

# 证券交易所自律惩戒的类型及其规范研究

高振翔

**摘 要：**自律惩戒是证券交易所等证券自律组织开展市场规范的手段和履行自律管理职能的结果，是多层次证券违法违规惩戒体系中的重要一环。近年来，我国内地证券交易所逐步建立起包括自律监管措施和纪律处分在内的自律惩戒制度体系，但实践中仍以申诫罚为主，资格罚力度逐步加大。当前，我国内地证券交易所自律惩戒面临惩戒手段与行政处罚趋同、取证手段有限、证明标准缺失、司法审查不足等问题，根源在于各方对证券交易所惩戒权的性质缺乏准确认识、自律管理与行政监管的职责边界存在混淆。借鉴美国、我国香港等境外证券交易所自律惩戒实践，应当从构建自律惩戒与行政处罚的层次体系、全面提升证券交易所的取证能力、探索建立自律惩戒的证明标准、强化自律惩戒的司法审查等方面完善我国内地证券交易所自律惩戒制度。

**关键词：**证券自律管理；证券交易所惩戒权；自律监管措施；纪律处分；资格罚

**〔中图分类号〕** D922.287    **〔文献标识码〕** A    **〔文章编号〕** 2096-6180 ( 2025 ) 02-0060-25

## 引言

证券交易所对违反自律规范的市场参与者给予制裁，对防范市场风险、矫正违规行为、修复市场秩序具有重要意义。各国证券交易所在其章程及相关业务规则中均设定了惩戒机制，通过限制或取消被监管对象权利、规范或约束其行为、对其形象及声誉施加不利影响等，发挥其证券市场一线监管的重要功能。可以说，证券交易所的自律惩戒与证券监管机构的行政处罚、司法部门的刑事惩处，共同构成了一国多层次证券违法违规行为的规制体系。相比行政处罚和刑事惩处，证券交易所自律惩戒虽对相对人的权益产生巨大影响，但受到的法律规范约束却较少。笔者通过对我国内地证券交易所自律惩戒的类型化研究，分析当前证券交易所自律惩戒实践中存在的问题并提出规范建议。

〔作者简介〕高振翔，法学博士，深圳证券交易所经理。

## 一、证券交易所自律惩戒的内容与类型

### （一）证券交易所自律惩戒的内容与特点

证券交易所自律惩戒，是指由证券交易所按照一定程序，对特定的市场参与者的违法违规行为采取惩罚、纠正措施的制度。自律惩戒是证券交易所独立进行市场规范、权益保护的手段，也是履行自律管理职能的结果。从比较法角度，证券交易所开展市场监管与自律惩戒活动的驱动力在于市场竞争，即通过规定上市条件、监管交易活动、管理交易会员、惩戒违规行为等，为发行人和投资者提供一个具有高流动性和高信誉的市场，进而扩大交易场所规模并创造丰厚经济收益。<sup>〔1〕</sup>以 John C. Coffee 教授为代表的学者通过对西方证券市场发展历史的比较分析，论证了证券交易所所在竞争环境下会趋向于强化投资者保护和监管惩戒。其主要论点在于，公司如果能在一个具有良好监管口碑的交易场所上市，意味着其得到了一定的“质量认证”，所发行证券交易价格更高、流动性更好。投资者也会更愿意参与到这些交易场所的交易中，以实现相对安全的回报和投资。<sup>〔2〕</sup>不过，与具有深厚自律传统的西方证券交易所不同，我国内地证券交易所并非市场自发演进、自主形成的产物，其发展主要由政府主导；自律管理和惩戒从一开始就被纳入法律调整 and 行政监管之下，不完全由市场竞争所推动。<sup>〔3〕</sup>在此背景下，我国内地证券交易所自律惩戒具有以下鲜明特点。

一是体系性强。我国内地证券交易所建立起了包括自律监管措施和纪律处分在内的相对完整的惩戒制度体系。其中，自律监管措施强调对违规行为的防范、补救或者改正，纪律处分强调对违规行为的谴责、惩罚或者制裁。纪律处分与自律监管措施的区别在于：第一，针对违规行为的严重程度不同。纪律处分一般针对性质恶劣、情节严重的违规行为；而自律监管措施一般针对情节轻微，不宜采取纪律处分的情况。第二，对市场参与者权利的影响程度不同。纪律处分涉及对市场参与者业务行为、业务资格的矫正或限制，对市场参与者权利义务的影响重大；而自律监管措施以劝引、警示、要求改正为主，对权利义务影响程度相对较小。第三，适用的程序规则不同。证券交易所采取纪律处分，设置了事先告知、听证等程序性保障，经纪律处分委员会集体决策后由证券交易所作出；而自律监管措施程序相对便捷、灵活，通常由证券交易所或其业务部门直接作出，用于处置市场风险等紧急情况。

二是差异不显著。我国内地三大证券交易所规定的自律监管措施和纪律处分类型如表 1 所示，

〔1〕 Marcel Kahan, *Some Problems with Stock Exchange-Based Securities Regulation*, 83 Virginia Law Review 1509, 1518 (1997); Chris Brummer, *Stock Exchanges and the New Markets for Securities Laws*, 75 The University of Chicago Law Review 1435, 1491 (2008).

〔2〕 John C. Coffee, Jr., *The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control*, 111 Yale Law Journal 1, 34–39 (2001); John C. Coffee, Jr., *Racing Towards the Top?: The Impact of Cross-Listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance*, 102 Columbia Law Review 1757, 1828 (2002); Robert Battalio, Andrew Ellul & Robert Jennings, *Reputation Effects in Trading on the New York Stock Exchange*, 62 Journal of Finance 1243, 1243–1271 (2007).

〔3〕 陈彬：《对我国证券交易所自律管理地位和纪律处分权的反思——兼论对〈证券法〉第五章的若干修改建议》，载《证券法苑》第 5 卷，法律出版社 2011 年版，第 1057 页。

虽然不同证券交易所的惩戒措施在种类划分、名称表述、措施范围上不完全一致，但相关措施在规范目标和方法上具有相似性，总体上不存在实质差别。<sup>〔4〕</sup>例如，深圳证券交易所“不接受相关投资者的深股通交易申报”“提请香港联合交易所有限公司采取相关措施”和上海证券交易所“暂停联交所证券交易服务公司交易”“要求会员拒绝接受投资者港股通交易委托”同为针对港股通交易业务的监管措施，虽然措施手段略有不同，其实质均为通过限制投资者交易权限，达到维护港股通市场秩序目的。我国内地证券交易所自律惩戒措施的相似性，一方面是中国证券监督管理委员会（下称证监会）统筹、规划的结果，另一方面也反映了证券交易所并未将自律惩戒作为差异化竞争的内容。

表 1 我国内地证券交易所自律监管措施和纪律处分种类对比表（不含兜底规定）

|                | 具体种类                        | 深圳证券<br>交易所 | 上海证券<br>交易所 | 北京证券<br>交易所 |
|----------------|-----------------------------|-------------|-------------|-------------|
| 自律<br>监管<br>措施 | 口头警示                        | √           | √           | √           |
|                | 书面警示 <sup>〔5〕</sup>         | √           | √           | √           |
|                | 约见谈话 <sup>〔6〕</sup>         | √           | √           | √           |
|                | 要求中介机构或者要求聘请中介机构核查并发表意见     | √           | √           | ×           |
|                | 要求限期改正                      | √           | √           | √           |
|                | 要求公开更正、澄清或说明                | √           | ×           | √           |
|                | 要求公开致歉                      | √           | √           | √           |
|                | 要求限期召开投资者说明会                | √           | ×           | √           |
|                | 要求上市公司董事会追偿损失               | √           | ×           | √           |
|                | 对未按要求改正的证券发行人相关证券实施停牌       | √           | ×           | ×           |
|                | 建议更换相关任职人员                  | √           | √           | √           |
|                | 暂停受理或者办理相关业务 <sup>〔7〕</sup> | √           | √           | √           |
|                | 暂停适用信息披露直通车业务               | √           | ×           | √           |
|                | 限制交易 <sup>〔8〕</sup>         | √           | ×           | √           |
|                | 向相关主管部门出具监管建议函              | √           | √           | √           |

〔4〕 根据《深圳证券交易所自律监管措施和纪律处分实施办法》（深证上〔2024〕30号）的规定，深圳证券交易所自律监管措施种类为19种（不含兜底规定，下同），纪律处分种类为12种，其中“对未按要求改正的证券发行人相关证券实施停牌”“不接受相关投资者的深股通交易申报”“提请香港联合交易所有限公司采取相关措施”3项自律监管措施和“报请中国证监会认定会员董事、监事、高级管理人员为不适当人选”1项纪律处分为深圳证券交易所独有的惩戒措施。根据《上海证券交易所纪律处分和监管措施实施办法》（上证发〔2023〕138号）的规定，上海证券交易所自律监管措施种类为15种，纪律处分种类为14种，其中“要求保荐人聘请第三方机构进行核查并发表意见”“暂停联交所证券交易服务公司交易”2项自律监管措施和“要求会员拒绝接受投资者港股通交易委托”1项纪律处分为上海证券交易所独有的惩戒措施。根据《北京证券交易所自律监管措施和纪律处分实施细则》（北证公告〔2024〕48号）的规定，北京证券交易所自律监管措施种类为19种，纪律处分种类为12种，其中“监管关注”“暂停解除上市公司控股股东、实际控制人的股票限售”2项自律监管措施为北京证券交易所独有的惩戒措施。

〔5〕 北京证券交易所为出具警示函。  
〔6〕 上海证券交易所为监管谈话。  
〔7〕 上海证券交易所为暂停受理或办理相关会员、其他交易参与人业务。  
〔8〕 北京证券交易所为限制证券账户交易；上海证券交易所为限制投资者账户交易，属于纪律处分。

续表

|                | 具体种类                                                | 深圳证券<br>交易所 | 上海证券<br>交易所 | 北京证券<br>交易所 |
|----------------|-----------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|
| 自律<br>监管<br>措施 | 要求提交书面承诺 <sup>(9)</sup>                             | √           | √           | √           |
|                | 将证券账户列入重点监控账户                                       | √           | √           | √           |
|                | 提请香港联合交易所有限公司采取相关措施                                 | √           | ×           | ×           |
|                | 不接受相关投资者的深股通交易申报                                    | √           | ×           | ×           |
|                | 要求保荐人聘请第三方机构进行核查并发表意见                               | ×           | √           | ×           |
|                | 要求限期参加培训 <sup>(10)</sup>                            | ×           | √           | √           |
|                | 暂停投资者账户交易 <sup>(11)</sup>                           | ×           | √           | √           |
|                | 暂停联交所证券交易服务公司交易                                     | ×           | √           | ×           |
|                | 监管关注                                                | ×           | ×           | √           |
|                | 暂停解除上市公司控股股东、实际控制人的股票限售                             | ×           | ×           | √           |
| 纪律<br>处分       | 通报批评                                                | √           | √           | √           |
|                | 公开谴责                                                | √           | √           | √           |
|                | 公开认定不适合担任相关职务 <sup>(12)</sup>                       | √           | √           | √           |
|                | 建议法院更换上市公司破产管理人或者管理人成员 <sup>(13)</sup>              | √           | √           | √           |
|                | 暂不接受发行人、上市申请人提交的发行上市申请文件 <sup>(14)</sup>            | √           | √           | √           |
|                | 暂不接受控股股东、实际控制人及其控制的其他发行人提交的发行上市申请文件 <sup>(15)</sup> | √           | √           | √           |
|                | 暂不受理专业机构或者其从业人员出具的相关业务文件 <sup>(16)</sup>            | √           | √ (2项)      | √           |
|                | 收取惩罚性违约金                                            | √           | √           | √           |
|                | 暂停或者限制交易权限                                          | √           | √           | √           |
|                | 取消交易权限                                              | √           | ×           | √           |
|                | 取消会员或者其他交易参与人资格 <sup>(17)</sup>                     | √           | √ (2项)      | √ (2项)      |
|                | 报请中国证监会认定会员董事、监事、高级管理人员为不适当人选                       | √           | ×           | ×           |
|                | 限制投资者账户交易                                           | ×           | √           | ×           |
|                | 要求会员拒绝接受投资者港股通交易委托                                  | ×           | √           | ×           |

(9) 上海证券交易所为要求投资者提交合规交易承诺书。

(10) 北京证券交易所为要求限期参加培训或考试。

(11) 北京证券交易所为暂停证券账户交易。

(12) 上海证券交易所为公开认定不适合担任证券发行人董事、监事、高级管理人员或者境外发行人信息披露境内代表；北京证券交易所为认定不适合担任相关职务。

(13) 上海证券交易所为建议法院更换证券发行人破产管理人或管理人成员；北京证券交易所为建议法院更换破产管理人或管理人成员。

(14) 上海证券交易所为暂不接受发行人提交的发行上市申请文件；北京证券交易所为暂不接受证券发行人提交的发行上市申请文件。

(15) 北京证券交易所为暂不接受证券发行人控股股东、实际控制人及其控制的其他发行人提交的发行上市申请文件。

(16) 上海证券交易所为暂不接受保荐人、承销商、证券服务机构提交的文件以及暂不接受保荐代表人及保荐人其他相关人员、承销商相关人员、证券服务机构相关人员签字的文件；北京证券交易所为暂不接受机构或者其从业人员出具的相关业务文件。

(17) 上海证券交易所和北京证券交易所将取消会员资格、取消交易参与人资格分别规定为两项纪律处分措施。

三是借助行政力量实施。理论上，证券交易所作为自律管理组织，惩戒措施带有行业自治属性，不依赖司法机关、行政机关的强制执行。但我国内地证券交易所自律惩戒的拘束力却得到证监会的行政力量保障，惩戒后果广泛运用于证监会行政许可、行政检查等各个环节。例如股票发行上市中，证监会将发行人及其实际控制人、董监高等“关键少数”受证券交易所自律惩戒情况作为口碑声誉事项予以重点关注，在首次公开募股辅导环节纳入负面清单管理。又如证券公司监管中，证券交易所自律惩戒情况是证券公司执业质量评价的重要内容。对执业质量较好的证券公司，证监会优先支持其参与产品业务创新试点，适当简化行政审批和备案程序，实施差异化风控制度；而对执业质量差的证券公司，证监会则加大现场检查督导力度，在增资扩股、产品业务创新等方面审慎对待。行政力量介入自律惩戒措施的实施，虽然在一定程度上模糊了惩戒措施的自律性质，却也提高了惩戒权威性和拘束力，促进惩戒措施得到遵守。

## （二）证券交易所自律惩戒的类型划分

根据证券交易所自律监管措施或纪律处分对市场参与者权利、资格、行为的限制或影响进行分类，可以将证券交易所自律惩戒划分为申诫罚、财产罚、行为罚和资格罚四类。

### 1. 申诫罚

申诫罚是由证券交易所对自律管理对象发出警诫，通过损害自律管理对象名誉、荣誉、信誉或精神上的利益以示警诫，如“口头警示”“书面警示”“通报批评”“公开谴责”等。申诫罚是对个人、组织精神上的惩戒，相对于财产罚、行为罚和资格罚措施，惩戒程度较轻，适用于危害程度不大或未构成实际危害的违规行为。申诫罚契合了自律管理的柔性、灵活性特点，减少了惩戒过程的强制性和对抗性，对违规行为起到警示作用。当申诫罚不足以对违规行为人产生威慑作用时，须通过其他惩戒措施进一步遏制违规行为。值得注意的是，申诫罚给相对人造成的精神、名誉利益的消极影响与社会评价相关，其制裁效果依赖市场声誉机制实现。因此，社会诚信机制越健全，申诫罚对相对人造成的消极影响越强。在自律管理传统悠久、市场竞争程度充分、失信惩戒到位的成熟资本市场，申诫罚能起到规范市场行为的良好效果。

### 2. 财产罚

财产罚是由证券交易所对自律管理对象的财产或某种财产权利进行限制或者剥夺的措施，由于直接涉及市场相对方的财产利益，对违规者具有较强的惩罚效果。我国内地证券交易所规定了收取惩罚性违约金的制度安排，但实践中未曾对违规对象收取惩罚性违约金，其重要原因是收取惩罚性违约金的法律性质还不清晰。从文义上看，惩罚性违约金属于民事违约金的一种，应当适用民事证据标准，采取民事诉讼方式解决司法争议。不过，证券交易所收取惩罚性违约金不单纯是民事违约责任的私法行为，还带有鲜明的公法属性。一是权利来源上，收取惩罚性违约金既有来自证券交易所业务规则、与当事人签订的自律管理协议的契约设权，也有来自《中华人民共和国证券法》（下称《证券法》）与《证券交易所管理办法》等法律法规的授权。二是权利特点上，收取惩罚性违约金具有单方性、公益性和程序正当性。单方性方面，惩罚性违约金条款不是平等

民事主体间协商一致、意思自治的产物，收取标准由证券交易所在业务规则中规定，自律管理对象不能拒绝或反对。公益性方面，普通民事违约金的目的在于保护守约方的利益，侧重于弥补守约方预期利益的损失，但证券交易所收取惩罚性违约金的出发点在于维护证券市场秩序和保护投资者利益。程序正当性方面，守约方主张普通民事违约金一般没有程序要求，但证券交易所收取惩罚性违约金需要履行事先告知、听证等纪律处分程序。证券交易所收取惩罚性违约金的公法属性导致实践中容易引发惩罚性违约金与行政罚款性质混淆问题，产生证券交易所应如何处理收缴的违约金以及司法应以民事还是行政诉讼方式介入收取惩罚性违约金的纠纷等问题。在各方对收取惩罚性违约金的实施缺乏内部认同的情况下，有必要从实施标准、程序、救济措施，再到相关信息的披露、违约金的利用、强制执行等方面完善收取惩罚性违约金的配套支持安排。<sup>〔18〕</sup>

3. 行为罚

行为罚是由证券交易所限制、剥夺自律管理对象特定行为能力，或者要求其主动履行特定行为的措施。根据适用情形，行为罚可细分为“对违规行为的制止”“对违规行为的补救”“对应履行而未履行义务的履行”三类，涵盖制止违规、恢复秩序、预防再犯等方面，以全方位实现违规行为的改正（见表2）。

表2 证券交易所行为罚的主要情形

| 主要情形          | 对应自律监管措施或纪律处分类型<br>(以深圳证券交易所为例)                                  |
|---------------|------------------------------------------------------------------|
| 对违规行为的制止      | 要求限期改正，对未按要求改正的证券发行人相关证券实施停牌，暂停适用信息披露直通车业务，限制交易，暂停或者限制交易权限       |
| 对违规行为的补救      | 要求中介机构或者要求聘请中介机构核查并发表意见，要求公开更正、澄清或说明，要求限期召开投资者说明会，向相关主管部门出具监管建议函 |
| 对应履行而未履行义务的履行 | 要求上市公司董事会追偿损失                                                    |

行为罚以要求自律管理对象主动履行特定行为或者限制、剥夺其行为能力的方式，起到及时矫正不法行为、防范风险蔓延与危害后果扩散的作用。与申诫罚、财产罚和资格罚相比，行为罚更强调对违规行为的改变和纠正，旨在恢复和补救违规行为造成的不当后果，同时发挥避免相对人再次违规的危险预防功能。一是制止违规活动。例如，证券停牌、限制交易等措施通过限制、剥夺自律管理对象行为能力的方式实现对违规行为的“喊停”。二是赋予相对人履行空间。行为罚措施通常只要自律管理对象达到证券交易所希望实现的秩序恢复、损害填补等目标即可，至于目标实现过程或方式在所不问，如要求聘请中介机构核查并发表意见，自律管理对象可以根据实际情况聘请合适的中介机构开展专业核查。三是进行危险预防。行为罚在客观行为条件和能力上对自律管理对象进行限制，防止再犯，如暂停适用信息披露直通车业务，上市公司对外披露信息披露文件必须经由证券交易所把关。

〔18〕 徐文鸣：《中美证券法实施机制的比较研究》，法律出版社2024年版，第335页。

#### 4. 资格罚

资格罚是指由证券交易所限制或者剥夺自律管理对象从事特定行为资格的措施,如“公开认定不适合担任相关职务”“暂不接受发行人、上市申请人提交的发行上市申请文件”“暂不受理专业机构或者其从业人员出具的相关业务文件”等。与其他惩戒措施相比,资格罚措施以限制职业(执业)自由权的方式来实现对违法行为人的惩戒,具有相当的严厉性。其正当性在于,通过剥夺相关人员从事特定业务或者担任特定职位的资格:一是制止其正在从事的违规行为;二是防范其未来继续从事违规活动;三是减损其获得财产性利益的可能性;四是出清劣质的市场参与者,净化市场环境。因此,资格罚既是一种给行为人带来严重职业和经济后果的制裁性措施,更是一种保护投资者免受二次伤害、增强市场信心的保护性措施。根据资格罚类型的不同,资格罚可分为公司任职资格罚和证券业务资格罚两类,前者指禁止担任发行人董监高、破产管理人成员等职务的资格罚措施,后者包括不接受发行上市申请文件、禁止参与特定业务活动等资格罚措施。不同类型资格罚的规范重点有所不同,公司任职资格罚强调对特定行为人担任公众公司职务的限制,通过剥夺“严重不称职”行为人担任公众公司董事、监事、高级管理人员等职务的资格,着眼于公众投资者利益保护;而证券业务资格罚则强调禁止特定专业人士从事证券业务,通过出清不合格证券专业服务人员,维护证券市场良好中介服务生态和运行秩序。

相比行政处罚中的“证券市场禁入”和刑事制裁中的“职业禁止”,证券交易所资格罚体现出鲜明的自律管理特点:一是以限制或剥夺行为资格为主,较少涉及执业资格。证券交易所不具有授予相对人保荐承销、证券从业等执业资格的权力,也不是证券行业的行政主管部门,因此证券交易所通常不能直接剥夺相对人的执业资格,相关资格罚措施以证券交易所的业务范围为限,对行为人参与特定业务的行为资格进行限制,如暂不受理发行人提交的发行上市申请文件、证券服务机构出具的业务文件等。例外的是取消会员或者其他交易参与人资格,这项资格罚之所以能够针对相对人的执业资格,是因为证券交易所作为提供证券集中交易的场所,有权批准、管理、终止会员及其他交易参与人进场交易的资格。二是以临时性、救济性资格罚为主,限制资格的对象、内容及后果都有明确规定。证券交易所资格罚通常有一定期限,不少措施以“暂不受理”命名,体现出制裁的临时性、救济性特点,目的是督促相对人尽快整改以重新满足合规条件。<sup>(19)</sup>此外,不同于证券市场禁入一律禁止相对人从事证券业务,不得担任发行人董监高或者不得在交易场所内交易证券,证券交易所限制资格的对象、内容和后果更为精准,如3年内暂不受理控股股东、实际控制人及其控制的其他发行人提交的发行上市文件,仅针对行为人提交发行上市文件这一特定业务行为。三是部分资格罚为建议性资格罚,须经有权机关确认。例如,“建议法院更换上市公司破产管理人或者管理人成员”和“报请中国证监会认定会员董事、监事、高级管理人员为不适当人选”两项资格罚,涉及破产管理人及管理人成员、证券公司董监高等特殊职务的任职资格,

---

(19) 公开认定有关人员终身不适合担任证券发行人董事、监事、高级管理人员措施除外。

相关资格罚措施只能由法院、证监会等有权机关采取，证券交易所只能报请或建议有权机关采取措施。

（三）证券交易所自律惩戒的实践情况

2020 年至 2024 年，我国内地三大证券交易所共作出 4 779 份自律监管措施或纪律处分决定。<sup>〔20〕</sup>

1. 惩戒数量分析

根据表 3 数据，近年来，我国内地证券交易所不断压实监管责任，自律监管措施和纪律处分决定数量维持高位运行，每年均在 1 000 份左右。相较而言，深圳证券交易所自律监管措施和纪律处分决定数量在各证券交易所中最多，统计时间段内自律监管措施决定数量为 2 089 份，纪律处分决定数量为 954 份，上海证券交易所分别为 1 002 份和 699 份，北京证券交易所分别为 26 份和 9 份。究其原因，深圳证券交易所上市公司数量更多且所有制结构以民营企业为主，上海证券交易所上市公司以经营规模更大的国有企业为主，因此，深圳证券交易所上市公司的规范运作水平总体上不如上海证券交易所上市公司。而北京证券交易所 2021 年才正式成立运作，证券上市数量、交易规模相比深沪证券交易所更小，相应自律监管措施和纪律处分决定数量也更少。

表 3 证券交易所自律监管措施和纪律处分决定数量（2020 年至 2024 年）

| 年份   | 深圳证券交易所 |      | 上海证券交易所 |      | 北京证券交易所 |      | 小计    |
|------|---------|------|---------|------|---------|------|-------|
|      | 自律监管措施  | 纪律处分 | 自律监管措施  | 纪律处分 | 自律监管措施  | 纪律处分 |       |
| 2020 | 448     | 226  | 121     | 126  | —       | —    | 921   |
| 2021 | 434     | 200  | 163     | 127  | 0       | 0    | 924   |
| 2022 | 461     | 234  | 192     | 153  | 6       | 0    | 1 046 |
| 2023 | 361     | 154  | 253     | 133  | 8       | 2    | 911   |
| 2024 | 385     | 140  | 273     | 160  | 12      | 7    | 977   |
| 合计   | 2 089   | 954  | 1 002   | 699  | 26      | 9    | 4 779 |

2. 惩戒类型分析

根据表 4 数据，我国内地证券交易所自律惩戒实践呈现如下特点：一是惩戒类型中绝大多数为申诫罚。约见谈话、书面警示、通报批评、公开谴责四种申诫罚数量占纳入统计的自律监管措施和纪律处分决定数量比例超 97%。二是资格罚力度不断加大。资格罚以公开认定不适合担任上市公司董事、监事和高级管理人员职务为主，2024 年该资格罚数量为 37 份。此外，暂不受理相关业务申请的资格罚数量也呈现不断增加态势，证券交易所在 2024 年上半年作出了注册制改革以来的首单发行上市监管资格罚措施，在严把发行上市准入关背景下，可以预计，该资格罚措施力度将不断加强。三是不少自律监管措施和纪律处分类型未公开适用或处于“沉睡”状态。我国内地证券交易所在业务规则中规定了几十种自律监管措施和纪律处分，但公开适用最多的只有书面

〔20〕 数据来源于深圳证券交易所、上海证券交易所和北京证券交易所官网。

警示、通报批评、公开谴责和公开认定不适合担任职务等几种。许多行为罚措施（如要求上市公司董事会追偿损失、对未按要求改正的证券发行人相关证券实施停牌等）和财产罚措施（如收取惩罚性违约金）在实践中几乎从未适用或者未公开适用。虽然不少自律监管措施属于临时性、救济性的措施，如将证券账户列入重点监控账户、不接受相关投资者的深股通交易申报等，相关措施不一定会以书面方式公开，但有数量不少的自律监管措施和纪律处分尚未被“激活”，因此证券交易所自律惩戒效果还存在较大的提升空间。

表 4 我国内地证券交易所自律监管措施和纪律处分类型（2020 至 2024 年）<sup>〔21〕</sup>

| 年份   | 自律监管措施 |      |                  |       | 纪律处分 |             |        |              |
|------|--------|------|------------------|-------|------|-------------|--------|--------------|
|      | 约见谈话   | 限制交易 | 书面警示<br>(含出具警示函) | 通报批评  | 公开谴责 | 公开认定不适合担任职务 | 暂停交易权限 | 暂不受理<br>业务申请 |
| 2020 | 0      | 6    | 563              | 304   | 105  | 23          | 0      | 0            |
| 2021 | 1      | 0    | 596              | 265   | 103  | 14          | 1      | 0            |
| 2022 | 0      | 1    | 659              | 293   | 157  | 29          | 0      | 0            |
| 2023 | 0      | 2    | 620              | 230   | 99   | 18          | 0      | 0            |
| 2024 | 1      | 1    | 670              | 208   | 125  | 37          | 1      | 4            |
| 合计   | 2      | 10   | 3 108            | 1 300 | 589  | 121         | 2      | 4            |

二、证券交易所自律惩戒的问题及其根源

（一）问题具体表现

1. 惩戒手段趋同，影响了自律惩戒与行政处罚的层次划分

在证券交易所持续压实一线监管职责的背景下，证券交易所惩戒权的公权属性愈发明显。证券交易所自律惩戒在惩戒对象、惩戒行为和惩戒后果上，呈现出趋同于证监会行政处罚的趋势。以近年实施力度持续加大的资格罚为例，在惩戒对象上，证券交易所资格罚与证监会市场禁入重合度较高。证监会市场禁入适用于《证券法》规范的各类证券市场参与者，而证券交易所资格罚同样适用于多种市场主体，既包括上市公司、拟上市公司及其董监高等证券发行主体（如暂不接受发行人、上市申请人提交的发行上市申请文件，公开认定不适合担任相关职务），也包括会员、交易参与人等证券交易主体（如取消会员或者其他交易参与人资格），保荐人、证券服务机构及其从业人员等专业服务主体（如暂不受理专业机构或者其从业人员出具的相关业务文件），更拓展至发行人的控股股东、实际控制人及其控制的其他上市申请人等（如暂不接受控股股东、实际控制人及其控制的其他发行人提交的发行上市申请文件）。在惩戒行为上，证券交易所资格罚和证监会市场禁入均针对性质严重的违法违规行为。根据《证券法》的规定，

〔21〕 需要说明的是，部分自律监管措施如口头警示等因不以书面方式公开作出，无法纳入统计范围。部分监管文书中同时包含了多种自律监管措施或纪律处分，表 4 中分别计算。

证监会采取证券市场禁入的前提是当事人违法“情节严重”，而证券交易所资格罚也指向情节较重的违规行为。例如，证券交易所“五年内不接受发行人提交的证券发行上市申请文件”纪律处分适用于发行人被认定在证券发行文件、信息披露文件中隐瞒重要事实或者编造重大虚假内容的案件。在惩戒后果上，证券交易所部分资格罚在严厉程度和不利后果上接近于证监会市场禁入。一方面，尽管证监会市场禁入的内容范围比证券交易所资格罚广，但对于特定证券市场从业机构和人员，如保荐机构和保荐代表人，证券交易所“暂不受理文件”资格罚相当于在一定时间内剥夺了其从事证券保荐业务的机会，在不利后果上与证监会市场禁入不存在实质性差别。另一方面，尽管理论上证券交易所资格罚的效力范围仅限于特定交易所，但我国内地证券交易所互认“暂不接受文件”“认定为不适当人选”等资格罚，因此证券交易所作出的特定资格罚将与证监会的市场禁入一样，适用于全市场。<sup>(22)</sup>

自律惩戒趋同于行政处罚产生一定的问题：一是监管实效性。证券交易所的部分自律惩戒采取了“跟罚”策略，即基于证监会行政监管措施或行政处罚的事实认定和处理结论，“同步”或“跟进”作出自律监管措施或纪律处分。但如果证券交易所“跟罚”在惩戒对象、范围、后果上均与行政处理一致，并不能给当事人的权利义务造成额外的实质性影响，只起到象征性宣示作用，会造成重复监管和监管资源浪费问题。此外，如果自律惩戒与行政处罚的相似度较高，将难以形成各具特点、各有所长的证券监管体系。<sup>(23)</sup>二是监管正当性。部分自律惩戒对当事人权益的减损程度并不弱于行政处罚，但相关自律惩戒程序却达不到行政处罚的“程序正义”要求，容易引发正当性质疑。例如，根据《中国证券监督管理委员会行政处罚听证规则》（中国证券监督管理委员会令第119号）的规定，证监会对达到一定严厉程度的行政处罚当事人规定了听证权，原则上听证应当公开举行，当事人在听证程序中享有阅卷、举证、质证、陈述、辩论等权利。虽然证券交易所实施纪律处分中的重处分措施应当履行听证程序，不过自律管理对象只有陈述申辩机会，缺乏阅卷、质证等权利，在权利保障上弱于行政处罚。

## 2. 取证能力有限，造成违规事实查实较难

良好的自律惩戒效果离不开强大的调查权支撑。我国内地证券交易所自律惩戒手段不断丰富，但调查取证能力却存在缺失。《证券法》第170条专门规定了国务院证券监督管理机构依法履行监管职责时有权采取的措施，例如进入涉嫌违法行为发生场所调查取证；询问当事人和与被调查事件有关的单位和个人；查阅、复制相关财产权登记文件、证券交易记录、财务会计资料等，并对可能被转移、隐匿或者毁损的文件和资料进行封存、扣押；冻结、查封相关财产等。相关调查权的规定有力保障了证监会行政监管执法活动的开展和成效。然而，《证券法》等法律法规却未对证

(22) 以深圳证券交易所为例，《深圳证券交易所自律监管措施和纪律处分实施办法》（深证上〔2024〕30号）第75条规定：“当事人被其他证券交易所、国务院批准的其他全国性证券交易场所实施暂不接受文件、认定为不适当人选等自律监管措施和纪律处分的，本所按照业务规则，在相应期限内不接受其提交或者签字的相关文件，或者认定其不适合担任证券发行人董事、监事、高级管理人员。”

(23) 陈野华、伍军：《再论中国证券业的行业自律管理》，载《西南金融》2004年第9期，第36页。

券交易所开展纪律处分或者其他自律管理措施配套规定相应的调查取证权。证券市场违法违规行为具有专业性强、技术性高、隐蔽性深等特点,取证难度较大。由于调查取证权缺乏法律保障,证券交易所开展现场和非现场监管,往往面临调查范围有限、取证手段间接等问题,在查阅通信记录、资金流水等方面依赖当事人或者银行等第三方配合,违规事实查实较难。在当事人拒不配合或干扰调查取证的情况下,自律惩戒工作便无法推进。

### 3. 证明标准缺失,阻碍了统一自律裁判标准的构建

证券交易所作为裁判者作出自律监管措施或者纪律处分,必然面临证明问题。证明标准是证券交易所在自律惩戒程序中利用证据证明违规案件事实所要达到的程度,关系证券交易所惩戒权行使的合法性、合理性。只有证据对待证案件事实的证明达到规定的标准,待证案件事实才算得到证明,证券交易所才能据此作出相应惩戒措施。证明标准也是诉讼阶段法院判决证券交易所惩戒权运用是否妥当的依据和准绳。为使自律管理行为经得起司法审查检验,法院采用的证明标准往往对证券交易所行使惩戒权起到指导作用。但遗憾的是,我国法律法规和证券交易所业务规则没有对自律惩戒的证明标准作出规定。这导致证券交易所在自律惩戒程序中证明待证案件事实须达到什么样的程度才算证明成立,相对人陈述申辩要举证到什么样的程度才算推翻证券交易所的证明结论,成为困扰各方的一大难题。

从我国民事、行政和刑事三大诉讼法规定的证明标准看,刑事诉讼适用合理排除标准,即法院综合全案证据,对所认定事实已排除合理怀疑。<sup>(24)</sup>民事诉讼原则上适用优势证明标准,即法院对证据有无证明力和证明力大小独立进行判断,采信能够证明案件事实的证据,但特殊情形应适用更高或更低的证明标准。<sup>(25)</sup>我国行政诉讼法没有规定证明标准。对于证券行政处罚,实务界认为应适用明显优势证明标准,也即证据应当清晰和有说服力,裁判者在心证上达到确信案件事实的真实性明显大于不真实的程度。同时,考虑证券行政处罚案件类型多样,可以根据事实复杂程度、处罚轻重,对个别案件采取高于或低于明显优势证明标准。<sup>(26)</sup>总而言之,从盖然性程度,刑事诉讼证明标准的盖然性最高,行政诉讼的证明标准次之,民事诉讼的证明标准最低。

(24)《中华人民共和国刑事诉讼法》第55条第2款规定:“证据确实、充分,应当符合以下条件:(一)定罪量刑的事实都有证据证明;(二)据以定案的证据均经法定程序查证属实;(三)综合全案证据,对所认定事实已排除合理怀疑。”

(25)《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉的解释》(法释〔2022〕11号)第105条规定:“人民法院应当按照法定程序,全面、客观地审核证据,依照法律规定,运用逻辑推理和日常生活经验法则,对证据有无证明力和证明力大小进行判断,并公开判断的理由和结果。”《最高人民法院关于民事诉讼证据的若干规定》(法释〔2019〕19号)第85条规定:“人民法院应当以证据能够证明的案件事实为根据依法作出裁判。审判人员应当依照法定程序,全面、客观地审核证据,依据法律的规定,遵循法官职业道德,运用逻辑推理和日常生活经验,对证据有无证明力和证明力大小独立进行判断,并公开判断的理由和结果。”第86条规定:“当事人对于欺诈、胁迫、恶意串通事实的证明,以及对于口头遗嘱或赠与事实的证明,人民法院确信该待证事实存在的可能性能够排除合理怀疑的,应当认定该事实存在。与诉讼保全、回避等程序事项有关的事实,人民法院结合当事人的说明及相关证据,认为有关事实存在的可能性较大的,可以认定该事实存在。”

(26)高基生:《证券行政处罚证明标准探讨》,载《证券市场导报》2007年第1期,第21-22页。

尽管不同程序下的证明标准勾勒出了我国证明标准体系的轮廓,要精准划定证券交易所自律惩戒的证明标准还存在困难。一是缺失参照标准。证券交易所的自律管理与证券监管机构的行政监管尽管性质不同,但两者都是基于公共利益作出的市场管理措施。理论上,自律惩戒证明标准可以在参考行政处罚证明标准基础上,结合自律管理实际确定。然而,证券行政处罚的明显优势证明标准是实务界提炼总结的,并未得到立法规定的确认。《中华人民共和国行政诉讼法》和《中华人民共和国行政处罚法》有关行政处罚和行政行为的证明要求分别为“事实清楚”和“证据确凿”,规定过于笼统、抽象、缺乏可操作性,无法给裁判者提供明确的、可操作的裁量决断尺度。二是要在多元利益取舍中取得平衡。一方面,自律惩戒本质上是一种自律管理行为,要符合自律管理的效率要求,同时证券交易所不是行政机关,取证能力有限,因此自律惩戒的证明标准不宜太高。另一方面,自律惩戒涉及市场参与者权利的剥夺或义务的增加,对相对人的利益可能产生重大影响,因此自律惩戒又不宜采用太低的证明标准。自律惩戒证明标准既要符合自律管理的效率、公正目标,又要匹配证券交易所的取证能力。

#### 4. 司法审查不足,不利于自律惩戒获得有力司法保障

证券交易所自律惩戒作为一种证券监管行为,相对人对其不服可以寻求司法救济。司法审查可以对证券交易所自律惩戒的裁量权形成有效制约,防范权力滥用和结果显失公平。实践中,对证券交易所自律惩戒的司法审查存在一定问题。

一是大量证券交易所自律监管措施和纪律处分没有进入司法审查的轨道。近年来,我国内地证券交易所因监管行为而引发的诉讼纠纷日益增多。从中国裁判文书网检索情况看,案件类型主要为相对人针对证券交易所停牌、退市等自律管理行为提起的侵权诉讼或者针对证券交易所信息公开、发放独立董事资格证书等业务活动提起的行政诉讼,尚未出现相对人不服证券交易所自律监管措施或纪律处分的司法裁判文书。这一方面是因为前期证券交易所自律惩戒以申诫罚为主,对当事人权益影响相对较小;另一方面是由于证券交易所掌握的发行上市审核权、上市公司监管权等使其在我国内地证券市场中具有极为特殊的地位,在证券市场发行供过于求的局面下,相对人往往首先考虑与证券交易所进行沟通协调,而非提起诉讼。<sup>(27)</sup>

二是面对证券交易所自律惩戒案件,法院可能面临依据不明的困境。我国《证券法》和相关法规规章仅对证券交易所实施纪律处分和其他自律监管措施进行了概括性的授权,具体程序和实体要求规定在证券交易所业务规则中。历史上,对于原告请求对证券交易所业务规则进行司法审查的,法院采取了回避和淡化立场。<sup>(28)</sup>近年来,最高人民法院在多份关于注册制改革的司

(27) 马洪雨:《证监会司法审查机制研究》,载《河北法学》2011年第7期,第149页。

(28) 冷静:《法定自律组织还是法律授权组织:新形势下证券交易所及其一线监管性质辨》,载《证券法苑》第23卷,法律出版社2017年版,第202-205页。

法保障文件<sup>〔29〕</sup>中,规定对于证券交易所经法定程序制定的、与法律法规不相抵触的业务规则,法院在审理案件时可以参照适用,体现了法院认可保障交易所自律管理职能的必要性。但值得关注的是,根据我国法律法规的效力位阶,行政规章具有法院参照适用的效力,最高人民法院将证券交易所业务规则也纳入法院参照适用范围,是否意味着证券交易所业务规则在法律适用的效力上等同于行政规章?实践中,证券交易所业务规则通常将证监会行政规章作为制定依据,照此理解,业务规则的效力位阶又应在行政规章之下。因此,证券交易所业务规则的效力层级还有待厘清。

三是证券交易所自律惩戒案件的复杂性,造成法院对自律管理行为审查的相对谦抑。一方面,法院受维护政治稳定、经济发展等“目标”的束缚,面对证券交易所自律管理行为往往再三思量判决认定可能带来的后果与影响,处理案件时小心谨慎。另一方面,面对证券交易所的专业监管行为,法院能力有限,主要着眼于程序性审查,避免过度干预自律管理裁量权而影响证券市场管理的公正性、效率性和专业性。

## （二）问题根源分析

前述证券交易所自律惩戒实践面临的种种问题,究其原因,一是在于理论界和实务界对于证券交易所惩戒权到底为公权抑或私权的性质还缺乏准确认识,与证券交易所惩戒权性质相适应的监管手段、程序和标准尚待建立健全;二是自律管理与行政监管的职责边界存在混淆,证监会与证券交易所关系尚待进一步厘清。

### 1. 自律惩戒权的复合性不适配我国公私法二元结构

有观点认为,证券交易所惩戒权本质上是一种私权,体现为团体意志,是行业成员自发形成的集体性权利;交易所章程、上市协议和各类业务规则是市场参与者向证券交易所让渡权利并自愿接受权利限制的自治性文件。也有观点指出,证券交易所惩戒权不是民事管理权,而是一种法定的证券监管权力。一方面,各类自律管理文件实质上是法律法规关于证券监管要求的补充和细化,只是名义上的“民事契约”。另一方面,证券交易所惩戒权具有单方性和强制性,证券交易所不能放弃追究违规行为人责任,市场参与者也不能选择接受证券交易所的自律管理。证券交易所行使惩戒权,与其说是行使市场参与者让渡的契约权利,还不如说是在履行法定义务,承担法定责任。<sup>〔30〕</sup>

事实上,证券交易所惩戒权兼具“权利”与“权力”的双重属性,无法简单归类为私权或者公权。证券交易所作为证券自律管理组织,被称为政府和市场外的“第三只手”,承担组织市场运

---

〔29〕《最高人民法院关于为设立科创板并试点注册制改革提供司法保障的若干意见》(法发〔2019〕17号,已被修改)第4条,《最高人民法院关于为创业板改革并试点注册制提供司法保障的若干意见》(法发〔2020〕28号)第4条,《最高人民法院关于为深化新三板改革、设立北京证券交易所提供司法保障的若干意见》(法发〔2022〕17号)第3条。

〔30〕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;李响玲:《论新趋势下的证券交易所自律监管》,中国法制出版社2014年版,第34-36页。

营、管理市场秩序、充当交易中介等多重角色，处于市场自由运行与政府监管运行的中间地带。<sup>〔31〕</sup>而作为自律管理的重要内容，自律惩戒权也自然交织着公权和私权的不同特征。<sup>〔32〕</sup>“权利”属性体现为证券交易所惩戒权首先是行业团体自发形成的集体性权利，管理权能来源于市场参与者的同意和权利让渡，是行业成员自我管理权的延伸。“权力”属性则体现为证券交易所惩戒权具有准行政监管特征，管理权能来源于国家立法机关或者政府部门授权，是由证券交易所根据法律法规授权或者行政委托履行的一项监管职能。因此，证券交易所惩戒权背后是民事权利和准行政管理权的叠加，而这也是为什么最高人民法院在《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》中，规定证券交易所监管职能相关的诉讼类型既包括行政诉讼，也包括民事诉讼。<sup>〔33〕</sup>

归根结底，证券交易所惩戒权性质之所以出现争议，原因在于我国公私法二元结构面对证券法治“洋为中用”产生的水土不服。我国内地证券市场法制建设大规模吸收并借鉴了以美国为主的境外成熟市场证券体制。我国内地证券市场建立不过三十多年，公开谴责、罚款、禁止交易、取消相应资格、暂停或撤销职务等诸多自律管理措施和纪律处分均学习借鉴自西方证券交易所。美国等西方国家对于证券交易所惩戒行为的认识和处理有自己的逻辑和方法。例如，美国证券交易委员会（SEC）可以基于公共利益复核证券交易所纪律处分。当事人提起关于证券交易所纪律处分的诉讼以穷尽行政救济为原则。同时，美国司法系统不设单独的行政法院和行政诉讼程序，法院审理证券交易所纪律处分案件适用统一的民事诉讼程序规则和某些特别法规定的专门规则。因此，美国关于证券交易所纪律处分应适用公法还是私法的争论并不突出。但我国法律体系严格划分部门法，民事行为和行政行为适用不同的原则、程序和诉讼机制，这就导致兼具公私法属性的证券交易所惩戒行为难以在型式化的民事或行政行为类型中找到恰当位置。因此，我国内地证券交易所惩戒权的优化完善，有必要在厘清自律惩戒和行政处罚边界的基础上，构建与自律惩戒权运用相适应的程序、标准与配套机制。

〔31〕 韩朝炜：《证券交易所自律的司法介入》，上海人民出版社 2015 年版，第 39 页。

〔32〕 为解释证券交易所惩戒权性质的复杂性，学术界存在“特别权力关系”说、“社会权力”说和“功能性自治行政”说等不同观点。“特别权力关系”说认为，基于特别的法律原因，证券交易所与市场参与者之间存在一种特殊关系，证券交易所为达成公法上特定目的，于必要范围内对市场参与者存在支配权力（该理论也常被用于解释学校与学生、监狱与囚犯之间的关系）。“社会权力”说强调自律惩戒权属于社会权力范畴，证券交易所作为社会主体以其拥有的社会资源对国家和社会产生影响力、支配力，社会权力属于公权力的一种，却不同于国家权力。“功能性自治行政”说则认为证券交易所是特定公法组织体，于国家赋予之法定自治权限内，以自己意思处理与其相关的公共事务，其自治结果直接属于团体，间接归属国家。参见吴万得：《德日两国特别权力关系理论之探讨》，载《政法论坛》2001 年第 5 期；董世坤：《证券交易所惩戒权的法律性质、价值定位与配置框架》，载《南方金融》2021 年第 9 期；张红：《证券交易所的会员管理行为及其救济途径》，载《华东政法大学学报》2017 年第 6 期。笔者认为，从强调国家对社会自治规则的认可、突出证券交易所惩戒权的公共属性角度，“社会权力”说、“功能性自治行政”说与“特别权力关系”说具有相似性。

〔33〕 《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〔2020〕20 号）第 1 条规定：“根据《中华人民共和国民事诉讼法》第三十七条和《中华人民共和国行政诉讼法》第二十二的有关规定，指定上海证券交易所和深圳证券交易所所在地的中级人民法院分别管辖以上海证券交易所和深圳证券交易所为被告或第三人的与证券交易所监管职能相关的第一审民事和行政案件。”

## 2. 注册制下证监会与证券交易所关系尚未定型

注册制改革以股票发行制度为牵引，统筹推进资本市场发行、交易、信息披露、再融资、持续监管、退市等关键领域基础制度的完善，基本内涵是处理好政府与市场的关系，最大限度地减少不必要的行政干预，真正把选择权交给市场。<sup>(34)</sup> 注册制改革涉及证监会与证券交易所关系的重大调整。根据审核权和注册权“两权分离”的改革制度设计，证券交易所行使上市审核权，证监会行使发行注册权，证券交易所审核与证监会注册是证券发行上市核准的两个前后相继过程。证监会改变核准制时期行政权力对证券发行准入环节的积极干预，弱化事前审批，将更多资源分配于事中事后监管。证券交易所则更加独立承担市场组织和一线监管职能，在发行上市、持续监管、退市等环节中发挥其灵活性、专业性优势。注册制下，证监会强化对证券交易所进行监管。一是防范证券交易所在竞争压力下“逐底竞争”(race to the bottom)。注册制下，发行上市审核权交由证券交易所行使，其可能为追求市场份额和经济利益而放松执行上市标准，弱化监管惩戒，放任、纵容不规范行为发生。<sup>(35)</sup> 二是规范证券交易所依法行使“准行政许可权”。公开发行人证券面向不特定的社会公众募集资金，涉及公共利益，历来属于行政许可范围。证券交易所行使发行上市审核权，一定程度上意味着其作为准行政机构履行证券公开发行核准权。作为行政主管部门，证监会有必要对证券交易所发行上市审核质量进行把关，对发行上市相关活动进行监管、惩处。

长期以来，我国证监会和证券交易所之间存在两对关系，一是法定监管关系，二是行政主管部门关系。法定监管关系指证监会按照《证券法》等法律法规，对证券交易所各项业务活动开展监管，如证监会批准证券交易所章程和业务规则，证券交易所采取技术性停牌或临时停市措施时向证监会报告等。行政主管部门关系指证监会作为证券交易所的下属单位，对证券交易所人事、财务、内部治理开展管理，部分内容体现在《证券交易所管理办法》中，部分体现在证监会日常管理中。<sup>(36)</sup> 这两对关系中起主导作用的是行政主管部门关系。自律惩戒实践中，证监会对证券交易所自律惩戒活动进行全面统筹和指导，如证券交易所实施重大纪律处分通常会事先征得证监会同意，而证监会

(34) 易会满：《国务院关于股票发行注册制改革有关工作情况的报告》，载中国人大网，[http://www.npc.gov.cn/npc/c2/c30834/202010/t20201015\\_308155.html](http://www.npc.gov.cn/npc/c2/c30834/202010/t20201015_308155.html)。

(35) 但实践中，“逐底竞争”不太可能出现。理论上，证券交易所“逐底竞争”有两个重要的前提条件：一是未能达到上市标准的绩差公司对证券交易所而言具有价值；二是尽管公司因违规或绩差而在一家证券交易所受到惩戒处理，却在另一家证券交易所中得到欢迎。但事实是绩差公司仅可能在上市费用等短期商业利益上给证券交易所带来贡献，却对证券交易所更为看重的长期声誉资本造成威胁。作为交易场所，证券交易所只有维持良好声誉资本，才能吸引多元资金和优质证券发行人进场交易，提升市场估值和流动性，最终形成良性循环。此外，行政监管部门为了维护证券市场秩序、保护公众投资者利益，一般也不会允许证券交易所为了商业利益而设置过于宽松的上市条件和监管惩戒标准。因此，证券交易所之间的竞争，更大可能体现为争夺优质发行人、改善市场监管环境的“择优竞争”(race to the top)。从美国市场看，纽约证券交易所和纳斯达克证券交易市场的长期竞争，并未导致各自监管惩戒要求的放松，反而使两大交易所不断改善上市标准和监管环境适应企业创新发展需要。Geeyoung Min & Kwon-Yong Jin, *Relational Enforcement of Stock Exchange Rules*, 47 Brigham Young University Law Review 149, 210 (2021)。

(36) 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》第5卷，法律出版社2011年版，第1048页。

也会在行政监管中将自律惩戒措施纳入考虑。<sup>〔37〕</sup>

按照注册制改革简政放权，发挥市场配置作用的思路，应强化我国证监会与证券交易所之间的监管关系，弱化主管关系，避免自律管理组织过度政府化。政府化意味着自律组织灵活性、专业性的丧失，正如美国 SEC 第二任主席 William Douglas 所指出的，交易所施展其市场的领导作用，而政府则发挥剩余作用，政府就像举着一把猎枪站在门后面，子弹上好膛、抹好油并拉开枪栓，等着随时开枪，但其实希望这把枪永远也不会开火。<sup>〔38〕</sup> 但我国注册制改革的复杂性、阶段性、渐进性决定了理想化的证监会与证券交易所的关系不可能一蹴而就。例如，为了避免交易所之间不当争夺上市资源，证监会仍然需要对申请股票发行上市的项目是否符合国家产业政策、是否符合拟上市板块定位进行把关，其中难免存在“窗口指导”。又如当前“卖方市场”环境下，市场诚信约束机制存在短板，发行上市属于稀缺资源，企业热衷“讲故事”和“资本运作”，证监会有必要健全完善全链条监管机制，统筹自律管理和行政监管资源，不可避免地存在行政力量介入自律惩戒的情况。故此，证券交易所自律惩戒机制的完善，有必要立足国情市情厘清证监会和证券交易所关系，明晰自律惩戒和行政监管的功能、作用和边界。

### 三、证券交易所自律惩戒的借鉴与完善

#### （一）境外证券交易所惩戒机制分析

##### 1. 美国

美国证券交易所具有悠久的自律管理传统，纽约证券交易所（下称纽交所）自 1817 年设立伊始就在章程中规定纽交所可对任何违反交易规则的行为采取措施。纽交所和新兴的纳斯达克证券市场（下称纳斯达克）在会员券商、上市公司和市场交易等方面拥有广泛的自律管理和纪律处分权。近年来，随着证券交易所公司化改革，交易所固有的商业角色和监管角色之间的利益冲突加剧。为实现自律管理与经营职能的分离，2006 年，纽交所下属监管公司与纳斯达克运营方全美证券交易商协会成立美国金融业监管机构（Financial Industry Regulatory Authority, FINRA），统一监管具备纽交所和纳斯达克会员资格的券商，承担对券商和经纪个人的资格管理、采取执法行动、纠纷解决与仲裁等管理职责。证券交易所主要负责制定上市、交易规则并保留一定的自律惩戒权。综上，美国由此形成“证券交易所+FINRA”的自律管理体制。

美国《1934 年证券交易法》设定了一个“SEC 监管证券交易所，证券交易所监管会员及上市公司”的双层监管架构，对全国性证券交易所的注册设立资质、监管职权等作出规定。<sup>〔39〕</sup> 其中，

〔37〕 例如，注册制改革以前，暂不受理等对发行人上市申请的限制作为行政监管措施由证监会实施，但注册制改革后，特别是 2021 年《中华人民共和国行政处罚法》修改后，该类监管措施可能被认定为行政处罚，继续作为行政监管措施实施存在法律风险，相关措施便作为证券交易所纪律处分实施。

〔38〕 William Douglas, *Democracy and Finance*, Yale University Press, 1940, p. 82. 转引自吕成龙：《科创板时代中国证监会治理角色与模式的转变》，载《财经法学》2019 年第 4 期，第 123 页。

〔39〕 Verity Winship, *Enforcement Networks*, 37 Yale Journal on Regulation 274, 278 (2020).

第 6 条规定证券交易所有权在会员自律方面享有规则制定权、检查权及制裁权，为证券交易所实施自律惩戒提供了法律依据。但法律并未赋予证券交易所强制传唤等调查权，因此，自律惩戒的实施依赖会员等自律管理对象的合作。为有效实施纪律处分，纽交所和纳斯达克一方面制定了相应合作指引，对积极配合调查的当事人给予减免责任激励，对不配合调查的当事人采取限制业务活动资格的处罚；另一方面加强与 SEC 和刑事检察部门的执法合作，通过联合执法行动获取当事人违规线索和证据。<sup>(40)</sup>

纽交所和纳斯达克针对上市类违规行为可采取的纪律处分包括除牌、停牌、罚款、谴责等，而针对交易类违规行为可采取的纪律处分则包括暂停会员资格或暂停与会员相关的个人注册、开除会员资格或撤销与会员相关的个人注册、罚款、行为限制、谴责以及其他合适的处分。根据纽交所公布的数据，对于上市类违规行为，谴责和除牌退市是常用的惩戒手段，纽交所会在官网公布不合规公司名单和除牌退市名单。<sup>(41)</sup>对于交易类违规行为，罚款是最常用的纪律处分措施。例如，纽交所 2023 年共作出 8 件交易类纪律处分裁定，均涉及罚款措施。<sup>(42)</sup>在会员监管权移交 FINRA 后，纽交所和纳斯达克只对上市公司、交易参与人的违规行为采取处分措施。FINRA 对于会员证券商的处罚方式包括罚金、取消会员资格、暂停会员资格和对个人实施终止或限制业务资格等。FINRA 就每一类处分的适用制定了较为全面的制裁指引（*sanction guideline*），当事人可以清楚获悉其违规行为所可能受到的惩处。2023 年，FINRA 共采取纪律处分行动 610 起，罚款 8 840 万美元，取消会员资格 5 家，暂停会员资格 4 家，终止业务资格 178 人，限制业务资格 257 人。<sup>(43)</sup>研究指出，虽然美国交易所的自律惩戒力度不高，但交易所拥有强制证券停牌乃至除牌的监管权力，当事人倾向于自我报告违规行为以求宽大处理，交易所规则总体上得到了良好执行。<sup>(44)</sup>

纽交所、纳斯达克和 FINRA 的纪律处分程序通常包括调查、指控、当事人答辩、听证、裁决等环节。若当事人对纪律处分不服，可以寻求交易所或 FINRA 的内部复议救济。所有交易所和 FINRA 的纪律处分行为必须向 SEC 报告，SEC 有权依职权或当事人申请，对纪律处分进行复议，复议期间不停止纪律处分的执行。SEC 可以裁决认可、撤销或发还进一步调查案件，标准包括相关惩戒措施是否造成“不必要和不恰当的竞争限制”（*unnecessary or inappropriate burden on competition*）或给当事人带来“过度压迫”（*excessive or oppressive*）。实践中，如果纪律处分所依据的事实存在、符合交易所或 FINRA 规则且不违反联邦证券法立法目的，SEC 通常裁决认可纪

---

(40) *New York Stock Exchange (NYSE) Enforcement Issues*, 6 *Journal of Business and Securities Law* 3, 3–15 (2006).

(41) *NYSE Removal from Listings*, NYSE (14 October 2024), <https://www.nyse.com/regulation/delistings>; *NYSE Noncompliant Issuers*, NYSE (14 October 2024), <https://www.nyse.com/regulation/noncompliant-issuers>.

(42) *NYSE Disciplinary Actions*, NYSE (14 October 2024), <https://www.nyse.com/regulation/disciplinary-actions>.

(43) *Key FINRA Statistics for 2023*, FINRA (14 October 2024), <https://www.finra.org/media-center/statistics>.

(44) Geeyoung Min & Kwon-Yong Jin, *Relational Enforcement of Stock Exchange Rules*, 47 *Brigham Young University Law Review* 149, 149–218 (2021).

律处分决定。<sup>(45)</sup> 司法审查方面,美国 1975 年《证券法律修正案》对《1934 年证券交易法》作出修正,规定证券自律组织的纪律处分救济,以穷尽行政救济为原则,当事人只有先就交易所或 FINRA 的纪律处分裁决向 SEC 申请复议后,才能以 SEC 为被告就复议裁决向联邦法院寻求司法审查。当然,穷尽行政救济并非完全绝对,如果自律管理行为以及行政救济程序可能造成当事人无可挽回的损失,或者存在明显违法的情形,当事人可以直接向法院寻求救济。<sup>(46)</sup>

## 2. 我国香港地区

香港联合交易所(下称联交所)纪律处分可分为上市类纪律处分和交易类纪律处分两类。上市类纪律处分适用于发行人及其股东、董事和高级管理人员与中介机构及其雇员等主体,而交易类纪律处分则适用于交易所参与者。上市类纪律处分规定在联交所《上市规则》中,可分为声誉性制裁、补救性制裁、辅助或操作性制裁 3 类。<sup>(47)</sup> 声誉性制裁包括私下指责、载有批评的公开声明、公开谴责、董事留任将有损投资者权益声明、不适合担任发行人董事及高管声明等 5 种。补救性制裁包括跟进行动、禁止使用市场设施、停牌或取消上市地位、修正或补救性制裁等 4 种。辅助或操作性制裁包括专业顾问的禁令、向另一监管机构申报违规者行为、按情况采取其他适当行为等 3 种。交易类纪律处分规定在联交所《交易所规则》中,包括取消参与者资格、以书面要求参与者放弃资格、暂时吊销参与者在本地交易所的资格、向参与者征收罚款、谴责参与者等 18 种。从性质看,不同措施涵盖对行为人声誉、财产、业务行为和资格的处罚,既体现了预防与制止违规的目的,也体现出违规行为人付出代价的惩戒要求。

实践中,对于上市类违规行为,联交所适用最多的制裁措施为董事培训、公开谴责、董事不适合性声明、损害投资者权益声明 4 种。2023 年,联交所共对 78 名个人作出董事培训制裁,17 名发行人和 42 名个人作出公开谴责制裁,29 名个人作出不适合担任发行人董事及高管声明制裁,22 名个人作出董事留任将有损投资者权益声明制裁。对于交易类违规行为,联交所适用最多的制裁措施为向参与者征收罚款,罚款金额分为四个档次:首次违规免罚,发出警告信<sup>(48)</sup>;第二次违规,罚款港币 2.5 万元;第三次违规,罚款港币 5 万元;后续违规罚款金额由聆讯程序决定。<sup>(49)</sup>

联交所纪律处分属于民事程序。纪律处分调查中,联交所没有类似于香港证券及期货事务监察委员会(下称香港证监会)的法定调查权力,不能强制要求被调查对象提供文件,但《证券及

<sup>(45)</sup> Geeyoung Min & Kwon-Yong Jin, *Relational Enforcement of Stock Exchange Rules*, 47 Brigham Young University Law Review 149, 162–163 (2021).

<sup>(46)</sup> *Pyramid Fin. Corp. v. Fin. Indus. Regulatory Auth.*, 586 F. 3d 242 (2009).

<sup>(47)</sup> 香港联合交易所:《关于纪律委员会及上市复核委员会厘定所施加的制裁及指令的原则及因素的声明》,载联交所官网 2022 年 10 月 25 日, [https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Listing/Rules-and-Guidance/Disciplinary-and-Enforcement/Disciplinary-Procedures-and-Enforcement-Guidance-Materials/enf\\_sanctions\\_c.pdf](https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Listing/Rules-and-Guidance/Disciplinary-and-Enforcement/Disciplinary-Procedures-and-Enforcement-Guidance-Materials/enf_sanctions_c.pdf).

<sup>(48)</sup> 其中,交易所参与者未有预先通知交易所有关其开业、暂停营业、停止营业及复业的事宜,因而违反《交易所规则》第 353 条的违规,首次违规罚款港币 5 000 元。

<sup>(49)</sup> 香港联合交易所《交易所规则》中的《纪律程序标准处分表》,载联交所官网 2024 年 10 月 10 日, [https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Services/Rules-and-Forms-and-Fees/Rules/SEHK/Securities/Disciplinary-Procedures/dp\\_17\\_c.pdf](https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Services/Rules-and-Forms-and-Fees/Rules/SEHK/Securities/Disciplinary-Procedures/dp_17_c.pdf).

期货条例》第384条规定，任何人遵照法定要求向香港证监会或联交所提供资料的，只要该等资料在某一要项上存在虚假或误导性，即属违法；一旦触犯该罪行，可由香港证监会在裁判法院提起检控或由律政司循公诉程序检控；罪成最高可被判两年监禁及罚款100万港元。立法规定强化了联交所纪律处分调查的有效性和权威性。此外，联交所纪律处分具有程序灵活性。根据联交所《纪律聆讯程序》，纪律处分聆讯不适用法庭的证据规则，以相对可能性的衡量为举证的标准。联交所可以接收当事人的任何书面或其他资料，并判断权衡资料的重要性。

香港证监会有权监督联交所作出的纪律处分裁决。根据联交所《上市规则》，香港证监会有权以书面方式要求联交所上诉复核委员会复核任何上市类纪律处分决定。根据联交所《交易所规则》，交易所考虑对参与者采取交易类纪律行动时应通知香港证监会，并应立即将考虑的结果及所采取的纪律处分行动通知证监会。联交所的纪律处分行动可能接受司法审查，但多年来几乎未发生以交易所为被告的案件，即便是一些拟上市公司曾因被拒绝接纳上市而对联交所提起诉讼，均被香港法院裁决败诉。

### 3. 小结

一是境外证券交易所按照违规行为类别设置纪律处分种类，财产罚措施较为普遍。按照违规行为的类别，境外证券交易所通常将纪律处分分为上市类纪律处分和交易类纪律处分。上市类纪律处分主要用于惩戒发行人、中介机构及其相关人的不当披露违规行为，交易类纪律处分主要用于惩戒会员、交易参与者及其相关人的不当交易违规行为。两类纪律处分由交易所不同部门或者专门自律管理组织按照不同程序作出。值得注意的是，财产罚是境外证券交易场所普遍采取的纪律处分措施。美国《1934年证券交易法》明确授权全国性交易所和证券业协会对违反法律或交易所规则的会员及会员关联人士实施包括罚款在内的纪律处分。由于得到法律授权，“自律罚款”概念深植于美国证券市场和证券自律组织，交易所和FINRA所享有的罚款权与SEC的行政罚款权互不冲突、分工错位，很少出现合法性的争议问题。

二是境外证券交易所纪律处分程序与行政执法程序存在差别，具有灵活性。美国《1934年证券交易法》要求交易所在纪律处分、会员资格授予等事项上为自律管理对象提供“公平程序”。但交易所自律管理所遵循的“公平程序”，与行政执法行动时所遵循的“正当程序”存在差别。Solomon案中，美国法院就指出，即使纽交所具有一定的证券监管职能，但因为证券交易所是一个私法主体，不受美国宪法第五修正案“不得自证其罪”的约束。<sup>(50)</sup> 联交所也认为其纪律处分聆讯程序并非正式的法庭程序，适用证明要求较低的民事证据标准。因此，相比行政执法程序，证券交易所纪律处分程序具有灵活性和便捷性。

三是境外证券交易所纪律处分强调行政监督和司法审查介入，彰显权威性。无论是美国还是我国香港地区，证券交易所纪律处分裁决均受证券行政部门监督。美国更是将SEC复议作为被纪

---

(50) United States v. Solomon, 509 F.2d 863 (1975).

律处分当事人救济的重要一环，当事人针对自律组织提起的诉讼，须以穷尽自律组织的内部救济和由 SEC 主导的行政救济为前提。这一特殊机制使得证券交易所纪律处分在提交司法审查前，均获得 SEC 的有力背书，较难被法院所推翻。司法判决中，美国联邦最高法院将这一穷尽救济原则的目的总结为维护行政机关的权威和提高司法效率。<sup>(51)</sup>

## （二）我国内地证券交易所惩戒机制完善

### 1. 构建自律惩戒和行政处罚的层次体系

当前自律惩戒存在的趋同于行政处罚问题，一定程度上是我国内地证券市场监管主要依靠行政权力，自律管理附属于行政监管的历史惯性使然。核准制下政府主导的证券市场监管，行政监管强势、自律管理弱势，证券交易所自我规范、自我发展的约束机制发展不足。<sup>(52)</sup>注册制下强化证券交易所对发行上市全链条环节的自律管理职能，有必要增强自律管理的自主性、独立性和权威性，彻底改变自律管理过分依赖行政监管的问题。具体到违规惩处，要厘清证券交易所惩戒权和证监会处罚权的边界，拉开两者在惩戒情形、惩戒范围和惩戒严厉程度等方面的差距，实现自律管理与行政监管的密切配合、均衡互动。

（1）统筹考虑自律惩戒和行政处罚的层次递进关系，突出自律惩戒发现问题、化解风险的独特作用。根据“公共强制理论”所提出的“公共规则的私人执行策略”，由于政府监管所带来的巨大成本和被监管俘获的潜在可能性，政府应当把重点放在制定公共规则上。规则执行首先依靠私人力量，主要包括证券交易所等行业组织自律管理和投资者提起的民事赔偿诉讼。私人可以在没有任何政府干预的情况下解决大多数的市场失灵问题，只有在私人执行不能有效维护市场有效竞争秩序时，公共执法才是必须的。<sup>(53)</sup>尽管在当前国情市情下，公共执法“退居二线”不符合实际情况，自律惩戒的作用应受到重视。

我国内地证券交易所自律惩戒和证监会行政处罚是证券监管的两股独立力量，两者适用于市场危害程度（投资者法益侵害程度）不同的不法行为，两者的层次划分体现在制裁严厉程度而非形式上。以申诫罚为例，纪律处分中的通报批评和行政处罚中的通报批评都是对行为人的一种告诫，使其认识违法违规责任，改正行为的一种处罚，两者在制裁形式上并无本质不同，但在严厉性上行政处罚的谴责程度更高，对行为人经营活动、融资能力、信用记录影响更大。因此，如果割裂自律惩戒和行政处罚，不考虑两者在制裁严厉程度上的递进关系，不仅将影响两种制裁手段的制裁效果，还不利于自律惩戒和行政处罚的层次性构建。

具体来说，一是要发挥自律惩戒发现问题、初步修复作用。行政处罚与自律惩戒的核心差别在于，前者以强制性和威慑性为主，是用于惩治重大、恶性违法行为的“重武器”，以罚一劝百形成执法震慑为目标；而后者则强调危险预防与市场修复，是用于及时处理早期察觉问题的“轻武

<sup>(51)</sup> *McCarthy v. Madigan*, 503 U.S. 140, 146, 112 S. Ct. 1081, 117 L. Ed. 2d 291 (1992).

<sup>(52)</sup> 王琦：《全面注册制下证券发行审核机制的逻辑重校》，载《甘肃政法大学学报》2024年第4期，第79页。

<sup>(53)</sup> 董慧凝：《证券监管的适度性探讨》，载《证券市场导报》2007年第5期，第27页。

器”，以化解市场风险和潜在危机为目标。因此，证券交易所在决定采用何种自律惩戒措施时，应着眼对违规行为的及时制止以促进秩序恢复，或者着眼对行为人条件和能力上的限制以进行危险预防，而非强调惩戒措施本身的严厉程度。从自律管理和行政监管整体性、协调性角度出发，“严厉打击”根本问题还要依赖证监会行政处罚等手段的介入。二是突出自律惩戒灵活性、适应性强特点。行政处罚以国家强制力为后盾，相伴而生的是成本高、手段刚性化、程序复杂等劣势。自律惩戒立足市场一线，受法定权限和程序的束缚较小，能够迅速适应多变的市场形势。美国法院也认为交易所纪律处分程序不必受刑事和行政制裁程序中的严格正当程序要求限制，以免影响其处分效率。<sup>〔54〕</sup>因此，证券交易所自律惩戒应突出精准性、适应性。例如，应强调自律惩戒措施与行政处罚的差异性，避免监管效果不明显的简单“跟罚”。在行政处罚给予当事人警告、罚款处罚的情况下，自律惩戒可以根据案件情况给予限制交易、公开认定不适合担任相关职务、暂不接受文件等制裁或纠正效果更为精准的行为罚、资格罚措施，无须与行政处罚“亦步亦趋”。

（2）强化自律惩戒与行政处罚的有效衔接，提升证券交易所一线灵活监管的正当性。强化自律惩戒的自主性和独立性并非不考虑其与行政处罚的衔接问题。自律管理不能完全取代行政监管，政府性监管具有的法定性、强制性、较强的威慑力，更大的调查取证、查阅复制个人秘密信息、冻结查封账户、限制买卖等权能是交易所自律管理所不具备的。特别是在市场危机等非常态时期，自律惩戒作为一种行业自我管理行为具有一定的不确定性，而刚性的、法定的政府监管可在此时对市场信心予以保证。<sup>〔55〕</sup>因此，证监会行政处罚的作用在于补充证券交易所自律惩戒的不足，聚焦打击危害性更大、隐蔽性更强的证券欺诈行为。

实践中，应提高自律惩戒和行政处罚的协同性。由于责任类型不同，自律惩戒与行政处罚对同一事项的追责并不构成“一事二罚”，但实施自律惩戒或行政处罚时，应当考虑当事人已承担责任情况。例如，纪律处分中的收取惩罚性违约金与行政处罚中的罚款虽然性质不同，但在金钱给付的内容上是相同的，责令违法者交纳其中一种款项后，给行为人以经济上的制裁目的即已达到，不宜再作出另外一种经济制裁。故此，可以借鉴行政罚款和刑事罚金间的吸收与折抵做法，探索建立收取惩罚性违约金与行政罚款间的吸收与折抵制度。此外，对于部分在惩戒严厉性上已经趋同于行政处罚的纪律处分措施，从强化合法性角度，有必要在程序上引入行政处罚的阅卷、质证等程序，强化当事人权利保障。此外，可以探索借鉴美国做法，由证监会对证券交易所自律惩戒行为合法性、合理性进行复议、监督，一方面提升自律惩戒的权威性，另一方面统一不同证券交易所自律惩戒的标准和尺度，避免出现交易所之间竞相降低监管标准的“逐底竞争”。

〔54〕 徐明、吴伟央：《论证券交易所自律管理正当程序的有限性》，载《证券法苑》第3卷，法律出版社2010年版，第309-318页。

〔55〕 高振翔：《市场危机下的美国证券执法——〈SEC 执法部 2020 财年年报〉解读》，载《商法界论集》第8卷，中国金融出版社2021年版，第214-221页。

## 2. 提升证券交易所的调查取证能力

在证券交易所自律管理权能扩张的背景下，有必要强化证券交易所的调查取证能力建设。

一是强化立法赋权。在《证券法》《证券交易所管理办法》等法律法规中，赋予证券交易所自律惩戒所需的更大范围和更便捷的现场检查权、调查取证权、查阅及复印相关资料权、查询资金流水等相关金融信息权、限制交易权、责令相关人员进行说明或提交必要资料权等，并规定有助于行权的保障条件或相对人不予配合的法律责任。

二是强化调查协同。部分专属于行政机关的调查手段，如封存、冻结、查封及扣押，可以允许证券交易所在案件调查所必须时向证监会申请，由证监会实施。证监会通过日常监管、现场检查、稽查执法等方式获得的证据材料，可以作为证券交易所自律惩戒证据。其他证券自律管理组织，如其他证券交易场所、协会、投资者保护组织，在履行职责过程中获得证据也可以作为证券交易所自律惩戒证据使用。同时，强化证券交易所与证监会和刑事调查部门的监管执法协同，证券交易所可以通过联合执法获取自律惩戒所需证据。

三是建立问责机制。从保护市场参与各方合法权益，维护市场健康发展角度强调权力约束与制衡，有必要监督证券交易所对调查权的运用。除常规内部监察和外部行政监督、诉讼监督外，还应当提高证券交易所自律惩戒工作透明度，制定自律惩戒调查环节的操作规范和工作流程，并将相关文件适时予以公开。

## 3. 探索建立多元化的自律惩戒证明标准

证明标准的目的在于为当事人和裁判者提供证明和认定事实的标准。整体上，证券交易所自律惩戒的证明标准，应当在行政诉讼的明显优势证明标准和民事诉讼的优势证明标准之间。笔者主张采取多元自律惩戒证明标准，也即根据不同情形适用不同的证明标准。对于纪律处分中对当事人人身财产权益有重大影响的措施，如各类资格罚措施、金额较大的收取惩罚性违约金措施等，适用明显优势证明标准，在证据盖然性程度上达到确信案件事实的真实性明显大于不真实的程度。对于自律监管措施和纪律处分中对当事人人身财产权益影响较小的措施，如申诫罚措施、金额较小的收取惩罚性违约金措施等，则适用优势证明标准，在证据盖然性程度上达到确信案件事实的真实性大于不真实的程度。因此，多元自律惩戒证明标准更贴合我国实践。

一是符合证券交易所惩戒权的多样性特点。证券交易所惩戒权的多样性，体现在惩戒措施种类多样性和程序多样性两个方面。在种类多样性上，证券交易所各种惩戒措施对相对人权益的影响程度不同，差异很大，小到口头警示、书面警示的申诫罚，大到暂不接受发行人、上市申请人提交的发行上市申请文件的资格罚。证券交易所惩戒措施的种类不同、严厉程度不同，要求采取的证明标准也不同，对相对人权益影响程度越大的惩戒措施应当适用更高的证明标准。在程序多样性上，证券交易所自律监管措施和纪律处分的实施程序存在差异。自律监管措施程序较为简单，一般由证券交易所或者业务部门直接作出。纪律处分程序则相对复杂，一般要经过证券交易所形成纪律处分事先告知书、当事人书面陈述和申辩（属于听证范围，当事人还有权申请听证）、证券

交易所纪律处分委员会审议、证券交易所作出纪律处分决定等。因此,适用更严格程序的惩戒措施,对相对人的权益影响程度往往更大,理应采用更严格的证明标准。

二是兼顾自律管理的效率原则和合法性原则。效率原则方面,证券交易所行使包括自律惩戒在内的自律管理职责,要争取以尽可能快的速度、尽可能少的时间、尽可能少的人力物力,办尽可能多的事情,取得尽可能大的社会效益和经济效益。因此,对于自律监管措施和部分纪律处分措施,考虑时效性问题,原则上不应设定太高的证明标准,采取民事诉讼的优势证明标准较为合适。合法性原则方面,从保护相对人的合法权益,避免过低证明标准造成证券交易所降低证据要求角度,应当要求纪律处分中对相对人权益影响重大的措施适用较高的证明标准,采取行政诉讼的明显优势证明标准可以达到促进证券交易所依法行使自律管理权,保护处于弱者地位的相对人合法权益目的。

#### 4. 构建自律惩戒司法审查的二元处理机制

自律惩戒相对人对证券交易所自律惩戒决定不服,应提起民事还是行政诉讼,既关系证券交易所惩戒权的性质,也涉及当事人救济权利的保障。作为公权和私权的复合体,对证券交易所惩戒行为的司法审查应适用二元处理结构,即根据惩戒行为类型分别适用民事诉讼或行政诉讼程序。二元处理存在两种进路:一是根据惩戒权力来源划分诉讼程序类型。如果自律惩戒的权力来源于行政授权,则对惩戒的救济应适用行政诉讼程序;而如果惩戒权力来源于章程、业务规则、业务合同规定等证券交易所规则或契约,则应适用民事诉讼程序。但证券交易所自律惩戒权力来源具有复合性,相关自律惩戒措施既可能同时规定在交易所业务合同、业务规则和证监会行政规章、规范性文件中,精确区分具体惩戒措施属于民事行为还是授权行政行为存在困难。二是根据惩戒行为对当事人权利的影响程度划分诉讼程序类型。对于普通自律惩戒行为,属于自治管理范畴,适用民事救济程序;而对于产生重要权利影响的自律惩戒行为,属于准行政监管范畴,适用行政程序和行政诉讼的相关规定。笔者主张根据惩戒程度划分所适用的诉讼程序。首先,重大自律惩戒适用行政诉讼程序能更好地保障相对人的正当权益。行政程序中,作为被告的行政机关要承担比原告行政相对人更重的举证责任,程序约束也较民事诉讼更为严格。在重大自律惩戒的制裁严厉程度不断提高的背景下,适用行政诉讼程序能更好地维护相对人权益。其次,普通自律惩戒行为适用民事诉讼要求能保有证券交易所惩戒权灵活便捷的特殊优势。证券交易所能够迅速采取普通惩戒行为,迅速应对突发市场情况。特别是在及时发现和处理异常交易情况,开展上市公司信息披露和停复牌监管等场景下,如果要求证券交易所全部自律惩戒措施严格按照行政程序,将导致一线监管的灵活性、便捷性受损。

证券交易所业务规则与法律法规的关系,涉及对业务规则的效力判断,决定了据此作出的自律惩戒能否得到法院认可,是构建自律惩戒司法审查机制必须回答的问题。在性质上,证券交易所制定的业务规则属于自治规范,带有“软法”属性,主要依靠成员自觉、共同体制度约束、社会舆论、利益驱动等机制实施。在内容上,证券交易所业务规则是对法律法规的细化规定,实践

中公司法与证券交易所上市规则、上市公司规范运作指引、信息披露内容与格式指引等业务规则构成了“原则—细则”的互动关系，公司法中大量关于上市公司的一般原则经由证券交易所业务规则得以落实，如独立董事的任职资格和履职要求以及环境、社会和公司治理（ESG）信息披露规范等。美国学者指出，纽交所关于上市公司的业务规则涵盖了公司治理运作的方方面面，部分要求甚至高于州法，事实上在各州公司法之外创造了一部“联邦公司法”。<sup>〔56〕</sup>在执行上，行业自治规范通常实施效力较弱，但证券交易所业务规则与法律法规具有内容的一致性，这意味着当事人违反业务规则时，往往也违反了法律法规的禁止性规定，因此行政力量介入业务规则的实施较为常见，如地方证监局督促辖区上市公司按照法律法规和交易所规则及时履行信息披露义务。综上，证券交易所业务规则既有行业自治规则的一般性特点，又有其自身特殊性。从证券交易所业务规则与法律法规的协同关系出发，笔者认为虽然证券交易所业务规则和证监会行政规章同属法院参照适用范围，法院在案件审理中应首先参照适用行政规章，其次再参照适用业务规则。一是行政规章由行政机关制定，带有行政管理性质，权威性更高。二是业务规则作为行业自治规范根据行政规章制定，内容上构成对行政规章的补充和解释，实施上依赖行政规章的背书和保障，在行政规章后适用符合法律适用的基本进路。

#### 四、结语

作为一种独立于证券行政处罚和刑事制裁的惩戒方式，证券交易所自律惩戒是自律管理关系的重要内容，也是证券违法违规行为多层次追责体系中的重要一环。目前，我国内地证券交易所自律惩戒已全面涵盖申诫罚、财产罚、行为罚和资格罚不同类型，发挥了及时纠正违规、防范化解风险、维护市场秩序的重要作用。传统意义上的证券交易所自律惩戒是一种带有民事管理性质的非法律惩戒措施，但在压实证券交易所一线监管职责背景下，呈现出明显的公权化趋势。实践中，证券交易所自律惩戒面临与行政处罚趋同、调查取证困难、证明标准缺失、司法审查不足等问题。其根源在于我国公私法二元结构不适应证券交易所惩戒权的公私权叠加特点，证监会与证券交易所关系尚待厘清，与证券交易所惩戒权相适应的程序、标准和配套制度尚未健全。借鉴境外成熟资本市场自律惩戒经验，完善我国内地证券交易所自律惩戒机制需要从对内加强调查取证能力建设、探索自律惩戒证明标准，对外优化与行政监管协同、强化司法审查介入等方面着力。

---

〔56〕 Geeyoung Min & Kwon-Yong Jin, *Relational Enforcement of Stock Exchange Rules*, 47 Brigham Young University Law Review 149, 160–161 (2021).

## Research on the Types and Norms of Disciplinary Sanction of Stock Exchange

GAO Zhenxiang

**Abstract:** Self-regulatory penalties are implemented by securities self-regulatory organizations, such as stock exchanges, as a means to enforce market regulations and as a result of their self-regulatory management functions. It is an important part of the multi-level securities illegal punishment system. In recent years, a self-regulatory penalty system, which includes self-regulatory measures and disciplinary sanctions, has been gradually established by Chinese stock exchanges. However, in practice, the focus remains on reputational penalties, while the number of qualification penalties is gradually being increased. Currently, the application of disciplinary sanctions by Chinese stock exchanges is faced with challenges such as overlapping punishment measures with administrative penalties, limited methods for evidence collection, the absence of proof standards, and insufficient judicial review. These issues stem from a lack of accurate understanding regarding the nature of stock exchange disciplinary powers and the confusion in the boundary of responsibility between self-discipline management and administrative supervision. By drawing on the practices of self-regulatory penalties in overseas markets, it is necessary for the disciplinary system of Chinese stock exchanges to be improved. This can be achieved by establishing a hierarchical system of self-regulatory penalties and administrative punishments, by comprehensively enhancing the evidence collection capabilities of stock exchanges, by exploring the establishment of proof standards for self-regulatory penalties, and by strengthening judicial review of self-regulatory penalties.

**Keywords:** Self-regulation of Securities; Disciplinary Power of Stock Exchange; Self-regulatory Measures; Disciplinary Sanction; Qualification Penalty

（责任编辑：楼秋然 汪友年）