

# 國際證券市場簡訊 532 >

## 目 錄

- 紐約證交所推出 ETF 選擇權
- 泛歐阿姆斯特丹交易所開創荷蘭投資信託基金的新市場模式
- 倫敦證券交易所募資成本全球最低
- OMX 擬加入交易所合併風潮
- 倫敦證交所 2006 年上半年上市、交易概況
- 德國交易所推出新的策略型指數—LevDAX
- 瑞士交易所擴增網路申請上市機制
- 澳洲證券交易所開始提供每日即時的公司活動資訊
- 東京證券交易所計劃與紐約證券交易所合作
- 韓國交易所計劃推動海外合作業務
- 泰國證券交易所推動長期基金及採用新的委託方式
- WFE 對新商品之定義修訂
- 「交易所資本管理提案」研究報告摘述
- 中國證券結算將全面實施“貨銀對付”方案

### 紐約證交所推出 ETF 選擇權

紐約證交所推出每季到期之 ETF 選擇權，目的為與芝加哥選擇權交易所 (CBOT) 及美國國際證券交易所 (ISE) 相抗衡，並搶攻於選擇權市場之市佔率。

ETF 選擇權之標的分別為：美洲工業成長基金 (Diamond trust series)、S&P 能源類股指數基金 (energy select sector SPDRs)、美洲羅素 200 指數基金

( iShares Russell 200 index fund )、Nasdaq 100 指數基金 ( Nasdaq 100 trust )、及 S&P500 綜合指數基金 ( S&P's depository receipts ) 等 5 支 ETF。

選擇權每季到期，到期日為每年 3 月、6 月、9 月、12 月之最後一個營業日。

2005 年 ISE 發行道瓊工業指數 ETF 選擇權及 S&P 綜合指數 ETF 選擇權，遭道瓊及 S&P 控訴侵犯智財權。今年 6 月法院判定發行選擇權不會對標的發行者造成侵權，故 6 月起 ETF 選擇權發行量大增。

( 徐珮甄 譯自倫敦金融時報 2006 年 7 月 19 日 )

### 泛歐阿姆斯特丹交易所開創荷蘭投資信託基金的新市場模式

2006 年 6 月 29 日泛歐交易所為荷蘭開放式投資信託基金市場引進一個新市場模式。

該模式在設計過程中，均密切徵詢荷蘭金融市場管理局 ( AFM ) 及基金業者的意見。在法規的架構下，該項模式以透明的方式，提供投資基金委託的自動化及直通式處理 ( straight through processing )，俾符合基金產業及最終投資人的需求。

該項新的模式將使荷蘭基金市場運作與國際實務一致，並預計在 2007 年第一季啟用。

該項新的市場模式將提供基金的淨資產價值資訊，使得投資人了解其所購買之價格及淨資產價值間的關連，以消弭價差，並且所有的委託單傳送至交易所後，每天一次以淨資產價值為基礎之價格成交。

該項模式架構於現有的 IT 基礎架構下。目前，在阿姆斯特丹交易所共有 50 個發行人所發行之 300 個國內及國際性的投資信託基金掛牌交易。荷蘭投資信託基金市值規模達 660 億歐元，每日平均成交金額為 7,900 萬歐元。

( 潘景華 譯自 WFE Focus, July 2006 )

### 倫敦證券交易所募資成本全球最低

倫敦市政府及倫敦證券交易所最新聯合發布之報告中指出，倫敦證券交易所不論在 IPO 階段或上市後之籌資成本，均較其他主要之歐洲及美國金融中心低廉。

此份報告是委託一家獨立的經濟及金融顧問公司 Oxera 所撰寫，文中以倫敦證

券交易所之主板及 AIM 市場、德國交易所、Euronext、Nasdaq 以及 NYSE 為樣本，比較各市場股票交易的資金成本，樣本交易所約佔全球總市值之 58%。報告結論顯出倫敦證券交易所獨特的綜合特色：高度競爭的承銷環境、低廉的法規遵循成本、以及最高標準的公司治理管理體系。

研究報告顯示倫敦證券交易所在承銷費用和其他直接的 IPO 成本，均較 NYSE 及 Nasdaq 低廉。倫敦的承銷費用一般約為 IPO 收款額的 3%~4%，美國則約為 6.5%~7%；而美國較高之承銷費用似乎並無法藉由 IPO 折價幅度比倫敦低而獲得彌補。其他直接的 IPO 成本，如：法律及查帳費用，倫敦均較美國低廉，此主要導因於在美國上市必須遵循沙賓法案之規範。儘管額外支付上市遵循成本，但並無任何沙賓法案提供之重大管理效益是在英國之體制下無法展現者，因而倫敦可維持其在公司治理管理體系之領導地位。

此份報告也分析了次級市場之交易成本，如：經紀佣金及手續費。影響英國總交易成本之主要因素是印花稅，除了印花稅之外，倫敦證券交易所是所有樣本交易所中，直接交易成本最低者。

( 葛思惠 譯自 WFE Focus, July 2006 )

## OMX 擬加入交易所合併風潮

OMX 為北歐交易所集團，為瑞典、芬蘭、丹麥、拉脫維亞、立陶宛、及愛沙尼亞等地之交易所合併而成。執行長 Magnus Böcker 表示，未來不排除與其他大型交易所跨洲合併，亦計畫於中東歐，如斯洛維尼亞、捷克、匈牙利、羅馬尼亞、及烏克蘭等地，整合當地交易所。

OMX 之優勢在於交易系統，目前澳洲、義大利、香港、新加坡等地之交易所均採用 OMX 之系統。此外 OMX 對於交易所整合經驗豐富，且又同時兼有於開發中與已開發國家發展之經驗，這些均使 OMX 於交易所整併潮流中更具吸引力。

除了與其他交易所合併，執行長 Magnus Böcker 表示，OMX 亦不會放棄現行獨自成長的發展策略。

目前 OMX 已與倫敦證交所( LSE )合資成立衍生性商品交易所 EDX，並於 2000

年曾計劃購併倫敦證交所，但最終功敗垂成。OMX 正與冰島證交所討論合併事宜，也考慮購併華沙證交所，由於波蘭新政府不同意將證交所股權出售，故此案暫時擱置。先前維也納證交所亦對華沙證交所表示興趣。

( 徐珮甄 譯自倫敦金融時報 2006 年 7 月 19 日 )

## 倫敦證交所 2006 年上半年上市、交易概況

2006 年上半年於倫敦證交所初次公開發行之金額已達 100 億英鎊，較去年同期成長 64%。總計初次上市公司共 194 家，其中 50 家為國外公司，來自海外 15 個國家。50 家國外公司中，7 家於主板上市，籌資金額達 27 億英鎊，另 43 家於創業板 ( AIM ) 掛牌，籌資金額為 18 億英鎊。

194 家初次上市公司中，40 家公司於主板、151 家於創業板上市，分別籌資 52 億英鎊及 47 億英鎊。

SETS 電子交易系統之交易亦成長強勁，六月份於 SETS 之交易筆數為 730 萬筆，較去年同期成長 77%；交易值較去年同期成長 68%，達 1,382 億英鎊。

六月份倫敦證交所總股票交易值成長 42%，達 2,765 億英鎊，總交易筆數為 810 萬筆，成長 59%。

Euronext 亦表示於 2006 年上半年初次公開發行金額為 87 億歐元，共 69 家公司新上市。2005 年全年新上市家數為 78 家。

( 徐珮甄 整理自 2006 年 7 月 11 日倫敦金融時報 )

## 德國交易所推出新的策略型指數—LevDAX

德國交易所於近期推出一新策略型指數「LevDAX」。該指數為追蹤德國交易所主要指數 DAX 之績效，惟和 DAX 不同的是，LevDAX 提供一額外特色 - 槓桿作用，即其指數變動幅度，不論上漲或下跌時，均是 DAX 的兩倍。LevDAX 讓投資大眾可用相當簡易的方式來擴大對於市場變動之參與程度。並如同德國交易所推出的其他策略型指數，LevDAX 亦可用來做為發行 ETF 與結構性商品之標的。

為確保當天該指數績效表現為 DAX 變化之兩倍，LevDAX 的槓桿因子 ( Leverage Factor ) 是以前一天之收盤指數為基準，每日進行調整。此外，若當天

DAX 下跌幅度超過前一日之 25% 時，槓桿因子會自動進行調整以保護投資人之損失。

藉由 LevDAX 的推出，德國交易所第一次提供投資人可採取追蹤指數的方式進行槓桿操作之策略。目前已有 Société Générale 旗下之 Lyxor 資產管理公司計畫推出追蹤該指數之 ETF - 「Lyxor ETF LevDAX」。

( 林宣君 譯自 WFE Focus, July 2006 )

### 瑞士交易所擴增網路申請上市機制

瑞士交易所與 Telekurs 和 SIS 兩家電子服務公司合作，於 2006 年 6 月 19 日擴增衍生性金融商品和債券之網路申請上市 ( Internet Based Listing ) 機制。

上市核准程序將因此變得更集中化並提昇管理效率，發行人可直接鍵入申請資料，且經登錄後，瑞士交易所、Telekurs 和 SIS 便可立即取得該資料，並據以進行後續審查程序。對發行人而言，其可減少行政負擔、更快速處理資料並降低上市申請成本，同時也能持續了解其上市申請之處理狀況。

在過去一年間衍生性金融商品和債券成長快速，瑞士交易所預期此一趨勢仍將持續。然而隨著市場成長，對市場營運的需求也日益增加，因此，瑞士交易所在大約 3 年前就引進了網路申請上市機制，以簡化、加速行政程序並降低相關成本。在交易面，於 2005 年 11 月引進的「報價撮合 ( Quotematch )」機制，顯著提昇了衍生性金融商品市場的效率。

為了進一步改善服務，瑞士交易所、Telekurs 和 SIS 決定分階段將上市申請資料的處理程序予以統一，提供發行人、申請者和參與者更快速和效率的服務。

2006 年 6 月 19 日開始，Telekurs 和 SIS 的資料已整合納入網路申請上市機制，加上瑞士證券交易所，三名成員皆可取得共同儲存的上市申請資料。另外從同一天起，證券編號、代碼、ISIN 國際證券編碼也可自行選擇是否透過網路申請上市機制取得。此外，發行人現亦可使用網路申請上市機制，編製私募的債券或衍生性金融商品 ( 未在證交所交易的商品 ) 所需之相關資料。

隨著網路申請上市機制的擴增，瑞士證券交易所將強化其歐洲權證和結構性商

品交易中心的地位。

( 曾羚 譯自 WFE Focus, July 2006 )

### 澳洲證券交易所開始提供每日即時的公司活動資訊

澳洲證券交易所與澳洲主要的保管銀行業者，以及國際財經訊息傳播業者 SWIFT 合作，正在改善其處理公司活動資訊之自動化流程。

第一筆每日即時的公司活動資訊服務，由其合作夥伴 SWIFTNet 於 2006 年 7 月 3 日開始傳送。上述即時訊息預計每日將傳送 4 次，每次傳送均包含最新發布的公司活動訊息，並且更新之前已發布之訊息。來自 SWIFT 的公司活動訊息服務，已整合成為澳洲交易所最近上線之資料索引及公司活動訊息服務新系統 ReferencePoint 的一部份。

這個全球最佳的實務系統，除可改善公司活動的直通式處理 ( STP ) 並減少營運風險外，並可使保管銀行業者更專注於具有附加價值的公司活動訊息，且為其客戶提供分析。

( 劉天業 譯自 WFE Focus, July 2006 )

### 東京證券交易所計劃與紐約證券交易所合作

隨著紐約證券交易所 ( NYSE ) 宣佈與泛歐證券交易所 ( EURONEXT ) 合併，以及那斯達克 ( NASDAQ ) 購入倫敦證券交易所 ( LSE ) 約 15% 的股票，並成為該交易所最大股東。居亞洲地區龍頭地位的日本東京證券交易所，已感受到這股競爭壓力，為確保其在亞洲交易所之地位及提升國際競爭力、影響力，目前積極地推動許多具有指標性的策略及措施。

根據每日新聞報導，東證所已與其長期以來最重要的合作對象紐約證券交易所 ( NYSE ) 達成初步共識，今後不僅要加強雙方間之業務合作，並將討論編製共同市場指數，以及評估推動 ETF 和 REIT 及其他金融商品之相互上市。預期雙方基金商品的相互掛牌上市，可以增加雙方投資者的投資標的，以及有利雙方交易所之獲利。

另外，東證所也積極推動東亞地區交易所之整合工作。東證所日前已與韓國交

易所 (KRX) 於 7 月 7 日在東京簽署協議，同意推動雙方跨國連線交易，以及聯手開發共同指數與新商品，合辦國際企業說明會，並研究整合交易資訊系統。東證所會長西室泰三並指出，希望今後能與台灣、大陸等地交易所建立類似的合作關係。

根據日本經濟新聞社報導，日本政府與東證所將以 2007 年為目標，將積極規劃發行日本版的存託憑證 (DR)，鼓勵外國公司前往東證所以存託憑證方式掛牌。此外，東證所也計劃今年在北京設立其在紐約、倫敦、新加坡以外的第四個海外辦事處。

(張珽 整理自東京證券交易所 2006 年 7 月 7 日新聞稿、每日新聞 2006 年 6 月 30 日、日本經濟新聞社 2006 年 4 月 27 日及 4 月 4 日)

### 韓國交易所計劃推動海外合作業務

根據韓國朝鮮日報報導，韓國交易所 (KRX) 為推動海外合作業務，計劃允許以美國道瓊工業指數及那斯達克指數等外國股票指數為標的的「海外上市指數金」掛牌上市。這個基金預定明年上半年上市。

另外，韓國交易所為推動韓國 ETF 海外掛牌上市，已於 2006 年 6 月 22 日與美國巴克萊國際投資管理 (Barclays Global Investors, 簡稱 BGI) 共同簽訂業務合作備忘錄。

(張珽 譯自 朝鮮日報 2006 年 6 月 23 日)

### 泰國證券交易所推動長期基金及採用新的委託方式

泰國證券交易所 (The Stock Exchange of Thailand, SET)，與其證券管理委員會 (Securities and Exchange Commission, SEC) 及投資管理公司協會 (Association of Investment Management Companies, AIMC)，共同推動「讓我們活化您的長期股權基金」(“let's Activate Your LTFs”【Long Term Equity Funds】) 活動，目的在於 2007 年底前將泰國長期股權基金的投資人數提升至 20 萬人。

此項活動的主要目的為藉由鼓勵各式各樣的長期投資，以擴大投資人基礎。預期長期股權基金的 20 萬投資人，將可為市場帶來 500 億泰銖。

另一項新措施為泰國證券交易所於 2006 年 7 月 3 日採用兩種新的委託方式：

「開盤價委託」( at-the-open orders, ATO ) 和 「收盤價委託」( at-the-close orders, ATC )，並將此兩種委託方式列為委託單撮合的第一順序，優先於「限價委託」( limited-price orders )。投資人可於下述在原交易時間前後增加的三個額外時段內，以新的委託方式進行交易。

為避免開收盤價格受到人為操縱，泰國證券交易所原交易時間 10:00 - 12:30 及 14:30 - 16:30 外，另訂出兩個「隨機開盤時段」( random opening time ) 9:55 - 10:00、14:25 - 14:30，及一個「隨機收盤時段」( random closing time ) 16:35 - 16:40。交易系統在「隨機開/收盤時段」內隨機選擇一開/收盤時間，並以能產生最大交易量的價格作為開/收盤價。在 16:30 至「隨機收盤時段」16:35 - 16:40 之間，經紀商仍可輸入額外的委託單（「限價委託」或新的「收盤價委託」）直到產生收盤價格為止。開盤價格之計算亦採用相同的方式，投資人可於上午盤的交易時間前（9:30 至「隨機開盤時段」9:55 - 10:00 之間），及下午盤的交易時間前（14:00 至「隨機開盤時段」14:25 - 14:30 之間），輸入「限價委託」或新的「開盤價委託」，直到產生開盤價格為止。

「開盤價委託」和「收盤價委託」之新措施在於反映投資人以開盤價或收盤價進行證券交易之偏好，委託單撮合優先順序的重新安排將不會影響這些價格，但會縮小波動幅度。

若「開盤價委託」和「收盤價委託」無法全部成交，這些未執行的委託將自動取消。但是，若為「限價委託」方式，則未執行的委託將予以保留並在市場開盤後進行撮合。

（黃昭豐 譯自 WFE Focus, July 2006 及泰國證券交易所網站）

## WFE 對新商品之定義修訂

WFE 於本年（2006）三月的工作委員會中通過統計諮詢小組的兩項建議，並將於本年的六月正式實施，謹說明其中一項有關新商品的定義修訂：

於每月市場概況統計資料中原有的備兌認購權證（Covered Warrants）一項，由證券化衍生性商品（Securitized Derivatives）所取代，目的為擴大統計範圍，故

而增加某些結構化的商品，例如以一籃子股票、指數、或外匯等商品為標的之商品皆屬之，同時，原欄位名稱亦由「證券化衍生性商品」所取代。

證券化衍生性商品的定義如下：

證券化衍生性商品為一金融性的工具，其設計係為符合特定投資人的需求及配合不同的投資策略，故而納入一些特定、非標準化的特性。此類商品通常用來執行一些特定的策略，例如資本保護 ( Capital Protection )，及規避諸如持有本國或外國股票部位、指數的變動、外匯和大宗物資的價格變動、及套利交易等各類活動，所產生出的暴露風險。每類的證券化衍生性商品皆有其特性。

證券化衍生性商品包括備兌認購權證及複雜結構商品，備兌認購權證係屬單一標的證券且無特殊的履約條件或到期條件的簡單型選擇權；而複雜結構商品之標的物，除了單一標的物，尚可為一籃子的組合，而標的物可為股票、債券、指數、外匯、或大宗貨資等商品。

證券化衍生性商品具有類似選擇權合約的特性，提供投資者可於未來約定的期間內依事先約定的價格，買進或賣出特定的標的物，若提供投資人於未來約定的期間內依約定的價格買進特定標的物，謂之買權 ( Call )，反之，若投資人可於未來約定的期間內依約定的價格賣出特定標的物，則稱賣權 ( Put )。

( 周世昊，譯自 WFE，Market Activity May 2006 )

### 「交易所資本管理提案」研究報告摘述

世界交易所聯合會 ( WFE ) 於 2006 年 6 月 28 日至 6 月 30 日假土耳其伊斯坦堡舉行工作委員會，其中有關委託麥肯錫顧問公司 ( McKinsey ) 和 Mercer Oliver Wyman 管理顧問公司對「交易所資本管理提案」研究報告，摘陳如下，謹供本國評估證券商風險及市場整體交割結算風險之參考。

世界交易所聯合會在 2005 年 7 月成立了一個專案小組，針對每日市場作業、結算和中央對手保證交易等服務，研究應計提的資本水準。基於會員交易所的營運模式、管理架構和企業文化皆不盡相同，故大家可能對此問題有不同的見解，但回

歸到其核心問題，則為探討應計提的資本水準及如何建置以風險觀點評估資本的較適架構，同時，對於資本市場功能的一些定義也相當重要；我們將評估現行「資本適足和管理工作小組」的報告，該報告主要針對受訪交易所的風險管理實務和方法論，進行分析和比較。

在尚未充分瞭解現行市場架構前，實在很難界定研究的範圍，所以我們研究的方式，首先經由取得涵括現行市場實務的詳細資料和問卷調查來勾勒出市場架構，繼而使用外部分析性的資料及預擬的改善方法進行研究分析。

我們將發問卷給受訪交易所的聯絡人員，以便將取得資料標準化，諸如商品的廣度和深度、會員集中度和信用評級、保證金餘額、結算基金繳交機制、會員資格標準、市場成交量等皆為預備收集的資料，繼而訪談各交易所的聯絡人，以更深入了解下列各項問題：

	財務風險	作業風險
採用的模型及方法論	採用方法論（例：蒙地卡羅法，參數法，模擬法，情境分析法） 特別設定之參數和數值 市場風險和信用風險的相關度 集中度的比率 會員財務規範和處理程序 額外的信用門檻或差異性規定 信用品質的分佈情形	辨識各項業務面臨的風險：流動性、法律、函令、信譽等風險 採用方法論（例：事件法，情境分析法，模擬法，佔固定費用百分比法） 作業準則和監督執行的實際績效 事件資料庫和潛在危機模擬 內部控制（初期警訊系統） 救援措施（例：緊急備援系統，故障安全防護裝置） 解決或導正各項問題的標準程序
現行資本額之有關規定	資本的定義 償付債務的能力 風險偏好和資本 對運行架構偏好 信用評等之規範和償付到期債務的比率，及財務比率 暴險量測機制（包括部位限制及部位監控） 風險評估的方法論（包括模擬和壓力測試的各項參數） 評估使用中方法論的頻率 界定各項職能的範圍和職掌（內部稽核，法令遵循等） 風險訊息於內部和外部之傳達 整體策略和特定商品發展時衍生影響 結算基金防禦體系的道數和管理 防禦體系的機制（交易保證金，違約基金，擔保基金，資本等） 每道防禦所設定相對和絕對規模 擔保或類似保險的機制	

會員繳交基金辦法 個別會員基金繳交上限
------------------------

我們進行訪談時，同時亦注重品質及意見回饋，諸如，對受訪交易所採用的方法論、其自我觀點上與其他交易所的比較、其已發覺的潛在瑕疵、市場及現行方法論之未來發展趨勢等問題，皆會深入與受訪者探討，如此可歸結各交易所市場參與者的觀點與市場實際狀況的比較。

於完成資料收集和訪談後，我們將會對「資本適足和管理工作小組」提出分析報告和建議書。

#### 改善目前的方法論

先前的研究報告指出全世界交易所採用的方法論皆相對的簡單，因而導致風險的高估或低估，高估的情形多以財務風險較顯著，肇因於其對市場走勢之於大型會員違約的相關性假設過於保守，故而要求會員繳交超額的擔保品或保證金；至於低估情形則常發生於作業風險，結果導致交易所財務損失的機率提高。此外，辨識 ( identification ) 和定量 ( quantification ) 的方法缺乏精確性，導致採行的措施未能對症下藥或成本過高。截至目前為止，市場尚未發生重大的違約損失事件，故各交易所方法論的合宜性亦未曾受過檢測，對於各種方法論的改善措施，亦愈負挑戰性。

例如，倫敦結算所於 90 年代所面臨的 3 次會員違約情形 ( 包括霸菱事件 )，其中一次是市場上漲，意即結算所是應付保證金給結算會員，其餘二次雖於市場下跌時，惟其收受的保證金實足以償付該結算會員之損失，在兩例中所收取之保證金，為各該結算會員損失金額的 5 倍和 1800 倍。

我們認為改善方法論，藉由資本風險的計提，可有效提昇市場效率，經由適切的風險計價可降低保證金的收取，而不致使交易所承擔額外的風險，另降低會員擔保品收取的金額，可使會員具較多的資金，從而增加交易的機會。交易所應拋棄「共同制」及依業務量取向的舊思維，對會員應基於涉及風險的程度，分別計算其風險值並據以訂定計提資本的標準，例如，風險較高的會員，係指其整體信用評級較差或其持有部位的風險過高，應繳交較多的計提資本給交易所，在此基礎下，重新擬

訂控管程序和資源運用，使其專注於潛在損失較大的業務，以能有效達成控管任務。

大多數交易所的會員必須繳交計提資本以保障其作業疏失的風險和與交易所間產生的問題，例如輸入錯誤資料和無法完成交易等，我們認為更仔細的檢視各會員的內部作業，交易所可更精確計算其風險和應計提資本，同時，藉由准予減少計提資本的誘因，應可鼓勵會員實施有效控管措施以降低其風險，進而導致整體市場作業風險的降低。

經上述評估作業後，我們會對所有參與交易所進行訪談，針對其作答及依我們資料庫中可供其採用的最佳化模型交流討論，這個資料庫是依我們服務商業銀行和投資銀行的客戶所累積的經驗，含括模型的建立、驗證、後續監控（其範圍涵蓋應用程式、模型假設、軟體、特定的統計分配、驗證架構等）。執行初期必須決定一件很重要的事情，即應決定估計資本計算方法的簡易度，例如，最簡單的方法是對各項風險類型（即市場和作業風險）間的相關性做出合理且有理論依據的假設，然後用相關性矩陣（correlation matrix）計算出合併風險；但在某些情況下，採用交叉風險情境法（cross-risk scenarios）或共同因子分析法（common drivers）將較精確，惟將較複雜，而此初期決策有助於最終建議的撰擬及期能符合個別和全體的預期。

藉由與受訪交易所討論，可自資料庫中長串的模型篩選出適用模型，以做為風險和資本計提之架構，另該市場的業者及投資者參與研究，可確保團隊努力成效及過程不致與實務脫節。我們會評估每一個案例的可行性，期提出企業長期發展的解決方案，最近企業改革多肇因於新版巴塞爾資本協定（Basel II）及歐盟金融市場規則（MiFID），此兩法令將對交易所會員的資本標準和作業規範產生重大影響，例如，新版巴塞爾資本協定將會影響現行各類資本計提的標準，交易所會員為因應此規定，將會重新調整交易型態，以達成資本的最適化運用，特別是交易場所的改變，可能由集中交易市場改至櫃檯買賣市場，從事各類商品的買賣，反向亦然；另有交易商品的改變，可能由衍生性商品買賣變換至現貨市場商品交易，反之亦然；至於歐盟金融市場規則較會對內部控制和規範的透明性和健全性產生影響，而此直接涉及作業風險和發生問題時的緊急處理措施。

我們建議於正式開始建置資本計提模型之前，應先對精確性和簡單性的平衡問題做出取捨，以能達到最適化的結論，曾經有許多企業在建置之初，即雄心壯志的採用全模擬模型 ( full simulation approaches ) 來估計風險性資本，卻未能就未來可能發生的成本，或因模型太過簡單以致無法精確估計風險而導致虧損等問題詳加評估，此外，若要計量能有效估計以降低財務損失、償債能力、及企業信譽等風險時，必須先定義合理的研究範圍，諸如此類的設計事項，皆會納入研究考量，以期能完成最切合實務的建議書。

( 周世昊，譯自 WFE，工作委員會報告 June 2006 )

## 中國證券結算將全面實施“貨銀對付”方案

《證券登記結算管理辦法》已從 7 月 1 日起正式實施。為貫徹該《管理辦法》，中國證券登記結算公司近期已制定出全面落實“貨銀對付”的業務和技術實施方案，統一證券和資金的最終交收時點。亦即將改變現在的證券交收在 T+0 當晚完成、資金交收在 T+1 日進行的做法，統一在 T+1 日最終交收時點同時進行。

貨銀對付 ( Delivery versus Payment, DVP )，俗稱“一手交錢，一手交貨”，是全球證券結算系統普遍採用的重要原則。其原則要求在同日以持續方式即時對付證券和資金，並且要求交收是最終的和不可撤銷的 ( Final and irrevocable )。這次貨銀對付改革，主要針對 A 股、國債和企業債現券、可轉債 ( Convertible Bond )、基金、特別轉讓 ( Particular Transfer, PT ) A 類以及質押式回購 ( 交易雙方以債券為權利質押所進行的短期資金融通業務 ) 等主要交易商品。

實行貨銀對付改革後，投資者的交易習慣基本不變，第一個交易日買入的證券，第二個交易日即可以賣出，投資者只需根據證券公司櫃檯出示的證券可用數額進行交易即可。但證券過戶時點的變化將引起投資者可用證券餘額和證券帳戶餘額發生變化。投資者於 T+1 日證券帳戶的日初餘額中包含 T 日賣出尚未交收的證券，故 T+1 日證券的日初可用餘額將由證券帳戶餘額、淨賣出尚未交收的證券和淨買入尚未入帳的證券共同構成。

在貨銀對付的機制下，一旦結算參與人發生資金或證券交收違約，證券登記結

算機構可以暫不向違約參與人交付其買入的證券或應收的資金，並在必要時對暫不交付的資金或證券進行處置，從而控制和化解結算機構本金損失的風險，保護履約參與人的合法權益。

全面落實貨銀對付原則，將大大提高結算系統的風險管理能力，是保證結算系統基礎穩固的客觀要求。中國新《證券法》第 167 條明確規定，“證券登記結算機構為證券交易提供淨額結算服務時，應當要求結算參與人按照貨銀對付的原則，足額交付證券和資金，並提供交收擔保”，為中國證券交易實行貨銀對付的結算原則提供了法律依據，並對貨銀對付作出了具體的規定。

( 趙典芬 摘要整理自中國證券報及上海證券報 )