



國際證券市場發展動態



美洲地區



一、NYSE Euronext擬為散戶投資者提供非公開交易服務

為搶救不斷流失的交易市占率，紐約泛歐交易所集團（NYSE Euronext）擬針對散戶推出非公開交易服務，該計畫目前尚待美國證券管理委員會（Securities and Exchange Commission, SEC）批准，預計將挑戰其當前擬加強黑池（Dark Pool）監管的做法。

今（2011）年10月12日，NYSE Euronext向SEC遞交提案，擬於旗下NYSE及NYSE Amex交易所，推出「散戶流動量提供者」（Retail Liquidity Provider）新制，為吸引散戶委託單的試驗性計畫。一旦通過，散戶投資人將因而有機會在交易所（NYSE及NYSE Amex）內以更優於市價的價格成交，為交易所業內首見做法。

NYSE Euronext的散戶流動量增強計畫（Retail Liquidity Program）基本上為一電子交易機制，要求參與者必須提出對散戶交易者更有利的報價。根據該計畫，NYSE及NYSE Amex將出現兩類新的市場參與者：

◎ 散戶流動量提供者（Retail Liquidity

Providers, RLPs）：散戶流動量提供者可以隱藏單（non-displayed order，俗稱dark order）方式，提出零售價格改善委託單（Retail Price Improvement Order），為散戶投資者提供較「保護最佳成交價格」（Protected Best Bid and Offer, PBBO）更有利的報價。

◎ 散戶會員機構（Retail Member Organizations, RMOs）：散戶會員機構為代理散戶投資人下單的交易所會員，可向NYSE或NYSE Amex提出零售委託單（Retail Orders），亦即直接來自散戶且未經修改的委託單。

散戶流動量提供者對散戶負有報價義務，必須按所規定的最小增額（現為0.002美元）「改善」PBBO，提出對散戶投資者更有利的價格；其他交易所會員也可以提交零售價格改善委託單。其運作類似荷蘭式拍賣（Dutch auction）：散戶流動量提供者的買（賣）單報價將由低至高依次遞增（高到低依次遞減），直到第一個散戶競賣人（競買人）回應為止。

舉例而言，假設A股票目前市場價格為買\$30.00—賣\$30.03，且目前買賣端各有1,000張委託單。則散戶流動量改善計畫運作如下：

- ◎ 步驟1：一名散戶流動量提供者（或其他交易所會員）提出散戶價格改善委託單，願以\$30.01買進500張A股票。
- ◎ 步驟2：NYSE的資料源（data feed）將把此報價通知散戶會員機構。
- ◎ 步驟3：散戶會員機構提出以\$30.01賣出500張的委託單。
- ◎ 步驟4：A股票以\$30.01成交500張，且不影響集中市場交易價格。

本例中，若散戶會員機構的賣單張數較多，例如800張，則其可以選擇將其中500張以\$30.01賣出，剩餘300張再以市場價格\$30.00成交。

NYSE Euronext表示，散戶流動量提供者制度為其改善市場品質的一部分，意在強化市場交易者的流動性及多元性。其他特殊的流動量提供者計畫，包括指定造市者（Designated Market Makers, DMMs）、支援流動量提供者（Supplemental Liquidity Providers, SLPs）及場內經紀人（Floor Brokers）等。

散戶委託單之所以日益受到重視，在於其交易通常根據對證券價值的長期趨勢判斷，相較於專業交易者（包括高頻交易者）追求的是極微小的價差，兩者間或有衝突。

過去交易所雖然可以提供隱藏單服務，但不能僅針對特定投資人族群報價，從而部分委託最後流向黑池或其他電子交易平台。根據美國證券商Rosenblatt Securities統計，今年8月黑池占美國股票市場交易量的11.3%，而隱藏單交易只占交易所交易量約3.9%，顯示有更多隱藏單選擇場外（off-exchange）成交。更重要的是，這些交易有可觀比重來自散戶委託，Rosenblatt估計，場外交易約有10~15%來自散戶，這些委託單多半在證券商內部撮合成交（internalised）。

為吸引散戶委託單，大型券商如Citigroup已推出優先處理散戶委託單的系統，Credit Suisse亦設置排除高頻交易者參與的交易平台。NYSE Euronext此回提案，即是為提振日漸下滑的交易市占率，惟其針對散戶提供非公開交易平台的做法，仍引發極大爭議。

NYSE Euronext美國市場主管Mr. Joe Mecane表示，「SEC是否同意這項作法仍有待觀察，但至少我們拋出這個議題。透過散戶流動量提供者計畫，我們希望各交易場所，能以更公平的方式進行競爭。

（林詠喬 整理自Financial Times及相關報導，Oct. 2011）



二、BRICS七大交易所宣布合作聯盟計畫

近年歐美交易所興起的併購潮使得新



興市場交易所莫不備感壓力，今年10月12日在世界交易所（WFE，World Federation of Exchanges）於南非約翰尼斯堡舉行的第51屆年會上，來自新興市場金磚國家（BRICS）的七家交易所正式展開反擊，宣布成立合作聯盟，以期能使更多國際投資機構及彼此的當地投資者可以方便的透過各BRICS交易所，提升對於經濟實力與日俱增的BRICS經濟體的投資。

七家交易所包括巴西證券期貨交易所（BM&F BOVESPA）、香港交易所（HKex，為中國在聯盟成立初期的代表交易所）、俄羅斯莫斯科銀行間外匯交易所（MICEX）、俄羅斯RTS交易所（MICEX正與RTS進行合併）、南非約翰尼斯堡證券交易所（JSE）、印度孟買證券交易所（BSE）及印度國家證券交易所（NSE）。截至今年6月底，BRICS 7家交易所占全球所有交易所上市衍生商品合約總交易量18%，上市總值達9.02兆美元，8月份股市成交金額達4,220億美元，上市公司總計9,481家。

該合作聯盟的初期規劃為將各基準股市指數衍生產品在各個聯盟成員的市場相互掛牌，香港交易所兼WFE主席夏佳理表示最快可於2012年6月前開始交易。第二階段則要共同開發追蹤BRICS市場的新產品，於各成員交易所上市，巴西證券期貨交易所行程總裁Edemir Pinto表示，這些產品將會以當地貨幣交易，以便讓投資者

透過這些產品參與其他新興市場。第三階段再於其他資產類別及服務方面展開各項合作。

（吳逸萱 整理自Reuters與相關報導, Oct. 2011）



歐洲地區



三、新版MiFID預期將大幅改變歐洲金融交易現況

最近一年內歐盟陸續提出Markets in Financial Instruments Directive（歐盟金融市場工具指令，簡稱MiFID）法案之修正提議。當市場仍對歐洲金融改革的方向感到存疑時，歐盟內部市場（EU internal markets）委員Michel Barnier近日已針對新版MiFID之管理意涵做出詮釋：「新法令將使目前歐洲金融市場的交易運作方式大幅改變，並已提出對長期以來資訊一直不夠透明的OTC商品交易的未來管理方針」。

MiFID當初立法意旨與造成市場最大的變化是，打破過去歐洲各國交易所的獨占局面，允許開放新交易平台（如MTFs），讓歐洲的金融市場自由競爭。不過最新出爐MiFID II則將扭轉此局面，重點將會放在如何有效監管。過去開放自由競爭的結果，使歐盟境內的證券市場交易分散在不同交易場所，以及黑池交易（Dark Pools）與高頻交易（High Frequency Trading）的

崛起。黑池交易允許機構投資人在完成交易後才須公布成交價格，可能降低資訊透明度，而高頻交易的快速發展讓監管者對於科技發展導致的管理難題擔憂。新MiFID將尋求如何抑制高頻交易的成長，並另外制定放寬交易所交易的衍生性商品結算等法規（簡稱MiFIR）。

除上述修正重點外，歐盟執行委員會也在新版MiFID中納入G20在全球受金融風暴重創後對金融市場，特別是非集中交易商品改革的承諾，包括將過去允許由金融機構自行處理的交易活動拉回至集中交易市場或採取集中結算，以確保價格等資訊能更快為大眾所知。例如MiFIR即要求以往在銀行雙邊直接交易的OTC衍生商品等合約必須移轉至認可的新交易場所OTF（Organised trading facility）進行交易，避免業者利用監管漏洞進行交易。當然，定義所謂受規範的交易，可能產生的風險會是，未來還是會出現更為創新的商品或交易方式來因應市場新的管理方式。

觀察歐洲金融業對新版MiFID的反應是緊張居多，特別是要求業者不能使用自有資金經營OTFs，這對想單獨經營交易平台的業者是不小的衝擊，等於間接限制自由經營OTFs。國際交換與衍生性商品協會（International Swaps and Directive Association）抨擊限制OTC商品交易場所並非合宜的方向。不過，反觀過去幾年飽受銀行業競爭壓力的交易所對新法案的反

應卻是歡迎居多，NYSE Euronext表示近期市場信心持續惡化，新法案或可消除市場的不信任感。事實上，當新法規討論到是否開放集中交易衍生性商品的競爭時，適逢NYSE Euronext和德國交易所推動合併案，讓德國交易所積極反對此提案。

新版MiFID可能會要求非歐盟註冊的公司與歐盟境內的公司交易前須向新成立的歐洲證券暨市場管理局（European Securities and Markets Authority，簡稱ESMA）報告，其他則可能必須在歐盟境內設立分支機構，且要求這些境外機構註冊國的法律規範必須與歐盟法律相當。不過此舉或被視為是歐盟保護主義的做法。因為各國法律不見得相同，這將使擁有歐盟境內最大金融市場的英國首當其衝，且隨著ESMA權力逐漸擴充也將淡化各國管理機構的角色。

稍早美國也通過針對金融市場改革的Dodd-Frank法案，目前新版的MiFID與MiFIR也正由歐洲議會與各會員國進行協商，當內容正式通過後，相信將為全球金融監管帶來新方向。但不可諱言，跨國企業會因為金融改革法案而面臨更多營運風險，當這些法案因為過分複雜導致監理機構無法有效解決問題時，或許也將造成監管套利等當初沒有預期到的情況。

（林宣君 整理自Financial Times與相關新聞報導，Oct. 2011）



四、提高透明度規範將橫掃歐洲

歐盟委員會(European Commission)10月底提出了歐洲金融工具市場指令(Markets in Financial Instruments Directive, 簡稱MIFID)新修正草案, 簡稱MiFID II 或MiFID Review。草案內容分為指令(Directive)及規則(Regulation)兩部分, 其內容主要與下列議題相關:

- ◎ 更健全且有效率的市場架構。
- ◎ 考量金融科技創新的管理措施。
- ◎ 提高市場透明度。
- ◎ 強化監督權力並為衍生性商品市場設立更嚴格的監管框架。
- ◎ 加強投資者保護。

在提高市場透明度部分, MiFID新草案允許成立一個新交易平台(Organized trading facility ,OTF), 可供執行銀行間雙邊交易的衍生品等合約。但新草案同時研議將改善目前股票市場交易活動的透明度, 包括黑池交易在內。新規定僅允許在事先規範的條件下接受豁免。同時透明性規則適用範圍將擴大至非股票交易市場(如債券、結構性商品及衍生性商品市場)。此外, 由於修正措施新增有關將市場資訊集中一地的要求, 投資者將可對其於歐盟

區域內之所有交易活動有一個全面性的瞭解, 有助投資者在資訊更為充分的情形下做出投資決策。

歐洲官員認為, 2008年金融危機曝露出衍生性商品交易市場缺乏透明度, 因此促使他們在新草案中針對所有金融商品訂定更清楚且完整的規定。2009年G20峰會中曾提出金融市場的改革內容, 包括改善市場透明度的建議, 美國也透過Dodd-Frank法案提出類似的建議。

歐盟委員會委員表示, 立法應跟上金融市場轉變的腳步, 金融危機提醒了目前金融市場與產品高度複雜與不透明性, 新修正的提案將帶領市場邁向更好、更安全、即更開放的金融市場。

市場專業人士認為, 新修正草案最具爭議的內容之一為開放結算業務競爭。當提案在歐盟會員國與歐洲議會議員之間交涉時, 歐盟支持結算業務開放競爭的態度也使英德之間爭執得鼻青臉腫。結算業務開放競爭是相當敏感的議題, 因為它是Deutsche Borse及Euronext合併案的核心議題, 其競爭對手聲稱, 兩者合併將會產生一個獨占歐洲衍生性商品結算業務的市場營運者。布魯塞爾反托拉斯主管機關目前正在審查這件合併案。

原始MiFID指令粉碎了歐洲國家交易所的獨占優勢, 允許Chi-x Europe,

Turquoise 及BATS Europe 等另類交易平台加入競爭。同時MiFID也允許黑池交易，使歐洲成為目前擁有數個不同黑池交易平台的市場。

但有許多市場參與者抱怨歐洲市場目前太過分割，難以得知何處可獲取最佳執行價格。而更糟的是，歐洲不如美國具有一致的價格申報系統，即所謂的綜合行情表(consolidated tape)，投資人難以了解最佳交易是否已透過公開市場達成。

未來在MiFID修正草案提高交易透明度的要求下，目前透過黑池交易以進行鉅額買賣但延遲揭露價格資訊的銀行業者，將被迫向主管機關揭露更多交易資訊，而債券及結構型金融衍生性商品交易者未來也將必須向主管機關與市場公開更多交易活動內容。

MiFID修正草案目前正待歐洲議會和歐盟各成員國討論及通過。

(徐曉薇 整理自Financial Times、European Commission等相關資訊，Oct. 2011)



五、瑞士交易所企圖吸引高頻交易

瑞士交易所(Swiss Exchange)已宣布將在2012年上半年推出超快速交易服務，藉以吸引區域內的高頻交易(high-frequency)者，此服務將以「共用機房」(co-location)為基礎，將客戶的交易系統與交易所的伺服器放在同一個地點內，可大

幅縮減交易時間。

共用機房可以將交易時間縮小至毫秒，是交易所吸引高頻交易者不可或缺的必要條件。瑞士交易所執行長Christian Katz表示為吸引新的流動性，該交易所一直致力於創造一個高效能及多功能的交易平台。

近年來，倫敦證券交易所(London Stock Exchange)、泛歐交易所(NYSE Euronext)及德意志交易所(Deutsche Bourse, DB)為了吸引高頻交易者，已藉由共用機房來縮減交易時間及針對高頻交易者推出優惠費率。瑞士交易所為維持競爭力，亦將跟進採取上述吸引高頻交易者之措施，為歐洲最晚採用的股票市場。

(周楷峯 摘譯整理自Reuters及相關網站新聞, Oct. 2011)



亞洲地區



六、新加坡交易所擴充結算交割平台

新加坡交易所執行長Magnus Bocker表示，將投資一個新的結算交割平台以擴充其所能處理的有價證券範圍，補強目前平台主要在支援交易新加坡本地有價證券之不足。

雖然2010年底原規劃與澳洲證交所之合併案在2011年4月被澳洲官方拒絕，新



加坡交易所仍積極擴展其服務機能，如今年7月時開始交易新加坡政府債券、8月引進號稱世界最快之證券交易平台等；除此之外，這個以成交值計算為東南亞最大之交易所更公布其今年第1季利潤上升18%、期貨與選擇權交易營收較去年同期增加26%。

根據彭博社資料，新加坡交易所市值高達53億美金，為倫敦證交所1.4倍、亦高於那斯達克OMX集團，Magnus Bocker進一步表示，高市值使其成為可能進行併購的受注目主體，對於合併或收購的機會仍維持一貫開放的態度。

(溫又櫻 摘譯整理自Bloomberg, Oct. 2011)



七、泰國證交所暫緩公司化時程

泰國證交所將遵從政府政策，暫緩其公司化時程，同時證券商經手費自由化的方案也可能會延期。

泰國證交所先前提報「發展東南亞第三大證券市場」及「擴大資本市場」的策略規劃，泰國政府已成立委員會審查。而泰國證交所日前接獲副總理，前泰國證交所總經理Kittirat之正式指示，該計畫暫緩實施，政府方面認為泰國目前競爭力良好，證交所未來發展並無公司化的必要。

然而泰國證交所總經理Charamporn Jotikasthira表示，儘管證交所暫緩公司化，但面對區域間日益激烈的競爭環境，泰國證交所近期內仍會進行改組，並提升資訊

系統及發展新商品。同時暫緩公司化也不會影響東協交易所間的跨市場交易計畫。

泰國證交所原先計畫於2012年公司化，並於2013年上市，進度已完成70%，尚待國會修改相關法律條文。目前泰國證交所市值為2,400億美元，於東南亞為居第3，僅次於印尼3,860億美元及新加坡3,360億美元。

此外，泰國券商公會表示，已向泰國政府當局爭取暫緩證券商經手費自由化的方案。目前泰國證券商經手費採固定費率，為成交值的0.25%。泰國券商公會認為，原訂於2012年1月1日開放證券商經手費自由化的方案，也應順應泰國證交所公司化暫緩而停止，否則交易所若維持會員制，在每位會員權益平等的條件下，貿然採取經手費自由化可能損及證券商權益。

(徐珮甄 整理自Reuters及相關新聞, Oct. 2011)



八、中國證券金融公司成立，轉融通業務將獲突破

中國政府北京當局成立了一家協力廠商公司—中國證券金融公司，以擴大其融資融券業務。中國證券金融將提供仲介服務，協助證券商進行融資融券。

中國證券金融股份有限公司於10月中成立，註冊資本額為60億元人民幣，並已召開第一次股東會，其股東為上海證券交易所、深圳交易所、上海證券交易所和中國證券登記結算公司，並於10月19日正式於

中國國家工商行政管理總局登記准核。這意味著醞釀多時的轉融通業務將獲得突破，券商開展融資融券業務時，資金或證券量不足時，可向中國證券金融公司借貸，這將有助於券商擴展融資融券業務規模。

另外，中國證券金融公司的人事架構亦已確立，由原中國證監會陝西證監局局長薛文石出任公司董事長兼黨委書記，原證監會融資融券工作小組辦公室主任聶慶平出任總經理。

目前中國「轉融通業務監督管理試行辦法（草案）」及相關的其他配套規已準備完成，將於近日正式發布。目前，滬深交易所已完成《融資融券交易實施細則》等配套規則的制定，滬深融資融券之標的證券擬擴大至上證180、深證100的280支成份股以及7支ETF。在轉融通實施方案確定後，各相關公司和機構將很快展開測試，預計於年底前推出轉融通。

中國證監會於2010年3月31日正式啟動融資融券業務，在開放之初，有6家券商獲得融資融券業務試點的資格，至今目前已有25家券商獲得試點資格。券商的融資融券業務雖已推行一年半多了，但總體來說發展速度不快，融資融券業務對試點券商收入的業務量貢獻不超過2%，其對市場的影響力以及額度使用上也遠低於預期。其中重要原因是券商能向客戶提供的融資資金與融券品種都有限。中國證券金融公司的成立是中國開放融資融券業務以來第二個突破性進展。承辦轉融通業務的證

券金融公司，不以營利為目的，除提供轉融通服務之外，亦將負責監控及監督融資融券業務運行情況。

中國證券金融公司通過轉融通，為券商提供資金與股票的來源，券商於開展融資融券業務上有可靠的資源保證。

由於先前市場曾流傳在轉融通業務開啟之後，或將引發大量「賣空」現象，為此，中國證監會也作了預防措施，規定證券金融公司提供的每種證券餘額不得超過該證券可流通市值的5%。

另外，由從融資融券交易數據來看，融券交易規模也遠不及融資交易規模。截至10月18日，滬深兩市融資融券餘額為335.7億元，其中融資餘額為332.0億元，融券餘額為3.7億元。英大證券研究所所長李大霄認為，從融資融券的發展初期看，融資的力量大於融券的力量，轉融通業務是為了加大融券的力度，使之前不平衡的融資融券業務得到平衡，但融資的力度也在加大，這是一個偏中性的政策，並非做空的政策。

這項措施可視為中國政府振興股市之策略之一，七月至九月，上證指數跌幅已達14.6%，三家掛牌上市之證券商也顯示已減少了56%之利潤。然而上海大眾保險股份有限公司基金經理人認為，政府之政策雖支持證券商，但擴大融資融券業務對市場影響有限。

（林昱廷 整理自South China Morning Post 新聞，Oct. 2011）