



南方金融

South China Finance

ISSN 1007-9041, CN 44-1479/F

《南方金融》网络首发论文

题目：先行赔付制度的构建与探索——兼评《证券法》第九十三条
作者：汪金钗
收稿日期：2020-05-10
网络首发日期：2020-07-02
引用格式：汪金钗. 先行赔付制度的构建与探索——兼评《证券法》第九十三条[J/OL]. 南方金融. <https://kns.cnki.net/kcms/detail/44.1479.F.20200701.1101.004.html>



网络首发：在编辑部工作流程中，稿件从录用到出版要经历录用定稿、排版定稿、整期汇编定稿等阶段。录用定稿指内容已经确定，且通过同行评议、主编终审同意刊用的稿件。排版定稿指录用定稿按照期刊特定版式（包括网络呈现版式）排版后的稿件，可暂不确定出版年、卷、期和页码。整期汇编定稿指出版年、卷、期、页码均已确定的印刷或数字出版的整期汇编稿件。录用定稿网络首发稿件内容必须符合《出版管理条例》和《期刊出版管理规定》的有关规定；学术研究成果具有创新性、科学性和先进性，符合编辑部对刊文的录用要求，不存在学术不端行为及其他侵权行为；稿件内容应基本符合国家有关书刊编辑、出版的技术标准，正确使用和统一规范语言文字、符号、数字、外文字母、法定计量单位及地图标注等。为确保录用定稿网络首发的严肃性，录用定稿一经发布，不得修改论文题目、作者、机构名称和学术内容，只可基于编辑规范进行少量文字的修改。

出版确认：纸质期刊编辑部通过与《中国学术期刊（光盘版）》电子杂志社有限公司签约，在《中国学术期刊（网络版）》出版传播平台上创办与纸质期刊内容一致的网络版，以单篇或整期出版形式，在印刷出版之前刊发论文的录用定稿、排版定稿、整期汇编定稿。因为《中国学术期刊（网络版）》是国家新闻出版广电总局批准的网络连续型出版物（ISSN 2096-4188，CN 11-6037/Z），所以签约期刊的网络版上网络首发论文视为正式出版。

先行赔付制度的构建与探索^{*}

——兼评《证券法》第九十三条

汪金钊

(华东政法大学法律硕士教育中心, 上海市 200042)

摘 要：新《证券法》将先行赔付制度纳入法治化轨道，为其适用提供了法律依据。先行赔付制度是一种诉讼外和解机制，有助于我国建立完整的投资者保护体系，充分、及时地保护投资者权益，督促证券市场有关责任主体谨慎履职。先行赔付制度主要适用于发行人从事欺诈发行、虚假陈述或者其他重大违法行为的案件，发行人的控股股东、实际控制人、证券公司是先行赔付的主体，专业投资者保护机构在先行赔付制度的运作过程中发挥着重要作用。为充分发挥先行赔付的制度优势，建议进一步完善投资者实质参与赔付的程序和登记确认方式，创新激励机制以提高责任主体开展先行赔付的积极性，保障先行赔付主体的追偿权和代位求偿权。

关键词：证券法；证券市场；先行赔付；多元化纠纷解决机制；投资者保护

中图分类号：F832.51, D922.287 **文献标识码：**A **文章编号：**1007-9041-2020(06)-0000-00

一、引言

证券市场的稳健运行和高速发展离不开投资者对市场的信心，而投资者信心的维持离不开公正的市场环境。近年来，我国证券市场上欺诈发行、虚假陈述等违法行为层出不穷，加之证券民事诉讼的繁琐滞后，证券投资者陷入“维权难、赔偿难”的境地（冯果，2013）。先行赔付投资者虽有“万福生科案”、“海联讯案”、“欣泰电气案”三大成功赔付案例，但由于法律法规的缺位，先行赔付面临着正当性的质疑且尚未形成一项明确且普遍适用的制度安排。因此，2020年3月1日生效施行的《证券法》第九十三条首次确立了先行赔付制度，规定发行人的控股股东、实际控制人、在发行人欺诈发行、虚假陈述或者其他重大违法行为造成投资者损失的情况下，相关的证券公司可以委托投资者保护机构就赔偿事宜与投资者达成协议，予以先行赔付，此模式是解决我国资本市场民事责任的新尝试。

在亟待遏制证券市场虚假陈述等违法行为和防范市场风险的背景下，先行赔付制度对构建完整的投资者保护体系、方便快捷先行赔付投资者权益救济、督促相关金融机构等赔付

收稿日期：2020-05-10

作者简介：汪金钊，女，华东政法大学法律硕士教育中心硕士研究生。

*感谢匿名审稿人的宝贵意见。文责自负。

主体切实履行职责具有重要的理论和实践价值。但是新《证券法》对先行赔付制度的规定内容比较笼统，有必要对该制度进行全面的研究，对其法律性质和功能的正当性基础进行理论分析以及制度构造进行实践检视和细化，以更好的理解适用先行赔付制度并使之成为常态化做法（张育军，2006）。

二、先行赔付制度正当性基础：法律性质与功能

（一）先行赔付制度的法律性质

我国先行赔付制度首创于保险市场。2010年《社会保险法》第三十条规定，医疗费用依法应当由第三人负担的，在第三人不支付或者第三人不明的情况下，由基本医疗保险基金、工伤保险基金先行支付医疗、工伤费用。2011年《道路交通安全法》第七十五条规定，保险公司在交强险的范围内先行支付抢救费用。2015年《消费者权益保护法》第四十四条对第三方网络交易平台的先行赔付进行了规定。证券市场的先行赔付制度是在2012年“万福生科”案、2013年“海联讯”案、2016年“欣泰电气案”司法实践中摸索出的消费者权益保护机制。具体来说，证券市场的先行赔付是指当证券市场中发生虚假陈述、欺诈发行等侵害投资者权益的重大违法事件时，法院在对应承担责任的市场主体作出司法裁判之前，由可能承担民事赔偿的责任人之一先行向投资者承担赔偿责任，然后再由先行赔付主体向其他责任人进行追偿的一种措施。

在2019年新《证券法》正式通过之前，国务院办公厅在2013年12月发布的《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》中，提出要建立保荐机构先行赔付制度。证监会2015年12月颁布的《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》第十八条规定，IPO发行文件如存在虚假陈述等违法行为且造成投资者损失的，保荐人将承诺先行赔偿投资者损失的情形。但上述规定将保荐人自行承诺变成单方强制义务的做法值得商榷（杨城，2017）。首先，如果保荐人负有先行赔付的义务，那么意味着保荐人将成为第一顺位的责任主体，而在虚假陈述案件中，真正实施违法行为的是发行人，如此一来将变相减轻发行人的责任，降低对发行人的震慑。其次，先行赔付只是一种便利投资者获得损害赔偿的自律性的事后保护措施，并不会取代投资者通过司法途径救济自己的权利，如果将该制度设置为强制义务，可能会导致反客为主。最后，强制性义务将会造成保荐人监督职责的风险被扩大，保荐人可能会通过保险转嫁责任并且提高保荐成本，或者引入新的监督机构加重发行人的证券发行成本，而增加的费用最终还是会转移到投资者身上。

新《证券法》第九十三条规定：“发行人的控股股东、实际控制人、相关的证券公司，可以委托投资者保护机构，就赔偿事宜与投资者达成协议，予以先赔付”。“可以委托”一词说明先行赔付制度只具有指导性和倡导性作用。在欺诈发行、虚假陈述等违法行为造成投资者受损时，违法行为人因侵害投资者的知情权和投资者之间形成侵权法律关系。先行赔付协议的一方为愿意赔付的违法主体，另一方为受损的投资者。双方在自愿平等的基础

上,先行赔付人自愿提前履行侵权责任,通过委托投资者保护机构公告设立赔付基金的行为,可视为要约,投资者通过网上或线下自愿接受专项补偿方案的登记确认行为,可以应视为承诺,从而达成先行赔付协议,将侵权之债变为合同之债(何庆江,2003)。但其他责任主体由于没有参与先行赔付的协商过程,仍然为侵权责任。通常来说,证券市场实施违法行为造成投资者损害,投资者可以通过证券民事诉讼的司法途径获得赔偿,先行赔付是投资者先于民事诉讼获得补偿后,自愿放弃向其他责任主体索赔的权利。先行赔付制度是证券纠纷多元化解决机制之一。

先行赔付制度赋予了责任主体和受损投资者一定的选择权,责任主体可以选择根据司法判决履行连带赔偿责任,也可以选择先行赔付后追偿。对于投资者而言,其可以选择将所有连带责任主体作为被告提起侵权诉讼,也可以与先行赔付主体就赔偿数额、方式达成协议并获得赔付款。由于先行赔付可以避免繁琐、耗时的司法救济,加之专业投资者保护机构的介入,三大成功赔付案件中95%以上的投资者自愿接受先行赔付款,并放弃向其他连带责任主体索赔的权利。因此,先行赔付本质上是一种双方达成一致的和解协议,是有助于避免受损投资者通过司法途径解决证券纠纷的替代性纠纷解决制度。

(二) 先行赔付制度的功能

1. 构成完整的投资者保护体系

新《证券法》的亮点之一是专章规定投资者保护,对投资者进行全方面的保护。其一,证券公司适当性义务和明确的投资者分类构成投资者保护基础制度,对投资者进行事前保护,从而确保投资者购买与其需求及风险承受能力相匹配的证券产品和服务。其二,公开征集投票权和现金股票分配权等投资者权利行使保障制度体现了对投资者的事中保护。其三,先行赔付制度在投资者维权、救济等事后保护中起到“先行”的关键作用(吴弘,2020)。如果先行赔付制度能得到很好的应用,将无需投资者保护机构的深度介入以及提起代表人诉讼,这不仅可以降低社会成本和司法成本,而且有助于投资者及时、充分地获得赔付。《证券法》通过事前、事中、事后规定,构成了完整的投资者保护体系。

2. 充分、及时保护投资者权益

长期以来,我国对于证券市场主体损害投资者权益的重大违法行为主要是通过行政责任和刑事责任进行规制,而民事责任相对缺位(吴维锭,2019)。2002年12月,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》(以下简称《若干规定》),将行政处罚或刑事判决作为证券诉讼的前置程序,其初衷为了解决投资者证明违法行为与损害结果具有因果关系的举证难问题,但却因此变相提高了诉讼门槛,导致只有25.7%的证券违法案件成功起诉,且民事审理的时间平均为13.5个月(黄辉,2019)。前置程序显著提高了投资者的诉讼时间成本,最重要的是,相关责任主体在缴纳巨额罚款或罚金后,可能已无足够的财产赔付给受损的投资者。2015年推行立案登记制改革后虽然取消了证券诉讼前置程序(曹真真和李芊,2017),但仍有许多法院以各种理由不予立案。证券侵权的隐蔽性和专业性不仅使投资者的诉讼成本显著提高,而且一审胜诉率只有30%,二审胜诉率只有3.41%(赵吟,2018),这严重打击了投资者对证券市场的信心。

先行赔付制度有助于避免司法诉讼中繁琐的责任认定和分配程序。在“万福生科案”、“海联讯案”中，投资者无需主动进行司法追究以及举证证明责任主体的违法行为，也不须等待行政处罚的做出，只需通过网上或线下登记确认为适格投资者，全部投资者即可在2个月获得99%的赔付（杜雅文，2013）。以上可见，先行赔付制度可成功破解投资者的“维权难、赔偿难”问题，弥补证券市场纠纷解决机制的缺陷，以充分、及时保护投资者权益。

3. 督促有关责任主体谨慎履职

在严厉打击证券欺诈和虚假陈述等违法行为、提高证券市场违法成本的背景下，先行赔付制度有助于督促相关责任主体勤勉尽职地履行职责。对于发行人而言，当虚假陈述的违法所得不足以支付行政处罚金额以及赔偿投资者时，发行人会权衡利弊，自觉遵守证券市场有关规定，从源头上避免违法行为的发生。对于保荐人、会计师事务所、律师事务所而言，为了避免因发行文件存在虚假陈述而承担连带责任，将采取更严密的措施对发行文件进行审查，谨慎出具相关意见书。作为一种预防措施，先行赔付制度有利于推动证券服务机构和从业人员依法经营，营造诚信的证券市场。

三、先行赔付制度的实践检视

（一）先行赔付制度的适用范围

先行赔付制度可适用于发行人从事欺诈发行、虚假陈述或者其他重大违法行为的案件。欺诈发行、虚假陈述不仅严重影响证券市场稳健运行，而且承担违法责任的主体易于监控，通常具有较为雄厚的经济实力，具有先行赔付的可能性。那么，对于具有隐蔽性的内幕交易、操纵市场的行为是否可以纳入先行赔付适用范围呢？首先，根据《证券法》第五十一条规定，内幕交易、操纵市场的涵盖主体较广，包括可以获取内幕信息的任何知情人，而个人往往不具备大规模赔付能力，且先行赔付处于概括规定的初始建立阶段，加之证券市场尚未有内幕交易、操纵市场行为的先行赔付实践，先行赔付的适用性不强（陈贺鸿，2019）。其次，近年来证券民事赔偿诉讼仅限于虚假陈述案件，而内幕交易与操纵市场的案件并未涉及，原因在于内幕交易、操纵市场对投资者造成的损害认定和赔付金额标准较于虚假陈述更具有技术性和复杂性，在缺乏司法解释具体细化的情况下难以有效解决（沈丽，2010）。最后，先行赔付主体大多是证券市场中拥有持牌资质的、直接受到证监会监督和管理的市场机构，而内幕交易主体却鲜有该资质，主动进行先行赔付的动力不足。因此在短时间内，内幕交易、操纵市场等违法行为适用先行赔付制度的可能性较小。

（二）先行赔付的适用主体

在新《证券法》修订过程中，赔付主体经过多次修改，最终稿以发行人的控股股东、实际控制人、相关证券公司作为先行赔付的主体。原因在于这三类在面临巨大的先行赔付数额时具有较强的经济实力，尤其是证券公司出于维护商誉、减少后续业务影响的考虑，通常具有较强的赔付意愿。《证券法》二审稿删除了投资者保护机构作为先行赔付主体，主要

原因包括：第一，投资者保护机构主体不适格。《证券法》八十五条明确规定，虚假陈述的责任主体为发行人及控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员和其他责任人员以及保荐人、承销的证券公司及直接责任人员，而投资者保护机构未在其中；第二，投资者保护机构设立的基金具有一定的政策性，而先行赔付是解决市场违法行为所造成的损失，投资者保护机构不能为发行人的经营过错买单（张东昌，2015）。此外，《证券法》最终稿还删除了证券服务机构作为先行赔付主体，原因在于律师事务所和会计师事务所在证券市场中获得的收益与承担先行赔付的风险不相匹配，况且其经济实力也难以承担巨额的赔付款。

（三）投资者保护机构在先行赔付中的作用

新《证券法》规定，投资者保护机构可以接受先行赔付主体的委托处理相关赔付事宜。中国证券投资者基金公司和中证中小投资者保护服务中心有限责任公司是我国仅有的两家公益性投资者保护机构，是先行赔付主体和投资者之间的重要枢纽，以服务中小投资者、切实维护中小投资者合法权益为宗旨，不与发行人、中介服务机构存在利益往来，因而能够依据中立原则，组织专业团队开展先行赔付工作。首先，投资者保护机构可以参考《若干规定》的时间节点控制法，以客观公平的标准确定受损投资者的范围和赔付数额，避免漏赔、多赔。其次，投资者保护机构可以通过公告和电话等方式联系受损投资者，及时发放赔付款。最后，投资者保护机构可向投资者提供咨询服务，帮助投资者与相关责任主体进行协商、调解，必要时可支持投资者提起诉讼。为避免两家公益性投资者保护机构之间相互扯皮、推卸责任，可根据其工作性质和定位进行合理分工：中国证券投资者基金公司作为基金管理人，负责对受损投资者范围确定、赔付金额计算等问题进行协调和沟通；中证中小投资者保护服务中心有限责任公司作为基金托管人，负责赔付基金保管和发放；二者统筹协调，保障受损投资者得到及时、充分的赔付。

四、对先行赔付制度未来发展的建议

新《证券法》第九十三条对先行赔付的范围、主体、中介机构、追偿权的问题进行了确认，但对受损投资者是否包括机构投资者和发行人的董事、监事和高级管理人员、一级市场和二级市场的投资者赔付标准是否相同、如何计算赔付金额等实体内容的具体实施细则仍需继续推进，理论界和司法界对此已有了激烈的讨论，笔者将重点放在未来先行赔付程序方面的完善建议。在《证券法》未将先行赔付作为强制性义务的现状下，责任主体是否具有赔付意愿是能否启动先行赔付的第一步，只有责任主体愿意出资设立专项基金，先行赔付才能实际运用到证券市场中。提高责任主体赔付意愿的核心在于激励机制和追偿机制要有助于使责任主体减轻责任并获得强有力的救济手段。下面结合现行法律法规进行分析，以期完善先行赔付制度的配套规定提供参考。

（一）完善先行赔付程序

一是完善投资者实质参与赔付的程序。先行赔付的程序正义在某种程度上影响结果正

义。投资者是先行赔付协议的一方当事人,未来司法解释应详细规定投资者实质参与赔付的程序。先行赔付涉及的投资者众多,赔付协议往往由先行赔付主体单方面提供,未经过双方充分的协商且不允许更改和异议,具有较强的附合性。在“万福生科案”和“海联讯案”中,虽然上市公司保荐人和主要股东在征求专业人士意见并反复论证后,最终的补偿方案比最低赔付方案高出2700多万元,较大程度地保护了投资者利益,但却忽视了受损投资者的实质参与权以及独立第三方机构的监督(陈洁,2015),对补偿方案的科学性、合理性的思考不够谨慎。为此,可以考虑通过召开公正、公平、公开的听证会,以提高投资者的参与程度。在专项补偿方案中加入听证会的时间和内容并予以公告,如果投资者对补偿方案不满意,可以通过事前申请,在听证会上提出自己的主张和解决方案,意见是否采纳以及最终补偿方案的确定,需由独立的投资者保护机构结合专业人士、先行赔付主体、投资者的发言综合考量后再进行抉择。

二是明确赔付投资者的登记确认方式。“万福生科案”中投资者通过网络系统确认专项补偿方案,“海联讯案”取消了网签和解承诺函环节,投资者直接登记确认,“欣泰电气案”设立了投资者赔付热线、邮箱以及现场咨询服务台。在信息繁杂的互联网时代,只有通过便捷有效的方式确保受损投资者知悉补偿方案,才能更好地推动先行赔付工作落地。但即使投资者未在规定的时间内进行登记确认,也可以通过事后申报的方式参与专项基金的分配。

三是完善先行赔付的配套制度。目前先行赔付是采用市场主体主动赔付的自律性措施,在此基础上可以借鉴美国2002年《萨班斯—奥克斯利法案》中“公平基金”措施,以实现市场自律与行政保护的双重保障机制(段丙华,2017)。“公平基金”是美国证券交易委员会把追缴的违法所得、民事罚款、和解金单独设立并保管的一个基金,通过制定补偿分配计划将资金赔付给受损投资者或奖励举报者,“公平基金”本质上属于一种保护投资者的公共补偿手段(郭雳,2018)。随着我国证券执法权力的扩大和执法理念的转变,在重大违法行为案件中,如果没有市场主体愿意主动先行赔付或具有响应赔付能力,证监会应该可以根据案件影响程度和受损投资者范围,将罚款暂存在专门账户并授权投资者保护机构设立独立基金,以发挥公共补偿职能。但鉴于证券投资者保护体系市场化和法治化建设的发展,先行赔付的重心仍应放在如何引导市场主体先行赔付,因此,需尽快出台先行赔付制度配套的法律法规,将该制度落到实处。

(二) 创新先行赔付激励机制

新《证券法》第九十三条确定了以自愿为前提、突出和解性的先行赔付制度,则意味着先行赔付的主体、范围、程序、责任追究等仅具有倡导作用。因此,适用激励机制可以在一定程度上调动责任主体的积极性,将先行赔付制度的倡导性责任转化成主动责任。《行政处罚法》第二十七条^①和证监会发布的《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见(2018修正)》^②中规定的从轻、减轻规则,在三起先行赔付典型案件中都得到了体现。

^①《行政处罚法》第二十七条规定:“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。”

^②《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见(2018修正)》规定:“涉嫌欺诈发行的公司或其控股股东、实际控制人,在受到证监会行政处罚前,按照公开承诺回购或者收购全部新股,赔偿中小投资者经济损失,及时申请其股票退出市场交易的,可以从轻或者减轻处罚。”

在处罚金额上,相比于2013年光大证券内幕交易案5倍的顶格罚款,三起先行赔付典型案例适用了较低的1-2倍罚款。在新《证券法》第一百九十七条将信息披露义务人虚假陈述的罚款上限从六十万元提高到一千万元的背景下,从轻、减轻处罚将能有效促进先行赔付主体的积极性。在机构资质上,“欣泰电气案”和“海联讯案”的保荐人受理业务资格并未被终止,“万福生科案”的保荐人只是被暂停3个月。为了规避被吊销业务许可证和记入证券市场诚信档案的风险,维护市场声誉和形象,避免未来业务受到不利影响,通常情况下保荐人进行先行赔付的意愿较强。

作为保护投资者的救济制度之一,若要充分发挥先行赔付的积极作用,仅依靠从轻、减轻处罚是远远不够的,还需积极探索建立主动赔付的激励机制。《证券法》第一百七十一条^③新增的行政和解条款相比于从轻、减轻规则更具有确定性和激励性。确定性体现在当先行赔付主体向证监会书面申请和承诺赔偿投资者损失时,证监会可以决定中止调查,履行承诺后证监会可以终止调查。通过行政机关明确的执法措施,责任主体与投资者双方通过协商一致达成互惠互利的行政和解,使先行赔付主体对行政处罚内容和结果具有可预测性。激励性在于先行赔付主体行政和解协议履行完毕后,终止调查意味着完全不受处罚。一般情况下,先行赔付主体的动力会因该激励措施而提升,不仅提高了行政执法的效率,而且能及时、有效地弥补投资者的损失,维护证券市场秩序稳定发展,同时也增强了投资者对市场的信心。但是为避免先行赔付主体滥用中止调查程序,行政执法机关应综合考量先行赔付主体的赔付能力、资金情况、赔付时长等因素,在赔付主体未及时履行先行赔付协议时,恢复调查程序并作出相应的处罚。笔者认为,一百七十一条行政和解条款将成为未来以自愿为前提的先行赔付制度能否充分实践的关键之处。

(三) 保障先行赔付主体追偿权

在三个先行赔付典型案例中,上市公司大股东或保荐人分别出资数亿元设立投资者利益补偿专项基金进行先行赔付,如果专项基金使先行赔付主体“兜底”赔付,那么先行赔付主体的部分责任可能会变成全部责任,那么责任的划分将明显不公平。为此,《证券法》第九十三条进行了明确规定,即先由具有过错的责任主体赔付投资者的损失,后向发行人或者其他连带责任人追偿。因此,先行赔付制度功能的有效发挥离不开有效的追偿,具体来说涉及以下几个问题:

1. 责任分配问题

根据《侵权责任法》第十四条第一款规定,连带责任人可以按照各自责任大小确定赔偿额;难以确定责任大小的,平均承担赔偿责任。但是在虚假陈述、欺诈发行等民事诉讼中,由于证券市场的专业性和复杂性,先行赔付人与其他责任主体的过错和原因力大小往往难以确定责任比例,完全依赖于人民法院的自由裁量权(姚一凡,2018)。为激励先行赔付

^③《证券法》第一百七十一条规定:“国务院证券监督管理机构对涉嫌证券违法的单位或者个人进行调查期间,被调查的当事人书面申请,承诺在国务院证券监督管理机构认可的期限内纠正涉嫌违法行为,赔偿有关投资者损失,消除损害或者不良影响的,国务院证券监督管理机构可以决定中止调查。被调查的当事人履行承诺的,国务院证券监督管理机构可以决定终止调查;被调查的当事人未履行承诺或者有国务院规定的其他情形的,应当恢复调查。具体办法由国务院规定。”

制度常态化，人民法院在进行责任划分时应当将先行赔付主体的积极赔付行为、主观善意以及赔付投资人相应损失的客观结果，充分纳入衡量范围，适当减轻先行赔付主体的责任。此外，中介机构的实力悬殊且利润收入相差较大，应谨慎使用平均承担赔偿责任，否则可能会导致一些服务机构所承担的风险和收益不对等。

2. 超额赔偿问题

先行赔付主体基于维护自身的商誉以及赔付对象的范围不同、赔付基准日的不同等原因，可能存在向投资者超额赔付的情形。比如“海联讯案”因股票先跌后涨的趋势，跨期持有股票的投资者获得高于实际亏损金额的赔付款。“欣泰电气案”保荐人兴业证券因自身漏洞，在先行赔偿程序中多支付了2.2亿元的损失额给投资者。对此有学者认为，除非先行赔付主体故意或者重大过失，否则其他责任主体需对超额赔偿款承担连带责任（陈洁，2015）。原因在于先行赔付主体通过给予优惠条件促成其与投资者达成和解，及时解决纠纷，具有一定的激励性。也有学者认为，其他责任主体没有参与先行赔付程序，超额赔偿对其他责任主体不公平。但是其他责任主体可以对超额赔付方案提出抗辩，并不会损害其权利。

笔者认为，司法解释和相关规则需要对损害赔偿的计算方法、合格投资者的标准以及跨期持有等规定进行细化，减少其与先行赔付金额的差距。如果按照裁判最后认定的实际损失来分配责任，则可能会打击先行赔付主体的积极性。《证券法》规定可以委托专业的投资者保护机构就赔偿事宜与投资者达成协议，先行赔付主体承担出资义务，此时即使存在超额赔偿，其他责任主体仍需一起承担连带责任，除非投资者保护机构与先行赔付主体存在故意或重大过失。

3. 民事责任优先性问题

根据《证券法》第二百二十条规定，违法行为人的财产不足以支付民事赔偿责任、缴纳罚款、违法所得的，应优先用于承担民事赔偿，因此先行赔付主体的财产应当优先用于其自身的民事赔偿。问题在于先行赔付主体向其他连带责任主体追偿能否适用该原则。有学者认为，先行赔付主体本身就是责任人，其追偿权不宜优先于其他责任人的行政、刑事处罚（肖宇和黄辉，2019）。但是民事责任优先原则是指当责任主体因同一违法行为承担多种法律责任时，其财产不足以同时支付的，应优先承担民事责任。先行赔付主体向其他责任人进行追偿既是责任内部的分配，也是先行赔付主体取代投资者的地位向其他责任人索赔的权利，其所行使的追偿权也是基于责任人同一欺诈发行、虚假陈述的违法行为。因而，根据“法无明文规定即可为”的原理，不对民事赔偿责任进行区别对待。先行赔付主体的民事追偿可以优于其他责任人的行政或刑事处罚。

（四）确立先行赔付主体代位求偿权

“欣泰电气案”中个别投资者在获得赔付款仍参与到发行人欺诈发行、虚假陈述的民事诉讼，企图获得双重赔付。因此，为防止投资者“双向通吃”引发滥诉的道德风险、发行人逃避责任和减轻投资者负担，应引入保险领域的代位求偿权，这不仅有利于责任的公平分担，也是有效追偿的重要保障。如果投资者选择与先行赔付主体达成协议并获得赔付，则表明其将向责任主体索赔权转让给先行赔付主体，先行赔付主体可在赔付范围内以自己

的名义向其他责任主体提出诉讼,这在很大程度上解决了未参与先行赔付的责任主体对已获得赔付的投资者再次提起诉讼如何抗辩的问题。证券领域的代位求偿权在我国香港《证券及期货条例》已经有了实践,该法第243条规定,投资者从证监会的赔偿基金获得赔付后,须将赔付范围内的一切权利交由证监会代位享有。因此,关于代位求偿权的优先性问题,先行赔付主体的求偿权是对投资者侵权损害赔偿请求权的代位,应在投资者原权利的范畴。

五、结语

先行赔付制度作为证券市场保护投资者的一项创新举措,拥有了赔偿与和解并驾齐驱的功能,不仅及时、充分、便捷弥补投资者的损失,而且符合证券市场资本运转的高效性。因此,先行赔付应当以“自愿为主,行政为辅”的赔付机制为基础,将从从轻、减轻处罚规则和行政和解作为激励机制,并通过有效的追偿机制和明确的代位求偿权制度,协调先行赔付主体、其他责任人、投资者三者之间的关系。但实践中,在强调投资者保护的同时,应注意权衡其与投资者风险自担原则的关系,避免过度的保护导致市场投资的僵化。目前,《证券法》第九十三条已经对先行赔付制度做出了概括性规定,虽然为制度适用提供了法律依据,但若想在适用上更具操作性和优化,还需出台更细化和完善的操作指南,相信在立法保障、违法成本提高、诚信档案的记录以及成功赔付经验的帮助下,先行赔付制度将具有更加广阔的适用空间。

参考文献

- [1] 冯果. 资本市场为谁而存在——关于我国资本市场功能定位的反思[J]. 公民与法, 2013(6).
- [2] 张育军. 投资者保护法律制度研究[M]. 人民法院出版社, 2006.
- [3] 杨城. 论我国虚假陈述民事责任主体的困境与创新[J]. 证券市场导报, 2017(7).
- [4] 何庆江. 论我国证券民事赔偿中的弱者保护——以虚假陈述制度为中心[J]. 政法论丛, 2003(6).
- [5] 吴弘. 新证券法保护投资者理念提升与制度创新[N]. 证券时报, 2020(7).
- [6] 吴维铨. 论中国存托凭证投资者保护机制的完善——从虚假陈述民事责任角度切入[J]. 南方金融, 2019(11).
- [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[J]. 证券法苑, 2019(3).
- [8] 曹真真, 李芊. 论先行赔付制度的构建与完善[J]. 金融理论与实践, 2017(11).
- [9] 赵吟. 证券市场先行赔付的理论疏解与规则进路[J]. 中南大学学报(社会科学版), 2018(3).
- [10] 陈贺鸿. 退市及其投资者权益保护研究——以欣泰电气为例[J]. 金融理论与实践, 2019(6).
- [11] 沈丽. 证券民事赔偿诉讼难的现状及对策[J]. 南方金融, 2010(5).
- [12] 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[J]. 证券市场导报, 2015(2).
- [13] 陈洁. 证券市场先期赔付制度的引入及适用[J]. 法律适用, 2015(8).
- [14] 段丙华. 先行赔付证券投资者的法律逻辑及其制度实现[J]. 证券市场导报, 2017(8).
- [15] 郭雳. 证券执法中的公共补偿——美国公平基金制度的探析与借鉴[J]. 清华法学, 2018(6).
- [16] 姚一凡. 保荐人先行赔付制度的解读与反思[J]. 金融法苑, 2018(1).
- [17] 肖宇, 黄辉. 证券市场先行赔付: 法理辨析与制度构建[J]. 法学, 2019(8).

(编辑: 李锋森)