欺诈发行责令购回的法律属性及制度实现

鲍彩慧*

摘要:《证券法》对上市公司欺诈发行责令购回制度作出了原则性规定,但尚缺少法律内涵的解析和具体机制的构建。从多维度分析其法律属性,欺诈发行购回是一种证券欺诈责任和证券欺诈民事责任的实现方式,欺诈发行“责令”购回的本质是一种行政裁决行为。在法律特征上,欺诈发行购回责任的主体具有多元性,责

《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》中就规定

高募集资金量的利益驱使下，发行主体可能通过擅自发行、欺诈客户、隐瞒重要事实或者编造重大虚假内容等违法行为来骗取证券发行或维持公司上市，诸如银广夏、绿大地、欣泰电气等证券市场违法事件即是例证。

当前，针对欺诈发行行为，我国《刑法》规定了“欺诈发行股票、证券罪”的刑事责任；《证券法》第　条规定了对股票发行人、控股股东、实际控制人的罚款处罚；就民事责任而言，原《证券法》只规定了欺诈发行者尚未上市的情况，则发行人应承担将资金返还证券持有人的责任。有学者认为当前诸多证券发行人选择“铤而走险”的原因之一，是我国证券欺诈发行法律责任较轻、实施不到位，使得违法成本及收益不成比例，“等于鼓励发行人实施违法行为”。① 年新修订的证券法，在第　条增加了第二款内容，即对欺诈发行股票并上市的责令回购机制。从法律条文的体系解释来看，其与第一款关于欺诈发行尚未上市的主体民事责任规定一起，构成了对欺诈发行欺诈民事责任机制的相对完整的规定，因此发行人、相关控股股东、实际控制人的购回证券责任实际上是一种证券欺诈责任。

在注册制的背景下，欺诈发行购回责任实质上是一种证券发行信息披露责任。证券发行注册制的目的之一即是实现证券发行市场的市场化，而注册制的核心就是信息披露，尤其是指证券发行信息披露。发行信息披露是证券发行人的一项法定义务，在给予发行人证券发行权最大化的情况下，根据权义对等原则，发行人及相关主体应就信息披露义务等承担相应的，甚至是更重的法律责任。责令购回责任正是在《证券法》规定证券发行注册制的背景下，得以正式引入，其作为一项证券欺诈责任，目的即在于强化证券发行的法律责任，强化发行信息披露，以确保发行公司和证券的信息真实性。因此，责令购回责任就是针对证券发行信息披露而设置的证券欺诈责任，从规制对象和规制目的上来看，其是一种证券发行信息披露责任，可以敦促证券发行信息真实，保护证券投资者。

（二）欺诈发行购回责任是一种证券欺诈民事责任

证券欺诈发行购回责任的设置，之于整个证券市场管理和制度建设而言，具有助于证券发行市场化进程的推进、加强证券市场管理功能、强化多元化责任并阻吓证券欺诈发行行为的公法逻辑。但是在私法视野下看欺诈发行购回责任，发行人的购回责任实质上是一项针对欺诈发行行为而面向投资者的民事责任。

① 管晓峰、王崇能：《股票发行注册制下发行人责任规制研究》，载《金融服务法律评论》第　卷，第　—　页。

证券欺诈责任根据产生前提、功能目标和实现机制的不同，可以分为民事责任、行政责任和刑事责任。对于欺诈发行，《刑法》第160条规定了“欺诈发行股票、债券罪”，《证券法》设置了警告、罚款的行政处罚，还规定需要向因此遭受损失的投资者承担民事责任。欺诈发行购回责任的责任主体和对象是欺诈发行一方和投资者一方，是平等主体之间违反证券法律规定而因此承担的法律责任，区别于行政主体与行政相对人之间的行政责任关系。责任形式表现为购回证券，但实际上是一种财产责任，这也与以剥夺人身自由为主要责任形式的刑事责任有所不同。欺诈发行购回责任的实现，是通过证券发行人向投资者返还证券认购资金并购回证券，表现出与证券交易相似的逻辑，具有鲜明的私法属性，因此也应认为欺诈发行责令购回是一种特殊形式的证券欺诈民事责任。

一般认为，追究证券欺诈

因为责令性行政行为的复杂多样性和特殊性，因此无法也不应试图将其归入某一类行政行为。如责令改正、责令停止违法行为属于一种行政命令，[①]责令停业整顿属于一种行政处罚。对于“责令购回”这一证券法中新的行政行为，笔者认为从法律属性上来看，欺诈发行责令购回属于一种行政裁决行为。

行政裁决行为，是指行政机关以居中第三者的身份，责令相对人为一定法律行为，一般是行政主体责令相对人承担民事责任。[②]对于欺诈发行责令购回这一行政行为而言，欺诈发行购回责任本身是一项证券侵权责任，从民事法律责任的角度分析，其亦有相应的私法逻辑。换言之，欺诈发行购回责任本身依据证券侵权责任规则或民法规则就可以解决，只是证券监管机构通过“责令”这种行政行为手段使责任得以实现，因此符合行政裁决行为的法律性质内涵。一方面，从实施前提来看，欺诈发行购回的前提是责任主体违反了证券法的规定欺诈发行，而非违背了行政法上的义务。因此，欺诈发行责令购回不属于行政命令、行政处罚、行政强制措施这类违反行政法规定的法律行为。另一方面，从欺诈发行责令购回行为的实施力度来看，其不属于行政命令或行政处罚一列，因为欺诈发行责令购回本身并不具有惩戒罹挙

《证券法》第24条规定，欺诈发行购回的责任主体是发行人或者控股股东、实际控制人；同时，第163条规定，若证券服务机构出具的发行文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏并造成他人损失者，应当与发行人承担连带赔偿责任。因此，可能承担欺诈发行购回责任的责任主体包括证券发行人、控股股东、实际控制人和证券服务机构，其间逻辑在于证券发行是一种多方主体参与的共同法律行为，对于欺诈发行行为本身就可能存在诸方违法主体，因此在责任承担上，违反证券发行相关法律规范者皆有可能承担违法责任。

（1）对于发行人承担责任，如前所述，其作为证券发行合同的当事人，在证券欺诈发行的场合应当当然地承担合同利益返还责任。

（2）至于控股股东、实际控制人这一类责任主体，也有学者认为因为证券发行的实际决策者、真正受益者是原始股东，所以证券发行实质上是原始股东和投资者之间形成的投资合同关系。① 虽然一般而言，公司原始股东或言控股股东在发行过程中处于核心地位，但从合同相对性角度来看，发行过程中投资者的交易对手是具有独立人格的发行人实体，对于控股股东、实际控制人等主体，在无法定约束和约定介入的情况下，其缺乏承担责任的合同法基础。但在既有的证券发行监管逻辑下，发行人的控股股东、实际控制人均在公开募集及上市文件中公开承诺，若发行人欺诈发行将“依法回购首次公开发行的全部新股”。在此情况下，控股股东、实际控制人对发行主体履行证券发行合同作出了履约担保，其回购责任的责任基础在于其“承诺”。同时，值得注意的是，控股股东、实际控制人是公司实际业务的执行者和经营者，应承担注意义务（d ty of care）和忠实义务（d ty of loyalty），因此不得滥用权利损害公司以及其他股东利益，尤其应严格禁止欺诈行为。② 因此，若控股股东或实际控制人在公司欺诈发行过程中未

则性规定。因此，以证券服务机构在欺诈发行购回责任为典型，是监管机构对中介机构市场进行规范和引导的有力之举。

（二）欺诈发行购回责任的补偿性和惩罚性

传统民法认为，损害赔偿应以补偿性为特征，承担民事责任应遵循“同质补偿”原则。[①] 欺诈发行购回责任作为一种证券欺诈民事赔偿责任，其对进行投资者救济的基本特征也具有补偿性，责任实质是因发行合同无效而产生的“返还财产”责任，是恢复原状救济手段的证券法表达。

我国《合同法》第 15 条以列举的形式将招股说明书归类为要约邀请，投资者通过网上作出下单指令即为要约，[②] 发行人再作出向特定投资者发行证券的承诺，投资者与发行主体之间的证券发行合同即告成立。因此，在证券发行环节，在发行人与投资者之间形成了发行合同。发行人通过隐瞒重要事实或者编造重大虚假内容，使投资者与之成立发行合同，因此属于“以欺诈手段订立的合同”而欺诈发行行为本身违反法律规定，欺诈发行的后果会破坏证券市场正常秩序，“损害国家利益”，因此欺诈发行行为以及因此形成的发行合同为无效合同。

针对无效合同，《合同法》第 58 条规定了合同无效后的财产处理方式，《中华人民共和国民法总则》第 157 条承继了《合同法》规定的无效法律后果，“返还财产、折价补偿与赔偿损失”。[③] 其中，折价补偿属于返还财产的补充形式或者例外形式，在逻辑上和体系上属于广义的返还财产，“赔偿损失”是权利人请求返还财产或折价补偿之后的请求。[④] 处理无效合同首先要遵循恢复原状的原则，即使合同当事人的财产关系恢复到合同订立前的状态。[⑤] 欺诈发行购回责任的运行逻辑，是发行人等与投资者作为合同双方，进行发行证券与认购金之间的互相返还，达到使法律效果恢复到欺诈发行前的状态。“恢复原状”是法律对合同效力否定的直接体现。[⑥] 因此，从合同法的角度考量，《证券法》针对欺诈发行无效合同的“购回”责任，其实质是欺诈发行主体针对无

① 张弛、韩强：《民法同质补偿原则新思考》，载《法学》2000 年第 3 期。

② 沈朝晖：《我国的招股意向书为什么不是要约——来自首次公开发行实践的考察》，载《金融法苑》2008 年第 4 期。

③ 《中华人民共和国合同法》第 58 条规定：“合同无效或者被撤销后，因该合同取得的财产，应当予以返还；不能返还或者没有必要返还的，应当折价补偿。有过错的一方应当赔偿对方因此所受到的损失，双方都有过错的，应当各自承担相应的责任。”

④ 付一耀：《无效合同的返还与占有恢复关系返还的冲突与区分》，载《佛山科学技术学院学报（社会科学版）》2018 年第 2 期。

⑤ 隋彭生：《合同法要义》，中国政法大学出版社 2005 年版，第 193 页。

⑥ 参见李永军：《合同法》，法律出版社 2004 年版，第 406 页。

效发行合同所承担的恢复原状的民事责任，旨在通过已欺诈发行证券的购回操作实现对投资者的直接救济和同质补偿。

欺诈发行购回责任的补偿性是矫正正义实现的体现，以回购证券的形式来使投资者的利益恢复到欺诈发行行为之前的状态。但“惩罚对于法律的实施至关重要”，[①]因此欺诈发行购回责任不仅应强调其作为一种民事赔偿责任的补偿性，在证券欺诈发行的场域，欺诈发行购回责任还应当具有惩罚性的特征。因为证券欺诈发行是一种证券违法行为，欺诈发行责任主体的不当得利直接或间接来源于广大投资的损失，所以要强调向有损害的投资者返还不当得利进行补偿性救济，而且还应体现出对证券欺诈发行的遏制态度，使欺诈发行购回机制从救济功用向惩罚功用延伸。应当予以释明的是，欺诈发行责令购回责任本身仍是补偿性的，而非惩罚性的；惩罚性是在后续制度设计和利益衡量方面需要体现的特征。

（三）欺诈发行责令购回的准司法性

除了《证券法》中的欺诈发行责令购回行为之外，法律规范中还存在着其他行政机关责令相对人承担非行政责任的行为，如《中华人民共和国电力法》中第　条规定，因减少农业和农村用电指标而致使他人产生损失的，“责令赔偿损失”；《中华人民共和国计量法》第　条规定，因使用不合格的计量器具，造成国家和消费者损失的，“责令赔偿损失”。欺诈发行责令购回实质上也是一种“责令赔偿损失”，是证券监管机构责令欺诈发行责任人赔偿投资者损失、恢复证券市场正常秩序的行为。但是一般这些“责令”规定设置在“法律责任”部分，与行政处罚、行政强制措施等位列同席，因此往往只看到了责令性行政行为的“行政性”，而忽略了其作为一种行政行为的“裁决”属性。欺诈发行责令购回行为作为一种行政裁决行为，证券监管机构以居中第三者的身份，责令欺诈发行相关责任人承担证券欺诈民事赔偿责任，具有准司法性的特征。

一般情况下，立法机关乐于将执行权力授予行政机关，以取代或补充私人执行，[②]但在证券市场中，私人诉讼机制在整个证券法律实施中的重要意义早已成为一个基本共识。一个运行良好的证券市场法律制度中，监管公权力不可能也不必要垄断一切事务，《证券法》及相关配套制度也提升了证券私人诉讼的地位，但不容否认的是，当前我国证券法律实施机制仍是由政府性证券监管为主导的。[③]在我国证券法律实

① 阳庚德：《私法惩罚论——以侵权法的惩罚与遏制功能为中心》，载《中外法学》　年第　期。

② ，“ ”

③

施机制的权力分配现实之下，针对欺诈发行民事赔偿的责任实现，设置一种经由具体行政行为来责令作为私主体的违法者向另一私主体承担责任的机制，此时证券监管机构责令责任主体承担欺诈发行购回责任与证券诉讼中对证券侵权纠纷的裁判并无实质性区别，只是在平等主体之间的证券欺诈民事赔偿法律关系中，又产生了行政法律关系。基于欺诈发行责令购回行为的裁决性本质和证券监管机构的中立性地位，欺诈发行责令购回不同于证券私人诉讼的司法性，具有准司法性的特征。在证券和推行股票发行注册制的[illegible]

度分析，如前所述，其承担责任的基础是对信义义务、忠实义务的违反，意即其承担责任是有条件的过错责任，当对于证券欺诈发行行为存过错而负有责任时，控股股东、实际控制人才应承担欺诈发行购回责任。

证券公司、会计师事务所、律师事务所等证券中介服务机构这类责任主体，相对于发行人而言，在证券发行欺诈过程中获得信息的完整度、有效性以及最终获利都相对有限，若承担与证券发行人一样的严格、无过错责任，实则过于严苛；但是相较控股股东、实际控制人又有相对的优势，承担同等的过错责任亦不适宜。因此对于证券中介服务机构归责采取过错推定责任原则最为合宜。除非证券中介机构可以举证证明自己在证券发行过程中已经充分尽职，并无过错，否则即应承担责任。

2. 差异化的责任形态

《证券法》对回购责任主体的表述是发行人“或者”控股股东、实际控制人；《科创板注册管理办法》中提及的回购责任主体包括上市公司“及”其控股股东、实际控制人，可见对欺诈发行购回责任主体之间的具体责任分配可能存在不同理解。同时，《证券法》第 24 条第一款针对欺诈发行已经发行尚未上市的情况，法律明确规定控股股东、实际控制人以及保荐人应当与发行人承担“连带责任”，但是在第二款欺诈发行并上市的责令购回责任，却并未明确是否应当承担连带责任。因此，欺诈发行购回责任主体的具体责任分配，是否应当承担连带责任在法律层面尚未给予明确答案。

笔者认为，针对欺诈发行行为，应当明确欺诈发行责任“连带观”，欺诈发行责任主体应对购回责任向投资者承担连带责任。尤其是在注册制下，发行信息披露对投资者利益和证券市场正常运行意义重大。在审核制下，证券发行的价格、证券质量等受到严格审查，投资者因此可以信赖经审核机关“过滤”过的披露信息；但是注册制下，市场化发行使得信息披露的真实性责任向证券发行人一端转移，因此应当强化发行阶段相关主体的连带责任机制。[①] 证券欺诈发行责任主体之间负有共同的义务责任，向投资者承担连带的回购责任，可以强化发行责任的“共同性”意识。

当然，欺诈发行购回责任主体之间承担连带责任也是对投资者一端的“连带”，是对投资者弱势地位的肯认和保护。在连带责任的范围方面，不仅归责原则分

解。先行赔付之后，其他欺诈发行的连带责任人之间尚应该进行内部责任分摊和处理，先行赔付人可以依据自身责任情况，对超出自己赔偿责任的部分向其他责任主体追偿，以避免投资者权利泛化和欺诈发行责任主体惩罚缺位的局面。

（二）欺诈发行购回责任范围的确定

《证券法》规定以责令购回股份的方式来补偿和赔偿欺诈发行案件中的投资者，此模式在香港证券市场的“洪良国际案”中产生了积极效果。当前虽然在法律层面作出了原则性规定，但是回购责任主体在何种范围内承担回购责任？以何价格为基准进行回购？解决这两个问题是欺诈发行责令购回责任机制运行的核心问题，具体损害赔偿范围的确定应当体现欺诈发行购回责任的补偿性和赔偿性。

1. 回购范围

对于欺诈发行回购责任所涵盖的回购范围，《科创板注册管理办法》第68条规定，欺诈发行主体应在一定时期内购回“投资者”所持有的“本次公开发行的股票”，欺诈发行回购责任的回购范围要同时考虑证券标的和证券持有主体两个标准。

从证券标的维度看，基于无效的证券发行行为，发行人应在证券发行层面恢复到欺诈发行前的状态，因此需要回购欺诈发行范围内的证券。但可能遗留的问题是，发行人可能存在多次发行行为，而证券作为一种高度标准化的金融商品，具体何种范围内的证券属于欺诈发行时所发行的证券，在证券市场实践中实际难以识别。① 因此，证券标的标准的意义不在于确定要回购哪些证券，而是为欺诈发行责任主体框定其所应该购回证券的整体范围。

对于证券持有主体标准，

持有股票的投资者"购回其所持股票。

2. 回购价格

通过检索当前在科创板发行上市企业的公开披露文件，科创板企业都作出了关于欺诈发行购回的相关承诺：有公司明确了回购价格，承诺若公司欺诈发行，将以"本次公开发行股票的发行价格加上同期银行存款利息"回购；[①]有的公司承诺若公司欺诈发行并上市交易，将"以发行价为基础并参考相关市场因素确定"回购价格；[②]还有公司仅作出了回购承诺，但是并未明确回购价格。[③]在"洪良国际案"中，发行人以公司"停牌日"前一日的市场交易价为回购价格回购证券持有人的股票。在规范层面，根据中国证监会《欺诈发行责令回购办法（征求意见稿）》第4条规定，应以市场交易价格作为回购价格，在投资者的买入价格和市场交易价格存在出入的情形下，以两者价格中较高者来确定回购价格；《科创板注册管理办法（征求意见稿）》中也曾提出以投资者买入价和股票市场交易价之间高者为准，但在正式稿中未采该条的内容。有学者认为这种回购价格的确定标准在实际操作中可能会面临很多问题。[④]由此可见，关于回购价格的问题，在市场实践和理论研究方面尚需进一步讨论和研究。

对此，笔者认为，首先，从欺诈发行合同"恢复原状"法律后果的角度看，欺诈发行购回责任的购回价格应当以投资者的买入价为基准。在欺诈发行实施日后、揭露日之前买进相关证券并且在揭露日后仍然持有相关证券的投资者群体，其买入证券的

制度本应是通过一个相对合理的价格购买投资者手中的股份，以便投资者及时止损的机制设计。① 若投资者认为回购价格低于市场价，应注意欺诈发行回购的义务主体针对的是欺诈发行责任主体，而非投资者主体，因此其并无配合回购的强制性义务，投资者有另择证券交易对象或继续持有证券的权利。此外，以买入价配合责任主体回购的投资者，若最终存在投资损失，还可以选择民事赔偿程序向责任主体追究责任。最后，因为证券发行行为的本质是融资

2. 欺诈发行责令购回的执行与救济

责令购回裁决作为一种证券监管机关基于法定职权实施的行政行为，在法律效果上具有强制性。虽然欺诈发行责令回购的最终目的是为了实现民事责任的承担，但是也意味着监管机关实现证券市场管理的目标，因此责令购回的裁决一经做出，会在证券监管部门和欺诈发行购回责任的当事人之间形成行政法律关系，还内含着当事人之间的证券欺诈赔偿的民事法律关系。基于行政法律关系的属性，作为行政相对人的购回责任主体，必须自觉履行行政裁决设定的义务。若欺诈发行责令购回的责任主体对裁决不服，其也可以申请复议或提起诉讼；但若既不履行购回裁决，又未提起复议或诉讼，证券监管部门则有权依法采取强制执行措施甚至向法院申请强制执行。

若欺诈发行购回责任主体不服责令购回裁决，意图进行司法救济，行政裁决的“准司法性”价值中立立场，都决定了与一般行政诉讼之间的不同。① 在双重法律关系和双重纠纷的构造下，人民法院受案后，既需要审查证券监管部门作出责令回购裁决的合法性，又必须要对欺诈发行侵权责任进行评断。在解决行政裁决纠纷的诉讼选择问题上，法律规定和理论研究并无统一意见。② 在欺诈发行责令购回的情况下，不能将行政相对人的异议作为证券类民事纠纷来处理，仍应该按照行政诉讼的基本原理，行政相对人不服欺诈发行责令购回的行政裁决，归于行政诉讼的受案范围。这是因为，如果法院以证券欺诈发行民事纠纷来处理，在审理内容上可能回避了对证券监管部门作出行政裁决的司法审查；在审理结果上，若审判结果与证券监管部门的裁决不一致，又会损害证券监管部门的权威性。通过行政诉讼，法院既可以审查欺诈发行责令购回裁决的合法性，也有权要求证券监管部门提供事实和法律依据，

度,《证券法》做出的原则性规定为其奠定了合法性基础,但是其法律属性、制度特点以及具体实施方面仍稗