

证券市场禁入的适用条件: 由静态向动态的转型*

陈 军**

摘要:我国证券市场禁入以“违反法律法规和证监会规定”和“情节严重”作为适用条件,面向为人过去的不当行为,缺少对当前和未来个体情况的判断,系静态适用条件。适用条件存在静态与动态之分,根源在于证券市场禁入“惩罚性”或“非惩罚性”的制度性质认识差异。证券市场禁入的动态适用应立足行为人自身,强化对行为人当前“不适合”和未来“不当行为的可能性”的动态判断。我国应改造证券市场禁入的适用条件,实现由静态向动态的转型。

关键词:证券市场禁入 适用条件 静态 动态

一、问题的提出

2019年12月28日,第十三届全国人民代表大

* 本文仅代表作者个人观点,与所在单位无关。

** 中国证监会宁波监管局干部,上海财经大学法学院博士研究生。

会常务委员会第十五次会议对《证券法》作了修订。^{〔1〕}新《证券法》第221条第1款规定:“违反法律、行政法规或者国务院证券监督管理机构的有关规定,情节严重的,国务院证券监督管理机构可以对有关责任人员采取证券市场禁入的措施。”这一规定与我国2005年修订并于2013年和2014年两次修正的《证券法》第233条第1款规定完全相同。由此可见,我国《证券法》对证券市场禁入适用条件的规定主要限定于两个方面:一是要求行为人的行为“违反法律法规和证监会规定”;二是要求“情节严重”。除了《证券法》的规定之外,中国证监会《证券市场禁入规定》(2015年修订)第3条规定:“下列人员违反法律、行政法规或者中国证监会有关规定……采取证券市场禁入措施”^{〔2〕}可以看出,违反证监会的“有关规定”将构成采取证券市场禁入措施的条件。此处的“证监会有关规定”应为证监会制定的非规章的规范性文件。此外,“违反法律法规”中的“法律法规”不仅限于证券法律法规,范围非常广。《证券市场禁入规定》规定“构成犯罪”遂构成“情节特别严重”,证监会可以对行为人采取终身证券市场禁入,但却未对犯罪类型是否需要进一步细分,有些犯罪可能属于过失犯罪,有些不属于证券领域犯罪,甚至可能是与经济领域完全无关的犯罪。由于行为人违反证券法律法规以外的其他法律法规也可能被采取证券市场禁入措施,但此时行为人的不当行为实与证券市场不相关,从而也就很难得出行为人是否“适合”进入证券市场的判断。行为人“违反法律法规”中的违法性质、情节各异,不区分违法性质、情节等对行为人采取相同的证券市场禁入措施,也必然存在适用不精准的问题。由于行为人的个体情况千差万别,诸如违反证券法律法规的情况、配合调查的情况、采取补救措施和赔偿投资者等情况等均各有特点,一概以“违反法律法规和证监会规定”为证券市场禁入的适用条件过于机械,不

〔1〕 修订后的新《证券法》已于2020年3月1日起施行。为论述方便,本文将该修订后的《证券法》表述为“新《证券法》”,以区别于之前版本的《证券法》。

〔2〕 详见中国证监会:《关于修改〈证券市场禁入规定〉的决定》(证监会第115号令),载中国证监会官网:http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306201/201505/t20150522_277651.htm,2020年1月16日访问。可以预见,新《证券法》实施后,该规定也将进一步修订。

利于坚持证券市场禁入的个别化,不利于实现对不同行为人的区别对待。

同时,证券市场禁入将行为人的行为“违反法律法规和证监会规定”作为适用条件,其着眼点是行为人的过去不当行为。由于行为人过去的行为已经发生且不可更改,因而强调行为人的过去即意味着证券市场禁入的适用条件是静态的。因此,以“违反法律法规和证监会规定”作为适用条件,难以做到证券市场禁入措施的精准适用。基于《证券法》条文的文本解释,作为《证券法》规定的证券市场禁入措施适用条件的“情节严重”是指“违反法律法规和证监会规定”情节严重。“情节严重”作为证券市场禁入措施的适用条件,其本质上仍是建立在“违反法律法规和证监会规定”这一适用条件基础上的。将“情节严重”建立在“违反法律法规和证监会规定”基础上,则使得证券市场禁入的适用条件仍无法脱离静态化的窠臼。就此意义而言,我国《证券法》规定的证券市场禁入条件是一元的,即只有“违反法律法规和证监会规定”一个适用条件。以行为人“违反法律法规和证监会规定”和“情节严重”作为证券市场禁入的适用条件,过于强调行为人过去的违法违规行为,缺乏对行为人当下及未来行为的关注,在此基础上采取的证券市场禁入措施难免存在一系列问题。

相较而言,美国主要从行为人自身出发,着眼于未来,而非仅面向行为过去的违法行为,以此设定证券市场禁入的适用条件,要求美国证监会(SEC)对行为人的当前的“不适合”和未来的“不当行为风险”进行动态判断,因而其关于证券市场禁入的适用条件是一种“动态条件”。正如SEC在第二巡回上诉法院审理“SEC诉班克斯案”(SEC v. Bankosky)前的简报中所强调的那样,帕特尔案和莱文案的分析报告中都提到了一项至关重要的调查,即对被告过去违反证券法的行为进行彻底调查,这是一个方向性的错误。《证券执法救济和小额证券改革法》(以下简称《救济法》)和《萨班斯—奥克斯利法案》寻求防范的关键危险是被告今后的不当行为。要求基于行为人“过去”违反证券法的行为采取证券市场禁入措施,这给法院设置了一个不必要的障碍。若没有这个障碍,法院可能会认定被告的行为具有如此大的破坏性,

即使没有过去的违法行为,他或她应该被采取永久性的市场禁入。^[3] 这样的障碍,尤其是当行为人首次违反证券法律法规时,问题尤其严重,因为没有过去的违法行为用来支持对行为人采取市场禁入措施。而这显然是存在问题的,因为即使是“初犯”,其也很有可能存在“未来不当行为的可能性”。

证券市场禁入作为一项严重影响行为人权利能力的行政行为,涉及公权力运用,稍有不慎即可侵犯被禁入对象的人身权利和财产权利,甚至可能对行为人的“生计”产生影响。正如罗伯特所言,美国证监会有权对部分不当行为人下达禁止担任某些上市公司的高级管理人员或董事的市场禁入令,以阻止他们未来违反证券法,这种市场禁入令的附带后果最终将造成行为人商业或生计机会的潜在毁灭性损失。^[4] 鉴于证券市场禁入严厉的限权性质,为了保护行为人的合法权益,实有必要强化证券市场禁入的动态适用,提升证券市场禁入适用的精准性。

二、证券市场禁入静态与动态适用差异的法理根源

刘俊教授等认为,法律性质是法律制度研究的一个基础而核心的命题,尤其在一个大陆法系传统的国家,法律性质可以说是一种法律身份,只有对行为和事物的法律性质有了清晰的界定,才能对其在法律体系上进行科学、准确的定位,进而才能明确其应当适用的法律规则,建构良性、适当的法律制度。^[5] 把握证券市场禁入的适用条件与对证券市场禁入法律性质的认识息息相关,对于证券市场禁入法律性质的认识差异,决定了证券市场禁入静态与动态适用的差异。坚持证券市场禁入的“惩罚性”,则必然将适用条件限定于行为人过去的不当行为。反之,若坚持证券市场禁入的“非惩罚性”,则不应仅仅考虑行为人的过去,而应当着眼于行为人的当前与未来。证券市场禁入的制度价值,

[3] See Brief of Plaintiff – Appellee at 52, Bankosky, 716 F. 3d 45 (No. 12 Civ. 2943).

[4] See Robert G. Morvillo and Robert J. Anello, *The Need for “Second Chances” after Suffering a Federal Conviction*, New York Law Journal, Vol. 241, 2009, p. 65.

[5] 参见刘俊海等:《地票的制度基础与法律性质》,法律出版社2012年版,第63页。

乃是基于对行为人当前及未来“不适合”参与证券市场的判断,在一定期限乃至终身禁止其参与证券市场。静态的条件乃是基于行为人过去具有不当行为的“一次判断”,基于静态条件采取证券市场禁入措施也是一种企图一劳永逸的“慵懒”做法。这一做法虽然操作简单,但却存在诸多问题。对行为人“不适合”参与证券市场的判断若仅仅依赖于其过去的行为,极易造成禁入过度,从而不当限制行为人参与证券市场的一般行为能力。

证券市场禁入与行政处罚、刑罚等带有“惩罚性”措施的界限必须予以厘清,否则会让行为人陷入“双重危险”之中,存在“一事二罚”的嫌疑。我国《证券法》并未就是否能同时对行为人采取行政处罚和证券市场禁入措施作出具体规定,但我国证监会《证券市场禁入规定》第6条规定,证监会可以单独对有关责任人员采取证券市场禁入措施,也可以一并进行行政处罚;涉嫌犯罪的,在移送司法机关追究刑事责任的同时,证监会还可同时采取证券市场禁入措施。^[6]由此可见,我国证监会已认识到证券市场禁入与行政处罚、刑罚等的区别,因而才会有叠加使用的规定。但是,仅从《证券市场禁入规定》的条文表述及证监会的实践来看,还无法得出证监会已经认识到证券市场禁入措施具有“非惩罚性”特点的结论。^[7]

美国理论与实务界一般坚持认为证券市场禁入不具有“惩罚性”,强调SEC的市场禁入令旨在规范行为,而不是惩罚。^[8]证券市场禁入的目的不在于惩罚,证券市场禁入措施不应具有“惩罚性”,这是美国包括证券监管部门、法院、学者等再三重点强调的高度一致的观点。例

[6] 该条全文为:“违反法律、行政法规或者中国证监会有关规定,情节严重的,可以单独对有关责任人员采取证券市场禁入措施,或者一并依法进行行政处罚;涉嫌犯罪的,依法移送公安机关、人民检察院,并可同时采取证券市场禁入措施。”详见中国证监会《关于修改〈证券市场禁入规定〉的决定》(证监会第115号令)。

[7] 我国证监会这方面的实例很多,而且在作出行政处罚决定的同时或稍晚就对相关案件的当事人采取证券市场禁入措施,详见中国证监会官网:<http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/index.htm?channel=3300/3619>,2020年1月18日访问。

[8] See Jayne W. Barnard, *The Securities Law Enforcement Remedies Act of 1989. Disenfranchising Shareholders in Order to Protect Them*, Notre Dame L. Rev. Vol. 65, 1989, p. 70.

如,美国法院法官认为,对高级管理人员和董事采取证券市场禁入措施是一种民事救济,在试图阻止未来不当行为方面与刑罚等措施发挥着完全不同的作用。当法院强调过去的行为而不是未来可能再次发生不当行为时,它们有可能模糊了民事和刑事救济之间的基本界限。^[9] 美国更多的是将证券市场禁入界定为一种 SEC 的“补救措施”,^[10] 强调是民事罚款、刑事处罚等之外的“补救措施”,其更类似于我国的证券监督管理措施,目的是解决 SEC 在监管证券市场中面临的执法手段不足问题,通过执法手段上的补救以提升监管效能。有人声称这类命令代表“惩罚”,并涉及双重危险条款。对此,法院也一贯认为,市场禁入令在性质上不是“惩罚性”的,而仅仅是“补救性”的。^[11] Steven L. Schooner 认为,几十年来,很少有人注意到市场禁入是一种行政补救方法(an administrative remedy),这是令人惊讶的。考虑到市场禁入的严厉性质以及这一补救措施在市场参与人员中形成的恐惧氛围,这种不安是有道理的。^[12]

证券市场禁入可以防止那些存在欺诈行为或不称职的董事、高管在未来以这种身份任职,从而保护投资者免受未来的伤害。^[13] 市场禁入的主要目的是防止行为人再次违反证券法律法规而不是惩罚违反法

[9] See *United States v. Phelps Dodge Indus., Inc.*, 589 F. Supp. 1340, 1358 (S. D. N. Y. 1984) (“The civil penalty is not designed to punish or to assign moral culpability, but to deter.”).

[10] Courts have repeatedly held that a lifetime bar order is a “remedy,” not a “punishment”. See *Hudson v. United States*, 522 U. S. 93, 117 (1997).

[11] See, e. g., *Hudson v. United States*, 522 U. S. 93, 117 (1997), *Cox v. Commodity Futures Trading Comm’n*, 138 F. 3d 268, 272 – 74 (7th Cir. 1998), *United States v. Merriam*, 108 E3d 1162, 1165 (9th Cir. 1997)

[12] See Steven L. Schooner, *The Paper Tiger Stirs: Rethinking Suspension and Debarment*, See Schooner, Steven L. and Collins, Susan Margaret and Bednar, Richard J. and Shaw, Steven A. and Brian, Danielle and McCullough, James J. and Pachter, John S. and Madsen, Marcia G. and Yukins, Christopher R. and Zucker, Jennifer S. and Pafford, Abram J., *Suspension and Debarment: Emerging Issues in Law and Policy*, Public Procurement Law Review, Vol. 13, 2004, p. 1. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=509004>.

[13] See Lyman Johnson, *Debarring Faithless Corporate and Religious Fiduciaries in Bankruptcy*, Am. Bankr. Inst. L. Rev. Vol. 19, 2011, pp. 523 – 524.

律法规的行为人。在 SEC v. Parklane Hosiery Co. 案^[14]中,法院认为,在没有证据证明被告具有未来重复违反法律法规的可能性的情况下,SEC 不能发出市场禁入令。^[15] 发出市场禁入令的条件是被告具有存在未来继续违法违规的风险。为了确定被告未来是否可能发生违规,法院全面考虑了各种情况,提出了 5 项具体因素,包括被告实施违法行为是否故意以及违法后是否悔恨,被告的违法前科记录,违法行为是否孤立发生,以及被告的职位是否使他在将来能够继续实施进一步的违法行为,等等。^[16] 因此,如果证券监管机构采取市场禁入措施是基于合理与合法的政府目标,而并非惩罚或威慑犯罪,这不能被称为“惩罚”,但是如果并非基于合理的非惩罚性目标,该行动则可以推断为处罚。最高法院在 Bell v. Wolfish 案中说:“简单地讲,在没有表现出惩罚意图的情况下,法院必须查明一项表面上看来是惩罚的特定限制是否基于合法的非惩罚性政府目标,报复和威慑不是合法的非惩罚性政府目标。当然,保护公共利益可以是一个合法的、非惩罚性的政府目标。”^[17]

正是基于证券市场禁入“非惩罚性”“补救性”的制度性质定位,是否适用证券市场禁入,应基于对行为人自身的判断,着眼于未来继续违法的可能性,监测评估其未来是否可能继续违法,而不能仅局限于其过去已经实施违法违规的情况。正如 Edwin 等人所言,市场禁入本质上具有补救性,如果政府在没有补救目的情况下对承包商实施市场禁入,则属于惩罚,对行为人而言可构成第五修正案所规定的“双重危险”(double jeopardy)。^[18] 因而,应去除证券市场禁入的惩罚性功能,以免

[14] See SEC v. Parklane Hosiery Co. ,558 F.2d 1083,1089 (2d Cir. 1977) .

[15] See Philip F. S. Berg, *Unfit to Serve: Permanently Barring People from Serving as Officers and Directors of Publicly Traded Companies after the Sarbanes – Oxley Act*, *Vand. L. Rev.* Vol. 56, 2003, p. 1871.

[16] See SEC v. Bonastia, 614 F.2d 908, 912 (3d Cir. 1980).

[17] Bell v. Wolfish, 441 U. S. 520, 539 (1979). Citing Edwin J. Tomko, Kathy C. Weinberg, *After the Fall: Conviction, Debarment, and Double Jeopardy*, *Pub. Cont. L. J.* Vol. 21, 1991, p. 363.

[18] See Edwin J. Tomko and Kathy C. Weinberg, *After the Fall: Conviction, Debarment, and Double Jeopardy*, *Pub. Cont. L. J.* Vol. 21, 1991, pp. 355 – 356.

与行政处罚、刑罚等手段的功能相重复。同时,证券市场禁入应注重补救功能。这里的“补救功能”至少有两层含义。一是证券市场禁入不应带有惩罚性,应作为证券监管部门的“补救性”监管措施使用,当其他手段不足以防范其未来继续违法的可能性时加以补充适用。二是证券市场禁入的制度目的在于“补救”。证券市场禁入不在于面向行为人过去不当行为的“惩罚”,而是面向行为人当前和未来,旨在防范行为人未来继续实施违法违规行。可以说,证券市场禁入的“补救性”的制度本质,决定了证券市场禁入的适用条件应当是面向行为人的当前和未来。这也就决定了证券市场禁入的适用条件应当舍弃仅仅局限于面向行为人的过去的静态条件,转而注重立足当前的动态条件和面向未来的动态条件相统一。

三、立足当前的动态条件:行为人是否“适合”参与证券市场

实施证券市场禁入,首先要解决的问题是认定行为人不具备参与证券市场的条件。美国证券监管部门或者法院一般通过认定行为人当前“不适合”进入证券市场,从而对其采取证券市场禁入措施。关于这一动态适用条件,美国历史上经历了从认定行为人“实质性不适合”到“不适合”的发展过程。把握“实质性不适合”或者“不适合”实非易事,美国法院和 SEC 在实践中逐渐摸索出了“多要素测试法”等多种分析方法,值得我国借鉴。

(一)《救济法》:“实质性不适合”

美国《救济法》的通过,对 SEC 来说算是一场胜利,因为它赋予了 SEC 更有针对性的方法来对付证券欺诈违法者和更有效的手段防范出现未来的违法情况。《救济法》规定对以下人员可以采取市场禁入措施:一是实施了证券欺诈行为;二是担任董事或高管“实质性不适合”(substantial unfitness)。国会通过《救济法》的目的是赋予 SEC 权力和灵活性,以“最大限度地发挥其执法行动的补救效果”(maximize the remedial effects of its enforcement actions),并且“在每个案件中达到适

当的威慑水平”(achieve the appropriate level of deterrence in each case)。^[19] 这一目的隐含的观点是,证券市场的扩张超出了 SEC 的执法能力,而迄今为止 SEC 唯一的补救措施——禁令,已不足以阻止不当行为,而且程序上过于烦琐,无法适应规制特定行为人违规行为的需要。就此而言,证券市场禁入的适用条件应具有一定灵活性,对“实质性不适合”条件的把握,也不宜过分从严。

此后,《救济法》中规定的证券市场禁入开始在美国法院一些具体案件中得以适用。通过这一系列案件,法院为证券市场禁入的适用条件明确了具体的考量因素(美国相关案例中又称为“参数设置”),并因此形成了一个关于“实质性不适合”的定义或标准,但这个定义和参数设置得过于严苛,以至于 SEC 要对相关行为人实施证券市场禁入措施变得极其困难。归纳起来,关于“实质性不适合”的分析认定方法,经历了从“五要素测试法”“六要素测试法”的发展变化。“五要素测试法”最初形成于 SEC v. Drexel Burnham Lambert, Inc. 案^[20]和 SEC v. Sands 案。^[21] “六要素测试法”是纽约地方法院(District Court of New York)首次在 SEC 诉沙阿案(SEC v. Shah)中采用。该案中,法院通过运用“六要素测试法”,认为被告不属于“明显不适合”担任上市公司的董事或高管的情形。^[22] 该案审判中,被告沙阿承认他的交易构成了证券欺诈。SEC 对其寻求市场禁入,唯一悬而未决的问题是沙阿是否真的“实质性不适合”。法院经分析得出结论,尽管在过去的几年里,他危害了公众健康,欺骗了联邦政府,并从事了内幕交易,但他并没有“实质性不适合”。^[23] 在另一起相关案件中,SEC 诉帕特案(SEC v. Patel)中,被告对地区法院对其下达的终身市场禁入令不服,提出上诉。

[19] See H. R. REP. No. 101 - 616, at 13 (1990), as reprinted in 1990 U. S. C. C. A. N. 1379, 1380. Citing Jon Carlson, *Securities Fraud, Officer and Director Bars, and the Unfitness Inquiry after Sarbanes - Oxley*, Fordham J. Corp. & Fin. L. Vol. 14, 2009, pp. 684 - 685.

[20] See 837 F. Supp. 587 (S. D. N. Y. 1993), at 614 - 615.

[21] See SEC v. Sands, 902 F. Supp. 1149 (C. D. Cal. 1995).

[22] See SEC v. Shah, No. 92 Civ. 1952, 1993 WL 288285, at * 7 (S. D. N. Y. July 28, 1993).

[23] See id.

第二巡回上诉法院支持采用“六要素测试法”,提出了分析“实质性不适合”的六种情形,这个方法后来被广泛采用。^[24]

值得关注的是,为确定“实质性不适合”标准是否适用于被告沙阿和帕特尔,该两案中的法院均采用了杰恩·巴纳德教授在一篇文章中推荐的“多因素测试法”。巴纳德教授在其文章中指出,认定被告是否属于“实质性不适合”,需要结合六方面要素予以考量:一是违反证券法律法规的程度为“过分”;二是被告属于重复违法;三是被告在违法中的身份或地位;四是被告主观上的故意程度;五是被告在违法中获得的经济利益;六是重复违法的可能性。^[25]地区法院运用“六要素测试法”对被告的情况进行综合分析,认定两被告均有一些要素不具备,故帕特尔和沙阿不应被永久禁止担任上市公司的负责人或董事。^[26]对于“六要素测试法”,SEC的某些工作人员抱怨说,这一适用条件使禁止公司不法行为变得过于困难。卡特勒还断言,判例法创造了一个“繁重和过分严格的测试”,给SEC创设了一个“过高”的举证责任。在接下去的几年里,SEC也一直在致力于为采取终身市场禁入措施而降低证明标准,也一直在寻求获得一种无须通过联邦法院的独立的市場禁入权。^[27]

(二)《萨班斯—奥克斯利法案》:“不适合”

美国国会通过《萨班斯—奥克斯利法案》,将“实质性不适合”修改为“不适合”(unfitness)是旨在降低衡量行为人“不适合”的标准。由于“多要素测试法”是基于一项“平衡测试”,如果其中一个要素是特别惊

[24] See SEC v. Patel, 61 F. 3d 137, 141 (2nd Cir. 1995).

[25] See Jayne W. Barnard, *When is a Corporate Executive “Substantially Unfit to Serve”?*, N. C. L. Rev. Vol. 70, 1992, pp. 1510 - 1522. 需要指出的是,巴纳德教授在其文章中实际上提出了7个方面因素的考量标准,但法院只采纳了其中6个,另外1个是“The Defendant’s Appreciation of an Executive’s Fiduciary Obligations”。

[26] See Patel, 1994 U. S. Dist. LEXIS 9479, at * 12 - 14; Shah, 1993 U. S. Dist. LEXIS 10347, at * 20 - 22.

[27] See Stephen M. Cutler, *Remarks at the Glasser LegalWorks 20th Annual Federal Securities Institute* (Feb. 15, 2002), <http://www.sec.gov/news/speech/spch538.htm>; see also Jayne W. Barnard, *The Securities Law Enforcement Remedies Act of 1989. Disenfranchising Shareholders in Order to Protect Them*, Notre Dame L. Rev. Vol. 65, 1989, pp. 32 - 40.

人的,或者几个要素牵涉其中,就可能出现认定被告“不适合”的情况。此外,法院在评估被告的行为是否属于“不适合”时,通常会采取一种全面的方法,而 SEC 一般同样也会在其认定中列出行为人不当行为的各种因素。^[28] 严格或静态的定义或测试会让聪明的人绕过法律的保护。同样,“不适合”也不应是一个一成不变的概念,这可能是美国国会没有给它下定义的原因。任何可行的有关“不适合”测试都必须具有足够的灵活性,以处理市场上可能出现的诸多形式的不当行为,而且必须能够适应证券市场的增长和变化。长期以来,这种灵活性一直是美国证券法的特点,也符合《萨班斯—奥克斯利法案》的要求,因为《萨班斯—奥克斯利法案》是对金融危机期间出现的难以想象的企业丑闻的回应。同时,这也符合《救济法》和《萨班斯—奥克斯利法案》的宗旨,这两部法律都试图为 SEC 提供有效的救济和威慑。^[29]

SEC 认为,莱文和帕特尔案中法院均属于不恰当地依赖刑法理论。法院在证券市场禁入适用条件中应用的犯罪组织中的“主谋”(核心人物)和“惯犯”等概念,根源可以追溯到刑法的量刑加重情节,由于刑罚是“向后看”的,因为这些罪犯在犯罪活动中扮演着核心角色,它们对某些罪犯的惩罚就比其他罪犯更严厉。^[30] 相反,在《救济法》中,美国国会打算采取“救济”和“前瞻性”的一般威慑措施,以保护投资者免受未来不当行为的伤害。因此,SEC 认为,法院在决定是否采取市场禁入措施时,应考虑以下 5 个非排他性因素:(1) 被告存在对不当行为负有责任的事实;(2) 主观上的故意程度;(3) 违法行为是否孤立发生;(4) 被告是否继续坚持其过去的行为是无可指责的;(5) 被告是否因其职业地位而可预见将来可能继续发生不当行为。^[31] 这些因素与帕特尔案法院采用的因素的关键区别在于,帕特尔案中的法院几乎是“消极地”关注被告是否在过去的诉讼中被发现犯有不当行为,该标准并

[28] See Jayne W. Bamard, *Rule 10b-5 and the Unfitness Question*, *Ariz. L. Rev.* Vol. 47, 2005, pp. 9-46. 该文还指出,这些列举的因素既不详尽也不强制。

[29] See Jon Carlson, *Securities Fraud, Officer and Director Bars, and the Unfitness Inquiry after Sarbanes-Oxley*, *Fordham J. Corp. & Fin. L.* Vol. 14, 2009, p. 701.

[30] See Brief of Plaintiff - Appellee at 57, *Bankosky*, 716 F. 3d 54-55 (No. 12 Civ. 2943).

[31] See Brief of Plaintiff - Appellee at 53, *Bankosky*, 716 F. 3d 57 (No. 12 Civ. 2943).

没有评估被告行为的具体事实是否暗示未来可能会发生不当行为。^[32]

为了论证行为人“不适合”往往需要考虑一些因素,其中有些因素经过案例中的不断适用,已相对比较固定。值得注意的是,《萨班斯—奥克斯利法案》将“实质性不适合”修改为“不适合”,其本意是降低证券市场禁入的适用标准。但正如有学者指出,《萨班斯—奥克斯利法案》还是存在一些问题,包括:(1)法案及其历史上的其他立法都没有提供任何有用的参数,使法院或 SEC 可以根据这些参数来评价行为人“不适合”这一关键问题;立法历史未能解决 SEC 最关心的问题,即 SEC 在法庭面前或在自己的勒令终止程序中以何种方式证明被告未来“不当行为的可能性”。^[33]正因存在这些问题,实践中法院对其认定标准的把握并未将降低,本质上还是坚持原来的“实质性不适合”的认定标准。《萨班斯—奥克斯利法案》之后,许多法院仍继续采用或维持使用帕特尔案件中的“六要素测试法”。在 SEC 诉 Bankosky 案中,第二巡回法院裁定该法案措辞的改变“并未损害帕特尔六要素测试法的有效性”。^[34]

毋庸讳言,认定行为人是否符合采取证券市场禁入措施的适用条件,本身就是一个难题,这给证券监管部门或者法院留下了很多的自由裁量空间。美国法院在认定董事或高管不适合任职时拥有相当大的自由裁量权,究其根源,乃是认定董事和高管“适合”与否的裁量基准缺乏。实践中,大多数专业人员都有这种基准。当一名会计师或律师有不当行为时,法院可以根据具体的专业标准来评价他或她的行为。然而,除了受托人职责所授予的一般标准外,并没有针对高级管理人员和董事的一致专业实践标准。由于缺乏裁量基准,法院很难将行为人的不当行为转化为“不适合”的判断。法院具有的自由裁量权使法院得以考虑一些因素,这些因素与认定行为人“未来不当行为的可能性”几乎没有关系,导致对“不适合”的认定前后不一。史蒂文·W. 舒尔曼认为,要改进“不适合”的认定标准,就需要将那些与旨在遏制不当

[32] See Brief of Plaintiff – Appellee at 56, Bankosky, 716 F. 3d 45 (No. 12 Civ. 2943).

[33] Jayne W. Barnard, *SEC Debarment of Officers and Directors after Sarbanes – Oxley*, Bus. Law. 2004(59), p. 393.

[34] SEC v. Bankosky, 716 F. 3d 45, 48 (2d Cir. 2013).

行为无关的考虑因素予以去除。这些因素包括被告的名誉受损、被告是否难以获得未来的工作、个人是否“应该”受到惩罚或向法院表示悔过等。考虑这些因素会削弱或影响证券市场禁入有效阻止未来潜在违规者的功能。^[35] 尽管如此,美国证券市场禁入适用条件立足行为人自身,探寻其“不适合”的动态测试要素,这一方法值得我国充分借鉴。

四、面向未来的动态条件:行为人未来“不当行为的可能性”

证券市场禁入的适用应当基于对行为人未来是否可能再次实施违法违规行为的判断。证券监管部门或法院若要对行为人采取证券市场禁入措施,必须对行为人当前或未来仍具有继续实施不当行为的可能性作出认定。关于这一动态适用条件,美国历史上经历了从未来不当行为的“合理可能性”到“可能性”的转变。

(一) 未来不当行为的“合理可能性”

长期以来,在美国联邦地区法院的诉讼程序中,要采取证券市场禁入措施,基本上都必须证明行为人存在未来实施不当行为的“合理可能性”。^[36] 直到2000年,大多数审理SEC市场禁入案件的行政法官(ALJ)还认为,为了支持采取市场禁入措施,SEC必须满足“合理可能性”标准。《证券法》第20(b)条和《证券交易法》第21(d)条授权SEC向联邦地区法院申请市场禁入令,条件是:“当SEC认为任何人正在或即将从事任何违反联邦证券法、规则或条例的行为,委员会均可……向任何[联邦]地方法院提起诉讼……禁止此类行为或做法,并在适当的情况下,被授予永久性或临时性市场禁入令或限制令……”^[37] 很明显,为了根据这些条款获得证券市场禁入令,SEC必须提供证据证明拟被禁入对象“不当行为很有可能再次发生”。^[38]

[35] See Steven W. Shuldman, *An Officer Walks into a Bar: Acknowledging the Need for Deterrence in Officer and Director Bars*, Fordham L. Rev. Vol. 83, 2014, p. 360.

[36] See *In re Flanagan*, 2000 WL 98210, at 36 (Jan. 31, 2000).

[37] Securities Act § 20(b), 15 U. S. C. § 77t(b) (1994).

[38] SEC v. Manor Nursing Ctrs., Inc., 458 F.2d 1082, 1100 (2d Cir. 1972).

美国历史上首次将未来发生违法行为的“合理可能性”作为实施市场禁入程序的前提的是沃伦·特雷普(Warren Trepp)上诉案。^[39] SEC中的行政法官拒绝对特雷普下达市场禁入令,因为尽管发现特雷普违反了法律,但她无法发现他今后有理由可能犯下类似的违法违规行为。SEC行政法官认为,SEC必须找到行为人未来违规的可能性,才能发出市场禁入令,并据此驳回了案件,因为她发现被告“不太可能”在未来“合理地”犯下证券违规行为。^[40] SEC的执法部门对此提出了上诉。SEC认为,“即使认定他过去犯下了所谓的不当行为,对特雷普发出证券市场禁入命令也不会达到补救的目的”。人们可以从SEC在特雷普的意见中推断出,采取市场禁入措施必须显示出拟禁入对象不仅仅是过去违反法律法规,采取市场禁入措施必须具有“补救目的”(remedial purpose),即用于防止其未来继续实施不当行为。^[41]

值得注意的是,SEC的行政法官就采取市场禁入措施需要具备的条件得出了不同的结论。在Rezbar案中,另一名行政法官则认为,“SEC在发出市场禁入令之前,不需要发现拟被禁入对象未来继续实施不当行为的可能性”。^[42] 对此,联邦最高法院法官一般认为,采取市场禁入令的目的是防止今后发生类似的违法违规行为,但是它们的范围不应超过实现这一目的的必要范围。这些案件可以理解为,如果一个违法违规者对今后犯下类似的违法违规行为只有任何“似是而非”的威胁,就可能没有理由发出市场禁入命令。^[43]

(二) 未来不当行为的“可能性”

随着证券监管实践的发展,美国一些评论人士借鉴了其他联邦监管机构的经验,认为较低的适用条件或标准可能就足够(采取市场禁

[39] See Andrew M. Smith, *SEC Cease - and - Desist Orders*, Admin. L. Rev. Vol. 51, 1999, p. 1199.

[40] See Trepp, Initial Decision Rel. No. 115, 65 SEC Docket 512, 515 - 516 (Aug. 18, 1997).

[41] See Andrew M. Smith, *SEC Cease - and - Desist Orders*, Admin. L. Rev. Vol. 51, 1999, p. 1200.

[42] Zbar, Admin. Proc. Rulings Rel. No. 425, 56 SEC Docket 1784, 1789 (Apr. 28, 1994).

[43] See Andrew M. Smith, *SEC Cease - and - Desist Orders*, Admin. L. Rev. Vol. 51, 1999, p. 1227.

入措施)了。^[44]不久,SEC也开始提倡这一理念,于是SEC的一些行政法官开始考虑“合理可能性”标准的替代方案。^[45]SEC接着将市场禁入令适用的标准明确规定为“一些风险(可能性)”标准,并认为,虽然有些风险是必要的,但并不需要太大的风险就可以采取市场禁入令。拟被禁入对象已经有过违规行为,如果没有相反的证据,一般就会认为将会增加其未来继续违规的风险。换句话说,有证据表明被告曾经触犯法律,他可能就会有重复的风险,那么就应对其采取市场禁入措施。我们可以对违反证券法的人强制执行市场禁入令,这与我们在寻求禁令救济时要求某人从事或即将从事不当行为形成了对比。^[46]

2001年,在SEC对皮特·马维克采取证券市场禁入措施案件中,SEC第一次阐明了它所提倡的“某些风险(可能性)”标准。该案中,SEC认为采取市场禁入程序中适用的“未来行为不当的合理可能性”标准并不适用于该案。在审查了其他具有市场禁入权力的联邦监管机构所适用的标准后,它得出结论:“虽然证券市场禁入命令像禁令一样,具有前瞻性要求,但国会的意图是,市场禁入令中要求的未来存在不当行为的风险要远远低于禁令所要求的风险。”^[47]正如帕特尔(Patel)的法院所指出的,“未来不当行为的可能性”始终是决定是否采取证券市场禁入的一个重要因素。第二巡回法院谨慎地注意到,在缺乏累犯记录或无视先前禁令的情况下,地方法院必须阐明行为人“具有未来复发可能性”的事实根据。但这通常很难证明,因为预测白领再犯充其量是不精确的。^[48]采取市场禁入令的目的是,如果允许一些行为重复发生,将可能造成严重损失,市场禁入令就是要防止这些行为

[44] See *id.*, pp. 1226 – 1227.

[45] See *In re Flanagan*, 2000 WL 98210, at 36 (Jan. 31, 2000).

[46] See KPMG Peat Marwick LLP, Exchange Act Release No. 43862, 2001 SEC LEXIS 98 (Jan. 19, 2001). available at <https://www.sec.gov/litigation/opinions/34-43862.htm>, 2019年6月15日访问。

[47] KPMG Peat Marwick LLP, Exchange Act Release No. 43862, 2001 SEC LEXIS 98 (Jan. 19, 2001). available at <https://www.sec.gov/litigation/opinions/34-43862.htm>, 2019年6月15日访问。

[48] See Jayne I. Barnard, *When Is a Corporate Executive “Substantially Unfit to Serve?”*, N. C. L. Rev. Vol. 70, 1992, pp. 1517 – 1519.

重复发生。^[49]

有学者经统计认为,在过去的 25~30 年里,“在 SEC 的要求下,基于过去的违法行为而颁布证券市场禁入令的司法态度变得比以前更加谨慎了。经验表明,证券市场禁入虽然并不总是一种“严厉的补救措施”(drastic remedy),但往往比“温和的预防措施”(mild prophylactic)要有效得多。在很多情况下,尽管法院裁定被告违反了证券法,但却仍不同意 SEC 下达市场禁入令,因为法院无法判定被告未来违反证券法的合理可能性。^[50]“某些风险(可能性)”标准的推出,将有利于降低证券监管部门的证明义务,更有利于证券市场禁入措施的实施。同时,也需注意的是,这并非属于一种激进,“可能性”标准尚需证券监管部门谨慎把握。

(三)“未来不当行为可能性”的认定

行为人的“未来不当行为可能性”如何判断,应当基于对行为人自身状况的分析。行为人过去的不当行为尤其是“累犯”等因素可以作为重要的判断因素,但更重要的是要基于对行为人自身当前相关主客观因素的动态综合评价。

1. 行为是孤立的还是反复发生的

在美国证券监管实践中,一般认为应当区分单一的不当行为还是多次欺诈,因为它与可能的再犯有关。在反复出现不当行为的情况下,不当行为跨越一段时间,对投资者的利益构成更大的威胁,因而相比单一的不当行为,应当采取更有效的措施,更应当对行为人采取市场禁入措施。同样重要的是,行为人虽然基于一个孤立的不当行为,但如果这一行为已严重到足以表明其今后可能再次发生不当行为,法院或 SEC 也应当对其采取市场禁入措施。

不过,SEC 似乎对证明“未来不当行为的可能性”的问题感到困惑,尤其是在涉及“初犯”的案件中。禁止对“初犯”设立终身证券市场禁入,可能会导致某些不当行为实施者以自己没有证券欺诈前科为由,

[49] 参见[美]莉莎·布鲁姆、[美]杰里·马卡姆:《银行金融服务业务的管制——案例与资料》(第2版),李杏杏等译,法律出版社2006年版,第406页。

[50] See Andrew M. Smith, *SEC Cease - and - Desist Orders*, Admin. L. Rev. Vol. 51, 1999, p. 1216.

为自己被采取证券市场禁入而辩解。^[51] 第二巡回上诉法院表达了一个观点,即初犯很少应该受到终身市场禁入的约束。

在美国历史上,这方面的案例也出现了几例。例如,在 SEC v. Johnson 案中,被告实施了一连串不当行为,旨在误导审计人员和公众,通过不当行为其还获得了可观的经济利益,但法院还是认为其是“初犯”,不符合采取终身市场禁入措施的条件,仅仅给了其 5 年的市场禁入。^[52] 此外,在 SEC 诉切斯特控股有限公司案件中,法院拒绝对被告康斯坦斯·皮涅提洛 (Constance Pignatiello) 实施终身市场禁入,而是处以 5 年市场禁入,法院的理由是因为她不像她的丈夫,她不是“惯犯”。^[53] SEC 尤其担心,如果一定要强调“惯犯”的要求,在安然 (Enron)、阿德菲亚 (Adelphia) 或世通 (WorldCom) 等灾难性案例中,市场禁入措施可能也无法获得。^[54] 另外还如,在 SEC 诉英戈尔兹比 (SEC v. Ingoldsby)^[55] 一案中,法院发现被告从事内幕交易是一个“孤立事件”,而他在庭审后作出的不会再次违反美国证券法 10b-5 规则的保证,足以令人信服地免除了对其采取证券市场禁入措施的必要性。在 SEC 诉斯科特 (SEC v. Scott) 一案^[56] 中,法院发现,尽管其中一名被告雷蒙德·迪克斯 (Raymond Dirks) 参与了一场公开发行并知道招股说明书中存在“严重误导”投资者的错误陈述,尽管他过去曾在 SEC 有过不当行为的不良记录,但律师提供的证据显示,与他一起参与其他发行的人表示,他一直以来都是非常努力地遵守联邦证券法。因此,法院认为,SEC 未能确定“他过去的行为将再次发生的可能性”。^[57]

由此可见,“行为是孤立的还是反复发生的”可以作为一个重要的要素,用以判断行为人是否具有未来不当行为的“可能性”。尽管存在

[51] See Brief of Plaintiff – Appellee at 56, Bankosky, 716 F.3d 45 (No. 12 Civ. 2943).

[52] See SEC v. Johnson, 595 F. Supp. 2d 40, 43–45 (D. D. C. 2009).

[53] See SEC v. Chester Holdings, Ltd., 41 F. Supp. 2d 505, 530 (D. N. J. 1999).

[54] See Jayne W. Barnard, *SEC Debarment of Officers and Directors after Sarbanes – Oxley*, Bus. Law. Vol. 59, 2004, p. 399.

[55] See Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P 95, 351.

[56] See SEC v. Scott, 565 F. Supp. 1513 (S. D. N. Y. 1983).

[57] See Jayne W. Barnard, *SEC Debarment of Officers and Directors after Sarbanes – Oxley*, Bus. Law, Vol. 59, 2004, p. 400.

一定的争议,SEC也表示了异议,但美国法院对此却表示了很大的关注。

2. 综合评判各类主客观因素

在确定“未来不当行为的可能性”时,也应当借鉴前述“多要素测试法”,考量行为人自身所具备的各种主客观要素,以综合考虑反映行为人为人“未来不当行为的风险”。

一是在主观方面,行为人的主观上的“故意”应当是一种重要考虑因素。如果整个不当行为是故意实施的,即使被告缺乏先前的违规行为,也可以对行为人实施证券市场禁入。行为人积极参与不当行为的程度,是一个重要考虑因素,因为这能够显示出其日后是否还会再犯。^[58]此外,如果不当行为是行为人反复为之的,即所谓的“惯犯”,也能反映出行为人为人“未来不当行为的风险”。

二是在客观方面,可供考虑的要素相对较多。在帕特尔案和莱文案中,法院认为,在没有具体经济利益的情况下,采取终身市场禁入措施“过于严厉”(far too draconian)。^[59]这是有问题的。帕特尔案和莱文案考虑的是纯粹经济收益,这忽略了行为人可能从不当行为中获得其他形式的非经济收益。行为人由于担任公众公司董事、高管等职务,其实施不当行为的影响自然并非仅是经济影响。即使这些不当行为没有给他们带来直接和即时的经济或财务利益,也不影响对其是否具有未来“不当行为的风险”的判断。此外,行为人在不当行为中所担任的角色也是一个关键要素。行为人越接近不当行为的中心,其越有可能重复不当行为,越应对其采取证券市场禁入措施。另外,一些利用专业性职位从事不当行为,行为人的专业性职位可能给其继续从事不当行为的机会,对其采取终身或一定期限的市场禁入措施可能是有效阻止此类不当行为的唯一途径。

当然,可供考虑的主客观因素较多,上述各种主客观因素,除了主观故意之外,均是基于个人客观方面特点,评价其是否具有“未来不当行为的可能性”,虽然可能还是带有一定的“预测”性质,但不可否认,

[58] See SEC v. Huff, 758 F. Supp. 2d 1288, 1356 (S. D. Fla. 2010).

[59] See SEC v. Jasper, 883 F. Supp. 2d 915, 930 (N. D. Cal. 2010).

这也使证券市场禁入具有了一定的科学性。正如在前述 *Patel* 案中法官所言,在作出是否同意施以证券市场禁入之前,应当“阐述证明未来可能再犯的事实基础”。^[60] 同时,综合考虑行为人评价行为人“未来不当行为的风险”,还需要考虑的一个重要理念是,这将直接影响对行为人采取证券市场禁入措施的种类。在决定对行为人施以终身市场禁入之前,应当充分考虑采取一定期限的证券市场禁入是否足以实现防范行为人“未来不当行为的风险”之目的。假如联邦地区法院认为施以有期限市场禁入不足以震慑违法行为,需要终身市场禁入时,应当给出充分的理由予以支撑。^[61] 在采取全行业市场禁入措施之前,应当充分考虑采取部分行业市场禁入是否就足够。因此,综合考虑行为人的主客观因素非常重要,因为它直接关系到证券市场禁入实施的精准性以及整个证券市场禁入制度的目的实现。

五、我国证券市场禁入适用条件由静态向动态的转型

美国证券监管实践注重证券市场禁入的动态适用,着眼于行为人的当前和未来,有利于实现证券市场禁入的制度目的,我国应当予以吸收借鉴。同时,我们也应注意到美国证券监管部门、法院等对于行为人“不适合”“未来不当行为的可能性”的具体认定形成了诸多相对科学的测试方法,旨在精准把握证券市场禁入的适用对象。我国应当对现阶段静态适用条件予以改革,实现由静态向动态的转型,才能实现将那些真正需要市场禁入的人员阻隔在证券市场之外,更好保护投资者利益和公众利益。

(一) 注重动态适用条件的关联性限定分析

证券市场禁入的适用条件仅仅强调“违反法律法规和证监会规定”和“情节严重”,缺乏对行为人实施不当行为与对其作出“不适合”认定的关联性判断。证券市场禁入的适用条件缺乏关联性限定主要表

[60] See 61 F. 3d 142 (2d Cir. 1995).

[61] See *id.*

现为:采取证券市场禁入措施并非出于特殊预防或者实现责任报应的价值追求,而在于论证行为人“不适合”继续参与证券市场。^[62] 确定适用证券市场禁入的具体标准,必须综合考虑拟被禁入对象当前参与证券市场的“不适合”和具有未来“不当行为的风险”。因此,应当避免使用“情节严重”这类着眼过去不当行为的静态标准。行为人过去具有不当行为,即使“情节严重”,也并不必然构成证券市场禁入的适用条件。反之,即使行为人过去没有不当行为,也可能需要对其采取证券市场禁入措施,甚至终身证券市场禁入措施。行为人过去有不当行为,不能仅仅强调“过去”这一因素,应当着眼于行为人自身,从其主客观行为寻找其当下“不适合”和未来“不当行为的风险”这两大因素。

由于缺乏关联性限定,证券监管中容易造成证券市场禁入措施的不当适用,一些原本不需要被采取市场禁入的行为人可能被采取市场禁入,一些原本需要市场禁入的,却可能不被市场禁入。针对上述两个问题,Steven W. Shulman 提出了三个关键的改进机制,主要包括:一是通过阻止法院考虑某些个别化的“无形”因素来减少不一致的结果,这些因素对防止今后的不当行为没有多大作用,通过消除司法考虑中的“无形因素”,法院可以减少被告之间的不一致结果。二是限制采取市场禁入措施的标准,使其聚焦于判断行为人的“不适合”,避免注重惩罚等理念,因为这些理念起源于刑法。三是提高采取市场禁入标准的关联性,以符合《萨班斯—奥克斯利法案》的立法意图,确保该法能更成功地阻止未来的不当行为,解决诸如 2008 年金融危机期间普遍存在的管理不当行为。^[63]

Steven 提出的观点值得我国借鉴。我们在建构证券市场禁入的适用条件应当强调关联性限定,使适用条件限定于行为人自身的“适合”与“未来不当行为的可能性”。美国在相关执法实践中发展出了“五要素测试法”“六要素测试法”“九要素测试法”等“多要素测试法”,为

[62] See Aukerman M. J., *The Somewhat Suspect Class: Towards a Constitutional Framework for Evaluating Occupational Restrictions Affecting People with Criminal Records*, *Journal of Law in Society*, Vol. 23, 2005, p. 7.

[63] See Steven W. Shulman, *An Officer Walks into a Bar: Acknowledging the Need for Deterrence in Officer and Director Bars*, *Fordham L. Rev.* Vol. 83, 2014, p. 359.

SEC 在监管实践中具体把握适用条件确立了客观基础。通过一系列案件,法院为证券市场禁入措施的适用条件明确了具体的考量因素(美国相关案例中又称为“参数设置”),并因此形成了一个关于当前“不适合”和未来“不当行为的风险”的定义或标准。我们可以借鉴美国的“多因素测试法”,通过科学设定测试因素,强化关联性限定,最终将适用条件聚焦到行为人当前的“不适合”状态上,以确保证券市场禁入制度的目的得以实现。

“多因素测试法”的本质即在于关联性限定。基于关联性限定,在适用证券市场禁入时应强化适用条件的关联性分析。例如,对于事出有因或者基于过失实施不当行为的,不应当作为证券市场禁入的考量因素。对于行为人多次违反证券法律法规,经证券监管部门处罚后再次违反的,应当将之作为重点考虑,这类行为人属于证券法律法规的“累犯”,其行为已充分反映出当前的“不适合”情况及未来继续从事不当行为的可能性,从而直观地反映出对其采取证券市场禁入的必要性。同时,也要充分考虑行为人实施不当行为之后的积极表现。行为人实施了不当行为,这是行为人的“过去”,已属于一种静态事实,无法纠正或变更。行为人在不当行为发生后积极弥补损失后果发生,积极配合证券监管部门调查,积极赔偿投资者利益损失,这类积极行为应当可以作为评价行为当前“不适合”状况的考量因素。反之,行为人实施不当行为后,毫无悔改之心,拒不履行行政处罚决定,拒不履行投资者利益赔偿义务,或者在证券监管部门调查之时抗拒执法,这类行为反映出行为人从根本上否定了证券监管的权威性、严肃性,动摇了公众对证券监管的信赖,因而也就有了采取证券市场禁入措施的必要性。

(二) 注重行为人“当前责任”^[64]的动态判断

Steven A. Shaw 认为,联邦机构的官员们在行使他们的自由裁量权来实施市场禁入时,面临着两个基本问题:(1) 行为人过去是否负责的行事;(2) 拟被市场禁入对象“目前是否是负责的”。行为人过去是否

[64] “当前责任”强调行为人当前的“负责任”状况,能够对当前和未来实施的行为负责,区别于一般理解的行为人对过去实施的不当行为负责。

负责任地行事以及它是否“目前是负责的”,这两个问题经常被混淆。^[65] 监管机构在确定是否需要市场禁入时,应把重点放在这两个问题上,而不能仅仅依赖于所指控的不当行为的性质,或依赖于实施不当行为的行为人是否在公司内担任重要职务。^[66]

行为人对其不当行为的反应是确定其“当前责任”的核心,不能仅凭其有过去不当行为的证据就对其实施市场禁入。在发现不当行为后,监管机构必须确定其当前是否是“负责任”的。无论过去的不当行为有多严重,行为人当前是否仍有资格参与市场,是否在其组织内部进行了完善以确保不当行为不再发生,这些都是需要进一步分析的。市场禁入官员必须充分了解事实,才能确定其是否恰当地处理了其不当行为。为了确定行为人目前负有责任,大多数市场禁入官员将要求强有力的证据证明行为人认识并理解其不当行为的严重性。^[67] 值得借鉴是美国联邦采购方面的市场禁入。市场禁入是联邦政府可以采取的行政补救措施,以取消承包商或个人获得联邦政府合同的资格。《联邦采购条例》(FAR)规定,采购合同应当授予给“负责任”的承包商。FAR规定在没有明确确定承包商责任的情况下,合同管理人员不得授予合同。^[68] 因此,负责订立政府合同的人员必须评估承包商的能力,确定承包商是否能按时和令人满意地完成工作。在保障公共采购制度

[65] See Steven A. Shaw, *Access to Information: The Key Challenge to a Credible Suspension and Debarment Program*, See Schooner, Steven L. and Collins, Susan Margaret and Bednar, Richard J. and Shaw, Steven A. and Brian, Danielle and McCullough, James J. and Pachter, John S. and Madsen, Marcia G. and Yukins, Christopher R. and Zucker, Jennifer S. and Pafford, Abram J., *Suspension and Debarment: Emerging Issues in Law and Policy*, Public Procurement Law Review. Vol. 13, 2004, p. 23. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=509004>.

[66] See Steven A. Shaw, *Access to Information: The Key Challenge to a Credible Suspension and Debarment Program*, See Schooner, Steven L. and Collins, Susan Margaret and Bednar, Richard J. and Shaw, Steven A. and Brian, Danielle and McCullough, James J. and Pachter, John S. and Madsen, Marcia G. and Yukins, Christopher R. and Zucker, Jennifer S. and Pafford, Abram J., *Suspension and Debarment: Emerging Issues in Law and Policy*, Public Procurement Law Review, Vol. 13, 2004, pp. 23 - 24. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=509004>.

[67] Ibid., pp. 25 - 26.

[68] See FAR 9. 103.

的多项核心价值方面，“当前责任”扮演着重要角色。与“负责”的公司签订合同不应使政府面临最终违约、延迟交货、质量低劣、成本超支等风险。因此，责任确定与政府寻求获得的商品或服务之间通常存在联系。^[69]

SEC 专员路易斯·阿吉拉 (Luis Aguilar) 认为，一个有效的执法项目必须：(1) 关注行为不端的个人责任；(2) 制定最大限度的威慑战略，重点是利用现有的制裁措施，有效遏制和惩罚不当行为；(3) 特别注意“惯犯”，以防止进一步的不当行为。^[70] 在评估我们的执法计划的有效性时，一个需要考虑的重要问题是，我们是否像斯坦利·斯波金 (Stanley Sporkin) 曾经描述的那样，能够“先发制人”，我们是否在创造性地、积极地寻找方法，让每一个负责的个人，无论其头衔如何，都对违反联邦证券法的行为负责？^[71] “当前责任”作为评价行为人未来是否“适合”继续留在证券市场的一个核心标准，应当作为证券市场禁入的责任基础。

(三) 注重行为人个体状况的动态监测评估

为了克服静态条件的弊端，我国证券市场禁入应当采取动态条件，动态关注行为人的“适合”情况，综合考察行为人过去、现在和将来的情况。对于行为人过去的不当行为，应综合考虑其实施不当行为的原因、动机、次数、程度、主观方面的故意或过失等，还应重点考虑实施不

[69] See Steven A. Shaw, *Access to Information: The Key Challenge to a Credible Suspension and Debarment Program*, See Schooner, Steven L. and Collins, Susan Margaret and Bednar, Richard J. and Shaw, Steven A. and Brian, Danielle and McCullough, James J. and Pachter, John S. and Madsen, Marcia G. and Yukins, Christopher R. and Zucker, Jennifer S. and Pafford, Abram J., *Suspension and Debarment: Emerging Issues in Law and Policy*, Public Procurement Law Review, Vol. 13, 2004, p. 3. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=509004>.

[70] See Luis Aguilar, Comm'r, SEC, *Taking a No – Nonsense Approach to Enforcing the Federal Securities Laws* (Oct. 18, 2012), available at http://www.sec.gov/News/Speech/Detail/Speech/1365171491510#_edn26, accessed Jun. 4th, 2019.

[71] See Shahien Nasiripour, *Financial Crisis Prosecutions on Wall Street Slow to Develop Despite Cries for Justice*, Huffington Post (02/04/2011, Updated Dec 06, 2017), available at https://www.huffpost.com/entry/financial-crisis-prosecutions-wall-street-slow_n_818851, accessed Jun. 4th, 2019.

当行为后的态度、表现等。动态条件的适用,要求证券监管部门在判断是否需要为行为人采取证券市场禁入措施之时,应当是能动、灵活的,行为人是否“适合”两方面的因素均应关注。同时,更为重要的是,静态条件下的行为人是被动的,无论其如何积极表现,均将被采取证券市场禁入措施;而动态条件的行为人则完全不同,其自己也应当是积极的,其自身是否“适合”、是否需要被采取证券市场禁入措施并非天然注定,只要具备积极因素,有利于克减其“不适合”的状况,从而有利于激励行为人积极努力,最终可能其将不被采取证券市场禁入措施。为此需要赋予证监会独立充分的证券市场禁入自由裁量权。

在美国,有些人建议应该采取强制市场禁入的方式,也即应该在诸如起诉或定罪等触发事件后自动实施市场禁入。对于这种取消市场禁入权的自由裁量,转而改为由法律法规强制性规定的做法,Steven A. Shaw 认为是不明智的。他认为,如果采取强制市场禁入,而不是允许市场禁入官员自由裁量,行为人将不再有动机与监管部门一起以积极、创造性的方式工作,以造福整个政府利益。相反,他们会有更加充分的动机来抵制和否认问题的存在,从而不做任何改变,因为他们担心不管怎么努力,他们都会面临被强制市场禁入。事实上,他们往往是愿意做出改变的。^[72] Brian 还就法律规定要对律师采取终身市场禁入而不允许自由裁量,发表了他的看法,认为如果市场禁入是为了保护该职业的名誉以及保护公众,为什么不简单地允许法官使用他们的自由裁量权来实现这一目标呢?如果一名律师能够证明他不再对该行业或公众构成威胁,那么,禁止他从事律师工作就没有任何好处。如果法官有这种自由裁量权,对解决律师不当行为而言,就可能不至于显得过于呆板。^[73] 证券市场禁入是一种“非惩罚性”补救性措施,其需面向行为人

[72] See Protecting Taxpayer Dollars: Are Federal Agencies Making Full Use of Suspension and Debarment Sanctions; Hearing before the Subcommittee on Technology, Information Policy, Intergovernmental Relations and Procurement Reform of the Committee on Oversight and Government Reform, House of Representatives, One Hundred Twelfth Congress, First Session, Bluebook 20th ed. 2012, pp. 36 - 37.

[73] See Brian Finkelstein, *Should Permanent Disbarment Be Permanent*, Geo. J. Legal Ethics, Vol. 20, 2007, p. 597.

的当前和未来,仅仅依赖法律强制性规定无法实现,而需要赋予证券市场禁入实施主体独立、充分的自由裁量权,对行为人当前的“不适合性”和“未来不当行为的风险”作出动态监测评估。唯有如此,才能实现证券市场禁入的精准适用。

六、结语

证券市场禁入的适用,应当严格具备一定的条件。我国证券法律法规和监管实践以行为人“违反法律法规和证监会规定”和“情节严重”作为证券市场禁入的适用条件,使得证券市场禁入具有鲜明的“惩罚性”。证券市场禁入具有“非惩罚性”和“补救性”的制度性质,旨在防范行为人未来继续实施违法违规行为,应基于行为人个体情况,着眼于行为人的当前“不适合”和未来“不当行为的风险”的动态判断,加强证券市场禁入的动态适用。美国关于证券市场禁入的适用条件是动态的,通过运用“多要素测试法”,加强对行为人当前“不适合”和未来“不当行为可能性”的判断分析,从而使证券市场禁入的适用不至于“恣意”和“任性”。我国应当充分借鉴美国经验,对证券市场禁入的适用条件进行系统改造,加强对行为人个体情况的动态监测评估和判断,实现由静态向动态的转型。

(编辑:姜沅伯)