《证券法苑》(2009)
第一卷,第1~45页

证券交易所自律管理侵权诉讼司法政策

——以中美判例为中心的分析

徐　明*　卢文道**

近年来,因证券交易所市场监管行为而引发的诉讼纠纷,特别是针对交易所自律管理而提出的侵权诉讼,日益增加。① 涉及交易所自律管理的案件,具有一定的特殊性,2005年年初最高人民法院为之专门出台了司法解释,但其解决的主要是案件指定管辖问题。② 司法实务中,法院审理仍然面临诸

* 上海证券交易所副总经理,教授、博士生导师。
** 上海证券交易所法律部执行经理。

① 以上海证券交易所为例,据统计,1997年以来,针对其自律管理行为提出的包含侵权事由,要求承担损害赔偿责任的诉讼达10余起,而这其中又有5起发生于2005年之后。

② 最高人民法院针对交易所自律监管行为的诉讼案件,出台了《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》。其核心内容主要有两方面:(1)实行指定管辖制度,指定上海证券交易所和深圳证券交易所所在地的中级人民法院分别管辖以上海证券交易所和深圳证券交易所为被告或第三人的与证券交易所监管职能相关的第一审民事和行政案件。(2)对投资者起诉交易所自律管理行为的案件受理,作出了适当限制,规定:投资者对证券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。

© 1994-2012 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.

多困惑,案件背后的一些深层次的问题不断浮出水面。比如交易所作为自律管理组织,其引发的损害赔偿诉讼,法院是否应当受理介入?在诉讼中交易所是作为行政主体还是民事主体?交易所在履行自律管理这一公共职责中如何承担民事责任,等等。

这些问题,不仅涉及个案本身的处理,更涉及司法妥善介入交易所自律管理这一特殊领域之政策考量。确立与交易所法律地位、自律管理职责以及证券市场发展需求相适应的、科学合理的司法政策,成为法院和证券业内关注的焦点和难点问题。就此,理论研究尚未展开,司法应对策略也缺乏有效的理论支撑。本文将以上交所为被告的典型诉讼案件为样本,深入分析已有案例裁决中的司法认知和理论问题,找寻其中正在形成的司法政策,同时梳理美国法院介入交易所自律管理的司法脉络,以期能为交易所侵权诉讼司法介入的理论筹备和政策形成,尽绵薄之力。

一、行为分类:证券交易所自律管理法律解析

自律管理是证券交易所的核心功能,也是其本质属性,但理论界和实务部门对我国交易所自律管理的内涵、内容、特征等基本问题,总体上还是比较陌生的,缺乏必要的共识。出于本文研究和问题说明的需要,在正式讨论主题之前,有必要对引发侵权诉讼的交易所自律管理行为,集中作简要交代。本处采用分类的研究方法,依据有关原理和制度对之进行多角度、多标准的解剖和透析,以求能够透过其现象认识其本质。

(一)内部自律管理与外部自律管理

该分类是从我国证券交易所会员制法律地位和组织形态角度提出来的。

在制度层面,我国证券交易所采行会员制,③是社团法人,证券公

③ 会员制是全球范围内证券交易所的最初形式,在非互助化变革以前,是交易所最普遍的组织形态。我国上海、深圳证券交易所组建以来,在法律形式上一直宣称采用会员制。相关法律文本,从上海、深圳证券交易所章程到数次修改的《证券交易所管理办法》,从1998年颁布实施的旧证券法到2006年修订实施的新证券法,始终将"会员制"作为交易所的一个主要特征。在制度层面,交易所的内部治理和自律管理的运行,也大体上是按照会员制的通行做法来设计的。

© 1994-2012 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.

司取得会员身份，是社团成员。按照会员制的制度逻辑和运行机理，会员享有交易所财产所有权、交易所业务管理权和进入交易所市场的交易参与权。交易所作为会员集合体，按照会员章程以及依之制定的会员管理规则，对具有会员身份的证券公司进行监督管理，属于组织体内部的自我管理。本源意义上的“自律管理”，正是针对交易所会员的自我管理、自我约束，自己监督自己事务而言的。

与会员相反，上市公司、投资者并非交易所组织体的成员，是独立于交易所的第三方。此时，对受监管的上市公司和投资者而言，交易所所实施的自律管理，属于外部性管理，是“他们对我们的管理”，与交易所对会员的自律管理，在法律逻辑和制度起点上存在明显的差异。在这个意义上，交易所对上市企业和投资者监管之“自律性”，并非针对被监管对象的自主管理、自我约束，而是相对于政府行政监管而言的。即交易所作为独立的市场组织，对市场参与者及其市场行为进行自我规范、自我约束、自我管理、自我控制，无须行政力量的直接介入和干预。自律管理由此成为独立于行政监管并与之并存的一种市场化监管机制。④

（二）抽象自律管理与具体自律管理

该分类借鉴了行政法上普遍使用的具体行政行为与抽象行政行为之划分。

抽象自律管理，系交易所针对普遍的、不特定对象作出的行为，其

---

④ 值得关注的是，上述内部性、外部性自律管理行为之划分，侧重于法律逻辑和应然状态，意在厘清交易所监督管理会员与监督管理上市公司以及投资者的制度原理上的差异。就实然状态而言，这样的区分可能因为交易所会员制的名实难符而受到质疑。沪深交易所会员制的实践运行与法律文本上的制度设计确有反差，会员制组织形态没有完全转化为现实。突出表现为，作为会员实行自律管理的会员大会和理事会自治权力受到很大程度的虚化，基本上是象征性的、程序性的，会员在交易所的内部治理和自律管理中的作用，没有得到应有的体现。在这一实然状态下，对会员而言，交易所很大程度上也是以外在的、异己的力量存在，所受到的自律管理，异化为“作为交易所的他对我们的管理”。由此，理论界有观点认为，我国证券交易所的会员制，仅存在于法律文本，没有走进经济生活，组建上交所根本不是私法意义上的社团发起行为，而是地方政府、中央政府批准的一个改革试点，为实现公共利益而组建，事实上属于证监会下属的公立机构，其对市场的监管，究竟是自律管理还是行政管理，也是存在疑问的。参见方流芳：“证券交易所的法律地位——反思与‘国际惯例’接轨”，载《政法论坛》2007年第1期。

© 1994-2012 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.

中最为典型者,系交易所依照证券法律、行政法规,制定具有普遍约束力、可反复适用的自律性的业务管理规则。⑤ 除了业务规则制定之行为,交易所即时公布证券交易行情、实行临时停市等并不针对特定对象之管理行为,也可归入抽象自律管理行为之中。

具体自律管理,系交易所针对特定对象、特定证券、特定事件而实行的监督管理。此类行为名目繁多、形式多样,典型者如交易所对特定对象采取监管措施、同意或者终止特定证券上市交易、对特定证券之交易实施停牌、督促上市公司履行信息披露义务、对被监管者进行现场检查等。

(三)法律授权型自律管理与规则设权型自律管理

该分类以交易所自律管理权的来源为标准。

法律授权型自律管理,指依据法律规定和授予的权力,实行自律管理。交易所的自律管理,是在法律调整和约束下进行的,《证券法》对交易所自律管理权力,有明确的法律授权,主要集中于证券交易和上市公司监管领域,主要有七个方面:(1)规则制定权(第118条);(2)证券交易实时监控权(第115条);(3)证券上市及暂停与终止上市决定权(第48条、55条、56条);(4)上市公司信息披露监督权(第115条);(5)突发事件下技术性停牌或临时停市权(第115条);(6)重大异常交易账户限制交易权(第115条);(7)证券交易违规人员纪律处分权(第121条)。

规则设权型自律管理,指交易所依据业务规则所创设的自律管理权力,进行市场监管。交易所的业务规则是市场行为规范,具有明确会员、上市公司、投资者等市场主体游戏规则之功能,同时也是监管行为规范,可以为交易所自律监管设定法律授权之外之权力,或者将证券法规定的概括性权力细化为具体性权力。就理论层面而言,交易所通过业务规则为自身设定的监管权力,来源于契约。在制度形式上,我国交易所借鉴境外通行做法,基于交易所章程、上市协议等契约,取得监管上市企业以及交易商的合法权力。就上市公司监管而言,公司上市时

---

⑤ 交易所的业务规则,分基本业务规则、业务实施细则、业务指引、业务通知等不同类型,主要集中于上市、交易和会员三个层面。以上证所为例,截至2008年年底,其制定发布的各类有效业务规则340件,其中上市类119个、交易类90个、会员类59个。参见上海证券交易所:《业务规则汇编》2008年版。

© 1994-2012 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.

应与交易所签订上市协议,遵守交易所的上市规则、接受交易所的监管是协议中的主要内容。[6] 就证券公司监管而言,交易所与其会员的关系由交易所章程调整,交易所章程在某种意义上就是会员与会员、会员与交易所之间协商后形成的"契约",会员必须遵守章程和相关业务规则的规定,接受交易所的监督管理。

(四)授益型自律管理与处分型自律管理

该分类以自律管理对被监管者造成的影响为标准。

授益型自律管理,指赋予、增加或者扩大会员、上市企业等被监管对象权益,如授予证券公司会员资格管理、接纳企业为上市公司、同意暂停上市的公司恢复上市等。

处分型自律管理,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。

(五)直接针对投资者的自律管理与间接涉及投资者的自律管理

该分类以交易所自律管理行为与投资者利益关联度为标准。

直接针对投资者的自律管理,指交易所的监管行为以特定投资者为对象,或与特定范围内的投资者存在直接利害关系。此类行为中,投资者可以是具体自律管理行为的相对人,如违反信息披露义务的上市公司股东被通报批评或者公开谴责、违规进行证券交易的投资者被限制交易,也可以是具体自律管理行为相对人之外的受到该行为影响、存在利害关系的投资者,如交易所决定取消特定证券在特定时段已发生的交易,对该时段内买卖该证券的投资者产生影响。

间接涉及投资者的自律管理,指交易所在履行职责过程中,对上市企业、会员公司及其相关人或证券上市和交易活动作出的,尽管并不直接针对投资者,但对投资者的权益具有间接影响。如交易所决定终止上市公司股票上市,对持有股票的投资者存在间接影响。又如交易所对交易价格出现严重异常的证券,在盘中实行紧急停牌,对参与该证券交易的投资者存在间接影响。

---

⑥ 顾功耘、徐明等:"关于证券交易所监管上市企业的研究报告",载王保树主编:《商事法论丛》(第2卷),第250页。

© 1994-2012 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.

二、本土案例:发生了什么样的侵权诉讼

司法裁决,是我们观察法院介入交易所自律管理现实态度的窗口,为本文的理论研究提供了鲜活的经验实例。为便于人们了解我国证券市场中交易所自律管理引发的侵权诉讼的整体情况,也便于后续问题分析讨论,本处首先对后文研究中涉及的具有典型性的案件,作简要介绍和归纳。

(一)七起典型案例简要介绍

案件一:胡某诉上证所宣布327国债期货尾市交易无效侵权案。[⑦] 1997年,原告胡某以上证所为被告,向上海虹口区法院提出民事诉讼,称其1995年2月23日依法进行327国债期货交易,成交次日上证所公告宣布327国债3月23日尾市成交无效,[⑧]造成其损失,故要求上证所赔偿其损失。上海虹口区法院一审认定上证所宣布该日327国债期货交易尾市成交无效之行为,属于行政行为,其主体不属于一般民事主体,原告以民事侵权赔偿起诉不属于法院民事诉讼受理范围,故裁定不予受理。原告在一审裁决后提起上诉,上海二中院二审裁定维持一审。

案件二:原告姜某诉上证所终止生态农业上市侵权案。[⑨] 原告系上证所上市公司湖北江湖生态农业股份有限公司的股东,其于2003年8月向上海市浦东新区法院提起行政诉讼,诉称该公司于2002年5月

---

⑦ 参见上海市第二中级人民法院(1997)沪二中经受终字第2号民事裁定书。

⑧ 此案涉及我国资本市场震惊一时的327国债期货事件。1995年2月23日,一直在327国债品种上联合做空的辽宁国发(集团)有限公司抢先得知327品种贴息消息,立即由做空改为做多,使得327品种在一分钟内上涨2元,十分钟内上涨3.77元。做空主力万国证券公司立即陷入困境,按照其当时的持仓量和价位,一旦期货合约到期,履行交割义务,其亏损高达60多亿元。为维护自己利益,327合约空方主力在148.50价位封盘失败后,在交易结束前最后8分钟,空方主力大量透支交易,以700万手、价值1400亿元的巨量空单,将价格打压至147.50元收盘,使327合约暴跌3.8元,并使当日开仓的多头全线爆仓,造成了传媒所称的"中国的巴林事件"。327国债交易中的异常情况,震惊了证券市场。事发当日晚上,上证所召集有关各方紧急磋商,最终权衡利弊,确认空方主力恶意违规,宣布最后8分钟所有的327品种期货交易无效。

⑨ 参见上海市浦东新区人民法院(2003)浦受初字第20号行政裁定书。

© 1994-2012 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.

13日被上证所暂停上市,同年12月上证所作出该公司股票自2003年1月7日起恢复交易的决定,2003年5月23日上证所又以该公司2002年度审计报告被出具拒绝表示意见等理由,决定终止其股票上市。原告认为,上证所通过违法手段将公司股票原持有人的风险向新的股票持有人转嫁后,再终止该股票上市,侵害其合法权益,要求确认存在侵权和误导行为、赔偿其损失人民币1元。上海浦东新区法院一审认为,目前证券市场不成熟,相关法律制度尚未完善,故裁定不予受理。

案件三:原告陈某诉上证所、中国证券登记结算上海分公司暂缓交收虹桥机场转债侵权案。[10] 2004年,陈某以上证所、中国证券登记结算有限责任公司上海分公司为被告,向汕头市金平区人民法院提出民事诉讼,称其2000年3月16日以1200元买入1000张(每张面值100元)"机场转债"已经成交,[11]但因为上证所认定当日该证券出现异常交易而要求暂缓交收,起诉要求将其1000张"机场转债"转股的股票及利息过户,起诉金额约10万元。原审法院判决原告起诉已超出诉讼时

---

⑩ 参见汕头市中级人民法院(2005)汕中法民二终字第102号。

⑪ 此案中的虹桥机场转债事件情况大致如下:2000年3月16日,虹桥机场可转换公司债券(以下简称机场转债)在上交所首日挂牌交易。按当时的交易规则,债券上市交易首日不前置集合竞价,不设涨跌幅限制,同时,为防范交易风险,规定卖出申报价格不得低于即时揭示价的2%,买入申报价不得高于即时揭示价的2%。由此,在无即时成交价的情况下,最先进入交易主机的一笔有效申报将被交易系统作为即时成交价显示。当日9:30机场转债开盘交易,一笔1.88元的买入申报最先进入交易主机,该笔价格随即在"即时成交价"位置显示出来。上海一投资者误以为该债券已将100元面值拆细为1元面值,实行拆细交易,便以1.88元的价格申报卖出2手,于是9时30分21秒产生了1.88元的开盘价。一些中小投资者受此开盘误导,认为是拆细交易,纷纷以1元左右的价位进行委托申报。进行正常申报的投资者,由于其报价超过了1.88元之2%的价格波动幅度,报单反被前端控制系统弹回。上交所通过即时监控系统发现此异常交易情况,迅即采取警示措施,使交易在5分钟内恢复正常。据统计,此次异常交易共涉及737个账户,其中卖出账户670个,多为中小投资者,买入67个;交易债券7175手,面值717.5万元。上述异常交易发生后,低价卖出债券的投资者情绪激动,要求交易所采取措施。上交所随后决定对虹桥机场可转债异常交易期间发生的交易实行暂缓交收,并着手通过交易所会员争取买入方从公平角度出发,放弃交收或者按照债券百元面值进行交收。至3月21日,67个买入账户中已有52账户所有人同意放弃交收或者按照百元面值进行交收,同时,机场转债的主承销商同意按百元面值发行价先行垫款给剩余账户的卖出方。余下的15个账户的买入方情绪激动,坚持按照成交价交收,不作任何让步,后经多方协调,这15个账户的绝大多数接受了放弃交收或按百元面值交收之原则。

© 1994-2012 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.

效,驳回了原告诉讼请求,原告不服该判决,向汕头中院提起上诉。二审法院判决认为,上证所对虹桥机场转债成交价格异常部分决定暂缓交收,是依法行使职责,诉讼请求超过了诉讼时效,判决予以驳回。

案件四:原告陈某诉上证所核准武钢认沽权证创设纠纷案。[12] 2005年11月,原告以上证所为被告,向上海市第一中院提起行政诉讼,称上证所违反自己颁布的《关于证券公司创设武钢权证有关事项的通知》,提前核准证券公司创设"武钢认沽权证"并上市交易,违反了有关规定,造成权证数量猛增,致使其此前购入的"武钢认沽权证"无法按照预计的时间卖出,要求法院确认上证所核准创设"武钢认沽权证"的具体行政行为无效、赔偿起诉人经济损失6万元。上海一中院认为上证所与起诉人之间没有直接利害关系,起诉人的起诉缺乏相应依据,故裁定不予受理。原告后向上海市高院提出上诉,二审维持原判。

案件五:原告高某诉广东省机场集团管理公司、广东白云国际机场股份有限公司、上证所违反信息披露义务侵权案。[13] 2007年5月,原告以广东省机场集团管理公司、广东白云国际机场股份有限公司以及上证所为共同被告,向上海市第一中院提起民事侵权诉讼,称广东省机场集团管理公司、广东白云国际机场股份有限公司违反证券法有关证券交易信息披露规定,没有明确、充分揭示"白云机场认沽权证"的最后交易日,对投资者构成重大误导,导致其在该权证最后交易日(2006年12月15日)买入权证遭受损失,并认为上证所作为权证交易规则的制定机构和信息披露的监管机构,对前述两被告的违规行为未尽监管职责,应承担连带侵权责任,要求赔偿损失154,632元。法院依据查明的事实判决认为,被告广东省机场集团管理公司、广东白云国际机场股份有限公司已按照规则履行了信息披露义务,对"白云机场认沽权证"的最后交易日进行了充分说明,已经履行了监管职责,原告投资损失是其个人买卖行为所致,根据买者自负原则,应自行承担交易损失。一审判决后原告向上海市高级人民法院提出上诉,该院于2008年3月终审判

---

⑫ 参见上海市第一中院(2005)沪一中受初自第19号行政裁定书。

⑬ 上海市第一中院(2007)沪一中民三(商)初字第64号、上海市高级人民法院(2008)沪高民二(商)终字第6号。

© 1994-2012 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.

决维持一审裁决。

案件六:原告邢某诉上证所违规核准证券公司提前创设武钢认沽权证纠纷案。[14] 2008年7月,原告向上海市第一中院提出诉讼,称上证所《关于证券公司创设武钢权证有关事项的通知》明确自2005年11月28日实施,根据规定,创设的武钢权证最快应在11月29日可以交易。但事实上,武钢权证创设实施提前了,11月28日便有大量创设权证进行交易,并引起权证价格连续三天跌停,导致其此前买入的115,000份权证失去交易机会。原告起诉认为:首次武钢权证提前大量创设是违规行为,上证所存在过错,并且这一过错与其损失存在直接的因果关系,要求承担直接及间接经济损失909,580元。法院判决认为,本案件争议的问题主要有两个:一是原告作为投资者因权证投资产生损失,以上证所为被告提起侵权之诉是否具有可诉性;二是投资者投资权证产生的损失与上证所的监管行为是否存在法律上的因果关系,上证所是否应当赔偿原告的交易损失。就第一个争议问题,法院判决认为,权证创设行为,系上证所根据有效的业务规则作出的履行自律的监管行为,相关受众主体如认为该行为违反法律规定和业务规则,可以对交易所提起侵权民事诉讼。就第二个争议问题,法院判决认为,上证所审核证券公司创设武钢权证是合法的自律监管行为;行为本身没有违反业务规则,主观上并非出于恶意,也并非针对特定的投资者,不符合侵权行为的构成要件;原告的交易风险和损失与上证所审核权证创设的市场监管行为之间不存在直接、必然的因果关系,因此,要求上证所承担其交易价差损失和可得利益损失,没有法律依据。由此判决驳回原告诉讼请求。

案件七:原告钟某诉上证所等六被告违规实施南航权证创设侵权纠纷案。[15] 原告诉称,2007年7月24日,其通过海通证券买进南航认沽权证756,300份,当日产生亏损共计人民币41,601.6元。而在此以前的6月27日,被告国信证券经上证所审核,创设了巨量南航认沽权证,

---

⑭ 上海市第一中院(2008)沪一中民三(商)初字第68号。

⑮ 上海市第一中院(2009)沪一中民三(商)初字第23号。本案被告除了上证所,还包括派送南航认沽权证作为股改对价的南航集团公司、股改保荐人广发证券公司、参与南航认沽权证创设的国信证券公司、为原告提供权证交易代理服务的海通证券公司、为权证创设提供登记结算服务的中国证券登记结算有限公司。

© 1994-2012 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.

并上市出售。经被告海通证券推荐,原告买入了诉争的权证。原告认为,上证所制定的《权证业务管理暂行办法》违反了证券法的有关规定,特别是与新《证券法》第2条第3款"证券衍生品种的发行、交易的管理办法,由国务院依照本法的原则规定"直接冲突,认为依之推出的南航股改权证方案、该权证上市、交易、登记结算等事项均违法无效。原告同时认为,创设权证违反了《证券法》,是违法的制度安排,创设的南航认沽权证属于无发行人、无保荐人、无发行价的非法产品。案件审理中,六方被告针对原告提出的诉讼理由,着重围绕包括创设制度在内的股改权证业务制度安排的合法性,业务实施和执行的规范性,原告交易损失与南航认沽权证派送、保荐、交易、创设、登记结算、监管无法律上的因果关系等角度,进行答辩,认为没有侵犯原告权益,原告应自行承担投资损失。法院判决就股改权证及创设制度的合法性、创设风险提示的充分性等焦点问题,给予了积极回应,作出了恰当认定,主要内容包括如下几方面:(1)判决认定上证所权证业务和创设制度是合法的。判决在认定权证作为证券衍生品种,其发行交易适用证券法的同时,指出权证产品的发行和交易尚未有单行法律和行政法规出台,只有上证所根据证券法和证监会的授权制订的业务规则。鉴于权证业务管理暂行办法对权证创设问题已有授权性规定,具体创设规则已事先明确,法院认定权证创设行为系上证所根据国务院证券监督管理部门批准的业务规则作出的自律监管行为,本案原告认定被告上证所无权制定权证交易规则、非法审核证券公司创设权证,显然缺乏相应的法律依据,不予采信。(2)法院判决认定权证创设审核方式是合法的。法院判决认为,权证创设在我国属于一项金融创新制度,是基于股权分置改革的总体要求,结合股改权证的运行特点,借鉴成熟市场的类似做法,产生的一种市场化的供求平衡机制。在具体实施时,创设人可根据发行权证的具体情况自由决定实施方案,上证所仅对其资格和上市程序进行审查。这一认定说明,交易所审核证券公司的创设申请,是形式审核而非一般意义上的审批。(3)法院判决认定权证创设具体行为是合法的。法院判决在分析上证所及其他六名被告在南航权证派送以及创设实施中的具体行为之后认为,上证所根据权证业务管理暂行规定,审核合格券商创设行为符合业务规则的具体要求,属于履行证券法赋予

© 1994-2012 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.

的自律监管职能的行为，是合法的。从南航权证创设的整个过程来看，申请人国信证券、海通证券、广发证券，审核人上证所、登记人中登公司均各自履行了法定义务，其行为均无不当之处，原告认为被告非法共同创设南航权证，没有实施和法律依据。此外，法院判决对原告提出的七名被告创设行为是造成交易损失的直接原因也作了回应。法院判决认为，被告在交易南航权证时，已经明知创设人的提示公告及权证创设已经实施并上市的既定事实，仍然基于自身对该品种的喜好和判断进行买卖，由此造成的交易风险显然与被告上述行为不存在必然的、直接的因果关系，要求赔偿权证交易差价损失，没有法律依据。

（二）上述案件外部特征

从形式上看，上述七起案件具有五个明显特点：

其一，原告皆为个人投资者，其起诉所指向的自律管理，并不以投资者为对象，为间接涉及投资者的监管行为，表明交易所的自律管理与投资者之间存在利益冲突的可能。

其二，除了案件七涉及交易所制定业务规则这一抽象自律管理外，诉讼所针对的主要是具体自律管理行为。

其三，案件诉讼针对的交易所具体自律管理行为权力来源，除了案件二中的上市公司终止上市决定权审核权、案件七中的业务规则制定权有证券法的明确规定，其他基本上是交易所通过业务规则设定的。

其四，原告起诉的事由，多涉及交易所自律管理中采取的监管措施或作出的决定，存在违法违规之处，或者未尽保护投资者利益之监管职责。

其五，上述案件中，尤其是针对间接涉及诸多不特定投资者的自律管理提出的诉讼，原告虽为单一投资者，但居于相同法律地位的诸多投资者，对已经发生的诉讼持“搭便车心理”。如原告诉讼请求获得法院支持，则可能提出类似诉讼。

三、立场与问题：我国法院司法介入政策的评析与展开

在对上述典型案例阅读之后，我们不难发现，司法介入和处理交易所自律管理侵权诉讼面临的问题，已大体显现。这些问题和问题背后

© 1994-2012 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.

的司法决断,为我们合理确立交易所自律管理侵权诉讼的司法政策,提供了生动素材,更注入了强烈的动力。[16] 总体而言,法院裁决中折射的对待交易所自律管理侵权诉讼的基本立场,还是经验性的、个案性的,存在基于案件了结的实用主义倾向。

(一) 案件可诉性:司法介入是否必要和可行

在七起案件中,案件一、二、三,皆未被法院受理。案件一中,法院不予受理的理由是原告起诉事项是行政行为,不属于法院民事诉讼受理范围,不受理之原由在于诉讼类型选择的错误。案件二中,法院不予受理的理由是证券市场不成熟,相关法律制度尚未完善,不受理是权宜之计。案件三中,法院不受理的理由是认为上证所与起诉人之间没有直接利害关系,起诉缺乏相应依据。

在三起不受理的案件中,蕴涵具有普遍意义的司法政策的,是案件三,其中所提出的"直接利害关系"之理由,成为衡量投资者诉讼资格衡量标准。而这一标准,是最高法院2005年1号司法解释具体确立的,其规定:投资者对证券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。司法解释的这一立场,与我国诉讼法当事人适格理论是一致的,即一般所说的"直接利害关系"说,在法律意义上,该理论的另外一种表述是"法律上的利害关系"。[17]

不过,"直接利害关系"本身是一个弹性的概念。什么样的利害关系才是"直接"的,"直接"与"间接"的区分标准何在,本身是一个争论不休的难题。依之确立原告起诉资格,有"实体审查"和"形式审查"之区分。如实体审查,则在案件受理阶段,即对原告主张的利益损害与

---

[16] 上证所自律管理引发的侵权纠纷案由上海市第一中院集中管辖,为观察法院的立场,促进统一、合理的交易所自律管理司法介入政策之形成,提供了制度便利。

[17] 我国民事诉讼法、行政诉讼法关于起诉权的规定虽有不同,但其共同点是,原告只有在自身合法权益受到直接侵害,是直接利害关系人时,才有资格起诉。民事诉讼法第108条规定的原告起诉四个条件中,第一个条件即为"原告是与本案有直接利害关系的公民、法人或者其他组织";行政诉讼法第2条、第41条规定,原告起诉的首要前提是合法权益被具体行政行为侵害,这是原告与被诉行政行为具有利害关系的另外一种表述。

© 1994-2012 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.

诉称的特定行为是否存在“直接利害关系”，作出认定，如不存在，则不予受理。如形式审查，在起诉阶段，仅核查原告的法律主体资格和身份证明，“直接利害关系”则是观念上的，是否真正存在属于实体性问题，留待案件审理阶段作认定。

最高人民法院2005年1号司法解释颁布后，法院审查投资者起诉交易所自律管理侵权的宽严立场，可以从案件四和案件六中寻求答案。

涉及实质判断的是案件四。在理论上，如对“直接利害关系”的构成要素⑱进行实质性判断，则意味着存在起诉人主张的“合法权益”和一个可诉的民事或行政行为，并不意味着原告资格的必然成立，如果其中缺乏因果关联性，仍不能构成“直接利害关系”。因此，在原告诉讼资格的实体审查中，核心点是审查原告主张的损害与诉称的具体行为之间的因果关系。⑲ 在案件四中，原告起诉要求法院确认上证所核准创设“武钢认沽权证”的具体行政行为无效、赔偿其经济损失6万元，法院认为上证所与起诉人之间没有直接利害关系，起诉缺乏相应依据。尽管法院的裁决没有明确说明不存在利害关系的理由，但所作出的判断，仍属于实质性判断。在法律逻辑和推理上，其中包含了原告的投资损失与上证所核准创设“武钢认沽权证”的具体行政行为，没有因果关系的司法认知。

在两年后法院受理的，与案件四所涉诉讼请求、事实和理由大致相同的案件六中，⑳投资者能否针对上证所核准创设“武钢认沽权证”之

---

⑱ 理论界对“直接利害关系”、“法律上的利害关系”的内涵和构成要素有诸多论述，通常认为其包括三个层次：一是存在自然人、法人或者其他组织的合法权益；二是存在民事或者行政行为；三是合法权益的损害与特定民事或者行政行为存在因果关系。参见张旭勇：“法律上利害关系新表述——利害关系人原告资格生成模式探析”，载《华东政法学院学报》2001年第6期；颜运秋：“质疑‘直接利害关系人’制度”，载《行政与法》2003年第6期；斯金锦：“行政诉讼原告资格——‘法律上利害关系’要件研究”，载《公法研究》2005年第2期；章浩：“以‘法律上利害关系’为入口的公益之诉”，载《法治研究》2008年第3期。

⑲ 斯金锦：“行政诉讼原告资格——‘法律上利害关系’要件研究”，载《公法研究》2005年第2期。

⑳ 案件六此前也被法院不予受理。2005年11月武钢权证创设后不久，原告以创设提前实施为由，起诉上证所，要求承担民事赔偿。上海第一中院裁定认为上证所审核创设与原告不具有直接利害关系，对其诉讼不予受理。原告随后向上海市高院上诉，该院维持了一审裁定。此后，原告先后多次去最高法院上访，上海一中院由此最终受理原告的诉讼，进行开庭审理。

© 1994-2012 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.

行为,提出侵权诉讼,成为案件争论的一个焦点。法院判决对案件的可诉性给予了肯定结论。判决书指出:"鉴于投资者系通过交易所会员进行交易,投资者与交易所之间不存在直接的交易合同关系,交易所仅仅为交易提供平台和服务,因交易发生损失,交易所对投资者不承担契约上的义务……本案原告是以上交所的审核券商创设权证违规为由提出的侵权诉讼,根据《民法通则》第106条第2款[21]的规定,原告提起侵权之诉不受主体限制,人民法院可以受理……权证创设行为,系证券交易所根据国务院证券监督管理部门批准的业务规则作出的履行自律管理行为,该行为如违反法律规定和业务规则,相关受众主体可以对交易所提起民事诉讼。"

不难发现,案件六中,法院并未将"具有直接利害关系"作为确定原告诉讼资格的判断标准。法院认为,交易所自律管理行为的"相关受众主体",均可提出侵权诉讼。相较于"直接利害关系人",交易所自律管理行为的"相关受众主体"之内涵和范围如何,法院未予解释。从文意和字面理解,可将之理解为:受自律管理行为直接或间接影响之主体,或理解为合法权益与交易所自律管理行为存在关联度之主体。依此,判断原告诉讼资格的标准就被简单化了,如果原告认为交易所的自律管理行为对其有涉及或影响,则具有提出侵权诉讼的资格。从法院判决看,原告是否属于利害关系人,尤其是原告所主张的损失与交易所自律管理行为的关联度,转化为侵权行为构成中的因果关系要件,作为一个实体性问题,由法院作出实体性判断。很明显,法院将原告侵权诉讼资格作为一个纯粹的程序性问题加以对待,这是一种宽口径诉讼资格认定模式。法院对交易所自律管理侵权诉讼司法介入的立场悄然发生转向,由严格转向宽松,由限制转向开放。这样的立场转变,意味着法院对交易所自律管理司法介入的必要性,有了更为倾向性的立场。

法院立场转变,首先具有诉讼程序上的意义。如严格执行"直接利害关系人"的原告资格审查标准,在案件受理阶段,法院就应审查原告是否与被诉的交易所自律管理行为之间存在关联性,具有直接利害关

---

[21] 公民、法人由于过错侵害国家的、集体的财产,侵害他人财产、人身的应当承担民事责任。

© 1994-2012 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.

系。但在现实的诉讼中,发动诉讼的起诉及受理活动在先,通过诉讼程序作出裁决认定权利义务的活动在后,在案件受理阶段就衡量实体权利显然属于因果倒置,违背诉讼法理。道理很简单,起诉和被起诉人是否是权利或者法律关系的主体,两者是否存在利害关系尤其是损害和行为之间的因果关系,只能在诉讼进行中查明。因此,有学者从行政诉讼的角度质疑"直接利害关系人"标准,认为要求法院在立案审查阶段对具体行政行为与起诉人之间的利害关系作出判断,是很困难的;诉讼尚未展开,即要求起诉人提供合法权益受具体行政行为侵害的事实根据,是很荒谬的。[22] 该等质疑,涉及交易所自律管理的侵权诉讼,同样具有针对性。最高法院2005年1号司法解释确立"直接利害关系人"标准,规定投资者就交易所监管职责中不直接涉及其利益的行为提起的诉讼,法院不予受理,固可将部分不必要的甚至恶意的诉讼,排除在法院大门之外,有助于交易所及时、快速、高效实行市场监管,体现了支持交易所履行监管职责的立场。然而,这一规定在司法实践中同样难以执行,相对于交易所的自律管理,"不直接影响投资者利益"是一个弹性的、模糊、难以适用的标准,因为交易所自律管理以保护投资者利益为宗旨,为管理市场而实行的管理行为,如前述案件中的终止上市、宣布交易无效或暂缓交收、审核证券公司创设申请等,其行为后果在外观上必然涉及投资者,如称其"不直接影响投资者利益",可能有点牵强附会。

法院立场转变,更重要的在于法治意义。从现代法治理念和司法价值取向角度评判,法院放松自律管理司法介入的门槛之转向,同样是值得赞许的。

按照现代法治原理,只要是一种能够影响他人权利义务的权力,就必然有对他人造成不利影响的可能。交易所作为证券市场自律组织,具有监督管理会员公司、上市公司及其相关人员以及众多投资者的公共权力。在理论层面,这一权力具有所有权力的共同之处:存在被滥用的可能。交易所自律管理权力滥用之防范,除了组织体内部的自我规

---

[22] 甘文:《行政诉讼法司法解释之评论——理由、观点与问题》,中国法制出版社2000年版,第64页。

© 1994-2012 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.

范和自我约束,同样需要接受外部力量的监督,其中应当包括司法作为外部威慑性力量进行介入和审查。由此,诉讼门槛和案件受理审查标准,就不再是一个纯粹的诉讼技术,而是一个法治问题。没有案件受理,司法承担的法治任务无从谈起。

进一步而言,同行业协会等带有自治性的自律组织一样,如何在保持自律组织独立地位和自治能力的基础上,加强必要的控制和监督以保证其行为合法,是交易所自律管理法制进程中必须认真对待的问题。司法无疑是监督制约交易所自律管理的有效而适宜的外部力量。首先,承认司法对自律的必要控制,是法治的必要要求,因为现代交易所的自律管理,是法律框架和法治前提下运行的,虽然应具有充分的独立性和自主性,但无法离开法治而独立,不能成为司法审查的"飞地"。同时,法治原则下,合法权益应该纳入国家保护范畴,无救济无权利,为受侵害的权利提供司法救济渠道,是法治的固有之义。其次,通过司法介入交易所自律管理,是一种合适而有效的途径。一般而言,国家权力在介入自律、自治领域时,应采用危险性最小的权力,而在国家权力的各个分支中,司法权力是消极性的权力,按照不告不理原则和公开公正程序运行,因此司法部门是"最不危险的部门"。[23] 最后,司法权力的介入,对交易所自律管理运行是一种监督制约,同时也是一种司法保障。经过法院审理,交易所自律管理行为正当性、合法性一旦得到司法确认,交易所正当监管下的投资者买者自负原则一旦得到法院认可,则交易所的自律管理反过来会取得司法权威性,交易所反而可以从可能的滥诉和不合理的纠缠中解脱出来,对司法介入威胁到交易所的自律管理权的存在和运行的担忧,可能是多余的。

(二)案件类型选择:行政诉讼抑或民事诉讼

在七起案件中,交易所的自律管理行为之侵权之性质,有的是行政诉讼,有的是民事侵权。

案件一中,原告提出的是民事侵权诉讼,法院却认定,上证所不属于一般民事主体,宣布327国债期货交易尾市成交无效之行为,属于行

---

[23] [美]克里斯托弗·沃尔夫:《司法能动主义——自由的保障还是安全的威胁》,黄金荣译,中国政法大学出版社2004年版,第2、212页。

© 1994-2012 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.

政行为。这是一个缺乏理由和论证的结论性观点,而在案件三中,原告诉讼针对的上证所决定虹桥机场转债异常成交部分暂缓交收,同案件一涉及的宣布327国债期货交易尾市成交无效之行为,在性质上是相同的,但案件类型却被作为民事侵权。

案件二中,原告认为上证所依照《证券法》决定生态农业暂停和终止上市,属于具体行政行为,但在上市审核权规定于证券法,且交易所与上市企业签署上市协议的前提下,法律赋予交易所的上市审核权,是公权力还是私权利?是行政权力的授予还是固有权利的确认或还原?是一个极富争议的问题,尽管此案未予以受理,但可以预估的是,如果审理,交易所决定上市公司暂停及终止上市是否属于行政行为的争论将浮出水面。

案件四与案件六都以上证所违规审核同意武钢权证提前创设为对象,案件四中,原告将该行为当作具体行政行为要求确认无效,同时赔偿经济损失;而案件六中,原告和法院都是将上证所违规审核同意武钢权证提前创设作为民事侵权对待的。

不难发现,对于因交易所自律管理行为引发的侵权案件,应当进入行政诉讼或者民事诉讼程序,原告的选择上具有任意性,而法院对这一技术层面的问题并未"较真"。事实上,行政诉讼、民事诉讼程序和机制的选择,并非是简单的技术问题,而是涉及履行自律管理职责的交易所应否以及能否作为行政诉讼被告、交易所承担的是民事赔偿还是行政赔偿责任等基础性问题。而这些基础性问题的背后,蕴涵着交易所自律管理职能和自律管理权力基本性质等本体性问题,需要理论层面的分析和解释。

在我国行政诉讼制度框架下,行政诉讼的受案主要采用"主体标准"。根据我国《行政诉讼法》,只有"行政机关"方可成为行政诉讼被告。最高法院2000年发布的《关于执行中华人民共和国行政诉讼法若干问题的解释》,"行政机关"被从宽解释为"具有国家行政管理职权的机关和组织",将传统的行政机关之外的承担国家行政管理职能的组织包括其中。由此,交易所成为行政诉讼被告,是需要经过法律解释的,将其解释为行使了国家行政管理职权,换言之,交易所的"自律管理权"属于"国家行政管理职能"范畴。在现有法律规范层面,对此并不能得出肯定的答案。

事实上,与交易所类似的具有自治和自律职能的行业协会、社会团

© 1994-2012 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.

体、基层组织、高等学校等带有公共权力特征的组织,是否可以作为行政诉讼被告,在行政诉讼法层面并未明确,实践中虽有行政诉讼先例,但并没有成为制度。[24]

行政法上的"主体"标准,随着近年来行业协会、社会团体、高等学校等自律性、自治性组织渐次卷入行政诉讼,受到深度关注。学者们在极力主张将自律、自治性组织纳入行政法规范和司法审查时,对"主体"标准展开了批判,该标准的最大弊端被指责为:在公共行政主体日益多元的背景下,一叶障目地将许多实际承担公共职能的组织排除在司法审查之外,例如,村委会依据村规民约作出的决定、行业协会依据章程和规则作出的处分决定等,都会因其身份的不合格而被"主体"标准排除在行政诉讼之外。[25]

学者们对扩大行政诉讼受案范围,将自律、自治性组织纳入行政主体和行政诉讼被告范围的理论角度各有侧重,但总体而言,遵循的是一个本质上异曲同工的路径和立场:借鉴英美国家司法审查受案标准的发展趋势,主张行政诉讼被告确定模式从"主体标准"到"行为标准"的转变。其基本要点是:如果一个组织的行为背后的权力是公权力,行为执行的是公共职能,则其应当受行政法的规范制约,被列入行政诉讼审查范围。[26] 有的学者更是将"行为标准"明白无误地表述为:不论是什么性质的组织,只要它的行为行使公共权力,对具有公共性的事物进行了管理,那么该行为就受到行政法的规范,具体地说,就是将该组织纳入司法审查的范围。[27] 不难看出,"行为标准"是由两个要素组成的:一是"公权力",另一个是"公共职能",前者属于行为的权力来源和属性,后者属于行为的目标。

交易所是承担着公共职能的自律组织,其监管行为大多涉及市场

---

[24] 喜子:"反思与重构:完善行政诉讼受案范围的诉权视角",载《中国法学》2004年第1期。

[25] 杨欣:"英、美司法审查受案标准的演化及其启示——以私人承担公共职能为考察对象",载《行政法学研究》2008年第1期。

[26] 杨欣:"英、美司法审查受案标准的演化及其启示——以私人承担公共职能为考察对象",载《行政法学研究》2008年第1期。石柏林、付小飞、郭哲:"论对行业协会的行政诉讼",载《社会科学家》2009年第3期。

[27] 黎军:《行业组织的行政法问题研究》,北京大学出版社2002年版,第178页。

© 1994-2012 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.

主体和公共利益。由此,笔者总体认为,应将交易所的自律管理行为纳入行政诉讼的司法审查范围。而这一结论的正当性,需要借鉴理论界主张的"行为标准",进一步加以阐述。

从交易所的权力来源和属性看,本文第一部分在自律管理行为分类中,已指出,具有"立法授权"和"业务规则设权"两种途径。在立法授权的情况下,法律赋予交易所的权力之性质,是一个极富争议的具有实践价值的理论问题,有"行政权力授予"、"固有权利确认"两种不同的理论解说。按"行政权力授予说",证券法有关交易所自律管理法律地位和监管权力的规定,事实上是将应该由国家享有、由政府机构具体行使的权力,通过法律的规定,让与交易所。按"固有权利确认说",交易所享有自律管理权,依据法律规定授予给交易所的权力,并非国家的权力,而是交易所本有的应然的权力,法律作出相应规定,只是意味着对其自主权的确认。

究竟是行政权力的授予还是固有权利的确认,这一分歧并非简单的文字游戏。从法治观念角度看,如属前者,交易所自律管理权则成为法律法规授予的行政权,交易所则成为行政法意义上的法律法规授权的组织,应当将对国家行政组织和行政权力的警惕和法治约束延伸到交易所自律管理领域,按照"无法律无行政"的行政法治原则,交易所的自律管理行为应适用法律保留、正当程序、司法审查等较为严格的公法限制。如属后者,法律规定的交易所自律管理权,则是对交易所自治权的确认,则有理由将对市民社会和市场主体权利自由之尊重适用于交易所,根据"法不禁止即自由"的原则,对交易所的自律管理应给予更多的尊重,赋予更大的自主空间。

但是,在确立交易所行政诉讼被告这个特定论点上,"行政权力授予"与"固有权利确认"两种学说并非必然导致不同的结果。"行政权力授予说"固然可以按照"行为标准"中的"公权力"要素,直接得出肯定的结论,而"固有权利确认说"同样难以否认法律确认的交易所固有的自律管理权运行之目的,主要在于维护资本市场的公共利益,交易所自律管理的性质超越"行为标准"中的"权力"因素后并不能脱离其中更具扩张力的"公共职能"因素,其结果也是以与"行政权力授予说"相当接近的实质理由认同交易所具有作为行政主体和行政诉讼被告的资格。

在讨论明确"立法授权"情况下的具体自律管理行为,通过"行为

© 1994-2012 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.

标准"的理论解说可以纳入行政诉讼受案范围后,我们进而需要讨论业务规则设权情况下交易所的行政诉讼地位。这个问题的讨论,显然只能运用"行为标准"中的"公共职能"因素了。答案其实很简单。这主要看交易所运用规则设定的权力开展的自律管理事务之性质。如这一事务属于资本市场的公共事务,对整个市场秩序和公共利益发生了影响,则该事务引发的纠纷将可能进入行政诉讼渠道。当然,如何判断某一自律管理事务是公务还是私务,在理论上还无法给予一个固定标准,但原则上讲,交易所为会员公司、上市公司提供市场化服务,如向会员提供交易席位服务、为上市公司召开股东大会提供网络投票服务、为投资者网上认购公开发行的股票或申购赎回开放式基金提供技术通道服务、为权证发行人提供权证行权服务等,一般不带有权力色彩,更宜归入私法范畴。而交易所依据会员章程和会员管理规则,对作为其内部成员的会员实行纪律处分,带有强制性的权力色彩,宜纳入公法范畴。

(三)责任归属:承担监管侵权责任抑或买者自负

就侵权责任诉讼而言,无论是原告的诉讼目的还是法院的判决内容,重点都在于损害赔偿。七起案件中,前四起并未进入案件审理程序,可作观察法院对交易所自律管理侵权责任的构成和归属的,是上海市第一中院审理的第五、第六两起民事侵权案件。㉘

㉘ 按照前一个问题的讨论结论,交易所的自律管理属于公共职能,可能被归入行政主体,这就引发了另外一个理论问题:交易所自律管理侵权是属于民事侵权还是行政侵权?表面看,将交易所自律管理权力视为公权力,交易所归入行政主体之后,交易所的侵权在法律逻辑上将被归入行政侵权,进而按照《国家赔偿法》,所产生的赔偿责任属于国家赔偿责任,应当适用《国家赔偿法》。笔者认为,交易所与传统意义上的行政机关,还是存在本质差别的,将其作为行政主体看待,主要是从行政诉讼被告资格角度进行的,不能由此将之完全等同于行政主体,全面纳入行政法的调整范围,受《行政处罚法》、《行政许可法》、《国家赔偿法》等行政法的约束,否则就可能得出交易所授予证券公司会员资格的自律管理行为等同于行政许可、对市场主体采取的纪律处分等监管措施等同于行政处罚等不可思议的结论。《国家赔偿法》是约束传统的、典型意义上的国家机关的,对从行政诉讼角度被纳入行政主体范围的行业协会、社会团体以及交易所,并不能适用。此外,行政侵权所产生的国家赔偿责任,本身就是从民法侵权赔偿责任中发展起来的,根本目的也是为了填补损害,从本质上看,仍然属于民事赔偿责任范畴(关于国家赔偿责任属于民事赔偿责任的论述,可参见陈加满:"论公正赔偿的特殊民事责任性质",载《法学杂志》2006年第2期)。从这个角度看,当事人在司法实践中针对交易所的自律管理选择民事侵权诉讼方式,法院按照民事案件审理,是恰当的。

© 1994-2012 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.

司法实践中,法院审理民事侵权责任案件,通常采用过错、损害、因果关系相结合的“三要件模式”,案件五和案件六中的法院判决思路,大体上也是按照“三要件模式”,认定侵权责任是否成立。值得关注且可圈可点的是,法官在这两起案件中,并非机械地遵从“三要件模式”,而是围绕当事人争议焦点,针对交易所自律管理行为特殊性,以及投资者证券交易收益变动的复杂性,灵活加以运用,提出了一些符合证券交易规律、有利于市场创新发展、有助于交易所履行职能的侵权责任归责理念。总体而言,大致有如下三方面:一是综合性的过错认定标准;二是切合证券交易规律的直接因果关系;三是正当监管免责价值取向下的“买者自负”原则。

1. 综合性的“监管过错”认定标准

过错,是侵权责任中的重要构成要件。过错概念,“就其性质而言,是一种评价性概念,是法律对于行为人实施侵害行为时主观态度的否定性评价,其评价对象为行为人可归责的心理状况”。[29] 司法实践中,法官关心和需要解决的是,按照什么样的标准、从何种角度判断当事人的主观态度。过错的认定,在不同类型案件中,需要考量的因素是有差异的。在案件五和案件六中,法官提出了“监管过错”的认定思路,大致从目的正当性标准、行为依据合法性标准、监管充分标准等角度,把握和认定交易所是否存在监管过错。

首先来看目的正当性标准。交易所履行自律管理以维护证券市场秩序和公共利益为目标,其行为目的显然不同于一般的民事主体。由此,评价其具体自律管理行为的过错性,需要考察其行为之目的。在案件六中,就原告主张上证所审核武钢权证创设时存在违规、欺诈行为,法院着重分析了上证所推行创设制度、审核券商申请创设权证之目的。法院判决中写到:“在武钢认沽权证上市交易后,投资者对该权证进行了非理性的投机炒作,使得该权证严重缺乏内在价值。被告上交所为抑制这种过度炒作行为的继续,及时审核创设人创设申请,通过增加权证供应量的手段平抑权证价格,其目的在于维护权证交易的正常秩序,

---

[29] 黄海峰:“违法性、过错与侵权责任的成立”,载《民商法论丛》(第2卷),金桥文化出版有限公司2000年版。

© 1994-2012 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.

作为监管者,其核准创设权证的行为系针对特定产品的交易异常所采取的监管措施。该行为主观上并非出于恶意,行为本身也并非针对投资者,而是针对权证交易本身作出的普遍监管行为,是交易所的职责所在"。如此直接而明确的陈述,揭示了上证所推行创设制度、审核券商申请创设权证的目的正当性。

接下来看行为依据合法性标准。交易所自律监管应当是合法监管,具有法律法规和业务规则层面的依据。依据合法有效的规则进行监管,通常应无过错可言。在案件五中,二审法院对上证所制定权证业务规则是否存在过错进行了认定,认为"根据证券法规定,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。上证所依授权制定的《权证业务管理暂行办法》,经过中国证监会批准后生效,符合法定程序,故上证所制定权证交易规则的行为不存在过错"。在案件六中,法院对上证所审核券商申请创设权证的合法性进行了分析,认为"被告上交所系根据权证管理办法第29条的规定,审核合格券商创设武钢权证,该审核行为符合业务规则的具体要求,是被告履行证券法赋予其自律监管职能的行为,具有合法性"。

再来看监管充分标准。交易所负有监管职责,监管是否充分到位,也是判断监管是否存在过错的一个重要角度。在案件五中,二审法院针对上诉人提出的交易所未有效提醒白云机场权证最后交易日,存在监管过错的主张,结合查明的事实,予以驳回,法院认为"根据《权证管理暂行办法》的规定,上交所负责对权证发行、上市、交易、行权及信息披露进行监管,事实上,上交所也多次发布通知,要求会员向投资者介绍权证业务规则,充分揭示可能的风险,发行人发布的相关权证信息也符合规定,因此,上诉人认为上交所未尽监管职责的上述理由,并无证据证明"。在案件六中,法院对上证所在武钢权证创设申请审核中,是否履行了监管义务,是否存在监管过错,进行了分析。

2. 切合证券交易规律的直接因果关系

侵权之构成需要具备因果关系要件,对此,没有任何争议。一般而言,因果关系,是指行为与结果之间的引起与被引起的关系,其作为责任构成要件,主要功能在于确定责任的成立、排除责任的承担、界定责

© 1994-2012 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.

任的范围。[30] 但对于侵权构成需要何种因果关系、判断因果关系的标准、因果关系的实质等基本问题，理论上一直争论不已，似乎均没有明确答案。正如在哲学中，因果关系问题因不可战胜而成为永存的问题一样，百余年来，法学家们也一直为上述问题而困扰，相关的思考甚至成为"因果关系"的折磨。[31] 相应地，法官裁决侵权纠纷案件中，因果关系成为一个充满困惑但绕不过去的门槛，一定意义上，侵权责任是否成立最终落脚于法官如何认定因果关系。

证券市场领域，侵权诉讼因果关系的证明，更是一个世界性的难题。即便是在证券侵权诉讼高度发达的美国，法院对证券侵权纠纷案件因果关系的证明也是时宽时严，以致在判例中体现了多元化的主张，对因果关系的证明标准并不一致。[32] 我国证券侵权诉讼的情况也大致相同。

具体到交易所的自律监管，其监管行为和受监管行为影响的投资者投资损失之间的认定，同样是一件十分困难的事情。从因果关系理论层面看，可供法官选择的因果关系认定标准大致有两类：一是直接必然因果关系；二是相当因果关系。按直接必然因果关系，要求交易所监管过错以及相应的行为，与投资者之间存在内在、直接、必然的联系。而按照相当因果关系，只要交易所的监管行为成为投资者损害的相当原因，能够证明其对损害的产生具有可能性即可，无须证明二者之间的必然性。

已有的判决中，法院判决采用的是"直接必然因果关系"认定标准。如在案件六中，法院针对原告主张的上证所核准券商超量创设权证是造成原告交易损失的直接原因，判决认为，"本案中，原告邢某在武钢认沽权证交易中的损失，虽与券商创设权证增加供应量存在关联，但在被告上交所事先已履行必要的信息披露和风险揭示的情况下，原告仍然不顾风险贸然入市，由此造成的交易风险与被告上交所履行市场监管行为不存在必然的、直接的因果关系，故原告要求被告上交所赔

---

[30] 王利明："我国侵权责任法的体系构建"，载《中国法学》2008 年第 4 期。

[31] 叶金强："相当因果关系理论的展开"，载《中国法学》2008 年第 1 期。

[32] 杨峰："美国、日本内幕交易民事责任因果关系比较研究"，载《环球法律评论》2006 年第 5 期。

© 1994-2012 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.

偿权证交易差价损失和可得利益损失,没有法律依据。"

采用直接必然因果关系标准,认定交易所监管行为与投资者损失,无疑是合理的。如我们所知,证券市场主体人数众多、交易迅速,投资者的损失主要表现为证券价格的下降或者上升,但证券交易价格是在集合竞价和连续竞价过程中多种主客观因素相互交织、共同作用的结果。影响证券价格上升或下降的因素很多,既有投资因素,也有市场投机因素。既有投资者自身的主观交易判断,也有外部性原因,如由于我国宏观经济形势的变化以及其他国家、地区宏观经济环境和证券市场的变化,可能会引起国内证券市场的波动的宏观经济因素;又如有关证券市场的法律、法规及相关政策、规则发生变化,可能引起证券市场价格波动的政策因素;再如由于上市公司所处行业整体经营形势、经营管理变化,引起该公司证券价格波动的发行人因素;等等。在这些内外部交织的因素中,交易所行使自律监管职能,可能会对相对人和市场投资者产生一定影响和效应,但这样的影响因素通常只是诸多要素的一种。如果运用相当因果关系认定标准,交易所的监管行为尤其是针对证券交易、面向不特定投资者采取的监管措施,将可能因为对诸多投资者产生影响,而被不合理地要求承担民事赔偿责任,投资者证券交易损失也就不当地转嫁至监管者身上,交易所的监管由此可能面临难以预估的诉讼乃至滥诉风险。

3. 正当监管免责价值取向下的买者自负原则

监管者尤其是金融领域的监管者开展正当监管时,免受民事责任追究,是国际范围内大致受到尊崇的通行规则。[33] 其基本目的是为监管机构和监管人员按照诚信原则的作为或不作为提起的诉讼,提供法律保护,免受侵权赔偿责任追究。[34] 这一规则有两个基本含义:一是从构成要件看,监管者责任豁免应当符合"出于善意而非恶意"、"在履行法定职责过程中"这两个条件;二是监管者的监管活动是保护市场整体利益而非个别市场主体的利益,监管者通常只对市场整体负有注意

---

[33] 徐慧娟:"欧盟国家金融监管责任豁免制度及其启示:以银行监管责任为例",载《南方金融》2007年第5期。

[34] 周仲飞:"银行监管机构独立性的法律保障机制",载《法学研究》2008年第1期。

© 1994-2012 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.

义务,对个体不符注意义务,个别市场主体的损失如与监管者的监管不当没有因果关系,不能要求监管者承担赔偿责任。[35]

交易所作为市场的监管者,总体上也应受到正当监管免责机制的保护,在美国,司法判决将适用于政府机构的民事责任豁免原则适用于交易所。[36] 我国香港地区,交易所的自律管理行为也受到民事责任豁免原则的保护,不同的是,该原则直接上升为成文法,其《证券及期货条例》第22条明确规定:交易所以及代表交易所行事的人,包括交易所董事局的任何成员或者交易所设立的任何委员会的任何成员,在履行法定的自律管理职责时,或者执行交易所的规章授予的职能时,如出于真诚而作出或不作出任何行为,则无须就该等作为或不作为承担任何民事法律责任,包括在契约法、侵权法、诽谤法、衡平法或者其他法律下产生的民事法律责任。

在我国已有涉及交易所自律管理的判决中,并未出现"正当监管免责"之正面表述,但从上述案件五、案件六有关监管过错的认定标准中,我们可以认为,在依循过错原则确立交易所侵权责任的路径下,交易所基于正当目的,依据有效的法律或者规则进行监管,就是无过错的善意监管,交易所正当监管责任豁免原则已初现端倪。

更值得一提的是,法官在案件判决中,援用了"买者自负"[37]这一市场基本原则。在案件五的二审裁决中,法院结合上诉人多次买卖过诉争权证,并且交易过其他权证之事实,认为其"应当具备一定的权证交易经验,也应当了解权证交易风险。……但事实上,上诉人并没有仔细阅读和了解系争权证的公告信息,表明其对投资者风险未持充分的态度。故上诉人对市场风险未给予足够谨慎和判断有误,是其投资损失的重要原因。……上诉人的投资损失属正常交易风险,按照证券交易

---

[35] 周仲飞:"银行监管机构独立性的法律保障机制",载《法学研究》2008年第1期。

[36] 参见本文第四部分第(三)小部分的论述。

[37] 从法律原理上看,买者自负原则是传统民法中的"自己责任"原则在证券法领域的具体体现。民法上的自己责任,是指行为人应该对自己意思而为的行为所产生的后果承担责任,属于过错责任范畴。买者自负正式这样一种自己责任。对于证券交易,首先应以投资人之自己责任原则为前提。以何种价格?于何时?买卖何种有价证券?基本上皆系投资人自己作成之投资判断。对于因自己之判断所造成之盈亏,投资人应自负其责任,监管者无须也不应在证券市场上担任保险公司之角色。

© 1994-2012 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.

风险自负的基本原则,损失后果应由上诉人自负。如果投资人不能理性面对市场风险而转嫁投资损失,将会给证券市场的交易安全和交易秩序带来负面影响,并继而妨碍证券市场的健康发展"。买者自负与交易所承担监管责任,存在一定的对立关系,买者自负原则的确立,事实上是从另外一个角度,间接确立了交易所正当监管不受民事责任追究之司法理念。

四、域外经验:美国法院介入交易所侵权诉讼司法政策考察

美国是全球资本市场中最富自律管理传统的国家,以纽约证券交易所为代表的自律管理先于政府的行政监管而存在,至今已有近200年的历史。在长期的自律实践中,交易所与会员、上市企业尤其是投资者之间的利益冲突和纠纷,时有发生。司法介入交易所自律管理、对其中的利益冲突进行衡量,是交易所自律管理制度演变的主要动力之一,围绕司法是否介入、如何介入、责任如何承担等诉讼处理中无法回避的问题,形成了日趋成熟稳定的司法政策。

(一)司法应否介入:内部救济用尽与默示民事诉权严格限制

在美国,针对交易所自律管理的诉讼,主要是交易所会员和投资者提出的,形成了大量的案例。在诸多判例中,法院的立场总体上是尊重交易所的自律管理,尊重市场监管模式,形成了有限介入的价值取向,其中包括针对会员的内部救济用尽原则,针对投资者的默示民事诉权严格限制原则。

1. 内部救济用尽原则

内部救济用尽,主要针对会员起诉交易所而言的。在美国,交易所的最早形态是会员制,对会员享有广泛的自律管理权力。监管中,交易所对会员可以采取公开谴责、罚款、限制业务、取消会籍等纪律处分措施。这些措施,对会员的权利和利益构成了直接的限制,甚至带来根本性影响,因而经常遭受会员的挑战。向法院提起诉讼,要求司法审查,是最主要的挑战方式。实践中,出现了大量类似的案例。

就会员不服交易所监管和纪律处分而提起的诉讼,早期美国各地

© 1994-2012 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.

法院并不拒绝受理。1934 年《证券交易法》,就交易所自律管理行为与司法审查之间的关系,没有作明确规定。实践中,法院仍倾向于直接介入被管理对象对交易所提出的诉讼。但是,这一状况随着 1975 年《证券交易法修正案》的出台,而出现了根本性改变。对会员不服交易所纪律处分而提出的诉讼,法院在判例中逐渐确立了"内部救济用尽"原则,要求原告在起诉交易时,必须用尽证券法规定的可以利用的权利救济措施。1975 修正后的《证券交易法》第 19 节(d)-(f)规定,证券交易委员会有权复议交易所的纪律处分决定,目的在于督促交易所恰当行使自律管理权。依据规定,复议程序适用于交易所的各类会员或者与会员有关联的人员,如会员的雇员,交易所对上市公司及其关联人员采取的监管措施,不适用复议程序要求;复议所指向的决定,应当是交易所作出的终局纪律处分裁决。

1975 年《证券交易法修正案》实施后,法院对会员起诉交易所的案件,立场发生了重大改变,要求原告在起诉之前,必须用尽证券市场监管体系内部可利用的权利救济渠道。体现内部救济用尽原则的一个早期案例,是发生于 1980 年的 Merrill Lynch. Pierce, Fenner & Smith Inc. v. NASD 案,针对的是纳斯达克股票交易市场。[38] 原告向法院申请发布禁止令,禁止被告展开纪律处分程序,得到了法院支持,被告提出了上诉,上诉法院推翻了原审法院的决定,理由是法院过早介入了由自律组织和行政机关主导的监管程序。

内部救济用尽原则确立以来,实践中少有争议。但 2001 年因纽交所取消会员 MFS Securities CORP. 而引发的连环起诉、上诉、复议后上诉案件,再次引起了人们对该原则的关注。所讨论的案件中,共涉及三起:第一起是 MFS Secs. v. New York Stock Exch. , Inc. 案;[39]第二起为 MFS Secs. v. New York Stock Exch. , Inc. 上诉案;[40]第三起为 MFS Secs. v. SEC & New York Stock Exch. 案。[41] 在第三起案件中,法院的裁决,维护了证券交易委员会要求原告首先向纽交所提出内部权利救济

---

[38] 616F. 2d 1363(5th Cir. 1980).

[39] MFS Secs. v. New York Stock Exch. ,Inc. (S. D. N. Y. ,Jan. 22,2001).

[40] 227 F. 3d 613.

[41] 380 F. 3d 611.

© 1994-2012 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.

的立场,详尽阐述了"内部救济用尽"原则的内涵,认为其包括两层含义:其一,会员不服交易所的纪律处分决定,必须首先在交易所内部提出申诉,不经此程序,不得直接向证券交易委员会申请复议。其二,会员向法院起诉前,诉争事项必须已获得证券交易委员会的行政复议,对复议结果不服的,可起诉证券交易委员会,交易所作为案件第三人参诉。但是,对于就交易所的纪律处分等行为,提出经济损害赔偿之类的主张,无须遵守内部救济用尽原则,而可以直接向法院提起诉讼。法院的裁决同样阐明了严格坚持内部救济原则的基本理由,指出:(1)证券交易委员会要求自律组织的会员在寻求行政性的复议之前,必须用尽自律组织内可资利用的救济渠道,是十分明智的,有助于实现国会在联邦证券法中的立法意图。(2)如果自律组织的会员能够自由地将所受的处理直接提交证券交易委员会,自律组织的功能将受到影响。(3)由自律组织首先在内部处理会员的不满,可以将争议固定下来,并留存记录,为后续的证券交易委员会的复议,提供了便利,否则证券交易委员会复议时的能力将被削弱,这就如同不经过证券交易委员会的复议,法院在审查自律组织的纪律处分时的能力被削弱一样。(4)首先在自律组织内部寻求救济,也为交易所提供了在证券交易委员会复议前,自我改正、解决纠纷的机会。

为何内部救济用尽原则发生在1975年美国《证券交易法修正案》颁布之后?其实,该修正案并没有直接明确司法审查和交易所自律管理之间的关系,但为司法审查采取一种相对超脱、有限介入的立场,提供了有效的制度框架。在这个框架中,交易所的自律管理被明确为法律义务,同时义务的履行进一步受到作为政府代理机构的证券交易委员会的全面监督,包括认可交易所设立的行为准则、标准和纪律处分机制,复核交易所的自律管理行为等制度安排,以确保交易所的行为与监管目标和体制保持一致,最大限度地减少和防止交易所在自律管理中的行为偏差。同时,大幅度强化证券交易委员会对交易所自律管理的监管,也清晰地向法院传递了国会信任证券交易委员会市场监管能力的信号。从法院看来,既然证券交易委员会有权力、也有能力行使监管职能,而且这样的权力和能力得到了立法者的信任,法院就没有必要冲锋陷阵,直接闯入交易所自律管理这块令人琢磨不定也让人头痛不已的法律是非之地。

© 1994-2012 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.

从而,顺势推出"内部救济用尽原则",则显得顺理成章,并能获得尊重证券交易委员会市场监管权威、尊重交易所自律管理权限的开明形象。

2. 默示民事诉权严格限制原则

美国《证券交易法》中的民事诉权,主要针对投资者与证券商及上市公司之间的利益冲突而规定的,是保护投资者权利的重要手段。其规定之方式,多采用直接、正面之方式,典型的是明确规定当事人在特定情况下的损害赔偿请求权;或明确规定当事人之间的法律关系应当遵守的强制性规范,违反规定时,当事人当然享有要求确认合同无效之诉权。[42] 此类情形下,当事人的诉讼权利,被称为明示民事诉权。但同时,该法中对投资者权利,很多是通过对特定主体施加"不作为义务"之方式来实现的,即禁止特定主体从事某些非法活动,但是对该行为的受害者是否享有损害赔偿请求权未置可否。此时就出现了默示民事诉权问题了。一般认为,在 1946 年 Kardon v. National Gypsum Co.[43] 一案中,美国法院首次在证券法领域创设了默示民事诉权。在此后相当长的时间内,法院在确认该诉权时,都从是否与法律保护投资者利益之立法目标相一致之角度,阐述必要性和合理性。整体而言,法院对默示民事诉权采取了十分宽松的立场。[44] 而 1975 年最高法院裁决的 Cort v. ash 案,[45]改变了法院相对宽松的立场,提出了默示民事诉权严格遵守四要素标准,[46]开始收紧默示民事诉权的运用。此后,最高法院 1979 年 Thuche Ross & Co. v. Redington[47] 案对 Cort 案确立的四要素之间的关系,作了进一步阐述,认为四个标准中,核心是第三个要素,即国会的立

---

[42] 张明远:《证券投资损害诉讼救济论——从起诉董事和高级职员的角度进行的研究》,法律出版社 2002 年版,第 36 页。

[43] 69F. Su. p. 512.

[44] 张明远:《证券投资损害诉讼救济论——从起诉董事和高级职员的角度进行的研究》,法律出版社 2002 年版,第 38 页。

[45] 422 U. S. 66.

[46] (1)原告是否属于法律条款意欲保护的一类利益的众多主体中的一员;(2)外显的立法意图,是否以明确或默许的方式,承认了这一诉权;(3)确立这样的权利,与法律背后的立法宗旨是否一致;(4)该诉权在传统上是否属于各州法律的管辖范围。在考虑上述四要素后,法院认为禁止向政治竞选捐款,仅仅是刑事责任条款,没有确立其他主体民事诉权之意图。

[47] 442 U. S. 560.

© 1994-2012 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.

法意图,是否包含了确立默示民事诉权,其他三个要素,都是为发现这个意图而存在。最高法院由此进一步明确,除非国会有这样的意图,否则就不存在默示民事诉权。同年的 Transamerica Mortg. Advisors, inc. v. Lewis 案,[48]也表明了类似的立场。对原告而言,要求其证明国会立法时,就存有为保护其利益而确立默示民事诉权之意图,是件十分困难的事情。[49] 因此,将 Cort 确立的四要素,进一步明确为探究国会的立法意图,再次透露美国最高法院不支持默示民事诉权的立场。[50]

具体到投资者起诉证券交易所,同样存在默示民事诉权问题。美国《证券交易法》第 6 节,要求交易所制定会员管理规则,并督促会员遵守法律,对违反法律或自身规则的会员,根据需要采取纪律处分措施。由此,监督、管理会员成为交易所的法定义务。但是,1934 年《证券交易法》及其 1975 年修正案,都没有明确,交易所没有履行上述法定义务时,会员的客户和其他投资者能否因交易所"不作为"而主张损害赔偿。而实践中,大量的市场主体,主要是会员的客户、受到会员欺诈的公司、普通投资者,在不同的历史时期,认为《证券交易法》第 6 节规定的交易所"法定义务"条款,隐含了默示民事诉权,并基此要求交易所承担赔偿责任。至 2002 年,相关的典型判例近 30 起。[51]

与美国证券市场投资者默示民事诉权司法演变一脉相承的是,法院对以交易所为对象的默示民事诉权之态度,在 1975 年 Cort 案后,经历了从宽松到严格的立场转变。1975 年之前,美国联邦下级法院对起诉交易所不执行规则,而导致遭受损失的诉讼,能否适用默示民事诉权,存在不同意见,但持肯定立场的居多。Baird v. Franklini 案[52]是默示民事诉权适用于交易所的第一案。Baird 案后,诸多裁决效仿其立场,

---

[48] 442 U. S. 62.

[49] Comment: *Stock Exchange Listing Agreements As A Vehicle For Corporate Governance*, 129 U. Pa. L. Rev. 1427, 1981, p. 1442.

[50] Glenn A. Guarino, *Availability of Implied Private Right of Action Against Stock Exchange Under § 6 of Securities Exchange Act of 1934*, 72 A. L. R. Fed, 2002, p. 101.

[51] 这一数字,是笔者统计 Glenn A. Guarino 在"Availability of Implied Private Right of Action Against Stock Exchange Under § 6 of Securities Exchange Act of 1934"一文中引用的案例而得出来的。

[52] 141F. 2d238.

© 1994-2012 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.

从侵权原理角度，确认针对交易所的默示民事诉权。通常情况下，只要原告能够证明下列情形，就可以主张默示民事诉权：[53](1)交易所知道或者有充分的理由应当知道会员违反了证券交易法及交易所的业务规则；(2)交易所没有采取执法行动；(3)原告因为交易所没有采取执法行动而受到损失。此外，这一时期，也有投资者以交易所未制定有效的措施，保护投资者利益为由，提出了默示民事诉权，要求交易所赔偿损失。法院没有支持该等主张，从而将默示民事诉权限制在"规则执行"层面，交易所不制定有效的规则不会产生默示民事诉权。

1975 年 Cort 案之后，各级联邦法院对能否依照默示民事诉权，起诉交易所不履行会员职责的案件，依旧存在争议。在最初的几年，一些法院仍坚持遵循 Baird 案，认为《证券交易法》第 6 节隐含了针对交易所的默示民事诉权。[54] 同时，也有少数法院开始转向，认为《证券交易法》第 6 节并未隐含针对交易所的默示民事诉权。[55] 具有转折意义的是 1982 年第三巡回上诉法院裁决的 Walck v. American Stock Exch 案。[56] 法院在该案中强烈暗示 Baird 案确立的标准，与最高法院在 Cort 案中确立的原则并不一致，认为《1934 年证券交易法》第 6 节并未就交易所不对违规会员采取执法行动，确立了默示民事诉权。随后的诸多类似案件，都援引了该裁决，限制默示民事诉权适用于交易所的立场，最终形成。1986 年的 Brawer v. Option Clearing Corporation 案[57]认为，1975 年证券法修正案已经强化证券交易委员会对交易所的监管职权，原有的 Baird 案件确立的准则，在由专业化的、有丰富监管经验的人员组成的证券交易委员会面前，已不合时宜，因为 SEC 能更好地纠正交易所的不当行为。法院同时认为，默示民事诉权存在的情形，只能局限于原告能够证明交易所

---

[53] Glenn A. Guarino, *Availability of Implied Private Right of Action Against Stock Exchange Under § 6 of Securities Exchange Act of 1934*, 72 A. L. R. Fed. 101, 2002.

[54] Rich v New York Stock Exchange, 522 F2d 153, 1975; Lank v New York Stock Exchange, 548 F2d 61, 1977; Aldrich v New York Stock Exchange, Inc., 446 F Supp 348, 1977; Verace v New York Stock Exchange, Inc. 478 F Supp 1061, 1979; Rich v New York Stock Exchange, Inc., 509 F Supp 87, 1981.

[55] Arneil v. Ramsey, 550F2d774, 1977; Murphy v. Mcdonnell, 553 f2d 292, 1977.

[56] 687F. 2d 778.

[57] 633 F. Supp. 1254.

© 1994-2012 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.

怠于监管的行为是"欺诈性的或者出于恶意"(fraudulent or in bad faith)。

由此,在 Brawer 案之后,原告如主张默示民事诉权,除了要证明交易所不采取执法行动,是出于主观上的欺诈或者恶意,更要证明国会制定法律时,有确立默示民事诉权的立法意图。在这两项证明要求中,后者的证明更为关键,也更为困难。在证明国会立法意图时,原告需要进一步证实两项内容:其一,国会制定法律时已经认识到默示民事诉权的存在;其二,国会认识到现有的补救措施,对督促交易所履行执法义务是不够的,因而需要默示民事诉权共同发挥作用。[58] 就第一项证明,Baird 案之后,法院的立场是十分明晰的,认为"当国会希望提供私权损害赔偿时,他们知道如何做,而且会直接这样做",[59]"国会一般有意遗漏自己已经意识到的民事权利救济,可能性并不大"。[60] 就第二项证明,20 世纪 90 年代以来,法院的立场是比较鲜明的。在 1996 年的 Feins v. American Stock Exch. 案中,[61]第二巡回上诉法院认为"证券交易法已经建立了一个将接受证券交易委员会监督的自律管理与行政监管相结合的市场监管体制,……政府机构和自律组织能够共同合作,以保障法律以及依据法律制定的交易所规则的执行",这意味着,默示民事诉权不再是执行证券交易法的主要方式。在 1997 年的 Clark E. Niss v. NASD 案中,[62]法院进一步指出,1975 年证券法修正案增强了证券交易委员会执法能力,交易所受到更严格的监管,这些变化的背后,并非意味着国会希望通过私人主体提出民事诉讼来执行法律,而是体现了国会寻求依靠市场监督权和执行权得到增强的证券交易委员会之力量,来管理市场之意愿。按照法院上述立场,原告要证明默示民事诉权符合国会的立法意图,实际上徒劳无益。

经过上述分析和梳理,不难看出,涉及交易所的默示民事诉权,提

---

[58] Toni Anne Puz, *Private Actions For Violationans of Securities Exchange Rules: Liability For Nonenforcement and Noncompliance*, 88Colum. L. Rev, 1988, p. 616.

[59] 442 U. S. 560.

[60] 442 U. S. 62.

[61] 81 F. 3d 1215.

[62] Clark E. Niss v. NASD, 989 F. Supp. 1302。NASD 与交易所属于同类的自律管理组织,监管各自会员的法定义务,基本相同,因而本案对交易所也是适用的。

© 1994-2012 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.

出方多为投资者,美国法院关于默示民事诉权的立场转变轨迹,一定程度上反映出法院对交易所与投资者之间的诉讼案件实行的司法政策,由相对宽松转为严格限制。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,这样的证明责任,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大门完全关上,但更加严格的证明标准和举证责任,极大地压缩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,一个重要的原因即在此。

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。

(二)司法审查角度:正当程序规则有限适用于自律管理

根据美国宪法和行政法的基本原理,宪法中的正当程序保障条款主要是限制和约束行政和司法机构的公权力行为,对私人组织(private entity)的私权利,并不适用。但是,当私人组织在法律和政府的要求下,承担部分公共或准公共职能的时候,能否将之作为行政主体(state actor)来对待,进而使之受正当程序这一公法性规则的约束,问题就显得十分复杂,美国理论界将这一法律领域称为"法律上的灾难性区域"。而美国的法官们同样不否认,在这一灾难性区域中,司法裁决始终面临着巨大的不确定性。[63]

---

[63] Steven J. Cleveland, *The NYSE As State Actor?: Rational Actors, Behavioral Insigts &Joint Investigation*, 55Am. U. L. Rev. 1, 2005, p. 2.

© 1994-2012 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.

具体到交易所,在1934年证券交易法颁布之前,法院历来将其视为"国家法律中的私人组织",[64]不受正当程序的约束。但是,该法颁布之后,特别是经过1975年修正以来,交易所开始由"自治的、不受私人控制的私人组织,演变为成熟的准政府组织",[65]日益承担着执行联邦证券法律、维护市场秩序、保护投资者利益之职责。问题随之产生。此时,是将交易所作为一个私人组织,还是将之视为行政主体,而受正当程序的约束?这个问题从1934年《证券交易法》通过之日,就一直困扰着法官们,[66]并引起了学者们的热烈争论。

在1970年前后,美国相关法院大多认为,交易所实施自律管理属于政府行为,交易所应当被看作行政主体。涉及与交易所大致相同的全美证券商协会(NASD)自律管理行为的Harwell v. Growth Program, Inc案中,[67]一般被作为法院认定交易所行政主体地位的最早判例。该案对随后有关交易所主体性质的案件,有重要的示范作用。法院裁决时,关注的是NASD在证券交易法中的地位及与美国证券交易委员会的关系。法院指出,国会授权建立了NASD,其是由政府创制的管理机构,目的在于防止不正当和不公平的交易;国会赋予证券交易委员会广泛的权力,监督NASD的任何活动,包括规则的制定与执行。这意味着,NASD作为国会授权自律管理组织,在证券监督管理机构的监管下,成为一个准政府代理机构,并且其有义务以上述身份推进和执行公正公平的市场规则。法院还强调,自律管理组织只有在与证券交易委员会协商,并经过其明示批准后,才有权发布其规则。该等协商和批准,使证券交易委员会积极参与了自律管理组织规则解释的制定过程,所以规则的制定应该被认为是有效行使政府的合法授权。基于上述立场和理由,法院认为NASD作为自律管理组织,其行为应当被归因于政

---

[64] Roberta S. Karmel, *Turning Seats Into Shares: Causes and Implications of Demutualization of Stock and Futures Exchanges*, 53 HASTINGS L. J. 367, 2002, p. 400.

[65] William I. Friedman, *The Foueteenth Amendment's Public/Private Distinction Among Securities Regulation In The U. S. Marketplace—Revisited*, 23 Ann. Rev. Banking & Fin. L. 727, 200, p. 7304.

[66] 同上所引文,p. 731。

[67] 315 F. Supp. 1184, W. D. Tex. 1970.

© 1994-2012 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.

府行为,判决其行为受宪法第五条修正案的保障。

在 Intercontinental Industries Inc. v. American Stock Exchange 案,[68]第五巡回法院基于 1934 年《证券交易法》关于交易所的相关规定(交易所经证券交易委员会登记确立才能成立、规则要经证券交易委员会审批才能生效),并考察证券交易委员会的作用之后,认为尽管美国交易所有权作出退市决定,且一般情况下,该行为属于交易所的私人行为,但基于交易所自律管理行为受证券交易委员会的实质性制约,以及被告在作出退市决定时受证券交易委员会的影响,其已"成为政府代理机构"。基于此,法院驳回了交易所极力主张的"我不是政府机构因而对我没有宪法上的正当程序的要求"的观点,认定交易所实施退市决定的行为,已经属于宪法第五条修正案正当程序规则的约束范围。

上述 Intercontinental 案判决带来很大影响,在其生效后几个月发生的 Crimmins v. American Stock Exchange[69] 案中,Crimmins 作为美国证券交易所会员,要求美国纽约州南部地区法院禁止交易所召开听证会,对其进行纪律处分。原告主张,在纪律处分听证会上,被告拒绝其委托律师参加,因而违反宪法第五条修正案正当程序规则的要求。法院依据 Intercontinental 案确立的理由,支持了原告的主张,认为交易所的纪律处分措施,"只有在程序公正的情况下才可以被执行"。审理此案的纽约南区法院的法官 MacMahon 在判决中进一步写下了一段后来被奉为经典的理由:证券交易所作为纯粹的自律组织的日子一去不复返,当政府将执行联邦证券法的权力授予交易所后,其原来的私人俱乐部的性质,便发生了根本性变化,当交易所按照《证券交易法》的授权,对会员进行监管时,其监管就不再属于自律行为,而是政府行为。在 Crimmins 案之后,法院针对纽交所这个占主导地位性的全国性证券交易所,作出了类似的裁决,即 Villian v. New York Stock Exchange 案。[70] 该案中,原

---

[68] 452. F. 2d935 (5th Cir. 1971). 该案原告系一家上市公司,被告美国证券交易所因其散布了关于公司自身的虚假信息,按照证券交易委员会要求,对其作出退市处理。原告起诉认为,被告作出决定时,没有向其提供正当程序的保护,要求法院裁决禁止被告执行退市决定。

[69] 346F. Supp. 1256,1259(S. D. N. Y. 1972).

[70] 348F. Supp. 1185(S. D. N. Y. 1972).

© 1994-2012 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.

告要求法院裁决纽交所允许其在纪律处分听证中,委派律师,并允许其获得相关的材料。类似之前的 Crimmins 案,法院基于 Intercontinental 案,认为交易所的纪律处分属于政府行为,受宪法正当程序的约束。

但是自 1975 年以后,法院对交易所主体性质的立场,发生了根本性转变。转折性案件为 1975 年的 United State v. Solomon 案,[71]其被认为是终结了法院将自律管理组织的行为归因于政府行为的首起判例。该案并非直接针对交易所,但涉及纽交所向美国证券交易委员会提供其经由自律管理获取的有关其会员的信息和证据的行为之性质。与早期判例相反的是,本案中,法院反对被告主张的纽交所"在监督实施证券交易法的某些部分时,事实上是政府的手臂"之观点。Solomon 案以后,美国其他法院也得出类似的结论,认为不应将自律管理组织的行为归因于政府,"此后没有任何案例把证券交易所自律管理中执行联邦法律以及交易所业务规则的行为,归因于政府行为"。[72]

从 1970 年的 Harwell 案,到 1975 年的 Solomon,仅仅过去了五年时间,法院关于交易所自律管理属性的立场,就发生了根本性变化。这是一个有趣的司法现象。其法律制度层面的一个根本原因在于,1975 年《证券交易法修正案》已经要求交易所为被管理对象提供基本的程序保证,减缓了将宪法中的正当程序适用于交易所自律管理的必要性。按照该法案的规定,交易所对会员实施纪律处分时:(1)必须事先将纪律处分事项通知涉案的会员或个人,同时给其抗辩的机会并将之记录在案;(2)最终的纪律处分应当有一份正式决定,列明违规事实、具体条款、实施制裁的理由等;(3)交易所制定的纪律处分程序,需要经美

---

[71] 509F. 2d. 863 (2d Cir. 1975). 该案中,纽交所向其一个会员公司的高管 Solomon,了解该公司财务异常和欺诈有关的信息,并要求其接受调查、提供信息。Solomon 提供了会员公司违反证券交易法及交易所财务准则方面的事实,并陈述自己卷入其中。这些信息传到证券交易委员会那里,证券交易委员会对 Solomon 提出了民事制裁诉讼,其中利用了其接受纽交所调查时提供的证据和信息。在案件审理中,原告认为其向纽交所提供信息,属于强制作出,若其不向纽交所提供信息,接受询问,将遭受处罚,从而违反了宪法第五条修正案的禁止自证其罪原则。而且证券交易委员会参与了这个行为,并从中获益。基于此,Solomon 对证券交易委员会给他的定罪提出质疑。

[72] Steven J. Cleveland, *The NYSE As State Actor?: Rational Actors, Behavioral Insigts &Joint Investigation*, 55Am. U. L. Rev. 1,2, 2005, p. 22.

© 1994-2012 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.

国证券交易委员会审批方可生效，审批的重点是程序的公平性。这些程序性保障，尽管没有包括“反对自证其罪”之要求，但与美国宪法中的正当程序，有异曲同工之妙，对防止交易所滥用自律管理权力，有很大助益。

但学者们更多的是从理论角度解析法院立场转变的原因，并引发了激烈争论和反思。[73] 在美国，自其宪法颁布以来，私人组织执行联邦法律或者履行相应管理职责时，是否属于行政主体，是否受宪法中的正当程序的约束，是一个普遍性、整体性问题，涉及学校、医院、铁路、行业协会等大量私人性组织，交易所仅仅是其中的一个主体。一般说来，法官在判定私人组织的行为是否归因于政府行为时，主要考虑：争议的行为是否是政府行使强制力或者大力支持的结果；是否行使了传统意义上政府专有的权力。学者们通常分别将之概括为“强制或重大支持原则”、“公共职能原则”。法院立场转向的一个基本原因在于，这些理论原则，都不能作为将交易所自律管理视为政府行为的完美理由。

按照强制及重大支持原则，当政府对私人组织的行为施加了行政强制力或者提供了关键的支持，则其将被作为政府行为看待。典型的如 Skinner v. Railway Labor Executives' Association 一案。[74] 但是，这种强制和重大支持，并非原则性的、概括性的强制和支持，而是政府对原告控诉的特定行为，给予了具体的、实际的强制性要求，或者提供了重大支持。从而，单纯的政府对私人组织拥有监管权力，或者审批了其制定的规则之本身，并不构成强制或重大支持。具体到交易所，从 Harwell、Intercontinental Industries Inc. 案到 Crimmins、Villian 案，都有一个大致相同的理由，即认为交易所的自律管理之所以是政府行为，是因为交易所

---

[73] 鉴于交易所及其自律管理，是一个基本性、普遍性的理论问题，交易所是否属于行政主体、自律管理是否属于受正当程序约束，也是困扰我国理论界、司法界、实务界的难点问题，故本处对美国理论和司法领域关于“私人组织政府行为”的立场，从理论上作进一步梳理、归纳。

[74] 489 U. S. 602 (1989)。该案中，美国最高法院认为，联邦铁路管理局明确要求，私人铁道部门在发现物质滥用的行为危害到公共安全时，可以采取样本、进行搜查、进行相关测试，而被告作为私人性的铁道部门，按照该要求，对作为其职员的原告，强行物质检测，在遭到拒绝后停止其工作的行为，受到了政府的鼓励、支持。法院判决认为，政府对该私人组织搜查行为的鼓励和支持，足以使宪法第四条修正案适用于上述场合。

© 1994-2012 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.

从最初的成立,到规则的制定、修改,再到执行联邦证券交易法和自身的业务规则,受到证券交易委员会强大影响和控制,因而交易所已经由原先的私人性质的俱乐部转变为政府控制的"手臂"。在这些理由的背后,我们可以看出"强制及重大支持"原则的痕迹。依据该原则,当诉讼当事人寻求将交易所的行为归因于政府时,法院需要考虑自律管理的基本原理,即"该行为的动因是否是政府的强制或者支持"。[75] 该原则适用于交易所,最大的疑问是,交易所的自律管理,在多大程度上是政府强制的结果?对此,一个可能的理论解说和问题视角是:交易所既是自律管理组织,也是商业性组织,在自利动机的驱使下,交易所会自愿制定并执行市场规则,以树立和维护自身市场的声誉,吸引上市企业和投资者,增加交易量进而增加收入,交易所之间有组织的竞争,使交易所会更有动力采取有利于投资者的规则。因此,自利的存在,能够减少政府的强制和支持,这使交易所的行为本质上属于私权行为而非政府行为,因而交易所在制定和执行规则时,并不构成行政主体,因为即使没有联邦政府的强制或者支持,交易所也会采取上述行为。[76]

按照公共职能原则,如果私人组织行使了政府的职能,或者政府将"传统上"属于其职能的事务授予私人组织,则私人组织应当被视为行政主体,受宪法正当程序的制约。[77] 但哪些是"传统上"的政府职能,早期的司法裁决并未形成相对一致的理解,并产生了激烈争论。后来的一些裁决,发展了"独有性"标准(exclusively),作为其补充,认为尽管很多职能传统上都由政府行使,但只有当这一职能本属于政府独有,现由私人组织行使,后者才被视为行政主体。"传统性"原则与"独有性"原则相结合,构成了完整意义上的公共职能理论。依之,判断某个由私人组织实施的具体行为,是否属于政府行为,关键是判断该职能是否属于"历来"都由政府履行,并且"只能"由政府履行的职能范围。实践中,美国最高法院依照这一标准,对"公共职能"的解释实行严格限制,

---

[75] Steven J. Cleveland, *The NYSE As State Actor?: Rational Actors, Behavioral Insigts &Joint Investigation*, 55Am. U. L. Rev. 1,2, 2005, p. 22.

[76] 同上所引文,p. 84。

[77] MichhaelA. Perino, *Not Just A Private Club: Self Regulatory Organizations As State Actors Wen Enforcing Federal Law*, 1995 Colum. Bus. L. Rev. 453, 1995, p. 478.

© 1994-2012 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.

拒绝扩大该原则适用范围，也即不同意将那些业务涉及公共利益的私人组织的商业行为，如医生、律师的行为，一概视为政府行为。在Harwell、Intercontinental Industries Inc.、Crimmins、Villian案中，法官们同时强调，交易所管理市场的职责，由国会通过法律授权确定，带有公共性，从中可以看出“公共职能”原则的身影。但是，这样的理解后来被指责为与交易所发展史不相吻合。因为历史很清楚地表明，交易所在1934年《证券交易法》颁布之前已经存在，并在没有政府干预的情况下管理市场，因此，交易所对证券市场的管理，不能被说成是政府传统上专有的职能。[78] 如此看来，将交易所自律管理看成政府行为，难以从“公共职能”原则中寻求理论支撑。

不过问题的复杂性在于，法院在正当程序是否适用于交易所自律管理的立场转向，正在遭受越来越严重的批评。其代表人物是William I. Friedman，其在《再谈美国证券市场行政监管与第十四宪法修正案中的政府行为及私人行为》[79]一文中竭力主张，依据“共同参与”原则，交易所的自律管理应当成为政府行为的一部分。共同参与原则的基本内涵是，当国家和私人组织在被诉的具体行为中，达到相互依赖的程度，因而不得不把国家视作被诉行为的“共同参与人”时，私人组织实施的行为将被看成政府行为。按照William I. Friedman见解，1934年《证券交易法》、1975年《证券交易法修正案》以及1990年《市场改革法案》共同作用，在证券交易委员会与交易所之间，日益建立了“格外密切的合作关系”。2000年以后，纳斯达克和纽交所股票市场交易丑闻发生后，证券交易委员会对交易所管理市场事务的影响力不断增强，人们在交易所自律管理事务中越来越多地看到证券交易委员会的身影。特别是在惩治证券市场违法违规行为的过程中，交易所与证券交易委员会及其他执法机构之间的合作日益密切，交易所作为自律管理机构，在收

---

[78] William I. Friedman, *The Foueteenth Amendment's Public/Private Distinction Among Securities Regulation In The U. S. Marketplace—Revisited*, 23 Ann. Rev. Banking & Fin. L. 776, 2004, p. 775.

[79] William I. Friedman, *The Foueteenth Amendment's Public/Private Distinction Among Securities Regulation In The U. S. Marketplace—Revisited*, 23 Ann. Rev. Banking & Fin. L. 776, 2004, p. 727.

© 1994-2012 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.

集交易数据、分析交易背后的真实情况等方面,拥有政府无法比拟的优势。证券交易委员会在查处案件中,不得不寻求交易所的帮助,交易所收集、提供的信息、数据、材料,成为证券交易委员会能够利用的重要证据。学者们特别担心,当交易所免受宪法正当程序约束之后,可能借私人行为之名,侵犯其会员及其他被管理者应当享有的受宪法保护之权利。

(三)责任承担原则:正当监管民事责任豁免

在美国几个主要交易所自律管理发展史上,出现了大量会员、上市企业乃至投资者,以交易所的自律管理行为造成利益损害为由,要求承担损害赔偿之诉讼。

总体而言,在长期的司法实践中,美国的法院基于交易所履行公共职责的属性,逐渐将之视为准政府机构,并将原本适用于政府机构的"民事责任豁免原则"(Absolute Immunity from Cilvil Liability),适用于交易所的自律管理。依该原则,交易所在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,主要是民事赔偿责任。这一原则,缓解了交易所的诉讼压力,使其在自律管理中,不至于因畏惧承担赔偿责任而裹足不前。

但是,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,在交易所管理行为失当的情况下,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。[80] Sliver 案之后发生的 Thill Securities v. NYSE 、Ricci v. Chicago Mercantile Exchange 案中,法院依旧坚持,不能因为交易所是自律管理机构,就给予责任豁免的地位。

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

---

[80] 就此,人们经常提及的是1961年发生的 Sliver v. NYSE 案,Silver v. New York Stock Exch. , 196 F. Supp. 209 (S. D. N. Y. 1961)。

© 1994-2012 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.

Gordon v. NYSE 案中,[81]判决纽交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一个裁决,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[82] 上诉案。该案中,美国第五巡回法院援引美国最高法院在 1978 年 Butz 案[83]确立的、判断某行政机构或其职员是否适用豁免原则的"三要素原则"(通常被称为"Butz 测试标准"),首次赋予 NASD 行使自律管理职责时的豁免地位。该案依据"Butz 测试原则",认为私人性的自律管理组织只要具备下列三个特征,便能够取得豁免地位:[84](1)管理职能的行使带有类似于司法强制性特征;(2)自律管理行为极有可能引起被管理者的不满而向其提起诉讼;(3)市场监管体系中有充分的安全保障措施制约违宪行为。

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的损害赔偿诉讼,并一直被沿袭下来,经受住实践的考验。在具有代表性的 Barbara v. NYSE 上诉案中,[85]第二巡回法院在维持一审裁决的同时,正式而透彻地地阐述了将豁免原则适用于交易所背后的司法理念。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交易委员会的密切联系,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

---

[81] 422 U. S. 659 (1975). 此案经历三审,初审与上诉审分别为纽约南区法院审理[366 F. Supp. 1261 (S. D. N. Y. 1973)]、第二巡回法院审理[498 F. 2d 1303 (2d Cir. 1974)]。

[82] 438 U. S,478(1978).

[83] 757 F. 2d 676(5th Cir. 1985).

[84] 在 Austin 案件中,在判定 NASD 以及协助它管理的会员是否通过巴茨测试时,法院认定:根据证券交易法的规定的义务,NASD 在管理其会员的过程中扮演了裁定者以及检举人的角色;由于其承担着惩戒那些违反了联邦证券法律的会员的义务,他们很容易成为起诉的对象;通过 SEC、国会以及法院的广泛监督,对一切不合法的 NASD 行为能够进行有效控制。同时 NASD 自己的内部正当程序同样提供了足够的安全保障措施用于限制其会员违背宪法的行为。

[85] 99F. 3d 49(2d Cir. 1996).

© 1994-2012 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.

自律管理的意图之实现。"

就投资者起诉交易所而言,Dl Capital Group, LLC. v. Nasdaq 上诉案,[86]最具代表性。原告是一名机构投资者,代表多个投资者起诉 Nasdaq。案件起因于 Nasdaq 宣布取消涉及原告的股票交易。[87] 原告诉称,Nasdaq 没有在交易暂停后至恢复前这段时间,尽早宣布其停牌的意图和最终决定,在交易恢复后近 40 分钟才公布取消交易,信息披露出现了重大的误导和遗漏,构成了欺诈,使其在 11:55—12:30 之间的交易是在一个不公正、不确定的市场环境下完成的,故要求赔偿经济损失。在是否适用豁免原则的问题上,原告提出,其并不怀疑 Nasdaq 有权暂停交易、恢复交易以及决定终止交易,并承认 Nasdaq 在其中有民事责任豁免权。但是,原告认为,Nasdaq 暂停、恢复交易与宣布取消交易在时间上和方式上存在严重失误,构成了欺诈,对此不能适用民事责任绝对豁免原则;原告同时指出,其属于个人投资者,不是交易所自律管理的直接对象,所提出的损害赔偿因而不能适用豁免原则。第二巡回上诉法院在援引了 Nasdaq 的管理职责和此前相关的判例之后,进一步指出:Nasdaq 取消异常交易,并向市场公布,是自律管理职能的一部分,也是保护投资者利益所必需。如果没有权力根据市场情况,决定以什么样的方式公布诉称的异常交易取消结果,将意味着"原告自律管理中一项十分关键和必要的权力,即维护投资者利益或者维持市场的公正及有序之权力,被剥夺了"。就原告主张主观恶意的欺诈行为,不适用豁免原则,第二巡回上诉法院表示了认可,但同时认为,在本案中没有理由让人相信,Nasdaq 主观上存在恶意。就原告主张个人投资者不适用豁免原则,法院提出,只要是在履行法定的自律管理职责,则不

---

[86] 409F. 3d 93(2th, Cir, 2005).

[87] 2003 年 12 月 5 日,Nasdaq 市场一只名为 COCO 的股票突然发生了异常交易。当日 10:46—10:58,该股票的交易价格从 57.45 元急速下跌至 38.97 元。Nasdaq 发现该异常交易系一投资者同时向多家具有交易撮合功能的电子交易平台(ATS)和 Nasdaq 市场,提交了重复性的卖出申报所致。当日上午 10:58,Nasdaq 紧急停止了 COCO 股票的交易,并宣布上述异常交易是由于电子交易平台使用不当或出现运行故障所致。11:55,交易重新恢复。在 12:30 左右,Nasdaq 对外正式宣布将取消 10:46—10:58 之间的交易。原告诉称,其在 10:46—10:58 之间以低价买进了股票,但在交易重新恢复后至 Nasdaq 对外正式宣布将取消上述交易前(11:55—12:30 之间),卖出了股票,并获得了赢利。

© 1994-2012 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.

管原告是谁,都应当适用豁免原则。

从上述分析中不难看出,美国法院就豁免原则是否适用于交易所,也经历了立场的转换。其转折点,同样是1975年《证券交易法修正案》。如我们所知,在这个法案中,自律管理市场进一步成为交易所的法定义务,交易所由此取得了准政府机构的地位。自律管理义务的增强,意味着管理的力度和冲突的可能性增加。此时,交易所履行法定的管理义务,可能时时担心自己的行为成为诉讼的对象,行动起来畏首畏尾。因而,将其比照政府机构,受豁免原则保护,以利于更主动、更有效地履行自律管理义务。因此,将豁免原则适用于交易所,不仅仅是逻辑推论使然,更重要的是,这种做法具有高度实用性,即实现《证券交易法》鼓励并支持交易所对证券市场上进行强有力的自律管理之意图,使交易所的自律管理热情和能力,不至于因为要求承担赔偿责任之诉讼,甚至是恶意诉讼之存在,而受到影响。

结束语

本文具体分析了我国证券交易所侵权诉讼司法介入的现状、面临的问题、法院裁决的思路,同时详尽考察了美国法院介入交易所自律管理的司法政策。但作为比较性研究,笔者在此并不想给出比较性的结论。或许,将两地证券交易所面临的问题,同时展现、对照出来,让读者自己去思考、评判,比作者机械地给出形式上的结论,更有价值和意义。

中、美两地证券交易所以及自律管理产生的历史背景、市场环境,有着本质差异。后者是在证券市场自发演进中自主生存的,交易所也是证券商自主设立的,而前者是在政府主导和推动下建立发展起来的。我国证券交易所按照自律组织的模式组建和运行,一定意义上是在与国际惯例接轨的惯性思维下,模仿和借鉴美国资本市场的结果,但美国式的交易所自律管理制度,更多地停留在法律文本中,远未变成现实。我们宣称的交易所自律管理,在组织形态、运行机制、自律监管与行政监管的关系、法制安排等方面,还存在重大差异。

因此,尽管本文大致按照相同的法律逻辑,罗列了两地司法介入交

© 1994-2012 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.

易所自律管理时产生的形式上大致相同的法律问题,如司法是否介入、如何介入、如何归责等,但并不能简单地按照“美国如此我们也应这样”这一先入为主的比较性思维和表达方式,将美国的司法政策直接引进至中国。尽管如此,美国司法政策历史、渐进的发展脉络和动态形成过程,对我国司法如何介入具有本土特色、尚未成型的交易所自律管理,还是具有积极的启示。

总体而言,美国法院长期介入交易所自律管理过程中,始终坚持司法为市场发展服务,促进交易所履行自律管理的实用主义立场。在这一立场之下,交易所为被监管对象提供的救济渠道得到了尊重,证监会对交易所的行政监管能力得到了信任,所确立的内部救济用尽原则使得涉及交易所自律管理的争执,能够首先在自律体和行业内解决。在这一立场之下,投资者针对交易所自律监管主张民事赔偿受到更严格的限制,交易所正当监管的民事责任得以豁免,保护交易所自律监管的热情和能力、支持交易所履行职责的意图清晰可见。这些启示,是值得我们认真对待并加以借鉴的。

近年来,尤其是2005年最高法院司法解释颁布、上海第一中院按照指定管辖原则集中审理后,自律管理司法介入政策出现了良性的发展态势。但总体而言,我国证券交易所的自律管理,尚待调整和完善,交易所自律管理和司法介入审查的关系也正处于动态调适阶段,系统、完整、合理的司法介入政策之形成,将是一个动态的过程。司法政策的演变不仅取决于法院,还取决于交易所自律管理法治供给和运行实践的变化,存在诸多不确定性。总体而言,在法治意义上,交易所自律管理是一项公共职责,带有准行政权力之特征,由此,司法保持适度介入,作为一种外部性的威慑力量,防止自律管理权滥用,是交易所自律管理法治化的有机组成部分。但应当注意的是,交易所自律管理是一种市场自治行为,司法权力应当保持一定的克制,谨慎、理性、有限、妥善介入,其中有三个环节值得关注:

其一,根据交易所自律管理的规范程度及时调整司法介入的力度。司法介入交易所自律管理的一个基本理论基础是,无救济无权利。我们首先主张,我国交易所自律管理行为,应当引入正当程序原则,在交易所内部设置符合法治原则的权利救济渠道,强化证监会对交易所自

© 1994-2012 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.

律管理行为合法化的行政监督。在此基础上,可以借鉴美国的“内部救济用尽原则”,将向交易所申请复核、向证监会申请复议,作为司法介入自律管理的前置程序,以尊重交易所自律管理权,尊重证监会对交易所的监督权。

其二,交易所自律管理行为的司法审查范围应受限制。总体而言,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,否则法官不应予以审查。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,对同样问题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。

其三,实现从限制起诉到限制承担民事责任转变。目前,最高法院的司法解释,采取了限制投资者起诉交易所权利之方式,但所依据的“没有直接利害关系”标准,本身难以判断,存在歧义,或者涉嫌违反“无救济无权利”之法治原则,可能受到质疑。本文认为,交易所因履行自律管理职责而承担民事责任之标准应当从有利于发挥交易所自律监管作用之角度予以确立。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。比较而言,这一原则比“限制诉权”原则,更符合法治精神,也会更加有利于交易所在证券市场进行强有力的自律管理。

© 1994-2012 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.