

國際證券市場發展動態



美洲地區



一、美國先鋒集團基金轉換指數使用衝擊南韓市場

美國最大共同基金管理公司先鋒集團(Vanguard Group Inc.)決定將旗下資產價值超過1,200億美元的6檔基金停用摩根史坦利資本國際公司(MSCI, 以下簡稱摩根史坦利公司)所編製的指數,改採追蹤英國富時集團(FTSE)編製的指數,此舉將對新興市場產生連鎖效應。由於上開二大指數編製公司對於新興市場的組成各有不同定義,因此可預見將有數十億美元資金於新興市場中移轉,其中南韓將可能是其中最大的輸家。

根據摩根大通集團(JPMorgan)指出英國富時集團編製的國際性指數,南韓被歸類為已開發市場,但是摩根史坦利公司則將南韓歸類為新興市場。在摩根史坦利新興市場指數(MSCI Emerging Market Index)中,南韓占有約百分之15權重,南韓市場將受到的影響最大,估計約有100億美元資金淨流出。

不僅南韓,中國大陸市場亦將有超過3億5千萬美元資金的淨流出,因為中國大陸在富時集團新興市場指數(FTSE Emerging Market Index)中所配置權重較摩根史坦利新興市場指數中為低。

由中國大陸及南韓市場移出的資金將重新配置至其他國家。根據摩根大通集團的估計,巴西、南非及印度市場將可能獲得最多的資金流入,合計約有50億美元,俄羅斯將吸引超過4億美元資金流入,臺灣、馬來西亞、印尼及泰國亦將有少量資金流入。

其他國家受益於先鋒集團改用富時集團新興市場指數而提高其權重者,為阿拉伯聯合大公國(UAE, United Arab Emirates)與埃及。

由於美國先鋒集團停止使用摩根史坦利公司編製的指數,摩根史坦利公司為最大的輸家,10月2日股價下跌27%。10月3日股價雖回檔5%,但股價下跌幅度仍達22%。(陳海靖 摘譯整理自英國金融時報網站(FT.com)新聞, Oct. 4, 2012)



二、追蹤新興國家市場ETF興起

ETFs(指數股票型基金)是一種類似股票般能夠在證券交易所買賣之商品,近年來其流行性已逐漸遍及世界各國,總資產亦高達1.7兆美元。而目前市場上大部分的ETFs皆追蹤股價指數報酬,如FTSE(富時)100或是S&P(標普)500,由於ETFs具有投資便利及低成本之特性,因此,這類商品也漸成為新興市場的投資新寵。



根據美國新興市場投資基金(EPFR)的研究統計顯示，截至今年10月10日止，共有602億美元的基金流向新興市場，其中213.6億投資在ETFs，其比例高達35%；此外，流入新興市場的股票型基金中，有高達82.6%為ETFs。

在ETFs流行之前，許多投資人以持有共同基金的方式參與新興市場的投資，然而這些由專業投資經理人積極操作的共同基金卻隱含者高風險與成本；美國貝萊德iShares業務主管Daniel Gamba表示，ETFs擁有購入交易所的單一商品即可追蹤整體市場股票表現之特性，讓投資人得以較便利的交易機制、較低的資金成本，進入這些規模較小、流動性較低的新興國家。

截至今年9月底，根據ETF Global Insight (ETFGI)顧問團隊統計，目前以新興市場為標的的ETFs多達700支，較3年前多出一倍，占整體ETF市場的9.4%。ETF database (ETFdb)的資料統計也顯示，今年度以來，幾乎每10元投資於ETFs之資金就有1元流入新興市場；目前全球市場上最受歡迎的兩個追蹤新興市場指數的ETFs：MSCI先鋒新興市場指數型基金(Vanguard MSCI Emerging Market Index Fund)及MSCI安碩新興市場指數型基金(iShares MSCI Emerging Market Index Fund)，其ETFs的資產規模也分別為美國第三及第四大，僅次於MSCI安碩巴西指數型基金(iShares' MSCI Brazil Index Fund)及FTSE安碩中國25指數型基金(iShares' FTSE China 25 Index Fund)。

然而ETFs與其他金融產品一樣都是有風險的。由於ETFs的流動性決定於他所連

結的股票，股票交易愈頻繁，其ETF的交易成本及流動性風險就愈低，折溢價幅度也愈小；反之，交易量愈小的ETFs及其標的，買賣價差的成本及風險也愈大。

隨著ETFs商品的多樣化，加上新興國家的興起，新興金融市場擴大，流動性逐漸增加，相對成本亦降低，因此，愈來愈多關於投資新興市場及ETFs的風險和疑慮也隨之消失。

美國道富集團ETF業務主管Jim Ross表示，在過去幾年來，市場上有非常龐大的資金以購買ETFs的方式流入新興市場；過去美國人能夠任意進出美國股票市場，但若想投資於中國或巴西等新興國家的股市卻並非易事，而現在在全球多元化及避險的趨勢下，許多投資者轉而往新興國家市場尋找更具潛力的投資機會，藉以分散投資於美國及西歐市場的資金部位，因此，追蹤穩定新興國家指數的ETFs，則成為了將資產挹注於新興市場的一項極具吸引力的避險與投資工具。

(林芷玲 摘譯整理自Financial Times及相關網站新聞，Oct. 2012)



歐洲地區



三、英國金融管理局(FSA)嚴格規範反向收購上市

為保護英國投資人，英國金融管理局(FSA)對反向收購上市採取更嚴格的規範與管理措施。

過去未公開發行公司可藉由收購上市公司的反向併購(即借殼上市)模式規避嚴格冗長的上市審查過程以縮減上市流程(premium listing)。這也是近期許多新興市場公司為尋求在英國交易所上市交易的捷徑所經常採行的方法。

但是，這種模式也招致市場諸多批評，因為陸續發生採用此種模式上市的公司之股權結構變得過於集中或複雜、使公司治理產生重大爭議；同時該類上市公司即使公眾流通量低於標準規範(25%)，在現行富時指數的篩選標準中，只要能滿足一些特定條件還是可以具備指數成分股資格。對此，市場認為可能影響長期以被動式投資方式追蹤市場主要指數的投資人，同時影響英國證交所的市場信任度。以上均是FSA希望修補的漏洞。

FSA表示，相關修訂內容希望能防止反向收購被不合上市標準的公司作為借殼上市的後門漏洞。因此所提出之相關修改草案，主要以強化公司治理，及改善指數成分股篩選標準的內容為主。據悉，FSA將要求有少數大股東的上市公司，其董事會組成必須以獨立董事為多數，以協助保護小股東權益。而成分股篩選標準部分，FSA考慮在具備足夠流動性情況下，取消最小公眾流通量要求，以鼓勵更多公司進行公開上市交易。

(徐曉薇 整理自FT相關報導，Oct. 2012)



四、紐約泛歐交易所發行「CAC低風險指數」「和AEX低風險指數」，以滿足提升風險控管機制的需求

紐約泛歐交易所於2012年10月23日宣布，隨著「CAC低風險指數」和「AEX低風險指數」的發行，將使得紐約泛歐交易所指數範圍進一步擴大。這兩個指數是以成功的歐洲國家藍籌股指數為基礎，並為投資者和ETF供應者提供新的投資可能性。

隨著引進新的一系列低風險指數，紐約泛歐交易所將提供機構投資人對於提升風險控管機制所產生的需求。透過運用先進風險分析工具和最佳化過程，新一系列低風險指數對於風險將有更全面的洞察。相較於傳統的資本加權指數，低風險指數中的股票經過謹慎地挑選和加權，將能有效降低整體的風險，而低風險也對穩定的報酬產生正面影響。

「CAC低風險指數」將以「法國SBF 120指數」為基礎，股票流通成交量低於2.5百萬歐元將被排除在外。被挑選進「CAC低風險指數」的股票數將介於25~50檔，但正常情況下將介於45~50檔。AEX低風險指數則是以「荷蘭指數(AEX)」和「阿姆斯特丹中型企業指數(AMX)」為基礎，股票流通成交量低於2百萬歐元將被排除在外。被挑選進AEX低風險指數的股票數將介於20~30檔。同時每月將定期檢視CAC低風險指數和AEX低風險指數的組成及權重。相較於傳統的股票指數，低風險股票指數提供較好的資產配置架構。歷史數據顯示：以超過10年衡量期回測，CAC低風險指數年報酬率高於CAC 40指數6.38%；AEX低風險指數年報酬率則高於AEX-Index指數4.28%。

(楊志炫 摘譯整理自紐約泛歐交易所網站及相關網站新聞，Oct. 2012)



亞洲地區



五、東京與大阪證交所整合後的股權交易平台將於7月上線

東京證券交易所（簡稱東證）執行長齊藤惇表示，與大阪證券交易所（簡稱大證）整合後的現貨股權交易平台，可能將於2013年7月上線，希望藉此刺激國內交易活動，以及協助日本作為交易中心的角色。

東證於今年8月以11億美元完成對大證的公開收購，並著手進行交易所的合併，預計將於明年1月1日合併成為日本交易所集團。兩家交易所的衍生性商品交易平台之整合較為複雜，整合後的單一衍生性商品交易平台預計將於2014年3月底前完成合併上線。依據去年11月的合併文件，透過資訊科技系統的整合，一年可省下70億日元。

在日本國內股票市場疲弱以及來自區域對手（如香港、新加坡）的強烈競爭下，日本前二大交易所東證與大證間的合併廣為分析師認同。根據世界交易所聯合會（World Federation of Exchanges）5月資料，合併後的實體將成為全球交易值第3大的交易所營運商，僅次於NYSE Euronext與Nasdaq OMX，而高於倫敦證交所集團。

齊藤惇表示，預期明年將有60家公司在日本股票市場初次上市，且在未來十年可能維持著該水平的上市家數，而今年預

期有50家公司初次上市。但是從今年起，初次上市公司可能規模變小，因此首次公開募集總金額可能下降。另外，與2008年相較，由於平均股價下跌30%至40%，一些較大規模的發行公司可能略過東證而轉至其他如香港的市場。

齊藤惇表示，在2013年，東證與大證兩交易所將專注於整合而非關注收購或尋求國外合作夥伴。

（蘇鈺絮 摘譯整理自華爾街日報及相關網站，Oct. 2012）



六、中國大陸恢復審核上市申請引發投資人對流動性的擔憂

中國證券監督管理委員會（以下簡稱證監會）於10月8日在其網站發布消息，發行審核委員會將於10月10日召開會議，審查兩家公司的初次上市（initial public offering, IPO）申請，衝擊投資者對於停發新股以維持市場穩定的期望。消息公布後，市場擔心流動性降低，反映在九天長假後的首個交易日（10月8日），上證綜合指數收盤下跌11.71點或0.56%，至2,074.42點。

證監會10月10日審核重慶燃氣集團股份有限公司及深圳市崇達電路技術股份有限公司初次上市的申請，惟審核結果分別為暫緩表決及未通過。

北京自7月31日起暫停審核上海證券交易所及深圳證券交易所中小企業板的上市申請，原為穩定投資人信心，且市場期望會持續延緩審核，但10月8日的公告澆熄了

市場的預期。在暫停兩個月後，證監會亦於9月底恢復深圳證交所的創業版ChiNext的上市審核。

申銀萬國證券分析師錢啟敏表示，恢復審核拖累了市場的表現，上證指數10月8日盤中為最高點2,096.26點，隨後下滑1.5%到當日最低點2,063.09點，午盤下殺顯示市場前景不樂觀。此外，由於中國大陸的上市公司繼上半年營收年增率下跌6.6%之後，第三季表現可能持續惡化。

暫停上市審核被視為官方鞏固市場的最強硬手段，也是未來持續推出多項措施以激勵市場的指標，持續暫停上市審核的市場傳言使9月27日上證指數上漲2.6%。

證監會表示已有638家公司提出初次上市申請，將可能自市場募集數千億元人民幣的資金。過去兩年，大陸是全球最大的初次上市市場，但上證指數的表現卻是全球最差的市場之一，在今年已下滑了5.7%。

國泰君安證券分析師邊風焯說，由於市場缺乏信心，在未來的幾天上證指數可能下滑至2,050點。10月8日香港恆生指數下跌187.82點，或0.89%，至20,824.56點。耀才證券執行董事郭思治表示，投資人在早盤有點失望，因為他們期待北京可以推出一些政策救市。

(陳怡均 整理自南華日報與相關報導, October 9, 2012)



七、香港交易所業務重心轉移—隨著上市業務之下滑，交易所有望轉向擴大結算及商品交易業務

香港交易及結算所業務重心逐漸由先前股票部門轉至債券、商品交易及結算等部門。而因應業務之調整，港交所同時也招聘結算和商品交易等部門人力，並精簡其他部門之人事。

一名資深香港交易所主管表示，香港交易所將針對新近發展業務增聘人手，包括商品交易、衍生商品結算專業，以及技術專長人員，並透過內部調職以配合新型業務。

市場傳言隨著初次公開發行（IPO）的數量急劇下降，港交所計畫大規模裁員。而在新股市場沉寂下，主管上市推廣及發行人關係業務，上任僅19個月的上市推廣部主管Eric Landheer已於9月中悄然離職，傳為遭裁員，部分上市推廣部的員工也同時離職。Eric Landheer於2011年2月進入香港交易所，前為納斯達克OMX集團的亞太區負責人，離職前主要工作是吸引中國、巴西、俄羅斯等新興市場國家的企業來香港上市。

香港交易所發言人否認了裁員的計畫，但表示交易所正在開展新策略，將業務範疇擴大至定息產品、貨幣及商品等新領域，同時也重整業務架構以配合新的商機，而因應架構調整，會有個別員工變動和離開，但這不涉及裁員。

今年1月至10月共有51檔新股在香港上市，與去年同期相較，減少了19%；籌資金額為489億港元，較去年同期減少78%，IPO籌資金額創下2004年以來新低。繼香港IPO市場的籌資金額連續3年稱



冠全球後，今年已失去優勢，目前下滑至第六位，落後於納斯達克證券交易所、紐約證券交易所、東京證交所、深圳證交所及吉隆坡證交所。

今年1月，港交所行政總裁李小加宣布，港交所將擴展除股票買賣及初次公開發行等核心業務，進入場外結算、金融衍生產品和商品業務。

今年6月港交所公布，將以13.9億英鎊（約173.6億港幣）收購倫敦金屬交易所。倫敦金屬交易所為世界上最大的金屬市場。該交易預計於2012年第四季完成，目前正在等待英國監管機構的批准。

香港交易所也為建置其場外衍生工具結算所（over-the-counter clearing house）調動員工以及新聘人員，目前該場外衍生工具結算所正在等待監管部門的批准，以開始營運。為擴展數據中心（data center），提升其交易系統，許多的技術人員也陸續被聘僱。

德勤中國全國上市業務組聯席主管合夥人歐振興（Edward Au）表示，除了資本市場放緩之外，交易所也不斷在擴大。「當交易所達到一定的規模後，重新審視是否有職能重疊，以及該如何精簡人事配置以讓作業更有效率，是相當合理的。

（林昱廷 整理自South China Morning Post 10月5日新聞及HKEX網站資料）



八、越南兩家證交所擬合併

越南國家證券委員會(State Securities

Commission)正積極推動合併境內兩家證券交易所—胡志明證交所及河內證交所。目前越南國家證券委員會刻正評估兩家證交所合併的優缺點，順利的話最快將於2014年完成合併。

胡志明證交所2000年剛開張時僅2家上市公司，現今有309家，總市值為317億美元；相較之下，河內證交所規模較小，共395家公司掛牌，總市值50億美元。

越南國家證券委員會主席武鵬（Vu Bang）表示，越南正研擬提高上市標準，計劃從明年第二季開始將胡志明交易所新上市公司最低資本額，從現行800億越南幣提升為1,200億越南幣（約576萬美元），河內證交所之新上市公司最低資本額也將提升至300億越南幣；已上市的公司則有五年的緩衝期調整資本額。武鵬指出，長期而言，政府也有意將在河內證交所之上市公司，輔導至胡志明證交所上市，但未訂出明確的時間表。

今(2012)年8月，越南政府宣布將採取一連串政策，以期提升國內股票市場，包括放寬證券交易之相關法規，加速國營事業上市，及著手電子交易平台。

越南證券市場主要指數(VN Index) 2011年重挫27%，為亞洲各國中表現最差。此外，越南正積極參與東協交易平台，繼新加坡及馬來西亞市場成功連線之後，泰國也即將加入，但由於越南國內與國外市場差異過大，因此尚未能順利地加入。

（徐珮甄 整理自WSJ及相關新聞, October 15, 2012）



九、新加坡擬允許企業發行雙層股權結構股票以吸引新上市公司

為了協助新加坡交易所爭取新上市公司及維持作為金融中心的競爭力，新加坡政府計劃允許企業發行具有不同投票權的股票。

新加坡財政部發表聲明表示：「將取消現行公司法對公開發行公司『一股一票權』的限制規定，若公司章程許可並給予現有股東一定程度的保障，企業將可發行無投票權股票和具有複數投票權的股票。此措施可協助各企業在籌資時更具有彈性，並滿足不同投資人的偏好。」這項公司法修正草案預計在徵詢公眾意見後，於明年初提交新加坡國會通過。

今年8月10日在紐約證交所上市並募集2.3億美元資金的英國足球超級聯賽曼徹斯特聯隊（Manchester United），最初曾考慮在新加坡交易所上市，但因所提出的雙層股權結構股票（dual -class share）發行計畫未獲新加坡當局批准，而改變上市地點。

新加坡財政部指出，相關修法主要係維持新加坡作為商業樞紐的競爭力，同時也可降低企業的受監管成本並促進公司治理。但新加坡財政部也補充，新加坡交易所還未決定是否同意上市公司發行具有不同投票權的股票，預期新加坡交易所將向新加坡貨幣金融管理局諮詢相關建議後作出決定。

（曾玲 整理自Reuters及相關新聞, October 3, 2012）



十、馬來西亞擬推第一檔交易所掛牌的伊斯蘭債券在香港上市

馬來西亞交易所（Bursa Malaysia）計劃於今（2012）年12月讓全球第一檔零售型的伊斯蘭交易所交易債券（Islamic exchange-traded bond, ETB）在馬來西亞掛牌上市。若有市場需求，下一步可能是在香港上市交易。透過零售債券的掛牌交易，將可讓馬來西亞或香港的投資人易於交易伊斯蘭債券。

馬來西亞交易所執行長Tajuddin Atan表示：「稱為sukuk的伊斯蘭債券，其商品結構必須符合伊斯蘭律法的要求。過去通常唯有機構投資人透過店頭市場才能參與投資。如這檔零售伊斯蘭債券受到香港投資人的歡迎，發行公司可能會考慮在香港的證交所掛牌上市，而馬來西亞交易所一直希望有機會開拓香港的市場。」

伊斯蘭金融具有進一步成長與發展的龐大潛力，主因為中東投資者與發行機構在國際資本市場上日益活躍，對伊斯蘭金融產品極感興趣。鄰近的東南亞國家已把伊斯蘭金融列為擴大金融服務的重點工作，採取多項措施使法律和管理制度能適應伊斯蘭金融的要求，以吸引龐大的中東石油財富和伊斯蘭資金。

伊斯蘭教律法奉行三戒律，一禁收取利息、二嚴禁風險投資、三禁止投資涉及煙草、軍火、豬肉、娛樂事業、博奕、酒店或色情事業等。因此在伊斯蘭教金融業，貸款銀行必須和借款者共同承擔創業風險，不可



有預先固定的利息；而伊斯蘭教債券的定期收益，則被設計為租賃收入或利潤分享，不能預定利率。伊斯蘭教債券多需連結到易於評價的具體資產如房地產或土地等；而受到限於教義禁止賭博，鮮少操作選擇權、期貨以及遠期等金融工具，故可吸引偏好簡單投資的投資人進場。

一家名為DanaInfra Nasional的國營基礎建設公司計劃於今年底之前發行一檔3億馬幣（7.56億港幣）的交易所交易債券，以為大眾快速運輸開發計畫籌措資金。Tajuddin指出，即將在馬來西亞交易所上市的債券，將成為第一檔零售型的伊斯蘭交易所交易債券。

Tajuddin提到：「我們或許不是世界上最大的交易所，但我們擁有許多獨有的特色。對伊斯蘭金融有興趣的香港投資人可以在馬來西亞交易所交易，馬來西亞交易所擁有廣泛多樣的投資商品。」許多香港投資人早已在馬來西亞交易所作投資，以追求來自馬來西亞及其他東南亞國家（如泰國、印尼及新加坡）經濟前景看好之高額獲利成長。

在今年前九個月，馬來西亞占有全球70%的伊斯蘭債券新發行量。馬來西亞交易所88%的上市公司都符合伊斯蘭律法要求，並且有幾檔符合伊斯蘭律法要求的原物料商品進行交易。

新鴻金融集團執行董事Joseph Tong Tang表示：「在市場狀況不穩定之際，許多香港投資人現在偏好投資低風險的商

品，且債券發行熱絡。假如馬來西亞的交易所交易債券可以提供良好且穩定的報酬予香港投資人，肯定會受到青睞。」

香港財政司司長曾俊華（John Tsang Chun-wah）於2007年曾呼籲香港轉型為一個伊斯蘭金融中心，以開發規模高達1兆美元的伊斯蘭債券市場。四年之後，仍舊沒有任何企業發行伊斯蘭債券。稅務專家表示，主要因為當地稅法使企業對發行伊斯蘭債券卻步。香港財政司於今年3月及5月期間進行「伊斯蘭債券修訂稅例」諮詢，且於10月29日發布結論，建議免除與伊斯蘭債券相關的利得稅、物業稅及印花稅，並建議訂立條款，授權財政司司長於日後可以擴大另類債券安排的涵蓋範圍，以配合不斷轉變的市場。

Tajuddin Atan表示馬來西亞交易所目標是成為東協國家交易所的跨國市場。為達到這項目標，馬來西亞交易所將努力到海外市場向機構投資者推銷其交易所。至於國內方面，由於人民的儲蓄率偏高，將鼓勵人民投資股市，推出更多如交易所交易債券之新商品，讓散戶可以投資債券。



（蔡孟芳 綜合整理自South China Morning Post及相關新聞, Oct. 2012）