

证券监管执法中投资者损害赔偿的实现

白硕¹ 张辉²

(1.北京物资学院法学院, 北京 101149; 2.中国社会科学院法学研究所, 北京 100720)

摘要: 我国通过先行赔付、行政和解(包括行政执法当事人承诺)制度, 确立了监管权推动和主导下的投资者损害赔偿的基本框架, 实现了监管执法方式的创新。研究发现, 监管权介入方式和程度的差异使得这些具有自愿性和主动性的赔偿路径展现出不同的效果和可行性。建议引入行政指导制度来推动先行赔付的展开, 调整行政裁量权的行使来强化行政和解的威慑功能, 并通过完善诉调机制、扩展监管资源与司法资源的协同与联动, 使先行赔付、行政和解赔偿与司法救济之间有效衔接起来。

关键词: 先行赔付; 行政和解; 行政执法当事人承诺; 行政指导; 行政裁量

Abstract: With advance compensation and administrative reconciliation (including the administrative enforcement commitments of parties) system, China has established the basic framework of investors' compensation based on the promotion and domination of regulatory powers, and realizes the innovation of regulatory enforcement methods. This research finds that the differences in method and degree of regulatory intervention make these compensation methods with voluntariness and initiative show different effectiveness and enforceability. In order to promote the coordination between advance compensation, administrative reconciliation, and judicial relief, we should introduce administrative guidance to promote the implementation of advance compensation, adjust the administrative discretion to strengthen the deterrence function of administrative reconciliation, perfect the litigation and mediation mechanism, and extend the collaboration between regulatory and judiciary resources.

Key words: advance compensation, administrative reconciliation, administrative enforcement commitments of parties, administrative guidance, administrative discretion

作者简介: 白硕, 法学博士, 北京物资学院法学院讲师, 研究方向: 民法、金融法。张辉, 女, 法学博士, 中国社会科学院法学研究所副研究员, 研究方向: 公司法、证券法。

中图分类号: F830.91 **文献标识码:** A

证券市场违法行为的复杂性远远超过一般的民商事违法行为, 试图通过民事诉讼来解决投资者赔偿问题会面临因果关系、举证责任等方面的困难。而这些行为一般都经过证券监管机构不同程度的处理, 如已经启动调查程序, 采取冻结、查封等行政强制措施, 或已经出具行政处罚事先告知书, 甚至作出行政处罚等。对于这些很可能或已经被确认违法的行为, 行为人可以通过和解、赔偿等方式换取提前结束调查或代替、减轻行政处罚的结果, 这就是2002年美国《萨班斯-奥克斯利法》

创设的证券执法和解制度。虽然该制度引起了学界的广泛讨论甚至质疑, 但在监管执法过程中直接实现投资者损害赔偿的模式, 无论在执法效果还是投资者保护方面, 都是值得肯定的, 也一定程度上被其他国家或地区借鉴。近年来, 我国也开始探索建立多元化的投资者赔偿机制, 尝试在监管执法过程中同时实现投资者损害的直接救济, 如借助监管执法推动投资者损害赔偿, 或将监管权的运用与契约机制有效结合起来, 等等。监管权的介入打破了单纯通过民事诉讼来实现救济

的观念和模式，并形成了投资者损害赔偿的不同路径。同时，监管权介入方式和程度的差异使得这些具有自愿性和主动性的赔偿路径展现出不同的效果和可履行性。因此，考察监管权介入投资者损害赔偿的方式、程度、效果等，有利于将诸多投资者赔偿制度串联起来，进行统一规划和有效整合。

一、监管权推动下的先行赔付

先行赔付制度在我国是先实践后立法，且不同层级的法律规范在制度定位与实施模式上存在差异，突出表现在监管权介入方式和程度方面。

(一)先行赔付的个案尝试

2013年5月10日，平安证券宣布设立“万福生科虚假陈述事件投资者利益补偿专项基金”，用以补偿因万福生科造假案而蒙受损失的投资者。在中国证券市场投资者长期以来一直以民事诉讼为主要路径来寻求赔偿救济且胜诉率、获赔率并不理想的背景下，其所确立的由券商自愿先行赔付的模式无疑是有开创意义的。此后，2014年7月18日，海联讯主要股东章锋、孔飙、邢文飏、杨德广四人出资2亿元，设立了“海联讯虚假陈述事件投资者利益补偿专项基金”，赔偿因海联讯虚假陈述受损的投资者。2016年7月9日，兴业证券宣布设立“欣泰电气欺诈发行先行赔付专项基金”，用以补偿欣泰电气欺诈发行案的受损投资者。

通过考察这些先行赔付的个案尝试，我们已经可以勾画出一个基本框架：发行人的主要股东或保荐人以自有资金设置专项补偿基金，并委托投保基金公司担任基金管理人，通过自愿和解的方式，主动先行赔付适格投资者，但投资者需承诺放弃对虚假陈述行为人再行请求赔偿的权利；先行赔付人通过预先设计的“先偿后追”模式，保留对其他虚假陈述行为人追偿的权利。这一框架也成为2019年《证券法》第93条的主要内容。

(二)先行赔付的实施模式

在证券监管以及交易所自律管理层面，先行赔付以承诺的方式被引入公开发行制度中，并与证券公开发行的条件捆绑在一起，体现出强制适用的特性。2015年《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第1号——招股说明书》规定，“保荐人承诺因其

为发行人首次公开发行股票制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给投资者造成损失的，将先行赔偿投资者损失。”2018年《深圳证券交易所首次公开发行股票发行与上市指南》更将先行赔付的主体范围扩大至保荐机构、会计师事务所等证券服务机构。部分学者指出，其使自行承诺变成了强制要求，变相减轻了上市公司的责任，增加了保荐机构的成本，对投资者有家长式保护之嫌。¹笔者分析发现，保荐服务对于证券公开发行的的重要性决定了保荐人应当承担比证券服务机构更重的责任。此外，通过追偿权的落实，保荐人应当承担的责任并没有实质增加，且通过先行赔付与司法诉讼的对接、行政处罚的调整等，亦可减轻保荐人的负担，并使其尽快恢复业务。因此，可将保荐人承担先行赔付责任通过承诺的形式确定下来，但要匹配相应的规则，体现适当的激励作用。

与保荐人承诺不同的是，《证券法》第93条以任意性规范的形式将先行赔付制度确定下来，符合该制度“系当事人通过非正式诉讼的自决模式化解纠纷”的定位。²《证券法》在表述上并未出现监管机构的字样，但先行赔付制度的适用需要监管权的适当推动。推动并非全面主导，而是“一种促进行政的行为，尽管这种‘促进’是以严厉处罚为后盾的。促进行政的着眼点在于促使当事人自己(而非监管机构)主动并直接处理相关事宜，亦即问题的解决依靠的是当事人，监管机构在这里仅是‘促使’”。³因此，证监会并未直接介入先行赔付人与受损投资者的双方法律关系中，仅以第三者(监管者)的身份，督促、引导先行赔付人设立补偿基金，通过诉讼外民事和解的形式赔偿投资者。此时，监管权的作用更多地被限定在程序启动层面，不涉及补偿数额确定、合格投资者认定等实质性问题。

(三)行政指导与监管权介入的法理证成

目前，关于先行赔付的实践和研究主要突出其作为自愿、主动的投资者赔偿制度的价值，而相对忽略了监管权的作用。随着现代行政管理理念和方式的转变，“行政权的功能已经从统治演进到管理，由管理进化到引导、扶助、服务，行政权的内涵已经不仅仅局限于强制性的权力。”⁴表现在行政权的行使方式上，行政指

导开始广泛应用于行政机关实施公共管理和服务的过程。行政指导是行政主体在行政权力的背景下，通过指导、协商、鼓励等柔和方式做出的由行政相对人自愿接受而不对其产生强制拘束力的行为。⁵先行赔付被定位为民事和解，监管机构并不直接介入和解的法律关系，但仍可通过建议、引导、鼓励等方式推动先行赔付的启动和运行。2013年国务院办公厅《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》中关于监管机构“督促违规或者涉案当事人主动赔偿投资者”的意见，为行政指导与先行赔付的连接提供了更直接的依据。

行政指导的基本依据是行政组织法关于行政机关职权、职责的规定。行政机关在其职权和职责范围内，可以灵活实施各种行政指导行为。⁶在消费者权益保护领域，市场监管部门已经通过“综合运用建议、约谈、示范等方式实施行政指导，督促和指导经营者履行法定义务”。⁷作为证券市场的监管机关，证监会的职责包括监管证券期货市场、维护证券期货市场秩序、保障证券期货市场合法运行，指导证券违法主体主动先行赔付亦包括在内。因此，建议在《证券法》第93条或证监会制定的规范性文件中补充规定，证券市场监管机构综合运用建议、约谈、沟通等方式实施行政指导，引导、激励证券违法主体先行赔付。

在《证券法》已经明确规定先行赔付制度之后，如何更好地发挥其作为一种投资者赔偿模式的作用，可能是更为迫切的任务。然而，关于受损投资者的认定、损失的计算方法、诉前赔付时效的设置、自愿弃权条款的安排等，受损投资者作为和解协议的一方，无论是介入范围还是谈判能力都极其有限。或接受或放弃，这是受损投资者面临的现实选择。将行政指导与先行赔付结合起来，监管机构可就上述关切投资者利益的事项，通过具体的示范、引导、建议、劝告、鼓励、提倡等个别指导的形式⁸，补强投资者在信息、谈判等方面的弱势，实现更充分的赔偿。

(四)监管权推动下先行赔付的激励机制

行政指导的运作模式是建议、引导与自愿接受，在此过程中，“许多环节已交由行政相对方根据其自身价值最大化的原则去自愿实施，故在大多数情况下能得到相

对方的积极回应”。⁹激励机制是影响价值判断的关键因素。自万福生科案开启先行赔付后，目前仅在三个案件中得以适用，尚未形成常态化。¹⁰2013年“光大8·16事件”被证监会定性为内幕交易后，光大集团甚至拒绝设立投资者补偿基金，恐怕也与先行赔付制度的激励不足有关。为提升先行赔付的适用率和适用效果，需要在行政指导介入的同时匹配适当的激励机制。

先行赔付是“监管执法倒逼机制发挥作用的结果，是违法主体为减轻其行政或刑事法律责任而做出的理性选择”。¹¹如在欣泰电气案中，当时兴业证券投行业务处于停滞状态，近60个投行项目停摆，其决定使用自有资金先行赔付，也是考虑到了行政处罚对其业务的影响，希望减轻行政处罚。从先行赔付的实践看，证监会对保荐人的处罚多是罚款，且均未达到当时《证券法》规定的业务收入5倍的顶格罚款，也未暂停受理业务或仅是短期的暂停受理。在海联讯案中，证监会在行政处罚决定书中即提到，对平安证券等配合调查和推动海联讯主要股东赔偿投资者等情节，在作出处理前已予充分考虑。¹²与实践需求和做法不同的是，《证券法》第93条并未在先行赔付与行政处罚之间建立起关联关系，先行赔付对应的行政处罚结果具有较大的不确定性，也影响了先行赔付人的积极性。

有鉴于此，应在先行赔付与行政处罚结果之间建立起直接、明确的对应关系，即行政处罚的从轻或减轻，尤其是暂停或限制业务、证券市场禁入等措施的调整。在法律依据方面，《行政处罚法》第27条明确规定，当事人主动消除或者减轻违法行为危害后果的，应当依法从轻或者减轻行政处罚。“运用行政指导的目的之一，就是要弱化和缩减行政权力，以非强制、自愿、参与的手段来替代强制性的行政命令、行政处罚等刚性手段。”¹³因此，行政指导下的先行赔付更应明确配置行政处罚措施调整的结果。至于如何在先行赔付与行政处罚从轻、减轻之间确定合理标准，可以综合考量先行赔付启动的阶段、赔付数额的充分性、与投资者沟通以及与投保基金公司配合的情况、赔付的实际履行情况等，在罚款数额、撤销业务许可的适用、暂停业务许可的期限等方面进行相应调整。

二、监管权主导下的行政和解

行政和解是监管权深度介入投资者损害赔偿的典型体现，其由美国《萨班斯-奥克斯利法》第308条(a)所创设，并不同程度地被包括德国、中国等在内的国家借鉴。借助监管机构调查、处罚证券市场违法行为的权力以及在信息、谈判等方面的优势，在执法过程中直接实现投资者损害赔偿，即私人损失的公共补偿。

(一)行政和解的立法与实践

2015年2月，中国证监会先后制定了《行政和解试点实施办法》和《行政和解金管理暂行办法》，在证券期货领域试点行政和解制度，并确立了以行政和解金补偿受损投资者的法律制度。自2015年开展试点以来，证监会在两起案件中采取了这种解决方式：一是，2019年4月证监会与高盛亚洲、高华证券等9名主体达成行政和解协议，后者缴纳行政和解金共计人民币1.5亿元；二是，2020年1月证监会与司度(上海)贸易有限公司等五家机构及其有关工作人员达成行政和解协议，五家申请人交纳和解金共计人民币6.8亿元。然而，这两起案件并非典型的证券市场违法行为，且不涉及投资者损害赔偿问题。此外，诸如投资者提起行政和解金补偿的时间、赔偿的范围、申请补偿金的投资者范围、投资者按比例受偿等问题，仍缺少明确规定。¹⁴

在探索同步推进监管执法与投资者赔偿方面，2019年《证券法》在概念和表述上并没有采用行政和解制度，而是借鉴了我国反垄断与反倾销领域关于经营者承诺的制度¹⁵，通过当事人(涉嫌违法行为人)承诺与监管机构认可的方式，实现“纠正涉嫌违法行为”与“消除损害或者不良影响”的执法目标，以及“赔偿有关投资者损失”的监管效果。2021年11月，国务院发布《证券期货行政执法当事人承诺制度实施办法》(以下简称《承诺办法》)，将《证券法》的描述性规定以制度化的形式确定下来。在制度承接方面，当事人承诺制度虽然在概念和形式上取代了行政和解制度，但仍延续着由监管权主导、涉嫌违法行为人主动赔偿的基本思路，且二者本质上都是“市场主体自行消除违法行为后果与影响”以及“自行纠错”的机制。¹⁶《证券法》第171条也被立法机关、证券监管机构及学界普遍解读

为中国证券行政和解制度的新发展。¹⁷因此，本文除在具体规则讨论部分区别引用之外，以行政和解统称二者。

(二)行政裁量权与监管权介入的法理证成

传统行政法奉行“公权力不能随意处分”的原则，但在法律赋予行政机关自由裁量权时，其仍有选择行为方式的自由。¹⁸现代行政具有自由裁量的特性，而且随着行政领域的拓宽以及行政活动的流程化，行政机关自由裁量权的广度和深度得以扩展：一方面，在给付行政和秩序行政等领域中，以公私合作为主要形式的新型行政行为不断发展；另一方面，在执法信息收集、积累、利用和提供，以及行政管理、行政强制执行等过程中，为了保障行政机关能够更加有效地完成预定任务，法律赋予其更大的行政自主决定空间，承认其在具体的行政组织形态和行政活动方式上的选择裁量。¹⁹

基于行为方式上的自由选择，行政机关得依据行政目的，从公法行为、私法行为、单方行为或双方行为等不同方式中选择运用。²⁰行政和解在证券执法过程中的运用，就是“行政机关根据法律的规定，运用行政裁量权，从法定的行为方式中选择一种方式(和解)，而后通过与相对人协商合意的方式行使行政裁量权的制度”。²¹行政和解协议是一种行政契约，从法律关系看，证监会褪去了先行赔付中第三方的身份，直接作为行政和解协议的一方，与涉嫌违法行为人协商，并最终决定是否接受和解以及和解中改正涉嫌违法行为、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内容。因此，虽然和解的启动权不在监管机构，但监管机构对和解的整个进程及实质内容拥有决定权，起到主导作用。

行政裁量权的限制与其存在是相伴相随的，表现在行政契约的订立及其内容方面，通常要求有利于行政目的或行政执法目标的实现。在德国，为了不使和解契约成为行政机关规避其调查义务的工具，《行政契约法》第55条规定，凡隶属关系之和解契约，其缔结需能有效达成行政目的。在美国，美国证监会(SEC)要根据和解是否有意义且适当(是否与违法行为的性质和严重性相适应)、和解的立场(基于执法目

标，而非商业决策方面的妥协)以及公共利益等因素，决定是否同意和解请求。但我国关于当事人承诺的法律规范并没有就监管机构缔结行政契约的条件、标准或考量因素等进行规定，而是非常简略地提到“与当事人沟通协商，认可当事人作出的承诺”。因此，除了应符合比例原则或合理原则等裁量权行使的基本要求之外，还应在行政和解中补充更具体的限制，如确实能够实现执法目的。

(三)行政和解中监管权主导作用的扩展

行政和解将监管权的作用由先行赔付中的“推动”拓展至“主导”，在法律文本意义上实现了监管权直接对接投资者损害赔偿的效果。但监管权的作用侧重于和解金赔偿，相对忽略了行政执法的威慑和惩戒功能，主要表现在违法行为承认的立法选择与行政和解金的确定方面。

1.违法行为承认的立法选择

是否在行政和解中要求和解方承认违法行为，这本身受到监管政策的影响。在美国，这一问题经历了既不承认也不否认，到有限地放开强制承认违法行为的发展过程。早期实践中，和解的目的被确定为制止不法行为，故和解方在多数案件的和解程序中既不承认也不否认违法行为。²²但该政策引发了一些质疑，尤其在美国比较独特的司法审查制度下，有法官认为，既不承认也不否认违法行为的“和解协议不满足公平、合理、充分和符合公共利益的要求”，因而拒绝颁发和解同意令。²³当然，来自部分法院的压力并未对执法实践造成实质影响，导致SEC发生改变的真正动因是监管执法的政策考量，即在和解方行为极端恶劣或阻碍SEC调查，或要求其承认不当行为将极大增强执法威慑力等案件中，通过违法行为承认来“增强和解的威慑力以及公众对民事案件执法信心”。²⁴SEC能够做到这一点，与美国国会的执法授权及其在监管执法中的“强势”有关。

我国目前对此没有明确规定。尽管有观点指出，“当事人因和解而缴纳的和解金及上交违法所得的行为本身就是对自身过错的承认与悔过”²⁵，但从《承诺办法》第13条的规定看，承诺认可协议应当载明“涉嫌违法行为的主要事实”以及“纠正涉嫌违法行

为”的具体措施，说明被调查案件的违法性或合法性直至调查终止仍处于不明确的状态，事实上也是一种既不承认也不否认的立法态度。违法行为承认的制度设计取决于多种因素，如和解前提、执法状况、法律文化、违法行为的严重程度、和解中涉及之处罚的严重程度等，只要与特定的证券执法和解环境相适应即可，不必追求统一的标准，但仍可由立法或监管机关提供参考性指标。²⁶我国现阶段不宜强制推行违法行为承认，否则易造成当事人的抵触，导致制度适用困难；但也不宜将既不承认也不否认违法行为作为当事人承诺制度的“标配”，至少应预留要求当事人承认违法行为的空间，并由监管机构根据涉案金额、投资者影响、违法行为情节、违法次数以及案件调查情况等，在个案中进行权衡判断。

2.和解金数额的动态调整

行政和解是“公权力机构代替投资者获取损害填补”²⁷，因此，和解方承诺缴纳的用于赔偿投资者的资金数额极为关键。一方面，其决定着投资者能够获得多少赔偿，某种程度上也是后续民事诉讼是否启动的影响因素；另一方面，尽管立法并没有明文规定，但从行政和解的既有实践还是当事人申请和解的动因看，和解赔偿后都是免于行政处罚的。行政和解成为行政处理的“替代”措施²⁸，和解金也承载着惩戒和威慑功能，应由监管机构确定。

以当事人承诺制度确定的基本框架为例，承诺金赔偿有三个具体标准，分别是当事人获益或免损标准、罚没款标准以及投资者损失标准。一般情况下，罚款、没收违法所得的数额相对确定，而当事人获益或免损标准以及投资者损失标准则更为复杂，证监会很难在短时间内确定一个相对准确且能够较大程度上满足投资者救济需求的数额。²⁹并且，承诺金的数额通常情况下要高于行政罚没款数额。³⁰但比较而言，这个标准仍然是过低的。在美国，用于赔偿投资者的公平基金来源由罚没款和民事罚款构成，后者可独立于前者。一般情况下，罚没款数额取决于违法者因违法行为而获利的数额。近年来，SEC不断从美国国会获得了更大的处罚权力，其处罚款金额最高可达非法所得的3倍或是投资者损失总额。³¹如果再加上民事罚款的数额，公平基

金的规模是相当可观的，这也是证券执法和解在美国能够得到广泛适用的主要原因。从替代行政处罚的角度，可以考虑以罚没款的一定倍数作为确定承诺金数额的底限标准，如此也可为其他裁量因素的适用创造空间。

除了上述确定的标准之外，签署承诺认可协议时案件所处的执法阶段也会被作为考量因素。至于“需要考虑的其他因素”，应当作为兜底条款，可以包括：(1)被调查行为的违法程度；(2)被调查者的主观恶性；(3)是否给他人造成实质损失或风险；(4)偶犯还是累犯；以及(5)被调查者目前和预期的财务状况等。³²这些考量因素涵盖了行为的违法性、损害后果、主观状态等，大体上遵循证券市场侵权行为的判定路径，适当参考行政处罚的酌量情节以及被调查者的履行能力，兼顾了行为的可罚性与可履行性。尤其应当引入可履行性的判断要素，如被调查者目前和预期的财务状况，以保证投资者赔偿的及时兑现与案件调查程序的快速终结。

三、监管权介入下不同路径的协同发展

证券市场投资者赔偿的制度框架应当是融合多种救济路径、满足不同救济需求的多样化、开放式的体系。在实现证券监管执法方式由单一性、强制性向多样性、互动性、协商性转换的同时，开辟行政监管直接为投资者提供有效救济的渠道³³，既需要完善不同路径的规则，也需要协调不同路径之间的适用。

(一)先行赔付与行政和解的互补适用

先行赔付与行政和解都是在监管执法过程中当事人自主解决民事赔偿问题的路径，但二者并非替代关系，而是互补关系。先行赔付中监管机构的推动作用虽然以监管权为依托，但通过行政指导的方式并未触及投资者赔偿的实质层面——协议。因此，尽管在及时赔偿投资者损失的意义上，先行赔付某种程度上起到了行政和解的效果，但“行政机关并不直接充当协议的主体，令先行赔付难以成为真正的行政和解”。³⁴此外，先行赔付的适用范围限定在发行人“欺诈发行、虚假陈述或者其他重大违法行为”，难以针对实践中形态各异的证券欺诈行为进行损害填补。³⁵行政和解

被监管机构限定适用在调查难、处罚难的案件，但其适用的违法行为类型仍较为广泛。有学者提出，不应以情况难查为限定条件，有必要在更大范围内适用这种契约式的执法方式。³⁶实际上，如果在行政和解中适当添加违法行为承认的要求，其适用空间可以适当扩大。

先行赔付与行政和解在适用上不存在先后关系。有观点认为，当事人承担先行赔付责任，事实上满足了和解条件中“已经或承诺赔偿投资者损失”的要求。对投资者在先行赔付中未充分受偿的损失，应当允许投资者再行请求和解补偿。³⁷结合《证券法》关于先行赔付的界定以及《承诺办法》关于当事人承诺的规定，前者以证券违法行为已经认定为前提，后者的适用条件是涉嫌违法行为处于调查期间，二者并不存在并行适用的关系。而且，根据《证券期货行政执法当事人承诺制度实施规定》第16条的规定，当事人完全履行协议且证监会向当事人出具终止调查决定书后，对当事人涉嫌实施的同一违法行为不再重新调查审理。因此，对于当事人承诺所针对的涉嫌违法行为，也不存在承诺金赔偿后再适用先行赔付的问题，这两种监管权介入下的投资者赔偿路径之间还是存在比较清晰的边界和适用关系的。

(二)先行赔付与司法诉讼的对接

关于投资者损害的赔偿，先行赔付人应当与受到损失的投资者签订和解协议。从实践看，该协议通常会约定，投资者放弃起诉和追偿的权利。一般而言，和解协议并未消灭投资者的诉权，投资者在接受先行赔付之后仍可向法院起诉。在这种情况下，不仅先行赔付人避免诉讼成本、维持良好商业信誉等目的无法实现，而且可能导致其恢复上市等申请被搁置，影响其经营规划和发展。因此，需要在强化先行赔付的效力与投资者充分赔偿之间作出权衡。

将先行赔付与司法诉讼对接起来，是解决问题之道。2016年《最高人民法院、中国证券监督管理委员会关于在全国部分地区开展证券期货纠纷多元化解机制试点工作的通知》所规定的诉调机制，为这种联动机制的建设提供了方案。根据该通知第10条和第11条的规定，证券期货监管机构、投保基金公司等试点调

解组织的非诉讼调解、先行赔付等，均可与司法诉讼对接。即经试点调解组织主持调解达成的调解协议，具有民事合同性质，当事人可以申请有管辖权的法院确认其效力，或申请法院强制执行。在先行赔付实践中，投保基金公司作为受托管理人，其职责“不只是管管钱、划划账那么简单的工作，而是全程介入、层层把关、深度参与专项补偿基金的整个运作”。³⁸因此，可考虑在《证券法》第93条中增加投保基金公司主持调解的程序，将先行赔付作为一种“新型调解方式”确定下来并纳入诉调机制，使经司法确认的先行赔付获得强制执行的效力。如果投资者接受先行赔付后再起诉，除非有充分证据证明先行赔付协议无效，否则将被驳回起诉。

(三)行政和解与民事诉讼的衔接

根据《承诺办法》第18条的规定，投资者既可以向承诺金管理机构申请赔偿，也可以对当事人提起民事赔偿诉讼。在投资者选择一种救济方式而未能获得完全赔偿的情况下，如何就未能获赔的部分寻求其他救济方式，尚需明确并完善除赔偿数额扣减之外的具体规则，以实现程序与实体的协调。

2022年《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》(以下简称《虚假陈述规定》)取消了证券市场虚假陈述民事赔偿案件中的行政处罚前置程序³⁹，投资者在证监会调查涉嫌虚假陈述行为或者行政和解过程中，均可以提起诉讼。程序上的障碍虽然取消，但民事诉讼与行政和解在违法行为认定、赔偿标准、适格投资者范围、投资者损失的认定与计算等方面如何衔接，仍存在诸多遗留问题。这个问题在美国同样存在。以2006年开始的针对戴尔虚假陈述的诉讼为例，投资者和SEC先后提起了集团诉讼与民事诉讼，戴尔根据两份和解协议，分别设立了和解金与公平基金。但公平基金分配计划与证券集团诉讼关于虚假陈述实施日的认定并不相同，导致二者对适格投资者的认定标准不统一，引起了学者、媒体等的质疑。⁴⁰

在苏嘉鸿与中国证券监督管理委员会金融行政处罚、行政复议纠纷上诉案中，二审法院撤销了针对苏嘉鸿没收违法所得、罚款的处罚决定。⁴¹法院与监管机

构关于证券违法行为的认定存在不同标准。以虚假陈述行为中重大性的认定为例，有法官提出，证券虚假陈述民事责任应在借鉴行政处罚标准的基础上，构建独立标准。⁴²也有学者提出，在缺乏行政处罚决定或司法机关裁决的前提下，要采用“价格敏感标准”同时兼顾“投资决策敏感标准”，具体情形具体把握重大性的认定。⁴³

《虚假陈述规定》从保护投资者诉权的角度，切断了行政处罚与民事诉讼启动之间的关联，这虽然符合监管权与司法权独立性的要求，但监管资源与司法资源的协同与联动，还是必要的。⁴⁴尽管《承诺办法》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”，从形式上排除了民事诉讼等其他目的，但该规定的效力是否仅限于行政和解双方，作为利害关系人的投资者能否根据行政和解中的信息举证证明违法行为的存在，需要进一步解释。美国的经验表明，“SEC执法行为中的和解很可能推动私人诉讼和解……在伴随SEC执法行为的情况下，私人诉讼达成和解的时间将缩短。”⁴⁵因此，在保证行政和解有效运行的前提下，还应考虑如何充分利用监管资源助力民事诉讼的展开。

四、结语

在我国，监管机构“查处难”与投资者“求偿难”，一直是证券市场面临的难题。如何在探索证券监管执法方式创新的同时一并解决投资者赔偿问题，是近年来完善投资者赔偿制度的基本思路。在践行这一思路的不同路径中，监管权的介入是共通的。先行赔付是监管机构推动下的主动赔偿，行政和解(包括当事人承诺)则完全在监管机构主导下进行，是监管权深度介入投资者赔偿的表现。两种制度的实效还有待检验并基于实践情况加以完善。此外，应当尝试从监管权一端来检视现有制度的问题，探索扩展监管权介入的范围和强度，在此基础上才能使监管执法中的投资者赔偿救济与司法救济找到更坚实的连接基础，从而实现金融监管与金融司法的协同。 ■

[基金项目：2019年度北京市教委高水平人才交叉培养“实培计划”项目“金融创新与金融法的完善”(项目编号：333)]

注释

1. 参见肖宇, 黄辉. 证券市场先行赔付: 法理辨析与制度构建[J]. 法学, 2019, (8): 168-169.
2. 参见陈洁. 证券市场先期赔付制度的引入及适用[J]. 法律适用, 2015, (8): 29.
3. 参见徐强胜. 论我国证券投资补偿基金制度的构建[J]. 法商研究, 2016, (1): 17.
4. 参见田文利. 非强制性行政行为及其法治化路径研究[M]. 北京: 知识产权出版社, 2008: 20.
5. 参见万高隆. 中国行政法学理论体系之重构——以行政指导的发展为视角[J]. 2011, (5): 62.
6. 参见莫于川. 法治视野中的行政指导[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2005: 26.
7. 2020年国家市场监督管理总局《侵害消费者权益行为处罚办法》第3条。
8. 参见陈斯彬. 作为行为和制度的行政指导——中日行政指导比较研究作为行为和制度的行政指导[J]. 环球法律评论, 2009, (6): 37.
9. 参见崔卓兰, 卢护锋. 论非强制行政行为的价值[J]. 中共福建省委党校学报, 2006, (4): 15.
10. 参见郭艳芳. 新《证券法》视角下证券市场现行赔付主体的确定机制探讨[J]. 私法, 2020, (2): 507.
11. 参见刘裕辉, 沈梁军. 境内外证券市场投资者赔偿补偿机制比较研究[J]. 证券市场导报, 2017, (8): 16.
12. 中国证监会行政处罚决定书(平安证券有限责任公司、韩长风、霍永涛) [2014] 103号。
13. 参见吴燕怡. 行政指导的新发展——兼论中国行政指导制度的建构[J]. 中共云南省委党校学报, 2009, (6): 147.
14. 参见陈洁. 证券民事赔偿责任优先原则的实现机制[J]. 证券市场导报, 2017, (6): 62.
15. 《反垄断法》第45条第1款和《反倾销条例》第33条第1款。
16. 参见祝惠春. 为投资者提供及时救济新机制[N]. 经济日报, 2021-11-30.
17. 参见王瑞贺. 中华人民共和国证券法释义[M]. 北京: 法律出版社, 2020: 342; 程合红. 《证券法》修订要义[M]. 北京: 人民出版社, 2020: 342; 郭锋. 证券法律制度精义与条文评注[M]. 北京: 中国法制出版社, 2020: 852.
18. 参见吴庚. 行政法之理论与适用[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2005: 266.
19. 参见章志远. 迈向公私合作型行政法[J]. 法学研究, 2019, (2): 145.
20. 参见张泽想. 论行政法的自由意志理念——法律下的行政自由裁量、参与及合意论行政法的自由意志理念[J]. 中国法学, 2003, (2): 179.
21. 参见周佑勇. 行政裁量治理研究——一种功能主义的立场[M]. 北京: 法律出版社, 2008: 194.
22. 参见高振翔, 陈洁. 美国证券执法和解制度镜鉴[J]. 证券市场导报, 2020, (11): 72.
23. SEC v. Citigroup Global Market Inc., 827 F. Supp. 2d 328, 332-335 (S.D.N.Y. 2011).
24. [美]玛丽·怀特. 美国证监会执法新模式: 引入铁面无私的执法模式[J]. 周莹盈, 译. 丛怀挺, 校. 证券法苑, 2017, (21): 486.
25. 参见吴陶. 论我国证券行政执法领域和解制度之构建[J]. 云南大学学报法学版, 2013, (2): 52.
26. 参见叶林, 张辉, 张昊. 证券执法和解制度的比较研究[J]. 西部法学评论, 2009, (4): 25.
27. 参见郭雳. 证券执法中的公共补偿——美国公平基金制度的探析与借鉴[J]. 清华法学, 2018, (6): 72.
28. 参见郑春燕. 论裁量视角下的行政契约[J]. 浙江学刊, 2007, (5): 141.
29. 根据《承诺办法》第11条的规定, 沟通协商的期限一般为6个月, 特殊情况下可以延长至12个月。
30. 参见靳昊. 证券期货行政执法当事人承诺制度破解资本市场违法“查处难”[N]. 光明日报, 2021-11-30.
31. 同注24, 第491-492页。
32. See Christensen Z. The fair funds for investors provision of Sarbanes-Oxley: is it unfair to the creditors of a bankrupt debtor?[J]. U. Ill. L. Rev., 2005, (1): 351.
33. 参见肖钢. 积极探索监管执法的行政和解新模式[J]. 行政管理研究, 2014, (1): 5.
34. 同注1, 第166页。
35. 参见郭雳, 谭思瑶. 保荐人先行赔付制度与中国探索[J]. 投资者, 2018, (1): 102-105.
36. 参见方世荣, 白云锋. 行政法和解的模式及其运用[J]. 法学研究, 2019, (5): 86.
37. 同注22, 第78页。
38. 参见中国证券投资者保护基金有限责任公司. 创新调解机制推动违法责任主体先行赔付投资者[N]. 上海证券报, 2016-07-15.
39. 《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》第2条第2款规定: “人民法院不得仅以虚假陈述未经监管部门行政处罚或者人民法院生效刑事判决的认定为由裁定不予受理。”
40. 参见郭雳. 证券执法中的公共补偿——美国公平基金制度的探析与借鉴[J]. 清华法学, 2018, (6): 64-66.
41. 北京市高级人民法院(2018)京行终445号行政判决书。
42. 参见丁宇翔. 证券虚假陈述前置程序取消的辐射效应及其处理[J]. 财经法学, 2021, (5): 36.
43. 参见陈洁. 证券民事赔偿诉讼取消前置程序的司法应对——以虚假陈述民事赔偿为视角[J]. 证券市场导报, 2021, (5): 67.
44. 同注43, 第70页。
45. See Cox J D, Thomas R S. SEC enforcement heuristics: an empirical inquiry[J]. Duke Law Journal, 2003, (53): 767.

(责任编辑: 陈起阳)