

对我国证券交易所自律管理地位和 纪律处分权的反思

——兼论对《证券法》第五章的若干修改建议

陈 彬*

摘要:现行《证券法》明确了证券交易所的自律监管法律地位,但对证券交易所自律监管职权的规定有所欠缺,对我国证券交易所自律管理地位和纪律处分权之间关系的规定尚存在不合理之处,因此,有必要在《证券法》修订时加以考虑。

关键词: 证券法 证券交易所 自律管理 纪律处分

导 言

在国(境)外证券市场,证券交易所自律监管具有极为重要的地位和作用。即使是在美国等集中统一的监管体系下,依然保持有效的自律监管传统。在英、美、德等国,证券交易所拥有独立的法律地位和明确、自主的自律监管权力,证券交易所都有相当大的自治空间和独立的自治地位,可以自主

* 法学博士、博士后,深圳证券交易所综合研究所研究员。

制定一系列自律规则,并管理和监察规则的执行,同时也拥有执行权。

与国(境)外诸多证券交易所一样,我国上海和深圳证券交易所
在法律性质上同样是自我管理的行使自律监管职能的组织,根据《证
券法》、《证券交易所管理办法》等法律、行政法规、部门规章及规范
性文件的规定,沪深证券交易所自律监管职能主要包括规则制定、上
市公司监管、会员监管、证券交易监管和对违规行为进行制裁五个
方面。

现行《证券法》明确了证券交易所的自律监管法律地位,但对证
券交易所自律监管职权的规定相对较少,对我国证券交易所自律管
理地位和纪律处分权的规定尚存在不合理之处,间接影响了证券交
易所自律管理职能与纪律处分权的行使,市场主体因此对证券交易
所自律监管职能提出一定的质疑。因此,有必要在《证券法》修订时
加以考虑。

一、我国证券交易所自律管理地位和纪律处分权

(一)我国证券交易所的自律管理地位

2005年《证券法》(以下统称为《证券法》)第五章共20条,对我国
证券交易所的性质、法律地位、设立、组织结构、交易规则、职责作出了
规定。其中,《证券法》第102条规定了证券交易所具有自律管理的法
律地位;^①《证券法》第114条规定了证券交易所在特定情况下具有技
术性停牌和停市的权力;^②《证券法》第115条规定了证券交易所有权
对证券交易实行实时监控,对异常交易情况的证券账户限制交易并对

^① 《证券法》第102条规定:“证券交易所是为证券集中交易提供场所和设施,组织
和监督证券交易,实行自律管理的法人。”

^② 《证券法》第114条规定:“因突发性事件而影响证券交易的正常进行时,证券交
易所可以采取技术性停牌的措施;因不可抗力的突发性事件或者为维护证券交易的正常
秩序,证券交易所可以决定临时停市。证券交易所采取技术性停牌或者决定临时停市,必
须及时报告国务院证券监督管理机构。”

上市公司及相关信息披露义务人披露信息进行监督;^③《证券法》第118条规定在证监会监管下证券交易所具有规则制定权。^④此外,《证券法》第48条、第55条、第56条规定了证券交易所具有证券上市及暂停与终止上市的决定权。

(二) 我国证券交易所的纪律处分权

我国证券交易所的纪律处分权主要体现在《证券法》第121条。该条规定:“在证券交易所内从事证券交易的人员,违反证券交易所有关交易规则的,由证券交易所给予纪律处分;对情节严重的,撤销其资格,禁止其入场进行证券交易。”

(三) 对《证券法》关于证券交易所自律管理地位和纪律处分权之规定的思考

1. 《证券法》第五章规定我国证券交易所实行法定自律管理

首先,证券交易所有一系列的职能,最主要的包括两大类:^⑤(1)一个证券能够容易买卖的市场;(2)自律组织监管自己的市场和自己的成员。^⑥《证券法》第五章的相关条款都对此作出了明确规定。

其次,证券交易所的自律监管职能主要包括规则制定、上市公司监管、会员监管、证券交易活动监管和对违规行为的制裁五个方面。无论这些自律管理职能是否由法律设定或者授权,均通过证券交易所具体业务规则体现和贯彻于实践。根据《证券法》第118条之规定,我国证所在制定上市规则、交易规则、会员管理规则和其他有关规则时,均需证监会批准。《证券交易所管理办法》第15条进一步指出,证

^③ 《证券法》第115条规定:“证券交易所对证券交易实行实时监控,并按照国务院证券监督管理机构的要求,对异常的交易情况提出报告。证券交易所应当对上市公司及相关信息披露义务人披露信息进行监督,督促其依法及时、准确地披露信息。证券交易所根据需要,可以对出现重大异常交易情况的证券账户限制交易,并报国务院证券监督管理机构备案。”

^④ 《证券法》第118条规定:“证券交易所依照证券法律、行政法规制定上市规则、交易规则、会员管理规则和其他有关规则,并报国务院证券监督管理机构批准。”

^⑤ See John W. Carson, *Conflicts of Interest in Self-Regulation: Can Demutualized Exchanges Successfully Manage Them?*, The World Bank: Policy Research Working Paper No. 3183, 2003.

^⑥ See Andreas M. Fleckner, *Stock Exchanges at the Crossroads*, 74 *Fordham L. Rev.* 2541, 2547-48, 2006.

券交易所的业务规则包括上市规则、交易规则、会员管理规则及其他与证券交易活动有关的规则。可见,我国证券交易所实行的是法定自律管理。

2.《证券法》第五章及其他条款对我国证券交易所自律管理内容的规定不够完全,但通过《证券交易所管理办法》得到弥补

一般认为,证券交易所的自律管理范围包括对会员的自律管理、对上市公司的自律管理和对市场交易活动的自律管理。其中,会员管理主要包括会员资格管理、对会员持续的监管以及对会员交易过程的监管等;对上市公司的监管主要根据上市协议,主要包括持续上市条件的监管、信息披露和公司治理的监管等;对市场交易活动的监管则是通过前段控制、盘中监控、异常处置以及惩戒违规等实现市场的公平有序运行。

《证券法》第五章及《证券法》第48条、第55条、第56条规定了证券交易所对拟上市公司和上市公司的自律管理职能;《证券法》第五章还规定了部分对市场交易活动的自律管理,但未明确对会员的自律管理。这一缺陷通过《证券交易所管理办法》得到了弥补。《证券交易所管理办法》第3条规定:“本办法所称证券交易所是指依本办法规定条件设立的,不以营利为目的,为证券的集中和有组织的交易提供场所、设施,履行国家有关法律、法规、规章、政策规定的职责,实行自律性管理的法人;”第11条规定:“证券交易所的职能包括:(一)提供证券交易的场所和设施;(二)制定证券交易所的业务规则;(三)接受上市申请、安排证券上市;(四)组织、监督证券交易;(五)对会员进行监管;(六)对上市公司进行监管;……”

不过,这一欠缺仍有必要在《证券法》修订时予以完善。

3.《证券法》第五章对我国证券交易所自律管理地位与纪律处分权之间关系的规定未明确

《证券法》第五章单列一条(第121条)对我国证券交易所的纪律处分权进行了规定。这种条款设置造成了我国证券交易所的纪律处分权与其他自律监管权力并列的结构。事实上,证券交易所自律管理地位与纪律处分权之间的关系要更加复杂,需要在《证券法》修订时进行明确。

4. 《证券法》第五章对我国证券交易所纪律处分权的规定不合理

根据《证券法》第 118 条之规定,在证券交易所纪律处分行动中,承担责任的人员为在证券交易所从事证券交易,违反证券交易所有关交易规则的人员,如会员证券公司派出的人场代表。给予纪律处分的前提,是违反了证券交易所的有关交易规则。^⑦

但是,在实践中,证券交易所可给予纪律处分的对象更加丰富,导致证券交易所纪律处分行动的违规行为也不止违反交易规则一种。证券交易所能够采取纪律行动的市场主体主要为证券交易所监管职能范围内的交易参与者。证券交易所可采取纪律处分行动或制裁的情况一般指违反证券交易所相关规则规定或从事规则中禁止性行为的行为。^⑧

二、我国证券交易所仍将实行法定自律管理——《证券法》 第 118 条之规定保持不变

(一) 证券交易所自律管理之演变

1. 纯粹自律

“自律”(Autonomy)一词源自希腊文 autos(自己)和 nomos(法律),^⑨意为自己的规律,原多用于政治学说中,指一个城邦拥有自治权,可以自己制定城邦法律,建立城邦秩序。^⑩在现代语境中,自律(self-regulation)的字面意义是指由行业自身制定和执行伦理道德制度(ethical system)。自人类有商业活动以来,自律就已经存在。当私人领域的某一部分成员承担起监督他们自己事务的责任时,自律就开

^⑦ 参见周正庆、李飞、桂敏杰主编:《新证券法条文解析》,人民法院出版社 2006 年版,第 324 页。

^⑧ 参见陈彬:《证券交易所纪律处分机制比较研究》,深圳证券交易所内部研究报告。

^⑨ 参见[德]布鲁克:《西洋哲学词典》,项退结译,台湾“国立”编译馆 1976 年版,第 26 页。

^⑩ 参见谭鑫田:《西方哲学词典》,山东人民出版社 2000 年版,第 615 页。

始产生。这时的“自律管理”也称自治或自我管理,是指行业中的企业按照一致的意愿,自行对各成员进行管理,以促进行业的公平、有序发展。这些构成某个特定行业的企业集体被理解成为社团。^①自律管理关系传统上是一种内部关系,一般而言,并不受到只调整重要的社会关系的法律的直接规范,起主要规范作用的是行为主体自己制定的规则。在团体的自律管理中,团体成员共同协商确立行为规则,并自愿遵守,该规则构成管理依据。

在证券市场中,会自发产生纯粹自律管理意义上的证券监管,其产生的时间先于法定监管。^②从管理对象上看,在证券交易所的监管职能体系之中,最早形成的是对会员的监管。纯粹意义上证券交易所的“自律管理”,正是针对证券交易所会员的自我管理、自我约束、自己监管事务而言的。^③从权力性质方面分析,此时证券交易所的自律管理权力是法律之外的权力,权力来源于组织体成员之间的协议。

2. 相对自律

随着证券市场的发展和证券交易所自治权扩展,证券交易所的自律管理权超越传统会员监管范畴并拓展至新会员(市场参与者)^④监管、上市公司监管以及市场交易活动监管。

需要指出的是,严格来说,证券交易所对上市公司和市场交易活动的监管并非纯粹意义上的自律管理。原因在于,上市公司以及市场交易活动的当事人并非证券交易所会员,上市公司以及市场交易活动的当事人本身并不一定参与证券交易所规则的制定,证券交易所对上市公司以及市场交易活动的当事人的监管不符合自律的严格含义。然

^① 社团是指公民或者单位基于共同需求组成,为实现共同体组建宗旨,按照其章程开展活动的非营利性社会组织。参见方洁:《社团处罚研究》,法律出版社2009年版,第33页。

^② See E. Stringham, The Emergence of the London Stock Exchange as a Self-Policing Club, *Journal of Private Enterprise*, 2002, Vol. 17, No. 2.

^③ 参见徐明、卢文道:“证券交易所自律管理侵权诉讼司法政策”,载《证券法苑》(第1期),法律出版社2010年版,第3页。

^④ “市场参与者”的概念在部分证券交易所已经从传统的“会员”拓展到所有参与市场交易人士。如香港联交所的市场参与者概念包括可在香港联交所或透过香港联交所进行买卖及其姓名或名称已获登录在由香港联交所保管的、以记录可在香港联交所或透过香港联交所进行买卖的人的列表、登记册或名册内所有人士。

而,由于人们习惯将自律和政府机关的监管相对应使用,因此,证券交易所尽管承担的监管职责已经拓展到上市公司监管、会员监管和市场交易过程的监管,人们依旧称证券交易所的监管活动为“自律”或者“自律监管”。^⑮ 本文称之为相对自律管理。

3. 法定自律

与传统的自律监管不同,法定自律(亦有学者称之为他律化的监管)是指证券交易所基于法律授权、行政授权或者委托而进行的监管。^⑯ 此时的证券交易所自律管理,是法律调整和约束下的自律管理,其自律管理权力,来源于法律的规定和授予,即“法律授权”。政府和立法机构除了以法律、行政法规、行政规章划定自律监管的法律框架外,还可以通过对证券交易所自律规则的备案、核准、批准手段,责成或者建议证券交易所依法完善自律规则。

首先,传统自律的证券市场走向法定化源自于证券市场的发展。随着证券市场日益专业化和技术化,信息技术的发展更是增加了证券交易的复杂性,因此证券市场的行政监管越来越表现出局限性。于是,为了适应证券市场发展的需要,国家往往通过授权或者委托的方式,让证券交易所逐渐承担起行政监管的职责。^⑰ 以美国为例,“从具有里程碑意义的《1934年证券交易法》颁布至今,美国公众见证了作为自律管理组织的交易所由一开始自治的、不受控制的私人组织演变为成熟的准政府组织的过程”。^⑱ 此外,英国证券市场监管也由传统的自律性模式转变为政府监管和交易所自律管理相结合之模式。^⑲ 在证券交易所自律管理被纳入法律框架、接受行政监督之后,其履行的自律监管职能

^⑮ 参见谢增毅:“证券交易所自律监管的全球考察:困境与出路”,载王保树主编:《商事法论集》(第11卷),法律出版社2006年版。

^⑯ 参见徐明、卢文道:“证券交易所业务规则法律效力与司法审查”,载《证券法苑》(第2期),法律出版社2010年版。

^⑰ 参见徐明、卢文道:“证券交易所业务规则法律效力与司法审查”,载《证券法苑》(第2期),法律出版社2010年版。

^⑱ William I. Friedman, *The Fourteenth Amendment's Public/Private Distinction among Securities Regulations in The U. S. market place*, 23 Ann. Rev. Banking & Fin. L., 731-733, 2004.

^⑲ 参见屠光绍主编:《市场监管:架构与前景》,上海人民出版社2000年版,第19页。

开始带有政府监管的色彩,从而带有强制性特征。行业道德监管,已经成为政府适当监督下实质程度上的自律。^①美国一位学者就指出,应当将交易所与全国证券交易商协会视为实现正当程序规则(Due Process Clause)与其他宪法保护措施目的的参与者,这种准自律型组织具有准政府角色的性质。^②

其次,在新兴的、后发性证券市场,证券交易所的设立以及自律管理,从一开始就属于法律调整和政府规制的对象。证券交易所按照法律要求和政府控制实行自律管理。

最后,需要特别指出的是,由于自律具有契约性,自律组织当然可以要求证券商或者上市公司遵守超出政府监管要求的更高的道德标准,自律也可以超越国界,避免跨国管辖上的争议和不便。同时,由于自律建立在协议的基础之上,证券商和上市公司更能自觉接受并遵守交易所的规则。正如证监会国际组织(IOSCO)指出的那样,“SRO 和其监管的个人和机构之间的契约关系(contractual relationship)是强有力的,它可以覆盖全球,超越国家的界限,能够触及那些法定权力无法涉及的领域”。^③而这一点可以说明,法定自律仍然保有自律的身份,而非纯粹的法定。

(二)我国证券交易所实行法定自律管理是客观现实要求

1. 我国证券交易所实行法定自律管理是我国证券市场历史发展的产物

从美、英等具有自律传统的证券交易所历史上看,它们都是在市场自然演进中自主生成的。“成熟市场的交易所是证券商在自利动机的驱动下,集体行动、自发组建而成,交易所是市场自然演进的产物,是诱致性的制度变迁的结果。”^④因此,这些市场的证券交易所的形成和自

^① 参见[美]路易斯·罗思、乔尔·塞利格曼著:《美国证券监管法基础》,张路等译,法律出版社2008年版,第579页。

^② See Richard L. Stone, Michael A. Perino, *Not just a Private Club: Self Regulation Organizations As State Actors When Enforcing Federal Law*, 2 colum. bus. l. rev., 453, 1995.

^③ Model for Effective Regulation, Report of the SRO Consultative Committee of the IOSCO, May 2000.

^④ 卢文道:“证券交易所自律管理论”,华东政法大学2007年博士学位论文。

律管理的产生,并没有外部行政力量和法律的强制约束。在新兴证券市场,多数证券交易所并非自发演进、自主形成的产物,其自律管理一开始就被纳入法律调整和行政监管之下,具备强制性特征,缺乏主体地位和自律精神。^⑳而且,在新兴证券市场,证券交易所往往具有垄断性,未进行充分的市场竞争,证券市场的参与者没有自由选择的空间,这导致证券交易所自律管理带有浓厚的行政化、官僚化、异己化色彩,一定意义上仍旧是行政管理系统的组成部分。^㉑

在我国,在经济转轨的进程中和背景下产生并运行的资本市场,同样带有计划经济向市场经济过渡的特征,集中体现为,在相当长的时期内,其带有浓厚的行政化、政策化、管制化色彩。^㉒尽管沪深证券交易所诞生于中国证监会之前,但是,两者仍然是行政干预和政府要求的产物。这就决定了两者从诞生之时就具有浓重的行政性而非自律性。沪深交易所的行政性集中表现为:两者被嵌入到整个行政监管体制之中,成为证券行政监管体制的一个重要组成部分。

2. 我国证券交易所实行法定自律管理符合世界证券交易所自律管理模式的发展趋势

目前,世界多数证券市场,包括美国、英国、日本以及德国、新加坡、澳大利亚与我国香港等,普遍建立证券交易所自律管理与行政监管并举、合作的二元化模式。在各国(地区)的证券立法中,明确授予交易所自律管理权限已经成为一种普遍的现象。例如,美国国会于1975年通过了名为“证券改革法案”的《证券交易法》修正案,大大扩张了SEC的监管权限。根据证券改革法案,自律组织的规则未经SEC批准不得生效,而且SEC可以颁布规则,废除、增加和删减自律组织的规则。在我国台湾地区,“台湾证券交易法”第五章赋予了证券交易所订立章则标准,审查公司证券上市的权力。^㉓在香港特别行政区,根据《证券与期货条例》第19条之规定,香港交易所所有权就上市公司的上市条件等

^⑳ 参见卢文道:“证券交易所自律管理论”,华东政法大学2007年博士学位论文。

^㉑ 参见卢文道:“证券交易所自律管理论”,华东政法大学2007年博士学位论文。

^㉒ 参见张育军:“我国资本市场二十年法制建设回顾与展望”,载《证券法苑》(第2期),法律出版社2010年版,第6页。

^㉓ 参见苏松钦:《证券交易法修正详论》,五南图书出版公司1988年版,第274页。

制定自律性质的上市规则,但上市规则须根据《证券与期货条例》第24条之规定报经证监会批准。在日本,根据日本1948年《证券交易法》(1998年修订),证券交易所的设立必须取得大藏大臣的许可。交易所的章程、业务规程和受托合同准则是交易所规则中最基本的部分,其制定和变更必须取得大藏大臣的许可。^②在澳大利亚,《金融服务改革法》规定了证券交易所业务规则的法律效力,认为“获准经营市场的业务规则在获准市场经营者和市场的每一参与者以及参与者之间具有依照签章合同产生的效力。”^③在德国,证券交易所更是在很大程度上被视为政府的组成部分或延伸机构。根据德国1896年《交易所法》(1998年修订版)的规定,证券交易所有权为业务执行制定业务工作规则,但须经监管机构批准。^④

证监会国际组织(IOSCO)肯定了这一发展趋势,并进一步指出,作为授权的前提条件,立法者或者政府监管者应当要求自律组织满足以下要求:(1)有能力贯彻有关法律、规章和自律规则的宗旨,并确保自身的会员和相关当事人遵守这些法律、规章和自律规则;(2)以平等、一以贯之的态度对待所有会员和会员资格的申请者;(3)制定旨在设定会员行为准则、保护投资者的规则;(4)将自己制定的上述规则提交政府监管者审核或者批准,直到监管者认为妥当,并且确保自律组织规则与政府监管者确立的公共政策目标方向一致;(5)在案件调查与法律、规章的适用方面,政府监管者和其他自律组织紧密合作;(6)执行自身制定的自律规则,并对违反者予以必要制裁;(7)在遴选董事和高级管理人员方面应当确保人员的代表性;(8)避免制定导致不正当竞争的规则;(9)避免运用监督职权允许任何市场参与者在市场中牟取不当利益。^⑤

不过,尽管在世界范围内,证券交易所自律管理越来越法定化,各

^② 参见日本《证券交易法》第81条、第85条之2,载卞耀武主编:《日本证券法律》,法律出版社1999年版。

^③ Financial Services Reform Act 2001, Part 7.2, Division3: Regulation of Market Licenses, 793B.

^④ 参见台湾证券交易所汇编:《世界证券市场相关制度》,2009年版,第90页。

^⑤ See Objectives and Principles of Securities Regulation, report of IOSCO, <http://www.iosco.org/>, 2011年7月1日最后访问。

国(地区)政府仍然通过法律安排、制度设计等保障了证券交易所一定的自律空间。实践中,多数国家和地区,证券交易所和行政监管机构通过签署谅解备忘录,明确彼此间的职责分工以及监管合作内容。例如,澳大利亚证券与投资委员会(Australian Securities and Investments Commission, ASIC)与各被监管的交易所通过签订谅解备忘录(MOU)的方式划分职责,目的是避免重复监管,减少监管的随意性,节约监管成本,同时还有利于建立问责机制(accountability)。^②香港联交所上市后,香港证券与期货事务监察委员会(“香港证监会”或“香港证券和期货委员会”, The Securities and Futures Commission, SFC)与香港交易所之间就其上市事宜签订了一系列备忘录,并在港交所下属联交所主板上市规则中设专章(第38章)规定港交所上市事宜,力求港交所能在公共职能和商业牟利之间取得平衡。^③

3. 我国证券交易所实行法定自律管理是我国证券市场当前形势的要求

目前,我国证券期货市场仍然属于“新兴加转轨”市场。^④整个证券市场仍然处于从幼稚逐步走向成熟的阶段,具体表现在:法规建设和依法行政工作尚未完成;市场主体的法人治理结构和市场行为尚不规范,市场的规范化运作水平较低;监管的力量不足、执法水平不高,监管职能和监管方式不能完全适应市场发展需要等。

^② ASIC与ASX Group(澳大利亚交易所集团)就市场监察、会员管理、公司事务、信息传递等签署了多个备忘录,并具体对自我挂牌上市(self-listing)的ASX予以日常监管。<http://www.asxgroup.com.au/asx-referrals-to-asic.htm>.

^③ 迄今为止,SFC与港交所于2001年2月20日签署的《有关证监会监管、监督交易所参与者及市场监察的事宜的谅解备忘录》(Memorandum of Understanding between Securities and Futures Commission and Hong Kong Exchange and Clearing Limited on Matters Relating to: SFC Oversight, Supervision of Exchange Participants, Market Surveillance, “MOU”)以及双方于2003年4月11日签署的《就〈证券及期货条例〉的生效的目的而对证监会为监管和监督交易所参与者及市场监察事宜订立的谅解备忘录的条款的协议诠释》(Side letter to the Memorandum of Understanding between the Securities and Futures Commission and Hong Kong Exchanges and Clearing Limited dated and signed on 20 February 2001 on matters relating to SFC oversight, supervision of exchange participants and market surveillance)是双方就交易所会员监管问题所达成的最主要的共识。

^④ 中国证监会主席尚福林在2003年全国证券期货监管工作会议的报告中提出这一论断。

在这种背景下,证券行政监管捉襟见肘,迫切需要证券交易所自律监管的协助,并客观导致证券交易所职能扩张,从而成为证监会行政职能的实际延伸和助手。由此,当前证券交易所自律监管在证券市场中发挥的作用越来越大,逐渐从上市审核、信息披露管理延伸到上市公司治理、规范运作领域,监管对象逐渐从上市公司及其高管延伸到股东、实际控制人、保荐机构和其他中介服务机构等。为了获得自律管理的权威性,被证监会控制、主要管理人员由其任命的交易所,也有意无意地主动靠近行政权力,担当证监会的助手或者“雇员”。有学者就认为,通过《证券法》对证券交易所自律管理权力的确认实现法定自律,可以提高证券交易所自律管理的效力层次。^⑤

不过,长期而言,随着市场整体环境的不断改善,尤其是证监会市场化监管水平的不断提高,证券交易所自律管理的空间也会不断加强,市场对自律管理的需求也会不断增多。在法定自律的框架之下,我国证券交易所也可能获得发展契机,从而开展与证券行政监管之间的真正分工合作而非隶服从,从而推动我国证券市场法治化、规范化发展。

(三)《证券法》第 118 条规定之修改建议

综上,《证券法》第 118 条之规定无须修改。但是在《证券法》章节结构设置上,应放置于《证券法》第 102 条之后。从而在《证券法》第 102 条确立我国证券交易所自律管理地位之后,立即明确证券交易所自律管理的法定性。

三、我国证券交易所自律管理范围需要明确——《证券法》

第 115 条规定之修改意见

(一) 证券交易所自律管理范围的发展

1. 传统意义上证券交易所自律管理的范围

对于证券交易所而言,自律管理最早体现在证券交易所由会员发

^⑤ 参见周正庆、李飞、桂敏杰主编:《新证券法条文解析》,人民法院出版社 2006 年版,第 265 页。

起设立,会员制定交易所的规则,会员执行交易所的规则,会员之间的纠纷由交易所解决。^⑤这时的证券交易所作为一种社团法人,具有自律功能,其在法律地位上是独立的,在组织机构上是自治的,在管理行为上是自主的。具体而言,传统意义上证券交易所的自律性主要体现在:自我规范;自我约束;自我管理;自我控制。^⑥

2. 证券交易所自律管理范围的发展

1895年,NYSE建议上市公司定期披露财务报告,证券交易所才开始对上市公司实施自律监管。此后,证券交易所开始承担上市和交易的监管职责,即规定上市条件且对上市公司进行持续监管、对交易过程进行持续监管。

证监会国际组织(IOSCO)自律监管组织咨询委员会于2000年5月发布的《有效的监管模型》(Model For Effective Regulation)认为,尽管不同的自律组织具有不同的结构,其自律管理不应当有统一的模式和严格的标准,但有些基本内容是应当考虑在内的,主要包括:(1)内部规章制度的制定;(2)授权批准市场中介机构的市场准入及其标准制定;(3)行业标准的制定和实施;(4)对证券市场活动的监管;(5)对违反规则的行为进行调查、惩处和纠正;(6)主持召开证券业内的论坛;(7)开展市场参与者和公众投资者教育活动;(8)与其他自律组织及政府监管机构之间的监管合作和信息共享。自律管理是一个开放式的概念,上述内容只是各交易所最具有共性的自律管理行为。在促进市场健康发展的前提下,在法律允许的范围内,交易所可以在制定规则和标准、监管市场交易、执行法规和惩处违规行为、创新交易产品和机制、改善市场条件等方面不断开拓和完善自律管理的具体内容。

(二) 现代证券交易所自律管理的范围

排除规则制定权和制裁权,仅就管理对象而言,证券交易所的自律管理主要通过对三类监管对象实施监管来实现。^⑦

^⑤ 参见谢增毅:《公司制证券交易所的利益冲突》,社会科学文献出版社2005年版,第145页。

^⑥ 参见王保树等:《证券交易所与会员公司间法律关系研究》,上证联合研究计划第二期课题报告。

^⑦ 参见上海证券交易所:《上海证券交易所市场监察质量报告(2008)》。

一是上市公司监管。上市公司是证券市场中的基础“商品”,证券交易所必须对在其市场内挂牌交易的上市公司进行有效监管,特别是监督上市公司及时、完整、真实、准确地进行信息披露。

二是会员监管。投资者参与证券交易所的交易,需要由证券商(通常是在取得证券交易所的会员资格之后)代理进行,因此,会员是否忠实履行投资者的委托,是否规范地从事交易活动,直接关系到投资者的利益,因此,会员监管是交易所自律监管的重要内容。

三是交易行为监管。由于证券交易所提供交易设施以及为交易提供必要的服务,因此,对于交易过程的监管就显得非常关键。交易监管是保证证券市场公平、公正、高效、透明的重要条件。

1. 证券交易所对市场参与者(会员)的自律管理

国外成熟资本市场对证券交易所市场参与者(会员)的监管层次比较分明。一般而言,分为政府部门、行业自律组织、证券交易所三个层次,各层次的职责权限都有比较明确的法律授权或行政授权。

其中,证券交易所对会员的监管权力普遍很大,具体管理内容一般包括:规定会员资格取得的条件和程序;初始的持续的资本要求和审慎监管要求;席位管理;制定与证券交易和清算业务有关的会员内部监督、风险控制、电脑系统的标准和维护等方面的要求并监督实施;应有一个程序和机制应付可能会出现的可能将投资者的损失减低到最小范围和未能控制系统性风险的情况;要求会员定期提交业务报告;对会员派出的代表在交易所内的行为进行规范;^③会员财务状况的持续性监管;交易行为的监察;账册报表的检查;纠纷的处理;违规调查;听证裁决等。为保证会员企业合乎规范,证券交易所尤其重视对会员企业的资格进行审查并要求其具备有效的内部控制结构。^④

2. 证券交易所对上市公司的自律管理

证券交易所对上市公司具有相当的监管权限。这种监管权限源于证券交易所与上市公司之间的上市协议。此外,证券交易所对上市公

^③ 参见郑顺炎等:“证券交易所市场管理职能的法律性质研究”,载《上证研究》,复旦大学出版社2003年版,第31页。

^④ 参见国信证券——复旦大学课题组:《公司制证券交易所市场监管研究》,上证联合研究计划第二期课题报告。

公司的监管权限也是证券交易所对证券交易活动进行监管的必然延伸。

从监管过程看,证券交易所对上市公司的监管分为上市监管和持续监管;从监管内容看,证券交易所对上市公司的监管分为信息披露监管和公司治理监管两个部分。

第一,上市监管与持续监管。首先,上市的条件监管也称为上市标准监管,即一国的证券监管机构或者交易所通过制定某种规范来规定发行股票的公司,在证券交易所集中竞价交易所必须满足的要求和条件。上市的条件监管从本质上来说是一种“静态监管”和“消极监管”。^④其次,公司上市后,证券交易所对上市公司仍然拥有持续监管的权力,一方面有权要求并监督上市公司履行信息披露义务;另一方面对不符合相关规定的上市公司决定暂停或终止上市。

第二,关于信息披露与公司治理。目前,上市公司的信息披露义务包括上市信息披露和持续信息披露。前者是公司申请上市时必须向证券交易所提交包含特定内容的相关文件并按照规定的方式向投资公众予以披露的义务,通常以上市公告书的形式出现,公告书的内容确定。后者发生在公司上市后,由年度报告、半年度报告、季度报告等定期信息披露和重大信息临时披露构成。此外,由于各国公司治理模式和法制背景不同,各国证券交易所对上市公司的公司治理要求规定也不同。

3. 证券交易所对市场交易活动的自律管理

为维护市场公平、公开原则,证券交易所应当对市场交易进行自律监管。世界上绝大部分证券交易所(包括我国沪深证券交易所)都建立了专门的市场监察部门、监察制度,并建立了专门的监察系统进行监察作业,^⑤以有效侦测并防范违法交易行为发生。

从市场交易监管的流程看,证券交易所的交易监管可分为资格准入、前端控制、盘中监控和事后处理。资格准入是指对于交易各主体的适当性管理制度;盘中监控是指在交易过程中进行的实时监控措施。

^④ 参见芦晓著:“交易所证券上市监管研究”,对外经贸大学2004年硕士学位论文。

^⑤ IOSCO明确指出,完善对违规行为的监管,应该建立市场侦测系统;市场侦测系统包括对交易市场的直接监察和对媒体的监察;监察系统应与技术和市场发展保持同步。IOSCO, *Investigating and Prosecuting Market Manipulation*, Technical Committee of IOSCO, May 2000.

事后处理是指在事后对交易违规行为进行处置的监管措施。值得一提的是,前端控制是中国证券交易所特有的市场监管制度,它是指由交易所通过交易系统设置的对每笔交易在其申报后至交易达成前由交易系统自动执行的检查和监控措施。^④在中国证券市场,前端控制实质上是将监管关口前移,分担了盘中监控和事后处理的监管压力。

从市场交易监管对象看,证券交易所监督管理交易活动的具体内容有以下几个方面:(1)行情监控。对交易行情进行实时监控,观察股票价格、股价指数、成交量等的变化情况;(2)交易监控。对异常交易进行跟踪调查;(3)证券监管。对证券卖出情况进行监控、观察买空卖空行为;(4)资金监控。对证券交易和新股发行的资金进行监控,观察证券商的清算头寸情况。证券交易所的监管是对证券交易实行实时的监控,及时发现证券交易过程中存在的异常情况。这种全过程的跟踪式的监管,有利于及时采取措施防范市场风险。

(三)《证券法》第115条规定之修改建议

如前所述,《证券法》第五章对我国证券交易所自律管理内容的规定并不完全。尽管《证券交易所管理办法》对此做了进一步的规定,但是《证券交易所管理办法》的效力等级低,因此,证券交易所的具体职能应由《证券法》做原则性规定。本文建议将现《证券交易所管理办法》第11条除第7款外改为《证券法》第115条,即《证券法》第115条改为:证券交易所的职能包括:(一)提供证券交易的场所和设施;(二)制定证券交易所的业务规则;(三)接受上市申请、安排证券上市;(四)组织、监督证券交易;(五)对会员进行监管;(六)对上市公司进行监管;(七)管理和公布市场信息;(八)证监会许可的其他职能。《证券法》第115条中关于“证券交易所对证券交易实行实时监控”、“根据需要,可以对出现重大异常交易情况的证券账户限制交易,并报国务院证券监督管理机构备案”的内容建议纳入《证券交易所管理办法》做进一步具体规定。

^④ 参见皮六一、陈启欢、叶康:“我国证券交易前端控制制度的历史演进及发展趋势”,载《证券市场导报》2011年第2期。

四、我国证券交易所自律管理地位与纪律处分权关系需要确定 ——《证券法》第121条规定之修改建议

(一) 证券交易所的纪律处分

1. “纪律处分”概念解析

梅耶科丁(Meyer Cording)曾经指出:“社团罚和每种罚一样,是任何一个有组织的团体,为了保障它的规章制度和纪律得到遵守而事先威胁并事后实施的一种不利”。^④ 纪律处分(或者称之为处罚、惩戒、惩罚、制裁)起源于社团之中,为内部性管理用语(类同于制裁、惩戒),它是一种有关社团内处罚的社团法则。^⑤ 社团并非单纯代表成员利益,更要协调和管制成员的利益,即通过内部的纪律控制和检查它的成员,对违规者实施处罚,使成员有纪律地行动。^⑥ 纪律处分作为社团的非法律惩罚权,在一个充分紧密的团体内,其存在至关重要,而法律对行为影响甚微。^⑦

在长期的社会实践中,社团法人发展出许许多多的处罚措施。以处罚客体划分,这些社团内部的处罚措施可分为名誉罚(警告、批评等)、金钱罚(罚款)、资格罚(成员权利的限制或剥夺、开除等);以处罚行为可以划分为申诫罚(内部通报、公开曝光、公开谴责等),行为罚(警告、限期整顿等)、财产罚(罚金、悔金)和资格罚(暂停资格、取消资格、开除等);以是否具有强制力可划分为道德处罚(批评教育、赔礼道歉、道德谴责)与强制处罚(罢免社团职务、停止使用社团设备禁止享用社团优惠等);以处罚影响可划分为内部处罚(内部通报)与外部处罚(行业曝光、行业禁入)。

^④ Meyer - Cording Vereinsstrafe, S. 53. 转引自吴伟央:《证券交易所自律管理正当程序研究》,上海证券交易所博士后工作站2010年博士后出站报告。

^⑤ 参见方洁:《社团处罚研究》,法律出版社2009年版,第36页。

^⑥ 参见张静:《法团主义》,中国社会科学出版社1998年版,第121~126页。

^⑦ See Eric A. Posner, *The Regulation of Group: The Influence of Legal and Non - legal Sanctions on Collection Action*, 63 U ChiL Rev. 133, 1996.

2. 证券交易所的纪律处分机制

在证券交易所的自律管理职能中,证券交易所的纪律处分权具有强制力,对被处分对象影响巨大。证券交易所采取的纪律处分行动,即指对被监管对象采取措施,限制或取消其权利、规范约束其行为、或者对其形象及声誉施加不利影响,如取消会员资格、决定暂停或终止企业上市、限制交易、公开谴责、通报批评等。⁴⁸ 证券交易所通过特定的机构,按照一定程序,对特定的被监管对象的某些行为采取一定的纪律处分行动就构成证券交易所的纪律处分机制。

具体而言,证券交易所能够采取纪律行动的市场主体主要为证券交易所监管职能范围内的交易(包括上市)参与者。证券交易所可采取纪律处分行动或制裁的情况一般指违反证券交易所相关规则规定或从事规则中禁止性行为的行爲;证券交易所纪律处分的种类主要有:公开谴责、罚款、开除、暂停或禁止交易、取消相应资格以及暂停或撤销职务等;纪律处分程序一般由纪律诉讼案件的提交程序、仲裁程序、复议或再仲裁程序以及仲裁结果的公布等组成。

(二) 证券交易所自律管理与纪律处分的关系

1. 制裁权是证券交易所自律管理职能的重要组成部分

自律管理关系传统上是一种内部关系,一般而言,并不受到只调整重要的社会关系的法律的直接规范,起主要规范作用的是行为主体自己制定的规则。在团体的自律管理中,团体成员共同协商确立行为规则,并自愿遵守,该规则构成管理依据。证券交易所自律管理实质上行使的是一种自治权,包括规章制度制定权、监管权、惩罚权和争端解决权,体现为业务规则制定、上市公司监管、会员监管、证券交易监管和纪律处分,分别对应社团内基本型规范、行为规范、惩罚规则和争端解决机制。⁴⁹

2. 纪律处分措施与其他自律监管措施共同实现证券交易所的制裁权

证券交易所履行自律管理职能时使用处罚权可以采取不同方式。

⁴⁸ 少数证券交易所将纪律处分机制的适用范围拓展到上市过程,如香港联交所。

⁴⁹ 需要指出的是,尽管证券交易所自律管理最初是建立在会员制的组织结构之上,但是随着证券交易所自律管理职能的外部化与他律化,证券交易所的纪律处分(或者说制裁)称谓已经出现了内涵的异化,只是由于习惯的力量这一概念才沿用下来。

根据受监管对象违规行为的严重程度,证券交易所可以采取纪律处分措施或者其他监管措施,两者对受监管对象权利义务的影响不同,导致的救济途径亦不同。前者一般针对行为较为明显、情节较为严重,有明确的依据构成纪律处分的;后者一般针对情节轻微或者较为紧急,不够或不宜采取纪律处分的情况。如纽交所非正式纪律处分,对于轻微的违法事项采取“忠告信”(Admonition Letter);再如,日本《证券交易法》1992年修订时,对于不属于处分行为,而是基于会员业务的公正性、健全性与预防证券事故的观点,引入了新的“劝告”制度,认为有对会员业务产生不良影响的情况时,可以提出要求改善的劝告。^⑤ TSE章程对此作了具体规定。又如,香港联交所对于违反《上市规则》的行为,如果经审查后,不提起纪律处分程序,则可以:^⑥(1)要求违规的当事方采取尽可能的措施来弥补违规行为;(2)要求当事方采取所有可能的步骤来确保遵守上市规则以避免今后类似事件的发生;(3)发出一封警告信或批评信或者提醒信(letter of mindedness);(4)向上市委员会报告违规情况并经上市委员会同意发出一封警告信或批评信;(5)将事项报告给其他相关的监管机构(当违反上市规则的行为同时可能违反其他规则和法律时)。

在我国证券市场,深交所发布了《深圳证券交易所自律监管措施和纪律处分措施实施细则(试行)》,正式区分了自律监管措施与纪律处分措施之间的区别,并就交易所采取的自律监管措施进行了系统整理和总结。深交所主要根据受监管者违规行为的严重性以及处分对于受监管者权利的实质影响可以区分自律监管措施与纪律处分措施。^⑦通报批评、公开谴责、限定资格等严重的监管措施只属于纪律处分措施。限制交易措施不属于纪律处分措施,但通过纪律处分委员

^⑤ TSE 监管公司采取劝告措施的情况,载 http://www.tse.or.jp/english/sr/activity/cmpshobun/index_2008.html。

^⑥ See Handbook on Disciplinary Proceedings of Hong Kong Exchange Stock, Updated on 28 March 2004.

^⑦ 《深圳证券交易所自律监管措施和纪律处分措施实施细则(试行)》第3条规定,本所实施自律监管措施和纪律处分措施,应当以事实为依据,与行为的性质、情节的轻重以及危害程度相当。

会发布。

证券交易所的纪律处分措施和其他自律监管措施是证券交易所履行自律职能的结果。这两种监管措施均是证券交易所行使的制裁(惩罚)权,它源自于基本规范和行为规范,又直接引发争端解决机制。

(三)《证券法》第121条的修改建议

综上所述,纪律处分措施与其他自律监管措施共同实现证券交易所自律管理职能中重要的制裁权。从《证券法》第121条内容看,该条已经滞后于证券交易所交易方式的发展,且对证券交易所纪律处分权的规定并不完整,此外,该条还未对证券交易所除纪律处分以外的自律监管措施给予考量。而且,《证券法》第五章已经规定了证券交易所自律管理地位,体现证券交易所自律管理职能的制裁权内容应为证券交易所自律管理职能的题中之义,无须《证券法》对此作出非常具体的规定。考虑到《证券交易所管理办法》第99条已经对证券交易所的制裁权进行了规定,^⑤因此,本文建议删除《证券法》第121条,将证券交易所的纪律处分权和采取其他自律监管措施的权能通过《证券交易所管理办法》加以规定,并通过证券交易所相关业务规则加以贯彻执行。^⑥

^⑤ 《证券交易所管理办法》第99条规定:“证券交易所应当在其职责范围内,及时向证监会报告其会员、上市公司及其他人员违反国家有关法律、法规、规章、政策的情况;国家有关法律、法规、规章授权由证券交易所处罚,或者按照证券交易所章程、业务规则、上市协议等证券交易所可以处罚的,证券交易所有权按照有关规定予以处罚,并报证监会备案;国家有关法律、法规、规章规定由证监会处罚的,证券交易所可以向证监会提出处罚建议。证监会可以要求证券交易所对其会员、上市公司进行处罚。”

^⑥ 目前,沪深交易所层面对违规行为的自律监管和纪律处分措施主要有四类:一是调查类,比如要求上市公司或相关会员作出解释说明,要求中介机构或聘请中介机构核查并发表意见,交易所进行调查;二是名誉处分类,比如通报批评、公开谴责;三是限制权力,比如限制账户交易;四是取消资格,比如取消会员资格交易资格,暂停受理或办理相关业务,公开认定为不适当人选等。这四类措施既涉及自律监管措施也涉及纪律处分措施。《深圳证券交易所自律监管措施和纪律处分措施实施细则(试行)》第4条规定,自律监管措施和纪律处分措施可以单独或合并实施。这一规定实际上划分了自律监管措施与纪律处分措施的适用层级。

结 语

综上,《证券法》第五章的修改意见包括:第一,关于证券交易所自律监管的地位的规定应予以保持,即《证券法》第 118 条之规定保持不变,但是在《证券法》章节结构设置上,应放置于《证券法》第 102 条之后。第二,关于我国证券交易所自律管理范围应予明确,建议将现《证券交易所管理办法》第 11 条除第 7 款外改为《证券法》第 115 条,《证券法》第 115 条中关于“证券交易所对证券交易实行实时监控”、“根据需要,可以对出现重大异常交易情况的证券账户限制交易,并报国务院证券监督管理机构备案”的内容建议纳入《证券交易所管理办法》做进一步具体规定。第三,我国证券交易所自律管理地位与纪律处分权的关系应予明确,建议《证券法》第 121 条予以删除,将证券交易所的纪律处分权和采取其他自律监管措施的权能通过《证券交易所管理办法》加以规定,并通过证券交易所相关业务规则加以贯彻执行。

此外,有必要在《证券法》修订之后,继续对《证券交易所管理办法》、《上市公司监管规则》等行政法规、部门规章、相关的规范性文件以及证券交易所业务规则进行相应修改以贯彻《证券法》对证券交易所自律管理职能的相关规定。