

國際證券市場簡訊 537

目 錄

- 紐約證券交易所集團交易未上市之債券
- 紐約證交所與泛歐交易所之股東已同意合併
- NASDAQ 發布以色列股價指數
- 美國證券交易所力圖振作
- 美國證管會就沙賓法案、外國公司取消登記、對沖基金投資門檻等提出修正案
- Euroclear 併購 EMXCo 以利旗下 CrestCo 為共同基金商品提供更佳交割服務
- Euronext 擬擴展其歐洲網路線上證券借貸業務
- Euronext 為因應“歐盟市場透明指令”新規提供之商機而併購兩專業服務公司 Companynews 及 Hugin ASA
- 德國交易所提供開放式共同基金申購服務
- 維也納證券交易所發布 CECE 產業分類指數
- Eurex 交易所預計明年推出信用衍生性商品的期貨契約
- 新加坡交易所與東京證交所完成簽約將被授權使用東京 TOPIX 指數開發 ETF 暨其他衍生性商品
- 東京證交所允許外國股票信用交易
- 大阪證券交易所 Heracles 新興產業板 2005 年底之上市公司達 37 家
- 日本大部分企業設立獨立監察人
- 日本大阪證券交易所與 JASDAQ 交易所預計 2006 年初完成交易系統相互備援計畫
- ETF 投資人投資印度市場的新管道
- 馬來西亞交易所建立新衍生性商品交易系統
- 中國政府鼓勵海外上市的國營企業回國上市

- 創業板在深圳
- 權重與衡量方法(Weights and measures) - 近期關於如何編製一個最佳股價指數的爭論

壹、美洲地區

一、紐約證券交易所集團交易未上市之債券

紐約證券交易所集團獲得美國證管會之核准，允許交易所之會員及會員組織可在交易所交易特定之未上市債券。

紐約證券交易所經核准後，將可交易所有上市公司及其全資附屬之子公司所發行之公司債券，相較於目前交易所僅有 1,000 多種債券商品，預期屆時投資人可有將近 6,000 多種債券商品之選擇。

紐約證券交易所集團計畫推出名為“NYSE Bonds”之固定收益商品交易平台，該案尚待證管會核准。“NYSE Bonds”平台運用 NYSE Arca 之全自動交易平台，提供投資人更佳的資訊透明度，並提昇交易效率及節省成本。

“NYSE Bonds”系統係針對交易公司債之小額投資人為主，遵循嚴謹的價格及時間優先撮合原則，並即時揭示買賣報價及成交價格。

(潘景華 譯自 WFE Focus, December 2006)

二、紐約證交所與泛歐交易所之股東已同意合併

泛歐交易所於 2006 年 12 月 19 日召開特別股東會以 98.3% 壓倒性之勢贊成與紐約證交所合併，隔天紐約證交所於特別股東會中報以 99.7% 之同意票與其合併，正式完成合併之法律程序。合併後之紐約泛歐交易所(NYSE Euronext)不僅為全球第一家跨洲交易所，其市值將達 270 億美金，且上市公司市值更高達 25.8 兆美金。

此合併案自 2006 年 5 月正式發布以來，受到雙方主管機關之高度關注。

美國證管會主委考克斯(Christopher Cox)曾多次與泛歐交易所高層及歐洲證券主管機關等密切訪談，關切如何規管合併後之交易所，及如何監理於跨國平台交易之上市公司。並於 11 月 27 日正式核准兩家交易所合併之登記案。

歐洲方面之反對聲浪較大，一方面其主管機關較為複雜，泛歐交易所同時受到法國、荷蘭、比利時、葡萄牙、及英國之規管，而他們多偏好歐洲內部整合，先前不斷鼓勵泛歐交易所與德意志交易所合併，但終究無法成功。此合併案宣佈後，歐洲證券主管機關則擔心美國法律的管轄權會藉著合併後的交易所，跨足至歐洲大陸，因此遲遲不肯核准兩家交易所合併。經過泛歐交易所執行長 Jean-Francois Theodore 四方遊說，加上美國證管會宣示不會將沙賓法案的規定加諸於非美國之上市公司，歐洲證券主管機關於 12 月 5 日達成共識，同意兩家交易所合併，但要求合併後仍維持現行之營運架構、歐洲主管機關擁有新公司董事任命之否決權等條件。預計正式核准文件將於 2007 年初定案。

(徐珮甄 整理自倫敦金融時報 2006 年 8 月 4 日、11 月 28 日、12 月 21 日、)

三、NASDAQ 發布以色列股價指數

2006 年 11 月 17 日 NASDAQ 發布以色列股價指數。該指數涵蓋逾 70 檔美國上市之以色列公司股票，市值總計約 500 億美金，其中絕大部分均在 NASDAQ 交易。該指數係以調整後市值加權，同時計算及傳輸價格指數及報酬指數，經由本指數之編製提高了這些以色列公司之能見度，將其觸角由美國延伸至全球廣大之投資人。

(葛思惠 譯自 WFE Focus, December.2006)

四、美國證券交易所力圖振作

美國證券交易所(American Stock Exchange, Amex)曾經是全美交易量第二大的證券交易所，佔全美交易量的 20%，僅次於紐約證券交易所(NYSE)，但如今 AMEX 交易量已萎縮至 2% 以下；而其股票選擇權的交易量也從從 2000 年 30% 的占有率迅速滑落到 10%，由 AMEX 於 1990 年代協助

發展出的指數股票型基金(exchange-traded fund, ETF)甚至從原本近 100% 的市占率，降至 10% 以下。成交量的萎縮也反映在會員席次的價格上，相較於其他美國會員制交易所動輒數百萬美元的會員席次價格，AMEX 的會員席次價格曾一度下滑至一席 7 萬 2 千美元的低價。

Amex 交易量萎縮的主要原因在於技術層面，當其他交易所多改用電子交易系統之際，Amex 卻仍舊執著於交易大廳內的人工交易，縱使發展出若干衍生性金融商品，但這些創新商品仍無法抵擋投資人選擇至其他能夠提供電子交易服務的交易所進行交易。為了挽回頹勢，近 10 年來兩次易主的 Amex 於 2005 年聘請 Neal Wolkoff 擔任執行長。Mr. Wolkoff 上任後推動多項措施來重振 Amex，諸如 2006 年 5 月宣布美國證管會核可 Amex 的雙重上市(dual listing program)新措施，使得意欲在 Amex 上市的公司無須放棄原有股市的上市資格；同年 10 月 25 日將專門處理市場資訊及交易的證券業自動化公司(Securities Industry Automation Corp.)的股權售予紐約證券交易所，這項交易不僅為 Amex 帶來了 4000 萬美元的收益，並確保其對於技術的主控權；同年 11 月 6 日推出「拍賣與電子市場整合(Auction and Electronic Market Integration)」的交易平台 AEMI，這個新的交易平台可交易股票及 ETF，交易效率則較從前大為提昇，1/200 秒內即可完成數筆交易；就選擇權方面，Amex 推動「遠端造市計畫」(remote market-making program)，並引進三家證券商 Citadel Derivatives Group、SLK-Hull Derivatives LLC 及 Timber Hill/Interactive Brokers Group，其中 Interactive Brokers Group 自從加入此項計畫後，將 8% 的客戶選擇權委託單下在 AMEX，較從前的 2% 提高不少；此外，Mr. Wolkoff 更公開表示要推動 Amex 在 2007 年上市。

Mr. Wolkoff 相信電子式的交易平台能吸引市場參與者至 Amex 進行交易，並預期 ETF 交易量的市占率能因此提升兩倍，部分券商也對於 Amex 改變全面人工交易的作法予以肯定。Amex 目前的會員席次價格已回升至每席 38 萬美元。

(林紀樺，摘要整理自 2006 年 5 月 15 日、5 月 25 日、

10月25日、10月31日 Amex 新聞稿及 12月14日華爾街日報)

五、美國證管會就沙賓法案、外國公司取消登記、對沖基金投資門檻等提出修正案。

美國證管會在 2006 年 12 月 13 日的例行會議中針對數項議題達成共識，這些修正提案將依照程序，在一段期間內公開徵詢公眾意見，期滿後證管會將據此做出定案規範。以下分別介紹：

一、針對公司管理階層提供解釋性的指導原則，裨以改善 Sarbanes-Oxley 404 的法規遵循：

該項指導原則是針對管理階層對於公司財務報告的內部控制評估。伴隨著相關法規的修正建議，美國證管會希望藉此讓評估過程更具效率並節省成本。在過去未有明確的指導原則時，公司的評估工作必須遵循美國會計監督管理委員會(PCAOB)的查帳標準，但此次提出的指導原則則著重在風險及重要性，讓管理階層可以依照公司不同的狀況而量身訂做出一套評估程序；對投資人而言，亦可因法規遵循成本的降低而間接受惠。新的修正提案雖提供了審查程序上的彈性，但同時仍維持既有保護投資人的重要目的，讓公司重大缺失的資訊能夠對外公開，公司又能夠以有效且迅速的方式改善財務報告的編製工作。

此指導原則提案是以原則性(principle-based)為主，基本原則有二：第一、管理階層必須能夠評估已執行的內部控制設計是否能夠判定財務報告誤(謊)報的可能性；第二、管理階層必須能夠基於內部控制相關的風險評估，蒐集並分析關於評估中之內部控制運作的證據。在風險評估方面，新提議的指導原則針對幾個特定部分進行說明，這當中包括有財務報告可靠性的風險判定及風險管理、控制操作有效性的評估、管理階層評估之綜合結果的報告，以及相關文件呈現的方式等。

二、允許外國發行人取消登記註冊

美國證管會建議修改 1934 年證交法中限制外國發行人取消登記註冊

的規定，並放寬取消註冊的標準及相關申報規定。在此次的修正提案中，不論發行人的規模大小，只要在最近 12 個月的期間內，該公司的股票在美國市場的每日平均成交量並未大於該公司在其主要交易市場每日平均成交量的 5%，則該外國發行人便被允許取消登記註冊以及相關申報義務。

三、禁止透過特定集體投資工具(pooled investment vehicles)的投資顧問的詐欺行為；修改特定私人投資工具內適格投資人(credited investors)的標準美國證管會提出的修正案中，將集體投資工具的投資顧問發表虛偽或誤導言論，或是詐騙投資者或未來投資者等行徑，視為商業詐欺行為。該項規定適用於所有集體投資工具之投資顧問，無論該投資顧問是否已登記註冊。在建議的規定中，集體投資工具包括任何投資公司及將成為投資公司的公司，但投資公司法第三條為其例外。另外，證管會建議提高自然人投資對沖基金的門檻，自然人必須符合資產淨值或收入測試並擁有至少 250 萬美元的財務投資才能參與對沖基金。

(林紀樺，摘要整理自 2006 年 12 月 13 日 SEC 新聞稿)

貳、歐洲地區

六、Euroclear 併購 EMXCo 以利旗下 CrestCo 為共同基金商品提供更佳交割服務

Euroclear* 公司宣布業於 2006 年 12 月 11 日簽約併購英國之專擅為共同基金商品完成交易和交割之電子傳訊科技服務公司 EMXCo，並希望這項併購能於 2007 年 1 月完成。這項交易之金額並未公開。EMXCo 係透過單一介面供共同基金之經銷商，代理 (transfer agents) 以及基金發行公司交換共同基金之買賣和淨值資訊。

Euroclear 表示，併購 EMXCo 係擬透過結合 Euroclear 之即時交割系統 Crest 和 EMXCo 之電子自動委託傳輸系統，而有助其最終達成可調降英國共

同基金商品交割成本 50%的目標。

Euroclear 表示上提兩個系統之整合可降低對共同基金發行人及基金買賣中介人收取的交割費用，而且提升作業自動化與標準化，包括更快速之現金兌付及降低之作業風險。

為 Euroclear 提供交割作業之 CrestCo 執行長 Tim May 表示英國的共同基金交割作業因係人工作業而低效，昂貴，且常致風險。Euroclear 現在和 EMXCo 整合系統後，雙方均望能早日擺脫先前之作業重擔。

Euroclear 更說明 EMXCo 被併購後未來將以子公司之姿營運。原執行長 Max Wright 將入列 Euroclear 集團之管理階層。EMXCo 未來要為共同基金開發一委託傳輸，交割，暨資產服務之單一電子系統平台。

註 *：Euroclear 為逾 80 個國家之市場證券、債券及投資基金提供交易後之交割服務，亦為國際市場重要證券集保公司，另更為荷蘭、法國、英國、愛爾證券提供中央證券保管服務。

(任中美 譯自 Euroclear 2006 年 12 月 11 日網上資料)

七、Euronext 擬擴展其歐洲網路線上證券借貸業務

Euronext 計劃藉由併購 SecFinex 51%之股權而達成其擴展歐洲市場網路線上證券借貸之業務。此案尚待主管機關核定，預計於 2007 年第一季完成。

SecFinex 專擅承作歐洲證券借貸業務，早於 2000 年即運用其尖端之網路科技啟用歐洲證券借貸網路線上平台系統，並成功的說服原先透過電話承做證券借貸之市場參與者轉用該線上系統，歐洲主要的證券出借業者目前均已參與此項平台。

Euronext 預計完成併購後可順利將 SecFinex 原先約 50 家之金融機構客戶擴增至涵納 Euronext 現貨市場暨其衍生性商品市場 Euronext . Liffe 之經紀商使用此套系統。未來 SecFinex 亦可利用 Euronext 集團之交易後作業系統，經由 STP 方式提供這些客戶增值服務。對 Euronext 而言，此項新猷有

助其掌握快速成長之證券借貸業務商機以嘉惠市場參與者及投資人。

證券借貸業務近年來在歐洲證券市場發展快速，2005年已達5千億美元，而在全球市場估計已逾4兆美元。未來3年預計此項業務可成長20%，其中主要貢獻將來自歐洲市場。至於店頭市場之相關業務目前主流做法仍係透過電話議價，未來此塊業務需求看好將轉用網路電子系統可享電子交易價廉、高效之作業從而獲利更多。此項透過電子承作之借券量自2003年以來已成長5倍，預計在未來3年將再加成長。

SecFinex 繼被 Euronext 吃下 51% 股權和擁有其董事會席次後仍將保持獨立營運。SecFinex 之其他主要股東，包括興業銀行及 Fortis 商人銀行，承諾與 Euronext 合作一同推展 SecFinex 的網路借券業務。

(任中美 譯自 Euronext 2006 年 12 月 18 日網站新聞)

八、Euronext 為因應“歐盟市場透明指令”新規提供之商機而併購兩專業服務公司 Companynews 及 Hugin ASA

Euronext 於 2006 年 12 月 19 日宣布已完成併購 Hugin ASA 公司為其子公司。Hugin ASA 因專擅聯結專業傳媒資訊服務暨有此需求之目標客戶而聞名歐洲。鑑於歐洲資本市場之主管機關業於 2006 年冬發布繼 2004 年 12 月 31 日首度公布後經修訂之“歐洲市場透明指令”(new European Transparency Directive, ETD)*，並將於 2007 年元月 20 日生效。Euronext 為因應新規，於 2006 年年初及年尾分別併購已擁有歐洲南部客戶之 Companynews 及擁有歐洲北部客戶之 Hugin ASA 即為落實掌握“ETD”中要求上市公司就財報申報揭露之嶄新規管提供之商機，以期在此服務區塊增加收入。

Euronext 在上市後不斷尋求多元商機，更擬針對上市企業提供相關專業服務，故擬將收購之 Companynews 與 Hugin ASA 整合為一，並於 2007 年初開始營業，由 Hugin ASA 之 CEO Tor Baekkelund 領軍。新的子公司將可凸顯 Euronext 今後擬在上市公司資訊揭露暨分銷業務上一展身手，更能加速達成 Euronext 原本策略規劃不斷提增資訊服務收入之目標。

(任中美 譯自 Euronext 新聞網站)

九、德國交易所提供開放式共同基金申購服務

自 2005 年 5 月推出開放式共同基金交易服務以來，德國交易所再推出在交易所直接申購開放式共同基金的可能性。這項服務將提供投資人以發行價格購買投資單位的機會，並且不需要透過銀行的中介，直接以證券帳戶進行申購即可。德國交易所也將因此擴大開放式共同基金的服務範圍。

與股票的發行一樣，投資人可在指定的期間內申購基金單位，最低申購限制為 1 個單位，申購價格則依據發行人事先決定的方式計算。

(曾矜 譯自 WFE Focus, December 2006)

十、維也納證券交易所發布 CECE 產業分類指數

維也納證券交易所於 2006 年 11 月 22 日發布 4 支 CECE 產業分類指數：

- CECE 銀行
- CECE 石油和天然氣
- CECE 衛生保健
- CECE 電信

CECE 產業分類指數為以市值加權計算的股價指數，成分股由在中歐、東歐、東南歐等區域的證券交易所交易之績優股票組成。目前 CECE 產業分類指數成分股包括在布加勒斯特、布達佩斯、盧布亞那、布拉格、索菲亞、華沙、札格瑞布等證券交易所上市的股票。

CECE 產業分類指數以歐元計算，並由維也納證券交易所傳輸即時指數值。指數設計為交易型指數，並可使用作為結構型商品的連結標的。

CECE 產業分類指數以 2005 年 1 月 3 日為基期，基期指數 1,000 點。

(黃昭豐 譯自 WFE Focus, December 2006)

十一、Eurex 交易所預計明年推出信用衍生性商品的期貨契約

Eurex 將於 2007 年 3 月 27 日推出全球第一個在交易所上市交易的信用衍生性金融商品 (credit derivatives) : iTraxx Europe Credit Default Swap

Index 的指數期貨契約，此外，Eurex 也預計同時或之後，依據 iTraxx Europe 信用指數系列推出另兩個期貨契約。

iTraxx Europe 信用指數系列是由 International Index Company Ltd. 所編製，目前有三個指標指數：iTraxx Europe、iTraxx Europe HiVol、iTraxx Crossover¹。iTraxx Europe 指數的成分是從歐洲登記設立的合約信用實體 (reference entity) 中，選擇信用違約交換協議 (credit default swap, CDS) 在審核前六個月的期間內交易量大的 125 個實體²，且這些實體的債信評等必須獲得惠譽、穆迪或標準普爾信用評等公司評等為 BBB-/Baa3 等級以上。iTraxx Europe HiVol 指數則是在前述 125 個實體中，將非金融產業的 100 個實體中，CDS 價差最大的 30 個實體作為成分證券。iTraxx Europe Crossover 指數則是選擇 45 個歐洲次級投資等級實體³作為成分證券。

全球信用衍生性金融商品市場在過去 10 年間成長迅速，目前市場規模大約美金 20 兆元，然而此類商品都在店頭市場交易，風險較大。Eurex 預計推出的信用期貨契約 iTraxx 則因為有結算公司 Eurex Clearing AG 擔任集中交易對手 (CCP)，從而能降低交易相對方的風險及系統風險 (systemic risk) 並提高交易效率。

Eurex iTraxx 為 5 年期的期貨契約，契約價值是 10 萬歐元，契約交易以百分比為報價單位，最小升降單位為 0.5bp，價值約 5 歐元，交割方式採現金交割。

(林紀樺，摘要整理自 2006 年 12 月 14 日 Eurex 新聞稿及 IIC 網站)

參、亞洲地區

十二、新加坡交易所與東京證交所完成簽約將被授權使用東京 TOPIX 指數開發 ETF 暨其他衍生性商品

在全球交易所策略聯盟暨加強合作之風潮帶動下，新加坡交易所深感在亞洲區域和交易所同業攜手合作可獲雙贏之重要，業於 2006 年 12 月 14 日於東京證交所在慶祝新加坡辦事處成立十週年之紀念酒會上共同向媒體宣布

東證所原則同意對 SGX 的 TOPIX 指數授權，SGX 未來可就 TOPIX 開發 ETF 商品及其他衍生性商品，並在 SGX 上市交易。甚者，雙方更擬就衍生性商品建構交易暨結算平台。

SGX 上市交易之 ETF 已由 2006 年初之 6 支勁升為 12 月的 13 支。月成交值已由同年元月之 1 百 60 萬美金成長 40 倍至 6 千萬餘美金。美林證券新近一項報告指出 ETF 未來發展趨勢將在全球益發廣受歡迎，以美國之 ETF 基金為例，計算其追蹤之交易標的之資產，已成長 41% 達 3 千 7 百 20 億美元之規模，而歐洲的數據亦成長兩倍，達 9 百 30 億餘美元。

東證所已將其涵括第一類股 1700 家上市企業之最能反映日本經濟之主要指數 TOPIX 先後授權予歐洲之泛歐交易所 (Euronext)，德國交易所暨義大利交易所，東證所能繼先前經歷組織改革階段，在與國際同行交手上特別謹慎之行事風格，一反先前不擬開放指數授權予同一時區交易所之政策，似已透露其策略改弦易轍之端倪。

(任中美 彙譯自 SGX, TSE 等相關網站資訊)

十三、東京證交所允許外國股票信用交易

東京證交所於 2006 年 11 月 28 日正式允許外國股票 (包含外國存託憑證) 作為信用交易之標的。經日本金融廳核准後，預計 2007 年 4 月正式實行。

此為促進外國公司至東證所上市之執行方案之一，先前已於創業板設立外國股票專區。

外國股票信用交易的方式，可為標準型或議定型。標準型信用交易與國內股票相同，必須於 6 個月內了結；而議定型信用交易可與客戶自行議定了結時間。

東京證交所表示允許此項新措施有助於增加只在東證所上市的外國股票之交易量。

(徐珮甄 WFE Focus, December 2006)

十四、大阪證券交易所 Heracles 新興產業板 2005 年底之上市公司達 37 家

美國的 NASDAQ 與日本 SOFTBANK 曾協議在日本國內創設新的交易市場。雙方在 2000 年 5 月與大阪證券交易所 (OSE) 合作，以新興產業的企業為主要之對象設立「NASDAQ JAPAN」股票交易市場。

但是，這個市場隨後因交易電腦系統發生問題、日本證券交易法之限制，以及掛牌公司家數無法達到預定目標等因素，造成 OSE 面臨高額營運赤字及經營瓶頸。OSE 於是在 2002 年 10 月 15 日與 NASDAQ 及 SOFTBANK 解除合作關係而自行辦理營運，並將 NASDAQ JAPAN 改名為「Nippon New Market-Heracles」。

OSE 為積極吸引新公司掛牌上市，除了於 2004 年 4 月 1 日在其 Heracles 新興產業板掛牌上市外，並成立七人推動小組。小組成員根據約 1500 家未上市企業的資料，平均 1 人約須負責推動 150 家企業掛牌。推動小組在三年內，平均對每家公司進行拜訪、電訪約 2~10 次，同時並舉辦多次的法人說明會、研討會等。

大阪地區因地緣關係，諸多企業相當具有特色，而導致在鼓吹當地企業在自家大阪掛牌上市時，須面臨與東京證券交易所或其他證交所的相互間的爭奪競爭。大阪證交所亦積極推動首都圈的企業至大證公開掛牌上市。

OSE 在 2006 年上市掛牌之上市公司高達 37 家，成果斐然，上市部門主管矢田真博先生表示，今後除了努力增加上市公司家數之外，上市審查制度、公開資訊揭露、以及投資人保護教育等，均是 OSE 重視重要課題

(張珽 整理自富士產經經濟新聞 2006 年 12 月 12 日)

十五、日本大部分企業設立獨立監察人

依據日本讀賣新聞報導，日本監察人協會去年底對日本國內 2747 家企業團體，就董監事之設置進行問卷調查。調查結果顯示，在有選任監察人的企業中，67.4%設立獨立監察人，這項調查 2002 年起開始進行以來，首次超

過 3 分之 2 以上的企業設有獨立監察人。

設立獨立董事的企業也比去年增加了 1.7% 達 54.5%。該協會針對這些數字結果表示，部分企業希望藉由選任或採用外部之人才提昇公司經營的透明化之形象。每家企業的董事人數平均約 8.69 人，少於 2005 年的 9.07 人。董事人數在 10 人以下的企業家數，只比 2005 年增加 1% 達 74.7%。這個現象顯示出企業董事會的規模有縮小化的趨勢。

在接受調查的 2747 家企業團體中，在董事會中設有提名、審計及薪酬三大委員會的 53 家企業中，三個委員會主席由企業內部董事擔任者，約占 9 成，另有許多委員會之委員由企業內部董事兼任。該協會指出，內部董事兼任委員會主席，可能造成提案討論內容受到限制，導致公司的發展規模趨於保守，降低公司治理的功能性。

(張珽 讀賣新聞 2006 年 12 月 9 日)

十六、日本大阪證券交易所與 JASDAQ 交易所預計 2006 年初完成交易系統相互備援計畫

大阪證券交易所 (OSE) 與 JASDAQ 證券交易所 (JASDAQ) 為預防地震等天然災害影響市場交易之進行，2006 年 12 月 15 日達成協議，預定今年春天完成交易系統相互備援作業之規劃。

依據協議，OSE 與 JASDAQ 將取得對方上市公司的每日成交資料，當雙方任何一方交易系統因自然災害發生暫停交易之緊急情形時，將可使用對方之交易系統繼續進行交易。但交易的管理作業，仍由停止交易的交易所負責。

還有，當雙方交易所任何一方因非天災之原因而無法交易時，可透商議使用對方之交易備援系統。大阪交易所與 JASDAQ 交易所這項協議可謂雙方歷來之創舉。目前納入雙方交易所備援的對象，包括大阪交易所 375 家上市公司，及 JASDAQ 交易所 969 上市公司。

(張珽 整理自日本經濟新聞 2006 年 12 月 16 日)

十七、ETF 投資人投資印度市場的新管道

巴克萊(Barclays)計劃發行一支「交易所交易債券」(Exchange Traded Note)追蹤印度大型股指數。

截至目前為止，美國的 ETF 的投資人一直無管道投資印度市場。而最近巴克萊集團(Barclays PLC)已向美國證管會送件，申請發行一支追蹤印度國家證券交易所(National Stock Exchange)的大型股指數的「交易所交易債券」(exchange traded note; ETN)，即將改變上述無法投資印度市場的情況。

而另一家公司 Amvescap PLC，亦計劃發行同時包含美國及印度的公司的 PowerShares 基金產品，以便投資人能參與印度市場表現。上述二項產品，預計在 2006 年的 12 月 20 日上市。

印度股市今年非常受到市場注目，年初時印度股票延續去年上漲氣勢，但於五月時反轉，在下跌了將近 30%後，反彈回升並持續上漲，因此投資人在一整年中經歷了劇烈的波動。

依巴克萊新的指數商品計算，今年截至目前為止已上漲了 47%，以致使得某些人認為印度股市已呈現超漲現象。一家在美國維吉尼亞州的新興市場投資管理有限公司之分析師 Marios Anthanasiadis 認為：「印度股市目前的波動，大多是因為其籌碼流動性所造成的，並非因其價格真的便宜而吸引長期投資進駐，印度股市目前實在太貴了。」Anthanasiadis 亦指出，目前印度已吸引了亞洲及中東地區的資金前往投資，他說：「印度市場的成長來自於許多因素。」

根據巴克萊新商品 iPath MSCI India Index ETN 的申請文件，未來該 ETN 將追蹤 MSCI India 的報酬指數(Total Return Index)。而依 ETN 之公開說明書所揭露的內容，在組成指數的 65 檔成分股中，包含有 Infosys Technologies Ltd.、Reliance Industries Ltd.及 Icici Bank 等公司。

就如同美國的市場指標道瓊工業平均指數，Bombay Exchange Sensitive 指數（或稱為 Sensex），是印度當地較常使用的市場指標，包含有 30 支成分股，而上述巴克萊 ETN 產品追蹤的 MSCI India 指數，則較 Sensex 指數包

含範圍更廣的股票。而且該 MSCI 指數調整成分股權重時，符合外國投資的規則。這支新的巴克萊產品，將不會以 ETF 的型式交易，而將是以 ETN 的方式，所謂 ETN 即是由巴克萊所發行的債務證券，保證投資人可獲得該 ETN 所連結指數的報酬。投資該 ETN 的投資人風險，即是巴克萊無法給付所承諾的報酬。不過，投資 ETN 並不會產生所謂「追蹤誤差」(tracking error)，上述誤差是指在投資指數型共同基金(index mutual fund)時，基金報酬與指數報酬之間的差異。

巴克萊在今年初發行其第一檔 ETN 商品，截至目前為止共發行了三檔，其中一檔是追蹤原油的價格，而另外二檔則是追蹤一籃子的商品指數。巴克萊的發言人拒絕評論關於該印度 ETN 之詳細計劃內容，因為該產品尚未上市。雖然印度的市場蓬勃發展，但是僅有少數傳統開放型及封閉型的共同基金投資印度市場的股票。

共同基金評等公司 Morning Star 表示，該公司僅追蹤二支投資印度股市開放型共同基金，一支是 Eaton Vance Greater India Fund，另一支則是去年發行的 Matthews India Fund。

相反的 Morning Star 追蹤超過十二支的中國型基金，基金分析師 Arijit Dutta 說：「中國的經濟規模較印度大，因此通常吸引了較多的關注，雖然有爭議，但是亦有人認為印度是一個較具深度及流動性的市場。」

Dutta 亦指出 Morning Star 通常會建議全球新興市場的基金投資人，配置約 5% 的資產部位在印度市場，而上述比重差不多等於其建議配置於中國加上香港市場的比重。目前投資於印度市場的封閉型基金有 Blackstone Asia Advisors LLC's India Fund 及 Morgan Stanley India Investment Fund 二支，不同於 ETF 或巴克萊的 ETN 產品是複製指數的表現，傳統開放型及封閉型的基金通常是由基金經理人挑選其認為具吸引力的股票。

(劉天業 譯自 Wall Street Journal, December 6, 2006)

十八、馬來西亞交易所建立新衍生性商品交易系統

馬來西亞交易所參考 Atos Euronext Market Solution (AEMS)架設現貨交易系統(NSC)之技術，著手架設新衍生性商品交易系統，稱之為 Bursa Trade。

新系統每秒可處理 8 千筆委託單，市場參與者可利用新系統自行擬定交易策略，不同於現行只能依照交易所制式的交易策略操作。

馬來西亞交易所與 AEMS 密切合作，下一階段計畫將現貨市場之各項功能轉至此一新系統，包括現貨交易系統(NSC)、市場監視系統(ARAMIS)、及券商工作站(PAM)。

(徐珮甄 譯自 WFE Focus, December 2006)

十九、中國政府鼓勵海外上市的國營企業回國上市

中國國務院於 2006 年 12 月 18 日公布「關於推進國有資本調整和國有企業重組的指導意見」。該指導意見的主要目標是要加速國營企業股份制改革，並提升國營企業競爭力。為此，管理國營企業的主管機關，國務院國有資產監督管理委員會(SASAC)，將把國營企業依其重要性予以分別處理，對於「重要行業和關鍵領域」的企業，由國有資本控股，但依據不同情況採行絕對控股或相對控股⁴，對於不屬於「重要行業和關鍵領域」的國有資本，則將依法轉讓產權。此外，國資委也將大力推動改制完成的國營企業整體上市，並提高上市公司的質量。

這兩年來，國資委與證監會在推動股權分置改革之際，連帶著調整了國營企業的上市政策。

為了解決非流通股所衍生出「不同價、不同股、不同權」的問題，2005 年 4 月，中國開始選擇少數上市公司進行股權分置改革試驗，由於結果十分順利，同年 8 月中國開始全面推動上市公司股權分置的改革措施。在此期間，為了讓問題侷限在已上市的公司，證監會遂暫緩核准中國國內的新股發行，以減少股票市場的股票供給，此即所謂的「停發新股」。

停發新股的期間，證監會及國資委開始推動企業赴海外上市，甚至與香港交易所在上海共同舉辦國營企業海外上市的論壇。其實，推動國營企業赴海外上市的主要原因有二，第一、國營企業的規模較大，但中國國內資本市場發展還不夠成熟，無法承受這麼大的募集資金需求；第二、國資委認為應提高國營企業的國際競爭力，因此，國營企業在海外上市，就相當於把成熟的資本市場機制引進企業中，國營企業除了受到嚴格規範與監督，另可學習並改善經營觀念與模式，提昇公司治理，從而提高其國際競爭力。而香港因為資本市場成熟且國際化，再加上地理環境、政治、文化語言相通等因素，遂成為中國國營企業上市的首選之地。

推動股權分置造成中國股市蕭條、證券業也連帶不景氣，但這些似乎未影響此項改革計畫的持續進行，也由於股權分置改革進行順利，今(2006)年4月中，證監會表示將適時恢復發行新股，但首次公開發行公司，將不再區分上市股份和暫不上市流通的股份，此即所謂「新老劃斷」。今年6月19日在深圳證交所上市的中工國際便是第一家根據新老劃斷原則公開發行上市的公司。

隨著股改的順利推動，證監會及國資委對於國營企業上市的政策也有了改變，許多訊息顯示中國政府開始鼓勵海外上市的國營企業回到中國上市。證監會在9月26日核准讓中國工商銀行在中國與香港同步上市，國資委主任李榮融則在12月18日的記者會上表示，隨著中國資本市場的逐步完善，國營企業有責任要為健康的股市做出應有的貢獻，因此H+A股的同步上市及H股+A股的模式適合目前中國股市狀況。

今年6月恢復國內公開發行以來，上海及深圳兩地的股市蓬勃發展，上證綜指及深圳成指均在12月創出了歷史新高，此外兩個市場的總市值亦首度突破8兆人民幣，配合中國政府鼓勵海外優質企業回國上市，預期明年度中國A股市場市值將持續大幅攀升，前景可期。

(林紀樺，摘要整理自中國國務院國資委網站、2005年12月22日新華網、2006年5月8日中國證券報、2006年12月12日華爾街日報)

二十、創業板在深圳

近日在中國財經界熱烈討論創業板話題，並達成「開設條件已具備」、「推出時機已成熟」、「停止爭論快行動」的共識。深圳交易所表示，該所正積極完善其分層次的市場結構，種種跡象顯示，作為一個多層次資本市場體系重要環節的創業板建設，已經進入決策層面，其實質性進展是可以期待的。

為衡量多層次的資本市場，從風險角度來看，創業板應該填補中小企業板與代辦轉讓系統之間的空白，使中國資本市場的風險分層更為合理化。創業板上市公司應該比中小企業板上市公司有更大的經營風險，應當有更嚴格的市場制度要求；在此同時，創業板上市公司又比代辦轉讓系統掛牌公司有著更顯著的經營優勢，交易效率應該更高。

2004年創建的中小企業板，至今公司規模已達百家，企業發展、上市表現、公司治理等各方面都令人滿意。該板塊上市標準基本上與主板塊保持一致性，市場監管、資訊披露等方面甚至比主板還要嚴格，其邁出了多層次資本市場建設的第一步，也為探索創業板市場監管打下了良好的基礎。

深圳交易所設立創業板方面的競爭優勢相當明確。一方面，它一直著力於打造以中小企業板為核心的多層次資本市場，發展中小企業板與代辦轉讓系統；另一方面，五年來為創業板培育了一大批中小企業，兩年多的實踐，深圳交易所對於中小企業經營運作的特點與規律有了更深的認識，積累的監管經驗也為創業板監管打下根基。

若深圳交易所能如期開設創業板，更有可能採取近似“一所兩板”的平行模式，與香港創業板模式相似。但在具體結構上看，更可能是“一所多板”而非“一所兩板”，這主要緣於深圳交易所有意在內部作出多層次的市場規劃，這種多層次市場結構在程度上借鑒了美國納斯達克市場經驗。目前深圳交易所嘗試與納斯達克市場結構產生相似之處，比如主板位居高端，中小企業板居於中高端，代辦轉讓系統處於低端，尚處於空白的中端市場便留給了創業板。

這種分層次的市場結構要取得成效，還需要建立健全體系內的轉板機

制。通過“升降級”的優勝劣汰，激發中小企業不斷成長，保持整個市場體系的活力與質量。正因為如此，深圳交易所在不久前，進一步完善了中小企業板的退市制度，積極為創業板的制度安排出路。

對於中國創業板的定位，一直有不同的聲音。如果單從服務於國家自主創新戰略角度來看，創業板無疑應著重為高科技企業服務；但如果從國內經濟發展現狀與產業結構來分析，則建議應當擴大企業定位範圍，以降低市場風險。

從中國的實際情況來看，成立純粹的高科技板是可行的，一方面高科技產業是目前中國經濟結構中最具發展潛力的部分，大多處於成長初期的高科技企業亟需資本市場的支援，而另一方面，中國的資本體系並不能適應各類企業在發展和創新不同階段的資金需求，不利於中小企業的發展其實是普遍現象，故應不僅限於高科技企業。

綜言之，依據中國經濟發展狀況與產業結構，似不宜只發展純粹的高科技板。這種平衡產業定位的做法，更多地從高科技屬性和高成長屬性兩個角度出發，亦可以避免單一產業帶來創業板系統性的市場風險。

(趙典芬 摘要整理自中國證券報及國際金融報)

肆、其他

二十一、 權重與衡量方法 (Weights and measures) - 近期關於如何編製一個最佳股價指數的爭論

採用「Fundamentals」(基本面指標) 來編製股票市場指數，隨著時間經過，越來越受到重視並被廣泛地應用，同時成為了新的議題，並與過去長期以來的遊戲規則相提並論。

近來所推出之新指數，許多都是依據公司基本面指標：如獲利能力、股利、資產價值或是現金流量等因素作為權重因子，儘管編製出來指數的確有其吸引力，卻也受到採傳統規則編製指數者之質疑。

本質上，過去衡量股票市場績效的指數，通常是以成分股之市值作為加

權因子，例如當 A 公司市值為 100 萬元，B 公司市值僅有 50 萬美元時，指數中 A 成分股的權重便佔 2/3，B 成分股則僅佔 1/3。採取市值加權編製之指數主要是為反應投資人在市場上實際可買入的價格，故真實顯現出市場整體表現。不過，當投資人利用此類指數作為建構股票投資組合的依據時，問題也隨之產生：當某支成分股的股價增加時，其市值與占指數之權重也因此增加，這在股票市場具效率性與股價真實反應之前提下較不受質疑，但假若市場實際上是不具效率呢？此時市值加權指數便容易高估市價過高之股票與低估市價過低之股票。

上述對市值加權指數之質疑也正是基本面股價指數 (Fundamental Index) 為何具有優勢之因，因當指數成分股權重是根據客觀的基本面因素進行加權時，應可避免市場價格機制不彰的問題。另歷史數據亦顯示，基本面股價指數績效表現甚至更佳，依據 Research Affiliate 機構之研究結果指出，以基本面指標加權之指數其報酬在 1962 年到 2005 年間還高於 S&P 500 指數報酬 2 個百分點，其他小型股也有類似的結果。

不過，此類指數之編製技術仍受到質疑。首先，該使用何種「基本面因素」尚未有所定論，Research Affiliate 曾利用一包含五年平均現金流量、銷貨量、股利以及公司帳面價值資料的綜合性指標來編製指數，結果的確為「Fundamental Index」打出了名堂，並且取得指數名稱的專利；另外，一位賓州大學的教授卻僅僅利用股利加權即編製出另一系列之競爭指數，此種方式雖較簡便，但事實上，S&P 500 指數成分股中約有 1/4 的公司並不發放股利，故可能低估了這些公司的影響力，SSGA 的 Dodd Kittsley 亦指出，以股利加權之指數，容易低估科技類股之表現，卻高估金融與公用事業等類股之表現。

不過，必須承認的是，市場的確是難以被擊敗的。假如所有的投資人均根據基本面指標的權重來建構投資組合，可能仍舊無法擊敗大盤，而且儘管現在利用公司基本面指標編製之指數表現較佳，但是未來會如何其實難以評定。另有學者也指出，所謂指數型基金的優勢即在於低成本，如果加入了太

多必須考量的因素，此優勢便會消失殆盡。不過，投資人仍應該對 Fundamental Index 表示歡迎，因為此類型的指數仍代表著對於市場中所謂價值判定的新想法。

(林宣君 摘譯自經濟學人, December 16th 2006)

註釋

- 1 IIC 編製的信用指數有 iTraxx Europe(EUR), iTraxx Europe HiVol(EUR), iTraxx Crossover(EUR), iTraxx Japan(JPY), iTraxx Australia(AUD), iTraxx Asia ex-Japan(USD), iTraxx SDI(GBP)。
- 2 iTraxx Europe 指數中，125 個合約信用實體的權重均為 0.8%。
- 3 發行機構的信用等級低於 BBB，也稱作「次級投資等級 (sub-investment grade) 債券」，因為違約風險較高，所提供的利率水準也通常較高。
- 4 所謂相對持股在該指導意見中並未加以定義，譯者建議參考該委員會公佈另一份文件：「關於印發國有控股上市公司（境內）實施股權激勵試行辦法的通知」第 40 條（一）國有控股上市公司的定義。依據該定義，國有控股上市公司，是指政府或國有企業擁有 50% 以上股本，以及持有股份的比例雖然不足 50%，但擁有實際控制權或依其持有的股份已足以對股東大會的決議產生重大影響的上市公司。其中控制權，是指根據公司章程或協議，能夠控制企業的財務和經營決策。