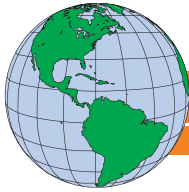




國際證券市場發展動態



美洲地區



一、紐約泛歐交易所與德國交易所合併共同打造全球超級交易所，因無法通過歐盟審核而夢碎

交易所產業世紀合併案，由紐約泛歐交易所集團（NYSE Euronext）與德國交易所集團（Deutsche Börse AG，DBAG）共同打造橫跨大西洋的全球超級交易所，從2011年2月9日提出合併計畫起，歷經一年時間，在歐盟委員會2012年2月1日正式宣布否決後將可能劃下句點。

歐盟公平競爭委員會主委Joaquin Almunia稍早公開表示反對此案，且歐盟多數時候會採納該委員會建議，所以市場大多預期本案會遭到否決。最終結果出爐後，歐盟已向兩交易所通知禁止合併的決定，聲稱此案將嚴重妨礙市場有效競爭，也違背歐盟建立共同市場之立意。NYSE Euronext 與 DBAG 聽聞後初步均表示遺憾，前者董事長表示這使資本市場錯過大好機會，後者執行總裁也對這項決議不表認同，並直說這天是歐洲黑暗的一日。

本案在歐盟境內一直受到壟斷質疑，主

因是兩交易所衍生性商品業務合併後市占率已趨近於獨占，故歐盟審查遲遲無法定案，決議時點從2011年底延後至今（2012）年2月初。反觀此案在美國之審查則是相對順利，分別在2011年12月底通過司法部反托拉斯審查，今年1月中再通過證管會的批准。近期較大型衍生性商品交易所合併案是在2007與2008年，分別是由CME Group（芝加哥商業交易所集團，Chicago Mercantile Exchange）合併其競爭對手CBOT（芝加哥商品交易所，Chicago Board of Trade）與NYMEX（紐約商品交易所，New York Mercantile Exchange），交易總金額高達287億美元，當初在美國均順利通過審查。

事實上，許多消息均指出，NYSE Euronext 與DBAG無法有效消除歐盟在公平競爭的質疑。為爭取歐盟同意，兩交易所陸續做出制定未來三年衍生性商品收取費用上限、出售NYSE Euronext旗下個股衍生性商品（Single-stock derivatives）之業務與對外授權Eurex的交易系統執照等重大承諾。惟做出這些承諾後，卻使原本主要支持的股東們出現雜音。當時DBAG發言人保證合併後將有助於確保泛歐交易所體系的穩定與歐盟金融市場的競爭力，以及所有參與者的利益。儘管如此，歐盟仍舊表示反對，反映出政府過去對交易所合併抱持著降低成本

或提升透明度等正面看法，已有所變化，取而代之的則是合併後交易所壟斷地位、能否維持國家利益及股東權益等疑慮。

縱使過去歐盟已有交易所跨境/跨國合併的前例（如NYSE與Euronext、LSE與Borsa Italiana），但這次比較不同的是，歐盟境內的所有衍生性商品交易所將合而為一，歐盟官員在如何「建立更大型、更具主導性的交易所」與「維持歐盟境內自由競爭抗衡」兩者間取得平衡點面臨難題。此外，還有一重要關鍵因素即歐盟境內結算業務的發展，在金融海嘯後，主管機關強調應將衍生性商品進行集中結算以有效確保市場參與者違約事件不會發生。但目前多數期貨交易所包括Eurex等，儘管旗下有結算機構，但卻不允許不屬同一集團交易所的類似契約進行結算並共同計算保證金，即同一機構同時進行不同契約之買入與賣出交易，就算契約內容類似、風險也相當，但因經由不同的機構交易與結算交割，所以保證金無法互抵，反而提高市場參與者的成本。對此，NYSE Euronext與DBAG則表示因為合併可使更多商品都在同處結算，不只保證金可有效使用也不會增加風險，預計可替會員客戶省下約40億美元的費用。不過就此點，歐盟公平競爭委員會則表示正因為衍生性商品市場可能被壟斷，加上早已完成垂直整合的結算機構，將使得新集團旗下交易所交易的衍生性商品契約可能都集中在同一結算機構，仍舊不利自由競爭。

稍早有數據指出，如NYSE Euronext

與DBAG合併，其於歐洲衍生性商品集中交易之市占率將超過九成。目前DBAG旗下的Eurex已是歐盟境內規模最大的衍生性商品交易所，NYSE Euronext旗下的Liffe則排名第二。依照2011年上半年統計顯示，全球交易最為活躍的10檔利率衍生性商品合約中，屬於Eurex與Liffe的成交量約為其中的39%，僅少於CME集團的44%，其中在Liffe交易的Euribor futures更是全球第四活絡的利率衍生性商品，僅次於CME、CBOT與巴西交易所掛牌的商品。

NYSE Euronext CEO之一的Duncan Niederauer 在今年1月中曾向員工告知因無法獲得多數委員的支持，歐盟否決本案的機率極高。但Niederauer認為歐盟官員的分析有系統性之錯誤，因為計算衍生性商品交易的市占率不能單單計算上市掛牌者，還要一併考慮其他更多透過店頭交易者才是。

除了壟斷地位外，歐盟境內對於此案是否真能有利於歐洲地位提升、裁員問題、稅收與交易所管轄權等仍多有疑慮。而且還須考量券商與投資銀行的回應，因為除了使得衍生性業務有集中之虞，在證券交易、結算交割與資訊服務等，新集團相較其他交易所與電子交易平台都更有主導地位。歐盟境內大型券商團體曾向歐盟官員提出應該禁止衍生性商品業務被單一機構所壟斷，因為其可能控制交易費的制定。不過，若從整合資訊服務與科技來看，合併確實替客戶省下不少費用。這也是為什麼NYSE Euronext 與DBAG對稍早歐盟官員要求將Liffe或Eurex分割出去感到



不以為然，因此舉不利於客戶資訊成本的降低，且與集團經營邏輯不一致。

Duncan Niederauer (NYSE Euronext CEO) 在日前受訪表示，如果歐盟最後否決合併案，NYSE Euronext仍有其他出路。不過Niederauer並未指出NYSE Euronext將傾向與誰合併，只提及LME (倫敦金屬交易所，London Metal Exchange) 與LCH.Clearnet (全球最大的SWAP結算機構)，都是相當值得合作的機構，前者將在今年2月決定合併走向，後者則正與LSE商議合併事宜。NYSE Euronext明確指出結算交割業務與資訊科技服務是近期交易所產業的重點領域，而且預測未來1至2年合併活動趨勢不變。NYSE Euronext並宣布將啟動5.5億美金的買回庫藏股計畫及持續發展衍生性商品業務。另一方面，DBAG也表示，就算此案受阻，其營運模式還是能夠維持健全成長。

依據兩交易所先前協議內容，如任何一方主動停止合併，包含轉和其他機構合併時，將須支付對方約3.3億美元的費用 (break fee) 做為賠償，但若因無法通過主管機關審查時則不在此限，故本合併協議預期將會終止。原本此案執行最終期限為今年3月31日，但NYSE Euronext可能會對歐盟的否決決議提出上訴，這樣一來執行期限必須向後延。預料如進入司法程序時，衍生性商品交易業務是否造成壟斷，與店頭交易的衍生性商品是否應納入

市占率的計算，或將成為爭論的重點。

(林宣君 整理自Bloomberg、The Wall Street Journal等相關新聞報導, Jan. 2012)



二、CBOE證券交易所完成併購國家證券交易所

CBOE證券交易所(CBOE Stock Exchange, CBSX)宣布已於2011年12月30日完成併購國家證券交易所(National Stock Exchange, NSX)。兩交易所將繼續沿用現有的名稱並且獨立作業，同時將整合兩者位於芝加哥及紐澤西州之人力。

美國證管會更加速此案之作業流程。兩家交易所於2011年9月底便達成協議，並於2011年12月2日申報，正常情況下，須將相關購併條文公開30日，供外界提供意見，但此購併案得到證管會豁免，於2011年12月29日便取得核准函，使本案能在2011年底完成購併。

國家證券交易所成為CBOE證券交易所百分之百擁有之子公司，兩者規模相當，均為美國典型的小型交易所。目前CBOE證券交易所每日成交量約為3,530萬張，而國家證券交易所之日成交量約為4,260萬張。依據BATS之統計，兩家交易所之美國境內股票交易市占率合計方約0.6%。

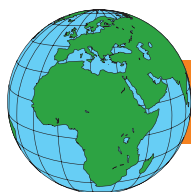
美國證券交易所的購併風潮，自90年代起方興未艾，紐約證交所及那斯達克交

易所過去10年內，均購入多家多邊交易平台(ECN)，但即使電腦系統相通，均仍維持獨立作業，以便採行不同的交易規則及收費方式，以吸引不同類型的投資人。CBOE證券交易所及國家證券交易所購併後亦將採相同模式經營。

CBOE證券交易所之股東除了芝加哥選擇權交易所(CBOE)外，尚包含其他證券商，如Interactive及Susquehanna等。

國家證券交易所前身為辛辛那提證券交易所(Cincinnati Stock Exchange)，於1885年成立，至今已有127年的歷史。自2006年起，陸續有數家大型投資銀行入股，如瑞士信貸、花旗等。國家證券交易所近年來致力於整理及提供美國境內ETF及ETN之相關統計數據，其後相關資料將移至新成立的ETF協會(Exchange Traded Fund Association)統計發布。

(徐珮甄 整理自The Wall Street Journal及相關新聞, Jan. 2012)



歐洲地區



三、香港與英國擬合作推動倫敦成為離岸人民幣交易中心

香港金融管理局與英國財政部於2012

年1月16日公布，將由香港、英國兩地的私人機構代表組成合作小組，共同發展離岸人民幣業務，計劃內容包括推動香港及倫敦兩地支付結算系統、促進人民幣市場流動性，以及人民幣計價商品開發等事宜，並提高兩個市場的互補性及綜效，將倫敦打造成離岸人民幣交易中心。

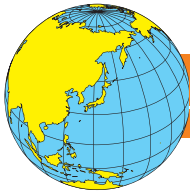
2011年10月初，中國副總理王岐山、央行行長及財政部部長一同訪問英國，雙方就倫敦作為離岸人民幣交易中心達成協議，2012年1月中，英國財政大臣奧斯本(Mr. George Osborne)訪問中國，雙方更進一步提出具體的合作計劃。私人機構的合作小組將由滙豐銀行、渣打銀行、中國銀行、德意志銀行及巴克萊銀行等金融機構在香港及倫敦的代表組成，首次會議將於五月舉行。香港金融管理局亦已開始籌備於六月底延長人民幣支付結算系統的運作時間，由上午八時半至晚上十一時半，方便倫敦及歐洲的金融機構，通過香港的平台，進行交易結算。

該計劃被認為是人民幣邁向國際化的一大步。中國大陸的貿易額目前在全球貿易額中已占11%，但人民幣結算占全球貿易額的比例僅0.9%，而歐洲是中國最大的貿易夥伴，因此若能於倫敦建立離岸人民幣交易平台，可減少中歐貿易上對美元結算的依賴，而中國企業若能於倫敦發行人民幣債券，亦可降低目前中國外匯儲備主要依賴美元的情況。不過企業界要從美元



結算轉為人民幣結算，關鍵在人民幣是否具有足夠流動性，因此於倫敦建立離岸人民幣交易中心的意義格外重大，於不同時區提供人民幣相關服務，可提升企業以人民幣作為結算單位的意願，進一步擴大人民幣市場。

(吳逸萱 整理自南華早報與相關報導, Jan. 2012)



亞洲地區



四、印度放寬對外資投資限制

為使其資本市場能充分發展，印度政府宣布自今(2012)年1月15日起，合格的外國個人投資人將能直接投資印度上市公司，單一外國個人投資人投資任一印度公司的上限為5%，所有外國個人投資人投資任一印度公司的上限總計不能超過10%，同時亦放寬外資投資國內債券之相關投資條款，使更多外資能流入購買其主權債券，亦允許退休金和信託基金更大自由度進行直接投資，印度財政部表示，此放寬政策意在擴大投資人種類，吸引更多外國基金，並減少市場波動度，深化印度投資市場。

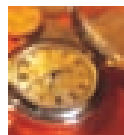
在此之前，僅外國機構投資人和非居民之印度人可直接投資當地股票，外國個人投資人藉共同基金或其他機構投資管道投資印度證券市場是受限的，僅能透過所謂的參與憑證 (participatory notes) 投資印度股市，但歷經其金融市場黯淡的一年

後，經濟學家對未來可能產生國際收支帳失衡提出警告，印度政府因而在吸引海外資金面臨壓力。

由於全球經濟前景混沌不明，加上對印度經濟成長悲觀，外資機構投資人近月來已將印度市場展望轉為看跌並降低印度市場投資部位；印度孟買證交所為亞洲第四大交易所，在去(2011)年12月總上市市值下跌至1兆美金，自前次2007年5月以來再次觸底，去年印度股市的標竿—孟買30指數(Sensex)去年下跌25%，表現在金磚四國中敬陪末座，印度盧比(Rupee)兌美元在去年下跌16%，使外國投資人報酬更加受損，比較前(2010)年外資在印度淨匯入約290億美金，去年外資則淨匯出約3.8億美金。

面對此條件放寬，印度市場投資業者持保守意見，企業主希望政府將大型基礎建設專案置於首位，使印度市場地位躍升至全球最具潛力投資目標；由國民大會黨執政的印度政府去年底面臨推動零售業改革和反貪污法的失敗，總理Manmohan Singh在今年新年演說時對全國表示，不能視印度的高度經濟成長為理所當然，削減補助及稅務改革將是必要。過去三年已出現財政赤字惡化，故應追求未來財政穩定性和啟動財政整合程序。

(溫又櫻 摘譯整理自Bloomberg、Financial Times、Wall Street Journal, Jan. 2012)



五、沙烏地阿拉伯交易所開放外國企業上市

沙烏地阿拉伯為中東最大的經濟體及世界最大的石油輸出國，該國交易所目前約有150家上市公司，規模約3,400億美元，為中東最大的交易所，並預期今(2012)年開放外國企業至該國交易所跨境上市。

由於沙烏地阿拉伯具有人口結構優勢、活力十足的經濟及蘊藏豐富的石油等，因此該國交易所長期以來一直成為許多新興市場資產管理者渴望能直接投資的主要名單。

2008年該國主管機關(Capital Markets Authority, CMA) 允許外國投資者透過「總報酬交換」商品向有執照的經紀商間接投資該國股份，但許多機構投資人不願意使用該衍生性商品。資深銀行及基金管理人員表示，該國傳出進一步開放市場的消息已有好幾年，主管機關終於決定對外國資金開啟更寬的門。

CMA表示，為允許外國企業在其交易所相互掛牌，已修正上市法規第14章，即外國發行人，其股票已在另一受規管的交易所上市者，可申請在該交易所註冊及許可上市。如CMA所提供的意見認可該外國發行人所屬司法管轄權內所適用的上市規則至少與沙國上市規範具一致性，則CMA可能會允許該股票上市。

但有些銀行家心裡仍然存疑，認為沙烏地阿拉伯的拜占庭政治經常使改革緩慢或從未改變。儘管如此，在主管機關已向本地及國際銀行、資產管理公司等徵詢最

佳的方式以達到開放市場的同時，仍保留對資金的一些控制權。其中一種正在討論的模式為中國的QFII安排，該模式允許外國資金投入中國大陸的交易所。根據參與討論的人員表示，他們已經討論很久了，現在看起來更加實際可行，國際連結總是會被設予某種程度的限制，但他們正走在更自由化的路上。

BlackRock新興市場基金經理人強調，雖然投資沙烏地阿拉伯仍有風險，但這個市場擁有巨大的潛力及投資機會。

(徐曉薇 整理自Financial Times及Reuters, Jan. 2012)



六、中國對「人民幣合格境外機構投資者試點辦法」做出進一步規範

中國證監會、中國人民銀行、國家外匯管理局於2011年12月聯合發布「基金管理公司、證券公司人民幣合格境外機構投資者境內證券投資試點辦法」，也就是所謂的「人民幣合格境外機構投資者(RQFII)試點辦法」，根據該試點辦法，允許境外募集的人民幣基金投資境內資本市場，以幫助人民幣國際化，以及進一步開放中國嚴格控管的資本帳戶。

國家外匯管理局日前已批准10家RQFII機構投資額度，共計人民幣107億元(約17億美元)，為了對「人民幣合格境外機構投資者(RQFII)試點辦法」的相關事項作出更明確的規定，中國人民銀行在2012年



1月4日發布通知，就原先該試點辦法提到RQFII於香港募集人民幣進行境內證券投資的資產配置時，在獲批的投資額度內，80%以上的資金須投資於固定收益證券，其餘20%以內的資金，才可投資於股票及股票型基金，中國人行和證監會可以根據審慎監管的原則，對投資比例做出調整；而保管及交割代理銀行負責監督試點機構境內證券投資符合中國人行和證監會規定的投資項目和比例。

根據該通知，中國人行要求試點機構應選擇一家同時具有合格境外機構投資者保管人資格和銀行間債券市場交割代理人資格的境內商業銀行(保管及交割代理銀行)，開立境外機構人民幣基本存款帳戶(basic deposit accounts)和境外機構人民幣專用存款帳戶(special deposit accounts)，且試點機構必須對其發行的每檔開放型基金單獨設立專用存款帳戶。

試點機構可以在保管及交割代理銀行開立三類專用存款帳戶，分別用於銀行間債券市場交易、交易所及股票市場交易的資金結算。依據本通知開立的三類專用存款帳戶之間可以進行資金調撥，不過專用存款帳戶與基本存款帳戶之間則不得進行資金調撥，而從專用存款帳戶提領現金也是被禁止的。

(周楷峯 摘譯整理自新華網及相關網站新聞, Jan. 2012)



七、中國擬成立證券借貸交易所

據中國證券管理機關官員及基金經理人表示，中國政府將扶植放空交易(short-selling)產業，其中最重要的一步為成立「中央證券借貸交易所」(Centralized Securities Lending Exchange, CSLE)。

證券借貸交易所最快將於2012年第一季正式營運；中國證券市場主關機關「證監會」將為主要股東，而其他可能的公司股東包括上海及深圳證交所、證券經紀商與其他金融機構等。

藉由證券借貸交易，看空後市的投資者可先借入股票並出售，期望未來以更低價格購入相同股票歸還出借者，由此獲利。此類放空交易在某些市場受到限制，例如中國在2010年以前並不開放；反對借券交易者認為其可能加劇價格波動，而贊同者則認為此種操作有助於提高流動性，並且也可為願意出借股票的股東提供收入。

中國在2010年開始推行實驗性質的證券借貸市場，允許25家證券經紀商借入與借出特定的90支股票；2011年中國官方進一步開放可借貸共278支股票與7支指數股票型基金(ETF)。截至目前為止中國證券借貸政策的實行被認為是「部分成功」，雖然運作順利，但也存在許多挑戰。首先，目前符合借券資格的投資人不包括「合格境外機構投資者」(QFII)；其次，借貸人必須透過中國國務院認可之金融機構做為「中介」；第三，合格的25家借券券商不得借出非自有資金所擁有之股票。由於符

合規定能借出的股票數量有限，且借貸雙方皆須要達到較高的資產要求標準，因此交易活動並不發達。

新成立的中央證券借貸交易所將提供有意借入股票的境內合格投資人股票，並收取費用；借貸交易所的股票來源包括中國境內的銀行、保險公司及資產管理公司等機構。投資人認為中國官方此舉將有助於中國證券交易市場的健全發展，並逐漸邁向現代化且成熟的道路。

此一舉措施也被認為將有助於中國避險基金(Hedge Fund)產業的發展。截至2010年底全中國大約有400個透過信託公司(信託公司本身受到監管)設立的「陽光基金」(Sunshine Fund)，募資對象為高資產個人；除此之外也存在有許多不受監管、暗中經營的私募基金公司。對於中國眾多潛在的避險基金管理公司來說，最主要的問題是缺乏工具；在官方開放並設立借貸交易所後，將提供更多可運用的策略與手段供基金經理使用。

大陸新任證監會主席郭樹清上台後銳意改革股市，此次計畫成立中央證券借貸交易所，被認為有意將股市發展導入更健全之體制。中國股市在2011年名列全球表現最差的市場之一，上證綜指2011全年下跌近22%，此項新政策也被視為中國官方因應時局而生的考量；未來隨證券借貸制度更加健全化，投資人與基金經理將可以在操作獲利與規避風險上更具彈性。

(陳彥睿 摘譯整理自Financial Times及相關新聞報導, Jan. 2012)



八、菲律賓證券交易所延長交易時段

為了與其他東南亞證券市場接軌，菲律賓證券交易所宣布自2012年1月2日起延長交易時段。開盤時間依然是9點30分，收盤延後至下午3點30分，中午休息時段自1小時延長為1小時30分鐘，總交易時間為增加兩小時。

這是該交易所三個月內第二次延長交易時間。菲律賓證券交易所自2011年10月3日起，延長交易時間1小時至下午1點。在此之前，該交易所每天只交易兩個半小時，即9點30分至中午12點。

菲律賓在2011年為亞洲股市中表現最佳者，全年上漲4.1%，印尼上漲3.2%為位居第二，第三名則為馬來西亞上漲0.78%；亞洲地區去年僅此三個市場上漲。

菲律賓證券交易所主席和行政總裁 Hans B. Sicat 指出：「這個轉變是配合鄰近地區的對手，這是當地市場已經準備起飛的正面信號。下午交易可增強流動性，亦可提供投資者因應其它市場而作出反應。」

(陳怡均 整理自Reuters與相關報導, Jan. 2012)