

中華民國一〇三年十一月出版

證券

103年 第四季 公會季刊

》主題報導

我國資本市場推動跨境合作交易

交易所與國際連結

櫃買中心展現跨境合作成果

全球交易所跨境合作趨勢暨我國期貨市場因應策略

跨境交易發展趨勢下集保結算所扮演之角色

深化我國證券商境外合作交易之芻議

》專題論述

呼籲維持以現行證交稅替代證所稅，取消加徵證所稅

強化證券商整體經營風險控管機制暨落實證券商差異化管理

差價合約於證交所掛牌之可行性研究



- 證交所於 103 年 8 月 22 日舉辦「資本市場合作論壇」，本公會簡理事長擔任與談人，建議台日雙方規劃合作建立跨境連線交易平台。



- 證交所於103年8月25日發表「臺灣高薪100指數」，希望經由被動式投資引導資金投資薪酬較高的上市公司，以鼓勵企業加薪，將獲利回饋員工。



- 本公會榮獲102年度內政部全國性社會暨職業團體工作評鑑特優團體，為連續第12年榮獲優等團體獎，由尤副秘書長代表接受獎牌。

理事長的話

持續的激勵政策和合宜的租稅政策以加倍活絡股市

壹、感謝主管機關持續推動活絡股市措施

自101年3月28日財政部召開財政健全小組會議，並將證所稅列為優先討論議題，投資人就紛紛將資金從台股市場移到房地產市場或海外投資，使台股從101年4月至102年12月出現長達21個月低於1,000億元的窒息量。所幸主管機關陸續推出振興股市方案三支箭，使今年1~7月台股日均值放大到1,260億元，但是好景不常，8月日均值縮減為1,095億元，9月甚至只有956億元，再度回到過去二年的低量。

為了刺激台股量能，主管機關在今年11月3日再度推出活絡股市四項措施，包括：一、資券互抵交易不納融資券限額計算；二、上櫃股票融資比率調高至6成；三、單戶及單股融資券上限放寬；四、舉辦上市櫃業績發表會等。對於金管會刺激股市量能方案，公會及會員公司都樂觀其成，也由衷感謝曾主委有擔當的領導市場蓬勃發展。

貳、在自由經濟示範區擴大推動 OSU 業務

金管會積極推動金融納入自由經濟示範區，就是利用金融業務不易受實體區域限制的特殊性優勢，有計劃地大規模鬆綁法規，以擴大金融機構業務規模。在證券業方面，創設證券商國際證券業務分公司(OSU)機制，開放OSU辦理外幣有價證券及衍生性商品等多項業務。公會請主管機關協調向中央銀行爭取開放多項業務，已在今年10月初獲得中央銀行同意，相信OSU業者將可在初步規模下開始營運，包括：一、同意OSU銷售外幣結構型商品可以連結國內上市櫃個股、股票指數、指數型股票基金；二、取消OSU銷售涉台基金投資台股上限30%的限制；三、OSU銷售外幣結構型商品信用標的交易對象，由境外金融機構擴大到非居民；四、證券商從事即期外匯交易可擴及新台幣對其他外幣。所以，未來境外投資人可運用OSU平台交易連結台股的商品，可望能再為台灣股市增添新的資金動能。

參、建議取消加徵證所稅，或重新檢討證所稅，建立一套與國際接軌的合理稅制！

一、資本市場是經濟的櫥窗，應有妥善的整體產業發展策略

資本市場是資金供給者與需求者的橋樑，協助企業成長，增加政府稅收，提供國民就業，帶動

經濟發展，更讓廣大投資人能分享經濟成長的成果。近十年來，我國資本市場對上市櫃公司的發展有目共睹：上市櫃公司家數從93年的1,163家增加到102年的1,496家、資本額從新台幣5.7兆元成長到7.3兆元、市值從15.1兆元成長到26.8兆元、營收也從10.0兆元成長到29.1兆元；對科技上市櫃公司成長貢獻更為顯著。然而，卻因缺乏整體性的產業發展策略，使我國資本市場卻沒有同步的成長，股票市場日均值由93年的1,094億元減少到102年的934億元、周轉率從177.46%降低到82.64%，市場流動性降低，影響投資人進場意願及企業掛牌籌資意願，也使資本市場促進經濟發展的功能大打折扣。

二、證所稅修法過程爭議不斷，不應拿資本市場做實驗

證所稅自從財政部在101年3月底提出研議以後，各界爭議不斷。當時公會就大聲疾呼，絕對不可貿然實施，否則將會嚴重傷害台灣的資本市場，但仍然在當年7月25日通過了「先求有、再求好」的證所稅課稅制度；監察院因此在102年4月16日就糾正行政院與財政部，指出證所稅造成股市萎縮、資金巨幅外流、證交稅大幅短收、嚴重影響國家財政收入，後於102年7月10日公布修正對自然人課徵證所稅內容為：(一)102年起，對當年度出售興櫃股票數量合計在100張以上者、初次上市櫃(IPO)前取得之股票，於上市櫃以後出售者、出售未上市未上櫃股票者、非中華民國境內居住之個人等四類投資人強制核實課稅；(二)104年起，對當年度股票出售金額在10億元以上者採設算為主、核實為輔課稅。資本市場做為國家經濟的櫥窗，對政策反應敏感，修法復徵證所稅過程草率、論述不足又溝通不良，重創國內資本市場，亦衝擊國家經濟發展；修正法案雖已解決交易市場部分的問題，但未能一次到位，依然阻礙資金流入證券市場。

三、證所稅議題使台股量能萎縮，連帶使經濟成長低迷

101年，國際間受到歐債危機影響，成交金額與前期相比都呈現量縮，當然我國經濟表現也深受國際景氣拖累。102年，各國證券市場在國際資金充沛及美國經濟穩定復甦的帶動下，量能都已經放大，只有台灣成交量仍持續下降。再看96年至101年第一季台股成交量，各月日均成交值大都在1,200~1,800億元之間，即使遭逢國際因素，量能頂多下降一段時間後就快速恢復，例如波及全球的金融海嘯只影響台股6個月的低量(97年9月~98年2月)、歐債危機也只影響台股2個月的低量(100年11~12月)。但101年3月底證所稅議題開始，卻使台股從101年4月至102年12月出現長達21個月低於1,000億元的低量。顯然台股深受復徵證所稅影響，造成成交量萎縮、吸引力不再，資金加速流到海外市場，連帶使民間消費和企業投資雙引擎熄火，經濟成長低迷。我國101年經濟成長率僅有1.48%，102年經濟成長率也只有2.09%。

四、台灣資本市場稅負制度不合理，造成資金嚴重外移

我國股市相關稅、費負擔重，高明的課稅應該像是「拔鵝毛」，但稅、費負擔卻沉重的像「拿針筒抽血」，每當政府稅收不足，就會對資本市場加稅。投資人除了0.3%



的證交稅(已含證所稅)，還要將股利所得併入綜合所得稅(最高稅率40%)申報，102年起又要求IPO及興櫃交易等四類投資人核實申報證所稅，104年起還有證所稅大戶條款、股利所得綜合所得稅率提高到45%、股利稅額扣抵減半，稅、費負擔較其他大中華證券市場沉重的多。其中，大戶不管有沒有賺錢都要被加徵0.1%的證所稅，感覺像是處罰條款，大戶因不被尊重而退場，不論主管機關釋出的振興方案，仍只能治標不治本，大戶資金都不願回到台股市場投資。相較於大中華市場，新加坡、香港及中國大陸不課證所稅，也沒有證交稅，只課徵印花稅，且比例甚低；大陸課徵0.1%的印花稅、香港及新加坡課徵0.2%的印花稅，且新加坡如透過集保電子交割者免課；其他稅、費也僅有大陸對股利所得稅就源扣繳10%。如以台股估計103年度日均量1,150億元為基礎，估算各市場投資人每年的稅、費負擔，台灣投資人須繳納3,064億元、大陸1,336億元、香港633億元、新加坡僅有302億元，如此不合理的稅負制度逼迫國內資金加速移出到香港、新加坡及中國大陸等國家投資，使得台股市場在亞洲市場的排名逐年退步。

五、本公會提出「證所稅影響評估報告」，籲請政府以活絡股市、振興經濟發展為重

證所稅影響投資人心理因素已經發酵，自今年8月起，投資人憂慮收手，台灣股市成交量大幅縮減，投資人紛紛向證券商、公會和立法委員反映，希望能徹底廢除證所稅，曾主委於是在9月底交請公會仔細研究，以具體數據為基礎，在1個月內提出完整『證所稅影響評估報告』。本公會已經從各面向提出完整報告供各界參考，希望這些數據資料，可以讓財政部及立法院深切了解我國因復徵證所稅造成對資本市場傷害的程度。

本公會在此呼籲：請政府及立委諸公應以活絡股市、振興經濟發展為重，正視這些復徵證所稅後所帶來的台灣資本市場的嚴重警訊，即時亡羊補牢，因為我們的市場已在加速萎縮中，我們已經沒有再耗下去的本錢。籲請儘快取消加徵證所稅，維持以現行證交稅替代證所稅；或重新檢討證所稅，建立一套與國際接軌的合理稅制！

目 錄

CONTENTS

I	理事長的話
	壹、主題報導
	我國資本市場推動跨境合作交易
03	交易所與國際連結……林火燈
11	櫃買中心展現跨境合作成果……李啓賢
17	全球交易所跨境合作趨勢暨我國期貨市場因應策略……邱文昌
24	跨境交易發展趨勢下集保結算所扮演之角色……林修銘
30	深化我國證券商境外合作交易之芻議……婁天威、洪瑞成、陳健職
	貳、專題論述
41	呼籲維持以現行證交稅替代證所稅，取消加徵證所稅……證券公會
45	強化證券商整體經營風險控管機制暨落實證券商差異化管理……張瑋琄
49	差價合約於證交所掛牌之可行性研究……周行一、徐政義、陳虹伶
	參、業務報導
59	一、本公會建議獲致採行事項
63	二、本公會研議中重要事項
67	三、本公會其他業務活動
68	四、證券商與業務人員業務缺失一覽表
	肆、證券市場紀要
70	一、國內證券市場紀要
74	二、國外證券市場紀要
	伍、統計資料
75	一、證券商受託買賣外國有價證券業務統計
79	二、承銷業務統計
83	三、證券商經營損益統計

我國資本市場推動跨境合作交易

在全球化的趨勢下，國際間的資金快速的流通，已無國與國的界線。統計我國2013年全年投資人透過證券商複委託購買外國有價證券金額高達1兆元，若能有效與其他市場進行跨境合作交易，將可留住國內的投資人與資金，進而增加證券商為客戶辦理財富管理的機會。本次季刊即邀請國內交易所、結算機構與學者專家說明我國資本市場建置跨境合作交易的發展策略，期能參與區域整合、開發跨境商機。

臺灣證券交易所林火燈總經理指出交易所與國際連結可為我國市場投資人提供新的投資管道、創造更經濟、更具效率之投資模式，節省交易成本及時間，多元化個人資產配置，並降低投資人跨國投資可能之風險。證交所目前與新交所洽談跨境合作事宜，以簡化作業流程、維持現行制度為兩大原則，兩地各自於集中市場設立特殊目的機構(SPV)，供投資人更加便利地買賣對方市場的股票。

證券櫃檯買賣中心李啓賢總經理說明櫃買中心配合主管機關的金融業進口替代方案，持續推動國際債券在櫃買中心及其他資本市場雙(多)方掛牌、交易，吸引國際發行人及投資人參與我國國際債券市場，另一方面，也積極建構多功能和多層次的全方位交易所，從「上櫃」、「興櫃」、「創櫃板」，到「創業集資資訊揭露專區」，提供良善輔導，協助中小企業及微型企業順利地從資本市場籌資。

臺灣期貨交易所邱文昌總經理以我國期貨交易所與歐洲期貨交易所(Eurex)的合作為例，說明將我國交易量最活絡的臺股指數期貨與臺股指數選擇權以Link模式在Eurex上市交易，將臺股指數期貨及選擇權於台灣收盤後接續在歐洲交易，藉由其交易平台延長交易時間，而於台灣盤後國際重大事件發生時，能提供盤後交易之避險管道予投資人，以滿足交易人需求；進而提昇我國期貨市場國際化程度與競爭力。

臺灣集保結算所林修銘總經理則提出投資人買賣外國有價證券後，對有價證券之保管、交割、帳務處理、發行公司召開股東會時間、配股配息及現金增資之股務資訊取得等後台相關事務，都需要由集保機構協助提供帳務及股務作業服務，以確保投資人權益，因此，就相關後台帳務架構、跨境交割保管作業及股務處理進行探討，以維持市場順利運作及健全發展，並維護投資人權益。

最後，由中國文化大學財務金融系婁天威副教授、洪瑞成副教授及醒吾科技大學財務金融系陳健職助理教授介紹深化我國證券商境外合作交易之內涵、特質、營運策略、合作市場及對象，再者分析境外合作交易可能面臨的質疑、成功關鍵因素與相關配套措施，以及詳析境外合作交易之劃時代意義與預期效益，期望我國證券商提供國內投資人與境外投資人在國內享受更優質的金融服務，並提升產業競爭力。

交易所與國際連結

■ 林火燈

隨著資訊科技進步及法規的鬆綁，各國市場逐漸開放，資金移動亦逐漸消弭地域限制，投資人為了投資多元化、風險分散、避險、套利等因素，進行跨國投資；另一方面，企業面臨此股風潮，亦逐漸由所在地上市掛牌籌資，進而轉進其他國家進行第一上市、第二上市，以籌措企業營運發展所需資金。

世界各主要交易所，如紐約證券交易所、那斯達克交易所、倫敦交易所、香港交易所及新加坡交易所等，面臨此股資金移動及企業籌資方式變動風潮，也紛紛由傳統交易所業務進行蛻變，積極與其他交易所進行跨境合作，提供更佳的上市掛牌及交易等服務，如何協助境外投資人以更有效率及更低廉的成本參與其資本市場，成為全球交易所在國際化浪潮中相互競爭的重要課題。

壹、資金無國界

一、國際趨勢

由於科技革新突破了交易時間和地域限制，加上各國法規鬆綁打破了資金流動限制和交易所獨佔地位，全球資金移動不再為地域所囿，各國交易所為了擴大版圖或提升影響力，或採取跨境業務合作的方式，如跨國連線或交易平台、指數合編或授權、商品相互掛牌、跨境上市、合作開發商品、輸出資訊技術或交易系統等，或採取合資、參股、國內外整併等策略投資結盟，以因應資本市場全球化時代的來臨。

以跨國連線或交易平台為例，2010年新交所與Nasdaq OMX合作推出Global Quote交易平台，交易中國大陸和亞洲著名企業之美國存託憑證；2011年智利、秘魯、哥倫比亞等拉美國家以不合併但一體化的方式成立拉美綜合市場交易所(MILA)，成為拉美地區僅次於巴西的第2大交易所，墨西哥預計

2014年加入；2012年由新加坡主導東協各國成立共同交易平台(ASEAN Trading Link)，馬來西亞、新加坡及泰國已成功連線，越南、菲律賓、印尼的證交所也將陸續加入；至於近期港交所與上海證券交易所合作的「滬港通」，最快也將於今(2014)年10月實現……，臺灣證券交易所(下稱「證交所」)如何在國際競爭的洪流中，以多元方式強化國際連結、避免邊緣化並取得優勢，是值得深思的課題。

國際關係之建構並非一蹴可幾，必須做好整體規劃、循序推展。證交所歷來除積極參與IOSCO、WFE及AOSEF等國際組織和其他國際性會議，與國際交易所簽訂合作備忘錄(MOU)，並進行參訪、業務交流及經驗分享外，最近力圖使國際連結突破表面層次，建立互補互惠之實質關係，以利推動跨境合作，規劃進行中的「台新跨境交易」即為一例，未來可依此模式之成功經驗，作為與其他交易所合作之基石。

二、國內現況

根據統計，2013年全年我國投資人透過證券商複委託購買海外證券金額高達新台幣1兆元，直接匯出購買海外商品更高達372億美元，兩項合計超過新台幣2兆元。表一列示2013年台灣投資人透過複委託方式投資海外地區金額及比率，目前我國複委託業務主要還是集中於盧森堡、美國及香港地區。其中，除盧森堡係為多數基金註冊地外，依國人交易習慣，顯仍偏好美國市場及香港市場。

表一 2013年台灣投資人透過複委託方式投資
海外地區金額及比率表

交易地區	成交金額(億元)	比率
盧森堡	3,982.45	37.90%
美國	3,515.38	33.46%
香港	2,244.65	21.36%
英國	180.97	1.72%
日本	151.41	1.44%
愛爾蘭	121.25	1.15%
歐洲其他地區	94.93	0.90%
亞洲其他地區	52.86	0.50%
韓國	44.39	0.42%
澳洲	41.59	0.40%
德國	32.95	0.31%
新加坡	28.91	0.28%
加拿大	8.81	0.08%
大陸	5.94	0.06%
紐西蘭	0.00	0.00%
總計	10,506.48	

資料來源：中華民國證券商業同業公會(截至2013/12/31止)

再就複委託投資的海外商品類型及金額來看(表二)、複委託交易商品主要集中於股票、ETF及境外

基金，至從事複委託交易的投資人則以專業機構投資人及非專業投資人為主(表三)。

表二 2013年台灣投資人透過複委託方式投資
海外商品金額及比率表

商品類型	成交金額 (億元)	比率
股票	3,666.85	34.90%
債券	361.96	3.45%
境外結構型商品	42.00	0.40%
ETF	1,564.10	14.89%
境外基金	4,809.85	45.78%
認股憑證	7.60	0.07%
存託憑證	53.36	0.51%
其他有價證券	0.75	0.01%
總計	10,506.48	

資料來源：中華民國證券商業同業公會(截至2013/12/31止)

表三 2013年台灣複委託投資人類別投資海外
地區金額及比率表

投資人型態	成交金額 (億元)	比率
非專業投資人	4,181.33	39.80%
專業投資人	832.58	7.92%
專業機構投資人	5,492.57	52.28%
總計	10,506.48	

資料來源：中華民國證券商業同業公會(截至2013/12/31止)

另就外國投資人投資本國集中市場股票概況觀之(表四)，目前投資我市場資金最大的國家是美國，而歐洲各國及英國則分別為二、三名，歐洲各國中英國單獨列示，是因為英國有許多附屬島嶼，且包含有著名之免稅天堂，例如：英屬維京群島、英屬開曼群島及英國澤西島等，有許多基金或

公司(甚至是國人前往設立的公司)為規避母國相關稅賦，均設立於前述地區，因此英國的外資投資比重，會較一般歐洲國家為高，而加計外資投資前三大地區美國、歐洲及英國，其投資金額即占所有外資近八成(加拿大亦可算是歐美地區，加計加拿大則近五年均超過八成)，故投資台股的外資大多數資金是來自於歐美地區。

表四 外資投資台灣上市股票比重表

國別	比率	國別	比率
美國	36.41%	紐澳	1.62%
歐洲各國	21.92%	日本	1.40%
英國	18.89%	科威特	0.67%
新加坡	6.56%	馬來西亞	0.79%
沙烏地阿拉伯	3.54%	南韓	0.64%
阿拉伯聯合大公國	2.75%	薩摩亞群島	0.28%
加拿大	2.13%	其他	0.40%
港澳地區	2.02%		

資料來源：證交所外資統計資料(截至2013/12/31止)

綜上，全球資本市場無國界，投資人跨境投資或是企業跨境籌資已為常態，倘能針對國人投資海外商品之喜好，於國內打造連結國際市場之交易平台或引進國外優質商品前來我國掛牌，將可滿足大眾多元投資工具運用及資產配置之需求，並降低交易成本，另一方面證交所雖無法提供在台灣的所有投資人所有喜好的產品在這裡上架，但應可以協助他們在投資境外商品時更為方便、有效而成本也可以降低，這也就是目前全球競爭白熱化下，國外各主要交易所紛紛透過相互掛牌、委託單轉送(Order Routing)、跨境交易及合併等國際合作方式進行策

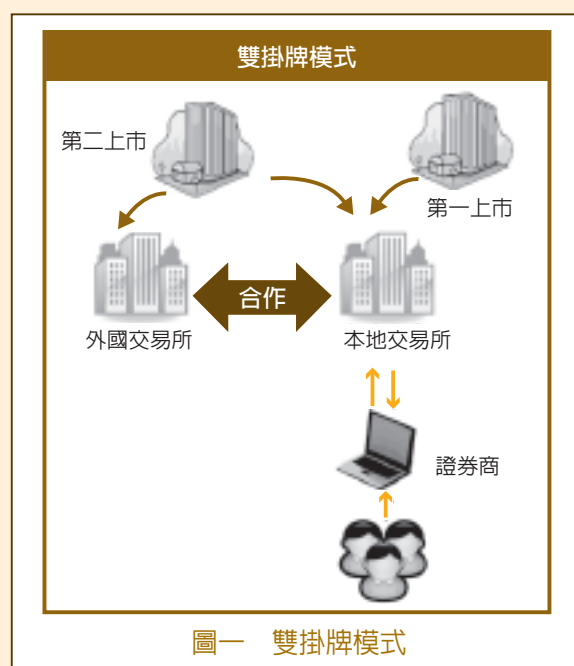
略聯盟，透過雙方共同行銷，開拓新客源、擴大規模，並汲取彼此發展經驗、創造綜效、提昇競爭力，所形成的全球交易所產業發展趨勢。

貳、交易所的國際連結

一、跨境合作的模式

跨境合作的定義，不同的人有不同的看法，謹依過去的經驗分析以下五種模式。

(一) 雙掛牌模式(圖一)：

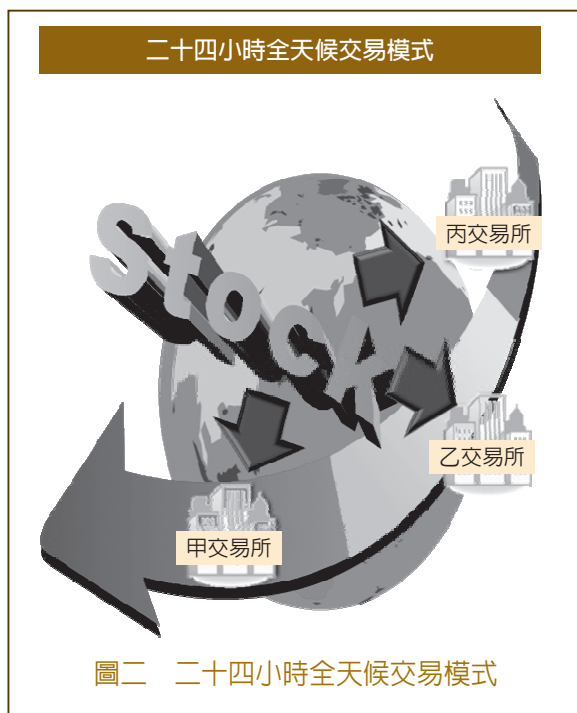


一家公司在兩個交易所掛牌上市，對國內的經紀商及投資人而言，購買於本地上市的外國企業股票，其交易、結算方式均與購買本國企業股票相同，不會有額外的成本，惟此模式應考慮到上市規定、資訊揭露及公平對待所有股東等議題。

如馬來西亞國有企業綜合保健控股公司(Integrated Healthcare Holdings, IHH) 2011年7月25日於吉隆坡交易所第一上市(Primary listing)，同時也在新交所第二上市(Secondary listing)，以尋求

更好的評價、更高的流動性及吸引更多外資。而臺灣存託憑證(Taiwan Depositary Receipt, TDR)係企業原股已在國外上市，另在台灣申請以存託憑證掛牌、進行募資，TDR與原股的資訊須同步、即時揭露，此亦涉及雙方交易所的監理通報機制及投資人保護措施是否有效建置。

(二) 二十四小時全天候交易模式(圖二)：

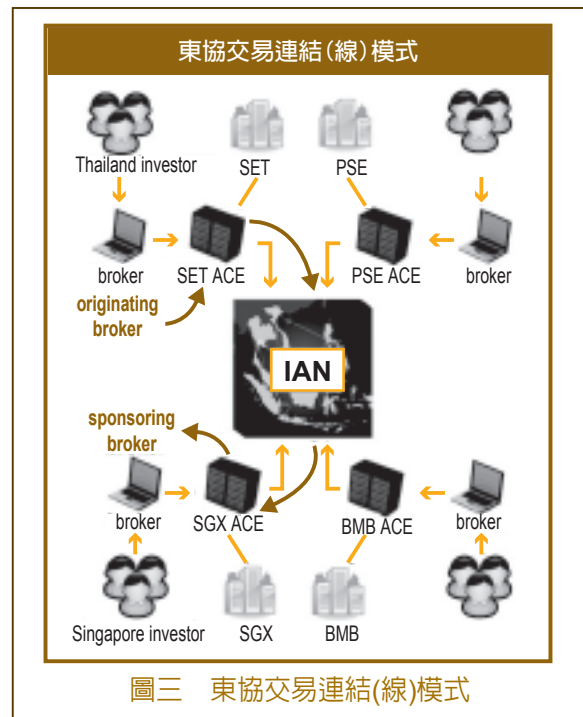


此非指一檔股票在同一個交易所24小時交易，或是交易所24小時營業都不休息，而是指透過交易所的彼此合作，同一檔股票可在同一天(24小時)內連續在不同時區的交易所交易。此種模式需在對方開設集保(CSD)帳戶以確保交易機制有效銜接，可能會有開戶成本較高等問題。

舉例而言，證交所與倫交所洽談，倫敦的FTSE100股票到我市場掛牌，我國的臺灣50股票至倫敦掛牌，且在每日最終交易結束後，再將尚未成交之部位傳送至對方之交易所，以期增加流動性。

英國的集中結算機構須至我國市場集保結算所開證券保管戶，而集保結算所亦至英國開立集中保管帳戶，為彼此互相掛牌之股票進行結算。彼此的股票在對方市場交易，應完全遵守對方市場之規定，市場監管則由各自交易所負責。

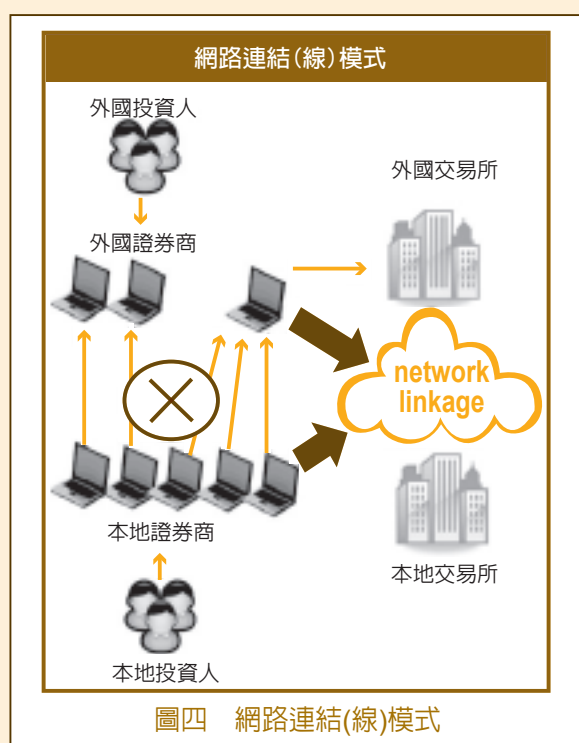
(三) 東協交易連結(線)模式(圖三)：



委託單在東協國家的交易所間繞送，本地經紀商OB(Originating Brokers為欲執行交易之買方)下單係透過本地交易所經由ACE 閘道(Asean Common Exchange Gateway)傳送ASEAN平台伺服器(The Intra-ASEAN Network, IAN)轉委託單至對手交易所，SB(Sponsoring Brokers為目標國家交易所之執行方)會同時接收到委託單複本，待對手交易所完成交易執行後，由SB負責後續與OB之結算交割作業(OB視為SB的客戶，考量交易風險，OB與SB之間須簽訂並控管每日交割部位之額度)。東協交易連結網絡是個成功的案例，目的在促進東協

發展成為一種可投資的單一資產類別，並增加交易所商品的流動性，便利投資人經由單一存取點進行東協轄內的跨境交易，但須考量結算費用較高的問題。

(四) 網路連結(線)模式(圖四)：

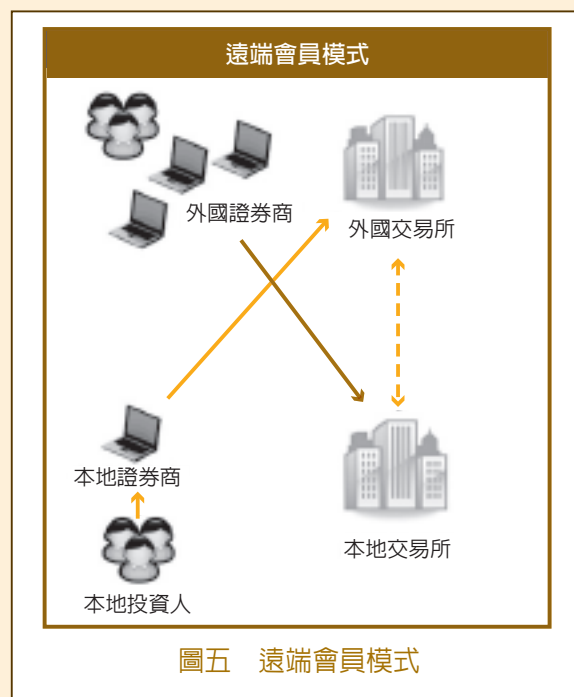


兩個交易所透過路由設定建立連結網路，證券商可直接透過該連結網路下單，無需再委請境外上手證券商協助下單，可減少兩端證券商間複雜又高成本的交易連結，除降低交易對手風險外，並可加速跨國交易。雖然法規與證券商端設備毋須改變，但須交易所彼此有建立連結網路的意願。此模式將降低證券商間的連線成本，為投資人提升交易的效率；結算交割的責任仍由證券商負擔。

證交所過去曾與紐約證交所討論，在兩家交易所之間建立一個樞紐(hub)，使得台、美的證券商能夠透過它快速完成跨境下單，如果樞紐建立後，我國證券商即可透過與證交所的既有連線下單，而不

需要與美國的眾多證券商個別建立連線。

(五) 遠端會員模式(圖五)：



本地證券商可成為他國交易所的會員並遵守他國市場的相關法規規定，本地投資人即可透過本地證券商直接下單至他國交易所買賣於他國交易所掛牌之商品。對經紀商而言，可以減少支付給中介機構的費用，但有關遠端會員資格的認可及對其法規遵循的要求必須審慎。

如2010年11月東京證券交易所宣布，只要獲得香港證監會核發牌照，且符合日本「金融商品交易法」相關條文規定之香港證券商，將無須於日本設立辦事處，都可向東證所申請成為市場參與者，並於境外直接參與東證所的交易活動，而香港證監會亦依「證券及期貨條例」規定公告東證所成為香港在境外「自動化交易服務」的提供者之一，如此香港投資人即可直接於香港證券商下單交易日本東證所之商品，毋須再透過複委託予日本當地證券商之

方式。

跨境合作並無一標準模式可尋，但不論採取何種模式，都需考量到：市場結構、法律架構、投資人偏好和交易所的意願等問題。不過跨境合作，都可看出他們最大的共通好處，是能為投資帶來效益和降低交易成本。

二、跨境合作的預期效益

跨境合作應以簡化相關交易流程，協助證券商降低作業成本及便利投資人買賣海外股票為原則。從各利害關係人的角度來看，預期的效益如下：

- 投資人：滿足國際化投資的需求、增加跨境投資便利性、降低跨境交易風險及複雜度。
- 證券商：降低營運成本、降低交割風險、增進交易便利性、提升業務收益、增加參與國際金融市場機會。
- 證交所：業務多元化、增加跨國合作機會。
- 資本市場：提升國際市場能見度、擴大市場規模、增加國際競爭力。

參、台新跨境交易規劃

一、緣由

新交所早於2004年與證交所洽談跨境合作事宜，並於同年12月與我方簽訂MOU，今年4月李董事長訪問新交所時，雙方再度就跨境合作進行洽談，希望強化證交所與全球主要交易所的實質合作關係，提升我國證券市場國際化程度及全球競爭力，嗣於今年9月10日雙方簽訂合作意向書(Letter of Intent, LOI)，正式啟動台新跨境連線交易合作案，雙方旋即籌組專案小組，分工從事包括專案整體時規劃及控管、跨境交易結算交割業務架構及流

程、行情(market data)及資訊(IT)架構、SPV設置及證券商參與、風險管理及法令修訂及遵循等規劃項目及工作。

目前交易所跨境合作已為主流趨勢，台新市場因產業特性、投資人屬性不同，具有市場互補性，透過本合作案，應可協助台新雙方投資人進行全球資金布局，協助企業有效籌資，擴大市場規模，達成雙贏局面。

二、規劃原則

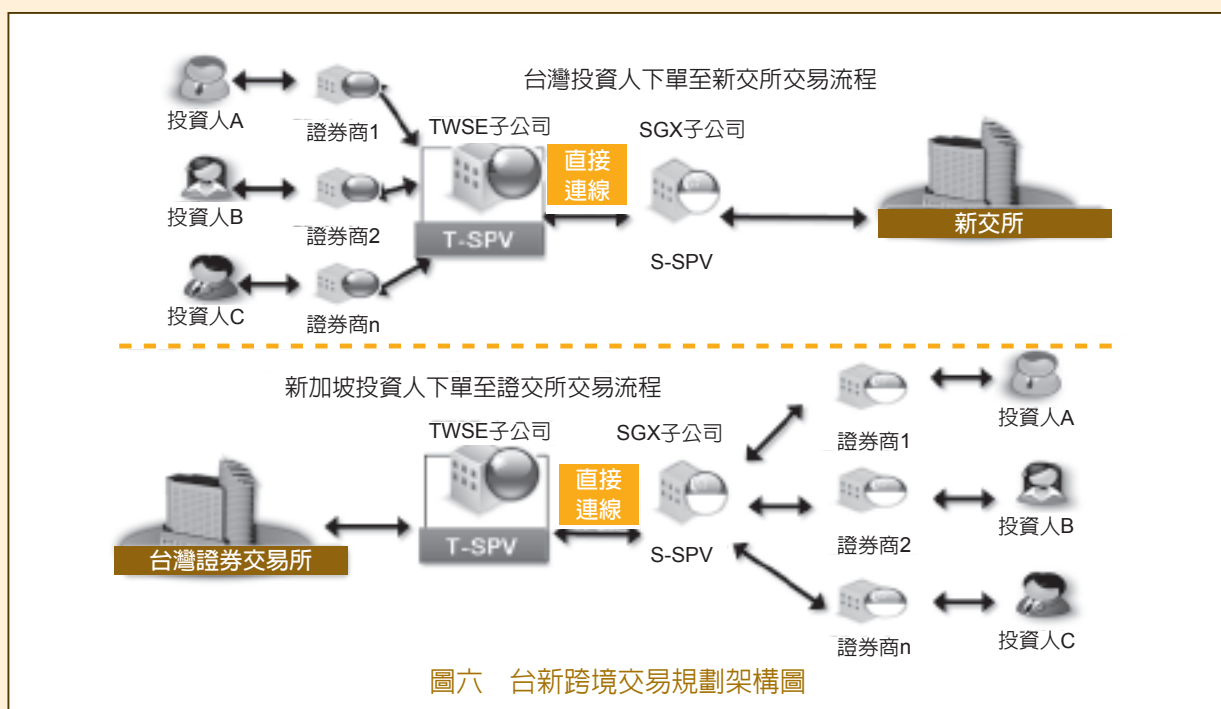
推動台新跨境交易，係為增加投資人買賣外國股票便利性、降低證券商作業成本及擴大資本市場規模，因此本案規劃以兩大原則為基軸，茲敘明如下：

(一) 簡化作業流程、降低作業成本

現行證券商辦理受託買賣外國有價證券業務，須自行洽詢國外上手機構，協助該證券商將委託轉送至國外交易所，並辦理後續結算交割作業；此外，國內證券商尚需洽詢國外保銀機構協助處理交割款券及保管事宜、後續股務處理作業等等，因此辦理此項業務之證券商，須具備國際化人才及投入相關資金設備，包括資訊系統建置、國外連線費用及連接境外行情資訊等等，對於中小型證券商辦理此項業務有一定難度，因此推動台新跨境交易，由證交所與新交所共同研議如何簡化雙方交易、結算、交割、保管及股務等作業流程，讓更多證券商可推動此項業務外，亦可因流程簡化進而降低證券商作業成本。

(二) 維持各自集中交易市場制度

為降低開放台新跨境交易對各自市場相關制度的影響，各自集中市場儘量維持目前之上市、交易、結算交割制度不變，以避免同一集中交易市場



有兩套不同制度，產生交易不公之現象。

因此就目前台新雙方集中交易市場制度，包括上市、交易、結算交割等制度將朝維持現行規範為原則，規劃台新跨境交易架構及相關規範作業。

三、交易架構

為符合前述原則，擬由證交所和新交所各自於本地集中市場設立特殊目的機構(Special Purpose Vehicle，以下簡稱SPV)，亦即台灣的投資人委託台灣當地證券商，經由證交所於台灣設立之SPV(以下簡稱T-SPV)，傳送買賣委託資料給新交所設立之SPV(以下簡稱S-SPV)，由S-SPV向新交所進行買賣委託申報，買賣規定範圍內的新交所上市的股票；新加坡的投資人委託新加坡當地證券商，經由S-SPV，傳送買賣委託資料給T-SPV，由T-SPV向證交所進行買賣委託申報，買賣規定範圍內的證交所上市的股票。這又是另一種跨境合作模式，係於

「簡化作業流程、維持現行制度」前提下所提具之初步構想，尚未經雙方最後確認。交易架構圖如圖六：

台灣投資人買賣成交後，台灣受託證券商透過T-SPV辦理結算交割作業，再由T-SPV向S-SPV辦理結算交割作業，最後由S-SPV向新交所辦理結算交割作業；新加坡投資人買賣成交後，新加坡受託證券商透過S-SPV辦理結算交割作業，再由S-SPV向T-SPV辦理結算交割作業，最後由T-SPV向證交所辦理結算交割作業。

另為簡化買賣外國股票帳務登載及後續股務處理作業，證交所擬委請集保結算所協助辦理國內投資人買賣新加坡股票之帳務登載作業，讓國內投資人可查詢現行持有之新加坡股票部位；另外，針對新加坡股票之股務作業，包括除權、增資及減資等投資人持有部位變化，亦請集保結算協助處理。

台新各自成立之SPV，就對方市場而言，係以境外專業機構投資人身分(FINI)，於對方之SPV開立交易帳戶，故仍遵循當地市場對於FINI之管理規範。且因SPV係以FINI身分進入對方市場，故相關上市、交易、結算交割等制度，仍依循各自市場規範辦理，各自集中交易市場不因台新跨境交易而有差異化管理，對於彼此市場之衝擊應可降低。

四、小結

台新跨境交易如能實施，應可擴大我國證券市場整體規模，流通證券進而活絡經濟，而設立SPV乃台新跨境交易能否順利實施之重要因素，故賦予SPV設置、經營及監理之彈性至關重要，期主管機關同意由證交所設立SPV作為我國投資人買賣新交所股票之入口，未來更可循此模式，與其他交易所進行跨境連結。

肆、結語

國際連結可為我國市場投資人提供新的投資管道、創造更經濟、更具效率之投資模式，節省交易成本及時間，多元化個人資產配置，並降低投資人跨國投資可能之風險。另一方面跨境交易平台之建立，將可使該平台之上市公司或商品得以受到廣大境外投資人的注目，吸引更多的外資參與及更多優

質企業前來掛牌，增加市場流動性，進而提升我國證券市場之國際化及能見度，我國證券商亦能受惠於資金活絡及國人國際投資需求所帶來之商機。

跨境合作需考量的前提主要有二：一是要有體制健全的市場才能合作，例如有監理機制完備的市場；二是要有良好的架構才能談合作細節。跨境合作的好處包括：資本流動對國內投資帶來正面的影響、增強宏觀經濟範疇、提高金融的效率、降低仲介過程的成本，甚至藉由經濟合作帶動國家間的政治合作等。至於可能遇到的阻力則有法規制度不盡相同需進行調和、資訊系統的介接、外匯管制、資訊揭露成本、稅務及結算交割安全等問題應解決，並須建立風險監管等配套措施。

為提供國人更優質的投資環境，並在經營環境改變的國際潮流中開創新局，台灣資本市場需更積極向外拓展，建立國際連結只是方法之一，希望能在公正、有序的交易環境中，落實投資人保護，同時爭取國際合作、策略結盟，以壯大市場規模、提升國際競爭力。

作者為臺灣證券交易所總經理

櫃買中心展現跨境合作成果

■ 李啓賢

為協助證券商全球布局，尤其是參與亞洲區域市場金融業的跨境競爭，金管會近期研議修正多項規定，包括開放證券商設立國際證券業務分公司(OSU)、放寬證券商海外轉投資限制等，以提升證券商的國際競爭力，掌握金融服務全球化浪潮的拓展契機。本文以交易所的角度出發，探討交易所跨境合作的發展方向，列舉國內外在跨境合作上的案例，做為未來我國在跨境合作上繼續努力的參考，以增進我國在區域性資本市場的國際參與，擴大證券商的經營利基。同時，經由推動多層次籌資市場，突顯我國資本市場的特色，持續提升交易服務與商品多元性，吸引投資人回流，促進證券業務繁榮發展。

壹、前言

過去二十年來，全球化發展加速了各區域經濟體整合，歐盟、北美自由貿易協定、東協等陸續成立，同時關稅壁壘取消、外匯管制放寬、資本流動鬆綁，也帶動跨區域跨市場的資本移動，投資交易不再侷限於在地市場與交易所，投資人的資金走向全球移動，找尋有吸引力的市場與商品，追逐績效更優越的投資機會。

同一段時間，美國實施的「全美市場體系修正法案(REG NMS)」與歐盟實施「金融市場工具指令(MiFID)」等開放措施，降低跨區域交易的障礙，打破交易所長久以來因為地域限制而享有的自然壟斷。世界金融與資本市場邁向一體化的發展，加上電子科技的進步，大幅降低跨境交易的障礙與成本。

另外，由於投資不再存在地域藩籬限制，資本市場跨區競爭也因此更加激烈。潛在競爭對手的增加，衝擊了交易所主要收入來源的市場交易業務，

也促使交易所不得不正面迎向國際金融環境的競爭壓力，除了藉擴張業務規模來保持競爭力外，也必須透過跨境跨市場的合作引進特色商品，提供市場多元豐富的投資選擇，不僅讓證券業者有更多業務空間，也進一步滿足了投資大眾配置資產報酬與調節風險的需求。

貳、資本市場跨境合作的發展

一、購併

2010年以前，許多交易所為加速整合時程，期望能創造規模經濟，快速豐富金融商品序列、擴大客群範圍，嘗試以購併方式擴張版圖，來回應投資人視野國際化、資本市場全球化的挑戰。除了許多發生在本地境內的橫向與縱向的購併案例外，也有跨洲大型購併案例的產生，最具代表性為：

(一) 美國NASDAQ 收購北歐OM及相關交易所，一舉將北歐的瑞典、芬蘭、丹麥和波羅的海三小國的交易所納入成為NASDAQ OMX集團。

(二) 美國NYSE與泛歐Euronext合併，組成NYSE Euronext集團，將市場業務範圍從美國拓展至法國、比利時、荷蘭、葡萄牙與英國等地。

然而2010年後的跨國大型購併案，例如倫敦(LSE)與多倫多證交所(TMX)、新加坡(SGX)與澳洲交易所(ASX)、德國交易所與NYSE Euronext的購併協商，不論從歐美或亞太地區發動，多以破局收場，僅有2013年底美國境內的洲際交易所(ICE)購併NYSE Euronext的成功大案。歸究其中的原因，最主要是跨國或大型交易所集團間的購併，往往受到在地政府當局與外界的嚴格檢驗，包括購併對當地金融地位的影響和交易所自主性的衝擊，金融事業營運本部外移產生金融人才外流、失業人口增加、影響當地稅收等負面因素，都被放大檢視，增加了購併的難度。

至於亞太地區交易所的整併，又格外困難。因亞太地區語言、文化、貨幣種類繁多，交易與結算系統繁複，整合障礙極高。加上亞太地區交易所股份上市公開交易案例很少，且各國政府對交易所營運多嚴密管制，交易所股權移轉不容易，因此除了新加坡、澳洲、香港等較為開放的市場，各國對於交易所整併或策略性參股的態度相對保守謹慎。

二、輸出平台系統與技術合作

推廣平台系統與技術服務，除了可為交易所創造收入，更能藉此參與制定或改變導入市場的交易所的系統規格與市場機制，提高對導入地市場的影響力，提升交易所本身的國際地位。

平台系統輸出與技術合作的知名案例包括：NASDAQ OMX將平台系統與技術(包括交易、結算、監視、風控…等)推廣到亞太和中東地區，ICE

NYSE Euronext與盧森堡交易所、亞太地區和中東部分國家進行技術合作，倫敦證交所將業務模式或系統技術推廣到日本與蒙古，韓國交易所也協助東南亞及中亞等地區的新興國家升級交易系統與資訊服務。除了增進國際影響力，技術輸出也為交易所帶來可觀的營收，包括如NASDAQ OMX之部分大型交易所的平台系統服務與業務顧問收入，已經超越交易所的傳統證券掛牌與市場交易收入，成為交易所收入的重要支柱之一。

三、跨市場合作引進特色商品

因應投資大眾資金配置全球市場的需要，交易所積極引進國外特色商品，投資商品跨交易所掛牌交易蔚為風潮，例如引進海外優質企業股票或指數關聯商品等在當地第二上市，不僅可提供投資人更方便的交易途徑選擇，也可為國內證券業者創造在地提供國際投資服務的業務機會，鞏固客源與金流。

目前交易所間互掛的證券以ETF為主要型式，可方便投資人依國際資訊廠商或網路上的即時報價進行交易，部位的運用與調整更靈活。像是NASDAQ OMX與中國基金管理公司合作，在上海證交所推出以美國科技股為標的的納斯達克100指數ETF，就是一個很好的例子。另外新加坡交易所引在引進ETF方面的表現也十分積極，除了引進歐美市場熱門的ETF外，也和亞太地區交易所合作，在新加坡交易所提供不少以亞洲各國指數為標的的ETF，不僅方便在地投資大眾交易，也吸引國際投資人赴SGX市場投資交易。

另外，在衍生性商品的跨境掛牌上，韓國交易所與歐美資本市場合作，將其KOSPI指數期貨跨境

掛至美國芝加哥商業交易所(CME)，以及將KOSPI選擇權跨境掛至歐洲Eurex交易，提供KOSPI指數衍生性商品二十四小時在全球交易。

除了證券直接跨境上市，交易所透過參與或協助跨國跨市指數的合作編製，或是以不同區域的指標ETF作為基準指標的組合基金(fund of funds)，同樣能提供投資人靈活配置的投資工具。因此，交易所市場或交易所間的合作，進而引進或開發特色商品或其組合，不僅可增進交易所本身對境內外投資人提供的投資選擇，也有助於豐富當地證券商或投信業者提供的國際化商品內容，穩固客戶。

四、交易平台互聯

跨交易所引進特色商品，或是跨境第二上市交易，是有益於增進在地投資大眾的操作選擇，但是境外企業發行的證券一旦跨境上市，其衍生第二上市前重新審核、上市後企業監管，以及重要訊息揭露與即時掌握諸多問題，常常造成企業、證券商、中介機構產生額外的法遵成本，甚至交易所也承擔了相當的監理成本與難度。考量到這些問題，許多市場或交易所間開始尋求市場合作，推動市場連結並共享優質掛牌標的，同時推進協同監理、分享訊息，進而發展出交易平台的跨境「互聯」，代替個別證券跨市場的「互掛」。

其中較具代表性的案，有新加坡交易所主導的「東協交易所連結(ASEAN Exchanges)」，由新加坡、馬來西亞、泰國、印尼、越南、菲律賓等六個國家(其中越南有河內、胡志明市二個交易所，共計七個交易所進行連線)，採用SunGuard的系統技術，建立委託單轉送系統，目的在使證券商方便參與區域內各交易所間跨境委託交易，未來投資人

只要開一個帳戶，就可在東協7個交易所買賣6國股票。目前台灣證券交易所也在與新加坡交易所洽商「台新通」連結的可行性。

另外香港交易所經多年努力後，將在2014年10月啟動的「滬港通」，正式建立大陸上海證交所與香港交易所兩市場間的交易及結算互聯互通機制，讓大陸及香港兩地投資人可透過「滬港通」的平台互聯與交易結算互通的機制下，利用原有證券帳戶直接下單，買賣對方市場的合規股票。目前開放的合規標的股票範圍，包括大部分的A股及恆生指數的成分股與H股等。至於對掛牌企業的監管與公司訊息披露之規範，依該地市場規定與機制要求。此舉，不僅使大陸與香港的金融投資連結更加緊密，投資人也可有更多市場投資標的選擇，證券商與中介機構也有更多的業務商機與客源，掛牌公司也能獲得更多跨境投資人的青睞，增進國際知名度，達到各方皆贏、市場壯大的效益。

目前我國上市、上櫃市場也有許多優質公司、績優股票，若能尋求與周邊區域或兩岸三地，發展或參與類似市場互聯，應有助於擴大市場客層、推進掛牌企業能見度與投資人參與度，以及幫助證券商擴大業務空間與服務內容。

參、櫃買中心在跨境合作上的努力

政府積極推動金融業的進口替代方案，希望促成國內金融服務的國際化，以吸引海內外投資人的目光，為國內金融業者創造商機，刺激我國金融業發展。金管會近期正計畫開放證券業客戶在國內就可開立海外帳戶，也是希望能以更便利更具效率的證券投資服務，留住國內的投資人與資金，進而增加國內證券業者的業務機會。

一、跨境合作發展跨境商品

資本市場的跨境合作、導入跨國商品買賣，同樣能提高國內資本市場對投資人的吸引力，為我國證券業開創更大商機。在跨境合作上，櫃買中心一直不遺餘力嘗試並求突破。包括尋求與其他交易市場(如歐陸、美洲、亞洲等地，與櫃買中心簽有合作備忘錄的資本市場，如NASDAQ OMX、盧森堡交易所、德國交易所、新加坡交易所等)，透過合作開發跨國跨市指數，一方面可為國內資本市場引進跨時區的指數投資商品，也期望能循此合作模式，將櫃買市場具有國際競爭力與產業優勢的企業股票，納入國際間具有指標性的產業鏈組合、推向國際資本市場的舞台，同時促成證券投信業者發展跨市組合基金，增進國內證券投信業者發行國際型基金的商機。

在股權證券與指數之外，櫃買中心也持續推動國際債券在櫃買中心及其他資本市場雙(多)方掛牌、交易，吸引國際發行人及投資人參與我國國際債券市場。在政府推動金融業進口替代的政策下，櫃買中心致力於擴大人民幣計價寶島債的市場規模，正面迎向各地離岸人民幣中心的競爭。現階段以跨國交易所掛牌交易方式，提升寶島債的市場能見度，掌握跨境合作的契機。未來將配合政府開放大陸金融機構來台經營證券業務的時程，推動大陸銀行在台分行兼營債券自營業務，以促進寶島債券造市功能。目前已有人民幣計價債券在櫃買中心與新加坡交易所雙地掛牌交易，另外在2014年10月中旬櫃買中心也將與盧森堡交易所合作，推出於台歐兩地首檔跨境掛牌交易的國際債券。

後續櫃買中心仍將積極爭取與歐美資本市場的

合作，持續推動ETF與寶島債的多地掛牌交易，吸引更多國際投資人，擴大寶島債市場的規模與台灣股票市場的外資參與比例。同時，櫃買中心也會努力洽商與國外交易所或指數編製機構合作，編製跨國跨市的主題性指數，吸引更多國際資金投入台灣股票市場。

二、跨境合作推進櫃買市場國際能見度

為方便未來交易平台與國際接軌互聯，櫃買中心也持續檢討交易制度，提升交易效能，跟上國際大型交易所的腳步。

除了與國際資本市場直接就商品交易層面進行跨國合作，櫃買中心在傳統業務上的辛勤耕耘與積極創新，更帶來業務經驗輸出國際的交流機會。櫃買中心努力提升企業籌資服務，用心建構多功能與多層次的全方位交易所，從主板「上櫃」、上櫃前預備的「興櫃」、微型及小型企業的「創櫃板」，到類捐贈性的「創業集資資訊揭露專區」，提供良善輔導，協助中小企業及微型企業順利地從資本市場籌資，成績斐然。尤其是興櫃股票市場的成功經驗，屢次成為國際注目的焦點，受到全球交易所及新興市場極高的關注，更受邀出席世界銀行組織(The World Bank Group)協助新興市場之中小企業進入資本市場圓桌會議(WFE SME Access to Equity Markets Round Table)，分享櫃買中心推動中小企業市場發展經驗。

高科技事業或創新型企業常見的特性是，設立年限短、業績發展潛力高但波動性大、產業淘汰風險高(長期營運或有不確定性)，特別需要資本市場挹注資金來取得資本快速形成及形成規模競爭力的效果，卻常因不符合一般性上市上櫃標準，不易從

資本市場取得所需資金，來提升營運能量，支應擴張業務規模，企業發展因此受到阻礙。為了使中小企業與創新型企業蓬勃發展，如何透過資本市場的層次化架構提供活絡的中小企業籌資市場就成了關鍵。

世界各國資本市場自1990年代中後期以來紛紛建置中小企業籌資市場，但整體而言，實際運行的成績未見理想，期待發揮的籌資成效多半不佳(詳如表一)。企業在台灣市場的掛牌成本，相較世界其他市場為低，而且對於不同成長發展階段的企業，也有相應的籌資平台與機制配合，對於營運規模小但成長性高的公司特別具有吸引力。櫃買中心自2002

年成立興櫃股票市場至今，不論是掛牌率及流動性，都有亮眼的表現，過去5年來，下市率約8%，出色的績效，受到各國資本市場的矚目，已成為台灣資本市場在國際證券市場社群中的亮點。

近年來，協助中小企業利用資本市場籌資發展成為國際關注焦點，世界交易所聯合會(World Federation of Exchanges, WFE)曾於2013年10月在墨西哥舉辦的年會中，就「建構中小企業市場」議題進行深入討論，櫃買中心應邀分享推動資本市場發展的經驗，讓62個會員國代表對於我國以興櫃市場來結合上市(櫃)市場，建立多層次市場架構的經驗，以及持續向下深入扶植微小型創新企業的努

表一 各國中小企業籌資市場比較

中小企業市場	設立者	特色/背景	不足處
高增長市場 (AiM)	倫敦 證交所	• 低度監管，低上市門檻，高成長企業 • 希望吸引各國企業掛牌，國際資金投資	• 籌資成本高(根據2011統計資料，資金成本高達11%)，因此英國中小企業只有0.2%選擇至AiM籌資
創業板 (Neuer Market)	德國 證交所	• 高科技及高成長企業-低度監管	• 低度監管，致掛牌企業頻見財務困難或舞弊事件頻傳，在投資人以境內散戶為主下，打擊投資人信心，成交量極度萎縮。 • 創設2年內約9成已退市，創業板市值大幅縮水
創業板 (Market Of The High-growth and Emerging Stocks, 簡稱MOTHERS)	日本 交易所	• 高科技及高成長企業	• 近年創業板市值及交易量大幅下降，交易出現停滯
創業板 (Growth Enterprise Market, 簡稱GEM)	香港 交易所	• 低上市門檻 • 微型企業	• 下市率約達35%
創業交易所 (TSX Venture Exchange)	多倫多 證交所	• 微型企業	• 下市率偏高

力，有更進一步的認識。

另外，世界銀行根據實際成功案例，編製發展中小企業籌資市場的操作手冊，彙整個別市場環境與特色，並分析發展成功的要素，以協助各新興市場建置中小企業籌資市場。由於櫃買中心興櫃股票市場的績效卓越，也被世界銀行納入成功案例中進行分析。

此外，中東阿曼蘇丹國的資本市場管理局，在2013年國際證券管理機構組織(IOSCO)盧森堡年會與我國金管會進行雙邊會談後，對於櫃買中心發展中小企業籌資市場的成功經驗表示高度興趣，在對各國中小企業市場經驗進行深入研究比較後，更加肯定興櫃股票市場協助台灣中小企業籌資的成效，主動聯繫櫃買中心，在2014年2月來台進行相關考察，做為阿曼日後建置中小企業籌資平台，促進經濟發展的參考，相關跨境合作方案正逐步推進中。另外，蒙古證券主管機關在規劃發展蒙古的中小企業籌資平台時，經比較研究各國中小企業籌資板塊的績效後，也發現我國興櫃股票市場的績效優越，繼2014年7月訪台，實地考察興櫃市場運作後，特別表示對興櫃股票市場制度的高度興趣，進而邀請我金管會主委及相關官員赴蒙古參訪考察，為後續雙邊市場合作與協助其建置中小企業籌資市場形成共識與未來進一步合作的基礎。

由於國際上對櫃買中心發展興櫃股票市場經驗的肯定，已逐步提升了櫃買中心的國際能見度。經由協助新興市場發展中小企業資本市場，櫃買中心更能增加與各國交易所交流與跨境合作的機會。

除此之外，生技醫療產業及文創產業在櫃買中心的上、興櫃家數與市值都持續成長，已經足以形成產業群聚，透過彼此間的連鎖關係，提升創新的

能力與速度，發揮群聚效應。櫃買中心以成為亞洲的生技醫療產業及文創產業籌資中心為目標，期望在跨境交易的浪潮中，吸引國際投資者的目光。

肆、結語

資本市場跨境合作為全球無法抵擋的趨勢，尤其當投資大眾普遍具備國際視野，金融證券業者也期待能導入更多跨域和具國際性的投資商品，透過在地服務，滿足投資人的需求，以鞏固客戶，維護金流。

櫃買中心一直持續積極開發跨境合作的機會，爭取與國際市場或交易所機構間的交流合作，以提升台灣資本市場的效率與國際能見度。尤其興櫃市場、寶島債券等業務已漸成櫃買中心的業務亮點，形成與國際市場合作的有力籌碼，櫃買中心將持續審慎推進國際市場的跨境合作，一方面提供投資大眾更豐富的商品序列，同時也期待能強化國內證券業者以在地通路提供全球理財服務的能力，進而穩固客戶基礎與金流，促使證券業者的業務發展空間。

作者為中華民國證券櫃檯買賣中心總經理

全球交易所跨境合作趨勢 暨我國期貨市場因應策略

■ 邱文昌

世界各國證券、期貨交易所產業在過去十多年來，發生相當大的變革，由於網路科技的發達，以及跨市場投資需求的帶動，交易所面臨不再只是國內市場成長性的競爭，還包含跨國間的全球競爭。另2008年金融海嘯後，全球市場面對投資人退場，加上各國政府加強對衍生性商品市場的監管(2010年美國Dodd-Frank法案與2012年歐盟EMIR)，致使市場成長減緩，也使得競爭更加劇烈。

各國交易所為提昇競爭力，擴大市場規模與獲利，除了致力於本身商品研發、技術提昇之努力外，也積極進行跨國之策略合作與聯盟，以達到商品多元化，擴大市場規模，提昇交易人多元選擇權一次購足等目的。常見之跨境合作方式包含整合購併、授權掛牌、跨境交易等，茲介紹如下。

壹、跨境合作模式

一、整合購併

整合購併可分為跨國購併與國內整併兩種。跨國購併，有助於擴大市場規模，提供更多元的商品與服務予投資人，使交易所更具競爭力，例如1998年，德國交易所(DBAG)與瑞士交易所(SWX)合併並更名為歐洲期貨交易所(Eurex)，負責衍生性商品業務，Eurex並在2007年底併購美國國際證券交易所(ISE)，進一步擴充其在美國個股選擇權市場之地位。紐約泛歐交易所(NYSE Euronext)，係由紐約證交所(NYSE)和泛歐交易所(Euronext)於2007年4月合併而成，合併後商業版圖橫跨歐美兩洲，並成為全球第1大證券交易所。2007年5月25日，NASDAQ同意以37億美元收購OMX，並在2008

年2月27日完成交易之後，合併後的新公司更名為NASDAQ OMX集團，也是一個合併後，橫跨歐美兩洲版圖的交易所合併案例。

近期較知名的跨國購併案例為2012年6月香港交易所(HKEx)以13.88億英鎊(約21.6億美元)收購倫敦金屬交易所(LME)，並於同年12月完成收購程序，倫敦金屬交易所為全球最大有色金屬交易所，HKEx擬藉由LME之經驗及平台，發展具中國市場特色之商品，而完成合併後，HKEx之全球衍生性商品交易所排名由2012年之23名，大幅前進到2013年之第15名。

2012年12月美國洲際交易所(ICE)以82億美元

併購紐約泛歐交易所(NYSE Euronext)後，2013年全球排名打敗歐洲期貨交易所(Eurex)，成為全球第2大之衍生性商品交易所(2012年NYSE全球排名第4名，ICE第12名)。透過前述跨國整併可以看出，交易所之市場規模與全球排名皆大幅提昇，使其更具國際競爭力，也可透過整併，提供更全面性的商品及服務滿足交易人需求。

至於國內整併部分，則有1999年新加坡證券交易所與新加坡國際金融交易所合併納入新加坡交易所(SGX)，成為亞洲地區第1個由證券與期貨市場之國內整併案。之後有2000年香港證券、期貨交易所之整併；2006韓國證券、期貨及KOSDAQ交易所之整併；2008年芝加哥商業交易所(CME)、芝加哥期貨交易所(CBOT)及紐約商業交易所(NYMEX)之整併，將CME之產品線擴大到農產品期貨與金屬能源期貨，並成為全球最大的衍生性商品交易所；2013年東京證券交易所(TSE)與大阪證券交易所(OSE)之整併。

二、授權掛牌

交易所間商品相互掛牌最主要優點在於讓商品多元化，提供交易人更多交易選擇，透過商品多元化亦可吸引更多不同層面之交易人進入市場參與交易，提昇已上市期貨商品與整體市場之流動性，交易所間亦可透過合作案汲取彼此成功之經驗，相互交流，開創更多之商機。

(一) 金磚五國多邊掛牌

授權掛牌最知名的合作案為巴西、俄羅斯、印度、中國及南非等金磚五國(BRICS)於2012年3月30日藉由相互授權本身具指標性的股價指數，所開啓的衍生性商品多邊掛牌新頁。

該合作案中相互授權之指數包含巴西交易所(BM&FBOVESPA)之IBOVESPA指數、俄羅斯交易所(MICEX-RTS)之MICEX指數、孟買證券交易所(BSE)之Sensex指數、香港交易所(HKEx)之Heng Seng指數與H股指數、南非交易所(JSE)之FTSE/JSE Top40指數等，雖然先前國際間期貨交易所進行商品相互掛牌早有所聞，但本合作案係為全球首宗同時有5家交易所進行商品合作之案例，且參與合作之交易所皆來自於新興市場國家，未有歐美先進交易所參與其中，因此頗受市場矚目。

金磚5國交易所相互掛牌之衍生性商品主要特色在於當地交易所上市之其他金磚國家衍生性商品，其交易時間係比照當地交易所之市場交易時間，而由於金磚5國交易所位於全球各洲，時區不同，間接延長相互掛牌商品之交易時間，金磚5國相互掛牌商品在1天24小間內，其交易時間可長達19小時以上，此將提升市場交易人在操作上更具彈性。

在商品計價幣別方面，除俄羅斯MICEX-RTS交易所外，在其他4家交易所上市之金磚國家衍生性商品皆以當地貨幣為契約計價單位，例如在印度孟買交易所上市之其他4項金磚國家衍生性商品係以印度盧比計價，巴西交易所上市之商品則以巴西幣計價，惟獨俄羅斯MICEX-RTS交易所上市之商品係以美金計價；至於最後交易日與最後結算價之計算方式，在金磚5國交易所上市之相互掛牌商品，相同標的物之商品採用相同之最後交易日與最後結算價，此有利於國際交易人進行跨市場之避險與套利交易。

(二) 指數授權

透過指數授權推出非該國股價指數標的之期貨

與選擇權，除可使本身交易所商品更加多元化外，亦可吸引不同之交易人(如母國當地交易人、策略套利交易人等)參與，擴大市場規模。目前全球透過指數授權相互掛牌之合作案中最知名的為CME的跨國合作案，CME目前指數授權相互掛牌之合作交易所所有印度、日本及巴西，印度國家證券交易所(NSE)於2011年8月29日推出道瓊工業指數期貨、S&P 500指數期貨及S&P 500指數選擇權，並將E-micro CNX Nifty(USD)指數期貨與E-mini CNX Nifty(USD)指數期貨掛牌於CME；日本大阪證券交易所(OSE)於2012年5月28日推出道瓊工業指數期貨，並將E-mini Nikkei 225(Yen)指數期貨掛牌於CME；巴西期貨交易所(BM&F)則於2012年10月1日推出S&P 500指數期貨，並將Ibovespa (USD)指數期貨掛牌於CME。

另亦有透過盤後授權掛牌至其他交易所，以延長交易時間之合作方式，如歐洲期貨交易所(Eurex)與韓國交易所(KRX)及臺灣期貨交易所(Taifex)之Link合作案。

三、跨境交易

(一) 東南亞6國交易平台連結模式

2009年新加坡、馬來西亞、泰國、菲律賓、印尼及越南等6國共7間交易所(越南有胡志明交易所及河內交易所)藉由order routing(委託單轉送)架構建置合作平台，使投資人得以從事跨境之交易，初步以股票為主要合作商品，該平台已於2012年下半年完成泰國、馬來西亞及新加坡之連結，預計2015年前完成7個交易所的連結，為東協7國之跨境合作交易。

(二) 中國大陸與香港之滬港通模式

預計在今年10月啟動的滬港通，係指上海證券交易所(上證所)和香港聯合交易所將允許中國大陸及香港之投資者通過當地證券公司(或經紀商)買賣規定範圍內的對方交易所上市的股票。因此，滬港通包含兩個部分，即滬股通與港股通。

滬股通，是指投資者委託香港經紀商，經由香港聯合交易所設立的證券交易服務公司，向上海證券交易所進行申報(買賣盤傳遞)，買賣規定範圍內的上海證券交易所上市的股票；港股通，是指投資者委託內地證券公司，經由上海證券交易所設立的證券交易服務公司，向香港聯合交易所進行申報(買賣盤傳遞)，買賣規定範圍內的香港聯合交易所上市的股票。

試點初期，「滬股通」的股票範圍是上證所上證180指數、上證380指數的成份股，以及上證所上市的A+H股公司股票，約560檔，佔A股總市值約90%；「港股通」的股票範圍是香港聯交所恒生綜合大型股指數、恒生綜合中型股指數的成份股和同時在香港聯交所、上證所上市的A+H股公司股票，共266檔，佔港股90%市值。

交易結算活動遵守交易結算發生地市場的規定及業務規則。上市公司將繼續受上市地上市規則及其他規定的監管。滬港通僅在中國大陸與香港均為交易日且能夠滿足結算安排時開通。中國結算、香港結算採取直連的跨境結算方式，相互成為對方的結算參與人，為滬港通提供相應的結算服務，並統一採人民幣結算。

(三) 台灣與新加坡跨境交易模式

目前臺灣證券交易所規劃之跨境交易模式為透過成立SPV(Special Purpose Vehicle)之方式進行委託單之轉送(Order Routing)，與滬港通模式接近，

非交易所直接轉單，而是另成立一家SPV公司負責轉單業務，臺灣證券交易所除規劃以「台星跨境交易」與新加坡交易所合作外，亦積極與日本交易所、倫敦證交所及香港交易所等全球主要交易所建立實質合作關係。

另證交所亦積極爭取加入東協交易所，證交所若順利加入東協交易平台，屆時國人即可直接買賣東協7個證交所掛牌之績優股，而現有東協交易所成員之交易人亦可買賣證交所之績優股。

(四) 臺灣集中保管結算所與歐洲保管銀行之跨境合作

2014年集保與歐洲結盟之跨境合作案共有兩個，第一個是與全球第一大保管機構—歐洲清算銀行(Euroclear)策略聯盟，本次合作採間接開戶的方式，亦即Euroclear先在花旗銀行開戶，由花旗代為進行債券於集保系統的作業，未來外國人要買台灣發行的債券時，先自行議價交易，並且自行交割款項後，通知Euroclear，Euroclear再通知花旗銀行進入集保系統進行債券的交割作業，採款券分開交割，未來待央行外幣結算平台建置完成後，方得以進行款券同步交割。本案提供國際債券跨國服務，未來外國投資人將可透過Euroclear帳戶，直接參與國內寶島債券市場。另一個合作案為與全球第二大的保管機構—明訊銀行(Clearstream)之合作計畫，雙方互為彼此之參加，與前揭模式不同的是，Clearstream係採直接開戶，因此，Clearstream成為集保結算所第一家採直接開戶之國際保管機構。合作方式為Clearstream指定國內某家銀行代為進行帳務管理作業，雖為直接開戶，但外國人買賣我國債券之運作模式與Euroclear大致相同。

貳、我國期貨市場跨境合作策略

一、Taifex/Eurex Link合作案

(一) 合作背景

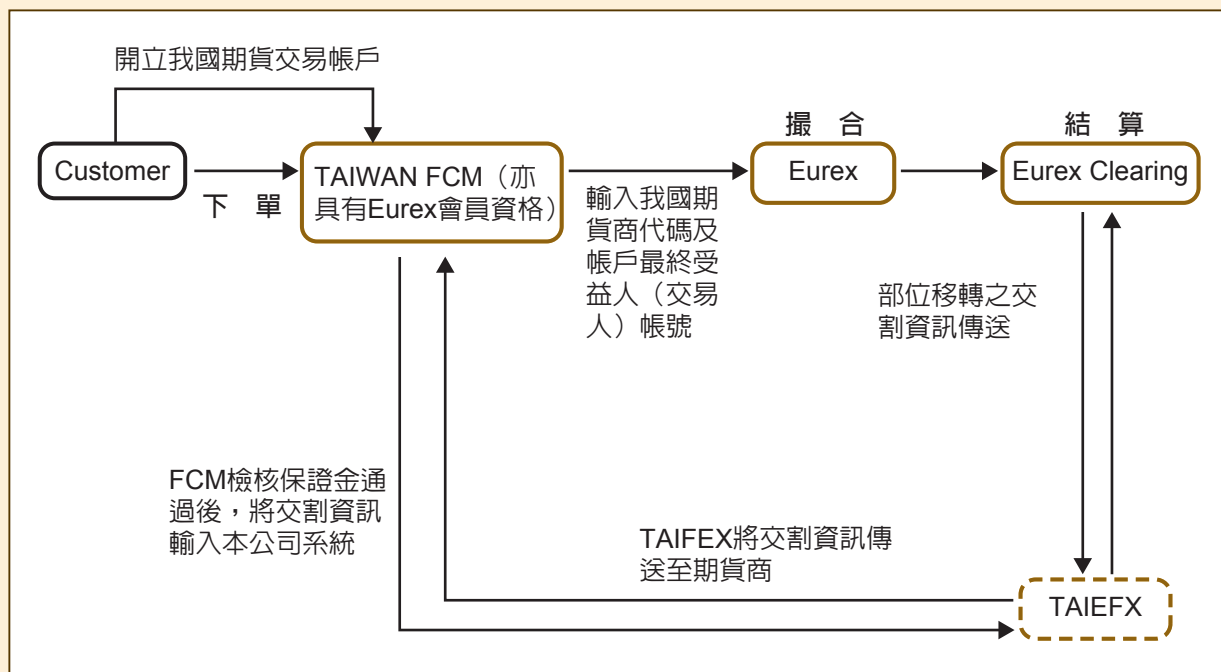
期貨市場之競爭無國界，各國交易所皆力求國際化，以提昇自身競爭力，台灣期貨市場因應此一國際趨勢，爰積極推展國際化腳步，經與世界第三大交易所，歐洲最大交易所之歐洲期貨交易所(Eurex)洽談合作方案，擇定將我國交易量最活絡的臺股指數期貨與臺股指數選擇權以Link模式在Eurex上市交易，將臺股指數期貨及選擇權於台灣收盤後接續在歐洲交易，藉由其交易平台延長交易時間，而於台灣盤後國際重大事件發生時，能提供盤後交易之避險管道予投資人，以滿足交易人需求；進而提昇我國期貨市場國際化程度與競爭力，經一年多之努力，本國際合作方案已於2014年5月15日上市。

(二) 合作模式

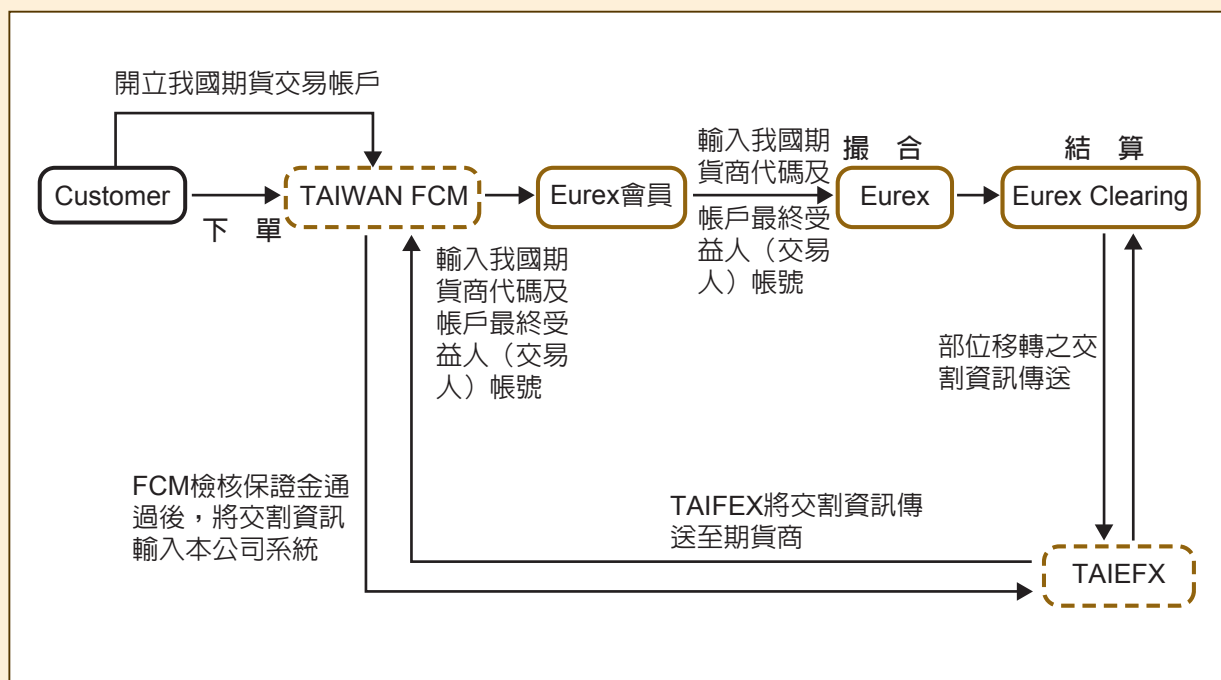
Eurex與Taifex之合作案，其合作方式為Taifex授權Eurex於台灣期貨市場收盤後，在Eurex掛牌以臺股期貨及臺指選擇權為標的之一天期期貨契約，隔日台灣期貨市場開盤後，未平倉之一天期期貨契約可實物交割為Taifex之臺股期貨及臺指選擇權部位，移轉回Taifex。

本案之交易時間為台灣時間14:45~4:00(日光節約時間則為14:45~3:00)，即德國時間7:45~21:00(日光節約時間8:45~21:00)，交易方式有3種，其交易、結算流程分別如下：

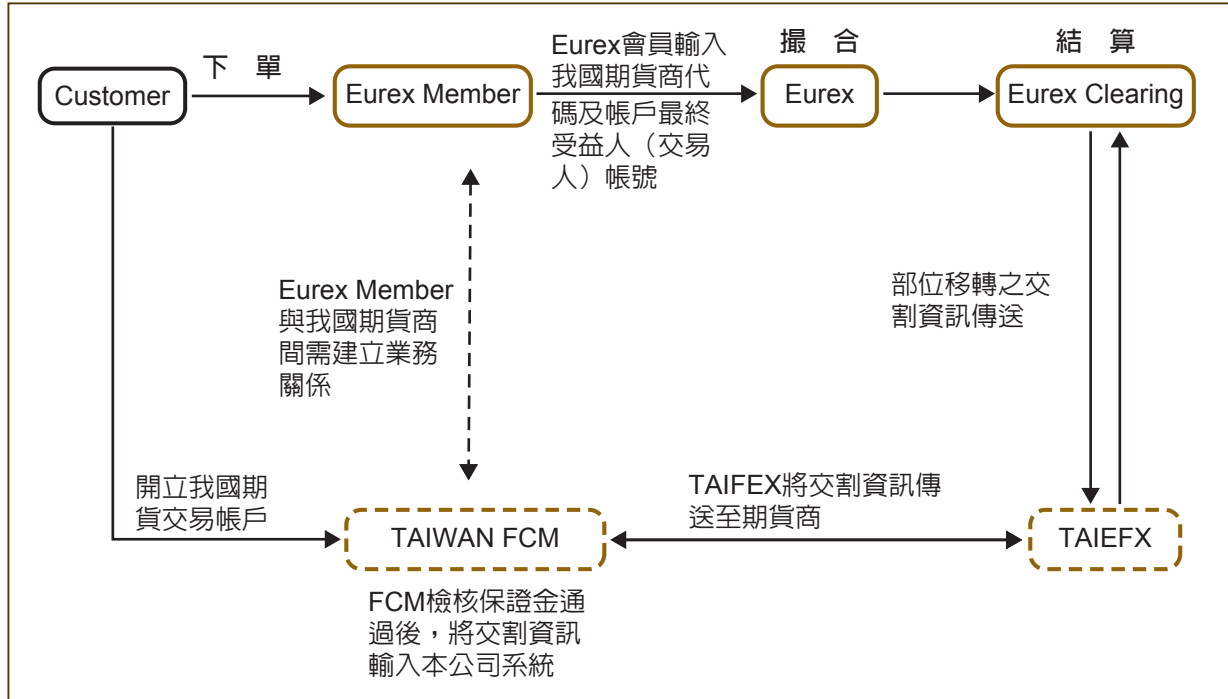
1. 交易人委託具Eurex交易會員資格之我國期貨商交易



2. 交易人採用複委託方式，透過我國期貨商委託Eurex結算會員交易



3. 境外外資委託不具我國期貨商資格之Eurex交易或結算會員交易(直接於Eurex下單)



當日交易之本商品新台幣損益(變動保證金)，於Eurex收盤後，以其最後結算價進行結算，並於次一營業日台灣時間09:00~15:00，由Eurex Clearing及其結算會員、期貨商透過於台灣之結算銀行開立之帳戶進行新台幣損益撥付。未沖銷之部位交割為台股期貨及臺指選擇權，於次日台灣期貨市場開盤前，轉入交易人於我國之期貨交易帳戶，併入該最終受益人於Taifex之台股期貨及臺指選擇權未沖銷部位。

(三) 實施成效

透過此合作方式，我國台股期貨及臺指選擇權可延長交易時間，由5小時延長至18小時，滿足我國盤後時段之交易與避險需求，且交易時間涵蓋亞洲、歐洲及美國等其他市場交易市場，也可吸引外資參與我國期貨市場，擴大市場規模，提昇台灣期貨市場之國際競爭力與國際化程度。

2014年5月15日實施至今，日均量已自上線初期5月份之559口成長至9月份之1,293口，並於今年7月10日葡萄牙銀行事件時，充分發揮盤後避險之功能，當天交易量達3,021口。隔日部位轉回比例也由5月份平均之55%成長至9月份平均之72%，其中，交易人結構部分，統計至今年8月，國內自然人占49.6%，國內法人占38.6%，國外交易人占11.9%。

而這些新增的外資交易人，由於未平倉部位轉回Taifex比例相當高，將成為我國期貨市場新的部位，可挹注我國期貨市場交易量，擴大市場規模。

此外，由於Eurex為歐洲最大，全球第3大之交易所集團，共有440個交易會員，涵蓋歐、美、亞洲等33個國家之重要知名專業國際機構，此次，Taifex與Eurex合作推出跨國商品，其標的指數均為臺灣證券交易所發行量加權股價指數，除可吸引

Eurex遍布全球之交易會員及交易人關注台股期貨與臺指選擇權兩項台灣期貨市場之旗艦商品外，亦

可達同步提高台灣股市及期市在國際上的知名度與能見度。

Taifex/Eurex Link日均量

	日均量			隔日轉回部位			轉回部位數占 交易量比例
	FTX	OTX	小計	FTX	OTX	小計	
103年5月	55	504	559	29	280	309	55.4%
103年6月	53	906	959	37	657	694	72.4%
103年7月	90	854	945	67	627	693	73.4%
103年8月	125	863	987	82	637	719	72.8%
103年9月	197	1,096	1,293	119	819	939	72.6%

單位：口；FTX指台股期貨一天期期貨契約，OTX指臺指選擇權一天期期貨契約

二、策略持股

國際間交易所相互持股之案例，如2008年芝加哥商業交易所與巴西交易所相互持有對方股權5%，此外，亦有基於策略合作單向持股之案例，如2007年德國交易所集團(DBAG)及2008年新加坡交易所(SGX)各持有孟買交易所5%股權；2009年CME入股馬來西亞衍生性商品交易所25%股權，2010年持有2%墨西哥交易所股權及2012年增持杜拜商業交易所之股權至50%；2011年KRX入股寮國交易所49%，協助建立寮國證券市場。

2014年，台灣期貨市場因應國際化之潮流，亦與歐洲期貨交易所(Eurex)進行相互策略持股之合作關係，歐洲期貨交易所持有臺灣期貨交易所5%股權，同時臺灣期貨交易所也買進Eurex之股權進行策略性持股，此種策略聯盟可建立長期股東關係，透過雙方共同行銷，開拓新客源，擴大市場規模，並汲取彼此發展經驗，可創造綜效，提昇競爭力。

參、結論

跨國間各種策略合作之模式，可作為我國證券

期貨市場未來發展之參考，透過跨境之合作，可以拉近台灣與全球資本市場之距離，滿足國內交易人參與國際證券期貨商品之需求，同時，提高我國證券期貨市場之國際知名度，並吸引外資或對台灣證券、期貨市場有興趣之基金、法人等參與，擴大市場規模與競爭力。

未來，因應跨境合作趨勢與國際金融市場之競爭，臺灣期貨交易所除了第一步將台股期貨與臺指選擇權推上國際舞台外，後續將積極增加在Taifex/Eurex Link掛牌之商品，並引進國際知名指數來台掛牌，讓台灣期貨市場之商品更加多元化與國際化。由於期貨屬衍生性商品，因此，在推動各項國際合作的同時，亦可提昇國內台股及相關交易標的之國際知名度，為台灣證券、期貨市場創造新的動能，開創台灣金融市場國際化之新局面。而兩國間透過合作關係，汲取彼此成功之發展經驗，也可促進雙方證券與期貨市場之發展，再者，雙方若能共同行銷、策略聯盟，開拓新客源、創造商機，更可提昇彼此提昇獲利，共創雙贏。

作者為臺灣期貨交易所總經理

跨境交易發展趨勢下 集保結算所扮演之角色

■ 林修銘

因應國際經濟區域整合趨勢及全球化市場的新挑戰，國際資本市場之各國交易所為提高其運作效率及國際競爭力，透過跨境直通車之交易模式正方興未艾，例如，香港交易所與上海交易所建立滬港通連線、臺灣證交所與新加坡交易所正在發展台星通連線機制等，以提昇證券流動性及擴大證券市場交易規模，開啓投資人更便利管道，讓投資人直接投資外國證券市場。

跨境連線交易不僅由交易所須在前端建立跨境交易平台，及處理包括交易標的、交易時間、交割時間等複雜連線作業機制，以提供投資人跨國市場之證券交易外，投資人買賣外國有價證券後，對有價證券之保管、交割、帳務處理、發行公司召開股東會時間、配股配息及現金增資之股務資訊取得等後台相關事務，更需要由集保機構協助提供帳務及股務作業服務，以確保投資人權益。

從國外跨境交易架構觀之，二市場後台作業之合作主要是透過二國集保機構合作，建立其作業連結機制，以處理投資人之買賣有價證券交割、帳務及股務等服務，本文爰就相關後台帳務架構、跨境交割保管作業及股務處理，分別探討如下。

壹、跨境交易之後台帳務架構

近年來各國證券交易所相互跨國連線，建立跨境交易平台提供當地投資人透過當地證券交易所買賣外國有價證券，此跨國連線交易係指由兩國交易所直接連線，甲國交易所之投資人得透過甲國交易所買賣乙國交易所之上市證券，結算交割作業則透過甲國交易所(結算機構或保管機構)對乙國交易所辦理，另因原股基本上不出發行國，故多委由發行國之集中保管事業或保管機構保管股票實體，而由本國集中保管事業或保管機構以帳載方式表彰投資人持有之外國有價證券；有關股東事務亦由本國集

中保管事業或保管機構彙整後透過發行國之集中保管事業或保管機構向發行公司為之。

集保機構身為後台服務機構，擔任投資人跨境交割帳簿劃撥作業服務之中介機構，須於國外開設保管劃撥帳戶，開設方式可分為間接於國外保管銀行開戶或直接於外國集保機構開戶兩種。

間接開戶主要是集保機構透過全球性保管機構(Global Custodians)，運用其於不同國家的據點所建立之次保管機構(Sub-Custodians)網絡，提供跨國結算交割管道。而直接開戶是指集保機構直接至

發行國集保機構開戶，成為參加人身份；以下就兩種開戶架構方式分別說明後台作業。

一、間接開戶以香港ETF跨境至台灣掛牌交易為例

為利香港跨境來台上市之ETF得順利於國內交易及辦理相關結算交割作業，集保結算所於2008年採間接開戶方式，經由向香港花旗銀行開設保管劃撥帳戶，及透過香港花旗銀行為香港中央結算有限公司(HKSCC)參加人身份，提供境外ETF首次募集、創造／贖回、跨國匯撥、買賣交割及股務事務等相關帳簿劃撥服務。(如圖一)。

另有關集保結算所協助辦理股務部分，遇境外ETF召開受益人會議或收益分配發放時，將提供受益人名冊予股務代理機構，並針對受益人會議議決權行使及收益分配等提供相關服務。此外，基於原股不出發行國原則，故香港跨境來台上市ETF之發行登錄、申購與贖回等，皆由參與證券商於香港直接辦理。

此模式亦可適用於臺灣證交所目前推展之跨境連線交易，以台星通為例，集保結算所於國外保

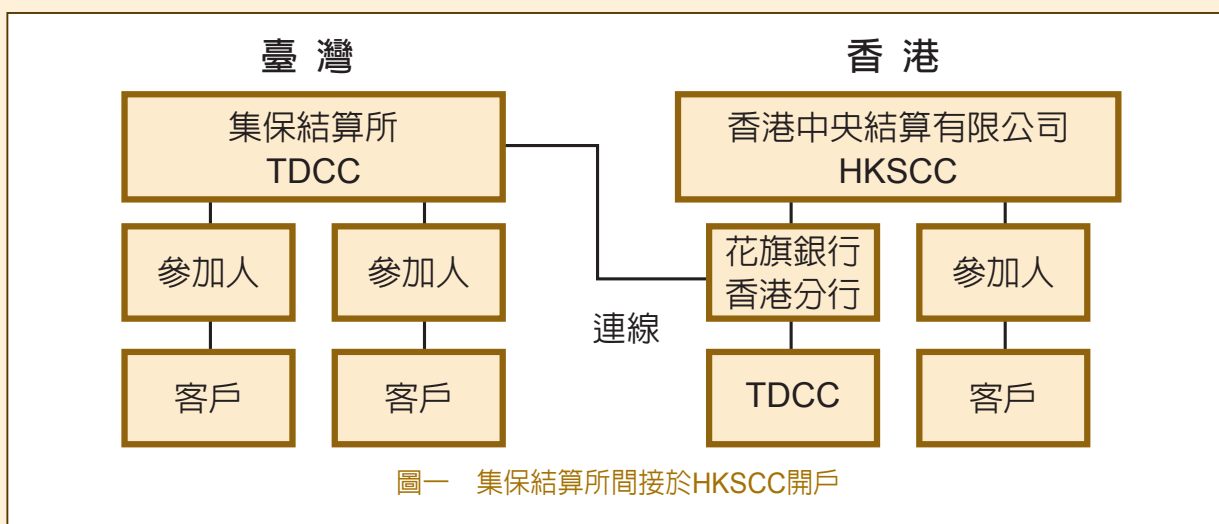
管銀行開戶，該保管銀行在新加坡集保機構(簡稱CDP)開立帳戶成為參加人，另一方面新加坡集保機構也可透過保管銀行開戶，保管銀行本身是集保結算所之參加人，俾利作為兩市場帳務架構之橋接。

二、直接開戶以韓國ETF至日本跨國上市為例

2007年11月19日韓國KODEX200指數採原股跨國方式在東京交易所上市，日本法人機構及個人投資者可以直接於東京交易所買賣韓國最具代表性的指數KODEX200。

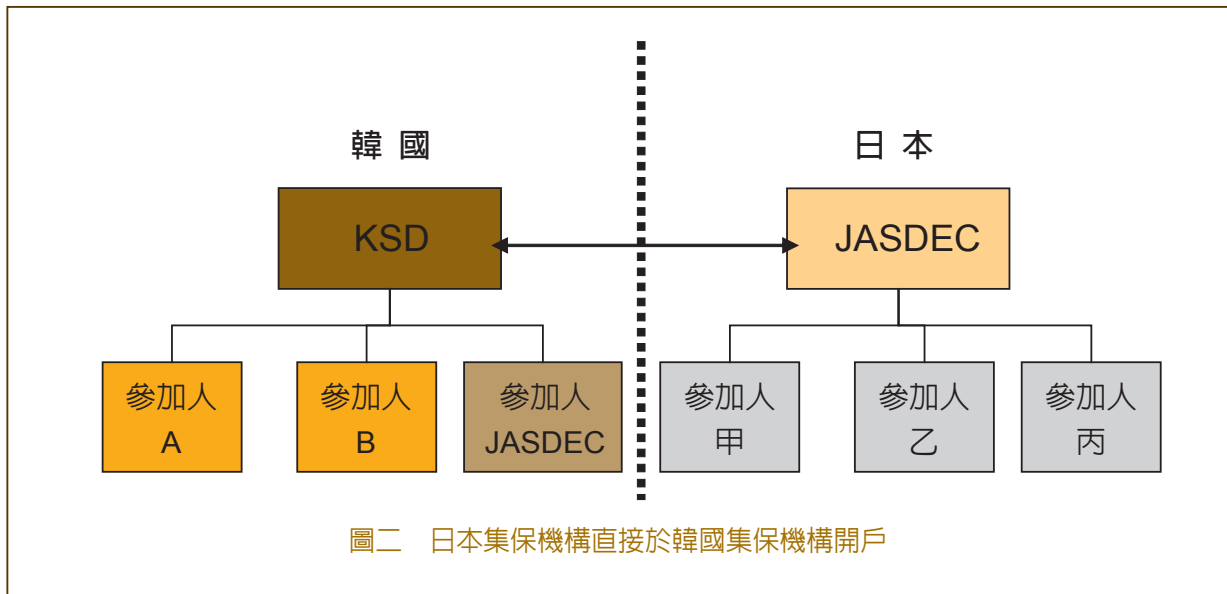
韓國ETF至日本掛牌，日本及韓國集保機構是採直接連線方式辦理相關作業，並且透過SWIFT辦理跨國訊息傳遞，即日本集保機構(以下簡稱JASDEC)直接至韓國集保機構(以下簡稱KSD)開設券項及款項帳戶，透過KSD處理韓國境內買賣相關交割作業。而在日本境內買賣相關交割作業，則是由JASDEC依照外國股票等保管及帳簿劃撥交割制度統一辦理。

日本當地證券商或銀行在JASDEC開設參加人帳戶，而一般的投資人則依照JASDEC及東京交易



所規定，在JASDEC參加人證券商或銀行等開設客戶帳戶。有關JASDEC直接至KSD開戶之架構詳圖二所示：

韓國市場及日本市場的部位是可互相流通的，而KSD及JASDEC雙方是透過SWIFT辦理跨國訊息傳遞，且辦理跨國匯撥時並未限制額度，所有結算



交割作業皆依日本東京證券交易所規定辦理。

股務服務由JASDEC分別與發行人及股務代理機構/配息支付銀行簽訂契約，委託股務代理機構辦理股東會通知、議決權行使等股務相關事務，並委託配息銀行辦理配息支付等相關事務。

目前各國集保機構辦理跨國交易之後台作業架構多採間接開戶模式，其主要原因，因初期交易經濟規模不大，可節省資訊設備、開發連線交割、蒐集股務訊息及權益分配等作業成本。相對於集保機構直接至其他集保機構之直接開戶，需要投入相當人力、資訊及設備等成本，需考量其未來經濟規模是否足以支撐後台基礎設施之投資，例如，美國與加拿大之證券市場交易規模位居世界重要地位，故兩國集保機構相互開戶成為參加人，相對韓國ETF至日本上市交易規模不大，其直接開戶成本效益較

不明顯。

貳、跨境交易之交割、保管作業

集保結算所身為證券市場之後台單位，因應跨國交易之需求，已陸續提供境外ETF、國際債券等跨國保管及款券帳簿劃撥交割服務，境外ETF則透過全球性保管機構(Global Custodians)採間接開戶方式辦理結算交割作業，另為辦理國際債券結算交割，集保結算所分別與國際清算保管機構(ICSD)宇陸(Euroclear)及明訊(Clearstream)直接開戶方式辦理結算交割作業，現階段係因商品別的不同而採取不同的結算交割方式。

就跨境交易而言，依新加坡及澳洲之跨境交易運作模式，係由雙方交易所分別在國內設立一中介機構，透過雙方各自成立之中介機構，由兩地證券

商受理投資人委託下單後，將下單資訊透過所在地之中介機構將買賣委託轉至對方之中介機構，再傳送至對方之交易所，完成下單程序。至於成交後之結算及交割作業，雙方之證券商僅需向其所在地中介機構辦理即可，而跨境之結算交割，即透過雙方各自成立之中介機構或集保機構協助辦理。

以台灣投資人至國外投資部分，若證交所建立跨境交易平台，未來台灣投資人可透過現行證券商直接下單買賣國外股票。以買進國外股票為例，投資人就應付款部分，由投資人將買進款項交付予證券商，證券商彙整其所有投資人款項後，將淨付款部分交付予國內之中介機構，再透過國內之中介機構對外完成款項交割，並透過當地保管機構辦理券項交割。就國內帳務部分，集保結算所因應未來跨境交易保管及結算交割作業需求，集保結算所可參酌國際間跨國交易設帳模式，考量採間接開戶模式透過保管機構開戶，保管台灣投資人所投資之國外股票，並思考為台灣投資人提供國內相關帳簿劃撥功能，以及協助國內投資人處理股務事務。

除以上相關帳簿劃撥作業及處理股務事務外，在其跨國交易之後台作業有其他議題待確認，才能建立完善作業機制，有利市場發展，其相關議題說明如下：

一、建議由集保結算所於保管銀行開立名義人帳戶

參酌國際間跨國交易設帳模式，建議由集保結算所於當地國之保管銀行開立名義人帳戶，俾利辦理後續帳務處理及相關股務事務。

二、建議規劃股票公司資訊專區

為保障投資人權益，使投資人有知悉所投資公司資訊之管道，建議證交所與其他國家建立跨國交易時，應規劃交易之股票公司資訊專區，以提供充分跨國交易相關標的之基本資料、重大訊息及財務報表等資訊。

三、建議規劃投資人保護及風險預告等事項

鑒於跨國連線交易中有關投資人訴訟非屬名義人權責範圍，故建議請證交所預為規劃有關投資人保護或風險預告等事宜。

未來配合證交所規劃跨國交易下，集保結算所需要設計完善後台作業機制，提供安全、效率與低成本之後台作業環境，以維護市場安全運作與提升市場作業效率。

參、跨境合作交易之股務處理¹

雖然在不同的帳戶架構及法規安排上，各國證券市場對股東名簿記載方式各有不同，但投資人透過跨境交易取得國外證券市場股票後，不論股東名簿記載方式如何，皆應享有股東應有之權利與義務。因此，如何讓投資人得以順利行使股東權利，亦是跨境合作交易之重要課題之一。

有關國外投資人持有台灣股票之股東權利行使，台灣證券市場股東名簿採登記股票之實際持有人，即股東權利係以持有人自己的名義行使；境外華僑及外國人投資台灣證券市場之股票，依「華僑及外國人投資證券管理辦法」規定，其投資台灣證

¹ 股務處理內容包含配股配息、股東會、現金增資認股、合併、減資、收購等。在境外各證券市場通稱為「corporate actions」(公司行動)，其範圍及內容各國證券市場皆有差異，在處理上各國也難有一致性之作法，是證券市場各項業務中較不易處理之環節。本文仍以臺灣證券市場較習慣通稱之「股務」稱之。

券，應指定國內代理人或代表人，辦理台灣證券買賣之開戶及買入證券之權利行使，及委託保管銀行辦理所投資股票之保管、交割等事宜，因此，有關股東權利之行使仍必須透過保管銀行行使，其主要辦理事項如下說明(如圖三)：

一、股務訊息之取得

為使客戶得以行使其權利，實務上係由保管銀行自行透過公開資訊觀測站等管道蒐集相關股務事務訊息後通知其客戶。

二、股務訊息回覆

一般來說，股務訊息依是否需要股東回覆可區分為強制性(Mandatory，如公司配股、配息等)及自願性(Voluntary，如股東會議案意思表示、現金增資認股等)，如有自願性之股務事件，則由客戶回覆保管銀行後，由保管銀行回覆發行人或其股務代理機構。

三、權益分派

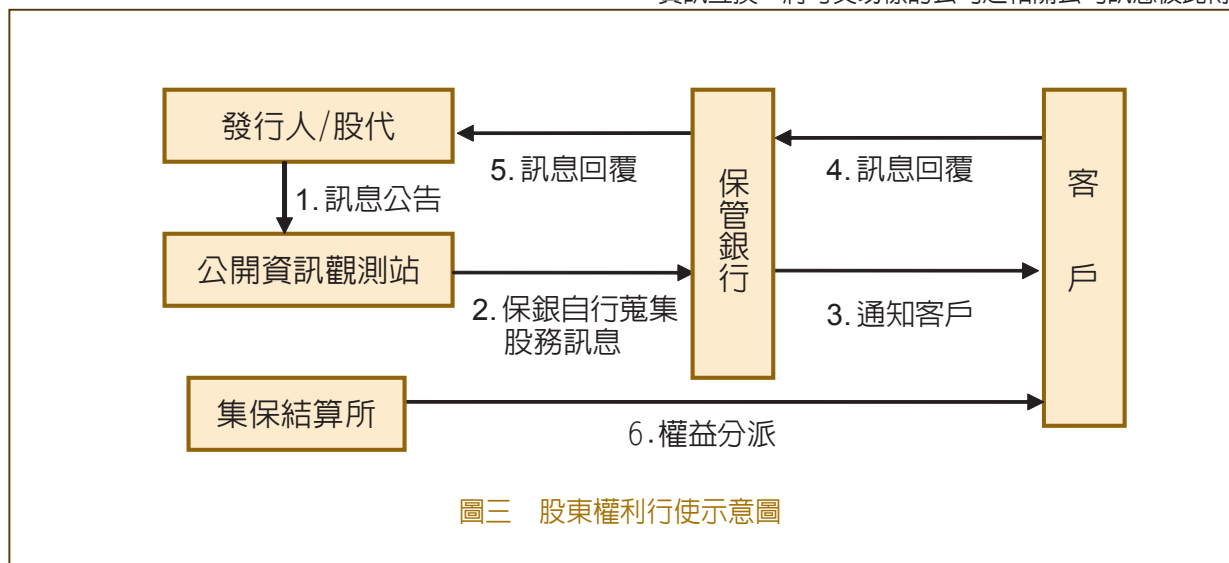
自願性股務事件於保管銀行代為意思表示後，

則與強制性股務事件一致，股權相關權益分派則由集保結算所依「有價證券集中保管帳簿劃撥作業辦法」及「臺灣集中保管結算所股份有限公司業務操作辦法」等相關規定，依發行人或其股務代理機構提供之配發媒體將股票權益派發予保管銀行項下各帳戶；現金權益則由發行人或其股務代理機構依「公開發行股票公司股務處理準則」等相關規定，直接配發至保管銀行項下各款項帳戶。

有關未來規劃跨境合作交易之股務服務機制時，應著重在加強資訊揭露方面，以提供投資人即時與正確之股務資訊；並在通知投資人以及收集投資人回覆之程序上，參考現行市場作業模式，提供證券商及投資人服務具一致性與時效性；由集保結算所統一辦理權益分派等三方面進行：

一、建立國外股票資訊揭露專區以加強資訊揭露

由臺灣證交所與國外證交所合作，可考慮於臺灣交易所網站建置國外股票之資訊揭露專區，此一專區之功能類似台灣公開資訊觀測站，雙方證交所經由資訊互換，將可交易標的公司之相關公司訊息彼此傳



輸至對方證交所，再經適當的安排與設計，使證券商得以擷取其客戶所投資股票之資訊轉知客戶。

二、參酌現行市場有關訊息通知及回覆之程序

至於證券商與客戶間之股務訊息通知及回覆則可參考現行市場作法，由證券商依其與投資人間之約定以電話或e-mail通知，投資人則以傳真、e-mail等方式回覆，以取代郵件寄送之方式。

三、集保結算所辦理權益分派

發生權益分派情事時，集保結算所依外國保管機構之權益入帳通知(股票股利或現金股利)，及外國公司公告之分配比例等資訊將權益分派至投資人之款、券帳戶，並通知相關證券商。

綜上所述，有關跨境合作交易之股務服務，應加強股務資訊取得之即時性與完整性，但達到此一目的尚須經過完整複雜之規劃，非一蹴可及，且外國各證券市場之股務事項眾多，包含許多國內證券市場所沒有的股務事項，這些事項亦有賴證券交易所、集保結算所、外國保管機構等相關單位共同規劃相關之作業流程。而證券商準備參與跨境交易前亦應做好事前相關準備工作，對國外市場進行基本認識與了解，以提供投資人相關之諮詢，進而提升本身於跨境交易中之競爭力。

肆、結論

隨著投資人分散投資市場風險之需求日殷，近年亞洲證券市場亦開始採電腦連線方式達成跨境交易之目的，舉凡日本及韓國、新加坡及澳洲、或香港及上海等兩個市場彼此合作，甚至逐漸形成東協交易平台等多個市場之區域性跨境交易平台等，都反映出跨境交易是發展的趨勢，而在二國家交易所

完成跨境交易連結後，國內投資人即可透過國內證券商直接下單買賣其他證券市場掛牌之證券，而他國證券市場投資人亦可透過當地證券商直接下單買賣台灣上市的證券。

未來我國證交所與其他國家前台機構合作跨境交易，集保結算所因應跨國交易之需求，可採直接開戶或間接開戶之模式辦理跨國有價證券之保管交割作業。現階段集保結算所已因商品別的不同而提供不同的結算交割模式，故跨國結算交割模式之選擇，端視於商品及成本等多方考量下的決定，只要符合安全有效率的基本前提下，皆為集保結算所考量之模式。

同時集保結算所在面對此跨境交易趨勢下，同樣也在思考如何在證交所與其他證券市場跨境交易連線下，提供一個模組化的後台作業服務架構，滿足不同市場多樣化的跨境合作交易後台作業服務。

鑑於國際資本市場之跨境合作交易，已成為無可避免之趨勢下，集保結算所除配合政策及前台業務需要外，在跨境交易發展趨勢下，扮演提供安全、效率與低成本的後臺基礎設施更是不可或缺。集保結算所以帳簿劃撥為基礎，發展各項跨國後台服務，以維持市場順利運作及健全發展，並維護投資人權益之保障，將是順應跨境交易趨勢下，橋接我國資本市場與國際接軌之重要使命。

作者為臺灣集中保管結算所總經理

深化我國證券商境外合作交易之芻議

■ 婁天威、洪瑞成、陳健職

壹、前言

隨著今年十月底前「滬港通」實施之現實壓力，排擠我國股市九月以後的資金動能，以及東協十國(Association of Southeast Asian Nations：簡稱ASEAN)正在規劃推動於2015年完成區域內金融服務業的自由流通，並同意東協六國(新加坡、印尼、馬來西亞、菲律賓、泰國、越南等六國)證券交易所電子連線交易，我國證券市場面臨空前的挑戰，為避免資本市場地位的邊緣化，以及因應經濟區域整合的競爭，我國證券業者勢必創造新生機、找尋新的藍海策略。

近年中國大陸觀光客趁赴香港旅遊之便，大量購買香港當地保險產品，2010年中國大陸觀光客在香港購買新保單金額44億港幣，2013年購買149億港幣，今年上半年中國大陸觀光客已在香港購買新保單金額達101億港幣，占香港新保單總金額的18.4%(詳見表一)，亦即中國大陸觀光客在香港購買

新保單金額以平均每年成長百分之五十的速度成長外，大陸觀光客儼然已經成為香港保險市場的重要客戶之一。

反觀今年來台的海外觀光客將可達九百萬人次，觀光局預估明年境外觀光客將可突破千萬人大關，其人數幾乎將占台灣人口之二分之一，來台觀光客數量的成長，將可帶動觀光產業的收入，不過我們應該效仿香港、瑞士、新加坡等經營思維，擴大觀光收入的層面，從販賣鳳梨酥、台灣茶等實體旅遊紀念產品延伸至金融商品，亦即吸引觀光客來台時機做出更多與更佳的投资選擇，創造國內經濟成長。

為何來台觀光客沒有考慮投資證券商品，原因很多，其中之一係我國證券商未與境外證券商建立境外合作交易機制，來台觀光客離境後無法在其國內做反向的證券買賣，失去購買的意願，因此我國

表一 中國大陸觀光客在香港購買新保單金額與比率表

	購買新保單金額(億港幣)	占香港新保單總金額的比率(%)
2010	44	7.5
2013	149	16.1
2014上半年	101	18.4

資料來源：http://www.oci.gov.hk/chi/download/pr_20140829.pdf

證券商須提供來台觀光客雙向買賣管道，那就是深化我國證券商境外合作交易，如此不僅延伸觀光收入至金融服務收入，而且提供誘因吸引更多的境外觀光客來台旅遊，更可提供已來台的舊觀光客再度遊台考量的選項。

近年來隨著高科技與網路的創新，全球證券市場亦面臨重大衝擊，包括交易時間與市場地域侷限性之突破、證券產品項目與標的範圍的多元化與推陳布新，這些改變促成全球資金在世界各地快速自由流通，同時意味著投資人與消費者的投資偏好與選擇範圍迥異於前，在全球證券市場中，滿足各類型投資人的需求已經成為主導市場的主流力量，亦即，未來能夠引領風騷的證券市場必須一方面要滿足全球投資人，鬆綁不必要的法規約束，讓市場機制自由揮灑，並傾聽各類型投資人的心聲，回應其需求，才能確保證券市場永續發展的空間，另一方面要適時塑造優質的營運環境，吸引國內與國際資金的長期停留，發揮活絡資本市場之效果，而且在自由化與國際化的競爭趨勢下，我國證券市場將善用優勢，積極推展境外合作交易機制，參與區域整合，掌握利基，開發跨境商機，擴大臺灣資本市場。

貳、深化我國證券商境外合作交易之內涵、特質、營運策略、與合作市場及對象

一、內涵

推動深化我國證券商境外合作交易，最主要的目的係便捷雙邊或多邊境內投資者可以在境內直接

買賣境外之多元證券商品，首先其運作奠基於我國現行證券商DSU與OSU體制下，加上證券商或證券交易所與境外合作證券商或證券交易所(以下簡稱境外合作對象)建立合作機制，使雙邊或多邊投資者可以透過當地證券經紀商以電子交易方式直接買賣雙方合作規定範圍內之對方證券交易所上市的股票，其交易流程簡介如圖一。

二、特質

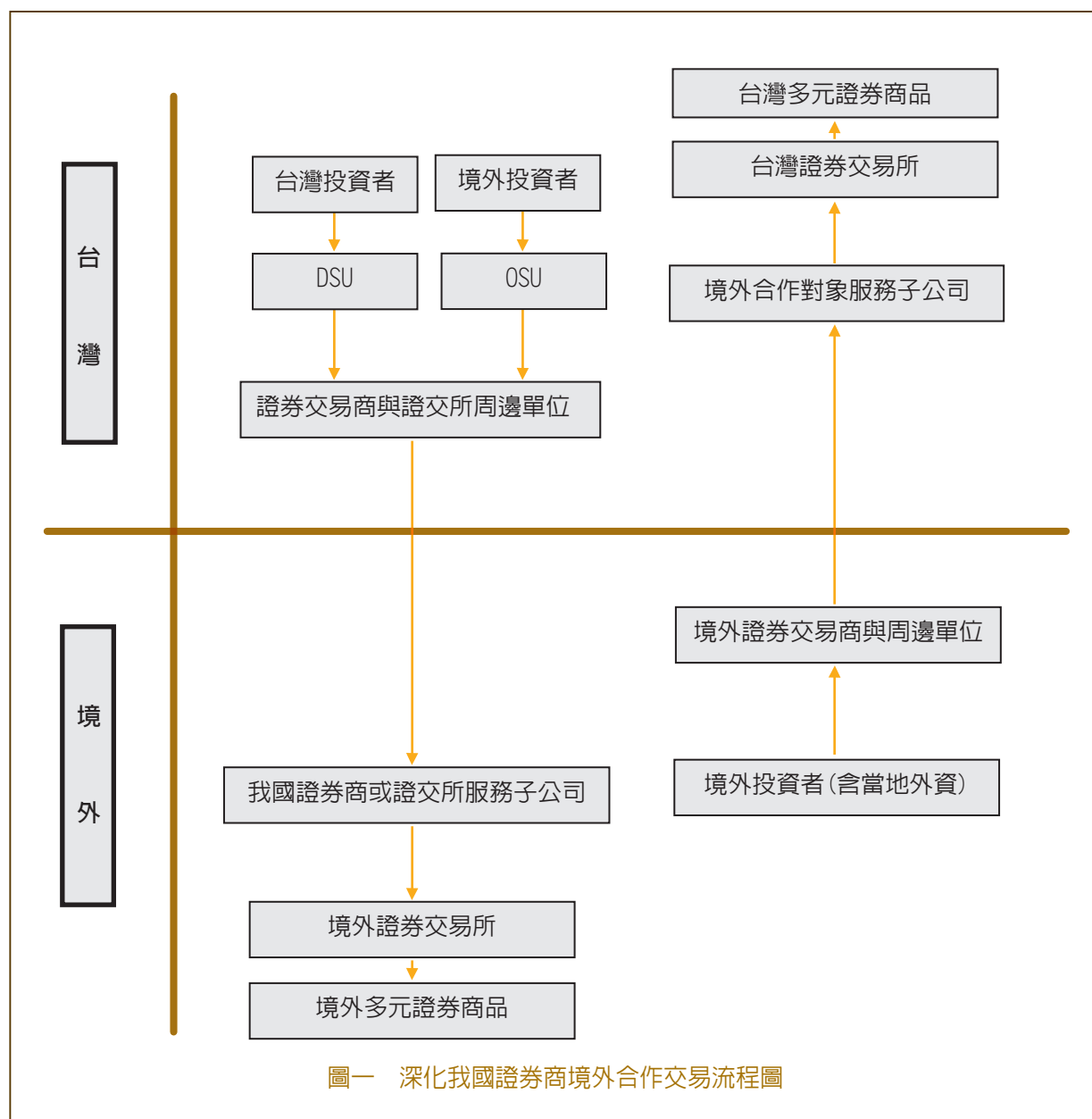
深化我國證券商境外合作交易不單只是現行既有複委託買賣境外證券，而且充分利用現行證券商DSU與OSU雙重引擎帶動下，未來應朝下列特質開發整合：

(一) 發展雙邊或多邊合作交易特色之證券商品，擴大彼此證券市場規模

發展雙邊或多邊合作交易特色之證券商品，初期規劃推出具特色ETF產品、接續應致力於雙邊或多邊投資者需求之主要交易通貨外幣計價(如美金、歐元、日元、人民幣等)與證券市場有關的金融產品，以及其相關之財富管理、信託、資產管理等全方位理財業務；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，同時包括彼此跨境具特色之股票、固定收益產品、基金、可轉換公司債、退休基金、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) 針對雙邊或多邊實體產業互補特性，建立合作直通之資本募資與證券交易平台
可以依據雙邊或多邊產業特性需求，推出彼此

1 DSU(境內證券業務Domestic Securities Unit，簡稱DSU)；OSU離境證券業務(Offshore Securities Unit，簡稱OSU)



產業鏈互補性之垂直或水平連接，尤其針對具有潛力之中小型潮流新興產業，藉由實體經濟的結合，參考我國創櫃股票與興櫃股票之籌資模式，吸引境內外中小企業產業在台募資發揮魚幫水、水幫魚之互補功能，建立雙方合作直通之資本募資與證券交易平台，厚植彼此證券市場的基礎能量與爆發力。

(三) 設立雙邊或多邊獨立性與公正性指數編製公司，共同發行推出獨特性證券相關產品

設立雙邊或多邊獨立性與公正性指數編製公司，係參考國際指數編製公司摩根史丹利資本國際公司(Morgan Stanley Capital International，簡稱MSCI)與富時指數公司(FTSE)之方式，共同發行推

出雙邊或多邊獨特區域性之證券指數相關產品，除可提升彼此證券市場品牌與知名度外，並可擴展交易商品，衍生更多證券資訊服務，創造商機。

(四) 允許雙邊或多邊境內外投資者可以直接買賣雙邊或多邊境外之證券商品

允許雙邊或多邊境內外投資者可以直接買賣境外之證券商品，在我國係指國內投資者可依境內外屬性之不同，分別透過DSU與OSU雙重管道，加上證券商或證券交易所與境外合作證券商或證券交易所建立合作機制，使雙邊或多邊投資者可以透過當地證券經紀商以電子交易方式直接買賣雙邊或多邊合作規定範圍內之對方證券交易所上市的股票。

三、營運策略

採行深化我國證券商境外合作交易的營運策略包括政府機關的政策支持與證券商業者本身策略的靈活運用，首先在政府政策方面，金管會當前不僅已經開放離境證券業務、積極協助金融業者布局亞洲，而且持續法規制度面之鬆綁、鼓勵業者金融業務創新、爭取外國證券主管機關的支持等，搭配證券商境外合作交易之機制，充分利用境內外點、線、面的鋪天蓋地方式，將可產生證券業水平與垂直整合效應，進而使我國證券市場得以壯大永續發展。

其次有關證券商業者本身策略運用方面，包括證券商開發境外新市場、培養國際營運人才、創新境內外新金融商品、擴大境外營運能量、提升客戶服務品質、活化資金運用效能，並且利用我國資訊科技之優勢，強化證券商基礎設施及海外證券市場的競爭力，在拓展境外合作對象上包括可依境外市場特性與本身業者的條件，採取不同的經營型態切

入，例如設立辦事處、分公司、子公司等，不過策略上可採行因地制宜方式進行。

境外合作交易初期可藉助境外當地證券業者的優勢成長，包括收購重要資產(如營業場所、重要設備、資訊軟硬體等)、併購、技術聯盟、少數股權入股、契約型策略聯盟(如共同行銷、加盟、聯營等)、延攬當地專業人才等方式進行；或是憑藉證券商業者本身實力，包括業務代理(如業務授權、共同合作等)、合資型策略聯盟、取得少數董事席位、設立控股百分之五十以上子公司等方式進行，亦即證券商可採取不同的營運方式測試境外目標市場水溫，接者再依據境外當地市場實際發展的情形逐步調整經營步驟。

四、合作市場及對象

我國證券商境外交易合作市場及對象須考量布局哪個國家之證券市場？以及與哪家證券交易所與證券商合作？當然可以在現行複委託交易體制下再予以延伸與擴展，或是另闢新的合作證券市場，主要在於吸引國內投資人與境外投資人可以直接在國內下單買賣境外股票。

(一) 布局合作的國家之證券市場：包括目前台灣證券交易所正在推動「台星通」、「台日通」、「台倫通」、「台菲通」等國家與市場外，尚可配合金管會正在規劃的亞洲盃，甚至未來佈署世界盃的考量積極佈署，其中海外布局優先考量的因素，包含該國證券交易所市值、位居世界金融中心的戰略地位、近年經濟成長情形、人口紅利、以及在全球經濟發展所扮演之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

開發市場之美國、英國、德國、香港、澳大利亞、以色列等；2.先進新興市場之捷克、南韓、泰國、匈牙利、南非、波蘭等；3.新興市場之阿拉伯聯合大公國、中國大陸、印尼、印度、巴西、俄羅斯等；與4.草創市場之保加利亞、克羅愛西亞、科威特、巴林、越南、蒙古等。

(二) 布局合作的證券交易所與證券商：包括上述台灣證交所推動的四個國家證券交易所之外，國內證券商可積極與現行複委託的證券商深化服務品質，或是洽詢境外有意願有資格的證券交易商，其中境外有資格的證券交易商所應符合雙邊或多邊證券監理機關所核可的證券商資格條件。

參、深化我國證券商境外合作交易可能面臨的質疑、成功關鍵因素分析與相關配套措施

一、可能面臨的質疑

深化我國證券商境外合作交易所面臨最大的考驗，在於許多人質疑是否造成國內資金外流的問題，截至目前國人購買境外基金約3.5兆元，亦即不推動證券商境外合作交易，國人仍可透過不同管道投資境外，與其拱手將商機讓給境外金融機構，為何不把機會留給國內的金融機構，尤其幾兆元的商機留給國內證券商自己研、製、產、銷多樣化的證券商品與服務，將可壯大國內證券商的研發與創新能力，再者推動證券商境外合作交易，係爭取更多新的資金活水注入國內證券市場，內容詳述如次：

(一) 提供外資與來台觀光客在國內有更多的資產組

合選擇外，並可吸引更多的外資注入新的資金投入國內。

(二) 有助於外資資金部位長期停留在台灣，並以台灣作為區域資金調度中心，將發揮整體境內外證券商磁吸效應。

(三) 吸引千萬來台觀光客在國內開立證券帳戶作出新的觀光投資選擇，投資國內證券，並以台灣作為觀光客境外資產管理中心。

(四) 由於證券商境外合作交易涵蓋資本募資互通平台，將產生雙邊或多邊實體產業互補特性，創造國內更多的資金活水。

綜上，深化我國證券商境外合作交易也許會有部分資金流出，不過只要境外合作交易機制完備具有足夠的吸引力，總體而言，證券商境外合作交易所引發的資金流入(flow-in)力道將大於資金流出(flow-out)力道，最終將產生整體資金擠入效果(crowding-in effect)。

二、成功關鍵因素

阿里巴巴於2014年9月19日在美國紐約證券交易所(NYSE)順利上市案，同時創下美國有史以來最大的IPO金額紀錄，給予證券市場跨境合作交易樹立新的里程碑，我國證券商應掌握時代趨勢，適時透過不同營運模式布局海外，積極拓展國際證券市場，因此境外合作交易成功的關鍵分析如次：

(一) 擴增國內證券商多層次營運管道與動能：鬆綁國內證券商DSU與OSU相關法規之限制，提供國內投資人(含台灣的外資、來台的觀光客等)與境外投資人在國內可以直接買賣主要外幣計價多樣具特色的金融商品，其中新增的動能將創造國內證券商研、製、產、銷多樣化的證券商

品與服務，將可大幅提升國內證券商的國際競爭力。

- (二) 便利證券商提供更快速友善的服務：為了提供國內投資人(含台灣的外資、來台的觀光客等)與境外投資人直接買賣主要外幣計價證券商品之便利性，以及節省不必要的交易與結算時間，政府相關機關應開放國內投資人與境外投資人在國內證券商營業地點(包括DSU與OSU)直接自由結匯買賣外幣計價證券商品。
- (三) 提供低廉交易成本之服務：現行複委託最大之詬病在於手續費等的交易成本高於一般模式的證券直接買賣，降低國內投資人參與的意願，因此境外合作交易必須改善國內投資人與境外投資人在國內交易成本的負擔。
- (四) 賦予境外合作交易相對較輕的稅負，以吸引更多雙邊與多邊投資人參與的誘因，匯集更多不同來源的資金活水注入國內，如此國內總體資金池的擴大有助於型塑我國發展區域理財中心的品牌與形象。
- (五) 設計健全的跨境證券監理制度，包括完善的公司治理、內控、風控制度與透明的資訊財務揭露與互換體制，以獲得境內外主管機關與投資大眾的信任。

三、相關配套措施

深化我國證券商境外合作交易必須遵循雙邊或多邊證券市場現行相關交易結算的法律規範，包括所有上市公司、證券交易商、證券周邊單位、投資人等必須遵守雙邊或多邊證券監理相關規定及業務規則。

雙邊或多邊證券監理機關、證券交易所、證券

商等必須遵循公平、公正、公開、透明、對等的原則，維護投資者跨境投資的合法權益，亦即雙邊或多邊合作證券仲介機構應當履行下列職責：

- (一) 提供必要的營業場所與設備；
- (二) 在對方所在地設立證券交易服務子公司，對其業務活動進行管理，督促並協助其履行證券監理機關所賦予的職責；
- (三) 制定境外合作交易相關業務規則並進行自律管理；
- (四) 制定證券交易服務子公司進行境外合作交易之相關服務與技術標準；
- (五) 對境外合作交易之所有商業活動進行即時監控，並建立相對應的資訊交換制度與聯合監控制度，共同監控跨境的不符常規交易行為，防範跨境市場風險；
- (六) 管理與發佈境外合作交易之相關的市場資訊；
- (七) 符合雙邊或多邊證券監理機關所規定的其他職責。

有關深化我國證券商境外合作交易將遵循雙邊或多邊證券市場現行相關的交易、結算、法律、法規規範與運行模式，主要制度涵蓋下列層面：

- (一) 相關的交易、結算及上市規範：所有境外交易結算活動，必須遵守交易結算發生地市場的相關規定及業務規則，其中上市公司將繼續受上市地上市規則及其他規定的監理。
- (二) 結算方式：採取直接的跨境結算方式，相互成為對方的結算參與人，為境外合作交易提供相對應的結算服務。
- (三) 投資標的：雙邊或多邊可根據試辦初期對投資標的範圍進行調整。
- (四) 投資額度：雙邊或多邊可根據試辦初期對投資

額度進行調整。

(五) 投資者：試辦初期，僅限於機構投資者及符合資格的個人投資者。

至於有關積極增 雙邊或多邊跨境監理與法規遵循合作，雙邊或多邊證券監理機關將各自採取所有必要的措施，以確保彼此之間為保障投資者利益之目的，建立有效機制，及時回應各自或彼此市場出現的違法行為，雙邊或多邊監理機關將改進目前的雙邊或多邊監理合作機制，加 下列法規遵循的合作：

- (一) 強化跨境違法案件情資的通報共享機制；
- (二) 有效合作調查以杜絕炒作、內線交易與市場操縱等跨境違法行為；
- (三) 雙邊或多邊法規遵循資訊的交流與培訓；
- (四) 提高跨境法規遵循的合作水準。

再者合作的雙邊或多邊將就深化境外合作交易設立直接聯絡窗口，協商解 合作交易的相關問題，雙邊或多邊證券交易所、登記結算機構、證券交易商等應當按照國際證券管理組織機構(IOSCO)所規範的原則，積極推展深化境外合作交易的各項營運與相關工作，完成相關交易結算規則，市場周邊參與者充分調整其業務與技術系統，並獲得雙邊或多邊證券監理機關的核准。

最後為確保證券市場審慎監理的目的，雙邊或多邊證券交易所均保留可暫停跨境交易的權利，該交易暫停可能會針對雙邊或多邊同意掛牌交易的個別股票或市場的全部股票，當然啓用暫停交易機制前需收到相關監理機關的核可，並且暫停交易機制及啓用暫停交易機制的條件將事先詳細揭露具體的內容與步驟。

肆、深化我國證券商境外合作交易之劃時代意義與預期效益

現階段我國推動深化證券商境外合作交易的劃時代意義包括：

- 一、配合網路科技成熟的發展可以開啓建立證券商境外交易嶄新的營運模式與成功致勝的關鍵平台。
- 二、全新的證券商境外交易合作可以改造國內投資人(含台灣的外資、來台的觀光客等)與境外投資人在我國國內的投資方式與交易習慣。
- 三、創造優質國際性的證券商交易環境，加上友善的交易介面，將是締造我國證券市場突圍金融海嘯後新局面的要件與不二法門。

深化我國證券商境外合作交易將可促進我國與合作往來國家證券市場的共同發展，強化雙邊或多邊證券市場實質往來，推動資本市場相互開放，將可達成下列多重預期效益：

- (一) 透過該合作機制增 我國證券市場的綜合實力：深化證券商境外合作交易可以提升雙邊或多邊證券市場交流合作，擴大彼此間投資者的投資管道，壯大證券市場競爭力。
- (二) 加強雙邊或多邊金融業務的深入往來：證券境外合作交易有助於提高雙邊或多邊證券市場對國際投資者的吸引力，有利於改善我國證券市場投資者的結構，進一步推進我國區域金融中心的建設；同時有利於合作國家發展成為我國投資者重要的境外投資市場，鞏固與提升雙邊或多邊金融業務的實質往來。
- (三) 對於投資者(含台灣的外資、來台的觀光客等)、證券商、證券周邊單位、證券交易所與整體金融市場，預期未來帶動下列效益：

對象	預期效益
投資者(含台灣的外資、來台的觀光客等)	1. 協助國內投資者(含台灣的外資、來台的觀光客等)多層次運用國內證券商所提供的金融服務，增加投資者投資管道與工具，提升投資者資產組合配置效率。 2. 投資者可於熟悉的環境下直接辦理境外證券投資，資金調度更加靈活。 3. 深化投資者(含台灣的外資、來台的觀光客等)資金停留國內的時間與意願，同時吸引更多外資資金注入國內證券市場。 4. 節省投資者(含台灣的外資、來台的觀光客等)資產組合配置的時間及成本。
證券商	1. 證券商可提供自己與客戶更多金融商品選擇與多元化理財服務，協助自己與客戶有效配置資產組合，以及提升自己與客戶的資金運用效率。 2. 擴大國內證券商營運範疇與項目，衍生業者更多相關的金融商品服務，發揮證券商DSU與OSU綜效服務，有利於提高證券商獲利能力。 3. 增加證券商新的業務動能，提升證券商競爭力，以及壯大其海外布局的實力。
證券周邊單位	1. 增加證券周邊單位的服務商機。 2. 提升證券周邊單位國際競爭力。
證券交易所	1. 增加證券交易所的營運面向。 2. 強化證券交易所多元化與多樣化的深層服務。
金融市場	1. 增加整體金融市場資金流動性與運用動能。 2. 擴大國內金融市場深度與廣度。 3. 提升國內金融市場國際知名度與競爭力。 4. 改善台灣證券投資環境，提高金融市場就業人口，帶動台灣成為區域金融中心。

資料來源：本研究整理

伍、結論

目前我國證券市場面臨空前的挑戰，為避免資本市場地位的邊緣化，以及因應經濟區域整合的競爭，我國證券商應積極推展境外合作交易，便捷雙邊或多邊投資者可以在其境內直接買賣境外之主要交易外幣計價證券產品，在政府相關機關的政策支持下，證券商可採取不同的營運方式，測試境外目標市場水溫，並依據境外當地市場實際發展的情形逐步調整經營步驟，發展雙邊或多邊特色證券商品、利用境內外產業互補特性，建立合作直通之資

本募資與證券交易平台，在健全的境內外證券監理制度基礎下，提供友善便捷、低廉交易成本、與相對較輕稅負之金融服務，產生國內整體資金擠入效果。

世界經濟發展的重心已逐漸由西半球移向東半球轉進，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年以前，整個亞洲經濟產值佔世界經濟產值的比率將超越50%，亦即亞洲地區的蓬勃發展將是指日可待，其中亞洲區域內跨境證券市場之互動將扮

演帶動區域經濟發展領頭羊的角色，面對此千載難逢的契機，政府近期積極規劃將金融業納入自由經濟示範區、發展以台灣為主的國人理財平台、開放國際證券與外匯業務、推動兩岸服務貿易協議，以及鼓勵金融業者優先布局亞洲市場等建設性措施，加上持續深化我國證券商境外合作交易之多面向縱橫綜效，期望藉此國內證券商除可提供國內投資人(含台灣的外資、來台的觀光客等)與境外投資人在國內享受更優質的金融服務外，並可提升我國證券業競爭力，創造我國證券市場的經濟奇蹟。

作者為中國文化大學財務金融系副教授、中國文化大學財務金融系副教授、醒吾科技大學財務金融系助理教授

貳、專題論述

本次季刊共有三篇專題，分別介紹證所稅影響評估報告、強化證券商整體經營風險控管機制暨落實證券商差異化管理及差價合約於證交所掛牌之可行性研究。

第一篇「呼籲維持以現行證交稅替代證所稅，取消加徵證所稅」摘錄自本公會『證所稅影響評估報告』。在這份報告中我們從幾個面向加以闡述，包括從發行面與交易面探討、比較證所稅議題發酵前後數據、也比較競爭國市場之間的數據變化、並就國內外不同競爭國家稅制上的比較及從大戶進出的數據暨對政府稅收、國際收支的影響等不同層面來做評估。另外，我們同時也模擬了投資人在台灣、香港、新加坡和中國大陸不同市場交易所需負擔的稅負和費用做比較。希望這些數據資料，可以讓財政部及立法院深切了解我國因復徵證所稅造成對資本市場傷害的程度。

第二篇「強化證券商整體經營風險控管機制暨落實證券商差異化管理」邀請臺灣證券交易所券商輔導部張瑋琄專員撰寫。隨著近年多項法規鬆綁與新種業務開放，證券商除得辦理新種業務外，亦可增加自營部門之持有部位，以及衍生性金融商品交易支出總額，使其經營更具彈性並進而增加收入，然而，新增業務種類及法規鬆綁之同時，監理機構亦需確保證券商經營風險已有效控管，故通盤檢討現行證券商相關風險控管機制，以確保證券商已有效控管其經營風險。

本文先介紹證券商整體經營風險預警作業辦法的修訂內容，將自營及承銷業務相關指標納入一般風險指標，並針對證券商經營新種業務訂定特殊風

險指標，設定預警值以監控其風險。此外，再介紹證券商經營風險綜合評等新制度規劃案，以現行風險管理評鑑制度為基礎，整合運用證券商整體經營風險預警評等及自有資本適足比率規範，對同時經營證券經紀、承銷及自營業務之本國證券商每月進行綜合評等，俾供監理機構及時發現證券商經營風險警訊，進而採取風險控管措施，並落實差異化管理。

第三篇「差價合約於證交所掛牌之可行性研究」係摘自本公會委託政治大學商學院投資人研究中心研究專案，由政治大學財務管理系周行一教授所主持。差價合約(Contract for Difference, CFD)屬於保證金交易的衍生性金融商品，交易人只需支付少許保證金便可以產生和交易標的資產交易相同的損益，因此廣受投資人的喜愛。

本研究建議台灣在推行差價合約時，將CFD於證券交易所集中交易，或採取OTC市場交易模式，以提高流動性、降低交易成本。因融資融券業務是目前許多國內證券商的重要業務之一，為了避免影響證券商的收入，建議優先選擇直接入市模式或是造市者模式，而應該避免選擇交易所集中交易的模式。由倫敦與澳洲的經驗顯示，推出CFD的交易，將有利於市場整體的流動性，市場的交易量會提升，將會帶給證券商額外的收入，此外，由於CFD是高槓桿的商品，證券商將可有更多的利息收入或是借券費用，因此整體而言，CFD的推出應可以提升證券商整體的收入。

呼籲維持以現行證交稅替代證所稅，取消加徵證所稅

■ 證券公會

有道是「資本市場是經濟的櫥窗，更是一國之力的表徵」，自101年3月底證所稅議題開始，使台股從101年4月至102年12月出現長達21個月低於1,000億元的窒息量，顯然台股深受復徵證所稅影響，造成成交量萎縮、吸引力不再，資金加速流到海外市場，使民間消費和企業投資雙引擎熄火；資本市場做為經濟櫥窗，連帶使我國經濟成長低迷。為使資本市場充分發揮帶動經濟發展的功能，本公會提出『證所稅影響評估報告』，供政府相關單位參考，期望持續的資本市場開放政策和與國際接軌的合宜租稅制度，能加倍活絡股市、振興經濟發展。

※證所稅影響台股發行市場：

- 證所稅制度對出售興櫃股票100張以上的投資人採強制核實課稅，使投資人買賣興櫃股票的稅負成本比買賣上市櫃股票還要沉重。
- 原始股東在稅負成本考量下，降低發行公司登錄興櫃的意願。自民國102年證所稅開徵，102年登錄興櫃家數明顯銳減至50家，大幅減少近5成。
- 興櫃市場為上市櫃股票的預備市場，可以預期未來我國IPO市場勢必萎縮。

※證所稅影響台股交易市場：

- 自96年至101年第一季，台股平均日均值約為1,360億元；但自101年第二季證所稅議題開始，台股日均值連續21個月出現少於1,000億元的低量，投資人將資金移出台股。自103年1~7月，台股日均值放大到1,260億元，但8月日均值縮減

為1,095億元，9月甚至只有956億元，再度回到過去二年的低量。

- 比較國際主要股市2011年(民國100年)及2013年(民國102年)的成交量，台灣減少29.9%、紐約減少24.0%、香港減少8.4%、新加坡減少1.5%、上海增加2.0%、東京增加58.7%，台股成交量減少最為嚴重。
- 104年起，將對出售股票金額在10億元以上的大戶採設算為主、核實為輔課稅，則每季買賣金額在5億元以上的大戶為當然課稅對象。自101年第二季證所稅議題開始，大戶無論是平均季成交金額及平均戶數，都較證所稅議題之前大幅減少將近5成。
- 自101年第二季證所稅議題開始，外資(FINII)成交平均比重24.0%，相較於證所稅議題之前的19.4%，外資交易占比不減反增，顯然本土投資

人受證所稅影響之交易量萎縮較為嚴重。

※證所稅影響台灣資金流出：

- 自99年第三季至103年第二季，台灣金融帳已連續16季淨流出，共計1,438億美元；且自101年第二季證所稅議題開始，流出速度明顯加快，共計淨流出994億美元。
- 金融帳下的居民對外證券投資總額，也從101年第二季證所稅議題開始快速流出，共計對外投資了978億美元。
- 國人投資海外市場管道眾多，其中可委託國內證券商買賣外國有價證券。自101年第二季證所稅議題開始，各季複委託平均成交金額較證所稅議題之前大幅成長了37.2%。

※證所稅影響政府證交稅收：

- 台灣證交稅制度為向賣方課徵0.3%的證交稅，就是隱含對交易所得課稅，已符合有所得就要課稅的量能課稅原則。過去證交稅每年可以輕易課徵到1,000億元，占整體稅收的6%，又沒有稽徵成本，各國市場都羨慕不已。
- 101年，證交稅實徵淨額只有716億元，僅達預算1,265億元的56.6%，創近七年新低，國庫短收549億元。102年，證交稅實徵淨額只有710億元，僅達編列預算數964億元的73.7%，國庫短收254億元。
- 財政部原估計證所稅稅收約每年60億元到110億元，但據報載(103/6/26)，財政部表示102年度個人證所稅入帳24億元，即使稅收可達到預期效果，流失的證交稅收額仍使國庫收入不增反減。

※我國股市相關稅、費負擔沉重：

- 外資(FINI)投資人僅須負擔0.3%的證交稅、股利所得稅(就源扣繳20%)。而我國境內個人投資台股之稅、費負擔包括：0.3%的證交稅、對特定四類投資人核實課徵證所稅(分開計稅、合併報繳、稅率15%)、股利所得稅(併入綜合所得課稅最高稅率40%)及2%的股利所得補充保險費(最高20萬元)；自104年起，增加對大戶設算所得0.1%的證所稅、股利所得稅稅率提高(併入綜合所得課稅最高稅率45%)、股利稅額扣抵減半，稅、費負擔加重。
- 大中華地區中，新加坡、香港及中國大陸不課證所稅，也沒有證交稅，只課徵印花稅，且比例甚低。中國大陸課徵0.1%的印花稅、香港及新加坡課徵0.2%的印花稅，但新加坡如透過集保電子交割者免課。其他稅、費也僅中國大陸對股利所得稅就源扣繳10%。我國稅、費負擔比鄰近的大中華地區國家高，將導致資金外流，喪失證券市場競爭力。

※結論與建議

一、證交稅已隱含證所稅，符合租稅正義

101年4月前，財政部在其官網上就「租稅正義」之說明：「我國雖無資本利得稅之名，惟有針對資本利得課稅之實，包括證券交易稅相關資本利得之課徵規定」。「目前股票出售時，課徵0.3%證券交易稅…足見現行證券交易稅中已有內含對證券交易所得分離課稅」。「根據稅收統計顯示，證券交易稅收相較於其他國家證券交易所稅(或印花稅)稅收比重相近，證明我國證券交易稅顯然已含括

證券交易所所得稅性質」。

另依100年12月9日大法官解釋釋字第693號：

『查所得稅法第四條之一停徵證券交易所所得稅之立法理由，係為簡化證券交易所所得之稽徵手續並予合理課徵，以修正證券交易稅條例提高證券交易稅稅率方式，將原應併入所得總額課徵所得稅之證券交易所所得稅停止課徵』。目前股票出售時，只對賣方課徵0.3%的證交稅，不對買方課徵證交稅，就是表示證交稅已含括證所稅，符合租稅正義原則。

二、證所稅制度使我國自然人投資台股稅、費負擔較港、星、中沉重，且與FINI相較顯不公平

我國自然人投資台股的稅、費負擔包括：0.3%的證交稅、對特定四類投資人核實課徵證所稅(分開計稅、合併報繳、稅率15%)、股利所得稅(併入綜合所得課稅最高稅率40%)及2%的股利所得補充保險費(最高20萬元)；自104年起，增加對大戶設算所得0.1%的證所稅、股利所得稅稅率提高(併入綜合所得課稅最高稅率45%)、股利稅額扣抵減半，稅、費負擔加重。相較於FINI投資台股的稅、費負擔：僅有0.3%的證交稅及股利所得稅(就源扣繳20%)。

比較投資大中華地區主要股市稅、費負擔：新加坡、香港及中國大陸不課證所稅，也沒有證交稅，只課徵印花稅，且比例甚低。中國大陸課徵0.1%的印花稅、香港及新加坡課徵0.2%的印花稅，但新加坡如透過集保電子交割者免課。其他稅、費也僅中國大陸對股利所得稅就源扣繳10%。我國稅、費負擔比鄰近的香港、新加坡及中國大陸高，已導致資金外流，喪失證券市場競爭力。

三、證所稅制度複雜，徒增徵納雙方的困擾與糾紛

證所稅稅制複雜，台灣證券市場自然人占6成，法人機構尚有財務、會計人員入帳登記，但多數自然人並無專人記帳，根本不知要申報；自然人於申報前須先行收集交易資料及計算損益，但因成本認定及費用分攤問題，損益計算方式甚為複雜，致不知要申報或申報錯誤，相關的認列爭議都要由納稅義務人負擔申報不實之責。依據推估，102年度個人證所稅應有超過10萬人應申報，但據財政部公布資料僅8千餘人申報，亦即仍有95%左右未申報，依往例，國稅局將於年底前陸續寄發第一批補(罰)稅單，且已開始調查瞭解中，造成投資心理疑慮，也將引發大量民怨及資金退場。另外，稅務人員如何蒐集、處理龐大交易，正確計算投資人的真正損益，也是一大問題。

四、課徵證所稅造成政府稅收不增反減，且悖離輕稅簡政原則，稽徵成本高，不符國際潮流

我國股市參與者以自然人為主，使稽徵證所稅的技術、成本過高，因此，證交稅是基於稽徵方便之權宜，事實上，證交稅就是證所稅。

台灣證交稅稅率高達0.3%，過去每年可以輕易課徵到1,000億元，占整體稅收的6%，又沒有稽徵成本，各國市場都羨慕不已。101年，證交稅實徵淨額只有716億元，國庫較預算短收549億元；102年，證交稅實徵淨額只有710億元，國庫較預算短收254億元。

財政部原估計證所稅稅收約每年60億元到110億元，但據報載(103/6/26)，財政部表示102年度個

人證所稅入帳24億元，即使稅收可達到預期效果，但加徵證所稅，造成大量的證交稅收流失，仍使國庫收入不增反減。

五、課徵證所稅嚴重衝擊台灣資本市場

- (一) 證所稅制度使我國IPO市場萎縮：興櫃市場交易的稅負成本更為沉重，使原始股東降低發行公司登錄興櫃的意願；興櫃市場為上市櫃股票的預備市場，可以預期未來我國IPO市場勢必萎縮。
- (二) 證所稅制度造成台股交易量及流動性嚴重衰退：市場日均值長期萎縮在1,000億元以下，且與國際股市相比，萎縮幅度達3成，最為嚴重。證所稅制度也使每季買賣金額在5億元以上的大戶，無論是平均季成交金額及平均戶數，都大減5成。
- (三) 證所稅制度加速國內資金外流：自101年第二季起，居民對外證券投資總額已累計流出978億美元；國人透過委託國內證券商買賣外國有價證券，複委託成交金額較證所稅之前大增37.2%。資金持續大量加速流出，使我國資本市場喪失成長動力。
- (四) 扭曲市場正常發展，增加監理成本：統計證所稅議題之後，外資成交平均比重為24.1%，相較於證所稅之前平均比重的19.4%，外資交易占比不減反增，顯然本土法人及自然人受證所稅影響之交易量萎縮較為嚴重。全球各國對FINI均不課徵證所稅雖為國際慣例，但我國自然人的稅、費負擔本就相當沉重，加徵證所稅已使部分投資人改變身分為「假外資」投資台

股，造成主管機關監理負擔。

六、建議維持以證交稅替代證所稅，取消加徵證所稅：

- (一) 取消對當年度股票出售金額在10億元以上者課徵證所稅；
- (二) 取消對當年度出售興櫃股票數量合計在100張以上者課徵證所稅；
- (三) 取消對初次上市櫃前取得之股票，於上市櫃以後出售者課徵證所稅；
- (四) 另外，出售未上市未上櫃股票者，回歸最低稅負制課稅。

完整「證所稅影響評估報告」，歡迎踴躍至本公會網站
<http://www.twasa.org.tw>下載閱覽

強化證券商整體經營風險控管機制 暨落實證券商差異化管理

■ 張瑋琨

壹、前言

隨著近年多項法規鬆綁與新種業務開放，證券商除得辦理新種業務外，亦可增加自營部門之持有部位，以及衍生性金融商品交易支出總額，使其經營更具彈性並進而增加收入，然而，新增業務種類及法規鬆綁之同時，監理機構亦需確保證券商經營風險已有效控管，故將通盤檢討現行證券商相關風險控管機制，以確保證券商已有效控管其經營風險。

現行證券商相關風險控管機制係由不同的風險面向，依各種指標及不同頻率對證券商經營風險進行預警監督，再由權責單位依預警結果及早執行後續管理措施。惟因多項證券商風險控管機制同時運作，且預警資訊項目繁多，如何從複雜多樣的預警指標中，綜合衡量證券商的實際經營風險，確為證券商管理上的一大課題。

本文將先就本次整體經營預警作業辦法的修訂內容進行，再介紹證券商經營風險綜合評等新制度規劃案，俾供監理機構及時發現證券商經營風險警訊，進而採取風險控管措施，並落實差異化管理，以維護證券交易市場之安全，並促進證券市場之健全發展。

貳、修訂證券商整體經營風險預警作業辦法

證券商整體經營風險預警作業辦法係於民國85年6月1日制定，訂定時證券商經營業務以經紀業務為主，隨時空環境變化，目前綜合證券商經營自營及承銷業務比重已顯著提昇，故宜重新檢視風險預警指標，將自營及承銷業務相關指標納入一般風險指標，並針對證券商經營新種業務訂定特殊風險指標，以綜合評估證券商經營業務之風險。

一、一般風險指標：評估證券商經營經紀、自營及承銷業務之經營風險

(一) 綜合評估經營經紀、自營及承銷業務之經營風險

現行一般風險指標中，每月指標包含5項財務指標與5項經紀業務指標，僅涵蓋證券商之財務風險與經營經紀業務之風險，尚未針對證券商經營自營及承銷業務訂定相關指標。

故將現行特殊指標中，與自營及承銷業務相關之指標如「營業證券透過損益按公允價值衡量之損失(含承銷、自營)占淨值比率」、「庫存股票金額(含承銷、自營)占淨值比率」列入一般風險指標，以綜合評估證券商經營經紀、自營及承銷業務之經營風險。其中，如「營業證券透過損益按公允價值衡量之損失(含承銷、自營)占淨值比率」為正值，但「庫存股票金額(含承銷、自營)占淨值比率」得

分低於六十分時，以六十分計算之。

另為避免部分證券商因政策因素有集中度過度異常情事，將於「選案股票營業比率」、「營業分散比率」及「交易對象集中比率」中，排除國安基金、四大基金及國內依訂規模以上之壽險公司帳戶進行之交易資料。

(二) 新增先賣後買當日沖銷交易之一般指標

考量先買後賣當日沖銷交易投資人僅需就其差額進行交割，且其業務開放後，對證券市場之違約狀態尚無重大衝擊或改變，故本次就先賣後買當日沖銷交易新增一般風險指標之每月評分指標。

當證券商接受投資人委託時，應進行風險控管及掌握券源，以確保投資人於盤中賣出後未買進時，具足夠券源供交割，如投資人未能完成當日沖銷交易，且證券商未能於T日完成更改交易或未完成借券並輸入「應付當日沖銷券差申報平台」時，證券商得於T+1日透過證金公司進行標借、議借，如其標借、議借不成，即主動進入交割借券。故新增「先賣後買當日沖銷致標議借及交割借券金額占該業務金額比率」，藉由標議借及交割借券金額，評估證券商是否未事先控管券源。

(三) 調整計分、權重及評等方式

考量各證券商原指標得分過度集中，規劃修改原始計分方式，以突顯各證券商得分之差異，並調整配分權重。另考量原評等方式僅就每月綜合得分訂定標準給予甲、乙、丙、丁四等級，為確保證券商經營之長期穩定性，除每月綜合得分外並將其前12個月之得分波動度納入考量。

二、特殊風險指標：針對證券商承作新種業務規劃訂定相關預警指標，並設定預警值以監控其風險

(一) 證券業務借貸款項、有價證券借貸及融資融券：

考量上開業務性質相近，可合併計算以整體評估證券商款券借貸之風險，爰將原特殊風險指標「融資金額占自有資本淨額比率」修訂為「證券商辦理款券借貸業務及信用交易餘額占淨值比率」。

另新增「證券商辦理款券借貸業務及信用交易標的為小型股餘額占總餘額比率」及「證券商辦理款券借貸業務及信用交易標的為股價波動過度劇烈或成交量過度異常股票餘額占總餘額比率」兩項預警指標，當證券商達到「證券商辦理款券借貸業務及信用交易餘額占淨值比率」預警值且達到「證券商辦理款券借貸業務及信用交易標的為小型股餘額占總餘額比率」或「證券商辦理款券借貸業務及信用交易標的為股價波動過度劇烈或成交量過度異常股票餘額占總餘額比率」預警值時，本公司得派員查核。

(二) 財富管理業務：針對其作業風險，新增「財富管理之金錢信託及有價證券信託風險約當金額占自有資本淨額比率」之特殊風險指標，以評估證券商經營財富管理業務之風險。

(三) 衍生性金融商品：針對其市場風險，新增「店頭衍生市場風險約當金額占自有資本淨額比率」之特殊風險指標，以評估證券商經營衍生性金融商品之風險。

(四) 發行認購(售)權證業務：為評估證券商經營權證業務，是否透過其避險策略有效控管風險降低損失，故新增「發行認購(售)權證每月評價損失金額占發行認購(售)權證月底餘額比率」，之特殊風險指標，以評估證券商經營權證業務，是否透過其避險策略有效控管風險降

低損失。

(五) 國際證券業務(OSU)：現行監理機制已將國際證券業務相關持有部位及損益併入現行總公司相關風險控管範圍。基此，證券商經營國際證券業務所持有之海外部位已納入總公司庫存股票及店頭衍生市場風險計算；另證券商經營國際證券業務，其相關損益亦將併入總公司，影響證券商之財務指標。另考量國際證券業務條例業已開放證券商國際證券業務分公司辦理有關帳戶保管業務，主管機關並開放證券商得申請擔任華僑及外國人之保管機構，故可將OSU之保管部位轉為臺幣後，一併加總評估前述兩者之相關作業風險，訂定特殊風險指標「證券商保管客戶款券風險約當金額占自有資本淨額比率」，評估其經營保管業務之作業風險。

參、規劃證券商風險管理綜合評等新制度與差異化管理

因近年來主管機關開放新業務步調較快，宜著重於綜合證券商風險控管之加強，同時，為落實證券商差異化管理，將對同時經營證券經紀、承銷及自營業務之綜合證券商進行證券商風險管理綜合

評等新制度，本制度以現行風險管理評鑑制度為基礎，整合運用證券商整體經營風險預警評等及自有資本適足比率規範，評定其綜合評等。其綜合評等兼具質化及量化評估，以建構新分級制度。

一、適用對象：同時經營證券經紀、承銷及自營業務之本國證券商。目前風險管理評鑑制度之適用對象僅為營業處所經營衍生性金融商品交易或發行權證之證券商，惟其餘證券商可主動要求接受評鑑，日後所有綜合證券商皆須接受風險管理評鑑。

二、評等頻率：本公司規劃採行每月評等方式。現行風險管理評鑑制度每1至3年對證券商進行評鑑，係屬證券商風險管理之組織與架構是否健全之質化指標；而證券商整體經營風險預警評等及自有資本適足比率，則係按月評等或申報，考量風險預警評等及自有資本適足比率，係為證券商風險量化之動態指標，每月皆可發揮其更新證券商風險管理綜合評等新制度評等的功能，故本分級制度將採每月計算方式辦理。

三、評等方式：風險管理評鑑等級、證券商整體經營風險預警評等及自有資本適足比率均符合同

綜合評等	風險管理評鑑等級	證券商整體經營風險預警評等(暫訂)	自有資本適足比率達標準門檻以上
1	1	連續6個月乙等以上，且其中3個月達甲等	達2年
2	2以上	連續6個月乙等以上，且未達甲等超過3個月	達1.5年
3	3以上	未連續6個月達乙等惟均達丙等以上，且其中3個月達乙等	達1年
4	4以上	連續6個月丙等以上，且未達乙等超過3個月	達6個月
5	5以上	6個月內曾被列為丁等	6個月內曾低於標準門檻

一綜合評等之門檻，方可獲致該綜合評等。其評等方式如下表。

各證券商之綜合評等不得高於其風險管理評鑑等級，當證券商整體經營風險預警評等或自有資本適足比率不符合同等級綜合評等之條件時，則適用更低之綜合評等。

以綜合評等第2級為例，風險管理評鑑為第2級者，需同時具證券商整體經營風險預警評等乙等以上達6個月及自有資本適足比率達標準門檻以上達1.5年，方能獲得第2級評等；如其證券商整體經營風險預警評等乙等以上僅達3個月，則僅能獲得第3級評等。

四、管理措施：主管機關日後得依據證券商風險管理綜合評等新制度之綜合評等，落實證券商差異化管理。其經營風險分級制度之應用上有以下方向：

- (一) 調整監理措施：依分級結果，針對不同體質之證券商，進行不同的監理查核頻率、查核廣度及查核深度的調整。
- (二) 新業務開放之參考：主管機關由新分級制度的結果可瞭解國內證券業風險管理的水平，瞭解國內券商是否有足夠的風險管理能力來因應該項新商品的開放，以決定是否開放該項商品及開放的程度。
- (三) 業務審核程序簡化：目前所有證券商在進行業務申請時，皆須經過同樣的審核程序，並且對資訊系統及風險管理規範重新審核。藉由分級制度，主管機關對於個別券商風險管理體質已

有一定程度之掌握，可成為業務單位申請新種業務時，審核程序簡化之依據；對於評等較佳的券商，部分審查項目可以予以簡化或省略，以達到鼓勵之效果。

- (四) 業務承作額度分級：證券商風險管理綜合評等新制度可作為業務或投資額度上限分級化之依據。

肆、結論

現行證券商風險控管機制繁多，其中，「整體經營風險預警作業」係作為選案查核篩選標準，著重於量化分析，本次除通盤檢討一般風險指標之妥適性，亦針對近年開放之新種業務，增修訂特殊風險指標，以確保證券商經營新種業務之風險控管；「資本適足比率制度」屬量化之監管機制，監理機構可透過每月檢視證券商自有資本適足比率，評估其整體經營風險，以補強個別風險管理；「風險管理評鑑制度」則屬整體評估機制，係著重於質化分析，透過規劃證券商經營風險綜合評等新制度，整合運用證券商整體經營風險預警評等及自有資本適足比率規範，將使綜合評等兼具質化及量化評估，據以進行差異化監理，配合主管機關之「雙翼監理原則」，在加速法規鬆綁、業務開放及自由化的同時，證交所強化證券商風險控管機制，確保業者法遵、守紀及重視風險，以保障投資人權益，促進證券市場多元化與國際化發展。

作者為臺灣證券交易所券輔導部專員

差價合約於證交所掛牌之可行性研究

■ 周行一、徐政義、陳虹伶

壹、前言

自從差價合約(Contract for Difference, CFD)於1991年在英國首度推出後，已發展成為成長最快速的新金融商品之一，在英國、新加坡、德國以及澳洲受到機構投資人以及散戶的歡迎，成交量已佔有相當重要的比率。目前大多數國家的差價合約都在OTC市場交易，而澳洲是唯一具有交易所集中交易的差價合約。¹

差價合約屬於保證金交易的衍生性金融商品，交易人只需支付少許保證金便可以產生和交易標的資產交易相同的損益，因此廣受投資人的喜愛。差價合約在英國、歐洲與新加坡的主要交易者為機構投資人，而澳洲的交易者是以散戶為主。由於差價合約相當受到投資人的歡迎，為了與OTC市場業者(CFD的提供者)競爭，澳洲交易所(Australian Securities Exchanges; ASX)於2007年11月在其期貨交易系統(即原有的Sydney Futures Exchange; SFE)推出了交易所交易的差價交易契約(以下簡稱ASX CFD)，最大的特色是集中交易的標準化契約。

本研究首先針對差價合約的特性與種類作簡介，並且探討差價合約的風險為何？市場的主要參與者有誰？最後，本研究提出差價合約在台灣成功推行之策略。

貳、差價合約簡介

一、簡介與特性

差價合約(Contract for Difference; CFD)類似保證金交易，交易人只需支付少許保證金便可以產生和現貨市場交易相同的損益。若交易人預期標的現貨的價格會上漲時，可以買進該標的資產的差價合約；同樣地，當交易人預期標的現貨的價格會下跌時，可以賣空該標的資產的差價合約；因此，差價合約可以允許交易人進行做多或作空的交易，是相當具有彈性的衍生性金融商品。

我們舉一個交易人交易差價合約的例子來說明差價合約的特性(表一)。假設現在有一個代號為X的股票(假設每一張股票為1,000股)，目前的股價為70元。現在有兩位交易人分為A與B，A預期X會上漲，而B預期X會下跌。差價合約的交易商(即差價合約的提供者)訂定了股票X的保證金為10%，A向股票X之差價合約交易商買入了2個單位(即相當於2,000股現股)的差價合約，而B向差價合約交易商賣出了3個單位的差價合約，A支付了\$14,000的保證金以及相關的手續費給交易商，而B支付了\$21,000的保證金再加

1 雖然澳洲具有交易所交易的差價合約，其OTC市場仍十分活絡，且大多數的交易者是散戶。

上相關的手續費。假設兩天後，股票X下跌至\$68，交易人A與B同時與差價合約交易商結清部位，A產生了\$4,000的損失(即 $(\$68-\$70) \times 2,000 = -\$4,000$)，而B產生了\$6,000的利得，在各支付了相關的費用之後，交易商分別支付給交易人A\$10,000以及B\$27,000。

上述的例子說明了交易人如何利用差價合約來進行高槓桿的交易，雖然股票現貨產生了\$2的價格變動(約2.86%的價格變化)，而交易人卻可以產生28.6%的損益，更重要的是，交易人可以透過差價合約的多部位或是空部位，來進行相關的投資與交易策略。

差價合約的交易相對於其他衍生性金融商品操作較為容易，使差價合約在金融市場快速成長，也促使越來越多交易商推出差價合約的相關商品，差價合約的標的物涵蓋範圍包含個股、全球市場指數、匯率指數及商品指數，以及各類可投資的商品，交易人可以藉由交易差價合約參與其有興趣的

市場，而不需要真正的持有該商品。此特性對於交易人的交易會更加靈活，預期差價合約未來將繼續保持高度的成長²。目前全世界差價合約的交易市場，除了澳洲在集中交易所交易之外，其餘的國家皆在OTC市場。

一般對差價合約的交易有一個普遍的誤解，認為差價合約的交易和選擇權市場一樣，為雙向市場，在交易之前，必須先找到對手來承接差價合約。但是事實上並非如此，只要標的物(現貨)市場的流動性存在，差價合約的交易就可以執行，差價合約的交易買方與賣方並不需要同時存在於差價合約市場，任何一方都可以透過具有流動性的現貨市場來完成交易。這個特點也是使差價合約相對於其他衍生性金融商品(例如期貨與選擇權等)較具彈性運作的主要原因。

二、交易模型之種類

本節將分別介紹OTC差價合約交易的類型，

表一 交易人交易差價合約的損益舉例

	交易人A	交易人B
2/1股票X 股價\$70	買入2個單位CFDs 保證金10% $2 \times 1,000 \times \$70 \times 10\% = \$14,000$	賣出3個單位CFDs 保證金10% $3 \times 1,000 \times \$70 \times 10\% = \$21,000$
2/3股票X 股價\$68 結清部位	損失： $(\$68-\$70) \times 2,000 = -\$4,000$ 交易商支付金額： $\$14,000 - \$4,000 = \$10,000$ 報酬率： $-\$4,000 / \$10,000 = -28.6\%$	獲利： $(\$70-\$68) \times 3,000 = \$6,000$ 交易商支付金額： $\$21,000 + \$6,000 = \$27,000$ 報酬率： $\$6,000 / \$21,000 = 28.6\%$

資料來源：本研究整理

2 英國交易CFDs的投資人數於2010年達到40%的成長高峰(從2009年的18,000人上升至2010年的25,000人)，2012年更上升至26,000人。資料來源：<http://www.contracts-for-difference.com/contracts-for-differences.html>

包括直接入市模式(Direct Market Access Model, DMA)和造市者模式(Market Maker Model, MM)，以及差價合約的集中交易的市場(Exchange Traded CFDs)。

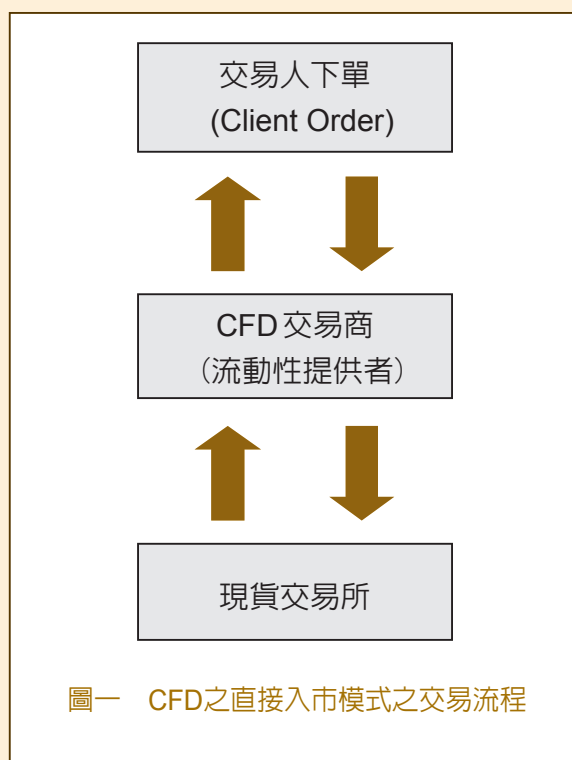
(一) OTC差價合約交易(OTC CFDs)

1. 直接入市模式(Direct Market Access Model, DMA)

在直接入市模式之下，CFD的價格即為其標的資產所屬交易所的市場價格，交易商並不提供報價。直接入市模式的參與者包含了交易人、交易商、證券交易所三方。交易人進行CFD委託下單包含二筆交易，第一筆交易是交易人和交易商雙方，交易人觀察現貨市場實際成交的價格以及委託簿的資訊後，下了多部位或是空部位的CFD給交易商。另一筆交易則是交易商和交易所，當交易商收到交易人的CFD委託單後，至交易所完成該筆委託單中CFD的標的物的交易(相同的委託數量與委託價格)³。若該筆委託單成交，交易商向交易人回報完成交易，並進行後續的結算交割作業。因此，在直接入市模式之下，CFD的交易人面對的是公開的現貨市場，交易的對手可能是CFD的交易人，也有可能是現貨的交易人，交易人有交易對手違約的風險(counterparty risk)。有關CFD之直接入市模式的交易流程，請見圖一。

2. 造市者模式(Market Maker Model, MM)

在造市者模式下，CFD交易商為造市者，提供CFD流動性。交易商在觀察標的資產的現貨價格後，提供CFD買價和賣價，中間的價差即為投資者的交易成本，買價與賣價往往將標的資產的市價包

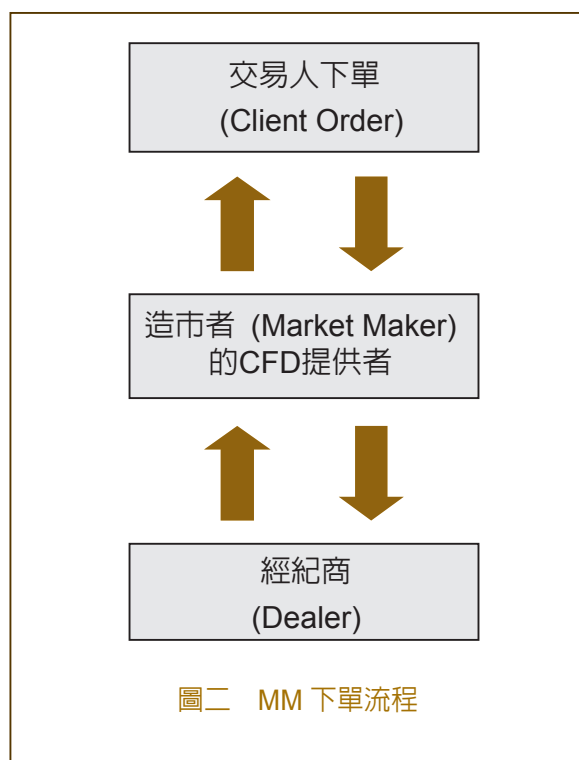


含其中，亦即買價(賣價)低(高)於標的資產的市價。此模式為報價驅動(Quote-Driven)的市場，由造市者承擔主要的風險和提供流動性，交易人直接與造市者進行交易。在MM交易模式下，CFD的訂價會接近標的資產在現貨市場上的市價，但不必然要與之完全相同，這一點與DMA交易模式形成強烈對比。交易商接受交易人的下單，然後與交易人確認該筆交易的完成。在MM交易模式下的交易過程如圖二所示：

(二) 交易所差價合約交易(Exchange Traded CFDs)

CFDs的集中交易模式，類似於股票或期貨市場的集中交易模式，交易人透過經紀商將CFD的委託單輸入至委託簿，由交易系統自動撮合，若新抵達的委託單沒有滿足立刻成交的條件，將會進入委

3 例如：在英國，DMA連結SETS和SETSm交易平台。目前提供DMA交易模式的有GNI Touch, IG Markets與E*Trade。其中，E*Trade同時擁有DMA和MM下單模式。



託簿，等待成交的機會。集中交易的CFDs，由於交易所的結算所成為所有交易者的交易對手，因此可以改善OTC交易之CFD的交易對手風險。

為了提高集中交易CFDs的流動性，ASX設計了指定造市者的制度，透過提供誘因的制度以及價格的競爭，使CFDs的買賣價差縮小，而且透過實物交換的機制，使CFDs的價格與標的資產現貨市場的價格趨於一致。如此雖然可以降低交易人的交易對手風險，然而，ASX的CFDs推出之後，成交量相當低，Brown, Dark, and Davis(2010)歸納ASX集中交易CFDs的低成交量，主要原因在於CFD是在期貨的交易系統交易，指定造市者無法有效率地一邊在期貨市場報價與造市，另一邊在現貨市場進行避險。所以他們的研究結論建議，將標的資產現貨與集中交易的CFD結合在同一套交易系統，以有效地縮小CFD的買賣價差。

參、差價合約在台灣成功推行之策略

一、法規面分析與建議

差價交易合約的定義類似於期貨交易法第3條第一項第四款所定的期貨交易，根據期貨交易法第3條的規定，差價合約雖然非為期貨交易法下明確定義，但『槓桿保證金契約』在文字敘述上與差價合約的性質相似，差價合約是交易者和他的交易對手的契約，對某約訂之標的資產未來的價格和當前價格的價差進行支付。

目前世界各國除了新加坡將CFD商品視為現貨商品之外，在英國、日本、澳洲與香港等國家的金融市場，CFD都被視為是衍生性金融商品。例如在香港的牛熊證，在法律定位是結構性產品。

然而，若CFD被視為是期貨或衍生性商品，且要在集中交易市場掛牌交易，會面臨交易量不高、缺乏流動性的窘境，主要原因在於造市意願不足以及造市的困難度。例如，澳洲ASX集中交易的CFD，其交易系統是架構在原來的期貨交易系統中，與股票現貨交易的系統是不同的，雖然ASX的CFD有指定造市者制度，但是由於不同的交易系統造成造市的困難，造成ASX的CFD之流動性遠低於OTC交易的CFD，此問題值得我國在進行CFDs交易制度規畫時的重要參考依據(Brown, Dark, and Davis, 2010)。

根據前文所述若將差價合約與現貨商品置於同一處交易將最有利彼此間的套利與避險交易，亦有利於對同一客戶群但不同商品間(現貨與差價合約)的風險控管與監視，建議將差價合約交易置於證券交易所下交易，在現行證券交易法與期貨交易法下尚留部分空間可權宜解釋。

首先主管機關可依期貨交易法第12條核准差價合約可不在期貨交易所進行交易。再依證交法第98條核准證券交易所經營其他業務，即與證券相關的差價合約交易。雖說期貨交易法第12條後段在當時的立意，可能為豁免某些可場外交易的商品，或豁免某些已在其他市場交易多年的商品得不在期交所交易，然法律條文既無明文納入，則解釋與核准便是主管機關所保留的權限。

由上述的法規解釋與分析，差價合約可以於證券交易所或期貨交易所交易，並無適法性的問題。然而在流動性與交易成本(避險成本)之考慮下，建議將差價合約於證券交易所集中交易，或是採取OTC市場交易模式，以利提高流動性、降低交易成本。

二、交易機制之建議與交易成本分析

本節就台灣推行差價合約交易的可能交易機制以及其交易成本與現金流量進行分析。

(一) 交易機制與價格發現

1. 由臺灣證券交易所集中交易差價合約

若差價合約採取交易所集中交易的方式，由臺灣證券交易所將個股或是指數的差價合約於集中交易市場掛牌。舉例來說，若臺灣證券交易所的個股差價合約的標的物包括台積電，交易人在集中市場可以交易『台積電』的股票(代號：2330)，也可以交易『台積電CFD』。

交易所集中交易的差價合約，其委託單會獨立於現貨市場之外，單獨地交易。亦即在交易『台積電CFD』時，所有的交易人(包括造市者)將委託單下至臺灣證券交易所的集中交易市場進行撮合，採取委託單驅動的方式來進行價格發現的功能，未成

交的委託單也會在差價合約的委託簿中等待成交，與現貨股票沒有關聯。在上例中，『台積電CFD』的成交價格是由『台積電CFD』的委託買單與賣單所決定的，與『台積電』的股票交易沒有直接關係，『台積電CFD』亦有單獨的委託簿，交易人也可以在公開市場中觀察到委託簿的資訊(例如：最佳五檔的委託價格與數量)。因此，預期在交易所掛牌的CFD，可以吸引一些注重交易對手風險以及高市場透明度的散戶於此交易。

本研究建議，集中交易的差價合約，交易採取價格/時間優先，採匿名交易，使得交易雙方的身份不至於洩露。在所揭示的交易資訊方面，可以與目前股票一樣，揭示差價合約之成交價格、最佳五檔買賣價及其數量，以及差價合約之未平倉部位。

2. 店頭市場CFD-直接入市模式(DMA)

若差價合約採取店頭市場直接入市模式進行交易，交易人必須在股票現貨市場的交易時間內才得以進行CFD交易。舉例而言，若交易人想要交易『台積電CFD』，交易人進行『台積電CFD』委託下單包含下列二筆交易，第一筆交易是交易人和交易商雙方，交易人觀察台積電股票市場實際成交的價格以及委託簿的資訊後，下了多部位或是空部位的『台積電CFD』給交易商。另一筆交易則是交易商和臺灣證券交易所，當交易商收到交易人的『台積電CFD』委託單後，會至交易所完成該筆委託單中『台積電』股票的交易(相同的委託數量與委託價格)。若該筆委託單成交，交易商向交易人回報完成交易，並進行後續的結算交割作業。在直接入市模式下，一旦交易人的委託單順利成交，交易人之間或交易人與交易商之間的『台積電CFD』交易便告完成。若未成交，該委託單將留在現貨市場的委託

簿等待成交，或等待後續的修改或取消委託單。

在直接入市模式下，『台積電CFD』類似台灣目前的融資與融券交易，即『台積電CFD』的交易會透過CFD交易商下到股票現貨市場與現貨市場的股票一起參與撮合，交易商並不提供報價，成交价格是由『台積電』的股票交易撮合所決定，即交易人的『台積電CFD』成交价格會與『台積電』股票的實際交易價格一致，因此『台積電CFD』的價格是具有公平性，並提供交易人較高的流動性，以及有機會降低其交易成本。

3. 店頭市場CFD-造市者模式

在造市者模式下，CFD交易商為造市者，提供CFD的雙向報價，以及有效最大的合約數量。若交易人欲向CFD交易商交易，在交易人願意承接的最大數量以下，交易人以CFD交易商的賣價買進CFD，以CFD交易商的買價將CFD賣回給交易商，當交易商接受交易人的下單，然後與交易人確認該筆交易的完成。舉例而言，在交易『台積電CFD』時，交易人將委託單下至交易商，交易商在觀察『台積電』股票價格後，提供『台積電CFD』買價和賣價，中間的價差即為投資者的交易成本，買價與賣價往往將標的資產的市價包含其中，亦即買價(賣價)低(高)於標的資產的市價。在造市者模式下，『台積電CFD』的訂價會接近『台積電』在現貨市場上的市價，但不必然要與之完全相同，這一點與DMA交易模式形成強烈對比。

(二) 交易人的現金流量

1. 由臺灣證券交易所集中交易差價合約

以下說明參與集中交易的差價合約交易人的相關現金流量。值得注意的是，差價合約的多部位與空部位交易人的現金流量是不同的。舉例來

說明交易人可能面臨的費用與現金流量。假設有一位交易人A看多台積電股票，交易人B看空。台積電的差價合約的原始保證金比例為10%，浮動利率指標為0.388%，差價合約的利息費用為 $0.388\% + 4\% = 4.388\%$ ，空部位的利息補貼費用為 $0.388\% - 0.25\% = 0.138\%$ 。台積電的借券費率為4%。假設在4/10台積電股票的成交價在NT\$119時，交易人A買進1張台積電差價合約，交易人B賣空1張。4/15台積電股票的成交價在NT\$122時，交易人A與B同時結清部位。

茲將交易人A與B的交易損益以及現金流量，整理如表二。相對於交易現貨股票，交易人交易差價合約必須支付利息費用與借券費用，然而，由於是權證的商品，交易人的證券交易稅比較低，也因為高度的槓桿關係，若交易的方向正確，可以大幅提高報酬率。

2. 店頭市場CFD-直接入市模式(DMA)

直接入市模式下的CFD和在臺灣證券交易所掛牌的CFD交易所產生的現金流量幾乎相同，較大的差異在於CFD交易所產生的資本利得必須課稅。假設採取分離課稅，交易人A因為交易差價合約而產生利潤，支付10%的資本利得稅，而交易人B有虧損，不需繳交資本利得稅。交易人A與B的交易損益以及現金流量整理如表3-1。

直接入市模式的現金流量分析，相對於交易現貨股票，交易人交易差價合約必須支付利息費用與借券費用，資本利得的部分亦需另外課稅，若將差價合約交易比照權證的商品，交易人的證券交易稅比較低，也因為高度的槓桿關係，若交易的方向正確，可以大幅提高報酬率。

3. 店頭市場CFD-造市者模式

假設在4/10台積電股票的成交價在NT\$119時，CFD的交易商觀察當時現股的買賣委託之後，對『台積電差價合約』的報價為買進價格『118.80』，賣出價格『119.20』，交易人A買進1張台積電差價合約，買進價格為\$119.20，交易人B賣空1張，賣出價格為\$118.80。4/15台積電股票的成交價在NT\$122時，交易人A與B同時結清部位，當時CFD的交易商觀察對『台積電差價合約』的報價為買進價格『121.80』，賣出價格『122.20』。茲將交易人A與B的交易損益以及現金流量整理如表二。

相對於交易現貨股票，交易人交易差價合約必須支付利息費用與借券費用，資本利得的部分亦需另外課稅，但因為差價合約具有高度的槓桿關係，若交易的方向正確，可以大幅提高報酬率。

4. 小結

根據上述三種差價合約交易模式的交易成本分析。對交易人而言，三種模式皆需支付手續費與證券交易稅，多部位的交易人需支付利息費用，空部位的交易人需支付借券費用，但有利息收入；直接入市模式與造市者模式的差價合約交易屬於結構型商品，必須多支付分離課稅；在造市者模式下交易人需承擔買賣價差的成本，因此報酬率最低。此時，集中交易市場的交易人報酬率最高，但必須面臨期初交易量不大的流動性風險，因此，證券交易所必須建立制度鼓勵造市者進行造市。

(三) 造市者的現金流量

對交易商而言，差價合約可以為交易商帶來手續費、利息、與借券的收入。差價合約若在臺灣證券交易所掛牌交易，交易商無法取得全部的利息與借券收入，因此收入最低，造市者模式則因為有價

差收入，所以交易商的收入最高，但會有額外的避險成本。三種差價合約交易模式的造市者現金流量整理如表三。

三、差價合約設計的建議

本節就我國的證券業進行差價合約的設計時，應考慮的因素提出具體建議。

(一) 差價合約標的資產的選擇

依目前投資人的偏愛來分析，股票個股、指數股票型基金(ETF)以及外國股市的指數股票型基金是差價合約的理想標的資產。個股標的選擇的標準，可以考慮高成交量或週轉率、高波動性、高融資融券等特性的個股，例如現有之股票期貨標的物或是認購或認售權證的標的物。

(二) 契約規模的大小

因為投資人在交易股票的習慣上是以『張』作為最小交易單位，1張普通股為1,000股，因此建議差價合約在契約設計上最小單位亦配合現貨市場的交易習慣，以1個契約單位為1張普通股或是1張受益憑證。

(三) 浮動利率的決定

由於融資費用或利息費用的計算必須由浮動利率來計算，因此必須選擇一種浮動利率的指標。本研究建議選取櫃檯買賣中心交易的公債之殖利率作為浮動利率指標，而現行的證券商融資利率亦是適合的浮動利率指標。

(四) 保證金比率

根據之前的分析，國外差價合約的保證金比率約為契約價值的5%至10%。由於我國股票市場有7%漲跌停限制，加上過去曾有系統性風險發生時，市場容易出現恐慌性地賣壓而使市場缺乏流動性。

表二 交易人交易台積電價合約的相關現金流量

	臺灣證券交易所掛牌				直接入市模式		造市者模式	
	交易人A (多部位持有者)	交易人B (空部位持有者)	交易人A (多部位持有者)	交易人B (空部位持有者)	交易人A (多部位持有者)	交易人B (空部位持有者)	交易人A (多部位持有者)	交易人B (空部位持有者)
交易成本與現金流量								
建立部位的原始保證金	支付 $-\$11.9 \times 1,000 = \$-11,900$	支付 $-\$11.9 \times 1,000 = \$-11,900$	支付 $-\$11.9 \times 1,000 = \$-11,900$	支付 $-\$11.9 \times 1,000 = \$-11,900$	支付 $-\$11.9 \times 1,000 = \$-11,900$	支付 $-\$11.9 \times 1,000 = \$-11,900$	支付 $-\$11.92 \times 1,000 = \$-11,920$	支付 $-\$11.88 \times 1,000 = \$-11,880$
經紀商的手續費 (0.1425%)	支付\$17	支付\$17	支付\$17	支付\$17	支付\$17	支付\$17	無須支付	無須支付
持有部位的費用	免收	免收						
利息費用	支付 $\$ (119-11.9) \times 1,000 \times 4.388\% \times 5/365 = \64	收取 $\$ (119-11.9) \times 1,000 \times 0.138\% \times 5/365 = \2	支付 $\$ (119-11.9) \times 1,000 \times 4.388\% \times 5/365 = \64	收取 $\$ (119-11.9) \times 1,000 \times 0.138\% \times 5/365 = \2	支付 $\$ (119-11.9) \times 1,000 \times 4.388\% \times 5/365 = \64	收取 $\$ (119-11.9) \times 1,000 \times 0.138\% \times 5/365 = \2	支付 $\$ (119.2-11.92) \times 1,000 \times 4.388\% \times 5/365 = \64	收取 $\$ (118.8-11.88) \times 1,000 \times 0.138\% \times 5/365 = \2
債券費用		支付 $\$119 \times 1,000 \times 4\% \times 5/365 = \65		支付 $\$119 \times 1,000 \times 4\% \times 5/365 = \65		支付 $\$119 \times 1,000 \times 4\% \times 5/365 = \65		支付 $\$118.8 \times 1,000 \times 4\% \times 5/365 = \65
資本利得(損失)	收取 $\$ (122-119) \times 1,000 = \$3,000$	支付 $\$ (119-122) \times 1,000 = -\$3,000$	收取 $\$ (122-119) \times 1,000 = \$3,000$	支付 $\$ (119-122) \times 1,000 = -\$3,000$	收取 $\$ (122-119) \times 1,000 = \$3,000$	支付 $\$ (119-122) \times 1,000 = -\$3,000$	收取 $\$ (121.8-119.2) \times 1,000 = \$2,600$	收取 $\$ (118.8-122.2) \times 1,000 = -\$3,400$
證券交易稅(0.1%)	支付 $\$12.2 \times 1,000 \times 0.1\% = \12	支付 $\$11.9 \times 1,000 \times 0.1\% = \12	支付 $\$122 \times 1,000 \times 0.1\% = \12	支付 $\$119 \times 1,000 \times 0.1\% = \12	支付 $\$122 \times 1,000 \times 0.1\% = \12	支付 $\$119 \times 1,000 \times 0.1\% = \12	支付 $\$121.8 \times 1,000 \times 0.1\% = \12	支付 $\$118.8 \times 1,000 \times 0.1\% = \12
資本利得稅(分離課稅10%)			支付 $\$3,000 \times 0\% = \300	支付 $\$3,000 \times 0\% = \300		支付 $\$3,000 \times 0\% = \300	支付 $\$2,600 \times 0\% = \260	支付 $\$2,600 \times 0\% = \260
總損益	\$2,907	-\$3,092	\$2,607	-\$3,092	\$2,607	-\$3,092	\$2,264	-\$3,475
投資報酬率	24.4%	-26.0%	21.9%	-26.0%	21.9%	-26.0%	18.99%	-29.25%

資料來源：本研究整理

表三 經紀商於台積電差價合約交易的相關現金流量

	臺灣證券交易所掛牌				直接入市模式		造市者模式	
	交易人A (多部位持有者)	交易人B (空部位持有者)	交易人A (多部位持有者)	交易人B (空部位持有者)	交易人A (多部位持有者)	交易人B (空部位持有者)	交易人A (多部位持有者)	交易人B (空部位持有者)
經紀商的手續費	收取\$17	收取\$17	收取\$17	收取\$17	收取\$17	收取\$17	收取\$17	收取\$17
利息費用	收取\$64 × 1/2 = \$32	支付\$2 × 1/2 = \$1	收取\$64	支付\$2	收取\$64	收取\$64	收取\$64	支付\$2
債券費用		收取\$65 × 1/2 = \$32.5		收取\$65			收取\$65	
新增部位價差收入							收取 \$(119.2-119) × 1,000 = \$200	收取 \$(119-118.8) × 1,000 = \$200
結清部位價差收入							收取 \$(122-121.80) × 1,000 = \$200	收取 \$(122.2-122) × 1,000 = \$200
經紀商收入合計	\$49	\$48.5	\$81	\$80		\$481	\$480	

資料來源：本研究整理

建議差價合約在制定保證金比率時應參考國外差價合約的保證金比率之外，同時要謹慎考量我國的市場狀況加以制定，以避免過低的保證金比率，因為一旦差價合約缺乏流動性，且交易人違約交割，將使差價合約的交易商產生鉅額的損失，甚至會危害金融市場的穩定。

在交易所集中交易之差價合約，建議參考臺灣期貨交易所訂定之結算保證金的方式來計算。而在OTC的直接入式模式與造市者模式之下的差價合約，本研究建議由差價合約的提供者(證券商)自行訂定合理的保證金比率。

本研究建議針對不同的股票，依其波動性的高低來進行分類，波動性愈高的股票可以訂定比較高的保證金比率，相反地，低波動性的標的資產(例如ETF)，可以訂定比較低的保證金比率。除了在標的資產的波動性之外，交易商也必須針對其客戶作好徵信的工作，依客戶不同的信用狀況作好分級，依據不同的信用狀況給予交易人差別的保證金比率。因為作好風險管理，差價合約的交易商才能將自身的風險曝露控制在合理的範圍。

四、差價合約管理的其他建議

本節就我國的證券業在進行差價合約的業務時，應考慮的規範提出建議。

(一) 交易人持有部位的資訊揭示

本研究建議，持有CFD部位應與現貨合併計算，進行必要的資訊揭示，以利市場的公平性與透明度。

(二) 交易商避險策略資訊之揭露

為了市場的透明度以及管理需要，本研究建議CFD的提供者必須揭示其所持有未平倉的CFD合

約，以利市場管理以及公平性。

(三) 對其他類似金融商品與金融交易的排擠效果

根據國外的發展經驗，CFD推出之後，由於1:1以及簡單易懂、高度彈性的契約設計等特性，對於權證、個股期貨以及融資融券的業務會造成排擠的效果。事實上，以我國現行的金融市場發展現況，權證、牛熊證、個股期貨實際的交易量並沒有很高，CFD與前述金融商品比較，具有相對的優勢。

然而，融資融券的業務是目前許多證券商重要的收入之一，因此在推行CFD時，必須要考慮對於證券商營業收入的影響。本研究建議，為了避免影響證券商的收入，應該優先選擇直接入市模式或是造市者模式，而應該避免選擇交易所集中交易的模式。

在直接入市模式或是造市者模式下的CFD，由於其具有高槓桿的特性，會對目前證券商融資融券的業務造成排擠。本研究分析，推出CFD的交易，將有利於市場整體的流動性，倫敦與澳洲的經驗顯示市場的交易量會提升，此將會帶給證券商額外的收入，此外，由於CFD是高槓桿的商品，證券商將可以收入更多的利息收入或是借券費用，因此整體而言，CFD的推出應該可以提升證券商整體的收入。

作者為國立政治大學財務管理系教授、國立中央大學財務金融系教授、實踐大學國際經營與貿易系助理教授；本文摘自本公會委託《差價合約於證交所掛牌之可行性研究》專案研究，全文歡迎踴躍至公會網站下載。

參、業務報導

一、本公會建議獲致採行事項

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，本公會建議開放解約、集保存摺掛失、補發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，業經主管機關於103年6月11日同意開放，集保結算所並配合修訂該公司「證券集中保管帳簿劃撥業務處理手冊」相關規定，本案自103年7月3日起實施。

(二) 開放證券商接受客戶委託辦理證券業務應付客戶交割款項投資國內貨幣市場基金

為提昇證券商服務客戶效率，使投資人閒置資金留於資本市場並作有效運用，證券商並可瞭解投資人資金狀況，降低交割風險，有助於證券市場長期發展，主管機關於103年6月23日依證券交易法第15條第3款有價證券買賣之行紀關係，訂定發布「證券商接受客戶委託辦理證券業務應付客戶交割款項以行紀關係買賣國內貨幣市場基金」之令。證交所配合該令發布，增訂「證券商接受客戶委託辦理證券業務應付客戶交割款項投資貨幣市場之行紀業務作業要點」，以利業者遵循，本案自103年8月22日起實施。

(三) 開放全權委託帳戶得於證券商同一營業據點開立二個以上交易帳戶

礙於法規限制，專業機構投資人全權委託同一受任人在同一證券經紀商開立全權委託投資帳戶後，於受任人接受第二次以上全權委託而欲至同一證券經紀商開立全權委託投資帳戶時，該證券經紀商被迫需要求受任人至其不同營業處所開立其他全權委託帳戶，造成同一委託人在同一證券經紀商同時存在多個帳戶之情形，此舉不但造成證券商諸多困擾，亦不利證券商業務之推展。因此，本公會建議放寬全權委託帳戶得於證券商同一營業據點開立二個以上交易帳戶，以利證券商業務推展。案經證交所採行，放寬部分國內外投資人(即全權委託帳戶、境外外國機構投資人及國內專業機構投資人)得於證券商同一營業據點開立二個以上交易帳戶，本案並自103年9月29日起實施。

(四) 應付當日沖銷券差借券作業之個人出借有價證券收入，得免納入補充保險費扣取範圍

為維護證券市場交割作業穩定性，本公會建議衛生福利部針對證交所規劃「應付當日沖銷券差借券作業」之個人出借有價證券收入，免納入補充保險費計收範圍。案經衛生福利部採行，同意比照交割需求借券系統出借所得、信託借券所得及證券金

融事業因交割需求透過標借系統標借或直接向出借人議借產生之借券所得屬租金收入之部分，得免納入補充保險費扣取範圍，並於未來視實務情況續予檢討。

外資事務

綜合交易帳戶進行興櫃股票交易

為滿足投資人交易需求，本公會建議放寬證券商得以綜合交易帳戶，接受委託人買賣興櫃股票。案經櫃買中心採行，開放綜合交易帳戶得買賣興櫃股票，公告修正「證券商營業處所買賣有價證券業務規則」、「興櫃股票買賣辦法」及「綜合交易帳戶作業要點」部分條文，本案自103年10月6日起施行。

自營業務

(一) 開放證券商得於兼營期貨自營帳戶另設分戶從事國內期貨交易

為提升證券商營運效率及降低作業成本，主管機關採行本公會建議，開放兼營期貨自營業務之證券自營商，亦得因應其他避險需要或基於非避險目的，於兼營期貨自營業務之期貨自營帳戶中以另設期貨分戶之方式從事國內期貨交易，該期貨分戶並應依避險或非避險需要分別開立，並於103年7月25日發布施行。

(二) 放寬證券自營商外國期貨交易範圍

為提升證券商獲利並兼顧有效避險，主管機關採行本公會建議，開放證券自營商於外國期貨交易所從事「避險目的」之外國衍生性金融商品交易，不受期貨交易法第五條公告之種類及交易所範圍限

制，「非避險目的」之外國衍生性金融商品交易，仍受期貨交易法第五條公告範圍限制，並於103年7月25日發布施行。

(三) 開放證券商自行買賣無信用評等外國債券

為提升證券自營商投資彈性，主管機關採行本公會建議，同意取消證券商自行買賣債權性質外國有價證券信用評等應達BB等級以上始得買賣規定，並增訂證券自營商持有無信用評等或未達BBB-等級以上者，其總額不得超過淨值10%，並於103年7月25日發布施行。

(四) 開放證券自營商得申購國外首次公開募集股票

為提升證券自營商投資彈性及擴大標的範圍，主管機關採行本公會建議，同意放寬證券商自行買賣外國證券，包含於外國證券集中市場交易之承銷股票(含首次公開發行)，並於103年7月25日發布施行。

(五) 開放證券自營商從事非避險目的衍生性金融商品交易

為利證券商擴大自行買賣業務範圍及提升獲利，主管機關採行本公會建議，放寬證券商從事國內外衍生性金融商品交易得不以避險目的為限，並基於差異化管理，每營業日衍生性金融商品交易契約總(名目)價值之合計數，資本適足比率達300%以上者，不得超過淨值20%；達200%以上未達300%者，不得超過淨值10%；未達200%者，除處分原有交易外，不得新增交易，並於103年7月25日發布施行。

(六) 放寬外國衍生性金融商品避險標的相關性規定

為利證券商避險交易明確及提升避險效率，主管機關採行本公會建議，同意若避險衍生性金融商品連結標的與被避險標的不同者，該避險衍生性金融商品之連結標的或其商品組合與被避險項目價格變動率或報酬率相關係數90%放寬為「呈高度相關」即可，並於103年7月25日發布施行。

外國有價證券業務

(一) 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需求，本公會建議減少對投資人買賣境外結構型商品限制。案經金管會採行，於103年7月18日公告修正「境外結構型商品管理規則」部分條文，開放外國金融控股公司如符合規定條件，得為境外結構型商品之發行機構或保證機構，以及取消以專業投資人為銷售對象之境外結構型商品不得連結本國企業於國外發行之有價證券、國內證券投資信託事業於國外發行之受益憑證、及大陸地區商品或契約之限制。

(二) 營業處所增設錄影設備

為保障投資人與證券商權益，本公會修訂「證券商受託買賣外國有價證券營業處所場地及設備標準」第4條規定，明定營業處所應設置錄影設備，並將營業櫃檯納入錄影範圍，業經主管機關准予照辦，本公會於103年9月4日公告，並自104年4月1日實施。

洗錢防制

修正本公會「證券商防制洗錢及打擊資助恐怖主義注意事項範本」

本公會修正「證券商防制洗錢及打擊資助恐怖主義注意事項範本」，將證期局之「證券期貨業防制洗錢及打擊資助恐怖主義注意事項」相關規定納入本公會範本中。本次大幅修正範本內容，除修正名稱、將適用範圍擴及於打擊資助恐怖主義外，針對確認客戶身分、持續監控及紀錄保存等皆有更嚴謹之規範，並引入風險基礎方法(Risk-Based Approach, RBA)，未來證券商在洗錢防制上須依洗錢風險高低決定相關事項的執行強度。相關修正內容及執行方式可至本公會網站查詢，各證券商並須於今年12月底前參照本公會之範本修正各公司之防制洗錢注意事項函報主管機關備查。

承銷業務

(一) 承銷商評估報告

為實務作業之需，公告修正本公會「外國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要點」暨「外國發行人募集與發行有價證券承銷商評估報告之評估查核程序」相關規定，調整現行外國發行人評估報告及查核程序結構，區分發行公司債、現金增資、台灣存託憑證案件及海外發行有價證券等兩大項，並參酌本國發行人相關規定，就發行新股籌資目的係為辦理合併、受讓、收購或分割者，分別訂定應評估事項及查核程序，本公會並於103年7月17日發布實施。

(二) 承銷手續費退佣

為避免承銷手續費退佣，公告修正本公會「證券商承銷有價證券承銷契約應行記載事項要點」、「承銷商會員輔導發行公司募集與發行有價證券自律規則」，明訂發行公司之董事、監察人、總經理、財務長以及募資案件相關人等，應於公開說明書出具其本人、關係人或其指定之人絕無要求或收取承銷商以任何方式及名目退還承銷相關費用之聲明書，並於承銷契約揭露前揭聲明事項，本公會並於103年8月5日發布實施。

債券業務

(一) 增加證券商避險操作空間

本公會建議修正證券商持有外國有價證券部位支出之總額計算方式，業經主管機關同意，並於103年7月25日公告，將證券商持有外國有價證券部位之總額及其計算方式單獨規範，修正為證券商持有外國有價證券部位之總額於加計外國債券附賣回交易餘額，並減除外國債券附買回交易餘額後，其總額不得超過淨值百分之三十；其中外國債券附賣回交易餘額係指從事外國債券附賣回交易支付交易金額扣除其再行賣出取得交易金額之餘額。

(二) 擴大證券商業務範圍

為滿足國內專業投資機構之投資需求，同時擴大證券商業務範疇，主管機關於103年8月1日公告，同意開放證券商得於國內營業處所與金融消費者保護法第四條第二項所定之專業投資機構，買賣未掛牌之國外發行之人民幣債券。

新金融商品

(一) 一般型指數權證及牛熊證維持發行量加權股價指數之結算方式

由於展延型指數牛熊證之標的結算指數計算方式，係採用加權報酬指數之報酬率調整，與現行一般型指數權證及牛熊證之結算方式不同。為避險對目前已趨成熟的一般型指數權證及牛熊證造成衝擊，影響投資人交易意願，建請對一般型指數權證及牛熊證，仍維持發行量加權股價指數之結算方式。證交所於103年7月15日函復：「由於展延型指數牛熊證之標的結算指數計算方式，係採用加權報酬指數之報酬率調整，與現行方式不同，爰將各種類指數型權證之標的結算指數計算方式於該公司「認購(售)權證上市審查準則」第10條第6款明確規範之，並修正相關法規援用該款規定。」。

(二) 放寬非指數型權證之最小行使比例至0.001

目前市場上最受投資人青睞權證價格約介於1元至2元之間，惟發行人如欲發行大立光等市價超過千元的高價股，受限於行使比例最低為0.01，若欲發行價格介於1元至2元之間的權證，則須發行較為價外的權證，惟太過價外的權證與連結標的股價之連動性差，對投資人較不利，建請證交所及櫃買中心將權證之最小行使比例放寬至0.001。主管機關103年9月11日函復原則同意，請證交所及櫃買中心修正相關規章報會。

二、本公會研議中重要事項

經紀業務

(一) 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。

(二) 建議調降分支機構營業保證金

為減輕證券業者的營運成本負擔及資金積壓情形，本公會建請主管機關調降現行證券商分支機構營業保證金之增提金額，由原本每設置一家分支機構須增提新台幣1,000萬元，調降為每設置一家分支機構增提新台幣500萬元。

(三) 建議開放證券商得設置簡易服務處

為提昇中小型證券商競爭力，避免生存空間日漸萎縮，且現行我國對於「證券商場地及設備標準」之相關規定，與其他國家相較，仍相對嚴格許多。因此，本公會建議開放證券商得設置簡易服務處，使其在有限的人力、物力、財力，且不損及投資人權益的原則下(如：應符合建築法令之相關規定)，自行決定其場地格局，以降低經營成本，並增加證券商行銷通路及擴展客源，加大獲利發展空間。

(四) 建議開放投資人得至其他分公司進行開戶前置作業

為因應網路下單日益普及並加強客戶服務，如客戶因工作或地緣因素要求至其鄰近分公司進行開戶前置作業，因其他分公司開戶經辦亦具相關資格及經驗，應可完成相關開戶前置作業，爰本公會建議開放客戶得至其他分公司進行開戶前置作業。

(五) 建議開放證券經紀商受理非當面開戶作業方式

為利證券商拓展業務並加強服務投資人，本公會建議開放得由證券商自行決定是否採非當面開戶作業，即證券商得委託銀行驗證委託人身分，再由證券商辦理後續審查及徵信程序。採此作業方式，則相關規定如下：

1. 限開立一般受託買賣帳戶。
2. 客戶每日受託買賣最高額度不得超過一定金額(如：200萬元)。
3. 日後調整當日買賣最高額度或開立信用交易帳戶時，證券商仍應依相關規定重新辦理徵信。

外國有價證券業務

(一) 修正證券商內部人員買賣外國有價證券相關規定

為符合證券商實務需求，本公會建議主管機關允准證券商內部人員1. 買賣境外基金或2. 所屬證券商經營政策不接受個人開戶交易者，得不受限在所

屬證券商開戶委託買賣外國有價證券之限制。

(二) 建議開放非專業投資人得投資商品型ETF

鑒於商品ETF已是全球投資的潮流趨勢，也是全球指數產品重要主流，目前已為一般投資人所廣為接受之投資標的，惟按現行規定，非專業投資人是無法透過證券商複委託平台投資商品ETF以把握商品市場投資契機。因複委託平台無法滿足投資人需求，將迫使投資人轉向香港或其他國家交易，致證券商客戶流失，影響國內券商受託買賣外國有價證券業務之競爭力。為滿足投資人需求，本公會建議主管機關允准證券商得接受非專業投資人委託買賣ETF，除現行的股票、債券ETF外，增加商品ETF。

(三) 修正證券商受託買賣外國有價證券營業處所場地及設備標準相關規範

因應主管機關於103年8月6日以金管證券字第1030025906號令，開放證券交易輔助人得接受投資人買賣外國有價證券，本公會配合修訂「證券商受託買賣外國有價證券營業處所場地及設備標準」法規名稱及相關規範。

承銷業務

(一) 承銷配售身分檢核

考量承銷商為辦理配售檢核取得之個人資料依主管機關函釋得免為告知，研議詢價圈購配售對象之查核落實取得相關資料進行檢核之可行性，並配合修正證券商內部控制制度相關規範。

(二) 中籤資料公告

投資人建議在個資法規範下，公開且即時揭露公開申購中籤名單。

稽核

(一) 放寬證券商分支機構稽核人員請假代理規定

為稽核人員調度之需，建議證交所放寬採專任稽核制之證券商分支機構稽核人員請假得由其他分支機構稽核人員代理。

(二) 放寬期貨商從業人員遇請假等狀況時代理人之代理期間

為金融監理一致性考量，建議期商公會放寬期貨商經理人或業務員請假、停止執行業務或其他原因出缺，其代理人之代理期間由2個月調整為3個月。

(三) 放寬模型管理作業內部稽核人員之執業前訓練規範

為衡平考量，建議證交所放寬負責執行使用模型管理作業內部稽核人員之執業前訓練規範為初任或離職滿三年再任者方需於最近三年內參加金融、證券、期貨相關機構或學術研究單位舉辦之衍生性金融商品、風險管理、電腦稽核等系列課程合計至少36小時以上且取得學分或結業證明。

業務電子化

開放證券商得提供客戶使用電子交易下單應用程式開發介面(API)功能下單

為因應證券市場交易制度之變革及發展潮流，

證券商業務朝向電子化發展已為必然之趨勢，且投資人高頻交易需求亦快速提升，本公會建議證交所開放API功能下單並訂定相關作業準則。

股務代理業務

(一) 建議調整內部人股權異動申報統一編號欄位

考量現行發行公司外籍內部人於辦理股權轉讓申報作業之統一編號申報方式，與股務實務作業上不符。為減少股務機構申報作業錯誤及提升申報作業效率，本公會建議證交所及櫃買中心調整內部人股權異動申報作業新增「核准文號」欄位，或調整「備註欄」欄位格式供輸入核准文號。

(二) IPO掛牌時僑外資持股申報

為符股務代理實務作業之需，本公會建議集保結算所於發行公司辦理初次上市(櫃)申請專案名冊時，併同提供申報僑外投資持股情形所需之股東資料。

(三) 區分外國證券商在台分公司錯帳及違約專戶身分別

為避免因外國證券商在台分公司錯帳專戶及違約專戶之身分別誤判為本國法人，致發行公司或股務代理機構於辦理稅務扣繳作業之誤，本公會建議證交所、櫃買中心及集保結算所，明確區分外國證券商在台分公司錯帳暨違約專戶之身分別為外國法人。

新金融商品

(一) 權證調降之掛牌費，券商自行運用部分，建議不再限制用於與權證相關業務推展

100年開始調降之上市(櫃)掛牌費，有關權證發行證券商自行運用的部分，建議不再限制用於與權證相關業務推展，且權證發行證券商不用再按年擬定運用計畫，報本公會核定。

(二) 建議簡化權證發程序，取消檢附「律師意見書」與「認購(售)權證法律意見書檢查表」之規定

現行規定每檔權證發行需檢附「律師意見書」及「認購(售)權證法律意見書檢查表」，要求律師事務所審查發行文件是否有效及符合相關規定，惟實務上「律師意見書」及「法律意見書檢查表」僅為形式而無實益，建議權證發行無需檢附「律師意見書」與「認購(售)權證法律意見書檢查表」以簡化發行程序並降低權證發行成本。

法令遵循暨法律事務

(一) 建議修訂證交所處理證券商受僱人員申復處置案件作業程序

為保障證券商或其受僱人受處置案件之申復權益與期申復程序運作更臻完善，證交所配合本公會建議，檢送其修訂之「處理證券商受僱人員申復處置案件作業程序」草案修訂對照表，請本公會表示意見。本草案經本公會研議後另提出修訂意見，略如保留申復提出日期為30天、廢除證交所二次查核、受處置人及提出申復之證券商得攜同公司其他

第三人列席說明等，並函請證交所參採。

(二) 建議放寬證券商出席股東會指派人員之規定

證交所於103年4月15日公告「落實及強化證券商因持有公司股份而出席股東會之內部決策過程及指派人員行使表決權標準作業程序及控制重點」，規定證券商持有三十萬股以上，須指派公司内部人出席股東會。考量證券商可能因發行權證或擔任造市、流動量提供者等各種因素，而持有眾多公司之股票，如一一派員出席，恐造成證券商人力調配上之困擾，且法規已開放書面及電子投票之方式，實無強制指派公司内部人到現場親自投票之必要，爰建議證交所適度放寬證券商指派公司内部人員出席之規定，俾利證券商參與股東會作業。

(三) 建議增列有價證券借貸為金控法第45條之概括授權項目

證券商兼營有價證券信託出借業務及辦理有價證券借貸交易，透過證券交易所借券平台以定、競價方式為之者，在借貸有價證券時，並不知道相對

人是否為金融控股公司法第45條之利害關係人，無法踐行該法第45條第1項之需先經董事會重度決議才能與利害關係人進行交易之要求。另有價證券借貸之標的，若為該法第45條之利害關係人發行者，亦應先經董事會重度決議後，方能進行交易，若該標的發行人突然成為第45條之利害關係人，亦造成交易上的困擾。爰建議主管機關將金融控股公司法第45條之利害關係人間之有價證券借貸交易(透過證券交易所借券平台)列為概括授權項目之一，以降低合規風險及促進交易活絡。

風險管理

建議放寬風險管理人員登記資格條件之規範

現行風險管理單位中執行風險管理或操作之人員，須取得一定資格，並向證交所「證券商申報單一窗口」辦理風險管理人員登記，惟該等人員離職或離任便需重新送審，故本公會建議證交所放寬風險管理人員登記資格條件之規範為初任或離職滿三年再任者方需重審。

三、本公會其他業務活動

(一) 103年7月24日第6屆第6次理事會議、103年8月14日第6屆第11次理事會議、103年9月11日第6屆第7次理事會議

1. 會員入(退)會：豐興證券股份有限公司申請退會
2. 委員會召集人副召集人異動 (任期104年5月16日)

序號	委員會名稱	召集人	副召集人
1	債券業務	瞿玉娟	盧靜足、王運強
2	稽核	黃明哲	劉科、林溫琴
3	離境證券業務	丁紹曾	張銘杰

(二) 本公會榮獲102年度內政部全國性社會暨職業團體工作評鑑特優團體

內政部全國性社會暨職業團體工作評鑑102年度頒獎典禮於103年9月10日下午假台北市公務人力發展中心福華國際文教會館卓越堂舉行，頒獎典禮由內政部陳威仁部長親自主持。本公會連續第12年榮獲優等團體獎，今年榮獲特優團體，典禮中由本公會尤錦芳副秘書長代表接受獎牌及獎勵金參萬元。本公會企劃組曾珮珊專員、教育訓練組陳儀芳專員、秘書組陳玟華專員、業務服務組龔佩禎專員等四名，並榮獲102年度優良人員獎，一同參加頒獎典禮受獎。

(三) 本公會完成三個研究案，研究報告置於本公會網站<http://www.twsa.org.tw>，歡迎各界踴躍下載

項次	專題研究名稱	委託單位/計畫主持人
1	在自由經濟示範區推動財富管理業務之研究-我國證券暨其周邊事業未來晶鑽計畫	國家政策研究基金會 /財金組召集人林建甫博士
2	台灣證券業參與大陸債券市場之信用風險防範與因應措施	台灣信用評等協會 /台灣大學財金系沈中華教授
3	差價合約於證交所掛牌之可行性研究	政治大學商學院投資人研究中心 /政治大學財務管理系周行一教授

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	檢查局於103年2月20日至103年3月13日派員至宏遠證券公司進行一般業務檢查，發現缺失事項如下： (1) 受理客戶網際網路委託時，有未留存客戶下單IP位址等情事。 (2) 自營部承銷部門辦理承銷業務期間，有買賣承銷部門參與承銷之有價證券，且於相關承銷資訊公開前，有未將該有價證券列為不得買賣之控管名單之情事。 (3) 101年底帳列應收帳款53,549千元及其他應收款28,572千元，核未依財務會計準則公報第34號「金融商品之會計處理準則」第53段規定辦理資產評估減損檢視作業。 (4) 營業員有以手機接受客戶下單委託，未留存電話錄音紀錄之情事。 (5) 買賣有價證券之執行價格、數量與買賣決策不符時，有未載明差異原因者，且未將自行買賣有價證券業務(股票、債券及權證)之變更買賣決策及交易執行檢討等作業程序明定於內部控制制度。 (6) 擔任推薦證券商與客戶議價買賣興櫃股票，有未對電話議價同步錄音。 (7) 所訂「風險管理委員會組織規程」規定，稽核室主管為風險管理委員會委員，執行公司風險管理政策指導準則，審核公司及子公司各項業務及產品之風險管理機制，訂定各項業務監控指標及監督、評估風險管理執行狀況等；另指派總稽核擔任洗錢防制之專責人員，致總稽核有覆核內部稽核人員出具之防制洗錢注意事項查核報告之情事，核未依「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17條第1項規定辦理。 (8) 101及102年度各部門年度績效考核，核有未依「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12條第5項及第15條第2項規定辦理如：內稽單位部門績效考核僅由總經理核定，未簽報請董事長核定；辦理各單位內部控制制度缺失、異常事項及改善情形評分項目，未將主管機關、自律機構檢查或內部稽核人員等檢查發現之內部控制制度缺失、異常事項及改善情形，列為考核之依據。	注意改善

編號	處分依據與缺失事項	處分內容
2	證期局及櫃買中心103年5月13日至14日查核發現，富邦證券公司新店分公司及林森分公司受託買賣業務人員(兼新店分公司經理人)等6人，有於營業櫃檯內主要從事為自己之交易帳戶下單情事，核有違反原財政部證券管理委員會85年4月2日(85)台財證(二)字第01031號函，證券商不得採類似…「包櫃」等，經營某一部門或分支機構之全部或部分業務之規定，依證券交易法第65條規定予以糾正，請確實依函報改善計畫辦理，並督導所屬受託買賣業務人員不得再有前揭情形，若發現有類似違規情事，將從重處分。另有關新店分公司經理人身為分公司經理人，應負分公司管理與風險控管之責，且依該公司內部規章不得接單，惟卻長時間於營業櫃檯內為自己交易帳戶下單，顯有未當，請該公司自行議處後報金管會。	依證券交易法第65條規定予以糾正，並命該公司自行議處該新店分公司經理人後報金管會
3	證期局及櫃買中心103年5月13日至14日查核發現，凱基證券公司嘉南分公司受託買賣業務員5人於營業櫃檯內有主要從事為自己之交易帳戶下單情事，核有違反原財政部證券管理委員會85年4月2日(85)台財證(二)字第01031號函，證券商不得採類似…「包櫃」等，經營某一部門或分支機構之全部或部分業務之規定，依證券交易法第65條規定予以糾正，請確實依函報改善計畫辦理，並督導所屬受託買賣業務人員不得再有前揭情形，若發現有類似違規情事，將從重處分。	依證券交易法第65條規定予以糾正
4	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3項規定。 證交所於103年4月2日至3日派員赴台中商銀證券公司台北分公司進行查核，發現客戶對帳單地址與受託買賣人員住所相同之情事，與該公司內部控制制度規範CA-11140(五)、6規定不符，核已違反證券商管理規則第2條第2項規定。另該受託買賣人員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之情事，顯見該公司未落實內部控制制度之執行及未落實對從業人員之督導管理與教育宣導，核有未當。	注意改善 依證券交易法第56條規定，命令台中商銀證券公司停止該業務人員2個月業務之執行。

肆、證券市場紀要

一、國內證券市場紀要

- 07月07日 金管會洽陸委會等相關單位，鬆綁外國企業來台掛牌限制，原先陸資持股逾30%須專案申請的規定，將放寬到陸資持股不逾50%就可來台上市，且不必專案申請，但台商須有控制力。預期將有助舒緩F股轉往他地掛牌的壓力，也可吸引更多的海外台商企業或外國企業來台上市。
- 07月08日 為擴大證券商以信託方式辦理財富管理業務之範圍，金管會研議修正「證券商辦理財富管理業務應注意事項」，增列證券商得以委託人指定營運範圍或方法之集合管理運用方法從事財富管理業務。
- 07月14日 集保結算所為有效控管票券結算交割風險，除現有與中央銀行間連線之網路通道與設備即以雙線路與雙機同地及異地備援運作外，更獲得中央銀行鼎力協助，開發提供集保結算所斷線備援機制，並正式上線，使集保結算所再增加一道防線，強化票債券市場款券同步交割系統營運不中斷機制。
- 07月16日 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4條之3。
- 07月16日 為提升我國洗錢防制工作之國際評鑑，本公會依主管機關指示修正「證券商防制洗錢及打擊資助恐怖主義注意事項範本」，並經准予備查，自公告日起施行。配合本公會範本之修正，各會員須於今年12月底前參照本公會之範本修正各公司之防制洗錢注意事項，並經董事會通過後函報主管機關備查。
- 07月16日 櫃買中心自本(103)年1月6日新增「文化創意業」產業類別並積極推動，截至目前為止，歸類於「文化創意業」公司計有19家上櫃公司、7家興櫃公司及4家創櫃板公司。
- 07月18日 證交所為提昇服務品質，提供「新版FIX通訊協定委託下單平台」服務，證券商可藉由新平台進行委託與成交回報等各項交易作業，新平台提供國際標準與簡易的通訊架構，可有效縮短委託反應時間與連線數量，並有利於與國際市場接軌。
- 07月21日 為配合推動金管會「金融進口替代」政策之推動，櫃買中心除積極宣導人民幣計價寶島債外，亦持續推動所有外幣計價之國際債券來台上櫃掛牌。開放外國發行人來台發行長天期美元計價之零息債券，除可促進我國債券市場商品種類更加多元發展外，更可滿足壽險等專業投資機構資產配置之需求，讓投資機構在國內即可購足所有之投資商品，而無須再繞道海外進行資產配置。

- 07月22日 為擴大證券商業業務範圍以提升其國際競爭力，並培養國內專業人才，金管會經參酌證券期貨業者之建議意見，並考量國內銀行業、保險業及投信基金之相關監理規範，暨健全之風險管理機制，同意修正證券商自行買賣外國有價證券及從事國內外衍生性金融商品交易規定。
- 08月04日 金管會開放國內證券商，可以引進香港點心債等海外人民幣債券到國內銷售，有助擴大國內證券業者商機。
- 08月05日 為避免承銷手續費退佣，公告修正本公會「證券商承銷有價證券承銷契約應行記載事項要點」、「承銷商會員輔導發行公司募集與發行有價證券自律規則」，明訂發行公司之董事、監察人、總經理、財務長以及募資案件相關人等，應於公開說明書出具其本人、關係人或其指定之人絕無要求或收取承銷商以任何方式及名目退還承銷相關費用之聲明書，並於承銷契約揭露前揭露聲明事項，自公告日起施行。
- 08月14日 本公會經理監事聯席會議決議通過，捐助高雄市氣爆事件新台幣參佰萬元整。
- 08月15日 為因應證券商業業務結構改變、法規鬆綁與新種業務開放，證交所公告修正「證券商整體經營風險預警作業辦法」第3、4、5、6條條文，自103年11月1日起實施。本次主要修正1. 新增「一般風險指標」，並調整計分權重及評等方式；2. 針對新種業務增訂「特殊風險指標」，並設定預警值以監控其風險。
- 08月18日 配合主管機關推動「2013強化我國公司治理藍圖」之政策，集保結算所與全球最大之電子投票平台業者Broadridge Financial Solutions公司共同完成合作備忘錄與保密協議之簽訂，正式啟動我國市場外國股東於股東會行使表決權之跨國投票直通處理STP(Straight Through Process)服務籌備工作。
- 08月18日 證交所「公開資訊觀測站申報系統」啟用新版認證功能，全面使用IC卡憑證，新版認證機制可使用臺網證期共用電子憑證及經濟部工商憑證，為資安考量原以磁碟及隨身碟為載具的檔案式憑證因複製容易難以管制，將廢止停用。新系統可強化身分驗證機制，避免資料申報傳輸過程中遭刻意修改、變造，確保國內各上市(櫃)、興櫃及公開發行公司申報資料之不可否認與完整性。
- 08月19日 為配合自由經濟示範區之政策，金管會業規劃證券商國際證券業務分公司(OSU)多項業務之鬆綁措施，爰經洽商中央銀行後，釋示OSU對中華民國境外客戶辦理業務得排除境內各業法之範圍及應遵循事項。
- 08月22日 證交所舉辦「資本市場合作論壇」，邀請日本交易所集團(JPX)齊藤惇執行長做『日本證券市場概況及發展』專題演講，金管會曾銘宗主委也親臨發表『證券市場的發展契機』專題演講。論壇第二階段亦展開『台日資本市場之合作契機』座談會，由金管會黃天牧副主委、櫃買中心李啓賢總經理、本公會簡鴻文理事長及交通大學葉銀華教授擔任與談人，發表資本市場發展建言。

- 08月25日 證交所舉辦「臺灣高薪100指數」發表會，金管會曾銘宗主委、證期局吳裕群局長、證交所李述德董事長、投信投顧公會林弘立理事長及本公會簡鴻文理事長皆到場參與開幕儀式，希望經由被動式投資引導資金投資薪酬較高之上市公司，以鼓勵企業加薪，將獲利回饋員工，善盡企業社會責任。
- 09月02日 證交所李述德董事長率領證交所團隊前往英國倫敦，拜訪倫敦證交所，雙方就推動兩地市場推廣及跨境合作機制等合作議題交換意見。希望藉此吸引更多國際投資人參與台灣資本市場。
- 09月03日 證交所公告，自明(104)年4月1日起，將參酌銀行業及證券商設置自動化服務設備規定，明定證券商營業廳要設置錄影設備，並將營業櫃檯納入錄影範圍。
- 09月04日 為保障投資人與證券商權益，本公會修訂「證券商受託買賣外國有價證券營業處所場地及設備標準」第4條，增訂第3款，明定營業處所應設置錄影設備，並將營業櫃檯納入錄影範圍，且錄影紀錄存放應存放於營業處所內，至少保存一個月。
- 09月05日 集保結算所首次辦理非台籍機構發行寶島債之無實體登錄，中國銀行及中國建設銀行台北分行兩家大陸銀行，於9月5日發行40億人民幣寶島債，此次該二銀行不僅透過集保結算所辦理債券登錄發行，亦委託該所辦理還本付息作業，創下先例。
- 09月09日 證交所歷時三年開發的新交易系統，於3至6月起陸續上線後，整體系統效能與處理容量大幅提昇，對於證券商而言，或因受限於原有委託下單平台，以至感受到新系統的優點並不明顯，但證券商如透過「新FIX委託下單平台」，進行各項交易作業，則下單效率明顯提高很多。
- 09月12日 櫃買中心吳壽山董事長假盧森堡證券交易所與其首席執行長(CEO)Robert Scharfe簽署合作備忘錄(MOU)。由於台灣是外資進入亞洲或中國大陸的跳板，盧森堡是進入歐盟市場的門戶，盧森堡證券交易所是歐洲最大的債券交易所，雙方一致認為台盧之合作可促成兩地金融市場互補並快速發展、進一步增進雙方國際間經貿合作。
- 09月18日 香港交易所行政總裁李小加拜會證交所，雙方就國際交易所發展趨勢交換意見，李總裁同時分享滬港通架構發展理念，證交所亦分享目前臺星通規劃情形，雙方期待能繼民國98年臺港ETF相互掛牌之後，再次創造更緊密的合作關係，以擴大我國資本市場規模、創造綜效、服務更多投資人並提昇我國市場競爭力。
- 09月18日 證交所修正「證券商推介客戶買賣有價證券管理辦法」，以強化對證券商出具研究報告之內部控制及避免利益衝突。
- 09月19日 為降低投資人誤解證券商研究報告內容及提升證券商研究報告經媒體轉載之澄清機制，櫃買中心修正「櫃檯買賣證券商推介客戶買賣有價證券管理辦法」相關條文，並自即日起實施。
- 09月23日 證交所一直積極推動與外國交易所之互動與連結，與華沙證券交易所(簡稱「WSE」)再度簽訂合作備忘錄(簡稱「MOU」)，接續雙方於2008年所簽訂的合作備忘錄，進一步促進兩國證券市場資本流動性及維持市場秩序，應對資本國際化之挑戰。

- 09月25日 證交所為使投資人及企業能瞭解主管機關及公司治理中心對公司治理實施的成效，掌握國內外公司治理發展近況及相關資訊，推出全新的「公司治理中心」網站，並置於網站歡迎外界瀏覽使用(網址：www.twse.com.tw)。
- 09月25日 櫃買中心為使投資人獲取完整且正確之資訊，規範上(興)櫃公司如有重大影響股價之資訊時，不應私下對外發布訊息，而應以公開資訊觀測站重大訊息方式說明，並提供確實支持之證據；倘需召開重大訊息說明記者會時，所提供之新聞稿內容應具體且正確，且亦需有相關佐證之資料。同時提醒上(興)櫃公司應訂定完善內部控制制度規範重大訊息發布之機制以為遵循。
- 09月25日 金管會曾銘宗主委至立法院財委會作業務報告，表示股市大戶目前金額及戶數只回來一半左右，外界及證券商對證所稅大戶條款的聲音，金管會聽到了，也要求本公會於10月底前提出全面性、精準、詳實、且帶有數據印證的報告，再由金管會研議是否向財政部提出相關意見。
- 09月29日 證交所公告，開放證券商可以擔任境外華僑及外國人投資國內證券的保管機構，以及部分國內外投資人可在證券商同一營業據點開立2個以上交易帳戶。

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
中華民國證券暨期貨市場發展基金會	總經理	吳崇權	103年8月1日
證券投資人及期貨交易人保護中心	總經理	呂淑玲	103年8月1日
臺灣期貨交易所股份有限公司	董事長	劉連煜	103年9月5日
金融消費評議中心	董事長	林建智	103年9月6日

二、國外證券市場紀要

- 07月11日 為了健全上市公司併購重組制度，中國證監會修訂了《上市公司收購管理辦法》、《上市公司重大資產重組管理辦法》，並向社會徵求意見，大幅簡化、取消了上市公司在重大購買、出售、置換資產等方面的行政審批，希望能給企業更多融資空間。
- 08月02日 目前共有11個國家的信評均被穆迪機構列入Caa-級或更差，分別是：厄瓜多爾、埃及、巴基斯坦、委內瑞拉、阿根廷、貝里斯、古巴、塞浦路斯、希臘、牙買加及烏克蘭。各國的問題非常不同，包括負債過高、政局不穩、通膨嚴重等。
- 09月04日 歐洲央行宣布將基準再融資利率、銀行存放央行的存款利率、邊際貸款工具利率各調降0.1個百分點，並決定推出歐版量化寬鬆，10月起開始收購資產擔保證券(ABS)以及歐元面額的擔保債券(covered bonds)，希望藉挹注資金刺激歐元區經濟成長、避開通縮威脅。
- 09月08日 國際貨幣基金(IMF)總經理拉加德表示，IMF將把今年成長率「降至3%到3.5%」，主因為烏克蘭危機對德國及其鄰國的衝擊，以及中東數個地區的緊張升高，導致「成長相當脆弱」。
- 09月08日 經濟合作發展組織(OECD)公布，33個已開發國家成員7月領先指標略減至100.49，但仍高於長期趨勢水準100，代表經濟成長將處於長期趨勢之上。但歐洲最大經濟體德國正在喪失成長動能，領先指標從6月的100.24減至99.98；日本的7月領先指標也滑落100。
- 09月17日 美國聯準會(Fed)聯邦公開市場操作委員會(FOMC)於9月16-17日召開貨幣決策會議，Fed在最新決策聲明中表示，經濟正以溫和的步調擴張、通膨仍低於目標，購債以振興經濟的計畫繼續減碼100萬美元，而且這個計畫如既定時程將在10月結束，並且依然承諾在量化寬鬆(QE)結束後，將利率保持在趨近零的水準「相當長一段時間」。
- 09月22日 中韓將於年底簽署自由貿易協定(FTA)，第13輪談判於9月22-26日在北京舉行。雙方將就貨物貿易、服務貿易、投資、原產地規則、知識產權、技術性貿易壁壘、衛生和植物衛生措施、貿易救濟等領域開展談判。
- 09月26日 上海證交所發布《上海證券交易所滬港通試點辦法》及《上海證券交易所港股通投資者適當性管理指引》等配套規則，最大亮點為允許滬港通投資者可以融資、融券，使滬港通規則體系大致齊備。

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7月份	103年8月份	103年9月份	103年度第3季總計
1	富達	40,223,919,396	39,835,098,017	36,349,574,182	116,408,591,595
2	東亞	3,121,020,439	2,334,308,534	2,151,066,314	7,606,395,287
3	摩根	6,171,837,291	7,623,957,223	6,672,121,447	20,467,915,961
4	遠智	6,047,707,148	7,044,676,459	5,811,034,841	18,903,418,448
5	台灣工銀	9,469,643	7,347,080	1,420,699	18,237,422
6	日盛	3,207,564,466	2,193,213,549	3,174,220,206	8,574,998,221
7	宏遠	7,439,358	6,559,672	6,824,440	20,823,470
8	麥格理	0	0	0	0
9	摩根士丹利	139,501,417	282,828,895	0	422,330,312
10	美商高盛	0	0	0	0
11	港商德意志	0	0	0	0
12	新加坡瑞銀	6,634,075,233	8,199,114,509	7,465,792,015	22,298,981,757
13	亞東	0	0	0	0
14	大展	0	993,949	0	993,949
15	大慶	872,298	401,940	0	1,274,238
16	第一金	82,160,577	65,085,819	138,071,100	285,317,496
17	統一	365,348,358	377,833,159	399,462,679	1,142,644,196
18	元富	2,687,765,623	2,869,243,846	6,164,001,653	11,721,011,122
19	彝亞	0	0	0	0
20	中國信託	86,111,773	86,915,443	150,729,716	323,756,932
21	大昌	12,405,208	20,526,468	22,740,599	55,672,275
22	福邦	0	0	0	0
23	大眾	1,000,078	880,476	9,436,241	11,316,795
24	德信	90,402	59,597	66,385	216,384
25	兆豐	1,340,800,989	984,129,791	854,287,372	3,179,218,152
26	致和	0	0	0	0
27	國票	725,416,549	482,915,952	1,077,942,429	2,286,274,930
28	台新	0	0	0	0
29	摩根大通	0	0	0	0
30	康和	259,038,416	255,694,011	385,096,621	899,829,048
31	花旗	0	0	0	0
32	玉山	1,540,882,116	907,274,495	258,821,466	2,706,978,077
33	國泰	6,633,873,315	7,715,707,780	7,364,799,302	21,714,380,397
34	大和國泰	0	0	0	0
35	群益金鼎	6,582,970,640	5,395,617,170	5,962,657,077	17,941,244,887
36	凱基	7,273,477,033	8,882,261,548	8,604,287,444	24,760,026,025
37	華南永昌	302,734,074	355,383,459	583,175,913	1,241,293,446
38	富邦	7,984,802,014	8,621,514,653	8,553,178,584	25,159,495,251
39	元大寶來	9,572,735,145	9,063,998,182	12,354,009,743	30,990,743,070
40	永豐金	6,461,232,164	7,850,065,958	6,446,044,047	20,757,342,169
交易金額合計		117,476,251,163	121,463,607,634	120,960,862,515	359,900,721,312

(二)103年第3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	20,872,347,380	136,781,285	2,029,065,107	179,156,361	9,951,474	248,555	1,591,883,552	0	24,819,433,714
	專業投資人	4,349,557,446	91,478,138	2,689,633,598	117,801,534	1,011,799,314	0	180,334,523	0	8,440,604,553
	專業機構投資人	56,778,896,616	163,753,308	43,397,106,658	0	0	13,007,599	1,686,077,281	0	102,038,841,462
	小計	82,000,801,442	392,012,731	48,115,805,363	296,957,895	1,021,750,788	13,256,154	3,458,295,356	0	135,298,879,729
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	250,233,771	0	0	0	0	0	0	0	250,233,771
	小計	250,233,771	0	0	0	0	0	0	0	250,233,771
盧森堡	非專業投資人	0	0	0	63,154,058,757	0	0	0	0	63,154,058,757
	專業投資人	0	18,737,587	0	10,423,789,520	130,788,692	0	0	0	10,573,315,799
	專業機構投資人	0	0	0	64,379,424,864	751,000,000	0	0	0	65,130,424,864
	小計	0	18,737,587	0	137,957,273,141	881,788,692	0	0	0	138,857,799,420
英國	非專業投資人	124,347,127	108,981,136	278,620	37,712,365	0	0	5,718,588	0	277,037,836
	專業投資人	25,559,500	890,646,855	0	24,353,422	351,844,259	0	181,610	0	1,292,585,646
	專業機構投資人	1,713,835,072	305,904,803	1,336,060,679	0	749,250,000	0	216,113,342	151,929,555	4,473,093,451
	小計	1,863,741,699	1,305,532,794	1,336,339,299	62,065,787	1,101,094,259	0	222,013,540	151,929,555	6,042,716,933
愛爾蘭	非專業投資人	0	0	0	954,580,779	0	0	0	0	954,580,779
	專業投資人	0	0	0	202,091,745	0	0	0	0	202,091,745
	專業機構投資人	0	0	0	226,631,625	0	0	0	0	226,631,625
	小計	0	0	0	1,383,304,149	0	0	0	0	1,383,304,149
德國	非專業投資人	63,231,333	0	736,905	0	0	0	0	0	63,968,238
	專業投資人	4,732,566	0	0	0	0	0	0	0	4,732,566
	專業機構投資人	427,218,486	81,432,158	34,983,893	0	0	0	0	0	543,634,537
	小計	495,182,385	81,432,158	35,720,798	0	0	0	0	0	612,335,341
法國	非專業投資人	1,655,238	66,284,561	0	0	0	0	0	0	67,939,799
	專業投資人	0	10,240,636	0	0	0	0	0	0	10,240,636
	專業機構投資人	483,707,465	0	79,593,858	0	0	0	0	0	563,301,323
	小計	485,362,703	76,525,197	79,593,858	0	0	0	0	0	641,481,758

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
瑞典、西班牙、義大利及荷蘭等其他歐洲地區	非專業投資人	11,191,796	57,067,125	0	0	0	0	0	0	68,258,921
	專業投資人	0	7,203,940	0	0	0	0	0	0	7,203,940
	專業機構投資人	396,782,195	99,317,712	3,922,926	0	0	0	0	0	500,022,833
	小計	407,973,991	163,588,777	3,922,926	0	0	0	0	0	575,485,694
	非專業投資人	13,504,813,468	69,386,850	1,013,061,306	13,193,588,279	0	124,250,718	1,389,713	3,436,255	27,909,926,589
香港	專業投資人	760,237,485	1,950,908,490	296,174,385	213,306,955	40,968,332	3,120,087	0	0	3,264,715,734
	專業機構投資人	21,955,892,981	1,757,563,078	5,342,563,322	8,992,853,132	0	872,495	4,715,462	15,567	38,054,476,037
	小計	36,220,943,934	3,777,858,418	6,651,799,013	22,399,748,366	40,968,332	128,243,300	6,105,175	3,451,822	69,229,118,360
日本	非專業投資人	465,996,473	0	1,589,169	0	0	0	0	0	467,585,642
	專業投資人	133,754,133	0	9,370,548	0	0	0	0	0	143,124,681
	專業機構投資人	3,172,925,361	0	14,581,458	0	0	0	0	0	3,187,506,819
	小計	3,772,675,967	0	25,541,175	0	0	0	0	0	3,798,217,142
韓國	非專業投資人	30,785,540	0	0	0	0	0	0	0	30,785,540
	專業投資人	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	專業機構投資人	951,689,669	0	0	0	0	0	0	0	951,689,669
	小計	982,475,209	0	0	0	0	0	0	0	982,475,209
新加坡	非專業投資人	43,816,828	0	0	0	0	0	0	0	43,816,828
	專業投資人	75,909,540	2,427,500	0	0	0	0	0	0	78,337,040
	專業機構投資人	170,991,091	0	0	0	0	0	0	0	170,991,091
	小計	290,717,459	2,427,500	0	0	0	0	0	0	293,144,959
大陸	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	4,093,662	0	0	0	0	0	0	0	4,093,662
	小計	4,093,662	0	0	0	0	0	0	0	4,093,662
菲律賓、泰國、馬來西亞及印度等其他亞洲地區	非專業投資人	192,225	0	0	0	0	0	0	0	192,225
	專業投資人	0	6,358,825	0	0	0	0	0	0	6,358,825
	專業機構投資人	1,002,955,477	0	0	0	0	0	199,350,794	0	1,202,306,271
	小計	1,003,147,702	6,358,825	0	0	0	0	199,350,794	0	1,208,857,321

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	8,757,749	1,684,159	0	0	0	0	0	0	10,441,908
	專業投資人	3,924,107	0	0	0	0	0	0	0	3,924,107
	專業機構投資人	311,733,335	5,019,203	0	0	0	0	0	10,062,217	326,814,755
	小計	324,415,191	6,703,362	0	0	0	0	0	10,062,217	341,180,770
俄羅斯、 南非、巴 西及土耳其 等其他 地區	非專業投資人	0	2,359,966	0	0	0	0	0	0	2,359,966
	專業投資人	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	專業機構投資人	379,037,128	0	0	0	0	0	0	0	379,037,128
	小計	379,037,128	2,359,966	0	0	0	0	0	0	381,397,094
	總計	128,480,802,243	5,833,537,315	56,248,722,432	162,099,349,338	3,045,602,071	141,499,454	3,885,764,865	165,443,594	359,900,721,312
小計	非專業投資人	35,127,135,157	442,545,082	3,044,731,107	77,519,096,541	9,951,474	124,499,273	1,598,991,853	3,436,255	117,870,386,742
	專業投資人	5,353,674,777	2,978,001,971	2,995,178,531	10,981,343,176	1,535,400,597	3,120,087	180,516,133	0	24,027,235,272
	專業機構投資人	87,999,992,309	2,412,990,262	50,208,812,794	73,598,909,621	1,500,250,000	13,880,094	2,106,256,879	162,007,339	218,003,099,298

103年第三季為止 累計有效開戶戶數	非專業投資人	950,558
	專業投資人	2,536
	專業機構投資人	2,476
	總計戶數	955,570

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
103Q2	24	18	0	0
103Q3	38	48	2	1

(二) 103年第3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	總太	上市增資	土地銀行	2,300	21.00	48,300,000	103.07.10	28.91
2	F-必勝	上櫃增資	中國信託證券	800	25.50	20,400,000	103.07.14	1.77
3	晟田科技	初次上櫃	凱基證券	2,298	48.00	110,304,000	103.07.16	1.17
4	F-中國通訊 (第一上櫃)	初次上櫃	台新證券	1,332	250.00	333,000,000	103.07.17	1.83
5	伍豐科技	上櫃增資	第一金證券	1,100	132.00	145,200,000	103.07.21	0.52
6	美架科技	初次上櫃	凱基證券	2,286	34.50	78,867,000	103.07.21	1.25
7	商之器科技	上櫃增資	華南永昌證券	488	50.00	24,400,000	103.07.22	0.96
8	尚立	上櫃增資	群益金鼎證券	2,000	22.00	44,000,000	103.07.24	2.26
9	協易機械工業	上櫃增資	福邦證券	1,500	13.20	19,800,000	103.07.28	1.97
10	榮成紙業	上市增資	富邦證券	5,000	13.00	65,000,000	103.07.31	3.33
11	精剛精密科技	上櫃增資	凱基證券	2,000	11.50	23,000,000	103.08.01	2.91
12	F-永冠能源科技 (第一上市)	現金增資	凱基證券	400	118.00	47,200,000	103.08.04	0.32
13	光隆實業	上櫃增資	群益金鼎證券	1,500	43.50	65,250,000	103.08.06	0.91
14	群創光電	上市增資	凱基證券	85,000	12.50	1,062,500,000	103.08.07	7.81
15	瑞基	初次上櫃	國票證券	2,064	41.00	84,624,000	103.08.08	1.76
16	百微	上櫃增資	永豐金證券	500	13.70	6,850,000	103.08.14	2.09

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	漢翔	初次上市	富邦證券	115,418	16.84	1,943,639,120	103.08.15	18.92
18	聚陽實業	上市增資	凱基證券	2,000	106.00	212,000,000	103.08.18	0.77
19	樺晟電子	上櫃增資	統一證券	2,500	8.60	21,500,000	103.08.19	0.99
20	科嶠工業	初次上櫃	富邦證券	1,530	60.00	91,800,000	103.08.19	1.88
21	東碩資訊	初次上櫃	國泰證券	2,202	105.00	231,210,000	103.08.20	1.94
22	F-泰鼎國際 (第一上櫃)	現金增資	凱基證券	1,250	42.50	53,125,000	103.08.20	1.64
23	台灣典範半導體	上櫃增資	元大實來證券	10,000	9.50	95,000,000	103.08.27	7.28
24	宇隆科技	上櫃增資	凱基證券	800	92.00	73,600,000	103.08.28	0.41
25	F-貿聯控股 (第一上市)	現金增資	群益金鼎證券	250	112.20	28,050,000	103.09.05	0.13
26	F-商環宇通訊 半導體 (第一上櫃)	初次上櫃	兆豐證券	2,544	42.00	106,848,000	103.09.09	1.63
27	阿瘦實業	初次上市	凱基證券	3,204	40.00	128,160,000	103.09.09	1.42
28	融程電訊	上櫃增資	大眾證券	500	50.00	25,000,000	103.09.11	0.47
29	能率豐	上櫃增資	台灣工銀證券	1,150	21.00	24,150,000	103.09.15	5.29
30	新世紀	上市增資	福邦證券	2,000	17.00	34,000,000	103.09.18	4.04
31	F-豐祥 (第一上市)	初次上市	康和證券	3,840	58.00	222,720,000	103.09.19	2.24
32	博智	上櫃增資	凱基證券	1,000	31.00	31,000,000	103.09.22	0.88
33	F-jpp (第一上櫃)	初次上櫃	第一金證券	2,028	50.00	101,400,000	103.10.01	1.39
34	霹靂	初次上櫃	中國信託證券	2,634	150.00	395,100,000	103.10.01	1.94
35	正德	初次上櫃	大眾證券	1,600	13.00	20,800,000	103.10.01	1.87
36	亞通	上櫃增資	兆豐證券	1,400	23.00	32,200,000	103.10.01	1.55
37	熱映	上櫃增資	宏遠證券	1,000	21.00	21,000,000	103.10.06	0.71
38	高鋒工業	上櫃增資	玉山證券	1,500	16.00	24,000,000	103.10.06	1.33

(三) 103年第3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	益登科技	無擔保轉換公司債	凱基證券	3,000	2,720	103.07.01-02	101-110%
2	萬泰科技	有擔保轉換公司債	大眾證券	2,000	1,725	103.07.03-04	101-110%
3	泰鼎國際	無擔保外國 轉換公司債	凱基證券	6,500	5,820	103.07.08-09	101-110%
4	振樺電子	無擔保轉換公司債	群益金鼎證券	8,500	7,548	103.07.09-10	101-110%
5	百微	有擔保轉換公司債	永豐金證券	2,500	2,250	103.07.10-14	101-110%
6	晟田科技工業	初次上櫃	凱基證券	4,225	1,927	103.07.09-14	47-53元
7	F-中國通訊 (第一上櫃)	初次上櫃	台新證券	2,547	1,215	103.07.10-15	250-300元

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
8	大聯大投資控股	無擔保轉換公司債	凱基證券	60,000	53,300	103.07.14-15	105-115%
9	碩禾電子	無擔保轉換公司債	凱基證券	18,000	16,200	103.07.14-15	110-125%
10	三顧	有擔保轉換公司債	康和證券	1,500	1,425	103.07.14	101-110%
11	美榮科技	初次上櫃	凱基證券	4,038	1,752	103.07.14-17	32-35元
12	點晶科技	有擔保轉換公司債	中國信託證券	2,000	1,700	103.07.16-17	105-120%
13	Bizlink Holding Inc. (貿聯控股公司)	無擔保轉換公司債	群益金鼎證券	2,000	1,700	103.07.17-18	101-110%
14	台耀化學	無擔保轉換公司債	凱基證券	5,000	4,252	103.07.17-18	101-120%
15	華立企業	無擔保轉換公司債	元大寶來證券	10,000	8,500	103.07.17-21	105-125%
16	宏齊科技	有擔保轉換公司債	凱基證券	6,000	5,357	103.07.17-18	101-115%
17	榮成紙業	無擔保轉換公司債	富邦證券	16,000	14,400	103.07.23-24	101-117%
18	旭品科技	有擔保轉換公司債	合作金庫證券	1,000	900	103.08.01-04	101-105%
19	瑞基	初次上櫃	國票證券	3,534	1,470	103.08.01-06	38-43元
20	艾美特(開曼)國際	無擔保轉換公司債	台新證券	13,000	11,514	103.08.04-05	101-110%
21	聯上實業	無擔保轉換公司債	台新證券	6,000	5,100	103.08.05-07	101-120%
22	鏡鈦科技	無擔保轉換公司債	台新證券	5,000	4,250	103.08.06-08	101-110%
23	新世紀光電	有擔保轉換公司債	富邦證券	6,000	5,390	103.08.07-08	101-105%
24	台郡科技	無擔保轉換公司債	元大寶來證券	20,000	17,950	103.08.08-11	101-110%
25	商丞科技	有擔保轉換公司債	群益金鼎證券	3,000	2,575	103.08.12-13	101-110%
26	正達國際光電 (第一次)	有擔保轉換公司債	富邦證券	4,800	4,081	103.08.11-13	105-110%
27	正達國際光電 (第二次)	無擔保轉換公司債	富邦證券	5,000	4,250	103.08.11-13	105-110%
28	科嶠工業	初次上櫃	富邦證券	2,932	1,402	103.08.12-15	60-69元
29	東碩資訊	初次上櫃	國泰證券	4,210	2,008	103.08.13-18	105-120元
30	新光金融控股	無擔保轉換公司債	凱基證券	50,000	44,500	103.08.14-18	101-120%
31	國光生物科技	現金增資	凱基證券	42,500	36,125	103.08.15-18	90-92%
32	毅嘉科技	無擔保轉換公司債	富邦證券	20,000	17,000	103.08.19-21	101-105%
33	晶彩科技	有擔保轉換公司債	華南永昌證券	2,000	1,800	103.08.21-25	101-105%
34	界霖科技	無擔保轉換公司債	宏遠證券	7,200	6,120	103.08.25-27	101-120%
35	天宇工業	有擔保轉換公司債	富邦證券	1,600	1,436	103.08.26-27	101-110%
36	台翰精密科技	有擔保轉換公司債	國泰證券	3,500	3,150	103.08.27-28	101-105%
37	長園科技實業	有擔保轉換公司債	合作金庫證券	4,000	3,600	103.08.28-29	101-105%
38	阿瘦實業	初次上市	凱基證券	5,636	2,432	103.09.01-04	37-42元
39	F-商環宇通訊 半導體 (第一上櫃)	初次上櫃	兆豐證券	4,860	2,316	103.09.01-04	40-46元
40	聚隆纖維	無擔保轉換公司債	富邦證券	4,000	3,472	103.09.10-12	101-110%

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
41	F-豐祥 (第一上市)	初次上市	康和證券	7,358	3,518	103.09.12-17	55-60元
42	東林科技	有擔保轉換公司債	宏遠證券	1,500	1,350	103.09.19-23	101-110%
43	瑞傳科技	無擔保轉換公司債	華南永昌證券	6,000	5,520	103.09.24-26	101-105%
44	耕興	無擔保轉換公司債	凱基證券	6,000	5,100	103.09.23-25	102-110%
45	霹靂國際多媒體	初次上櫃	中國信託證券	4,588	1,954	103.09.24-29	150-156元
46	F-jpp (第一上櫃) --經實精密	初次上櫃	第一金證券	3,775	1,747	103.09.24-29	50-55元
47	復興航空運輸	無擔保轉換公司債	凱基證券	10,000	8,500	103.09.25-29	101-105%
48	嘉聯益科技	無擔保轉換公司債	台新證券	15,000	12,940	103.09.30-10.01	105-125%

(四) 103年第3季有價證券競價拍賣承銷案件彙總表

序號	有價證券 名稱	主辦證券商 (承銷團數)	發行性質	競價日期	拍賣 底價(元)	投標 單位	競拍總 張數	最高/最低 得標價(元)	得標加權 平均價(元)	得標總金額(元)
1	漢翔/美國標	富邦證券	初次上市	103.08.07	12.95	5張	173,129	36.00/22.08	24.73	4,281,610,320
2	正德/荷蘭標	大眾證券	初次上櫃	103.09.23	10.8	5張	8,600	13	—	111,800,000

(五) 103年第3季有價證券洽商銷售承銷案件彙總表

序號	證券名稱	主辦證券商	發行性質	承銷總金額	承銷期間
1	臺灣土地銀行受託經管 中租迪和2014證券化 特殊目的信託受益證	元大寶來證券	洽商銷售	5,465,000,000	103.07.22-24

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1-9月)

(單位：仟元)

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)
78	證券業合計	71,861,151	55,828,126	12,500,782	26,153,062	319,742,232	482,797,586	36.39	0.818	5.42	100.00	15.100
46	綜合	68,216,070	52,857,314	12,109,386	25,322,986	308,788,674	462,595,958	37.12	0.820	5.47	94.93	14.981
32	專業經紀	3,645,081	2,970,812	391,396	830,076	10,953,558	20,201,628	22.77	0.758	4.11	5.07	18.443
60	本國證券商	62,337,304	49,181,035	12,294,648	23,552,348	298,921,297	444,907,991	37.78	0.788	5.29	86.75	14.884
32	綜合	60,907,241	47,773,669	11,932,879	23,230,395	290,326,524	431,058,878	38.14	0.800	5.39	84.76	14.847
28	專業經紀	1,430,063	1,407,366	361,769	321,953	8,594,773	13,849,113	22.51	0.375	2.32	1.99	16.113
18	外資證券商	9,523,847	6,647,091	206,134	2,600,714	20,820,935	37,889,595	27.31	1.249	6.86	13.25	18.198
14	綜合	7,308,829	5,083,645	176,507	2,092,591	18,462,150	31,537,080	28.63	1.133	6.64	10.17	17.082
4	專業經紀	2,215,018	1,563,446	29,627	508,123	2,358,785	6,352,515	22.94	2.154	8.00	3.08	26.931
20	前20大證券商	56,687,793	44,580,180	11,538,500	21,975,034	264,857,102	400,420,196	38.77	0.830	5.49	78.89	15.118

一、分析報告背景說明：

- (1) 至103年9月，本公會共有會員公司145家。專營證券商82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78家證券商。並未包括富達、摩根、東亞、遠智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1-9月的經營損益數據，在103年10月14日公布。

- (4) 美國經濟方面：9月ISM製造業採購經理人指數降至56.6，非製造業指數降至58.6，惟整體景氣仍維持向上擴張趨勢。9月失業率下降至5.9%，創2008年7月以來新低；非農業就業人口新增24.8萬人，就業市場保持優於預期復甦

二、預期美國聯準會於2015年上半年升息：

- 力道，預料美國聯準會(FED)於2015年上半年升息步調不變。歐元區經濟方面：9月消費者物價指數(CPI)年增率0.3%，創近五年來最小漲幅，央行(ECB)承諾擴大寬鬆貨幣政策規模。中國經濟方面：9月PMI指數維持51.1，弱勢擴張型態不變；9月出口年增率上升至15.3%，出口成長動能轉強。

- (5) 103年1-9月，台股日均值(TSE:967億/OTC:285億)，優於去年同期(TSE:804億/OTC:158億)；國內78家證券商平均EPS為0.818元，優於去年同期的0.429元，計有60家賺錢，18家虧損。9月大盤指數由9,436點跌至8,966點，跌幅4.98%。

103年1-9月，綜合證券商平均EPS為0.820元，優於專業經紀商的0.758元；外資證券商平均EPS為1.249元，較本國證券的0.788元佳。本國綜合證券商平均EPS為0.800元，表現較本國專業經紀商EPS的0.375元佳；外資專業經紀商EPS為2.154元，較外資綜合證券商EPS的1.133元優異。

三、資本額前20大證券商獲利共219.75億元：

- (6) 103年1-9月，資本額前20大證券商的EPS為0.830元，優於業界平均，19家獲利，以元大賣來證券EPS 1.734元奪冠，計算前20大的ROE為5.49%，亦優於業界平均值5.42%。
- (7) 瑞士信貸證券、瑞銀證券和高盛證券經營獲利最佳，EPS分多，EPS為-6.65元、-3.94元、-1.40元。

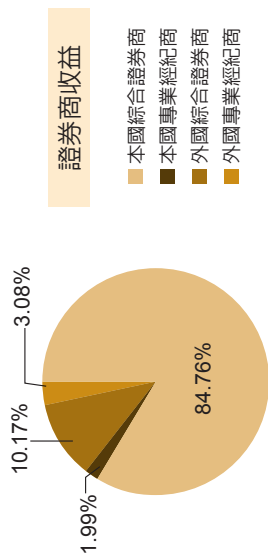
- (8) 國內經濟方面：103年1-9月出口額2,347億美元、年增率3.51%，出口動能緩緩增強。8月景氣對策信號連續出現7個綠燈、分數攀高至29分，但領先指標年增率持續12個月下降，整體景氣緩升中帶慮。8月貨幣供給額M1b微幅增至14.01兆元，但9月外資淨匯出30.2億美元、累計1,916億美元，9月外匯存底減少23.7億美元、累計4,207億美元，外資9月在台股賣超778億元。在國際游資尚未轉向買超台股之前，未來台股表現仍須保守看待。

(二)證券商經營損益排名(103年1-9月)

收益 (全體證券商)		
名次	證券商	金額 (千元)
1	元大實業	12,355,147
2	凱基	7,098,485
3	永豐金	4,330,810
4	群益金鼎	4,330,154
5	富邦	4,282,185
6	元富	3,766,665
7	統一	3,349,051
8	日盛	2,968,559
9	兆豐	2,729,705
10	華南永昌	1,947,222

稅後淨利 (全體證券商)		
名次	證券商	金額 (千元)
1	元大實業	9,568,777
2	凱基	2,321,342
3	群益金鼎	1,545,317
4	富邦	1,265,367
5	統一	1,179,742
6	永豐金	1,139,748
7	日盛	1,042,431
8	元富	1,022,688
9	新商瑞銀	866,537
10	瑞士信貸	845,740

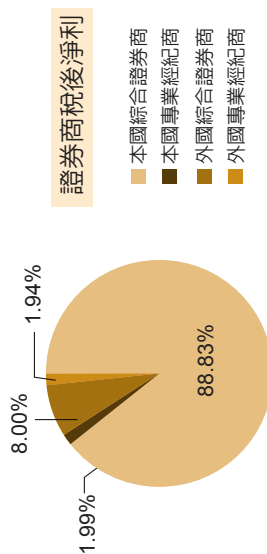
每股盈餘 (全體證券商)		
名次	證券商	金額 (元)
1	瑞士信貸	7.451
2	新商瑞銀	6.850
3	美商高盛	5.913
4	花旗環球	3.673
5	港商德意志	2.970
6	富邦	1.971
7	元大實業	1.734
8	摩根士丹利	1.607
9	新光	1.567
10	美商美林	1.141



收益 (綜合證券商)		
名次	證券商	金額 (千元)
1	元大實業	12,355,147
2	凱基	7,098,485
3	永豐金	4,330,810
4	群益金鼎	4,330,154
5	富邦	4,282,185

稅後淨利 (綜合證券商)		
名次	證券商	金額 (千元)
1	元大實業	9,568,777
2	凱基	2,321,342
3	群益金鼎	1,545,317
4	富邦	1,265,367
5	統一	1,179,742

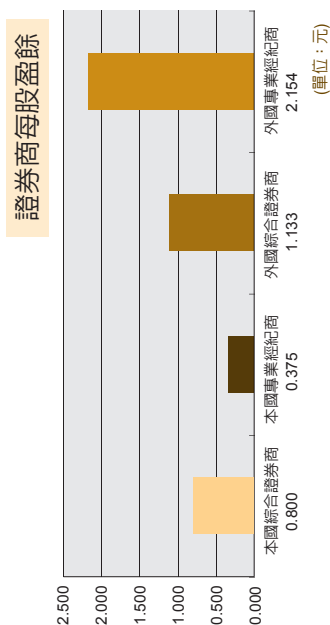
每股盈餘 (綜合證券商)		
名次	證券商	金額 (元)
1	新商瑞銀	6.850
2	美商高盛	5.913
3	花旗環球	3.673
4	港商德意志	2.970
5	富邦	1.971



收益 (專業經紀商)		
名次	證券商	金額 (千元)
1	瑞士信貸	1,447,668
2	台灣東方匯理	609,353
3	大昌	280,161
4	永興	121,893
5	法銀巴黎	115,921

稅後淨利 (專業經紀商)		
名次	證券商	金額 (千元)
1	瑞士信貸	845,740
2	大昌	64,321
3	高橋	44,405
4	光華	43,201
5	日茂	27,788

每股盈餘 (專業經紀商)		
名次	證券商	金額 (元)
1	瑞士信貸	7.451
2	光隆	1.007
3	光華	0.980
4	高橋	0.928
5	鑫豐	0.914



(三) 證券商經營損益狀況表(103年1-9月)

編號	證券商	(單位：仟元)										每股淨值(元)
		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(%)	
1020	合作金庫	376,723	363,846	7,262	12,426	3,000,000	3,000,935	3.30	0.041	0.41	0.524	10.00
1040	臺銀	486,853	344,109	35,145	155,803	3,000,000	3,466,764	32.00	0.519	4.49	0.677	11.56
1090	台灣工銀	456,431	505,404	20,141	-28,878	4,796,442	4,807,463	-6.33	-0.060	-0.60	0.635	10.02
1160	日盛	2,968,559	2,185,834	333,122	1,042,431	11,572,128	21,617,272	35.12	0.901	4.82	4.131	18.68
1260	宏遠	835,794	754,831	78,275	136,333	4,268,388	4,975,262	16.31	0.319	2.74	1.163	11.66
1360	港商麥格理	469,216	457,804	37,219	35,443	533,000	1,349,731	7.55	0.665	2.63	0.653	25.32
1440	美商美林	912,557	683,153	19,346	193,909	1,700,000	3,538,107	21.25	1.141	5.48	1.270	20.81
1470	摩根士丹利	491,493	386,261	33,587	235,947	1,468,210	2,174,099	48.01	1.607	10.85	0.684	14.81
1480	美商高盛	669,089	398,580	9,684	233,581	395,000	2,522,522	34.91	5.913	9.26	0.931	63.86
1530	港商德意志	535,573	274,220	6,778	222,714	750,000	1,764,179	41.58	2.970	12.62	0.745	23.52
1560	港商野村	393,330	386,945	4,169	8,635	1,140,000	1,308,041	2.20	0.076	0.66	0.547	11.47
1570	法國興業	298,571	191,199	4,351	99,027	1,010,000	1,585,721	33.17	0.980	6.24	0.415	15.70
1590	花旗環球	523,642	256,131	16,363	240,566	655,000	2,073,257	45.94	3.673	11.60	0.729	31.65
1650	新商瑞銀	1,664,928	624,020	3,049	866,537	1,265,000	3,161,026	52.05	6.850	27.41	2.317	24.99
2180	亞東	480,514	343,382	45,607	186,472	7,137,143	10,352,104	38.81	0.261	1.80	0.669	14.50
5050	大展	306,547	147,485	27,157	188,775	2,523,532	3,789,132	61.58	0.748	4.98	0.427	15.02
5110	富隆	37,651	61,928	4,442	-19,834	760,000	559,147	-52.68	-0.261	-3.55	0.052	7.36
5260	大慶	450,630	409,000	60,273	82,636	3,067,560	4,427,811	18.34	0.269	1.87	0.627	14.43
5380	第一金	1,278,128	1,125,773	70,660	193,547	6,400,000	6,670,028	15.14	0.302	2.90	1.779	10.42
5850	統一	3,349,051	2,407,306	417,593	1,179,742	13,231,191	22,618,360	35.23	0.892	5.22	4.660	17.09
5920	元富	3,766,665	2,882,500	184,617	1,022,688	15,786,905	20,957,881	27.15	0.648	4.88	5.242	13.28
6010	華亞	-39,583	134,817	58,874	-115,526	1,137,554	1,811,047	291.86	-1.016	-6.38	-0.055	15.92
6110	台中商銀	78,132	110,134	13,660	-19,422	1,500,000	1,480,228	-24.86	-0.129	-1.31	0.109	9.87
6160	中國信託	952,334	686,643	48,898	272,230	5,357,140	6,415,328	28.59	0.508	4.24	1.325	11.98
6480	福邦	693,402	247,566	20,502	453,338	2,300,000	2,621,321	65.38	1.971	17.29	0.965	11.40
6530	大眾	797,447	649,551	52,641	183,037	3,777,618	4,807,407	22.95	0.485	3.81	1.110	12.73
6910	德信	211,301	181,046	26,798	61,415	1,375,500	1,421,540	29.07	0.446	4.32	0.294	10.33
7000	兆豐	2,729,705	2,051,440	68,411	669,001	11,600,000	14,555,297	24.51	0.577	4.60	3.799	12.55
7030	致和	111,122	183,931	62,006	-14,375	2,122,836	2,860,431	-12.94	-0.068	-0.50	0.155	13.47
7790	國票綜合	1,650,094	1,384,352	105,474	314,620	8,960,000	9,815,342	19.07	0.351	3.21	2.296	10.95

(三) 證券商經營損益狀況表(103年1-9月)

(單位：仟元)

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	476,385	333,180	4,017	115,438	2,280,000	2,506,500	24.23	0.506	4.61	0.663	10.99
8440	摩根大通	497,772	423,763	18,748	69,261	1,495,000	3,178,472	13.91	0.463	2.18	0.693	21.26
8450	康和	1,288,269	1,234,706	47,322	100,037	6,883,368	7,706,212	7.77	0.145	1.30	1.793	11.20
8560	新光	530,496	313,680	58,283	230,422	1,470,000	2,382,752	43.44	1.567	9.67	0.738	16.21
8700	花旗	73,421	111,676	500	-33,845	3,000,000	3,329,158	-46.10	-0.113	-1.02	0.102	11.10
8840	玉山	950,419	771,767	76,233	206,901	4,000,000	4,738,885	21.77	0.517	4.37	1.323	11.85
8880	國泰綜合	1,340,169	1,078,104	40,421	278,478	4,200,000	5,342,999	20.78	0.663	5.21	1.865	12.72
8890	大和國泰	203,403	255,301	18,754	-33,281	3,000,000	3,404,829	-16.36	-0.111	-0.98	0.283	11.35
8910	巴克萊	241,795	419,982	1,380	-147,060	1,050,940	903,880	-60.82	-1.399	-16.27	0.336	8.60
8960	香港上海匯豐	334,039	214,610	2,579	101,157	1,000,000	1,244,058	30.28	1.012	8.13	0.465	12.44
9100	群益金鼎	4,330,154	3,060,473	428,282	1,545,317	23,690,730	30,563,783	35.69	0.652	5.06	6.026	12.90
9200	凱基	7,098,485	6,098,739	1,571,687	2,321,342	37,988,123	59,275,466	32.70	0.611	3.92	9.878	15.60
9300	華南永昌	1,947,222	1,491,751	113,165	502,109	8,111,743	11,675,872	25.79	0.619	4.30	2.710	14.39
9600	富邦	4,282,185	3,406,143	448,863	1,265,367	16,643,550	31,105,490	29.55	0.760	4.07	5.959	18.69
9800	元大寶來	12,355,147	9,312,518	7,032,948	9,568,777	55,172,835	98,070,352	77.45	1.734	9.76	17.193	17.78
9A00	永豐金	4,330,810	3,511,730	370,100	1,139,748	16,212,238	24,660,467	26.32	0.703	4.62	6.027	15.21
1380	台灣東方匯理	609,353	748,733	-6,847	-146,227	220,000	511,733	-24.00	-6.647	-28.57	0.848	23.26
1520	瑞士信貸	1,447,668	455,977	32,856	845,740	1,135,000	4,905,149	58.42	7.451	17.24	2.015	43.22
1660	港商聯昌	42,076	202,313	1,088	-159,149	403,785	244,047	-378.24	-3.941	-65.21	0.059	6.04
5320	高橋	111,762	104,842	46,579	44,405	478,555	1,097,630	39.73	0.928	4.05	0.156	22.94
5460	寶盛	12,646	25,988	13,361	19	312,000	352,813	0.15	0.001	0.01	0.018	11.31
5600	永興	121,893	131,565	19,662	8,502	380,000	834,787	6.97	0.224	1.02	0.170	21.97
5660	日進	36,911	36,898	9,219	7,666	203,400	382,287	20.77	0.377	2.01	0.051	18.79
5860	盈溢	23,648	17,238	12,781	15,967	268,438	570,138	67.52	0.595	2.80	0.033	21.24
5870	光隆	38,676	29,716	15,264	20,146	200,000	525,176	52.09	1.007	3.84	0.054	26.26
5960	日茂	61,466	47,671	19,690	27,788	361,538	815,990	45.21	0.769	3.41	0.086	22.57
6210	新百王	20,871	23,746	5,952	3,079	235,400	276,742	14.75	0.131	1.11	0.029	11.76
6380	光禾	104,739	87,074	34,455	43,201	440,783	733,577	41.25	0.980	5.89	0.146	16.64
6450	永全	75,678	75,193	26,397	22,366	461,908	802,905	29.55	0.484	2.79	0.105	17.38

(三) 證券商經營損益狀況表(103年1-9月)

(單位：仟元)

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)
6460	大 昌	280,161	236,125	31,763	64,321	900,000	1,494,060	22.96	0.715	4.31	0.390	16.60
6620	全 泰	6,347	8,919	1,056	-1,517	200,000	103,425	-23.90	-0.076	-1.47	0.009	5.17
6950	福 勝	46,183	46,796	13,601	12,988	255,000	500,000	28.12	0.509	2.60	0.064	19.61
7020	信 富	27,243	21,796	1,947	6,138	200,000	337,156	22.53	0.307	1.82	0.038	16.86
7070	豐 農	19,024	18,014	3,927	4,247	200,000	365,999	22.32	0.212	1.16	0.026	18.30
7080	石 橋	20,583	43,598	2,504	-20,511	250,000	157,958	-99.65	-0.820	-12.99	0.029	6.32
7120	台 安	4,973	10,626	2,562	-3,091	200,000	83,250	-62.16	-0.155	-3.71	0.007	4.16
7670	金 港	43,031	35,332	-705	4,862	300,300	412,939	11.30	0.162	1.18	0.060	13.75
7750	北 城	43,558	51,209	8,057	406	239,451	324,939	0.93	0.017	0.12	0.061	13.57
7780	富 星	62,425	57,527	5,372	8,506	368,000	539,896	13.63	0.231	1.58	0.087	14.67
7900	金 豐	16,279	20,951	4,567	-79	238,000	310,383	-0.49	-0.003	-0.03	0.023	13.04
8380	安 泰	70,519	64,139	9,974	13,697	370,000	714,288	19.42	0.370	1.92	0.098	19.31
8490	萬 泰	15,876	19,051	3,314	-402	200,000	322,674	-2.53	-0.020	-0.12	0.022	16.13
8520	中 農	28,622	33,837	12,160	5,672	200,000	470,991	19.82	0.284	1.20	0.040	23.55
8660	萬 通	5,963	9,834	1,853	-2,221	230,000	206,966	-37.25	-0.097	-1.07	0.008	9.00
8710	陽 信	72,959	70,699	18,193	20,448	502,000	561,036	28.03	0.407	3.64	0.102	11.18
8770	大 鼎	21,191	24,967	851	-2,924	200,000	249,651	-13.80	-0.146	-1.17	0.029	12.48
8850	鑫 豐	36,836	54,015	37,413	18,274	200,000	301,457	49.61	0.914	6.06	0.051	15.07
8900	法 銀 巴 黎	115,921	156,423	2,530	-32,241	600,000	691,586	-27.81	-0.537	-4.66	0.161	11.53

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	http://www.twsa.org.tw



- 蒙古國金融管理委員會代表團於7月31日拜訪本公會，蒙古國有快速成長的市場，台灣有豐富的資本市場經驗，兩國資本市場未來將有許多合作空間。



- 本公會於7月31日舉辦「離境證券業務(OSU)的現況與展望」座談會，對開放證券商辦理OSU的商機、困境與展望等三大議題，廣泛交換意見。



- 本公會於8月11日及12日舉辦「外匯操作說明會」，協助證券商及其國際業務分公司申請與辦理外幣間即期交易業務相關作業。



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>