

证券市场没收违法所得与 民事赔偿责任的制度衔接*

张东昌**

摘要:没收违法所得是证券市场行政责任的重要形式,在惩罚证券违法行为方面发挥了重要作用。但是,我国证券市场没收违法所得制度忽视了对于因违法行为受损投资者的救济功能,甚至可能加剧投资者实现民事赔偿的困难。为推动没收违法所得与民事赔偿责任的制度衔接,当存在责任竞合时,应通过用没收违法所得设立投资者补偿基金的方式保障民事赔偿责任优先实现;当不存在责任竞合时,可以将没收违法所得收入提取一定比例用于先行赔付投资者。

关键词:证券市场 没收违法所得 民事赔偿责任 制度衔接

证券市场秩序的维护、风险的防范和投资者合法权益的保护,既有赖于事前监管的预防,更离不开事后责任追究机制的保障。因此,《证券法》针对

* 本文系中央高校基本科研业务费资助项目(项目编号:531107050868)的阶段性成果。

** 法学博士,湖南大学法学院助理教授。

证券市场违法行为设置了由民事责任、行政责任和刑事责任构成的法律责任体系。可是,《证券法》在三种法律责任的配置上呈现“重刑(刑)轻民”的失衡状态,以至于有观点认为“从某种意义上说,目前证券法的法律责任章基本上只是行政处罚则篇”。〔1〕与此同时,证券违法行为对受损投资者的民事赔偿责任,一直囿于集团诉讼模式的缺失、诉讼成本的高昂、诉讼前置程序的限制以及举证责任分配的不公等因素,常常陷入索赔无门的尴尬境地。实际上,“证券法本质上就是一部投资者保护法”,〔2〕证券法设置民事责任、行政责任和刑事责任的最终目的都是为了保护投资者,惩罚违法主体只是实现这一目标的手段。因而,不同法律责任之间应当在投资者保护这一层面上加强沟通和衔接,而不能相互割裂甚至是冲突。本文正是基于这一立场,以证券市场行政责任中的没收违法所得制度为视角,从功能定位和实施效果两个角度对其进行评判,分析没收违法所得制度与民事赔偿责任衔接的必要性和可行性,进而在此基础上提出二者衔接的具体实施路径。

一、证券市场没收违法所得的制度评判

(一) 没收违法所得制度的功能评判

法律责任的功能无外乎惩罚、救济、预防和教育等,并且不同法律责任类型在这几个功能之间也会各有侧重,通常认为行政责任和刑事责任侧重于惩罚功能,民事责任更偏重于救济功能。有学者指出,“行政责任和刑事责任侧重于修复国家与违法行为人失衡的社会关系,责任设置的重心在于惩罚违法行为的实施者,具有鲜明的公法规范属性;民事责任侧重于修复作为证券市场参与者的违法行为人与受害人彼此

〔1〕 中国社会科学院课题组:《证券法律责任制度完善研究》,载《证券法苑》2014年总第10卷。

〔2〕 此语源于时任证监会主席肖钢在2013年11月28日第四届“上证法治论坛”上所作的题为“证券法的法理与逻辑”的演讲,载中国证监会网站,http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201311/t20131128_238946.html,2017年9月12日访问。

之间失衡的社会关系,责任设置的重心在于补偿遭受违法行为之害的投资者,具有鲜明的私法规范属性”。〔3〕我国《行政处罚法》的规定也充分体现了行政责任对违法行为人的惩罚功能,至于对受害人的救济功能则未能得到彰显。例如,第5条规定“实施行政处罚,纠正违法行为,应当坚持惩罚与教育相结合”,第53条规定“罚款、没收违法所得或者没收非法财物拍卖的款项,必须全部上缴国库”。同样,《证券法》第234条也规定了“依照本法收缴的罚款和没收的违法所得,全部上缴国库”,这实际上阻断了用行政罚没款收入救济受害人的道路。

行政处罚的功能定位已经开始被越来越多地检讨和反思,认为其功能不应仅仅局限于惩罚,行政处罚作为公力的救济手段之一,其对受害人的补偿功能也不应当缺位。〔4〕“行政处罚既要考虑打击违法,又要考虑保护受害人权益,二者不能偏废。”〔5〕具体到行政处罚中的没收违法所得制度,既是对违法者违法所得予以剥夺的惩罚措施,又是对受害人权利的救济手段,最终应当实现惩罚违法行为与补偿受害人合法权益的整体性功能。因而有主张对来源于侵犯受害人合法权益的违法所得不应上缴国库,而是应当返还受害人。〔6〕推此及彼,证监会没收的违法所得,实质上往往也不过是其他合法投资者所蒙受的损失。更何况,“没收违法所得之目的与罚款不同,并非对违法行为人的惩罚,而是基于‘不能让其从违法行为中获利’的原理”,“对于违法行为人来说,没收违法所得与受害人请求赔偿的权利在性质上相重合”。〔7〕但在现行证券市场没收违法所得制度之下,所有没收违法所得都要上缴国库成为财政收入的一部分,导致其对违法行为人的惩罚功能和对受损投资者的救济功能处于完全割裂状态。不仅如此,没收违法所得甚至还可能会造成违法行为人财产减损,从而降低其对投资者承担民事

〔3〕 周友苏、蓝冰:《证券行政责任重述与完善》,载《清华法学》2010年第3期。

〔4〕 陈太清、徐泽平:《行政处罚功能定位之检讨》,载《中南大学学报》(社会科学版)2015年第4期。

〔5〕 杨小君:《行政处罚研究》,法律出版社2002年版,第189页。

〔6〕 韩志红、付大学:《没收违法所得返还受害人制度研究》,载《天津师范大学学报》(社会科学版)2012年第5期。

〔7〕 彭冰:《建立补偿投资者的证券行政责任机制——针对内幕交易和市场操纵行为》,载《中外法学》2004年第5期。

赔偿责任的能力,致使本就处于困境之中的民事赔偿雪上加霜。

(二) 没收违法所得制度的实施效果评判

如前所述,证券市场没收违法所得制度在功能定位上局限于惩罚功能而忽视救济功能。然而,从实施效果上看,没收违法所得制度是否真的实现了其惩罚功能,达成了有效惩戒和遏制证券违法行为的制度价值?实证研究表明,答案似乎不容乐观。深圳证券交易所综合研究所曾发布了《中国证监会2010年度证券行政处罚分析报告》,对各国(地区)证券行政处罚情况作了比较分析,显示证券行政处罚金额上美国最高,2009~2010财年罚没收入达到了28.5亿美元,其中没收违法所得18.2亿美元,我国2010年度没收违法所得总计仅1亿多元,而这尚且是建立在中国证监会结案率(高达62.62%)远超美国SEC(38.4%)的基础上的。^[8]2011~2016年,美国SEC对证券市场违法案件的罚没金额由28亿美元左右增长至超过40亿美元。^[9]相比之下,我国证券市场的行政处罚力度明显偏低,违法成本与违法收益不相匹配,难以有效惩罚和震慑证券违法行为人。

近年来,证监会针对层出不穷的证券违法行为,大力提升了执法效率,也加大了处罚力度。最典型的莫过于对鲜言操纵“多伦股份”案罚没34.8亿元,并处终身禁止入市。但这毕竟只是个案,并不意味着这一纸罚单就足以震慑证券市场蠢蠢欲动的违法者。事实上,笔者根据证监会公开的信息,选取其在2012~2017年上半年间对证券违法行为进行行政处罚的数据展开分析(见表1),发现在行政罚没款数额不断增加的同时,违法案件的数量也在节节攀升,自2014年开始行政处罚案件的数量就居高不下。这固然可以从正面解释为证监会的行政执法效率在提高、执法力度在加强,但也可以从反面理解为证券行政处罚的实施效果不佳,惩戒作用有限。这从证监会新增立案情况也可见一斑,

[8] 陈彬:《中国证监会2010年度证券行政处罚分析报告》,载《证券市场导报》2011年第9期。

[9] SEC, *Annual Reports*, available at <https://www.sec.gov/about/annrep.shtml>, visited on Sep. 12th, 2017.

2013~2016年的新增立案数量由190件增至302件,增长了59%。^[10]值得一提的是,邢会强教授曾以2001年至2014年4月8日间458份证券欺诈行为行政处罚决定书为样本,统计了同一违法行为再犯的次数,发现有17个违法行为人再犯的情形,其中13个违法行为人同一违法行为犯了2次,4个违法行为人同一违法行为犯了3次。^[11]这也从侧面印证了证券行政处罚的惩罚效果并没有立竿见影,只要有利可图,违法行为人依然会铤而走险。既然如此,莫不如另辟蹊径,充分发挥行政处罚对投资者的救济功能,将没收违法所得与民事赔偿制度相衔接,使之用于补偿因证券违法行为受损的投资者。证券市场每年数亿元的没收违法所得收入相对于十几万亿元的财政收入来说无异于沧海一粟,但对于广大证券投资者而言则无疑是雪中送炭。

表1 2012~2017年上半年证监会行政处罚案件和罚没款数额统计^[12]

年份	信息披露 违法案件	内幕交易 案件	操纵市场 案件	其他案件	审结案件 总计	罚没款总额 (亿元)
2012	34	33	10	5	82	4.37
2013	23	51	8	4	86	7.28
2014	36	69	15	43	163	4.7
2015	47	64	18	67	196	11
2016	21	55	22	45	183	42.83
2017	24	24	14	24	86	63.61

[10] 《2016年度证监会稽查执法情况通报》,载中国证监会网站,http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201702/t20170210_310614.html,2017年9月12日访问。

[11] 邢会强:《证券欺诈规制的实证研究》,中国法制出版社2016年版,第29页。

[12] 表1中数据分别来源于证监会2012~2015年年报,载<http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhjs/zjhnb/>;《证监会2016年行政处罚情况综述》,载http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201612/t20161230_308832.html;《2017年上半年证监会行政执法效能持续提升》,载http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201706/t20170630_319422.html,2017年9月12日访问。[2016年证监会只公布了行政处罚案件总量,未公布各类案件的数量,笔者尝试根据行政处罚决定书进行统计,或因行政处罚决定书公布数量不完整(139份)而有一定误差。]

二、证券市场没收违法所得与民事赔偿责任衔接的证成

(一) 没收违法所得与民事赔偿责任的竞合

《证券法》第十一章“法律责任”中涉及没收违法所得的规定共 20 条,这些违法行为所侵犯的客体具有多元性,其中既包括国家的证券市场管理制度和市场秩序,也有证券投资者的合法权益。当某一违法行为既违反了证券市场管理制度,又侵犯了投资者的合法权益,则不可避免地会出现法律责任的竞合,既要因违反证券市场管理制度承担没收违法所得等行政责任,又要对造成投资者的损失承担民事赔偿责任。从表 2 可以看出,在 20 条涉及没收违法所得的违法行为中,要同时承担对投资者的民事赔偿责任的有 5 条,典型的如内幕交易、操纵市场和欺诈客户等违法行为。这些违法行为中,违法行为人的违法所得虽不能直接等同于投资者所受的损失,但确也存在很大的重合性。没收违法所得实际上无异于将投资者因违法行为所蒙受的损失上缴国库,真正受到侵害的投资者合法权益却得不到救济,此举大有“劫贫济富”之意味。因此笔者主张,当证券违法行为侵犯多重法益而出现责任竞合情形时,应将违法行为人的违法所得返还于因违法行为受损的投资者,此举既可确保违法行为人无法因违法行为获利而受到惩罚,又可以保护投资者的合法权益,从而实现证券法的立法宗旨,可谓一举多得。遗憾的是,这一理念未能在《证券法》和《行政处罚法》中得以贯彻,反而是在《刑法》第 64 条有所体现,该条规定“犯罪分子违法所得的一切财物,应当予以追缴或者责令退赔;对被害人的合法财产,应当及时返还”。

表 2 《证券法》中没收违法所得与民事赔偿责任竞合的情形

法条	违法行为类型	是否没收违法所得	是否承担民事赔偿责任	是否存在责任竞合
第 190 条	证券公司承销或者代理买卖未经核准擅自公开发行的证券	是	是	是
第 191 条	证券公司承销证券中虚假宣传、不正当竞争	是	是	是

续表

法条	违法行为类型	是否没收 违法所得	是否承担民事 赔偿责任	是否存在 责任竞合
第 196 条	非法开设证券交易场所	是	否	否
第 197 条	擅自设立证券公司或者非法经营证券业务	是	否	否
第 199 条	非法持有、买卖股票	是	否	否
第 201 条	证券服务机构和人员非法买卖股票	是	否	否
第 202 条	内幕交易	是	是	是
第 203 条	操纵市场	是	是	是
第 205 条	证券公司违反法律规定为客户提供融资融券	是	否	否
第 206 条	国家工作人员和传播媒介从业人员编造、传播虚假信息,扰乱证券市场	是	否	否
第 208 条	法人以他人名义设立账户或者利用他人账户买卖证券	是	否	否
第 209 条	假借他人名义或以个人名义从事证券自营业务	是	否	否
第 211 条	证券公司、证券登记结算机构挪用客户资金或证券,或未经客户委托擅自为客户买卖证券	是	是	是
第 212 条	证券公司办理经纪业务,接受客户全权委托买卖证券,或证券公司对客户买卖证券的收益或者赔偿证券买卖的损失作出承诺	是	否	否
第 215 条	证券公司及其从业人员私下接受客户委托买卖证券	是	否	否
第 216 条	证券公司未经批准经营非上市证券的交易	是	否	否
第 218 条	证券公司擅自设立、收购、撤销分支机构,或者合并、分立、停业、解散、破产,或者在境外设立、收购、参股证券经营机构	是	否	否

续表

法条	违法行为类型	是否没收违法所得	是否承担民事赔偿责任	是否存在责任竞合
第 219 条	证券公司超出业务许可范围经营证券业务	是	否	否
第 220 条	证券公司对其业务不依法分开办理,混合操作	是	否	否
第 226 条	未经批准擅自设立证券登记结算机构,中介服务机构未经批准擅自从事证券服务业务,违反本法规定或者业务规则	是	否	否

(二) 民事赔偿责任优先原则的应然要求

当一个违法行为同时侵犯多重法益,就可能面临多个法律责任的承担,从而产生责任竞合。特别是当一个违法行为既要承担民事赔偿责任,又要承担行政罚没责任和刑事罚金责任,而违法行为人的财产又不足以同时承担多个财产责任的情形下,就会产生责任的冲突。为了解决责任冲突,明确财产责任承担的优先顺序,民事赔偿责任优先原则应运而生。“从根本上说,民事赔偿责任优先的法理基础就在于私权优先的立法价值取向以及‘国不与民争利’的民本思想。”^[13]从立法上看,民事赔偿责任优先原则已经在诸多法律规定中得以体现,包括但不限于《刑法》第 36 条、《公司法》第 214 条、《证券法》第 232 条、《证券投资基金法》第 150 条、《侵权责任法》第 4 条和《消费者权益保护法》第 58 条等。

就证券市场民事赔偿责任优先原则而言,我国《证券法》第 232 条明确规定了“违反本法规定,应当承担民事赔偿责任和缴纳罚款、罚金,其财产不足以同时支付时,先承担民事赔偿责任”。然而,应然层面的法律规定与实然层面的法律执行并不都是一致的,法律的理想总是很“丰满”,现实却常常很“骨感”。由于既无实体法上的制度安排,又无程序法上的衔接机制,证券民事赔偿责任优先原则近乎形同虚设,相对于行政罚款、没收违法所得的高效执行,民事赔偿责任的实现依旧充满坎坷。

[13] 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》2016 年第 6 期。

具体来说,《证券法》第232条只是对民事赔偿责任优先原则的原则性规定,无论是在法律层面还是规章层面,都没有相应的具体制度安排。同时,证券民事赔偿责任优先原则也缺乏程序法的保障:一方面,证券民事诉讼受制于诉讼机制缺陷、诉讼成本高、举证困难等痼疾,诉讼效率低下,即便胜诉还面临执行难的问题,一直饱受诟病;另一方面,行政诉讼和民事诉讼程序之间也缺乏有效衔接,尽管最高人民法院《关于执行〈中华人民共和国民事诉讼法〉若干问题的解释》第61条规定“被告对平等主体之间民事争议所作的裁决违法,民事争议当事人要求人民法院一并解决相关民事争议的,人民法院可以一并审理”。但该条采用了“一并审理”的措辞,而没有使用“行政附带民事诉讼”,其是否为行政附带民事诉讼有不同解读。^[14]在证券市场实践中,没收违法所得行政处罚的执行效率很高,证监会行政处罚决定书中都会要求“当事人应自收到本处罚决定书之日起15日内,将罚没款汇交中国证券监督管理委员会”,并且“复议和诉讼期间,上述决定不停止执行”,其中并没有任何有关民事赔偿责任优先的表述,也没有考虑是否存在行政处罚后民事赔偿困难的情形。现实中,违法行为中受损的投资者无论采取民事诉讼或是其他方式提出民事赔偿请求权往往都要滞后于行政处罚,当行政处罚已经执行完毕,本应返还受损投资者的违法所得已经上缴国库,即使投资者在经历漫长索赔道路的煎熬胜诉之后,仍然可能落得两手空空的境地。鉴于此,为了在制度层面真正落实民事赔偿责任优先原则,贯彻私权优先的法治理念和投资者保护的证券立法宗旨,也有必要推动没收违法所得与民事赔偿责任的制度衔接,使在现行制度框架下上缴国库的没收违法所得收入优先用于民事赔偿。

(三) 没收违法所得与民事赔偿责任衔接的域外实践:美国公平基金制度

证券市场没收违法所得与民事赔偿责任相衔接虽然在我国尚处于理论探讨阶段,但也绝非凭空妄想,美国“公平基金”制度已经有了类似的实践,为我们提供了行政处罚与民事赔偿责任相融合的良好示范。所

[14] 李明发:《民事赔偿责任优先的理论基础及其法律构建》,载《江淮论坛》2014年第6期。

谓“公平基金”(fair fund)制度,是指将美国 SEC 通过民事诉讼向证券市场违法者追缴的吐出违法所得(disgorgement)和民事罚款(civil penalties)归入到一个基金中,进而分配给因证券违法行为受害的投资者或者奖励给举报人的制度。^[15] 2002 年《萨班斯—奥克斯利法案》(SOX 法案)第 308 条“投资者公平基金”(fair funds for investors)规定:“如果证券交易委员会依照证券法规定采取司法或行政措施,向违法行为人追缴违法所得,或者该违法行为人在证券和解协议中同意吐出违法所得,并且证券交易委员会对违法行为人作出民事罚款的,应当将民事罚款归入吐出违法所得基金中,用于补偿违法行为受害人。”^[16] 金融危机之后,2010 年《多德—弗兰克华尔街改革与消费者保护法》第 929(B)条“公平基金修正”(fair fund amendments)对 SOX 法案第 308 条作了修改,规定 SEC 通过执法行动施加的任何民事罚款都可以归入公平基金,不论处罚对象是否被追缴违法所得。^[17] 另外,为了公平基金制度的实施,SEC 还专门制定了《公平基金和追缴违法所得方案规则与实施规则》(Rules of Practice and Rules of Fair Fund and Disgorgement Plans),其中规定了公平基金的创设、分配方案、支付条款、方案公告、同意与否或修改的命令、管理方案以及异议权等内容。^[18] 从美国公平基金制度的实践情况看,有统计资料表明,2002~2013 年,SEC 通过设立 236 个公平基金,向投资者分配了 143.3 亿美元。^[19] SEC 的一项报告也显示,自公平基金设立至 2010 年 2 月,被裁决归入公平基金的罚没收入共计 95 亿美元,被实际执行的数额为 91 亿美元,已分配给受害人的基金数额为 69 亿美元(占基金总额的 76%)。^[20]

[15] 邢会强:《证券欺诈规制的实证研究》,中国法制出版社 2016 年版,第 132 页。

[16] 15 U. S. C. § 7246.

[17] 汤欣、谢日曦:《从洪良国际案到证券民事赔偿》,载《证券法苑》2014 年总第 12 卷,法律出版社 2014 年版。

[18] *Rules of Practice and Rules of Fair Fund and Disgorgement Plans*, available at <https://www.sec.gov/about/rules-of-practice-2016.pdf>, visited on Sep. 15th, 2017.

[19] 转引自汤欣、谢日曦:《从洪良国际案到证券民事赔偿》,载《证券法苑》2014 年总第 12 卷,法律出版社 2014 年版。

[20] SEC, *Information on Fair Fund Collections and Distributions*, GAO-10-448R, p. 3. 转引自邢会强:《证券欺诈规制的实证研究》,中国法制出版社 2016 年版,第 143 页。

当然,如同绝大多数制度一样,公平基金制度也不免受到诟病和责难,其中最重要的两个问题就是公平基金的低投资者受偿率(low investor recovery)和循环困境(circularity critique)。^[21]例如,世通(WorldCom)案中地区法院估算的投资者损失达到了2000亿美元,但最终受损投资者通过公平基金获得的损失受偿率仅有5.5%~6%。另外,投资者赔偿是否有意义,不仅取决于赔偿数额,还要看赔偿资金的来源。当公司支付赔偿时,实际上公司股东也在间接地分担成本,这时候多元化的投资者可能既是赔偿的获得者,也是赔偿的支付者,这就是公平基金制度所有面临的“循环困境”。尽管如此,公平基金制度毕竟为投资者权利救济提供了一条相对简洁、高效的途径,利用行政手段来补偿投资者,但它也并非对投资者民事赔偿诉讼的替代,投资者仍然可以选择民事赔偿诉讼的方式实现救济。但在我国,投资者并没有强大的美国式证券集团诉讼机制作后盾,证券民事赔偿诉讼面临重重困难,投资者所能够运用的救济手段十分有限,迫切需要新的救济渠道。美国公平基金制度作为由行政监管机构主导的投资者损害赔偿实践,对我国证券市场具有重要的启发和借鉴意义。

三、证券市场没收违法所得与民事赔偿责任衔接的实施路径

(一) 没收违法所得与民事赔偿责任衔接的法律保障

一项制度的实施首先要有相应的实体法和程序法作为保障,否则制度就会缺乏必要的合法性根基。因此,证券市场没收违法所得与民事赔偿责任的制度衔接,需要在实体法层面重塑二者之间的关系,消除制度衔接的法律障碍,同时也要在程序法层面为二者的有机衔接提供支持。具体而言,《证券法》第234条和《行政处罚法》第53条应当进行协同修改,对没收违法所得必须上缴国库的强制性规定增设“除外条款”,从而为没收违法所得和民事赔偿责任的衔接预留一定的法律空间。与此同

[21] Verity Winship, *Fair Funds and the SEC's Compensation of Injured Investors*, Florida Law Review, Vol. 60, 2008.

时,《证券法》应当对没收违法所得与民事赔偿责任的衔接作原则性的规定,即证券市场没收违法所得收入可用于补偿因证券违法行为受到损害的投资者,并且由证监会会同财政部、最高人民法院等有关部门制定具体规则,为该制度的具体实施提供规范依据。另外,在程序法上也要作相应的安排,例如在行政处罚责任的确定和执行时适当考虑违法行为为民事赔偿责任的承担,赋予受害投资者申请执行异议的权利。除此之外,更为重要的是要完善证券民事赔偿诉讼制度,大幅提高民事赔偿诉讼的效率,尽可能缩减行政处罚与民事赔偿之间的时间差,以免违法行为人的法律责任承担以及违法所得的分配长期处于悬而未决的状态。特别是针对证券市场大规模群体性诉讼的特点,以及我国现有的诉讼代表人制度的弊端,应当适时引入“声明退出”(opt-out)的证券集团诉讼机制。^[22]另外,针对证券违法行为举证责任困难的特殊情形,应当在违法行为人和投资者之间更加公平合理地分配举证责任。值得注意的是,2011年最高人民法院《关于审理证券行政处罚案件证据若干问题的座谈会纪要》中提出,人民法院在审理证券行政处罚案件时,应当考虑到部分类型的证券违法行为的特殊性,由监管机构承担主要违法事实的证明责任,通过推定的方式适当向原告、第三人转移部分特定事实的证明责任,这一举证责任分担原则也有必要在证券民事诉讼中加以实施。

(二) 没收违法所得与民事赔偿责任衔接的制度安排之一:责任竞合的情形

在出现没收违法所得与民事赔偿责任竞合的情形下,实际上也就意味着该证券违法行为中产生的违法所得与投资者的损失密切关联,因而多数学者都认同该违法所得应返还于投资者,只是在制度如何安排和实施上莫衷一是。有学者提出在执行行政处罚款和没收违法所得时,应当为将来民事赔偿责任的承担预留空间,将责任人的民事赔偿能力纳入没收违法所得和行政处罚款缓、减、免的适用事由中予以考虑。^[23]但是,在我国民事赔偿诉讼难、效率低的背景下,当民事责任长期悬而未决时,行政

[22] 章武生:《我国证券集团诉讼的模式选择与制度建构》,载《中国法学》2017年第2期。

[23] 李明发:《论民事赔偿责任优先原则的适用——我国〈侵权责任法〉第4条第2款规定之解读》,载《南京大学学报》(哲学·人文科学·社会科学)2015年第2期。

责任为民事责任预留的空间应当有多大,缓的时间有多长,减免的范围有多广,恐怕一时难以准确估量,反而可能导致行政责任和民事责任都无法有效落实。也有学者主张引入暂缓执行制度和财政回拨制度,当行政处罚没款尚未执行时,为保证民事赔偿责任优先,应实行暂缓入库制度;当行政处罚没款已然执行并上缴国库时,需要通过财政回拨制度将上缴的财产返还法院并分配给受损投资者。^[24] 这种制度安排具有一定的合理性,但在具体实施中仍不可避免存在困境。例如,在缺少集团诉讼的前提下,投资者松散的民事赔偿诉求可能会导致暂缓执行的期限拉得过长。另外,暂缓执行期间的罚没款如何存管也是一个问题。至于财政回拨制度,面临的最大困惑在于,由证监会运用行政处罚权没收的违法所得和罚款上缴国库之后,返还于法院分配给受损投资者的法理逻辑和依据何在?

相比较而言,笔者更倾向于主张借鉴美国的公平基金制度,在没收违法所得与民事赔偿责任竞合时,由证监会将没收(或者更确切地说是追缴)的违法所得设立专门的“投资者补偿基金”,这可以规避暂缓执行制度和财政回拨制度中的诸多不确定性和法理困惑,更为直接有效地实现没收违法所得与民事赔偿责任的衔接。这里有两个基本问题有必要作进一步的阐释:一是基金由谁管理?二是基金如何分配?笔者认为,设立的投资者补偿基金应当由投资者保护基金公司作为管理人,一方面,投资者保护基金公司是专门的投资者保护机构,具有管理和运营投资者保护基金的成熟经验;另一方面,在万福生科、海联讯和欣泰电气先行赔付案件中,投资者保护基金公司也都担任了“投资者利益补偿专项基金”的管理人,负责基金的日常管理与运作。至于基金的分配,应当区分不同情形,如果基金的数额足以赔偿投资者的损失,就应当充分赔付投资者;如果基金不足以充分赔偿投资者的损失,则应当根据投资者的损失遵循比例原则进行分配;另外,基金分配过程中应适当地向处于弱势的中小投资者倾斜,特殊情况下为优先保护中小投资者权益甚至可以将机构投资者排除在外。

[24] 陈洁:《证券民事责任优先原则的实现机制》,载《证券市场导报》2016年第6期。

(三)没收违法所得与民事赔偿责任衔接的制度安排之二:无责任竞合的情形

当证券违法行为只承担没收违法所得的行政责任,而不承担民事赔偿责任时,该违法行为只是违反了国家的证券市场管理制度和市场秩序,没有直接造成投资者的损失,也就无所谓用违法所得补偿受损投资者的问题了。那么,在这种情形下证监会所没收的违法所得是否全部都要上缴国库,没收违法所得与民事赔偿责任是否就失去了衔接的必要性和可行性了?笔者认为,二者仍然有制度衔接的必要,只不过是另外一种方式实现罢了。虽然这类证券违法行为并没有直接造成投资者损失,但其违反证券市场管理制度,扰乱市场秩序,或多或少都会间接对参与市场交易的投资者利益产生隐性的消极影响。况且,证券市场没收的违法所得也理应遵循“取之于市场,用之于市场”的原则。

对此,本文主张在无责任竞合情形下,应当将没收的违法所得提取一定比例作为投资者保护基金的资金来源,在充实资金来源的前提下,拓展投资者保护基金的功能。目前,投资者保护基金的主要用途就是在证券公司被撤销、关闭和破产或被证监会采取行政接管、托管经营等强制性监管措施时,按照国家有关政策规定对债权人予以偿付。截至2016年12月底,投资者保护基金公司累计向24家被处置证券公司发放投保基金225.205亿元,其中用于弥补客户证券交易结算资金162.650亿元,占发放总额的72.22%;用于收购个人债权62.555亿元,占发放总额的27.78%。^[25]但实际上,这些资金的发放绝大部分都是集中在2008年至2011年,此后投资者保护基金的资金使用情况几乎没有变动。由此可见,投资者保护基金的功能偏于狭窄,实际作用并没有充分展现。

笔者一直主张将投资者保护基金的赔付对象拓展至证券公司以外的上市公司投资者,使投资者保护基金真正成为整个证券市场投资者的保护基金。一个可行的选择是将投资者保护基金与证券市场先行赔付制度相结合,构建起证券民事责任主体先行赔付(自愿赔付)和投资者

[25] 数据来源于投保基金公司年报, <http://www.sipf.com.cn/gywm/nbyb/index.shtml>, 2017年9月20日访问。

保护基金先行赔付(法定赔付)相结合的先行赔付制度架构。^[26] 2015年4月20日提交“一审”的《证券法(修订草案)》第173条关于先行赔付制度的规定中,先行赔付主体除了发行人的控股股东、实际控制人、证券公司、证券服务机构外,还包括了证监会认可的投资者保护机构,这预示着投资者保护基金参与先行赔付已经是大势所趋。但在2017年4月24日提交全国人大常委会的“二审稿”则将先行赔付制度的规定修改为:“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。”^[27]这样一来,投资者保护基金只能担任先行赔付的受托管理机构,而非先行赔付主体。笔者揣度,这一修改的重要考量应是避免投资者保护基金承受不可承受之重。因此,要将投资者保护基金纳入先行赔付的主体范畴,对于投资者保护基金的资金来源就有了更高的要求,需要进一步扩展资金来源渠道,以保证其先行赔付的可持续性。从而,将没收违法所得提取一部分纳入投资者保护基金中,用于先行赔付因证券违法行为给投资者造成的损失,也就有了其存在的制度价值。至于没收违法所得的提取比例,应当根据投资者保护基金的使用情况进行动态调整。

四、结语

证券市场投资者民事赔偿难已然成为老生常谈的话题,而与之相对的是,行政处罚虽然高效,但行政处罚没款收入却不能物尽其用,特别是没收违法所得制度还背负上了拿投资者的钱“惩罚”违法行为人的质疑。因而,本文试图探索将没收违法所得与民事赔偿责任这两种不同责任类型有机衔接和融合的可能性,使之既实现对违法行为人的惩罚功能,又

[26] 张东昌:《证券市场先行赔付制度的法律构造——以投资者保护基金为中心》,载《证券市场导报》2015年第2期。

[27] 《证券法修订草案二审》,载中证网, http://www.cs.com.cn/xwzx/201704/t20170425_5255930.html, 2017年9月20日访问。

能实现对投资者的救济功能,两者并行不悖。对于制度衔接的路径,本文主张对是否存在责任竞合作区分处理,在有责任竞合情形时,可以借鉴美国公平基金制度,由证监会将没收的违法所得设立投资者补偿基金,用于补偿因违法行为受损的投资者;在无责任竞合情形时,可以将没收的违法所得提取一定比例充实投资者保护基金,进而拓展投资者保护基金的功能,用于对投资者的先行赔付。