

中華民國證券商業同業公會委託專題研究

全面檢討我國證券市場交割制度—
以證券商交割專戶下設置子帳戶之
法律架構及相關作業流程之
可行性分析

計畫主持人 胡星陽

共同主持人 蘇松欽

研究人員 葉淑玲

簡淑芬

蘇秀玲

2013 年 12 月

財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會

目 錄

第一章 緒論	1
第一節 研究動機與目的.....	1
第二節 研究方法與範圍.....	2
第二章 國外證券市場交割制度之研究	7
第一節 美國.....	8
第二節 韓國.....	31
第三節 香港.....	43
第四節 小結.....	57
第三章 我國證券市場交割制度與問題探討	73
第一節 我國證券市場交割制度.....	73
第二節 現行交割制度相關問題探討.....	85
第四章 我國證券市場交割制度之修正規劃	91
第一節 以證券商交割專戶下設置子帳戶相關作業流程之可行性 分析.....	91
第二節 以證券商交割專戶下設置子帳戶之法律架構探討...100	100
第三節 改採子帳戶架構之配套措施.....	108
第四節 改採子帳戶架構之效益評估.....	116
第五章 結論與建議	120
參考資料	125

附錄一：「全面檢討我國證券市場交割制度—以證券商交割專戶下設置子帳戶之法律架構及相關作業流程之可行性分析」座談會會議紀錄.....	128
附錄二：「全面檢討我國證券市場交割制度-以證券商交割專戶下設置子帳戶之法律架構及相關作業流程之可行性分析」委託研究案期中報告審查會議處理情形.....	150
附錄三：「全面檢討我國證券市場交割制度-以證券商交割專戶下設置子帳戶之法律架構及相關作業流程之可行性分析」委託研究案期末報告審查會議處理情形.....	153

表目錄

表 2-1：韓國保證金制度修改前後比較表.....	35
表 2-2：各國投資人交割款項存管模式比較表.....	57
表 3-1：臺灣證券市場款券交割時點.....	84
表 3-2：證券經紀商投資人開戶統計.....	87
表 3-3：銀行業務利率比較.....	89
表 4-1：「證券商辦理客戶委託保管及運用其款項管理辦法」 建議修正條文.....	111
表 5-1：證券商交割專戶下設置子帳戶架構之可行性分析.....	122

圖目錄

圖 1-1: 研究流程圖.....	4
圖 2-1: 韓國交易所證券市場之結算交割程序.....	39
圖 2-2: 香港交易所證券市場之結算交割程序 (「持續淨額交割」制度).....	52
圖 2-3: 第三方存管資金帳戶體系圖.....	67
圖 3-1: 臺灣證券交易所結算交割作業流程.....	81
圖 4-1: 以證券商交割專戶下設置子帳戶之資金帳戶體系.....	94
圖 4-2: 以民法質權設定子帳戶架構.....	107

第一章 緒論

第一節 研究動機與目的

我國於 1988 年開放證券商設立時，為恐證券商經營不善而致倒閉，進而影響投資人權益，嚴格禁止證券商保管客戶款項與有價證券，除規定證券商應於規定時間將股票送交集保公司，同時買賣證券交割清算款項均須交由商業銀行處理。前述措施固然對投資人權益達到一定程度的保障，卻使證券商無法掌握自身客戶的資金流向，致財富管理業務始終難與銀行業競爭，我國證券商業務同質性高，難以擺脫靠天吃飯的宿命，嚴重限縮證券業的發展。鑒於此，為提升證券商競爭力，及滿足各類投資人多樣化之交易需求，於 2006 年 1 月由立法院通過修正證券交易法第 60 條，允許證券商得經主管機關核准，接受客戶委託保管及運用其款項，作為證券商經營現金管理帳戶業務的法源依據。金管會並於 2008 年 2 月 19 日訂定「證券商辦理客戶委託保管及運用其款項管理辦法」，開放證券商依據與客戶事先約定之投資標的、金額、投資期間及資金支應運用之優先順序，代理客戶將其交割結餘款於當日自證券商交割專戶轉撥運用於所指定之投資標的。前述管理辦法雖於 2010 年進行修正，惟對於保管期間、款項來源以及投資標的之限制仍嚴，故於現行法規架構下，現金管理業務對證券商而言並無太大誘因。

此外，我國證券市場實施款券劃撥制度，證券款項須由證券商指定之銀行收受保管，現行投資人至證券商辦理開戶手續，必須選擇證券商合作之銀行做為交割帳戶。而每一家證券商總、分公司可能搭配不同交割銀行，投資人為配合交割銀行常須另行開立銀行帳戶，後續

交割時也可能需要跨行轉帳；有時證券商也會配合投資人要求另行開立次交割銀行，甚至一個據點多達二十幾家次交割銀行，造成銀行交割帳戶虛增，管理上亦產生困擾。反觀國外主要證券市場，如美國、日本以及歐洲各國等，其證券款項皆置於以證券商名義開立之銀行帳戶下，證券商因而可以掌握投資人的資金運用狀況。為解決銀行交割帳戶虛增以及管理面之問題，以及簡化股款交割流程，並讓證券商可有效掌握投資人金流，以益於證券商未來長期發展，建議全面檢討我國證券市場交割制度，參照國外主要證券市場之交割實務，建議由證券商向交割銀行開立「○○證券商客戶交割專戶」後，並於其下設置投資人子帳戶，取代目前由投資人個別至交割銀行開立交割帳戶之作業方式。

第二節 研究方法與範圍

壹、研究方法

- 一、資料蒐集：針對本研究範圍蒐集國內外相關書籍、期刊、報導與網路資源等，進行研究資料之歸納、分析與探討。
- 二、召開座談會：配合本研究計畫之進行，於 2013 年 7 月 18 日召開「全面檢討我國證券市場交割制度—以證券商交割專戶下設置子帳戶之法律架構及相關作業流程之可行性分析」座談會，邀請學者、銀行業者、證券業者、臺灣證券交易所、證券櫃檯買賣中心以及集中保管結算所等代表參與座談，針對以下議題進行研討：（座談會會議紀錄請參見附錄）
 - (一)現行由投資人個別至交割銀行開立交割帳戶辦理交割所衍生之問題？

- (二)我國證券市場採取以證券商交割專戶下設置子帳戶之作業方式，取代目前由投資人個別至交割銀行開立交割帳戶辦理交割之可行性為何？可能衍生的問題為何？
- (三)為使我國證券市場改採以證券商交割專戶下設置子帳戶辦理交割之新制度得以順利推動，應配合修正之法規為何？對於投資人的影響以及其他影響層面為何？如何保障投資人權益以及相關配套措施為何？
- (四)以證券商交割專戶下設置子帳戶辦理交割作業方式，證券商因應新制度之資訊系統建置及人力方面是否有困難，相關成本如何估算？
- (五)以證券商交割專戶下設置子帳戶辦理交割後，證券商與銀行之合作協議內容及實際作業方式應如何協調？
- (六)我國證券市場改採以證券商交割專戶下設置子帳戶辦理交割之方式，其效益為何？證券商未來可增加之業務項目為何？

三、 研究流程：本研究計畫之研究流程請參見下圖。

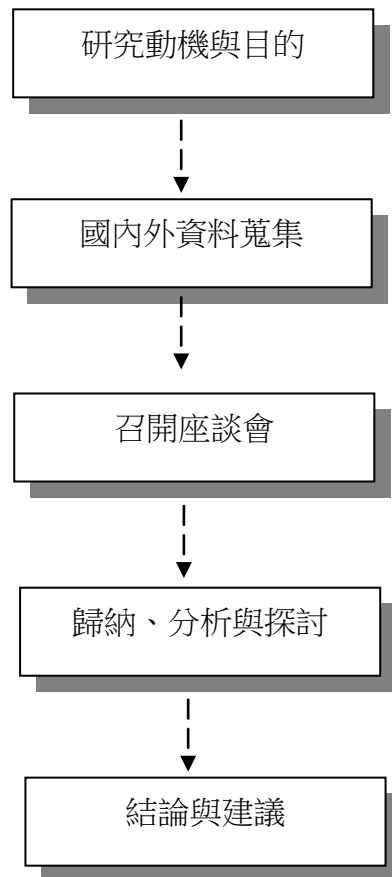


圖 1-1：研究流程圖

貳、研究範圍

本研究計畫雖擬全面檢討我國證券市場交割制度，惟由前述研究動機與目的可知，研究範圍將著重於證券商針對客戶交割資金之存管模式進行探討。依據目前國際上主要證券市場對於投資人交割資金之存管模式可區分為經紀商存管模式、第三方存管模式以及混合存管模式三大類型。其中經紀商存管模式主要是指由證券商持有投資人交割資金，如美國。第三方存管模式是指由證券商以外之銀行或指定的專

門機構進行管理，此種模式又可分為分散存管與集中存管兩類，分散存管是指投資人可以任意指定存管機構存管其交割資金，如我國由商業銀行存管投資人交割資金；集中存管則要求投資人將交割資金交由一個專門機構統一管理，如韓國由韓國證券金融公司(Korea Securities Finance Corporation，簡稱 KSFC)進行統一管理。此外，混合存管模式則指證券商與第三方皆可以從事投資人交割資金之管理業務，如香港。

本研究擬探討國際間主要交割制度，並配合本研究之目的聚焦於投資人交割資金存管模式進行探討，分別選取各類型存管模式之代表國家或地區，包括美國、韓國與香港等，了解其交割制度與投資人交割資金存管模式，以作為我國檢討交割制度之借鏡。並檢視我國證券市場交割制度，提出目前我國現行交割制度所衍生之問題，進而針對我國證券市場以證券商交割專戶下設置子帳戶之存管模式，探討所牽涉法律架構以及實施該模式之可行性。此外，因應交割制度之變革，對投資人的資金使用習性，以及證券商之資訊系統管理皆將產生衝擊，進一步分析其所造成的影響，以及提出適當的配套措施以減緩相關的衝擊亦是本研究探討的範圍，如交割制度變革後，對於投資人資金使用習慣、接受度及權益保障之影響；證券商之資訊系統建置及人力成本評估以及與銀行之合作協議內容及實際作業方式（如：新舊帳戶轉換問題、出入金之匯費問題、孳息分配及其所生之稅務、投資人是否得自行以 ATM 轉帳及提領）等議題；以及交割制度改變後，證券商可增加之業務項目及效益評估。最後，嘗試研議相關法律架構及擬具現行法規需配合修正之條文內容，以利後續相關制度的推動。

本研究報告共分為五章，茲將各章內容簡要說明如下：

第一章：包括研究動機與目的，以及研究方法與界定本研究之範圍。

第二章：針對國際上主要證券市場對於投資人交割資金之存管模式進行研究，並選取各類型存管模式之代表國家或地區，包括美國、韓國與香港等，了解其交易與交割制度、交易款項之預收情形以及投資人交割資金存管模式等面向加以介紹與分析。

第三章：本章針對我國證券市場交易與交割制度進行介紹，包括歷年來的重大變革，以及分別從資本市場發展、投資人與證券商的角度探討目前交割制度所產生的問題。

第四章：本章主係針對第三章所探討我國交割制度的問題，提出由證券商向交割銀行開立「○○證券商客戶交割專戶」後，並於其下設置投資人子帳戶之修正規劃，分別由法律架構、相關作業流程之可行性進行分析，並配合前述交割制度的變革，提出相關配套措施以茲因應，以及針對交割制度變革後之預計效益進行評估。

第五章：針對本研究建議之交割制度修正案，提出具體法制修正建議，包括具體建議條文以及修訂理由與說明等。

第二章 國外證券市場交割制度之研究

證券市場相關制度的設計，取決於市場的結構與特性，逐漸發展出不同型態的制度，以滿足各市場特性或特殊需求。本研究主係探討證券市場交割制度，其可分成有價證券與交割款項兩大部分，其中有價證券交割部分，多委由證券集中保管機構負責，採帳簿劃撥方式辦理交割；而交割款項部分，則須透過金融機構完成交割¹。配合本研究的動機與目的，本文的研究重點在於投資人交割款項存管模式的探討。

依據目前國際上主要證券市場對於投資人交割款項之存管模式可區分為以下三大類型：

- 經紀商存管模式：主要是指由證券商持有投資人交割資金，如美國。
- 第三方存管模式：是指由證券商以外之銀行或指定的專門機構進行管理，此種模式又可分為分散存管與集中存管兩類，分散存管是指投資人可以任意指定存管機構存管其交割資金，如我國由商業銀行存管投資人交割資金；集中存管則要求投資人將交割資金交由一個專門機構統一管理，如韓國由韓國證券金融公司（Korea Securities Finance Corporation，簡稱 KSFC）進行統一管理。
- 混合存管模式：指證券商與第三方皆可以從事投資人交割資金之管理業務，如香港。

因此，本研究選取各類型存管模式之代表國家或地區，包括美國、韓國與香港等，了解其交割制度與投資人交割資金存管模式，以作為我國檢討交割制度之借鏡。

¹ 參閱吳成俊，「證券市場結算交割制度簡介—以美國與香港市場為例」，證交資料第 461 期，2000 年 9 月。

第一節 美國

壹、開戶

投資人在美國證券商開戶，須依規定填寫開戶申請表格（New account application），開戶申請附有問卷，瞭解投資人投資需求、智識，與對金融商品認識的程度，依主管機關證管會（Securities and Exchange Commission，下稱 SEC）與金融監理機構（Financial Industry Regulatory Authority，下稱 FINRA）規定，投資人至少應提供下列資訊²：

1. 社會安全號碼或稅籍資料（Social Security or other tax identification number），因證券商與銀行或其他金融機構相同，均須依 2001 年「愛國者法案」（Patriot Act of 2001）之規定，向國稅局（Internal Revenue Service）申報證券客戶投資年度所得，並防範洗錢或提供融資予恐怖活動等不法行為。
2. 駕照或護照上之個人資料，或其他政府所發行可辨識個人身分之資料（Driver's license or passport information, or information from other government-issued identification）。
包括在職證明（Employment status）、財務資訊（如：年收與資產淨值）與投資目標，蒐集上述資訊有助於證券商履行監理機關所賦予之責任，亦即證券商應評估客戶投資狀況，以符合適合性要求（suitability）。客戶可自行決定帳戶資金之支付方式，尚未投資之現金之管理模式，及何人有權監控（control）帳戶。
3. 選擇現金帳戶或融資帳戶（Cash account or margin loan account）

²FINRA, What to Expect When You Open a Brokerage Account, <http://www.finra.org/Investors/SmartInvesting/GettingStarted/OpeningaBrokerageAccount/index.htm>. 瀏覽日期：2013 年 7 月 4 日。

大部分證券商提供至少現金帳戶與融資帳戶兩種類型帳戶：前者客戶買進股票前即需存入足夠金額；後者則由證券商於客戶買進時先行代墊所需款項，或於賣出時以客戶目前之投資組合為擔保先行借券，此時即生借貸擔保與利率計算等成本。

4. 未投資款項 (Un-invested cash)

若帳戶內存有尚未投資款項，款項所生之利息，或是之前投資證券所生之現金股利，而投資人並未指定其用途或進行投資者，證券商原則上會將這些款項自動納入 (automatically place or "sweep") 現金管理計畫 (cash management program, 又稱之為 "cash sweep" program)。因此，證券商於開戶時會提供客戶各類不同利率與風險的現金管理計畫，供客戶選擇。若客戶以全權委託方式委託金融專業人士代其操作，投資決定係委由他人為之，客戶未必事先知悉交易價格與數量，雖部分證券商允許客戶於開立帳戶時得預先指定代操人員，但會要求客戶考量其是否可以承受相關風險。

5. 其他開戶文件

客戶協議書 (Customer Agreement) 內含各種契約條款與條件，說明 SEC 與 FINRA，及其他聯邦與州所制訂之相關法規。

貳、交易制度

一、法律依據

2005 年修正「1934 年證券交易法」(Securities Exchange Act of 1934, 下稱「1934 年證交法」)Section 11A 有關全國市場系統 (National Market System) 之規定，主管機關 SEC 為此新增 Regulation NMS。

目的係使跨市場金融商品報價與不同市場間法律規範一致，並促進市場流動性，內容包括：

(一)委託單保護 (Order Protection Rule)

由各交易平台建立之交易中心 (Trading Centers) 發布最佳買進賣出之最佳價格，亦即交易所、店頭市場、造市者、另類交易系統交易、證券自營經紀商之所有 NMS 證券³，凡是立即並自動發布之報價者稱為 Protected quotation，非由自動報價系統提出之報價不在委託單保護範圍。故交易中心分為自動報價交易中心 (Automated Trading Center) 及一般交易中心 (包括 ATS、OTC 造市者、證券商內部交易系統)，只有自律組織的交易機構及 FINRA 的 ADF (Alternative Display Facility) 參加者，屬於自動報價交易中心，可直接於網路連線報價上發布 Protected quotation。

委託單保護目的在整合全國各地市場各類有價證券之報價，投資人之委託單能以市場上之最佳成交價格成交，禁止各地交易所該交易所單獨之報價成交委託人之買賣單 (單獨交易中心之報價可能出現劣於被保護報價之價格，損害投資人權益，故需加以防範)，對於 100 股以下之零股及 10000 股以上之鉅額交易也納入保護範圍。

(二)資料連線 (Access Rule)

1. 取得報價連線的保障：當各市場之會員委託單連線到受委託單保護之報價時，該市場不得給予差別待遇。
2. 使用費 (Access Fee) 之限制：對於 Protected quotes 之連線費用上

³ 證交法 Rule 600(b)(47) 將「NMS Stocks」定義為除了選擇權以外之其他有價證券；依據證交法 Rule 600(b)(46)，「NMS Securities」為公開發布有效之交易報告書 (Transaction report plan) 之有價證券；而一般來說，NMS 證券指的是所有在全國性證券交易所掛牌之有價證券。

限定為每股 \$ 0.003 美元⁴，促進報價費用在各交易平台的一致性。SEC 另要求在資料連線規範上，以各交易中心跨市場的私人網路系統，取代以往藉由全國證券商協會（NASD，現改為 FINRA）之跨市場交易系統⁵（Inter-market Trading System）集合報價方式。

3. 閉鎖報價與配對報價系統準則：除了人工報價（Manual quote）外，各交易中心必須防止閉鎖或配對報價產生。

(1) Sub-Penny Rule

對價值一美元以上之 NMS 證券最小價格變動單位（minimum price variation）為 0.01 美元，價格在一美元以下之證券變動單位為 0.0001 美元。

(2) Market Data Rule

依據 Regulation NMS，市場資料傳播共有三大網路系統，分為 Network A：紐約證交所掛牌證券、Network B：Amex 及其他交易所掛牌證券、Network C：Nasdaq 掛牌證券，傳輸資料包括：

- A. NBBO（National Best Bid and Offer）、價格、數量、所屬市場中心編號。
- B. 各自律組織發布之最佳買價與賣價、價格、數量、所屬市場中心編號。
- C. 個別證券之合併交易報告，由各網路系統計算資料價格，並回報 SEC，各網路系統扣除成本後之盈餘則由提供此服務之相關 SRO 分配⁶，此法更新市場資訊之盈餘分配計算

⁴ 每股連線費用訂為 \$ 0.003 美元上限，主要參考各交易中心連線費用平均價格，在不會大幅影響各交易中心連線費用之獲利下所做之決定；其次，由於法令規定各交易中心有互相連線的要求，為防止某些交易中心濫用法規，向其他交易中心收取過高的連線費用，因而訂定連線費用之上限。

⁵ Adoption of amendments to national market system plan, SEC <http://www.sec.gov/rules/final/34-42212.htm>

⁶ Federal Register/Vol.70, No. 124/ Wednesday, June 29, 2005/ Rules and Regulations, 37558

公式，反應自律組織報價與交易之成本，新公式計算自律組織在價格發現、最佳委託成交（Best Bid and Offer，BBO）、交易量的貢獻，提高自律組織在盈餘分配的權重⁷。

二、交易方式-以紐約證券交易所為例

(一)委託單遞交

以紐約證券交易所（NYSE）為例，所有的投資人委託以電子傳輸方式傳遞至中央銷售終端（Central point of sale），傳輸方式有三：

1. Anonymous SuperDOT：機構投資人可匿名、直接將委託傳送至NYSE 交易廳的銷售終端，機構投資人可於上午8時至下午6時透過此系統輸輸入委託，但委託種類僅限當日委託及整股委託。
2. Broker System：為因應交易量及符合投資人快速成交的需求，NYSE 持續擴大其經紀商交易系統，提供經紀商兩種委託傳輸方式：一為證券商交易亭支援系統（Broker Booth Support System, BBSS），一為電子經紀商系統（NYSE e-Broker）手持無線訂單管理工具。除交易廳裡的場內經紀人可以在與交易亭或交易前台聯繫同時，執行投資人委託；另BBSS提供全方位的訂單管理，採直通式之訂單處理，會員證券商得透過此系統將委託直接傳輸至交易站（trading post），或傳輸至交易廳的電子經紀商系統（NYSE e-Broker）。
3. SuperDot：提供會員證券商將市價委託及限價委託直接傳送至交易站，成交後亦透過相同電子迴路回傳成交回報給會員證券商。投資人在交易日後3個工作日內必須完成交割手續。

2006年3月美國證券管理委員會通過NYSE於2004年2月所提出

⁷ Regulation NMS: Summary and Implementations for Brokers and Dealers, Sungard, June/2006

的「混合市場」(Hybrid Market)計畫，結合專業會員及場內經紀人之專業知識與技術，以及電子交易之速度、確定及匿名性的優點，建立穩定、流動及低波動的證券市場，同時提供投資人更多的選擇與彈性。為支持本計畫，NYSE自2005年即開始加強本身的基礎設備，並分階段執行此計畫；2007年1月24日NYSE宣布該項計畫第三階段已完成，所有NYSE上市之有價證券均可在混合市場交易平台上交易；該計畫已於2007年1月25日正式邁入第四階段。

(二)交易單位與競價模式

最少交易單位為100股，低於100股者為零股交易。競價方法有二：

1. 集合競價：適用於開盤價格的決定，即開盤前所有委託都視為同時委託，以集合競價方式決定開盤價。
2. 連續競價：適用於開盤後價格的決定。

買賣申報順序採價格優先(Price Priority)原則，以買價較高的買進委託及賣價較低的賣出委託有優先成交的權利。次採第二交易撮合(Secondary Trading Priority Rules)原則，係用以決定委託價格相同的委託的優先順序，最常見的是時間優先原則及數量優先原則。

在專業會員委託檔內的委託如委託價格相同，係按時間優先原則處理。至在決定這些委託檔內的委託與場內經紀商所持有的委託有優先權時，委託檔內委託價格相同者均被視為同一委託，然後依據下列原則來處理。

- (1)對第一筆交易的撮合係採時間優先原則，先輸入的委託有優先成交權。
- (2)如果一個具有時間優先權的限價買進委託的數量足以消化剩餘的賣出委託的話，時間優先規則繼續適用。

(3)如果下一個具有時間優先權的限價買進委託數量不足以消化剩餘的賣出委託的話，則適用數量優先原則，即委託數量最大的委託有優先成交權。

(4)客戶委託優先原則，同時作為一交易的主體及代理的專業會員或經紀自營商必須給客戶委託優先成交權，此一原則在價格優先原則之前、第二交易撮合原則之後適用。

三、款券與保證金帳戶

(一)證券經紀商受託買賣採行紀法律關係

美國證券經紀商商主要分為兩類：綜合服務經紀商（Full-service Broker）與折扣證券商，前者提供服務不僅限證券受託買賣，也及於其他金融商品中介業務，以及提供客戶推介與顧問服務；後者則僅限於提供金融商品受託買賣業務。一般而言，客戶欲於證券商開戶，得先視其需要選擇不同種類之證券經紀商，之後再選擇帳戶種類⁸。

1. 不同類型證券商作法不同

(1)綜合服務經紀商

經紀商於客戶開戶時，會詳細詢問客戶及其配偶，甚至商業合夥人間財務狀況，以掌握客戶資產與負債資訊，甚至是否曾從視其他證券或共同基金投資活動，退休計畫、保險，甚至不動產持有狀況皆在其瞭解之列。瞭解客戶財務資訊，有助於提供客戶投資上之

⁸參照美國網路證券商 E-trade 官網提供美國證券商經紀業務標準契約，E*TRADE Securities Brokerage Customer Agreement, Effective June 1, 2013. <https://us.etrade.com/e/t/prospectestation/help?id=1209031000>

專業建議，此即俗稱之「瞭解你的客戶」政策，若證券商未符合此一要求，事後導致證券市場其他人受損，可能面臨行政處罰。

(2)折扣/網路經紀商 (Discount/Online Brokers)

此類證券商受限於收費低廉與下單便利性，不提供客戶建議或向客戶推介證券，不須如綜合服務證券商般，負有瞭解客戶財務資訊之義務，但客戶必須為其投資決策負責。某些特定類型投資，如：選擇權、期貨，或高風險投資商品，證券商於客戶交易前會要求其說明是否具備相關知識，認知相關商品屬性或風險。

2. 帳戶型態

證券商提供客戶開立帳戶類型(Account Types)主要有下列三種：

(1)現金帳戶 (Cash Accounts)

現金帳戶為投資人在證券商開戶可選擇之最簡易帳戶，若為折扣/網路證券商多會要求客戶於交易前須先存入足額現金，此類帳戶多為活期存款帳戶，資金若未被提存動用，仍享有利息。客戶下單買進時，證券商才會從該帳戶提領下單所需款項進行交易。客戶賣出證券，經紀商將會將賣出所得金額存入帳戶，作為下次買進證券之用。若為綜合服務經紀商，由於證券商於開戶時已進行徵信，多不要求客戶下單買進證券前須存進足額現金，於交割日 (Settlement date) 前足額扣款即可，由證券商先行代墊，但採何種作法視各證券商之政策而定。隨著信用卡普及，也有許多投資人以信用卡支付買進價金，利用信用卡達到預借現金之融資功能。但信用卡循環利息可高達 19%，而證券交易績效卻鮮有如此高績效，並不鼓勵客戶採取此種支付方式。

(2)保證金帳戶 (Margin Accounts)

美國經紀業務採行紀契約模式，故證券交易款、保證金由經紀商存管，即由證券經紀商以自己名義持有投資人保證金，投資人在證券商開立資金帳戶，繳存交易結算資金，由證券商依照法律規定與監管規則予以存放、管理與運用。

(3)代客操作帳戶（Discretionary Accounts）⁹

客戶開戶時已透過代客操作契約授權證券商代為買進賣出證券，事後揭露則以寄發交易明細提供客戶認知瞭解。由於契約於一開始即確定證券商得為交易之標的與範圍，例如：客戶僅授權證券商買賣績優股（Blue chip stocks），證券商於此範圍內得自行決定交易，又被稱之為管理帳戶（Managed account）。

為方便證券商進場買進或賣出證券，投資人於證券商開立之帳戶採子帳戶型態。所謂「子帳戶」（Sub Account）指金融業者以帳戶持有者（Account holder）名義，代理或執行帳戶管理行為，數子帳戶組成一個類似基金之資產池，子帳戶為其分離帳戶，必須受到嚴謹的規範，若未經簽訂合法契約授權，或帳戶持有者書面許可，銀行不得擅自動用帳戶內資產，且該帳戶非銀行資產，銀行債權人不得主張或為強制執行。此類帳戶之優點，係方便客戶追蹤其資產負債細節與所生費用，且方便各類資金進出之紀錄管理¹⁰。

(二)確保投資人資金安全配套措施

1970 年代以前，美國投資人保證金一直存放於證券商，由證券商進行管理，並在業務上將投資人的資金與證券商本身的資產混合使

⁹定義參照 Investopedia, <http://www.investopedia.com/terms/d/discretionaryaccount.asp>

¹⁰定義參照 Investopedia, <http://www.investopedia.com/terms/s/sub-account.asp>

用，此舉無法確保投資人的資金安全性。故 SEC 於 1964 年修訂「1934 年證交法」，確立投資人資金與證券商自有資金分別管理制度，1972 年再次修訂，增加「客戶保護規則」(Rule §15c3-3)¹¹，規定證券商須於銀行開立「特別準備銀行帳戶」(Special Reserve Bank Account)，該帳戶以客戶為專門受益人，證券商不能動用。SEC 並定期檢查該帳戶餘額，以防止證券商挪用客戶保證金。前述規則亦規定證券商於「特別準備銀行帳戶」的餘額不得低於依據 Rule §15c3-3a 之計算公式所算出之金額，否則證券商必須及時存入款項於「特別準備銀行帳戶」¹²。

依「1934 年證交法」Rule §15c3-3(a)(2)定義，客戶帳戶內證券 (customer securities) 包含：(1) 任何客戶以證券商名義取得證券，且該等證券係向證券商以客戶帳戶為擔保，借款購買者；及 (2) 證券係證券商為其客戶賣出或買入者。而 Rule §15c3-3(a)(3)所稱「全額支付證券」(Fully paid securities) 包括所有以客戶一般或特別現金帳戶 (Regulation T 定義之帳戶) 所買入之所有證券，非以借款或以證券為擔保做為買進賣出之對價，且繳清全額價款者¹³。至於融資帳戶擔保維持率依同條(5)規定為 140%，而同條(8)要求證券商為客戶開立的現金帳戶為 free credit balances，亦即客戶以該帳戶現金買入證券後，若仍有餘額，可隨時提領現金，若該帳戶可進行信用交易，則帳戶內除現金外，另可將帳戶內有價證券價值做為擔保，從事信用交

¹¹ 17 CFR § 240.15c3-3 Customer protection—reserves and custody of securities, amended 37 FR 25226, Nov. 29, 1972; 38 FR 6277, Mar. 8, 1973, as amended at 42 FR 23790, May 10, 1977; 44 FR 1975, Jan. 9, 1979; 45 FR 37688, June 4, 1980; 47 FR 21775, May 20, 1982; 47 FR 23920, June 2, 1982; 50 FR 41340, Oct. 10, 1985; 52 FR 30333, Aug. 14, 1987; 63 FR 59400, Nov. 3, 1998; 67 FR 58299, Sept. 13, 2002; 68 FR 12783, Mar. 17, 2003.

¹² Rule 15c3-3a -- Exhibit A--Formula for Determination of Reserve Requirement of Brokers and Dealers Under Rule 15c3-3, 42 FR 27224, May 27, 1977, as amended at 50 FR 41340, Oct. 10, 1985, 52 FR 30334, Aug. 14, 1987, 69 FR 54182, 54190, Sept. 7, 2004. <http://www.law.uc.edu/sites/default/files/CCL/34ActRIs/rule15c3-3a.html>

¹³ 聯邦儲備理事會訂定 Regulation T 規範證券商信用擔保 (extension of credit) 事項，賦予聯儲會控制證券信用交易條件之權力。12 CFR §220 - Code of Federal Regulations, Title 12, Chapter II, Subchapter A, Part 220 (Credit by Brokers and Dealers).

易。換言之，此種現金帳戶內所有款、券總額可供帳戶持有者取款。除證券外，也包含所生之股利、現金存款及利息等，但不含為交易「商品交易法」(Commodity Exchange Act)所規範之商品期貨，或其他類似性質金融商品，而於帳戶內存入之資金。

(三)美國子帳戶 (Sub-accounts) 監理

美國子帳戶之設置，與本研究預定討論之子帳戶存管架構並不相同，其設置有其特殊之目的。美國子帳戶又可稱之為「次帳戶」，其設置之原因，係基於客戶於證券商開戶交易，本即有進行不同種類交易之需求，遂於其開戶之主帳戶 (Master Account) 下，設置一個以上之子帳戶 (Sub-accounts)，使客戶得以避免開立多個帳戶的麻煩，儘量縮小其受監理機關監視所應負之義務。一般開立此類帳戶者，多為股份有限公司 (LLC) 或有限合夥 (LLP)，但因證券商於管理此類帳戶時，所取得與維護之資訊係提供主帳戶所有人使用，對外界或主管機關而言，此類帳戶缺乏透明度，且可能引起證券商重大法律或聲譽受損之曝險¹⁴。

美國 SEC 於 2011 年發布全國檢查風險警示 (National Exam Risk Alert)¹⁵，提醒證券商應注意此類主/子帳戶交易模式，可能違反洗錢防治條例 (Anti-Money Laundering，簡稱 AML)、聯邦證券法，及其他相關法律與規則。SEC 指出不當使用此種帳戶結構可能引發重大監理問題，如：(1) 洗錢；(2) 內線交易；(3) 操縱市場；(4) 指示帳戶 (Account instruction)；(5) 資訊安全問題；(6) 未經註冊之違法證券商使用；及 (7) 過度使用槓桿等。主因為子帳戶交易人 (Trader)

¹⁴ Ellen Zimiles, Managing the Risk of Master / Sub-Account Relationships, Navigant Global Investigations & compliance, Oct. 2011

¹⁵ SEC, National Exam Risk Alert, Volume I, Issue 1 (September 29, 2011).

常透過主帳戶客戶或所有人在合格證券商開立之市場參加人認證 (Market Participants Symbol, 簡稱 MPID), 使用交易系統或其他網路平台進行交易, 但證券商卻未必知悉誰使用此類憑證進行子帳戶交易。為此, SEC 依「1934 年證券交易法」授權發布新 Rule 15c3-5 規定¹⁶, 闡述此類帳戶可能發生之風險, 要求證券商提供此類市場通道 (market access) 者¹⁷, 應建立並維護相關文件與風險管理系統, 以及控制與監理程序, 以便合理授權, 並確保其名下帳戶之行為符合法令遵循要求。

證券商與客戶間若有此類帳戶約定者, 應依 SEC Rule 15c3-5 規定針對帳戶內交易監視系統與內部控制制度進行分析, 以確保所有交易符合法令規定之相關遵循程序, 並說明客戶交易行為可能帶來之風險。若證券商提供客戶或其他人市場通道, 必須合理設計其控制與程序, 以便協助主管機關及相關風險監控機構 (如: FINRA) 進行管理, 且證券商應特別注意此類帳戶。若證券商於監控交易時發現主帳戶與子帳戶發生疑似操縱市場、內線交易, 或其他疑似不法行為, 應立即向主管機關或監理機構提出可疑活動報告 (Suspicious activities reports, 簡稱 SARs)。故證券商必須針對可疑活動控制設計書面的適當查核程序, 並監控主/子帳戶間之關係, 依相關法令規定複核這些控制與程序之有效性。證券商應確保其所屬交易人員已受過進入、執行交易系統與技術, 甚至是市場交易規則與信用相關知識之適當訓練, 以確保相關程序落實。

參、結算交割制度

¹⁶17 C.F.R §15c3-5.

¹⁷Rule 15c3-5 又被稱之為 Market Access Rule。

1999年美國證券存託公司(Depository Trust Company, 簡稱DTC)及美國證券結算公司(National Securities Clearing Corporation, 簡稱NSCC)合併為美國證券集中保管結算公司(Depository Trust and Clearing Corporation, 簡稱DTCC), 負責證券市場實體有價證券之集中保管, 及美國各大證券交易所證券交易之結算、交割業務。DTCC採控股方式經營, 分別由旗下各子公司對權益證券、公司債、市政公債、政府債券、不動產抵押擔保證券、貨幣市場工具及店頭衍生性金融商品等各類商品, 提供集中結算、交割及資訊服務。各子公司均獨立運作, 自負盈虧並有個別的風險管理、擔保基金與財務安全制度。

為進一步提高證券市場後台作業之效率及擴展客戶服務範疇, DTCC於2001年與Thompson Financial 公司各出資50%成立Omgeo (法人對帳服務公司), 提供全球法人機構交易之對帳(Matching)服務; 接著於2002年1月合併政府證券結算公司(Government Securities Clearing Corporation)、不動產抵押貸款擔保證券結算公司(MBS Clearing Corporation), 成為固定收益結算公司(Fixed Income Clearing Corporation, 簡稱FICC), 以提供業界一個集中化及全球化之債務證券結算、交割暨保管服務; 接著於2004年成立全球資產服務公司(Global Asset Solutions LLC), 提供有關股務事項(Corporate Action)服務, 並另於同年成立衍生商品服務公司(DTCC Deriv/SERV LLC), 將DTCC結算交割業務之觸角深入衍生性金融商品之市場。近年為呼應全球主管機關對店頭衍生性金融商品集中結算與加強監理的趨勢, DTCC於2009年9月與Markit公司共同建立MarkitSERV公司, 以Markit Wire及Deriv/SERV系統, 分別提供利率衍生性商品及信用衍生性商品配對及電子交易確認服務。2010年3月成立處理全球交易中店頭衍生性金融商品資訊登錄、交易與後續處理作業的子公司「交易

資訊倉儲系統」(The Warehouse Trust Company LLC)，以提供包含自動淨額計算資金交割部位、多種幣別集中交割、協助因應機構重組或調整之商品契約內容調整、契約部分或全部終止、債務變更(契約終止前調整指定交易對手)等服務¹⁸。

一、 股票結算交割¹⁹

(一)結算交割流程

1. 對帳作業

買賣成交後之交易資料必須在T+1日前輸入NSCC對帳系統，輸入內容包括證券代號、數量、成交之交易所、對方證券商代號、交易價格、及其他規定事項。會員輸入交易資料時應註明採何種沖抵方式結算。NSCC於對帳完成後(T+1日)列印Contract List，並依不同結算方式分開計算結算部位。NSCC對帳結果可分為下列三種狀況，並分別將三種狀況之資料回覆於會員：

- (1)已完成對帳(Compared)後之資料：即買、賣雙方輸入之交易資料完全符合。
- (2)尚未完成對帳(Uncompared)之資料：即買、賣有一方未輸入交易資料或雙方輸入之交易資料不符合。會員針對尚未完成對帳之資料更正後，重新輸入對帳系統。
- (3)建議之資料(Advisory)：即買、賣雙方之會員雖無法相對應(如：會員代號輸入錯誤)，但NSCC會將建議資料回覆於會員，促使買

¹⁸DTCC 網站，<http://www.dtcc.com/about/business/>；臺灣證券交易所彙編，世界主要證券市場相關制度，2012年版。

¹⁹DTCC 網站，<http://www.dtcc.com/about/subs/>；An introduction to DTCC, pp3-7, 2010；張文毅，從 CCP12 會議看全球 CCP 產業發展趨勢，證交資料，第 555 期，2008 年。

方或賣方以完成對帳。

在交割日前，所有交易應完成對帳與確認，NSCC始能編製結算報表。

2. 沖抵方式

NSCC 之結算沖抵方式分為持續餘額交割（Continuous Net Settlement, CNS）、非持續餘額交割（Non-CNS；Balance Order）與特殊交易及逐筆交易（Special Trades and Trade-for-Trade）三種方式。CNS系統可使參與者將所有交易活動之每一種證券，整合沖抵成為單一交割部位辦理交割，並使證券商不必與多個交易對手針對每一交易辦理交割。Non-CNS為不具CNS資格證券之數筆交易，經整合沖抵為單一交割部位辦理交割。特殊交易及逐筆交易為法人機構間針對特定交易要求單獨辦理結算交割，此時NSCC不扮演集中交易對手，也不保證交割。簡介CNS制度如下：

- (1)交易日（T日）：交易活動的所有內容通過電腦傳輸給NSCC，在證券交易所大廳人工撮合成交的證券交易，由買賣雙方在交易結束後，通過電腦輸入有關交易指令傳輸給NSCC，供NSCC進行比較和配對。通過證券交易所電子交易系統撮合成交的證券交易為「鎖定交易」（Locked-in Trade），無需對帳確認，可以由證券交易所於成交當日直接以電腦連線方式傳輸給NSCC，供後者直接進行結算。NSCC對人工撮合成交的證券交易進行比較和配對，並將結果返回給結算會員。
- (2)T+1日：對於之前配對失敗的交易，會員可以對交易指令進行修改，並傳輸給NSCC繼續進行配對。NSCC配對後，將配對結果通知清算會員。對於鎖定交易和配對成功的交易，NSCC從T日的午夜開始承擔擔保交收責任。

(3)T+2日早上：NSCC的持續淨額結算系統（CNS）對鎖定交易以及在T日和T+1日配對成功的交易進行結算，然後將清算資料傳送給清算會員。同時，NSCC還將協調處理有關尚未完成配對的交易。

(二)風險控管

DTCC為確保參加人能履行每日交割義務，設立兩項風險控管機制²⁰：

1. 擔保品管理（Collateral Monitor）

會員需確保帳戶中有足額之擔保品（fully collateralized basis），亦即其所有擔保品價值總和必須大於或等於淨交割部位。

2. 淨交付款項上限（Net Debit Cap）

為確保DTCC於會員違約時可以完成交割，DTCC設定會員當日任一時點之淨交付款項上限，即其每日得交割之最大信用額度；並於每日重新計算會員過去70個營業日，取最大3日淨交付款項之平均值。且會員指定的結算銀行有權向DTCC要求對其所代表會員降低債務上限（debit cap），以降低本身的交割風險。

為因應金融危機，DTCC於2011年推出強化結算交割專案--DTCC 3.0，加強風險控管能力，以促進市場穩定及保障客戶權益²¹。主要變革包括：

1. 交割清算作業：由NSCC於接收及確認交易後就開始保證交割，較當時提早約1天時間，並由FICC擔任MBS之CCP，保證該類交易之結算交割。
2. 交割結算基金及保證金：修改NSCC交割結算基金有關擔保品清算時間計算方式、針對NSCC與FICC參加機構繳交之交割結算基金進行

²⁰ 臺灣證券交易所彙編，世界主要證券市場相關制度，2012年7月。

²¹ 林盟城，美國跨國及多幣別支付清算系統之發展—兼論雷曼兄弟事件之處理，行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書，2012年。

回溯及壓力測試、整合 FICC 及 NYPC 交叉保證金組合(one pot margin portfolio) 功能，以及增加 FICC 當日保證金計算及徵收循環，使參加機構避免增加日中曝險。

3. 透明化：啟動結算會員交割義務資料庫 (Obligation Warehouse)，對非集中交割部位建立資料庫追蹤曝險，管理交易對手風險。2010 年建置之 Deriv/SERV 系統集中儲存衍生性商品交易資訊，並提供監管機關線上查詢機制，以提高全球場外衍生性商品市場的透明度。
4. 風險意識：包括重新審視還本付息作業、辨識潛在系統性風險來源、教育股東對風險管理的政策和作業方式、以及強化風險意識的企業文化。

為預先防範全球性金融風暴引發大型參加人違約問題，DTCC 針對參加人如大型控股公司，擬定相關風險控制計畫，建立違約事件監管系統並加強與投資管理顧問公司的合作關係，以利當參加人違約時，可由其協助 DTCC 處理計算流動性資產及保障客戶的資產配置移轉效益。於 2014 年將連續淨額交割作業 (Continuous Net Settlement, CNS)，由目前無對價款之券項交割 (Free of Payment, FOP) 處理模式，改為款券同步交付 (Delivery versus Payment, DVP) 模式，並同步納入 DTCC 既有擔保品管理及淨交割部位上限等風險管理機制，使 NSCC 不受流動性短缺之限制²²。

肆、交割作業

一、證券商對交易所之交割

²² DTCC Announces Initiative To Revamp Processing of Continuous Net Settlement Obligations, DTCC Press Release, Sep. 13, 2011; 美國證券保管結算公司更新連續淨額交割作業，集保結算所月刊，第 199 期，2010 年 12 月。

(一)券項交割

由 NSCC 從交割日 (T+3) 零時起，先檢查淨應付證券的結算會員在 DTC 帳戶內的證券數量是否足額，再通知 DTC 將淨應付證券清算會員帳戶內的證券，撥入 NSCC 在 DTC 的交割帳戶；如果數量不足，可以就其現有數量先行撥轉。NSCC 將交割帳戶內已收到的證券，依既定的分配原則通知 DTC 將該證券分別撥入各淨應收證券結算會員在 DTC 的帳戶。上述流程在交割日持續進行，至 T+3 日下午 3 點 10 分 (美國東部時間) 證券交割截止前，結算會員所收到或存入 DTC 帳戶的證券，均可用於履行其證券交付義務。

由於目前 NSCC 的 CNS 交割方法則屬僅撥轉證券而無對應的款項移轉之 Free of payment (FOP) 形式，並未受 DTC 交割風險管控機制管理，因此賣方會員只要有足額部位即可對 CNS 系統完成交割；同理，CNS 系統只要有足額部位即可將證券部位撥轉給買方會員。至於未來的 CNS For Value 系統則會依循 DTC 的交割順位作業方式，且 CNS For Value 將列為最優先的交割順位。DTC 的證券撥轉方式部分，在撥轉證券流程開始前，DTC 會檢查賣方會員是否有足額證券部位及足額擔保品，及買方會員是否有足額擔保品及未達淨交付款項上限，若未達上述標準，交割順位就會延後，遭順延的交割會持續更新狀態以供交割，會員亦可利用 DTC 存貨管理系統 (Inventory Management System) 調整其交割順位，會員未指定順位，則依據 DTC 風控機制 (擔保品管理、淨交付款項上限) 建立之交割順位作業方式。結算會員無法調整 DTC 已制訂之自動化交割順位作業方式；此順位有兩大重點，一是對各類交易方式有先後排序之交割順位，二是依據交易之交割價值由高而低依序交割。

(二)款項交割

證券交割截止後，NSCC 對結算會員未完成證券交收的部分，以各證券的當日收盤價進行洗價作業。洗價作業後計算出結算會員應收或應付金額，並與結算會員已完成證券交割的證券交易的應收應付資金淨額互抵。因此，各結算會員每日對NSCC僅有單一的資金淨應收或淨應付金額。NSCC 將通過其款項交割系統，經Fedwire向結算會員指定的有關結算銀行發送款項交割指令，辦理款項收付，也就是NSCC 將付款給淨應收款的結算會員，並向淨應付款的結算會員收取款項。

如果結算會員無法完成款的交割，即為違約，NSCC會動用交割結算基金加以處理；結算會員無法完成券的交割，則為交付失敗（fail to deliver），結算會員必須事前填具報告書，NSCC於收到報告書後，交割將以自動借券方式完成，NSCC就該會員未成交割部分每日洗價，並要求會員補足差價。之後由NSCC對會員施以罰款，並收取借券費用。當會員決定完成未交割部位之交割時，應向NSCC提出“buy-in”申請。經由NSCC規定之程序，自市場買進部位以完成交割。目前CNS系統僅於日終結算一次款項交割數額，亦即買方會員款項交割部位於日終前會持續無限額的貸記於其帳戶內，因此當會員於日終交割時點前未支付交割款項時，NSCC才會知曉會員破產之可能性。為提升流動性管理效率，提早獲知買方會員未即時補足擔保金與淨交付款項上限，即對大額交割部位遞延與可能違約訊息之早期預警，未來CNS for Value制度將由NSCC於日中交割價值重行計算截止時點（下午03：10）前持續先代替無資格收券（持有負數擔保品與淨交付款項）買方會員收券，下午03：10後，若會員持續無收券資格，NSCC會先輸入借記部位於買方會員帳戶，若會員於日終交割時段內

完成貸方（款項）交割，NSCC就會將證券撥入其DTC 帳戶。若日終時會員仍未完成款項交割，證券部位會隔夜記錄於NSCC帳戶，並對會員要求支付融資與罰款費用，及與隔日交割部位重新淨額（re-net）計算。

經NSCC的CNS系統結算之交易均在交割保證範圍，凡是結算會員均需依結算機構之規定，繳交交割結算基金。未如期依規定繳交者，將處以罰款或不得參與結算或被終止會員資格。證券交割截止後，NSCC對結算會員未完成證券交收的部分，以各證券的當日收盤價進行洗價作業。洗價作業後計算出結算會員應收或應付金額，並與結算會員已完成證券交割的證券交易的應收應付資金淨額互抵。因此，各清算會員每日對NSCC僅有單一的資金淨應收或淨應付金額。NSCC將通過其款項交割系統，經Fedwire向結算會員指定的有關結算銀行發送款項交割指令，辦理款項收付，也就是NSCC將付款給淨應收款的結算會員，並向淨應付款的結算會員收取款項。

二、投資人對證券商之交割

(一)交割時點

依 Rule §15c3-3 規定，證券商應在銀行開立為客戶專屬利益之「特別準備銀行帳戶」(Special reserve bank account for exclusive benefit of customer)，且該帳戶應與證券商其他帳戶分離管理，證券商應於此特別帳戶至少存入證券商對客戶借項金額超過貸項金額之差額。並依照 Rule §15C3-3a 之規定：貸項金額包含對客戶之貸項餘額，由客戶證券抵押而借得之金額等 7 項；借項金額包含客戶之借項餘額、客戶借券放空之金額等 4 項。此外，證券商不得使用客戶專屬

利益之特別帳戶中，未超過 Rule §15C3-3a 規定差額之部分，且於每週最後一個營業日，應計算依同條規定公式應存入之金額，並於下個營業日開始後 1 小時內將應補足之金額存入。證券商應予銀行簽訂契約，約定證券商不得利用客戶專屬利益之特別帳戶進行抵押貸款，且任何人皆不得對此帳戶執行留置權，或其他任何請求。

(二) 客戶款項存管模式

美國採結算會員制度，係由集中交易對手（Central counter party，CCP）管控結算會員財務業務品質。即以個別結算會員待交割部位衡量其風險及計算應繳交之交割結算基金（或擔保金、保證金），輔以結算會員對其個別客戶（含證券商、法人或自然人等）之交易部位限制，搭配監控與授信標準，以降低證券商違約交割風險。在此制度下，結算會員需與交易會員簽定委託結算契約，交易會員也在受託下單前與其客戶簽定委託契約，客戶有權自交易會員處獲悉其所有下單及交易資訊，而結算會員則依據其與交易會員簽訂之綜合帳戶（Omnibus account）與充分揭露條款提供服務。一般結算會員要求交易會員之風險管理與法令遵循內容包括²³：

1. 瞭解你的客戶（Know your customer）資料審核書面文件；
2. 藉由客戶風險揭露文件與銀行信用評等資訊評定客戶風險指數。
3. 對客戶收取適當金額之保證金，再由結算會員對交易會員及其客戶收取。

²³ 許正誼，國外市場降低證券商違約交割風險之相關規範及措施之簡介，證交資料第 623 期，臺灣證券交易所，2012 年 7 月，頁 33。<http://www.twse.com.tw/ch/products/publication/download/0001000640.pdf>

4. 採取客戶資金帳戶分離制度。
5. 確保款券即時收付至客戶帳戶。
6. 定期寄送客戶帳戶報告。

為提升客戶款項資訊之透明度與即時反應時效，降低違約交割風險，普遍要求客戶將交割款項帳戶設置於證券商所屬集團或關係銀行，以利結算會員及時掌握客戶信用款項與部位。例如美國最大的Pershing 結算公司與客戶發展「共通銀行計畫」（Common Banking Program），鼓勵客戶於其母公司 BNY Mellon Bank 開設交割款項帳戶，以利其為客戶處理款項交割事宜。

綜上可知，美國證券商於業務範圍內得對客戶款項流用，但計算借貸相減後，對客戶額外之貸項金額，則應存入銀行或金融機構，實際上即限制證券商為客戶配置交易餘額的空間。因此，美國證券商須與銀行合作，或以銀行控股公司方式，才能提供現金管理帳戶業務²⁴。

（三）客戶資產保護

為避免證券商發生財務困難，進而被合併或破產，影響投資人權益，「證券投資人保護法」（Securities Investor Protection Act of 1970，簡稱SIPA）於1970年12月30日生效²⁵，並依本法設立償付基金，對破產券商之客戶彌補其金錢與股票之損失，俾維繫投資人對於證券市場之信心，惟與破產債權相關者，仍須援引適用破產法之相關規定。本法共計16條，內容包括：證券投資人保護公司（Securities Investor

²⁴ 龔天益等，證券商經營現金管理帳戶業務之研究，中華民國證券商業同業公會，民國 97 年 11 月 27 日。

²⁵ 美國早在 1938 年破產法（The Chandler Act）中規範破產證券商之投資人相關問題，此後破產法修正案亦區別破產證券商之普通債權人與證券投資人受償之優先順序，使證券投資人優先受償。

Protection Corporation, SIPC)、證券投資人保護基金(SIPC Fund)、客戶的保護、清算程序之一般性條款、受託人的權利與義務、清算程序之特殊條款、預付賠償金、直接付款程序、證券主管機關之功能、檢查機關之功能、自律組織之功能、禁止之行為、附則、名詞定義等。本法所未規定者，應適用「1934年證券交易法」，為「證券投資人保護法」之一部分²⁶。

依SIPA§78fff-5規定，SIPC基金於下列條件下方可動用²⁷：

1. 為滿足客戶之求償。
2. 會員證券商之總資產(General estate)不足於支付該資產之管理與清算程序之成本與支出(受託人、律師、會計師之費用與受僱人之薪資)時，該成本與支出之金額將由SIPC基金預付給受託人。
3. 為保證或給付會員證券商對於銀行、出借人或其他任何人之債務時，得由SIPC基金預付。為清償會員券商對於銀行之債務，動用資金將該會員券商為擔保債務設質於銀行之有價證券取回，則取回之有價證券視為客戶財產，非屬總資產之一部分。
4. 因客戶帳戶移轉而承受之證券商，對於帳戶移轉所致有價證券或現金短缺損失之彌補與保證，得動用基金。
5. 當客戶求償主張以有價證券返還時，為了取得該遺失之有價證券，得由基金預付買回。

²⁶ Securities Investor Protection Act of 1970, 15 U.S.C. §78aaa-III, as amended through July 22, 2010. <http://www.sipc.org/pdf/Securities%20Investors%20Protection%20Act.pdf>

²⁷ Securities Investor Protection Act of 1970, 15 U.S. Codes, § 78fff-3, http://www.law.cornell.edu/uscode/215/uscode_sec_15_00000078-fff003-.html

第二節 韓國

韓國交易所（Korea Exchange，KRX）是韓國目前唯一的證券與衍生性商品交易所，於2005年1月27日由原韓國證券交易所（Korea Stock Exchange，KSE）、韓國期貨交易所（Korea Futures Exchange，KOFEX）和韓國KOSDAQ證券市場（KOSDAQ Stock Market）合併而成。合併後KOSDAQ成為韓國交易所（KRX）的KOSDAQ市場部，並負責原有的KOSDAQ市場。因此，目前韓國交易所（KRX）經營的證券市場分成主板市場（KOSPI market）與創業板市場（KOSDAQ market），其中創業板市場主係為中小型企業而設立。

韓國交易所的組織、市場營運、監督、市場監視、爭議調節、持股限制等皆受「金融投資服務暨資本市場法」（Financial Investment Services and Capital Markets Act）²⁸所規範，並依據「金融投資服務暨資本市場法」第393條規定，針對KOSPI market與KOSDAQ market分別訂定主板市場業務規則（KOSPI Market Business Regulation）以及創業板市場業務規則（KOSDAQ Market Business Regulation）。另依據「金融投資服務暨資本市場法」第412條規定，前述業務規則之制定、修訂以及廢除皆須經「金融服務委員會」（Financial Services Commission，FSC）核可²⁹。

以下將就韓國證券市場有關開戶、交易、結算、交割等制度，針對本計畫之研究範圍加以介紹。

²⁸ 韓國「金融投資服務暨資本市場法」於2007年7月3日通過，同年8月3日由總統公布，2009年2月4日生效，該法整合「證券交易法」（Securities Exchange Act）、「期貨交易法」（Futures Trading Act）、「間接投資資產運用業法」（Indirect Investment Act）、「信託業法」（Trust Business Act）、「商人銀行法」（Merchant Banks Act）、「韓國證券期貨交易所法」（Korea Securities & Futures Exchange Act）等六個資本市場相關法令。

²⁹ 參閱吳家興，「韓國資本市場整合法之發展與影響」，中華民國證券商業同業公會委託研究計畫，2009年2月；以及韓國交易所編製“Introduction to Trading at KRX Stock Market 2011”，<http://eng.krx.co.kr/coreboard/BHPENG08004/view.jsp?bbsSeq=19789&secretYn=N>

壹、開戶

依據韓國交易所業務規則（KOSPI Market Business Regulation 以及 KOSDAQ Market Business Regulation 第 2 條第 10 款）規定，有關「客戶帳戶交易（customer account transaction）」係指證券經紀商接受客戶委託，代為進行有價證券買賣之交易。同規則（KOSPI Market Business Regulation 第 77 條以及 KOSDAQ Market Business Regulation 第 33 條）規範證券開戶事宜，規定證券商執行客戶委託買賣前，須與客戶簽訂開戶契約，其內容包括須由客戶簽署服務同意書（Service Agreement）。前述客戶開戶作業，證券商必須取得客戶資訊之書面資料，加以記錄並保存。證券商非俟客戶簽訂開戶契約、開立買賣帳戶後，不得受託買賣。並於同規則（KOSPI Market Business Regulation 第 78 條以及 KOSDAQ Market Business Regulation 第 34 條）針對前述服務同意書的內容加以規範，包括同意遵守證券市場各項交易規定、同意收取保證金以及客戶違約之處理等³⁰。此外，證券商須於客戶開戶時，向客戶說明所簽署同意書之重要條款。且當證券商新增服務同意書內容或修正現行條款，皆須於生效日起 5 日內通知韓國交易所。

貳、交易制度

依據韓國交易所業務規則（KOSPI Market Business Regulation 以

³⁰ 參閱韓國交易所編製“Introduction to Trading at KRX Stock Market 2011”，<http://eng.krx.co.kr/coreboard/BHPENG08004/view.jsp?bbsSeq=19789&secretYn=N>；韓國交易所主板市場業務規則（KOSPI Market Business Regulation），<http://inc.krx.co.kr/attach/kor/dyn/etc/1358751727395.doc>；以及創業板市場業務規則（KOSDAQ Market Business Regulation），<http://inc.krx.co.kr/attach/kor/dyn/etc/1350630474859.doc>

及 KOSDAQ Market Business Regulation 第 9 條) 規定，證券商須明確區分交易究係受理客戶委託單或為證券商自行買賣交易、買進或賣出委託，並將該等委託傳輸至證券交易所之電腦系統。韓國交易所於 2009 年 3 月 23 日推出名為 EXTURE 的新世代交易系統，結合交易、結算、交割等功能，同時整合韓國交易所合併前 3 家機構的市場平台於單一平台³¹。

一、交易方式

投資人必須於韓國交易所 (KRX) 之會員證券商處開戶後，方可輸入委託。依據韓國交易所業務規則 (KOSPI Market Business Regulation 第 82 條以及 KOSDAQ Market Business Regulation 第 39 條)，證券商得採書面、電話、電報、傳真以及電子通訊等方式接受投資人下單委託，並依據業務規則施行細則 (Enforcement Rules of KOSPI Market Business Regulation 第 109 條以及 Enforcement Rules of KOSDAQ Market Business Regulation 第 41 條) 之規定，確實查證與處理委託資訊，且須立即將該委託輸入韓國交易所系統。

二、收取保證金 (Good Faith Deposit 或 Margin)

依據韓國交易所業務規則 (KOSPI Market Business Regulation 第 87 條以及 KOSDAQ Market Business Regulation 第 42 條) 規定，證券商於接受客戶委託買賣時，得收取交易保證金。對委託買入者，保證金以現金方式收取；對委託賣出者，保證金以該賣出證券或現金方式收取。並規定證券商須訂定交易保證金之收取方式與比率，包括依業務規則 (KOSPI Market Business Regulation 第 88 條以及 KOSDAQ

³¹ 參閱韓國交易所編製“Introduction to Trading in KRX Stock Markets 2010”，
<http://eng.krx.co.kr/coreboard/BHPENG08004/view.jsp?bbsSeq=19784&secretYn=N>

Market Business Regulation 第 43 條) 規定，以抵繳證券 (Substitute Securities) 代替應收保證金時之收取比率，稱為「交易保證金收取準則」(The Guidelines for Collection of Good Faith Deposit)。且證券商應於規定時間內，將所制定保證金收取準則內容通報交易所，修正時亦同。另依業務規則施行細則 (Enforcement Rules of KOSPI Market Business Regulation 第 111 條以及 Enforcement Rules of KOSDAQ Market Business Regulation 第 43 條) 規定，證券商應於制定內容生效日前五個交易日，通報交易所。

韓國證券市場自 1981 年開始實施交易保證金制度³²，過去由交易所規定保證金的收取比率，自 1998 年 4 月 1 日起修訂相關法規，改由證券商依據本身的風險管理政策自行決定保證金收取方式。於 1998 年保證金制度修改前，規定保證金收取比率最低為委託金額之 40%，若以證券抵繳之比率不得超過委託金額之 20%，並由韓國交易所規定豁免收取保證金的機構範圍，且規定符合其特別管理標準者，應收取全額之保證金 (參見表 2-1)。1998 年 4 月 1 日起韓國證券商可自行決定其向客戶收取之保證金比率，每家證券商之收取比率得以不同，亦得自行訂定免予預收保證金之法人機構範圍。依據韓國交易所統計，目前大部分證券商向散戶投資人收取的保證金比率為委託買進金額之 30% 至 40%，委託賣出時則須投資人帳戶中有相應的證券；部分證券商對於信用良好的機構投資人，給予豁免保證金收取之優惠³³。

³² 參閱洪櫻真，「韓國證券市場交易保證金制度」，證交資料第 491 期，2003 年 3 月，以及韓國交易所業務規則 (KOSPI Market Business Regulation) 與韓國交易所業務規則施行細則 (Enforcement Rules of KOSPI Market Business Regulation)。

³³ 參閱韓國交易所編製“Introduction to Trading at KRX Stock Market 2011”，<http://eng.krx.co.kr/coreboard/BHPENG08004/view.jsp?bbsSeq=19789&secretYn=N>

表 2-1：韓國保證金制度修改前後比較表

項目 \ 時間	1998 年 4 月修改前	1998 年 4 月修改後
保證金比率	最低收取委託金額的 40%	證券商自行裁量
證券抵繳比率	不超過委託金額的 20%	證券商自行裁量
豁免機構	由韓國交易所指定	證券商自行裁量
管理標的	收取委託金額的 100%	證券商自行裁量

資料來源：韓國交易所編製“Introduction to Trading at KRX Stock Market 2011”，
<http://eng.krx.co.kr/coreboard/BHPENG08004/view.jsp?bbsSeq=19789&secretYn=N>

為保障投資人的權益，韓國「金融投資服務暨資本市場法」(Financial Investment Services and Capital Markets Act) 第 74 條規定，證券商須將投資人交易保證金與本身資產分開存放；另依同法第 393 條規定，韓國交易所須於其業務規則 (Business Regulations) 針對交易保證金之收取加以規範。

三、競價制度

韓國交易所是一個典型之委託單驅動市場，在此市場下買方及賣方委託會依最佳價格競價。開盤、收盤及恢復暫停交易之第一盤成交以集合競價方式撮合，市場開盤前一小時（上午 8 時至 9 時）及收盤前 10 分鐘（下午 2 時 50 分至 3 時），採集合競價方式決定開盤價格與收盤價格。其餘盤中正常交易則以連續競價方式撮合，再依價格、時間為優先順序，及客戶優先、委託量大者優先為原則³⁴。

參、結算交割制度

依據韓國「金融投資服務暨資本市場法」第 378 條規定，韓國證

³⁴ 參閱韓國交易所編製“Introduction to Trading at KRX Stock Market 2011”，
<http://eng.krx.co.kr/coreboard/BHPENG08004/view.jsp?bbsSeq=19789&secretYn=N> 以及「2012 年世界主要證券市場相關制度」，臺灣證券交易所彙編，2012 年 7 月出版。

券市場由韓國交易所負責市場結算與交割，韓國交易所本身扮演集中交易對手（Central Counterparty，CCP）的角色，在結算過程中介入證券交易買賣雙方之間，成為「買方的賣方」和「賣方的買方」。目前相關結算作業由韓國交易所的子公司--韓國證券電腦股份有限公司（Korean Securities Computer Corporation，簡稱 KOSCOM）進行結算報表之產製。

韓國交易所證券市場之結算交割程序，得以圖 2-1 加以列示並說明如下：

1.交易確認

由於韓國交易所採電腦撮合鎖定交易方式（locked-intrade）完成配對成交，結算會員經由與交易所間之連線系統收到成交回報之同時，即視為完成確認。如有錯誤證券商須於 T+1 日前完成更正，否則韓國交易所將視為交易已確認並據以計算交割資料³⁵。

2.假定交割義務

韓國交易所依據交易確認資料，假定所有結算會員的交割義務，所有結算會員僅針對韓國交易所負有交割義務。韓國交易所於 2001 年引進非結算會員制度，非結算會員有權利在市場交易但無權利辦理市場交割，因此，非結算會員必須委託指定之結算會員替其名下成交之交易進行交割，並由彼此確認雙方之權利與義務³⁶。

3.互抵方式決定交割數額

³⁵ 依據 KOSPI Market Business Regulation 第 72-2 條以及 KOSDAQ Market Business Regulation 第 28-2 條。

³⁶ 依據韓國交易所會員規則（KRX Membership Regulation）第 21 條、KOSPI Market Business Regulation 第 73 條以及 KOSDAQ Market Business Regulation 第 29 條。

韓國交易所採取多邊淨額交割制度 (multilateral net settlement system)，以互抵方式計算款、券結算淨額。韓國交易所在整合後，將證券商在 KOSPI 市場及 KOSDAQ 市場的應收付金額進行互抵計算，2006 年將證券市場與公債市場的應收付金額進行互抵計算³⁷。

4.通知交割義務

韓國交易所透過電腦自動傳輸系統將結算交割明細傳輸予相關的結算會員以及韓國證券集中保管公司(KSD)與韓國中央銀行(Bank of Korea)，並應依據韓國交易所業務規則 (KOSPI Market Business Regulation 第 75 條以及 KOSDAQ Market Business Regulation 第 31 條) 之規定，載明應通知事項，如交易日期、交割日期、個別會員款券交割淨額等。

5.執行交割

韓國證券市場款券交割之截止時間為 T+2 日下午 4:00，於 2011 年 7 月 25 日以前，韓國交易所原本自 T+2 日下午 3:00 開始撥付款券，並於 4:00 完成所有款券交割，為提高款券之撥付效能，韓國交易所於 2011 年 7 月 25 日開始實施「批次交付」(Periodic Settlement)制度，從 T+2 日上午 9:00 開始，即開始撥付款券³⁸。

款券的交割是透過韓國交易所交割帳戶與結算會員交割帳戶間的帳簿劃撥方式來執行，前述韓國交易所款券的交割帳戶由韓國證券集中保管公司 (KSD) 代理韓國交易所設立，雖然由韓國證券集中保管公司 (KSD) 進行營運，韓國交易所仍是該帳戶之法定受益人，透

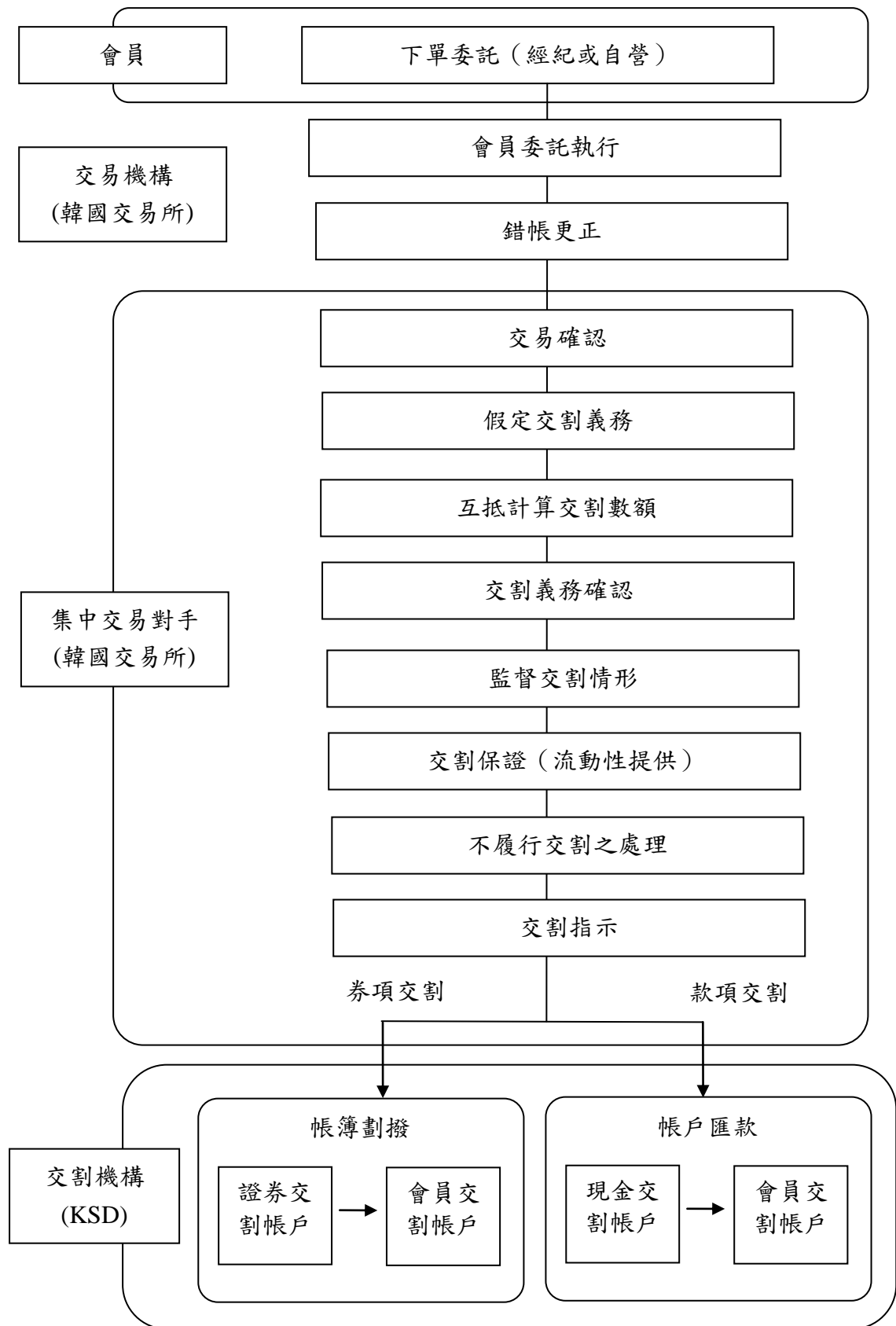
³⁷ 依據 KOSPI Market Business Regulation 第 74 條以及 KOSDAQ Market Business Regulation 第 30 條。並參閱「2012 年世界主要證券市場相關制度」，臺灣證券交易所彙編，2012 年 7 月出版。

³⁸ 參閱章友馨，「第八屆亞太結算所 AOCCP 會議--保證金制度在亞洲之實施情形」，證交資料第 598 期，2012 年 2 月。

過前述交割帳戶之任何款券移轉，與透過韓國交易所的帳戶移轉，具有相同的法律效力³⁹。此外，款的部分經由韓國中央銀行（Bank of Korea）進行匯款撥付，韓國證券集中保管公司（KSD）則透過帳簿劃撥方式辦理券之餘額交割⁴⁰。

³⁹ 依據 KOSPI Market Business Regulation 第 75-2 條以及 KOSDAQ Market Business Regulation 第 31-2 條；參閱韓國交易所編製“Introduction to Trading at KRX Stock Market 2011”，<http://eng.krx.co.kr/coreboard/BHPENG08004/view.jsp?bbsSeq=19789&secretYn=N>

⁴⁰ 參閱「2012 年世界主要證券市場相關制度」，臺灣證券交易所彙編，2012 年 7 月出版。



資料來源：韓國交易所編製“Introduction to Trading at KRX Stock Market 2011”，
<http://eng.krx.co.kr/coreboard/BHPENG08004/view.jsp?bbsSeq=19789&secretYn=N>

圖 2-1：韓國交易所證券市場之結算交割程序

肆、交割作業

一、證券商對交易所之交割

證券商之交割可分為券項交割與款項交割，茲分述如下：

1. 券項交割

券項的交割係由韓國證券集中保管公司（Korea Securities Depository，簡稱 KSD）負責證券市場之證券劃撥交割作業。韓國證券市場的交割制度原本採取每日淨額交割制度（Daily Netting Settlement，DNS），為與國際證券市場接軌，乃仿效世界主要交易所⁴¹採取的持續淨額交割制度（Continuous Net Settlement，CNS），於 2012 年 1 月 16 日起將交割制度改為持續淨額交割制度（CNS），與每日淨額交割制度之差異，主要在於得將券之遲延直接遞延至次日，並在兩日間使應付券項與應收券項互抵，在次一日時僅須交割互抵後的淨額即可。此種作法可以使券之遲延不致造成當日交割缺口，而能遞延至次一交割日交割截止時點前再為交割，以提高結算會員券項交割之彈性。

2. 款項交割

款項的交割則透過交割銀行辦理，前述的交割銀行原本由新韓（Shin-Han）及友利（Woori）兩家商業銀行辦理，但因近年來金融市場波動狀況加劇，韓國為控管交割銀行風險，自 2012 年 1 月 16 日起，將一般證券及公司債之交割銀行改為韓國中央銀行（Bank of Korea），但衍生性金融商品仍維持於商業銀行交割⁴²。

⁴¹ 包括美國（NSCC）、日本（JSCC）、歐洲（Clearnet）及香港（HKSCC）等交易所皆採取持續淨額交割制度（CNS）

⁴² 參閱“Business Guide (Reformation of Settlement System)”

http://eng.krx.co.kr/por_eng/m7/m7_5/m7_5_7/JHPENG07005_07_01.jsp 以及章友馨，「第八屆亞太

二、投資人對證券商之交割

1. 交割時點

韓國交易所自 2009 年 1 月 28 日修訂其業務規則 (KOSPI Market Business Regulation 第 96 條以及 KOSDAQ Market Business Regulation 第 45 條)，依據修訂後之規定，投資人對證券商之交割時點，由過去的 T+2 交割日中午 12 時，調整為由辦理結算的證券商自行與其投資人議定交割時點；當證券商與投資人議定或調整交割時點時，須先向韓國交易所報告相關資料。因此，在實際作業流程上，韓國交易所無法確定投資人對證券商完成款券交割之時點，僅能確認證券商於交割截止時點前對證交所完成交割⁴³。

2. 客戶款項存管模式

依據韓國「金融投資服務暨資本市場法」(Financial Investment Services and Capital Markets Act) 第 74 條規定，證券商須將投資人款項與本身資產分開存放，投資人款項帳戶可以存款帳號形式開立，也可以信託帳戶形式開立。並禁止任何人扣押前述投資人款項或將該款項作為債務抵償，證券商除依規定不得移轉投資人款項或以投資人款項為任何人或任何機構提供擔保。

韓國實行投資人款項集中存管模式，投資者於證券商開戶與交存款項，證券商於收到當日必須將投資人款項全額轉存至韓國證券金融公司 (Korea Securities Finance Corporation，簡稱 KSFC)，以避免投

結算所 AOCCP 會議--保證金制度在亞洲之實施情形」，證交資料第 598 期，2012 年 2 月。

⁴³ 參閱「2012 年世界主要證券市場相關制度」，臺灣證券交易所彙編，2012 年 7 月出版。

資人款項被證券商挪用，亦使投資人資金免遭證券商破產的損失⁴⁴。此外，韓國證券金融公司（KSFC）不負責證券交易資金之結算，也不管理投資者保證金帳戶明細。而是由證券商負責記錄與保存客戶交易相關帳戶資料，如保證金之存取、轉撥與買賣價款之收付等⁴⁵。

伍、違約交割處理

證券商違約發生時，KRX 以結算會員預收投資人之交易保證金（Good Faith Deposit）、違約損失準備（Fidelity Guaranty Money）及其共同賠償基金繳存部份先行支付，以補足違約損失，如不足時，則依據其他結算會員繳存於共同賠償基金（common fund）部份做比例性支付，再有不足，則使用 KRX 的自有資金。

如果賣方證券商在交割日仍無法交付股票，經買方證券商同意後，由 KRX 開具證券支付憑單（Securities Delivery Bill, SDB）代替證券交付，以完成交割；以證券支付憑單代替證券交付之證券商必須在交割日後的第一日補回有價證券，並負擔相關費用及處罰金（punitive interest），處罰金相當於年利率 17%。證券商如不為回補，KRX 得暫停會員證券商之交易。此外，證券商因違約造成市場一連串脫序現象，KRX 得取消其會員資格，甚且，財經部（The Minister of Finance & Economy, MOFE）得撤銷其證券商營業許可⁴⁶。

⁴⁴ 參閱陸佳蔚，「證券客戶交易結算資金存管制度與監管體系研究」，<http://www.docin.com/p-162643808.html>

⁴⁵ 參閱喬炳亞，「韓國證券公司客戶保證金存管制度與借鑒意義」，<http://211.81.31.53:88/index/showdoc.asp?blockcode=sjnaq&filename=200312113152> 以及洪櫻真，「韓國證券市場交易保證金制度」，證交資料第 491 期，2003 年 3 月

⁴⁶ 參閱「2012 年世界主要證券市場相關制度」，臺灣證券交易所彙編，2012 年 7 月出版。

第三節 香港

香港於 1999 年開始進行證券與期貨市場的改革，香港聯合交易所有限公司（Stock Exchange of Hong Kong Limited，SEHK）與香港期貨交易所有限公司（Hong Kong Futures Exchange Limited，HKFE）實行股份化，並於 2000 年 3 月 6 日與香港中央結算有限公司（Hong Kong Securities Clearing Corporation，HKSCC）合併，成立香港交易所（Hong Kong Exchanges and Clearing Limited，HKEx），合併後的香港交易所於 2000 年 6 月 27 日在香港聯交所上市。目前香港交易所旗下有三家結算所，分別負責不同產品的結算交割，包括由香港中央結算有限公司（HKSCC）負責現貨市場之結算交割、香港聯合交易所期權結算所有限公司（The SEHK Options Clearing House Limited，SEOCH）負責股票選擇權之結算，以及由香港期貨結算有限公司（HKFE Clearing Corporation Limited，HKCC）負責期貨與指數選擇權之結算⁴⁷。

針對本研究之範圍，以下將就香港現貨市場股票的部分，就開戶、交易、結算、交割等制度加以介紹。

壹、開戶

香港證券市場對於證券商與投資人間之權利義務，往往藉由證券商與投資人間簽訂書面協議的方式加以規範，香港證券及期貨事務監察委員會（以下簡稱證監會）則訂定「證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則」以約束證券商的行為，該準則雖無法律效力，惟證監會將以該準則作為是否繼續核發證券商牌照之指引。此

⁴⁷ 參閱香港交易所網站，<http://www.hkex.com.hk>

外，證監會為反映市場的實際情況，考量前述準則應具備足夠的靈活性，以便區分專業與非專業投資人，允許證券商針對專業投資人時，得無須遵守該準則的部分條文。

依據「證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則」第 5.1 條之規範，投資人得以親臨或以郵寄方式在證券商開立帳戶，開戶時應確立每位客戶的真實和全部的身分、財政狀況、投資經驗及投資目標，並簽署客戶協議。若客戶並非親身開立帳戶，則客戶協議的簽立，及有關的身分證明文件的見證，應由公證人士加以驗證。或者，使用獲得「電子交易條例」認可的驗證服務，例如由香港郵政所提供的驗證服務。

依據「證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則」第 6.1 條之規範，證券商應在向客戶提供服務之前，與每名客戶訂立書面的客戶協議，客戶協議的種類得依所提供的服務而有所不同。並於同準則第 6.2 條規範客戶協議的基本內容，如雙方的基本資料、協議內容若有重要的變更應通知對方的承諾、提供的服務內容、客戶須向證券商支付的任何酬勞以及相關的風險揭露聲明等⁴⁸。

貳、交易制度

一、交易方式

投資人一般可透過網際網路、電話、傳真或親身到證券商下單，惟仍須視證券商所提供的服務而定。通常證券商於收到客戶的買賣指示後會核實資料，並查核客戶帳戶狀況(如買賣價價位是否偏離現價太遠或帳戶是否有足夠現金或股票交割)，再將客戶的買賣盤傳送到

⁴⁸ 參閱「證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則」，<http://cn-rules.sfc.hk/browse.php?id=475&type=0>

香港交易所的交易系統。此外，若投資人欲賣出手中持有的實體股票，則須先行把實體股票存入證券商客戶帳戶，再經香港中央結算所核實方可賣出，核實期大約需 10-14 個工作天⁴⁹。

二、保證金收取情形

證券商與其客戶之間的所有結算交割安排(包括證券及有關資金)，均屬證券商與投資人之間的商業協議，取決於投資人與證券商之間的關係及證券商的風險管理政策。部分證券商要求客戶於委託買入股票前預先存入款項，部分則要求客戶在當日或 T+2 日付款。在委託賣出方面，部分證券商要求出售股票的客戶預先存入股票，而部分證券商則可能允許客戶在委託賣出成交後才存入有關股票。因此，證券商在受理投資人開立帳戶時，須與投資人簽訂客戶協議條款，將雙方的權利義務清楚載明⁵⁰。因此，香港證券市場對於客戶保證金收取並非強制規定，端視證券商本身的風險管理政策，與客戶之間以書面協議進行約定。

三、競價制度

自 2012 年 3 月 5 日起，香港交易所持續交易時段延長為上午 9 時 30 分至中午 12 時（上午盤）及下午 1 時至 4 時（下午盤）。以下依據開市前時段、持續交易時段以及收盤價格決定之方式加以說明：

1.開市前時段：上午 9 時至 9 時 30 分為開市前時段，依據「香港交易所規則」第 501H 條之規定計算「參考平衡價格」，用以釐定公平

⁴⁹ 參閱宏遠證券(香港)「香港股票交易須知」，

<http://www.honsec.com.tw/HWweb/Content.Files/HongKong.Files/pdf/hkstock.pdf>；凱基證券「交易須知」，<http://www.kgieworld.com/HKStocks/TradingNotes.aspx#q18> 以及灝天金融集團，

<http://www.gloryskygroup.com/securities/tradingFlow.aspx?lang=big5>

⁵⁰ 參閱香港交易所網站，http://www.hkex.com.hk/chi/global/faq/securities%20market_c.htm

的開盤價。

2. 持續交易時段：在持續交易時段，交易系統會以價格優先的原則，然後按照買賣盤輸入系統的先後次序逐一對盤。較早時間輸入系統的買賣盤必須要完全執行，才可處理同等價格但較遲輸入的買賣盤。
3. 收盤價格決定：按持續交易時段最後一分鐘內五個按盤價的中位數計算。系統由下午 3 時 59 分整開始每隔 15 秒錄取股份按盤價一次，一共攝取五個按盤價。前述按盤價是根據「香港交易所規則」第 101 條，於比較當時的買盤價、賣盤價及最後錄得價後加以確定⁵¹。

參、結算交割制度

香港中央結算有限公司（HKSCC）負責處理香港聯交所上市證券（包括股票、認購權證及債券等）交易之結算交割及集中保管業務，目前透過中央結算及交割系統（The Central Clearing And Settlement System，縮寫為 CCASS，簡稱中央結算系統）提供相關的服務。

中央結算系統提供結算服務，以決定參與者（如證券商）在證券交易後的責任，亦即應付或應收的現金或證券。透過中央結算系統進行結算及交割之交易可分為「聯交所買賣」，以及「非聯交所買賣」兩類，以下分別加以說明：

（一）聯交所買賣

聯交所的所有交易詳情，包括買賣資料及買賣更改資料，會於每個交易日（T 日）由聯交所以電子形式自動輸送至中央結算系統，結算參與者毋須另行輸入或再次確認中央結算系統內的交易詳情。於 T 日下午 6 時及 8 時後，結算參與者可透過中央結算系統終端機取得有

⁵¹ 參閱香港交易所網站，http://www.hkex.com.hk/chi/global/faq/securities%20market_c.htm

關其證券及款項數額的臨時結算表，以供對帳之用。而載有確認結算數額的最終結算表，則於 T+1 日下午 2 時後提供予結算參與者，以供核實。

聯交所買賣又可分為「持續淨額交割」和「已劃分的買賣」兩種制度。

1. 「持續淨額交割」制度

聯交所買賣是以淨額方式以「持續淨額交割」制度處理，除非在交易時，該項證券交易已被結算參與者或被香港中央結算有限公司（HKSCC）基於風險管理原因劃分出來⁵²，以「已劃分的買賣」制度交割。

在「持續淨額交割」制度下，香港中央結算有限公司（HKSCC）成為買、賣雙方經紀的交割對手，以提供交割的保證。結算參與者在同一日同一檔標的的證券交易採互抵方式，且結算參與者在交割日的待交割證券淨額，將轉移至下一個交割日，與同一檔證券的相反部位淨額互相抵銷。

2. 「已劃分的買賣」制度

「已劃分的買賣」是以逐項交割方式交割，香港中央結算有限公司（HKSCC）並不會替代成為買賣的交割對手，其雖然輔助進行該

⁵² 「已劃分買賣」制度產生之原因，包括：

- 一、買賣方之證券商選擇根據「已劃分買賣」制度為買賣之交割。
- 二、屬聯交所持續淨額交割買賣，但不獲 HKSCC 接納依據持續淨額交割制度進行結算交割之買賣；例如：
 1. 證券商未能支付任何拖欠或應付予 HKSCC 的款項。
 2. HKSCC 認為證券商涉及不尋常、具風險或有可疑的買賣行為。
 3. 證券商經常違反規則或遭受聯交所或證監會紀律處分或暫停會籍處分。
 4. HKSCC 認為證券商可能於債務到期時無力償還債務。
 5. HKSCC 認為某一合資格證券有不尋常買賣活動或價格波動過大或具風險情事者，亦可自聯交所持續淨額交割制度之買賣劃分出來。
- 三、證券商依 HKSCC 通知執行補購證券時，需以「已劃分買賣」方式為之。

等交割，但並不提供保證。

(二)非聯交所買賣

非聯交所買賣又可分為「交割指示的交易」，「結算機構的交易」和「投資者交割指示的交易」三類，分別說明如下：

1. 「交割指示的交易」

經紀商與託管商之間的交易、股份借貸、股份承押及股份組合轉移，均可透過參與者雙方輸入交割指示進行，並以逐項交割方式進行交割。香港中央結算有限公司（HKSCC）雖然輔助進行「交割指示的交易」的交割，但並不提供保證。

2. 「結算機構的交易」

香港聯合交易所期權結算所有限公司於 1995 年納入中央結算系統的結算機構參與者，有關股票期權行使後的交易亦會傳送至中央結算系統進行交割。

3. 「投資者交割指示的交易」

「投資者交割指示的交易」包括投資者戶口持有人與中介人之間的交易、股份借貸交易、股份承押交易及證券的組合轉移。經紀商或託管商（同時為中央結算系統參與者）必須將載有香港中央結算有限公司（HKSCC）要求的有關資料的投資者交割指示輸入中央結算系統。

香港交易所證券市場之結算交割程序，若以「持續淨額交割」制度進行交割的聯交所買賣觀之，得以圖 2-2 加以列示並說明如下：

(一)對帳作業

聯交所交易資料經電腦系統在收盤後即時傳送到香港中央結算有限公司 (HKSCC) 之中央結算系統，證券商於成交日約下午 6 時即可透過中央結算系統終端機收取臨時結算表 (PCS)，並辦理對帳。

證券商倘有疑義或有錯帳申報情事或有逾時呈報之買賣，均應於成交日後第一營業日上午 12 時前以電腦連線通知聯交所，該資訊同時會由聯交所傳送到結算公司，證券商於成交後第一營業日下午約 2 時即可透過中央結算系統終端機收取最後結算表 (FCS)。

(二)沖抵方式

現行經聯交所買賣之證券，均透過香港中央結算有限公司 (HKSCC) 之中央結算系統進行結算及交割，香港中央結算有限公司 (HKSCC) 對證券商若採「持續淨額交割」制度者，其款券結算交割皆以持續淨額多邊沖抵方式。

(三)交割時點

持續淨額交割為 T+2 日完成款券交割。

(四)款券收付方式

1.有價證券之交割

(1)證券商應付有價證券

香港中央結算有限公司 (HKSCC) 於成交日後第二營業日依據最後結算表辦理證券商應付有價證券之扣帳，香港中央結算有限公司 (HKSCC) 交割處理方式可分為下列二種：

①批次處理

證券商如無特別指示，香港中央結算有限公司（HKSCC）將以批次方式分別於中午 12 時、下午 2 時 30 分及 3 時 45 分自動辦理證券之扣帳。

②證券商另有交付指示者，由賣方證券商輸入交付指示，香港中央結算有限公司（HKSCC）會即時將應扣之證券自賣方證券商帳戶撥入買方證券商帳戶。

(2)證券商應收有價證券

香港中央結算有限公司（HKSCC）係於成交日後第二營業日以批次處理買方證券商應收有價證券之入帳，惟因買方證券商應付之款項實務上係透過香港銀行同業結算有限公司之結算系統辦理，該款項入帳與否，香港中央結算有限公司（HKSCC）於成交日後第三營業日上午始會接獲結算銀行之通知，因此於成交日後第二營業日入帳之證券將暫時被凍結，直至買方證券商款項已付訖後始得動用。

香港中央結算有限公司（HKSCC）為使買方證券商得提早動用其入帳之證券，目前已批准匯豐銀行、渣打銀行、永亨銀行及廖創興銀行成為中央結算系統的收款銀行，由收款銀行提供電子銀行服務，及為證券商提供以自動結算轉帳系統或轉帳方式預繳款項之收款服務，因此目前買方證券商於成交日後第二營業日預繳現金予收款銀行後即可提早動用其入帳之證券。

2.買賣價款之交割

(1)證券商應收價款

香港中央結算有限公司（HKSCC）於成交日後第二營業日收取證券商賣出證券後，通知結算銀行辦理款項撥付，由於結算銀行係透過香港銀行同業結算有限公司之結算系統。故實務運作上，賣方證券

商應收價款係於成交日後第三營業日上午始會撥入其指定之銀行帳戶。

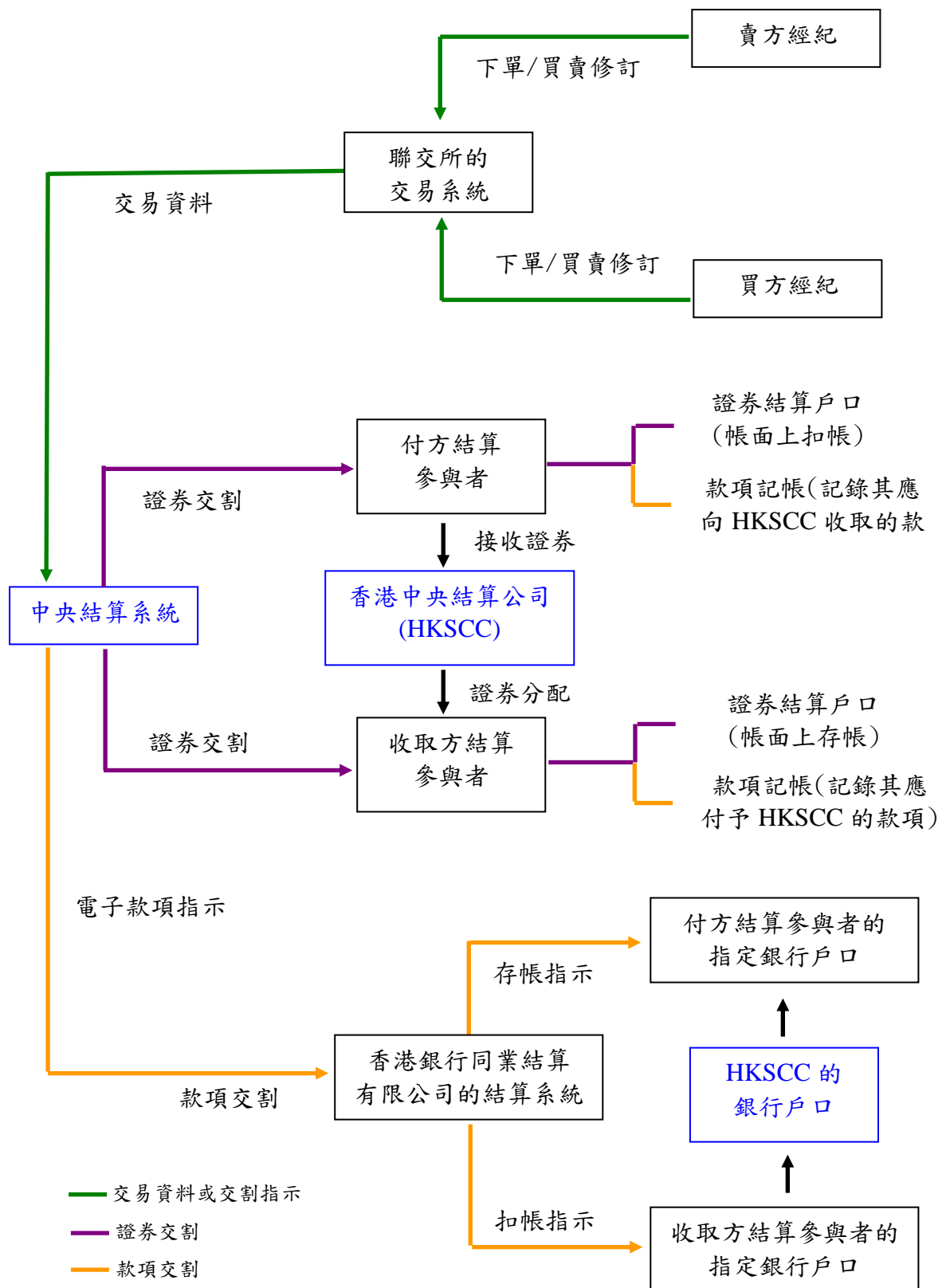
(2)證券商應付價款

買方證券商應付之價款依規定應於成交日後第二營業日交付香港中央結算有限公司（HKSCC），惟實務運作上透過香港銀行同業結算有限公司之結算系統，款項係於成交日後第三營業日上午始會自買方證券商指定之銀行帳戶扣除。

(五)錯帳之處理

證券商因執行受託買賣發生錯誤，如獲相對應之買賣方證券商同意，即可取消該筆交易，惟需於成交日後第一營業日中午 12 時前，向聯交所申報修訂，經聯交所同意後將資料輸入香港中央結算有限公司（HKSCC）結算系統，由香港中央結算有限公司（HKSCC）編製最後結算表。倘證券商未獲相對應之買賣方證券商同意，則需自行負擔因錯帳所產生之損失（如自市場反向操作所生之買賣價差損失）⁵³。

⁵³ 參閱「2012 年世界主要證券市場相關制度」，臺灣證券交易所彙編，2012 年 7 月出版。



資料來源：香港交易所網站，http://www.hkex.com.hk/chi/prod/clr/sec_clrsett/cco_services/p5_c.htm

圖 2-2：香港交易所證券市場之結算交割程序(「持續淨額交割」制度)

肆、交割作業

一、證券商對交易所之交割

中央結算系統亦提供交割服務，於到期交割日，有關證券的交割會於參與者在系統內的證券戶口進行存帳或扣帳，而參與者應收或應付的款項亦會記存或記除於參與者在系統內的「款項記帳」。由於不同的交易方式，後續的款項交割程序亦不同，以下僅就本研究之範圍，針對「持續淨額交割」制度的款項交割制度加以介紹。

1. 券項交割

所有聯交所買賣均須於 T+2 日交割，中央結算系統對參與者的證券戶口進行電子記帳。在每次多批交割處理程序進行時，付方結算參與者證券戶口內的證券會自動記除，並記存入收取方結算參與者的證券戶口內。

2. 款項交割

以「持續淨額交割」制度交割的買賣，均以貨銀對付（Delivery Versus Payment, DVP）方式交割。香港中央結算有限公司（HKSCC）為所有以「貨銀對付」方式交割的交易提供款項交割服務，即在中央結算系統內交付證券後交割款項。

參與者須在指定銀行⁵⁴開設一個戶口，並授權香港中央結算有限公司（HKSCC）可於該指定銀行戶口以電子指示形式存帳或扣帳。

⁵⁴ 目前的指定銀行包括荷蘭銀行、盤谷銀行、中國銀行、交通銀行等計 34 家銀行，完整名單請參閱香港交易所網站，「中央結算所參與者的指定銀行名單(港幣)」，http://www.hkex.com.hk/chi/market/hkex_part/criteria/opsetup_hksccl_part/non-ip-hkd-bklist_c.htm

參與者因交割或其他財務責任而應對香港中央結算有限公司（HKSCC）支付或收取的款項，會以帳面形式記錄於參與者的「款項記帳」。交割程序經香港銀行同業結算有限公司的結算系統對參與者的指定銀行戶口作存帳或扣帳。

結算參與者就聯交所買賣的每一個股份數額經進行持續淨額交割後，其有關的款項數額將會互相抵銷，只餘該名參與者應收或應付的款項淨額。香港中央結算有限公司（HKSCC）於每一交割日結束前，向該名參與者的指定銀行戶口發出直接記存或記除指示進行交割⁵⁵。

二、投資人對證券商之交割

1. 交割時點

交易所參與者(即證券商)透過香港交易所的交易系統配對或申報的交易，必須於交易日(T日)後的第2個交割日的下午3:45前預備足夠的股份，於中央結算系統完成證券交割，有關的資金交割亦會在當日完成，一般稱此為「T+2」。惟T+2只是證券商與證券結算所之間的證券交割安排，證券商與其客戶之間的所有結算交割安排(包括證券及有關資金)，均屬證券商與投資人之間的商業協議，取決於投資人與證券商之間的關係及證券商的風險管理政策。部分證券商要求客戶於委託買入股票前預先存入款項，部分則要求客戶在當日或T+2日付款。在委託賣出方面，部分證券商要求出售股票的客戶預先存入股票，而部分證券商則可能允許客戶在委託賣出成交後才存入有關股票。

2. 客戶款項存管模式

⁵⁵ 參閱香港交易所網站，http://www.hkex.com.hk/chi/prod/clr/sec_clrsett/cco_services/p5_c.htm

香港係採取混合存管模式，亦即證券商與第三方皆可以從事客戶款項的管理業務。若由證券商管理客戶款項，於交割時證券商根據客戶應收應付數據指示，從獨立帳戶支取或存入相應的金額。

另一種方式則由客戶於證券公司約定的金融機構處開立資金帳戶，款項以客戶名義存放，成交後證券商將客戶結算數據交付金融機構，金融機構據此代理客戶向結算所履行資金交割義務。通常一家證券商僅提供前述兩種方式中的一種，客戶可根據自身需要選擇證券公司，並與證券商簽訂協議加以約定⁵⁶。

為保障投資人存放於證券商款項之安全，依據「證券及期貨條例」第 149 條規定，證券商應將客戶款項存入為客戶款項開立並指定為信託帳戶或客戶帳戶的獨立帳戶。此外，依據「證券及期貨條例」第 149 條，香港證監會訂立「證券及期貨（客戶款項）規則」，規定證券商必須以指明的方式處理客戶款項，除規定將客戶款項存入獨立帳戶外，並針對存入的機構、款項的處理與提取等加以規範。茲將前述規則的主要內容彙整如下⁵⁷：

- (1)該規則第 2 條載明適用於整條規則的釋義條文。
- (2)該規則第 3 條界定該規則的適用範圍，尤其是訂明該規則並不適用於在香港以外地方收取或持有並仍留在香港以外地方的客戶款項；及該規則不再適用於在香港收取或持有但其後已在符合該規則規定的情況下移轉往香港以外地方的客戶款項。
- (3)該規則第 4 條規定收取或持有客戶款項的證券商，須為存放該等款項而在香港開立和維持獨立帳戶，及在收取該等款項後的 1 個營業日內存放該等款項在該帳戶內。

⁵⁶ 參閱言斌，「對我國證券公司客戶保證金託管模式的思考」，湖南財經高等專科學校學報第 23 卷第 110 期，2007 年 12 月，<http://file.lw23.com/f/f2/f22/f22a76a6-1807-42fb-89f6-9eb5c1b2fdc4.pdf>

⁵⁷ 參閱香港立法會參考資料摘要「《證券及期貨條例》(第 571 章)-《證券及期貨(客戶款項)規則》」，http://www.sfc.hk/web/doc/TC/legislation/securities/subsidiary/legco_client_money_rules.pdf

- (4)該規則第5條指明在何種情況下可以從獨立帳戶提取客戶款項。
- (5)該規則第6條訂明應如何處理在獨立帳戶內持有的客戶款項的利息。
- (6)該規則第7及8條訂明關於客戶書面指示及常設授權的規定，包括該等常設授權的續期事宜。
- (7)該規則第9條明確指出在收取支付客戶款項款額的支票時，只有在收到該支票的收益時方被視為已收取該款額。
- (8)該規則第10條規定證券商如察覺獨立帳戶內持有並非客戶款項的款額，須在它察覺此事的1個營業日內，從該帳戶提取該款額。
- (9)該規則第11條規定證券商須就沒有遵從該規則的訂明條文一事，以書面通知證監會。
- (10)該規則第12條訂明違反該規則的訂明條文的罰則。

伍、違約交割處理

當有結算參與者未能履行其對結算公司的責任時，根據中央結算系統一般規則，該結算參與者已是違約，結算公司得採取一系列的措施，包括通知聯交所及宣布該結算參與者為「失責人士」。聯交所將根據其規則採取相應行動，其中包括停止該結算參與者（同時為交易所參與者）的一切買賣。如全面結算參與者的任何非結算參與者在該全面結算參與者被禁止參與中央結算系統後未有立即與另一名全面結算參與者訂有具效力、具約束力及有效的結算協議，則結算公司亦會要求聯交所禁止該非結算參與者進行買賣。此外，結算公司亦會通知證券及期貨事務監察委員會。

結算公司在宣布某一結算參與者為「失責人士」後，會就違約參與者的未交割股份數額進行結清，包括補購股份；或出售已獲分配但

尚未付款的股份。結清後，結算公司會計算違約結算參與者應付或應收之淨額，結清交易的費用由違約結算參與者承擔。

違約結算參與者的差額繳款、按金、抵押品、參與費和保證基金的基本供款和浮動供款亦會用作抵銷其欠款，結算公司亦可從保證基金逐層取回結清損失⁵⁸。

第四節 小結

壹、各國投資人交割款項存管模式之比較

綜上所述，針對本文之研究重點，進行美國、韓國、香港與我國在投資人交割款項存管模式之彙整與比較，並將各界所關注的投資人權益保障議題，如投資人取款程序限制、防止證券商挪用、證券商支付能力發生問題時之客戶資產保護規範以及帳戶利息歸屬等，彙整前述各國的相關規範，列示於表 2-2。

表 2-2：各國投資人交割款項存管模式比較表

項目 \ 地區	美國	韓國	香港	臺灣
存管模式	經紀商存管	第三方存管/ 集中存管	混合存管	第三方存管/ 分散存管
帳戶名義	證券商	證券商	證券商/ 投資人	投資人
帳戶所在機構	銀行	韓國證券金融公 司 (KSFC)	銀行	銀行
帳戶性質	現金帳戶或 融資帳戶	存款帳戶或 信託帳戶	存款帳戶或 信託帳戶	投資人存款
帳戶明細管理	證券商	證券商	證券商/銀行	銀行
證券商可否 取得客戶帳戶資 訊	可	可	可	否

⁵⁸ 參閱香港交易所網站，http://www.hkex.com.hk/chi/market/rm/rm_ccrm/clrsettmang5_c.htm

<p>投資人取款程序與限制</p>	<ul style="list-style-type: none"> 證券商須於銀行開立「特別準備銀行帳戶」以客戶為專門受益人，證券商不能動用，SEC 並定期檢查該帳戶餘額。 該帳戶得發給客戶簽帳金融卡 (Debit Card)，以利投資人使用 ATM，但以帳戶內可提領現金為其額度，且設有每日提領限制。 證券商提供客戶多種帳戶類型，甚至包含個人退休帳戶、保管帳戶、不動產抵押、信託及合夥帳戶等。各帳戶基於其目的有不同限制與資格要求，甚至並非所有客戶均可開立。 由證券經紀協助客戶選擇適合帳戶，證券商有權對現金帳戶或保證金帳戶所應維持之金額設限。 	<ul style="list-style-type: none"> 向證券商申請提取款項。 依據韓國交易所營業細則，當投資人仍欠證券商應計之款項時，證券商得限制投資人辦理現金或證券之領回。 	<ul style="list-style-type: none"> 向證券商申請提取款項。 可以親臨證券商提取支票或由證券商代客戶存款到客戶指定之銀行戶口。 若客戶仍欠證券商任何債項時，證券商有權拒絕客戶提取款項的要求，且客戶在未獲證券商事先同意時，無權提取任何款項。 	<p>直接透過銀行櫃檯、ATM 提取，不須經證券商同意。</p>
<p>防止證券商挪用規範</p>	<ul style="list-style-type: none"> 依 Rule §15c3-3 規定，證券商應在銀行開立為客戶專屬利益之「特別準備銀行帳戶」，且該帳戶應與證券 	<ul style="list-style-type: none"> 集中存放於韓國證券金融公司 (KSFC)。 證券商除依規定不得移轉投資人款項或以投資人款項為 	<ul style="list-style-type: none"> 「證券及期貨 (客戶款項) 規則」第 4 條規定收取或持有客戶款項的證券商，須為存放該等款項而在香 	<p>證券商不經手款項。</p>

	<p>商其他帳戶分離管理。</p> <ul style="list-style-type: none"> 未經簽訂合法契約授權，或帳戶持有者書面許可，證券商合作銀行不得擅自動用客戶在證券商帳戶內資產，且該帳戶亦非銀行資產，不論證券商或銀行債權人不得主張或為強制執行。 	<p>任何人或任何機構提供擔保。</p>	<p>港開立和維持獨立帳戶，及在收取該等款項後的 1 個營業日內存放該等款項在該帳戶內</p> <ul style="list-style-type: none"> 「證券及期貨（客戶款項）規則」第 5 條指明在何種情況下可以從獨立帳戶提取客戶款項。 	
證券商支付能力發生問題時之客戶資產保護規範	<ul style="list-style-type: none"> NSCC 採結算會員制度要求證券商應繳交割結算基金，做為違約交割之保證。 訂定「證券投資人保護法」SIPA§78fff，為避免證券商發生財務困難，進而被合併或破產，影響投資人權益，依本法設立償付基金，對破產證券商客戶彌補其金錢與股票之損失，俾維繫投資人對於證券市場之信心，惟與破產債權相關者，仍須援引適用破產法之相關規定。 	<ul style="list-style-type: none"> 依據韓國「金融投資服務暨資本市場法」第 74 條規定，當證券商或存管機構陷入暫停營業、撤照及破產之情況時，證券商及存管機構應優先償付交易保證金款項予投資人。 證券商的債權人不得主張或強制執行。 當證券商破產時，由 KSFC 將投資人款項直接返還投資人。 	<ul style="list-style-type: none"> 依據「證券及期貨條例」第 149 條規定，客戶款項不得於針對證券商執行法庭命令或法庭程序文件時取出。 證券商的債權人不得主張或強制執行。 客戶交割款項以證券商名義存放，投資人可透過投資者賠償基金提出賠償申索，惟須等待評核及有賠償上限。 	<p>客戶交割款項不受證券商影響。</p>
帳戶利息歸屬	<p>現金帳戶內所有款、券總額可供帳戶持有者（客戶）取款。除證</p>	<p>利息歸屬證券商，證券商再支</p>	<p>利息歸屬證券商，惟證券商透過書面協議向客</p>	<p>投資人</p>

	券外，也包含所生之股利、現金存款及利息等，但不含為交易「商品交易法」所規範之商品期貨，或其他類似性質金融商品，而於帳戶內存入之資金。			
--	--	--	--	--

資料來源：本研究整理

貳、中國大陸之第三方存管制度

環視國際間主要證券市場針對投資人交割款項的存管作業，除了前述的美國、韓國與香港等制度外，中國大陸於 2005 年開始推動之第三方存管制度是在原有經紀商存管模式下加以修正，以加強投資人權益的保障，亦具參考價值。因此，以下將針對中國大陸的第三方存管制度進行介紹，探討其對於投資人交割款項之管理。

過去中國大陸對於投資人交割結算資金的存管模式係採取經紀商存管模式，亦即與美、日、歐洲等主要國際市場類似。惟由於證券商挪用客戶款項問題一直存在，故於 2005 年開始推動第三方存管制度，增加銀行與證券商分別單獨設帳互相勾稽之管理制度。客戶交割結算資金雖仍以證券商名義存放於存管銀行，惟證券商與存管銀行雙方皆須為每位客戶單獨立戶管理，每日進行對帳，證券商仍然負責交易端，資金則須透過銀行進行撥轉，證券商不再經手資金，加強對客戶資金的保障。

一、簡介

「第三方存管」的全稱為「客戶交易結算資金第三方存管」，主

係有別於過去在證券交易活動中，投資者（即客戶）的交易結算資金由證券商統一存管，改為交由第三方存管機構存管，其中第三方存管機構是指具備第三方存管資格的商業銀行。亦即證券商委託存管銀行依據法規要求，負責客戶資金的存取與資金交割，證券交易作業維持不變，證券交易結算資金則交由銀行存管⁵⁹。

第三方存管制度遵循「證券商管證券，銀行管資金」的原則，將投資人的證券帳戶與證券保證金帳戶嚴格進行分離管理。第三方存管模式下，證券商不再向客戶提供交易結算資金存取服務，只負責客戶證券交易、股票管理和結算交割等。存管銀行負責管理客戶交易結算資金管理帳戶⁶⁰和客戶交易結算資金匯總帳戶，向客戶提供交易結算資金存取服務，並為證券商完成與登記結算公司和場外交割主體之間的法人資金交割提供結算服務。實施第三方存管制度的證券商將不再接觸客戶資金，而由存管銀行負責投資人交易結算與資金交割⁶¹。

二、實施背景

中國大陸證券市場發展初期，由證券商統一存管客戶交易結算資金，造成證券商挪用客戶資金的情況十分普遍。2001年5月，中國證監會公布「客戶交易結算資金管理辦法」，要求客戶資金必須與證券商自有資金分別管理，建立了客戶資金的獨立存管制度。但執行效果卻不理想，原因主要在於監督者和被監督者資訊的不對稱，證券商可在挪用之後對其報送的客戶資金資料做相應修改，從而與對應的銀行帳戶存款相符。銀行僅對總帳戶進行核算和監督，而對客戶資金明細帳無從瞭解，也就無法掌握各帳戶之間資料勾稽關係的正確與否，

⁵⁹ 參閱「第三方存管」，百度百科，<http://baike.baidu.com/view/614784.htm>

⁶⁰ 客戶交易結算資金管理帳戶為虛擬帳戶，不存放真實資金。

⁶¹ 參閱「第三方存管」，中文百科在線，<http://www.zwbk.org/MyLemmaShow.aspx?lid=134330>

以致未能杜絕證券商挪用客戶資金的行為⁶²。

2004年1月，國務院公布「關於推進資本市場改革開放和穩定發展的若干意見」，要求「改革證券、期貨客戶交易結算資金管理制度，研究健全客戶交易結算資金存管機制」。2005年7月，國務院辦公廳轉發的「證券公司綜合治理工作方案」進一步明確提出，要逐步實施客戶資金第三方存管。2005年10月修訂通過的「證券法」第139條規定，「證券公司客戶的交易結算資金應當存放在商業銀行，以每個客戶的名義單獨立戶管理」。據此，中國證監會於2006年7月開始在證券商全面推動客戶資金第三方存管制度，並於2008年4月將全部活躍帳戶客戶資金完成第三方存管。2008年6月實施的「證券公司監督管理條例」，在行政法規層面確立第三方存管制度的基本架構。

此外，由於現行「客戶交易結算資金管理辦法」是適應客戶資金獨立存管的需要而制定，與「證券法」、「證券公司監督管理條例」的規定以及第三方存管的實際要求不完全相符。因此，中國證監會於2011年8月5日依據「證券法」、「證券公司監督管理條例」，並總結實際推動經驗，針對「客戶交易結算資金管理辦法」（證監會令第三號）進行修訂，提出「客戶交易結算資金管理辦法（修訂草案）」，（以下簡稱修訂草案）向社會公開徵求意見⁶³。

三、基本架構

依據修訂草案，客戶資金第三方存管的具體制度設計可以概括為「單獨立戶、封閉運行、總分核對」三大要求，茲分述如下：

（一）明確「單獨立戶」要求以防止資金被混合使用

⁶² 參閱廖凡，「客戶交易結算資金銀行獨立存管的法律問題」，
http://article.chinalawinfo.com/article_print.asp?articleid=28694

⁶³ 參閱「關於就《客戶交易結算資金管理辦法（修訂草案）》公開徵求意見的通知」，中國證券監督管理委員會2011年8月5日發文，
http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306201/201108/t20110805_198540.htm

修訂草案規定證券公司從事證券經紀業務，應當以自己的名義在指定商業銀行開立客戶資金匯總帳戶，用於存放客戶資金（第八條第一款），一家證券公司的客戶資金，可以存放在多家指定商業銀行，以適應多銀行存管模式的需要（第四條第一款）。

此外，要求證券公司、指定商業銀行應當在客戶資金存管合同簽訂後，分別為客戶開立與客戶資金匯總帳戶對應的二級帳戶，用於記載客戶資金明細資料，以實現對每個客戶的資金進行單獨立戶管理的目標。證券公司為客戶開立的二級帳戶稱為資金帳戶，指定商業銀行開立的則稱為管理帳戶（第九條）。

（二）明確「封閉運行」要求以防止資金被違規動用

「證券公司監督管理條例」第六十條規定，除客戶取款、交易等規定情形外，證券公司不得動用客戶資金。為從技術上保障上述要求的落實，修訂草案通過以下三項劃款監控措施建立了客戶資金的封閉運行制度：

- 1.規定客戶資金存取應當以銀證轉帳方式透過本人銀行結算帳戶進行，遵循「資金從哪裡來，回哪裡去」之原則。指定商業銀行根據客戶指令，負責在客戶銀行結算帳戶與客戶資金匯總帳戶之間劃轉資金，無需證券公司介入，從而防止證券公司假借客戶提款挪用資金（第十一條）。
- 2.規定證券公司代理客戶證券申購及交易結算應當定向劃轉資金，相關資金只能在規定的帳戶之間劃轉。同時，要求證券公司將相關帳戶提前向指定商業銀行備案，指定商業銀行據此對證券公司的劃款指令進行逐筆審核，以防止證券公司假借代理交易結算違規動用客戶資金（第十二條、第十五條）。

3.規定除向客戶收取與證券交易有關的佣金、費用或者代扣稅款等特定情形外，證券公司不得將客戶資金轉入自有資金帳戶。特定情形下的資金劃轉應當統一透過證券登記結算機構辦理，由證券登記結算機構按照規定，進行控制或者審核，以防止證券公司假借收取佣金等違規動用客戶資金（第十三條、第十四條）。

(三)明確「總分核對」要求以及時發現存在的問題

為保障客戶資金的安全完整，除對資金存取路徑、劃轉過程進行控制外，尚對資金變動的總體情況進行全面的核對和監督。為此，修訂草案從證券公司、指定商業銀行、客戶、投資者保護基金公司、監管部門5個角度，分別建立以下客戶資金監督機制。

- 1.要求證券公司、指定商業銀行各自核對資料。每個交易日，證券公司應當對客戶資金變動情況及餘額進行核對，指定商業銀行應當對在本行開立的客戶資金匯總帳戶與其所對應的管理帳戶的資金變動情況及餘額進行核對，主辦銀行應當對證券公司全部客戶的資金餘額及變動情況進行核對（第十七條）。
- 2.要求證券公司和指定商業銀行交叉核對資料。證券公司、指定商業銀行應當每日交換資料，核對管理帳戶、資金帳戶餘額以及客戶資金匯總帳戶餘額（第十六條）。
- 3.要求證券公司、指定商業銀行和證券登記結算機構向投資者保護基金公司報送資料，由投資者保護基金公司進行總分核對。投資者保護基金公司對報送的客戶資金資料進行比對，初步判斷客戶資金被違法動用的，應當報告證券公司住所地證監會派出機構（第二十條、第二十一條）。
- 4.規定證券公司、指定商業銀行應當保證客戶能夠查詢本人帳戶情

況，以方便客戶自行核對（第十九條）。

5.規定監管部門有權對證券公司、指定商業銀行的客戶資金存管活動進行核查，並針對核查所發現的問題採取監管措施（第三十四條至第三十八條）。

四、第三方存管資金帳戶體系

第三方存管模式中的主要資金帳戶體系如圖 2-3 所示，其中客戶交易結算資金匯總帳戶由證券商在各存管銀行開立，用於集中存管證券商客戶的交易結算資金。一家證券商的客戶資金，可以存放在多家指定商業銀行，而客戶可以在多家存管銀行中選定一家存管銀行。將第三方存管制度中，所牽涉相關帳戶加以說明如下：

(一)客戶交易結算資金台帳帳戶：指投資人在證券公司開立專門用於證券交易的資金台帳，與投資人在存管銀行開立的客戶交易結算資金管理帳戶一一對應。該帳戶的資金是虛擬的，其真正的資金存放在證券公司匯總帳戶。證券公司透過該帳戶對投資者的證券買賣交易進行前端控制，進行結算交割和計付利息等⁶⁴。

(二)客戶交易結算資金管理帳戶：指存管銀行為每個投資者開立的管理帳戶，管理投資者用於證券買賣用途的交易結算資金餘額，其為虛擬帳戶，不存放真實資金，主要是銀行為了與證券商對帳而開立。客戶交易結算資金管理帳戶記載客戶交易結算資金的變動明細，並與客戶的銀行結算帳戶和客戶的交易結算資金台帳帳戶

⁶⁴ 參閱「帳戶、證券機構、ETF，交易委託形式」，<http://official.blog.edu.cn/2009/321438.html> 以及「第三方存管業務指南」，中國工商銀行網站，<http://wap.icbc.com.cn/ICBC/%E4%B8%9A%E5%8A%A1%E6%8C%87%E5%8D%97/%E4%B8%A%E4%BA%BA%E9%87%91%E8%9E%8D/%E6%8A%95%E8%B5%84%E7%90%86%E8%B4%A2/%E7%AC%AC%E4%B8%89%E6%96%B9%E5%AD%98%E7%AE%A1.htm>

之間建立銀證轉帳對應關係⁶⁵。

(三)客戶銀行結算帳戶：指投資者在存管銀行開立的，用於銀行資金往來結算，並與客戶交易結算資金台帳帳戶和客戶交易結算資金管理帳戶建立轉帳對應關係的銀行存款帳戶。客戶的交易結算資金只能透過該帳戶透過銀證轉帳的方式劃入客戶交易結算資金匯總帳戶，客戶取出的交易結算資金，只能透過銀證轉帳的方式從客戶交易結算資金匯總帳戶回到客戶銀行結算帳戶⁶⁶。

(四)證券公司法人資金交割帳戶：證券商在主辦存管銀行開立的資金交割過渡帳戶，用於完成其與登記結算公司、場外結算主體之間的一級法人資金交割⁶⁷。

(五)結算參與人結算備付金帳戶：結算備付金帳戶指結算參與人在證券登記結算機構開立用於存放證券交易及非交易結算資金的資金交割帳戶。結算參與人應當根據證券登記結算機構的規定，申請開立證券交割帳戶和資金交割帳戶用以辦理證券和資金的交割。同時經營證券自營業務和經紀業務的結算參與人，應當申請開立自營證券、資金交割帳戶和客戶證券、資金交割帳戶分別用

⁶⁵ 參閱「第三方存管業務指南」，中國工商銀行網站，

<http://wap.icbc.com.cn/ICBC/%E4%B8%9A%E5%8A%A1%E6%8C%87%E5%8D%97/%E4%B8%AA%E4%BA%BA%E9%87%91%E8%9E%8D/%E6%8A%95%E8%B5%84%E7%90%86%E8%B4%A2/%E7%AC%AC%E4%B8%89%E6%96%B9%E5%AD%98%E7%AE%A1.htm> 以及「多銀行第三方存管的法人結算資金管理」，<http://www.shinetech.com/zjxy/xy/0012/g4.htm>

⁶⁶ 參閱「客戶交易結算資金第三方存管基礎知識」，

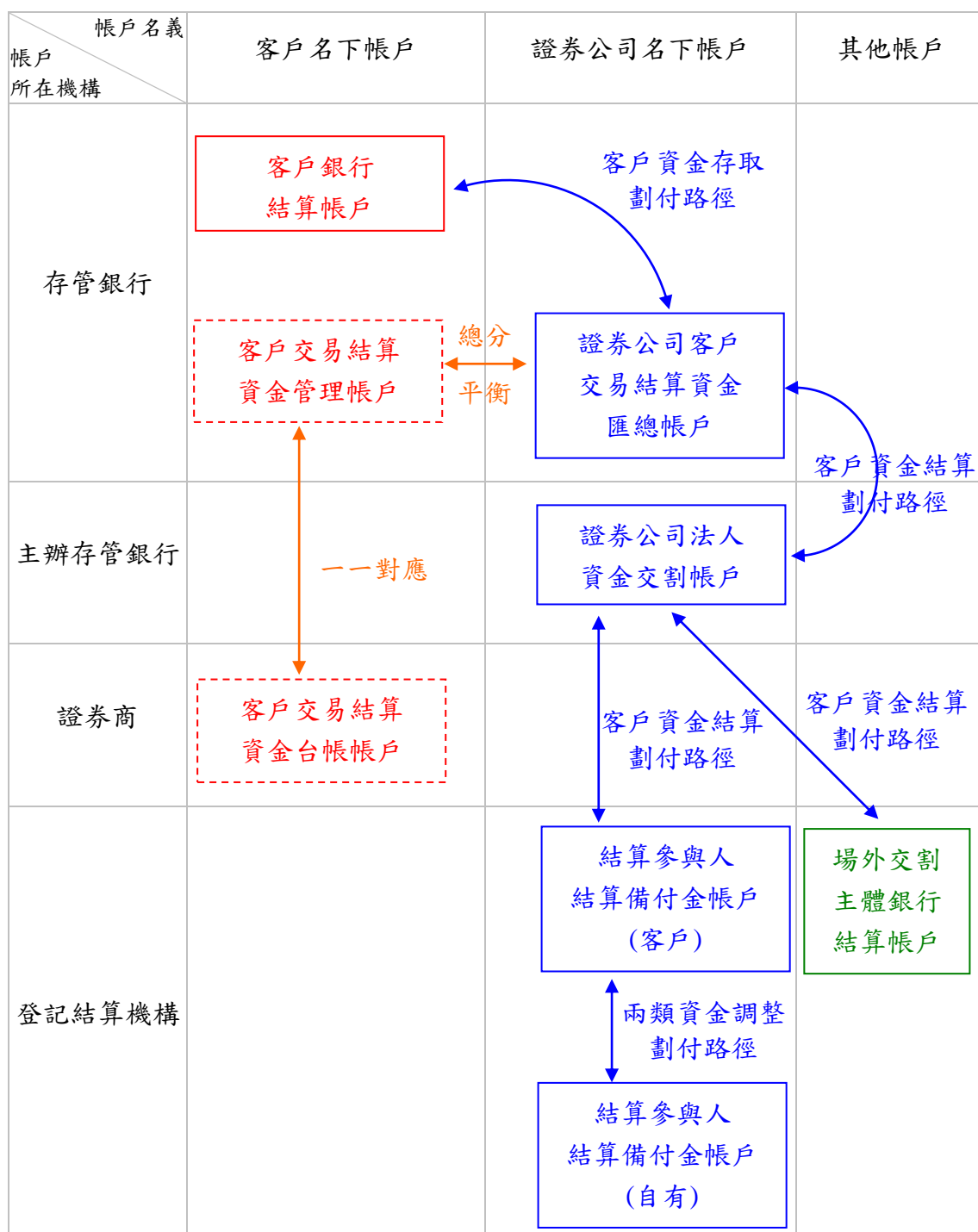
http://www.cmbc.com.cn/news/gb_zhengquan/gb_mselc/2007-8/2/14_01_57_547_big.shtml

⁶⁷ 中國大陸證券市場採行分級結算原則，分級結算是指證券登記結算機構與證券公司等結算參與人進行資金和證券的法人結算(又稱一級結算)；證券公司再與投資者進行二級結算。分級結算下的法律關係為「兩段式法律結構」，即在證券交易的結算環節，證券登記結算機構與證券公司之間，證券公司與投資者之間存在直接的法律關係；證券登記結算機構與投資者之間不存在法律關係。參閱「分級結算」，

<http://wiki.mbalib.com/zh-tw/%E5%88%86%E7%BA%A7%E7%BB%93%E7%AE%97>

以辦理自營業務的證券、資金交割和經紀業務的證券、資金交割

68。



資料來源：「多銀行第三方存管的法人結算資金管理」，
<http://www.shinetechnology.com/zjxy/xy/0012/g4.htm>

圖 2-3：第三方存管資金帳戶體系圖

⁶⁸ 參閱「結算備付金」，<http://baike.baidu.com/view/1134799.htm>，「證券登記結算管理辦法」，
<http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306201/200911/P020091127569080469510.doc>

五、證券商業務流程

(一)客戶開戶

個人客戶本人或者機構客戶授權代理人持規定的法律文件，在證券商營業據點簽訂證券交易委託代理協定，申請開立客戶交易結算資金台帳帳戶和證券帳戶，並指定客戶交易結算資金存管銀行。證券商將客戶指定資訊發送到存管銀行。存管銀行接收客戶資訊後，以客戶名義開立單獨的客戶交易結算資金管理帳戶，建立客戶交易結算資金管理帳戶與客戶交易結算資金台帳帳戶之間的一一對應關係。客戶到銀行據點進行簽約確認，開通銀證轉帳服務。

(二)客戶銷戶

客戶持規定的法律文件，到證券商和存管銀行的營業據點辦理銷戶手續。證券商和存管銀行確認客戶符合銷戶條件後，雙方同時撤銷客戶在存管銀行的交易結算資金管理帳戶和在證券商的客戶交易結算資金台帳帳戶。

- 1.客戶交易結算資金台帳帳戶的銷戶在證券商端完成；客戶交易結算資金管理帳戶的銷戶透過存管銀行完成。
- 2.銷戶基本流程：客戶憑相關資料，在證券商營業據點申請撤銷客戶交易結算資金台帳帳戶，證券商確認客戶符合銷戶條件後，為客戶結息，然後客戶透過銀證轉帳方式，將結息後的客戶交易結算資金餘額轉入其銀行結算帳戶，證券商將客戶銷戶資訊即時通知存管銀行，存管銀行撤銷該客戶交易結算資金管理帳戶。

(三)帳戶的其他處理

存管銀行負責客戶交易結算資金管理帳戶的掛失和解掛處理；證

券商負責客戶的各類凍結及解凍，以及客戶的撤銷指定交易和轉託管等業務。

客戶資料變更的，應分別向證券商或存管銀行提出申請。存管銀行辦理客戶銀行結算帳戶和客戶交易結算資金管理帳戶資料的變更，證券商辦理客戶交易結算資金台帳帳戶和證券帳戶資料的變更。

(四)客戶交易結算資金存取和查詢服務

客戶交易結算資金存取只能採用銀證轉帳方式，證券商不再辦理客戶交易結算資金存取服務。客戶資金的存取只能透過客戶在銀行端的銀行結算帳戶進行，其他帳戶均為封閉運行的帳戶。

如需採用現金或票據存款，客戶應先透過銀行櫃檯以現金或票據方式將資金存入其銀行結算帳戶，然後再進行銀證轉帳交易，將款項劃入客戶交易結算資金匯總帳戶，並記入客戶交易結算資金管理帳戶。

如需採用現金或票據取款，客戶應先進行銀證轉帳交易，將客戶交易結算資金轉入其銀行結算帳戶，然後再透過銀行櫃檯以現金或票據方式從銀行結算帳戶中取出。

1.服務途徑

證券商透過網上交易、委託電話、營業櫃檯為客戶提供完善的服務。

存管銀行透過 ATM、營業櫃檯、電話銀行、網上銀行和對帳單服務為客戶提供完善的服務。

2.服務時間

證券商和存管銀行在總對總的技術架構下，在每個交易日上午九時至下午四時，為客戶提供銀證轉帳和資金查詢服務。

3. 客戶存入交易結算資金

客戶透過證券商和存管銀行提供的多種服務管道，下達交易結算資金存入指令。存管銀行根據客戶存款金額記減客戶銀行結算帳戶，記增客戶交易結算資金匯總帳戶和客戶交易結算資金管理帳戶。交易完成後，存管銀行透過與證券商的聯網系統將客戶存入交易結算資金資訊發送證券商，證券商同步即時更新該客戶的交易結算資金台帳餘額。

4. 客戶取出交易結算資金

客戶取出交易結算資金只能透過銀證轉帳方式進行，證券商根據客戶取款請求，校驗客戶取款金額小於等於客戶交易結算資金台帳帳戶可取餘額後，記減客戶交易結算資金台帳帳戶餘額，並透過與存管銀行的聯網系統即時通知存管銀行，存管銀行相應記減客戶交易結算資金匯總帳戶餘額和客戶交易結算資金管理帳戶餘額，記增客戶銀行結算帳戶餘額。

5. 客戶查詢服務

客戶可以透過證券商提供的各種服務管道查詢和監管其客戶交易結算資金台帳帳戶內的交易結算資金餘額及明細。

客戶利用存管銀行提供的服務途徑，可以便捷查詢客戶交易結算資金管理帳戶的明細和餘額。另外存管銀行提供客戶交易結算資金管理帳戶的對帳單服務。

客戶透過比對證券商端客戶交易結算資金台帳帳戶和存管銀行端客戶交易結算資金管理帳戶資料，監控客戶交易結算資金變動情況，保障銀行端客戶交易結算資金資料的正確。

(五) 客戶證券交易

客戶證券買賣由證券商負責，客戶透過證券商提供的服務管道下達證券交易委託指令。證券商透過客戶交易結算資金台帳帳戶完成前端控制，其運作模式與現行的交易模式相同。

(六)結算交割

客戶場內、場外交易後的結算交割由證券商負責，證券商日終結算後，將客戶結算交割資料和客戶交易結算資金台帳帳戶餘額發送存管銀行。存管銀行同步調整客戶交易結算資金管理帳戶的明細記錄和餘額。

資金交割日，證券商向存管銀行和主辦存管銀行發送交割資金劃付指令。存管銀行憑交割資金劃付指令，辦理客戶交易結算資金匯總帳戶與法人資金交割過渡帳戶間的交割資金劃付，憑結算交割資料校驗交割資金劃付指令是否正常；主辦存管銀行憑預留的場外交割銀行結算帳戶資訊，校驗交割資金劃付指令通過後，辦理法人資金交割過渡帳戶與結算備付金帳戶和場外交割銀行帳戶間的法人交割資金的劃付，憑結算交割資料校驗交割資金劃付指令是否正常，實現交割資金的封閉劃轉。

特殊情況下，為履行結算參與人的資金交割職責，確保資金交割效率，證券商可以向各存管銀行發送交割資金劃付指令，存管銀行直接辦理客戶交易結算資金匯總帳戶與結算備付金帳戶和場外交割銀行帳戶之間的法人交割資金劃撥。

(七)資金結息與佣金調整

1.資金結息

證券商根據客戶交易結算資金台帳帳戶餘額積數對客戶資金進行計息，記增客戶交易結算資金台帳帳戶餘額，並透過與存管銀行間

的聯網系統通知存管銀行，存管銀行相應增加客戶交易結算資金管理帳戶餘額。

存管銀行按照與證券商約定的同業存款利率對客戶交易結算資金匯總帳戶（含客戶交易結算資金匯總分帳戶）進行計息，該計息金額與客戶資金結息之間的差額，作為客戶結算託管費用，由證券商透過登記結算公司的結算備付金帳戶進行調整。

2. 佣金調整

客戶交易佣金由證券商透過登記結算公司的結算備付金帳戶進行調整⁶⁹。

⁶⁹ 參閱天源證券，<http://www.tyzq.com.cn/pages/5about/article.action?id=2>

第三章 我國證券市場交割制度與問題探討

本章將簡要說明我國證券市場交割制度，惟交割制度與投資人的開戶、交易與結算等制度仍息息相關，故分別由開戶、交易制度、結算交割制度、交割作業以及違約交割處理等五個面向加以探討。並於本章第二節針對現行交割制度之相關問題進行探討，且依據研究範圍聚焦於現行投資人交割款項存管模式所衍生之問題，以作為未來改善相關制度之參考。

第一節 我國證券市場交割制度

壹、開戶

主管機關於 1995 年發布「有價證券集中交易市場實施全面款券劃撥制度注意事項」，自同年 2 月 4 日起我國全面實施款券劃撥制度，依該注意事項規定，委託人與證券經紀商簽訂「委託買賣證券受託契約」辦理開戶手續時，應同時開設有價證券集中保管帳戶及在證券經紀商指定之金融機構開立存款帳戶（統稱款券劃撥帳戶），該存款帳戶並應與金融機構簽訂委託其代收付交割款項之委託書後，證券經紀商始得接受委託人委託買賣證券。此外，證券經紀商受託買賣向委託人收付款券，均應透過委託人開設之款券劃撥帳戶，以帳簿劃撥方式為之。

貳、交易制度

目前我國股票交易市場，除於臺灣證券交易所集中市場進行交易

之上市股票外，尚包括於證券櫃檯買賣中心進行交易之上櫃股票，且目前上櫃股票主係採電腦自動成交系統，相關的交易制度與結算交割制度與上市股票相似。其中有價證券的收付是委託臺灣集中保管結算所辦理，款項部分則合併集中市場證券買賣及證券金融事業退還款，由證券金融公司及證券商以淨額對單一窗口（臺灣證券交易所）辦理。亦即，目前集中交易市場、證券櫃檯買賣市場等價成交之交割款項是由臺灣證券交易所合併收付。因此，以下的交易制度與結算交割制度，將針對臺灣證券交易所集中交易市場進行分析探討。

一、交易方式

證券投資人開戶完成後，即可以委託證券經紀商進行買進或賣出有價證券。委託方式可分為非電子式及電子式交易型態，其中非電子式交易型態包括當面委託、電話委託、電報委託、書信委託等；電子式交易型態包括語音、網際網路、專線、封閉式專屬網路等方法。

二、競價制度

(一)歷史沿革⁷⁰

臺灣證券交易所於 1962 年 2 月 9 日開業，為配合證券市場環境和發展，集中交易市場買賣有價證券的申報競價作業方式，迭次變更。開業初期競價交易作業以人工方式處理，為配合證券市場需要及提高交易作業效率，臺灣證券交易所自 1985 年 5 月起採電腦輔助交易（即電腦半自動交易），另自 1993 年 8 月起採電腦自動交易作業。在申報競價方式中，集中交易市場曾採行逐筆競價、二檔集合競價及

⁷⁰參閱邱靖博、朱竹元、簡立忠與陳惟龍等合著，「證券市場—理論與實務(三版)」，證券暨期貨市場發展基金會出版，2011 年 7 月。

現行無論是開盤、盤中及收盤皆採集合競價之制度⁷¹。

(二)交易流程

1.投資人向證券商委託

投資人向證券商開戶後，可以非電子式交易型態或以電子式交易型態向證券經紀商委託。投資人下單後，如欲變更買賣委託時，除減少委託數量外，應先撤銷原買賣申報，再重新委託。

2.證券商輸入申報至臺灣證券交易所

自市場交易時間前 30 分鐘即自 8:30 起，證券商將投資人之委託單或證券自營商將自行委託依序編號，輸入申報至臺灣證券交易所電腦系統。輸入委託資料項目如：證券商代號、委託書編號或自行買賣申報編號（證券經紀商應依委託先後順序編號，證券自營商應按自行買賣之申報先後依序編定）、委託種類（融資、融券、借券、集中保管、自行保管）、委託人帳號（或自營商帳號）、有價證券代號、交易種類（普通、鉅額、零股）、買賣別、單價、數量。

3.臺灣證券交易所接收證券商委託資料

臺灣證券交易所電腦自動交易系統接收委託資料後，於電腦交易系統中紀錄接收到證券商之委託資料及接收時間。

4.臺灣證券交易所將買賣委託回報證券商

臺灣證券交易所集中市場自 8:30 起，將接收到證券商委託資料，即刻以電腦傳輸方式回報證券商，回報委託資料含委託價量及市場當時接收到的時間。

⁷¹自 2010 年 6 月 28 日起權證盤中實施逐筆交易。

5.臺灣證券交易所進行撮合

臺灣證券交易所電腦自動交易系統依據集合競價規則，決定成交價量及未成交委託買賣價量資訊，並予以撮合成交。

6.臺灣證券交易所將成交資料回報證券商

臺灣證券交易所電腦自動交易系統自上午 9 時起將撮合後之成交資料，即刻以電腦傳輸方式回報證券商，回報項目含成交價量及市場成交時間等資訊。

7.臺灣證券交易所揭示撮合後交易資訊

臺灣證券交易所電腦自動交易系統將每盤撮合後之交易資料，如：成交價量、未成交委託買進五檔價量及未成交委託賣出五檔價量，傳送市場相關單位，如證券商及資訊公司，以供投資大眾下單參考。

(三)競價制度

臺灣證券交易所集中交易市場無論是開盤、盤中或收盤皆採集合競價，即將所有買賣委託以集合競價的方式撮合，在漲跌幅 7% 的範圍內，以最大成交量的價格進行交易。集中交易市場每日上午 8:30 起至下午 1:30 開始接受委託，每盤撮合之買賣成交優先順序，係依價格優先及時間優先原則依續成交。

電腦自動交易系統撮合作業採循環撮合，即將全部上市有價證券透過電腦分組，每組 8 至 10 種股票輪流循環撮合。電腦自動交易初期循環時間固定為 2 分鐘循環撮合一次，經迭次變更至今，撮合循環

時間縮短為約 20 秒撮合一次⁷²。

參、結算交割制度

自 2003 年起，證券集中市場與櫃檯買賣市場合併辦理交割款收付作業，證券商以單一窗口採淨額方式向臺灣證券交易所辦理款項交割。且由於本研究之探討重點在於投資人交割款項之存管制度，因此，以下將主要以證券集中市場之結算交割制度舉例說明。

一、無獨立專責之結算機構

我國證券市場並未設有獨立專責之結算機構，依據證券交易法第 138 條規定，證券交易所應於其營業細則中訂定結算及交割日期與方法。另依據「臺灣證券交易所股份有限公司營業細則」第 101 條規定，集中交易市場買賣成交之有價證券，由臺灣證券交易所結算部辦理結算與集中交割。因此，臺灣證券交易所係為集中市場之結算機構。

另依據證券交易法第 62 條授權主管機關訂定證券商營業處所買賣有價證券之管理辦法，主管機關據此訂定「證券商營業處所買賣有價證券管理辦法」，此為櫃檯買賣市場管理、交易及交割結算各項作業之依據。依前該管理辦法第 7 條之規定，證券櫃檯買賣中心應就交易方式、結算及給付之時間與方法訂定證券商營業處所買賣有價證券業務規則，報請主管機關核定，此即賦予證券櫃檯買賣中心辦理櫃檯買賣市場結算作業之依據。

二、結算方式

臺灣證券交易所採多邊餘額方式辦理結算交割作業。在證券之結

⁷² 參閱邱靖博、朱竹元、簡立忠與陳惟龍等合著，「證券市場—理論與實務(三版)」，證券暨期貨市場發展基金會出版，2011 年 7 月。

算方面，臺灣證券交易所與證券商進行沖抵計算，計算出雙方間就每一證券標的之淨應收或淨應付數量；在款項之結算方面，臺灣證券交易所與證券商所有交易標的之應收金額與應付金額進行沖抵計算，計算雙方間淨應收或淨應付金額。

三、採每日淨額交割制度

臺灣證券交易所的交割制度採每日淨額交割制度(DNS)，證券商須於交割期限前對臺灣證券交易所完成交割，未完成交割之部位不予延後。證券商必要時可向臺灣證券交易所申請辦理交割借券並繳付擔保金以完成交割。借券數額無法借足時，臺灣證券交易所就其不足部分填製證券支付憑單交予集保結算所代買方證券商收執。賣方證券商應儘速交付有價證券，以換回證券支付憑單及領回擔保金。

四、結算交割流程

在集中市場買賣成交之有價證券，以同一營業日成交者為一結算期，其款、券之結算應於成交日當天完成，亦即成交日當天臺灣證券交易所及臺灣集中保管結算所依照成交紀錄分別編製交割計算表。茲將臺灣證券交易所結算交割作業流程說明如後，並以圖 3-1 加以列示。

(一)試算

每日集中市場收盤後，臺灣證券交易所提供集中市場當日成交資料送臺灣集中保管結算所。臺灣集中保管結算所依據臺灣證券交易所送來之成交紀錄，按證券別、參加人別執行試算作業。

(二)對帳及確認

所謂對帳作業指交易完成後，經交易雙方確認交易的程序，其目

的在於核對交易內容是否符合，以利結算作業進行。

(三)製作結算交割相關報表

- 1.證券商、證券金融事業經輸入信用交易資料等相關資料後、應分別列印「交割清單」以辦理買賣交割。
- 2.臺灣集中保管結算所列印「交割代價收付彙總表」、「交割代價收付淨收彙總表」、「交割代價收付淨付彙總表」等相關報表送臺灣證券交易所據以辦理交割作業。
- 3.集中市場交割之有價證券收付作業，臺灣證券交易所係委託臺灣集中保管結算所辦理，臺灣集中保管結算所列印「交割計算表」，以辦理有價證券收付作業。
- 4.臺灣集中保管結算所列印「交易明細表」、「保管劃撥戶總分類帳」等相關報表供證券商參考。
- 5.實務上，臺灣證券交易所於T日下午證券商完成對帳後，會將兩市場之合併報表檔以主機傳送證券商參考。並於T+1日產製證券商、臺灣證券交易所、證券金融公司間交割款、退還款的簡化撥付報表檔以主機傳送證券商，供為T+2日上午款項交割指定時點的最終依據。

(四)款券收付方式

我國證券市場已於民國2009年2月2日實施款券T+2日交割制度(DVP)，該制度調整了證券商端對市場以及投資人端對證券商的款券交割時間點，以及證券商對於錯帳、投資人違約、遲延交割、更改帳號的申報截止時間點。

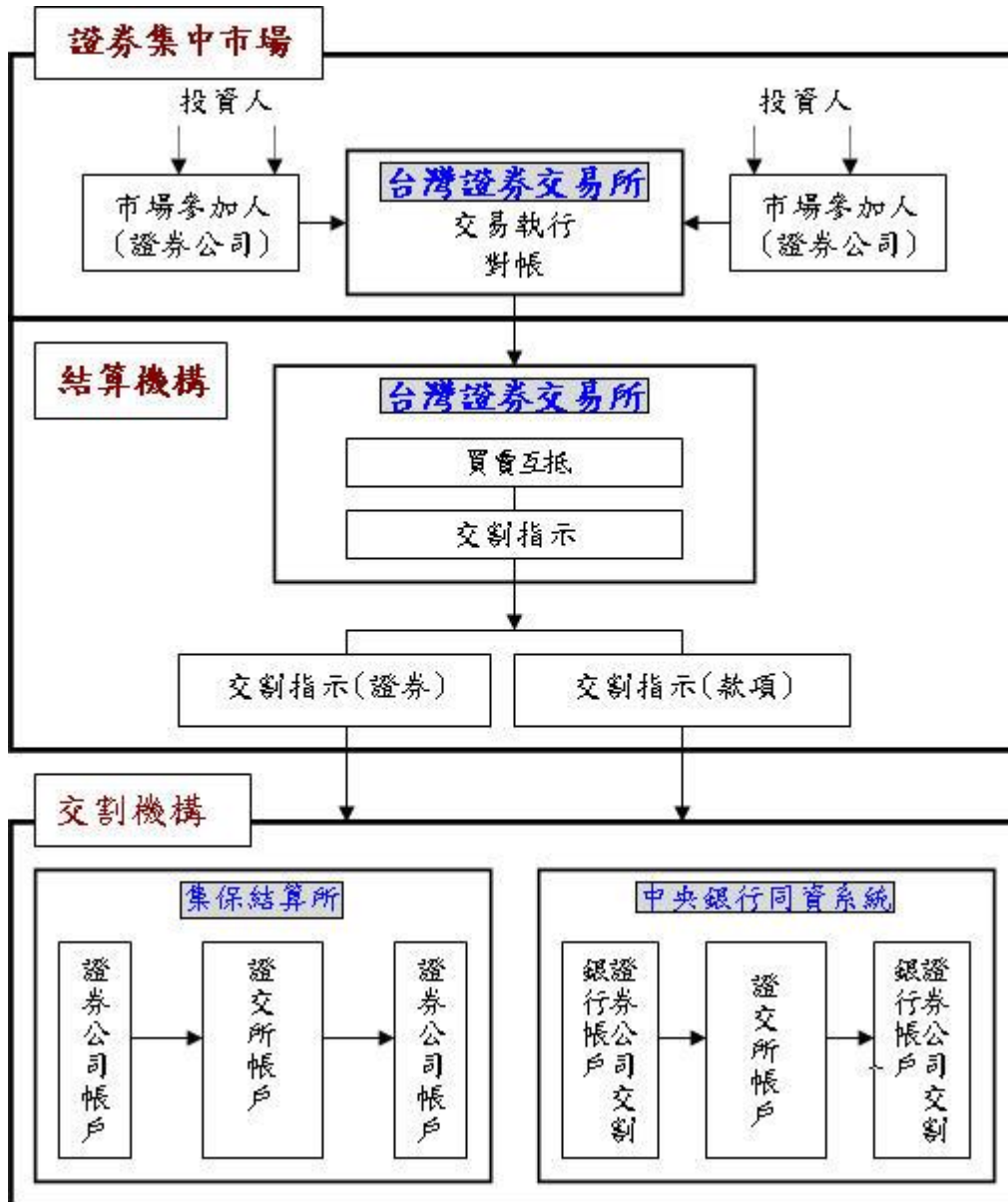
目前券項的收付委由臺灣集中保管結算所辦理，交割款項則經由「中央銀行同業資金調撥清算作業系統」(簡稱中央銀行同資系統)

辦理收付⁷³。在投資人端與證券商端之交割時點，說明彙整如下：

- 1.投資人端：在 T+2 日上午 10 時前對證券商完成款券交割，而在 T+2 日證券商對臺灣證券交易所完成交割之後，取得其應收之券款。
- 2.證券商端：在 T+2 日上午 10 時前對臺灣證券交易所完成券項交割，在 T+2 日上午 11 時前對臺灣證券交易所完成款項交割。臺灣證券交易所在證券商完成對臺灣證券交易所款券交割後，撥付其應收（或應付）之款券，並依照證券商完成交割時間之先後，於 T+2 日上午 9 時後陸續撥付其應收之款券⁷⁴。

⁷³ 參閱臺灣證券交易所網站，<http://www.twse.com.tw/ch/clearing/dvp.php>

⁷⁴ 參閱邱靖博、朱竹元、簡立忠與陳惟龍等合著，「證券市場—理論與實務(三版)」，證券暨期貨市場發展基金會出版，2011 年 7 月。



資料來源：臺灣證券交易所，<http://www.twse.com.tw/ch/clearing/operations.php>

圖 3-1：臺灣證券交易所結算交割作業流程

肆、交割作業

我國於 1995 年 2 月 4 日實施全面款券劃撥制度起，投資人皆須於委託買賣前，開設款、券劃撥帳戶，以劃撥方式交付款券。證券經紀商亦須開設專用活期存款帳戶辦理委託人交割款項之收付，其款券

交割作業，將依投資人與證券商以及證券商與交易所間相關作業分別說明如下：

(一)投資人對證券商之交割

1.交割時點

證券商應於接受委辦時或成交日後第二營業日上午 10 時前，向委託人收取買進證券之價金或賣出證券。

2.收付程序

(1)買進有價證券交割作業

①證券商應於成交日後第 2 營業日透過委託人於指定金融機構開立之存款帳戶以劃撥方式辦理買進價金扣帳作業。

②證券經紀商於委託人完成買進價金交割後，應於成交日後第 2 營業日將買進證券撥入委託人集中保管帳戶。

(2)賣出有價證券交割作業

①證券商於收受委託人交付之賣出股票時，如委託人非其所有權人，須依「證券經紀商受託賣出非委託人所有股票申報處理作業要點」規定辦理。

②證券經紀商應於成交日後第 2 營業日透過委託人於指定金融機構開立之存款帳戶，以劃撥方式辦理賣出價金入帳作業⁷⁵。

3.客戶款項存管模式

依據「臺灣證券交易所股份有限公司營業細則」第 83 條之規定，證券經紀商因受託買賣關係所收受或交付委託人之有價證券或價

⁷⁵ 參閱邱靖博、朱竹元、簡立忠與陳惟龍等合著，「證券市場—理論與實務(三版)」，證券暨期貨市場發展基金會出版，2011 年 7 月。

金，應透過委託人開設之有價證券集中保管帳戶及在證券經紀商指定之金融機構開立之存款帳戶以劃撥方式辦理。另依據「證券商營業處所買賣有價證券業務規則」第 43 條規定，客戶初次以等價成交系統為櫃檯買賣者，應開立有價證券集中保管帳戶及款項劃撥帳戶。目前我國投資人須於證券商指定之交割銀行開立款項劃撥帳戶，於買進成交後，將交割款項於規定期限內存入該銀行帳戶。此種由商業銀行存管交割款項的模式，屬於第三方存管模式，與目前國際間主要證券市場採取的經紀商存管模式明顯不同，其所衍生的問題將於本章第二節進行探討。

(二)證券商對交易所之交割

1.券項交割

證券商應於成交日後第 2 營業日上午 10 時前完成交付作業。

2.款項交割

證券商應於成交日後第 2 營業日上午 11 時前完成交付劃撥入臺灣證券交易所開設於中央銀行同資系統帳戶，其交割款項收付作業程序如下：

(1)應付交割款項之證券商

T+2 日上午 11 時前，證券商交割銀行利用中央銀行同資系統將交割款撥付至臺灣證券交易所開立於中央銀行之清算專戶，臺灣證券交易所查詢中央銀行入金訊息確認其款項無誤後，即通知臺灣集中保管結算所撥付其應屆應收有價證券。

(2)應收交割款項之證券商

完成應屆應付有價證券之交割後，臺灣證券交易所利用中央銀行

同資系統，由臺灣證券交易所開立於中央銀行之清算專戶，陸續撥轉至應收交割款項證券商其交割銀行開設於中央銀行之同業資金專戶後，再由該銀行轉入證券商於交割銀行之帳戶⁷⁶。

茲將前述投資人對證券商，以及證券商對交易所之款券交割時點，以表 3-1 加以彙整列示。

表 3-1：臺灣證券市場款券交割時點

項目		現行規定
投資人對證券商	券	T+2 日上午 10 時前
	款	
證券商對證交所	券	T+2 日上午 10 時前
	款	T+2 日上午 11 時前

資料來源：臺灣證券交易所，「102 年度證券結算交割相關事項說明會」講義，
http://www.twse.com.tw/ch/products/broker_service/broker_service_clearing.php

伍、違約交割處理

集中市場交易之違約，可分為投資人違約與證券商違約兩種，分述如下：

1. 投資人違約

證券商應立即註銷違約戶之委託買賣帳戶並向臺灣證券交易所申報違約及代辦交割手續，券不足部分應申請補正辦理借券，款不足額部分先處分投資人的抵押品，倘不足得向投資人追討⁷⁷。

⁷⁶ 臺灣證券交易所，「102 年度證券結算交割相關事項說明會」講義，
http://www.twse.com.tw/ch/products/broker_service/broker_service_clearing.php

⁷⁷ 參閱邱靖博、朱竹元、簡立忠與陳惟龍等合著，「證券市場—理論與實務(三版)」，證券暨期貨市場發展基金會出版，2011 年 7 月。

2. 證券商違約

證券商如違背交割義務，臺灣證券交易所得暫停其買賣並函報主管機關指定其他證券商代為交付，直至其原因消滅後始得恢復其買賣。期間所發生之價金差額及一切費用，由臺灣證券交易所先動用違約證券商所繳之交割結算基金及其孳息代為償還。如有不足，再動用臺灣證券交易所之第一特別結算基金。再有不足，由違約證券商以外證券商所繳之交割結算基金以及臺灣證券交易所第二特別結算基金按比例分攤。證券商所繳交割結算基金經動支代償違約金額後，應於限期內補足。應行補繳而未補繳時，臺灣證券交易所即暫停其在證券集中市場交易⁷⁸。

第二節 現行交割制度相關問題探討

本節將探討我國證券市場現行交割制度的問題，惟依據本研究之動機與目的，仍將討論核心聚焦於目前由銀行業負責存管投資人交割款項所衍生的問題，並分別從管理面、投資人權益面與證券商業務面的角度進行分析。

壹、管理面

一、增加違約交割之風險

目前我國投資人須於證券商指定之交割銀行開立款項劃撥帳戶，於買進成交後，將交割款項於規定期限內存入該銀行帳戶。惟我國證券市場實施 T+2 的交割制度，加上銀行法第 48 條保密條款之規定，規範銀行對於客戶之存款、放款或匯款等有關資料，應保守秘密。

⁷⁸ 參閱臺灣證券交易所網站，<http://www.twse.com.tw/ch/about/company/service.php>

致證券商於接受投資人委託時，無法確知投資人是否有足夠的資金以支付所購買的證券。抑或當證券市場變動過於劇烈，投資人在面臨巨大的損失時選擇違約，皆增加違約交割發生之機率，提高證券市場違約交割之風險，影響證券市場的健全發展⁷⁹。我國證券市場過去曾發生的數宗重大違約交割案件，如大信案、正豐案、厚生案、華國案以及順大裕案等，皆對證券市場產生負面影響。

二、虛增銀行帳戶增加管理成本

我國證券市場實施款券劃撥制度，交割款項須由證券商指定之銀行收受保管，現行投資人至證券商辦理開戶手續，必須選擇證券商合作之銀行做為款項交割帳戶。而每一家證券商總、分公司可能搭配不同交割銀行，投資人為配合交割銀行常須另行開立銀行帳戶，後續交割時也可能需要跨行轉帳；有時證券商也會配合投資人要求另行開立次交割銀行，甚至一個據點多達二十幾家次交割銀行，造成銀行交割帳戶虛增，不僅增加管理成本，亦徒增管理上的困擾。

三、銀行與證券業間的保管交割權責不平衡

依照我國證券市場的交割制度，交割款項由銀行保管，惟擔任資金保管人的銀行，並不對客戶交易進行前端資金控制，僅承擔客戶交易結算款的代收代付責任。針對客戶無法支付證券買入款的情況，銀行不須承擔任何交割責任，而是由證券商代為墊付，造成銀行與證券業間的保管交割權責不平衡的問題。環視國際主要證券市場對於投資人交割款項方面，普遍採取證券商存管模式，畢竟證券商擔任中央結算的直接參與者，由證券商同時保管客戶的證券與資金，不僅符合保

⁷⁹ 參閱李存修「證券商收受保管證券交割款項之可行性研究報告摘要」，證券公會季刊一卷一期，2002年3月。

管人權利與義務對等的原則，亦是提高證券結算效率、降低作業成本、促進市場發展以及加強風險控管的重要因素⁸⁰。

貳、投資人權益面

一、增加帳戶管理的成本

依據近五年證券經紀商投資人開戶統計，截至 2012 年底證券經紀商總公司家數為 86 家，分公司家數為 998 家。而證券投資累計開戶人數於 2012 年已超過 900 萬人，且開戶數甚至超過 1600 萬戶，惟實際進行交易的人數僅接近 300 萬人（參見表 3-2）。依照現行的交割制度，投資人於開戶時，須同時開立證券集保帳戶，以及配合證券商於指定的交割銀行開立款項劃撥銀行帳戶。加上我國投資人往往開立一個以上的證券交易帳戶，再搭配開立款項劃撥銀行帳戶，徒增許多銀行開戶成本以及帳戶管理的成本。

此外，當證券商進行合併或遷址，可能更換交割銀行，在現有的交割制度下，投資人須全部重新開戶，對投資人而言不僅不便，亦產生許多靜止戶，徒增帳戶管理的成本。

表 3-2：證券經紀商投資人開戶統計

項目 年	總公司 家數	分公司 家數	投資人累計 開戶數	投資累計 開戶人數	有交易戶數	有交易人數
2008	95	978	14,877,146	8,357,354	3,469,651	3,032,342
2009	91	965	15,122,181	8,525,398	3,912,187	3,103,181
2010	90	982	15,659,669	8,682,080	3,836,473	3,317,920
2011	89	997	16,175,554	8,935,435	4,031,147	3,362,054
2012	86	998	16,546,146	9,111,496	3,678,990	2,954,251

資料來源：臺灣證券交易所，http://www.twse.com.tw/ch/statistics/statistics_list.php?tm=02&stm=001

⁸⁰ 參閱蔣憶明「客戶交易結算資金第三方存管弊害分析」，
<http://finance.sina.com.cn/stock/marketresearch/20050923/15311994545.shtml>

二、證券交割銀行帳戶存款利率較低

投資人為進行證券買賣於銀行開立款項劃撥帳戶，雖仍屬於活期儲蓄存款，惟其存款利率較一般之活期儲蓄存款利率低。依據市場統計資料，比較金融機構之證券戶活期儲蓄存款利率以及活期儲蓄存款利率，證券戶活期儲蓄存款利率相對較低，33 家金融機構中，最高為 0.2%，最低為 0.01%，多數為 0.05% 或 0.06%，平均利率為 0.0797%。而 39 家金融機構之活期儲蓄存款利率，最高為 0.33%，最低為 0.01%，多數為 0.32% 或 0.33%，平均利率為 0.2567%。以平均值進行比較，證券戶活期儲蓄存款利率約為活期儲蓄存款利率的三分之一，若以多數值進行比較則證券戶活期儲蓄存款利率未達活期儲蓄存款利率的兩成（參見表 3-3）。

表 3-3：銀行業務利率比較

金融機構	利率	活期儲蓄存款(%)	證券戶活期儲蓄存款(%)	金融機構	利率	活期儲蓄存款(%)	證券戶活期儲蓄存款(%)
大台北商業銀行		0.23	0.2	玉山銀行		0.26	0.06
臺灣銀行		0.33	0.18	臺灣中小企銀		0.32	0.06
臺灣土地銀行		0.33	0.18	台北富邦銀行		0.25	0.06
慶豐商業銀行		0.25	0.15	大眾銀行		0.26	0.06
高雄銀行		0.24	0.13	新光銀行		0.3	0.05
合作金庫銀行		0.33	0.13	花旗臺灣商業銀行		0.18	0.05
兆豐國際商業銀行		0.33	0.12	京城商業銀行		0.24	0.05
上海商業儲蓄銀行		0.28	0.11	元大商業銀行		0.27	0.05
新加坡星展銀行		0.32	0.1	台新銀行		0.27	0.04
萬泰銀行		0.33	0.08	中國信託銀行		0.29	0.04
板信商業銀行		0.23	0.08	遠東商銀		0.2	0.03
永豐商業銀行		0.3	0.08	台中商業銀行		0.27	0.02
彰化商業銀行		0.32	0.07	渣打國際商業銀行		0.02	0.01
安泰銀行		0.22	0.07	德商德意志銀行		0.01	-
日盛國際商業銀行		0.3	0.07	華泰商業銀行		0.22	-
聯邦銀行		0.28	0.06	法國巴黎銀行		0.01	-
陽信商銀		0.17	0.06	全國農業金庫		0.31	-
華南商業銀行		0.32	0.06	中華郵政(股)公司		0.31	-
第一商業銀行		0.32	0.06	三信商業銀行		0.3	-
國泰世華商業銀行		0.29	0.06	平均		0.2567	0.0797

資料來源：鉅亨網，<http://www.cnyes.com/MONEY/PublicRate16.aspx>，2013年6月25日

參、證券商業務面

一、阻礙證券商業務之發展

目前銀行綜合理財帳戶的便利性，增加投資人在證券及基金投資上的靈活度，使得銀行業能夠跨足證券業，證券業卻無法兼營銀行業務。銀行業掌握證券商的客戶資料，得利用資訊不對稱的優勢，在基金代銷、債券承銷與貨幣理財等業務上，與證券商進行不公平的競爭，導致證券商於目前的法規限制下，難以發展相關業務，如財富管

理等業務。相對於銀行業財富管理業務的蓬勃發展，證券業的業務發展空間遭嚴重限縮，亦阻礙證券業的產品創新。此外，雖於 2006 年 1 月由立法院通過修正證券交易法第 60 條，允許證券商得經主管機關核准，接受客戶委託保管及運用其款項，作為證券商經營現金管理帳戶業務的法源依據。金管會並於 2008 年 2 月 19 日訂定「證券商辦理客戶委託保管及運用其款項管理辦法」，開放證券商依據與客戶事先約定之投資標的、金額、投資期間及資金支應運用之優先順序，代理客戶將其交割結餘款於當日自證券商交割專戶轉撥運用於所指定之投資標的。前述管理辦法雖於 2010 年進行修正，惟對於保管期間、款項來源以及投資標的之限制仍嚴，故於現行法規架構下，現金管理業務對證券商而言並無太大誘因。

二、證券商面對交割銀行的議價地位趨於弱勢

由於我國針對投資人交割款項係採取商業銀行存管模式，投資人於開戶時，須一併於證券商指定之交割銀行開設款項劃撥帳戶。證券商雖可自由選擇交割銀行，然而交割銀行一旦選定後，無論交割銀行的服務是否令人滿意，皆難以更換，畢竟強制投資人重新開設款項劃撥帳戶的要求不但不適宜，亦徒增成本，甚或流失現有客戶。因此，證券商與交割銀行間的議價地位明顯趨於弱勢，對證券商極不公平，亦對證券商的經營產生負面影響。

第四章 我國證券市場交割制度之修正規劃

由本文第二章有關目前針對投資人交割款項之存管模式，雖然各國或地區制度設計有所不同，惟若以投資人交割款項係以證券商名義或投資人名義進行存放加以區分，則僅有我國係以投資人名義存放於銀行，其餘國家或地區主要皆以證券商名義進行存放，其間的差異主要在於證券商對於投資人交割款項管理的權責以及運用上的限制等。此外，本文第三章第二節針對現行以投資人名義存管交割款項所引發之諸多問題，長久以來一直困擾國內部分證券業者，期望仿效國際主要證券市場的作法，改革現行相關制度，改採以證券商交割專戶下設置子帳戶之方式進行存管，以緩解目前所面臨之困境。

因此，本章探討我國證券市場交割制度之修正規劃，將針對以證券商交割專戶下設置子帳戶之法律架構以及相關作業流程之可行性進行分析，並進一步研議改採子帳戶架構之配套措施，以及評估改採子帳戶架構所帶來之效益。

第一節 以證券商交割專戶下設置子帳戶相關作業流程之可行性分析

本節將參考國際主要證券市場有關投資人交割款項之存管模式，以及考量我國目前市場環境與投資人結構等因素，建構符合我國證券市場特性之投資人交割款項之存管模式。其主要變革在於將現行由投資人個別至交割銀行以投資人名義開立交割帳戶之作業方式，改採以證券商交割專戶下設置子帳戶之開戶方式，並進一步探討相關作業流程之可行性。

壹、以證券商交割專戶下設置子帳戶之具體架構

若參考中國大陸之第三方存管制度，建構我國以證券商交割專戶下設置子帳戶之投資人交割資金存管架構，其資金帳戶體系得以圖 4-1 加以表示。若與現行的運作模式相較，兩者間主要的差異得歸納說明如下：

一、投資人交割款項改為以證券商名義存放於銀行

目前投資人交割款項係以投資人個人名義存放於交割銀行，未來若改採子帳戶模式，須配合改以證券商名義存放於交割銀行，其下再分別為個別投資人設立子帳戶進行管理。前述之子帳戶實際上僅為虛擬帳戶，並未真實存放投資人款項，投資人款項實際存放於以證券商名義於交割銀行開立之「證券商客戶款項交割專戶」。

二、證券商須自行管理「款項交割專戶子帳戶（證券端）」

目前我國投資人須個別於證券商指定之交割銀行開立款項劃撥帳戶，於買進成交後，將交割款項於規定期限內存入該銀行帳戶。未來由證券商於交割銀行開立「證券商客戶款項交割專戶」，投資人於證券商營業據點開戶時，除開立原有之有價證券集中保管帳戶外，須指定款項交割銀行，證券商將客戶指定資訊發送到交割銀行。同時，證券商須為個別投資人開立「款項交割專戶子帳戶（證券端）」，自行管理客戶款項之進出明細資料。

三、銀行同時管理「證券商客戶款項交割專戶」與「款項交割專戶子帳戶（銀行端）」

未來投資人至證券商營業據點開戶並指定交割銀行後，證券商將

客戶指定資訊發送到交割銀行，交割銀行接收客戶資訊後，須以客戶名義開立單獨的「款項交割專戶子帳戶（銀行端）」，投資人仍須配合至銀行據點進行簽約確認。交割銀行則須同時管理「證券商客戶款項交割專戶」與「款項交割專戶子帳戶（銀行端）」，並建立「款項交割專戶子帳戶（銀行端）」與「款項交割專戶子帳戶（證券端）」之間的一一對應關係。

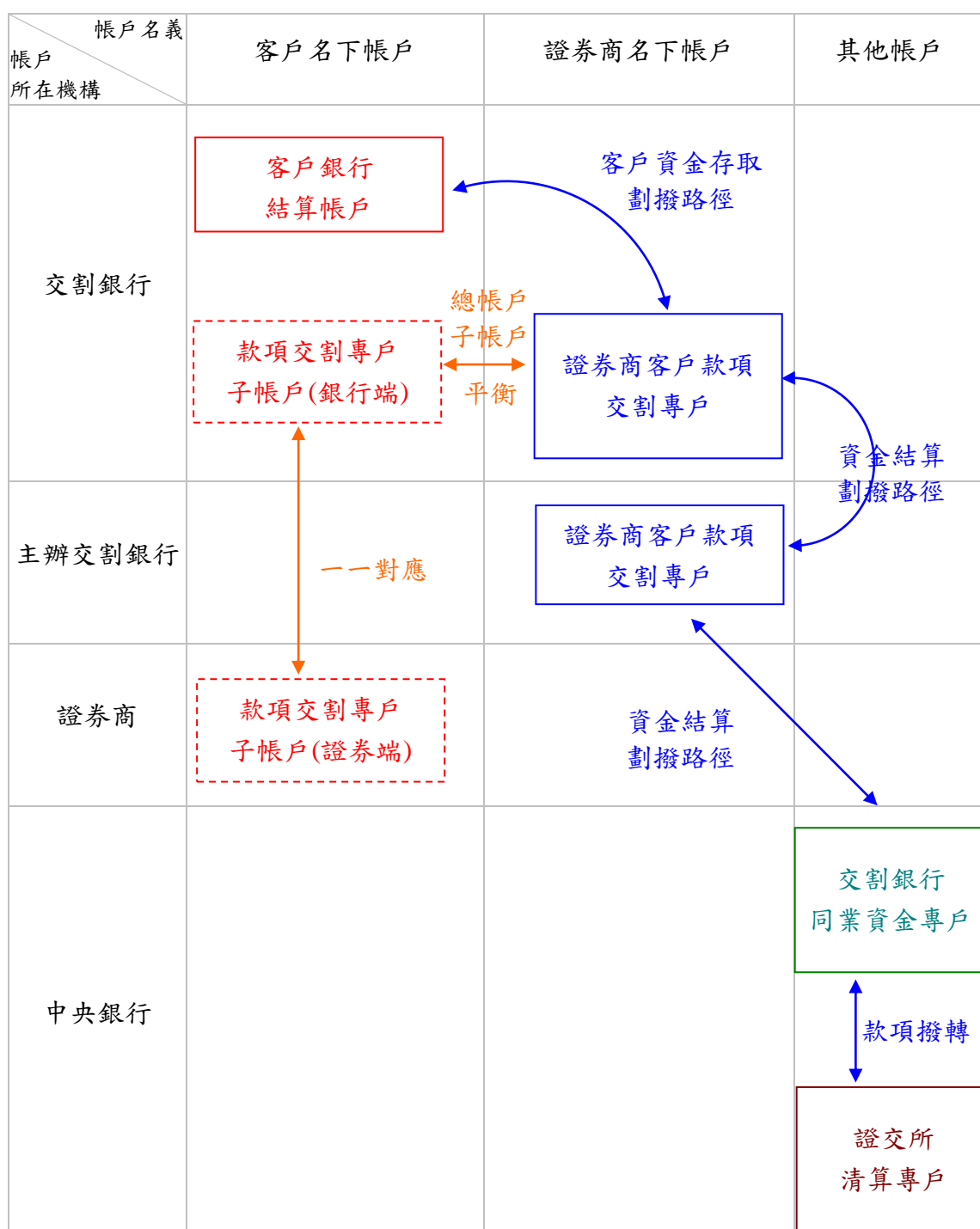


圖 4-1：以證券商交割專戶下設置子帳戶之資金帳戶體系

貳、以證券商交割專戶下設置子帳戶相關作業流程之可行性分析

依據本文所研擬以證券商交割專戶下設置子帳戶之架構，擬由投資人、銀行業、證券商與主管機關等角度，進一步探討相關作業流程於未來運作之可行性。

一、投資人對於交割款項改以證券商名義存放之接受性

若改採以證券商交割專戶下設置子帳戶之模式，與現行個別投資人至銀行以個人名義開立銀行劃撥帳戶最大之差異，即在於投資人交割款項未來須改以證券商名義進行存放。當投資人賣出證券時，所得款項亦先行匯撥至證券商名下帳戶，投資人若要運用資金，則須進行出金的動作，將款項撥轉至個人銀行帳戶才得以運用。與現行模式下，投資人賣出證券之款項直接匯撥至投資人個人名下帳戶，交割款項餘額同樣存放在投資人名下帳戶，投資人可以隨時透過銀行櫃檯和銀行 ATM 進行提取，新制度將重大改變投資人交易習慣。若無搭配其他的配套措施，僅改變現行模式，將投資人交割款項改以證券商名義存放，對投資人而言不僅不具誘因，且恐難以接受。

二、改採子帳戶架構對投資人資產保護的影響

目前投資人的交割款項以投資人名義存放於銀行，該存款屬於存款保險保障之範圍，相對較為安全。未來若改採子帳戶的方式，投資人交割款項將改以證券商名義存放於銀行，所涉及投資人資產保護的問題將不同於以往，其主要風險將與證券商營運密不可分。若進一步分析其風險性質可分成以下兩方面：

(一)證券商財務風險

當證券商發生財務危機、支付能力發生問題，如破產、清算時，「證券商客戶款項交割專戶」其名義上雖屬於證券商，惟其帳戶款項實屬投資人所有，對於前述帳戶之資產保護當屬必要，避免證券商債權人執行該項資產之爭議。目前依據「證券投資人及期貨交易人保護法」第 37 條，規定證券商債權人不得對因業務接受客戶委託所取得之資產請求扣押或行使其他權利⁸¹。因此，未來若改採子帳戶之方式，於證券商發生財務危機時，對於投資人交割款項的保障已有相關規範。

(二)證券商道德風險

若改採子帳戶的方式，投資人交割款項改以證券商名義持有，則證券商挪用客戶資金的問題將是關注的重點，此亦為國際間採取經紀商存管模式時，積極防範的主要課題。如美國規定證券商須於銀行開立「特別準備銀行帳戶」，以客戶為專門受益人，證券商不能動用該帳戶，SEC 並定期檢查該帳戶餘額。香港則藉由明確規範在何種情況下可以從前該獨立帳戶提取客戶款項，以防堵證券商挪用之弊端。或者如韓國改採由第三方進行集中存管之模式，以及中國大陸近年來所推動之第三方存管模式，杜絕證券商經手客戶款項之機會以避免挪用情形發生等。因此，未來若採取子帳戶之模式，將類似於中國大陸目前之第三方存管制度，證券商仍然不經手客戶款項，「證券商客戶款項交割專戶」之存取僅限定為交割收付之用途，將可避免證券商挪用之風險。

⁸¹ 「證券投資人及期貨交易人保護法」第 37 條：

「證券商依法令開設存放客戶款項之專戶，及因業務接受客戶委託所取得之資產，與其自有財產，應分別獨立。

證券商除為其客戶辦理應支付款項或運用資產者外，不得動用前項款項或資產。

證券商就其自有財產所負債務，其債權人不得對第一項專戶款項及因業務接受客戶委託所取得之資產請求扣押或行使其他權利。」

三、銀行業改變現行作業之可行性

(一)新舊帳戶轉換問題

銀行業在證券市場交割作業中，主係為投資人提供金流的服務，未來若改採子帳戶的方式，依然是提供金流的服務，兩者間的主要差異在於與證券商以及投資人間法律契約關係之轉變，由原先個別投資人分別在銀行開立款項劃撥帳戶，投資人屬於銀行之存款戶；改由證券商於銀行開立交割專戶，證券商為該帳戶之所有人。因此，當證券商改採子帳戶架構，係由證券商於銀行開立客戶款項交割專戶，投資人並不須開立新帳戶，仍可以使用原先在銀行開立之款項劃撥帳戶作為出入金約定帳戶，僅須於交易時將款項匯入證券商客戶款項交割專戶，故並不會產生新舊帳戶轉換問題。

(二)出入金之匯費問題

改採子帳戶架構後，投資人須透過銀行間之匯款辦理出入金作業，資金將於證券商於銀行開立之客戶款項專戶與投資人個人帳戶間進行撥轉，若係透過跨行匯款則將產生匯費。參酌目前期貨商處理客戶出入金之實際情況，若客戶約定之個人帳戶與保證金專戶為相同銀行，則無匯費之產生；若為不同銀行，則屬於跨行間的匯款，跨行匯費通常由投資人負擔，前述作業與銀行目前一般匯款業務並無差異。

(三)銀行端子帳戶之管理

本研究所提出之子帳戶架構，銀行須配合管理與記錄個別投資人之明細帳，對於銀行而言，與目前個別管理投資人之存款帳戶並無太大差異，惟配合子帳戶的帳戶體系，不僅與證券商以及投資人間的契約須重新更換，相關的資訊系統也須配合調整，與證券商之間每日的

對帳作業亦須配合建置與運作。因此，交割制度改採子帳戶模式若經主管機關核定實施，銀行業基於業務經營，亦須配合辦理。

四、證券商自行管理與維護客戶資金帳戶之可行性

目前證券商辦理經紀業務，對於券項的部分，係委託臺灣集中保管結算所處理集中保管帳簿劃撥事宜，而客戶交割款項則由銀行業進行管理，證券商本身並無管理客戶個別款券帳戶之經驗，更遑論資訊系統與人力。未來若要採取子帳戶架構，則須由證券商自行建置資訊系統並配置適當的人力以管理與維護客戶資金帳戶。

在資訊系統方面，應配合子帳戶架構修改開戶系統，約定客戶之出入金帳戶，並應另行建置出入金系統，若採取即時出入金系統規劃，則尚須與客戶款項交割專戶存放銀行間建立連線系統，以即時控管客戶出入金情況。此外，證券商應建置帳戶管理系統，針對個別客戶交割款項進行管理，並提供客戶查詢系統，以利客戶查詢款項餘額。針對利息支付方面，證券商亦須依據與客戶間的契約協定，計算相關利息與支付作業等。此外，須視個別證券商現有人力負荷情形，新聘或調配適當人力進行客戶資金帳戶的管理與維護，以確保相關作業正確且有效率地運行。

五、投資人交割款項存入證券商帳戶之合理性

本研究所規劃之子帳戶架構，事實上與目前國內期貨交易，期貨商收取客戶保證金，並開立期貨商客戶保證金專戶的作法十分雷同。子帳戶和期貨商客戶保證金專戶相同者在於客戶交割款項(保證金)皆以證券商(期貨商)名義存放於銀行，投資人(交易人)必須透過出(入)金的作業，將款項轉出(入)證券商(期貨商)開立之專戶，且證券商(期貨商)須設立與管理客戶明細帳。

而兩者主要的差異在於銀行端的監理，為保障投資人款項安全，子帳戶的設計增加銀行端的監理，銀行亦須設立客戶明細帳，且透過證券商與銀行間的每日對帳，達到監理的目的。此外，目前期貨商客戶保證金專戶主係由期貨商進行客戶明細帳管理，銀行僅針對專戶(總帳)進行管理，並未設立客戶的分戶，所有存入的保證金，均在期貨商名義下，此亦為目前國際間主要證券市場之普遍作法。

惟收取保證金為期貨交易之制度規範，期貨商於客戶下單前必須確認其帳戶的款項是否足夠，若款項係存放於客戶的個人帳戶，受限於銀行法的限制，期貨商恐無法進行檢查。因此，期貨交易人須將款項存放於以期貨商名義所開立的帳戶，此為期貨交易制度上的要求。但是，在證券交易方面，並未實施保證金制度，證券商無檢查投資人是否具備足夠資金的必要性，考量投資人款項存放之安全性，故制度設計使投資人的款項存放在個人的銀行帳戶。由此可知，國內對於證券投資人與期貨交易人資金款項的存管模式不同，主係因證券交易與期貨交易兩者在制度方面存在本質上的差異所致。因此，國內證券交易若欲採取子帳戶架構，將投資人交割款項由投資人個人帳戶改存證券商帳戶，仍須配合其他證券交易制度方面的調整，以求整體制度的合理與完善。

六、帳戶利息歸屬的合理性

目前交割款項以投資人個人名義存放於銀行，雖然以證券戶開立之存款利率較低，惟帳戶利息仍歸投資人所有，並無疑義。若改採子帳戶之架構，未來投資人交割款項係以證券商名義存放，所衍生之利息歸屬問題則須加以釐清。若參考國際間主要證券市場之作法，交割帳戶係以證券商名義持有，產生之利息自然歸屬於證券商名下，但可

運用契約方式，要求證券商應於客戶開戶時，於開戶契約中明訂交割帳戶利息之歸屬，以及有關利息之支付標準與方式。亦即，未來交割款項帳戶利息之歸屬，將透過證券商與其客戶間之契約進行約定。

第二節 以證券商交割專戶下設置子帳戶之法律架構探討

壹、現行證券商交割帳戶之法律關係

一、採交易人證號交易制度

依目前交易人證號（ID）之交易制度之設計，證券商在下單時係以自己的名義為客戶下單買賣完成交易，兩者之間所成立之法律關係乃是民法第576條以下之行紀契約關係。證券商基於其與客戶之間的委託契約，以自己名義為客戶下單時，同時負擔交割義務，且須在每一筆交易中，提供委託人之帳號。客戶不論為自然人或法人，都有一個自己的個別帳戶，始能在證券市場中進行交易。

（一）下單

依臺灣證券交易所股份有限公司營業細則（下稱「證交所營業細則」）第75-1條規定，證券經紀商受理開戶，開戶之客戶身分依自然人、法人、華僑及外國人規定稍有不同。我國之自然人在開戶時，依本國之身分證字號來代表，因此自然人在開戶時需要親自帶著身分證正本辦理開戶並當場簽章。至於法人客戶，則以稅捐機構發給之設立扣繳單位編配之統一編號來進行登記。由法人之代表人檢附法人登記證明文件影本、稅捐機構發給之設立扣繳單位編配之統一編號通知單影本（如屬營利事業則得免附上開通知單影本）、授權書暨法人代表

人及被授權人身分證影本辦理。開戶後，受委託買賣有價證券之經紀商對於委託人應辦理徵信之動作，以確保其有效的風險控管⁸²。

(二)交易

當客戶在證券經紀商完成開戶之後，即可進行有價證券之買賣交易。目前有價證券在證交所之買賣，係採電腦自動交易，報價僅限當市有效。客戶想要下單，通常是給予證券經紀商下單之指令，除以直接向營業員下令外，目前更佳便利的方式係由客戶自己透過網路或語音下單。加入買賣的方式，係由參加買賣之證券經紀商或自營商依序逐筆輸入證券商代號、委託書編號（或自行買賣申報編號）、委託書種類（融資、融券、借券、集中保管、自行保管）、委託人帳號（或自營商帳號）、有價證券代號、交易種類（普通、鉅額、零股）、單價、數量及買賣別等，所有上述資料均須輸入證券交易所之主機，才算完成交易的動作。並可以列印出買賣回報單，待撮合成交後再由券商將成交回報之資料送交易所。

二、結算交割

(一)有價證券集中保管帳簿劃撥

依「證交法」第43條規定，在證券交易所上市或證券商營業處所買賣之有價證券之給付或交割應以現款、現貨為之。基於避免股票被竊取、遺失及簡化交割流程等考量，除現款採銀行帳簿劃撥方式匯入外，券的交割則設置證券集中保管事業經營有價證券之保管及帳簿劃

⁸²詳參證券公會「會員受託買賣有價證券徵信與額度管理自律規則」之規定。

撥之程序⁸³。交割之款項，包括投資人買賣股票或其他有價證券，其應付、應收之款項，一律以銀行帳戶辦理轉帳劃撥。透過證券集中保管制度與帳簿劃撥交割制度並用，使集中保管之有價證券以帳簿劃撥來代替證券之移轉⁸⁴。投資人可以在證券商開設證券保管劃撥帳戶，委託證券商將自己持有的證券送交集保公司集中保管，並利用電腦自動撥帳功能，完成證券買賣有關交割結算工作，並可簡化發行公司、證券商以及集保公司對股務作業手續。

(二)交割作業

委託人於成交後，應辦理交割之手續。普通交割之買賣委託，證券經紀商應於接受委辦時或成交日後第二營業日上午10時前，向委託人收取買進證券之價金或賣出之證券。辦理交割時間點為成交日後第二營業日（即T+2）。例如，委託人於星期一下單買進某股票10張，經撮合後買賣成交，證券經紀商將通知委託人成交之數量及金額，同時亦將資料通知銀行於交割日進行扣款。委託人最遲應於星期三中午10時前將總價金匯入證券買賣專戶以利扣款。客戶於交割日完成扣款後，證券經紀商即依據「有價證券集中保管帳簿劃撥作業辦法」第27、28條，辦理股務帳簿劃撥交割之程序。

(三)違反交割義務之效果

違約交割之情形有兩種：委託人不如期履行交割義務，以及委託人送存交割之證券經驗證為偽造或變造者。證券經紀商除應於委託人

⁸³參照證券交易法第十八條第一項、第四十三條第二項與有價證券集中保管帳簿劃撥作業辦法。

⁸⁴賴源河，證券管理法規，1998年9月增修訂二版，頁375。

違約當天下午6時依照證券交易所之「證券經紀商申報委託人延遲交割及違約案件處理作業要點」規定申報違約，同時通知委託人外，並應立即代辦交割手續。在委託人不如期履行交割義務之情形，證券經紀商依規定代辦交割所受之證券與代價，應於委託人違約之次一營業日開始在證券交易所之市場委託他證券經紀商予以處理；處理後應即依「證券經紀商申報委託人延遲交割及違約案件處理作業要點」規定辦理申報並通知委託人。但是同一帳戶、同一種類、同數量之有價證券得為互相抵繳處理。在委託人交送偽造變造證券之違約情形，證券經紀商應於函報之次一營業日，自證券交易所之市場買回處理。證券經紀商經確認委託人發生違約情事時，應即行將違約資訊輸入證券交易所之電腦，並依證券與價金之違約有不同之申報截止時間。若係賣出證券違約者，至遲不得逾成交日後第一營業日下午6時，買進價金違約者，至遲不得逾成交日後第二營業日下午6時。倘若因為銀行的作業延誤而遲至下午6時以後才獲悉價金不足者，應於下午8時之前輸入相關違約資訊，並應於隔天檢具銀行證明文件函報證券交易所憑核⁸⁵。

不論是委託人違約或是委託人遲延交割之情形，均由證券經紀商來負擔交割之義務，證券經紀商不得以上述理由不履行交割義務。倘若證券商違背關於交割義務之規定，證券交易所應依證券交易法第153條之規定，指定他證券商代為交付，並留置其應收之款券。情形嚴重時，證券交易所得停止其3個月以上6個月以下之買賣。若1年之內被暫停買賣達兩次以上者，證券交易所得終止該違約證券商使用證券市場之契約。倘若委託人並非故意違約而是屬於遲延交割之情形，證券經紀商應先申報委託人遲延交割，並代辦交割手續，證券經紀商

⁸⁵臺灣證券交易所股份有限公司證券經紀商申報委託人遲延交割及違約案件處理作業要點第二點。

因為代辦交割所受之證券或代價，應於委託人如期履行交割義務時，將證券返還代辦交割時之借券，至於代價則抵充代辦交割支付之價款。

貳、交割子帳戶之法律關係

一、不受「銀行法」第 29 條禁止規定限制

若允許證券商設置交割子帳戶，該子帳戶於法律上之性質為何，涉及客戶入出金於證券商名下子帳戶之行為，是否違反「銀行法」第 29 條第 1 項所稱，「非銀行不得經營收受存款業務」之禁止規定？則證券商交割子帳戶於法律上之定性，極其重要。

「銀行法」第 29 條第 1 項「非銀行不得經營收受存款業務」之規定，其處罰之對象係向多數人或不特定人收受存款之人，目的在遏阻違法吸收資金之行為禍及國家金融市場秩序之維護。所稱「不特定多數人」或「不特定人」，乃特定多數人之對稱，係指不具有特定對象，可得隨時增加之謂。故同第 125 條關於處罰非銀行不得經營收受存款業務之規定，只須行為人係向不特定多數人收受款項或資金而合於上開要件且繼續反覆為之者，即足當之。但臺灣高等法院 87 年度上更(二)字第 523 號刑事判決指出：「銀行法第 5 條之 1 規定……；再同法第 29 條第 1 項規定……。」可見銀行法第 29 條第 1 項之構成要件，應指「非銀行」，為同法第 5 條之 1 所規定之「收受存款」行為，並加以「經營」，且以之為「業務」方屬之。而所謂「經營收受存款業務」，應指「非銀行」收受存款後，有為轉貸生息或其他投資圖利之行為，並以之為業者。」亦即，臺灣高等法院認為行為人縱使該當「銀行法」第 5 條之 1 所定之收受存款行為尚不能遽以「銀行法」

第 125 條規定（刑事責任）相繩，必須行為人有「經營」收受存款「業務」之事實始足當之；而所謂經營收受存款業務，按其解釋，應行為人於收受存款後，有為轉貸生息或其他投資圖利之行為方可。換言之，法院認為行為人僅有收受存款之行為仍有不足，尚應附加有為授信行為而賺取利差之事實，方能論以「銀行法」第 125 條之罪。然而上開見解並不為最高法院所接受，最高法院 92 年度台上字第 3060 號刑事判決認為，從法條文義解釋觀之，收受存款不以有轉貸行為為必要，故撤銷原判決發回更審。發回更審後，臺灣高等法院 92 重上更（三）第 130 號確定判決，認為：「...依銀行法第 29 條第 1 項之規定，凡『法律另有規定』准許非銀行之生產事業公司經營收受存款業務者，即不為銀行法第 29 條第 1 項所禁止，自不觸犯同法第 125 條之罪。」

又由最高法院 97 年台上字 5936 號判決：「...所謂『經營收受存款業務』，當不限於單純之收受存款，舉凡與其相同之返還本金、提領存款、支付利息等業務，均應包括在內。至於所稱『與本金顯不相當』係指就原本利率、時期核算並參酌當地之經濟狀況，較之一般債務之利息，顯有特殊之超額者而言。」可知，司法實務見解認為，「銀行法」第 29 條之立法目的，係為防止對不特定多數人之非法吸金行為，並非所有收受現金之行為，均被認為經營存款業務，僅銀行得為之。因此，若證券商名下子帳戶之適用目的，並無「經營」收受存款業務之事實，亦無轉貸生息或其他投資之行為，仍非「銀行法」所禁止之範圍，惟最終的認定仍須回歸相關主管機關的判定。

二、引用「證交法」第 60 條第 1 項第 5 款主管機關授權規定為法律依據

證券經紀業務依「證交法」第 15 條第 3 款規定，為「有價證券買

賣之行紀、居間、代理及其他經主管機關核准之相關業務。」又「民法」第576條規定，行紀乃以自己之名義。為他人之計算，為動產之買賣或其他商業上交易，而受報酬之營業。而稱行紀營業人為「行紀人」，如：證券商；該他人為「委託人」。則證券商受託買賣代客戶下單，若客戶不履行交易契約，證券商基於為委託人買賣或交易行為，依「民法」第578條規定，行紀人（證券商）為委託人之計算，對於他人（相對人）所為之交易，自得權利，並自付義務，並依同法第579條定，若行紀人為委託人之計算所訂立之契約（如：買入證券契約），其契約之他方當事人（相對人）不履行債務時，對於委託人應由行紀人負直接履行契約之義務。尤需注意者，行紀人為委託人之計算，所買入或賣出之物，為其占有時，適用寄託之規定（民法第583條第1項），此時，行紀人同時存在受寄人雙重身分，而生管理之注意義務。

主管機關因恐證券商經營不善而倒閉，嚴格禁止證券商保管客戶款項或有價證券，規定證券商應於規定時間將股票送交集保公司，同時買賣證券交割清算款項應交由商業銀行處理。雖降低證券商的經營風險，卻使證券商無法掌握自身顧客款、券交易狀況，進而限制證券資金之流動性，不易拓展市場業務與商品創新。經業者多年來不斷爭取，主管機關於近年也逐漸修改相關法規，有限度減少對市場之管制。如：2006年修訂「證交法」第60條第1項第5款規定：「證券商非經主管機關核准，不得為下列之業務：……五、因證券業務受客戶委託保管及運用其款項。」及第2項主管機關訂定管理辦法之授權，由主管機關訂定「證券商辦理客戶委託保管及運用其款項業務管理辦法」（下稱「管理辦法」），做為證券商經營現金管理帳戶之依據。

目前第5款之規定援引為開辦證券商現金管理帳戶之依據，惟施行以來，投資標的受限且流動性不高，與國外的現金管理帳戶明顯尚有差距。僅將國外現金管理帳戶的其中一小部分「帳戶餘額」，以交割結餘款取代，並從嚴規定相關作業程序，不利於證券商在此業務之發展⁸⁶。若欲將現行交割款項以投資人名義存管於銀行，轉為以證券商名義存放於銀行，本條款確實可提供證券商受客戶委託保管及運用款項一明確之法源依據。而業務執行細項與風險管理等規定，則可擴大「證券商辦理客戶委託保管及運用其款項管理辦法」規範，依需要修改即可。

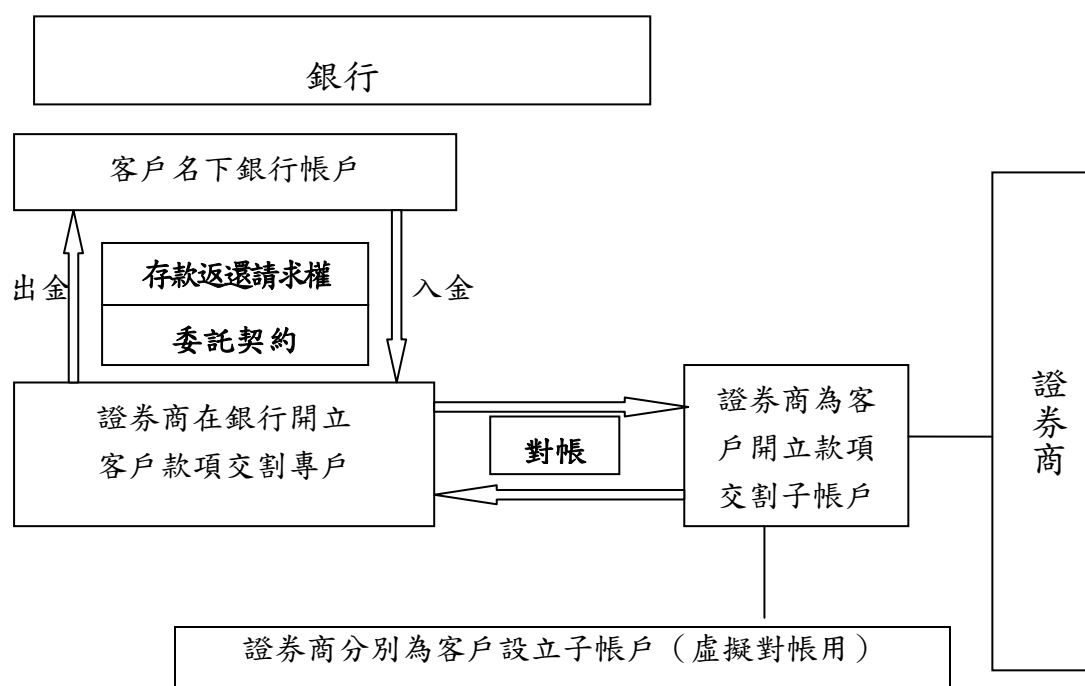


圖4-2：設定子帳戶法律架構

⁸⁶龔天益，證券商經營現金管理帳戶業務之研究，證券商業同業公會委託研究，97年1月27日。

第三節 改採子帳戶架構之配套措施

壹、各國對投資人權益保障之規範

本研究所提出之子帳戶架構主係針對投資人交割款項之存管模式進行改革，最主要的變革在於將現行以投資人個別名義存放於銀行之作法，改為由證券商設立款項交割專戶，以證券商名義存放於銀行之模式，其帳戶架構體系得參見本章第一節圖 4-1。

然而，投資人交割款項改為子帳戶之架構，其間所牽涉之層面甚廣，尤其是投資人權益之保障議題，始終居於探討的核心。由本文第二章第四節表 2-2 可以看出，國際間主要證券市場針對投資人交割款項帳戶的所有者名義幾乎皆為證券商，各國之差異主要在於針對此帳戶之實際控管模式不同，惟對於投資人交割款項之保障，避免遭證券商不法挪用，仍為各國制度規劃之重要考量之一。若分析各國在投資人權益保障之相關規範，可以彙整為以下兩大重點：

一、防止證券商挪用

美國依 Rule §15c3-3 規定，證券商應在銀行開立為客戶專屬利益之「特別準備銀行帳戶」，且該帳戶應與證券商其他帳戶分離管理。韓國除將投資人交割款項集中存放於韓國證券金融公司 (KSFC) 外，並規範證券商除依規定不得移轉投資人款項或以投資人款項為任何人或任何機構提供擔保。香港則於「證券及期貨（客戶款項）規則」第 4 條規定收取或持有客戶款項的證券商，須為存放該等款項而在香港開立和維持獨立帳戶，及在收取該等款項後的 1 個營業日內存放該等款項在該帳戶內；並於該規則第 5 條明確規範在何種情況下可以從獨立帳戶提取客戶款項。

二、證券商支付能力發生問題時之客戶資產保護

美國訂定「證券投資人保護法」SIPA§78fff，為避免證券商發生財務困難，進而被合併或破產，影響投資人權益，依該法設立償付基金，對破產證券商客戶彌補其金錢與股票之損失，俾維繫投資人對於證券市場之信心，惟與破產債權相關者，仍須援引適用破產法之相關規定。韓國依據韓國「金融投資服務暨資本市場法」第 74 條規定，當證券商或存管機構陷入暫停營業、撤照及破產之情況時，證券商及存管機構應優先償付交易保證金款項予投資人。當證券商破產時，由 KSFC 將投資人款項直接返還投資人。此外，並規範證券商的債權人不得主張或強制執行投資人款項帳戶。

香港則依據「證券及期貨條例」第 149 條規定，客戶款項不得於針對證券商執行法庭命令或法庭程序文件時取出。且證券商的債權人不得主張或強制執行。此外，客戶交割款項以證券商名義存放，投資人可透過投資者賠償基金提出賠償申索，每名申索人就香港聯合交易所的證券交易因單項違責而可以得到的賠償總額上限為 150,000 港元⁸⁷。

貳、改採子帳戶架構之配套措施

參考前述各國對投資人權益保障之相關規範，以及考量我國證券市場實務情況，提出改採子帳戶架構時之相關配套措施，以減緩新制度可能產生的負面效果。

一、增訂「證券商客戶款項交割專戶」之設置依據

⁸⁷ 參閱香港投資者賠償有限公司網站，http://www.hkicc.org.hk/faqs/main_c.htm#q1。

依據證券交易法第 60 條規定，證券商經主管機關核准，得因證券業務受客戶委託保管及運用其款項，且於 2008 年訂定「證券商辦理客戶委託保管及運用其款項管理辦法」。惟該管理辦法目前僅開放現金管理帳戶，為開放證券商受託買賣有價證券得採行交割子帳戶之架構，建議擴大前該管理辦法之範圍，除現金管理專戶外，亦得開立「證券商客戶款項交割專戶」，修正條文參見表 4-1。

表 4-1：「證券商辦理客戶委託保管及運用其款項管理辦法」

建議修正條文

修正條文	現行條文	說明
<p>第三條 證券商辦理客戶委託保管及運用其款項業務，<u>其開立之帳戶如下：</u></p> <p><u>一、現金管理專戶。</u></p> <p><u>二、客戶款項交割專戶。</u></p> <p><u>前項專戶應與其自有財產分別獨立。該專戶款項及運用標的均不得流用。</u></p> <p>證券商就其自有財產所負債務，其債權人不得對前項專戶款項及運用標的請求扣押或行使其他權利。</p> <p>證券商應於第一項專戶內設置客戶分戶帳，每日逐筆登載款項收付情形及相關運用事項。</p>	<p>第三條 證券商辦理客戶委託保管及運用其款項業務，<u>應以現金管理專戶為之，並與其自有財產分別獨立。該專戶款項及運用標的均不得流用。</u></p> <p>證券商就其自有財產所負債務，其債權人不得對前項專戶款項及運用標的請求扣押或行使其他權利。</p> <p>證券商應於第一項專戶內設置客戶分戶帳，每日逐筆登載款項收付情形及相關運用事項。</p>	<p>一、為開放證券商受託買賣有價證券得採行交割子帳戶之架構，建議擴大本條之範圍，除現金管理專戶外，亦得開立「客戶款項交割專戶」，修正第一項。</p> <p>二、將原條文第一項後段之規範，修訂為第二項，原第二項及第三項項次順移。</p>

二、訂定子帳戶之管理規範

參考國際主要證券市場針對投資人交割款項之保障，規範之重點主要包括防止證券商挪用以及證券商支付能力發生問題時之客戶資產保護兩方面（參見表 4-1）。此外，目前國內期貨市場針對交易人的保證金存管模式即類似前文所述的經紀商存管模式。因此，若未來證券商採取子帳戶架構，除參考國際主要證券市場相關的管理規範外，同時可參酌目前國內針對期貨交易人保證金帳戶的管理，訂定以下相關管理規範以保障投資人交割款項之安全。

(一)明訂「證券商客戶款項交割專戶」款項提領規範

在子帳戶架構下，將投資人交割款項改由證券商名義進行存放，為避免該款項遭證券商不當挪用，應明訂證券商得由「證券商客戶款項交割專戶」提領款項之條件，包括：為投資人支付證券買賣交割款；為投資人支付證券商之佣金、利息或手續費以及依投資人指示交付款項等。並應規範證券商依前述條件自客戶款項交割專戶提領款項，限以轉帳方式辦理，不得提領現金，以保障投資人權益。

(二)訂定「證券商客戶款項交割專戶設置、使用及控管應行注意事項」

建議參酌「期貨商客戶保證金專戶設置、使用及控管應行注意事項」訂定「證券商客戶款項交割專戶設置、使用及控管應行注意事項」，其主要內容包括：

- 1.證券商客戶款項交割專戶之設置規範（如證券商總公司及每一分支機構於同一金融機構僅得開立一個客戶款項交割專戶）。
- 2.證券商與金融機構所簽訂「證券商客戶款項交割專戶存款契約」應載明事項，包括針對子帳戶架構之設計，銀行端亦須建置子帳戶進行分戶管理之協議。
- 3.證券商訂定客戶款項交割專戶管理作業程序相關規範。
- 4.證券商應將客戶款項交割專戶存款利息之歸屬，明載於證券商與投資人之受託契約，並應於接受投資人辦理開戶時向投資人說明。
- 5.證券商應設置客戶明細帳，並指派專人每日進行核對。

(三)明訂「證券經紀商受理投資人存入交割款項應行注意事項」

建議參酌「期貨經紀商受理期貨交易人存入保證金、權利金應行注意事項」訂定「證券經紀商受理投資人存入交割款項應行注意事

項」，針對投資人透過自動櫃員機、網際網路或親臨金融機構存入交割款項相關事項，規範證券商應注意事項。

(四)訂定證券商破產、解散、停業或停止相關業務時之管理規範

在 2008 年訂定「證券商辦理客戶委託保管及運用其款項管理辦法」開放證券商經營現金管理帳戶前，證券商並無保管投資人款項之情形，故當證券商發生破產、解散、停業或停止相關業務等情事時，亦無針對投資人款項之處理作業訂定相關規範。其後，配合現金管理帳戶之開放，於前述管理辦法第 6 條第 5 項規定，證券商停止辦理現金管理業務時，應於次一個營業日將保管於現金管理專戶之客戶款項撥轉至客戶從事買賣集中交易市場或櫃檯買賣市場有價證券交易所開立之證券款項劃撥帳戶。建議參照證券商開立現金管理專戶之作法，當證券商發生破產、解散、停業或停止相關業務等情事時，對於存放於客戶交割專戶之款項返還投資人之作業，訂定管理規範以保障投資人權益。

三、投資人教育宣導

若證券商改採交割子帳戶制度，交割款項由投資人個人名義持有，改由證券商名義持有，當投資人買入證券時，交割款項須存入證券商客戶款項交割專戶以辦理交割；當投資人賣出證券時，賣出款項係匯入證券商客戶款項交割專戶，投資人針對存放於該專戶之款項，須透過申請領回程序，撥轉至原約定之投資人銀行帳戶，再進行資金的運用，此與目前投資人的資金使用習慣大不相同。因此，必須進行相關的投資人教育宣導，讓投資人了解本身的權利義務，以及後續的款項交割作業等，使相關制度得以順利推展。

四、仿效國際主要證券市場設計證券商與投資人間之權利義務

參酌國際間主要證券市場採取經紀商存管模式者，證券商係以行紀方式受託買賣股票，證券商與投資人間為行紀法律關係，證券商擔負市場交割之義務，基於證券商本身之風險考量，其可要求投資人預先存入一筆保證金始受託進行交易。反觀國內情況，雖然一般仍將證券商與投資人間認定為行紀法律關係，惟實務上國內證券市場制度經過多年的演變，已與國外之行紀法律關係有些差異。如國內針對投資人對證券商交割時點以及逾時交割皆進行規範，證券商須於規定時點前向證交所申報錯帳、遲延交割或違約，以達即時管控投資人交割資訊的作法，與國外證券市場普遍由證券商擔任交割主體的兩階段（投資人與證券商間、證券商與證交所或結算機構間）交割制度全然不同。在國際間主要證券市場的兩階段交割制度下，證券商與投資人間之交割作業與權利義務屬雙方契約規範內容，交易所或結算機構不予介入。國外證券商不須因客戶交割逾時向交易所辦理錯帳、客戶違約等申報，而是先對市場完成交割，再對投資人收取相關款券融通費用⁸⁸。

此外，臺灣證券市場實施投資人 ID 制度，未徹底落實兩階段交割制度，且以投資人為違約交割防範對象，此與國際證券市場的作法顯不相同。依據我國證券交易法第 155 條第一項第一款之規定，對於在證券交易所上市之有價證券，不得有「在集中交易市場委託買賣或申報買賣，業經成交而不履行交割，足以影響市場秩序」之行為。另依同條第二項規定：「前項規定，於證券商營業處所買賣有價證券準用之。」在證券市場上買賣雙方均為證券商，而委託人與證券商之間係行紀法律關係，法律上，有證券商對交易所不履行交割與委託人對

⁸⁸ 參閱許正誼，「延後交割時點無法有效解決外資資金提前到位（Pre-funding）問題之探討」，證交資料第 584 期，頁 38-51，2010 年 12 月。

證券商不履行交割兩種，委託買賣是指投資人委託券商，申報買賣是指券商接受客戶委託後向交易所申報買賣，故明確劃分投資人與證券商不交割兩種。

又依據證券交易法第 171 條第一項第一款之規定，違反第 155 條第一項、第二項，處三年以上十年以下有期徒刑，得併科新臺幣一千萬元以上二億元以下罰金。

前述對違約不履行交割的行為科以刑事處罰規定為我國獨有之類型，國際間主要證券市場均無類似之規定，概國際間主要證券市場的證券商負有結算交割之義務，故其皆得視客戶之個別信用狀況，自行決定是否要求投資人預先存入一定金額之保證金。而我國既已針對投資人違約交割之行為處以刑罰，若進一步規定投資人必須先將交割資金存入證券商帳戶，在權利義務上恐不恰當⁸⁹。

因此，考量權利義務配合之原則，證券商與投資人應回歸單純的行紀法律關係，由證券商擔負交易結算交割之義務，並取消投資人違約交割之刑罰，則證券商方可基於本身的風險管理政策，要求投資人在交易前將資金先行匯入證券商交割帳戶方為合理。

⁸⁹ 參閱林振東，「探討證券交易法第 155 條第 1 項違約交割規定」，證交資料第 528 期，頁 28-45，2006 年 4 月；以及蕭偉評，「研議投資人違約管理機制之調整」，證交資料第 522 期，頁 24-36，2005 年 10 月。

第四節 改採子帳戶架構之效益評估

依據本研究之動機與目的，將探討核心聚焦於目前我國證券市場在投資人交割款項存管制度所衍生的問題，並參酌國際主要證券市場在投資人交割款項之存管制度，配合我國現行制度、市場環境、投資人結構等因素，提出於證券商交割專戶設置子帳戶架構，希冀藉由前述制度的變革能夠獲得以下效益。

壹、有助於客戶違約風險的管控

雖然對於證券商採用子帳戶制度是否能夠降低違約交割機率，各界並無一致的看法，惟對於客戶違約風險的管控應有助益。證券商可以依照本身的風險管理政策以及客戶信用狀況的評估結果，於開戶契約明訂客戶交割款項交付時點，同時透過客戶款項交割專戶之子帳戶管理，掌握客戶交割款項收付情形，不僅有助於客戶違約風險的管控，亦能提高證券商經營的彈性。

貳、減少管理銀行帳戶的成本

從投資人的角度來看，若面臨證券商合併或遷址，可能更換交割銀行，在現有的交割制度下，投資人須全部重新開戶，對投資人而言非常不便，造成許多靜止戶的問題。若採用交割子帳戶的方式，投資人買入證券時將款項匯入該子帳戶，賣出證券時即可匯出至個人的銀行帳戶，投資人得使用同一個銀行帳戶於不同的證券商進行交易，對其資金控管更為方便，減少投資人管理銀行帳戶的成本。

參、平衡銀行與證券業間的保管交割權責

環視國際主要證券市場對於投資人交割款項方面，普遍採取證券商存管模式，畢竟證券商擔任中央結算的直接參與者，證券商負交割之義務，須能掌握客戶的資金狀況以控管本身的風險。因此，由證券商同時保管客戶的證券與資金，不僅符合保管人權利與義務對等的原則，亦是提高證券結算效率、降低作業成本、促進市場發展以及加強風險控管的重要因素。反觀我國現行的證券市場交割制度，交割款項由銀行保管，惟擔任資金保管人的銀行，並不對客戶交易進行前端資金控制，僅承擔客戶交易結算款的代收代付責任。針對客戶無法支付證券買入款的情況，銀行不須承擔任何交割責任，而是由證券商代為墊付，造成銀行與證券業間的保管交割權責不平衡的問題。透過交割子帳戶的設計，讓證券商能夠掌握客戶的資金狀況，銀行負責金流的處理，同時擔負監管子帳戶的責任，以平衡銀行與證券業間的保管交割權責。

肆、投資人交割款項帳戶可獲得較高之存款利率

如第三章之分析，投資人為進行證券買賣於銀行開立款項劃撥帳戶，雖仍屬於活期儲蓄存款，惟其存款利率較一般之活期儲蓄存款利率低（參見表 3-3）。透過子帳戶的架構設計，投資人交割款項透過證券商名義存放於客戶款項交割專戶，利息的歸屬則明載於投資人與證券商所簽訂之受託契約，投資人有權利選擇提供最優惠條件之證券商進行開戶，以獲得較高之存款利率。

伍、證券商利於發展新種業務

目前銀行業得掌握證券商的客戶資金狀況，在基金代銷、債券承銷與貨幣理財等業務上，相較於證券商具有競爭優勢，銀行業的財富管理業務得以蓬勃發展。金管會雖於 2008 年 2 月 19 日訂定「證券商辦理客戶委託保管及運用其款項管理辦法」，開放證券商從事現金管理業務，惟由於對於保管期間、款項來源以及投資標的之限制仍嚴，據悉目前並無證券商辦理前述業務。

若探究證券商難以發展新業務的原因，證券商無法掌握客戶的資金狀況，難以進行差異化以及發展客製化的商品，應為原因之一。若採用子帳戶架構，證券商得以了解客戶的資金狀況，評估相關風險，確實執行「瞭解你的客戶」(Know your customer)，有益於證券商發展與拓展新業務。如早期美林證券推出的 CMA 帳戶，讓投資人未投資股票時，資金可以購買貨幣市場共同基金，利率雖然不高，但是仍然優於活期存款。

陸、提升證券商相對於交割銀行的議價地位

由於我國針對投資人交割款項係採取商業銀行存管模式，投資人於開戶時，須一併於證券商指定之交割銀行開設款項劃撥帳戶。證券商雖可自由選擇交割銀行，然而交割銀行一旦選定後，無論交割銀行的服務是否令人滿意，皆難以更換，畢竟強制投資人重新開設款項劃撥帳戶的要求不但不適宜，亦徒增成本，甚或流失現有客戶。因此，證券商與交割銀行間的議價地位明顯趨於弱勢，對證券商極不公平，亦對證券商的經營產生負面影響。尤其，小型證券商面對銀行業，其問題更加明顯與嚴重，不僅無法獲得與大型證券商相同的服務，銀行撤櫃的情形亦屢見不鮮。若改採子帳戶架構，將減低證券商更換交割

銀行之成本，提高證券商相對於交割銀行的議價地位。

柒、與國際市場接軌

本文第二章針對投資人交割款項之存管模式，選取各類型存管模式之代表國家或地區，包括美國、韓國與香港等，分析其具體作法。雖然各國或地區制度設計有所不同，惟若以投資人交割款項係以證券商名義或投資人名義進行存放加以區分，則僅有我國係以投資人名義存放於銀行，其餘國家或地區主要皆以證券商名義進行存放，其間的差異主要在於證券商對於投資人交割款項管理的權責以及運用上的限制等。因此，投資人交割款項改採子帳戶架構，並由證券商名義持有，與國際主要證券市場的交割款項存管制度較為一致。

第五章 結論與建議

壹、依據目前國際上主要證券市場對於投資人交割資金之存管模式可區分為經紀商存管模式、第三方存管模式以及混合存管模式三大類型。其中經紀商存管模式主要是指由證券商持有投資人交割資金，如美國。第三方存管模式是指由證券商以外之銀行或指定的專門機構進行管理，此種模式又可分為分散存管與集中存管兩類，分散存管是指投資人可以任意指定存管機構存管其交割資金，如我國由商業銀行存管投資人交割資金；集中存管則要求投資人將交割資金交由一個專門機構統一管理，如韓國由韓國證券金融公司（KSFC）進行統一管理。此外，混合存管模式則指證券商與第三方皆可以從事投資人交割資金之管理業務，如香港。其中值得注意者，雖然各國或地區制度設計有所不同，惟若以投資人交割款項係以證券商名義或投資人名義進行存放加以區分，則僅有我國係以投資人名義存放於銀行，其餘國家或地區主要皆以證券商名義進行存放，其間的差異主要在於證券商對於投資人交割款項管理的權責以及運用上的限制等。

貳、配合本研究之動機與目的，將研究範圍聚焦於目前由銀行業負責存管投資人交割款項所衍生的問題，包括增加違約交割之風險、虛增銀行帳戶增加管理成本、銀行與證券業間的保管交割權責不平衡、增加投資人帳戶管理的成本、投資人證券交割銀行帳戶存款利率較低、阻礙證券商業務之發展以及證券商面對交割銀行的議價地位趨於弱勢等。

參、環視國際間主要證券市場的相關作業，除了前述的美國、韓國與

香港等制度外，中國大陸於 2005 年開始推動之第三方存管制度，亦值得我國參考。雖客戶交割結算資金仍以證券商名義存放於存管銀行，惟增加銀行與證券商分別單獨設帳互相勾稽之管理制度，以避免證券商挪用客戶款項之情形，證券商仍然負責交易端，資金則須透過銀行進行撥轉，證券商不再經手資金，加強對客戶資金的保障。

肆、針對前述投資人交割款項存管制度所衍生的問題，並參酌國際主要證券市場在投資人交割款項之存管制度，配合我國現行制度、市場環境、投資人結構等因素，本研究提出於證券商交割專戶設置子帳戶架構（參見圖 4-1）。若與現行的運作模式相較，兩者間主要的差異包括：

- 一、投資人交割款項改為以證券商名義存放於銀行。
- 二、證券商須自行管理「款項交割專戶子帳戶（證券端）」。
- 三、銀行同時管理「證券商客戶款項交割專戶」與「款項交割專戶子帳戶（銀行端）」。
- 四、證券商與銀行每日針對「證券商客戶款項交割專戶」（總帳）以及雙方子帳戶（明細帳）之金額進行核對。

伍、由證券商向交割銀行開立「證券商客戶款項交割專戶」後，並於其下設置投資人子帳戶架構，分析其法源與法律架構之可行性、投資人對於交割款項改以證券商名義存放之接受性、對投資人資產保護的影響、銀行業改變現行作業之可行性、證券商自行管理與維護客戶資金帳戶之可行性、投資人交割款項存入證券商帳戶之合理性以及帳戶利息歸屬的合理性等，彙整列示於表 5-1。

表 5-1：證券商交割專戶下設置子帳戶架構之可行性分析

項目	可行性分析
法源及法律架構之可行性	<ul style="list-style-type: none"> 援引「證交法」第 60 條第 1 項第 5 款規定，作為證券商受客戶委託保管及運用款項之法源依據。 擴大「證券商辦理客戶委託保管及運用其款項管理辦法」之範圍，除現金管理專戶外，亦得開立「證券商客戶款項交割專戶」。
投資人對於交割款項改以證券商名義存放之接受性	新制度將重大改變投資人交易習慣，若無搭配其他配套措施，僅改變現行模式，將投資人交割款項改以證券商名義存放，對投資人而言不僅不具誘因，且恐難以接受。
改採子帳戶架構對投資人資產保護的影響	<ul style="list-style-type: none"> 依據「證券投資人及期貨交易人保護法」第 37 條，規定證券商債權人不得對因業務接受客戶委託所取得之資產請求扣押或行使其他權利。因此，未來若改採子帳戶之方式，於證券商發生財務危機時，對於投資人交割款項的保障已有相關規範。 本研究所建構之子帳戶模式，類似中國大陸目前之第三方存管制度，證券商仍然不經手客戶款項，「證券商客戶款項交割專戶」之存取僅限定為交割收付之用途，將可避免證券商挪用之風險。
銀行業改變現行作業之可行性	配合子帳戶架構，銀行業與證券商以及投資人間的契約須重新更換，相關的資訊系統也須配合調整，與證券商間的每日對帳作業亦須配合建置與運作。因此，交割制度改採子帳戶模式若經主管機關核定實施，銀行業基於業務經營，亦須配合辦理。
證券商自行管理與維護客戶資金帳戶之可行性	若採取子帳戶架構，須由證券商自行管理與維護客戶資金帳戶，證券商須配合修改或建置資訊系統，包括開戶系統、出入金系統、帳戶管理系統、客戶查詢系統、利息計算與支付系統等。並視個別證券商現有人力負荷情形，新聘或調配適當人力進行客戶資金帳戶的管理與維護，以確保相關作業正確且有效率地運行。
投資人交割款項存入證券商帳戶之合理性	國內證券交易若欲採取子帳戶架構，將投資人交割款項由投資人個人帳戶改存證券商帳戶，須全面檢討設計證券商與投資人間之權利義務，以求整體制度的合理與完善。
帳戶利息歸屬的合理性	未來交割款項帳戶利息之歸屬，將透過證券商與其客戶間之契約進行約定，於開戶契約中明訂交割帳戶利息之歸屬，以及有關利息之支付標準與方式。

資料來源：本研究整理

陸、雖然國際間主要證券市場針對投資人交割款項帳戶的控管模式不同，惟對於投資人交割款項之保障，避免遭證券商不法挪用，仍為各國制度規劃之重要考量之一。若分析各國在投資人權益保障

之相關規範，可以彙整為防止證券商挪用以及證券商支付能力發生問題時之客戶資產保護兩方面。本研究據此提出證券商改採子帳戶架構之配套措施，包括：

一、增訂「證券商客戶款項交割專戶」之設置依據。

二、訂定子帳戶之管理規範。

(一)明訂「證券商客戶款項交割專戶」款項提領規範。

(二)訂定「證券商客戶款項交割專戶設置、使用及控管應行注意事項」。

(三)明訂「證券經紀商受理投資人存入交割款項應行注意事項」。

(四)訂定證券商破產、解散、停業或停止相關業務時之管理規範。

三、投資人教育宣導。

四、仿效國際主要證券市場設計證券商與投資人間之權利義務。

柒、證券商改採子帳戶架構，將有助於客戶違約風險的管控、減少管理銀行帳戶的成本、平衡銀行與證券業間的保管交割權責、投資人交割款項帳戶可獲得較高之存款利率、證券商利於發展新種業務、提升證券商相對於交割銀行的議價地位以及與國際市場接軌等。

捌、證券市場制度的設計，與證券市場發展背景、環境以及投資人結構等因素息息相關。臺灣證券市場由於投資人結構仍以散戶占大多數，相關買賣交割制度經過多年演變，發展出一套符合臺灣證券市場環境與投資人結構的交易交割制度，已非原先設計的行紀法律關係。因此，若要參照國際間主要證券市場交易交割制度，

調整成國際間普遍採行的行紀制度並非不能，惟須重新開發部分軟體系統，硬體容量不足者須添購磁碟機等設備，以及增加部分人力進行維護與管理，為業者所須進一步評估。基於本研究之目的與動機，針對證券商希望瞭解客戶金流、掌握客戶帳戶資金流向等訴求，爰提出下列三項可行方案供證券商業同業公會參酌：

方案一：透過銀行與證券商的合作，由投資人出具同意書的方式，同意證券商查詢客戶證券款項交割帳戶餘額。

方案二：擴大證券商辦理現金管理帳戶業務範圍，放寬保管期間、款項來源以及投資標的等限制，增加投資人委託證券商從事現金管理的誘因，逐漸發展證券商資產管理業務。

方案三：先就本文所提出之子帳戶架構可視為我國投資人交割款項存管模式改革之初步階段，提供證券商與投資人多一種選擇；在國內證券市場環境更臻成熟，則可參考國際間主要證券市場相關制度，逐步與國際證券市場接軌，落實兩階段交割制度，由證券商擔任交割主體，證券商與投資人間之交割作業與權利義務屬雙方契約規範內容，交易所或結算機構不予介入。此外，可進一步免除銀行端的子帳戶管理設計，參照國際主要證券市場針對客戶款項之存管模式進行全面改革，應更為穩健與適當。

參考資料

一、中文部分

「2012 年世界主要證券市場相關制度」，臺灣證券交易所彙編，2012 年 7 月出版。

「美國證券保管結算公司更新連續淨額交割作業」，集保結算所月刊 第 199 期，2010 年 12 月。

香港立法會參考資料摘要「《證券及期貨條例》(第 571 章)--《證券及期貨(客戶款項)規則》」，

http://www.sfc.hk/web/doc/TC/legislation/securities/subsidiary/legco_client_money_rules.pdf

言斌，「對我國證券公司客戶保證金託管模式的思考」，湖南財經高等專科學校學報 第 23 卷第 110 期，2007 年 12 月，

<http://file.lw23.com/f/f2/f22/f22a76a6-1807-42fb-89f6-9eb5c1b2fdc4.pdf>

李存修「證券商收受保管證券交割款項之可行性研究報告摘要」，證券公會季刊一卷一期，2002 年 3 月。

吳成俊，「證券市場結算交割制度簡介—以美國與香港市場為例」，證交資料 第 461 期，2000 年 9 月。

吳家興，「韓國資本市場整合法之發展與影響」，中華民國證券商業同業公會委託研究計畫，2009 年 2 月

林盟城，美國跨國及多幣別支付清算系統之發展—兼論雷曼兄弟事件之處理，行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書，2012 年。

林振東，「探討證券交易法第 155 條第 1 項違約交割規定」，證交資料 第 528 期，頁 28-45，2006 年 4 月。

許正誼，「延後交割時點無法有效解決外資資金提前到位(Pre-funding)問題之探討」，證交資料 第 584 期，頁 38-51，2010 年 12 月。

許正誼，「國外市場降低證券商違約交割風險之相關規範及措施之簡介」，證交資料 第 623 期，臺灣證券交易所，2012 年 7 月，頁 33。

張文毅，「從 CCP12 會議看全球 CCP 產業發展趨勢」，證交資料 第 555 期，2008 年 7 月。

章友馨，「第八屆亞太結算所 AOCCP 會議--保證金制度在亞洲之實施情形」，證交資料第 598 期，2012 年 2 月。

邱靖博、朱竹元、簡立忠與陳惟龍等合著，「證券市場—理論與實務(三版)」，證券暨期貨市場發展基金會出版，2011 年 7 月。

陸佳蔚，「證券客戶交易結算資金存管制度與監管體系研究」，<http://www.docin.com/p-162643808.html>

蔣憶明「客戶交易結算資金第三方存管弊害分析」，<http://finance.sina.com.cn/stock/marketresearch/20050923/15311994545.shtml>

蕭偉評，「研議投資人違約管理機制之調整」，證交資料第 522 期，頁 24-36，2005 年 10 月。

龔天益等，「證券商經營現金管理帳戶業務之研究」，中華民國證券商業同業公會，2008 年 11 月 27 日。

二、英文部分

FINRA, “What to Expect When You Open a Brokerage Account”, <http://www.finra.org/Investors/SmartInvesting/GettingStarted/OpeningaBrokerageAccount/index.htm>. 瀏覽日期：2013 年 5 月 2 日。

SEC, “Adoption of amendments to national market system plan”, <http://www.sec.gov/rules/final/34-42212.htm> 瀏覽日期：2013 年 5 月 10 日。

“E*TRADE Securities Brokerage Customer Agreement”, Effective June 1, 2013. <https://us.etrade.com/e/t/prospectestation/help?id=1209031000> 瀏覽日期：2013 年 5 月 3 日。

“DTCC Announces Initiative To Revamp Processing of Continuous Net Settlement Obligations”, DTCC Press Release, Sep. 13, 2011

“Introduction to Trading in KRX Stock Markets 2010”, <http://eng.krx.co.kr/coreboard/BHPENG08004/view.jsp?bbsSeq=19784&secretYn=N> 瀏覽日期：2013 年 5 月 22 日。

“Introduction to Trading at KRX Stock Market 2011”, <http://eng.krx.co.kr/coreboard/BHPENG08004/view.jsp?bbsSeq=19789&secretYn=N> 瀏覽日期：2013 年 5 月 22 日。

“KOSPI Market Business Regulation”, <http://inc.krx.co.kr/attach>

[/kor/dyn/etc/1358751727395.doc](#) 瀏覽日期：2013 年 4 月 10 日。

“KOSDAQ Market Business Regulation”, <http://inc.krx.co.kr/attach/kor/dyn/etc/1350630474859.doc> 瀏覽日期：2013 年 4 月 10 日。

“Business Guide (Reformation of Settlement System)”, http://eng.krx.co.kr/por_eng/m7/m7_5/m7_5_7/JHPENG07005_07_01.jsp 瀏覽日期：2013 年 5 月 4 日。

「全面檢討我國證券市場交割制度—
以證券商交割專戶下設置子帳戶之法律架構及相關
作業流程之可行性分析」座談會會議紀錄

記錄：簡淑芬、蘇秀玲

時間：民國 102 年 7 月 18 日(星期四)上午 9 時 30 分

地點：本基金會會議室(台北市南海路 3 號 9 樓)

主席：胡教授星陽、蘇主持人松欽

出席：臺灣大學財務金融學系李教授存修、臺北科技大學智慧財產權
研究所陳教授春山、臺灣證券交易所股份有限公司、財團法人
中華民國證券櫃檯買賣中心、臺灣集中保管結算所股份有限公
司、中國信託商業銀行股份有限公司、國泰世華商業銀行股份
有限公司、永豐金證券股份有限公司黃副總經理秀緞、石橋證
券股份有限公司王總經理明達、陽信證券股份有限公司黃董事
長晉岳

列席：中華民國證券商業同業公會、本基金會研究處葉處長淑玲、簡
副研究員淑芬、蘇副研究員秀玲

壹、主席致詞(略)

貳、背景說明(略)

參、討論議題

議題一：現行由投資人個別至交割銀行開立交割帳戶辦理交割所衍生
之問題？

議題二：我國證券市場採取以證券商交割專戶下設置子帳戶之作業方
式，取代目前由投資人個別至交割銀行開立交割帳戶辦理交

割之可行性為何？可能衍生的問題為何？

議題三：為使我國證券市場改採以證券商交割專戶下設置子帳戶辦理交割之新制度得以順利推動，應配合修正之法規為何？對於投資人的影響以及其他影響層面為何？如何保障投資人權益以及相關配套措施為何？

議題四：以證券商交割專戶下設置子帳戶辦理交割作業方式，證券商因應新制度之資訊系統建置及人力方面是否有困難，相關成本如何估算？

議題五：以證券商交割專戶下設置子帳戶辦理交割後，證券商與銀行之合作協議內容及實際作業方式應如何協調？

議題六：我國證券市場改採以證券商交割專戶下設置子帳戶辦理交割之方式，其效益為何？證券商未來可增加之業務項目為何？

肆、與會人員發言摘要

● 胡教授星陽（臺灣大學財務金融學系）

非常感謝各位先進今天的蒞臨，這次的議題主要是證券商業同業公會委託證券基金會進行的專案研究，針對我國證券市場交割制度進行研議，尤其是對於以證券商交割專戶下設置子帳戶所牽涉的法律問題，以及投資人保護問題進行討論。

● 李教授存修（臺灣大學財務金融學系）

一、針對證券商收受投資人的款項，放置於以證券商名義開立的戶頭，並於其下設立子帳戶的議題。目前國內期貨商從一開始即是採取此種方式，主要是因期貨交易有收取保證金的要求，於下單前必須確認交易人的帳戶裡有足夠的款項。所以若款項放

在交易人的個人帳戶裡，則期貨商則無法檢查，此為銀行法的限制。因此，交易人須將款項放在以期貨商名義所開立的帳戶，則期貨商於下單前才能確認交易人帳戶裡的款項，此為制度上的要求。但是，在證券交易方面，並無規定投資人在下單前必須具備足夠的款項，證券商無檢查投資人是否具備足夠資金的必要性，所以制度設計讓投資人的款項存放在自己的銀行帳戶。

二、現有的制度較可能發生違約交割的問題，尤其面對市場行情巨幅變動時，兩天後投資人可能不履行交割義務，讓問題由證券商甚至證交所進行處理。若採以證券商名義下設置子帳戶辦理交割之方式，從防弊的角度，應可以大幅降低違約交割之風險。從證券商的角度，面對剛開戶的投資人，不確定其信用狀況，則可以要求下單時須具備足夠的現金。亦即，證券商得基於本身徵信與信用管理制度，自行決定是否要求客戶於交易前先行預繳交割款。

三、若改採子帳戶的方式，帳戶所生利息之歸屬問題也須審慎處理。目前期貨交易人繳交保證金，其資金並非移轉給期貨商，係作為履約的保證，其所有權仍屬於期貨交易人。但是目前期貨交易的實際狀況，資金雖然屬於期貨交易人，但是利息是給期貨商。若屬於期貨商的大客戶，則可要求全部或一部分的利息。過去國內期貨市場剛成立時，交易不是很活絡，且當時利率較高，此部分的利息收入是期貨商很重要的收入來源，甚至達期貨商獲利的五成以上。因此，若讓證券商亦採類似方式保管投資人的款項，則帳戶裡可能經常有大筆的餘額，產生的利息歸屬問題，將是一個重要的議題，銀行支付利息與證券商，證券商是否須轉付給投資人，則須再研議。

- 四、若採用子帳戶的方式，可能產生比較負面的現象，如資金已存放在證券商名義下，則證券商可以進行任何的處分。早期在期貨市場，交易人將保證金放在期貨商名義下的帳戶，經過一段期間後，該帳戶的餘額可能蠻穩定，期貨商可以轉為定期存款。亦曾發生期貨商的高階人員將定期存單進行質押借款，資金由個人使用的情形。因此，未來將有賴證券商的內稽內控制度，避免證券商挪用客戶資金，如中國大陸早期經常發生證券商挪用客戶款項的問題。
- 五、採用子帳戶的方式，證券商可以發展如財富管理等其他業務，有助於拓展其業務，如早期美林證券推出的 CMA 帳戶，讓投資人未投資股票時，資金可以購買貨幣市場共同基金，利率雖然不高，但是仍然比活期存款高。

● 謝副總經理志宏（中國信託商業銀行）

- 一、銀行是扮演善良管理人的角色，負責金流的服務。由交易、帳務與清算的制度中，銀行可以服務的項目很多，在交易面可以提供金流、IT 流與帳務流。剛才提到證券商無法看到客戶餘額的問題，其實若投資人與銀行簽訂協議，銀行可以將相關資料提供給證券商，其他如資訊流如何交換等。在帳務方面，包括金流與帳戶流，銀行可以依客戶的需求，提供證券商所需要的資訊。在清算方面，銀行依法令規定的時間、地點完成清算的工作。
- 二、若改變現有制度，將影響銀行與證券商之間的授信政策，可能牽涉到融資的需求、交割當日時間差的墊款部分，則須詳加考慮。

- 三、 參考國外的制度時須整體考量，如香港市場的證券交易，於下單時必須具備足夠的購買力，而臺灣於下單時即給予信用交易，給投資人兩天的資金調度時間，此與下單時要求具備足夠的資金，致投資人款項須存放在證券商的帳戶情形並不相同。因此，可能產生舞弊的問題應該是證券商須注意本身的內控，銀行僅是在金流、交易制度與外部法令要求下，完成交割銀行應該擔負的責任。
- 四、 在產品面，採用子帳戶的方式後，證券商對於子帳戶的現金管理與財富管理，確實會與銀行業的財富管理業務競爭。此外，小券商可以採取 outsourcing 的方式，委託銀行處理子帳戶問題。

● 朱經理素芬（國泰世華商業銀行）

- 一、 銀行最主要是在提供客戶金流服務，任何制度的改變，最重要的議題仍應回歸到對投資人權益的保障。以證券商名義下設置子帳戶的作法，如同先前所述，目前是由投資人先行下單，再進行交割，中間有兩天籌資的時間，在某種程度上或許有活絡證券市場的效果。若改採子帳戶的方式，除了改變投資人習慣外(下單前資金必須先到位)，亦有子帳戶所有權、出／入金問題，須加以考量。
- 二、 目前證券交易的清算制度行之有年，若改採子帳戶的方式，除現有證券、銀行系統將須大幅調整外，投資人亦須改變交易習慣，其間仍有許多的問題亟待克服。

● 黃副總經理秀緞（永豐金證券）

- 一、 過去在推動 DVP 制度時，剛開始銀行亦覺得不可行，後來 DVP 成為政策推動方向後，大家仍一起克服解決。

- 二、目前證券商無法掌握客戶的資金狀況，就像是矇著眼接單，成交後希望客戶兩天後資金會進來。
- 三、剛才銀行業者提到客戶的帳戶資金狀況可以提供給證券商，惟並非每家銀行都可以提供，礙於個資法，有些銀行能查，有些銀行不能查，故不同的銀行其作業方式亦不同。
- 四、改採子帳戶的方式，是否須仿效國外的作法，改採預收投資人款項的作法可再商議，畢竟此對投資人的交易習慣影響較大。
- 五、提出此制度的背景，係鑑於銀行業對小型證券商所提供的服務愈來愈少，撤櫃的情形屢見不鮮，證券商與銀行業間的議價地位日趨低落。
- 六、此制度若對業界、市場或對國家的競爭力有益，是否可以考慮從法源修改加以推動。
- 七、此制度並非仿期貨商收取保證金的制度，而是參考目前集保結算所保管券項的方式，證券商是集保結算所的參加人，投資人領券須透過證券商進行。如中國大陸的銀證轉帳系統，其為全國性的系統，只要是符合資格的清算會員，必須建置該項系統，投資人可以自由於銀行與證券商之間進行轉帳。
- 八、目前的複委託交易，即是採取交割專戶的方式，證券商可以掌控客戶的資金狀況。
- 九、證券商採用子帳戶的方式，並非收受存款。若對此存有疑義，則是如何修法的問題，至於投資人習慣的改變，應是如何宣導的問題，此才是今天成立此專案的目的。
- 十、目前的交割制度，小券商面對銀行業，相對非常弱勢，得不到與大券商相同的服務，若系統化後，證券商不論規模大小都可以得到服務。

● **王總經理明達（石橋證券）**

- 一、 主要是認為現行的制度必須改變，今天才會在這裡討論。去年銀行的營收、獲利創新高，但是證券商卻是創新低，當前是亟須改變的時刻。
- 二、 若證券商無法掌握客戶的資金，則很難差異化以及發展不同的商品，更不用談 KYC。因此，從未來產業發展的角度，確實需要改變。
- 三、 前一陣子主委宣布擬推動現股當沖，提到客戶要收取保證金的議題。若採用子帳戶的方式，了解客戶的資金狀況，將降低交割風險，推動新業務亦較為容易，對於目前規劃的現股當沖交易，亦有助益。
- 四、 從投資人的角度來看，若面臨證券商合併或遷址，可能更換交割銀行，在現有的交割制度下，投資人須全部重新開戶，對投資人而言非常不便，造成許多靜止戶的問題。若採用子帳戶的方式，投資人交易時將資金匯入該子帳戶，不交易時即可匯出至個人的銀行帳戶，投資人對其資金控管更為方便，且銀行亦不會面臨許多空的或虛的帳戶。
- 五、 任何的制度變動必定會有痛苦，應著眼於此種變動是否值得，若遭遇阻礙即停滯不前，則社會永遠不會進步。因此，重點應著眼於對國家、社會以及產業的均衡發展是否有助益，否則將繼續看到銀行業的獲利繼續創新高，證券業的獲利則持續往下滑的現象。

● **黃董事長晉岳（陽信證券）**

- 一、 近年來證券業的經營績效與其他產業比較相對較低，而證券業

與未來國家的經濟成長息息相關，證券產業是經濟的櫥窗。證券業的經營績效不佳，其問題相當值得探討，今天的主題即是探討的一環。今天的議題是探討交割制度的改變，絕不是討論保證金交易。子帳戶的方式在國外行之有年，包括美國、日本、歐洲、香港與中國大陸等，而且可以解決很多問題，例如違約交割，可以降低證券業的風險，尤其風險一向是主管機關相當關注的部分。對國家全體來說，風險降低後，將可提高流動性，也不需要規範太多的限制，對市場絕對有益。

- 二、國際化是資本市場推動的目標，可是在此問題上一直無法與國際接軌，交割制度要變革，必定會面臨許多問題，包括前面所提到的資訊面、投資人習慣、法規面等，建議可參考國際間主要證券市場的作法，問題肯定會有但不難解決。

- 王組長殿僑（臺灣證券交易所）

- 一、改採子帳戶的方式涉及到客戶資產保護的問題，其風險可能來自於以下兩方面：第一、證券商支付能力發生問題，如破產、清算時，其債權人爭搶執行該項資產，此部分目前於投保法第37條已有保障，規定證券商債權人不得對因業務接受客戶委託所取得之資產請求扣押或行使其他權利。第二方面來自於證券商本身挪用的問題，此部分在國外亦是關切的重點，尤其是中國大陸，依據10年前前往該地所獲得的資訊，其證券商挪用的比率高達37%，亦即挪用客戶款項已是常態。
- 二、採用子帳戶的方式不一定會降低違約交割的風險，如前所述，縱使採用子帳戶的方式，證券商對於較重視的客戶仍會採取較寬鬆的授信政策，交割款項不會於下單前就匯進來，通常會於

交割時限截止前才匯入，此與過去發生的數起大型違約交割案件類似，違約交割客戶的信用狀況，證券商心理皆有數。因此，其重點仍在於證券商對客戶信用的掌握程度，與是否採用子帳戶的方式並無太大關聯。

- 三、現行的證券交易制度，客戶證券帳戶的明細帳是委託集保公司代辦，由集保公司掌握全部的資訊。同樣地，未來若採用子帳戶的方式仍將產生問題，若管理由證券商自辦，則牽涉銀行法的問題；若由銀行代辦，則銀行仍可看到投資人帳戶資金現況，業務的競爭問題仍存在，對證券商財富管理業務助益仍有限。
- 四、近幾年國內大型違約交割案件減少，主係因同業的風險意識改變，內稽內控水準的提升。
- 五、證券交易準備金與期貨保證金的性質不同，款項進入銀行體系自然由銀行進行管理，差異在於若採用子帳戶的方式，存款請求權在證券商，與目前在投資人的情況不同。至於利息的歸屬問題，應藉由業者與客戶之間的契約進行約定，須視雙方的議價能力，以及主管機關的政策而定。

● **林經理財福（臺灣證券交易所）**

- 一、以證券交易所的立場，對於市場發展具正面效果的制度都將給予支持，亦希望規劃出來的新制度將來可以獲得主管機關的支持。
- 二、希望證券公會可以協助研究團隊進行內部的調查，了解不同規模證券商的意見，以取得大多數的共識，確認具體的構想方案。依據前述的討論，業者有兩種想法，第一、證券商只要知道客戶在交割銀行的金流情況。第二，證券商希望客戶款項是放置

在證券商名義下。若是僅是希望知道客戶的金流狀況，則將較為單純，可藉由銀行與證券商進行協議來解決。若要將客戶款項放置在證券商的名義下，發展新的業務，則須透過兩產業公會進行意見交換，針對同一群客戶，何者較具有優勢。若證券公會所提出的方案能夠更具體，則有助於各界提出更具體的建議，讓研究成果更務實，將來主管機關接受的可行性較高。

- 三、前面所提到的期貨市場的經驗以及整體的制度架構，相當值得參考，尤其可以了解主管機關所注重的面向。研究相關的制度，必須考量主管機關的立場，對於負面的影響必須能夠說服，提出適當的配套措施。
- 四、雖然美、歐都是採用此種制度，但是當雷曼破產時，因為所有的客戶資料都在證券商名義下，致發生整理客戶資料困難的問題，須以高薪聘請雷曼的僱員以整理客戶的資料。因此，前述的制度仍有缺點，在國際的發展趨勢上，法規面的設計將更注重新客戶權益的保障，建議報告裡可以探討客戶權益的保障議題。

● 黃副總經理秀緞（永豐金證券）

- 一、可以參考中國大陸的銀證轉帳系統，2006年建置此系統即在杜絕證券商挪用客戶的款項，證券商與銀行雙方都可以看到客戶帳戶的資訊，雙方亦會每天進行對帳。
- 二、建議於現行投資人個別帳戶上架設一個證券商帳戶，未來有助於證券商進行財富管理業務，如得以綜合帳戶方式進行基金購買。
- 三、子帳戶制度是基於可以發展證券商的業務，但又不損及投資人權益的原則下，進行規劃設計。

● 陳教授春山（臺北科技大學智財所）

一、觀察二、三十年來市場發展，證券商近年在創新業務方面確實落後許多，我認為這案子如果能在一年內實現，可先把此問題視之為一種產品來看待。任何產品在對外銷售前必須檢視安全與效率問題，而他的流程可能為下面四個階段。首先是制度流程細節並不清楚，代表產品規格不清楚，容易導致誤認，而無法討論細節。第二個步驟是法律契約，及 IT 稅務這一塊必須溝通，例如：法律修改的層面，以及 IT 資訊系統如何配合修改的問題。第三個問題是創造對投資人誘因，如果投資人不為所動，或是對投資人而言沒有價值，原則上投資人並不會採用。投資人的誘因不外乎是否安心？是否能為投資人帶來更大收益，如利息收入。第四個是轉換作業是否順暢，作業流程要順暢，不能產生 bug。

二、風險控管一直是很重要的議題，證券商帳戶的獨立性已累積多年經驗，在帳戶管理方面應無問題。另外挪用是一個風險，如何控制此種風險，我以前也和李存修教授一起做過期貨商 omnibus account(綜合帳戶)的研究。原則上銀行端一定要有完整的資訊，這樣證券商這邊的子帳戶才能有完整的資訊；但要讓主管機關理解，一旦出問題，雙方都可以掌握客戶的資訊。證券商在此獲取的價值是提供客戶顧問諮詢，收取手續費或管理費。假設證券商手上有 10 個客戶，每個客戶帳戶內都有 1,000 萬美金，證券商欲說服客戶投資貨幣市場基金，則相關的 Due process 都要做到。否則對銀行端而言，如果要出金就必須要有客戶的指示 (Instruction)。所以一開始我們要把這個制度的規格講得很清楚，否則銀行也會擔心成為挪用客戶資金的幫兇。風險監控等配套措施如何設計，都必須提供完整資訊給主管機關瞭解，自然就

會減少反對的阻力。

三、採用子帳戶與是否降低違約交割機率並無正相關，但有助於客戶違約風險的管控，或者可以把採用子帳戶視為保證金帳戶推廣的第一步。原則上目的是讓證券商提供客戶更好的服務，創造更多的價值，但距離違約風險的管控仍遠。至於子帳戶利息部分，我假設將來這個子帳戶實質上為信託帳戶，這些帳戶仍然放在銀行，證券商的潛在性債權人其實無法控制或執行這些客戶的帳戶。利息部分只要約定給 beneficial owner，原則上不會有爭議。

● 林副理家生（證券櫃檯買賣中心）

一、櫃買中心態度與證交所持相同態度，這個改變只要不影響市場及投資人權益，原則上我們支持。這個問題不是交割制度改變的問題，比較偏向資產配置方面。從開放券商設立以來，我們觀察到資本市場的流量（日均量）持續萎縮，但存量卻未增長。比照外國投資銀行發展，存量很大，流量亦很大，我們已經跛腳。不管銀行或證券，我們都要思考為何我國資產配置與先進國家相比之下有失衡的問題。我國投資銀行業務一直無法發展，主因也在於相關業務不是只有證券商，甚至跨到銀行、相關的金融債等。

二、對投資人而言，一定會考慮市場的安全性、商品收益性以及流動性，若戰略上我們沒有改變，沒有建立好的金融商業模式，不進一步開放，市場不會持續發展。面對對岸與簽訂貿易協定等壓力，我們必須把整個金融循環弄清楚，銀行和保險主要是存量的觀念，但在國外投資機構的眼中，想來臺灣賣基金也不一定賣的好，就是因為通路和商業模式打不開，一直不敢來設據點。

三、金融業屬於比較高端型的商業模式，以臺灣超商為例，全世界沒

有一個國家像臺灣超商提供如此多元化服務，主要原因也是 localized（地方化）。我們市場自然人比重很高，也不愛委託專業操作。銀行、證券商都是金融市場的通路，所以要考量市場的特性，發展自己的商業模式。主管機關所擔心的安全性若能獲得解決，投資人若能接受，主管機關自然沒有不接受的理由。這個研究報告議題在這個時間點提出來很恰當，過了五年後，存流量改變後，可能就不用提了。

- **張經理秀珍（集中保管結算所）**

集保主要是負責券的保管，但是款的保管與券的保管有共通點，就是帳簿劃撥，針對這一點可以提供一些經驗。一個制度的改變，在法制面一定有很多的配套要修改，如果要談誘因，就是效益。這個制度對證券商有誘因無庸置疑，但投資人權益的保護是無法迴避的議題，剛剛證交所也提到「投保法」第 37 條的規定，投資人帳戶不會受到證券商債務的影響，但未來子帳戶制度，投資人與證券商間是何種法律關係？是採信託還是其他的法制，仍有賴未來設計。若採信託法制，對投資人保護較為完整，尤其是在面對債權強制執行方面，特別是其他投資人的債權人的強制執行，是否會影響到投資人權益，必須要完整考量，使投資人放心。此外，是否能提升投資人便利性，證券商與銀行間如何分工，這方面也必須釐清。投資人資金調度與進出是否會受影響？另外對銀行是否有誘因？也必須考量。若能創造三贏的模式，有助於市場接受度。

- **蘇主持人松欽**

很高興有機會聽到經紀業務委員會的心聲，研究發展委員會其實並沒有真正點出你們的需求在哪？我聽起來需求似乎也不高，只是想

要瞭解客戶金流狀況，也不是保證金專戶，更不會有利息問題，制度不需要大幅度調整。只要考量制度如何設計，由銀行主動提供客戶金流變動通報，在不影響「銀行法」與「個資法」狀況下，在投資人帳戶上面，加上證券商帳戶，不要影響投資人的金流模式。目前集保券的設計，也是投資人不能直接向集保請求，而是要透過證券商，是一樣的道理。如果銀行認為不影響，只是小幅度調整，應該是沒有問題。

- **謝副總經理志宏（中國信託商業銀行）**

其實現在 Outstanding 資料查詢方面，只要三方約定好，我們銀行可以提供券商查詢客戶現金有多少。此外，最先掌握客戶金流的是券商，因為今天客戶買了多少張股票，多少錢會進來，是券商會先收到資訊。我們通常要到第二天才知道，這一點必須釐清。另外是子帳戶的 book unit 要放在銀行或證券商的問題，如果在銀行這邊，客戶馬上看得到，主動性強，ATM 就可以查詢。但如果改用信託架構，放在證券商下面，銀行所有的契約都要換約，是相當複雜的。

- **蘇主持人松欽**

如果銀行可以提供查詢，是否就可以達到證券商的目的？

- **黃副總經理秀緞（永豐金證券）**

不，這一點與我們的目的仍有差異，我們現在推廣業務，例如運用客戶資金從事其他投資，由於各家銀行系統不同，客戶出金若能透過證券商下子帳戶較方便，但這不表示客戶出金必須經過證券商同意。我們希望能設計一套銀行與證券間統一的金流系統，排除大家對影響投資人權益的疑慮。大家如果有興趣可以研究中國大陸的銀證轉帳系統，在統一的架構下，不改變投資人行為，證券商並不要保證金

制度，我們只希望所有的交割銀行都是同一個交割系統，透過一台機器，客戶可以自己操作。而在這個子帳戶下的明細是很清楚的，大家都看得到，如果有修法必要就要修，這樣也有助於同業發展財富管理業務。櫃買中心代表說得很好，我們現在的流量實在太小，證券商業務推展困難，如果只是銀行讓證券商看到客戶明細，其實對我們意義不大。

- **黃董事長晉岳（陽信證券）**

客戶要從事任何交易一定有其他法律程序必須完成，但是其他各國採取 sub-account 制度，則在 sub-account 上的證券商對子帳戶不可能毫無效果存在，包括為了保障交易安全，證券商勢必要對子帳戶有一定的管控效果。例如：今天證券商看到客戶有一筆交割款進來準備交割，就不能讓它隨時說轉就轉，交割前又把錢轉走，所以證券商一定有控制效果，但也不是說我們要掌控客戶帳戶。我們能看到客戶帳戶的錢，就能瞭解應該提供何種服務。

- **蘇主持人松欽**

照你這樣說就是偏向保證金制度，以前市場也推過圈存制度，但也遇到瓶頸而失敗。銀行看到客戶存款這麼多，就算建議客戶買基金，也必須客戶同意才行。

- **陳教授春山（臺北科技大學智財所）**

我想大家只是對如何使用銀行的存量產生價值的模式有不同的意見，產品規格描述不同。建議證券商可以模仿現行期貨市場的制度，如果你要向證券市場散戶推保證金制度，所有權會轉到證券商身上，改變交易習慣，應該是推不動的。

● **蘇主持人松欽**

目前下單買賣經過多年演變，已非原先設計的行紀法律關係，所以制度要調整成國外實行的行紀制度是有困難的。但是除了買賣股票外，證券商在其他金融商品銷售，如複委託或財富管理業務，仍適用行紀的法律關係，證券商用自己名義去買賣，當然風險控管就由證券商承擔。如果依現行的集中市場交易制度，證券商很難說服客戶回過頭採用行紀法律關係，由證券商名義，為客戶計算進行交易。故退而求其次，可以先從這些新的交易模式、新的商品開始，如果運作順暢，主管機關就比較不會有意見。但是要突然改變現行集中市場的交易模式，改採行紀法律關係，掌控投資人的金流，而不是僅有瞭解存量，卻是要調整市場交易行為，困難度很高。

● **黃董事長晉岳（陽信證券）**

我想世界各國採用證券商子帳戶制度，也不是保證金制度，絕對不是 margin trading，只是一般的交易。但是今天為什麼要提出做這個研究，一定是與現行制度有所不同，也許連法規都要修改，所以才需要研究。如果以改變設備有困難，法律修改有困難，就不去研究，那討論也沒有意義。所以我們希望證基會能幫忙想出一個好的方式，或是建立一個制度，解決大家的問題。

● **馬協理伯援（中國信託商業銀行）**

一、對於證券商訴求希望瞭解客戶金流，掌握客戶帳戶資金的流向，其實部分銀行有與證券商合作，只要投資人出具同意書，證券商就可以查詢證券交割帳戶餘額。

二、對於證券商同業想要推展財富管理業務，目前主管機關也已經開

放，目前證券商財富管理業務，也是採用此種綜合帳戶方式，客戶把錢匯到證券商開設的財富管理集中交割專戶，再由證券商統一下單管理。但目前主管機關核准此業務係架構在信託法律關係。如果未來擬以「券商子帳戶制度」進行台股及財富管理商品之交割，而不採信託方式進行財富管理商品之交割，個人認為主管機關一定有顧慮。

三、聽過證券商各位先進的發言，看來證券商並不是僅要瞭解客戶的投資存款餘額，而是想知道投資人的資產狀況。這問題比較大。首先存戶會選擇銀行，一定也要考量銀行的信用狀況，基於信賴才會去開戶，也是基於信任關係，所以讓銀行知道他的信用狀況。若證券商想知道投資人資產狀況的話，就必須先取得投資人的信賴，而不是因為客戶在這邊下單，我就可以知道你的資產有多少，然後進行銷售。

● 阮組長明仁（證券商業同業公會）

我們是委託單位，所以希望可以把議題與目的再澄清一下。證券商希望採用證券商名義在銀行開立交割專戶，並於其項下設立投資人人子帳戶，這個議題十多年來證券商已提出多次，相關的細節我們也都討論過，包括投資人的出金、入金，甚至是交易習慣等，我們認為困難很多，所以才委外。第一點我要澄清的是，既然叫 sub-account，名義上是證券商，客戶不能自由進出。第二、證券商不想控管客戶的金流，運用決定權還是在客戶身上，此與財富管理不同。證券商質疑外國能我們為何不能，所以我們請研究單位幫我們蒐集美國、韓國、香港、新加坡或日本等法律只要有 sub-account 制度的國家，架構如何？制度是如何執行？探討與我國制度有何不同？我們擔心的問題國外

如何解決？若要這樣做，則我國法規應如何調整？實務上要如何轉換？要投入多少成本等？

● **黃副總經理秀緞（永豐金證券）**

也許是表達不清楚，所以被誤解我們要控制客戶資產。我國並無投資人證券專戶，所以我們希望建立這個制度，讓投資人有一個證券專戶，而不是他繳學費、繳水電費都從這個戶頭出去，而是只有從事交易時在這個帳戶交割，這樣我們對帳才清楚。如果客戶有問題，證券商才能很快就釐清他的帳戶狀況，因為我們採 T+2 日交割，這個子帳戶就是投資專戶，證券商不用擔心資金被投資人領走。目前沒有細節的原因，是因為我們想很久，想不出解決的方法，所以希望透過研究的方式，或是在座各位提供寶貴意見。

● **王組長殿僑（臺灣證券交易所）**

中國大陸的銀證轉帳系統起因，也是為了解決證券商挪用客戶資金的問題，採用這個制度前，他們做了很多所謂的法制工程，非常繁瑣。舉例來說，除了修改證交法，改變遊戲規則，還要透過國務院系統修改規章，協調銀監會、證監會，甚至是檢察機關及法院，跨部會共同開會決定，定期討論。一旦客戶帳戶出現問題，證券商出事，銀證轉帳系統直接進入法院系統，馬上扣押。反觀我們沒有這樣跨部會的機制，一旦證券商出事，法院沒辦法馬上假扣押，或是強制執行時，證券商債權人也可能利用「破產法」保護他的受償權。也許程序走到最後結果，投資人資產不會受到干擾，但是我們這邊提出保全程序卻會受到破產保護的干擾，證券商資產很長一段時間遭到凍結，導致投資人這段時間都不能動用資金。證交所最擔心的是，如果破產申請成功，證券商的資產因為破產保護，全部不能動用。反而我們法律制度

上有一個漏洞，就是債務人負債大於資產，資不抵債，沒有可供清算的資產時，法院會駁回破產申請。所以證券商債權或資產會因為法院的不作為，讓我們乘隙避免破產程序，而可以採取法律行動。為了證券商希望瞭解客戶資產，就去改變制度，這麼大的工程就像用大砲打小鳥，在成本效益上必須評估。

- **謝副總經理志宏（中國信託商業銀行）**

如果證券商希望照中國大陸那樣制度，最後就是採實力原則，因為大陸銀行實力很強，具有排他性。大陸證券商與銀行間不能融資，這一點與臺灣不同。首先要考慮的客戶間的轉帳費用，以及建立這個系統所需付出的 IT 成本。而且客戶只能開一個證券帳戶，沒有投資人可以跨銀行開戶，對投資人影響很大。另外清算銀行與證交所結算時，會有出入金的時間差，就會產生融資問題，升高銀行對違約交割的疑慮。甚至可能會要求提出擔保品，甚至不給證券商信用，因為證券商才看得到客戶的資金狀況，所以如何因應臺灣的交割時點產生的信用問題，才是證券商要解決的重點。

- **阮組長明仁（證券商業同業公會）**

聽證交所與銀行代表的說法，認為問題很多，我想我們要回到主軸，為什麼國外能，我們不能，所以我們想要瞭解國外如何解決這個問題。或是我們想仿照子帳戶制度，是否制度上要同步做調整？如何風控？

- **王總經理明達（石橋證券）**

一個制度一定跟國家其他制度有關，現在網路發達，世界變得扁平，只要制度好，各國都會學習，為何現在只有臺灣和韓國是投資人

直接進市場交割？值得探討。任何制度改變都涉及法律修改，尤其臺灣是成文法國家，更受到法律的限制。若我們要進步，看到問題存在，有必要修改法規，就應該要檢討。中國大陸的例子讓我們看到人性不可靠的一面，所以他們才努力發展一個可靠的制度，希望臺灣不要停留在原地不動。主管機關已經開放財富管理業務，等於讓證券商可以掌控資金，為什麼不能開放子帳戶？

- **蘇主持人松欽**

看來業者的想法也沒有我們之前認為的單純，而且修法可能涉及證交法，甚至投保法都可能要修，難度應該很高。目前制度運作起來很順暢，恐怕很難以證券商想要利用存量這個理由說服主管機關。中國大陸銀證轉帳系統，其實也是有他的成因，而且也經過大規模的修改法律的過程，大家也可以參考圈存的制度失敗的原因。

- **胡教授星陽（臺灣大學財務金融學系）**

我想今天證券商同業提到希望透過這個制度達到資訊瞭解，以及交易安全控管這兩方面，透過大家不同意見的交流，希望我們報告也可以有所貢獻。

散會（12：00）

財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會
召開「全面檢討我國證券市場交割制度—以證券商交割專戶
下設置子帳戶之法律架構及相關作業流程之可行性分析」

座談會簽到單

開會時間：民國 102 年 7 月 18 日（星期四）上午 9 時 30 分

開會地點：本基金會會議室(台北市南海路 3 號 9 樓)

主持人：胡教授星陽

胡星陽

蘇主持人松欽

蘇松欽

出席：

臺灣大學財務金融學系李教授存修

李存修

臺北科技大學智慧財產權研究所陳教授春山

陳春山

金融監督管理委員會證券期貨局

金融監督管理委員會銀行局

臺灣證券交易所股份有限公司

林財福

王鳳梧

陳建宇

財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心

林嘉士

臺灣集中保管結算所股份有限公司

張清 林淑琪

中國信託商業銀行股份有限公司謝副總經理志宏

謝志宏

國泰世華商業銀行股份有限公司朱經理素芬

朱素芬 張青如

永豐金證券股份有限公司黃副總經理秀緞

黃秀緞

石橋證券股份有限公司王總經理明達

王明達

陽信證券股份有限公司黃董事長晉岳

黃晉岳

列席：

中華民國證券商業同業公會

阮明仁 解賢慧 苗白羽 張用

陳總經理惟龍

羅主任秘書清安

葉處長淑玲

葉淑玲

簡副研究員淑芬

簡淑芬

蘇副研究員秀玲

蘇秀玲

「全面檢討我國證券市場交割制度-以證券商交割專戶下
設置子帳戶之法律架構及相關作業流程之可行性分析」
委託研究案期中報告審查會議處理情形

- 一、開會時間：102 年 10 月 9 日(星期三)下午 2 時 30 分
二、開會地點：台北市復興南路 2 段 268 號 6 樓會議室
三、主持人：朱召集人富春
四、建議與處理情形：

序號	修正建議	處理情形
一	建議聚焦研究目的之核心問題-證券商交割專戶下能否設置子帳戶，即僅談錢、不談券；除了證交所的交割制度，建議加入櫃買中心的交割制度。	<ul style="list-style-type: none"> • 於第一章研究範圍已敘明本研究將著重於證券商針對客戶交割資金之存管模式進行探討（參見本文第 4 頁）。 • 自 2003 年起，證券集中市場與櫃檯買賣市場合併辦理交割款收付作業，證券商以單一窗口採淨額方式向臺灣證券交易所辦理款項交割。且因本研究範圍僅探討交割價金，券項部分並未納入研究範圍，故本研究將以臺灣證券交易所集中交易市場進行舉例說明（參見本文第 74 與 77 頁）。
二	本研究探討證券商交割專戶下設置子帳戶，是否宜分析採經紀商存管模式代表國家(如美國、日本、歐洲)之優缺點，或說明採另兩種模式(第三方存管模式、混合存管模式)的國家不採經紀商存管模式之背景、原因。	由本文第二章有關目前針對投資人交割款項之存管模式，雖然各國或地區制度設計有所不同，惟若以投資人交割款項係以證券商名義或投資人名義進行存放加以區分，則僅有我國係以投資人名義存放於銀行，其餘國家或地區主要皆以證券商名義進行存放，其間的差異主要在於證券商對於投資人交割款項管理的權責以及運用上的限制等。將投資人交割款項交由第三方存管(不論採集中存管或分散存管)之主要考量皆為保障投資人款項之安全性。因此，本研究所規劃之子帳戶架構主係配合國際普遍作法，並以保障投資人權益為最重要考量，參見第二章第四節（本文第 57-60 頁）。

序號	修正建議	處理情形
三	明確說明第三章第一節有關證交所與櫃買中心分別擔任集中市場與櫃檯買賣市場之結算機構之法源。	補充說明於第三章第一節(參見第 77 頁)。
四	目前規劃的證券商交割專戶下設置子帳戶是否仍在銀行辦理?	本研究規劃的架構仍須至銀行開立交割款項子帳戶,參見第四章第一節(本文第 91-94 頁)。
五	證券商交割專戶下設置子帳戶是否違反銀行法?	若證券商名下子帳戶之適用目的,並無「經營」收受存款業務之事實,亦無轉貸生息或其他投資之行為,仍非「銀行法」所禁止之範圍,參見第四章第二節(本文第 104-105 頁)。
六	座談會會議紀錄中,銀行端、券商端及證交所的意見並不一致,建議研究報告整合各方的意見,以使制度變革能順利推動。	參見第四章第一節本研究有關交割子帳戶之制度規劃架構(本文第 91-100 頁)。
七	本研究應釐清以下問題:1.銀行願不願意改?2.投資人是否方便?投資人動用資金是否與香港一樣,須透過證券公司?3.子帳戶是由證券商或銀行控管,投資人會較相信何者的內控制度?	<ul style="list-style-type: none"> • 若交割子帳戶制度具有推動的效益,則透過政策推動,各界皆須配合辦理。若由證券商與銀行各自裁量,則須視雙方協議之結果。 • 本研究所規劃之子帳戶架構類似目前期貨商之作業方式,投資人須透過出金之動作,才能將交割款項運用於除交割外之其他用途(參見本文第 95 頁)。 • 本研究之規劃,子帳戶分別由證券商與銀行控管,透過雙方之對帳作業,以保障投資人資金安全(參見本文第 91-94 頁)。
八	若採證券商透過交割專戶下設置子帳戶:1.目前有個資法規範,是否證券商可看到投資人帳戶的錢?2.當銀行破產或面臨財務危機時,是否產生集中性問題?3.證券商是否因此出於法規僅能選定金控母公司下銀行做為交割銀行?	<ul style="list-style-type: none"> • 本研究所規劃之子帳戶架構,證券商須控管個別投資人的資金帳戶,即可掌握客戶資金狀況。 • 若採本研究所規劃之子帳戶架構,當銀行破產或面臨財務危機時,其交割專戶款項仍屬於存款保障範圍,惟額度仍為 300 萬。 • 依據本研究所規劃之子帳戶架構,證券商不一定須選擇金控母公司下銀行做為交割銀行,惟通常證券商仍偏向選擇金控母公司下銀行做為交割銀行。

序號	修正建議	處理情形
九	建議可朝「交割款項存款模式」進行研究，設置子帳戶只是其中一個選項，不是唯一的選項。	由於本研究案之題目已提報主管機關核備，為符合研究主題，仍聚焦於子帳戶之架構，進行可行性之探討。
十	本研究關鍵在於允不允許臺灣證券商可以收受客戶存款做交割，應該思考在符合證券商的需求或客戶的需求下，現在的法律應如何變更？	依據證券交易法第 60 條規定，證券商經主管機關核准，得因證券業務受客戶委託保管及運用其款項，得作為子帳戶架構證券商受客戶委託保管及運用款項之法源依據。建議擴大「證券商辦理客戶委託保管及運用其款項管理辦法」之範圍，除現金管理專戶外，亦得開立「證券商客戶款項交割專戶」(參見本文第 105-107、109-111、122 頁)。
十一	建議比照期貨交易法允許期貨商設置子帳戶，期貨商隨時可以看到子帳戶中的孳息與款項，期貨商再與客戶約定將部分孳息還給客戶，且可動用保管，以保障投資人款項安全(參見本文第 91-94 頁)。	依據本研究所規劃之子帳戶架構，相當類似期貨商子帳戶之作法，惟規劃在銀行端同時設置子帳戶加強控管，以保障投資人款項安全(參見本文第 91-94 頁)。

「全面檢討我國證券市場交割制度-以證券商交割專戶下
設置子帳戶之法律架構及相關作業流程之可行性分析」
委託研究案期末報告審查會議處理情形

- 一、開會時間：102 年 12 月 19 日(星期四)下午 2 時 30 分
二、開會地點：台北市復興南路 2 段 268 號 6 樓會議室
三、主持人：朱召集人富春
四、建議與處理情形：

序號	修正建議	處理情形
一	補充說明改採子帳戶之資訊系統建置及人力成本評估以及與銀行之合作協議內容及實際作業方式。	<ul style="list-style-type: none"> • 補充說明改採子帳戶架構，證券商應修改或建置之資訊系統類別，並配置適當的人力進行管理與維護(參見本文第 98 頁)。 • 針對第 5 頁研究範圍提及與銀行之合作協議內容及實際作業方式(如：新舊帳戶轉換問題、出入金之匯費問題、孳息分配及其所生之稅務、投資人是否得自行以 ATM 轉帳及提領)等議題，補充說明新舊帳戶轉換問題以及出入金之匯費問題(參見本文第 97 頁)，餘已列入報告內容。
二	建議於第二章增加第四節將前三節所探討三國(地區)證券市場交割制度加以彙整。	已於第二章增加第四節，將前三節有關美國、韓國與香港相關制度，與我國現行制度依據本研究探討之範圍，針對投資人款項存管模式以及投資人權益保護規範進行彙整與比較(參見本文第 57-60 頁)。
三	第四章第一節有關我國證券市場交割制度之修正規劃，其中有關中國大陸之第三方存管制度之介紹，建議列於第二章。	已將中國大陸第三方存管制度之介紹併入第二章第四節內容(參見本文第 60-72 頁)。
四	建議將第五章結論與建議之短、中、長期建議，分別修改為第一、二、三方案。	已將第五章結論與建議之短、中、長期建議，分別修改為第一、二、三方案(參見本文第 124 頁)。
五	修改第四章第二節有關子帳戶架構之法律關係內容。	已修改第四章第二節有關子帳戶架構之法律關係，引用「證交法」第 60 條第 1 項第 5 款主管機關授權規定為法律依據(參見本文第 105-107 頁)。