

证券市场先行赔付制度的现存问题与完善研究

向紫新

湖北大学法学院, 湖北 武汉

收稿日期: 2025年9月15日; 录用日期: 2025年9月25日; 发布日期: 2025年10月17日

摘要

在资本市场中,对投资者利益的保护始终是市场改革和创新的出发点与最终目标。先行赔付制度的设立,可以弥补证券民事赔偿救济措施时间长、赔付率低等弊端,高效快速地将损失进行填补。这一制度的确立,表明我国投资者保护制度也在进步。但是,现阶段该制度的规定过于原则性,存在着适用难的问题。分析证券市场现存的适用问题,探究先行赔付规则的完善进路,有助于先行赔付制度更好地落地实施。

关键词

先行赔付, 投资者保护, 证券违法行为

Research on the Existing Problems and Improvement of the Advance Compensation System in the Securities Market

Zixin Xiang

School of Law, Hubei University, Wuhan Hubei

Received: Sep. 15th, 2025; accepted: Sep. 25th, 2025; published: Oct. 17th, 2025

Abstract

In the capital market, protecting the interests of investors has always been the starting point and ultimate goal of market reform and innovation. The establishment of the advance compensation system can make up for the drawbacks of the long duration and low compensation rate of civil compensation and relief measures for securities, and efficiently and quickly fill the losses. The establishment of this system indicates that China's investor protection system is also making progress. However, at the present stage, the regulations of this system are too principle-based and there is a problem of difficulty in application. Analyzing the existing applicable problems in the securities

market and exploring the improvement approach of the advance compensation rule will help the advance compensation system to be better implemented.

Keywords

Advance Compensation, Investor Protection, Securities Illegal Acts

Copyright © 2025 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

先行赔付制度可以保障投资者权益、维护证券市场稳定等。在证券市场领域，万福生科案第一次先行进行了赔付，从而引发了学界对该制度的探讨。先行赔付制度作为投资者保护的一项重要制度创新，于2019年正式在法律层面确立。《证券法》中规定了对赔付的条件、主体、方式等方面，但还存在问题需要明确和细化。因而有必要对证券先行赔付制度进行全面系统地研究，分析该制度存在的不足，提出完善建议，以更好地实现保护投资者。

2. 证券市场先行赔付制度的价值

先行赔付制度是指证券市场发生欺诈发行、虚假陈述等案件时，在对市场主体做出行政处罚、司法裁判之前，由违法行为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赔偿，然后再由其向未赔付的其他责任人追偿的一种措施。《证券法》在投资者保护一章中规定了先行赔付制度¹，这是为了使众多受损的投资者得到及时、高效且充分的赔偿，这正体现了证券法的核心精神，即保护投资者。

(一) 维护证券投资者利益

与证券民事赔偿诉讼相比，及时赔偿投资者损失先行赔付制度的最大优势。先行赔付制度可以避免因责任人之间的相互推诿和求偿程序复杂而导致投资者求偿无门[1]。因程序冗长等原因，现行的证券民事赔偿制度并未在实际运行中取得良好的效果。程序冗长带来高额的诉讼成本，减少了投资者所能获得的诉讼效益，从而也导致投资者的起诉意愿不足。先行赔付制度的出现，带来了一种新的解决方式，由赔付主体与投资者对于赔偿事宜进行协商，最终达成协议。在这种情况下，投资者可以尽快获得赔偿，减少维权成本的花费。

除此以外，先行赔付更能体现对弱者的保护。作为一个并不公平的地方，证券市场里极易形成优势方与弱势方，优势方极易因其有利地位而侵害弱势方利益，从而造成市场参与主体之间的利益失衡。而处于弱势地位的中小投资者往往维权无门，权益得不到保护。先行赔付制度的出现，使得弱势的中小投资者可以直接与先行赔付人沟通，并直接获得赔偿，这是对中小投资者的倾斜性保护。

(二) 帮助证券市场快速稳定

先行赔付制度的另一作用在于助力证券市场快速恢复稳定。证券市场与投资者息息相关，当证券市场有欺诈行为等情况出现时，就会引发价格风险，投资者会陷入恐慌和的情绪。而这种情绪极易被传递，从而导致证券市场的秩序遭到严重破坏。更有甚者，社会秩序也会陷入混乱。先行赔付制度可以避免司

¹ 《证券法》第93条：“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、相关的证券公司可以委托投资者保护机构，就赔偿事宜与受到损失的投资者达成协议，予以先行赔付。先行赔付后，可以依法向发行人以及其他连带责任人追偿”。

法诉讼中繁琐的责任认定和分配程序,在更短的时间内稳定投资者,从而稳定证券市场[2]。此外,先行赔付制度是由赔付主体赔付后,再向其他连带责任主体追偿,这就将证券市场中违法行为所带来的影响限制在了各连带责任主体之间,而没有波及整个证券市场。这有利于平缓投资者的情绪,增强投资者的投资信心,帮助证券市场快速恢复秩序。

3. 我国证券市场先行赔付制度的现存问题

(一) 赔付对象存在争议

明确先行赔付的对象,能够发挥先行赔付制度的价值。从现有的立法来看,未对受损投资者进行划分,在证券违法案件中受到损失的投资者都属于赔付对象。但是实践中,存在着一个争议问题,是否应当着重保护个人投资者。

有学者认为,赔付对象的认定,是对损害事实和侵权行为的因果关系认定。在根据关键的时间节点进行判断后,不应再采取差异化的救济方式,否则将与民法中的平等与公平原则背道而驰[3]。还有学者认为,当证券公司资金不足以覆盖全部类型的投资者时,应当遵循证券法规定以及个人投资者倾斜性保护理念,对处于弱势地位的中小投资者进行倾斜性保护,而排除具有优势地位的机构投资者[4]。证券市场的个人投资者与机构投资者相比,接收信息的渠道少,分析信息的能力弱,对信息的了解不够充分,经济也处于弱势地位,往往成为证券违法案件中的受损害者。因此,着重保护个人投资者能够保证实质公正。

将专业的机构投资者直接列为适格受损投资者并不妥当,但将其完全排除先行赔付对象范围之外更是对证券市场秩序的巨大破坏,所以,如何合理界定专业投资者值得思考。专业投资者素质高、经验丰富和能力强,因此应当对他们有更高的要求。例如,在责任的认定上,可与过错推定的规则相结合,为专业投资者设定合理注意义务。当专业投资者因为自身疏忽而未注意到该注意的事项,导致自身受到损失,为保证结果的合理公正,应让专业投资者也承担一部分责任。

(二) 赔付主体范围小

《证券法》第九十三条列举的先行赔付主体包括发行人的股东、实际控制人以及相关的证券公司,但这些主体规定并不全面。以下两类也需要相关规定:一类是董事、监事和其他高级管理人员。新《证券法》明确规定了发行人的控股股东、实际控制人为赔付主体,但并没有提及董事、监事及高级管理人员,这类人的职务具有特殊性,很容易在证券交易中出现道德风险,损害投资者的利益,由此也可能成为证券违法案件中承担连带责任的主体。另一类是第三方服务机构。包括律师事务所和会计师事务所在内的第三方服务机构,对证券市场存在着较大的影响。不将这些服务机构列为先行赔付的主体,可能会导致这些服务机构压力不足,审查不到位,造成证券交易危机。这与其强化监督发行人的义务政策背道而驰。

(三) 先行赔付资金来源不足

充足的资金是先行赔付制度得以开展的前提。从现有案例可知,不管是最早的万福生科案,还是最新的紫晶存储案,需要赔付给受损投资者的资金都不是一笔小数目。庞大的赔偿数额需要充足的资金作为支撑,而我国先行赔付资金的来源渠道则较为单一。与美国的公平基金相比,我国证券市场专门用于先行赔付的资金来源渠道不足,主要是由先行赔付主体以其自有资金主动出资而成。万福生科案筹集3亿元,由保荐机构承担²;海联讯案筹集2亿,由四大股东出资³;欣泰电气案出资5.5亿,由保荐机构

²中国证券监督管理委员会.万福生科案:试水先行赔付 投资者主动维权.(2015-08-03).

<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100211/c1452059/content.shtml>

³澎湃新闻.首例股东主动出资补偿案:海联讯四股东2亿兜底虚假陈述[EB/OL].(2014-07-21).

https://m.thepaper.cn/newsDetail_forward_1257111

承担⁴；紫晶存储案赔付10亿，由保荐机构并三个中介机构出资⁵。当责任人难以以自己的经济实力设立专项补偿基金，先行赔付制度就将被束之高阁，再没有应用的空间。即便资本雄厚，责任人一直先行赔付也是困难的一件事。因此，拓宽先行赔付的资金来源，增加专项基金的金额是我们需要努力做到的。

(四) 先行赔付主体的赔付动力不足

1) 激励机制立法缺位

先行赔付因本身属于民事私力救济的范畴，其启动以及后期履行效果同相关责任主体的赔付主观意愿直接挂钩^[5]。而激励机制是影响责任主体主观意愿的关键因素。在相关责任主体拒绝先行赔付或者欠缺赔付能力时，如果缺少足够的制度激励来发挥必要的“刚性”约束，“非强制性”先行赔付的局限性将暴露无遗。虽然先行赔付可以减少对赔付主体信誉的影响，但其激励作用并不足^[6]。在过往的赔付案例中，希望通过赔偿受损投资者，从而获得行政处罚从轻减轻是赔付主体作出赔付行为的出发点。

但目前的制度设计中，先行赔付与行政处罚之间并无直接的衔接和协调机制，这导致赔付主体在履行赔付义务后并不能获得相应减轻行政处罚的积极效果，尤其在涉及大规模投资者损失的案件中，赔付主体往往承担较大的经济压力。在缺乏充分监督和正向激励的情况下，部分主体可能延迟履行赔付义务或采取规避策略，以减轻自身财务负担。此类行为不仅增加了道德风险，也提高了投资者维权的难度与时间成本，损害了先行赔付制度的公信力与实施效果，最终不利于投资者权益保护目标的实现。

2) 赔付主体难以追偿

先行赔付主体能否实现追偿权是该制度是否能被广泛适用的关键问题。而赔付主体需要实现追偿权，存在着两个需要解决的问题，一个是追偿权的依据，另一个是追偿权的实际执行。

根据《证券法》第九十三条、《证券法》第八十五条和《民法典》第一百七十八条规定可知，先行赔付主体可在先行赔付之后，向其他的连带责任人主张自己应承担的份额之外的部分，但具体的责任划分需要个案分析。而先行赔付制度，是在案件审理前，赔付协议就已经达成。此时，赔付协议的赔偿金额并不是由法院认定的，甚至可能相去甚远。且赔付主体为了恢复声誉、获得监管机构“轻判”，可能赔付超出投资者实际损失的金额。在这种情况下，其他责任主体为了自己的利益，可能不认可商定的赔偿金额，否认自己与先行赔付的相关性，认为赔付协议本质是和解协议，效力仅及于协议双方主体。因此，如何确定赔付主体行使追偿权的依据是一个重要问题。若赔付主体无法收回不应承担的份额，该主体的应急压力不必说，后续主体的赔付积极性也会受到重创。

此外，即使已经有了追偿依据，赔付主体向其他责任主体追偿时，仍有可能得不到应得到的份额，因为追偿的实现与众多因素相关，尤其是偿付能力。因此，赔付主体会面临追偿不能的巨大风险。化解这一风险，解决先行赔付主体的后顾之忧，才能使先行赔付制度更好地发挥其作用。

4. 我国证券市场先行赔付制度的完善措施

(一) 明确先行赔付的对象

合理的赔付对象的范围能够发挥先行赔付制度的功能。2017年发布的《证券投资者适当性管理办法》将投资者分成了普通投资者和专业投资者两类，《证券法》规定证券公司需对遭受欺诈或误导的普通投资者承担过错推定责任。据此可得，给予普通投资者更偏向性的保护是我国支持的。对赔偿进行区分，是实质正义的要求。明确先行赔付的对象，可以从以下几个步骤入手：首先，前提性的要求是，投资者所受损失需与证券市场欺诈发行、虚假陈述等违法原因相关。证券市场是一个波动性的市场，投资者对

⁴中国证券投资者保护基金投资者有限责任公司. 兴业证券股份有限公司关于设立欣泰电气欺诈发行先行赔付专项基金的公告[EB/OL]. (2017-06-09). <https://www.sipf.com.cn/investor/notice32.html>

⁵澎湃新闻. 紫晶存储欺诈发行案调查终结：4家中介机构交齐12亿承诺金，证监会终止调查[EB/OL]. (2024-09-03). https://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_28603828

盈利或亏损都应有相应准备，与证券市场欺诈发行、虚假陈述等违法原因无因果关系的损失自然不在先行赔付之列。其次，应对普通投资者与专业投资者进行区分。结合实践中可知，专业投资者有着更专业的素养和更强的能力，因此对证券交易的合适时机具有更准确的判断，因此，可以用“时间点”来判断投资者的身份。例如，将虚假陈述的实施、揭露和更正日作为重要时点来进行判断^[7]。最后，是对专业投资者身份的认定。专业投资者所谓证券市场的重要组成部分，因其专业知识与经济实力排除先行赔付的范围，是不公平，不可取的。但其对信息的掌握导致不能直接认定其属于善意者。因此，可从反面角度出发，证明专业投资者对赔付主体的上市后的虚假陈述或内幕交易等违法行为并不知情。

（二）扩大先行赔付的主体范围

根据《证券法》第九十三条的表述，可知先行赔付制度是倡议型的规定，先行赔付主体的行为是“可以”而非“应当”，这表明先行赔付更多依赖赔付主体的自愿。因此，先行赔付的主体越多，越有利于投资者及时获得赔偿。有学者认为，赔付主体范围大可能导致主体之间相互推诿，应当限缩。但相互推诿与范围大小并无直接关系，而是由人的本性所决定。基于先行赔付制度任意性的特征，现有的先行赔付主体范围较小，应对其进行拓展。

在实践中，受损投资人往往只将发行人和公司列为被告，而其他有责任的主体例如证券中介机构往往被忽略，这就使得相关中介机构或证券公司不去承担责任。与此同时，先行赔付主体过少，容易压力过重，导致赔付意愿降低。扩大先行赔付主体范围，可以将“董监高”和其他责任人员列为先行赔付的主体，这类人与相关信息的接触密切，极易影响投资人。此外，若相关的证券公司、中介机构未尽到合理审查义务时，也应承担相应责任，故也可将其列为先行赔付的主体，使其享有主动赔付的机会。实践中有人认为律师事务所或会计师事务所的经济实力不足，难以成为先行赔付的主体。但将此类中介机构列入先行赔付主体之列，并不是强制其填补漏洞，而是提出了一种可能性，不仅拓宽了受损投资者获得赔偿的途径，也使得这类中介机构有了提升声誉，改变形象的可能。

（三）拓展资金来源、增强赔付能力

多元化的赔付资金来源，能够在很大程度上减轻先行赔付的资金压力。从现有理论探讨和制度经验来看，先行赔付的资金可以拓展至以下来源：1) 行政处罚没收的资金。可以借鉴美国公平基金制度，将证券违法案件中被行政处罚没收的钱款作为赔付投资者资金来源，这不仅做到了“取之于市场用之于市场”，还符合了“国不与民争利”的理念。2) 投资者保护基金中的财产。投保基金本意，是对在行政过程中受损的投资者以保护。然而，投保基金中的许多资金处于闲置状态，未能发挥作用。因此，有学者提出先行赔付可以投保基金兜底。当然，投保基金不可能全部用于先行赔付，因此可以设置资金红线，将投保基金用于先行赔付的规模限定在当年筹集资金的一定比例之内，更好地发挥其作用^[8]。3) 先行赔付责任险。保险作为分散风险的重要工具，能够有效缓解、分担相关责任主体的赔付风险、赔付责任，其具体操作流程是由先行赔付者预先在保险公司投保先行赔付责任险，当出现欺诈发行、虚假陈述等重大违法行为时，则触发条件由保险公司向先行赔付者支付一笔保险金，此时再由相关责任主体利用该笔保险金，先行对受损投资者进行赔付，从而给先行赔付者的资金压力带来有效缓解，并间接为其赔付积极性产生了推进作用，但在有关责任险的赔付条件、赔付标准上需进行系统设置，从而避免出现保荐人与发行人恶意串通，通过联合欺诈等手段给保险公司带来不必要的风险。

（四）激发先行赔付主体的赔付动力

1) 创立先行赔付的激励机制

如果一项制度，能够使个体和组织都得到了较大的收益，那么个体必然是接收到了足够有吸引力的激励。在先行赔付制度的适用过程中，由于行政处罚从轻减轻的结果难以有确定的标准，吸引违法责任人主动赔付的能力不足。因此，需要更有吸引力的行政和解规则。证券行政和解的实质是行政相对人缴

纳行政和解金，补偿投资者损失，以此替代行政处罚决定。行政和解这一激励措施，准确且可预测，因而更具有吸引力。在违法责任人与受害人达成行政和解，并且执行了该和解协议的赔偿义务之后，证监会可以决定中止调查。对违法责任人来说，当他进行赔偿之后，他就能预见到证监会中止调查的举措，不会再受到行政处罚。因此，将先行赔付与行政和解相结合，是更为合适的激励机制。

2) 保障赔付主体的追偿权

赔付主体出于提高声誉，改变形象等因素的考量，可能会选择超额赔付。而其他责任主体可能出于维护自己利益的因素，不认可约定的金额，从而拒绝承担责任。为了防止这种情况的发生，可以赋予赔付主体法定代理权，由其代理其他责任主体。因此，赔付协议的效力会及于其他连带责任主体，这些责任主体也就不能拒绝承担责任。但是，为了避免权利的滥用，也应对代理权进行限制。例如，如果出现了“超额赔付”的问题，由赔付主体证明自己没有过错，否则其他的责任主体可以拒绝承担超额赔付的金额。

保障追偿权的另一个重要措施是，使先行赔付行为人的追偿权能够被优先实现。尽管先行赔付人已经享有了追偿的权利，但是这并不意味着追偿权能够实现。而当追偿权得不到实现，先行赔付人会面临资金压力，影响先行赔付制度的价值。因此，可以考虑由赔付主体取代投资者的地位，突破普通债权优先受偿，降低先行赔付人实现追偿权的风险。

5. 结语

投资者保护领域的制度突破，往往是资本市场成熟度的重要标志，证券市场先行赔付制度的法律确立，正是我国在这一领域迈出的关键一步，它既为投资者权益筑起“防护墙”，也为市场稳定注入“定心丸”。然而，制度的价值从不只停留在纸面上，“非强制性”的设计如同给这项制度装上了“减速阀”，若缺乏有效的落地路径，它很容易从“保护利器”沦为“沉睡条款”，难以真正触达需要帮助的投资者。真正考验制度生命力的，从来不是条文的完善度，而是执行的穿透力。如何打破“纸面规定”与“现实落地”之间的壁垒，让先行赔付制度从“静态条款”转为“动态保护”，切实发挥其应有的价值，这不仅是对监管智慧的考验，更是推动资本市场健康发展必须解答的时代命题。

参考文献

- [1] 陈洁. 新《证券法》投资者保护制度的三大“中国特色”[J]. 投资者, 2020(2): 3-6.
- [2] 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]. 南方金融, 2020(6): 91-99.
- [3] 冯柏匀. 新《证券法》先行赔付制度完善相关思考[J]. 现代金融导刊, 2023(6): 76-80.
- [4] 郭艳芳. 新《证券法》下先行赔付对象的确定机制探讨[J]. 财会月刊, 2022(1): 142-146.
- [5] 豆雅瑜, 黄睿喆. 证券民事赔偿责任优先: 法理基础、现实困境与实现路径[J]. 河南财经学报, 2024, 38(6): 62-68.
- [6] 朱晓婷. 对《证券法》先行赔付制度改良进路的解析[J]. 财经理论与实践, 2022, 43(2): 154-160.
- [7] 金钟超. 证券市场先行赔付制度分析——以《证券法》第93条为线索[J]. 福建金融管理干部学院学报, 2021(3): 24-30.
- [8] 袁康. 投资者保护基金先行赔付制度的反思与重构[J]. 中国法学, 2023(3): 203-224.