



# 國際證券市場發展動態



## 美洲地區



### 一、NYSE推動放寬上市標準並提供賦稅優惠，以鼓勵較小型企業上市

美國股票發行市場的全球市占率迅速萎縮，迫使美國交易所亟思吸引企業上市。紐約泛歐交易所（NYSE Euronext）旗下之紐約證券交易所（The New York Stock Exchange, NYSE），即試圖遊說美國國會及監管者提供上市公司賦稅優惠，並放寬公司簡易上市門檻，以使小型企業更容易且更有意願公開上市。

過去NYSE及美國股票發行市場一向為全球籌資重鎮。2008年，NYSE與NASDAQ上市公司初次公開發行（Initial Public Offering, IPO）之籌資金額總和，占全球IPO總金額超過四分之一；然而2010年截至12月16日止，該比重僅約15%。與此同時，全球IPO金額最高的前四家交易所共計囊括全球IPO總金額60%，其中有3家位於中國，按籌資金額高低依次為香港交易所、上海交易所及深圳交易所。NYSE在四家交易所中僅排名第三，次於香港及上海交易所。

中國境內交易所對於推動企業上市的積

極作為，也使美國各交易所開始有所警覺——中國政府為企業提供琳瑯滿目的賦稅優惠，且上市標準也較美國寬鬆。NYSE Euronext執行副總裁Mr. Scott Cutler表示，「中國是近期推動企業上市最積極的市場，國內監管者應正視較小型公司在美國上市掛牌所須面臨的成本及負擔。」

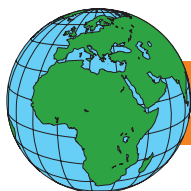
為鼓勵較小型公司上市，NYSE Euronext改變過往專注於開發超大型跨國企業的做法，擬自兩方面著手：一是放寬規範小型公司簡便上市流程的Regulation A，一是說服國會為上市公司提供賦稅減免。在放寬簡便上市標準方面，現行Regulation A允許市值在500萬美元以下的小型公司，可採較簡便的程序註冊上市，目前眾議院金融服務委員會同意可將門檻放寬為3,000萬美元，但NYSE Euronext希望該門檻可一舉放寬至5,000萬美元。在提供上市公司賦稅優惠方面，相較於中國政府每年為吸引企業投資所提供的鉅額賦稅減免，NYSE Euronext所提出方案估計需花費美國政府6,000至7,000萬美元。

此外，重新檢視沙賓法案（The Sarbanes-Oxley Act）可能也對鼓勵企業上市有所幫助。2002年通過的沙賓法案要求美國上市公司必須進行無數內外部稽核審計工作，並設有繁多的公司治理及資訊揭露規定。承銷顧問商Issuer Advisory Group執

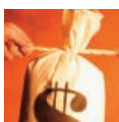
行長Mr. Pat Healy表示，「沙賓法案立意雖在於強化上市公司品質，以提升市場吸引力，但卻導致上市公司須承擔龐大負累。」

NYSE Euronext表示，鼓勵企業上市對於促進美國整體經濟成長亦有正面助益：根據美國全國創業投資協會（National Venture Capital Association）統計，美國上市公司總雇用人數之成長中，有92%的增長發生在公司上市後。例如美國營養品連鎖業者Vitamin Shoppe Inc.（VSI）即在2009年上市後的9個月內，新開設29家分店，並增聘近300名員工。Mr. Culter認為，如果政府及監管者的重點在於創造就業，則鼓勵企業上市，應是一立即可行之道。

（林詠喬，整理自Wall Street Journal及相關新聞報導）



## 歐洲地區



### 二、BATS與Chi-x Europe為收購事宜達成獨家協議

BATS全球市場公司（BATS Global Markets，以下簡稱BATS）與Chi-X Europe在2010年12月22日共同宣佈，雙方已就BATS欲收購Chi-X Europe進入獨家協議階段。未來如兩者順利合併，將有望打造

歐洲最大的交易平台，樹立新的里程碑。

依報導指出，近4個月內，Chi-X Europe曾獲得多家機構（包括Nasdaq OMX集團等）之出價。目前暫由BATS先行出線，與Chi-X Europe取得獨家協議，獨家期限至2011年2月11日止。不過，相關交易價格尚未正式揭露，由於Chi-X Europe今年起才開始獲利，部分分析師質疑是否會有公司願意出高價收購。另有消息指出Chi-X Europe之價值可能達3.6億美元，但BATS可能僅先支付3億美元，其餘0.6億美元則視Chi-X Europe能否達成既定營運目標後，才分別於2012與2013年支付。完成收購Chi-X Europe後，BATS總價值預估將達12億美元。

BATS與Chi-X Europe兩者成立時間皆不長（前者為2005年於美國設立，後者於2007年在歐洲推出），合併後新公司將改寫目前英國藍籌股交易的市占率，預計未來將有約1/3的股票透過新公司進行交易。

伴隨資本市場全球化且法規開放之趨勢，過去許多分隔在大西洋兩岸的傳統大型交易所或電子交易平台在近年開始交流甚至是進行結盟合併，開啟歐、美資本市場發展新頁。其中，最主要的法規差異是歐盟制訂的MiFID（Market inFinancial Instruments Directive，金融市場工具



指令)，其允許在歐盟境內設立MTF（Multilateral trading facilities，多邊交易場所），意圖打破過去各傳統交易所獨占市場的局面，透過開放交易平台的設立，增加市場競爭度，以降低區域內的交易成本。BATS與Chi-X Europe皆是取得英國FSA（Financial Services Authority，金融管理局）核准經營之MTF，藉由歐盟重新改革境內金融市場法規的機會，逐漸在歐洲市場佔有一席之地。

目前，MTF在歐洲可由投資機構或交易所經營，提供金融商品跨境連線交易或撮合等功能，以低交易成本與高交易效率吸引市場參與者，特別是大型金融機構與進行高頻交易者。像BATS或Chi-X Europe等MTF的存在，也促使傳統交易所須進行改變來因應激烈競爭。持正面看法者，認為MTF成立，讓歐洲資本市場交易更加透明化且更有效率性。

按Thomson Reuters數據顯示，Chi-X Europe目前約占FTSE 100成分股1/4 的交易量，僅次於LSE（倫敦證券交易所），在其他歐洲市場股票部分，Chi-X Europe也約占有15.4%的成交量，歐洲排名第二，僅次於NYSE Euronext，優於Deutsche Börse（德國交易所）。至於BATS，在歐洲市場則約有10%的市占率，和美國市場差異不大。分析師認為此筆收購交易，將有助於兩者合併後的新公司在歐洲市占率的提升。再者，Chi-X Europe已經宣示未來將踏入衍

生性金融商品交易之領域，故未來新公司交易商品的範圍除股票外，亦將涵蓋其他金融商品，以提升營運績效與其他交易所競爭，包括已同時經營衍生性商品交易的NYSE Euronext與Deutsche Börse，及計畫拓展此類業務的LSE等。此外，吸引企業掛牌上市可能也是合併後新公司的重要目標之一。

#### 附註：關於BATS與Chi-X Europe

BATS全球市場公司（BATS Global Markets，BATS）是一家全球金融市場科技公司，總部位於美國密蘇里州坎薩斯市，在紐約和倫敦皆設有辦事處。該公司創立於2005年6月，在美國經營兩家證券交易所（BZX Exchange和BYX Exchange）和股票期權市場（BATS Options）；在歐洲獲得英國金融管理局同意設立MTF--BATS Europe。

Chi-X Europe Limited是獲得英國金融管理局允許成立的MTF，目前透過公開的委託簿系統，與不揭露買賣委託紀錄的Chi-Delta™等兩種系統，提供15個主要歐洲市場內24種指數中多達1,300檔具備高流動性的證券，及ETF、ETC和IDR（國際存託憑證）等商品之交易。Chi-X Europe提供之低成本與精簡操作模式，旨在協助交易參與者以超低成本執行交易與結算交割作業。

（林宣君 整理自Chi-X Europe 網站、Financial Times及相關新聞報導）



### 三、倫敦交易所順延交易系統升級計畫至2011年初

倫敦交易所(London Stock Exchange, LSE)於2010年11月2日8:31至10:37分發生多邊交易平台Turquoise系統斷線問題，此事件甚至影響LSE將原定於2010年進行之交易系統升級計畫順延至2011年。

LSE從2009年開始進行系統升級計畫，目前已完成3項，預計2012年前將完成7項系統升級作業。LSE認為系統成功升級的好處之一在於可建立銀行、交易員及投資人對LSE的信心；同時，也可幫助LSE與其它雖較小但效率較高的另類交易市場Chi-X Europe 與BATS Europe競爭。

但這次系統斷線造成市場參與者對LSE不滿，認為此事件對LSE形象造成傷害，也對其系統可靠性存疑，並認為LSE推動的系統更新計畫執行不佳(poorly executed IT change)，紛紛表示要將交易轉往其他競爭對手。這對LSE目前極力維持另類交易市場占有率的努力造成不小衝擊。LSE近期另類市場交易市占率由27.46%(8月)、17.35%(10月)，再降至10.7% (11月)。

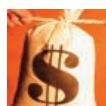
事實上Turquoise 系統自2010年10月移轉至目前的交易平台(Millennium Exchange Trading platform)後，在第一星期即陸續發生過2次系統問題。因此當2010年11月再度發生系統斷線問題後，

LSE即決定重新規劃2011年系統升級的作業時程，並著手調查系統斷線的真正原因。

(徐曉薇 整理自 Wall Street Journal及網路新聞相關報導，Dec. 2010)



### 亞洲地區



### 四、上海證券交易所推動指數化投資

中證指數有限公司在2010年11月15日於上海舉辦了第四屆指數與指數化投資論壇。與會專家學者針對「金融創新下的指數化投資」主題進行深入探討，認為指數化投資在中國面臨著更大的發展機遇，主動ETF、放空ETF、槓桿ETF、多空策略ETF等將漸漸成為今後中國ETF發展創新的重要方向之一。

上海證券交易所副總經理周勤業於論壇中表示，上海證券交易將分三階段推動指數化投資，即在發展跨市場ETF和跨境ETF的同時，推出跨產品的ETF。他同時透露，上交所已和9家國際指數公司和5家交易所簽訂了指數相互授權的協議，以進一步發展跨境ETF產品。周勤業副總經理指出，上海交易所向來非常重視指數和指數化投資。因上交所原有的傳統指數，諸如上證綜合指數、上證30，不太適合合作指數化投資。為了因應投資目的，在2002年，





上交所推出了上證180，而後推出了上證50指數以推動指數化投資。

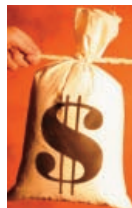
上海證券交易所近年陸續將指數業務委託給中證指數有限公司維護管理，目前以標榜「上證」的指數將近80支。同時，指數化投資在上海證券交易所也有很大的進展，2009年底，上交所ETF僅有5支，2010年截至11月底新增7支，累計12支，資產規模達到500億元人民幣。

上海證券交易所表示，在推動指數化投資方面，上交所亦持續不斷的創新；2008年1月推出上證公司治理指數，其後為便於投資，在2008年8月及9月分別推出了180公司治理指數，上證180公司治理ETF。另隨著上市公司對社會責任的重視，上交所在2009年7月又推出了社會責任指數，2010年8月，已有基金公司推出了公司社會責任ETF。

在發言中，周勤業副總並在會中先行介紹了上交所於2010年11月29日發佈的上證380指數做了介紹。該指數定位於發行股本為5,000萬至8,000萬股的行業潛在龍頭，以反映上海證券市場新興藍籌上市公司的整體表現為目標，挑選上證180之外公司中成長性好、行業代表性明顯、獲利能力強的公司組成了樣本股。這380家公司涵蓋了上證180以外的公司70%的市值，73%的交易量。經上交所估計，從2004年到2010年，上證380指數累計收益率為277%，本益比達35.8倍。於指數推出後，上交所預估其後將會有相應以其為標的指

數的指數化產品在近期推出。

(林昱廷 整理自上海交易所11月16日新聞稿，China Daily 11月28日新聞)



#### 五、香港證監會及香港交易所可望於2011年2月1日起允許上市申請人於公開募集時得採用混合媒介公開發售

香港證券及期貨事務監察委員會（證監會）與香港聯合交易所有限公司（聯交所）於2010年底共同發表聯合諮詢總結，表示2008年所提之「混合媒介公開發售」的諮詢建議獲得專業金融機構、市場從業人員、律師事務所、投資人及環保團體的廣泛支持，若獲得香港立法會以先訂立後審議的方式通過，該措施即可於2011年2月1日生效實施。

由於證監會於2007年初曾調查香港當地散戶投資人於證券初次上市之公開銷售活動時，索取招股章程（公開說明書）及申請表格的情況，發現平均每發送十份紙本申請表格，僅索取一份招股章程，而印製的招股章程，至少三分之一沒有人索取。有鑒於現行規管架構下對印刷原物料的浪費，且網路資訊揭露被普遍接受的情況下，證監會及聯交所於2008年4月1日發佈「混合媒介公開發售」之聯合諮詢文件，使上市發行人能更靈活的發佈招股章程資料，提高市場效益，並符合環保原則。

混合媒介公開發售之作法為允許將於

聯交所上市之股份或債權憑證申請人於公開發售時，若符合類別豁免條件，其可採行之要約方式，除原傳統的紙本招股章程及紙本申請表格外，得同時於網路上提供電子版本之招股章程，並搭配紙本申請表格。另獲證監會認可並將於聯交所上市之集體投資計畫之發行人亦可享有同等待遇。而類別豁免條件係要求上市申請人於要約期（上市前公開銷售期）開始前五個營業日內，作出混合媒介要約的刊登類別豁免公告，並確保電子及紙本版本可使任何公眾人士便捷取得。

（吳逸萱 整理自Focus, December 2010與相關報導）



#### 六、「東協交易所連結」將於2011年下半年開始營運

由馬來西亞交易所(Bursa Malaysia)、新加坡交易所(SGX)和泰國證券交易所(SET)共同成立的「東協交易所連結」(Asean Exchange Linkage)，預定於2011年下半年開始營運，菲律賓交易所(PSE)將於2012上半年加入此一電子共同平台。

「東協資本市場論壇」(Asean Capital Markets Forum)董事長兼泰國證監會秘書長Thirachai Phuvanatanarubala表示，各參與交易所將推動東協區域內代表性的公開發行公司至「東協交易所連結」掛牌交易，使該等企業在全球投資人中擁有經常性的曝光度。

「集體投資計畫」(Collective Investment Schemes)的跨國交易將於

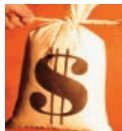
2012上半年推出，目標族群為非散戶的投資人；擴大適用於一般散戶大眾的「普通商品計畫」(Plain Product Schemes)將於2012年底前推出；「複合式商品」(Complex Products)則預計於2013年前推出。

在與東協相關的投資組合商品擴充至足以吸引國際投資者之不同資產類別前，還有很多地方需要努力，包括公司治理與會計處理準則的一致性、債券和證券發行的資訊揭露，同時亦需要一共同機制以解決跨境商業糾紛、及統一有關就源扣繳稅款與雙重課稅之稅務處理規定。

新加坡財政部長Tharman Shanmugaratnam表示，若東協各國政府致力於排除私人投資障礙、放寬管制及整合不同的經濟體，該區域未來幾年將有7%的經濟成長潛力。

目前大量資金流入新興國家市場尋求較高的報酬率，東協各國應採取創新策略因應，並小心防止價格泡沫情形發生。東協另一挑戰為如何深化資本市場，延長流入資金的停留時間，並將私人資金導引至基礎建設上。在此方面，原定募集8億美金的「東協基礎建設基金」(Asean infrastructure fund)從2004年設立迄今，進度仍相當緩慢，僅募集到4.85億美金。

（周楷峯 摘譯整理自The Business Times, Dec. 2010）



## 七、新加坡交易所及澳洲證券交易所合併案之障礙排除

新加坡交易所 (Singapore Exchange Ltd., SGX) 以84億澳幣收購澳洲證券交易所 (Australian Securities Exchange, ASX) 的合併案，於2010年12月15日有重大的進展，「澳洲消費者暨競爭委員會」(The Australian Consumer and Competition Commission, ACCC) 已宣布對於此案沒有異議，可進入下一階段對合併案作廣泛的政治辯論。

「澳洲消費者暨競爭委員會」表示，其調查主要目的是在判定規劃中的收購案，是否可能將對ASX構成競爭的力量排除。這項裁決僅是此收購計畫必須通過的層層監管關卡之一。在澳洲重要的獨立立法委員表示對於ASX的外資持股比例有所疑慮後，此項交易已成為政治面的爭辯議題。

經營電子交易平台的Chi-X集團計畫將業務拓展至亞太地區，亞太地區對於已在美國及歐洲創造出相當大交易量的替代性交易平台之發展較慢。

Chi-X將於明年進入澳洲市場，其在澳洲的分支機構Chi-East亦已在澳洲提出營運申請。因新加坡交易所持有Chi-East 50%的股權，這項交易是否會影響市場中的競爭狀況是董事會所關心的問題。

Chi-East計畫提供境外黑池，將有在ASX交易的股票掛牌。黑池為一電子交易平

台，讓機構投資者在做大量交易的時候，不會在公開市場暴露身份以降低成本。

「澳洲消費者暨競爭委員會」董事長Graeme Samuel表示，市場調查顯示境外黑池不至於會造成與澳洲境內黑池間之競爭。再者，市場上仍有許多黑池提供者會持續抑制合併後的ASX/SGX。澳洲Chi-X計畫於澳洲建立所謂的透明交易場所以與ASX競爭，所有在明池 (lit pool) 的買賣單皆是公開的。

Samuel表示，「澳洲消費者暨競爭委員會」發現新加坡交易所與Chi-X Global的合夥關係不會改變澳洲Chi-X在澳洲設立明池的動機，並提及新加坡交易所對於Chi-X Global並無經濟上的利益。ASX與新加坡交易所對於此項決議皆表示滿意。

ASX發言人表示，我們和新加坡交易所全力配合「澳洲消費者暨競爭委員會」，持續滿足監理程序上的要求。新加坡交易所發言人Magdalyn Liew表示，ASX和新加坡交易所會持續與監理機關緊密合作，提供所有必要的資訊。

澳洲法律規定單一股東不得持有ASX超過15%的股份。任何超過此限制的規劃案，必須在國會舉辦為期15天的辯論。澳洲立法委員擔心出現政治干擾，因新加坡的中央銀行：新加坡金融管理局 (Monetary Authority of Singapore) 透過「金融產業發展基金」(Financial

Sector Development Fund) 擁有新加坡交易所 23% 的股權，故新加坡金融管理局本身亦必須同意本項收購交易。

新加坡交易所的收購案也需要得到澳洲財政部長 Wayne Swan 的核准，他將參考「海外投資審查委員會」(Foreign Investment Review Board) 之意見。此外，也必須獲得「澳洲證券投資委員會」(Australian Securities & Investments Commission) 及法院的核准。

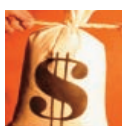
Wilson HTM 證券的分析師 Andrew Hills 表示，最大的障礙是在於「海外投資審查委員會」及獲得國會兩議院的通過，此案已經遭到一些立法委員強力的批評。

Hills 表示，雖然此合併案已排除競爭性的問題，但「澳洲消費者暨競爭委員會」仍對 ASX 未來擬向其他競爭交易所收取 45 萬澳幣結算交割服務年費提出警告。

「澳洲消費者暨競爭委員會」表示，調查時發現市場對於第三方使用 ASX 市場資料的結算交割服務有所疑慮。依據「澳洲消費者暨競爭委員會」的瞭解，規劃中的收購案不是疑慮的起因，而是因第三方為了與 ASX 在 ASX 上市股票的交易方面進行競爭，要求使用結算及交割的服務。

(陳怡均 整理自 The Wall Street Journal,

December 2010 與相關報導)



## 八、澳洲交易所新世代交易系統 正式上線

澳洲交易所新一代交易系統「ASX Trade」於 2010 年 11 月 29 日正式上線，新的 ASX Trade 採用 NASDAQ OMX 電子交易系統 Genium INET 之技術，並保留之前系統可同時處理證券與衍生性商品交易之核心功能，並提供市場參與者客製化的服務，以滿足多樣化交易執行的需求。

新系統大幅縮減投資人之成交等待時間 (latency)，較 2 年前的系統快 100 倍，2008 年時投資人成交等待時間為 30 毫秒 (一千分之一秒)，如今新系統可將成交等待時間縮短至 300 微秒 (一百萬分之一秒)。除了速度提升，新系統亦擴增交易委託單之容量，新系統每秒可處理 10 萬筆委託單，較之前每秒 2 萬筆，大幅成長。

除了採用新技術外，澳洲交易所已於 10 月 11 日將期貨交易平台「ASX Trade 24 futures platform」升級，提供客戶更快速、更多元的交易服務。澳洲交易所尚擴充主機代管設備 (co-location facilities)、增加交易所專屬連線網路 (ASX Net) 之寬頻光纖芯數 (dark fiber)、以及打造全新的資料中心 (預計 2011 年底啟用) 等，提供市場參與者和歐美先進市場相同快速且高效率之服務，強化 ASX 的全球競爭力，並使當地的交易員、上市公司與投資人等皆能受惠。 

(徐珮甄，整理自澳洲交易所 2010 年 12 月 3 日  
網頁新聞及相關報導)