



证券执法中的公共补偿

——美国公平基金制度的探析与借鉴

郭 雳*

目 次

- 一、美国公平基金制度的发展与实践
- 二、围绕公平基金制度的争论
- 三、我国是否有必要引入公平基金制度?
- 四、尝试构建“中国式公平基金”
- 五、结论

摘 要 美国的公平基金制度随其证券执法权力的扩张和投资者保护理念的发展而建立,经过十多年实践已将大量追缴的违法所得和民事罚款分配给受损投资者,但同时也受到补偿率低、存在责任循环困境、分配欠缺正当性等质疑。该制度作为证券执法中的公共补偿手段,是体系化构建投资者损害赔偿救济机制的重要工具,也是践行“公私协同”证券执法理念的有益探索。具有中国特色的公平基金操作,需要结合我国证券市场实际,与现有机制如民事诉讼、先行赔付、行政和解、投保基金等协调考虑,做更加本土化的制度安排。

关键词 公平基金 公共补偿 投资者保护 先行赔付 内幕交易

公平基金 (Federal Account for Investor Restitution Fund, FAIR Fund) 制度是美国证券交易委员会 (“SEC”) 把通过行政处理程序 (Administrative Proceedings, 或译为行政仲裁) 或者民事诉讼, 向证券欺诈行为人追缴的违法所得 (Disgorgement)、民事罚款 (Civil Penalties)⁽¹⁾、和解

* 北京大学法学院教授, 法学博士。

感谢孙点婧同学提供的出色研究助理。

(1) 不同于我国法上“行政处罚”的表述, 美国法上将 SEC 在司法程序 (Judicial action) 和行政处理程序 (Administrative action) 中所处的罚款一律称为民事罚款 (Civil penalty)。



金 (Settlement) 设立一个基金, 制定分配计划将其分配给受损投资者⁽²⁾ 或者奖励举报人⁽³⁾ 的制度。公平基金作为证券执法中的公共补偿手段, 在美国已有十多年的实践, 也是目前为止在全美由单一公共机构主导的规模最大、持续最久的针对证券欺诈受害者的补偿措施。⁽⁴⁾ 与此同时, 这项制度也面临来自政策制定者、学者和社会媒体的一些不同看法。

近年来, 我国的证券监管从以往强调前端的审批核准, 逐渐转向重视中端和后端的监督与执法。一方面, 需要通过严厉的行政和刑事手段打击证券欺诈行为, 发挥证券执法的惩戒和威慑的作用; 另一方面, 也要高效及时处理证券欺诈纠纷, 为遭受损失的投资者提供合理的救济、补偿渠道, 维护投资者对资本市场的信心。现阶段, 我国针对证券欺诈的私人执法机制所受局限较大, 相关的民事诉讼改革难以迅速推进, 公共执法活动就更有必要发挥作用。目前实践中出现的证券行政和解、诉调对接、先行赔付等制度, 都是体系化构建中小投资者损害赔偿救济制度的有益尝试。⁽⁵⁾ 可否参考借鉴美国公平基金制度, 对私益损害设立公共补偿, 值得探究。

当然, 制度移植需要考虑多种因素。中美两国的证券执法格局存在较大差异, 在“公私协同”的执法路径上能否做出相同选择, 有必要做审慎的分析判断。本文拟讨论美国公平基金的制度沿革、规则程序, 并以“戴尔公平基金”为例具体展现其运作流程; 根据我国证券执法现状, 探索在既有框架下通过落实民事责任优先原则和开展先行赔付能在多大程度上解决存在的问题, 由此分析引入公平基金制度的必要性, 相互结合提出具体的制度构想。

以下第一部分以 SEC 的执法权限和执法理念变化为线索, 概述公平基金在美国的制度变迁, 并用实例阐释其运作模式。第二部分解析美国学者对公平基金制度提出的质疑, 及其支持者对此的回应, 在此基础上简要综述我国学者现有的观点。第三部分从我国证券执法现状入手, 探求在既有制度框架下解决问题的可能性和所遇困难, 并据此分析引入公平基金制度的必要性。第四部分立足本土现实, 从现行法律修改、具体规则设计、相关制度协调等角度思考如何构建适应中国国情的公平基金制度。最后附以结论。

一、美国公平基金制度的发展与实践

(一) 制度沿革

1. 背景: SEC 执法权力的扩张

公平基金制度主要是随着 SEC 证券执法权力的扩张和执法理念的变化发展而来。传统上, SEC 不具有对证券违法行为的直接处罚权。在其设立初期, SEC 拥有的执法权限相当小, 仅限于通过联邦法院发出司法禁令 (Injunction) 和针对监管对象的行政处理程序。⁽⁶⁾ 上世纪 60 年代起, SEC 开始在向法院申请司法禁令时附带提出衡平救济请求, 通过法院“辅助救济

(2) 15 U. S. Code § 7246 – Fair funds for investors.

(3) 15 U. S. Code § 78u – 6 – Securities whistleblower incentives and protection.

(4) Urska Velikonja, *Public Compensation for Private Harm: Evidence from the SEC's Fair Fund Distributions*, 67 STAN. L. REV. 331 (2014).

(5) 证监会时任主席助理黄伟先生在 2017 年国际证券投资者保护研讨会上的发言, 详见黄伟 《体系化构建中小投资者损害赔偿救济制度》, <http://finance.sina.com.cn/roll/2017-09-02/doc-ifykpuui0374771.shtml>, 2018 年 8 月 12 日访问。

(6) 郭雳 《美国证券执法中的行政法官制度》, 《行政法学研究》2008 年第 4 期, 第 116 页。

(Ancillary Relief)”来加强其执法权力。⁽⁷⁾ 证券法并没有规定这些附带请求⁽⁸⁾，但是法院接受了SEC的主张，认为SEC不是一个普通的诉讼主体，而是“执行证券法规、维护公共利益的法定监护人”。⁽⁹⁾ 由此，在内幕交易等重大违法案件中，SEC得以申请法院对行为人处以民事罚款或者吐出违法所得。

1971年，SEC v. Texas Gulf Sulphur Co. 案⁽¹⁰⁾，美国联邦最高法院以判例的形式赋予SEC追缴内幕交易违法者的违法所得利益的权力，认为这对于证券欺诈行为而言是个合理的威慑手段。1988年，SEC v. First City Financial Corp., Ltd. 案⁽¹¹⁾，SEC追缴违法所得的权限进一步扩展至虚假陈述领域。

1990年美国《证券执法救济和小额股票改革法》(The Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act) 出台，明确授权SEC可以通过向法院起诉或者通过自身的行政处理程序追缴证券违法行为人的违法所得，并可将其分配给受害投资者；此外，扩大了SEC申请民事罚款的范围和数额，SEC还可以为了公共利益在行政处理程序中直接对监管对象处以民事罚款。但民事罚款仍需上缴财政部而不属于可分配资金，因为在当时的政策制定者看来，打击证券违法行为是SEC的主要任务，其权限的扩张并非是为了帮助受害投资者追缴钱款，而在于惩戒和威慑证券违法行为人。⁽¹²⁾

2. 设立：2002年《萨班斯-奥克斯利法案》

本世纪初，安然、世通证券欺诈事件对美国资本市场造成巨大冲击，监管者更加认识到保护投资者也是证券执法的重要功能之一。为了提振投资者信心，稳定市场预期，2002年美国国会出台了《萨班斯-奥克斯利法案》(Sarbanes-Oxley Act)。其中第308条⁽¹³⁾确立了“公平基金制度”，规定对违法行为人追缴的违法所得、民事罚款与和解金可以并入同一个基金，SEC制定分配计划，由法院审查，将基金分配给在证券欺诈中受损的投资者。随着公平基金制度的确立，SEC也一改不愿向被指控违法的公司追究大额赔偿与和解金的倾向，证券行政和解制度由此得到一步发展。⁽¹⁴⁾

(7) George W. Dent, Jr., *Ancillary Relief in Federal Securities Law: A Study in Federal Remedies*, 67 MINN. L. REV. at 865 (1983); Arnold S. Jacobs, *Judicial and Administrative Remedies Available to the SEC for Breaches of Rule 10b-5*, 53 ST. JOHN'S L. REV. at 397 (1979); James R. Farrand, *Ancillary Remedies in SEC Civil Enforcement Suits*, 89 HARV. L. REV. at 1779 (1976); Arthur F. Matthews, *Recent Trends in SEC Requested Ancillary Relief in SEC Level Injunction Actions*, 31 BUS. LAW. at 1323 (1976).

(8) 实践中这些附带救济请求主要包括返还违法所得、民事罚款、指定接管人或监管人、资产冻结、报告要求、禁止被告在公众公司担任高管和董事职务等。

(9) 马江河、马志刚《美国SEC行政执法机制研究》，《证券市场导报》2005年第10期，第21页。

(10) 446 F.2d 1301, 1307-08 (2d Cir.), cert. denied, 404 U.S. 1005 (1971).

(11) 890 F.2d 1215, 1229-32 (D.C. Cir. 1989).

(12) Don Carrillo, *Disgorgement Plans Under the Fair Funds Provision of the Sarbanes-Oxley Act of 2002: Are Creditors and Investors Truly Being Protected?*, 6 DEPAUL BUS. & COM. L. J. at 315 (2008).

(13) 15 U.S. Code § 78c(a) -civil penalties added to disgorgement funds for the relief of victims.

(14) Richard A. Spehr & Michelle J. Annunziata, *The Remedies Act Turns Fifteen-What Is Its Relevance Today*, 1 N. Y. U. J. L. & BUS. at 587 (2005). 美国SEC有一半以上的案件在采取正式的诉讼程序(民事诉讼或行政处理程序)前被和解，此外还有大量的案件在诉讼程序进行中被和解。实际上，SEC调查的案件中，最终走完民事诉讼或行政处理程序的只有约10%，因此和解金数额在公平基金中所占比重较大。参见郭雳《美国证券监管执法中的调查与和解制度》，载《经济法研究》(第5卷)，北京大学出版社2006年，第376页。



为了更好地落实公平基金制度，SEC 于 2006 年制定了《公平基金与吐赃计划规范和实践规则》（Rules of Practice and Rules on Fair Fund and Disgorgements Plans，“《公平基金规则》”），并在 2016 年 9 月加以修订。该《公平基金规则》分为七部分，包括一般性规则、启动程序与预听证规则、听证规则、异议及其审查规则、临时命令和暂停规则、追缴款和罚款的支付规则、以及最重要的公平基金和吐赃计划（第 1100 – 1106 条）。公平基金和吐赃计划规则涵盖了公平基金的设立（第 1100 条）、分配计划的提交和计划内容（第 1101 条）、公平基金的支付（第 1102 条）、提议计划的公示（第 1103 条）、提议计划的通过、修改或不通过（第 1104 条）、计划的管理（第 1105 条）以及异议的权利（第 1106 条）。2008 年年初，SEC 设立一个新的办事机构（the Office of Collections and Distribution），专门负责公平基金的收取和分配，并开发了一套基金的分配记录和追踪系统（Phoenix System）以保障更快速有效地补偿投资者。⁽¹⁵⁾

3. 强化：2010 年《多德-弗兰克法案》

为应对 2007 年开始的金融危机，美国国会 2010 年出台了《多德-弗兰克法案》（The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act），加强对金融消费者的保护。其中第 929B 条修改了《萨班斯-奥克斯利法案》关于公平基金的规定，不论证券违法行为人是否被追缴违法所得，SEC 都可将通过处罚得来的任何民事罚款归入公平基金。换言之，仅有民事罚款也可以成立公平基金，该制度的适用范围进一步扩大。此外，法案第 929P 条还赋予了 SEC 在止禁令程序（Cease and Desist Proceedings）时进行民事处罚的权力。

表 1 美国公平基金制度的历史沿革

重要节点	SEC 的执法权限	可分配给受损投资者的资金
20 世纪 60 年代	向法院申请司法禁令时附带提出衡平救济请求，在内幕交易等重大违法案件中，可以申请法院对行为人处以民事罚款	无
1971 年 SEC v. Texas Gulf Sulphur Co. 案	增加了可以追缴内幕交易违法者的违法所得	无
1988 年 SEC v. First City Financial Corp., Ltd. 案	追缴违法所得的权限扩展至虚假陈述案件	无
1990 年《证券执法救济和小额股票改革法》	追缴违法所得的权限扩展至所有证券欺诈领域；民事罚款扩大了范围和数额，为了公共利益可以在行政处理程序中直接对监管对象处以罚款	追缴的违法所得可分配，民事罚款不可分配
2002 年《萨班斯-奥克斯利法案》	追缴违法所得、处以民事罚款	公平基金制度正式设立，民事罚款可与违法所得一起分配
2010 年《多德-弗兰克法案》	追缴违法所得、处以民事罚款（扩大至在止禁令程序中）	仅有民事罚款也可以设立公平基金

在美国，也并非所有案件的罚没收入都会被用于设立公平基金，如果数额过小而受损投资者人数众多，出于成本与效率的考量，SEC 会将该笔罚没资金上缴财政部。根据 SEC 的工作报告统计⁽¹⁶⁾，2008 年至 2017 年，SEC 通过追缴吐赃和罚款获取的资金分别为 10.3 亿、24.35

(15) 汤欣、谢日曦《美国证券执法中的公平基金：问题与出路》，载郭锋、周友苏主编《国际化视野下的金融创新、金融监管与西部金融中心建设》，法律出版社 2013 年，第 489 页。

(16) 参见 SEC: Division of Enforcement 2017 Annual Report, <https://www.sec.gov/reports>, 2018 年 8 月 12 日访问。

亿、28.5 亿、28.06 亿、31.04 亿、34.24 亿、41.6 亿、41.9 亿、40.83 亿、37.89 亿美元（见图 1）。由此可见从总量上看，一定规模的罚没资金是设立公平基金制度并确保分配效率的前提。

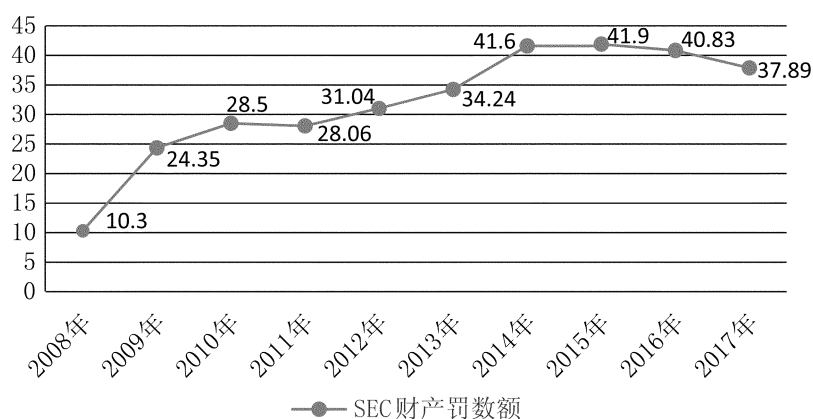


图 1 SEC 历年资金收缴情况统计（单位：亿美元）

SEC 2017 年度执法工作报告显示⁽¹⁷⁾，SEC 在该财年提起的民事诉讼和行政处理程序中，一共追缴了 29.57 亿美元违法所得和 8.32 亿美元罚款，大部分资金都在当年返还给受害的投资者。2017 年最大的三只公平基金分别是 CR Intrinsic Investors Fund（4.94 亿美元）⁽¹⁸⁾、JP Morgan Chase Fund（2 亿美元）⁽¹⁹⁾、以及两个彼此相关的 Credit Suisse RMBS Funds（1.2 亿美元）⁽²⁰⁾。

（二）制度实践：以“戴尔公平基金”为例

下文选取涉及知名公司戴尔虚假陈述案的“戴尔公平基金”作为示例，具体说明基金设立与分配相关的规则和流程，及其与并行的投资者集团诉讼的关系。

1. 案件事实

SEC 和投资者提出的诉讼请求中显示，戴尔公司与英特尔公司长期合作，英特尔公司每年要秘密向戴尔公司支付约 10 亿美元涉嫌违法的费用，确保后者不使用英特尔公司竞争对手的芯片产品。戴尔公司因此平均每季度可获得数亿美元的折扣或回扣，并将这部分收益计入业绩，但未披露详细信息，从而使公司利润被夸大。英特尔公司停止付款后，戴尔公司也没有向股东解释盈利减少的真实原因，再次误导投资者。

2. 集团诉讼和解金——“戴尔和解基金”

2006 年 9 月 13 日，一些受害投资者代表戴尔公司股票购买者的购买者，向德克萨斯州西区联邦法院提起证券欺诈集团诉讼⁽²¹⁾，要求戴尔公司和时任首席执行官、董事长 Michael S. Dell 等高级管理人员，以及外部审计师普华永道会计师事务所承担证券欺诈赔偿责任。2008 年 10 月 7 日，法院驳回原告起诉。同年 11 月 7 日，集团诉讼代表人向联邦第五巡回法庭上诉。上诉期间，双方达成和解，戴尔公司同意支付原告方 4000 万美元以了结这场持续两年多的诉讼。和解协议获

(17) 同上注。

(18) SEC v. CR Intrinsic Investors, LLC, et al., No. 12-cv-8466 (S.D.N.Y.).

(19) JP Morgan Chase & Co., Administrative Proceeding File No. 3-15507.

(20) Credit Suisse Securities USA, LLC, et al., Administrative Proceeding File No. 3-15098.

(21) IN RE DELL INC. SECURITIES LITIGATION: Case No. A-06-CA-726-SS.



得法院批准,戴尔公司赔付的 4000 万美元成立了“和解基金”(Settlement Fund)。

2009 年 1 月 11 日,法院发布公告,集团诉讼的律师费占比不超过和解基金的 25% 即 1000 万美元,各项费用支出不超过 45 万美元。公告认定在 2002 年 5 月 6 日至 2006 年 9 月 8 日期间购买戴尔公司股票、并因虚假陈述而遭受损失的投资者属于和解基金中的适格投资者,受损的投资者如要加入分配计划,需在 2010 年 5 月 11 日前提提交《索赔申请表》(Proof of Claim and Release form)。此外,公告还指出,一旦提交了和解基金申请,就表明接受和解结果,受损投资者随即放弃了对被告继续诉讼的权利。

3. SEC 民事诉讼和解金——“戴尔公平基金”

2010 年 7 月 22 日,SEC 作为原告,针对戴尔公司 2001—2006 年间的虚假陈述行为,向美国联邦法院对戴尔公司和时任高管提起诉讼,主张戴尔公司未向投资者披露一些实质性重大信息(特别是收到来自英特尔公司大笔款项的事实),并且使用造假的会计数据,误导投资者认为其持续地达到市场的业绩预期。后双方达成和解,同年 10 月 13 日法院批准和解协议,戴尔公司向 SEC 支付 1.1 亿多美元并加算利息,同时既不承认也不否认自己的违法行为。这笔钱由被告支付到法院登记投资系统(Court Registry Investment System,“CRIS”)的账户中,具体账户名依据判决中被告的名称确定,即“戴尔 CRIS 账户”。

2011 年 10 月 21 日,SEC 提交了关于设立公平基金和任命分配管理人的提议。11 月 15 日,法院批准该提议并签署命令,指定花园城市集团有限公司(“GCG”)作为分配管理人协助制定分配方案,在法院监督下补偿受害的投资者。分配管理人根据过往的交易数据和其他相关资料来识别适格投资者,并考虑此前集团诉讼中法院认定的事实,建立公平基金专项网站。⁽²²⁾ 分配管理人整理出一份获赔投资者名单,交由 SEC 审核并保证该名单的准确性和全面性,这份名单还交给法院进行审查。偿付金额从戴尔 CRIS 账户转移到分配管理人经 SEC 许可在商业银行所专门开立的账户,该账户受托管,资金投资于美国国债、3A 级货币市场共同基金。

法院在 2012 年 12 月 11 日批准了戴尔公平基金的分配计划,认定 2001 年 5 月 3 日至 2006 年 9 月 8 日这段期间购买或取得股票的投资者均为适格投资者,其将按照自身实际受损(买入价减去卖出价)金额占有所有投资者损失的比例获得补偿。适格投资者获得补偿后,不能再对该公平基金或者基金的相关人员提起诉讼,因为分配给他们的数额是由法院的分配指令而定的。2014 年 7 月 28 日,法院发出分配指令,9 月 29 日,资金分发到符合条件的投资者手中。

需要指出的是,戴尔公平基金独立于之前集团诉讼中的戴尔和解基金。对比前者设定的投资期间 2001 年 5 月 3 日至 2006 年 9 月 8 日,与后者设定的 2002 年 5 月 16 日至 2006 年 9 月 8 日,戴尔公平基金所确立的虚假陈述实施日更早,因此在投资者损失与虚假陈述行为的因果关系认定上也更为宽松。如果申请者之前在集团诉讼中提交过《索赔申请表》,则不必重复提交,分配管理人会依据集团诉讼中做出的认定来确定适格投资者。但如果申请人是:①在两个期间不重合的时段,即 2001 年 5 月 3 日至 2002 年 5 月 15 日期间购入戴尔股票;②在集团诉讼中的申请未得到法院批准;③除开集团诉讼中的申请,还另外购有戴尔公司的股票的,都必须再次提交《索赔申请表》,提交的截止日期是 2013 年 5 月 25 日。

(22) 关于戴尔公平基金的所有事项和公告文件,可见于戴尔公平基金专项网站: <http://www.dellsecsettlement.com/index.php>, 2018 年 8 月 12 日访问。

表 2 戴尔公平基金的进程

重要节点	时间
法院批准设立公平基金并任命管理人	2011 年 11 月 15 日
法院批准分配计划	2012 年 12 月 11 日
初始索赔文件包寄出	2013 年 1 月 25 日
索赔申请表提交的截止日期	2013 年 5 月 25 日
法院发出分配指令	2014 年 7 月 28 日

由上述戴尔公平基金的示例可以看出，在集团诉讼中获得赔偿并不影响投资者另在公平基金中申请补偿的权利。但本案中，SEC 得到的和解金金额高于集团诉讼的和解金，这在美国的实践中较为少见，因为很多虚假陈述案件中，罚没数额相对较小。

二、围绕公平基金制度的争论

（一）遭受的质疑

公平基金制度在美国从无到有，不断发展，但也面临政策制定者、学者、新闻媒体等对其功用提出的不少质疑。这些质疑主要集中在投资者补偿率低、责任循环自我负担、以及 SEC 的权力缺乏有效制约等三个方面。

1. 投资者补偿率低

质疑者认为，公平基金分配的补偿金难以弥补投资者的损失，与证券集团诉讼相比，公平基金的功用十分有限。实践中，“戴尔公平基金”数额显著大于“戴尔和解基金”的这种情况较为少见。相关论文列举的数据显示，2002 – 2013 年间，受损投资者通过证券诉讼获得的赔偿金为 600 亿美元，但通过公平基金分得的补偿只有前者的四分之一。在著名的世通虚假陈述案中，受害者通过公平基金只弥补了 5.5% 的损失。此外，一些既提起集团诉讼又设立了公平基金的案件数据也表明，投资者通过集团诉讼获得的赔偿额是公平基金补偿的数倍。⁽²³⁾

2. 责任循环自我负担

质疑者还提出，对于持续持股的投资者而言，公平基金制度存在着责任循环自我负担问题（Circularity Problem）。受损投资者得到的补偿其实来自公司现有股东的腰包，这相当于劫甲之财来补偿乙（Robbing Peter to Paul）；而如果受欺诈的投资者目前仍是公司股东的话，这就等于是劫其钱财来对其补偿（Robbing Peter to Peter），况且股东拿到的补偿还是自己的损失减去分配成本之后的剩余部分。⁽²⁴⁾ 如在戴尔虚假陈述案中，虽然除了戴尔公司外，SEC 也起诉了时任公司高管，但 1.1 亿多美元的和解金主要由公司支付，公司的损失自然也会相应分摊到股东身上。责任循环自我负担相当于财产从左口袋换到右口袋（Pocket Shift）。

(23) Verity Winship, *Fair Funds and the SEC's Compensation of Injured Investors*, *Florida Law Review*, 60 FLORIDA LAW REVIEW 1103, at 1114 (2008).

(24) Adam Reiser, *Compensating Defrauded Investors While Preserving the SEC's Mission of Deterrence: A Call for Congress to Counteract the Troubling Consequences of Stoneridge*, 2009 UTAH LAW REVIEW 257, at 264 (2009). 转引自同前注 (15), 汤欣、谢日曦文, 第 490 页。



3. SEC 权力缺乏有效制约

对 SEC 执法权力的质疑主要体现在两个方面。其一, SEC 制定的分配计划合理性存在争议。如在戴尔公平基金中, 分配计划中对适格投资者的认定标准与证券集团诉讼中的认定标准并不统一, 制度协调存在问题。SEC 在制定分配计划时被指自由裁量权过大, 投资者难以发表自己的意见, 法院对公平基金的司法审查也显得太过宽松。美国《行政程序法》规定法院有权审查行政决定是否存在专断、变化无常和滥用裁量权 (Abuse of Discretion) 以及其他不合法情形, 审查标准可以高于“最低理性标准”, 但事实上对公平基金分配计划的审查基本都采取了“最低理性标准”, 对其合理性很少再作出判断。⁽²⁵⁾ 其二, 公平基金分配的执行效果缺乏有效监督。有媒体报道称花旗银行次级债案件中, 2015 年 SEC 处罚该银行 1.8 亿美元, 然而 500 多天后 (如从次级债丑闻爆发算起, 则已有 8 年之久) 投资者仍没有收到补偿款项。部分投资者认为, 在补偿款支付的效率上, 对 SEC 的问责并不到位。⁽²⁶⁾

(二) 实证研究的反驳

面对社会各界针对公平基金制度的质疑, 美国乔治城大学的 Urska Velikonja 教授撰文进行了回应。⁽²⁷⁾ 她认为公共执法对受损投资者的补偿是可行且有效的, SEC 也是最适合的补偿执行者, 传统的私人执法 (集团诉讼) 则存在一定局限性, 在很多情形下这种公共补偿手段可以弥补私人执法的不足。其论文通过对 2002 - 2013 年间总共 243 只公平基金的具体数据进行实证分析, 反驳了公平基金制度的反对者通过“传闻证据” (Anecdotal Evidence) 所提出的批评。

1. 补偿效率: 不同类型的证券欺诈有所区别

Velikonja 教授认为, 首先需要明确美国证券执法的主要目的仍是惩戒和威慑, 而且其《证券法》对罚款额度也设置了上限, 这就决定了 SEC 的公共执法不可能开出过高倍数的民事罚款, 像民事诉讼那样填补投资者的大部分损失。其次, 公平基金制度对不同类型证券违法行为的补偿率存在差异, 不能用笼统的数据轻易下结论。在她看来, 证券违法行为可以大致分成发行人报告与披露违法和其他违法行为两类。对于前者, SEC 在做出处置并设立公平基金的同时, 违法者还面临私人诉讼的裁决, 而 SEC 在此类案件中的执法所得往往低于集团诉讼和解金额。但是就其他违法行为而言, SEC 通过公平基金分配的补偿金额却能占到受损投资者最终所得的绝大部分。再次, 质疑者所列举的证券欺许多是一些知名案件, 自然会吸引专业能力很强的集团诉讼律师参与, 这些案件产生数额较大的诉讼赔偿金并不能说明问题。

2. 责任循环问题并不突出

各类证券欺诈行为存在差异, 承担罚款和赔偿责任的最终主体也不同。在内幕交易、操纵市场、投资顾问违规等证券欺诈活动中, 主要的责任承担者是违法者个人而非上市公司, 因此不能简单地说所有公平基金分配的追缴款和民事罚款都加重了受损投资者的负担, 造成了二次伤害。实证统计也证明仅有三分之一的公平基金资金来源于上市公司本身。而且, 质疑者提出的责任循环问题基本属于证券民事诉讼机制自身所固有, 不能单独作为反对公平基金制度的理

(25) 同前注 [12], Don Carrillo 文。

(26) Gretchen Morgenson, *Fair Game: S. E. C. Inertia on Paybacks Adds to Investor Harm*, NEW YORK TIMES, January 13, 2017.

(27) 同前注 [4], Urska Velikonja 文。

由，更不能以此来否定其存在意义。此外，实践中 SEC 通常也不会设置可能会被证券欺诈违法者转嫁给公司或者其他股东的赔偿金作为制裁措施。

3. 有益补充而非简单重复

Velikonja 教授通过对比公平基金与民事诉讼的处置效率，发现公平基金制度能更快地确定受损投资者，在短时间内将补偿款予以分配，更有利于维护投资者对证券市场的信心。而且如前述戴尔公平基金所示，SEC 在制定公平基金分配计划时也会参考并行诉讼的裁判结果，并不会导致过多管理成本的重复消耗。此外，部分刑事判决后需要强制违法者进行赔偿时，SEC 可以直接将公平基金作为该诉讼的赔偿工具。以上事实说明公平基金并不是忽略其他平行制度而设立的重复补偿工具，相反它在一定条件下通过与其他机制合作，可将受损投资者的补偿做更优化的分配。

（三）我国学者的观点

早在公平基金制度受关注之前，鉴于内幕交易和操纵市场所引发的证券民事赔偿诉讼在我国存在先天不足，就有学者提出要针对这些证券违法行为建立补偿投资者的证券行政责任机制。⁽²⁸⁾ 而随着美国公平基金实践的发展，相继有学者⁽²⁹⁾ 和律师、实务界人士⁽³⁰⁾ 提议效仿国外经验，引入公平基金制度，也有学者认同美国质疑者的观点，指出公平基金制度存在较多问题。⁽³¹⁾

邢会强教授受到 Velikonja 教授研究的启示，提出我国投资者公平基金制度的建立，应先从内幕交易入手，通过建立“内幕交易公平基金”进行试点，再扩展至其他领域。⁽³²⁾ 赵旭东教授也在其文章中肯定美国公平基金制度的意义，指出内幕交易民事赔偿制度的设计已经超出了传统的侵权法甚至实体法领域，非单一立法所能解决，制度设计需要在一个更宏观的法律体系中进行。⁽³³⁾

从前述讨论出发，笔者进一步提出几点发现。第一，美国公平基金制度从无到有，范围从最初的没收违法所得直至单纯的民事罚款，体现出较为强烈的补偿保护投资者倾向。第二，投资者从公平基金获取的补偿比例普遍不高，其分配较有效率但非必然。第三，虽然也在虚假陈述领域经常适用，公平基金在内幕交易等其他类型证券违法处置中面临的争议较小，而如下所述，这与后者在民事诉讼中遭遇的特殊困难息息相关。当然，中美两国的资本市场发展程度与证券执法格局存在很大差异，我国应否及如何借鉴美国引入公平基金制度，需结合自身的证券市场和法治实践做进一步的探讨。

(28) 彭冰 《建立补偿投资者的证券行政责任机制——针对内幕交易和操纵市场行为》，《中外法学》2004 年第 5 期，第 583 页。

(29) 邢会强 《内幕交易罚没收入与投资者公平基金》，《中国金融》2011 年第 3 期，第 39 页；叶林、张辉、张昊 《证券执法和解制度的比较研究》，《西部法学评论》2009 年第 4 期，第 20 页。

(30) 宋一欣 《8·16 事件呼唤建立中国式“公平基金”》，《证券时报》2013 年 8 月 26 日，第 A13 版；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，第 A07 版。

(31) 同前注 (15)，汤欣、谢日曦文，第 494 页。

(32) 邢会强 《内幕交易公平基金制度的构建》，载《中国证券法律评论》（2016 年卷），中国法制出版社 2016 年，第 247 页。

(33) 赵旭东 《内幕交易民事责任的价值平衡与规则互补——以美国为研究范本》，《比较法研究》2014 年第 2 期，第 46 页。



三、我国是否有必要引入公平基金制度?

要解决实践中存在的问题,不一定总要仿效其他国家的立法引入新的制度,如在既有的法律制度框架下做相应改进就能破解难题,一般会优先选项。从立法成本角度考量,移植新制度更需谨慎。此外,制度移植并非不加修改照搬国外操作,而要深刻考虑制度生长所依赖的土壤。有学者就指出,证券法领域制度移植须考虑的因素包括:资本市场与公司规模、政府类型与公共执法能力、法律界(律师、法官等)水准、实体法规定等。⁽³⁴⁾ 以下首先考察我国证券执法中存在的问题,探求通过落实目前已有的“民事赔偿责任优先原则”、深化发展“先行赔付”制度能否解决问题,再从执法理念、制度功用和机制协调等方面综合考虑借鉴美国经验、引入公平基金制度的必要性。

(一) 我国证券执法现状

1. 证监会的公共执法

我国证监会目前的执法权限相较美国 SEC 已不遑多让,一定程度上兼具准立法权和准司法权,《证券法》还赋予了证监会查封、冻结账户的权力⁽³⁵⁾。从罚款的名称即可看出,证监会判处的罚款是“行政处罚”而非“民事罚款”,即证监会不需要借助法院就可直接追缴违法所得并判处罚款。我国以往的监管实践中,证监会把主要精力集中于事前监管——审批与核准多,而对事后执法关注较少。曾有学者通过实证统计指出,证监会查处案件数量有限,速度迟缓,力度偏轻⁽³⁶⁾。不过随着资本市场的发展和监管理念的转变,2015 年起证监会的执法力度呈现空前加强,罚没数额爆发式增长。据统计,2015 年证监会处罚委及派出机构共审理案件 273 件,对 767 个机构和个人作出行政处罚决定或予以行政处罚事先告知,涉及罚没款金额 54 亿余元,超过此前十年罚没款总和的 1.5 倍。2017 年再次实现突破,当年共作出行政处罚决定 224 件,罚没款金额 74.79 亿元,同比增长 74.74%。⁽³⁷⁾ (见图 2)。

处罚力度的提高在内幕交易规制上体现得尤为突出。2007—2017 年中国证监会查处内幕交易案件的数量和力度总体上不断提升。据证监会 2018 年上半年行政处罚情况综述来看,处罚内幕交易类案件达 36 起。⁽³⁸⁾ 在处罚金额上,几乎每三年增长一个数量级,2016、2017 年的处罚金额总额达到亿级。而且针对个案,处罚的倍数也有所提高,之前大多数行政处罚倾向“没一罚一”,但 2016 年开始,越来越多的行政处罚决定开出了“没一罚三”的惩罚性赔

(34) Stephen J. Choi, *The Evidence on Securities Class Actions*, 57 VAND. L. REV. 1465, at 1507—1525 (2004).

(35) 《中华人民共和国证券法》第 180 条规定“国务院证券监督管理机构依法履行职责,有权采取下列措施:……(六) 查询当事人和与被调查事件有关的单位和个人的资金账户、证券账户和银行账户;对有证据证明已经或者可能转移或者隐匿违法资金、证券等涉案财产或者隐匿、伪造、毁损重要证据的,经国务院证券监督管理机构主要负责人批准,可以冻结或者查封”。

(36) 相关论文参见张舫、李响《对证监会执法强度的实证分析》,《现代法学》2016 年第 1 期,第 173 页;刘燕、吕玉梅《我国上市公司财务造假行政处罚实践(1993—2012)评述》,载中央财经大学《金融服务法治咨询报告》2013 年第 7 期;相关著作参见邢会强《证券欺诈规制的实证研究》,中国法制出版社 2016 年。

(37) 《2017 年证监会行政处罚情况综述》,中国证监会网站, http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201712/t20171227_329694.html。

(38) 《7 宗内幕交易 6 宗涉并购重组! 证监会重拳打击, 罚没合计超 3000 万元》, <http://www.nbd.com.cn/articles/2018-08-17/1246604.html>。

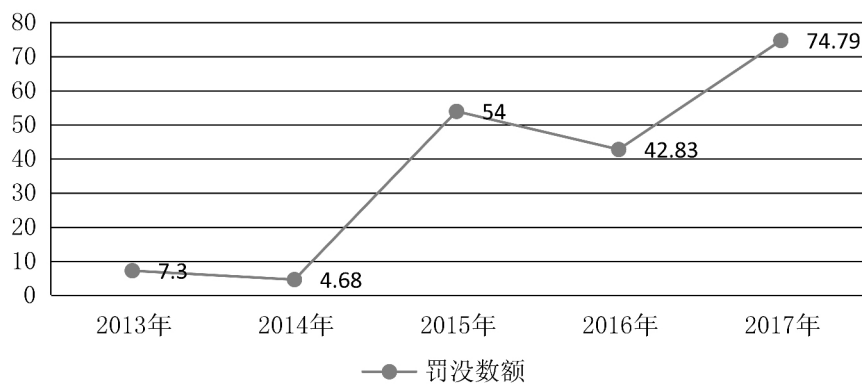


图2 我国证监会资金罚没情况统计（单位：亿元）

偿（见表3）。^{〔39〕} 其中较为著名的光大证券内幕交易案、苏嘉鸿内幕交易案和刘岳均内幕交易案中，处罚金额均已破亿。

表3 2007－2017年内幕交易行政处罚倍数统计^{〔40〕}

年份 \ 倍数	没一罚一	没一罚二	没一罚三	没一罚四	没一罚五
2017	18	3	32	0	0
2016	21	5	21	0	0
2015	10	2	1	0	0
2014	27	6	3	0	0
2013	25	0	2	0	2
2012	9	1	1	0	0
2011	7	0	0	0	0
2010	5	0	0	0	0
2009	2	0	0	0	0
2008	2	0	0	0	0
2007	0	0	0	0	0

2. 私人执法机制——证券欺诈的民事诉讼

相较于公共执法机制，证券欺诈的私人执法机制一直未取得突破性进展。我国公司法和证券法条文大量借鉴了美国法，但从国家对证券市场干预偏好的角度看，则明显保持了大陆法系的风格：

〔39〕 《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，并处以违法所得一倍以上五倍以下的罚款；没有违法所得或者违法所得不足三万元的，处以三万元以上六十万元以下的罚款。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，并处以三万元以上三十万元以下的罚款。证券监督管理机构工作人员进行内幕交易的，从重处罚。”虽然条文规定了一至五倍的罚款，2016年以前的执法实践中却较少使用一倍以上的罚款。

〔40〕 张翕 《中国证监会内幕交易行政处罚案例综述》，<https://wallstreetcn.com/articles/353198>，2017年8月28日，来源于微信公众号“北京大学金融法研究中心”。该篇综述统计了2006－2016年的相关数据，笔者补充整理了2017年的罚没数据。



行政机构较为主动,司法机构较为边缘化。⁽⁴¹⁾ 因此我国的证券民事诉讼发展与美国情况存在较大差距。首先,因内幕交易和操纵市场所引发的证券民事诉讼赔偿存在先天不足,投资者很难发现这些行为而直接提起诉讼,民事诉讼的监督功能无法实现。⁽⁴²⁾ 更重要的是,我国法院在相当长时期事实上几乎不处理涉及内幕交易和操纵市场的民事诉讼案件。受害者很难通过民事诉讼主张自己的权利,即便法院受理了案件,因调查取证难等原因,受损投资者往往也无法获得最后赔偿。

其次,即便是已经放开民事诉讼渠道的虚假陈述民事赔偿案件,也仍存在一些问题。《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》(“虚假陈述案件司法解释”)要求提起虚假陈述民事诉讼一般要等证监会已对被告作出行政处罚,对此 2015 年的立案登记制改革并未做过多改变。而对于已经作出行政处罚的虚假陈述行为,实际参与诉讼的投资者也比较少,据统计 2001—2011 年间符合行政处罚前置条件的案件有 253 个,但已诉案件只有 65 个。⁽⁴³⁾ 截至 2018 年 3 月,2016 年证监会作出的 32 份虚假陈述行政处罚中,投资者提起民事诉讼的有 15 起;2017 年证监会做出的 51 份虚假陈述行政处罚中,提起诉讼的仅有 13 起。

此外,我国目前的证券执法实践中,证监会没收的违法所得和判处的罚款全部上缴国库,实行“收支两条线”。因违法行为受损的投资者不仅无法从证券执法中获得经济利益,反而可能遭遇执法与其争利的情形。⁽⁴⁴⁾ 尽管《证券法》明确规定了民事责任赔偿优先于行政责任和刑事责任承担⁽⁴⁵⁾,但在实践中,证券民事诉讼须以行政处罚决定或刑事判决作为前置条件。受损投资者提起民事诉讼时,行政机关通常已对违法行为人开出罚单并可能已执行,投资者即使经过其后漫长的民事诉讼最终胜诉,也难以从已缴纳巨额罚款后的违法者处获得有效赔偿。

有学者评论,由于审判能力不足、缺乏独立性等原因,法院在证券民事诉讼中的各个阶段都表现糟糕,使投资者在诉讼过程中需要“过关斩将”,包括立案关、审理关、判决关、执行关等,因而严重影响了其提起诉讼的积极性。⁽⁴⁶⁾ 总体而言,我国的证券欺诈民事诉讼机制发展比较缓慢,相比之下,证监会的公共执法拥有相对雄厚的公共资金支持,监管者具备较强的执法能力和更高的执法统一性。

(二) 现有法律制度的改进尝试

中国的法治之路必须注意运用中国的本土资源⁽⁴⁷⁾,考虑制度移植的土壤和成本。因此,私人执法机制存在的困境能否通过改进既有法律制度来解决,成为首先需要考虑的问题。

1. 落实民事赔偿责任优先原则

《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。”该条文常被概括为民事赔偿责任优先原则,《刑法》第 36 条、《侵权责任法》第 4 条及相关司法解释也有类似规定。从根本上说,民事赔偿责任优先的法理基础在于私权优先的立法价值取向,以及“国不与民争利”的民

(41) 缪因知《中国证券法律实施机制研究》,北京大学出版社 2017 年,第 42 页。

(42) 同前注〔28〕,彭冰文,第 571 页。

(43) 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》(第九卷),法律出版社 2013 年,第 974 页。

(44) 洪艳蓉《证券执法的制度价值及其实现——来自美国的经验借鉴》,载《北大法律评论》(第十七卷),北京大学出版社 2016 年,第 146 页。

(45) 见《证券法》第 232 条规定及下文讨论。

(46) 同前注〔43〕,黄辉文,第 977 页。

(47) 苏力《法治及其本土资源》,中国政法大学出版社 1999 年,第 7 页。

本思想。⁽⁴⁸⁾ 但由于证券民事赔偿诉讼的审理及执行效率，其相较行政和刑事处罚具有一定的滞后性，而且该条文只是原则性规定，并无具体的程序性规则和必要的配套措施，造成民事赔偿责任优先难以落实。

在罚没数额较大的一些案件中，该问题尤为突出。例如，2017 年证监会对鲜言虚假陈述和操纵市场的违法行为开出数份罚单，罚款总计近 35 亿人民币。⁽⁴⁹⁾ 此后，在全国首例证券支持诉讼案中，鲜言因虚假陈述行为被判赔偿受损投资者 233 万元。虽然受损投资者如愿拿到了胜诉判决书，但鲜言在缴纳行政罚款后是否还有相应的财产支付民事赔偿，判决能否顺利被执行？不免让人心生疑虑。

为解决民事赔偿责任的执行难题，不少学者撰文进行过探讨⁽⁵⁰⁾。总结来看，主要是从两个方面着手：其一，为这项原则性规定制定具体的程序性措施，明确申请民事赔偿责任优先执行的申请主体、申请程序、审查主体和审查标准；其二，当前证券执法行政程序前置，投资者拿到民事胜诉判决时行政罚款可能早已执行完毕上缴国库，因此在财政上要辅以必要的配套制度，包括建立行政罚款、刑事罚金暂缓入库规则，并建立财政回拨制度。

落实民事赔偿责任优先原则，可在一定程度上解决证券私人执法存在的问题，保护投资者权益。但从整个私人执法机制的过程中看，投资者想要通过证券民事诉讼维权，所需经历的环节一般包括：向法院起诉、法院受理、获得胜诉判决、判决得到执行等。判决得到执行固然是其中关键一环，但前提仍是前面各环节的顺利实现。究其根本，民事赔偿责任优先原则只是执行环节中的规定，所能解决的仅限于证券民事诉讼的执行难题，对于民事赔偿责任本身存在的问题，则鞭长莫及。目前我国的证券欺诈民事诉讼中，能拿到胜诉判决的投资者毕竟是少数，赔偿责任机制本身的问题有待进一步解决。

2. 深化发展先行赔付制度

先行赔付，是指在证券市场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、司法裁判做出之前，由虚假陈述可能的连带责任人之一先行垫付向投资者承担赔偿责任，然后再由先行赔付者向未参与先期赔付的发行人、上市公司及其他责任人进行追偿的一种措施。⁽⁵¹⁾ 作为一种便利投资者获得经济赔偿的替代性制度安排，目前其在我国已有尝试性的实践，并在《证券法》修改稿中有所体现。作为司法途径之外的金融纠纷解决机制，先行赔付有利于快速填补投资者的损失，稳定资本市场秩序。⁽⁵²⁾

在肯定该项制度重要意义的同时，也应看到先行赔付只能解决证券欺诈特定领域的问题。概言之，先行赔付的实质是诉讼外的和解协议，采用该机制需要具备多方面的条件，比如相关主体的意愿和客观条件，特别是证监会的意志，而且保荐机构的先行赔付仅适用于发行阶段的

(48) 陈洁 《证券民事赔偿责任优先原则的实现机制》，《证券市场导报》2017 年第 6 期，第 55 页。

(49) 《鲜言能缴上 35 亿天价罚单吗？》，<http://news.163.com/17/0404/01/CH51QUQG000187VI.html>，2018 年 8 月 5 日访问。

(50) 相关论文，同前注〔48〕，陈洁文，第 58 页；李明发 《民事责任优先原则的适用——我国〈侵权责任法〉第 4 条第 2 款规定之解读》，《南京大学学报（哲学·人文科学·社会科学）》2015 年第 2 期，第 45 页；李建华、麻锐 《论财产性民事责任优先承担规则》，《社会科学战线》2011 年第 8 期，第 219 页。

(51) 陈洁 《证券市场先期赔付制度的引入及适用》，《法律适用》2015 年第 8 期，第 25 页。

(52) 郭雳、谭思瑞 《保荐人先行赔付制度与中国探索》，载《投资者》（第 1 卷），法律出版社 2018 年，第 97 页。



虚假陈述行为。先行赔付的适用范围有限,难以针对实践中形态各异的证券欺诈行为进行损害填补,因此仍有必要与其他制度协同发展。⁽⁵³⁾ 综上,既有法律制度框架下所为的努力确实可以在一定程度上缓解证券执法中的困境,但并不足以彻底解决问题。

(三) 引入公平基金制度的必要性

1. 公共补偿与投资者保护

就公法而言,据考证国家机关对公民承担法定补偿义务的法律制度发轫于近代的财产征收场景。⁽⁵⁴⁾ 回顾我国法上的补偿制度,公法上主要包括行政补偿、立法补偿和私法补偿,劳动法上也规定了用人单位在特定情形下对劳动者承担法定补偿义务。私法上,《侵权责任法》中的多个条文也都使用了“给予补偿”或“适当补偿”。通说一般认为行政补偿是国家对公民、法人和其他组织因行政机关及行政机关工作人员合法行使职权行为或因公共利益需要致其合法权益受到损害而给予补偿的法律救济制度⁽⁵⁵⁾。在公平基金制度中,投资者的权益受损并非因国家机关或其工作人员造成,因此该制度并不属于我国法上的“行政补偿”之列,其本质是通过公共补偿(Public Compensation)快速填补投资者的损失,公共监管部门通过行使公权力将对违法者罚没的钱款直接分配给受损投资者,美国学者普遍认为这是一种公权力机构代替投资者获取损害填补的手段。除证券领域公平基金外,美国联邦交易委员会对不公平交易中受损消费者进行补偿,美国邮政局也会将从诈骗者手中收缴的钱款分配给邮件欺诈的受害者,这种现代机构补偿(Agency-based Compensation)在美国已经有较为成熟的制度实践。⁽⁵⁶⁾ 引入公共补偿作为我国法律中补偿制度的一种新类型来践行分配正义,具有一定的制度创新意义,对投资者保护也很重要。

现代金融监管理论中,投资者保护理念逐渐发展深化,国际证监会组织(International Organization of Securities Commissions, “IOSCO”)在其相关文件中指出,现代证券监管的目标在于保护投资者,确保市场公正、有效和透明以及减少系统性风险⁽⁵⁷⁾,其中将保护投资者列为三大目标之首。学者 LLSV 在此前的研究中指出,投资者保护的力度是决定一国证券市场发展水平的重要因素。⁽⁵⁸⁾ 要实现保护投资者的目标,证券监管部门一般会通过严格的证券执法打击证券违法行为,肃清市场秩序,维护市场稳定,从整体上保护市场中的投资者。然而对于在证券欺诈中受到侵害的个体投资者而言,证券公共执法常难以提供切实的直接保护,往往需要结合私人执法——证券民事诉讼——来提供救济。但民事诉讼也存在一定的局限性,诸如程序复杂、耗时久、胜诉存在较大不确定性等;即便是赢得诉讼,投资者也需要付出高昂的律师费用,得到的赔偿未必能填补遭受的损失。

如果投资者只能通过私人执法途径来获取救济,而公共执法机构罚没的资金全部上缴国家,会造成资本市场“失血”,投资者得不到及时合理的补偿,容易对资本市场失去信心,进一步诱发市场发展放缓甚至萎缩。即便是在证券私人执法(集团诉讼)发达的美国,公共执法机构

(53) 同上注,郭雳、谭思璐文,第 102-105 页。

(54) 王轶《作为债之独立类型的法定补偿义务》,《法学研究》2014 年第 2 期,第 116 页。

(55) 姜明安《行政补偿制度研究》,《法学杂志》2001 年第 5 期,第 14 页。

(56) Adam S. Zimmerman, *Distributing Justice*, 86 NEW YORK UNIVERSITY LAW REVIEW, 500 (2011).

(57) IOSCO, *Objectives and Principles of Securities Regulation*, Jun. 2010, at http://www.iosco.org/about/?subsection=key_regulatory_standards, 2018 年 8 月 12 日访问。

(58) La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert Vishny, *Law and Finance*, 6 JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY, at 1113 (1998).

SEC 也在尝试使用多种执法工具消弭证券欺诈带给资本市场的伤害。证券公共执法需要在更多维度上发挥保护投资者的能动性作用，执法应具有惩罚性、威慑性和补偿性等三重制度价值，它们统一于执法过程，各有侧重，但不可割裂。⁽⁵⁹⁾

综上，公平基金制度作为公法上“补偿”制度的新尝试，能够避免资本市场失血，保护投资者权益和其对市场的信心，是私人执法机制的有益补充。我国设立公平基金制度，可以丰富证券执法的内涵，体现其补偿性的制度价值，更全面地践行保护投资者的目标与职能。

2. 内幕交易民事责任制度的功能探讨

截至 2018 年 3 月，我国共发生过四起内幕交易民事诉讼赔偿案件（以被告为统计单位），其中“陈宁丰诉陈建良证券内幕交易民事赔偿案”是我国大陆法院受理的第一起内幕交易民事赔偿案件，后以和解匆匆了结。“陈祖灵诉潘海深证券内幕交易赔偿纠纷案”中，法院以不存在因果关系驳回诉讼请求。“李岩诉黄光裕、杜鹃证券内幕交易责任案”中，法院认为原告的损失是投资股市的正常风险所致，驳回其诉讼请求。“8·16 光大乌龙指”事件发生后，上海二中院受理了由此引发的内幕交易赔偿系列案件，其中多数投资者胜诉，这也是目前我国仅有的内幕交易诉讼获赔案例。

很多学者认为内幕交易民事责任制度的困境主要在于裁判规则的缺失和司法水平的限制，认为应尽快出台具体的司法解释，扩大内幕交易民事诉讼的口径，包括建立内幕交易惩罚性赔偿制度。但值得注意的是，这种困境其实与内幕交易行为本身的机理也存在很大关联。在内幕交易中，内幕人的交易行为和公司内部信息不公开实际上有不同的受害者⁽⁶⁰⁾。如果内幕人不进行交易，投资者就不会进行受损交易，此时投资者是内幕人交易行为的受害者；而如果公司内幕信息公开，投资者也不会进行受损交易，此时投资者是公司内幕信息不公开的受害者。⁽⁶¹⁾

通常来讲，内幕信息知情人实施交易只是在市场上买卖股票，偌大的股票市场上，某家公司股票的价格一般并不会因为内幕交易人的交易行为而产生不正常波动⁽⁶²⁾，而且投资者也难以获知内幕交易人在实施交易。因此，内幕交易行为和投资者损失之间常难有因果关系，投资者所遭受的损失主要来自市场信息的风险，其是参与投资活动所应面对的正常市场风险。

强化内幕交易的民事诉讼机制，一般会采用因果关系推定规则，推定投资者的损失与内幕交易人的交易行为存在因果关系，使内幕交易人对其交易期间的反向投资者的损失负责。这种推定实际上并不太公平，内幕交易人会因此承担本应由投资者自己承担的市场决策风险，很多与内幕交易行为事实上完全无关的投资者获得了“意外的赔偿”。因此，内幕交易民事责任机制因其本身的构造原理，不容易充分发展，在填补投资者损害和威慑违法行为方面作用较为有限。我国法院的判决也在一定程度上佐证了司法机关对该问题的踌躇态度。

但不可否认的是，内幕人的交易行为确实具有违法性，破坏了证券市场的正常秩序，应当加以规制，只是私人执法机制作用有限且成本较高，因此在该领域，公共执法更应得到加强。具体来讲，监管者可以降低对内幕交易行为的处罚证明标准或者直接增加处罚力度，由此加强

(59) 同前注〔44〕，洪艳蓉文，第 146 页。

(60) 耿利航：《证券内幕交易民事责任功能质疑》，《法学研究》2010 年第 6 期，第 77 页。

(61) William Wang, *Trading on Material Nonpublic Information on Impersonal Stock Markets: Who is harmed, and Who Can Sue?* 54 SOUTHERN CALIFORNIA LAW REVIEW, 1311 (1981) .

(62) 如果内幕交易人实施的交易行为数量过大引起股票价格不正常波动，则会逸出内幕交易制度的调整范畴，而由操纵市场制度来规制。



对违法行为的惩戒和威慑作用。而内幕交易人毕竟获利于资本市场,如果只是由监管者对其处以行政罚款后上缴国库,不免仍会造成资本市场的“失血”,难以维系投资者对市场的信心。因此,在加强对内幕交易的公共执法力度的同时,也要注重资本市场的“回血”,稳定投资者的市场预期。此时,建立公共补偿制度,不失为加强内幕交易公共执法力度的配套措施。

3. 现行制度的有益补充

证券行政和解在美国非常发达,它既可以解决受损投资者补偿的现实诉求,也能够体现作为证券监管机构行政执法的严肃性。⁽⁶³⁾ 2013年,国务院颁布《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》,提出“探索建立证券期货领域行政和解制度”。2015年证监会制定了《行政和解试点实施办法》和《行政和解资金管理暂行办法》,授权证监会可与被调查的涉嫌违规者达成行政和解,由后者缴纳行政和解金,提前补偿投资者。目前这一制度还未被实践。

本文第一部分论及《萨班斯-奥克斯利法案》正式确立公平基金制度,缓解了监管者与民争利的顾虑,为了促成公平基金的设立,监管者更加积极推动和解,美国的证券行政和解制度也得到进一步发展。由此推断,在我国建立公平基金制度也有助于形成和解的正向激励,搭建起证券行政和解与投资者补偿的连接机制,推进和解办法从纸面落实到实践中。此外,公平基金制度的适用范围更加广泛,监管部门在设立推行上的自主把控度更高,也有望在制度创新方面与先行赔付形成协同。

综上,公平基金制度的引入对于我国现有的证券民事救济赔偿体系来说,并不是叠床架屋式的重复,而的确存在发挥空间,能提供有益的补充。在民事诉讼机制还未获得充分发展的现阶段,将公平基金制度适用于诉讼难以真正发挥功用的特殊领域,以追缴返还程序来弥补民事诉讼的先天不足,可谓是一种可行选择。

四、尝试构建“中国式公平基金”

中国资本市场的发展程度和证券执法体系都与美国存在差异,但公平基金操作所蕴含的制度要义——“私人损害的公共补偿”,却应给我们以启示。同时,借助后发优势,我国可以有意地回应和克服公平基金在美国运行中的主要缺陷,通过制度互动和协同,利用其来协助解决我国现实中的突出问题。

(一) 凸显现实功用

1. 制度耦合,具体落实民事赔偿责任优先

设置公平基金,可在现行《预算法》的规范框架下,打破上缴国库规则的刚性束缚,较为顺畅地实现民事赔偿责任优先。《证券法》第234条规定“依照本法收缴的罚款和没收的违法所得,全部上缴国库。”该条规定是《预算法》“收支两条线”原则的体现。《预算法》第56条规定“政府的全部收入应当上缴国家金库(“国库”),任何部门、单位和个人不得截留、占用、挪用或者拖欠。对于法律有明确规定或者经国务院批准的特定专用资金,可以依照国务院的规定设立财政专户。”

据此,可以通过《证券法》修改中直接规定公平基金相关内容,或者将第234条删除或新增但书,并由国务院批准设立证券公平基金财政专户的形式,将行政罚没的收入作为补偿投资

(63) 窦鹏娟《论证券行政和解的正当性及其制度功能》,载《证券法律评论》(2015年卷),中国法制出版社2015年,第240页。

者的专用资金，不再适用一律上缴国库的要求，从而更清晰和便捷地实现前述学者们提议的暂缓入库或财政回拨的效果。

2. 提高保荐人先行赔付的参与积极性

在上述证券公平基金的总户下，分别依个案建立细分的账户，按照案件的不同场景，确定各自的保障重点。例如，先行赔付类型案件中，针对发行人、上市公司等其他责任人的行政处罚没款进行公平基金账户后，将主要被用于偿付已先行承担了连带责任的主体如保荐人，减低其后续追诉无着的风险，增强其参与先行赔付的积极性。

现行《证券法》及证监会相应“首发办法”^[64]等一系列规章，其实并没有将先行赔付承诺作为核准证券发行的法定条件，但2016年《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》中第18条要求，保荐人承诺对于因IPO发行文件有虚假记载，给投资者造成损失的，将先行赔偿投资者损失。这种“准强制性的”、为保荐人设定义务的做法在理论和实践中都存在争议。公平基金的引入可在一定程度上缓解保荐人的风险或顾虑，有助于推动该制度从强制性到自愿性的转化。

3. 推动证券行政和解制度的发展

2015年3月29日开始施行的《行政和解试点实施办法》，将和解金用于补偿投资者损失，可谓是对证券执法补偿投资者功能的认同，但至今未有实践。在美国，公平基金的资金来源很大程度上就来源于SEC从证券违法行为人处取得的和解金。我国目前情况下，行政和解制度只是作为补充性执法方式，适用范围非常有限。不过随着最近证监会在处罚幅度灵活性上的提高，例如前述越来越多地出现“没一罚三”惩罚性赔偿，理论上会增加行政相对人进行和解的激励，拓展行政和解的空间。操作层面，行政和解金补偿机制的完善，从投资者申请补偿到和解金管理机构受理、甄别和发放，实际上都与公平基金的运作有很多相通之处，可以相互促进。

(二) 立足中国、体现特点

1. 特殊的基金管理人

拥有相对雄厚资金支持的公共执法者常被看作是代股东起诉的一个公共监护人，是反欺诈活动的一项公共补贴。^[65]我国的证监会拥有比较充分的执法权限和专业能力，而且公平基金的资金来源就是证监会收缴的违法所得与行政罚款，因此由证监会来推动设立公平基金是一种较为合理的安排。但与此同时，证监会执法资源本身就相当紧张，公平基金的具体设立、运行和分配牵涉到很多繁琐事务，容易造成对其监管核心使命的干扰。

笔者建议可以借鉴美国公平基金制度中任命中介机构作为基金管理人，或者参照我国先行赔付中的一些做法，委托中国证券投资者保护基金有限责任公司（“投保基金公司”）来执行基金管理与分配事项。相比之下，后者在我国现阶段还具有独特的优势。万福生科案中，平安证券出资3亿元人民币设立“虚假陈述事件投资者利益补偿专项基金”，委托投保基金公司担任基金管理人负责补偿执行工作，指定商业银行作为基金托管人，聘请专家组成专家委员会进行顾问咨询，聘请中介机构参与日常工作。欣泰电气案中，投保基金公司的工作更进一步，在其网站上开通了“欣泰电气欺诈发行先行赔付基金”专栏^[66]，详细载明了赔付金额、计算方法、

[64] 如《首次公开发行股票并上市管理办法（2015年修订版）》（证监会令（2015）第122号）、《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法（2015年修订版）》（证监会令（2015）第123号）。

[65] John C. Coffee, Jr., *The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control?*, 111 YALE LAW JOURNAL, 68 (2011).

[66] <https://zxjj.sipf.com.cn/investor/>, 2018年4月10日访问。



操作指令和期间等公告。一方面,投保基金公司作为特设的投资者保护机构,专业性较强,有能力胜任基金的管理与分配工作;另一方面,它是国家设立的、以保护投资者为宗旨的非营利性机构,具有公益性和公正性,更有利于践行补偿投资者的制度功能。

2. 以内幕交易或操纵市场案件开展试点

如前所述一般认为,在内幕交易领域,公共执法优于私人执法,公平基金制度较民事诉讼机制具有优势。美国的公平基金就来源于内幕交易,后来才扩张至虚假陈述领域。⁽⁶⁷⁾我国以内幕交易或操纵市场案件对公平基金制度先行先试,还有着另外的考虑。一方面,证监会近些年对这两类违法行为的处罚力度和处罚及时性较以往大大加强,在该领域建立公平基金制度已有较为充足的公共执法供给。另一方面,针对这些案件民事诉讼救济更显不足,相比之下,虚假陈述案件司法解释实施以来,该领域已经积累了相对丰富的经验,而且对造假发行而言,先行赔付的操作也使投资者业已获得较为充分的保护。此外,操纵市场案件往往还具有涉案和处罚金额大、与投资者联系紧密等特点,公平基金制度的补偿作用有望得到更好的发挥。

如在内幕交易领域试点,具体来讲,可考虑相应适当降低证监会查处内幕交易时的证明要求,并延续目前加大惩罚力度的态势,强化公共执法对内幕交易行为的惩戒和威慑功能。由于罚没的款项将纳入公平基金补偿给遭受损失的投资者,其正当性会有进一步的提升。同时,其也不必像在民事赔偿诉讼中那样需要直面内幕交易行为和投资者损失之间推定因果关系的艰难选择。另一方面,法官在后续审理内幕交易民事案件时,可结合公平基金已发挥的补偿作用对赔偿数额做一个整体性把握,惩罚性民事赔偿宜慎用并只集中于有特殊需要的场景。⁽⁶⁸⁾

(三) 美式公平基金的镜鉴和超越

1. 基金规模和责任循环

目前我国《证券法》对某些类型欺诈行为的行政责任处罚过低,如在虚假陈述中,对于发行人、上市公司的顶格处罚为 60 万元,直接责任人员的顶格处罚仅为 30 万元。⁽⁶⁹⁾以 2017 年证监会查处的 8 起虚增利润案为例(见表 4),证监会及各地证监局对其中 6 家上市公司都做出了

表 4 2017 年上市公司财务造假虚增利润处罚案例

排名	公司名称(处罚文书编号)	虚增利润金额	行政处罚	金钱惩罚比例
1	山东墨龙案〔2017〕87 号)	65241.09 万元 ⁽⁷⁰⁾	60 万元	0.09%
2	雅百特案〔2017〕102 号)	25650.11 万元	60 万元	0.23%
3	新力金融案(安徽监管局〔2017〕4 号)	6574.83 万元	60 万元	0.91%
4	成城股份案〔2017〕23 号)	3948.45 万元(除去所得税影响金额)	60 万元	1.52%
5	银基烯碳案〔2017〕105 号)	1967.74 万元	60 万元	3.05%
6	华超科技案(广东监管局〔2017〕14 号)	2770.51 万元	40 万元	1.44%
7	博元投资案〔2017〕73 号)	无虚增利润的单项数据 ⁽⁷¹⁾	60 万元	——
8	太化股份案(山西监管局〔2017〕4 号)	无虚增利润的单项数据	40 万元	——

⁽⁶⁷⁾ 同前注〔32〕,邢会强文,第 251 页。

⁽⁶⁸⁾ 朱开鑫《内幕交易惩罚性赔偿制度之质疑》,《河北法学》2017 年第 9 期,第 155 页。

⁽⁶⁹⁾ 《证券法》第 193 条规定“发行人、上市公司或者其他信息披露义务人未按照规定披露信息,或者所披露的信息有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的,责令改正,给予警告,并处以三十万元以上六十万元以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告,并处以三万元以上三十万元以下的罚款。”

⁽⁷⁰⁾ 2015 年第一季报、半年报、三季报分别虚增 2404.77 万元、8214.05 万元、10519.07 万元;2016 年第一季报、半年报、三季报分别虚增 6140 万元、15231.64 万元、22731.56 万元;共计虚增利润 65241.09 万元。

⁽⁷¹⁾ 行政处罚书中将虚增营业收入和利润放在一起计算数额,没有关于虚增利润的单项数据。

60 万元的顶格处罚，但与所涉案件的虚增利润数额和给投资者造成的损失数额相比，显得杯水车薪，罚没的钱款不足以设立公平基金进行分配。此外，对于上市公司高管的行政罚款数额也很低，经统计 2017 年证监会做出的虚假陈述处罚中，对董事长罚款的平均数额为 25.65 万元，总经理为 19 万元，其他内部董事为 10.2 万元。虚假陈述领域的行政处罚偏弱，使得公平基金很难达到有效设立的规模，也使得责任循环的问题更加突出。

相比之下，美国针对虚假陈述行为的处罚金额较高，存在发达的证券行政和解制度，因此在虚假陈述案件中，公共执法也可能罚没较多资金（如文中的戴尔案）。此外，SEC 注意贯彻追究个人责任（Pursue Individuals）的执法原则，尽可能降低执法结果通过上市公司传导给公司股东（特别是中小股东）使之遭受二次伤害的程度。其工作报告也指出，2016 年、2017 年的执法中个人问责机制进一步加强，在 73% 的执法行动中至少有一名个人被指控。⁽⁷²⁾

有鉴于此，我国可考虑在《证券法》修改中适当提高对虚假陈述行为的罚款限额，推动证券执法和解的发展，同时证监会在执法方向上应更注意提高个人责任的处罚力度，重点关注高管、控股股东、实际控制人和保荐人的责任。待虚假陈述领域的公共执法更加成熟，也可以考虑以针对虚假陈述行为的罚没款项来设立公平基金。

2. 公平性和权力有效制约

从权力制衡的角度，还应思考如何更好地处理美式公平基金制度所遭遇的公平性质疑，防止公平基金设立和分配过程中的低效和腐败。美国学者 Zimmerman 认为，公平性问题的解决之道在于协商性的规则制定（Negotiated Rulemaking）和严格的司法审查（Hard Look Judicial Review）⁽⁷³⁾。通过法院对公平基金进行严格的司法审查，目前在我国可行但难度很高。美国的分权制衡理念也体现在证券执法上，证券监管一开始就需要依靠法院的衡平救济，虽然后来发展中 SEC 的执法权力逐渐扩大，但法院仍对其权力有很大制约。我国证券监管的起点则是行政权力主导型的监管模式，法院对其制衡作用整体上偏弱。当然金融法院（庭）的建设，司法资源的投入和专业能力的提升，有助于在长期上增强司法制衡的力量。

应当看到，前述关于由投保基金公司来设立运行公平基金的建议，至少在理论上可以隔离和降低一部分公权专断的风险。同时，如 Zimmerman 所建议，可以引入股东代表参与公平基金方案的设计，更充分地考虑广大中小投资者的利益。此外，应加强公平基金运作流程的公开性，所有关于资金管理和分配事项都需通过网站进行公示，还应赋予不同意公平基金分配方案的投资者行使异议权的途径。

（四）与民事诉讼及赔偿机制的协调

值得进一步探讨的是，针对内幕交易或其他证券欺诈违法行为，投资者通过公平基金获得补偿后，是否还应允许其提起民事诉讼？笔者认为应当允许。首先，罚没资金在数额上有时会小于投资者遭受的损失，投资者按照自身实际受损金额占所有投资者损失的比例获得公平基金的补偿，其可能难以完全填补损害。其次，公平基金制度本身的规则设置和运用也许有不周之处，证券民事诉讼机制的存在可以弥补公平基金的缺漏，保护投资者利益。再次，两种机制本身其实就既有协调又有差异。如前所述，美国公平基金的管理人一般会参照平行诉讼的结果处理分配事宜；但证券集团诉讼与公平基金分配计划也常出现不同之处，例如戴尔公平基金中设

(72) 同前注 [16]，SEC 2017 年执法工作报告。

(73) 同前注 [56]，Adam S. Zimmerman 文。



定的适格投资者区间,就与集体诉讼中设定的区间有所差别,此时公平基金会依照自己确定的标准处理资金分配。

公平基金补偿与先行赔付、民事诉讼赔偿之间的关系,也有待在实践中厘清和完善。笔者认为,首先公平基金本质上不同于先行赔付,先行赔付实际是一种民事和解,假如不与诉讼标准保持一致,就很难处理接下来先行赔付人与最终责任承担者的追偿纠纷;而公平基金是一种公共补偿机制,与私人诉讼机制并不矛盾,标准上应有自己的独立空间。其次,补偿并不是赔偿,两者虽然都致力于填补投资者的损失,但法律性质不同,从公平基金处获得补偿并不意味着受损投资者丧失了提起证券欺诈民事诉讼的权利,所以即便二者标准不完全一致,也不会影响受损投资者在诉讼中的主张。最后,虽然公平基金制度可以提供适度的灵活性,赋予基金管理人一定的自由裁量权,但每位投资者从公平基金获得的补偿与民事诉讼的赔偿合计,一般不应超出其实际遭受的损害,方符合损失填平原则。

五、结 论

美国的公平基金制度是随着 SEC 证券执法权力的扩张和投资者保护理念的强化而建立发展起来的,通过十多年的实践已将大量收缴吐账和民事罚款分配给受损投资者,是私人证券诉讼的重要补充。投资者保护一直也是我国证券监管的核心目标,公平基金制度“公共补偿”的性质使其有望发挥独特作用。目前我国的证券执法中,证监会的公共执法力度显著,增强了惩戒与威慑,但私人执法机制尚未取得较大突破,投资者保护存在缺憾。公平基金制度的引入,有助于具体落实民事责任优先原则,为先行赔付、行政和解机制提供新动力,同时其发挥公共补偿的功能可以弥补民事诉讼的先天不足和现实障碍,维护投资者信心。

构建“中国式公平基金”制度,可以通过修改《证券法》来启动,依据《预算法》第 56 条第 2 款的规定由国务院批准设立专用资金的财政专户,从内幕交易或操纵市场领域入手开展试点。规则设计上可确立投保基金公司作为执行主体,注重规则制定中的协商性和分配事项的公开性;应继续推动证券行政和解制度的实践,加强公平基金与证券民事诉讼制度的协调,同时保留适当的灵活性。

公平基金制度作为证券执法中的公共补偿手段,是体系化构建投资者损害赔偿救济制度的重要工具。最近,证监会提出要加强投资者实现损害赔偿多元化路径选择的研究,“救济制度需要监管权力的适度介入”⁽⁷⁴⁾。公平基金恰好提供了一个重要选项,如何在不滥用公权力的情况下较好地发挥其公共补偿功能,值得继续深入探讨。总体而言,作为证券民事诉讼的并行而非替代机制,公平基金应是践行“公私协同”证券执法体系的有益探索。

(74) 证监会时任主席助理黄伟先生在 2018 年 8 月 24 日“证券投资者民事损害赔偿救济法律制度完善座谈会”上的发言,详见 http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201808/t20180824_343046.html。