

# 香港证券市场失当行为 审裁处制度及其启示

黄 辉\*

**摘 要:**香港的证券市场失当行为审裁处是一个富有特色的证券执法机制,其在证券市场失当行为规制的层面开辟了行政处罚与刑事检控之外的第三条路径。该审裁处独立于香港证监会,但又是后者进行证券执法的重要途径;适用民事程序规则,但处罚对象又扩至证券持牌人以外的市场人士,且处罚手段超出民事赔偿范围而带有民事惩罚性质。本文首次对该审裁处自2003年成立以来的案件进行全面而深入的实证研究,主要发现包括:第一,虽然该审裁处判决的案件数量不多,但胜诉率很高,且上诉率和改判率很低;第二,虽然判决篇幅很长,研讯耗时,但并非冗赘,且有必要。该审裁处对于保障香港证券监管体制的公正和效率发挥了重要作用,对于中国内地的证券监管制度建设具有借鉴意义,比如设立专门的证券法院或金融法院,以提升证券执法的独立性、有效性,同时加强当事人的权利保障。

**关键词:**市场失当行为审裁处 香港证监会 证券监管 民事惩罚 证券法院(金融法院)

---

\* 香港中文大学法学院教授、中共中央组织部“国家千人计划”专家(清华大学法学院)、暨南大学法学院讲座教授、中国政法大学客座教授、华东政法大学客座教授。

## 一、引言

在过去 20 多年里,中国内地证券市场发展迅速,但也一直受困于内幕交易、操纵市场和虚假陈述等证券失当行为的影响,近期市场的大幅震荡更是凸显了这一问题。中国内地在证券市场建立之初就明确立法禁止上述证券失当行为,但现实效果差强人意。诚然,立法尚有需要完善之处,但更重要的是,徒法不足以自行,如果书本上的法律不能得到有效实施,那么无论立法多么美妙,都将沦为—纸空文,因此,其中关键的问题在于法律的实施机制。<sup>①</sup> 长期以来,中国内地建立了以中国证监会为核心的执法机制,对于保护投资者利益和维护市场秩序发挥了重要作用,但其在执法公正和效率等方面仍有不少缺憾,有必要借鉴国外或地区经验予以完善和健全。

我国香港特别行政区的国际金融中心地位,在很大程度上依赖于其有效的金融监管体系,其中,证券市场失当行为审裁处(Market Misconduct Tribunal)就是一个富有特色的证券执法机制。其独立于香港证监会,适用民事程序规则,但处罚对象扩至证券持牌人以外的市场人士,处罚手段超出民事赔偿范围而带有民事惩罚性质,从而在证券市场失当行为规制的层面上开辟了行政处罚与刑事检控之外的第三条路径。香港继受了英国的审裁处制度,并根据当地情况进行了改造和创新。通常而言,国家机关分为立法机关、行政机关和司法机关,那么市场失当行为审裁处属于其中何种类型呢?抑或是一种混合的类型?这种制度的价值何在?现实效果究竟如何?对于中国内地而言,这种制度又有何借鉴意义呢?

本文首次对于市场失当行为审裁处进行全面和深入的实证研究,收集和整理其成立以来审理的所有案件,从案件数量和质量等角度揭示其实效,并在此基础上,提出其对于中国内地的借鉴意义。

---

<sup>①</sup> See e. ,g. ,Coffee, John Jr. , “Law and Market: The Impact of Enforcement”, (2008) 156 *University of Pennsylvania Law Review* 229.

## 二、市场失当行为仲裁处的组织特征

### (一) 法律属性和类型

仲裁处(Tribunals)在中国内地亦翻译为“裁判署”,并没有明确的法律定义,其内涵和外延都不是很清晰。一方面,许多“委员会”(Board 或 Commission)因具有与仲裁处相似的功能,也被学者归入仲裁处的范畴。<sup>①</sup>典型的例子包括行政上诉委员会(Administrative Appeals Board)以及香港特别行政区《各公务委员会及其他名表》(Civil and Miscellaneous Lists)中所列举的各委员会。另一方面,称为“仲裁处”的机构也不纯粹,而是根据性质的不同可以分为不同种类。

有些仲裁处是所谓的“专门法院”(Special Courts)。《中华人民共和国香港特别行政区基本法》(以下简称《基本法》)第81条规定香港的司法机关包括“其他专门法院”,包括根据相关授权法案明确行使司法权力的仲裁处,比如,小额钱债仲裁处(Small Claims Tribunal)、劳资仲裁处(Labour Tribunal)以及淫秽物品仲裁处(Obscene Articles Tribunal)。这些仲裁处实质上是司法机关,属于传统的司法体系范畴。

除了专门法院性质的仲裁处,其他仲裁处可以进一步分为两类:一类是不具争议解决功能的仲裁处;另一类是具有争议解决功能的仲裁处,即行政仲裁处(Administrative Tribunals)。不具争议解决功能的仲裁处不解决争议,而是行使一般的行政权力,单方地作出行政许可、行政处罚与行政强制等具体行政行为。上文所述香港政府在《各公务委员会及其他名表》中所列举的各委员会均属于不具争议解决功能的仲裁处。

具有争议解决功能的行政仲裁处可以进一步分为综合性行政仲裁处与专业性行政仲裁处。综合性行政仲裁处受理各种类型的案件,其以行政上诉委员会以及行政长官会同行政会议(Chief Executive in Council)为代表。相比之下,专

---

<sup>①</sup> 林峰:《香港行政仲裁处制度的现状及未来——比较研究》,载许崇德、韩大元主编:《中国宪法年刊2010》,法律出版社2011年版,第143~153页。

业性行政审裁处仅审理特定领域的案件,本文讨论的市场失当行为审裁处即为适例,其只对香港《证券及期货条例》第8部分项下所规定的“市场失当行为”享有管辖权。

虽然发挥着争议解决的功能,但行政审裁处不同于司法机关(包括其他专门法院),其在性质上属于行政机关,在裁决时行使的是行政权力而非司法权力。这一立场得到香港法院判决的支持:在“陆家祥诉市场失当行为裁判处案”<sup>①</sup>中,香港原审法院判决,根据香港特别行政区《证券及期货条例》所设立的市场失当行为审裁处所行使的民事惩罚权(civil penalty)与香港特别行政区法院行使的司法裁判权有本质区别,进而不违反《基本法》将司法权完全赋予法院的宪制安排。

## (二) 机构角色和权力

市场失当行为审裁处是根据《证券及期货条例》于2003年成立,独立于香港证监会,接受后者提交的案件,对于证券持牌人以外的市场人士进行民事惩罚。在2012年之前,证监会需要通过香港财政司司长向市场失当行为审裁处提交案件,程序烦琐,非常不便,因此,2012年香港特别行政区对《证券及期货条例》进行修订,让香港证监会能够直接向市场失当行为审裁处提交案件,但原则上事先需要获得香港特别行政区律政司司长的同意;<sup>②</sup>在提起案件时,香港证监会通常任命提控官(Presenting Officer)代表其成为市场失当行为案件的一方当事人,提控官通常由律师出任,其角色类似于刑事检控中的检察官。<sup>③</sup>

市场失当行为审裁处的前身是1991年根据香港特别行政区《证券(内幕交易)条例》(第395章)第15条成立的内幕交易审裁处(Insider Dealing Tribunal)。在2003年的香港特别行政区《证券及期货条例》出台之前,香港对于内幕交易实行非刑事化处理,由内幕交易审裁处进行审理,而其他市场失当行为则只能通过刑事程序追究责任。<sup>④</sup>根据香港特别行政区新《证券及期货条例》第245条的定

① Luk Ka Cheung v. Market Misconduct Tribunals(CFI) [2008] HKEC 1943.

② 香港《证券及期货条例》第252A条。

③ 香港《证券及期货条例》第251条。

④ 尚福林:《证券市场监管体制比较研究》,中国金融出版社2006年版,第41页。

义,审裁处所享有管辖权由内幕交易扩展到“市场失当行为”。除内幕交易外,“市场失当行为”还包括虚假交易、操控价格、操控证券市场、披露关于受禁交易的资料及披露虚假或具有误导性的资料以及诱使进行证券及期货合约交易等。在现实中,内幕交易案件仍然是市场失当行为审裁处受理的主要案件类型。本文统计发现,截至2016年12月底,市场失当行为审裁处已审结17宗案件,其中10宗涉及内幕交易行为,占案件总数的58.82%。除此之外,虚假交易(5宗,占29.41%)、操控市场(6宗,占35.30%)以及披露虚假或具有误导性的资料(3宗,占17.65%)等其他市场失当行为也在近年内受到了市场失当行为审裁处的审理与制裁。以上分类统计中的案件总数大于17,是因为在很多案件中香港证监会的指控不止一项。值得注意的是,在2016年的AcrossAsia Limited一案中,<sup>①</sup>审裁处根据《证券及期货条例》第307B条判定被告未及时披露内幕信息,这是审裁处首次受理未及时披露内幕信息案件。

在机构的人员组成上,市场失当行为审裁处由一名香港高等法院现任法官或退休法官出任主席,两名来自香港商界或专业团体的杰出人士(非公职人员)出任普通成员。在审理案件时,全体成员进行讨论和表决,采取少数服从多数原则,但对于法律问题,则只由主席定夺。作为裁判机构,审裁处有权判断市场失当行为是否发生、行为人身份以及相关利润与损失的具体数额等问题;<sup>②</sup>一旦审裁处裁定相关行为构成市场失当行为,审裁处便有权对于失当行为人进行民事惩罚。<sup>③</sup>这些惩罚包括:第一,命令违规者交回源自其失当行为的所有款项;第二,禁止相关人士出任公司董事、高级管理人员或清盘人,最高为期5年;<sup>④</sup>第三,撤销相关人士直接或间接从事证券、期货合约等活动的资格,最高为期5年;<sup>⑤</sup>第

---

<sup>①</sup> Market Misconduct Tribunal, “The Report of the Market Misconduct Tribunal As to Whether a Breach of Disclosure Requirements Within the Meaning of Sections 307B and 307G of Part XIVA of the Securities and Futures Ordinance Cap 571 has taken place by AcrossAsia Limited (Stock Code 8061), Albert Saychuan Cheok and/or Vicente Binalhay Ang”, Accessed on 29 November, 2016, available at: [http://www.mmt.gov.hk/eng/reports/AcrossAsia\\_Limited\\_Report\\_e.pdf](http://www.mmt.gov.hk/eng/reports/AcrossAsia_Limited_Report_e.pdf).

<sup>②</sup> 香港《证券及期货条例》第251条第(3)款。

<sup>③</sup> 香港《证券及期货条例》第257条。

<sup>④</sup> 香港《证券及期货条例》第257条第(1)款第(a)项。

<sup>⑤</sup> 香港《证券及期货条例》第257条第(1)款第(b)项。

四,命令相关人士不得再作出构成该命令指明的市场失当行为;<sup>①</sup>第五,建议相关自律团体(如律师协会、会计师公会)针对其采取纪律处分;<sup>②</sup>第六,命令当事人缴纳金额不超逾因该失当行为而令他获取的利润或避免损失金额的罚款<sup>③</sup>及所生利息;<sup>④</sup>第七,命令当事人承担香港证监会、市场失当行为审裁处以及财务汇报局(如适用)因研训程序所产生的合理讼费与开支。<sup>⑤</sup> 需要注意,市场失当行为审裁处在作出上述处罚时必须适度,以免受到法院的质疑。比如,在“孔温怡诉香港内幕交易审裁处案”(Koon Wing Yee v. Insider Dealing Tribunal)中,<sup>⑥</sup>香港终审法院指出,审裁处的罚款数额不能太高,否则可能被视为具有刑事处罚色彩,从而超越审裁处权限。

在证明标准方面,审裁处的研训程序采取一般民事程序的证明标准,即盖然性标准(Balance of Probabilities),<sup>⑦</sup>这也是审裁处做出的处罚被称为“民事惩罚”的主要原因。在市场失当行为审裁处成立之前,除内幕交易外的其他市场失当行为均经由刑事程序审判,证明标准为刑事罪行的每个因素均“没有合理疑问”(Beyond Reasonable Doubt)。香港立法会对《证券及期货条例草案》的相关立法说明显示,采用民事证明标准是为了解决刑事证明标准太高导致刑事检控机制在现实中对市场失当行为查处无力的问题。<sup>⑧</sup>

由于担心民事惩罚可能导致公权力滥用和人权侵犯等问题,香港《证券及期货条例》在程序保障方面制定了相应规则。比如,市场失当行为审裁处通常应当采取公开聆讯的方式审理案件;市场失当行为嫌疑人享有向市场失当行为审裁处陈词的权利,<sup>⑨</sup>而且其有权亲自陈词或由大律师或律师代表其陈词。<sup>⑩</sup> 本文统

① 香港《证券及期货条例》第257条第(1)款第(c)项。

② 香港《证券及期货条例》第257条第(1)款第(g)项。

③ 香港《证券及期货条例》第257条第(1)款第(d)项。

④ 香港《证券及期货条例》第259条。

⑤ 香港《证券及期货条例》第257条第(1)款第(e)项、(f)项及(fa)项。

⑥ [2008]2 HKLRD 372.

⑦ 香港《证券及期货条例》第252条第(7)款。

⑧ 香港证监会:《设立市场失当行为审裁处的立法建议的简介》第2条,1997年7月5日。

⑨ 香港《证券及期货条例》第252条第(6)项。

⑩ 香港《证券及期货条例》附件9第28条第(b)项。

计显示,就已审结的 17 宗案件而言,除个别案件[如“悦达矿业有限公司案”(2015)]当事人放弃律师代表的权利外,绝大多数当事人在研讯程序中经由律师代表陈词,并对香港证监会的陈词与证据提出了意见。

为了保证市场失当行为审裁处的权威性,香港《证券及期货条例》赋予其类似于高等法院原讼法庭(Court of First Instance)的地位,比如,在审理案件时可以像原讼法庭那样惩罚藐视法庭之人,其作出的惩罚命令也具有与原讼法庭判决类似的法律效力。另外,在审裁处作出裁决之后,香港证监会和被裁定从事市场失当行为的当事人均有权向高等法院上诉法庭(Court of Appeal)申请上诉,但通常限于法律问题。<sup>①</sup> 例如,品质国际集团有限公司于 2008 年就相关决定向上诉法院提起上诉,但法院最终维持了原决定。

### 三、市场失当行为审裁处的功能独特性： 与司法检控和行政处罚的比较

在引入市场失当行为审裁处(以及其前身内幕交易审裁处)之前,市场失当行为的规管依赖于刑事审判(内幕交易除外)与香港证监会的行政处罚。换言之,市场失当行为审裁处的设立在失当行为规管的层面上开辟了行政处罚与刑事检控之外的第三条路径。鉴于香港证监会有限的职权范围,审裁处实际上填补了香港证监会行政处罚与司法机关刑事审判之间的制度空白。

#### (一)与司法机关刑事检控的比较

相较于司法机关,市场失当行为审裁处有更强的专业性,因为根据法律,其两名普通成员应为“香港商界或专业团体的杰出人士”。<sup>②</sup> 根据本文统计,迄今为止,香港行政长官总共为市场失当行为审裁处任命了 22 人次普通成员,他们均为上市公司高级管理人员(如 Chan Yuen Shan 女士时为利记上市公司的 CEO)、

---

<sup>①</sup> 香港《证券及期货条例》第 266 条。

<sup>②</sup> 相关表述,参见香港市场失当行为裁判处网:<http://www.mmt.gov.hk/eng/aboutus/aboutus.htm>,最后访问日期:2017 年 11 月 28 日。

注册会计师(如 Cheung Ka Li 先生时为香港注册会计师公会的主席)、证券领域的香港律师(如 Malcolm A Barnett 先生为前汇丰银行的资深律师)、或香港立法会相关专业功能组别的立法委员(如 Wong Hong Yuen 先生时为立法会金融与会计功能组别的成员)。相较于法官,专业人士往往对特定领域的情况更为了解,其能够快捷、有效地作出裁决。

如前所述,审裁处发布的命令属于民事惩罚性质,不能过于严厉以至于被视为刑事处罚。在刑事检控中,犯罪嫌疑人一经公诉程序定罪将面临最高 10 年的有期徒刑及最高 1000 万港元的罚金刑,或一经简易程序定罪面临最高 3 年的有期徒刑及最高 100 万港元的罚金刑。<sup>①</sup> 除此之外,法院有权判决禁止相关人士出任公司董事、高级管理人员或清盘人,最高为期 5 年、撤销相关人士直接或间接从事证券、期货合约等活动的资格,最高为期 5 年、命令建议相关自律团体(如律师协会、会计师公会)针对其采取纪律行为。<sup>②</sup>

与较严厉的刑事处罚相对应,刑事检控中的犯罪嫌疑人享有完整的刑事诉讼程序保障,而市场失当行为审裁处与其他行政审裁处一样,一般仅为当事人提供简化、灵活的准司法程序保障。如前所述,审裁处采用民事证明标准,而刑事检控采用更严格的刑事证明标准,即刑事罪行的每个因素均“没有合理疑问”(beyond reasonable doubt)。

另外,与司法程序相比,审裁处的研讯程序比较简化与灵活,意图为当事人提供更为快捷与经济的纠纷解决机制,以解决司法程序动辄持续数年并产生巨额诉讼费用的问题。比如,证据开示与质询是普通法系对抗制诉讼中较为烦琐的一环,而香港《证券及期货条例》第 253 条第(1)款第(a)项明确授权市场失当行为审裁处接纳普通司法程序中不可接纳的证据;另外,根据香港《证券及期货条例》第 253 条,市场失当行为审裁处具有主动收集和考虑证据,以及主动命令证人提供证据等追问式权力。<sup>③</sup> 追问式的研讯程序往往被认为更高效与快捷。

---

① 香港《证券及期货条例》第 303 条第(1)款。

② 香港《证券及期货条例》第 303 条第(2)款。

③ 香港《证券及期货条例》第 253 条第(1)款第(a)项与第(e)项。

审裁处主席还有程序裁量权,可以根据案件情况调整程序的繁简程度。比如,在顾及公正原则的情况下,审裁处有权搁置其研讯程序中的任何部分。最后,就裁决效力而言,审裁处较法院灵活,能够更好地适应快速变化的市场需求。比如,审裁处的裁判虽受到上级法院先例的约束,但因其行政属性并不受其自身先前所作决定的绝对约束。<sup>①</sup>

## (二)与证监会行政处罚的比较

根据香港《证券及期货条例》第194条的规定,香港证监会有权不经审裁处的研讯或司法机关的刑事判决径直作出行政处罚的决定。当事人在此情况下可就相关决定向证券及期货事务上诉审裁处(Securities and Futures Appeals Tribunal)提起上诉<sup>②</sup>或向高等法院上诉法庭提起司法审查的请求。前者是合理性审查,而后者是合法性审查。

总体而言,审裁处比香港证监会享有更大的调查与处罚权,具体表现在以下两个方面:首先,就处罚的范围而言,香港证监会仅能对持牌人士进行处罚。持牌人士包括持牌人、持牌法团的负责人员以及参与持牌法团的业务的管理的人。<sup>③</sup> 相较而言,审裁处的管制范围则宽广得多,既包括持牌人士,<sup>④</sup>亦包括其他专业人士(如律师、会计师)与普通投资者。<sup>⑤</sup> 其次,就处罚的方式而言,香港证监会仅有权对持牌人士作出撤回证监会牌照及罚款的纪律处分。相比之下,审裁处除责成有关专业协会进行纪律处分与罚款外,还有权作出禁止担任特定职务或从事特定证券、期货交易或不得再犯特定失当行为的命令。一旦失当行为人违反上述命令,其行为即属犯罪,并将直接面临承担刑事责任的风险。<sup>⑥</sup> 换言之,

---

<sup>①</sup> R Cross and JW Harris, *Precedence in English Law*, 4th Edition, Clarendon Press, 1991, p. 124.

<sup>②</sup> 参见香港《证券及期货条例》第217条。例如,在“钱柏昌诉香港证监会案”[*Tsien Pak Cheong David v. Securities and Futures Commission*(CACV 226/2010)]中,原告在提起司法审查前就相关处罚向向证券及期货事务上诉审裁处提起上诉。需要指出,这里所谓的“上诉”在性质上类似于中国内地的行政复议。

<sup>③</sup> 香港《证券及期货条例》第194条第(7)款。

<sup>④</sup> 例如,在“品质国际集团有限公司案”(2009)中,审裁处判令责成香港证监会对相关市场失当行为人进行纪律处分。

<sup>⑤</sup> 例如,在内幕交易案件中,审裁处作出禁止普通投资者(一般为董事或管理人员)担任特定公司董事或参与该公司管理的命令。

<sup>⑥</sup> 香港《证券及期货条例》第257条第(10)款。

审裁处有权对任何的失当行为人进行处罚,且与香港证监会的行政处罚相比,这种处罚更严厉。

相应地,审裁处为当事人提供更高标准的程序性保障。尽管审裁处不行使司法裁判权,但其在实践中采用类似于司法程序的方式解决争议,其主要体现在以下几个方面:首先,审裁处独立于相关的行政机关,即香港证监会,其审理人员以现任或前任法官为主导,并以原被告两造的公开庭审模式展开(香港证监会作为案件的原告);其次,在审理时,当事人通常享有律师代表权与交叉询问权等程序保障;再次,审裁处所作出的裁判必须充分说理并向公众公开;最后,当事人可以就相关裁判向高等法院上诉法庭申请司法审查,审查范围通常为法律问题,但在法院特别允许的情况下也可涉及事实问题。

在香港证监会作出行政处罚时,当事人虽然有陈词的机会,但证监会不负有公开口头聆讯的义务,仅需咨询金融管理专员并书面告知被处罚人即可。<sup>①</sup>在“香港联合证券交易所诉新世界发展有限公司案”中,<sup>②</sup>法院判定行政相对人不享有普遍的律师代理权,且为了维持投资者对市场的信心,香港联合证券交易所等机构有权淡化相对人的程序保障,进而快速作出处罚决定。此外,除法律规定或所作处罚决定违反常理<sup>③</sup>等特殊情况下,香港证监会不负有提供处罚理由的义务。在处罚作出后,被处罚人可就香港证监会的决定提起上诉或申请司法审查。相较而言,审裁处不仅给予当事人陈词的机会,而且一般采取公开研讯的方式审理案件,且授予当事人律师代理权。

#### 四、市场失当行为审裁处的有效性:实证研究

##### (一) 案件数量和胜诉率

如上所述,香港特别行政区之所以在 2003 年设立采用民事证明标准的审裁

<sup>①</sup> 香港《证券及期货条例》第 198 条。

<sup>②</sup> Stock Exchange of Hong Kong Ltd. v. New World Development Co. Ltd. & Ors [2006] 2 HKLRD 518.

<sup>③</sup> 相关的案例包括 Pearl Securities Ltd. v. Stock Exchange of Hong Kong Ltd. [1999] 2 HKLRD 243。

处,主要原因是为了解决刑事标准过高而难以有效惩罚市场失当行为的问题。有学者曾预计,“对于内幕交易、操纵市场等情况复杂、手段先进、牵涉市场整体的不当行为,主要不依赖于刑事检控,而是通过设立专门的市场不当行为审裁处,采用民事案件的证据原则进行裁断,以降低举证难度、提高审理效率、增强执法实效性”。<sup>①</sup>然而,2009年4月7日的《南华早报》刊文指出,截至2009年4月,香港共有5宗关于内幕交易的刑事检控,而审裁处审结的案件仅为1例。<sup>②</sup>因此,有学者认为,审裁处似乎并没有发挥出应有的作用。<sup>③</sup>

但是,根据我们的最新统计,自2003年香港特别行政区《证券及期货条例》颁布之后,截至2016年12月底,香港特别行政区法院审结约14起关于市场失当行为的刑事指控。其中6起涉及虚假交易(42.86%),5起案件涉及内幕交易(占35.71%),涉及操纵市场、虚假陈述以及欺诈信息等行为各1起(各占6.67%),而在此期间,如前所述,市场失当行为审裁处审结案件的数量已经大幅上升为至少17起。<sup>④</sup>这个案件数量明显变化的一个原因可能是,市场失当行为审裁处成立于2003年,在其成立的初期,各界对其还不太熟悉,自然案件不多,但后来对其了解加深,发现了其独特的制度优势,故其受理的案件也就与日俱增。

另外,笔者认为,仅以处理的案件数量评价制度优劣,可能有失偏颇。市场失当行为审裁处与刑事检控被合称为规制市场失当行为的“双重程序”(Dual Procedure),<sup>⑤</sup>根据“一事不再审”原则(Double Jeopardy),审裁处研讯程序与刑事检控相互排斥:一旦案件进入审裁处的研讯程序,香港证监会或律政司司长便不能提起刑事指控,反之亦然。<sup>⑥</sup>因此,香港证监会需要事先根据情况进行综合判断,以决定是将案件提交给市场失当行为审裁处还是刑事法院。比如,如果相关案件情节严重,证据确凿,则理应进行刑事检控,提交审裁处的案件自然就少。

---

① 廖凡:《香港证监会执法机制评介》,载《环球法律评论》2007年第3期。

② Enoch Yiu,“Rethink role of Market Misconduct Tribunal”,载《南华早报》2009年4月7日,第7版。

③ Hon Kiu Chan,“Enforcement of insider trading law in Hong Kong:What insights can we learn from recent convictions?”,*Australian Journal of Corporate Law*,28(2013),pp.271-303.

④ 另外,市场失当行为审裁处正在审理的案件也有好几起。

⑤ 《老虎基金案判决书》第11段。

⑥ 香港《证券及期货条例》第283条及第307条。

市场失当行为审裁处的前身,即内幕交易审裁处,自1991年成立到2003年总共接受24宗内幕交易案件,彼时内幕交易不是刑事犯罪,不能进行刑事检控;而市场失当行为审裁处自2003年成立到2015年,审结案件12宗,其间香港特别行政区法院审结刑事案件14宗,大多为内幕交易案件。从2003年前后的两个12年期间对比中可以看出,内幕交易案件的总体数量差别不大,但由于2003年之后内幕交易入刑,不少案件进行刑事检控,提交审裁处的案件相应就少了。

笔者认为,除案件数量之外,案件的胜诉率也是反映制度有效性的一个重要指标。香港证监会之所以将案件提交审裁处而不是刑事法院,主要就是因为进行刑事检控的胜诉概率不大(案件情节不严重或证据不足),如果勉强进行刑事检控而败诉,不当行为人将逍遥法外。根据我们统计,目前香港证监会在17宗由审裁处受理的案件中有15宗获得胜诉裁判,即胜诉率高达88.24%。具体而言,被起诉的共计55名被告中被认定存在市场失当行为的有42人,比例为76.36%。而且,只有5宗案件的被告人后来向香港上诉法庭进行上诉,但法院全部拒绝上诉,维持原判。与此相对,在14宗刑事检控案件中,仅5宗作出了全案有罪判决,比例仅为35.71%。这表明,审裁处确实为证监会处理那些不适合进行刑事检控的市场失当行为提供了一个有效和公正的中间途径,能够更好地处罚违法行为,维护市场的正常秩序和健康发展。

## (二) 判决篇幅与审理时间

2009年11月16日,《南华早报》再次刊文指出,市场失当行为审裁处的研讯程序往往耗时数年,且冗长的报告使人望而却步,从而批评审裁处背离了行政审裁处提供快速、经济的准司法争议解决机制的制度初衷。<sup>①</sup>的确,根据我们统计,市场失当行为审裁处的研讯报告平均长度为136页,最长的报告长达461页,而审裁处从立案至报告作出的平均时间长度为517.4天。仅从篇幅来看,审裁处所作报告确实很长。

然而,审裁处的长篇裁判真是毫无必要的“冗长”吗?我们对于“中国汇源果

---

<sup>①</sup> Anonymous, “Market Misconduct Tribunal needs a review”, 《南华早报》2009年11月16日,第8版。

汁集团有限公司案”(2013)(以下简称“汇源果汁案”)的研讯报告书进行个案分析,以探求审裁处报告篇幅很长的真实原因。中国“汇源果汁案”报告全长121页,为所有审结报告的中位数,进而排除了极端情况。其报告的正文部分为108页,大致可以分为法律介绍部分(14页)、基础事实认定部分(23页)、法律适用与争点讨论部分(56页)以及处罚决定部分(15页)。另外,为了进行对比,我们挑选了“香港特别行政区诉杜军(上诉法院)案”<sup>①</sup>(以下简称“杜军案”)这一刑事判决书进行个案分析。挑选上述两案进行对比,是因为二者有很多类似之处,比如,都是涉及内幕交易一个诉由,都是一位被告,且均在2012年前后作出最终裁判。该刑事判决书的篇幅为58页,为审裁处报告的约1/2。

经仔细比较,两份裁判文书在结构与具体内容上并无本质差异。例如,二者均涵盖了事实认定、法律介绍与争点讨论等部分。具体而言,在争点与法律适用部分,两文书均就“涉案信息是否是‘有关信息’”以及“当事人是否知晓其握有有关信息”等问题展开了讨论。因此,审裁处报告在内容上并无明显冗赘之处。我们认为导致篇幅大幅差异的可能原因大致有以下几个。

首先,新设的市场失当行为审裁处较刑事程序而言有其特殊性和新颖性,因而审裁处的报告对审裁处的特点加以强调。例如,“汇源果汁案”研讯报告书利用7页至8页的篇幅介绍审裁处的证明标准与相关事项,而刑事诉讼程序的证明标准作为法律常识则在判决书中鲜有提及。再如,“汇源果汁案”报告书试图阐明审裁处所享有的追回利润命令的权力范围,<sup>②</sup>而刑事处罚的类型与种类则早已在相关先例中确定下来。

其次,公众所能接触的刑事判决书往往是上诉审文书。由于一审案件往往由低级别的地方法院(District Court)或治安法院(Magistrate)审理,且一般涉及证据的核实与事实的认定(法律适用问题对执业人员的参考意义更大),香港的司法系统基于效率等因素的考虑并未全面在网上公开相应的一审判决书。例如,在笔者通过公共渠道所收集到的刑事判决书中,仅1案有公开的一审判决

---

<sup>①</sup> HKSAR v. Du Jun [2012] HKEC 1280.

<sup>②</sup> 市场失当行为审裁处:《中国汇源果汁集团有限公司研讯报告书》,第103页。

书,且该判决并不完整。在“杜军案”的上诉审裁判中,法官共援引一审定罪判决理由 17 次,而一审裁判文书至少 477 段。<sup>①</sup>

最后,提交审裁处的案件在很多情况下,都是证据存在问题而不适合进行刑事检控,这必然导致审裁处在论述案件的事实和证据问题时花费大量篇幅。笔者统计发现,审裁处报告篇幅的很大比例都是涉及证据的核实与事实的认定,极端的例子是“中国海外发展有限公司案”(2009),其证据核实与事实认定部分在报告中多达 247 页。<sup>②</sup>

## 五、对中国内地的启示

目前,中国内地在规管证券市场失当行为时有几个途径,包括中国证监会所作的行政处罚(行政责任)、人民法院所作刑事审判(刑事责任)以及民事审判(民事责任)。从程序保障角度来看,两地的刑事责任与民事责任均适用完整的民事与刑事诉讼程序,但两地证监会在行政调查、处罚权以及相应的程序保障机制方面则存在显著差异。

与香港证监会相比较,中国证监会的调查与处罚权更宽泛和强大。比如,第一,中国证监会对持牌人与普通投资者均有权作出处罚,而香港证监会仅有权对持牌人进行处罚;第二,除罚款与纪律处分外,中国证监会有权对行政相对人作出禁入措施(最高可达终身不得从事证券业务或不得担任上市公司董事、监事、高级管理人员),<sup>③</sup>而香港证监会只能对持牌人员进行罚款与纪律处分。这两大区别正是上文所提及的市场失当行为审裁处填补的介于行政处罚与刑事审判之间的制度空白。简言之,香港证券市场失当行为审裁处所行使的处罚权力在中国内地实际上由中国证监会行使。

建议中国内地借鉴香港证券市场失当行为审裁处的经验,结合中国内地情

---

① HKSAR v. Du Jun [2012] HKEC 1280.

② 市场失当行为审裁处:《中国海外发展有限公司研讯报告书》。

③ 《中华人民共和国证券法》第 233 条。

况,设立类似的独立审判机关,比如,专门的证券法院或金融法院,一方面提升证券处罚的独立性和有效性;另一方面加强当事人的权利保障。

### (一) 证券执法的独立性和有效性

中国证监会内设行政处罚委员会,审理经由稽查局调查的违规案件,并作出行政处罚的决定。从历史上来看,中国证监会之所以成立行政处罚委员会,主要是因为原来中国证监会在内部机构设置上没有将调查与裁判职能进行分离,从而产生独立性缺失和利益冲突问题,导致中国证监会处罚决定的权威性大打折扣。在设立行政处罚委员会后,中国证监会在行政处罚案件中的裁判独立性问题得到很大缓解,但没有完全消除。

虽然从内部机制设置上来看,中国证监会将调查权与裁判权分别交由稽查局和行政处罚委员会行使,但对于外部人而言,他们都是中国证监会的职能部门,属于同事关系,并非真正的独立机构。实际上,就证监会整体而言,不但在行政处罚时集调查与裁判权于一身,而且拥有很多行政审批和管理权。因此,面对中国证监会的行政处罚,被监管者通常都是选择全面接受,采取息事宁人的态度以求与中国证监会的保持长期的良好关系,而不会通过行政复议甚至行政诉讼挑战证监会的处罚。笔者收集整理了中国证监会公开的行政处罚信息,<sup>①</sup>发现中国证监会于2010年1月1日至2015年1月1日的5年内,对于1150人次的市场失当行为作出了行政处罚决定(含市场禁入决定),其中,只有62人次的行政相对人提起行政复议,复议率仅为5.4%,而行政诉讼更是只有一例,即杨剑波在“光大乌龙指”事件中不服中国证监会行政处罚和市场禁入决定提起的行政诉讼。另外,在所有提起的62人次行政复议中,仅5人获得撤销行政处罚的决定,行政复议成功率为8%;而唯一的行政诉讼案例以失败告终。<sup>②</sup>

相较而言,香港证券市场失当行为审裁处在机构和个人层面都有很高的独

---

<sup>①</sup> 《中国证券监督管理委员会证券期货监督管理信息公开目录》,载中国证券监督管理委员会网:<http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/>,最后访问日期:2017年11月10日。

<sup>②</sup> 2014年12月26日,北京第一中级人民法院就杨剑波诉中国证监会行政处罚决定、市场禁入决定两案一审公开宣判,法院驳回杨剑波诉讼请求;2015年5月4日,北京市高级人民法院审理杨剑波提起的上诉,决定维持原判;2017年10月27日,最高人民法院裁定驳回杨剑波提起的再审申请。

立性。就机构独立性而言,其人事任免、经费来源与日常运行等均独立于香港证监会;就个人独立性而言,审裁处的主席必须由法官担任,其他两名普通成员不得为公职人员,因而不可能是证监会的工作人员。<sup>①</sup>此外,不同于行政处罚委,审裁处并非常设机构,审判人员也不固定,从而减少了产生官僚机构问题的可能性。据有的学者观察,由于法官群体的参与以及其他制度与管理上的保障,香港绝大多数行政审裁处(包括市场失当行为审裁处)很好地保持了其独立性,其裁决基本不受行政力量的影响。<sup>②</sup>如果中国内地建立类似的独立裁判机关,如专门的证券法院或金融法院,将有利于提升证券处罚的权威性和公信力。

另外,与证监会享有的行政权不同,专门的证券法院或金融法院具有司法权,能够更加有效地对于证券违法行为进行调查和处罚。根据笔者最近在中国证监会的调研,<sup>③</sup>中国证监会在执法时经常遇到的一个主要障碍是,虽然《中华人民共和国证券法》第180条在书面上赋予了中国证监会在履行职责时采取很多措施的权力,比如,进入涉嫌违法行为发生场所调查取证;查阅、复制相关资料,并对可能被转移、隐匿或者毁损的文件和资料予以封存;冻结或者查封相关账户和证据等。但在现实中,如果当事人不配合,作为行政机关的中国证监会很难强制性地采用相关措施,导致很多执法权力无法行使。在现有的法院体制下,法院觉得那是中国证监会自己的行政执法问题,不应占用本来已经非常紧张的司法资源,而且认为其他执法机构也有同样问题,如税务机关,中国证监会不应有特殊待遇。实际上,税务机关的行政对象都是监管对象,故执法配合问题并不很严重,但如前所述,中国证监会的行政对象非常广泛,既包括持牌机构,也包括非持牌机构和普通投资者,因而容易出现不配合执法的情况。香港证券市场失当行为审裁处具有等同法院的权威,能够采取强制措施,而且专门针对证券市场失当行为。另外,与香港证监会的行政处罚相比,香港证券市场失当行为审裁处能够施加的处罚可以更严厉。因此,香港证监会能够通过证券市场失当行为审裁处

---

① 香港《证券及期货条例》第251条第(3)款。

② 陈文敏: *Law of the Hong Kong Constitution*, Sweet & Maxwell, 2011, p. 302。

③ 中国证监会调研记录, 2017年9月22日, 北京(笔者有存档)。

提升执法行为的有效性。如果中国内地借鉴香港经验设立专门的证券法院或金融法院,就能为中国证监会提供有力的司法保障,从而更加有效地进行证券执法。

## (二) 当事人的权利保障

程序保障是法治理念的重要组成部分,其要求当事人应当享有与其可能遭受的处罚所相对应的程序性权利。根据《中华人民共和国行政处罚法》(以下简称《行政处罚法》),中国证监会及其执法人员在作出行政处罚决定前须告知行政相对人给予行政处罚的事实、理由与依据,<sup>①</sup>并听取当事人的陈述与申辩。<sup>②</sup>此外,当中国证监会作出责令停产停业、吊销执照或较大的罚款等严重影响相对人权益的重大决定之前,其应当告知行政相对人有权要求听证;当事人要求听证的,行政机关应当组织听证,且当事人有权委托他人代理。<sup>③</sup>总体而言,《行政处罚法》为当事人提供了制度上的刚性保障。相较而言,香港行政法采取了灵活处理的态度,即行政处罚决定对当事人的权益影响越大,香港证监会将为当事人提供更全面的程序性保障。<sup>④</sup>

从表面上看,虽然中国香港特别行政区与中国内地的证监会在进行行政处罚时需要遵循类似的程序性规则,但由于两地证监会在处罚权力和独立性等方面存在差异,程序性保障的实际效果并不相同。如前所述,香港证监会的行政处罚对象是持牌人,且处罚方式相对有限,而中国证监会的行政处罚对象不限于持牌人,且处罚方式很广。因此,中国证监会的行政处罚程序保障措施应当更严格。的确,目前两地证监会行政处罚中所涉及的程序保障均未超出行政程序保障的范畴。即便《行政处罚法》明确了中国证监会提供理由的义务,且将公开听证与律师代表规定为当事人的权利,行政程序的保障与司法程序及审裁处所提供的准司法程序仍然存在本质性区别。例如,中国证监会与香港证监会所作出的行政处罚决定都较简短,缺少说理的成分,相较而言,审裁处的决定则说理充

---

① 《行政处罚法》第31条。

② 《行政处罚法》第32条。

③ 《行政处罚法》第42条。

④ 相关的案例包括 *Re Fu Ning Dispensary* [1995] HKLY 11。

分,因而篇幅也较长。此外,听证程序(香港的口头聆讯程序)虽包含某些司法原则,如公正原则、回避原则与代理原则,<sup>①</sup>但其仍然与诉讼程序有着本质区别。例如,听证程序并不适用于一般诉讼程序的举证规则。

鉴于行政处罚的局限性,香港特别行政区专门设立市场失当行为审裁处,对于持牌人以外的市场参与者进行处罚,并且处罚方式有所扩展,但适用更严格的准司法性质的程序性规则,包括当事人享有律师代理权,从而有效地保障当事人权益。这样,香港证监会也能够在其权限范围内适用相对灵活的程序规则,高效快捷地进行行政处罚,节省执法成本,亦无侵害当事人权益之虞。如果中国内地设立专门的证券法院或金融法院,可以考虑借鉴香港证券市场失当行为审裁处的做法,采用一些不同于普通法院的特殊程序规则,以更好地契合证券市场失当行为的特点,同时为当事人提供充分的权利保障。

## 六、结 语

香港特别行政区的证券市场失当行为审裁处制度富有特色,其是香港特别行政区证券执法机制的一个重要组成部分。香港将非持牌人以及相关的制裁措施等问题交由市场失当行为审裁处管辖,而不是将其纳入证监会的行政处罚体系。这种体制有利于保证裁判机关的独立和保障当事人的权利,符合法治原则。同时,作为介于行政处罚与刑事检控之间的证券执法机制,审裁处制度的引入使香港的证券市场监管体系更全面和科学,层次更分明,包括香港证监会的行政处罚、市场失当行为审裁处的民事惩罚,以及法院的民事救济和刑事检控等,能够对应适用于不同性质、不同情节严重度和不同证据充足度的案件,从而有效地打击市场失当行为和维护市场秩序。

中国内地目前正在进行证券法的修订,其中一个重点就是提升对于内幕交易、操纵市场和虚假陈述等证券失当行为的规管质量。2014年10月20日,党的

---

<sup>①</sup> 章剑生:《公正、公开的行政处罚及其保障——行政处罚听证研讨会综述》,载《行政法学研究》1997年第4期。

十八届四中全会首次以全会的形式专题研究部署全面推进依法治国的基本治国方略,明确指出除完备的法律规范体系之外,还需要高效的法治实施体系。具体到证券失当行为的规管,修订中的证券法准备加强处罚力度,比如大幅提高虚假陈述等失当行为的行政罚款数额等。虽然这些举措是为了进一步威慑市场失当行为,但从法治原则的角度来看,也可能引发一些问题,比如,如何保证这种行政处罚的正当性和保障行政相对人的合法权利等。在这方面,中国内地可以考虑借鉴中国香港特别行政区的经验,比如设立专门的证券法院或金融法院,以提升证券执法的独立性、有效性,同时加强当事人的权利保障。