

证券监管机构如何罚款？ ——基于行政裁量基准视角的研究

刘宏光*

内容提要：罚款是境内外证券监管机构执法的重要手段，但如何确定罚款数额，防范罚款行为的滥用与误用是证券监管机构面临的突出难题。新《证券法》进一步提高了对证券违法行为的罚款幅度，监管机构在实施罚款时拥有更大的裁量空间。这一变革一方面有利于强化对违法行为的打击，但同时也增加了罚款行为被误用和滥用的可能性。从境外实践观察，不少国家和地区制定发布了行政罚款指引，详细规定确定罚款金额时应考量的因素，甚至规定特定类型违法行为的基准数额，以指导监管人员更加公平、高效地确定罚款金额。从行政裁量基准理论分析，英国、德国和我国香港特区的证券罚款指引呈现出在适用范围方面覆盖重要违法行为类型、在情形细化方面涵盖主客观裁量情节、在效果格化方面运用不同模式、设置逸脱条款以保持罚款裁量的灵活性等特点。我国在证券监管罚款指引的制定中，除应在情节细化、效果格化方面保障其合理性外，还应注重逸脱条款的设置与运用，在强调平等对待的同时兼顾个别考量。

关键词：罚款指引 裁量基准 罚款 行政处罚

DOI:10.16823/j.cnki.10-1281/d.2020.04.007

2019年12月修订的《中华人民共和国证券法》（以下简称新《证券法》）于2020年3月1日起施行。相较于旧法，新《证券法》的一大亮点就是加大对证券违法行为的处罚力度，显著提高证券违法违规成本，监管机构在实施罚款时有更大的裁量空间，可以更有力地打击违法违规行为。^{〔1〕}但同时，也衍生出社会公众对监管机构裁量权被误用或滥用的担忧：个案中的罚款金额是

* 刘宏光，上海证券交易所员工。

本文仅代表作者个人观点，不代表所在单位意见。

〔1〕以虚假陈述为例，原《证券法》第193条规定的罚款幅度是30万元至60万元，而新《证券法》第197条区分未披露信息行为与披露的信息有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏行为，所规定的罚款幅度是50万元至500万元和100万元至1000万元。在欺诈发行方面，原《证券法》第189条区分是否完成发行行为，对发行人的罚款幅度分别是30万元至60万元和非法募集资金金额的1%至5%，而新《证券法》第181条分别提高到200万元至2000万元和10%至1倍。

否畸轻而不能实现监管目的；是否畸重而损害行政相对人的利益；类似案件在罚款金额上是否相当；不同执法主体的处罚尺度是否一致。为规范监管机构裁量权的行使，不少国家和地区制定发布了行政处罚指引，详细规定确定罚款金额时应考量的因素，甚至规定特定类型违法行为的基准数额。本文在行政裁量基准理论指导下对英国、德国和我国香港特区的证券监管罚款指引制度进行研究，归纳其在覆盖范围、情节细化、效果格化以及逸脱条款设置等方面的特点，分析新《证券法》实施背景下我国制定证券市场罚款指引的实践需求，并提出保障罚款指引合理性与灵活性的方法。

一、证券监管罚款：实践难题与解决思路

（一）罚款是境内外证券监管机构执法的重要手段

罚款是最常见的行政处罚措施类型之一，通过剥夺行为人一定数额的经济利益，可以有效影响其行为。无论是境内还是境外，无论是治安管理领域还是经济金融领域，罚款都有广泛运用。以证券市场为例，鉴于其参与者众多、投机性强、敏感度高、风险传染快等特征，各国普遍制定专门法律，并设立专业监管机构，对证券市场的违法违规行为进行全力打击。随着 20 世纪末证券监管由自律监管向行政监管转型，各国金融监管机构纷纷获得独立的罚款权或罚款权得到强化。^{〔2〕} 例如，英国通过《2000 年金融服务与市场法》明确金融服务监管局（FSA）的行政执法权。^{〔3〕} 再如，德国 1994 年颁布《有价证券交易法》，然后设立联邦层面专门的证券监管机构。^{〔4〕}

实践中，证券监管领域的罚款数额往往都比较大，社会关注度也较高。美国证监会（SEC）在 2019 财年对各类违法行为处以罚没款的总额超过 43 亿美元。^{〔5〕} 英国金融行为监管局（Financial Conduct Authority, FCA）^{〔6〕} 2019 年的罚款总额也超过 3.9 亿英镑。^{〔7〕} 德国金融监管局（BaFin）2018 年的罚款总额为 780 万欧元。^{〔8〕} 我国香港特区证监会 2019 年第四季度对五家持牌机构及个人的罚款总额即达到 4.13 亿港元。^{〔9〕} 中国证监会 2018 年罚没款金额也破纪

〔2〕 在此之前，很多境外金融监管机构往往并无对违法行为直接处以罚款的权力，只能通过向法院提起执法诉讼的方式请求法院对违法行为人判处罚款或将案件移送刑事司法机关追究刑事责任，如英国。

〔3〕 参见吴国培主编：《英国金融市场》，中国金融出版社 2016 年版，第 3—4 页。

〔4〕 参见高基生：《德国证券市场行政执法机制研究》，载《证券市场导报》2005 年第 4 期。

〔5〕 See SEC Division of Enforcement, 2019 Annual Report, November 2019, available at <https://www.sec.gov/reports>, last visited on Jun. 14, 2020.

〔6〕 在 2013 年之前，英国金融市场上的主要监管者是 FSA，《2012 年金融服务法》将 FSA 拆分为 FCA 与 PRA，并于 2013 年 1 月 1 日生效。此后，FSA 金融市场行为监管方面的职责由 FCA 承继，PRA 主要负责宏观审慎监管，称为“双峰模式”。

〔7〕 See FCA 2019 Fines, available at <https://www.fca.org.uk/news/news-stories/2019-fines>, last visited on Jun. 14, 2020.

〔8〕 See BaFin, 2018 Annual Report, Jul. 19, 2019, p. 151, available at https://www.bafin.de/EN/PublikationenDaten/Jahresbericht/jahresbericht_node_en.html, last visited on Jun. 14, 2020.

〔9〕 参见《证监会发表季度报告》，2020 年 2 月 22 日，载 <https://sc.sfc.hk/gb/www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/news-and-announcements/news/doc?refNo=20PR18>，最后访问时间：2020 年 6 月 14 日。

录地达到 106.41 亿元人民币。^[10] 在个案方面,部分案件中的罚款数额也相当惊人。2018 年,因埃隆·马斯克发表不当推特言论,特斯拉公司和马斯克本人分别被美国证监会起诉内控失当和证券欺诈,最终以各缴纳 2000 万美元和解金告终。^[11] 因在长达十年的期间内向客户多收款项及犯有系统性内部监控缺失,香港特区证监会 2019 年 11 月对瑞银作出谴责并罚款 4 亿港元。^[12] 我国证券市场目前金额最高的罚款是中国证监会于 2018 年 4 月针对北八道集团有限公司及相关责任人(以下简称“北八道”)作出的,罚没款总额达 56.7 亿元人民币。^[13]

(二) 确定罚款数额是证券监管机构面临的突出难题

罚款作为以数额为衡量标准的财产性处罚,其遏制违法行为、维护社会秩序功能的实现主要体现在数额上。罚款既是行政处罚措施中最容易标准化、程序化的类型,也是最容易滥用、误用的部分。证券市场是一个公开、统一且高度敏感的市场,对证券市场违法行为的罚款不但意味着一定数额财产的剥夺,而且往往伴随着股价的波动,涉及成千上万投资者的利益。因此,证券市场对罚款数额的准确程度要求更高,监管机构在对证券违法行为处以罚款时也应更加审慎。

从行政法角度分析,罚款作为一类行政处罚措施,属于行政法上的具体行政行为,在实施中应遵守行政法上的比例原则,做到过罚相当。^[14] 从规制理论角度观察,罚款数额的确定还应关注监管目的的实现。罚款金额的确定过程实质上是行政裁量权的行使过程,需要着重避免因裁量权的滥用与误用导致的裁量恣意和裁量失当。具体而言,证券罚款金额确定中至少会面临如下拷问:个案中的罚款金额是否因畸轻而不能实现监管目的;是否因畸重而损害行政相对人的利益;类似案件在罚款金额上是否相当;不同执法主体的执法尺度是否一致。

从实践情况观察,罚款数额的确定在境内外证券监管中都是突出难题。境外不少国家和地区的证券立法对罚款并未规定具体的数额限制,或者规定的幅度非常宽,在确定罚款数额时,监管机构的自由裁量权很大。如英国《2000 年金融服务与市场法》第 123 节规定了金融行为监管局对违法行为的罚款权,但该条未规定罚款数额的上下限。德国《有价证券交易法》规定的罚款幅度也非常宽泛。从我国证券行政处罚实践看,2015 年之前,社会各界对我国证券罚款的诟病主要是罚款数额过低,其原因在于:受制于原《证券法》的规定,中国证监会对上市公司虚假陈述行为最高仅能处罚 60 万元,对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员最高仅能处罚 30 万元。对内幕交易和操纵市场方面的处罚,虽然原《证券法》采用了违法所得倍数的计算方法,但实际罚款的数额也普遍不高。^[15] 近年来,中国证监会加大了对内幕交易和操纵市场等行

[10] 参见《2018 年证监会行政处罚情况综述》,载 http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201901/t20190104_349383.html, 最后访问时间:2020 年 6 月 14 日。

[11] See Elon Musk Settles SEC Fraud Charges, Tesla Charged With and Resolves Securities Law Charge, Sept. 29, 2018, available at <https://www.sec.gov/news/press-release/2018-226>, last visited on Jun. 14, 2020.

[12] 参见黄希:《犯下“五宗罪”,瑞银收香港证监会 4 亿港元天价罚单》,载《国际金融报》微信公众号“国际金融报”,2019 年 11 月 11 日。

[13] 参见《中国证监会行政处罚决定书(北八道集团有限公司、林庆丰、林玉婷等 4 名责任人员)》(〔2018〕27—29 号)。

[14] 关于过罚相当原则的理论,参见杨登峰、李晴:《行政处罚中比例原则与过罚相当原则的关系之辨》,载《交大法学》2017 年第 4 期。

[15] 参见邢会强:《证券欺诈规制的实证研究》,中国法制出版社 2016 年版,第 356—389 页。

为的处罚力度，北八道案、^{〔16〕}鲜言案、^{〔17〕}明利股份案^{〔18〕}等案件都被处以“天价”罚款。新《证券法》大大提高了对违法行为的处罚，无论是针对欺诈发行、虚假陈述，还是对操纵市场、内幕交易等行为，罚款幅度都大大提高。这一法律变革固然有利于打击违法违规行为，但也进一步加剧了社会公众对裁量权被误用或滥用的担忧。

（三）制定罚款指引是规范罚款行为的重要路径

约束行政裁量权、保障合理行政是行政法的重要任务，也是一大难题。在传统行政法框架下，规范行政裁量的手段主要是事前的立法控制、事中的程序控制和事后的司法审查。^{〔19〕}近年来，行政裁量基准日益成为一种重要的手段。^{〔20〕}行政裁量基准是指行政机关在法律规定的裁量空间内，依据立法者意图以及比例原则等的要求，并结合执法经验的总结，按照裁量涉及的各种不同事实情节，将法律预先规范的裁量范围加以细化，并设以相对固定的具体判断标准。^{〔21〕}行政裁量基准的出现不是为了扼杀行政裁量权，而是引导行政裁量的正确行使。^{〔22〕}科学合理的裁量基准确立，可以有效地避免执法者由于不相关考察而产生的裁量恣意或不当等问题。^{〔23〕}从比较法上看，尽管名称不一，但行政裁量基准制度在其他国家或地区普遍存在，日本、德国、法国、韩国、我国台湾地区都存在行政裁量基准或类似制度。^{〔24〕}

罚款指引，也称罚款指南，是规范行政机关行使罚款裁量权、准确确定罚款金额的具体标准，本质上属于行政处罚类裁量基准。为规范证券监管机构罚款权的行使，境外不少国家和地区制定发布了行政罚款指引，详细规定确定罚款金额时应考量的因素，甚至规定特定类型违法行为的基准数额。从发布主体看，罚款指引均由行使罚款权的监管机构制定发布。从形式上看，有的罚款指引以独立法律文件的形式发布，如《德国证券交易法行政罚款指南》、我国香港特区《证监会纪律处分罚款指引》等；也有罚款指引作为综合性行政处罚基准的一部分存在，如英国《决定程序与罚款手册》既规定了罚款的适用，也规定了暂停资格、公开谴责的适用。从功能上看，罚款指引的存在与适用有利于规范罚款权的行使，使罚款数额不致畸高畸低，提高行政行为的统一性和公平性，更好地实现监管目的。

〔16〕 参见前引〔13〕。

〔17〕 参见《中国证监会行政处罚决定书（鲜言）》（〔2017〕29号）。

〔18〕 参见《中国证监会行政处罚决定书（广西明利创新实业股份有限公司、林军、唐映等15名责任人员）》（〔2019〕148号）。

〔19〕 参见胡淑珠、姜勇：《论行政裁量权的规范》，载《法律适用》2010年第2、3期；张红：《证券行政法专论》，中国政法大学出版社2017年版，第152—153页。

〔20〕 虽然没有采用统一的称谓，有的称为“裁量标准”“细化标准”，也有的称为“若干规定”“指导意见”“实施办法”，但行政裁量基准在我国广泛存在。近年中央部委发布的行政裁量基准包括《文化市场行政处罚自由裁量权适用办法（试行）》（文市发〔2012〕50号）、《财政部门行使行政处罚裁量权指导规范》（财法〔2013〕1号）、《海事行政许可裁量基准》（海政法〔2017〕7号）、《税务行政处罚裁量权行使规则》（国家税务总局公告2016年第78号）、《公安机关对部分违反治安管理行为实施处罚的裁量指导意见》（公通字〔2018〕17号）、《住房和城乡建设部工程建设行政处罚裁量基准》（建法规〔2019〕7号）等。

〔21〕 参见周佑勇：《裁量基准的正当性问题研究》，载《中国法学》2007年第6期。

〔22〕 参见郑雅方：《行政裁量基准研究》，吉林大学2010年博士学位论文，第33页。

〔23〕 参见周佑勇：《裁量基准的技术构造》，载《中外法学》2014年第5期。

〔24〕 参见章志远：《行政裁量基准的兴起与现实课题》，载《当代法学》2010年第1期。

二、境外证券监管机构罚款指引的规则与应用

从比较法观察,境外不少国家和地区都制定发布了证券监管罚款的相关指引。但鉴于英国、德国和我国香港特区的罚款指引代表性较强,本文主要以其为研究对象。

(一) 英国

英国《2000年金融服务与市场法》第123节规定了FCA对违法行为的罚款权,但该条未规定罚款数额的上下限,授权监管机构在个案中根据实际情况决定。^[25]为规范罚款行为,FCA依照《2000年金融服务与市场法》第124节的要求,发布了《决定程序与罚款手册》(Decision Procedure and Penalties Manual, DEPP)(以下简称为《FCA罚款手册》),其第6.5节规定了行政罚款数额确定的原则与步骤。从适用范围看,《FCA罚款手册》未限制适用范围,理论上可适用于FCA对《2000年金融服务与市场法》下各类违法行为的处罚。^[26]

《FCA罚款手册》具体规定了确定罚款数额的五步骤方法。第一步,没收行为人从违法行为中获取的利益。第二步,根据违法行为的严重性确定一个基本罚款数额。《FCA罚款手册》将涉案行为从轻到重分为五档:在处罚对象为公司时,五档对应的处罚基本罚款金额分别是公司相关业务收入(relevant revenue)的0%、5%、10%、15%和20%。在处罚对象为公司雇员时,当涉案行为是内幕交易、操纵市场等市场滥用行为时,五档对应的基本罚款金额是该人薪酬收入(relevant income)的0%、10%、20%、30%和40%,或获利的0倍、1倍、2倍、3倍和4倍;当涉案行为是其他违法行为时,五档对应的基本罚款金额分别是该人薪酬收入的0%、10%、20%、30%和40%。在确定行为严重性档次方面,FCA主要考虑涉案行为影响、涉案行为性质以及行为人的主观心态等。第三步,考虑加重或减轻情节对第二步确定的数额进行调整,主要考虑因素包括涉案主体在被调查时的配合程度、涉案主体采取补救措施的情况、涉案主体事先是否被告知其行为的违法性、涉案主体是否转移资产以规避罚款、涉案主体以往受处罚情况等。第四步,根据实际情况调高前三步中确定的金额以体现威慑作用,主要考虑因素包括罚款绝对值是否过低、罚款数额是否足以威慑市场上的同类行为等。第五步,若案件进行了和解,则根据和解情况对第四步中确定的金额进行调减,但调减比例一般不得超过30%。最后,将第一步所确定金额和第五步所确定金额合并计算即为最终应罚款金额。^[27]

本文以FCA处罚的迈克尔·柯西亚(Michael Coscia)案为例剖析罚款确定过程。柯西亚是一名高频交易员,于2011年9月至10月间使用高频交易手段在ICE欧洲期货交易所的原油、油气等合约上发出大量无意执行的幌骗订单,获利279920美元,被FCA认定违反了《2000年金融服务与市场法》第118条,于2013年7月被处罚约90.3万美元。从处罚决定书看,FCA在确定

[25] 参见刘宏光:《英国如何监管幌骗行为?》,载陈洁主编:《商法界论集》第2卷,法律出版社2018年版,第57—72页。

[26] 值得说明的是,英国罚款处罚的适用,除FCA独立罚款程序外,还有FCA向法院提起民事执法诉讼的程序,但《FCA罚款手册》仅适用于FCA确定罚款金额的过程中,对法院在司法程序中确定罚款金额时不具有拘束力。See Tariq Carimjee v. FCA, [2015] UKUT 0079 (TCC), paragraph 95 above.

[27] See DEPP 6.5.3、6.5A.2、6.5B.2、6.5C.2.

罚款金额时，分以下五步：第一步，没收柯西亚的收益，将罚款金额确定为 279920 美元。第二步，考量行为的严重性程度，FCA 认为涉案行为性质较为严重。由于该案属市场滥用行为，适用以获利金额为基准的罚款基本金额确定方法。FCA 决定将行为人获利金额乘以 3 倍，为 839760 美元。第三步，综合考量加重情节和减轻情形，FCA 认为第二步所规定的金额无须调整。第四步，FCA 认为第三步所确定的金额足以实现对类似行为的威慑，未做调整。第五步，考虑到柯西亚与 FCA 达成了行政和解，FCA 对第四步所确定金额给予 30% 的减免，即 $839760 \times 30\%$ ，得出金额 587800 美元（FCA 对最后两位数字做了四舍五入处理），再加上违法所得 279920 美元及违法所得相应利息 35456 美元，得出最终处罚金额 903176 美元。^[28]

总体而言，《FCA 罚款手册》适用于《2000 年金融服务与市场法》下对各类主体、各类行为的罚款，其特点是未规定具体数额，主要以处罚对象的相关营业收入、薪酬收入或获利金额作为基准进行增减以确定最终罚款金额，操作步骤比较明确，处罚决定书中的说理也比较透彻，并区分法人、自然人采用不同的处罚幅度。

（二）德国

在德国证券监管实践中，罚款也是重要的处罚措施。根据德国联邦金融监管局（Federal Financial Supervisory Authority, BaFin）的统计数据，在 2015 年 7 月至 2016 年 12 月间办结的 654 件案件中，约 30% 的案件适用了罚款处罚。^[29] 为规范罚款的适用，BaFin 于 2013 年 11 月发布《证券交易法行政处罚指南》（WpHG Administrative Fine Guidelines）（以下简称《BaFin 罚款指南》）。^[30] 《BaFin 罚款指南》对 BaFin 在特定案件中确定罚款数额的考量因素与适用程序进行了规定，是事实上的行政处罚裁量基准。^[31] 2017 年 2 月，为落实欧盟金融监管立法，BaFin 对《BaFin 罚款指南》进行修订，发布“升级版”《BaFin 罚款指南》，设定了更多样化的罚款设定标准，大幅提高了罚款上限。^[32]

在体例上，《BaFin 罚款指南》分为“一般规定”（Generalities）与“具体规定”（Specifics）两部分。前者规定了适用范围、基本原则与基本步骤；后者对各类违法行为不同档次对应的基础罚款金额进行了详细规定。《BaFin 罚款指南》主要适用于与欧盟《市场滥用条例》[Market Abuse Regulation, MAD, (EU) No 596/2014]第 17（1）条，^[33] 德国《有价证券交易法》第 21（1）节

[28] See The Financial Conduct Authority, The Final Notice for Mr Coscia, Jul 3, 2013, available at <https://www.fca.org.uk/publication/final-notices/coscia.pdf>, last visited on Jun 14, 2020.

[29] 其余约 70% 的案件中，约 68% 因为事实或法律原因中止执法程序。See Anja Rodde, Jana Kornett, Administrative Fines: Data and Facts Regarding Sanctions in Securities Supervision, Dec 4, 2017, available at https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2017/fa_bj_1711_Ahndungspraxis_en.html, last visited on Jun 14, 2020.

[30] See WpHG Administrative Fine Guidelines, available at https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/EN/Leitfaden/WA/dl_f_bussgeldleitlinien_2013_en.html?nn=9866146, last visited on Jun 14, 2020.

[31] See Dr Julia von Buttlar, Assessment of Administrative Fines For Breaches of Requirements Relating to Ad Hoc Publication, Voting Rights and Financial Reporting Enforcement, Dec 16, 2013, available at https://www.bafin.de/EN/Homepage/homepage_node.html, last visited on Jun 14, 2020.

[32] See WpHG Administrative Fine Guidelines II, available at https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/EN/Leitfaden/WA/dl_f_bussgeldleitlinien_2017_en.html, last visited on Jun 14, 2020.

[33] 原为德国《有价证券交易法》第 15（1）节第一句。2016 年 7 月 3 日，欧盟《市场滥用条例》生效，由于条例在欧盟境内相对于成员国法律具有优先效力，其第 17（1）条取代德国《有价证券交易法》第 15（1）节第一句的相关规定。

第一句、第 25 (1) 节第一句、第 25a (1) 节第一句、第 26 (1) 节第一句、第 26a (1) 节第一句、第 37v (1) 节和第 37w (1) 节所规定的临时公告、大额持股信息报告与披露、上市公司年度与半年度财务报告披露相关的违法行为。^{〔34〕}

罚款数额的确定分为两个阶段,第一阶段是根据行为性质确定涉案行为的罚款上限。在确定上限时,法律规定了固定数额、成交额的 5% (仅适用于法人) 和获利金额的 2 倍 (同时适用于自然人和法人) 三种方式,以三者或二者中较高者为准。固定金额根据涉案行为类型及涉案人性质而有所不同。对于违反《市场滥用条例》第 17 (1) 条临时公告的行为,对法人和相关自然人罚款的固定金额上限分别是 250 万欧元和 100 万欧元;对于违反《有价证券交易法》第 37v (1) 节第三、四句和第 37w (1) 节第三、四句的行为,对法人和相关自然人罚款的固定金额上限均为 500 万欧元;针对其他违法行为,对法人和相关自然人罚款的固定金额上限分别为 1000 万欧元和 200 万欧元。

第二阶段是确定个案具体的罚款金额,又细分为三个步骤。第一步,根据涉案行为人规模大小和涉案行为严重程度确定一个基础金额。涉案行为人在规模上根据其市值区分为 A (市值超过 200 亿欧元)、B (市值在 40 亿至 200 亿欧元之间)、C (市值在 5 亿至 40 亿欧元之间)、D (市值在 1 亿至 5 亿欧元之间)、E (市值在 1000 万至 1 亿欧元之间)、F (市值低于 1000 万欧元) 六类。涉案行为在严重程度方面被分为特别严重、非常严重、严重、一般和轻微五个档次。《BaFin 罚款指南》包含了对各类违法行为罚款基础金额的表格,违反《有价证券交易法》第 37v (1) 节第二句和第 37w (1) 节第二句所规定年度和半年财务报告公开义务行为的各档次基础罚款金额如表 1 和表 2 所示。^{〔35〕} 第二步,根据减轻或加重情节对基础金额进行调整,减轻情况主要包括涉案行为系过失行为、行为人主动坦白、行为人配合调查、行为人承诺或采取改进措施、涉案行为与处罚相隔时间较长,加重情节主要包括多次违法、实现特定威慑目的。第三步,考虑处罚对象的经济状况进行调整。在某些特殊情况下,行政罚款可以分期付或在截止日期前一次付清。^{〔36〕} 值得注意的是,《BaFin 罚款指南》允许 BaFin 基于个案特殊情况决定不适用这种方法或设定另外的基础金额。

表 1 违反财务报告披露义务行为的基础罚款金额 (适用于法人)

单位:万欧元

罚款金额		涉案公司规模					
		A	B	C	D	E	F
违法 严重性	特别严重	800	700	600	500	400	300
	非常严重	700	600	500	400	300	200
	严重	500	250	200	150	120	90
	一般	350	200	150	120	90	60
	轻微	200	150	100	90	60	30

数据来源:《BaFin 罚款指南》。

〔34〕 这几类行为也是 BaFin 执法中罚款最多的行为类型。参见前引〔8〕, BaFin 文,第 151 页。

〔35〕 违反财务报告披露义务可能会同时处罚公司及相关责任人员。

〔36〕 参见前引〔19〕,张红书,第 138 页。

表 2

违反财务报告披露义务行为的基础罚款金额（适用于自然人）

单位：万欧元

罚款金额		涉案公司规模					
		A	B	C	D	E	F
违法 严重性	特别严重	120	100	80	70	60	40
	非常严重	100	80	70	60	50	30
	严重	80	40	24	12	8	6
	一般	56	28	16	8	6	4
	轻微	28	14	8	6	4	2

数据来源：《BaFin 罚款指南》。

总体而言，《BaFin 罚款指南》首先设定特定行为的罚款上限，然后根据涉案行为的发生频率、危害后果、行为人主观心态、行为人事后认错态度、采取补救措施情况以及行为人自身的经济情况确定罚款金额。德国证券监管罚款指引制度适用于几类多发的违法行为类型，既考虑了主观原因，也考虑了客观情况，还兼顾了行为人的经济情况，能够较好地实现惩罚与教育的平衡，可操作性也比较强。但由于采用绝对值的方法，易失之僵化，故《BaFin 罚款指南》允许 BaFin 在特定个案中根据具体情况决定不适用指引。

（三）我国香港特区

我国香港特区《证券及期货条例》第 194（2）条、196（2）条赋予香港证监会（SFC）对违反规定的“受规管人士”^{〔37〕}施以罚款的权力，并规定罚款上限为 1000 万港元，或“受规管人士”因失当行为而获取的利润/避免的损失金额的三倍，以两者中金额较大者为准。同法第 199（1）（a）条还要求证监会制订相应的实施办法。为履行《证券及期货条例》设定的义务，香港证监会参考英国金融服务局和美国商品期货交易委员会的做法，于 2002 年 4 月发布《证监会纪律处分罚款指引》（以下简称《SFC 罚款指引》），详细规定了《证券及期货条例》纪律处分个案罚款额相关的考虑因素。2018 年 8 月，为强化对违规行为的处罚，香港证监会对《SFC 罚款指引》进行修订，允许香港证监会在确定罚款额度时，对于行为人属于同一性质的多个失当行为为分别确定罚款金额，及将受失当行为影响的人数作为乘数，事实上提高了罚款上限。^{〔38〕}

根据《SFC 罚款指引》，香港证监会在确定罚款时，首先根据“一般考虑因素”，将涉案行为分为严重性较高的行为和严重性较低的行为。其中，蓄意或罔顾后果的行为、损害证券期货市场廉洁稳健的行为、对他人造成损失或使他人承担支出的行为，以及行为人从中获利的行为被视为严重性较高的行为；而疏忽的行为、只违反规则而无损市场廉洁稳健及未造成他人损失的行为、行为人从中获利很少或无获利的行为，则被认为是严重性较低的行为。在明确行为的严重程度后，香港特区证监会再根据涉案行为的性质、行为的持续时间及频繁程度、累计获利的利润或累计规避的损失金额、过往类似案件的处理、其他监管机构是否可能对此行为施加惩罚以及第三人可能提出民事诉讼情况等“具体考虑因素”确定具体罚款数额。同时，“具体考虑因素”还包括

〔37〕 根据香港特区《证券及期货条例》第 194（7）条和第 196（8）条规定，“受规管人士”是指持牌人、注册机构或持牌机构及注册机构的负责人员、业务管理人员等。

〔38〕 参见《有关〈证监会纪律处分罚款指引〉的通函》，2018 年 8 月 10 日，载 <https://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/circular/doc?refNo=18EC60>，最后访问时间：2020 年 6 月 14 日。

处罚对象的相关情况,比如,罚款不应导致处罚对象陷入经济困境、处罚对象与证监会的合作程度、有无采取补救措施、处罚对象以前是否有类似违法行为等。

总体而言,《SFC 罚款指引》根据“一般考虑因素”和“具体考虑因素”确定罚款数额,并注意处罚对象的经济条件,强调不应因罚款行为使处罚对象陷入经济困境。但与英国、德国立法例不同,《SFC 罚款指引》可操作性不强。^[39]

三、境外证券监管机构罚款指引的立法经验分析

虽然英国《FCA 罚款手册》、德国《BaFin 罚款指南》和我国香港特区《SFC 罚款指引》性质上均为行政处罚裁量指引,考量因素大致相同,目的均在于规范证券监管机构实施罚款时的自由裁量权,实践中也都发挥着规范证券监管机构行政处罚权的作用,但三者 in 适用范围、立法技术上还存在诸多不同。以行政裁量基准理论为视角观察,上述罚款指引呈现出如下特点:

(一) 适用范围:覆盖重要违法行为类型

境外不同国家和地区的证券罚款指引适用范围不同,但都覆盖重要的违法行为类型。英国《FCA 罚款手册》适用于所有主体、所有类型的金融市场违法行为。德国《BaFin 罚款指南》虽然仅适用于临时公告、大额持股申报与披露、上市公司年度与半年度财务报告披露相关的违法行为,但上述行为是德国证券市场的主要违法行为类型。从 2018 年执法情况看,在 BaFin 2018 年处以罚款的 118 件证券市场违法行为案件中,临时公告、大额持股申报与披露、上市公司年度与半年度财务报告披露相关分别占 6 件、79 件和 10 件,三类案件占比超过 80%。^[40] 而我国香港特区《SFC 罚款指引》仅适用于对“受规管人士”的处罚中,而“受规管人士”是证券市场的关键少数,对其的罚款是证券市场执法的关键部分。可见,虽然德国和我国香港特区证券罚款指引分别在适用行为类型和适用主体方面受到限制,但也都覆盖重要的违法行为类型。

(二) 情形细化:涵盖主客观裁量情节

学者研究认为,裁量基准在技术构造上分为情节细化和效果格化两个方面。其中,情节细化是指对案件相关情形和环节作出认定并加以类型化区分的过程,是指向不同效果格次的基准和依据。在内容方面,裁量情节主要包括与违法行为相关的裁量情节、与违法行为人相关的裁量情节。前者主要包括行为动机、主观心态、违法手段、违法频次、违法对象、危害结果等,后者主要包括违法行为人责任能力、违法后的补救情况、行为人的经济状况等。^[41]

从英国、德国和我国香港特区的罚款指引观察,在裁量因素方面都兼顾主客观方面,涵盖与违法行为及违法行为人相关的情节。在操作层面,英国《FCA 罚款手册》在适用中先考察行为影响、行为性质等客观因素,再考察行为人在调查中的配合程度、采取补救措施的情况等主观因

[39] 在制定罚款指引过程中,香港证监会也曾考虑过列出可能会引致纪律处分的行为类别,以及就各类行为事先规定若干罚款额。但由于纪律处分背后的理据可能具有很大差异,可能无法准确地分类或难以达致并无争议的区分,甚至可能引发行为性质划分方面的争议,可能导致无法对涉案行为做出适当的罚款,最终香港证监会主动放弃该立法模式。参见《证监会纪律处分罚款指引草拟本咨询文件》,2018 年 8 月 10 日,载 <https://sc.sfc.hk/gb/www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/consultation/enforcement/doc?refNo=01CP4>,最后访问时间:2020 年 6 月 14 日。

[40] 参见前引 [8],BaFin 文,第 151 页。

[41] 参见前引 [23],周佑勇文。

素。德国《BaFin 罚款指南》同样是先考虑客观情况，再考察主观情况。我国香港特区虽然未规定主客观因素的适用顺序，但其对因素的规定中，客观因素占更大比例。在具体考量因素方面，英国、德国和我国香港特区的罚款指引中的考量因素大致相同，主要包括行为系故意还是过失、行为人目的与动机、行为发生频率、行为人获利或避损的数额、违法行为给他人造成的损失、行为人是否配合调查、行为人是否主动采取补救措施、案件是否达成和解，以及行为人自身的经济条件等因素。

（三）效果格化：不同模式下运用

效果格化是行政裁量基准的关键，是指将法定的裁量幅度分割为若干裁量格次，一般分为较轻、较重、严重三个格次，并预设每一格次的裁量标准。^{〔42〕}在效果格化的方法上，主要有“经验评估法”、“中间线法”和“基准点法”三种。其中，“经验评估法”没有严格的适用程序，其主要特征是裁量基准制定者基于自身经验，根据涉案违法行为对公共利益的影响程度和行为人自身情况等一次性估量出相应的法律后果。^{〔43〕}“基准点法”主张在“暂不考虑各种从严从宽的情节”的前提下，仅根据行为本身的社会危害性程度，在法定刑幅度内确定一个“基准点”，然后再根据各种从重和从轻情节对“基准点”进行调节。^{〔44〕}而“中间线法”则直接以裁量幅度的中间线为基础，从重处罚的皆在中间线以上量刑，从轻处罚的皆在中间线以下量刑，然后再根据各类各种从重或从轻情节进行调整。^{〔45〕}

具体而言，我国香港特区采纳“经验评估法”，未规定各类违法行为的罚款基础值，仅规定了严重性较高和严重性较低情况的判断因素，个案中监管机构根据经验估量出具体罚款额度。德国采用“基准点法”，对每类违法行为根据严重性程度确定了若干罚款基础金额，根据个案情况选定一个罚款基础金额，后续根据其他裁量情况进行调整。英国模式虽未根据涉案行为严重性程度规定具体的基础罚款金额，而是主要根据违法行为主体相关业务收入的比例或获利金额倍数确定罚款的基础金额，但也应归入“基准点法”的范畴。总体而言，英国、德国和我国香港特区的罚款指引在效果格化方面体现了不同的立法思路。英国和德国强调规则性，列出具体的步骤及各步骤应考虑的因素，确定过程高度程式化，便于操作；而我国香港特区罚款指引以原则为导向，未设定具体步骤，只列出考量因素，灵活性有余但可操作性不足。

（四）逸脱条款：保持灵活性的“必要配置”

与缺乏行政裁量基准可能导致裁量权滥用或误用一样，过度僵化地适用裁量基准会导致个案中过与罚的失衡，偏离设定行政裁量基准的“初心”。而逸脱条款的设置给具体执法者留出必要的灵活处理空间，使行政机构在执法时可以根据个案情况而超越裁量基准边界，选择不予适用或者变更适用基准，在个案中更好地实践个案正义。^{〔46〕}逸脱条款并不是对罚款指引的根本背离，而是在特定情形下实质正义对形式正义的纠偏，以更好地实现执法的目的，其本质上是对裁量基

〔42〕 参见陈婴虹：《行政处罚自由裁量基准设定的适当性——以近年浙江省行政处罚自由裁量基准为观察点》，载《行政论坛》2010年第3期。

〔43〕 参见前引〔23〕，周佑勇文。

〔44〕 参见何秉松：《刑法教科书》，中国法制出版社1995年版，第462—463页，转引自前引〔42〕，陈婴虹文。

〔45〕 参见李光灿、森汉宁、马克昌：《中华人民共和国刑法论》，吉林人民出版社1984年版，第544页，转引自前引〔42〕，陈婴虹文。

〔46〕 参见周佑勇、钱卿：《裁量基准在中国的本土实践——浙江金华行政处罚裁量基准调查研究》，载《东南大学学报》（哲学社会科学版）2010年第4期。

准的变通适用。

从境外证券市场罚款指引看,德国《BaFin 罚款指南》明确设置了逸脱条款,规定《BaFin 罚款指南》只是为计算行政罚款提供了一般方法,但在个案特定情况下,不使用这一方法或这一方法设定的基础金额有可能更具有正当性。^[47]英国《FCA 罚款手册》虽未明确设置典型意义上的逸脱条款,但其设置的基本罚款金额中有 0%或 0 倍的档次,事实上可以将罚款金额确定为零,发挥逸脱条款的作用。我国香港特区《SFC 罚款指引》由于在效果格化方面采用经验评估方法,并未针对各类违法行为设置明确的基础罚款金额,仅列明了确定罚款金额时需要考量的因素,不会导致僵化,相应也就未设置逸脱条款。可见,罚款指引在效果格化方面越具体,其适用灵活性就越低,出现个案失衡的可能性就越大,相应地,对逸脱条款的需求也越强烈。

四、新《证券法》背景下我国证券市场行政罚款指引的构建

(一) 制定罚款指引的必要性

自 1992 年 10 月成立以来,中国证监会一直是我国证券市场的监管主体,对证券市场违法行为履行处罚职责。在中国证监会近三十年的执法实践中,罚款一直是重要的执法手段。如前所述,近年来,中国证监会加大了对违法行为的罚款力度,“天价罚单”不断涌现。资本市场在给予高度关注的同时,也存在对罚款数额的疑虑。在新《证券法》背景下,罚款幅度显著提高,监管机构的裁量权显著加大,如何规范罚款裁量权的问题显得更加突出。因此,在我国证券执法中,如何确定恰当的金额,使罚款既能对违法行为人起到足够的制裁效果又不致被滥用,既确保罚款有效又保证罚款公平是一个重要课题。

在行政处罚实施方面,中国证监会于 2007 年发布了《证券市场内幕交易行为认定指引(试行)》《证券市场操纵行为认定指引(试行)》,于 2011 年发布了《信息披露违法行为行政责任认定规则》等规则,对虚假陈述、内幕交易、操纵市场等常见违法行为规定了行政处罚的实施细则。上述规则规定了量罚的主客观考量因素及从轻或减轻、从重、不予处罚的情形,对包括罚款在内的各类行政处罚措施的适用具有很强的指导作用,一定程度上充当了罚款指引。^[48]对照实践需求,前述规则尚存在以下问题:一是覆盖的违法行为类型有限,对于证券公司、证券服务机构违法等实践中突出的违法行为类型缺少规定;二是仅规定了各类从轻或从重情节,未规定不同类型违法行为的具体罚款基准金额和调整程序,类似于香港特区证监会的罚款指引,缺少效果格化,操作性不强。

基于上述情况,我国制定证券市场罚款指引的需求非常突出。中国证监会相关负责人也多次在不同场合强调要制定违法行为处罚的量罚基准。^[49]实践中,中国证监会处罚委在总结实践经

[47] 参见前引 [32]。

[48] 参见《证券市场内幕交易行为认定指引(试行)》第 24—25 条、《证券市场操纵行为认定指引(试行)》第 52—53 条及《信息披露违法行为行政责任认定规则》第 11—14、19—23 条等。

[49] 参见《证监会召开行政处罚工作座谈会》,2019 年 5 月 31 日,载 http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201905/t20190531_356597.html,最后访问时间:2020 年 6 月 14 日;《阎庆民调研指导行政处罚工作:下一步要在八个方面重点发力》,2018 年 6 月 22 日,载 http://guba.eastmoney.com/news/zssh000001_768275879.html,最后访问时间:2020 年 6 月 14 日。

验的基础上，已经形成了针对某些证券违法行为的量罚尺度的考量、从轻处罚的标准等，^[50] 为罚款指引的制订奠定了基础。

（二）罚款指引合理性的技术保障

体例与内容是罚款指引的形式与实质、血肉与灵魂，良好的罚款指引不但应在体例上得当，还应在内容上合理。在适用范围方面，全面涵盖各类违规行为的指引更具有指引意义，德国《Bafin 罚款指南》仅覆盖有限的行为类型，我国香港特区《SFC 罚款指引》仅覆盖持牌或注册主体，两者都无法充分回应实践需求。在立法体例上，我国既可以就证券行政处罚发布专门的指引文件，也可以发布适用于包括罚款在内所有类型处罚措施的综合性行政处罚指引。

在内容方面，制定罚款指引的核心要义是科学合理地进行情节细化和效果格化。在情节细化方面，应以“相关考虑”^[51] 和“不相关考虑”^[52] 理论为指引，一方面尽可能将所有应考虑的情节纳入其中，另一方面排除不相关情节的干扰。在考虑具体情节时，应立足于证券市场违法行为的特点，兼顾主客观方面的情节，将法定情节和酌定情节都纳入其中，并尽量使用可量化的语言以增强情节的明确性。在适用顺序方面：法定情节必须适用，且应优先于酌定情节适用；酌定情节应在法定情节之后适用，且执法人员在适用酌定情节时应保有自由空间。效果格化是裁量基准的有机组成部分，缺少效果格化的裁量基准甚至不能称为完整的裁量基准。在新《证券法》背景下，借鉴德国的做法采用“基准点法”更能适应我国证券市场实践的需要。原因在于，新《证券法》第 13 章对各类违法行为的罚款，无论是适用百分比或倍数的计算方法，还是采用固定数值区间的模式，所规定的罚款数额普遍较大、幅度普遍较宽。以新《证券法》第 181 条对欺诈发行的规制为例，其中涉及的罚款幅度包括“200 万元以上 2000 万元以下”“所募资金金额 10% 以上 1 倍以下”及“100 万以上 1000 万元以下”。^[53] 如果仅采用“中间线法”，无法细分出更多的效果格次，裁量空间仍然显著偏大；而采用“基准点法”则可以设置更多的效果格次，对应更多档次的罚款基准金额，能更有效地规范罚款权的行使。

（三）重视逸脱条款的设置与运用

在我国证券市场罚款指引构建中，还应重视逸脱条款的设置与运用，在保障裁量基准合理性、可操作性的同时，兼顾裁量权行使的灵活性。实践中应以适用裁量基准为原则，以适用逸脱条款为例外。^[54] 逸脱条款的适用以情势必要为前提，必要性的判断可以以“如严格适用罚款指引将导致严重不良后果，造成国家、社会公众利益的重大损失或与社会公众感情产生重大背离”为标准。有学者认为，行政机关适用逸脱条款时只能“向下逸脱”，而不能“向上逸脱”，即逸脱条款的设置应按照有利于行政相对人的方向设计以保护行政相对人的信赖利益，^[55] 笔者亦赞同这一观点。

[50] 参见前引 [19]，张红书，第 155 页。

[51] 关于“相关考虑”理论，参见张淑芳：《行政行为中相关考虑的价值及基本范畴》，载《政法论坛》2015 年第 2 期。

[52] 关于“不相关考虑”理论，参见关保英：《行政行为中的不相关考虑》，载《社会科学辑刊》2014 年第 6 期。

[53] 新《证券法》第 181 条规定：“发行人在其公告的证券发行文件中隐瞒重要事实或者编造重大虚假内容，尚未发行证券的，处以二百万元以上二千万元以下的罚款；已经发行证券的，处以非法所募资金金额百分之十以上一倍以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处以一百万元以上一千万元以下的罚款。”

[54] 参见郑琦：《行政裁量基准适用技术的规范研究——以方林富炒货店“最”字广告用语行政上处罚案为例》，载《政治与法律》2019 年第 3 期。

[55] 参见熊樟林：《论裁量基准中的逸脱条款》，载《法商研究》2019 年第 3 期。

基于逸脱条款的“非常态”属性，执法机构在适用逸脱条款时应更加审慎，确保其不被滥用。具体而言，逸脱条款的适用应遵循以下原则：第一，正当程序原则，即在逸脱条款的适用中遵守程序方面的限制，如行政机关负责人集体讨论决定制度，召开专家咨询会。第二，说理公开原则，即在适用逸脱条款的个案中，加强说理及信息公开，接受社会监督。^{〔56〕}第三，加强行政案件指导制度的运用，行政案例指导制度通过典型个案对行政裁量权的行使起到指引作用，能够为“行政执法人员逸脱裁量基准提供制度保证”^{〔57〕}，从而提高逸脱条款适用的准确性。

Abstract: Financial penalty is an important means of law enforcement by domestic and overseas securities regulatory agencies. However, how to determine the amount of penalty and prevent the abuse and misuse of penalty rights are intractable problems faced by securities regulatory agencies. The new Securities Law increases the range of financial penalties for securities violations, and regulatory agencies are authorized greater discretion when implementing penalties. This transform is conducive to strengthening punishment on illegal acts, whereas advances the possibility of misuse and abuse of penalty rights. Observed from overseas practice, many countries and regions have issued guidelines of administrative financial penalties, which stipulate detail factors that should be considered when determining the amount of financial penalties, and even specify benchmarks of certain types of illegal acts, in order to guide supervisors to make decisions more fairly and efficiently. From the Perspective of the theoretical analysis on administrative discretion benchmarks, the Securities Penalty Guidelines in the United Kingdom, Germany and Hong Kong of China have showed some characteristics such as covering important types of illegal acts in terms of application scope, covering objective and subjective discretion circumstances, employing different models in terms of legal effect stratification and setting escape clauses to maintain the flexibility of penalty. In the context of the new Securities Law, penalty guidelines of securities market are supposed to be formulated. And the guidelines should give emphasis to escape clauses which stress both equal treatment and individual considerations, in addition to ensuring the reasonableness of circumstances refinement and legal effect stratification.

Key Words: guidelines of financial penalties, discretion benchmarks, financial penalties, administrative sanction

(责任编辑: 刘 权 赵建蕊)

〔56〕 参见前引〔55〕，熊樟林文。

〔57〕 张雪薇、冷勇：《行政裁量基准的逸脱技术——以湖南省实证文本为考察对象》，载《辽宁行政学院学报》2013年第4期，第50页。