

上证联合研究计划课题报告

# 证券交易所自律管理中的司法介入

## ——以美国法的研究为视角

最高人民法院立案庭课题组

课题主持人:姜启波、徐明

课题研究及协调人:上海证券交易所 卢文道

课题研究员:李伟、王霞、毕颖、高晓莹、张春雨、魏方

### 一、引言

证券交易所是依法提供证券集中交易场所与设施,组织与监督证券交易,实行自律性管理的法人。交易所自律管理带有权力的特征,是一种强制性的管理行为,证券商、上市企业以及更为广泛的投资者之利益,可能与自律管理所代表的社会公共利益产生冲突。有利益冲突就有诉讼纠纷。当利益冲突激烈至不可调和产生诉讼时,就需要司法介入。在交易所发展史上,司法介入交易所自律管理,对其中的利益冲突进行利益衡量,是交易所自律管理制度演变的主要动力之一。这一点,在交易所自律管理经历了丰富而深刻变革、法官享有广泛自由裁量权的美国最为突出。

而在我国,近年来伴随证券市场的发展,以及交易所自律管理职能的拓展,因交易所依法行使职权而引发诉讼的情况时有发生。该等诉讼既直接关系到交易所自律管理的正常运作,也影响到整个证券市场的规范与发展。由此,司法如何妥善、合理介入至关重要。2004年11月18日,最高人民法院发布了《关于对与证券交易所监管职能相关的诉讼案件管辖与受理问题的规定》(以下简称《规定》)。该规定一是指定证券交易所涉讼案件,由其所在地的中级人民法院管辖;二是部分确立了交易所自律管理行为相对不可诉原则,即投资者对交易所履行监管职责过程中对证券发行人及其相关人员、证券交易所会员及其相关人员、证券上市和交易活动做出的不直接涉及投资者利益的行为提起的诉讼,人民法院不予受理。该规定虽然解决了沪、深证券交易所往返全国各地应诉的被动局面,一定程度上制约了投资者的滥诉行为,但在另一方面,一定程度上认可了交易所自律管理行为的可诉性,即无论是证券交易所全国各地的会员、在证券交易所的上市公司,还是全国的投资者均可能因为证券交易所行使监管职能,影响其利益,将证券交易所诉至法院,而无须经过任何前置程序,由此,证券交易所所在履行自律管理职责中,依然面临巨大的诉讼压力和风险,其行使自律管理职能的主动性和热情可能会因此而减弱。

从世界其他一些成熟市场国家和地区的法律制度来看,一般对以自律管理为基础和渊源、以专业性和及时性为特征的交易所监管行为,建立了诉讼阻隔机制,尽量避免司法权的直接介入。那么,国外成熟市场,司法介入和交易所自律管理之间呈何种关系?针对交易所自律管理的诉讼阻隔机制如何构建?我国证券交易所自律管理的法律属性如何认定?相应的诉讼阻隔机制如何建立?这些问题都迫切需要进一步研究,以为进一步确立合理有效的交易所自律管理的司法政策,提供知识及理论思想。

本课题运用比较研究的方法,以美国为视角,着重研究其交易所自律管理的司法实践,在此基础上,对我国证券交易所自律管理司法介入政策的完善提出对策及建议。

### 二、美国证券交易所履行监管职能司法介入的立法和司法实践

#### (一) 美国证券交易所诉讼阻隔机制的立法

在美国,就证券交易所自律监管行为是否具有可诉性,1975年前后发生了重大变化。1975年之前,尽管1934年《证券交易法》已经确立了全国性证券交易所等自律组织的自律监管与SEC行政监管相结合的综合市场监管框架,但对自律组织的自律监管行为与司法审查的关系,并没有做出明确的规定。司法实践中,法院倾向于支持对证券交易所的自律监管行为提起诉讼。在证券交易所自律监管过程中声称受到不公平对待的个人,可以基于一系列理由起诉,原告可以主张交易所的监管行为违反证券法(缺乏法律授权、程序违法以及没有履行适当监管的法定义务等),或者违反反垄断法,或者违反了为第三方利益而订立的合同,甚至可以主张追究交易所任普通法上的疏忽责任。

#### (二) 美国证券交易所诉讼阻隔机制的司法实践

《证券交易法》修正案颁布之后,美国法院的立场随即发生了很大变化。就交易所自律监管行为的相关诉讼,法院在判例中逐渐确立起了“内部救济机制用竭”、“限制投资者享有隐含诉权”和“交易所及其雇员履行自律监管职能的诉讼豁免”等原则,形成了灵活而实用的司法政策。

##### 1. 内部救济机制用竭

内部救济机制用竭是指,原告就交易所自律管理行为向法院寻求救济之前,必须用尽证券法中规定的可资利用的内部救济机制(Exhaustion of Administrative Remedies)。在1975年之前,一些法院允许受处罚者随时向法院挑战交易所的处罚决定,这就常常使得交易所正在进行的处罚程序中断或迟延。但在1975年之后,法院的态度发生了根本转变。法院要求,原告在提起诉讼之前必须已经用尽证券市场管理体系内部可资利用的救济途径,否则法院不予受理。在美国,该内部救济途径包括两个层面,一是对交易所的监管处罚决定不服的,应首先向交易所提出申诉;二是如仍不满交易所作出的申诉决定,可以向SEC申请复议。原则上,如不经交易所的申诉程序,不得直接向SEC提出复议,不经申诉和复议程序,不得直接就交易所的自律管理决定提出诉讼。但是,内部救济用尽原则并非绝对的,在有充分理由显示严格按照行政程序救济会导致无法挽回的损失,以及交易所的行为违法或者明显超过了法定或授权的场合,法院可以不受本原则的约束。

法院确立行政救济用尽原则,原因有二:一是法院认为应该给予交易所一个自我纠正的机会;二是1934年《证券交易法》(特别是1975年修改后)已经对包括交易所在内的自律管理组织的监管行为,设置了很多强制性监管措施,尤其是自律管理组织任何监管规则都要经SEC批准,对违反法定程序的自律管理组织,SEC也有权向法院请求暂停、撤销自律管理组织资格的权力。正因为证券法上已经确立了足够多的矫正机制,法院过早的司法介入已无必要。三是在美国既然要求对行政机关发动诉讼必须满足行政救济用尽原则,对作为准行政机构的证券交易所提起诉讼也应该遵守这一原则。

与内部救济用尽原则相对应,在美国,法律及交易所的业务规则对证券交易所针对其有权管辖的主体的违法、违规行为作出的认定和纪律处分,设置了完备的救济途径,包括交易所的听证程序、复议程序及美国证监会的复核程序等。

##### 2. 限制投资者享有隐含诉权

限制投资者享有隐含诉权是指,因交易所监管行为而受有损失的投资者提起诉讼的能力也遭到多数法院的否认。《证券交易法》并未规定交易所规则可以成为私人诉讼

(private action)的依据。换言之,无论是交易所依据其规则行使处理权的的行为,还是交易所或其会员违反交易所规则的行为,都不属于《证券交易法》明示规定的私人诉讼的范围。因此在1975年《证券交易法》修改之前,如果相对方对交易所的监管行为提起诉讼,只能基于“隐含私人诉权”(implied private right of action),即主张从《证券交易法》的结构和立法目的中可以推导出私人诉权。典型的判例是1944年的Baird v. Franklin案,在该案中,联邦第二巡回上诉法院基于“侵权法理”中的隐含诉权理论(Tort theory of an implied right of action),在理论上确认投资者对于因交易所急于会员监管而引发的损失享有诉权。但在1975年美国国会大幅修改证券交易法之后,特别是联邦最高法院作出对某制定法项下是否存在隐含诉权进行严格解释的判决(Cort v. Ash案)之后,美国各级法院的态度发生了很大转变。先是联邦第三巡回上诉法院在Walck v. American Stock Exchange, Inc.案中,直接运用最高法院在Cort v. Ash案中创制的有关隐含诉权的“四要素规则”,认为1934年《证券交易法》中并无意图要为投资者提供一项针对交易所不作为的隐含诉权。随后一系列判例或者直接引用第三巡回上诉法院的上述判决,或者导入新的理由否认投资者所具有的诉权。即使在承认存在隐含诉权的极少数判例中,其适用也受到严格的限制。

严格限制表现之一为,原告必须证明交易所主观上存在欺诈或者恶意,表现之二为,原告必须证明默示民事诉权符合国会的立法意图。在笔者看来,这样的证明要求,对原告而言,基本上是一个难以完成的任务。事实上,美国法院尽管没有将交易所不对会员采取执法行动时的默示民事诉权的证明标准和举证责任,极大地压缩了默示民事诉权的生存空间,事实上对交易所而言,默示民事诉权正在逐步消亡。20世纪90年代以来,针对交易所的默示民事诉权之所以日见稀少,一个重要的原因在此。

这样的立场转变,也是实用主义司法政策的结果。一方面,法院依照1975年证券法修正案确定的市场监管架构,解释国会对于默示民事诉权的意图,是对现存的市场监管模式和运行实际的尊重。另一方面,法院将交易所的责任严格限制在主观欺诈或恶意之下,也是尊重这样一个现实,即在默示民事诉权中,第一位的、主动的责任人是会员,面对数量众多的会员以及花样繁多、频频发生的市场行为,要求交易所作出“反光镜”般的主动回应,并不可能。按照主观恶意标准界定交易所对投资者承担的责任,考虑了交易所管理职责的弹性、被动性和执法资源的有限性,是务实的。

成SEC复审的对象。

国会的上述修改,尽管仍然没有对证券交易所的监管行为与司法审查的关系做出明确规定,但通过强化SEC对交易所等自律组织的控制,清晰地向法院传递了信任SEC专业监管能力的立场。最高法院认为,1975年证券交易法修正案表明,国会对于SEC的专业能力充满信心。具体到交易所,该法案将交易所的自律管理置入SEC严格的行政监管之下,SEC已经具有充分的权力,采取所有手段督促交易所履行自律管理职责。因此,法院不应直接采取任何措施,贸然介入交易所自律管理,以免损害证券市场监管体制的有效性,妨碍SEC完全、充分地行使市场监管权力。言下之意,监管交易所的自律管理,首先属于SEC的专业判断问题,应当遵照国会的立法意图,优先发挥SEC在监管交易所方面的作用。

#### 3. 交易所及其雇员履行自律监管职能的民事责任豁免

交易所及其雇员履行自律监管职能的民事责任豁免是指,美国法院在交易所等自律组织及其雇员因履行自律监管职能而引发的损害赔偿诉讼中,认可他们所具有的绝对豁免地位(Absolute Immunity From Civil Liability)。依该原则,交易所善意执行法律或者自己的规则,履行自律管理的公共职能中,即便给被管理者造成了利益损害,交易所及其管理人员无须承担契约或侵权之类的民事责任,主要是民事责任豁免。

在1975年以前,法院原则上不赞成将豁免这一原本适用于政府机构的司法原则,用在交易所的身上。数起相关案件,都将交易所作为普通的私人主体,审查交易所的自律管理行为,在交易所管理行为为不当的情况下,按照通常的民事责任规则,判决其承担相应的民事责任。其时,这些诉讼,大多针对交易所利用垄断优势、限制市场竞争而提出的。

但是,这一状况在1975年《证券交易法修正案》颁布后,很快得到了改变,该法案1975年6月4日生效,同年6月26日最高法院在Gordon v. NYSE案中,判决交易所可以获得责任豁免的保障。但是,该案仍只是从能否豁免反垄断法责任追究角度作出的裁决,没有针对交易所普遍意义上的自律管理行为。具有转折意义的是1985年的Austin Municipal Securities, Inc. v. NASD案中,美国第五巡回上诉法院援引最高法院在1978年对Butz v. Economou案中确立的,判断某一行政机构或官员是否享有绝对损害赔偿责任的豁免的“三要素标准”(A Tripartite Formula),认为类似本案被告的“准行政机构及其雇员”(Private individuals and organizations who work in quasi-governmental capacities)在行使自律监管职权时完全符合联邦最高法院的标准,因此应当享有民事损害赔偿责任的绝对豁免。Mahoney法官在本案判决中写道:“作为私人组织,纽约证券交易所本来并不像证券交易所委员会那样能够对他人主张的民事赔偿,享有完全豁免权。但它的特殊地位以及与证券委员会的密切联系,影响了我们的判决,使我们授予了交易所因其管理行为而遭赔偿之诉的绝对豁免权。否则,如果法院容许交易所因履行管理职能而遭致诉讼并承担责任,很明显将妨碍国会鼓励交易所实行强有力的自律管理的意图之实现”。随后,美国第二巡回上诉法院也分别在Barbara v. New York Stock Exchange和D'Alessio v. N.Y. Stock Exch.案中,确认了交易所及其雇员在履行自律监管职能时对民事赔偿责任的绝对豁免地位。此后,民事责任绝对豁免作为一项原则,开始广泛应用于以交易所自律管理为目标

#### (二) 合理确立自律管理司法审查范围

本文认为,交易所自律管理是一项公共职责,带有准行政权力之特征,根据现代法治精神,司法保持适度介入,可以作为一种外部性的威慑力量,防止自律管理权力滥用。在有效的诉讼阻隔机制没有正式建立前,司法介入交易所自律管理符合现代法治原则。但是,交易所自律管理行为的司法审查范围应有所限制。总体而言,我们认为,在相关案件实体审理中,应当坚持“合法性审查为主,合理性审查为辅”之原则。交易所自律管理活动是一项复杂的自治行为,法官很难根据自己的判断和事后的认识,对交易所自律管理行为或者措施的合理性,予以正确判断。比如,交易所开除会员会籍、终止股票上市之理由,是交易所自主决策的事项,除非存在明显违法事项,否则法官不应审查。需要审查的是,交易所的自律管理是否违反了法治原则,包括:(1)平等原则。是否平等对待了每个被监管

### 三、我国证券交易所自律管理中司法介入政策之构建

新兴的处于变革和转轨阶段的中国资本市场中,交易所自律管理处于缺位状态,发生了严重异化,影响和制约了证券市场的有效监管。改变政府绝对主导的单一的行政化监管模式,培育、发挥证券交易所自律管理功能,是变革和转轨的基本方向之一。为此,新证券法第一次以国家立法的形式,确立了交易所是实行自律管理的法人,界定交易所实行自律性管理的法律地位及本质特征。然如何将纸面上的法变成行动中的法,使交易所真正承担起自律管理的职责,仍需要进行系统性的制度变革和创新。

一般而言,交易所的市场监管职能通常包括三个方面:一是对交易活动的监督管理,重点是监控、调查内幕交易、操纵市场等违规交易行为;二是对上市公司的监督管理

#### (一) 证券交易所自律管理司法介入阻隔机制

##### 1. 证券交易所自律管理司法介入阻隔机制建立的必要性

##### (1) 建立司法介入阻隔机制是交易所自律管理内在的客观要求

交易所对证券市场的监管本质上属于自律性管理。从历史上看,交易所的自律性管理,在政府没有介入市场监管时,是长期以来维持市场正常运行的基础;在政府介入市场监管后,也与政府监管相互合作、互为补充。人们相信,那些熟悉特定交易惯例和业务的人,最适合制订、执行与这些业务有关的规则。此外,这些特定市场的商业规则可以持续和迅速地适用于交易方式的变化。

从法律上看,一旦我们承认交易所具有自律组织的性质,也就必须尊重它对监管范围内事项的必要决定权、自治权、自主权。无论政府监管或司法审查,都必须以尊重自律管理为前提。如果任由政府监管或司法审查,无异于否定自律监管的地位。正因为如此,自律监管往往会创设出司法介入的阻隔机制,即对上市公司及投资者等针对证券交易所的监管行为提起诉讼设置阻隔,避免证券交易所过多的扯入繁琐的诉讼活动,进而因诉讼压力而怠于履行自律管理职责。

##### (2) 建立司法介入阻隔机制是交易所自律管理基本特征的客观要求

证券交易所不同于其他的自律组织,其监管对象是证券市场,涉及数量众多的利益群体和纷繁复杂的市场行为。同时,证券市场又是一个专业性极强的市场,该领域外的人士包括法官,一般难以掌握市场情况,熟练运用市场规则,因此较少的介入和干涉通常是明智的选择。另外,证券市场是一个瞬息万变的市场,而交易所的监管是一线监管,其突出特点是需要根据市场情况及时做出反应,因此给予交易所必要的自由裁量权与终局决定权是交易所监管的必要前提,否则就可能延误时机、降低市场效率,甚至直接影响到市场的正常运行。

##### (3) 建立司法介入阻隔机制是合理化解交易所自律管理法律风险的客观要求

如前所述,证券交易所是证券市场的一线监管法人,其对证券交易活动、证券交易所会员和证券发行人实施全面监管,并对其违规行为作出处理决定。这些处理决定不仅会关系到上市公司、证券交易所的会员,还会关系到几千方的证券市场投资者。而从近些年来发生的以交易所为被告和第三人的诉讼案件来看,诉讼中的原告也主要是个人投资者。因此,如果没有诉讼阻隔机制的建立,每个处理决定背后都可能潜藏着巨大的诉讼风险。而过多的、潜在的诉讼风险,会影响交易所实

#### (二) 合理确立自律管理司法审查范围

本文认为,交易所自律管理是一项公共职责,带有准行政权力之特征,根据现代法治精神,司法保持适度介入,可以作为一种外部性的威慑力量,防止自律管理权力滥用。在有效的诉讼阻隔机制没有正式建立前,司法介入交易所自律管理符合现代法治原则。但是,交易所自律管理行为的司法审查范围应有所限制。总体而言,我们认为,在相关案件实体审理中,应当坚持“合法性审查为主,合理性审查为辅”之原则。交易所自律管理活动是一项复杂的自治行为,法官很难根据自己的判断和事后的认识,对交易所自律管理行为或者措施的合理性,予以正确判断。比如,交易所开除会员会籍、终止股票上市之理由,是交易所自主决策的事项,除非存在明显违法事项,否则法官不应审查。需要审查的是,交易所的自律管理是否违反了法治原则,包括:(1)平等原则。是否平等对待了每个被监管

对象,对存在同样问题的予以同样或者相似的处理。(2)正当程序原则。交易所作出决定者与管理事项是否存在利害关系,是否给予被监管对象以申辩的机会等。(3)证据原则。交易所作出决定,是否将调查的事实记录在案,是否仅仅根据传闻证据作出决定。(4)决定附理由原则。对监管对象的处理,应当有正式的书面决定,并列明裁决事实、裁决理由、裁决意见。

#### 行自律管理的决心和行动。

##### 2. 证券交易所自律管理司法介入阻隔机制的构建路径

以自律监管为基础和渊源、以专业性和及时性为特征的交易所监管行为,原则上应建立诉讼阻隔机制,司法权应尽量少地介入这一领域。然而,限制或禁止以交易所为被告而发生的诉讼,必须给相对人一个可行的、有效的自主权利、维护自身合法权益的途径。

如我们所知,法律是一个利益平衡器,在阻却一方通过现行司法途径进行救济的同时,应当为其提供其他充足的替代性救济途径。最高法院发布的《规定》,正是考虑了该种因素,才规定除一部分涉及交易所自律管理的案件确实不应当受理以外,对其他与交易所监管职能相关的案件可以先行受理。应当说,这只是一个过渡性措施,建立证券交易所诉讼阻隔机制是一个必然的方向。

为了证券交易所自律管理司法介入阻隔机制的逐步建立,目前可行性的步骤应当是逐步完善相对人的救济制度,具体可从以下几个方面入手:

一是设立复核专门机构,扩大复核范围。近年来,相关法律及交易所的业务规则针对交易所的监管行为所设置的救济渠道,已有所改善。如新证券法明确规定,相关当事人对交易所作出的不予上市、暂停或终止上市的决定不服的,可以向交易所设立的复核机构申请复核;沪、深交易所的交易规则、会员管理规则规定,相关当事人就交易所作出的公开谴责、限制交易、取消交易资格、取消会员资格等处分,可以向交易所提出复核。接下来的重点有两点:(1)借鉴成熟市场证券交易所的普遍经验,完善我国证券交易所内部权利救济的组织机构。(2)完善处分程序和复核程序,建立公平的处分程序和复议程序,这是保障相对人权利的重要制度建设。

二是完善国务院证券行政管理部门对交易所的监管,拓展相对人权利救济渠道,为防止司法过早介入证券交易所自律管理创造条件交易所自律管理组织的法律地位,决定了交易所一方面对上市公司、会员进行监管,一方面要接受国务院证券行政管理部门的监管。加强国务院证券行政管理部门对交易所的监管,防止交易所监管权力的滥用,也是司法介入阻隔机制建立的重要前提。同时,可考虑借鉴美国的做法,建立证监会对交易所自律管理行为的复议程序,为不服证券交易所复核的相对人提供权利救济。对于证券交易所作出的纪律处分决定,如果在复核中发现相对人确实违反了证券法律、法规、行政规章及交易所业务规则,其应维持证券交易所的决定;如果发现不存在此种情形,将通过指令取消交易所作出的决定,并视情况需要要求其重新进行处理。

此外,在评判交易所是否应当对自律管理行为承担民事责任尤其是损害赔偿赔偿责任时,可借鉴美国的“民事责任绝对豁免原则”,严格限制交易所因履行自律管理职责而承担民事责任之标准。原则上,只要交易所实施自律管理行为中没有主观恶意,即便客观上给投资者造成损失,也无须承担任何赔偿责任。否则,如随意放宽责任认定标准,将影响并制约交易所在证券市场进行强有力的自律管理。