

芝加哥商品交易所(CME)規則 575 禁止擾亂市場行為及案例說明

擾亂性交易手段(Disruptive Practices)依芝加哥商品交易所規範書 (CME Rulebook) 第 575 條之規定，定義如下：

所有訂單必須出於執行真實交易之目的而輸入。此外，所有不可執行的消息必須出於真實合法的目的而輸入。

A. 任何人均不得以在執行前撤銷該訂單或修改訂單以避免交易執行為目的而輸入或引致輸入訂單。

B. 任何人均不得以誤導其他市場參與者為目的而輸入或引致輸入一個或多個可執行或不可執行的消息。

C. 任何人均不得以超負荷、延遲或干擾交易所系統或其他市場參與者的系統而輸入或引致輸入一個或多個可執行或不可執行的消息。

D. 任何人均不得以擾亂市場交易秩序或交易的公平執行為目的，或魯莽地漠視可能對市場產生的負面影響，而輸入或引致輸入的一個或多個可執行或不可執行的消息。

在適用的範圍內，本規則的規定適用於公開喊價交易以及電子交易活動。另外，本規則的規定適用於所有市場狀態，包括開市前期間、結算期和所有交易時段。¹

從條文可以觀察到擾亂性交易手段禁止一切非以真實交易為目的輸入的一個或多個可執行或不可執行的消息。可執行消息指會導致交易執行的消息，如訂單；不可執行者為其他向交易所提交有關不可執行事件的消息，如請求報價、管理類消息等。非以交易為目的包括意圖創建假的市場深度或活絡度而從中牟利，或者輸入訂單以測試市場反應、檢查與 CME Globex 平台的連結等測試性目的者亦屬之。且該意圖判定不以該市場參與者承認為限，只要一個行為被認為其為了產生擾亂市場結果而執行的可能性大於正常交易，則縱使交易者聲稱其不知情或缺乏知識，仍不能為該意圖或魯莽(reckless)行為辯護。也就是此意圖可依客觀事實推定，且對於魯莽，即「悖離平常注意標準至難以信其行為時不知情」之情形，亦有處罰，賦予了交易人注意義務，要求交易人應了解其所交易的產品市場，確保交易活動不會造成破壞市場的結果。

關於意圖或魯莽行為的判斷常有以干擾性結果的出現而推定，可參考以下二例。案號 CME 15-0158-BC，當事人 Saxo Bank 運作一自動清算演算法以清算客戶保證金不足的部位，然該演算法未考慮市場情形，並二次在某些期貨市場引起重

¹芝商所 RA1516-5 《市場規範建議通告》

(<http://www.cmegroup.com/cn-s/market-regulation/files/cme-group-ra1405-5r-rule-575-09-15-2014-updated-11-19-14-scn.pdf>)

大的價格變動。Saxo Bank 了解到此情形後雖有試圖採取補救措施，但 CME 商業行為委員會認為當事人應為在完整替代方案成熟前仍繼續運作該系統，造成市場秩序擾動負責而懲處 190,000 美元；案號 NYMEX 15-0269-BC，當事人 Isaiah Kingston 在 NY Harbor ULSD 期貨市場輸入一連串價格相近的停損單，以至於當一個停損單被觸動時，一連串的停損單接續執行使該期貨市場產生了急遽的價格變動。NYMEX 商業行為委員會認定該行為係干擾性交易手段，推定其有禁止意圖或未盡注意義務(魯莽)而裁罰。

再者，市場監管部評估一個行為是否有違反規則 575 的潛在性時，會綜合考量具體的投資工具、市場狀況、和當時的其他背景情形等，參考市場規範建議通告(Market Regulation Advisory Notice)Q1，列舉了 17 款考量因素，包括訂單規模、訂單暴露於市場的持續時間、訂單執行情形、市場參與者承受訂單執行風險的程度、受影響市場和相關市場的情況等。擾亂性交易手段的典型案例為一市場參與者意圖影響市場買(賣)方而輸入一筆或多筆訂單，通常該訂單數量相對於未決訂單數量龐大，以營造虛假的買(賣)方壓力。再藉由在相反的方向輸入欲達成交易的訂單數量，待市場因擾亂性交易行為做出反應，使相對小額的反向訂單得到執行後，該市場參與者便因此受益，並於其後撤銷非為交易目的而輸入的大筆訂單。參考案號 COMEX 14-0059-BC，當事人 William Chan 在黃金及白銀市場的一邊輸入大量訂單誘導其他市場參與者跟進，使得他在反方向的小額訂單得以成交，並於完成交易後隨之取消其為營造市場假象所下的大筆訂單，遭裁罰 20,000 美金並禁止交易 15 日。

規則 575 C.則規範了針對交易系統所為的干擾類型，如輸入大量指令使系統超載而影響其他市場參與者的報價系統；或者使市場或交易所的訊息傳遞遲延，進而影響市場運作秩序。案號 COMEX 15-0293-BC，當事人 Glory Sky Precious Metals Limited 為測試市場對資訊反應的遲延時間，在黃金期貨市場輸入並取消 7,156 筆訂單，因其並非以執行交易為目的，主管機關以違反規則 575 裁罰美金 50,000 元。

擾亂性交易手段與以真實交易為目的的交易行為，有時就外觀而言有重疊，然最根本的分別即為交易意圖不同。規則 575 並不禁止交易人在輸入訂單後因情況變更而修改、撤銷訂單、撤銷其在某些價格水平上已獲得的訂單隊列位置或為最小化損失而輸入停損單，非故意的輸入錯誤亦不當然構成規則 575 的違反，但有可能成立其他規則之違反。只要以上的行為皆是為了執行真實的交易而輸入，沒有呈現出禁止意圖或魯莽行為，就不會落入規則 575 而被推定為擾亂性交易手段。

另外，市場規範建議通告關於特定交易策略和交易時段可能違反規則 575 者，試說明如下：

- 一、開市前活動：在 CME Globex 的開市前期間，將會以規則 573 所述的方式計算出 IOP (Indicative Opening Price)，此價格反映了在買賣雙方壓力之間最大可能成交量的價格，而此價格會傳送給所有 Globex 用戶及芝商所市場數據/收報流。此時段之訂單或指令，必以於開市後執行真實交易為目的輸入，否則即違反規則 575。

相關案例如在開市前期間剛開始時，就輸入大量訂單意圖虛偽地提高或降低 IOP，並於目的達成後，在臨近禁止撤單期前撤銷上述訂單，使得其他參與者不及對此做出反應，違反了規則 575 B. 「不得以誤導其他市場參與者為目的」之規定；或是不斷在買賣雙邊以參照 IOP 得出的價格(稍微高於現存的最佳買價或稍微低於現存的最佳賣價)系統性地輸入連續訂單，一直到 IOP 有移動後撤銷所有訂單，以此測試開市前某商品在特定價格的支撐深度；也有以類似手段測試市場隱藏流動性，獲取資訊後再撤銷訂單，於開市後以其先前所取得之信息輸入新訂單。上述舉例皆非為真實交易目的而輸入之訂單，違反了規則 575。

- 二、冰山訂單(iceberg order)：冰山訂單會由投資者設定委託價格、委託總量和可見委託量，系統在前一筆可見委託量於委託價格送出並成交後，才會發出下一筆同樣價格、同樣可見委託量的限價指令，等待成交，重複進行直到委託總量皆執行完畢。該交易方式原則上並不違反規則 575，只要其仍是以執行真實交易為目的輸入。然若市場參與者以冰山指令做為誤導其他參與者的手段之一，則有違此禁止規定。

- 三、壓單(flipping order)：參照市場規範建議通告 Q18，壓單定義為以造成市場轉向或波動性和/或不穩定性為目的的訂單。壓單訂單的特色通常有二：(1)它是入侵性訂單(2)在輸入不久前，市場參與者會撤銷相反方向的訂單，通常價格和入侵性訂單相同。需注意市場參與者因市場之變數改變看法，而從買空轉為賣空(反之亦然)，並不當然該當壓單行為。市場監管部會考慮輸入的訂單額度相對於現有市場深度、價格波動、對其他市場參與者和相關市場的影響、重複的壓單訂單是否來回轉變市場方向等因素，判斷壓單活動是否對市場造成破壞，而違反規則 575。

總而言之，市場監管部判斷一個交易行為有無違反規則 575，應可總結為以下步驟：

- i. 查覺到一市場擾動的事實
- ii. 視行為人在市場中的某一個指令是否導致了這樣的結果
- iii. 判定行為人為該行為時是否以執行善意交易為目的，且其應有注意義務

觀察過往裁罰案例，交易人最常發生者即為於單邊市場輸入大筆訂單後，待反向市場的少量交易完成後，便大量取消訂單之情形。因市場監管部的考量因素繁多，交易者應詳加注意上述案例並避免有任何不以執行真實合法為目的的指令輸入。

另可參考 CME Rulebook(<http://www.cmegroup.com/rulebook/CME/I/5/5.pdf>) 和其市場規範建議通告，瞭解更多關於規則 575 的禁止規定內涵。