

# 为什么证券行政执法和解制度在中国 “水土不服”?

徐文鸣 孙维昱

**摘要:** 证券行政执法和解制度在成熟资本市场取得了显著成效,我国借鉴该制度时虽以“提升执法效率、强化投资者保护”为目标,却长期存在“水土不服”的问题。比较制度分析显示,美国“成本驱动”的执法逻辑与中国“制裁威慑驱动”的监管传统差异明显,本土制度供给忽视合规整改的制度功能,对和解的“弱制裁性”缺乏合法性控制,加之操作细则阙如,导致执法威慑力被稀释。改善行政执法和解的制度实效,必须对其进行“本土化再造”,构建合作实施机制,重塑和解规则体系。为此,应推动制度定位从“赔偿终端”转向“合规起点”,强化强制性合规整改与持续监督;通过建立内部制衡、司法监督与公众参与的三重约束框架来补齐“弱制裁性”短板;细化裁量基准,引入“日落条款”规则。

**关键词:** 行政执法和解; 执法当事人承诺; 合作式执法; 制度激励; 合法性保障

**DOI:** 10.19836/j.cnki.37-1100/c.2026.03.013

## 一、问题的提出

行政执法和解通常是指在行政执法过程中,行政机关与行政相对人通过协商的方式形成合意,以解决行政纠纷的一种新型执法方式。传统观点认为,其适用前提是存在事实或法律观点不明确,且这种不确定状态不能查明或非经重大支出不能查明的情形<sup>①</sup>。而随着行政法治理念的演进,亦有学者主张,行政执法和解的适用条件应适当放宽,在事实或法律状态易查明或已经查清的情形下亦可适用<sup>②</sup>。当前日益复杂的社会治理任务要求行政执法方式作出转变,以行政执法和解为代表的柔性执法方式逐渐显现优势,取得了良好的实践效果。我国目前正在证券监管、反垄断、反倾销和海关知识产权保护等领域逐步试点行政执法和解,但总体来看实践效果并不理想。早在2013年,我国便发布了《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》,指出要探索建立证券期货领域行政执法和解制度,开展行政执法和解试点。证券行政执法和解制度的核心功能定位于健全中小投资者赔偿机制,维护中小投资者合法权益。随后,证监会于2015年制定了《行政和解试点实施办法》,具体规定了证券行政执法和解的适用范围与条件、实施程序,以及行政执法和解金的管理和使用等问题,确立了证券行政执法和解制度的基本实施框架。直至2019年4月,证监会才与高盛(亚洲)有限责任公司、北京高华证券有限责任公司及其相关工作人员达成第一例行政执法和解协议;2020年1月,证监会又与司度(上海)贸易有限公司等五家机构及其相关工作人员达成第二例行政执法和解协议。

2019年修订的《中华人民共和国证券法》(以下简称“证券法”)在法律层面为证券行政执法和解制度提供了规范依据。证券法第171条规定,在证券监管机构对涉嫌证券违法的当事人进行调查期间,被调查的当事人提出书面申请,承诺在证券监管机构认可的期限内纠正涉嫌违法行为,赔偿有关投资

**基金项目:** 教育部霍英东教育基金会高等院校青年教师基金(22424002)。

**作者简介:** 徐文鸣,中国政法大学法与经济学研究院教授,博士生导师(北京,100088; wenmingxu@cupl.edu.cn);孙维昱,中国政法大学法与经济学研究院博士研究生(北京,100088; sunweiyu0310@163.com)。

① 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》,《行政法学研究》2015年第2期。

② 方世荣、白云锋:《行政执法和解的模式及其运用》,《法学研究》2019年第5期。

者损失,消除损害或者不良影响的,可以中止调查,并在当事人履行承诺后可以终止调查。2022年施行的《证券期货行政执法当事人承诺制度实施办法》,对当事人承诺制度作出了具体规定,改变了过去试点阶段对启动条件的严苛限制,规定只要不存在反面列举的排除情形,行政相对人即可申请适用当事人承诺制度。同时,该办法对被调查当事人交纳承诺金以用于赔偿投资者损失,以及根据监管要求进行合规整改事宜进行了规定。紫晶信息存储案作为实施证券期货行政执法当事人承诺制度的第一案,四家中介机构交纳承诺金合计约12.75亿元,并按照证监会提出的整改要求进行自查整改,而后向证监会提交书面整改报告,最终由证监会核查验收后终止行政执法程序<sup>①</sup>。

在证券监管领域,证券违法行为往往具有高度复杂性和隐蔽性特点。受信息劣势、资源限制和激励不足的影响,传统高权行政执法手段面临实效不佳的困境。证券行政执法和解制度是证券监管理念与执法方式的重要创新,有助于提升投资者赔偿的效率,避免行政相对人陷入极端困境,保护上市公司现有中小股东的合法权益,维护市场秩序和提高行政执法效能。近十余年来,我国立法机关和证券监管机构不断完善证券行政执法和解制度,逐步放宽适用条件的限制,但与每年数百起的行政处罚案件相比,适用行政和解的案例屈指可数。本文聚焦于证券行政执法和解在我国的“水土不服”问题,深入比较不同法域内的制度状况,归纳执法驱动模式上的差异,以系统分析证券行政执法和解制度在我国“水土不服”的深层成因,并在此基础上提出制度完善建议,以期深化证券行政执法和解理论,提升制度的可操作性和实践效能。

## 二、证券行政执法和解的比较制度分析

我国证券行政执法和解的“制度原型”借鉴自美国,但中美两国在制度设计与执行方面存在显著差异。美国“成本驱动”的证券行政执法和解执法模式以快速补偿投资者并节约执法资源为目标;我国“制裁威慑驱动”的行政执法和解执法模式重视制裁与威慑效能,证券行政执法和解被定位于“例外”的执法手段。

### (一)美国“成本驱动”的执法模式

受实用主义法哲学的影响,出于节约执法成本的考虑,美国广泛运用行政执法和解解决纠纷,形成了执法成本驱动下的行政执法和解模式。1946年美国行政程序法(Administrative Procedure Act)即规定了行政执法和解制度。该法第554(c)条规定,在时间、争议性质和公共利益允许的情况下,行政机关应当给予有利害关系的一切当事人提出和解提议的机会,并在不能依协商解决争议时举行听证并裁决<sup>②</sup>。在证券监管领域,美国证券交易委员会(U. S. Securities and Exchange Commission, SEC)作为最主要的证券独立监管机构,履行保护投资者、保障证券市场公正和有序发展、促进资本积累等职责。为了实现上述目标,国会授权SEC使用多元执法工具,而行政执法和解是其中最为主要的手段。SEC的“行为规范”(SEC Rules of Practice)第240条规定,任何人可能、将要或已被提起诉讼时,均可以随时以书面形式提出和解提议,在时间、诉讼性质和公共利益允许的情况下,相关部门应考虑和解提议<sup>③</sup>。从上述条文规定中不难发现,美国证券行政执法和解并未受到适用条件的限制,行政相对人申请门槛相对较低。在符合条件的案件中,监管机构可以首先考虑适用行政执法和解,从而形成了行政和解优于行政处罚的态势。

在美国,证券行政执法和解之所以能够日渐成为主要执法手段,核心原因在于美国证券监管机构对节约执法成本的需求。SEC的行政执法活动受到事前司法审查,有寻求与行政相对人达成和解的内在动力。SEC必须经过司法机关的审理方能向行政相对人施加行政处罚。具体而言,SEC在完成案件调

① 《紫晶存储案中介机构承诺交纳约12.75亿元承诺金,已赔偿投资者约10.86亿元并整改,证监会适用当事人承诺制度维护投资者合法权益》, <http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7453700/content.shtml>, 访问日期:2026年3月2日。

② 5 U.S.C. §554(c)(1).

③ 17 C.F.R. §201.240.

查之后,可以向SEC内部设立的行政法官(administrative law judge)起诉,适用行政审理程序(administrative proceeding);或者向美国联邦地方法院起诉,适用民事诉讼程序<sup>①</sup>。由于存在事前的司法审查,SEC执法活动面临较高的成本,需要投入大量资源收集相关证据以满足行政证明标准。此外,其诉讼请求还存在被审理法院驳回的风险。而证券行政执法和解制度大大降低了SEC的执法成本。一方面,它节约了案件调查的成本,证券违法的案件事实通常隐蔽、复杂,为了达到行政诉讼程序的证明标准,SEC需要消耗大量的人力、预算等执法资源收集证据。行政执法和解程序因而能够大幅降低案件调查阶段所耗费的执法资源。另一方面,通过行政执法和解的方式解决争议,也可以规避潜在的败诉风险,提高SEC执法的成功率和有效性,释放有限的执法资源,使得SEC能够查处更多违法行为。

从统计数据来看,美式“成本驱动”执法模式在实践中取得了比较明显的成效,行政执法和解已成为SEC最高频使用的执法手段。SEC执法部门仅有300余名员工,但在2024财年共发起583件执法程序,处以82亿美元的货币处罚。其中,在针对摩根士丹利、FirstEnergy Corp、SAP等企业的多个重要案件中,SEC均与被调查主体达成和解结案,避免了企业因严厉制裁导致经营中断或破产的风险<sup>②</sup>。这种高效率的执法运作,不仅显著降低了监管机构的调查成本和诉讼失败风险,也使执法资源得以优化配置,从而提升了整体执法效能。被调查企业在承担责任的同时,也维持了持续经营能力,可以继续为利益相关方创造价值。

## (二)我国“制裁威慑驱动”的执法模式

我国行政法体系维护形式法治的理念占据主导地位。传统上,行政法被定位为用于调整作为管理者的国家和作为被管理者的行政相对人之间关系的规范<sup>③</sup>,从而决定了行政手段的强制优先性。行政法将公权制裁作为实现行政管理目的的基本手段,强调对行政权力的合法性控制,以此实现行政管理和个人权利保护的协调。行政机关在开展执法活动时,对符合形式法治逻辑要求的追求,往往优先于有效实现行政管理目标。行政处罚基于“管理-被管理”的公私对立结构设计,受到严格且细致的规范约束,能够有效满足确定性、稳定性和可预期性等形式法治的要求<sup>④</sup>。因此,行政机关更加青睐制裁性的执法手段,而对于合作性执法理念持怀疑态度。

受我国行政法传统的影响,证监会采取了“制裁威慑驱动”的执法模式。从公开披露的信息来看,自2019年新证券法实施以来,证监会年度行政处罚数量和货币处罚金额逐年上涨,从2019年的296份处罚决定、罚没金额41.83亿元<sup>⑤</sup>,增长到2024年的592份处罚决定、罚没金额达到153亿元<sup>⑥</sup>。证监会通过提高行政处罚的实施强度来实现对违法行为的制裁和惩戒,同时提升潜在违法者的违法成本,改变理性市场参与者的成本和收益预期,以实现抑制违法行为的目标。

我国证监会的执法活动主要受到事后司法监督的约束,这与SEC须经事前司法审查的执法流程形成鲜明对比。根据我国行政处罚法确立的程序规范框架,证监会在充分保障行政相对人陈述、申辩及听证等程序性权利的前提下,可以通过内部决策程序独立完成违法认定与处罚裁量。行政相对人只有在行政处罚决定作出后,方可启动行政诉讼程序。在我国,司法裁判推翻行政裁决的概率较低,虽然在整体法治逻辑下,实施行政处罚依然需要满足一系列合法性要求,但由于不需要经过司法审查

<sup>①</sup> 徐文鸣:《中美证券法实施机制的比较研究》,北京:法律出版社,2024年,第190—191页。

<sup>②</sup> SEC Announces Enforcement Results for Fiscal Year 2024, <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2024-186>, 访问日期:2026年3月2日。

<sup>③</sup> 奥托·迈耶:《德国行政法》,刘飞译,北京:商务印书馆,2021年,第15页。

<sup>④</sup> 沈岿:《行政法理论基础:传统与革新》,北京:北京大学出版社,2022年,第127页。

<sup>⑤</sup> 《中国证券监督管理委员会年报(2019)》, <http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100024/c1492180/1492180/files/053431bc54c14cb19d3938ccc61232c7.pdf>, 访问日期:2026年3月2日。

<sup>⑥</sup> 《中国证监会与最高人民法院联合举行新闻发布会》, <http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7540415/content.shtml>, 访问日期:2026年3月2日。

即可作出,我国证券行政处罚的成本较低、处罚成功率较高<sup>①</sup>。

在“制裁威慑驱动”的执法惯性下,我国证券行政执法和解制度自始被定位于“补充性”手段。2015年施行的《行政和解试点实施办法》第6、7条规定,只有在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等方面的前提条件下,才能适用行政执法和解。如果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,则必须适用行政处罚的执法方式。申言之,证券行政执法和解是一种行政处罚难以实施时的补充性执法手段。虽然2019年修订的证券法和此后颁布的《证券期货行政执法当事人承诺制度实施办法》建立了当事人承诺制度,取消了对证券行政执法和解的严格适用条件限制,但当前制度设计仍然受到制裁威慑执法理念的影响。有学者指出,从“行政和解”到“当事人承诺”的立法语言变化,显示出立法机关和监管机构对行政和解产生执法不严、利益交换等负面影响的担忧<sup>②</sup>。

### 三、证券行政执法和解制度在我国“水土不服”的成因

通过中美证券行政执法和解的比较制度分析不难发现,中国证监会在行政执法时必须兼顾制裁合法性与威慑有效性;而美国SEC主要关注实施成本和收益,和解的社会净收益为正即可以与行政相对人达成和解。上述制度规定的差异影响我国借鉴该制度后的实效,导致证券行政执法和解制度在我国出现“水土不服”的问题。

#### (一)制度功能设定不够全面

中美两国证券行政执法和解制度在制度功能定位上存在显著差异。在我国证券行政执法和解制度运行过程中,侧重于其作为“赔偿终端”的短期救济功能,而相对忽视了其作为“合规起点”的长期治理价值,造成了制度功能的设定不够全面。美国证券行政执法和解呈现出成本驱动、和解优先、合规承诺可监控的制度特征,SEC作为执法机构重点考虑执法成本与效率。当案件事实或法律状态存在不确定性时,SEC倾向于通过和解方式快速结案,避免高昂的调查成本和漫长的诉讼程序。而且,美国证券监管将和解视为一种常态化的执法工具,而非例外情形。同时,完善的合规承诺执行机制通过“特别专家”(special professionals)或外部合规专家等措施,有效监督和解当事人合规承诺的实现<sup>③</sup>。

相比之下,我国证券行政执法和解制度则呈现出制裁驱动、和解例外、合规承诺难执行的特征,证券行政执法和解侧重于解决行政纠纷和投资者赔偿,执法逻辑存在较强的对抗性制度惯性。回顾我国证券行政执法和解试点和制度演进历史可发现,进行有效赔偿以实现投资者保护是其核心制度价值。2014年,时任中国证监会主席肖钢即撰文指出,行政执法和解较好地兼顾了监管机构行政执法效率和投资者损失赔偿两方面的需要,其核心功能在于更加有效地保护投资者权益<sup>④</sup>。这一制度功能锚定使得制度设计带有强烈的“善后”色彩,监管资源集中于化解行政纠纷和充分进行投资者赔偿,未能形成事后长期监督和解协议履行的制度安排。监管机构如何监督当事人履行承诺协议,监督检查的频次、方式等问题尚不明确,不仅影响到当事人对证券行政执法和解制度的预期,也使得监管机构缺乏处理案件的具体标准。

合规治理与监管制裁两种治理模式的侧重点存在显著差异。虽然美国证券执法频次较高,但绝大多数行政执法程序和民事诉讼程序都以和解方式结案。在和解谈判过程中,控辩双方会考虑被告的支付能力,和解金额也会参考其购买的责任保险的赔付额度。在此基础上,执法活动对行政相对人

① 黄先雄:《行政诉讼“程序空转”现象的多维审视》,《法治研究》2023年第1期。

② 陈洁:《证券行政执法当事人承诺制度新发展》,《中国金融》2024年第10期。

③ 高振翔:《证券行政执法和解:比较法视野与中国路径》,北京:中国金融出版社,2023年,第143页。

④ 肖钢:《积极探索监管执法的行政和解新模式》,《行政管理改革》2014年第1期。

的“致命打击”并不多,公司因而能够持续经营,为各方利益主体持续创造价值。新证券法实施后,我国证券民事责任大幅增长,受到行政处罚的行政相对人陷入经营困境甚至破产的风险大幅提升<sup>①</sup>。在当前执法当事人承诺制度实践中,“深口袋”中介机构大多承担赔付投资者的责任,而那些真正主导违法行为的“首恶”却很少寻求签署当事人承诺协议。“深口袋”中介机构具有较高的声誉成本和偿付能力,希望能够主动赔偿投资者以保护声誉资本,降低行政和刑事处罚风险。而那些真正的“首恶”,也就是上市公司的实际控制人,往往因为丧失支付能力或进入刑事程序,缺乏与证监会达成当事人承诺协议的动力。虽然同中介机构达成和解有助于及时有效地赔偿投资者损失,但中介机构承担高昂法律责任本身也存在争议<sup>②</sup>,无助于保持资本市场的竞争力,并在一定程度上减损了证券行政执法和解促进证券市场合规发展的制度目标。

从制度功能的维度看,当事人承诺制度能够为上市公司提升合规质量提供激励,以合作替代对抗的执法逻辑,为企业创造了主动整改的内在动力。与行政处罚的刚性制裁不同,行政执法和解通过协商机制,允许企业以承诺合规整改和赔偿投资者,降低受到处罚的风险,监管机构中止或终止调查,从而避免更严厉的法律风险给上市公司造成致命打击,保留企业创造价值的能力。因此,证券行政执法和解制度督促上市公司纠正违法行为、保持合规经营,进而促进资本市场高质量发展的制度功能显得尤为重要,也是其与行政处罚追求一次性制裁的核心差异。

## (二)合法性控制机制不够健全

证券行政执法和解具有契约行政的色彩,强调通过协商而非强制方式解决争议,其高权性和制裁性相应减弱<sup>③</sup>。然而,根据我国的实际,我国证券行政执法和解不能完全摆脱制裁性属性。美式“既不承认又不否认违法行为”<sup>④</sup>的处理方式并不符合我国实际情况。根据《证券期货行政执法当事人承诺制度实施办法》的规定,当事人承诺制度的启动,是基于被调查的当事人承认其涉嫌违法行为存在,并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。虽然未经严格调查审理程序不能确认违法,规范条文因此采用“涉嫌违法”之表述,但不可否认的是,被调查当事人确有过错已经成为执法机关、当事人和投资者的共识。例如,证监会在紫晶存储案的新闻发布中指出,“涉嫌违法的当事人受到了严厉惩处,付出了沉重代价”“涉案当事人除了需付出约12.75亿元的经济代价外,还需要按照中国证监会的要求进行自查整改”“严肃追究责任人责任并采取内部惩戒措施”,这体现了我国证券监管机构对证券行政执法和解制度制裁属性的认识<sup>⑤</sup>。可以说,证券行政执法和解程序无法脱离其制裁属性,否则难以回应投资者和社会公众对基本公平正义的诉求。较之行政处罚所具备的“强制制裁性”,我们可以称证券行政执法和解具有的制裁性为“弱制裁性”。

证券行政执法和解的“弱制裁性”所引发的制度困境,根源在于其合法性支撑阙如。从行政契约理论来看,行政执法和解协议本质上是一种隶属性行政契约。与对等性行政契约不同,在隶属性行政契约中,行政机关具有显著优越地位,行政相对人则处于从属地位。为避免公权力受到滥用,隶属性契约应受到特别约束和控制<sup>⑥</sup>。从行政裁量理论来看,现实案件具有复杂性、易变性和独特性等特征,与法律的抽象性、稳定性和普遍性特征之间存在矛盾,因此行政机关机械地适用法律并不能完全

① 徐文鸣:《民事责任能威慑证券市场违法行为吗——基于证券代表人诉讼判决的准自然实验》,《广东财经大学学报》2022年第2期。

② 邢会强:《证券中介机构法律责任配置》,《中国社会科学》2022年第5期。

③ 王由海:《论证券监管和解合规制度》,《财经法学》2023年第5期。

④ 高振翔、陈洁:《美国证券执法和解制度镜鉴》,《证券市场导报》2020年11月号。

⑤ 《紫晶存储案中机构承诺交纳约12.75亿元承诺金,已赔偿投资者约10.86亿元并整改,证监会适用当事人承诺制度维护投资者合法权益》, <http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7453700/content.shtml>, 访问日期:2026年3月2日。

⑥ 余凌云:《行政契约论(第三版)》,北京:清华大学出版社,2021年,第52页。

实现立法之目的<sup>①</sup>。证券行政执法和解作为合作性执法手段,其制度实效高度依赖行政机关合理、有效发挥自由裁量权,加之和解双方高度不对等的法律地位,要求必须建立起有效的合法性控制机制,以确保证券行政执法和解的“弱制裁性”恰当实现。

面对不完善的实施机制和不充分的合法性控制,证券监管机构可能在职权行使过程中出现过分恣意或过分谨慎两类不当行为。过分恣意是指证券监管机构滥用行政执法和解制度,而其又缺乏如同行政处罚那样的有效合法性控制,因而对行政相对人的权利造成了不正当的侵害,使证券行政执法和解“退化”为制裁滥用。美国新近的行政执法改革即受到过分恣意的批评<sup>②</sup>。次贷危机爆发后,美国各界要求加强对证券市场的监管。2009年,美国国会出台多德-弗兰克法案,其第929P款即取消了对SEC执法活动的关键限制,允许其在行政法官主导的审判程序中要求不受其直接监管的被告承担货币罚款(civil monetary penalties)<sup>③</sup>。该改革措施使得SEC可以在行政法官主导的审判程序中实现几乎所有的执法目标。同时,SEC“选择法庭”(forum shopping)的行为也受到广泛批评,该举措被指责主动选择在司法审查更为宽松的行政法官处提起诉讼,剥夺了执法对象的正当程序(procedural due process)保护权利<sup>④</sup>。过分谨慎则是指证券监管机构在面临证券行政执法和解的合法性可能遭受质疑的情形时,选择优先适用行政处罚等传统执法手段,以避免可能受到的合法性诘难。与美国证券监管机构倾向于泛用行政执法和解相区别,我国证监会更多地出于对制度不确定性的担忧,缺乏推动适用证券行政执法和解的主观动力,阻碍了制度功能的发挥。

### (三)制度实施规则密度不足

威慑潜在违法行为是行政执法的重要目标。执法威慑假定被规制者是理性行为主体,能够对外界刺激作出回应,因而潜在的违法者受到制裁性执法手段的震慑而不再违法<sup>⑤</sup>。我国证券监管长期以来以威慑式执法策略为主,而合作式执法手段应用有限。虽然“制裁—威慑”执法模式并不能完全适应证券市场的复杂现实,但合作式执法手段亦不能完全遏制潜在违法行为。归根结底,证券行政执法和解制度的有效运行,依赖于行政相对人在达成协议后配合监管机关进行合规整改。如果潜在违法主体缺乏充分的守法动机和理性的规则认知,则通过证券行政执法和解的协商沟通、说服劝导模式将无法实现证券执法的目的。

根据理性违法行为人理论,执法手段的威慑效果取决于执法的强度和概率<sup>⑥</sup>。行政处罚作为执法手段时,其制裁属性强、执法强度大,且发现并处置违法行为的概率较大,因此得以形成较为有效的威慑。证券行政执法和解制度引入后制度实施规则密度不足,导致市场主体的预期出现较大不确定性,其威慑能力被显著削弱。证券行政执法和解作为行政处罚的替代性执法模式,降低了特定违法行为被处以行政处罚的概率,间接削弱了单一行政处罚的威慑效果。但是,从证券市场治理整体看,证券行政执法和解较之于行政处罚减省了大量案件调查成本,因此在执法资源总量不变的情况下,将大幅度增加违法行为被查处的概率。因而,证券行政执法和解在个案上削弱了制裁属性,但在宏观上增加了对证券市场违法行为的威慑力。之所以我国实践中尚未实现上述功效,是因为证券行政执法和解制度的实施规则尚不明确。在美国证券监管中,SEC在绝大多数案件中适用行政执法和解,且在长期制度运行过程中已经形成了较为完善的实施规则,为市场主体创造了稳定的制度预期。而在我国

① 王贵松:《行政裁量的构造与审查》,北京:人民出版社,2016年,第21页。

② Zaring D., “Enforcement Discretion at the SEC”, *Texas Law Review*, 2016, 94, pp. 1155-1219.

③ Dodd-Frank Act § 929P. 此前,SEC在行政法官主导的内部审判程序中,仅能要求那些受到其直接监管的主体(经济自营商、投资顾问等)承担货币罚款,如果被告为不受其直接监管的主体,那么SEC必须向联邦法院起诉。

④ Choi S., Pritchard A., “The SEC’s Shift to Administrative Proceedings: An Empirical Assessment”, *Yale Journal on Regulation*, 2017, 34, pp. 1-32.

⑤ 张红:《走向“精明”的证券监管》,《中国法学》2017年第6期。

⑥ Becker G., “Crime and Punishment: An Economic Approach”, *Journal of Political Economy*, 1968, (2), pp. 169-217.

实践中,行政处罚依旧是主要执法手段,在特定案件中是适用行政执法和解还是行政处罚具有较高的不确定性,加之适用行政执法和解的案件亦存在信息不够公开透明、合规整改过程监督规则不清晰等问题,使得威慑潜在违法的制度功能大大折损,容易引发威慑力下降的担心。

#### 四、我国证券行政执法和解制度的完善

##### (一)功能重塑:从“赔偿终端”到“合规起点”的范式转换

当前,我国证券行政执法和解制度对投资者赔偿功能的过度锚定,遮蔽了其更为根本的“激发企业内生合规动力”的制度价值。要破解此功能设定的缺陷,必须推动和解功能从争议解决的“终端”向企业持续合规经营的“起点”转换,构建一套以合规激励为核心的运行逻辑。传统执法理论将监管机构的行政处罚视为“公共执行”,将投资者民事诉讼视为“私人执行”<sup>①</sup>,而证券行政执法和解的制度优势在于其具有“公私协同”的混合属性。基于“合作治理”理念,和解应当被视为一个监管机构、被调查主体、投资者和社会公众共同参与的治理过程,其目标不仅是了结个案,更是通过合作修复被破坏的市场秩序,提升整体合规水平<sup>②</sup>。

为建立起合作驱动式的执法模式,一方面,应进一步提升证券监管的能动性,加强对多元化执法工具的选择和应用。在监管职能日趋复杂多元的背景下,证券监管机构一味坚持形式法治思维将导致行政管理效率低下。当代中国法治政府建设要求监管机构在遵守行政法规范的基础上,更加积极地扮演市场管理者、投资者权益保护者的角色,充分发挥行政机关的专业能力,根据现实状况选择多样化的行政履职手段。因此,证券监管机构应逐渐改变对抗式执法的制度惯性,在法律框架下寻找更有利于实现公共利益、提高行政监管效率的执法手段。另一方面,应当将提升监管遵从度设定为制度目标。行政执法的目标是保障市场主体遵从各项法律法规,处罚违法违规市场主体只是实现该目标的手段。基于该理念,应明确制裁企业并不是证券监管的主要目的,行政执法也应当考虑上市公司的“存活率”指标,激励监管机构采取有利于促进合规经营的执法手段。合作式行政执法模式不仅能够高效地解决行政纠纷,还能通过当事人承诺协议的有效履行,推动合规建设,避免未来再次出现违法违规行为<sup>③</sup>。而上述制度功能得以发挥的前提是,行政相对人的意愿能够切实体现在承诺协议中,并由监管机构和当事人共同努力以实现协议约定事项。

在具体的合规实施机制上,应包括如下三个方面的内容:

首先,必须将“强制性合规整改”提升至与“缴纳和解金”同等重要甚至更具优先性的高度,并使其成为和解协议的法定核心内容。在现行制度下,合规整改往往被视为赔偿之外的附加义务,其落实程度与标准还比较模糊。重塑后的制度应明确,一份合格的和解协议必须包含详尽的、可执行的、可验证的合规整改方案。该方案需基于对违法行为的根源性分析,“量身定制”整改措施,内容应具体涵盖公司治理结构的优化、内部控制的再造等。协议应明确规定整改的阶段性目标、时间表、资源投入和最终验收标准,使其从软性承诺变为具有法律强制力的硬性义务。

其次,应建立动态、持续的“合规整改期”监督与评估机制。传统的行政处罚具有“一次性”特征,决定作出后即告完成。而和解制度的优势恰恰在于其能够创造一个持续的、互动的关系性监管窗口。在“合规整改期”内,监管机构的角色应从单纯的“裁决者”转变为“监督者”与“引导者”的结合。这意味着监管机构不能坐等最终验收,而应主动介入过程管理。例如,其可要求企业定期提交详尽的整改

① 黄鹂:《中国证券群体诉讼:公共执法与私人执法的选择》,《上海金融》2016年第5期。

② 徐文鸣:《证券事中事后监管活动的实证分析——基于回应性执法理论的视角》,《山东大学学报(哲学社会科学版)》2022年第5期。

③ 徐文鸣:《证券行政执法当事人承诺制度的法经济学分析》,《华南师范大学学报(社会科学版)》2024年第6期。

进度报告;保留进行不定期现场检查的权力以核实报告的真实性和;指定第三方对合规整改情况进行评估;对于整改过程中遇到的疑难问题,提供原则性指引或最佳实践参考。

最后,为确保合规整改的实效性、公信力,需引入多元参与的验收与评估机制。在预设的整改周期结束后,验收环节应避免由原办案部门“一锤定音”的封闭式操作。可以构建一个由监管机构、行业专家、法律专业人士、投资者代表组成的联合验收小组。对于复杂重大的案件,应鼓励或强制要求引入独立的第三方专业机构,如合格的律师事务所或评级公司,对企业的整改效果进行全面、客观的评估并出具评估报告。通过开放、透明的验收程序,既能借助外部专业力量提升判断的科学性,也能增强社会公众对和解制度严肃性的信任,打消其存在的“表面整改”“敷衍了事”疑虑。

## (二)合法性控制:为“弱制裁性”构建三重约束框架

证券行政执法和解制度的“弱制裁性”,是其区别于传统行政处罚、展现灵活性与效率优势的核心特征,但同时也是其在我国本土证券监管环境中面临质疑的根源。这种“弱制裁性”体现在其通过协商而非单方决断的方式了结案件,制裁的力度与公开程度往往低于正式的行政处罚。如前所述,缺乏有效规制的“弱制裁性”要么滑向监管机构的恣意妄为,利用其优势地位侵害行政相对人利益;要么滑向监管机构的过度谨慎,因惧怕“执法不严”“利益输送”的指责而不敢适用,导致制度被虚置。破解此问题的关键,不在于取消和解的“弱制裁性”,而在于为其构建严密的合法性控制框架,将灵活的协商过程嵌入法治的刚性轨道之中,实现“合作”与“制裁”、“效率”与“公平”的辩证统一。

第一重约束是行政机关内部制衡机制。《证券期货行政执法当事人承诺制度实施规定》第2条规定,设立行政执法当事人承诺审核委员会(以下简称“委员会”),负责组织开展行政执法当事人承诺工作,并就受理行政执法当事人承诺申请、签署承诺认可协议、中止或者终止案件调查等重大事项进行集体决策。委员会与案件调查部门和审理部门独立,以实现控制证券执法当事人承诺的风险之目的。但在当事人承诺制度实施过程中,是由委员会下设的行政执法当事人承诺审核办公室具体负责同当事人协商和签订承诺协议,针对协议内容的审查尚未形成有效的行政内部监督机制。从美国证券执法实践来看,监管机构的内部审查足以以为和解协议提供足够的合法性保障。行政法官作为SEC的内部员工,承担着独立审核和批准和解协议的职责。多德-弗兰克法案实施后,绝大部分美国证券执法和解协议的事前审查皆由行政法官完成。我国证券监管机关应进一步细化当事人承诺制度的内部监督流程,将协商和订立协议的部门与协议审核批准的部门加以分立,实现更加有效的内部监督。具体而言,调查部门负责查明事实,其调查材料应客观呈现案件的可疑点与不确定性,为是否适用和解提供事实基础;审理部门代表传统的制裁思维,其意见可作为和解谈判的底线参考;和解部门则专注于评估合作价值、设计整改方案和协商赔偿。所有内部决策环节,尤其是诸如是否受理和解申请、是否同意签署和解协议等关键节点,都应形成详尽的书面记录和理由说明,以作为内部监督的依据,以及应对后续可能的外部司法监督和社会质疑的关键证据。

第二重约束是司法监督机制。证券执法当事人承诺制度作为行政权力行使的方式,不能脱离司法监督的视野。从行政过程角度审视,证券执法当事人承诺制度应当包括行政调查、行政协商和达成承诺协议三个阶段。行政调查和行政协商属于过程性行为,并未对行政相对人的权利和义务产生实际影响,因此司法监督通常不能介入。而执法当事人承诺协议作为行政协议的一种,则应当纳入司法监督的范围<sup>①</sup>。对当事人承诺协议的司法监督有两个方面,其一是合法性审查,包括协议相对人是否为适格主体,是否存在不能适用当事人承诺制度的负面情形,赔偿投资者和整改措施等协议内容是否具有可行性,以及是否履行内部审核、信息公开和征求意见等必要程序。上述审查的目的在于考察证券监管机构在适用当事人承诺制度时是否存在“软弱”问题,避免违法当事人通过行政执法和解制度逃避应负的法律义务。其二是合意性审查,包括当事人是否就协议内容进行了充分的意思表达,针对监管机构要求的

<sup>①</sup> 王由海:《论行政和解制度的规范建构——基于行政过程论视角的分析》,《河南财经政法大学学报》2021年第4期。

整改措施提出异议的权利是否得到保障等。合意性审查的目的在于避免证券监管机构利用其优势地位阻碍当事人有效表达意见,进而导致承诺协议失去合意属性,阻碍制度功能的发挥。通过事后对当事人承诺制度的司法监督,能够倒逼证券监管机构在法治框架内规范运用行政执法和解机制,为市场主体开辟可预期的权利救济通道,从而有效遏制当事人承诺制度的滥用,提升当事人承诺制度的效能。

第三重约束是社会公众监督机制。证券执法当事人承诺协议作为监管机构和行政相对人达成的双方合意,涉及大量投资者的利益,对其信息披露和透明度的要求也高于行政处罚,应当保障社会公众的知情权<sup>①</sup>。应确立“以公开为原则,不公开为例外”的差异化信息公开原则,处理好透明度与信息保护之间的关系。对于涉及当事人承诺程序、承诺协议主要内容、和解金数额、和解金交纳情况、投资者赔偿方案、被调查当事人合规整改情况等结果性信息,应当及时公开,打破执法当事人承诺制度的运行黑箱<sup>②</sup>。而对于涉及当事人商业秘密、个人隐私、协商谈判中的过程性信息则不应公开,以保障协议相对方的合法权益。

### (三)规则建构:以“精细化”与“确定性”重塑执法威慑

相较于传统的制裁方式,行政执法和解的替代性价值在个案中难以判断,这导致监管机构缺乏充分地选择运用行政执法和解的动力。在传统的“制裁威慑”范式下,行政处罚的威慑力源于其制裁的严厉性与实现的必然性。而和解制度作为一种合作式执法,其威慑力的生成逻辑截然不同,它并非依靠惩罚的“严酷性”,而是依赖于规则的“明确性”和结果的“可预期性”,即通过提高执法活动的效率和制裁违法行为的概率来提升宏观威慑效能。当前,我国证券行政执法和解制度恰恰缺乏一套清晰、透明、可操作的实施细则,使监管机构缺乏实施和解的规则依据,市场主体预期不明,最终导致其威慑效果不及行政处罚,且无法展现其特有的持续约束力。因此,制度的“本土化再造”最终必须落脚于规则的精细化建构,塑造一种稳定而强有力的新型执法威慑。

一方面,建立“和解裁量基准”消除协商灰色空间。当前和解协商过程中最大的不确定性在于缺乏公开的裁量基准,容易引发“同案不同罚”的质疑和讨价还价的博弈内耗。为此,监管机构应制定并发布“证券行政执法当事人承诺和解金裁量基准表”,设计一套多因素、可计算的公式模型。其核心在于确立一个“基准和解金额”,并引入一系列明确的“系数”进行调节,调节系数应至少涵盖以下四个核心要素:第一,违法情节系数。根据违法行为的主观恶性、持续时间、涉及金额等,确定一个基础的责任等级系数。第二,市场影响系数。用来评估违法行为对市场秩序、投资者信心造成的实际损害和潜在风险。第三,配合调查与整改态度系数。用来量化评估当事人从调查伊始的合作程度、自我纠错的速度和深度。第四,预期整改成本系数。对企业为履行和解协议而必须投入的合规体系建设、系统改造、人员培训等成本进行预先评估,并折抵部分和解金。通过上述规则,尽量消除自由裁量中的灰色空间,增强结果的公正性与可预期性,使当事人能够提前评估利弊,作出理性选择。

另一方面,引入“日落条款”,实现“弱制裁”的长效威慑。所谓“日落条款”,是指在特定条件或时间触发时,某些特殊权利或机制将自动终止或转换的规则<sup>③</sup>。通过在证券行政执法和解中引入“日落条款”,可以确保“弱制裁”在必要时能瞬间强化为“强制裁”。具体而言,首先应明确最长考察期限,即规定和解协议中的合规整改义务必须在一个固定的“合规考察期”内完成。此期限可根据案件复杂程度设定不同档次,但需规定一个上限(如36个月),避免整改期限的随意性和无限期拖延。随后,构建自动触发机制,协议中应明确规定,若在考察期满后,经监管机构验收认定当事人未实质履行或未通过合规整改验收,则和解协议将自动失效,或由监管机构宣告撤销。一旦和解协议被撤销,原案件调查程序则自动恢复,从而将证券行政执法和解的“弱制裁”转化为行政处罚的“强制裁”。“日落条款”的威力在于其必然性,它如同一把高悬的“达摩克利斯之剑”,将形成对当事人和潜在违法者的长效威慑。

① 刘赫焱:《论行政合同缔结阶段信息权的平衡保护》,《山东大学学报(哲学社会科学版)》2021年第3期。

② 梁艺:《证券执法和解信息公开的范围及其限度——以证监会[2019]11号公告为分析对象》,《财经法学》2020年第2期。

③ 樊健、朱锐:《科创板上市公司双层股权结构中的日落条款》,《财经法学》2021年第3期。

## Why Does Securities Administrative Enforcement Settlement Malfunction in China?

Xu Wenming Sun Weiyu

(School of Law and Economics, China University of Political Science and Law,  
Beijing 100088, P.R.China)

**Abstract:** The securities administrative enforcement settlement has achieved significant success in sophisticated capital markets. However, after being introduced to China, it has been mismatched in the local context. A comparative institutional analysis reveals stark differences in the underlying logics of enforcement between China and the United States. The U. S. adopts a “cost-driven” enforcement model, where the Securities and Exchange Commission (SEC) prioritizes settling cases to save resources and avoid litigation risks, making administrative enforcement settlement the predominant tool. In contrast, China’s enforcement paradigm is characterized as “sanction-deterrence driven”, deeply influenced by a tradition that emphasizes formal rule of law and the primacy of public sanctions. Within this framework, administrative enforcement settlement is positioned as a supplementary rather than a mainstream one.

The malfunction of the securities administrative enforcement settlement regime in China is caused by three interconnected factors. Firstly, there exists a misalignment of institutional function. The system is wrongly positioned as a “terminal for compensation”, focusing on investor restitution, while largely neglecting its potential as a “starting point for compliance” to foster long-term corporate governance improvements. This compensation-centric focus weakens the system’s inherent advantage in promoting proactive corporate compliance. Secondly, the regime’s feature of “weak sanction” faces legitimacy deficits. Compared to the punitive nature of administrative penalties, settlement represents a weaker form of sanction achieved through negotiation. The current institutional design lacks a robust framework to legitimize and control the institutional failure, leading to enforcement agencies’ dilemma. They may either overuse settlements arbitrarily or avoid them altogether due to fears of being accused of lax enforcement. Thirdly, the system suffers from insufficient provision of legal rules. The lack of detailed transparent operational rules, such as clear criteria for applying settlements versus penalties and specific post-settlement monitoring procedures, creates significant uncertainty for market participants. This undermines the deterrent effect of the entire enforcement regime, as the predictability and consistency necessary for effective deterrence are absent.

To improve the system’s effectiveness, a “localized reinvention” of securities administrative enforcement settlement is imperative, shifting from a confrontational to a cooperative enforcement model. The regime must transform from a “compensation terminal” to a “compliance starting point”. Mandatory compliance and rectification, tailored to the fundamental causes of securities violations, should be elevated to a status equal to or even above the payment of settlement funds. It is essential to build a dynamic, continuous supervision and assessment mechanism during a defined “compliance rectification period”. Furthermore, a tripartite constraint framework must be constructed to legitimize the feature of “weak sanction”. This includes strengthening internal checks and balances within the regulator, establishing effective ex-post judicial supervision over settlement agreements, and enhancing public oversight through principle-based information disclosure. Finally, rule-making efforts should focus on “refinement” and “certainty” to reshape enforcement deterrence. This involves an establishment of clear “benchmarks for settlement” to eliminate gray areas in negotiation and introduction of “sunset clauses” into settlement agreements.

**Keywords:** Administrative enforcement settlement; Undertakings made by the parties; Cooperative enforcement; Institutional incentives; Protection of legitimacy

[责任编辑:李春明]