

簡訊

美國盤後交易市場介紹

王秀玲（證期會專員）

一、前言

近來美國證券交易市場，當盤中或收盤後發生重大事件及企業發布重大訊息，證券價格常率先在盤後交易市場反應，股票盤後交易價格有時被視為次一營業日股價走勢的風向球，但一般人並不十分瞭解盤後交易制度，對於美國盤後交易市場的神秘面紗亦感到好奇。

其實美國有價證券場外交易並非新的現象，早在幾年前，機構投資人及市場專業機構就有將他們的盤後交易委託單送至ECN或其他非美國市場執行的情形。傳統上，這些市場參與者必須自行負擔場外交易的風險，包括價格風險和流動性風險等。然而，盤後交易（After-Hours Trading）市場真正開始興盛是在一九九九年，主要是證券商開始對其客戶（個別投資人）提供服務，在證券交易所收盤後，將投資人買賣委託單直接送至ECN（Electronic Communication Networks）執行。

二、盤後交易市場結構

現今美國股票盤後交易市場約可分為幾個不同的交易場所，依據媒體研究報導，大部分盤後成交量都集中在ECN，如Instinet 和Island等二大ECN公司，且都集中在下午四時集中市場收盤後。

目前大多數國家級證券交易所也在下午四時以後提供盤後交易市場，如紐約證交所及美國證交所在下午五時以當日收盤價格撮合買賣雙方的委託單（集中市場收盤時間為下午四時）。許多區域型的證交所亦有提供盤後交易制度，如波士頓證交所及費城證交所在下午四時至下午四時十五分執行盤後交易，芝加哥證交所及泛太平洋交易所在下午四時卅分前執行盤後交易。一九九九年十月廿九日起，芝加哥證交所更推出「E-Session」，從下午四時卅分至六時卅分處理客戶的限價委託單。

當然，盤後交易市場的參與者是多元的，並非僅有ECN，也包括Nasdaq主要的交易和價格回報系統，如SelectNet、Automated Confirmation Transaction Service、Nasdaq Trade Dissemination Service，其中，Nasdaq Trade Dissemination Service系統自一九九二年開始，營運時間延至下午五時十五分。

三、盤後交易的情形

投資人進行盤後交易的時間普遍集中在下午四時，即證交所正常營運時間結束之後，少部分分散在四時卅分至六點之間。在成交量方面，以二〇〇〇年一月十八日紐約上市公司股票全日成交量（包括盤中交易及盤後交易）為例，僅有3%的成交量發生在下午四時證交所收市時間以後，且集中在證交所剛收盤後的下午四時；另以同日Nasdaq市場盤後交易資料說明，當日73%盤後交易成交量發生在下午四時至四時十五分。美國證管會（SEC）以二〇〇〇年一至二月Nasdaq盤後股票交易資料研究，發現僅有5.4%的成交量發生在下午六時卅分至十一時五十九分，1.9%發生在午夜十二時至隔日上午八時。

此外，盤後交易大多集中在少數幾檔股票上面，主要原因係因下午四時後，該公司有重大訊息揭露。不過，一般股票盤後交易價格變動並不常發生，通常在盤後交易市場，股票價格波動大的股票，經常是那些極難變現的所謂「penny stock」。

四、盤後交易市場管理

一九九九年六月卅日美國證管會邀集紐約交易所、美國全國證券商協會（NASD）等相關單位，包括投資人保護團體、證券商、ECN業者及結算機構等，召開盤後交易會議共同研商盤後交易制度相關事宜。一九九九年十月，美國證管會完成建議報告，提供若干建議：

（一）投資人保護及教育

美國證管會建議有關盤後交易制度的風險應充分揭露，讓投資人徹底瞭解；且為降低風險，投資人應使用限價委託單。另外，相關單位也應透過出版品、網站及傳播媒體對盤後交易制度進行宣導與教育工作。

（二）結算交割與操作

證管會的建議包括：1. 盤後交易應被視為「當日交易」，款券交割應為「T+3」（與正常交易時間完成交易之有價證券相同）；2. 正常交易時段與盤後交易時段買賣委託單應予區別；3. 盤後交易應在交易所收盤後一小時開始，俾利收盤價格揭露、公司重大訊息發布，及提供市場參與者處理時間，以修正委託簿、關閉與重新啟動交易系統；4. 企業應加強正常交易營運時間與盤後交易時段之間有關公司訊息的揭露。

（三）市場管理規範

一九九九年十月Nasdaq市場將其主要交易及價格回報系統營運時間延長至下午六時卅分；芝加哥證交所推出「E-Session」盤後交易，交易時間從下午四時卅分至六時卅分。因此，自律組織（SROs）和證管會開始考慮

投資人保護及市場管理規則在盤後交易市場的必要性與適用性課題。

1. 為因應Nasdaq市場延長交易時間，修訂NASD規則 4617（市場創造者欲在正常交易時間外，即在盤後交易時段啟動市場，其公司營運必須遵守所有NASD 規則），此外，Nasdaq亦修正NASD IM-2110-2，將其適用時間延後至下午六時卅分。
2. 依據證交法11Ac1-1(b)(1)(ii)、11Ac1-1(c)(2)，自律組織有責任公開有價證券交易的買進、賣出及成交價格等訊息。因此，NASD會員及OTC市場創造者選擇在下午四時至六時卅分進行交易，仍必須在該時段公開揭露有價證券交易資訊。
3. 有關NASD交易資訊揭露規定，也引發了「ECN的揭示選擇」規定，如果在下午六時卅分前，ECN接收到從OTC市場創造者傳遞過來的委託單，ECN必須透過SelectNet揭露在Nasdaq的綜合委託簿，或者OTC市場創造者必須將個別的報價揭示在自己的委託簿中，以符合ECN的揭示選擇規定。
4. 證交法11Ac1-4（限價委託單揭示規則），不僅適用於證券交易所的正常交易時間內，也適用於市場創造者參與的盤後交易時段。
5. 依據ATS規則，另類交易系統（alternative trading system）對任一有價證券之單日交易量超過5%，並須公開揭露其最佳執行價格。單日成交量的計算標準是以廿四小時計算。因此，ATS規則亦適用於選擇在下午四時至六時卅分營運的市場參與者（如ATS及ECN）。

五、結語

美國證管會現正考慮是否應針對盤後交易市場訂定特別法規。此外，對於主要的集中市場（如證券交易所、Nasdaq市場）紛紛延後交易時間，推出新的交易系統搶攻盤後交易市場，證管會也提出兩項重要的觀點：第一，為避免投資紊亂及確保委託單最佳執行，市場有必要發展標準下單程序與型態，包括未成交之限價委託單是否可以由正常交易時間遞延至盤後交易時間，甚或遞延至次日營業日；第二，是集中交易市場收盤價格的維護，由於目前證券收盤價格普遍受到財務公司、投資機構、銀行及專業機構等進行各項分析與評估使用，具有一定功能與目的，因此，集中交易市場仍有必要提供及維護證券收盤價格，不受盤後交易市場的影響。

儘管近來盤後交易市場不斷加強交易透明，以避免蘊藏不法交易，但在此流動性不如集中交易市場的盤後交易市場進行投資活動，投資人仍必須小心謹慎。無論如何，美國盤後交易市場仍屬於起步階段，交易制度尚未健全，法規也不完備。對於美國盤後交易環境，美國證管會、自律組織及證券機構仍有許多努力的空間。

參考資料：美國證管會網站 <http://www.sec.gov>

[《回目錄》](#)