

# 投资者多元化救济体系问题探析

## ——以《证券法》第九十三条先行赔付制度为视角

何 演

华东政法大学, 国际金融法律学院, 上海

收稿日期: 2022年6月21日; 录用日期: 2022年8月23日; 发布日期: 2022年8月30日

---

### 摘 要

强化投资者保护可谓新《证券法》的重要修订内容。为了拓宽投资者民事救济渠道以保护中小投资者权益, 曾在实践中操作的先行赔付通过《证券法》第九十三条在法律层面上得以明确。然而, 推动先行赔付发挥积极功能, 需要构建激励机制。借鉴于证券市场实践, 先行赔付与行政和解的制度衔接以及先行赔付主体向其他责任主体追偿预期性的提高有利于激励责任主体进行先行赔付。对于受损投资者, 参与赔付方案拟定程序以及通过投资者保护机构保障赔付则是提高其接受先行赔付协议意愿的关键。

### 关键词

先行赔付, 行政和解, 投资者保护机构

---

# A Probe into the Problem of the Diversified Relief System for Investors

## —From the Perspective of the Advance Compensation System in Article 93 of the *Securities Law*

Yan He

International Financial Law School, East China University of Political Science and Law, Shanghai

Received: Jun. 21<sup>st</sup>, 2022; accepted: Aug. 23<sup>rd</sup>, 2022; published: Aug. 30<sup>th</sup>, 2022

---

### Abstract

The strengthening of investor protection is one of the important revisions in the new Securities Law. To broaden the civil remedy channel for investors and protect the rights and interests of in-

vestors, Advance Compensation System is clarified from the legal level through Article 93 of the Securities Law of the People's Republic of China. However, in order to promote the Advance Compensation System to play a positive role, it is necessary to set up an incentive mechanism. Referring to the practice of the securities market, the connection between the advance compensation and the administrative settlement system, and the increase of the anticipatory recovery by the advance compensation body will help to encourage the responsibility body to conduct the advance payment. For injured investors, participation in the compensation planning process and the protection of compensation through an investor protection agency are key to increasing their willingness to accept the upfront settlement.

## Keywords

Advance Compensation, Administrative Reconciliation, Investor Protection Institutions

Copyright © 2022 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

## 1. 引言

2020年3月1日,新《证券法》施行,此次修订包括推行证券发行注册制、完善信息披露与交易等多项内容,完善证券市场基础法律制度。加强投资者保护,是《证券法》修订的根本宗旨,在此导向下,《证券法》通过设立“投资者保护”专章,从事先、事中、事后三个环节保护投资者权益,初步构建起证券市场投资者保护制度。无救济即无权利,当投资者因证券违法行为蒙受损失时,权利救济渠道是投资者事后保护环节的重要内容。因此,在《证券法》投资者保护专章中,第九十三到九十五条分别明确先行赔付制度、证券调解制度及证券集体诉讼制度,以“诉讼+非诉”的多元化纠纷解决机制完善证券民事救济渠道。其中,第九十三条通过法律层面确立证券领域先行赔付制度,是投资者权益保护的亮点。

## 2. 《证券法》视域下的先行赔付制度

### 2.1. 先行赔付制度的内涵

在《证券法》意义上的先行赔付,是指当虚假陈述等证券违法行为侵害投资者权益并给投资者造成损失时,侵权责任主体在行政处罚、司法裁判做出前与受损投资者达成协议予以赔付,实际上是将先行赔付主体的侵权之债转化为合同之债[1],基于当事人之间的协议先行垫资向受损投资者承担赔偿责任,并在赔付后向其他责任人追偿的制度。

本质上,先行赔付属于民事和解,是当事人通过自愿签订和解协议解决矛盾纠纷的非诉讼替代性纠纷解决方式。鉴于民事和解性质,先行赔付是自愿而非强制性的。但《证券法》第九十三条具有在立法上确立证券市场先行赔付制度的意义,对先行赔付的推广与实施具有鼓励、倡导的作用。在具体内容上,《证券法》第九十三条并未在先行赔付具体制度设计上着墨太多。其一,从适用情况上看,当欺诈发行、虚假陈述等重大违法行为发生,且因此让投资者蒙受损失时,证券先行赔付制度则可以适用。从条文内容看,条款列举了证券欺诈、虚假陈述两类损害投资者利益的典型证券违法行为,并将其他违法行为限定于“重大性”,采用“列举典型情形+兜底”的方式确认先行赔付制度的触发条件。其二,《证券法》举例“发行人的控股股东、实际控制人、相关的证券公司”可作为先行赔付主体,且相关主体可以委托投资者保护机构与投资者达成协议。其三,鉴于“先行”有提前、替代之意[2],先行赔付主体所赔付的

金额可能超过法律要求的责任承担范围,《证券法》亦明确先行赔付主体在赔付后可以依法享有向发行人和其他的连带责任人追偿的权利。

## 2.2. 先行赔付制度的功能

对于因证券违法行为而利益受损的投资者而言,证券民事赔偿制度为投资者权益保护提供了法律救济。然而,证券民事诉讼复杂的前置程序、冗长的诉讼过程以及获得胜诉判决后执行面临的困难成为投资者维护权益的障碍[3]。有学者曾经对 2002 年至 2011 年的证券虚假陈述民事诉讼进行分析,实证研究表明,符合前置条件要求的可诉案件有 253 个,但已诉案件仅占 25.7%,只有 65 个,诉讼提起率低[4]。在多元化纠纷解决机制改革背景下,早在《证券法》修订以前,证券市场已开始证券民事赔偿中采用先行赔付的方式解决纠纷。相较于民事诉讼而言,先行赔付具有明显优势。根据中国证券投资者保护基金有限责任公司(下称“**投保基金公司**”)的官网信息,2013 年以来,投保基金公司建立的先行赔付线上系统,合计支付的补偿金占赔付总金额的 99%以上,约 5.09 亿元,平均仅用两个月的时间完成赔付。虽然先行赔付也需为赔付方案的商讨与酝酿花费时间,但先行赔付整体较短的赔付期与较高的赔付率,切实、及时地解决在证券违法案件中的民事赔偿问题,具有保护投资者权益的功能。

## 2.3. 问题的提出

修订后的《证券法》大幅提高对证券违法行为的处罚力度,从证监会通报的案件办理情况来看,2021 年全年办理的 609 起案件中,虚假陈述案件数量为 163 起,重大欺诈、造假行为时有发生。虚假陈述等案件或涉及高额的赔偿和存在漫长的执法周期,不利于受损投资者及时、充分获得赔付。然而,先行赔付制度通过《证券法》确立已两年有余,在虚假陈述等案件中却并未得到广泛运用。虽然《证券法》第九十三条对先行赔偿制度仅作原则性规定对制度推行有一定影响,但笔者认为,《证券法》无需、不应也难以对先行赔付做出详细的制度内容设计。一方面,鉴于先行赔付的自愿性,《证券法》第九十三条列举适用范围、适用对象,属于举例而非限制。例如,对于发行人等侵权责任主体在《证券法》第九十三条并未列举的情况下能否作为先行赔付主体的问题,实践中可以根据先行赔付意愿、能力等个案具体情况进行分析,列举本身并不能对实践产生限制。另一方面,先行赔付作为《证券法》中具有创新性的制度安排,在损失填补原则等民事赔偿基本原则及相关法律规则可解决先行赔付协议制定与履行等一般性问题的情况下,《证券法》第九十三条的原则性规定实际上为先行赔付制度通过证券市场的实践不断检验与完善保留一定制度空间。

然而,法律的生命在于实施,作为自愿性安排的先行赔付制度需要在证券市场上得到应用,以达到《证券法》第九十三条的倡导目的,发挥先行赔付制度的功能。笔者认为,证券市场先行赔付制度功能的发挥、制度推行的关键在于对违法责任主体与受损投资者提供充分的激励,促使其达成先行赔付协议。基于此,本文将在后续部分,通过对证券市场先行赔付制度实践历程的回顾与借鉴,探索当前《证券法》实施背景下先行赔付制度落地推行的激励机制。

# 3. 中国境内证券市场的先行赔付实践探析

## 3.1. 以保荐人为中心的先行赔付制度

早在 2013 年 12 月的《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,国务院办公厅便提出健全中小投资者赔偿机制,其中包括督促违规或是涉案主体对受损投资者主动赔偿。2015 年 4 月,在先行赔付制度现于《证券法》修订草案后,证监会也在 2015 年末于《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》中提出“建立保荐人先行赔付制度”。在上述政策的指引下,同时也为进一步细化

保荐人赔付要求，证监会于《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》(下称“**准则1号**”)中对保荐人先行赔付作细化规定，要求保荐人于《招股说明书》扉页中载有先行赔付声明或承诺。在并无上位法规制的情况下，准则1号不足以对保荐人施加法定义务，保荐人有权利选择是否应监管部门要求载有先行赔付声明或承诺。但如相关部门未作解答，保荐人所出具的未载有先行赔付声明或承诺的招股说明书将面临监管风险[5]。而如果保荐人做出声明或承诺，则实质上是做出附条件的单方法律行为，在证券欺诈发行等情形给投资者造成损失时，则应当依据先前承诺承担向受损投资者赔偿损失的义务[6]。

在《证券法》实施以前，准则1号在监管层面以明文形式要求保荐人声明或承诺先行赔付，是境内证券市场先行赔付制度的初步探索。保荐人作为中国证监会在本世纪重新塑造的角色，在公司上市中承担着搜集分散公司信息、同时对信息真实性予以担保的功能，实际上是替代了上个世纪地方政府的作用[7]。面对证券重大违法行为对投资者造成损失，而投资者通过民事诉讼维权相对困难的情况，为维护投资者利益、落实保荐人责任与维护证券市场安定，被期望发挥看门人作用、具有赔付能力的保荐人成为证券市场先行赔付制度的中心主体。

### 3.2. 先行赔付案例实践情况及其评析

实践中，自2013年始，在证券违法案件中采用先行赔偿方式解决矛盾纠纷的万福生科案、海联讯案及欣泰电气案也相继发生，相关案例在实践中展现的情况，在一定程度上为先行赔付制度激励机制设计与先行赔付制度的完善落实提供参考经验。

#### 3.2.1. 先行赔付实践之借鉴

在三起案例中，万福生科案、欣泰电气案由保荐人作为先行赔付主体。在万福生科案中，证监会的行政处罚决定书虽然否定部分责任人的申辩意见，但亦提及处理结果已充分考虑各当事人违法行为的事实，并将违法主体主动消除、减轻违法行为的危害后果纳入处罚考虑之中。此外，海联讯案中，在证监会对相关责任人员做出处罚决定和市场禁入决定以前，有充分考虑由保荐代表人提议并推动、海联讯股东出资设立的先行赔付专项补偿基金对中小投资者经济损失的赔偿情况。如果主动消除或者减轻违法行为危害后果能成为从轻或减轻行政处罚考量因素之一，那么先行赔付主体通过对投资者先行赔付实现行政处罚责任从轻、减轻的效果将提高责任主体的先行赔付意愿。

而对于投资者来说，三起先行赔付案例实践均通过设立专项补偿基金、委托投保基金公司作为基金管理人的方式进行赔付，投保基金公司作为中立第三方负责基金的运作，为赔付落实提供保障。在投保基金公司的加入下，万福生科案和海联讯案仅用2个月完成赔付，而在行政处罚后启动赔付的欣泰电气案实际赔付也仅耗时4个月，赔付效率高。此外，上述三起先行赔付案例实际赔付人数和实际赔付金额均占总额95%以上，赔付切实、充分。在投保基金公司对专项补偿基金的管理与运作下，先行赔付发挥了在民事赔偿中高效率、低成本的功能。

#### 3.2.2. 先行赔付实践之反思

可能面临的后续追偿风险将抑制责任主体对投资者先行赔付的意愿。且不说此前先行赔付尚未确定追偿权，即便明确追偿权，后续追偿的诉讼也存在困难。证券违法案件民事赔偿问题涉及侵权责任主体与受损投资者之间、相关责任主体之间的法律纠纷。如果先行赔付主体在承担责任后，对其他责任主体的追偿未能充分实现，就会在事实上加重先行赔付主体的责任，在保护投资者利益的同时却对先行赔付主体造成不公。

而对于投资者而言，此前三个实践案例中并未体现投资者对赔付方案制定程序的参与，先行赔付方

案由先行赔付主体单方制定，赔付方案的透明性与公正性都受到质疑[8]。倘若先行赔付方案仅由先行赔付主体一方制定并提供，即使有财务、法律等专家提供建议，也因缺少核心利益主体参与和监督而具有制定程序的不足。虽然投资者可以选择不接受赔付方案并另行寻求其他救济方式，但这将与先行赔付主体的目的背道而驰，也难以发挥先行赔付的积极作用。因而，如先行赔付方案制定程序上的“正义”无法保证，实为“和解”却无合意的体现，将可能降低投资者接受先行赔付方案解决纠纷的意愿，抑制先行赔付制度的推行。

总体而言，在《证券法》第九十三条明确证券市场先行赔付制度以前，准则 1 号要求保荐人做出先行赔付声明或承诺与证券市场三个先行赔付案例的探索中，先行赔付主体可能减轻的行政处罚、投资者通过先行赔付获得赔偿的效率与保障，都激励先行赔付制度的推行；但先行赔付主体后续对其他责任主体追偿风险以及投资者先行赔付方案制定程序参与度的不足将影响相关主体达成先行赔付协议的意愿。

## 4. 探寻先行赔付激励机制

### 4.1. 对违法责任主体的激励

#### 4.1.1. 衔接先行赔付与行政和解制度

畅通的权利救济渠道是受损投资者获得民事赔偿的关键，而制度之间的协调衔接有利于进一步发挥制度的效用。当事人主动消除或者减轻违法行为危害后果的情节，是《行政处罚法》依法从轻或者减轻行政处罚的考量因素。在前文所提及的先行赔付案例实践中，证监会也是在考量保荐人、相关股东等责任主体设立专项补偿基金、赔偿受损投资者等事实后作出行政处罚。

在证券市场中，2015 年，证监会曾发布的《行政和解试点实施办法》(已失效)第六条也提出愿意采取有效的措施补偿因违法行为而蒙受损失的投资者这一情形，可以作为对虚假陈述等证券违法案件的行政相对人考虑适用行政和解程序。而《证券法》则在第一百七十一条为行政和解进一步提供合法性基础，其中“赔偿有关投资者损失，消除损害或者不良影响”被明确可以作为中止、终止调查的理由。基于此，有学者提出中国证监会未来可以把违法行为人采取先行赔付等有效措施、切实填补或者减少投资者损失情形确定为应当减轻或免除其行政法律责任的法定事由[9]。笔者认为，虽然先行赔付协议由平等主体达成，但是否进行先行赔付，第一步由责任主体跨出。而提高证券违法案件责任主体先行赔付的意愿，《证券法》先行赔付与行政和解之间的制度衔接尤为重要。

其一，促使受损投资者有效、高效得到损失补偿是证券行政和解的条件，而先行赔付制度则为受损投资者提供相对于诉讼而言高效率、低成本获得赔付的方式，先行赔付与行政和解都具有保护投资者利益、切实解决投资者获赔难问题的共同目标。其二，先行赔付成为行政和解考虑因素具有法律基础。《行政处罚法》列举行政责任从轻、减轻处罚的情形，而在《证券法》第一百七十一条的规定下，责任主体赔偿投资者损失也可能实现证监会中止、终止调查的结果，先行赔付与行政和解的制度联动具有法律依据。其三，在赔付结束后，相较于《行政处罚法》从轻、减轻行政处罚规则尺度不一、具有自由裁量空间，行政和解中止、终止调查的结果对于先行赔付主体而言也更具有可预期性，对赔付主体更具有激励作用。基于此，从体系上看，先行赔付与行政和解制度的衔接符合二者的制度目的，也具有法律依据。由于行政和解能达到终止调查不做处罚的程度，在证券市场实践中，证监会适用行政和解的案例屈指可数。由此看来，在立法与执法层面上进一步明确证监会在考虑先行赔付情节后适用行政和解做出调查中止、终止的决定，于行政和解与先行赔付制度实施都有必要性。

#### 4.1.2. 明确先行赔付主体追偿标准

先行赔付主体在做出赔付后，可以依法向发行人和其他连带责任人追偿的权利，在《证券法》第九

十三条也得到明确。但是，由于其他责任主体并未参与先行赔付协议的协商过程，可能对赔付范围、赔付金额等产生异议，这将为先行赔付主体追偿造成阻碍。因此，要保障先行赔付主体的追偿权，主要在于通过法律及相关司法解释明确当先行赔付对投资者的赔偿超出司法裁判所要求的赔偿时，先行赔付主体的追偿范围应当适用何等标准，由此提高先行赔付主体对追偿风险的心理预期。当前，《民法典》《证券法》等法律法规，以及《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》和相关示范案例也已成为虚假陈述等证券违法案件损失认定、责任分配提供参考标准，笔者认为，如先行赔付方案的赔付计算具有充分的法律依据，赔付范围、赔付数额并无明显不合理的，其他责任人可以按照先行赔付的实际赔付金额承担相应责任。

## 4.2. 对受损投资者的激励

### 4.2.1. 提高投资者对先行赔付方案拟定程序的参与度

诚然，在证券违法案件中，受损投资者众多，且赔付金额的制定涉及法律、金融等专业内容，为实现先行赔付制度高效率、低成本的功能，先行赔付方案制定的程序不宜过于复杂。但是，投资者能最直接地保护自身权益，保障先行赔付方案制订程序的正义有利于提高投资者接受先行赔付方案的意愿和信心，从而激励先行赔付制度的运用。因此，对于涉及先行赔付损失认定规则、赔付方式、赔付周期等重要内容，可以通过征集投资者意见、举行听证等方式让投资者参与到先行赔付协议拟定程序中。

### 4.2.2. 发挥投资者保护机构的作用

此前证券市场三个先行赔付实例，均是委托投保基金公司担任先行赔付专项补偿基金的基金管理人，坚持公益性、中立性管理和运作基金的投保基金公司，有足够的经验和独立的地位保障投资者权益保护与纠纷解决的双重目标实现。当前，投保基金公司、投服中心和证券调解中心作为投资者事后环节权益保护的重要角色，以服务投资者、保护投资者合法权益为宗旨参与到证券市场多元化纠纷解决中。在实践的验证下，《证券法》先行赔付条款中明确投资者保护机构可以接受先行赔付主体的委托，与投资者达成先行赔付协议，为投资者保护机构参与先行赔付程序提供法律依据。因此，无论在法律基础还是实践经验上，以投保基金公司为代表的投资者保护机构都有充分的依据接受先行赔付主体委托，在先行赔付中成为连接先行赔付主体和投资者之间枢纽。基于此，笔者认为，应当鼓励赔付主体通过设立专项补偿基金的方法对受损投资者进行赔付，委托投保基金公司独立、公正地参与先行赔付协议制定以及负责专项补偿基金运作、管理，为受损投资者得到有效、高效的赔付提供保障与信心。此外，还可以探索由投服中心等投资者保护机构监督基金管理人与结算、当先行赔付协议未能履行时及时提供其他纠纷解决方式等，多方面、多方位发挥在先行赔付中投资者保护机构的作用。

## 5. 结语

诚如法谚所言：“救济走在权利之前，无救济即无权利。”保护中小投资者利益，需要完善多元化争议解决方式以拓宽投资者民事救济渠道。除集体代表诉讼外，在司法实践层面上最新的《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》也废除了长期存在的前置程序，在制度层面上保障投资者诉权与权利实现。而在非诉讼纠纷解决方式层面上，《证券法》也授权投资者保护机构接受调解、规定投资者提出调解请求时证券公司不得拒绝等内容促进证券调解的运用。而本质上为当事人之间通过和解解决纠纷的先行赔付制度在证券市场上也正不断探索，如何激励先行赔付制度落实与推广是需要回应的现实问题。本文在结合此前证券市场上监管规则与案例实践呈现的情况后，认为先行赔付制度推行的激励机制可从赔付主体和受损投资者二者角度着手。对于先行赔付主体需要明确先行赔付的积极效果、降低先行赔付主体事后向其他责任主体追偿可能面对的风险；而对于投资者而言，应当提

高投资者对先行赔付协议制定的参与度，此外，投保基金公司可以结合此前在先行赔付实践中累积的经验，在先行赔付制度推广中继续发挥作用。

### 参考文献

- [1] 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): 160-172.
- [2] 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): 4-12+18.
- [3] 岳冰. 证券欺诈民事救济的困境与出路[J]. 河南财经政法大学学报, 2016, 31(1): 102-111.
- [4] 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, 2013, 9(2): 967-995.
- [5] 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): 70-78.
- [6] 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): 62-72.
- [7] 沈朝晖. 监管的市场分权理论与演化中的行政治理从中国证监会与保荐人的法律关系切入[J]. 中外法学, 2011, 23(4): 849-869.
- [8] 田春雷, 朱珊珊. 论证券市场先行赔付法律制度的完善[J]. 证券法律评论, 2018(0): 368-376.
- [9] 汤欣. 证券投资者保护新规中的先行赔付[J]. 中国金融, 2020(8): 38-40.