

证券民事赔偿责任优先： 如何以“罚没收入反哺”为出路？

任妍姣*

摘要：证券民事赔偿责任优先是《证券法》规定的原则，然而证券执法中的“罚先赔后”现象使其存在落实难题，“罚没收入反哺”能够作为这一问题的解决出路。第一，证券民事赔偿优先原则的含义、价值提供了必要性和重要性依据。第二，公平基金持续的反哺特征与不可替代的赔偿功用，让其在暂缓入库、财政回报、财政退库等实现方案中脱颖而出。第三，“中国版公平基金”的建立源于对我国证券投资者保护基金的改造，应当系统性修改《证券投资者保护基金管理办法》。

关键词：民事赔偿责任优先 证券执法 公共补偿 公平基金 证券投资者 保护基金

证券民事赔偿责任优先，即证券民事责任与刑事或行政责任竞合时，证券违法主体应当优先以赔偿方式对受损投资者承担民事责任。新《证券法》

* 中央财经大学 2019 级金融服务法硕士研究生。

以投资者保护为核心目标，^{〔1〕}第 220 条重申民事赔偿责任优先为证券领域责任竞合情形的适用原则。然而，证券公共执法先于证券私人执法的“罚先赔后”现象，致使受损投资者的足额赔偿请求权客观上行使不能，证券民事赔偿责任优先原则陷入落实困境。有鉴于此，笔者提出“罚没收入反哺”的概念，从证券执法的角度探讨如何落实证券民事赔偿责任优先原则。

一、“反哺”意义：解读新《证券法》第 220 条

（一）必要性：基于证券民事赔偿责任优先的含义

“罚没收入”指罚金收入、罚款收入、被没收的违法所得以及被没收财产、非法财物的变价收入，来自《刑法》第 34 条的罚金、没收财产两类财产刑罚，以及《行政处罚法》第 9 条的罚款、没收违法所得、没收非法财物三类财产处罚。我国证券执法现况滋生出“反哺”的引申义，指证券公共执法对此后进行的证券私人执法的影响。因而，从字面意义可直观揭示证券执法视角下“罚没收入反哺”的作用机理：存留证券罚没收入对受损投资者进行公共补偿，将行政机关通过证券公共执法取得的罚没收入，作为受损投资者民事赔偿的资金来源。

证券执法视角下“罚没收入反哺”的必要性，植根于新《证券法》第 220 条关于证券民事赔偿责任优先原则的规定。增加承担民事赔偿责任先于缴纳违法所得，是新《证券法》第 220 条的修订亮点。至此，该款规定穷尽新《证券法》第十三章的财产责任形式——罚款、罚金与没收违法所得，可以肯定证券民事赔偿责任优先是绝对意义上的，不存在证券刑事或行政财产责任优先的例外情形。无条件实现“罚没收入反哺”，旨在保障民事财产责任形式先于所有刑事及行政财产责任形式执行完毕，此乃证券民事赔偿责任绝对优先的应有之义。换言之，证券

〔1〕 参见阎庆民：《在 2020 年第三届中小投资者服务论坛上的致辞》，载微信公众号“证监会发布”2021 年 9 月 4 日，<https://mp.weixin.qq.com/s/XUYUvoLtUDgSBD9amSL5Zw>。

民事赔偿责任优先系必然性范畴的原则,实质矫正“罚先赔后”现象的“罚没收入反哺”为其提供落实保障。

(二)重要性:基于证券民事赔偿责任优先的价值

证券执法视角下“罚没收入反哺”的重要性,体现于保障弱勢多数人的法律救济和承认返还违法所得的正当性,证券民事赔偿责任优先原则的价值即在于此。一方面,为达到主体赋予客体的价值期望以实现法的一般目的价值,^[2]应当认识到“财产权利义务或权力责任的分配,主要取决于如何能够最大限度地满足每个社会个体的不同需要”。^[3]相较证券公司、证券服务机构及其控股股东、实际控制人、直接负责的主管人员和其他直接责任人员,投资者是居于弱勢地位的多数人,凭借其实际能力难以与违法主体形成真正意义上的对抗,有必要通过“罚没收入反哺”充分且普遍地维护其合法权益。另一方面,《行政处罚法》第28条规定违法所得是“实施违法行为所取得的款项”,本质是因违法行为获得的不当经济利益。由于《民法典》第122条未限定受益与受损须基于同一原因事实,“如果没有其不当利益的取得,他人就不会造成损失,就应当认定受益与受损之间有因果关系”,^[4]违法主体与损害赔偿请求权人成立不当得利之债,后者有权依法请求前者以赔偿损失的方式向其返还违法所得。事实上,这种做法也为其他立法实践所支持,如《反不正当竞争法》第17条第3款将“因侵权所获得的利益”置于赔偿数额确定标准的第二顺位。

二、“反哺”方案:公平基金是最佳长期选择

在学界提出的“罚没收入反哺”实现方案中,部分观点支持暂缓入库、财政退库与财政回拨,但呼声最高的是向中国证券投资基金保护基金有限责任公司(以下简称投保基金公司)缴付证券罚没收入,由其管理

[2] 参见吕世伦、文正邦主编:《法哲学论》,黑龙江美术出版社2018年版,第263页。

[3] 参见刘少军:《法边际均衡论:经济法哲学》(修订版),中国政法大学出版社2017年版,第215页。

[4] 参见王利明主编:《民法学》(第2版),复旦大学出版社2015年版,第416页。

并分配至受损投资者，^{〔5〕}也即参考美国《萨班斯—奥克斯利法案》（Sarbanes - Oxley Act）第 308 条的公平基金，改造我国证券投资者保护基金（以下简称证券投保基金）。倘若我国引入公平基金，属于不当经济利益的违法所得作为归入证券投保基金的没收收入，即再度印证了违法所得返还给损害赔偿请求权人的正当性。当然，还要从其他方面证明公平基金是实现“罚没收入反哺”的最佳方案。

（一）选择前提：突破现有财政国库管理制度

实际上，上述 4 种“罚没收入反哺”实现方案均存在一定问题。例如，财政回拨缺失法律依据。财政回拨要求“将已经上缴国库的财产返回到法院，由法院支付给受损害的投资者”，^{〔6〕}这是否属于由法院代受损投资者行使损害赔偿请求权？如是，请求权内容利益的实现“必须通过他人的行为或不行为”，^{〔7〕}然而中证中小投资者服务中心支持诉讼、参与特别代表人诉讼的既有尝试表明，财政回拨不是受损投资者获得证券民事赔偿的唯一出路。如否，法院又基于何种原因取得上述权利？

其他实现方案的具体问题，无不围绕我国财政国库管理制度的现实矛盾。第一，暂缓入库与罚没收入及时入库相抵触。《关于重申国家罚没收入一律上缴国库的通知》强调“罚没收入及时足额地上缴国库”。暂缓入库适用于“行政、刑事已经裁决但未执行时”，^{〔8〕}保证该时段处于证券民事诉讼期间或时效内，涉案证券罚没收入暂时不入库才具有现实意义。但对比罚没收入入库期限（见表 1），以及简易程序不低于 3 个月的审结期限，可知证券民事诉讼的审理周期一般超过罚

〔5〕 参见张东昌：《证券市场没收违法所得与民事赔偿责任的制度衔接》，载黄红元、卢文道主编：《证券法苑》第 23 卷，法律出版社 2017 年版；孔海滨、王旭：《证券市场先行赔付制度研究》，载《财经法学》2018 年第 5 期；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》，载《清华法学》2018 年第 6 期；杨文尧天、何海锋：《投资者公平基金的制度功能与运作机制》，载郭锋主编：《金融服务法评论》第 10 卷，中国法制出版社 2019 年版。

〔6〕 参见陈洁：《证券民事赔偿责任优先原则的实现机制》，载《证券市场导报》2017 年第 6 期。

〔7〕 参见江平主编：《中国司法大辞典》，吉林人民出版社 1991 年版，第 420 页。

〔8〕 参见前注〔6〕；冯果、张阳：《证券侵权民事赔偿标准确立的内在机理与体系建构》，载蒋锋、卢文道主编：《证券法苑》（第 25 卷），法律出版社 2018 年版。

没收收入及时入库的最长时限。第二,公平基金与罚没收入足额入库相抵触。同样鉴于《关于重申国家罚没收入一律上缴国库的通知》强调“罚没收入及时足额地上缴国库”,公平基金则将符合条件的违法所得(disgorgement)与民事罚款(civil penalty)汇入赔偿专项基金,^[9]致使证券罚没收入足额入库完全客观不能。第三,财政退库与罚没收入一般不退库相抵触。曾经,《关于罚没财物管理办法》第4条允许“在入库的罚没收入中20%至30%以内掌握退库”,但为纠正因提成而“以罚代刑”、重大经济案件不起诉等流弊,《对〈关于罚没财物管理办法〉作两点原则修改的紧急通知》改为要求罚没收入“一律不退库”,《罚没财物和追回赃款赃物管理办法》第11条中将“错案”作为唯一例外。目前,《罚没财物管理办法》第31条虽在“错缴”之外新增“多缴”作为退库情形,却不足以松动严格管制财政退库的政策方向及考量。有观点认为,“证券罚没款退库制度仍有一定制度空间”,^[10]可是“刑法规范祇是最低限度之道德”,^[11]绕开财政退库招致的最低限度的刑事问题,又何谈将制度设计上升至保护受损投资者的高度?因而,不应当为局部利益而忽视证券罚没收入退库可能招致的损害。

[9] 公平基金分为美国证券交易委员会(SEC)监督型与法院监督型两类。以前者为例,“在由起诉启动的任何代理程序中,如果SEC要求被告支付违法所得并对其进行民事罚款,SEC可以下令要求将二者以及根据《美国法典》第15编第7246节(b)项获得的任何资金,用于为受害投资者创建基金。”See SEC, *Rule 1100. Creation of Fair Fund*, <https://www.sec.gov/about/fairfund042104.htm>, visited March 23, 2021. 而后,《多德—弗兰克法案》第929B条修改了《萨班斯—奥克斯利法》第308条,增加SEC设立公平基金的灵活性,“经SEC动议或指令,民事罚款应当加入为受害者设立的吐赃基金或其他基金,并成为其中的一部分”。See Dodd - Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, § 929B, 15 U. S. C. § 7246(a), 2021.

[10] 参见黄辉、黄江东、李海龙、肖宇:《证券民事赔偿责任优先的法理逻辑与实现路径》,载《投资者》2019年第2期。

[11] 参见林山田:《刑法特论:侵害个人法益之犯罪》(上册),台北,三民书局1978年版,第3页。

表 1 罚没收入取得并上缴国库所需期限的立法规定

期限	罚款收入			没收收入	
	当事人缴纳罚款	行政机关及其执法人员收缴罚款	查封、扣押或冻结后划拨抵缴罚款	没收违法所得的款项	没收非法财物拍卖款项
取得的最长期限	15 个工作日	4 个工作日 + 水上收缴的抵岸用时	60 个工作日	没收期间	没收期间 + 拍卖期间
入库的法定期限	原则上 3 日入库,但暂未实现非税收入直接缴库的可于 10 个工作日内入库				

资料来源:《行政处罚法》第 67 条、第 71 条、第 74 条、第 85 条,财政部《关于将部分行政事业性收费和政府性基金纳入预算管理的通知》,财政部《关于进一步规范地方国库资金和财政专户资金管理的通知》。

综上所述,“罚没收入反哺”实现方案要求存留证券罚没收入以实现对受损投资者私人损失的公共补偿,导致其适用基本离不开突破我国财政国库管理制度的既有设计,但并不代表实现“罚没收入反哺”不具有可行性。一定程度上讲,罚没收入在财政收入中的现实地位,赋予了“罚没收入反哺”作为证券民事赔偿责任优先原则之落实选择的合理性。罚没收入对于财政收入增长的贡献微乎其微(见图 1),将其组成部分——证券罚没收入用于公共补偿,并不会动摇我国的财政国库管理制度。但纵使罚没收入占财政收入的比重极低,也会对现有财政国库管理制度造成一定程度的影响,故而制度突破应当从长计议而非一蹴而就,“罚没收入反哺”宜作落实证券民事赔偿责任优先原则的长期选择。当然,尚需回答如下问题:为何必须选择令证券罚没收入反哺受损投资者,而非将之上缴国库? 后文将进一步解读“罚没收入反哺”的合理性。

(二) 选择原因:公平基金反哺特征及合理性

除却对现有财政国库管理制度的突破需求,财政退库、财政回拨还存在有待克服的其他问题,所以应当在暂缓入库与公平基金中选择“罚没收入反哺”实现方案,且二者在符合要求的罚没收入是否具有入库可能上的不同表现,决定它们不能共生共存,只能择一作为实现罚没收入反哺的最佳方案。立足于最大限度落实证券民事赔偿责任优先原则,最佳方案应属公平基金。暂缓入库保留个案所涉证券罚没收入的入库可能,以个案为单位执行对受损投资者的证券民事赔偿,原则上仅要求部分用于反哺。公平基金则要求为受损投资者创建专项基金,将符合条件

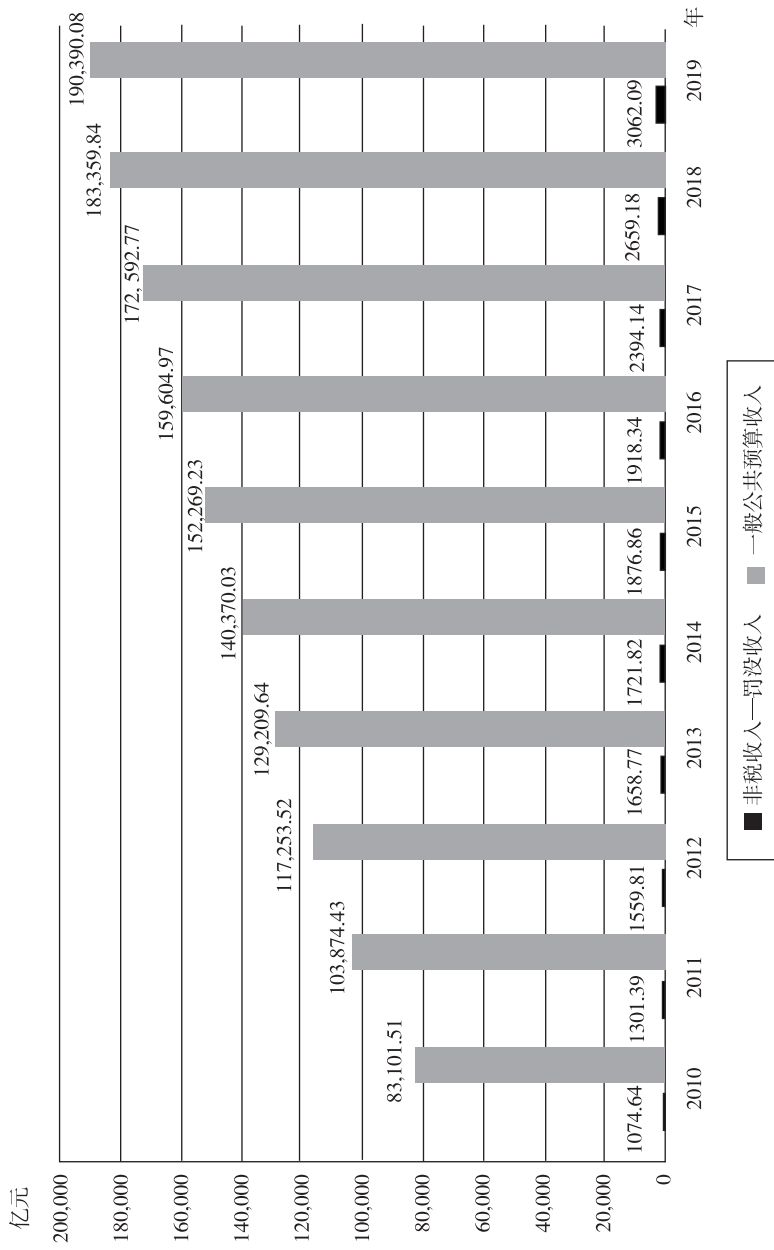


图1 全国范围内的罚没收入与一般公共预算收入（2010~2019年）

的证券罚没收入存入其中并不断累积，杜绝入库可以完全用于反哺。两相对比，暂缓入库对证券民事赔偿责任优先原则的落实具有单次性特征，而公平基金持续性地落实证券民事赔偿责任优先原则，以稳定维护受损投资者的合法权益为额外的实现效果。况且，补充国库不是暂缓入库的固有优势，证券民事赔偿的具体数额不低于证券罚没收入时，暂缓入库便不再具有优势。

通过证明公平基金作为“罚没收入反哺”实现方案的合理性，可以分析上文提到的证券罚没收入不入库的合理性问题。实际上，这在美国对公平基金与证券集团诉讼的实证检视中有迹可循。之所以能够对比二者，是因为前者的补偿资格与后者的原告资格相同，均是买卖证券的投资者。^[12] 具体而言：

1. 赔偿范围方面。在发行人违规报告与披露案件中，赔偿资金主要来自证券集团诉讼和解金，但在地方债(69.9%)、证券发行(77.8%)、经纪商(78.9%)、投资顾问(90.4%)、操纵市场(96.7%)相关案件中，公平基金越发成为赔偿资金的主要来源，甚至在内幕交易案件中，公平基金是赔偿资金的唯一来源。^[13]

2. 赔偿规模方面。2003~2012年，美国证券交易委员会(SEC)设立223只公平基金并向投资者分配近130亿美元，同期证券集团诉讼共920件并支付和解金609亿美元，前者的平均赔偿规模(5950万美元/件，中位数为1650万美元)与后者(5600万美元/件，中位数为840万美元)相若。^[14] 尽管如此，当赔偿金额不足200万美元时，公平基金占比更高，只是随着赔偿金额的增加，其与证券集团诉讼的占比越发接近。^[15]

3. 赔偿用时方面。虽然因案件复杂程度、所涉问题以及其他因素而

[12] See SEC v. World Com, Inc., 273 F. Supp. 2d 431, 431 (S. D. N. Y. 2003).

[13] See Urska Velikonja, *Public Compensation for Private Harm: Evidence from the SEC's Fair Fund Distributions*, Stanford Law Review, Vol. 67, 2015.

[14] Ibid. p. 361.

[15] See Um Se Yong, *A Study on an U. S. Fair Fund Distribution Case (Citigroup Fair Fund) and some Proposals for the Efficient Operation of the Fair Fund in Korea*, The Korean Journal of Securities Law, Vol. 21, 2020.

存在波动,但证券集团诉讼光是审结期限一般便至少需要2年至3年。^[16]关于公平基金设立之日至首次分发资金之日的具体用时,2003~2009年的69只公平基金平均约为3.5年,2010~2015年的18只公平基金平均约为3年,2014年更是出现1年内设立且分发的情形。^[17]

4. 赔偿效果方面。以分配计划获批24个月内分配80%可用资金的公平基金与吐赃计划占比为指标,^[18]2014~2019年SEC的执法行动实现92%~97%的赔偿率。^[19]而消费者金融保护局2015年的研究显示,与消费金融产品相关的105起集团诉讼和解案件,平均赔偿率为21%,中位数为8%。^[20]

一言以蔽之,证券集团诉讼与公平基金在赔偿范围、赔偿规模上互为补充,且公平基金在赔偿用时、赔偿效果上的表现优于证券集团诉讼。对于因买卖证券而遭受损失的投资者来说,公平基金作为公共执法手段,具有无法为证券集团诉讼等私人执法手段所取代的赔偿功用,切实反映证券罚没收入不入库的合理性。

从根本上看,赔偿功用的不可替代性源自公平基金的设立目的。与其说2001~2002年的WorldCom财务丑闻诱使《萨班斯—奥克斯利法》第308条设立公平基金,不如说面对其所致的巨大经济损失,需要借由

[16] See The Rosen law firm, *Class Actions FAQ*, <https://www.rosenlegal.com/about-questions.html>, visited March 23, 2021; Ben crump, *How Long Do Class Action Lawsuits Take?*, <https://bencrump.com/class-action-lawsuits/how-long-do-class-action-lawsuits-take/>, visited March 23, 2021.

[17] 由于基金分配之日远早于基金结束之日,分析公平基金向投资者分发资金的赔付费用时,基金首次分发日期比基金运营时间更为客观。See Alan Friedman, *Managing Uncertainty in the SEC Fair Fund Process: Part1*, <https://media.crai.com/sites/default/files/publications/Managing%20Uncertainty%20In%20The%20SEC%20Fair%20Fund%20Process%20Part%201.pdf>, visited June 18, 2018.

[18] See SEC, *SEC Strategic Plan 2014-2018*, <https://www.sec.gov/about/sec-strategic-plan-2014-2018-draft.pdf>, visited March 23, 2021.

[19] See SEC, *Fiscal Year 2019 Agency Financial Report*, <https://www.sec.gov/files/sec-2019-agency-financial-report.pdf#mission>, visited November 15, 2019.

[20] See Consumer Financial Protection Bureau, *Arbitration Study Report to Congress, Pursuant to Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act § 1028(a)*, https://files.consumerfinance.gov/f/201503_cfpb_arbitration-study-report-to-congress-2015.pdf, visited March, 2015.

兼具补偿与抑制功能的公平基金来强化 SEC 赔偿受损投资者的权力，^[21]并帮助多数案件中难以提起私人诉讼的受损投资者获得赔偿。^[22]公平基金在赔偿方面的某些功用胜过证券集团诉讼，根本原因是其属于为弥补私人执法固有弊端而生的公共执法手段。同理，即使我国真正取消证券民事赔偿诉讼的前置程序，诉讼外的受损投资者也不能因此获得证券民事赔偿，且先行赔付、证券行政和解等诉讼外和解方式的达成取决于违法主体的主观意愿。而公共执法手段的普惠性与稳定性，令公平基金能够成为确保受损投资者获赔的最终关卡。并且，有韩国实务人士概括公平基金引入前后的执法状况：“引入公平基金前，民事罚款返还国库导致责任财产缩水，反而阻碍对受损投资者的损害赔偿，引入公平基金使得民事罚款用于赔偿损失，确保责任财产实质性救济损害，提升征收民事罚款的方便性与正当性”。^[23]

三、“反哺”措施：改造证券投保基金

毋庸置疑，公平基金制度设计同《证券投资者保护基金管理办法》（以下简称《管理办法》）的若干规定不相适宜。为将我国证券投保基金改造为“中国版公平基金”，通过实现“罚没收入反哺”落实证券民事赔偿责任优先原则，应当系统性修改《管理办法》。以下将从基金筹集、用途及分配三个方面来讨论如何具体改造我国证券投保基金。

（一）基金筹集：修改第三章以吸收罚没收入

增加证券投保基金的资金来源是“罚没收入反哺”的实现前提，但美国公平基金的经验显示，罚没收入符合一定条件方能归入证券投保基

[21] See Ahn Sooh Yun, *Comparative Study on the Investor Compensation Fund and Its Implication*, *Journal of Business Administration & Law*, Vol. 26, 2016.

[22] See Katelyn Peters, *Fair Funds for Investors Definition*, <https://www.investopedia.com/terms/f/fairfundsforinvestors.asp>, visited September 27, 2020.

[23] Um Se Yong, *A Study on the Improvement Measures for Alternative Dispute Resolution and the Recovery of Damages from Illegal Activities*, *The Korean Journal of Securities Law*, Vol. 16, 2015.

金。根据《萨班斯—奥克斯利法》第 308 条第(a)款,民事罚款与违法所得归入公平基金须满足的条件是,SEC 依据证券法启动司法诉讼或行政审裁(judicial or administrative action),并因此作出动议(motion)或指令(direction)。^[24]与行政审裁性质相同,“美国证监会民事诉讼制度在本质上并不是民事赔偿制度,而是美国证监会以制止和惩罚违法责任主体的执法手段之一”。^[25]是以,为借鉴建立“中国版公平基金”,结合我国罚没收入的表现形式、我国证监会与投保基金公司的行政关系^[26]、对违法行为的执法手段以及监管信息的体裁文种,《管理办法》第 14 条应当增加一项基金来源的规定,即“证监会行政处罚取得的罚款、违法所得以及非法财物拍卖款项”,且要求“证监会在作出行政处罚后,应当以公告形式公示归入基金的数额、时间等主要信息”。强调只有同时符合情形、形式双重条件的罚没收入才能归入证券投保基金,由此确立“罚没收入反哺”实现前提的第一重约束,能够尽量减少对我国现有财政国库管理制度的冲击。

此外,规范基金筹集的法定程序,构成“罚没收入反哺”实现前提的第二重约束。根据《萨班斯—奥克斯利法》第 308 条第(c)款,研究程序是调查、分析 SEC 在立法生效前 5 年内的强制执行行动以及赔偿受损投资者的其他方法,报告程序则是在立法生效后的 180 天内启动,围绕研究程序的调查结果,讨论建议或可能采取的监管或立法行动。^[27]简言之,两类法定程序本质上是帮助立法、监管解决公平基金资金来源相关问题的准备程序,给予我们的启示有二:第一,对基金筹集的规范必不可少。《管理办法》第三章的其他规定单纯围绕投保基金如何筹集资金,更进一步的问题是投保基金如何规范地筹集资金。为此,《管理办法》第三章应当回应投保基金公司如何进行两类准备程序,增加关于其构成、任务、时限、效果等方面的规定。第二,集中、及时地规范基金筹

[24] See Sarbanes - Oxley Act, § 308 (a), 15 U. S. C. § 7246 (a), 2021.

[25] 章武生、成谦:《香港证监会代表投资者索赔诉讼案例分析与借鉴》,载《华东政法大学学报》2016 年第 4 期。

[26] 作为我国投资者保护机构之一,投保基金公司属于证监会直属专业机构,由证监会内设机构投资者保护局管理。

[27] See Sarbanes - Oxley Act, § 308 (c), 15 U. S. C. § 7246 (c), 2021.

集。上述两类准备程序的亮点是，集中讨论一定时期内若干问题的解决方案，并将之实施于公平基金建设初期，低成本且高效率地完成规范基金筹集的准备程序。申言之，《管理办法》第三章应新增相关规定，一是应当确定调查任务为证监会较长时期内的执法行动所反映的证券罚没收入相关问题，二是应当在保证准备程序正常进行的前提下尽量缩短其完成时限。

（二）基金用途：修改第 19 条再落实“先行给付”

关于“罚没收入反哺”的实现方式，此处分析在诉讼之外实现预先反哺的可能性。就我国目前的先行赔付机制而言，根据新《证券法》第 93 条，投资者保护机构对外担任赔付主体签订赔付协议的代理人。但从投保基金公司的角色定位来看，始终存在与之不同的学界方案——允许投保基金公司先行赔付。^[28] 不过，“先行赔付机制本质上是通过当事人之间的协议将侵权之债转化为合同之债”，^[29]然投保基金公司未实施侵权之债而并非赔付协议当事人。对此，有学者提出改良先行赔付，由投保机构“先行给付”并以诉讼方式事后追偿。^[30] 该观点不仅承继前述方案之核心要旨，而且规避投保基金公司先行赔付的逻辑矛盾，这是本文展开论证的逻辑前提。

实际上，美国证券投资者保护公司（SIPC）是我国投保基金公司“先行给付”主张的蓝本。经历填写并提交申索表格、复核申索与发出决定信等阶段，SIPC 向受损投资者初始交付（initial delivery）现金或证券，^[31]让我们看到投保基金公司致力于帮助受损投资者提前获得证券民事赔偿的明天。然而，我国存在落实“先行给付”的现实障碍。“先行给付”源自对先行赔付的改良，应当同样适用于新《证券法》第 93 条规定的“欺诈发行、虚假陈述或者其他重大违法行为”。问题在于，这些情

[28] 参见张东昌：《证券市场先行赔付制度的法律构造——以投保基金为中心》，载《证券市场导报》2015 年第 2 期；段丙华：《先行赔付证券投资者的法律逻辑及其制度实现》，载《证券市场导报》2017 年第 8 期；前注[8]。

[29] 参见肖宇、黄辉：《证券市场先行赔付：法理辨析与制度构建》，载《法学》2019 年第 8 期。

[30] 参见汤欣：《证券投资者保护新规中的先行赔付》，载《中国金融》2020 年第 8 期。

[31] See SIPC, *How the Claims Process Works*, <https://www.sipc.org/cases-and-claims/how-the-claims-process-works>, visited April 26, 2021.

形不一定达到催生处置风险的程度,而《管理办法》第19条规定证券投资基金原则上只能因证券公司风险处置而使用。这是否需要改进?答案是肯定的,原因有二:一是受损投资者需要救济。投资者保护的核心是投资者损害赔偿救济,^[32]风险处置情形之外存在基数更大的受损投资者,有待发掘投保基金公司对落实证券民事赔偿责任优先原则的积极作用。二是投保基金需要转型。我国金融风险经过集中整治业已趋于收敛,^[33]增加证券投保基金用途也能让其免于陷入闲置境地。所以,建议《管理办法》第19条增加一项基金用途的规定,即“证券公司存在欺诈发行、虚假陈述或者其他重大违法行为时,依据受损投资者申请进行先行给付”。如此考量,一是相较重新修订成本更低,二是结合中美实践让证券投保基金以最小投入发挥最大价值。

“先行给付”的核心问题是投保基金公司完成给付后如何追偿,具体涉及两个问题:第一,投保基金公司基于何种权利追偿?这是一种须以诉讼方式行使的广义代位求偿权。^[34]以债权债务关系为视阈,相对人投保基金公司向债权人受损投资者“先行给付”,等于清偿债务人违法主体所负债务,法院依据《民法典》第537条认定成立的代位求偿权,来自受损投资者接受给付而终止履行的损害赔偿请求权。至于代位求偿权的客体,或可理解为保证,当违法主体有意愿先行赔付而委托投保基金公司签订赔付协议时,该委托视作二者约定投保基金公司在违法主体先行赔付拟定金额的范围内承担保证责任,通过紧密捆绑先行赔付与“先行给付”,在夯实代位求偿权利基础之余规避权利滥用。第二,如何看待该种代位求偿权行使的优先性?立法者说明“代位权的行使效果采

[32] 参见《证监会:加快健全完善证券投资者损害赔偿救济制度》,载新华网,http://www.xinhuanet.com/2018-08/24/c_129939846.htm,2021年7月20日访问。

[33] 参见黄紫豪:《央行发布2020金融稳定报告:精准处置重点领域风险维护金融秩序》,载上海证券报·中国证券网,<http://news.cnstock.com/news/bwqx-202011-4614585.htm>,2021年7月20日访问。

[34] “在我国证券市场先行赔付制度中应赋予投资者保护基金公司代位求偿权……应允许投资者保护基金公司以自己名义提起代位求偿诉讼,其权利范围以赔付范围为限。”参见张东昌:《证券市场先行赔付制度的法律构造——以投保基金为中心》,载《证券市场导报》2015年第2期。

纳了‘直接受偿规则’”，^[35]受到“债权人‘受偿’，与其说是债权人代位权的功能，毋宁说是特别的法定抵销的作用使然”^[36]等学界质疑。然而无论作何理解，应当看到代位求偿权的受偿具有一定优先性，进而思考如何解决与其他权利的优先性冲突。以破产清偿场合为例，投保基金公司基于担保债权享有代位求偿权，那么担保债权的清偿顺序如何？虽然《企业破产法》第109条、第113条已有规定，但其与《税收征收管理法》第45条的横向法律冲突。绍兴市中级人民法院的观点值得赞同：在破产背景下，《企业破产法》较《税收征收管理法》更具备特别规定之特征，^[37]担保债权应当优先于税收债权清偿。由此，借助别除权的优先受偿权，即可为投保基金公司确定排他性的代位求偿权受偿规则，利于防止证券投保基金深陷“只出不入”的恶性循环，鼓励投保基金公司以资金优势“先行给付”受损投资者。

（三）基金分配：修改第五章要把握监管尺度

分配程序的重要性在于直接影响“罚没收入反哺”的实现效果，也即受损投资者获得多少证券民事赔偿。在规定“中国版公平基金”分配程序的监管规则时，《管理办法》第五章应当把握好具体的监管尺度。

以SEC监督的公平基金为例，Zimmerman教授基于SEC未确保不同受损投资者参与分配计划、司法审查有限、SEC决定分配资金的时间与方式不明等原因而质疑其公平性。^[38]但在SEC制定并5次修改《公平基金与吐赃计划规范和实践规则》(Rules of Practice and Rules on Fair Funds and Disgorgement Plans) (Rule 1100 - 1106)的十余年间，^[39]即使

[35] 参见黄薇主编：《中华人民共和国合同法编释义》，法律出版社2020年版，第173页；石宏主编：《〈中华人民共和国民法典〉解释与适用》，人民法院出版社2020年版，第144页。

[36] 韩世远：《债权人代位权的解释论问题》，载《法律适用》2021年第1期。

[37] 参见中国农业银行股份有限公司绍兴越城支行诉绍兴金宝利纺织有限公司破产债权确认纠纷上诉案，浙江省绍兴市中级人民法院民事判决书，(2017)浙06民终1119号。

[38] See Adam S. Zimmerman, *Distributing Justice*, *New York University Law Review*, Vol. 86, 2011.

[39] 制定时间为2006年1月，修改时间为2006年3月、2016年9月、2018年6月、2019年4月和9月。See SEC, *Rules of Practice*, <https://www.sec.gov/about/rulesofpractice.shtml>, visited April 28, 2021.

最重要的“公平基金和吐赃计划规则”^[40]也未作回应,仅于2018年第3次修改中删除一项对提议计划公示场合的要求。^[41]那么,SEC真的明知却无视公平基金分配程序的不公平吗?

回顾相关规定,Rule 1101 要求分配计划包括“可能有资格从公平基金获得收益的人员类别”,“告知有关人士存在公平基金及其可能有资格从中获得收益的程序”。Rule 1103 允许任何人就拟议计划提交书面意见,实践中补充提交时间为通知发布之日起30日内,提交的意见将公开发布。^[42]为确保适当分配,Rule 1105 规定调查对象可经管理人要求或允许而管理或协助执行吐赃计划,但须符合SEC或听证官认为适当的条件。它们直接体现SEC为公平基金分配公平而作出的努力。然而,Rule 1106 禁止任何人通过提交书面意见以外的其他方式行使异议权,虽在主体限定上做到一视同仁,但限缩行使方式是否有保护不公分配之嫌?实际上,Rule 1106 只是在保证公平的前提下选择了效率,这也是回应前述公平性质疑的突破口。提示受损投资者集中行使对分配计划的异议权,为SEC用最短时间回收、处理阻碍公平分配的异议问题创造了条件。类似节约执法资源的做法,有助于公共执法弥补私人执法的固有局限,其成效体现在:公平基金比证券集团诉讼在更短的时间内获

[40] Rule 1100 - 1106 分别规定公平基金的设立,分配计划的提交及内容,支付公平基金的规定,提议计划的通知与非当事人提出意见的机会,提议计划的批准、修改与不批准,分配计划的管理,异议权。See e - CFR, *Subpart F—Fair Fund and Disgorgement Plans*, et seq., <https://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?SID=09ef3e57558d4099ffe43a56f1a32775&mc=true&node=pt17.3.201&rgn=div5>. visited April 28, 2021.

[41] 2018年版Rule 1103 不再要求提议的吐赃计划或公平基金计划的通知发布于SEC备忘录(Docket),因为“以电子方式制作和发布SEC Docket 仍然需要大量的人力资源……在完成发布的几周前,Docket 的材料已经发布于网站的其他位置,因此,Docket 通常不到SEC网站所有流量的0.01%……”See SEC, *Technical Amendments to Rules of Practice and Rules of Organization; Conduct and Ethics; and Information and Requests*, <https://www.sec.gov/rules/final/2018/34-83325.pdf>, visited May 24, 2018.

[42] 这些要求存在于SEC行政审裁文件中的格式条款,其2018年的修改仅针对Rule 1103 的变动。See SEC, *Proposed Plan of Distribution for Sandra Dyche*, <https://www.sec.gov/litigation/admin/2016/34-78889-dp.pdf>, visited September 20, 2016; SEC, *Proposed Plan of Distribution for Wells Fargo & Company*, <https://www.sec.gov/litigation/admin/2020/34-89501-dp.pdf>, visited August 6, 2020.

得更佳的赔偿效果，即公平基金的赔付效率更高。着眼于公平与效率的关系，不妨再来审视 Zimmerman 教授的三点质疑：效率的确不能作为不明确决定资金分配时间与方式的借口，但针对性的保障程序、充分的司法审查的背后，是模仿证券集团诉讼而降低赔付效率，最终磨灭公平基金固有优势。易言之，监管“中国版公平基金”的分配程序，需要在公平的基础上考虑效率，从而保障受损投资者充分、及时行使损害赔偿请求权，这是修改《管理办法》第五章时应当遵循的原则。

同时，Zimmerman 教授主张的协商参与和权力制衡，能为监管“中国版公平基金”分配计划提供一定启迪，只不过在我国无法全盘照抄。^[43]在未来由投保基金公司组织“中国版公平基金”分配程序的情形下，可以让其他投资者保护机构、证券业自律性组织或符合条件的其他社会团体、基金会代理受损投资者参与制定分配计划，再由投资者保护局根据投保基金公司提交的证明材料，审查个案的分配计划是否存在实体或程序违法情形。详言之，附加受委托参与分配程序的前置条件，能够保护部分受损投资者希望亲自参与制定分配计划的意志自由。投保基金公司向投资者保护局提交证明材料时，应当解释说明分配计划制定过程的合法性与合理性。投资者保护局的审查应当是实质性的，需要判断相关主体是否存在恶意串通、怠于勤勉等有损受损投资者利益的行为。

四、结语

为帮助证券民事赔偿责任优先原则摆脱落实困境，本文先后分析“罚没收入反哺”作为具体出路的必要性、重要性与可行性，提出从筹集、用途、分配三层次着手修改《管理办法》，把证券投保基金改造为通过公共执法赔偿受损投资者的“中国版公平基金”。与之相对，如何建设便于受损投资者私人执行“中国版证券集团诉讼”也是值得探讨的话题。此外，研究证券民事赔偿责任优先原则的落实路径，只是进行证券

[43] 参见前注[5]，郭雳文，第77页。

投资者保护工作的起点。还有必要分析如何在投资者保护工作中协调“中国版证券集团诉讼”与“中国版公平基金”,在证券市场领域深入挖掘私人执法与公共执法之功用。

(编辑:姜沅伯)