

证券民事赔偿责任优先的法理逻辑与实现路径

黄 辉* 黄江东** 李海龙*** 肖 宇****

摘 要:本文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,然后分别讨论了如何实现民事赔偿责任优先原则的几个路径,认为: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,但该制度在适用范围上存在局限性;第三,公平基金制度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;第四,在程序上,证监会做出行政处罚事先告知后,就可以提起民事诉讼或启动先期赔付程序等。

关键词:证券民事责任优先原则 证券民事诉讼前置程序 民事赔偿金 行政罚款 刑法罚金 罚没款暂缓入库和申请退库 先期赔付 公平基金

引 言

《中华人民共和国证券法》(以下简称《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

* 香港中文大学法律学院教授。

** 原中国证监会上海专员办。

*** 浙江财经大学法学院副教授。

**** 华东政法大学国际金融法律学院副教授。

偿责任。”《中华人民共和国民法总则》《中华人民共和国公司法》《中华人民共和国侵权责任法》《中华人民共和国刑法》及其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,虽然上述的民事赔偿责任优先原则已经被明文确立,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》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。^① 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。现实中,我国证券虚假陈述民事赔偿案件的提起率远低于预期,导致现实中投资者保护严重不足。^② 因此,我国如何贯彻落实证券民事赔偿责任优先原则具有重大的理论和现实意义。

本文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、来自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的研究。本文结构如下:第一部分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;第二部分是国库管理制度上证券罚没款的暂缓入库和申请退库机制;第三部分是让保荐机构等责任主体先期赔付的机制;第四部分是将证券罚没款用于赔偿投资者损失的公平基金机制;第五部分对于相关程序的协调和衔接进行顶层设计;第六部分是结论,归纳和提出相关的建议。

一、民事赔偿责任优先的法理基础

首先,证券民事赔偿责任优先体现了证券法保护投资者的核心价值目标。多年来我国经济立法中长期存在重行政、刑事责任而轻民事责任的倾向,^③该倾向使我国

^① 参见最高人民法院《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》,2003年1月19日发布。

^② 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;Hui Huang,“Private Enforcement of Securities Law in China:A Ten-year Retrospective and Empirical Assessment”,*American Journal of Comparative Law*, Volume 61(4),2013,pp.757-798.

^③ 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。

证券法的价值目标与实际操作存在背离,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。

其次,民事赔偿责任优先是民本思想的体现。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经济思想”,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。

从实际效果看,罚款对国家财政和赔偿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,其在国库收入中的比例甚微。^①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,甚至会对他们的正常生活都产生影响。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,对于投资者个人意义重大。

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。^②

法金融学理论认为,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。^③因此,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的救济。当投资

^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 See Crosby F., "A model of egoistical relative deprivation", *Psychological Review*, 1976, Volume 83(83), p. 85.

^③ See 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。

民事责任优先已经成为国际潮流。比如,《英格兰刑事法庭权力法》第130条规定,^①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。我国香港特区也通过判例明确提出了民事责任优先的原则。^②

最后,民事责任优先原则的实现,对我国来说有着特别重大的意义。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。通过民事责任优先原则的实现,创业公司在我国证券市场中即能获得足够的外部融资,从而减少在他国上市、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。

下文将对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。

二、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,若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。2001年,我国的国库管理模式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

^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 HKSAR v. Du Jun [2012] HKEC 1280.

根本改观,对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。

(一) 证券罚没款暂缓入库的理论分析与现实可能

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。^① 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,这对落实法律上的“民事赔偿优先原则”具有很大的制度价值。

但是,我们研究发现,暂缓入库的实现可能性非常低。一方面,暂缓入库与现行国库相关管理法律及发展趋势存在冲突。首先,现行《中华人民共和国行政处罚法》(以下简称《行政处罚法》)等法律法规要求行政罚没款及时入库,这构成了暂缓入库的刚性法律障碍。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。^② 财政专户有很多弊端,目前发展方向是全面清理财政专户,实现政府全部收入上缴国家金库。^③ 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。

另一方面,当前设立证券罚没款财政专户的实质理由尚不够充分。^④ 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

^① 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;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。

^② 参见《财政专户管理办法》第2条。

^③ 参见吕进中:《加快清理财政专户》,载《中国金融》2015年第8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7期。

^④ 课题组于2018年1月17~20日就此问题现场走访、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。

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。

(二) 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。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。

尽管存在争议,但我们认为,证券罚没款退库制度仍有一定制度空间。理由主要是:(1)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及时、充分的经济补偿理应得到支持。(2)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,从这个角度看,也可以说此三种责任是同时的。(3)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:(1)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、中国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。(2)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,以免出现大量个人分别多次申请退库的情况。(3)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。(4)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,以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。

三、主动事先赔付投资人：证券先期赔付制度

证券先期赔付,是指当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的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。^① 在2017年4月《证券法(修订案)》的二审稿“投资者保护”一章中明确规定了先期赔付制度,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。^② 但目前由于二审稿的搁浅,该制度尚未能正式在立法中明确。

证券先期赔付制度是我国在实践中发展起来的,最早由“平安证券先期赔付万福生科虚假陈述上市案”开始,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”等。通过对于这些案例进行分析,证券先期赔付实践有以下几个特点:第一,案件性质都是欺诈上市,保荐人最有动力先期赔付。第二,证券监管机构对先期赔付人的行政处罚从轻或减轻。第三,赔付效果总体很好,比如赔付快速、赔付率高等。另外,目前投资者补偿基金都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。

(一)先期赔付的制度优势:与民事诉讼和行政和解的比较

证券先期赔付制度可以实现受损投资人优先、及时和充分的受偿。与此相比,民事诉讼的提起要耗费大量的时间和精力,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。而在证券先期赔付制度下,投资人无须主动去追究违规者民事责任,也无须等待行政处罚的作出,只需将其购买涉案股票的相关情况进行

^① 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。

^② 参见《证券法修订草案二审聚焦7大市场焦点》,载《人民日报》(海外版)2017年4月25日,转载于央视网:<http://news.cctv.com/2017/04/25/ARTIkivV9TQ4upZsfZskeoap170425.shtml>,最后访问日期:2018年2月25日。

登记确认为适格的受损投资人,就可以在较短的期间内,“坐等”将其损失补偿到他们的账户。

证券先期赔付与证券行政和解有异曲同工之妙,但行政和解制度却在我国的实践中遭遇困境。我国证监会于2014年11月21日审议通过了《行政和解试点实施办法》,该办法是我国在行政领域首个通过的行政和解办法,有重要的开创性意义。但遗憾的是,从该办法生效到现在3年的时间里,尚无一起适用该办法的案例。本课题组通过调研分析,认为现行规定的行政和解在我国没有实践,主要有以下几个原因:第一,申请适用行政和解的条件过于苛刻,难以实现。第二,根据现行规定,行政和解后则不作出行政处罚。不管是监管机构,还是市场,对这种结果都有些难以接受。因此,我国监管机构难以推行行政和解,一方面在法律适用案件的类型上有不确定性,另一方面可能也有声誉风险的考虑。

根据《行政和解试点实施办法》的相关规定,适用行政和解的启动时间点是,“中国证监会已经正式立案,且经过了必要调查”的案件,即已经通过“初步调查”阶段,收集到一定程度的证据,达到立案标准的案件,才能适用行政和解。适用行政和解的结果是,监管机构“终止调查执法程序的行为”,即不再作出行政处罚。与境外实践相比,这是一种狭义的行政和解。广义的行政和解有以下特点:首先,启动时间从开始调查时到民事诉讼或行政仲裁进行时都可以。其次,行政和解的结果可能仍要缴纳罚金或可能被市场禁入。因此,证券先期赔付实际上是广义的行政和解,而我国证监会建立的行政和解是狭义的行政和解。

(二) 证券先期赔付的理论基础与制度设计

在构建证券先期赔付制度时,第一,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》修订过程中,明确其的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相冲突,因此证监会也可以考虑先行出台部门规章,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)》的二审稿未能通过,但先期赔付制度的核心程序都是有法律依据的。

第二,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。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。先期赔付金

与行政罚款、刑事罚金在范围上并无重叠交叉,但由于先行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。

第三,证券先期赔付的过程中,涉及几个必经程序,程序的启动时间与期间对先期赔付的实施效果有着重要的影响,需要在制度设计中予以明确和规范。结合当前的实践,要使赔付工作进行顺利,需要以下几个步骤:第一步,先期赔付人公告设立基金;第二步,资金到位;第三步,启动赔付工作;第四步,赔付结束。

第四,明确规定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。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,可以区分为积极主体和消极的主体。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,起到相互促进赔付的作用。

第五,公益性投资者保护机构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。目前,投资者保护基金公司发挥了很大作用,效果良好。

第六,需要指出的是,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。但该制度适用的范围有限,仅对有限的案件类型和主体有效。从现有的实践来看,先期赔付的案件性质是虚假陈述中的欺诈上市的重大违法行为。另外,除保荐人需要自行承诺先期赔付以外,其他主体既有意愿又有能力进行先期赔付的,比较有限。

四、罚没款用于民事赔偿:美国公平基金制度的借鉴

(一) 概述

在美国,公平基金是指将美国证监会(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)首字母缩写组成的。^①

由于不同法域对于行政机关的权限规定不同,监管机关在对市场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?

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、基金管理与基金管理人制度,以及基金分配制度。第一,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,资金来源于 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。基金既可通过司法程序的方式设立,又可以依照行政程序的方式设立。第二,为有效地管理、运作公平基金,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。第三,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。^② 每一支基金分配一次,如基金不足以分配,则按比例分配。如分配后尚有剩余,一般都上缴美国财政部。

(二)公平基金的制度功能争论

有些学者对于 SEC 设立并主导公平基金的做法提出了批评。首先,从证券法违法行为发生后补偿的角度看,有学者认为所谓的补偿只不过是“杯水车薪”,认为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,而且,所谓的补偿只不过是“羊毛出在羊身上”。^③ 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 的监管职责。在很长的一段历史时期,SEC 并不认为自身具有主导弥补投资者损失的职责,相反,

^① Section 308(a) of the Sarbanes Oxley Act of 2002.

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

^③ Urska Velikonja, “Public Compensation for Private Harm: Evidence from the SEC’s Fair Fund Distributions”, *Stanford Law Review*, Volume 67, 2015, pp. 331, 344.

这一功能主要通过集团诉讼的方式完成。^①

事实上,无论从 SEC 与其他行政机关职权对比的方面看,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。首先,从法哲学的角度看,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。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。最后,从方便维护投资者权益的角度看,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,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 省去了诸多环节,从而可以有效地维护投资者权益。

上述观点也得到了实证研究的支持。^② 首先,就上面所提到的公平基金“模仿”集团诉讼、造成成本上的极大浪费的批评,实证研究发现,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。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。^③ 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。实证研究表明,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。^④ 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(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。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,学者通过实证研究分析表明这一情况并不存在。

(三) 我国引入公平基金制度的建议

公平基金在受欺诈投资者权益保护方面发挥着独特的作用。在遭遇证券违法后

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

^② See Urska Velikonja, “Public Compensation for Private Harm: Evidence from the SEC’s Fair Fund Distributions”, *Stanford Law Review*, Volume 67, 2015, pp. 331, 351.

^③ *Ibid.*, 338.

^④ *Ibid.*, 336.

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。目前,我国已经有几个主要的投资者保护机构,包括证券投资者保护基金公司、证监会的投保局、中证中小投资者服务中心有限责任公司。由于三者 in 保护投资者权益方面存在重叠,因此在我国构建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,以确定管理公平基金的最恰当机构。

建议在我国《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形式制定公平基金操作流程与设计方案等具体内容;明确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等。

五、相关程序协调和制度构建

目前《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。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的经济损失予以赔偿,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。

(一) 法律依据

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号)规定了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。^① 时任最高人民法院民二庭杨丽萍庭长 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》讲话指出,“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、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。”

另外,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《中华人民共和国刑事诉讼法》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。

(二) 相关程序衔接的具体制度构建

在行政处罚与民事诉讼有效对接程序中,以往的障碍在于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)。可以将上述程序做一点改进,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。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

^① 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)。

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。^①最近成都市中级人民法院就这样处理了一起案件,效果良好。^②

相比而言,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。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。^③

1. 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。认罪认罚从宽制度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。^④

结 论

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,对于如何贯彻落实该原则的问题,本文探讨了几个可能的解决方案,经过全面的分析比较,在借鉴境外相关经验

^① 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。

^② 根据金亚科技官方网站信息披露公告整理,载巨潮资讯网:<http://chinext.cninfo.com.cn/newmarket/gszx.html?gszx/gsgk?gsgk300028>,最后访问日期:2018年2月25日。

^③ 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。

^④ 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。

和考虑我国现实国情的基础上,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,存在较明显的体制性障碍。相比较而言,暂缓入库的难度更大,而申请退库尚有一定可能性。因此,本文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,而只应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,《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。本文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。本文对于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。

此外,本文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的经济损失予以赔偿,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处罚。