

法定自律组织还是法律法规授权组织:新形势下证券交易所及其一线监管性质辨

冷 静*

摘要:本文以《证券法》和《证券交易所管理办法》的修订为背景,解析证券交易所在我国新兴加转轨的市场特质下的主体属性,辨析交易所是法定自律组织还是法律法规授权组织,并探究证券交易所在当前监管权力架构变革和交易所监管转型新形势下的权能扩张表现及其权力来源。本文意在厘清证券交易所在面临自律管理归位与一线监管扩权的改革预期下,其法律地位和一系列监管权能的法律基础、整合方式以及监督机制,包括接受司法审查的制度空间。

* 华东政法大学国际金融法律学院教授、上海市东方学者特聘教授。作者感谢参加华东政法大学国际金融法律学院组织的2015年度国金论文工作坊、青岛海洋大学法学院举办的2015年法律与社会科学年会、清华大学法学院举办的21世纪商法论坛第十五届国际学术会议、对外经贸大学法学院承办的2016年商法研究会年会的各位专家的点评和修改建议。同时感谢上海证券交易所首席律师卢文道先生以及公司监管一部职员方俊先生在作者于2016年4月20日赴上交所调研过程中提供的协助。本文中的一切错误,由作者自行承担。

关键词：证券交易所 自律管理 法律法规授权组织 一线监管
证券交易所管理办法

一、引言：作为证监改革重要议题的证券交易所监管转型

《证券法》的全面修订作为一项重大的立法工作，近两年来由于市场动荡及共识调整，经历了起伏跌宕的过程，目前处于二读停摆阶段，其间呈现出来一些突出的尚待研究的制度空白和尚待解决的制度考验。^{〔1〕}这些挑战当中的一项，就是证券交易所正在推行、未来势将继续深入的定位与功能调整在《证券法》中如何得以确认和整合的问题，尤其重要的关切点是证券交易所自律管理与一线监管的发展态势与法律支持。

证券交易所强化前端监管权能的一个例子是，虽然由于《证券法》修订进程的延宕，股票发行注册制在短期内不会落地，但是监管实践中证监会对证券交易所进行发审放权的步伐却是在加快的。这主要体现在两个方面：一是证监会在发行上市端口向交易所逐步下放实质审核权，自身则专注于形式审核，关注发行人信息披露的真实性、完备性、一致性，不对企业质量进行实质判断；二是增加交易所在发行审核端口的实权，证监会不再干预发行人的上市板块选择，而是交由发行人与交易所自行协商决定，发行人可以根据自身偏好选择上市板块，交易所则根

〔1〕 根据全国人大常委会法律委员会副主任委员张鸣起在2017年4月29日中国证券法学研究会年会上的发言，在二审稿于2017年4月24日提请全国人大常委会审议的过程中争议很大，导致二审能够获得的共识相当有限，继续推进修法进程的任务十分艰巨。在分歧巨大的背景下，此次二读审议的主要目的是完成立法程序上的衔接，因为按照《立法法》的规定，法律案如果两年间不再提起审议，就会成为废案，为了不使修订案夭折方组织了二读审议。而根据《立法法》，修法完成通常要经历三读，目前二读审议存在较大争议，亦未向社会各界人士就二审稿公开征求意见。鉴于2018年3月全国人大换届，乐观派人士认为，三读草案在2017年年内将得到审议通过，在本届人大任期内完成修法工作；悲观派人士认为，修法在本届人大任期内很难完成，而且还不一定能进入下一届全国人大的立法工作范畴，故距离修法完成遥遥无期。参见刘彩萍、张榆：《争议证券法修订》，载《财新周刊》2017年第19期。

据板块定位及对企业的核实了解,最终决定是否接受企业上市。^[2]可见,无论近期证券法修订进程、尤其是注册制改革进程能否加快,证监会在发行上市端口向交易所放权的趋势不会逆转。由此带来的交易所定位与功能调整如何在法律上做因应和确认,是证券法修订必然不能绕过的重要议题。

同时,《关于就修订〈证券交易所管理办法〉公开征求意见的通知》(下称“征求意见稿”)已于2017年9月1日由证监会发布。此次修订的目的主要是完善证券交易所治理,充分发挥证券交易所作为市场的组织者、运营者和一线监管者所具有的独特优势作用,使其“回归本位”。修订的重点体现在两个方面:一是优化证券交易所内部治理结构,进一步发挥会员的法律地位及作用;二是进一步促进证券交易所履行一线监管职责,充分发挥自律管理作用。^[3]根据证监会的说明,此次修订是从证券交易所本身的性质、特点、市场职能定位出发,借鉴境外证券交易所的成熟经验,认真吸取2015年股市异常波动以来的深刻教训,所做的一次有针对性的重大修改完善。证监会尤其强调,通过加强交易所对异常交易行为的前端管控,实时监控市场重大异常波动的意义在于维护市场秩序,防范并化解市场风险。^[4]

综上所述,证券监管改革新形势下的证券交易所定位与功能的调整越来越成为一个重大和紧迫的立法与实践议题,而交易所的自律管理属性和一线监管职责得到强调的趋势正在日益显化。本文旨在以《证券法》和《证券交易所管理办法》的修订为制度背景,从立法现状和交易所监管实践的角度出发,解析证券交易所在我国新兴加转轨的市场特质下的主体属性,辨析交易所到底是法定自律组织还是法律法规授权组织,并探究证券交易所在当前证监权力架构变革和交易所监管

[2] 杜卿卿:《发审委“二合一”,证监会不再干预上市板块选择》,载《第一财经日报》2017年7月10日,第A06版。

[3] 中国证监会:《证监会就修订〈证券交易所管理办法〉公开征求意见》,载中国证监会网站, http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201709/t20170901_322876.html, 2017年11月16日访问。

[4] 中国证监会:《证监会就修订〈证券交易所管理办法〉公开征求意见》,载中国证监会网站, http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201709/t20170901_322876.html, 2017年11月16日访问。

转型新形势下的权能强化与扩张趋势及其权力来源。本文意在厘清交易所在面临自律管理归位与一线监管扩权的改革预期下,其法律地位和一系列监管权能的法律基础、整合方式以及监督机制,包括交易所监管行为接受司法审查的制度空间。

二、证券交易所的法律性质

(一) 证券交易所性质的应然与实然

对于证券交易所的法律性质,现行证券法将其定义为“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”,并将其组织形式限定为会员制。^{〔5〕}这在沪深交易所的章程中也有类似规定。例如,上交所章程和深交所章程均规定:“本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,实行自律管理的会员制法人。”^{〔6〕}《证券交易所管理办法》修订草案征求意见稿中规定:证券交易所是指经国务院决定设立的证券交易所(与会员制法人一般由会员自发设立的通行情况有所区别);设立党委发挥领导核心和政治核心作用;由中国证监会监督管理。^{〔7〕}

从字面上看,与经历过证券交易所非互助化(特别是公司制)改制以及上市浪潮的全球发达资本市场相比,我国关于证券交易所法律性质与组织形式的规定有比较明显的差异性。而沪深交易所在实际运营中呈现出来的机构特质,又与上述的法律字面规定有所差异。

例如,参与起草最高人民法院《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》的法官曾就交易所的性质提供了如下解释:“交易所在证券市场中扮演的角色极具特殊性:它既是一个集中交易场所,又是由众多证券经营机构组成的市场中介组织;它既是市场运营组织,又是市场监管机构;既是具体监管证券发行人、证券

〔5〕 《证券法》第105条。

〔6〕 《上海证券交易所章程》第3条;《深圳证券交易所章程》第3条。

〔7〕 《证券交易所管理办法》修订征求意见稿,第2~4条。

商和市场交易行为的一线监管机构,又是受政府管理机构监管的主要对象。种种特殊性使得交易所同时具备监管者和被监管者的双重地位,居于承上启下的市场中枢。……我国的证券交易所是政府主导下的自律管理组织。”〔8〕

又如,有学者认为交易所是一种《民法总则》所规范的特殊民事主体类型——是一种有别于营利法人与非营利法人的“中间状态的法人”,是一种兼具营利性与公共性双重特质的、类似于“公共商事企业”的法人主体。〔9〕 鉴于营利法人要把利润分配给其股东等出资人,沪深证券交易所不属于营利法人,因为交易所的财产积累和利润均不得分配给会员。〔10〕 同时,证券交易所也不太符合非营利法人的标准,因为交易所所有内在的营利冲动,其通过全球扩张和跨界并购等方式从事的全球竞争就是受其营利性驱动的结果。例如,20 世纪末以来,随着大国竞争的加剧和全球化趋势的增强,交易所之间的跨国并购明显增多,德国和英国等几个主要欧盟国家之间以及美国和欧盟国家之间,围绕交易所的并购展开了激烈的争夺。其中,最为突出的例子是纽约证券交易所、纳斯达克和德国交易所对伦敦证券交易所以及纽约证券交易所和德国交易所对欧洲联合股市采取的并购行动,引起了全球的广泛关注。〔11〕 证券交易所的营利性,还可从交易所的公司化改制并上市浪潮中观察得到。〔12〕 又如,20 世纪 90 年代以来,澳大利亚股票交易所、香港联交所、新加坡交易所、伦敦交易所、德国交易所、纽约交易所等先后成功上市。〔13〕

当前就交易所性质形成的普遍共识是,我国的两家交易所是在经

〔8〕 李伟:《〈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〉的理解与适用》,载《人民司法》2005 年第 6 期。

〔9〕 蒋大兴:《〈民法总则〉(草案)中的证券法空间——关于法人类型、法律行为/代理及期限制度的检讨》,载《财经法学》2017 年第 2 期。

〔10〕 《证券法》第 105 条。

〔11〕 祁斌、蒋星辉:《交易所并购风潮背后的大国博弈》,载《上海证券报》2007 年 2 月 7 日,第 A09 版。

〔12〕 蒋大兴:《〈民法总则〉(草案)中的证券法空间——关于法人类型、法律行为/代理及期限制度的检讨》,载《财经法学》2017 年第 2 期。

〔13〕 祁斌、蒋星辉:《交易所并购风潮背后的大国博弈》,载《上海证券报》2007 年 2 月 7 日,第 A09 版。

济转轨过程中由政府主导的资本市场发展格局中建立和发展起来的,带有浓厚的中国特色和“新兴加转轨”的市场特征。^[14]“新兴”意味着市场参与各方的经验还需要积累,“转轨”则意味着内地市场是从计划经济体制起步转型而来,机构投资者的发展大大滞后于广大散户涌入市场的节奏。这就迫使监管者不得不在制度上设有大量保护散户的措施,期望尽可能通过各种制度设计事先防范,甚至取缔坏人坏事,结果不免加入了太多“家长”情怀,改变了国际市场上常见的上市公司、中介机构、机构投资者的三元博弈平衡,使缺乏经验的散户投资者都产生较为强烈的依赖心理,缺乏防范投资风险的独立意识。^[15]

在这样的市场基础和发展轨迹上,沪深交易所长期以来体现出来的是“典型的政府控制的交易所体制”,具有“官民两重性”的品格:一方面,交易所为事业单位法人,没有行政权力,通过建立自治机制,在行政治理的框架内实施自律管理,谋求成员及行业利益,其地位和作用不同于政府和企业;另一方面,交易所作为自律管理组织又不具有发达市场经济中的自律管理组织那样的民间性,因为它们有自己的业务主管单位(中国证监会),处于政府的控制之下,其组织建设和职能发挥受到政府的约束,其成立和运行均带有很深的政府管制烙印,成为政府的附属机构。因此,沪深交易所名义上是会员制的交易所,但同时又兼具企业、事业单位、被监管的行政机关下属机构的部分特征。^[16]

(二) 证券交易所多重属性的具体表现

首先,之所以说沪深交易所只是名义上的会员制,是因为作为会员的券商是在政府的指导下加入交易所,而非自发组建交易所的主体;会员并未对交易所进行出资,立法也未明确交易所所有权的归属(证券法只要求交易所的财产积累归会员所有),且禁止交易所在其存续期间将财产积累分配给会员;会员既没有可以单独行使的权利,也难以通

[14] 中国证监会:《中国资本市场发展报告》,中国金融出版社2008年版,前言。

[15] 李小加:《中国特色,国际惯例,市场结构内外观》,载财新网, http://opinion.caixin.com/2015-07-17/100829870_all.html#page2, 2017年11月16日访问

[16] 李响玲:《论新趋势下的证券交易所自律管理》,中国法制出版社2014年版,第40页。

过会员大会或理事会开展集体决策,故交易所的控制权不由会员掌握。^{〔17〕}例如,2016年9月10日,上海证券交易所召开了第七次会员大会,此时距1999年召开的第六次会员大会已时隔17年。^{〔18〕}同样地,时隔20年后,深圳证券交易所于2017年4月15日才再次召开会员大会。^{〔19〕}

鉴于此,方流芳教授曾经尖锐地指出:“将上交所称为会员制法人是一个虚构的法律故事……交易所在任何意义上都不是会员制……”这是因为,从创设方式看,上交所是上海市政府获准进行“公开发行股票试验”的改革项目的组成部分,上海市政府推动创建上交所,中央政府认可上海市政府的建议,然后由国务院授权中国人民银行批准组建上交所。因此,上交所是中央政府和地方政府为实现公共利益而组建的证券交易机构,它不是会员发动的非官方产物。^{〔20〕}以上论证揭示,交易所既然没有将会员制落实,那么其实行的治理机制究竟是会员自治还是行政管理,确实是一个真切的问题。

其次,之所以说沪深交易所有企业的特征,主要因为它们具有营利性企业的一些特征:上交所领取的是企业法人营业执照,深交所至1999年才将其企业法人营业执照变更为事业单位法人证书;两所均按《企业所得税条例》缴纳企业所得税;交易所的部分市场服务功能由企业实现——设立了通信公司、信息公司、行政服务公司、营运中心管理公司、证券登记结算公司和指数公司等;交易所的岗位设置也采用企业做法,设有“总经理”“总监”“经理”等职位,并采用市场化的薪资水平;交易所提供交易服务,收取上市费、交易席位费、交易经手费、清算

〔17〕 李响玲:《论新趋势下的证券交易所自律管理》,中国法制出版社2014年版,第41页。

〔18〕 张瑜:《空档17年,上交所重开会员大会》,载财新网, <http://finance.caixin.com/2016-09-10/100987402.html?sourceEntityId=101139688>, 2017年11月16日访问。

〔19〕 深圳证券交易所:《刘士余主席在深圳证券交易所2017年会员大会上的致辞》,载深圳证券交易所网站, <http://www.szse.cn/main/aboutus/bsyw/39771190.shtml>, 2017年11月16日访问。

〔20〕 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。

交收费、信息使用费等。^{〔21〕}

再次，之所以说沪深交易所又是事业单位法人这一民事主体类型，是因为其作为特殊领域的公益社团法人要受到《民法通则》及《民法总则》规制。自2003年起，上交所就一直在上海市机构编委办公室登记为事业单位法人，其编制、经费、劳动关系、员工薪酬福利等方面的管理均按照事业法人的框架进行。^{〔22〕}不过，使用“事业单位法人”这一内涵模糊、边界不清的概念来指涉交易所的法律属性，确实已经过时。

目前正在进行的事业单位改革进程与交易所未来的法律定位相关，也是行政管理体制改革的重要组成部分。2011年3月，中共中央国务院《关于分类推进事业单位改革的指导意见》（以下简称“指导意见”）发布，其中第9条规定，要按照社会功能，将现有事业单位划分为承担行政职能、从事生产经营活动和从事公益服务三个类别：对承担行政职能的，逐步将其行政职能划归行政机构或转为行政机构；从事生产经营活动的转为企业；从事公益服务的继续保留在事业单位序列，并强化其公益属性。按照国务院的改革部署，到2020年，中国将形成新的事业单位管理体制和运行机制（指导意见第6条）。如果证券交易所在未来仍将保留事业单位法人的部分特征，那么其到底属于上述第二类“从事生产经营活动”的事业单位、还是第三类“从事公益服务”的事业单位，部分取决于证券法的修订对其法律地位与功能的规范调整，也尚存在较大的讨论空间。从目前来看，《证券交易所管理办法》修订草案征求意见稿强调交易所实施自律管理过程中需将“遵循社会公共利益”作为优先原则，为后一种可能性提供了制度空间（第6条）。

最后，至于将沪深交易所定性为被监管的行政机关下属单位，主要是就交易所与证监会的关系而言的。例如，《证券交易所管理办法》修订草案征求意见稿仍旧没有突破现行证券法的立法框架，仍然将证监会与证券交易所的关系定义为监督管理与被监督管理的关系（第4条、第56条）；交易所章程的制定和修改仍需经证监会批准（第19条）；证

〔21〕 卢文道：《证券交易所及其自律管理行为性质的法理分析》，载《证券法苑》2011年总第5卷（下），法律出版社2011年版，第1012页。

〔22〕 卢文道：《证券交易所及其自律管理行为性质的法理分析》，载《证券法苑》2011年总第5卷（下），法律出版社2011年版，第1013～1014页。

监会有权要求证券交易所对其章程和业务规则进行修改(第76条);交易所的总经理仍由证监会任免(第27条);交易所制定上市规则、交易规则、会员管理规则仍需报证监会批准,交易所制定涉及特定事项的业务规则也需报证监会批准——例如涉及上市新的证券交易品种或者对现有上市证券交易品种作出较大调整,以及涉及异常交易行为的认定和处理等(第10条、第11条、第41条);交易所因不可抗力导致停市、技术性停牌、临时停市、实时监控异常交易、对重大异常交易的证券账户实施限制等监管措施,仍需向证监会报告(第42条、第74条)。

以上这些规定中,一部分符合国际资本市场中政府监督交易所自律活动的一般原则和通行做法——如交易所内部规则的制定须经证监会批准(如香港联交所上市规则的修订需获得证监会的批准)。^[23]具有中国特色的是,本属国际通例的监督与被监督关系,在我国监管实践中却异化成了证监会与交易所的领导与被领导关系——如证监会不仅对交易所的自律管理进行监督,还全面掌控着交易所的人、财、物等各方面资源的配置与流动,包括人事控制权、章程与规则的批准权、业务的审批权以及日常的监督权四项重大权力。如此,我国交易所相当于证监会的附属性机构,市场参与者也普遍地将交易所视为证监会主管和领导的下属机构。^[24]

(三) 证券交易所内部治理结构改良

另外一个值得关注的动向是,沪深交易所近两年正在逐步推进内部治理结构改革,主要措施包括激活常年沉寂的会员大会的治理功能,设立了监事会以监督理事会的运行决策,发布监事会年报向投资者披露自律管理的监督绩效,并按市场化和体制内的差别实现双轨制的高管人员招聘、授薪、考评与升职制度等,以促进激励的方式来提升自律管理的效能。笔者认为,这也有为未来可能的公司化改制准备基础性治理架构的意图。故此,交易所未来的性质走向,将随证券法修订的进

[23] 李响玲:《论新趋势下的证券交易所自律管理》,中国法制出版社2014年版,第42~43页;上海证券交易所发行上市部:《中国内地与香港首次公开发行并在主板上市制度比较研究》,上海证券交易所内部研究报告,2012年1月,第5页。

[24] 李响玲:《论新趋势下的证券交易所自律管理》,中国法制出版社2014年版,第43页。

程与成果存在变数。即使证券法最终修订结果不会纳入交易所组织形态的公司制选项,也不影响交易所在后文所述的监管转型实践中继续探索组织形态和治理机制改革,为未来的公司化转制创造条件。

证券交易所治理结构的改良要求也体现在《证券交易所管理办法》修订草案征求意见稿中。根据征求意见稿的规定,证券交易所的组织形式仍然维持会员制,但内部治理结构发生改变,调整为会员大会、理事会、总经理和监事会四项建制,后两项治理机关为新增。会员大会依然是证券交易所的最高权力机构,但职权发生了一些细微改动,包括可以选举和罢免会员监事、审议和通过监事会的工作报告等。新设的监事会旨在取代理事会原来下设的监察委员会,旨在从更高层级加强对交易所的内部检查监督。增设首席技术官岗位,以满足交易所引进人才的需要。同时新增规定,理事长取代总经理成为证券交易所的法定代表人。^[25] 可以想见,如果这些规定得以落实,证券交易所的内部治理绩效将得到显著的改善。

三、证券交易所监管权能性质之辨

(一) 权力还是权利?

至于现行《证券法》赋予的以及《证券交易所管理办法》修订草案(征求意见稿)所欲确认的交易所行使的一系列管理权能到底是民事权利(私权)、还是准行政管理权(公权力),也还在持续的争论之中。^[26]

学界提出的一种代表性说法是,作为企业组织的交易所,在追求自身利益最大化(主要是增加收入)的过程中,出于吸引更多的投资者和更多的上市公司的需求,会将监管功能作为其提供服务的主要内容,而

[25] 刘歆宇、葛佳:《证券交易所管理办法大修26处:从加强党的领导到建监测机制》,载澎湃新闻网, http://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_1781854; 李明明:《落实一线监管,交易所权责加大》,财新网, <http://finance.caixin.com/2017-09-02/101139688.html>, 2017年11月16日访问。

[26] 彭冰:《中国证券法学》(第2版),高等教育出版社2005年版,第33页。

非外部赋予的一种运行成本,故其性质是私权。在交易所监管功能发展到一定规模时,国家立法或者行政机构可能通过授权,赋予其一定的监管职能,但这只是利用交易所的便利条件和优势地位,叠加在交易所已有的监管功能之上,并非意味着交易所监管功能私权性质的改变。^[27]

持上述观点的学者进一步指出,这种私权性质的监管是否属于自律管理,则需要看交易所的产权结构。当交易所归会员所有时,会员是证券交易市场的主要成员,交易所监管的对象包括会员自己,因此交易所监管为自律性监管。但是,当交易所改制为公开公司时,交易所的股东将是社会投资者,不再是会员。这时交易所的监管功能就不再具有自律性质——交易所此时是作为民间的独立第三方履行监管功能了,因此称之为“市场监管”更为合适。在这种“demutualized”(非互助化)的产权结构下,交易所更为独立,其监管也更为公众所信赖,更容易获得政府监管部门的授权。^[28]而另一种具有代表性的业界看法是,交易所的自律管理权为公权力与私权力的混合体:前者来源于立法授权,后者来源于市场参与者的同意和权利让渡;其中私权力占比大,公权力占比小。^[29]

更有业界观点将交易所自律管理进一步阐释为兼具“权利”和“权力”的双重属性:前者体现为团体意志,为自发形成的集体性权利,是行业成员自我管理权的延伸,为早于行政监管出现的固有权利;后者来源于立法授权、行政授权和自律规则。其中,立法授权旨在对交易所作为私法主体的自治权进行认可和保护;行政授权体现的是行政机关委托交易所行使行政监管职能,在性质上不是自律管理;而自律规则则是市场参与者通过交易所章程、上市协议、上市规则、交易规则、会员规则等自治文件(有学者甚至将上述各类自治文件均视为名义上的民事契

[27] 彭冰、曹里加:《证券交易所监管功能研究——从企业组织的视角》,载《中国法学》2005年第1期。

[28] 同上注。

[29] 卢文道:《证券交易所自律管理论》,北京大学出版社2008年版,第56页。

约),向交易所让渡权利及自愿限制权利的结果。^[30]

(二) 法定自律管理还是法律法规授权监管?

在立法层面,就交易所监管行为的权力来源而言,现行《证券法》和《证券交易所管理办法》修订草案征求意见稿规定了三个权力来源:一是法定自律管理;二是法律法规授权监管;三是行政授权监管。首先,在法定自律管理方面,《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”。其次,在法律法规授权监管方面,虽然《证券交易所管理办法》属于行政规章,但按照最高人民法院关于实施《行政诉讼法》的司法解释,规章授权的具体行政行为也具有可诉性,故征求意见稿规定证券交易所“应当按照章程、协议以及业务规则的规定,对违法违规行为采取自律监管措施或者纪律处分,履行自律管理职责”(第12条)可被视为属于法律法规授权监管的性质。最后,行政授权监管方面,征求意见稿则规定证券交易所的职能包括“法律、行政法规规定的以及中国证监会许可、授权或者委托的其他职能”(第7条第11款)。

实务中,证券交易所自律管理的特点是以协议、交易所章程、业务规则为基础,与一般意义上基于法律法规授权或者行政授权的行政行为还是有着较大的区别。故而,一种业界意见认为,证券法和相关行政法规对交易所监管职责的规定是法律对交易所既有权利的确认,而不是法律的授权,更不是行政授权。据此更进一步提出,在实际操作中,若交易所的自律管理行为都被理解为依照法律法规的授权来行使职责,则交易所未来采取任何自律管理措施、制定任何业务规则都不得不考虑司法审查方面的风险,因为理论上其采取任何监管措施或监管处分都会面临行政诉讼风险。然而,交易所自律管理具有时效性以及灵活性的要求,如盘中紧急停牌、限制交易,而这些措施需要在非常短的时间内做出,如果必须严格按照行政诉讼法的一套程序规则进行操作,则上述监管行为便无法实施。^[31]

[30] 李响玲:《论新趋势下的证券交易所自律管理》,中国法制出版社2014年版,第34~36页;缪因知:《中国证券法律实施机制研究》,北京大学出版社2017年版,第64页。

[31] 以上观点来自上交所法律部负责人王升义在证券法学研究会2017年年会上的发言,参见刘彩萍、张榆:《争议证券法修订》,载《财新周刊》2017年第19期。

(三) 证券交易所监管的司法介入概况

证券交易所监管权能的上述三个来源有必要进行严格区分,因为这涉及交易所监管行为的司法介入方式,这也是当前交易所监管转型现状之下所亟待厘清的问题。

具体而言,证券交易所行使不同层面的监管权能在可诉性和责任判断标准方面是有所区别的。例如,上海市高级人民法院认为:对于法定自律监管而言,交易所处于普通民事主体地位,应以民事责任为主进行考察,司法实践中已经出现了交易所成为民事侵权纠纷被告的案例,法院一般采取审慎介入交易所监管行为的立场;^[32]对于交易所因为法律法规授权监管、或者行政授权、或者行政委托履行监管职责而涉诉的案件,则应以行政责任为考查重点,交易所就此可能成为行政复议的被申请人、或者行政诉讼的被告或者第三人(因接受行政委托履行监管职责而涉诉的情形下,以证监会为被告,交易所为第三人)。^[33]

近年来,因我国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。沪深交易所从2001年起开始成为被告,被投资者或者上市公司告上法庭。^[34]在司法政策方面,由于涉及交易所自律管理的案件具有一定特殊性,最高人民法院于2005年专门出台了一份司法解释,明确此类案件的指定管辖问题——由交易所所在地的中级人民法院管辖以交易所为被告或第三人的、与交易所监管职能相关的第一审民事和行政案件。^[35]这至少说

[32] 沈志先主编:《金融商事审判精要》,法律出版社2012年版,第210~215页。

[33] 沈志先主编:《金融商事审判精要》,法律出版社2012年版,第207~210页;最高人民法院《关于执行〈中华人民共和国行政诉讼法〉若干问题的解释》第21条;徐明、卢文道编著:《判例与原理:证券交易所自律管理司法介入比较研究》,北京大学出版社2010年版,第3~18页。

[34] 深圳证券交易所法律部:《交易所依法合规监管的有力保障——写在〈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〉出台之际》,载《深交所》2005年3月号。

[35] 最高人民法院《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》,法释〔2005〕1号,2005年1月25日公布,同年1月31日施行,分类是“程序法—民事诉讼”,第一条(下称《规定》)。参见李伟:《〈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〉的理解与适用》,载《人民司法》2005年第6期。

明,交易所可能因其行使自律管理的权能,在民事诉讼或者行政诉讼中成为被告。同时,这份司法解释还明确指明了不予受理的案件类别:投资者对交易所履行监管职责过程中,对证券发行人及其相关人员、证券交易所会员及其相关人员、证券上市和交易活动作出的不直接涉及投资者利益的行为所提起的诉讼。^[36]可以看出,出台这份司法解释的初衷有两个考量:一是对交易所“维权”——划定对交易所的自律管理行为进行司法审查的边界,避免交易所全国各地四处应诉的局面,并维持司法裁判质量的一定标准;二是对投资者和上市公司“赋权”——允许其针对交易所自律管理过程中作出的某些类别的决定申请司法介入,并明确,对与证券交易所监管职能相关的诉讼案件,以指定管辖为原则,以不予受理为例外。^[37]

交易所从事的行为很多,有监管行为,有服务行为,还有普通的民事行为,这些行为都可能引发诉讼。如何在《规定》中界定哪些属于履行监管职能的行为,并实行指定管辖?司法解释将交易所监管行为概括为三类,都可以作为诉讼的对象:第一类是法律、法规、规章规定的监

[36] 《规定》第3条。“不直接涉及投资者利益”的监管决定可能间接涉及投资者的利益,例如交易所作出的上市公司终止上市的决定,作为该上市公司的股民,可能主张交易所赔偿其因公司退市而遭受的损失。对此类诉讼,《规定》明确不予受理。其主要理由是:针对交易所履行监管职能的行为,司法权应当尽量少地干预,投资者对交易所履行监管职责过程中对证券发行人及其相关人员、交易所会员及其相关人员、证券上市和交易活动作出的不直接涉及投资者利益的行为提起的诉讼,如果予以受理,则可能引发滥诉,过重的监管诉讼风险将削弱交易所进行监管活动的积极性,使交易所监管过程中过于保守,不利于及时查处证券市场的违法、违规行为,从而影响了证券市场公平正义的最终实现,不利于交易所正常履行监管职能,还可能损害其他主体的利益。参见李伟:《〈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〉的理解与适用》,载《人民司法》2005年第6期。

[37] 在《规定》出台之前,我国针对交易所的监管行为所设置的救济渠道,通常只针对限制交易(业务)、取消会籍类提供向理事会复议的救济,而对于其他的处理决定,如罚款、暂停席位使用等则没有提供救济措施,救济范围非常有限。我国虽然有证券仲裁的规定,但范围也是有限的,目前仅包括以下两类事项:上市公司在上市时与交易所签订的股票上市协议中应该包括解决双方法律纠纷的仲裁条款;深交所与境外机构B股席位使用者之间的争议双方应当协商解决,协商不成的,应当提交中国国际贸易仲裁委员会仲裁。《规定》出台之后,上述有限的救济渠道得到明显拓宽。参见李伟:《〈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〉的理解与适用》,载《人民司法》2005年第6期。

管行为,即交易所根据《公司法》《证券法》《证券投资基金法》《管理办法》等法律法规、规章的规定,对证券发行人及其相关人员、交易所会员及其相关人员、证券上市和交易活动做出的处理决定;第二类是政府监管部门授权的监管行为,即交易所根据国务院证券监督管理机构的依法授权,对证券发行人及其相关人员、交易所会员及其相关人员、证券上市和交易活动做出的处理决定;第三类是合同约定的监管行为,即交易所根据其章程、业务规则、业务合同的规定,对证券发行人及其相关人员、交易所会员及其相关人员、证券上市和交易活动做出的处理决定。除此之外,《规定》还做了兜底式的概括性规定,即证券交易所履行监管职能的其他行为。^[38]

沪深交易所的历史上,针对交易所自律管理行为之诉多以侵权诉讼的方式提出,诉讼类型包括行政诉讼与民事诉讼两类。^[39]交易所涉诉的主要原因有三个:监管权力来源模糊;监管职责和监管标准不确定;干预手段缺乏透明。^[40]近年来证券交易所涉诉的主要类型发生在权证纠纷领域,多以权证投资者以交易所无权制定关于权证的业务规则而要求交易所承担民事侵权赔偿责任为主。而上海地区法院判决的总体倾向是不对原告请求对交易所业务规则进行司法审查的诉求进行正面回应,尽量回避和淡化。^[41]曾经出现过少数几例交易所在自律管理过程中被提起行政诉讼或行政复议的案例,其中涉及上市资格的典型案例有两例:上海水仙电器股份有限公司终止上市诉讼案(上市公司股东提起,结局是法院裁定不予受理),以及黑龙江科利华网络股份有限公司终止上市行政复议案(上市公司向中国证监会提起,结局是

[38] 《规定》第2条。

[39] 民事侵权诉讼的典型案例如胡欣华诉上交所宣布“327国债期货”尾市交易无效侵权案。行政诉讼典型案例为PT水仙及生态农业退市案件,以及陈某、邢某分别提出的诉上交所核准武钢认股权证创设纠纷案。参见徐明、卢文道编著:《判例与原理:证券交易所自律管理司法介入比较研究》,北京大学出版社2010年版,第377页。

[40] 沈志先主编:《金融商事审判精要》,法律出版社2012年版,第201~202页。

[41] 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》(2010年总第2卷),法律出版社2010年版,第261~272页。

驳回复议请求)。^[42]

如前所述,司法实践中,上海地区法院对交易所业务规则的司法审查总体上采取了回避和淡化的立场。但是在证券纠纷中如何看待这些业务规则的法律效力,各地法院的司法实践还没有统一的认识。例如上海市高级人民法院认为,“在法律法规适用空白或者规定不详的前提下,应当充分尊重证券业务规则对市场参与者的约束力,并以此作为审判的参考依据”。并进一步指出,交易所业务规则作为证券纠纷审判参考依据的司法理据,是由其合法性(依据《证券法》规定报证监会批准并有效实施)、公益性(维护证券市场秩序)和不可替代性(弥补新兴加转轨市场中正式法律法规的相对稳定性、局限性和滞后性带来的监管空白)所决定的。^[43]

(四) 证券交易所民事责任的待解问题

上海证券交易所曾经援引香港《证券与期货条例》的立法例,主张在其交易所履行自律监管职责时,相应的民事责任应绝对豁免。但法院在审理实践中,并未接受交易所绝对豁免民事责任的立场,并且还在确认交易所承担民事责任之主体适格性的前提下,间接提出了对交易所监管行为追究民事责任的适用过错标准。^[44]

有论者指出,交易所与其自律管理对象签订的“民事契约”只是名义上的民事契约,需要报送证监会批准,交易所依据这种不对等和具有强制性的“民事契约”获得的监管权,是交易所通过制定格式化的民事合同和规则,来对法律法规所授权的监管权能进行的充实和细化。这些论者进一步认为,不仅上市协议,包括上市规则、交易规则、会员管理规则等都是这类名义上“民事契约”的组成部分。^[45]因而,在这类“民事契约”的执行过程中所可能产生的交易所的民事责任,只是“看起来好像是民事责任”,指相对人针对交易所有关行为的争议可以通过民

[42] 徐明、卢文道编著:《判例与原理:证券交易所自律管理司法介入比较研究》,北京大学出版社2010年版,第3~18页。

[43] 沈志先主编:《金融商事审判精要》,法律出版社2012年版,第129~130页。

[44] 缪因知:《中国证券法律实施机制研究》,北京大学出版社2017年版,第68~69页。

[45] 同上注,第64页。

事诉讼来解决。^[46] 实际上,交易所名义上基于双方约定而从事的监管行为只是形式上的民事行为,是为了体现交易所行为的柔性色彩,其与“纯粹的民事管理权”(例如,雇主对雇员基于雇佣合同而产生的管理权)还是存在性质差异的,是一种发生在公共领域的行为,受制于公共利益的实现。这也是为什么当交易所因行使监管权能而涉诉时,最高人民法院司法解释规定,相对人既可以走民事诉讼的途径,也可以走行政诉讼的途径。^[47] 实践中,究竟一项监管行为具有行政行为性质还是民事行为性质,并不总是那么清晰。尽管理论上可以依据交易所作出的处理决定书上所援引的法律依据来判断,但有时交易所会同时适用证监会规章和上市规则。^[48]

(五) 证券交易所行政责任的待解问题

在诉讼主体资格方面,虽然《行政诉讼法》只承认由法律、法规授权的组织的独立被告资格,但最高人民法院《关于执行〈行政诉讼法〉若干问题的解释》(以下简称“《行政诉讼法》解释”)将被告范围扩大至规章授权的组织,因此交易所依照证监会颁布的《证券交易所管理办法》这一行政规章行使管理职能时,地位等同于法律法规授权的组织,可以独立作为行政诉讼的被告。但当证监会以非规章形式的普通文件(例如,2014年12月发布的《中国证监会委托上海、深圳证券交易所实施案件调查试点工作规定》)来对交易所授权时,根据《行政诉讼法》解释,此种授权应当被视为行政委托,相对人因交易所行使的委托行为提起诉讼的,应当以证监会为被告,以交易所为第三人。^[49]

上海高级人民法院的司法实践表明,出于对维护证券交易所监管市场的积极性和主动性的考量,以行政诉讼方式体现的司法介入同样保持了审慎立场。并且,法院还建议参考美国的做法,建立起证监会对

[46] 缪因知:《中国证券法律实施机制研究》,北京大学出版社2017年版,第64~65页。

[47] 同注[46],第65页。又见最高人民法院《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》,法释[2005]1号,2005年1月25日公布,同年1月31日施行。

[48] 缪因知:《中国证券法律实施机制研究》,北京大学出版社2017年版,第65页。

[49] 缪因知:《中国证券法律实施机制研究》,北京大学出版社2017年版,第65页,脚注1;又见《行政诉讼法》解释第21条。

交易所自律管理行为的复议程序,将行政复议作为法院受理涉及证券交易所依照法律法规的授权、或者依照证监会的授权或委托而从事具体行政行为的行政案件的前置条件。^[50]

就证券交易所自律管理行为的行政可诉性而言,最近发生的“郑宇诉上交所行政诉讼案”是第一起由上交所作为被告且进入实体审理阶段的行政诉讼,经历了上海法院的一审、二审,最后由最高人民法院作出再审决定,因此非常具有代表性。此案争议的焦点,就是证券交易所是否属于行政诉讼的适格被告。上交所主张自己并非行政机关,亦非法律、法规授权组织,故非行政主体,不应成为被告。一审法院认为,证券交易所作为授权组织,有权按照法律、法规和规章的规定对证券市场违法行为实施处罚,故具有相应的行政管理职能,属于适格被告。二审法院认为,根据《证券法》和《证券交易所》管理办法的规定,交易所的职能除了安排证券上市和组织证券交易以外,还对证券交易活动、会员及证券发行人进行直接监管,此种监管具有公共属性,属于依照法律、法规、规章的规定或者根据政府监管机构的依法授权而做出的行政行为,因此可以成为行政诉讼的适格被告。最高人民法院认为,证券交易所属于法律、法规和规章授权的组织,有权按照法律、法规和规章的规定,实施包括对证券市场违法行为予以处罚等监管行为,故具有行政管理职能,属于行政诉讼案件的适格被告。^[51]

实践中,何种情况下相对人应该提起民事诉讼,何种情况下应当提起行政诉讼,其实并无清晰的判断标准和司法指引。从上交所涉诉的记录来看,原告对于提起行政诉讼还是民事诉讼,具有很大的随意选择性,而法院对此也并未深究。^[52]这对于未来证券交易所因新形势下监管扩权与监管转型而带来的涉诉前景而言,增加了更多的不确定因素,值得持续关注和研究。

[50] 沈志先主编:《金融商事审判精要》,法律出版社2012年版,第216~217页。

[51] 张红:《证券行政法专论》,中国政法大学出版社2017年版,第191~192页。

[52] 同注[51],第193页。

四、新形势下证券交易所的监管转型

值得关注的是,就新兴市场(emerging markets)国家的交易所承担一线监管权能的特殊重要性,在近日召开的国际研讨会上,来自韩国、印度等新兴市场的交易所代表表达了共识,一致认为像中、韩、印等国运行的以个人投资者为主的资本市场需要更加强有力的监管,交易所应当针对严重投机炒作以及运用虚假申报等方式进行不正当交易的行为,及时予以严格监管,维护交易公平和正常交易秩序。^[53]在当前我国沪深交易所一线监管职能扩张的情况下,交易所的监管行为及其制定的规则是否有法律依据、是否可能成为法院司法审查的对象,这类问题在关于证券法修订的讨论中引起着高度关注。

交易所一线监管的优势在于,相对于证监会行使的权威性强、以国家强制力为后盾但往往成本高、手段刚性、程序复杂、反应迟缓的政府监管,交易所监管处于市场一线,反应相对迅速,往往能在早期觉察问题,并及时解决,使市场风险和潜在危机尽早得到缓解。^[54]但2015年夏季的股市异常波动恰恰为某些市场人士所诟病,交易所未能及时觉察造成股市异常波动的重大异常交易行为、从而迅速采取处理措施,也体现出了对新时期市场变化情况尚需迅速适应。如前所述,《证券交易所管理办法》修订草案征求意见稿的出台,主要也是为了回应该次异常波动中证券交易所一线监管权能体现不足所带来的实际需求。

(一) 证券交易所一线监管与市场发展的关系

首先需要释明的是,什么是“一线监管”?据笔者考证,“一线监管”不是我国证券法中的法律概念,其在我国证监语境中的显化主要来自于证监会主席刘士余的公开讲话。从字面上理解,这可能是借鉴了香港交易所之法定地位的表述——“香港上市发行人的一线监管

[53] 《沪深交易所联合举办证券交易所一线监管国际研讨会》,“上交所发布”微信公众号,2017年8月25日。

[54] 缪因知:《中国证券法律实施机制研究》,北京大学出版社2017年版,第672~673页。

者”(frontline regulator of listed issuers in Hong Kong)。^[55] 按照笔者的理解,香港交易所的“一线监管”指的是对市场参与者(market participants),尤其是对发行人(issuers)的自律管理(self regulation)与法定监管(statutory regulation)。^[56] 其中,香港交易所法定监管职能的法律依据,是2012年《证券与期货监管条例》修订之后对交易所上市规则中涉及信息披露的规定所赋予的制定法地位(statutory backing of listing rules),强化了这部分规则的执行效力与违反这些规则的惩罚后果。^[57] 从目前内地证券法修订的情况观察,未来内地很有可能借鉴香港经验,以类似途径将交易所上市规则中涉及信息披露等重要监管方面的内容在证券法中直接确认法律效力;从目前《证券交易所管理办法》修订草案征求意见稿的取向可以预测,内地甚至可能比香港走得更远,未来在证券法中还将确认交易所业务规则的法律效力。

证监会主席刘士余指出:“从世界范围看,不管交易所的组织形态如何变迁(采取公司制、会员制或是其他组织形态),始终扮演着监管的角色。20世纪90年代末21世纪初,交易所一度出现公司化浪潮,为解决营利和监管之间可能存在的冲突,对监管职能及履职方式进行了不同程度的分离。即便如此,交易所始终承担着一一定的监管职能。2016年以来,沪深交易所的工作重心实现了向一线监管的转移,探索建立了‘以监管会员为中心’的交易行为监管模式,对上市公司信息披露实施‘刨根问底式’的监管,市场乱象得到有效遏制,市场生态发生积极变化。股灾之后的两年里,中国资本市场发展较稳,得益于沪深交

[55] HKEx, *Stock Exchange Publishes New Statement on Enforcement of Listing Rules and Implements New Procedures for Disciplinary Action Involving Listing Rules*, September 13, 2013; <http://www.hkex.com.hk/eng/newsconsul/hkexnews/2013/130913news.htm>, visited on August, 29th, 2017.

[56] 香港交易所的一线监管权限,可见《香港交易所主板上市规则》《香港交易所创业板上市规则》,载 <http://www.hkex.com.hk/eng/rulesreg/listrules/rulesandguidelines.htm>, 2017年8月29日访问。

[57] Gordon Jones, *Corporate Governance and Compliance in Hong Kong* (second edition), LexisNexis, 2015, pp. 59 – 60.

易所自觉担负起一线监管的责任。”^[58]

数据表明,得益于交易所一线监管责任的履行,股市异常波动之后中国股市的迅速修复和发展确实如刘士余主席之言获得了令人瞩目的成果。例如,2015年年底,沪深两市总市值已超53.15万亿元人民币(约8.2万亿美元),市场规模在全球仅次于美股市场,同时沪深交易所市值排名全球第4位和第5位(见表1)。与此形成鲜明对比的是,除了沪深两家交易所继续维系了规模绝对增长的趋势之外,前一年上榜的大多数证券交易所的市值金额均出现了下滑,而位于世界排名顶端的全球金融中心(Global Financial Center)的伦敦证券交易所更是跌出了榜单。此外,2015年年底,两市投资者数量为9910.53万户,至2017年8月底已上升至1.36亿户。

表1 2015年世界交易所市值排名^[59]

名次	中文名称	交易所市值(亿美元)
1	纽约泛欧证券交易所(美国)	177 868
2	纳斯达克证券交易所	72 808
3	日本交易所集团	48 949
4	上海证券交易所	45 493
5	深圳证券交易所	36 387
6	纽约泛欧证券交易所(欧洲)	33 059
7	香港证券交易所	31 849
8	法兰克福证券交易所	17 158
9	多伦多证券交易所集团	15 919
10	瑞士证券交易所	15 193

[58] 刘士余:《刘士余主席在证券交易所一线监管国际研讨会上的致辞》,中国证监会新闻公告,2017年8月25日,载 http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201708/t20170825_322647.html,2017年8月25日访问。

[59] 数据来源:世界交易所联合会(World Federation of Exchanges),载《2015年中国证券监督管理委员会年报》,中国财政经济出版社2016年版,第15页。

在市场交易额这一关乎交易所收入与利润来源的关键指标上,沪深交易所在 2015 年年底首次创造了世界纪录,分列全球第一位和第二位。众所周知的是,中国股市交易量的 80% 左右由散户贡献。^[60] 令人吃惊的是,沪深交易所在当年夏季股市异常波动影响之下实现的年交易额(“股市异常波动”与随后“救市”行动中发生的交易量,应该是重要的贡献因素),不仅超越纽约证交所和纳斯达克这样老牌的高流动性市场,还把榜单前 10 名中同在亚太地区的日本、中国香港地区、韩国交易所远远抛在后面,其交易额完全不在一个量级(见表 2)。当然,如何解读这项数据可以是开放性的。例如,这可能反映了中国股市的“股性活跃度”;换言之,“交投活跃”直接对应的可能是换手率高、投机性强、持股期限短等一系列负面的股市质量评价指标。亦可解释为投资者参与度高、交易基础设施稳固、市场流动性充沛等正面评价指标。但无论如何解释,交易额指标作为中国股市发展质量的衡量因素之一,其积极意涵是不容否认的。

表 2 2015 年年底世界交易所交易额排名^[61]

名次	中文名称	交易额(万亿美元)
1	上海证券交易所	21.34
2	深圳证券交易所	19.61
3	纽约泛欧证券交易所(美国)	17.48
4	纳斯达克证券交易所	12.52
5	日本交易所集团	5.54
6	香港证券交易所	2.13
7	纽约泛欧证券交易所(欧洲)	2.08
8	韩国证券交易所	1.93
9	法兰克福证券交易所	1.56

[60] 中国证监会:《刘士余主席在证券交易所一线监管国际研讨会上的致辞》,载中国证监会网站, http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201708/t20170825_322647.html, 2017 年 8 月 25 日访问。

[61] 数据来源:世界交易所联合会(World Federation of Exchanges),载《2015 年中国证券监督管理委员会年报》,中国财政经济出版社 2016 年版,第 16 页。

在现行证券法框架之下,自律管理只是对交易所会员(证券公司)实施,对于上市公司则是通过上市协议或者挂牌协议实施,交易所与挂牌上市公司的监管关系通过契约形式确立。此外,交易所正在争取将为上市公司履行信息披露义务提供服务的会计师事务所、律师事务所等中介机构纳入监管对象范围,从而强化对上市公司信息披露的真实性、准确性和完整性的保障。交易所试图将中介机构纳入监管范围的提议还包括,未来担任新股上市、并购重组项目财务顾问的中介机构在向交易所提交相关审核文件时,都需要签订一份承诺书,承诺其协助客户准备的专业文件要接受交易所的监管。^[62]

作为上位法,证券法通常无法实现监管规则的充分细化,而交易所日常监管中需要不断制定和修正业务规则。对此,来自业界的一种意见认为,鉴于交易所实行自律管理的基础特点就是协议性,只要交易所的业务规则未违反证券法的禁止性规定,就可以有一定的制度创新和规则创设的自主空间,而无须在采取行动时过度受制于证监会的批准或者法律没有明确规定的空白。例如,实践中经常出现“涨停板敢死队”受到交易所处罚,但在经过3个月限制交易期间后继续触犯相关规定的情况。对于这些“屡犯”“惯犯”之违规者,交易所就应有权对其施以交易限制措施。^[63]

目前,交易所的一线监管权能正在不断扩张。例如,证监会于2014年曾发文,授权委托交易所执法,将原本由证监会负责稽查和调查取证的涉嫌欺诈发行、内幕交易、操纵市场、虚假陈述以及涉嫌重大、新型、跨市场等违法行为,交由交易所进行前期的调查取证工作。^[64]

在监管实践中,刘士余主席也多次强调要求交易所加强一线监管职能。他曾在2017年4月15日召开的深交所2017年会员大会上表示,交易所“具有实时全景式透视市场的法定职责,必须依法主动行使全方位

[62] 上交所法律部负责人王升义在证券法学研究会2017年年会上的发言,参见刘彩萍、张榆:《争议证券法修订》,载《财新周刊》2017年第19期。

[63] 同上注。

[64] 《中国证监会委托上海、深圳证券交易所实施案件调查试点工作规定》第2条、第3条,2014年证监会令第111号,载中国证监会网站, http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/flb/flfg/bmgz/zh/201505/t20150511_276537.html, 2017年8月29日访问。

监管职能,包括对公司上市、退市和并购重组的实质性监管”,并认为“这不是交易所职能的越位,而是交易所依法履职的到位”。他同时提出了以下引起相当争议的观点:交易所“不仅是法定的证券交易场所,而且是个法定的监管机构”^{〔65〕}。这些表述已经突破了现行证券法对交易所性质的描述。对此,学界曾发出过不同意见。例如,有学者认为,从权力来源上讲,交易所的自律管理确实是由证券法确权的,即使如此,将交易所定义为法定的监管机构也是不准确的。证券法对于交易所的权力没有体现出系统的梳理,这是目前存在的立法缺陷。^{〔66〕}

(二) 征求意见稿对证券交易所监管的扩权

在交易所监管转型的背景下,《证券交易所管理办法》修订草案(征求意见稿)对交易所自律管理和一线监管权能进行的调整幅度较大。修订的主要内容包括:增加了保证证券交易所依法全面履行一线监管职能和服务职能的规定(第1条);增加了党对交易所领导的规定(第3条);完善交易所内部治理结构,增设监事会,并进一步明确会员大会、理事会、监事会、总经理的职权,明确会员大会为最高权力机构(第三章);突出交易所自律管理属性,明确交易所依法制定的业务规则对证券交易活动的各参与主体具有约束力(第11条、第12条);强化交易所对证券交易活动的一线监管职责,要求交易所建立风险管理和风险监测机制(15条),明确交易所对于异常交易行为、违规减持行为等活动的自律管理措施(第40条、第42条、第63条);强化交易所对会员的一线监管职责,要求建立会员客户交易行为管理制度,同时强调交易所对交易行为进行实时监控、及时发现和处理异常交易情况、对特殊情况实施重点监控、对严重影响交易秩序或者交易公平的异常交易行为实施限制账户交易等措施的职责(第40条、第42条、第52条);强化证券交易所对证券上市交

〔65〕 刘士余主席的原话如下:“《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。我理解,这一条实质上是赋予了交易所通过制定规则对市场进行‘全方位’监管的权力。”参见《刘士余主席在深圳证券交易所2017年会员大会上的致辞》,载深圳证券交易所网站, <http://www.szse.cn/main/aboutus/bsyw/39771190.shtml>, 2017年8月29日访问。

〔66〕 刘彩萍、张榆:《争议证券法修订》,载《财新周刊》2017年第19期。

易公司的一线监管职责,完善有关信息披露、停复牌的制度要求(第61条、第62条);进一步完善证券交易所在履行一线监管职责、防范市场风险中的手段措施,包括实时监控、限制交易、现场检查、收取惩罚性违约金等(第52条、第55条、第64条)。^[67]

征求意见稿还首次明确了交易所业务规则的制定和修改程序,规定涉及特定事项的业务规则由理事会通过并报证监会批准(第10条)。并且,首次明确了证券交易所业务规则对证券交易业务活动的各参与主体的约束力(第11条),以及违反业务规则的后果,包括纪律处分和自律管理措施,并确认了处理的依据是交易所章程、上市协议、或者交易所业务规则(第87条)。

随着近来交易所一线监管权能的逐渐扩充,为了对此项功能进行有效赋权,征求意见稿在涉及交易所与证监会关系的具体方面进行了调整,倾向于扩大交易所市场一线监管决策的自主权,只要求交易所在按照章程、业务规则、上市协议等有关规定自主采取自律监管措施和纪律处分之后,报证监会备案即可;如果法律、行政法规、部门规章规定由中国证监会处罚而交易所无权处罚的,交易所可以向证监会提出处罚建议(第87条)。

同时,征求意见稿还补充了交易所对会员、发行人、证券上市交易公司及相关信息披露义务人实行纪律处分和自律管理措施的内容清单,包括通报批评、公开谴责、收取惩罚性违约金、限制交易权限、暂停受理或者办理相关业务、取消会员资格、向相关主管部门出具监管建议函等自律监管措施或者纪律处分(第55条、第64条)。

在程序上,则要求证券交易所作出纪律处分应以纪律处分委员会的审核意见为基础,纪律处分决定作出前,当事人申请听证的,证券交易所应当组织听证。当事人不服处分的,可以向复核委员会申请复核(第13条、第14条)。

可以预期,相比当前着重运用但威慑效果有限的公开谴责,未来交

[67] 《证券交易所管理办法》修订征求意见稿,2017年9月1日发布;中国证监会:《证监会就修订〈证券交易所管理办法〉公开征求意见》,载中国证监会网站,http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201709/t20170901_322876.html,2017年11月16日访问。

易所自律管理可以诉诸的执行手段将在种类、范围和震慑力方面实现大大补强。

（三）证券交易所监管转型的具体表现

正如证监会主席刘士余所指出的，过去交易所一线监管职能发挥得很不够，2015 年股市异常波动充分暴露了这一点。2016 年以来，沪深交易所探索建立了“以监管会员为中心”的交易行为监管模式，即交易所督促会员管好客户，要求会员事前了解客户、事中监控交易、事后报告异常。从监管绩效来看，目前证券交易所的工作重心已经实现了向一线监管的转移，事中监管力度明显加大。在一线监管方面，交易所还对上市公司信息披露实施“刨根问底”式的监管，对会员开展合规培训、专项现场检查，并且及时将违法违规线索上报证监会，形成了协同监管的合力。^[68]

根据笔者在上交所的调研，证券交易所的监管转型在实践中存在以下具体体现。首先，交易所监管的核心是以信息披露监管为中心，分为针对定期公告和临时公告的常规监管，以及针对并购重组和员工持股等重大事件的专项监管（通常表现为对预案进行信息披露审核）。目前，沪深交易所目前推行的很多监管改革都是以信息披露为中心，包括分行业监管、重大信息披露违法强制退市。^[69]其次，在监管转型的内容方面，证监会的监管转型突破口是简政放权和简化程序，具体措施包括减少行政许可项目和缩短审批流程，而交易所监管转型则以信息披露监管改革为抓手，具体措施包括信息披露直通车、分类监管（按照公司类别、公告类别、披露时间类别的不同而适用差异性监管标准）、分行业监管（从过去不区分公司风险和行业的分辖区监管转变到按照 13 个大行业分别制定披露指引）、重大信息披露违法强制退市等。

例如，依照上交所实施的信息披露“直通车”制度，于 2013 年 7 月 1 日之后取消了上市公司公告均由交易所审查之后再行向市场公布的要

[68] 张榆：《刘士余：交易所绝非不是单纯的交易平台 必须是强大的监管者》，载财新网，<http://finance.caixin.com/2017-08-25/101135941.html?sourceEntityId=101139688>，2017 年 11 月 16 日访问。

[69] 博元投资于 2016 年 3 月 21 日被上交所终止股票上市，这是中国证券市场首例因触发重大信息披露违法情形而强制退市的案例。

求。而直通车制度实行之前,交易所对于上市公司公告既要审核形式,也要审核内容,曾被业内戏称为“保姆式监管”。2013年7月1日之后,上市公司可通过远程平台直接向交易所提交公告,当日15:00之后便可直接上网向市场发布。就公告内容实现“直通”披露的比率而言,2014年为87%,2015年为92%,且余下未实现“直通”的披露内容覆盖的都是与公告绑定的涉除权、除息操作单等操作性事项,目的是避免差错情况下对市场带来的波动,而并不涉及交易所对内容的把关。

由此,交易所的信息披露监管转型特点可以概括为“从保姆到医生,从共担到主导,从合规性到有效性,从新四性到老四性,从相对被动性监管到能动性监管,从监管结果公开到监管过程公开”。“老四性”是指真实性、准确性、完整性和及时性,而“新四性”则是指针对性、可比性、简明性和互动性。被动性监管体现为,在从证监会到证监局再到交易所的监管主体链条上,交易所除了信息披露以外不愿意多管;如今的能动性监管下,交易所密切关注股价波动,一旦发现股价敏感公告,联系股价和发布公告的动机,实行合理怀疑。

此外,在加强一线监管的工作要求下,监管重心正在逐渐下移到交易所。原先的通常情形是,交易所面临立规需求时会寄望于证监会先行出台规定,或者等待证监会批准交易所新规,但这类做法预计将在未来越来越成为提升交易所一线监管效率的障碍。目前,现行证券法规定证券交易所依法依规制定上市规则、交易规则、会员管理规则和其他有关规则需报证监会批准(第118条),同时《证券交易所管理办法》修订草案征求意见稿亦要求交易所制定上市规则、交易规则、会员管理规则和涉及特定事项的业务规则需由理事会通过、并报证监会批准(第41条)。这些规定是否有助于提高交易所监管效率和回应交易所一线监管的实际需求?答案不容乐观,这也是未来监管立法改革、特别是证券法修订需要继续关注的问题。

目前,交易所正在进一步适应监管形势变化,加快推进监管转型步伐。在后沪港通、后深港通时代,由于境内外证券市场的打通,形成了交易所监管转型的倒逼机制,需要调整监管实践以适应国际投资者对正常交易秩序的基本认知,如缩短上市公司的停牌时间。笔者在上海证券交易所的调研显示,之前某些上市公司为了进行资产或业务重组,停牌时

间可长达半年,虽然这种做法有防止内幕交易等预期好处,但是对于投资者、特别是境外机构投资者来说,就意味着失去了流动性,如内地股市曾出现的“千股停牌”现象,比较突出地影响外资股东的流动性。这种情况有望在《证券交易所管理办法》正式修订后,随着证券交易所对停牌、复牌行为加强一线监管而得到扭转。例如,证券交易所为维护市场秩序可以拒绝证券上市交易公司的停复牌申请,可以对证券强制停复牌,证监会为维护市场秩序也可要求交易所对证券实施停复牌(第62条),上市公司停牌再难任性。

五、结论

如前所述,本文以《证券法》和《证券交易所管理办法》的修订为制度背景,解析证券交易所在我国新兴加转轨的市场特质下的主体属性,辨析交易所到底是法定自律组织还是法律法规授权组织,并探究证券交易所在当前监管权力架构变革和交易所监管转型新形势下的权能扩张表现及其权力来源。本文意在厘清证券交易所在新监管形势下的法律地位及其监管权能的法律来源与性质,特别是交易所一线监管的优势、制度合理性与法律支持。本文也探讨了与上述问题紧密联系的证券交易所监管行为接受司法审查的可能性与实现途径。本文的基本结论有三点。

第一,在新兴加转轨的市场基础和政府创办、政府主导的发展轨迹之上,沪深交易所在实践中体现出“典型的政府控制的交易所体制”,具有“官民两重性”的品格,其会员制的组织特征基本体现在名义上,而实际上兼具企业、事业单位、被监管的行政机关下属机构的部分特征。换言之,中国的证券交易所是政府控制的、具有混合机构特质的主体。造成这一状况的制度根源正在随着新形势下行政管理体制改革和资本市场监管体制改革的推进而逐步变迁,并正在随着证券交易所自身治理机制改良和监管转型的推进得以扭转。因此,未来证券法的修订有必要纳入推进证券交易所回归其法定的行使自律管理会员制法人之组织属性的制度安排。而证券交易所在自律管理归位和一线监管扩权的改革预

期下,需要在组织形态、内部治理结构、监管能力与监管资源方面做更为充分的适应准备。

第二,当前证券交易所监管权能的大幅扩张既是证券法修订的现实背景,对其进行立法确认和整合也是修法成果的预期内容。可以期待的是,未来证券法修订有必要就交易所监管权能的扩张纳入以下新内容:在当前不断强化的自律管理和一线监管实践中对信息披露违规、重大异常波动、重大异常交易、突发性事件影响正常交易等情形实施惩罚力度更大、覆盖范围更广的监管措施的权力;依法依规制定包括业务规则在内的各类规则的权力;对交易所业务规则法律效力的确认。以上变化将在重构证监权力架构的同时,对证券交易所的监管权能扩张与整合提供制度支持,以便其更好地适应当前国际资本市场、尤其是新兴市场监管趋势的发展与我国证监制度市场化改革的实际需要。但是,证券交易所一线监管权力的扩张如何在立法上得以确认尚有待商榷,其性质究竟是对交易所既有的依法自律管理权能的确认及延伸、还是依照法律法规和规章对交易所进行的授权,尚有待继续探讨。其可能触发的司法审查程序,也是交易所履行监管职责过程中所面临的潜在法律风险。目前来看,法院在审判实践中既认可过证券交易所作为依法实行自律管理的会员制法人的法定属性,也确认过证券交易所作为法律法规和规章所授权的组织因其具体行政行为而成为行政诉讼被告的主体适格性。所以,新形势下证券交易所的性质及其监管权能的性质,是一个尚无统一解读的问题。

第三,随着证券交易所监管转型的推进,其行使监管权能、特别是一线监管权能所可能面临的司法介入的风险,将随着其权能的现实扩张而上升。可以预期,如果法律法规和规章授权监管逐渐成为各地法院对证券交易所监管权力来源构成的共识,实践中将交易所作为行政复议被申请人、或者是行政诉讼被告人的案例预期将会增加。对此,交易所有必要就其监管措施的程序优化与合法性的强化继续推进内部审核、复核机制建设,提升监管效率,降低法律风险,并在资源和组织方面做好与未来应诉相关的研究与准备工作。