

# 纽约证券交易所的规则体系 及错误交易处置对我国的启示

吴燕妮<sup>1</sup>, 曹阳昭<sup>2</sup>

(1. 深圳市委党校 龙岗分校, 广东 深圳 518000; 2. 四川省委党校, 四川 成都 610000)

[摘要] 光大证券“乌龙指”事件发生后, 对于市场各参与主体(光大证券、中金所、上交所、证监会)的权责划分成为市场关注的焦点。其中, 对于交易所而言, 如何处置类似的“错误交易”或“异常交易”, 已经成为摆在我们面前的重大问题。因此, 如何借鉴国外成熟交易所的经验, 为我国建立和完善证券交易所规则就显得尤为重要。从纽约证券交易所的规则来看, 其完备的制度框架以及详细具体的错误交易处置程序, 无疑值得我国借鉴。

[关键词] 纽约证券交易所; 交易所规则; 错误交易处置

[中图分类号] D912.287

[文献标识码] A

[文章编号] 2095-0292(2014)06-0045-03

光大证券“乌龙指”事件发生后, 对于市场各参与主体的权责划分成为市场关注的焦点。其中, 对于交易所而言, 如何处置类似的“错误交易”或“异常交易”, 已经成为摆在我们面前的重大问题。因此, 如何借鉴国外成熟交易所的经验, 为我国建立和完善证券交易所规则就显得尤为重要。本文以规则体系较为完善的纽约证券交易所为例, 对其规则体系及错误交易的处理进行分析探讨, 以资借鉴。

## 一、纽约证券交易所的规则体系

纽约证券交易所(“纽交所”)的规则体系较为复杂, 由于历经改制和并购, 纽交所已经不再是单独的一家交易所, 而已经成为在全球拥有14家证券及期货交易所以及5家结算所的大交易所集团(NYSE Euronext)<sup>①</sup>。由于已经采取公司化运营的模式, NYSE Euronext的组织架构和规则体系也与之相比有了较大幅度的变化<sup>②</sup>。

由于NYSE Euronext由各个不同的交易所合并组成, 各个交易所也相对独立, 因此在规则体系上NYSE Eu-

ronext也较为特殊。在整体上NYSE Euronext并没有制定统一的上市、交易、监察规则适用旗下各交易所, 而是采用“各自为政”的方式, 继续沿用各个交易所自身的规则体系, 证券或者产品除了应符合当地法律要求, 还必须遵守其所上市的交易所或者板块的具体规则。

### (一) NYSE 主板规则(NYSE Rules)

这部分的规则以传统纽约证券交易所的规则为主, 因此, 主要涉及主板公司的上市、退市条款, 以及以股票交易为核心的交易规则部分, 主要内容包括以下八个方面:

1. 总则。总则部分对NYSE整个规则体系中涉及的专业名词进行定义, 对与交易所的联络程序和一般杂项费用等做出规定, 同时也对一些杂项事务进行规定, 涉及范围广泛而细致。

2. 交易规则部分。该部分是NYSE规则的重要组成部分, 详细地对上市公司股票的交易各方面进行了规范, 包括股票销售合同的订立方式、销售方式、与交易有关的人员、场所、工作时间, 以及美国国债的交易等各项内容进行细则规定。

[收稿日期] 2014-10-26

[作者简介] 吴燕妮, 深圳市委党校龙岗分校讲师, 澳门大学法学院公法学与政法学博士, 研究方向: 国际法、国际组织法与国际法治; 曹阳昭, 四川省委党校讲师, 武汉大学法学博士, 研究方向: 公法、宪政与行政法。

① 主要包括: 纽约证券交易所(NYSE)、洲际交易所(ICE)、泛欧交易所(Euronext)、伦敦国际金融期货交易所(NYSE London International Financial Futures Exchange, LIFFE)、阿姆斯特丹证券交易所、巴黎证券交易所、布鲁塞尔证券交易所、里斯本证券交易所、ICE加拿大期货交易所、ICE欧洲清算所、NYSE MKT、NYSE ALTERNEXT、NYSE Arca、NYSE Arca Europe、伦敦国际石油交易所(International Petroleum Exchange, IPE)等。

② 因此, 为本文的目的, 各项缩写的使用也进行了相应的区分: NYSE将仅指传统上的纽约证券交易所, NYX则是纽约证券交易所集团作为上市公司的简称, NYSE Euronext则是指2012年与ICE合并后的新交易所集团名称。

3. 会员规则部分。该部分主要包括会员资格的相关问题、会员组织的运作，以及对外关系方面的相关问题等。

4. 上市与退市规则。由于关于公司上市与退市的规则非常复杂和烦琐，该部分也历经修订，目前，交易所已经将该部分绝大多数规则独立出来，形成交易所上市与退市规则体系，制定在上市公司手册之中。

5. 权益交易规则。权益类产品交易规则有 94 条，主要是专门针对权益类产品的交易进行规范，包括该产品的定义以及范围、买卖双方的权利义务、时效规定等。

6. 其他规则。除了上述主体规则，纽交所还对一系列的复杂问题和细节问题进行了规定，包括非办公时间的交易系统规则、自动化交易规则、涉及投资公司的规则以及与信托交易、债券交易有关的规则等。

7. 行为守则。行为守则是纽交所规则体系中另一个相当重要的部分，条文高达数百条，内容同样纷繁芜杂，涉及内容非常广泛，对上市公司的商业行为以及上市行为进行了非常全面的规定。

8. 罚则。2013 年纽交所对罚则部分进行了修订，在罚则中，纽交所规定了会员公司和个人，以及其他主体违反交易规则的具体处罚，以及罚金的标准等。

#### (二) NYSE 美国交易所规则 (NYSE Amex Rules)

原来的美国证券交易所在内部被分为中小板 (NYSE MKT) 和衍生品板 (NYSE Amex Options) 两个板块进行管理。需要注意的是，这两个板块并没有实质上分立，仍然属于同一自律组织——美国证券交易所。二者共同沿用美国证券交易所的规则体系，主要包括以下内容：

1. 总则部分。该部分主要包括名词定义、一般规则和办公规则，对账户操作、广告、二次发行等做出了原则规定，甚至包括罚则的处理和听证程序。

2. 仲裁规则。该部分规定了会员以及会员之间发生争议时的解决途径，规定纠纷应当依据 FINRA 仲裁程序规则提交仲裁。

3. 证券契约规则。该部分对证券交易中的合同规则进行了一般性规定，主要包括合同的缔结、生效与终止条款，以及证券的交付规则和赔偿规则等。

4. 证券规则部分。该部分全面规定了证券交易的各个方面，涉及证券的定义、证券的交易时间、交易 NYSE 证券、NASDAQ 证券的特别规则、衍生产品交易规则、清算交收规则等。

5. 期权交易规则。该部分主要为适用于 NYSE Amex Options 板块的规则，涉及权益类证券的定义、交易、终止等方面的规则，还针对股指期货、国债期权、灵活期权、期权衍生产品等特殊种类的期权进行了专门规定。

6. 特殊衍生品交易规则。该部分规则分为两部分：一是涉及存托凭证的一般性规定；二是各大指数对交易所利用存托凭证进行交易的授权声明。

7. 其他产品交易规则。包括股指与货币权证交易规则、信托收据交易规则、双股式信托交易规则、合伙人席位/权益交易规则以及信托席位交易规则。

## 二、纽约证券交易所关于错误交易的规定

所谓证券交易中的错误交易，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。在各大交易所，其对“错误”、“异常”等的定义多种多样，但基本包括以下三个要素：一是在错误原因上，包括参与者人为过错和系统故障；二是在表现形式上，交易存在明显错误；三是在结果上，是指已经成交的交易，不包括及时发现并被制止的订单。纽约证券交易所也采取了类似的规定方式，不同程度地采用了一定的数值标准，并结合人工判定的方式判定错误交易或异常交易。

纽约证券交易所针对“明显错误执行”的相关规定如下：

#### (一) 对“明显错误执行”的定义

明显错误执行 (Clearly Erroneous Execution, CEE) 是被执行的交易中，价格、份额数量及其他交易环节，或证券标识中的任意一项带有明显错误。

#### (二) 提请审查“明显错误执行”

成员和成员组织需在明显错误执行 30 分钟内通过上述的网上申请表提出审核请求。交易所相关职员会亲自对明显错误执行申请进行审核。审核包括执行情况、证券标识、份额数量、价格、交易方向 (买或卖) 以及认为该操作带有明显错误的事实依据。与 NASDAQ 类似，NYSE 的裁定一般在交易所接受请求后 30 分钟内做出，不能迟于下一个交易日正常交易实践之前。同时，裁定也当马上通知交易参与方。

#### (三) 关于“明显错误执行”的认定

1. 数值准则。只有当买入价格高于 (或卖出价格低于) 参考价格一定幅度的执行才被认为是明显错误的，上述幅度应等于或超过特殊交易目录中参考数值标准<sup>①</sup>。交易所通常将使用最后的卖出成交价格作为确定明显错误执行的参考价格 (见表 1)。

2. 附加因素。执行价格可能超越了上述标准，然而，交易所还是需要考虑一些附加来确认该执行是否带有明显错误。这些附加因素包括但不局限于系统故障或崩溃、证券的成交量和波动率、在与跟踪指数同一方向上相关波动超过 100% 的证券衍生品、证券相关新闻、是否停复牌、是否新股上市、是否将进行股份分割、重组或其他公司行为等。交易所将从维护公平、有序的市场环境，保护投资者和公共利益的角度考虑所有附加因素。

3. “异常交易”。异常交易是按照以下价格被执行的交易：在执行时大于当前有效参考价格标准 3 倍，或执行价格触及 52 周最高或最低点。在上述情况下，交易所应考察相关规定的附加因素。存在异常交易情况下，交易所官员应根据事实和请求时的市场情况，谨慎地、视乎个别情况考虑执行发生后 30 分钟但未超过 60 分钟

<sup>①</sup> 输入订单、报价，或一家公司没注意到或没及时更新报价等错误不足以被认定为是带有明显错误的执行。

内所收到的申请。

表 1 纽约证券交易所对于“明显错误执行”的数值认定标准

| 参考价格、情况或产品                              | 常规交易时间内（偏离参考价格幅度）  | 盘前或盘后交易时段（偏离参考价格幅度） |
|-----------------------------------------|--------------------|---------------------|
| 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：包括 5 种证券以上，但少于 20 种，5 分钟内或更少的时间内发生 | 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）  |

4. “异常情况”。异常情况下为了维护公平有序的市场环境，保护投资者和公共利益，交易所可以使用其他参考价格而不是最后的卖出成交价格确定是否发生了明显错误执行。异常情况包括极端市场波动周期、持续的流动性不足、大范围系统问题。其他的参考价格包括内盘成交价、开盘价、收盘价、一系列执行前的最后成交价。

（四）跨市场认定

在涉及其他市场的情况下，交易所可以使用不同的参考价格及参考数值标准。在这些情况下，参考价格应基于明显错误执行涉及的所有自律监管组织的共识而决定。

（五）通知对手

交易所会在收到及时归档、并满足参考数值标准的审核请求时通知交易对手。交易所不必在请求不值得被考虑时通知交易对手，从而减轻了交易所的负担。

（六）“明显异常执行”的处置办法

事件发生后，交易所官员认定发生了明显错误执行，则会启动以下补救措施：一是声明该执行为无效的；二是如果交易只发生在 NYSE，没有同时发生在其他市场（中心），且价格达到或超过相应参考数值标准的交易，而且交易所不知道发生同时交易的其他市场中心关于明显错误执行的相关规定，修改交易一项或几项内容以达成对错误公平的修正，使得交易双方获得没有发生错误本应拥有的，或者尽可能相近的头寸。明显错误执行决定所影响的交易方可以向明显错误执行委员会（“CEE Panel”）上诉。

三、对我国的启示

从上述纽约证券交易所制度比较分析中可得知，针对错误交易或异常交易的处置制度在境外成熟市场已经有了广泛的运用，境外证券交易所都有了专门的“错误交易处置规则”，对相关错误交易的审查确立了合法依据。这些规则对我国错误、异常交易的处置有可供借鉴

的地方：第一，修改《证券法》，为交易所对错误/异常交易的处置预留合理的制度空间。根据现行《证券法》第 120 条，“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”，这一规定使交易所对按交易规则进行的“错误、异常交易”进行修改和取消的合法性面临质疑。笔者认为，在《证券法》进行修改之际，有必要对此条款做出调整，对错误、异常交易的处置预留合理的制度空间。与此同时，各交易所也应结合我国交易实践，研究适用于境内市场交易规则和习惯的错误、异常交易认定标准、处置程序，以及处置后的制度衔接等。第二，对错误、异常交易的认定不宜设置单一的“固化”标准，而应采用“数值标准 + 人工判定”的方式。一个交易是不是属于错误交易，首先，体现在原因上，即违背了交易者的真实意图（包括人为过错和系统故障）；其次，应满足一定的数值标准，即存在明显错误；再次，错误交易应该是指已经成交的交易，不包括及时发现并被制止的订单；最后，还应综合考虑其他方面的因素如市场波动等。第三，交易所应注重对错误、异常交易的“事后处置”及责任追究，应尽量减少使用“前端控制”措施。从境外监管经验来看，基于市场效率的考虑，几乎所有交易所都不对证券交易进行前端控制。实际上，对证券交易进行监管是很难的，也容易形成“市场干预过多”的不良印象。笔者认为，对市场交易应尽量减少使用“前端控制”措施，而主要通过市场机制的约束、市场参与人（如证券公司、基金公司、信托公司）的自律担责及强有力的事后追责机制，来对违规者进行追责。第四，在各交易所的处置规则上，基于市场联动的需要，应尽量在认定标准、处置程序、处置措施等方面做到统一。这一点，在境外市场中也可以找到证据支持，比如，纽交所对错误交易的认定、处置程序、措施等就基本相同；另外，在日本，大阪证券交易所、东京证券交易所对错误交易的处置规则也高度统一。

[责任编辑 孙广耀]