

证券行政和解中投资者行使 参与权与知情权的困境与出路*

——程序性规范的研究视角

罗慧明**

摘要:基于对行政执法效率和行政执法资源合理配置的考量,证券领域开始积极试点行政和解制度。证券行政和解制度中隐藏着一些风险,在和解过程中建立程序性制度帮助投资者有效地行使参与权与知情权,能最大可能地降低这些风险。结合我国最近出台的《行政和解试点实施办法》和《行政和解基金管理暂行办法》,以程序性规范为路径对投资者参与权和知情权的实现机制提出合理化建议。

关键词:证券行政和解 投资者参与权 投资者知情权 程序性规范

* 本文是教育部哲学社会科学重大课题攻关项目《国际金融中心法制环境研究》(11JZD009)子课题国际金融中心金融纠纷的多元化解决机制研究的阶段性成果。

** 华东政法大学经济法专业博士研究生。

一、证券行政和解中投资者保护的困境与破局

由于资本市场的迅速发展,基于全能行政监管者和无限监管资源的传统证券投资者保护模式已难以为继。随着监管的转型,强制执行力的成为证券监管工作的核心,但严厉的公法制裁并未对投资者利益进行良好地保护(因为违法所得和所处罚金一般上缴国库,投资者不仅无法从执法中获益,反而可能遭遇执法与其争利的情形)。〔1〕 证券民事诉讼波澜不兴的现状使得我们需要运用公法路径为投资者寻求必要的补偿。证券行政和解制度正是这样的一种制度安排,使投资者能得到证券监管者的庇护,运用公权力实现私人求偿。与传统证券执法对个人利益的漠视不同,证券行政和解制度通过补偿受损投资者的个体利益来维护证券市场的公共利益。因为只有承认个体利益,才可能由个体让渡部分权利形成公共利益,个体利益是公共利益的前提和基本因子,公共利益是个体限缩自我利益形成的结果,二者相生共荣,不可分割。〔2〕 行政和解制度在证券执法中运用的风险主要体现在对行政主体贩卖公权的担心,即如何防止行政机关在行政执法和解过程中与相对人进行利益交换从而损害投资者利益。为防止和解过程中行政权的扭曲背离制度设计的初衷,如何使投资者参与到行政执法和解过程中,使行政和解具备规范性、民主正当性以及可接受性成为制度设计需要解决的首要问题。这也是和解制度对投资者的最大价值所在,于投资者而言,和解最大的魅力在于“通过这些非正式程序,行政过程中的当事人提高了满意程度,使他们能够参与到事关自己的行政决定过程中去”。

〔1〕 为确定被告和获得证据,许多证券民事诉讼都在行政诉讼之后提起,造成民事赔偿往往在行政处罚之后才执行,投资者因此无法再从违法者那里获得足够的补偿。参见彭冰:“建立补偿投资者的证券行政责任机制:针对内幕交易和操纵市场行为”,载《中外法学》2004年第5期。

〔2〕 参见洪艳蓉:“公共管理视野下的证券投资者保护”,载《厦门大学学报》(哲学社会科学版)2015年第3期。

证券行政和解制度的立法模式主要有程序性规范模式和实体性规范模式两种。前者如美国,制度设计的重点在和解程序的建构上,主要的内容包括和解启动的条件、协商的程序等可操作性规范;后者如德国和我国台湾地区,制度设计的重点围绕和解契约的效力,保障和解结果的确定性。已有的研究多从证券行政和解制度的宏观构建出发,讨论和解适用范围、和解的程序、和解与公共利益的关系以及和解金的使用等方面,切入的视角大多以市场监管者的角度来予以探讨。^[3]下文笔者尝试定位于普通中小投资者的视角,结合中国式证券行政和解的实践,从程序性规范的视角,就证券行政和解中投资者参与权与知情权的保护机制展开讨论。鉴于证券纠纷的专业性,普通投资者难以理解问题的症结所在,知情权难以实现;同时由于证券性涉众性特点,普通投资者的参与权需要进行细化的程序设计。行政和解程序作为一种合意型程序,为了程序参与者(即达成和解协议的双方)与利害关系人(多数情况下为投资者)之间的利益平衡,在程序运行过程中必须赋予投资者程序上的“抗辩权”来保护自己的利益。这种“抗辩权”的具体形式可以是出示证据,发表主张等。以程序设计作为切入点对整个和解制度的实施过程进行控制不失为一种有效路径。这种程序设计是一种对抗性的制度设计,通过程序的设计达到风险管理的最终目的,最大限度地减少对贩卖公权的担心。

二、投资者参与权保护机制:以程序性权利实现为核心

证券行政和解针对的是本应该受到行政处罚的证券违法行为,属

[3] 参见殷继国:“论公权契约化——兼论国家干预契约化”,载《行政法学研究》2013年第1期;步兵:“论行政契约之效力状态”,载《法学评论》2006年第4期;杨寅:“公私法的汇合与行政法的演进”,载《中国法学》2004年第2期;周佑勇、李俊:“论行政裁量中的和解——以德国法和美国法为观察”,载《行政法学研究》2007年第1期;叶林等:“证券执法和解制度的比较研究”,载《西部法学评论》2009年第3期;丁丁、侯凤坤:“我国引入证券执法和解制度的法律争点与解决途径”,载《证券法苑》2013年第9卷。

于柔性化行政执法。证券行政和解协议的双方当事人为证券监管机构和受监管的相对人,其主要内容是证券监管机构的和解结案和相对方为或不为特定行为的承诺。由于相对方的承诺涉及和解双方之外的主体,从契约的角度来看属于证券行政和解协议的涉他效力;从债的角度来看,因为和解突破了债的相对性规则,在协议中对第三人设定了负担,对和解当事人以外的第三人利益产生了影响,所以应当征求第三人的意见。对此问题,此次中国证监会制定的《行政和解试点实施办法》(以下简称《实施办法》)第5条和第6条第4款贯彻了上述立法精神。^{〔4〕} 证券和解协议具备合法性的前提条件是不得损害第三方利害关系人的利益(主要为投资者)。根据证券和解协议是否对第三方利害关系人施加负担,第三方利害关系人所享有的权利也有所不同。对第三方利害关系人施加负担的证券行政执法和解,须由该第三方利害关系人参加和解并征得其同意,否则即属违法。对没有对第三方利害关系人施加任何负担的,则无须征得其同意,对此有些国家或地区的法律只安排该第三方利害关系人参加和解谈判的听证。由此,证券行政和解过程中,在不同的情形下,投资者参与权包括程序性权利和实体性权利两个方面。程序性的权利可以具体细化为以下两个问题:一是如何告知与涵盖所有受害人?二是投资者如何参与到行政和解过程中?实体性权利主要涉及和解内容的协商问题,即哪些情形下需要投资者的书面同意。例如,我国台湾地区“行政院公平交易委员会缔结行政和解契约处理原则”规定“如和解契约的履行将损害第三人的权利时,和解契约须经该第三人书面同意,始生效力”。第三人的书面同意成为了某些情形下的生效要件。我国的证券行政和解制度尚处于试点阶段,就《实施办法》的具体内容而言立法模式上也更接近采取了程序性规范模式。兼之如果投资者参与到和解谈判程序中,对赔偿数额以及是否和解享有决定权,在实践中必然影响和解的达成,也难以操作。实际上,和解金额的多寡并不是导致争议出现的关键因素,和解过程中能

〔4〕 《行政和解试点实施办法》第5条就明确规定,“行政和解”协议的订立和履行,不得损害国家和社会公共利益,不得损害他人合法权益。其第6条第4款又规定,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。

否通过合法的程序表达诉求是导致争议产生的主要因素。万福生科赔偿案和海联讯赔偿案中有关赔偿金额与其获利或者可能遭受到行政处罚的数额相比较而言,赔偿金额引起了较大的争议;类似的争议同样也出现在美国的高盛和解案和华尔街十大金融机构和解案中。^[5] 和解协议中,违法者对违法行为的态度往往是采取既不承认也不否认的表述方式,如果当事人采取的是不承认违法行为的态度,则不允许当事人和解。^[6] 和解不具有违法或责任承认的效果,不计入和解相对方遵守法律的档案资料。因而,在和解决策前就和解的内容征询投资者的意见或举行听证是投资者将其意见反映给和解双方,表达自己利益诉求重要手段。例如,我国台湾地区金管会在行政和解契约协商过程中征询投资者的意见或举行听证,即使此种意见对金管会而言并没有拘束力,仅作参考。^[7] 《实施办法》第27条规定证监会在就行政和解金的数额与行政相对人协商时,可以采取适当方式,就投资者损失情况听取投资者的意见。故而下文的探讨主要集中在投资者参与权中程序性权利。投资者参与权中的程序性权利的实现具体可细化为以下两个问题:如何告知与涵盖所有受害人以及以何种方式参与到和解程序中?

如何告知与涵盖所有受害人问题争论的焦点在于和解程序中投资者是否要明示参加和解,即“明示参加,默示退出”。由于投资者人数众多且为了尽快地启动和解赔偿程序,信息披露公告的期限往往较短,在这样一个时间周期内,投资者难以知晓权利的救济途径并主张其权

[5] 2010年的高盛和解案中,尽管高盛支付的罚金数额绝对数额非常巨大(5.35亿美元),但因为最终支付的罚金数额远远低于SEC提起诉讼时主张10亿美元证券欺诈罚金,引起各方的非议。2013年7月,华尔街10家金融机构以支付85亿美元赔款的代价与美国监管机构达成和解协议,从而终止了监管机构对其在办理房屋止赎手续过程违规操作行为的严格审查。批评者指出,美国监管机构的板子打得并不够重,85亿美元的和解金额不可能完全补偿因本次止赎风波而丧失居住权者的损失。参见 www.sec.gov/litigation/litreleases/judg18113.pdf, 2015年1月10日访问。

[6] 17 C. F. R. § 202.5(e)。当事人如果在事后否认所指控的事实,SEC可以撤销和解或者要求当事人撤回声明。See *McLucas & Polise, A Critical Examination of the SEC's Enforcement Process*, 8 *Insights* 1, at 3 (1994); *SEC v. Angelos*, 28 *Sec. Reg. & L. Rep.* (BNA) 547 (D. Md. 1996)。

[7] 具体内容参见我国台湾地区“行政程序法”(2005年12月28日修订)第3章。

利。这也是在万福生科赔偿案和海联讯赔偿案受到诟病的焦点之一。^{〔8〕} 笔者认为应采取“明示退出,默示参加”原则,类似于集团诉讼的规则。投资者退出和解程序必须明示,不明示退出则推定为同意和解赔偿程序。具体理由如下:行政和解程序的运行不仅应该保障监管部门与相对人之间的公平,还应该保障程序参与人(投资者)的公平。保障程序参与人的公平可以分为两个层面:保障结果的一致性和时间的一致性。行政和解程序首先可能产生结果上的不一致。结果的一致性是针对不同的市场主体而言。不同的参与人在同一程序中获得的对等应该是大致相同的。时间的一致性是针对同一市场主体的。投资者作为同一程序的参与行政和解程序中可能产生时间上的不一致。对于给定的同一种非正式程序,同一主体在不同时期的使用,产生了不同的结果。^{〔9〕} 虽然对其他的市场主体没有影响,但会使同一主体产生不公平的感觉。“明示参加,默示退出”原则的适用将造成保障结果的不一致性和时间的不一致性;适用“明示退出,默示参加”的原则将避免上述结果的发生,“明示退出”属于自主处分权利的行为。

投资者以何种方式参与到证券行政和解中涉及两个方面:一方面由谁来代表投资者参与和解协商程序;另一方面通过什么制度予以实施。

投资者参与权的实现一般通过投资者代言人或独立专业机构参与。采取此种解决方式主要基于以下两个因素的考量:一是普通投资者专业知识的匮乏与证券纠纷的涉众性。在此情形下投资者参与权需要专业人士的帮助。例如,我国台湾地区采取了由投资者保护中心作为代表,在涉及投资者权益保护的重大事项制定与实施过程中,代表中小投资者发表意见,表明立场,取得了良好的效果。我国台湾地区学者通过对台湾财团法人证券及期货投资者保护中心自2003年成立以来的数百起证券团体诉讼进行研究,检视我国台湾地区由非营利性组织

〔8〕 万福生科案和海联讯赔偿案从严格意义上来讲不属于运用证券行政和解制度的典型案例,因为在两案中依然进行了行政处罚,这与证券行政和解制度的本质是不相容的。但是由于其后续对投资者的赔偿方案与其操作模式与证券行政和解制度有着异曲同工之妙,因而文章把它们纳入中国式证券行政和解实践的范畴予以讨论。

〔9〕 参见焦海涛:“经济法非正式程序的公平价值”,载《西部法学评论》2011年第2期。

主导的团体证券诉讼的成效。从强制执行胜诉判决与和解两方面入手,统计出10年(从2003年1月1日到2012年12月)来这两方面取得的金额填补投资人损害的比例从而了解证券诉讼填补损害的功效。结论显示保护中心通过和解制度对投资者利益的保护远远大于其代表提起团体证券诉讼的成效。^[10] 二是证券监管的多种目标性使单一的监管者难以兼顾,为使投资者获得更多保障需要组建有效的组织形式。有些发达国家在2008年金融危机后采取了拆分现有监管机构的方式设立专门监管机构来实现投资者保护的目标。^[11] 未能拆分的国家则设立监管上的专门代言人即专门的投资者保护机构以此回应投资者保护的监管目标。^[12] 投资者保护行政组织的独立性与专业化成为了一种世界潮流。

《实施办法》中对由谁来代表投资者参与和解协商程序并没有规定,只是笼统地规定中国证监会在就行政和解金的数额可以采取适当方式听取投资者及利害关系人的意见。我国2011年也设立了证券投资者保护局,从形式上属于投资者保护的专门代言人身份,但基于其独立性的缺失和履行投资者保护能力的孱弱,其效用有待实践检验。有学者认为我国证券投资者保护局仅仅是证监会内设的职能部门,只享有统筹规划、协调建议、督导促进、组织参与等务虚型权责。^[13] 在万福生科和海联讯虚假陈述事件中,中国证券投资者保护基金公司(以下简称保护基金公司)受责任主体之托管理由其设立的专用基金,并运用交易所信息系统和结算平台进行资格认定,在较短的时间内与损害者快速和解,取得了较好的效果。基于此,中国投资者保护基金公司曾

[10] 参见林郁馨:“投资人的诺亚方舟——投资人保护中心与证券团体诉讼之实证研究”,载《月旦法学杂志》2014年第6期。

[11] 诞生双峰理论的英国,吸取监管失败教训,2013年将唯一的金融监管局(FSA)拆分为审慎监管局(PRA)和金融行为准则局(FCA),前者负责审慎监管金融机构,保障金融系统稳定;后者负责监管金融服务行为和金融工具,保护金融消费者。

[12] 美国通过《多德-弗兰克法》设立消费者金融保护局(CFPB),平行于各金融监管机构,负责统一执行分布于不同联邦机构的金融消费者保护职能,并授予其制定规则、检查、罚款等实权。

[13] 同注[2]。

被认为是投资者代表的较佳选择。^[14] 新近出台的《行政和解金管理暂行办法》(以下简称《暂行办法》)中保护基金公司被赋予履行行政和解金的管理职责,保护基金公司可以就补偿方案内容以适当形式征求投资者的意见。^[15] 保护基金公司不再适宜代表投资者。上述两个规章中都采取了“适当形式”的表述方式,而没有明确规定用何种形式征求投资者意见。

笔者认为,建立明确具体的听证制度,配合美国 SEC 证券执法中的行政法官制度是可行的解决路径。听证制度是一些实行证券行政和解制度国家的必设部分。为了充分维护投资者利益和参与性,必须保障听证程序的独立性和公正性。证券行政和解过程中保障主持听证人员的独立性和权威性是听证制度真正发挥作用的关键所在。这其中涉及制度对主持听证人员权力的直接赋予与制度保障。证券行政和解中的听证机关代表权利申请者,是中小投资者的代言人,在听证的过程中,听证人员不仅要形成记录,而且有义务帮助中小投资者表达他们的权利主张。实现听证机关功能的前提是确保听证机关的独立性,此次《实施办法》将行政和解金补偿方案的制定权交由保护基金公司制定,结合上文的分析,实际上也将听证的权力交由保护基金公司行使,中国证监会和财政部仅仅作为和解金使用管理的监督机关。《实施办法》中的上述规定试图实现听证机关的独立性以满足程序正义的要求,但在保护基金公司已经是和解金补偿方案制定者的前提下,再成为听证机关,就与立法初衷背道而驰。因而保护基金公司的“以适当形式征求投资者意见”的职责应另辟蹊径由其他机构执行,而不是求助于自身。

美国 SEC 证券执法中的行政法官制度较为充分地体现了听证程序的独立性和听证人员的专业性,可予以借鉴。美国行政法官的角色定位大约有三种模式:一是作为司法型的法律助手;二是作为行政机关中可行使申诉权的初始证据发现者;三是作为行政法院并因自己的

[14] 参见杨光:“中国证券投资者保护基金的再定位”,载《上海金融》2014年第10期。

[15] 《行政和解金管理暂行办法》第10条第2款。

专业受到尊重。^[16] 行政法官属于上述模式中的第二种。行政法官担负着主持听证和进行初步裁定。行政法官虽然是 SEC 的职员,却具有相当的独立性。主要体现在以下几方面:首先,行政法官不接受 SEC 的绩效考核,而由行政法官人事管理办公室确定。其次,对行政法官的纪律处分由品行体系维护委员会(Merit System Protection Board, MSPB)进行,除非 SEC 有足够理由。最后,行政法官具有的是法定权力,不需要 SEC 委任。行政法官不受 SEC 及其他官员的干预。^[17] 尽管依据 SEC《行为规范》,单个委员、不构成委员会法定决策人数的委员可以成为听证官(Hearing Officer),但实际上委员参与的情况非常少,基本上是通过行政法官进行。证券行政和解过程中的听证程序属于是非对抗性的、探究式的程序,其中申请者并无法律顾问,政府也并没有相应的代表。听证程序的功能更多的是吸纳投资者充分参与,成为实现投资者参与权的一种程序,应该说它体现的更多是程序正义的要求。原因在于各国的证券行政和解中的听证程序中形成的意见对决策机构并没有拘束力,美国的行政法官虽然可以做出初步裁决,但也有可能被 SEC 改变。程序正义的要求听证机关独立于所属机关,以中立、无偏袒的态度听取意见。为了控制裁决机关滥用行政裁决权,控制其偏见,需要保证听证人员事实发现权不受所在机关的影响。

在选择听证人员的时候,监管机构往往面临着两难的境地。专业性的人员大多数情况下是作为兼职人员的身份参与到听证程序中,与行政机关关系松散,行政文化也相对欠缺,很难将自己的角色与行政机关的工作融为一体。美国行政法官的遴选制度值得我们效仿。行政法官通常是某一领域的专家,只为特定的机关效力,拥有该领域的深厚的理论素养和丰富的实践经验,他们是运用专门领域的专业知识来解

[16] See Jay S. Bybee, *Agency Expertise, ALJ Independence, and Administrative Courts: The Recent Changes in Louisiana's Administrative Procedure Act*, 59 La. L. Rev. 431, 445 (1998-1999). 转引自高秦伟:“行政救济中的机构独立与专业判断”,载《法学论坛》2014年第2期。

[17] 根据《联邦行政程序法》第556节(c)款及 SEC《行为规范》第111条的规定。

决问题,关于这一点我们从 SEC 行政法官的选拔和任用可见一斑。^[18]尽管“专业的神话”受到了质疑,^[19]我们仍然认为由于证券纠纷具有非常强的专业性,这就要求听证人员也必须通晓法律、金融、证券知识,是上述领域中的翘楚。

三、投资者知情权保护机制:以信息披露程序性规则为核心

知情权作为一个独立的权利概念,首先是作为一种宪法和行政法上的权利进入人们的视角的。投资者知情权的产生是与社会社会化大生产和信息时代的信息分布不对称现象密切相关,属于经济法范畴的知情权。经济法上的知情权是指在社会化大生产过程中参与创造、实现和分享财富的自然人、组织和国家享有的获取各类与生产劳动和消费有关的信息的权利。此种知情权的性质既不是单纯的公权,也不是单纯的私权。根据其主体和所维护的法益,经济法上的知情权融合了经济法私权和经济法公权两方面的性质。经济法私权(劳动力——所有权)是指人对自己内物(劳动力)的天然所有权。经济法公权是指国家在对国民经济进行反思性劳动时所取得的规制和调控的权利。^[20]经济法上知情权的主体既包括自然人、法人,也包括国家,投资者知情权属于经济法私权。投资者知情权的性质决定了在对其进行保障时如何在经济法私权和经济法公权之间寻求平衡成为制度设计的重点。

在社会化的大生产过程中,人们以不同的身份如投资者、劳动者、

[18] 要成为行政法官,首先,需满足行政法官人事管理办公室的基本条件,其次,通过专家小组的品行评价、面试和笔试,最后,由 SEC 从成绩前 50% 或更低比率的申请人中遴选。Lubbers, Jeffrey S., *The Federal Administrative Judiciary: Establishing an Appropriate System of Performance Evaluations for ALJs*, 7 Admin. L. J. Am. U. 625 - 626 (1994).

[19] 两位行政法官以亲身经历和数据说明行政法官并不像我们想象的那种需要过多的专业知识,而是需要与所实施的法律、行政文化和被规制产业密切相关的共享性理念。John Hardwicke & Thomas E. Ewing, *The Central Panel: A Response to Critics*, 24 J. Nat'l Ass'n Admin. L. Judges 231, 238 (2004).

[20] 参见彭飞荣、卢克建、陈乃新:“论经济法法权的生成——一种法权模式演进的研究视角”,载《南华大学学报》2003 年第 3 期。

经营管理者等共同参与到企业的经营活动中,分工合作共同创造财富。在这一过程中,信息作为决策依据贯穿始终,各个参与者对信息享有知情权。投资者相对于管理经营者是信息的弱势方,企业信息如果不能及时准确传达给股东,投资者无法做出正确决策,证券市场亦无法正常运行。作为一种基础性权利,对投资者企业信息知情权的保护,是企业能持续创造财富的保障。

随着证券执法和解理念的变化,对投资者知情权的保护以及对和解的监督进一步加强。和解公开的原则经历了由保密为一般规则公开为例外规则,向公开为一般规则保密为例外规则的转变。美国的《行政争议解决法》一方面规定了保密原则,另一方面规定了例外事项。^[21]如我国台湾地区金管会规定行政和解契约缔结后,除依法有保密的必要外,应公开行政和解契约内容。英国《金融服务与市场法》也规定仅在公开将对相对方不公平或损害消费者利益情形下,可以不公开该信息。随着信息披露制度的日益完善引发了人们更为深层次的思索:信息披露程度对市场是否只产生正向作用,如何选择信息披露的时间和形式,信息披露的目标与边界之间的关系等。具体到证券行政和解制度的运行,各国法律一般原则和例外规定试图在和解协议的保密性要求和政府信息公开之间找到一个平衡点,因为“通过对和解谈判中双方当事人信息的适当保护,寻求鼓励行政机关用ADR方式解决争议”。^[22]出于对投资者利益的影响,和解信息应当公开,然而也必须权衡和解协议合法性的公开标准和有利于达成谈判结果的保密要求之间的尺度。

投资者知情权的实现依赖于和解公开制度,和解公开制度以建立严格明确的行政和解信息披露机制为核心。信息披露机制中涉及实质性内容披露和程序性规则两方面,文中仅探讨程序性规则。信息披露机制中程序性规则主要包含两个问题:和解信息公开的时间选择以及和解信息公开的形式选择。

[21] See 5 U. S. C. , Section 574.

[22] See Administrative Conference of the U. S. , Recommendation 88 - 11, *Encouraging Settlement by Protecting Mediator Confidentiality*, 1 C. F. R. § 305. 88 -11(1992).

和解公开涉及的首要问题是公开的起点,具体而言是在整个和解达成的过程中选择哪个阶段予以开始,是和解启动之时,和解谈判进行时或是在和解成功之后,或是将公开贯穿于和解的整个过程?不同时间点的确定涉及不同利益之间的平衡。早期的公开有利于投资者利益的保护,但不利于和解协议的达成。时间点的选择需要在投资者和和解相对方利益保护中寻找平衡点。在公开原则作为一般立法例的情形下,公开的基本要求是和解结果的公开。依据针对和解结果公开是否附加详细说明,和解公开的程度呈现了很大的差异性。有的国家如新加坡和香港对和解结果的公开只附加简单描述,有的国家如英国为和解公开程度最高的国家之一。除了公开和解结果之外,还附加了详细的和解说明,如处罚的依据、罚款支付的方式、相关法律依据、处罚的决定者等详细内容。《实施办法》第 28 条确定了公开为一般规则,保密为例外的和解公开原则。在时间点的选择上,《实施办法》第 23 条规定了证监会及其工作人员应当对行政和解工作情况严格保密。第 28 条规定公开行政和解协议的主要内容、结果。《暂行办法》第 10 条、13 条、15 条规定了行政和解金补偿方案内容和执行情况的公开方式。从上述规定中可以推断出我国和解公开时间点的选择在和解成功之后,即在行政和解协议的履行阶段。在行政相对人申请行政和解、行政和解的受理情况及其主要内容等环节信息均不须披露,对此有实务界人士提出了质疑。^[23] 笔者认为,这种选择是符合我国目前资本市场的承受度的。目前我国的证券行政和解制度尚处于初始阶段,不过早地公布是否行政和解和行政和解的内容是对被监管对象积极寻求和解的一种激励。结合退市新规即重大信息披露违规将导致被立案稽查并可能导致公司退市,已立案稽查公司行政和解信息的过早披露,将引诱投机资本引起股价巨大波动,^[24] 并可能衍生新的内幕交易放大风险,不利于资本市场的发展。

[23] 参见王智斌:“听证制度及信披义务宜先行”,载《证券时报》2015 年 1 月 10 日第 A04 版。

[24] 近期 33 家公司集体发布“退市风险公告”并引起股价大幅波动。参见何小晴:“风险提示股惨遭杀跌 问题公司或面临突然死亡”,载 http://finance.ifeng.com/a/20141219/13367995_0.shtml,2015 年 12 月 22 日访问。

和解公开涉及的第二个问题是公开形式。和解公开通常的做法是采取官方网站、报刊、新闻媒体等形式。但也有一些其他的公开形式出现,如华尔街十大投资银行和解案中还采取了听证会(fairness hearing)的形式。^[25] 美国证券执法中的听证会由法院主持,与集团诉讼密切联系。为了保证每个集团诉讼结果的合理性,法官会举行听证会。作为一种监管手段,听证会的功能在于对和解过程的监管,联邦法庭根据第23条规则判断和解是否是公平、合理和合适的,^[26]法官被赋予了保护缺席的集团诉讼成员的职责。^[27] 听证会的目标还包括对集团诉讼律师的监管。因为法院、集团诉讼这两大因素并未参与到我国的证券行政和解过程中,我国证券行政和解公开形式中拟借鉴的听证会的内涵与美国证券和解有很大的不同,但其中体现出来的一些理念和制度设计如贯穿始终的监管理念,听证会中各方的对抗性辩论的制度设计可供参考。具体包括对抗性和监管性制度设计两个方面。对抗性制度设计除了文中第二部分详细阐述的听证会形式以外,还有举行听证会的形式作为和解公开的重要形式。从功能意义上,笔者建议的听证会更多属于一种促进方针,目的在于提高中小投资者对证券行政和解的认知程度,为证券行政和解制度的进一步实施奠定基础。与听证会相比,听证会的程序更为灵活,参与人数广泛。听证会的参与者包括民意代表、专家学者、一般大众。虽然最终的结果和各方的意见无任何的强制性的约束力,但能最为广泛地听取不同的声音、提供相关建议并能促进行政法治化。选择一些典型案例运用听证会的形式让投资者参与到决策过程中,一方面可以提高和解的透明度,另一方面也可以通过此种形式进行投资者教育。监管性制度设计主要依赖于独立的公共机构得以实现。通过官方网站、报刊、新闻媒体等形式公开的和解信息有一个共同的弊端是普通投资者难以完全理解公开信息的内涵。监管性制度设计的目标是帮助投资者理解和解金补偿方案条款的内涵。公共机构作

[25] 参见邱永红:“境外成熟市场的经验看我国证券监管和解制度的构建——以美国、香港为中心”,载 <http://www.civillaw.com.cn> 2008-11-29,2014年12月21日访问。

[26] FED. R. Civ. P. 23(e)(1)(C).

[27] See *supra* note 7.

出的说明就好比是附着在食品上的标签,可以提供信息比如说食谱,引导顾客如何使用。同时独立的公众机构对和解条款提出的专业性的建议可供听证机关参考。选择独立的公共机构对和解金补偿方案做出说明而不由听证机关自己做出说明,原因在于独立的公众机构有专业、公正、连贯的优势。

四、余论

和解协议的不可撤销性和强制执行力是与投资者保护密切相关的另一问题。在探讨和解协议的不可撤销性和强制执行力之前,我们需要界定和解协议的性质。美国《联邦行政程序法》明确规定如果和解方案被行政机关接受,该方案就成为一个行政决定。德国和我国台湾地区也将其明确定性为公法契约或行政契约。也有学者认为和解协议性质是混合性契约。^[28] 不论采取何种观点,证券行政和解协议本身所具有的契约的实质性内容,协议中贯穿了双方的合意是不争的事实。由于和解协议具有契约的实质性内容,因而从契约观念来看,和解协议理论上存在无效和不可撤销的情形。《实施办法》中只规定了无效的情形,并没有规定不可撤销的情形。行政相对人不履行行政和解协议情形下,和解协议无效。^[29] 已缴纳的行政和解金因相同的事由,由于时间节点的不同,有明确规定不予返还和无明确规定之分。^[30] 《实施办法》对行政相对人的性质相同的两种行为因时间不同而区别对待,不利于保护投资者利益。任何时间节点发现欺诈情形,性质都并没有改变,类似于民法上契约无效的情形。既然性质没有改变,对和解金的

[28] 参见周友苏、蓝冰:“证券行政责任重述与完善”,载《清华法学》2010年第3期。

[29] 《实施办法》第31条。

[30] 《实施办法》第30条、33条。在受理行政相对人的行政和解申请后,行政和解协议执行完毕前,发现行政相对人提供的材料有虚假记载后重大遗漏等欺诈情形,证监会终止和解程序,恢复调查、审理程序;在向行政相对人出具行政和解结案通知后,发现行政相对人存在所提供的行政和解材料有虚假记载或者重大遗漏等情形的,重新启动案件调查、审理程序。行政相对人已根据行政和解协议缴纳的行政和解金,不予返还。

处理应该一视同仁。对于行政相对人不履行行政和解协议的行为,可考虑赋予行政和解协议强制执行力。理由如下:一是行政和解协议一经达成,即具有拘束力和约束力;二是运用行政和解金补偿投资者的损失是证券行政和解制度的核心价值。和解协议的效力以不可撤销为原则,可撤销为例外,可借鉴我国台湾地区的做法,在规定和解协议具有不可撤销性的同时,明确列举几种和解协议可撤销的例外情形,如上述第二种情形,事项已经法院判决而证监会不知情等。在和解协议具有不可撤销性的情形下,和解协议具有强制执行力,赋予证监会在被监管者不履行和解协议的情况下具有申请法院执行或自行强制执行的权利。根据我国资本市场的发展水平和证券行政和解制度实施的客观环境,规定和解协议的不可撤销情形是需要进一步研究的问题。