

# 比较法视野下证券行政执法当事人承诺制度的关键问题研究

高振翔

---

**摘要：**证券行政执法当事人承诺是《证券法》在借鉴反垄断经营者承诺制度基础上创设的一种新型证券执法方式，其制度前身为证监会于2015年试点实施的证券行政和解。证券行政和解在我国试点实施效能不彰，既有因制度不完备导致的实践不足，也有因市场顾虑产生对证券监管机构滥用和解权的不信任感。破解制度适用僵局，有必要在比较法视域下对当前我国证券行政执法当事人承诺制度的关键问题作检讨完善。承诺前提方面，可尝试在部分涉众型案件中当事人承认违法作为达成承诺认可协议的前提，以增强承诺制度的正当性并推动其与证券民事诉讼衔接。承诺范围方面，坚持放宽承诺制度适用条件，细化并公开适用条件中的原则性规定和考虑因素，探索指导性案例实践，形成对证券监管机构滥用自由裁量权风险的有效管控。承诺内容方面，明确承诺金征收标准，提升投资者获偿及时性，强化合规措施及其监督落实措施运用。承诺程序方面，改进公众参与机制，加强信息公开，通过强有力的外部监督使承诺制度在实践中发挥积极作用。

**关键词：**证券行政执法当事人承诺；证券行政和解；证券执法；投资者保护；企业合规

[中图分类号] D922.287 [文献标识码] A [文章编号] 2096-6180(2022)02-0022-28

---

## 一、问题的提出

证券行政执法当事人承诺，又称证券行政和解，是指证券监管机构对涉嫌证券期货违法的单位或者个人进行调查期间，被调查的当事人承诺纠正涉嫌违法行为、赔偿有关投资者损失、消除损害或者不良影响并经证券监管机构认可，当事人履行承诺后证券监管机构终止案件调查的行政执法方式。在证券期货领域建立行政执法当事人承诺制度，将私法领域的契约协商引入公权力领域，是证监会行政执法体制改革的一项重大创新性举措，体现了证券监管从强制性执法向服务型执法的转型，积极探索更加多元、刚柔并济的治理模式。

近年来，随着国家治理要求的提高和资本市场的发展，证券行政执法当事人承诺的制度供给不断充实。2015年，经国务院批准，证监会制定了《行政和解试点实施办法》（已废止，下称《和

---

【作者简介】高振翔，中国社会科学院大学法学院博士研究生。

解试点办法》),开始在证券期货领域开展行政和解试点,同时会同财政部发布了《行政和解金管理暂行办法》(已废止)。2019年修订的《中华人民共和国证券法》(下称《证券法》)第171条在借鉴反垄断经营者承诺制度基础上,建立了证券期货领域的行政执法当事人承诺制度,并授权国务院规定具体办法。虽然《证券法》关于证券行政执法当事人承诺的规定未出现“和解”“协议”等行政和解核心概念,但本质上是关于证券行政和解的规定,被调查当事人作出承诺与证券监管机构中止调查决定是双方合意的体现,事实上是一种利益协商关系,构成行政契约行为。为落实《证券法》的规定,证监会于2020年8月发布了《证券期货行政和解实施办法(征求意见稿)》(下称《和解实施办法(征求意见稿)》)。在此基础上,国务院于2021年10月正式出台了《证券期货行政执法当事人承诺制度实施办法》(下称《承诺制度实施办法》),作为《证券法》的配套行政法规对证券行政执法当事人承诺制度进行了规定,夯实了这一制度的法律基础。为进一步规范具体操作细节,2022年1月,证监会出台了《证券期货行政执法当事人承诺制度实施规定》(下称《承诺制度实施规定》),证监会、财政部联合出台了《证券期货行政执法当事人承诺金管理办法》。至此,我国证券行政执法当事人承诺制度形成了由法律、行政法规和部门规章共同构筑的法规体系,对具体实践进行规范并提供指引。

行政执法当事人承诺制度在我国证券期货领域的兴起,源于监管执法实践中破解有限监管资源与膨胀执法需求困境、转变行政监管方式的现实探索。虽然行政执法当事人承诺具有高效率、低成本解决行政争议,实现市场各方共赢的制度效果,但遗憾的是,我国实践却与之相距甚远。从前期证券行政和解的试点情况看,自2015年《和解试点办法》出台至新修订的《证券法》实施,我国证监会仅在2起案件中达成和解,而同期(2015年至2020年)证监会作出行政处罚决定的案件数约1500件,和解案件占比不足2%。<sup>(1)</sup>这一制度存在着适用条件过于严格,最终结案数量少;外部监督机制欠缺,各方权益未得到充分保障;案件信息公开不足,及时性有待提高等诸多问题。试点实施的效能不彰,既有因制度不完备导致的实践不足,也有因市场顾虑产生对证券监管机构滥用和解权的不信任感。在境外成熟市场,行政和解是一种普遍运用的执法方式,但在我国尚未得到有效运用,在一定程度上属于“新生事物”,消除社会公众对证监会作为监管主体被监管对象俘获的疑虑,是当前推进我国证券行政执法当事人承诺制度有效实施的关键。解决之道就在于建立起有效的承诺实施机制、投资者补偿机制、公众参与机制、信息公开机制等。若仍如试点期间一样,将证券行政执法当事人承诺制度束之高阁,不仅起不到制度“试错”效果,亦不符合建立这一制度的最初期许。

尽管当前我国证券行政执法当事人承诺制度已形成从法律到部门规章的完整法规体系,但从加强制度运用实施角度来看,仍存在不足之处。笔者从承诺前提、承诺范围、承诺内容、承诺程序等证券行政执法当事人承诺的关键问题入手,比较分析了美国、英国、澳大利亚、我国香港特区等英美法系国家和地区与德国、我国台湾地区等大陆法系国家和地区的立法规定和监管实践,

---

(1) 2015年至2020年,证监会作出行政处罚决定的案件数量分别为2015年177件、2016年218件、2017年237件、2018年310件、2019年260件、2020年250件,参见中国证监会官网, <http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/xzcfw/>, 2021年6月20日访问。

探析了进一步优化我国证券行政执法当事人承诺制度的现实路径。域外市场大多将“证券行政执法当事人承诺”称为“证券行政和解”或“证券执法和解”，笔者在论述相关比较法内容时，仍继续沿用“证券行政和解”这一制度名称。

## 二、承诺前提：承诺当事人是否需要承认违法？

认定当事人的违法行为和责任是行政处罚的基本前提，但证券行政执法当事人承诺却无须这一前提条件。关于承诺当事人是否需要承认违法，国际上存在两种模式：一种是“既不承认也不否认违法”模式，即当事人无须在承诺程序中承认存在违法或过失；另一种则是“承认违法”模式，即当事人须以承认违法作为达成承诺认可协议（又称行政和解协议）的条件或前提。前者以美国和澳大利亚为代表，后者以我国香港地区和英国为代表。

### （一）“既不承认也不否认违法”模式

允许当事人“既不承认也不否认违法”(Neither Admit Nor Deny)是美国证券交易委员会(United States Securities and Exchange Commission, SEC)长期奉行的证券行政和解政策。该政策出台背景是当事人在案件和解后，转而在公众面前宣称其并未违法，和解只是规避与监管当局对抗所付出的高昂成本。<sup>(2)</sup> 为避免这一情况对 SEC 权威公正的执法形象产生影响，维护和解严肃性，自 1972 年开始，SEC 在和解协议中加入“若和解当事人直接或间接否认违法行为，视同拒绝和解”条款。<sup>(3)</sup> 根据 SEC 制定的《非正式和其他程序规则》(Informal and Other Procedure)，和解当事人不得公开否认违法，但其却可以“既不承认也不否认违法”。<sup>(4)</sup> 与 SEC 和解实践相似，澳大利亚证券执法可执行承诺制度(Enforcement Undertaking)也采用了“既不承认也不否认违法”模式，当事人需要在承诺中列明被调查行为的详情及澳大利亚证券与投资委员会(Australian Securities and Investment Commission, ASIC)对该行为性质的认定，并且保证及时停止或纠正该行为，同时承担可能产生的赔偿责任。ASIC 并不要求当事人在可执行承诺协议条款中明确承认其过错，但禁止列出否认赔偿责任或未来可能继续从事该行为等抗辩条款。<sup>(5)</sup>

SEC 得以实现高达 97% (2012 年数据)<sup>(6)</sup> 的案件和解率，“既不承认也不否认违法”政策功不可没。对 SEC 来说，这一政策引导执法对象更多地选择和解结案，而非通过司法程序或行政裁审程序与执法人员对簿公堂，可使 SEC 查处案件失败风险大为降低。同时，“既不承认也不否认违法”

---

(2) Terry Robards, *Bank and Broker Accused by SEC: National City and Merrill Lynch Agree to Put End to Investment Unit*, New York Times, 7 February 1950, p. 52.

(3) Matthew G. Neumann, *Neither Admit Nor Deny: Recent Changes to the Securities and Exchange Commission's Longstanding Settlement Policy*, 40 Journal of Corporation Law 793, 797 (2015).

(4) 17 C.F.R. § 202.5(c) (2008).

(5) ASIC, *Regulatory Guide 100: Enforceable Undertakings (February 2015)*, RG 100.34-100.56, ASIC (19 February 2015), <https://download.asic.gov.au/media/4989468/rg100-published-19-february-2015.pdf>.

(6) SEC Commissioner Luis A. Aguilar, *A Strong Enforcement Program to Enhance Investor Protection*, SEC Speech (25 October 2013), <https://www.sec.gov/news/speech/2013-spch102513laa>.

政策不要求 SEC 坐实执法对象的所有违法行为才能达成和解，执法效率得到有效提升，SEC 可以将有限的执法资源投入大要案查处，受损投资者也有机会更快地从和解金中受偿。尽管当事人无须承认违法，却并不影响 SEC 在和解协议中对当事人施加各种惩处。研究指出，SEC 在和解程序中对当事人施加的惩处通常比直接处罚要重。<sup>(7)</sup>

但“既不承认也不否认违法”政策的弊端也十分明显。首先，该政策变相放纵了违法行为。2011 年，美国众议院曾就 SEC 和解政策专门召开听证会，议员批评允许和解当事人“既不承认也不否认违法”不利于 SEC 提升执法透明度和责任追究力度。<sup>(8)</sup>此外，由于当事人无须承认违法，受损投资者无法利用当事人在和解程序中已经承认或被证实违法的情况，在随后民事赔偿程序中直接主张当事人存在过错，投资者胜诉获偿概率降低。事实上，证券行政执法与民事索赔诉讼存在着联动关系。在 *Parklane Hosiery Co. v. Shore* 案中，法院明确指出，若 SEC 已证明被告在相同的违法行为中存在欺诈行为，原告投资者便无须在集团诉讼中再次证明被告存在欺诈。<sup>(9)</sup>

近年来，美国司法机关对“既不承认也不否认违法”的和解协议审查愈加严格，特别是在 *Citigroup* 案中，纽约南区联邦地区法院法官 *Rakoff* 明确拒绝适用“既不承认也不否认违法”政策。该案判决指出，允许当事人“既不承认也不否认违法”使得法官无法确信涉案事实，无法对和解协议是否符合公众利益进行司法判断。在事实不清的情况下，若法院同意和解协议，将使得法院成为 SEC 的“橡皮图章”。<sup>(10)</sup> 尽管这一判决被上诉法院所推翻<sup>(11)</sup>，但纽约南区法院的观点得到了其他法院认可，如在 *Koss* 案中法院沿用了纽约南区法院在 *Citigroup* 案中的判决思路，要求和解双方更为充分地说明允许当事人“既不承认也不否认违法”的理由及涉案事实情况，以决定是否同意和解协议。<sup>(12)</sup>

各方压力下，SEC 于 2012 年宣布限制“既不承认也不否认违法”政策适用：如果当事人在同案刑事程序中认可了犯罪事实，则其须在与 SEC 的和解程序中也承认违法事实。<sup>(13)</sup> 2013 年，SEC 进一步拓宽了承认违法的范围：除前述情形外，若当事人存在严重故意不当行为（*egregious intentional misconduct*）或以非法手段故意阻碍 SEC 调查行为，当事人也须在与 SEC 的和解程序中承认违法。<sup>(14)</sup> 从实际情况看，要求当事人承认违法的新政策增加了 SEC 的和解谈判筹码，当事人

(7) David M. Becker, *What More Can Be Done to Deter Violations of the Federal Securities Law?*, 90 *Texas Law Review* 1849, 1852–1853 (2012).

(8) Matthew G. Neumann, *Neither Admit Nor Deny: Recent Changes to the Securities and Exchange Commission's Longstanding Settlement Policy*, 40 *Journal of Corporation Law* 793, 805 (2015).

(9) *Parklane Hosiery Co. v. Shore*, 439 U.S. 322, 335(1979).

(10) *SEC v. Citigroup Global Market Inc.*, 827 F. Supp. 2d 328, 332–335 (S.D.N.Y. 2011).

(11) *SEC v. Citigroup Global Market Inc.*, 725 F. 3d 285 (2d Cir. 2014). 联邦第二巡回上诉法院指出，只要和解协议是符合法律规定的（*legality*）、清晰的（*clear*），能够解决争议（*resolving the claims*）并且不涉及与当事人的串通（*not tainted by improper collusion*），就应该判定和解协议合法有效。纽约南区法院要求 SEC 证明和解案件的事实争议，逾越了法院职权。

(12) *SEC v. Koss Corporation*, No. 11 Civil 991 (E.D. Wis. 2011).

(13) 刑事程序包括了刑事诉讼、附条件不起诉协议（*non-prosecution agreements, NPA*）和延后起诉协议（*differed prosecution agreements, DPA*）程序。Robert Khuzami, *Public Statement by SEC Staff: Recent Policy Change*, SEC Public Statement (7 January 2012), <https://www.sec.gov/news/public-statement/2012-spch010712rskhtm>.

(14) Chair Mary Jo White, *Deploying the Full Enforcement Arsenal*, SEC Public Statement (26 September 2013), <https://www.sec.gov/news/speech/spch092613mjw>.

为避免承认违法，不得不答应 SEC 更多的和解对价。<sup>(15)</sup>但执法实践中，允许当事人“既不承认也不否认违法”依然是 SEC 在证券行政和解中的主要处理方式。自 2013 年 6 月 SEC 宣布新和解政策至 2017 年 2 月，仅有 49 家机构和 30 名个人在和解程序中向 SEC 承认违法。2014 年至 2016 年，仅有 1.25% 的和解案件当事人向 SEC 承认了违法。<sup>(16)</sup>

## (二)“承认违法”模式

与美国和澳大利亚不同，我国香港特区的证券行政和解实践则要求当事人承认违法行为。在香港特区，与证券监管当局达成和解被认为是对执法对象宽大处理的一种方式。作为一种长期执法惯例，香港证券及期货事务监察委员会（下称香港证监会）往往会对与其合作的执法对象采取宽大处理。香港证监会 2006 年 3 月发布的《与证监会合作》文件中，“调查和纪律处分过程的初期便就有关事件承认纪律责任”是受规管人士与香港证监会合作的有效情形。<sup>(17)</sup>而 2017 年 12 月发布的《有关与证监会合作的指引》则再次强调了“承认法律责任”“愿意就违规行为或缺失承担责任”等执法对象与香港证监会的合作方式。<sup>(18)</sup>故此，香港证监会在考虑与受规管人士达成纪律处分和解时，往往会将当事人承认过错作为重要因素。如佳富达证券有限公司及陆金和解案中，香港证监会就明确表示，“在同意和解时，证监会曾考虑到佳富达及陆金的合作态度，包括就证监会的纪律处分行动作出和解，及承认缺失，特别是陆金对自己的缺失表示懊悔”。<sup>(19)</sup>

但早期的香港证券行政和解实践也存在当事人无须承认违法或过错的案例，如 2004 年香港证监会第一宗纪律处分和解案，香港证监会便与和解当事人 Raphael Blot 达成了“无须承担责任”的和解协议。<sup>(20)</sup>但由于 2005 年若干在当事人不承认任何法律责任的基础上达成和解的个案引起了争议，香港证监会在就当事人不承认任何法律责任的个案达成和解时格外谨慎。<sup>(21)</sup>2017 年《有关与证监会合作的指引》明确了香港证监会拒绝以非公开形式或在“不承认法律责任”的基础上解决纪律处分事宜的政策：“鉴于香港现时的市况及向公众问责和发挥实质性阻吓作用的需要，证监会认为，作为一般原则，以非公开形式或在‘不承认法律责任’的基础上解决纪律事宜并不符合公众利益，尤其是，及时承认法律责任，因集体诉讼而引致压倒性法律责任的风险，在香港亦不存在。”<sup>(22)</sup>

---

(15) Matthew G. Neumann, *Neither Admit Nor Deny: Recent Changes to the Securities and Exchange Commission's Longstanding Settlement Policy*, 40 *Journal of Corporation Law* 793, 810 (2015).

(16) David Rosenfeld, *Admissions in SEC Enforcement Cases: The Revolution that Wasn't*, 103 *Iowa Law Review* 113, 155–170 (2017).

(17) 中国香港特区《与证监会合作》(2006 年 3 月)，第 2 页。

(18) 中国香港特区《有关与证监会合作的指引》(2017 年 12 月)，第 1 页。

(19) 《证监会就其纪律处分行动与佳富达证券有限公司及陆金达成和解》，载香港证监会官网 2005 年 8 月 22 日，<https://apps.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/news-and-announcements/news/doc?refNo=05PR180>。

(20) 《证监会与 Raphael Blot 在付款及毋须承担责任的基础上解决争议》，载香港证监会官网 2004 年 5 月 13 日，<https://apps.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/news-and-announcements/news/doc?refNo=04PR86>。

(21) 中国香港特区《证券及期货事务监察委员会 2005—2006 年报》，第 69 页。

(22) 中国香港特区《有关与证监会合作的指引》(2017 年 12 月)，第 5 页。

英国也存在要求当事人承认违法的证券行政和解实践。英国金融服务管理局(Financial Conduct Authority, FCA)与当事人达成的和解协议条款包括了对事实的陈述、当事人所承认的任何违法违规行为以及针对该违法违规行为拟采取的行动等内容。<sup>(23)</sup>

### (三) 我国制度设计路径探析

从立法规定看,我国行政执法当事人承诺制度采用了当事人无须承认违法模式。根据《证券法》第171条的规定,当事人承诺的法律后果是证券监管机构中止或终止案件调查,不存在证明承诺当事人违法的调查结果。无论是试点期间的《和解试点办法》,还是现今的《承诺制度实施办法》与《承诺制度实施规定》均未将当事人承认违法或过错作为制度适用的前提条件。现有试点案例中,当事人也未承认违法或过错。高盛(亚洲)有限责任公司、北京高华证券有限责任公司等申请人行政和解案(下称高盛亚洲、北京高华案)的公告<sup>(24)</sup>表述是中国证监会与申请人就“相关事项”的处理达成行政和解协议,司度(上海)贸易有限公司等申请人行政和解案(下称上海司度案)的公告<sup>(25)</sup>表述则是申请人就其“涉嫌违法行为”向中国证监会申请行政和解。

正如上诉法院在 Citigroup 案判决中指出的,对“既不承认也不否认违法”和解协议的司法审查不是基于事实,而是基于实用主义。<sup>(26)</sup>从 SEC 和解实践看,无须当事人承认违法的和解政策,其正当性在于较高的执法效率和较低的执法成本;而批评却也在于该政策削弱了执法权威和公信力,不能带来公正结果。证券监管机构作为执法者,其重要职责是发现并惩处违法行为,允许当事人“既不承认也不否认违法”与其职责不符,也背离了证券执法公平、公正的要求。<sup>(27)</sup>对此,美国参议员 Elizabeth Warren 的批评入木三分:“如果正义意味着青少年偷车会被判徒刑,而公司 CEO 暗中设局,从公司盗取数十亿美元,却可以无须认罪,那么法律面前人人平等的承诺便成为谎言。对于人人皆知的滔天罪行不加以起诉……会对我们法律面前人人平等的共同信仰产生腐蚀性影响。”<sup>(28)</sup>

从根本上说,SEC 和解政策转向原因在于允许所有和解案件当事人“既不承认也不否认违法”,难以实现投资者保护的证券监管目的。这一和解政策下,违法者无须被认定违法或有过错,和解惩处成了没有法律和道德否定性评价的单纯“商业成本”(cost of doing business)。<sup>(29)</sup>从 SEC 经验看,要求和解当事人在一定的情形下承认违法,至少在三个方面改善了投资者保护:一是提高了

(23) 上证联合研究计划第18期课题报告:《证券行政执法实效研究——美国、英国和香港地区的经验与启示》,第38页。

(24) 中国证券监督管理委员会公告(2019)11号。

(25) 中国证券监督管理委员会公告(2020)1号。

(26) SEC v. Citigroup Global Market Inc., 725 F. 3d 285, 295 (2d Cir. 2014).

(27) Theodore D. Edwards, *Of Truth, Pragmatism, and Sour Grapes: The Second Circuit's Decision in SEC v. Citigroup Global Markets*, 65 Duke Law Review 1241, 1260-1261 (2016).

(28) The Office of Senate Elizabeth Warren, *Rigged Justice 2016, How Weak Enforcement Lets Corporate Offenders Off Easy*, Office of Senator Elizabeth Warren (January 2016), [https://www.warren.senate.gov/files/documents/Rigged Justice\\_2016.pdf](https://www.warren.senate.gov/files/documents/Rigged%20Justice_2016.pdf).

(29) Matthew G. Neumann, *Neither Admit Nor Deny: Recent Changes to the Securities and Exchange Commission's Longstanding Settlement Policy*, 40 Journal of Corporation Law 793, 805 (2015).

受损投资者民事索赔胜诉概率；二是提升了证券监管机构的执法威慑力；三是强化了监管当局在和解中的谈判地位和能力。

当前，我国行政执法当事人承诺制度的适用范围及条件正逐步放宽，国务院《承诺制度实施办法》删除了《和解试点办法》中关于承诺制度仅适用于“涉嫌实施虚假陈述、内幕交易、操纵市场或者欺诈客户等违反证券期货法律、行政法规和相关监管规定的行为”的规定。这意味着只要符合规定条件，行政执法当事人承诺可以适用于所有类型案件。随着承诺制度适用范围的扩大，我国完全可以探索在涉案金额较大、投资者受影响广泛的涉众型承诺案件中，建立承诺当事人承认违法的制度。其积极意义如下。

第一，推动行政执法当事人承诺与证券民事诉讼的制度衔接。《承诺制度实施办法》第18条第1款规定，投资者因当事人涉嫌违法行为遭受损失的，可以向承诺金（又称行政和解金）管理机构申请合理赔偿，也可以通过依法对当事人提起民事赔偿诉讼等其他途径获得赔偿。这表明投资者可以选择接受承诺金补偿，也可以就涉嫌违法行为提起民事诉讼获偿。但长期以来，我国证券民事诉讼一直存在以监管部门的行政处罚和生效的刑事判决作为法院受理的前置条件。<sup>〔30〕</sup>虽然最新出台的《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》（法释〔2022〕2号）第2条取消了原司法解释规定的行政刑事前置程序，同时也指出原告提起证券虚假陈述侵权民事赔偿诉讼，应当提交“信息披露义务人实施虚假陈述的相关证据”。按照民事诉讼举证责任分担规则，原告须对自己的主张提供证据加以证明，但在证券民事赔偿诉讼中，普通投资者通常不具备相应的举证能力。因此，当事人对违法过错的自认，将是投资者证明当事人从事了证券违法行为的重要证据，很可能成为法院最终受理证券民事赔偿诉讼的关键。若证券监管机构能在涉案金额较大、投资者受影响广泛的涉众型承诺案件中，把当事人承认违法事实或过错作为适用承诺制度的前提条件，将有利于未能从承诺金中充分受偿的投资者或者拒绝通过承诺金获偿的投资者利用民事诉讼索赔。

第二，加强行政执法当事人承诺制度的正当性，推动制度实施。对行政执法当事人承诺制度动摇监管权威、放纵违法行为的争论一直存在。在美国，由于证券行政和解案件当事人无须承认违法，只须交纳一定和解金并承担一定和解义务便可结案了事，造成公众对SEC执法不严、让违法者逃避了违法后果的质疑。美国公众对和解的质疑，在我国也同样成立。如果我国证监会对个案适用行政执法当事人承诺处理不慎，可能对自身的执法权威和执法公信力产生负面影响。尽管《承诺制度实施办法》第7条第3项将“当事人涉嫌证券期货违法行为情节严重、社会影响恶劣”作为不适用承诺制度的情形，但“情节严重”“影响恶劣”究竟该如何把握，尚无明确标准。对于符合承诺条件，但涉案金额较大、投资者人数众多、违法情节相对较重的涉众型案件，要求当事

---

〔30〕《最高人民法院关于受理证券市场因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知》（法明传〔2001〕43号），《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》（法释〔2003〕2号），目前均已废止。

人承认违法或过错，一方面将会增强承诺制度的正当性，提升公众认可度；另一方面将会强化执法威慑力，提高承诺制度实施效果，推动制度实施。

当然，以当事人承认违法或过错作为承诺前提也存在一些负面问题，如降低被调查对象提出承诺申请的动机，证券监管机构须投入更多执法资源，处理承诺案件的时效性降低等。但案件适用行政执法当事人承诺制度结案，当事人虽在承诺程序中承认了违法或过错，却避免了被处以行政处罚所带来的市场禁入、经营受限、声誉受损等不良后果。因此，当事人仍有动因寻求适用承诺制度。此外，考虑当前“零容忍”执法环境和稳步审慎推进承诺制度实施的政策要求，行政处罚仍然是我国证监会的首选路径，因此，要求当事人在承诺制度中承认违法或过错，并不会给证监会的执法资源和执法时效带来明显的不利影响。

### 三、承诺范围：承诺制度的适用条件应如何设置？

从比较法角度，证券行政执法当事人承诺的适用条件设置存在两种不同模式：一种是立法明确规定适用条件的前端准入模式，只有案件满足特定条件，证券监管机构才能适用行政执法当事人承诺；另一种则是未规定适用条件的后端裁量模式，立法授权证券监管机构或司法机关进行个案裁量。从实践情况看，采取前一模式的我国台湾地区设置了严格的准入条件，却鲜有成功的实践案例，德国仅允许证券监管机构与当事人就行政罚款金额多少进行协商，证券行政和解制度得到部分运用。而采取后一模式的美国、英国和我国香港特区则从司法传统中发展出了具体审查标准，将证券行政和解制度广泛运用于执法实践。

#### （一）前端准入模式

德国和我国台湾地区是典型的大陆法系国家和地区，具有系统性编撰行政法典传统，因而也在相关立法中规定了行政和解（行政契约）的适用条件。通常情况下，前端准入模式规定的行政和解适用条件都较为严格。

德国《联邦行政程序法》对行政契约作了总体规定，基于行政法治原则的拘束和对行政主体滥用公权的担忧，德国立法对行政契约的应用规定了严格条件。<sup>〔31〕</sup>德国《联邦行政程序法》第 54 条规定：“公法范畴的法律关系可以通过合同设立、变更或撤销，但以法规无相反规定者为限。行政机关尤其可以与拟作出行政行为的相对人，以签订公法合同代替行政行为的作出。”第 55 条规定：“第 54 条第 2 句意义上的公法合同，经明智考虑事实内容或法律状况，可借之通过相互让步消除存在的不确定性时，可以签订，但以行政机关按义务裁量认为达成和解符合目的者为限。”也就是说，行政契约适用于存在事实状况或者法律观点存在不确定性，且这种不确定性可以通过双方当事人的让步得以消除的案件。

而在证券执法领域，德国联邦金融监管局（BaFin）规定的行政契约运用情形更为有限：当事

〔31〕张红：《破解行政和解的难题——基于证券行政和解的观察》，载《行政法学研究》2015年第2期，第24-26页。



人仅能就行政罚款金额的多少与 BaFin 进行协商并达成协议。根据 BaFin 证券行政罚款程序指引，只有当事人承认具体违法行为，且同意接受 BaFin 行政罚款处罚的情况下，才能与 BaFin 就罚款金额多少进行协商并达成终结行政罚款程序的协议。<sup>(32)</sup> 虽然条件严格，达成协议所获得的宽减结果却十分诱人，当事人的行政罚款金额最多可以减少约 30%。在执法压力日趋增加的背景下，2018 年，BaFin 在约 64% 的行政罚款案件中与被处罚对象就罚款金额达成了协议。<sup>(33)</sup>

我国台湾地区对行政契约也作了专门规定。“行政程序法”第 136 条规定：“行政机关对于行政处分所依据之事实或法律关系，经依职权调查仍不能确定者，为有效达成行政目的，并解决争执，得与人民和解，缔结行政契约，以代替行政处分。”在证券执法领域，“行政院金融监督管理委员会缔结行政和解契约处理原则”规定了“金融监督管理委员会”与行政相对人缔结行政和解的条件：“行政处分所依据之事实或法律关系经依职权调查仍不能确定，且调查期间不得少于 30 日。”缔结行政和解的考虑因素包括：“金融监督管理委员会”与相对人相对让步之适法性及妥当性；公共利益之维护；利害关系人因和解契约之成立，而可能遭受之损害等。<sup>(34)</sup> 由于我国台湾地区规定行政和解只适用于案情不明确且继续调查时间长、成本高的情形，如违规情形清楚明确，则直接适用行政处分，不可适用行政和解，实践中几乎没有成功运用这一制度的案例。

## (二) 后端裁量模式

美国、英国和中国香港特区等普通法系国家和地区大多未在前端对证券行政和解的受案范围进行限制。美国 1946 年《联邦行政程序法》和 1990 年《行政争议解决法案》对授权联邦行政机构适用和解程序处理行政争议作出规定，同时明确当行政争议的解决可能涉及行政先例的确立、公共政策、公共利益、信息公开的必要性等因素时，行政机构不得以和解等非正式程序替代正式的行政程序。<sup>(35)</sup> 但无论是联邦层面的法律还是 SEC 的《行为规范》(Rule of Practice) 与《执法手册》(Enforcement Manual)，均未对和解积极条件进行规定。<sup>(36)</sup> 英国《金融服务及市场法》也未对和解案件范围作出限制，根据英国 FCA《执法指南》(Enforcement Guide)，任何当事人都可以提出和解申请，但只有当和解条款有助于实现法定的监管目的时，FCA 才会与当事人达成和解。<sup>(37)</sup>

---

(32) *Information Sheet BaFin Securities Supervision's Settlement Procedure for Administrative Fine Proceedings*, BaFin (12 November 2019), [https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/EN/Merkblatt/WA/dl\\_wa\\_infoblatt\\_settlement\\_in\\_bussgeldsachen\\_en.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/EN/Merkblatt/WA/dl_wa_infoblatt_settlement_in_bussgeldsachen_en.html).

(33) *Sanctions Imposed in Supervisory Proceedings*, BaFin (12 February 2019), [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2019/fa\\_bj\\_1910\\_Ahndungsreport\\_en.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2019/fa_bj_1910_Ahndungsreport_en.html).

(34) 我国台湾地区行政主管部门“金融监督管理委员会缔结行政和解契约处理原则”第 2-4 条。

(35) 5 U.S.C. § 554(c)(1); 5 U.S.C. § 571-584.

(36) 相关联邦法律和 SEC 规则仅对和解当事人应当承诺事项进行了规定，如放弃听证权和请求法院进行司法审查的权利；不寻求或接受来自任何渠道的补偿（包括保险赔付）；不对 SEC 要求支付的罚款申请联邦、州或地方税的扣减；向 SEC 提供宣誓证词，载明其在调查中已向 SEC 提供了要求的所有记录和文件等。参见王升义：《刚柔并济，合作共赢——证券行政执法中的和解制度初探》，载刘健勤主编：《商事仲裁》第 11 集，法律出版社 2014 年版，第 15-16 页。

(37) FCA, *The Enforcement Guide*, 5.3, 5.6, FCA (4 January 2014), [https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/document/EG\\_Full\\_20140401.pdf](https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/document/EG_Full_20140401.pdf).

我国香港《证券及期货条例》同样未对可以进行和解的案件范围作出限制，香港证监会有权根据就维护投资大众的利益或公众利益而言是适当的原则，决定对任何案件和解。<sup>(38)</sup>从执法数据看，证券行政和解在这些国家和地区得到了比较有效的运用。如美国超过 90%的证券执法案件经由和解结案。<sup>(39)</sup>根据香港证监会 2005 年至 2006 年年报，该年度内香港证监会与 67 名当事人达成和解，占有纪律处分对象数量的 68%。<sup>(40)</sup>

尽管在采取后端裁量模式的国家和地区中，几乎所有被调查当事人均可提出和解，但证券监管机构是否决定与当事人达成和解，将视个案事实情况而定。经过长期实践，这些国家和地区均发展出了较为稳定的审查标准，其中美国和中国香港特区的公共利益（public interest）标准较为典型，以下作深入分析。

### 1. 美国

美国有关和解协议的“公共利益标准”源于法院对衡平法救济（equitable relief）的审查要求。<sup>(41)</sup>实践中，为提升和解协议对当事人的拘束力，保障和解协议的执行效果，SEC 经常通过司法程序与当事人达成和解协议，由法院颁布和解同意令（judicial consent decree），让和解协议具备司法效力和更强公信力。SEC 通常在和解协议中一并加入衡平法救济措施（如禁止当事人再犯相同违法行为的禁令），并由法院监督执行。由此，“公共利益标准”便成为美国法院对 SEC 和解协议的审查标准，并逐步被 SEC 在没有司法审查介入的行政程序和解实践中采用。<sup>(42)</sup>总的来看，美国法院与 SEC 考虑和解协议是否符合“公共利益标准”的因素包括：一是和解协议措施的性质及实效，如财产罚措施的充分性、合规措施对制止违法的有效性、和解附带后果等；二是个案事实情况，如当事人违法情节、配合执法程度等；三是对受害人和公众影响，如投资者损失情况、公众知情权保障情况、监管利益影响等。

#### （1）和解措施的性质及实效

和解措施的性质及实效包括和解中的罚没款惩处是否足以公正评价当事人违法行为，合规措施是否能有效预防当事人未来再次违法，和解协议是否设置了保障合规措施得以真正落实的监督机制等方面。如 2010 年美国银行和解案中，Rakoff 法官就曾对和解协议所设置的财产罚措施的充分性和公正性表示质疑。他指出，美国银行在数十亿美元并购案中欺诈了投资者，而和解协议所设置的罚没款仅 1.5 亿美元，对公司的罚没款最终由现有公司股东而非违法行为个人承担，这将使

〔38〕中国香港特区《证券及期货条例》第 201（3）条。

〔39〕SEC Commissioner Luis A. Aguilar, *A Strong Enforcement Program to Enhance Investor Protection*, SEC Speech (25 October 2013), <https://www.sec.gov/news/speech/2013-spch1025131aa>.

〔40〕中国香港特区《证券及期货事务监察委员会 2005—2006 年报》，第 69 页。

〔41〕根据美国最高法院判决，原告寻求对被告施加“永久性禁令”的衡平法救济，须证明四个要件：（1）原告受到了不可恢复的伤害（irreparable injury）；（2）法律所规定的救济措施，如财产罚措施，均不足以弥补原告伤害；（3）在权衡原告所受害和“永久性禁令”对被告的影响后，该衡平法救济依然具有正当性；（4）衡平法救济措施不会对公共利益造成不利后果。参见 eBay Inc. v. MercExchange, L.L.C., 547 U.S. 388, 391 (2006).

〔42〕Brandon L. Garret, *The Public Interest in Corporate Settlements*, 58 Boston College Law Review 1483, 1511–1516 (2017).

公众利益受到损害。<sup>(43)</sup> 合规措施的有效性也是关注重点，SEC 在和解中通常不会考虑与涉案行为无关的补救或合规措施，如当事人承诺向无关第三方慈善捐款。<sup>(44)</sup> 对证券欺诈和反海外腐败案件，SEC 通常要求和解当事人聘请独立专业的第三方机构进行合规辅导，第三方须向 SEC 定期汇报当事人合规整改情况，以确保合规措施得以充分落实。<sup>(45)</sup>

和解对当事人产生的附带后果 (collateral consequence)，也是 SEC 与法院评估和解措施对公共利益影响的重要方面。对某些公司来说，证券监管机构的检控及处罚将对其市场声誉、经营资质产生重大不利影响，无辜股东和员工受到牵连。尤其是提供重要公共服务的公司，其歇业倒闭更会引发公众利益受损。实践中这类案件更容易和解结案。<sup>(46)</sup>

### (2) 个案事实情况

个案违法行为的具体情况，如违法情节是否典型，直接处罚处理是否有充足的判例依据等也是 SEC 选择和解的考虑要点。SEC 主席 Jay Clayton 在 2019 年曾指出，对于信息披露、内幕交易和操纵市场等核心领域的部分特殊案件，SEC 如需要通过诉讼程序保障其在判例法传统下获得日后类似案件的胜利，基于公共利益，将放弃和解程序，转而在民事诉讼程序中指控违法行为。<sup>(47)</sup>

SEC 也会着重考虑当事人配合调查的情况，包括当事人配合调查的时点、所处的执法阶段，如是否在调查初期即已配合调查等；配合程度，如是否属于自首，是部分配合还是完全配合，是否主动放弃律师客户保密权 (attorney client privilege)，是否承诺今后继续配合执法部门的其他调查等；配合效果，即是否达到节省执法资源的实际效果。SEC 倾向于与采取了执法合作行动的当事人达成和解。<sup>(48)</sup>

### (3) 和解结案对受害人和公众影响

判断和解协议是否符合公共利益的另一方面是和解协议能否充分补偿受害人，最大程度地消除违法行为对公众的不利影响。若 SEC 在和解协议中设置了补偿投资者损失的公平基金条款<sup>(49)</sup>，则法院有更大可能性认为和解协议符合公共利益。

此外，和解协议是否充分披露了涉案违法行为信息，公众知情权是否得到保障也是法院审查的要点。美国证券法学者指出，目前 SEC 和解实践存在和解协议条款不透明、和解罚没款计算方法不明晰、违法行为人及违法事实表述含糊等问题。尤其是前述的“既不承认也不否认违法”

(43) SEC v. Bank of American Corporation, No. 09 Civil 6829 (JSR), 2010 WL 624581 (S.D.N.Y. 22 February, 2010).

(44) Brandon L. Garret, *The Public Interest in Corporate Settlements*, 58 Boston College Law Review 1483, 1531 (2017).

(45) Brandon L. Garret, *The Public Interest in Corporate Settlements*, 58 Boston College Law Review 1483, 1526–1527 (2017).

(46) Brandon L. Garret, *The Public Interest in Corporate Settlements*, 58 Boston College Law Review 1483, 1531–1532 (2017).

(47) Chairman Jay Clayton, *Statement Regarding Offers of Settlement*, SEC Public Statement (3 July 2019), <https://www.sec.gov/news/public-statement/clayton-statement-regarding-offers-settlement>.

(48) Release No. 34-61340, *Policy Statement Concerning Cooperation by Individuals in Its Investigations and Related Enforcement Actions*, SEC Rule (January 2010), <https://www.sec.gov/rules/policy/2010/34-61340.pdf>.

(49) “公平基金”全称 Federal Account for Investor Registration Fund，英文首字母简称 FAIR Fund，中文简称公平基金，下文将对该制度作进一步阐述。

政策导致公众无法准确知悉涉案行为人的违法情况，法院无法对和解协议是否符合公众利益作出审查。<sup>(50)</sup>

最后，监管利益也是 SEC 选择达成和解的考虑因素。如被调查对象为外国公司，SEC 选择处罚结案将在跨境取证、管辖权确定、境外裁判执行等方面面临诸多障碍，耗费 SEC 大量监管资源。对这类案件，和解结案无疑更符合监管利益，也更有利于保护公共利益。<sup>(51)</sup>

## 2. 中国香港特区

与美国不同的是，香港证监会将和解协议的“公共利益标准”明确写入了立法。《证券及期货条例》第 201（3）条明确赋予香港证监会进行和解的权力。根据该条规定，香港证监会针对被监管对象采取纪律行动，如其“认为就维护投资大众的利益或公众利益而言”是适当的，可与被监管对象达成协议。2017 年《有关与证监会合作的指引》也强调了和解的公共利益标准，若香港证监会认为和解是符合投资大众的利益或公众利益，便会订立第 201 条协议。作为一般原则，受规管人士的合作行为符合指引规定，证监会将更愿意订立第 201 条协议。<sup>(52)</sup>

香港证监会判断公共利益的考虑因素包括：（1）当事人在调查中予以合作的性质及程度，合作方式包括：自发及迅速地向证监会报告任何违规行为或缺失；就违规行为或缺失提供真实及完整资料；承担法律责任；采取纠正措施；自愿放弃对具体文件的法律专业保密权；委托第三方检讨；董事就监管关注事项作出承诺等。<sup>(53)</sup>（2）和解结案对其他利害关系人和一般投资者的影响，如 RBS 银行和解案中，香港证监会指出，“鉴于和解协议让合格客户无需经历漫长及昂贵的法律程序，亦可取回他们的投资款项，监管机构认为该项协议符合公共利益”。<sup>(54)</sup>（3）有足够的同类案例，和解协议规定的惩处措施符合同类案例的惩处水平。（4）个案其他事实情况。如在大华证券和解案中，香港证监会决定与当事人达成和解，综合考虑了当事人“均承诺改善及遵守大华证券的内部监控程序，以防止该等缺失再次发生”“在以和解方式与证监会解决纪律处分行动一事上表现合作”以及“以往并无遭受纪律处分的记录”等多个事实情况。<sup>(55)</sup>

### （三）我国制度设计路径探析

适用条件是行政执法当事人承诺制度的核心问题，前端准入模式和后端裁量模式代表了设定承诺制度适用条件的两种不同取向：前者鼓励行政机关谨慎行事，实行有限度的以契约代替处分；后者鼓励行政机关尽量以当事人承诺代替处分。前端准入模式通过严格条件设置，避免了行政裁

{50} Brandon L. Garret, *The Public Interest in Corporate Settlements*, 58 Boston College Law Review 1483, 1535 (2017).

{51} Brandon L. Garret, *Globalized Corporate Prosecution*, 97 Virginia Law Review 1775, 1838, 1852–1853, 1856 (2011).

{52} 中国香港特区《有关与证监会合作的指引》（2017 年 12 月），第 3 页。

{53} 中国香港特区《有关与证监会合作的指引》（2017 年 12 月），第 1–4 页。

{54} 《证监会及金管局与 The Royal Bank of Scotland N.V.就与雷曼兄弟相关的股票挂钩票据达成协议》，载香港证监会官网 2013 年 7 月 18 日，<https://apps.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/news-and-announcements/news/doc?refNo=13PR66>。

{55} 《证监会就内部监控缺失与大华证券（香港）有限公司及其负责人员{X}以和解方式解决纪律处分行动》，载香港证监会官网 2006 年 3 月 9 日，<https://apps.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/news-and-announcements/news/doc?refNo=06PR39>。

量权滥用问题，但由于条件设置严苛，承诺制度的适用范围有限，其积极价值难以充分发挥。后端裁量模式虽有利于承诺制度实施，但条件设置宽松，又容易造成监管机构裁量权过大，引发社会公众对承诺制度放纵违法行为的质疑。我国证券行政执法当事人承诺的适用条件设置需要根据自身监管环境、监管目标、公众接受程度等具体情况作决定。

2015年《和解试点办法》借鉴了德国和我国台湾地区关于行政和解的前端准入模式，从可以适用行政和解的积极条件及不得适用行政和解的消极条件两个维度限定了证券行政和解的适用范围，即只有积极条件和消极条件同时满足的情况下，才能适用和解结案。和解案件被限定在了“经过了必要调查程序，但案件事实或者法律关系尚难完全明确”的少数情形。<sup>(56)</sup>该条件设置体现了严格限制行政处罚权，防范监管机构滥用证券行政和解制度的形式法治规范立场。从本质上说，行政执法当事人承诺的正当性来源于行政机关的自由裁量权，反映了行政权在处置违法行为中的机动性。随着现代行政领域的拓宽、行政实践的发展，特别是行政自由裁量权的广泛运用，行政执法当事人承诺这一种执法方式逐步被公共行政所接纳，形式法治规范立场在有限度承认行政权灵活行使的同时，关注对行政权随意性的约束。

但严格的适用范围设置也带来了执法人员难以适用行政执法当事人承诺、当事人提出承诺申请的动力不足等问题。从证券行政和解试点情况看，《和解试点办法》未对相关和解条件，如“事实或者法律关系尚难完全明确”的标准和程度等作进一步展开。在规制不明和执法责任制压力下，执法人员更倾向于通过处罚程序而非证券行政和解方式结案。更为关键的是，根据《中华人民共和国行政处罚法》（2021年修订）的规定，“事实或者法律关系尚难完全明确”的案件本来就达不到处罚标准，不能给予行政处罚，当事人并不存在寻求与证券监管机构达成和解的充分动机。实践中，严格的适用条件设置也给试点实践造成阻碍。试点的两起案件都属于证券执法领域的非常规案件。其中，高盛亚洲、北京高华案涉及“高盛亚洲自营交易员通过在高华证券开立的高盛经纪业务账户进行交易，同时向高华证券自营交易员提供业务指导”和“从事了相关股票及股指期货合约交易”等违反证券公司监管规定的情形。上海司度案则涉及相关当事人违反“账户管理使用的有关规定”和“资产管理业务的有关规定”情形。信息披露违法、内幕交易、市场操纵等证券市场更常见多发案件都未适用证券行政和解结案。

《和解实施办法（征求意见稿）》对证券行政和解的适用条件进行了大幅放宽，满足了社会各界对加强这一制度实施的期待。在《和解实施办法（征求意见稿）》基础上出台的国务院《承诺制度实施办法》以负面清单形式明确了不得适用行政执法当事人承诺的情形，包括涉嫌犯罪应当移送司法机关、情节严重且社会影响恶劣、累犯惯犯、重复申请等，同时授权证监会可以基于审慎监管原则认定不适用行政执法当事人承诺的其他情形。<sup>(57)</sup>当事人承诺的适用案件不再必须“事实或者法律关系尚难完全明确”，只要满足《承诺制度实施办法》第1条规定的“保护投资者合法权

(56) 《和解试点办法》第6、7条。

(57) 《承诺制度实施办法》第7条。

益，维护市场秩序，提高行政执法效能”的制度目的，并且不构成第7条规定的负面清单情形，也可以适用行政执法当事人承诺结案，更加侧重发挥这一制度在节约执法资源、尽快补偿投资者损失等方面的综合作用，体现了后端裁量模式的制度取向和自由灵活的实用主义立场。事实上，在证券行政和解运用最为广泛的美国，和解被认为是行政程序中行政机关和被执法对象对正式的、昂贵和官僚化的正式程序的一种反应，反映了权衡成本收益、提高行政效率、合理配置行政执法资源的法律实用主义立场。

虽然目前规定打破了对证券行政执法当事人承诺的适用条件约束，但大幅度放宽适用条件也同步扩大了证券监管机构解释法律和自由裁量的空间。证监会曾在2021年《证券期货行政执法当事人承诺制度实施规定（征求意见稿）》中规定了证券行政执法当事人承诺的积极条件，指出了这一制度的适用方向<sup>〔58〕</sup>，但正式出台的《承诺制度实施规定》却删除了规定。这可能导致国务院《承诺制度实施办法》第7条“国务院证券监督管理机构基于审慎监管原则认为不适用行政执法当事人承诺的其他情形”的排除性条款过于宽泛和原则性，证监会有可能根据外人所无法知晓的标准决定个案是否适用承诺制度。<sup>〔59〕</sup>

因此，在强调松绑行政裁量权激活承诺制度实施的同时，也须确保我国证券行政执法当事人承诺制度的运作是在法治主义原则和法律规则的指引下运行，兼顾效率追求与公正要求。优化我国承诺制度的适用条件，具体建议包括如下内容。

第一，在现有承诺制度适用负面清单规定基础上，参考美国和我国香港特区的“公共利益”审查标准，由证监会制定执法指引、裁量标准等方式细化目前适用条件中的原则性规定和考虑因素。如“保护投资者合法权益”的原则性规定可以分解为承诺金数额的充分性，承诺认可协议规定的措施对制止当事人再犯的有效性，当事人补救措施对修复市场秩序的程度，若采取行政处罚对公众的不利后果等更为具体的适用因素。又如“提高执法效率”也可拆分为当事人的配合调查情况，适用承诺制度对实现证券监管目的、节约执法资源的影响等更具有操作性的判断因素。尽管目前法律法规仅规定了不得适用行政执法当事人承诺的消极条件，从稳步审慎推进制度实施角度，证监会决策适用承诺制度时仍将具有倾向性。通过细化并公开判断个案是否适用行政执法当事人承诺的主客观标准，能更加细致地界定适用条件中的定性标准和兜底要求。

第二，在实践案例中，向公众公开证监会适用行政执法当事人承诺的考虑因素，当事人符合

---

〔58〕《证券期货行政执法当事人承诺制度实施规定（征求意见稿）》第3条第1款规定，证监会可以适用行政执法当事人承诺的积极条件包括：（1）案件事实尚难完全明确；（2）案件法律适用尚难完全明确；（3）适用行政执法当事人承诺可以及时有效地赔偿投资者损失，实现监管效能；（4）中国证监会基于审慎监管原则，认为适用行政执法当事人承诺有利于保护投资者合法权益，提高执法效率，维护市场秩序的其他情形。

〔59〕笔者认为，积极条件规定不应删除。一是证监会部门规章中进一步限定行政执法当事人承诺制度的适用范围，依据的是《承诺制度实施办法》第7条的兜底条款授权，于法有据。二是在不同位阶的法律规范中设置行政执法当事人承诺的适用条件具有合理性。作为行政法规，《承诺制度实施办法》层级较高，修订程序更为复杂严格，将不易发生变更的消极情形规定其中，有保障承诺制度适用的稳定性。作为部门规章，《承诺制度实施规定》层级较低，修订程序相对简便，政策性导向性较强，将容易发生变更的积极条件规定其中，能为制度适用提供方向指引。

适用条件的具体情况，并阐明理由。《承诺制度实施办法》规定证监会向当事人出具的中止调查决定书、终止调查决定书均应向社会公告，但现有规定并未明确相关法律文书所应包含的具体内容。在公告法律文书中释明行政执法当事人承诺的适用条件和情形，有助于提升制度适用的正当性和公信力，避免公众对证监会“黑箱执法”合谋损害公共利益以满足各自利益的质疑。

第三，形成关于当事人承诺的指导性案例实践，对于一些不便于明确划定标准，需要根据证券监管目标变化而加以适时调整的适用条件，通过公布指导性案例的方式加以固化确认，并及时更新。指导性案例具有灵活性、精准性强的优势，无须经过繁琐的立法程序即可有效填补立法供给不足，契合证券行政执法当事人承诺的柔性执法特点，有助于及时消除执法人员在制度适用过程中的疑虑，促进承诺制度实施。

#### 四、承诺内容：承诺认可协议应包含何种惩处和合规措施？

当事人与证券监管机构在承诺制度中达成的协议，本质上是一种行政契约。其主要内容是当事人为取得适用承诺制度结案的处理结果所承诺履行的义务，包括向证券监管机构支付承诺金或罚款，向投资者赔偿损失以及有针对性的合规整改举措等。承诺认可协议的针对性和有效性决定了承诺制度所能发挥的执法效果。各国有关证券行政和解协议内容的不同实践，对完善我国证券行政执法当事人承诺制度有借鉴意义。

##### （一）财产罚措施

财产罚措施体现了行政执法当事人承诺的惩罚性，是承诺认可协议的常见条款。财产罚金额的大小决定了当事人付出的经济代价，受损投资者的获偿程度，政府所得罚金，以及产生的社会效果等。在我国香港特区，财产罚表现为和解金的征收，在美国和英国则表现为民事罚款（civil penalty）和违法所得（disgorgement）的罚没。

##### 1. 我国香港特区的和解金征收制度

香港证监会和解目标在于鼓励当事人与监管机构合作和采取一定措施（例如交纳和解款项、对受害人作出赔偿），从而令法律程序得以尽快完成，与施加有足够的阻吓及惩罚力度的制裁两者之间取得平衡。<sup>(60)</sup> 当事人支付和解金的对象为香港证监会。和解金数额在当事人自愿支付的基础上，与香港证监会协商确定。香港证监会在参照罚款限额，考虑与涉案行为的危害程度相称，具有保障作用及阻吓力等因素基础上，向当事人提出和解款项主张。<sup>(61)</sup> 为鼓励当事人及早与香港证监会合作解决个案争议，香港证监会将纪律处分程序分为三个阶段，并规定当事人越早达成和解所获得的宽减（见表1）。作为一般原则，若受规管人士与香港证监会合作并在第一阶段达成和解协议，香港证监会可将所施加的制裁宽减最多30%；若在第二阶段达成和解协议，制裁宽减最多20%；若在第三阶段达成和解协议，制裁宽减最多10%。此外，若受规管人士向证监会提供特殊及

(60) 中国香港特区《证券及期货事务监察委员会2005—2006年报》，第69页。

(61) 中国香港特区《证券及期货事务监察委员会2005—2006年报》，第66页。

重大的合作，可能获进一步制裁宽减。<sup>(62)</sup>

表 1 香港早期和解宽减后果

和解所处的纪律处分阶段	宽减后果
第一阶段：由侦察到失当行为或监管缺失至发出建议纪律处分行动通知书为止	制裁宽减最多 30%
第二阶段：由发出行动通知书至受规管人士作出书面陈述以回应行动通知书的期限为止	制裁宽减最多 20%
第三阶段：由作出陈述的限期届满至发出决定通知书为止	制裁宽减最多 10%

## 2. 美国和英国的民事罚款、违法所得罚没制度

在美国和英国，监管机构根据自身职权直接作出的处罚往往适用范围有限，而对于很多市场违法行为，监管机构需要通过司法机关根据民事程序（civil proceedings）作出处罚，故称为民事处罚。<sup>(63)</sup>在美国立法中，民事罚款、民事金钱罚（civil money penalty）和金钱罚（money penalty）通常混用，它们之间没有严格区分。<sup>(64)</sup>

根据立法授权，美国 SEC 将民事罚款和违法所得的罚没制度运用于证券行政和解程序。<sup>(65)</sup>民事罚款和违法所得性质上相当于和解金，均是和解当事人为达成和解所付出的经济代价。根据 1990 年《证券执法救济和小额证券改革法》，SEC 民事罚款制度采取了三级量罚结构：第一级（如不涉及欺诈）罚款为每宗违规行为每名自然人 5 000 美元及机构 5 万美元；对于涉及欺诈或罔顾他人行为的第二级罚款，每宗违规行为每名自然人 5 万美元及机构 25 万美元；对于涉及欺诈并导致他人损失的第三级罚款，每宗违规行为每名自然人 10 万美元及机构 50 万美元。<sup>(66)</sup>罚款金额还会随着通货膨胀的变化定期调整。<sup>(67)</sup>实践中，SEC 可以通过对违法行为宗数的灵活认定（如受害人数量法、欺诈文件数量法等），向和解当事人主张大额民事罚款金额。<sup>(68)</sup>SEC 确定民事罚款金额需要考

(62) 中国香港特区《有关与证监会合作的指引》（2017 年 12 月），第 6.7-6.10 条。

(63) Verity Winship, *Fair Funds and the SEC's Compensation of Injured Investors*, 60 Florida Law Review 1103, 1111 (2008).

(64) 黄辉：《香港证券市场失当行为审裁处制度及其启示》，载郭文英、徐明主编：《投资者》第 1 辑，法律出版社 2018 年版，第 184 页。

(65) SEC 原先只能申请联邦法院，对违法行为人处以民事罚款，或通过禁令的附带救济判处没收行为人违法所得。1990 年《证券执法救济和小额证券改革法》将这两种处罚权直接赋予了 SEC。SEC 有权通过其行政程序，对券商、投资顾问等注册对象处以罚款，并没收违法所得。但对于非注册对象（包括上市公司及其董事高管、内幕交易行为人等主体），SEC 则无权进行民事罚款。2010 年《多德-弗兰克法案》对 SEC 执法权作了进一步扩张，授权 SEC 可以在行政程序中对所有违反联邦证券法的行为人施加民事罚款处罚。15 U.S.C. § 77t(d)(1), 78u(d)(3)(A), 80a-12(e)(1), 80b-9(e)(1); Dodd-Frank Act, § 929P (2010).

(66) 15 U.S.C. § 78u(d)(3)(B).

(67) 美国于 1990 年通过了《联邦民事罚款通货膨胀调整法》，该法要求监管机构对于罚款的上下限数额根据通货膨胀进行适时调整。

(68) 颜欣：《证券法中的罚款制度：中美比较研究》，载彭冰主编：《金融法苑》第 92 辑，中国金融出版社 2014 年版，第 50-67 页。



虑的因素包括：存在欺诈、欺骗、操纵行为或对法规要求的蓄意违反或罔顾其后果；受害人损失情况；不当得利的程度；违法记录；预防的需要；配合执法情况；当事人的赔付能力等。<sup>(69)</sup> SEC在和解个案中还特别考虑了调查成本和若 SEC 成功控告，当事人所须支付的罚金等情况。SEC 认为，处以大额民事罚款是证券行政和解中有效的惩处措施。<sup>(70)</sup>

英国《2000年金融服务与市场改革法》授权 FCA 对任何人的违法行为采取民事罚款措施。英国 FCA 将民事罚款运用于行政和解实践中，并专门制定了鼓励早期和解的罚款折扣计划，最高折扣金额可达 30%（见表 2）。<sup>(71)</sup> 该计划提高了 FCA 和解效率，目前，FCA 和解谈判期限一般仅 28 天。<sup>(72)</sup>

表 2 英国 FCA 早期和解罚款折扣计划

和解协议类型	罚款折扣
同意所有问题的认定，包括事实、责任和处罚	30%
同意事实和责任认定，但不同意处罚	30%
同意事实认定，但不同意责任和处罚认定	由 FCA 监管决策委员会在 15%~30%的折扣幅度内进行裁量
同意大部分事实、责任和处罚认定（保留有限的争议问题）	由 FCA 监管决策委员会在 0~30%的折扣幅度内进行裁量
不同意所有的事实、责任和处罚认定	0

## （二）投资者补偿措施

证券行政执法当事人承诺制度的根本出发点在于更好地保护投资者合法权益、提高执法效率同时，开辟行政监管直接为投资者提供有效救济的新渠道。美国通过公平基金制度，使得通过证券行政和解程序收缴的民事罚款和违法所得可以直接分配给投资者，成为证券集团诉讼的有益补充。其他国家和地区也存在补偿受损投资者的不同实践。

### 1. 美国公平基金制度

公平基金由 2002 年《萨班斯-奥克斯利法案》(Sarbanes-Oxley Act) 创立。该法第 308 条规定，对违法行为人追缴的违法所得、民事罚款可以纳入一个基金，由 SEC 制定分配计划，经法院审查后分配给证券欺诈中的投资者。<sup>(73)</sup> 公平基金制度广泛运用于 SEC 的证券行政和解实践，不少 SEC

(69) 肖宇：《证券行政和解金的确立与分配规则探析》，载《暨南学报（哲学社会科学版）》2015 年第 6 期，第 99 页。

(70) George L. Miles, *Let Judges Judge: Advancing a Review Framework for Government Securities Settlements Where Defendants Neither Admit nor Deny Allegations*, 46 Connecticut Law Review 1111, 1138–1139 (2014).

(71) FCA, *The Enforcement Guide*, 5.4, FCA (4 January 2014), [https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/document/EG\\_Full\\_20140401.pdf](https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/document/EG_Full_20140401.pdf).

(72) FCA, *The Enforcement Guide*, 5.19, FCA (4 January 2014), [https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/document/EG\\_Full\\_20140401.pdf](https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/document/EG_Full_20140401.pdf).

(73) 15 U.S.C. § 78c(a). 但根据该法案规定，只有当 SEC 要求违法者归还违法所得才能将民事罚款向受害人分配，假如没有要求违法者归还违法所得，那么 SEC 只能将民事罚款上缴财政部，而不能予以分配。2010 年《多德-弗兰克法案》第 929B 条进一步规定，仅有民事罚款也可以成立公平基金，使得公平基金制度的适用范围得到进一步扩大。

和解决定或法院和解同意令均明确写入“公平基金条款”。<sup>(74)</sup> 在 SEC 和解决定中，“公平基金条款”包括了基金创设金额、资金来源、账户设立、管理规范、和解当事人缴款期限、资金分配等内容。通常情况下，SEC 和解决定作出后 10 天内，和解当事人须将相应民事罚款、违法所得资金划转至公平基金账户；SEC 和解决定作出后 30 天内，和解当事人须向 SEC 提交初步的资金分配计算方案；SEC 批准方案后 60 天内，和解当事人须向 SEC 提交支付文件（payment file），包括每名受损投资者的姓名、每名受损投资者获偿金额、最低补偿标准说明等内容。最终补偿分配应当在 SEC 批准支付文件的 90 天内完成。<sup>(75)</sup>

从实践效果来看，美国投资者近年通过公平基金获得了可观的损害赔偿（见表 3），由于 SEC 和解案件比例高达 90%，公平基金的资金大部分来源于 SEC 和解案件。公平基金还成为弥补美国证券集团诉讼不足的重要制度。研究表明，超过一半（53.2%）的公平基金分配对象是无法通过并行私人民事诉讼程序获得补偿的被欺诈投资者。<sup>(76)</sup>

表 3 2015—2019 年 SEC 补偿受损投资者情况<sup>(77)</sup> （单位：亿美元）

年份	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
金额	11.97	7.94	10.73	1.40	1.58
占罚没款金额比例	27.5%	20.1%	28.3%	3.4%	3.8%

## 2. 其他国家和地区的补偿机制

澳大利和我国香港特区均在证券监管机构的和解指引中明确规定了受损投资者补偿机制。

在澳大利亚，ASIC 不会向可执行承诺当事人主张承诺金征收等财产罚措施，但可执行承诺协议通常包括民事赔偿、非法所得返还相关内容。根据 ASIC 第 100 号监管指南，ASIC 将结合对涉嫌违法行为可能适用的财产罚则，以及当事人通过该行为所获利润或避免的损失数额，确定应赔偿投资者的具体金额。对于可以确定具体受损投资者的案件，当事人将直接向受损投资者支付款项。而难以确定受影响群体的，ASIC 则要求当事人将相应金额投入与其行为相关的投资者教育计划或社会团体等项目中。<sup>(78)</sup>

在我国香港特区，当事人赔偿投资者损失是独立的和解措施。根据 2017 年《有关与证监会合

〔74〕如在前述美国银行案中，为了让法院同意颁布和解同意令，SEC 和当事人在和解协议中加入了专门用于补偿美国银行股东损失的和解基金条款。SEC v. Bank of American Corporation, 2010 WL 624581 (S.D.N.Y. Feb. 22, 2010).

〔75〕In the Matter of Monomoy Capital Management, L.P., SEC Administrative Proceeding File No. 3 – 19764.

〔76〕Urška Velikonja, *Public Compensation for Private Harm: Evidence from the SEC's Fair Fund Distributions*, 67 *Stanford Law Review* 331, 369 (2015).

〔77〕高振翔：《美国证券执法的重点、难点及挑战——SEC 执法部 2017 年至 2019 年年报解析》，载陈洁主编：《商法界论集》第 5 卷，法律出版社 2020 年版，第 63 页。

〔78〕ASIC, *Regulatory Guide 100: Enforceable Undertakings (February 2015)*, RG 100.35, ASIC (19 February 2015), <https://download.asic.gov.au/media/4989468/rg100-published-19-february-2015.pdf>.

作的指引》，若当事人“就受影响投资者的损失迅速向他们作出全额赔偿”，香港证监会将更有可能与当事人达成和解协议。<sup>(79)</sup> 加皇投资管理（亚洲）和解案中，加皇公司就多个非证监会认可基金向客户提供投资意见，同时存在内控合规方面的缺失。根据和解协议，加皇公司向所有“合格客户”提出回购建议，回购价相当于投资本金 100%，并向“合格前客户”作出赔偿。同时，香港证监会还对加皇公司作出谴责并罚款 400 万元。<sup>(80)</sup>

### （三）合规措施

通过证券行政执法当事人承诺督促当事人建立一套有效防范、识别及应对合规风险的治理体系，对于及时解决问题、恢复市场秩序、避免类似违规行为的再次出现意义重大。各国基于自身执法体制的不同特点，规定了不同的合规措施及其落实机制。

#### 1. 合规措施的主要表现

##### （1）资格禁入或限制

资格禁入是指在一定期限乃至终身剥夺行为人担任一定职务（一般为上市公司的董事或高管职务）或从事证券业务（如证券经纪、证券审计、证券法律执业等）的资格。资格禁入或限制对约束违法行为人的专业行为，形成对社会公众的良好行为引导至关重要，属于合规措施的范畴。根据美国 1933 年《证券法》第 20（b）条和 1934 年《证券交易法》第 21（d）条，SEC 发现当事人从事或可能从事违反本法规定的行为，有权在具有管辖权的法院提起诉讼，申请永久或临时的禁令（injunction）或者限制令（restraining order）。SEC 经常寻求在法院颁布的和解同意令中加入禁令条款。禁令的威慑力体现在对当事人相关资格禁入，其作用在于提醒公众对违规行为的注意，推动公司完善合规体系避免违法行为再犯。对于 SEC 注册的证券市场从业人员或机构（如券商、投资顾问、投资公司以及全国性证券交易场所），SEC 可以径行通过行政程序实现资格禁入，不必寻求法院禁令。<sup>(81)</sup>

香港证监会也将对责任人的资格禁入条款写入和解协议。如在百裕证券和解案中，根据和解条款，百裕证券公司的相关责任人员的牌照被分别吊销 1 个月、3 个月和 1 年。<sup>(82)</sup>

##### （2）改组公司董事高管

域外证券行政和解实践中，证券监管机构可以通过撤换对涉案事项负有责任的董事会或高级管理层成员、任命独立董事等方式实现公司内部治理结构改善。如美国特斯拉和解案中，公司董事长兼 CEO 在社交软件中连续发布关于公司私有化计划的不实信息，且公司欠缺针对董事高管的

(79) 中国香港特区《有关与证监会合作的指引》（2017 年 12 月），第 2 页。

(80) 《证监会谴责加皇投资管理（亚洲）并罚款 400 万港元》，载香港证监会官网 2012 年 8 月 16 日，<https://apps.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/news-and-announcements/news/doc?refNo=12PR86>。

(81) 例如，1934 年《证券交易法》第 15(b)(4)条和第 15(b)(6)条赋予 SEC 对券商实施纪律处分权利；1940 年《投资顾问法》第 203(e)条和第 203(f)条赋予 SEC 对投资顾问实施纪律处分的权力，第 9(b)条赋予 SEC 对投资公司实施纪律处分的权力。

(82) 《证监会与百裕证券有限公司、钟天明、辛德胜及陆劲昌就纪律行动达成和解》，载香港证监会官网 2005 年 4 月 18 日，<https://apps.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/news-and-announcements/news/doc?refNo=05PR103>。

信息披露的管理制度。为与 SEC 达成和解，特斯拉公司促使原董事长辞去职务，并改组公司董事会，增加两名独立董事。<sup>(83)</sup>

### (3) 制定专项合规计划

域外实践中，为与证券监管机构达成证券行政和解协议，当事人往往需要制定旨在提升公司合规能力的专项计划。合规计划包括合规组织体系、管理体系、风险识别和防控体系等方面。一个有效的合规计划应当在违规事项发生后，实现对违规人员的有效惩戒、对合规漏洞的有效填补、对违规后果的有效修复。合规计划的制定与实施可以促进公司形成良好的商业行为准则，防止公司再次出现类似违法行为。<sup>(84)</sup>

澳大利亚和我国香港特区的证券监管机构均将当事人承诺在指定时间内就第三方所识别的合规漏洞作补救，确保有关缺失不会再犯等作为可执行承诺协议或和解协议的基本内容，并把相关要求写入执法规范。<sup>(85)</sup> 美国 SEC 虽未在执法规范中写入合规措施，其通过法院颁发司法禁令及附带救济（*ancillary relief*）或自身签发行政制止—终止令（*cease-and-desist order*）方式，要求当事人按照 SEC 规定的条件和期限实现合规操作。

## 2. 落实合规措施的监督机制

### (1) 专家监督机制

澳大利亚 ASIC 通过独立专家（*independent expert*）制度实现对当事人承诺事项的执行监督，由独立专家监督并向 ASIC 报告当事人的执行情况。根据第 100 号监管指南，ASIC 通常会根据当事人的合规历史、内控机制情况及承诺事项的复杂程度，决定是否任命独立专家。<sup>(86)</sup> 一般而言，对当事人需要实施大规模、复杂投资者补偿计划事项，ASIC 将指派独立专家对承诺方履约情况进行监督，并将上述专家条款写入可执行承诺协议。在 ASIC 未直接指派的情况下，申请人也可以自己任命独立专家，但须取得 ASIC 的同意。独立专家应当同时满足专业性和独立性的任职要求。<sup>(87)</sup> 独立专家将就其所监督的事项起草调查报告，并提交 ASIC 审议。ASIC 在对报告内容进行审核后，可以选择向公众披露报告摘要或相关内容。

此外，美国和我国香港特区也存在由当事人聘请“特别专家”（*special professionals*）或外部合

---

(83) SEC, *Elon Musk Settles SEC Fraud Charges; Tesla Charged With and Resolves Securities Law Charge*, SEC Press Release (29 September 2018), <https://www.sec.gov/news/press-release/2018-226>.

(84) 陈瑞华：《企业合规制度的三个维度——比较法视野下的分析》，载《比较法研究》2019年第3期，第64-65页。

(85) ASIC, *Regulatory Guide 100: Enforceable Undertakings (February 2015)*, RG 100.35, ASIC (19 February 2015), <https://download.asic.gov.au/media/4989468/rg100-published-19-february-2015.pdf>; 中国香港特区《有关与证监会合作的指引》(2017年12月)，第3-4页。

(86) ASIC, *Regulatory Guide 100: Enforceable Undertaking (February 2015)*, RG 100.57-100.58, ASIC (19 February 2015), <https://download.asic.gov.au/media/4989468/rg100-published-19-february-2015.pdf>.

(87) 就专业性而言，独立专家应当具备监督承诺执行的经验及资源，对特定行业还应具备相应执业资格或技术专长。就独立性而言，ASIC 着重考察独立专家与承诺方之间的关系，以及独立专家是否建立了一定机制妥善处理利益冲突。

规专家等措施，监督当事人履行和解协议中的合规要求。<sup>(88)</sup>

### (2) 行政监督机制

作为协议缔结的一方当事人，证券监管机构有权要求另一方当事人严格履行承诺义务，并在其不履行时采取措施。我国台湾地区行政主管部门“金融监督管理委员会缔结行政和解契约处理原则”第15条规定：“相对人违反行政和解契约者，本会除得起诉或径行强制执行外，亦得解除或终止契约。但契约另有约定者，从其约定。前项本会解除或终止契约之情形，本会得依法续行调查，并得拒绝相对人再次向本会提出缔结行政和解契约之请求。”在美国、英国和澳大利亚等英美法系国家，当事人违反和解协议承诺，相关违反构成重大或持续性违约，证券监管机构有权向法院提起诉讼，由法院强制当事人履行协议，并采取违约惩处措施。

### (3) 司法监督机制

美国 SEC 可以通过司法程序与当事人达成和解协议，由法院颁授和解同意令，和解协议据此具备司法效力，当事人和解义务的履行受法院监督。获颁授同意令的 SEC 和解协议，具有藐视法庭的禁制效果（contempt power），当事人违反和解协议的内容，SEC 可以以藐视法庭的罪名向法院起诉追究当事人责任。<sup>(89)</sup>

与 SEC 和解制度相似，澳大利亚 ASIC 也可选择通过司法程序与当事人达成法院可执行承诺（court enforceable undertaking），使得可执行承诺协议具备司法效力。ASIC 选择向当事人提起有关处罚的民事诉讼（civil litigation）后，ASIC 与当事人达成的由法院监督执行的可执行承诺协议将具有禁制效果。协议达成后，ASIC 撤回其在法院提起的民事诉讼，ASIC 和当事人各自承担有关诉讼费用。当事人违反法院可执行承诺内容将视同违反法院的禁制令判决，受到藐视法庭责任追究。<sup>(90)</sup>

### (四) 我国制度设计路径探析

我国《承诺制度实施办法》第14条就我国承诺认可协议应当载明的事项进行了规定。对比域外规定和实践，我国承诺认可协议已涵盖财产罚、投资者补偿、企业合规等基本内容，但仍然存在改进空间。

第一，当事人对承诺金数额的预期不明，承诺金征收作为财产罚措施的威慑力不足。相比《和解试点办法》，《承诺制度实施办法》第14条对确定承诺金数额应当考虑的因素作了扩大，包括：当事人因涉嫌违法行为可能获得的收益或者避免的损失；当事人涉嫌违法行为依法可能被处以罚款、没收违法所得的金额；投资者因当事人涉嫌违法行为所遭受的损失；签署承诺认可协议时案

---

(88) 上证联合研究计划第18期课题报告：《证券行政执法实效研究——美国、英国和香港地区的经验与启示》，第13页；中国香港特区《有关与证监会合作的指引》（2017年12月），第3-4页。

(89) 高振翔、陈洁：《美国证券执法和解制度镜鉴》，载《证券市场导报》2020年第10期，第71页。

(90) ASIC, *Regulatory Guide 100: Enforceable Undertakings (February 2015)*, RG 100.94-100.98, ASIC (19 February 2015), <https://download.asic.gov.au/media/4989468/rg100-published-19-february-2015.pdf>.

件所处的执法阶段；需要考虑的其他情形等五个方面。特别是鉴于确定承诺金数额是投资者获偿的重要保障，《承诺制度实施办法》新增“签署承诺认可协议时案件所处的执法阶段”作为考虑因素，鼓励尽早结案。同时，为鼓励当事人积极赔付投资者，与先行赔付、证券民事赔偿诉讼等制度相衔接，《承诺制度实施规定》第12条还进一步规定承诺金数额可以不包括已向投资者赔偿损失的金额。但上述规定较为原则，缺少更具操作性的详细规定。从我国证券行政和解的试点实践看，这两起案例均只简单披露了当事人为达成和解协议所支付的和解金金额，未对金额计算方法、依据和考虑因素作进一步说明，且涉案和解金数额巨大。高盛亚洲、北京高华案的当事人须交纳和解金合计1.5亿元，上海司度案的五家和解当事人合计交纳和解金约6.9亿元。承诺金数额计算的不透明容易引发证券监管机构黑箱操作、越权执法、滥用自由裁量等问题，造成当事人对达成承诺认可协议的经济代价预期不明确，不利于发挥承诺金对公众的引导和威慑作用。对此，我国可借鉴英国和我国香港特区相关实践，在立法或监管规定中明确不同执法阶段、不同违法情节、不同配合执法情况下的具体承诺金宽减或加重档次，促使当事人尽早与证券监管机构达成承诺认可协议，节省执法资源同时，规范承诺制度运行过程，避免证券监管机构随意确定承诺金数额。

第二，现有实践中承诺制度适用的时效性较差，投资者获偿的及时性堪忧。高盛亚洲、北京高华案和上海司度案均不涉及投资者赔偿问题。但就算案件涉及投资者补偿，投资者获偿的及时性也十分堪忧。高盛亚洲、北京高华案的涉案行为发生至和解公告的时间跨度长达7年，上海司度案的涉案行为发生至和解公告的时间跨度长达5年。而证券民事诉讼从立案到一审判决、二审判决，平均需时也才11.3个月。<sup>[91]</sup>从提升投资者获偿的及时性角度，承诺事项的沟通协商时间不宜过长。目前，《承诺制度实施办法》第11条规定协商沟通期限为6个月，经批准延长的期限最长不得超过6个月，虽明确了沟通协商不得超过12个月总时长，但相较《和解试点办法》及《和解实施办法（征求意见稿）》规定的常规行政和解协商3个月期限（不含延长期限），沟通协商期限规定仍然过长。除压缩承诺制度时限，加快当事人承诺案件处理效率外，我国还可借鉴SEC公平基金经验，进一步在立法或承诺认可协议中明确规定投资者补偿款项的划转、分配流程和时间节点，明确各方的权利义务，并由证券监管机构加以监督落实，真正实现行政执法当事人承诺及时补偿投资者损失的制度效果。

第三，合规措施及其监督落实机制规定仍有欠缺。证券行政执法当事人承诺具有惩罚和纠正的双重制度价值，不仅使得违法者受到财产罚惩处，还进一步整顿了违法者的公司治理、内部控制机制，促进问题的有效解决、市场秩序的及时恢复。实现纠正和预防违法功能的关键是确保承诺认可协议中合规措施的针对性、实效性。对此，《承诺制度实施办法》第13条第1款第3项规定了承诺认可协议应当载明“当事人承诺采取的纠正涉嫌违法行为、赔偿有关投资者损失、消除损害或者不良影响的具体措施”。《承诺制度实施规定》第15条进一步明确了承诺办理部门负责组

[91] 席涛：《证券行政和解制度分析》，载《比较法研究》2020年第3期，第125页。

织监督当事人履行承诺认可协议约定的义务，当事人所在辖区的派出机构负责核查验收当事人履行承诺认可协议的情况，并将核查结果作为当事人是否完全履行的依据。但现有规定和实践仍有不足。一是合规措施的类型、适用情形及考虑因素立法未有进一步规定，现有案例的信息公开存在不足。上海司度案仅表示“申请人已采取必要措施加强公司的内控管理，并在完成后向中国证监会提交书面整改报告”，高盛亚洲、北京高华案仅写明“申请人已采取必要措施加强公司的内控管理，并在完成后向中国证监会提交书面整改报告”。当事人加强公司内控管理的具体举措及其落实情况未向公众公开，投资者和公众无从获悉整改情况，无法对合规措施进行客观公正的监督评估。对此，我国有必要在相关规范或执法指引中对行政执法当事人承诺的合规措施，如对相关责任人员的资格禁入或限制、更换负有责任的董事或高管、制定专项合规计划等作明确规定，同时加强对个案合规措施情况及落实效果的信息公开。二是监督实施机制较为单一。在监督当事人落实承诺认可协议的机制上，目前我国仅有行政监督机制，即由证监会相关部门负责当事人履行承诺认可协议约定义务的监督。未来，我国可以进一步探索第三方专家监督、司法监督等多元监督机制，提升不履行承诺义务的惩治力度，确保承诺认可协议履行的效果质量。

## 五、承诺程序：相关各方利益应如何保障？

行政执法当事人承诺属于效率色彩浓郁、法治化要素相对较低的制度模式，尤为需要关注权力滥用问题。法律规范对证监会适用证券行政执法当事人承诺的程序作了严格规范，如规定承诺申请只能由当事人提出，申请受理后不中止对案件的调查等，对各方利益保障的制度规定则相对较少。事实上，保障行政执法当事人承诺中利益相关人的制度设计，同样可以起到提升承诺制度合理性与专业性、防范这一制度被滥用的作用。各国证券行政和解实践均强调对和解各方利益的保障。

### （一）承诺当事人：“无损权利”原则

为保障当事人权利，英美法系国家强调了证券行政和解商讨是在“无损权利”（without prejudice）的基础上进行。所谓“无损权利”原则，是指除非另有协议，执法当局与当事人都不能在以后的行政或者司法程序中，提及和解商讨相关内容，但就是否达成和解一事出现的任何争议除外。例如，中国香港证监会在其发布的《证券及期货事务监察委员会纪律处分程序概览》中指出，“证监会透过协议解决纪律处分程序，相关商讨都是在‘无损权利’的基础上进行的”。<sup>(92)</sup> 英国 FCA《执法指南》第 5.9 条也指出，行政和解中当事人所作的承认、陈述或与和解谈判有关的书面文件，不得作为执法部门提交处罚部门或者法庭的证据。<sup>(93)</sup> “无损权利”原则保障了当事人的自由陈述权，当事人可以放心地将涉案事实情况和自己的立场、“底线”与监管当局充分交换意见，而无须担心因自身不利陈述遭受监管当局后续指控。“无损权利”原则还防范了监管当局滥用和解

(92) 中国香港特区《证券及期货事务监察委员会纪律处分程序概览》（2017年12月），第14页。

(93) FCA, *The Enforcement Guide*, 5.9, FCA (4 January 2014), [https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/document/EG\\_Full\\_20140401.pdf](https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/document/EG_Full_20140401.pdf).

制度，从被调查对象中套取“自认口供”。但需要指出的是，“无损权利”原则仅约束和解协议双方，对第三人（如受损投资者）并不适用。因此，如果当事人在证券监管机构公开的和解公告或协议中承认了违法或过错，受损投资者仍然可以将相关事实、和解对象承认违法情况作为证据用于后续民事索赔诉讼。

### （二）受损投资者：第三方参与制度

证券行政执法当事人承诺不能通过牺牲第三方利益来换取行政目的的实现。我国台湾地区专门规定了行政和解的第三方参与制度，包括听证制度和第三人书面同意制度。对已遭受涉嫌违法行为损害的第三方，证券监管机构在与当事人达成行政和解契约前，应当通过听证等方式征求其意见。台湾地区行政主管部门“金融监督管理委员会缔结行政和解契约处理原则”第7条规定，“本会于行政和解契约协商过程中，应就所欲和解之内容征询利害关系人之意见或举行听证”。对因行政和解的成立而可能遭受损害的第三方，行政和解契约须经该第三人书面同意。“行政程序法”第140条规定，“行政契约依约定内容履行将侵害第三人之权利者，应经该第三人书面之同意，始生效力”。

此外，美国 SEC《行为规范》也就执法程序中利害关系人提交声明制度作了规定，利害关系人提交的声明应转交恰当的部门主任或地区主任，并抄送展开调查的 SEC 工作人员，并明确与之相关的具体调查。如果 SEC 工作人员建议启动执法程序，利害关系人的所有声明均应与工作人员备忘录共同转交 SEC。<sup>[94]</sup>

### （三）社会公众：信息公开制度

行政执法当事人承诺的信息公开对保障公众知情权、发挥社会监督功能至关重要，也有利于证券执法可视性，给潜在违法者一种警示。但行政执法当事人承诺作为公法与私法融合的产物，体现私法契约精神，具有一定的保密性。承诺程序全过程的公开不仅不利于承诺认可协议的高效达成，也不利于促成承诺当事人积极提交承诺申请。对此，不同国家和地区的实践存在差异。

美国和我国香港特区主张信息适度公开。美国以 SEC 执法新闻、和解决定书或法院判决书的方式公开和解信息，不会直接披露和解协议全文。实践中，SEC 和法院文书对和解信息披露较为详细，除了公开和解的结果，还附上较为详细的和解说明，包括达成和解的基本事实、理由、依据和最终采取的惩处措施等。原则上，我国香港证监会对每一个和解个案都会在网站上进行公告，说明涉嫌违规事实、和解协议具体内容（特别是涉及投资者补偿内容）、香港证监会与当事人达成和解的理由、当事人所受惩处等，但和解协议不公开。

澳大利亚和英国则更强调信息充分公开。澳大利亚 ASIC 在其第 100 号监管指南中，规定了 ASIC 不得与承诺方达成秘密协议。<sup>[95]</sup> 除涉及商业秘密、个人隐私等事项可免于公开外，ASIC 与

[94] 17 C.F.R. § 202.5(c).

[95] ASIC, *Regulatory Guide 100: Enforceable Undertakings (February 2015)*, RG 100.43, ASIC (19 February 2015), <https://download.asic.gov.au/media/4989468/rg100-published-19-february-2015.pdf>.



当事人所签订的可执行承诺协议及当事人履行协议的情况应当在 ASIC 网站公开, 供公众查阅监督。即使当事人已全面履行可执行承诺协议的各项义务, 也不得从 ASIC 中删除此前的承诺履行的义务。而英国 FCA 则在其《执法指南》中明确规定了和解案件公开要求, 同时还强调了和解的先例作用。<sup>(96)</sup> 为保持决策的一致性, FCA 通过和解方式所作的处罚决定, 对后续类似案件处理具有约束作用。

#### (四) 我国制度设计路径探析

从我国《承诺制度实施办法》来看, 有关当事人权益保障、受损投资者补偿、信息公开等规定相较于《和解试点办法》已有不少改进。如《承诺制度实施办法》第 10 条第 2 款规定, 当事人提交的材料以及在沟通协商时所作的陈述, 只能用于实施行政执法当事人承诺。这意味着承诺制度终止适用后, 证监会恢复调查、审理程序的, 当事人在沟通协商中所作的自认不作为认定违法事实的依据, 这一制度设计吸收了英美法系国家“无损权利”原则的经验。又如第 15 条要求证监会作出中止调查决定以及终止调查决定的, 应当制作决定书, 送达当事人, 并将决定书予以公告。第 16 条则要求证监会在决定终止适用行政执法当事人承诺前, 应当听取当事人意见。

但《承诺制度实施办法》不少规定仍然存在不足甚至倒退, 有必要得到优化。

第一, 公众参与机制不完备造成外部监督力量薄弱, 不能形成对执法者道德风险的有效对抗。消除公众尤其是案件利害关系人对执法者道德风险的质疑, 是证券行政执法当事人承诺制度有效实施的关键。然而, 《承诺制度实施办法》中有关公众参与的规定却存在倒退。《和解试点办法》第 27 条第 2 款规定: “中国证监会在就行政和解金的数额与行政相对人进行协商的过程中, 可以采取适当方式, 就投资者损失情况听取投资者的意见。”《承诺制度实施办法》第 14 条第 2 款却将该条改为: “国务院证券监督管理机构可以就适用行政执法当事人承诺涉及的专业问题征求证券期货交易所、证券登记结算机构、投资者保护机构等相关机构或者专家学者的意见。”原有的听取投资者意见制度被专业咨询制度所替代, 且不说专业咨询能否起到听取投资者意见的同样效果, 这一改动削弱了本就不完备的公众参与机制, 不利于减少社会大众对行政执法当事人承诺的不信任感, 不利于凸显行政执法当事人承诺协商执法、民主行政的价值。事实上, 在有受损投资者的情况下, 使其参与到承诺程序中来, 一方面可以更好地保障其受损利益得到补偿, 另一方面可以对监管部门的权力行使形成有效的制约、监督。

我国有必要建立充分、全面的公众参与证券行政执法当事人承诺机制, 有效制约执法者权力行使。可探索的具体措施包括: (1) 明确规定沟通协商过程中听取利害关系人的意见制度, 建立听证制度。《和解试点办法》第 27 条规定了听取投资者意见制度, 但仅适用于和解金数额确认事项, 证监会是否听取当事人意见以及如何听取当事人意见具有裁量权。拓宽听取投资者意见范围, 提升听取意见的质量, 可以借鉴我国台湾地区行政和解听证制度, 规定证监会与当

(96) FCA, *The Enforcement Guide*, 5.22, FCA (4 January 2014), [https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/document/EG\\_Full\\_20140401.pdf](https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/document/EG_Full_20140401.pdf).

事人就行政执法当事人承诺事项拟达成的协议，必须通过举行听证或采取其他方式，征询投资者和其他利害关系人的意见。听证制度中，听证代表可以参考集团诉讼的代表人制度，由符合听证资格的利害关系人推选代表参加听证，提高听证效率。(2) 建立利害关系人书面同意制度。承诺认可协议涉及当事人为或者不为特定行为的承诺，当事人的承诺在约束自身的同时，也可能涉及承诺双方之外的主体因承诺认可协议的达成而受到损害。我国证券行政执法当事人承诺制度应明确规定如承诺认可协议的履行将损害第三人的权利，协议必须经该第三人书面同意。

第二，行政执法当事人承诺的信息公开规定不足，难以保障外部监督与问责。在行政执法当事人承诺的公信力和高效便捷之间，信息的公开与保密需要寻求平衡。从行政执法当事人承诺的实施流程看，相关信息可以分为三个层次：一是过程信息，包括承诺制度适用申请、受理和双方协商过程中产生的信息；二是结果信息，包括达成的承诺认可协议文本、新闻公告、中止或终止调查决定书等信息；三是履行信息，包括承诺当事人履行义务的情况、相关方出具的履行监督报告等信息。行政执法当事人承诺从启动、协商、达成协议到最终履行，对公众利益的影响程度不断加深，应当公开的信息内容也应当不断丰富。但《承诺制度实施办法》与《承诺制度实施规定》仅简单规定了中止和终止调查决定书的公开要求及信息披露义务人的信息披露要求，尚未构建起差异化的行政执法当事人承诺信息公开安排。

行政执法当事人承诺的过程信息涉及证监会内部机构之间就是否同意受理当事人承诺申请的审议、决策过程，以及双方就承诺认可协议条款的当面协商内容，具有内部性、非终极性特点，属于过程性的内部信息，公开将可能导致国家、商业秘密泄露或公共利益、他人合法权益损害。《中华人民共和国政府信息公开条例》(2019年修订)第16条规定了行政过程信息为相对不公开信息。故此，过程信息原则上不予公开，对涉及投资者人数众多、社会关注度高的案件，可依时依事将重要节点通过新闻公告向社会告知。

对结果信息及履行信息，原则上应当予以公开。首先，作为证券监管机构执法决定之一种，中止和终止调查决定书应当予以公开，决定书应当载明当事人信息、涉案基本事实、承诺制度适用理由、承诺认可协议的主要内容等，并加强对合规措施、承诺金计算标准等的说明。其次，由于决定书已概括了承诺认可协议文本的主要内容，从不泄露商业秘密、维护当事人申请承诺制度适用的积极性、鼓励尽早结案等角度，承诺认可协议本文可不予公开。最后，履行信息涉及当事人合规措施的落实，对恢复市场秩序、补偿投资者损失影响较大，应当予以公开，发挥公众监督效果。

## 六、结语

作为一种以柔克刚、以退为进的执法方式，行政执法当事人承诺是体系化提升我国证券执法实效性的重要工具。立足我国证券期货领域行政执法当事人承诺制度尚未成熟定型，实践适用次数有限，市场顾虑仍未消除等实际情况，我国有必要在借鉴各国和各地区实践经验的基础上，对

证券行政执法当事人承诺制度作出有针对性的检讨和完善。在承诺前提方面，扩大承诺制度适用范围同时，可尝试在部分涉众型案件中当事人承认违法作为达成承诺认可协议的前提，以增强承诺制度正当性并推动其与证券民事诉讼衔接。在承诺范围方面，通过制定执法指引、裁量标准等方式细化目前适用条件中的原则性规定和考虑因素，探索指导性案例实践，并加强对中止或者终止调查法律文书的释法说理，进而形成对证券监管机构滥用自由裁量权风险的有效管控，打消公众顾虑。在承诺内容方面，明确承诺金具体征收标准和补偿受损投资者的时限性要求，通过强化合规措施及其监督落实措施运用，保证承诺认可协议的履行效果。在承诺程序方面，改进公众参与机制，加强信息公开，通过引入强有力的外部监督，让证券行政执法当事人承诺在实践中真正发挥积极作用。

## **Analysis on the Key Issues of Securities Administrative Enforcement Commitment System from the Perspective of Comparative Law**

GAO Zhenxiang

**Abstract:** The securities administrative enforcement commitment system is a new type of securities enforcement method that was created according to the Securities Law on the basis of the anti-monopoly operator commitment system. The predecessor of this system is the securities administrative settlement system implemented on a pilot basis by the China Securities Regulatory Commission in 2015. The pilot implementation of securities administrative settlement in China is ineffective, not only because of the lack of practice due to the incomplete system but also because of mistrust of securities regulators' abuse of settlement powers, created by market concerns. In order to break the deadlock, it is necessary to review the key issues of China's securities administrative enforcement commitment system from the perspective of comparative law. Regarding the premise of commitment, it is appropriate to try the premise that in some stakeholder-type cases, the party's admission of illegality is a must to reach an agreement with the regulating authority, so that to enhance the legitimacy of the commitment system and to promote its connection with securities civil litigation. In terms of the coverage of the commitments, the regulating authority shall relax the application conditions of the commitment system, refine and disclose the related principle provisions as well as considerations, and explore the practice of guiding cases so as to form an effective management mechanism of the risk of abuse of discretion by securities regulators. As for the content of commitments, the specific collection standards for

commitment funds shall be clarified, the timeliness of investors' repayment shall be improved, and the compliance measures, as well as their supervision and implementation measures, shall be strengthened. In terms of commitment procedures, it is necessary to improve the public participation mechanism and strengthen the information disclosure so as to make the commitment system play an active part in practice by means of strong external supervision.

**Keywords:** Securities Administrative Enforcement Commitment; Securities Administrative Settlement; Securities Law Enforcement; Investor Protection; Corporate Compliance

(责任编辑: 楼秋然 汪友年)