

# 新《证券法》视角下先行赔付制度的探讨

吕颖

天津工业大学，天津，300380；

**摘要：**在中国证券市场，上市公司欺诈发行、虚假陈述等证券违法行为时常发生，给证券投资者造成巨大损失，尤其是中小投资者因诉讼成本高、立案难、举证难等原因在维权时处于劣势地位。新《证券法》第九十三条明确规定了“先行赔付”制度，这对保护投资者合法权益、维护证券市场的稳定、督促相关责任主体勤勉尽职具有重要作用。但法律对该制度的规定仍存在模糊之处，需要结合已有的四起典型案例对新《证券法》第九十三条规定的先行赔付的适用对象、赔付主体、适用范围以及追偿权进行详细论述，找出现有法律规定的不足之处，并从先行赔付对象的划分、赔付方案的程序设计以及赔付主体追偿权的保障方面提出优化路径，以期对我国先行赔付制度进行完善。

**关键词：**先行赔付；证券法；证券市场；投资者合法权益保护

**DOI：**10.69979/3029-2700.24.12.034

随着新《证券法》颁布，先行赔付制度首次在法律层面予以规定。由于这一制度在我国起步较晚，并且立法规定过于简略，在实践中留下了很多空白。且目前有关先行赔付制度的实践分析均基于过去的三起案例，鲜有文献将最新一起“紫晶存储”案纳入实践检视的范围，而最新一起案例对于明确先行赔付制度的主体范围、赔付对象等制度的构建细节具有重要参考价值。因此，该制度仍存在一些研究空间，需要进一步细化和完善先行赔付的制度设计。

## 1 先行赔付制度的法律性质及功能

### 1.1 先行赔付制度的法律性质

在 2019 年新《证券法》颁布实施之前，中国证券监督管理委员会曾规定：“保荐人承诺对受损投资者进行先行赔付”，也即强制保荐人先行赔付投资者所遭受的损失。后来，《证券法》修订草案将相关责任主体的先行赔付责任规定为：“可以就赔偿事宜与投资者达成协议。”2019 年《证券法》定稿中“可以委托”表明保荐机构的先行赔付的责任由强制改为自愿。从立法上可以表明，先行赔付制度并非法律强制规定的义务，更倾向于倡导性条款。有学者认为“先行赔付”的本质是赔付人与投资者之间自愿协商达成的和解协议<sup>[1]</sup>。笔者赞同这种观点，先行赔付应当是自愿进行，强制实施可能使投资者忽视投资风险，产生依赖心理。若将先行赔付设为强制义务，保荐人可能通过保险或提高费用转嫁成本，最终由投资者承担。此外，虚假陈述等违法行为主要由发行人实施，保荐机构仅负监督义务，强制其先行赔付后追偿困难，实际上减轻了发行人责任。新《证券法》第九十三条的“可以委托”也体现了其自愿的本质

属性。

### 1.2 先行赔付制度的功能

#### 1. 及时、有效的保护投资者合法权益

自 2003 年以来，行政处罚决定或刑事裁判文书是证券市场虚假陈述民事责任的前置程序。该规定旨在解决投资者难以证明证券违法与损失间因果关系的问题，但要求行政处罚或刑事判决才能立案，则变相提高了诉讼门槛，延长了投资者获赔时间。有学者统计，投资者在一审中获得赔偿的比例约为 30%，二审中仅为 3.41%，且完全赔偿难以实现。<sup>[2]</sup>此外，前置程序导致责任主体需先缴纳罚款或罚金，剩余财产往往不足以赔偿投资者，致使《证券法》第二百二十条的民事责任优先原则难以落实。2015 年，我国推行立案登记制的改革，取消了证券诉讼的前置程序。尽管立案登记制改革取得了一定成效，但仍然面临立案障碍。而先行赔付制度作为一种解决纠纷的机制可以避免司法诉讼中存在的难题，它确保责任主体优先赔偿投资者，避免罚款影响赔偿额度；且在实践中，投资者通过简单登记即可在 2 个月内获赔约 99%，无需证明刑事责任或等待行政处罚。因此，先行赔付制度有效弥补了证券民事诉讼的不足，更及时、高效地保护了投资者权益。

#### 2. 督促相关责任主体勤勉尽职

对于发行人而言，先行赔付制度可能使发行人将来承担巨额赔偿责任，其必须对自身的经营行为进行审慎评估和管理，进一步促使其加强内部自律，以降低可能发生证券违法行为的风险。对于证券经营机构、会计师事务所、律师事务所而言，为了避免因发行人的证券违法行为而承担连带责任，自然会更加勤勉尽责，对发行

文件中的所有信息进行仔细审查，确保其准确性、完整性。简言之，相关责任主体需要承担先行赔付的责任，其均会要求上市公司及时披露相关重要信息，降低信息不对称带来的投资风险，减少非法操纵和欺诈行为，从而达到维护证券市场稳定的效果。

## 2 先行赔付制度的实践检视

### 2.1 先行赔付制度的适用对象

确立先行赔付制度的初衷在于对上市公司证券违规行为中蒙受损失的投资者进行补偿，尽管《证券法》第九十三条对先行赔付主体的范围有所界定，但对于具体哪些投资者属于赔付对象则未予明确。因此，准确界定先行赔付的对象，对于充分实现该制度的功能与价值至关重要。

#### 1. 通过判断因果关系界定赔付对象

根据法条表述，先行赔付对象最重要的界定标准是证券违法行为与投资者的损失之间要有因果关系，一般可以借助虚假陈述的实施日、揭露日、更正日三个时间点来判断是否存在因果关系。先行赔付的对象是在上市公司虚假陈述实施后至揭露或更正前购买股票，且在揭露或更正后卖出或持有而遭受损失的投资者，而购买后于揭露或更正前即卖出并遭受损失的投资者则不符合先行赔付的条件。因为投资者在虚假陈述实施日后买入，并在揭露日或更正日前卖出却遭受损失，其属于投资者应当自身承担的证券市场投资风险，而不是因发行人的证券违法行为所引发的道德风险。

#### 2. 相关责任主体不可成为赔付对象

通过现有的四起先行赔付的补偿公告可以看出，虚假陈述事件的责任方均不属于专项补偿基金的补偿范围。“万福生科案”与“海联讯案”公告显示，虚假陈述责任方因股票交易产生的损失不在基金补偿范围内。

“欣泰电气案”与“紫晶存储案”公告进一步明确了虚假陈述责任方及其董监高增持股票不属赔付对象，体现了“适格受损投资者”界定趋于精确合理。然而，现有四例先行赔付案例公告均未严格区分专业与普通投资者，尽管两者在专业知识与风险判断上存在显著差异。目前，只要投资者损失符合赔付条件即可获赔，因此，投资者专业能力的区分是先行赔付制度的细化方向。

### 2.2 先行赔付的主体

证券法视角下先行赔付主体范围的界定在立法上经过多次修改。根据立法过程可以将先行赔付的主体分为三大类：发行人的控股股东、实际控制人相关的证券公司；投资者保护机构；证券服务机构。笔者结合现有四起实践就这三类主体能否成为先行赔付的主体展开论述。

#### 1. 发行人的控股股东、实际控制人、相关的证券公司

从《证券法》修订草案初稿到新《证券法》的颁布实施，赔付主体去除了投资者保护机构以及证券服务机构，最终保留“发行人的控股股东”、“实际控制人”、“相关的证券公司”三类。如表 1 所示，已有的四起先行赔付案例，其中两例“万福生科案”和“欣泰电气案”的先行赔付人是相关证券公司，均为保荐机构及承销商。“紫晶存储案”的专项补偿基金主要来源于证券公司及律所。而“海联讯案”的赔付专项基金则是由控股股东出资。因这三类主体在上市公司中扮演着重要角色，通常具有较强的经济实力，能够承担巨大的先行赔付数额，且其本应对于欺诈发行等违法行为承担赔付责任。反之，如果证券公司等责任主体涉及到与公司违规行为有关的交易，不积极履行先行赔付责任，将会损害其声誉和信誉，所以其通常愿意承担赔付责任来维护自身的商誉。

表 1 先行赔付制度在实践中的应用情况

| 实践案例  | 违法违规情形    | 先行赔付主体     | 赔付周期 | 赔付人数及占比         | 赔付金额及占比              | 专项基金管理人 |
|-------|-----------|------------|------|-----------------|----------------------|---------|
| 万福生科案 | 欺诈发行、虚假陈述 | 平安证券       | 2 个月 | 12765<br>95.01% | 1.78 亿元 99.56%       | 投保基金公司  |
| 海联讯案  | 欺诈发行、虚假陈述 | 主要控股股东     | 2 个月 | 9823<br>95.70%  | 8882.77 万元<br>98.81% | 投保基金公司  |
| 欣泰电气案 | 欺诈发行、虚假陈述 | 兴业证券       | 5 个月 | 11727<br>95.16% | 2.42 亿元 99.46%       | 投保基金公司  |
| 紫晶存储案 | 欺诈发行、虚假陈述 | 中信建投、律师事务所 | 2 个月 | 16986<br>97.22% | 1.08 亿元 98.93%       | 投保基金公司  |

#### 2. 投资者保护机构

关于投保基金公司能否成为先行赔付的主体，学界存在诸多争议。有学者认为，先行赔付人不应包括投保基金公司，因为投保基金公司的职责是解决证券公司破产或被撤销、接管的赔付问题，是一种政策性的体现，市场主体应该承担自身错误行为的后果，而不应该依赖

于投保基金公司的先行赔付。<sup>[3]</sup>7 并且《证券法》第八十五条规定的虚假陈述的责任主体并不包含投保基金公司。但笔者认为，投保基金公司作为先行赔付管理者，未充分利用其资金优势，应成为赔付主体之一。目前，先行赔付多由保荐机构或发行人控股股东承担，因非强制，金额取决于责任主体的能力和意愿。若责任主体无

力或不愿赔付,专项补偿基金可能不足以补偿投资者。此时,投保基金可出资提供基本保护,形成责任主体全额赔付与保护基金最低赔付结合的制度。其次,投保基金公司、与先行赔付共享维护市场稳定、保护投资者权益的目标,为投保基金成为赔付主体提供正当性。最后,投保基金资金主要源于投资者证券交易,证券公司上缴的营业收入来源于投资者的投资活动。因此,不宜认为投保基金仅是券商出资因而只应保护券商,因投保基金来源于投资者,故将其用于保障投资者的合法权益,是有正当性基础的。<sup>[4]</sup>

### 3. 证券服务机构

证券服务机构主要指会计师事务所、律师事务所等为上市公司提供专业服务的中介机构。《证券法》修订草案初稿、二审稿、三审稿均将证券服务机构列为先行赔付主体,但最终稿中删除,因律师事务所与会计师事务所等主要通过提供专业服务参与市场,收益与客户费用相关,非直接源于市场交易,且其经济实力较弱,难以承担大额赔付。然而,“紫晶存储案”中,专项基金出资人包含证券公司及三家律师事务所,表明实践中证券服务机构或有意愿和能力参与先行赔付,以维护声誉并增强客户信心。笔者认为,会计师事务所、律师事务所等证券服务机构因经济实力较弱且收益与先行赔付风险不匹配,难以独立成为补偿基金出资人或单独承担先行赔付责任。然而,这并不意味着其不能成为赔付主体,原因如下:首先,先行赔付的自愿性允许事务所根据自身条件决定是否出资;其次,证券服务机构在上市公司违法行为中应承担责任,如出具误导性审计报告;最后,尽管整体经济实力较弱,但部分事务所仍存在与其他主体共同设立补偿基金的可能性。

## 2.3 先行赔付制度的适用范围

### 1. 欺诈发行、虚假陈述

“欺诈发行”和“虚假陈述”,两者往往相伴相生,都是证券市场常见的违法违规行为。欺诈发行指的是企业在证券发行过程中有意提供虚假信息,以误导投资者或者获取非法利益的行为。虚假陈述则是企业在证券发行、披露文件等过程中故意隐瞒或歪曲事实,误导投资者做出错误的决策。这些不仅对证券市场的稳健运行产生重大负面影响,也损害投资者的合法权益。

### 2. “其他重大违法行为”的界定

新《证券法》第九十三条“其他重大违法行为”界定不明,学界对内幕交易和操纵市场行为是否适用先行赔付制度存争议。先行赔付在实践中主要适用于发行人欺诈发行、虚假陈述案件,而适用于内幕交易和操纵市场案件的可能性较小。其原因可以分为以下几点:第一,内幕交易和操纵市场案件通常涉及大量的交易和复杂

的市场影响,导致特定个体或机构的实际损失较难准确确定。第二,该类案件的责任主体可以涵盖任何内幕信息的知情人,而个人的赔付能力远远不如保荐机构的赔付能力。并且相比于虚假陈述案,个人缺乏监管机构的持续监管及法律约束。第三,该类案件涉及复杂的市场运作和隐蔽的交易行为,证据的获取和分析十分困难。此外,现有先行赔付的实践还尚未包含证券市场的内幕交易、操纵市场行为。综上,先行赔付制度在内幕交易、虚假陈述的案件中的适用性不强。

## 2.4 先行赔付责任的追偿

通过上述分析可知,先行赔付制度已经在实践中被认可并取得了一定的成效,先行赔付主体在每个案件中大约出资一至二亿元设立专项补偿基金用于先行赔付,在几个月内便可弥补投资者的损失,保护其合法权益。如果在法律层面无法保障保荐人等先行赔付主体的追偿权,那么赔付主体可能会承担证券违法行为的全部责任,而先行赔付主体并不是唯一的责任方,这将导致责任主体内部应承担份额的划分明显不公平。为此,《证券法》修订草案初稿、三审稿以及《证券法》定稿均规定:“先行赔付后,可以依法向发行人以及其他连带责任人追偿。”由此表明,立法者在法律层面保障了先行赔付人的追偿权,这对于赔付主体的积极性以及先行赔付制度的实施效果具有重要意义。但是,法律规定比较笼统,仅仅规定“可以追偿”,但责任主体内部的赔偿份额如何划分、追偿权是否具有优先性等问题尚未明确规定。

## 3 先行赔付制度的优化方式

### 3.1 合理界定先行赔付对象的范围

如前所述,认定证券违法行为与投资者损害结果之间存在因果关系是合理界定赔付对象范围的重要条件之一。除此之外,应划分投资者专业程度。《证券法》第八十九条区分普通投资者与专业投资者,并规定证券公司需对受损普通投资者承担过错推定责任,体现法律对普通投资者较高保护。虽公开发行中普通投资者占多数,<sup>[5]</sup>但专业投资者不应被完全排除于赔付范围外,其面临的投资风险及先行赔付权利不应因其专业性而被剥夺。<sup>[6]</sup>若专项补偿基金不足以覆盖所有投资者损失,通常优先赔付普通投资者,但需考量发行人证券违法行为的辨识难度。若专业投资者亦难以鉴别虚假陈述,则不应以投资者专业程度区分赔付,而应平等对待所有适格受损投资者。

### 3.2 完善先行赔付制度的程序设计

#### 1. 保障投资者实质参与赔付方案的制定

先行赔付的法律性质可视为和解协议或合同,均需双方达成合意。然而实践中,赔付方案通常由证券公司单方面制定,投资者仅具有接受与否之权。接受则视为和解,不接受则诉诸法院或申请仲裁,并不存在投资者与保荐人协商确定先行赔付方案的过程,单方面制定赔付协议的行为存在道德风险。所以,为了保障投资者的参与权,可以按照公正公开的原则设立听证会以确保投资者在制定赔付方案的过程中能够表达自己的意见和诉求。<sup>[7]</sup>听证会是一种重要的沟通渠道,可以集中投资者的声音,维护他们的合法权益。如果投资者对于赔付方案仍有异议,可以通过司法途径救济。

## 2. 引入独立第三方机构监督赔付方案的制定

保障投资者参与到先行赔付方案的制定过程固然重要,但赔付主体与投资者达成合意毕竟仅代表双方意志,难以保证其他责任主体完全认同。为增强方案权威性与公正性,避免未来纠纷,可由相关责任主体与投资者代表共委托第三方机构介入方案制定与审查。目前学界较为认可的第三方机构是中国证监会和证券投资者保护机构,因其具有专业性和权威性,但投资者保护机构已任专项基金管理人,再参与赔付制定难保中立。而中国证监会未实质参与赔付,可其或其指派机构作为独立第三方审查监督先行赔付方案制定。

## 3.3 保障先行赔付主体的追偿权

### 1. 责任主体之间的赔偿份额如何划分

关于先行赔付人应承担的份额,按份赔付可减轻经济压力并扩大赔付主体范围,但责任份额界定困难。《侵权责任法》虽规定连带责任人赔偿数额及追偿权,但证券市场复杂性使得平均承担责任不公,因发行人的过错明显大于其他责任主体。已有的四起案例中,责任划分是先有由各方责任主体进行协商,协商不成便可申请仲裁或向法院提起诉讼。由于责任份额划分的复杂性,即使通过诉讼或仲裁明确划分责任比例,仍需要耗费大量的时间,丧失了先行赔付的价值和意义。因此,笔者认为可以以全额赔付为原则,在责任主体能够对赔偿份额达成一致时,可以按份赔付。

### 2. 赔付主体的追偿之债能否优先受偿

赔付主体在先行垫付资金后,能否依据民事责任优先原则,优先于其他责任主体受偿的问题,学界存在争议。有学者认为,先行赔付制度的核心在于弥补投资者损失,而赔付主体本就负有责任,因此其追偿权优先于其他责任主体的行政或刑事处罚并不合理。<sup>[8]</sup>但笔者认为不然,民事责任的优先适用原则指的是,当同一行为导致民事、行政及刑事责任并存且财产不足以赔偿全部损失时,应优先承担民事责任。先行赔付主体的追偿权

同样源于责任主体(如发行人)因同一个欺诈发行、虚假陈述等证券违法行为所负的责任,这并不与民事责任优先原则及先行赔付制度的宗旨相悖。尽管先行赔付主体本身即负有责任,但其赔付给投资者的金额往往超出其应分担的份额,因此,作为专项补偿基金的出资人,先行赔付主体有权代表受损投资者向其他责任人追偿。

## 4 结语

证券市场先行赔付是实践先行的制度。在新《证券法》正式实施以前,我国已有“万福生科”“海联讯”及“欣泰电气”三起典型先行赔付案例,为我国证券市场实施先行赔付制度提供了有益探索。直至2019年新《证券法》第九十三条正式从法律层面确认“先行赔付”,2023年“紫晶存储案”又一次证明先行赔付是一种重要的解决纠纷的替代性民事救济制度。但是,随着实践经验的积累以及学界研究的不断深入,发现《证券法》第九十三条的规定仍存在些许不足,比如赔付主体虽经过多次修改排除了证券服务机构,但“紫晶存储案”证券服务机构仍是先行赔付的主体之一。总之,先行赔付制度的价值发挥仍处于初级阶段,法律也没有对其进行强制性规定,仍需要学术界和实务界进一步细化和明确先行赔付制度的法律规定中比较模糊的概念,并通过实践经验的积累进一步完善先行赔付制度的程序设计,真正实现先行赔付制度及时保障适格受损投资者合法权益以及维护证券市场稳定的价值属性。

## 参考文献

- [1] 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.
  - [2] 徐文鸣. 证券民事诉讼制度实施效果的实证研究——以虚假陈述案件为例[J]. 证券市场导报, 2017.
  - [3] 赵吟. 注册制背景下证券市场先行赔付的逻辑解读[J]. 银行家, 2020.
  - [4] 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.
  - [5] 邢会强. 证券市场虚假陈述中的勤勉尽责标准与抗辩[J], 2021, 15(05): 69-85.
  - [6] 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, (01): 142-146.
  - [7] 郭艳芳. 新《证券法》视角下先行赔付制度的探讨[J]. 西南金融, 2021, (08): 50-61.
  - [8] 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.
- 作者简介: 吕颖(2001年5月)女, 汉族, 山东省枣庄市人, 天津工业大学法律硕士研究生。