

# 证券行政和解制度分析

席 涛\*

**摘 要:**证券行政和解的实质是行政相对人缴纳行政和解金,补偿投资者损失,以此替代行政处罚决定。证监会实施证券行政和解制度,是证券监管理念的转变与执法方式的创新。2015年证监会制定《行政和解试点实施办法》,试点证券行政和解,但2015年至2019年共实施2件行政和解案例,实践表明,严格的适用范围与适用条件限制或阻碍了证券行政和解制度的实施。我国2019年新《证券法》从法律上建立了行政和解的投资者保护制度。为实施新《证券法》的行政和解制度,坚持证券市场投资者保护的理念,证监会需要修改《行政和解试点实施办法》中相关适用范围与适用条件的规定,促进证券行政和解制度的执行与实施,并体现证券行政和解制度所应具有及时性、低成本与高效率特征。

**关键词:**证券行政和解;适用条件;投资者保护;成本与收益

## 一、引言

证券行政和解是中国证券市场投资者保护的一项创新制度。经国务院批准,证监会在证券期货领域进行行政和解试点。<sup>[1]</sup>证监会于2015年制定了《行政和解试点实施办法》(以下简称《实施办法》),<sup>[2]</sup>通过这一规章建立了行政和解制度,规范了行政和解的目的、法律关系、适用范围、适用条件与和解程序。证监会与财政部于2005年公布了《行政和解金管理暂行办法》(以下简称《暂行办法》),<sup>[3]</sup>以此规范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”)在行政和解中的作用、和解金补偿原则与和解金补偿方案。证监会的规章和规范性文件,为证券行政和解的先行试点确立了执法依据。<sup>[4]</sup>通过证券行政和解制度的试点,发现问题,总结经验,待立法条件成熟时,建立法律制度。

2019年12月修订后的《中华人民共和国证券法》(以下简称“新《证券法》”),建立了证券行政和解制度。新《证券法》第171条规定:“国务院证券监督管理机构对涉嫌证券违法的单位或者个人进行调查期间,被调查的当事人书面申请,承诺在国务院证券监督管理机构认可的期限内纠正涉嫌违法行为,赔偿有关投资者损失,消除损害或者不良影响的,国务院证券监督管理机构可以决定中止调查。被调查

---

\* 中国政法大学法与经济学研究院教授,经济学博士。本文系“中国政法大学‘法律与金融’交叉学科培育与建设计划”的阶段成果。

[1] 参见《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》(国办发〔2013〕110号)。国务院提出,“探索建立证券期货领域行政和解制度,开展行政和解试点”。《中国证监会行政和解试点实施办法(征求意见稿)》,2014年12月20日。

[2] 《行政和解试点实施办法》(证监会令114号,自2015年3月29日起施行)。

[3] 《行政和解金管理暂行办法》(证监会、财政部公告〔2015〕4号,自2015年3月29日起施行)。

[4] 王敬波:《司法认定无效行政协议的标准》,载《中国法学》2019年第3期,第73页。

的当事人履行承诺的,国务院证券监督管理机构可以决定终止调查;被调查的当事人未履行承诺或者有国务院规定的其他情形的,应当恢复调查。具体办法由国务院规定。国务院证券监督管理机构决定中止或者终止调查的,应当按照规定公开相关信息。”<sup>[5]</sup>

从法律规范看,新《证券法》的第171条是一个完整规范,符合证券行政和解的构成要件与法律后果。但从程序法的可操作性与可执行性分析,第171条建立的证券行政和解制度是一个框架性、原则性与授权性的制度。<sup>[6]</sup>要实施证券行政和解制度,必须结合证监会的《实施办法》与《暂行办法》,但这两个文件严格规定的适用范围与适用条件,却可能限制或者阻碍证券行政和解制度的实施。

本文结合新《证券法》与《实施办法》、《暂行办法》对证券行政和解的相关规定,再结合相关证监会立案调查通知书、拟定行政处罚事先告知书、行政处罚决定书以及两个证券行政和解案例,运用实证与规范分析方法,讨论证券行政和解的成本与收益、公正与效率的问题,提出修改并完善证券行政和解的法律法规制度的建议。

本文的结构安排如下:第二部分回顾行政和解的国内国际文献,发现理论讨论的重点、难点问题以及发展趋势。第三部分理解证券行政和解的法律关系与特征,并从理论上分析行政和解制度具有及时性、低成本与高效率的特征。第四部分辨析行政和解制度对行政相对人、受损投资者、证监会的不同影响。虽然行政相对人首先提起行政和解申请的启动机制,但是否同意行政和解的决定权在证监会。第五部分分析新《证券法》规定的行政和解制度,并从证监会的立案调查通知书与行政处罚事先告知书的时间节点,讨论行政和解问题。第六部分讨论《实施办法》规定的适用范围与适用条件,比较分析行政和解、先行赔付与证券民事诉讼的效率问题,严格的适用范围与适用条件限制或者阻碍了行政和解制度的实施。最后从上述分析中得出结论,根据结论提出修改《实施办法》的建议。

## 二、国内与国际文献回顾

学术理论关于证券行政和解的分析与争论,为建立证券行政和解制度积累了丰富的理论基础并提供了制度支撑。证券行政和解理论主要在三个问题上,国内学者具有不同的观点与讨论。第一,行政相对人提起行政和解的时间问题。大多数观点认为应该限定在“证监会调查过程中”,<sup>[7]</sup>也有学者认为可以在行政复议与诉讼期间提出行政和解。<sup>[8]</sup>第二,行政和解的适用范围问题。一种观点是“限定适用条件的行政和解”,对于存在事实状态不明确,且这种不明确的状态在客观上难以排除,或者彻底查清需要大量资源,短期内难以及时作出处罚决定的,监管机构即可以与当事人进行协商,进行证券行政和解。<sup>[9]</sup>另一种观点是“放宽适用条件的行政和解”,行政和解的适用前提不应限于事实或法律状态不确定且不

[5] 《行政和解试点实施办法》第2条规定:“本办法所称行政和解,是指中国证券监督管理委员会(以下简称中国证监会)在对公民、法人或者其他组织(以下简称行政相对人)涉嫌违反证券期货法律、行政法规和相关监管规定行为进行调查执法过程中,根据行政相对人的申请,与其就改正涉嫌违法行为,消除涉嫌违法行为不良后果,交纳行政和解金补偿投资者损失等进行协商达成行政和解协议,并据此终止调查执法程序的行为。”

[6] 雷磊指出:“一个完整的或独立的法律规范,由构成要件、法律后果以及把法律后果归于构成要件所组成。”参见雷磊:《法律规则的逻辑结构》,载《法学研究》2013年第1期,第81页。

[7] 参见叶林、张辉、张昊:《证券执法和解制度的比较研究》,载《西部法学评论》2009年第4期,第20页;李东方:《论证券行政执法和解制度——兼评中国证监会〈行政和解试点实施办法〉》,载《中国政法大学学报》2015年第3期,第48页。

[8] 参见宋功德:《证券执法和解机制》,载《甘肃行政学院学报》2010年第3期,第99页。

[9] 肖钢:《积极探索监管执法的行政和解新模式》,载《行政管理改革》2014年第1期,第6页。相似观点参见张红:《破解行政执法和解的难题——基于证券行政执法和解的观察》,载《行政法学研究》2015年第2期,第23页。

能查明,在事实或法律状态易查或已经查清的情形下也可以进行和解。<sup>[10]</sup>第三,证监会监管执法问题。新《证券法》修改前,一种观点认为,证监会主要以行政监管的执法方式阻碍了证券市场资源配置,监管效率低。<sup>[11]</sup>另一种观点则认为,证券市场应坚持证监会的公力实施为主,多元主体私力实施为辅的机制;强化公力实施机制,优化群体性民事诉讼机制,共同实现证券执法的威慑力和公信力。<sup>[12]</sup>

国际学术界关于证券执法与行政和解主要集中在以下几个问题的讨论上:第一,美国学者施莱弗等(简称“LLSV”)以投资者利益保护为宗旨,依据法系渊源衡量证券市场效率,认为普通法系国家的证券市场效率高于民法系国家的证券市场效率,集团诉讼的私人执行优于证监会的公共执行[私人执行(private enforcement)、公共执行(public enforcement)]。<sup>[13]</sup>第二,科菲等并不同意SSLV的观点,认为美国证券市场之所以持续繁荣而且效率高,关键是美国的执法力度强于其他国家,包括证监会的公共执行与集团诉讼的私人执行。<sup>[14]</sup>通过美国证券市场实证数据分析看出,公共执行与私人执行一样有效。<sup>[15]</sup>第三,探讨集团诉讼、庭外和解、行政和解等投资者保护救济机制之间的平衡。美国证券法律制度的改革与演变,集团诉讼比例逐渐降低,<sup>[16]</sup>自20世纪80年代中期以来约35年的时间里,联邦地区法院案件庭审率出现了显著的下降,庭审案件的绝对数量下降了60%,许多学者、律师与法官都担心这种趋势昭示着“庭审消失”时代的来临。<sup>[17]</sup>行政和解、行政和解金与公平基金的相互协调与配合,只有1/3的案件走完了集团诉讼程序,70%的案件通过证券和解结案。<sup>[18]</sup>美国SEC就像证券市场的看门人,<sup>[19]</sup>美国国会制定的一系列法律,都采用了“混合型”执法机制,授权监管机构和普通公民对违法行为提起诉讼。建议将公共执行和私人执行结合并融合为一个整体,不再采用传统的并列混合型路径,而是公共机构—私人原告“合作执行”的一体化诉讼机制。<sup>[20]</sup>

以上国内文献有三个特征:一是相关文献均发表在新《证券法》之前,也就缺少新《证券法》规定的证券行政和解制度与证监会的规章、规范性文件的比较研究。二是以上文献缺少结合证监会的立案调查通知书、拟定行政处罚事先告知书、行政处罚决定书以及两个行政和解案例分析行政和解制度,缺

- [10] 参见方世荣、白云锋:《行政执法和解的模式及其运用》,载《法学研究》2019年第5期,第83、86页;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102页。
- [11] 陈甦、陈洁:《证券法的功效分析与重构思路》,载《环球法律评论》2012年第5期,第10页;缪因知:《政府性证券监管批判及与民事诉讼之权衡》,载《交大法学》2015年第1期,第142页;张舫、李响:《对证监会执法强度的实证分析》,载《现代法学》2016年第1期,第174页;席涛:《〈证券法〉的市场与监管分析》,载《政法论坛》2019年第6期,第118页。
- [12] 肖凯:《构建有效的证券市场执法机制》,载《清华金融评论》2019年10期,第27页。
- [13] 美国法律执行制度分为公共执行(public enforcement)与私人执行(private enforcement)。所谓公共执行是指监管机构实施法律,发现、调查和处罚违法者,或与违法者达成和解,维护证券市场稳定。私人执行是指私人主体实施法律,通过提起民事诉讼达到赔偿受害人(compensation)和威慑潜在犯罪(deterrence)的目的。See Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer & Robert Vishny (LLSV), *Law and Finance*, 106 J. Polit. Econ. 1113-1155 (1998).
- [14] John C. Coffee, Jr., *Law and the Market: The Impact of Enforcement*, 156 U. Pa. L. Rev. 229-311 (2007); also see John C. Coffee, Jr. & Hillary A. Sale, *Redesigning SEC: Does the Treasury Have a Better Idea?* 95 Va. L. Rev. 707-783 (2009).
- [15] Howell E. Jackson & Mark J. Roe, *Public and Private Enforcement of Securities Laws: Resource-Based Evidence*, 93 J. Financ. Econ. 207-238 (2009).
- [16] Robert H. Klonoff, *The Decline of Class Actions*, 90 Wash. U. L. Rev. 729 (2013); also see Robert H. Klonoff, *Class Actions Part II: A Respite from the Decline*, 92 N.Y.U. L. Rev. 971-997 (2017).
- [17] Robert G. Bone, *Settlement and the Good Judge*, 38 Rev. of Litig. 212 (2019).
- [18] Joel Seligman, *Rethinking Private Securities Litigation*, 73 U. Cin. L. Rev. 95-138 (2004).
- [19] David Freeman Engstrom, *Agencies as Litigation Gatekeepers*, 123 Yale L.J. 616, 618 (2013).
- [20] Stephanie Bornstein, *Public-Private Co-Enforcement Litigation*, 104 Minn. L. Rev. 811-887 (2019). 郭雳教授介绍过美国SEC公共执法与私人诉讼的公私合作协议,并提出了公共执法的改善以及与私人集团诉讼间的更多互动,应当是可以预见的观点。参见郭雳:《美国证券集团诉讼的制度反思》,载《北大法律评论》2009年第10卷第2辑,第427-446页。

少具体的实证数据与案例支撑。三是相关文献介绍德国和美国的行政和解制度,较少有证券行政和解系统性文献的梳理与把握。国际文献讨论证券行政和解的热点、难点与发展趋势,可以为我国建立并完善证券行政和解制度,提供参考与借鉴。

### 三、证券行政和解制度的法律关系与特征

界定证券行政和解主体之间的法律关系,明确证券行政和解双方的权利和义务,是分析证券行政和解的前提。

#### (一) 证券行政和解制度的法律关系

从新《证券法》第171条的法律规范分析,证券行政和解的主体是证监会与涉嫌违法行为主体的行政相对人;从监管执法调查期间看,是监管者与被监管者的监管关系;从法律关系看,是执法主体证监会与行政相对人的行政法律关系。<sup>[21]</sup>

证监会在对涉嫌违法行为的行政相对人调查期间,行政相对人主动书面提出行政和解申请,行政和解的内容包括纠正涉嫌违法行为,消除对证券市场的影响,交纳行政和解金,赔偿受损投资者的损失。证监会在综合评估行政相对人的违法行为对证券市场的影响、对受损投资者的补偿、对维护证券市场的稳定、对证券执法资源的影响等相关因素后,决定是否同意行政相对人的行政和解申请。行政和解的主动申请者是行政相对人,但是否同意行政和解的决定权在证监会。证监会如果同意行政和解,并在行政相对人履行行政和解协议后,证监会决定终止调查。

新《证券法》建立的证券行政和解制度,是证券监管理念的一个重大变化。证监会与行政相对人就行政和解协议的协商、妥协与让步,达成一致意见,签署行政和解协议书,行政和解协议书,属于行政合同。证监会通过实施证券行政和解制度,第一次使受损投资者得到了损失补偿。

#### (二) 证券行政和解制度的特征

理论上分析,证券行政和解制度具有以下几个特征。

(1) 证券监管理念转变是证券行政和解的本质特征。证监会监管执法,具有事前与事中的监管措施,也有事后的行政处罚决定与市场禁入决定。监管措施、监管处罚与市场禁入决定,都是《证券法》赋予证监会的监管权力,这些监管权力都有自由裁量权。证券行政和解只要能够实现证监会的监管目标,以投资者保护与维护证券市场稳定为判断标准,行政和解就具有可行性、必要性与正当性。证监会执法从完全以行政处罚决定的终止方式,转变为赔偿投资者损失的部分行政和解的终止方式,监管理念的转变带来监管执法方式的转变,激励投资者信心。应该说,证券行政和解具有兼顾对违法违规者经济制裁和对利益受损的投资者经济补偿的执法方式,是一种成本比较低,效率比较高的监管执法机制。

(2) 及时赔偿投资者损失是证券行政和解的第二个特征。证券行政和解以保护投资者利益与稳定证券市场为监管目标。证券行政和解依行政相对人主动认错、纠错与赔偿的激励机制,行政相对人交纳行政和解金,按照受损投资者的实际损失补偿为原则,适格投资者及时得到投资损失的赔偿。从证监会处理的证券市场大规模侵权行为的情况来看,主要是追究主要责任人的行政和刑事责任,对上市公司和责任人进行行政处罚,而大量受害人的权益很少能够得到合理补偿。<sup>[22]</sup> 行政处罚的罚款与没收违法所得,依法规定只能上缴国库,上缴国库并没有补偿投资者损失。受损投资者可以提起证券民事诉讼,请

[21] 参见席涛:《〈证券法〉的市场与监管分析》,载《政法论坛》2019年第6期,第124页。

[22] 参见章武生:《我国证券集团诉讼的模式选择与制度重构》,载《中国法学》2017年第2期,第288-289页。

求违法行为人（被告）赔偿投资者损失。但证券民事诉讼也要经过严格的诉讼程序，投资者才能得到赔偿。在证券行政和解程序中，受损投资者不需通过诉讼程序，即可及时得到投资损失补偿。这是证券行政和解制度的第二个特征。

（3）及时终止调查是证券行政和解的第三个特征。新《证券法》第171条规定的是在证监会对涉嫌证券违法行为的当事人“进行调查期间”，只要符合第171条规定的构成要件，行政相对人提出行政和解申请，证监会及时终止调查。行政和解制度赋予了证监会调查期间事中终止调查的权利，但事中终止调查的法律后果，是以行政相对人交纳行政和解金补偿投资者损失为构成要件。及时终止调查是结果，行政相对人及时认错纠错消除对证券市场的不良影响、及时交纳行政和解金补偿投资者损失、及时稳定证券市场股票价格波动等是原因。因此，证券行政和解及时终止调查划分了与行政处罚决定、先行赔付、证券民事诉讼的边界。

#### 四、证券行政和解对证券市场的影响

证券行政和解对证券市场的行政相对人、受损投资者与监管者的影响是不同的。

##### （一）证券行政和解对行政相对人的影响

证监会通知上市公司对其涉嫌违法行为立案进行调查，上市公司必须公开披露收到证监会对其涉嫌违法行为立案进行调查的公告。证监会（局）立案调查通知书就向证券市场发布了一个重要信息，提醒投资者注意，重新判断投资价值，上市公司的股票价格就会出现大跌。徐文鸣与莫丹的一项实证研究显示，他们以证监会（局）2014年1月1日至2018年12月31日期间《调查通知书》公告日为例，公告日当天样本股票呈现高达-12.03%的超额收益率，以样本股票在《调查通知书》公告日的流通市值和总市值为基准，计算得出股票市场对于虚假陈述行为给投资者带来总损失的估计值分别约为7.76亿元和10.56亿元。上述实证分析说明仅《调查通知书》向市场传递的信息具有重大性，而在《行政处罚事先告知书》和《行政处罚决定书》公告日，股价的超额收益率并不明显。<sup>[23]</sup>英国牛津大学法学院阿穆尔、梅耶与波洛三位教授，通过研究英国金融监管局向违法上市公司发出调查公告，分析调查公告对上市公司股票价格的影响，在2001—2011年上市公司的股票价格出现了统计上显著的异常损失，约为罚款和赔偿金的9倍，把这种超出法定偿付的股票市值下降称为上市公司的声誉损失。<sup>[24]</sup>

上市公司一经披露证监会进行调查的公告，上市公司的股票价格就要受到影响，影响的程度决定于证监会调查并作出行政处罚决定的程度。<sup>[25]</sup>上市公司的资金链可能发生断裂，随之而来的可能会影响到上市公司的生产、需求、供给、减产、停产与裁员，更为严重的影响可能是上市公司破产，或者退市。为了避免上市公司生产经营的损失，考虑行政和解与行政调查程序结束后行政处罚决定所产生的不同的成本与收益，行政相对人及时主动提出行政和解申请，及时通过补偿受损投资者损失，及时减少个股大幅下跌对股票市场的影响，维护证券市场的稳定，证监会终止行政调查。尽管上市公司的生产经营受到了影响，但证监会决定终止调查，上市公司降低了声誉损失，并继续生产经营。

[23] 徐文鸣、莫丹：《证券虚假陈述投资者损失的理论模型与实证研究——基于有效市场假说》，载《广东财经大学学报》2019年第6期，第97-98页。

[24] John Armour, Colin Mayer & Andrea Polo, *Regulatory Sanctions and Reputational Damage in Financial Markets*, 52 J. of Financ. Quant. Anal. 1429-1448 (2017).

[25] 白建军：《证监会60个处罚决定的实证评析》，载《法学》1999年第11期，第55-62页；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，第60-67页。

从对为上市公司服务的中介机构的影响看,保荐人、证券公司与中介机构是证券市场的看门人(gatekeepers),<sup>[26]</sup>对发布上市公司信息披露负有真实、准确与完整的把关责任。同时,保荐人、证券公司与中介机构是在为证券市场的众多发行人、上市公司服务,是经过多次重复连续博弈,才逐步树立起声誉资本(reputational capital)。而每一次对信息披露的真实性、准确性与完整性的“保证”,都是将声誉资本抵押给发行人、抵押给市场,降低发行人、上市公司信息的事前不确定性,换取市场与投资者的信任。<sup>[27]</sup>但是,证券中介机构一旦被证监会处以行政处罚决定与市场禁入决定,就很难获得持续经营的机会。因此,证监会在对证券中介机构进行调查时,证券中介机构比较行政和解与行政处罚决定的成本与收益,主动提出行政和解申请,是成本最小化与收益最大化的处理机制,毕竟避免了行政处罚决定与市场禁入决定,从而能够维持持续经营。

### (二) 证券行政和解对受损投资者的影响

证监会立案调查影响上市公司股票价格大跌,中小投资者是最大的受害者。投资者基于行政相对人的信息披露作出投资价值判断,因信息披露虚假陈述或者其他市场欺诈等违法行为,导致投资人的投资损失。在新《证券法》的投资者保护救济机制中,投资者可以有三种选择机制:第一种是行政和解机制,第二种是先行赔付机制,第三种是集团诉讼机制。证券行政和解首先由行政相对人提出行政和解申请,先行赔付首先由先行赔付人设置先行赔付专项基金,受损投资者才能决定是否选择。假设有的行政相对人提出行政和解申请,证监会与行政相对人达成了行政和解协议。如果受损投资者选择了行政和解程序补偿投资损失,并不影响受损投资者提起民事诉讼赔偿请求的权利。如果受损投资者认为,行政和解补偿部分低于实际损失,还可以就没有补偿部分提起诉讼请求。

实施证券行政和解制度,受损投资者在没有提起证券民事诉讼、没有聘请辩护律师、没有等待漫长的法院受理、开庭、判决程序的情况下,能够获得投资损失赔偿,应该是一个成本较低、收益较高的制度机制。

### (三) 证券行政和解对证监会执法资源的影响

证券行政和解制度建立了证监会立案调查期间的终止程序。当且仅当在行政相对人申请行政和解,符合新《证券法》第171条的构成要件,证监会才执行行政和解程序。在证监会调查期间,如果行政相对人提出申请行政和解,则证监会根据正在调查过程中发现的问题,分析涉嫌违法行为对证券市场秩序的影响、对投资者损失的影响、对证券市场稳定的影响。证监会以坚持证券市场公开、公平与公正的原则、保护投资者利益的宗旨与维护证券市场秩序的职责为判断标准,与行政相对人达成行政和解协议,决定终止程序。行政和解制度转变了证监会执法理念,把优先补偿投资者损失落到了实处,给予行政相对人认错纠错以及完善内部治理的一次机会。对证监会来讲,减少了行政执法调查的后续进展,减少了行政执法成本,节省了不必要的行政资源耗费。

如果从国际视野认识行政和解制度,尤其是美国SEC在几十年监管执法过程中,行政和解是结案的主要执法方式。美国SEC《实务规则与公平基金以及违法所得计划规则》(2019年9月版)中“规则240:和解”,规范了和解申请、程序、和解要约考量、申请人的权利与义务,以及SEC的权利与决定,只要符

[26] 美国斯坦福大学教授吉尔森(Ronald Gilson)和哈佛大学教授卡拉克曼(Ranier Kraakman),在美国证券交易法实施50周年讨论会上,第一次使用gatekeeper的概念并系统论述投资银行的看门人作用。See Ronald Gilson & Ranier Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency*, 70 Va. L. Rev. (50 Years of Federal Securities Regulation) 549-613 (1984).

[27] John C. Coffee, Jr., *The Attorney as Gatekeeper: An Agenda for the SEC*, 103 Colum. L. Rev. 1293-1316 (2003); also see John C. Coffee, Jr., *Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms*, 84 Boston U. L. Rev. 301 (2004).

合“时间、诉讼性质和公共利益允许的情况下”,行政相对人都可以提起行政和解申请。<sup>[28]</sup> SEC在2002年至2013年间成立了243个公平基金,向遭受证券欺诈的2/3投资者补偿了144.6亿美元。<sup>[29]</sup> SEC在2019年报告指出,行政和解案例中获得了超过43亿美元的民事罚款(civil penalties)和违法所得(disgorgement),向受到证券损害的投资者补偿了12亿美元的公平基金,划拨了约6000万美元用于奖励检举者(whistleblowers)。<sup>[30]</sup> 美国的一些学者认为,SEC的证券行政和解执法机制,不仅有对违法行为者的惩罚功能,更有对受损投资者的补偿功能。<sup>[31]</sup> 补偿功能有对投资者的激励机制,这也是美国证券市场持续繁荣的制度作用。<sup>[32]</sup>

## 五、新《证券法》规定的证券行政和解制度

新《证券法》第171条(证券行政和解制度)规定的构成要件与法律后果是完全法条,可以独立适用。行政和解的构成要件包括了时间要件证监会进行调查期间,主体要件行政相对人与证监会,行为要件包括行政相对人的申请、证监会对申请的评估、行政相对人认错纠错、交纳行政和解金赔偿有关投资者损失等,法律后果是证监会决定终止调查。因此,行政相对人只要满足了行政和解的构成要件,就可以提起行政和解申请。是否能够达成行政和解协议,取决于证监会与行政相对人在行政和解协议协商中的具体问题。理论上讲,证监会作出的行政处罚决定书是划分行政相对人提起行政和解申请的时间界限。

根据第171条行政和解制度规定的时间界定,在证监会立案调查期间,行政相对人应该在行政处罚决定之前主动提出行政和解申请,监管机构在行政处罚决定之前表示同意或者不同意行政和解。证监会的《调查通知书》、《行政处罚事先告知书》、《行政处罚决定书》的性质、内容与结果是不同的。证监会的《调查通知书》的通知内容也不同,有的通知书只载明涉嫌违法违规,根据证券法有关规定,证监会决定立案进行调查;有的通知书载明因信息披露违法违规,证监会决定立案进行调查。

在证监会对行政相对人涉嫌违法违规立案调查期间,行政相对人提出行政和解申请要受两个时间节点制约。这两个时间节点分别是:行政相对人收到证监会的立案调查通知书和行政处罚事先告知书。

(一) 在收到立案调查通知书之后,证监会作出行政处罚事先告知书之前,行政相对人提出行政和解申请

行政相对人收到并公告披露证监会对涉嫌违法违规的立案调查通知,立案调查通知书就对证券市场发出一个警示信号,提醒投资者重新判断股票价值,进而对市场价格产生影响。根据2016—2019年被证监会立案调查并作出行政处罚的上市公司股票价格走势分析,立案调查书披露当天,上市公司的股票

[28] See Rules of Practice and Rules on Fair Fund and Disgorgement Plans, *Rule 240: Settlement*, U.S. Securities and Exchange Commission, September 2019.

[29] Urska Velikonja, *Public Compensation for Private Harm: Evidence from the SEC's Fair Fund Distributions*, 67 *Stan. L. Rev.* 331-395 (2015).

[30] See U.S. Securities and Exchange Commission (SEC), *The SEC's FY 2021 Congressional Budget Justification/Annual Performance Plan and Fiscal Year 2019 Annual Performance Report*, January 2020, pp. 27-28.

[31] See Christina L. Boyd & David A. Hoffman, *Litigating toward Settlement*, 29 *J.L. Econ. Organ.* 898-929 (2013); Yonathan A. Arbel, *Ad-minimization: Gatekeeping Consumer Contracts*, 71 *Vand. L. Rev.* 121-178 (2018).

[32] See Kishanthi Parella, *Public Relations Litigation*, 72 *Vand. L. Rev.* 1285-1333 (2019).

价格就大跌,股票价格向真实价值回归,以消除涉嫌违法对市场的扭曲效应。<sup>[33]</sup>行政相对人在这个阶段提出行政和解申请,一方面通过认错与纠错,消除违法行为对股票价格的影响;另一方面,缴纳行政和解金以补偿受损投资者的损失,恢复投资者对上市公司的信任。证监会对涉嫌违法违规上市公司的立案调查通知书,分为两种类型。

第一种类型是立案调查通知书只载明行政相对人涉嫌违法违规,根据证券法相关规定,对涉嫌违法违规行为立案进行调查。如证监会于2017年3月21日对山东墨龙石油机械股份有限公司(以下简称“山东墨龙公司”)的立案《调查通知书》载明:“因公司涉嫌违反证券法律法规,根据《证券法》的有关规定,中国证监会决定对公司进行立案调查。”<sup>[34]</sup>《调查通知书》没有涉及山东墨龙公司涉嫌违法行为的具体事实,也没有反映被立案调查的违法行为性质。

第二种类型是立案调查通知书已经指出了行政相对人涉嫌违法违规的行为,根据证券法相关规定,对涉嫌违法行为立案进行调查。如证监会于2016年12月29日对江苏保千里视像科技集团股份有限公司(以下简称“保千里公司”)的立案《调查通知书》载明:“因你公司涉嫌信息披露违法违规,根据《证券法》的有关规定,我会决定对你公司进行立案调查。”保千里公司当日发布的公告中的风险提示内容载明:“如公司因前述立案调查事项被中国证监会最终认定存在重大信息披露违法行为,公司股票存在可能被实施退市风险警示及暂停上市的风险。”<sup>[35]</sup>《调查通知书》没有载明信息披露违法违规事实,只有调查之后,才能确定信息披露违法违规的事实、法律关系与处理结果。

证监会在对行政相对人的立案调查通知书中,只是就涉嫌违法违规调查,并没有确定违法行为的具体事实,没有确定违法行为的法律关系,没有确定违法行为的法律后果。

## (二) 在收到行政处罚事先告知书之后,证监会作出行政处罚决定书之前,行政相对人提起行政和解申请

这个阶段的一个重要变化是,证监会已经向行政相对人送达了行政处罚事先告知书,对于行政相对人涉嫌违法的调查有了比较明确的结论:违法行为明确、违法事实明确、违法事实与违法损害结果的因果关系明确、拟决定的违法行为与行政处罚结果明确,已经满足了行政处罚的构成要件,拟定了行政处罚事先告知书。根据《行政处罚法》第31条、第32条以及《中国证券监督管理委员会行政处罚听证规则》第5条、第6条之规定,采用行政处罚事先告知书的程序,向行政相对人告知其将要被处罚的事实、理由及依据,行政相对人可以就拟定的行政处罚享有陈述、申辩以及要求听证的权利。<sup>[36]</sup>行政处罚事先告知书不是一项具体行政行为,只是证监会向行政相对人履行告知义务的一种程序,不具有可诉性。

表1列出5个涉嫌违法违规上市公司的《调查通知书》、《行政处罚事先告知书》、《调查通知书》的

[33] 徐文鸣、莫丹:《证券虚假陈述投资者损失的理论模型与实证研究——基于有效市场假说》,载《广东财经大学学报》2019年第6期,第87-98页。

[34] 山东墨龙公司于2017年3月21日下午收盘后收到中国证监会《调查通知书》(编号:鲁证调查字[2017]003号),因公司涉嫌违反证券法律法规,根据《证券法》的有关规定,中国证监会决定对公司进行立案调查。公司已于2017年3月21日在指定信息披露媒体上披露了《关于收到中国证券监督管理委员会调查通知书的公告》(公告编号:2017-012)。

[35] 江苏保千里视像科技集团股份有限公司于2016年12月27日收到中国证券监督管理委员会《调查通知书》(编号:沪证专调查字2016902号)。详见公司于2016年12月29日披露的《关于收到中国证券监督管理委员会调查通知书的公告》(公告编号:2016-130)。

[36] 《行政处罚法》第31条规定:“行政机关在作出行政处罚决定之前,应当告知当事人作出行政处罚决定的事实、理由及依据,并告知当事人依法享有的权利。”《中国证券监督管理委员会行政处罚听证规则》(证监会令第119号,2015年12月4日施行)第5条规定:“中国证监会或其派出机构拟对当事人作出以下一项或者一项以上行政处罚的,应当在向当事人送达的《行政处罚事先告知书》中载明当事人享有要求听证的权利。”



内容原则、简单。《行政处罚事先告知书》的内容具体,明确了违法行为、违法事实、拟决定行政处罚以及当事人享有的权利,具有一定的权威性和影响力,足以引起证券市场中理性投资者的警惕。

表1:立案调查通知书与行政处罚事先告知书的内容比较

序号	上市公司	立案调查通知书	行政处罚事先告知书
1	山东墨龙公司	2017年3月21日公告《调查通知书》,因公司涉嫌违反证券法律法规,进行立案调查	2017年5月15日公告《行政处罚事先告知书》,经查明:(1)山东墨龙公司披露的2015年、2016年部分定期报告涉嫌虚假记载;(2)山东墨龙公司涉嫌未及时披露重大投资事项。拟处罚决定;听证程序 <sup>[37]</sup>
2	安徽新力金融公司	2017年4月1日公告《调查通知书》,因公司涉嫌违反证券法有关规定,进行立案调查	2017年9月1日公告《行政处罚事先告知书》,经查明:(1)新力金融2015年报虚增收入和利润;(2)新力金融未按规定履行关联交易信息披露义务;(3)新力金融未按规定履行重大诉讼信息披露义务。拟决定处罚;听证程序 <sup>[38]</sup>
3	上海大智慧公司	2015年5月1日公告《调查通知书》,因公司涉嫌信息披露违法违规,进行立案调查	2015年11月7日公告《行政处罚及市场禁入事先告知书》,经查明:(1)2013年涉嫌提前确认有承诺政策的收入;(2)2013年以“打新”等为名营销,涉嫌虚增销售收入;(3)涉嫌利用与广告公司的框架协议虚增收入。拟决定处罚;听证程序 <sup>[39]</sup>
4	海南亚太实业	2015年6月6日公告《调查通知书》,因公司涉嫌信息披露违法违规,进行立案调查	2015年11月20日公告《行政处罚事先告知书》,经查明:主要是未按照《企业会计准则》的各项规定,财务报表、数据虚假陈述。拟决定处罚;听证程序 <sup>[40]</sup>
5	方正科技	2015年11月20日公告《调查通知书》,因公司涉嫌信息披露违法违规,进行立案调查	2016年12月20日公告《行政处罚事先告知书》,经查明:(1)方正科技未按照规定披露关联关系及关联交易;(2)方正集团、武汉国兴未按规定披露持有方正科技股票。拟决定处罚;听证程序 <sup>[41]</sup>

从行政相对人收到调查通知书之后,到证监会作出行政处罚决定书之前,这段时间属于证监会对涉嫌违法上市公司的“进行调查期间”。

[37] 山东墨龙石油机械股份有限公司发布关于收到中国证监会《调查通知书》(鲁证调查字[2017]003号)公告,2017年3月21日。山东墨龙石油机械股份有限公司收到中国证监会《行政处罚事先告知书》(处罚字[2017]51号),2017年5月12日。

[38] 安徽新力金融股份有限公司发布关于收到中国证监会《调查通知书》(皖证调查通字1711号),2017年4月1日。安徽新力金融股份有限公司发布关于公司及相关当事人收到中国证监会安徽监管局《行政处罚事先告知书》(处罚字[2017]5-1至6号、5-8至9号),2017年9月1日。

[39] 大智慧公司发布关于收到中国证监会《调查通知书》(调查字151646号)公告,2015年5月1日。大智慧公司发布关于收到中国证监会《行政处罚及市场禁入事先告知书》(处罚字[2015]147号)公告,2015年11月7日。

[40] 海南亚太实业发展股份有限公司发布关于收到中国证监会海南监管局《调查通知书》(琼证调查字2015001号),2016年6月6日。海南亚太实业发展股份有限公司发布关于收到证监会《行政处罚事先告知书》(处罚字[2015]171号),2015年11月19日。

[41] 方正科技集团股份有限公司发布关于收到中国证监会《调查通知书》(沪调查字2015-1-76号),2015年11月20日。方正科技集团股份有限公司发布关于收到中国证监会的《行政处罚事先告知书》(处罚字[2016]104号),2016年12月20日。

## 六、《实施办法》规定的证券行政和解问题

值得注意的是,新《证券法》第171条(证券行政和解制度)规范的是在证监会对涉嫌违法的单位或个人进行调查期间行政相对人提出行政和解申请。没有限定被调查案件的难易状态,也没有限定法律事实与法律关系的不确定或者确定状态。根据“进行调查期间”的时间限定,证监会的《行政处罚决定书》是划分行政相对人提起行政和解申请的时间限定。与证监会《实施办法》设定严格的适用范围与适用条件完全不同。

### (一)《实施办法》第6条规定的适用范围与第7条规定的适用条件的问题

《实施办法》第6条列出了4项适用行政和解的情形,构成了适用行政和解的要件。<sup>[42]</sup>关键是第1项条件规定:“中国证监会已经正式立案,且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。”证监会在执法调查过程中,案件事实关系复杂,法律关系难以界定,继续调查需要付出很高的行政成本。因此,行政相对人可以提出行政和解申请,证监会如果与行政相对人达成了行政和解协议,证监会决定终止调查,则可节约行政资源。

《实施办法》第7条列出了3项不适用行政和解的情形,构成了不适用行政和解的要件。<sup>[43]</sup>关键是第7条第1项条件规定:“行政相对人违法行为的事实清楚,证据充分,法律适用明确,依法应当给予行政处罚的。”第7条第1项规定的目的是为了防止行政相对人通过行政和解的方式逃避行政处罚,因此规定“依法应当给予行政处罚的”为第7条第1项的构成要件,以便在案件事实查明后给予证监会更多的主动权,不可放任涉嫌违法违规一方利用行政和解程序降低违法成本。

《实施办法》第18条规定了行政相对人提起行政和解的时间限制。<sup>[44]</sup>证监会立案调查不满3个月的案件,不予受理,但规定了经证监会主要负责人批准的除外条件。这个规定可以解释为,证监会应该对调查的案件事实有基本了解,才能对该案件是否适合实行行政和解程序作出基本判断。

分析《实施办法》适用行政和解的构成要件,在收到立案调查通知书之后、证监会作出行政处罚事先告知书之前,行政相对人提出行政和解申请,必须同时满足两个要件:一是立案调查已经超过3个月的时间限定;二是满足“案件事实与法律关系尚难完全明确的”不确定状态的限定。

在收到行政处罚事先告知书之后,证监会作出行政处罚决定书之前,行政相对人提出行政和解申请,不满足第7条第1项规定。因为行政相对人收到行政处罚事先告知书,证监会已经查明了违法事实,违法证据,法律适用明确,依法应当给予行政处罚。因此,行政相对人在这个时间节点,并不能提起行政和解申请。

因此,行政相对人提起行政和解申请的时间,只能限定在证监会的立案调查通知书之后,作出行政处罚决定书之前,这个时间段属于《证券法》第171条规定的“正在调查期间”。

[42] 《实施办法》第6条规定:“行政相对人涉嫌实施虚假陈述、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,案件符合下列情形的,可以适用行政和解程序:(一)中国证监会已经正式立案,且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;(二)采取行政和解方式执法有利于实现监管目的,减少争议,稳定和明确市场预期,恢复市场秩序,保护投资者合法权益;(三)行政相对人愿意采取有效措施补偿因其涉嫌违法行为受到损失的投资者;(四)以行政和解方式结案不违反法律、行政法规的禁止性规定,不损害社会公共利益和他人合法权益。”

[43] 《实施办法》第7条规定:“案件有下列情形之一的,中国证监会不得与行政相对人进行行政和解:(一)行政相对人违法行为的事实清楚,证据充分,法律适用明确,依法应当给予行政处罚的;(二)行政相对人涉嫌犯罪,依法应当移送司法机关处理的;(三)中国证监会基于审慎监管原则认定不适宜行政和解的。”

[44] 《实施办法》第18条规定:“立案调查不满3个月的案件,行政相对人提出行政和解申请的,不予受理,但有特殊情况经中国证监会主要负责人批准的除外。”

但《实施办法》第6条第1项规定的适用范围与第7条第1项规定的不适用条件,并不符合新《证券法》第171条规定的行政和解构成要件。

证监会从公告立案调查通知书之日起,到公告行政处罚事先告知书之日,调查时间在3个月以内的案例极少,公告行政处罚事先通知书的案件大部分都在3个月以上,而且行政处罚事先告知书基本查明了违法行为、违法事实、违法后果,并拟定了行政处罚。

根据2015—2019年640个行政处罚案例的计量分析,证监会从立案调查到公告行政处罚事先告知书,平均5.8个月,从行政处罚事先告知书到公告行政处罚决定书5.6个月。以表2的时间界定为例。

表2:立案调查时间、行政处罚事先告知书时间、行政处罚决定书时间的比较

上市公司行政处罚案例	《立案调查通知书》 公告时间	《行政处罚事先告知书》 公告时间	《行政处罚决定书》 公告时间
上海大智慧公司	2015年5月1日	2015年11月7日	2016年7月20日
海南亚太实业公司	2015年6月6日	2015年11月20日	2016年2月22日
方正科技公司	2015年11月20日	2016年12月20日	2017年5月5日
银基烯碳新材料	2016年10月13日	2017年6月16日	2017年12月25日
江苏保千里公司	2016年12月29日	2017年7月12日	2017年8月9日
大连大福公司	2017年4月12日	2017年7月17日	2017年7月24日
山东墨龙公司	2017年3月21日	2017年5月15日	2017年9月21日
浙江祥源文化	2017年2月28日	2017年11月10日	2018年4月17日
新力金融公司	2017年4月1日	2017年9月1日	2017年9月18日
金亚科技公司	2015年6月5日	2017年11月13日	2018年3月6日

表2选出了2015年至2018年上市公司10个行政处罚案例,这10个案例也都被受损投资者提起证券民事赔偿诉讼,法院一审都已作出判决。证监会从立案调查到拟作出行政处罚事先告知书,最短时间是山东墨龙公司的54天,最长时间是金亚科技公司2.6年。证监会从拟作出行政处罚事先告知书到作出行政处罚决定书,最短时间是大连大福公司的7天和新力金融公司的18天,最长时间是上海大智慧公司的9个月。证监会2015年立案案件调查周期平均为86天,较2014年减少40天。<sup>[45]</sup>证监会2017年专项行动案件平均调查时间仅为65天,慧球科技1001奇葩议案、雅百特案查结分别用时34天和37天,山东墨龙案查结仅用21天。<sup>[46]</sup>

《实施办法》第6条、第7条与第18条严格规定的行政和解的适用范围与适用条件,限制了行政和解制度的投资者保护救济机制,难以及时消除违法行为对证券市场的影响,难以恢复投资者信心,难以维护证券市场稳定。以下以证监会实施的两个行政和解案为例进行分析。

[45] 参见证监会《2015年度中国证监会稽查执法情况通报》,中国证监会, www.csrc.gov.cn,最后访问时间:2019年12月6日。

[46] 参见证监会《2017年度证监会稽查执法情况通报》,中国证监会, www.csrc.gov.cn,最后访问时间:2019年12月6日。

## （二）证券行政和解两个案例分析

案例一是证监会与高盛亚洲证券行政和解案。证监会与高盛（亚洲）有限责任公司（以下简称“高盛亚洲”）、北京高华证券有限责任公司（以下简称“高华证券”）以及高盛亚洲和高华证券的相关工作人员等9名行政和解申请人于2019年4月23日就下列事项的处理达成行政和解协议：2013年10月8日至2015年7月3日期间，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。双方于2015年5月至7月期间的4个交易日部分交易时段，从事了其他相关股票及股指期货合约交易。中国证监会于2016年7月对申请人的上述行为进行立案调查。根据行政和解协议：（1）申请人已交纳行政和解金共计人民币1.5亿元。（2）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。（3）根据《实施办法》第29条规定，<sup>[47]</sup>证监会终止对申请人有关行为的调查、审理程序。<sup>[48]</sup>

案例二是证监会与上海司度等五家机构证券行政和解案。2015年1月1日至2015年7月31日期间，司度（上海）贸易有限公司（以下简称“上海司度”）委托资产管理机构设立多个资产管理计划，并控制、使用资产管理计划开立的账户进行了交易，其行为涉嫌违反账户管理使用的有关规定。富安达基金、中信期货、北京千石资本、国信期货为满足上海司度的交易需求，为其设立资产管理计划，供委托人控制、使用，其行为涉嫌违反资产管理业务的有关规定。证监会对上述行为进行了立案调查。其后，上述五家机构及其相关工作人员（以下简称“申请人”）就其涉嫌的违法行为向证监会申请行政和解，于2019年12月31日达成行政和解。根据行政和解协议：（1）上海司度及其相关工作人员已交纳行政和解金人民币6.7亿元，富安达基金及其相关工作人员已交纳行政和解金人民币180万元，中信期货及其相关工作人员已交纳行政和解金人民币1000万元，千石资本及其相关工作人员已交纳行政和解金人民币235万元，国信期货及其相关工作人员已交纳行政和解金人民币100万元。（2）申请人已采取必要措施加强公司的内控管理，并在完成后向证监会提交书面整改报告。（3）根据《实施办法》第29条规定，证监会终止对申请人有关行为的调查、审理程序。<sup>[49]</sup>

分析这个证券行政和解案例，可以概括出以下几个特征。

第一，两个案例属于证券非常规案例。两个案例都不是《实施办法》第6条规定的行政相对人涉嫌违反证券虚假陈述、内幕交易、操纵市场或者欺诈客户的行为，高盛亚洲案例属于“从事了其他相关股票及股指期货合约交易”的行为。上海司度案例属于“其行为涉嫌违反资产管理业务的有关规定”。证券行政和解试点并没有一件证券市场违法违规的常规案件，如证券虚假陈述、内幕交易、操纵市场的案件。试点案例是否具有代表性，值得讨论。

第二，两个案例结案时间长、成本高。证监会对高盛亚洲于2016年7月进行调查，2019年4月决定终止调查、审理程序，用了近3年时间。证监会对上海司度等5家机构于2015年11月进行调查，2019年12月31日决定终止调查、审理程序，用了4年时间。两个案件从立案调查到决定终止调查、审理程序，证监会花费的时间长，成本高。

第三，行政和解金高。高盛亚洲交纳行政和解金1.5亿元，上海司度等5家机构申请人交纳行政和解

[47] 《实施办法》第29条第3款规定：“行政相对人履行全部义务后，和解实施部门应当向行政相对人出具行政和解结案通知，并抄送案件调查部门、案件审理部门、行政和解金管理机构。案件调查部门、案件审理部门应当依照规定终止案件的调查、审理。”

[48] 中国证券监督管理委员会公告〔2019〕11号，中国证监会与高盛亚洲、高华证券以及高盛亚洲和高华证券的相关工作人员等9名行政和解申请人于2019年4月23日就下列事项的处理达成行政和解协议，中国证监会终止对申请人有关行为的调查、审理程序。

[49] 中国证券监督管理委员会公告〔2020〕1号，中国证监会与上海司度、富安达基金、中信期货、千石资本、国信期货上述申请人于2019年12月31日达成行政和解协议，中国证监会终止对申请人有关行为的调查、审理程序。

金共计6.8亿元。与先行赔付的3个案例比较,万福生科案保荐人平安证券出资3亿元设立投资者利益补偿专项基金,海联讯案中海联讯4名控股股东出资2亿元设立投资者利益补偿专项基金,欣泰电气案保荐人兴业证券出资5.5亿元设立先行赔付专项基金,金额比较高。因为欣泰电气涉及退市,包括二级市场与一级市场的投资者损失赔付。<sup>[50]</sup>

第四,两个案例都没有披露行政和解申请人提起行政和解申请的时间。证监会公告〔2019〕11号,没有披露高盛亚洲提起行政和解申请的时间,只是披露2019年4月23日达成行政和解协议。证监会公告〔2020〕1号,使用了一个“近期”的不确定时间概念,描述上海司度等5家机构行政和解的申请时间,披露了2019年12月31日达成行政和解协议。判断行政和解制度执法效率的一个标准是,行政相对人从提起行政和解的申请时间到证监会决定终止调查、审理程序的时间,没有行政相对人的申请时间,难以判断行政和解制度的效率,也无法得出行政和解制度“及时性、低成本与高效率”的结论。

第五,证监会与投保基金公司没有披露行政和解金对受损投资者的补偿与剩余。《实施办法》第2条规定的“交纳行政和解金补偿投资者损失”是行政和解协议的构成要件,《暂行办法》第11条规定:“投保基金公司使用行政和解金对投资者作出补偿的,补偿数额原则上以投资者受到的损失为限。”第13条规定了公开披露原则:“投保基金公司执行行政和解金补偿方案,应当同时在其网站上进行公告。”但至新《证券法》2020年3月1日施行,证监会与投保基金公司都没有披露信息:和解金是否足以补偿适格投资者的投资损失、补偿比例以及是否剩余、剩余上缴国库等信息。<sup>[51]</sup>

国务院授权证监会通过试点行政和解制度,从中发现试点案例在实施过程中,证监会、行政相对人、投保基金公司、受损投资者之间,就行政和解协议的谈判阶段,或投保基金公司就和解金补偿受损投资者的分配阶段,各方争议的焦点是什么,难点是什么,社会对行政和解案例的意见与建议是什么,从中发现问题,为《证券法》建立行政和解制度,奠定一个坚实的实证与规范的制度基础。<sup>[52]</sup>

但从2015—2018年没有一个行政和解案例,2019年有两个行政和解案例。5年试点,仅有两个案例,证明《实施办法》规定的适用范围与适用条件过于严格,阻碍或者遏制了行政相对人提出行政和解申请。

### (三) 比较行政和解、先行赔付与证券民事诉讼的效率

证监会已经实施的两个行政和解案例与行政处罚、先行赔付、证券民事诉讼比较,行政和解没有体现出具有及时性、低成本与高效率的制度特征。以表3为例。

[50] 巩海滨、王旭指出:欣泰电气因涉及退市,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;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。参见巩海滨、王旭:《证券市场先行赔付制度研究》,载《财经法学》2018年第6期,第155页。

[51] 《暂行办法》第7条规定:“行政和解金在补偿投资者后仍有剩余的,应当上缴国库。”

[52] 刘裕辉、沈梁军:《境内外证券市场投资者赔偿补偿机制比较研究》,载《证券市场导报》2017年8月号,第13-19页。

表3:行政和解、先行赔付、证券民事诉讼的效率比较

	公司	立案调查 通知书时间	行政处罚 事先告知书时间	行政处罚 决定书时间	申请行政和解、 设立基金、提起 诉讼的时间	解决时间
行政 和 解 案 例	高盛亚洲	2016年7月		免于处罚	未披露申请时间	2019年4月23日
	司度(上海)			免于处罚	“近期”	2019年12月31日
	富安达基金	2015年11月26日	2017年5月23日	免于处罚	“近期”	2019年12月31日
	中信期货	2015年11月26日	2017年5月23日	免于处罚	“近期”	2019年12月31日
	国信期货	2015年11月26日	2017年5月24日	免于处罚	“近期”	2019年12月31日
	千石创富			免于处罚	“近期”	2019年12月31日
先 行 赔 付 案 例 [53]	万福生科 (平安证券)	2012年9月18日	2013年5月21日	2013年9月24日	2013年5月10日	2013年7月3日
	海联讯 (控股股东)	2013年3月21日	2014年11月6日	2014年11月14日	2014年7月18日	2014年9月17日
	欣泰电气 (兴业证券)	2016年6月13日	2016年7月8日	2016年7月25日	2017年6月9日	2017年8月9日
证 券 诉 讼 [54]				2003—2013年	平均值13.5个月 中位值11.7个月 <sup>[55]</sup>	
				2016—2019年	平均值11.3个月 中位值10.1个月	

从表3可以看出,先行赔付的3个案例,从先行赔付人设立补偿专项基金到支付补偿适格受损投资者的投资损失,用时2个月。从万福生科、海联讯、欣泰电器涉嫌违法违规立案调查,到适格受损投资者补偿,都没超过2年。证券民事诉讼因为有最高人民法院规定的行政处罚或者刑事裁决的前置条件,受损投资者只能等到行政处罚决定或者刑事裁决执行以后提起证券民事诉讼。证券诉讼从立案受理到一审判决、二审判决,以2016—2019年的300个样本为例,平均值为11.3个月,中位值10.1个月。证券行政和解的两个案例,从立案调查到决定终止调查、审理程序,时间都超过3—4年。

在论证、准备并推进证券行政和解制度试点时,前中国证监会主席肖钢认为,证券行政和解“有利于及时弥补投资者所受经济损失;有利于尽快明确和稳定市场预期;有利于根本减少和平息行政争议;

[53] 投保基金公司管理的先行赔付的三个案例作了详细分析。参见投保基金公司专项补偿基金工作组:《证券市场投资者保护新机制探索》,载《证券市场导报》2015年3月号,第40—44页;巩海滨、王旭:《证券市场先行赔付制度研究》,载《财经法学》2018年第6期,第146—160页。

[54] 《民事诉讼法》第149条规定:“人民法院适用普通程序审理的案件,应当在立案之日起六个月内审结。有特殊情况需要延长的,由本院院长批准,可以延长六个月;还需要延长的,报请上级人民法院批准。”第176条规定:“人民法院审理对判决的上诉案件,应当在第二审立案之日起三个月内审结。有特殊情况需要延长的,由本院院长批准。”

[55] 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,第161—162页。

有利于破解制度供给不足或缺陷的现实难题”。<sup>[56]</sup>5年试点,仅有两个案例,理论分析、制度预期与试点实践形成极大的反差,何谈证券行政和解制度的效率,其问题出在哪里?需要进一步讨论与反思。

## 七、结论

证券行政和解的实质是行政相对人缴纳行政和解金补偿投资者损失,替代了行政处罚决定。证监会实施证券行政和解制度,是证券监管理念的转变与执法方式的创新。2015年证监会制定《实施办法》试点证券行政和解,第6条与第7条规定严格的适用范围与适用条件,限制或阻碍了证券行政和解制度的实施,2015年至2019年仅仅实施2件行政和解案例。2019年新《证券法》从法律上建立了行政和解的投资者保护制度,修改并大幅度提高了行政处罚罚款与没收违法所得的比例,增加了违法成本。证券法对违法行为既有事前的威慑功能也有事后的惩罚功能,证券法新建立的行政和解制度则具有事中的投资者损失补偿功能。为实施新《证券法》的行政和解制度,不使其成为一种休眠状态的制度,坚持证券市场投资者保护的理念,需要修改《实施办法》中规定严格的适用范围与适用条件。根据新《证券法》第171条规定的构成要件,促进证券行政和解制度的执行与实施,并体现证券行政和解制度具有及时性、低成本与高效率的特征。

### An Institutional Analysis of the Securities Administrative Settlement

Xi Tao

**Abstract:** In essence, administrative settlement offers the administrative counterparty the opportunity to compensate harmed investors, instead of paying administrative penalties. Administrative settlement represents a change in the regulatory philosophy and an innovation of enforcement for China Securities Regulatory Commission (CSRC). In 2015, the Measures for Trial Implementation of Administrative Settlement (MTIAS) was promulgated by the CSRC. But until 2019, it only ends up with 2 cases. The restrictive application scope and condition prevent the implementation of the institution. The new Securities Law in 2019 establishes the administrative settlement to protect investors' interests. To well implement the institution and the regulatory philosophy of investor protection, it is suggested that the articles concerning the application scope and condition of administrative settlement in MTIAS should be amended according to the principles of timeliness, low-cost and efficiency.

**Keywords:** securities administrative settlement; application condition; investor protection; cost and benefit

(责任编辑:倪鑫煜)

[56] 参见肖钢:《积极探索监管执法的行政和解新模式》,载《行政管理改革》2014年第1期,第4-6页。