

浅析日本瑞穗证券乌龙指事件 背后的法律问题

上村达男* 吴 祺**

摘要:近年来,我国证券交易所的系统故障频发,潜在的诉讼风险日益增大。作为自律组织的证券交易所在证券交易活动中应该承担怎样的法律责任一直是困扰法学界的难题之一。日本瑞穗证券诉日本东京证券交易所的案例对构建我国证券交易所的法律责任体系有着重要的参考价值。

关键词:人为差错 技术故障 取消交易 责任承担

在电子交易系统还未普及的年代,从事证券交易的人绝对都是天才。他们通过独特的手势进行着股票交易。而现在,我们只需在家用手指敲打键盘就可完成证券交易。电子交易系统在带给我们便利的同时,也给我们带来了前所未有的风险。证券交易所提供的电子交易系统出现故障时的法律责任不能简单地依据民法理论来判断,证券市场及证券交易所的特殊性需要用适合市场的法律理论

* 日本早稻田大学法学部教授。

** 上海证券交易所公司管理部员工。

即市场法理论来诠释。本文通过分析瑞穗证券诉东京证券交易所的案例来揭示证券交易所在证券市场中的特殊地位及其应该承担的法律责任。

一、瑞穗证券乌龙指事件的基本情况

2005年12月8日,日本综合人才服务公司J-COM(发行股本14,500股)首次登陆东京证券交易所(以下简称东交所),上午9点27分日本瑞穗证券的员工误将“以61万日元卖出1股J-COM公司股票”的指令输入为“1日元卖出61万股”。此时,计算机画面出现了“指令异常”的警告提示,但该员工没有理会画面中出现的警告提示,发出了同意下单的指令,与此同时也拉开了此次乌龙指事件的序幕。事后,该员工表示由于画面中经常会出现“异常”的警告提示,因此自己在无意识中忽略了此次警告。

在瑞穗证券的员工下单之前,J-COM公司的股价一直在每股90万日元上下浮动,之后股价受到了少量抛售的影响,首发价被定格在每股67.2万日元。就在此时,瑞穗证券员工的乌龙指发出了大量抛售的指令使得J-COM公司的股价一落千丈,就在短短的3分钟时间里股价跌停至每股57.2万日元。

当瑞穗证券员工的乌龙指令发出后,与交易同步的电子公告板上立即爆发了热烈的议论。部分投资者猜测J-COM公司股价的跌停可能是基于错误操作引发并趁机购入大量的J-COM公司的股票;另有部分投资者被突如其来的跌停给吓懵了,为了把损失降到最低,他们不得不“割肉”抛售了手中所有J-COM公司的股票。真可谓是“一石激起千层浪”,瑞穗证券员工的轻轻一指将当时日本的证券市场带入了前所未有的混乱之中。

瑞穗证券员工在乌龙指令发出1分25秒之后察觉到自己所犯下的重大失误,立即在同一台计算机上发出了3回取消交易的指令,但是东交所的终端未能识别该取消指令;随后又在与东交所终端直接连接的计算机上发出了取消交易的指令,还是没有能够被东交所的终端所

接受。最后,该员工直接致电东交所请他们代为取消错误指令,但东交所表示没有随意取消特定交易的权限,如确实需要取消特定的交易,必须按照规定的流程进行上报。瑞穗证券担心在上报走流程的这段时间里会有更多的 J - COM 公司的股票被交易系统自动撮合成功,因此决定对先前的错误指令进行反向购入,以期尽可能地抵消错卖的股票。

当瑞穗证券发出反向购买指令之后,所有 J - COM 公司的股票均被系统自动撮合成功,J - COM 公司的股价犹如插上双翅直飞冲天,当天的 9 点 43 分,J - COM 公司的股价达到了 77.2 万日元这一涨停价格。其后,受到其他证券公司及个别投资者获利回吐和追涨购买的影响,J - COM 公司的股价像坐过山车般上下乱窜,大约在 10 点 20 分左右,股价终于稳定在涨停的 77.2 万日元之上。虽然瑞穗证券采取了反向购买这一措施,但由于下单时间先后的关系,在市场上仍有 96,236 股 J - COM 公司的股票无法被反向购入,这些股票最终被交易系统默认为交易成功。

瑞穗证券乌龙指事件发生当天,关于谁是乌龙指事件当事人的猜测存在多个不同版本,市场上一时流言四起,各种渠道的信息漫天飞舞。部分市场人士怀疑 J - COM 公司的主承销商日兴 Cordial 证券是此次事件的当事人,导致日兴 Cordial 证券公司的股价较前一日盘日下落了近 100 日元,随后日兴 Cordial 证券公司的高层立即发表声明称日兴集团与此次事件毫无关系。

事发当天,整个证券市场都受到了乌龙指事件的拖累,乌龙指事件发生后不久各大银行及证券公司的股份均被集中抛售;到了下午,市场人士担心乌龙指事件的当事公司为了填补乌龙指事件所带来的损失,不得不抛售一些已经获利的股票,因此日经平均指数迅速下滑,当天收盘时日经平均指数较前一交易日下跌了 301.30 日元(下跌 1.95%),该下跌幅度排在当年的第三位。

事发当天下午六点,瑞穗证券发表声明承认公司是本次乌龙指事件的当事人。但市场人士普遍对瑞穗证券在此次乌龙指事件中未能在第一时间向市场公布事情真相表示失望。此外,在事发当日 12 点左右,瑞穗证券向控股股东瑞穗控股银行及农林中央金库汇报了乌龙指事件的相关情况却没有及时向市场披露应披露的信息,影响了证券市

场的透明性。

事发次日,相关部门对事件进行了初步调查,并临时暂停了J-COM公司股票的交易。经过调查发现此次乌龙指令卖出的J-COM公司的股份数是J-COM公司发行总股本的42倍,经过瑞穗证券公司的反向购买,最终约定成交的股份数为96,236股,大约是J-COM公司发行总股本的6.6倍。

由于瑞穗证券卖出的股份数已经超出了J-COM公司的发行总股本,瑞穗证券无法向购买J-COM公司股票的投资者交付J-COM公司的股票,因此日本证券清算机构裁定以现金代替股票来进行结算。日本清算机构以乌龙指事件发生前的股价为参考,最终将每股价格定为91.2万日元。这次乌龙指事件给瑞穗证券造成了407亿日元的损失。

在此次事件中多家证券及基金公司利用乌龙指令获得了巨额利益。当时执政的自民党强烈谴责利用市场缺陷获取不当利益的行为并要求上述公司自动返回不当获得的利益。12月14日,UBS、日兴Cordial集团、摩根斯坦利日本、日本雷曼兄弟证券集团及野村证券都纷纷表示愿意退还在此次乌龙事件中获得的利益,其后一些中小型证券公司及基金公司也表示愿意退还所得,但一些证券及基金公司提出其无法直接将获得的利益返还给瑞穗证券,如果直接返还给瑞穗证券公司,这样的行为在法律上等于无偿赠与,公司可能会被股东及基金持有人提起违反董事及基金管理人责任的法律诉讼。

2006年2月,经过各方的多次磋商,想出了一个折中的办法。由日本证券业协会出面成立一个旨在保护市场安定的基金,并对证券业协会下属50个会员公司(在此次乌龙事件中获利的公司)征收2,092,355万日元作为基金的初始经费,这样一来既可以让不当得利的公司返还利益,又可以避免其被公司股东及基金持有人追究违反忠实义务的责任。

乌龙指事件给瑞穗证券造成了407亿日元的巨大损失,这个数字几乎相当于瑞穗证券公司整整一年的营业利润。2006年3月至8月,瑞穗证券与东京证券交易所的高层就如何分担407亿日元的损失进行了多次磋商,但双方在责任认定及金额的分配上差距过大,最终谈判不

欢而散。瑞穗证券在向东交所递交最后通牒被拒绝后于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責任。

二、瑞穗证券诉东交所一案的主要诉讼焦点

本案原被告在法庭上的主要争论点及东京地方法院的判断要点参见下表:

原被告争论焦点	东京地方法院的判断
1. 东交所免责条款的适用	①除故意或重大过失外可以免责
2. 东交所是否违约或存在侵权行为	
2-1. 取消特定指令的义务	②东交所没有取消特定指令的义务
2-2. 提供交易系统的义务	<p>③既然东交所允许下单后取消下单指令,那么东交所就应该提供可以取消指令的市场系统。</p> <p>④东交所买卖系统存在故障致使原告未能取消下单指令。该系统故障并非无法消除,被告的行为构成“不完全履行”。</p> <p>⑤东交所认为作为交易所他们已经提供了可以信赖的交易系统,因此不存在“不完全履行”的问题。但我们认为东交所的这一主张不能够被接受。</p> <p>⑥交易管理——临时停止交易义务 我们认为东交所认识到超过发行总股本数倍的指令可能引起无法清算的危险,但他们没有立即对此问题进行认真的研究。事发日9点35分之后,东交所依然未采取临时停止交易的措施,从交易所与市场参与者之间的关系而言,我们认为9点35分之后的不作为是违法或者相当的不合理。</p> <p>⑦本次事件中,东所在提供电子交易系统以及暂停交易等方面违反了其应该承担的义务。</p>

续表

原被告争论焦点	东京地方法院的判断
3. 东交所的重大过失	
3-1. 富士通(公司)履行义务的可行性	<p>⑧东交所对交易参与者承担提供市场交易系统的义务,但东交所并不需要承担研究开发电子交易系统的义务。富士通(公司)负责东交所交易系统的研究与开发,但不能以富士通可以轻易地发现系统程序中存在漏洞为由,推定东交所在此次事件中犯有重大过失。</p> <p>⑨富士通仅仅参与了部分交易系统的设计,因此不能将富士通公司视为辅助东交所履行契约责任的行为人。</p>
3-2. 东交所重大过失责任的重要事实	<p>⑩东交所是否存在重大过失责任取决于以下事实:a. 东交所作为市场交易系统的提供者在要求富士通公司开发研制买卖交易系统时发挥的作用;b. 事发日的行为。</p>
3-3. 东交所作为买卖交易系统招标人(对富士通)的作用	<p>⑪东交所在买卖系统的说明书中明确要求富士通公司开发的软件可以取消未被系统自动撮合成功的买卖指令,富士通公司也正确地认识到东交所的这一要求,并将东交所的要求记录在软件开发确认书中,因此我们认为作为招标人东交所在开发研制买卖交易系统环节上不存在违反注意义务的行为。</p> <p>⑫根据东交所与富士通公司间有关系统运行测试及常规检验的合同,在富士通开发研制完成后东交所需要进行验收测试(确认软件已经满足所有要求),该测试包括运行测试以及综合测试。这也是东交所作为买卖系统招标人的责任。</p> <p>⑬东交所曾经在2000年2月14日进行的测试中发现不能正常取消买卖指令的现象,随后立即联络了富士通公司,富士通公司于同年2月18日修正了该项错误。当时发生的错误与此次事件发生的错误属于同一种类。</p>

续表

原被告争论焦点	东京地方法院的判断
<p>3-3. 东交所作为买卖交易系统招标人(对富士通)的作用</p>	<p>⑭东交所与富士通之间的合同约定:如果出现修正系统的情况,为了避免修正一项错误而影响到其他程序的正常运行,必须进行全系统的回归测试。按照事先约定,第一次回归测试由富士通公司进行,同时东交所作为精通业务的当事人,也应该对回归测试进行确认,但是东交所懈怠了该项义务。</p>
<p>3-4. 事发日东交所的行为</p>	<p>参照2-2⑥</p>
<p>3-5. 重大过失</p>	<p>⑮综合上述事实: a. 东交所在富士通公司修正交易系统后并未确认该公司是否进行了回归测试,虽然我们无法以此为由判定东交所犯有重大过失,但是东交所在这方面显然懈怠了其应尽的义务; b. 东交所没有确认交易系统是否存在问题,仅仅凭借过往出现错误的频率推论出现交易系统没有问题,并将无法取消特定指令的交易系统提供给市场参与者; c. 东交所及其职员担负着运营证券市场的重大职责,因此,东交所的职员应当具备相应的专业知识。在本案中,东交所的职员很容易从卖出股份的数量以及市场的成交量等数据中判断出本案可能对市场产生的巨大影响,但是东交所的职员并没有对上述情况进行具体的讨论,也没有采取任何的停止交易的措施,我们认为东交所在上述方面存在严重的失误。从本案例中东交所职员的应对措施到整个市场交易系统的提供,我们认为东交所违反了其作为市场开设者应该尽到的注意义务。虽然东交所并不是故意违反注意义务,但是我们不得不说东交所在此次事件中的表现与故意违反注意义务没有本质的区别。</p>

续表

原被告争论焦点	东京地方法院的判断
4. 损害赔偿金额	⑯损害总金额 407 亿日元 × 事发日 9 点 35 分 00 秒之后的 52,413 股 ÷ 全部的 14,2311 股 = 150 亿日元
5. 自招危难	⑰东交所认为此次未能取消特定的指令完全是瑞穗证券员工自己故意所招致的危难,与最后的损害没有因果关系。我们认为未能取消指定交易起因于东交所的系统故障,因此东交所的主张不能被接受。
6. 过失相抵	
6-1. 瑞穗证券发送下单指令时的过失	⑱瑞穗证券的职员 A 将 61 万日元卖出 1 股的指令误输入成 1 日元卖出 61 万股。当瑞穗证券内部系统的画面上出现了“Beyond price limit”的红色警告表示时, A 职员并没有确认自己输入的金额是否正确,连续两次按下了 Enter 键,并使用“Ignore”功能,确认了此次下单指令。
6-2. 瑞穗证券在证券交易的管理体制上存在的漏洞	⑲a. 瑞穗证券从来没有明确告知自己公司员工当终端画面出现警告标示时应该如何处理。员工也从来没有阅读过交易终端的操作说明书。因此,我们不得不说瑞穗证券的管理体制非常松散。 b. 瑞穗证券的交易终端没有设置以发行总股本为基准的下单上限。 c. 东交所事先以书面的方式要求所有证券公司当系统终端出现警告画面时必须由操盘手之外的员工进行确认,但是瑞穗证券并没有采取双重检验的体制。
6-3. 瑞穗的过失及过失相抵的比例	⑳a. 瑞穗证券在此次事件中的过失责任非常显著,足以成为过失相抵的基础;从瑞穗证券违反注意义务的程度而言,该过失接近于故意,应该被视为重大过失。 b. 本案中,东交所未能提供完善交易系统负主要责任,原告瑞穗证券承担次要责任,因此责任分担比例为东交所 70%,瑞穗证券 30%。

三、对本案若干问题的讨论

(一) 证券交易所的法律问题不应该适用民法的一般原则,而应该适用市场法^①(经济法)的有关原理

从上述东京地方法院(以下简称法院)的判断中可以看出,在审理本案的过程中,其主要依据民法的过错原则来裁定原被告的责任及最后的赔偿金。然而,证券交易所是十分特殊的自律团体,它的主管法律并不是民法,而是证券交易法。^②因此,我们在判断证券交易所的法律问题时必须紧紧围绕证券交易法来展开,而不应该机械地套用民法的一般原则。

在本案中,原告以及法院认为证券公司与证券交易所的关系是契约关系的一种,从这一观点出发,原告及法院将证券交易所应该为证券公司提供的服务视为合同法上的债务,并认为东交所在履行债务时不够充分,属于民法上的不完全履行,并运用合同法上的注意义务及故意、过失等法律概念追究东交所的法律责任。

但是,证券交易所与证券公司所处的资本市场本不属于民法调整的范畴,他们之间的关系也不是民法上的合同关系。从资本市场对于国民经济的重要意义中我们不难看出资本市场法律关系与一般的民事关系有着天壤之别。

首先,证券交易法是资本市场的“宪法”,资本市场所有法律关系的调整应该符合证券交易法的立法精神。在日本,关于证券交易法立法目的的争论从证券交易法成立之初就没有间断过,主要存在两种学说:(1)投资者保护论;(2)确保市场机能(公正价格形成机制)论;2006年日本证券交易法修改前,投资者保护基本上被视为证券法学界的通说。但是,2006年证券法修改在原来的第一条目的条款中将确保市场公正

① 以下观点主要来自于早稻田大学上村达男教授的市场法理论。

② 日本2006年证券交易法修改,废除使用“证券交易法”这一名称,将证券交易法改为金融商品交易法。本文为了叙述的便利,仍然沿用“证券交易法”这一名称。

价格形成机制列入证券交易法的立法目的,从立法上为证券交易法的争论画上了句号。至此,确保市场机能(公正价格形成机制)是证券交易法立法目的的事实已无争论余地了。

正确认识证券交易法的立法目的对我们理解证券交易所的特殊地位有着重要意义。我们不能简单地把证券交易所等同于交易证券等金融商品的场所,证券交易所是发现、形成市场公正价格的特殊“设施”。证券交易所的存在意义并不在于通过证券交易系统来大量处理证券交易,证券交易所的真正价值体现于通过集中竞价而产生的“公正价格”。在过去,人们常常将交易所的公正价格比做“资本主义脉搏显示器”或“黑夜中的灯火”,并且以交易所的价格作为国家税收及国有资产评价的标准。因此,证券交易所最重要的使命就是确保公正价格的形成,这也是证券交易所唯一的使命。

从证券交易法对证券交易所设立的规定也可以看出证券交易所在国民经济中的特殊地位,日本证券交易法明确规定开设证券交易所必须得到官方的行政许可,区别于一般的交易场所。此外,证券交易所的企业形态可分为股份制及会员制,但无论是采取股份制还是会员制,都不会改变证券交易所确保公正价格这一神圣使命。我相信没有人会认为作为股份公司的东京证券交易所的最终使命是为股东创造更多财富而不是为整个国民经济服务。

综上所述,正因为证券交易所担负着神圣的使命,证券交易法不仅对证券交易所进行了详细的规定(如对交易所的财政要求,信息披露要求等),还对参与证券交易的市场参与者(对证券公司的资质有着严格的标准)作出了具体规定。因为这些市场参与者与证券交易所共同肩负着确保市场公正价格的神圣使命。从这个意义上说,证券交易所的规则、证券公司的规则,以及为了达到证券交易法立法目的的一些其他规则可以被看成是广义的市场规则,这些规则的共同特征就是为了确保资本市场的正常运转,应该将上述规则看做经济法规的一部分。

正如我们不会机械地认为反垄断法中对缔结合同(垄断合同)的规定属于民法的调整范围,我们也不应该把证券交易法中对于证券交易所以及证券公司的规定机械地定义为私法的范畴(民法),证券交易法与反垄断法的规范都属于经济法的范畴。

因此,证券交易所与证券公司的法律关系不应该适用民法的一般原则,而应该适用证券交易法等经济法的相关原理。

(二) 证券交易所的规则应被视为具有相当效力的法规

证券交易所的规则十分特殊,虽说不是行政法规,但是它与行政法规有着同等效力。在法律上证券交易所是自律机构,但作为证券交易所的自律机构与一般的自律组织有着本质区别。首先,证券交易所采用自律组织的方式是法律所要求的;其次,自律规则的范围必须在法律授权的范围内;最后,证券交易所必须在行政当局的全面领导下实行自律管理。具体而言,证券交易所的章程、业务规则或变更受托合同都必须得到主管行政机构——金融厅的许可(《证券交易法》第149条第1款),如果证券交易所没有按照金融厅的命令行事,金融厅有权直接撤换证券交易所的高级管理人员(《证券交易法》第150条第1款)。日本的证券交易法授予金融厅对证券交易所享有广泛的监督、管理权限,其中包括了对证券交易所的处分权限。金融厅不仅可以改变证券交易所的章程、业务规则及受托合同,还可以通过行政命令要求证券交易所修改业务规则及其他规范。如上所述,证券交易所虽说是自律组织,但是它的所有规则都是在主管行政机关的全面监督下制定的,因此证券交易所的规则具有与法规相同的性质,我们应该把证券交易所的规则视为法规。

由于历史沿革,我们至今依然将证券交易所称为自律组织,将交易所制定的规则称为自律规范,但是过去那个时代的自律规范的定义已经不能完全涵盖现今证券交易所规则的法律效力了。在英国,自律规范早已深入人心,绅士规则(gentleman rule)以及最善执行规则(best practice rule)虽说都是自律规范,但对所有市场参与者而言,这些自律规范都具有法规以上的效力。2006年,为了配合欧盟域内所有国家法律的整合,英国将上述自律规则全部指定为成文法,并赋予与法律同等的效力。因此,在资本市场这一特殊的领域,自律规范的效力往往等同或高于法规。

日本的法定信息披露制度由证券交易法规定,而临时信息披露规则由东交所制定。试问证券交易法规定的法定信息披露重要还是自律组织东交所规定的临时信息披露重要?答案显然是后者。在瞬息万变的证券市场上,有价证券的价格时刻都在变化,临时报告能够为投资者提供最新的信息并将信息反馈至价格,而法定披露仅仅是每天临时报告的

合订本,相当于有价证券的年鉴。因此,从资本市场的角度而言,临时报告比法定信息披露更为重要。

既然临时报告比法定信息披露更为重要,那为何法律没有将临时报告的规定纳入证券交易法体系中呢?因为证券市场犹如脱缰的野马每一秒都在剧烈地运动,为了更好地把握市场的脉动,必须将信息披露的监管重任委托给市场第一线(证券交易所)的监管人员,这也是证券市场固有的特性所要求的。举例而言,如果在开市前或在开市后,发生了股价敏感信息,这时就要求市场第一线的监管人员立即作出判断是否需要采取暂停交易的措施,类似这类信息在金融厅的网站披露就毫无意义了。在一些更特殊的情况下,需要市场第一线的监管人员按照现有规则的精神创造新的规则来应对突发事件,这时候除了证券交易所的职员外,参与证券交易所运营及管理的证券公司以及市场参与者都应该承担起保卫市场公正价格的职责。

(三)提供形成公正价格的系统是东交所的一项公共职责

东交所的章程及业务规则都是在主管行政机关的认可下制定并执行的,因此东交所的职责最终也应该由行政主管机关通过行政责任的方式来担保,并且东交所的职责与主管行政机关的职责都是“公”^③的责任。

证券公司作为证券交易所的会员以市场参与者的身份也承担了部分“公”的责任。这部分“公”的责任就是将投资者的投资判断准确、完整、无误地反映到交易所的交易系统,并通过交易系统形成公正的市场价格。从形式上看,证券公司希望利用证券交易所的交易系统,而证券交易所同意证券公司的申请,但这种关系并不是私法上的契约关系,而是“公法上的责任”。首先,对于证券交易所而言,如果没有证券公司参与证券交易,证券交易所就无法完成证券交易法赋予其形成公正市场价格的“公”的责任;其次,对于证券公司而言,将投资者的投资判断忠实地反映在交易所的竞价系统也是证券公司必须履行的职责,如果证券公司违反了这一职责,不但可能成为交易所处罚的对象,甚至可能收到主

^③ 此处“公”的责任是相对于私法上的责任而言的。与“私法”上的责任不同,公法上的责任更着重于“公益性”,而交易所正是具有高度公益性的组织。

管行政机关的行政命令。

因此,证券交易所与证券公司的法律关系不应该用民法上的债权或债务来定义。交易所为证券公司提供交易平台是交易所肩负的“公”的责任,反之亦然,证券公司利用交易所的平台进行交易也是证券公司承担的“公”的义务。证券公司利用交易所的设施与普通游客利用游乐园的设施不同,证券公司也肩负着“形成公正市场价格”这一证券交易法赋予的神圣使命。如果证券公司没有将投资者的投资意愿准确地反映在交易所开设的市场上,证券公司与交易所之间并不是民法上所谓的债权债务的关系,证券公司的行为已经阻碍了证券交易所形成“公正价格”这一公法上的义务,因此证券公司应该承担违反法规的责任。

作为证券市场的开设者,证券交易所的主要职责就是提供“可以形成公正价格的交易系统”。需要注意的是,该责任并不专属于证券交易所,主管行政机构(金融厅)与证券交易所应共同承担。所谓可以形成公正价格的交易系统一般是指按照时间优先、价格优先的竞争原则,可以高速、集团处理大量证券交易的系统。

(四) 证券交易所提供交易系统的责任应当是经过限定的责任

众所周知,市场永远不会尽善尽美。所有的制度都是建立在“市场存在缺陷”这一前提之上。信息披露是市场的灵魂,但是世界上没有一个国家的证券市场可以保证所有的投资人都能平等、及时地获得信息,而且投资人获得信息的代价也不尽相同。防止内幕交易及市场操纵永远是监管当局永恒的使命。流动性是证券市场的血液,但市场经常会出现低流动性的现象,如此一来市场就会变得僵硬,难以形成“公正的价格”。这时,证券交易所的专业人士会根据不同的情况采取特殊的市场管理措施,例如:限制涨跌幅、临时停止交易或暂时中止交易。正因为市场存在缺陷,才需要交易所的一线监管人员通过职业判断并运用特殊的监管措施来解决市场出现的各类突发事件。现实的证券市场根本不存在看不见的“神之手”,所有的问题只有通过一线监管人员的“人之手”才能维护证券市场的稳定运行。

因此,证券交易所一线监管人员在特殊情况下所采用的措施与我们国家的央行在特殊情况下干预汇市相同,两者都在行使法律所赋予的神圣使命。作为证券市场的开设者,作为保护市场公正价格形成机能的责

任人,证券交易所对证券市场采取的一线监管措施是证券交易所的专属权限,也是证券市场的特殊性所要求的。正如央行不会因为调整利率而受到司法机关的质疑一样,在证券交易所不存在恶意的情况下,其对市场采取的监管措施不应该受到司法机关的事后审查(在一些特殊的情况下,可以对证券交易所的主管行政机构提起行政诉讼,但是对于证券市场一线监管的交易所而言,他们往往需要在市场变化的瞬间作出判断,市场监管的特殊性要求免于事后受到司法机关的审查)。

正如世上没有完美的证券市场,我们也根本无法创造完美的电子交易系统。更不能将这不可能的任务强加于证券交易所之上。证券交易所的责任仅仅在于提供一套可以形成公正价格的交易系统,只要交易所履行了该义务,提供了可以形成公正价格的交易系统,那么余下的风险就应该由主管行政机构、市场参与者及其他相关人士共同负担。

无论是采用会员制还是股份制,交易所的经费都是由市场参与者共同负担的。虽然,股份制交易所可以从证券市场筹集资金,但仅凭募集的资金是无法应付交易所庞大的日常开支的,因此即使是股份制交易所,基本的运营经费还是由各个证券公司及金融机构均等负担。从这个角度来看,证券交易所的职责也应该是提供一套与日常开支相符合的交易系统。试问证券公司需要为每一位投资人提供一套完美无缺的交易系统吗?银行需要为每一位储户提供一套完美无缺的取款机吗?世上本无十全十美的系统,证券交易所只需提供法律要求的交易系统(也就是提供了足以形成公正价格的交易系统),除此之外就无须向证券公司承担任何责任。

(五) 东交所不应为错误交易未能取消而承担法律责任

在上文中我们已经明确了“形成公正价格”是证券交易法赋予证券交易所的神圣使命,在证券交易所日常经费允许的前提下,交易所在职务范围内提供了可以形成公正价格的交易系统,证券交易所就履行了证券法上的义务,除此之外不需要承担额外的责任。

为了确保市场价格的公正,证券公司有义务将投资者的投资意愿准确无误地传递至交易所的交易系统,如此证券交易所才能通过时间优先、价格优先的原则处理每一笔交易,并最终将投资者的意愿以价格的形式表现出来。如果证券公司传递给交易所的投资信息是错误的,那么

该错误的投资信息就将阻碍交易所形成公正的价格,证券公司自身应该在最短的时间内取消该错误的信息,从而使市场的公正价格形成机能恢复正常。证券公司应该在自身的内部系统中确保能够消除错误信息的功能正常发挥。

从市场开设者的立场看,交易所很难判断特定的指令是错误输入还是为了操纵市场价格而故意为之,交易所不能轻易地代替发出指令的证券公司而轻易地取消特定指令,原则上证券公司应该自己主动取消该错误指令。

在本案中,东交所完全满足了证券交易法的要求提供了可以形成公正价格的交易系统,而证券公司无法取消特定的指令完全是因为证券公司的职员输入了令交易系统根本无法处理的天文数字般的卖出指令(超过发行总股本约 50 倍)。此外,事发当日正值 J-COM 公司 IPO 的首发日,在这特殊的日子,突然市场上出现了令人难以想象的巨量抛盘,证券公司也没有立即取消该卖出指令,以至于交易系统不得不在短时间内尽可能地撮合 J-COM 公司的天量交易,最后才导致证券公司无法正常取消该卖出指令。正是基于上述诸多特殊情况的重合,最终导致证券公司蒙受了巨大损失。但是,本次错误指令事件的起因在于证券公司的职员错误输入买卖指令,并且无视计算机画面出现的警告文字而引发的,我们不能允许事件缔造者的证券公司将责任推给证券交易所,因为并不是交易所的系统导致证券公司无法取消特定的指令,而是多重特殊原因重合的结果。

四、结 语

2009 年 12 月 4 日,东京地方法院作出一审裁定,判决东京证券交易所赔偿瑞穗证券 1,071,212 万日元。东京证券交易所首席执行官齐藤惇在一审判决后发表声明,表示东交所虽然对法院的判决持有异议,但是为了尽早使市场恢复秩序愿意接受法院的赔偿命令,并在判决生效后将赔偿金及利息共计 132 亿日元支付给瑞穗证券。而瑞穗证券为了免于被股东提起代表诉讼,表示不服一审判决并向东京高院提起上诉,直

至今日,本案还在审理之中。虽然我们无法预料东京高院会作出怎样的裁决,但此次事件值得证券市场的监管者、参与者以及立法、司法机关认真反思。

瑞穗乌龙指事件造成的直接经济损失超过 400 亿日元,致使当天日经指数创下当年第三下跌幅度,给整个日本经济造成了巨大影响。试想一下,如果事发时日本具备应对证券交易系统故障的法律保障制度,也许此次争讼事件就可以避免。近年来,各国证券市场因交易系统故障而无法进行交易的情况频繁发生,中国也未能例外。国内外惨痛的经历和教训警示我们,为了保障资本市场的正常运作,应该尽快完善交易系统故障的应对措施及其制度建设,以防患于未然。