



國際證券市場發展動態

一、FTSE全球股票指數系列2008年9月 國家分類審核結果

富時指數集團 (FTSE Group, “FTSE”) 已完成「FTSE全球股票指數系列」(FTSE Global Equity Index Series, GEIS) 國家分類之年度審核，於2008年9月18日公布審核結果。由於全球股票市場的深度和複雜度持續變動，國家分類的評估標準必須進行定期審核和調整，以確保能反應全球投資人可利用的投資機會。

FTSE將全球市場分為四種等級，分別為「已開發市場」(Developed Market)、「先進新興市場」(Advanced Emerging Market)、「次級新興市場」(Secondary Emerging Market)和「新領域市場」(Frontier Market)。四種等級分類之標準，係以世界銀行所發布的平均每人國民所得為初步之衡量標準，並且考量經濟穩定度、社會和政治穩定度、公司治理的實施及市場品質。其中市場品質包括市場和法規環境、保管和結算、交易機能、衍生性商品發展等四大類、二十一項評估標準。經依二十一項標準逐項評估後，對每項評估標準的符合程度，評定為「通過」(Pass)、「受限制」(Restricted，係指已接近完全符合所要求的條件)、或「未符合」(Not Met)三種可能的狀態。

FTSE與由具備獨立性的市場專業人士組

成的委員會，以先進、透明和一致的方法，每年進行一次國家分類審核。依據2008年審核結果，下列有關「FTSE全球股票指數系列」之調整將於2009年9月實施：

南韓將從「先進新興市場」升級至「已開發市場」；中國的紅籌股 (Red Chips)，將從現行包含在香港 (為一「已開發市場」) 中，移出至中國 (為一「次級新興市場」)。

除上述兩項調整外，新增兩項新措施：

- 1.於2008年初，將觀察名單 (Watch List) 擴充至包括「新領域市場」；
- 2.FTSE對於市場評估的更新，將從每年一次增加為兩次。

觀察名單係用以監測「已開發市場」、「先進新興市場」、「次級新興市場」和「新領域市場」之間，可能的升級和降級。FTSE公布新的觀察名單請參閱 (表一)。

(黃昭豐 綜合整理)

二、美國證券市場限制放空措施

金融風暴襲擊，華爾街人心惶惶。許多人將股市崩跌歸咎於猖獗的放空行為與不實傳言的散布，因為投資人已無法分辨金融機構體質好壞，只能凡金融股必空。面對金融市場動盪，美國證管會 (SEC) 發布一連串緊急措施，試圖遏止不當放空及市場炒作。

表一、FTSE公布新的觀察名單

觀察名單	狀態
臺灣	可能從「先進新興市場」升級至「已開發市場」
希臘	可能從「已開發市場」降級至「先進新興市場」
阿根廷、哥倫比亞	可能從「次級新興市場」降級至「新領域市場」
冰島	可能納入「先進新興市場」
中國A股、科威特、阿拉伯聯合大公國	可能納入「次級新興市場」
哈薩克、馬爾他、烏克蘭	可能納入「新領域市場」

註：臺灣、希臘、中國A股等3個市場原已列入觀察名單，其餘8個為本次新列入。

臺灣在本次國家分類之年度審核未能從「先進新興市場」升級至「已開發市場」，不完全符合的評估標準包括：「自由且發展良好的外匯交易市場」(Free and well-developed foreign exchange market)、「結算和交割至少達到T+3之效率」(Clearing & settlement- T+3, T+7 for Frontier)、「允許股票出借」(Stock lending is permitted)、「允許放空交易」(Short sales permitted)、「允許場外交易」(Off-exchange transactions permitted)等5個「受限制」項目。

南韓原與臺灣同列在可能「先進新興市場」升級至「已開發市場」觀察名單中，本次審核不完全符合的評估標準包括：「自由且發展良好的外匯交易市場」、「允許場外交易」等2個「受限制」項目，將於2009年9月升級至「已開發市場」。

*東部時間

7月15日 禁止無券放空19家金融機構股票

SEC宣布禁止無券放空兩大房貸機構 Fannie Mae、Freddie Mac及17家證券經紀商之股票，實施期間自7月21日至7月29日止。

7月18日 造市者得豁免於無券放空禁令

SEC宣布修改7月15日所發布之命令，批准造市者得豁免無券放空禁令，以確保市場流動性。豁免機構包括註冊造市者以及其

他真正在從事造市及對沖交易過程中，須放空前述19支股票之造市者；涉及前述19支股票之期貨、選擇權及ETF之造市活動，亦可豁免。

7月29日 延長無券放空禁令

SEC宣布展延7月15日所發布之無券放空禁令期限至8月12日。

9月17日 全面禁止無券放空

取消選擇權市場造市者得豁免於無券放空禁令之規定



SEC宣布加強管制無券放空，範圍擴及所有公開發行公司股票，並涵蓋所有金融機構，實施期間自9月18日起，相關措施包括：

- 限制空方必須如期完成交割，否則將面臨懲罰。空方及其經紀商必須在結算日（T+3）前完成其為放空所借入證券之交割動作，否則未來該經紀商欲放空同一證券時必須強制借券。
- 取消選擇權市場造市者得豁免於無券放空禁令之規定。選擇權市場造市者將視同一般市場參與者管理，亦須遵守前項規定。
- 反詐欺條款：謊稱可交割借入證券但未如期交割之空方將被視為證券詐欺，並面臨懲罰。

9月19日 全面禁止放空金融股

呼應英國金融服務局（FSA）於前日所公布之禁止放空措施，SEC宣布禁止全數共799支金融股之放空操作，實施期間自發布起自10月2日午夜止。

選擇權市場造市者僅於當日午夜前可豁免於此金融股放空禁令

此外，鑑於該日有期貨及選擇權到期，SEC宣布期貨及選擇權市場造市者在當日午夜前將可豁免於此放空禁令，前提是這些造

市者的放空操作確實是針對前述799支金融股之造市或對沖活動。在此命令發布前之已持有之衍生性商品部位，其將為平倉而自動執行之放空操作亦不受限制。

要求機構投資人揭露放空部位

SEC同時宣布其他暫時措施，包括：

1. 要求部分機構投資人（對沖基金）每週針對特定股票揭露放空部位。
2. 暫時放寬公司實施庫藏股之限制。

9月21日 機構投資人仍須回報放空部位，但將延後二週公布

SEC宣布修改9月19日所發布之命令，要求部分機構投資人（對沖基金）仍須針對特定股票回報放空部位，但SEC將延後兩週方公布其交易內容。

9月21日 選擇權市場造市者得豁免於金融股放空禁令

SEC宣布修改9月19日所發布之命令，允許期貨及選擇權市場造市者得豁免於該限制放空措施，以使所有造市者皆可繼續為市場提供流動性。但為避免空方利用造市者累積部位，如已知放空將使客戶就特定股票取得淨空頭部位，則造市商仍不可為客戶放空股票。



9月21日 授權證交所決定應禁止放空之標的

SEC宣布修改9月19日所發布之命令，授權證券交易所決定應禁止放空之上市證券，美國本地或外國銀行、儲蓄機構、經紀自營商、投顧公司、保險公司及其母公司均可適用於此規定。被提名公司可自行選擇是否受放空禁令保護。

10月1日 延長金融股放空禁令

SEC宣布展延9月17日所發布之金融股放空禁令，至國會批准7000億金融纾困案為止，但至多延至10月17日。如國會通過授權財政部收購不良資產法案，則金融股放空禁令將在其後3天內到期。

其他延長實施期間至10月17日之限制措施包括：

- 機構投資人仍須針對特定股票回報放空部位，但僅需向SEC揭露。
- 限制空方必須如期完成交割，否則將面臨懲罰。
- 造市者得豁免於此金融股放空禁令。
- 謊報交割能力之空方將被視為證券詐欺，並面臨懲罰。
- 放寬公司實施庫藏股之限制。

其中第一、二項限制措施在正式立法規範前，將持續實施。

SEC不斷承受著來自華爾街高層的壓力，請求其採取行動遏止那些「他們認為是拉低公司股價罪魁禍首」的空頭。SEC交易



和市場部門主管Erik Sirri表示，這些禁令反映了SEC在妥協下的平衡：囿於監管權力之侷限性，SEC仍須盡力避免刺激OTC衍生性商品市場出現大規模平倉動作，同時允許造市者仍能進行合法造市及對沖操作。

然而SEC朝令夕改的作法仍招致廣大批評。禁止放空措施透露出監理者的絕望，其後的連番修改動作，更凸顯當初發布禁令前的思慮不周。

(林詠喬 整理自 Wall Street Journal、SEC及各新聞網站)

三、英國金融服務管理局禁止對金融股進行放空

由於英國金融股近期飽受傳聞困擾面臨龐大下跌壓力，英國金融服務管理局(Financial Services Authority, FSA)於9月18日宣布，於當天晚上11點起禁止對金融股進行放空。此項禁令將持續到2009年1月16日，但30天後將重新檢討。此外，FSA也要求放空部位超過這些金融股總數0.25%的投資人，必須自9月23日起向FSA申報所持有部位的詳細內容。

FSA表示不排除將這項禁令擴大至其他類股，執行長Hector Sants說：「儘管我們仍然認為，放空交易是在正常市場情況，一項合法的投資手段，但目前極端的情況，已

造成市場失序。因而，在審慎考慮後，我們採取了這項果斷行為，以維護市場的公正性和品質，並防止金融業的持續動盪。」

然而，部分機構投資人認為禁止放空的政策應適用於整體上市公司，FSA的現行做法只是將放空目標轉移至不受放空禁令的股票上，任由不受其管理的產業承受整體市場壓力。對此FSA表示已有許多上市公司申請成為禁止放空的股票，對此將依據個別公司需求進行考量。

- 2008.9.19-2009.1.16：禁止積極性新增或增加金融公司淨放空部位(Market Maker除外)。
- 2008.9.23：金融股淨放空部位大於該公司發行資本0.25%者，需在次一營業日下午3：30前申報。包含標的股票及任何相關之衍生性商品放空部位(OTC部位亦含)，如選擇權、期貨、存託憑證等。
- 2008.9.30：公布新的禁止放空股票名單，共適用34家金融公司。

(曾羚 整理自FSA網站、Wall Street Journal, September 19 2008；Financial Times, September 25 2008)

四、南韓股市禁止放空

2008年9月24日，南韓金融服務委員會（South Korea's Financial Services Commission；FSC）表示，近日將跟進其他國家採取融券放空的步伐，採行更嚴格的股市放空規定。

FSC表示將給予放空交易一段「冷卻期」，並確保所有作空者有能力結算該交易，該辦法將於10月13日起實施。

依FSC新規定，如果在證交所某一支股票放空部位達20個交易日交易總量的5%或以上，則該股票將禁止放空交易10天。若是經過10天的「冷卻期」後，再次交易仍超過5%，則10天的「冷卻期」可以延長。在Kosdaq，則是規定某一支股票放空部位達20個交易日交易總量的3%或以上，就必須冷卻10天。

FSC說，若是目前就執行「冷卻期」，將有36家證交所的上市公司股票會被冷卻10天，而Kosdaq則有9家。造船業、鋼鐵業、電子及能源產業等股本大的公司有被頻繁放空的傾向。

FSC也表示，將強化放空和借券資訊揭露規定，以提供更正確資訊給投資人，使放空及借券更為透明，證券經紀商必須確認融券放空的投資人是否有能力結算該交易。

前此，FSC一向禁止所謂「無券放空」，而南韓證券主管機關已於2008年10月1日進一步宣布全面禁止所有股票的放空交易。（陳旭怡 整理自THE WALL STREET JOURNAL 及KSE新聞稿）

五、新加坡交易所對於放空交易之新規範

新加坡交易所9月22日宣布，為加強市場透明度及阻絕交割失敗，將每日發布有關無券放空未平倉的情況，並對無券放空後被新加坡交易所自動平倉的市場參與者，處以交易金額5%的罰款。

新加坡交易所表示，公布於新加坡中央集保公司（CDP）交割失敗之無券放空部位，將有助於市場參與者了解市場訊息。且若證券借貸規定缺乏交割義務，將使個別股票證券的放空部位累積，可能威脅到市場秩序及連帶影響正常之結算系統。

自9月23日起，新加坡交易所於每日上午11點，於新加坡交易所的線上公司公告系統（SGXNET）及新加坡交易所網站，公布未平倉之詳細情況。這項訊息原來是由參與買回之證券經紀商轉公告，如此的變更將可以使訊息傳達更有效率。

此外，新加坡交易所於每日上午11點30分起，利用「自動買盤」（buying-in）對交割失敗之無券放空交易進行平倉，並於次交



易日早上8點30分公告平倉之交易量及金額，藉此做法來規範無券放空交易。此項措施並非禁止放空交易，市場參與者仍可建立放空部位，且若交易所在股價下跌後平倉，市場參與者仍可以獲利。

除了現有每筆平倉處理費30元新加坡幣之外，無券放空後被新加坡交易所自動平倉的市場參與者，將再處以交易金額5%的罰款，且最低罰款金額為1,000新加坡幣，此項罰則自2008年9月25日生效。

本措施將於一個月之後檢討，新加坡交易所將對維持市場秩序及安全有效結算隨時保持警戒。

(陳怡均 整理自 Wall Street Journal, 23 September 2008 及 SGX 新聞稿, 22 September 2008)

六、ETC出現信用風險，ETF成為投資人的避風港

ETF的基金管理者急著要和其他在交易所交易的商品劃清界線，例如：ETN(交易所交易債券)或ETC(交易所交易商品)，因為上述商品已出現了所謂「交易對手風險」(counterparty risk)，造成了投資人的恐慌。

而上述恐慌達到高峰，是因為上週在倫敦交易所(LSE)交易由ETF Securities公司所發行的ETC商品，被暫停交易了三天。

美國投資者因為害怕背後的信用風險(credit risk)，開始將投資從ETN移往ETF。WisdomTree的總裁Bruce Lavine指出市場充滿了疑慮，他相信ETF終能不被這些市場風險波及，而這也是ETF和ETN最大的不同

之處。

ETN並沒有真正投資於其所追蹤的指數成分股，是經由背後發行銀行保證支付指數報酬，因此其投資風險在於背後的發行銀行是否能夠履行承諾。相反地在美國的ETF則被要求必須持有所追蹤指數的成分股，而歐盟的法規，則是允許用衍生性商品的方式追蹤指數，但必須以90%的資產作為質押擔保，因此其交易對手風險的損失可受限於10%。為確保投資人瞭解ETF和ETN的差異，美國的ETF主要發行人已合作舉辦了一系列非正式的公關活動。

這些問題會產生是由於ETF Securities所發行由在LSE上市的ETC，是用向AIG購買契約方式追蹤原物料指數，而AIG才剛被評等機構調降評等，並接受美國聯準會杼困，投資人當然會對AIG的支付能力抱持懷疑的態度，ETF Securities急於向投資人解釋只要AIG不宣布倒閉，就沒有投資人會受損。

但即使AIG已接受聯準會杼困，但市場的造市者仍不願交易這些ETC，因為其背後並沒有任何抵押品能保證到期的支付，ETF Securities已宣布正在和AIG協商，希望AIG能對這些ETC契約提供擔保品，可是達成這個協議的機會看來十分不樂觀。

這種對於「交易對手風險」的疑慮也跨海傳到了美國，許多投資人近日也紛紛將資

產從ETN轉移至ETF，因為ETN也是由背後發行銀行擔保到期支付，和ETC頗為類似。而市場人士亦指出，這正是一個教育投資人的機會，分辨ETF和ETN的不同之處，因為以往市場投資人大多認為這兩個產品極為類似，ETF和ETN相較最大的好處，就是不會有「信用風險」或「交易對手風險」，而且完全持有指數成分股，其投資組合亦十分透明，對於投資人較ETN或ETC更有保障。
(劉天業 整理自Financial Times及其它網路資訊,2008年9月)

七、上海證券交易所推出公司治理指數

上海證券交易所和中國證券指數有限公司於2008年9月10日宣布推出上證180公司治理指數，此指數反映上證180指數中治理狀況良好公司股票的走勢，同時亦為投資者提供一種新的投資標的。

該指數以上證180指數和上證公司治理指數的成分股作為樣本空間，由上證180指數和上證公司治理指數成分股交集中，挑選綜合排名前100支規模大、流動性好的股票組成成分股，若不足100支，則於上證公司治理指數成分股中選擇綜合排名最高的非交集股票補足。上證180公司治理指數的基期日為2007年6月29日，基期指數為1000。

(曹瑜舜 綜合整理自WFE Focus, September 2008與上證所網站)



八、NASDAQ OMX Europe 取得英國 金融服務管理局許可營運新市場

NASDAQ OMX Europe¹已於2008年9月8日取得主管機關英國金融服務管理局（Financial Services Authority，以下簡稱FSA）許可，得成為符合歐盟MiFID規範之MTF（Multilateral Trading Facility，多邊交易場所），並於同年9月26日開始正式營運。新市場首先將交易FTSE 100指數中25支成分股，10月底之後可交易股票預計將擴充至歐洲各國大約600檔之股票。NASDAQ OMX Europe成立宗旨是成為提供泛歐洲藍籌股的跨市場交易平台。

在新市場所採用之系統部分，NASDAQ OMX Europe與Neonet合作，由其提供全球各地之經紀商進行DMA（Direct Market Access，電子式專屬線路下單）之服務與交易技術。

另外，NASDAQ OMX Europe並與花旗銀行集團（Citigroup，以下簡稱Citi）達成合作協議，由Citi提供發送交易指令之服務。此舉除將使市場參與者更為便利地在NASDAQ OMX Europe進行下單委託，並且可透過Citi將交易指令發送給多個交易市場，大幅提升客戶在歐洲境內交易的流動性。

為加強交易系統之效率，NASDAQ OMX Europe已在正式營運前，重新調整系統架構，包括委託單傳送與委託單撮合等系統。調整後的委託單傳送技術，允許投資人將原先下在NASDAQ OMX Europe的委託單，當無法成交時，可直接透過該系統發送交易指令至歐洲其他有連線之交易所或MTF進行撮合；另外，調整後的委託單撮合系統，是採用“maker/taker”的模式，依據市場參與者對市場流動性之助益高低作為費用計價之基礎，對於能有助於市場流動性的參與者提供費用折扣，反之，對於造成流動性下降者則會增加費用。

（林宣君 譯自WFE Focus, September 2008）

九、亞洲證交所好夢難尋

亞洲交易所近來不僅面臨交易量下滑的挑戰，更要面臨其他交易平台的競爭，dark pools與 light pools等交易平台除費用低廉外，亦可避免大量交易即時影響股價，更能符合避險基金或退休基金等大額投資人的需求。

dark pools與 light pools 交易平台主要區別如下：dark pools是讓大型投資者可以匿名買賣股票的交易網絡。交易會直接申報給交易所，在發生時即刻予以結算，但賣出價格和買入價格是隱藏的，因此對沖基金等躲

¹.NASDAQ與OMX於2008年2月28日宣布完成合併，成立橫跨歐、美兩洲的NASDAQ OMX交易所集團。NASDAQ OMX Europe為NASDAQ OMX在歐洲成立的新市場，總部設於倫敦。

在幕後的投資者可以暗中買賣股票；light pools則係電子交易網路ECN (Electronic Communication Networks)，賣出價格和買入價格都顯示出來，因此每個人都能看到所有參與者的交易意圖，直接與交易所競爭交易和結算業務。

依香港、新加坡等亞洲國家規定，交易所仍需通過這些主要交易所申報，這意味著交易所仍能獲得交易費用，所以dark pools交易平台對香港及新加坡等亞洲交易所並無造成立即的影響，然而同時兼具交易及結算功能的light pools對亞洲交易所的威脅反而較大。澳洲政府正考慮開放Chi-X、AXE ECN Pty. Ltd.等交易平台以交易所的方式營運，造成澳洲交易所股價下跌40%。

2007年11月在香港正式營運的Liquidnet交易平台迄今客戶已經成長3倍，繼5月在新加坡及日本成立BlocSec，里昂證券(CLSA)上週亦在香港成立BlocSec dark pool交易平台，CLSA聲稱營運第一週已有超過11億美元的流動量。

(黃千珊 摘譯自The Financial Times, August 2008)

十、放空交易並非萬惡之源

自去年7月美國解除交易價格處於上升情況方可融券放空的uptick rule限制後，紐約

證券交易所放空的比例從3.3%上升至4.86%，然而在今年起一連串的股價下跌下，美國證管會將矛頭指向未有借券先行放空的無券放空交易，7月15日下令自7月21日起限制投資人對包括美林、高盛等19支金融股放空，然而在8月12日禁令解除後，這19支金融股的股價仍持續下跌，Fannie Mae and Freddie Mac的股價甚至比禁令發布前更低。

依美國主要保管銀行State Street 統計，禁止放空及進行財務槓桿的所謂“實際金錢”(real money)基金，實際上在今年初即已停止賣出金融股，近來State Street每天保管的金融股每天增加0.75%，然而即使這些基金近來持續加碼金融股，金融股的股價仍在7月份下滑達40%。另外對股市影響很大的油價雖然回穩至4月份的價格，然而股市仍比4月低迷很多。

在禁止放空禁令實施後，金融股似乎從7月份的大跌稍微回復，然而市場體質仍然欠佳，交易量低迷，信用狀況更是每下愈況，金融機構似乎更難在股市募集資金，似難歸咎於放空交易。

(黃千珊 摘譯自The Financial Times, August 2008)