

证券交易异常情况处置的原理 及其运用

——兼谈我国《证券法》相关制度的完善

卢文道* 陈亦聪**

摘要:证券交易异常情况威胁着证券市场的健康发展。《证券法》应当发挥其应有的作用,确保证券交易异常情况的处置能够从证券交易基本规律出发,在实体和程序都具有正当性的制度框架下进行。本文以证券交易所的角色与职能为中心,结合中外证券市场若干典型案例,从证券交易异常情况的引致原因、处置措施、归责原则等方面展开分析,深入剖析了其中的基础性、关键性问题,指出《证券法》现有规定的不足,并提出了有针对性的完善建议。

关键词:交易异常情况 取消交易 过错原则
自律监管

作为证券市场的不速之客,证券交易异常事件总是以其令人惊心的脚步,寻觅证券交易技术与制度的薄弱之处,制造沉重的一击。近年来,全球证

* 法学博士,上海证券交易所法律部副总监。

** 华东政法大学博士研究生,现供职于上海证券交易所。

券市场上交易异常情况屡见不鲜,^①引发了各界对于交易所基础设施建设和交易系统安全的担忧,也给交易所带来较大运作压力,一些交易所甚至因此陷入了法律诉讼。^② 由于受到主、客观方面的限制,技术上的缺陷在所难免,制度上的完善才是最有力的回应。境内外已有的市场实践,尤其是本土市场近年来发生的交易异常事件警示我们,应当尽快完善以《证券法》为基础的证券交易异常情况规范体系,促使交易异常情况的处理能够在实体和程序都具有正当性的法制框架下进行,并将相关主体可能承担的法律风险限定在一个可预见、可承受的合理范围内,以尽量消除或降低异常交易情况对市场发展造成的不利影响。

一、证券交易异常情况及其应对措施的类型化分析

(一) 基于引发原因划分的证券交易异常情况的基本类型

证券交易异常情况是指导致或可能导致市场全部或者部分交易不能正常进行的各种情形,包括无法正常开始交易、无法连续交易、交易结果异常、交易无法正常结束等。实践中,有一些与之相近的概念容易混淆,如国际证监会组织(IOSCO)技术委员会于2005年发布的《差错交易政策研究报告》中,对“差错交易”采取的广泛、概括性的定义,即“因市场参与者行为或交易系统故障而导致错误执行的交易”。如果将该等表述作进一步扩大,变为“因市场参与者行为或交易系统故障而导致错误执行或未能执行的交易”,就基本覆盖了证券交易异常情况的范围。此外,证券交易异常情况还应当区别于“异常交易行为”,后者有其特定的含义,系指证券参加者出于投机心理等主观恶意而实施的违法违规行,如内幕交易、操纵市场等,是交易所自律监管和监管部门行政处罚的对象。

交易异常情况多种多样,根据引发交易异常情况的原因不同,可将

^① 据不完全统计,2008年以来,全球各地证券市场上受到公众关注的技术故障事件达30余起。

^② 如日本瑞穗证券因著名的乌龙指事件于2006年10月27日向东京地方法院提起民事诉讼,要求东交所承担415亿日元的损害赔偿。责任。

交易异常情况分为不可抗力、意外事件、技术故障、人为差错导致的交易异常情况四种基本类型。从市场实践来看,引发交易异常的原因中,不可抗力及意外事件占比相对较小,技术故障和人为差错则较为常见。

1. 不可抗力导致的交易异常情况

在法律上,不可抗力是指不能预见、不能避免、不能克服的客观情况。它独立于当事人的行为之外、不受当事人的意志支配,通常是由于自然原因和社会事件所引起。自然原因主要是指台风、地震等自然灾害,例如我国台湾、香港地区交易所在台风来袭、可能严重影响交易时会宣布休市;社会事件主要是指事故灾难、公共卫生事件、社会安全事件等,典型者如当年美国“9·11”恐怖袭击事件导致众多金融机构及人员受损,事件发生后美、欧等多地交易所宣布休市。近年来,我国证券市场也出现了一些影响证券交易的不可抗力情形。例如,2008年1月,南方雪灾导致南方很多地区电网受损,影响了部分证券营业部的正常运营;2008年5月,汶川等地发生地震,四川地区的一些上市公司和证券营业部无法正常营运。

2. 意外事件导致的交易异常情况

在我国,法律并未对意外事件作出明确界定,通常认为意外事件是指非因行为人的故意或过失造成的、偶然发生的事件。与不可抗力中的社会事件不同,意外事件可能是由于第三人原因造成,而不可抗力则是由于自然原因和社会原因造成;意外事件作为社会现象一般不具有社会性的无法抗拒力,往往只是针对特定当事人具有不可预见性和不可抗拒性,而不可抗力针对的却是社会中的一般人,是对一般人而言都具有的不可预见性。从实际运行情形来看,就交易所而言,意外事件包括:为本所提供行情传输、成交回报发送等服务的通信卫星发生故障,例如2007年本所租用其信道的“亚洲四号”卫星曾遭到“法轮功”势力的侵袭和干扰,如果当时地面备份通信设施同时发生故障,则会造成本所通讯系统中断的严重后果;登记结算公司未能按预定及时完成前一交易日的日终处理或10%以上会员未完成前一交易日的日终处理,从而导致相关会员及其投资者当日无法参与交易;等等。

3. 技术故障导致的交易异常情况

技术故障一般是指技术设备系统或相应零部件丧失其规定性能的

状态。众所周知,资本市场的证券交易,以技术系统为支撑。由于交易系统物理设备、软件程序以及相关的信息通讯设施可靠性限制,交易技术故障作为概率性事件,发生的可能性始终存在。技术故障既可能是由于系统自身缺陷引起,也可能是由于外部因素作用引起。

系统自身缺陷的技术故障主要包括软件出错和硬件失灵。软件出错表现为应用软件故障、系统软件故障、其他软件(如数据库)故障等,香港交易所于2010年1月22日发生的“恒生指数中断事件”^③就属于此类型,2000年6月15日金谷信托北京古城路营业部因中午休市期间撤单失败被投资者李娅华起诉(同时起诉了深交所)^④以及2007年4月4日“邯钢认购权证”投资者侯湘因委托光大证券惠州下埔路营业部申报行权失败而起诉“邯钢钢铁”公司、光大证券营业部和上交所一案^⑤亦属此种情形;硬件失灵表现为主机故障、网络设备故障、其他硬件故障(如电源故障)等,2007年2月1日国信证券上海北京东路营业部报盘机通讯故障导致交易自动撤单被投资者周敏如起诉^⑥即属此种情形,2010年11月5日上交所发生的交易系统技术故障也是由于该所新一代交易系统生产环境中一台交易主机故障而宕机。

外部因素作用下的技术故障则主要有不可抗力型和人为型。不可抗力因素如前所述。人为因素引起的技术故障主要包括:交易所的交易、通信系统被删除、修改、增加、干扰,造成系统不能正常运行;通过删

③ 2010年1月22日上午,香港恒生指数开市报20527.2点,随即数据一直没有更新,从10时到10点32分,恒生指数以及恒生国企指数一直处于停顿状况,至10点32分45秒才恢复正常。

④ 当时金谷信托营业部股票交易热自助系统采用BTLIV操作系统,该系统不具备休市期间根据投资者撤单指令撤销挂单的功能。法院认为,被告金谷信托营业部未将BTLIV系统的上述技术特点通过书面或其他形式向投资者告知,构成了证券交易委托协议的不适当履行。此后,被告金谷信托营业部采用了更新的SUL操作系统,该系统在深市休市期间可以及时处理撤单指令。

⑤ 该案中,原告于2007年4月4日14时59分33秒以电话委托方式申报行权未能成功,价值346,710元的权证被注销。法院认定,光大证券营业部交易系统时间迟于交易所主机时间是导致原告行权申报不成功的直接原因,应由光大证券营业部自行承担客户交易不能的损失。

⑥ 该案中,被告国信证券营业部承认自己的报盘机出现技术故障,法院认定由于被告原因致使原告委托交易出现异常,被告应当对原告的损失承担相应的赔偿责任。

除、修改、增加操作指令而对交易所交易、通讯系统中存储、处理或者传输的数据和应用程序进行破坏;故意制作、传播计算机病毒等破坏性程序,影响交易所交易、通讯系统正常运行等。

4. 人为差错导致的交易异常情况

人为差错是指在业务实施、流程衔接、操作运行等环节因人为原因出现的重大误差。人为差错导致的交易异常情况可分为差错交易(Error trading)及其他错误情况。

差错交易是指申报的价格、数量、买卖方向等与行为人的本意发生较大偏差但在交易系统中得到执行以及证券名称、证券成交单位、交易编号、交易时间等出错的情况,^①其典型就是各种“乌龙指”交易。例如,2005年12月8日上午9点27分,瑞穗证券的负责人在对东交所“Mothers”(创业版)市场新上市的“J-Com”股票下单时,误把“1股61万日元”输入为“61万股1日元”,导致瑞穗证券蒙受了高达3.4亿美元的损失;2007年5月25日,券商DMG & Partners Securities Pte的交易员误将卖出40万个单位的DBS权证输入为以0.27新元卖出40万股DBS股(该股前收盘价24.50新元),导致新加坡海峡时报指数开盘后1分钟即大跌400点;最近的案例发生在香港市场,2011年3月31日,高盛误将现金结算计算公式的乘、除号用错,导致其发行的与日经指数挂钩的四只窝轮(Warrants,即权证)在正误算式下现金结算的差价高达100倍,引发了四只窝轮的异常交易,成交最为活跃的日经高盛购(10073.HK)从0.068港元的开盘价在不到1个小时内飙升10.8倍至1港元,其他三个窝轮产品也都飙升至少1.3倍。我国也有类似案例,2000年3月16日“虹桥机场转债”上市首日开盘后100元面值被按照1元左右的价格申报卖出成交,2002年9月25日每手面值为1000元的一万手“02国债(10)”交易异常被以每手0.99元申报卖出成交,以及2009年12月30日交银施罗德基金公司开盘前传送给上交所的申购赎回清单计算有误导致“治理ETF”二级市场交易及一级

^① 关于差错交易,各交易所并无统一定义,许多交易所的错误交易包括使用者的错误与系统的错误,另外一些交易所则限于人为的错误。参见国际证监会组织(IOSCO)2005年发布的《差错交易政策研究报告》。

市场申购赎回出现异常波动。

前述 IOSCO《差错交易政策研究报告》指出,一些交易所要求错误的交易价格须达到一定的程度才构成“价格错误”,即设置了所谓“不破范围”(no - bust range),在此范围内成交的错误交易可以不被撤销,例如《柏林证券交易所交易条件》规定,当错误的交易价格产生至少 5 万欧元的损失时,该交易才属差错交易;《新加坡交易所规则》规定,交易差错对提起审核的一方造成的损失少于 5000 新元的,交易所不予审核。^⑧

其他错误情况包括人为差错导致交易中断及其他交易异常情况。例如,2000 年 2 月 9 日香港交易所因外部电力故障启动了应急电源(UPS),工作人员不慎开启了 UPS 的紧急停止功能,导致交易中断。

(二) 证券交易异常情况处置实务中的主要措施类型

交易异常情况带来的消极影响是不言而喻的,为了尽量减少甚至避免交易异常情况对利益相关者以及证券市场整体的不利影响,世界范围内多数市场通过法律以及证券交易所的业务规则,规定了交易异常的处置措施。概括起来,主要有如下六类:

1. 限制交易

在电子化交易中,交易所的交易系统与交易参与人的终端系统相连,形成一个联机网络。一旦网络中的某个单元出现问题,可能影响整个系统的正常运行。德国法兰克福证券交易所规定,当出现技术问题时,业务执行机构可以限制某个、某些或所有交易参与人访问电子交易 EDV 系统,无论技术问题出现在自身,还是出现在某个、某些或所有企业。通过限制交易,可以控制故障的影响范围,避免引发连锁反应。我国目前尚无相应的规定,但值得借鉴,尤其是在证券公司等交易参与人的技术系统出现问题的时候,可以考虑采取此类措施。

2. 临时停牌

发生交易异常情况时,如仅涉及个别或少部分证券,交易所可以对相关证券(单只或多只)予以临时停牌。此举可以防止异常行为持续下去,向投资者揭示风险,也能为处理异常交易争取时间和空间,因此

^⑧ 参见《新加坡交易所规则》第三编第八章之 8.6.4。

全球证券交易所普遍有此规定。我国现行交易规则也有规定,称谓为“技术性停牌”;停牌可以是交易所主动作出,也可以是由当事人申请。从境外情况看,证券的停牌主要由发行人提出申请,交易所保留最终裁量权。例如,港交所上市规则的第6章规定,申请停牌或复牌的首要责任由发行人承担,但交易所保留在任何时候暂停或恢复某只证券交易的自由裁量权。上海证券交易所虹桥机场转债、交银施罗德ETF申购赎回事件以及“115”技术故障处置中均采取了这一措施。

3. 临时停市

临时停市主要适用于当交易异常情况导致所有交易无法正常进行时的情形,例如,因技术系统故障等原因,导致所有或者大量交易无法正常进行,又或是在突发的政治和社会背景下,证券交易如果继续进行可能出现大幅下跌甚至崩盘等系统性风险,等等。德国《交易所法》就规定,如果交易所的正常交易受到暂时威胁或者出于维护公共利益之需,业务执行机构可以暂停交易;如果无法保证交易所交易正常进行,业务执行机构可以停止交易。此举主要是为了维护市场秩序,保障交易公平,防范和警示证券交易系统性风险,或是服务于特定政治和社会管理之目的。全球证券交易所对此都有规定,我国也不例外。2008年汶川地震,沪、深两所就实施了盘中停市3分钟,以缅怀地震中的死难者。

4. 暂缓交收

暂缓交收是指即对交易异常情况中的相关交易予以中止,使其暂不进入交收程序。例如2000年3月16日“虹桥机场转债”、2002年9月25日“02国债(10)”均因差错交易被实施暂缓交收。但暂缓交收并非最终的解决措施,其目的在于为解决问题做准备,即组织交易双方进行协商,争取就了结相关交易达成妥协;如磋商不成,仍需视情况采取取消交易或其他处置措施。目前沪、深两所业务规则中对此仅有原则性的规定,故在具体适用上还存在一定的不确定性,需要立法的进一步明确。

5. 取消交易

取消交易是指对已达成的交易确认无效,包括交易所主动取消或根据当事人申请取消交易两种情形。各交易所对是否取消交易,态度十分谨慎,适用的条件和程序比较严格,需综合考虑各方因素。通常只

有在极端市场的环境下,为维护市场的公平、有序,并保护投资者和公众利益,交易所才会决定采取这种“强硬”的处理措施。例如在1995年的“327 国债期货”事件中,本所认定有关交易参与者恶意违规,导致“327 国债期货”交易异常,据此宣布当日16时22分13秒后(即所谓“最后8分钟”)的所有“327 国债期货”交易无效、各会员之间实行协议平仓;2010年5月6日华尔街“闪电崩盘”事件中,纳斯达克交易所当天美国市场收市后,迅速宣布将取消当日下午2点40分至3点之间执行价格较下午2点40分前最后一笔成交价格高出或低出60%的交易,且明确各方不能对这一决定提出上诉。

6. 自行补救

允许交易参与者自行采取补救措施,在一定程度上可减少交易异常情况对市场的冲击,同时也减少不必要的市场干预,有助于形成交易所自律监管的应有边界。针对2005年12月8日瑞穗证券“J-Com”股票“乌龙指”事件,日本早稻田大学上村达男教授就认为,有必要允许证券公司迅速自行撤销更正(实际上,由于当时东交所系统中“J-Com”股票买单蜂拥导致无法撤单),或者让申报有误的证券公司迅速进行反向交易。多数交易所赋予市场参与者自行解决一般性的错误交易之权利,我国交易所交易规则对此无具体规定,但实践中也有采纳,交银施罗德ETF申购赎回清单差错事件即是一个很好的范例。香港高盛窝轮事件也以投资者基本接受高盛提出的回购方案而告终结。

二、证券交易异常情况处置中证券交易所的角色定位

作为证券交易的组织和管理者,证券交易所在提供交易场地和设施等具有商业属性的市场服务的同时,还履行着市场监管的职能,以维持公开、透明、公正的交易秩序和市场环境,这使得证券交易所集商业利益与公共利益于一身,兼具公、私法人的双重特征。^⑨在证券交易

^⑨ 参见卢文道:《证券交易所自律管理论》,北京大学出版社2008年版,第67-68页。

异常情况的处置中,证券交易所双重属性、双重职能的交融与冲突,往往被充分演绎与放大,在这一过程中找准其角色定位也因此变得至关重要。

(一) 证券交易所在证券交易异常情况处置中承担双重职能

根据《证券法》的规定,就证券交易的正常运行而言,证券交易所扮演了两重角色:证券交易的组织者和证券交易的监管者。前者要求证券交易所提供符合条件的证券交易场所和设施;后者则要求证券交易所对证券交易进行监管,保障交易的公平、有序、高效。因此,一旦出现证券交易异常情况,证券交易所必须同时就两个方面作出有效反应:

一是及时排除引发证券交易异常的故障原因,化解交易异常状态。证券交易依赖于证券交易系统而实现。通常情况下,提供安全、稳定、高效的交易场所和设施被视为证券交易所的一项基本义务。如果证券交易异常情况系由交易系统技术故障所导致,证券交易所的当务之急就是尽快排除故障,恢复市场的正常运行。技术故障发生后的反应及解决速度将决定故障造成的影响范围以及有无可能将损失降到最低。由于交易异常情况对市场的冲击较大,不尽快处置,市场全部或部分交易可能无法正常进行;而且,时间拖得越久,涉及的范围就可能越大,对市场的不良影响也越大,善后处理也会更加复杂,相关机构受到的来自各方面的压力也会越来越大。例如,伦交所2011年2月28日因技术故障导致交易中断超过4小时才恢复正常,就备受业内指责。^⑩

二是针对交易异常情况采取有效处置措施,维护公正有序的交易秩序。证券交易异常对于市场秩序、投资者权益等都有较大危害,一旦出现证券交易异常情况,交易所所有权也应当及时予以相应处置,以维护一个公平、稳定和有效的市场。大多数发达国家证券交易所的业务规则中,均有关于交易异常情况的处置规定。比如《东京证券交易所业务规程》第29条规定,当“交易系统出现故障,或者交易所设备故障致使继续交易变得十分困难时,交易所可以停止有价证券的交易”;我国《证券法》第114条规定:因突发性事件而影响证券交易的正常进行

^⑩ 参见“伦敦证券交易所因技术故障中断交易”,载 http://news.xinhuanet.com/world/2011-02/27/c_121126178_2.htm,2011年6月9日访问。

时,证券交易所可以采取技术性停牌的措施。我国沪、深两市的《交易规则》和《交易异常情况处理实施细则》等也有相应的规定。

在证券交易异常情况的语境下,交易所提供交易场地和设施的职能,通常情况则下被解读为一项契约义务,也即针对直接使用技术系统的会员公司而言,证券交易所承担了提供相应技术服务的合同义务。但事实上,它同样具有公共职能的属性。这是因为,组织和管理证券交易是证券交易所的法定职能,而提供符合条件的交易系统是其履行组织证券交易这一法定职能的基础条件。换句话说,交易所提供交易系统,并不能单纯地被视为了收取技术服务费而向系统的直接使用方(会员公司)提供,事实上,交易所交易系统是整个证券市场运作的中心枢纽,其对于广大投资者的意义丝毫不亚于对于会员公司的意义。广大投资者同样是交易所交易系统的(间接)使用方,尽管其与证券交易所并不存在直接的契约关系。从这个角度而言,交易所提供交易场地和设施,对于会员公司而言,可以从契约角度对其予以规范;而从整个市场的运作出发,则应将其理解为交易所公共职能的一部分。进一步而言,在证券交易异常的情况下,当证券交易所在履行提供交易场地和设施职能方面遭遇质疑时,这一职能的双重属性,就要求人们站在一个相对宽泛的立场,来解读证券交易所与交易系统使用者之间的关系,恰当平衡各自所应当承担的责任,而不是仅仅局限于私法上的合同履行来判别是非。

(二) 证券交易所在证券交易异常情况处置中应享有自主裁量权

证券交易所作为证券交易的一线组织和监管者,在处置交易异常情况下具有天然的便利和优势,包括贴近市场、直接掌控交易等技术系统、信息发布渠道畅通、专业人士集中且富有经验等,因此各国交易所在交易异常情况处置中都发挥着不可替代的重要作用。而各种交易异常情况的原因和市场影响各不相同,交易异常情况的处置在业务、技术、监管上相对复杂和在时间上比较紧迫,这就要求赋予交易所必要的自由裁量权,允许交易所根据个案的具体情况及时、自主地作出专业的判断和处理。具体而言,交易所针对交易异常情况采取何种措施以及是否公告、何时公告、公告的内容等应由交易所酌定,且无须报监管机构审批,亦无须对外承担民事赔偿责任。港交所交易规则第 572 条就

是如此规定的:“若董事会或交易结算公司董事会认为交易大堂或交易系统的运作受到、似将或可能受到紧急情况,包括(但并不以此为限)火警或其他灾祸或意外,台风、暴雨、停电、通讯中断、电脑失灵、战争、内乱、罢工及其他类似事件的严重及不利的影响,董事会具有全权酌情决定或按交易结算公司董事会的指示采取其认为必要或适当的措施,以处理这些紧急情况。无论在何种情况下,本交易所或交易结算公司均不会对紧急情况所致的损坏或本交易所对紧急情况所采取的措施负责。”

由于证券交易涉及市场各方参与人的利益,由证券交易所对证券交易异常情况作出处置,往往受到来自市场的质疑。尤其是证券交易所制定的相关业务规则,往往为满足自律监管的实际需要,而在一定程度上对上位法作出补充甚至突破。例如沪深证券交易所发布的《证券交易异常情况实施细则》,对证券交易过程中出现的交易异常情况发生的原因、情形以及采取的应对措施等问题作出了具体规定,补充了《证券法》在此领域的规则缺失,也正因为如此而难免受到正当性的质疑。

事实上,证券交易所作为市场的一线监管者,由其对证券交易异常情况进行处置,是证券法公平和公正原则的体现,也是法律就同一社会关系在不同主体的调整能力及其范围上的合理分配。作为社会组织,证券交易所制定自律管理规则,规范市场交易行为至少从以下方面体现了社会组织对社会关系进行自律调整的优越性:首先,由于证券交易的特殊性与复杂性,政府为维持有效的直接规范,必须拥有相当多数具有证券交易专门知识的人力与物力。但自律规范由业界自行负担成本,自律组织可拨出日常营业活动的部分人力物力进行自律规范活动,该成本远较政府直接规范的成本要低;其次,自律规范能较迅速而确实地反映证券市场的变化;再次,自律规范交易被证券业者所了解和接受;最后,法律有其本质上的局限,无法将商业道德、交易伦理等道德层面的事项直接纳入规范,但自律规范无此限制,可及于法律所无法到达的道德层面。^①

^① 参见林国全:《证券交易法研究》,中国政法大学出版社2002年版,第316~318页。

《证券法》规定,证券交易所是为证券集中交易提供场所和设施,组织和监督证券交易,实行自律管理的法人。证券交易所依照证券法律、行政法规制定上市规则、交易规则、会员管理规则和其他有关规则,并报国务院证券监督管理机构批准,上述规定实现了对国家调整和证券交易所自律调整适用范围的区分——自律调整是对上市法律关系、交易法律关系以及会员管理法律关系进行规范的基础性调整,但该调整方式处于立法及有权机关或者说国家调整的监督和制约之下。质言之,在证券交易异常情况的处置上,应由证券交易所制定相应的规则,只要该规则不违反证券法律和行政法规的禁止性规定,并经过正当程序予以批准,则该规则即具有相应的效力和正当性。

(三) 证券交易所在证券交易异常情况处置中应遵循适度性原则

前已述及,证券交易所对证券交易异常情况采取处置措施,是其管理证券交易这一法定职能的具体表现。但是具体处置措施诸如临时停市、取消交易的使用,在尽可能减少交易异常情况所带来的负面影响的同时,也不可避免地会对市场产生“牵一发而动全身”的影响,因此还需要遵循一定的原则。在人们耳熟能详的公开透明、公平公正、及时高效原则之外,我们更需要强调适度性原则。该原则之要义有两点:一是区分交易异常的不同情形及严重程度,采取相适应的处置措施,如暂缓交收可解决的不宜采取取消交易措施;临时停牌可解决的不宜采取停市措施。二是正确界定交易所的职责定位,处理好交易所干预性处置与市场主体自行解决之间的关系。

之所以强调适度性原则,主要是因为,证券交易本质上仍是合同,当事人自愿是基本原则。对交易异常情况的处置也应尊重市场主体意愿,这在交易参与人自身原因导致差错交易的情况下显得尤为重要。纽约、东京、新加坡等交易所都规定,差错交易应由当事人提出申请,以当事人自愿协商为基础,交易所再根据当事人的意愿、市场影响等因素决定采取适当的措施。2011年3月,高盛在香港发行的与日经指数挂钩的四只窝轮,因误将现金结算计算公式的乘、除号用错,导致在正误算式下现金结算的差价高达100倍,引发了四只窝轮的异常交易。在这起事件的处置中,港交所的做法具有借鉴意义。事件发生后,港交所是依据高盛的申请采取停牌措施,而非主动实施停牌;不对相关市场交

易行为作出实质性判断,亦未进一步采取暂缓交收或者取消交易等极具干预色彩的措施;对高盛自行修改窝轮计算公式错误的行为,经审慎审查后同意其发布相关公告,但对高盛的做法是否只是“更正错误”而不是需得到交易所批准的“修订有关条款及条件”则不作评论,留待司法处理;积极安排窝轮投资者就赔偿事宜与高盛进行充分沟通,但对事件的具体解决方案、程序及建议等,均始终由高盛自行提出,港交所仅给出相关原则性指引,不干预具体措施的制定。正如港交所主席夏佳里所言,高盛窝轮事件属于市场参与者的操作问题,应由他们根据自身具体情况去采取其认为是最佳的行动措施,港交所尊重投资者及市场人士对金融市场产品的认识及认同,也希望散户在交易窝轮或其他产品时先详尽了解产品情况。

当然,监管机构对交易异常情况的处置绝非无可作为,而是应在尊重市场主体意愿的基础上审慎、适度介入。仍以前述高盛窝轮事件为例:港交所在窝轮停牌后,持续督导高盛制定公平合理的解决方案,并给出了原则性的指引,包括确保窝轮持有人因持续停牌而得到相应赔偿、在形式与实质上均应是公平的、使投资者能够自由及充分地保留其追究高盛法律责任的权利、给予窝轮持有人充分的考虑时间等,这些在高盛最终解决方案中都有体现;窝轮停牌后,高盛方面表示相关窝轮将持续停牌直至到期,港交所经稳妥评估,认为由于存在导致市场缺失公平及秩序的巨大风险,同意出错窝轮不再复牌;港交所还表示,在完成赔偿事宜后,将重新审视高盛是否仍适合担任窝轮发行人以及是否因此次事件受到自律处罚等问题(事实上,本次窝轮事件发生后,港交所已经暂停了对高盛结构化产品上市申请的审查,高盛原本计划发行的十余只窝轮均暂告搁浅,港交所的自律监管措施大显威力)。

三、证券交易异常情况处置中证券交易所的责任承担

(一) 证券交易所承担责任的主要类型

证券交易所作为证券市场的组织者和管理者,在应对异常交易情况的过程中,不可避免地要面对责任承担问题。首先,就责任类型而

言,交易所可能面临的第一重责任,是行政责任。这是因为,交易所承担了组织和管理好证券交易的公共职能,负有及时化解异常交易状态、维护交易秩序之职责使命。这也就意味着,交易所应对和处理异常交易,必须接受监管机关行政监管。如果在这其中有做得不妥的地方,上级主管机关就可能会依法启动行政问责程序。

交易所可能面临的第二重责任,是民事责任,也就是说,交易所可能因为技术故障等原因引发异常交易或者对异常交易采取监管措施,而对市场参与人的损失承担赔偿责任。市场参与人包括遭受直接影响的券商,或是投资者,而他们遭受的损失,或者与异常交易情况本身有关(如在交易处理缓慢阶段采取市价委托的投资者所遭受的差价损失),或者与交易所处置交易异常情况的具体措施有关(如因交易所宣布取消交易而遭受的预期收益损失)。

(二) 证券交易所承担责任的归责原则

就证券交易所在证券交易异常交易处置中的归责原则而言,诸多交易所的业务规则普遍按照过错责任原则,采取相对免责立场,规定了免责条款。认为证券交易异常情况发生时,除非存在故意或重大过失,交易所不承担赔偿责任。例如,《东京证券交易所交易参加人规则》在第15条规定:“交易所对于交易参加人因使用交易所内相关市场设施产生的损失不承担赔偿责任,除非交易所对此存在故意或重大过失。”从法律上看,香港《证券及期货条例》规定,只要发生技术故障的相关主体已经善意地履行了相关技术保障义务,则无须为之承担民事责任。香港证监会倾向于将“善意”理解为:相关主体在履行技术保障义务过程中已经采用行业通行做法,达到了行业普遍标准,如委托正规有资质的公司进行方案设计、选购品质有保障的硬件产品、有应急方案、处理技术故障的方式符合常规等。

需要强调的是,鉴于前已述及的交易所职能的双重属性,在归责时也应该区分造成交易异常情况的责任与处置交易异常情况的责任,法律上也可以理解为交易所作为交易场所和设施服务提供者(交易组织者)的责任,与交易所作为交易监管者的责任。发生交易异常情况后,一方面要查明交易异常情况是不可抗力、意外事件、技术故障、人为差错还是多种原因造成,另一方面要及时采取有效的处置措施。交易所

作为交易组织者,其角色主要体现为提供交易场所和设施的服务,保障技术系统的正常运行,就这一方面的职能而言,将有可能同时在契约法与侵权法的框架下予以考虑;而交易所作为交易监管者,其主要职责是及时有效地处置交易异常情况,维护市场秩序。就这一方面的职能而言,从各国经验看,交易所依法履行市场管理职责,根据市场情况采取监管措施,只要监管目的是正当的、方式是恰当的,即便影响了相关主体的利益,原则上也无须承担法律责任尤其是民事赔偿责任。在国际上,这样一个交易所正当监管的民事责任豁免已是一项普遍原则。

由此,存在“过错”就成为交易所需要承担责任的前提,对此境外市场普遍采取“故意或重大过失”标准。这是一个相对宽松的归责原则,以之作为判断交易所是否承担责任的准则,主要是基于证券交易三方面的特殊性考虑:一是技术风险不可避免性。证券市场的技术支持系统已经是一个庞大而复杂的体系,即便交易所投入大量的人力物力,仍然难以完全解决技术缺陷,避免发生技术故障。如果采用过于严格的责任承担机制,就会产生一种不公平的结果,即将本应由市场行为人共同承担的风险转移给某一方来承担。二是从根本上保护投资者利益。证券交易所是证券市场发展的基本要素,如采用严格责任机制,一旦成千上万的投资者都可能提出索赔请求,交易所极易陷入困境;当其最终因巨额赔偿而难以为继时,证券市场的健康发展必然受到重创,这既不利于资本市场的建设亦不利于投资者利益的最终保护。三是促进交易所更好地履行证券交易组织管理职能,防止交易所因为担心承担民事责任,而降低实行技术创新和交易变革、及时处置异常交易的热情和动力。

从实践情况来看,交易所(或其他参与主体)少有因交易异常情况而承担来自主管部门的行政责任,但遭遇来自市场参与人的民事问责却并不少见。以前面提到的虹桥机场转债案为例,投资者陈某依据证券法交易结果不得改变的条款,认为上海证券交易所暂缓交收决定违法,要求按照异常价格交收成交债券,法院驳回原告诉讼请求,却面临没有具体条文可以适用的困境。又如投资者侯某权证行权失败纠纷案,投资者行权申报被券商交易系统接受,在向交易所交易主机申报时交易已经结束。法院认定券商交易系统时间与交易所交易主机时间不

一致,导致行权失败,存在过错,故判决券商承担行权失败的损失 30 余万元。再如日本瑞穗证券乌龙指事件,法院认为东交所交易系统程序缺陷导致瑞穗不能及时撤销严重错误申报,具有过错,因此需要对扩大的损失承担部分赔偿责任。

四、我国证券法上交易异常情况处置制度的不足及完善

我国证券交易异常情况处置配套制度,已经基本搭建了从法律到业务规则再到业务协议的总体框架。《证券法》作为证券市场的基本法,原则上规定了技术性停牌、临时停市措施及其适用情形;证券交易所通过《交易规则》规定了交易异常情况类型以及交易所可以采取的监管措施,并通过下位规则《交易异常情况处理实施细则》等进一步细化了交易异常情形和判断标准;证券交易委托代理协议则纳入了一定的证券交易风险揭示和免责申明等条款。但总体上看,现有制度安排的缺陷仍然是明显的,那就是法律层面(主要为《证券法》)欠缺对交易异常情况处置的全面规定,业务规则等下位法面临上位法渊源的缺失,从而导致相关制度安排的效力面临不确定性,影响证券市场的有序运转。

(一) 第 114 条:正面规定条款的闪烁其词

1. 对证券交易异常情况范围的界定过于模糊

目前,我国《证券法》并未对证券交易异常情况的范围及类型作出明确规定,仅有一个条文予以了间接涉及,即《证券法》第 114 条规定,“因突发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”。也即,只有当因“突发事件”或是“不可抗力的突发性事件”影响了证券交易的正常进行时,证券交易所才能采取有关措施。这就说明,《证券法》视野中的证券交易异常情况,被严格限定为因突发事件而影响到证券交易的正常进行,以及证券交易正常秩序受到影响的情形。

严格来说,“突发事件”更多的的是一个常识性概念而非法律概念,

在我国资本市场基本法律规范中难以找到其确切的内涵与外延。唯一有所涉及的是2007年8月通过的《突发事件应对法》,而如果依据该法关于突发事件的分类,^⑫显然与前文所述的证券交易异常情况的实际类型有较大的偏差。如果将突发事件作为一个中间概念,我们还可以进一步探寻引发突发事件的具体原因。从第114条的条文表述来看,所谓的影响到证券交易正常进行的“突发事件”,其本身并不排斥不可抗力之外的其他引发原因。但若要根据此将意外事件、技术故障尤其是人为差错等引发的交易异常情况都纳入“突发事件”的范畴,则实属牵强,因而面临很大的不确定性。由此可见,第114条的间接规定,本身并不能反映证券交易异常情况的真实情况,许多典型的证券交易异常情况因此而面临无法受到《证券法》调整的尴尬局面。

2. 对证券交易异常情况处置措施的规定过于片面和简单

《证券法》同样通过第114条来规定证券交易所为维护证券交易的正常进行而可以采取的措施:技术性停牌和临时停市。首先,这一规定涉及的处置措施十分有限,未能包括前已述及的限制交易、^⑬暂缓交收以及取消交易等在实践中得到使用的处置措施,影响证券交易异常情况处置效果的实现;其次,即便是得到明确规定的技术性停牌和临时停市两项措施,也受制于法定的启动事由,而从条文表述来看,两项措施的启动事由之间界限十分模糊,无法形成有效的判断标准,难以实现指导实践的立法初衷;此外,这一规定未能充分尊重和体现交易参与人的自主意愿,对于交易参与者申请停牌、自行采取补救措施等实践中的有效做法未予提及,管制的色彩过于浓厚,极大地压制了市场自我调节功能的发挥。

(二) 第120条:间接相关条款的词不达意

如果说《证券法》上对于暂缓交收、取消交易等处置措施的规定缺失,将导致实践中的做法面临不确定性的风险,那么《证券法》第120条关于“按照依法制定的交易规则进行的交易,不得改变其交易结果”

^⑫ 该法第3条规定,突发事件是指突然发生,造成或者可能造成严重社会危害,需要采取应急处置措施予以应对的自然灾害、事故灾难、公共卫生事件和社会安全事件。

^⑬ 唯需注意,《证券法》第115条规定的限制交易权,系针对市场操纵等重大异常交易而采取的惩戒措施,并非本文所讨论的证券交易异常情况的处置措施。

的规定,因其过于绝对的态度,无疑将使得相应处置措施直接面临违反法律强制性规定的窘境。

证券法上的这一条规定,自1998年制定时即存在,在2005年修订时亦未做调整。该条是关于交易结果不可逆性的规定。结合该条的上下款条文,^⑭我们可以推测当时的立法意图,似乎强调的是证券交易的无因性、流动性、集中性等特征,只要依据依法制定的交易规则进行的交易,无论其交易主体是否有违法行为,其交易结果不得改变。这种情况下,虽然交易结果有效,但违规交易者应承担的民事责任不得免除,在违规交易中所获利益,依照有关规定处理。如此规定,体现了立法对于交易安全与效率的保护,有助于维护交易安全和正常的交易秩序。但与此同时,交易公平原则却受到忽略。对于一些因人为差错或技术故障等导致的明显存在重大误解、重大异常的证券交易结果,如果一味地予以维护,实际上将造成对证券市场三公原则价值取向的严重冲击。

1. 对“交易结果不得改变”条款的法律解释

当然,通过法律解释,不难发现第120条仍然为认定交易无效留下了制度空间。首先,从文义解释出发,按照法律条文使用的文词语句解释法律的意义和内容,在“按照依法制定的交易规则进行的交易,不得改变其交易结果……”中,作为语言核心部分的“不得改变交易结果”之含义,是明确的,即按照交易规则进行的交易,一旦成交、结果一旦形成,证券交易中的相关主体应当承认,不得对之加以改变。而结果不得改变的“交易”,应是“按照依法制定的交易规则进行的”,如果交易没有按照依法制定的交易规则进行,则“交易结果”不受不得改变之限制,这一语义也是明确的。但是,是否可以将其进一步理解为不仅已经发生的、具体的、特定的交易不得改变,而且,交易所“依法制定的交易规则”,其本身亦不得依照合同法有关合同效力的规定,在交易规则中规定交易结果可以改变的特定情形,进而确立特定情形下改变交易结果的具有普遍约束力的制度?很显然,文义解释难以回答这一问题。

^⑭ 《证券法》第120条规定,按照依法制定的交易规则进行的交易,不得改变其交易结果。对交易中违规交易者应负的民事责任不得免除;在违规交易中所获收益,依照有关规定处理。

其次,从体系解释出发,以法律条文在法律体系上的地位,即依其编、章、节、条、款、项之前后位置,阐明规范的意旨。第120条被置放于证券法第五章“证券交易所”,则“按照依法制定的交易规则进行的交易,不得改变其交易结果……”之规定中,“不得改变交易结果”所限制的行为主体,是侧重于组织和管理证券交易、形成成交结果的交易所,而限制的对象是“按照依法制定的交易规则进行的交易”。值得进一步讨论的是,“不得改变交易结果”条款中,为什么在规定“按照依法制定的交易规则进行的交易,不得改变其交易结果”以句号结束之后,紧接着在同一条款随后规定“对交易中违规交易者应负的民事责任不得免除;在违规交易中所获收益,依照有关规定处理”,“交易结果不得改变”规则与“违规交易者的民事责任不得免除”原则、“违规交易所获收益依规处理”原则之间,是否具有内在的联系?如果没有内在的联系,没有必要放在同一条款中规定。我们认为,本条前后两部分是有内在联系的。本条前半部分“按照依法制定的交易规则进行的交易,不得改变其交易结果”,似可以理解成也是针对违规交易而言的,即“按照依法制定的交易规则进行的交易,如其中存在违规交易的,不得改变其交易结果”。如此理解前半部分,其与后半部分规定的“违规交易者的民事责任不得免除”、“违规交易所获收益依规处理”之间的内在逻辑关系和内在联系就比较清晰了。即按照交易规则进行的交易,尽管交易的背后存在违规情形,但只要交易行为本身符合交易规则的业务性、技术性规定,则交易结果不得改变,交易行为本身的效力不因违规行为而受到影响,但是违规交易者实行违规交易损害他人权益的,应承担民事责任,违规交易所得也应按照相关规定处理。

如果上述将交易结果不得改变的交易行为限制于“违规交易”能够成立的话,在体系解释中,就应进一步明确什么是证券法上的“违规交易”。我们认为,这一违规交易主要对应《证券法》第三章第四节规定的“禁止的交易行为”,其中主要包括利用内幕信息的交易、市场操纵中的交易、欺诈客户中的交易、利用他人账户从事的交易、挪用公款买卖证券的交易等,该等交易都属于一般意义上的违规交易。如此综合性、体系化理解,意味着内幕信息的交易、市场操纵中的交易、欺诈客户中的交易、利用他人账户从事的交易、挪用公款买卖证券的交易等,

具有相对的独立性,交易行为本身不因具体交易行为涉及违规交易而受到影响,此即通常所说的证券交易行为的无因性。

如此体系化理解,不仅使得《证券法》中的“不得改变交易结果条款”中的两部分内容相互衔接、成为一体,而且使得这一规定与《证券法》禁止交易行为的规定,相互补充,组成完整的法律规定。没有这一体系性解释,《证券法》的这些规定单就各个法条观之,其规定或不完整,或彼此矛盾,经过体系解释方法,产生了一个完整、顺畅而无冲突的合理性理解。

再次,从目的解释出发,以法律规范目的为依据来阐释法律疑义,简要探寻证券法中的“不得改变交易结果”条款的含义。就证券法之整体目的而言,该法第一条开宗明义,确立了四个层次:一是规范证券发行和交易行为;二是保护投资者的合法权益;三是维护社会经济秩序和社会公共利益;四是促进社会主义市场经济的发展。“不得改变交易结果”条款作为一个具体的、微观的交易制度,其自身的立法目的,通常认为是维护交易安全和效率。将“不得改变交易结果”条款的适用范围限制为内幕交易、市场操纵等违规交易行为,并将因为重大误解而进行的错误交易、在不可抗力或意外事件情形下发生的异常交易绝对排除在外,是否符合证券法的和该条款自身的立法目的?

在《证券法》四个层次的立法目的中,与“不得改变交易结果”条款密切相关的是规范证券发行和交易行为、保护投资者的合法权益、维护公共利益。抽象而言,将“不得改变交易结果”条款的适用范围限制为内幕交易、市场操纵等违规交易行为,最为符合证券法规范交易行为、保护投资者利益、维护公共利益之立法目的,毕竟,此类违规交易行为受《证券法》重点调整和规范。此类违规交易行为,具有一定的普遍性,违规事实本身具有一定的隐蔽性,如果将表现在外的交易行为的结果与内幕交易及市场操纵、欺诈客户等违规事实相挂钩,并允许将后者作为改变交易结果的事实,将使本已完成的大量的证券交易处于不稳定状态,交易秩序和投资者利益将由此遭受损害。但如果将投资者偶尔发生的出于重大误解从事的错误交易,如本案中的机场转债异常成交,与内幕交易、市场操纵等同,一概固守交易结果的不可改变性,则为片面强调交易安全,罔顾交易公正,对于重大错误者过于严苛,进而损

害市场公平,使交易参与者之间的利益出现失衡。

综合上述分析,我们认为,“不得改变交易结果”条款的适用范围,应限制为内幕交易、市场操纵等违规交易行为,应将因为重大误解而进行的错误交易、在不可抗力或意外事件情形下发生的异常交易绝对排除在外。就后者而言,应允许交易所就不可抗力、突发事件、重大错误所导致的异常交易之效力,事先设计相应的制度予以改变。

2. 对“交易结果不得改变”条款的法理学分析

第120条的规定割裂了交易安全与交易公平之间的内在联系,制造了一道“柏林墙”,人们往往需要借助法律解释的一般原理,才能逾越这堵墙,最大程度地实现证券交易的公平与公正,促进证券交易秩序的良好发展。但法律解释本身并不能替代立法,其指导司法的效果面临着很大的不确定性。我们不得不在不同价值取向之间作出平衡。“整个法律秩序(或其大部分)都受特定指导性法律思想、原则或一般价值标准的支配,其中若干思想、原则,在今日甚至具有宪法位阶,关于此点前亦已指出。其作用在于:诸多规范之各种价值决定得借此法律思想得以正当化、一体化,并因此避免起彼此间的矛盾。其有助于解释,对法律内的及超越法律的法的续造,助益更宏。发现个别法规范、规整之间,及其与法秩序主导原则间的意义脉络,并以得以概观的方式,质言之,以体系的形式将之表现出来,乃是法学最重要的任务之一。”^⑤而“证券法原则是贯彻于证券发行与交易的全过程,反映证券法宗旨的最一般规则,它应体现出证券法基本精神,对于证券发行与交易的个性具体规则具有指导意义和法律解释意义,并且对证券发行与交易实践具有概括性调整作用”^⑥。

《证券法》第3条规定,“证券的发行、交易活动,必须实行公开、公平、公正的原则”,在对《证券法》具体条款进行解释时,不能脱离对证券法基本原则的运用,且必须在该原则的指导之下进行。在人类发展的不同历史阶段,在不同的文化背景,在不同的社会阶层,人们对公平的概念都会有不同的理解,然而有一点是共通的,即公平要求所付出的

^⑤ [德]卡尔·拉伦茨:《法学方法论》,陈爱娥译,商务印书馆2003年版,第316页。

^⑥ 叶林:《证券法》,中国人民大学出版社2000年版,第33页。

与所得到的相当,注重就不同主体的利益,在其相互之间进行合理的分配,利益向任何一方的过度倾斜均偏离了公平的范畴,从而成为各种法律制度、社会规则努力防止和避免的对象。事实上,在出现严重错误交易的情况下,维持原交易结果,不但起不到保证公平的作用,相反是对公平交易原则的违背和损害。在这种情况下,认定交易无效,使行为从开始起就没有法律约束力是公平交易原则的自然属性和必然结果。《证券法》应当对各条文间内含的冲突作出回应,确保交易公平与交易安全在一个整体、协调的规范环境中得到实现。

3. 对“交易结果不得改变”条款的司法实践

实践中,关于证券交易异常情况的处置,曾出现许多具有启示意义的案例,虹桥机场可转换公司债券异常交易诉讼案即为典型的一例。虹桥机场可转换公司债券挂牌首日发生异常交易后,^①低价卖出债券的投资者情绪激动,要求交易所采取措施。上交所随后决定对虹桥机场可转债异常交易期间发生的交易实行暂缓交收,并着手通过交易所会员争取买入方从公平角度出发,放弃交收或者按照债券百元面值进行交收。至2000年3月21日,经过协调,67个买入账户中已有52账户所有人同意放弃交收或者按照百元面值进行交收,同时,机场转债的主承销商同意按百元面值发行价先行垫款给剩余账户的卖出方。余下的15个账户的买入方情绪激动,坚持按照成交价交收,不作任何让步,后经多方工作,这15个账户的绝大多数接受了放弃交收或按百元面值交收之原则。

投资者陈某始终拒绝上述调解方案,在坚决要求按照成交价予以交收无果后,以证券交易所和登记结算公司等为被告,提起了诉讼。原告的诉讼理由均基于当时的《证券法》(相关条款仍然保留至2005年

^① 2000年3月16日,虹桥机场可转换公司债券(以下简称机场转债)在上交所首日挂牌交易。因在开盘时,一笔1.88元的买入申报最先进入交易主机,被交易系统作为即时成交价显示,后续投资者误以为该债券已将100元面值拆细为1元面值实行拆细交易,从而产生了1.88元的开盘价,并在1元左右的价位达成了多个交易。上交所通过即时监控系统发现此异常交易情况,迅即采取警示措施,使交易在5分钟内恢复正常。据统计,此次异常交易共涉及737个账户,其中卖出账户670个,多为中小投资者,买入67个;交易债券7175手,面值717.5万元。

后的《证券法》)而提出,其最主要的理由为:成交价格异常的提法和暂缓交收的做法,法律均不予支持。《证券法》赋予交易所停牌和停市的权力,但并没有赋予暂缓交收的权力,因此证券交易所无权擅自决定暂缓交收或者改变交易结果、取消交易结果。尤其是根据当时的《证券法》第115条(即现行《证券法》第120条)关于“按照依法制定的交易规则进行的交易,不得改变其交易结果”的规定,上交所决定暂缓交收,随意改变交易结果,明显违法。

对此,本案二审法院于二审诉讼期间向中国证监会发函,就2000年3月16日对机场转债成交价格异常部分暂缓交收的决定以及上交所是否具有认定机场转债成交价格异常的自由裁量权等问题,征求意见。2006年6月12日证监会复函:“上海证券交易所对虹桥机场转债2000年3月16日的交易作出的‘关于虹桥机场转债成交成交价格异常部分暂缓交收的决定’,是针对交易异常情况依职责采取的措施。由于证券交易的特殊性,我国原证券法及修订后的证券法均授权交易所制定相应的交易规则,这也是各国证券市场的通行做法。对于显失公平的交易,一些国家的交易规则规定,符合一定条件,证券交易所可以采取适当措施予以处理。法院调查涉及的案件发生当时的上交所交易规则对上述问题虽没有明确规定,但显失公平交易发生后,上交所基于当时的实践经验所作决定是符合上述交易规则的原则精神的,与我国证券法规定的证券交易活动必须实行公开、公平、公正原则,遵守自愿、有偿、诚实信用的原则相一致。”

最终,二审法院经判决认为,上所在2000年3月16日对机场转债作出“关于虹桥机场转债成交价格异常部分暂缓交收的决定”,是上交所对交易异常情况依职责采取的措施,符合《证券法》第114条第1款“因突发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”的规定。而后,上交所提出按“虹桥机场转债”债券每张面值100元进行交收或按重大差错放弃交收,由原告自行选择,而原告不同意该要求,坚决主张按照每张1.2元的价格进行交收,视为放弃交收权利。上交所的行为符合《证券法》第3条“证券的发行、交易活动,必须实行公开、公平、公正的原则”和第4

条“证券的发行、交易活动的当事人具有平等的法律地位,应当遵守自愿、有偿、诚实信用的原则”的规定。原审法院判决驳回陈某对上交所、中登公司的诉讼请求正确,应予维持。

尽管上交所最终赢得了诉讼,但法院的判决本质上仍是借助法律解释,依据《证券法》总则关于公开、公平、公正原则以及自愿、有偿、诚实信用原则的规定,以及超出诉讼时效的原因而驳回了陈某的诉讼请求,而并未对交易所采取暂缓交收这一具体措施的效力作出正面、直接的回应。这一典型案例充分反映出制度层面的缺失所造成的实务中的艰难处境,而证券市场的高速发展对于法律的可预见性有着极高的要求,《证券法》应当尽快对此作出有效回应。

(三)对《证券法》中相关规定的完善建议

作为证券市场的基础性法律,为建立公正、有效的证券交易异常情况处置法律制度,《证券法》可以从以下方面着手完善:一是对证券交易异常情况作出直接回应,规定证券交易异常情况的定义及形成原因,根据发生的原因、机理、过程、性质和危害对象,将引发证券交易异常的具体情形分为不可抗力、意外事件、技术故障和重大差错等;二是对证券交易异常情况的处置措施作出全面的规定,在对处置程序作出原则性要求的基础上授予证券交易所相应的自由裁量权;三是适当调整第120条的表述,消除《证券法》条文之间的内在冲突;四是明确证券交易所的责任承担,交易所应当享有正当监管责任豁免的特权,即交易所在交易异常情况的处置过程中,只要其主观上不存在故意或重大过失,则由于其处置行为导致证券交易参与者遭受损失的,交易所不承担法律责任。建议在《证券法》第五章中,作如下条文设置:

第114条相应修改为:因不可抗力、意外事件、技术故障以及重大差错等突发性事件而影响证券交易正常进行时,证券交易所可以采取限制部分交易、技术性停牌、临时停市等措施,并及时向国务院证券监督管理机构报告。

第120条相应修改为:证券交易所应当按照依法制定的交易规则确认证券交易的成交结果。为维护证券交易的秩序,保护投资者合法权益,证券交易所可以对存在重大异常情况的证券交易采取暂缓交收或取消交易的措施,并报国务院证券监督管理机构备案。

增加一条为:第*条 证券交易所依照法律、法规、行政规章及其业务规则对证券交易进行组织和监督,造成交易参与者损失的,证券交易所不承担法律责任,但其存在故意或重大过失的除外。