

国际证监会组织关于交易场所 异常波动管理和交易秩序 维护机制的最终报告*

彭鲁军 滕玉琳** 译

摘要:报告针对各成员国或地区交易场所目前正在使用的各类异常波动风险管理措施进行了研究,并着重讨论了以下问题:交易场所在异常波动事件中采用的暂停或者限制交易的各种自动反应机制;上述机制中建立和观察初始价格和参考价格的处理方法;关于上述机制设计、运作和触发的何种信息以何种方式提供给监管机构、市场参与人和社会公众;在何种程度上与境内外交易场所进行信息共享。对于以上问题,报告针对性地提出了八条建议。

关键词:异常波动控制机制 交易场所 国际证监会组织

* 本文翻译自国际证监会组织 2018 年 8 月发布的报告“Mechanisms Used By Trading Venues To Manage Extreme Volatility And Preserve Orderly Trading”,载 <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD607.pdf>。

** 作者均任职于上海证券交易所法律部。上海证券交易所 2018 年度暑期实习生唐晓宇、裴佳琦和袁莹仪同学参与了本文的校对,特此致谢。

一、执行总结

国际证监会组织的核心目标之一是确保市场的完整、效率与透明。异常波动事件会损害上述目标,削弱证券市场的公平性,影响投资者对市场的信心。近年来科技的应用呈指数级增长。与此同时,金融市场的异常波动(包括极端波动)事件大量出现。

本报告针对各成员国或地区交易场所〔1〕目前正在使用的各类异常波动风险管理措施进行了研究。特别地,本报告讨论了以下问题:

1. 交易所在异常波动事件中采用的暂停或者限制交易的各种自动反应机制。

2. 上述机制中建立和观察阈值和参考价格的处理方法。

3. 关于上述机制设计、运作和触发的何种信息以何种方式提供给监管机构、市场参与人和社会公众。

4. 在何种程度上与境内外交易场所进行信息共享。

为确保交易和价格形成机制的运转,报告支持使用价格限制机制拒绝或者限制特定订单,而非暂停交易。另外,报告还肯定了信息共享和强化相关交易场所之间沟通机制的重要性。

报告包含了关于协助交易场所和监管机构在作出波动控制措施实施、运作和监督决定方面的建议。本报告着重强调了以下几个方面的内容:

1. 交易场所应当有效设计和监督波动控制机制,以管理异常波动。

2. 监管机构应当考虑他们对辖区内整体波动控制机制框架进行监控所需要的信息,并确保交易场所保存了相关记录。

〔1〕 就本报告而言,“交易场所”一词通常被定义为交易所或其他多边交易设施,包括如替代交易系统(ATS)和多边交易设施(MTF)。然而,我们认识到,一些成员国扩展了“交易场所”的范围。例如,该概念可以由其管辖区域的个别成员自行决定,还包括互换执行设施(SEF)或欧洲“有组织的交易设施”(OTF)。但是,对于该项目,“交易场所”不包括单个经销商系统或经纪人过境设施。除特别说明外,本文脚注均为原报告脚注。——译者注

3. 关于波动控制机制以及何时会触发该机制的信息应当及时向监管机构,市场参与人公开,必要时还需要向社会公众公开。

4. 当相同或者相关的证券在同一或者不同国家或地区内的多个交易场所交易时,各交易场所之间应当保持恰当的沟通。

二、引言

最近的事件显示了异常波动对不同辖区内的证券市场及相关资本市场产生的消极影响。例如,2015年8月24日,美国市场波动与亚洲市场波动联动;2010年5月6日,闪崩同时对美国股票和期货市场^[2]产生影响,并且对加拿大等其他市场产生连锁反应。其他波动事件包括:

1. 2014年10月15日,美国国债市场在9点33分至9点45分经历了大幅波动,10年期国债收益率下降了16个基点,市场深度相比全年平均水平下降了20%。^[3]

2. 2016年5月31日,中国股指期货价格大幅下降12.5%,然后在数秒钟后返回之前水平。

3. 2016年10月6日,英镑汇率大幅下挫6%然后迅速回升。

4. 2017年2月16日,法国政府债券期货在85秒内下降11个基点,并且出现严重的流动性不足,8分钟后又大致恢复到先前的水平。

上述异常波动事件使得许多监管机构重新审视和评估异常波动事件的后果,明确应对措施。在不少国家或地区,交易场所和监管机构已经或者正在采取措施解决市场异常波动问题,帮助维护市场秩序。^[4]

Greenwald and Stein (1991年)^[5]的研究表明,波动控制措施可以

[2] 参见 <https://www.sec.gov/news/studies/2010/marketevents-report.pdf>。

[3] *Joint Staff Report: The U. S. Treasury Market on October 15, 2014* (July 13, 2015), <https://www.sec.gov/files/treasury-market-volatility-10-14-2014-joint-report.pdf>。

[4] 此外,其他保障措施,如在订单录入之前进行的价格检查和交易逆转,可用于提供额外保护,防止过度波动,并有助于确保公平和有效的价格发现。

[5] Greenwald B. C., Stein J. C., *Transactional Risk, Market Crashes, and The Role of Circuit Breakers*, *J Business* 64, 1991, pp. 443-462.

在市场不景气的时候帮助实现市场稳定。但是,由于全市场范围内的熔断触发事件仅发生过一次,关于全市场范围内的熔断机制效力的实证研究十分有限。^[6] Goldstein Kavajecz (2004年)^[7]研究了1997年10月27日的熔断事件,发现熔断之后的交易时间中市场流动性有所下降。他们认为,流动性下降的主要原因是限价订单交易商不愿再次提交熔断发生之前的订单。在对纽交所、芝商所和其衍生品交易所采用的熔断机制进行研究后,Santoni and Liu (1993年)^[8]发现,全市场范围的交易暂停不能缓和波动。Fama (1989年)^[9]认为,熔断机制阻碍价格发现,影响效率,强调合理的价格并不意味着低波动。Subrahmanyam (1994年)^[10]认为,熔断机制加剧了之后一段时间和其他市场的价格变动。

近期,特别是在“闪崩”事件之后,相关研究重新评估了波动控制机制的功效。总体上,熔断机制被认为对市场有利。Kirilenko 等人(2017年)^[11]认为,熔断价值能够平抑市场波动,重建投资者信心,强调必须采取恰当措施以适应科技发展带来的交易行为改变。Ackert (2012年)^[12]提出,全市场的熔断机制打破了价格发现的过程,但也在巨大冲击后给交易所和市场参与者时间去重新评估市场,暂停对错误信息的羊群式反应。她还强调不同市场之间协调的重要性,以减少风险传递。此外,由于不同金融产品能够在不同交易场所进行交易,并且订单可以在

[6] “这些交易暂停是1997年10月27日首次触发的,当时道琼斯工业平均指数下午2点35分跌了350点。在下午3点5分重新开放后的25分钟内,道琼斯指数再次下跌200点,引发了第二次暂停,从而关闭了当天的市场。”

[7] Goldstein M., Kavajecz K., *Trading Atrategies During Circuit Breakers and Extreme Market Movements*, J Financial Markets 7, 2004, pp. 301 – 333.

[8] Santoni G. J., Tung Liu, *Circuit Breakers and Stock Market Volatility*, Journal of Futures Markets 13(3), 1993, pp. 261 – 277.

[9] Fama E., *Perspectives on October 1987, or, What Did We Learn from the Crash?* In R. J. Barro, R. W. Kamphuis Jr., *Black Monday and the Future of Financial Markets*, Homewood, IL: Irwin, 1989, pp. 71 – 82.

[10] Subrahmanyam, A., *Circuit Breakers and Market Volatility: A Theoretical Perspective*, J Finance, 49(1), 1994, pp. 237 – 254.

[11] Kirilenko A., Samadi M., Kyle A., Tuzun T., *The Flash Crash: High – frequency Trading in an Electronic Market*, The Journal of Finance, 2017.

[12] Ackert L., *The Impact of Circuit Breakers on Market Outcomes*, Foresight UK Government Office for Science, 2012, EIA9.

本市场或其他市场成交, Ackert 认为监管措施应当简单清晰便于市场参与者充分认识其效果。Brugler and Linton (2014 年)^[13] 的研究表明, 尽管交易暂停不能改善特定金融产品的交易过程, 但确实能够阻止相关市场下挫的蔓延, 可以成为维护市场稳定的有效工具。

其他市场也有类似的机制, 关于其效果的研究也不尽相同。Lauterbach & Ben – Zion (1993 年)^[14] 研究了特拉维夫交易所 1987 年闪崩期间由于极端订单不平衡导致交易所关闭而引发熔断的案例。他们发现, 尽管交易暂停没有阻止市场的总体下滑, 但确实通过减少订单不平衡实现了减轻市场价格波动的效果。

国际证监会组织的研究, 特别是《交易暂停与市场关闭的报告》^[15] 对证券交易暂停,^[16] 如何实施交易暂停, 如何分享信息以及多市场挂牌的证券和衍生品进行了分析并提出了一系列建议。^[17]

此外, 2011 年, 国际证监会组织发布了《科技进步对市场透明度和效率影响所引入的监管问题》,^[18] 旨在解决广泛的科技进步对市场的影响, 包括高频交易、抑制波动的措施、暂停交易、熔断机制和价格限制等。在 2011 年报告的建议第二部分, 国际证监会组织认为, 监管机构应当考虑交易场所须在何种程度上采取波动控制措施(如熔断机制、价格笼子、

[13] Brugler J., Linton O., *Circuit Breakers on the London Stock Exchange; Do They Improve Subsequent Market Quality?* Cambridge – INET Institute Working Paper Series No: 2014/04.

[14] Lauterbach, Beni, Uri Ben – Zion (1993), *Stock Market Crashes and the Performance of Circuit Breakers: Empirical Evidence*, *J Finance* 48(5), 1909 – 1925.

[15] 参见 <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD138.pdf> (Oct. 2002)。

[16] 在 2002 年的报告中, “trading interruptions” 被形容为 “trading halts” 或 “trading suspensions”。“2002 年报告” 进一步指出, “trading halts” 通常是暂时中断金融工具, 证券组合或证券衍生工具的交易, 以预期或反应影响金融工具或组合的异常事件或情况。某些监管交易暂停有时被称为 “trading suspensions”, 通常比 “trading halts” 范围更广、持续时间更长。

[17] 这些建议包括确定在初始上市市场交易已经停止的情况下是否应该允许交易某项金融工具。更一般地说, 参与者应该意识到可能出现交易暂停的基础, 并且应该建立沟通机制, 以便参与者知道何时发生交易暂停。此外, 报告还建议, 当主要市场因 “极端事件” 或基础设施故障而关闭时, 其他市场(包括衍生产品市场) 的反应应取决于对所有相关事实的评估。

[18] 参见 <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD361.pdf>。

波动阈值等)进行风险控制,预防价格突然变动对市场的影响。^[19]

2011年报告出版后,随着计算机和通讯技术的发展,市场的复杂和关联程度进一步发展。因此,国际证监会组织委员会要求二级市场监管委员会基于2011年报告所设定的目标,对交易场所和监管机构正在使用或者考虑使用的旨在控制市场异常波动的各种维护市场交易秩序的措施进行评估。

在准备本报告的过程中,二级市场监管委员会调查了其会员管辖区内的监管机构和交易场所。报告对现行的监管框架和政策逻辑进行了研究,并对已经或者准备采取的各种机制及原因进行分析。但是,报告没有对市场结构变化、科技变化如何影响波动^[20]或者其确定或评估的因果联系进行研究。报告包含了一系列关于管理异常波动机制建立、使用、监测的建议,以维护正常的交易秩序。

固定收益产品不在本报告的范围之内。鉴于自动化交易在许多市场的普及,本报告重点关注了自动化暂停交易或者拒绝订单的波动控制机制,例如:

1. 基于波动自动触发的机制,采用预定方式暂停或者管理交易,例如:

(1) 一只或者特定证券交易被暂停(或者连续交易被自动转换为集合竞价)若干秒钟或者分钟,以便于市场参与者能够重新考虑其订单^[21](单一股票熔断)。

(2) 全部或者部分证券被暂停交易一段时间(全市场范围的熔断)。

2. 自动拒绝或者冻结特定订单而不暂停市场交易的机制。价格限制机制使用订单价格或者数量标准,连续交易可以维持但超过阈值的订单将会被拒绝。

[19] 该建议继续指出:“系统和算法应该稳健而灵活,以便它们能够处理和适应不断变化的市场条件。在交易系统的情况下,这应该包括适应消息流量变化(包括突然增加)的能力。”

[20] 本报告并未考虑停止或限制交易的非自动化机制,例如由于技术故障导致的交易暂停。

[21] 在这些情况下,交易通常但不是总是通过竞价恢复。

2016年,世界交易所联合会对熔断机制导致的价格变化开展了调查,[22]发现反馈的交易所中有86%使用类似熔断机制的措施来实现投资者保护,改善市场的稳定性和透明性。其中,全市场范围的熔断机制应用最为广泛,在现货市场中占比约为72%。

在实施波动控制机制的情况下,以下因素经常被纳入考虑范围之内:

(1)影响各自市场的异常波动历史案例(包括交易场所对历史事件的回溯测试)。

(2)限制触发频率。

(3)行业和市场参与者的投入与反馈。[23]

此外,监管机构和交易场所还要将重大全球事件和类似情况纳入对机制效果的评估之中。[24]

三、波动控制机制的讨论

波动控制机制试图将以下触发事件导致的市场不利影响降低到最小:

1. 明显错误订单(clearly erroneous orders),即由于人工订单输入错误、市场交易者算法失灵或者自动订单输入系统错误,导致价格或者数量出现明显错误。

2. 大型侵略性订单(large aggressive orders),即导致流动性提供者 and 流动性需求者之间出现不平衡,可能会消耗所有或大量的限价订单或触发一连串的止损订单。

[22] Gomber P., Clapham B., Haferkorn M., Panz S., Jentsch P., *Circuit Breakers-A Survey Among International Trading Venues*, Commissioned by WFE, 2016.

[23] 例如,2015年8月24日加拿大股票市场的极端波动表明,杠杆ETF的价格需要以更大幅度增加;因此,IIROC增加了单股熔断触发阈值以适应这些类型证券的潜在波动性增加;马来西亚衍生品交易所改变了其结构性认股权证的动态价格限制(DPL),原因是其参与者经常要求扩大阈值,因为限制阻碍了交易机会。

[24] 见附录A。

3. 正反馈循环(positive feedback loops),即大的价格运动进一步导致同方向的买入或卖出,并可能会因一系列止损订单而加剧。

本部分将对波动控制机制和不同交易场所采取的措施背后的合理性进行分析。

(一) 波动控制机制的重要性

市场异常波动会损害市场公平有序运行以及投资者的信心。缺乏波动控制措施,抑或不恰当、不合适的波动控制措施则会影响市场的稳定、公平和效率。近期,监管机构和交易场所采取的措施显示了波动控制机制的重要性。相应地,许多监管机构和交易场所对他们针对极端波动采取的措施,如暂停、限制交易机制进行了评估。

在短时间内出现价格大幅波动的情况下一般会实施暂停交易,这是一种典型的应对市场价格波动的事后措施。最近,一些交易场所开始采取自动拒绝订单的事前措施(例如,阻止超出特定范围的订单)。此类机制允许交易继续进行,并且只在规定的阈值内执行。

交易场所采取波动控制措施的主要原因有以下几个方面:

1. 解决重大或者异常价格波动;
2. 维护或者确保交易秩序;
3. 促进有效地价格发现;
4. 保护投资者,维护市场的透明和信心。^[25]

尽管交易暂停能够帮助维护市场的公平和有序,但太多的干预会影响市场效率。因此,波动控制机制应当成为全市场的复原机制框架的组成部分,与交易系统控制测试(订单输入前对其进行检查)和压力测试(应对不断增加的订单流)等一道发挥作用。在适当情况下,应设计波动控制机制,作为全市场复原机制框架其他组成部分的补充。

最近的事例显示,极端波动事件会对市场的稳定、完整、效率以及投资者信心产生消极影响。国际证监会组织相信,市场波动控制机制能够成为交易场所减轻上述效应和维持交易秩序的有效途径。

[25] 在一些司法管辖区,个人投资者构成相当大比例的市场活动,也可以设计波动控制机制来阻止过度投机和/或极度价格波动,从而加强投资者保护。

建议一：交易场所应当设置恰当的波动控制机制。

交易场所应当在交易时间建立和维持恰当的波动控制机制以管理市场波动，维护金融工具交易的有序进行。

(二) 波动控制机制

1. 理解适用的市场结构

在分析波动控制机制时，理解他们所要运行的市场结构十分重要。

不同管理过度波动的路径反映了市场结构和监管机构及交易所所需的灵活程度不同。因此，并不存在适应所有资产类别和司法辖区的波动控制机制。在设计和运行保护价格发现机制和避免破坏交易秩序的机制时，流动性或产品类型不同使量身定制十分必要。例如，由于波动情况差异明显，针对大盘股的方法应当与小盘股的方法做出区别。

有些人提出，自动波动控制机制优于人工波动控制机制。之所以会有这样的观点，是因为他们认为，相比人工波动控制机制，自动波动控制机制能够针对无序的市场和混乱的交易进行更透明和公平的应对。大多数交易所得益于高度自动化，尤其是完全自动化和提供连续交易。然而，人工干预在特定情况下还是十分必要，如规模较小或者没有采取连续竞价的非自动化市场。交易所应该考虑其市场的特定条件和结构来设置恰当的波动控制机制。

此外，尽管大多数交易所都采用了某种形式的波动控制机制，但波动控制机制并不一定适合交易量较低的交易场所。在这种情况下，异常波动可通过其他途径加以解决，包括依靠专家或者做市商在订单输入或者执行前调节价格波动。

总之，在设计市场波动机制时，将交易所的规模和结构以及金融产品的类型等因素考虑其中十分必要。

2. 交易所采取的波动控制机制的类型

采用波动控制机制的交易所通常采用以下任意一种或者两种类型：

(1) 价格幅度 (price banding)：执行或者输入的订单只能在规定的价格幅度之内。有些国家或地区的交易所设定较宽的价格幅度来解决潜在的异常波动事件，但其他一些交易所则设定较窄的价格幅度并

密切观测是否应在特定情况下放宽限制。在有的国家或地区,如果在特定的期间内,没有合适的价格幅度内的订单,该价格幅度将会自动或者按照特定规则进行调整。调整后,交易和订单输入将会在新的价格幅度内进行。在其他国家或地区,如果在特定价格幅度内没有接收到订单,交易将会停止或者暂停。

(2)交易暂停(trading halts):在单一股票熔断的情况下,一旦订单交易价格超过预先设定的阈值,特定金融工具将会在一段时间内被暂停交易,暂停时间最高可达数分钟。在交易暂停期间,订单簿通常继续接受订单输入、修改和取消。如果初始交易暂停无法达到预期效果,交易场所将会决定延长交易暂停时间或者启动新的交易暂停措施。全市场熔断以全市场范围的价格波动(通常以指数进行衡量)而非特定金融产品的价格波动作为参考。当指数波动超过预定的阈值,该交易场所或者该国家或地区的全部证券将暂停交易。一般而言,暂停交易的时间是预先设定的,并且取决于交易暂停何时发生,以及当天是否剩余足够的时间在不损害市场完整、公平和效率的情况下重新进行交易。

当触发波动控制机制导致交易暂停时,停止的时间长度以及停止后交易恢复的方式是重要的设计考虑因素。

波动控制机制通常在连续交易期间实施,但有些国家或地区也会在集合竞价阶段实施。在这种情况下,当价格超过预定的阈值,集合竞价将会被推迟。

多数波动控制机制依赖于动态、静态或者二者相结合的参考价格。

(1)静态参考价格(static reference prices)。静态参考价格通常在一段时间内,一般是一个交易日内保持不变。他们通常是依据特定金融产品或指数的开盘价或收盘价设定。静态参考价格通常比动态参考价格幅度更宽。与动态措施相比,静态参考价格一般用于解决长期的波动事件。

(2)动态参考价格(dynamic reference prices)。动态参考价格通常在连续的基础上进行计算得出。计算方法变化多样,既可能以特定证券或指数的现有报价或最后交易价格作为参考,也可能将前期发生的交易活动纳入考量。动态参考价格通常比静态参考价格的设定更为严格,以便于解决短期内发生的波动事件,如极端快速流动性需求导致的波动。

3. 波动控制机制的标准

设计波动控制机制,参考价格的标准或者阈值十分重要,以下因素应当被纳入考量:

- (1) 金融工具或者基础资产的性质;
- (2) 特定金融工具或者资产种类的流动性或者波动情况;
- (3) 金融工具的价格。

上述因素帮助确保波动控制机制的适用范围不至过宽或者对特定金融工具正常的市场波动作出反应。在确定波动控制机制时,极少有国家或地区采用统一的标准。

在一些案例中,波动控制机制仅适用于流动性良好的金融工具。在其他案例中,所有的金融工具均被波动控制机制所覆盖,流动性在标准设定时被考虑其中。流动性较差的金融工具一般适用更宽泛的标准。

在确定波动控制机制阈值时,金融工具的价格或者价值,无论是绝对值还是百分比都会被纳入考虑。例如,有些交易场所基于价值对金融产品进行分类,对不同的类别的金融产品适用不同的标准。^[26]

考虑最小价格变动同样十分重要。从绝对意义上讲,低价金融产品的变动比高价金融产品的变动更显著。换句话说,当以价格涨跌百分比反映阈值价格波动时,低价金融工具通常需要更高的百分比价格变动来触发波动率控制机制。

很多情况下,衍生品的交易场所建立的异常波动控制机制阈值具有明显不同。一般来说,他们会运用模型去确定恰当的标准,而这些模型一般会考虑基础产品的价格。在衍生品的模型价格与基础产品价格一致时,订单将会被允许输入和执行。当衍生品价格与基础产品的理论价格不一致时,交易将会中断。

由于波动控制机制的效果高度依赖所使用的阈值,国际证监会组织相信,为确保控制机制能够在必要时发挥作用,不影响金融工具的正常

[26] 例如,ASIC 要求某些证券市场(例如,澳大利亚证券交易所和 Chi - X Australia)应用自动订单阈值来拒绝与参考价格相距一定距离的订单。价格区间取决于证券的价值。同样,IIROC 要求所有加拿大市场都采用市场门槛,拒绝任何执行后的超过计算的参考价格一定比例的订单。该百分比从 10% 到 300%,并基于证券的交易价格而产生。

波动,交易场所运用相关因素合理确定阈值标准十分重要。

建议二:波动控制机制的标准。

交易场所应当确保恰当确定波动控制机制的标准。为此,交易场所可以考虑以下非穷尽的要素清单:

- (1) 金融产品或者底层资产的性质,如证券、ETF、衍生品等。
- (2) 金融产品的流动性或交易概况。
- (3) 金融产品或者底层资产的波动概况。
- (4) 相关金融产品或者市场已经建立的波动控制机制。
- (5) 金融产品的价格。

4. 波动控制机制的管理

波动控制机制需要定期监控,确保他们能够按照预期发挥作用。

(1) 波动控制机制的初始测试

按照惯例,波动控制机制应当在使用前进行测试,以确保其按照预期发挥作用(例如,功能测试是为了测试功能性需求的一致性)。在实施前,交易场所可以和其他市场参与人一起进行测试,确保该机制与交易场所相契合。

(2) 波动控制机制的监控

国际证监会组织相信,定期监控波动控制机制对于确保其有效运行十分必要。交易场所可以通过以下方式实施监控:

- ①对波动控制机制进行定期评估。
- ②确保波动控制机制适应市场变化。
- ③根据授权调整波动控制机制。

一些交易场所对波动控制机制进行定期评估(如季度评估、半年度评估、年度评估等),但也有交易所没有设定明确的评估时间,但对波动控制机制进行持续或者专门的评估(如根据市场参与者的需要等)。

评估所依据的信息通常包括按照现行阈值拒绝订单的数量、前期取消交易申请、触发实践的数量和性质、市场参与者的反馈、其他市场的针对同样产品的做法等。诸如公司行为、流动性变化等针对金融产品的信息也被作为评估的因素。

有些交易场所设置了较宽的价格带或阈值来解决所有潜在的极端波动情况。在此情况下,一般不会针对特定的异常波动事件暂停或者调整波动控制机制,价格幅度或标准将一直得到适用。这些国家或地区相信,通过提供有关如何处理订单的确定性,一致且可靠的方法可在波动性事件期间增加投资者对市场的参与。

有些交易场所设置了更窄的价格幅度或者标准,但有权根据规则临时调整或者暂停波动控制机制。是否对波动控制机制进行调整要基于现实因素进行个案判断,考虑自动触发阈值是否能够维护市场的完整和交易的秩序。^[27] 举例来说,所涉及的因素包括在暂停交易一段时间后重新恢复交易、地缘政治因素等。^[28]

不管采取何种路径,国际证监会组织相信,定期评估波动控制机制十分必要,应对包括适用的阈值(如果法律授权或根据交易场所的规则手册)在内的机制进行定期调整,确保控制机制能够有效发挥作用,并且不对正常的价格发现过程进行干扰。

建议三:波动控制机制的监控。

交易场所应当定期监控波动控制机制,确保其能够有效发挥作用,并确认在目前的环境中是否需要调整控制机制。

四、波动控制机制的监管以及向监管机构提供信息

在二级市场委员会成员国内,对波动控制机制的监管主要有三种方法。

一是一些国家或地区的监管机构强制规定交易场所必须公平、有序运作,^[29]但并不特别要求交易场所采用波动控制机制。为履行其维护

[27] 例如,在加拿大,IIROC 可能会在通知中临时扩大特定证券的价格阈值,以应对波动幅度可能被视为“正常”交易活动的特殊事件。

[28] 2016年11月8日,在美国总统大选之前,IIROC 扩大了适用于其单股熔断计划的价格门槛,以适应潜在的波动性增加(IIROC 公告 16-0256-2016年11月8日)。

[29] 确切的语言因司法辖区而异。

市场公平有序运行的义务,这些交易场所实际上也在不同程度上建立了极端波动控制的规则或机制。^[30] 因此,交易场所可能在其规则中设置相关规定,例如触发的阈值,交易暂停的持续时间或暂停后确定开盘价的方式。^[31]

二是一些交易场所被特别要求使用波动控制机制,但在决定使用何种方法时具有自由裁量权,以决定使这些机制运作的方法^[32]的具体程度。例如,在欧盟,MiFID II 制度包含详细的条款和指导方针,^[33] 而其他国家或地区则为交易场所提供了更大的灵活性,以确定适当的波动控制机制。^[34]

三是一些监管机构对波动控制机制采取更直接的规定,并就这些机制如何运作提出了详细要求。^[35] 例如,加拿大投资行业监管机构(IIROC)规则规定了交易场所可能发生成交的价格阈值以及其他波动控制措施,如突破价格阈值造成的交易暂停的期限。澳大利亚证券和投资委员会(ASIC)同样提供了“极端交易区间阈值”,并设定了波动暂停的持续时间。

关于实施波动控制机制的这三种方法,在一些成员国中,监管机构有直接的法定权力来设定具体机制和阈值。^[36] 在其他情况下,交易场所在某种方式的监管要求之下设定价格阈值(例如,要求将价格阈值通知监管机构,与监管机构协商或在监管机构监督下设定价格阈值,或经过监管机构的直接批准)。^[37] 在大多数国家或地区,交易场所经过监管机构的批准设置阈值。^[38]

监管机构通常要求交易场所保存账簿和记录。交易场所通常保存其

[30] 见附录 A。

[31] 见附录 A。

[32] 见附录 A。

[33] 见附录 A。

[34] 例如,日本金融服务局允许交易场所设计其波动控制机制,然后由监管部门批准。

[35] 这些司法辖区包括加拿大、澳大利亚、俄罗斯和印度。

[36] 见附录 A。

[37] 见附录 A。

[38] 这些辖区包括澳大利亚、巴西、加拿大、中国、迪拜、中国香港地区、日本(包括 METI 和 JFSA)、韩国、马来西亚、墨西哥、沙特阿拉伯和美国(CFTC 和 SEC)。

规则、政策和程序以及与操作、触发和监控异常波动控制机制相关的记录。国际证监会组织认为,从治理和监管的角度来看,保持相关记录以促进有关监管机构和交易场所对这些机制的有效监督、使用和管理非常重要。

建议四:监管当局监测波动控制机制框架所需的资料。

监管机构应该考虑他们需要哪些信息来有效监督其管辖范围内的波动控制机制整体框架,并确保交易场所保持相关记录。

几乎所有的监管机构都可以获得关于波动控制机制的具体触发信息,并且可以通过以下一种或多种方式获取这些信息:

1. 通过内部、第三方或公共信息渠道提供信息。许多监管机构通过内部、第三方或公共信息渠道实时获取有关触发波动控制机制的信息。^[39]

2. 在某些情况下通过交易场所的直接通知。无论是与触发波动控制机制还是定期报告义务相关,其他监管机构可以通过受监管交易场所的交易报告收到信息。^[40] 报告义务可以基于基础产品、异常波动情况,和/或交易场所的自由裁量、紧急行动。^[41]

3. 应监管机构的要求。有些监管机构可能会在触发波动控制机制实时或事后要求交易场所和其他相关利益相关方(例如,发行人或法定自律监管机构)提供信息。^[42]

为了确保监管机构能够履行监管其管辖范围内波动控制机制框架整体有效性的责任,国际证监会组织认为交易场所应向监管机构提供有关其使用异常波动控制机制的信息。

建议五:关于向监管机构报告启动波动控制机制的信息。

交易场所应根据监管机构的要求提供有关执行任何波动控制机制的信息。

[39] 见附录 A。

[40] 见附录 A。

[41] 见附录 A。

[42] 见附录 A。

五、向市场参与者和公众告知信息

国际证监会组织认为,应该让市场参与者以及在适当情况下让公众掌握有关特定交易场所的波动控制机制类型的信息,以及该机制如何会触发。

对于市场参与者而言,关于交易暂停的以下信息可能非常重要:

1. 如何触发交易暂停;
2. 交易暂停的类型;
3. 被触发的交易阶段;
4. 暂停的延期和暂停的结束。

虽然交易场所通常向监管当局报告特定的阈值并披露管理其异常波动控制机制的一般政策和安排,但触发波动控制机制的具体阈值可能不会公开披露。这可能有助于防止对波动控制机制的潜在滥用和博弈,如故意触发波动控制机制(如当市场朝着不利方向移动时故意触发股票停盘)。然而,即使在这种情况下,交易场所公开提供的有关波动控制机制的阈值以及如何对其进行调整的一般描述对于市场参与者来说也十分必要。

交易场所通常会向监管机构、市场参与者或整个市场提供关于波动控制机制的规则、政策和程序的信息。在大多数情况下,交易场所还会在触发波动控制机制时公布各种信息,如交易暂停类型、触发暂停的交易阶段、暂停的延期以及交易恢复。

关于波动率控制机制和阈值的信息:

大多数监管机构要求交易场所公开他们所使用的波动控制机制的信息,尽管这些要求的规定程度以及交易场所的裁量权并不完全相同。

根据具体的法律规定,许多监管机构特别要求交易场所公布波动控制机制的有关规则。^[43] 其他监管机构则概括要求交易场所应确保市场有序、透明和公平。据此,交易场所应向市场公开重要信息,其中就包括

[43] 见附录 A。

有关波动控制机制的信息。^[44]

在实践中,相当数量的交易场所都规定了波动控制机制规则、政策和程序,并通常经过监管当局批准或审查。这些规则、政策和程序以及对它们的任何更改通常都可以在交易场所的网站上找到。

波动控制机制发生变化时,交易场所通常会在执行前或执行时通知市场参与者,以便交易场所成员可以熟悉这些机制的新特征或经过修改的特征。^[45]

因此,在大多数情况下,交易场所使用的波动控制机制的一般设计都向监管机构和公众披露。然而,就具体的参考价格或使用的阈值而言,一些交易场所披露了具体阈值,^[46]而其他交易场所则没有。^[47]如上所述,一些交易场所不愿意披露对市场参与者或公众使用的具体阈值,以防止波动控制机制的可能滥用和博弈。

国际证监会组织认为,让市场参与者以及在特定情况下让公众充分了解交易场所使用的波动控制机制是非常重要的。此类信息披露使市场参与者能够理解波动控制机制的一般性质和操作,并对促进和维护公平、有序的市场很重要。

建议六:向市场参与者和公众告知异常波动控制机制的信息。

交易场所应向市场参与者—在适当情况下向社会公众—传达充足的信息,使其了解所使用的波动控制机制的性质和运作情况。

一些交易场所需要通知市场参与者和公众何时触发波动控制机制并提供具体的附加信息,例如,交易暂停的类型、触发的交易阶段以及暂

[44] CNBV (Mexico), Capital Market Authority (Saudi Arabia), MAS (Singapore).

[45] 例如,Sibex(罗马尼亚)和 Euronext(NE)(Sibex 指出,它至少在生效 24 小时之前在其网页上发布更改)。

[46] 例如,加拿大多伦多证券交易所报告说,MWCB 门槛机制和阈值限制已详细描述并公布在其网站上;然而,某些其他类型(未指定)的阈值限制未公开披露。美国的交易场所报告说,MWCB 和 LULD 阈值已公开披露。

[47] 例如,中东的交易场所[Tadawul(沙特阿拉伯)]报告说,它只披露其波动性控制机制的波动限制;亚洲交易平台[CLTX(新加坡)]报告称,只有与管理波动性机制有关的政策才会公开披露;北美的一个交易场所[多伦多证券交易所(加拿大)]也报告说,触发 VCM 的具体阈值并未公开披露。

停的延期和结束。^[48]

通知市场参与者何时触发波动控制机制的交易场所通常通过平台的消息传递系统或市场数据馈送的实时自动警报或消息来实现。^[49] 交易场所倾向于告知参与者何时该机制被触发,以及何时恢复正常交易。如果个别参与者的订单由于波动控制机制而被拒绝,一些交易场所也会立即通知该参与者。^[50]

交易场所可能向受影响的市场参与者和公众提供不同的信息。大多数交易场所表示,他们在引发波动控制机制时直接通知市场参与者,但许多交易场所表示他们也通知公众。有些交易所指出,他们只在发生全市场范围的异常波动控制机制时告知公众,其他类型的停牌则不一定,如某一只股票的熔断。^[51] 一些交易场所报告说,他们只在整个市场范围内的熔断被触发时通知公众,同时信息会被立即发布在他们的网站上。^[52] 其他交易场所回应称,他们在通知市场参与者(通常是自动的和实时的)之后的一段时间内通知公众。^[53]

除了确定应该交流什么信息之外,还应该考虑使用的沟通渠道。这些可能包括公共(如网站或社交媒体)或私人渠道(如提供给市场参与者的数据)。

在异常波动事件中,国际证监会组织认为,市场参与者和公众(如果适当的话)应该有足够的关于触发波动控制机制的信息。具体来说,市

[48] 美国(SEC),根据 MiFID II 和 ESMA 指南的欧盟司法管辖区; SC(马来西亚); FSC - FSS(韩国)。根据 ESMA 关于 MiFID II 交易暂停的最终指导方针,欧盟成员国管辖区内的交易场所将被要求立即通过常规手段公开交易暂停前和暂停后信息,交易暂停类型,它被触发的交易阶段,暂停的延长和结束。在美国,有关交易暂停的信息通过美国合并订单实时传达给公众。

[49] 例如,LSE(英国)、CME(美国)、BME(西班牙)。

[50] 例如,ISE(爱尔兰)、NXCL(加拿大)。

[51] 例如,加拿大的一个交易场所报告称,其网站上会发布信息通知公众发生全市场暂停,但会通知市场参与者“谁是直接从(交易场所)或通过第三方接通或接收信息”更广泛的事件,即但凡发生波动性竞价,单一股票停牌或全市场停市。

[52] KRX(韩国)。

[53] 例如,南非的一个交易场所[4X(南非)]指出,当一个 VCM 被触发时,所有数据都会自动发布给该平台的授权用户,然后这些数据将在 15 分钟内提供给该场所的公共信息门户网站供任何人访问。

场参与者应该知道该事件,并有机会增加或减少流动性,在市场恢复时调整订单,这将有助于恢复市场正常状态。

建议七:在机制被触发时向市场参与者和公众公开信息。

交易场所应向市场参与者和公众(如果适当的话)提供有关触发波动控制机制的信息。向市场参与者提供信息应当及时。

六、交易场所之间的沟通

当波动控制机制被触发时,交易场所之间的沟通非常重要。如果在同一国家或地区内的多个交易场所交易相同的工具,这种沟通尤其必要。^[54] 然而,如果金融工具交易集中在单一交易场所,^[55] 那么沟通就不太必要。如果相关工具在不同的交易场所进行交易,沟通也很重要。例如,大多数衍生工具与其基础金融工具在不同的交易场所分开交易。

许多国家或地区已经按照监管要求实施了各种沟通方式,或者在交易场所层面解决了这些问题。在研究各种方法时,值得注意的是:

1. 如果一个国家或地区有多个交易场所交易相同或相关的工具,交易场所之间的沟通要求和一套共同的规则或要求是有必要的。如果在一个交易场所停止某个金融工具交易,一些国家或地区将停止该金融工具的所有交易,^[56] 而另一些国家或地区允许该金融工具在其他交易场所或柜台继续交易。^[57]

[54] 在很多情况下,交易所的数量非常重要,例如在英国,其中包括超过 70 个 MTF 和 7 个提供各种执行选项的受监管市场。在美国,交易分散在许多高度自动化的交易中心,包括注册交易所,ATS 和经纪商。在加拿大,证券在多个注册交易所和 ATS 进行交易。

[55] 例如,在中国香港地区,所有证券都在一个交易场所进行交易,所有期货和期权合约都在一个交易场所进行交易。同样在韩国,韩国交易所(KRX)是唯一指定的交易场所。

[56] 这些辖区包括:美国—SEC、澳大利亚、马来西亚、墨西哥、加拿大。

[57] 这些司法辖区包括:美国—CFRC、MiFID 辖区、中国香港地区、韩国、日本—FSA、迪拜、俄罗斯。

2. 如果监管部门对波动控制机制设定了详细要求(如描述确定暂停交易的阈值的程序或确定暂停交易的持续时间),应考虑跨交易场所的一致性问题的。^[58]

3. 在对波动控制机制有更一般要求的国家或地区,交易场所通常需要在建立异常波动控制机制时进行合作,或者与交易相同或相关工具(包括相关衍生工具)的国外或国内交易场所签订信息共享协议、谅解备忘录或其他协议,以协调各自的波动控制机制。

即使在没有监管要求的情况下,一些交易场所也与其他交易相同或相关金融工具的外国场所建立了沟通。这种沟通可以通过正式的双边协议^[59]或更加非正式地建立,例如交易场所可以在交易相同或相关金融工具的跨境场所制定相关联系人名单。世界交易所联合会等组织也能够通过其成员可以使用的联系名单来促进这种非正式交流。一些组织如 Intermarket Surveillance Group 等也可能是有用的论坛,以促进该机制操作的信息交流,以及讨论诸如通过操作特定算法触发波动控制机制的重复出现的模式等问题。沟通可能是被动的,如交易场所接收来自相关辖区的实时数据馈送;也可能是主动的,例如交易场所直接与其他交易场所沟通。

沟通需求和方法的主要考虑因素之一是波动事件是否会影响其他国家或地区的交易场所。^[60]此外,沟通的需要可能取决于波动事件的性质,例如,它是否涉及单一股票或是整个市场暂停。整个市场暂停,特别是如果在整个市场触发,可能会影响其他国家或地区的交易场所。另一个考虑因素是其他国家或地区的场所是否交易相同或相关的工具,例如期货或 ETF。此外,沟通的信息可能对其他场所分析自己的市场行为有用。

最后,共享历史信息(例如,触发波动控制机制的数据)可以有助于

[58] 例如,在澳大利亚、加拿大、俄罗斯、沙特阿拉伯、美国等地建立了更详细的要求。

[59] 例如,巴西和 CME 集团(芝加哥商品交易所)在衍生产品部门中持有有一个名为交叉上市的协议,该协议要求一个交易所在交叉挂牌交易的情况下遇到市场暂停等情形立即与另一个交易所通信。正式知情交换应取决于所采用的程序,但这不是一项强制性义务。

[60] 参见介绍这些事件的例子。

分析可能导致异常波动的市场事件或特定交易活动。这些信息可以帮助于评估异常波动控制机制的影响和有效性。

国际证监会组织认为,在交易场所进行的沟通可以成为有效应对异常波动事件或事后评估其有效性的重要组成部分,并应在适当时予以考虑。

建议八:交易场所之间的沟通。

如果相同或相关工具在同一辖区内的多个交易场所进行交易,交易场所应在引发异常波动控制机制时进行适当沟通。如果相同或相关的工具在不同的国家或地区进行交易并且触发波动控制机制,沟通可能是适当的。

七、结论

正如本报告所讨论,实施波动控制机制的重要性得到了全球交易所和监管机构的认可。国际证监会组织认为,这些机制支持确保市场“公平、高效和透明”的目标。因此,国际证监会提出以下八条建议:

1. 交易场所应当设置恰当的波动控制机制,在交易时间建立和维持恰当的波动控制机制以管理市场波动,维护金融工具交易的有序进行。

2. 交易场所应当确保恰当确定波动控制机制的标准。为此,交易场所可以考虑以下几个方面因素:

- (1) 金融产品或者底层资产的性质,如证券、ETF、衍生品等;
- (2) 金融产品的交易情况或者流动性;
- (3) 金融产品或者底层资产的波动情况;
- (4) 相关金融产品或者市场已经建立的波动控制机制;
- (5) 金融产品的价格。

3. 交易场所应当定期评估波动控制机制,确保其能够有效发挥作用,并确认在目前的环境中是否需要调整控制机制。

4. 监管机构应该考虑他们需要哪些信息来有效监督其管辖范围内的波动控制机制整体框架,并确保交易场所保持相关记录。

5. 交易场所应根据监管机构的要求提供有关执行任何波动控制机制的信息。

6. 交易场所应向市场参与者——并在适当情况下向公众——传达充足的信息,使其了解所使用的波动控制机制的性质和运作。

7. 交易场所应及时向市场参与者和公众(如果适当的话)提供有关触发波动控制机制的信息。

8. 如果相同或相关工具在同一辖区内的多个交易场所进行交易,交易场所应在引发波动控制机制时进行适当沟通。如果相同或相关的金融工具在不同的国家或地区进行交易并且触发机制,沟通可能是适当的。

(编辑:高佳敏)

附表 A

脚注 23	在评论中模拟并导致更改的重大事件示例	<p>美国证券交易委员会针对闪崩采取了多项措施。例如,SEC 批准了限价上限和下限计划并更新了全市场熔断规则。此外,证监会批准修改明显错误的执行规则并删除存根引用。美国证券交易委员会监测和评估极端波动事件以及解决这些事件的机制。</p> <ul style="list-style-type: none"> • 2010 年 5 月的“闪崩”导致韩国证券交易所在 2014 年审查其熔断机制并引入新的动态波动干预机制,同时辅以 2015 年的静态阈值和 2016 年的追杀机制。 • 2016 年发生事件后,泛欧交易所已做出调整以收紧其静态阈值水平。 • 2016 年 6 月 24 日,由于英国脱欧导致大量单笔交易暂停,受监管市场(Bolsa de Madrid)的市场运营商将所有股票的静态范围扩大至 25%,并通知监管机构此次变更。西班牙也进行了几项研究,证明熔断解决波动的有效性。
脚注 29	管辖法域强制规定交易场所必须运作公平和有序的市场,但没有具体要求交易场所采用波动控制机制	<p>中国香港地区、马来西亚、土耳其、墨西哥、美国、日本、迪拜、中国和沙特阿拉伯。例如,香港证券及期货条例(SFO)就其交易场地进行了高水平的监管规定,包括法定责任以确保公平,知情和有秩序的市场。交易场所需要确保与其业务和运营相关的风险得到审慎管理,然而,证券及期货条例并无规定特别要求交易所应用机制来管理市场波动。墨西哥的《安全市场法》要求其辖区内的交易场所发布内部监管规定,确保监督活动有序进行和正确的价格形成,并有确保市场完整性的机制。</p>
脚注 30	交易场所在其规则中有规定的触发的阈值,交易暂停的持续时间或中断后确定开盘价的方式	<p>例如,在美国,包括美国证券交易所和 FINRA 在内的美国自律组织(SROs)已经制定并实施了一项解决极端市场波动的国家市场体系计划(也被称为限价上限和下限计划或 LULD 计划)。LULD 计划包含具体的规定,例如,如何计算单个股票的参考价格和价格波段,如何宣布交易暂停,交易暂停的时长,向公众公布交易暂停的信息,以及交易暂停后如何恢复交易。</p>

续表

脚注 31	特定法域的交易场所被特别要求使用波动控制机制,但在确定精确的方法时有裁量权	意大利、罗马尼亚、爱尔兰、荷兰、德国、西班牙、法国、英国(统称“MiFID 司法辖区”)、南非、韩国和巴西。例如,南非的法律要求交易场所具有管理波动性和维持市场有序交易的机制,但并不具体规定交易场所必须使用的具体机制的程度,也不具体规定适用的金融工具的范围。MiFID II 要求交易场所能够在短期内在该市场或相关市场的金融工具出现重大价格变动时暂时停止或限制交易。
脚注 32	MiFID II 准则	MiFID II 准则要求交易场所根据考虑金融工具性质,流动性和波动性概况以及交易场地交易模式和规则的方法来校准其波动阈值。这些指导方针还要求交易场所建立系统以确保他们通知主管部门,以便当局能够协调全市范围内的反应行动,并确定是否适宜停止该金融工具在其他交易场所的交易。这些指导方针还规定,交易场所的熔断机制应使用静态和动态参考价格,除非交易场所能向其监管者证明只有静态或动态参考价格已经能充分测量波动率。这些新指南于 2018 年 1 月 3 日生效。
脚注 35	在少数几个成员国,监管机构有直接的法定权力来设定某些机制和阈值	这些管辖范围包括:澳大利亚[ASIC 在其市场完整性规则(MIR)中确定极端交易区间阈值,但在制定或修改 MIR 之前需要咨询]、加拿大(IIROC 在公众咨询过程之后为全市熔断,单股熔断以及市场门槛设定阈值)、印度(SEBI 规定了市场熔断的阈值)和俄罗斯(规定了熔断的详细要求)。然而,在这四个管辖区域中,监管机构是否对所有波动机制和阈值拥有唯一的权力:在澳大利亚,市场运营商可以在 ASIC 的通知和监督下设置异常订单阈值;在加拿大,经证券委员会批准,交易场所可能会设定比监管机构设定的限制更严格的阈值;在印度,交易场所和监管机构每周举行一次监督会议,讨论市场安全和诚信问题;而在俄罗斯,交易所可能会制定其他机制或设定更严格的限制和门槛,并获得监管部门的批准。
脚注 36	在某种监管下交易所设置阈值的例子	司法辖区包括印度、MiFID II 辖区、南非和土耳其。在欧盟,MiFID II(从 2018 年 1 月开始)将要求场所以一致和可比较的方式向交易主管部门报告停止交易的阈值和阈值任何重大更改,主管部门应将其报告给 ESMA。ESMA 为相关国家主管部门和辖区内的交易所建立了一个通用报告模板,以描述现有机制的细节。

续表

脚注 38	通过内部,公共或第三方信息渠道实时获取有关自动波动控制机制触发信息的监管机构	一些监管机构报告称,他们可以通过市场反馈数据实时获取相关信息[美国证券交易委员会(SEC),证券委员会(SC)(马来西亚),新加坡金融管理局(MAS),期货事务监察委员会(证监会)(中国香港地区)和金融服务局(FSA)(日本)]。一个监管机构可以通过基于订阅的市场数据反馈从指定的合约市场获得一般交易数据(传统的期货交易所或DCM)[美国商品期货交易委员会(CFTC)]。其他人报告说,他们可以通过市场数据反馈和/或内部市场监督工作[墨西哥国家银行和中国投资委员会(CNBV)(墨西哥),ASIC(澳大利亚)和IIROC(加拿大)]。
脚注 39	可以通过受监管交易场所的交易报告接收信息的监管机构,无论是与触发波动性控制机制还是依据定期报告义务进行的报告	CFTC 要求 DCM 和其他报告市场提交每日交易和支持数据报告,如果有要求,可能会包括有关使用特定波动控制机制的信息以及机制触发前后的相关交易数据。对于期货交易,ASIC 每天还会收到 T + 1 的监控数据。MAS 还要求交易场所指数熔断触发后的 14 天内提交报告,说明发生时采取的补救措施以及交易所采取或打算采取的后续行动。
脚注 40		在欧盟,MiFID II 规定,如果在该金融工具的流动性方面具有实质意义的交易场所停止交易,该交易场地应当具有必要的系统和程序,以确保其通知主管当局,以便他们协调全市范围内的反应,并确定是否适宜在交易金融工具的其他场所停止交易,直到在原始市场上恢复交易。因此,对于 MiFID II 交易场所,只要流动性重要的交易场所停止交易,就需要通知有关当局。(SC)(马来西亚)在指数熔断触发时施加通知要求。如果交易所行使酌情决定权停止交易,迪拜金融服务管理局(DFSA)和 MAS 等其他部门会强制要求通知。其他如 CFTC 要求 DCM 通知是否采取紧急措施,其中可能包括暂停或缩减合同中的所有交易。

续表

<p>脚注 41</p>	<p>监管当局要求交易场地和其他相关利益相关方(如发行人或 SROs)在波动控制机制被触发时提供信息,无论是实时还是事后</p>	<p>例如,美国证券交易委员会报告说,在全市场范围的事件中,它与 SROs 保持沟通,并根据具体情况在波动事件后要求相关 SRO 提供更多信息。例如,金融服务委员会(FSC)和金融监督服务机构(FSS,以及 FSC - FSS)(韩国)和南非金融服务局(FSB)各自也都指出,经要求,他们可以从所有受监管的交易场所获取有关触发波动暂停的信息。金融管理局报告说,它希望尽快得到通知,而且通常采取电话更新的形式,以便金融管理局尽可能接近实时信息。Autorité des marchés financiers(AMF)(法国)指出,在特定情况下,交易场所已经形成一定的程序与监管机构沟通,例如,在蓝筹证券发生较大价格波动或其他流动证券发生其他非典型情况时。在这种情况下,交易场所通过电话联系 AMF,然后通过电子邮件通知监管机构何时触发机制。AMF 也可能联系相关金融工具的发行人,以验证导致波动控制机制触发的信息。</p>
<p>脚注 42</p>	<p>监管机构根据特定法律特别要求公布交易场所关于波动性控制机制的规则</p>	<p>在美国股票市场上,波动控制机制(“限价上限和下限计划”和 MWCB 规则)及其任何修正案,均在 SRO 网站上发布,并且任何修订均会通知公众并受到其评论,最后经证券交易委员会批准。此外,与交易暂停有关的规则在 SROs 的网站上公布,任何修改都将通知公众并受到其评论。AMF 魁北克,IIROC 和 OSC 同样报告称,首先公布关于波动控制机制的详细信息以征询公众意见,随后作为 IIROC 网站的最终指南发布。IIROC 指南还规定,每个交易场所必须公开详细说明其用于实施市场阈值的机制,其中包括触发市场阈值的订单将如何由该交易场所处理的具体示例。ASIC 还提出了相对较为详细的要求:相关要求在 ASIC 网站上公布,交易场所必须在其个人网站上公布其操作规则,政策和程序。进一步要求交易场所在其采用之前公开提供异常订单阈值的信息,包括每次阈值更改时都要公开,并且必须具有透明的取消策略。根据 CFTC 基于原则的框架,DCM 根据要求公开提供关于“执行交易的规则,规定和机制[……]以及描述合同市场的电子匹配平台或交易执行设施的运作”,以及 DCM 必须“确保当局,市场参与者和公众获取所有与[……]交易和产品规则有关的重要信息或其他更改之前由 DCM 披露的信息”。</p>

附录 B

收到的意见摘要
交易场所异常波动管理和交易秩序维护机制

意见来自：

- 贝莱德(BR)
- 芝加哥期权交易所(CBOE)
- 芝加哥商品交易所(CME)
- 德意志交易所集团(DB)
- 泛欧交易所(EU)
- 美国期货业协会(FIA)
- 丹麦金融监管局(DFSA)
- 美国洲际交易所(ICE)
- 纳斯达克(Nasdaq)
- 英国 NEX 交易所集团(NEX)
- 世界交易所联合会(WFE)

	收到的意见摘要	国际证监会组织对意见的回复
建议 1: 交易场所应当设置恰当的波动控制机制。交易场所应当在交易时间建立和维持恰当的波动控制机制以管理市场波动,维护金融工具交易的有序进行。	(BR) 单一的安全控制和市场范围的控制应该相互补充。	报告指出,波动控制机制应该只是整体市场弹性框架的一个组成部分。建议 1 涉及“恰当的”波动控制。
	(BR) 交易停止后恢复交易需要考虑波动控制触发因素的计算。只有当失衡得到缓解且市场价格代表均衡水平时,才能恢复交易。	我们同意,在触发波动控制机制导致交易停止后如何恢复交易是一个重要的考虑因素。我们在报告中添加了语言以阐明。

续表

	收到的意见摘要	国际证监会组织对意见的回复
	(FIA)不认为衍生品价格发现应与通过使用理论或公允价值计算的基础工具挂钩。在衍生品可以 24 小时交易的情况下,脱钩是一个重要的考虑因素。	该报告仅将衍生品价格与基础产品价格的关联作为一个例子。我们同意这可能不适用于所有司法辖区或交易场所。
	(FIA)认为控制应该是自动化的,但交易场所仍然可以在恰当时人工干预。	报告的重点是自动波动控制,但承认在某些情况下人工干预可能是恰当的。
	(FIA)不应该采用“一刀切”的方法来确定波动机制的标准。	该报告承认,很少有司法辖区采用“一刀切”的方法,鉴于不同类型的市场结构和模型,我们对此普遍认同。此外,建议 3 建议交易场所应定期监测波动控制机制,以确保它们继续按预期工作。这将支持交易场所发展和实施最佳实践,以实现预期的结果。
	(DFSA)不应孤立地看待控制机制,还应考虑其他可用工具。	报告指出,波动控制机制应该只是整体市场弹性框架的一个组成部分。建议 1 涉及“恰当的”波动控制。我们认为该建议支持此意见。
	(ICE)强烈建议交易场所有足够的灵活性来设计其波动控制机制。	建议 1 并不排除交易场所所在设计其波动控制机制时具有恰当的灵活性。
	(NEX)债券市场的波动控制将扭曲市场效率,削弱流动性,扰乱参考利率,并可能放大波动或市场压力。	报告的覆盖范围没有扩展到固定收益。我们在报告中阐明了这一点。

续表

	收到的意见摘要	国际证监会组织对意见的回复
	(WFE)认为在经过仔细分析干预措施的成本和效益后,机制才能最有效,并根据目标定期审查效率。交易场所应保留实施波动控制的自由裁量权。	成本、效益、效果和效率,是设计、校准和持续监测波动控制机制的考虑因素。建议1、2和3支持此意见。
建议2 波动控制机制的标准 交易场所应当确保恰当确定波动控制机制的标准。为此,交易场所可考虑以下非穷尽的要素清单: (a)金融产品或底层资产的性质,例如证券、ETF或衍生品。 (b)金融产品的流动性或交易概况。 (c)金融产品或底层资产的波动概况。 (d)相关金融产品或者市场已经建立的波动控制机制。 (e)金融产品的价格。	(CME)虽然波动控制应该减轻异常波动的影响,但其目的不应是防止波动,因为这会破坏市场效率。	报告确认,必须恰当确定阈值标准,以确保仅在必要时应用这些机制,并且在金融工具正常波动期间不会干预。
	(DFSA)建议阐明应如何确定波动控制机制标准的示例或指导(例如最佳实践的示例)。	由于波动控制机制在不同市场结构和模型中广泛应用,对特定方法的说明性指导是不合适的。该文件阐述了高层次的目标和原则。
建议3 波动控制机制的监控 交易场所应当定期监控波动控制机制,确保其能够有效发挥作用,并确认在目前的环境中是否需要调整。	(FIA)不认为应该根据时间表要求进行评估,应由交易场所与市场参与者及监管机构协商确定。	建议3没有具体规定具体时间表,而是应定期评估波动控制机制。

续表

	收到的意见摘要	国际证监会组织对意见的回复
<p>建议 4 监管当局监测波动控制机制框架所需的资料</p> <p>监管机构应该考虑他们需要哪些信息来有效监督其管辖范围内的波动控制机制整体框架,并确保交易场所保持相关记录。</p>	<p>(FIA)认为交易场所应该继续发展并通过思想领导实施最佳实践。不认为“一刀切”的方法是合适的。</p>	<p>该报告承认,很少有司法辖区采用“一刀切”的方法。这将支持交易场所发展和实施最佳实践,以实现预期的结果。</p>
<p>建议 5 关于向监管机构报告启动波动控制机制的信息</p> <p>交易场所应根据监管机构的要求提供有关执行任何波动控制机制的信息。</p>		
<p>建议 6 向市场参与者和公众告知异常波动控制机制的信息</p> <p>交易场所应向市场参与者,在适当情况下向公众传达充足的信息,使其了解所使用的波动控制机制的性质和运作情况。</p>	<p>(CME)市场基础设施应共享准确的信息,避免传达可能造成混淆的误导性信息。</p>	<p>我们认可交易场所所共享的信息必须是准确和有意义的。</p>
	<p>(DSFA)为避免滥用,建议对特定阈值不进行披露。</p>	<p>这种滥用是指潜在的故意触发波动控制机制来停止交易。我们在报告中增加了一个例子。</p>
<p>建议 7 在波动控制机制被触发时向市场参与者和公众公开信息</p> <p>交易场所应向市场参与者和公众(如果恰当的话)提供有关触发波动控制机制的信息,这些信息应当及时提供。</p>	<p>(FIA)虽然通过非公开渠道传达市场情况是恰当的,但通过公共网站和社交媒体提供信息也是重要的。</p>	<p>建议 7 提及提供恰当的信息,但并未建议提供渠道。我们在报告中增加了一些措辞,以包括考虑恰当的提供渠道。</p>
	<p>(WFE)公开传达关于触发波动控制机制的信息时,应避免无意中助长周期性行为。</p>	<p>当交易场所确定就其市场结构和模式而言如何传达是恰当的时候,这将是一个考虑因素。</p>

续表

	收到的意见摘要	国际证监会组织对意见的回复
<p>建议 8 交易场所之间的沟通</p> <p>如果相同或相关工具在同一辖区内的多个交易场所进行交易,交易场所应在引发异常波动控制机制时进行适当沟通。如果相同或相关的工具在不同的国家或地区进行交易并且触发波动控制机制,沟通可能是适当的。</p>	<p>(BR) 如果同一工具的交易在多个场所进行,则其机制应统一并充分公开,以便一致处理。</p>	<p>这可能是恰当的,取决于管辖权和市场结构。交易场所和监管机构可考虑在设计波动控制机制时进行协调。不过,在某些情况下,波动事件可能是局部性的,直接协调可能会干扰另一交易地点的正常交易。</p>
	<p>(DB) 不同意这一建议。争论基于成本与收益的对比,认为局部流动性失衡不会对其他交易场所产生影响。</p>	<p>建议 8 仅建议交易场所应酌情考虑进行沟通。沟通的程度可能因管辖权及市场结构和模式的差异而有所不同。</p>
	<p>(FIA) 触发因素在一个市场或管辖内可能是恰当的,而无需停止在另一个市场或管辖内的价格发现进程。</p>	<p>建议 8 并未建议将波动控制机制直接联系起来,而是在触发波动控制机制时进行恰当的沟通。</p>
	<p>(DFSA) 提出在涉及多个管辖的情况下,就监管框架提出建议。</p>	<p>报告的目的是要在国际证监会的所有管辖范围内广泛适用。实际的设置和设计考虑因素因管辖范围而异,要求在适用于不同的市场结构和模式时具有灵活性。</p>
	<p>(WFE) 沟通应该根据市场经营者的判断,而不是过于机械的规则。</p>	<p>该建议并不意味着过于机械的规则,而是指一种恰当的沟通程度。</p>
	<p>(WFE) 虽然对双重上市证券和关联证券进行协调可能是恰当的,但这一需要应视情况而定。</p>	<p>该建议提出,交易场所决定何种沟通是恰当的。在确定恰当的联系程度时,可能要考虑不同的情况。</p>

续表

	收到的意见摘要	国际证监会组织对意见的回复
其他意见	(CBOE)支持这些建议。	我们知晓这一意见。
	(CME)支持基于原则的方式,交易场所应具有管理波动控制的灵活性。	我们知晓这一意见。
	(EU)基本上遵守拟定的建议。	我们知晓这一意见。
	(Nasdaq)支持这些建议。	我们知晓这一意见。
	(WFE)基本支持这些建议。	我们知晓这一意见。