

# 资本市场民事赔偿金、 行政罚款与刑法 罚金制度研究\*

ISC  
Research

\* 本课题承接方为香港中文大学。课题负责人：黄辉；课题组成员：肖宇、李海龙、黄江东。



## 前 言

本篇对我国资本市场民事赔偿金、行政罚款与刑法罚金制度的关系进行了全面和深入的研究,指出了民事赔偿责任优先原则的现实困境。在此背景下探讨了民事赔偿责任优先原则的法理基础,分别讨论了如何实现民事赔偿责任优先原则的几个路径,包括国库管理制度上证券罚没款的暂缓入库和申请退库机制、让保荐机构等责任主体先期赔付的机制和将证券罚没款用于赔偿投资者损失的公平基金机制等,考量其各自的优缺点,进行可行性分析,并对相关程序的协调和衔接进行顶层设计,在借鉴境外相关经验和考虑我国本土条件的基础上提出完善建议,以提升我国资本市场投资者保护水平。

虽然我国包括证券法在内的相关法律明确规定了民事赔偿责任优先原则,然而,在现实中该原则经常难以实现的一个主要原因是证券民事诉讼的前置程序要求,即提起民事诉讼的前提是对证券不当行为已经进行了行政处罚或刑事判决。由于行政处罚和刑事制裁在时间上先于民事赔偿,而违法者财产有限,在缴纳完行政处罚没款或刑事罚金后可能已没有足够资产去赔偿投资者。

民事赔偿责任优先原则的法理基础在于,体现了证券法保护投资者的核心价值目标,彰显了新时代中国特色社会主义的民本思想,在投资者权益保护和心理抚慰等方面具有独特的作用,符合法金融学的理论逻辑和实证结果,并契合国际潮流和我国需要保护中小投资者的特殊国情。因此,很有必要加强民事赔偿责任优先原则的实现机制。

对于实现民事赔偿责任优先原则的几个路径进行的分析表明:第一,证券罚没款暂缓入库和申请退库两种路径都存在较大的现实操作难度,存在较明显的体制性障碍,因而难以作为近期方案,只可作为中长期方案予以考虑;第二,先期赔付制

度在我国已经有成功案例,而且证券法的修订稿也明文规定了该制度,故而现实可行性很大,可以作为近期方案,但该制度在适用范围上存在局限性;第三,公平基金制度旨在将证券罚没款用以补偿由于证券不当行为而受害的投资者的损失,而不是传统上的将其直接上交国库,该机制与民事诉讼赔偿和证券先期赔付制度等相互补充,其引进虽然存在一些体制性问题,但值得争取和尝试。

最后,本篇在程序上提出证券行政处罚、证券刑事诉讼与民事赔偿诉讼、先期赔付机制有效对接、交叉进行的设想。比如,在证券行政处罚程序中,证监会作出行政处罚事先告知之后,而不是最终的处罚之后,就可以提起民事赔偿诉讼或启动先期赔付程序等,待投资者经济损失得到赔偿后,证监会在考虑违法行为人已赔偿的基础上,再从轻或减轻予以行政处罚。

## 引言

我国《证券法》第 232 条规定：“违反本法规定，应当承担民事赔偿责任和缴纳罚款、罚金，其财产不足以同时支付时，先承担民事赔偿责任。”2017 年刚颁布的《民法总则》第 187 条也明确规定：“民事主体因同一行为应当承担民事责任、行政责任和刑事责任的，承担行政责任或者刑事责任不影响承担民事责任；民事主体的财产不足以支付的，优先用于承担民事责任。”此外，《公司法》《侵权责任法》《刑法》及相关司法解释等众多法律，都在条文中明确规定了“民事赔偿责任优先”的原则，可见，该原则已被我国现行法全面确认。

虚假陈述等证券不当行为通常引发多种法律责任，包括行政责任、刑事责任和民事责任。在这些法律责任发生竞合的情况下，虽然上述的民事赔偿责任优先原则已经明文确立，但在现实中经常难以实现。其中一个主要原因是，2003 年最高人民法院发布《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》（法释〔2003〕2 号）为虚假陈述民事赔偿诉讼的提起规定了前置程序，即提起民事赔偿诉讼的前提是对于证券不当行为已经进行了行政处罚或刑事判决。由于行政处罚和刑事制裁在时间上先于民事赔偿，而违法者财产有限，在缴纳完行政处罚没款或刑事罚金后可能已没有足够资产去赔偿投资者。

自 2015 年 5 月实行立案登记制改革以来，国内有些法院取消了上述的前置程序，投资者起诉就会获得受理，但有不少法院仍在坚持前置程序规定，甚至有些法院一开始取消了前置程序但后来又恢复了前置程序。究其原因，主要有以下几点。首先，当初最高人民法院引入前置程序的理由就是，法院缺乏经验和能力去处理复杂的证券诉讼案件，而需要依赖证券监管机关的专业判断。虽然虚假陈述民事赔偿诉讼已经开展了 10 多年，但上述状况仍然存在。其次，如果不通过前置程序对证

券诉讼进行控制,证券诉讼的数量可能过多,将使审判资源本已非常紧张的法院更加无法承受。最后,从投资者保护的角度来看,前置程序对提高民事诉讼的胜诉率和赔付率有积极的作用。研究发现,在美国的证券民事诉讼中,虚假陈述行为的事实和责任认定经常是一个非常困难的问题,涉及信息的重大性标准、尽职调查标准以及行为人的主观心理状态等,使原告方很难事先预测诉讼结果,从而导致现实中的赔付率很低。但在中国,由于前置条件的存在,这一难题在中国的证券民事诉讼中根本不存在,因为在证监会对证券欺诈行为进行处罚之后提起民事诉讼,就绕开了对违法行为事实认定的难点问题,从而有助于提升诉讼的胜诉率和赔付率。<sup>①</sup>

由于民事赔偿责任优先原则存在实施难度,我国证券虚假陈述民事赔偿案件的提起率远低于预期,提起案件后诉讼时间非常漫长,而且,很多案件在胜诉后由于被告无力支付赔偿金而使判决无法有效执行,导致现实中投资者保护严重不足。<sup>②</sup> 在内幕交易和市场操纵等违法案件中,民事责任优先原则的实现问题更为突出。近年来,我国加大了对于内幕交易和市场操纵等违法行为的打击力度,进行顶格处罚的频率明显增加,多次出现巨额的罚金或行政罚款。譬如,2017年1月23日,青岛中级人民法院对被告人徐某、王某、竺某操纵证券市场案进行一审宣判,被告人徐某、王某、竺某犯操纵证券市场罪,分别被判处有期徒刑5年6个月、有期徒刑3年、有期徒刑2年缓刑3年,同时并处罚金,其中,徐某个人此次被处罚金金额高达110亿元!<sup>③</sup> 另外,2017年3月30日,证监会对鲜某操纵市场和信息披露违法行为作出行政处罚,没收违法所得5.78亿元,并按照违法所得的5倍进行顶格罚款,金额为28.92亿元之巨。<sup>④</sup> 这些罚金和罚款金额巨大,且对于个人作出,因此,违法者在支付上述处罚金额之后,是否还有能力全面赔偿中小投资者的损失,已经成为一个需要我们认真面对和思考的现实问题。

本篇将综合运用法教义学、比较研究和实证分析等多种研究方法,充分发挥课题组成员来自境内外、高校和监管机关的背景优势,对于上述问题进行全面和深入

<sup>①</sup> 参见黄辉:《注册制改革背景下的虚假陈述民事赔偿制度:现状与未来》,载《经济法研究》2016年第2期。

<sup>②</sup> 参见黄辉:《中国证券虚假陈述民事赔偿制度:实证分析与政策建议》,载黄红元、徐明主编:《证券法苑》(第9卷),法律出版社2013年版,第757~798页。

<sup>③</sup> 《徐翔犯操纵证券市场罪一审被判五年半罚110亿》,载网易财经:<http://money.163.com/17/0123/11/CBF9MSVQ00258169.html>,最后访问日期:2018年3月12日。

<sup>④</sup> 中国证监会行政处罚决定书(鲜某),〔2017〕29号。

的研究。本篇结构如下:第一章探讨民事赔偿责任优先的法理基础。此后的三个部分逐次讨论解决问题的几个路径,考量其各自的优缺点,进行可行性分析。第二章探讨国库管理制度上证券罚没款暂缓入库和申请退库的可能性。第三章探讨保荐机构等责任主体先期赔付的机制。第四章探讨证券罚没款用于赔偿投资者损失的公平基金制度。第五章是对相关程序的协调和衔接进行顶层设计。最后是结论,归纳和提出相关的建议。

# 第一章 民事赔偿责任优先的法理基础

## 一、体现证券法保护投资者的核心价值目标

一般而言,从法的价值的内生性出发,法能指引人们遵守法律规范,评价人们的法律行为,使人们能够预测自身行为产生的法律后果,从而有意识地规避违法行为的产生;从法的价值的外延性出发,通过法的规范作用,对不法行为进行惩戒,纠正其产生的负面社会效果。法的内生性与外延性相结合,规制不法行为,平衡各方利益,从而达到维护社会秩序、促进社会公平、捍卫社会正义的目标。

保护投资者的合法权益是我国证券法领域立法和执法所期望达到的目标。《证券法》第1条规定,“为了规范证券发行和交易行为,保护投资者的合法权益,维护社会经济秩序和社会公共利益,促进社会主义市场经济的发展,制定本法”。由此可见,对投资者合法权益的保护是我国《证券法》所希望达到的社会目的之一,也体现了《证券法》的最终价值取向。此外,《证券法》第232条规定,“违反本法规定,应当承担民事赔偿责任和缴纳罚款、罚金,其财产不足以同时支付时,先承担民事赔偿责任”。故为了实现前述价值目标,应当将民事责任优先作为一项原则予以确立。

然而,在现实中,在针对证券市场主体违反禁止性规定而施加法律责任时,绝大多数都是诸如吊销资格证书、责令停业或关闭、没收违法所得、罚款等行政责任以及当该违法行为构成犯罪时产生的刑事责任,而对民事责任的追究寥若晨星。此种现象反映了多年来我国经济立法中长期存在的重行政、刑事责任而轻民事责



任的倾向。<sup>①</sup>该倾向使我国证券法的价值目标与实际操作背离,投资者权益缺乏有效保护。要解决我国证券法目前价值目标与实际效果不切合的问题,需要进一步强化民事责任在证券领域的角色,民事责任优先将投资者私人利益的保护置于优先地位,是能够充分保障投资者利益的现实举措。民事责任优先通过优化执法程序来改善我国经济法领域重行政、刑事责任,轻民事责任的现状,有利于我国《证券法》投资者利益保护价值目标的实现。

## 二、彰显新时代中国特色社会主义的民本思想

进言之,民事赔偿责任优先是民本思想的体现。北宋政治家司马光指出,“天地所生财货百物,止有此数,不在民间则在公家”,<sup>②</sup>此言形容因证券违法行为需要支付的金额尤为贴切。证券违法者既要支付罚款又要支付赔偿,意味着其财产需要在国家财政收入与公民赔偿金额之间分配,固定金额的公私占比存在此消彼长的矛盾,而且,现实中证券违法者财力有限,经常无力同时支付罚款和赔偿。如果民事赔偿责任不优先实现,就会导致国家与民争利的问题,即巨额的行政或刑事罚没款上交国库但投资者无法获得经济赔偿,出现“国库吃饱,百姓跌倒”的现象。

长久以来,我国就有国不与民争利的思想。西汉司马迁将国家的经济政策分为五等:“善者因之,其次利道之,其次教诲之,其次整齐之,最下者与之争。”<sup>③</sup>但是,在中国古代,由于专制体制等原因,该思想并未产生大的效用。<sup>④</sup>改革开放以来,随着我国市场经济的发展,国不与民争利等传统民本思想对于公民财产权利的保障、市场机制的发挥具有重要的理论指导意义。2017年12月19日到21日,中央经济工作会议首次提出了“习近平新时代中国特色社会主义思想”,其中在民生方向重点着墨,努力让老百姓有更多的获得感。民事责任让受害投资者切实地获得赔偿,强调民事财产权利优先于国家财政收入,符合我国在新时代中国特色社会主义背景下的民本思想。

<sup>①</sup> 参见王利明:《我国证券法中民事责任制度的完善》,载《法学研究》2001年第4期。

<sup>②</sup> 司马光:《传家集·卷三十四》。

<sup>③</sup> 《史记·货殖列传》。

<sup>④</sup> 参见曹钦白:《论中国古代经济思想中的“国不与民争利”》,载《财政监督》2016年第22期。

从实际效果来看,罚款对国家财政和赔偿以及对个体投资者具有迥然不同的意义。刑法财产刑的罚金与没收财产和行政责任的罚款与没收最终是上缴国家财政,而民事赔偿责任的执行结果是交付给利益受损害方。罚金、没收财产和行政罚款并不是国家财政的主要来源,其在国库收入中的作用甚微。<sup>①</sup> 根据我国财政部发布的《2016年财政收支情况》,我国1~12月累计,全国一般公共预算收入159,552亿元。<sup>②</sup> 根据证监会发布的《2016年行政处罚情况综述》,罚没金额共计42.83亿元,<sup>③</sup>在总体财政收入中占比仅为0.002%。更重要的是,罚没金额上缴国库后,受损投资者难以从罚没金额中直接获益,其受损利益难以得到填补,从而缺乏获得感。

后文将要述及,我国证券市场上的中小个人投资者所占比重较大,风险承担能力较弱。很多投资者的收入水平并不高,因此,证券违法行为给他们带来的经济损失可能难以承受,甚至对正常生活都产生影响。根据中国证券投资者保护基金有限公司发布的《中国证券投资者综合调查分析报告(2012年)》,我国证券投资者2012年家庭总收入低于15万元的高达81.57%;<sup>④</sup>根据中国证券投资基金业协会发布的《基金投资者情况调查分析报告(2014年度)》,2014年基金个人投资者税后收入在15万元以下的所占比例为85%;<sup>⑤</sup>而我国香港特别行政区股票投资者家庭月收入中位数就已高达45,000港元,<sup>⑥</sup>美国家庭平均收入5万美元以上的达到75%,<sup>⑦</sup>远高于我国内地投资者收入水平。我国证券投资者的家庭收入所能承载的风险系数远低于发达国家或地区的水平。因此,当投资者投资受损时,我国证券投

① 参见李明发:《民事赔偿责任优先的理论基础及其法律构建》,载《江淮论坛》2014年第6期。

② 资料来源:《2016年财政收支情况》,载财政部网:[http://gks.mof.gov.cn/zhengfuxinxi/tongjishuju/201701/t20170123\\_2526014.html](http://gks.mof.gov.cn/zhengfuxinxi/tongjishuju/201701/t20170123_2526014.html),最后访问日期:2018年1月3日。

③ 资料来源:《2016年行政处罚情况综述》,载中国证券监督管理委员会网:[http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201612/t20161230\\_308832.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201612/t20161230_308832.html),最后访问日期:2018年1月3日。

④ 资料来源:《中国证券投资者综合调查分析报告(2012年)》,载中国证券投资者保护基金有限公司网:<http://www.sipf.com.cn/images/NewCH/zxdc/2013/03/01/EC3861DC3E3764896A8CB1DC5F4E94C7.pdf>,第43页,最后访问日期:2018年3月12日。

⑤ 资料来源:《基金投资者情况调查分析报告(2014年度)》,载中国证券投资基金业协会网:<http://www.amac.org.cn/tjsj/sjbg/389549.shtml>,第10页,最后访问日期:2018年3月12日。

⑥ 资料来源:《2014年个人投资者调查》,载香港交易及结算所有限公司网:[https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Research-Reports/HKEX-Surveys/Retail-Investor-Survey\\_2014/RIS2014.pdf?la=en](https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Research-Reports/HKEX-Surveys/Retail-Investor-Survey_2014/RIS2014.pdf?la=en),第1页,最后访问日期:2018年3月12日。

⑦ Investor Education Foundation: Investors in the United States 2016, [http://www.usfinancialcapability.org/downloads/NFCS\\_2015\\_Inv\\_Survey\\_Full\\_Report.pdf](http://www.usfinancialcapability.org/downloads/NFCS_2015_Inv_Survey_Full_Report.pdf), p. 3, Mar. 12, 2018.

投资者的基本生活更容易被影响。民事责任能直接赔偿受损害的投资者,直接填补投资者损失,对投资者个人意义重大。而部分罚没金额的缺失对国家整体而言并不会产生重大不利影响,国家承受损失的能力要远远强于一般债权人。<sup>①</sup>因此,民事责任优先,不仅是国不与民争利思想的体现,更是我国新时代保障民生政策的具体措施。

### 三、发挥民事赔偿责任对投资者权益保护和心理抚慰的独特作用

法律责任是指因违反了法定义务或者契约义务,或不当行使法律权利、权力所产生的,由行为人承担的不利后果。我国法律责任主要分为民事责任、刑事责任和行政责任,每类责任都有其独有的功能和意义,因此其侧重点也各有差异。民事法律责任是指违反民事法律规定所应承担的不利后果,民事责任主要是财产责任,其目的是补偿受损一方;在证券法领域,民事责任的主旨在于修复被破坏的投资者与责任主体之间的民事法律关系,为遭受损失的投资者挽回损失,维护受害投资者的民事权利和微观个体利益。<sup>②</sup>行政法律责任是行政法律关系主体由于违反行政法律义务构成行政违法而应承担的否定性的法律后果,它是由行政违法主体向国家承担的责任;<sup>③</sup>在证券领域,行政责任的主旨在于修复被破坏的监管者与违法者之间的行政法律关系,恢复应有的证券市场秩序,维护广大证券投资者的整体利益。<sup>④</sup>刑事法律责任即违反刑事法律规定所应承担的法律后果,包括财产刑与自由刑,其实质是强制犯罪者向以国家为代表的社会所承担的责任;<sup>⑤</sup>在证券领域,刑事责任对最严重的证券违法行为进行制裁,以达到遏制犯罪,维护社会公共利益的目的。

刑事责任、行政责任与民事责任的功能不同。刑事责任、行政责任具有惩罚性,其着力点为整体利益(证券市场整体利益或社会公共利益),其主要目的是规制和威慑不法行为。行政责任与刑事责任中不仅存在罚金、没收违法所得等财产性

① 参见胡纪平:《财产刑与民事执行的竞合及其处理》,载《当代经济》2007年第9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 参见任志宽:《行政法律责任概论》,人民出版社1990年版,第1页。

④ 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。

⑤ 参见杜飞进:《试论法律责任的若干问题》,载《中国法学》1990年第6期。

罚没规定,也存在吊销执照、人身刑等其他惩罚措施。但财产的罚没规定与自由刑、吊销资质等处罚手段的功能具备一致性,都为威慑手段,而不能增加财政收入。而民事责任具有补偿性,赔偿规定是其保护当事人利益的主要措施。为达到最优效果,刑事责任、行政责任、民事责任的承担比例应当基于不同情况进行调整,有所侧重。在我国证券市场中投资者的脆弱性决定了其需要被给予特殊保护,因此应当优先保障民事责任功能的发挥即民事责任优先。

刑事、行政责任的可替代性与民事责任的不可替代性。刑事责任与行政责任的处罚手段更加多样化,基于刑责适当,不同责任之间的比例尚可相互协调,如侵害人的行政责任除了罚没之外,还可以用其他行政处罚、行政处分来惩戒,刑事责任也可以用施加自由刑加以威慑。而对投资者的损失仅能用民事责任的承担加以填补,其他责任措施很难产生与赔偿相匹配的救济效果。

心理学相关研究表明,民事赔偿对于受害投资者具有独特的心理抚慰效应。如果拒绝民事责任优先,投资者获得赔偿的权利则让位于国家。根据相对剥夺理论,某一主体想要获得某一标的物,该主体认为其获得该标的物是有权并可行的,却获取失败并且该等失败不可归责于该主体,在此情况下其他类似主体获得了该标的物,这一主体便会产生相对剥夺感的愤懑情绪。<sup>①</sup>虽然国家与个人不能类比为相似主体,但是在某种意义上说,同一犯罪行为所产生的刑事责任、行政责任、民事责任具有平等性,所以当本应补偿给投资者的金额转移到国家财政,也将引起投资者相对剥夺感的产生。如果无法在一国证券市场得到足够保护,投资者会提高对该国证券市场的风险估值,基于损失厌恶理论,即对于投资者来说,一些有风险的投资在投资者的近视评估下会变得没那么有吸引力,<sup>②</sup>从而减少在该国的投资。投资者的投资欲望降低,对一国的证券市场发展显然是不利的。

投资者不满、愤怒等情绪产生和扩张也会增加社会的不稳定因素,可能引发从糟糕的身心健康到群体行为。<sup>③</sup>在2008年经济危机期间,我国香港特别行政区部分投资者由于购买迷你债券而损失惨重,由于未得到相应补偿而组织了多次游行

<sup>①</sup> Crosby F, "A Model of Egoistical Relative Deprivation", *Psychological Review*, 1976, Volume 83(83), p. 85.

<sup>②</sup> 参见张希、黄登仕:《基于决策者身份视角的损失厌恶实验研究综述》,载《西南交通大学学报》(社会科学版)2017年第1期。

<sup>③</sup> 参见孙灯勇、郭永玉:《相对剥夺感:想得、应得、怨愤于未得》,载《心理科学》2016年第3期。

示威活动。与之相反,民事责任优先确保投资者最大限度地获得赔偿金额,有利于营造和谐的投资氛围,促进社会稳定。

受损害投资者作为证券违法行为中最大最直接的受损方,应当被给予足够的关注与赔偿。刑事、行政责任的惩戒着眼于整体利益,无法实现对投资者的直接救济;民事责任的赔偿属性与不可替代性决定了民事责任在投资者保护中的基础性作用。民事责任优先是对民事责任的进一步强化,对投资者的救济更加直接与全面。民事责任优先对于投资者心理也具有抚慰作用,避免了投资者因不能获得足额赔偿而产生不满、愤懑的情绪,对于维护社会稳定有重要的意义。

#### 四、符合法金融学的理论逻辑和实证结果

法金融学是 20 世纪 90 年代兴起的一门将法学运用至金融分析的学科,该理论宏观层面的核心思想为一国金融市场发展的程度与一国对投资者的保护力度呈正相关关系,即一国投资者保护机制越完善,其金融市场发展越蓬勃;一国投资者保护机制越弱化,其金融市场发展越疲软。<sup>①</sup>从法金融学的观点出发,要提升一国证券市场的发展水平,立足点在于,无论是立法还是执法都必须加强投资者保护的力度。

在证券市场中,投资者保护机制主要体现为民事责任,即通过民事赔偿对投资者进行直接救济。我国证券民事诉讼存在前置程序的规定,即民事诉讼在行政或刑事程序完结后才可提起。因此,当被侵害人提起民事诉讼时,证券违法者大多已经履行完毕行政或刑事罚没责任。在证券违法者财产有限的情况下,因其已经支付了罚没款项,将无法向投资者支付足额赔偿。当投资者合法权益的保护沦为空谈,其继续参与证券投资活动的积极性将会大为降低。投资者投资积极性的降低会产生一系列连锁效应:证券市场投资减少、交易频次降低,资本市场规模缩小、活跃度下降;公司融资难度和成本增加,股票转让难度增大导致公司股权集中;股权集中使大股东操控公司的难度下降,中小股东受大股东侵害的风险增加;继而投资

---

<sup>①</sup> Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al., "Legal Determinants of External Finance", *The Journal of Finance*, Volume 52(3), 1997, p. 1149.



者对一国投资者保护机制进一步丧失信心,证券市场发展前景堪忧,甚至一国经济的发展也会因此受阻。而如果一国注重证券市场中对投资者权利的保护,在侵害人财产不足以支付全部责任所产生的赔偿、罚没金额时,选择民事责任优先,会极大地促进投资者信心的建立,从而提高其参与证券市场投资的积极性。投资者在一国证券市场中投资频次的提高、投资额的增加,将会使公司股权更分散,从而大股东或管理层难以擅权侵害中小股东利益,证券市场将会更稳定地发展。

民事责任优先的实现,对我国来说有特别的意义。在大众创业、万众创新的潮流下,该举措将有助于降低我国创业企业的融资难度。创业公司在我国证券市场中即能获得足够的外部融资,从而减少他国上市、发行债券的比例。融资难度的下降有助于加速我国创业企业的资本化进程,促进我国实体经济的发展。证券市场中强有力的投资者保护措施也有助于塑造积极正面的国际形象,吸引外国投资进入本国资本市场。不可否认,长期以来行政机制对我国证券市场起到了重要的规制和监督效用。然而,随着我国证券市场规模的扩大,根据证监会发布的我国证券市场概况统计数据,截至2017年9月,境内上市A股、B股合计3399家,股票市值总价已达568,928.61亿元。<sup>①</sup>巨大的体量、庞杂的监管事务使行政监管压力日益增大,行政监管资源的有限性使其难以对每一证券违法行为作出有效的反应。投资者作为证券市场的主要参与者,对证券市场的异常变化有着敏锐的嗅觉,因此提高投资者参与证券市场监管的积极性,有助于证券市场监管体系的优化,促进证券市场的健康发展。切实贯彻执行民事责任优先,投资者应得的赔偿额不会被行政、刑事罚没金额挤占,即在资源有限的情况下,投资者的经济利益将会得到更大程度的补偿。基于此,投资者参与证券市场监管与管理的活跃度将会提高,这样,一方面减轻了行政监管的负担,另一方面提高了证券市场监管的全面性和有效性。

强调民事责任优先是实现投资者保护的重要举措,不仅有助于一国金融市场的发展,而且携带着伴生福利,如改善国内融资环境,促进本国创业企业发展;调动投资者参与监督管理,减轻行政机关监管压力;提升国际形象,吸引境外投资等。

---

<sup>①</sup> 资料来源:《2017年9月份证券市场概况统计表》,载中国证券监督管理委员会网:<http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306204/zqscyb/201711/W020171106599933710223.xls>,最后访问日期:2017年12月19日。

## 五、契合国际潮流和我国需要保护中小投资者的特殊国情

域外经验表明,民事责任优先已成为国际潮流。比如,《英格兰刑事法庭权力法》第 130 条规定,<sup>①</sup>在被告的财产状况不允许既支付赔偿又支付罚款的情形下,法院应优先判定赔偿责任,但也可以同时判定支付罚金。从具体做法来看,现在很多国家和地区在面临违法行为产生的侵权责任、刑事责任、行政责任并存时,都倾向于优先保护受害人的民事权益。<sup>②</sup>

我国香港特别行政区也通过判例明确提出了民事责任优先的原则。在“香港证监会诉杜某案”(SFC v. Du Jun)中,<sup>③</sup>杜某被指控从事内幕交易等违法行为,香港特别行政区律政司提起刑事检控。与此同时,香港证监会也代表投资者提起了民事诉讼,要求杜某赔偿损失,民事诉讼提起后就被中止,等待刑事法院的判决结果。2009 年 9 月 18 日,香港初审法院判决杜某的内幕交易罪名成立,相关惩罚包括 7 年监禁(这是香港特别行政区迄今为止由于内幕交易而判决的最长刑期)和高达 23,324,117 港元的罚金等。杜某随后上诉,3 年之后的 2012 年 9 月 20 日,香港上诉法院作出裁决,维持杜某的内幕交易罪名,但将罚金数额从 23,324,117 港元降至 1,688,000 港元。

需要指出,降低罚金数额不是因为香港上诉法院认为杜某的内幕交易问题不严重,而是为了让杜某有钱去履行民事案件中的赔偿投资者的命令。香港上诉法院明确指出,刑事罚款数额的确定应当遵循三个原则:第一,通过罚款使得违法者不能从违法行为中获利;第二,罚款数额要在违法者的支付能力之内;第三,民事诉讼通过赔偿交易损失而保护投资者的目标非常重要,刑事罚款不应影响这一目标的实现。在本案中,杜某的资产有限,如果按照一审刑事判决支付了 23,324,117 港

---

① Powers of Criminal Courts(Sentencing) Act 2000, Article 130: Compensation orders against convicted persons. (12) Where the court considers—  
 (a) that it would be appropriate both to impose a fine and to make a compensation order, but  
 (b) that the offender has insufficient means to pay both an appropriate fine and appropriate compensation, the court shall give preference to compensation (though it may impose a fine as well).

② 参见李明发:《民事赔偿责任优先的理论基础及其法律构建》,载《江淮论坛》2014 年第 6 期。

③ HKSAR v. Du Jun [2012] HKEC 1280.

元的罚金, 杜某将没有足够资产再去赔偿民事诉讼中的投资者。因此, 香港上诉法院参考了民事诉讼的赔偿请求金额, 将罚金水平进行相应调整, 以保证民事诉讼的赔偿判决的执行。2013年12月12日, 民事诉讼进行判决, 法院作出杜某向受害投资者赔偿23,900,000港元的命令。2015年8月18日, 香港证监会宣布, 除了三名投资者无法联系之外, 其他294位全部获得赔偿, 赔偿总金额为23,086,314港元, 赔偿率高达96.6%, 从而有效保护了投资者的正当利益, 有力维护了香港作为国际金融中心的地位。

从宏观角度来看, 我国证券市场起步较晚, 发展仍不完善, 证券投资风险较高; 从微观角度来看, 目前我国的投资者多为非专业的个人投资者, 个人投资者在证券市场的投资金额占比也维持在高位。根据《上海证券交易所统计年鉴(2017卷)》显示, 截至2016年12月31日, 股票投资者开户累计为16,994.8万户, 其中自然人开户数量为16,936.5万户, 占比99.66%, 机构投资者开户数量为58.3万户, 占比0.34%。2016年全年自然人投资者买卖净额-1896.27亿元, 占比85.62%, 一般法人与专业机构买卖净额合计为1441.15亿元, 合计占比为13.62%。<sup>①</sup> 我国投资者的学历水平相较于发达国家或地区证券交易所的投资者的学历水平, 总体上偏低。根据《上海证券交易所统计年鉴(2016卷)》, 截至2015年年底, 投资者拥有中专及以上学历的人员占比为76.41%。<sup>②</sup> 根据香港交易及结算所有限公司发布的《2014年个人投资者调查》, 截至2014年年底, 股票投资者中等教育及以上学历者占比为94%。<sup>③</sup> 随着证券产品的复杂化, 证券投资者的专业能力也日益重要。如诱发2007~2008年经济危机的资产证券化产品, 因投资者未理解其结构的复杂性, 在购买相关投资产品时无法正确评估风险, 从而遭受了巨额损失。我国投资者总体学历偏低, 这在一定程度上也影响着其对证券产品风险的识别能力。同时, 我国投资者非理性投资行为较普遍。根据《深交所2016年个人投资者状况调查》显示, 超

---

① 《上海证券交易所统计年鉴(2017卷)》, 载上海证券交易所网: [http://www.sse.com.cn/aboutus/publication/yearly/documents/c/tjnj\\_2017.pdf](http://www.sse.com.cn/aboutus/publication/yearly/documents/c/tjnj_2017.pdf), 第623页、第625页, 最后访问日期: 2018年2月19日。

② 同上。

③ 《2014年个人投资者调查》, 载香港交易及结算所有限公司网: [https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Research-Reports/HKEX-Surveys/Retail-Investor-Survey\\_2014/RIS2014.pdf?la=en](https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Research-Reports/HKEX-Surveys/Retail-Investor-Survey_2014/RIS2014.pdf?la=en), 第14页, 最后访问日期: 2018年2月19日。



半数投资者至少每周交易一次,交易频率均值为 5.6 次/月;<sup>①</sup>而香港特别行政区的股票投资者 2014 年股票交易的中间数仅为 6 次/年;<sup>②</sup>美国证券市场投资者年交易数在 10 次以下的占比为 80%。<sup>③</sup>由此可见,我国证券市场投资者交易频次明显高于美国、我国香港特别行政区市场的投资者,证券投资者盲目跟风交易行为在我国更常见。上述数据表明,自然人投资者在我国证券市场无论是数量还是交易总额都为压倒性占比。然而,由于投资者风险识别能力、专业水平有限以及非理性交易的特点,他们成为证券市场最脆弱的一环,需要被给予特别保护。

民事责任优先,在我国具有特殊的意义。我国经济发展水平、文化教育水平以及证券市场发展程度与发达国家(地区)存在差异,中小投资者的专业水平与风险承受能力相对较低,因此,中小投资者的脆弱性成为我国证券市场的特色。民事责任优先,基于优先保障投资者权益的原则,使投资者享有优先填补其损失的权利,可以有效缓解我国中小投资者的脆弱性,提高证券市场的稳定性。

下文将对于如何保障民事赔偿责任优先原则的问题提出几个可能的解决路径,在探讨时重点关注其可行性,并提出具体建议。从理论上讲,在这几个路径中,只要一个可以实现,就可基本保障民事赔偿责任优先原则。但它们各有优点和不足,也存在相互协调和衔接的问题,故一并探讨,以寻求最佳解决方案。

---

① 资料来源:《深交所 2016 年个人投资者状况调查》,载深圳证券交易所网:<https://www.szse.cn/main/images/2017/03/16/20170316084922948.pdf>,最后访问日期:2018 年 2 月 19 日。

② 资料来源:《2014 年个人投资者调查》,载香港交易及结算有限公司网:[https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Research-Reports/HKEX-Surveys/Retail-Investor-Survey\\_2014/RIS2014.pdf?la=en](https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Research-Reports/HKEX-Surveys/Retail-Investor-Survey_2014/RIS2014.pdf?la=en),第 19 页,最后访问日期:2018 年 2 月 19 日。

③ Investor Education Fundation: Investors in the United States 2016, [http://www.usfinancialcapability.org/downloads/NFCS\\_2015\\_Inv\\_Survey\\_Full\\_Report.pdf](http://www.usfinancialcapability.org/downloads/NFCS_2015_Inv_Survey_Full_Report.pdf), p. 5, Mar. 12, 2018.

## 第二章 国库管理制度上证券罚没款暂缓入库和申请退库:可能性探讨

虽然行政处罚和刑事罚金先于民事责任得到执行,但如果能够建立行政处罚和刑事罚金暂缓入库制度或申请退库制度,则投资者经济损失也能得到有效弥补,但这就牵涉我国财政国库管理制度问题。学者关于国库相关财政制度的相关文献,多为对具体国库财产的经济效率研究、宏观效应研究、支付制度研究与监管体系研究,涉及国库资金调拨的文献寥寥。法学学者虽然意识到民事赔偿优先原则难以实现的困境并试图给出解决方案,包括证券罚没款的暂缓入库和财政回拨等途径,<sup>①</sup>但较简略,没有进行深入探讨,特别是可行性分析。因此,本章拟针对证券罚没款探讨暂缓入库和财政回拨机制的现实可能性,并对其利弊作出比较分析,以便决策参考。

### 一、我国国库管理的基本制度

根据《国家金库条例》(1985年)和《预算法》(2014年)(以下简称《预算法》),国家金库(以下简称国库)是由中国人民银行经理,并且受到财政部的指导和监督。国库担负着国家预算资金吸纳和库款的支拨、代理政府债券的发行与兑付、反映国家预算执行情况等重任。国库现金管理的目的在于在确保国库现金支出需要的前提下,实现国库闲置现金余额最小化、投资收益最大化的一系列财政资金管理活动。

---

<sup>①</sup> 参见陈洁:《证券民事赔偿责任优先原则的实现机制》,载《证券市场导报》2017年第6期。

为了满足国库限制现金最小化及投资者收益最大化的目的,国库制度在资金的支付清算服务中,采取了由商业银行参与扩库运作体系的方式。它通过对商业银行进行招标来引入银行竞争,从而保证中标银行的服务质量,由商业银行作为清算服务商,财政部门支付相应的金融服务。《罚款决定与罚款收缴分离实施办法》第5条规定,经中国人民银行批准有代理收付款项业务的商业银行、信用合作社,可以开办代收罚没款的业务。

我国的国库管理模式可简单分为两个阶段:在2001年之前,财政部与各部委之间设立了多重账户,形成了批发式的拨款关系,各上级单位再对下级单位层层零售,账户多头管理造成了透明化减损、资金使用效率不高;2001年,我国的国库管理模式由从原来传统资金缴拨模式转为以国库单一账户体系为基础、资金缴拨以国库集中收付为主要形式的管理模式,即由财政部直接开具支付令或者以授权额度的方式直接进行支付,相关财政收入也直接收取。

国库集中收付制度是我国国库管理的核心制度,一般也称为国库单一账户制度,是指由财政部门代表政府设置国库单一账户体系,所有的财政性资金均纳入国库单一账户体系收缴、支付和管理的制度。通过建立国库单一账户体系,财政资金由过去各单位分散管理转变为财政部门统一管理,不仅财政资金调度能力发生根本改变,各项重大支出的保障能力和财政理财能力也得到根本增强。财政资金运行由“层层转”变为“直通车”,各类财政收入通过国库集中收缴方式直接缴入国库单一账户体系,各类财政支出通过财政直接支付或财政授权支付方式,直接支付到最终收款人或用款单位,大幅提高了财政资金的运行效率。

## 二、证券罚没款暂缓入库的理论分析与现实可能

### (一) 暂缓入库的制度价值

为实现民事责任优先原则,有学者提出了罚没款项暂缓入库的意见,<sup>①</sup>也有学者进一步认为刑事罚金和行政罚没款应当按照相应完整的民事诉讼的诉讼期间来确定合理的暂缓期限,同时建议由中小投资者服务中心代为保管行政罚没款,由人

---

<sup>①</sup> 参见席朝阳:《论民事责任优先的实现》,载《企业家天地》(理论版)2011年第8期。

民法院代为保管刑事罚金。<sup>①</sup>综合学者观点,所谓罚没款暂缓入库,是指为保证法律上民事责任优先原则的实现,对本应即时上缴国库的行政处罚和刑事判决中的罚没款经特定的审批程序后暂缓入库,保存于特定账户,以备相关受害人民事赔偿之用,待用于满足相关受害人民事赔偿后或经过一定时效期间后,相应余款再上交国库。在我国证券罚没款越来越巨大的今天,<sup>②</sup>如果暂缓入库制度得以确立,就可以在保证财政资金不流失的同时,有效保障证券投资者及时获得赔偿的经济权利,让相关法律规则不再成为一纸空文,这对于落实法律上“民事赔偿优先原则”具有很大的制度价值。

## (二) 暂缓入库与现行国库相关管理法律及发展趋势的冲突

首先,我国现行《行政处罚法》等法律法规要求行政处罚没款及时入库,这构成暂缓入库的刚性法律障碍。罚没收入是执法和司法过程中行政、司法机关依法对违法违规者实施的经济罚没价款,属于我国财政收入的非税收入的一部分。从法律定性上看,罚没收入既包括刑法中的罚金和没收违法所得及相关变价款,也包括行政处罚中的罚没款。同时,根据我国《预算法》的规定,罚没收入纳入财政预算,列入其他预算收入。从性质上看,中国证监会所执行的罚没款收入属于中央预算外收入,缴入中央国库。<sup>③</sup>而对刑事罚金,由法院负责执行,直接上缴国库,其法理与行政处罚没款类似。为表述简洁起见,下文仅以证券行政处罚没款为论述对象。

对罚没款等非税收入的处置,我国的法律及财政部、人民银行等多个部门发文多次强调,罚没收入需要全额上缴国库或预算外财政专户:如《行政处罚法》第46条、<sup>④</sup>1998年1月开始实施的《罚款决定与罚款收缴分离实施办法》的第4条、1999

---

<sup>①</sup> 参见陈洁:《证券民事赔偿责任优先原则的实现机制》,载《证券市场导报》2017年第6期。

<sup>②</sup> 《2017年中国证监会全年作出行政处罚决定224件,罚没款金额74.79亿元》,载中国证券监督管理委员会网:<http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/>,最后访问日期:2018年1月3日。

<sup>③</sup> 证监会1999年发布了《关于罚没收入缴库问题的通知》,要求各地证监会监管机构的罚没收入须统一交至中国证监会账户,由其统一交至中央国库。证监会出具的《行政处罚决定书》均明确告知:当事人应自收到本处罚决定书之日起15日内,将罚没款汇交中国证券监督管理委员会(开户银行:×××,账号:×××,由该行直接上缴国库)。

<sup>④</sup> 《行政处罚法》第46条第3款规定:“当事人应当自收到行政处罚决定书之日起十五日内,到指定的银行缴纳罚款。银行应当收受罚款,并将罚款直接上缴国库。”

年的《关于行政事业性收费和罚没收入实行“收支两条线”管理的若干规定》第2条<sup>①</sup>等。2016年3月,全国人大常委会预算工作委员会副主任刘修文强调,“所有的罚没收入都应该上缴国库。根据现行法律法规的有关规定,所有的执法机关对执法的罚款、没收的违法所得,以及没收非法物品的变价款,都应该上缴国库,纳入一般公共预算进行统筹安排”。<sup>②</sup>所以,罚没收入的国家预算收入的特性以及法律上强制入库的规定,使相应款项无法满足特殊需要而采取暂缓入库等灵活管理措施,这也是导致证券民事赔偿优先原则无法有效落实的根本原因。

其次,通过设立财政专户以实现暂缓入库的设想亦与当前财政管理方面清理整顿财政专户的趋势不符,实现难度很大。财政专户,是指财政部门为履行财政管理职能,在银行业金融机构开设用于管理核算特定资金的银行结算账户。特定资金,包括社会保险基金、国际金融组织和外国政府贷款赠款、偿债准备金、待缴国库单一账户的非税收入、教育收费、彩票发行机构和销售机构业务费、代管预算单位资金等。<sup>③</sup>《财政专户管理办法》第6条“规定开立财政专户须具备下列条件之一:(一)法律、行政法规或国务院、财政部文件规定开立财政专户;(二)国际金融组织或外国政府贷款、赠款协议条款规定开立财政专户;(三)国库单一账户不能满足资金管理核算要求,需要开立财政专户。”虽然上述规定对开立财政专户的实质条件规定得并不严格、清晰,但近年来财政管理的大趋势是清理、整顿、缩减财政专户,并逐步过渡到国库单一账户管理。理论界关于财政专户弊端的研究较多,概述如下:<sup>④</sup>一是财政专户清理力度不足,专户总量仍处高位。二是部分财政专户余额高且超过国库库存,对目前的预算管理形成负面冲击。虽然近年来财政专户数量有所下降,但存款余额持续攀升,且超过国库库存,成为“第二国库”,冲击预算管理。三是大量国库资金在月末集中流向财政专户,干扰货币政策执行效果。四是财政

<sup>①</sup> 该条规定:“具有执收执罚职能的单位(以下称‘执行执罚单位’)根据国家法律、法规和规章收取的行政事业性收费(基金,下同)和罚没收入,属于财政性资金,均应实行财政‘收支两条线’管理。即上述行政事业性收费和罚没收入按财政部门规定全额上缴国库或预算外资金财政专户,支出按财政部门批准的计划统筹安排,从国库或预算外资金财政专户中核拨给执收执罚单位使用。”

<sup>②</sup> 《刘修文回应中国网记者提问:所有罚没收入都应上缴国库》,载中国网:[http://www.china.com.cn/lianghui/news/2016-03/11/content\\_38000977.htm](http://www.china.com.cn/lianghui/news/2016-03/11/content_38000977.htm),最后访问日期:2018年3月12日。

<sup>③</sup> 参见《财政专户管理办法》第2条。

<sup>④</sup> 参见吕进中:《加快清理财政专户》,载《中国金融》2015年第16期;廖伟生、郭永明:《整顿规范后的财政专户管理情况探析》,载《金融与经济》2012年第1期;姜新华等:《我国国库集中收付制度下财政专户治理路径的选择》,载《财政监督》2014年第10期。



专户多头重复开立,影响国家金融秩序。五是财政专户资金性质界定不清,增加了财政资金风险。六是随意开立社保专户,违反相关制度规定。七是非税收入滞留财政专户,阻碍集中收付制度改革进程。提出的相关政策建议主要有:①加快制定相关法律法规,规范财政专户管理;清理整顿现有财政专户,严控新设财政专户;严格控制财政专户增量和专户资金膨胀;全面清理财政专户,着重处理睡眠账户和多头开户情况。加快非税收入直接缴库的改革步伐,实现政府全部收入上缴国家金库;加快落实《预算法》及国务院相关制度,推进非税收入直接缴库改革,取消非税收入财政专户。可见,财政体制改革中清理整顿财政专户的导向是非常清晰的。在此情况下,试图再就证券罚没款新设财政专户,与上述总体趋势相冲突,其难度因而也极大。

最后,当前设立证券罚没款财政专户的实质理由尚不够充分。②一是证券罚没款及时入库,这是《行政处罚法》等法律明确规定的,前文已述,此处不赘。二是财政专户主要是为满足特定资金的特殊管理要求而设立,如社保基金、国际组织捐赠款等。相比而言,当前设立证券罚没款财政专户的理由尚不足以与上述事项相比肩。三是是否需要使用证券罚没款用于赔偿投资者经济损失,具有较大不确定性。行政处罚后,投资者是否会提起民事诉讼不确定。从目前的实践来看,比例并不高。四是提起民事诉讼后,相应的赔偿金额难以在短时间内确定,须待民事诉讼程序结束后方可确定,这需要较长过程。五是违法行为人的财产是否足以支持民事赔偿具有不确定性,因为根据《证券法》第232条,只有在违法行为人财产不足以同时承担行政罚款及民事责任时,方有民事责任优先原则之适用。也就是说,如果违法行为人财产足够,此时就不存在使用证券罚没款用于民事赔偿的问题。而从目前实践来看,很少出现违法行为人财产不足以承担责任的情况。可见,设立证券罚没款专户以达到暂缓入库目的的理由并不充分,且如果一律将证券罚没款暂缓入库,则将使财政资金使用效率大为降低,并大大增加了管理难度。

综上所述,从现行法规规定、财政专户清理整顿趋势以及设立证券罚没款专户

---

① 参见吕进中:《加快清理财政专户》,载《中国金融》2015年第16期。

② 课题组于2018年1月17~20日期间就此问题现场走访、电话访谈了财政部国库司相关处室多名资深工作人员,其意见基本一致,均表示就证券罚没款设立财政专户的可能性很低,甚至可以说几乎没有。此处主要综合了相关人员观点。

的实质理由等方面分析,当前财政管理部门同意设立该专户的可能性非常低。

### 三、证券罚没款财政退库的理论争议与现实可能

所谓财政退库,即预算收入退库,指征收机关根据财政、税务管理体制的有关规定,将已入库的预算收入从国库中退付给纳税人的一种方法。财政退库是现行国库管理中的一项成熟制度,《国库资金管理办法》《国家金库条例》《中央级罚(没)款退库审批办事指南》《关于印发〈罚没款代收代缴管理办法〉的通知(财预字〔1998〕201号)》等众多法规都有相应规定。总结起来,我国相关法规所允许退库的情形包括:(1)由于工作疏忽,发生技术性差错需要退库的;(2)因改变企业隶属关系、财务结算方式需要退库的;(3)企业按计划上缴利税,超过应缴数额需要退库的;(4)国家政策性计划亏损补贴的退库;(5)财政部门明文规定或专项批准的其他退库项目。财政退库的程序明确、路径清晰,如果在违法行为人财产不足以承担投资者损失时可以申请财政退库,那将是保护投资者利益的上佳选择。但需要注意的是,我国现行法规对于罚没款退库虽有相关规定,但其范围限于司法机关、行政机关、海关作出改判、复议等改变原金额等情况。所以,对因为证券民事责任的赔偿款的优先执行,是否可以适用财政退库制度,理论上存在争议,实践中无先例。

否定的理由主要包括:<sup>①</sup>第一,证券罚没款入库,具有充分的法律依据,没有其他足够充分的理由(如错交、多交、相关行政处罚决定被撤销等)不得退库;第二,《证券法》第232条仅适用于“不足以同时支付”的情形,在证券罚没款或刑事罚金已先行入库,此后违法行为人的财产不足以承担民事责任时,不属“同时支付”的情形,而是存在先后顺序,因此不能以《证券法》第232条作为申请财政退库的理由;第三,行政处罚和刑事程序前置是造成违法行为人财产不足以承担投资者的主要原因,因此证券监管部门应与最高人民法院商议完善改进相关司法程序,以使投资者经济损失优先得到补偿,把问题解决在前端;第四,即使投资者经济损失不能从违法行为人那里得到弥补,证券监管部门还可以通过动用投资者保护基金等方式

---

<sup>①</sup> 课题组于2018年1月17~20日期间就此问题现场走访、电话访谈了财政部国库司相关处室多名资深工作人员,此处综合了其重要观点。

先行补偿投资者,再代位向违法行为人求偿。

尽管存在上述争议,我们认为,证券罚没款退库制度仍有一定制度空间。理由主要是:第一,党的十九大报告再次强调要坚持“以人民为中心”的发展理念,在资本市场上就是要高度注重保护投资者——尤其是中小投资者的合法权益,在此理念指导下,给予受害中小投资者以及时、充分的经济补偿理应得到支持;第二,在证券罚没款或刑事罚金已先行入库,此后违法行为人的财产不足以承担民事赔偿责任时,确实不属狭义的“同时支付”,但相关民事责任、行政责任、刑事责任均是同一个不法行为的结果。从这个角度来看,也可以说此三种责任是同时的;第三,固然可以考虑通过动用投资者保护基金等方式先行补偿投资者,但这只是投资者保护的可选路径之一,不妨碍申请财政退库的合理性。

从操作上考虑,我们认为有如下要点:第一,证券监管部门应将证券罚没款在一定条件下财政退库的合法合理性与财政部、人民银行等相关部门充分沟通、争取支持,以联合发文的方式就此作出明确规定,以便实践操作。必要时,提请国务院发文批准。第二,鉴于受害投资者往往人数众多,且相关工作具有较高专业性,为方便操作,可指定由相关公益性投资者保护机构代为集中办理,避免出现大量个人分别多次申请退库的情况。第三,申请财政退库时应提供违法行为人确已无法承担相应民事赔偿责任的证据,如提供法院就判决执行情况提供的说明等。第四,鉴于投资者提起民事诉讼的时间可能不一,有的可能怠于行使权利,为保证国库资金的确定性、提高资金使用效率,应明确可以申请退库的时间期限,避免出现证券罚没款入库很长时间以后再办理退库的情况。原则上可将相关案件的民事诉讼时效期间作为申请退库的时限。

综上所述,我们认为,从财政国库管理的角度考虑,证券罚没款暂缓入库和申请退库两种路径都存在较大操作难度,存在较明显的体制性障碍。相较而言,暂缓入库的难度更大,而申请退库尚有一定可能。



### 第三章 主动事先赔付投资人:证券先期赔付制度

证券先期赔付,是在我国实践中发展起来的,利于受损投资者优先、及时、充分获得民事赔偿的制度。最早先由平安证券先期赔付万福生科虚假陈述上市案开始,目前还有海联讯主要股东就虚假陈述的先期赔付案、兴业证券先期赔付欣泰电气虚假陈述上市案共三起实践。对于证券先期赔付,尚无统一的定义。有学者认为,其是指在证券市场中发生虚假陈述案件时,在对发行人、上市公司等市场主体据以承担赔偿责任的行政处罚、司法裁判作出之前,由虚假陈述民事赔偿责任可能的连带责任人之一先行垫资向投资者承担赔偿责任,然后再由先期赔付者向未参与先期赔付的发行人、上市公司以及其他责任人进行追偿的一种措施。<sup>①</sup>

在2017年4月《证券法(修订案)》的二审稿中“投资者保护”一章中规定明确了先期赔付制度,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、证券服务机构可以委托国家设立的投资者保护机构,就赔偿事宜与投资者达成协议,予以先期赔付。先期赔付后,可依法向发行人以及其他连带责任人追偿。<sup>②</sup>但由于二审稿的搁浅,该制度目前尚未能正式在立法中明确。

综合上述学者意见与立法审议稿的规定,我们认为,现行的主流观点认为证券先期赔付有以下几个构成要件:(1)适用于欺诈发行、虚假陈述等重大违法案件;(2)赔偿的主体是发行人的控股股东、实际控制人、保荐人及相关的证券中介经营机构以及证券服务机构;(3)先期赔付工作是由国家设立的投资者保护机构协助展

<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> 人民日报海外版:《证券法修订草案二审聚焦7大市场焦点》,载央视网:<http://news.cctv.com/2017/04/25/ARTIkivV9TQ4upZsfZskeap170425.shtml>,最后访问日期:2018年2月25日。

开;(4)先期赔付人是要代所有的责任人进行垫付,事后再进行追偿。课题组认为,该制度是实现投资人民事责任优先,利于投资人及时和充分受偿的重要方式。本节通过对现行的三起实践进行经验总结和评议,提炼出其制度的精髓,通过与民事诉讼等制度的对比,构建我国的证券先期赔付制度,同时也指出该制度的适用范围与局限性。

## 一、我国证券先期赔付的实践

2012年9月,湖南农业企业万福生科在上市一年后因首次公开募股(Initial Public Offerings, IPO)和上市后的财务报表造假被证监会立案调查,其保荐人平安证券也在2013年3月被调查。同年5月,平安证券为因万福生科欺诈上市受损的投资者成立补偿基金,代所有的责任人出资3亿元进行先期赔付,耗时2个月,在证监会作出行政处罚前完成了对投资者的赔付工作,开启了我国证券先期赔付的先例。之后,陆续有“海联讯案”和“欣泰电气案”也采用了先期赔付的方式,达到了投资人民事责任优先的良好效果。

本部分整理了50余份涉案上市公司的相关公告和证监会的处罚书,以立案调查、先期赔付和处罚作为主线,整理出重要的时间点,以及先期赔付和处罚的内容,探寻其规律,总结其经验,作为进一步制度化和推广的基础。

### (一)平安证券对万福生科虚假陈述的先期赔付

#### 1. 案件相关的重要事件与时间节点(见表1)

表1 相关重要事件与时间节点

时间	重要事件
2011年	
9月2日	证监会核准万福生科首次公开发行股票并在创业板上市的申请
9月27日	万福生科在深交所创业板上市,股票代码300268,发行量1700万股,每股发行价25元,发行总市值4.25亿元
2012年	
9月18日	万福生科公告称收到证监会调查通知书
9月24日	湖南证监局对万福生科采取监管谈话措施。原因是现场检查中发现,万福生科2012年年度中期报告存在虚假记载和重大遗漏

续表

时间	重要事件
2013 年	
3 月 31 日	证监会对平安证券涉嫌违法违规行为立案调查
5 月 10 日	平安证券公告设立万福生科虚假陈述事件投资者利益补偿专项基金。基金出资人为平安证券,基金管理人为中国证券投资者保护基金有限责任公司,基金规模为人民币 3 亿元,基金托管银行为中国建设银行股份有限公司。基金当日成立,存续期间为成立之日起 2 个月
5 月 21 日	中国平安保险(集团)股份有限公司公告称,平安证券收到中国证监会处罚事先告知书的公告
7 月 11 日	历时两个月的万福生科专项补偿基金收官,12,756 名万福生科虚假陈述案适格投资者与平安证券达成和解,补偿金额约 1.79 亿元。基金管理人 11 日公告称,自 2013 年 7 月 11 日起,基金进入清算及审计阶段,剩余资金返还平安证券
9 月 24 日	<p>证监会对湖南博鳌律师事务所、刘某(签字律师)、胡某(签字律师)作出行政处罚</p> <p>证监会对刘某、胡某作出终身证券市场禁入决定</p> <p>证监会对万福生科公司及龚某某等 21 名责任人作出行政处罚,将龚某某(万福生科董事长、总经理、法定代表人)、覃某某(财务总监)移送司法机关</p> <p>证监会对龚某某、覃某某作出终身证券市场禁入决定</p> <p>证监会对中磊会计师事务所、王某(签字会计师)、黄某某(签字会计师)作出行政处罚,对中磊会计师事务所没收业务收入 98 万元,罚款 196 万元。对王某、黄某某分别罚款 10 万元</p> <p>证监会对王某、黄某某作出终身证券市场禁入决定</p> <p>证监会对平安证券及吴某某(万福生科项目保代)、何某(万福生科项目保代)等 7 名责任人作出行政处罚。</p> <p>具体为:</p> <p>责令平安证券改正违法行为,给予警告,没收业务收入 2555 万元,并处 5110 万元罚款,暂停保荐业务许可 3 个月。</p> <p>对吴某某、何某、薛某某(平安证券总经理)、曾某某(平安证券总经理助理)、崔某(平安证券投行部上海业务负责人)给予警告,并分别处以 30 万元罚款,撤销证券从业资格。</p> <p>对汤某某(万福生科项目组成员)给予警告,并处以 10 万元罚款,撤销证券从业资格</p> <p>证监会对吴某某、何某作出终身证券市场禁入决定</p>
10 月 8 日	证监会、财政部对中磊会计师事务所作出撤销证券服务业务许可的处罚决定
2014 年	
3 月 21 日	<p>证监会对崔某的申请作出行政复议维持决定</p> <p>证监会对吴某某的申请作出行政复议维持决定</p>

资料来源:根据万福生科、平安证券的公司公告,中投保基金的公告,证监会的处罚书整理。

## 2. 对该案的评议

平安证券对万福生科的先期赔付,是我国首例行政相对人在民事诉讼前主动赔偿的案例。平安证券的赔偿也是很有效率的,在2012年3月31日立案调查后,1个月10天后就设立基金,基金成立后2个月内,就完成了申请权利的12,756名万福生科虚假陈述案适格投资者的补偿,补偿金额约1.79亿元。平安证券在完成对投资者的赔付后,证监会对其进行了行政处罚。

从行政处罚内容来看,万福生科是欺诈上市,性质比较恶劣,证监会对于上市公司主要负责人、平安证券该项目的保荐代表人、律师和会计师都作出了终身市场禁入的处罚。对于会计师事务所,证监会撤销了其证券服务业务许可。终身市场禁入和吊销撤销经营资格,都是最严厉的行政处罚。但对保荐机构,平安证券的处罚,还是相对温和的,“没收业务收入2555万元,并处以5110万元罚款,暂停保荐业务许可3个月。”罚款5000余万元,是其收入的2倍;暂停保荐业务3个月,并没有取消其市场主体资格,虽也对业务有影响,但并不是致命的。可见,监管机构对平安证券的积极补偿投资者的行为,在行政处罚时,有从轻考虑处罚。

### (二)海联讯主要股东对海联讯虚假陈述的先期赔付

#### 1. 案件相关的重要事件与时间节点(见表2)

表2 相关重要事件与时间节点

时间	重要事件
2009年	
12月25日	证监会作出不予核准深圳海联讯科技股份有限公司首次公开发行股票并在创业板上市申请的决定
2011年	
11月3日	证监会作出核准海联讯首次公开发行股票并在创业板上市的批复
11月23日	海联讯在深交所创业板上市,A股代码300277,发行量1700万股,每股发行价23元,发行总市值3.91亿元
2013年	
3月22日	海联讯公告称收到证监会立案调查通知书
2014年	
7月18日	海联讯公司股东章某、孔某、邢某某、杨某某发布公告,设立海联讯虚假陈述事件投资者利益补偿专项基金

续表

时间	重要事件
9月19日	<p>基金出资人为海联讯股东章某先生(第一大股东、实际控制人)、孔某先生(第二大股东)、邢某某先生(第三大股东)、杨某某先生(第五大股东)。基金管理人为中国证券投资者保护基金有限责任公司,基金顾问为平安证券,基金托管银行为建设银行,基金规模为人民币2亿元。基金当日成立,存续期间为成立之日起2个月。基金管理人可根据基金运作的实际情况延长存续期间,但最迟不超过2014年12月31日</p> <p>中国证券投资者保护基金有限责任公司发布《海联讯虚假陈述事件投资者利益补偿专项基金的终止公告》。</p> <p>依公告,截至2014年9月10日15时,9823名适格投资者与基金出资人达成有效和解,占适格投资者总人数的95.70%,支付补偿金额88,827,698元,占应补偿总金额的98.81%,前述补偿金额已于2014年9月15日支付至适格投资者的证券交易结算资金账户,赔付工作已基本完成</p> <p>章某、孔某、邢某某、杨某某发布《海联讯虚假陈述事件投资者利益补偿后续工作的公告》</p>
11月14日	<p>证监会对海联讯、章某(第一大股东、实际控制人、董事长),邢某某(第三大股东、总经理、董事、法定代表人)等18名责任人作出行政处罚</p> <p>证监会对章某、邢某某、杨某某(第五大股东、时任财务总监、董事会秘书)作出8年证券市场禁入的决定</p>
12月8日	<p>证监会对平安证券、韩某某(海联讯项目签字保代)、霍某某(海联讯项目签字保代)作出行政处罚。</p> <p>对平安证券给予警告,没收保荐业务收入400万元,没收承销股票违法所得2867万元,并处以440万元罚款;</p> <p>对韩某某、霍某某给予警告,分别罚款30万元,撤销证券从业资格</p> <p>证监会对韩某某、霍某某作出5年证券市场禁入的决定</p>
2016年	
8月31日	<p>证监会对李某(签字会计师)、刘某(签字会计师)作出行政处罚。鉴于鹏城所已于2015年12月28日注销,证监会不再予以行政处罚</p> <p>证监会对李某、刘某作出5年证券市场禁入的决定</p>

资料来源:根据海联讯、平安证券的公司公告,中投保基金的公告,证监会的处罚书整理。

## 2. 对该案的评议

海联讯案设立基金的主体是海联讯的主要股东,有意思的是,海联讯的保荐机构也是平安证券,平安证券在设立基金工作中方面也起着积极的作用。海联讯的先期赔付是在2013年3月22日立案调查后约1年4个月的时间展开,比起万福生科,海联讯设立基金的时间较晚。海联讯的基金也是用2个月完成了赔付,之后2

个月证监会对其作出了行政处罚。

从行政处罚内容来看,对海联讯的主要股东是8年市场禁入,平安证券的保荐代理人的处罚是5年市场禁入,并没有终身市场禁入;除了没收违法所得以外,罚款金额仅是保荐费用的1倍左右,整体而言,处罚还算温和。其中一个小细节值得关注,在证监会对平安证券及其项目保荐人的处罚书中提道,海联讯的保荐人韩某某、霍某某曾在调查过程中进行申辩,认为他们“主动配合证监会的调查取证工作,提议并推动海联讯主要股东设立专项补偿基金赔偿投资者,促使海联讯主要股东承诺补偿无法收回的应收账款,积极消除海联讯违法行为的危害后果等”,因此请求证监会对其免于对他们采取撤销证券从业资格和5年证券市场禁入措施,并同时减少对霍某某的罚款金额。对此申辩,证监会在处罚书中答复道,“对平安证券、韩某某、霍某某等配合调查和推动海联讯主要股东赔偿投资者等情节,证监会在作出处理决定前已予充分考虑,韩某某、霍某某二人提出的进一步减轻处理的请求没有法律依据”。<sup>①</sup>这段描述可见,监管机构认为对投资者的先期赔付是积极消除危害后果的表现,是从轻和减轻处罚的重要考虑。

### (三) 兴业证券对欣泰电气虚假陈述的先期赔付

#### 1. 案件相关的重要事件与时间节点(见表3)

表3 相关重要事件与时间节点

时间	重要事件
2011年	
3月30日	证监会作出不予核准欣泰电气首次公开发行股票并在创业板上市申请的决定
2014年	
1月3日	证监会作出核准欣泰电气首次公开发行股票并在创业板上市的批复
1月27日	欣泰电气在深交所创业板上市,A股代码300372,发行量2145万股,每股发行价16.31元,发行总市值3.50亿元

<sup>①</sup> 《中国证监会市场禁入决定书(平安证券有限责任公司、韩某某、霍某某)[2014]18号》,载中国证券监督管理委员会网:[http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306212/201412/t20141215\\_265064.htm?keywords=%E6%B5%B7%E8%81%94%E8%AE%AF](http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306212/201412/t20141215_265064.htm?keywords=%E6%B5%B7%E8%81%94%E8%AE%AF),最后访问日期:2018年3月12日;《中国证监会行政处罚决定书(平安证券有限责任公司、韩某某、霍某某)[2014]103号》,载中国证券监督管理委员会网:[http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306212/201412/t20141215\\_265059.htm?keywords=%E6%B5%B7%E8%81%94%E8%AE%AF](http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306212/201412/t20141215_265059.htm?keywords=%E6%B5%B7%E8%81%94%E8%AE%AF),最后访问日期:2018年3月12日。



续表

时间	重要事件
2015 年	
6 月 12 日	欣泰电气公告收到辽宁证监局对其作出的责令改正的处罚决定书
7 月 14 日	欣泰电气公告被证监会立案调查
2016 年	
6 月 2 日	欣泰电气公告收到证监会行政处罚和市场禁入事先告知书
7 月 5 日	证监会对欣泰电气作出行政处罚 对欣泰电气处以非法所募资金的 3% 即 772 万元罚款; 对温某某处以 802 万元罚款,其中作为直接负责的主管人员处以 30 万元罚款, 作为实际控制人处以欣泰电气非法所募资金的 3% 即 772 万元罚款
7 月 9 日	兴业证券公告称,拟设立欣泰电气欺诈发行先期赔付专项基金,未公布赔付方案
7 月 25 日	证监会对兴业证券作出行政处罚 对兴业证券给予警告,没收保荐业务收入 1200 万元,并处以 2400 万元罚款;没 收承销股票违法所得 2078 万元,并处以 60 万元罚款。 对兰某(签字保代)、伍某某(签字保代)给予警告,并分别处以 30 万元罚款,撤 销证券从业资格 2016 年 6 月,兴业证券因欣泰电气财务造假问题被证监会立案调查,保荐项目 被暂停受理。2016 年 7 月 27 日,兴业证券收到证监会的《行政处罚决定书》,该 案调查、审理终结。2016 年 7 月 28 日兴业证券保荐的另一个项目首航节能发布 公告称,此前被中止审查的非公开发行股票相关工作将继续推进。证监会并未 暂停兴业证券的保荐业务资格,兴业证券保荐的全部 IPO、再融资和并购重组项 目即日起恢复受理
11 月 30 日	证监会作出对欣泰电气、温某某处罚的复议维持决定
2017 年	
1 月 3 日	欣泰电气发布了向北京市第一中级人民法院提起行政诉讼的公告,起诉证监会
2 月	分别有投资者将欣泰电气和兴业证券起诉至福州市中级人民法院和沈阳市中级 人民法院,并获受理立案。未纳入兴业证券赔付方案的投资者对方案(草案)提 出质疑
5 月 4 日	北京市第一中级人民法院就欣泰电气欺诈发行、虚假披露证券行政处罚案,欣泰 电气原董事胡某某证券行政处罚两案一审公开宣判。该院一审认定欣泰电气及 原董事胡某某的相关违法行为成立,中国证监会作出的行政处罚并无不当,判决 驳回了欣泰电气及胡某某的诉讼请求 一审败诉后,欣泰电气向北京市高级人民法院提起上诉

续表

时间	重要事件
6月9日	兴业证券公告设立欣泰电气欺诈发行先期赔付专项基金,公告中包含赔付方案。基金出资人为兴业证券,基金管理人为中国证券投资者保护基金有限责任公司,托管银行为兴业银行,基金规模人民币5.5亿元,基金当日成立,存续期间为成立日起5个月
6月23日	深交所对欣泰电气作出退市决定
7月17日	欣泰电气进入退市整理期
8月28日	欣泰电气被深交所予以摘牌
9月18日	兴业证券将欣泰电气、北京兴华会计师事务所及直接主管人员、北京市东易律师事务所及直接主管人员、欣泰电气相关责任人、欣泰电气控股股东辽宁欣泰股份有限公司等26名被告诉至法院,为向其他连带责任人追偿自己先期赔付投资者而支付的超出自己应赔数额的2.27亿元损失
11月9日	中国证券投资者保护基金有限责任公司发布《关于欣泰电气欺诈发行先期赔付专项基金的终止公告》。 依公告,截至2017年10月20日,11,727名适格投资者与基金出资人达成有效和解,占适格投资者总人数的95.16%,支付补偿金额241,981,273元,占应补偿总金额的99.46%,前述赔付金额已于2017年8月3日、10月16日支付至适格投资者的证券交易结算资金账户或银行账号,赔付工作已基本完成
12月19日	北京市高级人民法院公开审理此案,证监会主席助理黄炜出庭应诉。 庭审中主要围绕以下三个争议焦点展开:一是关于欣泰电气的违法行为是否符合《证券法》第189条规定的欺诈发行构成要件;二是关于证监会对相关财务数据造假的认定,是否应当以司法鉴定部门或者专业审计部门的意见作为依据;三是关于欣泰电气是否存在应当从轻或减轻处罚的情节,本案处理是否存在畸轻畸重

资料来源:根据欣泰电气、兴业证券的公司公告,中投保基金的公告,证监会的处罚书整理。

## 2. 对该案的评议

兴业证券就欣泰电气虚假陈述的先期赔付,与前两起案件相比,有一定的特殊性。首先,兴业证券在行政处罚前,公告成立赔付基金,但基金赔付工作的启动,是在处罚后快1年的时间。根据最高人民法院的司法解释,存在着行政处罚后2年诉讼时效的问题。因此,在基金启动赔付前就有投资者向法院提起民事赔偿的诉讼,<sup>①</sup>以免错过诉讼时效。

<sup>①</sup> 参见贾丽:《欣泰电气惹“新麻烦” 提起诉讼投资者已达千余人》,载网易财经:<http://money.163.com/17/0215/04/CD9PCKRV002580S6.html>,最后访问日期:2018年1月15日。



其次,欣泰电气是首例因欺诈发行退市的上市公司,出现了多起与该案相关的诉讼。具体包括欣泰电气对证监会的行政处罚提起了行政诉讼;赔付方案中未适格投资者对欣泰电气和兴业证券提起诉讼,对方案的合理性提出质疑;先期赔付的兴业证券在赔付后向欣泰电气、律师事务所等连带责任人追偿超出自己应赔付金额的损失。特别是欣泰电气对证监会的诉讼,影响了基金赔付工作的启动。

最后,作为先期赔付的兴业证券,本案对其业务影响较小,虽项目保荐代表人被撤销证券从业资格,但券商本身的保荐的其他 IPO、再融资和并购重组项目从收到欣泰电气案的行政处罚书第 2 日起恢复受理。<sup>①</sup>

## 二、证券先期赔付的经验总结

表 4 将先期赔付实践中几个重要的环节整理如下。

表 4 证券先期赔付金额

法人	对上市公司处罚	对保荐人处罚	基金设立人	赔付用时	基金规模	分配情况
万福生科	万福生科 30 万元罚款;主要责任人 30 万元罚款;实际责任人终身市场禁入	警告,没收业务收入 2555 万元,处以 5110 万元罚款,暂停保荐业务许可 3 个月;保荐代表人终身市场禁入	平安证券(保荐人)	2 个月	3 亿元	完成有效申报、达成有效和解的适格投资者人数为 12,756 人,占总人数的 95.01%,支付的补偿金额为 1.785 亿元,占应补偿总金额的 99.56%

<sup>①</sup> 参见敖晓波:《兴业证券投行项目恢复 首航节能定增重新启动》,载新浪财经:<http://finance.sina.com.cn/roll/2016-07-29/doc-ifyxunyyf6165794.shtml>,最后访问日期:2018 年 1 月 15 日。

续表

法人	对上市公司处罚	对保荐人处罚	基金设立人	赔付用时	基金规模	分配情况
海联讯	海联讯 822 万元罚款; 实际控制人 1203 万元罚款; 实际责任人 8 年市场禁入	对平安证券给予警告, 没收保荐业务收入 400 万元, 没收承销股票违法所得 2867 万元, 处以 440 万元罚款。 保荐代表人 30 万元罚款, 撤销证券从业资格, 5 年市场禁入	海联讯主要股东	2 个月	2 亿元	完成有效申报、与专项补偿基金出资人达成有效和解的适格投资者人数为 9823 人, 占适格投资者总人数的 95.70%, 对适格投资者支付的补偿金额为 0.888 亿元, 占应补偿总金额的 98.81%
欣泰电气	欣泰电气和实际控制人分别处以非法所募资金的 3% 即 772 万元罚款; 实际责任人终身市场禁入	对兴业证券给予警告, 没收保荐业务收入 1200 万元, 并处以 2400 万元罚款; 没收承销股票违法所得 2078 万元, 处以 60 万元罚款。 保荐代表人撤销证券从业资格	兴业证券(保荐人)	2 个月 (一阶段) 4 个月 (二阶段)	5.5 亿元	完成有效申报、与专项赔付基金出资人达成有效和解的适格投资者人数为 11,727 人, 占适格投资者总人数的 95.16%, 对适格投资者支付的赔付金额为 2.4198 亿元, 占应赔付总金额的 99.46%

我们认为,先行的证券先期赔付实践可以总结出以下几个特点:

#### 1. 适用的是虚假陈述欺诈上市案件

万福生科、海联讯和欣泰电气三家企业是在上市后,监管机构发现其欺诈上市的严重问题。如在 IPO 申请文件中相关财务数据存在虚假记载,上市后披露的定期报告中存在虚假记载和重大遗漏;作为保荐人的证券公司未遵守业务规则和行业规范,未勤勉尽责地对公司的 IPO 申请文件进行审慎核查,出具的保荐书等文件存在虚假记载的行为,上市公司的责任人、保荐人等中介机构违反了《证券法》《证券发行上市保荐业务管理办法》《保荐人尽职调查工作准则》的相关规定。

保荐人在这三起实践中起着积极的作用,万福生科案和欣泰电气案是由保荐人平安证券和兴业证券先行垫资赔付,海联讯是由主要股东出资,但从保荐代表人

听证会前的申辩可以看出中,<sup>①</sup>他们在推动并协助设立专项补偿基金中,起着重要作用。

可以认为,证券市场的持牌机构,特别是保荐机构是有动力进行先期赔付的。这些机构作为证监会的监管对象,他们有动力“知错就改,将功补过”,以期望能在证券市场上持续经营。只要还有市场主体的资格,罚金及赔偿金的经济损失就能够通过以后的诚信经营进行弥补。而一旦机构被吊销执照,则再无东山再起的机会。因此,证券市场的持牌机构特别是保荐人最有动力进行先期赔付。

按此逻辑,当上市公司欣泰电气最终因行政处罚被强制退市,它就选择对证监会提起了行政诉讼,最后一搏。在先期赔付中,欣泰电气没有事先出资,也没有能力出资,<sup>②</sup>兴业证券垫付赔偿后对其提起了连带责任诉讼。

## 2. 证券监管机构对先期赔付人的行政处罚从轻或减轻

根据《证券法》第 192 条的规定,保荐人出具有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的保荐书,或者不履行其他法定职责的,责令改正,给予警告,没收业务收入,并处以业务收入 1 倍以上 5 倍以下的罚款;情节严重的,暂停或者撤销相关业务许可。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告,并处以 3 万元以上 30 万元以下的罚款;情节严重的,撤销任职资格或者证券从业资格。通过表 2 分析可见,从对券商的罚款数额上来看,对万福生科的保荐人平安证券的罚款是收入的 2 倍,暂停受理业务 3 个月;对海联讯的保荐人平安证券的罚款的收入 1 倍多,没有暂停受理业务;对欣泰电气的保荐人兴业证券的罚款是收入的 2 倍,没有暂停受理业务。

那么,对先期赔付人的处罚,是否有所减轻或从轻呢?从罚款金额上来看,除没收违法所得外,最高对他们进行采用了 1~2 倍收入的罚款。而光大证券因为乌龙指的内幕交易被处以 5 倍的顶格处罚。另外,对保荐人更重要的是,他们其他保荐业务的在证监会的受理,受到的影响并不大。兴业证券和平安证券的业务受理并未因欣泰电气和海联讯案被中止,平安证券在万福生科案件中也只暂停了 3 个

<sup>①</sup> 《中国证监会行政处罚决定书(平安证券有限责任公司、韩长风、霍永涛)》[2014]103 号,载中国证券监督管理委员会网:[http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306212/201412/t20141215\\_265059.htm?keywords=%E6%B5%B7%E8%81%94%E8%AE%AF](http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306212/201412/t20141215_265059.htm?keywords=%E6%B5%B7%E8%81%94%E8%AE%AF),最后访问日期:2018 年 1 月 15 日。

<sup>②</sup> 《欣泰电气董事长回应退市:将考虑走破产程序》,载东方财富网:<http://finance.eastmoney.com/news/1344,20160708640248319.html>,最后访问日期:2018 年 1 月 15 日。

月。而从比较法角度来看,在我国香港特别行政区同类型的“洪良国际案”中,保荐机构兆丰资本不但受到香港史上最高的罚款金额,而且还吊销了牌照,彻底被赶出了市场,因此,有学者认为,万福生科案件中平安证券受到的处罚明显偏轻。<sup>①</sup> 综上,我们认为,上述的处罚是从轻和减轻行政处罚的表现。

### 3. 赔付效果总体很好

从赔付效率来看(如表4所示),“万福生科案”和“海联讯案”,在行政处罚前就已完成了对投资者的赔付,从基金的设立到赔付完毕仅用了2个月时间。“欣泰电气案”是在行政处罚前公告设立基金,由于受到欣泰电气诉证监会等影响,赔付工作是在行政处罚后近1年才开始展开,赔付完毕用了4个月的时间。即便如此,与行政处罚后通过民事诉讼的方式获得赔偿相比,已经高效得多。以“五粮液虚假陈述案”为例,其是在行政处罚后3年5个月上市公司才与相对人达成庭外和解结案。课题组通过对审理五粮液案的成都中院的相关人士调研了解到,“五粮液案”之所以在诉讼时效结束后才进入调解程序,是因为上市公司当时接受调解的前提是,要确定提起诉讼的投资者人数,以确定公司的赔偿预算。因此,只有等诉讼时效到期,才能确定提起诉讼的投资者人数,才得以进入调解程序。

从补偿金额来看,如表4所示,三起先期赔付案的补偿金额是较充分的。设立基金的垫资规模,“欣泰电气案”高达5.5亿元,其他两起也分别是3亿元和2亿元。而最后的赔偿金额,欣泰电气案是2.42亿元,其他两起是1.79亿元和0.89亿元。而之前的通过民事诉讼的赔偿金额,五粮液案赔付1344万元,东盛科技赔付1295.84万元,虽然有个案差异,但确实与先期赔付的金额不在一个等量级。先期赔付的赔付总额巨大的原因,主要在于其覆盖的适格投资人的范围较宽,基本达到了95%左右。“五粮液案”提起民事诉讼的投资者仅有154人,而先期赔付中每起案件的获偿投资者都在1万人左右。

### 4. 公益性投资者保护机构在先期赔付中的重要作用

目前,投资者补偿基金是由中国证券投资者保护基金公司(中投保基金)受托管理专项补偿基金,其具体从事的工作主要包括:(1)发布基金的公告;(2)计算赔付金额,并公布计算方法;(3)在投资者自愿提供联系方式的基础上,中投保基金就

---

<sup>①</sup> 参见黄辉:《注册制改革背景下的虚假陈述赔偿制度:现状与未来》,载《经济法研究》2016年第2期。

赔付事宜与其沟通;(4)提供相关咨询等。<sup>①</sup>中投保基金在这三起案件的处理中已经积累了一定的经验,作为基金的管理人,接受并分配补偿资金,为证券先期赔付提供平台和服务。

### 三、先期赔付的制度优势:与民事诉讼比较及域外启示

为什么要推动证券先期赔付制度?从前述的实践可以看出,其最核心的作用在于可以实现受损投资人的优先、及时和充分的受偿。那么,传统上的通过民事诉讼进行民事救济,效果如何呢?

#### 1. 与民事诉讼效率的比较

在2015年法院系统立案登记制度改革之前,内幕交易案和操纵市场案法院基本不受理,虚假陈述案需要行政前置程序。通过统计,当时的情形大体是,首先,民事诉讼的提起率不高。据统计,在2002年到2013年期间,符合前置条件要求的各类处罚总计为253个,即可诉案件是253个,但已诉案件只有65个,仅占前者的大约25.7%。而在美国,几乎所有的对于证券欺诈行为的证监会处罚都引发了私人民事诉讼。显然,我国的诉讼提起率相当低,表明即使在前置条件的范围内,实际上还有很多未提起的可诉案件。另外,在提起诉讼的案件中,审理期限的平均时间为405.1日(13.5月),中位数是351.7天(11.7月)。<sup>②</sup>民事诉讼的提起要耗费大量的时间和精力。上述的数据可见,民事诉讼的救济渠道,投资人使用率并不高。投资人不愿意使用的原因是多元的,包括厌诉的心理,认为去诉讼的时间还不如去炒股赚回来;证券诉讼的律师多采用的是风险代理,即使胜诉后,律师费用也较高;“搭便车”心理,以及对我国证券民事诉讼缺乏信心等。

而证券先期赔付,投资人无须主动地去追究违规者民事责任,也无须等待行政处罚的作出,只需将其将购买涉案股票的相关情况进行登记确认为适格的受损投资人,就可以在较短的期间内,获得补偿。

---

<sup>①</sup> 资料来源:中国证券投资者保护基金公司网:<https://zxjj.sipf.com.cn/investor/>,最后访问日期:2018年6月15日。

<sup>②</sup> 参见黄辉:《中国证券虚假陈述民事赔偿制度:实证分析与政策建议》,载黄红元、徐明主编:《证券法苑》(第9卷),法律出版社2013年版,第967~995页。

## 2. 香港洪良国际案实现民事责任优先的启示

曾在香港上市的洪良国际,为达到上市目的,大肆进行财务包装,大幅虚构收入和利润,打造出高成长和高获利能力的形象,且保荐人兆丰资本等中介机构失查而实现IPO。在被审计机构毕马威的举报后,香港证监会进行调查。在执法过程中,香港证监会与高等法院原讼法庭产生分歧,经多次磋商,香港证监会最后对洪良国际仅提起了民事诉讼,最后依据香港特别行政区《证券及期货条例》第213条,<sup>①</sup>在没有启动刑事诉讼的情形下,基于双方签订和解书的前提,高等法院原讼法庭正式颁发了强制令,要求洪良国际向大约7700名公众股东回购他们获配发或已买入的5亿股股份,回购价为2010年3月30日停牌时的价格2.06港元/股。本次回购涉及的总金额为10.3亿港元,其中包括所冻结的8.32亿港元,剩余1.98亿港元洪良国际必须在28日内缴付。至此,香港证监会依据第213条对洪良国际所采取的法律行动宣告完结,不再提起刑事诉讼。<sup>②</sup>

而按照香港证监会以往的执法惯例,都是先将犯罪嫌疑人付诸刑事司法程序,待刑事审判定案之后,再考虑相应的行政处罚。而这次证监会却先后在亚洲老虎基金案及洪良国际案中,按第213条向高等法院原讼法庭启动民事诉讼渠道,这是从未有过的先例。香港证监会之所以先舍弃刑事程序,转而寻求第213条的民事程序来处置洪良国际一案,其考量有:

刑事程序所要求的证据门槛远高于民事程序,同样的证据按照民事程序可以胜诉,但按照刑事程序也许就无法定罪。如果按刑事程序走,有可能洪良国际会被判无罪,如此,香港证监会就无法帮助投资人索要回资金。如果按刑事程序来走,由于证据要求大幅提高,会大幅增加证监会取证的成本,包括耗费的时间,而且如果刑事官司一直打下去,也不利于尽快帮助投资人拿回投资。<sup>③</sup>

香港证监会与香港特别行政区高等法院原讼法庭曾在第213条的适用上有所

---

<sup>①</sup> 我国香港特别行政区《证券及期货条例》第213条共有1300余字,其法律规定异常复杂,大体意思是:只要证监会认为或者怀疑(甚至在无须掌握任何证据的情况下)任何人违反了该条例的任何条款,即有权请求高等法院原讼法庭发出多项命令,包括强制当事人采取法庭指示的步骤,使交易各方恢复他们订立交易之前的状况。可以说,该条款给了香港证监会几乎无限的证券执法权,但香港证监会在过往监管史上,几乎从未通过第213条对相关个案启动法律程序。

<sup>②</sup> 《洪良国际造假上市遭香港证监会史上最严惩罚》,载凤凰网财经:[http://finance.ifeng.com/a/20120702/6692508\\_0.shtml](http://finance.ifeng.com/a/20120702/6692508_0.shtml),最后访问日期:2018年2月28日。

<sup>③</sup> 参见苏龙飞、杨智全:《洪良国际罪与罚——IPO打假的香港模式》,载《新财富》2012年7月号。



分歧,但最终香港特别行政区高等法院上诉法庭推翻了原讼法庭就亚洲老虎基金一案的裁决。上诉法庭认为,第 213 条“在保障广大投资者方面为证监会提供了宝贵的工具,而保障投资大众是《证券及期货条例》的一项重要目标,这些工具对证监会保障投资者的工作极其重要”。这种程序间的相互替代,既充分保障了当事人的权利,又有效提升了证券法实施的力度。<sup>①</sup> 第 213 条在刑事程序及市场失当行为审裁处以外,赋予证监会独立的补救方法。

我们认为,在“洪良国际案”中,证监会是因为刑事检控有困难或成本太大,为了尽快地帮助投资人追回损失,选择了追究民事责任优先。这样起到的效果是,重点在于让受损失的投资者较充分和较及时的受到补偿,而不是追究违规者的刑事责任。在某种意义上,起到了行政和解和刑事和解的效果。

“洪良国际案”带来的启示是,将民事责任优先作为执法时考量的首位因素,为了实现该目标,可以在行政处罚或刑事处罚上有所退让。这与证券先期赔付也有异曲同工的效果,证券先期赔付的理念与证券行政和解的内核有重要的相似。以美国为例,行政和解制度在美国证券领域得到广泛的应用,SEC 认为,未必要追诉一切发现的可能的违法案件,而应根据威慑效果,重点追诉市场影响巨大和胜诉率高的案件;对于一些案件,最重要的是将对违法者的罚款与返还的非法所得用于补偿投资者,并且能得到迅速及时的补偿,这就是最有效率的执法方式。在这种理念下,SEC 通过和解处理了约 90% 的案件,<sup>②</sup>在 2012 年的会计年度(2011 年 10 月 1 日~2012 年 9 月 30 日),和解的案件达到了 714 件。<sup>③</sup> 和解金的金额占到了总罚金的 69%,公司的平均和解金是 100 万美元,<sup>④</sup>2012 年最高的和解金是和由花旗银行达成的支付,高达 2.85 亿美元。<sup>⑤</sup> 因此,我们可以将证券先期赔付理解为行政和解的一种表现形式,证券先期赔付中的补偿基金的设立人,通过配合调查,设立专项补偿基金事先补偿投资者遭受的投资损失,以换取监管机构的从轻或减轻处罚。行政和解的理论和实践对证券先期赔付制度的构建有参考意义。

---

<sup>①</sup> 参见黄辉教授 2017 年 12 月 14 日在华东政法大学的讲座,载华东政法大学网:<http://www.isfl.ecupl.edu.cn/ISFL2013/html/jlhz/gnjl/594.html>,最后访问日期:2018 年 2 月 28 日。

<sup>②</sup> 参见洪艳蓉:《美国证券交易委员会行政执法机制研究》,载《比较法研究》2009 年第 1 期。

<sup>③</sup> Jorge Baez, James A. Overdahl, Elaine Buckberg, SEC Settlement Trends, NERA Economic Consulting.

<sup>④</sup> 参见肖宇:《证券行政和解金的确立与分配规则探析》,载《暨南学报》(哲学社会科学版)2015 年第 6 期。

<sup>⑤</sup> Jorge Baez, James A. Overdahl, Elaine Buckberg, SEC Settlement Trends, NERA Economic Consulting.

## 四、证券先期赔付的理论基础与制度设计

### (一) 证券先期赔付的立法依据

证券先期赔付的制度构建,首先需要通过立法确定其法律地位。法律规定可以体现在两个层面:一是在《证券法》修订中,明确该制度法律地位和基本原则;二是通过证监会的部门规章,将其制度具体化。先期赔付制度没有与现行法律冲突,因此证监会也可以考虑先行出台部门规章,可以将其制度化,明确适用范围与操作的规则。虽然《证券法》修订案的生效时间尚不明确,但先期赔付制度的核心程序都是有法律依据的。其涉及的法律依据主要体现在上市公司控股股东、保荐人与证券中介机构的连带责任承担、监管机构可以减轻从轻处罚的依据两个方面。

第一,对上市公司控股股东、保荐人与证券中介机构的连带责任。我国《证券法》第69条规定:“发行人、上市公司公告的招股说明书、公司债券募集办法、财务会计报告、上市报告文件、年度报告、中期报告、临时报告以及其他信息披露资料,有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,致使投资者在证券交易中遭受损失的,发行人、上市公司应当承担赔偿责任;发行人、上市公司的董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员以及保荐人、承销的证券公司,应当与发行人、上市公司承担连带赔偿责任,但是能够证明自己没有过错的除外;发行人、上市公司的控股股东、实际控制人有过错的,应当与发行人、上市公司承担连带赔偿责任。”最高人民法院《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》也有类似的规定。在先期赔付中,将连带责任的承担顺序放在同一序列,其中的任一主体都可以作为第一责任人先期赔付。

第二,对先期赔付人的主动赔偿行为,监管机构可以减轻从轻处罚。《行政处罚法》第27条规定,当事人主动消除或者减轻违法行为危害后果的,应当依法从轻或者减轻行政处罚。当先期赔付的当事人积极补偿投资者因虚假陈述而遭受的投资损失,属于法定的从轻或减轻情形,情节轻微的也可以不作出处罚。

另外,在证监会《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第1号——招股说明书(2015年修订)》的规范性文件中,第18条规定招股说明书扉页应载有如下声明及承诺:“……保荐人承诺因其为发行人首次公开发行股票制作、出具的文



件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,给投资者造成损失的,将先行赔偿投资者损失。……”确立了对证券先期赔付制度的适用,只是具体的制度设计还需明确。

可见,证券先期赔付是在现有法律框架下的制度创新,符合法律的相关规定,是可以实现投资人的优先赔付,违规者的减轻处罚,监管机构实现监管目的的多方获益的制度。

## (二) 证券先期赔付的法律关系

证券先期赔付是通过当事人之间的合同实现的,合同的一方是上市公司虚假陈述等违规行为的当事人,包括发行人的控股股东、实际控制人、相关的证券经营机构、证券服务机构中愿意先期赔付的主体;合同的另一方当事人是遭受损失的投资者。违规者与受损投资人之间本是证券侵权法律关系,是侵权之债,需由投资人通过诉讼或仲裁的方式获偿。证券先期赔付协议将被动的侵权之债转化为主动的合同之债,债的履行方式由执行司法判决转化为主动履行合同,是侵权人主动减少侵权的不良影响,使赔偿投资人及时受偿的表现。

证券先期赔付协议应是建立在双方自愿的基础上,违规者自愿提前履行侵权之债,投资人愿意接受违规者的赔偿方案。违规者成立基金的公告,视为违规者向适格投资人发出要约,投资人一旦通过网上确认,则协议成立。在实践中,协议内容中往往还包含了要求投资人放弃诉讼的条款,双方都要受到协议的约束。

当然,证券先期赔付协议也不完全同于普通的民事协议,违规者之所以愿意主动且提前的履行,重要原因在于这是监管机构从轻或减轻行政处罚的重要考量情节。可以认为,监管机构起到促成合同的订立和监督履行的作用。

监管机构对先期赔付人的从轻或减轻处罚,既是对这种行为鼓励和肯定的表现,也是先期赔付人愿意先行履行民事责任的重要动力。

## (三) 先行赔付金与民事诉讼赔偿、行政罚款、刑事罚金的关系

在当前先期赔付的实践中,以“兴业证券先行赔付欣泰电气案”为例,根据中投保基金网站<sup>①</sup>的描述,是赔付人先出资成立先行赔付专项基金,赔付金额的确定是

---

<sup>①</sup> 中国证券投资者保护基金有限公司欣泰电气先行赔付专项基金公告专栏,载中国证券投资者保护基金有限公司网:<https://zxjj.sipf.com.cn/investor/index.do>,最后访问日期:2018年6月20日。

按照“《合同法》、《证券法》及《最高人民法院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》所规定的原则,确定专项基金赔付范围和赔付金额计算方法。赔付金额以适格投资者因欣泰电气欺诈发行而实际发生的直接损失为限,并减半扣减市场风险因素所致损失,同时设置投资差额损失金额(扣减市场风险因素所致损失前)60%的最低赔付比例”。<sup>①</sup>该计算方法与法院在受理虚假陈述民事赔偿案件中投资人损失的计算方法基本相同。先期赔付的对象是“一级和二级市场的适格投资者”,“发行事件责任方和首次公开发行前持有欣泰电气股份的股东,及前述主体的关联人,不属于先行赔付对象;欣泰电气大股东及董事、监事、高级管理人员增持买入欣泰电气股票,不属于先行赔付对象;因政策性增持买入欣泰电气股票,不属于先行赔付对象”。其赔偿的范围与法院在受理虚假陈述民事赔偿案件中投资人的范围认定基本相同。由此可见,先期赔付金与民事诉讼赔偿金在赔付对象、赔付金额的计算方式上与通过法院诉讼计算的民事赔偿款是同质的,在法律性质上,就是民事赔偿款。由于先期赔付有自愿的性质,从前文的数据比较可见,目前实践中先期赔付比民事赔偿款的金额和赔付率要高得多。

先期赔付金与行政罚款、刑事罚金在范围上并无重叠交叉,但由于先期赔付是行政相对人主动减少违法违规行为不良影响的表现,监管机构或法院可以考虑酌情减少行政罚款与刑事罚金,作为对先行赔付人主动赔付行为的鼓励。

#### (四)先期赔付后行政处罚的考量因素

根据《行政处罚法》第27条的规定,当事人主动消除或者减轻违法行为危害后果的,应当依法从轻或者减轻行政处罚。先期赔付的当事人的赔付行为属于法定的从轻或减轻情形。那么,从轻或减轻如何体现呢?

在我国香港特别行政区的“洪良国际造假上市案”中,其保荐人兆丰资本被吊销了营业执照,是最严厉的行政处罚。结合我国的实践来看,三起先期赔付的案例中,对券商的罚金适用的是1倍或2倍,在1~5倍的罚款区间中,算是偏低的。

另外,对券商等市场主体来说,其更为看重的在于是否要暂停其业务受理,甚至吊销其执业资格。吊销执业资格,终身市场禁入,就意味将个人或机构彻底从市

---

<sup>①</sup> 《兴业证券股份有限公司关于设立欣泰电气欺诈发行先行赔付专项基金的公告》,载中国证券投资者保护基金有限公司网:<https://zxjj.sipf.com.cn/investor/notice/notice32.do>,最后访问日期:2018年5月20日。

场清除,就像洪良国际案的保荐人兆丰资本一样,断却了这些市场主体的收入来源,是最严厉的处罚措施。从当前先期赔付案件的实践来看,对于机构和个人采取了不同的态度。对个人而言,项目的保荐代表人以及上市公司虚假陈述的实际责任人基本上都是受到了终身市场禁入的处罚。对机构而言,除了平安证券因万福生科案暂停受理了业务3个月外,其他两案中券商的其他保荐项目都在涉案案件结案后就立即恢复受理。我们认为,不停止或短暂时停止受理券商的其他项目的业务,是从轻减轻处罚的重要表现,当然对于情节恶劣的个人或机构,也应该要终身市场禁入或撤销从业资格。

#### (五) 证券先期赔付基金设立人与其他责任承担人之间的责任分担

##### 1. 先期赔付的积极主体与消极主体

先期赔付人需要对所有责任人的民事赔偿全额垫付,先期赔付人的垫付金额高、责任重。如果在同一起案件中,责任人间态度不一致的,可以区分为积极主体和消极主体。行政处罚的从轻或减轻应只适用于积极主体,而不能适用于消极主体。积极主体垫资赔付后可以向消极主体通过协商或诉讼等方式要求承担连带责任追偿。这样对消极主体而言,既不能减轻处罚,之后又要向积极主体支付应承担的责任份额,从成本收益上来看不合算。这样可以促使在前期基金设立中,行政相对人的各方都积极参与基金设立,共同对投资人先期赔付,相互促进赔付的作用。

##### 2. 可否按份先行赔付

值得探讨的是,先期赔付人如果需要垫付所有责任人的民事赔偿,金额大、责任重,实施难度较大。是否可以扩大先期赔付的范围,即仅对自己应赔偿的份额进行先期赔付。这种新路径的开拓可以扩大先期赔付制度的适用面,让更多的主体有能力进行先期赔付,但难点在于,如何划分各责任主体之间的赔偿份额。目前的实践是先期赔偿后当事人之间协商解决,赔付人未能足额追偿的,就由赔付人承担;在民事诉讼中,由法院根据个案的情形来裁判。如果在先期赔付中,也能根据份额事先赔偿,责任的划分是技术上的难点。

##### 3. 先期赔付人向其他责任人追偿时能否适用民事责任优先

先期赔付人在先行垫付后,是否可以在发行人、律师事务所等其他责任人在缴纳行政罚款之前,根据民事责任优先的原则,先行赔付人优先从发行人等责任人处受偿?

我国《证券法》第232条规定:“违反本法规定,应当承担民事赔偿责任和缴纳罚款、罚金,其财产不足以同时支付时,先承担民事赔偿责任”。2017年刚颁布的《民法总则》第187条也明确规定:“民事主体因同一行为应当承担民事责任、行政责任和刑事责任的,承担行政责任或者刑事责任不影响承担民事责任;民事主体的财产不足以支付的,优先用于承担民事责任。”

根据上述的规定,只要民事责任与行政责任、刑事责任冲突的,理论上都应民事责任优先。那么先期赔付人在向发行人等其他责任人追偿,要求其承担连带民事责任时,是否也享有民事责任优先行政责任与刑事责任的优先权呢?我们认为,是不可以的。

从文义解释来看,不管是《民法总则》还是《证券法》,规定民事责任优先的前提是“民事主体因同一行为应当承担民事责任、行政责任和刑事责任的”,如果发行人的虚假陈述引起了民事责任、行政责任和刑事责任,那么其民事责任应是发行人对其侵权主体投资人的民事责任,即在发行人向投资人进行损害赔偿时,其民事责任可以优先从发行人在行政责任或刑事责任中的财产支付。而先期赔付人在向发行人要求履行连带责任时,已经是另一层法律关系,在这个法律关系中,没有相对应的行政责任与刑事责任。因此,先期赔付人的连带责任追偿,不能适用民事责任优先原则。

从立法解释来看,无论是《民法总则》还是《证券法》,规定民事责任优先的目的,在于让受到侵害的投资人尽可能得到赔偿,先期赔付制度也是为了实现投资人尽快和足额受偿的手段,优先的目的在于投资人保护,而不是对相关责任人的保护。让相关责任人的民事责任的受偿优先于行政罚款与刑事罚金,也不符合立法原意。

#### (六)公益性投资者保护机构作用的发挥

公益性投资者保护机构,以保护投资者为宗旨,拥有专业优势,能够依据公益性、中立性的原则,独立开展工作,可以为先期赔付提供平台和辅助服务。包括赔付的信息公布、投资者登记、赔偿方案协商等系列工作。

首先,适格投资人的确定和赔付金额的计算。关于证券违规案件的受损投资人范围和损失计算标准,最高人民法院的司法解释中有相关规定,学理中也有多种计算方法的讨论。公益性投资者保护机构可以提供客观公正的认定标准和计算方

法,供先期赔付人和投资人选择。第三方公益机构的参考方案,可为双方的谈判提供选择。

其次,投资人登记。公益性投资者保护机构可以发挥联系投资人的优势,通过公告甚至点对点联系等多种渠道告知投资人申请赔偿权利的事宜,让尽可能多的受损投资人得到赔付。

最后,未能参与先期赔付的投资人的救济。实践中总有投资人因为各种原因,未能在规定的时期内申请权利。该类投资人,如果其提出赔偿的诉求,可以向公益性投资者保护机构申请与先期赔付人协调,或调解。

### (七)先期赔付的资金来源

先期赔付资金数额巨大,动辄上亿元,而且要求在较短的时间内拿出,对任何主体而言,都是极有压力的开销。在2016年券商的风控新规《证券公司风险控制指标管理办法》征求意见,曾提出IPO先期赔付承诺将被列为特定风险资本准备项目进行核算,根据计算表拟定,“先期赔付承诺”项的风险资本计算标准为按照5%来计提,而计提基数则将按照发行金额的50%来计算先期赔付承诺的期末金额。<sup>①</sup>该条规定,在最终的修改案中没有被采纳。课题组认为,先期赔付的资金来源,不宜事先在券商的风险资本中提存,占用的高额资金会增大券商的运营成本。

实践中,平安产险推出了“保荐机构先期赔付责任保险”,为券商提供保险资金的支持。<sup>②</sup>有研究者认为,保荐人先行赔付制度要强制执行下去,未来更可能的是保荐人以责任保险的方式化解风险。<sup>③</sup>从法经济学角度来看,保险机制将保险费用与相关主体的违法概率直接联系起来,能够更准确地反映违法风险;同时,可以有效地敦促保荐机构恪守职责,加强内部管理,提升工作质量。因此,保险机构的参与既可以分担保荐机构的赔付风险,又可以增加市场监督的力度,有助于实现投资者保护的目标,是一个具有积极意义的新发展。

---

<sup>①</sup> 参见松壑:《IPO“先期赔付承诺”纳入风险准备“折半”计算或强化保荐方责任》,载《21世纪经济报道》2016年4月15日,第13版。

<sup>②</sup> 《平安产险首推先期赔付责任险,最高保额可达3亿元》,载东方网:<http://finance.sina.com.cn/stock/l/2016-09-19/doc-ifyvyrit2832959.shtml>,最后访问日期:2018年3月5日。

<sup>③</sup> 参见姚一凡:《保荐人先行赔付制度的解读与反思》,载《金融法苑》2018年第1期。

## 五、证券先期赔付制度的适用范围

证券先期赔付能及时有效地赔偿投资者,是民事责任优先实现的理想路径。那么,这种方式是否能成为投资人民事救济的主要方式和替代呢?

从现有的实践来看,先期赔付的案件的适用范围还是比较局限的。目前实践中的案件主要是虚假陈述中的欺诈上市的重大违法行为。可能内幕交易和操纵市场案也可以适用部分案件。首先,从主体来看,欺诈上市等虚假陈述案中,发行人的控股股东、实际控制人、保荐人与其他证券中介机构,都是《证券法》中法定要承担连带责任的主体,由他们进行先期赔付有法律依据。而内幕交易案和操纵市场案的责任主体比较宽泛,除了上市公司及中介服务机构的内部人士,也有众多不确定的市场人士,如个人投资者。监管机构对这些个人主体的控制力弱于证券市场的持牌机构。当然,光大证券“乌龙指”的内幕交易案这种类型的案件,是可能适用的。

另外,先期赔付人的经济实力也是重要前提,从当前的实践先行赔付人的出资都是先用了两亿元以上的资金设立基金,实际赔付款也差不多上亿元。一般的市场主体根本无力承担如此巨额的赔偿和垫付,只有证券公司和上市公司的大股东才可能有这种经济实力。律师事务所、会计师事务所即使有心也可能无力来领衔先期赔付,这些主体可以作为一分子参与先期赔付。综上,先期赔付的适用范围还是比较有限的,需要其他方式来共同实现民事责任的优先。



## 第四章 罚没款用于民事赔偿:美国公平基金制度的借鉴

### 一、概 述

#### (一) 公平基金的基本内涵

公平基金制度在保护证券投资者权益方面发挥着独特的作用。美国在该领域中,无论是在理论研究上,还是在实践操作上都较领先,本报告将其作为研究“样本”。通过研究获得一定的启示,为我国相关制度的制定提供借鉴。

根据法律的规定,SEC的主要职责是通过确保资本市场的“公正、有序、高效”,从而达致保护投资者及公众权益的目的。为确保如上目标的实现,作为行政机关的SEC通常会运用各种法律所规定的手段惩罚违法者。通常来说,这些手段包括禁止令(cease-and-desist)、禁制令(injunction)、市场禁入令、暂停交易以及包括民事罚款(civil fines)、没收违法所得(disgorgement)、补偿弥补性收入(compensation clawbacks)等在内的金钱惩治手段。<sup>①</sup>就公平基金(Fair Funds)而言,在SEC看来,它是试图为投资者争取更多补偿资金的创新手段。<sup>②</sup>在美国,诸如商品期货交易委员会(U. S Commodity Futures Trading Commission, CFTC)、联邦贸易委员会(Federal Trade Commission, FTC)、司法部(Department of Justice, DOJ)等机构皆有权将从违法者那里追回的非法所得分配给受害者。然而,只有SEC有权将民事罚

---

<sup>①</sup> Urska Velikonja, Public Compensation for Private Harm: Evidence from the SEC's Fair Fund Distributions, Stanford Law Review, Volume 67, pp. 331, 339. 需要指出,弥补投资者损失的途径很多,并不限于公平基金这一种手段。

<sup>②</sup> SEC, Report Pursuant to section 308 (C) of the Sarbanes Oxley Act of 2002, <https://www.sec.gov/news/studies/sox308creport.pdf>, p. 36, Mar. 12, 2018.

款(civil penalty)分配给权益受到侵害的投资者,而且,民事罚款是公平基金的重要组成部分。在学者看来,自相关法律授权 SEC 设立公平基金以来,它逐渐成为“最常用的工具之一”。<sup>①</sup> 概言之,如上两方面说明公平基金具有重要的研究价值和现实意义,值得深入分析和考察。

然而,必须指出的是,无论是美国学者还是我国学者,对这一问题的研究并不充分,从而使这一制度的优劣无法得到有效凸显。在美国,关注这一问题的文献并不多,实证研究的资料更是凤毛麟角。<sup>②</sup> 诸多观点都是基于几个典型案例的有感而发,并不具有普适价值,在一定程度上造成了误导。在我国,对于这一制度的介绍也大多比较粗略,深入探讨并不多。<sup>③</sup> 基于此,本报告将详细介绍这一制度,并结合我国的现实情况,提出构建我国公平基金法律制度的基本建议。

在美国,公平基金是指将 SEC 通过民事诉讼或者依照行政职权向证券市场违法者追缴的违法所得(disgorgement)和民事罚款等归入一个基金之中,并进而分配给受害人,或者奖励给举报人的制度。这里翻译过来的“公平”(FAIR),英文字母是由“联邦投资者赔偿账户”(Federal Account for Investor Restitution)首字母缩写组成。“联邦投资者赔偿账户”条款是指《萨班斯-奥克斯利法》第 308 条。该条款明确了公平基金由民事罚款及没收违法所得两部分构成:“依据 1934 年《证券交易法》第 3(a)(47)条之规定,无论是通过司法程序还是行政程序,SEC 就获得了要求违反相关法律、法规、条例规定的人归还违法所得的命令,或者上述人员达成归还违法所得和解协议,与此同时,根据如上法律的规定,SEC 同时也获得了要求上述违法者承担民事罚款的权力,依申请或依 SEC 的自由裁量,民事罚款将被纳入并成

---

<sup>①</sup> Linda Chatman Thomsen & Donna Norman, “Sarbanes-Oxley Turns Six: An Enforcement Perspective”, *J. bus. & TECH. L.*, Volume 3, 2008, pp. 393, 411.

<sup>②</sup> 主要的文献资料包括: Verity Winship, Public Agencies and Investor Compensation: Examples from the SEC and CFTC, *Administrative Law Review*, Volume 61, 2009, p. 137; Verity Winship, Fair Funds and the SEC’s Compensation of Injured Investors, *Florida Law Review*, Volume 60, 2008, p. 1103; Urska Velikonja, Public Compensation for Private Harm: Evidence from the SEC’s Fair Fund Distributions, *Stanford Law Review*, Volume 67, 2015, p. 331; Barbara Black, Should the SEC Be a Collection Agency for Defrauded Investors?, *The Business Lawyer*, 2008, p. 317.

<sup>③</sup> 参见邢会强:《内幕交易公平基金制度的构建》,载郭锋主编:《证券法律评论》,中国法制出版社 2016 年版;赵晓钧:《借鉴公平基金制度,完善投资者赔偿机制》,载《上海证券报》2013 年 3 月 27 日, A07 版;张春丽:《论我国证券欺诈赔偿责任机制的完善》,载《法律科学》2014 年第 3 期;邢会强:《内幕交易没罚收入与投资者公平基金》,载《中国金融》2011 年第 3 期。

补偿因违法行为遭受损害的受害者的违法所得基金的组成部分。”<sup>①</sup>

需要说明的是,在英语中,“civil fine”“civil money penalty”“money penalty”通常会互用,它们之间并没有严格的区分。<sup>②</sup>但对于其内涵究何所指,并没有形成统一的意见,尤其是由英美法系的美国的法律术语经由翻译引入国内,必须找到对应的术语,至少应明确其基本内涵,否则极易导致误解。但是,由于不同法域之间法律制度的差异,有时找到准确的对应术语并非易事。正如我国台湾地区学者林仁光教授在介绍美国“Civil Penalty”制度时说的那样:既是行政责任之性质,为何称为“Civil Penalty”而非“Administrative Penalty”?“Civil Penalty”于中国台湾地区是否有相同概念之名词?究竟应翻译为行政罚款、民事罚款、民事制裁、民事处分或者有更恰当之翻译,都有许多讨论空间。<sup>③</sup>结合我国台湾地区实际,他认为无论是参考英美法系的“Civil Penalty”制度或是日本课征金制度,无论处罚程序是否经法院判决,其性质可能比较倾向或接近行政处罚之性质。<sup>④</sup>香港中文大学黄辉教授将其翻译为“民事惩罚”,他认为,在英美法系,监管机关根据自身职权直接作出的处罚通常称为“纪律行动”(disciplinary action),这种处罚等同于中国的行政处罚,但这种处罚的适用范围比中国的行政处罚小很多,而对于很多市场失当行为问题,监管机关需要通过司法机关根据民事程序(civil proceedings)作出处罚,故称为民事惩罚。<sup>⑤</sup>结合上述研究成果,我们将“Civil Penalty”中的金钱性惩罚译为“民事罚款”,在不失其英语内涵的基础上,尽量与国内相关法律术语对应起来,避免误读的出现。

综上所述,由于不同法域对于行政机关的权限规定不同,监管机关在对于市场

<sup>①</sup> Section 308(a) of the Sarbanes Oxley Act of 2002.

<sup>②</sup> Verity Winship, “Fair Funds and the SEC’s Compensation of Injured Investors”, *Florida Law Review*, Volume 60, 2008, pp. 1103, 1111.

<sup>③</sup> 参见林仁光:《西风东渐——谈内线交易 Civil Penalty 制度之发展》,载《月旦法学杂志》2014年第8期。

<sup>④</sup> 同上。

<sup>⑤</sup> 参见黄辉:《香港证券市场失当行为审裁处制度及其启示》,载郭文英、徐明主编:《投资者》(第1辑),法律出版社2018年版,第184页。香港的相关民事惩罚措施包括:第一,命令违规者交回源自其失当行为的所有款项;第二,禁止相关人士出任公司董事、高级管理人员或清盘人,最高为期5年;第三,撤销相关人士直接或间接从事证券、期货合约等活动的资格,最高为期5年;第四,命令相关人士不得再作出构成该命令指明的市场失当行为;第五,建议相关自律团体(如律师协会、会计师公会)针对其采取纪律处分;第六,命令当事人缴纳金额不超过因该失当行为而令他获取的利润或避免损失金额的罚款及所生利息;第七,命令当事人承担香港证监会、市场失当行为审裁处以及财务汇报局(如适用)因研讯程序所产生的合理讼费与开支。

违法行为进行处罚时要么根据自身职权直接作出要么通过司法机关作出。虽然美国的民事罚款在法律程序上并不完全等同于我国的行政罚款,但都是由行政机关推动,在责任范围上类似于我国的行政处罚。因此,对美国公平基金法律制度的评介,重点内容是投资者通过诉讼程序获得民事赔偿金与民事罚款、刑事罚金之间的关系问题。具体包括:第一,通过集团诉讼获得的赔偿金与公平基金分配给投资者之间的关系如何?第二,民事罚款与刑事罚金之间的关系如何?

另外,需要说明的是,在补偿投资者损失这一问题上,SEC除了设立公平基金之外,还有诸如破产财产接管、协同执法等手段。此时,会出现不同机关对违法者进行处罚的情况,即我们通常所谓的平行程序。也就是说,“倘若民事法院已对该行为判处 Civil Penalty,刑事法院可否再以刑事责任处罚?同样,如行为人已受刑事责任处罚,可否再提起 Civil Penalty 诉讼?”<sup>①</sup>在美国,通常的做法是不得违反“一事二罚”条款(Double Jeopardy Clause of the Fifth Amendment)。<sup>②</sup>早在1641年,美国就确立了不得对同一违法行为多重处罚的法理。<sup>③</sup>在诸多案例中,也严格遵循这一条款。例如,在1989年“美国联邦政府诉哈尔珀案”(U. S. v. Halper)中,无论是一审法院还是二审法院都认为违反了“一事二罚”条款。在联邦法院法官布莱克曼(Blackmun)看来,“本案件主要在审理民事罚款(Civil Penalty)在什么情况下会被认为违反一事二罚条款。联邦最高法院在此案认为,当被告已经受到刑事制裁后,民事罚款(Civil Penalty)只能具有补偿政府费用之目的,若请求之金额远超政府因本案件所产生之费用时,则属于双重征罚”。<sup>④</sup>也就是说,通常情况下,通过刑事程序对被告人进行了金钱处罚,SEC将不会再作出民事罚款。<sup>⑤</sup>

---

① 参见林仁光:《西风东渐——谈内线交易 Civil Penalty 制度之发展》,载《月旦法学杂志》2014年第8期。

② 在有学者看来,美国联邦最高法院认为“一事二罚”条款主要在保护当事人不会因同一个行为受到双重处罚,主要有三种情形:第一,被告在法院宣告无罪后再次被起诉;第二,被告在被判决有罪后再次被起诉;第三,同一违法行为被多重处罚。在本课题中,主要涉及第三种情形。

③ United States v. Irwin Halper, 490 U. S. 435, 440 (1989). 例如,美国联邦最高法院在 Hudson v. United States 判决中,认为被告虽然因违反银行法规已经被处以“Civil Penalty”,但刑事案件指起诉并不违反“一事二罚”条款,因为“Civil Penalty”是民事(civil)性质,与刑事案件性质不同。参见林仁光:《西风东渐——谈内线交易 Civil Penalty 制度之发展》,载《月旦法学杂志》2014年第8期。

④ U. S. v. Halper, 490 U. S. 452.

⑤ 例如,在有的案例中,被告被要求恢复原状(restitution),并判刑入狱,此时,SEC就没有再实施民事罚款以及没收违法所得。SEC v. Hernandez, SEC v. ABC Viaticals, Inc. 根据SEC的观点,恢复原状是指使投资者回到完好无损的状态;而没收违法所得是指将违法者来路不正的收益全部没收。

然而,8年后美国联邦最高法院推翻了这一判例所确定的规则。在“哈德森诉美国联邦政府案”(Hudson v. United States)中,<sup>①</sup>法院认为违反银行法规已经被处以“Civil Penalty”,但刑事案件之起诉并不违反“一事二罚”条款,因为“Civil Penalty”是民事(civil)性质,与刑事案件性质不同。有法院判决也直接认为“Civil Penalty”制定之目的就是处罚并防止违反证券法规。<sup>②</sup>概言之,“Civil Penalty与刑事处罚,在美国已经没有一事二罚之争议,因此,刑事案件已判被告罚金,民事法院仍得独立决定罚款的金额,Civil Penalty已判定,也不影响刑事案件之进行”。<sup>③</sup>最后,需要补充的是,在美国,如果在刑事程序中作出了没收非法所得的判决,SEC有权决定不对被告作出没收违法所得以及民事罚款的处罚。<sup>④</sup>

## (二)公平基金的构成要素

美国公平基金制度的构成要素主要包括三个方面,即基金的资金来源制度、基金管理人与基金管理人制度以及基金分配制度。以下对这三个方面的内容进行阐述。

### 1. 基金资金来源

在实践中,基本的做法是一个案件设立一支基金,该基金的名称以违法行为人的名称命名。通常而言,资金源于SEC对该违法者追缴的非法所得、民事罚款、判决前利息,以及这些资金在分配前的利息收入。基金可通过司法程序的方式设立,也可以依照行政程序的方式设立。数据统计显示,在2002年至2013年期间所设立的243个基金中,有100个是通过行政程序设立的,其他的则是依照司法程序设立的。

在这里,返还违法所得旨在通过剥夺行为人的非法获利以补偿投资者的损失,即避免违法者获得不当得利。这一主张既可由SEC向法院主张对被告人处以没收违法所得,也可以由SEC自己作出。就前手段而言,SEC需要证明被告的违法所得与其违法行为间具有合理的联系。至于违法所得金额,通常由法院在被告人提供了相关账目后确定。当被告的个人财产少于法院确定的违法所得额时,可在

<sup>①</sup> Hudson v. United States, 522 U. S. 93, 96 (1997).

<sup>②</sup> 参见林仁光:《西风东渐——谈内线交易 Civil Penalty 制度之发展》,载《月旦法学杂志》2014年第8期。

<sup>③</sup> 同上。

<sup>④</sup> SEC v. Hernandez, No. 09 - cv - 3587.



举证后请求法院降低额度。SEC 在收到被告返还的所得后,即向受害投资者合理分配。<sup>①</sup>

涉及民事罚款,SEC 可向所有联邦地区法院主张被告支付民事罚款。在诉讼中,法院对于是否判处被告支付民事罚款及确定罚款数额享有自由裁量权。通常,在内幕交易诉讼中,SEC 可向法院主张判处被告支付内幕交易违法所得 3 倍的民事罚款;在其他类型的案件中,民事罚款数额取决于行为人为自然人或法人、违法行为的性质、违法行为是否导致投资者遭受实质性的损失或有遭受实质性损失的风险等因素。<sup>②</sup> 关于这一问题,在后面还将进一步阐述。

就在何种情况下 SEC 应当依职权设立公平基金的问题,有学者认为应着重考虑两个方面的因素:第一,资金“循环”的问题;第二,重复的成本问题。就前者而言,尤其是针对出现信息披露欺诈的上市公司的情形。<sup>③</sup> 有学者诟病公平基金制度存在“循环困境”问题:公司的所有人是广大的投资者,而制造欺诈的是公司的管理层,把公司整体作为惩罚对象,损害了广大消极股东的利益。受害投资者得到的赔偿均来自公司现有股东的腰包。美国学者称其为金钱“从彼得的腰包进入到保罗的腰包”(robbing Peter to pay Paul)。<sup>④</sup> 就后者而言,如果 SEC 或听证官认为分配计划的管理成本相对于可能获得的罚没数额过高,或者由于潜在申请者的数量问题使分配给受害投资者是不合理的,可将该罚款直接上交美国财政部。学者认为证券欺诈违法涉及如上两个因素,此时应当优先由 SEC 通过设立公平基金的方式处理为宜。<sup>⑤</sup> 无独有偶,还有学者通过对公司进行民事罚款的视角,具体列举了作出民事罚款需考虑的因素。总体上来说,主要考虑两个方面的因素:第一,公司违法所获得直接受益或避免的直接损失;第二,罚款补偿受到损害的投资者程度或造成进一步伤害的程度。<sup>⑥</sup> 此外,往往还会综合考虑如下几个方面的内容:震慑特殊类

---

<sup>①</sup> Urska Velikonja, “Public Compensation for Private Harm: Evidence from the SEC’s Fair Fund Distributions”, *Stanford Law Review*, Volume 67, 2015, pp. 331, 343.

<sup>②</sup> Ibid.

<sup>③</sup> Ibid., pp. 331, 375.

<sup>④</sup> Barbara Black, “Should the SEC Be a Collection Agency for Defrauded Investors?”, *The Business Lawyer*, 2008, pp. 317, 331.

<sup>⑤</sup> Verity Winship, “Fair Funds and the SEC’s Compensation of Injured Investors”, *Florida Law Review*, Volume 60, 2008, pp. 1103, 1144.

<sup>⑥</sup> U. S. Security & Exchange Commission, Statement of the Securities and Exchange Commission Concerning Financial Penalties, Jan. 4, 2006, <http://www.sec.gov/news/press/2006-4.htm>, 12. Mar., 2018.



型的犯罪行为的必要性;对无辜参与者的伤害程度;在公司中同谋是否普遍存在;违法者的主观意图程度;侦查特定犯罪行为的难度;公司目前的救济措施情况;SEC与其他执法机构的协作情况等。<sup>①</sup>

## 2. 基金管理人与基金管理人

为有效地管理、运作公平基金,SEC于2006年制定了《公平基金与没收违法所得计划的实践及规则》(Rules of Practice and Rules on Fair Funds and Disgorgement Plans)。根据该规则,SEC于2008年设立了“归集与分配办公室”,专门负责公平基金的收集与分配。SEC或听证官(通常是行政法官)有权自由任命任何人(包括SEC工作人员)作为基金分配的管理人,也有权将其解任。SEC往往从其批准的管理人名单中选任管理人。此外,根据法律的规定,还需要选任一名税务管理人。当然,如果管理人是SEC工作人员,则无权获得报酬。如果管理人(包括税务管理人)不是SEC的工作人员,则可以因其服务而获得合理的费用。该项费用先从基金的利息收入中支付,不足的由基金支付。该规则对该合理的费用并没有数量或比例方面的限定。

## 3. 基金的分配

基金向投资者进行分配的自由裁量权掌握在SEC的手中。通常而言,在SEC提出设立基金的意向后,法院依照司法程序进行处理。<sup>②</sup>每一支基金分配一次,如不足分配,则按比例分配;如分配后尚有剩余,一般都上缴财政部。在绝大多数案件中,SEC创立并负责监管基金资金的分配。需要提及的是,在2007年之前,由于SEC没有设立专门负责基金分配的部门,因此基金的分配具有一定的随意性特征。2007年SEC设立基金收集与分配办公室负责相关事宜,然而,在2009年3月之前,SEC并没有设立监管及管理基金分配的集中化数据库。2011年7月,该机构进行了重组,并重新进行了功能的划分,目前处于正常运作状态。

SEC会雇用基金分配顾问负责设计分配方案,同时会雇用基金管理人负责相应的程序事宜,如发布公告、向适格请求者邮递材料、处理相关请求、准备账户、准备纳税申报以及分配基金。<sup>③</sup>只有在极少数情况下,直接通过判决要求被告支付违

---

<sup>①</sup> Barbara Black, “Should the SEC Be a Collection Agency for Defrauded Investors?”, *The Business Lawyer*, 2008, pp. 317, 339.

<sup>②</sup> Urska Velikonja, “Public Compensation for Private Harm: Evidence from the SEC’s Fair Fund Distributions”, *Stanford Law Review*, Volume 67, 2015, pp. 331, 342.

<sup>③</sup> 17 C. F. R. § 201. 1101(b)(6).

法所得和民事罚款,并交给适格的受害者。<sup>①</sup> 根据学者的考察,基金的归集与分配程序一般是:SEC 或听证官裁决以通过行政程序或民事诉讼程序追缴的违法者吐出的违法所得和罚款,创立一支公平基金;SEC 任命管理人,管理人提出基金分配建议方案;分配建议方案公布,接受异议、评论和建议;分配建议方案应公布在 SEC 的档案、SEC 官方网站以及其他 SEC 或听证官指定的出版物上。接受异议、评论和建议期间届满后的 30 日内,SEC 将以发布命令的方式作出是否批准该方案的命令。如 SEC 作出实质性修改,应当再次公告,并征求意见。SEC 批准分配方案后,基金管理人公布分配方案,之后,基金管理人实施分配。分配完毕,基金管理人提交总结报告,由 SEC 审核。基金如有剩余,SEC 往往会裁定将其上缴财政部。之后,SEC 裁定基金终止,管理人职责终止。<sup>②</sup> 具体流程如图 1 所示。

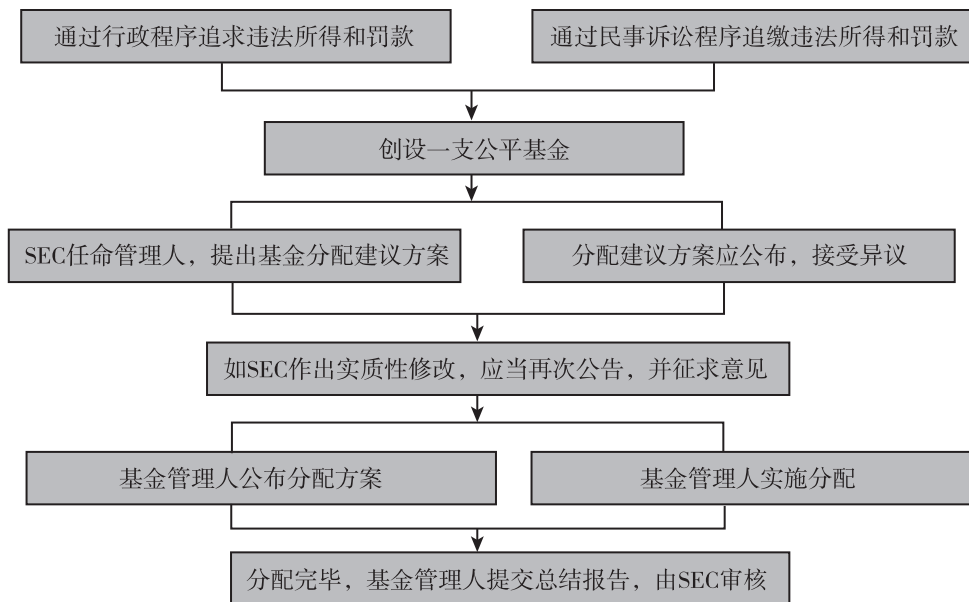


图 1 基金的收集与分配

<sup>①</sup> Urska Velikonja, “Public Compensation for Private Harm: Evidence from the SEC’s Fair Fund Distributions”, *Stanford Law Review*, Volume 67, 2015, pp. 331, 343.

<sup>②</sup> *Ibid.*, pp. 331, 343.

## 二、公平基金在美国的发展演化

在很长的一段时间里,SEC 并不认为自己负有处理投资者损失弥补事宜的职责,“并非一个负责处理证券欺诈受害者补偿事宜的机关”。<sup>①</sup> 相反,私人诉讼(private litigation)被视作弥补被欺诈投资者损失的适宜途径。然而,这一做法自美国 1990 年《证券执法救济与廉价股票改革法》(Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act)颁行时发生了改变,该法第 23 条明确授权 SEC 通过行政程序要求违法者返还违法所得,并将其设立基金向受害投资者发放。<sup>②</sup> 在此之前美国 1933 年《证券法》、美国 1934 年《证券交易法》并没有授予 SEC 此职权。应当提及的是,尽管没有授权,却早已出现了这样的判例。例如,早在 1971 年“SEC 诉德克萨斯海湾硫磺公司案”(SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.)中,就第一次要求被告交出非法所得。<sup>③</sup> 在 1989 年“SEC 诉第一城市金融公司案”(SEC v. First City Financial Corp., Ltd.)中,法院认为交出违法所得不限于内幕交易案件领域。<sup>④</sup>

当然,并不是所有情况下都会分配非法所得。也就是说,在 SEC 看来,非法所得基金的分配并非绝对地符合经济原则,从而是适宜的。<sup>⑤</sup> 换言之,基金数额的大小直接决定着分配的可能性与现实性。<sup>⑥</sup> 正如学者所说的那样:“SEC 决定分配基金主要基于两个方面的因素:是否存在遭受同样损害的同类型投资者;从被告那里收取的资金构成的基金是否足以向受害者支付。”<sup>⑦</sup> 例如,当非法所得数额较小或者需赔偿的投资者人数远远超过资金数额时,SEC 往往不会分配基金,而是将其上缴

<sup>①</sup> Jayne w. Barnard, “Evolutionary Enforcement at the Securities and Exchange Commission”, *U. Pitt. L. Rev.*, Volume 71, 2010, pp. 403, 416.

<sup>②</sup> 15U. S. C. § 78U - 2, 78U - 3 (2013). 美国的公平基金制度可以追溯 1966 年的 SEC v. Texas Gulf Sulphur Co 案。该案中,美国联邦第二巡回法院创立了在内幕交易者需吐出其非法所得的判例。1988 年的 SEC v. First City Financial Corp., Ltd. 案中,法院又将吐出非法所得制度(“吐脏制度”)扩展至虚假陈述等领域。

<sup>③</sup> 446 F. 2d1301, 1307 -08(2d Cir).

<sup>④</sup> 890 F. 2d 1215, 1229 -32(D. C. Cir. 1989).

<sup>⑤</sup> Verity Winship, “Fair Fundss and the SEC’ s Compensation of Injured Investors”, *Florida law Review*, Volume 60, 2008, pp. 1103, 1113.

<sup>⑥</sup> Urska Velikonja, “Public Compensation for Private Harm: Evidence from the SEC’ s Fair Fund Distributions”, *Stanford Law Review*, Volume 67, 2015, pp. 331, 355.

<sup>⑦</sup> *Ibid.*, pp. 331, 342.

财政部。值得注意的是,在这一时期,民事罚款不能被纳入基金中,SEC 必须依法上缴美国财政部。<sup>①</sup>

如前所述,民事罚款类似于我国的行政罚款,源于英美法系特殊性,它们的法律中并没有行政罚款这一称谓。尽管如此,在学者看来,不赋予包括 SEC 等在内的行政机构该职权是存在问题的。正如学者所言:“国会授权通过一个重要的行政监管方案,却没有赋予其作为惩治措施的民事罚款职权,这是极不合理的做法。”<sup>②</sup> 1984 年,美国国会赋予 SEC 对内幕交易行为作出民事罚款的职权。<sup>③</sup> 1990 年之后,SEC 行使民事罚款职权的范围和方式进一步扩大,既可以通过司法程序,也可以通过行政程序对所有违反联邦证券法律的行为作出民事罚款的决定。<sup>④</sup>

随后,2002 年颁布的《萨班斯 - 奥克斯利法》进一步强化了 SEC 在弥补投资者损失方面的职权,该法第 308(a) 条授权 SEC 将民事罚款纳入“没收非法所得基金”之中,并依法将其向受害者予以分配,即后来所称的“公平基金”。这一职权在所有的联邦行政机关中是绝无仅有的。也就是说,其他行政机关作出的行政罚款须上交美国财政部。<sup>⑤</sup> 尽管授权进一步扩大,此时 SEC 在这一方面的职权还受到一定的限制。申言之,只有当 SEC 要求违法者归还违法所得时才能将民事罚款向受害者分配,假如没有要求违法者归还违法所得,那么 SEC 只能将民事罚款上缴财政部,而不能予以分配。<sup>⑥</sup> 至于为什么在 2002 年突然赋予 SEC 主导投资者赔偿事宜的职权,并将没收违法所得与民事罚款合并之后成立公平基金这一问题,学者也没有给出明确的回答,是政治上的巧合还是 SEC 执法“升级版”的组成部分则不得而知。<sup>⑦</sup>

---

① 15 U. S. C. 78u(d)(3)(C)(i). 根据美国 1984 年《内幕交易处罚法》(Insider Trading Sanction Act of 1984),它授权 SEC 以原告的身份对被告提起民事诉讼,有权对内幕交易人等征收不超过违法者从事内幕交易所得利益或所避免损失数额三倍的民事罚款。

② Colin S. Diver, “The Assessment and Mitigation of Civil Money Penalties by Federal Administrative Agencies”, *Columbia Law Review*, Volume 79(8), 1979, pp. 1435, 1436.

③ Insider Trading Sanctions Act of 1984, Pub. L. No. 98 - 376, § 2, 98 Stat. 1264, 1264 - 65 [codified as amended at 15 U. S. C. § 78u(2000 & Supp. V 2005)].

④ 1990 Act, supra note 18, § 202(a), 104 Stat. at 937 - 38 [codified as amended at 15 U. S. C. A. § 78u - 2 (West 1998 & Supp. 2007)].

⑤ 15 U. S. C. § 78u(d)(3)(C)(i).

⑥ 在这一方面,SEC 试图采取措施予以规避,但遭到了不少批评。例如,为了将民事罚款纳入公平基金,而要求被告规划一美元的非法所得,从而使民事罚款无须上交国库。

⑦ Barbara Black, “Should the SEC Be a Collection Agency for Defrauded Investors?”, *The Business Lawyer*, 2008, pp. 317, 319.

2010年《多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法》(The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)的出台进一步改革这方面的内容,该法第929B条授权SEC将民事罚款向受害者予以分配,即使没有没收违法所得的命令。<sup>①</sup>与此同时,该法还授权SEC对所有违法者依照行政程序作出民事罚款的处罚。<sup>②</sup>可以说,该法案的授权力度之大是前所未有的。

相关数据统计表明,2004年至2012年,SEC通过公平基金分配了超过其收集的金钱罚款的75%,而美国贸易委员会2012年时这一数值仅为3.3%。<sup>③</sup>毫无疑问,SEC已成为分配基金数额最多,分配对象最广泛的行政机构,在维护投资者合法权益方面发挥着举足轻重的作用。

### 三、公平基金的制度功能争论

事实上,并不是所有的学者都认为SEC设立并主导公平基金的做法是值得称道的。首先,从证券法违法行为发生后补偿的角度来看,有学者认为所谓的补偿只不过是“杯水车薪”。换言之,对利益受到损害的投资者进行补偿是徒劳无功的。第一,证券违法案件所造成的损失与向投资者支付的损失之间不可同日而语;第二,所谓的补偿只不过是“羊毛出在羊身上”。<sup>④</sup>其次,有的学者从SEC功能的角度出发,认为SEC主导补偿投资者权益功能的定位并不准确,在很大程度上会弱化SEC的功能与职责。按照SEC自己的描述,其功能是“保护投资者;确保市场的公平、有序、高效;为资本的融合提供便利”。<sup>⑤</sup>其中,通过执法与惩治违法者确保投资者避免市场欺诈是其重要职责之一,然而,如前面提到的那样,在很长的一个历史时期里,SEC并不认为自身具有主导弥补投资者损失的职责;相反,这一功能主要

---

① Section 929B of the Dodd-Frank Act.

② 15 U. S. C. § 77h - 1(g).

③ Urska Velikonja, “Public Compensation for Private Harm: Evidence from the SEC’s Fair Fund Distributions”, *Stanford Law Review*, Volume 67, 2015, pp. 331, 334.

④ Ibid.

⑤ U. S. Securities and Exchange Commission, About the SEC, What We Do, <https://www.sec.gov/Article/whatwedo.html>, 12. Mar., 2018.

通过集团诉讼的方式完成。<sup>①</sup> 2002年萨班斯法案通过之后,SEC被赋予了主导受欺诈投资者赔偿的职能。借助公平基金这一方式,SEC在投资者赔偿领域发挥了重要的作用。然而,有学者认为在这一领域的作为有偏离SEC基本职责之嫌。通过对几个典型案例的分析,结合SEC通过公平基金赔偿投资者的做法,学者得出了如下结论:过分倚重公平基金将会弱化SEC作为行政机关的功能,而且还会侵蚀私人民事诉讼(private civil litigation)机制特有的功能。<sup>②</sup>

事实上,无论从SEC与其他行政机关职权对比的方面来看,还是从公平基金的使用频率来讲,公平基金无疑具有不可忽视的重要价值。然而,这一制度并没有得到应有的关注和研究。有如学者所讲的那样:“除了证券法这一范围,知道公平基金的人少之又少。”<sup>③</sup>正因如此,包括学者对这一问题的研究也严重缺乏,更不要说普通投资者对其的关注了。

毋庸置疑,在证券法领域,通常情况下,权益遭受侵害的投资者可以依法通过提起私人民事诉讼的方式要求违法者承担相应的法律责任,惯常的方式是借助集团诉讼的方式获取赔偿。随着时间的推移,SEC获得了法律的授权,具有了承担权益遭受侵害的投资者补偿的职责,这主要是通过设立并监督公平基金运作的方式实现。当然,对SEC赋予上述职能并非一蹴而就,而是随着时间的推移通过立法的方式赋予的。也就是说,根据法律的规定,SEC的传统职责并不包含履行受侵害的投资者权益补偿的功能。自1990年开始,在SEC的职能中逐渐凸显出了该功能,正如学者所说的那样:“近十二年来,SEC悄然成为负责补偿受欺诈投资者的重要方面。”<sup>④</sup>据相关数据,自2002年开始至2013年,SEC共设立243个公平基金,金额达144.6亿美元。<sup>⑤</sup>

就必要性而言,如本报告对法理部分的论述一样,首先,从法哲学的角度来看,借助公平基金补偿受害者权益属于法律应极力维护的正义。正如学者所说的那

---

① Barbara Black, “Should the SEC Be a Collection Agency for Defrauded Investors?”, *The Business Lawyer*, 2008, p. 318.

② Ibid., p. 317.

③ Urska Velikonja, “Public Compensation for Private Harm: Evidence from the SEC’s Fair Fund Distributions”, *Stanford Law Review*, Volume 67, 2015, pp. 331, 339.

④ Ibid., pp. 331, 332.

⑤ Ibid., pp. 331, 333.



样：“不当得利返还原则是内涵‘矫正正义’的结构性的原则，该原则将投资者收益权保障目标贯穿于投资者代理人过错考察和证券欺诈赔偿基金制度中。”<sup>①</sup>

其次，公平基金是克服证券领域私人民事诉讼弊病的重要方式。由于证券法领域中的违法行为往往具有涉及面广、人员复杂、取证难等特征，在这样的情况下，受害者往往具有“搭便车”的心理，主张维护权益的积极性并不高，从而出现“集体行动的困境”，最终使救济手段变得苍白无力。在这一背景下，采取公权力介入的方式在很大程度上能克服上述弊病。同时，通过设立公平基金的方式将资金分配给受害者而不是直接上交国库，也有其充分的正当性根据。正如学者所说的一样：“在证券市场，内幕交易者的非法获利对应着的是其他的投资者的损失，如果将内幕交易者的非法获利以及对其的罚款上缴财政，而不是补偿投资者的话，则可能会造成证券市场资金的‘失血’，从而导致证券交易的萎缩。正是意识到这一点，美国才创立了公平基金制度。”<sup>②</sup>

最后，从方便维护投资者权益的角度来看，公平基金也有其独特的灵活性优势。在私人民事诉讼中，根据法律的要求，适格的原告必须符合一定的条件。从这一角度出发，通过私人民事诉讼的方式维护投资者权益，SEC并不符合主体资格。而且，诉讼的要件越来越严格，极有可能出现诉讼请求被驳回的情况。然而，借助公平基金这一渠道，SEC省却了诸多环节，从而可以有效地维护投资者权益。正如学者所言：“SEC无须成为股票买者或卖者，也无须证明存在信任或损失的因果关系就可对违法者提起诉讼。”<sup>③</sup>换句话说，在有的学者看来，公平基金无法取代其具有的特殊作用。<sup>④</sup>第一，SEC没有（将来也不会有）充足的资源去调查并执行每一件证券违法案例，更何况去帮助每一个投资者挽回损失；第二，如前所述，SEC还有除了协助赔偿消费者之外更为重要的目标和职责。<sup>⑤</sup>

<sup>①</sup> 参见张春丽：《论我国证券欺诈赔偿责任机制的完善》，载《法律科学》2014年第3期。

<sup>②</sup> 参见邢会强：《内幕交易公平基金制度的构建》，载郭锋主编：《证券法律评论》，中国法制出版社2016年版，第66页。

<sup>③</sup> Barbara Black, “Should the SEC Be a Collection Agency for Defrauded Investors?”, *The Business Lawyer*, 2008, pp. 317, 335.

<sup>④</sup> 就其作用而言，有学者认为集团诉讼并没有发挥其良好的作用。See John C. Coffee, Jr., “Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation”, *COLUM. L. REV.* Volume 106, 2006, p. 1534.

<sup>⑤</sup> Barbara Black, “Should the SEC Be a Collection Agency for Defrauded Investors?”, *The Business Lawyer*, 2008, pp. 318, 338.

## 四、美国公平基金制度的实效性分析

### (一)对公平基金的传统质疑

无论是学者还是实务界,对公平基金实际效果的考察并不多,他们往往基于某些(个)典型案例的分析,试图得出对公平基金实效性认识的普遍性结论。根据学者的考察,较具典型意义的两篇实证研究论文所得出的结论均具有局限性,并没有全面分析公平基金所具有的价值。其中的一篇报告认为 SEC 在收集公平基金资金方面并不得力,从而使补偿受害者变得困难重重。由于设立和管理公平基金的成本极高,因此,SEC 在从事这一行为时是极谨慎的。<sup>①</sup> 另一篇报告认为 SEC 分配公平基金的效率并不高,通常要用数年的时间才能将资金分配到受害者的手中,尽管自 2007 年开始分配的步伐有所加快。<sup>②</sup>

当然,对公平基金实效性质疑的声音还有来自其他方面的,例如,有学者认为公平基金充其量不过是私人民事诉讼手段微不足道的补充。也就是说,诉讼方式仍旧是当事人进行权益救济的主要方式。在这一方面,有学者引用“世通公司(World Com)案”作为佐证案例,在该案中,通过集团诉讼所获得的赔偿是 61.5 亿美元,而 SEC 对该案的民事罚款是 7.5 亿美元。事实上,根据学者的统计,在如下文所提及的信息披露领域,基于成本的考虑,SEC 通过公平基金应对该类型的违法行为是有其不足之处的。有学者认为,公平基金造成了资金从无辜的股东流向其他人手中的不合理现象。<sup>③</sup> 这是最常见也是最严厉的批判。如有学者指出的那样:“公司的所有人是广大的投资者,而制造欺诈的是公司的管理层,把公司整体作为惩罚对象,损害了广大消极股东的利益。受害投资者得到的赔偿来自公司现有股

---

<sup>①</sup> U. S. Securities and Exchange Commission, Report Pursuant to Section 308(c) of the Sarbanes Oley Act of 2002, <https://www.sec.gov/news/studies/sox308creport.pdf>, pp. 6-8, Mar. 12, 2018.

<sup>②</sup> U. S GOV'T Accountability Office, GAO-05-670, SEC and CFTC Penalties: Continued Progress Made in Collection Efforts, but Greater SEC Management Attention is Needed, Oct. 3, 2005, <https://www.gao.gov/products/GAO-05-670>, pp. 29, 30, Mar. 12, 2018.

<sup>③</sup> Barbara Black, “Should the SEC Be a Collection Agency for Defrauded Investors?”, *The Business Lawyer*, 2008, pp. 317, 335.

东的腰包。”<sup>①</sup>概言之,“在如何协调补偿受损害投资者与避免对无辜持股人造成伤害之间紧张关系问题上,SEC 并没有清晰明了的做法。”<sup>②</sup>有的批评者认为公平基金是在相同的案件上浪费资源,<sup>③</sup>在资金的分配上缺乏一致性的规则,<sup>④</sup>扭曲的制度架构以及让人尴尬的实际效果增加了法院的负担,<sup>⑤</sup>在破产案件中,它使债权人的救济手段变得毫无价值。<sup>⑥</sup>还有学者认为,过分利用公平基金,在很大程度上将弱化 SEC 作为行政机关的其他基本职能,尤其是其原本确立的震慑作用与提振投资者信息这两大功能。<sup>⑦</sup>如上观点均质疑公平基金的功能,在很大程度上影响了这一制度价值的发挥。

## (二) 最新的实证研究

如上学者对公平基金实证研究存在着严重的缺陷:支撑结论的数据不全面,而且往往以几个典型案例作为佐证得出结论。可以说,这种做法得出的结论的真实性值得怀疑。鉴于此,近年来有学者试图基于全面的数据,通过实证分析的方法推翻之前所得出的一些不当结论。以下对这一研究的情况进行阐述。

### 1. 数据范围

有学者基于对 2002 年至 2013 年 SEC 所设立的所有公平基金相关数据的实证考察,试图有力地反驳上述观点。实证研究的数据范围涵盖自 2002 年 7 月 25 日至 2013 年 12 月 31 日期间共计 243 个公平基金。<sup>⑧</sup> 这些基金所涉及的金额共计 144.6 亿美元,其中 143 个基金是通过司法程序设立的,另外 100 个基金则是通过行政程序设立的。在所有的 243 个基金中,240 个基金由非法所得与民事罚款构成,其中

<sup>①</sup> 参见邢会强:《内幕交易公平基金制度的构建》,载郭锋主编:《证券法律评论》,中国法制出版社 2016 年版,第 254 页。

<sup>②</sup> Barbara Black, “Should the SEC Be a Collection Agency for Defrauded Investors?”, *The Business Lawyer*, 2008, pp. 317, 340.

<sup>③</sup> *Ibid.*, pp. 317, 342.

<sup>④</sup> *Ibid.*, pp. 317, 335.

<sup>⑤</sup> SEC v. Bear, Stearns & Co., 626 F. Supp. 2d 402, 403 (S. D. N. Y. 2009).

<sup>⑥</sup> David A. Skeel, Jr., Welcome Back, SEC? *AM. BANKR. INST. L. REV.*, Volume 18, 2010, pp. 573, 583 - 584.

<sup>⑦</sup> Barbara Black, “Should the SEC Be a Collection Agency for Defrauded Investors?”, *The Business Lawyer*, 2008, pp. 317, 344.

<sup>⑧</sup> Urska Velikonja, “Public Compensation for Private Harm: Evidence from the SEC’s Fair Fund Distributions”, *Stanford Law Review*, Volume 67, 2015, pp. 331, 347. 需要提及的是,作为实证分析的对象,这里的公平基金并不涵盖非法所得,只统计民事罚款。

前者的数额为 61.9 亿美元,后者的数额为 82.8 亿美元。<sup>①</sup>

值得称道的是,作者从事实证研究的数据来源渠道比较广泛,涵盖 SEC 官方网站、包括 Westlaw 等在内的权威法律数据库以及其他公开的报告。此外,作者还对每个基金的数额、计划以及其他相关细节进行了认真比对和考察。所有这些工作旨在确保数据来源的可靠、全面。需要说明的是,所有的数据不包括不含有民事罚款而仅由归还的非法所得构成的公平基金。实际上,在所有统计的基金中,只有三个是基金不是民事罚款与归还违法所得二者的结合。<sup>②</sup>

## 2. 研究发现

首先,就上面所提到的在同一案例上浪费资源这一观点,即公平基金“模仿”集团诉讼,造成成本上的极大浪费,学者通过实证考察发现这一观点并没有全面的数据支撑。详言之,在发行人信息披露案件中,尽管往往存在平行诉讼的情形,但是,SEC 通过公平基金分配资金的案件往往无法通过私人民事诉讼获取赔偿。通过数据分析后发现:“有超过一半(53.2%)的公平基金分配对象的被欺诈投资者无法通过并行的私人民事诉讼程序获得补偿……其结果就是,在绝大多数公平基金涉及的案件中,借助公平基金成为投资者获得补偿的唯一渠道。”<sup>③</sup>与此同时,学者通过考察还发现,SEC 的公平基金已成为弥补私人民事诉讼手段不足的重要组成部分,发挥着无法取代的重要功能。<sup>④</sup>“个人以及二级市场中的被告支付给公平基金的数额已成为常态,而且在数额上远远超过私人民事诉讼方式所确定的数额。”<sup>⑤</sup>

就其所指向的对象而言,私人民事诉讼主要针对上市公司信息披露问题,而 SEC 所针对的证券违法行为则很广泛,不仅涉及信息披露问题,而且还包括内幕交易、操纵市场、中介机构违法等诸多方面。也就是说,针对证券领域的违反行为,在美国存在集团诉讼的解决方式。针对上市公司信息披露欺诈行为,利益受侵害的投资者往往选择通过集团诉讼的方式救济其权利。据 2006 年至 2010 年的数据,60% 的集团诉讼是针对会计欺诈行为,支付赔偿的 90% 是针对会计欺诈行为的诉

---

<sup>①</sup> Urska Velikonja, “Public Compensation for Private Harm: Evidence from the SEC’s Fair Fund Distributions”, *Stanford Law Review*, Volume 67, 2015, pp. 331, 351.

<sup>②</sup> Ibid.

<sup>③</sup> Ibid, p. 371.

<sup>④</sup> Ibid, p. 338.

<sup>⑤</sup> Ibid, p. 337.

讼。在其他领域中,公平基金发挥着越来越重要的作用,事实已证明了这一点。<sup>①</sup>因为在这些领域中,有的是因为潜在的损失不大,律师并没有太大的激励提起集团诉讼;有的情况是很难达到提起集团诉讼的条件,极易被驳回。<sup>②</sup> 数据统计表明,作为公平基金分类重要领域的发行人财务会计虚假问题,数量占到 29.3%,资金总额占到 43.8%。而在私人民事诉讼中,发行人财务会计虚假问题占到 60%,资金总额则占到 90%。<sup>③</sup>

民事罚款往往存在于那些违法主体无法从违法行为中直接获益的领域。例如,在发行人信息披露违法行为中常存在财务会计欺诈行为,这一行为往往无法使违法公司直接受益,从而要求其规划违法所得也就变得不现实(或者数额很少)。缺乏数额客观的资金来源,在这一领域,公平基金的用处就变得“捉襟见肘”了。数据统计显示,在该领域中,公平基金分配数额只占到总数的 15.1%。另外,在其他违法类型中,如内幕交易行为、证券发行行为、市场操纵行为、投资咨询人及经纪人违法行为等,公平基金则发挥着极重要的作用。这其中的原因很简单,在这些领域中,SEC 能要求违法者支付数量可观的民事罚款以及要求归还数额不菲的非法所得。举例来说,金融中介机构违法行为,SEC 往往要求其返还其所获得的非法收益,同时会对其作出数额相当的民事罚款。<sup>④</sup>

其次,如上学者所指出的资金从无辜的股东手中流出,出现“二次伤害”的观点并不足信。实证分析表明,通过公平基金分配资金的案件往往发生在金融中介结构欺诈客户或不正当竞争的领域,而在这些领域不会发生如上学者所说的情形。<sup>⑤</sup>同时,通过公平基金这一渠道要比通过私人民事诉讼手段更能向被告获取数额更大的补偿资金。而且,通过公平基金方式与诉讼方式不同,高级管理人员保险(Directors and Officers Liability Insurance, D&O insurance)不能适用,从而也在很大程度上强化了公平基金的震慑力。针对公平基金会造成“循环分配”的批判,有学者通过数据分析发现,只有 35.1% 的公平基金存在这样的情况。而且,这一情况常

---

<sup>①</sup> Urska Velikonja, “Public Compensation for Private Harm: Evidence from the SEC’s Fair Fund Distributions”, *Stanford Law Review*, Volume 67, 2015, p. 363.

<sup>②</sup> *Ibid*, pp. 373 – 374.

<sup>③</sup> *Ibid*, pp. 331, 356.

<sup>④</sup> *Ibid*, p. 353.

<sup>⑤</sup> *Ibid*, p. 336.



发生在发行人信息披露存在问题的领域,此时埋单的往往是公司。<sup>①</sup>

最后,有学者指出,会出现对投资者过度补偿的问题。针对这一观点,也有学者通过实证研究分析表明这一情况并不存在。事实上,可能存在平行程序的情况主要涵盖在发行人信息披露欺诈的情形中。<sup>②</sup> 即使如此,在公平基金向投资者进行分配之时,会关注相应的程序中是否存在相关的处罚,避免出现投资者获得的补偿超过其损失情况的出现。<sup>③</sup> 根据学者对数据的分析,在约一半(53.3%)的公平基金分配中,受欺诈的投资者是无法通过诉讼程序获得赔偿的。<sup>④</sup> 当然,唯一可能会出现补偿超过损失的情形是当被告处于破产状态,根据破产法的规定,此时投资者可能会获得超过损失的补偿。<sup>⑤</sup>

## 五、我国引入公平基金制度的前景

### (一)公平基金赔偿受害投资者的制度优势

需要说明的是,在我国,《证券法》明确规定了证券投资者保护基金制度,该制度与本课题所阐述的公平基金并不一致。根据相关法律所设立的执行证券投资者保护基金制度的中国证券投资者保护基金有限责任公司的主要职责之一是在证券公司被撤销、被关闭、破产或被证监会实施行政接管、托管经营等强制性监管措施时,按照国家有关政策规定对债权人予以偿付。<sup>⑥</sup> 换言之,该保护基金旨在防范和处置证券公司风险,其仅适用于证券公司关闭、破产等特殊情形,主要通过采用收购投资者对证券公司的债权的方式,实现对投资者的适当补偿。<sup>⑦</sup> 可见,其宗旨和目的与公平基金迥异。与此同时,在我国,涉及投资者权益保护的机构,除了上述这一特殊类型的公司之外,证监会下设投保局,该机构主要负责投资者保护工作的

---

<sup>①</sup> Urska Velikonja, "Public Compensation for Private Harm: Evidence from the SEC's Fair Fund Distributions", *Stanford Law Review*, Volume 67, 2015, p. 375.

<sup>②</sup> Ibid, p. 391.

<sup>③</sup> 293 F. R. D. 459, 462; 608 F. Supp. 2d 677, 678 - 79.

<sup>④</sup> Urska Velikonja, "Public Compensation for Private Harm: Evidence from the SEC's Fair Fund Distributions", *Stanford Law Review*, Volume 67, 2015, pp. 331, 369.

<sup>⑤</sup> 11 U. S. C. § 510(b) (2013).

<sup>⑥</sup> 叶林、王琦:《证券投资者保护基金的法律性质》,载郭文英、徐明主编:《投资者》(第1辑),法律出版社2018年版,第26页。

<sup>⑦</sup> 同上书,第34页。



统筹规划、组织指导、监督检查、考核评估;推动建立健全投资者保护相关法规政策体系;统筹协调各方力量,推动完善投资者保护的体制机制建设;督导促进派出机构、交易所、协会以及市场各经营主体在风险揭示、教育服务、咨询建议、投诉举报等方面,提高服务投资者的水平;推动投资者受侵害权益的依法救济;组织和参与监管机构间投资者保护的国内、国际交流与合作。另外,2014年12月注册成立中证中小投资者服务中心有限责任公司,该机构归属证监会直接管理。其主要职责是为中小投资者自主维权提供教育、法律、信息、技术等服务。具体包括:面向中小投资者开展公益性宣传和教育;为中小投资者自主维权提供法律、信息、技术服务;公益性持有证券等品种,以股东身份行权和维权;受中小投资者委托,提供调解、和解服务;代表中小投资者,向政府机构、监管部门反映诉求;中国证监会委托的其他业务。由于如上三者 in 保护投资者权益方面存在重叠,因此在我国涉及公平基金法律制度时,具体的执行机构应当充分考虑如上因素。换言之,应当确定管理、执行公平基金的最恰当机构。

在金融中介机构欺诈案中,私人民事诉讼很难有其用武之地,SEC借助公平基金救济受害人权益成为其获得权益救济的“最后一根稻草”。而且,随着美国联邦最高法院及国会不断限制提起私人民事诉讼的范围以及增设其他条件,在证券违法案件中,只有在会计欺诈领域,私人民事诉讼才有用武之地。<sup>①</sup>如前所述,在美国,投资者通常会借助集团诉讼的方式主张损害赔偿,而这一方式面临的苛刻条件让人望而却步。可以说,在证券违法其他案件中,公平基金已成为弥补诉讼救济机制不足的重要方式。换言之,尽管集团诉讼和公平基金自身都存在这样或那样的问题,但它们相互之间无法取代,各自在不同的领域发挥着救济受侵害的投资者合法权益的作用。从更广阔的视角来看,由于诉讼程序尤其是集团诉讼受到的限制越增大,SEC主导的公共补偿(public compensation)的灵活性则凸显出来。<sup>②</sup>在这一点上,我国证监会设立投资者权益保护的公益机构履行投资者利益补偿功能也有所契合。也就是说,正是看到诉讼方式在证券领域救济权益中存在的问题,强化证券主管机关的补偿投资者权益的功能势在必行。值得注意的是,在我国目前没

---

<sup>①</sup> Urska Velikonja, “Public Compensation for Private Harm: Evidence from the SEC’s Fair Fund Distributions”, *Stanford Law Review*, Volume 67, 2015, pp. 331, 394.

<sup>②</sup> *Ibid.*, p. 393.

有设立集团诉讼法律制度的现实背景下,上述做法更值得我们去思考、尝试。

申言之,在美国,公平基金与私人民事诉讼针对的领域并不一致,二者相互补充、相得益彰。从公平基金研究的需要出发,证券领域中的违法行为可分为发行人信息披露违法与其他类型的违法。在这两大领域中,前者的违法行为由权利人通过私人民事诉讼的方式主张权利,公平基金分配资金的数额只占其全部的15.1%。可以说,这是诉讼程序发挥其功能的“主阵地”,此时,出于节省成本的考虑,SEC并不会独自制定公平基金的分配方案,而是参考、结合集团诉讼的相关情况展开。在除信息披露违法之外的其他领域,如内幕交易、证券发行、操纵市场、投资咨询人、证券经纪人等方面的违法行为,公平基金资金分配占比为71.3%,远远超过通过私人民事诉讼所能获取的赔偿。<sup>①</sup>也就是说,在公平基金弥补的对象中,有2/3是由金融中介机构的欺诈或不正当竞争行为造成的。可以说,在那些难以收集、锁定证据的领域中,SEC通常会利用公平基金的方式获取赔偿投资者的资金。在SEC的牵头和介入下,不仅容易查清相关事实,而且也较为顺畅地获取相应的赔偿资金。相反,在发行人信息披露虚假这一领域,证据较为容易发现、固定,此时通过私人民事诉讼的方式可以顺利地获得救济。

可见,公平基金在受欺诈投资者权益保护方法发挥着独特的作用。在遭遇证券违法后主张赔偿这一问题上,借助公平基金的方式弥补投资者权益是一种灵活且有效的措施。尤其是在我国目前缺乏集团诉讼制度,受害者分散,无法形成有效激励的情况下,通过证券监管部门的介入和协调更能有效地保护投资者的合法权益。换言之,由于美国设有集团诉讼法律制度,在律师的牵头和帮助下,在某些类型案件中,当事人获得救济是完全可能的。但在我国,尤其是涉及受害者人数较多的案件中,受制于诉讼成本以及其他制约因素,相比之下,借助公平基金方式获取赔偿要比当事人通过诉讼的方式获取赔偿金更为有效、快捷。在目前条件下,鉴于诉讼救济手段自身存在的不足,强化公共补偿的功能对于快速、有效保护投资者权益具有重要的现实意义。我国在这一方面的尝试和努力值得赞许,但仍有进一步改革、探索的空间。

---

<sup>①</sup> Urska Velikonja, “Public Compensation for Private Harm: Evidence from the SEC’s Fair Fund Distributions”, *Stanford Law Review*, Volume 67, 2015, pp. 331, 359 – 360.

## (二) 制度设计的具体问题

第一,从总体上来说,建议我国在《证券法》修改时,在投资者权益保护部分或者证券监管机构部分增加有关公平基金的条款。明确基金来源包括没收违法所得与行政罚款两部分;明确证监会管理基金的职权;授权证监会通过部门规章的方式制定公平基金操作流程与设计方案等具体内容。

第二,公平基金的资金来源应包括民事罚款与没收违法所得两部分。如前所述,美国的民事罚款相当于我国的行政处罚。在我国,按照《证券法》的规定,在内幕交易等证券违法行为领域也存在没收违法所得的行政处罚措施。<sup>①</sup>因此,如美国,将行政罚款与没收违法所得二者归入公平基金并无问题。至于刑事罚金应否列入公平基金的问题,国内学者有人主张将其纳入公平基金的范畴,从而增大对投资者的保护可能。但是,从理论上讲,刑事罚金重在威慑,将其纳入公平基金逻辑上无法自洽。在目前条件下,应当强化行政罚没(没收非法所得+行政罚款)的执行力度,将其纳入公平基金的范畴之内,同时确保刑法谦抑性规则的适用,尽量避免刑事规则的提前介入,从而在更大程度上实现对投资者权益的保护。尽管在证券违法领域中,尤其是那些涉及面广、影响大案件,民事部分往往会中止,等待刑事处理的结果。在这样的情况下,如本报告其他部分论证的那样,在刑事罚金与民事赔偿发生冲突的情况下,优先考虑的应是对投资者权益的保护。在此理念指引下,借助先期赔付制度等贯彻执行如上基本精神和原则。

---

<sup>①</sup> 我国《证券法》第202条规定:“证券交易内幕信息的知情人或者非法获取内幕信息的人,在涉及证券的发行、交易或者其他对证券的价格有重大影响的信息公开前,买卖该证券,或者泄露该信息,或者建议他人买卖该证券的,责令依法处理非法持有的证券,没收违法所得,并处以违法所得1倍以上5倍以下的罚款;没有违法所得或者违法所得不足3万元的,处以3万元以上60万元以下的罚款。单位从事内幕交易的,还应当对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告,并处以3万元以上30万元以下的罚款。证券监督管理机构工作人员进行内幕交易的,从重处罚。”

## 第五章 相关程序协调和衔接

目前我国《证券法》第 232 条落空的主要原因是证券行政处罚、刑事程序在前,而民事赔偿程序在后,这样就必然导致行政罚没款、刑事罚金执行在前,而申请证券罚没款暂缓入库或财政退库都具有相当大的难度。鉴于此,我们提出证券行政处罚、证券刑事程序与民事赔偿程序有效对接、交叉进行的设想,即在证券行政处罚程序中,证监会作出行政处罚事先告知后,就可以提起民事赔偿诉讼或启动先期赔付程序等,待投资者经济损失得到赔偿后,证监会在考虑违法行为人已作出赔偿的基础上,再从轻或减轻予以行政处罚。<sup>①</sup>在证券刑事程序中,由司法机关引导犯罪嫌疑人主动对受害投资者经济损失予以赔偿,事后司法机关在考虑当事人认罪认罚的基础上,对犯罪嫌疑人从宽量刑、从宽判决。现将其合法性、合理性及具体规则建构阐述如下。

### 一、法律依据

关于投资者提起证券虚假陈述民事赔偿,最高人民法院《关于受理证券市场因虚假陈述引发民事侵权纠纷案件有关问题的通知》(2002 年 1 月 5 日)规定,“须经中国证券监督管理委员会及其派出机构调查并作出生效处罚决定”。最高人民法院《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》(法释〔2003〕2

---

<sup>①</sup> 现实中,如果上市公司主动承认信息披露问题,那么法院就能接受案件,并将上市公司的主动承认作为虚假陈述的证据。但总体而言,这种情况不多,而且,上市公司的主动承认经常伴随着证监会的处罚事先告知,后文将要讨论的金亚科技案件就是适例。从这个意义上讲,证监会的处罚事先告知是一个常用标准,但在特殊情况下允许有例外。

号)规定,法院受理虚假陈述民事赔偿案件须“依据有关机关的行政处罚决定或者人民法院的刑事裁判文书”,这就是通常所称的证券民事赔偿前置程序。但根据2015年4月15日发布的最高人民法院《关于人民法院登记立案若干问题的规定》,人民法院对依法应该受理的一审民事起诉、行政起诉和刑事自诉,实行立案登记制。<sup>①</sup> 时任最高人民法院民二庭庭长杨临萍2015年12月24日所作的《最高人民法院关于当前商事审判工作中的若干具体问题》讲话,“根据立案登记司法解释规定,因虚假陈述、内幕交易和市场操纵行为引发的民事赔偿案件,立案受理时不再以监管部门的行政处罚和生效刑事判决认定为前置条件”。因此,在证券行政处罚决定作出前,法院受理证券民事赔偿案件理论上不再存在法律障碍。

而在证券刑事程序与民事赔偿相关程序衔接方面,最高人民法院、最高人民检察院、公安部、国家安全部、司法部联合发布的《关于在部分地区开展刑事案件认罪认罚从宽制度试点工作的办法》(法〔2016〕386号)提供了充分的制度空间。该办法第7条规定:“办理认罪认罚案件,应当听取被害人及其代理人意见,并将犯罪嫌疑人、被告人是否与被害人达成和解协议或者赔偿被害人损失,取得被害人谅解,作为量刑的重要考虑因素。”因此,证券类刑事案件进入公诉、审判阶段后,可在检察院、法院主持下,促使犯罪嫌疑人、被告人与受害投资者达成民事和解,由犯罪嫌疑人、被告人先期赔付受害投资者经济损失,检察院、法院在随后的起诉和审判中,充分考虑这一因素,对犯罪嫌疑人、被告人从宽处理。

犯罪嫌疑人或被告人认罪认罚后,根据该办法第22条规定,对不具有法定减轻处罚情节的认罪认罚案件,应当在法定刑的限度以内从轻判处刑罚,犯罪情节轻微不需要判处刑罚的,可以依法免于刑事处罚,确实需要在法定刑以下判处刑罚的,应当层报最高人民法院核准。在程序的适用上,第18条规定,对于基层人民法院管辖的可能判处三年以上有期徒刑以上刑罚的案件,被告人认罪认罚的,可以依法适用简易程序审判,在判决宣告前应当听取被告人的最后陈述,一般应当当庭宣判。可见,认罪认罚后,可以在法定刑内从轻处罚,轻微的可以免于刑事处罚,或经过最高院核准处以法定刑以下的处罚。从当前的实践来看,“速裁程序、认罪认罚从宽制度试点,从实践来看效果很好,实现了案件分流,解决了案多人少的问题,提升了诉

---

<sup>①</sup> 参见最高人民法院《关于人民法院登记立案若干问题的规定》(法释〔2015〕8号)。

讼的效率”,是值得推广,也需要细化和完善配套规则的制度。

我们认为,若犯罪嫌疑人或被告人进行了先期赔付的,属于该办法中的“被害人达成和解协议或者赔偿被害人损失,取得被害人谅解”的情形,应是法定从宽处罚的情节。至于是从轻处罚或免于处罚,还是在法定刑之下处罚,则要在个案中去讨论。

需要说明的是,在证券刑事程序中由犯罪嫌疑人、被告人先行赔付,本质上属于刑事和解的范畴。2013年修订的《刑事诉讼法》第5编第2章第277条至第279条对刑事和解的公诉案件诉讼程序进行了专门规定。按照法律规定,因民间纠纷引起,涉嫌侵犯人身权利、民主权利、侵犯财产犯罪,可能判处3年有期徒刑以下刑罚的故意犯罪案件,以及除渎职犯罪以外的可能判处7年有期徒刑以下刑罚的过失犯罪案件纳入公诉案件适用和解程序的范围。但是,犯罪嫌疑人、被告人在五年以内曾经故意犯罪的,不适用这一程序。对当事人之间达成和解协议的案件,人民法院、人民检察院和公安机关可以依法从宽处理。可见,刑事和解适用于相对较轻的刑事案件,对那些可能判处3年以上有期徒刑的证券刑事案件(故意犯罪)不得适用刑事和解,但此时可按“两院三部”关于认罪认罚从宽的司法解释处理,同样可以达到类似的法律效果。

## 二、行政处罚、刑事程序与民事赔偿相关程序衔接的具体制度建构

### (一) 行政处罚与民事诉讼、先期赔付等程序的衔接

在行政处罚与民事诉讼有效对接程序中,以往的障碍在于在没有作出行政处罚的情况下,民事审判法官存在专业判断上的困难(也因此较谨慎)。如果将上述程序作一点小小改进,即以证券监管部门作出行政处罚预先告知书为分界,此前由证券监管部门进行调查(此阶段可违法行为人主动作先期赔付或提出行政和解),行政处罚预先告知后即可启动民事诉讼,待投资者经济损失得到赔偿后,再回转到行政处罚程序,证券监管部门在充分考虑违法行为人已作出赔偿的基础上,对其从轻或减轻处罚。

上述机制对各方而言均可接受:其一,对法院来说,行政处罚预先告知书已基本明确了相关专业判断,解决了技术上的困难,且从实践来看,最终行政处罚决定



书改变预先告知书的概率较低;其二,对违法行为人来说,赔偿投资者经济损失即可获得从轻、减轻处罚,对其具有相当的吸引力,尤其是对持牌机构和个人来说更是如此(其更多考虑处罚对其持续经营的影响,而不是短期经济利益),至少比先受到较重行政处罚再受到投资者民事索赔的结果要有利;其三,对投资者来说,能够提前得到经济赔偿,更是求之不得;其四,该机制将行政处罚与民事诉讼巧妙对接、交叉进行,不存在任何与现行财政国库管理规定的冲突,完全可在现有制度框架下进行。

从操作程序上看,如果违法行为人具有和解的意愿,可在行政处罚预先告知后,由公益性投资者保护机构代表中小投资者与违法行为人谈判,优先考虑先期赔付;如果违法行为人没有主动赔付的意愿,则可由公益性投资者保护机构支持中小投资者提起民事诉讼,通过法院判决确定违法行为人的民事赔偿责任,并优先得到执行。<sup>①</sup> 相关流程可如图2所示。

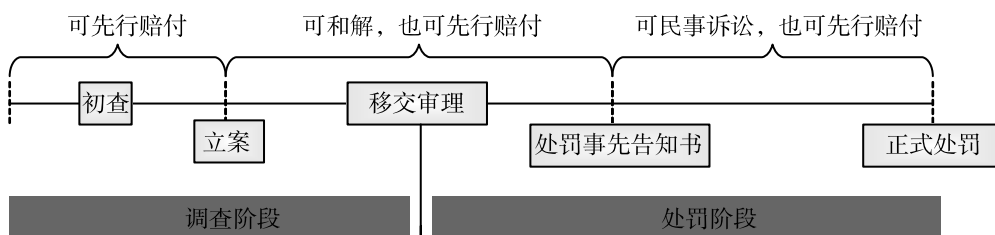


图2 行政处罚、刑事程序与民事赔偿衔接的相关流程

值得说明的是,实行立案登记制以后,从理论上讲,投资者提起证券民事诉讼不以监管部门行政处罚或司法机关刑事判决为前提,也即在任何一个阶段都可起诉。但考虑到司法机关审理此类案件在专业判决上有难度以及取消前置程序可能带来的此类诉讼爆炸性增长,以证券监管部门行政处罚预先告知为分界启动民事诉讼,司法机关易于接受,因而也较具可操作性。

最近成都市中级人民法院的一则判决具有标志性意义。本案背景概要如下:<sup>②</sup> 2015年6月4日收到中国证监会《调查通知书》,2017年11月13日收到《行政处罚

<sup>①</sup> 民事诉讼既可以由公益性投资者保护机构提起,也可以由投资者自己提起,但前者的优势在于,由公益性投资者保护机构支持提起诉讼可以避免投资者个体提起诉讼的分散性、或然性。

<sup>②</sup> 《金亚科技官方网站信息披露公告》,载创业板上市公司信息披露平台:<http://chinext.cninfo.com.cn/newmarket/gszx.html?gszx/gsgk?gsgk300028>,最后访问日期:2018年2月28日。

及市场禁入事先告知书》(编号:处罚字[2017]124号)。早在2016年6月,来自云南、福建、上海、广东、江苏的数位股民诉金亚科技、周某某(实际控制人)证券虚假陈述案等五起案件已经被成都市中级人民法院收案。成都市中级人民法院于2017年12月5日、12日、13日、25日、26日开庭对案件进行了公开审理。自2017年12月29日至2018年1月30日,金亚科技6次发布公告称,公司分别收到成都市中级人民法院《民事判决书》,法院对多名原告诉公司证券虚假陈述责任纠纷一案审理终结并作出一审判决。原告诉讼请求部分成立,法院予以支持。依照《证券法》第63条、第69条,最高人民法院《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》,判决金亚科技赔偿因虚假陈述给原告造成的损失。截至2018年1月30日,金亚科技收到法院发来的《民事判决书》及相关法律文书合计312例,法院已判令公司赔偿因虚假陈述给原告造成的损失金额合计9,155,327.45元。需要注意的是,该公司于2017年4月26日披露了《关于对前期会计差错更正的公告》,对2014年年度、2015年年度进行会计差错更正。对2014年年度处置固定资产进行会计处理,补充确认非货币性资产对外投资产生的递延所得税负债等;调整2015年年度跨期销售费用及被投资单位损益等事项。

市场舆论认为,成都市中级人民法院在证券监管部门作出行政处罚预先告知书之后而尚未作出最终处罚决定书之前,判决金亚科技对受害投资者承担民事赔偿责任,<sup>①</sup>该判决极具进步意义,“在以往的案件中,法院审理都是基于证监会的行政处罚决定书,本案则是首例在没有正式行政处罚的情况下就作出实体裁决的案例”,<sup>②</sup>可谓首开先河。课题组根据调研得知,在证监会正式行政处罚作出前考虑作出民事判决,主要考虑到以下因素:一是法院立案登记制度的改革;二是虽然证监会没有作出正式行政处罚,但已作出预先告知,且被告金亚科技已公告承认并更正了虚假陈述行为,该公司存在虚假陈述行为的认定没有问题。

在行政处罚与民事诉讼、先期赔付、证券和解的衔接程序中,尚有如下问题值得进一步深入分析探讨。

#### 1. 行政处罚事先告知书的法律性质是什么,有何意义,是否需要披露。《行政

---

<sup>①</sup> 陶炜:《金亚科技索赔案创史上最低赔付比例》,载和讯网:<http://stock.hexun.com/2018-01-02/192134512.html>,最后访问日期:2018年1月25日。

<sup>②</sup> 同上。

处罚法》第31条规定：“行政机关在作出行政处罚决定之前，应当告知当事人作出行政处罚决定的事实、理由及依据，并告知当事人依法享有的权利。”可见，《行政处罚事先告知书》是具有《行政处罚法》依据的法定文书，是行政处罚的必备程序。据此，证监会在作出正式行政处罚决定前，均向当事人发送《行政处罚事先告知书》，其目的是保护当事人的知情权，使其有机会进行陈述、申辩。由于《行政处罚事先告知书》并非具有最终效力的法律文书，因此，证监会对此不予公开披露，仅向当事人送达；但由于《行政处罚事先告知书》意味着随后很有可能发生行政处罚，因此上市公司必须对该等重大事项予以披露，以便公众投资者及时知悉这一事项。上市公司以外的其他当事人则没有披露义务。

值得探讨的一个问题是：如果正式的《行政处罚决定书》改变了《行政处罚事先告知书》，那是否意味着民事赔偿相关程序需全部重新开始，由此是否会实质性影响本文所提出的“行政处罚与民事诉讼、先期赔付、证券和解的衔接”的合理性、可行性？课题组认为，上述疑问在理论上存在，但在实践操作层面不足以构成实质性障碍，理由：一是证监会《行政处罚事先告知书》是在完成调查程序后，经内部独立的审理部门审理后作出，<sup>①</sup>一般都做到了事实清楚、证据充分、适用法律准确。实践当中正式的《行政处罚决定书》改变《行政处罚事先告知书》的情况极少；即使有部分改变的情况，也主要是对处罚力度的变更，而不是在定性上，这样的改变不影响与民事程序的衔接。二是即使当事人在收到《行政处罚事先告知书》后提出确有理由的申辩意见，也必须在15日内，其时限较短。换句话说，证监会可以在较短时间内知悉当事人是否提出申辩以及其理由是否充分，如果其申辩确有理由的，可以较快予以纠正，不至于对“行政处罚与民事诉讼、先期赔付、证券和解的衔接程序”产生实质影响。为稳妥起见，可考虑在经过了上述陈述申辩期间后再行启动“行政处罚与民事诉讼、先期赔付、证券和解的衔接程序”。三是在先期赔付、证券和解的情况下，违法嫌疑人采取的是自愿与监管合作的态度，一般来说不会在行政处罚程序中与监管部门“死磕”。四是即使在极端情况下，正式的《行政处罚决定书》完全改变了《行政处罚事先告知书》，导致行为人在民事程序中承担了本不应承担的赔偿

---

<sup>①</sup> 此即证监会稽查处罚中的查审分离制度，即负责案件调查和案件审理的部门要相对独立，以起到相互制衡作用，提高稽查处罚工作质量。

责任,也还可以通过上诉、再审等程序予以救济。实际上,即使是目前依据正式的《行政处罚决定书》进行民事诉讼的做法,也同样存在行政处罚后来通过行政复议或行政诉讼被改变,从而民事诉讼受到影响的可能。简言之,行政处罚的改变概率在实践中非常低,而且在理论上也不是新问题,故无须过度担忧。

2. 民事诉讼、先期赔付、证券和解的选择问题。在这三个备选项中,民事诉讼具有一整套明确的程序,最具规范性、法律效力最强。先期赔付是我国证券领域实践中发展出来的一种有中国特色的投资者保护制度,其核心是在司法机关作出民事判决前,相关责任人自愿提前先行对受害投资者进行经济赔偿,以挽回其违法行为的损害后果,并在一定程度上改善其市场形象、声誉,同时也有利于其争取证券监管部门、司法部门的宽大处理。先期赔付的适应性最广,但其效力如何尚未有定论,且可能带来一系列相关的法律问题,如受害投资者接受了先期赔付后是否还可以提起民事诉讼,先期赔付的当事人是否可以向其他责任方追索、如何追索,等等。在向当事人送达证券行政处罚事先告知书之前,相关违法嫌疑人可以自愿发起先期赔付。但由于处罚事先告知书尚未送达,法院对当事人的违法行为判断尚有较大难度,如果此时即进行民事诉讼,对法官专业要求较高,从可行性、可操作性上考虑,不宜采用民事诉讼方式。而在处罚事先告知书送达当事人后,其违法行为已基本清晰,此时受害投资者可以选择以民事诉讼方式维权,法院也理应受理。同时,先期赔付亦可适用,即违法嫌疑人本着善意、纠错的动机先行、自愿、快速对受害投资者予以补偿。

3. 行政处罚与民事诉讼、先期赔付衔接程序中,证券监管部门、涉嫌违法当事人的利益衡量。相关的问题主要有:在上述衔接程序中,必然会使行政处罚周期较长,办案人员是否会基于结案率等考虑而影响其启动上述程序的积极性?课题组认为上述问题不足为虑,监管部门内部固然会存在结案率等工作考核指标,但也仅是指标之一,如果从“政绩”角度来讲,运用创新工作方式和程序使中小投资者利益得到更好的保护,这应是更好的“政绩”,办案人员应有内在积极性推动这一工作。<sup>①</sup>另外,从涉嫌违法当事人——尤其是从上市公司方面来看,目前中国证监会有关于

---

<sup>①</sup> 课题组于2018年1月23日与证监会处罚委部分委员电话访谈时基本印证这一观点。

在立案调查期间不得公开增发等限制性规定,<sup>①</sup>如果上述程序周期过长,则会影响上市公司配合的积极性。课题组认为,该问题的确应当纳入整体考虑。由于上述规定也仅属中国证监会的部门规章,并非刚性的法律障碍,存在灵活调整的空间,如将来可以在关于“行政处罚与民事诉讼、先期赔付、证券和解的衔接”的相关文件中对此作出特殊安排和例外规定,以使上市公司打消此方面的顾虑。

## (二) 刑事诉讼与民事诉讼、先期赔付的衔接

首先需要说明的是,刑事诉讼与民事赔偿相关程序的衔接,在实践中其重要性要远低于行政处罚与民事赔偿相关程序的衔接,其原因是证券相关不法行为绝大多数属违法行为,进入行政处罚程序,只有极少数会涉嫌犯罪,进入刑事诉讼程序。以2017年为例,全年中国证监会作出行政处罚决定224件,但移送公安机关立案侦查的仅20件。<sup>②</sup>因此,实践中需要着重解决的问题主要是行政处罚与民事赔偿相关程序的衔接问题。

刑事诉讼与民事赔偿相关程序对接,又可分为刑事附带民事诉讼以及在刑事程序先行民事赔付两类,<sup>③</sup>下面分别阐述:

1. 刑事附带民事诉讼。我国《刑事诉讼法》第99条规定:“被害人由于被告人的犯罪行为而遭受物质损失的,在刑事诉讼过程中,有权提起附带民事诉讼。”第102条规定:“附带民事诉讼应当同刑事案件一并审判,只有为了防止刑事案件审判的过分迟延,才可以在刑事案件审判后,由同一审判组织继续审理附带民事诉讼。”刑事附带民事诉讼制度是我国诉讼法上成熟的制度,但在我国证券市场尚未有实践案例,其原因可能在于:一是证券民事赔偿问题专业性很强且工作量很大,一般的刑事审判法官望而生畏,积极性不高;二是证券市场犯罪不同于一般刑事犯罪,其涉众性强,而受害投资者普遍具有较强的“搭便车”心理,不愿充当“出头鸟”去提起附带民事诉讼。可以合理预见,在今后相当长时间内,此种状况仍不会有根本改变,因而试图在刑事附带民事诉讼的制度框架下解决投资者赔偿问题的现实可能

<sup>①</sup> 《上市公司证券发行管理办法》第11条规定:上市公司存在下列情形之一的,不得公开发行证券:“……(五)上市公司或其现任董事、高级管理人员因涉嫌犯罪被司法机关立案侦查或涉嫌违法违规被中国证监会立案调查……”

<sup>②</sup> 中国证券监督管理委员会网:[http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201801/t20180126\\_333200.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201801/t20180126_333200.html),最后访问日期:2018年2月5日。

<sup>③</sup> 此时已涉嫌犯罪,侦查完毕进入起诉阶段,故不存在行政和解问题。

性较小。

2. 在刑事程序中先行民事赔付。上文所述两院三部关于认罪认罚从宽试点办法的导向就是鼓励犯罪嫌疑人、被告人认罪认罚,落实宽严相济刑事政策,优化司法资源配置,在更高层次上实现公正与效率相统一,因此司法机关有内在动力组织主持犯罪嫌疑人、被告人与受害人之间的经济和解;而对犯罪嫌疑人、被告人来说,刑事责任事关重大、影响至巨,如果能够争取从宽处理,甚至免于起诉,那无疑具有很大吸引力;退一步说,不管能从宽到何种结果,总比先受到较严厉的刑事处罚后又承担民事责任更有利。且整个程序完全可以在起诉或审判阶段完成(在刑事判决作出之前),与现行法律程序及财政国库管理规定不存在任何冲突,非常简便易行。特别需要指出的是,认罪认罚从宽试点办法是当前司法机关的一项工作重点和亮点,其适用该项制度的积极性较高,从现实可操作性角度考虑,这是推动在刑事程序中开展先期赔付的重要推动力。<sup>①</sup>

---

<sup>①</sup> 课题组在与上海市检察院、上海一分检相关检察官沟通时了解到,检察机关对于在证券类刑事案件适用“两院三部”试点办法,通过犯罪嫌疑人主动对受害投资者进行赔偿,开展认罪认罚从宽试点工作,具有积极意愿。



## 结 论

虚假陈述等证券不当行为通常会引发多种法律责任,包括行政责任、刑事责任和民事责任,在这些法律责任发生竞合的情况下,我国包括证券法在内的相关法律明确规定了民事赔偿责任优先原则。然而,在现实中,上述的民事赔偿责任优先原则经常难以实现的一个主要原因是虚假陈述民事诉讼的前置程序要求,即提起民事诉讼的前提是对于证券不当行为已经进行了行政处罚或刑事判决。由于行政处罚和刑事制裁在时间上先于民事赔偿,而违法者财产有限,在缴纳完行政处罚罚没款或刑事罚金后可能已没有足够资产去赔偿投资者。

本篇深入探讨了民事赔偿责任优先原则的法理基础,认为该原则体现了证券法保护投资者的核心价值目标,彰显新时代中国特色社会主义的民本思想,在投资者权益保护和心理抚慰等方面具有独特作用,符合法金融学的理论逻辑和实证结果,并契合国际潮流和我国需要保护中小投资者的特殊国情。

对于如何实现民事赔偿责任优先原则的问题,本篇提出了几个可能的解决方案,包括国库管理制度上证券罚没款的暂缓入库和申请退库机制、保荐机构等责任主体先期赔付的机制和将证券罚没款用于赔偿投资者损失的公平基金机制等。经过全面的分析比较,在借鉴境外相关经验和考虑我国现实基础上,本篇提出以下发现和观点。

第一,证券罚没款暂缓入库和申请退库两种路径都存在较大的现实操作难度和较明显的体制性障碍。相较而言,暂缓入库的难度更大,而申请退库尚有一定可能。因此,不建议将证券罚没款暂缓入库和申请退库两种路径作为近期方案,而只作为中长期方案予以考虑。

第二,先期赔付制度在我国已经有成功的案例,包括平安证券先期赔付万福生

科虚假上市案、海联讯主要股东先期赔付案以及兴业证券先期赔付欣泰电气虚假上市案。更重要的是,证券法的修订稿也明文规定了该制度,因此,先期赔付制度的现实可行性很大,可以作为近期方案。由于证券法修订稿尚未正式通过,而且比较笼统,因此,本篇对已有三个案件进行经验总结和评议,提炼出其制度的精髓,为构建我国的证券先期赔付制度提供了建言,同时也指出该制度的适用范围与局限性。

第三,公平基金制度的本质是改变证券罚没款的用途,将证券罚没款用以补偿由于证券不当行为而受害的投资者的损失,而不是传统上的将其直接上交国库。鉴于美国在公平基金制度的建设和运用方面处于领先地位,课题组对美国相关经验进行了系统的梳理,发现该机制对于民事诉讼赔偿具有重要的辅助甚至替代作用,同时也能很好地弥补证券先期赔付制度的不足。因此,对我国引入公平基金制度的前景进行了探讨,认为虽然存在一些体制性问题,但值得争取和尝试,并提出了具体的制度设计建议,包括证券法的修改以及相关配套机制的构建。

第四,在程序上提出证券行政处罚、证券刑事诉讼与民事赔偿诉讼、先期赔付机制有效对接、交叉进行的设想,即在证券行政处罚程序中,证监会作出行政处罚事先告知后,就可以提起民事赔偿诉讼或启动先期赔付程序等,待投资者经济损失得到赔偿后,证监会在考虑违法行为人已作出赔偿的基础上,再从轻或减轻予以行政处罚。在证券刑事程序中,由司法机关牵头,引导犯罪嫌疑人主动对受害投资者经济损失予以赔偿,事后司法机关在考虑当事人认罪认罚的基础上,对犯罪嫌疑人从轻或减轻量刑。

## 参考文献

1. 曹钦白:《论中国古代经济思想中的“国不与民争利”》,载《财政监督》2016年第22期。
2. 陈洁:《证券民事赔偿责任优先原则的实现机制》,载《证券市场导报》2017年第6期。
3. 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。
4. 杜飞进:《试论法律责任的若干问题》,载《中国法学》1990年第6期。
5. 胡纪平:《财产刑与民事执行的竞合及其处理》,载《当代经济》2007年第9期。
6. 黄辉:《注册制改革背景下的虚假陈述赔偿制度:现状与未来》,载《经济法研究》2016年第2期。
7. 黄辉:《中国证券虚假陈述民事赔偿制度:实证分析与政策建议》,载《证券法苑》2013年第2期。
8. 黄辉:《香港证券市场失当行为审裁处制度及其启示》,载郭文英、徐明主编:《投资者》(第1辑),法律出版社2018年版。
9. 姜新华、常华清、黄金:《我国国库集中收付制度下财政专户治理路径的选择》,载《财政监督》2014年第10期。
10. 李明发:《民事赔偿责任优先的理论基础及其法律构建》,载《江淮论坛》2014年第6期。
11. 廖伟生、郭永明:《整顿规范后的财政专户管理情况探析》,载《金融与经济》2012年第1期。

12. 林仁光:《西风东渐——谈内线交易 Civil Penalty 制度之发展》,载《月旦法学杂志》2014年第8期。
13. 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。
14. 吕进中:《加快清理财政专户》,载《中国金融》2015年第16期。
15. 邱永红:《从境外成熟市场的经验看我国证券监管和解制度的构建——以美国、香港为中心》,论金融司法的稳定与创新——后危机下的金融司法论坛论文,北京,2009年12月。
16. 任志宽:《行政法律责任概论》,人民出版社1990年版。
17. 苏龙飞、杨智全:《洪良国际罪与罚——IPO打假的香港模式》,载《新财富》2012年7月号。
18. 松壑:《IPO“先期赔付承诺”纳入风险准备“折半”计算或强化保荐方责任》,载《21世纪经济报道》2016年4月15日,第13版。
19. 孙灯勇、郭永玉:《相对剥夺感:想得、应得、怨愤于未得》,载《心理科学》2016年第3期。
20. 王利明:《我国证券法中民事责任制度的完善》,载《法学研究》2001年第4期。
21. [美]威廉 R. 麦克卢卡斯等:《SEC内幕交易行政和解案例研究》,肖宇、郭琼艳译,载黄红元、徐明主编:《证券法苑》(第18卷),法律出版社2016年版。
22. 席朝阳:《论民事责任优先的实现》,载《企业家天地》(理论版)2011年第8期。
23. 肖钢:《积极探索监管执法的行政和解新模式》,载《行政管理改革》2014年第1期。
24. 肖宇:《证券行政和解金的确立与分配规则探析》,载《暨南学报》(哲学社会科学版)2015年第6期。
25. 邢会强:《内幕交易罚没收入与投资者公平基金》,载《中国金融》2011年第3期。
26. 邢会强:《内幕交易公平基金制度的构建》,载《证券法律评论》2016年。
27. 赵晓钧:《借鉴公平基金制度,完善投资者赔偿机制》,载《上海证券报》2013

年3月27日,A07版。

28. 张春丽:《论我国证券欺诈赔偿责任机制的完善》,载《法律科学》(西北政法大学学报)2014年第3期。

29. 张希、黄登仕:《基于决策者身份视角的损失厌恶实验研究综述》,载《西南交通大学学报》(社会科学版)2017年第1期。

30. Barnard J. W. , “Evolutionary Enforcement at the Securities and Exchange Commission” , *U. Pitt. L. Rev.* , 2009 , 71 : 403.

31. Black B. , “Should the SEC Be a Collection Agency for Defrauded Investors?” , *The Business Lawyer* , 2008 : 317 – 346.

32. Crosby F. , “A Model of Egoistical Relative Deprivation” , *Psychological review* , 1976 , 83 ( 2 ) : 85.

33. Diver C. S. , “The Assessment and Mitigation of Civil Money Penalties by Federal Administrative Agencies” , *Columbia Law Review* , 1979 , 79 ( 8 ) : 1435 – 1502.

34. Huang H. , “Private Enforcement of Securities Law in China: A Ten-year Retrospective and Empirical Assessment” , *American Journal of Comparative Law* , 2013 , 61 ( 4 ) 757 – 798.

35. Jorge Baez , James A. Overdahl , Elaine Buckberg , “SEC Settlement Trends” , *NERA Economic Consulting* , 2013.

36. La Porta R. , Lopez-de-Silanes F. , Shleifer A. , et al. , “Legal Determinants of External Finance” , *Journal of Finance* , 1997 : 1131 – 1150.

37. Thomsen L. C. , Norman D. , “Sarbanes-Oxley Turns Six: An Enforcement Perspective” , *J. bus. & Tech.* 1 , 2008 ( 2 ) .

38. Velikonja U. , “Public Compensation for Private Harm: Evidence from the SEC’s Fair Fund Distributions” , *Social Science Electronic Publishing* , 2015 , 67 ( 2 ) : 331 – 395.

39. Winship V. , “Fair Funds and the SEC’s Compensation of Injured Investors” , *Social Science Electronic Publishing* , 2008.

40. Winship V. , “Public Agencies and Investor Compensation: Examples from the SEC and CFTC” , *Admin. L. Rev.* , 2009 , 61 : 137.

