

证券交易所与登记结算公司 责任机制的展开*

——基于法学与经济学的分析视角

张文婷** 史广龙***

摘要:中国证券交易所和登记结算公司是在政府主导型的经济改革过程中发展起来的,其地位与职能具有明显的中国特色。证券交易所与登记结算公司是中国资本市场的重要组成部分,在市场运行过程中难免要与各种利益主体产生纠纷,乃至发生诉讼。证券交易所兼有自律监管与行政监管的双重职责,因此,其责任承担方式也存在民事责任与行政责任两个层面。登记结算公司则主要是以证券市场普通私法主体的形式出现,因此,其承担的主要是普通的民事责任。法律经济学的分析表明,司法介入证券监管领域应该慎重。

关键词:证券交易所 登记结算公司 责任机制 责任限制

* 本文仅代表作者个人观点,与所在单位无关。

** 上海市第一中级人民法院民六金融审判庭书记员。

*** 瑞士苏黎世大学法学院博士候选人。

导 论

证券交易所与证券登记结算机构是资本市场形成和发展的柱石。各种类型的资本市场参与者,通过由证券交易所和登记结算机构搭建的平台,在统一的规则系统内部进行交易,市场的力量将资金导入最具有投资效率的生产和服务部门。从这个意义上说,资本市场不仅是投资者获取利益的场所,更具有分配社会资金,推动经济发展的功能。

然而,无论是证券交易所还是证券登记结算公司,也同时都是资本市场的一部分,还要受到各种相关法律规则的约束。他们不可避免地可能与其他市场主体产生法律纠纷乃至诉讼。同时,我国资本市场具有显著的本土特色。对中国资本市场法制的分析,必须以中国资本市场形成的大背景为前提。在探讨法律适用的诸多问题时,除了要尊重现行法律设定的规则秩序外,也应考虑隐藏于资本市场之下的行政性因素。

本节将首先从证券交易所与登记结算公司的法律地位与职能入手,分析两者的演进历程与功能定位,随后结合受理案件情况,分析证券交易所与登记结算公司涉诉的原因,紧接着以现有法律框架为基础分析不同类型案件的处理原则与思路,最后以经济分析为切入点对相关法律问题进行整体性的反思,并提出简明的建议。

一、证券交易所与登记结算公司的法律地位和职能

资本市场的形成和发展有赖于强有力的证券交易所与登记结算机构。不同法系、不同国家资本市场的形成均有其自身的鲜明特色与制度演进轨迹。中国资本市场的形成、发展与壮大,始终与行政力量的推动和干预不可分割。这一特色在证券交易所与登记结算公司的发展历程与职能定位上表现得尤其明显。

(一) 证券交易所的法律地位与职能

与成熟资本市场相比,中国证券交易所的发展具有显著的阶段化特征。对证券交易所发展历程与职能地位的分析,将有助于我们进一步了解中国资本市场的运行机制,同时也有利于下文相关法律问题的诠释和经济分析的展开。

1. 证券交易所在中国的发展

证券交易所的产生和发展不仅与整个社会经济的发展阶段、经济体制和资源管理方式相联系,同时也是促进其变革和进步的动力。与中国资本市场的发展同步,中国证券交易所的发展主要涉及以下三个阶段:

改革开放后,中国证券市场在中国经济转轨的背景下萌生。1990年,国家允许在有条件的大城市建立证券交易所,同年11月26日,经国务院授权,由中国人民银行批准建立的上海证券交易所正式成立,这是建国以来内地的第一家证券交易所。1991年4月,中国人民银行又批准了深圳证券交易所的成立。自此,中国两大证券交易所正式登上历史舞台。证券交易所创立初期,便对资本市场发展起到了巨大的推动作用,但由于众多规范尚未建立,这一阶段的证券市场主要处于摸索阶段。

从建立初期到2000年左右,中国的证券交易所陆续制定和颁布了证券市场的一系列相关的规则,加之外部监管法律法规的完善,中国证券市场统一监管体系初步确立,两大证券交易所在基础设施建设、技术、监管、服务等多方面得到较快发展的同时,也在规范发展证券市场和推进市场各项建设方面发挥了重要作用,但金融监管并不到位,资本市场上发生的重大事件主要集中在这一时期。

2000年以后,中国的证券交易所经历了多次重大变迁,也迎来了快速发展时期。2009年1至11月,上海证券交易所股票成交金额达45,947.4亿美元,仅次于纳斯达克市场和纽交所,一举超越东京交易所和伦敦交易所,实现了亚洲排名第一、全球排名第三。当前,上海证券交易所与深圳证券交易所逐步建立起多层次市场,在监管环境、运作规范、操作技术等方面均取得了进一步的发展。

然而,必须承认,中国的证券交易所虽然在硬件建设上已经与欧美

证券交易所相差无几,但是在制度环境方面,差距依然很大。随着中国证券市场的规模越来越大,尽管证券交易所已经在很大程度上有效地发挥了其重要的组织功效,但市场上的不规范操作行为依旧大量存在。交易所在规范市场方面虽积累了一定的经验,但面对金融开放格局的逐渐形成,仍有很大的作为空间。

2. 证券交易所的地位与职能

证券交易所是证券市场的核心,在证券市场运作中发挥着重要作用。它既是一个集中交易场所,又是由众多证券从业机构会员组成的市场中介;它既是市场运营组织,又是市场监管机构;它既从事上市公司、证券公司和市场交易活动的一线监管,又是政府管理机构监管的主要对象。^① 鉴于证券交易所在资本市场上具有的重要地位,1997年12月10日国务院证券委员会发布了《证券交易所管理办法》。此后,根据《国务院关于修订〈证券交易所管理办法〉的批复》,2001年12月12日,中国证券监督管理委员会重新修订并颁布了交易所管理的制度框架。此外,“证券法”第5章专门对证券交易所的法律地位和职能作了规定。《证券交易所管理办法》第3条规定,证券交易所是不以营利为目的,为证券的集中和有组织的交易提供场所、设施,履行国家有关法律、法规、规章、政策规定的职责,实行自律性管理的法人。“证券法”第105条第2款进一步规定,实行会员制的证券交易所的财产积累归会员所有,其权益由会员共同享有,在其存续期间,不得将其财产积累分配给会员。同时,“证券法”第110条规定,进入证券交易所参与集中竞价交易的,必须是具有证券交易所会员资格的证券公司。根据上述规定,证券交易所是不以营利为目的、自律管理的会员制法人。证券交易所的会员由具有会员资格的证券公司构成,交易所财产由会员所有。

根据“证券法”的规定,证券交易所管理职能涉及以下六个方面,主要包括:(1)进入证券交易所参与集中竞价交易的,必须是具有证券交易所会员资格的证券公司;(2)经依法核准的上市交易的股票、公司债券及其他证券,应当在证券交易所挂牌交易。证券交易所依照法律、

^① 吴志攀等:《证券交易所处理权问题研究》,上证联合研究计划课题报告,第3页。

行政法规的规定,办理股票、公司债券的暂停上市、恢复上市或者终止上市等事务;(3)因突发性事件而影响证券交易的正常进行时,证券交易所可以采取技术性停牌的措施;因不可抗力的突发性事件或者为维护证券交易的正常秩序,证券交易所可以决定临时停市;(4)证券交易所对在交易所进行的证券交易实行实时监控,并按照国务院证券监督管理机构的要求,对异常的交易情况提出报告;(5)证券交易所对上市公司披露信息进行监督,督促上市公司依法及时、准确地披露信息;(6)在证券交易所内从事证券交易的人员,违反证券交易所有关交易规则的,由证券交易所给予纪律处分;对情节严重的,撤销其资格,禁止其入场进行证券交易。

(二) 登记结算公司的法律地位与职能

登记结算公司正式登上中国资本市场舞台的时间晚于证券交易所。但是,早在中国资本市场形成的初期,登记结算机构便已作为证券交易所不可或缺的一部分发挥作用。

1. 统一登记结算公司的建立

在统一的登记结算公司成立以前,我国“证券法”已明确规定,证券登记结算机构采取全国集中统一的运营方式。然而,长期以来,中国资本市场区域化特色明显,无法建立起一个统一的结算体系。期间,上海证券交易所与深圳证券交易所分别建立起了相互独立、自成体系的登记结算组织,并积累了一定的管理和操作经验。

随着全国性资本市场的快速发展,这种双系统登记结算体系的弊端也逐渐暴露出来。证券公司等金融机构为了给客户提供综合性服务,往往需要开展沪深两市的综合性业务。然而,两个证券登记结算系统的运作规则和流程却不尽相同,为此,证券公司等金融机构必须分别针对两个结算公司的要求处理相关业务,这无形之中大大增加了不必要的交易成本。^②

为解决我国资本市场登记结算领域存在的上述问题,“证券法”首先从制度层面对证券登记结算集中统一运营做出了规定。随后,经国务院同意,中国证监会批准,中国证券登记结算有限责任公司于2001

^② 罗培新、卢文道:《最新证券法解读》,北京大学出版社2006年版,第250页。

年3月31日正式宣布成立,公司总部设在北京,总资本人民币12亿元,上海证券交易所与深圳证券交易所各持50%股份。从2001年10月1日起,中国证券登记结算公司承接了原来隶属于上海和深圳证券交易所的全部登记结算业务,标志着全国集中统一的证券登记结算体制的组织架构已经基本形成。

中国证监会是公司的主管部门,公司业务接受中国证监会的领导、监督和管理。公司实行董事会领导下的总经理负责制,内设五个业务部门,沪深交易所的两个登记结算公司改组为该公司下属两个分公司。中登公司的成立,标志着全国集中统一的证券登记结算体制已经形成,我国证券登记结算体制朝着统一、规范与高效的方向迈出了重要的一步。

2. 登记结算公司的地位与职能

根据《证券登记结算管理办法》第4条的规定,证券登记结算机构是为证券交易提供集中登记、存管与结算服务,不以营利为目的的法人。证券登记结算业务采取全国集中统一的运营方式,由证券登记结算机构依法集中统一办理。中国证券登记结算公司的宗旨是,建立一个符合规范化、市场化和国际化要求,具有开放性、拓展性特点,有效防范市场风险和提高市场效率,能够更好地为中国证券市场未来发展服务的集中统一的证券登记结算体系。

按照“证券法”和“证券登记结算管理办法”的相关规定,中国证券登记结算有限责任公司履行的职责主要包括以下方面:(1)证券账户、结算账户的设立和管理;(2)证券的存管和过户;(3)证券持有人名册登记及权益登记;(4)证券和资金的清算交收及相关管理;(5)受发行人的委托派发证券权益;(6)依法提供与证券登记结算业务有关的查询、信息、咨询和培训服务;(7)中国证监会批准的其他业务。概括起来,中登公司的主要职能为:证券账户的管理、证券的登记、证券的托管和存管、证券和资金的结算交收。为履行上述职责,证券登记结算结构可以依法制定与证券登记结算业务有关的基本业务规则;根据证券主管部门的授权,还可以履行部分监管职能。^③

^③ 参见《证券登记结算管理办法》第68条的规定。

二、证券交易所和登记结算公司涉诉的主要纠纷和原因

如上文所述,证券交易所与证券登记结算机构具有不同的产生背景与职能定位。在资本市场上,往往会对不同的受众群体产生影响。归纳总结证券交易所和登记结算公司涉诉的主要纠纷,分析产生各种纠纷的主要原因将有助于我们在进一步了解资本市场运行的同时,发现潜藏于规范层面之下的制度性漏洞与问题。为进一步的研究确立主题、找准方向。

(一) 证券交易所涉诉的主要纠纷和原因

证券交易所是整个证券市场的组织者,同时也是整个市场活动的监控者,在组织证券市场的过程中,证券交易所为投资者之间交易标准化证券创造了条件;在履行监管职责过程中,证券交易所通过多种方式管理证券市场风险。证券交易所涉及的诉讼风险主要集中在市场管理环节。

1. 证券交易所涉诉的主要纠纷

从目前受理案件情况上看,上交所涉诉案件主要发生在权证纠纷领域。此类案件涉及权证交易,它是股权分置改革中,相关上市公司大股东向流通股股东无偿派发的股改对价,本质上属于一种证券衍生品。权证是高风险的证券衍生品,股改权证又带有自身的特殊性,业务运行中,证券交易所承担着制定权证业务规则、组织管理权证交易、实行自律监管等职责。^④一些参与权证交易、遭受投资损失的投资者,以证券交易所为被告,围绕权证从产生到终止的整个流程,提起了不同类型的诉讼,认为投资损失与上交所等相关主体的不当行为有关。概括起来,主要有如下案件类型:

(1) 投资者认为交易所违规批准创设权证,损害其投资利益。例如,投资者投资于某一权证,但随后发生损失。投资者认为,交易所批

^④ 徐明、卢文道:“证券交易所业务规则法律效力与司法审查”,载《证券法苑》(第2卷),第261页以下。

准权证创设本身不合法,因而应对其损失承担责任。^⑤

在另一起案件中,投资者购买已经创收的某一权证,并进行交易。随后,证券交易所根据权证管理办法,核准合格券商增加创设权证量,并确定了其审核批准的实施日期。权证在该日期前进入市场,投资者认为证券交易所的行为损害了其交易机会。^⑥

(2) 投资者认为证券交易所并未有效监督权证的信息披露,导致其丧失了交易及行权机会。例如,投资者购买了某一权证。在该权证交易期间截止前,相关信息披露主体虽然已经做出了披露,但是投资者仍认为由于证券交易所并未有效监管,信息披露不充分,直接造成了投资者丧失行权机会,引发重大损失。^⑦

(3) 证券交易所基于市场情况,通知会员证券公司加强投资者对特定权证交易的风险管理,投资者认为证券公司侵害其交易自由。例如,投资者与证券公司签订证券交易代理合同。鉴于部分权证处于过度炒作状态,市场价格波动剧烈,证券公司要求会员单位加强风险管理。证券公司因此限制了特定时间内的权证交易,投资者认为其权益受到了不应有的限制与侵害。^⑧

2. 证券交易所涉诉的主要原因

通过分析上述交易所涉诉的主要案件不难看出,与成熟的资本市场交易类型(如股票交易)相比,在新兴交易领域(如权证交易),证券交易所面临着更多,同时也更集中的诉讼风险。具体而言,主要有以下原因:

(1) 监管权力来源模糊。中国的资本市场从产生至今,一直有很强的行政痕迹。在整个金融领域,保险业、银行业、证券业均在经历逐渐去行政化的痕迹,然而,证券交易所从设立、运营乃至解散都与行政

^⑤ 参见(2009)沪一中民三(商)初字第23号;(2009)沪一中民三(商)初字第44号。

^⑥ 参见(2008)沪一中民三(商)初字第68号。

^⑦ 参见(2007)沪一中民三(商)初字第64号;(2007)沪一中民三(商)初字第65号;(2007)沪一中民三(商)初字第66号;(2007)沪一中民三(商)初字第67号;(2009)沪一中民三(商)初字第60号。

^⑧ (2008)沪一中民三(商)初字第87号;(2009)沪一中民三(商)初字第45号;(2009)沪一中民三(商)初字第72号。

权力有着密切的关联。中国的证券交易所虽然在形式上逐渐走向会员制,但是就其人员任免等方面来说,仍然属于行政权的控制之下。作为交易所核心的会员整体并不能直接通过市场力量影响交易所的运营。

如果说欧美成熟证券市场上的交易所,逐渐肩负金融监管机构赋予的或金融市场推动的市场监督职责,从证券市场从业主体的私人俱乐部,逐渐走向更具有透明性和可问责性的阶段。中国的证券交易所则试图逐渐从具有行政机构性质的市场组织者,转变为由会员单位主导,具有私法主体特征的自律性法人。在这一转变过程中,行政监管权与自律监管权,相互依存,此消彼长,这在一定程度上影响了交易所监管市场权力来源的明确性和可归责性。

(2) 监管职责、标准不确定。与模糊的监管权力对应,证券交易所的监管职责体系始终没有全面建立起来。作为整个资本市场的中心,证券交易所具有监控市场的职责。然而,整个证券市场的监管不可能由证券交易所单独完成,交易所与证监会之间在监管过程中相互协调,在一定程度上能够提高监管效率,但是也容易引发监管行为缺乏明确标准的问题。随着中国资本市场的日益壮大,这种副作用也就越来越明显。

例如,信息公开是整个资本市场有效运行的前提。无论是个人投资者,还是机构投资者都依赖于市场信息做出投资决策。然而,从整个规则层面,强制性信息披露要求有时是基于法律、法规乃至政府规章的设定,有时则是基于证券交易所自行制定的自律性规范。然而,金融监管主体的职责标准始终没有确定。无论是投资者还是会员单位,乃至金融监管机构都无法明确界定交易所监管职责的行为是否超过其必要的限度。

(3) 干预手段缺乏透明度。监管权力的有效实施,有赖于透明度并具有可归责性的市场干预手段。由于中国证券交易所天然的复杂性,在交易所与会员单位之间具有典型的二元结构。如果交易所行使的是行政权力,交易所与会员单位之间具有隶属关系,会员单位应该服从交易所的指示。如果交易所行使的是自律监管的权利,交易所便是会员建构的证券交易市场的组织者,交易所的职权来源于会员对自身权力的让渡,权力的行使必须以交易所章程为准。

此外,证券市场的不同领域分别有不同层面的监管机构进行监督,各监管机构能采取的措施也不尽相同。证券交易所时而基于法律规定进行监管,时而基于自律性规则进行监管,即使证券交易所本身也往往无法明确其行使监管职责究竟是基于法律规定、证监会授权,还是在进行自律监管。为保证整个证券市场运行的效率,合理地控制资本市场风险,交易所往往不得不在各种身份之间转换。然而,从行使公权力的主体,到自律性的私法主体之间,存在着明显的鸿沟,其职责、权限与责任确定标准往往差异极大。不能明确交易所的权力来源,往往就不能确定各种干预手段之间的限度。

(二) 登记结算公司涉诉的主要纠纷和原因

我国金融市场实施统一登记与统一结算原则,登记结算机构自其参与金融市场开始,便与市场参与者确立了稳定的业务关系。在经营过程中,难免与各种类型的市场主体之间产生纠纷。

1. 登记结算机构涉诉的主要纠纷

从目前受理案件情况上看,中国证券登记结算公司涉诉案件主要发生在国债回购纠纷领域。此类案件起因于2004年前后,一批证券公司在期间证券市场深度调整的背景下积累了大量的经营风险,挪用客户债权从事回购交易等不规范行为集中爆发,产生了大量的诉讼纠纷,针对证券登记结算机构的案件近90余起。^⑨ 原告的诉讼理由大致有三个方面:

(1) 在投资者未对国债的质押、转让进行授权的情况下,证券登记结算机构按照其操作流程,自行办理质押登记或进行非交易过户,投资者认为其权益受到侵害。例如,投资者与证券公司签订委托国债投资管理合同。在后来的操作过程中,由于在国债回购业务中出现欠库情形时,登记结算公司对证券公司席位下已办理回购登记账户中属于投资者的国债办理非交易过户,以弥补证券公司的欠库差额。^⑩

在另一个案例中,投资者与证券公司签订了含有固定投资年收益率

^⑨ 徐明、卢文道:“证券交易所业务规则法律效力与司法审查”,载《证券法苑》(第2卷),第261页以下。

^⑩ 参见(2004)沪一中民三(商)初字第127号;(2007)沪一中民三(商)初字第70号。

的国债委托管理合同。在合同履行过程中,证券公司因违规经营而被撤销,其结算席位上的标准证券已不足以担保其已经发生的融资额度,导致欠库。证券登记结算公司为履行中央担保交收清算职能,而将证券公司结算席位全部标准证券包括投资者购买的国债实施非交易过户。^①

(2) 证券登记结算机构在清算交收过程中,冻结投资者的国债,或者被质押,投资者认为其权益受到侵害。例如,投资者在证券公司开设证券账户,进行国债交易。因证券公司在进行国债回购业务中发生交收违约,形成对登记结算公司的国债欠库,登记结算公司冻结了属于投资者的证券账户内的国债,并办理了质押转移手续。^②

(3) 原告认为证券登记结算机构应当明知国债属于投资者,但未尽监管、审核义务,却违规对个人账户进行回购登记、办理回购业务,导致证券公司挪用国债。例如,投资者购入大量法人股,由于当时法人股的交易受到限制,原告在购买上述法人股后很长时间没有关心其账户情况。在政策允许法人股流通后,投资者称在其不知情的情况下,其账户上的法人股已全部被证券登记结算机构以“非交易变动”方式进行了变动。^③

在另一个案例中,投资者在证券公司开立了账户,并进行国债交易。在交易过程中,证券公司严重违法违规经营,引发巨大经营风险,在未经原告授权的情况下,擅自将投资者账户上的国债予以回购登记,又因为该证券公司整个交易席位无法偿还融资而发生欠库,直接导致该席位所托管的证券包括原告购买的国债被中登公司质押转移。^④

2. 登记结算机构涉诉的主要原因

通过上述分析可以看出,登记结算机构从其产生至今,在整个运营过程中不乏集中遭遇诉讼的情况。这一方面反映出证券登记结算公司在资本市场的运行过程中涉及大量投资者利益,另一方面也说明了新的证券交易中介绍组织往往会更多地遇到法律与规则不清晰与不明确的情况。分析产生这些问题的原因,主要有以下几个方面:

① 参见(2004)沪一中民三(商)初字第246号。

② 参见(2005)沪一中民三(商)初字第354号。

③ 参见(2008)沪一中民三(商)初字第50号。

④ 参见(2008)沪一中民三(商)初字第61号。

(1) 登记结算机构与证券交易所的关系不明确。从登记结算机构的产生历程上分析,它往往是交易所的附属。至今,在期货领域,国内期货交易所依然是以独立部门的形式实施登记结算功能。目前,金融市场上的绝大多数交易往往是以无纸化方式进行,无论是权利的获得,还是权利的变动,都有赖于中介机构进行记载和变更。

证券登记结算机构之所以逐渐从证券交易所独立出来,其中的大背景即在于资本市场在近些年来的飞速扩张。一方面,资本市场的发展导致登记结算业务越来越多,需要规模化经营,独立的登记结算机构有利于提高经营效率。另一方面,市场交易规模的扩大也意味着登记结算风险增加,将登记结算机构设在交易所内部不利于分散经营风险。出于上述考虑,成熟资本市场的金融交易所往往将登记结算机构以单独承担责任的公司形式独立出来。

同时,金融监管是一个系统化的结构。上海证券交易所与深圳证券交易所虽然是中国证券登记结算公司的股东,但是中登公司的运营实际上受证监会的影响更大。中登公司的这一结构偏离了普通公司的治理模式,同时也使得证券交易所对登记结算部门的协同管理落空。目前,涉诉的众多案件往往将证券交易所与登记结算公司列为共同被告,在一定程度上也反映了资本市场实际运营中投资者对登记结算机构与证券交易所协同关系的认同。

(2) 作为独立私法主体的性质有待澄清。不同于具有一定程度公法性质的证券交易所,证券登记结算机构是从事特殊业务,承担有限责任的独立公司。中登公司的运营活动与治理结构除法律法规、部门规章的特殊规定之外,应该符合一般商业公司的特征。虽然中登公司在运营过程中受到金融监管机构的影响,但是其私法主体的性质并未从根本上改变。中登公司在其业务范围之内,按照章程规定实施自律管理。在享有权利与承担义务方面,与普通公司并无不同。

(3) 在多大程度上具有监管权力尚待研究。证券登记结算公司作为私法主体的性质决定了,中登公司通常并不具有监管市场的权力。但是,也并不排除在特殊情况下,中登公司可能具有一定的监管职能。一是相关法律法规或者部门规章授权,或者证券监管机关授权证券登记结算机构在一定情况下履行监管职责,此时,中登公司实施的是公法

上的行政行为。二是中登公司在根据其自律性的业务规则,在与市场主体签订协议时,保留了在一定情况下,在一定限度内实施市场监督的可能。三是基于证券交易所的授权,可能对证券市场实施一部分本属于交易所自律监管范畴之内的监管行为,或者为证券交易所的监管提供协同服务。虽然有上述三种可能的存在,但是需要注意的是,证券登记结算机构往往从事的是具有明显技术性和专业性的业务,并不是适合履行全天候金融市场监管职责的合适主体。

三、涉及证券交易所和登记结算公司案件处理原则和思路

如上文所述,承担组织证券市场的证券交易所,与从事登记结算业务的登记结算公司,在其运营过程中,难免与市场主体产生利益的冲突,乃至发生法律诉讼。投资者在发生损失之后,动辄便将证券交易所与登记结算公司列为被告,不仅表明利益对抗不可避免,同时也说明目前制度并未对证券交易所和登记结算公司划定明确的职责范围。投资者对证券交易所与登记结算公司的了解依然十分有限,即使是专业人士也很难对两者承担责任的原因、方式与标准进行明确的界定。在中国资本市场法治不断完善的同时,证券交易所与登记结算公司本身的可归责性问题并未得到有效地解决。为此,有必要展开论述涉及证券交易所和登记结算公司案件的处理原则和思路,以便为今后的司法审判工作指明方向,同时也为投资者维护自身合法权益提供明确的参照。

(一) 涉及证券交易所案件处理原则与思路

证券交易所是提供证券集中竞价交易场所的不以营利为目的的法人。这就决定了证券交易所不仅要为证券市场主体(包括投资者、证券公司)提供开展证券交易活动的场所,而且要确保证券市场主体的交易行为符合证券法和证券交易所会员章程的规定,确保证券交易所会员进行的证券交易活动既繁荣、活络,又公平、有序。^⑮ 然而,证券交

^⑮ 刘俊海等:“证券交易所自律监管地位比较研究”,深圳证券交易所第一期法律课题研究报告。参见 www.szse.cn, 2010年10月6日访问。

易所在履行监管职责的同时,也受到司法权力的制约。证券交易所的监管行为必须相应符合法律法规、部门规章等设定的基本框架,同时也必须符合作为自律监管主体的行为规则。

1. 证券交易所的监管行为的性质

根据证券交易所管理规定的规定,中国的证券交易所主要行使以下职权:(1)提供证券交易的场所和设施;(2)制定证券交易所的业务规则;(3)接受上市申请、安排证券上市;(4)组织、监督证券交易;(5)对会员进行监管;(6)对上市公司进行监管;(7)设立证券登记结算机构;(8)管理和公布市场信息;(9)证监会许可的其他职能。上述规定,虽然确定了证券交易所可能行使的职权内容,但是并无法明确交易所履行各类职权的合法性来源。

总体而言,证券交易所监管资本市场的权力主要来源于两个方面:一是自律监管,二是行政监管。对两者进行区分的价值在于,交易所行使不同层次的监管权将对资本市场不同层面的参与主体产生影响,同时,在可诉性与责任判断标准方面也有不同。

(1) 自律监管

所谓自律监管,是指监管机构通过章程、准则、细则,对证券市场活动进行自我监管。资本市场自律监管的主体包括三个层次:一是证券市场的组织者,如证券交易所;二是由资本市场交易参与者组成的协会组织;三是为资本市场提供专业服务的全体,如会计师协会等。在资本市场自律监管的三个层次中,又以证券交易所的自律监管最为重要。证券公司如果想进入由证券交易所构建的资本市场进行交易,必须遵守相应的自律性规则;会计师事务所所在证券市场上提供的专业化服务也必须符合交易所设定的基本模式。

就证券交易所自律规则而言,囊括了上市协议、上市规则、交易规则、证券交易所章程等自治文件。^① 这些自律性规则的特点在于,它并不是以国家的强制力为后盾,而是在平等自愿的基础上确立起来的行为准则。自律性规则一方面为证券交易所干预和监管证券市场提供了

^① 刘俊海等:“证券交易所自律监管地位比较研究”,深圳证券交易所第一期法律课题研究报告。参见 www.szse.cn, 2010年10月6日访问。

制度基础,另一方面又通过明晰的规定,确定了证券交易所监管行为的内容、方式与程序。通过上述方式,自律性规则既保证了证券交易所行使职权具有一定的可预见性,又保证了证券交易所违反相关规则时的可归责性。在赋予交易所监管证券市场权限的同时,限制了交易所滥用自律监管的可能。

(2) 行政监管

所谓行政监管,是指监管机构根据法律法规、部门规章或者行政监管机关的授权,在一定程度上和一定范围内履行监管职责。国际证监会组织就认为,作为授权的前提条件,立法者或者政府监管者应当要求自律组织满足以下要求:①有能力贯彻有关法律、规章和自律规则的宗旨,并确保自身的会员和相关当事人遵守这些法律、规章和自律规则;②以平等、一以贯之的态度对待所有会员和会员资格的申请者;③制定旨在设定会员行为准则、保护投资者的规则;④将自己制定的上述规则提交政府监管者审核或者批准,直到监管者认为妥当,并且确保自律组织规则与政府监管者确立的公共政策目标方向一致;⑤在案件调查与法律、规章的适用方面,政府监管者和其他自律组织紧密合作;⑥执行自身制定的自律规则,并对违反者予以必要制裁;⑦在遴选董事和高级管理人员方面应当确保人员的代表性;⑧避免制定导致不正当竞争的规则;⑨避免运用监督职权允许任何市场参与者在市场中谋取不当利益。^⑩

我国证券交易所履行行政监管职责的授权主要来源于证券法、证券交易所管理条例的相关规定。这些授权性规定,有的是关于证券交易所处置权的规定,一般仅涉及证券活动事务的管理,例如,证券交易所的授予会员资格,允许使用席位,接受上市申请,组织证券交易,公布上市公司年度报告等;有的是关于交易所处罚权的规定,一般涉及证券交易所可以采取的具体处分(罚)措施,例如予以警告、批评、处以罚款、取消会籍、暂停或终止上市等。

(3) 自律监管与行政监管之比较

^⑩ Objectives and Principles of Securities Regulation, <http://www.iosco.org/>, 2010年10月6日访问。

自律监管与行政监管不仅具有不同的权力来源特征,在证券交易所履行监管职责的过程中,也发挥着不同的作用。

一是成本与效率不同。证券市场的特殊性、复杂性、变动不居性决定了政府要保持对证券市场进行有效、公正、法治监管,必须投入为数可观的人力物力资源,包括一大批品德操守、专业知识、监管经验过硬的专门人才。^⑩为降低金融监管机构监督资本市场的成本,证券交易所往往被赋予监督市场的行政职权。但是,必须看到这仅仅是将监管成本转嫁给了证券交易所,并未从根本上降低监管成本。同时,在制定相关行政授权文件(法律法规、政府规章等)的过程中,规则的制定者垄断了裁量空间,作为资本市场主要参与者的证券公司、会计师等组织并不能有效发挥作用。由于证券市场参与者加入了自律性规则的制定过程,有利于相关利益群体及时准确遵守上述规则,降低执行成本。

二是针对的范围不同。立法者制定规则往往只能以目前的经验为参照体系,历史经验对监管资本市场虽然具有一定价值,但是必须同时面对今后无限复杂的市场走势与交易状况,规范一旦制定出来往往就已经落后于证券市场的现实需要。此外,行政授权的做出往往需要经历复杂的立法或者行政程序,难以保证在市场发生变动亟待监管力量介入时,证券交易所可以在最佳时机获得监管授权。因此,行政监管无法为全天候的资本市场监管提供充分的制度性保障。相对而言,自律监管往往是证券交易所与资本市场参与者相互协商的结果。与行政监管比较,自律性监管更具有弹性特征。同时,也能够通过召开紧急会议等方式,对特殊市场状况制定出有针对性的监管措施。此外,“证券交易所可以要求市场参与者遵守商业伦理规范,而政府监管者只能要求市场参与者守法行事,而不能期待市场参与者遵守商业伦理规范”。^⑪

三是惩罚与执行力不同。资本市场行为准则的有效执行依赖于强有力的惩戒措施。任何施加于资本市场参与者身上的行为准则,都可能限制市场主体谋取特定情况下的商业利润。因此,受约束者并不具

^⑩ 刘俊海等:“证券交易所自律监管地位比较研究”,深圳证券交易所第一期法律课题研究报告。参见 www.szse.cn,2010年10月6日访问。

^⑪ Objectives and Principles of Securities Regulation, <http://www.iosco.org/>,2010年10月6日访问。

有主动实施规则的动力。此外,一些证券交易所为了吸引更多上市公司前来挂牌上市、留住大牌券商,有可能对违反自律规范的证券市场参与者姑息纵容,心慈手软。证券交易所之间为此开展恶性竞争,还有可能竞相采取放任主义态度,从而出现“向最低点竞争”(race to the bottom)的现象。^②相对而言,行政监管以国家强制力为后盾,往往规定了明确的构成要件以及惩罚性的法律后果,对在资本市场进行交易的各方利益主体,更具有威慑性,同时也提高了行政监管本身的执行力。

2. 证券交易所监管行为的诉讼风险

资本市场的有效、稳定运行有赖于强有力的监管机构与适当的监管措施。如上文所述,证券交易所不仅仅是证券市场的组织者,同时也是证券市场的利益群体之一。不同交易所之间存在争夺上市公司与证券中介机构的问题。如果没有相关的制度性约束很难保证证券交易所会充分履行其监督市场的职责。同时,证券交易所也可能滥用其监管权力,为交易所自身或者工作人员谋取利益。为此,有必要引入司法机构对证券交易所的监管行为进行事后的审查。

(1) 自律监管

证券交易所作为资本市场的架构者,与市场交易主体具有普遍的联系。自律监管经济分析的本质在于,证券交易所通过与各类市场交易主体缔结基本的合同关系,如章程、准则、细则等,在此类合同中,交易所承担组织市场的职责,同时,为保证资本市场的公平、公正与公开,市场交易的参与者也将原属于其自身的权利赋予证券交易所,由交易所根据市场运行情况统一实施。

一方面,通过这些基本的规则与秩序,证券市场的参与者仅需要遵循交易所颁布的基本规则便可以与市场上的其他交易主体,在短时间内完成交易,从而提高了市场效率。另一方面,交易所基于市场主体的授权,采取各类监管措施,有利于保护市场交易的公平,从而推动资本市场的稳定发展。

上述分析表明,证券交易所管理证券市场,监督各类交易主体的权

^② 刘俊海等:“证券交易所自律监管地位比较研究”,深圳证券交易所第一期法律课题研究报告。参见 www.szse.cn,2010年10月6日访问。

力实际上源于监管对象的授权。在具体实施过程中,证券交易所必须在授权范围内履行其职责。任何超于市场主体监管授权之外的自律性监管行为,本质上均已经超越了自律性的范畴,如果没有相应的行政监管权为后盾,则已经构成实质意义上的侵权。

此外,自律监管的诉讼风险不仅包括证券交易所积极的作为,也包括证券交易所不履行或者不恰当履行监管职责的情况。例如,当投资者以证券交易所违反具有自律性规则性质的《权证管理暂行办法》,未有效审查信息披露提起诉讼时,法院需要判断的便是证券交易所是否因违反自律监管规则而需要承担责任。

(2) 行政监管

如上文所述,证券交易所行政监管权力主要来源于行政授权和行政委托。通过行政授权,法律、法规将某项或某一方面的金融监管行政职权的一部分或全部,通过法定方式授予证券交易所行使。证券法、证券交易所管理办法中有关证券交易所履行监管职责的相应条款属于此类。同时,行政机关也可以将其职权的一部分,依法委托给证券交易所行使。根据《行政处罚法》的规定,受委托组织必须符合以下条件:①依法成立的管理公共事务的事业组织;②具有熟悉有关法律、法规、规章和业务的工作人员;③对违法行为需要进行技术检查或者技术鉴定的,应当有条件组织进行相应的技术检查或者技术鉴定。证券交易所作为不以营利为目的、自律管理的事业单位法人,具有熟悉相关法律法规规范的工作人员,也能够满足监督金融市场的技术性要求,往往成为金融监管机构委托监管职责的对象。例如,早在证券法将股票和公司债券上市审核权授予证券交易所前,证监会便已经委托交易所依法做出暂停上市、恢复上市和终止上市的决定。^④

证券交易所——无论是根据行政授权,还是基于行政委托——履行监管时,其行政性监管行为都可能对证券市场的交易主体产生影响。为限制行政权力的扩张,防范行政权力的滥用,法律赋予了行政相对人通过行政复议、诉讼等多种法律手段,维护自身合法权益。

^④ 张育军:“认真贯彻证券法 全面推进深交所各项工作”,参见网页 <http://www.szse.cn/main/aboutus/bsyw/200601048093.shtml>,2010年10月6日访问。

3. 证券交易所监管责任的判断标准

由于证券交易所在履行其职责的过程中,难免与资本市场上的各种利益群体发生冲突,因此,不可避免地要面对诉讼风险。对于法院而言,在审理涉证券交易所案件的过程中,有必要分清证券交易所监管行为的不同权力来源,对于自律监管而言,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;对于交易所因获得行政授权或者行政机构行政委托而履行监管职责的案件,则应以行政责任为考察重点。

(1) 民事责任

证券交易所自律监管权力来源于资本市场交易主体对自身权力的让渡。具体而言,交易所通过章程、办法、规则、指南等形式,对其监督市场的职权、范围以及程序进行一般性的规定,当市场交易主体违反上述规定,或者当市场出现特定状况时,证券交易所可以基于自律性措施实施监管。交易所主要职责在于为证券的集中和有组织的交易提供场所、设施,往往不与资本市场中的商业主体建立合同关系,因此,其可能的法律责任主要集中在自律性监管侵犯市场主体权利的情况。

我国侵权责任法构建的民事责任体系主要包括三个方面:过错责任、严格责任与公平责任。严格责任与公平责任由法律条款列举性地加以规定,其中并没有规定证券交易所侵权的类型。因此,证券交易所的民事责任主要属于过错责任一般条款的考察范围。侵权责任法第6条第1款规定,行为人因过错侵害他人民事权益,应当承担侵权责任。虽然,我国法学界在侵权行为一般条款构成要件上有不同见解,但是过错作为大多数侵权责任构成要件的地位或者说过错责任原则并没有动摇。

过错即包括故意也包括过失。如果严格从侵权责任法一般条款的角度出发,则证券交易所无论是因为故意还是因为过失侵害他人民事权益,均应当承担侵权责任。然而,这样一个宽泛的交易所民事责任构成要件显然涵盖过于宽泛。各国均不同程度的建立限制交易所民事责任的制度。以美国为例,原告只有在证明交易所主观上存在欺诈或者恶意时,交易所才可能承担侵权责任。同时,原告必须证明默示民事诉权符合国会的立法意图。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,极大地压缩了默示民事诉权的生存空间。^② 将一般性过错要件限制在故意层面的合理性在于,证券交易所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。^③

在司法实践中,我国法院一般对证券交易所的监管行为采取审慎介入的立场。例如,在一起权证案件中,原告认为,被告上交所核准券商超量创设权证亦是造成原告交易损失的直接原因。对此,法院经审理后支出,证券交易所作为证券市场的一线监管者行使监管职能,必然会对相对人和社会产生一定的影响和效应。创设权证制度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。鉴于这项制度仍处于探索阶段,故在创设程序、创设品种、创设数量等方面尚无规范可循,在具体实施时创设人可以根据发行权证的具体情况自由决定实施方案,交易所仅对其资格和上市程序进行审查。对于创设权证的具体规模,业务规则本身亦无限制。虽然涉案认沽权证的创设量远远超出了最初的发行量,但权证管理办法对此并无禁止性规定,而创设量的多少也无客观参照标准,只能根据具体权证产品的交易情况和特点予以确定适当的数量,以达到供求平衡。原告在认沽权证交易中的损失,虽与券商创设权证增加供给量存在关联,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偿权证交易差价损失和可得利益损失,没有法律依据,法院对于原告的赔偿请求不予支持。^④

(2) 行政责任

《行政诉讼法》第2条规定,公民、法人或者其他组织认为行政机关

^② 卢文道:“美国法院介入证券交易所自律管理之政策脉络”,载《证券市场导报》2007年第7期。

^③ 卢文道:“美国法院介入证券交易所自律管理之政策脉络”,载《证券市场导报》2007年第7期。

^④ 参见(2008)沪一中民三(商)初字第68号。

和行政机关工作人员的具体行政行为侵犯其合法权益,有权依照本法向人民法院提起诉讼。据此,行政诉讼的对象原则上仅限于行政机关和行政机关工作人员的具体行政行为。然而,显然这一规定显然过于狭窄,难以涵盖行政授权与行政委托时,非行政机关行使行政权的情况。为此,最高人民法院扩张了行政诉讼法适用主体的范围,在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1条中将“具有国家行政职权的机关和组织及其工作人员的行政行为”被纳入行政诉讼的受案范围。这在事实上扩大了可诉行政主体的范围,也就是说,可诉行政行为的主体不仅包括行政机关和法律、法规授权的组织,而且包括大量的具有国家行政职权但不具有公法人资格的非政府组织和机构。因此,对于可诉行政主体来说,重要的不在于其组织形式,而在于其是否具有国家行政管理职能,在于其是否可以以自己名义独立行使国家行政管理职权并承担相应的法律责任。^⑤

我国《行政诉讼法》第25条第4款规定:“由法律、法规授权的组织所作的具体行政行为,该组织是被告。”因此,当证券交易所根据法律、法规的授权行使管理权力时,行政法对此进行调整,证券交易所要承担行政法上的责任。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20条第3款规定,法律、法规或者规章授权行使行政职权的行政机关内设机构、派出机构或者其他组织,超出法定授权范围实施行政行为,当事人不服提起诉讼的,应当以实施该行为的机构或者组织为被告。该规定将“法律、法规”的授权扩大到“规章”的授权,无疑大大增加了证券交易所作为被告的可能性。《行政诉讼法》第25条同时还规定:“由行政机关委托的组织所作的具体行政行为,委托的行政机关是被告”。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条规定,行政机关在没有法律、法规或者规章规定的情况下,授权其内设机构、派出机构或者其他组织行使行政职权的,应当视为委托。当事人不服提起诉讼的,应当以该行政机关为被告。可见,在受委托行使行政职权的情形下,其行为的行政法责任

^⑤ 江必新:“正确把握行政诉讼受案范围”,载《人民法院报》2000年4月27日第3版。

由委托机关承担,证券交易所不是被告。^④

《行政诉讼法》第52条规定,“人民法院经过审理,根据不同情况,分别作出以下判决:①具体行政行为证据确凿,适用法律、法规正确,符合法定程序的,判决维持。②具体行政行为主要证据不足、适用法律法规错误、违反法定程序、超越职权或者滥用职权的判决撤销或者部分撤销,并可以判决被告重新作出具体行政行为。③被告不履行或者拖延履行法定职责的,判决其在一定期限内履行。④行政处罚显失公正的,可以判决变更。”根据上述规定,法院在审理涉及证券交易所行政诉讼的案件中,可以根据不同情况对证券交易所做出的具体行政行为予以维持、撤销、变更,也可以要求证券交易所履行职责,乃至重新作出具体行政行为。

然而,证券交易所是履行部分日常监管职责的主体,如果放任投资者针对交易所提起行政诉讼,则可能严重影响交易所的日常运作。《行政诉讼法》第37条虽然规定了,对属于人民法院受案范围的行政案件,公民、法人或者其他组织可以先向上一级行政机关或者法律、法规规定的行政机关申请复议,对复议不服的,再向人民法院提起诉讼;也可以直接向人民法院提起诉讼。但同时也规定了,法律、法规规定应当先向行政机关申请复议,对复议不服再向人民法院提起诉讼的,依照法律、法规的规定。

需要注意的是,中国证券市场规模日益膨胀,随着各种证券品种的推出,专业性也越来越强,与证券交易所和证券监管部门相比,法院在判断证券监管时机与方法上并不具有优势。如果将通过行政诉讼方式审查交易所行政监管的闸门打开,则可能严重干扰证券交易所监管市场的积极性和主动性,为此,司法介入必须保持谨慎和限度。在2005年之前的一段时间内,因为交易所行使职权而引发的行政和民事诉讼时有发生,为了应诉上交所和深交所付出了不少时间和精力并且在—

^④ 吴志攀等:《证券交易所处理权问题研究》,上证联合研究计划课题报告,第38页,参见 www.szse.cn/UpFiles/Attach/1903/2005/04/28/14053_48750.doc,2010年10月6日访问。

定程度上牵制和影响了两所一线监管的实施。^②为此,有必要在行政诉讼法现有回旋空间的基础上,我国可以参考借鉴美国的做法,建立证监会对交易所自律管理行为的复议程序,将行政复议作为法院受理涉证券交易所行政监管具体行政行为的前提条件。

(二) 涉及登记结算公司案件助理原则与思路

不同于证券交易所,登记结算机构并不直接涉及资本市场的组织。登记结算公司的基本业务是从事股票、债券、证券投资基金份额等证券及证券衍生品种(以下统称证券)的登记结算,为证券交易提供集中登记、存管与结算服务。随着,登记结算公司逐渐独立于证券交易所的治理结构,登记结算公司作为资本市场监管者的功能逐渐弱化,其存在的目的主要在于保护投资者的合法权益,维护证券登记结算秩序,防范证券登记结算风险,保障证券市场安全高效运行。法院在审理涉及证券登记结算公司案件的过程中,必须充分考虑到登记结算机构性质的转变。

1. 登记结算公司的业务与监管行为的性质

证券登记结算公司从事业务具有特殊性和专业化的特定,往往不为投资者所了解。司法实践中,涉及证券登记结算公司的案件均或多或少地存在对中登公司业务性质误读的问题。因此,有必要首先对证券登记结算公司的业务性质进行介绍,随后再分析其监管行为的性质。

(1) 业务性质

登记结算结构主要从事两种类型的业务:登记与托管。登记涉及的是记录所有权的归属和转移。其功能类似于不动产登记部门。托管的关系则比较复杂。我国证券业界习惯上将证券登记结算机构与证券公司关系称为存管,以区别于证券公司与投资者之间的托管。^③《证券登记结算管理办法》第34条规定,“除法律、行政法规和中国证监会另有规定外,投资者应当委托证券公司托管其持有的证券,证券公司应当将其自有证券和所托管的客户证券交由证券登记结算机构存管。”

在实践操作中,中登公司只是负责所有投资者证券的集中登记,但

^② 苏江:“最高人民法院立案庭建议:建立交易所诉讼隔绝机制”,参见网页 <http://www.law-star.com/cacnew/200804/120015336.htm>,2010年10月6日访问。

^③ 郭雳、廖凡:“我国证券登记结算法律问题的进展与疑惑”,载《证券市场导报》2007年2月号,第57页。

并不直接同投资者建立托管契约关系、承担托管责任;投资者的证券是先托管在证券公司处,再由证券公司托管在中登公司处——为示区别,将后一层托管关系称为存管——中登公司只对证券公司承担托管责任。^⑨通过上述分析可以看出,事实上,托管与存管在性质上并无区别,只是涉及的层级和托管关系的主体不同而已。

(2) 监管行为性质

由于证券登记结算公司并不参与证券市场的组织,其运营具有明显的被动性特征,即只有在相关证券市场交易主体提出申请之后,才会对证券登记状况进行变更与托管。在此过程之中,除非有法律法规授权,证券登记监管机构原则上并不履行行政监管职责。证券登记结算活动应遵守法律、行政法规、中国证监会的规定以及证券登记结算机构依法制定的业务规则。同时,证券登记结算机构也不像证券交易所一样可以构成以会员为基础的自律监管机构。证券登记结算机构与证券公司之间的证券登记与存管等行为,以双方的民事合同关系为基础。因此,原则上,无论是投资者还是证券公司均不能以违反监管职能为由要求证券登记结算机构承担行政责任。

2. 登记结算公司的诉讼风险

中国证券登记结算公司本质上是私法上的法人。在整个运营过程中,中登公司以民事合同为纽带建立起各种权利义务关系。作为私法主体,登记结算机构具有其自身的利益。同时,中国证券登记结算市场完全由中登公司统一运营,在一定程度上可能导致市场竞争不充分。在通过市场竞争提高经济效率与通过专业化的公司统一经营保证市场稳定之间,立法者选择以后者为基础构架中国证券登记结算市场。

然而,必须注意的是,为保证中登公司履行其职责,一方面应通过不断的制度性建设,完善中国证券登记结算市场的运行机制,另一方面通过民事诉讼等渠道,运用司法的力量督促登记结算机构履行合同确定的登记结算义务。与证券交易所相比,登记结算机构主要面对的是来自合同相对方的民事诉讼风险。

^⑨ 郭雳、廖凡:“我国证券登记结算法律问题的进展与疑惑”,载《证券市场导报》2007年2月号,第58页。

3. 登记结算公司责任判断标准

(1) 合同责任

登记机构与证券登记申请人(包括证券发行人、证券持有人、证券公司或登记机构认可的其他机构)之间存在以《证券登记服务协议》为表现形式的合同关系。^⑩ 根据《证券登记结算管理办法》第26条的规定,“证券登记结算机构应当制定并公布证券登记及服务协议的范本。证券登记结算机构与委托其办理证券登记业务的证券发行人签订证券登记及服务协议,明确双方的权利义务。”据此,当证券登记结算机构与证券登记申请人之间发生法律纠纷时,应该以证券登记及服务协议为标准确定双方的合同责任分担。

《证券登记结算管理办法》第29条规定,“证券在证券交易所上市交易的,证券登记结算机构应当根据证券交易的交收结果办理证券持有人名册的变更登记。证券以协议转让、继承、捐赠、强制执行、行政划拨等方式转让的,证券登记结算机构根据业务规则变更相关证券账户的余额,并相应办理证券持有人名册的变更登记。”在此过程之中,证券登记结算机构的义务主要规定在《证券登记结算管理办法》第30条,即证券登记结算机构应当保证证券持有人名册和登记过户记录真实、准确、完整,不得隐匿、伪造或者毁损。然而,该条并没有明确,如果他人伪造登记过户文件,证券登记结算机构仅根据一般性的判断即据此进行法人转让的登记过户操作时,应否对受损害的投资者承担赔偿责任。在司法实务中,法院一般认为,“根据业务规则的要求,被告作为证券登记机构,对法人股的协议转让登记过户仅负有形式审查义务,并不直接审查协议的实质内容。涉案法人股转让的协议经过公证机关公证,已排除了被告对转让协议的实质审查义务,包括对其在转让协议上使用的印鉴真实性进行审查。只要原告提交的过户手续上的印鉴与公证的转让协议书上的印鉴一致,被告即已完成形式审查义务。至于印鉴是否真实、是否由他人盗用、协议内容是否符合协议双方的真实意

^⑩ 马其家等:“证券登记结算领域的基本法律关系”,参见中国证券登记结算有限责任公司网站 www.chinaclear.cn,2010年10月6日访问。

思等实质内容,不属于登记过户时被告必须审查的范围。”^①

(2) 侵权责任

如前文所述,我国证券结算体系实行双层结构。在结算过程中,证券登记结算机构与证券公司直接发生业务关系。根据证券公司的指示进行影响操作;证券公司与投资者之间则构成另一层次的关系,证券公司的上述指示应基于投资者的命令而做出。在整个双层结构中,证券登记结算机构并不与投资者发生直接的业务联系,即不存在合同关系。法院也认为,“根据证券法以及现行的交易规则和登记结算制度,上海证券交易所国债交易实行二级托管和二次结算制,即客户购买的国债托管在证券公司,证券公司负有妥善保管责任,而证券公司所托管的客户国债,则统一托管登记在被告中证登记结算公司;被告中证登记结算公司仅与作为结算参与人的证券公司进行结算,证券公司再与指定交易的客户进行结算。国债质押回购交易则是一种将一定时间的资金使用作为交易标的、将融资证券公司结算席位登记回购的国债折合成标准券作为担保品的可融资行为,在交易制度和流程上同样实行二级托管和二次结算。被告中证登记结算公司系整个证券市场集中统一的服务机构,依法履行登记、存管、结算以及中央担保交收等法定职能。”^②上述两种法律关系间虽然存在一定联系但又彼此独立,投资者与证券公司间的法律关系是否有效并不必然影响证券公司与证券登记结算机构之间法律关系的效力。^③

在实践操作过程中,证券登记结算是整个市场的中央交易对手。一旦结算参与人发生证券交收违约时,根据《证券登记结算管理办法》第65条的规定,“证券登记结算机构可以动用下列证券,完成与对手方结算参与人的证券交收:①违约结算参与人提交的用以冲抵的相同证券;②委托证券公司以专用清偿账户中的资金买入的相同证券;③其他来源的相同证券。在实践操作中,证券登记结算机构可以按照其操作流程,将结算参与人(证券公司)账户内的相同证券办理质押登

^① 参见(2008)沪一中民三(商)初字第50号。

^② 参见(2004)沪一中民三(商)初字第246号。

^③ 参见(2007)沪一中民三(商)初字第70号。

记或进行非交易过户。”在一起涉及国债的案件中,证券公司在未经原告授权的情况下,擅自将投资者账户上的国债予以回购登记,同时证券公司整个交易席位发生欠库,证券登记结算机构直接将该席位所托管的证券包括原告的购买的国债被中登公司质押转移。在审理过程中,法院认为,根据中国证券登记结算有限责任公司于2004年4月27日经证监会批准发布实施的《关于加强债券回购业务结算风险管理的通知》中“结算参与机构已做回购登记或托管用于回购的债券,作为其偿还到期购回款的质押券。结算参与机构未能按时履行资金交收义务,本公司有权根据相关规则对质押券进行处分”的规定,当证券公司未能按时履行资金交收义务时,证券登记结算机构有权根据业务规则对国债质押券转移占有并处置。因此,证券登记结算机构不存在侵占原告国债的行为,原告要求中国证券登记结算公司停止侵权,返还其国债的诉请,不予支持。^④

四、问题与建议

现行法律框架虽然构建起了证券交易所和证券登记结算机构法律责任的基本规则,但是在实践中依然存在很大的制度性困境。其中最突出的问题在于,法院究竟应该在多大程度上介入证券交易所的日常监管行为。如果严格从法律规定出发,无论是自律监管还是行政监管,证券交易所都面临着与其行为性质不相匹配的诉讼风险。

一方面,必须承认不受约束的金融监管往往容易滋生权力滥用和权力寻租。证券交易所作为资本市场的主要组织者,担负着监督市场运营的重任。证券交易所对证券市场的监管程度与监管质量,将直接影响市场的运行情况。证券市场交易主体受利益驱使,往往以追求自身利益最大化为目标,并不会顾及其交易行为可能对整个证券市场造成多大的负面影响。利益主体可以通过贿赂证券市场的守门人降低被监管机构捕获的风险,获取高额利润。证券交易所也可以通过放松监

^④ 参见(2008)沪一中民三(商)初字第16号。

管吸引更多的投资机构。为了对监管者进行监管,司法审查不可或缺。

另一方面,资本市场本身具有复杂性和不可预见性的特征。证券交易所并不能直接获得所有重要市场信息,也无法获得特定情况下,市场交易主体的所有相关数据,信息不对称性的存在加大了证券交易所做出监管决策的难度。同时,证券交易所虽然可以获得资本市场交易的基础数据,但是并不能预见它所采取的监管行为是否及时和有效。

因此,司法虽然有必要介入证券交易所的监管行为,但是同时也必须看到证券交易所监管决策的复杂性。过度介入将严重打击证券交易所监管市场的积极性,导致监管过份,从而更大程度的影响资本市场的健康、稳定发展。

此外,行为法律经济学的研究表明,行为主体在做出决策时往往过于自信,证券交易所即使获得充分的信息也并不一定会做出最适宜的监管决策。同时,行为人往往受到后见之明的影响,即往往在事后会觉得当初做出的决策行为之所以效果不理想,事先完全可以轻而易举的预见到。法院在审查证券交易所金融监管行为时,也可能受到上述后见之明的影响,而忽略了做出最佳决策几乎并不可能。

上述分析表明,司法介入证券市场的监管应更加慎重,法院在进行实体性责任判断时,不仅要考虑到证券交易所做出合理监管决策的难度,同时也必须考虑自身事后进行审查可能存在的偏见。然而,现行法律并未对法院审理相关案件提供充分有效的借鉴和参考,法院必须灵活性地适用法律判决。今后,立法者有必要对证券交易所等自律性监管主体的民事责任和行政责任做出进一步的明确,或者通过特别性法律规定予以限制。