

國際證券市場發展動態



美洲地區



一、防範閃電崩盤，美國證管會公布「波動區間」新制

為防止美股「閃電崩盤」事件重演，今（2011）年4月6日，美國證券管理委員會（Securities and Exchange Commission, SEC）公布新的市場防衛機制試驗計畫，擬以「波動區間限制」（limit up-limit down），取代現行的個股斷路機制（Circuit Breaker）。該案係由全美14個全國證券交易所（National Securities Exchanges）與美國金融業監管機構（Financial Industry Regulatory Authority, FINRA）聯合提出，一旦確認實施，未來一年全美上市證券之交易，均須在最近股價的一定範圍內進行。

去（2010）年5月6日，美股閃電崩盤，重創市場信心。SEC隨後提出個股斷路機制試驗計畫，針對盤中價格波動劇烈的個股實施暫停交易處置。個股斷路機制以S&P 500指數及Russell 1000指數成份股和超過200檔指數股票型基金（ETF）為規範對象，一旦個股在5分鐘內價格波動超過10%，所有美國境內交易所均須將其暫停交易。該試驗計畫將於8月11日屆期。

此回所提出之新制草案，規畫分兩階段將美國所有「全國市場系統（National

Market System, NMS）證券」（NMS Stocks，不包括櫃檯買賣證券）納入規範，個別證券價格之可波動範圍以其前5分鐘內平均成交價格為基準，設立特定百分比作為上下限。

第一階段擬先以前述納入斷路機制規範之重點證券（以下稱Tier 1 NMS Stocks）為規範對象，個別證券於盤中交易時段，價格波動幅度以交易前5分鐘平均價格之5%為限；開盤（9:30 a.m. - 9:45 a.m.）與收盤前（3:35 p.m. - 4:00 p.m.）交易時段則以10%為限。

第二階段進一步將其他所有NMS Stocks（以下稱Tier 2 NMS Stocks）納入規範，預計於新制施行6個月後開始實施。此階段不再區分開盤、盤中及收盤前交易時段，規定全天交易時段（9:30 a.m. - 4:00 p.m.）內，Tier 1 NMS Stocks之股價波動幅度均須以交易前5分鐘平均股價之5%為限，而Tier 2 NMS Stocks之波動幅度以10%為限。

此外，兩階段中，不論是Tier 1或Tier 2 NMS Stocks，股價低於1美元者之可允許波動範圍皆較大。而若個股超過15秒均未能在規範價格區間內成交（暗示股價震盪特別劇烈），則暫停交易5分鐘—與現行斷路機制類似。

新制將施及美國境內所有交易市場，包



括各全國證券交易所、黑池及另類交易平台，與證券商內部撮合交易。

SEC主席Mary Schapiro在聲明中指出，「改善市場防衛機制，有助於提升投資人與企業對美國股市的信心。」

為解決股市波動過劇問題，美國相關單位無不希望能設計一套更完善的機制，儘管現有的個股斷路機制有所幫助，但也有疏漏之處。就在3月31日，10檔新上市的指數型股票基金（ETF）遭遇「迷你版」閃電崩盤，雖為人為疏失，但仍暴露出斷路機制的潛在漏洞。這些新上市基金並未納入斷路機制，其中部份甚至慘跌98%。

市場對SEC此波動區間新制草案反應不一，部分人士認為新制可解決過去恐慌性賣壓所導致的崩跌，使投資人重拾信心；部分人士認為新制為股價設定可波動範圍，形同價格管制，且對預防閃電崩盤亦無助益—導致5月6日閃電崩盤的根本因素，在於日益蓬勃的高頻交易，這些交易者隨時可根據新的市場規則，寫出新的演算交易程式。

「我們反對波動性應受控管或強制消除的觀點，也反對在市場高度波動期間應保護市場參與者的做法，」紐澤西券商Knight Capital Group Inc.總法律顧問Leonard Amoruso去年6月4日向SEC表示，「波動性是市場流動性的副產品，反映出市場對證券估值的強烈分歧意見。」

提案之交易所及FINRA建議SEC將新案做為一年期試驗計畫。截至5月5日為止，SEC尚未確認此一試驗計畫的實施期間。

（林詠喬，整理自Bloomberg、SEC網站及相關新聞, April 2011）



二、金融穩定委員會呼籲全球監理機關注意ETF之風險監管

2008年金融危機後，由G20金融高峰會所成立的金融穩定委員會（FSB，Financial Stability Board）於2011年4月12日發表了一份投資者報告，報告指出ETF市場快速成長至1.2兆美元的資產規模，且其發展趨勢類似2007年信貸危機下的次級抵押貸款衍生品，警告ETF具備有資產泡沫的前兆特徵，尤其是合成ETF（Synthetic ETF），在低成本及高報酬率的旗幟下，可能隱含引發金融危機的風險，強烈呼籲全球監理機關加強監管。

FSB表示ETF結構已趨於複雜化，大量使用衍生性商品之ETF應受到特別監理。由於這類ETF結構上可能同時涉及投資銀行的資產管理部門及衍生性商品部門，可能間接鼓勵利益衝突（Conflict of Interests），投資銀行一方面承作SWAP獲得低成本的融資，另一方面提供流動性較低且幾無相關性的帳上資產作為擔保品，得以降低銀行自有部位風險，並提高資本適足率。尤其在歐洲地區，同一個金融集團可成為ETF發行人、指數提供商、SWAP交易對手、造市商及參與證券商，且其2,750億美元的ETF市場，接近一半都是合成ETF，投資人絕大多數為法人，一旦爆發嚴重贖回潮，若投資銀行無法立即返還現金，在資金緊俏且融資緊縮的情況下，將可能再度陷入金融風暴的負回饋循環（adverse feedback loop）。

然而，即使是機構投資人於投資ETF時皆不一定清楚了解其所暴露的風險，且目前多數皆無採取任何風險對應措施，事實上，依據美國晨星公司（Morningstar, Inc.）的調查，即使專業如機構投資人，有47%於投資時，亦幾乎完全忽視投資不同架構的ETF所產生的不同風險，因此FSB

才會出具報告，強烈要求監理機關於泡沫變大之前加強風險監管、揭露及投資人教育。FSB並徵求各界於5月16日前提出回應。

無獨有偶，國際貨幣基金（IMF，International Monetary Fund）於FSB報告公布隔天4月13日，在其「環球金融穩定報告（Global Financial Stability Report）」列出各類ETF的運作模式，並敘述其於流動性、評價、槓桿及交易對手等相關風險，並於IMF週末大會上向投資人提出關於合成ETF的警告。IMF於報告中並提到，合成ETF雖然降低了發行成本，但提高了架構複雜程度，並大幅增加交易對手及流動性風險，且這類ETF的交易量及規模多較所追蹤的現貨市場來得大，即使是以集中交易的期貨來架構ETF，如：新興市場ETF或商品ETF等，一旦出現大量贖回，不僅本身具平倉風險，甚至將可能使現貨市場暴露於較高的系統性風險中。

國際清算銀行（BIS，Bank of International Settlement）亦於4月15日發布的工作底稿中，表達類似擔憂，尤其關注合成ETF所暴露之交易對手風險，與交易對手提供之抵押品於評價及流動性上可能不對稱的問題。並強調合成ETF與結構型商品具有一定程度的相似性，若一旦發生金融風暴，即使是超額擔保或信評機構的高度擔保品品質測試皆無法提供投資人足夠的保護。

面對FSB、IMF及BIS三機構的警告，合成ETF發行人紛紛作出澄清，表示ETF架構絕對較共同基金簡單且透明得多，並強調合成ETF所提列的擔保品並不如各機構報告中所指的那麼不透明及無流動性，

且即使是歐洲合成ETF市場約1,250億美金的SWAP曝險額，也僅為全球OTC衍生性商品市場的2%，應不至於引發金融風暴。不過，不管ETF發行人如何反對，在三機構的督促下，未來ETF都將面臨更嚴格的風險控管、揭露及投資人保護措施。

（吳逸萱 整理自Financial Times與相關報導，April 2011）



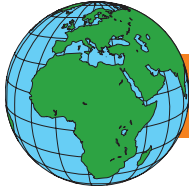
三、NASDAQ OMX Nordic提供連結美國和加拿大市場的服務

NASDAQ OMX Nordic推出一項連結服務（connectivity service），使北歐和波羅的海交易所會員可交易北美證券市場中美國及加拿大之證券。「Market Access - US & Canada」為NASDAQ OMX Nordic利用現有的技術平台，透過單一管道以提供其會員參與美國及加拿大當地流動性的服務。

NASDAQ OMX Nordic總經理Hans-Ole Jochumsen表示，很榮幸能提供交易所會員運用現有的連結服務，以進一步擴充其投資策略的選擇機會。透過「Market Access - US & Canada」平台，可讓投資者直接連結及交易所有美國及加拿大之證券，以參與當地市場的流動性。

NASDAQ OMX集團將與美國經紀商花旗集團合作，處理其交易所會員透過NASDAQ OMX Nordic連結所下的委託單。有了此項創新的技術服務，所有NASDAQ OMX北歐和波羅的海的交易所會員即可交易在美國和加拿大的股票、美國存託憑證和ETFs。

（陳怡均 整理自Focus與相關報導，April 2011）



歐洲地區



四、泛歐交易所在歐洲啟動造市者制度

紐約泛歐交易所（NYSE Euronext）在歐洲現貨市場中引進了新的會員制度，參與這項制度的會員將同意每天數次提供報價以獲得較便宜的交易費率。

這個新的制度稱為輔助流動量提供者（supplementary liquidity provider, 簡稱SLP），與在紐約交易所施行的直接造市者（direct market maker, 簡稱DMM）制度相似。紐約交易所的直接造市者制度中，要求參與者需在紐約交易所交易大廳造市到一定之額度。

紐約泛歐交易所自今年4月1日開始在歐洲市場推行類似之制度。根據交易所集團執行副總裁兼歐洲總執行官羅蘭貝勒德格Rollande Bellegarde表示，目前有七家公司登記參與。

對於紐約泛歐交易所來說，面對其餘多邊交易平台之競爭，諸如Chi-X Europe、BATS Europe及在法國的Equiduct公司，推動這些制度的施行是義不容辭且刻不容緩的。其中Equiduct已搶走了一部份泛歐交易所交易法國CAC-40指數成份股股票的市占率。

羅蘭貝勒德格Rollande Bellegarde表示，在充滿競爭的環境中，為了保有市占率，放任其自然的流動性是不夠的，交易所必須創造一個可與其他交易平台競爭的

環境，在最佳價格與買賣差價上作競爭。羅蘭貝勒德格並表示，參加輔助流動量提供者（SLP）制度的市場參與者並不會因此有較多交易資訊上的優勢，參與者僅提供在某段時間的最佳報價。

紐約泛歐交易所執行副總裁兼美國區首席行政官Joe Mecane在四月中Trade Tech商展中，首次揭露紐約泛歐交易所的輔助流動量提供者計劃；然而BATS Europe公司總執行長Mark Hemley卻批評SLP制度參與者在交易費率上所獲得的優惠為非公開資訊，輔助流動量提供者計劃顯然不夠公正透明。他說：「由參與公司獲得優惠的方式可知這不是個公平的計劃。」

羅蘭貝勒德格反駁到，隱含這些價格本就是競爭的要素之一，BATS公司相對來說也從未提供類似的競爭資訊，當他們進行「Jumpball」計劃吸引資金之時，也不會把相關價格公開。這些價格本來就不該公開，標準價格才是應公開的部份。

Jumpball計劃是多邊交易平台，諸如BATS公司，以減價方式吸引資金進入市場並作流動性承諾的制度。

大約有十分之一在紐約交易所上市股票的成交量都是來自於直接造市者（DMM）制度，包括史匹爾、裡茲、開洛格（Spear、Leeds & Kellogg）、美國銀行（Bank of America Specialist）及巴克萊投資銀行（Barclays Capital）。在芝加哥的自營交易公司Getco則是在去年參加了DMM制度，現亦為成員之一。

DMM制度成員對於維持紐約交易所股票的買賣價差，有一定的承諾；相對來說

歐洲市場的SLP計劃並沒有相同的要求。泛歐交易所計劃提供與泛歐交易所強勁競爭交易公司Equiduct類似之服務，發展成為歐洲大陸以散戶為客戶的中型經紀商量身訂作之新的交易平台，目前此平台正在法定程式等待有關當局之核准。

根據交易所集團執行副總裁兼歐洲總執行官羅蘭貝勒德格Rollande Bellegarde認為，輔助流動量提供者（SLP）計劃能讓市場參與者以最好的買賣價成交，他稱此為「委託簿的協商機制」。

（林昱廷 整理自Financial Times, April 2011）



五、歐洲交易所聯合會與資訊廠商研議推出統一行報價系統

為避免受到強制性法規要求，歐洲交易所聯合會(The Federation of European Securities Exchanges, FESE)及區域內最重要的資訊廠商如Thomson Reuters, SIX Telekurs及Bloomberg等同意推出共同標準以建立統一行報價系統，並就諸多涵蓋交易資訊的識別碼規則達成共識。這項合作有助於目前歐洲主管機關正在推動的「統一區域交易資訊計畫 (consolidated tape)」。

「統一區域交易資訊計畫」為歐洲主管機關2007年修訂MiFID (the Markets in Financial Instruments Directive, or MiFID)後的重點工作之一。此計畫類似美國的CTA (Consolidated Tape Association, 統一證券行情協會)和CQ (Consolidated Quotation, 統一報價) 機制。CTA與CQ負責對美國交易所上市證券的即時交易和報價數據進行搜集、處理和發布工作，其中CTA負責管理交易資訊，

CQ負責管理報價資訊。歐洲主管機關希望建立一個類似的公開資訊中心，讓投資人可藉此獲得歐洲區域內各交易平台的即時買賣價格與交易資訊。

但自MiFID實施以來，歐洲交易資訊分享機制隨著另類交易平台興起呈現標準不一，因此一般投資人十分擔憂，在目前市場發展態勢下將會降低價格透明度。雖然目前市場上已有類似的系統商存在，但服務品質不佳且價格又貴。

這樣的情形與MiFID原先規劃不同，因此主管機關非常重視此項議題，甚至表示可能趁近期MiFID修法的機會，直接命令金融市場共同負擔成本、建立單一報價系統。如此一來，將不利大型資訊服務業者，因為他們能提供較具競爭力的服務內容。因此大型業者在法令推出前，積極率先建構系統標準規格。

由於歐洲目前有超過50家交易平台，且每個交易平台均有各自獨立的交易識別碼，資訊廠商整合難度高。因此FESE提供了一個組合標準，可以保有每一家交易平台單獨的識別碼，同時又創造讓其他參與者易於接受的識別碼標準。FESE希望這些標準未來可進一步推行至另類交易系統與場外交易市場。尤其，目前另類交易系統已占歐洲每日平均交易量的1/3以上，重要性逐漸增加。而G20的主管機關也要求將更多的OTC商品納入集中結算以降低系統性風險。

機構投資人表示，贊同FESE及資訊廠商間的決議，支持市場交易資訊服務應保持競爭。FESE執行長Hans-Ole Jochumsen表示，透過這項決議，歐洲交易所業界已



為單一歐洲市場做出貢獻，開放投資人更容易連結或使用交易資訊，將能幫助其進行交易分析及正確地計算參考指標以監督最佳執行之成效。

(徐曉薇 整理自Financial Times 及Bloomberg.com 報導, April 2011)



亞洲地區



六、新加坡交易所與澳洲證券交易所合併案破局

澳洲政府於4月8日正式拒絕新加坡交易所(SGX)併購澳洲證券交易所(ASX)的提案。

負責審該併購議案的澳洲外商投資審核委員會(Foreign Investment Review Board, FIRB)表示，根據澳洲財政部(Australian Treasury)、澳洲證券和投資委員會(Australian Securities and Investment Commission)、及澳洲儲備銀行(Reserve Bank of Australia)的意見，新加坡交易所的併購條件並不利於澳洲的國家利益，有可能損害澳洲主權及作為金融樞紐的地位，令這一價值84億澳幣的併購案走向破局一途。

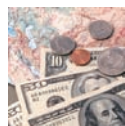
澳洲財政部長兼副總理Wayne Swan指出，該併購案是一宗收購案(Takeover)而非合併案(Merger)，恐導致澳洲證券交易所淪為「附屬公司」(Subsidiary)；澳洲證券交易所為澳洲唯一金融和結算營運系統，失去控制權將會面臨偌大的金融監管風險，另澳洲證券交易所上市公司市值為全球第11大，排名超越新加坡交易所的第21名，

得益者為新加坡而非澳洲金融業，且將使澳洲資本市場的資金及工作機會流向新加坡，危及澳洲龐大的養老金資產。Wayne Swan進一步表示，目前會致力於財務系統效能及穩定度的改善，面對未來可能的合併機會仍採開放態度，只是要等待「合適的方案」。

新加坡交易所首席執行長Magnus Bocker對併購案的破局深感失望，表示接下來的數十年，亞洲仍將會帶動全球經濟成長的動能，新加坡的優越環境能在亞洲活絡經濟下充分受惠，未來重心除放在交易所現有營運上，像是提高流動量及高頻交易等，仍會積極尋求策略性成長機會，並繼續與澳洲交易所商談其他合作方式。

全球的交易所正積極尋求跨境交易(Cross-Border Deals)以壯大市場規模、並且在面對另類交易平台，如黑池等與日俱增的競爭下，仍能擷節開支的方法，僅管如此，日益升高的國家主義、嚴格的監管機制、繁複的所有權結構、及政府保護主義等將使亞洲地區交易所間整合仍是困難重重。

(溫又櫻 摘譯整理自WFE Focus、路透社及網路相關報導, April 2011)



七、匯豐在香港首次推出大中華市場系列ETF

匯豐投資基金公司於2011年4月18日在香港推出其首批大中華市場ETF（交易所買賣基金）系列，追蹤大中華區各股市的表現績效。此系列總共有4檔ETF，分別是匯豐MSCI中國ETF、匯豐MSCI臺灣ETF、匯豐MSCI金龍ETF與匯豐MSCI香港ETF，

藉此向投資者提供投資中國、香港和臺灣等地股市的窗口。以上ETF皆是追蹤MSCI所編製之指數。

匯豐表示，此一大中華ETF系列的推出切合時宜，可滿足投資者對優質、高透明度及注重價值的新興市場投資產品的需求。這4檔ETF主要是採用直接投資相關指數成分股的複製指數績效方式（Physical Replication），而非採取近期受到較多注目的衍生品操作之方式來追蹤指數報酬，相對上和早期ETF複製指數之操作模式較為相近。依據基金發行章程，各檔新ETF的預計總開支比率（Total Expense Ratio，TER，包含管理費與其他營運開支）為每年資產淨值的0.5%（50 bp）。

在大中華ETF系列問世前，匯豐投資基金公司曾在2005年發行1檔債券ETF（ABF香港創富債券指數基金，首檔以港幣計價的ETF），但直到今年才再次發行自有品牌的ETF。不過，同屬匯豐集團旗下的恆生投资管理公司(Hang Seng Investment)，在香港也發行過3檔ETF，分別追蹤恆生指數、恆生中國企業指數與富時中國25指數，同樣以中、港為主要投資區域。匯豐計劃未來的半年至一年間，在香港市場推出更多自有品牌的ETF供投資人選擇，其中之一將會考量匯豐在固定收益證券方面具備的優勢，並以差異化與創新為發展利基。除了香港市場外，在歐洲的法國、德國、瑞士與英國等地，匯豐共發行23檔同樣以投資實物資產方式追蹤指數績效的ETF，相較於其他同業已發行上百檔的ETF，匯豐在ETF業務的發展策略則顯得較為謹慎，其表示發展策略為提供精緻服務、商品概念容易被投資人接受且具備一定質量的產品，而非特別以檔數為追求目標。

各業者開始著重香港ETF市場的發展其來有自，到2011年5月初，已有76檔ETF在香港上市，許多散戶投資者持有大量的ETF，並有交易此類產品的經驗。加上ETF在交易變現性與建構投資組合的便利度等方面之優勢，同時也推升全球機構投資人在投資組合中使用ETF的比重。來自投資人端的需求配合資產管理業者端的供給，預期不論是香港、或大中華區，甚至是亞洲地區的ETF市場將會持續蓬勃發展。

（林宣君 整理自Financial Times、匯豐投資基金公司及相關新聞報導, April 2011）



八、泰國證交所計畫升級IT系統

泰國證交所與Cinnober金融技術公司簽訂合約，由該公司負責執行泰國證交所核心IT系統升級計畫，此計畫將使泰國證交所開啟新的商機，同時亦降低泰國證交所及各券商之營運成本。Cinnober將協助泰國證交所發展核心IT系統，包含交易平台、資訊傳輸、市場監視等，預計2012年第2季正式上線。

泰國證交所自2009年2月起開始規劃「IT主要發展藍圖（IT Master Plan）」，邀集各相關單位如證券商、證管會、及泰國中央銀行等討論，計畫將原有各項系統升級，以提升交易效率及流動性。泰國證交所希望藉由發展IT，提供多元服務、吸引更多外資注入，以成為區域領先的交易所。

新的交易系統除了速度大幅提升，亦提供高頻交易者及演算交易者友善的交易環境；此外，新系統可與其他市場連線跨境交易，並可於單一交易平台上處理所有類型的金融商品，未來開發新商品將為更簡易、省時。



升級市場監視系統亦展現了泰國證交所於改善市場公正及透明度的決心，新監視系統將使泰國證交所達到世界級的風險管理水準。

Cinnober金融技術公司（Cinnober Financial Technology AB）為一交易系統開發商，專為全球交易所及另類交易平台（Alternative Trading System）提供交易平台系統服務，總部設於瑞典斯德哥爾摩。

（徐珮甄 整理自Mondovisione及相關新聞, April 2011）



九、東京證券交易所暫緩延長交易時間及採取措施協助經濟復甦

東京證券交易所(下稱東證所)原訂自5月9日起實施延長交易時間，希望藉此提高股市活力，但受持續地震影響，為降低用電量，東證所表示該計畫將延後至今年秋季再實施。

此外，東證所也採取一系列的措施協助日本經濟自地震後復甦，這些措施包括：

(一)、對於因地震業務受損之上市公司採取彈性管理措施：

- 1.營運活動暫時停頓不適用下市規定。
- 2.因非常損失導致負債超過資產而必須下市的規定之寬限期延長為一年。
- 3.交易單位合併為100股或1,000股的

原訂期限(2012年4月)將延後實施。

(二)、對於初次申請上市的公司，放寬上市審查規定：

- 1.對於「獲利金額」及「業務持續性/獲利性」之審核將排除對績效的暫時影響。
- 2.允許在上市時為充足淨資產進行融資。
- 3.允許會計師對前一業務年度出具保留意見的標準放寬。
- 4.內部控制制度的有效性：將地震之影響列入考量。

5.彈性的上市期間：

(1)允許上市申請時間延長。

(2)因地震影響導致未取得上市許可，於三年內再次申請上市者免收上市審核費用。

(三)、推動有助於災後重建籌資的金融商品上市：1.重建相關之ETF；2.與重建相關之REIT；3.與重建相關之創新商品。

（周楷峯 摘譯整理自東京證券交易所新聞稿, April 2011）

