

中華民國一〇三年五月出版

# 證券

103年 第二<sup>●</sup>季  
公會季刊

## 》 主題報導

證券商深耕台灣、布局亞洲市場  
—103年度證券商高階主管研習會

談金融監理政策

亞太經貿網絡的前景—亞洲與台灣的觀點

經濟與道德—一個古典經濟學家的故事

我國證券商布局亞洲之可行性分析

## 》 專題論述

大陸合資證券商—股權為中心的關鍵課題

集中市場交易制度對認購(售)權證及ETF交易之影響

雲端運算如何應用於證券業以強化效能與降低成本

開放複委託業務得將委託人相關價款暫存於證券商外幣存款專戶之研析



- 金管會於3月5日舉辦「自由經濟示範區金融服務啟動典禮」，行政院江院長於會中授證12家證券商辦理國際證券業務(OSU)營業執照。



- 本公會於3月28日召開第六屆第二次會員大會，金管會黃副主委致詞，期勉公會能持續充分扮演證券商與主管機關溝通的橋樑。



- 本公會於3月28日會員大會表揚102年度委員會績效優良召集人及委員，圖為證期局吳局長與績效優良召集人合影。



- 本公會於3月17日舉辦「103年度證券商高階主管研習會」，邀請金管會曾主委做「談金融監理政策」專題演講，期許業者守法、重視紀律。



- 本公會「103年度證券商高階主管研習會」，邀請國發會管主委進行演講，闡述台灣在亞太區域整合過程中的對策及在經貿網絡中應扮演的角色。



- 本公會「103年度證券商高階主管研習會」，邀請行政院薛前政務委員進行演講，說明企業除了追求獲利，亦需注重企業社會責任。

## 理事長的話

# 為證券商權益發聲 促進市場蓬勃發展

### 壹、積極參與國際組織會議，拓展國際視野

第27屆的國際證券業協會(ICSA)年會於4月13日至15日在法國巴黎舉行，本次年會由法國金融市場協會(AMAFI)主辦，主要討論金融市場全球化之全新營運模式及展望，以面對變動中的世界經濟環境，並且瞭解世界各國市場對於經濟議題的見解，找出未來競爭優勢的發展的模式。

ICSA會員包括歐、美、日、韓和我國等15個主要國家的證券商公/協會，在我過去理事長任內，推動公會於84年加入ICSA成為見習會員、85年成為正式會員，希望透過參與國際組織會議，協助證券商拓展國際視野。本次會議，我也和各會員代表有密切的交流互動，希望未來能有更多的合作機會。未來，公會也將積極爭取主辦ICSA年會。

### 貳、敦請政府相關單位儘早通過兩岸服貿協議

最近，社會各界熱烈討論兩岸服貿協議，我也配合立法院財委會的要求到場說明。對於證券業而言，大陸承諾對我方的開放項目優於WTO的承諾，使我國證券商可至大陸設立全牌照的合資公司，持股比例達49%~51%，公會理監事及全體會員公司都全力支持服貿協議。事實上，證券商從86年起就已赴大陸設立辦事處，到現在17個年頭過去了，還不能從事任何業務；雖然銀行業已登陸，提供間接金融服務給對岸台商，但台資企業對證券業可提供的直接金融服務卻有著更迫切的需求。

隨著兩岸服貿協議遲遲未能在立法院通過，且中國、香港的CEPA(更緊密經貿關係安排協議)補充協議10已在今年1月生效，開放香港證券商至中國開業，條件完全比照兩岸服貿協議，我國證券商將錯失布局亞洲最有利基的地區之先機。做為公會理事長，我代表證券同業，表示我們對服貿的支持及對服貿進度的關切，希望政府有關單位能夠儘早通過兩岸服貿協議，讓兩岸的投資能夠順利的進行。

### 參、證券商正式開辦國際證券業務

金管會於3月5日舉辦「自由經濟示範區金融服務啟動典禮」，行政院江院長也受邀蒞臨致詞，江院長表示，自由經濟示範區是推動臺灣邁向區域經濟整合的新動能，並強調金融業與產業之間的密切關係，並授證12家證券同業，代表政府同意證券商正式辦理OSU國際證券業務，對證券商言有劃時代的意義。

我要再一次感謝金管會對國際證券業務的大力支持，讓OSU順利啟動，也衷心感謝央行同意開放證券商辦理外匯業務。證券業都很期待國際證券業務，雖然目前的營業項目、產品沒有想像和期待的多，也還有改善的空間，但是我認為這只是第一步，未來會有更多的機會和業務在OSU發展，也會有更多的同業及從業人員參與其中。目前銀行OBU對銀行獲利挹注良多，相信OSU效益也會逐漸顯現。



### 肆、活絡市場，推動先賣後買現股當日沖銷交易

感謝金管會、證期局和相關單位，對於活絡市場、提振股市，提出有效率的作法，自今年1月6日實施先買後賣現股當日沖銷交易以來，集中市場及櫃買市場成交量已有明顯增加，且證券商申報違約金額減少；又在3月26日宣布開放投資人先賣後買現股當日沖銷交易，預訂於今年6月30日實施，以衡平先買後賣現股當日沖銷之交易制度。對於投資人無法於當日沖抵部分，則可經由改類為融券/借券、開放所有投資人均可出借予證券商及透過證金公司進行標借、議借(費用由投資人負責)，以供交割之用。

未來有200檔股票可以全套雙邊當沖，不僅可以讓台股量能再度加溫，也因為操作更靈活，使投入當沖市場的投資人增加。證券交易機制更完備，將吸引更多參與者加入資本市場，提升台股動能。證券同業會全力配合相關政策的推動，及早預作準備。然而，目前成交量仍未恢復證所稅確定實施前的交易量，且也還有很多大戶和中實戶還沒歸隊，公會會積極提出建言，與相關部會進行溝通，希望市場能夠更加的活絡。

# CONTENTS

## II

### 理事長的話

#### 壹、主題報導

##### 證券商深耕台灣、布局亞洲市場—103年度證券商高階主管研習會

02

談金融監理政策……曾銘宗

09

亞太經貿網絡的前景—亞洲與台灣的觀點……管中閔

18

經濟與道德—一個古典經濟學家的故事……薛琦

23

我國證券商布局亞洲之可行性分析……婁天威

#### 貳、專題論述

33

大陸合資證券商—股權為中心的關鍵課題……簡堅訓

38

集中市場交易制度對認購(售)權證及ETF交易之影響……林蒼祥研究團隊

44

雲端運算如何應用於證券業以強化效能與降低成本……吳壽山研究團隊

53

開放複委託業務得將委託人相關價款暫存於證券商外幣存款專戶之研析……吳亭瑩

#### 參、業務報導

58

一、本公會建議獲致採行事項

62

二、本公會研議中重要事項

65

三、本公會其他業務活動

67

四、證券商與業務人員業務缺失一覽表

#### 肆、證券市場紀要

69

一、國內證券市場紀要

73

二、國外證券市場紀要

#### 伍、統計資料

74

一、證券商受託買賣外國有價證券業務統計

78

二、承銷業務統計

81

三、證券商經營損益統計

## 拒絕邊緣化 臺灣要區域整合

臺灣地狹人稠、缺乏資源，卻能夠創造經濟奇蹟，靠的就是不斷拓展國際貿易，並將國內產業與全球貿易鏈結！

近年為排除關稅歧視以及非關稅貿易障礙，我國努力加入WTO，卻因為杜哈多邊談判延宕，使得自由貿易協定(FTA/ECA)在各國間盛行，嚴重排擠我國產業，解決之道就是加入FTA遊戲中，跟各國打成一片。

近期政府積極改善兩岸關係，簽署ECFA以及其他20項兩岸協議，還跟紐西蘭與新加坡簽署經濟合作協定，提升免關稅貿易量！並進一步與美國恢復TIFA諮商、和歐盟進行堆積木策略對話、和印度與印尼完成FTA共同研究。

紐西蘭、新加坡都是在ECFA簽署後才決定與我國展開談判，因此服貿協議遲不通過，恐影響其他國家與我洽簽經濟合作協定，與中國大陸接觸，是我國走向世界的必經之路，懇請立法院儘速審議服貿協議，讓臺灣經濟發展迎頭趕上！

### 自由貿易區的迅速形成

#### 歐盟已生效FTA

- 歐盟—墨西哥自由貿易區
- 歐盟—智利自由貿易區
- 歐盟—南非自由貿易區
- 歐盟—韓國自由貿易區



#### 東協已生效FTA

- 東協—紐澳自由貿易區
- 東協—印度自由貿易區
- 東協—中國大陸自由貿易區
- 東協—日本全面經濟夥伴協定
- 東協—韓國自由貿易區

## 區域經濟整合落後 臺灣要急起直追

韓、星、港到處簽FTA，臺灣13年來在區域經濟整合落後，臺灣雖然在企業通路行銷和國際化程度不如南韓、新加坡，做為中國大陸的門戶地位也不如香港，但臺灣的整體經濟發展策略確是上述各國與地區中最为穩健務實者，尤其製造與工程能力更具有世界級的競爭力。

金融風暴與歐債危機後，全球經濟成長重心逐漸東移，臺灣的最佳策略就是融入以美國為關鍵的「跨太平洋夥伴協定」(TPP)，及以東協為核心的「區域全面經濟夥伴協定」RCEP，將全球市場轉變成國內市場、全球生產資源轉變成國內生產資源、全球生產技術轉變成國內生產技術，使所有臺灣企業與外國企業在國際市場上公平競爭。這是維持臺灣永續經濟成長的不二法門。

### 星、韓、臺已生效FTA占貿易額之比較表

新加坡		已生效FTA國家(共31國)占貿易總額70.77% 2002年全球第15大服務貿易國，2012年排名第8
韓國		已生效FTA國家(共48國)占貿易總額36.81% 2002年全球第14大服務貿易國，2012年排名第12 (韓國與加拿大已於2014年3月11日宣布將正式簽署FTA，加拿大占韓國貿易總額0.92%)
臺灣		已生效FTA國家僅占貿易總額4.81% 2002年全球第18大服務貿易國，2012年排名第27 (臺灣若再加上已與新加坡簽署之FTA，則已簽署之FTA占貿易總額9.69%)

資料來源：Global Trade Atlas Navigator資料庫2013年12月

## 壹、主題報導

# 證券商深耕台灣、布局亞洲市場 —103年度證券商高階主管研習會

面對全球經貿自由化的趨勢，我國正積極為加入跨太平洋夥伴協定(TPP)及區域全面經濟夥伴協定(RCEP)，國家經濟政策朝著自由化的方向開放；在經濟發展的過程中，金融業無法置身事外，主管機關應順勢加速推動各項金融自由化措施，協助金融業拓展海外版圖，使金融業與產業之間互利共生、創造雙贏。此外，近年來全球重心開始移向亞洲，IMF預估今年亞洲開發中國家經濟成長為6.7%，高於全球的3.7%，隨著經濟迅速發展，亞洲資本市場也加速成長，因此，金融業應掌握亞洲成長契機、善用地緣優勢，強化布局亞洲市場。

本公會「103年度證券商高階主管研習會」，很榮幸邀請行政部會長官，向證券商高階主管說明台灣經貿在亞太區域整合過程中的角色、台灣金融發展的監理政策，使證券業擴大經營版圖、獲取更大利益，並擔負應盡的企業社會責任。金管會曾銘宗主委擔任「談金融監理政策」講座，說明金管會參考國際金融監理重要趨勢，也考量國內金融產業特性，訂定重要施政理念，期望業者遵守法紀及重視風險，在此原則下推動金融發展，並協助一般產業發展。為促進我國金融業進行亞洲市場布局，金管會對體質健全、內控良好之業者，將放寬法規、簡化程序；為穩健推動金融業的自由化，金管會也檢視我國與新加坡、香港的開放程度，有助提升我國金融產業競爭力。

國發會管中閔主委以「亞太經貿網絡的前景－亞洲與台灣的觀點」為題，說明亞洲各國過去的貿易多與美國及日本連結，但自2010年以來，與中國大陸連結的情況日趨增強，亞洲的經貿網絡逐漸形成以關鍵影響國－中國大陸為主，為一較不平衡且完整的經貿網絡。管主委表示，亞洲的經貿網絡會因為包括台灣而更加平衡且完整；台灣也需要加入區域經濟體制以避免遭到邊緣化。世新大學薛琦講座教授暨前政務委員做「經濟與道德-一個古典經濟學家的故事」專題演講，薛教授以亞當·斯密的兩本著作《國富論》與《道德情操論》為引，闡述財富與道德的關係，及企業應盡的社會責任。企業家應透過各種誘因去鼓勵勞動者提高生產力，且發揮自利心，只要他沒有違反法律的正義，都應該被賦予完全的自由；一家企業若能把個人的財費用之於增進別人的福祉，提升了人們生活的質與量，也就是增加國家的財富。

另外，本次季刊主題報導也邀請中國文化大學婁天威副教授撰寫「我國證券商布局亞洲之可行性分析」。婁副教授提出證券商布局亞洲考量的因素，包括分析各國總體經濟及證券市場成長現況與發展潛力等，由證券商綜合考量選擇目標市場，擬訂經營發展策略；並建議主管機關對外加強跨國監理之交流合作、對內排除證券業者經營障礙，給予優質證券業者更大的空間布局亞洲市場。

# 談金融監理政策

■ 曾銘宗

## 壹、國際金融監理發展趨勢

2008年金融海嘯發生後，國際金融監理組織及主要國家為強化金融體系穩定發展，已陸續提出金融監理改革措施，尤其在金融海嘯之後，不論是美國、歐洲各國及日本等亞洲國家，均已充分理解金融穩定與財政穩定之間的相互影響及相互依存關係，對於經濟發展非常重要。因此，在過去的二、五年間，國際金融監理組織在金融方面紛紛提出相關改革措施，期待建立更完善的金融監理制度，穩定金融市場信心，促進金融安定與成長，主要的國際監理新趨勢包括：

### 一、提升金融機構資本適足性

為強化金融機構承擔風險能力，提升銀行體系之穩健性，促進金融市場穩健發展，金管會已配合國際清算銀行巴塞爾銀行監理委員會(BCBS)於2011年12月16日發布「巴塞爾資本協定三(Basel III)：強化銀行體系穩健性之全球監理架構」，修正相關法規提高本國銀行之自有資本及加強流動性管理。截至102年底，本國銀行普通股權益比率、第一類資本比率及資本適足率平均為9.09%、9.17%及11.87%，各銀行均符合法定標準。

### 二、加強風險管理與內部控制

金融機構必須確實遵守法令、重視紀律，落實內外部之風險控管，並由內部建立自律的程序與規範，以避免舞弊，是金融業永續經營的最重要基

礎。金融業者內部控制與稽核作業雖然屬於業者內部管理事項，但對於民衆權益維護、整體金融市場秩序與穩定，係肩負著最重要的責任與功能。

### 三、強化公司治理

公司治理係指一套指導及管理企業的機制，以落實企業經營人的責任，並保障股東的合法權益及兼顧其他利害關係人的利益<sup>1</sup>。良好的公司治理應可促使董事會與管理階層以符合公司與全體股東最大利益的方式達成營運目標，協助企業管理結構之轉型，以及提供有效的監督機制，以激勵企業善用資源、提升效率與競爭力。

### 四、加強金融消費者保護與推動金融知識普及

為加強對金融消費者的保護，改善過去只關注金融機構利益訴求而忽略對金融消費者的保護，進而影響投資人對金融市場的信心及金融體系的穩定性，歐美各國紛紛成立新機構以加強保護金融消費者<sup>2</sup>。我國於100年6月通過金融消費者保護法，並於100年12月30日施行，於101年1月2日成立財團法人金融消費評議中心，除評議金融消費爭議案件，並辦理金融教育宣導，使金融服務業與金融消費者充分瞭解正確的金融消費觀念及金融消費的權利與義務，減少金融消費爭議發生，這對金融消費者與金融服務業雙方均是雙贏的局面。

1 OECD指出公司治理是泛指規範企業、其管理階層、董事（監）會、股東與其他利害關係人（如勞工、債權人、客戶、社區與政府）之間關係的架構，並可透過這種機制釐定公司的營運目標，以及落實該等目標的達成與營運績效的監測。

## 五、強化市場紀律與資訊揭露

在金融海嘯發生後，各國主管機關發現金融市場紀律未能落實，投資人未獲得金融商品之風險揭露等相關訊息，因此要求金融機構應對資產負債表外項目為更完整且詳細的揭露，以提升市場紀律之有效性，建構更為完善的投資者與消費者的保護機制。

## 貳、主要施政理念

金管會推動各項金融政策及措施，除參考國際金融監理重要趨勢及改革新思維外，也必須考量國內金融產業特性，接著本人想跟各位說明當前金管會五項重要施政理念：

### 一、守法、風控、市場秩序

金融機構在國家的經濟體系中扮演非常重要的角色，其經營之良窳更關乎民衆與企業之權益。因此本會施政首重守法，守法是金融機構最重要的基本原則，其次是風險控管，有了守法及風險控管，才能夠有效維持市場秩序，包括資本市場及金融市場，金管會對於任何重大違法或涉及背信等違規情事，將立即依法予以嚴懲與糾正。

### 二、人才、通路、布局亞洲

在協助金融業者布局亞洲方面，各位先進都非常清楚，世界經濟發展重心已由西半球向東半球轉移，根據亞洲開發銀行(ADB)預估，2011年整個亞洲市場GDP約占全球GDP的32%，預估至2050年甚至更早，整個亞洲經濟帶動世界經濟的比率將超過50%，甚至是52%，亞洲地區的蓬勃發展是可以預見的。因此，為協助本國金融機構擴張、增加可提供服務的市場空間與範疇，金管會除了鼓勵金融機構深耕臺灣市

場外，更重要的下一步即是布局亞洲，鑒於亞洲地區經濟步入榮景已有一段時間，我國金融業可以布局的時間是非常有限，因此，金融機構應把握這段黃金時機，積極擴張我國金融版圖。

### 三、穩健、開放、強化創新

金融機構所從事的金融業務活動與其他行業之業務特性不同，在穩健及持續推動金融自由化前提之下，金管會將秉持開放且強化創新的態度協助金融業者，在開放的體制下，鼓勵金融機構積極創新金融商品。目前除了已將金融業納入自由經濟示範區，規劃多項國際金融業務的開放措施，金管會並於日前特別請各金融業公會及金融業界蒐集新加坡及香港在金融業務及商品的開放程度，針對我國金融市場提出建議。經金管會逐項檢視，已採納其中26項可行或原則可行之建議事項，優先予以開放或持續研議開放。

### 四、環境、誠信、社會責任

目前在我國資本市場中，上市、上櫃、興櫃公司總家數至今(103)年2月底有1,761家，總市值新臺幣27.8兆元，這是臺灣地區所有企業共同努力的成果，但是臺灣社會期望國內上市櫃公司除以獲利為目的外，還需對社會各個層面付出更多的關心、重視臺灣環境永續與誠信的經營。因此，金管會今年將強化推動公司治理，希望所有上市櫃公司以及金融業能在營利目的之外，能更重視臺灣的生活環境與誠信，承擔更多的社會責任，將企業社會責任內化為企業精神，讓類似假油或假食品等食安事件不再出現，留給臺灣下一代更好的發展環境與空間，並讓臺灣的弱勢團體能受到更公平的對待與發展機會。

2 如美國在2010年7月通過金融改革與消費者保護法案，成立「金融消費者保護機構」(Consumer Financial Protection Agency)：加強對金融消費者的存款、貸款及其他金融商品服務提供保護並對金融商品提供者進行監管；英國於2010年6月推動金融監理改革方案，設立消費者保護暨市場總署(Consumer Protection and Markets Authority, CPMA) (2011年2月更名為「金融行為監理總署」(Financial Conduct Authority, FCA)，針對提供消費者服務的金融機構進行監管，並以更嚴格標準規範金融服務業資訊透明度，提高消費者信心。

## 五、金融、產業、創造雙贏

金融業與產業之間應互利共生，更要創造雙贏，在經濟發展的過程中，金融業無法置身事外。金管會除積極協助金融業發展外，也希望協助其他產業發展，特別是中小企業、文創產業等，因此金管會今年將積極規劃相關政策及措施，以主題方式邀請金融業者交換意見，盡可能以開放、獎勵的方式，協助產業成長與健全發展，創造金融業與產業雙贏的局面。

## 參、近期已實施重要政策

### 一、金融業納入自由經濟示範區

面對全球經貿自由化的趨勢，我國正積極為加入跨太平洋夥伴協定(TPP)及區域全面經濟夥伴協定(RCEP)，朝著自由化的方向開放，金管會在兼顧產業發展與投資人保護原則下，擬具「金融業納入自由經濟示範區規劃方案」，並已報經行政院於102年11月19日核定，該方案以「虛擬概念、法規鬆綁、全區開放、人財兩留」原則，積極發展我國財富與資產管理業務。

或許有些金融業先進會感到奇怪，金融業如何用虛擬的方式、全區開放的方式納入自由經濟示範區中？金管會的策略乃是積極運用並配合目前國家經濟政策朝自由化、開放的趨勢，加速推動各項金融自由化措施，許多過去由金管會單一部會推動，因其他不同層面的顧慮而無法開放的金融業務及商品項目，都將順勢開放。有些金融業先進表示不理解金融業納入自由經濟示範區的意涵，可能是因為不清楚金管會這一層的策略思考所致。總之，當前金管會最重要的任務，就是要充分掌握國家經濟政策朝自由化發展的契機，一起帶動整個金融業的自由化。

金融業納入自由經濟示範區，有幾個特色：依交易對象不同，開放各項金融業務與商品，主要先由銀行的國際金融業務分行(OBU)與證券的國際證券業務分公司(OSU)提供相關金融服務方面，對外以非居民為交易對象部分原則全面開放，對內在本國專業機構投資人方面，也原則全面開放；惟涉及國內一般投資人個人部分，涉及投資人保護及個人對風險認知的部分，則採漸進式、逐步穩健的開放。

### 二、導正金融業低價競爭

金融機構提供各項金融服務或商品，相關價格應考量作業成本及風險成本，避免為爭取業務而低價爭取業務。金管會已持續推動授信案件採行風險定價策略，以導正低價惡性競爭現象；同時亦透過金融檢查，瞭解各金融機構定價情形，導正金融業競爭秩序，以利金融業長期永續發展。

舉例而言，因銀行間的低價競爭造成某家上市公司三年期的聯貸案借款利率為1.5%，各位認為合理嗎？又例如，前陣子金管會開放大陸註冊法人在臺發行人民幣計價普通公司債(寶島債券)發生惡性低價競爭情況，不管是承銷手續費或是票券利率均有殺價競爭情況，且又相較於在香港發行屬同等級點心債的利率低，惡性競爭的結果，是徒然使大陸的銀行得以取得低成本的資金，反而不利於國內國際債券市場及人民幣金融商品的健全發展。

有鑒於此，導正金融業低價競爭的情況將是金管會今年施政重點之一，希望未來在國內金融市場提供的金融商品包括銀行聯貸案、寶島債的發行等，都不致再看到低價惡性競爭的情況，並擴大到其它金融服務業之相關業務。金管會將以金融檢查或是其他措施，促使金融業者不願也不敢惡性競爭。

### 三、協助金融業亞洲布局

金管會鼓勵並協助金融業者進行亞洲市場布局，針對體質健全，內控良好之業者，已放寬法規，簡化程序，協助業者擴大市場範疇。金管會已請銀行公會建置銀行海外布局所需資訊之資料庫，並持續利用金融監理合作平臺，以及參與國際金融會議、洽簽監理合作備忘錄等方式，協助業者申設大陸據點及進入亞太目標市場、鬆綁法規程序、培訓國際人才，無論是銀行業、保險業或證券及投信業，於深耕臺灣後都要積極拓展海外市場、強力布局亞洲。

### 四、股市三措施

為完備證券交易機制，提供投資人避險管道，提升股市動能，金管會於102年9月發布三項活絡股市措施，包括開放投資人先買後賣，現股當日沖銷交易(103年1月6日已開始實施)；擴大平盤以下可融(借)券賣出標的，及暫行放寬證券自營商得以漲跌停板申報買賣有價證券。期能增加台股成交量，有助於投資人從事策略或避險交易，並增加證券自營商操作彈性。

其中，在提振股市三項措施中的「現股當沖」，自103年1月6日實施至今，台股成交量已明顯增加，集中交易市場及櫃檯買賣市場二月平均交易量合計新臺幣1,211億元，3月14日台股上市與上櫃的成交量1,282億元，對擴大台股量能已發揮效果。考量此三項活絡股市措施，已陸續於103年初上路，為持續因應證券市場快速變化，金管會將在今年第一季結束後，進行通盤檢討與評估調整。

### 五、推動建立創櫃板

為鼓勵具有創意及發展潛力小型商業經營模式企業，並進一步完備資本市場，金管會已請櫃買中心建

置「創櫃板」，提供具有創新、創意構想之非公開發行微型企業籌措所需資金。

先前提到目前在我國資本市場中，上市、上櫃、興櫃公司總家數有1,761家，多屬中大型企業，根據統計，國內資本額在新臺幣100萬元至5,000萬元的企業家數約有50萬家，顯示臺灣的企業型態，仍以小型甚至微型企業為主，而這些企業雖有活力但卻無法透過資本市場籌資，創櫃板主要在提供資本額5,000萬元以下公司籌資管道，協助微型企業之發展，尤其一些屬於創意的產業；日前在創櫃版掛牌前辦理籌資的企業已有19家，有3家文化創意產業、2家農林漁牧產業、很特殊的是有1家為社會企業；臺灣有許多屬非IC電子產業而有良好發展基礎的企業，金管會希望透過推動建立「創櫃板」協助其發展，也期望藉此鼓勵國內創新經濟，進行產業轉型及升級。

### 六、推動採用彈性股票面額制度

為鼓勵國內新創事業的發展，金管會推動採用「彈性面額股票制度」，於去(102)年12月23日公告修正「公開發行股票公司股務處理準則」第14條，將原「股票每股金額均為新臺幣10元」之規定，修正為「公司發行之股份，每股金額應歸一律」，並自103年1月1日起公開發行公司以及上市櫃、興櫃公司股票每股面額不再以10元為限，得採彈性面額，公司可依照自己的需求自行決定股票發行面額，相關配套措施包括：加強教育宣導、研擬證券代號予以區隔以利辨識，以符合國際市場潮流。

臺灣經濟結構以中小企業為主，多數創業者在國內設立公司與籌資時，仍多以每股面額10元為

主，常導致新創企業不易籌資。因此，在去年10月一場中小企業研討會場合中有業者提出此建議，金管會在廣納各界意見後，即在去年年底修正彈性處理，同意開放臺灣企業在進入資本市場時亦得採彈性面額，「彈性面額股票制度」施行後，各公司股票每股面額將趨向多元，並可提高股市資金配置之效率性。

## 肆、未來施政重點

### 一、比較星、港開放程度

為穩健推動金融業的自由化，透過瞭解那些金融業務或商品在新加坡、香港可以做，而在臺灣是不能做的，藉以規劃推動進一步的開放措施，經請各金融業公會與主要的外商金融機構提供建議並進行比對後，共整理為52項修正建議，金管會先後已召開5次內部會議，針對每項建議逐一檢視，經評估後，對於有助提升我國金融市場競爭力者，若研議結果可行，將優先予以開放，並立即研擬相關配套措施。

因此，在今年1月9日金管會新春記者會上，即宣布26項建議可立即開放實施；13項建議因涉及風險控管及消費者保護考量，宜先暫緩；另外13項建議則涉及稅費或貨幣政策等，涉及其他部會權責，必須先洽會相關部會。上述各項開放措施在陸續實施後，應可以提升我國金融產業的競爭力。

### 二、差異化管理

差異化管理不單只是口號，而是必須落實執行。為落實金融機構的「差異化管理」模式，金管會各業務局刻正積極擬訂相關計畫，譬如對於守法守紀、重視風險控管的金融機構，會給予更大的業務發展空間，對於不守法或違反規定、走在法律邊緣的金融機構，金管會將予以嚴懲。過去金融機構若發生重大違

法或弊端，通常只有撤換經理人或罰鍰，未來不排除採行更嚴厲的處分，甚至「撤照」，並及時執行，以達立即處置之效果。當然，若要執行撤照處分，金管會擬妥一套完善的配套措施，包括兼顧員工、投資人、消費者的權益保護。

### 三、推動金融機構進一步整併

臺灣的金融機構家數多、規模小，所以必須進一步推動整併工作，對於金融機構併購，金管會原則是採取鼓勵的立場，但整併應符合三項原則：第一是依照市場機制、第二是依循相關法令規定、第三是符合大眾利益，涉及到公股的部分，金管會將與財政部充分合作，共同推動。

為協助金融機構進行整併，金管會已建立明確併購法制，要求金融機構之整併程序必須「公平、公開、透明」，同時兼顧維護股東、員工及客戶之權益，金管會亦將持續檢視相關法令並適時修正。

### 四、研議開放保險資金到國外進行購併

我國保險業資產總額及可運用資金快速成長，截至103年1月底，我國保險業資產總額達新臺幣17.2兆元，可運用資金約為15.3兆元，較去年同期，分別成長10.47%及11.68%。保險業的經營必須妥善管理並有效運用保險資金，為擴大其運用管道，金管會將蒐集國內外保險業經營或投資銀行、證券、期貨等金融機構，並取得控制權等相關案例資料，通盤檢討與研議開放保險業到國外併購的政策。

依目前保險法規定，保險業海外投資額度上限為保險業資金45%，為鼓勵保險業者到國外進行併購，將規劃排除海外投資額度計算之上限，目前金管會已納入保險法修正草案並函報行政院。未來若政策開放後，保險業者赴國外進行購併金融機構，除了保險

業者必須有專業管理能力，還必須有周詳的配套計畫，包括公司體質與財務狀況必須非常良好，金管會才得以接受其申請，讓保險資金投入海外併購。

### 五、規劃推動公司治理藍圖

金融業吸收運用一般大眾的資金，具備高度公共特性，而上市櫃公司之公司治理良善與否，亦攸關資本市場之健全發展。為強化我國上市櫃企業及金融機構之公司治理、提升其競爭力及增進投資人信心，金管會積極規劃推動公司治理發展藍圖(Roadmap)，期望透過(一)形塑公司治理文化、(二)促進股東行動主義、(三)提升董事會職能、(四)揭露重要公司治理資訊等多個面向，達成建立公司治理文化、創造共利企業價值之願景。金管會並已擬具推動公司治理相關措施，將分階段導入推動，包括(一)辦理公司治理評鑑、(二)編製公司治理指數、(三)擴大獨立董事之設置及限制獨董兼任家數與任期、(四)擴大審計委員會之設置、(五)推動公司編製企業社會責任報告書等，期可增強投資人對金融業及資本市場信心，創造共同利益及促進永續發展。

此外，金管會希望國內上市櫃公司以及金融業能在專注本業追求利潤之餘，應多考慮企業社會責任，並多關心臺灣的環境、關心我們的下一代、關心社會弱勢團體。近年銀行獲利頻創新高，至今年1月底整體銀行稅前盈餘新臺幣359.3億元，較上年同月315.3億元增加44億元並創單月新高，去年臺灣整體銀行業稅前盈餘3,046.5億元較前(101)年增加220億元；另上市公司去年前三季獲利也較前年同期成長50%。在此呼籲這些經營狀況獲利良好的金融業及上市櫃公司應適度調薪，並應將獲利適當回饋給股東、消費者及員工。

### 六、金融挺創意產業

文創產業為臺灣具有競爭力之產業，國內年輕下一代的創意一向具備相當的國際競爭力，但若缺乏培育，沒有辦法把創意變創業，把價值市場化。因此，在確保銀行落實風險管理機制，與尊重銀行經營自主的二項前提下，金管會訂定「本國銀行對創意產業授信三年倍增計畫」，自103年1月1日開始實施，預期3年後，本國銀行對創意產業放款餘額由新臺幣1,800億元倍增為3,600億元，協助臺灣以年輕人為主的創意產業取得資金。

為協助有創意、有發展潛能之文化創意產業，金管會所規劃「金融挺創意產業」扶植文創產業取得資金之專案計畫，內容包括「教育訓練、資金專案、輔導平台、配套方案」四面向。具體措施包括透過銀行融資、創櫃板等提供多元資金管道，協調中小企業信用保證基金之保證機制，由現行最高保證成數8成提高至9成；規劃教育訓練，調訓所有銀行副總經理層級以下的人員，加強金融從業人員對創意產業專業知能；建立無形資產鑑價等配套措施，及整合有關金融業公會資源成立單一聯合服務平台，協助強化文創產業化所需的財務管理能力，期有助於扶植創意產業發展、促進就業、提升國家經濟成長新動能。

### 七、引導金融業協助電子商務發展

就臺灣地區經濟及商業發展的趨勢而言，電子商務為未來發展策略性的產業，金管會已開放提供網路儲值服務，並開放銀行辦理「網路交易代收代付服務」，及收單機構同時擔任特約商店，以協助網路小商店可接受信用卡作為支付工具，近期亦將開放銀行辦理兩岸電子商務「雙向」金流業務。

在網路經濟發展的趨勢下，金管會亦將就金融業協助電子商務產業發展部分進行研議。為進一步協助國內電子商務產業發展，基本上除在金流方面給予電子商務產業協助外，亦將從提供融資(間接市場)與協助透過資本市場(直接市場)籌資等方向，積極研議相關措施，引導金融業對電子商務提供更廣泛金融支持。

### 八、積極培育國際金融人才

金融業最有價值的資產就是人才，發展金融業最基本的條件當然就是以人才為本。為加強培育國際金融專業人才，金管會已規劃相關金融人才培育計畫，已請銀行公會妥善運用「金融研究訓練發展基金」加強培養國際金融人才，並由金融研訓院規劃「銀行業金融商品研發人才培育計畫」，鼓勵銀行培育本土金融人才與加強金融商品研發投資。

此外，金管會已請財團法人證券暨期貨市場發展基金會、保險事業發展中心，以有系統、分層級與國際接軌方式，規劃各類別專業課程，建構完整培訓體系，提升我國金融人才國際視野與專業能力。

### 九、強化金融業之企業社會責任

2002年10月世界銀行旗下的國際金融公司和全球主要金融機構共同發展建立一套銀行辦理專案融資的標準，強調核貸時須評估融資案對環境、人權與社會風險的影響，該架構準則稱之為赤道原則(The Equator principle)。為強化金融業的企業社會責任，金管會將研議鼓勵銀行於辦理專案融資時採納國際間的「赤道原則」，增加對環保企業的融資，對於會破壞環境、帶給社會問題的企業，則應減少對其放款。

目前全球已有超過70家金融機構簽署赤道原則，大陸也有1家銀行簽署，惟臺灣至目前為止都沒有任何一家銀行簽署。簽署赤道原則是屬自發性行為，經簽署的金融機構必須遵守相關規範，例如對於1,000萬美元以上融資案件，核貸時必須提出兩份的報告，分別為評估融資案對環境的影響、及對社會責任的評估，考量是否違反人權或勞工權益，如有疑慮，銀行可拒絕對其放款或要求企業提出改善計畫。

為鼓勵金融業善盡企業社會責任，金管會將研議鼓勵金融機構簽署採行赤道原則，積極推動金融機構評估適用，並鼓勵落實社會責任，促使企業社會責任觀念普及並內化為企業精神，希望透過鼓勵金融機構善盡企業社會責任，同時能擴及影響及強化整個臺灣地區所有企業的社會責任。

### 伍、結語

總結本人對於金融管理的施政理念，守法守紀及重視風險是我最重視的原則，必須要徹底落實，我也常對金管會的同仁說，服務的態度要改善、金融檢查方法要改良，但是應該堅持的原則一點也不能放鬆，尤其涉及到金融業守法及風險管理的部分。第二項重點是推動金融發展，金管會透過深耕臺灣及布局亞洲市場，擴大金融業經營範疇，過去金融業增設海外分支機構，主要以銀行業為主，未來會包括保險、證券、投信等。第三項重點是協助產業發展，尤其對於創意產業的輔助、中小企業的專案貸款，以及協助電子商務的發展等方向，將積極推動，希望能夠有助於創造就業，促進經濟發展，創造金融業與產業的發展與共榮。

作者為金融監督管理委員會主任委員，本文為曾主委於103年證券商高階主管研習會之演講內容

# 亞太經貿網絡的前景 －亞洲與台灣的觀點

■ 管中閔

從世界貿易組織(WTO)開始推動多邊經貿談判以來，由於各國強弱及相關問題難解，以致WTO活動進展緩慢，也使得各地的區域經濟整合得以發展。區域經濟整合簡單來說，就是在某一個地區，數個經濟體透過各種方式，建立制度的安排，希望能夠更有效的促進經濟體間的經貿與金融連結，減少壁壘及障礙。這些連結雖有助於經濟體之間的分險分攤，但也使經濟體的分險互相傳遞。今天我們將分別從歐洲及亞洲的例子來看亞太經貿網絡的前景，也使大家瞭解我們需要甚麼樣的網絡。

歐洲經濟整合源自1950年代，經過長時間的演變，逐漸建立起堅強的經濟體制，並進而轉為政治體，乃至擁有共同的貨幣。相形之下，亞洲一向缺乏如同歐盟區一般完整緊密的連結；近年來各國逐漸體認到區域結盟的優點，於是逐漸朝此方向前進。

本文將從網絡角度理解區域經濟整合，探討網絡型態與網絡穩定性、從貿易地圖看歐亞網絡，並從中探索亞洲需要甚麼樣的網絡。而從亞洲目前區域經濟體制的安排出發，我們也希望讓大家了解目前台灣面臨的處境，以及為什麼我們需要重視區域經濟的議題。

## 壹、從網絡(Network)的角度理解區域經濟體制

### 一、歐亞的區域經濟體制

歐洲從50年代的歐洲煤鋼共同體，發展成經濟共同體(EEC)，到1968年的關稅同盟。歐洲國家隨後感覺到制度安排光有經濟活動並不完全足夠，所以朝著更緊密的連結發展，逐漸演變成後來的歐洲議會；直到馬斯垂特條約(Maastricht Treaty)簽定後，歐盟正式成立。1998年成立歐洲中央銀行，開始進行貨幣統合的工作。1999年歐元正式問世，當時僅作為貨幣交換的計價單位，後來才成為法定

貨幣，歐元區於是成形。歐洲經過40年的努力建立起經貿及政治體制：歐盟(EU)，然後又形成貨幣體制：歐元區(Eurozone)。發展迄今，歐盟共計28個會員國，歐元區有17個成員。

亞洲經濟體要從1967年成立的東協開始講起，從5個創始國開始發展逾30年之後，才形成如今的東協10國；東協各國發展的程度不均，富裕如汶萊，落後如緬甸、柬埔寨及寮國等。至2000年東協加三的架構出現，2005年東協加六初步成形。1997年亞洲金融風暴之後，貨幣互換的議題被提起，因此有了2000年的清邁協議，到2009年的多邊清邁協議。亞洲經濟體制的發展並未如歐洲一般，發展出

經濟、貨幣及關稅體制上完整嚴密的安排。近年來亞洲區域也逐漸跟隨歐洲的腳步，東協開始與亞洲各國簽訂自由貿易協定，例如中國大陸、印度及韓國等。

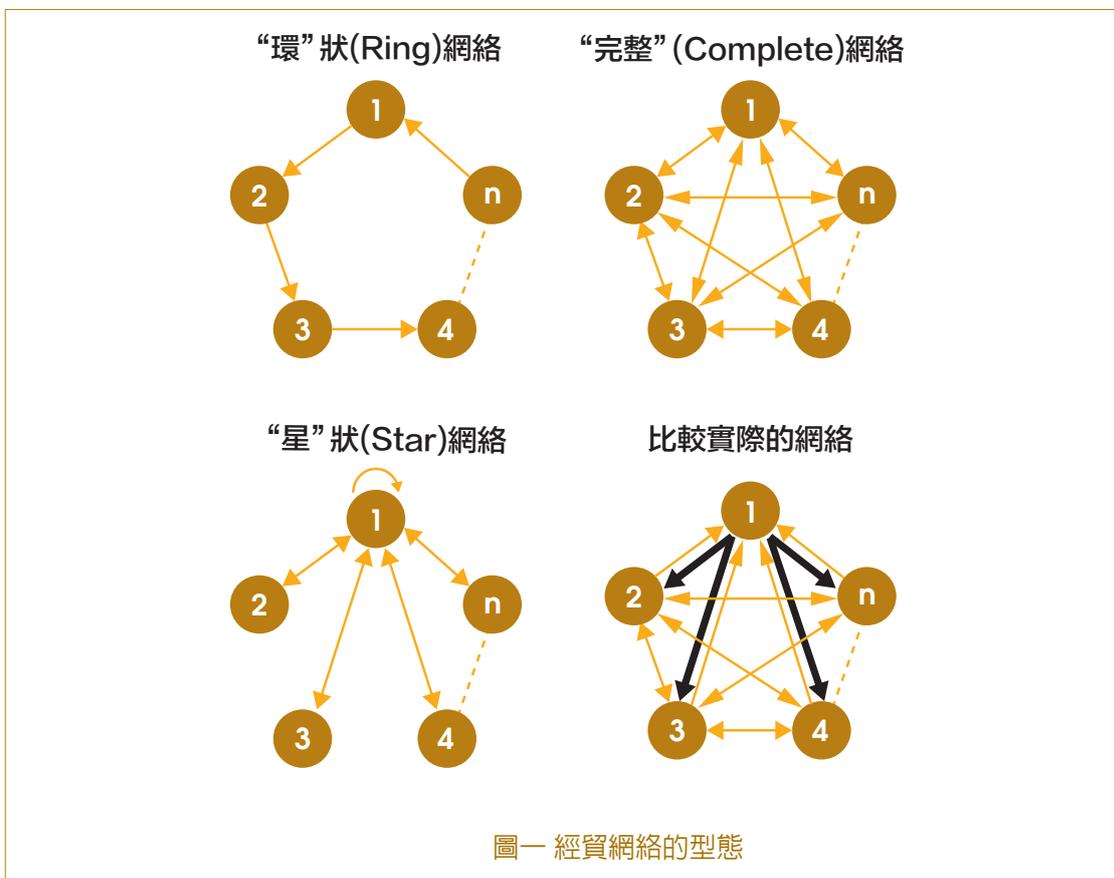
## 二、網絡型態與穩定性

以下的討論參考了許多文獻<sup>1</sup>，特別是Acemoglu教授在美國金融學會年度大會上發表的重要演說。

網絡的型態大致可分成幾種(圖一)：(一)“環”狀(ring)網絡：經濟體之間單向連結，存在著一定程度的風險；只要一個經濟體產生風險，很有可能型成骨牌效應，影響整個網絡。(二)“完整”(complete)網絡：經濟體之間相互連結，形成

互相支撐，風險相互分擔。(三)“星”狀(star)網絡：以其中一個經濟體為核心，該經濟體具有關鍵影響力，且與每個經濟體產生連結。(四)比較實際的網絡：不像完整網絡一般平衡且完整，也非標準的星狀網絡，而是經濟體之間相互連結，但有一個或數個核心經濟體對其他經濟體的影響力特別強，於圖示當中以粗體箭頭表示。

從網絡穩定性來看，線性連結的網絡相對穩定，發生衝擊時可以透過網絡的完整連結分攤風險，每個經濟體承擔一部份就可以舒緩衝擊。但是非線性連結的網絡(如“星”狀網絡)，因其不對稱的連結，當衝擊發生的時候，無法靠平均分攤風險的方式化解，造成此類網絡的風險相對高。



1 如 Acemoglu, Carvalho, Ozdaglar, & Tahbaz-Salehi (2012) 和 Acemoglu, Ozdaglar, & Tahbaz-Salehi (2012)

更完整的說，網絡型態與衝擊的大小共同決定網絡的穩定性：衝擊小時，風險平均分攤，完整的網絡最穩定；衝擊太大時，完整網絡承擔的風險過大，無法分攤，也因為完整的連結，使此風險更快速的擴散到其他經濟體中，此時反而最不穩定。誠如Haldane(2009)所說，網絡的連結可能是外部衝擊的「吸納器」(absorber)，也可能是衝擊的「放大器」(amplifier)。回想2008年金融海嘯的例子，風險大到超逾所有經濟體可承擔的範圍之後，迅速透過金融網絡擴散全球。金融網絡如此，在國與國之間亦復如此。

### 三、從貿易地圖看歐亞網絡

我們以下用全球的貿易地圖(trade map)來呈現真實世界的經貿網絡<sup>2</sup>(圖二)。圖中的圓點代表相對貿易量的大小，圓點越大，代表一國貿易量占世界(區域)總貿易量的比重越重要；兩點之間的線條粗細代表兩國間貿易的強度，線條越粗表示兩國間貿易往來越密切，相對貿易量越大，反之線條越細代表貿易關係越弱。

從1980年的世界貿易地圖來看，世界上主要的貿易地區大多集中在歐洲和美國，亞洲則以日本為主；80年代是很特殊的時點，當時適逢石油危機，



圖二-1 1980年世界貿易地圖



圖二-2 2010年世界貿易地圖

2 資料來源: GVAR網站及自行蒐集; see Dees et al. (2007)

與中東地區的貿易往來因此較多。2010年的世界貿易地圖增加許多代表貿易關係的線，美國貿易量仍居首位，以德國為首的歐洲還是貿易密集的区域，亞洲的日本貿易地位重要性降低，取而代之的是中國大陸。

我們再縮小範圍，從歐洲和亞洲兩個區域來看。1980年的歐洲貿易地圖，以德國、法國、英國、義大利為主，該區域內國與國之間原本的往來就相當密切。至2010年，歐洲貿易網絡整體上並無太大變化，變動僅止於圓點的大小及線條粗細之別。大體來說，歐洲一直是非常緊密連結的貿易網絡。

1980年的亞洲貿易地圖，亞洲各國以美國、日本為主要的貿易往來對象；此與歐洲網絡中各國相互連結，發展平衡的型態大不相同。1985年，韓國、新加坡及台灣的圓點大小相當，中國因剛開始改革開放，所以圓點仍小；此時亞洲區域國與國之間的連結薄弱，且仍以美、日為主要往來地區。1995年，中國貿易量逐漸提升，已與新加坡、韓國、台灣並駕齊驅，且各國之間的往來逐漸增加。

2000年，中國開始崛起；2005年，亞洲各國開始往中國連結，中國的貿易量已略微超越日本。2010年，中國貿易量變得更大，亞洲地區也從早期以日本為主要貿易國，逐漸演變為以中國為核心的型態。

30年來歐亞貿易地圖的演變當中顯示，各國的相對貿易量和貿易連結強度會隨著時間不斷的改變。歐洲經貿網絡與亞洲截然不同。歐洲是一個較平衡且完整的網絡，也是更能因應衝擊的穩健網絡；亞洲不及歐洲網絡那麼平衡且完整，因此對衝

擊較為敏感，國家間的連結雖有但相對薄弱，也缺少制度上的完善安排。亞洲比較接近“星”狀網絡，各國主要連結具有關鍵影響力的國家：2000年以前是日本，以後是中國大陸。

#### 四、亞洲需要甚麼樣的網絡

以歐洲的經驗來看，2010年歐債危機初見端倪，區域內各國之間相互影響，情勢越來越嚴重。但因為歐洲緊密連結的網絡，2010至2011年間發揮了很大的穩定作用，使經濟體維持一定的規模，其經濟成長率及失業率並未受到顯著的影響(2000至2008年平均失業率8.50%；平均GDP成長率1.99%)。但是到2012年歐債危機惡化，失業率明顯提高，經濟也轉為負成長。這顯示一個完整的網絡體系扮演了重要的支撐作用，但完整網絡也不能夠保證不會出現問題。

從歐洲經驗來看，一個完整而平衡的網絡對於亞洲有利，也將對中國大陸有益。中國目前為亞洲區關鍵影響力，中國可以是區域內衝擊的「吸納器」，例如2008年到2009年金融危機時，中國以4兆人民幣救市，有效提升其內需市場，也同時使鄰近國家(包含台灣)受惠。但面臨衝擊過大時，各國與中國緊密的連結，反而會使得風險迅速擴散，中國可能成為風險的「放大器」。亞洲整體將因此遭受嚴重波擊，增加網絡的不穩定性；唯有更平衡的網絡才可以分攤中國所受的衝擊。

就網絡完整性來看，亞洲需要擴大自由貿易區域，促成國與國之間的緊密連結，建立更多的制度安排，且不應排除區域內的經濟體。從平衡性的角度來看，亞洲國家應該避免只連結到中國大陸，而形成不穩定的“星”狀網絡。

在亞洲沒有好的制度安排以前，太緊密的貨幣網絡在當前未必有助於亞洲網絡的穩定性。依據歐洲的經驗顯示，除非有縝密的制度安排與確實的管理，貨幣聯盟(如亞元)可能會強化風險的傳遞。但對於有助於貿易便捷或者匯率穩定的局部制度安排，如人民幣跨境清算，多邊貨幣互換(多邊清邁協議)，則應受到鼓勵。

## 貳、亞洲新區域經濟體制

### 一、新區域經濟體制與台灣

經過多年的演變，目前亞洲區域經濟的體制發展以「跨太平洋夥伴協定」(Trans-Pacific Partnership, TPP)以及「區域全面經濟夥伴協定」(Regional Comprehensive Economic Partnership, RCEP)為主。

「跨太平洋夥伴協定」源自2002年由紐西蘭、新加坡及智利三國發起的「太平洋較緊密經濟夥伴」(Pacific Three Closer Economic Partnership, P3-CEP)。2005年汶萊加入，四國完成簽署「跨太平洋戰略經濟夥伴關係協議」(Trans-Pacific Strategic Economic Partnership Agreement, TPSEP)，到2008年正式命名為「跨太平洋夥伴關係」。2010至2013年馬來西亞、墨西哥、加拿大及日本先後加入。此協定預計於2014年第二季完成第一輪談判。

2011年8月由東協經濟部長提出「區域全面經濟夥伴關係」倡議，同年11月即通過「東協區域全面經濟夥伴關係架構文件」(ASEAN Framework for RCEP)。2012年第44次東協經濟部長會議中，東協和6個夥伴(澳洲、中國、印度、日本、韓國及紐西

蘭)發表「展開RCEP談判聯合宣言」，並自2013展開RCEP談判，預計2015年完成談判。

除了上述兩個區域貿易協定以外，2012年11月中國與日本、韓國正式宣布啟動中日韓自由貿易協定談判，並於2013年3月完成首輪談判，7月及11月分別完成第二輪及第三輪談判，2014年3月完成第四輪談判，預計2015年完成談判。除了中日韓的自由貿易協定，韓國更是積極與中國單獨洽談自由貿易協定。

以購買力平價來說，TPP 12個會員國的GDP總和占全球GDP的三分之一，人口約占全球人口的11%。2012年台灣對TPP國家貿易(出口)占台灣總貿易(總出口)比重的35%(32%)。依據各國貿易比重顯示(圖三)，TPP成員國當中，對我國重要的貿易國為日本、美國、新加坡、馬來西亞等國。

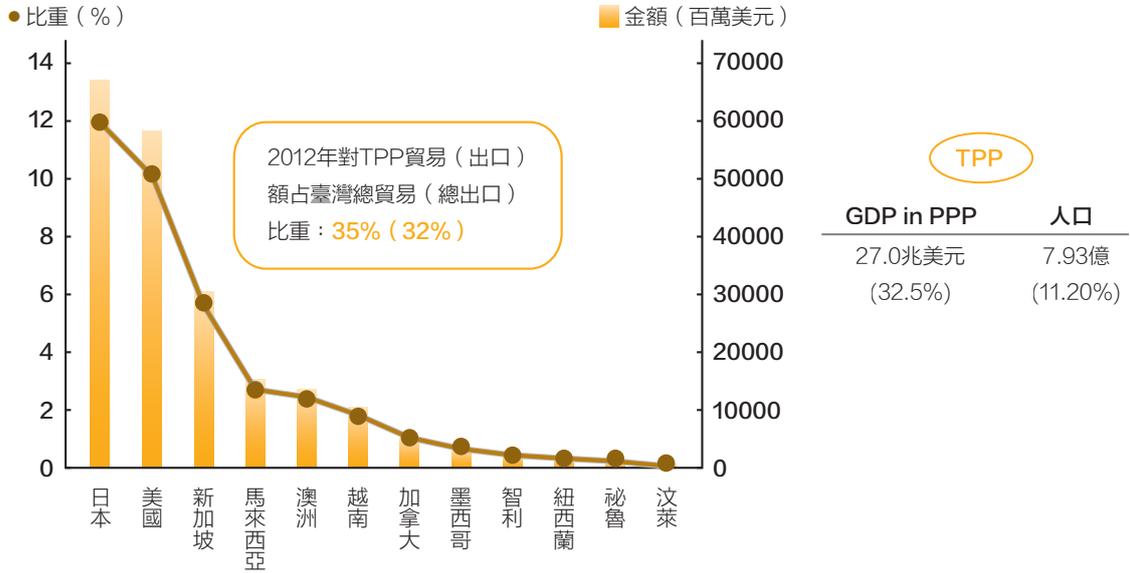
RCEP國家包含中國與印度，涵蓋的範圍更廣，人口數更多。RCEP會員國的GDP總和約占全球GDP的三分之一，人口約占全球人口的48%，2012年台灣對RCEP國家貿易(出口)額占台灣總貿易(總出口)比重的56.6%(58%)。我國在RCEP重要的貿易夥伴包括中國、日本、新加坡、韓國等國。(圖四)

#### (一) 亞洲的經貿網絡需要台灣

亞洲區域經濟體制納入台灣有助於經貿網絡穩定。台灣在資訊與通訊科技(Information & Communications Technology, ICT)國際供應鏈上具有關鍵地位，電子零組件2012年的全球出口為全球第四，出口占全球比重超過12%，35項產品的市場占有居全球前3名，其中20項居全球第1名。

台灣在亞洲地區的貿易與投資上也舉足輕重，

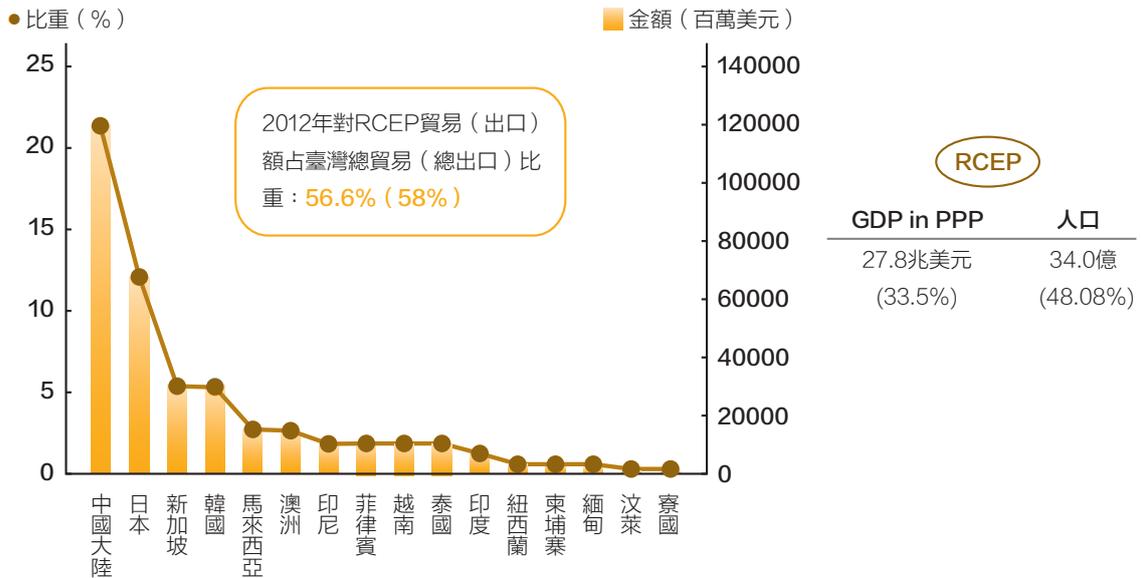
### 2012年貿易額及其占臺灣總貿易額比重



註：右表括號內是占全球比重  
資料來源：經濟部國貿局，WTO, IMF 和 UNCTADStat

圖三 台灣與TPP的貿易關係

### 2012年貿易額及其占臺灣總貿易額比重



註：右表括號內是占全球比重  
資料來源：經濟部國貿局，WTO, IMF 和 UNCTADStat

圖四 台灣與RCEP的貿易關係

2013年台灣對中國大陸與東協的貿易總額分別達1244億美元及914億美元，2010至2013年累計投資中國大陸和東協的金額分別為449億美元和112億美元。台灣若被排除在亞洲經貿網絡之外，勢必使台灣被加速吸入大陸經濟圈內；長遠來看，此並不符合台灣以及多數亞洲國家的戰略利益。

## 二、台灣的警訊與對策

台灣於世界經貿場上的競爭對手越來越多。從自由貿易協定來看，我國2013年才與紐西蘭及新加坡簽署自由貿易協定，而韓國早在2006年即與新加坡、2007年與東協、2011年與歐盟、2012年與美國分別完成自由貿易協定的簽署。今年3月韓國又與加拿大簽署自由貿易協定，目前南韓已簽署11項

自由貿易協定，對自由貿易協定的佈局遠遠勝過我國。

台韓貿易比較與模擬圖中(圖五)，我們整理1990年至2012年台灣及韓國的貿易資料，其中實線代表貿易總額的實際值，虛線代表貿易總額的模擬值。1990年台灣與韓國的貿易總額相去不遠。假設2000年以後兩國都維持90年代的平均成長速度計算模擬值(即圖表中的虛線)，2000年以後台灣的貿易總額大致與模擬值(虛線)相去不遠；反觀韓國，2000年以後的實際值遠高於模擬值，顯見韓國於2000年後的貿易成長幅度顯著優於90年代。1990至1999年韓國貿易平均成長率為台灣的1.18倍，2012年此成長率則提高至台灣的1.48倍。韓國貿易



總額的成長並非全數歸功於自由貿易協定的簽署，但不可否認，自由貿易協定的確發揮了相當大的作用。

如以相同的方式設算兩國未來的貿易變化，預計2025年韓國貿易總額將達到台灣貿易總額的近3倍。

目前，跨太平洋地區的亞洲國家幾乎皆落在TPP和RCEP的兩個自由貿易圈之內，而台灣則在兩圈之外；這就是台灣應該正視的警訊與危機。區域經貿體制不僅影響貿易，也必然影響投資。因為多數的企業不會投資在無法與區域經貿網絡連結的地方。這是台灣生存命脈之所繫，能否加入區域經濟體制將決定台灣是否會遭遇邊緣化的危機。目前台灣眼前面臨的是時間壓力。2014年第一輪TPP完成談判、2015年預期RCEP及中日韓自貿協定完成談判。當上述談判完成，亞洲各國將緊密連結；台灣若不在其中，將徹底被邊緣化，我們的生存將遭受到重大的威脅。

就加入的門檻來看，TPP的標準更高，除了傳統的關稅減讓和市場開放，還涉及環境保護、智慧財產、法規調適，以及國內是否透過法規制定形成技術性的障礙。

從對外貿易和出口的占比來看，RCEP對台灣更加重要；但RCEP包括中國大陸，因此更加敏感。RCEP此輪談判結束前（2015年），不會加入新經濟體。而TPP第一輪談判將於今年第二季結束，後續可望有第二輪談判。TPP與RCEP都是我們應該努力爭取加入的區域經貿體制，基於時間考量，目前爭取加入TPP較為可行。雖然進入就必須符合談判的標準，但其高標準也給了我們機會，讓我們

於各個構面自我檢視，為加入預先TPP做好準備。我們本身的規劃、執行及努力將影響我們是否得以成為TPP會員國。此外，因目前中國大陸還不是TPP會員國，我國爭取加入雖然無法避免中國的影響，但TPP相較於中國已加入的RCEP來說，相對可行。

策略上，台灣應優先爭取加入第二輪TPP談判，尋求主要國家(如美國)的支持，同時也爭取成為東協的對話夥伴，因為東協對未來RCEP成員將優先考慮其對話夥伴。加入RCEP、TPP前，雙邊貿易談判可著重兩者重疊的國家(日本、澳洲、馬來西亞與越南應為優先)，以及其中的重要國家(如印尼於RCEP)。考量目前我國面臨的時間壓力，我們應有更積極(以及多軌)的作法，解決迫在眉睫的問題。

台灣面對目前的處境，我們可以採取的因應措施如下：

- (一) 法制革新與國際接軌：由行政院主導的各項法規鬆綁，與各工商團體和外國商會密切討論，實地了解目前台灣於人流、物流及金流方面的限制，以研商法規的鬆綁為第一要務。
- (二) 自由經濟示範區：對專業服務(律師、會計師、建築師)、金融服務業和教育服務的鬆綁，宣示願意開放的意義重大。
- (三) 農業加值：自由經濟示範區推動的農業加值，因為避免對國內農業造成衝擊，開放於區域內加工，加工後僅得全數外銷出口，此舉可以緩解未來自由貿易談判時面對農業開放議題的壓力。
- (四) 積極協助產業調整(借鏡日韓經驗)：對產業擬

定客制化的轉型輔導措施；對轉型企業提供資金協助；對轉型企業續聘既有勞工提供獎勵；對被迫轉業的勞工提供特別就業與培訓協助。各種措施應事先宣布，積極輔導，補助到位。

(五) 觀念溝通：因朝野對部分市場開放，尤其涉及兩岸者，仍有很大的歧異，故可透過政策大辯論來對話，讓社會了解利害，也知所取捨。

(六) 觀念宣導：目前文宣作法(座談會、廣告、宣傳片)顯然收效甚微，尤其無法接觸到青年群眾；應善用網路行銷，以台灣的前途與機會直接向青年訴求。

## 參、結語

一個更平衡與更完整的經貿網絡有助於亞洲區域經濟的穩定。亞洲的經貿網絡會因為包括台灣而更加平衡且完整；台灣需要加入區域經濟體制以避免遭到邊緣化。目前台灣面對最大的困難是，時間並不站在我們這邊，台灣邊緣化的危機已迫在眉睫。但對於更大程度的市場開放，某些產業因此受惠，部份產業受到衝擊。除了政府下定決心以外，產業必須未雨綢繆，社會(民衆)也必須願意支持。

台灣必須連結國際，而國際不可能沒有中國大陸。對於大陸崛起的事實，我們不是轉身迴避，迴避兩岸關係無法解決台灣的問題。解決問題的關鍵是站起來，迎接挑戰。以棒球的角度來看，1968年台東紅葉少棒隊當年克服困難環境，打敗當時著名的嘉義垂楊國小，得到全國冠軍－「東台小將一棒響、滿山紅葉壓垂楊」<sup>3</sup>。隔年紅葉少棒隊打敗日本關西的明星少棒隊，自此使棒球風靡台灣，也奠定了台灣棒球的基礎。當時紅葉少棒隊雖然身處物資

缺乏的環境，以木棍及石頭練習，與物資充沛的西部地區球隊交手，毫不畏懼的迎接挑戰，面對以野球著稱的日本少棒隊，亦無所懼。我們認為，遭遇困難時最大的關鍵就是－站起來，迎接挑戰。

區域經濟整合將帶給台灣新的挑戰，但也帶來改變的機會。歷史將會紀錄我們在關鍵時刻的選擇，也將紀錄我們的成敗。

本文整理自國家發展委員會管中閔主任委員於103年證券商高階主管研習會之演講內容，本公會國際事務組張嘉純專員整理

3 1968年，聯合報

# 經濟與道德

## ——一個古典經濟學家的故事

■ 薛琦

本公會103年度「證券商高階主管研習會」，邀請薛前政務委員琦，現職世新大學講座教授，做『經濟與道德——一個古典經濟學家的故事』專題演講。

薛琦教授運用蘇格蘭經濟學家—亞當·斯密的兩本著作《國富論》與《道德情操論》為引，向在座高階主管闡述財富與道德的關係，及企業應盡的社會責任。

亞當·斯密在《國富論》中談到：經濟學是研究如何增進國家的財富，而非個人的財富。那什麼是國家財富，又如何增加它？可是他卻又在《道德情操論》中提出：市場的運作在追求效率與利潤，但市場卻也是由人組成。人之所以形成社會，有一個很重要的成分就是「關心、分享」(sympathy)別人的幸福。亞當·斯密的兩種看法是否彼此矛盾？

此外，薛教授從《國富論》與《道德情操論》的中心思想，引申到目前國內外很重視的企業社會責任。企業一方面要賺取最大利潤，另一方面也要積極回饋社會，但我們對企業的社會責任可以要求到什麼程度？又可否要求企業捨棄經營事業中的經濟責任？

### 壹、國家財富是什麼？

#### 一、國家財富本質與起源的探討

亞當·斯密的國富論，一如該書的全名，在探討國家財富的本質與起源(An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations)。國富論開宗明義就說：「一個國家的勞動力決定了這個國家普通百姓每年能消費多少的商品及勞務」。其實這句話的後段是說，一個國家財富的本質就是這個國家老百姓生活的平均水準，而前段話是說，一個國家財富之起源是來自，或決定於其國民生產力。用今天的話說，一個國家的財富就是這個國家

的人均國民所得，而增加國家財富的關鍵就在於如何提升其勞動生產力。至於如何提升，靠的是勞動的專業與分工。國富論就依循這樣的邏輯一路推演下去。

斯密當時的主流思潮是重商主義與殖民主義。他們認為財富是有限的，而且希望由政府來擁有。他們還認為應該設立政府授權的壟斷或獨占機構，然後由他們的親信或支持者來控制這些機構，甚至用警察權來阻止別人來跟這些獨占者競爭。

亞當·斯密被後人賦予「經濟學之父」這麼崇高的地位，就在於他推翻了當時的概念，奠定了經濟學的基礎。斯密告訴我們，國家財富不是一個固定的量，更不是這個國家的金銀財寶，而是這個國家勞動生產力的函數，所以會受到它的國民生產力的影響，也因此，如何透過各種誘因去鼓勵勞動者提高生產力就變得很重要。為了達到這個目的，最好的方法是利用人類與生俱有的自利和投機動機，透過政府與百姓的分工，各盡所能，做他們能做的最好的事。

## 二、專業與分工

國家變得比較富裕是因為勞動者變得比較有生產力。勞動者變得比較有生產力是因為他們變得更專業化；許多工作可以一直被分工，再分工，直到每一個人都可以容易去學如何做那份工作，而且把它做好。

勞動分工後，因為專業，而且只專注在一項工作上，那麼就可節省變換工作時所耗掉的時間。勞動分工也可以讓工人容易學，而且變得更為熟練(dexterity)，且精於那項工作後也有助於創新。斯密用了一個鐘錶匠的故事來說明：鐘錶匠終其一生就是希望把錶做的更好、做到極致，說明了人具有創作的慾望與創新的本能。

一個國家勞動分工的程度則受制於市場規模的大小。市場規模很小的時候，沒有人和你分工，沒有貿易，也沒有效率；如果有更多的人參與市場的交換，那麼每一個人就可以變得更專業。如同魯賓遜漂流記中，當只有魯賓遜一個人在孤島上時，不會有人和他分工，他什麼事都要做，後來多了另一人(Friday)共同生活後，這兩個人的分工就開始了。

國家之間從事國際貿易，從經濟學的角度來看，就是國際間的勞動分工，各自生產比較專長、比較有效率的產品，也就是具比較利益的产品。而國與國之間的貿易量可以用牛頓的萬有引力定律來解釋，兩個經濟體彼此的貿易量和他們的經濟規模(質量)成正比、和距離成反比。如同台灣與中國大陸，台灣面對的中國大陸是全球第二大經濟體，兩岸又只有台灣海峽之隔，因此台灣對大陸(含香港地區轉口)的貿易依存度達四分之一，這其實是很自然的發展。

此外，資本的累積也與分工有關。因為“勞動能否進一步再分工與過去累積的資本(存)量有一定的關係”。所以“一個國家的資本量就決定了這個國家有多少有用而且有生產力的勞工”。

## 三、自利、自私與國家角色

斯密在《國富論》使用的是自利(self-interest)一詞，而非自私(selfish)。他認為在許多因素中，自利心是建立富裕經濟及社會的驅動力。每一個人只要他沒有違反法律的正義，都應該被賦予完全的自由，用他自己的方法去追求他自己的利益…。而那些被稱為哲學家或投機份子(商人)的人，他們無所事事，卻觀察每一件事；就這樣，他們常能夠把那些看起來最遙遠且最不相干的事物結合起來，而展現成果。自利既然是人類無法改變的一種本能，何不聰明點，讓這每個人都具的誘因去創造一個更富裕的社會。

斯密在《國富論》中為後人所熟知的，是他主張自由市場，反對政府干預。事實上，斯密並不排斥政府，他認為強大的政府有其重大的必要性，特別是創造與執行法律，然後確保司法的公平執

行。國家的三個責任在於：(一)保護這個社會免於外力侵犯；(二)保護這個社會每一個人免於受到他人的不公或壓迫；(三)建立、維護某些公共設施與制度，但從不是為任何個人或少數人的利益。

只不過斯密認為，政府的職能應該清楚地界定在警察、軍隊、司法與課稅，以保障人民生命財產安全，及提供基礎服務，如交通、文教設施，其他事則應該由市場來決定。這就是為什麼政府與百姓應各盡所能，做他們能做得最好的事，包括商人不應控制或介入司法、政府不應經營事業、獨占更是良好管理的最大敵人(Monopoly is the great enemy for good management)。我們常聽到一種說法，市場並不完美，或市場失靈，但切記政府也會失靈。而諾貝爾經濟學獎得主W.A. Lewis也說：『儘管市場的解決方案不完美，但常比政府的解決方案好。』

即便《國富論》中看起來充滿了唯利觀的利己主義，但斯密也在書中提出財富分配的重要性。他說：沒有一個社會能確保繁榮與快樂，如果其中有很大一部份的人是貧窮而潦倒的。而一個經濟能在各個層面所能達到富裕的程度(full complements of riches)，是受限於它的法律與制度，若它的法律與制度不能與時並進，那個經濟就會停下來。

## 貳、個人的財富是什麼？

一位德國經濟學家李斯特提出了一個問題。斯密的《道德情操論》強調利他主義，尤其該書第一章一開始講的是「論同情」，而《國富論》的核心是「自利」，這兩種對人性的描述顯然不一致。如何調和？他稱之為斯密的問題(das Smith Problem)。

我們不妨注意這兩部書的寫作順序：斯密在

1759年出版《道德情操論》，中間經過了四次的改寫，然後才在1776年出版《國富論》。之後，斯密一直交互修改《道德情操論》與《國富論》。這證明，斯密在寫或修訂《國富論》這部經濟學的巨著時，心中不會忘了《情操論》，只不過這兩本書問了不同的問題，當然答案就不同了。

### 一、追求財富的目的

在當時的蘇格蘭，道德學或道德哲學涵蓋了人類學、道德學、法哲學，以及包括政治經濟的政治學。

人追求財富的目的為何？在一個人的一生中，我們常說有一個偉大的目標，就是改善我們的生活，但真正的目的或好處為何？我們當然需要錢、需要財富，但究竟從其中得到了什麼？一個重要原因是為了要引人注目、受到關切、贏得同情、一種自滿，或獲得認同。財富代表一種個人的身分、地位，最終的原因就是希望能被別人重視。譬如說我今天穿了一穿新鞋，我就會希望別人都注意到；我戴了一只名錶，就會選擇搭配袖子短一點的襯衫。

### 二、什麼是快樂？

《道德情操論》的第一句話就點出，一個人不管是多麼自私，很明顯的都有一種本性，那就是關心別人的福祉，會很自然地把別人的快樂當成自己的快樂，除樂於看到它發生外，別無所求。這和孟子所稱的「惻隱之心」－關心、同情別人的”不幸”，被關切的情境正好相反。我們的生活圈，從最核心的家人、親戚，乃至於朋友、同事，甚至路人，這裡頭都會有不同程度的分享(sympathy)，如果人的嫉妒之心大於分享(sympathy)之意的話，那這個社會就會崩解掉。

斯密提出，吸引我們，讓我們著迷的其實是一種虛幻，不是身心的舒適與愉悅。空虛常來自我們自認為是眾所矚目或認同的對象。各位主管可以想想，當別人注意著你時，你會不會覺得緊張、但同時也確實帶給你一些快樂，自滿、一種被認同的自得。但是在強烈的燈光之後，會不會隨之而來的就是空虛感。

《道德情操論》也引了許多故事來解釋生活中所構成真正的快樂是什麼？如「眼睛比肚子大」：富人能吃多少東西跟他龐大的慾望相比根本不成比例，而他吃飽後的滿足感不會比最寒酸的農人來得多。「乞丐與國王」的寓言：對於能帶給一個普通人生活樂趣的事物與程度，絕對不會比那些高高在他之上的人來的遜色。在身體的舒適和心靈平靜上，所有不同階層的人幾乎都在同一水準上。一個在馬路邊曬太陽的乞丐，他所享有的安全卻是國王們要費多少不斷的爭戰，而未必能得。事實上，真正的快樂，是來自身體的放鬆與心靈的平靜(ease of body and peace of mind)。

### 三、論政府

對政府：國家當權者很容易自認英明，誇大其事，然後沈迷在他自己所規劃的國家發展美境中。也因此，我們常常聽到一種批評說，官員換了位置就換了腦袋。

### 四、有了財富之後呢？

斯密講了一個「窮人之子」的寓言：一個貧困出身的人，在功成名就之後，如今他已走到生命的終點，他的身體受到勞苦與病痛的磨損，心中總因為想起過去為追求財富與名聲所受到的千般傷害而感到懊惱與不值。所謂的名利，不過是瑣碎的小裝飾品，不會強過孩子的百寶箱。

### 參、企業的社會責任：誰的責任？

我們常常講企業的社會責任，到底是誰的責任？這可以用經濟、法律、倫理和慈善所組成的企業社會責任金字塔(圖一)來說明。



圖一 企業社會責任之金字塔

Source: Archie B. Carroll, "The Pyramid of CRS: Toward the Moral Management of Organization Stakeholders," Business Horizon (July-August, 1991)

## 一、經濟責任與法律責任

追求最大利潤與企業成長是企業家的天職，企業家首要的社會責任就是經濟責任，極大化每股盈餘。企業家對社會交付給他，由他支配的資源應該要做最有效的利用與配置，如果連最基本的獲利都賺取不到，那就應該退出市場，將所控制的資源拿出來給別人使用。賺錢之餘，企業必須遵守法律規範、符合法律要求，因為法律是判斷一種行為是否符合最低公平與正義的要求。

如同《國富論》中講的「生產力」，企業家應透過各種誘因去鼓勵勞動者提高生產力，且發揮自利心(self-interest)，而非自私(selfish)。前者是只要他沒有違反法律的正義，都應該被賦予完全的自由，用他自己的方法去追求他自己的利益；後者是不管法律怎麼說，只要我喜歡，有什麼不可以。

## 二、倫理責任與慈善責任

再上一層是倫理責任，即企業除了有義務正確、公正和公平地對待利益相關者外、是否能以更高的標準要求自己，以符合社會對他從習俗或道德、倫理觀點的期望。一家企業賺了錢，也完全守法，但這時候能不能再多做一些事情，滿足、達成這個社會多一點的要求；例如排放廢氣及汙水，企業應該思考，是要做到剛剛達標呢，還是盡你的力量做得更好一點？這裡，企業倫理責任的程度又比法律責任的程度高了一階。最後，最高一等的企業社會責任是慈善責任，即企業是否符合社會對他們行善的期待。一家企業對社會貢獻財力、物力或人力，提升了人們生活的質與量，也就是增加國家的財富。這家企業，實際上指的是擁有那家企業的企業家。所以，企業責任是誰的責任？是企業家的責任。

如同《道德情操論》提及個人的財富是什麼？個人財富其實能帶給我們的東西非常有限，最高的德行是「取之於民、用之於民」。現在我們這個社會，不分國內外，也有越來越多的人，會把個人的財費用之於增進別人的福祉。這是最高貴的德行。

《道德情操論》中，講的就是一種德行、一種美德(virtue)。其中，「審慎的美德」就是理性與自制，是一個做人的美德，它會影響你自己的幸福與品行；而「公平的美德」與最高尚的「仁慈的美德」，則會影響他人的幸福。

## 肆、結語

一個偉大的將軍、政治家、立法者的審慎(prudence)，是由許多更偉大、更高貴的美德(德行)所構成，包含了他的價值觀，廣泛、深厚的仁慈，以及對正義法律由衷的尊敬。構成一個人真正的快樂，也就是『最靈光的腦袋加上最良善的心(the best head joined to the best heart)』。

中西思想並無二異，儒家思想《大學》中說：「大學之道，在明明德(virtue)，在親民(sympathy)，在止於至善(the greatest prudence of great people)」。這豈不就是亞當·斯密《道德情操論》中所描述的境界

本文整理自世新大學薛琦講座教授於103年證券商高階主管研習會之演講內容，本公會企劃組曾珮珊專員整理

# 我國證券商布局亞洲之可行性分析

■ 婁天威

## 壹、前言

遭逢2008年金融海嘯與後續歐債危機之衝擊，歐美國家經濟相繼受創，亞洲國家經濟逐漸崛起，又隨著自由化與全球化的國際趨勢，歐美與亞洲先進國家證券業者無不積極開拓海外版圖，現階段更以亞洲地區為首選，我國證券業者如不積極布局海外據點，將喪失舞台、被邊緣化之外，國際競爭力將逐漸流失。

再者，證券業者的海外布局將可突破現有經營框架，依據不同海外市場的需求與特性，提供業者創新的思維與作法，創造業者經營版圖的擴大與業績成長再造的高峯。針對我國證券業者而言，布局亞洲地區相較世界其他地區的市場進入條件相對容易，而且可以促進國內證券業者競爭力的提升、改善國內證券業過度飽和的窘境、創造更多境外藍海市場、強化我國證券產業在國際上的能見度與競爭力。

有鑑於此，金管會於今(103)年2月19日邀集證券商公會、投信投顧公會、期貨商公會與10家證券商、3家投信業及3家期貨業代表參加布局亞洲市場之發展策略聯繫會議。會中曾主委表示，為促進我國證券期貨業朝向國際化發展、掌握未來亞洲經濟成長契機並配合台商產業布局亞洲亟需相關證券服務，鼓勵業者可以善用位處亞洲的地緣優勢，將亞洲市場列為海外拓展之重點區域，希望3~5年內催生1~2家亞洲區域型證券商。

## 貳、證券商布局亞洲之必要性與迫切性

檢視我國證券商近十年相關財務狀況，其中證券商總體資本額維持在新台幣3,200億元至3,400億元之間，年度損益維繫在200億元與300億元之間，資產報酬率維持在2%至3%之間、淨值報酬率亦徘徊在3%至4%之間(詳如表一)，代表我國證券商之發展已達某種程度的飽和與臨界線。

接著從我國證券市場發展歷史觀察，從57年4月證券交易法制定公布，至今已歷時46年。依據世界交易所聯合會資料，統計截至102年止的資料，我國台灣證券交易所市值823億美元，位居世界主要證券交易所市值第20名，在亞洲地區排名第10名(詳如表二)。這些數字背後顯示兩層意義，首先歷年來我國證券市值在全世界排名始終徘徊在20名上下，就算把櫃檯買賣中心的市值(78億美元)加入，名次仍無法提升，意味著我國證券市場這些年來的發展遇到瓶頸；另者亞洲地區主要證券交易所市值在全世界20名中占有10名，顯示亞洲證券市場的發展在全世界證券市場的地位已展露頭角，我國證券業者有必要在亞洲地區伸展據點，擴大經營。

另至103年2月底止，我國全體外資及陸資買進上市股票總金額約新台幣7,694.86億元，持有股票市值占總市值比例33.3%，境外外國機構投資人、陸資暨境外華僑及外國自然人歷年累計淨匯入約1,780.36億美元，從93年底至103年2月外資總匯入979.46億美元，亦即在這十年期間平均每年約100

表一 證券商之資產總額、資本、淨值、損益、資產報酬率及淨值報酬率之比較

單位：新台幣億元；%

年	資產總額	資本	淨值	本期損益	資產報酬率	淨值報酬率
87	9,132.30	2,428.65	3,506.73	67.93	0.74%	1.94%
88	9,681.42	2,623.05	3,713.32	273.35	2.91%	7.57%
89	8,243.22	2,802.52	3,805.93	61.31	0.68%	1.63%
90	8,728.74	2,942.32	3,925.14	228.57	2.69%	5.91%
91	9,081.53	2,944.59	3,914.63	144.78	1.63%	3.69%
92	9,880.93	2,952.45	4,164.31	299.34	3.16%	7.41%
93	10,843.00	3,125.08	4,403.42	232.62	2.24%	5.43%
94	11,720.14	3,152.84	4,351.50	104.96	0.93%	2.40%
95	12,663.65	3,210.50	4,677.80	352.73	2.89%	7.81%
96	11,228.78	3,417.42	4,934.22	522.68	4.38%	10.88%
97	8,969.27	3,454.09	4,383.35	-88.12	-0.87%	-1.89%
98	9,283.04	3,315.57	4,557.00	385.37	4.22%	8.62%
99	11,135.73	3,435.83	4,804.85	351.10	3.44%	7.50%
100	9,505.09	3,427.70	4,756.38	170.71	1.65%	3.57%
101	9,382.13	3,259.60	4,758.06	179.85	1.90%	3.78%
102	11,517.74	3,267.61	4,784.83	203.83	1.99%	4.36%
103/01	10,021.81	3,270.61	4,798.04	14.45	0.13%	0.30%

資料來源：金管會證期局，103年3月31日下載整理而成

備註：1. 資產報酬率=(本期損益)/(資產合計之期初期末平均數)

2. 淨值報酬率=(本期損益)/(股東權益期初期末平均數)

3. 期初期末平均數係指前一年(或月)與本年(或月)之平均

億美元匯入我國證券市場，外資持有股票市值占總市值比例始終維持在30%至33%之間(詳如表三)，不論在匯入金額或持有市值比例上，無法大幅度提高，意味著業者需效法歐美業者赴海外布點直接引資至國內市場，開拓新的藍海市場。

### 參、證券業海外布局之現況與SWOT分析

目前，國內有15家證券商進行海外投資布局，

在資源有限的情形之下，皆以同文同種的大中華區域為首選，亦即證券商持續進行亞洲市場布局，除了中國大陸外，亦有必要至新加坡、南韓、泰國、印尼、越南等國家投資，主因為鄰近國家無時差問題且資本市場尚有發展空間。

國際證券指數編製富時公司(FTSE)評鑑我國證券市場，業將我國列入已開發市場觀察名單，並且針對下列證券市場關注的項目，在亞洲各國證券市場中對我國都有很好的評價，包括下列各項：(一)

表二 世界主要證券交易所市值比較表

資料統計至102年12月底止；單位：10億美元

世界主要證券交易所 英文名稱	世界主要證券交易所 中文名稱	世界排名	亞洲排名	市值
US (NYSE Euronext)	美國 (紐約泛歐交易所集團)	1		17,950
US (Nasdaq OMX)	美國 (納斯達克OMX)	2		6,085
Japan (Japan Exchange Group)	日本 (日本交易所集團) <sup>註1</sup>	3	1	4,543
UK (London Stock Exchange Group)	英國 (倫敦交易所集團) <sup>註2</sup>	4		4,429
Europe (NYSE Euronext)	歐洲 (紐約泛歐交易所集團) <sup>註3</sup>	5		3,584
Hong Kong	香港 <sup>註4</sup>	6	2	3,101
China (Shanghai)	中國 (上海)	7	3	2,497
Canada (Toronto)	加拿大 (多倫多) <sup>註5</sup>	8		2,114
Germany (Deutsche Börse)	德國 (證券及衍生工具交易所)	9		1,936
Switzerland	瑞士	10		1,541
China (Shenzhen)	中國 (深圳)	11	4	1,452
Australia	澳大利亞	12	5	1,366
Northern Europe (NASDAQ OMX Nordic Exchange)	北歐 (納斯達克OMX) <sup>註6</sup>	13		1,269
Korea	韓國	14	6	1,235
India (Bombay)	印度 (孟買證券交易所)	15	7	1,139
BME Spanish Exchanges	西班牙 (馬德里證券交易所)	16		1,117
National Stock Exchange India	印度 (國家證券交易所)	17	8	1,113
BM&FBOVESPA	巴西 (聖保羅證券交易所)	18		1,020
Johannesburg SE	南非 (約翰尼斯堡證券交易所)	19		943
Taiwan SE Corp.	台灣 (台灣證券交易所)	20	9	823
Moscow Exchange	俄羅斯 (莫斯科交易所)	21		771
Singapore Exchange	新加坡 (新加坡交易所)	22	10	744
GreTai Securities Market	台灣 (證券櫃檯買賣中心)			78

資料來源：世界交易所聯合會，103年3月25日下載整理而成，本表係以市值排序，市值並不包括投資基金金額，在進行排序時，包括所有世界交易所聯合會(WFE)的交易所成員，而不只是每個國家的主要交易所。

註1. 由東京證券交易所及大阪證券交易所組成

註2. 由倫敦證券交易所及意大利證券交易所組成

註3. 由阿姆斯特丹Euronext、布魯塞爾Euronext、里斯本Euronext及巴黎Euronext組成

註4. 包括創業板

註5. 包括TSX Venture

註6. 由哥本哈根、赫爾辛基、冰島、斯德哥爾摩、塔林、里加及維爾紐斯交易所組

表三 94年至103年2月外資匯入我國股票市場金額表

單位：億美元；%

年	總累積匯入淨額	該年淨匯入淨額(今年年底金額減上一年年底金額)	持有股票市值占總市值比例
94	1,089.54	288.64	30.25
95	1,306.12	216.58	31.90
96	1,376.02	69.9	31.10
97	1,247.65	-128.37	28.98
98	1,513.43	265.78	29.80
99	1,657.58	144.15	31.19
100	1,559.65	-97.93	31.10
101	1,633.32	73.67	32.62
102	1,765.13	131.81	33.14
103/02	1,780.36	15.23	33.30
93年底至103年2月止共匯入金額		979.46	

資料來源：金管會證期局，103年3月25日下載。

法規環境條件：1. 完善的證券監理體制、2. 公平對待小額投資人、3. 沒有外資持股限制、4. 自由的所得支付、5. 外匯自由匯出入、6. 外資投資人自由進入市場等；(二)保管與結算條件：具備相關良好的1. 結算制度、2. 款券保管體系、3. 合理交易成本、4. 借券系統、5. 結算與交割制度等；(三)交易範疇方面：1. 高品質經紀業務、2. 資金流動性、3. 允許放空、4. 場外交易、5. 有效率的交易制度、6. 財務透明等。

雖然我國證券商在進軍亞洲市場除了面臨銀彈是否充足、缺乏當地專業人才，以及沒有長期耕耘當地等弱勢之外，還需面對歐、美、亞洲強勁競爭對手、以及某些亞洲國家市場准入尚未開放等威脅，不過危機即是轉機，我業者應掌握世界資金湧入亞洲市場的天時，有效運用我們的優勢，而且結合現有之中、港、台之布局優勢，發展成亞洲區域型證券商，有關我國證券商亞洲布局的SWOT的分

析詳如表四。

基於上述SWOT分析，有關我國證券商進軍亞洲市場，對於我國證券業與亞洲各國業者的良性互動與影響效益，包括：

- (一) 促進亞洲證券市場與我國業者的良性往來，提升彼此之間證券市場服務品質，落實業者法規遵循，加速亞洲證券市場體質的改革。
- (二) 改善資本帳交易範疇規範，強化財務資訊透明化，加速證券市場與國際接軌，便於亞洲各國資本市場達成WTO自由化與國際化之目標。
- (三) 在貨品貿易往來頻繁的基礎上，加速我國與亞洲各國服務貿易相關的物流、人流、金流等三大匯流之互動，強化亞洲各國經貿密切往來的整體目標。
- (四) 提升亞洲國家資本市場在全世界的角色與地位，改善亞洲國家服務貿易之逆差。

表四 我國證券商亞洲布局SWOT分析表

優勢	弱勢
<ol style="list-style-type: none"> <li>業者具有跨業經營整合的競爭力與技術，以及現有金融業之中、港、台之布局優勢。</li> <li>證券商整體法遵、內部控制、風險管理、財務透明制度等符合國際先進國家標準，經營能力彈性靈活。</li> <li>證券商從業人員具有優質行銷、專業及守法、敬業能力。</li> <li>我國位處亞洲地緣優勢，台商布局亞洲已久，我國與亞洲國家經貿往來密切。</li> <li>我國儲蓄率高，外匯存底四千多億美元、人民幣存款二千多億元。</li> <li>華文世界已為全世界主流，我國有同文同種的優勢。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>進軍已開發市場，某些業者的資金是否充足。</li> <li>欠缺英語及當地語言的行銷、營業、管理、財務等專業人才。</li> <li>某些亞洲國家市場，我國業者缺乏長期耕耘。</li> </ol>
機會	威脅
<ol style="list-style-type: none"> <li>亞洲各國無時差問題。</li> <li>亞洲資本市場仍有很大的發展空間。</li> <li>未來幾年將是亞洲經濟成長的契機，全世界資金即將湧入亞洲市場，而且許多外資正在尋求合適的中繼營運據點作跳板，以便輻射式進軍亞洲。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>歐美國家及亞洲某些國家強勁競爭業者環勢在側，皆積極在亞洲佈局。</li> <li>某些國家市場准入與業務開放是否符合WTO先進國家的標準對等開放。</li> <li>我國是否掌握市場契機，適時進場，機會稍縱即逝。</li> </ol>

資料來源：本文整理

## 肆、證券商布局亞洲可行性分析與配套方案

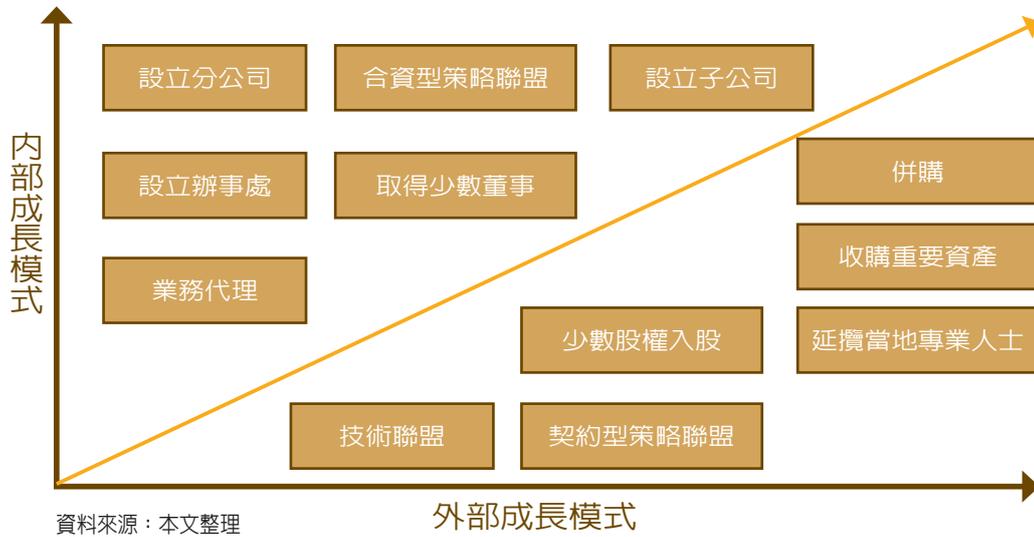
### 一、業務項目與範圍

證券商亞洲布局的業務範圍與項目除了承銷、自營、經紀等傳統業務之外，更應著力於亞洲主要交易通貨外幣(如美金、歐元、日元、人民幣、澳元、韓圓等)與證券市場有關的金融產品，以及其相關之電子商務、網路平台、財富管理、信託、資產管理等全方位新興理財業務；交易層面包含廣泛的避險、套利、投機、投資、槓桿等各種目的動機之交易，同時包括亞洲各國股票、固定收益產品、基

金、ETF、可轉換公司債、避險基金、結構型商品等、亦即凡涉及外匯、利率、股價、商品價格與證券交易所衍生之遠期契約、期貨、選擇權、與交換等相關之衍生性金融商品。

### 二、經營策略與方式分析

我國證券商布局亞洲，可依當地市場特性與本身業者的條件，採取不同的經營方式切入，傳統上可直接設立辦事處、分公司、子公司等，不過策略上可採用多樣化進行，初期可藉助當地市場有利的外部力量成長，或是憑藉業者本身內部實力，採取不同的合作或聯盟方式測試目標市場水溫，接著再



圖一 證券商布局亞洲之可能策略與模式彙整圖

依據當地市場實際發展的情形逐步調整經營步調，其布局發展策略與模式整理如圖一。

總之我國證券商赴亞洲布局，係依據業者內部實力成長，或是仰賴當地外部力量成長，或是採取借力使力方式，基本上，其可能的布局模式分析如次：

- (一) 主要依賴證券商內部實力成長布局的經營方式(簡稱內部成長模式)：部分業務代理(如業務授權、共同合作等)、設立辦事處、設立分公司等。
- (二) 主要依賴當地外部力量成長布局的經營方式(簡稱外部成長模式)：延攬當地業務、財務、法務等專業人才、收購重要資產(如營業場所、重要設備、資訊軟硬體等)、併購等。
- (三) 綜合主要證券商內部實力成長與局部當地外部力量的經營方式(簡稱內主外成長模式)：合資型策略聯盟、取得少數董事席位、設立控股50%以上子公司等方式。
- (四) 結合局部證券商內部實力成長與多數當地外部成長力量的經營方式(簡稱外主內成長模式)：技

術聯盟、少數股權入股策略、契約型策略聯盟(如共同行銷、加盟、聯營等)等方式。

### 三、可行性分析

證券商布局亞洲市場，必須考量市場開發的成熟程度、本身的財力、當地主管機關的市場准入條件、市場競爭程度、經營成本、財務透明度等因素，採取不同的經營策略與模式，以下針對市場不同的開發程度，分析如次，整理如表五。

- (一) 已開發市場：由於市場成熟度高，市場准入條件非常容易，透明度亦非常高，但競爭程度激烈，經營成本亦高，因此業者的布局，需考量本身財力的因素，所以為求降低成本，快速切入市場，需借助外力，建議可採行內主外成長模式或外主內成長模式。
- (二) 先進新興市場：由於市場尚未成熟但成長快速，市場准入條件相對容易，透明度高，競爭程度亦相對激烈，因此業者的布局，需考量獲利性或主導性，建議可採行內部成長模式或外部成長模式。

表五 我國證券商布局亞洲之可行性分析彙總表

	已開發市場	先進新興市場	新興市場	草創市場
市場准入難易	非常容易	相對容易	相對困難	非常困難或甚至不開放
市場競爭程度	非常激烈	相對激烈	相對不激烈	競爭程度低
經營成本	非常高	相對高	相對低	低
財務透明度	非常高	高	相對不夠	透明度低
相關的國家	澳大利亞、香港、新加坡、日本、紐西蘭	南韓、馬來西亞、泰國	印度、印尼、巴基斯坦、菲律賓、中國大陸	越南、蒙古、孟加拉、斯里蘭卡
可能的經營模式	1. 內主外成長模式 2. 外主內成長模式	1. 內部成長模式 2. 外部成長模式	1. 內部成長模式 2. 內主外成長模式	1. 外部成長模式 2. 外主內成長模式

資料來源：本文整理

(三) 新興市場：由於市場正興未艾，市場准入條件相對困難，透明度不夠，競爭程度相對不激烈，因此業者的布局，需考量未來潛在較快速的獲利性，建議可採行內部成長模式或內主外成長模式。

(四) 草創市場：由於市場剛起步，市場准入條件非常困難或甚至不開放，由於競爭度與透明度低，因此業者的布局，主要考量市場的順利進入，建議可採行外部成長模式或外主內成長模式。

#### 四、優先考量布局的目標市場

我國證券商布局亞洲優先考量的因素，包含該國證券交易所市值、位居亞洲金融中心的戰略地位、近年經濟成長情形、人口紅利、以及在東協國家中所扮演的角色與未來發展之潛力等因素，依據市場開發程度分別挑選優先布局的目標市場，包括1.已開發市場之香港、新加坡、日本、澳大利亞等；2.先進新興市場之南韓、泰國、馬來西亞等；3.新興市場之中國

大陸、印尼、印度等；與4.草創市場之越南、蒙古等，其挑選的理由分析整理如表六。

#### 五、相關的配套方案

金管會已於今年3月17日依據「證券交易法」第45條第一項但書規定，核准證券商依「證券業辦理外匯業務管理辦法」向中央銀行申請證券業務相關之外幣間即期外匯交易業務並取得許可者，得辦理證券業務相關之外幣間即期外匯交易業務，如此賦予證業者揮灑外幣金融產品相關之財富管理業務的空間。

除此之外，證業者應即刻著手建置亞洲市場布局資料庫，強化資訊蒐集(包含市場准入、競爭對手、發展空間、經營條件、營運環境、法規限制等相關規範與資訊)，加強目標市場證券商之往來，了解熟悉目標市場之特性與需求，規劃可行的經營策略與模式，積極培養國際人才，同時結合金融相關業者之布局與當地台商的資源，積極建構新的證券交易金流平台。

表六 我國證券商布局亞洲之可能選擇目標市場分析彙整表

目標市場	選擇目標市場之理由
已開發市場	
香港	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 國際主要金融中心之一，自由貿易港</li> <li>2. 去年證券交易所市值亞洲第二名</li> <li>3. 我國金融相關業者已布局很久</li> <li>4. 同文同種之優勢與地利之便</li> </ol>
新加坡	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 國際主要金融中心之一，自由貿易港</li> <li>2. 去年證券交易所市值亞洲第十名</li> <li>3. 我國金融相關業者已有布局</li> <li>4. 同文同種之優勢與地利之便</li> </ol>
日本	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 國際主要金融中心之一，日幣為世界四大外匯交易通貨之一</li> <li>2. 去年證券交易所市值亞洲第一名</li> <li>3. 長久與我國經貿往來密切，日本的基礎設施完善、勞工素質高、治安良好且商業機會多等，但在日本投資可能有營運成本高、資金調度不易、本地市場較不易進入等問題，都是欲前往日本投資的證券商仍須注意的事項</li> </ol>
澳大利亞	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 亞太主要金融中心之一</li> <li>2. 去年證券交易所市值亞洲第五名</li> <li>3. 近年來與我國經貿往來成長快速</li> </ol>
先進新興市場	
南韓	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 近年經濟成長快速，為我國經貿強勁競爭對手，展望將為世界第八大貿易國家</li> <li>2. 去年證券交易所市值亞洲第六名</li> <li>3. 目前我國企業在韓國設有分支機構之公司，包括大同公司、聲寶公司、中華航空、萬海海運、長榮海運、凱基證券、中華開發工業銀行等。</li> </ol>
泰國	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 東協國家中較具規模發展的市場，長期對我友善</li> <li>2. 為東協第二大貿易國，近年來泰國金融服務業快速發展</li> <li>3. 臺灣目前已是泰國的第三大投資國，在泰國的臺商以紡織、製鞋、電子、塑膠等製造業為主，總累積投資金額超過一百億美金，僅次於日本及美國。至泰國經營的臺商有宏碁、臺達電子、金寶電子、長榮公司、南僑化工、兆豐國際銀行等上市公司。</li> </ol>
馬來西亞	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 東協國家中較具發展的市場，天然資源豐富</li> <li>2. 在亞洲地區，最具吸引回教資金匯集的國家</li> <li>3. 累計至2012年底為止，臺灣在馬國之總投資金額達117億美元，排名第4位，不過近年來馬國的投資環境不如以往，尤其是勞工短缺問題令外商頭痛；加上中國大陸市場的磁吸效應，使得臺商對馬來西亞的投資逐漸減緩。</li> </ol>
新興市場	
中國大陸	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 世界工廠之一，近年經濟成長快速</li> <li>2. 去年證券交易所市值分居亞洲第三、第四名</li> <li>3. 在ECFA基礎下，對我國證券商給予超國民待遇</li> </ol>

目標市場	選擇目標市場之理由
印尼	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 東協國家中較具潛力的市場，人口紅利國家之一，天然資源豐富</li> <li>2. 在亞洲地區，積極吸引回教資金匯集的國家</li> <li>3. 擁有全球第四大人口國的優勢，不僅是消費市場大國，亦是原物料重要的出口國，近年來，印尼受惠於中國大陸內需崛起與東協國家經濟發展效益，經濟成長樂觀。</li> </ol>
印度	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 去年證券交易所市值分居亞洲第七、第八名</li> <li>2. 全球第六大國，近年經濟成長快速</li> <li>3. 印度人口在世界上排名第二，消費的需求非常龐大，近年來印度的消費習慣逐漸年輕化更加追求物質的慾望，使該國的相關產業可望能夠大幅成長，尤其是軟體為主產業表現最好，再加上法令逐漸放寬，未來的發展潛力亦廣受全球看好。</li> </ol>
草創市場	
越南	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 東協國家中之新興市場，2007年加入WTO後，經濟成長快速</li> <li>2. 人口紅利國家之一，天然資源豐富</li> <li>3. 我國銀行相關業者已有許多據點布局</li> </ol>
蒙古	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 東協國家中之新興市場</li> <li>2. 天然資源豐富</li> </ol>

資料來源：本文整理

再者主管機關應積極協助證券業者，對外方面應加強跨國監理之交流合作，幫助業者爭取最佳的市場准入條件與更寬廣彈性的營運範疇、洽商更具吸引獲利的經營方式與較便利的營運據點；對內方面應排除證券業者經營障礙，輔導業者加速開拓海外市場能力，並針對證券業者之建議放寬轉投資額度限制，簡化轉投資之申請流程及例行申報程序，提供租稅優惠，以及實施相關差異化管理，給予優質證券業者更大的空間與舞台布局亞洲市場。

## 伍、結論

布局亞洲，不僅可以拓展我國證券商在亞洲重要據點的市場、匯集亞洲整體區域內證券市場的資源、滿足各國投資客戶針對不同市場的需求、深化亞洲金融新產品供應鏈組合、強化亞洲各國資金流

動與配置的效率化外，更可深耕證券業者海外投資布局、產品幣別多元化、市場結構與分工層次優質化、吸引更多外資與產品導入國內，驅動證券業者整體競爭力的昇華。

又政府當前重要政策亦正積極推動自由經濟示範區，未來金融開放將採虛擬全區開放方式，並以「虛擬概念、法規鬆綁、全區開放、人財兩留」為原則，透過法規鬆綁、鼓勵並協助金融創新，搭配我國相關金融業者亞洲之布局，以及已經開放的離境證券業務，將可產生群聚磁吸效應，以點、線、面的擴散加乘效果，促進證券商爭取全球性的業務，並連結擴大海外事業之經營、深化業務範疇、提高經營彈性，創新金融商品多樣化、提升我國整體金融實力，進而使我國金融業得以壯大永續發展。

作者為中國文化大學財務金融系副教授

## 貳、專題論述

本次季刊共有四篇專題，分別介紹大陸合資證券商的股權課題、市場交易制度對認購(售)權證及ETF交易之影響、證券業如何應用雲端運算以強化效能及降低成本，及研提開放複委託業務得將委託人價款暫存於證券商外幣存款專戶之建議方案。

第一篇『大陸合資證券商-股權為中心的關鍵課題』由本公會法律顧問簡堅訓先生撰寫。簡律師以合資最核心的股權為視角，就常見的管理權與收益權、隱名股東代持模式及股權轉讓設計與注意點三大板塊作說明。簡律師建議我方合資對象至少有兩到三個股東較妥，維持自己獨大地位，也便於掌握溝通運作；在控制權及收益權取得適當平衡，應該有機會取得一個合資各方滿意的結果；且我方應盡可能約定股權閉鎖期避免股權變動，及延長行使優先認購權的時間以充裕決定優先認購。台灣證券商前進大陸投資布局，應先創造安排適當的法律關係，再憑藉著豐沛的經驗與大陸特殊的淵源，在母公司的全力支持下，將無可限量。

第二篇『集中市場交易制度對認購(售)權證及ETF交易之影響』係摘自本公會委託淡江大學財務金融學系林蒼祥教授研究團隊之研究專案。我國權證發行檔數及成交金額逐日成長，ETF資產規模也快速成長，但上述兩項商品佔市場總成交比重仍明顯偏低，ETF尚有成交值周轉率不足的隱憂，突顯出參與者的交易意願有很大的成長空間。研究實證發現集中市場多項交易限制確實對權證及ETF交易具有顯著影響，建議宜加快縮短股票市場撮合時間，或將股票及權證市場撮合制度一致化，及擴大漲跌幅限制與降低信用交易門檻等改革，如此方能改善權證市場流動性及確保證券商避險交易之進行。

第三篇『雲端運算如何應用於證券業以強化效能與降低成本』係摘自本公會委託中華民國證券暨期貨市場發展基金會研究專案，由櫃買中心吳壽山董事長主持。雲端運算提供網際網路上動態及服務導向的新應用模式，而我國證券業面導入雲端服務乃勢在必行。在以證券交易為核心的公有雲發展方面，建議由台灣證券交易所(或政府指定單位)主導，與業界共同打造「證券雲」；在私有雲的發展與客戶服務建置策略上，則應先進行成本效益分析，再進行平台規劃與建置步驟。證券商除可使用證券雲的服務功能外，如能適當共用基礎設施與軟硬體平台資源，預期將產生更多效益。

第四篇『開放證券商複委託業務得將委託人相關價款暫存於證券商外幣存款專戶之研析』由本公會業務服務組吳亭瑩專員撰寫。現行委託人於買賣外國有價證券，如指定交割幣別為新臺幣，委託人買進外國有價證券時，證券商依規定須代客戶將款項從新臺幣結匯為外幣，以為交割；而委託人於賣出時，將款項從外幣結匯為新臺幣，不得以外幣支付。頻繁結購(售)使委託人匯兌風險及手續費支出提升。如能開放委託人將賣出價款或持有證券所生應收款項暫存放於證券商於國內銀行或國外金融機構所開立之外幣存款專戶，可使投資人減少交易成本及降低匯率風險，證券商也可減少辦理代為結匯或轉帳之繁複作業，整體而言，有助複委託業務之交易量。

# 大陸合資證券商 － 股權為中心的關鍵課題

■ 簡堅訓<sup>1</sup>

證券商進入大陸需要兩岸服務貿易協議的通過支持，即使政策開放，仍面臨大陸許多有形無形關卡。不管有關係沒關係，至少要先弄清楚法律關係，甚至創造安排適當的法律關係；法律的功能不僅為執行與預防，運用得當甚至可積極發揮策略功能。延續前篇就大陸合資證券商案例分析，謹進一步就合資實務重要的關鍵點，綜合筆者大陸國內及涉外合資的實務心得，提供予各位長官及先進參考。

## 壹、合資常見問題

合資是兩家以上的公司共同設立新組織，為追求各方共同利益的合作模式。理論上合資各方應有一致共識，現實卻是各方潛在較勁，只是在某些背景或因素考量下取得平衡點而已。合資公司經營涉及兩家以上股東的意志，檯面上下磨合或衝突不斷，而時空變化會是最大變數。兩岸交流越趨頻繁，合資所產生的法律風險或糾紛勢必在所難免<sup>2</sup>。除非透過法律安排完成百分之百的控制，不論持有51%或49%股權，仍然是屬於合資而須面對其他股東。合資面向及考量點很多，涉及商業利益、文化衝突等，而股權比例及控制權永遠是合資案最基本的關注焦點。合資爭議態樣千變萬化，從設立出資、股東瑕疵、抽逃出資、違約、解散清算、公司治理等。以下擬以合資最核心的股權為視角，就常

見的管理權與收益權、隱名股東代持模式及股權轉讓設計與注意點三大板塊作說明。

## 貳、管理權與收益權自由約定與限制

公司管理權及收益權，通常都是按照股權比例劃分，實踐上於法律允許範圍內可以脫鉤。大陸設立合資公司一般以有限公司為主，合資證券商亦然。兩岸《公司法》就有限公司對於管理權與收益權規定有若干差異，台灣《公司法》是以每個股東一個表決權為原則，但可以於章程約定按出資比例多寡行使表決權，董事會決議原則為過半數董事同意；大陸《公司法》對於有限公司股東會及董事會的表決，則完全可由章程自行決定。至於有限公司的利潤分配(收益權)，兩岸《公司法》同樣原則上按出資比例分派，但章程可以另外訂定<sup>3</sup>。

1 北京對外經貿大學法學博士，曾任元大寶來證券副總經理，現職為北京中銀律師事務所律師。

2 資料顯示，上海浦東法院受理港澳臺股東糾紛案逐年增加，佔涉外案件1/3，且大部分均是以外資股東作為原告。參閱張鳳翔著，《中外合資企業公司法糾紛難點與審判分析》，法律出版社，2012年，頁26。

3 另大陸《中外合資經營企業法》第8條規定，企業淨利潤根據合營各方註冊資本的比例進行分配。不過因《公司法》於2005年修正，依後法優於前法原則，適用《公司法》。

可見大陸的法律強制規定範圍內，股權比例是作為股東管理權及收益權參考基準，雙方仍然可就實際的籌碼或資源等進行協商；49%或51%的股權(甚至更低)，仍可能取得超過實際股權比例的董事會或股東會管理權，而達成控制的目的。以目前台灣到大陸設立合資證券商而言，因合作對象不是大陸證券商，合作方一般並無經營Know How，通常為財務性或策略性投資，對控制權未必非常堅持。因此，收益權就變成另外一個可以彈性運用的籌碼，使控制權及收益權作適當平衡，或者運用其他條件交換(例如銀行低利融資)，應該有機會取得一個合資各方滿意的結果。在股東結構方面，除非明確政策或強制規定，台灣證券商合資對象建議至少有兩到三個股東較妥，維持自己獨大地位，也便於掌握溝通運作。

從大陸《公司法》規定可知，有限公司的管理權及收益權具有相當彈性，然並非毫無限制。最基本要求為不得違反法律法規強制規定，否則成為無效條款<sup>4</sup>。在管理權的約定方面，基本上符合法律規定即可並無特殊限制。從事合資併購實務者均知，對於股權價格，儘管已經對合作方作實體查核(Due Diligence，大陸稱“盡職調查”)，有時會約定價格調整機制(Valuation Adjustment Mechanism)。該機制會透過不同形式呈現，如款項預留(holdback clause)、聲明保證條款(representation and warranty clause)，或是回購條款(buy-back clause)等。而大陸近年對所謂的“對賭協議”，在司法實

務中為收益權約定的界線開始立下限制基準。

私募基金(PE)狂潮中，對賭協議經常被運用。大陸市場融資需求旺盛，然間接融資受到政策限制，直接融資管道又有限；而PE通常掌握資金端，造成需求融資方處於弱勢，往往會接受特殊要求的條件。2011年甘肅著名投資案例中，D公司為S公司股東，D公司引進H公司(PE)投資S公司，三方簽訂增資協議，協議內容訂定財務績效條款(即所謂賭博條款)，約定H公司取得保證收益而不承擔風險，且如增資後S公司經營未能達到目標利潤，則S公司必須對H公司補償，如S公司未能補償，再由D公司補償。此案一直上訴至最高人民法院，法院認為該約定違反投資風險共同分擔原則，損害S公司及其債權人的利益，違反合同法原則及法律法規強制規定應為無效，至於H公司與股東間約定則仍為有效<sup>5</sup>。

前開對賭協議案所帶來的省思，其一為對於有限公司收益權及管理權，可能隨著時空出現邊界，當事人自治原則將會受到限縮。其二為這些限縮不再拘泥於大陸法律法規本身，也會在司法判決實踐中形成。受制於台灣法規，台灣資金進入大陸並不容易，未來大陸合資證券商為規模擴張而需要增資時，非常可能引進策略夥伴甚至私募基金，於準備法律文件等安排應特別注意。

### 參、隱名股東代持模式

隱名股東成因，主要源於國家(東道國)保護國內某些產業或基於安全考量，法令對外資股東身分

4 大陸《民法通則》第58條及《合同法》第52條。

5 大陸最高人民法院民事判決書(2012)民提字第11號。

作相當限制；另一個原因是實質股東因某些個人因素不願意以自己名義成為股東或避免資訊被披露，於是迂迴出股份代持的情況。股份代持的法律關係包含兩個部分，隱名股東(實質股東)與名義股東間為委託關係，名義股東與公司間則為基於投資股東身分的所有權關係。

首先如何控制名義股東？名義股東可能是法人或自然人，可能是合作關係或親朋好友關係，這些關係是私人考量無法完全受到法律保障。建議透過適當法律安排，譬如管理權設計、股權質押、事前股權預移轉書面作業等，以建立保護預防機制。當然更得以經濟上的誘因加大控制力度；此外，還要防止因代持者是自然人可能衍生複雜的繼承問題。在約定的內容上，必須清楚約定一方為實際股東並出資，另一方則為名義股東投資公司，且應約定由出資人(隱名股東)承擔投資風險，否則可能因不明確造成爭執，而被法院認定為債權債務關係，對隱名股東非常不利。

其次是適法性問題。隱名股東地位妾身未明的情況，在《公司法解釋三》公佈後，其法律地位被確認，法院已有明確法源可以判決支持隱名股東的法律地位<sup>6</sup>。不過隱名股東並非毫無邊界，即不得違反法律法規；且2010年大陸最高人民法院更在《關於審理外商投資企業糾紛案件若干問題的規定》(下稱外商投資糾紛規定)第20條中規定，「實際投資者與外商投資企業名義股東之間的合同因惡意串通，損害國家、集體或者第三人利益，被認定無效

的，人民法院應當將因此取得的財產收歸國家所有或者返還集體、第三人。」。就合資證券商股權觀察，這種名義股東的考量，在未來其他股東轉讓時，出現機率甚高。一般來說，台灣主管機關不會同意台灣證券商透過代持持有大陸合資證券商股權，也鮮少大陸律師願意出具百分之百合法的法律意見。但如果由大股東個人事先佈局，透過代持間接持有大陸內資公司，預備作未來適當受讓載體，應是可考慮的方式。

## 肆、股權轉讓設計與注意點

### 一、法定生效條件

依大陸《合同法》第44條規定，合同一般自當事人合意後即成立生效，法律或行政法規規定如應當經批准登記或程序生效時，必須程序完成才生效。而股權轉讓必須經過審批生效，此為生效要件，並非效力終局認定；該欠缺法定程序的合同應屬於“未生效”狀態，並非無效，當事人如果請求確認無效，大陸人民法院將不支持<sup>7</sup>。又如當事人間存在意思瑕疵或有無效情形，可透過人民法院確認其效力，請求法院判決。此時程序上不需先透過撤銷該行政審批，可先取得法院判決後，再持確定判決向行政機關變更即可<sup>8</sup>。另外，股權轉讓效力是指股權轉讓協議本身的效力，並不是審批後即股東名義發生變更，股權轉讓仍須依照大陸《公司登記管理條例》規定，於股東發生變動30日內申請變更登記。

大陸《中外合資經營企業法實施條例》第20條第1款<sup>9</sup>規定：「合營一方向第三者轉讓其全部或者

6 大陸《最高人民法院關於適用公司法若干問題的規定(三)》，第25條。

7 大陸《最高人民法院關於審理外商投資企業糾紛案件若干問題的規定(一)》第1條：「當事人在外商投資企業設立、變更等過程中訂立的合同，依法律、行政法規的規定應當經外商投資企業審批機關批准後才生效的，自批准之日起生效；未經批准的，人民法院應當認定該合同未生效。當事人請求確認該合同無效的，人民法院不予支持。」

8 《中國法院2013年度案例—公司糾紛》，國家法官學院案例開發研究中心編，中國法制出版社，2013年4月。頁135-138。

9 大陸法律條文順序為條、款、項，台灣為條、項、款，為尊重原法域，仍使用該用語方式。

部分股權的，須經合營他方同意，並報審批機構批准，向登記管理機構辦理變更登記手續。」。合資企業通常是股東人數很少的有限公司，相對重視人合性質，倘得任意轉讓將使非轉讓方產生不可預測的風險。然而依上述規定，如非轉讓方不同意，擬轉讓方永遠無法轉讓或被非轉讓方予取予求。這種情況不會只發生於小股東有退出需求時，主要股東或實際經營方仍有可能因為環境變化擬退出合資。依《外商投資糾紛規定》第11條規定，外商投資企業一方股東將股權全部或部分轉讓給股東之外的第三人，應當經其他股東一致同意。但有三種例外情況：1.有證據證明其他股東已經同意；2.一方已就股權轉讓事項書面通知，其他股東自接到書面通知之日滿三十日未予答復；3.股東不同意轉讓，又不購買該轉讓的股權<sup>10</sup>。綜合來說，目前大陸合資企業是可以進行股權轉讓的，轉讓需通知他方且須經過審批，以其他方股東同意為原則但有例外規定。

## 二、優先認購權

優先認購權(first refusal right)指在進行股權轉讓時，擬轉讓方必須通知其他股東，其他股東有依同一條件優先認購的權利。大陸《公司法》第72條規定，「有限責任公司股東向股東以外的人轉讓股權，應當經其他股東過半數同意。股東應就其股權轉讓事項書面通知其他股東徵求同意，其他股東自接到書面通知之日起滿三十日未答復的，視為同意轉讓。其他股東半數以上不同意轉讓的，不同意的股東應當購買該轉讓的股權；不購買的，視為同意

轉讓。」，在同條第3款又規定：「公司章程對股權轉讓另有規定的，從其規定。」。準上，有限公司股權轉讓的規定，是以優先認購權為原則，當事人約定為例外，解釋上當事人可以約定排除優先認購權的適用或適用與法律規定不同的模式。

然而《外商投資糾紛規定》第20條第2款規定，「合營一方轉讓其全部或者部分股權時，合營他方有優先購買權。合營一方向第三者轉讓股權的條件，不得比向合營他方轉讓的條件優惠。違反上述規定的，其轉讓無效。」。所以不論是法律上或實踐上，優先認購權是合資當事人間的法律權利。而其他股東主張侵害優先購買權，必須在知道或者應當知道股權轉讓合同簽訂之日起一年內主張優先購買權請求撤銷股權轉讓合同，否則法院不予支持<sup>11</sup>。此外，實務上多要求擬受讓的第三人必須同意受原簽訂股東協議的拘束，以保護非轉讓方。

## 三、其他機制

合資協議實務中，還有幾種方式可以靈活運用。考慮合資證券商回收前須有相當的前期投入期間，可以採取股權閉鎖期間(lock period)，要求股東必須在一定期間禁止轉讓其股權。跟隨權(tag along right)一般是給予小股東的權利，即如果主要股東出售其股權，小股東有權加入該交易，對同一擬受讓第三人以相同條件，出售其持有的公司股權。目前合資證券商結構中，台灣證券商應為主要股東，適用此條款機會不高，如果合資其他方提出此條款也不妨同意，因為風險較低。拖帶權(drag along right)，是指

<sup>10</sup> 法律與司法解釋似乎有若干衝突，仍待立法修整，這是經濟快速發展的現狀。

<sup>11</sup> 大陸《最高人民法院關於審理外商投資企業糾紛案件若干問題的規定》第12條。

主要股東有權要求小股東加入出售股權，即主要股東如擬將股權轉讓予第三人，其他小股東必須以同一條件一併出售予擬受讓的第三人。此來自於主要股東已失去繼續經營公司的意願，而擬受讓方可能有百分之百控股的要求；此類條款對主要股東而言可以考慮加入，易於未來持股出脫。另小股東可能會要求反稀釋條款(anti-dilution provision)，是指合資公司在一定期間不得增資，以致稀釋少數股東的股權比例。針對合資協議各條款的履行，也可以約定違約金，不過大陸對於違約金有上限，而且人民法院或仲裁機構可以針對當事人要求進行調整<sup>12</sup>。

合資證券商在商議股權轉讓條款時，須注意目前兩岸服務貿易協議內容中，對於台灣證券商是以持有51%或49%為門檻。有鑒於此，協議可參考以下幾個方向：(一)應盡可能約定股權閉鎖期，避免股權變動影響企業經營；(二)股東得行使優先認購權的時間應盡量延長(可考慮大於法定30日)，使台灣證券商能有充裕時間決定優先認購；(三)在尚未開放台灣證券商股權可以超過門檻增持時，也可載入相關條款使台灣證券商可以向證監會取得特批或其他變通方式；(四)優先認購權不限於台灣證券商自身認購，可以約定台灣證券商有權選定第三人進行認購；5.約定小股東不得轉讓予對合資證券商不利或為競爭對手的受讓方。除此之外，配合前述有關台灣證券商的大股東就代持的規劃佈局，可有效降低風險；也可考慮參考“高盛高華模式”，培養對己方友善的大陸企業以備未來符合轉讓需求<sup>13</sup>。

## 伍、結語

法律關係關鍵點的釐清，有助於構築風險預防之防火牆，以得到最適性的法律安排，而任何法律策略都離不開決策者的最後商業判斷。筆者淺見以為，對待於大陸設立轉投資的合資證券商，必須有二個觀念，第一、在大陸的合資證券商已經不再是跟台灣證券商競爭，而是以外資證券商身份與大陸證券商及其他外資證券商競爭。第二、合資證券商的發展茁壯，端視台灣母公司對其態度與定位，如將其視為台灣總公司的子公司或孫公司，恐怕成長幅度將受到限制；如將其以兄弟關係或更宏觀視野放手一搏，以台灣證券商豐沛的經驗及與大陸特殊的淵源，將是無可限量。跨越海峽前進大陸，兄弟登山，可以一起努力！

作者為本公會法律顧問

12 大陸《合同法》第114條，但如約定違約金過分高於造成的損失的，當事人可以請求人民法院或仲裁機構予以適當減少。一般認為百分之三十過高。

13 參閱筆者著，《大陸合資證券商法律適用及案例分析》，證券公會季刊，第103年第1季，頁24-29。

# 集中市場交易制度對認購(售)權證 及ETF交易之影響

■ 林蒼祥、黃健銘、蘇欣玫、龍培堯

## 壹、前言

為滿足市場參與者多元化交易的需求，近年國內認購售權證市場與指數股票型基金(Exchange Traded Funds，簡稱為ETFs)市場，在主管機關積極開拓ETFs市場商品多元化及大幅放寬權證連結標的下，權證市場與ETFs市場成交金額已位居集中市場第二大與第三大市場之規模。近年來，在基於提升整體市場效能，主管機關朝以發展權證市場及引進國外ETFs商品作為主要發展方向，如2009年實施權證流動量提供者制度、2010年4月進一步開放權證流動性提供者可當沖交易、2010年6月將撮合方式由集合競價改為逐筆競價、2010年9月開放發行連結外國證券或指數之權證等權證法規制度之修訂，使其權證成交數量蓬勃發展，特別是對於認購售權證發行檔數來看，截至2012年為止，總發行檔數已達到17,790檔，且成交金額逐日成長。

然而觀察鄰近的香港以及韓國市場權證交易情形，香港穩坐全球權證市場龍頭，韓國市場2010年也躋身全球權證市場成交值第二名，臺灣卻仍排在第八名，且香港與韓國的成交值分別為臺灣的52與7倍。比較香港與臺灣權證市場佔集中市場成交比重，香港權證交易比重2012年已來到37%的水準，反觀臺灣2011年與2012年權證市場佔集中市場成交比重僅約為1.05%及1.3%，突顯出市場成交比

重與參與者交易意願仍有相當大的提升之空間。截至2011年的證券統計資料，我國指數股票型基金年度總成交金額已達3,607億元，高於認購權證與存託憑證之2,846億元與1,421億元，並僅次於集中市場股票總成交金額，資產規模成長速度亮眼。雖其如此，來自於世界證券交易所聯合會(World Federation of Exchanges, 簡稱WFE)2011年的全球統計，臺灣ETFs市場雖以高於全球ETFs市場30%的資產規模成長速度，但其總成交市值卻僅佔集中市場約為1.37%左右的比重，除了明顯低於美國的23%到26%外，亦顯著低於亞洲區香港與韓國的5%，且整體ETFs市場僅集中於少數幾檔ETFs商品，如此亦反應出我國指數股票型基金成交值週轉率不足之隱憂。有鑑於此，為落實健全權證及ETFs市場之發展及讓投資人享有完整跨境掛牌ETF產品投資及活絡我國指數股票型基金交易，實有必要深入探討現行集中市場交易制度是否對認購售權證市場及ETFs市場交易具有顯著影響，本文將針對集中市場漲跌幅限制(Price limits)、放空限制(Short-sale constraints)、借券限制(Securities Lending)、當沖限制(Day Trading)及市場撮合制度(trading mechanism)等所可能造成的影響層面進行探討。

## 貳、變數衡量與研究方法

觀察上述集中市場交易制度對於認購(售)權證與ETFs流動性影響，予以量化及引入相關實證模型進行檢測，並對集中市場交易制度所帶來之效果，進一步進行模擬抽樣分析，以提高檢測結果的正確性。其中，對於認購(售)權證流動性的衡量，為求能進一步觀測與標的現股間的差異，乃採用Deutsche Bank對權證流通週轉率的定義進行計算，即為權證成交量除以該檔權證所連結之標的股成交量。由此計算公式可知，當比例越高時，可表示權證交易量相對於標的股票的成交量較熱絡，反之則為權證流動性低於標的股。而各檔ETF每日成交量與成份股成交量相對於成份股流通在外股(單位)數之比值，則用以作為流動性代理變數。

透過上述各變數的計算後，考量借券與融券放空限制之樣本期間過短不足的問題，擬以採用拔靴複製(bootstrap)檢定方法檢測，用以調查兩市場流動性是否具有顯著差異。在回顧過去主管機關實施全面禁止借券與融券賣空措施期間後，可知時間為2008年9月22日至2008年12月31日，但因資料收集不易，權證市場樣本期間僅為2008年10月6日至2008年12月31日間，總計交易日為62個交易日，而ETF市場樣本則無此限制；爾後，自2009年1月5日起取消放空限制，樣本交易天數為502天，合計為564天，再利用拔靴法進行母體分配模擬。

## 參、資料來源與分析檢測

本研究收集指數股票型基金2006年9月1日至2010年12月31日之交易資訊，而因認購(售)權證樣本資料收集不易，僅收集2009年1月5日至2010年

12月31日之交易資料。此外，針對國內主要交易指數股票型基金的商品，集中於特定幾檔商品，而認購(售)權證則集中於大型權值股之權證商品，因此，指數股票型基金係選定臺灣卓越50、臺灣中型100與臺灣科技ETF作為檢測對象，而認購(售)權證則選取佔市場交易較大比重之五檔股票作為樣本對象，分別為鴻海(2317)、台積電(2330)、聯發科(2454)、宏達電(2498)與國泰金(2882)等，資料來源取算於臺灣經濟新報和臺灣證券交易所。在除權息停止融資(券)方面，臺灣卓越50與臺灣中型100成份股係以成份股前5大之上市公司停止期間作為限制期間，臺灣卓越50為台積電(2330)、鴻海(2317)、聯發科(2454)、台塑(1301)、中華電(2412)；臺灣中型100為永豐金(2890)、光寶科(2301)、晶電(2448)、台新金(2887)、長榮海(2603)。

【表一】則彙整了相關制度對於流動性增減的影響百分比。由表中結果可知，在認購(售)權證流動性方面，集中市場實施數量管制的衝擊明顯大於實施價格管制下的結果，尤以2008年實施借券與融券之放空限制所帶來的影響最大，相較與非限制期間，認售權證流動性減少的變化百分比高達6,978bps，故反觀現行法令，雖然於2011年9月30日金管會已放寬證券商因避險需求得以借券及融券申報賣出，不受不得申報賣出其未持有之有價證券之限制，但在本研究執行期間，對現行法令規範之借券賣出額度張數由最多佔個股在外流通股數之3%，大幅降低成借券賣出張數佔個股前30個營業日均量之20%，如此恐將造成證券商無法正常進行借券賣出之避險交易，以致證券商部份風險大幅增加。

以2012年年統計資料為例，我國股市日均值

表一 數量管制與價格管制對認購(售)權證與ETF流動性變動百分比

單位：bps

	認購權證	認售權證	臺灣卓越50	臺灣中型100	臺灣科技ETF
集中市場數量管制					
A. 借券與融券放空限制 變動百分比	6,173	-6,978	5,322	-2,399	-7,121
B. 除權息停止融資(券) 期間變動百分比	-2,542	1,622	1,131	2,727	—
C. 開放造市者權證當沖 變動百分比	158.49%		—	—	—
集中市場價格管制					
A. 漲跌幅限制 漲幅變動百分比	-2,244	-3,992	38,666	8,094	-6,114
跌幅變動百分比	-93	-5,229	41,014	5,284	-5,032
B. 競價方式限制 價格變動成本	5.3		2.4	—	—

備註：1. 借券與融券放空限制期間係以金融海嘯全面禁止期間進行計算。  
 2. 漲跌幅限制係以標的現股(指數)升降幅度超過6%下進行計算。  
 3. 指數股票型基金因成份股除權息日不同，故對停止融資(券)期間的衡量，係以該檔指數股票型基金中，市值最大五檔成份股停止期間進行計算。  
 4. 當沖限制係以開放造市者權證當沖前後一年均量變動來表示。  
 5. 競價方式限制所產生的標的現股價格變動百分比，係以認購(售)權證成交後，標的現股在20秒內方為成交之價格平均變動百分比；而指數股票型基金則以台股指數期貨成交後，臺灣卓越50在20秒內方為成交之價格平均變動百分比。

約略為新台幣20.5兆元，而每日成交值約為830億元，每日成交張數約為316萬張，全體市場每日成交值週轉率僅達股市市值之0.4%，在權證市場僅佔股票市場1.2%的比重下，當集中市場實施數量管制時，將呈現出認購(售)權證流動性增減不一致的不合理現象，不僅造成認售權證流動性巨幅減少，也扭曲了認購(售)權證資產價格，此衝擊不僅減少證券商手續費收入，更不利於認售權證市場發展。此

外，在ETF市場方面，三檔ETF在集中市場實施全面禁止放空措施下，投資人將無法透過借券賣空或融券賣空來因應實物申贖、權證避險和套利交易，致使ETF折溢價空間無法消弭下，亦造成ETF市場交易結構改變，特別是臺灣中型100與臺灣科技ETF流動性明顯減少的現象。

相反地，對於市場實施除權息停止融資(券)期間，亦可發現在除權息股價調整與行使比例調整的

影響下，投資人套利行為與避險交易亦將受到限制，致使認購權證流動性大幅縮減2,542bps，而認售權證流動性與ETF市場流動性反增的異常現象。一般來說，證券商主要獲利來源係為經紀手續費收入、融資券利息收入、自營操作收入與承銷手續費收入等四大項，其中又以經紀手續費收入為最主要獲利來源，故獲利水準與大盤成交量緊密相關，倘若集中市場依然存在數量管制措施時，流動性減少幅度明顯大於增加的幅度，尤以現行權證市場成交日均值約為15億元，佔大盤比重仍有相當擴展的空間，在週轉率縮減下，恐不利於證券商獲利性與市場長足發展。未來數量管制若可放寬其限制，兩市場成交量與流動性將可待持續成長，進而提升投資人交易的意願、證券商手續費收入，如此亦能降低證券商部份風險及激勵證券商推出多元性商品，創造市場廣度及深度。

再者，2010年4月1日開放權證之流動量提供者可進行權證當沖交易後，由表中統計可知，權證週轉率已大幅增加15,849bps，實對市場流動性與權證發行人造市品質有所助益，後續權證造市避險交易稅率若能調降，將可進一步地降低避險交易成本，此外，基於未來開放投資人進行權證當沖的措施，雖將可有效增加權證市場成交量，但受限於認購(售)權證與連結標的撮合方式不一致的現象，將造成證券商承受潛在價格變動風險，削減證券商獲利空間與發行意願。雖然目前金管會已於2014年1月6日開放臺灣50指數、臺灣中型100指數及富櫃50指數成份股共200檔，可先買後賣進行現股當沖，但對於權證當沖僅為單向開放下，未來在撮合制度一致化後，開放雙向權證當沖制度且擴大可當沖現

股標的時，方能提高現股與權證流動性，以降低流動量提供者之價格風險及提昇市場買賣價差品質，增加國內證券商競爭能力與獲利空間。

另一方面，對於集中市場價格管制方面，因權證市場、股票市場及期貨市場、ETF市場競價方式不同，造成投資人於權證市場或期貨市場成交後，股票市場或ETF市場尚未成交下的價格變動風險，如表中所示，投資人於20秒內方為成交時，價格變動成本分別為5.3bps和2.4bps，以致投資策略曝露於風險之中，投資人交易意願降低。綜合上述，未來開放現股先買後賣當沖措施後，不僅可能引致部份投資人利用權證無法當沖交易進行套利外，對於現股與權證撮合制度不一致的現象，在未來開放權證當沖時，亦可能引致利用庫存於股價即將反轉時，進行權證買賣當沖套利策略，造成證券商成本上升、獲利下降，在規避風險下進一步影響買賣報價品質。因此，在開放現股與權證當沖時，亦建議主管機關應配合競價方式調整。最後，對於現行價格升降幅度的限制，可發現當標的現股或指數漲(跌)幅增加時，將負面影響權證市場的流動性，特別是對於認售權證的影響最大，亦會造成ETF折溢價無法消弭，削減證券商手續費收入。

#### 肆、研究結論與建議

有鑑於目前我國主管機關為提升權證市場與指數股票型基金市場之發展，乃積極施行相關改革措施，包括2009年實施權證流動量提供者制度、2010年開放權證造市商避險交易當沖與2010年權證競價方式改變外，於2009年時，更以簽署附函(Side Letter)換文方式，進行ETF資訊互換約定後，開放

境外ETF來臺掛牌上市，皆顯示主管機關大舉擴展市場商品廣度與深度的決心，滿足市場參與者多元化交易的潛在需求。然而，面對現行集中市場仍有諸多有價證券價格與數量的管制，恐將阻礙投資人交易意願，致使兩市場流動性欠佳，進而衝擊證券商競爭能力與獲利能力，不利於市場長足發展。

職之是故，本研究主要目的在於調查現行集中市場交易制度對認購(售)權證與ETF交易之影響，從而調查我國各項法令規範制度，對於兩市場流動性變化與證券商獲利性進行分析，包括借券額度限制、融券賣空限制、除權息停止融資(券)措施及開放造市商權證當沖交易等外，對於漲跌幅限制與撮合方式亦有進行檢測。相關研究結果與建議如下所述：

- 一、當集中市場實施有價證券之數量管制，即當市場施行借券賣空與融券賣空限制時，係對權證市場流動性影響最為顯著，雖然於2011年9月30日金管會已放寬證券商因避險需求得以借券及融券申報賣出，不受不得申報賣出其未持有之有價證券之限制，但對於借券賣出額度張數限制則大幅縮小，如此恐將造成證券商無法正常進行借券賣出之避險交易，以致證券商部份風險大幅增加，尤以認售權證流動性減幅最高，不僅扭曲資產價格造成擴大買賣價差及降低流動性外，亦造成投資人交易願意大幅降低，致使證券商經營環境惡化、手續費收入縮減。
- 二、實施禁止放空措施將導致投資人無法透過借券賣空或融券賣空來因應實物申贖、權證避險與套利交易，故面對連結標的波動加劇時，權證避險成本高漲恐將造成權證流動性減少、證券

商獲利能力驟減及發行權證意願降低的問題。同時在ETF折溢價空間無法消弭與交易結構改變，將出現部份ETF商品市場效率不足的問題。

- 三、在除權息停止融資(券)期間，ETF之成份股流動性明顯下降，ETF週轉率大幅異常增加的扭曲現象，實物申贖/買回明顯受到阻礙，進而呈現出集中市場ETF買賣週轉率增加的現象，也造成權證商品避險成本上升。
- 四、開放權證流動量提供者進行權證當沖交易作為研究對象，對於市場流動性與權證發行人造市品質有所實質的助益，可有效增加權證市場成交量與市場深度，然而受限於權證商品與連結標的現股撮合方式不同，流動量提供者仍遭受較高的價格變動風險，為提高證券商發行意願與改善整體獲利能力，仍有待解決撮合制度不一致的問題。
- 五、在價格管制方面，對於權證市場與ETF市場流動性的影響，以漲跌幅限制效果最高，以現行流動性提供者報價機制來看，漲跌幅限制將產生部份ETF商品流動性減少、權證市場價差擴大或掛單量不足的問題，降低投資人賺取價差的機會與交易意願，且當權證價格處於深度價外且到期時間趨於減少時，則會因價格限制造成現股無法大幅度上漲(下跌)至履約價格時，權證槓桿效應將無法發揮，造成投資人到期損失機率增加、交易意願減少和流動性風險增加的現象，衝擊證券商獲利能力。
- 六、在Ticks數列套利計算基礎的檢測下，因權證商品與標的現股競價方式的差異，市場參與者可能會面臨到此撮合機制不一致導致的價格變動風險，且權證流動量提供者亦面臨價格變動的風險。當

權證流動量提供者主動報價時，在認購(售)權證流動量提供者報價需至少維持30秒的前提下，當流動量提供者進行造市時，將可能因買進或賣出股票的部位無法立即成交，而使避險成本增加。另一方面，以指數期貨與ETF為例，當在期貨部位成交後，ETF平均價格變動成本將攀升至4.06bps，如此恐將造成市場參與者成交价格差異增加的風險，不利ETF市場發展，對證券商獲利來源亦有明顯的負面影響。

綜合上述，基於檢測集中市場交易制度對權證市場及ETF市場之價格管制與數量管制規範影響，證實現行交易制度對權證市場與ETF市場流動性具有顯著影響，且價量管制下所帶來的交互效果將為阻礙市場發展的主因。雖然於2014年1月6日起已豁免證券商因避險需求下借券賣出額度的限制，但依據實證結果可知，權證與連結標的現股之撮合制度不同，前者平均數百毫秒即可成交，但後者平均15秒才成交，仍造成權證市場流動量提供者曝露在相當程度的價格風險之中。換言之，在標的現股兩次成交之間，權證已成交次數已達數十次之多，故兩者成交時間差異頗大，市場參與者的價格變動成本大幅增加、投資組合亦曝露於高價格風險之中，實質對證券商經營環境產生衝擊，造成證券商獲利能力縮減。據此研究結果，建議宜加快縮短股票市場撮合時間，或將兩市場撮合制度一致化，方能改善權證市場流動性及確保證券商避險交易之進行。此外，依目前國內股票市場交易量仍待恢復、證券商獲利能力仍待改善下，在成本考量的角度，亦建議權證市場與股票市場可採行集合競價制度一致化，不僅資訊系統(Information Technology, IT)修改成本

較低，亦較適合目前國內股票市場交易量尚未完全恢復的處境。最後，除調整權證市場與股票市場撮合制度一致化外，對於擴大漲跌幅限制與降低信用交易門檻等，皆為促進市場流動性、提升投資人交易意願與改善證券商獲利能力的制度改革方向，達成我國集中市場健全發展的目標。

作者為淡江大學財務金融學系教授、淡江大學財務金融學系兼任助理教授、台灣中油公司企研處研究員、淡江大學財務金融學系博士候選人；  
本文摘自本公會委託《集中市場交易制度對認購(售)權證及ETF交易之影響》專案研究，全文歡迎踴躍至公會網站下載

# 雲端運算如何應用於證券業 以強化效能與降低成本

■ 吳壽山、王華特、翁國禎、游進湧、俞孝澍

雲端運算提供網際網路上動態及服務導向的新應用模式，面臨全球化市場競爭的我國證券業，必須正視雲端服務發展的重要性和急迫性。未來證券雲端平台之發展，在以證券交易為核心的公有雲發展方面，建議由台灣證券交易所(或政府指定單位)主導，與業界共同打造「證券雲」，成為具國際水準的產業社會聚落新平台，並考慮未來延伸為涵蓋期貨、衍生性商品等其他金融服務。在私有雲的發展與客戶服務建置策略上，則應先進行資源的選擇、服務的提供、負荷的考量與軟硬體應用的成本效益分析，再進行平台規劃與建置步驟。證券商除可使用證券雲的服務功能外，如能適當共用基礎設施與軟硬體平台資源，預期將產生更多效益。

## 壹、前言

雲端服務(Cloud Service)是結合多項資訊通訊技術的整合性服務，其特色是以租賃使用的方式提供所需的運算服務與儲存資源，可大幅降低軟硬體購置、更新及維護成本。故其架構所提供的服務能隨時配合企業營運的需求，全球許多企業均已針對雲端服務進行評估、規劃或建置。而其他新的資通技術及服務也不斷地與雲端服務進行整合，目前是以雲端服務、社群媒體(Social media)與行動(mobile service)服務三者(以下簡稱：「雲社行」)的整合綜效最為明顯。

全球雲端運算產業發展重心，已從建設雲端資料中心以及虛擬化底層技術的開發，逐漸轉換到提供各產業領域別以及各營運流程的垂直或水平商業

應用。其產業規模的快速成長，則是基於商業服務的市場接受度快速增加及企業用戶導入家數的持續擴展。

雲端服務對金融證券服務業的影響，總體而言，其價值貢獻在於：

- (一)改進傳統ICT(資訊通訊科技)基礎建設與服務平台的效率與效能
- (二)結構性改進研發工作資料與知識的搜尋、取得、分析與整合的速度與品質
- (三)最大的衝擊可能來自上述「雲社行」整合發展時所衍生出的創新商業模式。

## 貳、雲端運算簡介

雲端運算可分為雲端運算前端所提供的服務

(Cloud Computing Services)及後端複雜的資訊技術(Cloud Computing Technologies)，後者還包括虛擬化以及自動化管理等技術。嚴謹的雲端運算定義為：「透過網際網路的分散式運算架構，所提供的一種服務模式，並且具備彈性(Flexibility)與可擴充(Scalability)的能力」。

依據NIST(National Institute of Standards and Technology；美國國家技術標準局)對「雲端運算」

的定義是「雲端運算是一個模式，能隨時透過網路便利的存取，設定好的共享運算資源池(如網路、伺服器、儲存裝置、應用程式與各類服務等)。可以最少的管理工作或與服務供應商互動，進行快速配置和發佈。」。整體架構除一般特徵外，依其模式可分為五大重要特徵，三種服務模式，和四種部署模型，概圖如圖一。



圖一 美國國家標準與技術研究院雲端架構

一般特徵與五大重要特徵內容較易望文生義，以下簡介三種服務模式和四種部署模型的意義。

### 一、三種服務模式

根據NIST定義，雲端服務架構可依服務類型劃分為基礎架構即服務(IaaS)、平台即服務(PaaS)以及軟體即服務(SaaS)三大層次。所謂服務類型是指雲端運算能為使用者提供什麼樣的服務，而透過這樣的服務能讓使用者獲得哪些資源，以及用戶如何運用這樣的服務。三種模式分別介紹如下：

#### (一)基礎架構即服務(Infrastructure as a Service ; IaaS)

「基礎架構即服務」是提供使用者資訊基礎設施，作為一種完全委託的服務，過去有時也被歸類為硬體服務。IaaS的商業模式是屬於用戶根據需求，購買基礎設施「使用才付費」的服務模式。如此，除能降低成本，用戶並可獲得高品質的IT資源，這就是IaaS最大的優勢。Google、IBM、Amazon.com等，都是透過主機託管和發展環境，提供IaaS的服務項目。

#### (二)平台即服務(Platform as a Service ; PaaS)

平台即服務(PaaS)是指為資訊人員提供一個開發的平台。在雲端應用環境中提供了開發、運行、管理和監控的環境，可算是「雲端中介軟體」。良好的PaaS設計可滿足雲端在擴充性、可用性和安全性等方面的要求。用戶可以在PaaS的供應商上傳的介面或API服務編寫自己的程式碼，並將這些程式功能在網絡上提供服務。SalesForce.com的Force.com即是提供PaaS平台的廠商。

#### (三)軟體即服務(Software as a Service ; SaaS)

是一種服務觀念的基礎，軟體服務供應商以租

賃的概念提供客戶服務，而非買斷，比較常見的模式是提供一組帳號密碼。該服務軟體是安裝於集中式的網路伺服器，並確保在網際網路或區域網路內可執行其功能。這些應用架構是位於IaaS所提供的資源以及PaaS提供的環境之上，並透過網路交付給用戶。

市面上最耳熟能詳的SaaS服務，莫過於Google Apps 與Salesforce.com，其它如Skype、趨勢科技的雲端防毒，以及YouTube、Facebook、Twitter等Web應用程式，皆屬於不同類型的SaaS服務。

### 二、四種部署模型

雲端運算平台對於資源具有動態彈性調整功能，不管運用哪種服務模型，皆有三種基本的雲端部署方式，用來解決使用者對雲端的不同需求。此三種部署模型分為公有雲(Public Cloud)、私有雲(Private Cloud)、混合雲(Hybrid Cloud)；另有一種是應用方面衍生的社群雲(Community Cloud)。分別說明如下：

#### (一)公有雲

此雲端基礎設施提供給一般大眾或一個大產業集團，由銷售雲端服務的組織所擁有，除彈性外，又能具備成本效益。

#### (二)私有雲

此雲端基礎設施專為組織而運作，除具備公用雲環境的彈性優點，還能在網路對使用者進行權限控管，且資料與程序皆在組織內部管理，較不受網路頻寬、安全疑慮、與法規限制等影響，讓雲端供應者及使用者更能掌控雲端基礎架構，並改善網路安全與彈性。

### (三)混合雲

此雲端基礎設施是由兩個或兩個以上組成的雲(私有或公有雲)，此種雲維持單一實體，但是藉由標準或專有技術聯繫在一起，使資料和應用程序具可移植性。此類模式中，使用者通常將非企業關鍵資訊外包，並在公用雲上處理，但同時掌控企業內部機敏服務及資料。

### (四)社群雲

另外，由於使用者的雲端基礎設施關係到許多公部門或利益相仿的組織，成員可共同使用雲端資料及應用程式，他們擁有共同的關注問題，例如特定任務、安全要求、政策考量等，此種部署模型稱為社群雲。

## 參、雲端服務導入

根據本研究統計訪談結果，受訪者對「資訊安全」、「交易系統-公版」、「憑證雲端化」、「CRM客服系統」、「共用機房」、「逐筆交易」、「兩岸金流」、「交易重演」、「巨量資料」、「APP軟體服務」等服務功能的提供較為重視。以下提出雲端平台架構芻議，並概述雲端服務創新可能帶來的機會與面臨的挑戰。

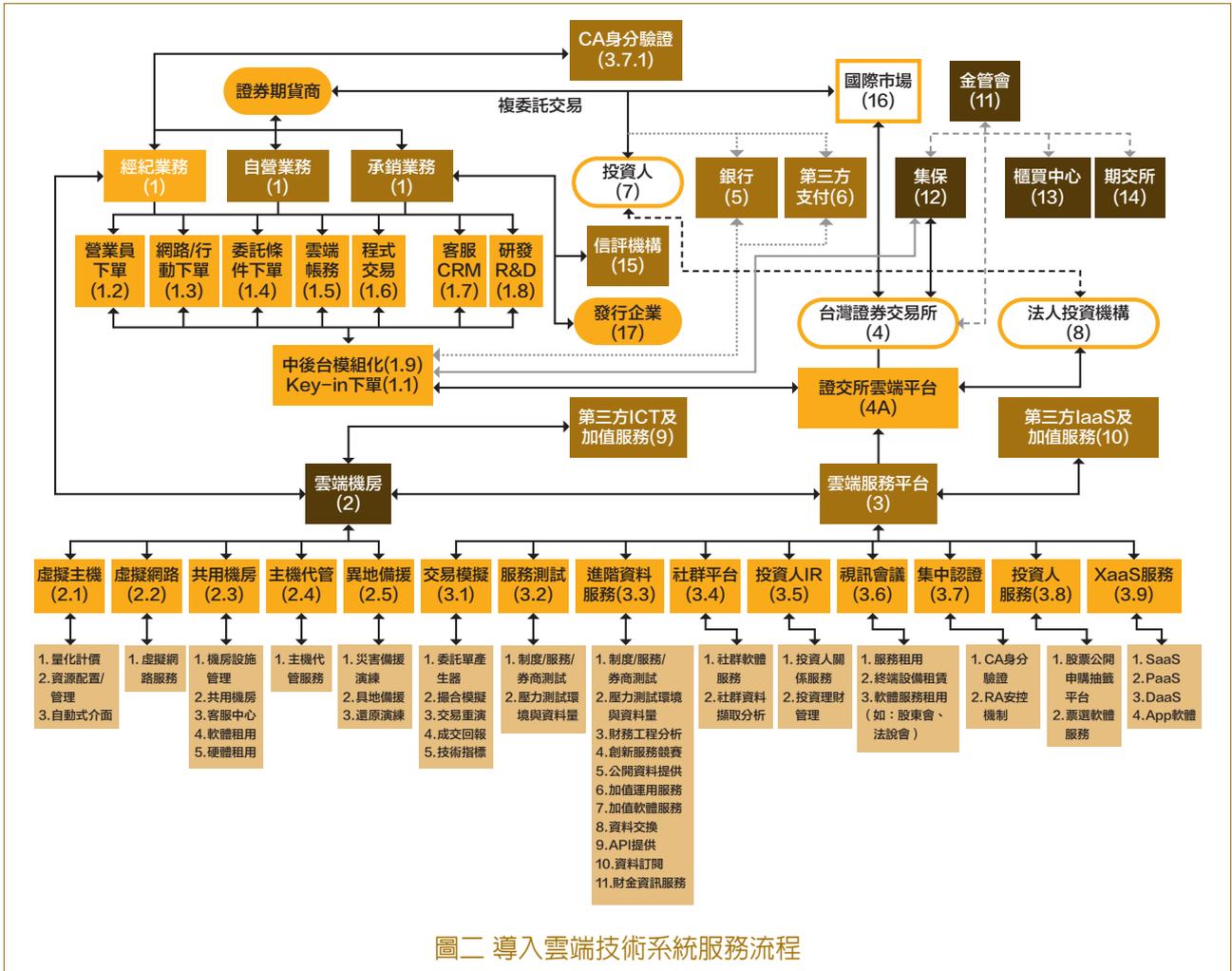
### 一、證券雲端平台架構芻議

本研究經訪談資料蒐集彙整後，可知現行系統除已有基礎之證券期貨交易平台外，並具備雲端機房之硬體架構、客戶服務平台以及初步之加值應用服務平台等功能。系統功能依性質可分成：證券期貨交易平台、客戶服務平台、加值應用服務平台(如：客戶關係管理)及雲端機房環境等。證券產業未來導入雲端技術時，必須能整合目前系統服務及

未來預期可以提供的服務，未來導入雲端技術服務架構建議如圖二。

除原有交易平台、雲端機房以及服務平台等功能外，建議加入應用雲端運算產生的服務功能，簡要列舉如下：

- (一) 虛擬網路(2.2)方面：是應用網路虛擬化(Network virtualization)技術的軟體定義網路(Software-defined networking, 縮寫為SDN)，為控制網路流量提供新的方法，也提供了核心網路及應用創新的良好平台。
- (二) 交易模擬(3.1)方面：是交易策略的設計與交易重演的機制，建置於雲端技術服務，創造出適用於產學界的金融實驗室環境。
- (三) 服務測試環境(3.2)方面：透過雲端提供測試資源，可解決資源配置的浪費，提供證券商或資服業者因應制度變更，進行交易測試或新產品測試的環境。
- (四) 進階資料提供(3.3)方面：巨量資料(Big data)是由結構複雜且型別眾多所構成的資料集合，透過雲端運算進行資料的整合共享，再交叉互用可形成智力資源和知識服務能力。
- (五) 社群平台(3.4)方面：運用社群網站有理財投資的經驗分享及建議，在雲端上可以用網路程式分析Facebook、Twitter和LinkedIn所產生的大量社交分析資料。
- (六) 視訊會議(3.6)方面：可應用於公司與分公司的視訊會議外，股東說明會與法人說明會，透過雲端平台的服務提供可計費模式，將可降低整體成本。
- (七) 集中認證(3.7)方面：考量改變現有憑證機制，利用雲端平台提供網路認證跨證券商服務，不



圖二 導入雲端技術系統服務流程

但便利投資人，也可以降低證券商的成本支出。

(八) 投資人服務(3.8)方面：加強雲端平台的軟體服務，提供更多元的應用，可以降低開發、維護及人力成本。如：股票公開申購抽籤登錄平台、APP軟體服務等。

(九) XaaS服務(3.9)方面：除IaaS、PaaS和SaaS外，若第三方資服業者能加值平台功能，可以活絡雲端的應用及參與，如此整合性的平台和軟體將擴大到各式的XaaS(XXX as a Service)創新雲端服務中。

## 二、雲端服務創新之機會與挑戰

埃森哲(Accenture)管理顧問公司在「雲端運算改變遊戲規則」(Cloud computing changes the game)文章中曾說明雲端運算服務將改變金融業的三種趨勢：

- 1、雲端服務將與行動(mobile)裝置與社群媒體(social media)將充分改變金融業的經驗和客戶關係。
- 2、私有雲將主導金融業的核心業務。
- 3、公共雲將主導金融業的非核心和無差異(non-differentiated)的銀行活動。

隨著全球化與資訊科技的發展，各國資本市場的地域性區隔和差異分野已逐漸趨向模糊化，尤其在歐美各先進交易市場普遍運用雲端運算相關技術，進行跨域的籌資交易運作，充分為證券產業雲端化激發出許多無限可能的服務發展機會。

所以證券商可積極將金融服務放上雲端，透過雲端服務建立國際化的產業。而經由雲端服務，海內外的客戶皆能彷彿就在商品當地市場一般，快速地進行各項金融投資，如此台灣在國際金融舞台上的發展將無可限量。但無可諱言的，雲端存在很多機會，但也面臨了許多挑戰。

#### (一)機會

就證券交易所、證券商與投資人整個證券產業體系，雲端運算可提供更直接、更有效的服務平台。對證券交易所而言，透過雲端運算技術，可以整合國內證券市場資訊系統資源，達到快速且彈性的效果。因應產業環境快速改變，進一步提升證券商資訊系統的因應能力，使其能著重在本身核心業務的經營。

而對於證券商而言，如何應用雲端服務顯得格外重要，尤其是對於電子交易客戶，透過科技的創新應用讓客戶取得快速、便捷及創造更有價值的服務，例如：建構跨域交易的DMA架構、程式交易共同機制、建立CA-RA雲端憑證等方便機制。證券商因提供雲端服務，讓客戶發現交易機會，進而促進交易，達到證券業之產業升級，增加競爭力與獲利，與客戶共創雙贏。

#### (二)挑戰

資訊通訊資源的善盡利用，乃為網際網路加上雲端運算架構的目的與利基。但原為封閉型的區域網路將逐漸轉變為更多開放型的廣域網路端點，組

織(如證券商)可以獲取更多的網路資源，作為競爭的利器，但也將面臨無專案組織與統籌機制、無明確的相關法令規範、以及雲端環境錯綜複雜，穩定性與交易資料安全性有待考驗等疑慮與挑戰。政府主管機關、證交所、證券商與其他金融單位之主其事者都應深思熟慮、預先規劃的。

### 肆、證券商導入雲端策略分析

未來，證券雲與金融雲的雲端服務勢必緊密配合或結合，證券商除可使用證券雲的服務功能外，亦必與其他金融單位互相交流金融產品、信息與服務。所以在雲端的建置上，必需考量公有、私有兩種雲的數據處理、資通安全與商品服務等應用，才能進行證券服務平台的建置策略討論。

#### 一、證券雲端服務平台架構與服務

根據前述「未來導入雲端技術服務架構」，檢視國內各證券商及資服業者需求，雲端服務平台架構可整合多個小雲端系統，提供更多樣化的服務，本研究提的服務功能做說明，先區分包括證券交易所、公版、經紀、自營及承銷等五項業務，再以上述未來架構的小雲端系統提供相對的功能，並且區分是對內、對外還是特定之服務，列舉並簡要說明如下：

- (一) 完全對內部或特定團體(如證券商)服務：對於公版、經紀及自營三項業務，應涵蓋Key-in下單(1.1)、營業員下單(1.2)、雲端帳務(1.5)、中後台模組化(1.9)、以及投資人IR(3.5)等小雲端系統。
- (二) 完全對外開放服務：對於交易所、公版及經紀三項業務，應涵蓋程式交易服務(1.6)、集中認

證(3.7)、客服CRM(1.7)、軟體服務(3.8)以及XaaS(3.9)等小雲端系統。

(三) 部分對內部或特定團體服務：對於公版、經紀及自營三項業務，應涵蓋視訊會議(3.6)、社群平台(3.4)以及進階資料服務(3.3)等小雲端系統。

## 二、證券商私有雲與客戶服務建置策略

在規劃雲端運算時除考量公有雲與私有雲功能的分工、協調與介面整合外，尚須以產業規劃的觀點，針對關鍵性能改進指標，以金融服務為前題，資源投資效益為原則，找尋對證券業務強化與成本降低的潛在機會，讓雲端服務的資源投入最有效益，說明如下：

### (一)雲端運算產業規劃觀點

證券商於規劃雲端運算時，需先具備如下觀點：

- 1、資源的選擇(Sourcing choices)：思考或採用雲端模式功能的提供，必需考量使用者意願、有無障礙，以及提供他們良好的使用動機。
- 2、雲端設備負荷的考量(Workload considerations)：公有雲和私有雲應具備相輔相成的不同功能角色，如何將合適的、所需的關鍵類型計算做好分類，是規劃最重要的工作。
- 3、服務的提供(Service delivery)：未來公有雲和私有雲如何做好雲端計算資源的配置、消費、維護和測量，在規劃時就應事先考量
- 4、類似其他行業，雲端運算在金融服務行業亦有公有雲是處理主要的功能，而私有雲則都被視為輔助角色的特性。

### (二)公/私有雲服務選項

IBM公司依照工作型態之不同，劃分其適合的公有雲與私有雲的功能模式，例如交易系統及視訊/網路會議系統較適合放在公有雲上，但如下各種不同的工作類型，經調查結果，多數適合放在私有雲上。

- 1、分析型(Analytics)工作：如資料採礦、資料倉儲(Data warehouses)、交易資料庫。
- 2、商務服務(Business Services)工作：如CRM、電子郵件、ERP(企業資源規劃)等。
- 3、協同作業(Collaboration)：如VoIP網路電話、統一通訊等。
- 4、小型(桌上型)系統或設備。
- 5、發展與測試(Development and Test)
- 6、基礎設施(Infrastructure)建置：如資料備份(Data backup)、應用系統開發及資通安全等。

### (三)私有雲規劃與建置步驟

雲端平台的導入步驟，通常則與一般資訊系統的導入類似，說明如下：

- 1、建立IT的策略與藍圖(Create the IT strategy and roadmap)。
- 2、評估及選擇雲端專案的工作負荷(Assess and select workloads for cloud)。
- 3、決定雲端系統移轉模式(Determine the cloud delivery model)。
- 4、決定產生的價值(Determine the value)：評估過程必須先確認流程，並比較應用系統之安全性。
- 5、建立架構(Establish the architecture)：利用原型(Prototype)開發方法確認發展模式、遴選廠商、並印證廠商建置實務是否符合理論。
- 6、執行IT策略與藍圖，提供雲端服務(Implement

the IT strategy, roadmap and cloud service) : 將應用系統整合入雲端，去除原有系統、開始採用新系統。

7、衡量(Measure)：計算雲端系統增加之效益(ROI)，比較原有系統與雲端系統優缺點。

本研究亦參考微軟公司MCloud規劃方法，說明企業私有雲的建置步驟。微軟公司首先針對各面向需求，讓使用者或企業可根據實際需求，採取不同的運行模式，提供兩類的雲端運算平台選擇：

- (一) 伺服器平台：由客戶端自行來管理、更新軟體並進行平台架構，並讓客戶端保有對產品進行客製化的空間與權限。
- (二) 服務平台：由資訊廠商負責管理與更新整個軟體與平台，產生各種具標準化的功能服務。但由於現有應用程式須符合廠商服務平台標準的規格，故需透過轉換與改寫程序。

藉由以上兩平台的分割再搭配搬移至雲端、使用現成的雲端、將自身變成雲端等三種實現步驟，說明如下：

- (一) 搬移至雲端(Move to the Cloud)：讓企業將現有的應用程式系統完全搬移到雲端（轉移到其他廠商的資料中心內）。
- (二) 使用現成的雲端(Use the Cloud)：直接以網路方式來使用廠商運行於雲端的系統，無需再自行開發或導入。
- (三) 將自身變成雲端(Be a Cloud)：打造企業專屬的私有雲，提供內部使用者或外部客戶使用。

再依主機虛擬化、虛擬資料中心建立、硬體架構規劃，至最後Web Portal入口網站的客製化，漸進式地讓企業一步步地實踐企業私有雲的建置。

### 三、證券雲端資訊安全需求

目前企業尚未全面採用雲端運算，主要歸因於雲端運算目前所面臨的包含安全性、資訊隱私、服務可用性、效能及標準化等問題之解決方案並不明朗。另外，傳統的觀念，大部分企業仍無法完全接受本身的資料儲存在遠端的伺服器，且不完全在自己的掌控。再者，目前尚無對雲端環境明確的規範與保障。

為降低使用者的疑慮，雲端架構除了有私有雲與公有雲之區別外，規劃雲端平台時，仍應以安全性、效能和可用性為前三重要因素，同時還須考量資料實際的存放是否符合法律規範。以下提出證券商採用雲端服務時對於資訊安全的需求規劃要點：

#### (一) 確認相關資料與應用程式的重要性

證券商在選定欲使用的雲端服務種類後，要確認該雲端服務使用的資料與應用程式的資訊安全重要程度。例如：客戶交易資料與基本資料的等級最高，而市場公開揭露資訊的等級其次。

#### (二) 進行整體風險分析

證券商確認相關資料與應用程式的重要性所帶來的風險與衝擊後，應對採用的雲端服務進行整體性的風險評估。一般而言，雲端服務資訊安全主要的考量因素有以下幾項：資料的安全性、供應商法規遵循的可靠性、服務中斷時的回復能力、對企業需求的支援能力以及永續經營。

根據上述項目，企業可搭配資訊安全等級的要求，以及所處產業的相關法規，針對各項目進行延伸或修改以制定出符合該企業雲端資訊安全需求的風險評核表。而企業在制定風險評核表時，必須清楚地了解採用雲端服務後工作流程的改變，發掘各環節可能發生的風險，以提高風險評核表的完整性與周延性。

#### 四、成本效益評估

證券雲端化服務成本效益的評估，由於需求不同且牽涉範圍廣大，未細部規劃難以周全，本研究先從共用硬體基礎設備成本、客戶關係管理(CRM)運用於雲端、以及視訊會議的成本等三方面示範評估，比較使用新科技前後的差異與可能的效益，初步評估結果，可獲得至少降低40%以上支出成本，以及降低五成資訊維運人力的結果。

除上述各別功能應用於雲端運算，將立即對證券業之營運產生降低成本的效益外，許多證券產業的共同資源與應用，如能統一規劃與建置在主導單位所建構的「證券雲」上，除能避免重複、浪費社會資源外，對證券商而言，預期將產生更多效益，例如：

- (一) 跨域交易的DMA架構，證券商可透過「證券雲」的機制，直接連線各大證券交易所，進行國際化的交易業務。
- (二) CA-RA雲端虛擬，可透過軟體虛擬，免費或集體採購議價的方式，讓證券商無論大中小型，透過「證券雲」皆可降低交易成本。
- (三) 包含公開資訊的巨量資料，亦可儲存於「證券雲」上，避免證券商重複儲存成本，甚至可提供基礎或共同的處理工具服務。

此外，投資機構所常使用的交易模擬與重演環境以及股票趨勢預測等設施或應用軟體，如能架於公有雲上，亦為服務投資人的成效。

#### 伍、結語

雲端運算是未來資訊應用的新主流，我國雲端服務導入乃勢在必行，故應盡快達成業界與相關公部門的共識，並由台灣證券交易所(或政府指定單

位)主導，與業界共同打造「雲社行」的生態系統-「證券雲」，成為具國際水準的產業社會聚落新平台，並考慮未來延伸為涵蓋期貨、衍生性商品等其他金融服務。

建議由業界與政府共同投資，建置專案領導團隊執行上述任務，並且每五年調整其策略方向，每十年決定其存續價值。更重要的是如何在新的產業環境中，以創新的構想產生創新的服務商機，包括利用如第三方支付等新服務所衍生的新商機。

而在發展證券雲端平台時，早期可利用國際級公司的產品與服務，增加證券商的經驗，未來再選擇差異化的應用服務，提昇競爭的實力。所以在雲端平台方面，應留意先進資訊廠商如Salesforce與Webex等在成本、效能、便利性的服務與產品提供，以及雲端協力廠商(Third party)提供服務的發展研究。

要達到上述目標，證券產業在雲端技術與服務模式層次都必需積極提升。證券商若同時改變營運模式，則其對業者強化效能或降低成本的改善，應會有明顯的回報。證券業除後台所需交易流程以外，在客服、市場研究、自營、研發等所需的功能系統與組織，將是未來差異化所創造競爭力最重要的來源，同時並需持續開發或導入先進的資料處理、知識管理以及智能化的技術，使競爭力有長期提升的空間。

作者為中華民國證券櫃檯買賣中心董事長、國立臺灣師範大學管理學院教授及證券暨期貨市場發展基金會資訊處處長、副處長、資訊專員；本文摘自本公會委託《雲端運算如何應用於證券業以強化效能與降低成本》專案研究，全文歡迎踴躍至公會網站下載)

# 開放複委託業務得將委託人相關價款暫存於證券商外幣存款專戶之研析

■ 吳亭瑩

為使委託人買賣外國有價證券交易更加便利，無須頻繁結購(售)，以降低委託人匯兌風險及手續費支出，爰就開放證券商從事受託買賣外國有價證券業務得將委託人之賣出外國有價證券價款或持有外國有價證券所生應收款項暫存放於證券商於國內銀行或國外金融機構所開立之外幣存款專戶乙案進行研析其可行性及必要性，除希望得以降低委託人交易成本與匯率風險外，考量市場穩定發展，並研議增訂相關規範以為配套。

## 壹、現行規定

本案涉及交割結匯之規定，係為「證券商受託買賣外國有價證券管理規則」第21條，重點摘錄如下：

- (一) 委託人應於委託買賣時指定交割幣別為新臺幣或外幣，並以委託人在證券商所指定金融機構開立之新臺幣或委託人在證券商所指定之指定銀行開立之外匯存款帳戶存撥之或由委託人直接將外幣匯至證券商於各證券交易市場所在地指定之金融機構辦理。
- (二) 委託人買進外國有價證券成交後，應依照買進報告書所載應付金額，於交割日前將款項劃撥至證券商之交割專戶。
- (三) 委託人賣出外國有價證券成交後，證券商應按賣出報告書所載委託人應收金額，於交割日將款項撥入委託人在證券商所指定金融機構開立之新臺幣存款帳戶或存入委託人在證券商所指

定之指定銀行開立之外匯存款帳戶。

- (四) 委託人同一帳戶同日買進賣出或先行賣出並於交割日前買進外國有價證券所產生之收付款項，證券商得依委託人之指定，將同一幣別之應收(付)金額合併沖抵後，以應收(付)淨額存撥之。
- (五) 交割款項及國外費用經委託人指定以外幣交割者，相關款項之收付，應以外幣為之，不得以新臺幣支付。如須辦理結匯，應由委託人依外匯收支或交易申報辦法之規定，向銀行業辦理結匯，並得由委託人以其在國外持有之外匯，直接匯至證券商於各證券交易市場所在地指定之金融機構辦理。若委託人以其在國外持有之外匯，直接匯至證券商於各證券交易市場所在地指定之金融機構者，證券商對委託人因而產生應付款項(包括交割款項、應配股息、利

息、強制買回款、改帳退回手續費等)時，證券商亦得將該款項匯入委託人指定之本人帳戶。

(六) 交割款項及國外費用經委託人指定以新臺幣交割者，相關款項之收付，應以新臺幣為之，不得以外幣支付。其涉及結匯事項，應由證券商依外匯收支或交易申報辦法及其相關規定向銀行業辦理結匯。

## 貳、建議背景說明

### 一、現行作業產生不必要之匯率風險及結匯手續費成本

委託人於委託買賣時如指定交割幣別為新臺幣時，依現行規定，委託人買進外國有價證券時，證券商須代委託人將款項從新臺幣結匯為外幣，以為交割；而委託人於賣出外國有價證券時，證券商須代委託人將款項從外幣結匯為新臺幣，不得以外幣支付。前開作業，使委託人交易之匯率風險提升，更造成委託人於頻繁結匯作業上蒙受手續費支出，亦造成委託人不必要之投資獲利壓縮或投資損失擴大，甚至對投資外國有價證券次數極為頻繁之委託人而言，更是不利，且造成對證券商業務推展之無謂阻礙。

### 二、跨境匯款手續費頗高

委託人如有直接將外幣之交割款項匯至證券商於各證券交易市場所在地指定之金融機構或其他須跨國匯款作業，依據現行實務作業，委託人需負擔頗高之匯款手續費(各家銀行收費標準不一，惟小額匯款約收取新臺幣400元，並依匯款金額增加而級距式提高手續費)，因而墊高了交易成本，對整體證券商受託買賣外國有價證券業務以此方式進行匯撥

之各筆交易之匯款手續費合計金額來說，更是不必要之成本耗費。

### 三、其他國家及我國以信託方式辦理財富管理業務已有類似作業

參考鄰近香港及新加坡證券市場制度，委託人賣出有價證券的款項得存放於證券商，待下次交易時使用，無須如我國現行規定，而要求委託人於委託買賣時指定交割幣別為新臺幣者，證券商代委託人辦理結匯為新臺幣，以歸還賣出款項予委託人。另外，就證券商目前以信託方式辦理財富管理業務，亦業已可以將款項存放於證券商開立之外幣存款專戶，皆作為交割使用，以為前例可循。

### 參、建議方案

基於前開背景說明之考量，爰有關證券商於經營受託買賣外國有價證券業務，得將委託人賣出外國有價證券之價款或持有外國有價證券所產生之應收款項暫存放於證券商於國內銀行或國外金融機構所開立之外幣存款專戶乙案之開放有其必要。

### 肆、建議方案之作業流程(範例)

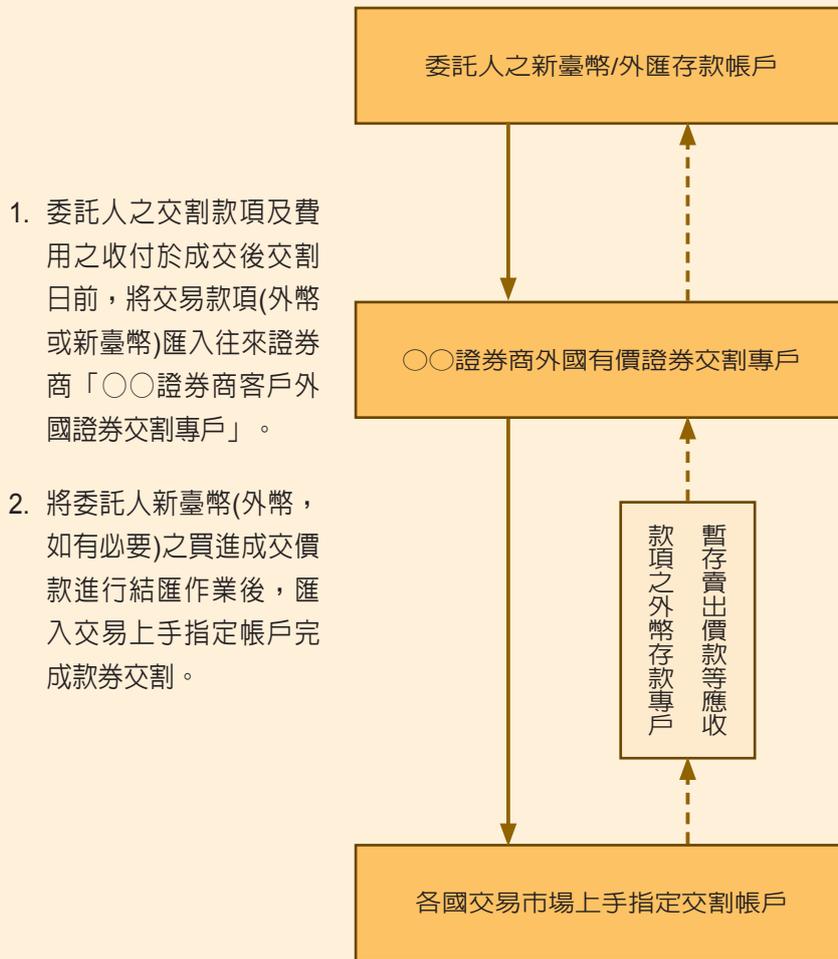
見下頁流程圖。

### 伍、建議相關規範之修(增)訂

#### 一、修訂「證券商受託買賣外國有價證券管理規則」第21條

建議修訂條文如下：

(一) 證券商受託買賣外國有價證券，與委託人交割款項及費用之收付，得以新臺幣或證券商與委託人雙方合意指定之外幣為之；並以委託人在



委託人如於委託買賣時指定交割幣別為新臺幣者，依委託人指示將委託人待結匯之賣出價款，按原匯入幣別分別結匯為新臺幣，匯入在證券商所指定金融機構開立之新臺幣。

為避免委託人徒增結匯風險、結匯損失及匯款手續費，將委託人委託賣出成交後之賣出價款或持有外國有價證券所生應收款項，暫存於證券商於國內銀行或國外金融機構所開立之外幣存款專戶，並依個別委託人進行分戶帳管理，以利委託人進行下一次之交易。

證券商所指定金融機構開立之新臺幣或委託人在證券商所指定之指定銀行開立之外匯存款帳戶或委託人暫存於證券商外幣存款專戶之暫存款項存撥之或由委託人直接將外幣匯至證券商於各證券交易市場所在地指定之金融機構辦理。

(二) 委託人買進外國有價證券成交後，應依照買進報告書所載應付金額，於交割日前將款項劃撥至證券商之交割專戶或由委託人暫存於證券商外幣存款專戶之暫存款項轉撥至證券商之交割專戶。

(三) 委託人賣出外國有價證券成交後，證券商應按賣出報告書所載委託人應收金額，於交割日將款項撥入委託人在證券商所指定金融機構開立之新臺幣存款帳戶或存入委託人在證券商所指定之指定銀行開立之外匯存款帳戶或暫存於證券商開立之外幣存款專戶。

(四) 證券商依前開各點所開立外幣存款專戶，係指證券商於國內銀行或國外金融機構所開立之專戶，該專戶僅限於委託人為買賣外國有價證券而與證券商以書面約定，將委託人賣出外國有價證券或持有外國有價證券所產生

之應收款項暫存於該專戶。

- (五) 證券商辦理前項作業應具備之資格條件、作業程序及相關控管等事項之辦法，由中華民國證券商業同業公會(以下簡稱本公會)訂之。

## 二、增訂本公會「證券商辦理受託買賣外國有價證券業務而暫存委託人應收款項應注意事項」

本注意事項建議重點如下：

- (一) 證券商辦理受託買賣外國有價證券業務而暫存委託人賣出外國有價證券或持有外國有價證券所產生之應收款項(以下簡稱本項作業)，應符合下列資格條件：
- 1、經向我國主管機關申請核准經營受託買賣外國有價證券業務之證券商。
  - 2、申請日前自有資本適足比率逾百分之二百。
  - 3、一定時間內未受主管機關或相關證券周邊單位一定程度以上之處分或受主管機關指示停止本項作業者。
- (二) 所稱暫存，係指委託人為買賣外國有價證券，證券商依第(六)點規定而與委託人約定，於委託人賣出外國有價證券成交後按賣出報告書所載委託人應收款項，或委託人持有外國有價證券所產生之應收款項，於交割日暫存於證券商於國內銀行或國外金融機構所開立之外幣存款專戶，以作為委託人嗣後買進外國有價證券而履行交割使用。
- (三) 證券商嗣後如有未符合第(一)點資格條件者，應於事實發生日次一營業日停止辦理本項作業，並依第(七)點規定辦理。俟證券商恢復資格條件，並檢附相關證明文件報經本公會同意後，始得重新辦理本項作業。

- (四) 證券商辦理本項作業，應與其自有財產分別獨立，且該專戶款項不得流用。

該專戶戶名需於公司名稱後加「客戶外國有價證券外幣交割暫存專戶」。

證券商就其自有財產所負債務，其債權人不得對前開專戶款項請求扣押或行使其他權利。

證券商於國內銀行或國外金融機構所開立之外幣存款專戶之戶名，中文名稱需於公司名稱後加註或括號說明「客戶外國有價證券外幣交割暫存專戶」等字，並以不影響證券商國內外匯款作業為原則。英文名稱部分，證券商應函知往來金融機構盡聲明義務，說明所開立之外幣存款專戶係客戶外國有價證券外幣交割暫存專戶。

- (五) 證券商辦理本項作業，其款項收付與移轉皆應以帳戶間撥轉為之。

證券商因辦理本項作業而開立之外幣存款專戶應有委託人分戶帳，每日逐筆登載款項收付情形，並每月登載於對帳單中交付委託人。

- (六) 證券商辦理本項作業，應與委託人簽訂契約書，並得與委託人約定無須支付該外幣存款專戶款項之孳息。

前開契約書內容，至少應載明下列事項：

- 1、證券商辦理受託買賣外國有價證券業務而暫存委託人外幣應收款項之依據、範圍及其定義說明。
- 2、孳息處理事項。
- 3、證券商辦理本項作業，款項收付及通知委託人程序。
- 4、證券商辦理本項作業，相關結匯程序及匯率風險說明。
- 5、證券商應提供資訊及服務事項。

- 6、委託人申請領回款項之申請程序。
- 7、委託人基本資料異動申報及未申報免責事項。
- 8、證券商遇暫停或停止辦理本項作業之說明，及其處理措施及款項撥付程序。
- 9、因可歸責於他方契約當事人之事由所致損害之範圍、仲裁及有關事項之處理。
- 10、因不可歸責於契約當事人之事由所致損害之處理方式。
- 11、契約條款變更之通知約定事項。
- 12、其他與當事人雙方應行遵守事項及權利義務有關之必要記載事項。
- 13、契約之生效日期、存續期間、契約變更與終止之處理方式。
- 14、爭議事項之處理。

證券商辦理本項作業而與專業機構投資人簽訂之契約，其應行記載事項得視雙方當事人業務需要訂定之，不受第二項及第三項之限制。

(七) 證券商如遇有下列情事之一時，應於次一個營業日將暫存於外幣存款專戶之委託人款項撥入證券商之交割專戶，再撥轉至委託人因委託證券商買賣外國有價證券而在證券商所指定金融機構開立之新臺幣存款帳戶或存入委託人在證券商所指定之指定銀行開立之外匯存款帳戶：

- 1、證券商依本注意事項或辦理本項作業相關契約，應暫停或停止辦理本項作業。
- 2、委託人申請領回款項。
- 3、委託人申請提前終止本項作業之契約或契約到期不續約。
- 4、委託人於委託買賣時指定交割幣別為新臺幣時，每一個別委託人分戶帳不得逾美金壹仟萬元之等值外幣。前開金額逾限時，證券商應於

次一個營業日內，由證券商代委託人結購為新臺幣，結購後該委託人分戶帳外幣餘額不得逾美金壹仟萬元之等值外幣。

- 5、其他經主管機關或本公會指示應暫停或終止辦理本項作業。

交割款項及國外費用經委託人指定以外幣交割者，相關款項之收付，應以外幣為之，不得以新臺幣支付。交割款項及國外費用經委託人指定以新臺幣交割者，相關款項之收付，應以新臺幣為之，不得以外幣支付。其涉及結匯事項，應由證券商依外匯收支或交易申報辦法及其相關規定向銀行業辦理結匯。

(八) 證券商辦理本項作業，應訂定有效之內部作業程序，並應載明辦理本項作業之程序、權責劃分及帳戶管理等事宜，並訂定相關控管機制。

## 陸、結語

有關本案詳細建議方案，本公會業已函報主管機關參採，本案如獲主管機關採行，對委託人而言，無需每次交易(應收(付)淨額)皆須結匯，除降低匯率風險外，因減少結匯作業產生之交易成本，無須再因結匯作業而壓縮投資獲利或擴大投資損失，另也大幅降低國外匯款手續費，提升交易便利性及效率；同時對證券商而言，因此減少了辦理代為結匯之繁複作業，更重要的是，預期將可帶動本項業務之交易量，對證券商業務有顯著擴展之效；且我國證券市場因此更加貼近國外實務作業，而向國際化邁進一大步。

作者為本公會業務服務組專員

## 參、業務報導

### 一、本公會建議獲致採行事項

#### 經紀業務

##### (一) 開放證券商得以自有資金投資興櫃股票及私募基金

為提升資金運用彈性，本公會建議放寬專業經紀商自有資金投資有價證券範圍乙案，業經主管機關於103年3月5日開放證券商得以自有資金投資興櫃股票及私募基金。

##### (二) 修正本公會「會員處理重大違約交割案件自律規則」第2條及第3條條文

為適度降低啓動重大違約交割案件暫緩撥付機制之金額門檻，修正本公會「會員處理重大違約交割案件自律規則」第2條規定，依市場區分其門檻，使集中交易市場達1億元以上或櫃檯買賣達5千萬元以上者，均屬重大違約交割案件。並修正第3條第一項規定，使證券商得自行決定是否依本自律規則向本公會申請啓動暫緩撥付機制。案經主管機關於103年3月17日准予備查，本公會並於103年3月19日公告施行。

##### (三) 開放投資人現股當日沖銷交易

為提供投資人全面避險管道及尊重市場自由交易機制，本公會建議開放投資人現股當日沖銷及其相關配套措施，案經主管機關採行，並於102年12月30日公告修正「證券商管理規則」部分條文，開放投資人先買後賣當日沖銷交易。前項當日沖銷交

易有價證券之種類及範圍，為「臺灣證券交易所臺灣50指數」成分股股票、「臺灣證券交易所臺灣中型100指數」成分股股票及「櫃買富櫃五十指數」成分股股票。上開股票經臺灣證券交易所股份有限公司或財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心公告為變更交易方法或處置者，不得列入。本案於103年1月6日實施。

##### (四) 修正本公會「會員受託買賣有價證券瞭解委託人及徵信與額度管理自律規則」部分條文

為開放現股先買後賣當日沖銷交易及實務需求，本公會修正「會員受託買賣有價證券瞭解委託人及徵信與額度管理自律規則」第13條、第23條及第24條條文乙案，業經主管機關於102年12月20日准予備查，本公會並於102年12月24日公告，實施日期為103年1月6日。另本公會95年4月27日中證商業字第0950000813號函有關暫不設定委託人單日買賣最高額度之證券商及投資人以外資證券商之境外投資人為限之規定，自即日起停止適用。

##### (五) 證券商擔任華僑及外國人之代理人及其相關業務

為提高僑外投資人參與國內證券市場之意願，進一步提供僑外投資人完整的服務，本公會建議參酌現行期貨經紀商擔任境外外資代理人方式，開放證券商得擔任華僑及外國人之代理人，除可降低僑外投資人交易程序及交易成本，有助擴大吸引

外資參與我國證券市場之誘因外，亦可增加我國證券經紀商實質收益，案經主管機關採行，行政院業於103年2月11日公告修正華僑及外國人投資證券管理辦法第17條，主管機關並配合公告相關資格條件及業務範圍，本案自103年3月11日起實施。

#### (六) 開放證券商得受理委託人以傳真方式委託買賣

為方便客戶於開盤前傳真下單及符合證券商實務操作需求，本公會建議開放非電子式交易型態增加以「傳真」方式委託，案經證交所採行，並於103年1月27日公告實施。

#### (七) 放寬處置股票及變更交易方法股票之控管措施

為避免引起與委託人間紛爭及造成證券商作業上困擾，本公會建議放寬處置股票及變更交易方法股票之控管措施乙案，業經證交所採行，並配合修正該公司「變更交易方法有價證券交易作業辦法」第3條及「證券經紀商受託買賣預收款券作業應行注意事項」第1條，並自103年2月27日起實施。

## 外資事務

### 日本公司來臺上櫃(市)之股票加註旗標

為符合證券商於受理投資人購買來臺上櫃(市)日本公司股份前，應先交付並請投資人先完成簽署「投資日本公司來臺上櫃(市)及興櫃股票之特別注意事項」後，證券商才可以接受客戶委託下單規定，本公會建議證交所及櫃買中心針對日本公司來臺上櫃(市)之股票加註旗標(例如於T30漲跌幅度資料檔中加註)，以利證券商系統自動控管，避免誤觸法規。案經櫃買中心及證交所採行，擬以「新檔案格式」註記方式，每日主動傳送證券商自行下載，以利證券商系統自動控管。新檔案格式將再另行函知各證券商。

## 自營業務

### (一) 開放證券自營商現股當沖暨業務避險需求得借(融)券賣出

為提供合理業務避險管道及提升交易效率，建議放寬證券自營商因交易需求申報賣出未持有之有價證券相關規範乙案。案經主管機關採行，並於102年1月3日修正發布證券商申報賣出其未持有證券函令規定，包括開放證券商從事有價證券當日沖銷交易、放寬發行認購權證避險衍生性商品之避險需求得借(融)券賣出及放寬辦理買賣或持有經主管機關同意企業於國內或赴海外發行之可轉(交)換公司債或其資產交換選擇權與標的有價證券之套利或避險等交易需求得借券賣出。

### (二) 開放證券自營商得以漲跌停板價格申報買賣有價證券

為提升證券自營商操作彈性及效率，主管機關於102年9月9日起至今年3月8日止，暫行開放證券自營商得以漲(跌)停板價格申報買進(賣出)有價證券。因半年開放措施屆滿，考量證券自營商並無因本項暫行開放措施而對集中市場交易有不當影響之情事。案經主管機關採行，並於103年2月25日同意自103年3月9日起開放證券自營商得以漲(跌)停板價格申報買進(賣出)有價證券，並定位為常態性機制。

### (三) 開放證券商自行買賣外國有價證券得採全權委託方式辦理

為提升經營績效，本公會建議開放證券商自行買賣外國有價證券及從事外國衍生性金融商品交易得採全權委託方式辦理乙案，業經主管機關於103年3月6日同意開放。

## 金融期貨業務

### 放寬交易國外期貨市場範圍

為擴大期貨交易市場範圍，提升交易操作靈活性，本公會建議放寬證券兼營期貨自營商得從事各國外交易所期貨交易契約，不以依期貨交易法第5條規定公告者為限，業獲主管機關採行，於103年4月2日發布施行。

## 承銷業務

### (一) 圈購單格式

為利承銷商作業一致性並配合本公會圈購單格式增加圈購人配偶資訊欄位，修正本公會「證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法」第85條之2保存詢價圈購案件配售明細資料格式，並於103年1月14日發布實施。

### (二) 簡化承銷商憑證抽核作業

為衡平考量會計師、承銷商職能分工並降低抽核風險，修正本公會「證券商承銷商辦理承銷案件對發行人進銷貨業務狀況評估報告查核規範」，並於103年2月7日發布實施。

### (三) 承銷商評估報告

配合主管機關102年12月23日公告修正公開發行股票公司股務處理準則，取消股票固定面額為新臺幣十元之規定，修正本公會「發行人募集與發行有價證券承銷商評估報告應行記載事項附表」、「證券商承銷商受託辦理發行人募集與發行有價證券承銷商評估報告查核程序附表」，並於103年2月17日發布實施。

### (四) 承銷商評估報告

配合IPO案件證交所提前於申購截止當日提供

承銷商公開申購件數，修正本公會「證券商辦理公開申購配售作業處理程序」第貳項，經紀商向證交所上傳申購名單之截止時間，由現行每日下午7時提前至下午5時，另並配合本公會「證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法」第53條，申購截止日如遇星期例假日或金融機關停止營業日得順延一天之規定，明訂第陸項所稱「申購期間」為「申購截止日」以資明確，並於103年3月11日發布實施。

### (五) 承銷商獨立性

為規範之一致性，參照主管機關102年12月30日公告修正「證券商管理規則」第26條，修正本公會「承銷商會員輔導發行公司募集與發行有價證券自律規則」第2條承銷商與發行公司獨立性相關規定，並於103年3月17日發布實施。

## 債券業務

### (一) 華僑及外國人得免設立代理人或代表人

有關建議取消華僑及外國人投資中華民國證券須於境內設立納稅代理人之規定，以簡化外國投資人之投資程序與成本乙案，業經行政院於103年2月11日修正通過。

### (二) 放寬借券申報賣出標的股票範圍

有關建議開放本國企業赴海外發行之海外可轉換(交)換公司債，證券商得因各類交易需求，借券申報賣出其標的股票乙案，業經主管機關同意，並於103年1月3日發布在案。

## 新金融商品

### (一) 放寬申請增額發行的限制

現行權證流通在外發行單位，達實際發行單位

總數之90%(含)以上者，發行人得於事實發生日次一營業日起二個營業日內申請增額發行，為提升權證造市品質，本公會建議將相關規定修改為權證流通在外發行單位，達實際發行單位總數之80%(含)以上者」即可申請增額發行。主管機關於103年2月5日同意放寬權證流通在外數量達發行數量之80%(含)以上，且距最後交易日前至少十個營業日者，發行人得申請增額發行權證，並請證交所修正相關規章報會。

### (二) 重新審視權證發行證券商之經理部門得依概括授權買賣金控法第45條利害關係人股票之相關規定

本公會建議擔任認購(售)權證之流動量提供者，其為報價及應買賣義務，以及避險有價證券及期貨買賣，而於集中市場所為之交易，權證發行證券商之經理部門得依概括授權方式辦理。主管機關於103年3月19日函復略以：「基於履行法定造市義務所生之避險需求，於集中市場從事交易，並已研擬內部作業規範，經董事會重度決議概括授權經理部門依該規範辦理，視同符合金融控股公司法第45條第1項規定。」。

### (三) 市場新手和老手權證實動戶數、及其個別交易金額統計資料

為能正確掌握權證市場之消長狀況，分析整體權證市場行銷成效，適時推出更精準有效之推廣活動，本公會建議證交所每季提供自98年起各年全市場新手和老手權證實動戶數、及其個別交易金額之統計資料，以利分析整體權證市場行銷成效，證交所於103年1月28日函復同意自今(103)年第2季起，每季季初提供上述資料。

## 財富管理業務

公告修正本公會「證券商辦理財富管理業務推廣之自律規範」及「證券商財富管理業務人員資格條件及訓練要點」部分條文規定

配合證券商辦理財富管理業務應注意事項第9點修正，將財富管理業務人員之資格限制回歸應具備專業資格條件，以及規定證券商辦理財富管理業務應於總公司設立專責部門，爰修正本公會「證券商辦理財富管理業務推廣之自律規範」及「證券商財富管理業務人員資格條件及訓練要點」部分條文規定，本修正案業經主管機關103年3月3日准予備查，本公會並於103年3月7日公告施行。

## 二、本公會研議中重要事項

### 經紀業務

#### (一) 開放集保解約及存摺掛失補發作業得由共同行銷辦公處代收

為提高經營綜效及加強服務投資人，本公會建議集保結算所開放解約(155)、集保存摺掛失、補發(147、149)三項作業可由共同行銷辦公處代收，再交由原開戶營業據點依規定處理。

#### (二) 放寬專業投資人融資融券額度

為活絡市場交易量，並符合專業投資人於信用交易操作之需求，及降低證券商經營風險，本公會建議主管機關於集中交易市場增設專業投資人(國內自然人)機制，其融資融券額度得不受單戶單股最高限額限制，且資券相抵金額得不列入融資融券限額計算。

#### (三) 開放增加電子通訊方式受託買賣

考量現代人的生活習性逐漸與電子通訊產品息息相關密不可分，證券商基於服務客戶導向，必須不斷提供更便利、更迅速的服務，方能滿足客戶便利之需求。爰本公會建議證交所研議開放利用手機、簡訊、E-mail、SKYPE或LINE等電子通訊方式受託買賣，以符合證券商實務需求及增加投資人方便性。

#### (四) 放寬證券商辦理證券業務借貸款業務範圍

為擴大證券商業務範圍並提升營運績效，本公會建議參考目前中國證券市場之「股票質押式回購」業務，放寬現行證券商辦理證券業務借貸款業務範圍：1. 建請將公開申購股款納入證券業務借貸

款項之資金融通業務項目；2. 放寬證券商辦理證券業務借貸款項之擔保品標的範圍為得融資融券之上市(櫃)有價證券。

### 外資事務

#### 刪除風險預告書中「由證券商專人解說」之規定

各項風險預告書範本中有關「經 貴公司指派專人\_\_\_\_\_解說」之規定，因執行不易易生糾紛，本公會建議證交所刪除該規定，回歸各券商依不同方式進行說明。客戶如簽署各項風險預告書，即已確認，對風險預告書所述交易之各類風險業已充分明瞭。

### 自營業務

#### (一) 開放證券商自營商得於兼營期貨自營帳戶設立期貨分戶

考量證券商自營商申請兼營期貨自營業務，係因同時經營證券及期貨業務，執行期貨與衍生性金融商品(如期貨、選擇權等)間相輔之交易策略。為應實務需求，本公會建議開放兼營期貨自營業務之證券商自營商，得於期貨自營部門另開立以交易為目的之分戶進行交易。

#### (二) 開放證券商自營商得於各國期貨交易所交易

證券商自營商雖已開放得於各國證券交易所(包含大陸滬深交易所)買賣外國有價證券，卻未同步開放期貨交易所範圍。為使證券商於各國交易市場進行證券交易時也能進行期貨避險交易，本公會建議開

放證券自營商得於各國期貨交易所(包含大陸金融期貨交易所)從事國外期貨交易，不受期貨交易法第5條公告之限制。

### (三) 開放證券自營商得申購外國IPO股票

鑑於證券商跨境投資之需求日殷，主管機關雖已大幅放寬外國有價證券交易標的，但無法滿足自營商參與申購IPO股票之投資需求，為健全並活絡證券商投資海外有價證券業務，平衡證券商與其他金融機構間之投資範圍一致性，本公會建議開放證券自營商得申購外國證券交易市場首次公開募集股票(IPO股票)，以擴大證券自營商資金運用管道及提升投資收益。

## 外國有價證券業務

### (一) 修正證券商受託買賣外國有價證券相關規定

為滿足投資人需求及拓展證券商業範圍，本公會建議放寬證券商受託買賣外國有價證券標的及暫存(保管)賣出價款，並配合修正證券商受託買賣外國有價證券管理規則等相關條文，建議重點：

1. 建議放寬非專業投資人投資外國ETF種類，增加商品型ETF及一倍放空型ETF。
2. 建議放寬專業投資人投資之外國債券及外國證券化商品，不受信評等級限制。
3. 建議開放非專業投資人得投資大陸地區證券市場之有價證券。
4. 依主管機關指示再行修正證券商得受託買賣標的範圍含初次公開募集之外國有價證券乙案，增列初次公開募集或已掛牌企業辦理現金發行新股之外國有價證券，其配售方式以採公開配售方式為限。
5. 依主管機關指示再行修正暫存(保管)賣出價款乙案，增列暫存(保管)款項應為買賣外國有價證券之

目的為限，並刪除該款項之暫存(保管)期限，惟每一個別委託人分戶帳不得逾美金壹仟萬元之等值外幣。

### (二) 放寬境外結構型商品相關限制

為滿足投資人投資境外結構型商品範圍之需求，減少對投資人買賣境外結構型商品之限制，爰就「境外結構型商品管理規則」提出有關放寬發行機構、發行人(總代理人)及法人申請為專業投資人之資格條件、放寬以專業投資人為受託買賣對象之境外結構型商品連結標的限制及商品計價幣別增加人民幣等修正建議。

## 承銷業務

### 可轉換公司債

考量上市櫃及登錄興櫃公司業已採行無實體發行有價證券，且股務相關作業尚無窒難之處，為避免爭議並提高有價證券流動性，本公會建議主管機關修正「募集與發行有價證券處理準則」第32條，刪除具有普通股轉(交)換及認購權有價證券其到期日前十日，應暫停轉(交)換及認股之相關規定。

## 稽核

### 調整內稽查核項目及查核頻率

為落實稽核職能，本公會全面檢視證券商內部控制制度標準規範以調整內稽查核項目及查核頻率，經研議後提出建議事項彙總表函請證券周邊單位作為本年度整體修正「證券商內部控制制度標準規範」之參考。

## 債券業務

### (一) 增加證券商外幣資金取得管道

為能健全外幣債券市場發展，並提供國內其他外幣貨幣市場投資工具，本公會建議櫃買中心修正「外幣計價國際債券管理規則」第19條條文，開放國際債券得以非新台幣之其他幣別進行附條件交易，而非僅限於債券本身之計價幣別。

### (二) 證券商承作商品種類

考量本國企業赴海外發行之可轉(交)換公司債(ECB/EEB)已為證券商可投資標的，且證券商從事外國衍生性金融商品交易得不以避險為目的，為明確業者得承作之商品種類，本公會函請證期局釋示，證券商得否自行買賣本國企業赴海外發行之可轉(交)換公司債(ECB/EEB)拆解後之固定收益端商品與選擇權端商品。

### (三) 活絡國內寶島債市場

為促進國內寶島債市場活絡發展，本公會建議櫃買中心修正「外幣計價國際債券管理規則」第18條及第28條條文，使證券商與境外華僑及外國人暨與境外專業投資機構之交易，得依國際市場慣例為無交易時間之限制。

### (四) 增加附條件交易所需簽訂契約之選項

考量現行國際附條件交易市場慣例為簽訂全球附條件交易主契約(Global Master Repurchase Agreement, GMRA)，本公會建議櫃買中心修正「證券商營業處所債券附條件買賣交易細則」第3條條文，將全球附條件交易主契約(GMRA)列為證券商於營業處所承做附條件交易時所需簽訂契約之選項之一。

## 風險管理

### (一) 證券商資本適足率計算-建議調整合格自有資本及扣減資產部分規定不合理之處

證券商採權益法投資之子公司所持有備供出售金融資產如有評價利益時，雖然子公司帳列權益數增加，然母公司依現行辦法計算合格自有資本時，係先將該評價利益以45%之數額計入第二類資本，復於計算扣減資產時又以100%扣減，造成合格自有資本淨減少之不合理情形，故本公會建議證交所計算第二類資本時，將備供出售金融資產未實現利益以100%計入，抑或是於計算扣減資產時針對權益法投資之子公司持有備供出售金融資產未實現利益僅扣減45%而非扣減100%。

### (二) 證券商資本適足率計算-建議CBAS交易持有之CB商品適用Delta-plus法處理得使用模型辦理

證券商進行可轉債資產交換(CBAS)資產交換選擇權端交易，即賣出可轉債買權(call on CB)、自留可轉債(CB)，現因持有CB部位其『敏感度分析(Delta-plus)法』實質仍採『簡易法』計算，致無法以Delta-plus法來正確風險衡量及互抵，尤其『簡易法』在CB價外時，為計提利率風險，此時與call on CB所依法計提之權益風險更是完全無法互抵，且還須再額外加提利率風險；為公允衡量CBAS交易資本適足率之風險計算，本公會建議櫃買中心其相關業務所持有CB商品適用證券商自有資本適足率進階計算法『敏感度分析(Delta-plus)法』處理方式，得使用模型辦理。

### 三、本公會其他業務活動

(一) 103年1月9日第6屆第6次理監事聯席會議、103年2月13日第6屆第7次理監事聯席會議

會員入(退)會：富蘭德林證券股份有限公司申請入會

(二) 103年3月28日召開第六屆第二次會員大會，行使會員職權；並表揚102年度績效優良召集人及績效優良委員，其名錄及具體事蹟如下：

#### 1. 102年度績效優良召集人

委員會	姓名	職稱	委員會	姓名	職稱
承銷業務	張立秋	元大寶來證券 最高顧問	採購	陳正曜	大鼎證券 董事
債券業務	吳麗敏	元大寶來證券 資深副總經理	公共關係	吳光雄	台新證券 顧問
業務電子化	王明達	石橋證券 總經理	國際事務	史綱	富邦投信 董事長
股務代理業務	馬蕙雯	元大寶來證券 資深協理	離境證券業務	丁紹曾	凱基證券 總經理
稽核	黃明哲	永豐金證券 總稽核	教育訓練 暨推廣	朱士廷	國泰證券 董事長
外國有價證券 業務	溫宗憲	凱基證券 副總經理	法律事務 暨法令遵循	許道義	凱基證券 董事長
外資事務	吳佳慧	麥格理證券 副總經理	研究發展	朱富春	證券公會 顧問
紀律	黃古彬	元大寶來證券 副董事長	風險管理	林則榮	元大金控 風控長
經紀業務	莊輝耀	大昌證券 董事長	財富管理業務	張銘杰	兆豐證券 總經理
自營業務	楊凱智	統一證券 副總經理	稅負及會計	黃古彬	元大寶來證券 副董事長
財務	曾錦隆	環華證金 董事長	新金融商品	林象山	元大寶來證券 資深副總經理

## 2. 102年度績效優良委員

委員會	姓名	職稱	委員會	姓名	職稱
承銷業務	林禎民	宏遠證券 資深副總經理	離境證券業務	趙菁菁	富邦證券 副總經理
債券業務	瞿玉娟	元富證券 副總經理	法律事務 暨法令遵循	楊北辰	兆豐證券 資深協理
業務電子化	曾基福	兆豐證券 副總經理	研究發展	郭仲乾	證券公會 紀律委員會委員
稽核	林玉玲	國泰證券 總稽核	風險管理	陳世杰	台新金控 風控長
外國有價證券 業務	林廖進	元大寶來證券 副總經理	財富管理業務	黃建勝	元富證券 副總經理
外資事務	蔡雯青	台灣摩根士丹利 證券執行董事	稅負及會計	陳俊華	元富證券 協理
經紀業務	鄭明裕	富邦證券 總稽核	新金融商品	白清川	兆豐證券 副總經理
國際事務	曾錦隆	環華證金 董事長			

## 四、證券商與業務人員業務缺失一覽表

編號	處分依據與缺失事項	處分內容
1	<p>第一金證券商違反證券商管理規則第2條第2款、證券商負責人與業務人員管理規則第18條第2項第7款、第11款及第3項規定。</p> <p>證交所派員赴第一金證券路竹分公司進行查核，發現路竹分公司前受託買賣業務人員100年至101年間有挪用及代客戶保管有價證券、款項、印鑑或存摺及利用客戶名義或帳戶，申購、買賣有價證券等情事，顯見該公司未落實內部控制制度之執行，核已違反證券管理法令，及未落實對從業人員之督導管理與教育宣導。</p>	<p>依證券交易法第65條規定予以糾正</p> <p>依證券交易法第56條規定，命令第一金證券解除該業務人員職務，及分別停止自行查核人員、分公司經理人1個月業務之執行</p>
2	<p>康和證券商違反證券暨期貨市場各服務事業建立內部控制制度處理準則第14條第1項、股票上市或於證券商營業處所買賣公司薪資報酬委員會設置及行使職權辦法第7條第1項、第9條第1項及第10條第4項，及94年2月14日金管證二字第0940000661號函之規定。</p> <p>檢查局派員赴康和證券商進行一般業務檢查，發現缺失事項如下：</p> <p>(一)對個人資料檔案之傳遞作業，未建置妥適之加密機制，或為因應業務需求提供業務單位相關之客戶資料，使用完畢未予以銷毀等情事。</p> <p>(二)公司張貼「康和證券投資顧問公司投資早報」提供特定客戶參考，經查投資早報所列推薦買進之個股，自營部有於5個營業日內賣出之情形。</p> <p>(三)對承銷部出售包銷取得之有價證券，未依規定訂定買賣決策及相關處理程序。</p> <p>(四)辦理內部稽核實地檢查，稽核報告有未檢附查核項目工作底稿之情事，違反「證券暨期貨市場各服務事業建立內部控制制度處理準則」第14條第1項之規定。</p> <p>(五)按月取得子公司康聯資產管理服務股份有限公司之資產負債表及損益表，未進行分析檢討並作成報告情事，違反所訂內部控制制度「對子公司之監理」之規定。</p> <p>(六)薪資報酬委員會未依其職權訂定董事、監察人報酬薪資政策、制度、標準與結構；薪資報酬委員會之議程，未由召集人訂定；薪資報酬委員會之議事錄，有未呈報董事會之情事，違反股票上市或於證券商營業處所買賣公司薪資報酬委員會設置及行使職權辦法第7條第1項、第9條第1項及第10條第4項之規定。</p> <p>(七)公司對海外子公司之應申報事項，經查有未函報主管機關之情事，違反94年2月14日金管證二字第0940000661號函之規定。</p>	糾正

編號	處分依據與缺失事項	處分內容
3	<p>康和證券公司違反證券商管理規則第2條第2款規定。</p> <p>康和證券102年10月17日及102年10月25日出具說明表示該公司海外子公司康和證券(香港)有限公司持牌人於92年4月1日至97年10月22日間，以香港獨立之自僱持牌人身分登錄於康和香港，非屬康和香港之員工且康和香港與該員無聘僱關係。惟查該員於前揭期間係隸屬於康和香港，顯示該公司對海外子公司相關從業人員之監理，未能落實遵循當地法規及公司應負責任等法令，該公司對子公司監理有欠落實，核有違反證券管理法令。</p>	糾正
4	<p>日盛證券公司違反證券商負責人與業務人員管理規則第18條第2項第3款及第4款、證券商管理規則第2條第2款規定。</p> <p>證交所派員赴日盛證券公司永康分公司查核，發現該公司前受託買賣主管有受理客戶對買賣有價證券之種類、數量、價格及買進或賣出之全權委託及對客戶作分享利益之證券買賣等情事，顯示該公司未落實内部控制制度之執行，核有違反證券管理法令，且未落實對從業人員之督導管理與教育宣導。</p>	糾正
5	<p>中國信託證券公司違反臺灣證券交易所股份有限公司證券商推介客戶買賣有價證券管理辦法第2條第3項及財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心櫃檯買賣證券商推介客戶買賣有價證券管理辦法第2條第3項規定、金管會95年3月13日金管證二字第0950001096號令，及證券商負責人與業務人員管理規則第13條第4項規定。</p> <p>檢查局赴中國信託證券公司進行一般業務檢查，發現證券業務有下列缺失事項：</p> <p>(一) 公司網站平台張貼個股訊息向網路下單客戶推介股票，惟並未與客戶簽訂推介契約。</p> <p>(二) 指派人員出席投資持有股票發行公司股東會，指派書僅注明出席人代表公司就會議事項行使股東權力，未就各項議案行使表決權個別明確指示。</p> <p>(三) 內部稽核業務人員異動，未於異動前先申請證券交易所、證券商同業公會或證券櫃檯買賣中心核備，如：101年9月將三重分公司駐點稽核調派松江分公司任職。</p>	確實注意改善

## 肆、證券市場紀要

### 一、國內證券市場紀要

- 01月03日 櫃買中心舉辦創櫃板啓用典禮，產官學界代表均踴躍出席，當日有19家企業於創櫃板揭示籌資資訊，相信未來創櫃板公司能透過這個平台壯大規模，並藉由公設聯合輔導機制，提升創櫃板公司的公司治理與會計、內控制度，成為未來上市櫃公司的潛在來源，使台灣經濟持續成長。櫃買中心未來也將持續與相關部會合作推動富有創意之非公開發行微型及小型創新企業登錄創櫃板。
- 01月06日 金管會提振股市第三項措施現股當日沖銷交易，正式上線實施，開放投資人先買後賣當日沖銷交易。前項當日沖銷交易有價證券之種類及範圍，為「臺灣證券交易所臺灣50指數」成分股股票、「臺灣證券交易所臺灣中型100指數」成分股股票及「櫃買富櫃五十指數」成分股股票。
- 01月07日 由金管會及文化部指導，本公會、銀行公會、壽險公會及投信投顧公會等四大公會日共同舉辦「金融相挺，創意起飛」高階論壇，邀請行政院毛治國副院長蒞臨致詞，並由文化部龍應台部長發表專題演講，以及金管會曾銘宗主任委員主持綜合座談。出席的金融業代表包括銀行業、保險業、證券業、創投業，以及創意產業等各業代表共計三百餘人。
- 01月13日 為加強推廣權證商品，本公會舉辦「媒體記者權證推廣教育暨聯誼活動」，邀請證交所及權證發行證券商簡報「臺灣權證市場發展現況」，並進行餐敘聯誼，藉由新聞媒體及權證發行證券商的雙向交流，加強意見溝通，期望記者媒體持續秉持客觀中立的角度做更多的報導，讓投資人更加瞭解權證商品。
- 01月14日 為利承銷商作業一致性並配合本公會圈購單格式增加圈購人配偶資訊欄位，公告修正依「證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法」第85條之2保存詢價圈購案件配售明細資料格式。
- 01月20日 證交所為提醒投資人加強注意，在其網站新增「公布注意累計次數異常資訊」網頁，內容是在揭露哪些有價證券於當日收盤後，其公布注意累計次數已達「連續四個營業日」或「最近九個營業日內有五個營業日」或「最近二十九個營業日內有十一個營業日」的標準；而目的也就是要提醒投資大眾，當這些有價證券在次一營業日再度達到公布注意標準時，將會被公告採取處置措施。
- 01月23日 統一企業中國控股有限公司完成上櫃掛牌交易，成為首檔台商回國掛牌之寶島債券。櫃買中心吳壽山董事長表示寶島債券是一個支持台商到海外打拼的極佳籌資工具，並希望台商成功回國後將可帶動國內市場發展並貢獻我國稅收。

- 01月28日 證交所修訂證券商相關內部控制制度規範並公告實施。規則修訂後，各證券商可依照自家內控規定，開始讓受託買賣業務人員(營業員)銷售金融商品，或是兼辦信託商品之推薦、銷售、風險預告作業等，大幅提升從業人員專業與服務能力及人員運用效率，但不能辦理開戶、結算交割、款券收付及客戶資料變更程序等作業，以避免讓客戶產生混淆或發生利害衝突等情事。
- 02月05日 證交所舉辦「中華民國證券暨期貨業甲午年新春團拜」，金管會曾主委與證券相關機構首長均出席互道新年好。曾主委表示，無論從資金面或經濟基本面來看，馬年台股都可樂觀期待，相信可以「股」動錢潮，「紅」圖大展。簡理事長代表證券業，期待主管機關射出更多支箭，讓證券業今年能有更好的收穫。
- 02月05日 金管會修正「證券商財務報告編製準則」，其中，鑑於未公開發行且實質為單一股東之證券商及期貨商未向社會大眾募集資金且公司營運由該單一股東概括承受，基於衡平監理需要及避免因過度揭露影響隱私，爰排除未公開發行且實質為單一股東之證券商及期貨商適用最近年度虧損應個別揭露董事、監察人及總經理酬金之規定，
- 02月07日 為衡平考量會計師、承銷商職能分工並降低抽核風險，公告修正本公會「證券承銷商辦理承銷案件對發行人進銷貨業務狀況評估報告查核規範」。
- 02月17日 配合主管機關102年12月23日公告修正公開發行股票公司股票處理準則，取消股票固定面額為新臺幣十元之規定，公告修正本公會「發行人募集與發行有價證券承銷商評估報告應行記載事項附表」、「證券承銷商受託辦理發行人募集與發行有價證券承銷商評估報告查核程序附表」。
- 02月17日 本公會舉辦「媒體新春聯誼會」，感謝媒體朋友長期的詳實報導，為證券業發聲，也藉由雙向交流加強意見溝通。理事長致詞時表示，今年公會仍將充分扮演主管機關和證券商之間的橋樑：一方面要求證券商加強法令遵循及風險控管，另一方面與相關主管單位保持密切合作，嘉惠證券業者。
- 02月19日 金管會邀集本公會、投信投顧公會、期貨商公會與10家證券商、3家投信業及3家期貨業代表參加『研商我國證券期貨業布局亞洲市場座談會』，就「協助證券期貨業海外拓點」、「證券期貨監理及差異化管理議題」及其他議題進行意見交流。
- 02月20日 證交所對證券商服務及監理改採單一窗口作業，「稽核部」配合組織及業務調整，整併更名為「券商輔導部」，組織變動後主要業務之承辦部門調整為：券商輔導部、交易部、結算部、上市二部。
- 03月03日 證交所提供給投資人貼心、便捷的查詢開戶及交易資料服務，投資人如想知道自己在證券商曾經開立了哪些證券帳戶或其交易買賣有價證券的資料，證交所提供三種申請查詢方式1. 親自到證交所位於101大樓之三樓「投資人閱覽室」申請；2. 親自到證券商申請；3. 透過網際網路申請。

- 03月05日 金管會舉辦「自由經濟示範區金融服務啓動典禮」，並邀請行政院江院長蒞臨致詞，江院長於致詞中表示，自由經濟示範區是推動臺灣邁向區域經濟整合的新動能，並強調金融業與產業之間的密切關係。江院長並授證元大寶來、凱基、富邦、群益金鼎、永豐金、日盛、元富、兆豐、華南永昌、國票、康和及國泰12家證券商，代表政府同意證券商正式辦理國際證券業務，對證券商言有劃時代的意義。
- 03月10日 本公會舉辦「ECFA服務貿易協議座談會」，邀請金融相關公會代表及金融產業界專家、學者參與座談。會中就台灣參與區域經濟整合的重要性、兩岸資本市場開放的影響及效益、未來兩岸合作的方向與契機進行探討，與會者均肯定兩岸服貿協議有助我金融業發展。
- 03月11日 公告修正本公會「證券商辦理公開申購配售作業處理程序」。本次修正第陸項，有關申購截止日遇證券交易市場因天然災害或其他原因，致集中交易市場休市時，後續作業一律順延至次一營業日辦理乙節，自公告日起施行；至第貳項申購資料每日於下午五時前應傳輸證交所乙節，配合證交所相關作業，自本(103)年4月11日起開始實施。
- 03月17日 為規範之一致性，參照主管機關102年12月30日公告修正「證券商管理規則」第26條，公告修正本公會「承銷商會員輔導發行公司募集與發行有價證券自律規則」第2條承銷商與發行公司獨立性相關規定。
- 03月17日 本公會於台北福華大飯店辦理『103年度高階主管研習會』，參加人次約260人。本次很榮幸邀請到金管會曾銘宗主任委員、國發會管中閔主任委員、世新大學薛琦講座教授及澤鈺智庫李河泉總經理做專題演講。
- 03月21日 由於櫃買市場規模日漸擴大，為契合國際市場監理趨勢、有效監控買賣異常或不法行為，增設「監視部」獨立執行業務，另為擴大暨落實協助微型及小型企業發展，積極推動「創意集資資訊揭露專區」及「創櫃板」相關業務，充分發揮櫃買中心協助中小微企業發展茁壯之優勢，爰增設「新創發展部」。且櫃買中心將原隸屬交易部與債券部對券商人員管理及服務併入更名後之「券商輔導部」；為持續落實暨強化國際業務，將原企劃部更名為「企劃暨國際部」。
- 03月27日 行政院為落實簡政便民作業原則，於103年2月5日起推動全面免戶籍謄本，並以新式戶口名簿取代之。臺灣證券交易所為配合政府該項便民措施，將委託人辦理開戶時應核驗證明文件，刪除得以檢附戶籍謄本之規定；未來證券經紀商與委託人簽訂受託契約時，如委託人尚未領取身分證者，得以戶口名簿取代之。
- 03月27日 為使投資大眾及時掌握內部人股權異動資訊，櫃買中心自103年3月31日起新增對上興櫃公司的預警通知服務，於內部人申報持股轉讓期間屆滿次日，主動發送訊息給未於期限內轉讓完成之內部人所屬公司，請公司提醒內部人應於3日內辦理「公司內部人未於期限內轉讓持股申報」，以提升內部人股權資訊揭露之及時性及正確性。

03月28日 本公會假台北晶華酒店召開第六屆第二次會員大會，會中報告102年度理事會工作報告及監事會監察報告，並表揚頒發獎牌予102年度各委員會優良召集人及委員。會後隨即召開「透過民主機制儘速審查服貿協議」記者會，公會及全體會員公司企盼政府能積極與外界溝通釋疑，也請各界支持立法院恢復正常運作，透過民主機制儘速審查服貿協議。

## 證券市場人事異動一覽表

### 一、主管機關及相關單位人事異動：

公司名稱	職稱	新任人員	就任日期
中華民國證券櫃檯買賣中心	副總經理	黃炳鈞	103年1月15日
臺灣期貨交易所	副總經理	蔡蔣銓	103年2月17日

### 二、本公會理、監事：

公會職稱	新任理、監事姓名	卸任理、監事姓名	接/卸任日期
常務理事	—	臺銀綜合證券 朱富春	103年2月13日
常務理事	光和證券 詹正恩	—	103年2月13日
理事	新光證券 張成功	—	103年2月13日

## 二、國外證券市場紀要

- 02月11日 美國眾議院以221：201的票數，表決通過無條件調高聯邦政府舉債上限至2015年3月，參議院也以55：43的票數通過，今年美國可望暫時解除債務違約危機，且不再有政府關門的風險，財政紛擾可望消除。
- 02月25日 歐洲執行委員會(European Commission)將歐元區2014年GDP成長預估由1.1%上修至1.2%，其中兩大經濟體德國、法國，分別由1.7%、0.9%上調至1.8%、1.0%；義大利、西班牙、葡萄牙、希臘等PIGS今年將全數擺脫衰退，歐盟官員對經濟前景的看法更為樂觀。
- 03月05日 中國總理李克強於全國人民代表大會首日宣布，今年中國經濟成長率目標維持與去年相同的7.5%，通貨膨脹率目標也維持去年的3.5%。《彭博社》指出，這反映出中國領導人努力抑制環境汙染及信用擴張面臨的限制。
- 03月06日 歐洲中央銀行(ECB)在法蘭克福的每月例行政策會議中決定，將基準利率，也就是主要再融資利率，維持在歷史低點的0.25%不變，這項決定符合多數專家的預期。ECB也將歐元區2014年GDP成長預估由1.1%上修至1.2%。
- 03月11日 中國人民銀行行長周小川表示，利率市場化的最後一步是「存款利率的放開」，該項改革措施「肯定是在計劃之中，我個人認為，很可能在最近一兩年就能夠實現」、「因為其他的很多利率都已經放開了，存款利率放開肯定是在計劃之中」。不過，周小川同時強調，隨市場配置資源和廣泛競爭的存在，實際上利率最後會達至總供給、總需求關係的平衡，「個別的機會將會慢慢變小」。
- 03月11日 經濟合作暨發展組織(OECD)報告指出，美、歐和其他先進國家的經濟成長雖然短暫受挫，但其動力正在提升。然而，目前占全球成長一半以上的開發中國家成長之後可能放緩。OECD預估，今年全球成長3.6%，高於去年估計的成長值2.7%。
- 03月19日 美國聯準會(Fed)召開聯邦公開市場操作委員會會議(FOMC)，基於氣候因素衝擊短暫及勞動市場前景轉佳，Fed宣布4月起第三度減碼每月QE購債100億美元至550億美元；Fed此次也調整前瞻指引，基於失業率目前已接近6.5%的升息門檻條件，且Fed預估今年底失業率將降至6.1~6.3%，因此除去門檻條件，改納入勞動市場狀況、物價與通膨預期、金融市場發展等指標做為未來升息的參考依據。但Fed仍宣示在就業市場未穩定復甦前，將維持極度寬鬆貨幣環境一段較長期間。
- 03月31日 美國聯準會(Fed)主席葉倫在芝加哥舉行的Fed社區發展會議上演講時表示，勞動市場仍相當疲弱，證明Fed「非常的」寬鬆政策仍有必要繼續實施「一段時日」。葉倫甚至直言，過去6.5%失業率目標在勞動參與率明顯下降之後，已不足以反應勞動市場依舊疲弱的實際情況；在失業率未降至5.2~5.6%之前，Fed不會輕易調升聯邦資金目前0~0.25%的歷史低檔水準。

## 伍、統計資料

### 一、證券商受託買賣外國有價證券業務統計

#### (一)證券商受託買賣外國有價證券成交金額統計表

(幣別：新台幣 單位：元)

序號	證券商名稱	103年1月份	103年2月份	103年3月份	103年度第1季總計
1	富達	48,773,408,849	30,125,239,542	34,864,714,638	113,763,363,029
2	東亞	3,225,389,228	2,229,492,060	3,005,127,664	8,460,008,952
3	摩根	6,283,715,396	4,673,532,404	6,779,511,459	17,736,759,259
4	遠智	4,935,806,041	4,035,964,762	6,480,303,803	15,452,074,606
5	台灣工銀	6,235,498	3,536,105	482,531	10,254,134
6	日盛	3,181,880,597	3,111,417,124	3,356,336,315	9,649,634,036
7	宏遠	15,097,336	0	5,715,953	20,813,289
8	麥格理	0	0	0	0
9	摩根士丹利	335,542,031	2,902,992,963	966,634,187	4,205,169,181
10	高盛	0	0	0	0
11	德意志	0	0	0	0
12	瑞銀	11,721,621,855	5,540,814,259	6,800,338,927	24,062,775,041
13	亞東	0	0	0	0
14	大展	0	0	0	0
15	大慶	0	258,180	530,943	789,123
16	第一金	133,199,107	98,256,243	105,208,918	336,664,268
17	統一	393,161,659	400,932,240	589,089,802	1,383,183,701
18	元富	5,590,558,787	555,237,876	3,920,702,087	10,066,498,750
19	犇亞	0	0	0	0
20	中國信託	126,814,828	120,406,436	171,998,271	419,219,535
21	大昌	5,562,271	1,055,629	4,135,046	10,752,946
22	福邦	0	0	0	0
23	大眾	6,842,055	9,223,621	4,607,332	20,673,008
24	德信	976,756	3,384,139	1,727,243	6,088,138
25	兆豐	773,957,868	667,342,429	1,063,844,769	2,505,145,066
26	致和	0	0	0	0
27	國票	151,851,955	166,838,644	752,822,885	1,071,513,484
28	台新	0	0	0	0
29	摩根大通	0	0	0	0
30	康和	26,827,907	19,531,467	38,332,140	84,691,514
31	花旗	1,722,565,592	986,371,529	55,924,560	2,764,861,681
32	玉山	289,424,373	238,892,704	823,236,559	1,351,553,636
33	國泰	5,069,576,868	3,929,337,646	5,603,472,957	14,602,387,471
34	大和國泰	0	0	0	0
35	群益金鼎	4,706,028,298	2,045,124,059	5,113,331,542	11,864,483,899
36	凱基	6,662,932,263	6,402,800,022	10,673,265,449	23,738,997,734
37	華南永昌	201,735,056	145,184,343	225,760,936	572,680,335
38	富邦	6,589,701,951	5,133,499,441	8,881,143,727	20,604,345,119
39	元大實來	8,741,840,642	8,937,800,301	9,672,233,943	27,351,874,886
40	永豐金	4,689,475,538	4,484,397,421	5,158,006,305	14,331,879,264
	交易金額合計	124,361,730,605	86,968,863,589	115,118,540,892	326,449,135,086

(二)103年第1季證券商受託買賣外國有價證券交易地區統計表

幣別：新台幣單位：元

交易地區	投資人 分類	股票	債券	ETF	境外基金	境外結構型商品	認股權證	存託憑證	其他 有價證券	小計
美國	非專業投資人	27,303,428,564	158,236,322	1,563,525,997	5,960,614	4,806,556	218,400	1,329,597,817	1,715,846	30,367,490,117
	專業投資人	3,284,433,029	1,116,282,358	3,198,213,322	5,392,569	816,293,188	0	125,605,352	1,797,046	8,548,016,854
	專業機構投資人	44,029,239,220	361,440,551	32,455,172,409	0	0	0	542,084,725	0	77,387,936,904
	小計	74,617,100,813	1,635,969,231	37,216,911,728	11,353,173	821,099,744	218,400	1,997,287,894	3,512,892	116,303,443,874
加拿大	非專業投資人	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	專業投資人	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	專業機構投資人	97,072,235	0	0	0	0	0	0	0	97,072,235
	小計	97,072,235	0	0	0	0	0	0	0	97,072,235
盧森堡	非專業投資人	0	0	0	77,399,289,972	0	0	0	0	77,399,289,972
	專業投資人	0	30,288,263	0	9,347,003,327	0	0	0	0	9,377,291,590
	專業機構投資人	1,153,982	44,018,466	21,859,233	44,492,899,876	0	0	0	0	44,559,931,557
	小計	1,153,982	74,306,729	21,859,233	131,239,193,176	0	0	0	0	131,336,513,120
英國	非專業投資人	92,842,691	153,754,508	3,759,130	43,360,915	0	0	0	0	293,717,243
	專業投資人	17,467,137	1,789,588,490	0	22,105,839	344,863,369	0	0	0	2,174,014,835
	專業機構投資人	962,527,962	337,443,093	327,960,104	0	0	0	25,102,720	0	1,653,033,879
	小計	1,072,837,790	2,280,786,091	331,719,234	65,466,753	344,863,369	0	25,102,720	0	4,120,765,957
愛爾蘭	非專業投資人	0	0	0	3,443,925,413	0	0	0	0	3,443,925,413
	專業投資人	0	0	0	1,691,027,484	0	0	0	0	1,691,027,484
	專業機構投資人	0	0	0	203,586,727	0	0	0	0	203,586,727
	小計	0	0	0	5,338,539,623	0	0	0	0	5,338,539,623
德國	非專業投資人	36,058,002	5,293,427	0	0	0	0	0	0	41,351,429
	專業投資人	1,223,194	12,931,258	0	0	0	0	0	0	14,154,452
	專業機構投資人	366,021,572	50,363,278	93,720,661	0	0	0	12,787,869	0	522,893,380
	小計	403,302,768	68,587,963	93,720,661	0	0	0	12,787,869	0	578,399,261
法國	非專業投資人	16,717,798	12,708,421	0	0	0	0	0	0	29,426,219
	專業投資人	2,446,273	7,812,774	0	0	60,594,000	0	0	0	70,853,047
	專業機構投資人	409,926,354	1,119,492	111,014,190	0	0	0	0	0	522,060,036
	小計	429,090,425	21,640,687	111,014,190	0	60,594,000	0	0	0	622,339,302



交易地區	投資人 分類	股票	債券	ETF	境外基金	境外結構型商品	認股權證	存託憑證	其他 有價證券	小計
澳洲 及 紐西蘭	非專業投資人	54,716,945	21,813,071	0	0	0	0	0	0	76,530,016
	專業投資人	3,489,508	70,620,664	0	0	0	0	0	0	74,110,172
	專業機構投資人	476,643,572	5,443,730	8,668,544	0	0	0	0	0	490,755,846
	小計	534,850,025	97,877,466	8,668,544	0	0	0	0	0	641,396,035
俄羅斯、南 非、巴西及土 耳其等其他地 區	非專業投資人	0	3,848,979	0	0	0	0	0	0	3,848,979
	專業投資人	0	95,800,456	0	0	0	0	0	0	95,800,456
	專業機構投資人	70,659,508	0	0	0	0	0	0	0	70,659,508
	小計	70,659,508	99,649,435	0	0	0	0	0	0	170,308,943
	總計	118,149,301,974	6,765,467,791	41,652,342,077	156,258,787,682	1,226,547,113	343,325,628	2,035,515,318	17,847,503	326,449,135,086
小計	非專業投資人	41,828,147,285	521,161,261	2,191,690,416	92,978,215,584	4,806,556	340,624,921	1,329,934,652	5,630,029	139,200,210,702
	專業投資人	4,864,635,757	4,575,452,725	3,270,816,572	11,255,525,842	1,221,740,557	1,687,403	125,605,352	2,707,014	25,318,171,224
	專業機構投資人	71,456,518,931	1,668,853,804	36,189,835,090	52,025,046,257	0	1,013,304	579,975,314	9,510,460	161,930,753,160

103年第一季底 累計有效開戶戶數	非專業投資人	898,267
	專業投資人	1,663
	專業機構投資人	2,425
	總計戶數	902,355

## 二、承銷業務統計

## (一) 有價證券承銷案件彙總表

年度	詢價圈購案件數	公開申購案件數	競價拍賣案件數	洽商銷售案件數
90	52	163	3	7
91	113	211	2	4
92	126	128	1	2
93	205	130	2	7
94	102	92	0	9
95	111	99	0	11
96	185	122	0	13
97	86	61	1	1
98	127	101	0	1
99	190	140	0	3
100	204	171	0	1
101	144	110	0	1
102	163	132	0	1
103Q1	38	28	0	0

## (二) 103年第1季有價證券公開申購承銷案件彙總表

序號	發行公司	發行性質	主辦承銷證券商	承銷張數	承銷價格(元)	承銷總金額(元)	抽籤日期	中籤率(%)
1	緯創軟體	初上櫃	凱基證券	2,508	32.00	80,256,000	103.01.02	1.17
2	萬洲化學	上市增資	國泰證券	2,100	14.50	30,450,000	103.01.03	1.79
3	聯上發	上市增資	土地銀行	5,000	15.00	75,000,000	103.01.08	37.95
4	Auto Server Co., Ltd.	第一上櫃 初上櫃	元大寶來證券	1,914	105.00	200,970,000	103.01.08	2.22
5	勝悅新材料	第一上市 初上市	永豐金證券	4,860	136.00	660,960,000	103.01.08	2.52
6	中菲電腦	上櫃增資	凱基證券	1,750	20.00	35,000,000	103.01.09	1.31
7	綠悅控股	第一上市 初上市	凱基證券	8,100	126.00	1,020,600,000	103.01.10	5.38
8	太景醫藥研發控股	第一上櫃 初上櫃	凱基證券	9,900	50.00	495,000,000	103.01.13	5.99
9	數字科技	初上櫃	國泰證券	1,890	240.00	453,600,000	103.01.14	1.35
10	紅木集團	上櫃增資	凱基證券	400	50.00	20,000,000	103.01.15	0.24
11	萬旭電業	上櫃增資	大眾證券	712	7.50	5,340,000	103.01.17	0.41
12	富驛酒店	上櫃增資	兆豐證券	313	33.30	10,422,900	103.02.07	0.78
13	界霖科技	初上市	日盛證券	3,624	30.00	108,720,000	103.02.19	2.14
14	光韻科技	上櫃增資	宏遠證券	3,000	17.00	51,000,000	103.02.19	1.58
15	昇陽科	上市增資	中國信託證券	5,000	22.50	112,500,000	103.02.19	5.00
16	新世紀光電	上市增資	福邦證券	4,000	14.50	58,000,000	103.02.24	6.69

序號	發行公司	發行性質	主辦承銷證券商	承銷張數	承銷價格(元)	承銷總金額(元)	抽籤日期	中籤率(%)
17	富堡工業	上櫃增資	群益金鼎證券	400	36.00	14,400,000	103.02.26	0.28
18	兆遠科技	上櫃增資	永豐金證券	3,000	25.00	75,000,000	103.02.26	1.21
19	台驊國際投資控股	上櫃增資	凱基證券	1,000	22.00	22,000,000	103.03.03	0.96
20	晶焱科技	初上櫃	凱基證券	3,774	35.50	133,977,000	103.03.05	1.92
21	泰茂實業	上櫃增資	日盛證券	500	16.00	8,000,000	103.03.06	0.43
22	晶宏半導體	初上櫃	福邦證券	5,976	11.50	68,724,000	103.03.10	2.05
23	太子建設開發	上市增資	群益金鼎證券	30,000	14.45	433,500,000	103.03.13	63.74
24	樺漢科技	初上市	福邦證券	3,102	128.00	397,056,000	103.03.24	1.85
25	榮昌科技	初上櫃	群益金鼎證券	1,242	32.00	39,744,000	103.03.24	0.73
26	頂晶科技	上櫃增資	第一金證券	3,000	10.00	30,000,000	103.03.25	53.48
27	旭隼科技	初上市	元大寶來證券	3,150	146.00	459,900,000	103.03.25	1.96
28	元隆電子	上櫃增資	華南永昌證券	3,200	6.80	21,760,000	103.04.02	1.16

## (三) 103年第1季有價證券詢價圈購承銷案件彙總表

序號	發行公司	發行性質	主辦承銷證券商	承銷張數	圈購張數	圈購期間	圈購價格
1	緯創軟體	初次上櫃	凱基證券	4,802	2,294	102.12.25-12.30	29-32元
2	Auto Server Co., Ltd.(第一上櫃)	初次上櫃	元大寶來證券	3,183	1,269	102.12.31-103.01.06	100-110元
3	達欣工程	無擔保轉換公司債	凱基證券	6,000	5,400	103.01.02-01.03	101-110%
4	勝悅控股(第一上市)	初次上市	永豐金證券	9,300	4,440	102.12.31-103.01.06	120-136元
5	聿新生物科技	有擔保轉換公司債	福邦證券	2,500	2,234	103.01.06-01.07	101-105%
6	達能科技	現金增資	元大寶來證券	76,500	68,850	103.01.06-01.07	90-95%
7	太景醫藥研發控股(第一上櫃)	初次上櫃	凱基證券	22,770	12,870	103.01.06-01.09	47-53元
8	數字科技	初次上櫃	國泰證券	3,622	1,732	103.01.07-01.10	240-280元
9	瑞儀光電	無擔保轉換公司債	宏遠證券	30,000	25,570	103.01.10-01.14	101-130%
10	台驊國際投資	無擔保轉換公司債	凱基證券	3,000	2,640	103.01.13-01.14	101-110%
11	閱康科技	現金增資	富邦證券	2,720	2,426	103.01.15-01.15	90-92%
12	愛地雅工業(第二次)	有擔保轉換公司債	台新證券	2,000	1,824	103.01.22-01.23	101-110%
13	愛地雅工業(第三次)	無擔保轉換公司債	台新證券	1,000	912	103.01.22-01.23	101-110%
14	萬旭電業	有擔保轉換公司債	大眾證券	1,000	937	103.01.23-01.24	101-110%
15	和益化學工業	無擔保轉換公司債	富邦證券	7,000	6,180	103.02.07-02.10	101-105%
16	中華工程(第一次)	有擔保轉換公司債	永豐金證券	3,000	2,550	103.02.10-02.12	101-105%
17	中華工程(第二次)	無擔保轉換公司債	永豐金證券	5,000	4,250	103.02.10-02.12	101-105%

序號	發行公司	發行性質	主辦承銷 證券商	承銷張數	圈購張數	圈購期間	圈購價格
18	金麗集團	無擔保轉換公司債	國泰證券	12,000	10,200	103.02.11-02.12	101-110%
19	德宏工業	有擔保轉換公司債	國泰證券	2,000	1,800	103.02.12-02.13	101-125%
20	合富醫療	無擔保外國 轉換公司債	宏遠證券	4,000	3,400	103.02.12-02.14	101-110%
21	嘉威光電	有擔保轉換公司債	大眾證券	1,500	1,350	103.02.12-02.13	101-110%
22	界霖科技	初次上市	日盛證券	2,511	6,135	103.02.12-02.17	28-30元
23	祥業科技	有擔保轉換公司債	台灣工銀證券	500	450	103.02.14-02.17	101-120%
24	三顧	有擔保轉換公司債	康和證券	1,500	1,425	103.02.17-02.18	101-110%
25	昇銳電子	有擔保轉換公司債	群益金鼎證券	1,000	948	103.02.19-02.20	101-110%
26	台通光電	無擔保轉換公司債	元富證券	2,800	2,520	103.02.20-02.21	101-110%
27	新麗企業	無擔保轉換公司債	兆豐證券	3,500	3,133	103.02.20-02.21	101-110%
28	旭源包裝科技	有擔保轉換公司債	華南永昌證券	1,500	1,328	103.02.25-02.26	101-110%
29	晶炎科技	初次上櫃	凱基證券	2,716	6,490	103.02.25-03.03	35.5-38元
30	晶宏半導體	初次上櫃	福邦證券	10,936	4,960	103.03.03-03.06	10.5-14元
31	德士通科技	有擔保轉換公司債	元富證券	5,000	4,500	103.03.03-03.06	101-110%
32	一詮精密工業	無擔保轉換公司債	富邦證券	11,000	9,350	103.03.14-03.18	101-110%
33	樺漢科技	初次上市	福邦證券	5,668	2,566	103.03.17-03.20	120-135元
34	榮昌科技	初次上櫃	群益金鼎證券	2,370	1,128	103.03.17-03.20	29-32元
35	旭隼科技	初次上市	元大寶來證券	6,034	2,884	103.03.18-03.21	138-148元
36	亞昕國際開發	有擔保轉換公司債	兆豐證券	4,000	3,710	103.03.21-03.24	101-110%
37	太極能源科技	現金增資	富邦證券	40,950	34,809	103.03.28-03.31	90-92%
38	聯德控股	無擔保轉換公司債	中國信託證券	4,000	3,500	103.03.31-03.31	101-115%

## 三、證券商經營損益統計

## (一)證券商經營損益狀況分析表(103年1-3月)

(單位：新台幣千元)

家數	證券商	收益	支出及費用	營業外損益	稅後淨利	資本	業主權益	獲利率(%)	EPS(元)	ROE(%)	營收佔有(%)	每股淨值(元)
79	證券業合計	24,793,550	17,756,792	2,079,432	8,124,765	326,460,782	485,608,914	32.77	0.249	1.67	100.00	14.875
46	綜合	23,611,237	16,760,796	1,910,790	7,835,462	314,934,495	463,939,532	33.19	0.249	1.69	95.23	14.731
33	專業經紀	1,182,313	995,996	168,642	289,303	11,526,287	21,669,382	24.47	0.251	1.34	4.77	18.800
61	本國證券商	21,757,534	15,526,191	2,043,893	7,393,575	305,174,186	447,070,189	33.98	0.242	1.65	87.75	14.650
32	綜合	21,295,019	15,066,693	1,881,876	7,254,069	296,217,899	432,577,909	34.06	0.245	1.68	85.89	14.603
29	專業經紀	462,515	459,498	162,017	139,506	8,956,287	14,492,280	30.16	0.156	0.96	1.87	16.181
18	外資證券商	3,036,016	2,230,601	35,539	731,190	21,286,596	38,538,725	24.08	0.343	1.90	12.25	18.105
14	綜合	2,316,218	1,694,103	28,914	581,393	18,716,596	31,361,623	25.10	0.311	1.85	9.34	16.756
4	專業經紀	719,798	536,498	6,625	149,797	2,570,000	7,177,102	20.81	0.583	2.09	2.90	27.926
20	前20大證券商	19,678,342	13,992,767	1,789,497	6,704,098	272,186,173	403,575,971	34.07	0.246	1.66	79.37	14.827

## 一、分析報告背景說明：

- (1) 至103年3月，本公會共有會員公司146家。專營證券商83家，兼營證券商(銀行、票券、期貨等)63家。
- (2) 本次證券商經營損益分析報告，只包括有向證交所申報財務月報表的79家證券商。並未包括富達、摩根、東亞、遠習4家只承做受託買賣外國有價證券業務，也未包括銀行、票券商及期貨商等兼營的證券商。
- (3) 本報告內容採用Year-To-Month累計數據來分析，以各證券商每月向證交所申報財務狀況，計算103年1-3月的經營損益數據，在103年4月15日公布。
- (4) 美國經濟方面：3月ISM製造業採購經理人指數上升至53.7，就業方面，3月非農就業新增19.2萬人、失業率維持6.7%、初領失業救濟金降至30萬人，4月密大消費者信心指數(初值)升至82.6。FED於3/18-19召開FOMC會議，

## 二、美國FED緩步縮減購債規模，但寬鬆政策不變：

- 宣布4月起第三度減碼每月QE購債100億美元至550億美元，並取消以失業率6.5%做為首次升息的門檻。中國經濟方面：3月製造業採購經理人指數(PMI)微升至50.3，仍相當接近景氣收縮的臨界點；3月出口額1,701億美元、年減6.6%(對香港出口大減43.6%)，進口1,624億美元、年減11.3%。中國可能成為阻礙全球經濟復甦的隱憂。
- (5) 103年1-3月，台股日均值(TSE:936億/OTC:340億)，優於去年同期(TSE:776億/OTC:147億)；國內79家證券商平均EPS為0.249元，優於去年同期的0.149元，計有56家賺錢，23家虧損。3月大盤指數由8,639點升至8,849點，漲2.43%。103年1-3月，綜合證券商平均EPS為0.249元，低於專業經紀商的0.251元；外資證券商平均EPS為0.343元，較本國證券商的0.242元佳。本國綜合證券商平均EPS為0.245元，表現較本國專業經紀商EPS的0.156元佳；外資專業經紀商EPS為0.583元，較外資綜合證券商EPS的0.311元優異。

## 三、資本額前20大證券商獲利共67.04億元：

- (6) 103年1-3月，資本額前20大證券商的EPS為0.246元，不如業界平均，20家全數獲利，以大眾證券EPS 0.355元奪冠，計算前20大的ROE為1.66%，不如於業界平均值1.67%。
- (7) 高盛證券、瑞士信貸證券和瑞銀證券經營獲利最佳，EPS分別為2.86元、2.22元和2.01元。東方匯理證券、聯昌證券和華亞證券虧損最多，EPS為-2.50元、-0.90元、-0.69元。
- (8) 國內經濟方面：103年1-3月出口額734億美元、年增率0.99%，出口成長動能依舊微弱，其中對中國及香港出口占39.1%，卻僅成長0.6%，為出口弱化的主要原因。2月貨幣供給額M1b及M2持續創新高、3月外資淨匯入續增至1,813億美元，資金氾濫環境更加明顯。統計102年全體上市櫃公司收益，營收較前年成長1.83%、稅前盈餘則大幅成長46.93%(部分公司受IFRS計帳方式影響)。未來需留意國內外總經環境是否有利企業獲利持續成長，使台股再創高點。

(二)證券商經營損益排名(103年1-3月)

收益 (全體證券商)	
名次	證券商 金額 (仟元)
1	元大寶來 4,126,885
2	凱基 2,173,246
3	永豐金 1,579,657
4	富邦 1,546,669
5	群益金鼎 1,405,197
6	統一 1,287,566
7	元富 1,181,473
8	日盛 967,545
9	兆豐 914,195
10	國票綜合 708,339

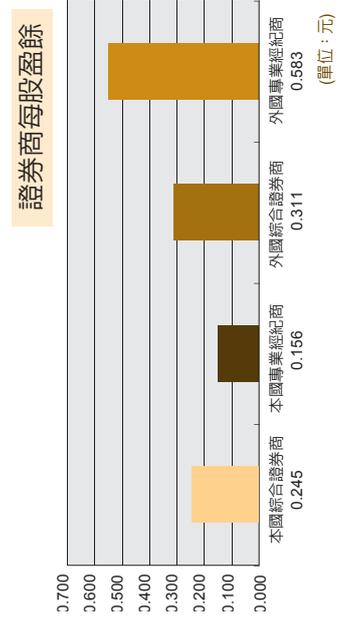
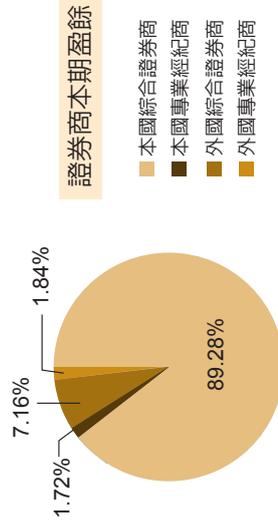
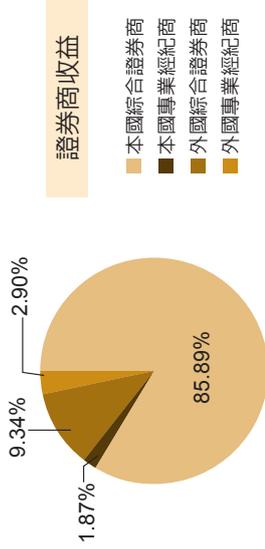
稅後淨利 (全體證券商)	
名次	證券商 金額 (仟元)
1	元大寶來 1,834,739
2	凱基 720,593
3	富邦 551,400
4	群益金鼎 480,163
5	統一 463,292
6	永豐金 375,483
7	日盛 330,410
8	元富 322,539
9	國票綜合 296,689
10	新商瑞銀 254,627

每股盈餘 (全體證券商)	
名次	證券商 金額 (元)
1	美商高盛 2.855
2	瑞士信貸 2.215
3	新商瑞銀 2.013
4	豐興 1.532
5	福邦 1.251
6	鑫豐 1.249
7	港商德意志 0.898
8	台新 0.682
9	花旗環球 0.644
10	新光 0.464

收益 (綜合證券商)	
名次	證券商 金額 (仟元)
1	元大寶來 4,126,885
2	凱基 2,173,246
3	永豐金 1,579,657
4	富邦 1,546,669
5	群益金鼎 1,405,197

稅後淨利 (綜合證券商)	
名次	證券商 金額 (仟元)
1	元大寶來 1,834,739
2	凱基 720,593
3	富邦 551,400
4	群益金鼎 480,163
5	統一 463,292

每股盈餘 (綜合證券商)	
名次	證券商 金額 (元)
1	美商高盛 2.855
2	新商瑞銀 2.013
3	福邦 1.251
4	港商德意志 0.898
5	台新 0.682



收益 (專業經紀商)	
名次	證券商 金額 (仟元)
1	瑞士信貸 446,286
2	台灣東方匯理 208,468
3	大昌 88,939
4	法銀巴黎 58,992
5	永興 36,492

稅後淨利 (專業經紀商)	
名次	證券商 金額 (仟元)
1	瑞士信貸 251,412
2	豐興 42,909
3	鑫豐 24,971
4	大昌 17,046
5	高橋 13,961

每股盈餘 (專業經紀商)	
名次	證券商 金額 (元)
1	瑞士信貸 2.215
2	豐興 1.532
3	鑫豐 1.249
4	光隆 0.337
5	高橋 0.292

(三) 證券商經營損益狀況表(103年1-3月)

編號	證券商	收益	支出及費用	營業外損益	稅後淨利	資本	業主權益	獲利率(%)	EPS(元)	ROE(%)	營收佔有(%)	每股淨值(元)
1020	合作金庫	114,915	136,819	3,016	-18,887	3,000,000	2,971,836	-16.44	-0.063	-0.64	0.463	9.91
1040	臺銀	138,099	109,210	12,666	35,349	3,000,000	3,349,273	25.60	0.118	1.06	0.557	11.16
1090	台灣工銀	223,665	169,756	-1,612	52,212	4,796,442	4,892,522	23.34	0.109	1.07	0.902	10.20
1160	日盛	967,545	678,737	97,779	330,410	11,572,128	21,145,237	34.15	0.286	1.56	3.902	18.27
1260	宏遠	380,563	257,674	31,447	147,275	4,268,388	5,104,401	38.70	0.345	2.89	1.535	11.96
1360	港商麥格理	145,738	165,643	-13,470	-28,395	533,000	1,414,633	-19.48	-0.533	-2.01	0.588	26.54
1440	美商美林	298,304	262,520	6,522	35,114	1,700,000	3,379,312	11.77	0.207	1.04	1.203	19.88
1470	摩根士丹利	162,862	155,676	9,461	59,756	1,468,210	1,997,908	36.69	0.407	2.99	0.657	13.61
1480	美商高盛	257,004	123,384	2,250	112,772	395,000	2,401,713	43.88	2.855	4.70	1.037	60.80
1530	港商德意志	172,397	92,589	1,408	67,319	750,000	1,848,556	39.05	0.898	3.64	0.695	24.65
1560	港商野村	132,161	120,011	1,941	11,637	1,450,000	1,609,981	8.81	0.080	0.72	0.533	11.10
1570	法國興業	64,841	48,766	1,362	14,067	1,010,000	1,578,764	21.69	0.139	0.89	0.262	15.63
1590	花旗環球	137,920	89,076	2,558	42,187	655,000	2,031,095	30.59	0.644	2.08	0.556	31.01
1650	新商瑞銀	487,080	183,672	3,375	254,627	1,265,000	3,162,200	52.28	2.013	8.05	1.965	25.00
2180	亞東	238,985	119,920	13,830	125,504	7,137,143	10,503,144	52.52	0.176	1.19	0.964	14.72
5050	大展	133,698	45,521	7,998	84,694	2,325,836	3,711,798	63.35	0.364	2.28	0.539	15.96
5110	富隆	11,866	18,571	847	-5,856	760,000	573,125	-49.35	-0.077	-1.02	0.048	7.54
5260	大慶	147,237	131,065	14,146	24,218	3,067,560	4,628,879	16.45	0.079	0.52	0.594	15.09
5380	第一金	509,055	376,765	12,135	123,304	6,400,000	6,597,946	24.22	0.193	1.87	2.053	10.31
5850	統一	1,287,566	798,485	34,955	463,292	13,231,191	22,842,121	35.98	0.350	2.03	5.193	17.26
5920	元富	1,181,473	864,087	29,496	322,539	15,604,309	20,513,381	27.30	0.207	1.57	4.765	13.15
6010	華亞	-38,941	41,915	2,910	-77,946	1,137,554	1,808,096	200.16	-0.685	-4.31	-0.157	15.89
6110	台中商銀	25,698	29,461	810	-2,952	1,500,000	1,497,152	-11.49	-0.020	-0.20	0.104	9.98
6160	中國信託	365,365	217,027	13,592	141,295	5,357,140	6,392,255	38.67	0.264	2.21	1.474	11.93
6480	福邦	389,332	129,932	1,789	250,189	2,000,000	2,118,172	64.26	1.251	11.81	1.570	10.59
6530	大眾	362,185	230,674	17,459	133,970	3,777,618	4,856,028	36.99	0.355	2.76	1.461	12.85
6910	德信	75,714	57,600	5,751	23,865	1,375,500	1,383,990	31.52	0.174	1.72	0.305	10.06
7000	兆豐	914,195	636,278	-34,465	215,231	11,600,000	14,405,597	23.54	0.186	1.49	3.687	12.42
7030	致和	18,340	56,222	17,098	-22,150	2,122,836	2,863,771	-120.77	-0.104	-0.77	0.074	13.49
7790	國票綜合	708,339	476,119	79,199	296,689	8,689,640	9,817,772	41.89	0.341	3.02	2.857	11.30

(單位：新台幣仟元)

(三) 證券商經營損益狀況表(103年1-3月)

編號	證券商	收益	支出及費用	營業外損益	稅後淨利	資本	業主權益	獲利率(%)	EPS(元)	ROE(%)	營收佔有(%)	每股淨值(元)
8150	台新	297,289	116,111	873	155,566	2,280,000	2,621,418	52.33	0.682	5.93	1.199	11.50
8440	摩根大通	146,494	118,443	5,851	26,466	1,495,000	3,135,686	18.07	0.177	0.84	0.591	20.97
8450	康和	477,803	396,539	4,187	84,603	6,883,368	7,862,000	17.71	0.123	1.08	1.927	11.42
8560	新光	165,074	97,559	14,175	68,238	1,470,000	2,378,883	41.34	0.464	2.87	0.666	16.18
8700	花旗	55,858	42,572	147	12,069	3,000,000	3,396,072	21.61	0.040	0.36	0.225	11.32
8840	玉山	285,593	235,005	24,446	59,861	3,060,000	3,724,424	20.96	0.196	1.61	1.152	12.17
8880	國泰綜合	469,623	329,642	9,308	132,887	3,982,027	5,206,995	28.30	0.334	2.55	1.894	13.08
8890	大和國泰	64,968	84,550	6,398	-13,320	3,000,000	3,424,789	-20.50	-0.044	-0.39	0.262	11.42
8910	巴克萊	81,443	137,964	273	-46,687	995,386	804,253	-57.32	-0.469	-5.81	0.328	8.08
8960	香港上海匯豐	109,148	69,237	838	33,781	1,000,000	1,176,661	30.95	0.338	2.87	0.440	11.77
9100	群益金鼎	1,405,197	968,280	104,035	480,163	23,690,730	30,564,871	34.17	0.203	1.57	5.668	12.90
9200	凱基	2,173,246	1,855,101	443,702	720,593	45,988,123	68,776,185	33.16	0.157	1.05	8.765	14.96
9300	華南永昌	613,089	468,458	23,086	148,291	8,111,743	11,429,305	24.19	0.183	1.30	2.473	14.09
9600	富邦	1,546,669	1,067,095	114,812	551,400	16,643,550	30,602,837	35.65	0.331	1.80	6.238	18.39
9800	元大寶來	4,126,885	2,837,458	798,718	1,834,739	55,172,835	93,160,146	44.46	0.333	1.97	16.645	16.89
9A00	永豐金	1,579,657	1,113,607	-16,312	375,483	16,212,238	24,274,349	23.77	0.232	1.55	6.371	14.97
1380	台灣東方匯理	208,468	268,338	-6,342	-54,956	220,000	603,004	-26.36	-2.498	-9.11	0.841	27.41
1520	瑞士信貸	446,286	155,030	11,651	251,412	1,135,000	5,493,145	56.33	2.215	4.58	1.800	48.40
1660	港商聯昌	6,052	61,741	465	-55,225	615,000	348,560	-912.51	-0.898	-15.84	0.024	5.67
5320	高橋	36,136	33,546	14,231	13,961	478,555	1,100,201	38.63	0.292	1.27	0.146	22.99
5460	寶盛	3,960	8,326	9,527	5,161	312,000	357,955	130.33	0.165	1.44	0.016	11.47
5600	永興	36,492	41,412	5,631	590	380,000	845,875	1.62	0.016	0.07	0.147	22.26
5660	日進	12,133	11,959	2,007	1,811	203,400	381,523	14.93	0.089	0.47	0.049	18.76
5690	豐興	9,080	7,995	50,604	42,909	280,000	560,614	472.57	1.532	7.65	0.037	20.02
5860	盈溢	7,621	5,359	3,703	4,951	268,438	572,082	64.97	0.184	0.87	0.031	21.31
5870	光隆	13,165	9,272	4,224	6,738	200,000	541,768	51.18	0.337	1.24	0.053	27.09
5960	日茂	20,337	14,948	3,055	7,009	361,538	800,962	34.46	0.194	0.88	0.082	22.15
6210	新百王	5,629	7,390	-933	-2,695	235,400	270,448	-47.88	-0.114	-1.00	0.023	11.49

(單位：新台幣仟元)

(三) 證券商經營損益狀況表(103年1-3月)

編號	證券商	收益	支出及費用	營業外損益	稅後淨利	資本	業主權益	獲利率(%)	EPS(元)	ROE(%)	營收佔有(%)	每股淨值(元)
6380	光 和	31,898	29,325	1,687	3,535	440,783	697,954	11.08	0.080	0.51	0.129	15.83
6450	永 全	24,015	24,387	5,853	4,227	543,422	873,724	17.60	0.078	0.48	0.097	16.08
6460	大 昌	88,939	75,913	7,460	17,046	900,000	1,487,285	19.17	0.189	1.15	0.359	16.53
6620	全 泰	2,179	2,840	304	-357	200,000	104,585	-16.38	-0.018	-0.34	0.009	5.23
6950	福 勝	15,193	16,835	5,638	3,346	255,000	494,269	22.02	0.131	0.68	0.061	19.38
7020	信 富	8,604	7,339	649	1,589	200,000	332,607	18.47	0.079	0.48	0.035	16.63
7070	豐 農	5,816	5,763	1,000	873	200,000	366,625	15.01	0.044	0.24	0.023	18.33
7080	石 橋	7,126	14,059	696	-6,237	250,000	171,301	-87.52	-0.249	-3.64	0.029	6.85
7120	台 安	1,596	3,540	1,469	-475	200,000	85,866	-29.76	-0.024	-0.55	0.006	4.29
7670	金 港	12,842	11,491	1,515	2,334	300,300	422,327	18.17	0.078	0.55	0.052	14.06
7750	北 城	13,752	16,467	1,587	-1,128	239,451	323,405	-8.20	-0.047	-0.35	0.055	13.51
7780	富 星	20,714	18,596	1,740	3,326	368,000	534,716	16.06	0.090	0.62	0.084	14.53
7900	金 豐	5,116	6,523	1,174	-233	238,000	310,229	-4.55	-0.010	-0.08	0.021	13.03
8380	安 泰	22,656	18,545	1,855	4,750	370,000	713,410	20.97	0.128	0.67	0.091	19.28
8490	萬 泰	5,274	6,095	1,289	328	200,000	325,806	6.22	0.016	0.10	0.021	16.29
8520	中 農	9,155	9,896	4,305	2,984	200,000	467,359	32.59	0.149	0.64	0.037	23.37
8660	萬 通	1,751	3,158	161	-1,246	230,000	208,406	-71.16	-0.054	-0.60	0.007	9.06
8710	陽 信	23,600	22,903	528	1,231	502,000	557,046	5.22	0.025	0.22	0.095	11.10
8770	大 鼎	6,241	7,924	-109	-1,793	200,000	250,778	-28.73	-0.090	-0.71	0.025	12.54
8850	鑫 豐	11,495	17,692	31,167	24,971	200,000	333,154	217.23	1.249	7.50	0.046	16.66
8900	法 銀 巴 黎	58,992	51,389	851	8,566	600,000	732,393	14.52	0.143	1.17	0.238	12.21

(單位：新台幣千元)

## 證券公會季刊

---

發行人	簡鴻文
總編輯	莊太平
副總編輯	尤錦芳
編輯委員	翁玉貴 楊錦杯 陳辜信 徐秉群 阮明仁 陳明娟 黃志賢
編輯主任	陳佳欣
執行編輯	曾珮珊
出版者	中華民國證券商業同業公會
地址	台北市復興南路二段268號8樓之2
電話	(02)2737-4721
傳真	(02)2735-0822
網址	<a href="http://www.twsa.org.tw">http://www.twsa.org.tw</a>

---



- 本公會與銀行公會、壽險公會及投信投顧公會於1月7日共同舉辦「金融相挺，創意起飛」高階論壇，共有金融業三百餘人代表出席。



- 本公會於3月10日舉辦「ECFA服務貿易協議座談會」，邀請金融業專家參與座談，與會者均肯定兩岸服貿協議有助我國金融業發展。



- 本公會凝聚會員共識，於3月28日會員代表大會會後召開「透過民主機制儘速審查服貿協議」記者會，並籲請政府儘速與各國洽簽自由貿易協定。

熱誠 · 專業 · 效率 · 創新



中華民國證券商業同業公會

TAIWAN SECURITIES ASSOCIATION

台北市復興南路二段268號8樓之2

TEL: 02-2737-4721 FAX: 02-2735-0822

<http://www.twsa.org.tw>