

國際證券市場發展動態



美洲地區



一、紐約泛歐交易所集團與德國交易所集團雙方股東均已同意合併案

紐約泛歐交易所集團（NYSE Euronext）股東在2011年7月7日的特別會議中同意與德國交易所集團（Deutsche Börse AG）之合併案與其他相關提案，與會者同意比例為96.09%。隔了一週後的7月15日，德國交易所集團也正式宣布其股東已通過與NYSE Euronext之合併案，與會者贊成比率高達82.43%，超過75%的最低門檻。按照合併案內容，股東現所持有股份將按比例轉為兩者合併成立之新控股公司「Alpha Beta Netherlands Holding N.V.」的股份。

紐約泛歐交易所董事會主席與總裁指出通過股東的正式同意代表雙方的合併案有真正突破性的進展，也感謝股東在經過周詳的考慮後表示贊成具有歷史意義的提案，讓紐約泛歐交易所的長期價值提升，並更快成為業者的領導者。另外，德國交易所總裁表示對於絕大多數的股東認同此合併案代表著對德國交易所未來發展策略投下信任票，同時也讓建立跨歐美兩洲的世界級交易所的進程又向前挺近一大步。而根據德國境

內的併購法規（Securities Acquisition and Takeover Act），在合併案通過股東決議後，未投下贊成票的股東將有兩個星期的期間（截至8月1日）決定是否參與股份轉換。

紐約泛歐交易所集團與德國交易所集團的合併案仍將由兩地主管機關進行包括反托拉斯法、金融與證券等相關法規的合規審查。在6月底時，此案已送交歐盟委員會競爭總署（Directorate-General for Competition）進行是否違反反托拉斯法的審理。德國交易所集團預計最晚在2011年底完成所有的審查程序，到時候將可確定此合併案最終成敗。

附註：紐約泛歐交易所集團與德國交易所集團之合併案預計達成的目標：

- 藉由兩者平等的合作，共同成立真正跨大西洋的歐美交易市場機制，帶領全球資本市場的發展一致性。
- 是一個讓投資人可用單一貨幣在流動性最高的市場進行交易的真正泛歐市場，達成歐盟委員會一直期盼的整合資本市場。
- 透過整合交易後結算交割業務之方式，提升交易效率與降低成本，提供客戶與證券發行人極大益處。
- 建立領先地位的世界級交易所，結合歐洲現有與未來的優勢，強化其重要金融中心的地位。

（林宣君 整理自WFE Focus、NYSE Euronext及Deutsche Börse網站, July, 2011）



二、TMX Group發布另類交易系統TMX Select

今（2011）年7月11日，多倫多交易所集團（TMX Group）宣布啟用其另類交易系統（Alternative Trading System，ATS）「TMX Select」，以對抗另類交易系統於加拿大證券市場所引起之競爭。新交易系統將可交易TMX Group旗下所有交易所之上市股票，包括主板－多倫多交易所（Toronto Stock Exchange，TSX）及中小企業板－多倫多創業交易所（TSX Venture Exchange）掛牌企業。

TMX Group係於去（2010）年10月宣布推出ATS之計畫，並於今年6月取得加拿大金融主管機關之核准。TMX Select提供了不同既往的收費模式，大幅降低流動性需求者（liquidity takers）的交易成本。有別於現行加拿大各交易市場普遍採取的maker-taker收費模式，TMX Select不依交易量區分投資者，對股票買賣雙方一律收取相同手續費：股價加幣1元以上者，每股交易手續費為0.0002元；1元以下者，手續費為每股0.0001元。

相較之下，TSX及TSX Venture採取一套複雜的收費模式，將交易者依交易量等屬性區分為不同等級，並對流動性需求者及供應者（liquidity providers）收取不同費用。以股價1元以上之股票為例，每月交易250百萬股以下之流動性需求者每股收

取交易手續費0.0035元，如為流動性供應者，則每股可取得回饋金0.0031元。交易量者則適用較低手續費率、並可收取較高回饋金。

TMX Group預期此創新收費模式將大幅節省流動性需求者之交易成本，為TMX Select創造關鍵競爭優勢。

TMX Select啟用首日可交易8檔最熱門的股票，包括資產管理公司Brookfield Asset Management Inc（BAMa.TO）、交通運輸設備製造商Bombardier Inc（BBDb.TO）及折扣零售商Dollarama Inc（DOL.TO）等。其餘股票則陸續分批納入可交易範圍。

TMX Select的發布，反映了當前傳統交易所在另類交易系統大軍壓境下的發展趨勢。包括紐約泛歐交易所（NYSE Euronext）、那斯達克北歐交易所（NASDAQ OMX）、倫敦證券交易所（London Stock Exchange，LSE）及新加坡交易所（Singapore Exchange，SGX），均設有自己的另類交易平台。目前TMX Group的競爭對手包括由加拿大各大銀行共組的Alpha Group、Instinet的Chi-X，及加拿大全國證券交易所（CNSX Markets Inc.）的Pure Trading等。

根據加拿大投資業規範管理組織（Investment Industry Regulatory

Organization of Canada, IIROC) 統計，2007年TSX及TSX Venture之股票交易市占率合計高達99.70%，但至2011年上半年此比重已下滑至67.88%。相較之下，2008年甫成立的Alpha與Chi-X，其2011年上半年之股票交易市占率分別達18.06%及9.72%，TMX Group所面臨競爭之激烈可見一般。近年加拿大各交易市場市占率變化情形如下表所示。

(林詠喬，整理自Reuters、TMX Group、IIROC及相關報導，July, 2011)



歐洲地區



三、英國FSA核准UBS MTF及BATS Europe採用優先互通結算機制

自7月底開始，英國金融服務管理局(Financial Services Authority, FSA)核准另類交易平台UBS MTF 及BATS Europe 的客戶可以選擇與該平台建立相互連線、具優先互通結算機制(Preferred interoperability clearing)的結算機構或中央結算對手(Central Counterparty, CCP)¹進行交易結算。例如BATS Europe 平台的客戶可選擇在倫敦的LCH.Clearnet、瑞士的x-clear或EuroCCP進行結算。UBS MTF的客戶則可選擇由EuroCCP或x-clear進行股權商品結算。

結算系統間的互通性(Interoperability)為歐洲證券市場架構發展的重要議題之一。互通性指結算機構(包括CCP)之間相互建立連線，讓選擇使用不同結算機構之交易對手

表：加拿大各交易市場成交金額市占率變化情形（2007-2011Q2）

	2007	2008	2009	2010	2011 Q1-Q2
Toronto Stock Exchange	97.13%	96.34%	80.35%	66.24%	61.73%
TSX Venture Exchange	2.57%	1.24%	0.93%	1.64%	2.37%
CNSX	0.01%	0.01%	0.00%	0.01%	0.01%
Pure Trading	0.08%	0.88%	0.83%	1.86%	3.69%
LiquidNet	0.13%	0.15%	0.12%	0.18%	0.29%
Match New	0.06%	0.54%	1.28%	1.62%	2.28%
Omega	0.00%	0.06%	0.03%	0.40%	1.87%
Chi-X	—	0.59%	6.41%	8.86%	9.72%
Alpha	—	0.16%	10.05%	19.20%	18.06%

¹.CCP結算指結算機構藉由「債務變更」(novation)程序，置於「原買方之賣方，及原賣方之買方」的法律地位，承擔起結算交割義務，致交易人之間無債務糾葛，因而杜絕交易對手風險，且交易資訊透明化（店頭衍生性商品集中交易對手結算之研究，劉邦海，中央銀行季刊，99年12月）。



彼此可進行交易，且即便任一方違約時，參與之結算機構仍會保證交易完成。

連線互通化目的在讓使用者可自由比較並選擇適合的服務提供者，即市場參與者得自行選擇交割地點，而受規範市場可自由選擇結算與交割服務的提供者，以利創造無障礙之跨國結算交割作業。歐洲金融工具市場指令（Markets in Financial Instruments Directive；MiFID）與歐盟結算交割準則（European Code of Conduct for Clearing and Settlement；COC）持續增訂相關規範，CCP 機構亦刻正與瑞士、荷蘭及英國主管機關討論CCP互通連線的執行細節²。

EuropeCCP 的CEO Diana Chan以金融卡比喻互通性的好處，即因ATM系統的互通性使卡片持有者可利用不同銀行的ATM進行相同的金融服務(如跨行提款)。但目前在歐洲證券市場卻無法享有這樣的好處，雖然同一支股票可以在不同交易平台（如LSE或BATs）交易，但CCP之間沒有互通性來保證交易完成。這表示歐洲CCP之間競爭有限且使交易安排更為複雜，而一般由交易平台指定CCP的作法則導致目前市場分割的情況。此外，參與者必須與不同CCP連線，被迫負擔更高的成本與作業風險，這也是歐洲

交易後成本(post-trade costs)大幅高於美國的原因之一。Diana Chan表示，結算系統不互通就好像卡片持有者在不同家銀行開戶，為了隨時都能使用任一家ATM而必須隨身攜帶著每一家銀行的金融卡。

支持者認為主管機關開放投資人可選擇優先互通結算機構之後可帶來許多效益：

- 1.增加現貨結算的效率：結算機構間彼此為了價格與品質既競爭又合作，除了提供客戶更多的選擇及更高品質的服務，亦可增加現貨結算的效率。
- 2.降低交易商(trading firms)的結算成本：

(1)結算機構因競爭更加劇烈而主動降低結算費用：如X-clear及EuropeCCP近期為吸引新客戶或提高客戶結算量相繼宣布調降結算費率。X-clear為吸引新客戶，提供至2012年底前每月結算1,500萬筆交易以上的客戶每筆交易僅需支付1分瑞郎，結算量較低的客戶為2.5分瑞郎，為目前費率的一半。EuroCCP也提出每日結算量超過230,000筆的交易員不需負擔結算費用，或最高不超過4,300歐元的費用上限。

2. 歐洲證券市場結算交割制度之發展與分析，臺灣集中保管結算所公司，2009年12月。

(2)節省交割與保證金之成本：在互通連線機制下，交易商即使在不同的交易平台交易，只需選擇一家與不同交易平台、不同CCP建立連線的結算機構進行結算交割，可大幅降低交割及保證金成本。

3.降低結算集中風險：當一結算機構或CCP違約時，交易平台可透過其他結算機構繼續為客戶保證交易，降低違約風險。

4.提高歐洲區市場的交易量及流動性。

尤其金融海嘯之後，促使主管機關推動更多金融衍生性商品採用集中結算的趨勢，因此，CCP互通連線執行的安全性及風險管理為主管機關特別關注的焦點。為此結算業者表示：

- 1.參與互通性的CCP有義務揭露彼此之間風險如何管理，這項趨勢有助強化歐洲市場的穩定性。
- 2.主管機關對互通的CCP設有較高的風險要求，包括提高需要在兩個CCP之間交換的保證金³金額。
- 3.當交易商可以連結更少的CCP時，互通性可降低作業風險，而最終將促進CCP整併⁴。

為達到互通性的效益，業者認為法規上仍需要進行兩項改革：

- 1.交易平台必須有義務對想要與其建立連線、為其客戶結算的CCP均一視同仁。因為CCP保證交易的使用與付費者是交易商(trading firms)，並非交易平台(trading venue)。
- 2.CCP必須有義務與其他在同一系統建立連線提供服務的CCP的系統互通。

然而，交易所則擔憂，正當主要交易所努力專注於潛在合併機會的時候，另類交易平台有可能因為與互通結算機構的結合吸引更多客戶，進一步擴大其在歐洲的交易量。

(徐曉薇 整理自Financial Times、Global Financial Strategy等相關報導，July, 2011)



亞洲地區



四、港交所於7月25日正式推出T+2日款券同日交割制度

為因應香港證券市場規模及交易金額的急速成長，降低市場交割風險，並符合

³.此處的保證金指一CCP為保證交易的價格，與違約事件中一CCP需償付保證該交易之預期價格的價差。
⁴.目前歐洲有11家CCP，市場認為數量太多。



國際交割趨勢，香港證券交易所（以下簡稱港交所）宣布自7月25日起，於其旗下中央結算及交收系統（以下簡稱CCASS）推出「T+2日完成款項交收」安排，使有價證券及款項於同日得完成交割，而香港銀行同業結算有限公司亦將新增「5:50pm T+2日銀行同業大批交收程序」，以支援港交所該項安排。

由於香港證券市場日成交金額自2003-2008年五年內已成長6倍達港幣718億元，且交割總值增長6.68倍至港幣1,930億元，交割對手風險明顯提高，因此港交所於2009年11月就「CCASS T+2日款券同日交割」對市場提出諮詢，將原本T+2日證券交割、T+3日款項交割，改為證券及款項同於T+2日完成交割，以降低結算參與者所面對的隔夜信貸風險，並於2010年8月完成諮詢。

今（2011）年上半年港交所已完成模擬測試，並獲得香港證券及期貨事務監察委員會的批准，T+2日款券同日交割確定於7月25日開始實施。新制度將沿用「持續淨額交割」，主要係將最後一批銀行同業大批交割程序，由T+3日早上9點30分移至T+2日下午5點50分執行，程序上為CCASS於每一交易日下午3點45分完成最後一次多批交割處理程序後，發出款項交割指示，銀行同業結算公司則根據該指示，於下午5點50分執行銀行同業大批交割程序，6點前完成當日所有的款券交割。

（吳逸萱 整理自Focus與相關報導，July 2011）



五、韓國交易所擬將交割起始時間提前至交割日早上九點

韓國交易所（KRX）與韓國集保結算所（KSD），計畫將KOSPI市場及KOSDAQ市場之交割起始時間，提前至交割日（T+2）當日上午9時，新措施預計於2011年7月25日正式生效。

原先韓國交易所僅於交割日（T+2）下午4時交割截止時間過後，一次作業款券交割。韓國交易所前於去（2010）年7月5日已將交割起始時間從下午4時提前至下午3時，現為進一步提升交割效率，今（2011）年又將交割起始時間提前到早上9時。

由於交割起始時間提前，延遲交割的情形將預計大幅減少，進而減輕須趕在交割截止時間內完成交割的壓力。此外，提前收到款券亦有助於結算會員或投資人更有效率地管理資產。

（徐珮甄 整理自KRX網站新聞及相關新聞，July, 2011）



六、新加坡交易所建議實施股市「斷路機制」

新加坡交易所（SGX）計劃在今（2011）年下半年推行防止股價急速波動的「斷路機制」（circuit breakers），並正式發布諮詢計畫書向大眾徵詢意見，市場參與者與會員可以在7月28日前使用電子郵

件或傳真方式將意見與建議提供給新加坡交易所。

去(2010)年5月美股曾發生閃電崩盤事件，美國道瓊指數(DJIA)在10分鐘內驟跌998.5點，重創市場信心，在此事件之後，世界各地的交易所紛紛探討並設計推行「斷路機制」，避免股市急漲急跌的現象，讓投資者有時間暫停下來瞭解情況。

根據新加坡交易所提出之斷路機制諮詢計畫書，交易價格將限制落在參考價格(reference price)上下10%⁵之價格帶(price band)，超出此範圍的委託將被拒絕並開始歷時5分鐘的冷靜期(cooling-off period)，其中參考價格是當日開盤價或是最接近的開盤或收盤價；在冷靜期結束後，將會重新建立一個價格帶，新的參考價格將設訂在原價格帶曾被超出的上限或下限價。

新加坡交易所表示，目前斷路機制計劃應用在藍籌股⁶交易上，較低價的股票因其流動性較低，價格變動較大，可能造成頻繁地觸發斷路點，對交易造成不當的干擾破壞，因此不適用斷路機制；斷路機制除應用在海峽時報指數(STI)及摩根新

加坡指數(SiMSCI)之成分股外，基於商品價格與標的股票和指數之績效的高度相關性，斷路機制亦計劃運用於以上述兩大指數為標的之指數股票型基金(ETF)及延期結算合約(Extended Settlement)上；除此之外，新加坡交易所亦尋求有關結構型權證(Structured Warrants)受斷路機制影響之適當處理方式，以及指數與交易所商品間之調整關係。

(溫又櫻 摘譯整理自The Business Times及SGX網站, July, 2011)



七、菲律賓證券交易所將自2011年10月起延長交易時間

因應明年度啟動的東協電子平台將連結其他東南亞證券市場，菲律賓證券交易所將自10月起延長交易時間。

目前菲律賓證券交易所的交易時間為上午9時30分至12時，每日僅交易2.5個小時。自10月1日起，菲律賓證券交易所將先延長交易時間1個小時，從上午9時30分至下午1時，而從2012年1月1日起，交易時間將進一步延長為每日上午9時30分至12時及下午1時30分至下午3時30分。

⁵.新交所根據海峽時報指數和摩根士丹利新加坡指數2006年至2010年間，成分股股價波動的幅度所決定。

⁶.即海峽時報指數和摩根士丹利新加坡指數的成分股，考慮其中重複的部分，目前包括共有37支股票，約占新交所每日平均市值約62%。



包括泰國證券交易所、新加坡交易所、馬來西亞交易所及菲律賓證券交易所等4家東協交易所已經指定技術服務廠商SunGard為其建立區域網絡，並預定自2012年3月開始啟動跨境交易，此舉為東南亞國協(ASEAN)10國預計在2015年前轉變為單一交易體，以利資本自由流動之整理規劃的一部份。

(周楷峯 摘譯整理自Reuters及相關網站新聞, July, 2011)



八、泰國證券交易所將採用新的交易及資訊系統

泰國交易所(Stock Exchange of Thailand, SET)宣布將與瑞典Cinnober金融資訊科技公司(Cinnober Financial Technology)合作，升級SET資訊系統，以吸引高頻(High Frequency)與演算(Algorithmic)交易者參與市場。這項合作案突顯了新興市場為吸引這些近年來大幅改變美國及西歐市場結構之高頻及程式交易者所作之努力。

Cinnober將以其開發之TRADAEExpress多元產品交易執行系統為SET建置交易、市場資訊及監視等系統，預計完成及上線時間為2013年。

泰國證券交易所總裁Charnporn Jotikasthira表示：「藉由這一項對世界級

資訊科技之投資，不僅僅將帶動泰國之資本市場之效率及活力，藉由新平台之建置降低整體之營運成本，也帶給泰國證券交易所及其市場參與者更多的產業商機。」

瑞典Cinnober金融資訊科技公司執行主席Nils-Robert Persson也表示這項合作案奠定了一個重要里程碑，開啟了新的市場。今年六月初，Cinnober金融資訊科技公司啟用新的配對交易引擎TRADEExpress Ultra，Cinnober宣稱這個系統能在十億分之一秒內完成配對交易，並把這微秒級的交易速度稱之為證券產業之量子性躍進(a quantum leap for this industry)。TRADEExpress Ultra是由精簡且商業上現成之硬體設備所建構，以相對較容易且低價的方式運用目前科技上最新的硬體設備及最快速的網路服務，其宣稱為目前世界上最快速的交易配對引擎之一。由於交易速度方面的快速進步，未來證券產業亦將面臨隨之而來對交易資訊發布，結算及風險管理的更高需求。

泰國證券交易所之股票將於2012年於新系統上線，而衍生性商品將待2013年在新系統上線。

(林昱廷 整理自Financial Times 6月30日新聞)

