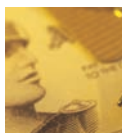




# 國際證券市場發展動態



## 美洲地區



### 一、SEC首次起訴在美上市之中國企業

針對中國企業的會計假帳疑雲、借殼上市調查案中，美國證管會(SEC)提出第一宗訴訟案，控告一家在美上市的中國公司「普大煤業」，其中兩名中國高階主管—董事長趙明、前執行長朱利平，涉嫌詐欺及侵占公司資產。

SEC在曼哈頓聯邦法院提出訴訟，指控董事長趙明在前執行長朱立平的協助下，於2009年9月將公司主要資產也是旗下唯一的營收來源，即「中國山西普大煤業集團」90%的股權，移轉至自己名下，並於2010年7月將其中49%的股權出售給一家中國私募股權基金「中信信託」，同時趙明亦涉嫌將剩餘的51%「中國山西普大煤業集團」股權抵押予中信信託，以獲取5.16億美元之貸款。依據SEC的調查，上述的資產移轉，並未獲得普大煤業董事會及股東會的同意，也沒有在公開文件中向投資者揭露，並且仍繼續向美國投資者募資。普大煤業2010年曾兩次在美國市場上進行公開現金增資，並籌得1.15億美元的資金。

除了意味著普大煤業2009年年報、2010年年報均存在不實情況外，這2010

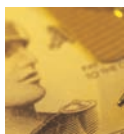
年的兩次現增中，主承銷商Brean Murray, Carret & Co. (美國飛利凱睿證券)、Newbridge Securities Corporation (美國新橋證券)、Macquarie Capital (澳大利亞麥格理資本)、會計師事務所Moore Stephens (香港馬詩雲會計師事務所)、發行人美國律師Goodwin Procter LLP、承銷團律師Morrison Foerster LLP、發行人中國律師山西秉鈺律師事務等中介機構，居然沒有一家察覺，此時的普大煤業已成空殼。象徵普大煤業公開說明書、法律意見書、審計報告等均存在一定程度的問題，而上述機構似乎都沒有履行對其基本的實地查核。

普大煤業是在2005年透過借殼上市進入美國資本市場的。普大煤業的股票於2009年9月到2011年8月在NYSE Amex (隸屬紐約證券交易所集團，性質類似中小板)掛牌交易。據統計，目前共有642家中國企業在美上市，包括在OTCBB上市的公司，但是有一半以上的公司市值極小，約2,500萬美元以下。2010年底以來，在美借殼上市的中國企業引起市場廣泛爭議，市場傳聞美國證監會(SEC)此前曾對幾家問題公司發出過非正式徵詢函。

(徐珮甄 整理自WSJ及相關新聞, Feb. 2012)



## 歐洲地區



## 二、歐洲期貨交易所引進新交易系統

由德國交易所持股85%的衍生性商品交易平台-歐洲期貨交易所(EUREX)，也是全歐洲最大之期貨交易所，計劃於今年底推出新的高速交易系統，提供一低交易等待時間(latency)、高數據傳輸率(throughput)、和高度軟體相容彈性之交易平台，並且縮短引進新商品系統所需開發時間，以因應目前存在於世界主要交易所間之科技戰。

許多交易所希望使用高頻交易和自動化交易軟體以吸引投資商機，兼顧速度和穩定度的改善往往是最難克服問題，對於現貨股權商品而言，縮短交易時間相對簡單，如紐約Nasdaq OMX和倫敦交易所交易每筆委託處理速度皆在萬分之1秒左右；歐洲期貨交易所代理執行長Jürg Spillmann表示，新的交易系統平均交易時間約為萬分之2.2秒，較現有萬分之6秒之每筆期貨交易處理速度快速近3倍。

新的歐洲期貨交易系統會依目前德國交易所擁有之美國股票選擇權交易平台及國際證券交易所(ISE)之系統架構，ISE去年亦更新高速交易系統-Optimise；建立新系統後，歐洲期貨交易所會停用現在使用的MISS(Member Integration System Server)基礎架構和VALUES API(Virtual Access Link Using Exchange Services Application Programming Interface)介面，新系統介面會採用業界FIX(金融資訊交換協定)和FAST(金融資料流壓縮技術協定)標準以便利市場參與者更快速地修改系

統，同時新系統也將確保能與舊有系統相容，使市場參與者在新系統推出後，毋須修改其交易應用程式。

提出新交易系統原是德國交易所集團為了藉由和紐約交易所合併取得整合成本之效益，而該合併案則在2月初遭歐盟以歐洲期貨交易所與紐約交易所旗下之英國倫敦國際金融期貨交易所(LIFFE)合併可能造成市場壟斷、以及產生稅收及交易所管轄權等問題為由否決。

(溫又櫻 摘譯整理自Financial Times、Eurex網站，Feb. 2012)



## 三、德國交易所計畫重新調整開放市場架構，並加強規範及提升市場透明度

德國交易所(Deutsche Börse AG, DBAG)刻正計畫重新調整法蘭克福交易所的開放市場(Open Market)類板架構，包括關閉現有的第一報價類板(First Quotation Board)以及加強參與標準(Entry Standard)的規範。另外，目前第二報價類板(Second Quotation Board)將會重新更名為報價類板(Quotation Board)，原已掛牌將近10,000檔的股票會被轉至新類板，這些在第二報價類板的股票都是已在德國境內其他交易所上市或已在境外經由德國交易所認可的交易所上市。由於2011年底時還有448檔股票在第一報價類板掛牌，為讓投資人有充分時間交易可能受到影響的股票，預計類板架構調整將在2012年第三季生效。

調整市場架構的緣由是近期在第一報價類板掛牌的公司發生問題。第一報價類



板是在2008年推出，提供更為簡便與快速的上市申請管道，相對於其他類板不管是在上市資格或上市後管理則較為寬鬆。不過2011年初，類板規則曾進行調整以加強投資人保護。但依德國交易所與主管機關資料顯示，儘管已訂有相關法律或監理措施，並持續強化申請者參與度和制訂更高標準申請資格，卻仍無法遏止市場操縱案件的發生。第一報價類板自2011年底時已不再接受新上市申請，德國交易所將把原屬此類板公司，依據個別資格，轉至其他規範較嚴格的類板（如管理市場之主要標準(Prime Standard)與一般標準(General Standard)或開放市場之參與標準(Entry Standard)）。德國交易所市場服務部門主管在聲明中表示，有關調整與改善措施將能增進市場透明度、品質與效率，進而提升公司持續籌資的能力與流動性。

此外，參與標準的上市規範將調整為更加嚴格，未來申請的發行公司皆須辦理公開募集且提供公開說明書，上市後管理也將更為加強，要求公司擔負更多責任。再者，德國交易所也要強化新報價類板的專業會員（Specialist）責任，讓這些並非在德國交易所第一上市的股票，不管是在申請資格、市場流動性或資訊揭露仍能具備一定品質。

(林宣君 整理自德國交易所網站與Bloomberg等相關報導，Feb. 2012)



#### 四、LCH.Clearnet結算機構與倫敦證交所(LSE)併購談判幾近尾聲

有關LCH.Clearnet結算機構與倫敦證交

所(LSE)併購案，LCH.Clearnet執行長Mr. Ian Axe 近期面對媒體採訪時表示，希望「短期內」能對外宣布結果，但對談判細節完全保密。

熟悉內情人士表示，LSE提議出價每股高達20歐元、以總計約10億歐元的價格收購LCH.Clearnet 51%的股權，成功擊退另一競爭對手市場資訊公司Markit每股11歐元的提議，於去年9月取得獨家與LCH.Clearnet談判資格。自此之後，LSE開始以LCH.Clearnet作為英國股票及期貨的結算機構。

然而，複雜的股權結構對該併購案未來能否順利完成亦帶來挑戰。因為LCH.Clearnet目前83% 股份由包括大型銀行等市場使用者所擁有，其餘17% 則分別由競爭對手紐約泛歐證交所（NYSE Euronext）及倫敦金屬交易所(London Metal Exchange, LME) 所擁有，市場傳言NYSE Euronext及德意志交易所（Deutsche Bourse, DB）合併失敗後，可能轉向併購LCH. Clearnet，或阻撓LSE與LCH.Clearnet的併購案。

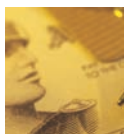
事實上，由於歐洲主管機關今（2012）年三月初剛獲得G20會議承諾，同意歐洲地區就OTC衍生性商品結算提出新規範，也促使LCH.Clearnet成為證券市場基礎設施中最有價值的資產之一。

但同時LCH.Clearnet 亦須面對來自美國CME Group與德國DB在OTC商品結算服務的強力競爭。其中，CME Group已具備全球結算的優勢，而DB則將於三月在歐洲

推出OTC利率交換商品的結算服務。

面對此一競爭態勢，執行長Axe認為，過去將結算機構視為證券市場基礎設施一部分的舊思維已經不合時宜，現在結算機構應著重商業考量，加強自我投資。LCH.Clearnet自2003年由倫敦Clearing House及法國Clearnet合併成立以來，即致力強化營運成效。去年營業利益增加約81%，由前一年的58.9百萬歐元增加至106.9百萬歐元；淨營收也上升16%，由335百萬歐元增加至387.2百萬歐元。

(徐曉薇 整理自Financial Times等相關報導，Feb. 2012)



## 五、義大利以新的收費方式限制高頻交易

義大利證券市場監管機關(Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, 簡稱Consob)於今年二月中表示，為了遏止投資人浮濫下單，義大利將於四月初推出一項特別收費以遏制高頻交易(high-frequency trading, 簡稱HFT)，這也是近期歐洲國家嘗試控制其證券市場波動性的最新措施。

義大利交易所(Borsa Italiana)將重新審視其收費結構，並研議全面改革，針對那些下單後又快速取消之大額交易者，收取額外的費用。

這項方案對於高頻交易為一重大衝擊，高頻交易運用電腦程式，在一眨眼之間即可完成數量眾多之交易，這些電腦驅動之高頻交易一向被指責是造成市場波動更加劇烈之因素，儘管也存在另一種意見，認為這些活動讓流動性大大的提升。

高頻交易企圖在股票價格小幅變動中獲利，因此隨著其他股票或投資標的之價格變動，其下單之價格將有相當高之可能性會被取消或修改。

義大利交易所之交易費用收費方案將由其四年前所制定之版本作修改，針對超過下單超過一定交易量之交易者收費。

此舉是為配合義大利市場監管機構Consob之要求，以及歐洲市場普遍希冀打擊高頻交易及使用電腦演算法產生之高量交易。去年年底，義大利經歷主權債務危機之際，義大利監管機關Consob主席Giuseppe Vegus即對義大利證券交易所提出引進增收費用之要求，以遏阻超量之交易下單。

Giuseppe Vegus說，在與來自美國、英國、法國和德國的代表舉行會議後，各國已達成共識，認為有必要在系統中設計一定之“限制”來“減緩”高頻率的交易，以穩定市場。

Giuseppe Vegus認為，歐洲國家將會為實現此目標而選擇使用一些稅率制度。在義大利，該項稅率制度將於近期內推出，並希望有相同的監管措施會在世界各地實施。

交易商運用電腦程式匯集買進或賣出之委託，但由於價格及市場訊號之突然變化，這些委託並不必然成交。而市場監管者認為其“下單vs.成交”的比率過高，其中下單數量往往遠超過實際成交的交易數量。一般來說使用高頻交易之交易商之委託量為所有市場參與者中最高者。



不具名之評論者說：「這項收費計劃與倫敦證券交易所和其他歐洲交易所已經存在之制度相類似，每當我們覺得市場交易失序時，就會運用該項制度。過去也使用過的類似制度，以防止市場中失當行為。這也是一種好方式，以確保我們的市場參與者正確設計其電腦程式演算法。」

一家大型交易公司的高級行政人員說：「我們必須要看到這項實施措施前後之統計數據，才能評估對市場將有什麼影響。」

今年年初，法國亦表示於八月起將對高頻交易徵收0.01%之交易稅，惟其具體政策尚不明確。

義大利主管機關並要求倫敦證券交易所之附屬公司—米蘭證券交易所，徵收費用以讓取消委託之費用高於完成交易之一百倍，以符合歐洲證券市場管理局（European Securities Markets Authority，簡稱ESMA）新發布之高頻交易監管指引，根據歐洲證券市場管理局所發出的文件，泛歐市場主管機關要求歐洲內國家之主管機關及市場參與者於五月前要遵從新發布之監管指引。

根據市場中交易統計資料，在義大利證券交易所，高頻交易占了大約20-25%之交易值；而在當日內價格波動劇烈之時，高頻交易之交易值所占比例甚至會上升至40%。  
(林昱廷 整理自Financial Times及Reuters 報導，Feb.2012)



## 亞洲地區



### 六、香港交易所推出恆生波動率指數期貨

香港交易所於2月20日推出追蹤恆生波動率指數(HIS Volatility Index, VHSI)之期貨合約。VHSI由恆生指數公司編製，用以衡量源自恆生指數選擇權所隱含未來30天恆生指數的預期波動率。

波動率指數期貨交易首先於2004年在美国推出，隨後在2005年歐洲出現。這種期貨被視為「變異數交換合約」(variance swap)之替代商品，在此類型的金融衍生商品交易中，投資人依據對未來股票或指數波動幅度之預期，與銀行或券商進行交易以建立部位，而並非於公開之交易所中進行。2008年金融海嘯後，波動率指數期貨大受投資人歡迎，主因是此類型產品提供投資人在大幅波動的市場中一個避險的方式。

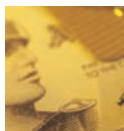
VHSI波動率指數也被稱作「衝擊指數」(shock index)，過去通常在恆生指數驟跌的同時大幅升高。在2008年10月恆生指數因雷曼危機大跌30%時，VHSI升至104.9的歷史高點；在2011年Q4恆生指數因歐債危機與中國硬著陸之擔憂下跌近20%時，VHSI也升破50。

香港交易所交易部主管戴志堅(Calvin

Tai)表示，這項新推出之期貨合約可提供投資人在市場中避險，而不需要出售手中的股票部位，因市場波動率並非一定與股價高低或走向有關。他也提到，波動率指數期貨也是機構投資人(包括權證發行人)花費較低廉的避險選擇，可免去在個別股票與指數選擇權中複雜的策略操作。「這肯定是目前亞洲市場中缺少的一種商品，」巴克萊資本(Barclays Capital)的亞太區指數交易主管Shane Miller在受Bloomberg訪問時指出，「這項產品提供投資人一項較為簡單的避險工具。」

此外，大阪證券交易所(Osaka Securities Exchange)也將自今年2月27日起推出追蹤日經股價平均指數波動率指數之期貨商品。大阪證交所發言人矢田政弘(Masahiro Yada)受訪時表示，「隨著全球經濟持續發生重大事件，如希臘債信危機與美國信評遭調降等，各金融機構瞭解到保護自身投資的必要性，因此產生對此類產品的更多需求。」

(陳彥睿 摘譯整理自Bloomberg,南華早報及相關新聞報導, Feb. 2012)



### 七、越南於3月5日起延長股市交易時段

越南股市監管機構表示，為了刺激投資意願，於3月5日起越南的兩個股票交易市場將延長交易時段至下午，此措施預計試行三個月。

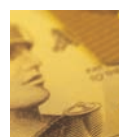
國務院證券委員會〈The State

Securities Commission〉發布聲明表示，新的交易時段將於主要交易市場胡志明證券交易所以及河內證券交易所實施。越南股市目前之委託單撮合交易時段為上午8時30分至11時，將增加下午交易時段自1時至2時15分，中午自11時30分至下午1時休息。

官員表示，其他國家常見兩個股票交易時段，在股市逐漸復甦時，延長交易時間為必要之手段。越南計劃於今年重整股市，規劃之措施包含合併兩個證券交易所以及整頓券商。

2011年胡志明證券交易所的越南股價指數〈VN Index〉大跌27.5%，但2012年截至2月20日止，指數已反彈回升17.76%，收盤為413.98點。

(蘇鈺絮 摘譯整理自路透社及相關網站新聞，Feb. 2012)



### 八、中國跨境ETF及跨市場ETF第一季上市有譜

今(2012)年2月14日中國證監會公布的「基金募集申請核准進度公示表」中出現四檔創新基金，華夏基金管理公司的恒生指數ETF及其聯接基金、易方達基金管理公司的恒生中國企業ETF及聯接基金、嘉實基金管理公司的滬深300ETF基金，以及華泰柏瑞基金管理公司的滬深300ETF及其聯接基金，前兩檔為跨境ETF，後兩檔為跨市場ETF。該消息使得市場相當興奮，認為此舉意味著市場期待已久的跨境ETF及跨市場ETF，將可望在今年第一季分別於滬深兩交



易所上市，對於港股來說亦為利多消息。

跨境ETF的運作，將由中國境內基金公司，透過合格境內機構投資者（QDII）機制，募集人民幣資金投資境外市場，以追蹤中國境外市場指數，並採非擔保交收的T+2交易方案，以實收實付避免可能產生的跨境交割風險，並抑制過度炒作。而首批上市的兩檔跨境ETF，易方達的恆生國企ETF將於上海證券交易所上市，華夏基金的恆生指數ETF則將於深圳證券交易所上市。

市場認為，港股ETF為試點方案，若能順利發行交易，未來陸續會有更多追蹤其他國家股市指數之跨境ETF發行。目前有多家基金公司正等著港股ETF的試點結果，包括博時基金的標普500指數跨境ETF、嘉實基金的道瓊指數ETF、華安基金的英國富時100指數ETF及華寶興業基金的日本東證核心30指數ETF等，皆在醞釀當中。

至於滬深兩交易所的跨市場ETF亦已進入緊鑼密鼓的上市前測試階段，採T+0清算方式，於交易當天即可於兩市場實現「從現金到現金」的循環，方便融資融券業務的進行。根據市場對各創新ETF上市時程的了解，港股ETF將率先上市，接下來是跨市場ETF，而與其他國家地區合作的跨境ETF的上市，則還要等待一段時日。

（吳逸萱 整理自路透社與相關報導，Feb. 2012）



### 九、Lyxor正式撤出香港，專心發展新加坡ETF市場

法國興業集團的ETF發行人，Lyxor

（領先資產管理），於2012年2月28日宣布旗下香港ETF將吹熄燈號，其在香港上市的12檔合成ETF的最後交易日為3月7日，正式撤出香港ETF市場。Lyxor並表示爾後將專心在新加坡ETF市場發展，現於新加坡交易所掛牌的28檔ETF將不受影響。

雖然Lyxor表示是因為旗下ETF交投規模不足以支持其繼續營運，才決定撤出香港市場，但是市場普遍認為是香港證監會對於合成ETF的新規範，使得Lyxor發行成本大幅提高所導致。

由於歐債危機的爆發，使得擔任衍生性工具交易對手之投資銀行的信評大幅下滑，許多合成ETF的交易對手信評皆被下調至香港規範的最低門檻A-邊緣，造成違約風險的提升。因此為保護投資人，香港證監會於2011年8月29日發布「為加強投資者保障而推行的本地合成ETF新措施」，要求在香港上市的合成ETF之所有衍生性工具皆須提列100%抵押品，若抵押品為股權證券，其市值需達120%，並已於2011年11月正式實施。

市場參與者對於該新措施反應不一，Lyxor決定退出香港市場；德意志銀行（DB）則表示雖會逐漸淡出香港衍生工具市場，但將集中資源在香港拓展ETF業務；而香港當地業者更是前仆後繼搶發ETF，招商證券及易亞投資近期先後獲香港證監會認可發行ETF，其中易亞投資甚至表示香港證監會的新措施使投資人更放心合成ETF，2月份陸續發行7檔合成ETF於香港交易所掛牌。

（吳逸萱 整理自Bloomberg與相關報導，Feb. 2012）