

證券公會季刊

中華民國九十六年四月

中華民國證券商業同業公會 編印

Taiwan Securities Association

中華民國證券商業同業公會
台北市復興南路二段268號6樓
電話：02-2737-4721 傳真：02-2732-1404
<http://www.csa.org.tw>

中華民國證券商業同業公會

證券

公會季刊

中華民國九十六年四月出版 六卷一期

Taiwan Securities Association



徵稿啟事

本刊每逢3月、6月、9月、12月出刊，歡迎各界按下列單元投稿。

- ◎ 專題報導：有關財經專論、產業金融、證券期貨、法律專欄、管理實務、投資理財。
- ◎ 證券園地：證券從業人員工作心得暨趣聞。
- ◎ 市場動態：有關國際市場總體經濟、法令規章之動態報導、重要財經動態之分析。

投稿說明

1. 本刊園地歡迎各界賜投稿件，舉凡證券、經濟、財金、期貨、經營管理及證券商、發行公司動態等論著、譯述或報導均可。
2. 賜投稿件請具真實姓名、地址、聯絡電話、電子信箱，可採用筆名發表。
3. 來稿文責自負，引述資料請註明出處，譯述請附原文影本，並請勿抄襲或一稿數投；本刊對來稿有刪改權，如不接受刪改者，請註明。
4. 來稿經本刊發表，作者須同意所刊載之文章著作，願意以無償且非專屬方式授權中華民國證券商業同業公會，得重製此著作彙印成冊或以電子數位方式製成光碟，並得收錄於中華民國證券商業同業公會所屬之公開網站資料庫，透過網路提供上網者，基於非營業性質之線上檢索、閱讀、列印及下載。
5. 賜投稿件請以A 4規格紙張、直式橫書電腦打字，並以磁片寄至本刊或傳送至本刊編輯室電子信箱，稿件一經錄用稿酬從優給付。
6. 稿件寄送地址：台北市復興南路二段268號6樓
證券公會季刊編輯室
電子信箱：joyce@mail.csa.org.tw
聯絡電話：02-27374721轉656
7. 各期截稿日期為2月、5月、8月、11月之15日。



本公會96年3月30日假王朝飯店舉辦第四屆第一次會員大會，陳總統親臨現場致賀詞，並與與會嘉賓合影留念。



96年度高階主管研習班於96年3月21日假台北國際會議中心舉辦，本次共計180位高階主管參訓。



第四屆第一次會員大會典禮上，由第三屆理事長簡鴻文先生代表向陳總統致意。



本公會於96年3月30日假王朝飯店舉辦第四屆第一次會員大會，與會貴賓依左起：分別為本公會第3屆理事長簡鴻文先生、第三屆監事會召集人(第四屆理事長)黃敏助先生、證券交易所董事長陳樹先生、證券櫃檯買賣中心副總經理寧國輝先生。

目錄

陳總統親臨會員大會祝賀

我全體同業均感無上光榮

編輯室 02

編者語

編輯室 04

專題報導一

論證券商業務之另一種思維

陳世英律師·陳諾樺律師 05

專題報導二

開放證券商經營股權及信用衍生性金融商品交易業務
相關法規介紹

程國榮（證券期貨局第二組稽核） 18

專題報導三

我國有價證券承銷採行二價式確定包銷制度之可行性研究摘錄

林進富律師·谷湘儀律師 34

證券公會園地

公會園地

編輯室 74

業務報導

編輯室 75

證券商與業務人員業務缺失一覽表---96年第1季

編輯室 79

教育訓練課程分類參考表

編輯室 84

證券公會季刊

中華民國九十六年四月十五日出刊

發行人：尤錦芳

編輯者：證券公會雜誌編輯委員會

發行所：證券公會雜誌社

地址：台北市復興南路二段二六八號六樓

電話：(02) 2737-4721

傳真：(02) 2732-1744

網址：<http://www.csa.org.tw>

設計印刷廠：天凱印刷公司

地址：台北縣中和市中正路 752 號

電話：(02) 2221-7417

陳總統親臨會員大會祝賀

我全體同業均感無上光榮



陳總統親臨會員大會祝賀

本公會今(96)年會員大會於96年3月30日於王朝酒店舉行，陳總統對我證券業相當重視，除親臨大會會場祝賀之外，並對與會全體會員代表致詞，他說證券市場是國家相當重要體制之一，具有促進經濟發展與實現社會公義雙重的功能，獲得全場熱烈掌聲歡迎。今年適逢證券商公會成立五十週年，鑑於證券商對台灣經濟

發展功不可沒，惟發展至今正面臨推動國際化自由化之瓶頸，有賴於政府高層，主管長官明確施政目標方針的指引，引領大家再創美好的未來，有鑑於此，在前理事長簡鴻文先生極力奔走，積極與總統府協商下，終獲總統首肯，答應出席今年會員大會，這是本公會成立五十年來，獲得政府最高層領導人出席會員大會之首次，代表著證券業對國家社會貢獻的最大肯定，意義非凡。

特將陳總統致詞摘要如下：

證券市場不但協助企業籌募資金，更是社會大眾投資興利的管道，使成長的果實讓更多的民衆一同分享，具有促進經濟永續發展與實現社會公義雙重的功能，是國家重要的體制之一。依據統計，去年2006年，集中市場交易的人數已超過277萬人，加權股價指數上漲19.5%，店頭市場也上漲23.5%，兩個市場每日平均的成交量也成長13.15%，整個營收也增加35%之多。展望未來，「退撫基金」已決定將240億的資金委託六家投信公司，代為操作國內股、債市的投資業務。另一方面，基

金規模已超過 1488 億元的「勞退監理委員會」預定於 8 月 1 日正式揭牌，在年底前實際進行投資，相信這些新的利多絕對能為台灣的資本市場提供更多的動能，積極的活絡股市，提振股價。

過年期間，我們常看到「生意興隆通四海、財源廣進達三江」的對聯，就是用水來象徵財富。水要守得住才能錢滾錢、利滾利。這個簡單的道理同樣適用於國家經濟的發展。經濟要好，人民的生活過得更好，就必須不斷的投資台灣、加碼台灣。有了投資才能創造就業、也才可能平衡城鄉的距離、縮短貧富的差距。

目前台灣對中國投資與出口的比例都偏高，經過這一兩年政策的調整，在大家共同努力，以「投資優先、台灣優先、投資台灣優先」的 3 個「優先」，好不容易將失業率降到 6 年來的新低，去年只剩 3.9%，而在 2 月份降到 3.78%，景氣逐步好轉，而中央政府也是 8 年來首度達成收支平衡，證明政府目前的經貿政策與產業政策是正確的，我們不但考量到廠商的需求，更堅定的捍衛廣大勞工朋友們工作的權益與就業的機會。

為了國家長遠的利益，也為台灣永續的發展，我們必須持續提升對台灣的認同，強化對國家的信心，相信只要大家精誠團結，不要分散力量與資源，台灣未來的前途絕對是無可限量的，台灣的發展道路也是無限寬廣的。我們政府非常重視經濟的繁榮與進步，今後會更加打拼，不但要除弊，也要更加興利，不能因除弊讓大家產生不必要的恐慌，希望興利要大於或者重於除弊，希望在未來一段時間，能有更積極、更有利經濟繁榮與進步的政策揭曉、提出以及推動與落實。

編者語

專題報導一「論證券商業務之另一種思維」由陳世英律師事務所陳世英律師及陳諾樺律師共同撰寫。近年來因金融環境邁向自由化及國際化並隨金融商品創新及金融法規的開放，使得國內投資者之投資管道，日漸多元化，證券商不僅需面對同業的競爭亦需面對其他業界的競爭，因此證券業者勢必需拓展其它相關服務項目，以多元化模式，達成永續經營之目標。兩位律師以法律的專業角度，提出可供拓展之相關業務經營項目之看法，供證券主管機關及業界參考。

專題報導二「開放證券商經營股權及信用衍生性金融商品交易業務相關法規介紹」由行政院金融監督管理委員會證券期貨局稽核程國榮先生所撰寫。隨著金融市場國際化的趨勢，新金融商品為發展國內金融市場所不可或缺，證券主管機關行政院金融監督管理委員會亦大力推動開放證券商經營新金融商品業務，作者就開放證券商經營股權及信用衍生性金融商品交易業務之背景、修正法規的過程及內容詳加介紹，提供業界及投資人參考，以使各界對新金融商品業務之規範更加瞭解。

專題報導三「我國有價證券承銷採行二價式確定包銷制度之可行性研究」摘錄自本公會委託協合國際法律事務所進行之專題研究。由林進富律師及谷湘儀律師共同主持進行研究。本項研究內容先從國內承銷商現狀之分析著手並參酌美國、日本、香港及新加坡等國之承銷制度，歸納確定包銷之優劣，再考量我國法規及市場特性，除分析二價式確定包銷制度於我國運用之適法性及可行性外，並已研擬具體之配套措施，俾以為將來金管會擬訂相關制度及規範之參考，期望於現行承銷制度外，可開放確定包銷之制度，供承銷商、發行公司與市場選擇，達到改善國內承銷現狀弊端之目標。（註：本研究報告完整版，已置於本公會網站）

論證券商業務之另一種思維

陳世英律師
陳諧樺律師

壹、前言

目前證券業界有一個看法，就是證券商傳統的業務越來越困難經營。在股市全盛時期，我國人民熱衷於股市進行理財，買賣股票可謂是全民運動。以兩千年為例，散戶交易比重達市場成交值之百分之八十六。惟伴隨著金融環境自由化及國際化，國內投資者的投資管道，因為金融商品的創新及法規的開放，越來越多元化。例如股權性質的金融商品，透過不同的包裝，國內投資者可以從證券商、銀行、證券投資信託公司、保險公司、甚至擔任境外基金總代理的證券投資顧問公司等投資管道取得。意味著證券商不僅面對同業的競爭，更面對異業的強大競爭。

貳、綜合證券商就是投資銀行？

面對證券商的經營困境，主管機關、學者及證券界之先進，亦有倡議應將國內之證券商轉型參與投資銀行業務，主管機關之負責官員及重要學者皆對於相關議題著有專文，券商公會更委請著名學者周行一教授，就「國內證券商參與投資銀行業務及其配套措施」進行專案研究，對於業界貢獻良多。對於證券商轉型參與投資銀行業務，以助於證券商提供更有競爭力的金融服務，以解決目前證券商經營的窘境乙節，筆者嘗試從不同於主管機關、學者及證券界先進之觀點切入。

按投資銀行業務，在法規上並無嚴格的定義，依據美國學者K. Thomas Liaw在「The Business of Investment Banking - A Comprehensive Overview」¹中，歸納投資銀行所從事的業務包含：未上市股票（private equity）、併購（mergers and acquisitions）、股票承銷（equity underwriting）、債券承銷（debt underwriting）、資產證券化（asset securitization）、外國公司上市（foreign listing on Wall Street）、交易（trading）、附買回契約（repurchase agreement）、財務工程（financial engineering）、投資管理（investment management）、結算與交割（clearing and settlement）。事實上，前開業務幾乎就是綜合證券商所從事的業務。

一、誰才是投資專家？

而比較起商業銀行所從事的業務，可以容易瞭解其與投資銀行的不同處。傳統的商業銀行從事收受存款的業務，並且將所收受之存款用於放款及授信（例如保證、簽發信用狀等）上，因為銀行收取存款，跟存戶約定利率，然後以自己的風險將款項貸

¹ 2006 版，John Wiley & Sons, Inc. 出版

放或信用授與給貸款戶，商業銀行的專長，一向是對客戶的徵信與風險控制。而投資銀行所從事的業務，與商業銀行完全不同。投資銀行不吸收客戶的存款，不承諾客戶任何投資報酬，不給付客戶利息。為滿足客戶的需求，投資銀行內部設有投資研究部門及投資情報部門，蒐集世界各國的總體經濟、個別產業及具體公司等資訊，加以深入的研究，並且以每日、即時的方式提供客戶作為投資判斷時的參考。也就是說投資銀行的專長，在於對於前述投資資訊的瞭解。之所以稱為「投資」銀行，表示投資才是他的專長。

在美國的歷史上，曾經商業銀行過度投資證券，在1929年美國經濟大恐慌時，因為擠兌造成商業銀行必須出售所持有之證券，但是又因為股市暴跌，缺乏成交量造成商業銀行所持有之證券無法變現，致無法滿足客戶提款之要求，商業銀行一家一家倒閉，因此美國國會通過 the Glass-Steagall Act of 1933，在該法案第二十條禁止商業銀行從事投資銀行業務，而投資銀行只能從事證券相關業務。該等兼業禁止直到 the Gramm-Leach-Bliley Act of 1999 通過後才解除，銀行透過成立金融控股公司而藉由證券子公司（securities subsidiaries）即可從事證券承銷、自營及造市（market-making activities）等業務。

從美國「分業管理」的歷史中，發現「投資」是投資銀行的專長，有一段時間，商業銀行不跨足此項業務。事實上，在我國「分業管理」的歷史中，傳統上經營投資銀行業務之金融業者，是綜合證券商而非商業銀行。就「有價證券之受託買賣」此項業務而言，依據證券交易法第十五條之規定，乃證券經紀商之固有業務。筆者想要表達的概念是，因為金融發展的歷史，就有價證券投資而言，一向是證券商的專長，因此在「分業管理」這個概念漸漸消逝在歷史的過程中，不能一味由銀行兼營證券業務，而拒絕由證券業從事某些傳統上被認為屬於銀行固有業務，而造成在「投資」此等金融服務產業中，銀行與證券商之競爭工具或競爭限制不對等，造成證券商的競爭劣勢，使銀行掌控「投資」此等金融服務業務，反而使具有投資專長的證券商在「投資」此等金融服務業務的競爭中落敗，間接影響投資人的權益。

二、投資專家不應該在競爭工具上居於劣勢

筆者所稱證券商競爭工具的劣勢，在於金流的掌控。擁有客戶的金流資訊，才能對客戶作有效的投資建議，才能與客戶就「投資」此項金融服務有良性循環式的互動。如前所述，投資銀行不收受存款，但是就美國投資銀行的業務中，亦允許投資銀行為客戶提供現金管理帳戶（cash management account）之服務。筆者認為，證券商在某些特定的情形持有客戶委託的現金部位，不等同於證券商收受客戶之存款，證券交易法第六十條第一項第五款之相關規定即為此意。筆者認為，為使證券商擁有與銀行相等的競爭工具，應該更積極的在法規容許的前提下，使證券商可以提供現金管理帳戶之服務。

參、財富管理

另外一方面，相對於過去散戶於股市之投資行為，國內投資者出現另一種理財需求，亦即從追求上市櫃股票價格漲跌的資本利得此等風險性相對較高的投資方式，漸漸演進成為講究穩定收益的資產配置投資方式（即財富管理）。因此證券商在業務行為上，若無重大調整，不能提供投資者整體的資產配置規劃及一次購足之服務，辛苦經營乃是理所當然的事。有鑑於此，行政院金融監督管理委員會於九十四年七月二十七日訂定「證券商辦理財富管理業務應注意事項」，開放證券商從事財富管理業務，希望能提昇證券商經營競爭能力，並達成鼓勵證券商金融創新之目的。

一、財富管理的目的

從財富管理之目的觀之，就投資者之觀點出發，希望可以藉由資產管理達到生活型態之管理；從證券商之角度出發，希望藉由完整的瞭解客戶評估作業程序，而提供合適性之建議、達到一次購足之全面性服務，藉以增強證券商相對於其他金融服務業者之競爭力；從政府之角度出發，希望可以建立人民優質之投資觀念，並且藉由制度保障人民之權益。

為了達成生活型態管理的目標，證券商應該針對客戶需求所提出之建議方案作全盤性之考量，包含就全世界各種金融商品之本質、其計算幣別之漲跌、避險機制作通盤規劃，以符合合適性之需求。同時必須定期追蹤，確保在時間經過後，原先之投資組合仍然符合合適性。為達成此項目標，證券商不僅要提供全盤之財務規劃，並且要幫客戶提供資產配置及受託買賣之服務，而且尚要就已配置之資產進行追蹤，隨時因應大投資環境而提出更符合目標的修正建議及資產配置之修正。

二、高淨值客戶的需求-交易之方便性及隱密性

從客戶之角度出發，因為財富管理業務所服務之對象係高淨值（High Net Worth）客戶，其首要的要求係希望可以達成開戶、交易之方便性，並且希望證券商提供完整之交易平台。其次，高淨值客戶希望其交易資訊擁有隱密性，除了受託財富管理之證券商、及主管機關基於洗錢防制或內線交易等相關法規需求之外，高淨值客戶不希望其交易資訊遭揭露與其他第三人。如果經證券商擬定投資組合後，高淨值客戶必須另行向該證券商（包括但不限於證券商內部之經紀部門、外國有價證券部門、債券部門、期貨部門）以外之金融機構開戶（例如基金經理之投信公司、發行結構行商品之其他證券商、發行與利率或外匯結合商品之銀行等），則高淨值客戶的交易資料顯然就會揭露給該等交易相對方，顯然亦無法達到高淨值客戶對於財富管理之隱密性的需求。

三、證券商之需求-產品面的完整性及客戶資訊之隱密性

在另一方面，證券商必須提供最合適商品組合（Most Suitable Products）給客戶。亦即，如果市場上有比證券商所屬集團所提供更佳之商品，證券商亦應該建議該等商品，而非侷限於自身所屬集團之商品。為了鼓勵證券商提供最合適商品組合建議給客戶，包含建議非證券商所屬集團之商品，政府應該在制度設計上作協助，以金融機構間就彼此尊重所屬客戶之前提，證券商無須揭露客戶資料給各非證券商所屬集團之金融機構，但是證券商可以聲明其所委託執行之交易不會違反洗錢防制或其他法律之相關規定，並且在主管機關及檢調單位的要求下，證券商有義務配合提供某特定交易之相關資料。因此證券商既可滿足客戶之需求、簡便客戶之購買程序、良善的與其他各集團間之證券投信公司產生互動、並且又可兼顧金融機構防制洗錢及其他不法情事。最重要的是，非採取揭露個別交易之最終受益人之資料明細，可以創立證券商與其他集團間合作之信賴關係，而不須擔心客戶之財務資料、投資偏好等營業秘密遭交易對象所知悉。

四、達成隱密性需求之業務架構-以證券商之名義為交易相對人

為了達成前開隱密性的前提，應該以證券商的名義向金融商品的提供者或交易對象進行交易，在正常之情形下（除非主管機關對特定交易有洗錢或內線交易之疑慮，要求金融機構依法陳報者），證券商無須揭露背後的委託者（或最終受益者）之資訊給交易對象（當然證券商本身必須盡洗錢防制法所賦予之相關義務）。

肆、不管要將證券商轉型為投資銀行或讓證券商經營財富管理業務，給予證券商公平的競爭工具，才是正辦

一、銀行有非常強而有力的工具

目前銀行在提供「投資」此等金融服務時，在法規機制上，得透過信託部門提供「理財業務」的金融服務。銀行信託部依據主管機關所頒佈的「信託資金集合管理運用管理辦法」，可以設置「集合管理運用帳戶」，就相同營運範圍或方法之信託資金集合管理運用。依據「信託資金集合管理運用管理辦法」第九條第二項之規定，集合管理運用帳戶之信託財產應以信託業之信託財產名義表彰之。但信託財產運用於國外之投資標的時，其名義記載得依信託業與國外相關訂約機構之約定辦理。既然銀行對外係以信託業之信託財產名義與往來之金融服務業作交易，所屬客戶的資訊跟投資偏好等營業秘密，即無須揭露。亦即，集合管理運用帳戶係一可以達成隱密性需求之業務架構。

另外一方面，因為客戶在執行投資之前，已經先把現金部位存入信託帳戶，對於銀行而言，根本沒有違約交割的問題存在。而且銀行可以透過信託帳戶所餘留的現金部位及客戶在活期存款帳戶與定存契約中之現金部位知悉客戶的金流資訊，因此可以在市場上出現

合適該等客戶的相關商品時，為有效率的推薦。相對於銀行，證券商在從事「投資」此等金融服務時，欠缺此等強而有力的工具，就服務效率而言，顯然落後銀行許多。

二、依據目前的「理財業務」此種金融服務的實務運作，證券商並非與銀行站在相同的競爭基礎

以國內的股票交易市場為例，雖然依據證券交易法第十五條的規定，證券經紀商係以行紀的法律關係，從事受託買賣上市櫃公司的股票。所謂行紀的意思，是指證券商以自己的名義，為客戶利益的計算，以客戶指示的價格與數量，購入客戶指定股票，而由證券商向市場交割、客戶向證券商交割。但是事實上，整個股票交易流程中，交割款必須經由交割銀行，而交割券係由集保公司保管，證券商僅負責代為下單、成交回報等行為，交割結算必須由銀行及集保公司配合運作。證券商的角色，通常只有在違約交割時，才會被突顯出來，因為證券商即使面對客戶不交割，亦要遵期對市場交割，而反向沖銷的損失，先由證券商來承擔，再向客戶進行求償。

筆者想要提出的觀點是，證券商既然交割義務如此的重，在客戶同意的前提下，為什麼不可以保有客戶待交割款的現金部位？

再以國內的基金交易為例，證券商一向都擔任投信基金的代銷機構，擔任把客戶轉介給投信的角色。第一次投信固然給付了代銷費用給證券商，但是通常第二次以後，投信就自己去聯絡客戶了。

筆者想要提出的觀點是，證券商為了服務客戶，介紹市場上好的產品，是否一定要將客戶資訊提供給其他的金融服務業？

筆者更想要強調的是，前揭困擾證券商的問題，在銀行從事理財業務時，都不會發生。我們簡單的結論是：證券商應該也要有兼具提供客戶隱名性及可以掌握金流之工具與有效的交易平台。

伍、如何提供客戶隱名性的保護

一、透過綜合帳戶（Omnibus Account）的方式

在金管會所發布之「證券商辦理財富管理業務應行注意事項」中，對於證券商辦理財富管理業務之交易作業並無特別之規定，因此現行實務上對於財富管理業務之交易模式，需視不同的金融商品為不同的交易模式，例如，客戶欲購買之金融商品為某證券投資信託基金時，證券商需轉介客戶至該證券投資信託基金公司開立帳戶，後續之結算亦由該證券投資信託基金公司對客戶負責，證券商只是該基金公司之代銷機構。惟如此的交易模式，證券商需將客戶的名單揭露予該證券投信公司，對於高淨值客戶投資隱私之保障明顯不足，亦阻礙證券商推介適合客戶之基金與新金融商品之意願。

為此，在證券商辦理財富管理業務時，如果允許證券商得比照複委託買賣外國有價證券之交易模式，由證券商透過『綜合帳戶』的方式，以自己之名義為客戶買入或

賣出特定商品，將可避免上述問題。申言之，證券商在為每一位財富管理客戶執行買賣時，可以以「○○證券商財富管理客戶帳戶」之名義，對外進行交易，無須揭露任何客戶資訊給交易對象，該帳戶名下則由券商內部自行以代號分辨不同客戶身分，該帳戶所買入之商品（券），再由券商內部作業，掛帳在該綜合帳戶下中客戶子帳戶名下。

按最高法院 85 年度台上字第 895 號判決要旨：「客戶委託證券商買賣股票，彼此間為行紀關係，證券商為客戶買進之股票，為其占有時，依民法第五百八十三條第一項規定，適用寄託之規定。而寄託除消費寄託須將寄託物之所有權移轉於受寄人始可外，一般寄託或類似消費寄託之混藏寄託，寄託人雖將寄託物交付受寄人保管，但自己仍保有該物之所有權。（八十五年度台上字第八九五號）資料來源：最高法院民事庭所製作具有參考價值之裁判要旨（民國八十四年八月至八十六年十二月）」

依上述最高法院之見解，證券商以自己之名義買入有價證券時，其與客戶間之法律關係為民法上之行紀契約，行紀人依行紀契約所為之占有準用寄託之規定，當寄託物為代替物（如金錢或有價證券），且雙方未約定將寄託物所有權移轉給受託人時，依民法第 603 條之¹²混藏寄託之規定，各寄託人將依其所寄託之數量與混合保管數量之比例，共有該混合保管物。

此種法律關係與財富管理綜合帳戶之交易模式完全相同，證券商透過綜合帳戶之模式，以自己名義為客戶進行商品買賣，證券商與客戶間成立行紀契約，證券商以自己名義購入之有價證券，因該有價證券為代替物，則券商與客戶占有該有價證券之法律關係，應適用民法混藏寄託之規定，由客戶（即寄託人）依寄託之數量佔全部數量之比例，享有該有價證券之所有權。換言之，財富管理業務採用綜合帳戶之交易模式，得以完全建構在現行法令體系之下，並無違悖法令之疑義。

透過綜合帳戶此等交易平台，證券商在財務規劃中所建議客戶之投資組合，在客戶簽認同意進行投資後，證券商可以直接幫客戶一次購足，而無須由客戶另外自行到其他金融機構購買證券商建議之產品。必須經由此舉，才能確保證券商為個別客戶設計之投資組合的完整性，以達成財富管理設定之目標。

二、透過信託之方式

按信託法第一條規定：「稱信託者，謂委託人將財產權移轉或為其他處分，使受託人依信託本旨，為受益人之利益或為特定之目的，管理或處分信託財產之關係。」另按信託業法第二條規定：「本法稱信託業，謂依本法經主管機關許可，以經營信託為業之機構。」由上述規定可知，設定信託行為模式，包含兩個重要的要件：其一，信託行為之設定，委託人須將財產權移轉予受託人；其二，受託人須依信託本旨，管

² 民法第 603-1 條：「寄託物為代替物，如未約定其所有權移轉於受寄人者，受寄人得經寄託人同意，就其所受寄託之物與其自己或他寄託人同一種類、品質之寄託物混合保管，各寄託人依其所寄託之數量與混合保管數量之比例，共有混合保管物。」

理或處分信託財產。而以經營信託為業者，稱之為信託業，除證券投資信託公司及都市更新投資信託公司外，其餘受信託業法規範（信託業法第一條參照）。

依上述信託之法律架構，可知信託法律行為本身即是由受託人以自己之名義，依信託本旨，直接管理處分信託財產。因此證券商透過信託方式從事理財業務時，證券商為受託人，亦為信託財產之名義所有人，證券商依信託本旨管理處分信託財產時，並不需要揭露任何委託人之資訊與交易對象，同樣可以達到保護客戶投資隱私之目的。

現行銀行在辦理相關財富管理理財業務時，即是透過信託之交易模式，以自己名義為客戶進行理財，例如，由銀行擔任信託之受託人，經客戶之同意，將其信託資金與其他委託人之資金集合管理運用（信託業法第 28 條³參照）。實務上的操作模式為該信託業者須就相同營運範圍或方法的信託資金設置「集合管理運用帳戶」，信託業者即以該帳戶之名義，為客戶進行資產配置、買賣交易，對於個別客戶之資料並無需揭露給交易對象之問題。

陸、如何使證券商可以掌握客戶之金流

一、透過虛擬帳戶的方式進行交易

證券商在為理財客戶進行交割作業時，理財客戶需在金融機構開立交割帳戶，而依現行法令，銀行開戶需本人到場始能進行開戶作業，如此不但造成客戶在接受券商財富管理服務時手續上之不便利，再者，因為該交割帳戶為理財客戶之個人帳戶，銀行可知悉該理財客戶之金流狀況，可能即對該客戶進行其他金融商品的推介服務，面對此金融機構的競爭優勢，證券商很難在理財業務中突圍。故如何使證券商得以掌握客戶金流，並且保護客戶投資資訊不被其他理財金融業者知悉，確有其必要性。

因此，如果在不變動法令架構下，允許券商得透過「虛擬帳戶」模式，進行交割作業，將可有效解決上述券商所面臨的問題。所謂「虛擬帳戶」係指證券商在金融機構開立「○○證券商財富管理客戶帳戶」作為對外交割帳戶，而每個客戶則有自己的代碼，掛在該交割專戶下，作為客戶對券商進行交割作業時的識別碼，即客戶虛擬帳號。透過虛擬帳戶的模式，對上手端而言，證券商對外直接以該交割專戶之名義辦理交割；對客戶端而言，當客戶買入商品時，需將交割款匯入以證券商名義於銀行設立之該專用活期存款帳戶中，銀行並不會知悉投資客戶的隱私資料；當客戶賣出商品時，上手需將交割餘款匯入該券商專戶中，當客戶欲取出現金部位時，再向券商辦理出金作業。因客戶之交割餘款在客戶辦理出金作業前，仍置於券商該交割專戶名下，券商得因掌握客戶現有資產狀況，可立即有效對客戶推介適合其之商品。

例如，甲理財客戶某項配置之投資基金到期，基金公司將結算之現金部位匯入 A 證券商開立之交割專戶中，證券商可立即向客戶推介適合客戶之金融商品，並在取得

³ 信託業法第 28 條：「委託人得依契約之約定，委託信託業將其所信託之資金與其他委託人之信託資金集合管理及運用。」

客戶指示後，直接對該款項進行配置，可節省客戶先拿到現金後，待購買新商品時又需向券商給付交割款之麻煩。除此之外，因券商可掌握客戶現有的資金流向及流量，可即時對客戶進行商品推介，如此，對於客戶的投資不但具有時效性，且證券商可針對客戶之資產額，推介「最合適」客戶之金融商品，對於客戶資產配置而言，無疑是有利的。

關於上述『虛擬帳戶』之法律架構，就證券商與銀行間，因證券商為在銀行開立帳戶之人，其與銀行之關係，依最高法院 73 年第 11 次民事庭決議，認為乙種活期存款戶與銀行間之為消費寄託關係，故券商既為銀行之存款戶，其與銀行間應為消費寄託關係。所謂消費寄託，依民法第 602 條規定，寄託物為代替物時，如雙方約定寄託物之所有權移轉於受寄人，並由受寄人以種類、品質、數量相同之物返還者，即為消費寄託，故券商該專戶中交割餘款之所有權屬於銀行所有，證券商就該帳戶內之款項對於銀行有返還請求權（民法第 597 條⁴參照）。

客戶與銀行間之關係，係客戶委託證券商為其處理買賣有價證券事務（民法第 528 條⁵參照），而客戶匯入該交割專戶之款項，即是券商因受任事務所預收之金錢；交割餘款則是證券商因處理委任事務，所收取之金錢（民法第 541 條⁶第一項參照），客戶對於該帳戶中之交割餘款，可依民法第 541 條第二項規定，本於委任人之地位，對於證券商有請求權。

綜上所述，『虛擬帳戶』之法律關係，證券商與銀行間為消費寄託關係，證券商與客戶間則為委任關係，均在現行之法令架構下，且此種虛擬帳戶之法律架構在證券業界並非新的運作模式，在期貨經紀商受理期貨交易人存入保證金、權利金之交易模式中，即採取與上述相同的虛擬帳戶模式，由期貨交易人將其保證金、權利金匯入期貨交易商在銀行開立之專戶中，期貨交易人在存入款項時，需在專戶帳號後加註其客戶代碼，供期貨交易商辨識⁷。

又證券商在上述之虛擬帳戶之架構中，因客戶之交割款仍存放在金融機構（只是以證券商之名義存放在銀行），故證券商並未實際收受存款，並無涉及銀行法辦理收受存款業務限制之規定。

二、透過信託的方式進行交易

信託法律關係最大的特點在於，委託人須將信託財產之所有權移轉予受託人，因此，透過信託之方式，受託人得因取得委託人財產，可知悉委託人之財產狀況，並且於解除信託關係，受託人可隨時依信託本旨管理、處分信託財產。因此，證券商若以

⁴ 民法第 597 條：「寄託物返還之期限，雖經約定，寄託人仍得隨時請求返還。」

⁵ 民法第 528 條：「稱委任者，謂當事人約定，一方委託他方處理事務，他方允為處理之契約。」

⁶ 民法第 541 條：「受任人因處理委任事務，所收取之金錢、物品及孳息，應交付於委任人（第一項）。受任人以自己之名義，為委任人取得之權利，應移轉於委任人（第二項）。」

⁷ 相關規定，請參見「期貨經紀商受理期貨交易人存入保證金、權利金」應行注意事項。

信託模式辦理理財業務，則理財客戶需將其財產（金錢、有價證券或其他財產）之所有權移轉予證券商，並在理財客戶解除信託關係前，證券商為信託財產之所有權人，可對信託財產為管理、處分，而對於信託財產投資後所取得之財產權，亦屬信託財產（信託法第 9 條⁸ 參照），故縱使投資標的不停轉換，券商仍可繼續持有轉換後之客戶資產。

例如，在證券商與理財客戶設定「特定金錢信託」之情形，理財客戶仍保有信託財產的運用決定權，由理財客戶對投資標的、運用方式、金額、條件、期間等事項，為具體特定之指示，證券商始依其指示管理、處分信託財產。

綜上所述，因證券商擔任信託之受託人，其在解除信託契約前均保有信託財產之所有權，可清楚知悉委託人之資產狀況，適時針對委託人之需求，推介適合委託人投資標的，且信託財產投資後取得之財產權仍屬信託財產，縱使理財客戶所投資之標的到期贖回，因贖回之現金部位仍屬信託財產，故證券商透過信託方式亦可達到掌握客戶金流之目的。

柒、現行證券商以信託方式辦理理財業務的難題

一、面對漫長的修法時程

依照現行信託業法第三條之規定，只允許銀行在主管機關之許可下，得兼營信託業。證券商並不得申請兼營信託業務。行政院於九十五年三月二十日以院臺財字第 0950083205 號函，函送「信託業法部份條文修正案」請求立法院審議。依據行政院版之「信託業法部份條文修正案」第三條，並未規劃開放證券商得兼營信託業。

經立法院一讀決議送交財政委員會審查後，財政委員會於九十五年四月二十六日進行審查，經協商後，修正行政院版之「信託業法部份條文修正案」第三條，增列第二項：「證券商兼營信託業者，應申請主管機關許可，其應具備之條件及財務、業務管理之事項，由主管機關定之。」

截至目前為止，並沒有更新的立法進程，亦無法預測開放證券商兼營信託業務是否為行政院之既定政策，在立法院院會二讀時是否會照財政委員會修正版本通過。可以預期的是，修法所需時程並非一蹴可幾。在信託業法修正案順利通過之後，主管機關必須再訂定相關管理辦法，亦需要相當的時間。但是，面對強大的異業競爭，證券業似乎無法繼續等待。

二、兼營業務所增加之成本

如果證券業經營信託業務比照銀行之相關規定，首先必須設置獨立部門，指撥新台幣二十億元的營運資金，還有提存新台幣五千萬元的保證金。此項成本對於絕大多數的證券商都是非常沉重的負擔。

⁸ 信託法第 9 條：「受託人因信託行為取得之財產權為信託財產（第一項）。受託人因信託財產之管理、處分、滅失、毀損或其他事由取得財產權」

捌、建議應該善用現行法規架構，無須自我設限

筆者認為與其等待立法院通過信託業法的修正條文並且等待主管機關訂定相關管理辦法後，證券商始得以信託的架構經營理財業務，不如善用現行民法及證券交易法的法規架構，尋求證券商的生路。筆者認為，利用民法行紀關係架構的「綜合帳戶」架構可以提供證券商一個兼具客戶隱名性及滿足客戶一次購足的有效交易平台。利用民法委任關係架構的「虛擬帳戶」架構可以提供證券商掌握金流之工具。

玖、綜合帳戶對於投資人保障之分析-破產隔離及強制執行之防免

假設證券商受客戶委託證券商買入或賣出某特定金融商品時，由證券商以證券商名義買入該等金融商品，並且詳實登載於綜合帳戶及對帳單，供客戶查對。而證券商於商品提供者處所開立之帳戶，以「○○證券商財富管理客戶帳戶」或其他相類似之名稱，以與證券商之自營帳戶做區分。

問題：證券商之債權人可否對前開「○○證券商財富管理客戶帳戶」中之客戶資產執行假扣押？

一、法律關係：

民法第 583 條第一項規定：「行紀人為委託人之計算所買入或賣出之物，為其占有時，適用寄託之規定。」因此如在行紀關係中，券商接受客戶之委託，以券商自己的名義買入有價證券，並且以券商名義為占有時，法律關係及財產權益歸屬，適用寄託之規定。

如前所述，依據最高法院 85 年度台上字第 895 號判決要旨及民法第六百零三條之一規定，券商以券商自己的名義買入有價證券，並且以券商名義為占有時，客戶仍依其所有數量與帳戶中全部數量之比例，享有所有權（共有關係）。

因此，台灣集中保管結算所股份有限公司業務操作辦法第六條規定：「本公司所保管之有價證券除另有約定者外，不分參加人別混合保管之，並依參加人帳簿記載餘額分別共有。（第一項）前項混合保管之有價證券於保管期間，由本公司依據證券交易法第四十三條第四項之規定辦理過戶者，仍以混合保管方式保管之。（第二項）參加人申請領回集中保管之有價證券，本公司得以同種類、同數量之有價證券返還之。（第三項）」即完全符合民法第六百零三條之一的立法精神，亦反應最高法院前開判決之意旨。

二、證券商可能有哪些債權人？

- (一) 經紀部門（受託買賣有價證券、推介有價證券、轉介買賣有價證券、直接銷售有價證券、他辦融資融券業務）：客戶或證金公司
- (二) 自營部門：交易對手
- (三) 承銷部門：應募有價證券之投資人

四其他：水電房租設備等庶務費用之債權人

三、前揭債權人對證券商求償之原因

- (1)經紀部門：營業員盜賣客戶資產，造成客戶資產受損；盜用客戶帳戶，並且違約交割，造成客戶信用受損。投資研究之報告內容虛偽，造成客戶投資損失（有可能由投保中心提出團體訴訟）。產品之公開說明書虛偽，造成客戶投資損失（有可能由投保中心提出團體訴訟）。在融資融券之情形，為證金公司處理開戶事宜時，有開戶不實之問題，導致客戶帳戶違約交割時，客戶拒絕履約，應對證金公司負賠償責任。
- (2)自營部門：被追繳保證金。
- (3)承銷部門：公開說明書不實，遭投資人追索（由投保中心提出團體訴訟）。
- (4)其他：欠繳費用，遭相關債權人追索。

四、是否會有無預警之強制執行程序（假扣押）？

假扣押是債權人的法定權利，而且在財產被扣押之前，債務人無從知悉債權人聲請假扣押之相關訊息。但是從前開各項債權人求償原因觀察，如果發生該等求償原因事實，證券商之相關營業部門必定會回報、稽核部門必定有相關的稽核資料。

於債權人是專業之金融機構的情形下（例如證金公司、自營部門的交易對手）或者是投保中心，除非證券商的財務狀況不良，否則發生假扣押的機會不大（況且，如果證券商發生財務狀況不良之情形，主管機關應該會就證券商經營相關業務為限制）。於債權人是個別客戶的情形下，通常採取的方式是向主管機關進行申訴或進行司法訴訟程序。因為請求金額相對較小，因此個別客戶擔心勝訴後無法受償，而供擔保請求法院進行假扣押證券商財產之情形，並不多見。於證券商欠繳費用，遭相關債權人追索之情形，通常容易發生在證券商債信不良之情形，但經營財富管理業務之證券商，其財務結構良好，發生此情形的機率亦不高。

五、假扣押執行程序：

債權人應向法院提呈假扣押聲請狀，釋明擬保全債權之理由、數額，並且聲明願供擔保，以代釋明。如果准許假扣押，法院通常會裁定以擬保全數額之三分之一作為擔保金之數額。債權人提存擔保金之後，再向法院指封債務人的財產，請求法院扣押。通常指封的順序以置於銀行等金融機構帳戶中之現金為優先。其次是有登記之財產，例如不動產。對第三人之其他債權亦可扣押（例如保管在其他機構的有價證券屬之）或其他資產。

六、法院是否同意債權人指封客戶資產？

在指封的時候，債權人必須敘明擬查封之資產、其所在地等相關資料。在債權人擬查封證券商保管於上手交易對象之有價證券時，通常會指封「○○證券股份有限公

司於○○公司開立之○○證券股份有限公司帳戶內之有價證券」，而查封的對象應該是該證券商自營部門的部位。

如果債權人指明查封「○○證券商財富管理客戶帳戶」內之有價證券，執行法院應該會要求債權人說明帳戶名稱與債務人名稱不符之原因，經查明為客戶資產後，應該會拒絕查封該等帳戶內之有價證券（因為實體法上，客戶對於該帳戶內之有價證券，就其持有比例擁有分有共有權）。於債權人係專業投資機構或投保中心之情形下，應該不會發生指封「○○證券商財富管理客戶帳戶」之情形。其他債權人對於證券商之債權數額，應極為有限，因此謹討論例外情形如下。

七、如果法院於例外之情形准許債權人指封「○○證券商財富管理客戶帳戶」內之客戶資產（有可能是誤發的情形）的因應之道

- (一)供擔保免除假執行：證券商為維持其債信，應該立即供全額之擔保，請求法院撤銷假執行之執行命令。（此方法最為迅速確實）
- (二)聲明異議：證券商或客戶對於法院未查明執行標的之所有權歸屬即針對客戶資產核發假執行命令，聲明異議，請求撤銷該部份之執行命令（強制執行法第十二條參照）。
- (三)第三人異議之訴：客戶可以所有權人之身分，排除債權人執行之請求，對債權人提起第三人異議之訴（強制執行法第十五條參照）。

八、小結：

依照目前主管機關對於辦理財富管理業務的證券商，其資格要件的限制（尤其是財務結構部份），發生債權人對證券商之財產執行假扣押之機率極低。

在此等低機率的情形下，債權人如果對證券商進行假扣押，實務上，應該會先扣押證券商的現金部位或有登記的不動產。

在非專業投資機構或投保中心之債權人指封「○○證券商財富管理客戶帳戶」內之客戶資產作為假扣押查封標的時，執行法院原則上應該要拒絕查封該等標的。在執行法院例外准許非專業投資機構或投保中心債權人指封「○○證券商財富管理客戶帳戶」內之客戶資產作為假扣押查封標的時，為了維持債信，證券商應該立即供全額之擔保，請求法院撤銷假執行，以保全客戶資產。

綜上所述，如果證券商在辦理財富管理業務時，採行財富管理帳戶架構，以自己名義為客戶買入商品，就客戶資產之保全應該有合理之保障。

另外，券商公會業已建請修改「證券投資人及期貨交易人保護法」第37條3項，將有關保障專戶「款項」改為「資產」⁹，待該修正條文通過後，無庸透過民法及最高法院判決要旨之解釋，即可完全有效排除執行法院錯誤查封客戶資產之可能性。

⁹ 現條文為「證券商就其自有財產所負債務，其債權人不得對第一項專戶款項請求扣押或行使其他權利」，建議修正後之條文為「證券商就其自有財產所負債務，其債權人不得對第一項專戶資產請求扣押或行使其他權利」

九、證券商於金融機構開立存放客戶所交付現金部位之帳戶，依據現行「證券投資人及期貨交易人保護法」第37條第3項之規定，證券商之債權人不得對該帳戶之款項請求扣押或行使其他權利，依目前現行之法律，即可達成破產隔離及強制執行之防免的效果。

拾、結論

證券商與銀行在金融服務業中，應該是各擅勝場。尤其對於具有股權性質的有價證券的投資，證券商服務客戶的專業能力顯然超出銀行許多。但是面對銀行的強大競爭力，如果不給予證券商公平的競爭工具，不僅對於證券商在金融服務這個競爭市場中，居於不公平競爭的劣勢，以客戶的觀點而言，亦不能享有證券商最優值的服務，或者容忍證券商提供的不方便服務，或者轉而尋求銀行的服務。不論如何，此等結果對於客戶皆是一種損失。

有別於使證券商兼營信託業此等需要經過修法程序始可取得的機制，筆者提出以既有的民法及證券交易法的法規架構，建構綜合帳戶及虛擬帳戶此等交易架構，來解決證券商的窘境，提升證券商服務客戶的能力。透過綜合帳戶及虛擬帳戶此等交易架構，就理財業務部份，證券商應該可以達成與證券商兼營信託業相同的效果。且經過分析，在此等架構下客戶仍然受到充分的保障。為此，筆者謹提供淺見，供主管機關卓參，並且希望主管機關應該以更積極開放態度來解釋法律，以新的思維為證券業謀取生路，使證券商無須久待枯魚之肆¹⁰。

¹⁰ 莊子外物第二十六：莊周家貧，故往貸粟於監河侯。監河侯曰：「諾，我將得邑金，將貸子三百金，可乎？」莊周忿然作色曰：「周昨來，有中道而呼者。周顧視車轍中，有鮒魚焉。周問之曰：『鮒魚來！子何為者耶？』對曰：『我，東海之波臣也。君豈有斗升之水而活我哉？』周曰：『諾，我且南游吳越之王，激西江之水而迎子，可乎？』鮒魚忿然作色曰：『吾失我常與，我無所處。我得斗升之水然活耳。君乃言此，曾不如早索我於枯魚之肆！』」

開放證券商經營股權及信用衍生性金融商品交易業務相關法規介紹

證券期貨局第二組 程國榮稽核

壹、前言

在知識經濟時代之勢下，國家之經濟強盛與否與其國內企業知識創新的程度息息相關，企業必須透過不斷地創新，利用新知識來持續增強本身之競爭優勢，金融市場發展之良窳尤其仰賴金融機構持續的金融創新活動。對於整體市場而言，金融創新可以提昇金融市場對於風險的承受力，美國前聯邦儲備銀行理事主席葛林斯潘(Alan Greenspan)在2002年4月22日紐約發表演說中指出，金融創新協助美國經濟面對金融事件之衝擊，葛林斯潘係指兩種金融創新商品，包括證券化商品及信用衍生性商品，這些工具協助美國在面對恩隆(Enron)、美國海底電纜(Global Crossing)、瑞士航空(Swissair)以及世界通訊(WorldCom)等事件之衝擊下，更具備承擔能力。

透過適當之金融創新，金融市場及金融機構得提供不同到期日、風險、報酬率及流通性之金融商品，金融服務亦因金融商品之差異化更具競爭性，並滿足各種不同金融服務或金融商品之使用者，以及使得金融市場之廣度與深度大幅增加。但不可諱言，金融創新亦使金融監理面臨重大挑戰，首先，店頭交易之增加使得市場監理之層面突破單一集中市場侷限，其中尤以店頭衍生性金融商品更為明顯。其次，金融法規面臨進一步重整之問題，由於新型金融商品之產生，使傳統之證券與銀行業務之區隔遭受挑戰，過去銀行業務以短期、浮動及低流動性之商品為主，由於證券市場金融商品之活絡，已重新包裝成另一種形式之金融商品，產生出短期、浮動或固定，以及流動性等特質。

鑒於新金融商品為國內金融市場發展乃至國家競爭力所不可或缺，因應國際趨勢及潮流，主管機關行政院金融監督管理委員會遂大力推動證券商新金融商品之開放。本文將就開放證券商經營股權及信用衍生性金融商品交易業務之背景，法規修正過程以及法規內容進行介紹，希望藉此增進各界對證券商新金融商品業務規範之瞭解。

貳、開放背景

一、股權衍生性商品部分：

證券商以股權為主之新金融商品長久以來以集中市場之認購(售)權證為主，相較於國外店頭市場之發展則略顯不足，為擴大證券商業務範圍，提供國內外投資人多元投資及避險管道，主管機關遂積極推動開放證券商經營店頭股權選擇權及股權交換商品業務，以持續提昇證券商金融創新及商品設計之能力。另考量店頭商品為客戶量身訂做之特性，且股權類商品交易涉及證券交易法等有關規定，為避免店頭股權衍生性商品淪為企業併購工具及不法交易之管道，主管機關特別將此部分納入規範。此外，

證券商從事各項新金融商品業務時須進行適當之避險，為免相關避險操作影響集中交易市場行情，損及投資人之權益，爰一併將證券商之避險操作行為納入管理，以資週延。

二、信用衍生性商品部分：

鑒於行政院已於 95 年 9 月 27 日正式核定 2015 年經濟發展願景第一階段三年衝刺計畫(2007-2009 年)，並將發展國際債券市場列為重點發展計畫，國際債券市場及證券化商品交易將更趨熱絡。因應新金融商品之設計日新月異，商品所涉及之風險將更為複雜，市場參與者對風險控管之需求將益趨殷切，其中信用風險將成為整體風險控管中最為重要之一環，實有提供國內外投資人多元投資及避險管道之必要。經研衡國際金融市場發展之潮流，審酌國外投資銀行商品設計之趨勢，為進一步擴大證券商業務經營範疇，主管機關爰開放證券商經營店頭信用衍生性商品業務，以持續提昇證券商金融創新及商品設計之能力。

三、開放證券商經營外幣計價或連結國外股權、利率及債券衍生性商品業務部分：

為擴大國內證券商國際化業務發展之利基，提供客戶更為完整之金融服務，主管機關曾多次向中央銀行提出建議爭取開放證券商外匯相關業務。並於 95 年 11 月 7 日赴中央銀行外匯局進行協商。會議中達成多項具體共識，開放證券商經營下列外幣計價或連結國外股權、利率及債券衍生性商品業務：

- (一)外幣計價台股股權衍生性商品（選擇權及交換）。
- (二)外幣計價國外股權衍生性商品（選擇權及交換）。
- (三)台幣計價國外股權衍生性商品（選擇權及交換）。
- (四)台幣計價國外債券衍生性商品（遠期及選擇權）。
- (五)台幣計價國外利率衍生性商品（遠期、交換、選擇權）。

綜整主管機關與中央銀行協商後之開放範圍，彙整如下：

●表示本次中央銀行同意開放部分。○為未開放範圍。

商品及幣別 標的	股權衍生性商品（選擇權及交換）		債券衍生性商品（遠期及選擇權）		利率衍生性商品（遠期、交換、選擇權）	
	台幣	外幣	台幣	外幣	台幣	外幣
國內標的	已開放	●外幣計價台股股權衍生性商品	已開放	○外幣計價國內債券衍生性商品	已開放	○外幣計價連結國內利率衍生性商品
國外標的	○台幣計價國外股權衍生性商品	●外幣計價國外股權衍生性商品	●台幣計價國外債券衍生性商品	已開放	●台幣計價連結國外利率衍生性商品	已開放

參、相關法規修正過程

證券商經營店頭衍生性金融商品之法源依據，主要為證券商管理規則第十九條之三，另財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心（以下簡稱櫃買中心）依據前開規定之授權，配合訂定證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則，以規範證券商衍生性金融商品業務之經營。茲就各相關規定之修正過程及相關條文臚列如下：

- 一、增列股權衍生性商品及相關規範，修正證券商管理規則第十九條之三，增訂第十九條之五及第三十條之一：95年8月25日金管證二字第0950004038號令發布。
- 二、增列股權選擇權商品及相關規範，修正證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則：95年9月1日金管證二字第0950004195號函准予核備。
- 三、放寬證券商與專業機構投資人衍生性金融商品交易業務管理機制，修正證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則：95年9月21日金管證二字第0950139827號函准予核備。
- 四、增列信用衍生性商品，修正證券商管理規則第十九條之三：96年1月3日金管證二字第0950005951號令發布。
- 五、開放證券商經營外幣計價或連結國外股權、利率及債券衍生性商品：中央銀行外匯局96年1月26日台央外柒字第0960008804號函。
- 六、增列信用衍生性商品、股權交換及外匯商品相關規範，修正證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則：96年2月16日金管證二字第09600058850號函准予核備。

肆、法規內容規範

一、證券商管理規則部分：

（一）商品範疇及業務經營規範（第十九條之三）：

1. 規範重點：證券商得於其營業處所經營衍生性金融商品交易業務，並應依證券櫃檯買賣中心之規定辦理。前項所稱衍生性金融商品交易，包括轉換公司債資產交換、結構型商品、股權衍生性商品、利率衍生性商品及債券衍生性商品。
2. 內容說明：目前證券商營業處所經營之衍生性金融商品，包括轉換公司債資產交換、結構型商品、股權衍生性商品、信用衍生性商品、利率衍生性商品及債券衍生性商品等六大類，其中股權及信用衍生性商品係本次開放新增。至於原條文中，將結構型商品之範圍限制為股權連結商品及保本型商品兩種，本次修正時亦配合刪除，將各商品之內容回歸櫃買中心之規範，並避免產生日後因金融商品創新設計未於法規中明訂，須逐項列舉修正規定之問題。

(二)不法交易之禁止（第十九條之五）：

1. 規範重點：證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務，不得有為自身或配合客戶利用本項交易進行併購或不法交易之情形。
2. 內容說明：鑒於近期國內金融機構有利用店頭衍生性商品從事併購活動，並藉衍生性商品交易規避國內相關法令規定之行為，考量店頭商品為客戶量身訂做之特性，且股權類商品交易涉及證券交易法等有關規定，爰增訂本條將此部分納入規範。

(三)市場交易秩序之維護（第三十條之一）：

1. 規範重點：證券商經營衍生性金融商品業務進行避險操作或於計算商品收益、解約或到期結算時，不得損及市場公正價格之形成或投資人之權益。
2. 內容說明：證券商經營衍生性商品交易，實務上基於整體風險控管之需求，須透過集中交易市場進行避險交易，但也對集中市場交易產生一定之影響。實際上亦曾發現有金融機構因避險操作使標的市場價格大幅下跌之情形，除使金融機構客戶之結算權益受損外，集中市場股票之其他投資人權益亦受到嚴重之損害，為免證券商從事各項新金融商品業務進行避險操作時影響市場行情，損及投資人之權益，爰增訂本條將避險操作行為納入管理，以資週延。

二、證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則部分：

(一)簡化並調整申請作業程序（業務規則第四條）：

1. 規範重點：證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務應就第九條所列交易項目分別向本中心提出申請。未經申請並獲得本中心同意，不得經營該業務。證券商申請經營前項業務，於申請書件達本中心之次日起十日，未經本中心表示禁止者，即表同意。但證券商不得於前揭期間內，辦理所申請之業務。第一項經本中心審查通過者其資格持續有效，無須逐年申請。
2. 內容說明：考量衍生性商品項目不同，申請應採取逐項方式申請，以確保證券商營業計畫之規劃完善。惟考量商品發展有其時效性，為使櫃買中心之審核作業符合市場競爭之需，爰規定申請書件達櫃買中心之次日起十日，未經櫃買中心表示禁止者，即表同意，以爭取時效，並縮短櫃買中心與證券業者公文往返所耗時間。

(二)放寬證券商與專業機構投資人交易限制（業務規則第四條之一）：

1. 規範重點：證券商經營衍生性金融商品交易業務其交易對象為專業機構投資人者，不適用本規則第十一條、第二十六條第一項、第二十六條之一、第二十六條之二、第二十六條之三、第三十七條、第四十一條、第四十二條及第四十六條之規定。本規則所稱專業機構投資人為國內外之銀行、保險公司、票券公司、證券商、基金管理公司、政府投資機構、政府基金、退休基金、共同基

金、單位信託、證券投資信託公司、證券投資顧問公司、信託業、期貨商、期貨服務事業。

2. 內容說明：

(1) 考量專業機構投資人本身已具備足夠之專業能力與商品操作經驗，證券商與渠等專業機構投資人進行交易時往往須要較為彈性之業務空間，爰增訂本條規定，放寬證券商與專業機構投資人從事交易時，排除適用第十一條（依據客戶資金狀況及專業能力進行評估）、第二十六條之三（評估客戶能力及適切性）、第三十七條（總契約及交易契約之簽訂）、第四十一條（信用風險移轉）、第四十二條（信用衍生性商品之交易相對人）及第四十六條（風險預告書之交付）等規定。

(2) 至於專業機構投資人之範圍，主要係參考美國證交法 144A，以及我國證券交易法第四十三之六條等相關規定訂定，其範圍仍以國內外金融特許事業為主。

(三) 提高申辦衍生性金融商品業務資格條件（業務規則第五條）：

1. 規範重點：證券商申請營業處所經營衍生性金融商品交易業務者，應具備下列條件：

甲、須為同時經營證券經紀、承銷及自營業務之綜合證券商，並取得櫃檯買賣債券自營業務資格。申請經營本規則第九條第五款業務者，並應取得主管機關核給之發行認購售權證資格認可。

乙、長期信用評等應達下列標準之一：

(1) 中華信用評等股份有限公司評級 twBBB-級以上。

(2) Standard & Poor's Corp. 評級 BBB-級以上。

(3) 英商惠譽國際信用評等股份有限公司台灣分公司 BBB- (tw) 級以上。

(4) Fitch, Inc. 評級 BBB-級以上。

(5) 穆迪信用評等股份有限公司 Baa3.tw 級以上。

(6) Moody's Investors Service 評級 Baa3 級以上。

丙、最近半年每月申報之自有資本適足比率均須逾百分之二百。

丁、未曾受下列處分：

(1) 最近三個月未受證券交易法第六十六條第一款或期貨交易法第一百條第一項第一款以上之處分者。

(2) 最近六個月未受證券交易法第六十六條第二款或期貨交易法第一百條第一項第二款以上之處分者。

(3) 最近一年未曾受主管機關停業處分者。

(4) 最近二年未曾受主管機關撤銷部分營業許可之處分者。

(5) 最近一年未曾受本中心、臺灣證券交易所股份有限公司及臺灣期貨交易所股份有限公司依營業細則或業務章則處以停止或限制買賣處分者。證券商不符第四款之條件者，如已經提出具體證明並已改善，得不受該款之限制。

2. 內容說明：配合主管機關開放證券商經營各類衍生性金融商品業務，證券商之申請標準門檻實有進一步提高之必要，以確保金融服務之品質。是以在本次修正中，將信用評等部分由相當於中華信評twBB-級，提高為twBBB-級。此外，在法令遵循部分，亦增加最近三個月未受證券交易法第六十六條第一款或期貨交易法第一百條第一項第一款以上處分（即警告），以積極鼓勵法令遵循情形良好之證券商。另申請經營股權衍生性商品時，須先取得主管機關核給之發行認購售權證資格，以開放具備標準化商品操作經驗之證券商，為客戶量身訂作店頭商品。

(四)擴大證券商經營衍生性金融商品業務範圍（業務規則第九條）：

1. 規範重點：證券商取得營業處所經營衍生性金融商品交易業務資格者，得從事本章所訂下列契約之交易：(1)債券衍生性商品交易。(2)利率衍生性商品交易。(3)轉換公司債資產交換交易。(4)結構型商品交易。(5)股權衍生性商品交易。(6)信用衍生性商品交易。
2. 內容說明：為開放證券商經營股權及信用兩項衍生性金融商品，爰於本條增列第五款及第六款。第五款部分於95年9月修正時條文為股權選擇權，嗣後配合開放股權交換商品業務，爰於96年2月修正時改為股權衍生性商品業務，以資適用。

(五)強化瞭解客戶之評估作業（業務規則第十一條）：

1. 規範重點：證券商承作衍生性金融商品交易時，應就個別交易相對人之財務、資金操作狀況及專業瞭解能力，限制其交易額度；或為擔保履約能力，要求其提供擔保品。證券商應針對自然人客戶訂定審慎之瞭解客戶評估作業程序，以確認商品銷售之適合性、客戶之投資屬性、對風險之瞭解及風險承受度。
2. 內容說明：證券商承作衍生性金融商品交易時，除得限制客戶交易額度之外，為擔保履約能力，亦准許其要求客戶提供擔保品，以有效控管證券商之信用風險。此外，考量衍生性金融商品交易具一定複雜度，為避免一般投資人購買過於複雜或風險過高之衍生性商品，爰規定針對自然人應訂定充分瞭解客戶評估作業程序。

(六)配合中央銀行開放證券商外匯相關商品業務，修正證券商經營債券及利率衍生性商品業務（業務規則第十五條、第十八條及第二十條之一）：

1. 規範重點：

- (1) 證券商與交易相對人從事債券衍生性商品交易之標的債券為政府債券或其他上櫃之金融債券、公司債(不含轉換公司債)及外國債券。證券商從事以外國債券為標的，且以新臺幣或外幣計價、交割之債券衍生性商品交易，除依證券商辦理財富管理業務另有規定外，限與專業機構投資人為之。第一項外國債券不含本國企業赴海外發行之公司債，以及大陸地區之政府、企業或機構

所發行之債券。

- (2) 證券商從事債券衍生性商品交易時，得與交易相對人約定以債券給付或現金結算方式辦理給付結算作業。前項給付結算方式約定以債券給付者，證券商應於約定之給付結算日與交易相對人依各標的債券之市場交割相關規定，完成款券收付。
- (3) 證券商從事以外國利率商品為標的，且以新臺幣或外幣計價、交割之利率衍生性商品交易，除依證券商辦理財富管理業務另有規定外，限與專業機構投資人為之。前項外國利率商品不含大陸地區債券及貨幣市場利率指標。

2. 內容說明：

- (1) 考慮本次中央銀行同意開放證券商外幣計價或連結國外利率及債券衍生性商品業務，爰配合調整業務規則第十五條及第二十條之一等規定。另考量涉及外幣或連結國外利率及債券之衍生性商品風險較高，爰限制證券商之交易對象限專業機構投資人及高淨值客戶。
- (2) 考量各國及各類標的債券之交割制度不同，為配合開放證券商從事以外國債券為標的，且以新臺幣或外幣計價、交割之債券衍生性商品交易業務，爰修正相關交割作業規定，以符合各標的債券之市場交割實務。

(七) 配合開放信用連結商品，修正結構型商品之定義（業務規則第二十五條）：

1. 規範重點：本規則所稱結構型商品交易，係指證券商銷售一結合固定收益商品與衍生性商品之組合性商品契約。結構型商品得連結標的範圍如附件三。結構型商品交易自成交日至契約到期日之期間，應為一個月以上，十年以下。證券商銷售結構型商品須約定客戶潛在最大損失以原始交易價金為上限；但以保本型商品名義銷售或宣稱具保本效益者，須約定到期時保本比率不得低於交易價金之百分之八十。
2. 內容說明：依據原條文之規定，結構型商品係指證券商銷售一結合固定收益商品與選擇權之組合性商品契約，惟配合信用衍生性商品之開放，實務上亦常見將結構型商品與信用違約交換等加以組合，成為信用連結商品（Credit Linked Note），且嵌入之衍生性商品已不限選擇權（亦可能為一交換契約，如信用違約交換），是以將信用風險標的納入結構型商品得連結之範圍，並修正結構型商品定義。

(八) 整合涉及股權相關商品之避險帳戶及操作（業務規則第三十一條之一及第三十一條之二）：

1. 規範重點：

- (1) 證券商經營結構型商品交易業務所採之避險方式，得以其所承作同一標的證券之結構型商品、股權衍生性商品、議約型認購（售）權證及認購（售）權證之避險部位抵用、或委託其他機構避險、或基於空頭避險得向標的證券持有者借券賣出有價證券、在交易市場融券賣出標的證券或依臺灣證券交易所

股份有限公司營業細則第八十二條之二為交易需求及履約所為之借券賣出標的證券等方式擇一或合併為之。

- (2)證券商經營衍生性金融商品業務進行避險操作或於計算商品收益、解約或到期結算時，不得損及市場公正價格之形成或投資人之權益。證券商基於穩定標的證券之價格，得於相關交易了結後將避險專戶內連結標的股票撥轉至自營帳戶。

2. 內容說明：

- (1)依現行規定，證券商經營認購（售）權證及結構型商品業務，均需進行適當之避險，且預計避險部位（以 Delta 值計算）及實際避險部位之差異原則上應維持在 20% 以內，是以證券商依規定須分別就該兩種商品分別避險，採取買進股票或放空股票之策略；惟權證部門避險與結構型商品避險係透過不同帳戶進行（888-8 及 888-1），以發行同一標的股票為例，證券商發行認購權證，須買進 100 張避險，發行股權連結商品須借券賣出 80 張，證券商須分別於市場買進 100 張股票為認購權證避險，另再借入股票 80 張出售為股權連結商品避險，造成股票市場波動，並使避險成本增加。是以本次修正相關規定，放寬同一標的證券股票淨額避險，允許證券商得以其所承作同一標的證券之結構型商品或所發行同一標的證券之認購(售)權證之避險部位互為抵用，即前例中以買進 20 張（= 100 張 - 80 張）標的股票進行避險，以減少避險需求買賣標的股票產生之衝擊。
- (2)另為避免證券商於結算日將避險帳戶之標的股票賣出影響標的市場行情及投資人結算之權益，是以放寬避險帳戶股票得於相關交易了結後轉撥至自營帳戶，以利證券商選擇適當時機處理避險股票。

(九)股權衍生性商品之定義及標的（業務規則第三十四條）：

1. 規範重點：本規則所稱股權衍生性商品，指依國內外金融市場之規則或實務，其價值由股票、股價指數、指數股票型基金所衍生之選擇權、交換及其組合契約。證券商與交易相對人從事股權衍生性商品交易，其標的須符合本規則附件三證券商經營結構型商品連結標的資產範圍中股票、股價指數、指數股票型基金等股權相關標的之規定。
2. 內容說明：
 - (1)為規範股權衍生性商品之定義並兼顧金融商品創新，定義部分原則以標的及契約類型為主，目前實務上股權衍生性商品以股權選擇權及股權交換合約較為常見。另配合中央銀行開放證券商經營外幣計價之商品，定義部分原則上不再限新台幣。
 - (2)至於連結標的部分，係與結構型商品做一致規範，範圍如下：
 - 甲、國內部分：得為發行上市（櫃）認購（售）權證標的之上市（櫃）股票（含單一個股或其組合）、臺灣證券交易所或櫃買中心公布之各類指

數、指數股票型基金（ETF）、臺灣期貨交易所各類期貨或選擇權契約，以及上述得連結標的之組合。

乙、國外部分：外國有價證券、外國股價指數及期貨指數，以及上述得連結標的之組合。

(十) 股權衍生性商品之交易對象限制（業務規則第三十五條）：

1. 規範重點：證券商之交易相對人為股權選擇權賣方時，須為專業機構投資人。證券商經營外幣計價或連結國外標的之股權衍生性金融商品交易業務除依證券商辦理财富管理業務另有規定外，限與專業機構投資人為之。
2. 內容說明：考量選擇權賣方之風險較大，以及股權衍生性商品如以外幣計價或連結國外標的，均使證券商之交易對象承擔較為複雜之風險，是以此部分之交易對象僅限專業機構投資人及高淨值客戶。

(十一) 股權衍生性商品之總額度控管（業務規則第三十六條）：

1. 規範重點：股權選擇權交易契約之存續期間自成交日起算，應為一年以下，但另經專案核准者不在此限。證券商承作國內上市（櫃）股票之股權衍生性商品交易契約，其潛在履約買賣標的證券股數，與全體證券商現有已交易未到期之股權衍生性商品契約履約買賣標的證券股數及議約型認購（售）權證可認購（售）標的證券股數之合計數，不得超過該標的證券發行公司已發行股份總額扣除下列各目股份後之百分之十：(1)全體董事、監察人應持有之法定持股成數。(2)已質押股數。(3)新上市（櫃）公司強制集保之股數。(4)依「上市上櫃公司買回本公司股份辦法」規定已買回未註銷之股份。(5)經主管機關限制上市（櫃）買賣之股份。
2. 內容說明：
 - (1)證券商經營股權衍生性商品基於風險控管之需求，必須於集中交易市場買賣標的股票進行避險，股權衍生性商品如集中於某些特定股票，避險操作往往對於市場行情產生劇烈之影響，損及投資人權益，為控管證券商以單一股票為標的從事股權衍生性商品交易，爰規定其潛在履約買賣標的證券股數，與全體證券商現有已交易未到期之股權衍生性商品契約履約買賣標的證券股數及議約型認購（售）權證可認購（售）標的證券股數之合計數，不得超過該標的證券發行公司已發行股份總額扣除未流通股份後之百分之十。
 - (2)另除店頭股權衍生性商品之外，目前主管機關亦開放證券商經營議約型認購（售）權證業務，兩者均未於集中市場掛牌交易，是以前開額度之計算，一併考量議約型認購（售）權證部分。

(十二) 股權衍生性商品之契約訂定（業務規則第三十四條）：

1. 規範重點：證券商與交易相對人初次承作股權衍生性商品交易時，應與交易相對人簽訂相關衍生性商品交易總契約，其應包含內容準用第二十六條之一之規

定，或依第十條第一項規定簽訂 ISDA 總契約。證券商應就所承作之股權衍生性商品交易與交易相對人分別簽訂契約，其應包含內容準用第二十六條之二之規定。

2. 內容說明：為規範證券商與交易對象契約之簽訂，除與專業機構投資人交易外，每一筆股權衍生性商品交易應與交易相對人簽訂個別契約，交易契約得以衍生性商品交易總契約或 ISDA 總契約為之，以符實務；另證券商應就所承作之股權衍生性商品交易與交易相對人分別簽訂契約，其應包含內容準用第二十六條之二之規定。

(十三) 股權衍生性商品之結算方式（業務規則第三十八條）：

1. 定採現金結算或由證券商及其它經主管機關核准採實物交割之機構以給付連結標的證券方式為之；連結外國股權商品之股權衍生性商品履約方式，得由雙方約定採現金結算或依其市場實務採行實物交割。前項股權衍生性商品標的為股價指數時，其履約方式應採現金結算為之。第二十七條第二項、第二十八條、第三十一條、第三十一條之一及第三十一條之二之規定於股權衍生性商品交易準用之。但證券商為選擇權之買方，或為股權交換交易時無須避險。

2. 內容說明：

(1) 實務上，股權衍生性商品之結算方式包括現金結算及實物交割兩種，惟涉及國內集中交易市場股票部分，目前受到證券交易法第一百五十條有關場外交易禁止規定之限制，是以實物交割之結算方式受到法規管制。目前主管機關對於證券商股權衍生性商品採實物交割部分，已於 95 年 8 月 25 日以金管證三字第 0950004034 號令豁免證券交易法第一百五十條之規範。是以本條規定，連結台股之股權衍生性商品履約方式，除法令另有規定外，得由雙方約定採現金結算或由證券商及其它經主管機關核准採實物交割之機構以給付連結標的證券方式為之。

(2) 另前開命令僅允許證券商將標的股票單向交割予其客戶，並未開放交易對象將標的股票交割予證券商。另考量未來如開放其他金融機構實物交割，證券商亦的與該等客戶雙向交割，是以條文內列有「及其它經主管機關核准採實物交割之機構」。至於以指數為標的時，因無具體標的可供交割，是以交割方式則限現金結算。

(十四) 信用衍生性商品之定義及連結標的（業務規則第四十條）：

1. 規範重點：本規則所稱信用衍生性商品，指依國內外金融市場之規則或實務，其價值由標的信用所衍生之遠期契約、選擇權契約、交換契約及其組合契約。前項所稱標的信用係指下列標的之違約風險、信用利差風險及信用評等降級風險：（1）政府及企業，（2）政府或企業之債務，以及各類證券化商品。

2. 內容說明：

(1) 為規範信用衍生性商品之定義並兼顧金融商品創新，定義部分原則以標的及

契約類型為主，目前實務上信用衍生性商品以信用違約交換（Credit Default Swap）、信用違約賣權（Credit Default Put）、總額報酬交換（Total Return Swap）及信用連結商品（Credit Linked Note）合約較為常見，渠等商品之價值，原則上係衍生自違約風險、信用利差風險及信用評等降級風險等，另該等風險產生之主體，則包括政府及企業，與政府或企業之債務，以及各類證券化商品。此外，國外在信用連結商品設計上亦有非現金流量型，一般稱合成式信用連結商品（Synthetic Credit Linked Note）出現，依據本條文之規定，證券商亦得設計該類商品銷售。

(2)另條文中對於信用衍生性商品之計價幣別及連結標的部分並未另行規範，主要係中央銀行本次開放證券商經營外幣計價商品部分，並未開放證券商經營信用衍生性商品以外幣計價或連結國外標的，是以現行證券商經營信用衍生性商品交易業務仍以台幣計價及連結國內標的為限。

(十五)信用衍生性商品設計原則（業務規則第四十一條）：

1. 規範重點：證券商從事衍生性商品交易，以移轉已認列之資產或負債未認列確定承諾、未來確定發生之預期交易之信用風險為限。

2. 內容說明：

(1)證券商經營證券經紀業務及融資融券等信用交易已面臨信用風險，95年1月證券交易法第六十條修正後，主管機關已開放證券商經營有價證券借貸及借貸款項業務，渠等業務均提高證券商整體信用風險，是以開放證券商信用衍生性商品業務時，基於證券商整體風險控管考量，規定證券商從事信用衍生性商品交易以移轉信用風險為限，惟考量實務上各種需要移轉信用風險之情形，經參酌國內財務會計準則第三十四號公報「金融商品之會計處理準則」第六十五段，訂定本條文。

(2)以信用違約交換交易（Credit Default Swap）為例，基於移轉信用風險之原則，證券商得擔任信用保護買方，以移轉其標的資產之信用風險。惟如證券商設計合成式信用連結商品（Synthetic Credit Linked Note），則可以結合信用保護賣方（承擔信用風險），再透過信用連結商品將信用風險予以移轉。

(十六)信用衍生性商品之交易對象（業務規則第四十二條）：

1. 規範重點：證券商之交易相對人為承受信用風險者，該交易相對人須為財富管理業務高淨值客戶。證券商應評估前項交易相對人從事本項交易之能力及適切性，且至少應告知下列事項：(1)交易相對人應自行評估及監督管理契約信用實體與證券商之信用風險。(2)信用衍生性商品之報酬來源主要為承擔契約信用實體之信用風險，於所約定之信用違約事件發生時，將可能產生損失之情形。(3)應詳予說明信用違約事件之定義、信用違約事件發生後之交割方式、採取實物交割時可交割債權之範圍及採取現金差額交割時之計算方式等。(4)信用衍生性商品相關合約多缺乏市場流通性。若契約約定得提前解約者，須說明交易相對

人要求提前解約，應負擔之費用及最大可能損失。

2. 內容說明：

(1) 考量證券商信用衍生性商品交易以移轉信用風險為主，其交易對象將承擔信用風險，證券商應對客戶之風險承擔能力及商品投資之適切性進行深入之評估，以避免產生不當銷售之情形，是以本條規範證券商經營信用衍生性商品，交易對象僅限專業機構投資人及高淨值客戶。

(2) 條文中有關告知客戶之相關事項內容，係參酌中央銀行核定之「指定銀行辦理外匯信用衍生性金融商品交易業務規範」，證券商經營信用衍生性商品目前雖以新台幣計價且連結國內標的為主，未來中央銀行如開放證券商經營外幣計價或連結國外標的信用衍生性商品，則可延續適用此部分規定，無須再修改業務規則條文內容。

(十七) 不法交易之禁止（業務規則第四十四條）：

1. 規範重點：證券商營業處所經營衍生性金融商品交易不得有為自身或配合客戶利用本項交易進行併購或不法交易之情形。證券商應與客戶約定，主管機關為市場管理需要調閱其資料（包含最終受益人）時，客戶不得拒絕。
2. 十九條之五等規定，增訂本條，另為確實掌握證券商客戶交易資料，爰規定證券商應與客戶約定，主管機關為市場管理需要調閱其資料（包含最終受益人）時，客戶不得拒絕。

(十八) 經營涉及台股股權相關業務之交易對象限制（業務規則第四十五條）：

1. 規範重點：

(1) 證券商經營涉及台股股權相關業務不得與具有下列關係者從事衍生性金融商品交易：(甲) 證券商之董事、監察人、經理人或直接或間接持有其股份總額百分之十以上之股東。(乙) 第一款身分者之配偶、未成年子女及利用他人名義持有者。(丙) 前二款身分者直接或間接持有股份總額百分之十以上之轉投資公司。(丁) 轉換標的、連結標的或股權衍生性商品標的證券之股票發行公司及與該發行公司具前三款身分關係者。證券商與交易相對人從事前項交易前，應由交易相對人簽署出具切結書聲明非屬第一項所列之關係人。

(2) 證券商與第四條之一所稱專業機構投資人進行交易，不受第一項第一款至第三款限制，進行避險交易不受第一項各款所列規定限制，惟其條件不得優於其他同類對象，並應經公司三分之二以上董事出席及出席董事四分之三以上之決議後為之。

2. 內容說明：

(1) 本規定有兩項重點，第一個部分為交易對象限制，交易對象部分包括證券商之關係人，以及標的公司之關係人兩類。另證券商與客戶進行交易前，應請客戶簽署出具切結書聲明，以確認客戶非屬前開之關係人。第二個部分為交易類型，交易之類型為涉及台股股權業務之交易，包括股權衍生性商品、結

構型商品連結台股部分，以及轉換公司債資產交換交易，至於利率、債券及信用等衍生性商品則不在此規範之列。

- (2)另為放寬證券商與專業機構投資人之交易靈活性，以及證券商基於避險而從事之交易，本條文中放寬部分限制。惟參考金融控股公司法第四十五條之規定，規範證券商與關係人之交易條件不得優於其他同類對象，並應經公司三分之二以上董事出席及出席董事四分之三以上之決議後為之。

為釐清此部分交易規範，前開規定彙整如下表：

交易型態 (以券商之角度)	證券商之關係人：第 45 條第 1 項第 1 款至第 3 款		標的發行公司關係人：第 45 條第 1 項第 4 款	
	專業機構投資人	非專業機構投資人	專業機構投資人	非專業機構投資人
交易目的	○	X	X	X
避險目的	○	X	○	X

(十九)違規之處分（業務規則第五十五條至第五十八條）：

1. 規範重點：證券商經營衍生性金融商品交易業務，依據違反規定之情節等不同，櫃買中心將對證券商進行以下處分：
 - (1)通知其限期補正或改善。
 - (2)予以警告，並通知其限期補正或改善。
 - (3)課以新台幣五萬元以上，三百萬元以下之違約金。
 - (4)得停止或終止其經營衍生性金融商品交易業務，但已交易之商品其效力不受影響。
2. 內容說明：證券商經營衍生性商品交易，如違反業務規則相關規定，櫃買中心將依據業務規則第五十五條至第五十八條內容對證券商進行處分，其中股權及信用衍生性商品交易部分分析如下：

處分內容	違反規定內容	
	股權衍生性商品	信用衍生性商品
§55 補正或改善	第二十六條、第二十六條之一、第二十六條之二、第三十四條、第三十五、第三十六、第三十七條、第四十三條、第四十五條	第二十六條之三、第四十一條、第四十二條
§56 警告	第三十一條、第三十一條之二、第三十九條、第四十九條	
§57 新台幣五萬元以上，三百萬元以下之違約金	第三十一條之二第一項、第四十四條	
§58 停止或終止經營業務	處以違約金最近半年內達三次以上；未依規定繳納違約金；第三十一條之二第一項；第四十四條。	

伍 結論與建議

配合新商品之開放，主管機關已多次修正證券商管理規則及證券商營業處所經營衍生性金融商品業務規則相關條文，整體而言，其修正方向大致有以下特點：

- 第一、放寬新金融商品經營範疇，以涵蓋市場發展所需：目前證券商新金融商品之項目，已包括轉換公司債資產交換、結構型商品、股權衍生性商品、利率衍生性商品及債券衍生性商品等，大致涵蓋國外投資銀行業務發展之項目，惟匯率衍生性商品部分，未來將有待開放，屆時將使證券商之金融服務範疇更加完備。
- 第二、調整證券商與專業機構投資人交易限制，以提升證券商業務操作靈活度：為推動證券商客戶群差異化管理，考量專業機構投資人與一般客戶之差異性，放寬證券商對專業機構投資人相關交易與業務之管理規範，以增加證券商業務發展之靈活度，並藉以引進國內外金融機構新商品與技術。
- 第三、適度進行商品分級，強化證券商瞭解客戶評估及依據商品適合度銷售商品：考量商品之複雜性，並配合中央銀行開放證券商外匯相關業務，對於外幣計價或連結國外標的之股權、利率及債券衍生性商品，以及本次規劃開放之信用衍生性商品（客戶承擔信用風險時），交易對象僅限財富管理高淨值客戶，以確保客戶具一定風險承擔能力，並增列針對自然人訂定審慎之瞭解客戶評估作業程序，以確認商品銷售之適合性、客戶之投資屬性、對風險之瞭解及風險承受度。
- 第四、強化市場交易紀律及投資人權益之維護：另為加強市場交易紀律及投資人權益之維護，相關規定中均加強此部分之控管機制，包括不法交易之禁止，證券商避險操作或結算之公正性，以及市場價格機能之維護等重要項目。

目前證券商經營涉及台股股權之選擇權類商品計有三種，包括店頭股權選擇權、議約型認購(售)權證及上市(櫃)型認購(售)，其交易機制及內容略有不同，藉由不同之商品組成元件，證券商得依客戶需求設計不同之商品。茲將前開三種商品相關規定彙整比較如下表：

項 目	股權選擇權 ^{店頭商品}	認購(售)權證 ^{掛牌型}	議約型權證 ^{非掛牌型}
業務種類	綜合券商	綜合券商	綜合券商
信用評等	相當於中華信評 twBBB- 以上。	相當於中華信評 twBB- 以上。	相當於中華信評 twBBB- 以上。
資本適足	最近半年 200%以上	最近半年 200%以上	最近半年 200%以上
法令遵循	一定期間未受處分。 (最近 3 個月未受警告以上 ...處分)	一定期間未受處分。 (最近 6 個月未受解職以上 ...處分)	一定期間未受處分。 (最近 6 個月未受解職以上 ...處分)
申請流程	資格申請：須先取得上市櫃認購(售)權證資格，再向櫃買中心申請。 交易承做：無須逐案申請核准。	資格申請：由交易所轉陳證期局。 上市掛牌：由交易所或櫃買中心轉陳證期局。	資格申請：須先取得上市櫃認購(售)權證資格。 交易承做：向櫃買中心申請。

項目		股權選擇權 ^{店頭商品}	認購(售)權證 ^{興隆型}	議約型權證 ^{券掛牌型}
法律定位		營業處所經營之期貨交易	有價證券	有價證券
次級市場		無，契約不得轉讓。	按股票交易方式買賣。	無，契約不得轉讓。
商品設計	契約條件	由證券商自行設計，並與交易人議定。	由證券商設計，惟仍有限制(履約價不得超過發行當日收盤價 150%；發行單位需 2 千萬以上或 1 千萬單位但總值 2 億元以上)。	由證券商自行設計，並與交易人議定。
	選擇權	證券商得從事選擇權買方或賣方。	證券商只能從事選擇權賣方。	證券商只能從事選擇權賣方。
存續期間		1 年，經專案核准者不在此限	6 個月至 2 年	1 個月至 5 年
交易限制	投資人	選擇權買方：無限制 選擇權賣方： <u>專業機構投資人</u> 。	無限制。	限符合證券交易法第 43 條之 6 規定條件之機構、法人、基金、自然人。
	內部人	不得從事。	內部人購買權證所表彰標的證券持股數不得超過其本身持有之標的證券股數。	不得從事。
標的證券範疇		與上市櫃認購(售)權證相同，另包含交易所或櫃買中心公布之各類指數及指數股票型基金。	上市權證：交易所定期公告之上市標的證券、台灣 50 指數股票型基金。上櫃權證：櫃買中心定期公告之上櫃標的證券。	與上市櫃認購(售)權證相同，但不包含台灣 50 指數股票型基金。
額度控管	承作總量	有，與其他店頭衍生性商品併計額度控管，依信用評等不同給予合格自有資本 10% 至 30% 之額度。	按發行總金額佔合格自有資本計算證券商可承作額度，上市與上櫃權證發行案併計控管。	按發行總金額佔合格自有資本計算證券商可承作額度據以控管(併計現行掛牌型權證)。
	表彰標的證券股數	已發行股份總額扣除相關股數限制後之 10%，與議約型權證併計。	已發行股份總額扣除相關限制股數後之 17.5 %；台灣五十指數股票型基金部分為 40 %	已發行股份總額扣除相關股數限制後之 7.5%；與上市(櫃)權證標的證券可發行額度分開計算。
履約方式		原則可採現金結算或實物交割，但證券商賣出賣權或買入買權不得採實物交割(證券商擔任標的證券買方)。	可採現金結算或實物交割。	原則可採現金結算或實物交割，但認售權證不得採實物交割(證券商擔任標的證券買方)。
解約方式		投資人或證券商依契約約定解約。	無，發行人由市場買回。	投資人或證券商依契約約定解約。
避險帳戶		併計入結構型商品(888888-1)或認購(售)權證避險。	自營商項下，帳戶為 888888-8。	自營商項下，帳戶為 888888-4。

本次開放證券商股權衍生性商品及信用衍生性商品後，預期將達成以下數項效益，說明如下：

一、提供國內外投資人多元投資及避險管道：

開放證券商從事店頭股權及信用衍生性商品交易業務後，將可提供國內外投資人更為多元之投資或避險商品選擇，有助整體資本市場之健全發展。證券商除協助客戶股票交易外，更能積極提供客戶避險，增加服務之完整性。

二、增加證券商業務範圍，加強金融商品及服務創新能力：

按店頭衍生性金融商品之特色，主要在於其可針對投資人之實際需要量身訂作，滿足不同投資人不同目的與意圖。開放證券商從事店頭股權及信用衍生性商品業務，除可擴大證券商業務範圍，使其商品趨於完備，亦可藉多元化商品需求，強化證券業金融商品及服務之創新能力。因應國際債券及證券化商品之發展潮流，證券商將可發揮金融創新及商品設計之優勢，提供多元化商品投資。

三、滿足證券商整體風險控管之需要：

股權衍生性商品得以其所承作同一標的證券之結構型商品、議約型認購(售)權證或認購(售)權證之避險部位互為抵用，係參酌國際巴塞爾資本協定中以堆積木方式 (Building Blocks) 解構風險因子—按利率、權益證券、外匯及商品等區分，以符合整體風險控管之需求。配合國際巴賽爾資本協定 (Basel II) 之實施，證券商將可移轉業務經營所產生之信用風險，或協助金融機構管理信用風險，提供更為多元之避險管道。

四、提供證券商多元避險管道，減少避險成本，降低課稅問題之衝擊：

主管機關以往開放證券商經營衍生性金融商品業務時，均要求證券商以標的股票進行適當之避險，惟現行因避險需要從事上市(櫃)股票交易之損益並不納入營利事業所得稅課徵，損失亦不得自營利事業所得扣抵，致影響金融商品獲利。本規劃方案開放以同一標的股權衍生性商品多空互抵後再與其他金融商品併計應避險部位 (即以股權衍生性商品作為其他金融商品之避險工具)，除可減少證券商之避險成本外，亦可降低以標的股票避險造成之課稅問題。

我國有價證券承銷採行二價式確定包銷制度之 可行性研究摘錄

林進富律師
谷湘儀律師

第一章 緒論

第一節 研究動機與目的

近年來，隨著我國經濟發展腳步的加快，整體市場對金融服務的需求相對提高，而法令規定也大幅開放國內廠商在國內外募集資金的管道，擴大了國內資本市場的規模，從而造就了直接金融的興盛，也突顯證券市場之重要性。至於證券市場的功能，主要乃係在於溝通儲蓄者與投資者，工商企業得以有效獲取足夠的長期資金，藉以擴充生產設備、改善財務結構、擴大經營規模、增強競爭能力、提高獲利水準。並且，藉著利潤分配，使投資大眾得以共享企業經營的成果。因此，健全發展的證券市場，能使社會大眾與工商企業共蒙其利。

綜觀完善的證券市場，端賴完備的法令規章、良好的發行、流通市場及參與者之配合；而承銷制度則為證券市場之樞紐。我國近年來加強金融改革，改善承銷制度，自九十四年起實施承銷新制，採取之措施包括承銷價格訂定合理化、承銷價格穩定措施、配售方式自由化、發揮專業與自律制度。證券承銷商對承銷價格訂定、配售與掛牌後股價之表現，都將扮演重要之角色，新制實施迄今，偶有搶購之熱潮，尤以今(九十五年)三月上櫃之益通光能科技股份有限公司（下稱「益通光能」），創下掛牌首日漲幅近三倍之紀錄。由於承銷新制著重在籌碼公平釋出與維持自由交易，避免與大股東利益衝突，如何使承銷商之定價更經得起檢驗，現行制度仍有檢討與改善之空間。

舉凡美國、日本等重要國際資本市場，其有價證券之承銷方式主要係採確定包銷（firm-commitment underwriting）方式辦理，其餘少部分案件則採代銷（best efforts underwriting），其承銷制度設計均迥異於我國現行實務上主要採用的餘額包銷（stand-by underwriting）之承銷方式。然而，由於確定包銷之配售效率高於餘額包銷，亦更有利發行公司及早確保資金順利募集，在國外業已行之有年。而事實上，關於確定包銷之承銷方式在我國現行法規架構底下，我國證券交易法亦訂有相關之法源依據。

按證券交易法第七十一條第二項前段規定：「證券承銷商包銷有價證券，得先行認購後再行銷售」即為「確定包銷」之法源依據，而確定包銷係發行公司將所發行之證券售予證券承銷商（先行認購），再由證券承銷商售予投資大眾（再行銷售），由於發行公司於證券公開發行前已能確定獲得所需之資金，故稱為「確定包銷」，至於證券發行之成敗與風險，則完全由證券承銷商負擔。此種方式亦為美、日最普遍之承銷方式。

查在確定包銷制度下，承銷商簽訂承銷契約時，即會先行向發行公司認購買入其發行之有價證券，然後再於承銷期間內將全部的有價證券銷售予市場投資人。換言之，在此種承銷方式底下，有價證券之直接申購人為承銷商，而有價證券亦係直接交付予承銷商，此後復由承銷商將有價證券銷售予投資人。由於發行人將有價證券銷售予承銷商之發行價額(issue value) (發行價額)、與承銷商嗣後再銷售予投資人之發行價格(issue price) (發行價格)*，二者並不相同，因此，為凸顯前開發行價額與發行

按有關國內實際界就「發行價格」與「發行價額」二者之區分，似係參考日本法制而來，而本研究計畫考量前述區分既已業為實務界所接受，故加以援用。惟美國法制上似僅有發行價格(public offering price)與價差(spread)之用語，與發行價額乙詞相類似者則為 Proceeds to issuer before expenses。相關資料，參見野村證券網站，available at：<http://www.nomura.co.jp/terms/japan/ha/hakkokagaku.html>；日本平成 18 年（2006 年）公開說明書，available at：http://www.ixi.co.jp/ir_data/LXIetci_00069.pdf#search='%E7%9B%AE%E8%AB%96%E8%A6%8B%E6%9B%B8'。U.S. Securities and Exchange Committee, Edgar Company Search, <http://www.sec.gov/edgar/searchedgar/companysearch.html> (last visited on 2006/12/13)。

價格之差異，如能將確定包銷乙詞理解為二價式確定包銷，似更能明確表達此種承銷方式在實務運作上之特色。

承上所述，為能提昇我國承銷市場之國際能見度，俾順利與國際制度接軌，中華民國證券商業同業公會（下稱「券商公會」）前曾於九十四年七月二十六日向行政院金融監督管理委員會（下稱「金管會」）提議比照國外先進資本市場，開放國內亦得採行二價式確定包銷制度。

本研究計畫旨在藉由探討我國有價證券承銷採行二價式確定包銷制度之適法性及可行性，並進而研擬我國有價證券承銷採行二價式確定包銷制度之相關法規配套措施，以作為主管機關將來擬訂相關規範時之參考。

第二節 研究方法

本研究案之進行，除蒐集有關我國現行餘額包銷制度下承銷商所面臨之問題與風險之相關案例，並參酌國內外承銷制度之法令及相關資料，了解承銷制度之發展及問題外，

* 按有關國內實際界就「發行價格」與「發行價額」二者之區分，似係參考日本法制而來，而本研究計畫考量前述區分既已業為實務界所接受，故加以援用。惟美國法制上似僅有發行價格(public offering price)與價差(spread)之用語，與發行價額乙詞相類似者則為 Proceeds to issuer before expenses。相關資料，參見野村證券網站，available at：

<http://www.nomura.co.jp/terms/japan/ha/hakkokagaku.html>；日本平成 18 年（2006 年）公開說明書，available at：

http://www.ixi.co.jp/ir_data/LXIetci_00069.pdf#search='%E7%9B%AE%E8%AB%96%E8%A6%8B%E6%9B%B8'。U.S. Securities and Exchange Committee, Edgar Company Search,

<http://www.sec.gov/edgar/searchedgar/companysearch.html> (last visited on 2006/12/13)。

為進一步了解國外有關二價式包銷制度，本所鎖定美國、日本、香港與新加坡等地區，針對不同的市場型態與制度，蒐集各該市場之案例，期能了解各該地區承銷制度之適用情形，並就國內外制度加以分析、比較與檢討，希冀得藉由觀察國外制度實務之運作經驗，以釐清國內承銷制度若採行二價式確定包銷制度可能存在之相關問題。

此外，為能確實切合實務需求，本所業已與實際參與業務之承銷商進行訪談（包括中信證券股份有限公司（下稱「中信證券」）、兆豐證券股份有限公司（下稱「兆豐證券」）以及台証綜合證券股份有限公司（下稱「台証證券」），以了解各界之期待與想法，掌握市場最新趨勢，俾衡量其可行性，研提具體可行之方案，佐以專業之適法性評估，並加以彙總整合後，總結於本研究計畫之中。

第三節 研究架構

壹、探討我國有價證券承銷制度之現況及衍生之問題

本研究計畫於第二章中首先針對我國現行法令下有價證券承銷制度之類型及其承銷配售方式進行整理及分析，並探討承銷新制推行以來之成效及衍生之問題。

貳、介紹二價式確定包銷制度之外國實務作法及利弊

其次，有鑑於美國、日本、香港或新加坡等地之證券市場機制及承銷商功能皆非常健全，本研究計畫第三章將另參酌前開法制之規範與實務運作情形，藉以分析比較其利弊得失，並考量國外與我國之國情與市場生態差異，進一步探討制度移植之可能性與移植後可能面臨之問題。

參、探討我國有價證券承銷採行二價式確定包銷制度之適法性與可行性

此外，基於二價式確定包銷制度下，「發行價格」與「發行價額」並不相同，倘若證券商未能於該次承銷過程中配售完畢，則其所持有股票之價格，與投資人認購之價格即有差異，此點是否將因而違反公司法第一百五十六條第七項「同次發行之股份，其發行條件相同者，價格應歸一律」之規定。另因承銷商「先行認購」與「再行銷售」究係初級市場或次級市場之行為，除涉及前開公司法第一百五十六條第七項適用疑義外，亦涉及證券交易法第三十一條公開說明書是否僅須交付承銷商或係交付認購人，及同法第三十二條後續法律責任以及投資人權益保障問題，本研究計畫於第四章中將併予釐清。

再者，我國自九十四年度承銷新制實施以來，仍有部分承銷商僅收取低廉之承銷費削價競爭，倘若推行此一制度，是否造成擠壓原承銷商費用之收取，本研究計畫於第四章中亦將一併分析其可行性。

肆、研擬我國有價證券承銷採行二價式確定包銷制度之相關法規 配套措施

最後，本研究計畫第五章將綜合上述說明與分析，初步研擬包括開設證券承銷商專戶之法源、集保制度之配合、稅賦法規之明文、證券承銷商財務體質之限制標準、公司法第一百五十六條之配合修正或發布解釋函令等方案，以利主管機關將來擬定相關法制規範之參考。

第三章 國外有價證券承銷制度之介紹

第一節 美國有價證券承銷制度之介紹與分析

壹、引論

美國有價證券確定包銷之方式，乃由承銷商自發行公司處買進該次發行之有價證券，然後再轉賣予投資人。承銷商於簽定承銷契約後，即開始承擔無法轉賣或以較低價格轉賣的風險。從形式上來看，承銷商因為買進發行之有價證券而成為該有價證券的所有權人，然而實質上承銷商並非以投資該發行有價證券為其目的，其所著眼者乃是賺取「承銷佣金」或「承銷價額與承銷價格間的價差（spread）」。在包銷制度之實務運作中，由於承銷商在其所收集到的意向書（indication of interests），未達到該次全部發行有價證券之總額加上百分之十五的過額配售(over-allotment)之前，通常不會簽署承銷契約，是故，承銷商所承擔的市場風險並如其表面上巨大，在理想狀態下，承銷商所需承擔風險的時間可以縮短到一小時左右，而在此一小時中，承銷商又有出場條款（market out clause）的保護，所以包銷式承銷早已成為美國的主要承銷方式。

貳、參與者

針對美國證券承銷制度為進一步之研究，本研究計畫先從一個承銷過程中，各個參與者以及它們的角色著手，此一關係之釐清與瞭解，將有助於瞭解整個承銷過程的走向和各方力量的合作和角力。在美國證券承銷制度底下，其主要參與者的定位與功能，分析如后：

一、發行公司

首先，由於發行公司將從發行有價證券所募集的款項中取得最大的一部份（通常是整個承銷金額的百分之九十三到九十九¹），因此發行公司對有價證券承銷之成功與否，有著最緊密的利害關係，故即便相關法令要求發行公司對公開說明書的不完整、錯誤或誤導負無過失責任，發行公司仍對公開說明書的完整性與適法性持比較樂

¹ Kenneth J. Bialkin & William J. Grant, Jr., *Securities Underwriting - A Practitioner's Guide*, p. 38 (Practicing Law Institute 1985).

觀的看法，而願意承擔較多因為揭露不完整、錯誤或誤導，而對投資人產生證券法上責任的風險²。

此外，發行公司的董事、高階主管和大股東對其公司有價證券之發行亦有高度的利害關係，因為該發行案之成功將能夠為公司注入新的資金³，且大股東有時也可順搭公開發行的便車出售其手中持股，因此發行公司的董事、高階主管和大股東，也會對公開說明書的完整性與適法性持較樂觀的看法。為了減低此項道德風險，美國證券法（Securities Act of 1933）對此等會在公開說明書上簽名之人賦予了守門員的責任，使其在特定情形下必須對公開說明書之違法負法律上之責任。然而，發行公司多為董事和高階主管定有補償條款或購有責任保險⁴，在某種程度上，亦增加了董事和高階主管不履行守門員義務的道德風險。此外，除發行公司本身、發行公司的董事、高階主管和大股東外，發行公司的法律顧問也應在承銷中扮演重要的角色，因發行公司的法律顧問通常具有發行有價證券相關之知識與技能⁵。

二、承銷商

承銷商在整個承銷作業中，扮演專業機構的重要角色。承銷商必須在美國證券交易管理委員會（U.S. Securities and Exchange Commission，下稱「US SEC」）登記，並成為美國全國證券承銷商公會（National Association of Securities Dealer, Inc.，下稱「NASD」）之一員，方能進行承銷業務。⁶由於在確定包銷制度下，承銷商承銷佣金之獲得，乃係以承銷作業的完成為其前提要件，是故在此經濟誘因下，承銷商會有強烈的慾望要成功地完成承銷作業⁷。

此外，承銷商也在發行價格的訂定和公開說明書揭露範圍的決定上扮演重要的角色⁸。美國一九三三年證券法（Securities Act of 1933）將加諸於承銷商的民事責任上限，提高到整個發行案的承銷總額，儘管承銷商的報酬僅止於承銷總額的百分之一到百分之七⁹。而承銷商與發行公司的關係也很微妙，發行公司是承銷商的客戶，然而由於承銷商本身法律責任與經濟誘因等因素，承銷商在發行價格的訂定、公開說明書揭露的範圍與承銷期間發行公司之商業決定，都有意見相左的可能性¹⁰。於此同時，最終由承銷商處購買發行有價證券之投資人，也是承銷商的客戶。

² Id.

³ Id.

⁴ Id.

⁵ Id.

⁶ Jay Chandler, David Kao & Kenneth T. Cote, *US Securities Regulation and Underwriting Practice for Equity - Presentation to Securities & Futures Commission, Ministry of Finance, ROC*, p. 21 (Merrill Lynch and Brown & Wood LLP, 1999).

⁷ Bialkin, *supra* n. 32, at 39.

⁸ Id.

⁹ Id. at 39-40.

¹⁰ Id. at 40.

再者，承銷商的競爭力指標之一，便在於其配售有價證券之能力，而此能力之取得和維持的關鍵之一，即在於承銷商與投資人良好關係之維持，故承銷商是否能夠藉由配售有利益可圖之有價證券（即價格上具競爭力之有價證券）予該等投資人，便成為承銷商必須積極努力的重點，而承銷商這方面的努力，會與承銷商的另一位客戶，即發行公司，欲以市場所能接受之最高價格賣出發行有價證券之利益互相衝突。雖然發行公司經常會為了其往後能夠在資本市場上順利募得資金而做出讓步，然而基本上這兩股利益之間的角力仍是無法避免的。此外，在確定包銷中，承銷商本身也必須承擔該有價證券的市場風險，是故，承銷商和發行公司在許多事務上的決定、考量以及立場的衝突性也就可以預見¹¹。

承銷商的法律顧問，因為通常對承銷事務較具有經驗，所以其在承銷過程中所提出的法律上和商業上的意見，會受到承銷商的高度仰賴。¹² 雖然承銷商在委任關係中為該法律顧問的客戶，但因為該法律顧問具律師身分，故美國證券交易相關法規與律師規範已對其賦予了對投資大眾的守門員義務和對法院的誠實義務¹³。

三、專家

註冊說明書（registration statement）中最重要的組成部份就是財務報表，所以簽證會計師便在財務報表的正確性與完整性中扮演了極其重要的角色¹⁴。美國一九三三年證券法（Securities Act of 1933）及其相關法令皆明確要求簽證會計師保持獨立並遵守一般公認會計原則和 US SEC 規則 S - X¹⁵。專家的身分，為發行公司以外參與有價證券發行之人，建立起了一道保護牆，因為此等人對於專家在公開說明書中所提供陳述之不實或誤導，僅於有理由相信其為不實或誤導時，方必須負法律責任。¹⁶ 這種較低的法律責任對於承銷商的責任保護，有著相當大的助益，但是發行公司或許會拒絕某些專家的介入，因為這種介入往往伴隨著對發行公司的查核和額外的費用，且其加入並不減低發行公司本身之責任¹⁷。

參、承銷時機與時程

有價證券上市（櫃）前之承銷、現金增資、募集公司債等，皆為有價證券承銷作業之時機。有價證券的承銷程序通常會歷時二到四個月。¹⁸ 在發行公司和承銷商間就交易之基本原則達成合意後，所有相關人士便會召開組織會議（organizational meeting）對相關問題做進一步的討論¹⁹，然而，此一會議召開的時間點，往往發生在各方律師

¹¹ Id.

¹² Id. at 38.

¹³ Id. at 41.

¹⁴ Id. at 42.

¹⁵ Id.

¹⁶ Id. at 43-44.

¹⁷ Id. at 44.

¹⁸ Id. at 33.

¹⁹ Id.

和會計師尚未來得及審視有關文件以前²⁰，故此會議中許多討論的結論將只是暫時性的。在該組織會議中，各相關人等在該次有價證券發行中所扮演的角色將會被決定下來，所有業務上之問題都皆應被提出討論，而財務報表的準備和揭露問題也應在此時一併討論，以避免承銷程序因為溝通不足而有必須延遲的情形²¹。

之後，發行公司的法律顧問便會著手撰擬註冊說明書(包括公開說明書)，承銷團在對發行公司進行商業上和法律上查核(business due diligence and legal due diligence)後，會對該註冊說明書進行進一步的審視和修撰²²。商業上和法律上查核的主要目的在於瞭解發行公司之營業細節、發現投資人應注意的可能風險與準備及撰寫公開說明書²³。在註冊說明書第一次草稿完成後，通常經過三到五周的時間，承銷團隊才會向US SEC和美國全國證券承銷商公會秘密地提出註冊說明書²⁴。

在提出註冊說明書後，承銷商才能針對有價證券進行承銷。暫時公開說明書(preliminary prospectus)在此時會被印製並分送到被邀請加入的承銷商²⁵。亦會舉行公開說明會(road show)對可能的投資人進行說明²⁶。雖然在註冊說明書正式生效前，買賣該次發行有價證券契約之成立仍是被禁止的，但要約之引誘和要約兩種法律行為則是被准許的，所以承銷商可以在此一期間之內，亦即說明書提出後、生效前，向投資人發出意向書(indication of interests)，並記錄對意向書有正面回應的投資人²⁷。承銷商通常會收集相當於其將向發行公司承諾購買有價證券數量百分之一百一十到百分之一百一十五的正面意向書²⁸，以測試市場對該將發行有價證券之反應。此超過百分之一百之部份即為將來過額配售的部位。承銷商可藉由此百分之十到百分之十五部位的選擇權，於市場價格跌破承銷價格時，在市場上買入發行公司股票以維護承銷價格，或在市場價格超過承銷價格時，執行選擇權買入該次發行公司發行之有價證券，以填補過額配售給投資人的數量²⁹。因為在承銷商向投資人寄送確認書前，承銷商與投資人間之買賣契約都尚未成立，所以承銷商在其與發行公司間之承銷契約生效後、但與投資人買賣契約確認書寄出前，必須承擔投資人撤回投資意向書的法律上風險³⁰，此一

²⁰ Id.

²¹ Id. at 34.

²² Id. at 35.

²³ Chandler, supra n. 37, at 28.

²⁴ Bialkin, supra n. 32, at 35.

²⁵ Id.

²⁶ Id. at 35-36.

²⁷ Id. at 35.

²⁸ Id. at 36.

²⁹ Chandler, supra n. 37, at 37.

³⁰ Bialkin, supra n. 32, at 36.

過額配售亦可以提供承銷商一個百分之十到百分之十五的彈性保護區(buffer zone)。

並非所有的註冊說明書都會被 US SEC 審查³¹。如果註冊說明書未被審查，發行公司將會在向 US SEC 提出註冊說明書後約兩天的時間被通知³²。如果註冊說明書被 US SEC 審查，其審查期間通常為三十日，審查員可能會對該註冊說明書提出意見，而法律顧問會就該意見與審查員進行討論並提出解決方案，財務和其他相關資訊也會於此期間被更新，之後，註冊說明書的補正便會由發行公司向 US SEC 提出³³。發行價格通常會在註冊說明書生效前一天的收盤後約定。隔天早上，承銷商間會先簽署契約，接著承銷契約也會由主辦承銷商 (managing underwriter) 代表其他承銷商和發行公司簽訂，隨後註冊說明書價格補正書 (pricing amendment) 會向 US SEC 提出³⁴。在註冊說明書價格補正書提出當日的早上九點半，US SEC 即會使註冊說明書發生效力。該註冊說明書之生效通常是由 US SEC 經由電話口頭通知發行公司，之後再另以書面確認³⁵。承銷契約的約定生效日，則通常會定在註冊說明書生效後³⁶。承銷契約生效後，發行公司在法律上正式對承銷商負有在結算日 (通常為承銷契約生效後三到五日內) 出售約定有價證券的義務，承銷商也同樣對發行公司負有購買該發行之有價證券並交付價金的義務³⁷。在註冊說明書生效後，承銷商會向之前表達意向的投資人送出確認書，則承銷商與該投資人間之買賣契約成立，而承銷商並向該等投資人依發行價格收取買賣價款。承銷商收取之買賣價款在扣除承銷佣金後，再將餘額給付給發行公司，而發行公司也將有價證券配發給承銷商，再由承銷商移轉給投資人³⁸。

有關美國承銷作業時程表，整理如后：

事項	估計日期
原則討論	第一日
組織會議	第四日
撰寫註冊說明書	第五日
註冊說明書草稿傳閱	第十六日
Due Diligence	
第一回修撰註冊說明書草稿	第二十六日
第二回修撰註冊說明書草稿	第三十四日
第三回修撰註冊說明書草稿	第四十五日
最後一回修撰註冊說明書草稿	第五十一日

³¹ Id..

³² Id.

³³ Id.

³⁴ Id. at 235.

³⁵ Id. at 134.

³⁶ Id. at 235.

³⁷ Id. at 36.

³⁸ Id. at 37.

向 US SEC 提出註冊說明	第五十二日
收到 US SEC 意見函	第八十二日
與 US SEC 討論與補正	第八十三日
分送暫時公開說明書給受邀承銷團隊 開始意向書收集	第八十九日
進行公開說明會	第一百一十五日
決定承銷價格	第一百二十一日
簽訂承銷契約 註冊說明書生效 承銷契約生效 向投資人寄送確認書 繳款期間開始	第一百二十二日
結算日(承銷商交付發股款予發行公司，發行公司交付股票于承銷商)	第一百二十六日

肆、承銷方式

一、餘額包銷

所謂餘額包銷(stand-by underwriting)，乃由承銷商「代理」發行公司招募並接受投資人申購³⁹。有價證券的所有權在此一時刻，並不會移轉給承銷商。除代理招募之外，承銷商承諾若發行公司該次欲發行之有價證券在一定期限內未被全額認購，承銷商願意購買未被投資人申購部分之有價證券⁴⁰。餘額包銷目前在美國並非主要之承銷方式，此一承銷方式多只用於權利銷售(rights offering)⁴¹。所謂權利銷售，乃指銷售發行公司股份予擁有優先認股權之股東⁴²。

二、代銷

在代銷(best efforts underwriting)契約中，承銷商則將扮演發行公司銷售代理人的角色⁴³。發行公司在訂定發行價格後，仍須承擔市場風險。承銷商在代銷中所負擔的責任，限於以其最大的努力為發行公司銷售該次發行之有價證券，若該次所欲銷售的有價證券未全部售出，承銷商也沒有購買其未售出部位的義務。

³⁹ 參閱諸葛祺、彭桂星、溫鵬榮、張文毅，〈我國與中國大陸、香港、新加坡、日本及美國證券承銷制度比較分析研究〉，台灣證券交易所報告，頁 16 (1998 年 11 月)。

⁴⁰ 同前註，頁 16。

⁴¹ 同前註，頁 16-17。

⁴² WebFinance, Inc., Investorwords.com, http://www.investorwords.com/4288/rights_offering.html (last updated October 30, 2006).

⁴³ SECCOUNS § 2:9, 2. (依 The Bluebook, 第 17 版, 第 50 頁, 應於註解中使用, 以其代表 Paragraph.)

在代銷制度下，發行公司與承銷商間承銷契約之簽訂可以發生在整個承銷過程中較早的時點，因為承銷商並不負有如包銷中必須承擔所發行之有價證券市場價格下跌的風險，所以毋須將承銷契約簽約的時點，延遲到與向投資人送出買賣契約確認書盡可能相近的時點。於代銷中，承銷商承銷佣金之來源，乃在於手續費與服務費的賺取，則該次發行之有價證券可否全數售出與投資人及承銷佣金並非有絕對的關係。

三、確定包銷

目前美國的兩個主要承銷方式為確定包銷和代銷⁴⁴。在確定包銷中，承銷商向發行公司購買發行公司該次發行有價證券之全部或一部，然後再將其自發行公司處買得之有價證券轉賣給投資大眾⁴⁵。確定包銷對發行公司的好處是確定包銷讓發行公司能早日確定資金來源，並免除銷售價格訂定後的市場風險。當然，伴隨此優點的代價就是，在承銷契約中，發行公司必須給予包銷商優於代銷契約之條件。

因為確定包銷的承銷商必須承擔投資大眾不購買其所購入發行公司有價證券之風險，所以承銷商通常只對市場上具有需求的優質公司有價證券提供確定包銷服務⁴⁶。一般而言，新公司或正在發展中之公司很難找到一家承銷商願意為其提供確定包銷，甚或尋得一家全國級的承銷商為其提供代銷⁴⁷。新公司或在發展中的公司所剩下的選擇多半是由一家相對小的承銷商，為其有價證券提供代銷服務。

依據美國一九三三年證券法（Securities Act of 1933）第五(a)(一)條規定，除非註冊說明書已生效，任何人不得經由州際方式跨州出售有價證券。第五(a)(二)條規定，除非註冊說明書已生效，任何人不得為出售有價證券或為出售有價證券後之交付有價證券，經由州際方式攜帶或使任何人攜帶有價證券。第五(b)(一)條規定，當註冊說明書已經向主管機關提出，任何攜帶或傳送的公開說明書，必須符合該法第十條的規定。這些法規，基本上禁止了任何人在註冊說明書生效前，與投資人成立買賣契約的可能性。於是，在承銷商無法經由與投資人簽訂買賣契約，以確定其自發行公司處所購買的有價證券之出售，能夠擁有生效的買賣契約作為後盾的情形下，承銷商會盡力把與發行公司簽定承銷契約的時間點，也就是承銷商購入發行公司有價證券的時間點，拉至與註冊說明生效日同一天，以縮短承銷商所需負擔風險的時間。此外，承銷商為了能夠進一步減少和發行公司簽訂承銷契約與和投資人簽訂買賣契約間空窗期的風險，承銷契約多有「出場條款」（market out clause），讓承銷商在一定條件發生時，可以依據出場條款解除承銷契約，而不須履行其向發行公司承購有價證券的義務。一般的出場條款多使用下列文字：

「本契約簽定並交付後，下列事項不應發生(一)任何對該公司或其子公司業務或財產之改變或與未來改變有關的發展，依擁有佔多數利益承銷商的判斷，會重大影響

⁴⁴ Id.

⁴⁵ Id.

⁴⁶ Id.

⁴⁷ Id. at ¶3.

該有價證券的投資品質者；(二)任何國家級信用評等機構對該公司債券做出降低評等者；(三)任何紐約證券交易所(以下簡稱「紐約證交所」)暫停、限制一般交易、紐約證交所設定任何最低交易金額，或該公司證券在任何交易所或櫃臺停止交易；(四)任何聯邦或紐約有關單位宣布銀行延期清償令，或(五)任何與美國有關的對立情勢上升或宣戰，或任何世界性的災變或緊急事件，如發生前開情事且依擁有佔多數利益承銷商的判斷，將使完成有價證券的買賣和付款不能實際完成或不建議其完成者。」⁴⁸

美國證券交易委員會市場規範小組(Division of Market Regulation, US SEC)認為，當「出場條款」以影響發行公司或證券市場的非重大事件之發生或無法銷售有價證券為基礎時，該「出場條款」為不適當，因為此種「出場條款」將承銷商無法成功出售有價證券予投資人的風險轉嫁給發行公司，而僅使承銷商負代銷的責任⁴⁹。

而確定包銷的公開說明書則通常都會包含下列文字：

「下列承銷商分別同意依據特定條件購買該公司出售之下列所示普通股股份。本承銷商承諾的性質為，如果任何一部之股份被購買，所有股份必須被購買。」⁵⁰

如果價格訂定發生在美國東岸時間四點半以後，結算通常會發生在買賣契約生效後之第四日；如果價格之訂定發生在東岸時間四點半以前即證券市場結束以前，結算則通常會在買賣契約生效後第三日發生，屆時購買款項將會被給付給發行公司以交換有價證券⁵¹。

茲就美國近期確定包銷案例分析整理如后⁵²：

發行公司	發行股數	發行價格	發行價額	價差	價差占發行價格的百分比	註冊說明書生效日	股票交割日
Acme Packet, Inc.	11,474,528	\$9.500	\$8.835	\$0.665	7%	2006年10月12日	2006年10月18日
SAIC	75,000,000	\$15.00	\$14.4375	\$0.5625	3.75%	2006年10月12日	2006年10月17日
eHealth	5,000,000	\$14.00	\$13.0004	\$0.9996	7.14%	2006年10月12日	2006年10月18日
Fortissimo Acquisition Corp.	4,000,000	\$6.00	\$5.52	\$0.48	8%	2006年10月11日	2006年10月17日
Blackboard Inc.	5,500,000	\$14.00	\$13.02	\$0.98	7%	2004年6月17日	2004年6月23日

⁴⁸ SEC PUB PRIV § 5:12, ¶ 4.

⁴⁹ Id.

⁵⁰ Id.

⁵¹ Id. at ¶ 5.

⁵² U.S. Securities and Exchange Committee, Edgar Company Search, <http://www.sec.gov/edgar/searchedgar/companysearch.html> (last updated October 21, 2006).

四、暫擱登記 (Shelf registration)

一九三三年證券法(Securities Act of 1933)第六(a)條規定，註冊說明書之效力僅及於將被出售的股份。US SEC曾在一九四一年表示，在註冊說明書中加入相較於現在欲出售的股份更多的股份，基本上是屬於一種公開說明書誤導的行為⁵³。然而，市場現實漸漸讓許多經濟上的參與者將開放暫擱登記的壓力，施向於US SEC⁵⁴。有許多的聲音表示延後銷售的必要性，其理由包括市場利率波動頻繁和給予發行公司更多的談判籌碼⁵⁵。於是在一九八二年，US SEC公佈了四一五號規則，在某些情形下准許暫擱註冊，延後註冊有價證券之發行時間⁵⁶。

一般而言，暫擱註冊僅限於能使用S-3表格之發行人，且須為「優良發行人」(seasoned issuers)，至於僅能使用S-1長表格和S-2縮短表格的發行人則不能使用暫擱註冊⁵⁷。無論如何，暫擱註冊之有價證券必須在註冊說明書生效後之兩年內賣出⁵⁸。

伍、配售方式

配售的方式包括詢價圈購(book building)與競價拍賣(auction)等方式。美國採確定包銷之承銷方式者，則多採詢價圈購，只有少數民營化案件採競價拍賣之方式⁵⁹。再者，詢價圈購之配售方式有助於加快承銷時程。此外，競價拍賣的方式又可分為：競標價得標(pay as bid)及統一價格得標(uniform-price)⁶⁰。在競標價得標的情形下，出賣人會在統整標單後，訂出最低得標價(clearing price)，之後由得標人依其競標價付款⁶¹。在統一價格得標的情形下，出賣人則會在統整標單後，訂出最低得標價格，所有得標人不論其競標價格為何，皆依最低得標價付款⁶²。西元2004年著名的Google IPO便是採用競價拍賣方式。然而在實務上，只有極少數案件採用此方式為配售方式⁶³。

為保護公開承銷程序之完整性，US SEC於西元2005年8月4日核准了NASD所提出之NASD規則(NASD Rule)第2790條。該條之設計乃為確保：(1)NASD會員以發行價格真實的(bona fide)將發行之有價證券公開承銷；(2)NASD會員不於公開承銷時為

53 Thomas Lee Hazen, Principles of Securities Regulation, p. 86 (Thomson west 2005).

54 Id. at 87.

55 Id.

56 Id.

57 Id.

58 Id.

59 林克孝等，前揭註30文，頁22（1999年）。

60 Zachary Gentry, IPO Auction: Google Case Study, p. 6.

61 Id.

62 Id.

63 Id. at 8..

自我利益而保留其承銷之有價證券或將該等有價證券酬庸予未來可能會為其帶來業務之人；及(3)產業內部人（包括會員及其相關之人）不以其「內部人地位(inside position)」之優勢為自己牟利*。

NASD 規則第 2790(a)條規定，除另有規定外(1)NASD 會員或與 NASD 會員有關之人不得出售新發行之有價證券予任何與「被限定之人(restricted person)」有利益關係之人；(2)NASD 會員或與 NASD 會員有關之人不得購買新發行之有價證券；及(3)NASD 會員不得繼續持有因為其承銷地位所取得之新發行有價證券（但其無法出售時，則不在此限）*。

所謂「被限定之人」係指：(1)NASD 會員或其他經紀商或交易商；(2)經紀商或交易商之人員；(3)主要承銷商就發行之有價證券委託之人，包括但不限於，律師、會計師及金融顧問及其直接家庭成員(immediate family member)；(4)投資經理人；與(5)經紀商或交易商之所有人**。

陸、價格訂定

在印製暫時公開說明書前，發行公司與主辦承銷商會就該次發行有價證券之價值進行討論。其討論之目的乃在於決定一個該次發行有價證券的價格範圍（pricing range），以供承銷商於承銷期間有所依據⁶⁴。不同的方式將會被用來決定該發行價格範圍，最常使用的方式為「比較分析（comparable analysis）」方式。在此方式中，首先，類似的公開發行公司有價證券將會被選出做為比較的依據。另外，各種交易比（trading multiples）（如本益比和價格與現金流量比）、成長率和毛利率等都會被納入考量⁶⁵。而「現金流量折現分析（discount cash flow analysis）」的定價方法，則是在發行公司的收入與現金流量不穩定時會被採用。⁶⁶ 除此之外，發行價格的訂定通常還會考慮下列因素，例如發行公司的資本、客戶可接受的最高價格、未來承銷團隊可接受的最低價格、帳面價值、公開發行的股份數與發行後所有已發行股份數的比例、所發行有價證券的種類、公司種類、市場信心與主要投資人的種類等⁶⁷。

承銷價格的訂定如果低於其應有的價值，發行人便不能獲取其本應可募得的資金。但承銷價格如果定的過高，承銷商便可能無法賣出其所承諾購買的發行人有價證券而遭

* U.S. Securities and Exchange Committee, Edgar Company Search, <http://www.sec.gov/rules/sro/34-48701.htm> (last updated December 14, 2006).

* NASD Rule 2790(a).

** NASD Rule 2790(i)(10).

⁶⁴ Chandler, *supra* n. 37, at 30.

⁶⁵ *Id.* at 31.

⁶⁶ *Id.*

⁶⁷ Bialkin, *supra* n. 32, at 325.

⁶⁸ *Id.*

受損失，甚且，過高的定價也同樣會傷害發行公司，因證券市場若無法長期的支撐該發行價格，進而造成市場價格大幅度跌破承銷價格，這將會損害發行公司的信譽並影響未來的發行⁶⁸，所以承銷價格的訂定將會影響該次承銷甚或未來承銷的成敗與風險分擔。

「價差 (Spread)」是承銷商為了購買新發行之有價證券而給付給發行公司之價額，與承銷商將該新發行之有價證券轉售給投資人價額的價差⁶⁹。一般來說，如果一個新發行有價證券的市場需求很強，那麼價差便會比較小，因為有很多的承銷業者會爭取成為該發行的承銷商；反之，若該新發行有價證券的轉售市場風險較大，那麼價差也就會較大⁷⁰。

在一般情形下，發行價格的訂定可分為兩種方式：一為「議定發行價格」，二為「公式發行價格」。「公式發行價格」此一名詞乃具有誤導嫌疑的名詞，因為在「公式發行價格」的情形中，該公式的採用也是當事人合意的結果。

當發行價格是經由「議定發行價格」的方式議定時，該價格通常是在發行前一日證券交易市場收盤後的下午決定，並於發行當日上午以修改註冊說明書的方式，向 US SEC 提出⁷¹。

當發行價格是由「公式發行價格」的方式決定時，發行公司與承銷商會約定發行價格應落在發行當日市場價格一定比例的區間範圍之內，而價差則為發行價格的一定比例或一個固定的數字⁷²。在公式定價的情形下，發行公司也會在發行當日上午，將該公式以修改註冊說明書的方式向 US SEC 提出⁷³。

議定發行價格對發行公司的好處是發行公司可以在發行前一日的下午便取得一個確定的發行價格⁷⁴，然而伴隨此一優點的代價是發行公司必須以當日市場結算價格打上一點折扣，作為發行價格⁷⁵。而議定發行價格對承銷商的缺點則是，承銷商必須承受隔夜市場價格變動的風險，雖然承銷商在法律上並不需要承擔此風險，因為其尚未與發行公司簽定承銷契約，但承銷商在商業道德上和現實上仍有義務必須以該議定發行價格購買其所承諾數量之有價證券並承擔風險⁷⁶。

公式發行價格對發行公司的好處是，有時發行公司可以因此取得較好的發行價格，因為該發行價格不需要依前一日之收盤價打上折扣，且若發行當日市場價格上漲，因為該公式與市場價格連動，發行公司也可以因此而得到較高的發行價格⁷⁷。而公式發行價

⁶⁹ Id. at 326.

⁷⁰ Id.

⁷¹ Id.

⁷² Id.

⁷³ Id.

⁷⁴ Id.

⁷⁵ Id.

⁷⁶ Id. at 326-27.

⁷⁷ Id.

格對承銷商的好處是，最終價格的確定發生在註冊說明書生效後，因為有價證券的出售要約在註冊說明書生效後便可以承諾，承銷商可以在發行同時訂確定發行價格⁷⁸。換言之，以此方式定價，發行價格會極貼近市價價格，故承銷商無法轉售所認購該次發行之有價證券之風險也就會大幅的減低。在「公式發行價格」中，發行價格和承銷商佣金也可在註冊說明書生效後，再向 US SEC 提出⁷⁹。

如前所述，議定發行價格的承銷案會有較高的價差，因為在公式發行價格的情形下，發行價格（亦即承銷商售予一般投資人的價格）會較接近發行價額（亦即發行公司售予承銷商的價格）⁸⁰。採取公式發行價格案件的特徵為：發行公司為上市公司，發行規模在美金一千萬以上，發行價格超過每股二十元，發行由全國一流之承銷商辦理⁸¹。

綜合以上所述，為了決定一家發行公司的價值，承銷商通常會先審查該公司的財務報表，並去除一些非尋常的因素，以便將其報表和其他類似公司比較。審視完該發行公司的報表後，承銷商會決定所謂「類似公司」的範圍⁸²，並計算出適合該發行公司的盈餘倍數（*earning multiple*）。再將該盈餘倍數適用於該發行公司的調整盈餘後，便可初步得出該公司的市場價格。發行公司和承銷商將以此為發行價格協議的基礎，發行公司通常會提出為何該公司應該享有比類似公司較高的盈餘倍數，然而，雙方必須以達成一個實際並可接受的發行價格為目的。該初步議定的發行價格將構成之後承銷作業的基礎。此初步議定發行價格一般發生在發行之有價證券真正出售前的三到六個月，並且該價格會因為市場的變動而隨之改變。之後承銷商也會測試市場，以瞭解市場對該發行有價證券的反應，作為調整發行價格改定的參考⁸³。但當註冊說明書正式生效後，發行價格的決定將落在市場和法人投資人手中。

柒、報酬來源

承銷契約的簽定乃發生在整個承銷過程末段的部分，故除非整個交易完成，否則發行公司支付承銷佣金的義務便不會發生。報酬的多少會因為發行公司的性質、承銷商的性質、發行種類和發行金額的大小等因素而有所差異⁸⁴。例如，一個十億美元AAA評等債券的承銷佣金，可能落在發行總額的百分之三，而一個三百萬美元新公司有價證券的承銷佣金，則可能高達發行總額的百分之十三並外加任何美國證券商業公會規定許可的收費⁸⁵。

⁷⁸ Id.

⁷⁹ Id..

⁸⁰ Id.

⁸¹ Id.

⁸² 美國承銷商通常也會使用現金流量折現訂價法估算出發行公司的內含價值，然後再以相對訂價法將市場上對類似公司有價證券的評價納入考量以使得的發行價格訂定更貼近市場現實。

⁸³ 參見前揭註 70 文，頁 48。

⁸⁴ Bialkin, *supra* n. 32, at 28.

⁸⁵ Id.

承銷佣金(underwriter's commission)一般被主辦承銷商切割為三個部分：一為出售額度(sales credit)，二為承銷費(underwriting fee)，三為經理費(management fee)⁸⁶。通常百分之六十的承銷佣金會成為出售額度⁸⁷。出售額度會依據各個承銷商實際售出的股份數按比例分配予承銷商⁸⁸。經理費一般佔整個承銷佣金的百分之二十⁸⁹。經理費只會分配給主辦承銷商，作為發起和籌劃整個承銷作業的報酬⁹⁰。如果有兩個以上的承銷商擔任主辦承銷商，則經理費則由其依約分配⁹¹。剩下的百分之二十即承銷費，又稱為聯合款項，此為對於承銷商同意參與承銷的報酬，因為參與承銷代表著承銷商承擔所承銷有價證券不能順利轉賣的風險⁹²。所有的承銷費用將會從聯合款項中扣除，包括旅費、專家費、顧問費、廣告和穩定措施費用等⁹³。通常聯合款項在扣除費用後，所剩不多，但承銷商為了出售額度，還是會勇於參與承銷⁹⁴。

第二節 日本有價證券承銷制度之現況

壹、承銷方式

依照日本證券交易法(証券取引法)現行之規定，目前日本證券承銷商承銷有價證券之方式主要有兩種，一為「確定包銷」，另一則為「餘額包銷」。本研究計畫謹就此二種承銷方式分別介紹如下：

一、確定包銷(全額買取引受)

日本證券承銷制度中的「確定包銷」，在概念上相當類似於美國實務上的 firm-commitment underwriting，亦即，日本證券承銷商若採取此種有價證券的承銷方式，承銷商在簽訂承銷契約時，即會先行向發行公司認購買入其發行之有價證券，然後再於承銷期間直接或間接(透過分銷商)，將全部的有價證券銷售予市場投資人(全部確定包銷)，或是在承銷契約中訂明保留一部份由承銷商自行認購(部分確定包銷)⁹⁵。在此種承銷方式底下，其申請人為承銷商，換言之，該等有價證券係以「承銷商」作為名義人，而有價證券亦係直接交付予承銷商，是故在作業程序上較為簡單⁹⁶。

⁸⁶ Id. at 29.

⁸⁷ Id.

⁸⁸ Id.

⁸⁹ Id.

⁹⁰ Id.

⁹¹ Id.

⁹² Id. at 30.

⁹³ Id.

⁹⁴ Id.

⁹⁵ 參閱中塚晴雄，〈投資銀行の引受審査— 1920年代前半のニューヨーク外債市場におけるデュー・デシリジェジェンス〉，available at: <http://www.en.kyushu-u.ac.jp/~iwata/JSME/00f-na-katsuka.pdf#search=firm-commitment%20underwriting> (last visited on July 10th, 2006)

⁹⁶ 參閱王齡梓，〈我國有價證券承銷制度及承銷配售方式之研究—以上市上櫃前之承銷配售為中心〉，國立台北大學法律研究所碩士論文，頁32(2003年6月)；周行一、呂東英，前揭註24文，頁24以下。

二、餘額包銷（殘額引受け）

在日本證券承銷制度中「餘額包銷」（類似美國實務上的 stand-by underwriting）的承銷方式底下，日本的證券承銷商在與有價證券發行公司簽定承銷契約時，即會約定募集結果所產生之餘額，將由承銷商就餘額自行認購，是故，除了承銷商自行認購的餘額部分外，有價證券的申請人乃是一般投資人（承購人），亦即，有價證券係以一般投資人（承購人）作為名義人，而有價證券亦係交付予一般投資人（承購人）。一般而言，美國實務上所採用的 stand-by underwriting，主要係用於「股東新股認購權」或可轉換公司債「轉換權」的承銷。然於日本的證券市場實務操作上，證券承銷商承銷有價證券亦可採用此種方式⁹⁷。

相較於「確定包銷」程序簡便，且發行公司可先行自承銷商取得發行有價證券之資金，在餘額包銷的方式底下，因為有價證券的原始取得人乃是一般投資人，有價證券是依投資人之名義直接交付予投資人，故在作業程序上較為繁瑣，而發行公司要取得發行有價證券之全部資金也需要較長的時間，須俟承銷期間屆滿後始能取得資金。

總結而言，其實不論是確定包銷或是餘額包銷，證券承銷商均需承擔公開募集之風險，其間的差異僅在於，在確定包銷的承銷方式底下，承銷商須先認購有價證券，而於承銷期間替「自己的持股」銷售有價證券。而餘額包銷的情形之中，於程序上承銷商乃是「代替」發行公司銷售有價證券，僅是必須要認購公開募集後有價證券的剩餘數額而已⁹⁸。雖然如同前開說明，確定包銷對於發行公司取得資金程序上較為便捷，然若該發行公司於 IPO 時，由於必須達到股權分散之法定標準方得以正式掛牌，故為達股權分散之目標，發行公司申請上市櫃未達股權分散之法定標準時，通常均會採取餘額包銷之承銷方式。只有在已達到股權分散標準後，發行公司方可能採取確定包銷之方式進行承銷⁹⁹。

貳、配售方式

惟前述之承銷方式，主要所欲處理者乃是發行公司與承銷商之間的關係。至於承銷商如何將股票或其他有價證券售予市場上的投資人，則是「證券配售方式」的問題。依照日本證券承銷的相關制度，若該發行公司 IPO 係採取「確定包銷」之承銷方式者，可採取部分競價拍賣（Partial Auction Method，オークション方式）及部分公募（Partial Public Offering）之方式，或全數詢價圈購（Book Building，ブックビルディング方式）之方式進行配售¹⁰⁰，本研究計畫以下謹分別針對各種證券配售方式說明如下：

⁹⁷ 參閱賴英照，《股市遊戲規則-最新證券交易法解析》，初版，頁 304-305（2006 年 2 月）。

⁹⁸ 參見同前揭註 70 文，頁 69（1998 年 11 月）。

⁹⁹ 參閱諸葛祺、彭桂星、溫鵬榮、張文毅，參見同前揭 70 文，頁 32。

¹⁰⁰ 參閱日本野村證券網站，available at：<http://www.nomura.co.jp/terms/english/b/bookbuilding.html>（last visited on July 10th, 2006）

一、部分競價拍賣及部分公募

所謂的「競價拍賣」，係由主辦承銷商與發行公司議訂最低承銷價格，於投標前公告；投資人以不低於最低承銷價格遞送投標單參與競標，並以價格高者得標，取得一定數量之證券¹⁰¹。至於「公募」與「私募」的區別，依照日本證券交易法第二條第三項之規定，原則上，所謂的「公募」係指發行的對象乃是非特定且為多數投資人的情形，其中關於「多數投資人」的要件，依照日本證券交易法施行細則（証券取引法施行令）第一條之四的規定，係以「五十人」作為區別界線，若於直接投資人未達五十人之情形即屬「私募」¹⁰²。

(一)IPO 的進行流程

進一步而言，依照日本的證券承銷相關制度，自 1989 年 4 月 1 日起，即對於上市前的公開承銷實施部分競價拍賣及部分公募制度，第一次提出有價證券申報時，其實尚未決定投標底價，而係於生效前的三個營業日，經董事會決議後決定投標底價，並提出訂正申報書，申報生效日後第二個營業日即進行投標，並以得標價格（加權平均價格）作為剩餘股數的出售價格，並於次一營業日提出修正申報，俟修正申報生效後，連續三天為公募股票之申請期間，第七天向東京證券交易所（東京證券取引所，Tokyo Stock Exchange，以下簡稱「東京證交所」）提出公募股票配售名單，第九天繳納股款，第十天即可上市買賣，自決定價格之日起算，至上市買賣日總計約十一個營業日左右¹⁰³。本研究計畫茲以表格方式將其流程表示如下：

T-3	經董事會決議後決定投標底價，並提出訂正申報書
T	申報生效日
T+2	進行投標，並決定剩餘股數的出售價格
T+3~T+5	開放公募股票之申請
T+7	向東京證交所提出公募股票配售名單
T+9	認購人繳納股款
T+10	開放有價證券上市買賣

(二)Second Public Offering（以下簡稱「SPO」）的進行流程

同樣地，發行公司在辦理現金增資提出申報時，亦僅係暫訂發行價格，最後的發行價格仍須待有價證券申報書生效日之前一營業日方能確定，並於生效日之次一營業日起連續三個營業日作為募集期間，而事實上，在生效日之前幾乎都已確定配售名單，募集期間僅是作為最後確認而已，募集期間結束後即進行繳納股款之動作，繳款結束

¹⁰¹ 參見前揭註 128 文，頁 306。

¹⁰² 同前揭註 131。

¹⁰³ 參見前揭註 127 文，頁 33。

後第二天即可掛牌交易。一般而言，自決定價格之日起算，至上市買賣日總計約八個營業日左右¹⁰⁴。

二、詢價圈購

所謂的「詢價圈購」，則係先由主辦承銷商與發行公司議定承銷價格的可能範圍並辦理公告，再會同發行公司舉辦說明會，受理投資人遞交圈購單，以瞭解市場上投資人的需求狀況、認購意向與市場動向（但投資人及承銷商均不受圈購單報價之拘束）。主辦承銷商彙整圈購情況後，與發行公司議定承銷價格，並於投資人承諾認購後，由承銷商負責辦理分配。

一般而言，詢價圈購的配售方式，相較於競價拍賣而言，有如下之優點¹⁰⁵：第一、詢價圈購預先考慮了股票公開後流通市場的情形，進而提高了市場投資人對於股票價格的信賴感；第二、詢價圈購可提高並促進（以長期投資為目的之）法人投資人的市場參與度，而此將有助於市場效率的提升及活絡化；第三、在決定有價證券價格與配售的過程當中，證券承銷商的積極參與，更可有效地發揮「市場妝飾機能」（マーケットメイク機能，The Market Make-up Function）；最後，詢價圈購的配售方式在手續上較為簡便，而得縮短公開發行的時程，並得依據市場上的趨勢與需求，以較具彈性的方式辦理。

總結而言，由於採競價拍賣方式常產生得標價格過高之現象，導致掛牌以後股價跌落，而使得一般市場上的投資人套牢，因此，自1989年以降，於IPO承銷時，雖然依照目前日本現行的相關規範，公司董事會得以決議之方式決定究以競價拍賣或詢價圈購之方式辦理，但詢價圈購逐漸成為競價拍賣方式之替代品，現在日本所有的發行公司多選擇詢價圈購方式。此外，已上市上櫃公司SPO亦以詢價圈購為主要的配售方式¹⁰⁶。

參、價格訂定

關於證券承銷價格之訂定方法，其實與前述之證券配售方式息息相關。而依照目前日本證券市場制度中，承前述說明，既然包括部分競價拍賣及部分公募，或全數詢價圈購等配售方式，本研究計畫以下謹針對不同證券配售方式，其證券承銷價格之訂定方式說明如下：

一、部分競價拍賣與部分公募之證券承銷價格¹⁰⁷

若係採取部分競價拍賣及部分公募之配售方式，以IPO的情形為例，發行公司即

¹⁰⁴ 同上。

¹⁰⁵ 同前揭註131。

¹⁰⁶ 參見前揭註24文，頁36。

¹⁰⁷ 參見前揭註70文，頁71-73（1998年11月）。

於第一次之董事會中，對公開募集、銷售之股數及其中提供投標之股數進行議決（此時募集價格尚未決定）。

(一)決定公開募集銷售股數

公開募集之股數應為銷售股數之 50%以上，且最低為 100 萬股，其關係如下表：

公開募集、銷售總股數	提供投標之股數 (全體之 50%以上，且達 100 萬股以上)
	投標後所公開募集、銷售之股數 (全部之 50%以下)

(二)決定投標下限價格

第二次董事會時，發行公司即應決定投標之下限價格。投標時，以同類公司基準價格之 85%作為投標之下限價格，超過該價格作為投標之申報價格。同類公司基準價格計算公式如下：

同類公司基準價格 = 同類公司基準價格 × 0.5 × (申請上市之公司每股之純益 / 同類公司每股之純益 + 申請上市之公司每股之淨值 / 同類公司每股之淨值)

同類公司平均股價：同類公司最近一個月中之收盤價之簡單平均。

每股純益：最近決算期之當期稅後純益除以最近決算期末之已發行股數。

每股淨值：最近決算期之股東權益除以最近決算期末之已發行股數。

同類公司，由證券承銷商選定二家以上在證券交易所上市之公司，且其中一家由東京證交所選定，於有價證券申報書上具體記載該同類公司名稱及理由，並予以公布。同類公司選擇之判斷基準如下：

1. 主要事業部門或主要產品。
2. 部門或產品別之營業額比率。
3. 業績及成長性(每股純益營業額等之成長率等)。
4. 企業規模(營業額、已發行股數等)。
5. 其他(地域性、銷售形態、銷售系列等)

(三)投標之申報

有價證券申報書生效後，一般投資人可於國內任何證券公司進行投標之申報，依東京證交所之相關規則，下列人員不得參加：

1. 申請上市公司之特別利害關係人，包括董監事、其配偶及二親等內之血親（以下簡稱「董事等」）、董事等持有已發行股份總數過半數之公司及其關係企業與其董監事。
2. 申請上市公司之前十名大股東。
3. 申請上市公司之員工。
4. 證券公司（包括外國證券公司）及其董事、人事上的關係企業及資金上的關係企業，投標之申報為每人以單一價格於上限股數內以一千股為單位，並應附上

申報保證金進行申報，至於上限股數為承銷證券公司在五千股之內以一千股為單位所訂出。

(四)公開價格之決定

投標申報日之次日於證券交易所進行投標，投標後決定公開發行銷售之價格。投標的方法為從最高價格之投標申報部分開始依序進行分配至投標股數結束為止，且投標申報時投資人所申報之價格即為得標價格。投標申報股數未滿公開股數之25%時，視為投標不成立。

投標後之公開發行，銷售價格係以投標而得之價格予以加權平均所得之價格作基準，主要考慮重點如后：

- 1.投標之實施情形。
- 2.投標日至上市日止視股票行情變動所發生之風險。
- 3.對投標後之公開發行、銷售之需求之預測。

至於得標價格之加權平均計算方法如下：

$(\text{得標價格} \times \text{得標股數})\text{之總和} / \text{總得標股數}$

二、詢價圈購之證券承銷價格

(一)證券承銷價格之初步訂定與調查程序

「詢價圈購」乃目前日本證券交易市場上 IPO 或 SPO 主要的證券配售方式，本研究計畫以下謹針對詢價圈購之證券配售方式，其證券承銷價格之訂定方式說明如下。在發行公司與承銷商決定以詢價圈購之方式辦理的情形之中，依照日本「有價證券交易相關規則」（有價証券の引受けに関する規則，公正慣習規則第14號）第七條之規定，發行公司與承銷商須於「有價證券登記報告書」（有價証券届出書，Securities Registration Statement，以下簡稱 SRS）之中，事先決定有價證券之價格範圍與區間，並於其後依照同規則第七條之二的規定，在探詢市場投資人的需求與價格風險之後，由發行公司與承銷商間，會同協商訂定承銷價格¹⁰⁸。

至於其詳細流程，依照「有價證券交易相關規則施行細則」（「有価証券の引受けに関する規則」に関する細則）第三條之二的規定，在詢價圈購之方式底下，其承銷價格的調查與決定程序主要可分成三大階段¹⁰⁹：

第一、由承銷商與發行公司決定初步條件（仮条件の決定）

在此一階段之中，承銷商與發行公司於決定有價證券之初步價格與發行條件時，依照該條規則，應參酌之要素大致包括：

¹⁰⁸ See 高橋謙 and Thomas J. Dreves, "Tapping Japan's retail equity markets with and without listings", Tokyo Aoyama Aoki Law Offices- Baker & McKenzie, International Financial Law Review (2002)

¹⁰⁹ 參閱日本證券業協會網站，available at: <http://www.jsda.or.jp/html/kisoku/index.html> (last visited on July 11th, 2006)

1. 股票、優先股權證券或不動產投資信託證券的在初級市場與次級市場的市場價值 (market value) 與流動性 (liquidity) ；
2. 發行公司的企業本質、營運成效與財務狀況；
3. 其他相關的有用資料或意見。

第二、需求調查 (需要の調査)

承銷商應針對市場銷售條件等資訊，制訂掌握市場需求的基本政策與方針，並指派、委託其他承銷商辦理詢價圈購之業務。辦理是項業務之承銷商，應依照該等方針與政策實行需求調查，並避免下列情形發生：

1. 發佈之調查報告並非以投資人之需求為基礎；
2. 為確保有價證券分配的目的，而於調查報告中揭示了過量的需求；
3. 針對同一投資人的同一需求進行重複調查。

第三、記錄保存 (記録の保存)

承銷商於完成需求調查之後，應以書面或電磁記錄之方式保存該等記錄六個月。

(二) 證券承銷價格之決定

基本上，證券承銷價格之訂定，係依照市價與前開需求調查後之結果，乘上折扣率後所決定。依照 1995 年以前日本公司法與證券交易法之規範內容，發行價格 (承銷商之取得價格) 與公開募集價格 (承銷商對投資人之售價) 兩者是相同的，而此一金額亦為發行公司預計募集之資金總數/實得金額。但於 1995 年修法之後，「公開募集價格」即等於「發行價格」 (等於發行人預計募集之資金總數/實得金額) 加上「承銷手續費」，此種公開募集價格的計算方式，一般又稱之為「直接法」。

採用「直接法」的好處即在於，依照此一計價方式，由於可將承銷手續費從公開募集價格中扣除，使得發行公司無須將承銷手續費當作「營業外費用」予以沖銷，此將可微幅增加發行公司的淨資產。關於採用「直接法」公開募集有價證券時，資訊公開的相關問題，日本證券業協會則有下列規定與要求：第一、公開募集價格和發行價格不同時，必須於有價證券申請書上明確說明，其記載方式亦需以「發行價格」記載之；其次，和以往的公開募集比較起來，因減少承銷手續費而增加公司利益之相關資訊，故發行公司必須在財務報表上加以註明¹¹⁰。

肆、報酬來源

在承銷手續費方面，1994 年以前，相關日本證券承銷制度係採用「定額方式」分配。1994 年以後，則依承銷團間不同工作任務，區分為幹事手續費、承銷手續費、銷售手續費三種，均按工作分量之比率分配。一般而言，承銷費用通常占發行金額的

¹¹⁰ 參見前揭註 70 文，頁 71。

2.5%~3%，承銷難度較高的案例亦有可能高達 5%。其中幹事手續費又稱銷售費用占 60%，依幹事銷售比率分配；承銷手續費為 20%，由主辦承銷商視承銷風險及爾後安定操作所需之費用予以保留，嗣後分配予幹事承銷商；管理報酬為 20%，依銷售比率分配¹¹¹。

第四章 我國引進二價式確定包銷制度之適法性與可行性

從我國歷次有價證券承銷制度的演進歷程可知，國內證券主管機關為強化我國資本市場的效率及公平，在現行餘額包銷制度下，完善各種配售方式的努力與用心可謂不遺餘力，惟為利我國資本市場之長遠發展，並考量二價式確定包銷制度在美國及日本等先進資本市場業已行之有年，係其實務上發行有價證券最主要的承銷方式之一，倘若國內尚能開放二價式確定包銷制度，使承銷商發揮其專業配售能力，並得以異於向發行公司承接承銷案件之價格向投資人辦理配售，應不失為進一步健全我國資本市場的可能選項。茲分別就我國引進二價式確定包銷制度之建議架構、適法性及可行性，探討如下。

第一節 我國引進二價式確定包銷制度之規劃方向與建議架構

壹、規劃方向

現行餘額包銷之承銷制度下，證券承銷商包銷有價證券，於承銷契約所訂定之承銷期間屆滿後，對於約定包銷之有價證券，未能全數銷售者，其贖餘數額之有價證券，應自行認購（證券交易法第七十一條第一項），由於承銷商對於股票配售之自主權不高，從而未能建立長期有效之配售通路，且因採餘額包銷制，承銷商除依法先行保留自行認購之有價證券外¹¹²，所包銷之有價證券皆因銷售不佳而取得，承銷商相對處於風險不對稱之處境。再者價格訂定至掛牌買賣時間過長，且無彈性，以致承銷訂價必須折價以規

¹¹¹ 參見前揭註 70 文，頁 73-74。

¹¹² 中華民國證券商業同業公會證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法第四條之一規定：「證券商承銷商包銷有價證券，除其他法令另有規定外，應依下列各款所定之比例先行保留自行認購，但於承銷期間屆滿後，就未能全數銷售之有價證券應自行認購部分，得不受該比例之限制：

一、已上市、上櫃公司辦理現金增資、可轉換公司債、非採洽商銷售之普通公司債、非採洽商銷售之金融債券及發行臺灣存託憑證承銷案件，應保留承銷總數之百分之五至百分之十五自行認購。

二、未上市、未上櫃公司辦理現金增資承銷案件，得自行認購比例上限為承銷總數之百分之十五。

三、公開發行公司發行特別股、附認股權特別股、附認股權公司債承銷案件，得自行認購比例上限為承銷總數之百分之十五。

四、受託機構公開招募受益證券及特殊目的公司公開招募資產基礎證券非採洽商銷售之承銷案件，得自行認購比例上限為承銷總數之百分之十五。

五、受託機構募集不動產資產信託受益證券，非採洽商銷售之承銷案件，得自行認購比例上限為承銷總數之百分之十五。

前項承銷案件承銷總數全數採詢價團購方式辦理者，每一承銷商先行保留自行認購數量不得超過承銷總數之百分之十。

公開發行公司辦理現金增資，遇有屬政府機關之原股東依公司法第二百六十七條第三項規定放棄認購股份，其併入公開承銷部分，於計算第一項第一款之承銷總數時得扣除之。……」

避時間風險，股價未能貼近時價發行，造成投資人與發行公司用以謀求投資利得，因而股票發行未必考量發行公司之資本最適規模，故資源分配無效率，市場機制未能發揮¹¹³。

而我國倘若引進二價式確定包銷制度，由於證券承銷商包銷有價證券，得先行認購後再行銷售（證券交易法第七十一條第二項），是以承銷商須於訂價前就發行條件進行市場探詢，承銷商得視市場變動情形調整並決定訂價，待承銷案件向公會申報且彙總客戶承諾認購情形後，承銷商於訂價日與發行公司依銷售狀況決定發行價格（即承銷價格、掛牌價格、投資人繳交價格）與發行價額（發行公司募集金額），同時簽署承銷契約。承銷契約簽訂後，承銷商即有向發行公司包銷買入有價證券之義務，並負擔承銷風險，且於承銷公告中揭露發行價格與發行價額，投資人依發行價格向承銷商認購，兩者價差即為承銷商之配售報酬。待承銷商向公會報備承銷契約、寄發認購通知書、公開說明書及通知繳款後，投資人始向承銷商所指定之銀行帳戶繳款。

就價款之交付方面，若投資人所繳總金額大於發行公司募集金額，銀行應將所收取募集價款中之發行價額部分（即發行公司募集金額）轉入發行公司指定帳戶，剩餘價款即承銷商之配售報酬。但若投資人未全數認購而致繳款總金額小於發行公司募集金額，除應由銀行將所收取募集價款轉入發行公司指定帳戶外，承銷商尚需負責補足與發行公司募集金額間之價差。

就證券之交付方面，為明確區分發行公司與承銷商間，以及承銷商與投資人間乃分別成立不同之買賣契約，發行公司股務機構將股票移交至集保機構後，須先由集保機構同日撥入至承銷商後證券帳戶後，嗣再撥入投資人證券帳戶。

由於二價式確定包銷制度之主要特色為價格之訂定極具彈性，可視市場之供需及反應隨時調整，且其訂價日至可交易日時間甚短，致其所承銷之證券暴露之價格風險相當有限¹¹⁴。倘若我國引進二價式確定包銷制度，對於有效改善現行餘額包銷制度下之前述缺失，使國內之承銷制度回歸市場機制，應能有所助益。

貳、建議架構

為利於本研究計畫後續研提我國引進二價式確定包銷制度之建議架構，茲先就近年來國內承銷案件總數及有價證券配售方式之適用現況，列表說明如下：

	90 年度	91 年度	92 年度	93 年度	94 年度
承銷案件總數	291	352	317	354	180
全部公開申購案件	187	197	128	97	49
全部詢價團購案件	46	96	122	164	60
部分詢價團購部分 公開申購案件	1	1	1	26	36
部分競價拍賣部分 公開申購案件	2	2	0	2	0
全部競價拍賣案件	1	0	0	0	0
全部洽商銷售案件	12	6	2	10	13

資料來源：整理自券商公會網站¹¹⁵

¹¹³ 參見前揭註 30 文，頁 36。

¹¹⁴ 參見前揭註 30 文，頁 5。

¹¹⁵ available at : <http://www.csa.org.tw/B003/B036.asp> (last visited on 2006/9/14)

從前開統計資料可知，詢價圈購及公開申購二者乃現行餘額包銷制度下近年來國內辦理承銷案件最主要之配售方式。而其中公開申購方式雖較能保障散戶投資人參與認購有價證券之權利，惟倘考量在制度設計上，若以公開申購作為我國實施二價式確定包銷制度之配售方式之一，一方面，可能容易致使承銷時程流於冗長而無法進一步縮短，且承銷商無法將有價證券配售予會長期持有而非短期套利之投資人；另一方面，參酌美國、日本確定包銷制度普遍以詢價圈購為主要之配售方式，而我國有價證券配售方式自八十四年納入詢價圈購以來，確實為發行公司引進不少參與公司長期發展之法人機構，對公司形象之提昇及股價之維持均有正面意義¹¹⁶，因此，為發揮承銷商在證券發行市場之樞紐、中介角色¹¹⁷，進而吸引發行公司採納該制度，並參照美國確定包銷制度採詢價圈購之配售方式，確實有助於加快承銷時程之實效，故倘若我國欲引進二價式確定包銷制度，本所建議原則上應朝以詢價圈購作為配售方式之方向設計。

惟參酌我國現行餘額包銷制度下 IPO 案件為保障散戶投資人參與認購之權利，目前 IPO 案件乃採行詢價圈購搭配公開申購作為配售方式，且 IPO 案件之承銷作業已調整為訂價後五個營業日掛牌，故相較於以往 IPO 案件承銷時程冗長之缺失，現行 IPO 案件承銷時程業已大幅縮短。倘若我國欲引進二價式確定包銷制度，在仍可有效縮短承銷作業時程之前提下，IPO 案件如欲採行詢價圈購搭配公開申購作為配售方式，亦不失為兼顧承銷商發揮配售能力與散戶投資人參與認購之作法。

依前述確定包銷之規劃方向，並參酌現行餘額包銷採詢價圈購方式之時程規劃，茲就我國引進二價式確定包銷制度之建議架構，表列如下。

T-6	向公會申報詢價圈購約定書
T-4	刊登詢價公告及開始受理詢價圈購
T-1	詢價圈購截止日
T	1. 訂定發行價格及發行價額，主辦承銷商並應通知證交所及公會 2. 簽訂承銷契約
T+1	1. 向公會報備承銷契約 2. 寄發認購通知書、公開說明書及通知繳款
T+2	1. 辦理承銷配售公告 2. 投資人繳款日 3. 承銷商交付承銷價額(發行價額)予發行公司 4. 未獲配售之認購保證金退款日 5. 發行公司向證交所或櫃檯中心申請有價證券上市或上櫃
T+3	1. 完成相關名冊整理 2. 發行公司交付有價證券予承銷商 3. 承銷商交付有價證券予投資人 4. 有價證券上市或上櫃公告
T+4	有價證券上市或上櫃

依上述規劃，定價日與有價證券掛牌相隔僅四日，將較餘額包銷更為縮短。而投資人繳款日與承銷商交付承銷價額為同一日，承銷商必須準備足夠資金，以支付發行公司。

¹¹⁶ 參見前揭註 30 文，頁 38。

¹¹⁷ 按證券發行市場主要係由發行公司、承銷商、與投資人三方面構成，承銷商(Underwriter)，係擔任資金需求者(即發行公司)與資金供給者(即證券購買者)之橋樑，換言之，承銷商乃居於中介地位，可說是發行市場之樞紐，故證券承銷商之角色是否扮演得當，為發行市場發展之重要關鍵。參見前揭註 1 文，頁 6；朱峻賢，前揭註 12 文，頁 15 (2000 年)。

參、發行價格之訂定

由於在二價式確定包銷制度下，承銷商主要係收取發行價格與發行價額之價差，而「價差(Spread)」係指承銷商為了購買發行公司所發行之有價證券而給付給發行公司之價額，與承銷商將該發行之有價證券轉售給投資人價格的價差。由於若該新發行有價證券的市場需求很強，因眾多承銷商將會爭取成為該發行案的承銷商，則價差會比較小，反之，若該新發行有價證券的轉售市場風險較大，則價差也就會較大。

惟發行價格之訂定標準，參酌美國實務可知，其發行價格得採行「議定發行價格」或「公式發行價格」的方式議定，「議定發行價格」係由發行公司與承銷商間議定之，而該價格通常是在發行前一日依市場交易價格打上一點折扣決定，而「公式發行價格」則是由發行公司與承銷商間約定發行價格應落在發行當日市場價格一定比例的區間範圍之內，而價差則為發行價格的一定比例或一個固定的數字。

根據本研究計畫前揭說明，由於議定發行價格的承銷案會有較高的價差，而在採行公式發行價格的情形下，發行價格會較接近發行價額¹¹⁸。而參照美國實務採取公式發行價格案件的特徵，包括發行公司為上市公司、發行規模在美金一千萬以上、發行價格超過每股二十元，且發行由大型承銷商辦理，故本研究計畫建議，倘若我國欲引進二價式確定包銷制度，就發行價格之訂定上，可考慮採行「議定發行價格」或「公式發行價格」的方式，並配合發行案之特性供發行公司與承銷商間選擇。

第二節 我國二價式確定包銷制度之適法性

壹、二價式確定包銷制度下之法律關係

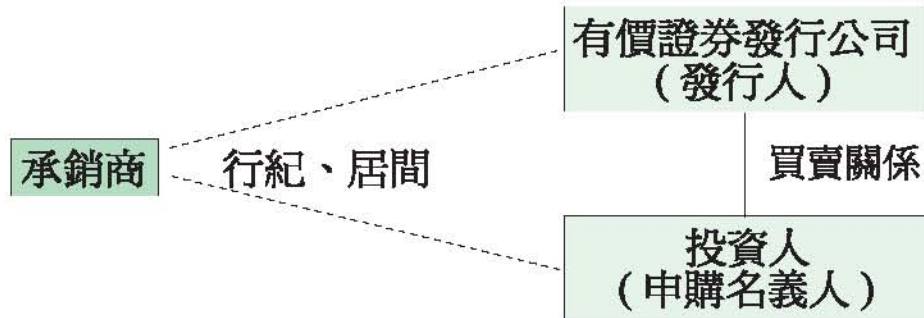
在探究二價式確定包銷制度之適法性問題前，應先釐清二價式確定包銷制度底下各關係人（參與者）間之法律關係，有別於傳統我國實務上常見的代銷或餘額包銷制度，而衍生不同之法律問題。

以我國證券交易法第七十二條之代銷制度（類似美國法上之 best-efforts underwriting）為例，蓋因在代銷制度底下，承銷商僅係代銷而未認購證券，主要的（買賣）法律關係係存在於發行公司與投資人之間¹¹⁹。另一方面，在「餘額包銷」（類似美國實務上的 stand-by underwriting）的承銷方式底下，承銷商亦係僅就募集結果所產生之餘額進行認購，是故，除了承銷商自行認購的餘額部分外，有價證券仍係以一般投資人（承購人）作為名義人，而有價證券亦係交付予一般投資人（承購人）。然而無論係採取代銷或餘額包銷制度，此時，承銷商之地位僅係類似於居間人或行紀人，有價證券買賣契約均係成立於發行公司與投資人之間。

¹¹⁸ Securities Underwriting – A Practitioner's Guide, Kenneth J. Bialkin et al., p. 327(Practicing Law Institute 1985).

¹¹⁹ 參見前揭註 128 文，頁 305。

本研究計畫就此略以簡圖表現其法律關係如下：



準此，投資人在代銷制度與餘額包銷制度底下，主要請求權基礎之對象應為發行公司，而非作為行紀人或居間人之承銷商。投資人給付價款之對象為發行人，而非承銷商，承銷商之代收股款專戶之性質亦非認為係承銷商之自有財產，而係代理發行人收取之股款。至於承銷商之地位以及其所適用之法律規範，究屬行紀或居間，依我國最高法院之見解¹²⁰，則認為應視其個案情形而定。按「居間」之定義，依民法第五百六五條之規定，係指「當事人約定，一方為他方報告訂約之機會或為約定之媒介，他方給付報酬之契約」；至於「行紀」，依民法第五百七十六條之規定，則係指「以自己之名義，為他人之計算，為動產之買賣或其他商業上之交易，而受報酬之營業」。職是，承銷商究屬行紀人或居間人，則應依個案之中其究係以「自己名義」抑或以「發行公司」之名義銷售該等有價證券而定。

然而，有別於前開說明，若為二價式確定包銷制度，其下各關係人（參與者）間之法律關係則有所差異。蓋因在確定包銷制度之中，如同本研究計畫先前之說明，承銷商在簽訂承銷契約時，即會先行向發行人認購買入其發行之有價證券，然後再於承銷期間直接或間接（透過分銷商），將全部的有價證券銷售予市場投資人（全部確定包銷），或是在承銷契約中訂明保留一部份由承銷商自行認購（部分確定包銷）。換言之，在此種承銷方式底下，有價證券之直接申購人為承銷商，而有價證券亦係直接交付予承銷商，此後復由承銷商將有價證券銷售予投資人。本研究計畫就此略以簡圖表現其法律關係如下：



¹²⁰ 參閱最高法院 89 年台上字第 992 號判決。

質言之，就法律關係上之定性而言，確定包銷制度與前揭代銷或餘額包銷制度之主要差異即在於，確定包銷制度底下乃是兩段買賣法律關係。承銷商一方面做為有價證券之買受人，另一方面再將有價證券轉賣於市場投資人。故投資人依發行價格向承銷商繳款，承銷商係本於自己所有之地位收受銷售價款，承銷商對發行公司交付發行價額之款項，亦係本於自己為投資人之地位支付，僅金流的設計上，將投資人繳款日與承銷商之繳款日定為同一日，以減輕承銷商之資金壓力。

因此，確定包銷強化了承銷商之地位與整個承銷流程之中的參與程度。當然隨著參與程度的深化，承銷商（對於其他參與者）的責任也將一併地提高。此點所造成最直接的影響即是，傳統上投資人請求權基礎的對象僅有發行公司，但隨著法律關係的轉化，由於投資人之直接交易相對人為承銷商，是故，投資人基於「有價證券買賣關係」的請求權基礎，其對象將轉化成為「承銷商」。

貳、「發行價格」與「發行價額」不同

按餘額包銷之架構下，承銷商因包銷所取得之股票，其價格與投資人所取得者相同。惟在二價式確定包銷制度下，承銷商向發行公司買入之發行價額與其嗣後銷售給投資人之發行價格間並不相同。則此二層法律關係下所取得之股份，是否有初級市場與次級市場之別？是否屬於同次發行之股份？倘認為屬同次發行，依公司法第一百五十六條第七項規定「同次發行之股份，其發行條件相同者，價格應歸一律。但公開發行股票之公司，證券管理機關另有規定者，不在此限」，則需進一步考量有無違反同次發行價格應歸於一律之問題。

依證券交易法第七十一條前段規定：「證券承銷商包銷有價證券，得先行認購後再行銷售」，倘單就「再行銷售」的層面而言，由於承銷商銷售予市場投資人之價格均屬相同，故尚無違反前開公司法本文規定之虞，惟若綜觀「自行認購」與「再行銷售」二者，則有「發行價格」與「發行價額」間價格並不相同之問題。

就發行之定義觀之，依證券交易法第八條規定：「本法所稱發行，謂發行人於募集後製作並交付，或以帳簿劃撥方式交付有價證券之行為。」即公開發行公司所為之公開發行，是指對非特定人公開招募後交付有價證券之行為，自非對特定承銷商所為之交付有價證券行為。依前述規劃，確定包銷中集保公司將有價證券撥入承銷商帳戶再轉入投資人帳戶是同一天，掛牌日亦皆相同，即投資人始為發行人募集之真正對象。再者，對發行公司而言，無論是餘額包銷或確定包銷，皆屬證券交易法第七十一條所規定承銷之方式，發行公司所發行之目的與對投資人之發行之條件並無差異，且採確定包銷應係使承銷時間更形縮短，定價更能接近市價，是否屬同次發行自不應因包銷方式之差別而有不同。故綜上所述理由，確定包銷縱有承銷商取得再銷售之設計，概念上「自行認購」與「再行銷售」應屬同次發行的行為，僅於同次發行中架設二層法律關係。

承上，確定包銷於同次發行中，發行條件相同，但「發行價格」與「發行價額」之價格並不相同，而有不符公司法第一百五十六條第七項本文所稱「價格應歸一律」之問

題，倘採行此制度，即有必要依但書規定，由證券管理機關另訂規定，即倘若政策上欲推行二價式確定包銷制度，法制上可由主管機關另行以發布解釋函令之方式，豁免同次發行價格應歸一律之限制，以符合公司法之規定，作為制度推行的授權基礎。然而，確定包銷架構下，發行價格及發行價額皆載明於公開說明書，投資人已習於單一之發行價格，對投資人而言，何以出現發行價格與發行價額不同之情形，是否影響投資人之繳款意願，則有待制度之宣導及承銷商對投資人之教育與配合。

參、發行公司交付公開說明書給投資人之義務

依證券交易法第三十一條第一項規定「募集有價證券，應先向認股人或應募人交付公開說明書」，又同法第七十九條規定「證券承銷商出售其所承銷之有價證券，應依第三十一條第一項之規定，代理發行人交付公開說明書」，就公開說明書之交付義務人而言，解釋上發行公司應負交付之義務，殆無疑問。惟在二價式確定包銷制度下，由於承銷商乃先行從發行公司認購有價證券後再行銷售與投資人，發行公司有無依前開規定交付公開說明書給投資人之必要，值得進一步探討。

就公開說明書之特性言，證券交易法第十三條規定「……公開說明書，謂發行人為有價證券之募集或出賣，依本法之規定，向公眾提出之說明文書」，可知公開說明書於本質上即應係「向公眾提出」之說明文書，而不應僅係交付給單一或少數特定承銷商之說明文書。

就募集行為之定義言，觀諸證券交易法第七條第一項規定「……募集，謂發起人於公司成立前或發行公司於發行前，對非特定人公開招募有價證券之行為」，又同法第三十一條第一項規定「募集有價證券，應先向認股人或應募人交付公開說明書」，可知所謂「募集」應係指發行公司向「非特定人」「公開招募」有價證券之行為，而發行公司欲募集有價證券者，自應依前開規定向該「非特定人」交付公開說明書。

就承銷商所扮演之角色言，在證券發行市場中，承銷商係居於中介的機構、發行市場的樞紐，承銷商之存在主要即為協助發行公司籌募所需之資金，暢通資金供給者與資金需求者之管道，加速資本形成¹²¹。由於所謂證券發行市場係指發行人為籌措中長期資金，以發行新證券（股票、公債、公司債、投資信託受益憑證等）方式，向「廣大投資者」「募集」資金之場所¹²²。可知在二價式確定包銷制度下，買賣有價證券之流程，形式上雖由承銷商先行從發行公司認購有價證券後嗣再另行銷售與投資人，惟由於承銷商僅係居於發行公司向「廣大投資者」「募集」資金時中介或樞紐之地位，承銷商向發行公司之買入及銷售予投資大眾之行為仍應合併觀察，將二者視為一承銷之行為，始符合法規上「募集發行」、「公開說明書」及「承銷」之意旨。實質上倘發行公司欲發行有價證券時，仍應將嗣後向承銷商購入有價證券者視為投資人，亦即，發行公司募集資金的對象應係欲向承銷商購入有價證券之投資人，而非承銷商本身。

¹²¹ 朱峻賢，《證券承銷商業務之法律責任》，國立政治大學法律研究所碩士論文，頁15(2000年)。

¹²² 參見前揭註1文，頁6；

此外，就投資人之保障而言，於同一次發行行為中，投資人所受之保障自不應因採行餘額包銷或確定包銷之不同而有差異，而使發行人因此降低公開說明書之責任。反之，確定包銷乃提供投資人更多一層保障，即投資人除可向發行人請求外，亦可向承銷商主張出賣人之法律責任。參考各國確定包銷之制度，承銷商皆有交付公開說明書之義務，發行人及承銷商皆須付公開說明書之責任。二價式確定包銷制度，除了有加速與便利發行公司募集資金、確立承銷商之報酬來源，藉以提高其承銷動機等優點之外，最重要的一點即在於，其可提高規範上對於市場投資人的保障，多元化市場投資人請求權基礎的請求對象，進而強化市場投資人之信心。

綜上所述，在二價式確定包銷制度下，由於承銷商實際上僅係居於發行公司與投資人間的中介或樞紐之地位，而投資人始為發行公司募集資金之對象，發行公司即有依前開證券交易法相關規定交付公開說明書給投資人之必要。法律關係上雖然承銷商方為銷售之主體，發行公司仍有備置公開說明書之義務，依證券交易法第七十九條，承銷商仍有代理發行人交付公開說明書之義務，始能保障投資人。

第三節 我國二價式確定包銷制度之可行性

按各國證券市場由於其發展歷史、法規環境、籌資規模、投資人組成等各有不同，是以確定包銷制度雖於美、日等國行之有年，但受限於前述各國市場之特色或有差異，我國倘若擬引進二價式確定包銷制度，是否構逾淮為枳。在國內承銷市場之現況下是否可行，爰為以下所欲探討之重點。

壹、證券市場之規模與承銷商角色之扮演

有鑒於各國證券市場成交金額之整理有助於釐清我國與其他國家證券市場在規模方面之差異，而國內承銷市場案件數之趨勢分析則有益於明瞭我國承銷商近年來在爭取承銷案件方面之壓力，茲先就前開事項分

表一

單位：十億美元

各國證券市場成交金額比較								
年份	台灣	紐約	那斯達克	東京	倫敦	香港	韓國	新加坡
1996	476.5	4,063.3	3,301.8	932.0	1,178.0	182.5	178.0	60.2
1997	1,308.6	5,777.6	4,481.7	896.0	1,989.5	453.7	170.8	74.1
1998	896.0	7,317.9	5,519.0	750.8	2,888.0	206.2	145.1	58.5
1999	917.3	8,945.2	10,467.4	1,675.7	3,399.4	230.0	733.4	107.4
2000	993.3	11,060.1	19,798.8	2,315.5	4,558.6	376.7	556.1	95.2
2001	546.1	10,489.3	10,934.6	1,660.5	4,550.5	241.0	380.6	71.8
2002	635.2	10,311.2	7,254.4	1,565.8	3,998.5	194.0	592.8	62.8
2003	592.0	9,692.3	7,068.2	2,130.7	3,624.0	296.4	459.2	92.0
2004	717.3	11,618.2	8,767.1	3,220.0	5,176.2	439.6	488.7	107.3
2005	583.0	14,125.3	10,086.7	4,426.6	5,673.9	464.3	1,204.3	116.4

資料來源：摘錄自證期局網站¹²³。¹²³ available at : <http://www.sfb.gov.tw/statistics/point/9501/t30.xls> (last visited on 2006/8/30)。

表二

	90年度	91年度	92年度	93年度	94年度
承銷案件總數	291	352	317	354	180
上市櫃後現金增資案件數	69	79	41	41	51
初次上市案件數	23	34	22	13	2
初次上櫃案件數	107	98	69	79	39
初次上市櫃案件數	130	132	91	92	41

資料來源：整理自券商公會網站¹²⁴。

參照上表一可知，我國歷年證券市場成交金額相較於美國、日本及英國於同一期間之表現來看，我國歷年成交金額不僅相對較小，甚且自一九九七年起迄今，歷年成交金額更似有下降趨勢。對此，由於證券市場成交金額較大者，理論上恆能吸引承銷金額較大之案件前往該市場募集資金，因此承銷金額較大之案件將較有可能選擇前開資本市場較為活絡之美日等國辦理承銷，而非選擇我國市場。

而在二價式確定包銷制度下，承銷商之配售報酬與其自身配售有價證券能力之強弱可能息息相關，蓋承銷商的配售能力越強，承銷案件之發行價格（即承銷價格、掛牌價格、投資人繳交價格）與發行價額（發行公司募集金額），二者間即有較大價差的想像空間，從而承銷商之配售報酬亦可跟著前開想像空間一同水漲船高。

在前開理解下，可知受限於我國承銷市場之規模，針對承銷金額較大之承銷案件，發行公司不易選擇我國證券市場從事資金募集活動，使得我國發行公司對承銷商配售能力之仰賴程度將不若在美日市場募集資金者來得殷切。

以美國而言，由於許多重要投資機構與特定承銷商熟識並長期配合，發行公司對於金額龐大的籌資案，如需得到重要投資機構之青睞，適需仰賴承銷商之銷售通路才能達成。然而，我國發行公司、承銷商與投資人之生態則與此有別，尤其當發行公司體質良好而發行金額不大時，多數承銷商皆可輕易達成任務。相形之下，承銷商在國內發行市場中所扮演之發行公司與投資人間之樞紐地位具有較高之可替代性。於此情形下，並無法凸顯確定包銷能使承銷商發揮專業配售能力之特色，倘發行公司對於採行確定包銷制興趣缺缺，似難憑承銷商之力量改採確定包銷制度。

準此而論，倘若考量欲在我國籌募資金之發行公司對承銷商配售能力之仰賴程度並不若在美、日市場募集資金者來得殷切，是以我國若欲引進二價式確定包銷制度，承銷商如何說服發行公司使其信賴並仰賴其配售能力，無疑將有待未來實務運作之檢驗。

貳、承銷案件減少及承銷商之競爭

我國證券承銷市場向來競爭激烈¹²⁵，證券商面臨本土券商及外商投資銀行之競爭，實屬不易。承銷商與發行公司洽談承銷報酬乃處於弱勢地位，而參照上表二顯示，我國

¹²⁴ available at : <http://www.csa.org.tw/B003/B036.asp> (last visited on 2006/9/1)。

¹²⁵ 參見本研究計畫第二章第三節壹。

自九十四年實施承銷新制後，整體承銷案件數明顯受到影響¹²⁶，從而在承銷新制實施後，由於國內承銷市場案件總數明顯銳減，短期內承銷商家數倘又無同步減少跡象，恐將因而更形弱化承銷商與發行公司洽談承銷報酬之地位。於僧多粥少之情形下，承銷商只能落入殺價競爭求生存之窘境。加上長久以來，無論發行公司或投資人殆皆已習於承銷案件採取單一承銷價格且承銷費用低廉之情形下，又應如何說服投資人使其願意接受承銷商將有價證券賣給投資人之發行價格高於承銷商給付發行公司之發行價額之訂價，以支付承銷商較高之報酬，有待觀察。

參、發行公司之接受度

二價式確定包銷制度倘要順利引進台灣市場，對承銷商而言，其優點應在於合理之承銷報酬，改變過去以買入證券賺取資本利得之方式，並使承銷商之報酬與風險能對稱，承銷商於現行市場狀況下得否因採用此制而有提高報酬之空間，已探討如上。對發行公司而言，確定包銷之優點應在於籌募資金之效率是否提昇及定價之合理性。

按我國若引進二價式確定包銷，承銷方式在現行餘額包銷與二價式確定包銷雙軌並行之情形下，發行公司對二價式確定包銷之接受度如何，似應與現行餘額包銷制度向來在我國承銷市場之適用情況息息相關。

籌募資金是否因採行確定包銷制度而更有效率，在現行餘額包銷制度採全部詢價圈購之情形，為解決定價之合理性問題，各界已努力縮短承銷時間，故在規劃上僅將時程再縮短一天，對發行公司而言，在籌募資金效率上差別似乎不明顯。而發行公司與投資人長久以來均已習於餘額包銷之單一承銷訂價，且發行公司對國內承銷商配售能力之仰賴程度不同於在美、日市場進行籌資者，是發行公司本身在技術、業務、財務、知名度等各方面倘即足以吸引投資人以單一承銷價格向發行公司認購有價證券，則理論上而言，我國於引進二價式確定包銷制度初期，發行公司似仍較有可能依循舊制而選擇餘額包銷，蓋國內承銷市場既然競爭激烈，承銷商向發行公司收取承銷報酬原即居於弱勢，倘在現行餘額包銷制度下，發行公司僅需向承銷商支付數額較少之承銷報酬即可達到在發行市場向投資人籌募資金之目的，則除非採行二價式確定包銷制度之承銷案件，其發行價格與發行價額間價差甚小，發行公司似無必要接受二價式包銷制度而讓承銷商賺取發行價格與發行價額二者間之價差。

反之，於我國引進二價式確定包銷制度初期，倘若發行公司之技術、業務、財務等各方面體質甚為健全，惟受限於本身知名度不高或其他因素致無法吸引發行市場投資人

¹²⁶ 其中，倘再就歷年上市櫃後現金增資案件數及初次上市櫃案件數進一步比較可知，前者所影響應屬不大，但後者所受衝擊似非輕微。而針對前開初次上市櫃案件數於承銷新制實施後所受之衝擊，有論者指出，本次承銷新制實施後基於下列理由，使得承銷新制中 IPO 業務看似獲利有限而責任無限，預計承銷商勢必調整其業務結構，將重點放在 IPO 以外之業務：1、承銷商除須對掛牌首五日之價格進行穩定價格操作外，尚需動用自有資金進行為期一個月的護盤，使股價不得同時跌破大盤加權股價指數及同類股價指數平均跌幅之 10%；2、主管機關對未執行穩定承銷價格機制及跌破承銷價之承銷商記點處分，並將之列入證券商分級管理指標中；3、取消承銷商於 IPO 案件自行認購之權利。

對該承銷案件產生認同之時，發行公司為迅速達成其募集資金之需求，承銷商或可說服發行公司，藉由知名券商採行確定包銷之背書推薦，可增加投資人對發行公司之信心。該承銷案件似較可能採行此制度，從而亦可讓承銷商確實發揮其配售能力，進而賺取發行價格與發行價額間之價差。

肆、承銷商與投資人所面臨之風險

對承銷商而言，於確定包銷制度下，承銷商所負擔之資金壓力，相較於餘額包銷制度，應屬有增無減，為貫徹確定包銷籌資效率之優點以及二層法律關係下獨立之請求權，則承銷商需在短期內對發行公司負擔承銷買入之義務，故須面臨資金之壓力。

雖然參考國外制度，依前述第四章第一節貳所述，本研究計畫所研擬之建議架構，承銷商與發行公司簽訂承銷契約後，承銷商於投資人繳款前，並不須先行支付發行價額給發行公司，而是待投資人向承銷商繳款後，承銷商始須將發行價額支付給發行公司。此可減輕引進二價式確定包銷制度承銷商之資金壓力，承銷商可自行評估投資人繳款之情形，當投資人繳款總額小於發行價額時，由承銷商以本身資金向發行公司補足價差，或在投資人繳款總額超過發行價額時由承銷商將發行公司所需之發行價額轉交發行公司，與現行餘額包銷制度差距不大，在定價日與掛牌日縮短於五天之情形下，衡量提昇發行公司籌募資金之效率之影響，與證券商之資金壓力下，僅將證券商之繳款日提前為與投資人繳款同一日，與餘額包銷制度比較，投資人繳款日、特定人繳款日及承銷商餘額包銷，乃為不同之日期，證券商之資金壓力較餘額包銷更大。

對投資人而言，不論投資人之繳款期間或投資人向發行公司請求交付公開說明書之權利，投資人在二價式確定包銷制度下所得主張之權利均與其在現行餘額包銷制度下所得主張者無有重大差異。

惟在餘額包銷制度下，買賣契約僅成立於發行公司與投資人間，承銷商與投資人間並無買賣契約，因此，投資人如欲向承銷商請求損害賠償，僅得於其符合證券交易法第三十二條所規定之要件時，始得向承銷商請求損害賠償¹²⁷。而在二價式確定包銷下，由於買賣契約分別成立於發行公司與承銷商間、承銷商與投資人間，是以倘發生市場之詐

¹²⁷ 依證券交易法第三十二條規定：「前條之公開說明書，其應記載之主要內容有虛偽或隱匿之情事者，左列各款之人，對於善意之相對人，因而所受之損害，應就其所應負責部分與公司負連帶賠償責任：

- 一 發行人及其負責人。
- 二 發行人之職員，曾在公開說明書上簽章，以證實其所載內容之全部或一部者。
- 三 該有價證券之證券承銷商。
- 四 會計師、律師、工程師或其他專門職業或技術人員，曾在公開說明書上簽章，以證實其所載內容之全部或一部，或陳述意見者。

前項第一款至第三款之人，除發行人外，對於未經前項第四款之人簽證部分，如能證明已盡相當之注意，並有正當理由確信其主要內容無虛偽、隱匿情事或對於簽證之意見有正當理由確信其為真實者，免負賠償責任；前項第四款之人，如能證明已經合理調查，並有正當理由確信其簽證或意見為真實者，亦同。」

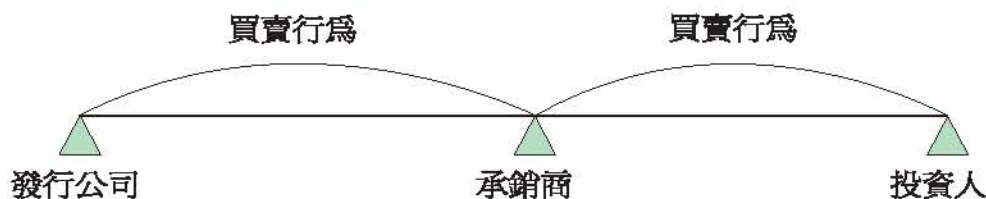
欺行為，投資人除依前開證券交易法之規定向承銷商請求損害賠償外，尚得依其與承銷商間之買賣契約向承銷商主張買賣契約之瑕疵擔保責任或債務不履行責任。因此，就保障投資人之法律層面而言，二價式確定包銷制度相較於現行餘額包銷制度，前者對投資人似更加有利。然而投資人亦須承擔承銷商之破產風險，亦即投資人繳納股款當日，如證券商未能依承銷契約履行買入之義務，造成發行公司未取得股款而無法發行，則投資人之權利如何保障，亦須有配套措施加以規劃

第五章 二價式確定包銷制度之相關法規配套措施

本研究計畫秉持為提昇我國承銷市場之國際能見度，俾順利與國際制度接軌之目標，擬建議開放國內亦得採行二價式確定包銷制度。為順利移植並採行二價式確定包銷制度，除探討我國有價證券承銷採行二價式確定包銷制度之適法性及可行性已如前述外，並進而研擬我國有價證券承銷採行二價式確定包銷制度之相關法規配套措施，俾以為將來金管會擬訂相關制度及規範之參考。

第一節 二價式確定包銷制度之架構

按本研究計畫前開說明可知，由於現行餘額包銷之承銷制度造成承銷商未能建立長期有效之配售通路、承銷商相對處於風險不對稱之處境，且發行價格未能貼近時價，以及資源分配無效率、市場機制未能發揮等弊端。故本研究計畫第四章即建議倘若我國引進二價式確定包銷制度可考慮採行之架構，將會由證券承銷商先行認購有價證券後再行銷售，是以承銷商於承銷契約簽署後，即有向發行公司包銷買入有價證券並支付發行公司價款之義務，而發行公司則負有交割有價證券予承銷商之義務，此階段於法律形式而言，可認定為一買賣行為；再者，投資人依發行價格向承銷商認購有價證券，投資人因此負有向承銷商繳納款項之義務，而承銷商則負有交割有價證券予投資人之義務，此階段於法律形式而言，亦可認定為一獨立之買賣行為，故於二價式確定包銷制度之設計上，係採取兩階段各自獨立之買賣行為模式。



- (一) 就價款之流向方面：依本研究計畫第四章之建議架構所示，將由投資人把認購款項匯入承銷商開立之銀行帳戶，而承銷商則須將募集金額之款項匯入發行公司之銀行帳戶。此外，若投資人因認購所繳納之總金額（發行價格乘上認購有價證券數之總額）大於發行公司依承銷契約約定可取得之募集金額（發行價額乘上發行總數之總額），則該價差即為承銷商之配售報酬。但若投資人因認購所繳納之總金額小於發行公司之募集金額，則承銷商尚需負責補足與發行公司募集金額間之價差。

(二) 就證券之流向方面：為明確區分發行公司與承銷商間，以及承銷商與投資人間乃分別成立不同之買賣契約，發行公司股務機構將股票移交至集保機構後，須先由集保機構轉交至承銷商證券帳戶後，嗣再轉交投資人個別之證券帳戶。

又依本研究計畫第四章之建議架構可知，由於若採取公開申購亦可作為我國實施二價式確定包銷制度之配售方式之一，則不僅容易致使承銷時程流於冗長而無法縮短，且承銷商亦無法將有價證券配售予會長期持有而非短期套利之投資人，同時參酌美、日確定包銷制度普遍以詢價圈購為主要之配售方式，另一方面，詢價圈購之承銷方式確實能為發行公司引進長期投資發行公司之法人機構，對發行公司形象之提昇及股價之維持均有正面意義，故倘若我國欲引進二價式確定包銷制度，本研究計畫建議原則上應朝以搭配詢價圈購作為配售方式之方向設計。

惟參酌我國現行餘額包銷制度下 IPO 案件為保障散戶投資人參與認購之權利，目前 IPO 案件乃採行詢價圈購搭配公開申購作為配售方式，且 IPO 案件之承銷作業已調整為訂價後五個營業日掛牌，故相較於以往 IPO 案件承銷時程冗長之缺失，現行 IPO 案件承銷時程業已大幅縮短。倘若我國欲引進二價式確定包銷制度，在仍可有效縮短承銷作業時程之前提下，IPO 案件如欲採行詢價圈購搭配公開申購作為配售方式，亦不失為兼顧承銷商發揮配售能力與散戶投資人參與認購之作法。

而以下則針對前開二價式確定包銷制度之建議架構，擬訂相關法規配套措施如下，俾以為將來主管機關擬訂具體制度及規範之參考。

第二節 相關法規配套措施

壹、開設證券承銷商專戶之法源

根據本研究計畫前揭之說明，由於二價式確定包銷制度之設計上，係採取兩階段各自獨立買賣行為之架構，故投資人須將認購有價證券之款項全數匯入證券承銷商以自己名義開立之自有帳戶中，而承銷商則須將與發行公司所約定之發行價額乘上發行總數之總額，匯入發行公司之銀行帳戶，而另一方面，交割日之有價證券交割，亦係由發行公司撥付予證券承銷商，再由證券承銷商撥付予認購投資人，迥異於以往承銷制度中，投資人所匯入之承銷商帳戶，僅係承銷商代發行公司收取款項之帳戶，且發行公司亦需透過證券承銷商將發行之有價證券再撥付予投資人之證券帳戶。依證券商管理規則第二十九條規定：「證券商承銷有價證券，除當場交付有價證券外，應委託銀行設立專戶代收款項（第一項）；前項代收之款項，須向認購人交付價款繳納憑證或所銷售之有價證券後始得動支（第二項）」，於二價式確定包銷時，證券承銷商所設立之銀行帳戶即非「代收」款項，故就該條文之適用恐有疑義。

申言之，證券承銷商動支投資人繳付之款項而未支付承銷款予發行公司，或者若有第三人對該證券承銷商自有帳戶內資產（包括投資人所支付之認購款項及發行公司所發行之有價證券）進行假扣押、假處分或假執行等強制執程序，則發行公司恐有無法取得或延遲取得全額資金之疑慮及風險，同時，投資人亦有支付認購價款卻無法取得有價

證券所有權之風險，故本研究計畫建議證券商管理規則第二十九條有關「代收」款項之用語，應修正為「代收或收取」，再者，擬建議主管機關得參考「證券投資人及期貨交易人保護法」第三十七條之規定，明訂證券承銷商除已撥付與發行公司該次發行總額之資金外，不得自證券承銷商於二價式確定包銷制度下所開立之專戶提取款項，其專戶內之有價證券除撥付予認購投資人外，亦不得轉讓予其他第三人，此外，第三人亦不得對該專戶內資產請求扣押、執行或行使其他權利之法律明文。

本研究計畫建議該法規內容如下，供金管會日後擬定相關法規參考之用：

1. 第一項：證券承銷商依法令於金融機構或集保機構所開設之有關收取投資人認購有價證券款項或取得發行公司所發行有價證券之專戶，與其自有財產，應分別獨立。
2. 第二項：證券承銷商除已撥付予發行公司該次發行總額之資金並出具憑證外，不得自前項專戶提取款項。
3. 第三項：證券承銷商除已將該次發行之有價證券撥付予認購投資人並出具憑證外，不得自第一項專戶轉讓任何有價證券予其他第三人。
4. 第四項：證券承銷商就其自有財產所負債務，其債權人不得對第一項專戶資產請求扣押、執行或行使其他權利。

貳、集保制度之配合

同樣由於二價式確定包銷制度之設計，係採取兩階段各自獨立之買賣行為，故交割日之款券交割，必須透過集保制度之設計，使所發行之有價證券的流向，由發行公司撥付予證券承銷商，再由證券承銷商撥付予認購投資人，同時款項亦係由認購投資人匯入證券承銷商帳戶，再由證券承銷商匯入發行公司帳戶，從而，由於交割時間上之落差，故在法律形式上可能造成個別買賣之法律行為有無法同步履行之困境，亦即當投資人將款項匯入證券承銷商帳戶時，投資人無法同時由證券承銷商處取得有價證券之所有權，而發行公司撥付有價證券予證券承銷商時，亦可能無法同時取得發行資金。

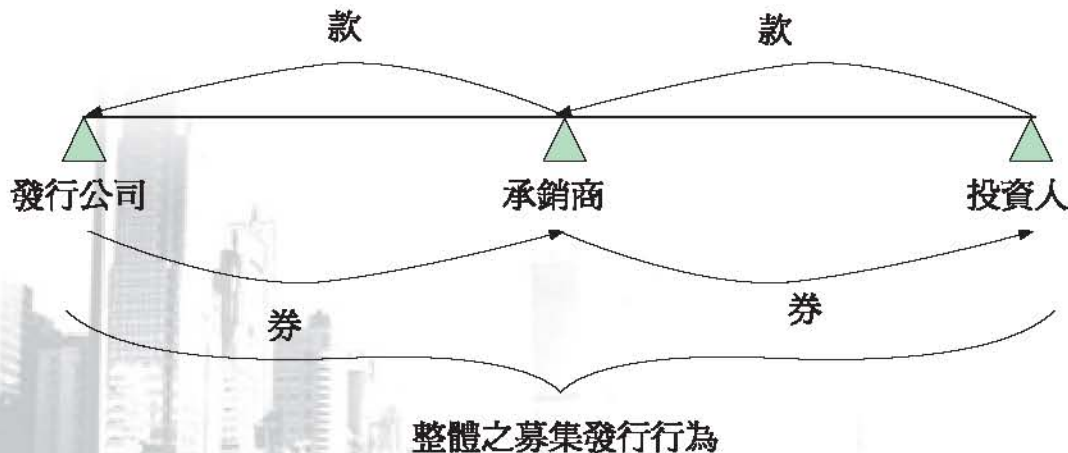
由於為符合二價式確定包銷制度係採取兩階段各自獨立買賣行為之法律形式，雖可能因現實上困境而無法達到各階段款券同步交割之狀態，仍應設法透過集保機構之程式設計，使兩階段之款券交割盡量於同一時段完成，盡可能縮短流程之時間差，並可確實顯示款券之流向及歸屬，以達到兩階段買賣行為之法律形式要求，亦可降低前項所提及有價證券受第三人請求扣押、執行或行使其他權利之風險。

參、稅賦法規之明文

為配合我國二價式確定包銷制度之設計，係採取兩階段各自獨立之買賣行為，則發行公司與證券承銷商之間係一發行行為，由於有價證券之初次發行行為不涉及損益之計算，故無課徵所得稅之問題。又依證券交易稅條例第一條之規定：「凡買賣有價證券，除各級政府發行之債券外，悉依本條例之規定，徵收證券交易稅。前項所稱有價證券，

係指各級政府發行之債券，公司發行之股票、公司債及經政府核准得公開募銷之其他有價證券。」可知，「買賣」符合證券交易稅條例規定之「有價證券」，始需課徵證券交易稅。惟依證券交易稅條例實施注意事項第二條規定：「公司因創立或增資發生新股票，或經主管署核准募集公司債，不屬於交易之行為，應免徵收證券交易稅，惟公司股東或債權人，將認股之股票或應募之公司債，予以轉讓時，仍應依法課徵。」準此，由於有價證券之初次發行行為，在法律解釋上核非買賣行為，自不受證券交易稅條例之規範，故發行公司與證券承銷商之交易行為毋須課徵所得稅或證券交易稅。惟如此則衍生證券承銷商與投資人間交易行為是否屬買賣有價證券而有課徵證券交易稅之疑慮？

本研究計畫初步認為，確定包銷與餘額包銷皆屬證券交易法第七十一條所規定之包銷方式，於確定包銷中，承銷商再行銷售予投資人，亦在承銷期間內完成，並於完成後首度掛牌，故投資人取得有價證券時仍屬初級市場之發行階段，雖採取二價式確定包銷制度，亦不應增加證券承銷商稅賦之負擔，因衡量發行公司、證券承銷商與投資人之交易行為整體而言仍係一完整之發行行為，不得因法律外觀上有兩階段買賣行為之形式，即認為應課徵第二次交易行為之證券交易稅，除顯然不符實質課稅原則之外，且因原承銷制度即未課徵所得稅或證券交易稅，故如此亦未損害或使稅捐稽徵機關短收稅賦，又對照餘額包銷或代銷之方式，亦毋須課徵證券交易稅，在無其他正當理由之情況下，似不得於二價式確定包銷制度中作不相同之處理，惟本研究計畫仍建議主管機關與賦稅署應以法令明訂證券承銷商與投資人之交易行為仍視為發行行為之一部分，而不應課徵證券交易稅之明文或行政函釋。



肆、證券承銷商財務體質之限制標準

證券交易法第七十一條第二項及第三項分別規定：「證券承銷商包銷有價證券，得先行認購後再行銷售或於承銷契約訂明保留一部分自行認購。」、「證券承銷商辦理前項之包銷，應具備之條件，由主管機關定之。」其立法理由闡明：「為擴大承銷商功能，增訂第二項允許承銷商得依承銷契約，為自己取得或批售包銷之有價證券，至其包銷應具之條件，於第三項授權主管機關定之。」即證券交易法對於承銷方式採行承銷商先行

認購後再銷售者，已明定授權主管機關得訂定條件限制之法源基礎。

依證券商管理規則第二十三條規定：「證券商辦理本法第七十一條第二項先認購後再行銷售或於承銷契約訂明保留一部分自行認購之包銷有價證券者，應具備下列之條件：一、財務狀況符合法令規定（第一款）；二、最近半年內未曾受主管機關依本法第六十六條所為之停業處分（第二款）」，由於二價式確定包銷制度之設計，係採取由證券商承銷商先買斷發行公司該次發行之全部有價證券之模式，且投資人繳款日與承銷商交付發行價額予發行公司之日為同一日，而承銷契約簽訂後之日即有繳款義務，故證券商承銷商是否有能力支付該次發行之發行價額，亦即發行公司得否確保可取得該次發行資金，除應交由市場機制決定（亦即由發行公司自行判斷選擇何證券商承銷商）外，該證券商承銷商之財務體質亦應納入考量之中，故除前述證券商管理規則之規定外，建議主管機關可就證券商承銷商之財務體質設定較一般承銷商承作承銷業務更高之限制，使符合財務體質限制標準之證券商承銷商始可選擇以二價式確定包銷作為承銷方式，以降低發行公司無法取得該次發行所募資金之風險。

再者，主管機關亦可透過建立定期紀錄或考察機制之方式，定期追蹤證券商承銷商以二價式確定包銷承銷之狀況，除可有效監督並輔導證券商承銷商運用確定包銷之制度外，亦可提供將來修正確定包銷制度及相關法規之基礎。

伍、公司法第一百五十六條之配合修正或發布解釋函令

依公司法第一百五十六條第七項前段規定：「同次發行之股份，其發行條件相同者，價格應歸一律。」惟在二價式確定包銷制度下，承銷商所「先行認購」之價額與其嗣後「再行銷售」給投資人之價格，二者並不相同，故將衍生二價式確定包銷制度是否抵觸現行公司法之規定。

依本研究計畫第四章第二節之說明可知，就「再行銷售」的層面而言，由於承銷商銷售予市場投資人之發行價格均屬一致，故並無違反前開公司法規定之虞，惟若綜觀「先行認購」與「再行銷售」二者，由於「先行認購」之價額與「再行銷售」之價格並不相同，則產生二價式確定包銷制度有不符前開規定之情事。對此，由於公司法第一百五十六條第七項但書規定：「但公開發行股票之公司，證券管理機關另有規定者，不在此限」準此，倘若政策上欲推行二價式確定包銷制度，則必須經由主管機關另行發布解釋函令之方式，明文將二價式確定包銷制度「先行認購」價額與「再行銷售」價格不同之處，排除於公司法第一百五十六條第七項前段規定之範疇，以作為二價式確定包銷制度推行的授權基礎。

第六章 研究結論

在現行餘額包銷制度下，透過本研究計畫對國內現行承銷制度之分析，可知我國承銷市場因競爭激烈，迫使承銷商間以削價競爭甚或不收取費用之方式爭取客戶，而承銷商受限於目前承銷市場的高度競爭生態，致無法與發行公司洽談合理數額的報酬，無形中亦影響承銷案件應有的品質，且就承銷商所承受之風險來看，亦與所收取之承銷報酬顯不相稱。再者，由於承銷商負擔護盤責任，造成承銷訂價偏離市場價格之現象，加上我國證券承銷制度之理念，向來對於使金融市場變成促進財富公平分配之工具極為重視，從而亦使我國證券市場之承銷方式、配售方式、發行價格訂定及市場參與投資之族群等方面，皆與國外證券市場之承銷制度有顯著差異，惟在注重保護投資人權益之影響下，使我國在承銷制度所表現出之特徵如全民運動、證券折價發行及承銷商在資本市場所應扮演之角色功能不彰等現象，嚴重影響證券市場之健全發展。

經本研究計畫探討美國、日本、香港及新加坡等國之承銷制度後，得歸納出外國採行確定包銷制度的優點，包括承銷時程的縮短、發行價格貼近市價、發行公司能及早確定資金來源以及承銷商風險承擔與報酬的對稱性。但另一方面，確定包銷制度仍存在有「配售方式限制性」之缺點，由於發行價格必須歸於一律，若配售之方式無法採取全數詢價圈購，而採取詢價圈購同時搭配公開申購之方式時，將造成承銷時程的拖延，並迫使發行價格貼近市價之目標不易達成；若採全數詢價圈購之方式，雖可解決此一問題，但仍然存有與承銷商無良好關係的投資人將無法參與認購的缺點，而排除社會大眾參與及分擔發行公司經營成敗的機會。此外，在確定包銷的機制下，由於相當仰賴承銷商的配售能力，故不具知名度但前景或體質良好的公司，便可經由承銷商的包裝能力與其和客戶良好的關係，充分發揮引進資金到體質優良公司的功能，而針對金額較大的發行案，由於承銷商經過商業與法律查核後可確定該發行公司是值得投資之公司，則主辦承銷商可邀請其他承銷商組成承銷團，一同認購該發行股份，則該金額較大的發行案成功的機會亦較大。由於確定包銷的風險結構，不僅使得承銷商為自己的風險把關，同時亦在為最終投資大眾把關，且在今日資本密集的產業中，能提早為發行公司確定資金之取得。

由於在國內現行餘額包銷之承銷制度下，有前開承銷商削價競爭、風險與報酬不對稱、承銷訂價偏離市場價格以及配售方式公平性與效率難兩全等弊端，而我國倘若引進二價式確定包銷制度，由於二價式確定包銷制度之主要特色為價格之訂定極具彈性，可視市場之供需及反應隨時調整，且其訂價日至可交易日時間甚短，致其所承銷之證券暴露之價格風險相當有限，對於有效改善現行餘額包銷制度下之前述缺失，使國內之承銷制度回歸市場機制，應能有所助益。

根據本研究計畫所建議二價式確定包銷制度之架構，因考量公開申購方式容易致使承銷時程流於冗長，且承銷商無法將有價證券配售予會長期持有而非短期套利之投資人，並參酌美、日確定包銷制度普遍以詢價圈購為主要之配售方式，故本研究計畫建議倘若我國欲引進二價式確定包銷制度，原則上應朝以詢價圈購作為配售方式之方向設計，並

已規劃詳細之時程表如本研究計畫第四章所示。惟倘若我國欲引進二價式確定包銷制度，在仍可有效縮短承銷作業時程之前提下，IPO 案件如欲採行詢價圈購搭配公開申購作為配售方式，亦不失為兼顧承銷商發揮配售能力與散戶投資人參與認購之作法。

再者，經過本研究計畫就引進二價式確定包銷制度之適法性及可行性之探討，於適法性方面，有關二價式確定包銷制度底下各關係人（參與者）間之法律關係為何，又因承銷商向發行公司買入（「先行認購」）之價額與其嗣後「再行銷售」給投資人之價格並不相同，則衍生是否抵觸公司法第一百五十六條第七項規定「同次發行之股份，其發行條件相同者，價格應歸一律。但公開發行股票之公司，證券管理機關另有規定者，不在此限」之問題，此外，尚有發行公司是否仍有依法交付公開說明書給投資人之必要之疑慮。另在可行性方面，亦需考量證券市場規模與承銷商角色扮演、承銷案件減少及承銷商之競爭、發行公司之接受度以及承銷商與投資人所面臨之風險等面向。倘若我國欲引進二價式確定包銷制度，尚應配合現有法規及國內現狀規劃配套措施，以利推行，故於本研究計畫即已建議包括開設證券承銷商專戶之法源、集保制度之配合、制訂稅賦法規之明文、證券承銷商財務體質之限制標準以及公司法第一百六十五條之配合發布解釋函令等相關配套措施，俾以為將來金管會擬訂相關制度及規範之參考。

綜上所述，本研究計畫先從國內承銷現狀之分析著手，並參酌美國、日本、香港及新加坡等國之承銷制度，歸納確定包銷之優劣，再考量我國法規及市場特性，除分析二價式確定包銷制度於我國運用之適法性及可行性外，並已研擬具體之配套措施，俾以為將來金管會擬訂相關制度及規範之參考，期望於現行承銷制度外，可開放確定包銷之制度，供承銷商、發行公司與市場選擇，達到改善國內承銷現狀弊端之目標。

公會園地

秘書組：

本公會 96 年 1 月 4 日止，證券商會員總公司 156 家，分公司 1,046 家。截至 96 年 2 月 1 日止，證券商會員總公司 155 家、分公司 1,035 家。計總公司減少 1 家(通營證券股份有限公司)，分公司增加 1 家(大眾綜合證券通營分公司)，分公司減少 12 家(台新票券台中/台南分公司、宏遠證券板橋/士林分公司、富邦證券中興/土城/松隆分公司、國票證券中壢分公司、群益證券西門分公司、金鼎證券建成/中和分公司、寶盛證券北屯分公司)。

為本公會現任理事盧展雄先生因所屬新壽綜合證券股份有限公司變更會員代表，而喪失會員代表資格。依本公會章程第 35 條規定，理、監事喪失會員代表資格者，應即解任。

為本公會現任理事莊仲杰先生因所屬昇豐證券股份有限公司變更會員代表，而喪失會員代表資格。依本公會章程第 35 條規定，理、監事喪失會員代表資格者，應即解任。

本公會於 96 年 3 月 30 日假王朝飯店舉辦第四屆第一次會員大會及辦理理、監事改選暨第 1 次理、監事會議，選舉結果如下：

一、理事當選名單(33 人)：

黃敏助、鍾隆吉、吳光雄、葉公亮、周康記、陳正曜、戴瑞宏、黃古彬、莊輝耀、李鴻基、林寬成、林明星、曾錦隆、許慶樺、許瑞茂、王貴增、黃晉岳、王明達、陳錦峰、韓國強、李文斌、程大鵬、王和生、張元銘、黃錦塘、賴欽夫、沈慧誠、趙文豪、李正德、劉淑娟、葛傑森、陳永承、陳品呈。

候補理事當選名單(11 人)：

魏志達、李錦雪、王武雄、施教煌、張志良、鄭大宇、關芳春、徐文伯、陳林桂琇、蔡憲宗、施銜鸞。

二、監事當選名單(11 人)：

張立秋、邱俊光、朱振明、陳招棍、丁桐源、李榮記、范振群、詹正恩、麥淑媛、楊榮文、吳佳慧。

候補監事當選名單(3 人)：

蕭和村、陳培達、張碧芳。

三、96 年 3 月 30 日第 4 屆第 1 次理事會，選舉結果：

(一)常務理事當選名單：

黃敏助、鍾隆吉、吳光雄、葉公亮、周康記、陳正曜、戴瑞宏、黃古彬、莊輝耀、李鴻基、林寬成。

(二)理事長當選名單：

黃常務理事敏助當選為第 4 屆理事長。

四、聘請前簡理事長鴻文任本公會名譽理事長。

五、提請鍾常務理事隆吉及吳常務理事光雄任本公會副理事長。

六、96 年 3 月 30 日第 4 屆第 1 次監事會，選舉結果：

(一)常務監事當選名單：

張立秋、邱俊光、李榮記。

(二)3 位常務監事互推張立秋先生為本公會第 4 屆監事會召集人。

業務報導

業務服務組

本公會建議臺灣證券交易所於停止提存賠償準備金期間，交易經手費率改按買賣成交金額 0.0065% 打 8.8 折計收案，業經臺灣證券交易所 95 年 12 月 21 日台證財字第 0950033061 號函復略以：「本公司停止提存賠償準備金期間，交易經手費率改按買賣成交金額萬分之 0.65 打 8.8 折計收，…，並追溯自本（95）年 11 月 1 日起實施。」

本公會建議主管機關於審核證券商申請增加新種業務或營業項目，毋再依其他行政函令與證券周邊單位之規範予以限制，及不受理匿名或未檢具具體事證之檢舉與查核、暫緩對訴訟進行之案件予以行政處分乙案，業經主管機關於 95 年 12 月 22 日以金管證二字第 0950156371 號函覆略以：「錄案留供參考」。

本公會建議開放「創業投資事業」及「票券商」得於其指定漲跌幅範圍之價格區間內，授權證券商代為決定價格及下單時間乙案，業經臺灣證券交易所及中華民國證券櫃檯買賣中心採行，並修正公告相關條文。

本公會建議主管機關簡化受託買賣外國有價證券之經理人及業務人員登記作業，將原證券商應檢具資格證明文件函報本公會辦理登記之作業方式，簡化為證券商於「證券商申報單一窗口」完成登記/變更/註銷作業，並留存相關文件備查乙案，業獲行政院金融監督管理委員會 96 年 1 月 16 日金管證二字第 0950161219 號函同意，本公會已將簡化後作業方式轉知會員公司。

本公會建議證券經紀商辦理境外基金電子交易業務應適用中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會所訂「境外基金電子交易作業準則」乙案，業經主管機關 96 年 1 月 15 日金管證四字第 0950159089 號函核定略以：「銀行、信託業及證券經紀商擔任境外基金總代理人或銷售機構辦理本項業務，如已依各業別相關法令或同業公會訂定之電子交易作業準則辦理者，不適用本作業準則之規定。」。

本公會建議櫃買中心有關證券商權證及股權衍生性商品避險專戶資訊申報方式整合乙案，櫃買中心業於 96 年 1 月 25 日以證櫃債字第 0960002032 號函復本公會：「已錄案辦理」。

本公會建議證交所及櫃買中心有關開放認購（售）權證行使比例由現行之 1：1 及 1：0.1 增加為 1：1、1：0.5、1：0.2、1：0.1 及 1：0.01 等五級乙案，證交所及櫃買中心業已採行，並分別於 96 年 1 月 30 日以台證稽字第 0960002752 號及 96 年 2 月 2 日以證櫃交字第 0960002568 號公告在案。

本公會建議有關認購（售）權證最低發行單位由現行 2,000 萬單位降為 1,000 萬單位乙案，證交所於 96 年 1 月 29 日以台證稽字第 0960002054 號函復本公會略以：「由於證交所甫開放新增三種認購（售）權證行使比例，爰將俟新行使比例施行一段時期並觀察實施結果後，再行研議本建議之實施時機」。

電腦資訊組

96年第1季，共計辦理承銷契約核備45件。

96年第1季辦理承銷案件共計45件，其中詢價圈購23件，公開申購配售22件。

96年第1季辦理承銷商輔導發行公司募集與發行有價證券工作底稿抽核案件計2件。

96年第1季辦理證券商承銷或再行銷售有價證券查核作業計5件。

有關網際威信公司擬將證券商使用之數位憑證伺服器轉換為台網認證公司之數位憑證伺服器乙節，本公會建議證交所就原使用網際威信憑證系統必需配合轉換為台網憑證系統，而無法於96年1月1日前依「證券商、期貨商電子憑證交付作業要點」規定完成程式修改之證券商，得予通融自轉換完成日起適用新規定乙案，原使用網際威信公司憑證系統之證券商，於憑證系統轉換期間仍應依「證券商、期貨商電子憑證交付作業要點」之規定辦理。

有關本公會建議證交所及櫃買中心已提供投資人行動下單服務之證券商，得以證券商與安控業者簽訂載明完成日期之合約或備忘錄，作為96年1月1日完成行動下單系統電子簽章認證機制之緩衝措施乙案，證交所及櫃買中心分別以95年12月28日台證交字第0950033741號函、96年1月5日證櫃交字第0950034267號函復本公會同意辦理，本公會業以95年12月29日中證商電字第0950002325號函、96年1月9日中證商電字第0960000076號函轉知各證券商。

本公會於96年3月19日假國父紀念館辦理「股東會議事程序之探討」研討會，邀經濟部商業司高副司長靜遠、行政院金融監督管理委員會證券期貨局三組呂組長淑玲及正源國際法律事務所蓋所長華英，針對公司法、股東會相關法令及股東會議事之遵循規範與實務運作等做說明，本次對象為發行公司與證券商之負責人及業務相關人員，研討會參加人數約1500人。

國際事務組

本公會簡理事長鴻文、黃監事會召集人敏助、國際事務委員會曾召集人錦隆及徐副組長秉群等代表，於96年3月7日至9日，假菲律賓宿霧市參加第12屆亞洲證券論壇（The 12th Asia Securities Forum）。

有關建請證基會將證券商從業人員資格測驗完畢後之英文考古題公佈於證基會網站上，以提供外國應試人員參考乙案，業以96年1月17日中證商國字第0960000141號建議證基會參採，案經證基會96年1月29日證基字第0960000093號函覆本公會：「一、專業科目：鑒於歷屆測驗試題及解答，係以測驗當時所適用法規為準。有關「證券交易相關法規與實務」專業科目將以公佈當次之測驗試題及答案為主，俾避免考生誤解，並自96年3月起施行相關公告事宜。二、共同科目：因「金融市場常識與職業道德」乙科測驗之試題及答案已全數翻譯提供考生參考，因此將比照國內現行十三種金融從業人員加考共同科目之測驗模式辦理。」。

教育訓練組

96 年度第 1 季辦理之各項教育訓練：

證券商從業人員在職訓練：

(一)初階班：

北部地區辦理 1 期，受訓人數 103 人。

(二)進階經紀班：

1. 北部地區辦理 6 期，受訓人數 628 人。
2. 高雄地區辦理 2 期，受訓人數 146 人。
3. 嘉義地區辦理 1 期，受訓人數 72 人。
4. 台南地區辦理 1 期，受訓人數 99 人。
5. 桃園地區辦理 1 期，受訓人數 88 人。
6. 中部地區辦理 2 期，受訓人數 221 人。

(三)進階自營班：

北部地區辦理 1 期，受訓人數 57 人。

(四)進階承銷班：

北部地區辦理 1 期，受訓人數 83 人。

(五)中階主管研習會：

北部地區辦理 2 期，受訓人數 205 人。

(六)高階主管研習會：

北部地區辦理 1 期，結訓人數 153 人。

總計：初階類 1 班，受訓人數 103 人。進階類 15 班，受訓人數 1,394 人，中階主管班辦理 2 期，受訓人數 205 人，高階主管班辦理 1 期，結訓人數 153 人。(包含退訓人數 23 人)。

法紀教育講習：

北部地區辦理 2 期，受訓人數 22 人。

南部地區辦理 2 期，受訓人數 18 人。

總計：法紀講習班辦理 4 期，受訓人數 40 人。

公司治理：

北部地區辦理 3 期，受訓人數 292 人。

南部地區辦理 1 期，受訓人數 48 人。

總計：公司治理研習班辦理 3 期，受訓人數 340 人。

96年第1季辦理證券商財富管理業務人員資格取得訓練情形如下：

1. 中部辦理1期，到訓人次62人，及格人數33人。
 2. 南部辦理1期，到訓人次42人，及格人數19人。
- 總計：辦理4期，到訓人次233人，及格人數106人。

96年第1季廣告申報備查案件，共計117件。

95年度專題研究報告：

- 一、將國外Euroclear與Clearstream分銷清算制度運用台灣承銷配售作業之可行性研究。
 - 二、證券商受託買賣外國有價證券業務增加Introductory Broker架構及具體做法研究。
 - 三、轉換公司債訂價模式之研究。
 - 四、我國有價證券承銷採取二價式確定包銷制度之可行性研究。
- 上開四項研究報告均已完成作業並將電子檔置於本公會網站。
本公會網址：www.csa.org.tw

96年度訂定之研究專題題目如下：

- 一、證券商兼營信託業務之架構分析-以經紀業務及財富管理業務為中心。
- 二、我國有價證券承銷配售對象規範之合理性研究。
- 三、提昇我國股務代理事務效益及推動股務代理業務e化之研究。
- 四、台灣指數股票型基金(TTT)成交量之影響因素與其投資人組成關係之研究。
- 五、不同類型投資人委託資訊與揭示資訊之透明度與優勢資訊內涵-以台灣證券交易所掛牌交易公司逐筆資料解析。

有關「外國人參加我國證券商業務人員資格認可測驗作業要點」增列共同科目「金融市場常識與職業道德」及其相關措施案，業經主管機關以95年12月28日金管證二字第0950159887號函准予備查在案。

證券商與業務人員業務缺失一覽表——96年第1季

編號	處分依據與缺失事項	處分
1	<p>違反「證券商管理規則」第2條規定。 未以書面明文規定對內部稽核所發現之內控制度缺失及異常現象列為各部門及人員績效考核之重要項目，有違證券暨期貨市場各服務事業建立內部控制制度處理準則第14條第2項規定。 期貨部門之開戶櫃檯與經紀部門之開戶櫃檯共用，未有明顯區隔。 有內部人員買賣委託書未先經證券商審核，並於「內部控制制度」中訂定買賣委託書審核層級。有限在所屬證券商開戶而在其他證券商開戶者。有內部人員不得從事信用交易而於其他證券商開立信用交易帳戶。 對使用語音下單委託之客戶，系統尚未能紀錄其來電號碼；有客戶為明確指示限價買賣而運以市價買賣；有未對電話委託同步錄音。 對委託人單日買賣額度在1000萬元以上者，有未每年調查更新其徵信資料。有受託買賣分層負責之控管流於形式。辦理詢價團購案，有不合格案件仍予辦理。</p>	<p>已違反證券管理法令，依證交法第65條應予糾正。</p>
2	<p>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款規定。 貴公司員工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。貴公司於監督管理及內控之執行顯有疏失。</p>	<p>依證交法第56條，命令貴公司停止受處分人王00一個月業務之執行。</p>
3	<p>違反「證券商管理規則」第2條規定。 1. 子公司0000香港公司受託擔任00光碟科技公司91年海外無擔保轉換公司債國外承銷商案件涉有疏失，貴公司未依相關內部控制作業規定確實掌握與監控子公司業務運作。 2. 該子公司除有自行認購後轉售予00公司關係人情事外，另配售與多家國內機構之海外關係企業，其辦理海外承銷配售作業未盡應有之注意與查證，核有缺失。</p>	<p>依證交法第66條對公司予以警告處分。</p>
4	<p>違反「證券商管理規則」第25條第5款及第7款規定。 貴公司受託擔任00光碟科技公司90年度上櫃轉上市案輔導證券商及90年度與91年度海外無擔保轉換公司債之國內主辦承銷商並出具評估報告涉有疏失，貴公司未就重要評估事項採行必要之輔導及評估程序以取具足夠與適切之證據，並妥適出具評估意見；暨未就該公司籌資後每季應評估資料確實進行查證，未盡專業應有之注意。</p>	<p>依證交法第66條對公司予以警告處分，並請加強內部控制制度及嗣後注意改進。</p>
5	<p>違反「證券商管理規則」第2條規定。 0000證券公司之子公司00證券(香港)有限公司受託擔任00光碟科技公司90年海外無擔保轉換公司債國外承銷商涉有疏失，0000證券公司未依相關內部控制作業規定確實掌握與監控子公司業務運作。</p>	<p>貴公司為合併存續公司請加強內部控制制度及嗣後注意改進。</p>

編號	處分依據與缺失事項	處分
6	違反「證券商管理規則」第 25 條第 5 款規定。 貴公司受託擔任 00 科技公司 92 年海外可轉換公司債之國內承銷商並出具評估報告，未就該次計畫之預計效益、未支用資金用途與資金運用進度等重要評估事項，採行必要之輔導及評估程序，致評估結論與事實有重大差異，核已違反證券管理法令。	依證交法第 66 條第 1 款對公司予以警告處分。
7	違反「證券商管理規則」第 25 條第 5 款規定。 貴公司受託擔任 00 科技公司 91 年海外可轉換公司債之國內主辦承銷商並出具評估報告，惟未就該次計畫之預計效益、未支用資金用途與資金運用進度等重要評估事項，採行必要之輔導及評估程序，致評估結論與事實有重大差異，核已違反證券管理法令。	依證交法第 66 條第 1 款對公司予以警告處分。
8	違反行為時「證券商管理規則」第 23-1 條第 5 款規定。 貴公司受託就 00 科技公司 89 年現金增資發行新股之計畫變更出具評估意見，惟未就該計畫變更之預計效益、未支用資金用途與資金運用進度等重要評估事項，採行必要之輔導及評估程序，核已違反證券管理法令。	依證交法第 66 條第 1 款對公司予以警告處分。
9	違反「證券商管理規則」第 2 條規定。 貴公司未確實督導海外子公司 00 證券之承銷作業，致該子公司受託擔任 00 科技公司 91 年及 92 年海外可轉換公司債之國外主辦承銷商時，有重大缺失之情事（配售程序有瑕疵；未督導貴公司確實改進承銷作業），核已違反證券管理法令。	依證交法第 66 條第 1 款對公司予以警告處分。
10	違反「證券商受託買賣外國有價證券管理規則」第 26 條規定。 貴公司有轉介客戶至國外證券商開戶買賣外國有價證券情事。	依證交法第 65 條對公司予以糾正。
11	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 9 款規定。 貴公司員工有受理客戶對買賣有價證券之種類、數量、價格及買進或賣出之全權委託及與客戶有資金借貸之情事。	依證交法第 56 條命令公司停止受處分人桑 00 一個月業務之執行。
12	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 9 款規定。 貴公司員工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。	依證交法第 56 條命令公司停止受處分人張 00 一個月業務之執行。
13	違反「證券商負責人與業務人員管理規則」第 18 條第 2 項第 2 規定。 貴公司員工前任職 00 證券忠孝分公司時有代理他人委託買賣有價證券之情事。	依證交法第 56 條命令公司停止受處分人陳 00 四個月業務之執行。

編號	處分依據與缺失事項	處分
14	<p>違反「證券商管理規則」第2條規定。</p> <p>受僱人有利用公司配置之電腦以網路下單方式代理他人下單。</p> <p>辦理○○○公司詢價團購配售作業，其中有四家公司占配售總張數50.8%，有配售對象過於集中及未以公平合理方式配售之情事。</p> <p>公司經常性與00等基金承作公司債或超國籍債券買賣斷當沖交易，惟公司並未持有該債券部位，雙方實際交易目的係掩飾配合其他債券型基金作價需求；另93-95年間與他人承作公債買賣斷當沖交易，經常發生損失，卻未加強控管。</p> <p>受託買賣金額欲2000萬元以上交易時，核有未依規定先填妥受託買賣金額分層負責表經權責主管核准後再輸入交易，而係逕行交易，事後再送權責主管核准之情事。</p>	<p>已違反證券管理法令，依證交法第65條應予糾正。</p>
15	<p>違反「證券商管理規則」第2條、「證券商負責人與業務人員管理規則」第18條第2項規定。</p> <p>貴公司員工陳○○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。</p> <p>貴公司於監督管理及內控之執行核有缺失。</p>	<p>依證交法第65條，應予糾正，請確實檢討改善。</p>
16	<p>違反「證券商管理規則」第2條規定。</p> <p>貴公司香港子公司業務員涉嫌在台違法銷售00銀行等中國大陸股票，內控制度未確實執行，核有違反證券管理法令。</p>	<p>依證交法第65條應予糾正，嗣後並請確實檢討改善。</p>
17	<p>違反「證券商負責人與業務人員管理規則」第18條第2項第13款及17款之規定。</p> <p>貴公司營業員有受理其他受僱人代理客戶買賣有價證券及未依據客戶委託事項及條件執行有價證券買賣之情事。</p>	<p>依證交法第56條，命令貴公司停止受處分人何00一個月業務之執行。</p>
18	<p>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款規定。</p> <p>貴公司員工有受理客戶對買賣有價證券之種類、數量、價格及買進或賣出之全權委託及與客戶有借貸款項之情事。</p>	<p>依證交法第56條命令公司停止受處分人游00三個月業務之執行。</p>
19	<p>違反「證券商負責人與業務人員管理規則」第18條第2項第19款規定。</p> <p>貴公司員工有受理未具客戶委任書之代理人委託買賣（競價拍賣）有價證券之情事。</p>	<p>依證交法第56條命令公司停止受處分人戴00一個月業務之執行。</p>
20	<p>違反「證券商負責人與業務人員管理規則」第18條第2項第19款規定。</p> <p>貴公司員工有受理未具客戶委任書之代理人申購有價證券之情事。貴公司內部控制之執行未予落實。</p>	<p>依證交法第56條命令公司停止受處分人蘇00一個月業務之執行。</p>

編號	處分依據與缺失事項	處分
21	違反「證券商負責人與業務人員管理規則」第 18 條第 2 項第 11 款規定。 貴公司員工有代客戶保管銀行及集保證券存摺之情事。	依證交法第 56 條命令公司停止受處分人林 00 一個月業務之執行。
22	違反「證券商負責人與業務人員管理規則」第 18 條第 2 項第 19 款規定。 貴公司員工有受理未具客戶委任書之代理人申購有價證券之情事，核已違反證券管理法令，貴公司內部控制之執行未予落實。	請 貴公司確實注意改善，避免類似情形再度發生。 依證交法第 56 條命令公司停止受處分人車 00 一個月業務之執行。
23	違反「證券商負責人與業務人員管理規則」第 18 條第 2 項第 19 款規定。 貴公司員工有受理未具客戶委任書之代理人買賣有價證券之情事，核已違反證券管理法令。	依證交法第 56 條命令公司停止受處分人吳 00 一個月業務之執行。
24	違反「證券商負責人與業務人員管理規則」第 18 條第 2 項第 17 款規定。 貴公司員工有受○○橋證券之董事代理他人公司買賣有價證券之情事，核已違反證券管理法令。	依證交法第 56 條命令公司停止受處分人蘇 00 一個月業務之執行。
25	違反「證券商負責人與業務人員管理規則」第 18 條第 2 項第 17 款規定。 貴公司員工有受理 00 證券之董事代理他人公司開戶及未函證確認之情事，核已違反證券管理法令。	依證交法第 56 條命令公司停止受處分人黃 00 一個月業務之執行。
26	貴公司有業務人員登記職務內容與實際從事業務不符之情事；部分人員登記為受託買賣業務員，惟未從事受託買賣業務，而係從事與銀行共同行銷之證券業務推廣及客戶招攬等業務，另貴公司開戶經辦人員辦理客戶簽具委任授權暨受任承諾書之內容填寫未完整，於監督管理上顯有疏失。	嗣後請注意改善。
27	違反期貨商設置標準第 6 條、第 9 條、第 26 條第 1 項及第 2 項規定。 00 證券期貨自營部門之營業處所變更未依規定申報、該部門人員配置未達業務員 3 人及由證券自營部門人員辦理期貨自營業務，該等違規事實，○○證券縱非故意，亦有過失，足堪認定，核已違反期貨管理法令。	依期貨交易法第 119 條第 1 項第 2 款規定處以新台幣 24 萬元罰鍰。
28	違反「證券商負責人與業務人員管理規則」第 18 條第 2 項第 11 款規定。 貴公司經理人有代客戶陳君等 5 人保管存摺之情事，已違反證券管理法令，貴公司監督管理顯有疏失。	請確實注意改善。

編號	處分依據與缺失事項	處分
29	<p>貴公司違反「證券商管理規則」第2條第2項及第37條第13款、人員違反「證券商負責人與業務人員管理規則」第18條第2項第19款及第23款規定。</p> <p>貴公司高雄分公司業務人員等6人有受理非本人或未具客戶委任書(分別有持有376戶.335戶.740戶.40戶.709戶.50戶等申購戶皆未簽具申購委任授權書予他人)之代理人申購有價證券(○○○○科技)之情事。</p> <p>該分公司受託買賣主管及貴公司應負督導不週之責。</p>	<p>依證交法第66條第1款對公司予以警告處分。</p> <p>依證交法第56條規定命令貴公司對業務人員及受託買賣主管等受處分人分別予以停止3個月業務之執行。</p>

中華民國證券商業同業公會 教育訓練課程分類參考表

序號	分類	訓練(適合)對象	備註
壹	在職訓練		每月舉辦
一	初階班	第一次參加在職訓練之業務人員	每3年至少15小時
二	進階班	第二次以後參加在職訓練之業務人員	須測驗評定成績
1	經紀業務人員班	適合登記證券經紀商或綜合券商經紀部門之業務人員在職訓練用	"
2	承銷業務人員班	適合登記證券承銷商或綜合券商承銷部門之業務人員在職訓練用	"
3	自營業務人員班	適合登記證券自營商或綜合券商自營部門之業務人員在職訓練用	"
4	稽核業務人員班	適合登記證券商稽核部門之業務人員在職訓練用	"
1	一般稽核業務人員	適合辦理證券商一般稽核作業之業務人員在職訓練用	"
2	電腦稽核業務人員	適合辦理證券商電腦稽核作業之業務人員在職訓練用	"
5	信用交易業務人員班	適合登記辦理證券商融資融券作業之業務人員在職訓練用	"
6	股務業務人員班	適合登記辦理證券商股務作業之業務人員在職訓練用	"
7	外資業務人員班	適合外資證券商登記業務人員在職訓練用(全英語課程)	"
8	其他業務人員專業班	除法令遵循與案例研討課程外得依會員及市場發展需要編排	"
1	新金融商品研習班	適合前揭登記1-7類外業務人員或有興趣之從業人員在職訓練用	"
2	風險管理研習班	"	"
3	債券創新專業班	"	"
4	資產證券化研習班	"	"
5	資產管理策略專業班	"	"
6	財富管理人才儲備班	"	"
7	債券人才培訓班	"	"
8	外匯人才培訓班	"	"
9	保險人才培訓班	"	"
10	信託人才培訓班	"	"
11	股務人才培訓班	"	"
12	法務人才培訓班	"	"
13	語言人才培訓班	"	"
14	其他專業訓練班	"	"
15	客製化專業訓練班	"	"
9	財富管理業務人員班	適合登記證券商財富管理部門之業務人員在職訓練用	每年12小時(免測驗)
三	主管班	證券商中、高階主管業務人員參加在職訓練用	研習座談為主
1	中階主管研習班(管理層)	主要供證券商受託買賣、自營、承銷、股務、結算交割、內部稽核等部門之經(協、副、襄)理層級人員或與其職責相當人員訓練用	15小時/每3年 免測驗依到課考核為據
2	高階主管研習班(經營層)	供證券商副總經理、銀行兼營證券營業部最高主管、票金公司總稽核及外資券商在台分公司經理人層級以上者參加訓練用	至少7.5小時/每3年 免測驗依到課考核為據
備註：以上係依證券商負責人與業務人員管理規則第15條規定辦理之在職訓練課程			
貳	財富管理人員資格訓練班	供證券商業務人員取得財富管理業務人員資格用	原則每月舉辦
參	公司治理課程	供證券商董、監、經理人及承銷業務人員研習用	原則每月舉辦
肆	考照培訓班	供證券商事務員、業務人員參加各項資格考試用	視市場發展需要舉辦
伍	專題講座	供證券商負責人與業務人員研習用，以補強新種業務	全年不定期舉辦
陸	研討會	推動需要及強化從業人員國際觀及跨業專業能力用	全年不定期舉辦
柒	其他訓練課程	配合金融市場發展及會員業務需要舉辦	全年不定期舉辦
捌	法紀教育講習班	供受違規遭處分停止執行業務人員加強教育用	原則隔月舉辦