

# 证券自律组织 民事责任豁免研究

李志君 ◎ 著

中国社会科学出版社

2010年度教育部人文社会科学研究青年基金项目：

证券自律组织民事责任豁免研究（项目批准号：10YJC820063）最终研究成果

# 证券自律组织 民事责任豁免研究

李志君◎著

中国社会科学出版社

## 图书在版编目(CIP)数据

证券自律组织民事责任豁免研究 / 李志君著. —北京: 中国社会科学出版社, 2015. 3

ISBN 978 - 7 - 5161 - 5731 - 2

I. ①证… II. ①李… III. ①证券投资 - 民事诉讼 - 案例 - 美国  
IV. ①D971. 222. 8

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 053073 号



出版人 赵剑英  
责任编辑 任朝  
责任校对 李利  
责任印制 何艳

出版 中国社会科学出版社  
社址 北京鼓楼西大街甲 158 号  
邮编 100720  
网址 <http://www.csspw.cn>  
发行部 010 - 84083685  
门市部 010 - 84029450  
经销 新华书店及其他书店

印刷装订 北京市兴怀印刷厂  
版次 2015 年 3 月第 1 版  
印次 2015 年 3 月第 1 次印刷

开本 710 × 1000 1/16  
印张 17.5  
插页 2  
字数 296 千字  
定价 58.00 元

## 内容摘要

证券业自律组织（如证券交易所、证券业协会）在履行自律监管职责时，如果侵犯了被监管人的权利，从侵权责任构成的法理而言，应当承担侵权责任。但是，证券自律组织履行自律监管职责的需要、在国民经济中的地位以及可能面临的巨额赔偿诉讼决定了不能简单地将其归为普通侵权责任主体。从美国、我国香港地区的立法及司法实践来看，赋予了证券自律组织民事责任绝对豁免权，以保障其能全身心履行职责而无后顾之忧。

自律组织是否享有民事责任豁免权，是一项重大的制度安排，需要在会员利益、投资者利益与交易所履行自律监管职责之间做出平衡。赋予自律组织民事责任豁免权，虽然有利于保障自律监管职能的实施，但却是以损害会员和投资者的利益为代价，也不排除自律组织因为缺乏外在约束而恣意妄为、滥用权力，从而进一步损害相对人的利益。因此，如何加强对自律组织自律监管权力的外在控制与制约至关重要。反之，如果不赋予自律组织民事责任豁免权，当自律组织因某项监管措施失误引发大规模侵权诉讼时，将不堪重负，甚至有可能陷入破产境地。证券市场的特殊性决定了这种大规模侵权诉讼发生的可能性极大且造成的后果极其严重，如近期的 Facebook 案。在当前证券市场全球化的背景下，在交易所上市的公司来自不同国家，投资者也遍及全球，如果交易所被宣告破产，其对一国经济乃至全球经济带来的冲击力难以预料，其后果远远比任何跨国性知名大公司的破产都要严重得多。

我国证券市场的开放与国际化是必然趋势，在享受全球化带来的利益的同时，我们必须清醒地认识到可能伴随的巨大风险。事实上，近十几年，国内针对交易所的诉讼已发生多起。市场发展需要不断创新，而创新又必然伴随着不可控风险，同时，法治的推进和投资者法律意识的提高，使得未来的诉讼必然将呈现高发态势，自律组织将面临空前的责任承担压

力。如果不在自律组织民事责任制度设计上未雨绸缪,就无法为我国证券市场的良性健康发展提供保障。

本书结合国际证券市场的最新发展,在分析掌握大量最新一手外文资料的基础上对证券自律组织民事责任豁免问题进行研究。本书共分五章。

第一章:绝对豁免的法理分析。绝对豁免最早起源于普通法上法官的绝对豁免权,后来经司法判例的演化,逐步适用于证券自律组织。因此,本章对绝对豁免的历史演进进行梳理,通过考察法官、检察官、行使准司法职能的其他人员的绝对豁免,理解绝对豁免制度的法理根基和发展脉络,以正确适用自律组织的绝对豁免。同时,美国司法实践还依据主权豁免原理判决证券自律组织享有绝对豁免权,因此本章对主权豁免进行了梳理,从国际法和国内法两个视角考察了主权豁免,并重点分析了后者。本章最后分析了绝对豁免与主权豁免的关系。

第二章:有限豁免理论。有限豁免(qualified immunity)是相对于绝对豁免而言的概念。绝对豁免仅适用于特定的司法或准司法主体,对于大多数行政人员来说,他们只能主张有限豁免。有限豁免制度是民事责任豁免制度的重要组成部分,是考察证券自律组织民事责任豁免不能回避的内容。本章考察了有限豁免的历史,分析了有限豁免从主客观标准到客观标准的演变过程。从权利的特定性、法律渊源、法律间的冲突等角度对于“明确确认”(clearly established)的权利进行了界定。并着重分析了后Pearson时代有限豁免的宪法回避问题。最后,本章对检察官的有限豁免进行了梳理,以与第一章检察官的绝对豁免进行对比,更全面地理解检察官的民事责任豁免制度。

第三章:美国证券自律组织民事责任豁免的代表性案例及评析。本章分别选取与美国证券市场上重要的自律组织美国证券商协会(NASD)、纽约证券交易所(NYSE)、美国金融行业监管局(FINRA)有关的几个代表性案例,通过全文呈现而不是个别观点引用的方式,以期更全面地了解这些案例的背景和法官的审理思路。这些判例不仅涉及民事责任豁免的论证,还涉及管辖权、驳回起诉、上诉等程序问题的处理,能帮助我们程序从程序和实体两个角度更全面认识涉及自律组织豁免权案例。本章首先介绍了Austin Mun. Securities, Inc. v. National Ass'n of Securities Dealers, Inc.,该案例是美国历史上第一起涉及证券自律组织官员绝对豁免权的案例,对之后的类似案件具有极其重要的先例指导意义。第二个案例是In re NYSE

Specialists Securities Litigation, 该案的背景是 NYSE 专家系列违规案, 是美国证券史上有广泛影响力的案件, 对纽约证券交易所专家制度改革乃至治理结构改革都产生了重要影响。第三个案例是涉及 FINRA 的案件。FINRA 的成立是数十年来美国证券市场自律监管体系最为重要的一次变化, FINRA 的“强烈的”政府行为属性使得市场人士对其享有绝对豁免权的合理性产生广泛质疑。选取涉及 FINRA 的案例就是为了判断在 FINRA 成立后, 证券自律组织的民事责任豁免权是否发生变化。

第四章: 证券自律组织民事责任豁免的法理基础。本章首先选取不同时期的典型案例, 回顾了美国证券自律组织民事责任豁免的发展脉络, 总结了授予绝对豁免权的行为类型。对于证券自律组织是否是政府行为者直接涉及主权豁免的适用和民事责任的豁免的问题, 本章基于正当程序和政府行为的视角探讨了证券自律组织的性质, 通过不同时期的案例呈现, 明晰了法院对待自律组织由政府行为者向私人组织的属性的认识转变。FINRA 成立后, 其政府行为的属性问题更具困惑。通过梳理案例可见, 法院的判决体现了从准司法到准政府——从绝对豁免到主权豁免的认识转变, 然而由于对绝对豁免与主权豁免的法理理解不当, 导致实践中作为豁免权基础的法理依据存在逻辑上的混乱。理解美国证券自律组织民事责任豁免的法理基础不能基于大陆法系的形式逻辑推理, 应当采用实用主义法律观来解释。近期, Weissman、Facebook 案体现了法院在适用自律组织民事责任绝对豁免上的严格解释倾向, 未来自律组织民事责任豁免制度的发展趋势值得关注。本书认为, 自律组织豁免权仍有存在的必要, 但应进行必要的变革。

第五章: 我国证券自律组织民事责任豁免制度的构建。本章首先分析了我国证券自律组织民事责任制度的现状, 从立法和司法实践角度进行了阐释。目前, 法院对待起诉自律组织承担民事责任的案件基本上采取了不予支持的态度, 无论是基于程序上的不予受理还是基于实体上的驳回诉讼请求, 事实上都实现了自律组织不承担民事责任的效果。本书对这种结果基本持肯定态度, 但对实现该结果的过程和法律依据有不同看法。本书总体观点是证券自律组织应享有民事责任豁免权, 但该豁免权不是绝对的。应借鉴美国相对豁免的合理之处, 区分自律组织履行不同职责的人员, 赋予不同类型的豁免权。民事责任豁免权的构建不仅仅是实体法律问题, 还是程序法律问题, 应当借鉴美国民事诉讼的合理之处, 在涉及自律组织民事责任豁免权的程序法问题上做出调整。



## 导 言

证券业自律组织（如证券交易所、证券业协会）在履行自律监管职责时，能否因监管不当而被诉诸法院要求承担民事责任？例如，因上市公司虚假陈述、信息披露失实而使投资者遭受损失，投资者能否以交易所疏于监管为由要求其承担民事赔偿责任？当证券公司违规从事交易，进行市场操纵或内幕交易，因交易所未能及时发现并制止而给投资者带来损失，投资者能否要求交易所承担相应的民事赔偿责任？当自律组织未能有效监控证券公司或上市公司风险，甚至不当的予以推荐，一旦这些公司巨额亏损甚至破产时，投资者主张自律组织赔偿损失是否正当？当投资者认为交易所对某只股票采取的暂停交易、终止交易等措施不当对其带来损失时，能否要求交易所赔偿？当会员或其他主体认为自律组织对其的处罚措施不当，而给自己带来财产上的损失时，能否要求自律组织承担民事责任？诸如此类的问题说到底就是自律组织是否具有可诉性？

自律组织是否应因自律监管承担民事责任，是一项重大的制度安排，关乎自律组织的自律监管权力如何行使，关系到证券市场相关主体的切身利益，甚至决定着一国证券市场的发展前景。这是因为，如果要求自律组织承担民事责任，虽然能有效地约束自律组织权力的行使，但也可能因某项监管不到位引发大规模的集团诉讼。如美国安然、世通公司财务欺诈案，投资者损失惨重，如果都诉诸交易所承担民事责任，交易所恐怕不堪重负，甚至走上破产的边缘。交易所破产将直接危害国民经济的安全，其后果更是不堪设想。如果赋予自律组织民事责任豁免权，虽然能够避免上述危机的发生，

但如何约束自律组织谨慎行使自律监管权力不无疑问。如果自律组织疏于监管或滥用监管权力,市场主体的利益如何保障也是必须面对的问题。尤其是随着交易所非互助化进程的推进,自律组织的民事责任豁免问题将进一步引发争论。因此,对自律组织民事责任豁免问题的研究具有重要的理论价值。

就目前掌握的资料看,关于证券自律组织民事责任豁免的研究主要集中在美国,<sup>①</sup>其悠久的证券市场自律实践为该课题的研究提供了重要的支撑。比较典型的判例有 *Austin Municipal Securities Inc. v. NASD*<sup>②</sup>, *Weissman v. NASD*<sup>③</sup>, *D'Alessio v. NYSE*<sup>④</sup>, *In re NYSE Specialists Securities Litigation*<sup>⑤</sup> 等,这些判例的背后体现了不同时期司法态度的差异,也充分表明了自律组织民事责任豁免制度在证券市场乃至国民经济中的重要地位。代表性的理论成果有: Rohit A. Nafday, "From Sense to Nonsense and Back Again: SRO Immunity, Doctrinal Bait - and Switch, And a Call for Coherence", *U. Chi. L. Rev.*, Vol. 77 (Spring 2010); Jennifer M. Pacella, "If the Shoe of the SEC doesn't Fit: Self - regulatory Organizations and Absolute Immunity", *Wayne L. Rev.*, Vol. 58 (Summer, 2012); Robert S. Karmel, "Should Securities Industry Self-regulatory Organizations be Considered Government Agencies?",

---

① 由于资料来源所限,除美国外,目前只确认我国香港地区存在类似规定。香港《证券与期货条例》第22条规定:(1)以下人士——(a)认可交易所;或(b)任何代表认可交易所行事的人,包括——(i)该交易所的董事局的任何成员;或(ii)该交易所设立的任何委员会的任何成员,在履行或其本意是履行第21条所规定的该交易所的责任时,或在执行或其本意是执行该交易所的规章授予该交易所的职能时,如出于真诚而作出或不作出任何作为,则在不局限第380(1)条的一般性的原则下,无须就该等作为或不作为承担任何民事法律责任,不论是在合约法、侵权法、诽谤法、衡平法或是在其他法律下产生的民事法律责任。(2)凡认可交易所的认可控制人在履行或其本意是履行第63条所规定的该控制人的责任时,向该交易所发出指令或指示或作出要求,而该交易所按照该等指令、指示或要求出于真诚而作出或不作出任何作为,则就该作为或不作为而言,第21条或该交易所的规章所规定的该交易所的责任不适用于该交易所。

② 757 F. 2d 676 (5th Cir. 1985) .

③ 500 F. 3d 1293 (11th Cir. 2007) .

④ 258 F. 3d 93 (2d Cir. 2001) .

⑤ 503 F. 3d 89, C. A. 2 (N. Y. ), 2007.



*Stan. J. L. Bus. & Fin.*, Vol. 14 (2008) 等。<sup>①</sup> 最初, 美国司法实践基于绝对豁免原理认定自律组织在准司法职能上的民事责任豁免权, 然而随后的司法判例却将豁免权从准司法职能延伸适用于准政府职能, 完全背离了绝对豁免适用的基本前提。运用主权豁免原理解释自律组织的民事责任豁免权也存在逻辑上和实践上的混乱, 在正当程序的适用上, 法院基于政府行为理论的视角, 基本不认同自律组织是政府行为者, 因此不适用正当程序的宪法要求。然而在民事责任豁免的适用上, 法院却倾向于通过准政府职能的类推, 肯定自律组织的主权豁免, 这种矛盾性如何解释需要从理论基础和实践需要两个方面进行深入解释。

值得注意的是, 最近发生的 *Weissman v. NASD, Opulent Fund v. NASDAQ Stock Market*<sup>②</sup> 和 *In re Facebook, Inc., IPO Securities and Derivative Litigation*<sup>③</sup> 等案呈现出司法对自律组织豁免权采取严格解释的倾向, 因此引发了学界激烈的争论。司法实践的发展也推动了理论的研究, 出现了一些代表性的成果, 主要有: Andrew J. Cavo, *Weissman v. National Association of Securities Dealers: A Dangerously Narrow Interpretation of Absolute Immunity for Self-Regulatory Organizations*, 94 *Cornell L. Rev.* (2009) 等。需要说明的是, 这些成果并不是孤立的证券法律问题, 而是与美国整体的

---

① 其他成果有: Jerrod M. Lukacs, "Much ado about nothing: how the securities SRO state actor circuit split has been misinterpreted and what it means for due process at FINRA", *Ga. L. Rev.*, Vol. 47 (Spring, 2013); Richard L. Stone & Michael A. Perino, "Not Just a Private Club: Self Regulatory Organizations as State Actors When Enforcing Federal Law", *Colum. Bus. L. Rev.* (1995); Thomas L. Short, "Friend this: why those damaged during the Facebook IPO will recover (almost) nothing from NASDAQ", *Wash. & Lee L. Rev.*, Vol. 71 (Spring, 2014); Craig J. Springer, "Weissman v. NASD: Piercing the Veil of Absolute Immunity of An SRO under the Securities Exchange Act of 1934", *Del. J. Corp. L.*, Vol. 33 (2008); Lori Mcmillan, "The Business Judgment Rule as an Immunity Doctrine", *Wm. & Mary Bus. L. Rev.*, Vol. 4 (April, 2013); Karen Blum, Erwin Chemerinsky, Martin A. Schwartz, "Qualified Immunity Development: Not Much Hope Left for Plaintiffs", *Touro L. Rev.*, Vol. 29 (2013); Erwin Chemerinsky, "Absolute Immunity: General Principles and Recent Developments", *Touro L. Rev.*, Vol. 24 (2008); William S. Helfand, Ryan Cantrell, "Individual Governmental Immunities in Federal Court: The Supreme Court Strengthens an Already Potent Defense", *The Advoc. (Texas)*, Vol. 47 (Summer, 2009); John C. Williams, "Qualifying Qualified Immunity", *Vand. L. Rev.*, Vol. 65 (May 2012)。

② 2007 WL 3010573 (ND Cal)。

③ 2013 WL 6621024。

立法、司法制度、经济政策和经济发展密切相关,能否拿来所用还需要进行充分的论证。

国内关于该课题的研究刚刚起步,针对性的研究成果明显不足。卢文道先生的《证券交易所自律管理论》(北京大学出版社2008年版)在这方面做了开创性的研究,但遗憾的是由于主旨所限,仅用了一节的篇幅(5000字左右),未能充分展开。徐明、卢文道先生出版的《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),翻译了关于美国证券自律组织民事责任豁免的经典案例,并对国内相关案例进行了介绍,这为本课题的研究提供了重要素材。蔡伟先生的《我国证券(期货)交易所的民事责任豁免探讨》(《证券市场导报》2011年第8期)基于创新的视角对我国交易所民事责任豁免制度进行了研究。除此之外,国内围绕该主题的论文大多是在证券交易司法介入的大背景下,在部分章节对证券自律组织民事责任豁免问题进行了探讨,如最高人民法院立案庭课题组(主持人:姜启波、徐明)的《证券交易所自律管理中的司法介入》(《上证联合研究计划》第18期课题报告)。还有少量论文从证券交易异常情况的处理角度建议赋予自律组织某种程度的民事责任豁免权,如顾功耘的《证券交易异常情况处置的制度完善》(《中国法学》2012年第2期)。这些论文尽管涉及了证券自律组织的民事责任豁免问题,但都是在面对交易所等自律组织可能产生的巨额赔偿责任时,主张借鉴美国的自律组织民事责任豁免制度,给予一定的豁免权。至于美国证券自律组织为什么享有民事责任豁免权,其历史和法理基础为何,则基本没有探讨。这种只借鉴结论而不重视结论的推理基础的做法值得商榷,因为如果不了解一国某项制度的历史基础与法理逻辑,就盲目的借鉴引进,很有可能会适得其反,甚至产生水土不服。只有深入理解该制度的历史与法理,才可能更好地理解和把握该制度的基础,也能在移植的过程中,结合我国相关制度适当调整,更好地为我所用,充分发挥该制度的价值。本书首先对绝对豁免、相对豁免的法理进行探讨就是出于这样的考虑。

国内针对证券交易所的诉讼已发生多起,例如因为上海水仙退市引发的朱恒等诉上海证券交易所案,陈伟诉上海证券交易所、广州白云国际机场等权证交易侵权赔偿纠纷案,邢立强诉上海证券交易所财产损害赔偿纠

纷案等<sup>①</sup>，法院多以不予受理或驳回诉讼请求的方式进行了处理。不予受理的裁定往往依据的是最高人民法院 2005 年颁布《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》，反映了司法介入的谨慎立场，但这种限制诉权的做法在法理上能否经得起推敲值得商榷。驳回诉讼请求的处理往往以交易所正当履行职责和缺乏因果关系为由，但如何界定职责的正当性，如何认定因果关系的存在在理论界和实务界都是相当困惑的问题，基于这种理由的判决往往难以起到定纷止争的作用。如果换个思路，从自律组织豁免的角度分析或许会实现较为理想的效果，易于法院操作，节约审判资源，提高审判效率，也容易被当事人接受。

可以预见的是，随着证券市场的发展和投资者法律意识的提高，针对自律组织的诉讼将日趋增多。诉权理论的完善也将改变法院“不予受理”的敷衍做法，使该种诉讼成为常态。中国证券市场的开放将导致更多的外国投资者涌入中国市场，他们也可能成为推动自律组织豁免权研究和实践的重要力量。本书认为，今后的关注点不应纠缠于是否应予受理的程序问题上，而是应当聚焦于自律组织是否享有民事责任豁免的实体问题上。这么做既符合法治原则，也是解决涉及自律组织诉讼的根本思路。自律组织的豁免权问题研究应当提上议事日程，加强该方面的理论研究具有重要的实践意义。

本书试图通过对美国证券市场自律组织民事责任绝对豁免权的研究，结合我国证券市场的实践和发展趋势，探寻适合我国证券市场特点的自律组织豁免权法律制度。我国司法实践针对该问题的回避态度并不表明该问题不重要，相反，这正是因为缺乏理论的支撑而不得不做出的权宜之计。证券市场全球化必然伴随着投资者的多元化和国际化，当大量外国投资者提起针对自律组织的诉讼时，我们恐怕难以再采取不予受理的态度。这不仅是诉权限制问题，更事关证券市场的法治化程度。人们有理由相信，一个法治化程度不高的证券市场也将是投资者利益难以充分保障、投资者信心不足的市场，投资者信心缺失将是证券市场发展的桎梏，这样的证券市场是难以融入全球化趋势中的，也是难以发展甚至难以生存的。这就要求我国证券市场的规则也要逐步与国际趋同，在投资者利益保护和自律监管作用发挥方面进行合理平衡。本书的研究试图为我国证券自律组织民事责任豁免权进行制度设计，在绝对豁免与投资者保护之间寻求平衡。

<sup>①</sup> 详见本书第五章。

# 目 录

|                                   |       |
|-----------------------------------|-------|
| 导言 .....                          | (1)   |
| 第一章 绝对豁免的法理分析 .....               | (6)   |
| 第一节 绝对豁免理论 .....                  | (6)   |
| 一 概念 .....                        | (6)   |
| 二 绝对豁免理论的历史演进 .....               | (7)   |
| 三 绝对豁免的类型 .....                   | (9)   |
| 第二节 主权豁免理论 .....                  | (37)  |
| 一 国际法上的主权豁免 .....                 | (38)  |
| 二 国内法上的主权豁免 .....                 | (40)  |
| 三 主权豁免与绝对豁免的关系 .....              | (48)  |
| 第二章 有限豁免理论 .....                  | (50)  |
| 第一节 有限豁免的产生与发展 .....              | (50)  |
| 一 有限豁免的概念 .....                   | (50)  |
| 二 有限豁免的历史发展 .....                 | (52)  |
| 第二节 有限豁免的认定 .....                 | (61)  |
| 一 如何界定明确确认的权利存在? .....            | (61)  |
| 二 后 Pearson 时代的有限豁免问题 .....       | (67)  |
| 第三节 检察官的有限豁免 .....                | (70)  |
| 第三章 美国证券自律组织民事责任豁免的代表性案例及评析 ..... | (78)  |
| 第一节 与 NASD 有关的代表性案例 .....         | (78)  |
| 第二节 与 NYSE 有关的代表性案例 .....         | (105) |
| 第三节 与 FINRA 有关的代表性案例 .....        | (120) |

|                                      |       |
|--------------------------------------|-------|
| <b>第四章 证券自律组织民事责任豁免的法理基础</b> .....   | (133) |
| 第一节 美国证券自律组织民事责任豁免的发展脉络 .....        | (133) |
| 第二节 证券自律组织的属性界定 .....                | (141) |
| 一 正当程序的法理基础 .....                    | (142) |
| 二 政府行为理论 .....                       | (146) |
| 三 证券自律组织属性的界定：私人组织抑或政府行为者 ...        | (153) |
| 四 FINRA 的属性界定 .....                  | (165) |
| 第三节 绝对豁免还是主权豁免 .....                 | (170) |
| 一 从准司法到准政府——从绝对豁免到主权豁免的转变 ...        | (170) |
| 二 绝对豁免还是主权豁免？ .....                  | (172) |
| 第四节 证券自律组织绝对豁免的严格适用 .....            | (181) |
| 一 代表性案例 .....                        | (181) |
| 二 相关评论 .....                         | (205) |
| 三 证券自律组织民事责任豁免制度的发展趋势 .....          | (214) |
| <b>第五章 我国证券自律组织民事责任豁免制度的构建</b> ..... | (219) |
| 第一节 我国证券自律组织民事责任制度的现状 .....          | (219) |
| 一 我国证券自律组织的自律监管 .....                | (219) |
| 二 我国证券自律组织的民事责任 .....                | (223) |
| 第二节 我国证券自律组织民事责任豁免制度的立法构想 .....      | (242) |
| 一 我国证券自律组织民事责任豁免的现实基础 .....          | (243) |
| 二 我国证券自律组织民事责任豁免的法理依据 .....          | (247) |
| 三 我国证券自律组织民事责任豁免的立法设计 .....          | (258) |
| <b>参考文献</b> .....                    | (261) |
| <b>后记</b> .....                      | (270) |

# 导 言

证券业自律组织（如证券交易所、证券业协会）在履行自律监管职责时，能否因监管不当而被诉诸法院要求承担民事责任？例如，因上市公司虚假陈述、信息披露失实而使投资者遭受损失，投资者能否以交易所疏于监管为由要求其承担民事赔偿责任？当证券公司违规从事交易，进行市场操纵或内幕交易，因交易所未能及时发现并制止而给投资者带来损失，投资者能否要求交易所承担相应的民事赔偿责任？当自律组织未能有效监控证券公司或上市公司风险，甚至不当的予以推荐，一旦这些公司巨额亏损甚至破产时，投资者主张自律组织赔偿损失是否正当？当投资者认为交易所对某只股票采取的暂停交易、终止交易等措施不当对其带来损失时，能否要求交易所赔偿？当会员或其他主体认为自律组织对其的处罚措施不当，而给自己带来财产上的损失时，能否要求自律组织承担民事责任？诸如此类的问题说到底就是自律组织是否具有可诉性？

自律组织是否应因自律监管承担民事责任，是一项重大的制度安排，关乎自律组织的自律监管权力如何行使，关系到证券市场相关主体的切身利益，甚至决定着一国证券市场的发展前景。这是因为，如果要求自律组织承担民事责任，虽然能有效地约束自律组织权力的行使，但也可能因某项监管不到位引发大规模的集团诉讼。如美国安然、世通公司财务欺诈案，投资者损失惨重，如果都诉诸交易所承担民事责任，交易所恐怕不堪重负，甚至走上破产的边缘。交易所破产将直接危害国民经济的安全，其后果更是不堪设想。如果赋予自律组织民事责任豁免权，虽然能够避免上述危机的发生，



力。如果不在自律组织民事责任制度设计上未雨绸缪,就无法为我国证券市场的良性健康发展提供保障。

本书结合国际证券市场的最新发展,在分析掌握大量最新一手外文资料的基础上对证券自律组织民事责任豁免问题进行研究。本书共分五章。

第一章:绝对豁免的法理分析。绝对豁免最早起源于普通法上法官的绝对豁免权,后来经司法判例的演化,逐步适用于证券自律组织。因此,本章对绝对豁免的历史演进进行梳理,通过考察法官、检察官、行使准司法职能的其他人员的绝对豁免,理解绝对豁免制度的法理根基和发展脉络,以正确适用自律组织的绝对豁免。同时,美国司法实践还依据主权豁免原理判决证券自律组织享有绝对豁免权,因此本章对主权豁免进行了梳理,从国际法和国内法两个视角考察了主权豁免,并重点分析了后者。本章最后分析了绝对豁免与主权豁免的关系。

第二章:有限豁免理论。有限豁免(qualified immunity)是相对于绝对豁免而言的概念。绝对豁免仅适用于特定的司法或准司法主体,对于大多数行政人员来说,他们只能主张有限豁免。有限豁免制度是民事责任豁免制度的重要组成部分,是考察证券自律组织民事责任豁免不能回避的内容。本章考察了有限豁免的历史,分析了有限豁免从主客观标准到客观标准的演变过程。从权利的特定性、法律渊源、法律间的冲突等角度对于“明确确认”(clearly established)的权利进行了界定。并着重分析了后Pearson时代有限豁免的宪法回避问题。最后,本章对检察官的有限豁免进行了梳理,以与第一章检察官的绝对豁免进行对比,更全面地理解检察官的民事责任豁免制度。

第三章:美国证券自律组织民事责任豁免的代表性案例及评析。本章分别选取与美国证券市场上重要的自律组织美国证券商协会(NASD)、纽约证券交易所(NYSE)、美国金融行业监管局(FINRA)有关的几个代表性案例,通过全文呈现而不是个别观点引用的方式,以期更全面地了解这些案例的背景和法官的审理思路。这些判例不仅涉及民事责任豁免的论证,还涉及管辖权、驳回起诉、上诉等程序问题的处理,能帮助我们从程序和实体两个角度更全面认识涉及自律组织豁免权案例。本章首先介绍了Austin Mun. Securities, Inc. v. National Ass'n of Securities Dealers, Inc.,该案例是美国历史上第一起涉及证券自律组织官员绝对豁免权的案例,对之后的类似案件具有极其重要的先例指导意义。第二个案例是In re NYSE

*Stan. J. L. Bus. & Fin.* , Vol. 14 (2008) 等。<sup>①</sup> 最初, 美国司法实践基于绝对豁免原理认定自律组织在准司法职能上的民事责任豁免权, 然而随后的司法判例却将豁免权从准司法职能延伸适用于准政府职能, 完全背离了绝对豁免适用的基本前提。运用主权豁免原理解释自律组织的民事责任豁免权也存在逻辑上和实践上的混乱, 在正当程序的适用上, 法院基于政府行为理论的视角, 基本不认同自律组织是政府行为者, 因此不适用正当程序的宪法要求。然而在民事责任豁免的适用上, 法院却倾向于通过准政府职能的类推, 肯定自律组织的主权豁免, 这种矛盾性如何解释需要从理论基础和实践需要两个方面进行深入解释。

值得注意的是, 最近发生的 *Weissman v. NASD, Opulent Fund v. NASDAQ Stock Market*<sup>②</sup> 和 *In re Facebook, Inc., IPO Securities and Derivative Litigation*<sup>③</sup> 等案呈现出司法对自律组织豁免权采取严格解释的倾向, 因此引发了学界激烈的争论。司法实践的发展也推动了理论的研究, 出现了一些代表性的成果, 主要有: Andrew J. Cavo, *Weissman v. National Association of Securities Dealers: A Dangerously Narrow Interpretation of Absolute Immunity for Self-Regulatory Organizations*, 94 *Cornell L. Rev.* (2009) 等。需要说明的是, 这些成果并不是孤立的证券法律问题, 而是与美国整体的

---

① 其他成果有: Jerrod M. Lukacs, "Much ado about nothing: how the securities SRO state actor circuit split has been misinterpreted and what it means for due process at FINRA", *Ga. L. Rev.* , Vol. 47 (Spring, 2013); Richard L. Stone & Michael A. Perino, "Not Just a Private Club: Self Regulatory Organizations as State Actors When Enforcing Federal Law", *Colum. Bus. L. Rev.* (1995); Thomas L. Short, "Friend this: why those damaged during the Facebook IPO will recover (almost) nothing from NASDAQ", *Wash. & Lee L. Rev.* , Vol. 71 (Spring, 2014); Craig J. Springer, "Weissman v. NASD: Piercing the Veil of Absolute Immunity of An SRO under the Securities Exchange Act of 1934", *Del. J. Corp. L.* , Vol. 33 (2008); Lori Mcmillan, "The Business Judgment Rule as an Immunity Doctrine", *Wm. & Mary Bus. L. Rev.* , Vol. 4 (April, 2013); Karen Blum, Erwin Chemerinsky, Martin A. Schwartz, "Qualified Immunity Development: Not Much Hope Left for Plaintiffs", *Touro L. Rev.* , Vol. 29 (2013); Erwin Chemerinsky, "Absolute Immunity: General Principles and Recent Developments", *Touro L. Rev.* , Vol. 24 (2008); William S. Helfand, Ryan Cantrell, "Individual Governmental Immunities in Federal Court: The Supreme Court Strengthens an Already Potent Defense", *The Advoc. (Texas)* , Vol. 47 (Summer, 2009); John C. Williams, "Qualifying Qualified Immunity", *Vand. L. Rev.* , Vol. 65 (May 2012)。

② 2007 WL 3010573 (ND Cal)。

③ 2013 WL 6621024。

立法、司法制度、经济政策和经济发展密切相关，能否拿来所用还需要进行充分的论证。

国内关于该课题的研究刚刚起步，针对性的研究成果明显不足。卢文道先生的《证券交易所自律管理论》（北京大学出版社 2008 年版）在这方面做了开创性的研究，但遗憾的是由于主旨所限，仅用了一节的篇幅（5000 字左右），未能充分展开。徐明、卢文道先生出版的《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），翻译了关于美国证券自律组织民事责任豁免的经典案例，并对国内相关案例进行了介绍，这为本课题的研究提供了重要素材。蔡伟先生的《我国证券（期货）交易所的民事责任豁免探讨》（《证券市场导报》2011 年第 8 期）基于创新的视角对我国交易所民事责任豁免制度进行了研究。除此之外，国内围绕该主题的论文大多是在证券交易司法介入的大背景下，在部分章节对证券自律组织民事责任豁免问题进行了探讨，如最高人民法院立案庭课题组（主持人：姜启波、徐明）的《证券交易所自律管理中的司法介入》（《上证联合研究计划》第 18 期课题报告）。还有少量论文从证券交易异常情况的处理角度建议赋予自律组织某种程度的民事责任豁免权，如顾功耘的《证券交易异常情况处置的制度完善》（《中国法学》2012 年第 2 期）。这些论文尽管涉及了证券自律组织的民事责任豁免问题，但都是在面对交易所等自律组织可能产生的巨额赔偿责任时，主张借鉴美国的自律组织民事责任豁免制度，给予一定的豁免权。至于美国证券自律组织为什么享有民事责任豁免权，其历史和法理基础为何，则基本没有探讨。这种只借鉴结论而不重视结论的推理基础的做法值得商榷，因为如果不了解一国某项制度的历史基础与法理逻辑，就盲目的借鉴引进，很有可能会适得其反，甚至产生水土不服。只有深入理解该制度的历史与法理，才可能更好地理解 and 把握该制度的基础，也能在移植的过程中，结合我国相关制度适当调整，更好地为我所用，充分发挥该制度的价值。本书首先对绝对豁免、相对豁免的法理进行探讨就是出于这样的考虑。

国内针对证券交易所的诉讼已发生多起，例如因为上海水仙退市引发的朱恒等诉上海证券交易所案，陈伟诉上海证券交易所、广州白云国际机场等权证交易侵权赔偿纠纷案，邢立强诉上海证券交易所财产损害赔偿纠