



# 國際證券市場發展動態



## 美洲地區



### 一、SEC通過禁止造市商使用無成交意向委託單，以免美股暴跌事件再現

為有效預防今（2010）年5月6日美股暴跌事件再度發生，美國證券管理委員會（Securities and Exchange Commission, SEC）陸續頒布改革措施，11月8日再通過由美國金融監管局（Financial Industry Regulatory Authority, FINRA）及各交易所建言之新造市規範，限制造市者使用無成交意向報價單（stub quotes）。

所謂無成交意向報價單，係指無實際成交意願、且報價遠遠偏離目前市價的委託單，如1美分價格的買單或10萬美元的賣出報價單。過去造市者為符合其雙向報價義務，在無實際成交意願的情形下，往往提出無成交意向報價單。5月6日的美股暴跌事件中，即因部分股票的市場報價寥寥無幾，使得急於將其脫手的投資人委託單觸動這些無成交意向報價，導致股價加速下跌，這些交易後來多半也無法完成交割程序。新規定要求造市者須在全國最佳報價（the national best bid and offer, NBBO）上下一定比例範圍內，於盤中持續進行報價。茲將各情況下之報價範圍限制整理如次：

- 針對適用今年6月通過之個股斷路機制（circuit breaker）試行計畫的證券，造市者須於其NBBO上下8%的範圍內進行報價；
- 在接近開盤或收盤、且不適用上述價格冷卻機制之時段（上午9點45分以前及下午3點35分以後），造市者對前揭證券須於NBBO上下20%範圍內進行報價；
- 針對不適用個股斷路機制試行計畫的其他證券，造市者須於該證券NBBO上下30%範圍內進行報價；
- 於前開各情境之報價限制下，造市者於更新報價前，原報價仍有偏離1.5%之報價彈性區間。

新規定於今年12月6日正式生效實施。SEC主席Mary Schapiro表示，「禁止造市者採用無成交意向報價，可降低投資人於市場波動較大時，成交於偏離價格的市場風險。」在此之前，SEC已陸續宣布以下措施：

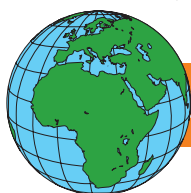
- 設置前述個股斷路機制，若股票價格在5分鐘內波動超過10%，將暫停交易。試行期間先以S&P 500指數成份股、Russell 1000指數成份股及部份

交易所買賣商品（Exchange-Traded Products）為實施範圍。

- 針對錯誤交易之定義及取消交易之條件訂定更詳盡的規範。
- 建置整合性交易資訊追蹤系統，要求交易所及經紀商提供交易報價、委託及執行的全程資訊，以便追蹤跨市場交易委託歷程。
- 禁止「無照交易」（Unfiltered Access），即禁止經紀商在不經審查的情況下，允許交易商使用其電腦代碼在交易所進行交易，使無資格高頻交易商從此無法自由進出各公開市場。

除此之外，針對當前已攻占大半交易市場的高頻交易活動，SEC亦將審視美股崩跌期間這些高頻交易者大幅收手的動作，是否導致其他投資人更難離開市場，因而損害投資人權益。

（林詠喬，整理自Wall Street Journal、Mondo Visione及相關新聞報導）



## 歐洲地區



### 二、法蘭克福交易所將邁向全面電子化交易

法蘭克福交易所近期表示，該所將提前於2011年終止人工交易(Xontro floor-based trading system)，並完成轉換所有股票至Xetra電子平台，達成全面電子化交易的目標。

由於德國主要藍籌股票均已於Xetra平台交易，本項計畫主要適用於流動性較低、目前仍用人工交易的股票與債券。由於該計畫允許Deutsche Boerse為這些成交量較低的股票選擇數家券商作為流動量提供者，可能促使券商彼此整併，因此也引起目前負責人工交易的券商們對此計畫持保留態度。目前該計畫仍待德國主管機關的認可。

此外，雖然目前Xetra的營運成本分別由境內7家區域交易所分攤，但因Deutsche Boerse為Xetra平台的主要營運者，所以多數成本由Deutsche Boerse分擔，因此其他交易所擔心，由Xontro 移到Xetra的計畫可讓Deutsche Boerse具有成本優勢，但其他交易所未來則可能因使用量增加而需增加支出。

（徐曉薇 整理自Financial times及相關報導，November 2010）



## 亞洲地區



### 三、港股ETF可望於2011年於滬深交易所跨境上市

隨著中國與香港的交流合作越形密切，中國內地投資者對香港的投資興趣也逐漸擴大，首檔以香港股市為投資標的的ETF，將可望於2011年於上海及深圳兩證券交易所跨境上市，惟初步僅允許集中投資於港股的ETF跨境。目前中國及香港各相關機構皆積極籌劃中，雙方監管當局現正洽商ETF跨境事宜，交易所亦正調整相關交易系統，為跨境結算交割作準備。

港股ETF目前有三檔，盈富基金（2800）、恒生指數ETF（2833）及恒生H股ETF（2828），那一檔會雀屏中選，以及其於中國的供應商（發行人/代理人）皆尚待確定，不過供應商的總部應會位於中國。另由於香港交易所於日前公布由2011年3月7日開始，將分階段延長交易時段與內地接軌，故市場多預期，待中、港證券交易時間同步之後，港股ETF應可望順利於滬深交易所上市。

（吳逸萱 整理自Financial Times, November 2010與相關報導）



### 四、泰國證券交易所發布新的類股指數

泰國證券交易所（下稱泰交所）與富時集團（FTSE Group）於2010年11月11日宣布推出新的富時泰國證券交易所

全市值類股指數（FTSE SET ALL-Share Industry Indices），合計有68支。這些類股指數係根據ICB行業分類指標（Industry Classification Benchmark）的分類系統，共編製成10個產業指數（Industry Indices）、19個超行業指數（Supersector Indices）及39個行業指數（Sector Indices），俾利使用者對不同類別的公司進行比較，有利於執行以類股為基礎的投資策略，及作為特定類股基金和連結指數績效商品之標的指數。

（周楷峯 摘譯整理自泰國證券交易所新聞稿及 Focus, November 2010）



### 五、新加坡交易所和NASDAQ OMX加強在ADRs的合作

新加坡交易所和NASDAQ OMX繼雙方合作引進美國存託憑證（American Depository Receipts, ADRs）在新加坡交易所（SGX）的全球報價板（GlobalQuote）掛牌交易後，又於2010年10月21日宣布，計畫提供企業在雙方交易所掛牌的機會。

此項合作包括提供目前在NASDAQ股票市場及新加坡交易所的上市公司之跨境上市機會，也提供首次上市的公司於雙邊掛牌之機會，可在亞洲及美國時區具有更好的價格發現功能以及交易機會。對於具有強烈品牌認知和積極在亞洲拓展業務的NASDAQ上市公司而言，能經由在新加坡

交易所第二上市獲益。而有興趣接觸美國投資者的新交所上市公司，亦可讓其美國存託憑證在NASDAQ股票市場上市。

19家亞洲企業的美國存託憑證將會自10月21日上午9點起，在新加坡交易所的全球報價板交易。新加坡交易所和NASDAQ OMX打算增加更多由設立在亞洲的公司所發行的美國存託憑證在全球報價板交易，以提供投資者包含一些以往在亞洲交易日內無法交易的股票在內之一系列的交易機會。

新加坡交易所的執行長Magnus Bocker表示，與NASDAQ的合作關係將為投資人帶來更多投資機會的選擇，亦可讓投資企業的族群擴大，以強化我們致力成為亞洲門戶的策略。

NASDAQ OMX的執行長Bob Greinfeld表示，我們與新加坡交易所緊密的合作關係可追溯到對其交易系統提供技術平台之2003年。本日所宣布的合作是合作關係的進一步提升，讓我們的客戶能擴大投資範圍，及建立更加全球化的投資環境。

（陳怡均 整理自Focus, November 2010與相關報導）



## 六、「Chi-East」黑池交易平台正式營運

由新加坡交易所（Singapore Exchange，以下簡稱SGX）與電子交易平台Chi-X Global 共同合資經營之「Chi-East」黑池（Dark Pool）交易平台，已於2010年11月11日正式開始營運。

所謂黑池，屬於另類交易平台（Alternative Trading System，簡稱ATS）之一種，提供投資人於傳統交易所場外進行大額之匿名交易，且買賣委託報價與成交價量皆不須揭露，許多高頻交易者願意在黑池進行演算交易，因為有利於降低市場其他交易者對鉅額交易之價格反映，確保預期報酬不受影響。此類交易平台在歐、美當地之證券市場發展已有一段時間，且市場占有率逐漸提高。相較之下，亞洲在此領域才剛起步，之前僅有日本監管機關在今年夏天批准Chi-X Japan之設立並營運，才開啟亞洲發展黑池交易平台之路。不過Chi-East和歐、美的黑池交易平台與傳統交易所是競爭者的情況有所不同，依Chi-East說明，其與SGX並非競爭對手，在Chi-East進行交易前仍須以SGX之市場活動為價格參考依據。

SGX近期在亞洲各交易所中發展表現相當突出，致力拓展業務範疇，提供市場參與者多樣化服務。其中包括推出與NASDAQ合作之GlobalQuote，以交易在美上市之ADR、宣布與澳洲交易所（ASX）之合併計畫，並投資設立Chi-East，以積極迎戰各種另類交易平台挑戰。在2009年8



月時，SGX便宣布將與Chi-X Global<sup>1</sup>共同成立Chi-East，並於2010年10月取得新加坡金融管理局批准，成立亞洲首個由傳統大型交易所參與經營之黑池交易平台。

Chi-East近期公告首批參與交易之股票，將包括新加坡、香港與日本等地之股票，預計之後將陸續涵蓋其他更多市場之證券，甚至是ETFs等。另宣布該平台之參與會員機構，將由Instinet、Deutsche Bank、Morgan Stanley、Nomura及UBS等擔任。經過與多家大型投資銀行接觸後，Chi-East選定多家國際級券商擔任交易會員，且將持續爭取更多參與者，並開始與各國當地券商機構進行接洽，為未來快速擴張爭取先機。參考黑池交易平台在歐、美市場之發展經驗，Chi-East預期未來亞洲投資者將逐漸青睞此類平台之交易方式。

不過，亞洲市場對黑池交易呈現兩極化評價。推動者認為此方式可降低機構投資者進行大單交易時對市場造成之震盪，畢竟傳統交易所不見得能滿足所有交易需求，特別是大筆委託。當透過券商在集中市場交易時，只要大筆委託之資訊一釋出，便很容易造成市場價格波動，不是讓

委託的機構投資人無法以原先預定之價格交易，不然就是必須拆單，但可能結果是無法全數成交。再者，場外交易在亞洲並不及歐美市場之普遍。以新加坡為例，目前訂有場外交易金額上限，常不利於演算交易之進行。但在另一方面，市場對黑池最主要的疑慮即在於交易不夠透明，加深監理困難度。過去港交所主席與東證所社長皆曾公開聲明不贊同黑池交易。國際證券管理機構組織（IOSCO）日前已開始針對黑池交易諮詢各國監理機構意見。

Chi-East為消弭市場對黑池透明度之疑慮，宣布近期將於每日盤後公布交易數據，創下亞洲首例。而自2011年起，Chi-East亦將在撮合同時公布每次交易結果與成交數量，惟不提供任何事前資訊（pre-trade information），投資人下單前之相關決策參考資訊應來自於傳統交易所。

（林宣君 整理自The Business Times、Channelnewsasia及相關新聞報導）



## 七、東京證交所研議放空新規定

近來由於新股發行前後不正常交易引發爭議，東京證交所宣布將提出新規定以杜絕可疑的交易活動。

<sup>1</sup>Chi-X Global現隸屬野村控股，總部設於美國紐約。最早是2008年2月由Instinet成立之控股公司，之後旗下陸續成立Chi-X Canada、Chi-X Japan及與新加坡交易所合資之Chi-East，預計明年將推出Chi-X Australia。目前亦正與BVMF（巴西交易所）洽談推出Chi-FX™ Brazil合作計畫。另由多家大型金融機構共同成立，其中以Instinet為最大股東之Chi-X Europe為獨立運作之機構，不屬於Chi-X Global之成員。



部分投資人於新股定價前進行放空並壓低公司股價，新規定將約束此類放空交易。今年至少有三檔股票於宣布籌資計畫前後有交易量暴增與股價下滑的情形，分別為日本板硝子(Nippon Sheet Glass Co.)、國際石油開發帝石公司(Inpex Corp.)以及東京電力(Tokyo Electric Power Co.)。這些案例已經引發眾多外國基金公司強烈不滿，新股發行後股價立即爆跌不利於長期持有的投資人。

東證所社長齊藤惇(Atsushi Saito)表示，東證所並無更改管理條文的職權，因此將與日本金融廳(Financial Services Agency)研議審查各項條文，但是尚未提供任何時間表。另外東證所高層指出東證所

考慮採類似美國證管會的相關規定，禁止這類投資者買回於新股定價五天前放空的同一股票。

東證所嚴苛的標準一向使外資卻步，形成一個封閉的投資環境。在外資一片抱怨聲中，東證所將尋求放寬外國投資者於日本的放空規定，例如放寬平盤以下禁止放空的限制（亦即只有在最新價格高於前一檔成交價的情況下始准放空），同時降低放空交易資訊揭露的門檻。

一直以來，輿論對日本放空管理規定反應兩極。在全球金融危機爆發後，官方禁止無券放空(naked short selling)，並要求放空股數超過發行在外流通股數0.25%的投資者應透過證券商進行申報。此外，承銷商不需遵守平盤以下禁止放空的限制，使其得以在股價下滑時，特別是新股訂價前的敏感時刻，放空該檔股票。

此外，為求提升競爭力，東證所計畫將現行90分鐘午休時間縮短至1小時，以延長交易時間，預計於2011年春季實施，此措施預估將提升成交值約6%。新規定目的係提高東證所對投資者的吸引力，與國際接軌，以恢復其區域領導地位。

(徐珮甄 整理自華爾街日報, November 26, 2010)

