



國際證券市場發展動態



美洲地區



一、各國監理機關大刀揮向高頻交易

近年來電腦運算科技突飛猛進，高頻交易（High-Frequency Trading）幾乎橫掃各主要市場，活躍於股市、匯市，甚至是商品市場，各主要交易所更是紛紛加強系統投資，大規模提高容量及交易速度。據估計，目前美股70%、歐股50%、亞股10%以上成交量皆來自於高頻交易。然而，2010年以來一連串的技术問題，卻導致金融市場屢屢陷入系統性風險中，各國監理機關已開始正視高頻交易所引發的問題，包括美國、香港、澳大利亞、英國、德國及歐盟等監理機關，近期皆陸續對高頻交易提出檢討或強化監理措施。

2010年5月6日美國股市發生「閃崩（Flash Crash）」事件，半小時內道瓊斯指數下跌650點，市值蒸發8,500億美元；今（2012）年3月美國第三大股票交易平台BATS Global Markets在IPO時，股價在900毫秒內、成交176筆交易，從16美元暴跌至4美分，導致IPO取消；今年5月Facebook新股上市，Nasdaq交易報價近兩個小時無回應，許多大投資人紛紛撤出投資，但系統恢復正常後，交易量及報價卻反而出現爆炸性增長，且多數買賣單報

價間隔不及900毫秒；今年8月2日，美國NYSE及Nasdaq的主要經紀商之一「騎士資本（Knight Capital）」因電子交易系統故障，引發148檔股票短時間內巨幅波動，騎士資本因此在45分鐘內損失4.4億美元；而這一連串的事件背後皆有高頻交易的蹤影，也引發各國監理機關的關注。

美國證券管理委員會（SEC）去年4月即表示將研擬強化規範高頻交易；美國商品期貨交易委員會（CFTC）亦於今年6月就高頻交易監理發布市場諮詢文件；香港證監會（SFC）於7月提案要求程式交易系統每年至少須測試1次，且經紀商必須有防範錯誤交易大量湧入市場的風控機制，得迅速中止錯誤交易；英國金融服務局（FSA）於8月13日表示已於2至5月對英國市場高頻交易進行評估，調查交易前後可能產生之風險及證券商營運影響等問題，並宣布考慮加強對高頻交易公司的監管；澳大利亞證券投資委員會（ASIC）公布市場監管報告表示，今年上半年提請調查事件高達36起，大多因高頻交易所致，故於8月進一步提出強化程式交易基礎（Algorithm-based trades）監理規則草案，要求證券商必須嚴格管控及測試交易系統，並得透過自動控制中止訂單及交易，防止程式交易產生的混亂破壞市場秩序，違反者將處以最高110萬美金罰鍰；澳洲交易所則於8月19日表示將對高頻交易收取費用，以期建立更公平的市場；德國及歐盟監理機關亦刻正研擬高頻交易相關規

範，將於年底前公布監理方向。

雖然高頻交易在一定程度上提升市場流動性及價格效率，但亦提高市場波動，且可能引發系統性風險，威脅資本市場最基本的秩序穩定，而一連串的事件，更讓各國監理機關警覺須加強控管自動交易系統的必要性。

(吳逸萱 整理自The Wall Street Journal與相關報導, August 2012)



二、Euronext計畫成立小型企業交易所

為了彌補小型企業的資金缺口，協助小型企業能夠更容易向投資人募集資金，紐約泛歐證交所(NYSE Euronext)計劃成立一個新的泛歐洲股票交易所。

NYSE Euronext稱這個新交易所為「Entrepreneurs' Exchange」—小型企業可在此進行股票IPO和債券的初次發行，甚至可在上市前(Pre-IPO)發行可轉換公司債進行籌資。

新交易所上市對象將來自於Euronext及Alternext現有上市公司，這也是政策主管機關和交易所在金融危機後，期望促進企業成長的最新嘗試。金融危機後，市場對於銀行因放款限制而壓縮小型企業的籌資管道，越來越擔憂，而小型企業正是最有可能創造就業和促進經濟成長的驅動力。Euronext目前約有900家市值低於10億歐元的上市公司，將被轉移到這個新的交易所，這些公司也可以選擇在Euronext 小型企業股票交易平臺Alternext掛牌。

成立新的小型企業交易所部分原因，在回應美國今年4月份通過的新創企業啟動

法案(Jumpstart our Business Start Ups Act, 簡稱JOBS Act)，該法案放鬆了小型企業為擴張而籌集股本的限制。

NYSE Euronext也尋求禁止對這些小型股票進行高頻交易，高頻交易利用超高速電腦在極短時間內進程式交易，並造成小型公司股票的大幅波動而廣受批評。NYSE Euronext表示，將採取對取消委託單(高頻交易常見的做法)課徵費用的方式以禁止此類交易。此外，新交易所還將附帶設立一個「門廳(foyer)」市場，讓小型企業預作上市準備。

NYSE Euronext中小企業策略規劃主席Fabrice Demarigny指出，交易所的功能需要重新設計，以鼓勵中小型企業重回股票市場。目前針對小型企業，提供向銀行貸款以外籌資服務的交易所，包括英國倫敦交易所的AIM(Alternative Investment Market)及歐洲NYSE Euronext經營的Alternext，但都遭遇掛牌公司家數日益減少的困境。Entrepreneurs' Exchange的設計，將能降低小型公司上市的成本及障礙，同時提高流動性並鼓勵機構投資人參與。

NYSE Euronext表示，新交易所成立時的上市公司家數，將是其成敗與否的重要因素。為此NYSE Euronext持續諮詢市場參與者—企業、證券經紀商、銀行及投資人的意見，並將在未來數月內於法國、比利時、荷蘭及葡萄牙舉辦相關論壇。

(曾玲 整理自Financial Times及相關新聞, August 2012)



三、BATS交易所規劃吸引散戶投資人進場交易之方案

美國第三大證券市場—BATS全球市場



公司 (BATS Global Markets Inc.) 於八月上旬表示，計畫提供一新的交易方案，旨在改善散戶投資者所支付的股票委託價格。

最近幾個月中，各證券交易所營運組織相繼規劃改善散戶投資人委託價格的相關措施。BATS所提出之方案，為此一系列改善措施中的最新方案。第一個引入改善散戶投資人委託價格計劃的是紐約證券交易所，並於8月1日正式實施。

來自於零售券商，諸如美國交易控股 (TD Ameritrade Holding Corp.) 和億創理財 (E*Trade Financial Corp.) 的股票交易，主要皆由銀行與交易公司所處理。在這股票市場交易量銳減至2007年以後未見之低量，侷限了交易所及經紀商之收入的同時，交易所正加緊努力以與銀行和交易公司競爭。

8月初，紐約-泛歐交易所集團正式推出所謂的零售流動性計劃，允許交易公司可提供給散戶投資者優於市價一分美元內的價格。納斯達克OMX集團為了提供更好的價格，在5月也曾宣布了一項透過電子拍賣零售委託單，針對散戶投資人提供優惠價格之相似方案。

湯森路透集團全球市場結構主管Rob Hegarty說：「在紐約證券交易所推出這樣的計畫後，所有其他交易所都必須跟進。如果他們不這麼做，即有失去更多市場占有率的風險。」

BATS於8月14日向股市監管機構提交的方案，與其他交易所提出的方案皆相類似，散戶成員將會在改善的委託單價格上獲得優惠。根據BATS的聲明與其他方案不

同之處，在於BAT的方案評估交易費用的方式以及讓委託單能以更有彈性的價格做交易。

紐約證券交易所發言人表示，「我們很高興紐約證券交易所的方案獲得早期的成功，對於其他人跟隨我們的腳步也並不感到驚訝。」

當紐約證券交易所於去年秋天首次提出改善散戶投資人委託價格方案時，整個市場也為此議題鬧得沸沸揚揚。部分原因是因為該方案摒棄某些交易人員所認為的交易所宗旨—對所有的買家和賣家都平等對待，公平競爭。

BATS執行長Joe Ratterman在7月公司電子報中寫到，允許交易所以不同方式對待某些類型的客戶，是交易所營運方式上「根本的轉變」。「這對交易所行業將產生重大的影響，在未來幾年也必將引起我們及其他交易所的競爭力回應。」

紐約證券交易所的吸引散戶投資者的相關方案，在7月由監管機構核准。其於8月1日時，又再度引起了進一步的關注。8月1日早上，騎士資本集團 (Knight Capital Group) 為因應紐約交易所新的散戶交易方案，而下載的新交易軟體出現技術故障，導致出現大量錯誤買賣指令，其損失超過4.4億美元。

(林昱廷 整理自Wall Street Journal, August 2012)



四、長達2年的收購TMX集團角力終告落幕

加拿大最大交易所營運商TMX 集團 (TMX Group Inc., “TMX Group”) 接

受要約收購乙案，已獲得其股東壓倒性的多數票通過，同意將建構北美大型交易所之計畫，長達2年的收購案終於落幕。

楓葉集團收購公司（Maple Group Acquisition Corp，簡稱楓葉集團）8月10日宣布已斥資38億美元購入80%的TMX Group股份，楓葉集團並更名為TMX Group Ltd.。此要約收購案，總計有95.4%的流通股份提存，除以現金成功收購80%股權外，餘下的15.4%股份將發還給TMX Group股東。所有未被楓葉集團購入的TMX Group股份，將以一兌一比例交換為楓葉集團股份。

在合併之後，新的TMX集團控制了加國九成證券交易，除了擁有Alpha交易所，以及加國最大的結算公司加拿大證券結算所（Canadian Depository for Securities）外，現在又擁有多倫多證券交易所（Toronto Stock Exchange）。同時擁有交易平台與結算公司將提供交易所營運商優於競爭者的能力，並為集團創造收入。

TMX集團將成為美國某些大型交易所的潛在競爭對手，如：紐約泛歐交易所和那斯達克OMX集團。TMX集團執行長Tom Kloet表示，一旦收購交易完成，將會有積極的擴張計畫，包括可能以成功推出加拿大創業指數（Canadian Venture Index）的基礎，創建以中小型企業為標的的美國交易平台。

TMX集團拒絕評論有關其正在洽購美國第四大證券交易所Direct Edge的報導。在已遭監管機關反對或不足夠的股東支持之大規模交易所間潛在合併案中，楓葉集團的成功收購為罕見之成功案例，而德意志交易所、紐約泛歐交易所、那斯達克

OMX集團、洲際交易所和倫敦證券交易所皆是合併計畫已遭挫敗的案例。

楓葉集團對TMX Group的收購計畫，有助於成功遏止倫敦證券交易所對TMX Group的合併案。聯邦及省級監管機構於1個月前同意收購計畫，並要求楓葉集團至少取得七成的股東支持。

（蘇鈺絮 摘譯整理自金融時報及相關網站，August 2012）



歐洲地區



五、英國LCH由美國Nasdaq手中買下IDCG結算所

英國結算公司LCH. Clearnet Group Ltd. (LCH)由美國Nasdaq OMX Group(NDAQ)及其他投資人手中買下國際衍生性結算集團(International Derivatives Clearing Group, IDCG)，以尋求在美國擴張業務。

兩家公司於4月份簽署未具約束力的合約。總部在倫敦的LCH發行每股19歐元的股票予Nasdaq，讓Nasdaq在全球最大的利率交換結算所擁有3.7%的股份。依據Bloomberg及銀行業者的計算，2011年底LCH約有超過4,060萬流通股數，3.7%的股份的價值約2,500~3,000萬歐元。

總部在紐約的IDCG於2009年1月開業，業務以利率交換期貨為主，急欲提高市占率。市場分析人員認為，IDCG每年耗費Nasdaq約1,000萬美元或\$0.05 EPS，而且成交量非常低，如果能將該所賣掉，



Nasdaq可釋出對IDCG持股所需的7,500萬美元法定資本。IDCG能提供給LCH的優勢則為其美國客戶。

LCH旗下的SwapClear結算所自1999年開始為英國銀行間利率交換服務，而自2011年3月開始，SwapClear於美國提供利率交換業務服務，未來即使美國Dodd-Frank Act將對交易過程規範更多，LCH仍尋求在美擴張業務。LCH與OTCDerivnet依雙方協議分配SwapClear的獲利，LCH可優先分配500萬英鎊的盈餘，其後的500萬英鎊盈餘則由LCH與OTCDerivnet平分。若再有額外的盈餘，則OTCDerivnet 分配85%、LCH分配15%。

(徐曉薇 整理自Bloomberg相關報導，August 2012)



亞洲地區



六、南韓擬課徵衍生性商品交易稅

南韓企劃財政部(Ministry of Strategy and Finance)宣布，將於2016年1月起，對連結KOSPI 200指數之衍生性金融商品課徵交易稅，期貨稅率為0.001%、選擇權稅率為0.01%，日後將課稅標的逐步擴增至其他商品，預計一年稅收可增加1,000億韓元(約8,900萬美元)。目前此項法案徵求公開意見中，預計12月送國會審議表決。

過去幾年南韓當局致力於提升股權衍生性商品之交易，為打造南韓成為金融中心所做的努力之一。如今KOSPI 200期貨之日均值約502億美元，而KOSPI 200選

擇權日均量超過500萬口，為全球交易量最大的選擇權商品。韓國衍生性商品市場從1996年開始營運，最初投資人結構以散戶為主，2006年後政府大幅放寬規定，鼓勵外國機構法人參與，目前外資占KOSPI 200選擇權交易量的一半，占KOSPI 200期貨交易量的三分之一。

但南韓市場不斷傳出反對聲浪，擔心課徵交易稅後，因交易成本上升，可能會使衍生性商品交易量下滑一半以上，也可能影響現貨市場的流動性，估計目前現貨市場上約有15%的交易量為與衍生性商品市場間的套利交易；此外，使用KOSPI 200期貨與選擇權的相關金融商品，如結構債等，成本也會隨之墊高，影響層面廣大。但也有業界人士表示，課徵交易稅將可有效打擊投機交易，但也會遏阻高頻交易的發展。過去歐洲曾有類似的討論，德法提議課徵金融交易稅，但因英國認為這項做法可能損及其全球金融中心的地位而作罷。

目前南韓股票交易稅稅率為0.3%-0.5%。而KOSPI 200指數涵蓋韓國股票市場上市值前200大的股票。

(徐珮甄 整理自Financial Times及相關新聞，August 8, 2012)



七、上海證券交易所大幅翻修及發布上市公司資訊揭露法規文件以提升公開性及透明度

為了推動上市公司資訊揭露的公開化與透明化，上海證券交易所(SSE)於2012年8月3日發布通知，大幅翻修與發布上市公司資訊揭露相關之法規文件，以持續強化資訊揭露自我監管，同時也是上海證券交易所推動法規施行的具體措施。

經歷20多年的發展，中國大陸的證券交易所自律監管程序正逐步朝向制度面與市場面相結合。2005年之後，隨著市場的不斷成熟，以及資金效應發酵，市場規模有長足進步。但長期困擾大陸地區證券市場的一些體制性問題開始發生，需要積極全面檢討與樹立監管標準。長久以來，上海證券交易所根據證券交易法履行對資訊揭露自我監管之職，同時依照制度化及合理化的原則，強化促進上市公司發展相關之法規，以利公司資訊揭露狀況的改善。8月3日發布的資訊揭露之法規文件上載明上海證券交易所針對資訊揭露的自我監管標準。文件中大部分內容已向大眾公開，但少部分營運性質、解說性質的業務指南只提供予上市公司。在過去法規執行作業的基礎之上，上海證券交易所將過去發布的資訊揭露之監管文件進行全面檢討與修正，並且全部對外公開。

本次監管法規的大幅翻修和公開主要出於兩方面考量，一為寓監管於服務，督促和規範上市公司依法履行資訊揭露的義務，監管標準的更加清晰透明，正是寓監管於服務、以服務促監管的具體呈現。既方便投資者、上市公司和其他市場參與者的搜尋和使用，也有利於上市公司以及相關資訊揭露義務人全面瞭解資訊揭露監管標準，提升相關規定之遵循程度。

在本次的資訊揭露法規修正中，上海證券交易所增訂3項業務指南、修正13項業務指南，廢止5項業務規則和40項業務指南。經修正後的有效業務規則共計29項，業務指南共計49項。

另一出發點則是自動接受監管，全面公開上市公司資訊揭露規範之標準，有助於合理化上海證券交易所自律監管法規，

提升資訊揭露規定的公開化和法制化，且可使投資者、上市公司及其他市場參與者對資訊揭露監管規定能有清楚的觀念，對監管持正面態度，從而促使上海證券交易所進一步做好資訊揭露自律監管的工作。

上海證券交易所的高階主管指出，法規的公開有助於該交易所提升自律監管，增加透明度，樹立監管公信力。上海證券交易所已制定監管公開的工作計畫，並依據目前已公布的監管標準執行相關作業。更重要的是，目前上海證券交易所正在著手制訂更加清楚和合理的上市公司資訊揭露相關作業程序，期能在今年內分階段地實現資訊揭露監管過程和結果的公開化，提升交易所自律監管工作的制度化與合理化，及促進證券市場的穩健發展。

(蔡孟芳 綜合整理自Mondo Visione及相關新聞與參考資料, Aug. 2012)



八、上海證券交易所鼓勵上市公司增加對股東的股利分派

上海證券交易所(上交所)公布鼓勵上市公司增加股利分派的「指導方針」草案，以提升其長期投資價值。時值中國大陸股市低迷，此為提振投資人信心的新措施。

根據8月16日上交所於網站公布的「指導方針」，上市公司股利分配少於淨利30%時，應公開揭露；若股利分配多於淨利50%時，在申請核准融資、併購時可獲得優惠的待遇。

上海證券交易所於註釋中表示：「現金股利可吸引長期資金進入股市，並對資本市場穩定運作十分重要」。

中國大陸當局最近數周已導入一系列



措施以期能挽回投資人信心。為鼓勵新資金進入股市，中國大陸的金融監管機構今年已三次降低股票及期貨交易費用，並對合格外國投資人擴大開放進入中國大陸資本市場之管道。

從中國大陸經濟成長率觀之，尚未顯示復甦跡象，而以上措施亦未有明顯效用。上海綜合指數2012年至今已下跌3.7%，並自今年3月最高點下跌15%。

(陳海靖 摘譯整理自The Wall Street Journal 網站新聞, Aug. 16, 2012)



九、馬來西亞對東協交易連結興趣減弱

提供資訊連結服務N2N Connect公司的資深業務主管表示：「馬來西亞的券商對於「東協交易連結」(Asean trading link)的興趣已減弱，因為大多數的券商已經與新加坡的券商有交易連結機制。」

N2N Connect公司是馬來西亞證券經紀商間資訊連結服務的最大供應商，其董事總經理Andrew Tiang提及，馬來西亞的經紀商亦對於跨境交易的法規議題相當煩惱。他在近期訪談中表示，推動東協的交易所合作以提升競爭力的規劃是好的開端，但也存在一些障礙，目前的疑慮是監管機關將更仔細的檢視使用東協交易連結的經紀商之風險控管方式。

相較於典型的經紀商和經紀商間的合約明定由國內經紀商承擔國外的風險，東協交易連結較難釐清何方經紀商應該負責風險管理。對某些交易對手風險亦感憂心的馬來西亞經紀商已提及，東協連結對於

在區域中其他國家無交易辦公室的經紀商來說具有最大的利益。

目前，若經紀商透過東協交易連結購買菲律賓上市股票，股票係由菲律賓的經紀商或是保薦經紀商持有及負責風險管理。經由東協交易連結進行的交易，未來將可能因有新加坡的中央存託公司為新加坡的投資者保管當地及外國的股票，而消除交易對手風險，其他國家的存託機構亦有相同的功能。

Mr. Tiang表示僅有不到十家的經紀商尋求N2N Connect公司提供連接東協交易連結的服務。預期新加坡交易所(SGX)及馬來西亞交易所間的交易連結將可先建立，泰國、越南、菲律賓及印尼稍後再加入。東協交易連結已經被延遲了好幾次，新加坡交易所執行長Magnus Bocker在7月曾表示還需要幾個月計畫才能完成。

Mr. Tiang推斷在馬來西亞進行東協內的跨國交易時，新加坡仍扮演重要的角色。馬來西亞的海外交易中有40%的為下單至新加坡，另有30%為與香港間的交易，剩餘的大多數則是與美國及歐洲間的交易。他也指出大多數馬來西亞的散戶投資者對其他東協市場不熟悉，因此基本上還是會忠於新加坡上市公司。精明的散戶投資者較喜歡在美國的市場交易，而非投入東協地區的市場，如印尼及泰國。投資者對於東協的認同度非常低，他們傾向交易較熟悉的名稱，例如：新加坡航空公司及雲頂(雲頂新加坡有限公司經營美心賭場俱樂部、新加坡聖淘沙名勝世界、雲頂電網等)。



(陳怡均 整理自The Business Times與相關報導, August 21, 2012)