

諮詢總結

引入收市競價交易時段

2007年7月



Hong Kong Exchanges and Clearing Limited
香港交易及結算所有限公司

目錄

頁數

摘要		1
A 部：	引言	2
B 部：	整體市場回應	3
C 部：	執行模式	4
D 部：	具體意見的回應	7
E 部：	執行計劃	11
附錄		
附錄一：	回應者名單	12
附錄二：	回應者意見的數據摘要	13
附錄三：	IEP 釐定規則	14
附錄四：	收市價釐定規則摘要	15
附錄五：	改革後的市場模式及正式交易時間	16

摘要

此報告申述香港交易及結算所有限公司（香港交易所）就於現貨市場引入收市競價交易時段之建議進行公開諮詢後所得的決議。在諮詢過程中，香港交易所共收到 23 份市場回應意見，大部分回應人士均歡迎引入收市競價交易時段。顧及有關建議獲廣泛支持，香港交易所採用的收市競價交易模式大致上與原有模式相若，除因應市場回應意見而分別將輸入買賣盤時段由 5 分鐘延長至 8 分鐘及將對盤前時段由 1 分鐘延長至 2 分鐘以外。而所需的規則修訂將有待證券及期貨事務監察委員會（證監會）審批，收市競價交易時段現暫定於 2008 年 2 月執行。

A 部：引言

1. 2007年3月21日，香港交易所刊發《引入收市競價交易時段》的諮詢文件（《諮詢文件》），邀請市場人士表達看法和意見。建議中的收市競價交易時段旨在於持續交易時段結束後提供單一價格競價的交易機制。
2. 諮詢期已於2007年5月7日結束。整體的市場回應對建議方案表示強烈支持。
3. 此份諮詢總結報告概述回應人士的主要論點，並載述香港交易所如何執行建議方案的總結。此文件應連同《諮詢文件》一併閱讀。
4. 我們借此機會感謝所有在諮詢過程中發表過意見和建議的人士。

B 部：整體市場回應

回應人士

5. 香港交易所共收到 23 份回應意見；回應人士可大致劃分為以下類別：

類別	回應人士數目
交易所參與者	16
投資管理及顧問公司	3
銀行	2
經紀組織	1
律師行	1

6. 回應人士的名單載於附錄一；有關其回應意見的全文登載在香港交易所網站 (http://www.hkex.com.hk/consul/response/responses1_c.htm) 供公眾人士參考。

大部分人士贊成建議方案

7. 大部分回應人士（23 名中合共 21 名）歡迎引入收市競價交易時段，並列舉多項可能出現的效益。一名回應人士不支持建議方案，另一名則沒有表達意向。回應人士意見的分析載於附錄二。
8. 香港交易所欣見市場對建議方案反應良好。收市競價交易是一個國際公認的機制，目的是在結束交易時段及釐定收市價方面提供一個由市場主導又方便、公平的方法。執行建議方案將有利市場人士以收市價完成客戶的買賣盤，並會令香港證券市場進一步符合國際常規。
9. 此外，許多回應人士也認同，與現行釐定收市價的方式比較，透過單一價格競價釐定證券價格而受市場操控影響的機會應該較低。
10. 收市競價的好處也不止於現貨市場。收市的定價過程改進後，衍生產品市場的效能亦可提高，因為按市價計值可以更有秩序地進行，衍生產品交易商也更容易平倉、進行對沖也更精準。
11. 由於收到的回應均廣泛支持建議方案，我們決定大體上採納《諮詢文件》中所建議的模式，但會因應回應人士的建議作出輕微修訂。
12. 在落實推行模式期間，我們非常重視理解並回應市場意見。為此，我們安排與回應人士會晤，確定他們對諮詢建議的取態。能有機會與回應人士進行公開、具建設性的討論，我們感到十分難得，因為這在在有助我們按照市場人士的意向釐定推行模式。

C 部：執行模式

13. 由最初制定未來收市競價交易時段的模式以進行諮詢時開始，主導我們的大原則為下列數項：
 - (a) 引入的收市競價交易機制必須公平、透明，且容易令市場人士明白；
 - (b) 收市競價交易應儘可能類似現行的開市前競價及其他相關的交易慣常做法，以期簡化香港交易所及市場人士在執行時所需採取的行動。不過，到市場普遍接納收市競價交易後，大可研究在已引入的機制上作逐步提升；及
 - (c) 要有充足的準備時間，確保市場準備就緒。
14. 在我們商議以至最終決定採納執行下述模式的過程中，一直也是以上述各項作為指引的原則。

涉及證券範圍

15. 與《諮詢文件》原訂的建議及現行的開市前時段一樣，在收市交易時段中，所有在主板及創業板買賣的股本證券、權證、牛熊證、交易所買賣基金及其他證券均採用單一價格進行競價交易。

輸入買賣盤時段及對盤前時段

16. 收市競價交易時段將於交易日的持續交易時段完結時開始：正常交易日為 16:00，半天交易日則為 12:30。一如《諮詢文件》所闡釋，倘若持續交易時段因緊急情況（包括但不限於火警或其他意外、颱風、暴雨、電腦失靈及其他類似事件）而中斷或受嚴重影響，則可能不會進行收市競價交易時段。在這種情況下，將會採用現行有關收市價釐定的緊急安排（即以最後的按盤價作為收市價）。
17. 一如《諮詢文件》所建議，持續交易時段內所有未能完成的買賣盤將自動帶進收市競價交易時段內的輸入買賣盤時段。
18. 然而，因應市場的回應，我們將原訂建議方案¹的輸入買賣盤時段及對盤前時段都加以延長，以給予市場人士更多時間輸入買賣盤。下表概述有關修訂後收市競價交易時段的運作時間。

¹原訂模式建議輸入買賣盤時段為 5 分鐘及對盤前時段為 1 分鐘。

	正常全日市	半日市 (如：聖誕節前夕)
輸入買賣盤時段 (8分鐘)	16:00 至 16:08	12:30 至 12:38
對盤前時段 (2分鐘)	16:08 至 16:10	12:38 至 12:40
交易時段正式結束後的對盤開始	16:10	12:40

可接受的買賣盤類別及輸入買賣盤規則

19. 有關收市競價交易時段內可接受的買賣盤類別以及輸入、修改及取消買賣盤的規則，將全部依循現行開市前時段的相同原則。
20. 輸入買賣盤時段內，輸入競價盤（無指定）及競價限價盤（有指定價格）均可接受，而對盤前時段則只接受競價盤。與開市前時段相若，買賣盤只可於輸入買賣盤時段內被修改或取消。
21. 由於競價盤本質上乃是市價盤，因此較競價限價盤優先進行配對。但請注意：即使競價盤亦可能會因為買或賣方之間出現買賣盤不均而未能對盤。

對盤及釐定收市價

22. 對盤於 16:10 或 12:40（視情況而定）開始後，買賣盤將根據買賣盤類別、價格及時間的優先次序按最終的參考平衡價格（IEP）對盤。IEP 的計算方法按照現時在開市前時段採納的規則，詳情載於附錄三。闡釋對盤及 IEP 計算方法的例子登載在香港交易所網站 (http://www.hkex.com.hk/consul/conclusion/iep_c.pdf)。
23. 一如《諮詢文件》所闡釋，假如收市競價交易時段未能定出收市價（即沒有最終的 IEP），則會用回現時計算收市價的方法，即是將持續交易最後一分鐘內每隔 15 秒攝取一次之價格共 5 個價格的中位數作為收市價。
24. 釐定收市價方法的概要載於附錄四，以供參考。

正式交易時段及發布收市價

25. 引入收市競價交易時段後，證券市場的正式交易時段將相應延長。市場將於收市競價交易時段結束並開始進行對盤時正式收市，亦即 16:10 或 12:40（視情況而定）。附錄五載有有關變動後的市場模式的詳細說明。
26. 在一般情況下，香港交易所預期可於交易時段結束（即 16:10 或 12:40）後 5 分鐘內（即 16:15 或 12:45 前）向市場發布證券收市價。

D 部：具體意見的回應

27. 諮詢過程中，回應人士提出了好些具體意見，市場對其中部分或感興趣，現特將我們對有關意見的回應一一列出。有關提出這些意見的回應人士的數目，請參閱附錄二所載的統計概要。

交易時間及交易運作事宜

28. 收到的意見：有意見認為原來建議的輸入買賣盤時段可能不足夠。
29. 香港交易所的回應：我們因應上述意見檢討了部分海外市場的做法，發覺對於何謂最能顧及市場各方最佳利益的理想（或至少足夠）時段限制，市場並無共識。然而，由於香港市場的散戶比重很大，我們認為稍為延長輸入買賣盤時段及對盤前時段可予接受。因此，我們已調整了執行模式的輸入買賣盤時段（由 5 分鐘延長至 8 分鐘）及對盤前時段（由 1 分鐘延長至 2 分鐘），詳情見第 18 段。
30. 收到的意見：部分回應人士建議在持續交易時段結束後加插一個暫停時段，以便有足夠時間確認核實買賣盤，也避免在進入收市競價交易時段期間出現混亂。他們指出，暫停一段短時間可讓他們清楚知道快要進入收市競價交易時段，他們亦可利用這段額外的時間修訂買賣盤（例如：按客戶的指示而取消由持續交易時段帶進來的未完成買賣盤）。
31. 香港交易所的回應：我們認為毋須加插暫停時段。根據我們所檢閱海外市場的做法，收市競價交易時段一般都被視為持續交易時段結束後一個即時兼不間斷的延續。再說，帶進收市競價交易時段的買賣盤可以在對盤前時段開始前（即 16:08 或 12:38 之前），按客戶指示取消或修改。
32. 收到的意見：許多回應人士也同意將衍生產品交易的收市時間延長，以維持現時現貨市場與衍生產品市場收市時間相隔 15 分鐘的做法。
33. 香港交易所的回應：在現貨市場執行建議中的收市競價交易時段後，股票指數期貨／期權的交易時間將於正常交易日延至 16:30，或於半天交易日則延至 13:00（視情況而定），最後交易日除外。這樣，市場人士可以根據股份收市價調整其結構性產品的對沖盤。另一方面，股票指數期貨／期權在最後交易日的收市時間以及股票期貨／期權的一般收市時間則維持不變，仍然是 16:00。上述安排大致上與國際做法看齊。我們曾於 2007 年 5 月就建議中的收市競價交易時段對衍生產品市場的影響徵詢衍生工具市場諮詢小組的意見，小組對上述建議中的變動表示支持。下表是現行及建議中的衍生產品市場收市時間對照：

收市時間（最後交易日除外）

市場	正常全日市		半日市 (如：聖誕節前夕)	
	現行	建議	現行	建議
股票指數 期貨 ／期權	16:15	16:30	12:30	13:00
股票期貨 ／期權	16:00	16:00	12:30	12:30

最後交易日的收市時間

市場	現行	建議
股票指數 期貨 ／期權	16:00	16:00
股票期貨 ／期權	16:00	16:00

34. 收到的意見：部分回應人士認為，任何時候（包括在對盤前時段）也應該容許輸入、修訂或取消競價限價盤。
35. 香港交易所的回應：我們視對盤前時段為我們的競價交易機制中不可或缺的一環，更是防止博弈活動的重要元素。在對盤前時段，系統只接受競價盤，已輸入的買賣盤則不能被修改或取消。此安排可避免買賣盤在對盤開始前被突然取消而導致 IEP 重大轉變。對於開市前時段內的這種安排，我們至今看不見有何重大問題或弊端。
36. 收到的意見：部分回應人士建議取消競價盤，令收市競價交易時段內只接受競價限價盤。他們聲稱，取消競價盤可鼓勵市場人士儘早輸入競價限價盤以取得價格上的優勢，間接吸納更多流通量、有助完善市場定價。
37. 香港交易所的回應：我們認為，（無指定價格但可獲優先執行的）競價盤不應被禁止，市場人士亦應該可以按其對價格及執行的偏好自行選擇買賣盤類別。容許市場使用兩類不同的買賣盤進行競價交易，可將對價格敏感的市場人士的買賣盤（較常採用競價限價盤）與試圖增加執行機會的市場人士的買賣盤（較常採用競價盤）區分開來。
38. 收到的意見：部分回應人士提及，按照現行釐訂 IEP 的方式，若買賣盤紀錄內的買方或賣方又或雙方均沒有競價限價盤，即可能會出現若干限制而不能定出 IEP，也就沒法進行對盤。其他回應人士則質疑給予競價盤優先對盤的理據。

-
39. 香港交易所的回應：根據開市前時段的現行規則，只有當證券買賣盤紀錄出現買賣盤價格重疊（指買入競價限價盤的最高買盤價相等或高於賣出競價限價盤的最低沽盤價）時，該證券的 IEP 才會被計算。若買賣盤紀錄內的買方或賣方又或雙方均沒有競價限價盤，即不能符合這個條件，就不會有 IEP。我們也同意可考慮增訂一些計算規則去處理這些及其他的特別情況，但是，現行算式的任何變動均會對市場造成重大影響，所以我們擬在實施收市競價交易後，才再與交易所參與者另行檢討整體運作邏輯，以決定是否作任何提升。

沽空限制

40. 收到的意見：一名回應人士查問在持續交易時段內未能完成的沽空盤是否可帶進收市競價交易時段。另一名回應人士則認為，如取消賣空價規則，應准許在競價交易時段內輸入沽空盤。
41. 香港交易所的回應：根據現行規則，只有在持續交易時段方可在第三代自動對盤及成交系統輸入沽空盤。我們同意，若取消或暫停賣空價規則，則應准許在競價交易時段內進行沽空。我們已向證監會提出討論此項變動，其後若獲證監會批准，我們將另行發表公告。

隨機收市選擇

42. 收到的意見：回應人士對於競價配對應隨機或定時進行抱持不同看法。部分回應人士提倡採用隨機收市方法，認為這是減少博弈活動的要素。其他回應人士則認為定時收市較可取，因為他們相信一個簡單、仿照現行開市競價交易的收市競價交易機制可大大減低市場適應新收市程序所涉及的成本與時間。
43. 香港交易所的回應：由於對盤前時段之設計本身已經可以用作防止博弈活動的監控機制，為簡化執执行程序起見，在執行首階段將不會採納隨機收市方法。然而，我們將密切留意交易行爲，如有足夠合理理由，將會評核是否需要施行隨機收市或其他監控措施以加強收市競價交易機制。

對結構性產品流通量提供者的影響

44. 收到的意見：一名回應人士要求闡釋衍生權證及交易所買賣基金的流通量提供者在收市競價交易時段的角色。

-
45. 香港交易所的回應：我們認為，結構性產品流通量提供者應獲免除在收市競價交易時段內提供流通量的責任。此乃仿照現行開市前時段的模式。

對牛熊證的影響

46. 收到的意見：一名回應人士要求闡釋在引入收市競價交易時段後，釐定牛熊證剩餘價值的規則。
47. 香港交易所的回應：根據現行開市前時段的程序，在釐定是否觸發強制收回事務時，只會考慮牛熊證的相關香港股本證券的最終 IEP。如發生強制收回事務，有關的發行商須於發生的時段後接著的兩個交易時段完結前刊發公告，說明剩餘價值及任何其他相關資料；就此而言，開市前時段及早市作一個交易時段計算。我們認為，收市競價交易時段也應採用相同的方法。所以，在收市競價交易時段內，釐定是否觸發強制收回事務時也只會考慮最終 IEP，而在釐定剩餘價值時，午市及收市競價交易時段亦應視為單一交易時段。

E 部：執行計劃

48. 除因應市場回應意見而將輸入買賣盤時段及對盤前時段分別延長至 8 分鐘及 2 分鐘外，本文件建議的執行模式大致上與原有模式相若。
49. 由於執行收市競價交易時段後現貨及衍生產品市場的實際交易時段均會延長，因此香港交易所上市科將向上市委員會建議修訂上市發行人發布股息決定及業績消息的運作時間，由現時的 16:15 後改為 16:30 後。
50. 我們將於適當時候向證監會提交規管收市競價交易時段所需的交易規則修訂，以待審批。
51. 所有交易規則及上市規則的修訂經落實後將另行公布。
52. 投資者教育及業界人士的培訓對市場接納建議中的收市競價交易以至其順利執行均至為關鍵。我們將於執行收市競價交易時段前，提供全面的培訓課程及教育材料，以促進公眾對收市競價交易時段運作的認識。
53. 我們明白執行的時間表需能切合實際，好讓所有市場人士預早計劃準備。收市競價交易時段現暫定於 2008 年 2 月執行。

附錄一：回應者名單

交易所參與者

巴克萊亞洲有限公司

BNP Paribas

中銀國際證券有限公司

時富證券有限公司

Citigroup Global Capital Markets

恒生證券有限公司

滙豐金融服務(亞洲)有限公司

一通投資者有限公司

J.P. Morgan Broking (Hong Kong) Limited

比聯証券香港有限公司

美國雷曼兄弟

麥格理證券(亞洲)有限公司

美林(亞太)有限公司

Morgan Stanley Dean Witter Asia Limited / Morgan Stanley Dean Witter Hong Kong Securities Limited

法國興業證券(香港)有限公司

UBS Securities Hong Kong Limited

投資管理及顧問公司

Fidelity Investments Management (HK) Limited

Gandhara Advisors Asia Limited

滙豐投資管理(香港)有限公司

銀行

東亞銀行有限公司

香港上海滙豐銀行有限公司

經紀組織

香港證券經紀業協會

律師事務所

高偉紳律師行

附錄二：回應者意見的數據摘要

對收市競價建議的回應意見	回應數目	本文件中回應有關問題的段落
▪ 贊成	21	#7
▪ 中立	0	
▪ 不贊成	1	
▪ 沒有表示意見	1	

對交易時間及交易運作問題的意見	回應數目	本文件中回應有關問題的段落
▪ 表示原來建議的買賣盤輸入時段可能並不足夠	4	#28 及 29
▪ 建議在買賣盤輸入時段之前加插暫停時段	2	#30 及 31
▪ 同意將衍生產品交易的收市時間延長，維持現時現貨市場與衍生產品市場收市時間相隔 15 分鐘的做法	5	#32 及 33
▪ 認為在收市競價交易時段的任何時候應容許修訂或取消買賣盤，包括在對盤前時段之內	5	#34 及 35
▪ 建議取消競價盤，令收市競價交易時段內只接受競價限價盤	2	#36 及 37
▪ 提及使用現有規則釐定 IEP 的若干可能限制	4	#38 及 39
▪ 要求闡釋沽空限制	1	#40 及 41
▪ 要求闡釋對結構性產品流通量提供者的影響	1	#44 及 45
▪ 要求闡釋對牛熊證的影響	1	#46 及 47

回應者對隨機收市選擇的意見	回應數目	本文件中回應有關問題的段落
▪ 贊成	5	#42 及 43
▪ 中立	2	
▪ 不贊成	3	
▪ 沒有表示意見	13	

改革系統所需的準備時間	回應數目	本文件中回應有關問題的段落
▪ 短時間內或少於一個月	3	#53
▪ 一至三個月	2	
▪ 超過三個月但少於六個月	1	
▪ 六個月或以上	2	
▪ 沒有明確表示	15	

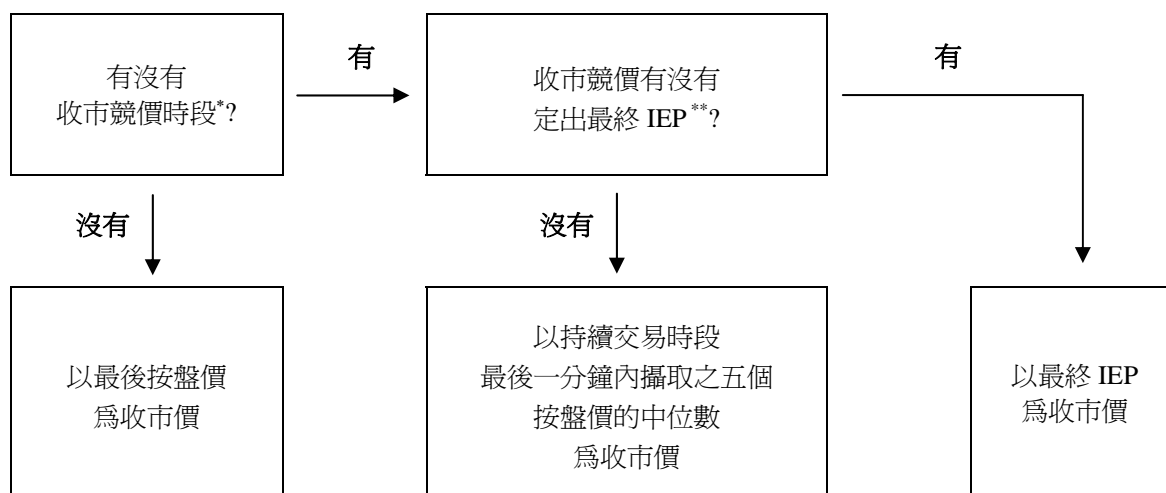
附錄三：IEP 釐定規則

摘錄自《交易所規則》

- 501H(1) 當競價限價買盤的最高買入價相等於或高於競價限價沽盤的最低沽出價，參考平衡價格將會按以下規則計算：
- (a) 參考平衡價格須為介乎競價限價買盤的最高買入價與競價限價沽盤的最低沽出價之間（該兩個價位包括在內）的買入價或沽出價，並根據規則第 517(1)(a)條所訂方式達成最高的交易股數；
 - (b) 倘有超過一個價格符合規則第 501H(1)(a)條的規定，參考平衡價格將會是導致最低之「不能配對買賣盤」的價格。就本規則而言，「不能配對買賣盤」，就某一價格而言，指競價買盤及買入價等於或優於該價格的競價限價買盤之總股數與競價沽盤及沽出價等於或優於該價格的競價限價沽盤之總股數的差異；
 - (c) 倘有超過一個價格符合規則第 501H(1)(b)條的規定，參考平衡價格將會是：
 - (i) （倘若在有關價格當中的每個及全部價格，競價買盤及買入價等於或優於該價格的競價限價買盤之總股數高於競價沽盤及沽出價等於或優於該價格的競價限價沽盤之總股數）有關價格當中的最高者；或
 - (ii) （倘若在有關價格當中的每個及全部價格，競價買盤及買入價等於或優於該價格的競價限價買盤之總股數低於競價沽盤及沽出價等於或優於該價格的競價限價沽盤之總股數）有關價格當中的最低者；
 - (d) 倘有超過一個價格符合規則第 501H(1)(b)條的規定及規則第 501H(1)(c)條不適用，參考平衡價格須為最接近上日收市價*的價格。若有兩個價格與上日收市價*的價位差距相同，則取兩個價格中的較高者。但若沒有上日收市價*，參考平衡價格須為有關價格當中的最高者。

*根據現行《交易所規則》第 501H(1)(d)條，上日收市價是開市前時段內釐定 IEP 的參考價，但收市競價時段多以另一參考價（例如前一個持續交易時段內最後一個按盤價）釐定 IEP。

附錄四：收市價釐定規則摘要



*倘若持續交易時段因緊急情況（包括但不限於火警或其他意外、颱風、暴雨、電腦失靈及其他類似事件）而中斷或受嚴重影響，則可能不會進行收市競價交易時段。

**與開市前時段的現行規則一樣，只有當證券買賣盤紀錄於對盤前時段結束時出現買賣盤價格重疊（指買入競價限價盤的最高買盤價相等或高於賣出競價限價盤的最低沽盤價）時，該證券的最終 IEP 才會被計算。如不符合這個準則，就不會進行競價對盤，收市競價亦不會定出最終 IEP。

附錄五：改革後的市場模式及正式交易時間

正常全日市

交易時段	開市前				早市	延續早市	午市	收市競價	
競價時段	買賣盤輸入	對盤前	對盤	暫停	不適用	不適用	不適用	買賣盤輸入	對盤前
運作時間	9:30 至 9:45	9:45 至 9:50	9:50 至 9:58	9:58 至 10:00	10:00 至 12:30	12:30 至 14:30	14:30 至 16:00	16:00 至 16:08	16:08 至 16:10
市場機制	單一價格集合競價				持續交易			單一價格集合競價	
涵蓋的證券	所有在主板及創業板交易的股票、權證、牛熊證、交易所買賣基金及其他證券					延續交易證券	所有在主板及創業板交易的股票、權證、牛熊證、交易所買賣基金及其他證券		
輸入買賣盤	可以	可以	不可以	不可以	可以	可以	可以	可以	可以
可接受的買賣盤類別	競價 / 競價限價	競價	不適用	不適用	限價 / 增強限價 / 特別限價			競價 / 競價限價	競價
買賣盤修訂及取消	可以	不可以	不可以	不可以	可以	可以	可以	可以	不可以

半日市（如聖誕節前夕）

交易時段	開市前				早市	收市競價	
競價時段	買賣盤輸入	對盤前	對盤	暫停	不適用	買賣盤輸入	對盤前
運作時間	9:30 至 9:45	9:45 至 9:50	9:50 至 9:58	9:58 至 10:00	10:00 至 12:30	12:30 至 12:38	12:38 至 12:40
市場機制	單一價格集合競價				持續交易	單一價格集合競價	
涵蓋的證券	所有在主板及創業板交易的股票、權證、牛熊證、交易所買賣基金及其他證券						
輸入買賣盤	可以	可以	不可以	不可以	可以	可以	可以
可接受的買賣盤類別	競價 / 競價限價	競價	不適用	不適用	限價 / 增強限價 / 特別限價	競價 / 競價限價	競價
買賣盤修訂及取消	可以	不可以	不可以	不可以	可以	可以	不可以

▲ 收市競價買賣盤的對盤於 16:10 或 12:40（視乎情況）交易時段正式結束後開始。

