



國際證券市場發展動態



一、香港交易所進一步發展其本身的企業社會責任

香港交易及結算所有限公司（香港交易所）（Hong Kong Exchanges and Clearing, HKEx）董事會已設立一個企業社會責任委員會（Corporate Social Responsibility (CSR) Committee），專責該交易所本身的企業社會責任之進一步發展。

企業社會責任委員會成員由來自該交易所不同部門的資深業務主管所組成，集團行政總裁出任主席，每年至少開會四次，並得視需要加開會議。委員會於每一財務年度所執行的工作彙總在「企業社會責任報告書」（Corporate Social Responsibility Report），並納入年報中。

企業社會責任委員會主要的角色和功能包括：

- 建立企業社會責任的策略、願景、原則、架構和政策。
- 採取必要的政策和措施，以提升企業社會責任。建立公司目標、主要的績效衡量標準，以確保依適當的優先順序達成績效。
- 控管履行企業社會責任的政策、措施之進度，審核達成目標的效率，並向董事會提出適當的改善建議。
- 處理緊急的企業社會責任議題，並對董事會提出履行企業社會責任的適當建議。

- 審核企業社會責任年度報告書，以呈送董事會取得核准。
- 監督任何綠色審計議題。

香港交易所於2008年4月對該交易所執行企業社會責任的狀況進行檢討，以期就目前的營運對環境和社會的影響尋求可能的改進措施，並且建議其他履行企業社會責任的措施。香港交易所董事會相信，進一步加強企業社會責任，將有助於促使該交易所善盡其企業公民責任，且增進對企業社會責任重要性之認知。

（黃昭豐 綜合整理）



二、紐約泛歐交易所(NYSE Euronext)完成收購美國證券交易所

2008年10月1日紐約泛歐交易所(NYSE Euronext)完成收購美國證券交易所，成為全美第三大選擇權交易市場，並提高了該公司在指數股票型基金(ETFs)、權益現貨商品(cash equities)、封閉式基金(closed-end funds)及結構型商品(structured products)的領導地位。

此項收購案在2009年底預計將產生年平均運行成本節約率超過1億美元並且帶來更多的收益。

（曹瑜舜 譯自 WFE Focus, October 2008）



三、義大利交易所新推出申請上市之線上服務“QUiCK”

自今(2008)年9月28日起，向義大利交易所(Borsa Italiana)申請於MTA上市的公司(除申請於MTF類板上市的投資公司)，均可直接透過線上服務“QUiCK”(QUOTATION in a CLICK)系統辦理。

新系統的優點在於讓申請上市的公司、推薦銀行(即承銷顧問或保薦人)與義大利交易所均可透過線上模式，完成初次上市掛牌的所有相關程序，各機構間文件傳遞與溝通過程都可透過此系統，將可大幅加速並簡化上市之流程。

(林宣君 譯自WFE Focus, October 2008)



四、NASDAQ跨足碳交易市場

NASDAQ OMX集團於10月21日宣布，已完成收購北歐電力交易所(Nord Pool)的結算、國際衍生性商品及顧問三個事業單位。新的合併企業命名為NASDAQ OMX Commodities，將以北歐電力交易所原有的能源及碳衍生商品為基礎，於NASDAQ OMX集團下負責全球的商品交易。北歐電力交易所的結算部分將會併入NASDAQ OMX的結算事業，而北歐電力交易所的顧問事業將會併入NASDAQ OMX國際市場服務(NASDAQ OMX International Market Services)。

近年來各國對於排放交易契約日益重視，美國商品期貨交易委員會(Commodity Futures Trading Commission, CFTC)委員Bart Chilton預測，碳將會興起成為最大的商品資產類別(commodity asset class)。根據世界銀行(World Bank)的統計，2007年全球的碳交易市場規模大約為640億美元。碳市研究公司Point Carbon推估，若排放量較大的國家，如：美國和中國加入「配額交易」(cap-and-trade)系統，預估在2020年市場規模將達到3兆美元。

「配額交易」(cap-and-trade)系統指的是，企業將獲得二氧化碳排放量的配額，若企業未使用完其配額，可將此配額銷售給超額使用的企業。此系統目前於歐盟等地實施，亦獲得兩位美國總統候選人的支持。

NASDAQ OMX的總裁Bob Greifeld表示，成立NASDAQ OMX Commodities後，將可以結合北歐電力交易所在此類商品的地位及NASDAQ OMX在全球的分支和客戶基礎，提供多種資產類別、並創造流動性，成為全球能源衍生性商品及碳商品的金融中心。

NASDAQ的董事長及執行長Robert Greifeld表示，「我們相信標準化契約在碳市場是必要的。」NASDAQ OMX Commodities將發展出一個標準化的商品，供歐洲及美國客戶使用，以管理及交易排放的配額，如：



二氧化碳、二氧化硫等等。在初期NASDAQ大部分的排放交易契約會是店頭交易(over-the-counter)契約的形式，而非交易所交易(exchange-traded)商品，然而這部分都將統一結算。

北歐電力交易所(Nord Pool)已經在歐盟氣體排放交易計劃(European Union Emission Trading Scheme, EU ETS)下提供二氧化碳契約，和聯合國組成的綠色發展機制(the Green Development Mechanism)的全球碳契約一樣。

這股趨勢已經吸引一連串的企業加入成立四年的芝加哥氣候交易所(Chicago Climate Exchange)，在美國自發參與「配額交易」系統，此系統同時於期貨交易及歐洲氣候交易所並行。

國際各交易所也積極跨入這個領域，如：芝加哥商品期貨交易所集團(CME Group)於8月收購紐約商業交易所控股公司(Nymex Holding)，同時也收購旗下之綠色交易所(Green Exchange)，因此進入了碳交易市場。德國交易所旗下之衍生性商品分支：歐洲期貨交易所(Eurex)藉由與歐洲能源交易所(ECX, European Energy Exchange)之契約活躍於市場上。

北歐電力交易所(Nord Pool)則是已經在歐盟氣體排放交易計劃(European Union

Emission Trading Scheme, EU ETS)下提供二氧化碳契約，此契約同於聯合國組成的綠色發展機制(the Green Development Mechanism)的全球碳契約。

Greifeld表示，具領先地位之歐洲交易量最大的能源交易所「北歐電力交易所(Nord Pool)」繼成功於德國推行商品之後，將持續推廣至北歐以外地區。

(陳怡均 整理自 Wall Street Journal, 22 October 2008、Nasdaq新聞稿, 21 October 2008及Nord Pool ASA新聞稿, 22 October 2008)



五、中國將啟動證券公司融資融券業務試點方案

中國證券監督管理委員會於2008年10月5日表示，為完善證券交易方式，促進資本市場穩定健康發展，經國務院同意，將於近期內啟動證券公司融資融券業務試點工作。

證監會並未公布證券公司融資融券業務試點方案的確切實施日期，僅說明將按照「試點先行、逐步推開」的原則進行，並根據證券公司淨資本規模、法規遵循狀況、淨資本風險控制指標和試點方案準備情況，擇優批准首批符合條件的試點證券公司，且試點期間，只允許證券公司利用自有資金和自有證券從事融資融券業務。之後，將根據試點情況，逐步擴大適用範圍。

融資簡單而言就是允許投資人借錢買股票，融券則是讓投資人在預期市場價格下跌時，能夠賣出借來的股票進行放空交易。目前由於全球股市面臨龐大下跌壓力，包括美國、歐洲及亞洲許多國家的證券主管機關皆對放空交易進行暫時性限制，許多企業將信用危機所造成的市場信心不足歸責於放空交易盛行，導致許多金融機構被迫尋求更多資金挹注甚至面臨破產危機。

中國部分市場人士認為，由於《試點辦法》規定的融資融券業務客戶保證金比例和維持擔保比例比較高，試點證券公司還會根據自身情況提高風險控制比例，融資融券業務的財務槓桿效應實際上並不大。此外，由於試點階段融資融券業務的資金和證券來源為證券公司的自有資金和自有證券，而其中又只有「可供出售金融資產」科目下的標的證券才可用於融券業務，所以預估現階段融資規模會遠遠大於融券規模。即便從成熟市場看，普遍情況也都是融資規模明顯大於融券規模。

目前並不清楚為何中國證監會在這個時點宣布啟動證券公司融資融券業務試點方案，但此舉說明中國證券市場改革的基本計劃並未因為此次信用危機而改變，也代表北京的決策者相信近期挽救股市的措施已達到初步成效，足以舒緩開放放空交易可能產生的股價下跌風險。中國政府在上個月曾保證政府機構將進場購買大型銀行及企業股票。

中國證券市場在最近十年內曾經歷兩波劇烈的漲跌循環，上海證券交易所綜合指數在今年內下跌幅度高達60%，融資融券政策開放提供投資人在面對股市下跌時的避險管道，目前投資人在中國證券市場只能夠選擇買進或離開。

(曾鈺 整理自中國證監會網站、Wall Street Journal, October 6 2008)



六、國際會計準則委員會放寬公平價值會計規則

為減緩全球金融海嘯所帶來的金融商品衝擊，國際會計準則委員會(International Accounting Standards Board; IASB) 於十月十三日緊急宣布，允許第三季財報列在「交易目的」項下的股票及債券，可重新分類到「非交易目的」，減少因近期跌價而需認列的鉅額損失。以減緩全球金融風暴對財報的衝擊，在該項最新規定下，企業投資金融資產損失可以暫時不要列為財報損失。預計短期內將可解決投資人的恐慌，達到穩定金融市場的效果。

依IASB公布的最新規定，同意調整會計規則，允許歐洲銀行可以不依據公平市價對資產評價。國際會計準則委員會的該項改變係基於部分歐洲銀行強烈的遊說及日益升高的政治壓力，歐洲公司抱怨美國會計準則允許它們的美國競爭者可以選擇不採公平市價



作為資產評價，以避免資產價值在當前市場中大幅縮水，然而歐洲公司卻別無選擇的必須以公平市價評價資產。該項會計規則的改變將使國際會計準則與美國會計準則的規定漸趨一致。

該項調整允許公司所持有的資產可以不採公平市價評價，而改以攤銷後成本評價及認列，此即意味著若資產價格下跌，該公司無須認列資產的跌價損失；若資產價格上漲，則利得將於該項資產使用年限內穩定的加以認列。

雖然部分銀行與保險業者認為因公平價值會計迫使它們必須以目前低迷的市價評價公司資產，致使其資產負債表更形惡化，因此，主張目前低迷的市價並不足以反映該資產價值的長期預期。然而，大部分法規制定者及審計人員，則認為儘管採公平價值會計可能導致該公司的資產評價偏低，但卻足以反映目前該公司資產價值的經濟實質面。

該項會計規則的改變顯示出過去向來堅定支持公平價值會計的IASB，因近期以來強烈的政治壓力而巳有了讓步。該項議題已引起法國、義大利領袖與其他國家間的政治風暴，加速推動該項會計規則的放寬，然而，英國首相Gordon Brown亦警告該項會計規則的改變並非解決問題的捷徑，他認為對所有公司而言，重要的係在於如何建立一種公平的遊戲規則，而非僅是眼前暫時逃避問題

而已。

該項會計規則的改變將產生額外揭露資訊的要求，意即雖然新的會計規則將改變資產負債表的表達，但也必須在財報附註揭露詳細的資訊以說明資產價值變動情形。

(陳旭怡 整理自IASB發布新聞13 October 2008及Financial Times 13 October 2008)



七、美國證券交易委員會及財務會計準則委員會對於公平價值會計的意見

有鑑於財會公報使用者、審計人員、財報資訊的閱讀者對於當前經濟環境下「公平價值」的訂定充滿了疑義。美國證券管理委員會（SEC）及財務會計準則委員會（FASB）於九月三十日對財務會計公報第157號「公平價值衡量」共同提出看法如下：

1.當股票的價格無法確實反映其價值時，該公司管理階層的估計或假設可以作為公平價值的衡量之用：

當該公司的證券無交易活絡的市場時，公司管理者可考量目前市場參與者對該公司未來預期現金流量及適當的風險溢酬，據以估計該公司的公平價值，這種做法是可被接受的。財務會計公告第157號中即提出當市場價格無法反映其真實價值時，公司可使用其他資訊及評價技術，以估計其股票之公平價值。事實上，部分實例顯示，蒐集不同來源的各項參數，反而可估計出更接近真實的

公平價值。

2.當依據多項資訊以衡量股票的公平價值時，該公平價值與市價的關係：

股票市價可作為衡量該公司公平價值的一項參數，但如果該公司證券處於不夠活絡的市場交易情形下，該市價即並不必然可作為反映公平價值的決定性因素。因此，若公司管理當局擬引用市場價格作為該公司公平價值衡量的參考變數，即應對此種狀況加以考慮，並降低該項參數的權重。

3.當交易處於失序的情形下，其市價是否代表公平價值：

失序的交易結果是無法決定出公平價值的。公平價值的觀念係來自於假設市場參與者之間有秩序的交易，而有秩序的交易係來自於市場參與者有交易的意願，且該意願為市場充分知悉。被迫拋售或清算的交易並非有秩序的交易。因此，當衡量公平價值時，應考慮該項交易是否出於交易者的自由意願，或該項交易是否處於失序的狀態。

4.不活絡性的市場交易將影響公平價值的衡量：

在具活絡性的市場交易，其市價對公平價值而言最具代表性，如採用該市價作為公平價值的衡量並不需要經過任何調整；但如果在不活絡的市場交易，其交易價格無法反映相同或同類資產的真實價格，則必須經過適當的調整才能代表公平價值。

當交易賣方報價與買方報價的差距明顯擴大，或買方數量相對稀少時，即表示該市場不具活絡性，而市場是否具活絡性需經判斷才能決定。

5.投資價值「非暫時性減損」的判斷因素：

評估投資價值是否發生非暫時性減損，下列因素應予以考慮：

- 市價低於成本的幅度及該項情形持續的期間有多長。
- 轉投資對象短期內的事業前景及財務狀況，包括足以影響該轉投資事業營運的特定事件。例如：科技的變化，轉投資事業某個部門的停業將致使該項轉投資事業的潛在獲利發生減損，或影響該項轉投資未來的潛在獲利。

一般而言，投資跌價程度愈大、預期投資價值回復期間愈長、已存在的投資跌價期間愈長，或必須提供強烈的證據，才能證明該項投資的非暫時性跌價沒有發生...等，這些都是投資價值疑似有非暫時性減損的跡象。

6.公司管理當局應提供清楚而具透明度的資訊予投資人：

公平價值衡量及投資價值減損評估，必須有充足的資訊以供判斷，因此，公司管理當局應提供投資人清楚而具透明度的資訊，除了目前美國財務會計公報規定下必要的揭露，如財務會計公報第157號外，SEC於網站發佈多項指導文件，以協助發行公司強化



資訊揭露之透明度。

(陳旭怡 整理自美國證券管理委員會新聞稿，September.30,2008)



美國存託結算公司 (DTCC) 宣布計畫合併LCH Clearnet結算公司，這項合併計畫將使DTCC在證券、債券及衍生性商品的交易方面，成為全球最大的結算及提供交割保證公司。DTCC將以7億3千9百萬歐元收購LCH Clearnet。雙方將於2009年3月簽訂正式合併協議。

DTCC與LCH Clearnet為了這項合併案商談了兩年。在這段期間，多家交易所希望將結算作業收回自辦，或是另外委由其他機構辦理，而近來發生的全球金融危機，也讓相關國家的金融管理當局對於提供衍生性商品交易合約交割保證的結算所感到興趣。

DTCC處理美國境內大部分的證券、地方債券以及店頭市場衍生性商品等交易之結算業務，LCH Clearnet則處理倫敦證交所及NYSE Euronext (NYX) 旗下歐洲市場等交易之結算業務。

DTCC此舉之主要原因，包括：(1)因應大型銀行與交易商等公司股東於各市場經手多種商品交易，亟需更整合性的結算服務需

求；(2)著眼於LCH.Clearnet具備店頭市場衍生性金融商品的結算經驗，可協助交易商維持其地位；(3)將LCH.Clearnet與DTCC於2007年成立的歐洲結算機構EuroCCP兩者加以整合，提升DTCC於歐洲的結算業務規模；以及(4)強化與Nasdaq OMX近期宣布將於美國自行建立的結算機構間的競爭。

LCH Clearnet最大股東--持有15.8%股權的Euroclear，已表示支持此合併計畫，並在新公司LCH.Clearnet HoldCo維持與目前相當的股權比率。Euroclear表示，此合併案將為Euroclear與LCH.Clearnet客戶提供最大服務優勢與效益。

LCH.Clearnet總裁Chris Tupker表示，此項合併案將使LCH.Clearnet轉型，與客戶更為貼近，投資人將可受到更專業的服務，進而創造更高的投資效益。DTCC總裁Donald F. Donahue則表示，合併案使兩家公司結合其各自的績效與互補能力，降低原有產品及未來提供新興商品服務之結算交割費用，並可擴大整體產品之服務範疇。

(許正誼 譯自Finextra News October22 2008)