

证券错误交易撤销制度的比较分析: 法理、标准和程序

吴伟央*

摘要: 证券交易中的错误交易往往会造成重大影响,处置错误交易成为交易所基础制度的必要组成部分,其中撤销错误交易是其中一种重要的处置方式。交易所的撤销错误交易制度具有一定的合法性,在境外主要交易市场已经被广泛适用。本文详细比较分析了境外主要交易所撤销错误交易制度的适用标准和执行程序,为我国建立该项制度提供借鉴。

关键词: 错误交易 撤销交易 适用标准 处置程序

证券交易中的错误交易(error trades),又称明显错误交易(clearly erroneous trades),是指因市场参与者行为或交易系统故障而导致被错误执行的交易。^①该定义是国际证监会组织(IOSCO)技术委员会总结了全球主要交易所的定义之后作出的,从

* 法学博士后,现就职于中国证监会北京监管局。

① Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, *Final Report Policies on Error Trades*, October 2005.

定义中分析,一个错误交易主要包含以下要素:(1)错误原因上,可以是参与者的人为过错引起,如各种乌龙指事件,也可以是因交易系统存在故障引起,如因系统缺陷致使一些本不该或不想成交的交易产生;^②(2)表现形式上,交易存在明显错误,“这个明显错误的表现形式可以体现在价格、股票数量或其他证券单位、证券识别代码(identification)等方面”,^③成交有违常规,明显表现异常或者给市场造成了不该有的影响或冲击;(3)结果上,是已经通过交易系统成交的交易,不包括被及时发现制止纠正的订单,但不一定已经结算交收,如本文探讨的取消错误交易时限很短,一般当天未结算及处理完毕。

错误交易往往有违市场公平和当事人本意,在大规模电子交易的背景下经常会扰乱市场价格信号,引起连锁反应,往往成为证券市场备受关注的重大棘手事件。近年境内外发生了多起错误交易事件:

境外的典型错误交易事件如:(1)2001年5月14日,伦敦证券交易所一会员公司的交易员在收盘集合竞价阶段将300万英镑的申报输入为3亿英镑,引发了FTSE100指数在此期间下跌约2.5%;(2)2003年7月14日,芝加哥商业交易所(CME)因自动交易系统执行了大量超出限价范围的申报,导致E-mini标普500指数期货合约短时急剧下跌,交易所撤销约600份交易;(3)2005年12月8日,日本“J-COM大规模错误订单事件”,瑞穗证券一名交易员将“以610,000日元的价格出售1股J-COM股票”误输入为“以1日元价格出售610,000股J-COM公司股票”;(4)2010年5月6日,美股“闪电暴跌”事件,30DJIA指数在不到20分钟的时间里狂泻近1000点,后又实现了快速反弹,其间,如埃森哲等知名股票曾一度跌到只剩几美分;(5)2010年6月1日,德意志证券在日本大阪证交所由于系统故障错误挂出巨额期货合约卖单,一度影响现货价格;(6)2010年9月15日,CME在进行质量保证测试时,错误地在正常运行中的能源和金属市场下单,持续

^② IOSCO 报告中指出许多交易所的错误交易政策中包括使用者与系统的错误,同时另外一些交易所将此政策限于人为的错误。还有其他交易所借助错误交易政策处理导致申报失衡的状况。

^③ 如纽交所的 Clearly Erroneous Execution、纳斯达克的 Guidelines for cancellation of trades based on NASDAQ OMX Nordic Member Rules section 5.7.3 等。

6分钟。

在国内,近年也发生了一些错误交易事件,例如:(1)1990年12月19日,上交所开业首日,申银证券的经纪人为抢到沪市第一单的历史记录,情急之中将当时市场价格为384元的真空电子按面值100元的卖出报价输入电脑后成交,该单收市后更新;^④(2)1994年1月26日,某证券公司交易员徐某将数百万股广州广船分多次以20元高价“卖出”,不料却将第九笔81万余股“卖出”打成了“买入”,致该证券公司损失达1200余万元;(3)2000年3月16日虹桥机场转债事件,开盘时,投资者误以为拆细交易,将百元面值的转债以1元多的价格卖出,产生1.88元的开盘价,上交所决定对该异常交易期间发生的交易实行暂缓交收;(4)2009年12月31日交银施罗德事件:“治理ETF”在计算基金的申购赎回时,清单计算出现偏差,导致不少机构凭空获得了一个极为罕见的套利机会。

撤销错误交易(cancel trades, broke trades 或 declare the execution null and void)是境外交易所处置明显错误交易事件的一项较为普遍的制度,即证券交易所依职权或者依申请,根据一定标准并按照一定程序取消明显错误交易或者宣告该错误交易无效。如2010年5月6日美国“闪电暴跌”事件(Flash Crash)中,^⑤当天下午18:00左右,SEC与主要证交所举行了紧急电话会议调查和沟通之后,各交易所宣布取消

^④ 当日出于各种原因更新成交记录的还有成交序号为15,证券代码为651的飞乐音响股票;成交序号为24,证券代码为089的国库券;成交序号为38、39、40,证券代码为431的大众汽车企业债券;成交序号为52,证券代码为403的石化债等几种债券。开业第一天交易中总共牵涉更改的有8笔交易。参见陆一:《闲不住的手——中国股市体制基因演化史》,中信出版社2008年版,第232~233页。

^⑤ 美国当地时间2010年5月6日下午,在14:45之前不到20分钟的时间里,美股经历了匪夷所思的惊人暴跌,道琼斯30种工业股票平均价格指数(30DJIA)狂泻近1000点,标普500(S&P500)、纳斯达克100(NASDAQ100)等指数均现罕见下跌,道琼斯指数(DJIA)更是创下了114年历史中最大规模的盘中下跌。暴跌过程中,约7000亿美元市值瞬间蒸发,整个美股市场则一度蒸发市值约万亿美元。很多个股也是经历了惊魂一跳,如宝洁公司股价从64美元跌至39美元,另如爱克斯龙(Exelon,当天开盘43.35美元)、埃森哲(Accenture,当天开盘41.94美元)、波士顿啤酒(Boston Beer,当天开盘59.44美元)等知名股票曾一度跌到只剩几美分。正在众人莫名其妙之时,股市又实现了快速反弹,市场在临近15:00时基本恢复正常。美股在几十分钟内快速崩盘又快速恢复的过程被誉为闪电暴跌(Flash Crash),堪称华尔街历史上波动最为剧烈的20分钟。

当日下午美国东部时间 14:40 ~ 15:00 间较 14:40 或之前的最后一笔交易上涨或下跌超过 60% 的所有股票交易。我国证券交易所目前没有相关的规则,有必要对境外的相关规则进行比较分析。^⑥

一、撤销错误交易的法理

证券交易涉众性强,取消交易结果会涉及多方利益,应当慎之又慎。在快速、自动、连锁、巨量电子交易的情况下,维护交易的确定性 (preserve trade certainty) 确有必要;但是在产生明显错误交易的情况下,维护市场公正、避免错误信息干扰、确保市场功能发挥等价值更加需要得到尊重。撤销错误交易具有一定的法理基础。

第一,错误交易有违公平原则,交易结果往往显失公平。公平原则也称公正原则、正义原则、公道原则,是法律的基本原则之一。错误交易中,交易指令往往是投资者疏忽或过失引起,在交易结果上,往往是卖方以低价出售或者买方以高价购入,成交后总会有一方明显吃亏、另一方额外受益,有失公平。面对这种有失公平的交易,法律需要进行一定的调整。如合同法在强调契约自由的同时,发展出显失公平合同的救济制度,“如果一个合同不合理并显失公平,却不能因为欺诈而宣布其无效,法庭应当支持当事人因合同违法而要求获得赔偿的诉讼请求。此时不是根据合同的文本进行的补救,而是基于该当事人所平等享有的权利”。^⑦ 英美衡平法上,如果一个合同的内容是十分不公平的,以至于“震撼了法官的良心”,则该合同就不能依据衡平法得到强制执行。面对那些被 19 世纪认为契约自由神圣不可侵犯的自由主义精神统治下的十足不公平的交易,衡平法官们试图用怜悯之心来维护正义,

^⑥ 下文比较分析的一些法规条文,尤其是日本东京证券交易所和德国法兰克福交易所的业务规则译文得益于作者参加华东政法大学顾功耘老师的课题“证券交易异常情况处置法律制度研究”中其他课题组成员的翻译,特此感谢。

^⑦ Scott, v. United, States, U. S. Supreme, Court, Decisions, Lawyers' Edition, Vol. 20, 1870, p. 438.

并努力在合同自由理论严格限制的框架内作出合乎公平和正义的裁判。^⑧ 大陆法系的合同法理论对于显失公平的合同也是不予支持的。正如外汇交易平台 MBTF 在其《明显错误交易执行的相关政策》(Clearly Erroneous Trade Execution Policy)中指出,“明显错误交易执行的政策是基于我们认为一个人因为另一个人的过失而不当得利是不公平和不光荣的(not fair and honorable),在此种情况下,需要考虑对交易做合适的调整,其中包括撤销”。^⑨ 对显失公平的错误交易结果进行撤销更符合公平正义的法理原则。

第二,撤销错误交易有利于促进市场正当秩序、确保市场功能发挥。一个错误交易一旦被执行,其数据就会被散布,形成连锁反应,或成为其他交易者行为或衍生产品交易的基础。例如,对证券或其衍生品的申报,若以远远偏离现有交易范围的价格大量错误成交,则会导致其他交易者以这些交易为基础采取行动;不仅对于同一证券如此,对于衍生产品及现货关联市场亦是如此。被错误执行的交易还会自动导致意外交易(contingent trades)。交易者报告和交易所处理错误交易耗时越久,此类“不准确”交易信息对于价格形成所产生的影响就越久。^⑩ 之所以要对交易的价格错误进行规制,就是为了保护证券市场的价格发现功能,并确保交易的公平公正。一旦有过高或过低的交易价格进入交易系统,必然会对正常的市场价格造成扭曲,此时,重点考虑的是对该类行为进行规制。^⑪ 市场的正当秩序应当是由正确的价格信息引导,市场也应当正确地反映产品的正当价格。为维持正当市场秩序,阻止错误价格信息扩散,确保市场价格不失真,及时撤销错误交易有其必要性。

第三,撤销错误交易政策有利于市场参与者作出正确决策,保护投资者的合法权益。对市场参与者来说,监管层对明显错误交易的处理

^⑧ Paul, Bennett, Marrow, *Squeezing Subjective From the Doctrine of Unconscionability*, *Cleveland State Law Review*, 2005, Vol. 53, pp. 187 - 224.

^⑨ <http://dsforex.com/class/operate/ClearlyErroneousTradeExecutionPolicy.html>.

^⑩ Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, *Final Report Policies on Error Trades*, October 2005.

^⑪ 顾功耘:“证券交易异常情况处置的制度完善”,载《中国法学》2012年第2期。

态度直接影响到他们的交易策略、风险管理和公司估值。另外,现代的证券交易具有国际联动的趋势,市场间的相互影响非常明确,一个明显错误交易如果在有的市场明确可以撤销,而在另外的市场则没有撤销制度,会使得交易参与者陷入困惑,同时也会加剧市场波动,“由于电子化市场的活跃交易者和中介机构遍布全球,其不稳定性也将因此加剧”;^⑩在境外很多成熟市场普遍实施撤销错误交易制度的时候,该制度一定程度上也就成了一种惯例,为保护投资者和维护市场稳定计,有必要协同立规。

第四,将撤销交易制度规定于事先公开的交易所自律规则,体现了意思自治的原则。交易所是自律组织,其基本运作原理是会员或参与者通过制定交易所章程及业务规则的方式来约束各自的行为,投资者参与证券交易,需要签署相应的协议书,其中重要的一条即是同意并遵守交易所规则。从这个意义上说,交易所业务规则具有契约性质,遵守交易所规则是投资者意思自治的结果。在交易所业务规则中进行透明、具体规定的前提下,交易所行使自律管理权,依照业务规则撤销明显错误交易是具有法理和制度基础的。

二、撤销错误交易的标准

一个交易达到什么程度才能构成错误交易,进而可以启动撤销程序?这一标准非常关键,交易所虽然在具体情形中具有自由裁量权,但该标准一般都事先明确规定在业务规则中。只有明确了标准,投资者才能依据该标准提出申请,交易所也可以依据该标准启动相关程序并作出具体判断。比较各主要交易所的错误交易处置政策,判断是否构成明显错误交易的标准主要有四个方面。

(一) 价格偏离

当一个交易的价格偏离正常参考值比较严重的情况下,可以考虑

^⑩ Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, *Final Report Policies on Error Trades*, October 2005.

是一个错误交易。美国的交易所包括纽交所、纳斯达克和美国交易所等一般规定有一个数字准则(Numerical Guidelines)(见表1),^⑬在常规交易期间内或者以外,只有当买卖价格超过由数字准则所规定的参考价格幅度时,该交易才会被认定为明显错误。

表 1

参考价格: 汇总的当日收盘价	交易所常规交易时间内 (偏离参考价格的百分比)	交易所常规交易时间外 (偏离参考价格的百分比)
0~25 美元(包括 25 美元)	10%	20%
25~50 美元(包括 50 美元)	5%	10%
超过 50 美元	3%	6%
篮子交易 ^⑭	10%	10%
杠杆式 ETF/ETN 证券	根据杠杆倍数予以放大 (例如 2 倍)	根据杠杆倍数予以放大 (例如 2 倍)

在衍生品价格偏离方面,香港联交所衍生产品交易规则规定的错价交易的参数具有一定的典型性,若在 HKATS^⑮ 进行的交易偏离所订定的错价交易价格参数,原交易方的交易所参与者可向香港交易所申报为错价交易。错价交易价格参数主要根据交易品种分为三大类,具体的偏离情况如下:^⑯

第一,期货及指数期权,如表 2 所示:

表 2

合约	偏离基准价格
股票指数期货	3%
股息期货	15%
恒指波幅指数期货	20%
股票期货	5%
港元利率期货	25 个基点

^⑬ Rule 128. Clearly Erroneous Executions For NYSE Equities.

^⑭ Multi-Stock Event, 即由同一 ETP 持有人进行的 5 种以上的股票交易将被合并视为一笔单一交易。

^⑮ HKATS 是香港交易所衍生产品市场的电子交易系统。

^⑯ 基准价格的计算方法非常详细,具体参见联交所网站。

续表

合约	偏离基准价格
三年期外汇基金债券期货	50个基点
股票指数期权： i) 如基准价格 > 300 个指数点 ii) 如基准价格 < 300 个指数点	10% 30 个指数点

第二, 股票期权:

1. 交易价与参考价之间的差距较交易发生时之正股按盘价超出 3% ; 或
2. 交易价与参考价之间的差距较根据该期权系列的庄家规则所容许的最大差价大两倍, 唯这差距必须最少为参考价的 30% 。

第三, 金砖市场期货、黄金期货及人民币货币期货, 如表 3 所示:

表 3

合约	偏离基准价格
金砖市场期货	5%
黄金期货	3%
人民币货币期货	1%

(二) 亏损情况

交易所取消错误交易有时还要考虑错误交易所导致的亏损情况, 只有亏损达到一定程度, 投资者才可以申请启动撤销程序或者交易所才会考虑这个交易是否属于一个错误交易。如《柏林证券交易所交易条件》第 59 条第 1 款实施细则规定, 当错误的交易价格产生至少 5 万欧元的损失时, 该交易才属错误交易。《新加坡交易所规则》第 8.6.3 条规定: 交易差错对提起审核的一方造成的损失少于 5000 新加坡元的, 交易所不予审核。《伦敦证券交易所规则》对取消备兑认股权证、出资证明书、利用证书融衍生工具的自动交易专门规定附加标准, 即会员公司遭受的损失, 只有在 TradElec 交易系统中单笔交易损失 1 万英镑以上以及系列交易损失 1 万英镑以上的情形下, 交易所才会考虑取消交易。

(三) 数量情况

一个错误的交易指令有时会导致巨额交易, 甚至引起跨市场的波动。在判断一个交易是否属于错误交易时, 交易的数额量有时也是一个考虑因素。如《东京证券交易所业务规程实施细则》第 22 条规定: “交

交易所认为有必要对可能取消某笔交易的事宜进行公示:1. 东京证券交易所业务规程第 29 条第 5 号所指的证券交易,原则上是指超过下述数量和金额的各类有价证券:(1)本国股票以及本国商品信托受益证券在数量上应达到该股票所有上市份额的 10%;(2)外国股票:a. 在多个交易所上市的外国股票,在数量上应达到 20,000 倍的交易单位;b. 其他外国股票,在数量上应达到该股票所有上市份额的 10%;c. 可转换债券,面额应达到 20 亿日元;d. 可交换公司债券,在数量上应相当于交易单位的 2000 倍。……”

(四) 额外因素

错误交易有时还要因时因地进行综合考虑,除了上述的数量关系之外,还要考虑其他的一些因素。如交易所的规则还特意考虑到市场反应,以及以下因素,如果维持上述交易可能会造成市场的无序状态,或者当交易被取消时可能会给市场带来的负面影响。另如纽交所,其规定的额外因素(Additional Factors)非常具体全面:^①交易所执行官可能会考虑额外因素来决定一个交易执行是否明显错误。这些因素包括但不限于:系统故障或者崩溃,证券的交易量和波动性,依循迹指数方向波动超过 100%的证券衍生品,对某证券所发布的新闻,近期证券交易是否暂停或恢复,证券是否为首次公开发行,证券是否被拆细,重组,或者其他公司行为,全面的市场行情,早盘和尾盘时段发生的交易,交易和报价汇总记录带的有效性,主要市场的指数以及不符合股票交易形态的交易执行。交易所会为了保持市场的公平和有序、保护投资者和公共利益来考虑每一个额外的因素。

三、撤销错误交易的程序

“关于错误交易处理的制度,应当提供一个可预见的、及时的程序。”“错误交易政策,尤其是撤销交易的程序,会对市场公正性和市场

^① Rule 128. Clearly Erroneous Executions For NYSE Equities.

参与者对市场的信心产生影响。”¹⁸因而，在撤销错误交易的过程中，程序公正是一个关键要素。下文专门梳理境外交易所在错误交易处置制度中的程序。

(一) 纽交所的错误交易处置程序¹⁹

根据纽交所相关规则的规定，纽交所处置明显错误交易程序包括以下阶段（如图 1 所示）：

1. 当事人及时提出审查请求

交易所会员或会员组织自身或者客户账户中因发送给交易所的指令错误而被执行的交易，可以请求交易所根据本规则来审查该交易。²⁰相关的注意点是：

(1) 审查请求必须以书面形式通过电子邮件或者交易所有时规定的其他电子方式作出，并通告其他会员、会员组织和交易大厅的个人。

(2) 审查请求必须在交易执行发生起 30 分钟内被接收，请求内容应当包括关于交易时间、证券代码、股票数量、价格、交易方向（多方还是空方）和确信交易明显错误的事实依据等信息。

(3) 关于路由的交易执行（Routed Executions）。其他市场中心一般有额外的 30 分钟时间来接受和适时归档它们的参与者的请求，交易所归档从其他市场中心路由到交易所并在交易所执行的交易，最晚不能迟于交易执行发生后 60 分钟。

2. 交易所尽快通知交易对手方及沟通信息材料

经及时登记的审查请求符合本规则第(c)(1)条的数字准则的，交易所必须尽快通知交易对手方（counterparty），一般应当在 30 分钟内。

执行官可以要求提供额外的书面材料来辅助决策。如有必要，交易

¹⁸ Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, *Final Report Policies on Error Trades*, October 2005.

¹⁹ Rule 128. Clearly Erroneous Executions For NYSE Equities.

²⁰ 在任何交易所电子通讯和交易设备使用或运行中发生崩溃或者故障，或者特殊市场行情或其他为了维护市场公平和秩序、保护投资者和公共利益而需要取消交易的情形下，交易所执行官或者其他高级雇员、被指派人员可以自己提出动议审查这些交易，并可宣布该类情形下的交易无效。在这些情形下，交易所执行官或者其他高级雇员、被指派人员一般应当依据规则条款进行裁决，但在特殊情形下如需要维护市场公平和秩序、保护投资者和公共利益也可以使用较低标准的数字准则。

的各方应当在(自被通知要求提供书面材料)30分钟内提供任何书面信息材料。系争交易的各方也可以要求他方提供书面信息材料。

3. 交易所执行官审查并裁决(Determination by Officer)

除非所有的争议交易参与方都同意撤销最初的审查申请,争议交易必须被审查。交易所的执行官或者其他被指派的资深雇员可以审查系争交易以决定是否属于明显错误,审查应当从维护一个公平有序的市场以及保护投资者和公共利益的角度出发。

执行官必须作出一个裁决。如果执行官裁决该交易不是明显错误,他应当拒绝在已完成的交易上采取任何行动。当执行官认为这些交易存在明显错误时,他应当:(1)宣布交易无效;或者(2)如果成交价达到或者超过适当的数字准则的交易只发生在交易所中,没有同期交易(contemporaneous transactions)在其他市场中心发生,交易所没有关于另一个市场中心相关证券同期交易明显错误交易执行审查的确切知识。修改一个或者更多的交易条款来达到一个公正的错误纠正,使得各方处于同样地位或者尽可能相近地位而使得错误不发生。

一个裁决一般应当在交易所接受请求后的30分钟内作出,绝不能迟于下一个交易日正常交易实践之前。裁决应当马上通知交易参与方。

4. 按期向明显错误交易执行小组(CEE Panel)提出上诉

如果在以下允许的时间范围内,受裁决影响的成员或者成员组织可以申请“明显错误交易执行小组”审查执行官依本规则作出的裁决,^②包括明显错误交易执行是否发生以及是否作出正确的裁决。

上诉申请必须在上诉方接到最初裁决30分钟内以电子邮件的方式提出,在交易所大厅(Floor)交易的交易所会员在交易大厅以个人名义呈递上诉申请的除外。CEE小组必须尽快审查事实并作出决定,一般应当在当日作出。如果上诉申请在东部时间3:00至收盘前被接受,决定也应当立即作出,不能晚于被审查交易执行的下一个交易日作出。

^② 所有对于明显错误交易执行裁决的上诉请求必须自通知交易方裁决可被上诉后的30分钟内作出。对于NYSE和NYSE Amex来说,上诉请求必须发送至CEEappeals@nyx.com。对于NYSE Arca来说,上诉请求必须发送至Surveillance@nyx.com。

5. CEE 小组审查并作出裁决

CEE 小组的组成为：纽交所首席监管执行官（CRO）或者一个 CRO 指派的人员，和 2 个交易所会员或会员组织的代表。交易所在必要时应当指派至少 10 个会员或会员组织的代表在 CEE 小组服务。在任何情况下，CEE 小组成员都不能与争议交易参与方相关。在尽可能合理的范围内，交易所以均等的机会来指派代表参加 CEE 小组。

CEE 小组按照本规则可以推翻或者修改执行官作出的裁决。CEE 小组作出的裁决是交易所在此问题上的最终决定。

另外，如果 CEE 小组根据 128(e)(1) 规则投票表决支持原裁决，交易所将要求提出上诉请求的会员或会员组织缴纳 500 美元费用。

6. 提交仲裁

争议当事人可以就执行官或 CEE 小组作出的任何裁决提交仲裁（arbitration）。

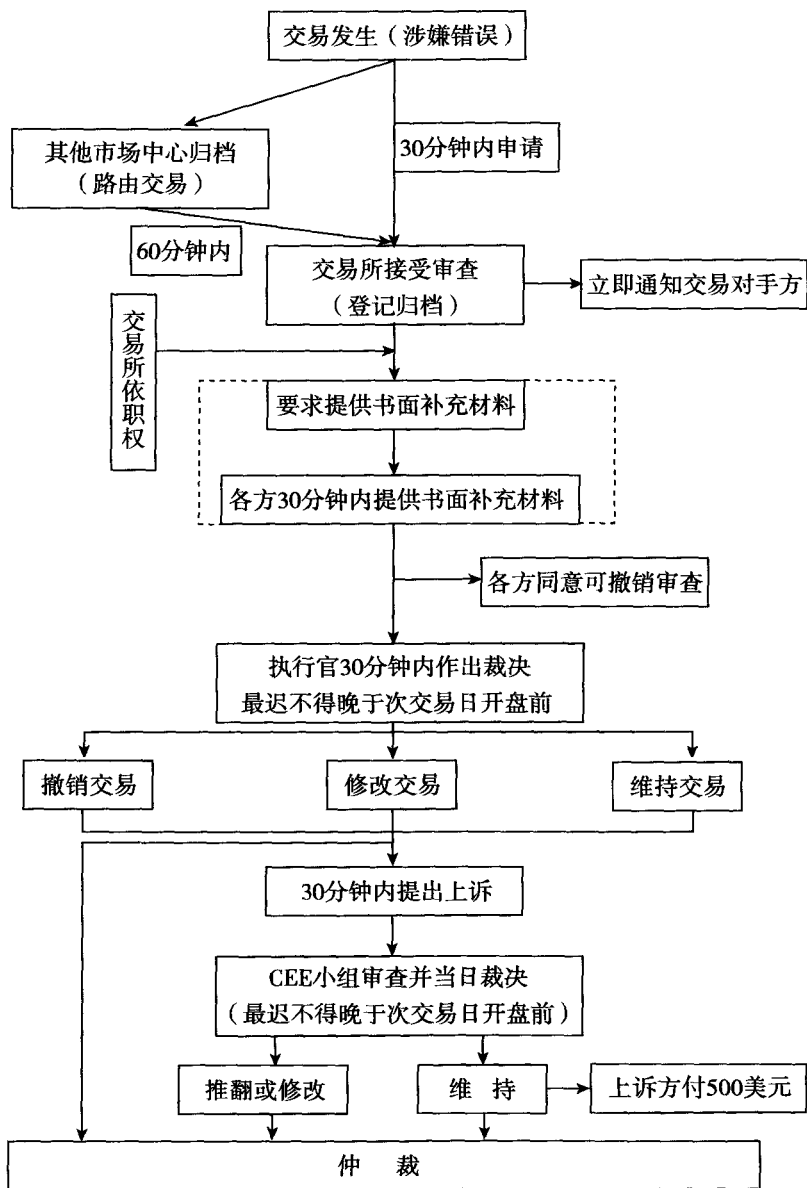


图1 纽交所错误交易处置程序示意图

(二) 伦交所的错误交易处置程序

《伦敦证券交易所规则》第 2120 - 2121 条及相关的“规则指引”规定了相应的错误交易处置规则。其中,在 2009 年 1 月 22 日发布了专门的“关于交易所取消交易规则的修改建议”(N05/09)进行修正规范。

伦交所的错误交易制度主要针对在 TradElec 交易系统自动交易。相关的程序如下:

1. 及时依申请或依职权启动程序

交易所可以根据交易当事人的请求或基于自己的判断来启动错误交易取消制度。

交易所依职权提起的情形包括但不限于:对公司事件的信息传达明显错误,或股票的收盘价由于错误订单的进入发生重大扭曲。

为了确保投资者对市场的可预期性,会员公司向市场监管机构请求撤销交易的权利应当在交易发生后的 30 分钟内行使。如果会员公司请求撤销那些在 16:30 之后发生的交易的,就必须在 17 点之前向市场机构提出申请。

2. 交易所接受申请并核实异议

通常说来,只有当交易所认为取消交易是符合整体市场的最大利益的情况下才会考虑接受会员公司的取消交易请求。

只有附异议的取消交易请求,交易所才会接受。在考虑接受取消交易请求前,市场监管部门将会采取合理措施获取相关公司的异议请求。交易所在收到异议请求的同时就准备接受取消交易的请求。

3. 交易所及时审查

交易所市场监管部门将会对当事人提供信息的全面性、准确性和及时性逐一查证。交易所通常会考虑下列因素:(1)自动执行:交易所仅仅会考虑与 TradElec 交易系统中自动交易相关的请求。(2)交易完成后的时间:任何会员公司请求取消交易的请求应当尽可能快地提交给市场监管部门并不得迟于交易完成后的 30 分钟内。对于在 16:30 后进行的交易,会员公司必须在 17 点之前向市场监管部门提出取消交易的请求。(3)交易的错误程度:在交易所看来,取消的必须是明显错误的交易。(4)市场反应:交易所可能会考虑以下因素,如果维持上述交易可能会造成市场的无序状态,或者交易被取消时可能会给市场带来的负面

影响。

此外,在取消备兑认股权证、出资证明书、利用证书、金边证券、定息证券等的交易中,还有特殊的认定标准。

4. 交易所及时作出决定并公告

如果当事人一方请求交易所取消交易,则交易所尽可能在交易完成后的一小时内作出是否取消交易的决定。交易所将最迟在下一个交易日开市前完成上述工作。

当交易所决定取消交易时,其将会尽快向市场发出通告,并将其决定尽快以合理方式送达市场成员。如果交易所基于安全考虑重申某种证券的收市价,其将会在 17:15 之前通知市场上述信息,以便市场能够意识到该证券的收市价会发生变化。交易所的目标是在 17:30 之前将其决定通告市场。

5. 当事人申诉

交易所作出的取消交易的决定将是最终裁决。但是,交易相对人有权向市场监管部门陈述其认为交易应当成立的理由。但这并不影响会员公司就有关监管事宜通过正常渠道向交易所投诉的权利。

(三)德国法兰克福证券交易所的处置程序

《法兰克福证券交易所交易条件》(2010年3月8日)第3章对电子交易系统错误证券交易规定了相应的处置制度。除了交易所可以依职权撤销交易之外,对相关当事人撤销错误交易也进行了详细的规定。具体程序如下:

1. 相关当事人及时提出申请

对于以日间竞价进行持续交易、以竞价或中点盘方式进行交易的证券为对象的交易,相关当事人应在交易执行确认达到后的“十分钟内”提出错误交易撤销申请。

对于以连续竞价形式进行交易的证券为对象的交易,相关当事人应在交易执行确认达到后两个交易小时内提出。

对于以连续竞价形式进行交易的证券以外的证券为对象的交易,最迟在交易时间结束后的半小时内提出错误交易撤销申请。

2. 交易所公布相关信息并告知交易相对方

交易所业务执行机构需公布提出的错误交易撤销申请、对申请的答

复或撤回。另外,业务执行机构还要将提出的错误交易撤销申请告知交易方以及专家经纪人和报价义务人。

3. 交易所核实价格偏离情况

除了交易双方均认为价格明显错误外,交易所要根据法定标准^②和实践情况核实价格偏离情况。

值得一提的是,法兰克福交易所为了查明明显偏离市场价格的情况,业务执行机构还可以咨询被允许进入法兰克福证券交易所进行交易的券商中的专业人士。业务执行机构以三位被咨询的专业人员的意见为依据。如果在适当的期间内少于三项意见,业务执行机构可以考虑两项或一项意见。

4. 作出决定并予以执行

交易所业务执行机构可依法作出撤销交易的决定。撤销交易时,交易将在电子交易系统中被删除。如果已经不可能删除,业务执行机构向交易所 EDV 电子交易中输入相应的反向交易。

5. 排除民事请求权

《法兰克福证券交易所交易条件》第 28 条规定:“交易方不能根据第 2 条第 1 款和第 2 款对交易的撤销和调整提出民事请求权,也无权请求撤销交易。在业务执行机构撤销交易的情形中,交易双方不能向对方提出损害赔偿请求。”交易所撤销交易的行为是民事责任豁免的。

(四) 新加坡证券交易所的处置程序

根据新加坡证券交易所(SGX)交易规则第 3 编第 8 章的规定,SGX 可以对错误交易进行审核,并作出是否取消交易的决定。除了交易所依职权审查错误交易外,^③市场参与方可以申请 SGX 审查,相关程序如下:

1. 出错方立即通知交易对手方

交易差错发生时,出现差错的交易方须立即通知交易对手方,力争取得对方取消交易的同意,交易双方应采取一切可能的措施,降低因交易差错可能导致的市场影响。

^② 《法兰克福证券交易所交易条件》(2010 年 3 月 8 日)第 32~35 条详细规定了股票、结构性产品、基金、ETF、权证和退休基金等各种证券产品价格偏离的标准。

^③ 第 8.6.9 条规定:在本所认为取消差错交易对于维护公平以及有秩序的市场是适当的情况下,本所可以对在本所交易系统中发生的交易的有效性进行审核。

2. 及时告知交易所

不管双方能否及时协商解决,都必须及时告知 SGX 相关交易差错。告知方式包括:一是 30 分钟内电话告知;二是当日书面告知。书面通知应包括证券或者期货合同的细节,包括姓名或者名称、价格、数量、差错交易编号及差错交易时间。出现差错的交易方须同时提供差错原因。

3. 正式请求交易所审核差错

交易双方未就差错交易取得一致意见的,一方当事人可以在事件发生后 60 分钟内(必须是当日 18 点之前),请求本所审核差错交易。

提出审核请求的一方^②必须告知交易对方其已经提起审核的情况,并且一般要缴纳 500 新加坡元审核费

4. 交易所依法审核决定并及时告知

SGX 根据相应的标准审慎审核交易的差错程度,^③充分考虑市场的各项实际情况后(如第 8.6.12 条)作出决定。SGX 作出是否取消交易的决定后,应当立即通过电话并以书面形式,通知差错交易的相对方本所的决定。

综上,撤销错误交易必须在很短的时间内作出处置决定,同时要确保程序执行的正当性。主要表现在:

其一,时间限度规定的明确、透明。该制度强调时间的紧迫性,主要有两个时间段:一是提出请求的时间,二是交易所作出决定的时间。如上述纽交所、伦交所、法兰克福交易所以及新交所对此问题都有明确规定。另外,纳斯达克 OMX 集团北欧交易所的规定也非常典型:“会员应在该交易执行后的 10 分钟内立即联系对应的交易所,超过期限则不接受请求”,^④“交易所首次通告公布 60 分钟后交易没有被取消,则视为交易生效”等。^⑤ 透明的时间限度既是对申请者的要求,也是对交易所作

^② 交易差错对提起审核的一方造成的损失少于 5000 元的。

^③ 新交所在 2008 年就相关结构性产品的标准进行了修订,参考 Revised error trade policy for securities market to take effect on 2 January 2009, 22 December 2008。

^④ 如果超过 10 分钟,交易所虽然保留依职权取消的权利,但是交易所基本不会批准迟延请求。除非极端情况的存在,对于大盘股(包括 ETFs)如果取消交易的请求未能在 10 分钟内提出,将不会被取消。

^⑤ 参见“NASDAQ OMX Nordic 会员规则 5.7.3 部分制定的取消交易准则”第三部分“取消程序”(Cancellation procedure)。

为处置者的权力限制,提高了整体的运行效率。

其二,交易所尽可能居中公平裁判。错误交易后,有损害者、亦有得利者。交易所是否取消交易的决定直接涉及众多人的利益。故而,交易所应当以公正的态度来进行裁决。(1)即时向社会公告错误交易的申请和审理等信息。过程的透明性以及向市场尽可能快地传递信息是各交易所都明文规定的事项。这既有利于让市场及时了解相关情况,适时参与相关裁决,也可以防止交易所“暗箱操作”。(2)尊重交易相对方的意见。上述纽交所、新交所、法兰克福交易所等都强调要即时通知交易相对方。另外,纽交所还允许双方提供进一步的资料;新交所特别注重尊重当事人之间是否申请审查以及是否共同认为构成错误交易的意志;《慕尼黑证券交易所交易规则》还明确规定交易所在作出决定前,业务执行机构除了要听取交易审查处的意见、参考撤销标准,还要“听取双方意见或者以其他适当的方式查明事实”。^②(3)尊重客观事实和其他专家意见。各交易所都明确规定,在作出决定时,除了要参考价格标准之外,还要考虑当时市场的客观条件。另外,法兰克福交易所还明文规定可以调查市场中券商专家的意见。

其三,有些交易所还规定持续救济途径和法律免责等事宜。美国的纽交所、美交所等在内部中设置了两层审核制,对执行官的裁决可以向CEE小组上诉。另外,对于交易所的裁决,还设置了外部的救济途径。纽交所等明确规定了可以对交易所的决定提出仲裁,伦交所也规定可以提出申诉。《汉堡证券交易所规则》也规定:“如果提出反对者要求全部或部分取消错误纠正,但遭到拒绝或者并未如期望进行,可以起诉到仲裁院。仲裁院可以决定轧平交易的种类和形式。”另外,法兰克福明文规定的撤销交易行为民事责任豁免制度也具有借鉴价值。

四、结语

错误交易的出现对证券市场往往形成很大的冲击,“因为现在的市

^② Bedingungen für die Geschäfte an der Börse München §12b(2).

市场发展太快、太自动化、相互之间联系太密切,所以一个市场的一个错误交易会迅速地掀起其他市场一浪相似的错误交易。”^⑳交易所处置错误交易,一要严格依法、二要保证公正、三要讲究效率。从上述的境外制度比较分析中可得知,审查错误交易制度在境外成熟证券市场已广泛运用,美国、英国、德国、日本、新加坡和香港等主要证券交易所都有专门的“明显错误交易处置规则”,并对撤销交易的标准和程序进行了明确的规定,为审查错误交易确立了合法依据。美国的 CFTC 和 SEC 联合调查组在对 2010 年“5·6 闪电暴跌事件”进行总结的过程中特意提到了明显错误交易取消程序:“一定程度上,任何的错误交易都有可能发生。迅速而连续地处置这些错误交易需要一个透明的程序和客观的标准。SEC 希望各交易所和 FINRA 改进取消明显错误交易的处置程序。自律机构(SROs)正在考虑偏离市场价格一个特定比率的错误交易将被统一取消,制定明显错误处置规则。这将会给市场参与者一个清晰而确定的标准来判断在市场波动较大时的交易是否将会有效。”^㉑可见,错误交易处置制度已经成为一个全市场共同努力、协调配合的一项基础性交易制度。

在我国,境内交易所实践表明有类似的制度需求,如在“327 国债事件”中,上海证券交易所认为 1995 年 2 月 23 日进行的 327 国债期货交易存在异常情况,并宣布该交易日最后 8 分钟所有的 327 品种期货交易无效,各会员之间实行协议平仓。交易所的这一处置措施便是典型的撤销交易。但令人不解的是,在随后的制度发展中,无论是《证券法》还是沪深交易所的《交易规则》亦或是《实施细则(试行)》,都未将该措施从法律层面或者是自治性规则层面予以确定,造成了现行制度的缺失。^㉒弥补该制度缺失已成为必要,上述境外主要交易所撤销错误交易制度的标准和程序值得借鉴。当然,在具体制定规则的过程中,还需要结合我

^⑳ Report of the Staffs of the CFTC and SEC to the Joint Advisory Committee on Emerging Regulatory Issues - Appendix A - 15.

^㉑ Report of the Staffs of the CFTC and SEC to the Joint Advisory Committee on Emerging Regulatory Issues, Preliminary Findings Regarding the Market Events of May 6, 2010, May 18, 2010.

^㉒ 顾功耘:“证券交易异常情况处置的制度完善”,载《中国法学》2012 年第 2 期。

国交易所的交易规则和交易实践,认真研究适用于我国交易规则和交易习惯的错误交易认定标准、撤销错误交易程序以及撤销交易之后的制度衔接等。

现代证券交易讲究效率,同时应当更加注重公平,只有公平的交易市场才能得到投资者的广泛和持续尊重,借鉴境外经验,建立错误交易处置制度确有必要。