

证券市场先行赔付制度研究

Research on the Advanced Compensation System in Securities Market

巩海滨 王旭

GONG Haibin WANG Xu

【摘要】 民事赔偿是投资者在利益受损情况下依法获得补偿的重要法律制度。从万福生科、海联讯以及欣泰电气三个案例的实践经验看，针对首次公开发行（IPO）欺诈发行案件，中国证券市场目前已形成以保荐机构为主体、以先行赔付为特点的对投资者的民事赔偿机制。先行赔付在司法途径之外借助证券市场各方力量构建了资本市场民事主体之间主动和解的新路径，是探索证券期货纠纷多元化解机制的有益实践。实践证明，以专项基金为模式的先行赔付机制是一种有效有益的投资者利益保护相关纠纷的非讼解决机制，特别是对推动构建完善资本市场投资者损失赔偿制度、积极主动保护投资者合法权益具有现实意义。先行赔付已初步显示出其优越性，但仍具有完善和规范的空间。

【关键词】 欺诈发行 发行保荐机构 证券民事责任 先行赔付

【中图分类号】 DF438.7 **【文献标识码】** A **【文章编号】** 2095-9206(2018)06-0146-15

Abstract: Civil compensation system is an important legal system established by the Securities Law for investors to obtain compensation in the case of damage to interests. From the practical experience of the three cases of Wanfu Biotechnology, Hirisun and Xintai Electric, an advance compensation mechanism for investors with regard to the initial public offering (IPO) fraudulent issuance cases has been formed in Chinese securities market. Besides the judicial channel, the advance compensation system provides a new path of active reconciliation between the civil entities in the securities market. Practice proves that the advance compensation system based on special fund model serves as an effective investor compensation mechanism, beneficial to both investors and intermediaries. Especially, it promotes the construction of a perfect compensation system, with practical significance of actively protecting the legitimate rights and interests of investors. As a non-litigation dispute resolution mechanism, the advance compensation system has initially shown its superiority. Meanwhile, it is imperfect and should be improved as soon as possible to make itself more standardized, scientific and reasonable.

Key words: Fraudulent issuance Sponsor Civil compensation Advanced compensation

【收稿日期】 2018-07-29

【作者简介】 巩海滨，男，1970年5月生，中国证券投资者保护基金有限责任公司总经理，高级经济师，研究方向为证券法；王旭，女，1983年4月生，中国证券投资者保护基金有限责任公司法律部助理总监，研究方向为证券法。

一、问题的提出

保护投资者利益是促进资本市场健康发展的基础性工作，也是资本市场发展的重要课题。近年来，证券监管部门和有关各方都十分关注并积极推进投资者保护机制的健全和完善。在保护投资者知情权、收益权、参与权以及求偿权等合法权益中，最为核心和根本的是求偿权，即在投资者合法权益受到侵害、经济利益遭受损失时，使投资者获得及时、充分的补偿。旨在为因欺诈受损的投资者提供法律救济的证券民事赔偿制度，就是保护投资者权益、维护市场公平的重要法律机制。^{〔1〕}

为实现证券法所规定的民事赔偿制度的可得性和实践性，我国有关部门一直不断探索完善制度、建立机制。为贯彻落实国务院办公厅《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》的要求，推动中介机构进一步尽职履责，强化中介机构的约束和加强投资者保护，2015年11月，中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）出台了进一步完善新股发行制度的有关意见，提出要“强化中介机构责任，建立保荐机构先行赔付制度”，要求保荐机构在公开募集及上市文件中明确公开承诺：因其为发行人首次公开发行制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给投资者造成损失的，将先行赔偿投资者损失。随后，证监会于2015年12月30日发布《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》（2015年修订）（以下简称《格式准则1号》），第18条明确规定《招股说明书》扉页应载有上述承诺。

为进一步完善上市公司退市制度，2018年7月，证监会发布了《关于修改〈关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见〉的决定》，对2014年《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》（以下简称《退市意见》）进行修改。修改后的《退市意见》删除了原来有关上市公司因欺诈发行、重大信息披露违法暂停上市、终止上市具体情形的规定，以及相应的终止上市例外情形、恢复上市、重新上市的规定。随着上述新政策的出台，可以预见到，未来上市公司因欺诈发行被强制退市时，实践中更多将是保荐机构基于事先在招股说明书中作出的承诺，先行赔付投资者。

万福生科、海联讯、欣泰电气投资者赔付工作的成功开创了资本市场投资者保护方式的先河，为进一步探索虚假陈述事件如何有效保护投资者提供了新的思路，具有创新性、示范性与里程碑意义。从万福生科、海联讯以及欣泰电气三个案例的实践经验看，针对首次公开发行（IPO）欺诈发行案件，我国证券市场目前已形成以保荐机构为主体的先行赔付机制。作为一种非诉纠纷解决机制，先行赔付已初步显示出其优越性，对推动构建完善资本市场投资者损失赔偿制度具有现实的积极意义。但作为一种制度其尚不完善，目前对该制度设计仍存在较大争议，特别是保荐机构先行赔付在实践中面临券商等中介机构的正当性质问，有观点指出先行赔付可能造成投行业务积累较大的业务风险，诱发发行人造假冲动的道德风险；有学者提出保荐机构先行赔付欠缺上位法依据、责任基础等法理质疑；还有学者指出先行赔付方案由保荐机构单方制定，赔付方案的透明性、公信性和公平性易受质疑。^{〔2〕}笔者认为，证券市场先行赔付在诸多方面仍存在

〔1〕 参见陈洁：“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。

〔2〕 参见田春雷、朱珊珊：“论证券市场先行赔付法律制度的完善”，载《证券法律评论》（2018年卷），中国法制出版社2018年版，第374页。

探讨的必要性,如何有效加强先行赔付与司法审判的衔接、建立完善上市公司退市风险应对机制等问题是必须面对也必须解决的现实问题,应尽快推动完善该项制度,使其发挥更好的作用。本文将以前荐机构先行赔付作为重点展开论述,在厘清梳理证券市场先行赔付的概念、性质、法理等基础理论的基础上,结合我国证券市场先行赔付实践,探讨先行赔付制度存在的必要性及其积极意义,并从立法和制度构建层面提出相关建议。

二、先行赔付的概念与法律性质

(一) 先行赔付的概念

目前,先行赔付尚未在法律层面被明确定义,但学界对先行赔付制度的责任主体、条件、性质及可行性等问题进行了较多讨论。陈洁研究员认为:所谓“先行赔付”,是指在证券市场中发生虚假陈述案件时,在发行人、上市公司等市场主体据以承担赔偿责任的行政处罚、司法裁判尚未做出之前,由虚假陈述民事赔偿责任的可能的连带责任人之一先行垫付赔偿金额,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、上市公司以及其他责任人进行追偿的一种措施。^{〔3〕}笔者认为,应积极倡导、督促涉案当事人主动赔偿投资者,先行赔付的责任主体不仅限于荐机构,也应包括上市公司控股股东、实际控制人、相关证券服务机构等。上述内容在《证券法》(修订草案)中也有所体现。^{〔4〕}关于先行赔付的时间,笔者认为限定在行政处罚作出之前的观点值得商榷。先行赔付作为一种便利投资者获得经济赔偿的替代性制度安排,其价值即在于高效和快捷,能够避免投资者与诸多连带责任方通过旷日持久的法律诉讼获得赔偿的繁琐程序,破解证券民事诉讼存在的周期长、成本高、索赔难度大等较多困境,因此,所谓先行赔付应是指先于法院司法裁判予以赔付,而不应将先行赔付限定在行政处罚作出之前。事实上,根据《退市意见》相关规定,先行赔付既可在行政处罚前作出,亦可以在行政处罚后作出。实践中,万福生科与海联讯两案均是在行政处罚前进行先行赔付,欣泰电气一案则是在行政处罚作出后由荐机构出资赔付投资者。

综上,我们认为,根据目前证券市场中先行赔付制度的实践做法,先行赔付是指发行人因欺诈发行、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、荐人及相关证券公司、证券服务机构先于法院司法裁判,主动出资与投资者达成和解,赔付投资者损失。

(二) 先行赔付责任的法律性质

根据《证券法》第69条的规定,虚假陈述案件中荐机构承担法定连带赔偿责任的归责原则采用的是“过错推定责任”,该归责方式以行为人主观上存在过错作为承担民事责任的基本要件。而荐机构先行赔付制度则不论荐机构是否存在过错,只要因其为发行人首次公开发行制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,给

〔3〕 参见前注〔1〕,陈洁文,第25页。

〔4〕 参见“证券法修订草案二审 聚集七大市场焦点”,载 <http://www.stcn.com/2017/0425/13297215.shtml>,最后访问时间:2018年3月29日。根据该报道,二审稿中在“投资者保护”一章中明确了先行赔付制度,规定“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、证券服务机构可以委托国家设立的投资者保护机构,就赔偿事宜与投资者达成协议,予以先行赔付”。

投资者造成损失的,保荐机构都应按照承诺先行对投资者损失进行赔偿。笔者认为,先行赔付的实质并非是承担连带赔偿责任,而是一种先付责任。既非对“责任自负”原则的否认,也非认定保荐机构为法律上的最终责任人。先行赔付并不是一种新的民事责任形式,并没有改变证券违法主体民事责任的归责原则,其只是暂时搁置复杂的责任认定问题,为了证券市场的整体稳定,化解社会矛盾,由保荐机构先行单独与适格投资者达成和解,是保障中小投资者快速得到赔偿的一种制度性设计。^{〔5〕}如果最终保荐机构能够证明其不存在过错,保荐机构先行承担赔偿责任后,可再向发行人等最终责任人追偿。此种先付责任的法理基础,下文将会进行重点阐述。

理论界有学者提出,保荐机构先行赔付符合担保方式中保证的特征,^{〔6〕}我们认为,此种观点值得商榷,分析如下:

首先,一级市场投资者与保荐机构之间并未以书面形式订立保证合同,双方之间不存在合同关系。根据我国《担保法》的规定,保证是指保证人和债权人约定,当债务人不履行债务时,保证人按照约定履行债务或者承担责任的的行为,且保证人与债权人应当以书面形式订立保证合同。保证合同应当包括被保证的主债权种类、数额、债务人履行债务的期限、保证担保的范围、保证期间等内容。对于一级市场投资者而言,招股说明书具有发行人向投资者作出招股要约邀请的法律效力,投资者申购新股行为仅能视为对发行人作出的要约,其与发行人之间存在基于新股认购而成立的股票发行合同关系,如果发生欺诈发行,一级市场投资者有权要求发行人承担违约赔偿责任。而保荐机构在招股说明书中作出的先行赔付承诺则是一种单方允诺行为,即保荐机构一方向不特定多数投资者作出意思表示,不需要投资者对其意思表示进行承诺就可发生效力,因而区别于合同关系,其性质应为“单独行为”。^{〔7〕}而且,根据《担保法》,承担保证责任的前提条件是债务人在主合同规定的债务履行期届满未履行债务,而保荐机构作出的先行赔付承诺显然并没有这样的限制条件,当发生欺诈发行时,保荐机构作出赔付并不以发行人在债务履行期届满未向一级市场投资者履行债务(如回购股份)为前提。再者,保荐机构的承诺内容也并不具备担保法约定的保证合同构成要素。

其次,担保具有从属性,以主债权存在为前提。二级市场投资者与发行人和保荐机构之间均不存在合同关系,发生欺诈发行事件时,二级市场投资者损失赔付系基于虚假陈述民事侵权责任,能否在招股说明书中对未发生的侵权之债先行设定担保有待商榷。根据我国目前审判实践,不能对尚未发生的侵权之债设定保证。^{〔8〕}

有学者指出,赔偿标准由保荐机构自行决定,会导致先行赔付的赔偿标准缺乏客观性、公正性,投资者在索赔时也只能接受由保荐机构确定的唯一标准,这意味着参赛选手同时又充当了裁判员。^{〔9〕}先行赔付的方案是由保荐机构一方制定,其他责任主体并未参与,如果赔付金额超过了证券民事诉讼需承担的数额,但是最终却是由所有责任主

〔5〕 参见前注〔2〕,田春雷、朱珊珊文,第369页。

〔6〕 参见向晓庆:“证券市场先行赔付法律问题探究”,东南大学2017年硕士学位论文,第9页。

〔7〕 参见王利明:《中国民法典学者建议稿及立法理由债法总则编·合同编》,法律出版社2005年版,第58页。

〔8〕 参见赵翎、侯国跃:“人事保证合同的法律属性与效力认定”,《中国律师》2012年第2期,第57页。

〔9〕 参见莫炜婷:“欺诈上市的先行赔付制度探究”,《法制与社会》2017年第7期,第31页。

体承担超额的赔付,似有不合理之处,也容易引起纠纷。^[10]

我们认为,投资者接受先行赔付,究其本质是一种在诉讼外与先行赔付人就赔偿事宜自行达成和解的行为。《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》第4条规定:“人民法院审理虚假陈述证券民事赔偿案件,应当鼓励当事人和解。这里的和解,既包括上市公司与投资者之间进行和解,也当然包括保荐机构等主体先行与投资者之间达成和解。投资者可以自由选择是否接受先行赔付方案,其与保荐机构之间属于平等的民事主体关系,双方之间的和解行为是一种私法行为。如果投资者认为先行赔付方案缺乏客观性、公正性,可以选择不接受赔付。先行赔付人的角色天然决定了其不可能充当裁判员,也没有权力充当裁判员。事实上,实践中发生的三起虚假陈述先行赔付案例,都是按照《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》的规定和原则制订赔付方案,赔付标准在一定程度上高于司法标准。保荐机构在提出先行赔付方案时,如果决定高于司法标准对投资者进行赔付,可视为是对超出的赔付自行承担,向其他连带责任人追偿时,如果其他连带责任人认为保荐机构超额赔付,可以依法提出相应抗辩。”

三、保荐机构先行赔付的法理基础

保荐机构先行赔付在实践中面临券商等中介机构的正当性质问,有学者提出其欠缺责任基础等法理质疑,^[11]我们认为,分析和探讨先行赔付的法理基础具有重要的理论意义和实践价值。如前所述,先行赔付仅是一种便利投资者获得经济赔偿的替代性制度安排,保荐机构并非基于侵权责任承担法定连带赔偿责任。如果最终能够证明保荐机构并无过错,通过追偿将使真正的责任主体承担最终赔偿责任,这并不违反《证券法》第69条的规定。不同于法定连带赔偿责任,承担先行赔付责任的法理基础是基于公共政策的考量,引导保荐机构承担应负的社会责任,给予弱势群体以政策上适当的倾斜性保护,化解社会矛盾。中小投资者这一特殊群体具有社会性,其法益具有公益性,先行赔付作为一项优先性的制度安排,远比在个案中逐一斟酌权益平衡更能节约社会成本和司法资源。^[12]纵使保荐机构最终经司法确认不承担连带责任,也因其具有特殊地位,极易滥用这种地位侵害投资者权益,有必要预设消除这一风险的强制性防范义务,以达到保护弱势方和降低纠纷处置成本的目的。

先行赔付制度的建构原理,在于民事责任的最终依法承担与民事责任的实际承担过程之间的功效平衡。^[13]传统以过错责任为核心的侵权损害赔偿机制之所以能在几个世纪一直在赔偿领域占有支配地位,不仅在于其有强大的道德支持和逻辑论证,更重要的是与当时的经济社会发展相契合,而社会的变迁,理念的更新,也在深深地影响着侵权

^[10] 参见姚一凡:“保荐人先行赔付制度的解读与反思”,载《金融法苑》(总第96辑),中国金融出版社2018年版,第71页。

^[11] 参见曹真真、李芊:“论先行赔付制度的构建与完善”,《金融与法》2017年第11期,第89页。

^[12] 参见段丙华:“先行赔付证券投资者的法律逻辑及其制度实现”,《证券市场导报》2017年第8期,第7页。

^[13] 参见前注〔1〕,陈洁文,第29页。

损害赔偿机制。面对大规模侵权损害的社会公共事件，定位于救济功能的侵权损害赔偿机制亦发生深刻变化，更多地有了公共政策的考虑，以进行综合救济，在侵权法存在低效率高成本的领域，有必要通过责任保险、社会保障、赔偿基金等制度来替代，为解决大规模侵权问题提供新的路径。^{〔14〕}我们认为，保荐机构先行赔付制度的推出恰恰反映了传统的一元侵权损害赔偿机制向社会化机制转变的新趋势。

社会责任是一种法定义务。《公司法》第5条规定：“公司从事经营活动，必须遵守法律、行政法规，遵守社会公德、商业道德，诚实守信，接受政府和社会公众的监督，承担社会责任。”作为一种国际普遍认同的理念，公司社会责任是指公司除了对股东负责，即创造财富外，还必须对全体社会承担责任，一般包括商业道德、保护劳工权利、保护环境、发展慈善事业、捐赠公益事业、保护弱势群体等等，其基本内涵是要求公司在自身获得发展的同时，也使与公司相关的各方得到发展，实现公司经济目标和社会目标的统一。经济发展到一定阶段，人们期望和要求企业对社会承担一种义务，履行自身的社会功能，服务社会和客户，在力所能及的情况下反哺社会，关注弱势群体，这应当是一种必然。

此外，积极承担社会责任已成为社会各界对证券市场各类经营主体的当然要求。中小投资者是我国资本市场的基石，属于资本市场的弱势群体，对弱势群体在政策上进行适当的倾斜和保护是实现公平正义的必然要求。保荐机构作为证券经营机构，有相对稳定的资金来源，更强的信息获取能力和研究能力，是市场的长期参与者，理应在资本市场中勇于担当，在关注自身经济利益的同时，保护弱势群体，积极履行社会责任，自觉维护市场秩序，这也是回报投资者信任的内在要求。

社会责任的履行需要政府和社会自律组织的积极引导和推动。推动公司履行社会责任通常有政府引导、社会监督和企业自律三种机制。经过多年努力，我国资本市场的诚信水平有了较大提升，但仍不乐观。证券经营机构社会责任意识还比较薄弱，社会监督力量难以有效发挥作用，由于自身利益因素的存在，上市公司或中介机构自觉履行社会责任的动力又经常不足，很难完全靠“自律”来履行社会责任。此种情况下，政府的正确引导和积极推动就显得尤为重要，强化中介机构责任，建立保荐机构先行赔付制度，体现了监管机构对中介机构的 market 行为进行引导、规范，使其遵守法律法规，承担社会责任，促进社会公平与正义，实现社会和谐稳定的价值导向。

事实上，先行赔付作为一种纠纷解决机制，在我国当前法律制度和法治实践中不乏先例。2013年新修订的《消费者权益保护法》规定了法定先行赔付情形：销售者、展销会的举办者、柜台出租者、网络交易平台提供者、广告经营者或发布者在一定条件下，具有先行赔偿消费者的法定义务。2015年，国家工商总局发布《关于完善消费环节经营者首问和赔偿先付制度切实保护消费者合法权益的意见》，提出鼓励和引导消费

〔14〕 参见朱伟：“侵权损害赔偿社会化机制的建立——基于公共政策的视角”，江西财经大学2009年硕士学位论文，第10~11页。

环节经营者建立赔偿先付制度。^{〔15〕}消费环节建立赔偿先付制度是为了提高消费纠纷解决效率,对可能陷入长期诉累等困境的赔偿申请者进行保护,切实保护消费者合法权益。此种先行赔付的立法基础是对处于交易弱勢的消费者的倾斜性保护。近年来,在医疗纠纷领域,审判实践中也已出现医院先行赔付患者的司法案例。^{〔16〕}

四、境外关于上市公司虚假陈述案件投资者保护相关制度安排

(一) 证券集团诉讼

证券集团诉讼是集团诉讼模式应用于证券市场解决证券欺诈纠纷的一种诉讼方式,是指证券投资者因同一事实或者法律问题遭受损害,其中一人或数人未经其他投资者授权、作为投资者的代表提起损害赔偿请求诉讼,其他投资者以明示(加入制)或者默示方式(退出制)加入诉讼,法院对该代表提起诉讼的判决,对集团所有成员、即所有被代表的投资者均具有约束力。^{〔17〕}证券集团诉讼诞生于美国,其现行模式为退出制,退出制默认所有相关主体成为集团成员,如果不想受到裁判的约束则必须明示退出。接近司法是证券集团诉讼的重要价值所在,退出制模式为那些在社会上、智力上或心理上处于劣势,因此不能采取积极措施加入诉讼的投资者提供了接近司法救济的机会。^{〔18〕}

自美国法院从20世纪40年代开始将集团诉讼引入证券欺诈案件以来,集团诉讼目前已成为此类案件的主要诉讼模式。与一般的侵权民事赔偿案件相比,证券欺诈案件有着鲜明的特点:一是涉案人数众多、地域分散;二是涉案总标的金额巨大,单个投资者受偿金额小,在“小额多数”情况下,由于单个诉讼的成本往往较高,可能出现多数人不愿意诉讼,侵权企业逍遥法外的情况。在保护中小投资者利益、提高诉讼效益方面,美国证券集团诉讼的功能尤为突出,退出制的集团诉讼可通过一次诉讼解决具有共同争议的大量小额请求,以谋求权利实现的低廉化和效率化。^{〔19〕}通过降低单个个体的诉讼成本,为中小投资者提起诉讼提供路径,解决小额投资者起诉难的问题;同时,又能以诉讼的规模效应惩戒公司违法行为,对潜在的违法行为起到警示作用。此外,对于法院而言,形成诉讼规模效应,也可极大节约重复性诉讼的司法成本。

利用集团诉讼制度处理证券欺诈等群体性侵权纠纷,在保护投资者利益、遏制证券违法行为、节约司法成本、提高司法效率、实现社会正义等方面已取得了显著成效,并对其他国家和地区的群体诉讼模式构建产生了深远的影响。但近年来,证券集团诉讼在

〔15〕 消费环节赔偿先付制度,是指商场、市场和平台经营者与场所内的销售者或者服务者在双方自愿的基础上签订消费者投诉赔偿协议,当出现侵害消费者合法权益的行为,而销售者或者服务者故意拖延处理或者无理由拒绝赔付,以及因销售者或者服务者撤场等情况导致消费者无法获得赔偿时,由商场、市场和平台经营者向消费者进行先行赔付。商场、市场和平台经营者向消费者先行赔付后,可以依法或依约定向有关销售者、服务者进行追偿。

〔16〕 参见“北大第三医院回应气体致盲:已先行赔付患者”,载 <http://js.people.com.cn/n2/2016/0414/c360306-28149524.html>,最后访问时间:2018年3月29日。

〔17〕 参见罗斌:“证券集团诉讼研究——从诉讼运行机制的视角”,复旦大学2010年博士学位论文,第13~14页。

〔18〕 参见章武生:“我国证券集团诉讼的模式选择与制度重构”,《中国法学》2017年第2期,第278页。

〔19〕 同上,第282页。

美国本土的争议也较大,暴露出不可回避的问题。首先,其存在诉讼周期长、成本高的痼疾。由于涉及集团诉讼的管辖、案件的合并、首席原告和首席律师的选任、集团诉讼的确认,对侵权事实的认定,和解或判决等程序,集团诉讼往往会花费漫长的时间和大量的费用,不利于集团成员和上市公司及其投资者的利益。此外,美国证券集团诉讼遭人诟病的另一主要问题是集团律师与集团成员的动机、目标不一致,律师为了自己利益最大化不惜以牺牲集团成员利益为代价,与被告达成和解协议损害投资者利益的情况时有发生。^[20]

(二) 公平基金制度

另一个在世界范围内引起广泛关注的证券投资者损害赔偿实践则是美国的“公平基金制度”。所谓公平基金制度,是指将美国证券及交易委员会(以下简称SEC)向证券市场违法者追缴的吐出违法所得(disgorgement)收入和民事罚款(civil penalties)等归入到一个基金之中,并进而分配给受害人,或者奖励给举报人的制度。^[21]美国的公平基金制度最初源于内幕交易,后来才扩张至虚假陈述等领域。2002年颁布的《萨班斯—奥克斯利法案》首次以成文法的方式正式确立了公平基金制度,该制度也被认为开启了SEC的第二个重要功能,即补偿受害投资者。^[22]

根据《萨班斯—奥克斯利法》,使用罚金和违法所得设立公平基金应当一案一设、专款专用,因某个案件而设立的公平基金只能用于赔偿该特定案件中受到损害的投资者,该基金的名称以违法行为人的名称命名,资金来源于SEC对该违法者追缴的、违法者吐出的“违法所得”、民事罚款、判决前利息,以及这些资金在分配前的利息收入。对于没有被“追缴违法所得”的违法行为人的民事罚款,也可用于设立公平基金补偿投资者。^[23]公平基金的设立方式有两种:一是通过行政程序设立公平基金,二是通过司法判决设立公平基金。在评估设立公平基金的可行性时,无论是SEC还是法庭都会考虑公平基金的规模是否足以涵盖发放公平基金的成本并使投资者获得有效的补偿,如果认为分配计划的管理成本相对于可能获得的罚没数额过高,或者由于潜在申请者的数量问题使得分配给受害投资者是不合理的,可将罚款直接上交美国财政部。

同证券集团诉讼一样,公平基金制度自其创建以来也面临较多批判,^[24]存在诸如公平基金对投资者的补偿比例较低、存在“循环困境”、^[25]与民事诉讼之间缺乏协调机制,以及分配方案正当性等质疑。

境外的相关涉众诉讼制度和赔偿机制,对我国建立证券市场民事赔偿制度有积极的

[20] 同上,第292页。

[21] 参见邢会强:“内幕交易公平基金制度的构建”,载《证券法律评论》(2016年卷),中国法制出版社2016年版,第248页。

[22] 参见汤欣、谢日曦:“从洪良国际案到证券民事赔偿”,载《证券法苑》(2014)(第12卷),法律出版社2014年版,第76页。

[23] 同上,第78页。

[24] 参见汤欣、谢日曦:“美国证券执法中的公平基金:问题与出路”,载《中国商事争议解决年度观察(2012)》,法律出版社2012年版,第100~104页。

[25] 循环困境(circularity critique)是指:公司的所有者是广大股东,而欺诈的是公司的管理层,真正应当为大规模侵权负责的责任人在诉讼中承担的民事责任非常有限,他们往往能借助于公司这个虚拟的实体形态,让公司成为“替罪羊”,管理者的违法责任通过保险公司、被告公司,最终转嫁到股东身上,特别是持续持股的投资者身上。

借鉴意义。

五、我国证券市场先行赔付的实践操作及评析

（一）引入先行赔付制度的政策背景、现实需要

首先，保荐机构先行赔付制度作为一种纠纷解决机制，能够有效化解社会矛盾，强化对中小投资者的保护，这一制度安排的出台是贯彻落实中央关于加强和创新社会治理、预防化解社会矛盾、健全利益保护机制有关精神和要求的有益实践。当前，我国证券市场主体故意违法违规、欺诈投资者的行为时有发生，其中以上市公司虚假陈述案件最为多发。证监会近年来持续保持高压执法态势，集中开展IPO欺诈发行及信息披露违法违规专项执法活动，通过加大对信息披露违法和财务欺诈行为的惩处力度，促使上市公司提高质量，让“带病公司”无处藏身，触发退市条件的坚决予以强制退市。上市公司因欺诈发行被强制退市，退市的影响不仅局限于上市公司自身，尤其是对中小投资者而言，退市对其切身利益有重大的影响。如果处理不当，不仅投资者的合法权益无法得到有效保护，还有可能升级为群体事件，形成社会矛盾。如何在规范上市公司有序退市的同时切实有效地保护中小投资者的合法权益不受侵害，既是资本市场稳定发展的前提，也是证券监管的宗旨。保荐机构先行赔付可将众多投资者与上市公司之间“多对一”的纠纷转化为保荐机构与上市公司等其他责任主体之间的债务纠纷，能够减轻投资者诉累、降低维权成本，使投资者在较短时间内实现损失的及时与充分赔偿，极大地化解社会矛盾，有效降低群体性社会事件的发生。

其次，保荐机构先行赔付能够有效落实中介机构责任，督促中介机构归位尽责，为未来注册制的推行打下良好基础。设立保荐制度目的在于使保荐人这一中介机构在投资者与融资者之间起桥梁作用，增强融资方的诚信度，由保荐人担当上市公司的推荐人、担保人和监督人。但实践中，保荐机构长期以来存在着“只荐不保”的问题，在虚假陈述案件中并未承担起应负的民事赔偿责任。制度设立时唯有真正触碰利益相关者的利害，实行风险捆绑，才能降低违规事件发生概率。欺诈发行对发行人与保荐机构而言都有利可图，只有投资者是受害者，如果保荐机构不能承担起应负的民事赔偿责任，面对巨大的利益诱惑，其很可能与发行人恶意串通，铤而走险。只有打破保荐机构与上市公司“利益共同体”的局面，将发行公司的质量和保荐人的利益直接挂钩，强化保荐机构自身的责任主体意识和风险意识，加大违法成本，才能从根本上杜绝欺诈发行事件发生，同时也有助于促进保荐机构之间的良性竞争，有利于保荐业务和资本市场的健康发展。实施先行赔付，督促保荐机构归位尽责，也为未来市场从核准制向注册制顺利过渡做出了制度准备。

（二）我国证券市场先行赔付机制的探索与实践

针对虚假陈述事件，我国证券市场目前共有三起先行赔付投资者的成功案例，三例投资者赔付工作均采用由先行赔付人出资设立专项基金的模式。中国证券投资者保护基金有限责任公司（以下简称投保基金公司）作为第三方机构，接受出资人委托，担任专项基金管理人，负责管理、运作和处分基金资产。三案累计赔付投资者34 306人，达到适格投资者总人数的95%以上，共计支付补偿金509 374 055元，占赔付总金额的99%以上，获得了市场和投资者的广泛认可与肯定。

案例1：万福生科虚假陈述事件投资者利益补偿专项基金

2012年9月14日，万福生科（湖南）农业开发股份有限公司（以下简称“万福生科”）因涉嫌财务造假等违法违规行为被证监会立案稽查。该案为首例创业板公司欺诈发行。2013年5月10日，平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）作为万福生科首次公开发行并上市的保荐机构及主承销商，出资3亿元人民币设立“万福生科虚假陈述事件投资者利益补偿专项基金”，先行偿付在万福生科案件中受到投资损失的投资者。该案也是我国证券市场上首个保荐机构主动出资先行赔付投资者损失的案例。基金采取“先偿后追”模式，即平安证券先以基金财产偿付适格投资者，然后通过法律途径向万福生科虚假陈述事件的主要责任方及连带责任方进行追偿。基金存续期间为成立之日起两个月。最终，与平安证券达成有效和解的适格投资者人数达12756人，占适格投资者总人数的95.01%，对适格投资者支付的补偿金额为178565084元，占应补偿总金额的99.56%。万福生科投资者赔付工作开创了资本市场投资者保护方式的先河，为进一步探索类似事件如何有效保护投资者提供了新的思路，具有创新性、示范性与里程碑意义。

案例2：海联讯虚假陈述事件投资者利益补偿专项基金

深圳海联讯科技股份有限公司（以下简称“海联讯”）也是在深圳证券交易所上市的创业板公司，于2011年11月上市。海联讯财务造假案曝光后，2014年7月18日，为维护因海联讯虚假陈述而受到投资损失的适格投资者利益，切实承担相应责任，海联讯四名控股股东出资2亿元设立了“海联讯虚假陈述事件投资者利益补偿专项基金”，赔偿因海联讯虚假陈述而受到损害的投资者。与万福生科案由保荐机构出资不同，海联讯专项补偿基金的出资人为发行人主要控股股东，这是我国资本市场上由大股东主动出资运用市场机制补偿投资者的首例。基金的存续期间同样为基金成立之日起两个月。两个月内，经过补偿金额确认、补偿金额划付等阶段，与海联讯四名股东达成有效和解的适格投资者人数达9823人，占适格投资者总人数的95.7%，对适格投资者支付的补偿金额达88827698元，占应补偿总金额的98.81%。

案例3：欣泰电气欺诈发行先行赔付专项基金

丹东欣泰电气股份有限公司（以下简称“欣泰电气”）因在首次公开发行股票并在创业板上市申请文件中相关财务数据存在虚假记载，以及上市后披露的定期报告中存在虚假记载和重大遗漏，于2015年7月14日被中国证监会立案调查，并于2016年7月7日被处以行政处罚。兴业证券股份有限公司（以下简称“兴业证券”）作为欣泰电气首次公开发行并上市的保荐机构及主承销商，为赔付因欣泰电气欺诈发行而遭受投资损失的投资者，于2017年6月9日发布公告，出资5.5亿元设立“欣泰电气欺诈发行先行赔付专项基金”。欣泰电气是退市新政下因欺诈发行而被强制退市的“第一股”，该案也是证监会正式推出保荐机构先行赔付制度后首个券商出资设立基金先行赔付投资者的案例。因涉及退市，赔付分两个阶段进行。第一阶段主要是二级市场适格投资者的集中赔付，赔付对象包括二级市场投资者和已卖出所申购欣泰电气新股的一级市场适格投资者；第二阶段赔付对象包括截至欣泰电气股票暂停上市时仍持有新股而存在损失的一级市场适格投资者，以及截至欣泰电气股票暂停上市时仍持有属赔付范围股票的二级市场适格投资者。两阶段与专项基金出资人达成有效和解的适格投资者达11727人，占适格投资者总人数的95.16%，对适格投资者支付的赔付金额为241981273元，占应赔

付总金额的99.46%。

(三) 先行赔付的积极意义

上述万福生科、海联讯、欣泰电气三例投资者赔付工作均采用由先行赔付人出资设立专项基金的模式,该种专项基金模式主要具有以下五个方面的特点:

一是和解解决纠纷。采取此种由虚假陈述民事责任主体一方设立基金,先行赔付实际遭受损失投资者的运作模式,在现有司法途径之外构建了资本市场民事主体之间主动和解的新路径,使得投资者可以在和解获得补偿和诉讼追讨损失之间进行选择,通过市场化机制解决市场问题。

二是先赔偿后追偿。搁置复杂的责任界定争议,基金出资人先行单独与适格投资者达成和解,补偿其损失,之后再就应承担赔偿责任之外的补偿份额,向其他连带责任方发起追偿,使得投资者省去了与诸多连带责任方通过旷日持久的法律诉讼进行索赔的繁琐程序。

三是高效便捷成本低。一方面投资者可快速与基金出资人达成和解、获得补偿,无须涉足集体诉讼及向多方诉讼等复杂的司法程序;另一方面专项基金模式充分发挥我国证券市场高度电子化的优势,运用网络投票系统确认赔付金额和运用证券结算系统划付赔付款的方式,最大程度降低了投资者获得赔偿的成本,成千上万的投资者足不出户就可了解赔付工作的信息,参与赔付工作的各项进程,避免了投资者信息查询、证据收集、身份公证和书面确认等复杂手续,短短60个自然日内,不花费任何成本就可获得赔偿,对投资者而言,可谓零成本,极大地提高了赔付效率。而美国证监会设立公平基金补偿投资者的运作时间一般设定为两年。^[26]

四是充分保护投资者利益。投资者补偿金额的计算贯彻“充分补偿”原则,在现有法律框架下,从最大限度保护投资者利益出发,对适格投资者范围、补偿金额计算方法等进行了精心论证和设计。对于同时符合多种不同情形的投资者,分别计算并按有利于投资者的原则确定最终补偿金额。在具体的算法选择、公式参数等方面,基金均做了可为投资者带来更优补偿结果的安排。

五是公益性、独立性、中立性。投保基金公司作为基金管理人,始终坚持公益性、独立性和中立性的原则。首先,就出资人受托事项不收取任何报酬,工作人员开展相关工作发生的差旅等各项费用均由投保基金公司自行承担,不在基金中列支。其次,基金托管银行的指定、第三方专业中介机构的聘用及管理由投保基金公司独立完成,保持了绝对的独立性。此外,在基金的管理和运作工作中,投保基金公司仅仅是受托管理和运作基金,不会偏袒出资人或投资者任何一方。

目前,现有形成的以专项基金为模式的先行赔付机制应用于虚假陈述案件已较为成熟,专项基金由投保基金公司担任管理人,充分运用市场化方式赔付投资者,兼顾了公信力与效率,是一种可复制推广的模式。与传统民事诉讼相比,以专项基金为模式的先行赔付机制,很好地解决了民事诉讼耗时长、成本高、举证程序繁琐、投资者分散等诸

^[26] 在美国,公平基金的管理和发放在法律上没有时间限制,可以根据工作需要来确定具体的管理和发放时间。但是,为便于管理,SEC内部一般要求管理人在被任命后24个月内完成80%公平基金的发放工作。

多问题。以大庆联谊案^[27]为例,该案从证监会作出行政处罚(2000年3月31日)到案件最终执行完毕(2006年12月4日),耗时长达七年之久,共向400余名投资者赔偿约800万元。与万福生科、海联讯、欣泰电气三案相比,赔付投资者比率低、赔付时间跨度长是大庆联谊案的两大突出特点。在漫长的诉讼和调解过程中,投资者付出大量的时间和金钱成本,正如有关媒体所评论“此案注定没有赢家”。相较之下,以专项基金为模式的先行赔付制度则具有赔付范围广、实施高效、成本低廉三大特点。两个月内即达到95%之高的投资者赔付比率,效果显著,对投资者而言,显然是一种更为有效和快捷的赔付机制。

六、建议

(一) 完善保荐机构先行赔付制度的法律依据

保荐机构先行赔付在实践中常面临缺乏上位法依据的质疑。目前,《证券法(修订草案二次审议稿)》中在“投资者保护”一章中已明确先行赔付制度,规定发行人因欺诈发行、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、证券服务机构可以委托国家设立的投资者保护机构,就赔偿事宜与投资者达成协议,予以先行赔付。当前证监会相关文件关于保荐机构先行赔付制度的规定仅是原则性、概括性的表述,亟需细化。建议尽快出台实施细则,明确保荐机构先行赔付制度的适用范围、原则、启动条件、赔付标准、方式、程序、追偿相关制度安排等事项,以便为实践中更好地开展工作提供操作性的指引。由于此项制度涉及相关利益平衡,建议细则制定由证监会负责或在证监会指导下由无利益关系的中立机构承担。

(二) 建立上市公司退市风险应对机制,完善风险救助机制

除继续完善并积极推广以专项基金为模式的“一案一设”式赔偿救济机制外,考虑到如果涉案控股股东、实际控制人抑或保荐机构均违背承诺或没有能力出资设立专项基金,为健全投资者赔偿机制,建议进一步研究建立上市公司退市风险应对机制,完善风险救助机制。

首先,借鉴医疗责任保险的理念,健全中介机构职业保险制度,充分利用保险等经济手段,提高中介机构防范和化解赔付风险的能力。保荐机构可通过向商业保险机构购买保荐机构责任险的方式来应对可能出现的赔付风险。目前,实践中已有商业保险机构推出“保荐机构先行赔付责任保险”,^[28]该保险主要保障保荐机构由相应发行人在其保荐的首次公开发行股票中构成欺诈发行而引起的先行赔付责任。据悉,针对此类单一风险,该保险可提供最高达三亿元的保障限额。“保荐机构先行赔付责任保险”的出现,有效填补了证券行业风控需求的空白,随着投资者利益赔偿机制的不断完善,该险种的覆盖面越来越高势在必行。

^[27] “大庆联谊案”有着“证券民事赔偿第一案”之称,也是迄今为止全国唯一一例从起诉到立案、从立案受理到开庭判决、再从判决到执行,走完全部诉讼程序规模较大的证券民事赔偿案。

^[28] 参见“首单保荐机构先行赔付险落地”,载 <http://www.stcn.com/2016/1214/12977893.shtml>,最后访问时间:2018年3月29日。

其次,为完善风险救助机制,可尝试由市场各类经营主体建立自主性投资者救济机制,事前设立行业内的常态化专项风险准备金,当发生上述情形时,动用风险准备金先行对适格投资者的损失作出赔偿。例如,可考虑由行业内所有从事保荐业务的证券经营机构按其保荐业务(承销费用)收入的一定比例强制交纳质保金,建立保荐机构风险准备金制度。或者,可由证券发行主体按其通过IPO获得融资资金的一定比例强制交纳风险准备金,建立上市公司违规风险准备金制度。

(三) 加强保荐机构先行赔付制度与司法审判的有机衔接

由于先行赔付中保荐机构与适格投资者之间达成的和解协议属于诉讼外和解协议,具有民事合同性质,此种协议是否具有强制执行力,法律没有规定,司法实践中对此问题也有不同认识。如果达成和解协议后,投资者反悔又向人民法院提起诉讼,抑或部分适格投资者不接受先行赔付,向人民法院提起诉讼的,这些情形都涉及与司法审判如何有机衔接的问题。笔者认为,先行赔付确定的赔偿方案须符合最高人民法院司法解释的相关规定,且赔付标准不应低于诉讼标准。如果人民法院对保荐机构确定的赔付方案不予认可,或者通过司法判决作出的赔偿标准高于先行赔付的赔偿标准,都将导致与设立保荐机构先行赔付制度的初衷相背,直接否定该机制的优越性和存在意义。因此,从推广这一机制的长远考虑,如何有效加强保荐机构先行赔付制度与司法审判的有机衔接,是必须面对也必须解决的现实问题。

我们建议,可考虑通过最高人民法院与证监会联合发文的形式,加强法院和中国证监会在股票首次公开发行中欺诈发行有关主体先行赔付工作中的联动机制建设,对相关问题进行明确。例如:先行赔付人与适格投资者达成和解后,投资者又提起民事诉讼的,人民法院不予支持,但有证据证明和解违反自愿、合法原则的除外。欺诈发行有关主体作出先行赔付后,投资者就赔偿事宜向有管辖权的人民法院提起诉讼的,人民法院在审理案件时,对适格投资者范围、赔偿标准、赔偿金额计算方法等方面的认定应做好与先行赔付方案的有机衔接。

(四) 研究探索示范诉讼下的先行赔付机制

先于司法判决作出先行赔付能够快速平息投资者不安情绪,及时减轻违法行为造成的危害后果。实践中发生的三起虚假陈述先行赔付案例,先行赔付主体为了追求良好的社会效果,赔付标准均在一定程度上优于司法标准。由于先行赔付方案未得到司法确认,先行赔付方案确定的赔付范围和标准可能无法得到所有适格投资者和其他连带责任方的完全认同,从而诱发争议。^[29]例如:兴业证券在作出先行赔付后,部分投资者以兴业证券为被告向法院提起证券虚假陈述责任纠纷诉讼;由于无法与其他连带责任方就赔付标准与责任分担达成一致,2017年8月29日,兴业证券以欣泰电气、欣泰电气控股股东、会计师事务所等其他中介机构及相关责任人员为被告,向北京市第二中级人民法院提起诉讼。^[30]有学者提出,可将先行赔付制度和示范判决机制相结合,以“示范

[29] 参见张保生、朱媛媛:“证券先行赔付制度的定分止争功能与效果的反思——以欣泰电气欺诈发行先行赔付专项基金后续争议为引入”,载《证券法律评论》(2018年卷),中国法制出版社2018年版,第356页。

[30] 参见“兴业证券股份有限公司2017年年度报告”,第53页,载http://www.cninfo.com.cn/cninfo-new/disclosure/sse/bulletin_detail/true/1204554661?announceTime=2018-03-31,最后访问时间:2018年9月10日。

判决”的方式赋予先行赔付方案以权威性，引导投资者倾向于通过先行赔付获得赔付，并避免连带责任各方就赔付标准产生争议。^{〔31〕}

我们认为，纵观中国证券市场建立以来的二十多年发展历程，在缺少集团诉讼机制的情况下，探索符合中国国情的替代性模式，完善群体性证券侵权的维权路径正当其时。示范诉讼下的先行赔付模式或可作为群体性纠纷多元化解机制中的一项重要选择。投资者因上市公司虚假陈述行为向法院提起诉讼时，法院可针对一个或数个案件通过示范判决的方式，明确实施日、揭露日、是否存在系统性风险以及投资者损失计算方法等虚假陈述案件常见争议焦点。形成示范判决后，先行赔付主体可根据示范判决确定的赔偿范围和损失计算标准制定先行赔付方案。扩张生效判决的法律效力，使其能适用于因同一类证券侵权行为受损的全体适格投资者，并将示范诉讼下的先行赔付模式引入虚假陈述等群体性侵权案件，具有积极的现实优越性：除具有先行赔付制度本身具有的制度优越性外，还有助于明确法律争议焦点问题，引导投资者对后续案件的司法预期，促成投资者自愿与先行赔付主体达成和解，提高先行赔付效果，并有效避免先行赔付主体在向其他连带责任主体进行追偿时各方就赔付方案发生争议。唯此，先行赔付这一制度的生命力才会更加长久。

在示范诉讼下引入先行赔付模式，实践中可能会面临囿于我国证券民事诉讼周期长等客观情况，生效判决作出后再先行赔付会导致先行赔付制度快速高效化解纠纷的制度功能大打折扣等质疑或批判。我们认为，这一问题可通过委托第三方专业机构为人民法院的审理工作提供技术支持来解决。委托中国证券投资者保护基金有限责任公司等专业机构为司法审理提供支持，对适格投资者的损失进行测算，可帮助法院解决投资者损失计算技术难题，加快审理进度，增强投资者损失计算精准度，提高证券案件审判的专业性和公信力，从而解决案件审理期限长等现实问题。

（五）扩大证券投资者保护基金使用范围，建立投保基金先行偿付机制

证券投资者保护基金（以下简称“投保基金”）是我国最早建立的金融保障基金，是国家金融安全网的重要组成部分，是促进证券市场稳定健康发展的重要基础性制度。保护投资者合法权益是这项制度建立的根本宗旨。虽然防范和处置证券公司风险是该项制度建立之初的首要职能，但投资者权益保护工作应是全方位的，投保基金不应仅仅定位于在证券公司发生破产风险时对证券公司债权人予以偿付的行业性保障基金，特别是在党中央把防控金融风险放到更加重要位置的新形势下，随着我国资本市场的改革发展，这项重要基础制度应当在落实习近平总书记“充分保护投资者”精神要求的前提下发挥更为重要的作用，切实体现这项制度由“国家设立”的法律地位和高度。

我们认为，结合我国证券投资者的保护现状以及相关制度的运行实践，新形势下扩大投保基金的使用范围，探索建立投保基金先行赔付制度具有现实意义。当发生虚假陈述案件时，由投保基金按一定比例对投资者先行偿付，之后再由投保基金公司对相关责任主体进行追偿。操作层面上，一种模式可考虑将上文提到的市场各类经营主体缴纳的风险准备金并入现有的投保基金管理体系，扩大投保基金资金来源范围；或者也可考虑在现有基金来源模式下，拓展投保基金的使用范围。投保基金筹集的重要来源之一为证券交易所缴纳的交易经手费，该笔费用是由投资者交易产生的资金，使用这部分证券投

〔31〕 参见前注〔29〕，张保生、朱媛媛文，第365页。

投资者保护基金用于补偿投资者损失，在法理上是可行的，也能够真正实现投保基金“取之于市场、用之于市场”的根本目的。

（六）将违法违规案件中的罚没款全部或部分纳入投保基金范围

证券市场的虚假陈述、操纵市场和内幕交易等违法违规行为的行为人违背诚信义务或者实施侵权行为，往往直接会对特定的投资者造成损失。通过交易行为特点和交易期间的分析计算，是可以圈定受损投资者的范围和损失金额的，具有一定的对应性。因此，违法违规的非法获利应当用于赔偿受损的投资者。我国法律对于虚假陈述、操纵市场和内幕交易等行为在行政刑事法律责任的同时，还相应规定了民事赔偿责任，正是出于这一理论基础。此外，我国《证券法》第232条规定了行政罚款、刑事罚金与民事赔偿相冲突时民事赔偿优先的原则。在实践中，由于行政处罚和刑事制裁在时间上往往先于民事赔偿，许多违法行为主体在支付行政或刑事罚没款后，不再有能力和民事赔偿，使得证券法先民后行的担责原则难以实现。这有违保护投资者合法权益的根本监管理念。

另外，从发达国家证券市场的治理经验来看，许多国家都规定，基于证券市场违法行为的违法所得建立专项赔偿基金，用于赔偿证券市场因违法行为而遭受经济损失的投资者。本文前述的公平基金便是如此，这一做法值得我国借鉴。

我们建议，将证券市场违法案件中的行政、刑事处罚中的罚没款缴付到投资者保护基金专门用于受损投资者的赔偿，这不仅符合国际资本市场的惯例，也符合证券法的立法精神，对于树立投资者的投资信心有积极意义。这是资本市场创新投资者保护机制，开拓投资者赔偿路径的积极举措，对我国建设强大的资本市场有着积极作用。与此相配套，投资者保护基金应当积极履责，建立完善赔偿基金的筹集管理和使用制度，科学合理设定赔付方式方法，将赔偿基金的资金公平公正、科学合理地运用于赔付因违法行为受到损害的投资者。这一部分资金赔付与民事诉讼、民事调解、行政和解金以及本文所论述的先行赔付等相互衔接，共同构筑较完善的证券市场民事赔偿制度机制体系，让以人民为中心的资本市场监管理念和价值观念真正落到实处，让广大投资者在法治进步和市场创新中感受到实实在在的获得感。

参考文献

- [1] 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).
- [2] 王利明. 中国民法典学者建议稿及立法理由债法总则编·合同编 [M]. 北京: 法律出版社, 2005.
- [3] 章武生. 我国证券集团诉讼的模式选择与制度重构 [J]. 中国法学, 2017 (2).

(责任编辑: 缪因知 赵建蕊)