

证券交易所及其自律管理行为 性质的法理分析

卢文道*

摘要:一般意义上的证券交易所具有自律管理组织和营利性企业组织的双重法律性质,但我国证券交易所更多体现为富有中国特色的公共机构,企业身份淡薄。同时,我国证券交易所是在经济转轨背景下建立和发展起来的,交易所自律管理带有浓厚的本土化特征,具有权利和权力的双重属性,与上市公司、证券公司及证券监管机构之间形成了复杂的难以言清法律关系。

关键词:自律管理 行政监管 权利 权力
法律关系

近年来,伴随着证券交易所职能的拓展和深化,与其相关的矛盾纠纷有所增加。相应地,司法机关开始更多地介入交易所自律管理活动引发的诉讼,这些诉讼属于民事诉讼还是行政诉讼,人们存在不同认识。证监会也遇到了投资者对交易所监管行为提出的行政复议是否受理的问题,交易所的自律监管行为是否属于行政复议审查范围,对此

* 法学博士,上海证券交易所法律部副总监。

也存在不同理解。这些凸显的问题背后,核心是如何认识交易所的法律地位、自律监管活动的法律性质、交易所与证监会及上市公司等不同主体之间的关系。本文将结合境外资本市场的一般规律,立足中国资本市场自身特点,对这些基础性问题作相应理论分析和实证研究。

一、证券交易所的法律性质

(一)一般意义上的证券交易所法律性质

1. 性质之一:自律管理组织

从全球范围看,无论从历史发展还是现实状况,从市场实践还是法律制度,从传统的会员制还是非互助化之后的公司制,人们在界定交易所的法律性质时,首要的答案是将之定位为“自律管理组织”,这是证券交易所最主要的法律属性。自律管理,对应英文中的“self regulation”,也有称之为“自律监管”、“自我监管”,也有人将之表述为“自治”。凡此称谓,仅名称和侧重点不同,所指涉的为同一事物。

在时间维度上,交易所历经四百余年的制度变迁,其自律管理,无论是内容还是形式,都发生了深刻变化;在空间维度上,因经济、历史、市场、文化、制度差异,不同国家和地区证券市场中的交易所自律管理,价值取向、制度架构、运行模式存在重大差异。交易所作为自律组织,在不同的国家和地区,有不同的发展路径和表现形式。但总体言之,交易所作为自律组织,所承担的自律管理的内涵却是大致相同的,可以从如下几个方面加以认识:

第一,交易所作为组织体,其日常管理机构成员可以来源于组织外部,聘请职业管理者担任,但不能将市场重要参与者特别是具有会员资格的证券商,完全排除在外。否则,交易所自律管理就失去交易所市场主体自我实施管理这一基本内涵。

第二,交易所组织成员和其他市场参与者,共同制定规则,约束自己的行为。如果规则的内容完全受外部力量如政府所左右,或者由第三方制定,则不属于自律规则,依之所进行的管理,不再属于真正意义上的自律管理。

第三,交易所自律管理中,必须执行所制定的规则,约束被管理者的行为,在其违反规则时,给予必要的纪律处分,或采取相应的处理措施。

第四,交易所自律管理承载着公共利益,事关一个国家和地区的资本市场乃至整个国民经济的发展,自律管理本身又可能出现“失灵”,因此自律管理必须受到外部制约,包括法律的事先规制、行政机构的全面监管、司法审查以及其他市场力量的监督。当前,一个基本现状是,不同国家的法律制度都将交易所及其实行的自律管理纳入法律的框架下,自律管理成为法律制约下的“法定自律”。

2. 性质之二:营利的企业组织

交易所的法律属性,除了自律组织的身份之外,还有一个很重要的方面,其属于企业组织,交易所的经济本质更多地被看做“企业”。

从全球范围看,20世纪90年代之后,伴随证券市场的日益竞争,交易所的业务活动和管理理念确实越来越类似于标准的企业,世界主流交易所纷纷实行公司化改制,变化为以营利为重要目的的商业组织。同时,随着证券业管制的放松,各国监管交易所的理念也出现了重大转变,美国、英国相继修改证券法规,将交易所视为竞争性企业,美国国会于1996年通过的《证券法修正案》之中心思想,就是将交易所视为自由进入和相互竞争的企业。由此,从现状上看,伴随证券市场日益激烈的竞争,世界主流交易所更多地作为竞争性企业而存在,能否降低企业运作成本,特别是交易成本,成为交易所保持竞争能力的关键所在。

作为企业组织,交易所将生产要素集合在一起生产或销售产品,企业设立的最大目的是实现利润的最大化。作为企业,交易所整体上符合营利性企业组织的基本特征。交易所的企业内涵可以从如下几个方面加以认识。

(1)交易所生产的产品。理论上,人们通常将交易所定义为创造金融工具市场的企业,也有一些学者将之视为生产复合产品的企业,其生产过程被划分为上市、交易、结算三个阶段,交易所于其中提供了上市服务、交易服务、结算服务和价格信息服务。在上市服务中,交易所接纳股票、债券等证券在自己的市场上市、公开挂牌交易,对于发行人而言,其通过上市获取的最大收益在于提高证券的流动性、资信度和知

名度,为今后进一步筹集资金奠定基础。在交易服务中,交易所提供特定的产品——流动性,为生产和提供这一产品,交易所提供交易场所和设施,并通过集中交易将资金需求者和供给者、证券交易的买方和卖方集中起来。在结算服务中,交易所对完成的交易实行清算、交收,完成交易各方应收应付证券的转移,包括证券交割和资金交付。需要明确的是,清算服务是一个相对独立的业务,可以脱离交易所由其以外的金融机构提供,因此,结算服务并非交易所的专属业务。

除了上述三项服务,证券信息销售日益成为交易所的重要增值业务,在世界主要证券交易所中,证券信息销售是其主要收入来源之一。其中的信息分为两类:第一类信息涉及已经执行的交易,包括交易价格、交易量、交易参与者。该类信息可用于市场情况报告、证券行情分析、证券买卖推荐等金融服务中。此外,已经形成的交易信息也为其他市场交易活动所必需,最为重要的运用领域是以股票等基础证券为标的的金融衍生品交易,在该类市场衍生证券交易过程中,获取各类最新的股票交易信息至为关键。第二类信息是集合的交易订单,包含市场参与者以什么样的价格买进或卖出证券的信息。知晓订单信息在一定意义上有助于预测证券未来交易价格,对投资者交易大有帮助。

然而,交易所毕竟不是纯粹的商业企业,其在提供上市、交易等服务产品的同时,履行着市场管理职责,以维持一个公开、透明、公正的交易秩序和市场环境。人们据此认为,交易所既销售上市、交易、信息服务,也销售市场规则、“自律管理”之类的公共物品。提供此类具有公共物品性质的服务,确为作为商业企业的交易所区别于一般的商业企业之关键,也可依之将交易所与交易所之外的各类商业组织提供的另类交易系统区别开来(Alternative Trading System, ATS),^①因为ATS及其提供者并非交易所,仅交易在其他交易所交易的股票,不对其中发生的交易活动实行监督管理。

(2)交易所的营利动机。公司制交易所属于营利性经济组织,其以客户为导向,追求营利,实现股东利益最大化,将之定位为营利性商

^① 按照美国证券交易委员会的定义,另类交易系统为没有注册成为交易所,但提供证券集中、撮合、交叉买卖并予以执行的电脑系统或者组织、个人群体等。

业组织,自无异议。然对会员制交易所而言,这一结论存在疑问。

几乎所有的会员制交易所,都宣称不以营利为目的,其一直以来被定位为非营利的法人,理论界将之作为会员制交易所的主要特征。如此,还可以认为交易所所有营利动机?进而言之,会员制交易所属于企业组织吗?不以营利为目的之含义,目前比较一致的理解是:“不营利”的主要内涵在于不将利润分配至组织的成员,即不得进行剩余收入的分配,并非限制从事营利性活动。^②就会员制交易所宣称的非营利性,理论上也持这样的理解,即不营利主要针对限制向会员分配利润或赢余,但并不妨碍交易所向证券经营机构、上市企业、投资者等收取费用,获取利润。因此,人们通常认为,“交易所从来就是追求利润的实体”。实践中,会员制交易所在对外经营中,追逐利润最大化的特性与一般的商业企业并无二致。例如,纽约证券交易所非互助化前,是不以营利为目的的会员制法人,但仍然被看做商业组织。^③一个基本共识是,伴随证券市场的日益竞争,即便是会员制交易所,其业务活动和管理理念也越来越类似于标准的企业,学者们主张以企业观点而非市场观点,认识包括会员制在内的交易所,主要原由在此。^④

因此,我们认为,不论是会员制还是公司制,交易所借由经营服务活动、谋求利润的目的和结果是客观存在的,将其归入经济学意义上的企业组织,并无不妥。

(3)交易所的客户。作为企业,交易所的客户主体包括:直接获取交易所上市服务的证券发行人,主要是发行股票的上市企业;直接进入交易所市场从事证券交易,获取交易所交易服务的证券经营机构;向交易所购买证券信息的投资者、信息经营商、证券投资咨询商等。交易所作为经营者,应满足发行人、证券经营机构、机构投资者、个人投资者、证券信息使用者等不同客户群体的利益和需求。

^② 参见金锦萍:《非营利法人治理结构研究》,北京大学出版社2005年版,第17~18页。

^③ See Andreas M. Fleckner, *The Stock Exchange Is On The Cross Road*, 74 *Fordham L. Rev.* 2547, 2006.

^④ 参见屠光绍主编:《证券交易所:现实与挑战》,上海人民出版社2000年版,第1、28页。

(二)上海证券交易所作为组织体的法律性质

上海证券交易所(以下简称上交所)是我国主要的证券集中交易场所之一,是在我国计划经济向市场经济转轨过程中,在政府主导下的资本市场发展格局下建立和发展起来的,带有比较浓厚的中国特色和新兴加转轨的市场特征,同时也带有一些普遍意义上的证券交易所的基本特点。作为组织体,其基本性质可以从如下两个方面加以认识。

1. 上交所同样带有企业的部分特征

从现有的法律制度安排中,上交所外观上宣称实行会员制,不以营利为目的。但事实上,尽管没有正式的宣称和表白,实际运行中,上交所已经具有营利性企业的一些特征。表现为:在2003年之前,上交所一直在上海市工商局登记为国有企业法人,此后虽然转为事业单位登记方式,但至今一直缴纳企业所得税。同时,上交所承担的带有商业属性的市场服务职能,大部分以类似于企业的方式来实现,如上交所独资设立通信公司、信息公司,负责提供交易通讯、信息产品等服务,与深交所共同出资设立登记结算公司和指数公司,负责证券的登记清算交收和指数产品开发。此外,交易所行政负责人的称谓也采用企业做法,称为“总经理”。

概括而言,上交所的市场服务职能主要包括运营和组织证券集中交易,为上市公司、证券公司、投资者等市场主体提供交易及相关服务等。(1)上市服务。接纳股票、债券、基金等证券在本市场上市、公开挂牌交易。(2)交易服务。提供场所和设施,通过集中交易将资金需求者和供给者、证券交易的买方和卖方集中起来。(3)清算交收服务。通过出资设立的证券登记结算公司对完成的交易实行清算交收。(4)信息服务。通过出资设立的证券信息公司单独或者委托他人加工汇集证券交易中形成的信息,形成信息产品,为市场参与者提供信息增值服务。在提供上述服务时,交易所依据有关规定和约定,按照等价有偿原则收取相应的上市费、交易席位费、交易经手费、清算交收费和信息使用费等,在这个意义上,交易所与一般意义上的企业并无本质差别。

2. 上交所更多体现为履行自律管理职能的公共机构

在提供商业属性的市场服务的同时,上交所更多的是在履行市场监管的职能,以维持公开、透明、公正的交易秩序和市场环境。这一职

能属于公共责任和公共职能的范畴,通常被称为自律监管,以与行政监管相区别。从内容上看,上交所的市场管理职能主要包括以下四个方面:(1)制定自律性业务规则。在组织管理市场中,交易所依法制定证券上市、交易、会员管理等方面的自律性业务规则,规范市场运行。这些规则对市场主体具有普遍约束力,是证券法律制度的有机组成部分。(2)监督管理上市企业。根据法律和业务规则的规定,审核企业上市申请,决定企业暂停、终止上市;督促上市企业及时履行信息披露义务;依据法律、规则的规定或上市协议的约定,对上市公司信息披露、内部治理等环节的违规行为进行调查,并视情况给予通报批评、公开谴责等处罚。(3)监督管理会员公司。上交所实行会员制,证券公司是交易所的会员,投资者从事证券交易由交易所的会员代理。上交所按照章程对会员资格和交易权限进行管理;以证券交易为重点,规范和监管会员日常行为。(4)监督管理证券交易。对证券交易进行监管,保证证券交易的公平、秩序和效率,通常是所有证券交易所的核心职责。上交所根据交易规则,对证券交易进行实时监控,发现异常交易及潜在的市场违规行为,及时采取相应的制止措施,并向证监会报告;执行交易规则,对违反规则的市场参与者实施纪律处分。

此外,除上述四个方面公共职责外,上交所还承担着参与并推动我国资本市场改革创新的职能,该职能也属于公共职能的范畴。我国资本市场是在计划经济向市场经济转轨过程中建立起来的,属于新兴的市场,改革创新的任务很重。上交所作为资本市场证券交易的组织者,发挥自身优势和作用,积极参与并推动资本市场历史遗留问题的解决。近年来,上交所在股权分置改革、证券公司综合治理、大股东侵占上市公司资金的清理、融资融券等业务创新中,发挥了应有的作用。

3. 上交所的其他三个不同层面的身份

从职能属性上看,我们说上交所是一个自律管理组织,同时带有企业的某些特征。而从组织体的外观上,上交所还具有另外三个身份。

一是事业法人。上交所成立后第一份章程就将“事业法人”确定为交易所的一个基本特征。上海市编制委员会为上交所出具的第一份定编文件,也将其明确定位为“事业单位,经济上独立核算,自收自支”。1998年《证券法》颁布实施后,虽从文字上不再用“事业法人”的提法来

描述交易所,但2003年上交所在上海市机构编委办公室再次登记为“事业单位法人”,一直持续到今。目前,上交所的编制管理、经费管理、劳动关系管理、员工薪酬福利管理,基本上是在事业法人的框架下进行的。

二是会员制组织。这主要是从交易所的组织形态而言的。上交所建立之初,即仿照境外交易所的做法,实行会员制,证券公司成为交易所的会员。到目前为止,会员制法人仍然是证券交易所的一个属性。在制度设计层面,由于实行会员制,交易所形成了会员大会、理事会、经理层的内部治理架构。但实践中,会员制内部治理的运行并未处于正常状态,人们并不认为其属于真正意义上的会员制,体现为:(1)会员大会不能按期召开,其作为交易所权力机关的职能虚化,会员无法通过会员大会,形成集体力量和共同意志,影响交易所决策。(2)理事会是交易所的决策机构,每届任期3年,其中的会员理事由会员大会选举,会员大会不能按期召开,致使理事会也不能定期更换。(3)理事会是交易所的决策机构,享有广泛的权力,如制定、修改规则,审定交易所工作计划及预算、决算方案、审定会员的接纳和处分等,但实际运行中,理事会的这些权力大多是程序性的,理事会在交易所的内部治理中也未发挥其实质性作用。

三是被监管的下属机构。这主要是从交易所与证监会的关系而言的。在制度层面,证监会对资本市场实行集中统一监管,交易所也是被监管对象,其履行市场职能、组织管理证券交易活动及相关行为,接受证监会的监管。在实践运行层面,证监会对交易所的监督是全面的,不仅涉及对交易所自律监管行为的监督,还包括交易所人、财、物方面的监督管理。有观点认为,在新兴加转轨的特殊发展时期,证监会与交易所之间的监管与被监管关系,带有比较浓厚的领导与被领导关系,很多时候,很多场合下,人们把证券交易所视为证监会主管和领导下的下属机构。

二、交易所自律监管行为的基本特征

(一)交易所自律监管行为的两个层次

自律管理(self regulation),普遍的认同和理解是“自我管理”。那

么谁是其中的“自我(self)”呢? 这涉及交易所自律管理中自律管理权的享有者和行使者。在不同的语境和场合下, 自律管理中的“自我”有不同的维度, 进而引出两个不同层次的自律监管行为。

1. 第一个层次, 在内部维度上, 交易所自律管理是相对于被管理者而言, 即由被管理者参与的自我管理

一般认为, 只有组织体的成员为了自身的利益, 承担起监督他们自己事务的责任时, 自律才能发生。这个层面的自律管理, 是经典意义上的。纽约交易所等成熟交易所之所以从一开始就被称为实行会员制的自我管理组织, 主要是在这个意义上说的。19 世纪以来, 那些作为理性经济人的证券商, 自愿交纳会费, 加入交易所成为会员, 实施并接受自律管理, 其动因在于能够获得降低交易成本、知晓交易对手信誉、获取股票交易价格信息、确保交易证券的质量、代言会员利益诉求等利益。

但是, 证券交易所市场毕竟事关广大投资者, 承载了一定的公共利益, 交易所组织体的成员参与交易所组织运行, 实行自我管理的力度和方式也是因时而进, 不断变化的。从发展阶段看, 经历了三个不同的发展时期。

一是私人俱乐部时期的会员绝对主导。这出现于交易所的早期发展阶段。该时期, 会员是交易所的主人, 自律管理权由会员行使, 交易所的管理机构基本由具有会员资格的证券商组成, 没有其他外部利益群体(包括上市企业和公众投资者)的代表。换言之, 交易所的所有权、管理权和交易权集会员于一身, 而且, 交易所没有被法律赋予维护公众利益的义务。在该治理结构和运行模式下, 交易所的管理包括规则的制定和执行, 通常是在完全封闭的状态下进行的, 会员之外的其他市场主体无缘参与。以纽约证券交易所为例, 其 1792 年成立后的一百余年时间里, 真正掌管纽约证券交易所的, 是被称为专家证券商(specialist) 和场内交易人(floor trader) 共同组成的一个松散的联盟组织。即便到了 20 世纪 30 年代, 在制度层面上, 纽约证券交易所和最初成立时几乎没有任何差别, 也就是说, 其仍然是一个私人俱乐部, 交易所的宗旨仍然是维护会员的利益, 而且像大多数私人俱乐部一样, 纽约证券交易所在内部管理方面毫无民主可言, 完全由一小部分想方设法

地维护自己利益的会员寡头集团所控制。不难发现,这一阶段,交易所自律管理,实乃交易所成员的自我管理。自律管理中的“自我”,主要是会员。

二是向公众机构转变时期的会员相对主导时期。交易所私人俱乐部式的自律管理之弊端,经历百余年来的实践,特别是严重市场危机后,暴露得淋漓尽致。以美国为例,1929~1933年经济大萧条中,投资者遭受巨大损失,公众对交易所自律管理的态度发生逆转,认为“在交易所这个市场,存在巨大的公共利益”。^⑤以其1934年《证券交易法》为标志,交易所的自律管理被纳入政府的法定监管之下,交易所开始承担维护公众利益的法定职责,会员垄断交易所自律管理权的局面被打破,交易所自律管理也破除封闭,走向开放,从“私人俱乐部”向公众机构跨出一大步。上市企业、投资者、公共利益的代表者开始加入交易所内部治理结构,^⑥交易所制定或修改自律管理规则时,接受整个证券行业和社会公众的评判,即显其例。由此,交易所自律管理中的“自我”,由会员绝对主导模式,转变为会员相对主导、其他利益相关者共同参与模式。

三是非互助化后公众利益代表者主导。这主要针对经由非互助化实行公司制的交易所。在非互助化之后,为控制、平衡自律管理职能与商业职能之间的冲突分离,维护公众利益,履行管理职责,公司制交易所的治理结构普遍出现了调整。一个基本趋势是,各地交易所普遍要求董事会成员中除了代表股东利益的董事,应有成员代表其他利害关系人,以及维护公众利益的董事。其中,引入独立董事,担负维护公众利益之责是主要途径。而证券商和上市企业这两个最主要的利益主体,逐渐被排除在交易所治理结构之外,不能直接参与到交易所的自我

^⑤ 参见乔尔·塞利格曼:《华尔街变迁史——证券交易委员会及现代公司融资制度的演化进展》,田风辉译,经济科学出版社2004年版,第164页。

^⑥ 美国1934年《证券交易法》要求,交易所的规则应确保在董事会组建时,其不同会员的代表的确是公正的,其中应该有一个或者更多的成员,与会员或者证券商无任何关系,代表证券发行人或者投资者的利益。

管理中,丧失了自律管理的主体资格。^⑦这样一来,传统意义上的交易所自律管理,就发生了异化,原有的交易所自律管理中的“自我”,逐渐排除在“自我”范围之外,转换为自律管理的客体,而公众利益的代表者和维护者大幅度进入“自我”行列。其根本意图在于,保证具有公共职能的交易所维护公共利益时,不受成员利益的影响。在这个层面上,交易所自律管理出现了变异甚至异化,很难说仍旧是传统意义上的由被管理者参与的自律管理,交易所自律管理只能更多地相对于政府行政监管而言了。

2. 第二个层次,在外部维度上,交易所自律管理是相对于政府实施行政监管、直接介入市场而言

自律管理是独立于行政监管、与之并行存在的一种市场化监管机制。此种语境下,“自我”乃交易所本身,即交易所作为独立的主体,对自身市场的参与者及其相应的市场行为,实行自我规范、自我约束、自我管理、自我控制,无须行政力量的直接进入。在这一层面,自律管理通常被理解为一种公共政策,即“自律管理优先于政府监管,因为其允许个体自由处理自己的事务”,^⑧“其背后是减少政府介入和干预私人领域及市场自治的哲学理念”。^⑨ 在外部纬度上,交易所自律管理中“自我”之凸显,意在强调相对于国家权力,交易所作为独立的市场组织体,实行自律管理是一项固有权利。正是在这个意义上,长期以来,纽约等交易所一直作为证券商乃至证券市场参与者利益代言人,与政府叫板,反对、抵制行政权力介入市场自主运行和交易所自律管理。较为明显的是1934年《证券交易法》制定及实施前后,纽约证券交易所成为反对政府干预和管制证券市场、维护华尔街利益的旗手,纽约证券交易所不仅代表其成员坚决抵制联邦管理,保持强硬的立场,同时还代

^⑦ 此时,证券商和上市企业只能通过参与评判交易所规则的制定或修改这一间接的方式,对交易所的自律管理施加影响。

^⑧ Peter Cane, *Self regulation and Judicial Review*, C. J. Q. 324 - 327, 328, 1987.

^⑨ Margot Priest, *The Privatization of Regulation: Five Models of Self - Regulation*, 29 Ottawa L. Rev. 233, 237 - 238, 1997.

表示了私有投资银行的声音。^⑩直至今日,纽约证券交易所依旧部分保留了市场主体利益代言人之角色,在证券市场制度变革中其立场和意见仍然举足轻重。

(二)我国证券交易所自律管理活动的基本特征

1. 从历史角度看,我国证券交易所是在政府主导和推动下建立起来的,交易所自律管理一开始就带有一定的强制性和行政性特点

如我们所知,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。交易所的形成和自律管理的产生,出于证券商的自利驱动及共同利益之追求,没有外部行政力量和法律的强制约束,属于典型的诱致性自律。在自律管理制度演变中,形成了诸多内在化的自我管理规则。交易所在代表不同主体利益诉求而进行协调平衡、自律管理的过程中,通过协商、妥协,建立起多元权利和利益冲突背景下的自律管理规则和运行机制,形成了早期证券市场中的自生自发秩序。

但我国上海、深圳证券交易所的组建,作为一项制度创新,尽管有市场力量的因素,但起关键作用的是上海、深圳的地方政府。交易所的自律管理,相应地具备强制性特征,集中体现为:组建交易所,实行自律管理,属于建立资本市场、发展国民经济这一政府主导和推动下的强制性制度变迁的一部分,一开始就被纳入法律调整 and 行政监管之下;交易所在进入国家体制并执行准公共职能的过程中,从一开始就缺乏境外成熟市场交易所起初享有的自主性,证券商以及上市企业等各类市场主体在是否参与交易所市场上,并无多大的选择,自律管理相应带上了浓厚的行政化及公权力色彩。

2. 从认识论上看,人们对交易所自律管理的性质的认同,是一个反复而渐进的过程

本处以时间先后为顺序,考察几份重要的法律规范,对比相关交易所自律管理身份及职责之表述,^⑪以探求其中的变化,梳理交易所“法

^⑩ 参见乔尔·塞利格曼:《华尔街变迁史——证券交易委员会及现代公司融资制度的演化进展》,田凤辉译,经济科学出版社2004年版,第75页。

^⑪ 关于交易所章程,以上海证券交易所为研究对象。

律地位”演变的历史脉络。为直观地说明问题,本处用表格的形式,将不同时期、不同效力层次的法律规范,对交易所的身份和地位的相关规定,作一罗列。

时间	法律规范	具体规定	是否表述自律管理地位
1990年	上海市证券交易管理辦法 ^⑩	依本办法规定,设置场所和设备,以提供证券集中交易市场为目的的法人	否
1990年	上海证券交易所章程	会员制、非营利性的事业法人	否
1993年	上海证券交易所章程	不以营利为目的,实行自律性管理的会员制事业法人	是
1993年	股票发行与交易管理暂行条例	证券交易所的管理规定,另行制定(没有对交易所的地位作直接规定)	否
1993年	证券交易所管理暂行办法	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,并履行相关职责,实行自律性管理的会员制事业法人	是
1994年	上海证券交易所章程	非营利的、会员制事业法人	否
1996年	证券交易所管理办法	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,实行自律性管理的会员制事业法人	是

^⑩ 如我们所知,上证所1990年12月7日成立之时,是地方性交易所,上海地方政府是其成立的主导者、推动者、制度供给者。成立之前,上海市政府于1990年11月27日发布了《上海市证券交易管理辦法》。这是我国证券市场交易中,最早也是最为完整的法律规范。

续表

时间	法律规范	具体规定	是否表述自律管理地位
1997年	证券交易所管理办法	同上	是
1998年	证券法	提供证券集中竞价交易场所的不以营利为目的的法人	否
1999年	上海证券交易所章程	为证券的集中竞价交易提供场所、设施,履行国家有关法律、法规、规章、政策规定的职责,不以营利为目的,实行自律性管理的会员制法人	是
2001年	证券交易所管理办法	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,实行自律性管理的会员制法人	是
2005年	证券法	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	是

从上述不同时期、不同效力层次的法律规范,关于交易所自律管理的表述,可以得出如下两点结论:

第一,交易所成立之初自律管理未被作为其基本属性。如我们所知,上证所1990年12月7日成立之时,是地方性交易所,上海市政府是其成立的主导者、推动者、制度供给者。《上海市证券交易管理办法》这部最早的、也是最为完整的规范证券市场交易的规章,尽管对交易所作了界定,并专设第五章规定了证券交易所的职责,但没有关于“自律管理”的表述。第一部《上海证券交易所章程》也是如此。这表明,交易所最初的制度设计者,并未清晰地意识到自律管理是交易所的本有功能,将其列入相应的制度建设考虑范围。

第二,制度设计者对交易所自律管理地位的认识存在矛盾和反复。

1993年3月上交所修改1990年章程时,首次明确了交易所“实行自律管理”的法律定位。出现这样转变的原因,无从在相关资料中得到佐证。但可以推断的是,经过两年多的市场实践,交易所对自身市场管理职责的性质和定位,已经有了初步的认识。章程修改,经过了中国人民银行上海市分行批准,这也意味着交易所自律管理身份的界定,得到了地方主管机构的认可。同年国务院证券委员会在《证券交易所管理暂行办法》这一第一部规范交易所的行政法规中,首次将交易所表述为自律管理者。然而,1994年国务院证券委员会发函,对交易所的章程提出了若干修改意见,修改关于交易所法律地位的表述,是一项主要要求。随后,上交所对章程进行了修改,关于交易所的表述又恢复至1990年的章程,规定交易所为“非盈利的会员制事业法人”,删除了“自律性管理”的表述。而就在1993年7月制定的《证券交易所管理暂行办法》中,国务院证券委员会更明确认可交易所自律管理地位。令人困惑的是,是什么原因,促使国务院证券委员会1年之内很快地改变了立场。我们同样无法从相关的文献资料中获得答案,但至少可以推断的是,国务院证券委员会并没有意识到,或者并不认同交易所是自律管理者。

1996年8月,国务院证券委员会将《证券交易所管理暂行办法》更名为《证券交易所管理办法》,并对证券交易所的管理内容作了大幅度增加,交易所的自律管理地位再次在条文中得到认可。但是,两年后出台的《证券法》,不知是有意还是无意,“自律管理”的字样,再次从交易所的专门表述中消失了。2005年的《证券法》,才又恢复了交易所自律管理者的“名分”。

法律条文的背后,体现出的是立法者的态度以及态度所依存的环境。上述反复摇摆的立场,反映出从最初的地方政府到后来的中央政府,对交易所承担和实施的市場管理,是不是属于“自律管理”,认识是不统一的,心态是矛盾的。

3. 从实践状态看,交易所自律管理的权力范围和空间经历了一个反复的调整过程

我国证券市场发展,遵循着政府主导和推动下的强制性制度变迁的路径,作为证券市场核心的证券交易所,其自律管理之运行,也受资本市场大环境的影响。考察我国交易所自律管理的实践,揭示其自主管理空

间的演变,应在相对于政府行政监管的视角和语境下展开。我国证券市场政府监管,相继经历了地方政府主导、地方政府与中央政府共同主导、中央政府主导三个时期。与之相对应,交易所大致经历了宽松期、收缩期、萎缩期、恢复期四个不同阶段。

一是宽松期。这一时期,大致对应1990~1992年。期间,证券市场属于地方性试点,局限于沪深两地,绝大部分的上市公司、投资者与证券经营机构都来自于这两个城市,证券市场属于区域性的,证券交易所也归地方政府监督管理。这一时期,交易所的运行,在地方政府的监督管理下进行。^⑬但总体而言,地方政府缺乏市场监管经验,在市场组织、监督、管理中,依赖交易所,由其承担大量具体的制度创新。由此,交易所保持了相当的独立性,享有较为广泛的市场管理权,制定了一系列调整和规范证券市场运作的具体业务规则。^⑭以上证所为例,其早期的各类业务规则中,^⑮包含了下列实质性的管理权:(1)通过上市管理规则,自行制定股票上市、暂停及终止上市条件;对上市申请进行审核,提出的审核意见是证券主管机关最终审批的直接依据,实践中证券主管机关很少持反对立场。(2)根据市场需要,通过发布通知的方式,灵活调整股价涨跌幅、申报竞价方法、股票买卖单位、买卖成交原则等微观交易机制,实行制度创新。(3)对会员享有广泛的监管权力,涉及会员业务资格、交易权限、交易员管理、席位管理、会员与客户的关系等诸多方面。(4)自主确定各类费用类别和收费标准,包括开户费、交易手续费和佣

^⑬ 依据上海市政府于1990年11月颁布的《上海市证券交易管理办法》,证券主管机关对交易所具有三方面的监督权:(1)交易所的章程、业务规则,必须经作为证券主管机关的人民银行上海市分行批准后生效(第61条);(2)证券主管机关在查明证券交易所管理人员有违法行为后,有权命令证券交易所管理机构解除其职务(第63条);(3)证券交易所必须按证券主管机关的规定,向证券主管机关报送市场行情、交易统计资料及证券交易情况报告书(第66条)。此外,1990年《上海证券交易所》章程规定,交易所的理事会9名成员中,1/3为非会员理事,由主管机构提名,交易所的总经理、副总经理由理事会提名,主管机关批准,或者主管机关提名,理事会聘任。这说明,交易所的高级管理人员的人事权,部分掌握在政府手中。

^⑭ 这些规则,尽管需要经地方政府主管机关审批,但其对交易所持放手、支持的立场,对规则的内容并不作实质性的干预。

^⑮ 这些规则,收录于1996年10月《上海证券交易所文件汇编》,是研究早期上证所自律管理权限、交易所和政府之间关系的有益历史资料。

金、席位费、过户费、证券保管费等。

二是收缩期。这一时期,大致对应 1993 ~ 1996 年,期间证券市场出现了三个明显特征:(1)1992 年 10 月,国务院证券委员会和中国证监会成立,^⑩1993 年正式运作,标志着中央政府开始介入证券市场,履行管理职能,中央和地方共同监管证券市场的格局开始形成。(2)沪、深两地证券市场,开始突破区域性限制,上市公司、证券公司、投资者迅速扩展至全国范围。全国性的证券市场法律制度开始形成,股票发行、上市、交易制度趋向统一。(3)沪、深两家交易所在由地域性市场向全国性市场转变过程中,在所在地方政府的支持下,展开了激烈的市场竞争,上市资源的争夺尤其激烈。竞争促进了市场规模快速发展,但也出现了无序竞争、恶性竞争。在中央政府介入证券市场后,交易所自律管理的外部环境发生了相应变化,交易所早期宽松、自主的自律管理空间开始受到收缩,交易所为证券市场供给制度的能力逐渐削弱,交易所的独立性及自主性开始下降。1993 年以前,沪、深交易所是地方性市场,地方政府对交易所行使监督管理权。1993 年 4 月国务院证券委颁布的《证券交易所管理暂行办法》正式确立了上海、深圳两地政府与作为证券委员会的直属执行机构的中国证监会,共同管理交易所的双重体制;交易所规则批准权、理事长及总经理提名权、日常业务监督检查权,由交易所所在地政府和中国证监会共同享有。^⑪值得注意的是,尽管该时期交易所自律

^⑩ 证券委员会由国务院 14 个部委主要负责人组成,以例会办公的方式进行决策,是一个协调性机构,对全国证券市场进行统一监管,主要职责包括:负责组织拟订证券市场法律法规草案;研究制定证券市场的方针、政策和规章;制定证券市场发展规划和建议;指导、协调、监督、检查各地区、各有关部门与证券市场有关工作;归口管理证监会。中国证监会成立之初,是证券委员会直属机构,主要职责包括:根据证券委员会的授权,拟订证券市场管理规则;对证券经营机构证券业务,重点是自营业务进行监管;对股票发行、交易以及上市公司实行监管。1998 年,国务院撤销证券委员会,正式将证监会作为国务院直属机构和全国证券市场的统一监管机构。

^⑪ 1993 年《证券交易所管理暂行办法》规定,交易所的业务规则报证监会会同交易所所在地政府批准生效,并报证券委员会备案(第 12 条);交易所理事长、副理事长由交易所所在地政府会同中国证监会提名,理事会选举产生,报证券委员会备案;交易所总经理由交易所所在地政府会同中国证监会提名,理事会聘任,报证券委员会备案;副总经理由总经理提名,理事会聘任,报交易所所在地政府会同中国证监会备案(第 20 条);交易所应当根据所在地政府和证监会的要求,提供交易信息、年度财务报告、有关业务和财务情况,并接受检查(第 43、45、47 条)。

管理的空间出现了收缩,但证券委员会和证监会对市场的监管,主要集中于证券发行、上市。而证券交易所的核心业务——组织和管理证券交易,证监会及地方政府仍未实质性介入,交易所在交易产品推出、交易制度创新、交易机制变革等方面,依旧享有较大的灵活性。

三是萎缩期。这一时期,大致对应1997~2005年。该时期,中央政府全面介入证券市场的制度变迁,并赋予其为国有企业股份制改造服务之功能,证券市场按照国家的意志发挥作用,形成了极富特色的、目标与手段相适应的强有力的行政干预体系。与此相适应,地方政府退出了证券市场的监管。1997年8月,国务院将沪、深两交易所正式划归证监会监管,随后证监会任命了交易所新一届领导班子,标志着交易所的管理权已完全由地方收回中央。同年11月,各地方证券监管机构实行垂直领导,成为证监会的派出机构。1998年,国务院机构改革方案明确将证监会作为国务院直属事业单位,主管全国证券期货市场。1998年颁布的《证券法》从法律上明确了证监会统一监督管理证券市场的职责。伴随统一的行政监管体制的建立,证券市场的发展日益体现政府意志,依靠行政力量,交易所自律管理功能被大幅度削弱。就此,1997年11月19日发布的《关于证券交易所报告制度的若干规定(试行)》、同年12月12日发布的《证券交易所管理办法》、1998年颁布的《证券法》中,有充分的体现。择其要者,罗列如下,以具体说明交易所自律管理空间萎缩的状况:(1)强化交易所管理人员任职批准。将交易所理事长和其他非会员理事由主管机构提名制改为直接委派制,总理由主管机构提名制改为直接任命制,副总理由总经理提名、理事会聘任制改为直接任命制。^⑩ 实践中,交易所总经理助理也由证监会直接任命。按照规定,交易所人事及财务部门负责人的任免需要报证监会批准,其他中层干部任

^⑩ 该等前后变化,可对比1993年《证券交易所管理暂行办法》与1997年《证券交易所管理办法》中的相关条款。

免报证监会备案。^① (2) 主导交易所主要业务规则的制定。交易所的业务规则,包括上市规则、交易规则、会员管理规则的制定和修改,由证监会相关部门牵头启动,并全程参与、主导、把关,最后以交易所的名义发布而已。规则的主要内容,如上市规则中的上市条件、信息披露要求,会员管理规则中会员监管,大多是在重复表述《证券法》和证监会的行政规章。交易所仅在与证券交易、技术系统相关的规则制定上有一定的自主权和发言权。(3) 发行、上市任何证券及交易品种,需要报证监会批准,交易所失去了新品种上市交易决定权。^② 设立或者调整证券市场各种收取标准,应事先获证监会批准,交易所不得自行设立。^③ (4) 一些微观的交易制度和交易机制,如股票交易涨跌幅、买卖申报方式等,其设置和调整,须证监会决定。部分微观交易制度,如大宗交易、回转交易,受到了原《证券法》限制。(5) 交易所固有的决定股票上市、暂停及终止上市之权力,成为证监会的法定行政权力。^④ 信息披露的内容、格式和要求,完全由证监会决定。(6) 对违规上市公司及会员公司,交易所事先很少主动处理,即使是处理,多数情况下也是在向证监会报告得到同意或者默许后实施,或者是在证监会查证相关事实后被动地按照规则做相应处理。

四是恢复期。这一时期,大致可以从 2005 年 10 月颁布《证券法》开始。之所以该法界分交易所自律管理发展阶段,并称之为“恢复期”,理由在于,其对交易所自律管理地位在法律层面作了相应的明确,交易所自律管理权限呈现恢复的迹象。具体体现为:(1) 为交易所正名。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(第 102 条)。(2) 还权交易所。将证券上市、暂停及终止上市审核权由“行政管理权”还原为“自律

^① 1997 年 11 月 19 日发布的《关于证券交易所报告制度的若干规定(试行)》第 7 条第 1 项甚至规定,交易所部门总监、副总监的任命也需要证监会批准,但随后颁布的《证券交易所管理办法》并没有采纳该做法,主要原因在于过于干预交易所的用人自主权,受到了交易所的质疑和抵制。但是,该规定本身反应出交易所初划归证监会后,行政权力急于介入交易所内部事务的心态。

^② 《关于证券交易所报告制度的若干规定(试行)》第 7 条第 4 项。

^③ 《关于证券交易所报告制度的若干规定(试行)》第 7 条第 3 项。

^④ 见 1999 年《证券法》第 43 条。

管理权”,交由交易所行使(第48、55、56、60、61条)。(3)部分授予交易所“剩余立法权”。允许其在证券上市、暂停、终止上市法定条件之外,通过上市规则,补充规定上市、暂停上市、终止上市条件(第50、55、56条),交易所由此取得部分“剩余立法权”,使其根据自身的市场定位,自主选择上市企业,在法律上成为可能。(4)取消了证券交易中的相关法律限制。组织、管理、监督证券交易,是交易所的基本职责,也是交易所自律管理的主要内容,但1999年《证券法》对此作了诸多限制。2005年《证券法》在这一方面作了相应修改、完善。一是将进入交易所参与集中交易的主体由“具有交易所会员资格的证券公司”调整为“交易所的会员”(第110条),为证券公司以外的机构以特别会员身份申请专用席位,直接参与证券交易预留空间。二是将证券交易方式由“集中竞价交易”改为“集中交易”,允许交易所采取其他交易方式(第40、102条)。三是删除了投资者应当采用市价委托或者限价委托,证券公司对投资者的委托按“时间优先、价格优先”的规则申报等规定,交易所根据交易类型和市场需要,在交易规则中可以确定不同类型的委托规则、申报规则,成为可能。四是取消了原《证券法》“证券公司接受委托或者自营,当日买入的证券,不得在当日再行卖出”之规定,如此,交易所交易规则规定证券回转交易,不再存在法律障碍。(5)扩大了交易所在证券交易监管中的法定权限。授权交易所根据需要,可以对出现重大异常交易情况的证券账户限制交易(第115条)。此前,交易所在实时监控中对异常交易只能监督、报告,却不能及时控制、制止。

三、交易所自律管理行为分类及自律管理权的法律属性

(一)交易所自律管理的权利属性

交易所自律管理权法律属性的把握,核心和难点在于这样一个问题,即自律管理作为一项行为和职能,对交易所而言,究竟是享有一份权利,还是在执行一项权力。这个问题,并非纯粹的理论思辨,而是涉及交易所自律管理的属性判断,进而影响对交易所自律管理的法律规制及制度安排。一个基本的差异在于,依照法制基本原理,就权利,通常奉行私

法自治,法律的任务在于保障权利自由,而对权力,法律通常给予制约,以防范滥用。而实践中,有关交易所自律管理行为法律性质理解上的分歧乃至偏差,很大程度上与交易所自律管理权法律性质的理解密切相关。我们认为,自律管理之于交易所,具有双重属性,即其同时具有权利和权力的特质,换言之,交易所自律管理权,乃权利与权力的混合体。通常而言,交易所自律管理的权利属性尚未受到充分的认识。

在成熟市场,人们通常认为,自律管理是交易所这个组织体以及其成员享有的一项基本权利,这一权利主要是相对于政府行政监管权利而言,是在政府和市场、行政组织和自律组织应保持合理的边界和距离的框架下提出的,自律管理权利是先于行政监管权力而存在的。

在这一框架下,人们首先认为,交易所自律管理以市场主体自我管理权利为基础,属于派生性权利。在历史起源上,交易所自律管理属于“诱致性自律”,是行业成员自发形成的结果。市场经济和现代法治的一个基本要义在于,每个单个的市场主体,都可以按照自己的意愿,自主管理自己的事务,这种权利属于“自己决定权”,即“就一定的个人的事情,公权力不得干预而由自己决定的权利”。^②而证券商这些早期的市场主体设立交易所,实行自律管理,实质上是证券商等市场主体的自我管理的体现。因此,自律管理权是证券商等市场主体自我管理权利的延伸,是市场主体自治的拓展。人们还认为,自律管理权是交易所的一项固有权利。从发生学意义上看,如我们所知,交易所对证券市场的自律管理,早于政府、行政监管出现前,自律管理已经存在并发挥作用,行政监管出现后,交易所仍不断排斥政府对自律管理的干涉和介入。因此,相对于国家权力,交易所作为独立市场主体,实行自律管理,是一项固有权利。在法治观念上,强调这一固有权利,意在申明交易所的独立性、自主性和自治性,排除国家不必要干预。进而言之,交易所对进入其市场的会员公司、上市企业等市场参与者实行监督、管理和约束,是其作为自律性组织的基本权利,也是其是否具备独立法律人格和法律地位的衡量标准。国家对这一基本权利,如同对于其他私法主体之权利,首先负有保护并不得侵犯和干涉的义务,同时还应当借助法律予以确认和保障。

^② 莫纪宏:《现代宪法的逻辑基础》,法律出版社2001年版,第487页。

(二)交易所自律管理的权力属性

交易所自律管理既然具有权利属性,又为何具有权力特征?就此,应首先从权力的属性去认识它。什么是权力?这同样是法学领域中争论不休的问题。但不论何种角度的解说,人们都基本认同,权力体现着一定主体的支配力量,具有强制性,以多数人的服从为基础,以强制为后盾的有组织、有系统的约束力和支配力。

具体到交易所,其自律管理的权力属性,是相对于会员公司、上市企业等市场参与者而言,交易所对之实施监督、管理,带有权力的基本特性——强制性。如我们所知,证券商一旦加入或同意交易所章程,或者与交易所签署市场使用协议成为市场参与者,上市企业一旦与交易所签署上市协议,则与交易所形成了自律管理关系,负有遵守交易所市场规则之义务,作为自律共同体的交易所,因此取得了监督管理委员会、上市企业等市场主体之权力。上市企业或者会员一旦违反规则,交易所将根据具体情况,动用处罚权力,给予不同程度的处罚,包括财产罚、行为罚、资格罚、声誉罚。财产罚,要求违规者交纳一定数量的钱款,即通常所说的罚款;行为罚,要求违规者实施一定的行为,如自我改正,或对其行为作出一定限制,如限制交易;资格罚,暂停或者取消违规者的资格,主要是会员资格或者上市资格;声誉罚,主要是向违规者发出警告、批评,也可以在一定范围内公开谴责。正是这些处罚,集中体现了自律管理的权力属性。

(三)交易所自律管理权力来源的理论与中国的问题

交易所是一种非政府的、市场化的团体性组织。作为社团法人,其权力是来自某个公共领域的授权,还是来自创建人的意志,抑或是来自它作为一种联合体所固有的性质,是一个长期以来困扰着人们的问题。一般认为,交易所自律管理之权力,来源者有三,即立法授权、行政授权、契约约定。

1. 立法授权

该观点认为,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”。在理论上,人们对“法律授权”有两派观点:一是“行政权力授予说”,二是“固有权利确认说”。“行政权力授予说”认为:国家法律的授权,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,转移给政府以外的组织或者团体来承担。“固有权利确认说”认为:依据法律规定授予政府之外组织的权力,不一定是国家的权力,有的属于这些组织原本享有的权利,法律作相应规定,只是意味着对其自主权的确认。^⑳

具体到交易所,在成熟市场,法律对自律管理的规定,“固有权利确认说”更为准确。如我们所知,在交易所发展史上,首先出现的是诱致性自律,其演变为强制性自律,接受法律调整后,法律所规定的交易所自律管理权,如审核并接纳企业上市、监管上市企业信息披露或吸收并接纳会员、监督会员交易行为等,多属于交易所在政府介入证券市场监管之前,就已经享有的自治权。法律对之进行规定,并非是将一种行政权授予交易所,而是对交易所固有权利的确认,意味着法律对交易所享有的自主权的认可和保护。

然而值得注意的是,“固有权利确认说”正当性的理论基础和逻辑前提是,法律规定交易所自律管理权,是交易所本有的、应然的权利。但交易所本有的、应然的权利之种类、范围及判定标准,并非普遍适用,也非一成不变。首先,由于不同的市场环境和法制背景,在一国属于交易所固有的自律管理权利,在他国可能属于立法者或者行政机构的权力。如我们所知,“固有权利确认说”相对于自生自发性市场格局下自发演进而成的交易所自律管理,具有历史史实的支撑。例如,在美国,由于各州公司法信守公司自治,对公司内部治理持消极态度,而联邦法律长期以来不介入公司事务,纽约等股票交易所由此在上市企业监管中获取了得天独厚的“自治领地”,交易所确立的上市企业内部治理规则,一直是上市条件的重要要素,监管和规范上市企业内部治理,一直是交易所的主要内容之一。^㉑但在我国之类新兴的、政府主导下的证券市场,交易所自律管理先天发育不良,交易所本应享有的自律管理权,曾经一度被

^⑳ 参见沈娟:《谁还在行使权力——准政府组织个案研究》,清华大学出版社2003年版,第255~256页。

^㉑ See Robert B. Thompson, *Collaborative Corporate Governance: Listing Standards, State Law, and Federal Regulation*, 38 Wake Forest L. Rev. 961, 2003; Roberta S. Karmel, *The Future of Corporate Governance Listing Requirements*, 54 SMU L. Rev. 325, 2001.

上升为行政权,归属于行政机构。^{②⑥} 上市企业内部治理规则多由立法者提供的,交易所难有作为,内部治理状况的监督,也主要是由证券监督管理机构来执行。其次,即便在同一国度,法律关于交易所自律管理职责的规定,究竟是“行政权力的授予”还是“固有权利的确认”,不能一概而论,而需要具体分析。例如,我国2005年《证券法》第114条规定,在出现突发事件或不可抗力事件,或者为维护正常的交易秩序,证券交易所可以采取技术性停牌或临时性停市。该规定中,技术性停牌和临时性停市之措施,并非单独作用于交易所的某个上市企业或会员,而是面向整个证券市场。此时,其属于交易所固有的、应然的被证券法确认的权利,还是属于将行政性权力通过法律授予交易所,存在疑问。又如,2005年《证券法》第115条规定,交易所根据需要,可以对出现重大异常交易的证券账户限制交易,而证券账户的使用者可能是一般性的投资者,也不属于交易所自律管理本来的对象,交易所限制证券账户,同样存在“行政权力的授予”还是“固有权利的确认”之疑虑。

2. 行政授权

行政授权是法学界广泛使用的一个概念,但直到今天,学者们对其理解并不统一。^{②⑦} 一些观点将行政授权等同于法律授权,认为行政授权指法律法规将某一项或者某一方面的行政职权的部分或者全部,通过法定方式授予某个组织的法律行为。^{②⑧} 该观点自始就受到了批评。反对者认为,应当严格区分立法授权和行政授权,前者是“行政权的设定”,后者是“行政权的转让”,在此意义上,行政授权是指行政主体(授权人)在法律法规许可条件下,通过合法的程序和方式,将自己行政职权的全部或者部分转让给有关组织(被授权人),后者据此以自己的名义行使

^{②⑥} 一个最为典型的事例,尽管在境外交易所,证券上市审核权是普遍享有的自律管理权利,但我国1999年7月实施的《证券法》,将之作为行政管理权,交由证券监督管理机构,2006年1月1日实施的《证券法》,方才将之规定为交易所的权利,从“行政管理权”转变为“自律管理权”。

^{②⑦} 参见耿宝建:“行政授权新论——走出理论与现实困境的一种认知尝试”,载《法学》2006年第4期。

^{②⑧} 参见罗豪才主编:《行政法学》,北京大学出版社1996年版,第76页。同样的观点,可参见薛刚凌:“行政授权与行政委托之探讨”,载《法学杂志》2002年第3期。

该职权,并承受该职权行为效果的法律制度。^⑨ 本处从这个意义上使用“行政授权”概念,区别于上文所说的“立法授权”。

行政授权存在的原因,既在于国家职能向市场和社会转移,也在于经济效率和执法成本的综合考虑。在成熟证券市场,政府和市场、公权与私权的边界相对清晰,交易所和证券行政监管机构的职责范围也有明确的界限,后者将自己的行政监管权授予交易所的情形少有发生。我国的新兴证券市场,是在政府的主导下建立和发展起来的,行政权力处于绝对强势地位,渗透到市场的每个环节,但面对数量众多的市场主体、纷繁复杂的市场行为,行政监管机构往往疲于应付、有心无力,因而通过行政授权方式,由交易所行政组织名义承担部分行政监管职责时有发生。^⑩

严格说来,交易所依据行政授权进行的监管活动,并非自律管理范畴,而属于行政监管。换言之,行政授权,是交易所监管职能的权力来源,但不是自律管理权力的来源。按照行政授权的基本原理,交易所按照行政授权进行监管时,并没有改变所授权力的公共性特征(public characteristic),即这些权力起初是公共权力,在转交至交易所手中时,公共性仍然得到保留。^⑪

3. 契约约定

从历史上看,在英国、美国等成熟证券市场,在政府法定监管者形成之前,许多交易所就已经开始运作并长期存在。其实,交易所自律管理权力的最早法律渊源自契约约定,相应地,交易所是依据其与市场参与者订立的上市协议、会员章程对市场进行管理。该模式后被作为通行做法,为全球其他国家和地区的交易场所效仿。普遍而言,境内外各交易所在接受公司上市时,都与之签订上市协议,以正式、私法形式的协议将上市企业应尽的义务和交易所的监管权力确定下来。^⑫ 如果上市企

^⑨ 参见胡建森：“有关中国行政法理上的行政授权问题”，载《中国法学》1994年第2期。

^⑩ 一个典型的个案为，1998年《证券法》第43条、57条等条款，将股票上市、暂停及终止上市审核权规定为证监会的行政权力，并规定证监会可以授权交易所行使该等权力。

^⑪ Giovanna De Minico, *A hard look at self-regulation in the UK*, E. B. L. Rev. 193, 2006.

^⑫ 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117页。

业违反规则,交易所不仅可以依据业务规则对其进行纪律制裁,而且还可以依据契约对其采取适当的法律行动。^③此外,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。基于交易所章程、上市协议等契约,交易所取得了对上市企业以及交易商进行监管的合法权力来源。^④

从理论上讲,市场参与者与交易所订立的上市协议、会员章程,接受交易所的监管甚至处罚,是自愿将部分权利让渡给交易所,让权利受到限制。因此,交易所自律管理的权力产生于交易所这个组织体内部,来源于交易所成员的约定,而不是交易所外部的主体赋予的。“正如自然赋予了每个人以支配自己的各部分肢体的绝对权力一样,社会契约也赋予了政治体以支配它的每个成员的绝对权力”,^⑤会员章程、上市协议及其给交易所带来的组织型、集合性权力,类似于卢梭所称的社会契约及由此形成的集合性权力——国家权力,在某种意义上,前者是后者的一个缩影。但存在的差异是,用以解释国家权力起源的社会契约论,“不是历史的真实,而是一种逻辑上的推演”,^⑥而交易所自律管理中的契约——会员章程及上市协议,及其通过该等契约让渡于交易所的自律管理权力,不仅仅是逻辑的推演,更有历史根据之支撑,是实然的,可以证明的。^⑦

^③ 参见顾功耘、徐明等:“关于证券交易所监管上市企业的研究报告”,载《商事法论丛》(第2卷)。

^④ Mahoney, Paul, *The Exchange as Regulator*, 83 *Virginia Law Review*, No. 7, 1453, 1998.

^⑤ 参见卢梭:《社会契约论》,何兆武译,商务印书馆1982年版,第41页。

^⑥ 周永坤:《规范权力——权力的法理研究》,法律出版社2006年版,第249页。

^⑦ 言明自律管理权力主要来自于契约,对交易所的自律管理具有三点价值:第一,强调权力对象的价值。权力形成来自于会员及上市企业等市场主体的合意,本身就包含了对权力对象主体地位的承认。第二,强调权力的有限性。权力来自于契约的理论,其本身在一定程度上承认权力与权力主体在本源上是分离的,自律管理权力是交易所的权力对象所赋予的,这在一定程度上有限制交易所自律管理权力的意义。第三,既然自律管理权力有独立于权力主体的存在,同时权力对象有其独立的价值,则强调自律管理权力的正当性,包括实体和程序的正当性,顺理成章。

4. 小结

经上述分析,可以看出,交易所自律管理之权力,尽管可以来自于法律,但并非法律规定的自律管理权都属于立法“授权”,在法律逻辑上,多数情形下,法律所规定的自律管理权,是对交易所固有的、应然权利的“确认”。然而,由于立法模式、法制传统、经济环境以及交易所形成的历史路径之差异,交易所固有的、应然的权利之类型和范围,并不相同。在行政监管不断介入证券市场之后,判断一项具体管理职责是否属于交易所固有、应然之权利,就更为困难。在我们这个新兴的市场,尤其如此。由此,才有证监会是否应当对交易所的自律监管行为进行行政复议的困惑,才有对交易所自律监管引发的诉讼是归人民事还是行政诉讼的纠葛。

行政授权中,交易所取得的管理权力,言之为行政权力,可能更为符合行政法原理,也可区别于一般意义上的自律管理行为,明晰交易所自律管理的属性。总体说来,在自律管理权的三种来源中,因合同而产生的权力,是交易所自律管理权中最根本、最重要的取得方式,也最能反映交易所自律管理权的特质。在理论上,需要释疑的是,这种基于被管理者的同意而产生的权力,属于何种类型的权力?对权力的分类,法律思潮中最有影响的是戴雪的理论。其将权力划分为公权力与私权力,来源于国家的权力属于公权力,来源于私人的权力为私权力。^⑳ 由此观之,交易所自律管理权中,少数来源于立法授权,可以归入公权力范畴,多数属于基于市场参与者的同意和权利让渡而取得的权力,属于私权力。^㉑

由上言之,交易所自律管理权具有权利和权力双重特征,而权力又是公权力与私权力的混合体。在这一混合体中,应当是私权力占主导地位,即私权力多公权力少。但是,在不同国家和地区,以及同一国家和地区的不同发展阶段,交易所自律管理权中公权力与私权力的比例并非一成不变。一般而言,在诱致性自律管理中,私权力比重要高于强制性自

^⑳ 参见袁曙宏、苏西刚：“论社团罚”，载《法学研究》2003年第5期。

^㉑ 实施自律管理，保障市场的公正、有序、透明，维护公共利益，保护投资者权益，是交易所的法定义务，就此而言，交易所具有明显的公共机构色彩，带有公法人的特征。其作为公法人，区别于典型意义上的公法人，关键之处在于，其行使的权力并非公权力，而是私权力。

律,交易所主导市场监管下的自律管理中,私权力比重要高于交易所与行政机构合作监管中的自律管理,而后者中的私权力比重又要高于政府单边监管下的自律管理。同时,即便同属于私权力,不同类型、不同方式的自律管理中,权力的强制性程度是有差异的。如自律管理规则制定权,多数情况下要按照一定的民主程序制定,强制性的色彩比较淡化,但规则执行权,尤其是对违规者的纪律处分权,通常是交易所的单方意志,强制性程度最大,最容易引发利益冲突,因而最需要规制,如正当程序的约束。

四、证券交易所自律管理所涉及的法律关系

(一)交易所与上市企业之间的法律关系

1.交易所对上市企业的管理

上市企业一向被誉为市场的一大基石。其销售的股票,是交易所市场最主要的交易品种,其他证券衍生品种,如股票期权、权证以及指数期货,皆以股票为基础。管理上市企业,乃交易所一项主要的市场职能,具体包括上市管理、信息披露管理两个层面:

一是上市管理。在成熟证券市场发展史上,制定上市标准,选择并管理上市企业,是交易所固有的权限,即便是在公司化之后,为避免利益冲突,英国等地交易所移交了上市审核权,但多数仍将之留在手中。在新兴证券市场,上市管理是政府实现资本市场发展战略的一部分,多由交易所与政府共同行使,但随着市场化、国际化改革的实施,上市资源竞争加剧,上市管理权呈现回归交易所的趋势,我国2005年《证券法》规定交易所行使上市审核权,即显其例。^④世界范围内,交易所上市管理,包括两个有机联系的整体,一是制定上市标准,二是执行上市标准,如下分别作简要阐述。(1)制定上市标准。上市标准或称上市条件,是交易所

^④ 参见2005年《证券法》第48条。值得注意的是,交易所对公司上市的自律管理,不仅仅是自主决定是否接纳企业上市,还包括自主规定上市条件这一更为重要的权利。但2005年《证券法》中,股票上市条件仍旧是法定的,交易所享有的上市审核权更多只具有形式上的意义。

对上市企业提出的具体要求,也是企业进入交易所市场的资格和门槛,交易所由此成为市场的“守门员”。不同国家和地区的交易所之间、同一国家的不同交易所之间,以及同一交易所不同时期,上市标准宽严不一,但指标和元素大致相同,基本包括业绩和业务、股本和股东、内部治理结构、信息披露四个系列。(2)执行上市标准。上市管理中,上市标准明确后,关键是执行。其实,从企业申请上市时起,交易所就已经开始执行上市标准,其包括正反两面。正面而言,对符合条件的接纳为上市企业,并签署上市协议,明确彼此的权利义务;反面而言,则为拒绝不符合条件的上市申请。而更为重要的是,上市后上市资格的持续性管理,对不符合上市条件的,实行暂停或终止上市。

二是信息披露管理。信息披露向来被认为维护公正、透明的证券市场秩序,平等保护公众投资者的利器。从类别上看,需要上市披露的信息包括两类:一类是上市时的信息披露,主要是上市公告书;另一类是上市后的持续性信息披露,包括年度报告、半年度报告、季度报告等定期信息披露,以及可能影响股票交易价格和投资者投资判断的重大信息的临时披露。同内部治理规则一样,在英美等成熟市场,上市企业信息披露规则的初创者和执行者,是交易所。在行政权力介入证券市场之后,信息披露管理,从制度设计到具体执行,渐次由过去交易所业务规则主导的自律性信息披露,转变为法律主导下的强制性信息披露,交易所不再是信息披露规则的主要提供者。^④ 而在新兴市场,上市企业信息披露自始就被纳入公司法或者证券法调整范围,交易所上市规则更多的时候,是在重复表述法律相关内容,有自主能动空间的,通常是补充、明确一些技术性、细节性和操作性问题。

在执行层面,无论是成熟市场还是新兴市场,证券市场行政监管机构大多取得了信息披露监管的主导权,交易所的主要职责是督促上市企业及时履行信息披露义务。首先,交易所要安排、监督上市企业进行常规化、制度化的信息披露;其次,在上市企业股价发生异常波动,或者市

^④ 相关的论述,可参见 Robert B. Thompson, *Collaborative Corporate Governance: Listing Standards, State Law, and Federal Regulation*, 38 Wake Forest L. Rev. 961, 2003; Roberta S. Karmel, *The Future of Corporate Governance Listing Requirements*, 54 SMU L. Rev. 325, 2001。

场上出现有关其信息传闻后,交易所及时与其联系,督促作必要的澄清;再次,交易所在必要时,可以依据法律授权、上市规则规定或上市协议约定,对上市企业信息披露行为进行调查,并视情况给予处罚,包括批评、谴责、暂停上市、取消上市资格等。

2. 管理上市企业中的民事关系

企业申请上市,须经交易所审核同意,并与交易所签订上市协议,这是世界范围内的普遍做法。法律意义上的上市协议,其内容不仅包括签字盖章的文本协议中的具体约定,还包括通过上市协议而引致适用的交易所业务规则,主要是上市规则中的一般性规定。通过上市协议的联结,上市规则成为交易所和上市企业之间的法律关系之核心组成部分。

就上市协议的法律性质而言,比较通行的观点认为,上市协议是具有平等地位的当事人之间签订的,是民事合同的一种。^④ 因为企业选择上市地点、交易所选择上市企业,基于平等自愿,交易所和上市企业都保留着签订或不签订上市协议的选择权,即使企业符合上市条件,交易所也有权不接受其上市申请,当然,上市企业也可以自主选择适宜的交易所。由此,上市协议具备了民事合同的基本要素——合意。在意思自治原则的指导下,合意成为合同的中心,无合意无合同,合同依合意产生了约束力和强制力。

3. 民事关系界定的困境

将交易所和上市企业签订上市协议所形成的法律关系,定位为民事关系,侧重于二者之间因上市和挂牌交易而形成的商业性市场服务。在这一关系中,交易所向上市企业提供股票挂牌交易设施和服务,上市企业的股票因此可在交易所集中交易,而作为对价,上市企业需要交纳上市费用,包括初始费用和年度费用。上市企业也可以根据需要,申请终止上市协议。在这个层面上,上市协议以及交易所与上市企业之间的法律关系,带有一般的商务合同的性质,大体上可归入民事法律关系。

但问题在于,上市协议与一般的商业合同的一个根本性差异在于,其包含了交易所对上市企业的监管。如我们所知,上市协议的签订使得交易所取得了监管上市企业之权力,也表明上市企业自愿接受交易所的

^④ 参见深圳证券交易所法律部编:《证券交易所法律问题研究》,第260~265页。

制约、监督和管理。如此,上市协议作为交易所和上市企业之间的基础性合同文件,以正式、私法形式的协议,将上市企业应尽的义务和交易所的监管权力确定下来,从而确立了交易所与上市企业之间的监管与被监管关系,交易所制裁上市企业的违规行为取得了契约性权力,以区别于相对于国家的公权力。交易所和上市企业在上市选择的问题上,总体上属于民事关系。但就我国证券市场而言,二者之间民事关系的定位,目前还是“应然”而非“实然”状态,同样存在一定的异化。

如我们所知,我国证券市场是政府主导下强制性制度变迁的产物,交易所是政府选择的结果,证券上市决定权在成熟市场多属于交易所固有的权利,但在我国一定时间却被定位为行政权力。长期以来,交易所对是否接受企业上市,按照什么样的条件接受企业上市,并无实质性的话语权。该等情形下,尽管交易所和上市企业在形式上签订了上市协议,但交易所和上市企业都不能决定是否签订上市协议,上市协议的签订对交易所和上市企业都是一种义务,具有一定的行政色彩。值得关注的是,2006年1月1日实施的《证券法》,规定交易所行使上市审核权,标志着该权利从过去的“行政管理权”转变为“自律管理权”,并要求交易所与上市企业签定上市协议。^③对这一立法意图,全国人大法律委员会在证券法修订草案第二次审议说明中强调,“法律委员会认为,证券交易所作为证券市场的组织者,其依据法定上市条件和交易所上市规则对证券上市进行审核,属于自律管理,经审核同意上市的,证券交易所应当与上市申请人签订上市协议,通过上市协议规范双方的权利义务,形成一种民事法律关系”。^④立法者希图借鉴境外市场经验,矫正过往被扭曲的交易所与上市企业之关系之立场,可圈可点。

即便立法意图已经鲜明,但到目前为止,交易所和上市企业之间的法律关系定位为平等主体间的民事关系,仍有不同认识。一方面,如我们所知,2005年《证券法》虽然将上市审核权明确为交易所的自律管理权,但上市审核权中最为核心的要素——制定上市标准,仍非交易所的

^③ 参见罗培新、卢文道等:《最新证券法解读》,北京大学出版社2006年版,第82页。

^④ 该报告收录于桂敏杰主编:《公司法、证券法新旧条文对照简明解读》,中国民主法制出版社2005年版,第474页。

基本权利,而上市企业信息披露的准则和要求,也都由行政监管机构制定;交易所上市规则中的上市条件和信息披露等要求,多属简单重复法律和行政规章中的内容。换言之,交易所对上市协议的内容,仍不享有实质性的权力。另一方面,在企业上市决定中,交易所的审核权,仍然是形式上的,企业发行的股票是在上海还是深圳交易所上市,仍然由行政监管机构根据市场规划和定位而确定,交易所和上市企业在上市选择上,仍旧没有自主权。因而,所签订的上市协议,很难说是交易所和上市企业合意的结果,仍旧带有深厚的行政色彩。“如此,在上市协议背离契约自由基本原则的情况下,交易所能否通过上市协议接受上市企业的权利让渡,取得对上市企业的自律管理权,在法理上存在疑问,进而带来交易所基于上市协议对上市企业监管的自治性、自律性的怀疑”。^⑤

因此,我国交易所与上市企业之间形成真正意义上的民事关系,使上市协议成为两者之间基于平等地位而达致的合意,仍需假以时日。其中最为关键者,首先在于继续按照市场化价值取向,完善《证券法》,在条件成熟时将上市标准制定权确定为交易所的基本权利。同时在于,塑造市场竞争氛围,允许沪、深交易所之间,本土交易所与境外交易所之间,在上市资源上开展良性竞争,使交易所能够根据自身的发展战略和市场定位选择上市企业,企业能根据自己的目标选择上市场所。

进一步的问题在于,上市协议固然可以作为交易所对上市企业进行监管的权力来源,但是,交易所行使这一权力,对上市企业进行通报批评、公开谴责,甚至暂停或终止其股票上市交易,是否意味着行使私法性质的契约权利,等同于追究上市企业的违约责任?这是学者们讨论上市企业与交易所之间法律关系时,普遍忽略的问题。笔者认为,交易所对上市企业执行上市协议和上市规则,不能简单等同于追究上市企业的违约责任。基本理由有三点:首先,交易所在执行法律和规则,处理违规上市企业时,更多地体现了本方的意志,并可以依靠单方力量强制执行。而一般的契约中,守约方通常难以凭借单方的意志强制对方履行义务,

^⑤ 徐明、卢文道:“证券交易所自律管理的内在动因、法制基础和运行机制”,载《中国法学会商法学研究会2005年学术研讨会论文集汇编》,扬州大学法学院2005年4月编,第265页。

而须依靠外部性的公权力,主要是司法权力。其次,一般的商事合同仅涉及当事人之间的权利义务关系,责任之追究,在于保护守约方之利益。交易所在执行法律和规则,处理违规上市企业时,并非仅出于自身利益之考虑,更为重要的是为了维护投资者利益,具有强烈的公共性。最后,一般的合同中,一方违约后,另一方可以追求其违约责任,也可以放弃违约请求权。而上市企业违反上市协议和上市规则,通常也同时违反法律、法规,交易所应履行自律管理职责,追究上市企业之责任。此时,与其说交易所在行使契约权利,还不如说其在履行法定义务,承担法定职责。

(二) 交易所与证券商之间的民事关系

1. 交易所对证券商的管理

对会员进行管理,是会员制交易所自律管理中固有的、历史最为悠久的历史部分。公司制交易所中,证券商参与证券交易,不再是“会员”身份而是“市场参与者”(market participant)身份,其需要申请取得市场参与人资格。然就具体制度而言,公司制交易所市场参与人和会员制交易所的会员之管理,并无本质差别,都包括资格管理、交易行为监督、纠纷解决。沪深证券交易所的组织形态,也明确为会员制,交易所对证券商的管理,在制度上也已经确立,其管理内容在形式上与传统的会员制大体一致。

一是资格管理。会员制交易所中,证券商参与交易所市场交易,须首先签署或认可交易所章程,取得会员资格;公司制交易所中,证券商须取得市场参与人资格,并与交易所签订交易场所及交易设施使用协议。

交易所为会员或市场参与人资格,设置了一定的准入标准,通常包括资本金、经营状况、市场声誉等要求。

二是行为管理。交易所对会员的行为管理,通常包括与财务状况有关的行为、与交易活动有关的行为两个部分。

交易所管理会员财务状况,体现在两个环节,首先是督促会员建立有效的内部风险控制体系,其次是设计财务状况指标,督促会员稳健经营。在行政权力介入证券商监管之前,会员财务状况管理,是交易所会员自律管理中的一项基础性制度,行政权力介入后,不同市场的交易所,大多失去了会员财务状况管理中的核心权力——财务标准制定及执行

权,交易所留有的主要是知情权及检查权,即要求交易所定期报送财务报告,并定期或不定期对会员财务状况进行检查。

交易所对会员交易及相关行为之管理,因市场结构和交易机制之差别,在内容和方法上多有不同。在存在做市商机制的交易市场,如纽约交易所,会员与客户之间的关系是交易所监管的主要内容,做市商是否积极维持市场流动性,是否滥用报价权力,通常是交易所管理的重点。而在集合竞价交易市场,会员遵守法律和交易所规则情况,是交易所监管的主要内容,会员是否履行了代理职责、欺诈客户、操纵市场等,是交易所管理的重点。对于会员违规行为,交易所所有权根据证券法和业务规则,进行调查,并根据调查结果作出处理,包括警告、罚款、限制业务、暂停业务、取消会籍等。

从交易所的成立看,传统的会员制交易所是证券商为便利交易、维护共同利益自愿发起设立的互助型组织,只有会员才能进入市场交易,会员之间遵守共同的游戏规则,共同维护市场秩序,改善交易条件,保持行业的利润水平。可见,会员制交易所,乃证券商自发设立的社团法人,其自始就带有浓厚的民间色彩。^④

2. 管理证券商中的民事关系

如我们所知,会员制交易所是典型的社团法人,证券商取得法人资格,有两种情形:其一是证券商之间签署协议,成立交易所。在历史上,纽约、伦敦等国际知名交易所都是证券商相互协商、订立协议并共同遵守的产物。其中,各证券商的意思表示是平行的、同向的,即制定规则自我约束、自我管理。设立行为完成后,交易所成立,参与设立的证券商取得会员资格,享有会员权利,承担会员义务,接受交易所这个利益共同体的自律管理。从这个意义上看,会员设立交易所的行为,是参与设立的证券商之间的合同行为,与股东之间发起设立公司,合伙人之间发起设立合伙企业,并无本质差异。其二是会员制交易所成立后,新的证券商通过加入行为取得会员资格。“证券商加入交易所的行为系基于自由意愿,以设立一定的权利义务为目的之行为,并且须经过交易所的同意。

^④ 参见方流芳:《证券市场法律关系:以交易所为视点中心的观察》,上证联合研究计划第二期课题报告之十二。

该加入行为的有效成立以证券商和交易所之间相互的意思表示达成一致为前提,因此加入行为应当解释为证券商和交易所之间的契约行为”。^⑦ 由于会员制交易所具有垄断属性,且会员资格的取得为证券商参与证券交易的前提,关系到证券商的基本利益,交易所对申请加入的证券商自由选择权受到相应的限制,即对符合条件的证券商加入申请,交易所负有必须接纳之义务。

综上所述,可以认为,会员制交易所的成立,会员资格的取得,总体上属于民事关系范畴。

3. 民事关系界定的困境

具体到我国,目前将交易所与会员之间的上述关系定位为民事关系,会面临一些质疑。交易所自律管理的内涵揭示,交易所的自律管理,很大程度上是被管理者的自我管理,被管理者同时也应是交易所自律管理中的“主人”,是自律管理中的“自我(self)”。尽管在不同地区交易所、在同一交易所的不同发展阶段,自律管理中“自我”类型,出现了“会员主导”、“市场主体共同主导”、“公共利益代表者主导”三个阶段,但无论如何,不应将被管理者排除在自律管理结构、机制和运行之外。但是,我国交易所自律管理实践中,尽管宣称为会员制,会员接受交易所的监督管理,但其作为被管理者总体上被排除在自律管理“自我”范围之外,更多地成为交易所自律管理的客体。因此,自律管理不再是“我们自己管理自己”,而是异化成“交易所对我们的管理”。一个突出的表现是,沪、深交易所在法律制度层面,实行会员制,并按照典型的会员制,设计会员大会、理事会、总经理三层治理结构。其中,会员大会是权力机构、理事会是决策机构、总经理是执行和日常管理机构。会员通过会员大会行使权利,会员大会应当每年召开1次;在会员大会闭会期间,会员通过选举的理事,代表自己的利益,履行自律管理职责。但实践中,会员制内部治理的运行,存在如下三个问题:(1)会员大会不能按期召开,^⑧其作

^⑦ 参见深圳证券交易所法律部编:《证券交易所法律问题研究》,第260、367~368页。

^⑧ 上证所自成立后,1990~1999年间,召开了6次会员大会,具体时间分别为1990年、1992年、1993年、1994年、1996年、1999年,基本能正常召开。1999年以来的8年间,一次未开。这段时间,正好是证监会对交易所的控制日益强化时期。

为交易所权力机关的职能未能体现,会员无法通过会员大会,形成集体力量和共同意志,影响交易所决策。(2)理事会是交易所的决策机构,每届任期3年,其中的会员理事由会员大会选举,会员大会不能按期召开,致使理事会也不能定期更换,这同样影响会员行使自律管理权利。(3)理事会是交易所的决策机构,享有广泛的权力,如制定、修改规则,审定交易所工作计划及预算、决算方案、审定会员的接纳和处分等,^④但实际运行中,理事会的这些权力大多被虚化,基本是象征性、程序性的,理事会在交易所的内部治理中尚未发挥实质性作用。

交易所与证券商之间民事关系的困境,还体现为如何定义其证券商的处罚上。针对会员违反章程及业务规则的行为,交易所可以采取警告、谴责、罚款、限制交易、暂停交易、取消会籍等处分。会员制交易所是典型的社团法人,该等处罚涉及大陆法系民法理论中的“社团处罚权”理论。大陆法系国家中,德国法学界对社团处罚权性质曾有激烈讨论,出现过两种观点。一种观点认为,社团是社员契约的结果,社团与社员之间是民事契约关系,而社团罚是一种契约行为,“开除出社团只能视为终止成员资格关系,罚金只能视为违约金,而名誉处罚则完全是不合法的”。^⑤另外一种较为流行的观点是,社团罚是基于社团自我管理的实际需要,即“社团作为一个社会群体,必须有对成员之违反成员要求的行为作出反应”。^⑥故社团罚与契约责任不同,应当区别对待。这两个观点虽有差异,但在社团罚的权力来源上,立场是一致的,即都将之归于成员的同意,二者在私法自治的原则上获得了统一。

具体到交易所对会员的处罚,同样不宜将之等同于一般意义上的违约行为,理由与上文讨论交易所处罚上市企业的性质基本类似。依据社团罚理论,交易所对会员的处罚,不属于一般的契约责任之追究,那么,其究竟是何种性质,目前尚未有统一的解说。

^④ 参见《上海证券交易所章程》第20条。

^⑤ [德]迪特尔·梅迪库斯:《德国民法总论》,邵建东译,法律出版社2001年版,第838页。

^⑥ [德]迪特尔·梅迪库斯:《德国民法总论》,邵建东译,法律出版社2001年版,第838页。

(三) 证券交易所与证监会之间的法律关系

1. 交易所自律管理是证监会集中统一监管体制的有机组成部分

行政管理与自律管理的关系,是证券市场监管中一个永恒的争论不休的话题。从全球范围看,经历数百年风风雨雨的证券市场,纯粹的市场自律或纯粹的政府管制早已难觅踪迹。当政府失灵时,无处不在的市场之手会以其惊人的生命力顽强地反弹。当市场失灵时,政府有形之手又将粉墨登场。所以,广而言之,目前全球证券市场主流的监管模式是合作型。在这种模式下,政府主导与市场主导并非永恒不变,而是在持续博弈中不断地变换深浅,但其中,主旨始终是合作。由于市场、法律以及历史背景之悬殊,合作型监管模式中,行政监管和交易所自律管理的制度原理、职责边界、运行机制、合作方式以及合作双方的主次关系,存在一定差异甚至重大差别。如在美国,其证券交易委员会在合作监管中,日益处于主导地位,而在英国和香港,自律管理和行政监管大体上处于均衡状态。尽管如此,行政机构和交易所彼此合作、共同监管市场,是多数成熟市场的共性。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,普遍采纳了交易所自律管理与行政监管互动、合作的二元化模式。该模式大体上具备如下两个基本特征:

一是在价值取向上,认为唯有行政监管和交易所自律管理密切配合、共同合作、均衡互动,方可管理好市场。经过数百年的市场沿革和实践,证券市场的监管者和参与者基本达成这样的共识:一方面,证券市场承载着巨大的公共利益,国家不能被动充当守夜人,而须实施行政监管,以维护市场公正、惩治违规行为、保护投资者、维护公众利益,然证券市场的监管,复杂而艰巨,仅凭政府有形之手、一己之力,无法奏效。另一方面,交易所自律管理虽天生具有忽视公众利益之缺陷,需要接受行政监管,但交易所自律管理作为早于行政监管而存在的市场机制和力量,有着固有的、难以替代的优势,能够弥补行政监管的不足。交易所特有的地位和作用,决定交易所不应成为一个被动的管理对象,行政监管机构 and 交易所既是监管与被监管者,也是市场整体监管中的合作者。

二是在职责分工上,交易所自律管理和政府行政监管之间有着不同的定位和职责边界。在国际范围内,经过不断的调整和变革,行政监管

机构和交易所在证券市场的监管职责和分工日益明确。一般说来,行政监管机构负责整个证券市场的法律执行,包括行使“剩余立法权”,在法律框架下制定行政规章,完善市场制度;通过审批或登记等方式,监督管理证券发行;对券商、上市企业及投资者的违法行为进行调查,给予处分等。而交易所则负责交易所或者市场参与人的资格管理,督促并监管上市企业履行持续信息披露义务,实时监控异常交易,按照自律管理规则处理市场违规行为等。实践中,多数国家和地区,交易所和行政监管机构签署谅解备忘录,明确彼此间的职责分工以及监管合作内容。

2. 交易所的自律监管应当接受资本市场的行政监管

在这个问题的讨论中,需要明确两个问题。第一,自律管理为什么需要接受行政监管;第二,如何开展行政监管。

第一,为什么需要行政监管。IOSCO早在2000年《有效的监管模式》的专题报告中,就做过这样精当的表述,“有效的自律管理,必须置于政府监管之下,政府监管是自律管理机制中的基本要素”。^②政府为什么要介入自律管理?答案很简单:交易所自律管理会失灵。政府介入、监督、干预交易所的自律管理,正是为了克服自律管理失灵,平衡利益冲突,尤其是商业利益和公共利益的冲突。就此,IOSCO在2003年修订的《监管的目标和原则》这份指导性文件中,表达了类似的立场,建议政府监管自律管理,重点在于“确保自律组织行使其权力符合公众的利益……监控和处理利益冲突可能引发的问题”。^③不难发现,该建议重在表明政府介入交易所自律管理,应当固守这样的基点——以平衡交易所自律管理自身利益冲突为重点,以促进交易所维护公众利益为目标。

不同国家和地区的政府,监管交易所的自律管理的制度设计和实践运作,大多围绕这一基点而展开。这一基点,事实上是政府监督交易所自律管理的逻辑前提,进一步言之,涉及两个层面:(1)当交易所自律管理演变为交易所及其所有者的特权,成为交易所及所有者谋求自我利益的工具时,政府权力必须介入,督促交易所履行职责,使自律管理不偏离公众利益。(2)当自律管理权被交易所滥用,出现法外运行时,例如将

^② IOSCO, Model For Effective Regulation, May 2000.

^③ IOSCO, Objectives and Principles of Securities Regulation, 2003.

不属于自治范围的事务纳入自律管理、以自律管理权对抗国家法律的执行、或以自律管理权为借口损害社会公众利益,政府权力必须介入,使自律管理不偏离法治的轨迹。

国家干预交易所自律管理,只有立足于上述基点,才具有正当性。离开这一基点,政府介入交易所自律管理,无论是事前或者事后,就可能失去正当性,对交易所的监管就可能异化成管制,交易所的自律管理就可能异化为行政监管或者成为行政监管的附庸。明确行政控制的基点,保持政府介入交易所自律管理的正当性,事实上是将政府的作用,限制在一个适度的范围内,保持适度监管,以不影响交易所自律管理的自主性,不影响交易所根据不断变化的市场环境和自身商业目标,灵活进行自律管理的能力。^⑤ 如我们所知,交易所是独立的市场主体,其自律管理代表着市场自我调节的力量。政府和市场关系的一般原理警示我们,交易所自律管理应当先于政府“有形之手”发挥作用,交易所独立自治、自我管理的权力应当获得尊重。

第二,行政控制的主要方式。不同国家和地区,尽管证券市场的历史、结构、法制、文化各有不同,政府行使行政权力,平衡和管理交易所自律管理的利益冲突,防止自律管理运行失灵的方式,也有很大差异。但总体而言,主要有批准交易所设立、审批交易所规则、监督交易所日常运行三种方式。

(1) 批准交易所设立。各国(地区)证券法对交易所的设立,尽管有注册制、特许制、审批制之差异,但有一点是共同的,即交易所的设立,须经行政主管机构许可。^⑥ 在许可时,行政监管机构审查的一项重点是,拟设立的交易是否对保护投资者、维护公共利益,作出了有效的制度安排。这一点在美国体现得最为明显。美国证券交易委员会在认可交易所注册登记时,依据《证券交易法》规定,会重点审查其是否具备下列条件:①交易所组织良好,并有能力实现法律所要求的维护公共利益、保护投资者之目标;②不同市场主体在交易所内部治理中得到了公平的代

^⑤ See IOSCO, Model For Effective Regulation, 2000.

^⑥ 参见李东方:《证券监管法律制度研究》,北京大学出版社2002年版,第160~161页。

表,并且有一个以上与交易所会员没有任何利益关系的人士,分别代表发行人和投资者利益;③业务规则体现了保护投资者和社会公众利益之宗旨,就公正平等交易、制止市场欺诈和操纵作了相应的制度安排;④提交一份书面承诺,声明将担负履行自律管理职责、维护公众利益之法定义务。在2004年的一份关于监管交易所自律管理的政策咨询文件中,证券交易委员会进一步指出,上述要求,主要是考虑到“交易所承担着促进市场公开、自由,保护投资者,维护公共利益,提升公众信心等公共责任”。^⑤

(2)审批交易所规则。制定规则,是交易所自律管理中的最为核心的一项职能。交易所自律管理的利益冲突,通常以规则作为表现形式,需要交易所维护的公众利益,也要首先通过具体的规则予以体现。审核、批准交易所的业务规则,是证券行政监管机构事先平衡、管理交易所自律管理利益冲突,督促其履行法定职责的重要手段。就此,当今世界的不同国家和地区,无一例外。

行政监管机构对自律管理规则,并非是一种被动性审核,而是可以事先主动干预,直接要求要求废除、修改、增删某些规则。如在我国台湾地区,证券行政监管机构“为保护公益或投资人利益,得以命令通知交易所变更其章程、业务规则、营业细则、委托契约准则及其他准则”。^⑥在我国香港特别行政区,证券及期货监督委员会有权向交易所送达书面通知,要求在指定的时间内制定或者修改相应的规则,如交易所未在规定的时间内执行,则其可以取代交易所,直接制定或修改对应的规则。^⑦

而在美国,当证券交易委员会认为交易所现有的规则并不合适,有权要求废除、修改、增删,或者直接进行修改。直接修改交易所规则是一项最具激进性的权力。尽管这只是一种“备用的、威慑性的权力,但毫无疑问,这使其能够在一些特定的场合,说服甚至威胁交易所,‘自愿地’

^⑤ 2004 SEC LEXIS 2683.

^⑥ 台湾地区“证券交易法”第161条。

^⑦ 参见“香港证券及期货条例”第23条。

对规则作出修改”。⁵⁹在美国,证券交易委员会曾经多次威胁动用这一激进性权力,迫使交易所按照自己的意志修改规则。证券交易委员会“威胁”之前,通常会与交易所沟通,指出交易所规则需要修改的地方。在遭到交易所拒绝或者拖延之后,会直接将自己的意见公布于众,进一步向交易所施加压力。交易所在理论上尽管仍有继续拒绝的自由,但事实上几乎不会这样做,最后只能按照证券交易委员会的意志行事。在规则出台前,还要与证券交易委员会反复磋商,直至其满意为止。20世纪70年代,纽交所在上市规则中规定审计委员会应当全部由独立董事组成;90年代,主要交易所统一采纳“一股一表决权”原则,都是证券交易委员会“威胁”和推动的结果,由此产生的规则更像证券交易委员会制定的法规。⁶⁰一般而言,“威胁”交易所修改规则,有不当干预交易所自律管理自由之嫌,但由于证券行政监管机构如此行事,主要发生于与证券法保护投资者利益之立法目的相关联的一些事情上,以公众利益维护者的面目出现,实践中很少受到指责。

(3)动态监督交易所管理活动。为及时发现、制止交易所自律管理中存在或可能发生的利益冲突,各国证券行政监管机构加强了对交易所自律管理的动态跟踪和监督。目前,具体而普遍的方法,大致有两类:其一,强化交易所监管情况报告和披露义务,其中包括重大监管事项的临时报告,监管职责履行情况的定期报告,如年度和季度报告。按照美国证券交易委员会的理解,该类监管情况报告,便于其及时掌握交易所自律管理动态和发展趋势,识别其中存在的问题。⁶¹其二,对交易所的自律管理状况进行定期评估,评估周期一般为每年1次。评估中,重点关注自律管理政策规划和制度安排是否符合市场整体性的监管目标,自律管理中的利益冲突的危险性及配套处理措施的妥当性,并提出相应的建议和要求。

⁵⁹ William I. Friedman, *The Fourteenth Amendment's Public/Private Distinction Among Securities Regulation In The U. S. Marketplace—Revisited*, 23 Ann. Rev. Banking & Fin. L. 727, 742, 2004.

⁶⁰ See Robert B. Thompson, *Collaborative Corporate Governance: Listing Standards, State Law, and Federal Regulation*, 38 Wake Forest L. Rev. 977-982, 2003.

⁶¹ See 2004 SEC LEXIS 2683.

3. 中国的现状和特点

行政监管和自律管理的关系,是证券市场监管中的一个永恒的、争论不休的话题,也是证券市场监管模式选择中最为棘手而又无法回避的问题。从成熟市场经验看,市场监管成功之关键,在于政府监管和行业自律之间的平衡。^②

在我国,证券交易所和证监会之间的法律关系,体现为两个层面:一是监管关系,二是主管关系。

监管关系主要是从自律管理和证监会行政监管之间的关系而言的。在《证券法》上,交易所被定义为自律管理组织,根据第 179 条第 4 项规定,证监会对证券交易所的业务活动依法进行监督管理。在第五章“证券交易所”中,证监会监管交易所的方式进一步具体化,如(1)交易所章程的制定和修改必须经证监会批准。(2)证券交易所总理由国务院证券监督管理机构任命。(3)在证券交易中,证券交易所采取技术性停牌或临时停市时必须及时报告证监会;证券交易所应按照证监会的要求及时报告实时监控中发现的异常情况;证券交易所对出现重大异常交易的证券账户限制交易,应报证监会备案。(4)证券交易所制定上市、交易、会员管理及其他有关规则,应报证监会批准。

主管关系主要是从证监会对交易所的人事、财务、内部治理结构管理而言的。相关内容主要体现于《证券交易所管理办法》中,有的体现于证监会对交易所的日常管理中,没有制度化和成文化。这些主管的内容包括:交易所总经理、副总理由证监会任免;交易所中层干部的任免报证监会备案,财务、人事部门负责人的任免报证监会批准;证券交易所的总经理、副总经理不得在任何营利性组织、团体和机构中兼职,证券交易所的非会员理事及其他工作人员不得以任何形式在会员公司兼职;证券交易所在每一财政年度终了后 3 个月内向证监会提交经具有证券从业资格的会计师事务所审计的财务报告;证监会有权派员监督检查交易所的业务、财务状况,或者调查其他有关事项。

^② 参见于绪刚:《交易所非互助化及其对自律的影响》,北京大学出版社 2001 年版,第 166 页。