

论我国证券投资补偿基金制度的构建

徐 强 胜*

摘要:由证券违法行为人或相关者设立投资者利益补偿基金是一种制度创新。这种制度创新是在我国目前证券民事赔偿司法制度供给不力,由中国证监会强力推动的结果。证券纠纷涉及的人数众多、社会关系复杂及其特有的技术性都使得解决这种纠纷相对较难。在我国当前的行政及司法体制下,由居于证券市场主导地位的中国证监会推动违法行为人设立投资者利益补偿基金,可能并非完美法治制度中的“优中选优”,仅是一种现行制度中的“劣中选优”,但它是符合我国司法供给有限情况下的满足股民权利保护需求的一种制度创新。

关键词: 证券投资补偿基金 平安证券 “万福生科案” 制度创新

一、引言

2013年5月10日,平安证券股份有限公司(以下简称平安证券)宣布设立“万福生科虚假陈述事件投资者利益补偿专项基金”,用以补偿因万福生科股份有限公司(以下简称万福生科)造假案(以下简称“万福生科案”)而蒙受损失的投资者。这是A股首只机构专项补偿基金。该方案开创了我国资本市场中投资者损失由负有相应责任的中介机构先行补偿的先河。^①

长期以来,我国证券市场偏重于企业融资,而对投资者利益的保护较弱。应当说,从20世纪80年代末90年代初我国证券市场形成以来,有关证券市场的法律制度——以《中华人民共和国公司法》(以下简称《公司法》)和《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)为中心——是比较完善的。其中1998年的《证券法》经过多次修改,其关于保护投资者的规定也是比较全面的。但是,比起普通的民商事案件,证券纠纷涉及的人数众多、关系复杂,具有很强的专业性与技术性。因此,如何通过相应机制更好地保护广大投资者是我国目前证券法律实践的重要课题。尽管法院在解决证券纠纷、保护投资者方面占有重要地位,但考虑到证券纠纷的特殊性,很长时间以来,法院对是否受理以及如何受理证券纠纷案件并不主动,即使不得不受理,也常常因为诉讼程序的复杂及技术性强而时间漫长,其结果常常以当事人和解为主。也就是说,希望依靠法院的司法程序保护投资者权利尽管很重要,但实践中未必如意。

可以说,由证券违法行为人的大股东或其中介机构设立投资者利益补偿专项基金意义重大,开创了我国证券市场投资者新的救济模式,弥补了司法参与的不足,使得广大投资人在权利受到侵犯时有了另外一种救济途径。

二、在我国构建证券投资补偿基金制度的法理基础

(一) 保护投资者权利的巨大需求与司法供给的不足

* 河南财经政法大学法学研究院教授、法学博士

^① 2014年7月18日,海联讯科技股份有限公司因涉嫌造假,其主要股东章锋、孔飘、邢文颺、杨德广4人出资2亿元,也设立了投资者利益补偿专项基金。尽管该案与“万福生科案”有一定差异,但基本是一样的,故本文主要以“万福生科案”投资者利益补偿专项基金的设立论述相关问题。

从20世纪80年代末90年代初开始,我国的证券市场已经走过了20多年的发展历程。在这20多年的发展中,投资者的权利需求可谓巨大,但相应的司法供给很是有限。

证券市场处于上升阶段的20世纪90年代,尽管出现了一系列事件(如“宝延风波”)和有关“黑庄”问题,但整体上矛盾并不突出。不过,当时整体矛盾不够突出并非说投资者权利的需求不够,而是说当时的法律及制度设计的重点并不在于保护投资者。例如,1993年《公司法》基本上是为国有企业改制设计的,其目的或者说功能在于促进国有企业改制,让国有企业尽快上市融资以摆脱困境。因此,该法不仅制度设计粗糙,且几无股东诉讼权利的规定。而本应着眼于全面保护广大投资者合法权益的1998年《证券法》更是一个强调政府管制而非关注投资者权利的法律。体现在司法供给方面,由于证券纠纷(如虚假陈述、内幕交易、操纵市场等方面)涉及社会关系复杂、人数众多、技术性强,再加上法院对此认识准备不足,更无相关经验,因此股民提起的有关证券诉讼基本上没有进入实体审理阶段,^①即使进入实体审理阶段,也往往是以败诉或和解告终。

进入21世纪以来,随着我国证券市场发展的进一步深入,相关投资者与上市公司之间的矛盾开始凸显。以当时的“郑百文事件”和“猴王事件”为开端,相关民事赔偿诉讼开始增多。但面对突然增多的证券民事诉讼,我国法院并没有做好准备。2001年4月,中国证券监督管理委员会(以下简称中国证监会)对“亿安科技公司操纵股价案”做出了行政处罚;2001年8月,北京《财经》杂志揭露了“银广夏”公司造假的情况。这两个案件引起广大投资者的巨大反响。当全国第一批亿安科技投资者和银广夏投资人分别在北京、广州和无锡市法院起诉时,最高人民法院于2001年9月21日发布了《关于涉证券民事赔偿案件暂不予受理的通知》,认为法院尚不具备受理及审理证券纠纷的条件,要求各地法院暂不受理涉及虚假陈述、内幕交易、操纵市场三方面的证券民事赔偿案件。2002年1月15日,最高人民法院颁布了《关于受理证券市场因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知》,对可以受理的有关证券民事侵权纠纷案件的类型、必要的前置程序、管辖法院、诉讼时效和诉讼形式等作了规定。其中,前置程序是指受理这些纠纷的前提是须经中国证监会或其下属机构事先对此做出行政处罚。从此,证券市场因虚假陈述行为引发的民事侵权赔偿纠纷案件受理难的情况得到了改善,中小投资者可以通过诉讼维护自己的合法权益。

为更好地规范相应诉讼活动,最高人民法院于2002年12月出台了《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》,第一次以司法解释的方式规定了如何审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件。该司法解释调整和适用的范围是证券市场上因虚假陈述行为引发的侵权民事赔偿法律关系,它不仅延续了上述前置程序的规定,而且对现有的原则性的证券法律规定进行了细化,填补了司法实践适用的法律空白;它对虚假陈述及其存续和影响市场期间的几个重要时间概念进行了认定和解释,明确了计算损失的合理期间;并规定了投资人应当获得赔偿的损失范围。可以说,该司法解释是我国法院试图增加证券法律及股民权利供给的重要举措,使得证券市场纠纷的诉讼有了一个可操作的裁判性规范。不过,那些起诉到法院并得到受理的因虚假陈述而希望得到民事赔偿的案件,基本上都是以调解或和解结束。例如,当时号称中国证券民事赔偿第一大案的“东方电子案”自2003年起诉受理的两年间,系列赔偿案总计达2716起,诉讼总标的4.42亿元,诉讼费用约1800万元,合计约4.6亿元,成为当时我国起诉人数最多、涉案标的额最大的证券民事赔偿案件,但最终于2007年8月25日都通过《民事调解书》解决了纠纷。

我国证券市场发展中暴露出来的一系列问题使得立法机关不得不开始考虑修订《证券法》。2005年10月,新修订的《证券法》终于通过。除了其他重大修改,2005年《证券法》对内幕交易等违法行为的具体认定标准和法律责任进行了明确规定,并强化了证券监管机构的现场检查、限制交易等执法权。与此同时,《公司法》也在2005年经过了大幅度的修改,增加了股东间接诉讼制度及其他关于股东的权利规定,使

^① 参见李国光:《最高人民法院副院长李国光就〈关于受理证券市场因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知〉答记者问》,http://finance.sina.com.cn,2014-12-16。

得该部法律具有可诉性。应该说,经过《公司法》和《证券法》的修改,投资者不仅诉求明确,人民法院受理、审理也会更为有据。但事实是,《证券法》中关于证券欺诈的民事责任的规定,如第76条第3款“内幕交易行为给投资者造成损失的,行为人应当依法承担赔偿责任”的规定还是过于原则化,可操作性不够。因此,在2005年《证券法》作了重大修改的情况下,除了对因虚假陈述引起的民事案件可以受理外,对内幕交易、操纵市场等不当行为的民事赔偿案件,法院仍然持十分谨慎的态度。

2008年7月初,被视为国内第一起证券内幕交易民事赔偿案的“股民陈宁丰诉天山股份公司原副总经理陈建良案”被南京市中级人民法院正式受理,不过,该案却以原告撤诉了事。2011年1月,“股民李岩诉黄光裕内幕交易要求民事赔偿案”在北京市第二中级人民法院立案,但李岩败诉。股民撤诉或败诉的原因很多,但与相关法律对内幕交易仅有原则性规定、缺乏可操作性的司法解释具有很大关系。可以看出,在我国证券市场迅速发展的过程中,本应同时作出反应的立法及司法显得十分滞后,证券市场中投资者权利需求巨大,但法律和司法供给有限。

(二) 证券市场的复杂性与监管行政的专业性

在我国证券市场的发展中,中国证监会无疑起着至关重要的推动作用。特别是近年来,围绕着证券信息公开,中国证监会一方面强调新股发行时“申报即披露,披露即责任”的规定,坚持对中介机构履责尽职情况的发审前的抽查制度,加大对上市公司虚假披露、中介机构履职不力的查处;另一方面,通过严格稽查执法,对造假等违法违规行爲严厉打击。应当说,近年来中国证监会在维护投资者合法权益方面做出了很大的努力。但相对于以往,在“万福生科案”中中国证监会不仅行政处罚更加严厉,而且推动了平安证券与万福生科主动拿出3亿元成立万福生科投资者利益补偿专项基金。正如中国证监会指出的那样:“在行政追责与处罚的同时,积极推动民事赔偿机制的落实。”也就是说,平安证券设立股民赔偿基金是在中国证监会的推动下进行的。这种做法,在我国司法供给不足的情况下具有非常重要的意义与价值。

近年来,中国证监会不仅在努力地跟随着政府经济政策的变化及时推动我国证券市场的发展,也颁布了大量关于上市公司的规章制度和行政指引,并与时俱进地扮演着其“准司法”机关角色。显然,作为证券监督管理的强势部门,中国证监会有着其他机构特别是人民法院所不具有的优势,如对上市公司的信息掌握及对上市公司的处罚权。在错综复杂的证券市场中,中国证监会可以及时有效地处理有关问题。而人民法院之所以在长期的证券市场中处于守势,并非因为其不愿意处理证券纠纷,而更多的是因为在面对人数众多、社会关系复杂的证券纠纷时的谨慎。即使是介入证券纠纷,也一再强调证监部门或其他部门的先行行政处理为前置程序。

从理论上讲,随着人数和复杂性的不断增加,社会对司法服务的需求也在不断增加,在绝对意义上,法院可能会越来越多地参与与社会问题的解决,但事实上,其同时也不得不将更大比例的决策权交给其他机构。那么,随着法院将更多的问题交给其他制度解决,法院“让位”的规则也会随之增加。这种现象,不仅在我国存在,在美国等所谓分权制国家也是大量存在的。如此一来,稳定性、清晰性以及保护公民不受侵犯等目标,都会越来越多地依赖法院之外的制度解决。^①

平安证券专项补偿基金的设立,可以说完全是在中国证监会的推动或者说要求下进行的。在该案中,中国证监会对平安证券与万福生科的所作所为,甚至平安证券与万福生科的侵权行为与股民损失之间的因果关系和损失大小等都是十分清楚的,特别是中国证监会在证券市场中应有的角色,使得欺诈股民的平安证券和万福生科不得不考虑中国证监会的合理建议,拿出一大笔资金作为补偿基金。反过来,假如中国证监会不做出这样的建议或推动补偿基金的建立,而只是在做出行政处罚后建议广大股民起诉或交由市场自己解决,那么这对广大股民而言不仅是需要再三考虑的事情,对法院而言也是倍感头痛的问题。我们可以想见,先是一个或几个股民起诉,然后其他股民陆续加入或退出;确定一个被告,再确定一个被告;证据的提出,证据的补充;有人撤诉;辩论;请专家论证;新的证据出现;确定因果关系;确定损失大小;判断标

^① 参见[美]尼尔·K·考默萨:《法律的限度——法治、权利的供给与需求》,申卫星等译,商务印书馆2007年版,第172页。

准;一审结束,进入二审;等等。可以说,如果该案进入诉讼程序,其发展将不仅是漫长的,还是多变的。而结果可能还是和解或调解。可以说,此时的法院就与市场一样,随着涉及人数的增加和事件的复杂性的增加会变得效率不断降低。

本应由法院处理的事情交由其他制度解决,会不会使相应的权利和法律打折扣,或者说有损法律和法院的尊严?现代社会中,法律和权利是深入人心的,但理解它们不能仅仅用华丽的辞藻,分析它们也不能以抽象的方法论或高深的单一制度分析方法来界定其角色。认识法律和权利,必须将其放在实实在在的社会中。人数和复杂性影响着一个制度的运行,而一个制度的运行又影响着财产救济和财产权利。在我国的证券市场制度中,各种力量的博弈决定着证券市场的发展,同时又常常影响着广大投资者的权利与法律观念。投资者的权利需要保护,证券市场需要发展。而这些均依赖于中国证监会发挥其行政智慧。通过比较中国证监会和法院在我国证券市场中的角色及其能力,特别是投资者权利的供给与需求两方面,中国证监会显然具有更优的能力和更高的效率。

如果只是考虑权利的需求而不研究权利的供给,权利恐怕永远只是理论意义大于实践价值。正如所有证券欺诈案一样,万福生科公司欺诈了广大投资者,投资者的权利应该得到充分的保护。这时,投资者的权利与法律的尊严是至上的,欺诈者应受到严厉的惩戒。但是,如何具体衡量投资者的权利和法律的至上尊严,以什么标准来判断欺诈者受到了应有的严厉惩戒,这显然不是那么简单的问题,其在实践中存在很大的变量。可以说,法律和权利的彰显取决于制度选择和系统性变量。制度选择的不同会导致权利在强度和类型上的不同。当然,制度选择又依赖于相关参与人数和实质性争议自身的复杂性等系统变量。因此,决定一个人获得法律保护程度的是这种系统性的变量因素,而不是所谓个体性差异。^①在证券诉讼中,诉讼发展的各种变量在很大程度上妨碍了股民个人就相当大的但高度分散的财产损害提起诉讼,因此也阻碍了对这些股民合法权益的保护。也许,通过共同诉讼或集团诉讼制度可以排除这些障碍,但事实上,共同诉讼或集团诉讼制度仍然存在个人诉讼中会出现的各种矛盾与不满。

在一定程度上,平安证券设立补偿基金是由证券监督管理机构推动或者说要求的。那么,证券监督管理机构有没有权利这样做,或者说其这样做合法性何在?严格来说,中国证监会是行政机构,其仅能在其职权范围内做出相应的行政处罚,而所谓民事赔偿问题完全是法院裁决或当事人之间自己处理的事情。那么,从这个角度观察,中国证监会推动或者要求平安证券设立补偿基金似乎越权了。其实,考察所谓的合法性不应孤立和静态地观察相应制度或行为,而应将其放在相应的系统性因素中考量。换言之,合法性并非制度或行为选择的决定因素,相反,是制度和行为的选择决定合法与否。^②在我国,中国证监会具有“准司法”机关性质,这表现在中国证监会不仅具有制定相应规则的权力,而且有对上市公司及其他主体的权利义务做出裁决的权力。尽管2005年《证券法》第179条仅仅赋予其规则制定权、监督管理权及违法查处权,而没有赋予其要求上市公司如何向股民赔偿的权力;但从我国证券市场相关制度的设计上,由作为证券市场主导地位的中国证监会建议或要求或推动违规企业向股民予以赔偿显然是合适的,这不仅有利于广大投资者,也利于平安证券和万福生科自身,更利于我国整个证券市场的健康稳定发展。从成本与效率角度看,中国证监会这样做,既减少了各种各样的成本,又提高了效率。进而言之,这是一种符合我国证券市场实际情况的制度创新。

三、在我国构建证券投资基金补偿制度的路径

在“万福生科案”中,作为证券市场保护投资者权利的补偿基金无疑是一种创新之举。但是,这种创新尚须制度化,即须将其上升为一种具有普适性的规则,从而真正成为保护投资者的利器。

(一) 设立证券投资补偿基金是由证券主管机关主导还是推动?

^① 参见[美]尼尔·K.考默萨:《法律的限制——法治、权利的供给与需求》,申卫星等译,商务印书馆2007年版,第33页。

^② 参见[美]尼尔·K.考默萨:《法律的限制——法治、权利的供给与需求》,申卫星等译,商务印书馆2007年版,第104页。

证券投资补偿基金制度的设立并非我国独创。在美国,为更好地保护广大投资者,法院通过判例确立了所谓的“吐赃制度”,即证券违法行为人不能因其违法而获益。该制度在1966年和1988年先后通过判例而适用于内幕交易和虚假陈述等证券违法案件。1990年,美国通过《证券执法救济与廉价股票改革法》,明确授权证券监管机构可以将违法者支付的非法所得分配给因此受害的投资者。2002年,在安然、世通等公司相继发生重大财务丑闻后,美国政府颁布了《萨班斯-奥克斯利法案》,在公司财务管理、公司治理、证券市场监管等方面作出了新的规定,其中第308节明确规定了“投资者公平基金”,即可以“将民事处罚的罚款建立一个罚没收入基金来抚慰受害者……SEC获得指令要求违法者交出违法所得,并依照法律对违法者进行民事处罚,那么在SEC的提议或指导下,这些收到的罚款应和罚没款项一并作为抚慰该违法行为受害者的基金”。不过,由于美国司法制度及体系的完善,这些作为公平基金的民事罚款是法院在美国证券交易委员会提起的诉讼中,通过判处行为人返还违法所得或行为人同意交出违法所得,且美国证券交易委员会对行为人处以民事罚金时,在美国证券交易委员会提议时或自己酌情而将该罚款注入公平基金中的。也就是说,在美国,作为证券监管机构的美国证券交易委员会并非通过自己直接行使行政处罚权而设立公平基金,而需通过法院诉讼并由法院同意。

借鉴美国的做法,有学者建议,基于民事赔偿优先原则,在胜诉投资人不能获得违法行为人的民事赔偿的情况下,我国可以要求证券监管者将其没收的罚款转移支付给胜诉投资人,司法实践中的执行法院也有权根据胜诉投资人的请求,要求证券监管者将已没收的罚款支付给执行法院,并由执行法院将这些罚款交给胜诉投资人。^①这种建议试图协调行政处罚与司法之间的关系,从理论上说是比较符合现代法治国家要求的。这种方式建立的前提是我国法院处理证券纠纷实践比较成熟,但这恰恰是我国法院目前还做不到的。因此,有学者就提出,基于证券违法行为的特殊性及证券监管机构的准司法性质,可以直接在我国建立行政处罚中的追缴分配制度,即在中国证监会确认违法行为人的违法行为后,通过给予违法行为的行政处罚,用追缴代替没收违法所得,以追缴的财产分配给受害投资者。^②这种建议是典型的行政主导模式,即完全由证券监管机构直接通过追缴违法行为人的财产来分配给受害人。从效率上看,这种模式简单明了,效率很高。但是,该方式将对违法行为人的处理及受害人的补偿完全交由证券监管机构,而无视违法行为人的诉权,不仅武断而且可能使证券监管机构陷入不必要的纠纷之中并偏离证券监管机构本来的职能。

在“万福生科案”中,证券投资补偿基金是在中国证监会的推动下由公司的券商平安证券主动设立的,采取所谓的“先偿后追”模式,即平安证券先行以基金财产偿付符合条件的投资者,再通过法律途径向万福生科虚假陈述事件的主要责任方及其他连带责任方追偿。对设立的证券投资补偿基金,则由平安证券委托给第三方中国证券投资者保护基金有限责任公司(以下简称投资者保护基金公司)担任基金管理人,成立补偿工作组执行基金日常事务。在该案中,中国证监会的角色在于推动投资补偿基金的建立,而非由自己直接罚没且由自己直接面向投资人。

这种由证券监管机构推动使违法行为人设立投资者补偿基金的做法,是一种具有中国特色的制度创新。这种推动而非全面主导的做法,符合我国证券市场中监管者与被监管者及投资者之间的法律关系,是一种与时俱进的新型监管模式。它既不是简单的处罚,也不是复杂的通过法院的诉讼。重要的是,它给了广大投资者另外一种不仅快捷且较为平和的维护自己合法权益的选择。

首先,对证券监管机构来说,其推动而非全面主导证券违法行为人主动设立投资者补偿基金,是一种促进行政的行为,尽管这种“促进”是以严厉处罚为后盾的。促进行政的着眼点在于促使当事人自己(而非监管机构)主动并直接处理相关事宜,亦即问题的解决依靠的是当事人,监管机构在这里仅是“促使”。在一定意义上,促进行政并没有逾越其应有的行政权力界限而侵犯司法机关应有的权力范畴,因为促进行政

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

② 参见彭冰:《建立投资者的证券行政责任机制——针对内幕交易和操纵市场行为》,《中外法学》2005年第5期。

最终是由当事人选择的。其次,对违法行为人而言,其最为清楚自己的违法情形及对投资人造成的损失如何,其较为“主动”地设立投资者补偿基金,是一种对自己违法行为的后果负责任的表现,因此可以获得证券监管机构对自己违法行为某种程度上的谅解,尽管这种做法有些滞后。最后,对投资者而言,在我国法院对投资者权利供给严重不足的情况下,由对相应信息掌握较为充分且负有监管职责的机构出面“促使”而非直接通过没收或处罚而使违法行为人设立投资者补偿基金,使得投资者在自己合法权益受到侵害的情况下有了更多的选择,而且这种做法并没有剥夺投资者通过法院诉讼解决问题的权利。

因此,在我国,证券投资补偿基金的设立由证券监管机构推动而非主导,既符合我国证券市场监管体制,也在一定意义上符合我国的纠纷解决文化。通过监管机构的推动,会逐渐形成一种类似情形甚至不同情况下的问题的解决模式。2014年7月18日,因海联讯科技股份有限公司涉嫌造假,其主要股东章锋、孔飙、邢文飏、杨德广4人就主动出资2亿元设立了投资者补偿专项基金并顺利进行了补偿。

(二) 证券投资补偿基金的资金来源

证券投资补偿基金的设立是因证券违法行为人的违法引起,因此从原则上说,证券投资补偿基金的资金应来源于证券违法行为人。

在美国,其投资者公平基金源于违法行为人返还的违法所得及支付的民事罚金。(1)违法行为人的违法所得。在一定意义上,违法行为人的违法所得就是受害人的投资损失,因此应通过剥夺违法所得来弥补投资者的损失。由美国证券交易委员会向法院主张对违法行为人处以没收违法所得,已经成为向投资者提供的主要救济方法。当然,在诉讼中,美国证券交易委员会需要证明被告的违法所得与其违法行为之间具有合理的联系。(2)民事罚金。《美国证券交易法》第21章之一“民事罚金”规定美国证券交易委员会可以依法在全国各地法院提起诉讼,请求处以民事罚金,而法院也有权处以民事罚金,罚金由在发生违反规定的情况时直接或间接控制的违法行为人承担。一般的,在内幕交易诉讼案件中,美国证券交易委员会可以主张判处违法行为人支付内幕交易违法所得额3倍的民事罚金;其他类型的案件的民事罚金数额则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。^①按照《萨班斯-奥克斯利法案》的规定,民事罚金仅在被告同时也被要求返还违法所得时才能够被纳入到公平基金中,仅仅有民事罚金的情况下是不能被纳入所谓公平基金的。但美国2010年7月通过的《德-弗兰克法》对《萨班斯-奥克斯利法案》中的这一规定进行了修正,规定美国证券交易委员会通过执法行动判罚的任何罚金都可以归入公平基金,而不论处罚对象是否被追缴违法所得。当然,不论相关民事罚金是源于涉案的董事、高管或股东、会计师个人,还是源于公司或会计师事务所,都能够用来补偿受害者。

2005年《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。”也就是说,因证券违法行为导致的罚款与罚金应该在违法行为人的财产不足以同时支付时先赔偿给受害人,它遵循了证券投资补偿基金的资金应是来源于证券违法行为人的基本准则。但对证券违法行为,常常是证券行政罚款、罚金在先,其后才可能进入诉讼阶段。而证券违法行为缴纳的罚款和罚金,则一般须马上上缴国库,对已经上缴国库的罚款与罚金能否及如何在漫长的诉讼后确定民事责任而支付给受害人则无明文规定。

在“万福生科案”中,先由公司的券商平安证券设立投资者利益补偿专项基金先行赔付投资者,再由平安证券通过法律途径向万福生科虚假陈述事件的主要责任方及其他连带责任方追偿。整体而言,该做法也遵循了证券投资补偿基金应来源于证券违法行为人的原则。不过,相对于美国的公平基金,“万福生科案”中的投资者补偿基金是由作为中介机构的平安证券主动出资设立的,而非由应当承担责任的所有违法行为人被追缴的违法所得和民事罚金组成。而且,美国的公平基金是由法院裁定的。也就是说,“万福生科案”中的投资者补偿基金既非所有应当承担责任的证券违法行为人的违法所得或罚金,也非投资人唯一

^① 参见赵晓钧:《借鉴公平基金制度,完善投资者赔偿机制》,《上海证券报》2013年3月27日。

的补偿选择。由作为中介机构的证券公司通过“先偿后追”的做法设立投资者补偿基金的合理之处在于，它不仅避免了复杂的调查、计算与漫长的诉讼，也促使对证券违法行为人的违法信息更具有控制和了解能力的证券公司负起首要责任，因此“万福生科案”的做法具有其应有的灵活性与简单适用性。当然，如果投资者认为该补偿基金不足以补偿其损失，则可以通过诉讼途径要求获得补偿。

事实上，无论是美国由美国证券交易委员会通过诉讼的做法，还是“万福生科案”中由作为中介机构的证券公司主动先行拿出补偿基金抑或海联讯公司股东主动出资的做法，都是个案性的处理，亦即根据具体案情具体处理，但都达到了惩罚证券违法行为人、保护投资人的目的。因此，在我国设立证券投资者补偿基金，通过证券监管机构促使有能力的证券违法行为人（既可以是中介机构，也可以是公司控制人等其他违法行为人）主动拿出相应资金来补偿投资人，或者在没有证券监管机构促使下主动出资，然后再由其向其他责任者追偿，既方便了广大投资人及时获得补偿，同时又加重了违法行为人特别是那些具有控制地位者或能够更多掌握并控制相应信息者的责任与负担。至于拿出资金补偿投资人的公司和股东个人在先行补偿之后如何向其他责任者进行追偿，则是违法行为者之间责任的划分问题了。

（三）证券投资基金的补偿机制

1. 公平补偿基金分配的执行

在美国，当法院认可了公平基金分配方案后，是交由美国证券交易委员会具体执行的。在“万福生科案”中，则是由平安证券委托给了投资者保护基金公司执行。平安证券公司是国务院于2005年6月批准成立的国有独资金融机构，性质为非营利性企业法人，主要负责证券投资者保护基金的筹集、管理与使用，并归口中国证监会管理。成立投资者保护基金公司的目的在于防范和处置因证券公司破产倒闭等引起的对投资者的风险。证券违法行为人将其设立的投资者补偿基金委托给投资者保护基金公司处理相关事宜并非法律的强制，但通过具有专业性质的投资者保护基金公司进行处理，无疑是合理的。无论是从我国现行的证券管理体制、证券业体系及可预见的未来一段时间的证券实践上看，由非营利性的且专业的投资者保护基金公司作为第三者执行公平基金的分配，都是符合证券管理体制及处理能力要求的，其既节省了证券投资补偿基金设立者的成本，也带来了投资者的信任。

2. 公平补偿基金的赔付

根据民事理论和法律规定，凡因违法行为受到损失的人，均可以向违法行为人主张赔偿。因此，在“万福生科案”中，根据其补偿方案，凡是在规定时间段中买入万福生科股份的投资人均在补偿范围之内。从表面来看，这种做法是符合证券法所确立的公平原则的。但是，对以优先赔付为目的而事先设立的投资者利益补偿基金，其并非如美国的公平基金那样是由美国证券交易委员会通过没收违法所得、罚金等强行赔付的。“万福生科案”所创设的投资者利益补偿基金，主要是为了落实《证券法》及国务院、证券监督管理机构一再强调的保护广大中小投资者合法权益的精神。^①也就是说，事先由违法行为人自愿设立投资者权益补偿基金主要目的是为那些中小投资者提供一个便利快捷的渠道，避免他们因举证困难、耗时费力而无法保护自己。而对机构投资者和那些与公司具有利害关系的投资人，则由于其专业性及利害关系性而能够更好地保护自己或不需要特别地保护。在这方面，我国香港特别行政区《证券及期货（投资者赔偿—申索）规则》的做法值得借鉴，其规定诸如持牌法人、认可的金融机构、认可的控制人、获认可的自动化交易服务提供者、获授权的保险人等均不属于“合格客户”。《美国证券投资者保护法》也规定，持有公司5%以上资产的人、有权控制或者对公司管理及政策具有影响的人、代表自己而不代表客户交易的经纪商、交易商等也是不受投资者保护基金保护的。也就是说，事先设定的基金目标很明确，就是为了保护那些在资本市场上对公司信息判断、取舍不具有专业性的中小投资者的。显然，相对于那些具有专业性和更强信息获

^① 例如，2013年10月16日，中国证监会主席肖刚在《人民日报》发表了《保护中小投资者就是保护资本市场》的文章；2013年12月国务院办公厅发布了《关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》；2014年5月，国务院下发了《国务院进一步促进资本市场健康发展的若干意见》等。

得、判断能力的机构投资者,特别是那些与公司具有利害关系的当事人来说,中小投资者是证券市场的弱者,是需要特殊保护的人。在“万福生科案”中,基金补偿范围只是强调在什么时间段买入的投资者可以获得补偿,而未排除普通投资者之外的机构投资人等不分实际情况而无差别的做法值得商榷。笔者认为,我国在设立先行赔付的投资者保护基金时,其先行赔付对象应有所限制,至少应主要以普通投资者为主,机构投资者不应包括在内,因为这些机构投资者在进行投资时是十分专业且小心的,而且在因证券违法行为违法而受到损害时,他们也有更大的能力进行诉讼。对利害关系者的投资人,如公司董事、监事、高级管理人员及持有公司5%以上股份的股东和实际控制人,以及他们的配偶和亲属,也应排除在外。^①后两者即使包括在内,也应在普通投资者获得较为合理的赔偿后且基金还有剩余时才可以顺位受偿。

四、结语

由证券违法行为人或相关者主动设立补偿基金,是我国证券市场维护广大投资人利益的制度创新。这个制度创新是在中国证监会的推动下发生的。它不是在完美法治制度中的“优中选优”,仅是一种现行制度中的“劣中选优”,^②但它是符合我国投资者权利保护要求的一种制度创新。但这并不代表其能够代替法院的司法供给。投资者补偿基金的设立,只是为投资者提供了另外一种选择。在一定意义上,这个选择是在可供选择的法律工具中相互竞争的结果,其最终是由选择的现行制度效率的考虑所决定的。^③相信随着我国法院证券司法能力的进一步提高,由其作为证券纠纷的重要裁决者是必然的,这也是由法院本身的使命所决定的。

《证券法》新的修订正在紧张进行。尽管新的修订案中涉及大量关于投资者保护的具体操作规定,如规定投资者提起虚假陈述、内幕交易、操纵市场等证券民事赔偿诉讼时,如果当事人一方人数众多,可以依法推选代表人进行诉讼,从而使得投资者权利的供给更为有力,但这并非说只有诉讼制度才能很好地解决投资者权利保护的问题。我国的政治、经济、文化制度决定了通过诉讼外的其他制度方式处理证券纠纷可能更有意义,至少不亚于诉讼。任何社会,法治与权利都是有限度的,它们取决于相应制度的供给与需求,取决于相应制度的系统变量。在既有的制度供给与需求与系统变量中,人的权利是变化的。对希望获得权利保护的人,变化的权利在某个时候可能恰恰是比较合适的。人们都希望权利强大,但过于强大的权利,有可能伤害的正是那些权利所要保护的人。

责任编辑 翟中鞠

^① 参见张东昌:《证券市场先行赔付制度的法律构造——以投资者保护基金为中心》,《证券市场导报》2015年2月号。

^② 参见[美]尼尔·K.考默萨:《法律的限度——法治、权利的供给与需求》,申卫星等译,商务印书馆2007年版,第23页。

^③ 参见[美]乌戈·马太:《比较法律经济学》,沈宗灵译,北京大学出版社2005年版,第14页。