

我國證券業國際化正式踏出第一步

中日兩證券業公(協)會九月二十六日正式簽署合作備忘錄

本公會邁向國際化重要的一步，台灣與日本證券業龍頭的合作--由本公會理事長黃敏助與日本證券業協會安東俊夫會長，於本年9月26日下午六時三十分，假台北遠東國際大飯店二樓宴會廳，舉行瞭解合作備忘錄(Memorandum of Understanding)簽署儀式。



▲本公會理事長黃敏助先生正式簽下中日兩國證券業瞭解合作備忘錄。

在這項簽署儀式中，金管會主任委員胡勝正、委員

林國全、楊雅惠、證交所吳榮義董事長及許多證券業界的負責人及高階主管都親臨祝賀，日本交流協會駐台代表池田維，也親自率領多位交流協會高階幹部蒞臨，為此次中日證券業界的盛會進行見證，使得典禮現場冠蓋雲集、喜氣洋洋。

依據中日證券業合作備忘錄，中華民國證券商業同業公會將與日本證券業協會進行合作計畫，雙方基於互惠互利原則，鼓勵與發展彼此之間的關係，共同對應國際金融市場的變化與促進日本和台灣證券市場的進一步成長。

合作的項目包括發展溝通的管道、雙方承諾對證券業及證券市場的相關法規、建構發展有效率的交易機制、加強證券商自律功能與協助投資人教育，積極互相交換資訊。

另就促進台灣與日本證券市場的永續發展及提昇競爭力方面，雙方將共同合作開拓亞洲證券市場，提升亞洲證券業在世界的能見度。為達成此目的，雙方將共同

舉辦亞洲證券市場研討會，並合作在共同參加的國際會議上，製作與發表符合彼此利益的資料。雙方也將在必要的時候互相諮詢與合作解決共同關心的問題。

此次簽約典禮邀請金管會胡勝正主任委員及日本交流協會池田維代表先行致詞，並擔任簽約儀式見證人，之後再由中日簽約代表人-證券公會黃敏助理事長及日本證券業協會安東俊夫會長進行簽約、合約展示、紀念品交換、開香檳慶祝及慶祝晚宴。

金管會胡勝正主委在見證簽約後致詞表示，中華民國證券商業同業公會於致力追求臺灣證券市場國際化時，能和日本最具規模和影響力的日本證券業協會合作的努力給予肯定，並勉勵證券公會與日本證券業協會在未來合作上，加強雙方經驗之交流，追求台、日雙方市場之進步，並且為彼此的證券商與交易人帶來更佳的服務，追求雙方長遠合作之基石。

日本交流協會台北事務所的池田代表，在致詞時強調中日往來的重要性，台灣與日本是重要的經濟夥伴，在貿易方面，對台灣而言，日本是第二大貿易國，而對日本而言，台灣是第四大貿易地區。在投資方面，日本對台灣的直接投資在2006年達到15億美元，位居第三。另外，在文化及學術面以及地方都市間的各種交流也極其興盛。在方人士交流方面，2006年台灣的訪日人次達到131萬人，而訪台的日本人也達116萬人次，二者合計約250萬人次等，台與日關係也逐年加深當中，對這次台灣與日本證券業界領導的證業協會簽署此備忘錄，殷切期待能對雙方證券市場的健全發展有所助益。

證券公會黃敏助理事長於簽約典禮中表示，這次是中華民國證券商業同業公會創設50年至今，第一次與國外證券機構簽署的瞭解合作備忘錄。此次與日本證券業協會簽署，正也象徵著台灣證券市場與日本證券市場的緊密合作，雙方將攜手共同努力，為證券市場帶來長遠的正面效益。

日本證券業協會安東俊夫會長表示，感謝中華民國證券商業同業公會的邀請與精心安排備忘錄簽署典禮，企盼雙方協會在簽約後能更進一步合作，今後於面對各種不同問題時，應該能夠透過相互間經驗、資訊之傳遞，促使雙方市場更有效地發展。

以日本及台灣的證券市場為首，亞洲地區的證券市場正迅速發展當中。就交易規模方面，在全球市場上雖已達到相當重要之市場占有率，但是亞洲證券業界在國際性研討會所佔有的影響力或地位，尚不如市場佔有率如此的高。安東俊夫會長希冀本次的備忘錄，不單單只關切雙方協會之間的合作交流，對於日後在國際性會議中，雙方亦能攜手合作共同努力，提升亞洲證券市場在國際證券市場的能見度。

稍早在簽約典禮會前，黃敏助理事長針對媒體記者的提問表示，從今年四月一日就任證券公會的理事長以來，即以提升證券業的競爭力作為施政的優先目標。他鼓勵台灣的證券業者與證券公會的同仁，都能秉持「熱誠、專業、效率、創新」的理念，共同為下列目標努力：

- (一)、在短期，將致力降低證券商的經營成本，開發新金融商品與新種業務，增加證券商獲利契機。
- (二)、在中期，將檢討現有市場機制，建立適當的制度，規劃出版證券市場發展白皮書。
- (三)、在長期，將藉由整合資本市場相關法令和機制，努力協助證券商成為全方位投資銀行，積極向外擴充市場，提升國際競爭力。

此次與日本證券業協會簽署瞭解合作備忘錄是希望借重日本發展的經驗，期望能協助完成上列目標。證券公會將會在至明年第一季之間，陸續與蒙古證券交易所聯合會、韓國證券業協會、香港證券經紀商協會、中國證券業協會完成簽署瞭解合作備忘錄，期望藉由與各國主要證券機構建立合作機制，互相合作、積極參與國際證券市場。

黃理事長新人新政，為五十年歷史的證券公會注入新氣象，也帶來更具國際視野的新作法，在全球化的浪潮下，中華民國證券商業同業公會也期望此次簽約典禮不僅是邁向國際化的開始，更能夠為國內證券金融業參與國際金融證券市場帶來正面示範及更多實質效益。

目 錄

壹、【主題報導】

- ◎ 從新巴塞爾資本協定的角度看公司治理、稽核、與法律遵循 07
中華開發金融控股公司 周大慶風控長
- ◎ 證券商風險管理評鑑制度 18
元大金控風險管理中心 林則棻執行長
- ◎ 證券商使用內部模型法來管理風險 29
東吳大學會計系教授兼風險管理中心 沈大白召集人

貳、【專題論述】

- ◎ 論證券商因證券業務受客戶委託保管及運用其款項之範圍 35
陳世英律師
- ◎ 證券商資訊系統服務發展之展望
——面對國際化與多種金融商品，證券業IT面臨之挑戰與覺醒 41
國票綜合證券股份有限公司 卓兆傑資深協理
- ◎ 次級房貸的黃金與糞土——泡沫完了嗎？ 46
金鼎證券公司 儲蓉副總經理
- ◎ 從證券商受處分案例談從業人員應建立法令遵循觀念 61
大華證券公司 鄭明裕副總經理
- ◎ 有價證券借貸交易相關課稅規定之探討 71
安永會計師事務所 許祺昌會計師、許受昌副理

參、業務報導 91

肆、證券市場紀要 102

伍、國際及大陸證券市場動態 106

陸、統計資料 116

柒、活動花絮 139

壹、主題報導

引言

風險可定義為資產或負債價值的非預期性結果的波動性，對證券業而言，可能遭受的風險可以分為營業風險(Business Risk)、策略風險(Strategic Risk)、金融風險(Financial Risk)。

營業風險是公司為創造競爭優勢並增加股東價值之所承擔風險，包括技術創新、產品設計與行銷，與公司所參與營運的產品市場有關。策略風險源自於外在經濟或政治環境的變遷所引起。金融風險係指金融市場中可能發生的損失，又可細分為，市場風險(Market Risk)、信用風險(Credit Risk)、流動性風險(Liquidity Risk)、作業風險(Operational Risk)，以及法令風險(legal Risk)。

證券業在日趨複雜的金融市場中，經營運作面臨許多不同的風險，即若是在經營良好獲利豐碩之時，若忽視風險的存在，亦有倒閉的可能。因此，風險管理的重要性與日遽增。對證券業而言，建立風險管理的機制，準確衡量所面臨的風險，並持續監控風險，對公司的永續經營非常重要。

良好的風險管理建立在三個項目上，分別是(1)風險政策: 公司必須先決定經營業務所願意承受的最大風險，再訂各項風險額度以及相關的控管原則。(2)最佳實務作法: 從整合性的投資組合角度來規劃包括風險的確認、衡量、監控與管理的整個風險管理流程。另外，風險衡量方法除了用來設定及監控交易部門的各項風險限額外，也要能用來調整損益，以反應風險性資本的真正成本，使公司能以風險調整後之損益作為評估經營績效之標準。與(3)良好的基礎建設: 基礎建設包含了以整體性風險管理為考量的組織設計、受過適當訓練的人員、專業知識、獎酬制度，與足以支

援風險管理決策的系統。

本次證券商風險管理主題報導，邀請對券商風險管理有深入了解與經驗的三位學者專家，針對目前證券商相關的風險管理措施，提出精闢的見解。中華開發金融控股公司周大慶風控長的「從新巴塞爾國際公約的角度看公司治理、稽核、與法令遵循」，介紹新巴塞爾協定(Basel II)與該協定中對內部控制的要求，引導出風險管理、內部稽核、與法令遵循執行的配合，來確保證券業有秩序的經營業務。

元大金融控股公司風險管理中心林則棻執行長，介紹目前證期局規劃中的「證券商風險評鑑制度」草案與該制度的應用。並說明當主管機關的監理潮流，已由規範為本的監理(rule-based supervision)漸進轉為風險為本的監理(risk-based supervision)。證券商可以此規範檢視並提升自身之風險管理制度及落實執行程度，最後終將達成風險管理之目標：追求風險調整後之最大報酬。

東吳大學風險管理研究中心沈大白召集人，撰寫「證券商使用內部模型法來管理風險」，介紹如何用內部模型法來更精確計提使用資本與管理風險，可以節省經營業務的使用資本。同時提出結合內部模型法以協助證券商新商品設計與新業務的擴展，才是國內證券商在應用內部模型法進行風險管理時，最重要的使命與挑戰。

就如同本主題三位作者在各篇文章中所要表現的：風險管理並非一蹴可成，但只要開始做就不會太晚。誠摯的希望本次主題對讀者都有幫助，並以「風險管理，只要有心作，總會拿到獎賞」和大家共勉。

從新巴塞爾資本協定的角度 看公司治理、稽核、與法律遵循

中華開發金融控股公司

周大慶風控長

一、新巴塞爾資本協定 (Basel II)

國際性大規模的風險管理公約始於1988年，由國際清算銀行(BIS)所主導的巴塞爾資本協定 (Basel I)，其內容原本僅及於對信用風險資本計提的計算。但其後隨著資本市場的國際化、新金融產品的推陳出新、以及國際性風險事件的不斷發生，世界上主要經濟國均覺得原來的公約已不足應付；因此巴塞爾委員會在1995及1996年的修正案中加入了市場風險，並於1999年又添置了作業風險，這三大風險項目與新巴塞爾資本協定的三大支柱（即「最低資本要求」、「監理審查」、及「市場紀律」）互相呼應，成為2001年新巴塞爾資本協定諮詢性文件 (Basel II Consultative Paper) 最大的特色。由於新巴塞爾資本協定不論在涵蓋的廣度及應用的深度上均非1988年的協定所可比擬，因此在經過三年多的公告及討論後，終於在2004年中定案，我國金融監理主管機關也已在2007年與國際上許多國家同步實施此一協定。預見新巴塞爾資本協定之實施，不但將對我國金融的監理發生立竿見影的效果，並將對今後銀行競爭的遊戲規則及金融市場的發展方向產生深遠的影響。本文的主要目的，即是試從Basel II的角度檢視公司治理、稽核、法律遵循等議題，將其之間的中外異同作一個比較，然後將它們放在一個整合性的架構上加以定位。

在新巴塞爾資本協定的三大支柱之中，具外在的強制作用，且與本文較有密切關連的是第二支柱：監理審查。繼Basel I之後，巴塞爾委員會曾於1998年發佈了『金融機構內部控制架構』 (Framework for Internal Control Systems in Banking Organizations)，又於2001年8月發佈了『銀行內部稽核及監理主管機關與審計人員之關係』 (Internal Audit in Banks and the Supervisor's Relationship with Auditors)，規範銀

行業內部控制制度與內部稽核制度。2004年定案的Basel II中即明訂：「監理審查程序之目的，不僅為確保銀行有適足資本以支應其業務上所有風險，亦鼓勵銀行發展及採用更佳之風險管理技術，以監督及管理風險」。為達到此目的，監理審查包括了四大原則：

- 1、銀行應針對其風險內容，訂定整體資本適足性評估作業程序，及維持適當之資本策略；
- 2、監理機關應審核及評估銀行內部資本適足衡量及策略，並監督及控管遵循法定資本比率的能力，不滿意時得採取適當改進措施；
- 3、監理機關應期使銀行維持高於最低法定資本比率營運，並有能力要求銀行維持高於最低水準之資本；
- 4、監理機關應及早干預，以防止銀行資本跌至最低資本適足水準以下，並在必要時採取快速導正措施。

在這四大原則之中，關於內部控制、稽核、法令遵循等議題的規範，可在監理審查原則一之內的「內部控制之檢視」（第744條）內找到：「銀行內部控制架構係資本評估作業中不可或缺的要項，有效的資本評估作業內部控制包括獨立檢視，及必要時進行內部或外部稽核。銀行董事會應負其責任，以確保管理階層已建立各項風險評估系統，發展將風險與資本水準連結之制度，及建置一套內部政策遵循情形之監控方法」。這一段的文字與其他在第二支柱中相關的敘述，成為Basel II對於稽核、法遵等議題的基礎，但關鍵在些管理方法的背後，尚須有一套管理的哲學以加強其論述的深度。這一方面的文字在巴塞爾『金融機構內部控制架構』中多有論及，例如該項文件13項評估原則中之原則三，即認為董事會及高階管理人員需對建立公司的「內控文化」負起責任，全體員工亦需瞭解並積極參與公司內控的流程。

在此需要特別注意的是，Basel II認為所有的監理審查，包括內控、法規遵循等，乃是一種「程序」。在Basel II的720條中，即對於「監理審查的重要性」有以下的定義：「監理審查程序之目的，不僅為確保銀行有適足資本以支應其業務上所有風險，亦鼓勵銀行發展及採用更佳之風險管理技術，以監督及管理風險」。因此這些程序的目的不僅在維護銀行業務的安全性，並且在施行外部的監督及內部的管

理時更需注重技術上的前瞻性；此一概念與我們一般對「稽核」、「法遵」、「內控」的認知有相當大的出入，亦即一為「動態」的程序而另一為「靜態」的制度，我們將在下文中作進一步的比較及討論。

二、公司治理與『沙賓法案』

美國於1929年經濟大蕭條後，大刀闊斧對銀行及證券業實施改革，在1933年制訂『證券法』（Securities Act of 1933），次年制訂了『證券交易法』（Securities Exchange Act of 1934），以及成立了『證券管理委員會』（Securities and Exchange Commission, 又稱SEC）。SEC即採取了以「公開揭露」為主的公司治理及市場管理制度，間接地促成了美國證券市場以後數十年的榮景。此一公司治理的法則基本上直至2001年12月安隆案（Enron）爆發後才得到重大的挑戰與修改。2002年7月美國參眾兩院通過了『沙賓法案』（Sarbanes-Oxley Act of 2002），為美國70餘年來在公司治理及證券市場管理上重大的變革。『沙賓法案』下設有『會計監督委員會』（Public Company Accounting Oversight Board），以取得許可之會計師對業者施行審計及專業的管理。

但是以沙賓法案及其他法案為主的外部管理措施，在先天上有其一定的侷限性。這是由於資本市場與投資機構已十分多元化，外部控制均僅能反映企業管理的現況，而不能反映各企業公司治理的特色與變化。況且以政府的力量，並無法保證能夠對公司刻意的隱匿或誤導採取立即的措施；此外，以公權力過度介入私部門，亦可能對市場機制及金融創新產生不良的影響。因此外部的監理仍須輔以企業自治，方可發揮完整的公司治理功效。有鑑於此，『沙賓法案』乃要求交易所（如NYSE及NASDAQ）訂定公司治理改革規則草案，其內容包括董事之薪酬、發行公司關係人、財務專家（包括會計師、稽核人員、主要財務人員等）之任用條件等，對於公司內部任用人員亦有「道德規範」（Code of Ethics）之訂定，其主要意涵即在促進誠實的道德行為及商務的合理標準等。

『沙賓法案』之另一核心為落實稽核之獨立性。此法案進一步要求SEC在2003

年通過了Regulation S-X之Rule 2-01, Rule 2-07, Regulation S-K之Item 9等修正案，明文規定會計師與內部稽核之獨立權責與競業禁止條款；此外SEC在『沙賓法案』之要求下，亦明文禁止公司不當地影響稽核之獨立性，在這一方面SEC對公司董事或管理階層之行為採廣義的見解，其可能之觸法行為乃依事實情況，取例示之方式加以解釋，因此任何董事、高階經理人對稽核所造成之隱瞞或誤導均屬不當行為。

三、內部控制

COSO委員會（Committee of Sponsoring Organization of the Treadway Commission）於1992年發表之『內部控制整體架構』（Internal Control - Integrated Framework）中，對「內部控制」的定義為「因董事會、管理階層及其他人員而生效之過程；其目的乃是為達成（1）營運的效果及效率、（2）財務報導之可靠性、（3）相關法令之遵循提供合理擔保」。是故，法令遵循是達到「內部控制」的一種手段，但是前者的範圍卻並不僅侷限於後者之內。此一內部控制的觀念，與現代風險管理的理念共同之處，乃在於內部稽核人員是否具有獨立性；依據美國『內部稽核責任公報』（The Statement of Responsibilities of the Internal Auditor），稽核人員必須超然獨立於其所查核的活動，當其能自由客觀地執行工作時，即可稱之為「獨立」。本文首段引用之新巴塞爾資本協定第744條中亦明言：「有效的資本評估作業內部控制包括獨立檢視，及必要時進行內部或外部稽核」。此一觀念與我國審計準則公報第25號第11條『內部稽核工作之採用』中，對於內部稽核在組織中之地位及客觀性之規範有相互呼應之效。

COSO報告對於其內控最重要的要素「控制環境」曾有如下說明：「控制環境在於塑造企業文化，影響員工的紀律意識，提供紀律架構做為其他內部控制組成要素之基礎—包括企業人員的操守、價值觀及能力、管理階層的管理哲學、經營風格、指派權責、組織及發展、以及董事會所提供的關注與指引」。此一說法與巴塞爾『金融機構內部控制架構』中所述的「控制文化」大意相同，但是後者對董事會及高階主管需要努力塑造公司的內控文化，進而影響員工對內部控制的態度比較有具體的要求及說明。除了上述第744條文的規定外，Basel II之第730條亦規定：「銀

行董事會應負責決定銀行風險容忍度，並確保高階管理階層建立各項風險之評估架構、發展將風險連結至銀行資本水準之作業制度、及建立內部政策遵循情形之監控方法。同樣重要地，董事會應採用並支持堅強之內部控制制度及書面政策與作業程序，並確保管理階層有效地將這些政策及作業程序傳達至整個組織」。

比較Basel II與COSO，後者對於董事會在公司治理方面的要求顯然來得不夠具體。由於COSO報告發行較早，我國目前仍以COSO的說法為主。例如在我國2001年頒發，2007年修訂之『銀行內部控制及稽核制度實施辦法』中第四條第一款僅明述：「董事會應負責核准並定期覆核整體經營策略與重大政策，董事會對於確保建立並維持適當有效之內部控制制度負有最終之責任」；『公開發行公司建立內部控制制度處理準則』第四條第一項亦僅說明：「公開發行公司應以書面訂定內部控制制度，含內部稽核實施細則，並經董事會通過，如有董事表示異議且有紀錄或書面聲明者，公司應將意見連同經董事會通過之內部控制制度送各監察人修正時，亦同」。因此，相較於新巴塞爾資本協定對於內部控制及風險管理上的規定，我國對董事會在此一方面的要求似仍嫌不足。

四、法令遵循

關於我國金融業之法令遵循機制，基本上認為法令遵循乃是構成內部控制的三大要件之一。證期會曾於2002年11月合併了『公開發行公司建立內部控制制度實施要點』與『會計師執行公開發行公司內部控制制度專案審查作業要點』而制訂了『公開發行公司建立內部控制制度處理準則』，其第三條將「內部控制」定義為「公開發行公司之內部控制制度係由公司董事會及經理人所設計，其目的在於促進公司之健全營運，並合理確保下列目標之達成：一、營運之效果及效率，二、財務報導之可靠性，三、相關法令之遵循」。由上所述，可見我國對於內部控制體系之改革仍然較為偏向業務、財報、會計方面，而於整合性的公司治理以及管理文化方面的層次則較少提及。博達案爆發後，行政院於2004年通過了會計師法及證交法兩項草案，期加重會計師簽證責任以杜絕公司弊案。但是以法令遵循之責任求諸於非屬法令專業之會計師，其專業範圍並非對稱，因此實行以來效果並不如預期。

為了彌補上述管理體系上的不足，『銀行內部控制及稽核制度實施辦法』第六條要求銀行建立遵守法令主管制度，但實施後之實質效果仍有待觀察。其中原因可就審計準則公報第29號第12條有關「查核人員對遵循法令之考量」之規定：「查核人員規劃查核工作時，應適當瞭解受查者有關之法令，及受查者如何遵循該項法令」，以及第13條：「查核人員通常循下列方式獲得與受查者有關法令之一般瞭解：1.運用對受查者所營業及所屬產業已有之知識，2.向受查者管理階層查詢受查者遵循法令之政策及程序，…」中之規定作一瞭解。在上述文字中，查核人員對於受查者有關遵循法令之要求僅止於「適當瞭解」或「一般瞭解」而已。由於這些規定過於鬆散，一般業界對於法令遵循制度的要求大部分亦僅停留在書面作業之層次，而較缺乏法律上之專業性與執行上之強制性。此外我國法規遵循制度亦缺乏整體性的考量，對於其與Basel II及稽核間的關係亦無一明確的界定與定位。

五、新巴塞爾資本協定下的管控機制

依據早在1997年巴賽爾銀行監理委員會發佈之『有效銀行監理核心原則』(Core Principles for Effective Banking Supervision)，已將銀行的風險管理分成三大部分，即銀行之管理、政府之監理、以及市場約制力量。這三項原則後來即演變成上述新巴塞爾資本協定(Basel II)的三大支柱。是故新巴塞爾資本協定的監理體制可歸納成三個不同的層次：第一個層次是銀行內部的監控及管理，包括了內部控制、稽核、以及對於不同性質的風險之管理。第二個層次為外在的金融監理，包括了主管機關對金融機構的監督與檢查。第三個層次是揭露的標準以及來自市場可能的制裁，包括會計公報上的要求、客戶、投資人、貸款者與其他金融機構所構成的制約力量等。

另外一方面，如本文第一節所述，1998年巴塞爾之『金融機構內部控制架構』亦端出了一個屬於「內控文化」的論述。此一屬於管理文化層面的論述其實與「公司治理」亦有相當的關連；例如該文件中討論「管理階層之監督與控管文化」(Management Oversight and Control Culture)時，將這一方面的要素分成了「董事會負責事項」、「高階管理階層應負責事項」、及「控制文化」等三個過程。由於達

成「控制文化」的責任觸及的層次已涉及管理及員工所應共同遵行的道德標準，因此其責任應共同歸屬於董事會與高階管理階層。

在以上巴塞爾對「控制文化」的細則討論中，對於董事會及高階階層實際應負責之事項亦有較為具體的描述，即：

- 1、提升全體員工高尚廉潔之道德水準
- 2、建立組織內重視內部控制及實行之文化
- 3、讓員工瞭解在內部控制作業中擔負的任務並善盡其責

如此看來，以上有關新巴塞爾資本協定的控管機制看來似乎已臻完善，但是將公司內部風險控管的流程以抽象的「控制文化」來加以拘束似嫌陳義過高，而作為一個國際公約，如此作法也顯得不夠具體。因此巴塞爾在2001的Basel II之諮詢性文件中即未出現屬於「文化」(cultural)等字眼，而以對「作業風險」方面的要求加以取代。

六、新巴塞爾資本協定之下的「作業風險」

新巴塞爾資本協定將「作業風險」與「市場風險」、「信用風險」等量齊觀，都放在Basel II的第一支柱內，作為對於管理「最低資本適足率」的基本要求之一。也就是說，「作業風險」將與其他形式的風險一樣，必須要有具體的管理模式及達到某種量化方面的要求。Basel II的第736條：「如同銀行其他重要風險之管理，相同的嚴格標準亦應適用於作業風險管理。未適當管理作業風險，將導致銀行錯誤地報告其資產組合之風險/報酬，使銀行暴露於重大損失之風險」。在這樣的要求下，737條亦規定：「銀行應建立作業風險之管理架構，及評估該管理架構下之資本適足性。該管理架構應涵蓋銀行對作業風險之偏好及容忍程度，並於作業風險管理政策中明確說明，同時亦應包括作業風險向外移轉之程度及方式。該管理架構尚應包含描述銀行辨認、評估、監督及控制/降低作業風險之政策」。

依據新巴塞爾資本協定的定義，作業風險是：「因不當或錯誤的內部流程、人員、系統或外部事件所引起的損失」。這一乍看雖似簡單的定義，其實卻反映了近

代金融業務急速演變中的許多變數，我們不妨將「作業風險」的定義做一番較為深入的檢討：

- (1) 不當或錯誤的內部流程：舉凡交易的失誤、帳目的混淆、交易不當的清結、以及其他業務上的錯誤均可歸屬在此一項目之下；
- (2) 不當的人員：指凡可歸屬於員工或其關係人、客戶、持股人、交易戶或其相關人員、帳房或營業管理人員之錯誤而造成的損失；
- (3) 系統的錯誤：包括不當的交易流程、不當使用的電腦系統、不適宜的電腦軟體、不準確的計算模組等等；
- (4) 外部事件：在大多數的情況下，指經由第三者而造成的損失，包括掏空、犯罪、法律或客觀環境的更改；此外當然亦包括因意外、天災等可抗拒的損失等。

如果我們把737條的內容與作業風險的定義交叉來看，就會異加覺得達到如此的要求不是一件容易的事。易言之，如果背後沒有一個健全的管理文化，加上由上至下全力的推行，達到包容性如此之大的目標幾乎是一個不可能的任務。

一般來說，欲達以上所述之目的，在步驟上不外包括：

- 1、風險自評：包括辨識各業務單位的重要風險、設計控制重點、控制缺失之後續因應措施，及風險評估結果說明等；這一個看似簡單的動作，由於在實施上需要追蹤後續因應措施，因此不但需要動員各個業務單位，同時也需要稽核單位大力的配合。
- 2、設置全行的關鍵風險指標：其目的在辨識導致風險的成因及顯示風險的暴險程度，以作為預警之指標；由於此一指標必須具有追蹤風險的價值，因此必須具有「可衡量性」、「可執行性」，以反映不同的金融機構之風險概況及風險暴險的特色。
- 3、風險評估、對策、及溝通：需評估事件發生的可能性及影響的程度、制訂因應不同損失事件作業風險之策略、訂定呈報各項損失的程序及管理的機制。
- 4、風險監控：銀行應依照不同風險的特性，決定承擔、規避、移轉/沖抵、

及控制各項風險的流程。

- 5、趨勢及預警分析：藉由圖形化或量化的方式提供趨勢及預警的資訊，授權主管做出相應的風險控管措施。

由以上的敘述來看，Basel II對於作業風險的要求，是企圖以科學化的管理方式，來內化『金融機構內部控制架構』中對於「內控文化」上的要求。為了確實達到此一目標，我國2007年一月銀行局頒行之『本國銀行遵循資本適足性監理審查原則應申報資料』明確規定「稽核單位不應直接負責作業風險管理」，但是內部稽核必須對作業風險管理作有效的查核，其要求的標準為：「(1)「查核之範圍、頻率、程序是否與風險相稱?(2)是否就查核結果及應改善事項設計追蹤機制持續追蹤?」等，因此作業風險雖由各業務及風險管理單位執行及追蹤，但是稽核卻負有監理審查的任務。

七、結語：「整合性風險管理」及「風險為導向之稽核」

以上Basel II對風險管理上的討論已相當齊備，但是在實行上仍然無法完全達到理想的境界。其中最大的原因之一便是Basel II對於「風險」的定義並不包括「策略風險」及「名譽風險」，因此仍然無法與公司治理的要求完全掛勾。在此一方面COSO在2004年提出了『企業風險管理—整體架構』(Enterprise Risk Management - Integrated Framework)。其對企業風險管理(又稱「整合性風險管理」)的定義是：「一個受董事會、管理階層、及其他人員所影響的管理程序。企業風險管理主要係用於制訂企業整體策略，尋找並管理影響企業之潛在之事件及風險，進而成為達成企業整體目標之合理保證」。根據COSO的對企業風險管理的規範，ERM具有「策略性」、「營運」、「報導」、「遵循」等四項目標；其中「策略性」的目標與公司的企業使命、風險胃納等公司治理的標的相連，相關性的目標則包括「營運目標」、「報導目標」、「遵循法令目標」等。

由於企業風險管理出現的目的之一是為了對「沙賓法案」的回應，因此ERM在內容上包含了法律遵循、內部控制、以及稽核等概念。又由於其目的是在化被動為主動，因此在稽核方面的要求上亦超出傳統的稽核作業甚多，於是近年來有所謂

「以風險為導向之稽核」(Risk Based Auditing)的出現，其與傳統稽核最大不同之處，在於後者多以業務分類為導向，且多集中於作業風險有關事項，未能完整評估全行風險管理及資本計提配置作業；而前者為以風險為導向，使得稽核作業時必須瞭解真實風險的全貌，以提升全行的效率為其最大的目標。因此稽核人員必須對業務風險及風險胃納有全盤的瞭解，熟悉各種風險評估技術，且具備模型運算的專業知識，以便以積極的方法查核銀行風險管理程序及資本計提作業是否健全。

稽核單位雖然需要獨立行使其職權，但是其與風險管理單位的互動也是很重要的。根據上述『本國銀行遵循資本適足性監理審查原則應申報資料』，其原則15規定：「銀行應確保妥善的管理授信之功能且信用風險承擔應能符合審慎之原則及內部規定之限額。銀行應建立並執行內控制度及其他措施以確保對授信方針、程序及限額規定所產生之例外情況，能及時向有關管理階層呈報」，其解釋之含意包括：「是否定期辦理信用風險管理程序之內部稽核？」；「內部稽核的查核範圍是否包括以下事項？(1) 是否符合授信內部管理程序、方針及其遵循情形？(2) 任何有關授信方針、措施及授信限額之例外情況，是否能及時向有關管理階層呈報？」等；因此稽核之用意在於覆核風險管理之程序及內容是否確實完備，而且必須查核的內容定期呈報。

ERM加上以獨立運作的稽核，表面上看來包容的範圍較Basel II大了許多，但是其組成則較後者鬆散。就這一點而言，Basel II像是一件組織嚴謹的論文，而ERM則像是一篇由顧問公司撰寫的管理報導。實際上COSO當初也是藉了顧問公司的協助才得以發表其理念的。就應用的角度來說，與其強調ERM的重要性，不如加強「作業風險」的內部程序以及外部監理審查上的要求，因為在相當的程度上，「作業風險」實際上已經大致完成了ERM的許多目標。因此，如果我們將作業風險管理作為公司內部控制的一個動態的程序，而將Basel II的第二支柱作為外部監控的一個要求，基本上已可達到許多ERM諸如在「目標設定」、「事項辨認」、「風險評估」、「風險回應」、「控制活動」、「溝通與監督」等動態管理上的許多要求；在上述策略管理的目標設定上，我們自亦不妨將全行的資本配置作一科學化的處理，實際上Basel II的第二支柱-「監理審查」-已經在這一方面有許多的著墨。

在設定了全行的策略目標及上述的管理架構之後，我們不妨把全行的風險管理分成三道防線來看：第一道防線是各個業務單位的主管及法律遵循人員、第二道防線是以Basel II為原則設置的風險管理單位、第三道防線是獨立的稽核單位；這三個單位循環相扣，即構成了一個整合性的風險管理機制。由於Basel II已在我國實施，將來比較需要加強的是有關第一及第三道防線的規範及推行，但是貫穿這三道防線的仍然是「公司治理」以及「內部控制」的文化，這一點不但是推動風險管理的精神力量，也是構成一個公司的視野(Vision)及使命感(Mission)的泉源。

推動整體性風險管理在公司內部必須是一個由上至下的全民運動，無人應能自外。一個文化現象的造成可以是由內至外的，也可以是由外至內的；國際金融及資金的交流，益形加速了遊戲規則及國際規範的統合。在這一個前提之下，全世界的金融機構都不能避免來自外界的挑戰，也必須對這些外來的事物作出適當的反省與回應。在這一個循環中如何積極地吸取養分而不排斥，從而培養出本身的共識與健康的文化，將變成一個金融上的「達爾文定律」，我們不妨把Basel、COSO等公約看成是這個定律下的逐漸成形成法典。

證券商風險管理評鑑制度

元大金控風險管理中心
林則棻執行長

壹、緣起

儘管大部分金融機構的高階管理階層都同意：風險管理做得好，公司才有長遠穩健的獲利。而國內證券商有感於風險管理對公司經營之重要性，近年來也多致力於風險管理制度之建置。但要建立完善的風險管理制度並落實執行，卻是一個長而複雜的過程，包括：健全的風險管理組織架構、適當的風險管理政策與流程、精確的風險衡量與監控系統、有效的風險管理資訊系統、乃至全面性的風險管理文化等方面，在在需要有完整的建置規劃及逐步落實的決心。

另一方面，隨著國際金融市場的自由化與複雜化，各國政府金融監理趨勢也由規範為本之監理(rule-based supervision)逐漸轉為風險為本之監理(risk-based supervision)。此趨勢在我國證券業之監理措施上，亦可窺出其軌跡：最早行之於文之規範，是93年10月12日公佈，由財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心(以下簡稱櫃檯買賣中心)、臺灣證券交易所股份有限公司(以下簡稱證交所)及中華民國證券商業同業公會(以下簡稱券商公會)共同擬定之「證券商風險管理實務守則」；隨後，由證交所著手研究「調整證券商資本適足制度」規劃案，目前正由證券商就修正版本進行試算中；95年度起，由櫃檯買賣中心與證交所共同擬定「證券商使用模型管理作業細則」，於96年1月30日公佈；另訂有「證券商使用模型管理作業之內部控制應行注意事項(草案)」，正陳報主管機關核備中。

此外，為了評估對證券商進行風險管理評鑑之可行性，主管機關於93年10月行文券商公會，建請於94年度增提「證券商風險管理評鑑制度」專題研究，該專題經公會委託多位風險管理委員會之委員成立專案小組進行研究，並於94年12月完成研究報告；96年4月，主管機關函請櫃檯買賣中心邀集證交所及券商公會，成立專案小

組共同研商「規劃建立證券商風險管理評鑑制度」，經過數月的討論與試算，研擬完成「證券商風險管理評鑑制度作業要點(草案)」，如同過去所有風險管理相關規範，券商公會風險管理委員會在此評鑑制度規劃專案中，亦指派多位委員參與，並於風險管理委員會中提報討論。本文係以「證券商風險管理評鑑制度」研究案專案小組成員，及參與此規劃案的風險管理委員會委員之角度，說明證券商風險管理評鑑制度之應用，及「證券商風險管理評鑑制度作業要點(草案)」主要內容。

貳、「證券商風險管理評鑑制度研究報告」重點內容

一、風險為本的金融監理趨勢

從「證券商風險管理評鑑制度」專案的研究過程中，可以歸納出各主要國家的金融監理制度，已朝向建立「風險為本之監理機制(risk-based supervision)」，並將風險管理評級制度納入金融監理架構中。在其制度中，風險管理的評級是為了呈現監理單位對金融機構整體有關辨識、衡量、監控風險程序的質化及量化方面的評估結果，並且幫助監理機關決定下一步的監理行動。

(一)美國之風險評級制度

以美國為例，1979年開始採行的CAMEL評級制度，是對本國銀行營運管理績效及安全穩健性的綜合評等，CAMEL分別為資本適足性(Capital adequacy)、資產品質(Asset quality)、管理績效(Management)、獲利能力(Earnings)及流動性(Liquidity)等字之縮寫。在此評級制度下，金融監理機關於實地檢查後，先對上述五個主要項目進行個別的組成項目評等，再給予一個綜合評級。個別組成項目及綜合評級，兩者均以1至5的數字表示，其中1代表最佳的經營管理績效及最少的監理憂慮，而5則代表最差的績效與管理實務或最高的監理憂慮。

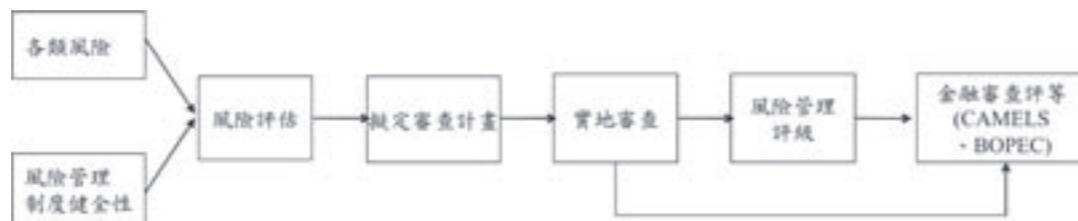
1996年聯邦金融機構檢查委員會(FFIEC)徵求各方對統一金融機構評等制度(UFIRS)的修正提供意見，其中兩項主要的建議是強調風險管理的重要性，並新增市場風險敏感性的評等項目。這些建議被批准後，於1997年起生效之綜合評等制度增加了

市場風險敏感性(Sensitivity to market risk)，而成為CAMELS評級。除了CAMELS評級制度，尚有對金控公司採行之BOPEC(Bank subsidiaries, Other subsidiaries, Parent, Earnings, Capital)綜合評級制度；以及針對從事衍生性金融商品較多之外商銀行，所採行之以風險管理為主的ROCA (Risk management, Operational control, Compliance, Asset quality)評等制度。

為了進行風險為本之金融監理制度，美國在1995年11月14日FRB supervisory Letter SR 95-51 “Rating the Adequacy of Risk Management Processes and Internal Controls at State Member Banks and Bank Holding Companies”中表示，1996年起在進行銀行及金控之實地查核時，會同時對其風險管理的部份，給予風險管理評級。根據SR 95-51在完成整體性之評估後針對其風險管理及內部控制給予1~5的評級，其評等等級由1至5：1代表最佳評等或最少監理憂慮，5代表最差評等或最高的監理憂慮。在此之前，主管機關對金融機構進行實地查核時，即已對其風險管理及內控進行評估，風險管理及內控評級只是原先程序的延伸。該評級會對銀行最後之CAMEL評級及BOPEC評級，產生很大的影響，足見主管機關對金融機構之風險管理及內控制度之重視，及其對金融機構營運之重要性。

此項對風險管理進行評級的措施，並不是突如其來的，該評估風險管理及內控之項目，其實是衍生自在過去的一些對風險管理的要求中，如SR93-69、SR 95-17、SR 95-22所提及之風險管理相關評估重點。

根據風險為本之金融監理精神，對於金融機構的審查程序如下圖所示。監理機構根據所蒐集的資料對受檢機構進行風險之評估，同時考量其主要業務所面臨之風險與對應之風險管理制度之健全性，進行該機構的風險評估，據以擬定審查計畫，並根據審查計畫對金融機構進行實地查核，再決定其評級。



風險管理的評等及授予該評等的理由將於檢查報告中保持機密的部分說明。風險管理的評等是決定CAMELS或BOPEC評級中整體管理能力評級的重要因素。與銀行風險管理有關的建議、結論及批評應該讓管理階層注意，都將包含在檢查報告中。若該機構被授與低於「2滿意」等級時，在檢查結束前之會談及檢查報告，其建議內容均應針對缺失詳細說明，以使管理階層可以採取適當的修正措施。

(二)其他主要國家之風險評級制度

香港的金融監理制度與美國類似，除採行CAMEL評級制度，也實施「風險為之本監管制度」，將風險管理評級制度納入金融監理架構中。在風險管理評估過程中，香港金融管理局(HKMA)將認可機構（持牌銀行、有限牌照銀行及接受存款公司）的潛在風險分為八類，分別為：信貸風險、市場風險、利率風險、流動資金風險、業務操作風險、信譽風險、法律風險及策略風險。此制度認為金融機構的風險管理制度雖各有不同，但要建立健全的風險管理環境，以下四項元素卻是不可或缺的：

- 1、董事局及高級管理層的積極監察。
- 2、為有效管理業務而制定組織政策、程序及權限。
- 3、就所有業務制定適當的風險計算、監察及管理報告系統。
- 4、採用既定的內部管控制度，並進行全面審計及時找出內部管控制度任何方面不足之處。

透過對這些項目的評估，監理機關在實地審查結束時，會對整體風險管理制度給予1至5的評級，並將之併入CAMEL評級的管理組成項目內，除此項目外風險管理評級也可能影響其餘一個或多個CAMEL組成項目的評級，進而影響整體綜合評級結果。

英國之監理機構FSA(Financial Services Authority)對於銀行之監理亦採取風險為本之監理架構。該架構稱為RATE(Risk Assessment, Tools and Evaluation)，在該架構下進行風險評估時，會由兩個維度來進行，分別是營業風險(Business Risk)及控制風險(Control Risk)。營業風險考量的因素有：資本(Capital)、資產(Assets)、市場風險(Market Risk)、獲利(Earnings)、負債(Liabilities)、及營運(Business)；在控制風險方面，考量的因素有：內控(Controls)、組織(Organization)、管理(Management)。在考量各項因素後，受

評機構會被分類到A、B、C、D四個類別，並據以擬定對應之監理措施。當營業風險越高及控制風險越高(控制能力越差)時，則需要更高的監理關注。在風險評估過程中，FSA注重與所有產品及服務有關之風險，這些風險包括但不限於：作業、信用價格、外匯、利率、流動性、策略、聲譽、法律及資訊技術之風險。至之風險管理制度執行成效。於風險管理評估架構，FSA除要求金融機構適當且及時地監督及控制風險，並就風險辨識、風險衡量、風險監督與風險控制等重點，評估金融機構

二、健全的風險管理架構

「證券商風險管理評鑑制度研究報告」除彙整各國金融監理措施外，亦對國際級金融機構之風險管理制度進行分析，以歸納出健全之風險管理架構。研究中發現，完整的風險管理制度，至少應具備四大基本要素：

- 1、風險管理策略與文化。
- 2、風險管理架構：包括風險管理組織架構、各類風險界定與風險控制架構。
- 3、風險管理基礎結構：包括風險管理工具、風險管理資訊系統、風險限額架構與超限管理等。
- 4、風險政策與流程：涵蓋風險辨識與評估、風險衡量、風險監督、及風險報告與揭露等流程。

此四大要素亦可謂健全風險管理之四大支柱，缺一不可。

這些健全風險管理制度所應具備之要素，相較於各國監理單位對其轄下金融機構進行風險管理評級之評估項目，可發現兩者的內容極為相近。換言之，不論從業者本身或從監理單位之角度，健全的風險管理制度皆有一定之架構。「證券商風險管理評鑑制度研究報告」參採兩者之內容，並以「證券商風險管理實務守則」為架構，將健全風險管理制度應具備之條件，列為證券商風險管理執行程度之評鑑項目，並依性質分類為必要指標、基礎指標、進階指標與應用指標四大類。

參、「證券商風險管理評鑑制度作業要點(草案)」主要內容

一、風險管理評鑑制度實施方式

依據「證券商風險管理評鑑制度作業要點(草案)」內容，為利於評估證券商之風險管理制度，以提升證券商風險管理執行成效。證券商風險管理評鑑制度將由櫃檯買賣中心及證交所，對營業處所經營衍生性金融商品交易之證券商每年辦理一次風險管理評鑑作業，但櫃檯買賣中心及證交所得依各證券商之評鑑等級，進行後續不同週期之評鑑作業。

二、風險管理評鑑制度內容

「證券商風險管理評鑑制度作業要點(草案)」採納「證券商風險管理評鑑制度研究報告」內容之主要精神與架構：

- 1、依相對性原則，同時考量各證券商之「業務風險程度」及「風險管理執行程度」兩大構面，以相對標準之評鑑架構決定最後之評鑑等級。
- 2、依攸關性原則，將風險管理評鑑項目依其性質分為必要、基礎、進階與應用等四類指標。因此，在設定不同業務風險之證券商取得特定評級所需之條件時，除最低總分要求外，還有必要項目與基礎項目之最低分數要求(各分類之門檻)，可更精確評估證券商之風險管理評級。
- 3、最後的評鑑等級訂為1至5等級，分別代表風險管理程度由最佳至最差。

此外，為了與國際之風險管理制度與趨勢接軌，「證券商風險管理評鑑制度作業要點(草案)」中「風險管理執行程度」之評估項目，另參採COSO(Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission)委員會發布之企業風險管理架構，包含了內部環境、風險評估、控制活動、資訊及溝通、及監督等五大要素，以及巴塞爾銀行監理委員會所發布之銀行內部控制制度架構之13項評估內部控制制度原則。

(一)業務風險程度

業務風險評量指標旨在評估個別證券商經營上所暴露的風險大小。業務風險分級可從：業務量多寡、業務項目多寡、業務暴露的風險類別之多寡、風險衡量的難度、商品價格波動度的大小、避險技術的難度等指標進行評量。然而在實際訂定衡

量指標時，卻發現將上述原則轉換為具體評量項目時，難有可直接對應之指標。經過反覆討論與試算後，決定以：(1)證券商資本適足比率之經營風險約當金額及(2)證券商從事營業處所衍生性金融商品交易餘額兩項指標，衡量證券商業務風險程度。前者涵蓋所有業務經營之市場風險、信用風險及作業風險值，可衡量證券商整體業務之風險程度；後者則因本評鑑制度係以從事衍生性金融商品交易之證券商為評鑑對象，故復以衍生性金融商品之交易餘額為評量指標。

業務風險程度之衡量，係各別針對兩大指標最近12個月份資料進行加總，並利用算術平均計算平均值，再分別依其平均值大小各排序出低、中、高風險：

- 1、低風險：平均數低於後四分之一者。
- 2、中風險：平均數位於前四分之一區間及四分之三區間者。
- 3、高風險：平均數位於前四分之一者。

此方式可視為「量化」之評量階段。

當兩項指標分別計算出平均值並歸入低、中、高風險類別後，再採取「質化」之評量方式，將兩指標分別列入「業務風險對應矩陣」之兩個構面(如下表)，最後可對應出該證券商業務經營之風險程度：

約當金額風險程度 衍生性商品餘額	低	中	高
低	低	低	中
中	低	中	高
高	中	高	高

(二)風險管理執行程度

「風險管理執行程度」之評鑑指標項目，係參採「證券商風險管理實務守則」

所規定之內容，包括：風險管理制度、風險管理組織架構、各類風險管理機制、風險性之績效管理、風險管理資訊系統及風險資訊揭露六大類。這些評鑑項目，除依前述分類外，尚可對應至COSO企業風險管理架構的五大要素：內部環境、風險評估、控制活動、資訊及溝通、及監督；或依「證券商風險管理評鑑制度研究報告」內容，分為必要指標、基礎指標、進階指標與應用指標四大類。

如同「證券商風險管理評鑑制度研究報告」分析，不論是各國際級金融機構所建置的風險管理制度，或各主要國家監理單位所採行、用來評估轄下金融機構風險管理執行程度之項目，其內容與架構極為相近。換言之，這些評估項目與架構，反映了一個金融機構健全風險管理制度所應具備之內容。為表達此種概念，「證券商風險管理評鑑制度作業要點(草案)」中，另列示一份「風險管理執行程度之評鑑項目分類表」，將各評鑑項目依不同構面分類，包括依「證券商風險管理實務守則」、「證券商風險管理評鑑制度研究報告」(即分為必要、基礎、進階與應用四類指標)、巴塞爾銀行監理委員會所發布之銀行內部控制制度架構之13項評估內部控制制度原則、及COSO五大要素等，期能周延表達評鑑項目之不同面向。

(三)評鑑等級之評定

當「業務風險程度」評量指標及「風險管理執行程度」評鑑項目確定後，最後的步驟即是對各證券商進行各項目之評分，並依其業務風險高低及其風險管理執行程度得分，對應出合理之風險管理評鑑等級。換言之，各類業務風險程度(低、中、高)之券商，相對於金融監理單位對1至5評鑑等級之定義，應有何最低得分門檻，是整個評鑑制度中能否合理反映出各券商評鑑等級之關鍵。

「證券商風險管理評鑑制度作業要點(草案)」將各評鑑等級得分門檻之計算，區分為必要指標、基礎指標及總得分三項，並依此評鑑制度之應用目的，訂出各業務風險所對應之各評鑑等級最低得分門檻(包括必要指標得分、基礎指標得分及總得分)。範例如下：

業務風險 評鑑等級	低	中	高
1	必要指標 > 80 基礎指標 > 80 總得分 > 75	必要指標 > 85 基礎指標 > 85 總得分 > 80	必要指標 > 90 基礎指標 > 90 總得分 > 85
2	必要指標 > 75 基礎指標 > 75 總得分 > 70	必要指標 > 80 基礎指標 > 80 總得分 > 75	必要指標 > 85 基礎指標 > 85 總得分 > 80
3	必要指標 > 70 基礎指標 > 70 總得分 > 65	必要指標 > 75 基礎指標 > 75 總得分 > 70	必要指標 > 80 基礎指標 > 80 總得分 > 75
4	必要指標 > 65 基礎指標 > 65 總得分 > 60	必要指標 > 70 基礎指標 > 70 總得分 > 65	必要指標 > 75 基礎指標 > 75 總得分 > 70
5	未達上述標準	未達上述標準	未達上述標準

五個風險管理評鑑等級，各有其定義及意涵，表現於風險管理制度之建置及執行程度上，各等級的定義可簡述如下：

- 第一級：具有完善的風險管理制度。
- 第二級：具有令人滿意的風險管理制度。
- 第三級：大致具有效率的風險管理制度。
- 第四級：風險管理實務作業僅達尚可水準。
- 第五級：風險管理實務作業不佳。

(四)風險管理評鑑等級之應用

「證券商風險管理評鑑制度研究報告」中建議，評鑑制度之應用可作為：

- (1)調整監理措施

- (2)新業務開放。
- (3)業務審核程序簡化。
- (4)業務承作額度分級等監理目的之參考依據。

此次「證券商風險管理評鑑制度作業要點(草案)」之訂定，評鑑目的是為利於評估證券商之風險管理制度，以提升證券商風險管理執行成效，但在評鑑等級之應用上則考量金融市場風險管理發展之階段性，似有漸進推動之意涵。因此對於評鑑結果之處理，作業要點(草案)中亦敘明：「未來評鑑結果由櫃檯買賣中心統籌彙總，並陳報主管機關以茲參考，同時評鑑結果將不對外公開，僅提供券商本身之評鑑結果供其參考，以利其擬訂改進措施。」

另外，鑒於目前證券商風險管理制度尚處推動建置階段，在實施評鑑制度之初期訂定各評鑑等級之總得分、必要指標得分及基礎指標得分之最低標準，暫不宜訂得太高，致使大多數受評鑑證券商無法獲得較高之評級，而失去評鑑之目的。因此，包括「業務風險程度」各評量指標於低、中、高風險之分類標準訂定，以及各評鑑等級之總得分、必要指標得分及基礎指標得分之最低標準值訂定，皆由櫃檯買賣中心以證券商實際資料進行試算，以求評鑑結果合理且符合評鑑目的。

惟「證券商風險管理評鑑制度作業要點(草案)」也為未來評鑑制度之應用性保留了些許彈性，因而明定「評鑑內容之調整」條文：「證券商風險管理各類評鑑指標、評鑑指標項目、權數、評分、評等方式及得分區間，得依評鑑之目的及對象修正調整之。」以維持評鑑制度之彈性及適用性

肆、結語

巴塞爾銀行監理委員會(BSBC)主席Nout Wellink在 2007年6月於巴黎舉行的「2007年風險資本」會議上以下列評述作為結語：「當考量Basel II的施行效益時，銀行及監理機關都需以長期的遠景視之。包括法定資本、風險管理及風險為本之監理等三者皆已被調整成更為一致，而有助於金融創新。透過監理單位與業者的充分合作，可完全實現Basel II架構之潛力。」

新巴塞爾資本協定(Basel II)的精神與主旨，亦如同巴塞爾委員會銀行監管部主席及西班牙央行總裁Jaime Caruana所標示的：「Basel II的本質是提升銀行的風險管理與公司治理，如同強化銀行監理與提高市場透明度。」因此，國內證券業雖未受Basel II之規範，然而證券業者這幾年來致力於提高本身風險管理能力之努力，實與國際金融市場之發展同步；另一方面，證券主管機關在監管政策之訂定上，也可看出逐步採行風險為本之監理趨勢。

因此，當主管機關的監理措施，已由規範為本之監理(rule-based supervision)漸進轉為風險為本之監理(risk-based supervision)，並自「證券商風險管理實務守則」、「證券商使用模型管理作業細則」、「證券商風險管理評鑑制度作業要點(草案)」等規範逐步架構其風險為本之監理機制時，做為券商公會風險管理委員會之委員，僅能以同業代表之立場，積極參與主管機關制訂相關規範之討論。唯證券商如能以此類規範檢視並提升自身之風險管理制度及落實執行程度，最後終將達成風險管理之目標：「追求風險調整後之最大報酬」。

參考文獻

- 1 Basel Committee on Banking Supervision. FRAMEWORK FOR INTERNAL CONTROL SYSTEM IN BANKING ORGANISATIONS.1998.
- 2 Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission. ENTERPRISE RISK MANAGEMENT-INTEGRATED FRAMEWORK.2004.
- 3 美國證管會 <http://www.sec.gov/>
- 4 美國聯準會 <http://www.federalreserve.gov/>
- 5 英國金融服務局 <http://www.fsa.gov.uk/>
- 6 香港證監會 <http://www.sfc.hk/sfc/html/TC/index.html>
- 7 香港金管局 <http://www.info.gov.hk/hkma/cindex.htm>
- 8 櫃檯買賣中心、臺灣證券交易所、中華民國證券商業同業公會，證券商風險管理實務守則，2004年10月。
- 9 林則棻、儲蓉、王永盛、林正雄、郭軒岷、黃佳毓、黃建勝、董夢雲，「證券商風險管理評鑑制度研究報告」，中華民國證券商業同業公會，2005年12月。
- 10 黃仁德、曾令寧合著，現代銀行監理與風險管理，2003年。

證券商使用內部模型法來管理風險

東吳大學會計系教授兼風險管理研究中心召集人

中華民國券商公會風險管理委員會委員

台灣信用評等協會

沈大白召集人

對於證券商來說，風險應該是個既可恨又可愛的名詞，可恨的一面是證券業許多面臨的風險甚大又來得極快，幾天內就有上億金額損失的可能性，遠超過其他製造業的平均。然而，從另一個角度來看，風險大報酬高的道理也還經常是成立的。證券市場的大幅波動也常是證券商獲利的大好機會。

證券商本身當然通常深知其面對的風險，也會經由各種正式與非正式的功能或組織來管理其風險。但由於國際上不同地區風險傳染的可能性越發提升，而各利害關係人(Stakeholders)所面對的風險並不一致，而在金融實務與學術上所累積的風險管理知識也到某種程度。近年來，有關證券商風險管理規範與實務有相當大的變化，其中最有代表性的，應屬於新巴塞爾協定(Basel II)的資本適足相關規範。新巴塞爾協定是國際清算銀行(BIS)所建立，當初以資本適足規範為主，但伴隨著實務上的經驗累積，最新的規範其實已成為國際上整體風險管理的重要參考標準，甚至還對非金融業的風險管理產生重大影響。雖然這規範原本主要是為銀行所設計，但由於各國的銀行其實也從事了大多數證券商的業務或參與了證券市場的活動，故包括國際最重要的證券組織(IOSCO)也與國際清算銀行舉辦多次的聯合論壇，共同研擬適當的證券市場風險管理模式。

傳統的證券商的資本適足管理，以調整過的淨資本 (ANC, Adjusted Net Capital)為主，基本是根據資產到期時間的長短，來估計證券商可能的風險，也就是以證券商的流動性風險為最重要考量。不過嚴格說來，流動性風險固然極為重要，其與風險「控管」的關係仍較間接，流動性問題之所以會出現，常是因為資產或部位的價值大幅下跌，交易對手未能履約，或是其他的人為或作業面的因素所釀成。於是若為

了要更能連結風險評估與風險管理的關係，更根本或是更精細的風險因子需要加以考慮。新巴賽爾協定在資本計提部份將風險區分成市場風險，信用風險與作業風險(聲譽風險與策略風險尚不考慮)，再加以加總。至於由流動性的分類轉向以風險的分類與管理，已逐漸成為財務專業相關領域的趨勢，包括例如財務會計中資產的分類與排序，過去主要以流動性為主，現在也有逐漸轉向以風險為其考量。

由於新巴賽爾協定的許多規範，其實也是國際重要金融機構風險管理的經驗累積，目前各國在金融風險管理與監管的趨勢大致上縱使表面或名目上未採用其規範，但實質上皆以此為參考的重要方向。例如過去台灣在證券商資本適足規範的主要參考對象--日本，近年來也大幅採用新巴賽爾協定的重要內容與精神。美國證管會(SEC)在對於監理大型證券商金融商品的風險管理，也與新巴賽爾協定的主要實務與精神相當一致。

在市場風險的評估與應用當中，新巴賽爾協定規範了標準法(Standard Approach)與內部模型法 (Internal Model Approach)兩種，標準法基本上區分了利率風險，權益證券風險，外匯風險，商品風險與選擇權的處理，分別針對不同的風險來源(例如個別風險，一般市場風險)，風險特性(例如流動性，分散度)，來決定一個「標準」的資本計提率。

然而，即使在所謂同樣資本計提率的「標準」下，其實仍存在許多的差異，而且其與風險管理的落實仍有落差，因此，新巴賽爾協定(其實在舊巴賽爾協定中就已說明)亦建議金融機構可以使用「內部模型法」來計提市場風險的資本。所謂內部模型法，固名思義即是證券商可以自己應用內部的模型來評估其市場風險，作為資本計提的基礎。

在內部模型法的應用當中，有關量的標準部份，其中一個重要的觀念就是風險值(Value at Risk)的廣泛應用，風險值的簡單定義是在某一很嚴重情況下的最大可能損失(運用了基本統計的信賴區間觀念)，由於這觀念與經濟資本的定義:「某個估計的資本作為營運時產生潛在損失下的保護」其實只是一體的兩面，故風險值的計算與經濟資本的計算或法定資本的規範，本質上具有相當正向且高度的關聯性。當然為

了考慮流動性或是模型風險等因素，實務上運用風險值於計提資本時，會對風險值再加上乘數因子與附加因子的考量，以增加穩健性。乘數因子一般至少是乘以3，但隨著回顧測試的進行結果，主管機關有可能要求加以提高。所謂回顧測試一般根據過去250日為比較期間，將每日證券商實際投資組合的損失，與證券商用其內部模型所估計的每日風險值，兩者加以比較。若例外次數低於某個數字(綠燈區)，就可以用最低的乘數因子計提資本，否則就可能要乘以較大的乘數因子了。

至於風險值的估計方法，一般常見的包括變異數及共變異數矩陣法(Variance-Covariance Matrices)，歷史模擬法(Historical Simulation)與蒙地卡羅(Monte Carlo Simulations)等方法。

對於一般的金融商品而言，風險值的計算已經有相當多的軟體或系統可以應用，不過對於某些較特殊的金融商品，未必能計算出風險值，在美國的內部模型法規範，則接受應用一些情境分析法(Scenario Analysis)的方式來評估風險。

雖然量化評估風險看來有些複雜，其實落實應用內部模型法最重要的條件還是在「質的標準」部分，有關這部分的要求其實與目前國內所訂立的「證券商風險管理實務守則」有相當密切的關係。這守則規範了較一般化的架構，雖然對於應用內部模型的完整規範仍屬粗略。

為何「質的標準」相當重要，其實這又與公司治理或是審計監理有密切關係。「量的標準」如果沒有適當的制度來配合進行相關的獨立驗證，追蹤、控制與查核來加以落實，內部模型法反而可能為金融機構與市場帶來更多的風險。這也就是新巴賽爾協定中，除了過去的資本計提的第一支柱以外，同時還要加上第二支柱-監理驗證與第三支柱-充分揭露的主要原因。

在「質的標準」部分，基本的要求是證券商應該已建立好風險管理的政策與作業程序，並能有效的落實與執行。這部分最易被誤解的是，內部模型法的執行只要風險管理人員參與就夠了，其實內部模型法的落實執行，幾乎是全員參與，除了風險管理人員以外，尚包括交易人員及其主管人員，以及負責作業流程、報告、控制及稽核等人員。

此外，在質的標準部份，與模型驗證有著密切關係的，一個是與乘數因子有關的回顧測試，用以驗證模型是否持續有效，風險管理單位要定期進行回顧測試，若市場情況未有具體改變，更長時間的回顧測試也是需要的。

對於內部模型之質的標準裡面的風險衡量系統，另一個需經常進行的測試就是壓力測試。壓力測試的目的，主要在評估風險值模型可能未包括之重大損益影響，或較難以控制的特殊情境，以辨別與分析可能對證券商產生的重大事件，以及其影響程度，進而評估證券商之資本是否足夠。壓力測試的結果應該經常與高階主管溝通，且定期呈報董事會。

壓力測試之所以重要，它包括了量的目標，辨識可能面臨的壓力暴險。它也包括了質的目標，除了評估證券商資本吸收潛在最大損失的能力，也協助券商辨識用以降低風險已保留資本的方法。尤其對於證券商的流動性風險的評估與因應，資產負債的管理，壓力測試均扮演著重要的角色。在實務上，證券商財務部門也應該與風管部門，就壓力測試的結果進行討論來研擬因應計畫，或是可與證券商的「持續經營計畫」(Business Continuity Planning)加以結合。至於有關壓力測試的表達，國內第三十三號財務會計準則公報亦有所介紹。

在第二支柱當中，擔負監理審查任務的主管機關，除了要關心內部模型的驗證問題之外，其實最重要的就是券商是否把內部模型法計算的結果與業務管理加以結合。包括像董事會是否依據券商可以承受的暴險與損失金額來檢討風險胃納與風險容忍度，公平價值的評估與風險的評估是否一致，限額與控管是否與風險評估結合，流動性風險的管理，預算與績效是否考慮風險的衡量與調整等等。不過這方面的細節已經與個別券商的技術研發與業務層次有關，更細緻的部分甚至於可能是公司累積經驗或研發的專業機密了。

另一個有關內部模型法的實務應用上，易於為人忽視的部份是第三支柱的充分揭露部分，由於證券市場商品業務的快速發展與複雜性，監管機關其實人力物力難免有所未殆，新巴賽爾協定才會再加上這個重要的支柱，並稱之為使用者測試 (User's Test)，主要目的是借重投資人與社會學術研究人員的力量，來協助主管機關

監督內部模型的適切性。

一般要求有關市場風險揭露部分，在質的部份包括市場風險管理策略與流程，市場風險管理組織與架構，市場風險報告與衡量系統之範圍，市場風險避險與抵減之政策與法定資本採行之方法等。而量的方面至少包括不同風險因子下計提的資本資訊等。

新巴賽爾協定雖然只在市場風險有所謂的「內部模型法」，不過在對應在信用風險的部分則稱為內部評等法 (Internal Rating Approach)，這是因為在信用風險的評估當中，最重要的是有關信用評等工作。

不過要注意的是，美國證管會對於證券商規範的內部模型法規範，不只是包括市場風險，也包括市場風險與信用風險(主要是交易對手風險)兩部分。

其實，以最近的次級房貸事件為例，若僅單純以市場風險內部模型法來評估價格風險，並不能充分反映許多新興的金融商品(包括一些經過包裝過的債券，基金或證券化商品等等)，如何分析影響市場風險背後的風險成因，例如發行者風險(Issuer Risk)，信用風險等等，還有那些未使用系統或是模型來評估的部位之風險，或是將之與財富管理業務中涉及顧客風險之聲譽風險管理，亦是未來落實券商內部模型法不可忽略的層面。

證券商為何要使用內部模型法呢? 最直接的好處應是可能可以節省資本。尤其是對於其部位具有相當風險分散性或抵銷性的證券商而言，應用內部模型法比起標準法能夠更精確的衡量其風險，也更能彰顯其金融商品組合擁有的較低風險。

即使沒有應用內部模型法來計提資本，當一個證券商規模龐大，擁有部位較為複雜，或操作較複雜的衍生金融商品時，運用內部模型法的精神來從事本身的風險管理，也是相當重要。因為其實內部模型法最早目的並非僅是為了計提資本，而是一些國際大型金融機構用以進行風險管理的重要工具。

另一個極為重要的卻常為大家所忽略的觀念，就是內部模型法的目的，不應僅是為了控管風險而已。證券商(或金融機構)和其他產業最大的不同就是，原料是錢，



產品也是錢，其他產業(像製造業)購進原料，經過生產，產生附加價值，將其產品賣出。而證券商所增加的附加價值，不外是未來現金流量的規劃與改變，而現金流量的改變，正是風險的主要來源。因此，證券商對於包括交易流程，新金融商品的研發，或是新的服務項目的開展，相當多的部份就在尋覓風險(包括主觀與客觀的)，評價風險與去化風險，如何結合內部模型法以協助證券商新商品設計與新業務的擴展，才是國內證券商在應用內部模型法進行風險管理時，最重要的使命與挑戰。

對於主管機關而言，除了訂定適當法令協助證券商妥善運用內部模型法來控管風險以外。如能針對個別證券商內部模型法應用的需求與良窳，在各種證券相關法規方面，訂定出更具考量證券商風險的差別化管理辦法，與更加開放的制度與法規，提供更多證券商願意應用內部模型法來管理自身風險與業務的誘因，引導證券商更積極的將風險管理與業務發展加以結合，對於促進國內證券金融發展與國際化競爭力的提升，應也會更有相當積極正面的效果。

至於有關落實國內證券商應用內部模型來管理其風險，目前以市場風險最為可行，主管機關也較能協助評估其驗證工作。但在信用風險部份，因為資料的相對不足，適當的評估與驗證較為困難，是否有機會與其他擁有信用風險資訊的機構合作，頗值得觀察與考量。

貳、專題論述

論證券商因證券業務受客戶委託保管 及運用其款項之範圍

陳世英律師

前言

按修正前之證券交易法第六十條規定：「證券商不得收受存款、辦理放款、借貸有價證券及為借貸款項或有價證券之代理或居間。但經主管機關核准者，得為左列之行為：一、有價證券買賣之融資或融券。二、有價證券買賣融資融券之代理。證券商辦理有價證券買賣融資融券之管理辦法，由財政部擬訂報請行政院核定之。」

行政院於九十四年七月十三日函請立法院審議「證券交易法部份條文修正草案」，其中在修正草案總說明中關於第六十條的部分，其理由為：「為使證券商之經營更具彈性，以提昇證券商之國際競爭力，爰增列證券商經主管機關核准得經營之業務」，因此建議證券交易法第六十條應修正為：「證券商非經主管機關核准，不得為下列之業務：一、有價證券買賣之融資或融券。二、有價證券買賣融資融券之代理。三、有價證券之借貸或為有價證券借貸之代理或居間。四、因證券業務借貸款項或為借貸款項之代理或居間。五、因證券業務受客戶委託保管及運用其款項。證券商依前項規定申請核准辦理有關業務應具備之資格條件、人員、業務及風險管理等事項之辦法，由主管機關定之。」其中關於第五款之立法理由為：「鑒於

國外法令規定多准許證券商受客戶委託保管其買賣有價證券後剩餘款項，俾轉投資貨幣市場基金或債券型基金，為提昇國內證券商競爭力，及符合投資人實際需求，增列第五款規定。」前開條文經立法院審議通過後，由總統公佈實施。

為了使證券商可以順利經營依照證券交易法第六十條第一項第五款之新業務，由台灣證券交易所主導，草擬「證券商辦理客戶委託保管及運用其款項管理辦法草案」（即現金管理帳戶草案），其中草案第十條規定：「證券商接受客戶委託保管及運用之款項，以下列各款為限：一、客戶買賣集中交易市場或櫃檯買賣市場有價證券之結餘款項撥付於證券商交割專戶者。二、證券商權證履約款項代收付專戶中因履約所生應給付客戶之款項。三、證券商金融機構帳戶有因與客戶從事債券買賣或附條件交易而應給付客戶之結餘款項。四、證券商金融機構帳戶有因與客戶從事櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則所訂金融商品交易而應給付客戶之結餘款項。五、證券商受託買賣外國有價證券及其複委託業務交割專戶中應給付客戶之買賣外國有價證券交割結餘款項。六、其他經主管機關規定者。證券商應於當日將前項各款所列款項撥轉至現金管理帳戶。」。非常明顯的，前開草案條文，嚴格遵守行政院擬具之立法理由。

惟查，在現行的證券交易實務中，在客戶委託證券商買入外國有價證券的情形，證券商多會預收交割款，始對外下單。如果嗣後未成交，該等預收之交割款是否屬於證券商受託保管及運用款項之範圍？如果為因應此等新業務之開放，證券商可否向客戶預收待交割款，隨即將該等預收待交割款轉入現金管理帳戶中以充當未來交易之交割款，證券商並藉此得授予較大額之當日受託買賣限額予客戶，達成客戶閒置資金停泊（parking）及證券商掌握客戶金流藉以降低違約交割風險之目的。

本文最重要之目的在於探討銀行法關於收受存款之相關規定、證券交易法六十條規定之修正前後條文對照及六十條第五款之立法理由，嘗試尋求擴大證券商因證券業務受客戶委託保管及運用其款項之範圍。

證券商並未收受存款

依據銀行法第5-1條規定：「本法稱收受存款，謂向不特定多數人收受款項或吸收資金，並約定返還本金或給付相當或高於本金之行為。」。第29條規定：「除法律另有規定者外，非銀行不得經營收受存款、受託經理信託資金、公眾財產或辦理國內外匯兌業務。違反前項規定者，由主管機關或目的事業主管機關會同司法警察機關取締，並移送法辦；如屬法人組織，其負責人對有關債務，應負連帶清償責任。執行前項任務時，得依法搜索扣押被取締者之會計帳簿及文件，並得拆除其標誌等設施或為其他必要之處置。」。第29-1條：「以借款、收受投資、使加入為股東或其他名義，向多數人或不特定之人收受款項或吸收資金，而約定或給付與本金顯不相當之紅利、利息、股息或其他報酬者，以收受存款論。」

在證券商預收客戶交割款之情形，客戶為特定人，該等交割款預付之目的為將來具體或潛在之交易，客戶亦明確知悉該等款項係作為委託買入有價證券之交割用途，客戶取得者為有價證券，證券商不會保證該等有價證券出售後，客戶必定可以取回同等或高於買入該等有價證券之金額。因此證券商預收交割款顯然與銀行法第5-1條、第29條及第29-1條所禁止之行為態樣不同。

或許會有人質疑，前開推論，對於買賣外國有價證券時，客戶先進行下單指示，證券商待客戶匯入待交割款後始行對外下單，在此情形固然與收受存款無涉。但是在無具體交易之前提下，證券商預收交割款，隨即將該等款項轉入現金管理帳戶中，以待未來交割之用，似乎不可等同視之，在此情形之下，證券商仍有收受存款之疑慮。

惟依據現金管理帳戶草案第十四條規定¹，明確可知證券商將客戶之待交割款項撥轉至現金管理帳戶中並且買入約定之有價證券時，客戶必須獨自負擔與享有風險及利益，不得與證券商作投資損益分擔之約定。因此比較起客戶委託證券商買入有價證券之情形，只不過在下單指示部分，允許客戶事先概括的方式為簡化，但是兩者之法律性質相同。因此在此情形下，證券商亦應無收受存款之疑慮。

¹：「證券商辦理客戶委託保管及運用其款項業務，應由證券商及客戶簽訂權益契約書。」

前項權益契約書內容，應載明下列事項：一、款項種類。二、款項運用之投資標的。三、證券商接受客戶委託保管及運用其款項，不得涉入投資判斷；對運用資金所生之風險與利益，悉由客戶自行負擔與享有，亦不得與客戶為資金投資損益分擔之約定。四、告知投資人投資標的有為證券商債權人聲請強制執行之風險；證券商債權人就上開投資標的聲請強制執行時，證券商應立即聲明異議、或依法院之裁定提供相當並確實之擔保以免除強制執行、提起異議之訴並負擔相關訴訟費用。五、證券商接受客戶委託運用其款項時，應於須載明客戶名稱之文件上標示名為「○○證券商之客戶現金管理帳戶」。六、證券商保管客戶款項於現金管理帳戶之標準。七、客戶事先自行指定投資標的（含附買回交易之交易對手）、投資金額、投資順序、支應資金時之動用順序。八、附買回交易之投資期間。九、證券商運用客戶款項從事附買回交易，應取得客戶授權於投資期間代為決定附買回交易之個別交易條件。十、投資標的為附買回交易時，證券商已取得第十六條交易對手之承諾，以自營部位與客戶從事本項業務附條件交易者，則應聲明遵守第十六條之規範，另並就所從事單筆附買回交易係合併二個以上客戶之款項且有部分客戶提前解約致該筆交易提前解約之情況者，應取得客戶同意證券商在此情況下可逕行提前解約，且證券商須對客戶未請求提前解約之款項，續與交易對手簽訂附條件交易契約，並與提前解約前之契約具備相同到期日及利率。十一、證券商以其公債或公司債自營部位與現金管理帳戶從事附買回交易，應取得客戶同意之約定，並於交易日之次月底前向客戶揭露交易當日櫃檯買賣中心公告之營業處所附買回交易平均利率。十二、有關客戶附買回交易之提前解約、貨幣市場基金及債券型基金之類貨幣市場基金之買回或轉換之請求，應對證券商為之，證券商並應留存相關紀錄。十三、利率及手續費費率。十四、第六條第五項有關證券商因資格條件不符時，證券商依規定應於停止辦理本項業務次五個營業日內將保管於現金管理帳戶之客戶款項撥轉至原客戶之金融機構帳戶。十五、與客戶約定當證券商有第六條因資格條件不符而應停止辦理本項業務之情況，對於以『○○證券商之客戶現金管理帳戶』名義運用之投資標的之處理方式，客戶得選擇下列二種方式之一，惟證券商必須於本權益契約書揭露此二種方式可能對客戶造成之損失：（一）由證券商於停止辦理本項業務次五個營業日內辦理投資標的之買回或提前解約。（二）證券商於停止辦理本項業務之次五個營業日內轉換為以客戶名義持有。十六、契約之生效及存續期間、契約變更與終止之處理方式。十七、爭議事項之處理。」

保管及運用待交割款是否符合證券交易法第六十條第一項第五款之規定？

比較起證券交易法第六十條之修正前後條文，明確可知新條文刪除證券商「不得收受存款」之限制，而增加證券商可因業務受客戶委託保管及運用其款項，亦即只要與業務有關之款項，證券商在一定條件下，可以現金部位持有一定期間然後依約定之方法運用之。在證券交易法第六十條第一項第五款之本文中並無限制證券商得保管及運用之款項之性質，亦即並無區分待交割款與交割餘款之不同。依據行政

院於「證券交易法部份條文修正草案」之修正草案總說明中關於第六十條的部分²，亦明確可知政府大力開放證券商從事新業務之決心。因此只要是不違反銀行法之相關規定，並且有助於證券商拓展新業務，皆應包含在修正條文之規範中。

惟在證券交易法第六十條第一項第五款之修正理由中所稱：「鑒於國外法令規定多准許證券商受客戶委託保管其買賣有價證券後剩餘款項，俾轉投資貨幣市場基金或債券型基金，為提昇國內證券商競爭力，及符合投資人實際需求，增列第五款規定。」之真意為何？將影響證券商因證券業務受客戶委託保管及運用其款項之範圍。顯然台灣證券交易所在擬定現金管理帳戶草案時，採取較保守之立場，因此將該等範圍限制於交割餘款。但是，依照法學方法論中，立法解釋（即探求立法理由之真意）固然為解釋法律之方法之一，但是證券交易法第六十條第一項第五款之立法理由，僅謂：「鑒於國外法令規定多准許證券商受客戶委託保管其買賣有價證券後剩餘款項，」惟其用語應該是一個比附援引之例示，並無將開放之範圍侷限於「買賣有價證券後剩餘款項」之意。況且依照第六十條第一項第五款條文本文之文義解釋，在適用上亦無限制證券商僅能保管運用客戶之交割餘款，亦無作成此等解釋之餘地，因此主管機關在制定現金管理帳戶之相關管理辦法時，應無須自我設限。

² 為使證券商之經營更具彈性，以提昇證券商之國際競爭力，爰增列證券商經主管機關核准得經營之業務

結論

依據現行之銀行法第5-1條、第29條及第29-1條之規定，證券商辦理現金管理帳戶之業務，因不保證客戶獲利，不分擔客戶之盈虧，而相關之風險及利益皆由客戶負擔及享有，因此顯與收受存款業務無涉。則證券商保管及運用客戶所交付之待交割款，並且依照與客戶簽訂之現金管理帳戶權益契約書之約定將之撥轉入現金管理帳戶中，並無違反銀行法相關規定。

因此在政府大力開放證券商從事新業務，使證券商之經營更具彈性，以提昇證券商之國際競爭力之立法背景下，主管機關在認定證券商在因證券業務受客戶委託保管及運用其款項之範圍時，無需畫地自限，囿於立法理由中之示例，而增加條文本文中沒有之限制，僅容許證券商就交割餘款作保管及運用，而排除待交割款。

按掌握客戶金流乃提升證券商競爭力之要項之一，如果證券商在經營現金管理帳戶之業務時，僅允許掌握客戶之部分金流，顯然不符證券交易法第六十條之修正意旨，亦使本項業務之開放未竟全功。

證券商資訊系統服務發展之展望 —面對國際化與多種金融商品， 證券商IT面臨之挑戰與覺醒

國票綜合證券股份有限公司
卓兆傑資深協理

壹、發展的軌跡

證券商業自1987年採用電腦撮合系統、1988年開放券商申設，已歷經近20年的高速演進，從早期的6533競價終端機，自Case811多工器擷取成交回報印表機通訊埠之成交回報列印資料，傳至券商自設之資訊系統，集中後產生交易明細資料，加總運算產生淨收付報表及營運統計分析報表，此時券商端的資系統功能只侷限於簡單的證券交易後台帳務及營運統計分析，這個階段證券商資訊人員主要之工作在開發批次資料處理程式及電腦操作。

1991年交易所提出主機連線通訊協定規格，券商資訊人員與資訊廠商於1992開始逐步投入資源及人力研究與開發主機連線功能，在1993年開始有券商與交易所連線測試主機連線功能，但彼時資訊技術人員大都缺乏通訊程式開發經驗，在渾沌之中摸索，在錯誤之中累積經驗，幾經測試及調整後漸漸勾勒出證券交易主機連線系統的架構及功能，但整體證券交易主機連線系統架構及功能的成熟大致底定於1997年，而全體券商完成建置主機連線系統，停止6533競價終端機的服務卻遲至2000年。此階段券商資訊系統的功能已發展出前台交易連線管理、中台風險控管及後台帳務暨營運管理的三層式結構，此證券交易系統的架構及主要程式一直沿用至今日，雖經無數次的新增與修改但主要的系統結構及功能卻無重大的改變，交易所的主機連線通訊協定規格同樣也無重大的進步。

1998年7月期貨市場開啟，大型綜合券商及專業期貨商紛紛設置期貨業務單位，競相搶佔這個新興的市場。但在此之前台灣並無任何期貨交易的資訊系統，在缺乏足夠的期貨專業知識及相關資訊系統功能規格的渾沌之中，若干早期投入這個

市場的資訊廠商投入鉅資，購買國外期貨資訊系統的版權及原始程式碼，進行必要的修改(本地化)及客製，偉偉蕩蕩的台灣期貨交易資訊系統於焉誕生，其前台交易型態的多樣化、中台風控的嚴謹及時效要求，後台帳務的繁雜及到期處理在在都給了券商資訊人員一次震撼教育，讓吾輩深感僅有精練的資訊技術已不足夠，必須兼備廣泛的金融知識及對業務流程的全盤瞭解，而期貨系統的設置同時也導入了大型關連式資料庫，強迫券商資訊人員必須學習及運用這項資訊產業界的主流技術。

1998年是證券業資訊應用的另一個重要的里程碑，網際網路的蓬勃發展、COM的熱潮促成了證券交易電子化的誕生，『英特連』一個年輕而朝氣蓬勃的資訊廠商，開發了第一套商業化的網路交易系統，正式將證券商的資訊服務推展到客戶手邊，但此時大多數的券商並未及時感受到這波因資訊技術而造成券商業務型態質變的壓力，網路交易的真正的繁榮普遍是發生在2000年左右。

1999年面對廣泛的資訊系統修正，各證券商投入了大量的成本汰換資訊設備，資訊人員更投入了大量的時間在修正Y2K程式錯誤，藉此機會資訊人員也有機會全面清理整頓所有的應用作業系統。2000年初在突破了Y2K的難關之後，各券商開始積極投資及佈局網路電子商務系統，在此之後證券商在證券經紀業務、期貨業、投資信託業務等不論是業務型態，手續費收入及資訊成本的分配均產生幅度極大的變異，而券商的資訊人員也因而必須快速且廣泛的學習及掌握網路通訊技術及電子商務的業務知識，串聯全球無所不達的網路帶來了商機也帶來了威脅，電腦病毒與網路駭客無聲無息的侵入了各券商原本封閉而安祥的小世界，經歷過幾次嚴重的網路攻擊型病毒打擊後，資訊安全的意識在吾輩提升為顯學，諸子百家無不卯足全力，針對電腦病毒及網路駭客展開長期的鬥爭，在金錢及人力的堆積下，目前這場戰役敵我雙方僅維持表面的平衡而已，可預見的未來是這場激烈的戰役勢必將延續至永遠。

2003年開放認售權證之申請上市，衍生性金融商品的知識與必須的資訊支援服務，讓證券商資訊人員再度面臨嚴峻的考驗，隨之在後的結構型商品、資產交換及資產證券化商品如雨後春筍般紛紛出台，相關業務的資訊服務需求不斷的催逼券商資訊部門人員，必須快速的同時掌握資訊技術及業務流程，因應這些證券產業及商

品的提升各大券商資訊部門的人力大幅增加，

資訊部門內部的組織與分工也同時產生質變，資訊稽核及組織管理遂成為各家資訊主管階層極為重視的必備功能，而主管機關也適時提出了整套的資訊安全規定及電腦稽核規範，資訊人員除了必須遵循各項資訊安全規定外，同時肩負全公司資訊安全教育的實施及資安政策的落實。

回顧過去20年台灣證券業的發展，伴隨著證券金融商品的創新，業務流程的變更，組織及管理的進化，證券業的IT部門貢獻了不可忽視的心力，共同造就了今日證券業的榮景，但未來的路卻充滿了更多的挑戰，資訊人員必須與大時代兼容並進，更積極要更努力的追求成長與卓越。

貳、現況與挑戰

由於證券金融市場高度的競爭與產業特性使然，IT的應用在證券業受到高度的重視，交易流程電子化的導入及應用日趨成熟，IT的資本支出在證券業遠高於其他行業。傳統的資訊部門著重於資訊技術，主要功能在發展應用程式，提供資料運算及處理的功能，扮演著業務支援的角色，資訊部門功能起始於所有業務發生之後，在公司內的定位是單純的資訊技術中心及成本中心。現今因為交易流程電子化的導入，公司治理數據化，客戶全方位整合服務等積極的資訊服務需求催逼，公司重視的不僅是單純的資訊技術，更必須積極發展資訊服務整合體系，資訊部門不再只是技術部門、成本中心而是必須進化成業務流程創新的導入者，資訊部門的功能起始於各項業務發生之前，經由業務流程的合理化、標準化及電子化進而能替公司創造增加獲利的機會。

面對國際化及金控跨業整合的大纛之下，證券金融服務業必須同時引進多個市場的多種金融商品，經由簡易明確且有效率的交易流程，提供客戶一次購足的投資理財服務，今日券商資訊系統必須積極推展橫向及縱向的整合，透過資料整合、系統整合及應用整合三個緯度的資訊系統融合，創造嶄新的資訊服務體系，然而侷於現實環境的限制資訊整合的工作仍充滿挑戰，急待吾輩共同努力尋求突破。

以現今業務量最大證券經紀業務為例，證券商端及交易所端系統功能及檔案結構均奠基於十年前，在提供外資券商或法人機構之交易執行服務時，存在相當多的障礙，從前端Buy Side的程式交易功能(Program Trade)，DMA(Direct Market Access)直接委託通訊介面配合主機連線的通訊介面(X.25)難以穩定的應付同時處理多筆委託，中台風控對保管銀行及證券集保欠缺完整的通信協定及介面，難於有效的執行款券圈存的風險控管功能，而法人及投資機構在後台帳務所需要的集合帳戶或子帳戶功能在傳統的券商後台系統中也難於提供，雖然大型券商傾全力自行開發各階段所須之資訊功能，創造出層層疊疊、鬆弛的程式連結，只能稍堪自足稱不上是個完整的資訊系統，系統運作及管理仰賴資訊部門投注相當多的人力時間。

再提衍生性金融商品，衍生性金融商品必須兼顧交易、帳務風險控管及法規遵循，各類商品的內容及業務流程本就存在相當大的差異，在發展初期時只依照基本的資訊需求，及時完成必要的資訊服務，無法顧及全體業務整合的考量，延至今日每一種金融商品均自成一套交易系統，當面臨營運統計分析管理及風險管理，需要綜合統計所有金融商品所產生的資產總額及評估風險，但各衍生性商品資訊系統的交易資料卻難以彙整，致使資料處理的成本增加效率卻降低，更有甚者主管機關已預告兩年後要採用『第二代巴塞爾資本協定(Basel II)』，屆時相關之財務報表處理、資本適足率計算及整體風險控管將面臨絕對嚴苛之挑戰。

最後來審視國際複委託業務，目前台灣整體外匯存底超過1200億美金，民間游資充斥急須找尋多樣化的投資管道，大型綜合券商為求鋪陳完備之金融服務平台，提升公司競爭能力及國際能見度，同時掌握客戶資產增加公司收益，競相投入人力及資本開發國際複委託業務，所必須之資訊系統不論是自行開發或是外購資訊成品服務，價格昂貴之外資訊功能亦難於完全滿足業務及財務單位之需求，面對客戶關係管理、營業統計分析、財務及風險管理等需要整合原證券業務系統、期貨業務系統、衍生性金融業務系統時，只見一團渾沌，千頭萬緒不知應從何處著手。

參、應有的行動

一、籲請證券主管單位早日推動證券、期貨與集保資訊系統的整合，目前各券

商必須同時維護及操作證券、期貨兩套差異極大的系統，致使券商資訊成本高昂且資訊效率不彰，而證券交易所透露訊息將於2008年底停止X.25通信介面的服務，全面改採TCP/IP通信介面，屆時期貨系統將面臨更孤絕的環境，長遠的來看證券、期貨與集保資訊系統的整合不但是全體券商急切嚮往的理想，也是推動國家金融交易進步的重要原動力。

二、面對距離已非遙遠的民國100年資訊系統年序處理的問題，籲請財金主管單位儘早確定年序處理的標準規格，基於金融交易必須與世界接軌的必然趨勢而非關政治考量，建議藉此機會將金融業務年序處理全面採用西元年。

三、券商同業應可以推動橫向的資訊系統合作開發，或許可以經由修正民國100年資訊系統年序處理的問題及TCP/IP通信介面的更新，展開合作全面翻新已近十年的證券交易前中後台資訊系統。另外期貨系統的維護及新增也有賴券商、期貨商同業的共同合作，推展與期貨交易所積極的互動，任何系統的變更或新種業務的推行，期交所必須負擔更多的責任、更精細詳實的業務規劃，努力創造新種金融商品市場的生機與繁榮從而確保券商、期貨商為配合期交所政策而投入的珍貴資訊資源。

肆、結語

縱觀全局，現階段證券金融服務業的發展和前景，對從業的資訊人員雖帶來極嚴厲的要求和挑戰，但同時也造就了極寬廣的發展空間和成長機會，相對於其他行業的資訊人員，吾輩同儕更應奮力自省、互相激勵，掌握這千載難逢的機運，創造個人及公司歷史未見的高峰及卓越成就。

環顧今日之券商資訊人員必須隨時惕勵，終身全方位的學習，務必探求精練的資訊技術、豐富的金融商品知識、足夠的業務流程認知，輔以良好的溝通協調能力，嫻熟的專案管理技巧，配合國家政策鼓勵金融服務業整合、開放與世界接軌的必然趨勢，創造個人與全體產業界卓然的成就。

次級房貸的黃金與糞土 — 泡沫完了嗎？

金鼎證券公司
儲蓉副總經理

一、誰是次級房貸風暴幕後的兇手

2007年4月2日美國第二大次級房貸公司新世紀金融公司（New Century Financial Corp.）聲請破產，揭開次級房貸（Subprime Mortgage Crisis）風暴序幕！8月初，美國大型住宅抵押投資公司（AHM）亦宣布倒閉，接著美國最大房貸業者全國金融公司（CFC）財報出現嚴重虧損；2006年迄今，房貸相關公司停業、倒閉、遭購併超過100家。另外，投資銀行貝爾斯登（Bear Stearns）旗下二避險基金淨值幾為零，申請破產保護，旗下第三支基金停止贖回。

次級房貸風暴並非只在美國本土肆虐，更蔓延到全球，造成金融市場大幅震盪：

在歐洲：

法國BNP旗下三支基金停止贖回

英國Barclays二度向中央緊急借款

德國IKB提列7億歐元損失，接受政府援助

Landesbank Sachsen Girozentrale接受173億歐元援助後仍無力回天，最後被LBBW接收

英國最大抵押貸款業者北石（Northern Rock）因信用市場緊縮，面臨財務危機，迫使英國央行英格蘭銀行對其提供緊急金援。這也是英格蘭銀行十年來首次針對金融業者提供援助。

在澳洲：

Macquarie旗下二支基金損失超過25%

Basis Capital旗下一支基金損失超過80%

在中國：

估計大陸六家上市銀行今年將面臨美金6.47億元的損失

在日本：

三菱等6銀行宣布次級房貸投資損失約美金1.61億元

在台灣：

金融體系投資美國次級房貸相關商品金額高達新台幣750億元

其實次級房貸老早就在美國存在了，並非甚麼新鮮事，為甚麼會產生風暴呢？這其中有二個重要的理由，首先，美國金融體系資金充沛，2000年後維持長期低利率環境，造成不動產市場榮景，使銀行對信用較差的借款人也勇於承作房貸，甚至採行房貸戶在初期可不攤還本金且支付極低利息，兩年後才將利息與本金支付款調高的高風險授信政策，其如意算盤乃認為持續攀升的房價能做為信用風險強力的後盾。這些貸放對象包括原來信用不合格者、二胎貸款者以及房地產投機者。次級房貸的金額在2004年開始快速成長，至2005年及2006年皆達6,000億美元的水準，估計至2007年初期總量約為1.6兆美元，可說為“風暴”提供了肥沃的糞土。

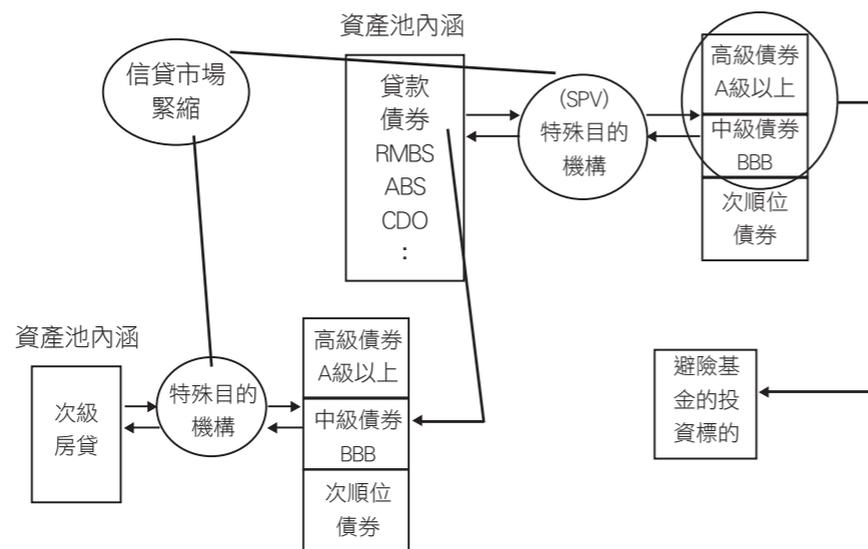
但真正推波助瀾，讓糞土煉成黃金再變回糞土的是“CDO（Collateralized Debt Obligation）”！CDO是一種資產證券化商品，銀行透過此種證券化方式，可迅速將長期大額、難以流動的次級房貸債權從自己的資產負債表上拿掉，吃到一定的利差之後，連風險帶收益一併轉讓，然後套現去尋找下一個房貸客戶，再予以證券化。透過循環乘數效果，使CDO牽涉的金額難以估計。

在CDO發行金融機構的殷殷督促下，次級房貸業者放膽衝刺業績，鼓吹房貸戶採用各類新穎而大膽的房貸工具如ARM、Option-ARM、Interest Only、Piggy Back Loan等等，甚至規避官方制式的房貸資格評分審核，而完全無財力文件與收入造假者比率甚高¹。再者，CDO包裝複雜，風險不明，但報酬相對較高，全球投資人趨之若鶩。顯然，CDO與次級房貸互相依存，共生共榮，房價上昇時大家歡唱，房市走軟時，問題一一浮現；特別是2006年正是兩年前大量承作次級房貸開始啟動利率重設機制的時刻，此時房價也開始趨緩，次級房貸借款戶違約比率升高，同樣透過前述乘數效果蔓延開來，使金融市場陷於混亂。煉金術的魔法失靈，糞土終歸變回糞土！

二、CDO市場急凍形同關閉

次級房貸風暴發生後，CDO變成大家撻伐的對象，CDO交易幾近停擺，一些大型投資銀行利用發行CDO籌資的計畫也紛紛中途喊卡，投資銀行費用收入大減，私募基金與房貸戶也將面對資金緊縮的困境。CDO市場已「形同關閉」，一時間“Financial Engineering”變成了華爾街市場最危險的兩個字彙。

CDO為甚麼突然變成人們口中的惡魔呢？細細拆解其中的架構或可知其一、二。雖說CDO是一種包裹、組合多種債權資產的金融商品，但早期的CDO其資產池係以實體的公司債或企業貸款為主，稱為CBO或CLO。近幾年則改以ABS、RMBS結構融資證券為資產群組的大宗，稱為SF CDO。2006年的發行統計顯示，所有發行的CDO中有54%屬SF CDO，而其中絕大部分為次級房貸RMBS的CDO；拜華爾街的金融創新財務工程之巧，次級房貸糞土變黃金的煉金術並不到此為止，BBB等級以下的CDO再次組合包裝後就有了CDO-Squared，然後BBB等級以下的CDO-Squared再次組合包裝後就有了CDO-Cubed，不斷的再加工製造就會有CDOⁿ...，而且至少都是BBB投資等級以上，投資人已看不到糞土了！而這些CDO又成為許多避險基金（Hedge Fund）資產組合的主要成分，所以投資人真正投資的CDO相關商品可說是「層層華麗包裝，風險猶如霧裡看花」（參見圖一）。



圖一 CDO相關商品的內涵

不管是信評機構或出售產品的金融機構，教育給投資人CDO所涉及的風險不外乎：所連結的標的資產池（Asset Pool）整體的信用品質（Credit Quality）與分散性（Diversity）。

各分券（Tranches）的保障性的（Protection）。

資產管理人（Asset Manager）的經驗與能力。

但事實絕不只如此，由於CDO包裝手法不斷的翻新，加上投資人要求高報酬的貪婪性，使得CDO的複雜程度被推到極致，其中隱藏著結構性的風險，包括：槓桿作用、定期評價、流動性風險，這些風險若是互相糾纏、同時齊發，必然死傷慘重！

就槓桿作用來說，近來的CDO可雖幾乎皆屬合成式CDO，亦即以「信用違約交換（CDS）」或「總報酬交換（TRS）」連結的CDO，此時資產池的名目本金（Nominal Amount）往往是證券發行金額的數倍。採用此種槓桿架構（稱為Instrument Leverage），主要目的就是提高證券的收益率，但同時也加大了風險，尤其一些避險基金為了追求基金績效，更利用銀行融資來加大槓桿（稱為Balance Sheet Leverage），這樣的雙重槓桿威力無比—譬如用1元向銀行融資1元操作，再用每1元操作具有5倍契約價值的金融工具，如此1元的自有資金可操作10元的部位—可以想見，槓桿讓避險基金上天堂，也可能讓它下地獄！

另外特別值得一提的是一般人所較不熟悉的TRS CDO。TRS CDO的投資人將承受資產池中標的物所有的經濟利益與風險（Economic Risks and Benefits），包括信用風險與市場風險，具有“市場價格型CDO（Market Value CDO）”的特性。同時，TRS CDO如同CDS CDO一般，亦可用槓桿作用提高報酬率，通常此槓桿倍數為4到6倍左右，而且也因不需實質購入資產標的，為客戶量身訂做產品較有彈性，也賦予資產管理人更多的空間作資產管理。

一般而言，TRS CDO的次順位（Subordination）金額較小，反而是超額利差扮演了一個重要的角色，因為它維持了TRS CDO交易的流動性。流動性在傳統CDO（Cash CDO）比較不是重點，因傳統CDO是靠次順位來支撐其可能損失的保護，因

而得到相對的信用評等，但在TRS CDO中，因為是以Market Value為主軸，故其標的資產是否具一定程度的流動性是一重要因素。當資產標的從資產池中移除，其實現利益或損失需當下認列，未實現之損失及利差也須經由市場評價機制測試予以監視。此所謂市場之評價通常為每日執行，且由公正第三者或一群交易商共同決定，市場評價監視機制就如同保證金追繳（Margin Call）功能一般，當此市場評價測試低於某一預定的門檻時，則需依照契約啟動觸發機制。例如原發行金額資產池總金額=50/300=16.67%，若利用上述機制評價，使得此一比率掉到某一門檻之下，則可能啟動提前贖回，強制所有標的資產以現行市場清算，這是一個TRS CDO十分重要的特性，因為一旦觸發機制啟動，投資人可能遭受巨額虧損。另外，TRS CDO交易通常允許投資人於交易整個期間中行使贖回權，此一動作亦可能引發損失，但信用評等的基礎卻假設投資人應是理性的，不會作出引發損失的贖回動作²。此一假設在市場有恐慌時並不適用。一言以蔽之，一般Cash CDO或CDS CDO沒有停損問題，只要到期日前不發生信用事件，到期日仍可拿回面額，而TRS CDO牽涉到期中停損，即未發生信用事件，仍會有實現損失的可能性，兩者有相當大的差別。

無論是哪一種CDO，其風險皆複雜難以評估，且CDO的評價不透明，所用的模型（Model）或參數（Parameter）常流於主觀，其評價程序是一個黑盒子（Black Box）。復以其本質上流動性差，一旦次級房貸違約率上昇，影響到RMBS分券價格，若CDO剛好又包含較大集中度的RMBS時，CDO的某些分券（BBB及以下）將發生損失。此時持有許多此類CDO的避險基金或CDO投資人會恐慌要求贖回，CDO發行者會將未來可能持續上升的違約率及流動性差的因素放入評價模型，使得CDO報價益發下挫，更加深投資人疑慮要求贖回，造成惡性循環。此時CDO受傷的不僅是BBB以下的分券，連A級以上的分券也遭池魚之殃。雪上加霜的是，當CDO評等被打到非投資等級BBB以下，則避險基金就無法再融資槓桿操作了，信貸市場的緊縮，讓基金無法獲得資金應付贖回，最後落得不是宣佈暫停贖回就是申請破產，清算資產。當然此時市場一堆禿鷹等著殺價撿便宜，清算後的現金必須支付所有相關費用，同時償還銀行借款。最後剩餘才會分給投資人，投資人大多落得血本無歸的下場！

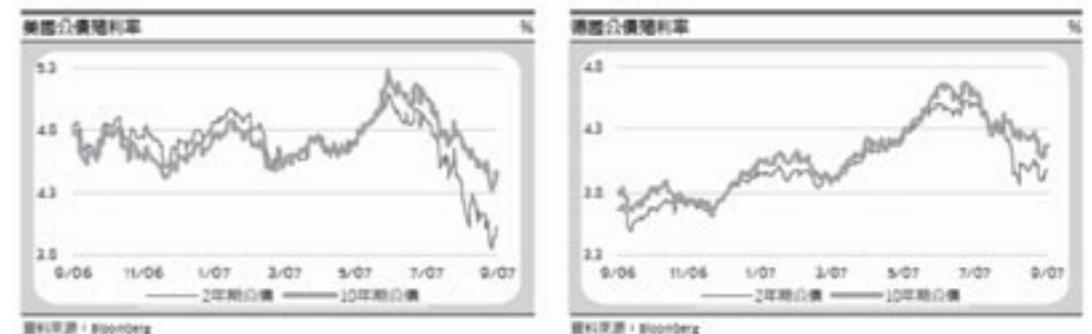
因之，我們對投資人投資CDO相關商品有如下的忠告：

- 寧可投資CDO本身，也不要投資持有大比例CDO的避險基金！
- 投資合成式CDO要比投資傳統式CDO要更謹慎！
- 所投資的CDO若屬市場價格型，信用評等資訊無法反映實際損失機率！
- 資產標的本身的流動性與證券發行端的流動性，一旦有大幅差距是危險訊號！
- 槓桿作用要戒慎恐懼，若再加上流動性問題是險中加險！
- 並非CDO不可碰，而是內容不明或是你不懂的CDO寧可不碰！

三、市場恐慌程度有如LTCM事件

（一）資金逃往安全處，產生Flight to Quality現象

以往當金融市場遭逢突發事件，如：1998年長期資本公司（LTCM）事件、2001年911事件、2002年恩隆案（Enron）等，皆引發投資人信心危機，對風險資產避之惟恐不及，資金逃往安全性資產，這種現象稱為”Flight to Quality”。次級房貸風暴使得美國公債與歐元區公債等皆成短線上的資金避風港，價格走強、殖利率大幅滑落。8月底9月初，美國10年期公債殖利率下落至4.5%附近，德國10年期公債亦滑落至4.1%左右（圖二），說明此一次級房貸事件所引發風暴的等級是極高的。

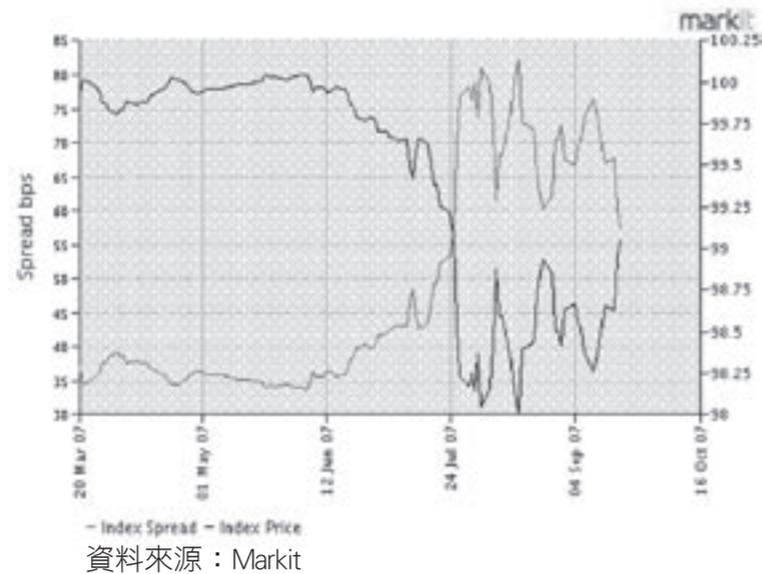


圖二 美國、德國公債殖利率走勢

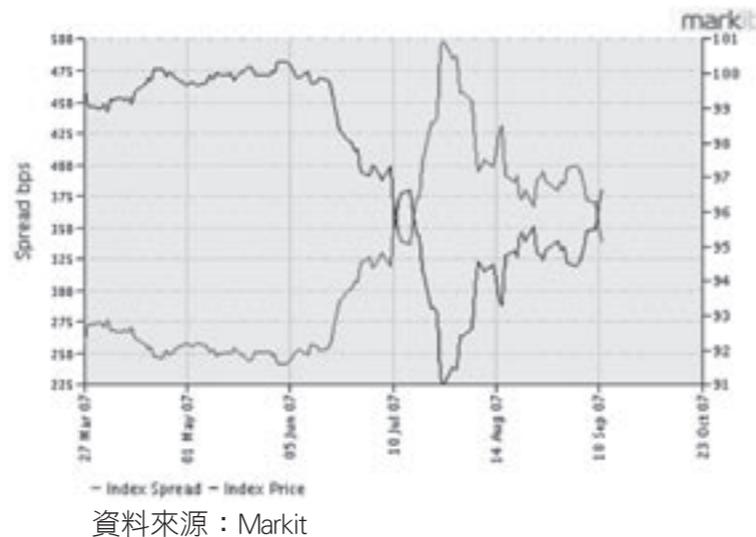
（二）信用違約交換價格飆升

次級房貸危機的深層涵義就是一個重大的信用事件，同時伴隨著全球流動性的乾涸現象，嚴重的擴大了信用利差（Credit Spread）。在8月底時，高收益公司債與

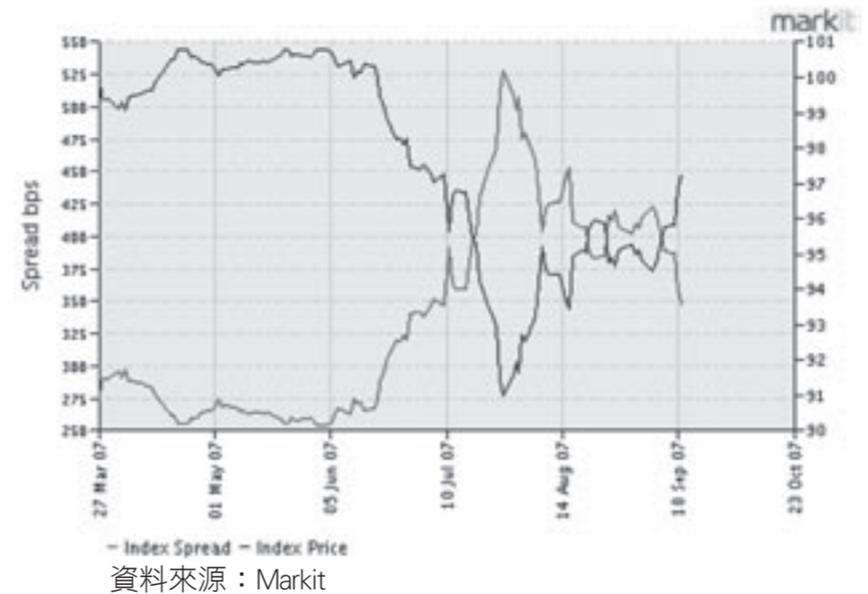
公債間的利差已經來到443個基本點，為2004年3月以來高點。不少公司的信用違約交換(CDS；Credit Default Swap)價格也快速飆升，圖三、四及五分別代表Dow Jones CDX NA指數群中投資等級(IG)、BB等級高收益(HY BB)及B等級高收益(HY B)的CDS價格走勢。無論是高信用評等或低信用評等，其CDS價格在7月後皆大幅上揚，直到9月18日美國聯邦準備理事會(Fed)調降聯邦資金利率(Fed Funds Rate)兩碼後才得以回穩。



圖三 Dow Jones CDX NA IG 指數走勢

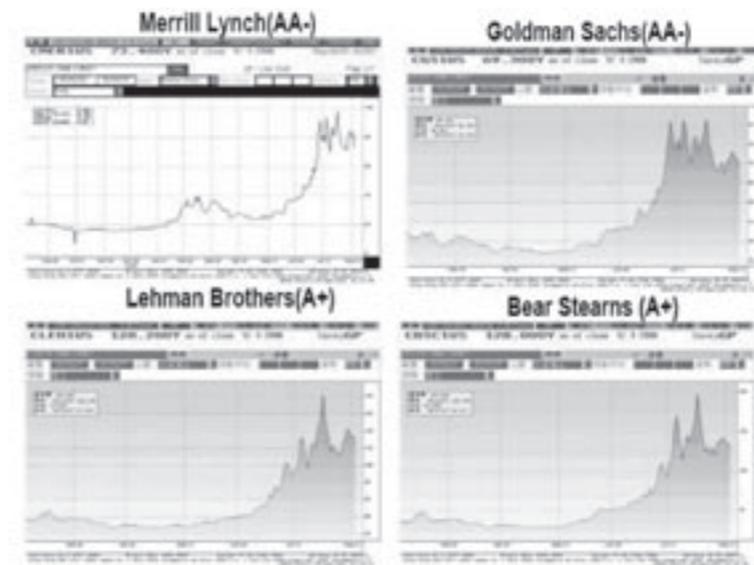


圖四 Dow Jones CDX NA HY BB 指數走勢



圖五 Dow Jones CDX HY NA B 指數走勢

就個別企業而言，由於次級房貸風暴受創最重的為金融部門，即便是過去優良債信，幾無違約之虞的重量級證券公司、投資銀行等，其CDS價格亦一飛沖天（圖六），猶如快要發生違約的氣氛，事態的嚴重性，可見一斑。



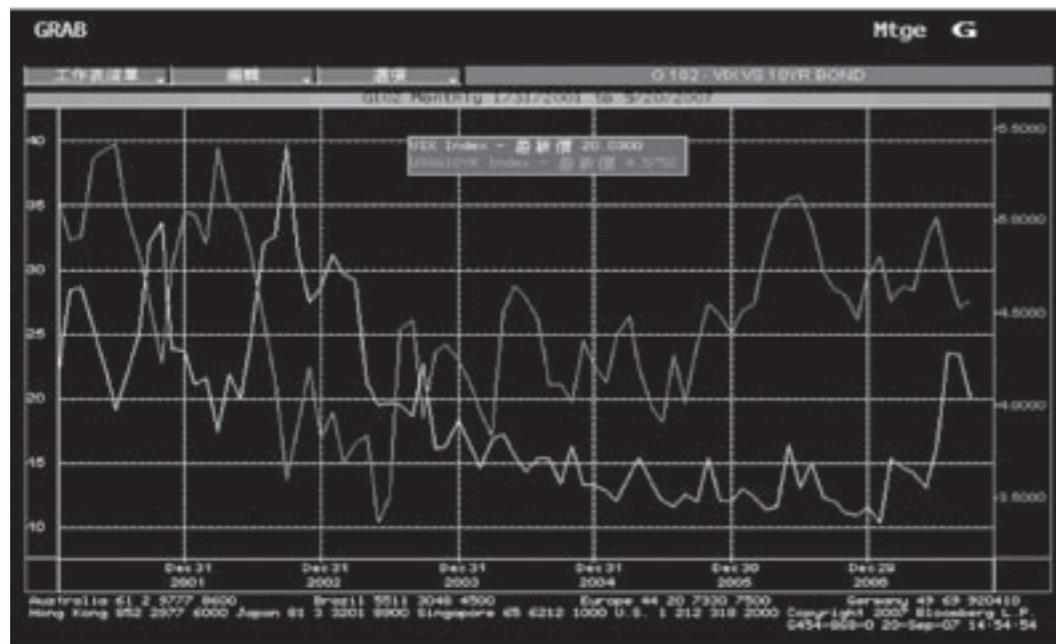
資料來源：Bloomberg

圖六 知名投資銀行CDS走勢

(三) VIX指數來到高點，股市投資人恐慌

VIX指數（波動率指數，Volatility Index）為芝加哥選擇權交易所（CBOE）於1993年推出，其利用S&P 100股價指數選擇權市價反推算而得的隱含波動率，在買、賣權與近、遠月之間以插補法做適當的加權平均處理，藉當時市場對未來股票市場波動率的想法，提供選擇權交易人多元化資訊，作為交易及避險操作策略的參考。

當VIX指數愈高時，顯示投資人預期未來股價指數的波動程度愈劇烈，意味著對未來的市場狀況愈感到不安，相反地，當VIX指數愈低時，表示市場上的股票指數變動將趨於和緩，由於VIX指數可具體地描述投資人心理的變化情形，所以又稱為「投資人恐慌指標（The Investor Fear Gauge）」。由於次級房貸風暴，金融市場波動度大增，8月時，VIX指數來到2004年以來高點30點上下（圖七），反映了市場信心脆弱，投資人的恐慌程度。



資料來源：Bloomberg

圖七 VIX走勢

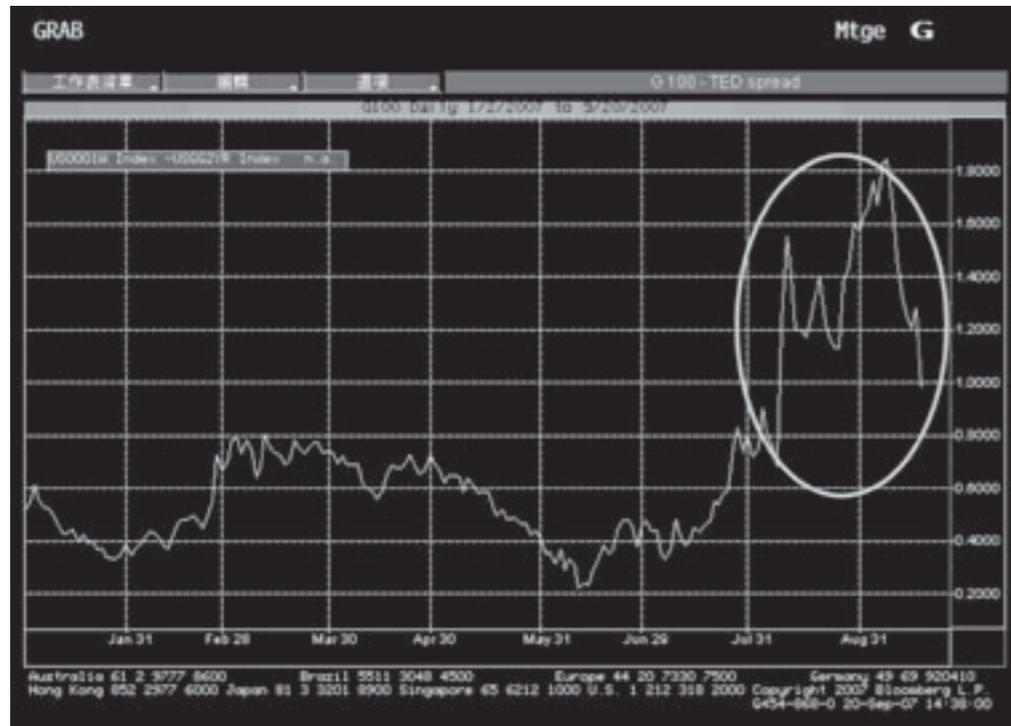
(四) 泰德利差擴大，ABCP遭到嫌棄

泰德利差為3個月期LIBOR與3個月期美國政府公債殖利率之間的利差，代表銀行間短期的信用風險狀況。泰德利差通常在一定區間內震盪，因為LIBOR代表短期、穩健的銀行同業拆借市場，會在三個月內發生信用風險機率極低，若是LIBOR飆高，泰德利差急漲時，必定是金融市場受到了極不利事件的影響，使得市場信心極速下降。

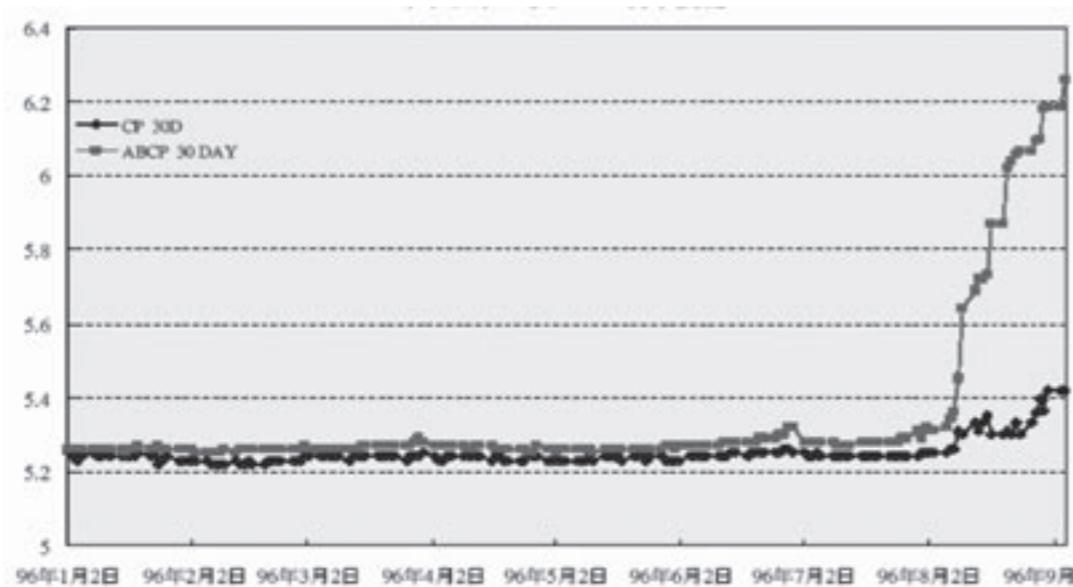
根據統計，過去十年中，只有1998年10月LTCM事件發生時，利差急速上揚的幅度與目前類似，當時利差由70bps漲至160bps，今年8月底及9月初，此利差由60bps急漲至180bps左右（圖八），反映次級房貸風暴重擊市場的信心。不過，歷史也告訴我們，當泰德利差急漲時，往往也是市場過度反映的徵兆，隨之而來的是快速急跌。

另一方面，市場短期融通的資金也顯得十分緊俏，自從8月9日爆發全球市場流動性不足問題以來，Fed 即配合各國央行之同步行動，先後挹注數百億美元資金至美國金融市場，希望能夠提高市場資金之流動性。然而，與Fed 公開市場操作有關之21 家主要金融機構，為了改善本身流動性與減輕因投資次級房貸所造成損失，將Fed 所釋出之資金予以保留，並未全部流入市場，以致規模較小之金融機構及一般企業均無法取得極需之短期融通資金。

從30天商業票據利率差距走勢，即可看出信用評等較差之一般企業面臨資金調度困難之窘境，A2/P2 等級與AA 等級商業本票之利差自8 月初以來由15bps 擴大至8月17日之83bps；而ABCP 更如同燙手山芋一般，利率由5.32%直線上升至6.02%（圖九），這種以資產支撐為基礎的短期商業票據，就如同CDO一般，被投資人棄之如敝屣。同時由於市場流動性趨於枯竭，整體商業本票之發行金額在8月大幅減少。還好，Fed 調降重貼現率，展延還款期限，並廣泛接受各種擔保品，讓中小型金融機構可以透過聯邦準備體系之貼現窗口取得融通資金，獲得喘息。



圖八 泰德利差走勢



圖九 CP與ABCP走勢

四、信評機構聲譽重創

在風暴中另一個遭受重創的非信評機構莫屬。信評機構的預警（Early Warning）功能在金融市場向來為投資人所倚重；惟其有效性在1997年亞洲金融風暴危機及本世紀初恩隆公司破產醜聞案中就備受質疑，此次信評機構在次級房貸風暴中所表現的「遲鈍」反應似乎已讓各界忍無可忍，引起公憤。分析師對於信評機構遲至7、8月份才調降數十億美元的次級房貸CDO的評等動作發出訕笑：信評機構現在所提出的評論，那一樣不是在數月前市場就已經反映的呢？有些媒體更直指信評機構之所以事前給予問題貸款包裝的債券高評等，事件發展時又不能及時敲響警示鐘，與其收受發行公司的信評費用有關，以致信評機構無法切斷其與發行公司的利益衝突，信評機構根本就是此風暴的幫凶之一。

在次級房貸風暴引發全球系統性股災後，歐盟執委會疾言厲色地表示將著手調查幾家舉足輕重的債信評等龍頭機構，美國國會也計畫就這些龍頭的角色和功能舉行聽證。甚至連俄亥俄州檢察長鄧恩（Marc Dann）亦採取行動雇用華爾街熟悉衍生商品的金融分析師與專家，協助調查S&P、Moody's以及Fitch等信用評等公司在次級房貸風暴中是否涉及犯罪行為。他們一致認為，這些評等機構理應警告投資人有關次級房貸所擔保的投資等級證券風險，包括俄亥俄州退休金基金在內，可惜他們未能善盡職責，結果害慘許多投資人！

然而信評機構也有話說，Moody's辯解，市場對於該公司的抨擊主要起因於對信評機構角色「未能釐清的混淆」。債信評等不是也不能作為市場價格的預測者，Moody's的職責並非對市場價格的變動做出反應，而是對特定債券的信用品質（Credit Quality）做評估，換句話說：是對該債券能否付息還本的一種意見。其對評等的調整必需是有足夠的證據證明其信用品質受到傷害方可為之，而非只是根據一、兩個月的上揚的違約率就立即調降。Moody's副總裁拉瑟森甚至說，Moody's在信用市場「扮演重要但極有限的角色」、「我們提供客觀意見，但不提供任何買進或賣出建議」。

Moody's的說法似也言之成理，問題是投資人的確因市場波動損失了利息與本

金，投資人投資CDO各分券時的确是相當依賴債信評等的高低，如今信評機構的辯解聽在投資人的耳中是多麼椎心刺痛，不負責任。

如果信評機構僅僅以不處理「波動性與流動性議題」回應，恐難讓投資人心服！而投資人亦必需瞭解現行的信用評等並不能涵蓋因波動性與流動性所產生的價格挫低，而且有些假設並不一定符合真實情況（例如TRS CDO不會提前贖回的假設），對於流動性較差且槓桿較高的部位尤需慎重看待，做好風險控管。絕對不能以為信評等級高者就可安穩大量買入，特別又集中在某一產業或部門（Sector），更是風控的大忌！

也許，次級房貸風暴提供了一個最好的時機：

信評機構必須找到合理的措施來抵抗外界的批評浪潮，
而投資人必須重新思考這些信用的評等，給予適當參考定位。

五、央行政策與泡沫再現？

當次級房貸危機正向全球金融市場深度蔓延時，各界都屏息以待：美國聯邦準備理事會（Fed）是否降息？市場對於何謂“正確的政策”有不同的看法，華爾街的分析師們毫無疑問地一面倒呼籲Fed降息，然而學院派的經濟學家包括Fed前主席葛林斯班則認為降息應該謹慎行事，否則可能會讓通貨膨脹失控，甚至痛斥華爾街那些玩火自焚的投機家們是活該受到懲罰。

華爾街的觀點很直接，認為此一風暴面臨最大的問題是流動性與市場信心，而能解決這兩點非有央行的高度不可，故極力主張Fed降息，否則無以挽救。Fed主席柏南克是如何回應風暴呢？可用四部曲形容：挹注資金、言語安撫、突然降重貼現率，最終降息兩碼。

回顧8月7日，其時的次貸危機已呈洶湧之勢，Fed例會仍決定維持利率5.25%不變。8月9日，Fed鑒於次貸危機蔓延，陸續向市場注入了累計640億美元，以幫助那些手頭緊張的銀行們渡過難關。同時柏南克也透過政治喊話安撫人心，他保證，如有需要，央行將採取行動，維持金融市場的穩定。在華爾街一片可憐祈求或憤怒咒

罵的聒噪聲中，柏南克仍鎮靜自若地堅守著減息的防線。

就在投資人快被自己的恐懼淹沒之時，8月17日上午，柏南克再度出手，突然將重貼現率（Primary Discount Rate）一次降低50 bps。柏南克一直被稱為華爾街的“反通脹鬥士”，其最關心在意、警惕小心的事情莫過於控制美國經濟的通貨膨脹率保持在安全區域內。重貼現率主要是央行對金融機構的利率而言，對市場上的通膨影響有限，調整重貼現率可以在不考慮貨幣供給、物價等因素下完成部份的貨幣政策穩定效果。同時，降低重貼現率是為了幫助降低金融機構的資金成本，除了使沒錢還款的人暫時得到喘息及有機會繼續還錢外，還可使銀行體系得以快速回復流動性，去除次級房貸引發的風險。Fed似乎認為此次問題是由金融機構發出的，就從金融機構下手吧！

但是事情並未就此結束，Fed此舉宣示意義仍大於實質意義，目的為找出哪些銀行在財務上出了狀況，顯然市場對於Fed此舉並未感到滿足，因此資金依然流入債市避險，在8月20日短期國庫券利率大跌70 bps。同時從各種經濟數據來看，愈來愈多證據顯示，美國房市持續惡化，加上後續引發的金融市場風暴，已對更廣泛的經濟活動造成不良影響。美國8月就業人口出現四年來首度衰退，零售銷售和工業生產也出現下滑現象。IMF主席拉托亦警告：「這是一個嚴重的危機，將對2008年的經濟造成實質影響，尤其是美國經濟。」。柏南克終於不敵強大壓力，9月18日Fed日例行會議，“一次到位”降息2碼，超乎市場預期，才不過六周前，Fed還認為通膨才是美國經濟最大的隱憂，轉眼間已把焦點轉成如何為美國經濟止血。

市場對Fed這回較大膽激進的做法自然意見分歧，有人拍手叫好，也有人不贊成為投機分子解套，擔心他們會食髓知味，也擔心Fed忘了通膨問題。但對柏南克而言，只要能避免經濟衰退，他似乎願意承擔風險。現在要問的是：接下來美國經濟如何走呢？風暴弭平或泡沫再現？

最好的情況是，美國房價持續回穩，國內景氣依舊強勁，借次級房貸的人有辦法分期償還本息，大家過不久後就會忘了次級房貸風暴。但另有一個劇本在等著：此種幅度的降息，反而顯示美國經濟情況已大幅惡化。華爾街雖會因為降息興奮個

幾天、一個禮拜，但降息會刺激通貨膨脹，更導致美元崩跌，反使美國陷入經濟衰退。等到了解降息根本沒有用時，會有另一波悲觀氣氛來襲。美國經濟靠美國消費者和國內企業支撐，如果企業感受到這股寒風，對於資本支出計畫愈趨保守，甚至開始裁員，消費力減弱，將使得美國經濟嚴重受創，波及全球。

全球的經濟學家在檢討次級房貸風暴發生的緣由時，不免怪罪葛林斯班前幾年推行的超低利率政策，助長高風險資產的投機，形成投資泡沫。如今有趣的是，一個夙來以不斷降低利率以挽救經濟的葛林斯班卻疾呼，Fed降利要小心謹慎，以免引發通膨，造就另一個泡沫；而另一邊，向來以對抗通膨為職志的柏南克，卻一反常態將通膨議題拋諸腦後，扮演起防止經濟走向衰退的英雄。只是，投資人面對此刻美國經濟局勢與日本泡沫經濟破滅前類似的情況，心中真正的疑問與恐懼是：雖然暫時用了降利的興奮劑，會不會如日本一樣，接下來卻是多年的景氣衰退呢？

參考資料

¹ Bearsean；"Bear Stearns之CDO風暴，冰山一角？或是第一塊骨牌？"，Jun 27, 2007

² DerivativeFitch；"Synthetic CLOs Using Total Return Swaps: A Primer"，May 19 2006

從證券商受處分案例談 從業人員應建立法令遵循觀念

大華證券副總經理暨總稽核

鄭明裕

一、前言

最近一年多來，金管會證期局公佈之每日訊息，幾乎每二、三天就有處分證券商及業務人員之新聞稿，有時甚至一週裡天天都有處分案。金管會公佈處分案例及其違規情節，其目的不外乎提供證券業者、從業人員注意與以儆效尤，惟持續觸犯同樣缺失者大有人在，到底問題何在？

今（96）年4月16日金管會證期局頒布命令，要求已上市、上櫃之證券商及金融控股公司之證券子公司於96年7月1日起，應依「證券暨期貨市場各服務事業建立內部控制制度處理準則」第二十六條規定，設置隸屬於董事會或總經理之法令遵循單位，負責法令遵循制度之規劃、管理與執行。此措施發布實施前，證期局透過證券公會與業者有過充分討論，雖業者強烈表達現行由證交所主導建立「證券商內部控制制度標準規範」之內稽作業內容已涵蓋法令遵循作業，希望毋須比照銀行業實施法令遵循制度，以免徒增業者人力及作業成本，但證期局考量當前環境，仍決定有推行必要，旨在要求證券商強化法令遵循，以降低其違反證管法令情事。

筆者因長期從事證券商稽核業務，主要工作內容就是內部查核及受外部查核，致對金管會法令修訂及處分案例均會特別關注，並適時提醒公司相關業務部門主管及同仁注意及防範。然金管會處分證券商及業務人員案例不斷發生，加上法令遵循制度之推行，引發筆者寫作本文之動機，希能藉由分析最近一年同業受處分案例之共同特徵，喚起同業經營管理階層及從業人員對法令遵循之重視，以避免違規情事經常發生。

二、證券商受處分之由來

證券商及業務人員之所以遭受處分，當然是其有違反證管法令之業務行為，那外部查核機構怎會知道而前來查核，主要途徑有下列：

- (一) 與客戶有交易紛爭未能妥善處理及內部員工因特殊原因，向官方提出檢舉之專案查核。
- (二) 透過證交所及櫃買中心監視系統，所調閱涉及炒作及內線交易案件之專案查核。
- (三) 經由報章媒體報導或發生重大事件（如鉅額違約、錯帳、異常交易等）之專案查核。
- (四) 透過證交所每月檢核證券商申報之財務報表，所發現之財務比率及部位超限等缺失。
- (五) 金管會檢查局、證交所、櫃買中心、期交所、集保及證券公會之年度查核。

三、最近一年受處分案例之缺失內容統計

筆者參閱最近一年刊載於證券公會季刊（95年第3、4季及96年第1、2季）之證券商與業務人員缺失一覽表，共計有144件受處分案例（平均每月份都有12家證券同業遭受處分）。經統計缺失業務種類及件數如下：

- (一) 經紀業務類之缺失最多，計有100件，比率高達七成，缺失內容如下：
 - 1、受理非本人或未具客戶委任書之代理人買賣、申購有價證券之情事者27件。
 - 2、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或對客戶作贏利之保證、分享利益之證券買賣之情事者16件。
 - 3、與客戶有為借貸款項或媒介之情事者11件。
 - 4、有保管客戶銀行存摺、集保存摺、或銀行取款條之情事者10件。

- 5、接受客戶委託買賣總金額有逾越客戶單日最高買賣額度，且未於當日要求投資人提供適當擔保之情事者10件。
- 6、未經客戶同意下，擅自挪用其身份證影本資料、印章、偽簽名之情事者7件。
- 7、無牌接單或借牌接單之情事者6件。
- 8、未依客戶委託事項及條件執行買賣之情事者6件。
- 9、非在營業櫃檯內受託買賣、鉅額錯帳、未做成交回報等情事者7件。

(二) 自營業務類之缺失，以自行買賣有價證券有未依據分析報告擬定買賣決策後執行之情事者10件最多，債券買賣斷當沖交易之情事3件，登記證券自營人員同時操作期貨自營之情事2件，交易員使用人頭戶跟隨自營部買賣標的同時買賣之情事1件。

(三) 承銷業務類之缺失，主在承銷商有出具評估報告不確實或涉有疏失，或未依規執行配售作業等情事，計有13件。

(四) 內部管理之缺失，多為金管會檢查局所查獲，因其內部管理查核範圍深而廣，舉凡公司治理、董事會議事運作、子公司監理、內外規遵循等，此部分缺失計有15件。

(五) 部位超限之缺失，大多係透過證交所每月檢核證券商申報之財務報表所發現，此部分缺失計有22件。

(六) 其他缺失如：轉(推)介客戶買賣海外未經核准之有價證券之情事8件，業務人員執行業務與所登記之職務不符之情事4件，稽核人員查核不實或未具體揭露缺失之情事4件。

(上述缺失件數加總超過144件，係同一受處分案例有二種以上之缺失項目所致。)

四、最近一年受處分案例之處分內容統計

上述144件受處分案例，證券商及業務人員受處分情形，經統計彙整如下：

(一) 證券商部分

- 1、依據證券交易法第66條第1款規定，對公司予以警告處分者30件。
- 2、依據證券交易法第56條規定，對公司應予糾正者62件。
- 3、依據證券交易法第56條規定，請公司確實注意改善者16件。
- 4、依據期貨交易法第119條第1項第2款規定，處以新台幣24萬元罰鍰者2件。
- 5、依據期貨交易法第119條第1項第2款規定，處以新台幣12萬元罰鍰者3件。

(二) 業務人員部分，總計有213人遭受處分，分述如下：

- 1、依據證券交易法第56條，命令公司解除受處分人職務者，計業務人員16人及業務主管1人。
- 2、依據證券交易法第56條規定，命令公司停止受處分業務人員一定期間業務之執行，停止1年者有3人、6個月者有3人、4個月者有1人、3個月者有20人、2個月者有1人、1個月者有21人。
- 3、依據證券交易法第56條規定，命令公司停止受處分經理人或業務主管一定期間業務之執行，停止6個月者有5人、3個月者有3人、1個月者有5人。另有停止董事長2個月、3個月業務之執行者各1人。
- 4、請證券商自行連帶議處相關失職人員部分，計有經理人或業務主管15人、內部稽核4人。

五、受處分案例之統計結果分析

上述144件處分案例之違規情節，有超過七成以上係屬經紀業務範疇，且都是受託買賣業務人員（營業員）未能遵守「證券商負責人與業務人員管理規則」第18條第2項業務人員禁止行為之規定，其中尤以受理非本人或未具客戶委任書之代理人買賣、申購有價證券，挪用或代客戶保管印鑑、存摺，與客戶有為借貸款項或媒介

等3項重大違規情節，就超過50件以上。這些案件若與客戶發生糾紛，就不單是違反證管法令的事情，還涉及其他法律問題，證券商因而須連帶賠償之判例也常見於報章媒體，但實務上這些違規情事似乎就在你我左右持續發生，不太容易有效改善。由此可見，強化證券商受託買賣業務人員之法令宣導及教育訓練工作，有很大的改善空間。

有關自營業務之缺失，主要以自行買賣有價證券，有未依據分析報告擬定買賣決策後執行之情事，此類缺失較易改善；而承銷業務最常發生出具評估報告不確實之缺失，因有其業務特性及事後時空環境改變，若承銷商所輔導之發行公司發生狀況，主管機關追究責任，致承銷商難逃遭受處分，此類缺失有其天命。

而內部管理之缺失，多係金管會檢查局年度例行查核所揭露，而轉由證期局核處之結果，因檢查局查核範圍深而廣，包括公司治理、董事會議事運作、子公司監理、內外規遵循等，凡受查券商必或多或少有一些內控作業缺失，但若個別券商平常就不重視內控者，那受查結果肯定是缺失報告厚厚一本。

另就金管會證期局對違規案之處分內容分析，最近一年共有業務人員49人被暫停業務執行、16人被解除職務。受處分之業務人員多會覺得處分很重，因其認為違規情節又沒多嚴重，而且許多動作都是配合客戶要求，同事及同業在檯面下大家不都是這樣做，倒楣一被逮到就至少暫停業務執行一個月（21人）、三個月（20人）的，甚至解除職務。但站在證期局角度看，從業人員一再違規，就算加重處分並及時以新聞稿公告違規案例之違規情節、處分情形，欲殺雞儆猴積極提醒業者注意與防範，不過效果不彰，顯見證券商之內稽內控須改善空間仍很大，也難怪證期局執意要推動證券商法令遵循制度。

再從另一個角度觀察，共有業務主管13人被暫停業務執行、1人被解除職務及15人被要求由公司自行議處（另含4名稽核），公司部分被處警告30家，糾正更高達62家。看來連帶處分業務主管、稽核及公司已是一種新趨勢，業務人員之違規情節可否事前防範，各層級主管在管理上有否盡責或包庇，稽核人員於內部查核作業有否發現並揭露缺失要求改善，公司管理當局之態度，這些都是證期局在衡量處分輕重

及是否往上連帶處分之考量因素。

六、法令遵循制度之外部規範

金管會證期局於96年4月16日以金管證二字第0960009574號令要求，已上市、上櫃之證券商及金融控股公司之證券子公司於96年7月1日起，實施法令遵循制度。復責成證交所稽核室配合推動證券商實施法令遵循制度，訂定「證券商法令遵循之評估內容與程序標準規範」，請證券商儘速配合組織調整及訂定內部相關規章，並按時實施。依外規證券商應辦理事項有：

- (一)成立法令遵循單位，以規劃、管理及執行法令遵循制度。
- (二)法令遵循主管綜理法令遵循事務，至少每半年向董事會及各監察人報告。
- (三)辦理事項之評估，其內容如下：
 - 1、建立清楚適當之法令傳達、諮詢、協調與溝通系統。
 - 2、確認各項作業及管理規章均配合相關法規適時更新，使各項營運活動符合法令規定。
 - 3、督導各單位定期自行評估執行情形。
 - 4、對各單位人員施以適當合宜之法規訓練。
 - 5、督導海外分支機構遵循其所在地國家之法令。
 - 6、其他經主管機關規定應辦理之事項。
- (四)法令遵循之評估程序採取自行評估作業，公司各單位每年至少須辦理一次，其辦理結果應送法令遵循單位備查。

七、證券商應辦理事項之作業

筆者公司已依外規制定內部應辦理事項之相關辦法，以下所列係內規之部分摘錄，提供同業參考：

- (一)修正公司組織規程，成立法令遵循單位，指派法令遵循主管綜理法令遵循事

務，且至少每半年須向董事會及各監察人報告。

- (二)公司各單位（包括分公司），均應指派一名法令遵循主管，至少應由副理職級（或一定職級）以上，且以非直接從事前台業務工作者擔任。各單位法令遵循主管名單，應送交法令遵循負責單位備查。
- (三)法令遵循單位之應辦事項
 - 1、規劃本公司各單位法令遵循自行評估表之訂定及督導評估工作執行事宜。
 - 2、應適時監控證券相關法令更新，並通知各相關單位，俾便遵循。
 - 3、負責提供法令遵循事宜之諮詢、協調及溝通系統暢通，法令遵循主管得隨時詢問各單位法令遵循主管辦理事項之相關事宜，若有法令遵循缺失之個案，得洽請稽核單位追蹤辦理。
 - 4、法令遵循主管得視需要每年召開公司法令遵循主管會議，檢討法令遵循制度之執行情形或意見交流。
 - 5、辦理事項訓練課程，並得洽請人力資源單位協助辦理。
 - 6、各單位推行新種業務應先會簽法令遵循負責單位，並協助各項內規之制定。
 - 7、各單位各種作業及管理規章應適時檢討，修訂時均應會簽法令遵循負責單位，俾使符合法令規定。
 - 8、監督海外分支機構遵循其所在地國家之法令。
 - 9.辦理其他依法令規定或交辦之事項。
- (四)各單位法令遵循主管之應辦事項
 - 1、依法令遵循負責單位規劃之時程，配合法令更新及新種業務開辦，訂定並修正各該單位法令遵循之程序與自行評估表，並以該自行評估表辦理事項法令遵循自行評估作業。
 - 2、應隨時注意該單位業務相關之法令是否有所變動或更新，隨時將法令之變動或更新會知法令遵循負責單位，並確實將法令變動或更新傳達相關

從業人員。

- 3、各單位法令遵循主管對各單位法令遵循相關事宜，如有疑問，得隨時詢問法令遵循單位。
- 4、各單位法令遵循主管應隨時檢視該單位主管業務，發現有違規、嚴重缺失或法令遵循疑義之個案，應立即會知該單位承辦人員及法令遵循單位。法令遵循負責單位得洽請稽核單位追蹤辦理。
- 5、各單位法令遵循主管，應定期或不定期對該單位從業人員做法令宣導或教育訓練，特別應做到法令變動或更新之傳達與執行。
- 6、辦理其他依法令或法令遵循單位對有關法令遵循事項建議之事項。

八、建立從業人員法令遵循觀念之實務

金管會證期局推動證券商法令遵循制度之目的，係為建立證券商從業人員重視法治之觀念，證券商並應加強證管法令之宣導及教育，以促使從業人員均能熟悉與本身工作相關之各種法規，落實法令遵循於業務執行上。

證券市場已有這許多違規案例，為何從業人員會一犯再犯，究竟原因是其法律常識不足致違規而不自知、或是以業務為優先考量而忽視證管法令之規定。因此要避免證券商及從業人員被處分，更彰顯建立法令遵循觀念是刻不容緩之課題。

筆者謹以稽核角色在公司強化業務單位主管及同仁法令遵循觀念之經驗，提供予同業法令遵循單位及稽核單位參考：

- (一)指定專人每日早晨上金管會網站，蒐集最新法令修訂訊息及同業處分案例，及時分傳相關業務部門主管及窗口，由其轉達所屬同仁注意與配合。（同業可上金管會網頁，其右上角處可免費訂閱電子報，內容包括每日新聞稿、法令預告、最新消息、重要公告、委員會會議紀錄、金融展望月、業務統計資料、Q&A問答集等，讓您每日早晨可以利用Email電子郵件系統，自動取得最新之官方資料。）
- (二)配合法令修正，每月及時修正內部控制制度，除要求業務單位依新規定執行

業務外，稽核單位亦列入查核。另針對同業受處分案例之缺失事項，列入重點查核項目及擴大查核樣本，促使業務同仁確實遵循法令執行業務。

- (三)利用每月部門主管溝通月會，彙整法令修正及內、外部缺失案例，對所有部門宣導，再度提醒主管注意，同時讓總經理、董事長知悉。
- (四)為因應經紀業務範疇之處分案例最多，針對此部分案例每月特別彙整成表，以配合每月召開之經紀系統經理人會議，由稽核單位出席宣導與要求依規作業。（筆者最常宣導的一個觀念：儘管營業員再資深業績再好，經理人就是應該比營業員更了解法令規定，並有更高的判斷思考能力，以協助其遵循法令、保護其不出事，營業員因此自然會尊敬經理人，同時經理人也能達成公司賦予之職責。）
- (五)外部缺失來函由稽核單位主辦，除依來函內容督促缺失單位追究缺失人員責任外，並要求其提出具體改善措施，經溝通、審核、呈核後，由稽核單位列管並加強查核，以期防止該缺失之再度發生，同時回覆來函機關銷案。
- (六)將業務單位所發生之缺失，每月提報經紀系統經理人會議、部門主管溝通月會、董事會及監察人，以督促其主管正視缺失之追蹤改善及爾後加強防範。
(同業若對筆者於整體稽核業務之運作有興趣進一步了解，歡迎參閱本刊五卷四期95年第4季出版之專題報導「證券商內部稽核業務之運作管理」。)

九、結語

證券商推行內部控制制度已超過10年，同業及從業人員違反證管法令之案件仍是層出不窮，尤以未能遵守「證券商負責人與業務人員管理規則」第18條第2項業務人員禁止行為之規定者最多。現證期局又推行政令遵循制度，要求證券商確認各項作業及管理規章均符合法令規定，並應對各單位人員施以適當合宜之法規訓練。因此強化證券商從業人員之法令宣導及教育訓練工作，建立其法令遵循之觀念，是同業均應積極落實的工作，以使公司及業務人員規避法律風險。

最後筆者強調，法令遵循制度之推動與內部控制制度一樣，均賴證券商經營管理階層之重視與支持，才能有效落實。願同業一起為建立證券商法令遵循環境而努力，以確實提昇從業人員之法令遵循觀念。

有價證券借貸交易相關課稅規定之探討

安永會計師事務所

許祺昌會計師、許受昌副理

壹、前言

我國於92年6月30日開辦集中式有價證券借貸業務，由臺灣證券交易所股份有限公司（以下簡稱證交所）成立借券中心，提供特定機構法人進行有價證券借貸交易之平台。其後，於95年1月11日修正通過證券交易法第60條第1項第3款，增列證券商經主管機關核准得從事「有價證券之借貸或為有價證券借貸之代理或居間」業務，並於95年8月11日金管證二字第0950003782號令公告實施「證券商辦理有價證券借貸管理辦法」，為分散式有價證券借貸業務之依據，以提供投資人多元化借券管道，並提昇證券交易市場之效率及流動性。

關於有價證券借貸交易中發生之相關稅負問題，過去財政部曾分別於92年9月16日及93年11月9日發布台財稅第920454057號函（以下簡稱92年函釋）及台財稅第9304547090號函（以下簡稱93年函釋）為規範。然而，鑑於我國有價證券借貸制度之交易條件已逐漸放寬，包括議借交易得以境外資產作為擔保品、違約定義放寬、開放證券商得同時以出借人及借券人身分參與借貸交易、開放自然人參與借貸交易等，為使現行相關課稅問題能夠更切合與因應交易實務之需要，並檢討改進權益補償重複課稅疑義問題，財政部賦稅署召集會議研商，並於96年8月20日發布台財稅字第09600210970號函（以下簡稱96年函釋），對有價證券借貸交易相關課稅規定重新作出解釋（同時廢止前述92年函釋及93年函釋）。本文將針對有價證券借貸交易中產生之各項稅負議題分別為分析及探討，包括：一、借券費用；二、權益補償；三、擔保品孳息；四、借貸交易代理人報酬；五、證券交易稅；六、印花稅。

貳、有價證券借貸交易課稅規定-以96年函釋為基礎

所謂有價證券借貸，係指有價證券持有者（即出借人）暫時將該有價證券出借給需求者（即借券人），借券人則提供適格之擔保品給出借人，借券人並有義務於未來約定的時點，歸還同數量之該有價證券，「借券費用」則由借貸雙方於事前約

定。另因該有價證券之所有權於出借後屬借券人所有，故該等有價證券於移轉予借券人後所產生之孳息，將無法分配予出借人，是依交易慣例，借貸雙方會於借貸契約中約定由借券人補償該等權益孳息予出借人（即「權益補償」）。

由於有價證券借貸交易，係出借人同意將有價證券出借，並由借券人以相同種類、數量有價證券返還之行為，故其法律關係應屬民法第474條第1項¹所稱之「消費借貸」。其基本交易流程可圖示如下：

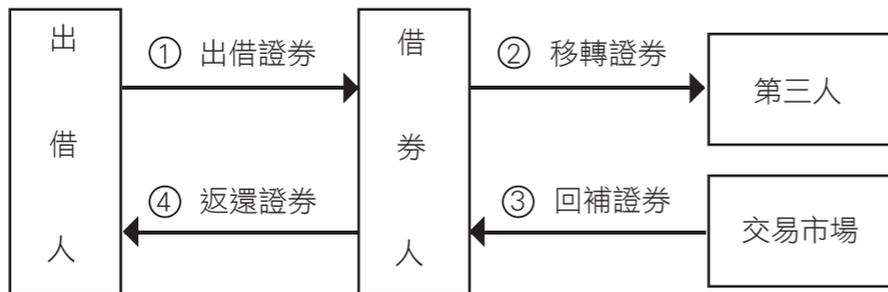


圖1、有價證券借貸交易流程圖—基本型態

一、「借券費用」相關課稅規定

有價證券借貸交易，係出借人暫時將其有價證券出借給借券人，供借券人因應其賣出、交割、避險或還券等需求；相對的，借券人亦願意付出一定的報酬給出借人，此即「借券費用」。一般而言，借券費用會於借貸期間結束時由借券人給付出借人，其流程可圖示如下：

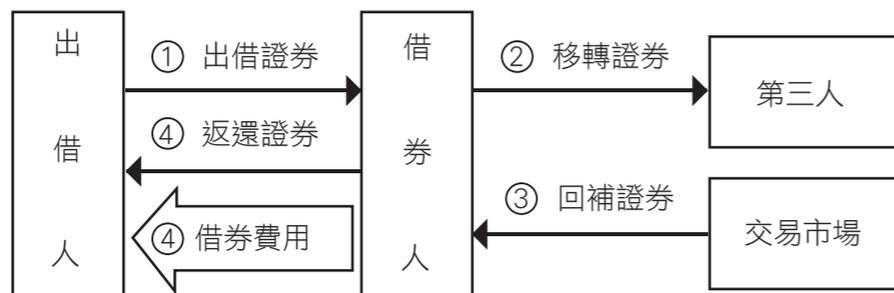


圖2、有價證券借貸交易流程圖—借券費用

¹ 民法第474條第1項：「稱消費借貸者，謂當事人一方移轉金錢或其他代替物之所有權於他方，而約定他方以種類、品質、數量相同之物返還之契約。」

（一）借券費用之營業稅

1、借券費用於營業稅之性質

依加值型及非加值型營業稅法（以下簡稱營業稅法）第3條第2項前段²之規定，出借人出借有價證券給借券人，供其賣出、交割、避險或還券，以取得借券費用，應為「出借人銷售勞務之行為」。再依營業稅法第1條³規定，如出借人銷售勞務之行為發生在中華民國境內，則應依營業稅法規定課徵營業稅。

2、借券費用營業稅之納稅義務人

依營業稅法第2條之規定⁴，借券費用之納稅義務人原則上應為銷售勞務者，即出借人；但如果出借人為總機構在中華民國境外之營利事業（以下簡稱外資法人），且在中華民國境內無固定營業場所時，則例外由其銷售勞務之買受人，即借券人，為營業稅的納稅義務人。

因此，(1)出借人若為本國法人或在中華民國境內有固定營業場所之外資法人，則出借人為納稅義務人。(2)出借人若為外資法人，且在中華民國境內沒有固定營業場所，則納稅義務人為借券人；但如果借券人亦為在中華民國境內沒有固定營業場所之外資法人，則借券費用非屬營業稅課稅範圍。

3、借券費用營業稅之納稅方式

若出借人為本國法人或在中華民國境內有固定營業場所之外資法人，依營業稅法第32條第1項前段⁵規定：(1)出借人或出借人在台固定營業場所原則上應按「營業人開立銷售憑證時限表」關於銷售勞務規定之時限，於收款時開立統一發票交付借

²營業稅法第3條第2項前段：「提供勞務予他人，或提供貨物與他人使用、收益，以取得代價者，為銷售勞務。」

³營業稅法第1條：「在中華民國境內銷售貨物或勞務及進口貨物，均應依本法規定課徵加值型或非加值型之營業稅。」

⁴營業稅法第2條：「營業稅之納稅義務人如左：一、銷售貨物或勞務之營業人。…。三、外國之事業、機關、團體、組織，在中華民國境內無固定營業場所者，其所銷售勞務之買受人。…」

⁵營業稅法第32條第1項前段：「營業人銷售貨物或勞務，應依本法營業人開立銷售憑證時限表規定之時限，開立統一發票交付買受人。…」

券人，並依法報繳營業稅。(2)但外資法人在中華民國境內的固定營業場所如未經收借券費用，則出借人在台固定營業場例外於借券人結匯後10日內開立統一發票交付之。

若出借人為在中華民國境內沒有固定營業場所之外資法人，則由借券人依營業稅法第36條第1項規定報繳營業稅，但借券人為營業稅法第4章第1節營業人，購進之勞務專供經營應稅貨物或勞務之用者，免予繳納。

4、借券費用營業稅義務彙總

表1、借券費用之營業稅義務彙總

情況	出借人身分		借券人身分		納稅義務人	納稅義務人營業稅之義務
1	本國法人		-		出借人	於收款時開立統一發票交付借券人，並依法報繳營業稅。
2	有FP	經收借券費用	-		出借人的FP	同上。
3		不經收借券費用	-		出借人的FP	於借券人結匯後10日內，由出借人的FP開立統一發票交付之，並依法報繳營業稅。
4	外資法人	無FP	本國法人	專營 加 值 型 營 業	-	-
5				非專 營 加 值 型 營 業	借券人	依營業稅法第36條第1項規定報繳營業稅。
6			外資法人	有FP	借券人	同情況5。
7				無FP	非營業稅課稅範圍。	

FP：中華民國境內之固定營業場所

⁶ 其所得類型究竟為所得稅法第8條哪一款之所得，96年函釋並未說明。然依財政部71年3月5日台財稅第31466號函規定，似應屬第5款之「財產租賃所得」。

(二) 借券費用之所得稅

1、借券費用於所得稅之性質

有價證券借貸交易之借券費用，係出借人在我國境內出借有價證券而發生之所得，依所得稅法第8條規定，應屬「出借人之中華民國來源所得⁶」。

2、借券費用所得稅之納稅義務人及完稅方式

借券費用既為出借人之中華民國來源所得，自應依所得稅法第3條規定課稅：(1)出借人為本國法人者，則應依所得稅法第71條規定，辦理營利事業所得稅結算申報完納稅捐。(2)出借人為在中華民國境內有固定營業場所或營業代理人之外資法人者，則應依所得稅法第41條、第71條及73條規定，辦理營利事業所得稅結算申報完納稅捐。(3)出借人為在中華民國境內無固定營業場所及營業代理人之外資法人者，則應由借券人於給付借券費用時，就源扣繳完納稅捐；但若借券人亦為在中華民國境內無固定營業場所及營業代理人之外資法人，出借人則應依所得稅法第73條第1項及同法施行細則第60條第2項規定，應報經稽徵機關核准，委託在中華民國境內居住之個人或有固定營業場所之營利事業為代理人，負責代理申報納稅。

3、借券費用所得稅義務彙總

表2、借券費用之所得稅義務彙總

情況	出借人身分		借券人身分		完稅方式	扣繳義務
1	本國法人		-		出借人 結算申報	借券人是否須於給付借券費用時進行扣繳，尚待財政部對其所得類型進行釐清。
2	外資法人	有PE或BA	-		出借人的PE或 BA結算申報	
3		無PE及BA	本國法人		借券人 就源扣繳	借券人於給付時扣繳
4			外資 法人	有PE或BA	借券人 就源扣繳	借券人於給付時扣繳
5			無PE及BA	借券人委託代 理人申報納稅	-	

PE：中華民國境內之固定營業場所

BA：中華民國境內之營業代理人

(三) 借券費用課稅規定新舊函釋之差異

96年函釋對於借券費用之課稅規定與92年函釋及93年函釋原則上相同，僅營業稅部份新增「出借人及借券人在中華民國境內均無固定營業場所者，其借券費用非屬營業稅課稅範圍」之規定（即表1之情況7）。

二、「權益補償」相關課稅規定

如前所述，若借貸期間跨越借貸標的有價證券之除權除息基準日，出借人無法獲配該有價證券原有之權益孳息，依交易慣例借券人應補償借貸期間內出借人所應獲得之權益孳息⁷，此即「權益補償」。

當有價證券借貸期間跨越借貸標的有價證券之除權除息基準日時，其股利的領取會因借券人移轉借入有價證券的時點而異：(1)若借券人於除權除息基準日後移轉該有價證券予第三人，則股利領取人為借券人；(2)若借券人於除權除息基準日前移轉該有價證券予第三人，並於除權除息基準日後才還券，則股利的領取人則為該第三人。無論股利的領取人是借券人或第三人，借券人皆須於還券時給付權益補償給出借人。其流程可圖示如下：

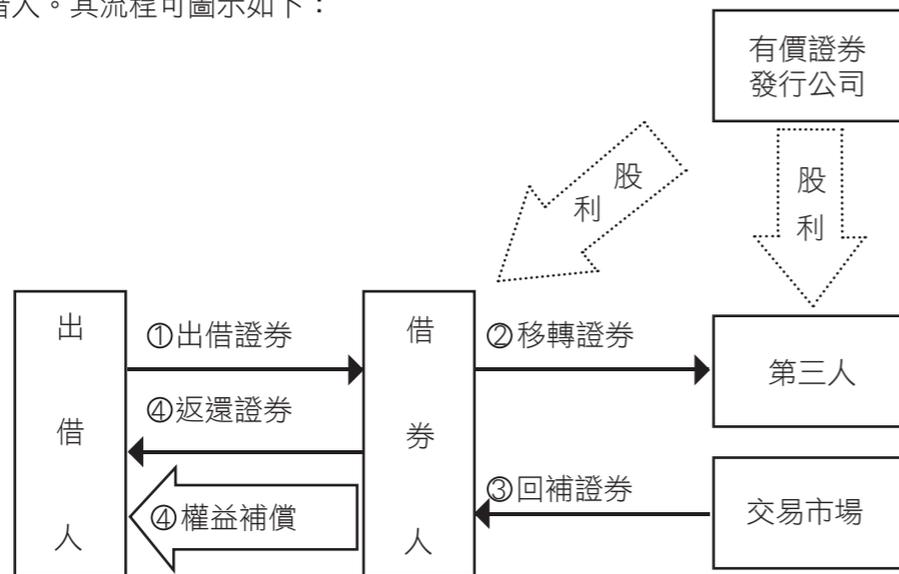


圖3、有價證券借貸交易流程圖—權益補償

倘股利的領取人為借券人，則又可依其領取股利之類型（現金或股票）及補償出借人的型態（現金或股票）將出借人的所得型態分為「股利所得」或「出售有價證券收入」：

(1)借券人領取「現金股利」，並以「現金」補償出借人。由於借券人對於該現金股利僅扮演代收轉付之角色，此時如同出借人自己領取現金股利，故權益補償應全數為出借人之「股利所得」。例如，發行公司發放現金股利10,000元，由借券人領取（暫不考慮可扣抵稅額或扣繳稅款），還券時借券人給付出借人權益補償10,000元，則出借人有股利所得10,000元。

(2)借券人領取「股票股利」，並以同種類及數量之「股票」補償出借人。由於借券人對於該股票股利僅扮演代收轉付之角色，此時如同出借人自己領取股票股利，故權益補償應以股票股利面額部分為出借人之「股利所得」。例如，發行公司發放股票股利1,000股，由借券人領取（暫不考慮可扣抵稅額或扣繳稅款），還券時借券人給付出借人權益補償1,000股，則出借人有股利所得10,000元（1,000股 × 面額10元）。

(3)借券人領取「股票股利」，並以「現金」補償出借人。由於借券人對於該股票股利僅扮演代收轉付之角色，但此時借券人並非以同種類及數量之「股票」補償出借人，此時如同出借人自己領取股票股利後立即出售給借券人。因此，出借人以股票股利面額部分為其「股利所得」；而借券人現金補償出借人金額超過股票股利面額部分即為出借人之「出售有價證券收入」。例如，發行公司發放股票股利1,000股，由借券人領取（暫不考慮可扣抵稅額或扣繳稅款），還券時借券人給付出借人

⁷ 臺灣證券交易所股份有限公司有價證券借貸辦法（以下簡稱借貸辦法）第35條：「定價交易及競價交易之出借人因出借有價證券而未取得之股息、紅利或其他利益等，借券人經由證券商透過本公司借券系統，依下列方式償還出借人：…」，第38條：「議借交易出借人因出借有價證券而未取得之現金權益、有價證券權益、新發行有價證券認購權利等及股權之行使，由借券人與出借人雙方自行議定處理。…」；證券商辦理有價證券借貸管理辦法（以下簡稱證券商借券管理辦法）第30條：「證券商辦理有價證券借貸業務，因出借有價證券而未取得之股息、紅利或其他利益等，借券客戶應償還證券商，或由雙方協議以現金償還。」

權益補償15,000元，則出借人有股利所得10,000元（1,000股 × 面額10元）及出售有價證券收入5,000元（15,000元－10,000元）。

(4)「第三人領取」現金或股票股利，借券人以現金或股票補償出借人。此時，如同借券人代替出借人出售現金或股票股利之權利給第三人，其股利的價值附隨於借貸標之有價證券出售，因出借人應享有之股利以有價證券之形式出售，故借券人不論以現金或股票補償出借人，應全數視為出借人之「出售有價證券收入」⁸。例如，發行公司發放現金股利10,000元及股票股利1,000股，由第三人領取，還券時借券人給付出借人權益補償25,000元，則出借人有出售有價證券收入25,000元。

就有價證券股利之領取人、類型及權益補償之型態可歸納如下：

表3、權益補償之所得類型彙總

情況	股利之領取人	股利之類型	權益補償之型態	權益補償之所得類型
1	借券人	現金股利	現金	股利所得
2	借券人	股票股利	股票	股利所得 (面額部份)
3	借券人	股票股利	現金	股利所得 (面額部份); 出售有價證券收入 (超過面額部份)
4	第三人	現金股利 或股票股利	現金或股票	出售有價證券收入

(一) 權益補償之營業稅

依財政部76年4月4日台財稅第7558067號函釋⁹規定，股利所得非屬營業稅法規定之課稅範圍，應免徵營業稅。另依營業稅法第8條第1項第24款¹⁰規定，出售依法

⁸ 其中股票股利部分，借券人不論以有價證券或等值現金返還，均應依除權參考價計算出售有價證券收入。

⁹ 財政部76年4月4日台財稅第7558067號函：「主旨：營利事業不論專營或兼營投資業務，其購買股票或投資其他營利事業所取得之股利，非屬營業稅法規定之課稅範圍，應免徵營業稅。…」

¹⁰ 營業稅法第8條第1項：「下列貨物或勞務免徵營業稅：…二十四、各級政府發行之債券及依法應課徵證券交易稅之證券。…」

應納證券交易稅之有價證券（我國有價證券借貸制度之借貸標的證券限證交所認可之上市與上櫃有價證券）免徵營業稅。因此，有價證券借貸交易發生之權益補償，無論屬於出借人之股利所得或出售有價證券收入，無須課徵營業稅。

(二) 權益補償之所得稅

由於我國有價證券借貸交易之借貸標的證券僅限證交所認可之上市與上櫃有價證券，均屬中華民國境內之財產，出借人因出借有價證券而未取得之權益孳息，應由借券人依規定補償出借人，前述權益補償係出借人持有我國公司發行之有價證券而產生之所得，屬於所得稅法第8條第1款¹¹規定之中華民國來源股利所得或第7款¹²規定之中華民國來源財產交易所得，出借人應依同法第3條或所得基本稅額條例規定，課徵營利事業所得稅。

依我國有價證券借貸制度之相關規定，參與借貸交易之出借人僅得為特定機構法人，故其身分可略分為外資法人及本國法人二類，而借券人除特定機構法人外，尚可為一般投資人，故其身分可略分為外資法人、本國法人及本國自然人三類。其可能的交易組合如下：

表4、有價證券借貸交易可能組合

情況	出借人	借券人
1	外資法人	外資法人
2	外資法人	本國法人
3	本國法人	外資法人
4	本國法人	本國法人
5	本國法人	本國自然人 ¹³

¹¹ 所得稅法第8條第1款：「本法稱中華民國來源所得，係指左列各項所得：一、依中華民國公司法規定設立登記成立之公司，或經中華民國政府認許在中華民國境內營業之外國公司所分配之股利。…」

¹² 所得稅法第8條第7款：「本法稱中華民國來源所得，係指左列各項所得：…七、在中華民國境內財產交易之增益。…」

¹³ 依臺灣證券交易所股份有限公司有價證券借貸辦法及證券商辦理有價證券借貸管理辦法之規定，本國自然人參與有價證券借貸交易僅得為借券人向本國證券商借入有價證券。

以下就產生權益補償之有價證券借貸交易流程中，有價證券發行公司、借券人及出借人於所得稅體系中之權利及義務分別分析及探討：

1、權益孳息由借券人領取時

(1)發行公司

發行公司將借券人於跨越除權除息基準日仍持有之借入標的證券部位之股利配發予借券人時，應分別依「借券人之身分別」，對本國法人或自然人開立股利憑單或外資法人就源扣繳稅款後開立扣繳憑單。

表4-1、有價證券發行公司股利配發時義務

情況	出借人	借券人	發行公司之義務（以借券人為對象）
1	外資法人	外資法人	就源扣繳稅款，開立並交付扣繳憑單
2	外資法人	本國法人	開立並交付股利憑單
3	本國法人	外資法人	就源扣繳稅款，開立並交付扣繳憑單
4	本國法人	本國法人	開立股利憑單
5	本國法人	本國自然人	開立股利憑單

(2)借券人

借券人自發行公司領取之股利因嗣後已返還出借人，屬代收轉付性質，無須歸課借券人之所得稅。而借券人依其身分別，自發行公司取得之股利憑單或扣繳憑單，應於返還出借人權益補償時，轉開股利憑單或扣繳憑單予出借人作為入帳憑證。其義務可歸納如下：

表4-2、借券人返還權益補償時義務

情況	出借人	借券人	借券人之義務
1	外資法人	外資法人	(1) 無須對出借人扣繳； (2) 由「保管銀行」轉開扣繳憑單予出借人。
2	外資法人	本國法人	(1) 對現金股利金額或股票股利面額（股利所得），依出借人適用之扣繳率就源扣繳稅款； (2) 由借券人之負責人開立扣繳憑單給出借人； (3) 領取股利所含之可扣抵稅額，不得計入其股東可扣抵稅額帳戶。

3	本國法人	外資法人	同情況1。
4	本國法人	本國法人	(1) 按領取股利總額（含可扣抵稅額）轉開股利憑單給出借人。 (2) 領取股利所含之可扣抵稅額，不得計入其股東可扣抵稅額帳戶。
5	本國法人	本國自然人	(1)由「證券商」按借券人領取股利總額（含可扣抵稅額）轉開股利憑單給出借人，並將副聯交由借券人作為申報減除其個人綜合所得稅中股利所得之證明； (2)領取之股利免計入其個人綜合所得總額課稅，其所含之可扣抵稅額亦不得抵繳應納稅額。

(3)出借人

如前述（參照表3），出借人收取之權益補償，其中屬於現金股利或股票股利之面額部分，屬於出借人之「股利所得」；而股票股利按除權參考價計算超過面額部分，則為出借人之「出售有價證券之收入」，應依規定計入基本所得額，計算最低稅負。其所得稅處理方式可歸納如下：

表4-3、出借人權益補償所得稅處理

情況	出借人	借券人	出借人權益補償所得稅處理	
			股利所得	出售有價證券收入
1	外資法人	外資法人	(1) 自借券人取得扣繳憑單； (2) 如其適用稅率較借券人為高，則應依規定補繳其差額； (3) 如出借人因適用租稅協定，致其適用之稅率低於借券人者，可由出借人依租稅協定規定申請稅。	(1) 無所得稅問題 ¹⁴ ； (2) 有FP或BA者，於取得現金權益補償年度計入基本所得額，計算最低稅負 ¹⁵ ； (3) 借券人以同種類及數量股票返還股票股利者（表3情況2），嗣後於該股票實際出售年度，再依規定計算證券交易所所得，計入出售年度基本所得額。
2	外資法人	本國法人	(1) 自借券人取得扣繳憑單； (2) 已由借券人就源扣繳完稅，毋須補繳或退稅。	同上。

¹⁴ 所得稅法第4條之1：「自中華民國七十九年一月一日起，證券交易所所得停止課徵所得稅，證券交易損失亦不得自所得額中減除。」

¹⁵ 參照財政部95年8月17日台財稅字第09500367140號函。

3	本國法人	外資法人	(1)自借券人取得扣繳憑單； (2)依所得稅法第42條第1項處理； (3)已就源扣繳之稅款可抵繳出借人之應納稅額。	(1)無所得稅問題； (2)有FP或BA者，於取得現金權益補償年度計入基本所得額，計算最低稅負； (3)借券人以同種類及數量股票返還股票股利者（表3情況2），嗣後於該股票實際出售年度，再依規定計算證券交易所所得，計入出售年度基本所得額。
4	本國法人	本國法人	(1)自借券人取得股利憑單； (2)依所得稅法第42條第1項處理 ¹⁶ ； (3)所含之可扣抵稅額得依規定計入股東可扣抵稅額帳戶。	同上。
5	本國法人	本國自然人	同上。	同上。

PE：中華民國境內之固定營業場所

BA：中華民國境內之營業代理人

(4)尚待解決之問題

問題一、情況2中，若出借人（外資法人）未將其有價證券出借，其領取股利時，股利總額中如含有加徵之未分配盈餘稅之稅額，得以抵繳其就源扣繳稅款¹⁷。然而，96年函釋之設計，發行公司係以借券人（本國法人）為對象開立股利憑單，其所開立之股利憑單中並不會列出屬加徵之未分配盈餘稅之稅額，借券人返還權益補償時，再對出借人扣繳稅款並開立扣繳憑單，當然不會有得抵繳的稅額，對於外資法人出借人會有溢扣繳稅款之情形發生。

¹⁶ 所得稅法第42條第1項：「公司組織之營利事業，因投資於國內其他營利事業，所獲配之股利淨額或盈餘淨額，不計入所得額課稅，其可扣抵稅額，應依第六十六條之三規定，計入其股東可扣抵稅額帳戶餘額。」

¹⁷ 所得稅法第73條之2：「非中華民國境內居住之個人，及依第七十三條規定繳納營利事業所得稅之營利事業，其獲配股利總額或盈餘總額所含之稅額，不適用第三條之一規定。但獲配股利總額或盈餘總額所含稅額，其屬依第六十六條之九規定，加徵百分之十營利事業所得稅部分之稅額，得抵繳該股利淨額或盈餘淨額之應扣繳稅額。」

舉例來說，發行公司配發現金股利並開立股利憑單給借券人，股利總額11,000元，可扣抵稅額1,000元，股利淨額10,000元，可扣抵稅額中200元為依所得稅法第66條之9規定，加徵10%營利事業所得稅部分之稅額。若出借人未將其有價證券出借，則可領取的稅後股利金額為8,200元〔10,000－(10,000 × 20%－200)〕，假設出借人適用扣繳率為20%〕。今有價證券出售後，返還權益補償時由借券人就源扣繳，出借人可領取的稅後股利金額為8,000元〔10,000－(10,000 × 20%)〕，有溢扣繳稅款200元。

問題二、情況3中，若出借人（本國法人）未將其有價證券出借，其領取股利時，股利憑單中所含可扣抵稅額得計入其股東可扣抵稅額帳戶，於盈餘分配時可由其股東抵繳所得稅。然而，96年函釋之設計，發行公司係以借券人（外資法人）為扣繳對象辦理扣繳並開立扣繳憑單，嗣後借券人返還權益補償時，借券人之保管銀行轉開扣繳憑單予出借人，其已扣繳稅款雖得扣抵其應納稅額，但出借人就沒有股東可扣抵稅額得以計入股東可扣抵稅額帳戶，失去兩稅合一制度的原意。

承前例，若出借人未將其有價證券出借，則獲配股利時，取得之股利憑單中有1,000元可計入股東可扣抵稅額帳戶，嗣後盈餘分配時可由其股東抵繳所得稅。今有價證券出借後，發行公司分配股利時以借券人為對象扣繳稅款1,800元（10,000 × 20%－200）並填發扣繳憑單交付借券人；借券人返還權益補償時由保管銀行依發行公司交付之扣繳憑單轉開予出借人，出借人雖可以扣繳稅款1,800元抵繳其應納稅額，但卻沒有1,000元可計入股東可扣抵稅額帳戶。

2、權益孳息由第三人領取時

如前所述（參照表3情況4），當股利由第三人領取時，如同借券人代替出借人出售現金或股票股利之權利給第三人，其股利的價值附隨於借貸標的之有價證券出售，因出借人應享有之股利以有價證券之形式出售，故以現金權益補償全數為出借人之「出受有價證券收入」；其中有價證券權益部分，借券人不論以有價證券或等值現金返還，均應依除權參考價計算出售有價證券收入，並依規定計入基本所得額。

(三) 權益補償課稅規定新舊函釋之差異

由於92年函釋及93年函釋將有價證券借貸期間內借券人領取之股利視為「借券人之股利所得」，而借券人給付出借人之權益補償視為「出借人之其他所得」。因此，在所得稅方面會形成同一筆股利所得，因有價證券借貸交易而被課徵兩次稅負，不利我國有價證券借貸交易市場的發展；同時，權益補償也會被當作出借人銷售勞務之報酬，如同借券費用，須課徵營業稅。本次96年函釋發布後，將股利所得之所得人歸屬出借人，不再重複課稅，亦不再視權益補償為出借人之銷售勞務收入。茲就新舊函釋之差異彙整如下：

表5、權益補償課稅規定新舊差異對照表

函釋	股利所得歸屬	權益補償性質	借券人稅負	出借人稅負
新	出借人	(1)出借人之股利所得 (2)出售有價證券收入	無	(1)股利所得之所得稅； (2)出售有價證券收入之最低稅負； (3)無營業稅。
舊	借券人	出借人之其他所得	股利所得之所得稅	(1)其他所得之所得稅； (2)銷售勞務之營業稅。

三、「擔保品孳息」相關課稅規定

(一) 原則

進行有價證券借貸交易時，借券人須提供適格之擔保品給出借人，由於擔保品之所有權仍屬出借人所有。因此，不論是現金擔保品所產生之利息或是有價證券擔保品所配發之股利，仍屬於借券人之利息所得或股利所得。就其性質可將其營業稅及所得稅之相關稅負歸納如下：

表6、擔保品孳息課稅規定彙總表

函釋	現金擔保品利息	有價證券擔保品股利
營業稅	(1)原則：非屬借券人銷售貨物或勞務之代價，非屬營業稅課稅範圍。 (2)例外：如借券人為銀行業或信託投資業者，仍應依營業稅法第1條規定課徵營業稅。 ¹⁸	屬借券人之股利所得，非屬借券人銷售貨物或勞務之代價，非屬營業稅課稅範圍。 ¹⁹
所得稅	(1)屬借券人之所得，借券人應依所得稅法之規定完納稅捐。 (2)扣繳義務：依較易型態之不同，由證交所或出借人於給付時負責扣繳。 ²⁰	(1)屬借券人之所得，借券人應依所得稅法之規定完納稅捐。 (2)發行公司應依借券人之身分，開立股利憑單或就源扣繳稅款後開立扣繳憑單。 ²¹

(二) 例外

行政院金融監督管理委員會（以下簡稱金管會）於94年5月13日金管證八字第0940002053號函（96年3月21日起由金管證八字第09600008090號函取代），開放借

¹⁸ 參照財政部81年11月20日台財稅第811676144號函及82年3月30日台財稅第821480043號等函規定意旨。

¹⁹ 同註10。

²⁰ 定價交易與競價交易，依據證交所93年11月19日修正之「有價證券借貸定價交易及競價交易擔保品管理應行注意事項」（以下簡稱注意事項）5、之1規定及借貸辦法第34條規定，現金擔保品由證交所依據該公司往來銀行活期存款利率計算，支付利息予借券人。議借交易，依借貸辦法第37條規定，議借交易擔保品之條件及擔保規定比率、擔保維持率及擔保下限比率由出借人與借券人雙方自行議定並移轉；另依證券商借貸管理辦法第28條規定，證券商依規定向借券客戶收取之擔保品，應支付利息予客戶，其利率由雙方約定之。

²¹ 定價或競價交易，依注意事項5、之2規定，證交所對於借券人所提供之有價證券擔保品之股利，係代為辦理過戶手續，該有價證券擔保品之股利仍屬借券人之股利所得，尚非屬出借人或證交所之所得。議借交易，借券人如設質提供予出借人有價證券擔保品，依財政部64年8月20日台財稅第36048號函規定，設定質權之股票所生股利之受益者仍為股東（出質人），故借券人（出質人）應為該項股利之所得人。

貸交易屬議借型態者，特定境外外國機構投資人借入有價證券時，得提供國內或國外之擔保品。故如同時符合特定條件，則擔保品孳息非屬我國營業稅課稅範圍，且非屬中華民國來源所得：

- (1)出借人及借券人皆為在中華民國境內無固定營業場所之營利事業；
- (2)有價證券借交易型態為議借交易；
- (3)於我國境外提供國外擔保品。

(三) 擔保品孳息課稅規定新舊函釋之差異

96年函釋對於擔保品孳息之課稅規定與92年函釋及93年函釋原則上相同，僅因應金管會於94年5月13日開放特定境外外國機構投資人進行議借交易得以境外資產作為擔保品，增加營業稅及所得稅之例外規定。

四、「借貸交易代理人報酬」相關課稅規定

在國際實務上，諸如保險或其他機構投資人等，如為借券人或出借人時，常指定代理人，代為議定契約，簽署文件並執行交易等，並由該代理機構收取代為處理有價證券借貸交易之「勞務報酬」。

(一) 代理報酬之營業稅

- 1、原則：借貸交易代理人之代理行為乃是「銷售勞務」之行為，依營業稅法第4條第2項第1款規定²²，如其代理行為的提供或使用地在我國境內，就必須依營業稅法規定課徵營業稅。
- 2、例外：如代理機構、出借人及借券人在我國境內均無固定營業場所者，該境外代理機構代理辦理借貸交易之行為可視為勞務的提供地及使用地皆在我國境外，則其所取得之代理收入，即非屬營業稅課稅範圍。

(二) 代理報酬之所得稅

²² 營業稅法第4條第2項：「有左列情形之一者，係在中華民國境內銷售勞務：一、銷售之勞務係在中華民國境內提供或使用者。…」

²³ 所得稅法第8條：「本法稱中華民國來源所得，係指左列各項所得：…三、在中華民國境內提供勞務之報酬。…」

- 1、原則：借貸交易代理人取得之報酬乃是「勞務報酬」，依所得稅法第8條第3款²³規定，凡在我國境內提供勞務取得之報酬，皆應依所得稅法之規定課徵所得稅。
- 2、例外：境外代理機構代理之出借人及借券人皆為外資法人者，如經查明該代理合約所載之應行辦理事項（如簽訂合約、擔保品收付及運用、擔保品維持率追繳、權益補償收付等）及提供之勞務皆在我國境外進行者，則該境外代理機構於我國境外提供勞務取得之代理收入，非屬中華民國來源所得。

(三) 代理報酬課稅規定新舊函釋之差異

96年函釋對於代理報酬之課稅規定與92年函釋及93年函釋原則上相同，僅對無須課徵營業稅及所得稅之適用情形特別予以說明。

五、「證券交易稅」相關課稅規定

有價證券借貸交易過程中，借貸標的有價證券於出借人及借券人之間之移轉，分別在出借人出借證券、借券人返還證券、借券人給付權益補償及借券人違約時，產生是否課徵及如何課徵證券交易稅之問題²⁴：



圖4、有價證券借貸交易－證券交易稅

²⁴ 至於借券人移轉證券與第三人及自交易市場回補證券，則按一般證券交易模式處理，本文於此不加贅述。

(一) 出借及返還證券時

證券交易稅之課徵範圍乃規定於證券交易稅條例第1條：「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。（第1項）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。（第2項）」。而我國有價證券借貸制度之出借標的證券限於證交所認可之上市與上櫃有價證券，因此，借貸交易過程中倘牽涉標的證券之買賣，則為證券交易稅之課徵範圍。

如前所述，有價證券之借貸，其出借及返還有價證券之行為，借貸標的證券所有權固然已移轉，惟其法律關係屬消費借貸而非屬買賣行為，自非屬證券交易稅課稅範圍，不課徵證券交易稅。

(二) 借券人違約時

借券人違約時²⁵，由證交所或證券商處分擔保品以現金返還或由出借人自行處分擔保品，其性質視同出借人實質出賣借貸標的證券行為，應依法課徵出借人之證券交易稅：

1、代徵人

由於有價證券借貸制度其交易型態不論是定價、競價或議借交易均需經由證券商申請，證交所則提供撮合成交或確認，故違規事由發生時，定價、競價交易型態，證交所於採現金償還出借人時，係由證交所直接將款項匯給出借人；至議借交易型態，則由證交所認定後經由證券商通知借貸雙方，並由出

借人透過自行處分擔保品，以獲取其出售借貸標的證券之代價。

依證券交易法第3條第1項²⁶規定，證券交易稅應由代徵人代徵之，基於原申請借券交易之證券商，因具有證券交易稅條例第4條第2款²⁷規定之經紀人性質，故當違約事件發生時，仍應以原申請借券交易出借之證券商為代徵人。

2、買賣交割日期

(1)定價及競價交易方式，借券人發生違規事件而證交所無法在發生日起3個營業日買回或借到證券，則以該第3營業日該種證券市場收盤價格為成交價格，故以該日期為買賣交割日期。

(2)議借交易方式，借券人發生違規事件時，因係由證交所認定違規事由發生日之次1營業日為買賣交割日期，並以當日該種證券市場收盤價格為成交價格，故以該日期為買賣交割日期。

(三) 給付權益補償時

除權基準日仍由借券人持有之未出售借入標的證券產生之權益孳息，借券人如採等值現金方式返還權益補償（即表3之情況3及情況4），屬證券交易收入部分，其性質視同出借人實質出賣該有價證券之行為，應依法課徵出借人證券交易稅。其代徵人為原申請借券交易出借之證券商，其買賣交割日期為給付權益補償之日。

六、「印花稅」相關課稅規定

有價證券借貸交易若為透過證交所借券系統者，借券人與出借人應與證券商簽署「有價證券借貸交易委託書」（不論定價、競價或議借交易），若為議借交易，出借人與借券人間尚須簽署「有價證券借貸議借交易契約」；若為證券商經營或代理者，證券商應與客戶簽訂「有價證券借貸契約書」。

按印花稅法第5條規定，其課稅範圍包括：銀錢收據、買賣動產契約、承攬契約、典賣、讓受及分割不動產契據。前述有價證券借貸交易相關之契約書，主管機

²⁵ 參照借貸辦法第39條或證券商借貸管理辦法第26條規定。

²⁶ 證券交易稅條例第3條：「證券交易稅向出賣有價證券人課徵，由代徵人於每次買賣交割之當日，按前條規定稅率代徵，並於代徵之次日，填具繳款書向國庫繳納之。…」

²⁷ 證券交易稅條例第4條：「前條所稱之證券交易稅代徵人如左：…二、有價證券如係經由政府主管機關核准在證券交易所場內從事代客買賣之經紀人代為買賣者，其代徵人為經紀人。…」



關皆訂有契約範本，究其內容均非屬上開課稅之範圍，尚無印花稅問題。惟須注意，如嗣後實際訂約時，契約內容或條款若與主管機關公告之範本相異，而兼具上開應稅憑證性質者，仍應就個案事實及約定內容核實認定辦理。

參、結語

此次96年函釋與92年及93年函釋之最大差異在於，對借券人給付出借人之「權益補償」，在所得稅及營業稅方面之改變：

一、所得稅方面

原本92年函釋及93年函釋對於權益補償之定性，在借券人參與除權除息領取股票股利或現金股利時，認為是借券人之股利收入；而借券人返還權益補償給出借人時，則認為是出借人之其他收入，因而造成同一筆股利被重複課稅二次的情形。而且，若借券人領取的是股票股利，於返還權益補償給出借人時，出借人尚須以股票市值計算其他所得。形成除權除息前借券人或出借人要求還券，不利有價證券借貸市場的發展。此次，96年函釋將權益補償重新定性為出借人之股利收入，並以面額計算股票股利收入，同時解決舊函釋重複課稅之問題。

二、營業稅方面

原本92年函釋及93年函釋認為權益補償不具股利收入性質，屬於出借人銷售勞務之報酬，應依法課徵營業稅。如前所述，此次96年函釋重新定性權益補償為出借人之股利收入。故此，權益補償亦不再課徵營業稅。

惟須特別注意，96年函釋發布後，由於權益補償屬股利收入，若出借人為兼營營業人者，應於每年申報最後一期營業稅時，加入免稅銷售額申報計算應納或溢付稅額，並依「兼營營業人營業稅計算辦法」之規定，按當年度不得扣抵比例計算調整稅額。

參、業務報導

本公會建議獲致採行事項：

壹、經紀業務：

一、臺灣中型100指數及臺灣資訊科技指數成分股股票，得不受賣出價格不得低於前一營業日收盤價之限制。

為健全資本市場發展，增進證券市場交易活絡，並提高交易效率，本公會建議主管機關取消平盤以下不得放空之規定乙案，業經主管機關96年9月19日金管證四字第0960047852號函復略以：「投資人融券賣出臺灣中型100指數或臺灣資訊科技指數成分股股票或向證交所借券系統或證券金融事業借入前開成分股股票賣出，自96年11月12日起得不受賣出價格不得低於前一營業日收盤價之限制。」。

貳、自行買賣業務：

一、證券商經營自行買賣外國有價證券業務之結餘款項，得運用於貨幣市場基金或債券型基金。

為增加證券自營商資金之運用，主管機關業以96年8月1日公告證券商經營自行買賣外國有價證券業務之結餘款項，得運用於貨幣市場基金或債券型基金，並自公告日起實施，重點如下：

依據證券商管理規則第十八條第一項第五款規定，證券商經營自行買賣外國

有價證券業務之結餘款項，得以委託人身分由國外執行下單之證券機構，將其結餘款項運用於事前書面約定符合當地國市場規定之貨幣市場基金或債券型基金，其持有金額應併入原財政部證券暨期貨管理委員會八十三年一月二十七日（83）台財證（二）字第一一〇九四號函所定淨值百分之三十額度內計算。

參、自律事項

一、本公會公告「證券商經營營業處所衍生性金融商品交易業務自律規則」。

為保護投資人權益、提昇衍生性金融商品交易之品質及避免不當銷售，本公會於96年8月16日以中證商業字第0960001456號函公告施行「證券商經營營業處所衍生性金融商品交易業務自律規則」，明訂有關證券商從事衍生性金融商品交易業務應瞭解交易相對人屬性、評估其適格性、相關風險說明、業務人員資格及其教育訓練等事項。

肆、業務電子化

一、本公會建議調降證券暨期貨網路申報作業系統共用電子憑證收費標準乙案，業經臺灣網路認證公司同意提供優惠方案，追溯自96年元月1日起適用：

(一)主卡含晶片卡憑證效期二年由2550元調降為2000元。

(二)副卡含晶片卡憑證效期二年由2000元調降為1000元。

(三)台網公司回饋證券商，每採購5000張網路下單憑證送一張共用電子憑證。

(四)已換發共用憑證之客戶，臺灣網路認證公司協商另提供優惠差額之折抵或回饋方案。

伍、教育訓練業務

一、有關本公會陳請主管機關放寬受暫停執行業務處分之證券商業務人員得於處分期限屆滿後先行恢復執行業務，再於恢復執行業務後三個月內參加本公會辦理之「法紀教育訓練」案，業經主管機關以96年8月10日金管證二字第0960043544號函准予照辦在案。

二、有關本公會調整證券商業務人員在職訓練中階主管班原法令遵循與案例研討課程及部分經驗交流時段為結合第一堂經營管理專題之分組討論與報告辦理型態案，業經主管機關以96年8月17日金管證二字第0960043547號函准予備查在案。

研議中重要事項：

壹、經紀業務

一、證券商辦理有價證券買賣融資融券業務者，其對客戶之融資或融券總金額，建議提高為其淨值百分之六百。

建請主管機關允准證券商自有資本適足率連續3個月達百分之二百五十以上者，其辦理有價證券買賣融資融券，對客戶融資或融券之總金額，由分別不得超過其淨值百分之四百，調升為不得超過其淨值百分之六百。

二、建議中央銀行提高全體銀行對辦理有價證券融資業務證券商之融資總餘額。

為增強證券商辦理有價證券買賣融資融券業務籌資能力及業務規模，建請中央銀行修正「中央銀行對銀行辦理證券金融公司或證券商資金融通管理辦法」第5條之規定，由全體銀行對辦理有價證券融資業務之證券商，其融資總餘額不得超過該證券商淨值1.5倍，修正為不得超過該證券商淨值之6倍。

三、建議證券商辦理有價證券買賣融資融券業務者，其對外負債總額占其資本淨值之倍數，予以調整放寬。

為增強證券商辦理有價證券買賣融資融券業務籌資能力及業務規模，建請行政院金融監督管理委員會修正證券商辦理有價證券買賣融資融券業務者其對外負債總額之規定，由現行之對外負債總額不得超過其資本淨值之2.5倍，提高為對外負債總額不得超過其資本淨值之6倍。

四、建議行政院金融監督管理委員會參酌認購（售）權證上市審查等相關規定，如外國證券商在中華民國境內之分支機構，其總公司無信用評等者，得採集團控股公司之信用評等申請辦理相關業務。

為符合國際慣例及考量國際實務狀況，進而提升證券商經營競爭力，並鼓勵證券商金融創新，就外國證券商在中華民國境內之分支機構申請辦理相關業務，如需

提出經主管機關核准或認可之信用評等機構一定評級之信用評等資格條件時，建請行政院金融監督管理委員會參酌認購（售）權證上市審查等相關規定，如外國證券商在中華民國境內之分支機構，其總公司無信用評等者，得採集團控股公司之信用評等申請辦理相關業務。

貳、承銷業務

一、為將現金股利與股票股利之反稀釋效果同時排除在價格重設之外，期使重設之相關精神與意義可與除權息之調整予以釐清，建議修正本公會「承銷商會員輔導發行公司募集與發行有價證券自律規則」相關規定。

二、為增加證券商資金配置彈性，建議主管機關放寬證券商轉投資創投事業之比率限額，由淨值之5%提高為10%，另考量風險控管，證券商資金之運用限制及自有資本適足率之規範仍維持原規定。

三、為提高上櫃公司轉上市之意願並增加承銷商輔導上櫃公司申請轉上市之誘因，針對證交所96年4月25日舉辦之「證券商負責人承銷業務座談會」中承銷商建議「建立一套有別於一般上市之櫃轉市審查制度」乙案，本公會就審查制度、承銷作業等擬具研議意見，建議證交所採行。

參、債券業務

一、為因應市場環境變化及實務作業之需，研議「金融資產證券化條例」之現行規範，建議增列安排機構之定義等規定，並擬具修正條文草案建請主管機關參採。

肆、業務電子化

一、為符合現行證券經紀商與採電子式交易型態之委託人間，有價證券買賣之委託回報及成交回報係於網頁程式中即時通報委託人，並經證券營業員以電話或傳

真等方式再次確認委託回報及成交回報，而非單一以電子文件通知委託人，本公會建議證交所修改「營業細則」第75條第9款有關有價證券買賣之委託回報及成交回報等電子文件傳輸，得不限以電子憑證為之，以避免造成證券商執行業務之困擾。

伍、金融期貨業務

一、建議期交所放寬現行利率期貨（公債期貨）結算交割中，採現金結算的部分能以淨額交割取代總額交割。為增加利率期貨成交口數，並提高業者進行避險意願，建請期交所研議放寬現行利率期貨（公債期貨）結算交割中，採現金結算的部分能以淨額交割取代總額交割。

二、建議期交所修訂「期貨競價終端設備管理要點」第7條規定。

為避免資通安全機制過度防範，造成期貨商經營成本增加，建議期交所修訂「期貨競價終端設備管理要點」第7條規定，刪除「期貨商使用競價終端設備時，其網路連線應有必要之實體隔離，於交易時段內，不得與公眾網路連結。」之規定。

三、建請證期局允准期貨商內部人員及期貨交易輔助人內部人員得透過網路自行下單交易期貨標的。

為爭取內部人員下單時效，建請證期局允准期貨商內部人員及期貨交易輔助人內部人員得透過網路自行下單交易期貨標的。

陸、新金融商品業務：

一、建議主管機關開放證券商得發行海外認購（售）權證。

為增加證券商潛在業務發展機會，本公會研擬有關證券商發行海外認購(售)權證建議條文與相關說明，並報請金管會證期局鑒核。

二、建議證交所調整認購（售）權證履約保證金計提方式。

現行證券商發行認購（售）權證之履約保證金計提方式有高估證券商不履約風險，爰本公會函請證交所調整該保證金計提方式。

三、本公會就金融機構從事結構型商品交易課稅方案之相關意見。

有關金融總會函詢金融機構從事結構型商品交易課稅三方案：（一）結構型商品屬固定收益商品部份之利息所得按10%分離課稅，屬衍生性商品部份視為證券交易所所得免稅、（二）將結構型商品視為有價證券課徵證券交易稅、（三）將結構型商品視為單一商品，於交易完結時，就全部所得按10%分離課稅等三方案之意見，本公會業於96年9月12日以中證商業字第0960001665號函回覆金融總會，接受方案（一）及方案（二），若前二種課稅方案均不被接受時，則接受方案（三）。

柒、其他業務

一、有關行政院金管會函囑本公會就民眾檢舉程○○君涉嫌持偽造之大學文憑據以報考證券商高級業務員專業科目及登記執業是否違反證券管理法令案，業經本公會函私立輔仁大學證實該畢業文憑確屬偽造；案復以96年9月11日中證商教字第0960001662號函請證基會將程○○君之高級業務員專業科目及格證明書追回或公告註銷，並撤銷上傳證券商申報單一窗口之該員測驗合格記錄；並另以96年9月11日中證商教字第0960001661號函覆主管機關公會處理情形在案。

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	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項第9款規定。 公司受託買賣主管郝員與客戶于君間有借貸款項情事，顯示公司之相關內控未予有效落實。	依據證券交易法第65條規定應予糾正，並請檢討改善。依據證券交易法第56條規定，命令公司對郝員停止執行業務1個月。
2	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項第7款、17款規定。 公司趙員、張員有利用客戶帳戶買賣有價證券、楊員有受公司之受雇人代理他人買賣股票情事，核已違反證券管理法規及公司內部控制規範。	依據證券交易法第65條規定應予糾正，請嗣後確實檢討改善。 依據證券交易法第56條規定，命令公司對趙員、張員各予以停止執行業務2個月、楊員停止執行業務1個月。
3	公司石牌分公司自91年2月26日起計有4次變更場地配置，未依規定向臺灣證券交易所申報，核有疏失。	嗣後請確實注意改善。
4	違反證券商管理規則第50條第1項第8款、第58條規定。 公司增加香港分公司營運資金未依規定辦理，有關設置國外分支機構專撥於當地營業之資金加計投資外國事業之總金額應符合證券商管理規則第50條第1項第8款之規定。嗣後對香港分公司營運資金之匯出應確實依規定辦理。	請注意改善。
5	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項第17款、23款及11款規定。 公司受託買賣業務人員曾員、康員、湯員有代理他人買賣有價證券及代客戶保管印鑑情事；分公司經理人、受託買賣業務主管有督導不周之責，結算交割主管與開戶經辦人核有相關作業疏失，公司內部控制未有效落實。	依證券交易法第65條規定，對公司應予糾正，另請自行議處相關失職人員。 依證券交易法第56條規定，命令公司對曾員予以停止執行業務2個月、湯員停止執行業務1個月、康員停止執行業務1個月。
6	違反前財政部證券暨期貨管理委員會93年1月2日台財證二字第0930000001號函。 公司96年4月份計表顯示持有未上市貨幣型基金計美元4千餘元，核已違反規定。	依證交法第65條規定，對公司應予糾正，另請就資金運用訂定相關辦法加強控管並議處相關失職人員。
7	違反證券商管理規則第2條、證券商財務報告編製準則第2條及第14條規定。 公司持有債券未依照評價方法評估公平價值，並依公平價值衡量、有業務人員接受客戶市價委託買賣及代理客戶買賣有價證券、未依內部控制規定於董事會下設立投資決策委員會及部分自營買賣交易未確實落實公司內部訂定之「風險管理細則」等情事，核有違反證券管理法令。	依證交法第65條規定，對公司應予糾正，請注意改善及自行議處相關違失人員。

8	違反期貨交易法第101條、證券商經營期貨交易輔助業務管理規則第29條第2項第12款、期貨商負責人及業務人員管理規則第16條第2項規定。 公司前受雇人曾員利用公司電話從事非法期貨交易之媒介，有相關電話錄音紀錄、客戶書面說明及電話指陳錄音可證。	依據期貨交易法第101條第1項規定命令公司解除曾員之職務
9	違反證券商管理規則第2條第2項、證券商負責人與業務人員管理規則第18條第2項第7款規定。 公司法人董事代表蔡員自93年起即利用其秘書許君及已成年女兒蔡君帳戶買賣有價證券等情事，核已違反證券管理法令。	依據證券交易法第66條第1款規定，對公司予以警告處分。 依據證券交易法第56條規定，命令公司停止法人董事代表蔡員1個月業務之執行。
10	違反證券商暨期貨市場各服務事業建立內部控制制度處理準則第21條與第29條、證券商管理規則第2條規定。 公司未覆核00證券投顧公司之內部稽核報告並做為董事會及總經理評估整體有效性之依據，亦未對該公司進行適當之監督與管理，且交際費未訂定適當內部控制制度，郵政禮券支付對象無具體發放標準及計算方式，亦無簽收紀錄或詳細身份資料可稽且有透過支付與介紹人再退還客戶折讓金之情形，核已違反證券管理法令。	依據證券交易法第66條第1款規定，對公司予以警告處分。
11	違反證券商管理規則第37條第21款、證券商負責人與業務人員管理規則第18條第3項規定。 公司96年2月份會計科目月計表月底持有次順位金融債金額55.29億元，占實收資本額117.9億元之46.8%，違反本會95年8月16日金管證二字第0950003875號函有關證券商承銷及自行買賣次順位金融債券持有總額不得逾其實收資本額10%之規定。	依據證券交易法第66條第1款規定，對公司予以警告處分。 依據證券交易法第56條規定，命令公司停止董事及董事長蕭員三個月業務之執行及停止債券部副總經理熊員一年業務之執行。
12	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項第19款規定。 公司受僱人陳員有受理未具客戶委任書之代理人申購「大成鋼」股票之情事，核已違反證券管理法令，公司督導不週，內部控制之執行顯有疏失；請公司清查及註銷人頭戶，就受理客戶股票申購作業，建立有效之內部控制制度及稽核重點，並將執行情形函報臺灣證券交易所。	依據證券交易法第65條規定對貴公司予以糾正。 依據證券交易法第56條規定，命令公司分別停止陳員3個月業務之執行。

編號	處分依據與缺失事項	處分內容
13	<p>違反「證券商管理規則」第2條第2項、第30條、第31條第4項及第8條、公開發行公司取得或處分資產處理準則第30條第1項規定。</p> <p>1.公司業務員張員等7人利用公司電腦代理客戶從事股票網路下單交易。</p> <p>2.自營部交易員陳員未經主管核准即由業務管理人員輸入其可投資之組合標的；自營部投資股票交易，未考量個股因短期漲幅過大，或已被公布列入注意交易股票之投資風險，仍於高檔買進注意股票。</p> <p>3.辦理股票初次上櫃之詢價圈購配售作業有集中配售特定人之情形。</p> <p>4.配合投信穩定基金淨值、對於發生較大損益之交易，其決定買進或賣出債券數量、金額、及成交利率，無相關分析報告為買賣決策及執行之依據。</p> <p>5.買賣可轉換公司債、股票及ETF，均未撰寫分析報告。自營部程員係登錄證券商業務員，未向期貨公會辦理登錄，而實際從事台指期貨及選擇權等期貨交易。</p> <p>6.1年內累積取得他投信公司股權已逾3億元，惟未辦理公告申報、年報記載法人董監事之主要股東相關資料與經濟部商工登記資料不符。</p> <p>7.部分海外子公司財務狀況有異常為對各子公司月結之管理報告進行分析檢討，亦未將足以影響公司權益及證券價格之重大事項向董事會報告。</p>	<p>依據證券交易法第65條規定，對公司應予糾正，並請改善具報；對張員等人代理他人下單及自營部陳員等人，請自行議處後報會。</p>
14	<p>期貨交易法第119條第1項第2款及期貨商設置標準第26條第1項、證券商負責人與業務人員管理規則第18條第2項第13款規定。</p> <p>1.公司兼營期貨自營業務，證券自營部門以期貨自營部門帳號從事期貨交易，並帳列期貨部門，核已違反期貨管理法令。</p> <p>2.分公司業務人員王員有未依據客戶委託事項及條件，執行有價證券買賣之情事，核已違反證券管理法令。</p>	<p>依期貨交易法第119條第1項第2款規定，對公司處新臺幣12萬元罰鍰。依證券交易法第56條規定，命令公司停止業務人員王員1個月業務之執行。</p>
15	<p>違反證券商負責人與業務人員管理規則第12條第1項規定。</p> <p>公司營業員林員雖取得業務員資格，但於尚未登記為受託買賣人員前，即有受託買賣股票之情事。</p>	<p>嗣後請注意改善，避免類似情形再度發生。</p>

16	<p>違反95.6.5金管證二字第0950002601號令。</p> <p>公司以期貨交易人身分從事國內期貨交易於96年7月20、23、24日持有期貨契約未沖銷部位總市值，分別占公司96年6月底淨值之20.29%、20.28%、20.51%，核違反法令。</p>	<p>嗣後請注意改善。</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11款規定。</p> <p>1.分公司受託買賣業務人員羅員，有代客戶保管存摺之情事，核已違反證券管理法令。未具證券業務員資格之受雇人有受託客戶買進有價證券再由具證券商業務員資格者於委託書上蓋章，核與公司內部控制規範不符。</p> <p>2.有關期貨交易輔助人之開戶經辦持有委任期貨經紀商之公司章並代為蓋章乙節，請注意改善；並應切實遵守自訂之內控規範，另應注意向期貨商公會申報業務員登錄之時效，並確實落實內部控制制度對於受託從事期貨交易應由登記合格之業務員承辦之規定。</p>	<p>依證券交易法第56條規定，命令公司對業務人員羅員予以停止執行業務1個月之處分。</p>
18	<p>違反期貨交易法第119條第1項第2款、證券商經營期貨交易輔助業務管理規則第6條準用期貨商管理規則第33條第1項、第34條第3款及第36條第1項規定。</p> <p>分公司有多筆期貨交易委託單填寫不確實，核已違反期貨管理法令。</p>	<p>依期貨交易法第119條第1項第2款規定，對公司處新臺幣12萬元罰鍰。</p>
19	<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項第19款規定。分公司有受託未具客戶委託書之代理人申購有價證券之情事，違反證券管理法令。</p> <p>公司督導不周，內部控制之執行核有缺失，請公司確實清查及註銷抽籤人頭戶，並將結果函報證交所。</p>	<p>依證券交易法第56條規定，命令公司對業務人員沈員予以停止執行業務3個月之處分。</p>

肆、證券市場紀要

證券市場重大事項

- 96年07月16日 櫃檯買賣中心公告修正「櫃檯買賣證券商內部人員在所屬證券商開戶買賣有價證券管理辦法」部分條文。
- 96年07月23日 證券市場交割款項收付作業，改經由央行的同業資金調撥清算作業系統辦理。
- 96年07月31日 臺灣證券交易所修正「有價證券上市審查準則」、「審查有價證券上市作業程序」及「營業細則」等法規並公告實施。
- 96年08月31日 主管機關核准調整證券交易所借券系統議借交易借貸服務費計價方式及證券商自行議定借貸手續費等事宜。
- 96年09月03日 櫃買中心提供公司債殖利率曲線供彭博公司編製而成之公司債參考公平價格正式上線。
- 96年09月06日 臺灣期貨交易所與芝加哥選擇權交易所(CBOE)簽署雙邊合作與資訊交換合作備忘錄
- 96年09月11日 證交所於倫敦主辦「2007年海外台灣投資說明會」圓滿落幕。
- 96年09月18日 韋帕颱風來襲，證券集中交易市場休市一天，應辦交割事宜則順延至次一營業日。
- 96年09月20日 富時指數公司宣布我國證券市場仍繼續列入已開發國家市場之觀察名單，根據該公司所發布之新聞稿內容，該公司對我國這一年

來證券市場所作之興革，深表肯定。

- 96年09月24日 本日因中秋節(9月25日)調整放假，臺灣證券交易所集中交易市場循例休市2日，並配合於9月29日(星期六)補行交易。
- 96年09月26日 本公會與日本證券業協會簽署MOU。
- 96年10月04日 越南國家證券管理委員會(SSC)代表團由檢查部Vu Thi Chan Phuong副組長率團來訪，由本公會吳副理事長光雄代表接待。
- 96年10月06日 本公會黃理事長敏助於9月29日至10月6日，率團參加在西班牙舉行的投資者教育國際論壇會議(IFIE)，並獲得全體會員國支持，正式加入為會員國，對我國未來證券投資的教育與保護具有相當長遠的助益。

證券市場人事異動一覽表

一、主管機關：

單位名稱	新任主管		接任日期
	職稱	姓名	
行政院金管會證期局	副局長	張麗真	96年 7月25日
行政院金管會證期局	主任秘書	王詠心	96年 8月 3日
行政院金管會證期局	四組組長	洪幸元	96年 8月29日

二、證券相關單位：

單位名稱	新任主管		接任日期
	職稱	姓名	
台灣證券交易所	總經理	蘇松欽	96年9月1日
台灣證券交易所	副總經理	楊朝榮	96年9月1日

三、本公會理、監事：

公會職稱	新任人員	卸任人員	接任日期
理事	大眾綜合證券公司 魏志達副總經理		96年7月24日
常務理事	台灣摩根士丹利證券公司 趙文豪總經理	港商德意志證券 李鴻基先生	96年7月24日

四、本公會委員會：

委員會名稱	公會職稱	新任人員	卸任人員	接任日期
公共關係委員會	副召集人	兆豐證券公司 簡鴻文董事長	兆豐證券公司 陳萬金副總經理	96年7月24日
外資事務委員會	副召集人	美商花旗環球證券 台北分公司 黃允治副總裁		96年7月24日
稽核委員會	召集人	永豐金證券公司 黃明哲總稽核		96年8月28日
	副召集人	大華證券公司 鄭明裕總稽核		96年8月28日
	副召集人	日盛證券公司 蘇寶秀副總經理		96年8月28日

五、本公會會務人事：

單位名稱	新任主管		接任日期
	職稱	姓名	
國際事務組	代理組長	徐秉群	96年8月16日
電腦資訊組	代理組長	陳明娟	96年8月16日

伍、國際及大陸證券市場動態

國際證券市場觀測

1. Fed降息點燃新興市場

在房貸市場降溫的連鎖影響下，Fed於9/18宣佈降息50個基點後，全球股市應聲上漲，其中尤以新興市場的漲幅為甚。新興市場因在美國流動性危機及經濟放緩預期之下，經濟依然強勁，國內消費持續上升，企業利潤照樣增長。從基本面的觀點講，這些國家的經濟具有很強的抗跌性，故促使資本湧入新興股票市場。自降息以後，摩根士丹利資本國際（MSI）新興市場指數至10月初已反彈近25%。

2. 東京證券交易所總裁支持在東京設立金融特區

日本由於國際競爭壓力，為促使日本由一內需導向之金融中心邁向國際市場發展，期望藉由闢出金融特區以吸引更多金融機構進駐東京，使東京成為亞洲金融中心，並進一步整合日本各交易所成為一個超級交易所，以迎合國際發展趨勢。

3. 韓國財政部擬開放綜合現金帳戶業務

韓國證券集保公司（KSD）將配合強化增值服務及與國際集中保管機構（ICSD）之連線機制，以提升外資之市場參與。

4. 日本政府推動「金融商品交易法」(The Financial Instruments and Exchange

Law, FIEL)，進行其金融立法領域20年來最大的一次變革

此法於今年9月30日生效，涵蓋的範圍從公司披露機制到可接受的證券交易行為無所不包。FIEL律師們表示，該法律旨在向個人投資者提供前所未有的保護，以便

增加投資者信心，鼓勵銀行儲戶把他們總價值13萬億美元的個人資產投向股市及債市。目前日本大量個人資金都存在銀行中，利息只有不到1%。另FIEL中的許多法規調整將使日本的法規與國際進一步接軌。

5. 信貸危機加快亞洲企業的收購步伐

信貸危機打擊了歐美公司，也嚴重挫傷了私人資本營運業的雄心壯志，但亞洲企業卻更加大膽地在全球各地尋找收購目標，且獲得銀行融資相對容易，本土市場也在快速增長。

如今年8月底，台灣宏碁股份有限公司(Acer Inc.)宣佈將出資7.1億美元收購加州的Gateway Inc.。7月30日，韓國公司門山英維高株式會社(Doosan Infracore Co.)稱，將以49億美元收購英格索蘭(Ingersoll-Rand Company)旗下的Bobcat工程車輛業務。另高盛集團正在同亞洲公司商談那些從估值角度而言可能更具吸引力的歐美目標。

自8月1日以來，亞太及日本企業共達成了77起跨境收購交易，總值為63.9億美元，已經超過了去年同期的70起交易以及62.8億美元。

6. 私人資本營運公司亞洲籌資氣勢不減

在信貸環境的緊縮導致私人資本營運公司在歐洲和美國的融資活動陷入危機之際，私人資本營運公司向亞洲定向發行基金所募集的款項額度卻屢創歷史新高。隨著新的大型基金不斷誕生，亞洲2007年的基金籌資額將創歷史新高。據亞洲私人資本研究中心(Centre for Asia Private Equity Research)稱，今年迄今為止私人資本營運公司通過向亞洲定向發行的基金已經籌集了246.5億美元資金，接近2006年全年的266.2億美元。

7. 泰國證券交易所（SET）與One Asset Management共同合作，發行泰國境內首檔ETF（ThaiDEX SET50 ETF）

ThaiDEX SET50 ETF於2007年9月6日開始交易，除了提供大眾一個投資工具的選擇，也創造資產管理公司新商機，意謂著泰國資本市場的發展向前邁進了一大步。

8. 美國那斯達克交易所（NASDAQ）與瑞典斯德哥爾摩交易所（OMX）簽署合併協議

新集團將命名為NASDAQ OMX集團。OMX集團在過去三年積極整併其他交易所，為北歐地區最大的證券交易所。此外，香港交易所、新加坡交易所及美國國際證券交易所控股公司（International Securities Exchange Holding Inc.）皆採用OMX系統。

9. 歐洲期貨交易所（Eurex）計劃收購美國國際證券交易所（ISE）

ISE及Eurex之合併案預計於2007年第四季完成交易。上開交易將建立首屈一指橫跨大西洋兩岸的衍生性商品交易市場，其產品線涵蓋美國及歐洲二地之美元及歐元計價商品。該合併案預計於今年第四季完成，但之前須得到美國證管會之核准。

10. 倫敦證交所（LSE）股東會同意收購義大利交易所（Borsa Italiana）

新集團將在義大利與倫敦兩地掛牌交易，將結合歐洲具領導地位的權益證券交易所，及歐洲主要的指數股型基金（ETFs）、證券化衍生商品及固定收益商品之電子交易平台。

11. 歐盟要求主權財富基金更透明

歐盟表示，除非主權財富基金變得更加透明，公布其希望投資的資產類別、投資決策標準和投資分布，否則投資將受到限制。法國和德國等歐盟國家擔心，歐洲某些重要或涉及國家安全戰略性的行業，有一天會被這些基金收購。

中國、其它亞洲國家、海灣國家及其它地區的主權財富基金資產規模急劇膨脹，積累了大約2.5萬億美元的資產。德國政府估計，到2015年，它們的資產將達到12萬億美元，將令對沖基金和私人股本相形見绌。

德國政府目前正在起草相關法案，保護與國家安全相關的行業，可能還包括能源行業。德國和法國還準備聯合提出建議，討論如何在歐洲乃至更廣泛的國際層面（例如七國集團）對這些投資進行監管。

中國證券市場瞭望

證券公會 國際組

一、大陸開放境內個人直接投資香港證券市場試點計劃

依大陸國家外匯管理局於2007年8月20日對天津市分局所提出的請示，外匯管理局宣佈同意該局在天津開展境內個人直接投資境外證券市場的試點，即俗稱“港股直通車”。試點內容簡述如下：「一為以大陸境內之公民為投資人，二是投資香港證交所上市的證券品種，三為透過中銀國際辦理證券買賣和托管，並在中國銀行天津市分行開立帳戶，四為該境外證券投資項下購匯不受年度總額限制。」

事實上，對經常往來於香港和大陸之投資人，之前便已透過各種管道在香港開戶投資股票，投資港股並不困難。

然而，在完備的制度建立前，“港股直通車”可能會背離初衷。首先，大陸外匯存底中，有相當數量來自海外“熱錢”，之前回流困難的熱錢也因而打開回流途徑，資金流出管道的順暢，反成為促進流入的動力。其次，海外證券市場風險和規則與大陸市場不同，若再考慮近年高達5%的人民幣升值水準，部份保守投資者未必對港股直通車有興趣，反而是非法目的資金，比如洗錢資金，會積極參與。

就地點選擇而言，若要選擇開放直接投資港股，應當以具地利之便的深圳為優先考量。但此次選在天津，顯示大陸官方有意將金融政策向北方經濟中心的天津傾斜。但也有傳言指出，選擇天津和現任市長戴相龍曾任央行行長，擁有豐沛的政府人脈有關。

在9月26日中國證券報報導此次試點計劃延遲「由於種種細則尚未完善，各方原定於月初實施的計劃不得不延遲，至於實施的區域和範圍也在進一步研究之中。」大陸銀監會人員懷疑，一旦開放之後，全國的錢湧向天津，中國銀行人員的

承接能力有多少？對投資者的教育工作如何？這些風險如何掌控都需要謹慎考慮。

對大陸投資人而言，港股和大陸A股是兩個不同的市場，港股的籌碼多在外資手上，且香港股市是開放程度較高的市場，因此受國際金融及週邊環境影響頗深，港股的深度和廣度都比內地要深很多。因此，大陸投資者若抱著炒作大陸股市的心態，勢將形成投資套牢。

依中國證券報9月5日報導，“港股直通車”方案已基本成型。計劃將在天津、北京、上海、廣州四地試點，中行、工行、建行有望同時開展此業務，準入門檻提高至30萬，兩個月內有望推出；但9月7日上海證券報報導「除天津外，將再加入上海及深圳，而試點銀行也將從中行擴大至三家」據此二則報導，試點計劃已和原公布的計劃有所出入。

另依英國金融時報於9月21日報導。大陸銀監會表示，個人投資港股將不做限制，但將進行總量管制，當投資額達到設定“總額度”時，會在必要時提高和調整額度，其稱之為彈性上限。直通車試點之預期資金流出將達1000億美元以上。

故目前對港股直通車計劃的執行日期，試點內容、城市及參與機構的規定仍待觀察。

二、大陸將恢復審批設立合資證券公司

依大陸官方媒體新華社報導，大陸證券監管機構再次確認將恢復審批設立合資證券公司。此項措施將為跨國企業參與快速發展的大陸資本市場另開管道。另依英國金融時報相關報導，相關規定將在年底前完成。之前大陸證監會停止審批籌組新的中外合資證券公司，主要是幫助其本土證券公司從週期性低迷中恢復元氣。

大陸在加入世界貿易組織(World Trade Organization)時曾承諾，部分證券業務允許外資持股33%。而且，進一步對外資開放大陸證券市場，已成每年兩次美中戰略經濟對話(US-China Strategic Dialogue)的議題，前次美中戰略經濟對話，大陸曾表示將進

一步向外資銀行開放大陸證券業。

在2005年年末，大陸的證監會曾告知境外投資者不再接受投資申請，此舉讓外資感到相當失望。而美國投資銀行對於自己難以參與蓬勃發展的大陸股市，也愈感失望。現已有越來越多的中資企業在本地交易所發行股票，以搭上股市飆升的順風車。例如：中國建設銀行，該行即計劃發售規模高達90億股以人民幣計價的A股。

目前僅少數外國投資銀行在大陸設有可進行承銷A股業務的合資證券公司，如：瑞士銀行(UBS AG)和高盛集團(Goldman Sachs Group Inc.)。摩根士丹利(Morgan Stanley)是首家獲准設立合資證券公司的外國投資銀行，但之後該行已蛻變成中國國際金融有限公司(China International Capital Corp.)的一名被動投資者。

據最新報導，大陸正準備就外商投資證券業進行試點，依修訂後的規定，可能允許少數外資公司收購現有大陸證券公司20%的股權，而外資銀行與當地合作伙伴新成立之證券合資公司，外資銀行將可獲准持有33%的股份。新規定將正式結束為期兩年的暫停外商投資證券業的緩衝期。

三、大陸證監會頒佈“四不”條款以監管上市公司資訊披露

大陸證監會於9月17日發佈通知規範上市公司資訊披露行為。其提出八項規定，主要對上市公司重大資訊不得提前洩露，不得有選擇的單獨透露、不得利用資訊進行內幕交易、不得以消息不確定為由拒絕資訊披露。

通知明確，上市公司有關股價的敏感重大資訊，不得有選擇性的、提前向特定對象單獨洩露。籌劃併購重組等重大事件過程中的相關人員，應即時主動向上市公司通報有關資訊，並配合上市公司即時、準確、完整地披露。

根據通知，對於正在籌劃中的可能影響公司股價的重大事項，內幕資訊知情人在事項披露前負有保密義務。在上市公司股價敏感重大資訊披露前，任何內幕資訊知情人不得公開或者洩露該資訊，不得利用該資訊進行內幕交易。

在發生市場傳聞或在沒有公佈任何股價敏感重大資訊的情況下，股票交易發生異常波動時，規定上市公司應申請停牌並核實有無相關事件，不得以相關事項存在不確定性為由不履行資訊披露義務。

對於股價在敏感重大資訊公佈前二十個交易日內，累計漲跌幅超過兩成的，通知規定，上市公司應充分舉證相關內幕資訊知情人，及直系親屬等不存在內幕交易行為。在股票異常波動公告中，披露不存在的重大資產重組、收購、發行股份等，應承諾至少三個月內不再籌劃同一事項。

大陸官方頒佈這系列新條款，主要在打擊內幕交易和市場操縱行為，保護投資者合法權益。對涉嫌內幕交易或操縱的行為將依法查處，並對可疑賬戶採取限制交易、凍結、查封等措施。涉嫌犯罪者將移交公安機關追究其刑事責任。

四、QDII在大陸股市近期之發展

QDII (Qualified Domestic Institutional Investors) 是大陸允許在資本帳項未完全開放的情況下，其地投資者向海外資本市場進行投資；大陸自2006年4月起陸續公布《商業銀行開辦代客境外理財業務管理暫行辦法》、《合格境內機構投資者境外證券投資管理試行辦法》、《保險資金境外投資管理暫行辦法》，到目前為止，大陸已有37家金融機構獲得QDII資格，其中包括12家本地商業銀行、10家外資商業銀行、11家保險公司和4家基金公司商業銀行獲得QDII資格。

在今年5月，大陸銀監會擴大了銀行QDII的投資範圍，允許銀行QDII投資境外股市，並且單一客戶基本銷售金額不得低於30萬元人民幣(或等值外幣)。9月初，大陸國家外匯局宣佈增加30億美元QDII額度。而在個人直接投資港股放開後，大陸銀監會已通知各商業銀行，投資於股票的銀行QDII投資門檻從30萬元降低到10萬元。

當初大陸開放QDII業務主要在緩解升值壓力、與國際資本接軌、拓寬大陸民眾投資管道及有效改善大陸投資者資產配置結構，但在全球資本搶進入大陸、滬深股市急漲的背景下，大陸投資者主要焦點都在本地股市；第二，各銀行體系推出之QDII

產品，投資範圍窄，預期效益低，難以吸引投資人；第三，人民幣的升值壓力影響QDII產品的實際收益。

與初期的冷淡景況不同的是，近期QDII產品收益明顯上漲。除了一家銀行的QDII仍跌破淨值外，前期兩家銀行曾跌破淨值的QDII已扭轉局面，目前多數銀行發行的QDII處於盈利狀態。根據最新公佈的淨值數據顯示，東亞銀行兩支QDII產品發行半個月以來，獲利率分別達到20.23%和15.49%。中行QDII跌破面值後，僅花6個交易日就創出單位淨值的新高，由0.9948元猛升至1.1410元。

QDII短期上漲，一是受國際股市反彈，二是“港股直通車”的開通預期，使恒生指數出現暴漲，一些投資於港股的QDII正好抓住了投資機會。就分析而言，第一，隨大陸證券市場逐步降溫進入盤整，有穩健理財的投資者會逐步轉入風險較低之QDII，第二，取得QDII資格的基金公司和證券公司增加，基金體系之QDII產品的預期效益較銀行體系產品為高。第三，就長期而言，人民幣升值壓力將緩減，各QDII產品之獲利率提高，將吸引更多的大陸投資者。

九月初，大陸的國家外匯管理局批復三家金融機構QDII業務額度共30億美元。其中上海浦東發展銀行和中國農業銀行分別獲批5億美元QDII額度，南方基金管理有限公司獲准經營外匯業務，並獲批境外證券投資額度20億美元，成為第一家獲得境外證券投資額度的基金管理公司，使得QDII範圍再度擴大，累計批准各類QDII額度已超過200億美元。

五、外國證券交易所加速進入大陸市場

依湯姆森金融(Thomson Financial)的統計顯示，大陸公司今年通過首次公開發行(IPO)籌集逾251億美元的資金，占全球IPO募集金額的14%，僅次於美國的296億美元。而全球投資者也都看好大陸上市公司，這也是各國爭取在大陸設立代表處的原因。

大陸已成紐約證交所在亞太地區最主要的上市公司來源，越來越多大陸公司赴

美上市，目前已有28家大陸公司在美掛牌上市，此28家大陸公司全球總市值達7900億美元。其中8家是在今年上市，預估年底前，還將有5至6家大陸企業至紐約證交所上市，美國另一主要的證券市場-納斯達克證券交易所，也同樣吸引大陸企業上市。目前，在納斯達克上市的大陸企業共47家，今年就有13家，在納斯達克上市的大陸公司數量，於年底前可能超過美國以外的任何國家或地區。

在各主要證券市場，如：德國、歐洲、東京、倫敦等地，大陸企業上市的數量正不斷上升。7月6日，第一家具有大陸企業背景的控股公司中德垃圾技術公司在法蘭克福證交所主板市場上市，總部設於香港的萊昂國際投資控股公司8月22日在巴黎股市正式上市，今年上半年已有35家大陸公司在海外上市，融資總額達135.52億美元，第二季就有21檔中國概念股在納斯達克、證交所、新加坡主板、香港主板等海外市場上市，融資總額為114.95億美元。

紐約證交所辦事處僅可以從事聯絡、推介和調研等非運營性活動，並需要定期向中國證監會提交報告，報告代表處的工作情況，以及在其交易所上市交易的中國公司和中資會員的情況。納斯達克證券市場(Nasdaq Stock Market)也在中國設有代表，其開設辦事處的申請正在審批中。

大陸證監會表示，已收到「數家」其它外國證交所在大陸開設代表處的申請，但未透露具體名單。

證券承銷商承辦公開發行公司募集與發行有價證券案件常見缺失

行政院金融監督管理委員會證券期貨局96年7月19日證期一字第0960038275號函

- 一、未具體評估有無「發行人募集與發行有價證券處理準則」第8條第1項第3款（本次增資計畫不具可行性、必要性及合理性）規定。
- 二、未具體評估有無「發行人募集與發行有價證券處理準則」第8條第1項第6款（非因必要，將大量資金貸與他人，迄未改善）規定。
- 三、未具體評估有無「發行人募集與發行有價證券處理準則」第8條第1項第7款（有重大非常規交易，迄未改善者）規定。
- 四、未具體評估有無「發行人募集與發行有價證券處理準則」第8條第1項第12款（內部控制制度重大缺失）規定。
- 五、未具體評估有無「發行人募集與發行有價證券處理準則」第8條第1項第13款（申報日前一個月，其股價變化異常）規定。
- 六、前次增資計畫之評估：
 - （一）未具體評估有無「發行人募集與發行有價證券處理準則」第8條第1項第4款第5目（前次私募增資計畫確實依公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項規定辦理資訊公開）規定。
 - （一）未具體評估有無「發行人募集與發行有價證券處理準則」第8條第1項第4款第6目（前次增資計畫未產生合理效益且無正當理由）規定。

陸、統計資料

一、證券商經營損益分析	117
二、證券商受託買賣外國有價證券：	
(一) 成交金額統計表	123
(二) 交易量暨市場結構統計表	124
(三) 商品別統計表	126
三、承銷商業務統計表：	
(一) 有價證券承銷案件彙總表	127
(二) 有價證券公開申購承銷案件彙總表	127
(三) 有價證券詢價圈購承銷案件彙總表	130
(四) 有價證券洽商銷售承銷案件彙總表	135

證券商經營損益狀況分析表 (96年1-9月)

家數	證券商名稱	本期收入	本期支出	本期盈餘	實收資本額	股東權益	本期獲利率	每股盈餘(元)	營收佔有率	每股淨值(元)
91	證券業合計	231,120,582	172,786,950	58,333,632	339,129,546	493,155,147	25.24%	1.720	100.00%	14.542
49	綜合證券商	220,111,938	165,418,699	54,693,239	323,347,264	466,759,445	24.85%	1.691	95.24%	14.435
42	專業經紀商	11,008,644	7,368,251	3,640,393	15,782,282	26,395,702	33.07%	2.307	4.76%	16.725
73	本國證券商	209,546,682	157,598,930	51,947,752	324,399,506	459,131,659	24.79%	1.601	90.67%	14.153
36	綜合	204,750,938	154,095,963	50,654,975	312,772,224	442,325,523	24.74%	1.620	88.59%	14.142
37	專業經紀	4,795,744	3,502,967	1,292,777	11,627,282	16,806,136	26.96%	1.112	2.07%	14.454
18	外資證券商	21,573,900	15,188,020	6,385,880	14,730,040	34,023,488	29.60%	4.335	9.33%	23.098
13	綜合	15,361,000	11,322,736	4,038,264	10,575,040	24,433,922	26.29%	3.819	6.65%	23.105
5	專業經紀	6,212,900	3,865,284	2,347,616	4,155,000	9,589,566	37.79%	5.650	2.69%	23.080
20	前20大證券商	189,195,106	141,669,242	47,525,864	273,963,019	397,861,700	25.12%	1.735	81.86%	14.522

(單位：仟元)

一、分析報告背景說明：

- (1). 本公會目前共有會員公司155家。其中證券商94家，銀行兼營證券商45家，票券金融公司16家。
- (2). 本公會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91家證券商。並未包括雷達、富通、花旗環球國際三家只買賣外國證券商的證券商；也未包括銀行營證券商和票券金融公司。
- (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，累計年初至9月底的經營損益數據而得，訂在10月25日公佈。
- (4). 96年1-9月，91家證券商平均的EPS有1.720元，比1-8月的1.562元略為增加。在其中有

二、次級房貸風暴的影響減緩：

- (5). 綜合證券商平均EPS由1-8月的1.562元增為1.691元，仍然低於專業經紀商平均EPS的2.307元(1-8月為2.190元)；本國證券商平均EPS由1-8月的1.453元增為1.601元，外資證券商平均EPS則由3.860元增至4.335元。
- (6). 本國證券商中，綜合證券商平均EPS1.620元，較專業經紀商1.112元優異；外資專

三、證券商的經營遠較本國銀行優異：

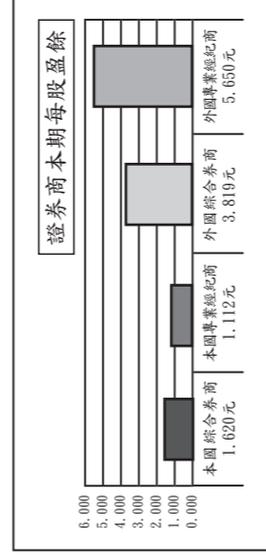
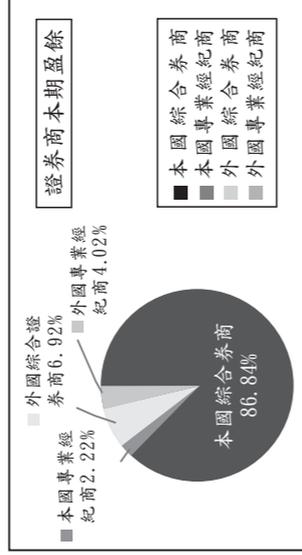
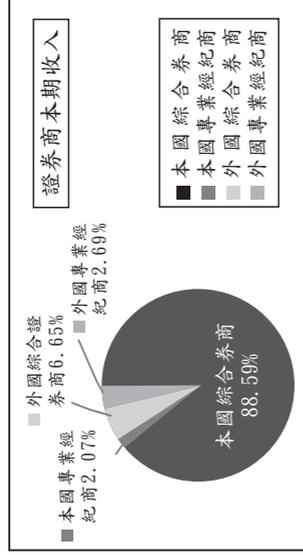
- (7). 資本額前20大證券商的表現和業界平均EPS相當，EPS為1.735元；若計算其ROE(盈餘/股東權益)，則為11.95%與業界的平均值11.83%相當。本國銀行今年1-8月的平均ROE約只有1.09%，總稅前盈餘只有185億。證券商在今年1-9月盈餘已達到583億，表現遠較銀行優異。
- (8). 本國證券商中有永豐金證券(3.043元)、亞東證券(2.633元)，名列在EPS的第9名與第10名。本國證券商中有永豐金證券、亞東證券、大眾證券、日盛證券、富邦證券、高橋證券、統一證券和大展證券等8家的EPS超過2元，表現最優異。

證券商經營損益排名 (96年1-9月)

本期收入 (全體證券商)		本期盈餘 (全體證券商)		本期每股盈餘 (全體證券商)				
名次	證券商	金額 (仟元)	名次	證券商	金額 (元)			
1	中元	22,599,226	1	大信	9,362,277	1	美商美林	33,619
2	元大	19,544,498	2	中雷	4,830,712	2	港商里昂	31,168
3	群益	15,298,783	3	永豐	3,991,544	3	美商高盛	27,077
4	永豐	13,962,210	4	日盛	2,844,128	4	摩根富林明	22,049
5	大華	12,256,919	5	統一	2,477,943	5	港商德意志	15,299
6	統一	12,168,690	6	兆豐	2,380,433	6	港商參格理	8,281
7	寶來	11,202,475	7	群益	2,334,437	7	瑞士信貸	5,310
8	富邦	11,085,312	8	寶來	2,302,002	8	新商瑞銀	4,958
9	台証	10,708,024	9	日盛	2,041,722	9	永豐	3,043
10	元富	10,456,583	10	台証	2,041,722	10	亞東	2,633

本期收入 (綜合證券商)		本期盈餘 (綜合證券商)		本期每股盈餘 (綜合證券商)				
名次	證券商	金額 (仟元)	名次	證券商	金額 (元)			
1	中元	22,599,226	1	大信	9,362,277	1	美商美林	33,619
2	元大	19,544,498	2	中雷	4,830,712	2	美商高盛	27,077
3	群益	15,298,783	3	永豐	3,991,544	3	港商德意志	15,299
4	永豐	13,962,210	4	日盛	2,844,128	4	港商參格理	8,281
5	大華	12,256,919	5	日盛	2,844,128	5	新商瑞銀	4,958

本期收入 (專業經紀商)		本期盈餘 (專業經紀商)		本期每股盈餘 (專業經紀商)				
名次	證券商	金額 (仟元)	名次	證券商	金額 (元)			
1	摩根富林明	1,591,883	1	港商里昂	685,698	1	港商里昂	31,168
2	港商里昂	1,520,224	2	摩根富林明	639,434	2	摩根富林明	22,049
3	瑞士信貸	1,445,849	3	瑞士信貸	602,660	3	瑞士信貸	5,310
4	摩根大通	1,326,552	4	摩根大通	393,817	4	大華	2,520
5	大昌	441,503	5	大昌	109,228	5	高橋	2,227



證券商經營損益狀況表 (96年1-9月)

區號	類別	證券商編號	證券商名稱	本期收入	本期支出	本期盈餘	實收資本	股東權益	本期獲利率	每股盈餘(元)	營收佔有率	每股淨值(元)
1	A	1090	台灣銀	4,281,446	3,238,128	1,043,318	5,353,920	7,417,047	24.37%	1,949	1.88%	13,853
1	A	1160	日盛	9,899,040	7,054,912	2,844,128	11,572,128	20,560,786	28.73%	2,458	4.36%	17,768
1	A	1260	宏遠	1,539,154	958,672	580,482	4,300,000	4,799,138	37.71%	1,350	0.68%	11,161
1	A	1360	港商參格理	1,146,690	705,316	441,374	533,000	1,753,980	38.49%	8,281	0.50%	32,908
1	A	1400	港商荷銀	301,210	314,003	-12,793	150,000	1,084,200	-4.25%	-0,853	0.13%	72,280
1	A	1440	美商美林	1,711,159	1,038,772	672,387	200,000	3,233,007	39.29%	33,619	0.75%	161,650
1	A	1470	台灣摩根士丹利	1,108,776	783,517	325,259	1,000,000	3,059,643	29.33%	3,253	0.49%	30,596
1	A	1480	美商高盛	2,168,699	1,099,176	1,069,523	395,000	3,077,268	49.32%	27,077	0.95%	77,906
1	A	1530	港商德意志	1,124,156	588,688	535,468	350,000	1,637,139	47.63%	15,299	0.49%	46,775
1	A	1540	雷曼兄弟	436,995	467,372	-30,377	557,040	985,721	-6.95%	-0,545	0.19%	17,696
1	A	1560	港商野村	183,342	154,568	28,774	660,000	749,032	15.69%	0,436	0.08%	11,349
1	A	1570	港商法國興	2,172,641	2,110,199	62,442	1,010,000	1,131,710	2.87%	0,618	0.96%	11,205
1	A	1590	花旗環球	320,465	161,618	158,847	1,455,000	1,860,847	49.57%	1,092	0.14%	12,789
1	A	1650	新商瑞銀	1,602,963	975,780	627,183	1,265,000	1,950,455	39.13%	4,958	0.71%	15,419
1	A	2180	亞東	4,363,803	2,484,512	1,879,291	7,137,143	12,618,630	43.07%	2,633	1.92%	17,680
1	A	5050	大展	1,871,486	1,406,104	465,382	2,325,836	3,754,642	24.87%	2,001	0.82%	16,143
2	A	5110	雷隆	185,002	176,891	8,111	760,000	596,431	4.38%	0,107	0.08%	7,848
1	A	5180	太平洋	745,602	894,044	-148,442	4,165,000	2,915,572	-19.91%	-0,356	0.33%	7,000
1	A	5260	大慶	1,023,704	666,969	356,735	2,493,799	3,698,436	34.85%	1,430	0.45%	14,831
1	A	5270	群益	15,298,783	12,964,346	2,334,437	14,741,150	23,151,227	15.26%	1,584	6.74%	15,705
1	A	5380	一銀	2,772,149	1,749,732	1,022,417	5,150,000	6,850,123	36.88%	1,985	1.22%	13,301
1	A	5500	豐銀	56,430	91,543	-35,113	660,000	383,025	-62.22%	-0,532	0.02%	5,803
1	A	5510	永豐	13,962,210	10,319,606	3,642,604	11,969,020	22,594,780	26.09%	3,043	6.15%	18,878

(單位：仟元)

(單位：仟元)

區號	類別	編號	證券名稱	本期收入	本期支出	本期盈餘	實收資本額	股東權益	本期獲利率	每股盈餘(元)	營收佔有率	每股淨值(元)
1	A	5650	中信	22,599,226	17,768,514	4,830,712	25,380,862	36,145,561	21.38%	1.903	9.95%	14.241
1	A	5720	大華	12,256,919	11,051,779	1,205,140	11,790,660	18,388,976	9.83%	1.022	5.40%	15.596
1	A	5820	金鼎	6,678,533	4,898,689	1,779,844	10,827,764	11,873,621	26.65%	1.644	2.94%	10.966
1	A	5850	統一	12,168,690	9,690,747	2,477,943	11,768,695	19,674,376	20.36%	2.106	5.36%	16.718
1	A	5920	元雷	10,435,583	9,293,578	1,142,005	13,988,726	19,063,240	10.94%	0.816	4.59%	13.628
1	A	6010	華亞	599,668	521,662	78,006	1,137,554	1,815,129	13.01%	0.686	0.26%	15.956
1	A	6160	中國信託	2,764,320	2,254,308	510,012	5,000,000	5,597,810	18.45%	1.020	1.22%	11.196
1	A	6480	富邦	102,751	98,886	3,865	1,389,961	1,413,546	3.76%	0.028	0.05%	10.170
5	A	6530	大眾	1,770,665	1,205,257	565,408	2,243,650	3,331,515	31.93%	2.520	0.78%	14.849
1	A	6910	德信	401,011	287,480	113,531	2,100,000	1,477,683	28.31%	0.541	0.18%	7.037
1	A	7000	兆豐	8,897,649	6,517,216	2,380,433	13,200,000	17,750,515	26.75%	1.803	3.92%	13.447
1	A	7030	致和	750,854	527,672	223,182	1,610,400	2,322,513	29.72%	1.386	0.33%	14.422
1	A	7790	國票綜合	2,695,960	1,942,395	753,565	8,270,789	9,125,954	27.95%	0.911	1.19%	11.034
1	A	8450	康和	4,085,635	3,334,491	751,144	6,120,628	8,033,491	18.39%	1.227	1.80%	13.125
1	A	8690	新壽	3,560,563	3,086,830	473,733	4,163,005	5,521,295	13.31%	1.138	1.57%	13.263
1	A	8700	花旗	215,544	156,553	58,991	3,000,000	3,157,343	27.37%	0.197	0.09%	10.524
1	A	8740	昇豐	117,775	117,660	115	1,000,000	895,077	0.10%	0.001	0.05%	8.951
1	A	8840	玉山	951,091	583,352	367,739	3,060,000	3,532,758	38.66%	1.202	0.42%	11.545
1	A	8880	國泰綜合	439,366	411,510	27,856	3,700,000	4,051,048	6.34%	0.075	0.19%	10.949
1	A	8890	大和國泰	2,943,763	2,805,151	138,612	2,000,000	2,893,168	4.71%	0.693	1.30%	14.466
1	A	8960	香港上海匯豐	140,141	118,576	21,565	1,000,000	1,017,752	15.39%	0.216	0.06%	10.178
1	A	9300	華南永昌	4,720,017	3,499,161	1,220,856	8,111,743	11,823,418	25.87%	1.505	2.08%	14.576
1	A	9400	台証	10,708,024	8,666,302	2,041,722	13,255,044	20,686,208	19.07%	1.540	4.71%	15.606

(單位：仟元)

區號	類別	編號	證券名稱	本期收入	本期支出	本期盈餘	實收資本額	股東權益	本期獲利率	每股盈餘(元)	營收佔有率	每股淨值(元)
1	A	9600	富邦	11,085,312	7,093,768	3,991,544	17,050,000	35,141,294	36.01%	2.341	4.88%	20.611
1	A	9700	寶來	11,202,475	8,900,473	2,302,002	20,295,359	28,357,730	20.55%	1.134	4.93%	13.973
1	A	9800	元大	19,544,498	10,182,221	9,362,277	53,679,388	63,805,585	47.90%	1.744	8.60%	11.886
1	C	1380	港商里昂	1,520,224	834,526	685,698	220,000	1,438,760	45.11%	31.168	0.67%	65.398
1	C	1520	瑞士信貸	1,445,849	843,189	602,660	1,135,000	3,470,852	41.68%	5.310	0.64%	30.580
2	C	5320	高橋	327,372	220,819	106,553	478,555	914,198	32.55%	2.227	0.14%	19.103
3	C	5460	寶盛	94,313	80,965	13,348	312,000	304,617	14.15%	0.428	0.04%	9.763
1	C	5600	永興	262,556	220,027	42,529	325,000	705,025	16.20%	1.309	0.12%	21.693
2	C	5660	日進	74,247	48,296	25,951	226,000	399,832	34.95%	1.148	0.03%	17.692
3	C	5690	豐興	79,673	55,351	24,322	280,000	523,508	30.53%	0.869	0.04%	18.697
5	C	5860	盈溢	66,972	37,225	29,747	268,438	500,491	44.42%	1.108	0.03%	18.645
6	C	5870	光隆	101,613	61,863	39,750	200,000	490,844	39.12%	1.988	0.04%	24.542
3	C	5960	日茂	135,998	76,569	59,429	361,538	692,011	43.70%	1.644	0.06%	19.141
1	C	6200	長城	421,740	346,058	75,682	456,000	572,692	17.95%	1.660	0.19%	12.559
5	C	6210	新百王	32,392	20,989	11,403	235,400	289,437	35.20%	0.484	0.01%	12.296
3	C	6380	光和	234,050	186,570	47,480	440,783	553,197	20.29%	1.077	0.10%	12.550
2	C	6450	永全	164,329	114,933	49,396	405,342	634,908	30.06%	1.219	0.07%	15.664
1	C	6460	大昌	441,503	332,275	109,228	600,000	909,020	24.74%	1.820	0.19%	15.150
2	C	6620	全泰	26,343	24,900	1,443	200,000	112,370	5.48%	0.072	0.01%	5.619
1	C	6660	和興	37,340	31,830	5,510	200,000	206,473	14.76%	0.276	0.02%	10.324
1	C	6950	福勝	115,537	68,808	46,729	255,000	444,957	40.45%	1.833	0.05%	17.449
4	C	7020	信富	51,466	35,499	15,967	200,000	306,961	31.02%	0.798	0.02%	15.348
3	C	7070	豐農	62,174	37,484	24,690	200,000	336,113	39.71%	1.235	0.03%	16.806
2	C	7080	石橋	127,210	84,345	42,865	250,000	259,330	33.70%	1.715	0.06%	10.373

(單位：仟元)

區號	類別	編號	證券商名稱	本期收入	本期支出	本期盈餘	實收資本額	股東權益	本期獲利率	每股盈餘(元)	營收佔有率	每股淨值(元)
3	C	7120	安台	25,333	18,794	6,539	200,000	109,713	25.81%	0.327	0.01%	5.486
4	C	7360	日陞	121,567	72,012	49,555	300,300	425,119	40.76%	1.650	0.05%	14.156
1	C	7530	富順	248,051	176,557	71,494	400,000	758,144	28.82%	1.787	0.11%	18.954
5	C	7670	金港	96,051	67,174	28,877	300,300	376,488	30.06%	0.962	0.04%	12.537
2	C	7690	金興	34,294	26,256	8,038	200,000	230,105	23.44%	0.402	0.02%	11.505
1	C	7750	北城	124,258	96,210	28,048	269,451	303,296	22.57%	1.041	0.05%	11.256
4	C	7780	富星	142,273	122,315	19,958	368,000	453,354	14.03%	0.542	0.06%	12.319
3	C	7900	金豐	42,044	33,985	8,059	238,000	310,940	19.17%	0.339	0.02%	13.065
5	C	8150	東興	30,762	20,691	10,071	200,000	223,473	32.74%	0.504	0.01%	11.174
5	C	8380	泰安	172,006	114,852	57,154	370,000	613,144	33.23%	1.545	0.08%	16.571
1	C	8440	摩根大通	1,326,552	932,735	393,817	1,990,000	3,056,969	29.69%	1.979	0.58%	15.362
4	C	8490	萬泰	47,704	32,835	14,869	200,000	308,599	31.17%	0.743	0.02%	15.430
3	C	8520	中農	65,037	48,667	16,370	230,000	450,447	25.17%	0.712	0.03%	19.585
1	C	8560	新光	320,754	225,640	95,114	1,134,300	1,440,406	29.65%	0.839	0.14%	12.699
1	C	8660	萬通	31,364	21,024	10,340	230,000	226,684	32.97%	0.450	0.01%	9.856
1	C	8710	陽信	113,150	90,040	23,110	302,000	256,570	20.42%	0.765	0.05%	8.496
6	C	8770	大鼎	53,675	34,901	18,774	259,000	294,866	34.98%	0.725	0.02%	11.385
1	C	8800	富富	223,305	166,918	56,387	320,000	664,375	25.25%	1.762	0.10%	20.762
1	C	8850	鑫豐	47,288	49,290	-2,002	211,875	204,429	-4.23%	-0.094	0.02%	9.649
1	C	8900	法銀巴黎	328,392	302,385	26,007	520,000	528,082	7.92%	0.500	0.14%	10.155
1	C	8920	摩根明	1,591,883	952,449	639,434	290,000	1,094,903	40.17%	22.049	0.70%	37.755

證券商受託買賣外國有價證券每月成交金額彙總統計表

幣別：新台幣

序號	證券商名稱	96年7月	96年8月	96年9月	96年第3季總計
1	富達	51,549,981,346	38,290,886,840	27,196,963,403	117,037,831,589
2	美商花旗環球	16,132,824,066	13,653,864,400	8,697,352,138	38,484,040,604
3	友邦			190,430	190,430
4	台灣工銀	55,123,520	52,244,462	19,850,232	127,218,214
5	日盛	1,006,422,071	805,340,116	1,115,354,996	2,927,117,183
6	美商美林	0	0	0	0
7	台灣摩根士丹利	0	0	0	0
8	美商高盛	0	0	0	0
9	港商德意志	0	0	0	0
10	美商雷曼兄弟	0	0	0	0
11	新加坡商瑞銀	0	0	0	0
12	富通	3,117,087,929	314,597,582	1,293,533,211	4,725,218,722
13	亞東	0	0	0	0
14	太平洋	1,071,413		604,815	1,676,228
15	群益	2,233,130,410	1,580,114,215	1,252,663,604	5,065,908,228
16	一銀	116,120,745	89,302,870	49,918,713	255,342,328
17	永豐金	1,301,728,124	943,342,837	818,769,467	3,063,840,428
18	永興	0	182	0	182
19	中信	6,286,985,682	6,207,065,065	5,409,325,994	17,903,376,741
20	豐興	0	203,858	0	203,858
21	大華	341,263,050	265,459,607	390,105,547	996,828,204
22	金鼎	0	0	0	0
23	統一	106,000	11,800,000	0	11,906,000
24	元富	31,558,982	98,075,123	77,960,963	207,595,068
25	舜亞	0	11,053	0	11,053
26	大昌	6,426,294	6,403,500	3,952,259	16,782,053
27	福邦	0	0	0	0
28	大眾	0	0	0	0
29	兆豐	659,430,595	552,490,857	437,081,453	1,649,002,905
30	國票	-	-	0	0
31	摩根大通	14,704,121,532	11,231,465,697	8,632,759,179	34,568,346,408
32	康和	11,734,174	11,555,937	6,850,645	30,140,756
33	中農	-	-	164,042	164,042
34	新壽	4,017,115	0	34,529,505	38,546,620
35	花旗	495,832,116	311,663,017	279,631,317	1,087,126,450
36	昇豐	0	0	0	0
37	大和國泰	653,656,300	518,466,793	406,615,289	1,578,738,382
38	摩根富林明	10,998,853,442	10,795,896,387	4,735,414,159	26,530,163,988
39	華南永昌	3,681,788	5,054,460	650,076	9,386,324
40	台証	552,174,943	335,384,953	174,691,513	1,062,251,409
41	復華	173,655,278	116,966,161	102,278,153	392,899,592
42	富邦	1,093,568,440	1,397,321,711	892,844,369	3,383,734,521
43	寶來	2,300,081,291	1,209,588,832	1,486,570,128	4,996,240,251
44	元大	127,318,883	72,817,294	48,289,398	248,425,575
交易金額總計		NT\$113,957,955,530	NT\$88,877,383,809	NT\$63,564,914,997	NT\$266,400,254,337

註：復華證券業於96年9月23日與元大京華證券合併並更名為元大證券

證券商受託買賣外國有價證券交易量暨市場結構統計表

幣別：美金

		96年7月	96年8月	96年9月	96年第3季總計
美國	股票	703,598,567	524,087,520	466,618,858	1,694,304,946
	債券	71,792,242	136,915,268	75,674,075	284,381,585
	存託憑證	0	0	0	0
	境外基金	35,792	3,235,597	792,814	4,064,203
	認股權證	2,666	0	0	2,666
韓國	股票	20,100,582	16,874,812	25,107,273	62,082,667
	債券	0	0	0	0
	存託憑證	0	0	0	0
	境外基金	0	0	0	0
	認股權證	0	0	0	0
日本	股票	93,644,996	75,145,658	32,483,145	201,273,798
	債券	185,274	198,938	173,600	557,812
	存託憑證	0	0	0	0
	境外基金	0	0	0	0
	認股權證	0	0	0	0
香港	股票	213,099,727	176,661,311	158,242,558	548,003,596
	債券	12,658,190	16,403,777	23,557,523	52,619,490
	認股權證	5,472,384	6,916,176	6,052,754	18,441,314
	境外基金	348,821,624	342,312,764	150,897,198	842,031,586
	認股權證	0	0	0	0
新加坡	股票	44,319,105	34,804,061	18,902,060	98,025,226
	債券	0	0	0	0
	存託憑證	0	0	0	0
	境外基金	0	0	0	0
	認股權證	0	0	0	0
泰國	股票	18,643,292	10,857,263	7,165,911	36,666,465
	債券	0	0	0	0
	認股權證	3,224,549	727,721	2,006,729	5,958,999
	存託憑證	0	0	0	0
	境外基金	0	0	0	0
盧森堡	股票	0	0	0	0
	債券	6,766,341	3,481,269	2,697,399	12,945,008
	存託憑證	0	0	0	0
	境外基金	1,650,211,328	1,247,540,146	890,082,570	3,787,834,044
	認股權證	0	0	0	0
馬來西亞	股票	2,373,530	1,570,275	1,278,839	5,222,644
	債券	0	0	0	0
	存託憑證	0	0	0	0
	境外基金	0	0	0	0
	認股權證	0	0	0	0

		96年7月	96年8月	96年9月	96年第3季總計
歐洲	股票	170,121,816	53,113,768	29,359,977	252,595,561
	債券	14,511,944	8,343,371	8,702,307	31,557,622
	存託憑證	0	0	0	0
英國	境外基金	6,514,831	5,285,785	2,881,214	14,681,830
	股票	3,548,552	2,651,438	1,981,418	8,181,408
	債券	3,845,250	0	588,179	4,433,429
菲律賓	存託憑證	0	0	0	0
	境外基金	2,230,991	1,354,750	1,802,966	5,388,708
	股票	2,156,055	214,715	2,172,130	4,542,900
澳洲 (紐西蘭)	債券	0	0	0	0
	存託憑證	0	0	0	0
	境外基金	0	0	0	0
印度尼	股票	3,102,824	2,236,235	4,570,412	9,909,471
	債券	0	0	0	0
	存託憑證	0	0	0	0
印度	境外基金	0	0	0	0
	股票	3,156,091	5,717,855	0	8,873,946
	債券	0	0	0	0
加拿大	存託憑證	0	0	0	0
	境外基金	0	0	0	0
	股票	43,201	9,384	0	52,585
交易金額總計	債券	0	0	0	0
	存託憑證	0	0	0	0
	境外基金	0	0	0	0
交易金額總計		US\$3,473,149,557	US\$2,692,932,224	US\$1,946,184,801	US\$8,112,266,583

該月底累計法人戶數	2,822	2,884	2,930
該月底累計個人戶數	231,422	240,718	246,706
總開戶數	234,244	243,602	249,636

證券商受託買賣外國有價證券商品別統計表

幣別：美金

商品別	國別	96年第3季累計金額
股票	美國	1,694,304,946
	香港	548,003,596
	歐洲	252,595,561
	日本	201,273,798
	澳洲	117,633,073
	新加坡	98,025,226
	韓國	62,082,667
	泰國	36,666,465
	印尼	9,909,471
	印度	8,873,946
	英國	8,181,408
	馬來西亞	5,222,644
	菲律賓	4,542,900
	加拿大	52,585
	小計	3,047,368,288
債券	美國	284,381,585
	香港	52,619,490
	歐洲	31,557,622
	盧森堡	12,945,008
	英國	4,433,429
	日本	557,812
	紐西蘭	0
	泰國	0
	小計	386,494,946
	認股權證	香港
泰國		5,958,999
美國		2,666
新加坡		0
小計	24,402,978	
境外基金	盧森堡	3,787,834,044
	香港	842,031,586
	歐洲	14,681,830
	英國	5,388,708
	美國	4,064,203
	小計	4,654,000,370
累計總金額		US\$8,112,266,583

(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
96Q1	23	22	0	4
96Q2	32	13	0	6
96Q3	57	44	0	3

(二) 96年第3季有價證券公開申購承銷案件彙總表

序號	證券名稱	發行性質	主辦承銷商	承銷張數	承銷價格(元)	承銷總金額(元)	抽籤日期	中籤率(%)
1	建通精密	上市增資	元大證券	665	32.00	21,280,000	96.07.17	0.63
2	美亞銅管	上市增資	群益證券	1,530	30.00	45,900,000	96.07.19	1.27
3	能緹精密	初上櫃	中信證券	969	36.00	34,884,000	96.07.19	0.58
4	訊聯生技	初上櫃	華南永昌證券	1,419	23.00	32,637,000	96.07.20	0.57
5	大甲永和	初上櫃	華南永昌證券	1,053	22.00	23,166,000	96.07.26	0.79

6	立德電子	上市 增資	元大京 華證券	1,445	22.00	31,790,000	96.07.30	1.44
7	連展科技	上櫃 增資	永豐金 證券	1,020	38.50	39,270,000	96.07.31	1.04
8	聯傑國際	初上市	大華 證券	2,385	56.00	133,560,000	96.07.31	1.16
9	鴻翊國際	初上櫃	群益 證券	837	75.00	62,775,000	96.08.01	1.22
10	尼克森	初上櫃	華南永 昌證券	1,470	100.00	147,000,000	96.08.03	0.97
11	恩德科技	上市 增資	群益 證券	1,700	16.00	27,200,000	96.08.08	1.86
12	巨虹電子	上櫃 增資	群益 證券	595	22.00	13,090,000	96.08.13	0.71
13	炎洲	上櫃 增資	群益 證券	1,700	19.00	32,300,000	96.08.13	6.07
14	鋁新	上市 增資	富邦 證券	675	20.10	13,567,500	96.08.14	1.16
15	華義國際	上櫃 增資	亞東 證券	1,275	13.00	16,575,000	96.08.15	2.17
16	千如電機	上櫃 增資	群益 證券	340	18.00	6,120,000	96.08.17	1.13
17	宇環科技	上櫃 增資	群益 證券	1,403	12.00	16,836,000	96.08.17	1.64
18	有益鋼鐵	上櫃 增資	華南永 昌證券	1,439	30.50	43,889,500	96.08.21	19.54
19	允強實業	上市 增資	永豐金 證券	3,400	29.50	100,300,000	96.08.23	4.78
20	工信工程	上櫃 增資	永豐金 證券	4,250	15.00	63,750,000	96.08.27	6.13

21	廣積科技	上櫃 增資	台證 證券	196	104	20,384,000	96.08.27	0.53
22	佰鴻	上市 增資	中信 證券	935	45.00	42,075,000	96.08.30	0.75
23	陽程科技	初上櫃	富邦 證券	1,284	70.00	89,880,000	96.09.05	1.2
24	日勝生 活科技	上市 增資	群益 證券	4,250	38.50	163,625,000	96.09.07	25.78
25	岳豐科技	上櫃 增資	大華 證券	1,750	24.00	42,000,000	96.09.11	9.16
26	強茂	上市 增資	台證 證券	850	30.00	25,500,000	96.09.12	0.76
27	高力熱處理	上櫃 增資	兆豐 證券	425	20.00	8,500,000	96.09.12	2.53
28	越峰電子	上櫃 增資	元大 證券	1,275	35.00	44,625,000	96.09.14	1.55
29	維熹科技	初上市	台證 證券	2,616	80.00	209,280,000	96.09.14	2.61
30	儒鴻企業	上市 增資	元富 證券	2,175	16.00	34,800,000	96.09.14	5.14
31	融程電訊	初上櫃	群益 證券	360	88.00	31,680,000	96.09.19	1.84
32	大億科技	上櫃 增資	台證 證券	2,380	30.00	71,400,000	96.09.20	2.23
33	福盈科技	上櫃 增資	統一 證券	850	15.50	13,175,000	96.09.20	3.94
34	筌寶電子	初上櫃	元富 證券	921	45.00	41,445,000	96.09.21	7.17
35	信昌化學	初上市	台證 證券	4,140	40.00	165,600,000	96.09.27	2.88

36	琉園	上櫃增資	元富證券	425	46.00	19,550,000	96.09.28	2.22
37	普格科技	初上櫃	兆豐證券	876	35.00	30,660,000	96.10.02	1.47
38	亞翔工程	上市增資	統一證券	1,700	40.00	68,000,000	96.10.03	2.15
39	惠光化學	上櫃增資	永豐金證券	510	33.00	16,830,000	96.10.03	1.25
40	振維電子	初上櫃	富邦證券	1,260	26.00	32,760,000	96.10.05	3.71
41	宏森光電	初上櫃	永豐金證券	924	40.00	36,960,000	96.10.08	1.9
42	長虹建設	上市增資	永豐金證券	1,700	42.00	71,400,000	96.10.08	1.4
43	單井工業	初上櫃	永豐金證券	756	42.00	31,752,000	96.10.08	1.45
44	位速科技	初上櫃	元大證券	1,260	78.00	98,280,000	96.10.11	1.16

4	日勝生活科技	群益證券	公司債	17,000	15,300	96.7.16 - 96.7.18	104.38%
5	富喬工業	元大證券	公司債	4,000	3,600	96.7.17 - 96.7.18	101%
6	晶采電	元富證券	公司債	2,800	2,520	96.7.17 - 96.7.19	101%
7	泰光電	一銀證券	公司債	3,000	2,610	96.7.17 - 96.7.19	110%
8	泰光電	一銀證券	現金增資	4,590	3,994	96.7.17 - 96.7.19	64.2元
9	斐成業	元大證券	公司債	12,000	10,400	96.7.19 - 96.7.20	109.89%
10	育富子	寶來證券	公司債	4,500	4,150	96.7.20 - 96.7.24	101%
11	英格爾	華南永昌	現金增資	8,500	7,650	96.7.24 - 96.7.26	29元
12	英格爾	華南永昌	公司債	1,000	850	96.7.24 - 96.7.26	101%
13	建達國際	中信證券	公司債	3,000	2,550	96.7.26 - 96.7.27	101%
14	岳豐科技	大華證券	公司債	4,000	3,579	96.8.1	106%
15	泰銘實業	台証證券	公司債	7,000	6,300	96.8.7 - 96.8.9	101%
16	中生天技	群益證券	公司債	2,000	1,714	96.6.20-96.6.23	101%
17	高力熱處理	兆豐證券	公司債	15,000	1,320	96.06.08-96.06.11	101%
18	南亞科技	群益證券	現金增資	450,000	382,500	96.8.9 - 96.8.13	24元

(三) 96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	主辦承銷商	發行性質	發行張數	詢價張數	圈購期間	承銷價格
1	廣運機械	富邦證券	公司債	15,000	13,340	96.7.3 - 96.7.4	103.95%
2	同亨科技	富邦證券	公司債	4,000	3,600	96.7.4 - 96.7.5	101%
3	偉盟工業	永豐金證券	公司債	8,000	7,120	96.7.5 - 96.7.6	102%

19	詮鼎 科技	富邦證券	公司債	6,000	5,400	96.8.9 - 96.8.10	101%
20	嘉聯益 科技	台証證券	公司債	5,000	4,250	96.8.17 - 96.8.21	118%
21	立基 電	寶來證券	公司債	3,000	2,850	96.8.17 - 96.8.21	101%
22	立基 電	寶來證券	公司債	2,500	2,375	96.8.17 - 96.8.21	101%
23	聚亨 企業	大眾證券	公司債	2,000	1,800	96.8.20 - 96.8.21	101%
24	聚亨 企業	大眾證券	公司債	5,000	4,500	96.8.20 - 96.8.21	101%
25	大科 億技	台証證券	公司債	7,000	5,979	96.8.23 - 96.8.28	110%
26	全漢 企業	大華證券	現金增資	14,400	12,770	96.8.23	43.8元
27	遠東 紡織	中信託 證券	交換 公司債	25,000	21,250	96.8.27 - 96.8.28	125%
28	訊利 電業	台証證券	公司債	2,000	1,800	96.8.28 - 96.8.30	101%
29	驛訊 電	宏遠證券	公司債	8,000	7,200	96.8.30 - 96.9.3	108.25%
30	新工 銅業	華南永昌	公司債	2,000	1,700	96.8.30 - 96.9.4	103%
31	南仁湖 育樂	群益證券	公司債	10,000	8,925	96.9.4 - 96.9.5	101%

32	全光 新電	寶來證券	現金增資	7,200	6,480	96.9.6 - 96.9.10	60.4元
33	大立高 分子	永豐金 證券	公司債	2,500	2,250	96.9.7 - 96.9.10	105%
34	大成 長城	中信證券	公司債	10,000	8,850	96.9.7 - 96.9.11	110%
35	首利 實業	富邦證券	現金增資	9,540	8,556	96.9.12 - 96.9.13	53元
36	冠軍 建材	日盛證券	公司債	3,000	2,850	96.9.14 - 96.9.18	101%
37	樺晟 電	寶來證券	公司債	6,000	5,400	96.9.17 - 96.9.20	101%
38	菱生 精密	中信證券	公司債	4,000	3,400	96.9.18 - 96.9.19	105%
39	青鋼 金屬	中信託 證券	公司債	2,000	1,700	96.9.20 - 96.9.21	101,000元
40	奇力新	大華證券	公司債	6,000	5,400	96.9.20 - 96.9.20	102%
41	統懋 導體	寶來證券	公司債	4,500	4,000	96.9.26 - 96.9.28	101%
42	能緹 精密	中信證券	初次上櫃	3,705	2,736	96.7.12 - 96.7.17	36元
43	訊聯生 物科技	華南永 昌證券	初次上櫃	5,155	3,736	96.7.13 - 96.7.18	23元
44	聯傑 國際	大華證券	初次上市	8,742	6,357	96.7.24 - 96.7.27	56元

45	鴻國翊際	群益證券	初次上櫃	3,068	2,231	96.7.25 - 96.7.30	75元
46	大甲永和	華南永昌證券	初次上櫃	4,028	2,975	96.7.29 - 96.8.1	22元
47	尼克森	華南永昌證券	初次上櫃	5,629	4,159	96.8.29 - 96.9.3	100元
48	維焘技	台証證券	初次上市	10,013	7,397	96.9.7 - 96.9.12	80元
49	陽程科技	富邦證券	初次上櫃	4,709	3,425	96.9.11 - 96.9.14	70元
50	融程電訊	群益證券	初次上櫃	3,960	2,880	96.9.11 - 96.9.14	88元
51	荃寶電子	元富證券	初次上櫃	3,522	2,601	96.9.13 - 96.9.18	45元
52	信昌化工	台証證券	初次上市	23,700	19,560	96.9.18 - 96.9.21	40元
53	普格技	兆豐證券	初次上櫃	3,351	2,475	96.9.26 - 96.9.29	35元
54	振維子	富邦證券	初次上櫃	6,300	5,040	96.9.29 - 96.10.3	26元
55	宏森電	永豐金證券	初次上櫃	3,385	2,461	96.10.1 - 96.10.4	38元
56	單井業	永豐金證券	初次上櫃	2,773	2,017	96.10.1 - 96.10.4	42元
57	位速技	元大證券	初次上櫃	4,831	3,571	96.10.3 - 96.10.8	78元

(四) 96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	主辦承銷商	發行性質	承銷總金額(元)	承銷期間
1	美林權證14	日盛證券	認購權證	18,400,000	96.07.23-96.07.25
2	臺北市政府2007-1市有非公用土地地上權部分租金債權證券化信託	寶來證券	受益證券	1,800,000,000	96.08.17-96.08.24
3	臺灣土地銀行受託經管中租迪和2007證券化特殊目的信託受益證券之優先順位受益證券及中間順位受益證券	台灣工銀證券	受益證券	4,890,000,000	96.08.21-96.08.23

證 券 公 會 季 刊

發行人	黃敏助
總編輯	林英哲
執行副總編輯	楊昆南
副總編輯	尤錦芳
編輯委員	阮明仁 陳明娟 翁玉貴 徐秉群 楊錦杯 陳辜信
編輯主任	黃志賢
攝影	馮介邦
美工編輯	邱思齊
執行編輯	崔嘉心
出版者	中華民國證券商業同業公會
地址	台北市復興南路2段268號6樓
電話	(02)2737-4721
傳真	(02)2732-1744
網址	http://www.csa.org.tw
設計印刷廠	東鴻印刷設計有限公司
地址	台北市懷寧街74號2樓
電話	(02)2311-2958

※ 封面圖形由寶碩財務科技(股)公司提供

本公會五度獲得全國績優團體

本公會95年度再次獲得內政部評定為全國優等團體，這是本公會於91年度起，連續五年獲得這項殊榮，已在今年9月20日下午假台北公務人力發展中心福華國際文教會館卓越堂，獲得內政部部長李逸洋(左圖左)表揚，由本公會理事長黃敏助代表接受獎牌及伍萬元獎金鼓勵。

在此同時，服務於本公會業務服務組的陳乙宏(下圖左起)、秘書組的陳儀芳及教育訓練組的吳淑敏等三位同仁，亦獲得內政部「全國性社會及職業團體優良工作人員」之選拔，評定為優良工作人員，並於上述時間，接受內政部長李逸洋的頒獎表揚。



本公會自成立以來，曾多次榮獲台北市政府及內政部績優團體表揚，惟今年是連續五年得到上級評定為績優團體，實在難能可貴。

內政部依據「全國性及台灣區工商暨自由職業團體績效評鑑要點」，每年度辦理全國性社會及職業團體工作績效評鑑。運用專業方法，以客觀公正態度，評核各團體基本資料、會務、業務、財務等實際運作狀況，作為輔導團體推展會務活動及辦理團體獎勵之依據。

(攝影/馮介邦)





▲本公會理事長黃敏助於2007年10月2日參加於西班牙馬德里所舉辦之投資者教育國際論壇暨國際證券管理機構組織會議(IFIE/IOSCO Investor Education Conference)與IFIE主席Mr.Nick Bannister合影。



▲越南國家證券管理委員會代表團檢查部副組長Ms.Vu Thi Chan Phuong(右二)一行6人，10月4日參訪本公會，針對業者法規遵循等問題進行意見交換，由副理事長吳光雄與會務主管接待。