但何为“同时交易者”各国和地区立法中均未界定。<sup>④</sup> 我国证券业协会发布的《证券公司投资者适当性制度指引》第 10 条已将投资者分为专业投资者和非专业投资者,个人投资者作为我国证券市场最广泛、最活跃,也是最盲目的投资群体,主要指从事证券投资的社会公众个人。机构投资者指用自有资金或者从分散的公众手里筹集的资金专门进行有价证券投资活动的法人机构。机构投资者因为持股数量多、合作成本低,作为专业投资的完全理性人,具有投资市场的风险意识及抗风险能力。因此,赔偿对象应仅为个人投资者,而不包括机构投资者。

## 六、结 语

《证券法》实施后时代下的投资者保护问题,因注册制改革的引入越发凸显其重要性,这一问题不仅关乎我国营商环境提升与资本市场的竞争力问题,而且关乎我国

---

① 参见《塞浦路斯证券交易委员会(CySEC)》,载 FX110 网:<https://jieshao.fx110.com/authority/details/5>,最后访问日期:2019 年 9 月 10 日。

② 参见黎四奇:《对我国证券投资者保护基金制度之检讨与反思》,载《现代法学》2008 年第 1 期。

③ 参见叶林:《证券投资者保护基金制度的完善》,载《广东社会科学》2009 年第 1 期。

④ 参见彭冰:《建立补偿投资者的证券行政责任机制——针对内幕交易和操纵市场行为》,载《中外法学》2004 年第 5 期。

构建多层次资本市场成败的基石即投资者信心问题。面对证券投资者保护的制度构建,我们既要充分借鉴域外经验,更要立足于我国资本市场证券投资者结构与投资者保护的现状,积极探索投资者保护的“新理念、新体系、新制度、新方式、新平台”。<sup>①</sup>构建中国特色的投资者赔偿基金制度,将有利于打击资本市场的违法违规行为,丰富和完善私权救济渠道及方式,完善我国投资者权益保护的多元救济机制;将推动我国证券法律制度改革,丰富证券投资者赔偿的追诉机制,完善我国投资者保护理论;将有利于落实证券投资者民事责任赔偿优先原则的推动,增强投资者信心及投资者权益保护的法治获得感;将有利于明确投服中心与保护基金公司之间的功能定位,共同发挥公益性维权组织的角色对接与职能发挥。

我国所要构建的投资者赔偿基金,在制度安排方面,不仅不会与先行赔付与行政和解发生冲突,而且先行赔付与行政和解将作为投资者赔偿基金赔付方式与资金来源的重要途径;投资者赔偿基金与现有的投资者保护基金具有相似性质,但在赔付范围上具有明显差异。在资金来源方面,应当将行政罚没款和刑事罚金纳入基金资金来源,改变直接进入国库的局面。除此之外,还应当收取一定的会员费、经手交易费及风险金作为固定的基金来源。在组织管理方面,将投资者赔偿基金的组织管理机构设定为投服中心更为妥当。在运行机制方面,赔偿对象仅为个人投资者,而不包括机构投资者;赔偿条件原则上限制于违法主体无力赔偿投资者的情形;赔偿范围应限制于虚假陈述、内幕交易及操纵市场三方面的违法行为;赔偿工具包括股票、债券、基金等基础性金融工具,也包括期权、期货等金融衍生工具;对赔偿限额和程序的认定,应当由有关部门确定一个统一的标准,再由管理机构经过调查后进行个案认定。当证券投资者赔偿基金先行赔付时,中小投资者有优先受偿权。

---

<sup>①</sup> 阎庆民:《以新理念引领新发展,投资者保护工作迈上新台阶——阎庆民副主席在首届“中小投资者服务论坛”开幕式上的讲话》,载中国证监会网站:[http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201809/t20180927\\_344702.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201809/t20180927_344702.html),最后访问日期:2019年7月19日。