

证券错误交易撤销权研究^{*}

王东光^{**}

内容提要: 证券交易可能因交易系统技术故障或者指令输入错误而在价格、数量、交易对象等方面发生错误, 形成错误交易, 以明显偏离市场的价格达成交易是典型的错误交易。错误交易不仅直接影响交易参与人的利益, 更对证券市场正常交易赖以实现的交易信息的准确性产生影响, 使得市场信息无法反映市场的真实情况, 对市场其他参与者形成误导, 甚至影响其他相关市场的正常运行。为了维护证券市场的公平、诚信和交易所集中交易功能的正常发挥, 交易所可以依职权或依申请撤销错误交易, 撤销交易应遵循公开性、及时性与整体性原则。交易参与人不得以因撤销交易而遭受损害为由向交易所或相对人主张损害赔偿。

关键词: 证券交易 错误交易 撤销交易 撤销权

2000年12月瑞银集团下属瑞银华宝公司的交易员本来要以每股60万日元的价格出卖日本广告公司的股份, 结果键盘上的一个小错误使他竟以每股6日元的价格卖出了61万股股票, 在几秒中内使瑞银华宝损失7100万英镑。2005年6月27日, 台湾富邦证券的一名交易员收到来自香港的8000万元的落盘指令, 但错误地落成80亿元。为了稳定股市, 富邦决定以公司资金买回这批股份, 这个错误指令让富邦证券的账面损失超过4亿元新台币。因粗心、手笨敲掉上亿元的例子在金融界数不胜数, 这一现象被金融业人士称为“胖指头综合症”。我国证券市场也曾出现过类似的事件。1994年1月26日上交所集合竞价时, “广州广船国际股份有限公司”的股价以20元的天价开出, 较前一日收盘价的6.58元上升203.95%, 原因是广东一券商驻上交所的交易员在将81万余股“广船国际”股票在以每股人民币6.5元左右的买进申报输入电脑时, 错打成20元, 造成1220余万元损失。该交易员被以玩忽职守罪判处有期徒刑。^①除了上述“人”的因素之外, “物”的因素也同样可能导致证券交易发生严重错误。一旦高度电子化的证券交易所依赖的主机系统、终端系统或通讯系统发生故障, 很可能错误地形成、更改、传输指令信息, 发生违背指令原意并引发混乱的错误交易。错误交易不仅直接影响交易方的利益, 而且在更广的范围内影响其他市场参与者的利益, 在更高的层面上和更大的程度上影响市场集中交易功能的发挥和市场的诚信、秩序, 甚至影响其他相关市场的正常运行。因此有必要建立错误交易处置制度, 尤其是错误交易撤销制度。

一、证券错误交易及其认定

(一) 错误交易(Mistake, Error Trade or Erroneous Trade)

从原因的角度观察, 错误交易是“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。”^②技术错误和人为错误都属于可能导致错误交易的原因, 只有在原因之下产生了特定的交易结果, 即交易所执行的交易在交易价格等条款上存在错误才属于错误交易。有的交易所通常仅考虑交易的结果, 即“如果一个交易的价格与执行交易时的市场价格相差悬殊, NASDAQ通常将它视为明显错误”, 错误原因仅在一些特殊情况

* 本文系上海市第三期重点学科——经济法学(S30902)建设成果及“高水平特色法学学科建设与人才培养工程(085工程)”的阶段成果。感谢胡改蓉博士、何颖博士、孙宏涛博士提供宝贵资料。

** 华东政法大学经济法律研究院副研究员, 法学博士。

① 参见何杰:《论证券交易制度目标设计》, 载《证券市场导报》1999年第7期。

② Final Report - Policies on Error Trades, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, October 2005, p. 2.

下作为判断是否属于明显错误交易的额外因素。^③在限价申报中,如果输入限价时发生了错误,但却以市场价格达成交易,则交易不能撤销。^④

关于哪些参数的错误可以认定为错误交易,各交易所的规定多有不同。有的交易所采取比较宽泛的错误交易政策,如果交易价格、股票数量、证券成交单位或证券名称等任何交易条款存在错误,交易所执行的交易都属于错误交易。^⑤而有的交易所则规定,只有交易价格和数量发生错误,并且产生极大的结算困难,才能认定为错误交易。^⑥但有的交易所却明确规定,仅仅是数量输入错误不能构成可撤销的错误交易。^⑦因为在数量输入错误的交易中,虽然也存在“错误”,但此等错误并不符合错误交易中的“错误”本质。“仅仅是数量还不足以证明存在客观上可识别的错误,因为委托数量处于波动之中并与参加者个人因素有关。”^⑧对于交易对方而言,无从判断输入的数量是否存在错误。数量输入虽然影响供求数量,但对于形成正确的交易所价格不会产生足够的影响。目前建立错误交易政策的很多交易所都采取比较严格的态度,将价格错误作为唯一的可能引发错误交易的因素。综合考察发达国家证券交易所的错误交易政策,价格错误是最典型、最重要的错误交易类型,即因交易系统技术错误或输入报价、限价等信息时出现错误而以明显偏离市场的价格达成的交易。

错误交易可以分为广义的错误交易和狭义的错误交易。广义的错误交易指根据上述“质的标准”存在错误的所有交易。狭义的错误交易为可撤销的错误交易。并非所有的错误交易皆可撤销,撤销错误交易还要满足“量的标准”,只有“错误”达到了一定的程度才构成狭义的错误交易,即可撤销错误交易。例如柏林证券交易所规定,如果一项交易因交易所技术系统错误或者因输入申报限价或报价时明显的错误而达成,并且该错误导致形成错误的交易所价格,产生至少5万欧元的损失,则该交易属错误交易。^⑨

(二) 明显偏离市场价格

如上所述,典型的错误交易是以不符合市场的价格或称明显偏离市场的价格达成的交易。那么,我们就必须搞清楚两个问题:第一,如何确定“市场价格”?第二,何为“不符合”或“明显偏离”市场价格?

所谓“市场价格”是正常交易条件下的可能价格,是判断是否构成错误交易的参考价格,是基于一定条件的计算或推断价格。各交易所确定“市场价格”的方式、方法各有不同,偏离程度的判断标准也多有差异。

1. 统一标准。根据柏林证券交易所《错误交易处置规则》(Misttrade Rule)^⑩之规定,“价格是否符合市场情况,由交易所业务执行机构根据个案情况判断。”业务执行机构有权判断交易所价格是否为错误价格;如果交易价格与同一交易日参考市场上在此之前达成的三项交易的平均价格相差超过百分之五,通常属价格错误。如果只有两项交易所交易,以他们的平均价格为依据;如果只有一项交易所交易,以该价格为依据。

2. 根据个案情况的不同选择适当的市场价格查明方法。德国法兰克福交易所采取这种方式,并就此做出了详尽的规定。^⑪对于在连续竞价系统中进行的结构性产品交易,业务执行机构根据适合于个案的准则查明该项交易是否以明显不符合市场的价格达成。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。对于在

^③ NADAQ Clearly Erroneous Transaction Guidance for Fillings under NASDAQ Rule 11890(a) and Single Stock Events under NASDAQ Rule 11890(b), p. 1.

^④ Bedingungen für die Geschäfte an der Börse München § 12b (2).

^⑤ Rule 11.19. „Clearly Erroneous Executions (a)“, Rules of national stock exchange(updated through March 2, 2011), PP. 84-85.

^⑥ 参见《大阪证券交易所业务规程实施细则》(2010-1-4)13-2(1);《东京证券交易所业务规程实施细则》(2009-11-24)13(1)。

^⑦ Misttrade Rule(Ausführungsbestimmung zu § 59 Abs. 1 der Bedingungen für Geschäfte an der Börse Berlin) § 4.

^⑧ Bedingungen für die Geschäfte an der Börse München § 12a (1).

^⑨ Misttrade Rule(Ausführungsbestimmung zu § 59 Abs. 1 der Bedingungen für Geschäfte an der Börse Berlin) § 4.

^⑩ 该《处置规则》为《柏林证券交易所交易条件》第59条第1款之实施细则。

^⑪ Bedingungen für Geschäfte an der Frankfurter Wertpapierbörse, § 32, 33, 33a.

连续竞价系统中进行的基金份和交易型开放式指数基金(ETFs)交易,为查明符合市场的价格,业务执行机构可以在下列五种查明方法中按照顺序选择其中的一种。如果据此优先选用的方法在个案中不适用,再考虑下一种方法。查明市场价格的方法有:(1)在该项交易的价格确定之前在法兰克福证券交易所的电子交易系统中所确定的前三项价格的平均值;如果在法兰克福证券交易所的电子交易系统中确定的价格少于三项,则取两项价格的平均值或一项价格;(2)专家经纪人做出有约束力的报价(在其范围内确定了交易价格)之前的三个参考报价平均值的加权时间平均值,在此过程中不考虑该参考报价,即在其基础上专家经纪人在连续竞价系统的叫价中输入了确定交易价格之前的有约束力的报价;(3)通过咨询专业人士查明的价格;(4)最后可动用的净资产值;(5)根据其他恰当的准则,尤其是使用信息报查明的价格。如果交易价格与根据上述方法查明的市场价格相比:(1)如果是仅仅或主要投资于德国或西欧股票的股票基金,至少偏离了3%;(2)如果是主要投资于欧洲之外或东欧的股票或者投资于特定领域的股票基金以及不动产基金、混合和其他基金,至少偏离了4%;(3)退休基金至少偏离了2%;(4)货币市场基金至少偏离了1%;则基金份和交易型开放式指数基金(ETFs)交易就是以明显不符合市场的价格达成的。对于以在连续竞价系统中交易的股份、代表股份的权证,市场价格的查明方法与结构性产品类似,此外参考价格还包括了在法兰克福证券交易所现场交易中确定的价格或由业务执行机构在个案中指定的国内外其他交易所或证券交易平台确定的价格。对于在连续竞价系统中进行的股份和代表股份的权证交易,如果交易的价格与根据上述方法查明的市场价格相比至少相差5%和0.5欧元,则该交易是以明显不符合市场的价格达成的。

3. 根据交易时间和上市场所的不同分别确定参考价格和判断标准。美国 NASDAQ 就采用这种判断机制。^⑫ 参考价格和判断标准如表一和表二所列。

表一:

执行时间和场所	参考价格
在 NASDAQ 上市的证券于美国东部时间 9:30——下午 4:00 之间(常规交易时间)进行的交易	争议交易首次成交时的 NASDAQ BBO 最优报价
非 NASDAQ 上市证券在常规交易时间和主要市场发布的第一个双边报价之后进行的交易	争议交易首次成交时的全国 BBO 最优报价
非 NASDAQ 上市证券在常规交易时间和主要市场发布的第一个双边报价之前进行的交易	争议交易首次成交时的全国 BBO 最优报价。如果全国 BBO 与市场未发生实质性的联系,那么 NASDAQ 可以考虑其他的参考价格,包括开盘价、投资意向书、主要市场的首次双边报价以及主要证券市场常规交易时间的收盘价
NASDAQ 上市与非上市证券在东部时间早 9:30 前或下午 4:00 后进行的交易	主要证券市场当日常规交易的收盘价

^⑫ See Supra note 3.

表二:

执行价格	参考价格幅度
1.75 美元以下(含 1.75 美元)	等于或高于依据 NASDAQ11890(a)(2)(c)(ii) 规则确定的最低值
1.76 美元—25 美元	10%
25.01 美元—50 美元	5%
50.01 美元以上(含 50.01 美元)	3%

4. 实行一般参考价格和特殊参考价格,并根据交易时间以及参考价格范围的不同分别确定偏离幅度。美国国家证券交易所和纽约—泛欧交易所采取这种方式。^⑬ 一般情况下,参考价格就是交易执行前汇总的交易所当日收盘价。但为了维持市场公平和秩序、保护投资者和公共利益,交易所可以自己决定使用其他参考价格来决定是否发生了明显的错误交易。其他的参考价格包括汇总的内部价格、汇总的开盘价、汇总的前一天收盘价或者在一系列交易执行之前汇总的交易所当天收盘价。

表三:

参考价格	交易所常规交易时间内适用的数字准则(每类交易偏离参考价格的百分比)	交易所常规交易时间外适用的数字准则(每类交易偏离参考价格的百分比)
0 美元—25 美元(包括 25 美元)	10%	20%
25 美元—50 美元(包括 50 美元)	5%	10%
超过 50 美元	3%	6%

之所以可以根据价格偏离的幅度判断交易价格是否符合市场真实情况,乃因证券交易具有公开性、透明性,交易所实时公布成交价与成交量等重要参考信息,投资者根据这些信息做出的投资方案具有相对稳定性,不会超出合理的波动范围。另外,交易所交易采用自动撮合方式,理论上也排除了因市场参与者谈判能力欠缺而导致个案价格超范围波动。

二、错误交易政策:原则与框架

2005 年 10 月国际证监会组织(IOSCO)技术委员会公布了《错误交易政策研究报告》(Final Report – Policies on Error Trades),该报告就错误交易政策的价值、目标以及各国交易所可以采取的错误交易政策的设定原则与整体框架进行了阐述。根据该报告之意旨,错误交易处置规则应遵循公开性、及时性与平衡性原则。

(一) 公开性

一个市场的规则、程序与重要决定的透明度,对于该市场的公平与效率均非常重要。^⑭ 错误交易处置应遵循公开与透明原则,该原则包含两个方面的内容:第一,规则的公开与透明。全面而具体的处置规则应当包含错误交易的认定、可以对交易提出质疑的主体范围、撤销交易的程序与条件、交易所的判断标准、撤销交易的法律后果等内容,这些规则必须以适当的方式向所有市场参与者公开,“市场应尽量在互联网上向市场参与者提供错误交易规则,对于这些政策的任何修改均应尽快使公众知晓。”只有公开处置规则,市场参与者才能对可能遭遇的情况做出预见,“市场参与者可以提前知晓和评估一旦适用错误交易政策将产生的风险和成本,并采取适当行动。”^⑮ 如果没有明确公开、公布撤销交易政策,在错误交易影响市场价格的同时,交

^⑬ Rule 11.19. Clearly Erroneous Executions (c), Rules of national stock exchange (updated through March 2, 2011), PP. 85–86.

^⑭ See Supra. note 2, p. 13.

^⑮ See Supra. note 2, p. 10.

易者的行为可能加剧市场波动。^{①⑥} 第二, 处置情况的公开与透明。基于错误交易政策而做出的对具体交易的撤销决定, 应当向市场参与者进行公开, 交易报告应当准确而充分地体现已撤销的交易。许多市场采用一定的方式, 确保关于错误交易处置决定的公告鲜明、突出, 能够引起应得到通知的人群的足够注意。由于市场发布的大量信息中, 有些可能被参与者视为“噪音”, 市场应当寻找和采取适当措施向市场参与者特别指出或有意“突出”错误交易信息。^{①⑦}

(二) 及时性

证券交易的即时性、连续性以及对信息的依赖决定了证券市场的信息披露必须达到及时、准确、完整。为了实现证券市场的公平原则, 增强市场信任度和参与者信心, 降低错误交易的影响程度, 证券错误交易处置也必须符合及时性要求。无论交易所针对错误交易做出何种决定都应立即向市场公布, 任何决定都应尽快告知交易方, 以尽量降低市场混乱。^{①⑧} 如果错误交易以及交易的撤销可能对其他交易产生即时影响(直接影响或通过引发意外交易而影响), 则及时性要求对于提升市场的公正、公平尤为重要。错误交易政策的设计者应当考虑为错误交易规则中的所有程序性事项设定明确的时限要求。在设定时限要求时, 应当充分考虑市场对于交易确定性和程序公平性的需求, 使时限设定满足决策的迅速性与终局性要求。^{①⑨}

(三) 平衡性

法律通常是在冲突的利益中寻求平衡的结果, 最终确定的规则是立法者在既有利益冲突框架内认为最合乎利益最大化的选择。错误交易政策的确定表现出同样的特性。维持市场公正性的目标要求避免并更正错误价格信息在市场中的传播及其对定价机制的影响。然而, 这一目标还包含一个可能与此冲突的要求, 即维护交易的确定性。错误交易政策的设计必然包含交易所如何客观、理性地认识或划分两项需求各自“功用”的判断, 反过来, 这种判断又将影响交易所对其错误交易政策中对这两项要求的衡量。^{②①} 最终确定的错误交易政策应该是交易所认为在充分考虑纠正错误交易与维护交易确定性两种不同需求的情况下最能体现市场整体利益的选择。基于判断的差异性, 各交易所的具体错误交易政策并不相同, 但市场整体利益最大化的目标是相同的。利益平衡不仅是确定错误交易政策时应遵循的原则, 也是执行错误交易政策的指导原则, 在与其他市场存在联动的情况下尤为如此。譬如, 证券或证券指数产品大额交易的撤销可能影响相关产品的价格, 如在另一个市场交易的该证券期权, 这些价格影响对相关市场的价格形成机制而言可能是决定性的, 因此, 交易所应尽可能地充分考虑被撤销交易对其所知的相关市场的影响。^{②②}

(四) 基本框架

根据《错误交易政策研究报告》、《为券商经纪人所做之错误交易政策分析与指引》以及主要发达国家证券交易所现有的错误交易处置规则, 可以将错误交易政策的构建框架概括为以下几个方面: (1) 何为错误交易以及如何认定错误交易。明确、恰当界定错误交易的类型、范围以及错误交易认定标准是错误交易政策的基础内容, 也是决定错误交易政策宽严程度以及适用空间的标尺。(2) 针对错误交易可以采取的处置措施, 譬如调整交易价格或数量、撤销交易、复权交易等。(3) 交易所如何做出处置决定, 包括主管机构、决定程序、判断标准、处置结果、处置决定的拘束力、法律后果(损害赔偿权的排除) 等。(4) 其他有关程序规则, 包括有权主张错误交易的主体、主张错误交易的时间限制、提出主张的方式(书面、电邮、电话等)、应当或可以提交何种支持主张的证明材料、是否以及由谁和如何通知交易相对方、是否允许相对方做出回应以及必须做出回应的时间、就错误交易主张以及处理情况向市场进行公告、处置决定的复议等。

三、错误交易撤销权

撤销交易是最典型、最重要的错误交易处置制度。撤销交易包括依职权撤销交易和依申请撤销交易, 二

^{①⑥} See Supra. note 2, p. 8.

^{①⑦} See Supra. note 2, p. 14.

^{①⑧} Policy Statement and Guidelines Regarding Error Trade Policies for Interdealer Brokers, Interdealer Brokers Advisory Committee and Securities Industry and Financial Markets Association, 2006, p. 8.

^{①⑨} See Supra. note 2, p. 12.

^{②①} See Supra. note 2, p. 9.

^{②②} See Supra. note 2, PP. 14 - 15.

者侧重不同 相互配合。依职权撤销交易主要针对涉及大量交易方和交易量的系统性问题 例如与交易有关的系统(报价系统、执行系统、通讯系统、报告系统等) 发生崩溃或故障 造成大量的错误交易。即使涉及单一证券的事件也满足了依职权撤销交易的条件 而市场参与者未能根据依申请撤销交易的程序提出申请 也不能依职权撤销交易 除非市场上存在系统性风险。^{②②}

(一) 依职权撤销交易

所谓依职权撤销交易是交易所基于自身维护证券市场正常交易秩序和社会公共利益的职责与权力 无需交易参与人的请求即可主动采取的撤销交易行为。交易所依职权撤销交易的情形主要有:(1) “如果对于保证正常的交易所交易确有必要”或称“如果交易不符合正常交易所交易的要求”,交易所可以依职权下令撤销交易;^{②③}(2) 如果交易以不符合市场情况之价格达成,交易所可以依职权撤销交易。^{②④}第一种情形以目的为导向,旨在维护正常的交易秩序,赋予交易所较大的自由裁量权,交易所可以对其认为妨碍正常交易的情形采取撤销交易的处置措施。在美国国家证券交易所,除了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的情形外,在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) 也可以自己提出动议审查这些交易,并宣布此类情形下的交易无效。^{②⑤} NASDAQ 也有类似的规定。^{②⑥}第二种情形则是针对价格明显错误的交易。德国汉堡交易所规定,如果价格的确定是以技术系统的瑕疵或其错误的数据存储或者以客观上可识别的错误委托为基础的,应当允许纠正错误。在法兰克福证券交易所,如果交易不符合正常交易的要求,特别是确定价格时存在错误,则业务执行机构可以依职权撤销此类交易。尤其是下列交易可以依职权被撤销:(1) 基于交易所技术系统的错误达成的交易;(2) 以公布的定价或区间之外的价格达成的交易;(3) 因经纪人明显错误的分派而偏离在确定价格时所使用的价格附加值达成的交易;(4) 对于达成交易的证券,根据《交易所规则》第 92 条导致删除现有指令的事件未能或错误地通过相应的系统输入消除。《伦敦证券交易所交易规则》也列举了可以取消交易的情形,即交易所基于自己判断取消交易的情形包括但不限于: 对公司事件的信息传达发生明显错误,或者由于错误订单的进入导致股票的收盘价发生重大扭曲。^{②⑦}

“可以依职权撤销交易”并不表示必须或必然撤销交易,在行使撤销权时,交易所还需对不同的利益和相关情况进行权衡和判断。根据《慕尼黑证券交易所交易规则》,如果进行的交易不符合市场价格,在听取交易审查处的意见后,业务执行机构可以从交易系统(MAX - ONE) 中删除该交易。在依职权可以撤销交易的场合,“在作出决定前,业务执行机构应当审查《交易所条例》第 27 条规定的参考市场的最后支付的价格以及现金和证券报价、听取双方意见或者以其他适当的方式查明事实。应当考虑交易费用、经济风险和现货市场与期货市场的共同作用。”^{②⑧}法兰克福交易所则规定,“在决定撤销交易时,业务执行机构尤其要考虑下列因素:(1) 撤销或保留交易可能对交易方造成的可预见损失;(2) 应经纪人的询问在指令执行之前可能做出的对为交易方申报的并以该交易执行的指令的确认或变更;(3) 在法兰克福证券交易所上市交易的企业对于交易存续的信赖;(4) 自达成交易已经过去的期间。”^{②⑨}在汉堡证券交易所,“经纪人在决定纠正错误时既要考虑交易参与人对于符合实际市场情况的价格的利益,也要考虑交易参与人对于已经确定并经公开的价格的存续的信赖。在输入价格后立即进行纠正的情形中,通常,交易参与人对于符合市场情况的价格的利益占优势。如果在原始的委托转录到指定记录册的期间内进行了纠正,尤为如此。”^{③⑩}

^{②②} See Supra. note 3 ,p. 1.

^{②③} Bedingungen für Geschäfte an der Börse Berlin § 59(3) ; Bedingungen für die Geschäfte an der Börse München § 12b (1) ; Bedingungen für Geschäfte an der Frankfurter Wertpapierbörse § 25 (1) .

^{②④} Bedingungen für die Geschäfte an der Börse München § 12b (2) .

^{②⑤} Rule 11. 19. Clearly Erroneous Executions (g) ,Rules of national stock exchange(updated through March 2 ,2011) ,p89.

^{②⑥} See Supra. note 3 ,p1.

^{②⑦} Guidance to Rule § 2120(Amended N05/09 - Effective 26 January 2009) , Rules of London Stock Exchange ,p41.

^{②⑧} Bedingungen für die Geschäfte an der Börse München § 12b (2) .

^{②⑨} Bedingungen für Geschäfte an der Frankfurter Wertpapierbörse § 25 ; § 35.

^{③⑩} Bedingungen für die Geschäfte an der Hanseatischen Wertpapierbörse Hamburg § 12b (2) .

(二) 依申请撤销交易

所谓依申请撤销交易就是发生错误交易时,交易所根据相关主体提出的合乎规则的申请而撤销已经达成的交易。对于申请主体、申请的形式、提出申请的时间等程序要求,不同交易所的规定不尽相同。(1)关于申请主体。有的交易所规定,“只有相应交易的当事方才能提出撤销交易的申请”;^{③①}而有的交易所将主体范围扩展到专家经纪人和报价义务人。^{③②}(2)申请时间及申请形式。《法兰克福交易所交易条件》对电子交易中申请撤销交易的程序规定得非常详尽。^{③③}对于以连续竞价形式进行的交易,错误交易撤销申请应在执行确认到达之后的两个交易小时内提出。对于以连续竞价形式进行的证券以外的交易,如果前面规定的申请期限在交易日的交易时间截止后结束,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。提出申请可采书面、传真、电子或电话形式。以电话方式提出申请时,必须在申请期限结束(执行确认到达之后的两个交易小时)后的一个小时内以书面、传真或电子形式补交撤销申请必须包含的内容,否则将被视为撤回了申请。错误交易撤销申请必须包含如下内容:(a)申请人的名称和联系人;(b)作为交易标的的证券的名称,标明名称和证券编码(ISIN);(c)交易的时点、数量和价格;(d)关于符合市场的价格的说明。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。除了公告之外,业务执行机构还要将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。柏林证券交易所将撤销交易申请时间确定为一个小时,即反对交易的参与人应立即以书面或传真形式向业务执行机构提出申请,通常只有填写完整的申请表在交易达成之后的一个小时内递交,方认为是立即提出了申请。撤销申请应说明理由。^{③④}美国国家证券交易所将申请时间缩短至30分钟,即交易所必须在交易执行发生起30分钟内接收到审查请求,撤销请求必须包括的信息有:交易时间、证券代码、股票数量及价格、交易方向(买方或是卖方)和确信交易明显错误的事实依据等。^{③⑤}根据NASDAQ OMX Nordic 会员规则(5.7.3部分)制定的取消交易准则对时间的要求更为严苛,如果会员执行了被视为错误的交易,该会员应在该交易执行后的10分钟内立即联系其相对应的NASDAQ OMX Nordic 交易所。如果取消交易的请求未能在10分钟之内提出,NASDAQ OMX Nordic 仍保留取消交易的权利,但迟延的请求被NASDAQ OMX Nordic 批准的可能性是相当低的。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。^{③⑥}

交易所收到撤销申请后应当根据一定的原则和标准就是否撤销交易公正、及时地做出裁决。美国国家证券交易所规定,^{③⑦}交易所执行官必须从维护市场公平和秩序、保护投资者和公共利益的角度来审查该争议交易并决定是否明显错误。除非争议交易的双方同意撤销最初的审查请求,交易所执行官必须审查争议交易并做出裁决。如果交易所执行官裁决该交易不是明显错误,他必须拒绝在已完成的交易上采取任何行动。裁决一般必须在交易所接受请求后的30分钟内做出,但是绝不能迟于下一个交易日开始常规交易前。交易所必须及时将裁决告知交易方。

伦敦证券交易所以市场整体利益最大化为目标。通常,只有交易所认为取消交易符合市场整体的最大利益时才会考虑接受会员公司取消交易的请求。在审查会员公司取消交易的请求时,交易所应当考虑以下几个方面的因素:交易双方是否无法通过协商解决问题、向交易所提出的取消交易的请求是否在规定的时限内提交到市场监管部门、请求交易所取消交易的会员公司是否向市场监管部门提交指引中列明的相关重要信息以及会员公司是否在被申请的交易中遭受了一定数额的损失。^{③⑧}根据NASDAQ OMX Nordic 会员规则

③① Mistrade Rule(Ausführungsbestimmung zu § 59 Abs. 1 der Bedingungen für Geschäfte an der Börse Berlin) § 5.

③② Bedingungen für Geschäfte an der Frankfurter Wertpapierbörse § 31.

③③ See Supra. note 32.

③④ Mistrade Rule(Ausführungsbestimmung zu § 59 Abs. 1 der Bedingungen für Geschäfte an der Börse Berlin) § 5.

③⑤ Rule 11.19. Clearly Erroneous Executions (b)(1) Rules of national stock exchange(updated through March 2, 2011) , p. 85.

③⑥ Guidelines for cancellation of trades based on NASDAQ OMX Nordic Member Rules section 5.7.3(30 September 2010) , p. 4.

③⑦ See Supra. note 35 p. 88.

③⑧ § 2120(Amended N05/09 – Effective 26 January 2009) , Rules of London Stock Exchange , p. 41.

(5.7.3 部分) 制定的取消交易准则,³⁹ 监督部门在决定是否需要强制性取消一项具体交易时, 将考虑以下几项因素: (1) 该项交易确因一个毫无争议的差错所致, 例如错误的证券名称、交易价格或成交量的转变; (2) 该交易必须引起了价格的实质性变化。该交易执行的价格必须大幅偏离错误指令输入前该证券的市价。这种价格的变化必须是突然的、具有特殊性的; (3) 基于当前行情和相关证券的交易活动, 该项交易肯定被视为不合理; (4) 当前市场行情、市场活动、市场波动以及已经达成交易的证券价值亦应考虑。

法兰克福交易所则指出了不能准许撤销申请的情形。如果应业务执行机构的询问或者在连续竞价中应专家经纪人的询问, 提出申请的交易方在执行指令之前已经确认或变更过由其申报的并以该交易来执行的指令, 或者由其提出的并且现金或股票方以该交易已经执行的具有拘束力的报价, 除了《交易所规则》第 165 条规定的情形外不能准许错误交易撤销申请。⁴⁰ 大阪和东京证券交易所则以“结算困难”和“市场混乱”为判断标准。如果某笔证券交易的数量或金额超过规定数额, 并且由于错误订单而产生极大的交易结算困难, 发出错误订单的交易人可以申请取消该笔交易。交易所在听取交易参加人申请事项的具体情况以后, 如果认为该项错误交易的结算确存在极为严重的困难并可能引发市场混乱时, 可以决定取消交易。⁴¹ 取消交易时, 该笔交易被认为自始未成立。⁴²

(三) 撤销效力

针对交易所做出的撤销交易决定是否可以提出救济, 各交易所态度不一。伦敦证券交易所规定, 交易所可以根据交易当事人的请求或基于自己的判断取消相关交易, 交易所做出的取消交易决定具有最终效力。⁴³ 而汉堡证券交易所则允许针对撤销交易提出申诉, 即交易所可以纠正在确定价格过程中产生的错误, 纠正错误将导致在确定价格过程中获得执行的交易被撤销, 反对撤销交易者可以针对纠正错误提出申诉, 但申诉不得迟于实施纠正的下一交易日十点钟。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进行, 可以起诉到仲裁院。美国国家证券交易所对撤销裁决的上诉做出了规定, 即由于裁决而受损害的 ETP 持有人可以对该裁决提出上诉。如果受到撤销裁决影响的交易方在规定的时间内提出上诉请求, 错误交易执行委员会将审查交易所执行官做出的裁决, 审查内容包括明显错误交易执行是否发生以及已做出的裁决是否正确。但是, 如果交易所执行官考虑到受影响交易的数量过多, 为了维护市场的公平、秩序以及保护投资者和公共利益, 认为其做出的裁决应为终局性的, 则明显错误交易执行委员会将不再审查执行官已经做出的裁决。⁴⁴

四、错误交易撤销权的法理基础

在这一部分, 我们要解决三个问题。第一, 为何要设立证券错误交易撤销权, 其价值基础何在? 第二, 为何要赋予证券交易所错误交易撤销权, 其正当性何在? 第三, 错误交易被撤销后会产生何种法律后果, 如何平衡交易双方的利益?

(一) 撤销权的价值基础

在民商法体系中有多种撤销权, 虽然这些撤销权的性质不尽相同,⁴⁵ 但每种撤销权都有其设立的价值基础。例如: 重大误解与显失公平撤销权、违背真实意思撤销权⁴⁶ 的设立目的在于维护当事人免受不公平损害和捍卫合同自由; 债权人代位撤销权的目的在于平衡债权人利益与债务人处分自由以及第三人的利益,⁴⁷ 保

³⁹ See Supra. note 36, p. 4.

⁴⁰ 参见 Bedingungen für Geschäfte an der Frankfurter Wertpapierbörse § 31(5)。

⁴¹ 《大阪证券交易所业务规程施行规则》和《东京证券交易所业务规程施行规则》第 13-2 条。

⁴² 参见《大阪证券交易所业务规程》和《东京证券交易所业务规程》第 13 条第 3 款。

⁴³ See Supra. note 27, p. 41.

⁴⁴ Rule 11.19. Clearly Erroneous Executions (e) (2), Rules of national stock exchange (updated through March 2, 2011), p. 88.

⁴⁵ 参见王利明:《民法总则研究》, 中国人民大学出版社 2003 年版, 第 160 页。

⁴⁶ 参见《民法通则》第 59 条。

⁴⁷ 参见张广兴:《债法总论》, 法律出版社 1997 年版, 第 204 页。

全一般债权人的共同担保;^{④⑧}破产撤销权的设立是为防止债务人在丧失清偿能力、对破产财产无实际利益的情况下,通过无偿转让、以明显不合理的价格交易,或者偏袒性清偿债务等方法损害全体或多数债权人的利益,破坏破产法的公平清偿原则。^{④⑨}在学者试图建立的统一撤销权概念中也蕴含了对撤销权价值基础的理解,“统一撤销权是法律基于意思自治、公平等民法基本原则,赋予一方当事人为补救其意思表示瑕疵或避免其遭受显失公平之不利利益,而迁直或通过诉讼(或仲裁等)程序使已经成立或生效的自身或他方之民事行为效力归于消灭的权利。”^{⑤①}

证券错误交易撤销权与证券交易所的集中交易功能密切相关,交易所的集中交易具有成本上的明显优势。首先,交易所和购物中心或跳蚤市场在经济职能上没什么实质差别,都是将买卖双方聚集在一起,从而减少彼此发现对方的搜寻成本;其次,集中竞价形成了一种独特的价格发现机制,增强了市场供给价格信息的能力,交易信息的瞬时披露大大降低了市场参与者获得信息的成本;再次,交易所提供公开、透明的程式化交易规则,免除了个别磋商和交易的成本。最后,股票交易特殊的清算、交收机制最大程度地保障了交易的履行,降低了违约风险。^{⑤②}交易所集中交易功能的发挥除了硬件设施、软件要求等条件外,交易信息的正常形成与及时发布亦不可少。

根据价格形成的主导力量不同,可将证券价格的形成机制分为指令驱动制和报价驱动制。在指令驱动制下,交易者提交指令并等待在拍卖过程中执行指令,交易系统根据一定的指令匹配规则来决定成交价格。所以,指令驱动制的本质特征就在于通过交易者提交指令来向市场提供流动性,证券价格的形成由买卖双方直接决定。^{⑤③}证券本身的品质和价值应当是证券价格确定的核心因素,但是证券价格在其他因素的作用下,往往偏离于它的价值。交易信息就属于非常重要的“其他因素”。所谓证券交易信息是“基于投资者的申报行为而产生,并由证券交易所收集、编排的信息”,^{⑤④}是证券依一定规则在证券交易所市场集中交易产生的交易数据及由此产生的信息集合体,证券市场的有效性依赖于及时、准确和完整的交易信息,交易信息同时是市场参与者做出交易决定和确定交易价格的重要参考信息。关于市场交易的数量和价格的精确信息,对于保证市场公正、效率,尤其是市场流动性和价格形成水平而言十分重要。一般而言,可利用的交易信息越全面,价格发现机制就越有效,公众对市场的信心也越强。^{⑤⑤}可以说,股市交易活动是信息的交易,股价变动是信息变动的反映,股市的作用在于信息的汇集与发布。^{⑤⑥}包括交易价格、交易量在内的交易信息必须准确反映市场真实情况,必须是基于正常的市场交易所形成的信息。不符合市场真实情况的错误交易必然影响交易信息的准确性、真实性,错误的交易信息将对市场参与者形成误导。因此,有人认为“错误交易可以视为‘过失’操纵股价的行为”。^{⑤⑦}一个错误交易一旦被执行,其数据就会被散布,并成为其他交易者行为的基础。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。^{⑤⑧}

交易制度的目标在于提供健全的交易设施,保证证券价格公平、有效地形成。“对于证券市场而言,交易所的功能就在于形成公平、透明、符合市场情况的价格。如果公布了不符合市场情况的价格,并以该价格

^{④⑧} 参见[日]我妻荣:《新订债权总论》,岩波书店1964年版,第202-203页;[日]於保不二雄:《债权总论》(新版),有斐阁1972年版,第178页。转引自韩世远:《债权人撤销权研究》,载《比较法研究》2004年第3期。

^{④⑨} 参见王欣新:《破产撤销权研究》,载《中国法学》2007年第5期。

^{⑤①} 杨立新、王伟国:《论统一撤销权概念》,载《兰州大学学报(社会科学版)》2007年第1期。

^{⑤②} 方流芳:《证券交易所的法律地位》,载《政法论坛》2007年第1期。

^{⑤③} 吴林祥:《证券交易制度分析》,上海财经大学出版社2002年版,第36页。

^{⑤④} 曲冬梅:《证券交易信息的属性与产权归属》,载《山东大学学报》2008年第6期。

^{⑤⑤} Final Report - Policies on Error Trades, Technical Committee of The International Organization of Securities Commissions, October 2005.

^{⑤⑥} 参见前注①,何杰文。

^{⑤⑦} Angela Lindfeld, Die Mistrade Regeln - Voraussetzungen und Rechtsfolgen der Stornierung von Wertpapiergeschäften im börslichen und ausserbörslichen Handel, Nomos Verlagsgesellschaft 2008, S. 41.

^{⑤⑧} Final Report - Policies on Error Trades, Technical Committee of The International Organization of Securities Commissions, October 2005.

对客户委托进行清算,就无法发挥交易所集中进行市场交易的功能。”^{⑤⑧}错误交易撤销权的目的在于保证个案公平,而在于维护正常的交易所交易秩序和所有市场参加者的利益,即通过错误交易撤销权消除以明显偏离市场的价格所达成的交易,阻止以不符合市场情况的价格为基础的交易信息的形成和传递,避免对以交易信息为决策基础的市场造成干扰和误导。撤销交易政策和程序不仅有助于引发错误交易的市场参与者,也有助于其他市场参与者。如果交易明显偏离市场通常价格,会引起现金、期货、金融衍生品等其他市场参与者做出缺乏经济和理性的行动,结果就是交易参与者对作为以公平价格进行集中交易场所的市场丧失信任。错误交易政策有助于形成市场的诚信、透明、公平以及对潜在的市场崩溃进行适当管理。^{⑤⑨}

需要指出的是,在依申请撤销交易的场合,交易参与者享有撤销交易申请权,交易所在决定是否撤销交易时也会考虑参与者可能遭受的损失,但这并不意味着错误交易撤销权乃因个案公平而设。首先,交易所虽然考虑参与者损失因素,但最终的决策因素却是“市场整体利益”和“市场交易秩序”;其次,交易所不是法院或仲裁机构,不负有维护个案公平之责,也不享有因此而否定交易的权力。

(二) 撤销权的法源基础

“在法理上,撤销自己行为的法律资格属权利,撤销他人行为的法律资格属权力。”^{⑥⑩}交易所撤销错误交易的权力来源于何处呢?错误交易撤销权通常规定在由交易所制定的“交易规则”或“交易条件”等业务规则中。有资格进入交易所进行证券交易的或者是交易所的会员,或者是符合一定条件的商人,普通投资者不能进入交易所直接进行证券交易,而只能委托有资格经营证券代理业务的经纪公司进行交易。经纪公司受交易所章程(会员制)或契约(公司制)的约束,必须接受交易所的业务规则,而经纪公司与普通投资者签订的委托协议又声明“受国家法律、法规、监管机构规章以及交易所业务规则”的拘束,结果投资者就必须接受交易所的业务规则。但是,仅仅从契约的角度认为,经纪公司和投资者都必须遵守交易所的撤销权规则,交易所的撤销权力来源于交易参与人的权利让渡,还远远不够。交易所的撤销权与证券法律的规范目标以及由此确定的交易所的监管职责密不可分,错误交易撤销规则是经国家监管部门审查、批准具有准法律性质的规范,区别于纯粹的自律规范。

德国《交易所法》第24条规定,在交易所交易时间内确定的价格为交易所价格,交易所价格必须正常形成和符合交易所交易的真实市场情况。该法第7条第5款规定,如果交易所交易监督处确认的事实表明,交易所法上的规定或规则被违反或者存在其他的不良现象,以致可能损害交易所交易的正常进行或交易所业务的清算,应立即通知交易所监管机关和业务执行机构。业务执行机构可以制定确保交易所交易正常进行和清算的适当规则,业务执行机构应立即将所采取的措施告知交易所监管机关。“业务执行机构仅代表公共利益履行和行使本法赋予其的责任和权力”。^{⑥⑪}错误交易将形成错误的、不符合市场情况的交易所价格,这有悖于《交易所法》第24条关于交易所价格形成的规定。错误的交易所价格必然导致交易所不能进行正常的交易。针对这种可能发生的情形,为了维护交易所的正常交易,业务执行机构就有权力也有义务制定相应的处置规则,撤销影响形成正常交易所价格的错误交易。由此可见,交易所是根据法律的授权“制定确保交易所交易正常进行和清算的适当规则”,“代表公共利益履行和行使法律赋予的权力”。德国法院认为,“交易所交易中的交易条件实际上毫无例外地适用,不允许偏离,在具体个案中实际上也几乎不可协商。”^{⑥⑫}

交易所区别于一般的自治团体,具有特殊法律地位,交易规则也不是一般的自治规范,而是具有准法律性质的规范。从这个角度观察,所有的市场参与者都应当遵守交易所的业务规则。在美国,作为自律监管组织的纽约证券交易所虽然一直充当着证券市场游戏规则制定者和争议仲裁者的角色,但其决定权已有所减缩。在1975年之前,纽约证券交易所的自律规则几乎不受政府干预,美国证券交易委员会(SEC)只能根据利害关系人的书面请求而对交易所自律规则的特定部分进行审查、变更或补充。这种情况在1975年因《证

^{⑤⑧} OLG Frankfurt a. M., Urteil vom 4. März 2009(16 U 174/08), WM 2009 1032.

^{⑤⑨} See Supra note 18, p. 4.

^{⑥⑩} 李锡鹤:《论民法撤销权》,载《华东政法大学学报》2009年第2期。

^{⑥⑪} Börsengesetz § 15(6).

^{⑥⑫} See Supra note 58.

券交易法》(SEA) 的修改而发生变化。现在, 所有的交易所自律规则都必须经过 SEC 的批准, SEC 可以不经利害关系人申请而直接审查自律规则, 并自行裁决是否更改、废止有争议的规则。^③ 在新加坡, 交易所规则的修改必须提交新加坡货币局(MAS) 审批, MAS 有权批准或不批准、修改或者补充交易所的规则, 亦有权主动补充或修改交易所的营业规则(business rule) 和上市规则(listing rule)。我国香港地区《证券及期货条例》也规定, 交易所的规章或对该等规章的修订必须获得证监会批准, 否则不具效力, 证监会亦有权要求交易所订立或者修改规则。加拿大和我国台湾地区的相关法律亦有类似规定。^④ 由此可见, 证券监管部门掌握着交易所业务规则的实质决定权。经过国家证券监管部门审查、批准的错误交易撤销规则就超越了一般契约和纯粹自律规范, 由此获得了形式上的合法性和实质上的正当性。

(三) 撤销交易的法律后果

虽然错误交易撤销权的主旨并不在于个案干预, 但无论是依职权撤销交易还是依申请撤销交易, 撤销一项已经达成的交易必然对交易双方的权益产生影响。对于以明显偏离市场的价格达成的错误交易, 如果维持交易, 在其中一方遭受损失的同时另一方获得了超出交易本身的“额外”利益; 如果撤销交易, 在一方避免损失的同时却使另一方错过了进行正常交易的机会, 进而丧失可期待的交易获利。在这种情况下, 因撤销交易而遭受不利的一方能否主张民法上的救济权利呢? 交易所是否会因撤销错误交易而面临损害赔偿呢? 这是必须面对和解决的问题。

1. 撤销错误交易属于交易所监管行为, 交易所不承担民事赔偿责任。美国法院基于交易所履行公共职能的属性, 逐渐将其视为准政府机构, 并将原本适用于政府机构的“民事责任绝对豁免原则”(Absolute Immunity from Civil Liability) 适用于交易所的自律管理。根据该原则, 交易所在善意执行法律或者自己的规则、履行自律管理的公共职能中, 即便给被管理者造成了利益损害, 交易所及其管理人员也无须承担契约或侵权之类的民事责任。在 *Barbara v. NYSE* 上诉案中, 法官认为作为私人组织的纽约证券交易所和证券交易委员会不一样, 本来并不享有民事赔偿豁免权, 但鉴于它的特殊地位以及与证券交易委员会的密切关系, 应当授予交易所因其管理行为而遭赔偿之诉的绝对豁免权。国会鼓励交易所实行强有力的自律管理, 如果法院容许交易所因履行管理职能而遭致诉讼并承担责任, 很明显将妨碍自律监管职能的强化。在 *DI Capital Group, LLC. v. Nasdaq* 上诉案中, 因一只股票突然发生异常交易, 纳斯达克宣布取消了异常期间的股票交易, 交易被撤销的原告要求纳斯达克赔偿其因此遭受的损失。法院在该案中指出, 取消异常交易并向市场公布是交易所自律管理职能的一部分, 也是保护投资者利益所必需。保障投资者利益以及维持市场的公正、有序之权力是交易所自律管理中一项十分关键和必要的权力, 如果交易所没有权力根据市场情况决定以何种方式公布异常交易的取消, 将意味着这种权力被剥夺了。只要交易所是在履行法定的自律管理职责, 都应当适用豁免原则。^⑤ 我国香港地区则以法律明文的形式确定了交易所的“民事责任豁免原则”, 《证券及期货条例》第 22 条规定, 交易所及任何代表交易所行事的人在履行或其本意是履行第 21 条所规定的交易所的责任时, 在执行或其本意是执行交易所的规章授予交易所的职能时, 如出于真诚而作出或不作出任何作为, 则无须就该等作为或不作为承担任何民事法律责任。

2. 对于撤销交易后相对方或第三方的损害赔偿请求权, 有“保留损害赔偿请求权”和“排除损害赔偿请求权”两种完全不同的规则安排。柏林交易所和慕尼黑交易所规定, “相对方或第三方的其他法定损害赔偿请求权不受影响”,^⑥ “交易双方之间其他权利主张不受影响。”^⑦ 在错误交易规则(Mistrade-Regel) 正式纳入交易条件之前, 法兰克福交易所的错误交易规则为交易条件中相关条款的实施细则, 即“《法兰克福交易所交易条件》第 12a 条第 2 款和第 40 条实施细则”。该细则第 7 条规定“交易方之间的其他权利主张不受影

^③ 参见前注⑤, 方流芳文。

^④ 参见谢增毅:《政府对证券交易所的监管论》, 载《法学杂志》2006 年第 3 期。

^⑤ 上述案例及论述见卢文道:《美国法院介入交易所自律管理之政策脉络》, 载《证券市场导报》2007 年第 7 期。

^⑥ Bedingungen für Geschäfte an der Börse Berlin § 59 (2); Bedingungen für die Geschäfte an der Börse München § 12a (2)。

^⑦ Mistrade Rule(Ausführungsbestimmung zu § 59 Abs. 1 der Bedingungen für Geschäfte an der Börse Berlin) § 7。

响。”而修订后的《法兰克福交易所交易条件》则排除了民法上的请求权,即“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,民法上的交易撤销权也被排除。在交易所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。”^{⑥8}日本大阪交易所和东京交易所也排除了相对方的赔偿请求权,“交易参加人因为第1项下的交易被取消而遭受损失,而向发出错误订单的另一方交易参加人提出损害赔偿请求的,交易所对此不予支持,除非发出错误订单一方存在故意或重大过失”,“交易参加人因为第1项或第2项下的交易被取消而遭受损失,向交易所提出损害赔偿请求的不予支持,除非交易所一方存在故意或重大过失。”^{⑥9}

交易参与人能否依民法撤销权上的损害赔偿规则向交易相对方请求损害赔偿,关键在于错误交易撤销权是否与民法撤销权具有相同的属性。通过比较民法撤销权与错误交易撤销权的特征,可以发现这两种撤销权之间的差异:首先,价值选择不同,前者以交易公平为目标,聚焦于交易双方的利益划分,后者旨在维护证券市场的正常交易秩序,以宏观市场运行秩序和公共利益为出发点;其次,主张的对象不同,前者向撤销相对人发出,而后者则是向交易所提出或者由交易所依职权撤销;再者,在权利性质上,前者是交易一方享有的形成权,后者则属行使一定市场监管职能的交易所享有的“行政权”。交易所的错误交易撤销权并非约定撤销权,在性质上不属于民法撤销权的补充。基于错误交易撤销权与民法撤销权具有本质区别,在交易所撤销错误交易的场合,证券错误交易的相对人不能因交易被撤销而主张民法上的损害赔偿请求权,因为此时的撤销并非依据民法上的撤销权。以德国的情况为例,《德国民法典》第119条规定,如果表意人的意思表示内容错误或者根本无意做出包含这一内容的意思表示,在其知道事情的状况或合理地评价情况时就不会做出意思表示,则其可以撤销意思表示;第120条则规定,为传达而使用的人或机构不实传达的意思表示也可以被撤销。^{⑦0}该法第122条规定了意思表示被撤销时的法定损害赔偿请求权,即意思表示根据第119条、第120条被撤销的,表意人必须赔偿相对人或第三人因信赖该意思表示有效而遭遇的损失。^{⑦1}由此可见,只有当根据《德国民法典》第119条、第120条通过行使民法撤销权撤销交易时才可能产生第122条规定的法定赔偿请求权,交易所撤销交易并不能作为主张该项法定损害赔偿请求权的原因。

虽然因交易所撤销错误交易而受到影响的交易方不能向交易所和相对方提出损害赔偿请求,但其利益并未受到不当损害,其受影响的程度亦未超出合理范围。首先,交易方的损失不是维持交易时将得到的收益,也不是正常交易条件下的可能获利,因为这些都属于预期收益,不能以此作为现实损失而主张损害赔偿。交易方损失的是资金利用的效率,这种损失只能以相应期间的利息来计算。错误交易的处理具有严格的时间限制,因错误交易而给交易方造成的利息损失相当有限。其次,证券市场具有高度流动性,证券交易具有同质性,交易机会并不像其他领域稍转即逝,可供即刻选择的替代性交易机会大量存在。因此,因错误交易造成的机会成本亦相当有限。最后,证券交易本身就属风险投资,证券交易方应当充分认识交易所的功能和证券交易的特殊性,预见和评估可能遭遇的风险,这种风险不仅包括股价跌宕的直接风险,也包括诸如撤销错误交易时可能遭受的不利。权益保护固然重要,但并不意味着细致入微、密不透风,适当的“疏漏”反而是一种有益的刺激,可以唤起利益主体主观能动性,进行自我评估和判断,进而走向成熟。

(责任编辑:冯 果)

^{⑥8} Bedingungen für Geschäfte an der Frankfurter Wertpapierbörse § 28.

^{⑥9} 《大阪证券交易所业务规程》和《东京证券交易所业务规程》第13条(交易的取消)第4款和第5款。

^{⑦0} 参见陈卫佐:《德国民法典》,法律出版社2006年版,第37页。

^{⑦1} 参见前注^{⑦0}陈卫佐译注书,第38页。