

目 錄

CONTENTS

壹、主題報導：當前證券商發展的契機

- 04 一、當前資本市場改革之我見……黃敏助
- 10 二、就兩岸證券法規談台灣證券商登陸發展……申林平 / 許進勝
- 17 三、海峽西岸經濟區產業與金融發展之研究……管中閔

貳、專題論述

- 23 一、協助國內上市(櫃)公司解決籌資困境之放寬措施……鍾韻琳
- 29 二、證券商競爭力與原則基準監理制度……陳春山
- 37 三、我國證券相關公會自律機制之強化與整合……董瑞斌
- 41 四、從美國次級房貸風暴探討我國OTC證券化
衍生性金融商品風險結算之可行性……盧陽正
- 45 五、指數化投資產品促進兩岸三地證券市場活絡……劉宗聖

參、業務報導

- 51 一、本公會建議獲致採行事項
- 54 二、本公會研議中重要事項
- 61 三、本公會其他業務活動
- 62 四、證券商與業務人員業務缺失一覽表

肆、證券市場紀要

- 68 一、國內證券市場紀要
- 72 二、國際證券市場動態

伍、統計資料

- 73 一、證券商受託買賣外國有價證券業務統計
- 77 二、承銷業務統計
- 79 三、證券商經營損益統計

當前證券商發展的契機

美國房屋市場的逆轉和違約所衍生出的金融亂象，不但重創美國金融市場，更擴大為全球性的金融風暴，導致金融機構破產、資金流動性問題，造成全球經濟百業蕭條、失業人口大增。我國證券商在此次風暴中，雖因未積極參與衍生性商品交易，沒有遭受大量投資損失，但承銷業務因為企業籌資狀況不佳、自營業務也因為股市崩跌遭受損失，使得有將近一半的證券商在2008年經營虧損，全體證券商平均每股虧損為0.203元。

檢視證券商這幾年盡心努力，開源節流，但仍然經營得非常辛苦。主要原因是市場飽和經營環境的惡化，但法規成熟度不足，使業者無法藉由混業經營發展多元化的業務、經營規模都不大，無法加強金融創新，開展新業務，獲取經營綜效也是主要原因。證券商的競爭力無法發揮，使在各業務領域的專業人才紛紛赴國外任職，更導致惡性循環經營愈來愈艱難。

主管機關和證券商都了解，惟有一方面進行資本市場改革，同時協助證券商走出去發展，尤其是開展大陸市場，擴大經營版圖，才是台灣證券業未來發展的契機。

本次季刊我們選擇「當前證券商發展的契機」作為主題，分別由本公會黃敏助理事長發表「當前資本市場改革之我見」、申林平、許進勝兩位律師談論「就兩岸證券法規談台灣證券商登陸發展」、和中央研究院經濟研究所管中閔院士發表「海峽西岸經濟區產業與金融發展之研究」。這三篇文章詳細說明我國證券商當前的發展契機：(1)依自己的規模和專業能力，自由選擇以直接(部門)、兼營或是子公司方式來混業經營、獲得經營綜效。(2)發揮自己的特點並與大陸證券商的通路與資金相結合，積極進入大陸市場。(3)爭取以海西經濟區為兩岸金融合作的先行試點區域，具體展開雙方金融合作，為未來更廣泛的開放與合作做好準備工作。證券商如何掌握這三項機會，將是脫胎換骨、蓬勃再起的重要關鍵。

當前資本市場改革之我見

■ 黃敏助

台灣的證券業在最近這兩年雖然盡心努力，開源節流，但仍然經營得非常辛苦。去年發生全球金融海嘯，全體證券商在前三季經紀業務雖然賺錢，但承銷業務因為企業籌資狀況不佳、自營業務也因為大盤崩跌遭受損失，使得將近一半的證券商經營虧損，全體證券商平均每股虧損約達到為0.203元。

今年1至5月，證券市場受惠於降遺贈稅的資金回流及兩岸和緩的合作題材，市場成交量大增，全體證券商平均每股獲利約為0.494元，但獲利皆來自經紀業務，承銷業務和自營業務僅為損益兩平，顯示出證券業仍為看天吃飯的行業，證券商獲利不易且不穩定。我們深思反省：除了盡心解決金融海嘯帶來的衝擊外，台灣資本市場是否已逐漸喪失吸引力？我們要如何進行必要的改革來再創市場的高峰？

壹、金融海嘯的起因與衝擊

一、金融海嘯的起因

金融海嘯的起因是美國房屋市場的逆轉和違約，但探究其原因是美國聯準會在2000年，為解決網路泡沫的衝擊，將聯邦基準利率由6%逐步調降至0.75%，吸引房貸者、次貸者紛紛貸款買房造成經濟繁榮景象；其後聯準會又將利率調升到5.25%，緊縮的貨幣政策終於逆轉房市的繁榮，造成房貸市場危機。而次級房貸經金融機構多層次證券化轉移風險，包裝成債務抵押債券(CDO)及信貸違約互換(CDS)商品販售至全世界的投資人。在2007年房貸市場發生違約問題時，CDO、CDS被迫提前清償，恐慌性賣壓造成金融機構倒閉、資金流動性問題，引發全球金融海嘯。

二、金融海嘯的衝擊

對於金融發達的國家來說，除了投資銀行和商業銀行之外，包括教育基金、校產基金、養老金和退休金，都損失慘重。投資人的未來不再有保障，

沒有錢又無法融資，很多事情不能做，也不願意消費，使得交易大幅度減少，資金流動急速減緩，即使是經營穩健、沒有問題的公司，也遭受影響。這種衝擊是系統性的，整個經濟的資金融通能力萎縮，就好像是人的循環系統中血液突然不流動了，發生全體性的問題。

對於開發中國家來說，因為沒有像金融發達國家有許多金融投資，最多是政府以外匯儲備投資金融商品，直接的損失有限。然而主要的衝擊為出口急遽萎縮，出口企業倒閉，大量員工失業，造成經濟衰退。實體經濟的衰退，再壓縮企業投資與個人消費，如未能及時擴大內需市場，將再造成企業經營困難。企業經營困難，證券市場和房屋市場的低迷也就難以扭轉，再度使國家經濟衰退、走向通貨緊縮。

貳、各國的因應措施與影響

一、各國的因應措施

金融海嘯證實金融市場實際上已經是全球化，

各國皆無法獨善其身、置身事外。面對百年難見的金融危機，各國政府多共同合作，採取下列三種因應措施：

(一)行政措施(救銀行)

本次採取行政措施的國家多為引發金融海嘯的歐美國家，因應措施分別為：注資至銀行與金融機構、調降拆款利率、成立紓困基金(RTC)、為銀行擔保及將銀行國有化。由英國率先實施銀行國有化，擔保銀行間拆借，英國政府因此成為HBOS與RBS的最大股東。

(二)貨幣政策(資金流通)

各國央行紛紛調降基準利率，美國聯邦準備利率由5.25%降至降息0.25%，而日本原本利率僅0.3%也調降至0.1%，各國利率調降至幾近於零。為再發揮貨幣政策功效，英國央行最先提出量化寬鬆(quantitative easing)政策，國家大舉印製鈔票同時買進政府公債與公司債，藉挹注更多流通資金到經濟體系，以壓低借貸成本，促近資金流通。

(三)財政措施(擴大內需)

金融海嘯衝擊全球經濟，各國陸續公佈振興經濟方案，台灣有「加強地方建設擴大內需方案」及「振興經濟擴大公共建設投資方案」，經費規模約有新台幣5,034.2億元，占GDP的5.8%。這比例雖高於亞洲國家平均比例2.5%和G20國家平均比例2%，但仍低於韓國的8.6%、日本的14.9%、新加坡的8.1%及大陸的13.4%。

二、金融海嘯對市場的影響

歐美金融機構損失慘重，紛紛倒閉、被接管或國有化。歐美各國將此次市場失靈歸咎於監管自由

化的過度寬鬆，因此開始加緊監理要求：槓桿比例使用的降低、財務資訊更加透明化、強化信用評等機構的獨立性、金融衍生商品審查更加嚴謹、及對投資人保護機制更加完善。除此之外，美國是風暴的起源但美元不跌反升，各國也開始質疑美元作為全球儲備和交易唯一媒介的地位，亞洲並有提倡亞洲貨幣單位(Asian Currency Unit)來替代的聲音。

金融海嘯後，各國市場迷漫著一片『監理加嚴』的氣氛，我認為短期間監理者深究其原因並採取適當的防範措施有其必要，但不應矯枉過正，全面封殺金融創新的可能，影響市場的效率和競爭力，傷害金融市場未來的發展。同時，記取風暴的教訓，小心謹慎但積極穩健的繼續進行資本市場的改革。

參、各國資本市場改革借鏡

各國近年來進行資本市場改革的主要目的是提升市場競爭力、增加監理有效性，和加強投資人保護。台灣過去幾年也進行過幾次金融改革，如2000年以來，金融業透過併購及成立金融控股公司，達成金融機構的整合；金融監督管理委員會在2004年成立，完成金融監理機關的整合。然而卻未能有金融行業別及金融法規的整合，證券、期貨、投信、投顧、信託等各業分立，除了可能產生「監理套利」外，往往無法發展更多元化的業務，而未能產生綜效。

目前世界各主要金融市場大多已陸續完成法規之整合，並逐漸顯現成效。英國於2000年制訂金融服務及市場法，由單一法規管理，並廢除銀行、證券及保險等法令。新加坡於2001年制訂證券暨期貨法，整合證券、期貨及交易所法；並訂定金融顧問

法，進一步將金融顧問服務加以整合，致力發展私人銀行業務。香港於2002年制訂證券及期貨條例，廢除管理證券及期貨業者之9項條例及部分公司條例，整合資本市場，建立寬鬆之法制環境。日本於2006年制訂金融商品交易法，保留銀行法及保險法，廢除期貨及投顧等4法，強化金融商品銷售及投資人保護機制。韓國於2007年訂定資本市場整合法，保留銀行法及保險法，廢除證券及期貨等6法。

2008年全球金融海嘯，美國五大投資銀行相繼破產倒閉或轉型，正值韓國全力推動「資本市場整合法」，引起韓國各界熱烈討論是否要如期實施「資本市場整合法」之重大爭議。韓國政府仍於2009年2月4日如期實施「資本市場整合法」，但加強新金融商品的監理及金融機構的內部控管。而日本及韓國的金融改革均特別強化「投資人保護機制」，使得本次金融海嘯，日本和韓國並未發生像台灣的雷曼連動債糾紛，印證其資本市場改革的績效。

一、日本金融商品交易法

日本於2006年6月通過金融商品交易法，並從2007年9月30日開始實施，其主要目的為「一致性規範金融商品交易業者」。透過整合金融法規，提供以功能別、跨行業性整合的彈性架構規範。主要目標為加強投資人保護機制、鼓勵將儲蓄導入金融商品投資並制訂國際接軌的金融制度。

日本金融商品交易法的主要內容如下：

- 概括橫貫化法制：重新定義金融商品、依不同金融商品交易，整合金融商品交易業務。
- 彈性的規範：維持各行業別規範、但對金融商品交易行為採一致性規範，推出專業投資人制度。
- 公平透明規範：依有價證券性質或流動性，

規定資訊揭露程度，並將內控報告聲明書制度法制化。

- 強化法律責任：課徵金制度、加強民刑事責任。

二、韓國資本市場整合法

韓國於2007年7月通過資本市場整合法，並從2009年2月4日開始實施。其主要目的為「整合資本市場業務，及整合法規，使現行經營單一行業的金融業者，可經營多項金融業務」。主要目標為使韓國金融業者成為世界級的投資銀行、自由化金融服務業、多樣性的金融服務業、並於2015年成為東北亞的金融中心。

韓國資本市場整合法的主要內容如下：

- 移轉至功能別監理：無論是由哪類業者所進行的交易，相同特性的金融功能應以相同的法規監理。
- 導入概括性制度：用開放的態度，重新界定『金融投資商品』定義，使其可跟上商品快速發展的腳步。
- 擴大經營業務範圍：允許業者經營仲介、買賣、資產管理、投資顧問、全權委託、信託等六項投資業務。
- 加強投資人保護機制：設立先進的投資人保護機制。

三、日韓資本市場改革可供借鏡

日本和韓國的改革，使其資本市場脫胎換骨、頗有一番新氣象，歸納有五項改革值得我們借鏡：

(一) 完整的法律與配套

日本將原來的證券交易法改名為金融商品交易法，同時廢止金融期貨交易法、投資顧問業法、抵押擔保證券業法與外國證券業法等4項法律；配合修訂89個金融相關法規。韓國則是新訂資本市場整

合法，廢止證券交易法、期貨交易法、間接投資資產運用業法、信託業法、綜合金融公司法與韓國證券期貨交易所法等6項法律；配合修訂超過100個金融相關法規。一次整合法律並配合修訂相關子法與規範，遂能順利實施。

(二) 加強投資人保護

日本和韓國都規劃施行和先進國家相同水準的完善投資人保護機制，如了解客戶(KYC)、客戶適當性(Suitability)、法定說明義務等。且兩國都採「專業投資人制度」，加強一般投資人保護，但豁免對專業投資人保護要求，降低成本和維持市場的效率。

(三) 提升市場競爭力

日本整合行業成為金融商品交易業(FIF's)，將業務整合為第一類金融商品交易業務、第二類金融商品交易業務、投資管理業務(包括全權委託)及投資顧問暨代理業務；並依功能別監理，擴大業務範圍(包括有價證券交易範圍及衍生性商品交易範圍)，提升市場競爭力。

韓國整合行業成為金融投資業(FIC's)，使能從事全面投資銀行業務，將業務整合為投資買賣業務、投資仲介業務、集合投資業務、信託業務、投資顧問業務及全權委託業務六大類；並擴大業務範圍至存款與保險契約之外的所有金融商品，大幅度提升市場競爭力。

(四) 注重興利與防弊

日本和韓國都有業務的整合與經營業務範圍的擴大，協助金融業者提升效率、降低成本，兼顧業者的利益(興利)，和要求業者加強投資人保護(防弊)的內容，較能獲得各界的支持，快速順利的通過法

律。其中韓國的資本市場整合法更獲得國內與國外業者的好評。

(五) 執行力佳

日本金融商品交易法於2004年底開始研議，2006年6月通過，2007年9月30日開始實施；韓國資本市場整合法於2004年底開始研議，2007年7月通過，2009年2月4日開始實施。日本和韓國皆由官方審慎評估後強力主導、並由各金融業協會配合研擬，使得新法於研議後兩年半內通過，並在緩衝期18個月後開始實施，執行力佳。

肆、台灣資本市場面臨的挑戰

我國資本市場目前面臨經營環境的惡化、發展策略不明確、法規成熟度不足、業者競爭力低落、投資人保護不完善等問題，必須儘快進行根本的改革。

一、經營環境的惡化

金融海嘯使總體經濟衰退，企業投資不振，藉資本市場籌募資金需求減少，2008年的初次上市櫃家數僅55家。淺碟式資本市場已趨近飽和，證券商營業據點多達1,153家，呈現完全競爭市場。

業者戰戰兢兢經營，卻因分業經營，使得證券商經營無法施展。證券商經營獲利來源，仍以經紀業務為主，未能穩定發展，近五年平均EPS約為0.92元、近五年平均ROE約為6.03%，但2008年EPS為-0.20元、ROE為-1.58%。

二、發展策略不明確

主管機關並未像香港、新加坡整合證券、期貨行業，大幅放寬業務範圍，竭力爭取各國業者進駐經營，成為國際金融中心。也未能像韓國實施資本

市場整合法、協助本國業者成為完整的金融投資業(投資銀行)，提升國際競爭力。

政府特別針對IT產業，擬定產業發展政策，扶植業者創新技術、降低成本，積極赴海外擴張市場，但對資本市場行業卻未曾有明確發展策略，由業者自行單打獨鬥。證券商海外營運僅擴張至東南亞，常年受限於業務範圍和營業區域，使規模未能大幅度成長。

三、法規成熟度不足

目前台灣對於資本市場行業制度的規範以各行業為中心立法，造成太多、重複、繁瑣的法規，對於投資者保護的配套措施不夠完備，且妨礙資本市場的資金中介功能和業者的競爭力。

外匯管理法規對於證券商過於嚴格，證券商的外匯交易買賣及申報，都需透過外匯指定銀行辦理，限制資金的流動和資本市場的發展；此外，會計規範雖逐漸朝向與國際接軌(規劃在2012年直接適用IFRS)，但稅務法規仍有改善空間。

四、業者競爭力低落

我國證券相關行業目前仍為分業經營，使業者無法藉由混業經營發展多元化的業務、獲取經營綜效。也因經營規模都不大，無法加強金融創新，開展新業務。除少部份店頭衍生性商品外，業者可發售、交易的金融商品皆須逐案申請許可(正面表列)。在低落的競爭力下，使得證券商在各業務領域的專業人才不足，並導致惡性循環。

五、投資人保護不完善

我國投資散戶多且傾向自己進行投資(約占股市交易量的六成)，較少將資金交由專業投資機構投資。然因個別散戶的專業知識不足，易受市場波動

而蒙受損失。

現行投資人保護機制多重視事後的處理，對事先的防範保護措施仍然不足。且未明確實施專業投資人制度，加強一般投資人保護措施，豁免專業投資人，避免造成影響投資效率。

伍、推動台灣資本市場改革的作法

一、改善經營環境

政府在獲大內需、振興經濟方案中，應包括改善金融基礎建設，如規劃金融特區、更新資訊網路設施、建設先進電子交易平台等，使台北能快速趕上東京、香港及新加坡，發展成為區域金融中心。

可以在證券交易法、期貨交易法、證券投資信託及顧問法、信託業法等各行業母法都不廢除的前提下，將目前綜合證券商之業務範圍，擴充為含括證券業務、期貨業務、投信投顧業務及財富管理相關信託業務，使各業者可以直接、兼營或以子公司型態經營業務。

而兩岸證券監理機關即將談判簽署監理備忘錄和市場准入協議，政府應在資金、稅負、人才等方面，協助業者進入大陸市場開展業務。

二、規劃市場發展策略

政府應務實規劃資本市場發展策略，在符合公司治理與風險管理要求下，先於短期內放寬業務範圍和營業區域的限制，協助本國業者培育金融創新和經營業務的實力，與外國證券商競爭。

參考香港、新加坡等國家，選定特定業務(例如資產管理)，全力扶植、大幅開放法規，爭取成為特定業務的金融中心。且應充分把握兩岸之間的特殊關係，積極協助證券商開展大陸市場：例如放寬證券商赴大陸投資金額的上限由淨值的20%提高為60%。

三、整合資本市場法規

採功能別監理市場，依功能別制訂相關管理法規，整合目前依行業別所制訂的規範，使同一種業務依同一法規規範，增進監理有效性，降低成本。

放寬外匯管理規定，除必須要管制的極端案例外，放鬆資金流動的限制。檢討稅務法規規範，例如將海外所得不納入最低稅負制度、將店頭股權衍生性商品交易，改採課徵交易稅等。

四、提升業者的競爭力

擴大綜合證券商(或金融投資業)的定義：改為經營證券多項相關業務(例如證券、期貨、投信、投顧及與財富管理相關的信託)。重新檢討證券、期貨、投信、投顧和信託等業務的法規，使各行業業者可以依自己的規模和專業能力，選擇適當的混業經營範圍、獲得經營綜效。

在符合風險管理與防制利益衝突的要求下，以負面表列的方式規範業者可經營的金融商品，在獲得營業執照範圍內的商品都可經營，不必逐案申請。此外，制訂優惠條件吸引國內外金融專業人才投入台灣市場，並加強輔導金融訓練機構的訓練課程培育專業人才。

五、加強投資人保護措施

協助證券商、期貨商可直接或兼營投資信託、投資顧問業務，推動散戶將資金委託專業投資機構進行投資。由主管機關統籌各周邊機構，聯合規劃深廣的投資人教育計劃，加強投資人的專業知識。

儘快制訂相關法規，加強業者銷售行為的規範(例如事先說明、投資人適合性等)，強化投資人保護機制。實施專業投資人制度，對專業投資人制度減少投資人保護要求，對一般投資人要求加強投資

人保護。

陸、結論

金融海嘯反映出市場失靈、監理失效情況，各國迷漫著『監理加嚴』的氣氛。但不應矯枉過正，抹殺金融創新，阻礙資本市場的發展。

資本市場改革已成為世界潮流，雖因金融海嘯而調整內容，但是持續改革的趨勢不會停止。資本市場改革可達成提升市場競爭力、增加監理有效性和加強投資人保護機制，日本和韓國在此次金融海嘯中未有投資人紛爭，印證日韓近年實施資本市場改革，對加強投資人保護的成效。

我國資本市場面臨經營環境惡化、發展策略不明確、法規成熟度不足、業者競爭力低和投資人保護措施不完善等問題，須儘快進行根本改革。改革的主要重心為下列四點：

- 一、 政府應務實規劃資本市場發展策略，與業者共同促進市場發展。
- 二、 重新檢討證券、期貨、投信、投顧和信託等業務的法規，使各行業的業者可以依自己的規模和專業能力，選擇以直接、兼營或子公司方式混業經營、獲得經營綜效。
- 三、 以負面表列的方式規範業者可經營的金融商品。
- 四、 實施專業投資人制度：對一般投資人要求加強投資人保護，但對專業投資人制度減少投資人保護，維持市場效率。

(* 作者為中華民國證券商業同業公會理事長，永豐金證券公司董事長)

就兩岸證券法規 談台灣證券商登陸發展

■ 申林平、許進勝

中國大陸在二十多年的改革開放中，國民經濟持續、快速的增長。對內，經濟改革正在向縱向深化，市場經濟體系已建立成形；對外，全方位開展國際經濟合作，在全球化的大趨勢下，正加速融入世界經濟。中國已成為世界上最受國際資本青睞的發展中國家。與此同時，中國大陸的證券市場也從無到有，經歷了十多年的努力，在發展中不斷改善，並為中國經濟發展與改革注入了巨大活力。正因如此，國際知名的證券公司紛紛在中國大陸設立合資的證券公司或辦事處，期望能在中國大陸證券市場有所作為。本文主要介紹中國大陸證券市場的主要法律和法規，並與台灣的相關法律比較，最後說明台灣證券商在大陸發展應注意的事項及提出有關的建議。

壹、大陸證券法律法規綜述

一、大陸法律法規對證券公司的定義

證券公司是指依照公司法規定設立，並經國務院證券監督管理機構審查批准而成立的專門經營證券業務，具有獨立法人地位的金融機構。根據對證券仲介機構的劃分，證券公司屬於證券經營機構。

在大陸，證券公司是依照《公司法》和《證券法》設立的經營證券業務的有限責任公司和股份有限公司，而且必須經過國務院證券監督管理機構審查批准。世界各國對證券公司的稱呼不盡相同，美國通俗稱謂為投資銀行，英國稱之為商人銀行，在中國則稱之為證券商。

大陸第一家專業性證券公司—深圳特區證券公司在1987年成立。2006年1月1日大陸新修訂的《證券法》和《公司法》正式實施，改善了證券公司的設立制度：對股東，特別是大股東的資格作出了規定；對證券公司實行按業務分類監督，不再將證券公司分為綜合類和經紀類；建立以淨資產為核

心的監管指標體系；確立證券公司高級管理人員任職資格管理制度；增加了對證券公司及其股東、董事、監事、高級管理人員的監管措施，明確其法律責任。隨著相關的配套規章和規範逐步實施，證券行業不斷成長和進步。

二、大陸證券市場的法規簡介

大陸證券市場的法規體系主要由法律、行政法規、部門規章及證券交易所規定等組成，其效力層級如下圖所示：



目前大陸證券市場具體的法律法規有：

(一) 法律

公司法、證券法、證券投資基金法；

(二) 行政法規

證券公司風險處置條例、證券公司監督管理條例、國務院關於同意建立整治非法證券活動協調小組工作制度的批復、國務院辦公廳關於嚴厲打擊非法發行股票和非法經營證券業務有關問題的通知等；

(三) 部門規章

涉及法律檔較多，分幾類簡要介紹：

1. 發行類：首次公開發行股票並上市管理辦法、首次公開發行股票並在創業板上市管理暫行辦法、公司債券發行試點辦法、上市公司向社會公開募集股份操作指引(試行)、上市公司證券發行管理辦法、首次公開發行股票輔導工作辦法、證券發行上市保薦制度暫行辦法、中國證券監督管理委員會發行審核委員會辦法、證券發行與承銷管理辦法。
2. 上市公司類：上市公司資訊披露管理辦法、關於上市公司涉及外商投資有關問題的若干意見、關於上市公司重大購買、出售、置換資產若干問題的通知、外國投資者對上市公司戰略投資管理辦法、上市公司收購管理辦法、關於外國投資者並購境內企業的規定、上市公司治理準則。
3. 外資股類：關於境外上市企業外匯管理有關問題的通知、關於落實國務院《關於進一步加強在境外發行股票和上市管理的通知》若干問題的通知、關於境外上市公司進一步做好資訊披露工作的若干意見、關於規範境內

上市公司所屬企業到境外上市有關問題的通知、關於境內上市外資股(B股)公司非上市外資股上市流通問題的通知、關於境內居民個人投資境內上市外資股若干問題的通知、境內上市外資股(B股)公司非上市外資股上市流通的辦理程式。

4. 證券公司類：證券公司管理辦法、外資參股證券公司設立規則、關於修改《外資參股證券公司設立規則》的決定、證券公司內部控制指引、證券業從業人員資格管理辦法。

(四) 交易所規定

深圳證券交易所創業板股票上市規則、深圳證券交易所股票上市規則(2008年修訂)、上海證券交易所股票上市規則(2008年修訂)、上海證券交易所公司債券上市規則(2007年修訂)、上海證券交易所證券投資基金上市規則(2007年修訂)。

貳、大陸與台灣相關證券法律法規的差異

1960年台灣的經濟部成立「證券管理委員會」，推動建立健全的資本市場及制定證券商管理辦法，並依據《證券商管理補充辦法》由金融、企業機構共同出資於1962年2月成立台灣證券交易所，而《證券交易法》亦於1968年通過實施。

《證券交易法》是台灣證券市場最主要的證券法規，其頒佈後經歷了數十次修改，主要內容包括：有價證券的募集、發行、私募和買賣等行為準則；證券相關機構及仲介機構，包括證券商同業公會、證券交易所、證券承銷商、證券自營商、證券經紀商之權利義務；證券交易所行為準則；相關之仲裁及罰則。

下表主要就大陸和台灣相關證券法律法規的差異作簡要對比：

差異內容	大陸法規規定	台灣法規規定
發行制度： 大陸採用的是核准制，台灣兼採申請核准制及申報生效制	《證券法》第10條 公開發行證券，必須符合法律、行政法規規定的條件，並依法報經國務院證券監督管理機構或者國務院授權的部門核准；未經依法核准，任何單位和個人不得公開發行證券。	《證券交易法》第22條 有價證券之募集與發行，除政府債券或經財政部核定之其它有價證券外，非經主管機關核准或向主管機關申報生效後，不得為之；其處理準則，由主管機關定之。
券商之業務	《證券法》第125條 經國務院證券監督管理機構批准，證券公司可以經營下列部分或者全部業務： (一) 證券經紀； (二) 證券投資諮詢； (三) 與證券交易、證券投資活動有關的財務顧問； (四) 證券承銷與保薦； (五) 證券自營； (六) 證券資產管理； (七) 其他證券業務。	《證券交易法》第15條 依本法經營之證券業務，其種類如左： 一、有價證券之承銷及其它經主管機關核准之相關業務。 二、有價證券之自行買賣及其它經主管機關核准之相關業務。 三、有價證券買賣之行紀、居間、代理及其它經主管機關核准之相關業務。
券商之最低資本額要求	《證券法》第127條 證券公司經營證券法第一百二十五條第(一)項至第(三)項業務的，註冊資本最低限額為人民幣五千萬元；經營第(四)項至第(七)項業務之一的，註冊資本最低限額為人民幣一億元；經營第(四)項至第(七)項業務中兩項以上的，註冊資本最低限額為人民幣五億元。證券公司的註冊資本應當是實繳資本。	《證券交易法》第48條 證券商應有最低之資本額，由主管機關依其種類以命令分別定之。 依據台灣“證券商設置標準”第三條對證券商資本額之規定，證券承銷商及證券自營商均需達實收資本額新台幣四億元，證券經紀商需有新台幣二億元，若為全部經營的綜合券商需有十億新台幣之資本額。若證券商或其它金融機構欲經營融資融券業務須經證期會核准始得為之。
券商融資融券服務之差異	《證券法》第142條 證券公司為客戶買賣證券提供融資融券服務，應當按照國務院的規定並經國務院證券監督管理機構批准。 目前中國證監會尚未批准融資融券服務，但預計券商開展融資融券服務為期不遠。	《證券交易法》第60條 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。

差異內容	大陸法規規定	台灣法規規定
轉讓上市公司股份的限制	《公司法》第142條 公司公開發行股份前已發行的股份，自公司股票在證券交易所上市交易之日起一年內不得轉讓。 公司董事、監事、高級管理人員在任職期間每年轉讓的股份不得超過其所持有本公司股份總數的百分之二十五；所持本公司股份自公司股票上市交易之日起一年內不得轉讓。上述人員離職後半年內，不得轉讓其所持有的本公司股份。	《證券交易法》第22-2條 已依本法發行股票公司之董事、監察人、經理人或持有公司股份超過股份總額百分之十之股東，其股票之轉讓，應依左列方式之一為之： 一、經主管機關核准或自申報主管機關生效日後，向非特定人為之。 二、依主管機關所定持有期間及每一交易日得轉讓數量比例，于向主管機關申報之日起三日後，在集中交易市場或證券商營業處所為之。但每一交易日轉讓股數未超過一萬股者，免予申報。 三、于向主管機關申報之日起三日內，向符合主管機關所定條件之特定人為之。
上市公司股份回購之差異	《公司法》第143條 公司不得收購本公司股份。但是，有下列情形之一的除外： (一) 減少公司註冊資本； (二) 與持有本公司股份的其他公司合併； (三) 將股份獎勵給本公司職工； (四) 股東因對股東大會作出的公司合併、分立決議持異議，要求公司收購其股份的。	《證券交易法》第28-2條 股票已在證券交易所上市或于證券商營業處所買賣之公司，有左列情事之一者，得經董事會三分之二以上董事之出席及出席董事超過二分之一同意，可以買回其股份： 一、轉讓股份予員工。 二、配合附認股權公司債、附認股權特別股、可轉換公司債、可轉換特別股或認股權憑證之發行，作為股權轉換之用。 三、為維護公司信用及股東權益所必要而買回，並辦理銷除股份者。
內部人不法利益歸入公司之差異	《證券法》第47條 上市公司董事、監事、高級管理人員、持有上市公司股份百分之五以上的股東，將其持有的該公司的股票在買入後六個月內賣出，或者在賣出後六個月內又買入，由此所得收益歸該公司所有，公司董事會應當收回其所得收益。	《證券交易法》第157條 發行股票公司董事、監察人、經理人或持有公司股份超過百分之十之股東，對公司之上市股票，於取得後六個月內再行賣出，或於賣出後六個月內再行買進，因而獲得利益者，公司應請求將其利益歸於公司。

參、台灣證券商在大陸發展應注意的事項

一、證券公司的設立

根據大陸《外商投資產業指導目錄》（2007年修訂），證券公司屬於限制外商投資的產業，外商投資的證券公司限於從事A股承銷、B股和H股以及政府和公司債券的承銷和交易，且外資比例不得超過1/3。

2007年12月28日中國證監會頒佈的《外資參股證券公司設立規則》（以下簡稱《設立規則》）的第六條規定了外資參股證券公司應當符合下列條件：

- (一) 註冊資本符合《證券法》的規定；
- (二) 股東具備本規則規定的資格條件，其出資比例、出資方式符合本規則的規定；
- (三) 按照中國證監會的規定取得證券從業資格的人員不少於30人，並有必要的會計、法律和電腦專業人員；
- (四) 有健全的內部管理、風險控制和對承銷、經紀、自營等業務在機構、人員、資訊、業務執行等方面分開管理的制度，有適當的內部控制技術系統；
- (五) 有符合要求的營業場所和合格的業務設施；
- (六) 中國證監會規定的其他審慎性條件。

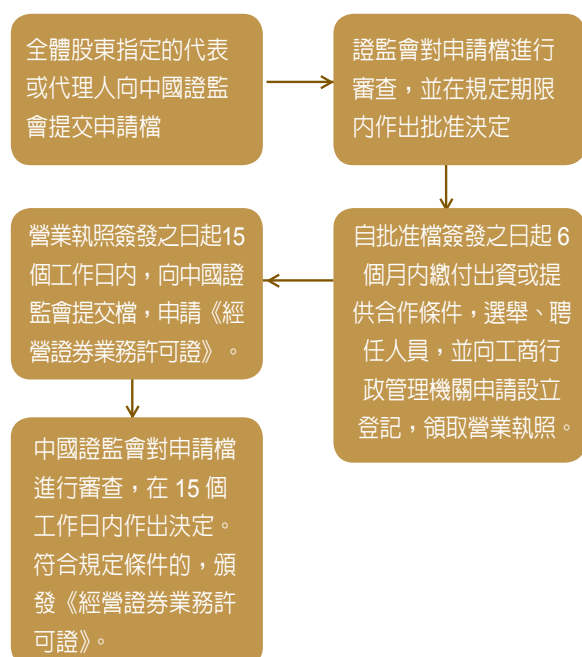
《設立規則》第七條規定了外資參股證券公司的境外股東，應當具備下列條件：

- (一) 所在國家或者地區具有完善的證券法律和監管制度，已與中國證監會或者中國證監會認可的機構簽定證券監管合作諒解備忘錄，並保持著有效的監管合作關係；

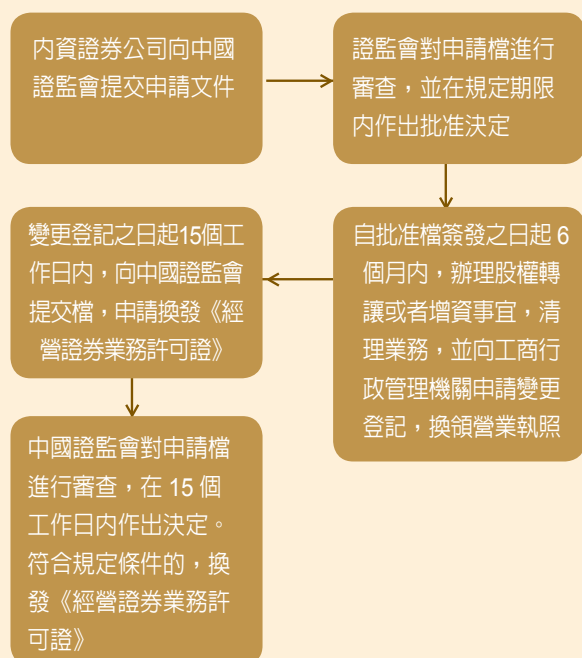
- (二) 在所在國家或者地區合法成立，至少有一名是具有合法的金融業務經營資格的機構；境外股東自參股之日起三年內不得轉讓所持有的外資參股證券公司股權；
- (三) 持續經營五年以上，近三年未受到所在國家或者地區監管機構或者行政、司法機關的重大處罰；
- (四) 近三年各項財務指標符合所在國家或者地區法律的規定和監管機構的要求；
- (五) 具有完善的內部控制制度；
- (六) 具有良好的聲譽和經營業績；
- (七) 中國證監會規定的其他審慎性條件。

《設立規則》同時規定了外資參股證券公司可以通過新設公司或內資證券公司變更的方式進行。

新設公司的流程為：



內資證券公司變更的流程為：



二、業務的領域

《設立規則》第五條規定了外資參股證券公司可以經營下列業務：

- (一) 股票(包括人民幣普通股、外資股)和債券(包括政府債券、公司債券)的承銷與推薦；
- (二) 外資股的經紀；
- (三) 債券(包括政府債券、公司債券)的經紀和自營；
- (四) 中國證監會批准的其他業務。

三、證券公司的控制權

從證券公司的外資比例不得超過1/3的規定來看，外資參股證券公司的外資股東想要通過股權來控制公司是比較困難的。為了達到控制的目的，一

些證券公司的外資股東採用了協定等其他方式。如全球著名的投資銀行高盛公司通過巧妙的貸款協議以及股權安排，打破這一限制規定，成為首家實質控制合資證券商的外國公司。高盛具體的方案是，首先由高盛公司向自然人方風雷提供高達8億元人民幣的貸款，幫助其成立一家名為高華的具有綜合業務牌照的證券公司。然後高盛再與高華證券成立合資公司。在合資證券公司中，高盛仍只佔有33%的股權。但作為高華證券的實際出資人，高盛將在高華證券以及合資證券公司中享有非常大的發言權。而且根據有關的協定，只要政策允許，高盛將有權收購方風雷在高華的控股股份。

高盛的方案是一個非常巧妙的辦法，但是要複製這樣的方案，也存在著一定困難和風險。首先對於外資證券公司來說，是否能找到一個令其放心的，具有政府背景、國際投行背景的合作夥伴並將1億美元借給他，並不是容易的事。即使與方風雷相似背景相似經歷的人並不少，但他們是否能有方風雷相同的膽量來接受這筆巨額的貸款也是問題。其次，方風雷作為高華證券登記在冊的股東，如果其將持有高華證券的股權全部轉讓，在受讓方不知高盛與方風雷背後相關協定的情況下，為了保護交易的安全性，法律一般會認為善意的第三人取得股權，那麼高盛對合資證券公司的控制權也就隨之消失。

肆、對台灣證券商在大陸證券市場發展的建議

由以上的介紹和分析，筆者對台灣證券商在大陸證券市場發展提出下列建議：

大陸主要合資證券公司

合資券商	成立時間	主要股東	外資持股
中國國際金融	1995/06	中國建設銀 / 摩根士坦	49%
光大證券	1996/04	光大證券	50%
中銀國際證券	2002/03	中國國際控股 / 中國石油	49%
華歐國際證券	2003/04	湘財證券 / 昂證券	33%
海際大和證券	2004/07	上海證券 / 日本大和證券	33%
高盛高華	2004/12	高華證券 / 高盛集團	33%
瑞銀證券	2007/03	瑞士銀行	20%
瑞信方正	2008/06	方正證券 / 瑞士信貸	33%
中德證券	2009/01	山西證券 / 德意志銀行	33%

資料來源：中國證監會

- 一、鑒於目前大陸證券市場處於起步發展階段，政府對證券市場的監管比較嚴格，各項法律法規的約束較多，也存在不盡完善的地方。所以，在進入大陸證券市場的過程中，必須與政府部門保持良好的溝通，必要時可聘請擅長證券市場的律師事務所及其他專業機構協助。
- 二、目前台灣尚未與中國大陸簽署證券公司監管合作諒解備忘錄，台灣證券商直接參股證券公司存在一定的法律障礙。台灣證券商可以利用其在第三地(如香港)設立或控制的證券公司進入大陸市場，或適當運用大陸境內法人的身份投資證券公司。此

外，台灣證券商還可以通過參股其它外資券商，借外資間接與大陸證券商組建合資證券公司。

台灣的證券商在過去受到法令及政策的限制，一直無法到大陸開展市場。隨著兩岸的不斷開放，台灣的證券商漸漸也能循著「正常」管道投資中國大陸的證券商。台灣的證券商目前在產品研發與創新等能力優於大陸的證券商，要如何發揮自己的特點並與大陸證券商的通路與資金相結合，是台資證券商未來能否成功的關鍵。

(*作者申林平現為北京大成律師事務所高級合夥人；
許進勝現為台灣執業律師、北京清華大學EMBA碩士研究生)

海峽西岸經濟區產業 與金融發展之研究

■ 管中閔

壹、緒論

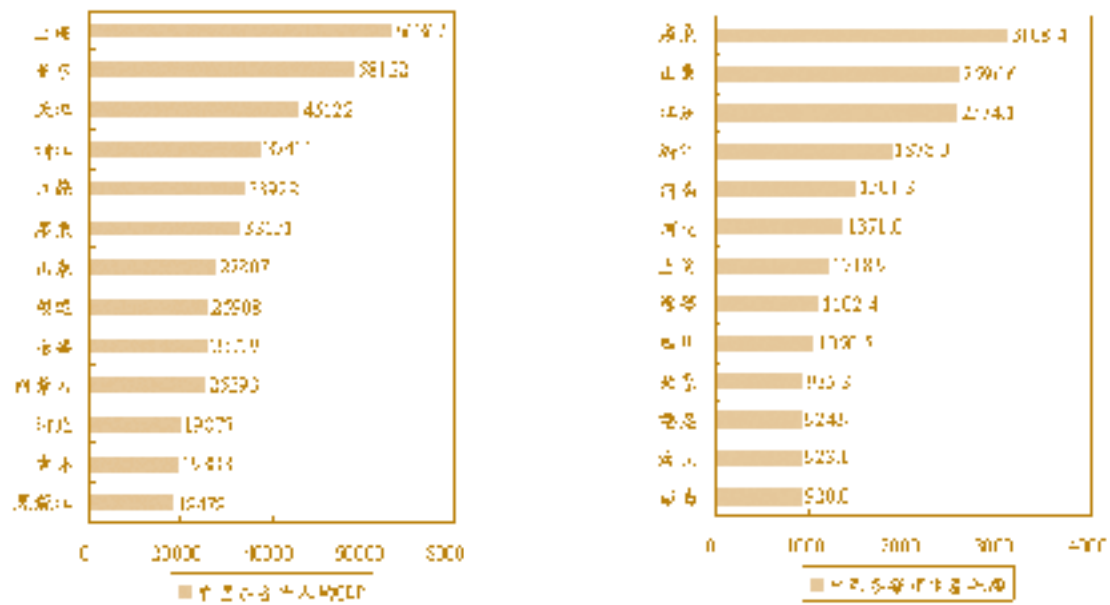
中國在2001年加入WTO後，陸續對金融市場作出一系列的開放與改革。這些開放與改革，使得中國消費者對銀行服務、保險及證券市場投資的需求更甚以往，而金融機構對金融服務的供給也更加多元。在金融市場的迅速發展下，不僅中資金融機構的效率及獲利明顯成長，外資金融機構也得以進入中國開拓銀行業務與保險業務，並透過合格境外機構投資者 (Qualified Foreign Institutional Investor，以下簡稱QFII) 的額度投資人民幣普通股 (以下簡稱A股) 市場。相形之下，台灣金融業受限於過去的政府規定，在中國的發展遠遠落後於外資金融機構。

目前外資金融機構在中國已全面開放的銀行及保險業務上競爭激烈，尤以在長三角、珠三角和環渤海三個核心經濟圈為然。台灣金融業者雖也在這些地區佈局，但由於本身不具特殊優勢，加上已失先機，並不容易與外資業者競爭。此時最好的發展策略不一定是跟進投入這些競爭激烈的地區與業務，反而應該著重於核心經濟圈之外、有經濟潛力的地區與其他主要城市群，並開發中國尚未開放的金融市場 (如證券和期貨)。這些有經濟潛力的地區目前尚未成為外資競逐的熱區，而在尚未全面開放的市場上外資也難有用武之地。台灣金融業若能設法在這些地區與業務上取得先佔優勢，將使台灣金

融業者在中國金融市場打下根基，從而有利於進一步向核心經濟區與其他地區發展發展。

根據這樣的戰略思維，我們認為與台灣接近的「海峽西岸經濟區」 (以下簡稱海西經濟區)，是中國三個核心經濟圈之外特別值得我們關注的區域。福建省經濟成長速度較長三角和珠三角相對落後，而且在長三角和珠三角對資金和人力資源的磁吸效應下，福建省甚至可能出現空洞化和邊緣化的危機。為因應此一困局，福建省政府提出海西經濟區的計畫，希望透過海峽兩岸進一步的合作，帶動福建省及浙江、江西、廣東諸省鄰接縣市的發展。海西經濟區已被納入中國「國民經濟和社會發展第十一個五年規劃」當中。2009年5月，中國國務院更具體承諾支援福建省建設海西經濟區。依據這些政策，台灣金融業者至海西經濟區發展，將可望爭取到較其他外資金融機構更多的優勢。

目前海峽兩岸正持續在金融發展與合作的議題上進行談判協商。台灣的財團法人海峽交流基金會以及中國海峽兩岸關係協會在2009年4月簽署海峽兩岸金融合作協議。若協議條文能逐步落實，兩岸金融業可望加強合作；不但雙方金融機構將可望進入彼此市場拓展業務，兩岸的金融市場更可能因未來的開放而蓬勃發展。在兩岸談判協商中，若能進一步使海西經濟區成為兩岸金融合作的試點區域，將有助於台灣的金融業取得相對優勢，並使海西經



(圖二) 中國2007年各省市GDP和人均GDP

濟區成為台灣金融業在中國發展的基地與跳板。基於此，本計畫針對海西經濟區、中國的金融市場、以及台灣在海西經濟區可能的發展做了完整分析。

貳、海峽西岸經濟區

中國經濟過去雖然快速成長，但區域之間的發展並不均衡。處於長三角和珠三角兩個核心經濟圈之間，以福建省為主體的海西經濟區，即面臨經濟發展空洞化和邊緣化的問題。為突破經濟發展的侷限，福建省於是在2004年1月提出建設海西經濟區的計畫，此計畫獲得了中國中央的支持。

根據2007年1月福建省第十屆人大五次會議通過的《建設海峽西岸經濟區綱要》，海峽西岸經濟區以福建省為主體，涵蓋浙南溫州、金華、衢州、麗水地區，贛南贛州、吉安地區，贛東鷹潭、上饒地區，粵東汕頭、潮州、梅州、揭陽地區共21個設區市，面積達28.8萬平方公里，占中國行政區劃面

積的3%(如圖一)；常住人口約9000萬人，占中國的7%；人口密度為313人/平方公里。海西經濟區2005年總產值為1.5兆人民幣，占中國的7.4%，中國2007年各省市GDP和人均GDP如(圖二)。綜合而言，海西經濟區雖仍不及核心經濟區發達，但已有相當雄厚的經濟基礎。



(圖一) 海西經濟區涵蓋範圍

在2009年5月中國國務院發布的《國務院關於支援福建省加快建設海峽西岸經濟區的若干意見》中，提出了建設海西經濟區的戰略意義及發展目標。其發展目標為2012年海西經濟區人均地區生產總值接近或達到東部地區平均水準，並形成兩岸直接三通的主要通道。海西經濟區的戰略意義包括：

1. 兩岸人民交流合作先行先試區域、
2. 服務周邊地區，發展新的對外開放綜合通道、
3. 東部沿海地區先進製造業的重要基地、以及
4. 重要的自然和文化旅遊中心等四點。換言之，海西經濟區的重點即在於透過構築兩岸合作平台，發展製造業和旅遊業，以繁榮當地經濟及加強兩岸合作交流。

仔細研究《國務院關於支援福建省加快建設海峽西岸經濟區的若干意見》後可以發現，第二章〈發揮獨特的對臺優勢，努力構築兩岸交流合作的前沿平臺〉第五條「建設兩岸經貿合作的緊密區域」、第七條「建設兩岸直接往來的綜合樞紐」，以及第九章〈加強組織領導，落實保障措施〉第三十一條「賦予對臺先行先試政策」和台灣關係最為密切。尤其在第九章第三十一條第二款中，明確承諾支援擴大兩岸經貿合作。包括積極推動建立兩岸金融業監管合作機制，在此機制下，優先批准台資銀行、保險、證券等金融機構在福建設立分支機構或參股福建金融企業，支援設立兩岸合資的海峽投資基金，進一步擴大兩岸貨幣雙向兌換範圍，逐步建立兩岸貨幣清算機制等。在第九章第三十一條的原則下，兩岸可以海西經濟區為出發點，加強經濟整合，尤其是金融市場方面的合作。

參、中國對境外金融機構的開放與限制

中國對外資證券及期貨公司的限制，較諸對銀行與保險業者的限制更為嚴格。在證券方面，

中國於2008年1月修訂《外資參股證券公司設立規則》，境外股東雖然能夠參股中國證券公司，但不論參股方式、股東條件、持股比例或業務範圍，都受到較嚴格的限制。比較重要的限制包括以下四點：

- 一、參股方式方面，外資不得於中國直接設立獨資的證券公司，或設立國外證券公司的分公司。
- 二、股東條件方面，外資參股證券公司的境外股東，其所在國家或者地區，必須與中國證券監督管理委員會（以下簡稱證監會）或者中國證監會認可的機構簽定證券監管MOU (Memorandum of Understanding)，並符合其他審慎性條件。據《外資參股證券公司設立規則》第七條，外資參股證券公司的境外股東，必須符合的條件包括：
 - (1) 所在國家或者地區具有完善的證券法律和監管制度，已與中國證監會或者中國證監會認可的機構簽定證券監管合作諒解備忘錄，並保持著有效的監管合作關係；
 - (2) 在所在國家或者地區合法成立，至少有1名是具有合法的金融業務經營資格的機構；境外股東自參股之日起3年內不得轉讓所持有的外資參股證券公司股權；
 - (3) 持續經營5年以上，近三年未受到所在國家或者地區監管機構或者行政、司法機關的重大處罰；
 - (4) 近三年各項財務指標符合所在國家或者地區法律的規定和監管機構的要求；
 - (5) 具有完善的內部控制制度；
 - (6) 具有良好的聲譽和經營業績；
 - (7) 中國證監會規定的其他審慎性條件。
- 三、持股比例方面，外資不得為證券公司之控股股東。據《外資參股證券公司設立規

則》第十條，境外股東持股比例或者在外資參股證券公司中擁有的權益比例，累計(包括直接持有和間接控制)不得超過1/3；境內股東中的內資證券公司，應當至少有一名的持股比例或在外資參股證券公司中擁有的權益比例不低於1/3。內資證券公司變更為外資參股證券公司後，應當至少有一名內資股東的持股比例不低於1/3。

惟在上市證券公司方面，據《外資參股證券公司設立規則》第二十五條第一款，境外投資者可以依法通過證券交易所的證券交易持有上市內資證券公司股份，或者與上市內資證券公司建立戰略合作關係並經中國證監會批准持有上市內資證券公司股份，上市內資證券公司經批准的業務範圍不變；在控股股東為內資股東的前提下，上市內資證券公司不受至少有1名內資股東的持股比例不低於1/3的限制。另據同條第三款，單個境外投資者持有(包括直接持有和間接控制)上市內資證券公司股份的比例不得超過20%；全部境外投資者持有(包括直接持有和間接控制)上市內資證券公司股份的比例不得超過25%。

四、業務範圍方面，外資參股證券公司不得經營A股的經紀和自營。據《外資參股證券公司設立規則》第五條，外資參股證券公司可以經營股票(包括A股、外資股)和債券(包括政府債券、公司債券)的承銷與保薦、外資股的經紀、債券(包括政府債券、公司債券)的經紀和自營等業務。唯一的例外為，法國里昂證券參股設立的華歐國際證券，已經在2008年6月獲得中國證監會批准，在長江三角洲從事A股經紀。

在基金管理方面，中國於2004年9月公佈《證券投資基金管理公司管理辦法》(以下簡稱《管理辦法》)，廢止原先於2002年6月公佈的《外資參股基金管理公司設立規則》。

一、參股方式和持股比例方面，據《管理辦法》第九條和第十條，外資可以設立中外合資基金管理公司，中外合資基金管理公司外資出資比例或者擁有的權益比例，累計(包括直接持有和間接持有)不得超過國家證券業對外開放所做的承諾。目前中國承諾外資的持有比例不得超過49%。

二、股東條件方面，據《管理辦法》第九條，中外合資基金管理公司的境外股東應具備的條件，包括其必須為依其所在國家或者地區法律設立，合法存續並具有金融資產管理經驗的金融機構，財務穩健，資信良好，最近3年沒有受到監管機構或者司法機關的處罰；所在國家或者地區具有完善的證券法律和監管制度，其證券監管機構已與中國證監會或者中國證監會認可的其他機構簽訂證券監管合作諒解備忘錄，並保持著有效的監管合作關係；實繳資本不少於3億元人民幣的等值可自由兌換貨幣；以及經國務院批准的中國證監會規定的其他條件。香港、澳門和台灣的投資機構比照適用前款規定。

三、業務範圍方面，據2003年10月公佈的《中華人民共和國證券投資基金法》第五十八條，基金管理公司的投資標的包括上市交易的股票、債券，以及國務院證券監督管理機構(即證監會)規定的其他證券品種。外資可以透過合資或參股基金管理公司，投資A股市場。

肆、台灣金融業在海峽西岸經濟區的發展

目前當務之急就是依據海峽兩岸金融合作協議第一條第一項，儘速協商並簽訂兩岸金融監督管理的MOU。此為台灣金融業能在中國投資的必要依據。舉凡銀行業至中國設立獨資銀行、合資銀行、分行、或參股當地銀行，保險業至中國設立獨資保險公司、合資保險公司、分公司、或參股當地保險公司，證券業至中國參股當地證券公司，基金管理業至中國參股當地基金管理公司，都必須在雙方簽訂MOU後才能進行。其次，台灣應以《國務院關於支援福建省加快建設海峽西岸經濟區的若干意見》為基礎，爭取以海西經濟區為兩岸金融合作的先行試點區域，具體展開雙方金融合作，為未來更廣泛的開放與合作做好準備工作。

我們認為台灣金融業者應可積極爭取以下重點項目：

- 一、台灣銀行業和保險業在海西經濟區得不受《中華人民共和國外資銀行管理條例》以及《中華人民共和國外資保險公司管理條例》的限制。放寬台灣銀行業和保險業在海西經濟區的准入條件與業務範圍，並加速審批台灣銀行業和保險業申請在海西經濟區設立獨資銀行、合資銀行、分行、或保險公司的程序。
- 二、台灣證券業在海西經濟區得不受《外資參股證券公司設立規則》的限制。在參股條件與持股比例方面，允許台灣金融業在海西經濟區設立獨資證券公司，或設立台灣證券公司的分公司，或允許台資成為海西經濟區內證券公司的控股股東。在業務範

圍方面，允許在海西經濟區內台資證券公司或台資參股的證券公司經營A股的經紀和自營業務。

- 三、在台資證券公司 (或分公司) 獲准成立之前，台灣金融業的QFII額度得與外資分開計算，並以海西經濟區內的證券公司為主要合作對象，投資A股市場。
- 四、鼓勵並支持在海西經濟區成立合資基金管理公司，設立QDII基金投資台灣證券市場。放寬海西經濟區內合資基金管理公司與合資證券公司申請QDII業務的資格。
- 五、支持符合條件的內地企業到台灣證券交易所或證券櫃檯買賣中心上市，或支持內地企業在上海 (深圳) 與台灣兩地雙掛牌；短期內以海西經濟區內的企業為主，中長期則以所有內地企業為對象。
- 六、在海西經濟區內主要城市 (如廈門，福州等) 先成立兩岸貨幣結算試點，為建立兩岸貨幣清算機制奠定基礎。

隨著台灣金融業在此區的發展，亦可爭取擴大業務範圍至期貨市場與債券市場。

總的來說，前述項目有助於導引資金進入海西經濟特區，符合中國發展海西經濟區的規劃，另一方面則有利於台灣金融業在海西經濟區建立據點，改變台灣金融業在中國市場的相對劣勢。所以我們認為這是創造雙贏的發展方向；未來應該持續協商合作細節與時程表，積極推動，以付諸實現。

(*作者為中央研究院經濟研究所院士)

貳、專題論述

本次季刊共有五篇專題文章，內容非常豐富：首先是本公會鍾韻琳專員彙整「協助國內上市(櫃)公司解決籌資困境之放寬措施」，說明主管機關近來放寬相關規範、採取適當措施，協助企業不僅於國內或國外，皆能順利籌募資金。

其次是中華大學陳春山教授和信託協會李智仁副秘書長研究「證券商競爭力與原則基準監理制度」，分析比較原則基準(Principles-based)和規範基準(Rules-based)二種監理規範的模式，說明原則基準(Principles-based)之監理法制可更有效達成主管機關規範目標，同時降低證券商法規遵循成本、賦予金融創新空間，而達成持續提昇證券商競爭力之目標。

第三篇是中國科技大學商學院董瑞斌院長評議「我國證券相關公會自律機制之強化與整合」，提出我國證券相關公會自律機制現況有雙主管機關困擾、自律規範執行困難、缺乏業務財務查察功能、救濟申復機制仍然不足、廣告文宣審查易滋生紛爭等缺失；建議業者共識自律優先、強化自律機制之完備性、加強對廣告文宣之管控、建立申訴與賠償保護機制、投資人教育、與交易所明確分工等改善方案。

第四篇是銘傳大學財務金融學系盧陽正教授研究「從美國次級房貸風暴探討我國OTC證券化衍生性金融商品風險結算之可行性」，說明OTC衍生性金融商品市場交易的靈活性和創新的時效性，商品的設計、定價和交易的特殊性也成為巨大交易風險來源。因此，在金融海嘯的衝擊後，各國監理機構規劃將OTC衍生性金融商品引入場內交易，企望透過集中市場的風控制度和集中結算的優勢，實現對OTC衍生性金融商品風險的有效監控。台灣目前對於OTC結算制度尚未有完整的規範，宜參考國際潮流趁早規劃

第五篇是寶來投信劉宗聖總經理發表「指數化投資產品促進兩岸三地證券市場活絡」，分析兩岸三地ETF市場的現況與發展，並說明未來兩岸三地ETF相互掛牌後，投資人將可透過ETF橫跨市場、幣別與時間進行交易，互相買到當地發行的股票，為三地證券市場合作、互蒙其利的重要的里程碑。

協助國內上市(櫃)公司 解決籌資困境之放寬措施

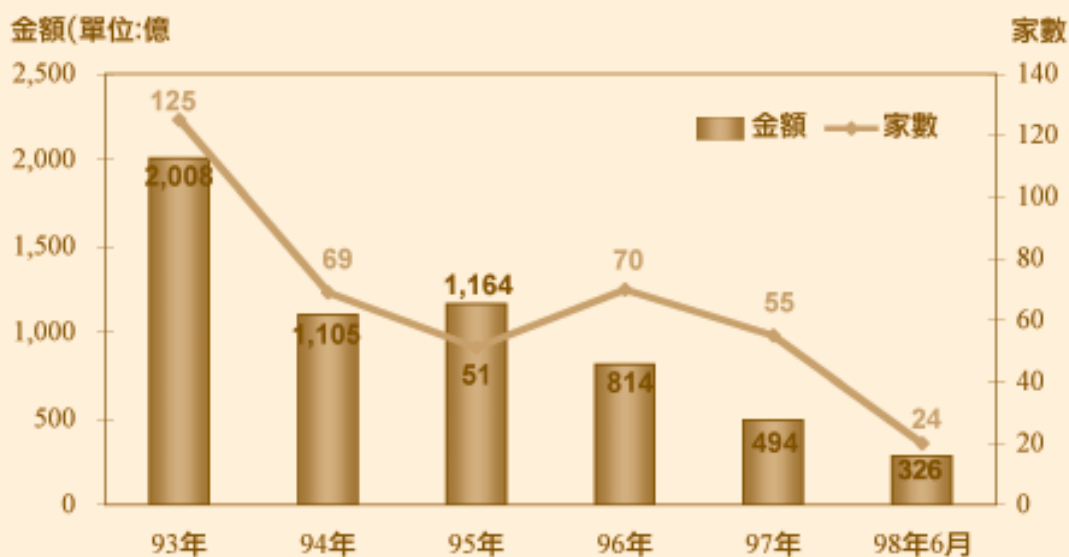
■ 鍾韻琳

壹、國內資本市場募資概況

受美國次級房貸風暴及投資銀行雷曼兄弟破產引發的金融海嘯之影響，國內外景氣反轉直下，台股於2008年11月21日創下六年來新低3,955點，連帶影響初級市場，致籌資市場出現急凍之情形。據統計，去(97)年下半年以來，約有24家上市(櫃)公司之籌資案陸續延期、撤銷籌資案件或是調降現金增資承銷價格。97年度國內上市(櫃)公司不論係辦理現金增資籌資或發行轉換公司債，案件數及金額均較前二年大幅減少(如表一)，尤以現金增資案所受之衝擊最為嚴重，全年僅19件現金增資案，金額約203億，增資案件數及金額均較96年減少近

7成；反觀一般公司債卻因股市表現低迷、市場利率持續下滑，企業紛紛轉向較低成本的債市籌募資金，致一般公司債之募資金額大為成長，97年度發行公司債案件數達30件，發行金額則因有中鋼及國泰金等較大型募資案大幅成長至1800億。在初次上市(櫃)案件方面，97年全年僅31家初次上市(含19家上櫃轉上市)、24家初次上櫃(如圖一)，另計有11家企業撤回上市申請、8家企業撤回上櫃申請，致而多數企業申請撤件的理由為受全球股災與總體經濟不佳的影響，顯示國內資本市場確實受到相當程度之衝擊。

圖一、最近五年度國內初次上市、上櫃概況



資料來源:證期局網站

不僅國內籌資市場冷清，隨著國際股市大跌，企業赴海外市場籌資難度不低於國內。97年度國內上市(櫃)公司發行海外存託憑證僅5件，募資金額僅約5億美元，邇來國際上籌資案件之發行價格折價逾一成甚或更低者亦有之，而發行海外公司債募資之情況亦顯示冷清。

儘管今(98)年第一季台股未持續下挫，但97年下半年股市大幅崩跌效應持續，不少上市(櫃)公司募集資金規模縮減，嚴苛考驗企業的營運成長，台灣企業體質雖不壞，然面臨籌資不順之情形下，仍不利企業發展與維持競爭力。

為協助國內上市(櫃)企業順利於資本市場募集資金，本公會於去(97)年底至本(98)年初陸續研議因應措施並陳報主管機關後，分別於98年2月6日

與98年2月18日放寬現金增資案(含海外存託憑證)之發行價格訂價時點與下限、開放已發行之轉換公司債增設特別重設條款等相關規範。此外，本公會於98年5月26日並針對承銷商會員輔導發行公司申報以償還98年底前到期或可賣回之可轉換公司債為資金運用計畫項目者，放寬其發行總額上限之計算方式。茲就本(98)年度採行之各項放寬措施予以分述。

貳、現金增資案件訂價規範放寬規定

一、放寬國內現金增資案發行價格訂價時點

(一)現行規範

依本公會「承銷商會員輔導發行公司募集與發

表一、最近三年度上市、上櫃公司辦理國內外籌資概況

單位:億元/%

年度 籌資 項目	95年度			96年度			97年度			至98年6月止		
	件數	金額	%	件數	金額	%	件數	金額	%	件數	金額	%
現金增資	68	559	22%	72	596	30 %	19	203	8%	14	274	42%
一般公司債	23	1,150	45%	14	424	22%	30	1,789	76%	6	288	45%
可轉換公司債	63	836	33%	116	958	48 %	44	368	16%	14	83	13%
國內合計	154	2,545	100%	202	1,978	100%	93	2,360	100%	34	645	100%
海外公司債	11	16	46%	5	10	19%	5	11	68%	-	-	-
海外存託憑證	7	19	54%	5	42	81%	4	5	32%	1	2	100%
海外合計	18	36	100%	10	52	100%	9	16	100%	1	2	100%

資料來源:證期局網站。

註1:募資金額係以金管會同意申報生效或核准之時點計算。

註2:海外案件金額係以美元為單位。

行有價證券自律規則」(以下簡稱自律規則)第六條規定,承銷商就提撥對外承銷採公開申購方式處理配售之案件(即原股東按原有股份比例儘先分認者),向本公會申報承銷契約備查時,承銷價格不得低於其向主管機關申報案件生效後董事會決議除權基準日之會議當日(或董事長決定除權基準日之當日)前一、三、五個營業日擇一計算之收盤價平均股價之七成。

(二)短期放寬措施

1. 適用案件:

以98年6月30日(含)前取得金管會申報生效函,且發行公司原股東按原有股份比例儘先分認,承銷商就提撥對外承銷採公開申購方式辦理配售之案件為限。

2. 發行價格訂定時點:

上市(櫃)公司得經董事會決議通過調降價格,並以該次董事會決議日期為定價基準日,調降後發行價格之訂定不得低於定價基準日前一、三、五個營業日擇一計算之普通股收盤價簡單算術平均數扣除無償配股除權(或減資除權)及除息後平均股價之七成,惟該次董事會議至遲應於承銷公告日前第五個營業日(含)召開。

3. 承銷商提出申請調整發行價格時應敘明理由,並檢附發行公司相關會議決議文件、就員工與原股東或認股人等可能主張其權利受損部份之補償方案等書件,向本公會申報備查,並應輔導發行公司於公開資訊觀測站中公告相關更新訊息。

二、放寬現金增資案(含海外存託憑證)發行價格下限

(一)現行規範

依自律規則第七條規定,國內上市(櫃)公司辦理現金增資發行普通股經股東會決議原股東全數放棄優先認股者,如採詢價圈購方式辦理承銷,其發行價格之訂定於向金管會申報案件、辦理詢價圈購公告及向本公會申報承銷契約時,皆不得低於其前一、三、五個營業日擇一計算之普通股收盤價之簡單算術平均數扣除無償配股除權(或減資除權)及除息後平均股價之九成;如採競價拍賣方式辦理者,於向金管會申報案件、向本公會申報辦理競價拍賣公告時,皆不得低於其前一、三、五個營業日擇一計算之普通股收盤價之簡單算術平均數扣除無償配股除權(或減資除權)及除息後平均股價之九成。

另依自律規則第九條規定,上市(櫃)公司辦理現金增資發行新股參與發行海外存託憑證,其發行價格之訂定方式及依公司法第二百六十七條第一項保留員工承購股份於員工未認購時之處理方式,均應列成議案經股東會討論並決議通過。而向金管會申報案件時,暫訂發行價格不得低於其前一、三、五個營業日擇一計算之普通股收盤價之簡單算術平均數扣除無償配股除權(或減資除權)及除息後平均股價之九成。實際發行價格不得低於訂價日收盤價、訂價日前一、三、五個營業日擇一計算之普通股收盤價之簡單算術平均數扣除無償配股除權(或減資除權)及除息後平均股價之九成。

(二)短期放寬措施

1. 適用案件：

以98年6月30日(含)前向金管會申報辦理現金增資發行普通股經股東會決議原股東全數放棄優先認股及現金增資發行新股參與發行海外存託憑證者。

2. 發行價格下限：

所適用案件之發行價格下限由本公會自律規則第七條暨第九條第二項至第三項規範基準價格之九成放寬為基準價格之八成。

3. 應檢具資料

(1) 本放寬措施施行後向金管會申報之案件

暫訂發行價格低於本公會自律規則第七條暨第九條規範基準價格之九成(但不得低於八成)者，發行公司應敘明發行價格訂定依據、合理性及對股東權益之影響說明，列成議案經股東會討論並決議通過後，併同相關申報書件向主管機關申報，且於向本公會申報案件時(海外存託憑證案件除外)亦應檢具上述資料。

(2) 本放寬措施施行前申報之案件(含已申報生效但尚未承銷及已申報未生效之案件)實際發行價格低於本公會自律規則第七條暨第九條規範基準價格九成(但不得低

表二、現金增資發行普通股及發行海外存託憑證放寬前後規範比較表

項目	適用案件	現行規範	放寬後規範
訂價時點	1.98年6月30日(含)前取得金管會申報生效函。 2.SPO(採公開申購者)。	依本公會自律規則第六條	依98年2月6日中證商電字第0980000194號函
		訂價基準日： 向主管機關申報案件生效後董事會決議除權基準日之會議當日(或董事長決定除權基準日之當日)。	訂價基準日： 經董事會決議通過調降價格之會議當日。該次董事會議至遲應於承銷公告日前第五個營業日(含)召開。
訂價下限	1.98年6月30日(含)前向金管會申報。 2.SPO(採詢價圈購或競價拍賣)。	依本公會自律規則第七條	依98年2月18日中證商電字第0980000267號函
		發行價格下限： 不得低於基準價格之九成	發行價格下限： 不得低於基準價格之八成
	1.98年6月30日(含)前向金管會申報。 2.海外存託憑證。	依本公會自律規則第九條	依98年2月18日中證商電字第0980000267號函
		發行價格下限： 暫訂發行價格及實際發行價格均不得低於其基準價格之九成。	發行價格下限： 暫訂發行價格及實際發行價格均不得低於其基準價格之八成。

於八成)者，應先檢具董事會會議紀錄、律師出具之適法性聲明、發行價格訂定依據、合理性及對股東權益之影響說明、承銷商評估資金順利募集完成之可行性說明，向主管機關申報變更發行條件，獲主管機關核准後向本公會申報承銷案件時(海外存託憑證案件除外)亦應檢附上述資料。

4. 優先配售原則

發行公司應公告原股東可參與詢價圈購之相關訊息，且承銷商處理配售時，應優先配售予原股東，以保障原股東權益。

依本公會「證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法」第二十二條之一規定採詢價圈購配售辦理之案件，應保留詢價圈購可配售總數量之百分之五十，按照原股東持有股份比例優先配售予原股東，且仍受本公會「證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法」第二十七條、第三十六條及第四十三條之一第二項規定限制。原股東未認足上述百分之五十之贖餘部分，由承銷商併入一般圈購人部分配售之。

5. 現金增資發行新股參與發行海外存託憑證者，於處理配售時應符合向主管機關申報時之承諾事項(包括不得配售予內部人等)，並遵循國外市場慣例及當地國之相關法令規定。

6. 承銷商辦理配售應符合相關法令規範，不得有圖利特定人且損及股東權益之情事，並應輔導發行公司於公開資訊觀測站中公告相關訊息。

參、轉換公司債發行條件放寬規定

一、 98年12月31日前到期或可賣回之轉換公司債得於發行辦法中增修特別重設條款等條件

為減低已發行流通在外轉換公司債於債券到期或因投資人執行債券賣回權時，發行公司面臨還本付息及再融資之壓力，減低企業發生流動性危機之可能性，爰開放98年12月31日前到期或可賣回轉換公司債之發行公司得經相關程序於發行及轉換辦法中增修特別重設條款或調整原發行條件(如延長原公司債到期日等)，使債券持有人除於到期(或賣回)得因還本取回債券本金外，亦得因特別重設條款，增加以轉換方式取回與「到期(賣回)還本」等值之發行公司股票之選擇機會，期以透過此種「以債作股」的權宜機制，協助發行公司安然渡過目前困境而能永續經營，作為解決目前資本市場停滯、失靈問題的纾困配套方案之一。

惟依公司法第263條及264條規定，公司債債權人之受託人，或有同次公司債總數百分之五以上之公司債債權人，得為公司債債權人之共同利害關事項，得召開同次公司債債權人會議，該會議之決議應有代表公司債債權總額四分之三以上債權人之出席，以出席債權人表決權三分之二以上之同意行之，並應經申報公司所在地之法院認可並公告後，對全體公司債債權人發生效力。鑑於前述處理程序較為冗長，為加速適用程序以即時解決上市櫃公司資金壓力，發行公司或可考量在兼顧債權人與股東雙方權益下，尋求較為便宜之處理方式，如採取經

股東會決議通過於已發行之可轉換公司債發行及轉換辦法中增列特別重設條款等修正條件，並與債權人協商與邀約後為之，其適法性發行公司並應自行審慎考量。

二、放寬申報以償還已發行公司債為資金計畫項目之發行公司，具普通股轉換權有價證券之發行總額上限

為協助企業籌資，避免申報發行具有普通股轉換(認購)權之各種有價證券以償還已發行之公司債為資金運用計畫項目時，該次申報上述有價證券與被償還之公司債依各別轉換(認購)價格設算轉換(認購)後所增加之股數產生重複計算，造成可籌措資金額度縮減或因抵觸本公會規定而無法申報籌資案件。爰放寬發行公司以償還98年12月31日前到期或可賣回之轉換公司債為資金運用計畫項目者，被償還之公司債依各別轉換價格設算轉換後所增加之股數，得不列入本公會「承銷商會員輔導發行公司募集與發行有價證券自律規範」第4條股數之計算。

此外，發行公司於向主管機關申報案件時，應向主管機關出具該募資案件之募集款項應以專款專用方式留存於銀行專戶供投資人贖回，不得辦理資金運用計畫變更之承諾書，及預計償還之公司債於

98年之到期日或賣回日前發行公司須完成資金募集之承諾書。

肆、結論

自93年底主管機關積極推動資本市場改革以來，我國有價證券募資相關規範逐漸檢討修正，已大幅降低國內外籌資條件之差異，另透過承銷商專業審慎評估發行公司辦理籌資之需求，近年來募資案件及金額總量雖有下降，但平均之籌資金額卻逐漸提升，顯示於國內資本市場籌資仍是企業之較佳選擇。惟面臨百年來僅見之金融風暴下，全球股市急遽下跌，銀行授信亦轉趨保守，主管機關為協助企業順利籌資，以維持正常營運與發行，已於今(98)年研擬延長募資案件繳款期間、延長上市(櫃)案件之掛牌期間、放寬企業募資項目可償還已發行之公司債及開放發行公司得以前次籌資案尚未使用之資金償還公司債等多項措施。本公會亦冀望透過本次放寬企業於國內外籌資之規範，使企業不僅於國內或國外皆能順利籌資，並將藉此爭取到龐大國外資金，提升國內企業之國際知名度，俾利推動我國成為亞太金融中心，進而吸引長期資金及國際投資人來我國投資，促進我國經濟之發展。

(*作者為證券公會電腦資訊組專員)

證券商競爭力與原則基準監理制度

■ 陳春山、李智仁、詹雅琪

關於資本市場活動之監理方式，從立法策略與金融監理之面向觀之，大致可區分為原則基準(Principles-based)以及規範基準(Rules-based)等二種規範模式，前者係以原則性之提挈作為規範內容，後者則以具體且細密的條文來呈現。我國證券商之監理，從往昔以來均採取以規範基準的方式。此種方式固然有其優點，然為因應變遷迅速之金融環境，有必要引進原則基準精神以調整我國現行規範，避免與市場需求脫節。

原則基準(Principles-based)之監理法制可更有效達成主管機關規範目標，同時降低證券商法規遵循成本、賦予金融創新空間，而達成持續提昇證券商競爭力之目標。

壹、原則基準(Principles-based)監理之基本概念

原則基準(Principles-based)之資本市場監理規範係近年來受到熱烈討論，在世界各地實施完整或部分原則基準法制之國家，大致上有英國、美國與加拿大等國。一般在說明原則基準(Principles-based)與相對概念即規範基準(Rules-based)之區別時，通常會以速限為例。詳言之，如果為防範交通事故之發生，法令規定「行駛於本段道路之車輛，無論在任何情況，均不可以超過合理審慎之速度行進」，此為原則基準模式；倘若規定「行駛於本段道路之車輛，車速均不得超過每小時90公里」，此即屬規範基準模式。在後者情況，立法者或執法者所關切者，乃此特定車輛之行駛速度是否超過限速90公里；然而，在前者情況，則必須判斷何謂審慎合理之速度。另應注意者，採取原則基準

(Principles-based)規範方式的另一重要問題，乃在必須進而判斷哪些「原則」是在任何情況(all the circumstances)均適用，此亦為規範之重點所在。

一、原則基準(Principles-based)與規範基準(Rules-based)監理模式之區別

承上所述，原則基準(Principles-based)以及規範基準(Rules-based)等二種監理模式，乃當今資本市場所常見的制度。簡言之，前者側重原則性之規範，在法律中賦予決策者及受規範之對象，有更彈性之空間。對於監理者而言，可以讓其於花費最少成本之情況下，選擇最適宜之監理手段，有助於促進實質平等，同時降低武斷裁量之機會。而最重要者，莫若此等規定可使監理者與時俱進，得以配合不同情況而作適合之決定。對於受監理者而言，由

1 See Howell Jackson, An American Perspective on the U.K. Financial Services Authority: Politics, Goals & Regulatory Intensity, in Lee-Jay Cho & Joonkyung Kim, eds., REGULATORY REFORMS IN THE AGE OF FINANCIAL CONSOLIDATION: THE EMERGING MARKET ECONOMY AND ADVANCED COUNTRIES (2006).

2 See Louis Kaplow, Rules versus Standards: An Economic Analysis, 42 DUKE L. J. 557, 559-60(1992).

於規範中僅使用原則性規定，並未明確勾稽條件與限制，因此其可於規範所容許之範圍中，選取合適並有利於己身經營之方式，以達到獲利之目的。相對地，所謂規範基準模式，則是在規範中明確規定所有要件，此種模式可收規範清晰之效，惟對於監理者與受監理者而言，都必須受到規範之規制，而較無彈性空間。

二、採取原則基準監理模式之利基與問題

原則基準(Principles-based)之監理方式在適用及運作上，有其利基，當然也有其必須面對之問題。首先說明其利基如下：

(一) 減少程序性規範之束縛

此種模式係以目標為導向，對於所欲達成之目標僅作原則性之規範，可以減少行政機關所訂定準則等程序性規範之束縛。按倘依規範基準(Rules-based)之規範方式，雖然可收規範詳細、標準清晰之功效，但往往因為配套之行政命令及規則過於繁複，導致業者或法規之適用者，常受到束縛。而不若單純採取原則基準(Principles-based)之原則性規定，以目標為明確導向，揭示法規所欲規範之原則，在適用上顯較清楚可行。

(二) 運用上較具彈性

對於快速變化之金融產業環境，能夠提供監理者與適用者較具彈性之空間。從金融監理之角度以觀，採取規範基準(Rules-based)之監理方式雖看似明確可稽，然因金融法制必須配合瞬息萬變之金融環境，因此與其他法規容有差異，而必須賦予較大之規範彈性。如採取原則基準(Principles-based)方式之規範，既僅針對原則加以規範，監理者於執行

金融監理作為之際，即可視當時之需要，施以適當之規範；對於法規之適用者而言，亦因法規之與時俱進，亦能有較高度之期待，對於監理行為之接受程度也相形較高。

(三) 可引導企業資源作有效之分配

在原則性之規範下，提供企業經營者選擇有利程序以達成目標之空間與機會，將資源運用於有價值之活動上。在監理精神下所產生之規範，常因法規之修訂過程繁複且費時冗長，往往致使企業無法適時將所擁有之資源加以分配，而錯失投資良機；反之，如果採行原則基準(Principles-based)方式之監理規範，則因其僅作原則性規範，主管機關所制定之程序性規範亦較切合實際，企業即可將資源作有效之分配，企業經營者亦可選擇有利程序以達成目標之空間與機會，將資源運用於有價值之活動。

(四) 降低法規複雜度

規範基準(Rules-based)監理精神下所產生之規範，因為必須呈現具體而微之規範內容，其法規之複雜度也自然顯得複雜，然而，法規一旦過於複雜，法規之適用者(不論是專業投資人抑或一般投資人)將同感困擾，唯恐法規檢視之疏漏，而導致行為之違法。相對地，採行原則基準(Principles-based)方式之監理規範，則無法規複雜化之問題，而能使法規之適用者易於瞭解、記憶、運用與遵循法規。

然而，應注意者，採用原則基準(Principles-based)之監理方式，亦須面臨下列問題：

(一) 規範較不明確，使主管機關對於企業於法令遵循之標準上可能產生不一致之評價，使企業難以預期行為是否可能違反準則

採行原則基準(Principles-based)方式之監理規範，因為只針對原則加以規定，規範上往往不甚明確，可能會導致同一事由，主管機關與企業對於該規範之認知不一，而引發法令遵循上之疑義。此外，也因為難以預測主管機關將採取何等解釋，從而企業對於其行為是否違反相關行為法規或準則之不確定性，也相對增高。

(二) 如果實施不力，容易增加其他的指導準則，或以個案為範例，反而又回到規範基準(Rules-based)之規範方式

在採行原則基準(Principles-based)監理方式之情況，如果行政主管機關未能貫徹原則基準(Principles-based)之監理精神，立法機關未能掌握符合原則基準(Principles-based)監理精神之立法方式，則將徒然增加法規之實施障礙。申言之，主管機關倘因立法規範不足，而必須透過大量之行政命令或指導準則，或以某某個案為範例以形成常規，不僅造成適用上之不便，也彷彿變成規範基準(Rules-based)之規範方式一般。

(三) 可能增加業者與主管機關間之溝通成本

承如上述，如果因為採行原則基準(Principles-based)之監理規範方式，而導致業者僅明瞭原則性之規範，卻常無法透析其意涵時，業者勢必耗費相當時間與主管機關進行溝通，其間所花費之溝通成本殊 考量。

(四) 可能因為專業知識不足或心態問題，而產生執行上之風險

原則基準(Principles-based)之監理方式下，主管機關所擁有之執行範圍，往往較諸規範基準(Rules-based)規範方式有更多的彈性，也有較強之權限。如果相關執行人員因為專業能力不足，抑或不敢勇於任事，將產生執行上之風險。

一般說來，採用規範基準(Rules-based)之規範方式，在規範上較屬精確與確定，蓋其藉由法條文字之敘明，使受規範之行為內容等相關重點，在條文內容中忠實且清晰地呈現，受規範者只要不逾越其範圍，自無違法之虞，在法律之適用上較具確定性。但是，規範基準(Rules-based)規範方式相對地也具有無法及時反映市場需求之特點，往往會造成有心人士進行法規套利，而對市場造成傷害。而綜據前開所述，原則基準(Principles-based)規範方式則顯然較具彈性，對於市場之需求也有較高度的敏銳性，也較能落實公平理念。惟此等規範方式在採用時，必須排除其因不確定性、無法預測性以及理解上之難度所造成之壁壘，同時亦應兼顧規範者過度擴張裁量之任意性。其實，究竟一個國家的規範體系是否純然採取原則基準(Principles-based)或是規範基準(Rules-based)方式，往往不能一概而論，真正必須深究之問題所在，應在於規範者(立法者)與被規範者是否對於規範之內涵均能清楚理解，因為所牽涉者乃將來如何實施以及實施成效問題。

三、影響原則基準監理模式成效之要素

欲使原則基準(Principles-based)規範模式能夠有效運作，必須檢視以下六項要素是否具備⁴：

3 See Antonin Scalia, The Rule of Law as a Law of Rules, 56 U.CHICAGO L. REV. 1175(1989); see also Cristie Ford, New Governance, Compliance, and Principles-Based Securities Regulation, 46 AM. BUS. L. REV 1(2008).

4 See Cristie Ford, Principles-Based Securities Regulation, A Research Study Prepared for the Expert Panel on Securities Regulation, 3,3 4(Jan 2009).



（一）規範文化

主導原則基準(Principles-based)規範方式之立法者，在立法時應側重如何以恢弘的角度檢視所欲規範之概念，以達成具有彈性以及功能導向之方法，並掌握最即時之資訊，進而以規劃符合現代意義之規範內容。為拓展此項工程，需要學者專家之協助外，更需要業者與主管機關間更多的信賴與溝通，以提出符合實際需求之規範。

（二）對市場參與者所產生之影響

為了使業者能夠藉由原則基準(Principles-based)規範方式之提出獲得應有之利益，業者須有一段相當之時間對於新制度進行調適，甚至如何給予其教育或其他支援，均屬推展原則基準(Principles-based)規範時應加以重視者。

（三）系統與資訊之良好管理

原則基準(Principles-based)規範架構下之規範者，必須要有充分的資訊來源，以構築其規範體系，同時協助其頒布或增補原則基準(Principles-based)規範下設之行為準則或綱領(如Guidance之屬)。

（四）應以成果為導向（Outcome-oriented）

規範之重點應較多著眼於成果導向，而較少置於行為或過程之細膩規定。其目的在使原則基準(Principles-based)規範所形成之法制環境，能夠保

持應有的彈性，也較使人易於理解相關規範內涵。

（五）提昇規範之可信賴度

為使原則基準(Principles-based)規範架構下之裁決獲得尊重，主管機關之作為應當具有合理性、可預測性並有回應之善意。

（六）確保機制之可掌握度

採用原則基準(Principles-based)規範之主管機關應具備法律上賦予之權力訂頒相關遵循準則與綱領，同時其本身亦必須擔任該原則基準之說明與釋疑工作。

貳、我國建立以原則為基準之證券商監理制度的可行性分析與建議

目前我國對於證券商品多採正面表列方式，相關審查制度也多沿襲傳統的規範基準(Rules-based)模式，對於證券商之監理亦然。然而，近年來我國積極籌劃亞太金融中心之建立，為使我國證券商更具競爭力，並使整體市場規範能與國際接軌，容有思考建立原則基準監理制度之可行性。

一、我國證券商採用原則基準監理模式之效益

我國現行證券監理制度所存在之僵化現象，使得所有證券商適用單一標準之法規，其優點固然在於法律之界限明確可期，但是也侷限了證券商在金融創新方面之活力。此外，監理者使用同一標準檢

視所有被監理者，是否能確切透析其體質之良莠，亦不無可議。此外，如果因為過度缺乏彈性之監理制度，導致證券商均往齊一之方向前進，所有的商品設計亦都規格化以符合法令之規範，則一旦有另一波危機侵襲，則難保不會導致所有業者均受其害之命運。職是之故，未來資本市場之發展必將再度活絡，如果可以檢視現行規範基準(Rules-based)監理制度不足之處，代之以原則基準(Principles-based)之模式，則除能提昇證券商之業務效能，同時對於市場之發展亦有裨益。

未來就證券商之監理，其重點應置於如何降低遵循法規之成本，同時達成良好的風險管控目標。詳言之，就下單方面，證券交易之客戶下單，營業員應確認該委託單上應有客戶之簽名。之所以設計此項制度之目的，當然著眼於風險之管控，而管控內容即係對於客戶開戶之把關以及其後之相關變更程序，證券商均應確認為客戶本人開戶及本人下單。而在確認進行此等確認客戶身分(Know Your Customers, KYC)程序後，即可降低相關風險⁵。然而，現行規定要求證券商必須保存下單客戶之簽名達一定年限(現為5年)⁶，實與風險管控無關，而且徒增證券商之困擾。也因此，未來針對此部分，除應體認規範重點為法規遵循成本之降低與風險管控之必要外，也應朝原則基準(Principles-based)之模式進行監理制度的調整，由主管機關劃定一界限進行管控即可。此外，關於內部人交易方面，證券商內部人交易必須先行申報，同時尚有分層簽呈之規定，顯然亦過於繁複，未來容有一併朝原則基準(Principles-based)方向調整之必要。

原則基準之監理制度得賦予證券商更靈活彈性之運作空間，只要不踰越法律規範之原則，透過自律機構(SRO)或主管機關依實際之需要，發布相關命令，俾令遵循，證券商得使營運內容更切合規範重點，而不致於花費過多不必要之成本。以前揭風險管控或內部人交易議題為例，如果法律不僵化且硬性地規範過度細節之內容，而僅揭示風險管控之重點所在，而將細部內容授權主管機關或自律機構進行規範，則證券商將可節省諸多不必要之成本支出。此外，原則基準之監理制度也可針對監理對象之管理進行原則性之分級規範，不僅可使證券商之管理依等級而進行差異化管理，對於投資人或消費者而言，也得以藉由此種管理而獲得更多保障。

二、金融海嘯後監理模式之發展方向

除了針對我國現行制度，得以原則基準(Principles-based)監理模式進行調整外，綜觀金融海嘯後全球未來之證券監理方向，亦可有所啓發。觀諸金融海嘯所帶來之損害，究其源頭乃槓桿之過度操作以及人謀不臧等情事橫生，從而世界各國之監理主管機關莫不亟思因應，而所獲致之初步結論大多為功能性監理規範之成型為當務之急。倘深究功能性監理(Functional Supervision)之內涵，實不難發現原則基準(Principles-based)監理規範亦為其中之重要基柱，蓋其能有效地保持監理彈性，兼顧業者需求與消費者保護間之平衡，並能降低無謂之遵法成本，若能輔以周密之行為規範或準則(如英國之Handbook)，將能發揮法制應有之效率。職是之故，功能性監理既然成為金融海嘯後重要之法制

5 證券商管理規則第34條第一項、第二項。

6 證券商管理規則第29條之1第一項、第二項。

發展導向，落實原則基準(Principles-based)之規範方式亦將成為未來證券商監理之重要思考方向。

三、建立原則基準監理模式之策略與法制建議

對於傳統上一向採取規範基準法制的我國，倘驟然採取截然不同的原則基準法制，有事實上之困難。然而，原則基準(Principles-based)監理模式的確有其存在之必要與效益，因此，建議應區分短中長期階段以達成形塑原則基準(Principles-based)監理制度之目標。

(一) 短期目標—選定範疇與模式

在建立原則基準之證券商監理制度之過程中，短期目標中應著眼者為選定建立之制度範疇與模式。

1. 範疇之選定

目前關於證券商之監理，頻仍出現之問題多與證券商內部人員之管理不善，導致投資人權益未受保護有關，從而未來實有必要就此進行以原則為基準之調整並試行。簡言之，在範疇之選定上，本研究建議，目前世界各國之原則基準法制，仍以英國法制為代表，除其本為世界之金融核心外，FSMA法所呈現之規範面向亦較其他國家完整，因此在比較法之角度上，仍建議參考英國與新加坡之制度進行改革。而在我國證券商監理制度上得以借鏡之處，並納為優先適用之範疇者，應偏重於下列範圍：金融行銷之監理、單一證照之取得、證券服務人員之管理以及內部稽核與風險管控等項。其中著眼者在於消費者或投資人之權益保障，以及證券商內部業務之規範與執行。

2. 模式之選定

模式之選定可謂係未來建立以原則為基準之證券商監理制度中，最為重要之部分。按立法技術而言，可以區分為：(1)規範基準；(2)原則基準以及(3)複合基準等三種模式。顧名思義，規範基準即係透過明確的界限(bright line)就所欲規範之事項加以規定，而原則基準則偏重規範重點之揭櫫，此已如前述。而第三種複合(complex)模式，其結合了規範基準與原則基準之優點，並呈現互補之功效。詳言之，複合模式所呈現的法條，可以突顯法規之規範目的，並使法條內容與此目的更為貼近；同時，此模式也可以降低因為採取原則基準所隱藏的規範不確定性，而使法規遵循者不致產生法規誤用或濫為解釋之情事⁷。

3. 修法建議

未來倘若推行原則基準模式之監理制度，依據前揭範疇與模式之選定，可提出相關修法建議如下：

(1) 證照之監理方面

可參考新加坡證券期貨法第86條第一項第四款之規定，制定關於證照監理之原則性條文。條文內容試擬為：「證券商基於業務發展之需求，得向主管機關申請承作一項或多項業務之證照，並執行該證照上登記之各項業務。(第一項)於下列情形，主管機關得拒絕申請者之申請：一、○○○○；二、○○○○；三、○○○○(第二項)。

(2) 行銷之監理方面

建議參考英國金融服務暨市場法第5、21、22

7 See Julia Black, Making a Success of Principles-based Regulation, Law and Financial Markets Review (May 2007), at 194-195.

及145等條文、新加坡證券期貨法第88條以及我國金融服務業法草案第10條之規定，制定關於行銷監理之原則性條文。條文內容試擬為：「證券商應以善良管理人之注意義務及忠實義務，本於專業及誠信原則與公平原則執行業務與商品之行銷。(第一項)證券商應建立適當之公司治理制度，並應維持財務、業務之健全。(第二項)為落實前二項之規定，關於下列事項應由證券商議定後報請主管機關(或交易所)核准之：一、○○○○；二、○○○○；三、○○○○(第三項)」。

(3) 證券服務人員之管理方面

建議參考英國金融服務暨市場法第64條之條文，就證券商服務人員進行原則性之規範，條文試擬為：「證券商應妥善管理其服務人員，該人員並應具備充分之資格條件。(第一項)主管機關對於前項事務之管理，應針對不同人員之服務範圍與級職，訂定不同之規範。(第二項)違反前二項之規定者，主管機關應對違反之證券商為下列處分：一、○○○；二、○○○；三、○○○(第三項)」。

(4) 內部稽核與風險管控方面

建議參考新加坡證券期貨法第102條之規定，制定關於內部稽核與風險管控之原則性條文。試擬條文為：「證券商應建置合適之內部稽核與風險管控制度。(第一項)證券商對於客戶應建立適宜之之開戶與個人資料調查與保存制度。(第二項)關於前二項規定之制度，應由證交所議定後報請主管機關核定之：一、○○○○；二、○○○○；三、○○○○(第三項)」。

(二) 中長期目標

揆諸現行銀行、證券以及保險公司之機構別區

分已不再明顯，所提供之金融產品風險界限模糊與風險互換效應盛行，金融集團組織也逐漸成形，推動證券商朝向投資銀行業務之推展亦屬勢在必行，建議未來應朝向原則基準(Principles-based)之管理方向進行監理之興革，以收金融創新之效。而在推展過程之中長期階段，為避免原則基準(Principles-based)規範模式所可能產生之風險，主管機關與業者均應逐漸培養較高之道德標準及專業素養，並可考量採取分階段立法之方式逐步引進原則基準(Principles-based)之監理精神。

在具體作法上，建議持續推動證券商業務法規之鬆綁，給予證券商較為寬鬆之業務發展空間，並同步規範強化證券商資本適足、風險控管能力及內部控制與內部稽核制度之落實執行。此外，亦應透過強化業者自律之方式，以輔助原則基準(Principles-based)規範之落實，尤其在未來交易所進行整併後，是否仍應保留其對於券商之處分權，亦思考，似應回歸業者自律之思考為宜。因此，建議未來可於證交所或券商公會成立相關委員會，以敦促證券業相關機制之建置。

此外，為貫徹原則基準(Principles-based)之監理精神，應藉由公司治理實務最佳守則、最佳行為準則(Code of Best Practices)、職業道德標準(Code of Ethics)，要求受規範者遵守。同時亦應輔以「遵守否則揭露」(comply or disclose)或「遵守否則解釋」(comply or explain)之機制，使受規範者能揭露未遵守之事實或進一步解釋未遵守之理由，賦予規範上之彈性。

參、結論與建議

關於資本市場活動之管理方式，從立法策略

與金融監理之面向觀之，大致可區分為原則基準(Principles-based)以及規範基準(Rules-based)等二種規範模式，前者係以原則性之提挈作為規範內容，後者則以具體且細密的條文呈現。我國關於證券商之監理制度，從往昔以來均採取後者之規範方式。此種方式固然有其優點，然為因應變遷迅速之金融環境，有必要引進原則基準精神以調整我國現行規範。尤甚「原則基準」具規範效果導向(Outcomes-oriented)的政府、業者、消費者三贏效能。具體而言，原則基準規範可更有效達規範目標「市場及企業風控」、降低規範執行及遵循成本、有利於提昇證券商競爭效能，值得我國採納。

建構成功的原則基準監理制度，有以下幾項要素必須落實：

- 一、主管機關與業者及投資人應對於功能性規範方向以及原則基準(Principles-based)監理制度形成共識，亦即必要事項訴諸法規，但其他事項則可透過自律方式進行授權裁量；

- 二、應確認原則基準(Principles-based)方式適用之監理領域為何；

- 三、應正視建置原則基準監理制度所需之成本與流程；

- 四、確定原則基準監理制度中監理者與被監理者之責任內涵與權利義務；

- 五、應建立執行原則基準監理制度之配套機制與救濟程序(包括建立專業獨立之委員會以處理業者之申訴，而避免主管機關之原則裁量違反授權原則)；

總而言之，推動原則基準之證券商監理制度並非一蹴可幾，而宜區分為短期與中長期之階段推動之。在短期階段部份，應選定建立之制度範疇與模式。其次，在中長期階段，應落實業者自律，以利未來得以輔助原則基準(Principles-based)規範之落實。為建立市場關係人共識，茲建議舉辦媒體論壇以逐步實施功能性效果導向之原則基準證券商監理制度。

(*作者陳春山現為中華大學講座教授、亞卓國際法律事務所資深顧問；李智仁為信託協會副秘書長；詹雅琪為台北大學法研所研究生)

我國證券相關公會自律機制之強化與整合

■ 董瑞斌

壹、前言

中國科技大學商學院財務金融系研究團隊接受中華民國證券商業同業公會之委託，就我國證券相關公會自律機制之強化與整合進行研究。研究團隊包括計畫主持人中國科技大學商學院院長董瑞斌教授、財務金融系方進義與范惠美兩位助理教授，以及王若蓮講師。在六個月的研究期間內，研究團隊廣泛蒐集、分析、比較英國、美國、加拿大、澳洲、日本及南韓等國證券相關產業之自律機制之沿革，此外，研究團隊亦蒐集及分析ICSA (International Council of Securities Associations) 及 IOSCO (International Organization of Securities Commissions) 對證券相關產業自律機制之國際典範作為我國之參考。

本研究除廣泛蒐集分析國際典範外，另透過國內文獻之檢討與實地訪談國內證券業、期貨業及投信投顧業之先進，以期獲得第一手之資訊，俾作為本研究之重要參考依據。

貳、內容摘要

一、我國證券相關公會自律機制現況

(一) 雙主管機關之困擾

我國證券商公會及期貨商公會同時受限於證券交易法（以下稱證交法）、期貨交易法（以下稱期

交法）及商業團體法（以下稱商團法）之規範，且未如證券投資信託及顧問法（以下稱投信投顧法）中設置相關公會專章規範，就投信投顧公會（自律組織）之設立、組織及監督規定之適用，分別於條文中明訂之。因此有關證券商公會及期貨商公會於會員權益、會員大會、公會組織、相關職權、經費種類及費率等，皆受制商團法規範，缺乏組織調整變動之專業與靈活性。

(二) 自律規範執行上仍有困難

證交法僅明訂主管機關對於證券商公會章程之主要内容訂定修改，及其業務之指導與監督以命令定之，以及規定公會理事、監事違反法令怠於實施該會章程、規則，濫用職權，或違背誠實信用原則之行為者之處置；但對於公會之理監事選任及有關專家選任比例未有任何規範，因而無法免除自利之疑慮。此外，該法未授權同業公會對會員及其會員代表違反章程、規章、自律公約或相關業務自律規範、會員大會或理事會決議等事項時之必要處置，只於公會章程內規範。再者，對於重大違反自律規範之會員之懲處須經三分之二會員代表出席，三分之二出席會員代表同意後始得為之，更突顯執行上之困難。

(三) 缺乏明確之業務及財務查察功能

證券商同業公會業務管理規則第六條明訂證券商同業公會應注意查察其會員之財務業務情形。惟

依據前項查察辦法，由證券商同業公會擬定之「公會會員業務查察辦法」僅針對證券商部份業務，如受託買賣外國有價證券業務、承銷或再行銷售有價證券業務及證券商辦理財富管理業務，辦理例行查核及選案查核，並未全面對會員所有業務及財務情形進行查核。然而期貨公會訂定會員查察作業辦法，即同時對會員財務、業務及內部稽核作業進行查察，相對較證券商公會完整。此外，人力不足亦是執行查察機能時之一大困擾。

（四）救濟及申復機制仍有待加強

有關公會會員違反自律規範之處理程序與相關救濟方面，證券商公會經其查明會員違反相關規範屬實，確有具體事證者，經紀律委員會審議通過，提報理事會決議予以適當處分；上述受處分會員如認為理事會之決議有其他未經提出且足以影響決議判斷之事由者，得於一定期限內向公會提出申復。但仍由公會紀律委員會就申復有無理由作成意見書，提送公會理事會重新討論。此一由相同委員會成員就同一事件重新討論之設計，對會員申復救濟實用不大。反之，較諸投信投顧公會針對會員違反自律規範申復救濟程序，即先提紀律委員會表示意見後，併同申復書件提請其他審議委員會審理。

（五）廣告文宣雖採事前審查制但仍易滋生紛爭

證券商公會針對會員公司廣告資料之監管，雖明訂證券商從事廣告而製作之有關資料應列入公司內部控制制度管理，並於對外使用前，先經內部承辦人、審核主管審核簽章並填製自我檢查表，確定內容無不當、不實陳述、違反相關辦法及法令之情事後始得使用；並規定公會會員製作宣傳資料及廣

告相關樣式、主題標示、自我檢查表及廣告刊登明細表，於對外為宣傳廣告行為前向公會提出申報，其案件自公會收到申報資料次一日起，而屆滿二個營業日即可生效。此雖名為事前審查制度，惟審查時間短且為自動生效制，在面臨同業競爭激烈時，難免滋生紛爭。

二、自律機制之強化

（一）公會會員及其從業人員應體認自律公約優先於法律

證券產業在絕大多數國家都是受高度管制之行業，不僅受他律(法律)之管制，更受嚴謹之自律機制所規範，我國三大公會會員及其從業人員應抱持能經營證券產業是一項「尊榮」的心理認知，除謹守相關之法令規定外，更應自動自發地制訂及執行高職業道德之自律規範，惟有如此才能贏得交易對手長期信賴感，否則一旦法律介入懲處違法或違規之會員時，不僅喪失投資大眾對該產業之信心，他律介入之強度亦可能因此而更加強，此對全體證券產業都是得不償失。

（二）強化三大公會自律機制之完備性

1.法源依據

比較三大公會自律機制之法源依據可知，投信投顧公會自律機制較證券商公會及期貨商公會完整，雖然三公會之自律機制皆須受商團法之管轄，但在投信投顧法已明確載明該公會業務優先受該法管轄，在特別法(投信投顧法)優於普通法(商團法)情況下，未盡事宜才適用商團法。此外，該法亦載明該公會之自律公約經該公會理事會通過後尚須報請主管機關核

定，其法律強度可較證券商公會及期貨商公會之報主管機關核備或備查強，是以未來證交法與期交法在修法時，宜仿照投信投顧法之制度設計，加強證券商公會與期貨商公會自律機制之法律強度。

2. 引進公益理監事

由於證券商公會及期貨商公會受制於商團法有關理監事須為會員之規定，而無法如投信投顧公會引進公益理監事以紓解自利管理之疑慮。本研究建議兩大公會在尚未修法達成如投信投顧法允許外部學者專家進入理監事會之前，不妨考慮在各委員會中引進公益委員，並加強公益委員在各委員會中之影響力，藉此消弭外界對自律機制無法免除利益衝突之非議。

3. 加強懲戒案件之執行效率

按現行規定，遇有會員違反自律公約時，其最終懲戒須由三分之二會員代表出席，且在三分之二出席會員代表同意下才能對該會員採行懲戒措施，惟此一決議門檻過高，常不易達成，因而導致懲戒喪失時效性。建議於未來修法時，加強紀律委員會之公益委員功能（證券商公會已有設置），並將會員大會對此類案件之決議門檻比照期貨公會及投信投顧公會調整成簡單多數決即可。

（三）加強對廣告文宣之管控

美國證券商使用廣告、銷售文書或通信，須於使用前十日內，向全國證券商公會的廣告/投資公司規範部門申報。申報內容需包括實際使用之文字及第一次預定使用日期。證券商廣告及銷售文書均需事前申報，並包括第一次預定使用日期。而任何會

員皆不得直接利用收音機或電視廣告做特定的交易推薦或提及或敘述過去的績效可於未來達成，但經公會行銷文宣審查小組在特定之情況下，於開始使用前十天或更短的時間審閱及許可者不在此限。而我國證券商公會雖採事前申報，但只有二個營業日即自動生效，時間過短，實不具審查效益。為減少此一紛爭，各公會似可加強要求會員於文宣播出前十日須連同相關資料送公會相關委員會審核，於同意後始可播出。

（四）加強申訴與賠償保護機制

我國各證券自律機構處理有關業者與投資人糾紛程序方面，僅能以公會內部相關業務委員會初審方式，協助瞭解並調解雙方之爭議。除調處外，若依初審結果，被申訴之業者有違反自律公約時，只能依自律公約處理，並無獨立專責機構審理及投資人賠償制度。同時，我國證券市場管理體系並未針對自律組織與管轄業者間發生糾紛，設計特定的處理程序及補償制度。本研究建議不妨參照英國FOS制度設置專屬機構處理爭議案件。

（五）投資人教育

不論英國或美國針對投資人全民教育及市場資訊透明度揭露之革新作法，非常值得我國證券自律機構在投資人教育及資訊公佈透明化程度方面之借鏡與努力方向。當然，惟有透過各分業管理之自律機構整合後，方能強化整體教育訓練功能，提供全面完善金融理財工具知識與分析功能。

（六）交易所與相關公會權責再明確分工

目前證券商公會僅針對證券商受託買賣外國有

價證券業務、承銷或再行銷售有價證券業務及證券商辦理財富管理業務辦理業務查核，而證券商重點業務如集中市場及櫃買中心有關經紀、自營業務之管轄完全透過券商與交易所依據契約簽訂內容進行相關規範及查核。由於交易所目前公司制組成結構並未符合自律精神，是以證券商應回歸證交法第16條行紀行為之規範。有關證券商對投資人相關業務關係，如開戶、徵信、授信程序，以及委託交易、交割、錯帳、更正帳務及違約等相關業務規範，都應完全由證券商自行處理與投資人關係，並由公會以自律規範管轄。另證券商再以行紀名義居間與交易所訂定單純交易契約，無須交易所介入管理證券商與投資人間之交易業務。若主管機關或交易所擔心上述作法可能影響交易秩序，主管機關、交易所及櫃買中心不妨派代表參加公會相關委員會及理監事會，以監管自律規範執行情形。

三、自律機制之整合

在自律機制作任何整合前，上述所建議之強化自律機制案宜儘速推動，否則整合方案不但難以執行，且恐將發生事倍功半之果。

方案一：韓國方式

透過資本市場整合法或其他相關法令之制訂，成立整合型之證券公司，可同時經營證券、期貨及投信投顧等事業。由於三大業種已整合，三大公會也隨之整合，各公會之自律機制自然整合。此一方式優點在於整合情形最為完整，但由於牽涉之修法時程較長，不確定性較高，故其可行性亦相對較低。

方案二：美國FINRA模式

將三大公會之自律機制抽離原公會而整合於一新設立之機構中，三大公會回歸執行商團法之任務，而新成立之機構負責三大業種之自律功能。由於此一方式須成立一新設機構，且未來三大公會之功能將僅存商團法所規定之任務，對現有的法令規定及執行慣例都將形成重大影響，可行性不高。

方案三：日本模式

就爭議或差異較小之機制先行整合至特定單位中，例如從業人員之認證皆委由金融總會或相關公會整合辦理發照，或三大公會組成聯席委員會處理會員間廣告文宣爭議案件或惡性挖角等議題。此一方式較前兩方式所需修訂之法規相對較少，且對現況改變較少，故可行性亦是三方案中較高者。

(*作者為中國科技大學商學院院長)

從美國次級房貸風暴 探討我國OTC證券化衍生性 金融商品風險結算之可行性

■ 盧陽正

自2004年6月開始，美國聯準會為抑制通膨壓力持續升息17次（至2007年8月聯邦基金利率達5.25%），導致貸款者還款壓力大增，也間接造成次級房貸違約率大幅攀升，對美國金融市場產生相關的負面效應。部分體質較不健全並以經營次級房貸為主的金融業者（如：New Century Financial等）被迫停止業務，甚至倒閉。以次級房貸為投資標的的共同基金、避險基金、大型銀行與保險公司，及由次級房貸包裝而成的衍生性金融商品，也都面臨資產大幅損失的風險。次貸本屬美國境內金融問題，但在衍生性金融商品的多層包裝轉售及全球化金融的影響下，不僅美國經濟受到影響，歐洲、亞洲等主要經濟體都接連受到波及，處於亞太地區主要經濟體的臺灣亦不可倖免。

臺灣雖為亞太地區最早允許引進資產抵押債券(Asset-Backed Securities, ABS)的國家，但因金融體系之差異及政府對結構型金融商品投資之限制較為嚴謹，因此自次級風暴發生以來，臺灣市場雖暴露於次貸相關衍生性商品違約的風險下，但尚在可控制的範圍之內。受美國次貸風暴衝擊及外資為因應基金贖回壓力紛紛抽回海外資金等影響，我國股市自2007年7月24日達9,744點高點後，股價震

盪走低，最低點為2009年2月5日跌至4,363點，共計5,381點。根據行政院金融監督管理委員會（以下稱金管會）銀行局內部統計資料，截至2008年8月底，銀行業投資次貸相關商品及結構式投資工具(SIV)的曝險部位，自同年1月底投資金額691.7億元降為427.6億元，已提列損失準備為156.3億元，加上已處分損失72.9億元，總損失約229.2億元。此外，2008年9月中雷曼兄弟證券申請破產時，我國金融機構與個人總曝險資金各約800億元；而10月爆發冰島瀕臨破產後，截至2008年10月13日止，國內計有16家銀行及1家票券公司有投資或授信部位，總曝險金額約180億元，已提列損失36億元。臺灣32家本國及外商壽險公司於2008年則合計虧損1,218億元，產險業則因業績衰退，整體稅後盈餘僅24.88億元。雖然國外金融市場動盪，美國爆發二房、次級房貸、雷曼兄弟及多家銀行倒閉問題，還有劇烈的匯率變動，但壽險業對國外投資仍達2.4兆元，占資金運用比30.29%（資金總額達8.06兆元）。而個人及法人赴海外投資的直接損失，則可能因為其他金融機構出現問題而擴大，惟整體而言，尚在主管機關可控制的範圍內。

雖然臺灣市場受次貸的直接衝擊不如歐美大，

然而金融市場已因衍生性金融商品的連結而更為詭譎多變，導致金融（或資金面）危機的擴散與傳染效應更加迅速與深遠，因此，本文擬就國外對OTC衍生性金融商品結算制度之未來規劃，探討在次貸風暴的影響下，我國OTC市場未來應關注的重點及其主要變化。

隨著百年老店—雷曼兄弟(Lehman Brothers Holding Inc.)一的倒閉，由美國次貸引發的金融海嘯正式擴散。金融危機的爆發，除突顯OTC衍生性金融商品市場的監管問題，亦透露以交易所為核心的集中市場規範化交易及OTC客製化交易之發展優勢，若能推動集中及櫃買市場之整合，將能實現金融混業經營與監管的發展趨勢。

OTC市場的優勢在於衍生性金融商品交易的靈活性和創新的時效性。然而當衍生性金融商品設計、定價和交易的特殊性成為OTC市場創新發展的核心時，也成為孕育巨大交易風險的溫床。因此，國外OTC市場透過將OTC衍生性金融商品引入場內交易，透過集中市場相對完善的風控制度的優勢，實現對OTC衍生性金融商品風險的有效監控。在OTC衍生性金融商品進入規範監管的集中市場的同時，交易所的交易機制必然會在現有基礎上進一步改革，以適時及迅速地適應金融市場需求的變化，

如：CME¹於2008年10月7日宣佈收購另類投資和技術公司(Citadel Investment Group)，以建立一個擁有交易所結算、交易機制的電子交易平台以進行信用違約交換(CDS)的合約交易。市場上之相關改革除了具有商業目的外，同時還闡明OTC衍生性金融商品對現今金融市場之必要性，及市場上對交易機制透明化的渴求，並且期待擁有統一結算平台以提高交易效率並有效控制市場風險。

集中結算制度是衍生性金融商品市場風險控管最有效的方式，該制度在建立中央結算對手(Central Counterparty, CCP)，即在交割過程中，以原始市場參與人的法定對手方身份介入交易結算，充當原買方的賣方和原賣方的買方，並保證交易執行的實體，其核心內容是合約更替與擔保交付。目前歐美較具規模的集中結算機構包含LSE²於2004年成立的倫敦結算所及Euronext³於2006年6月與紐約證券交易所所合併的NYSE Euronext⁴，此外，EUREX Clearing AG為EUREX⁵的衍生性金融商品結算機構；在美國，CME集團亦積極爭取成立一個「中央結算所」，以作為CDS交易的集中結算機構。集中結算機構除了得以控制OTC衍生性金融商品之市場風險外，並可降低交易成本，提高市場流動性與透明度。在目前OTC衍生

1 美國芝加哥交易所(Chicago Mercantile Exchange, CME)。

2 倫敦證券交易所(London Stock Exchange)。

3 Euronext N.V.為2000年9月由阿姆斯特丹交易所、布魯塞爾交易所與巴黎交易所，共同依荷蘭法律所成立之控股公司，2002年初，Euronext集團收購倫敦國際金融期貨與選擇權交易所(LIFFE)，並與葡萄牙Borsa de Valores de Lisboa e Porto交易所(BVLP)合併，成立Euronext.life，成為橫跨阿姆斯特丹、布魯塞爾、里斯本、倫敦與巴黎的國際性衍生性商品交易所。

4 NYSE Euronext旗下的倫敦金融期貨交易所(London International Financial Futures & Options Exchange, LIFFE)透過Bclear平臺開始CDS 契約交易，而LIFFE也是第一個提供CDS契約結算的交易所。

5 歐洲期貨交易所(EUREX)為德國期貨交易所(Deutsche Terminborse, DTB)和瑞士金融期貨與期貨交易所進行整合，並在原先DTB系統基礎上，建立了一個共同的交易和結算平台。。

性金融商品市場發展狀態下，以交易所為核心的集中結算機構是實現低成本且有效控制風險的重要規劃⁶。目前歐美主要交易所紛紛通過併購與策略聯盟等形式將市場整合在同一交易所集團內部，如芝加哥期貨交易所(CBOT)和芝加哥商業交易所(CME)的電子交易平台上均設有OTC交易機制；歐洲期貨交易所(Eurex)創建了EurexBonds和EurexRepo OTC交易平台等。然而集中結算機構除了必須防範一般結算中心普遍面臨的法律風險、信用風險、流動性風險、託管風險、投資風險和操作風險外，還必須面對特有的風險，如風險高度集中、傳染效應、道德風險、逆向選擇、參與人有限責任風險和惡性競爭風險等，這對集中結算機構和監管者均是相當大的考驗。2004年，國際清算銀行(Bank of International Settlements, BIS)、支付與結算系統委員會(Committee on Payment and Settlement Systems, CPSS)和國際證券事務監察委員會組織(International Organization of Securities Commissions, IOSCO)聯合發佈了「Recommendations for Central Counterparties」(集中結算風險管理標準)，該報告共建立了十五項風險管理標準⁷以資參考。

除此之外，會員制度與電子化交易平台的建立，亦增進買賣雙方交易速度及有效控制買賣雙方因交易所產生之違約風險。集中結算制度降低了投

資人所可能產生的違約風險，而結算會員制度的實行使得交易所（或結算所）容易對其結算會員進行動態監管，從而將風險控制在相對低的水準。此外，集中結算還可提升其他作業面的效率，一是交易對手之間可以進行多邊的淨部位結算，二是多邊對手的信用風險最終將由結算所的單一風險所替代，這些亦可歸功於電子化的交易平台⁸的建立。近幾年來，世界OTC衍生性金融商品交易在競爭加劇的情況下促使各交易所不斷創新，期望最終能夠建立更有韌性的金融市場以保護投資人免於承擔不必要的交易風險，並同時有效的提升交易效能和價格的透明度。

交易所未來之發展將有三個主要趨勢：一是衍生性金融商品交易所向新興市場之擴展，合資合作與建立全球化網路將成為趨勢；二是電子交易平台的建立將降低交易成本，促進市場流動性。就目前全球OTC市場概況而言，CME為最具全球化的OTC衍生性金融商品交易所，其包含36個國家以及超過800個以上的結算會員直接進行交易，並於2005年6月在新加坡設立第一個開通亞洲遠程交易中心的越洋OTC衍生性金融商品交易所，提供快速及有效率的電子交易平台，以改善CME於亞太地區現有和潛在的投資者的交易條件，為客戶減省大約75%的交易成本；三是歐洲一體化的金融體制將可成為與美國相媲美的市場。歐洲之倫敦結算所

6 目前集中結算的方法有兩種：其一為成立一新的集中結算中心(如：Intercontinental Exchange, ICE)，另一為交易所兼任結算所(如：CME Group)。由交易所本身進行結算，可加速商品開發、提昇交易速度、降低交易成本及提供全方位服務；反之，若由交易所進行結算，則無法提供商品跨交易所結算的機制，且一條鞭作業流程也將影響競爭力，並且無法達到降低跨國界交易成本。

7 <http://www.bis.org/publ/cpss61.pdf>

8 CME合併CBOT、NYMEX加入CMEGLobex電子平台。

(LCH)和清算網(Clearnet)於2003年12月合併成立了LCH.Clearnet，旗下公司(LCH. Clearnet Lt及LCH. Clearnet S.A.)為目前歐洲領先提供中央結算對手服務的結算所，主要為現貨交易和衍生性商品交易提供清算服務，並為交易的最後結算提供擔保。目前，歐洲兩大交易所—歐洲期貨交易所(Eurex)和泛歐交易所(Euronext)都實現了單一中央結算對手之制度，結算系統方面也因為Euroclear和Eurostream的跨境合併而趨於統一。

臺灣此次受次貸風暴之影響程度雖不若歐美國家嚴重，但歐美國家目前積極建構OTC結算制度，臺灣若要與國際接軌，可以國外現行之制度作為借鏡，規畫一適合臺灣的OTC結算制度。參酌歐美等國目前之作法，以現有結算機構之交易對手為基礎，搭配資訊揭露之交易平台，針對交易前、交易執行與交易後等不同階段所面對的潛在風險（如：法律風險、交易對手信用風險、市場風險、流動性風險）加以控管。然而對於OTC結算制度而言，臺灣尚未有完整的法律規範，其他諸如交易保證金的計算、擔保品的計提等，都是未來規畫建立OTC結算制度所需面對的問題。

台灣若欲建立一集中結算機構，其集中結算制度的制訂將面臨一些困難。第一，金融創新和新衍生性金融商品的發展讓分業監管顯得力不從心。例如，目前美國金融監管部門正在推行部門改革⁹，其優點就是能克服現在不同監管部門之間的協調問題；第二，對於混業監管的模式，我國能否借鑒美國的改革模式，在保留現有監管機構的同時，設立一個新的機構來進行統一的風險監控，平衡調節各監管機構的功能和紛爭。除此之外，還可以考慮組成一個金融風險監管委員會，有效協調證券、銀行、保險業務之間的監管，亦避免因機構龐大而導致的效率缺失。第三則是如何有效的與國際金融市場接軌。可參考的方式之一是和其他的國際交易所或中介機構建立投資、合資、和商業合作關係，不僅能促進市場標準化和滿足客戶需求，也能降低操作成本並提升投資效率。因此，為了與國際金融市場相互接軌，台灣應詳加參酌歐美國家現有之OTC集中結算制度（如交易平台、交易過程確認、資訊揭露、結算系統建置等）、會員制度及相關監管機關法規之規範，以有效提升臺灣OTC衍生性金融商品市場在國際之競爭力。

（*作者為銘傳大學財務金融學系教授）

9 根據2009/3/24財政部長蓋特納(Timothy Geithner)披露的改革內容，政府計畫改變過去美國金融體系中銀行、保險、證券交易和商品期貨交易等領域多頭監管，顧此失彼的狀況，將職能歸聚於一個強大的“單一機構”，把大型金融機構、重要的支付和清算系統等都置於其監管之下，以保證任何金融機構破產等事件不會威脅整個金融體系。

指數化投資產品 促進兩岸三地證券市場活絡

■ 劉宗聖

為建立台灣與香港相互銷售ETF的監管機制，台灣金管會和香港證券及期貨事務監察委員會達成共識，在1996年2月7日簽訂的雙邊諒解備忘錄架構下，以附函（Side Letter）換文方式，增加指數股票型基金（以下簡稱ETF）互換約定，香港將公告承認在台灣交易所上市的ETF可以至香港申請上市交易；金管會也修訂「證券投資信託基金管理辦法」、「境外基金管理辦法」規定，讓香港資產管理公司發行的ETF來台上市交易。

因此，未來雙方的投資人，將可透過ETF橫跨市場、幣別與時間進行交易，互相買到當地發行的股票，為資本市場重要的里程碑，也可加速三地證券市場交易更加活絡。

壹、指數化投資產品在全球市場的崛起

指數化投資產品採取被動式操作邏輯，以指數型基金與ETF為兩大要角，均以追蹤特定指數為操作目標，摒除基金經理人為操作與個股投資風險，貼近市場趨勢。

兩者相異之處為交易模式的不同，指數型基金之交易方式，如同一般共同基金之申購與贖回，適合基金族與定存族長期參與；而ETF提供參與券商或機構投資人在初級市場參與實物申購與買回機制，在次級市場的掛牌交易則方便投資人以股票下單方式買賣，藉由初級市場與次級市場的相互搭配，讓ETF不會出現大幅折溢價情況。

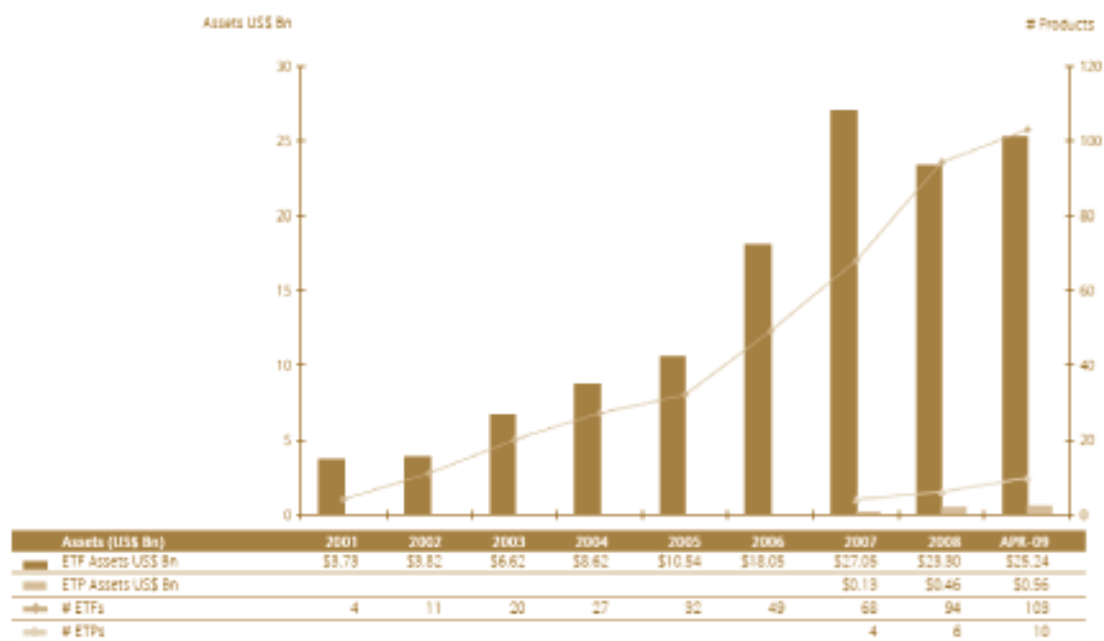
ETF的特性與交易機制，可直接活絡股票市場，更重要的是，ETF可跨越市場區隔，進一步相互掛牌，將國際資金引入當地市場，擴大股市交易廣度與深度，比指數型基金更具發展性。

全球首檔ETF在1993年誕生，當時並未造成轟動，到1999年底僅33檔ETF在全球交易所掛牌，直到2000年的網路泡沫化發生，股市大空頭來臨，個股波動大且賣不掉，投資人才轉而擁抱ETF，各種類型的ETF如雨後春筍般冒出，除了股票型ETF，還包括債券型ETF、商品型ETF、平衡型ETF和貨幣型ETF等。

在兼具基金分散投資風險與股票掛牌交易的特性下，全球ETF市場成長速度驚人，根據Barclays Global Investor統計，截至2009年5月底止，全球共計發行1,660檔ETFs，加計相互掛牌檔數更高達3,008檔，持續刷新歷史新高；同時，總資產規模也達到7,752億美元，今年至5月底的資產規模成長9%，遠高於MSCI世界指數的5.41%漲幅（見圖一）。

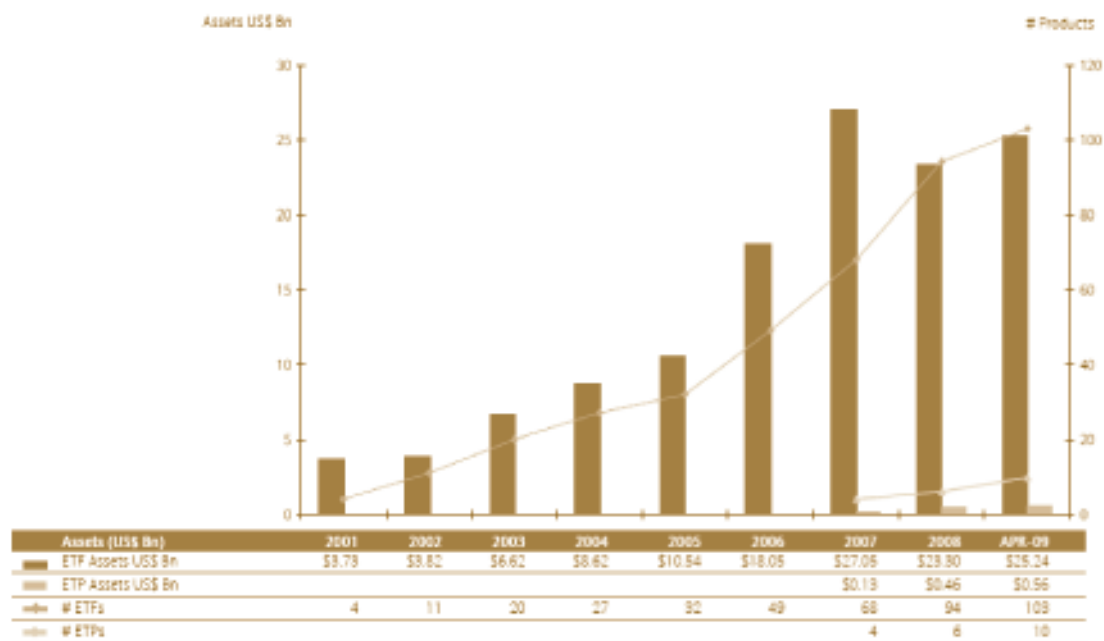
Barclays Global Investor估計，今年尚有767

圖一：全球ETF資產規模與發行檔數



資料來源：Global ETF Research & Implementation Strategy Team, Barclays Global Investors, Bloomberg（2009/05）。

圖二：亞太地區（不含日本）ETF資產規模與發行檔數



資料來源：Global ETF Research & Implementation Strategy Team, Barclays Global Investors, Bloomberg（2009/05）。

檔的新ETFs將陸續問世，預估全球ETF總資產規模在2011年將突破2兆美元大關。

貳、指數化投資躍為大中華投資主流

大中華經濟圈被視為此波經濟復甦的領頭羊，指數化投資產品更是在此波高度震盪的金融環境下，凸顯其持股高透明度與分散風險的優勢，受到投資人肯定，同樣根據Barclays Global Investor的統計資料顯示，亞太地區（不含日本）的ETF檔數也為逐年遞增，資產規模雖在2008年略微縮減，但預計在2009上半年即可恢復到2007年底之規模。（見圖二）

到2009年5月底為止，中國、香港與台灣已分

別有5檔、30檔與11檔ETFs在當地交易所掛牌，並各擁31.9億美元、149.1億美元與17.1億美元的規模，彼此在產品型態與市場結構上，也各自展現不同的形態與特色。

一、中國大陸：指數型基金延燒 ETF 今年將重振雄風

大陸在指數化產品發展上，以指數型基金跑前鋒，在2002年發行首檔華安中國A股指數型基金，目前有多達十檔以上的指數型基金問世，大陸基民對指數型基金的熱度正高。

大陸首檔ETF為2004年12月30日掛牌的華夏上證50ETF，迄今ETF僅發行5檔，而且商品種類較為單純，均為連結中國境內股票的ETF產品，且設

表一：亞太地區（不含日本）資產規模前十大ETFs

排名	ETF名稱	資產規模	掛牌市場	Bloomberg Ticker
1.	新華富時A50基金	42.80億美元	香港	2823 HK
2.	盈富基金	42.66億美元	香港	2800 HK
3.	香港恆生指數基金	21.05億美元	香港	2833 HK
4.	沛富基金（ABF Pan Asia Bond Index Fund）	14.87億美元	香港	2821 HK
5.	恆生H股指數基金	13.81億美元	香港	2828 HK
6.	P-shares寶來台灣卓越50基金	13.36億美元	台灣	0050 TT
7.	China SME ETF	10.05億美元	中國大陸	159902 CH
8.	三星Kodex200 ETF	9.61億美元	南韓	069500 KS
9.	E Fund SI100 Index Fund	8.01億美元	中國大陸	159901 CH
10.	SPDR S&P/ASX 200 FUND	7.93億美元	澳洲	STW AU

資料來源：ETF Landscape（Barclays Global Investors,2009/05），資產規模為至4月底止。

計的原則也大致雷同，投資目標大多設定為佈局市值規模排名前20%的大型股，在產品結構差異不大下，績效十分相似。

在睽違五年後，大陸今年在ETF的發展上，將重振雄風。例如工銀瑞信基金公司已經獲得上交所授權，正積極籌備上證央企50ETF；另有規劃中的嘉實和友邦華泰基金公司的滬深300ETF、南方基金公司的標普500ETF、華夏基金公司的上証行業傘形ETF、博時基金公司的超大盤ETF、交銀施羅德基金公司的上証180公司治理ETF、國泰基金公司的納指ETF，以及香港恆指、國企指數、紅籌指數ETF等，初估至少超過十檔ETFs將陸續問世。

目前管理五檔掛牌ETFs的基金公司中，易方

達、華安及友邦華泰等三家基金業者更著手開發ETF聯接基金，規劃ETF交叉掛牌的可能性。

二、香港：ETF 成交量居亞太之首 產品種類多樣化

就香港市場來說，香港目前為大中華區最大的ETF交易市場，不論在ETF數量與規模均領先大中華經濟圈。2008年，香港ETF交易量達到566億美元，再次突破2007年206億美元的歷史紀錄，成交額高居亞太區之首。

香港ETF商品的種類相當多元，除了連結香港、中國與海外股票的股票型ETF之外，也有連結債券以及商品的ETF，在大中華市場中，為商品種類最多樣化的地區，其中尤以具中國色彩的

表二：亞太地區（不含日本）日平均成交量前十大ETFs

排名	ETF名稱	日平均成交量	掛牌市場	Bloomberg Ticker
1.	上海上證50基金	2.21億美元	中國大陸	510050 CH
2.	新華富時A50基金	1.34億美元	香港	2823 HK
3.	E Fund SI100 Index Fund	0.91億美元	中國大陸	159901 CH
4.	三星Kodex200 ETF	0.75億美元	南韓	069500 KS
5.	友邦華泰上證紅利基金	0.57億美元	中國大陸	510880 CH
6.	恆生H股指數基金	0.37億美元	香港	2828 HK
7.	盈富基金	0.32億美元	香港	2800 HK
8.	P-shares寶來台灣卓越50基金	0.27億美元	台灣	0050 TT
9.	Yurie TREX 200 ETF	0.17億美元	南韓	108590 KS
10.	標智滬深300指數基金	0.16億美元	香港	2827 HK

資料來源：ETF Landscape（Barclays Global Investors,2009/05），日平均成交量為平均4月份之交易日成交金額。

ETF在香港市場特別受到青睞，成交量最大的5檔ETF中，有3檔就是以中國股份做為連結標的。

此外，香港自2007年以來，藉由第二地上市的交互掛牌模式，協助香港境內ETF的數量與種類快速擴增，目前香港第二地上市的ETF共有13檔，已經超過當地ETF總數的一半，ETF海外交叉掛牌模式在香港也具豐富經驗。今年以來，先後有標智上證50ETF與4檔iShares系列的亞洲股票型基金掛牌，ETF掛牌數已達30檔，至今年底可望陸續增加。

三、台灣：台股ETF種類齊全 今年往海外掛牌邁進

台灣則為兩岸三地ETF市場の後起之秀。2003年，台灣開始發展ETF商品，到2006年底仍僅有3檔ETF，但到了2006年，由於放寬ETF標的指數限制，使得ETF的數量呈現爆發性成長，到2008年年底為止，台灣ETF已從原來的3檔擴增為11檔之多，種類並從單純的權值型發展到產業型、主題型一應俱全。

在規模方面，台灣ETF資產規模自2003年底的394億元一路成長，到2008年7月底累積至716億元的高峰，之後面臨金融海嘯衝擊曾一度讓整體規模降至500億元以下。今年在台股回溫下，資產規模又逐漸增加，根據投信投顧公會最新公佈的統計資料，截至5月底止，國內ETF的總資產規模達672.95億元，在台股類股輪動迅速下，ETF逐漸受到股票族青睞與肯定。

台灣ETF的資產規模逐漸上揚，不過發行業者

仍僅有兩家－寶來投信與富邦投信。寶來投信共計發行7檔ETFs，至5月底所管理的ETF資產規模為651.49億元，市佔率達97%；富邦投信則發行4檔ETFs，資產規模計有21.4億元。

目前國內資產規模最大的ETF為P-shares寶來台灣卓越50ETF（0050），至五月底止之規模達571.28億元，在亞太地區（不含日本）的規模與成交量均排名在前十名（見表一與表二），且近三年（2006~2008）的追蹤誤差均為30bp以下，已達國際ETF商品所要求之水準，也最具台灣前往海外掛牌之代表性與流動性。

參、指數化商品建構大中華投資平台 活絡三地證券市場

香港交易所與上海交易所於2009年1月底簽訂「滬港交易所更緊密合作協議」，在這協議框架上，雙方將加強合作，範圍包括資訊互通、產品開發、以及協調兩地監管差距，透過此項協議，未來大陸與香港兩地交易所掛牌ETF商品，均可跨境進行掛牌。就香港來說，雖然「港股直通車」尚未開通，但今後追蹤香港恆生指數的盈富基金或是跟蹤H股指數的恆生H股ETF，便可直接在上交所掛牌，提供投資人買賣，未來在上交所掛牌的滬深300ETF，亦可循同樣模式於港交所掛牌，中港兩地透過指數商品建立初步之投資渠道。

中港兩地ETF互掛交易並未涉及外匯管制問題，可行度極高，不過發行商必須持有QDII（合格境內機構投資者）額度，或是與其他持有QDII額度的金融機構合作，發行可在內地買賣的ETF。

鄰近台灣的新加坡與香港，均已引進境外ETF於當地交易所掛牌，台灣主管機關為推動ETF交互掛牌，分別修訂「證券投資信託基金管理辦法」、「境外基金管理辦法」規定，開放跨境上市（總代理人制）與發行連結基金（Feeder Fund）兩種架構，且在5月22日與香港證券主管機關簽署合作備忘錄（MOU）附函（Side Letter），相互發函換文後，中港兩地ETF「走出去、帶進來」的交叉掛牌如火如荼進行，首檔引進台灣掛牌的香港ETF可望在七月底前正式掛牌上市，台灣投資人可直接用新台幣投資香港ETF，佈局大陸股市。

台灣與香港的投資渠道開通，而台灣與中國大陸則要等待兩岸金融MOU簽署後，在具有共識與外匯進出可下行下，兩岸ETF也有機會相互掛牌，在上海和深圳交易所掛牌的大陸ETF可以引進台灣，國內的11檔ETFs當然也有機會登陸。未來兩岸三地的金融交流將由協議（Protocol），進展到產品（Product）交流，最後形成交易平台（Platform），兩岸三地的ETF商品今後的發展若能由點（當地掛牌）到線（交互掛牌）到面（涵蓋

三地市場之指數商品於中港台共同掛牌），大中華投資平台可望透過ETF商品初步實現。

肆、投資人在台即可佈局大中華股市

過去想要投資海外ETF的投資人，必須前往海外開戶或以複委託方式投資，不僅手續繁複且投資門檻與交易成本均高，但若海外ETF在台灣掛牌，對一般投資人而言，投資方式簡化，且成本降低、匯差節省的諸多誘因，也可讓國人海外投資的資金回流台灣。

相對的，若國內ETF可前往海外市場掛牌，海外機構法人和散戶可就近在當地市場進行投資決策，不需要拐個彎繞到美國或新加坡下單，直接導引海外法人資金進場佈局，也提高海外散戶對台股投資興趣，擴大投資參與者的介面，其實就是對台股價值的正面重估。

無論是海外ETF在台掛牌或將國內ETF推上國際交易舞台，均有助於資金回流台灣，增加交易量，長期為台股吸引穩定的資金，讓台股走勢較為穩定，對國內投資人而言，不僅方便進場佈局，更可掌握投資風險。

（*作者為寶來投信總經理）

參、業務報導

一、本公會建議獲致採行事項

經紀業務

(一) 委託人返還證券商因違約所生債務及費用，於申報違約結案後，得繼續沿用原有帳戶交易。

依現行規定，委託人違約時，受託證券經紀商應即註銷其委託買賣帳戶，並申報違約及代辦交割手續。若證券經紀商申報客戶違約後，倘處理期間違約客戶已返還證券商因違約所生之債務及費用時，得停止反向處理作業，並退還尚未處理之餘額。

惟在實務上，違約人如符合上開規定，證券商於辦理退還上述未處理股票時，如保留原帳戶未註銷時，即能由證券商違約處理專戶(向集保結算所申請放行後)逕撥入原帳戶退還投資人，可免除投資人須向證券商重新辦理開戶之困擾。

為符實際作業需要，本公會建議證交所修正相關規定，案經證交所同意採行，並配合修正該公司「證券經紀商受託契約準則」第19條規定，本案自98年5月11日起實施。

(二) 放寬證券商現金增資完成即調整受託買賣之總額度。

依現行證交所「證券商可動用資金淨額之計算作業要點」規定，證券商每月十六日至次月十五日止之可動用資金淨額以證交所電腦檔案所載淨額為準。惟近日股市成交量暴增，證券商為應業務之需，擬採現金增資方式提升其淨值，以增加受託買賣總金額，因受限上開規定，證券商必需等到每月

十五日收市後，證交所始依據證券商每月七日所填製之「可動用資金淨額計算表」及上月份月計表內容，變更可動用資金淨額，此程序影響證券商即時計算可動用資金淨額。

為利證券商業務之推展並保障投資人的權益，本公會建議證交所放寬若證券商以現金增資方式增加其可動用資金淨額時，得依其現金增資之資本實際入帳且經辦理公司變更登記之主管機關核准日之月計表為準，案經證交所同意採行，並配合修正該公司「證券商可動用資金淨額之計算作業要點」部分條文，本案自98年6月9日起實施。

(三) 允准證券經紀商得擔任期貨信託事業銷售機構。

為活絡國內金融市場，並增加證券業者之利基與競爭力，本公會建議主管機關允准證券經紀商得接受期貨信託事業(含兼營期貨信託業務之證券投資信託事業)委任，擔任期貨信託事業募集發行經金管會所核准期貨信託基金之銷售機構，案經主管機關同意採行，並自98年6月6日公告實施。

自營業務

(一) 調整警示股票監視標準。

為配合整體經濟環境發展，本公會建議證交所修正「公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點」，調整警示股票監視標準。案經證交所同意採

行，將證券商當日受託買賣該有價證券之成交買進或賣出數量，占當日該有價證券總成交量比率由20%放寬為25%，證券商總公司及分公司合計由不得超過30%放寬為35%，並自98年4月6日起實施。

(二) 放寬證券自營商買賣價格申報限制。

為提振低迷股市，本公會建議證交所放寬自營商得以漲(跌)停板申報買進(賣出)證券，期限以半年為限，案經證交所同意採行，並自98年5月4日起至同年11月3日止開放半年。

外國有價證券業務

(一) 代收轉付上手證券商費用免繳納營業稅。

證券商受託買賣外國有價證券，收取投資人相關費用轉付上手證券商部分，屬代收代付性質，應免予課徵營業稅，為求公平合法課稅，本公會建議證券商受託買賣外國有價證券，若與投資人間訂有手續費代收轉付合約者，其收取之手續費收入得按扣除轉付上手證券商手續費後之差額報繳2%營業稅，案經財政部賦稅署採行，並於98年5月22日發佈稅法釋示函令。

承銷業務

(一) 放寬轉(交)換公司債及附認股權公司債之強制轉(交)換、認購或收回條款門檻。

主管機關分別於98年4月3日、98年5月12日同意本公會建議，考量在不損及債券持有人利益之前提下，適度降低轉(交)換公司債及附認股權公司債強制轉(交)換或收回條款之門檻，以提供發行公司柔性誘導投資人即時轉(交)換股權，以健全發行公司營運與財務體質，並公告修正本公會「承銷商會

員輔導發行公司募集與發行有價證券自律規則」。

(二) 放寬特別股上市(櫃)股權分散標準。

考量特別股類似固定收益商品，現行要求其須適用普通股之股權分散標準，恐增加公開銷售之障礙，本公會因而建議適度放寬特別股上市(櫃)股權分散標準，案經證交所與櫃檯買賣中心同意採行，配合修正「有價證券上市審查準則」與「證券商營業處所買賣有價證券審查準則」，並分別自98年5月20日與98年5月26日起實施。

(三) 修正不合格圈購單之認定標準。

鑑於圈購單合格與否需於圈購完成後才予判定，且案件性質不同圈購單應填寫資料亦不同。為符合實務作業需求並減少爭議，主管機關採行本公會建議，修正本公會「證券承銷商詢價圈購配售辦法」中，有關不合格圈購單之認定標準，並為避免利益輸送，增訂現金增資案以詢價圈購辦理配售者，不得配售予本公會「證券商承銷或再行銷售辦法」第43條之1第2項規範之利害關係人，並自98年6月17日公告實施。

(四) 建議可轉換公司債短期放寬措施。

因應金融海嘯全球經濟景氣低迷，為協助企業籌資，本公會建議為償還本年到期(或可賣回)之可轉換公司債所發行之可轉換公司債案件於計算「前各次上述有價證券流通在外餘額依各別轉換價格設算轉換後所增加之股數」時，被償還之公司債依各別轉換價格設算轉換後增加之股數得免計入，以避免重複計算乙案，業經主管機關同意採行。

(五) 增訂轉(交)換公司債發行條件。

為保障已發行之無擔保轉換公司債持有人之權

益，主管機關採行本公會建議，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」相關條文，明定發行公司或外國發行人於發行無擔保轉換公司債後，如再私募其他有擔保附認股權或轉換公司債時，對於該無擔保轉換公司債亦應比照有擔保附認股權或轉換公司債設定同等級之債權或同順位之擔保物權，並自98年6月5日公告實施。

(六) 修正發行人經營權發生重大變動後，股票集中保管相關規定。

主管機關採行本公會建議，參照初次上市櫃案件之集保股數及年限，修正「發行人募集與發行有價證券處理準則」第八條補充規定中，有關經營權發生重大變動，申請籌資案時大股東應承諾其持股送交集中保管之規定，金管會並於98年4月7日以函令公告實施。

稽核業務

(一) 允准稽核報告(含查核明細表、查核工作底稿及相關資料)得以儲存媒體方式保存。

主管機關於98年6月23日同意本公會建議，簡化證券商稽核報告保存方式，允准年限屆滿二年以上之稽核報告(含查核明細表、查核工作底稿及相關資料)得以儲存媒體方式保存。本案業獲金管會於98年6月23日函復同意，另特別敘明上開以儲存媒體方式保存，應以內容可完整呈現，且可於日後取出供查驗。

業務電子化

(一) 期貨商電子交易客戶得採電子憑證申請補發密碼

主管機關於98年5月4日同意本公會之建議，電子交易客戶得以電子憑證補發密碼，惟需依照相關作業規範辦理，期貨商經由問題或資料比對無誤確認係本人申請後，將發送暫時之通行密碼予投資人，投資人得以該密碼進入申請補發密碼之網頁，期貨商比照網路交易認證機制透過憑證加密方式給予補發之密碼，並留存相關傳送與回傳資訊以確保密碼傳送之安全。

(二) 電子式專屬線路(DMA)下單免用電子憑證

為提高交易效率及降低作業成本，本公會建議證交所開放「電子式專屬線路(DMA)下單免用電子憑證」。案經主管機關於98年6月4日函覆證交所同意本公會之建議，目前俟證交所修正營業細則與證券經紀商受託買賣契約準則等相關規定後即可施行。

海外經營策略

(一) 證券商設置國外分支機構及投資國外事業之規定

本公會建議金管會證期局修改「證券商設置標準」第二十五條之二及「證券商管理規則」第五十條有關證券商設置國外分支機構及投資國外事業之規定，以開放我國證券期貨業赴海外設立營業據點。案經金融管會證期局函復將於近期内法規修正時併案研議。

風險管理業務

(一) 降低證券商風險管理人員每年在職進修時數

為撙節證券商人事訓練費用，本公會議建議降低證券商風險管理人員每年上課時數。案經證交所

98年5月6日台證稽字第0980009503號函公告降低風險管理人員每年持續在職進修時數，由每年至少36小時以上，修正為每年至少12小時或每兩年至少24小時以上，並增加風險管理人員參加相關課程之彈性及選擇性。

教育訓練業務

- (一) 證券商業務人員參加法紀訓練班，由原四天每天2小時課程調整為一天8小時。

為減輕受暫停執行業務處分之證券商業務人員參加連續四天課程之負擔，本公會陳請主管機關放

寬受訓天數，在總訓練時數8小時不變下，調整為一天8小時，案經金管會同意採行，並自98年6月起開始實施。

- (二) 外國人參加本公會委託證基會辦理之我國證券商業務人員資格認可測驗，由原每年二次增至每年四次。

本公會與證券暨期貨發展基金會研商辦理外國人資格認可測驗，辦理場次太少及費用較高問題；案經證基會於98年5月7日函復同意：將筆試由原每年二次增至每年四次、研議未來開辦電腦測驗，測驗報名費維持現行收費標準。

二、本公會研議中重要事項

經紀業務

- (一) 建議證交所開放現股當日沖銷交易。

當日沖銷交易之主要功能，係為提供投資人避險管道，惟目前規定僅得為信用交易之有價證券，才能從事資券互抵沖銷交易，不符投資人需求。為活絡證券市場交易，提供投資人完善的避險管道，本公會建議證交所開放現股當日沖銷交易。

- (二) 建議證交所開放證券商內部人員可以在所屬證券商從事信用交易。

現行「證券商內部人員在所屬證券商開戶委託買賣有價證券管理法」第五條第一項前段規定，證券商內部人員不得在所屬證券商從事信用交易。為符合公平原則，本公會建議證交所開放證券商內部人員可以在所屬證券商從事信用交易。

- (三) 建議主關機關放寬月成交金額達五千萬元以上之買賣對帳單可比照一般對帳單之寄送規定。

現行委託人當月成交金額達五千萬元以上者，其買賣對帳單之寄送，須以雙掛號方式向客戶戶籍地址為之，未能送達或未覆函者，應查明原因並簽報總經理採取適當措施，必要時得暫停接受其委託買賣有價證券，惟如已採取適當確認措施經簽報核准者，得依投資人之請求寄至其指定之地址。

為簡化證券商人力作業及郵寄成本，且避免投資人接收雙掛號郵件之困擾，本公會建議主關機關允准月成交金額達五千萬元以上，且已經適當確認措施的一般法人、自然人之，其買賣對帳單之寄送可比照一般對帳單寄送規定，無須再以雙掛號寄送。

- (四) 建議證交所及櫃檯買賣中心明定委託人須以本人名義為匯款人，始可匯入證券商預收款交割專戶。

為防止營業員利用證券商預收款交割專戶詐騙投資人，致使證券商及投資人受害，本公會建議證交所及櫃檯買賣中心修正「證券經紀商受託買賣預收款券作業應行注意事項」規定，在證券經紀商於接受委託人買進變更交易方法股票或處置股票時，應規定僅有委託買進之委託人本人名義為匯款人，始可匯入證券商預收款交割專戶，否則應將款項退還匯款人。

- (五) 建議證交所放寬證券商得將各違約處理專戶開立於同一證券經紀商。

現行證券商因業務需要而須開立之違約處理專戶，須開立於其他證券經紀商，且不得重複開戶。惟在實務上，因證券商鄰近可以選擇開立該等專戶之同業已愈來愈遠，且違約處理專戶愈來愈多，由於規定同一ID不得於同一證券商開立一個以上之帳戶，增加證券商在管理專戶及違約處理時聯繫上之不便。本公會建議證交所放寬證券商得將各違約處理專戶，開立於同一證券經紀商(含各分公司)、明確區分不同專戶之用途，同時並排除不得重複開戶之限制。

- (六) 建議證交所簡化證券商主管人員異動作業。

現行證券商辦理董監事、主管及經理人(含副總、協理)不涉及換照之異動，證券商除於電腦系統(證券商申報單一窗口)輸入登記資料外，尚須另檢附相關文件書面申報證交所，並俟證交所審核無誤並於該系統執行確認後，申報始得生效。鑒於書面

申報作業與電腦登記作業有重複之現象，且現行證券商業務人員已採電腦登記逕行生效、相關文件由證券商自行留存備查方式，本公會建議證交所取消證券商申報董監事、主管及經理人等人員異動之書面申報，改採電腦登記逕行生效方式，以示效率。

- (七) 建議集保結算所放寬製發證券存摺予客戶。

現行客戶申請開立保管劃撥帳戶時，證券商需建立基本資料後，製發證券存摺予客戶使用，倘若客戶未能於當日領取證券存摺時，證券商應於當日將客戶存摺以掛號郵寄交付客戶，並留存郵局寄發紀錄證明文件及客戶原留印鑑之簽收紀錄。

惟由於網路電子交易日趨頻繁，投資人除了可在證券商之電子交易平台上查詢其交易明細及庫存資料外，亦可透過集保結算所的語音及網站核對庫存資料，所以實際到證券商補登存摺，核對交易資料之客戶愈來愈少，且因證券商於製發證券存摺後，常須指派專人送達，或以掛號郵寄交付，徒增證券商作業困擾。本公會建議集保結算所研議參加人客戶申請開立保管劃撥帳戶時，得依客戶需求，交付證券存摺之彈性作法，以符證券商實務作業需要。

- (八) 建議證交所放寬後台人員至營業櫃檯內支援電腦登打工作。

依證交所「營業細則」規定，證券經紀商之營業櫃檯，除董事長、總經理、營業部門經理、分公司經理及登記合格之業務人員外，其他人員不得進入。此項規定致使證券商業務人員於證交所「證券商業務人員到職變更登記表」上登記為融資融券、融資融券暨證券借貸之後台人員，無法進入營業櫃

檯內支援電腦登打工作。

本公會建議證交所放寬證券商擔任工作登記為融資融券、融資融券暨證券借貸之後台人員，得至營業櫃檯內支援電腦登打工作，以利證券商有效運用人力，提高營運靈活度，降低其經營成本。

(九) 建議證交所開放證券商得設置簡易服務處所。

現行「臺灣證券交易所股份有限公司證券商營業處所場地及設備標準」規定，證券商營業處所須具備一定之設備及標準，且須投入相當之人力、物力，才能符合規定。為使證券商營業據點得朝向小型化、自動化的方向發展，本公會建議證交所研議開放證券商得設置簡易服務處，俾降低經營成本及有效率的拓展業務。

(十) 建議主管機關允准提高每一客戶最高融資、融券額度上限為1億元或公司淨值的1%。

現行規定每一客戶最高融資限額為新臺幣6,000萬元，最高融券限額為4,000萬元。為滿足投資人融資融券需求，並可大幅改善：(1)投資人借用人頭帳戶增加資券額度，滿足其大量當沖交易需要，引發證券商之徵信及受託買賣法令遵循上之困擾，與(2)投資人在不同證券商新增開戶或借用人頭帳戶等方式增加資券額度，衍生出客戶端帳戶管理、錯帳及更正帳號之情形，證券商端亦徒增內控作業及管理之風險，本公會建議主管機關提高每一客戶最高融資、融券額度上限為1億元或公司淨值1%。

外國有價證券業務

(一) 建議專業機構投資人開戶時，證券商得免

指派業務人員解說風險且交付風險預告書。

考量專業機構投資人已具備專業投資知識、風險控管制度及稽核程序，能獨立判斷投資妥當性並自行保護其權益，且受各該相關主管機關之規範及檢查，故建議委託人如屬「證券商管理規則」第十九條之七所稱之專業機構投資人，得排除適用證券商受託買賣外國有價證券管理規則第9條規定，證券商得免指派業務人員解說風險且交付風險預告書。

(二) 建議證券商免向本公會申報營業日報表，暨營業月報表之申報日期由次月5日前調整為次月10日前。

考量目前證券商辦理受託買賣外國有價證券業務須申報之定期管理報表種類繁多，其中向本公會申報之營業日報表格式內容與營業月報表幾乎雷同；另因部份基金成交後，國外上手須3日後方提供成交回報，若遇週休二日或連續假日，證券商根本無法如期於次月5日前申報營業月報表。為協助證券商簡化作業及精簡人力，並符合證券商實務作業，建請主管機關允准證券商辦理受託買賣外國有價證券業務時，免向本公會申報營業日報表，暨營業月報表之申報日期由次月5日前調整為次月10日前。

(三) 建議證券商得受託買賣大陸地區、香港地區及其他非大陸地區證券市場之陸資相關有價證券案。

為提昇證券商業務競爭力，並避免阻礙資金回流，建議主管機關比照投信投顧全權委託、國內募集及銷售之境外基金、公私募證券投資信託基金等業別之現行陸資有價證券投資限制規定，允准國內證券商得受託買賣大陸地區、香港地區及其他非大

陸地區證券市場之陸資相關有價證券。

(四) 建議證券商得接受信託業者於同一證券經紀商，開立二個以上帳戶。

為符合現行信託之受託人應將信託財產與其自有財產及其他信託財產分別管理之相關規範，並保障信託委託人之信託財產安全，建請主管機關允准證券商辦理受託買賣外國有價證券業務時，得接受信託業者於同一證券經紀商，開立二個以上帳戶。

(五) 建議證券商得接受投資人開立聯名帳戶。

順應國際潮流，及因應投資人交易便利性及考量法律權利義務之需求，建議主管機關允准證券商受託買賣外國有價證券業務時，得接受投資人開立聯名帳戶。

(六) 建議不限縮證券商受託買賣外國ETF之投資種類。

主管機關自98年6月17日起，限縮銀行特定信託業務受託投資外國ETF之投資種類，以股票、債券為主且不具槓桿效果之ETF為限。並基於各業別監理一致性考量，擬規範證券商受託買賣外國有價證券業務時亦應一體適用前揭限制。然因銀行端與證券端之外國有價證券投資人，客戶關係建立基礎及風險承受度皆不同，且國外掛牌交易之ETF已具公正、公平及公開之產品特性。為免剝奪客戶投資權益、削弱證券商國際競爭力、導致資金外流，建請主管機關不限縮證券商受託買賣外國ETF之投資種類。

新金融商品業務

(一) 建議將店頭股權衍生性商品交易，改採課徵期貨交易稅而免徵所得稅。

1. 基於同一性質商品之課稅一致性原則：店頭股權衍生性商品與集中市場(期交所)股權類衍生性商品相似。

以國外情況來說，2008年整年全球店頭市場股權衍生性商品存續契約量約為新台幣215兆元(USD 6.49兆)比當年度集中市場(期交所)股權衍生性商品存續契約量(USD 4.95兆)還高。但因我國對「股權衍生性商品」的課稅採取店頭的課所得稅，集中市場(期交所)的課交易稅，故2008年我國店頭股權衍生性商品交易量新台幣36億元，僅約集中市場(期交所)交易量32兆元的萬分之一。

究其原因，同一商品在不同市場交易，給予不同租稅待遇，導致資金外流，市場沒有了，政府也收不到稅。

2. 由於店頭股權衍生性金融商品與集中市場衍生性商品性質相仿，基於同一性質商品之課稅一致性原則，本公會因而建議財政部修正「期貨交易稅條例」，俾使我國店頭股權衍生性金融商品改課徵期貨交易稅而免徵所得稅。

3. 本案如獲採行，除將因稅制而移至境外之交易帶回國內，擴大我國店頭股權衍生性金融商品交易市場，而大幅挹注國庫稅收外，更是發展我國成為亞太資產中心之助力。

(二) 建議證券商遭停業處分不應擴及其他業務

為避免證券商遭停業處分產生一罪二罰之情形，本公會就「證券商遭停業處分不應擴及其他業務」，建請主管機關於處分裁決書上，明示受處分業務項目及同遭處分之其他業務項目範圍、期間，並建議對非過失業務所受處分不應高於主過失業務所受之處分。

承銷業務

(一) 建議開放證券商得辦理直接投資業務。

為協助證券商業務穩定、多元發展，提昇證券商資金運用空間、拓展業務綜效，本公會建議主管機關開放證券商得依證券商管理規則第十八條第五款規定，以自有資金轉投資以直接投資為專業之子公司，並由該子公司辦理直接投資業務。

(二) 建議公開說明書首頁揭露承銷費用、會計師及律師相關費用

為避免惡性競爭並導正承銷手續費之收取，建議主管機關同意本國發行人申請上市(櫃)、上櫃轉上市、第二上市(櫃)、國內籌資案件等，亦比照第一上市(櫃)案件，於公開說明書首頁揭露承銷費用、會計師及律師相關費用。

稽核業務

(一) 為利證券商年報編製得以允當表達，建議增訂「證券商年報應行記載事項準則」。

鑑於證券商業務內容與一般公開發行公司行業屬性及公司治理有明顯不同，且考量主管機關對於證券商自有資本適足比率及風險管理運作之揭露另有特定要求，現行證券商年報依循「公開發行公司年報應行記載事項準則」編製實未盡妥適，本公會建議應另訂證券商適用之年報應行記載事項準則。

(二) 研議提升證券商內部稽核功效之建議方案。

為使內部稽核之職能得以有效發揮，本公會依主管機關指示研議提升證券商內部稽核功效之建議方案如下，業已函請主管機關參考：

1. 請主管機關有效宣達對證券商內控執行成效

之重視。

2. 建議主管機關就證券商內部稽核作業發現之各項缺失，如已自行處分且充分改善者，不再予以處分或從輕處分。
3. 建議主管機關(證期局或檢查局)舉辦證券商稽核業務研習，邀集證券周邊單位及證券商稽核代表參加，作為稽核業務之溝通與交流平台。

債券業務

(一) 建議債券型基金之資產配置回歸由基金經理人依其信託相關規定進行投資。

為提昇證券化商品之銷售效率，建議取消國內債券型基金投資以債券為金融資產證券化標的資產所發行之受益證券或資產基礎證券(含經主管機關核定為短期票券者)時，應提報董事會討論並檢附「董事會聲明書」向主管機關報備之規定。

主管機關業已函囑中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會瞭解投信業者需求，如有取消必要請一併研議相關配套措施報會。

(二) 建議公司債及金融債證券交易稅之停徵期間應訂為10年且應訂定復徵指標。

鑑於行政院於98年5月21日審查通過財政部研擬「證券交易稅條例」第2條之1修正草案，明訂行政院得視經濟發展、資本形成及債券市場情況，於特定期間內停徵公司債及金融債之證券交易稅。為債券市場長期發展考量，本公會配合就前開停徵期間研議建議方案如下，業已函請櫃檯買賣中心彙報財政部參考：

1. 建議停徵10年：為避免增加交易及發行成本之不確定性，停徵期間應採固定年限，爰建議公司債及金融債證交稅停徵期間訂為10

年，以落實扶植債券市場永續發展之目標。

2. 增列復徵指標：證交稅開徵與否應視債市發展情況並宜訂定參考指標，爰建議當公司債、金融債交易金額達公債交易金額50%以上時，再行考量復徵事宜。
3. 長期目標仍應爭取免徵公司債及金融債之證交稅：基於資本市場長期發展考量，且目前主要金融市場如美、日等均未對公司債或金融債課徵證交稅，因此長期目標仍應朝修法免徵公司債及金融債證交稅之方向推動。

海峽兩岸業務

- (一) 放寬證券商購買有價證券及轉投資證券、期貨等資金運用比例。

為擴大兩岸證券投資，強化國際競爭力，本公會於98年3月4日建議金管會證期局修訂「證券商管理規則」第18條規定，有關國內證券商購買有價證券及轉投資證券、期貨、金融等相關事業之資金運用比例，「不得超過資本淨值之百分之40，且其中具有股權性質的投資，其投資總金額不得超過實收資本額之百分之40」，修改為「不得超過資本淨值之百分之60，且其中具有股權性質之投資，其投資總金額不得超過資本淨值之百分之60」。

- (二) 放寬證券商投資大陸之公司淨值比率及投資總額

為提升證券商對轉投資大陸證券商之影響力，並使中小型證券商亦可赴大陸投資，本公會於98年6月3日建議金管會證期局修訂「台灣地區與大陸地區證券及期貨業務往來許可辦法」第9條第1項有關證券商淨值及投資總金額佔證券商淨值比率之規定。原規定證券商需淨值高於新臺幣70億元，且

該淨值大於實收資本額，才得申請在大陸地區投資證券、期貨等公司。建議將上揭淨值限制的規定取消。另建議放寬證券業者投資大陸地區證券相關行業之額度，將投資總金額佔券商淨值比率之規定，由不得超過證券商淨值百分之20提升為百分之60。

- (三) 修訂陸資投資國內有價證券相關規定

為擴大證券市場規模及提昇國際化程度，將陸資視為一般外資，本公會於98年6月3日建議金管會證期局將「臺灣地區金融機構辦理大陸地區匯款作業準則」第3條規定「不得受理有價證券投資」之規定取消；證交所「營業細則」第77-2條中「檢附經稽徵機關核發遺產稅或贈與稅之繳清證明書或其他證明文件」及「帳戶僅得受託賣出，不得受託買入」之規定取消，將大陸委託人視同外國委託人，不限制其需持有繼承或贈與所得的股票，才得以開戶並只能賣出，以解決海外陸籍股東或員工之持股買賣問題；證交所「營業細則」第75-4條中「大陸地區委託人不得使用綜合交易帳戶」之規定取消，將大陸委託人，比照外國投資人辦理。

外資業務

- (一) 修改預收款券作業

為減少實務作業流程的不便及增進買賣申報時效性，本公會於98年6月3日建議證交所及櫃檯買賣中心修改預收款券作業相關規定，對證券商接受有保管機構的機構投資人委託買賣變更交易方法的有價證券或依其他規定應預收款券之有價證券，證券商視其風險控管之需要，得自行決定是否須預收款券。

- (二) 修改錯帳申報暨處理辦法

因機構投資人(含外國人)於市場比重逐年增加

且委託方式漸趨複雜，為增加證券商處理與客戶委託交易問題的彈性，本公會於98年6月3日建議證交所及櫃檯買賣中心修改錯帳申報暨處理辦法相關規定，對有爭議的委託由證券商與客戶協商解決，而非按現行買賣錯帳規定，所有錯帳都需申報並轉入錯帳專戶限期沖銷。

(三) 出借人得延遲交割

為鼓勵國內機構投資人擔任有價證券出借人，相同業務應比照境外華僑及外國人，本公會於98年6月3日建議證交所及櫃檯買賣中心，對國內出借人當日召回出借股票，且借券人無法於當日補回時，出借人得以申請延遲交割，即將國內出借人納入得延遲交割之範圍。

(四) 免印委託記錄

為協助證券商達成人力資源之有效運用及節能減碳目標，本公會於98年6月3日建議證交所及櫃檯買賣中心對證券商非電子式交易型態之買賣委託紀錄，在符合特定條件下得比照電子式交易型態之委託，可免列印買賣委託紀錄。

(五) 簡化綜合帳戶作業

為簡化作業流程，以使綜合交易帳戶聲明書所轄之委託人發生異動的通知方式及委託明細申報作業更形簡便，本公會於98年6月3日建議證交所及櫃檯買賣中心簡化現行綜合交易帳戶相關作業，使新增之委託人與證券商完成交割後即視為符合規定，不再由受任人另行通知券商；證券商自行保留委託明細，證交所有調閱需求時再行提供，不須於成交日下午向證交所申報。

(六) 調整預收款券作業

為保障客戶參與市場之權益，使證券商能於股市開盤前(0830-0900)接受客戶委託買進及能於銀行營業時間(1530)後接受客戶以鉅額方式買進需預收款項之有價證券，本公會於98年6月3日建議證交所及櫃檯買賣中心調整相關預收款券作業之規定，使證券商得於前一營業日收取預收款項，或次一營業日再返還預收款。

(七) 鉅額賣出委託

為解決部份證券商客戶對其交易部位保密而不願證券商查驗其帳戶餘額的問題，本公會於98年6月3日建議證交所及櫃檯買賣中心對有保管機構的委託人及無保管機構的政府基金、保險公司和銀行，排除其在「上市證券鉅額買賣辦法」第4條規定的適用，即進行鉅額賣出委託時，無須先檢核其集保帳戶。

(八) 免除開戶函證

現行「證券商應以函證方式確認授權開戶」之規定並不適用於專業投資機構，本公會於98年6月3日建議證交所及櫃檯買賣中心對基金專戶與全權委託等機構投資人委由保管機構代理開戶、交割等事宜；及機構投資人親自開戶，但委由保管機構代為辦理交割事宜，均得免除雙掛號函證。

海外經營策略

(一) 境外子公司與大陸地區機構業務往來限制

本公會建議金管會修正「台灣地區與大陸地區證券及期貨業務往來許可辦法」第四條有關經主管機關許可之規定，將申請許可制改為負面表列方式：除「經主管機關許可」等文字，或修正為「經向主管

機關申報生效後」，以助券商拓展國際業務。

(二) 同一人、同一關係人出借有價證券總金額限制

本公會建議放寬「證券商辦理有價證券借貸管理辦法」第33條，有關同一人、同一關係人之出借有價證券總金額之限制，將現行「法人不得超過證券商淨值百分之五；對同一關係人出借有價證券總金額不得超過證券商淨值之百分之十」之規定，放寬至「法人不得超過證券商淨值百分之十；對同一

關係人出借有價證券總金額不得超過證券商淨值之百分之二十」。

(三) 境外結構型商品審查及商品類別

本公會建議金管會檢視並修改「信託業辦理特定金錢信託業務運用信託財產於國外投資之規定」及「境外結構型商品審查作業準則草案」，參採國外結構型商品快速審查機制，積極開放我國得銷售或得配置之境外商品類別，以提高國際競爭力。

三、本公會其他業務活動

(一) 本公會「證菁學院」自98年6月起增設「網上列印證書」功能。

本系統完成不僅可加強服務會員，並可提高效能降低人力及成本支出，同時也能與外部接軌。系統可列印證書種類及效能大致如後：

1. 與登記執業有關且終身有效之「及格證書」仍維持紙本列印。
2. 其餘三階在職訓練「結業證書」及「研習證明」提供會員人資及從業人員「網上列印」服務，不再印製紙本及郵寄。

現職或非現職從業人員有個人需求者，仍可向本公會申請證書印製服務。

(二) 舉辦「證券商兼營信託業務說明會」

為配合主管機關開放證券商以信託方式辦理財富管理業務，本公會於5月5日假本公會教育訓練中

心舉辦「證券商兼營信託業務說明會」，邀請信託公會陳靖宜組長就現行信託法制及業務等相關事項作說明，共有會員公司之從業人員110餘人參加，反應熱烈。

(三) 舉辦「推動我國採用國際會計準則（IFRS）」宣導說明會

為配合主管機關推動我國採用國際會計準則（IFRS）之規定，本公會於6月23日假本公會教育訓練中心舉辦「推動我國採用國際會計準則（IFRS）」宣導說明會，邀請資誠會計師事務所黃金澤會計師就我國採用國際會計準則後證券業應如何因應、準備及應注意事項等相關議題進行說明，共有會員公司之財務會計主管100餘人參加，反應熱烈。

四、證券商與業務人員業務缺失一覽表

編號	處分依據與缺失事項	處分內容
1	違反證券商負責人與業務人員管理規則第18條第2項第19款。 ○證券商業務人員白○彰於97年3月至7月間，有接受未具客戶委任書之代理人使用客戶之帳戶買賣有價證券情事，核已違反證券管理法令。	依證券交易法第56條規定，命令○證券商停止業務人員白○彰1個月業務之執行。
2	違反證券交易法第56條、證券商負責人與業務人員管理規則第18條第2項第3款及第13款。 ○證券商前業務人員王○博於任職期間，有受理客戶對買賣有價證券之全權委託，及未依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。	依證券交易法第56條規定，命令○證券商停止業務人員王○博2個月業務之執行。
3	違反期貨交易法第101條第1項、證券商經營期貨交易輔助業務管理規則第28條第1項、第29條第1項、第2項、期貨商負責人及業務員管理規則第16條第2項第10款、第11款。 ○證券商業務員章○涵尚未向期貨公會登記為期貨業務員即執行職務，並以業務員李○珠名義受理交易人之期貨買賣委託；經理人吳○明就前揭違規情事，未善盡監督管理之責，未本誠實及信用原則，忠實執行；業務員陳○豪有代理期貨交易人從事期貨交易情事；核前揭人員已違反期貨管理法令。	依期貨交易法第101條第1項規定，命令○證券商停止章○涵、李○珠各3個月業務之執行及停止吳○明、陳○豪各1個月業務之執行。
4	違反證券商管理規則第2條第2項規定。 ○證券商自營部有未經風險管理委員會討論決議提高總停損額度下，發生累積虧損超逾停損限額規定，作業核欠妥當。另董事會未指派高階主管擔任法令遵循主管，以綜合法令遵循事務，並每半年向董事會及各監察人報告，核已違反證券管理法令。	依證券交易法第65條規定予以糾正
5	違反證券商負責人與業務人員管理規則第18條第2項第3款及第9款。 ○證券商前業務人員朱○瑞有受理客戶對買賣有價證券之種類、數量、價格及買進或賣出之全權委託，及與客戶有借貸款項情事，核已違反證券管理法令。	依證券交易法第56條規定，命令○證券商停止前業務人員朱○瑞3個月業務之執行。
6	違反證券商負責人與業務人員管理規則第18條第2項第7款第11款。 ○證券商前業務人員徐○書於任職期間，有利用客戶之帳戶買賣有價證券及挪用其有價證券及款項等情事，核已違反證券管理法令。	依證券交易法第65條規定予以糾正，請嗣後確實注意改善，並依證券交易法第56條規定，命令○證券商對其前業務人員徐○書予以停止執行業務1年之處分。

編號	處分依據與缺失事項	處分內容
7	違反證券交易法第56條、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8款、第11款及同條第3項。 ○證券公司業務人員曹○萍有提供4名親友證券帳戶供客戶使用以買賣有價證券，並代為保管16名客戶存摺共161冊之情事；曹員行為時受託買賣主管李○福，有監督管理公司內控不周之情事，核已違反證券管理法令。	依證券交易法第65條規定予以糾正，請嗣後確實注意改善，並依證券交易法第56條規定，命令○證券對曹○萍及李○福分別予以停止執行業務1年及3個月之處分。
8	違反期貨交易法第119條第1項第2款及證券商經營期貨交易輔助業務管理規則第6條、第9條第2項、第29條第2項規定。 ○證券公司內湖行政中心非屬向中華民國期貨業商業同業公會登錄合格之營業處所經營期貨交易輔助業務、且受託買賣交易未依規定填具買賣委託書，及內部稽核作業有未確實執行情形，另受雇人孫○慧登錄為受託買賣業務員，有未依規定於前揭非屬○證券公司之營業處所執行期貨交易人之委託單情事，核已違反期貨管理法令。 受雇人張○興、吳○玲、張○青及邱○倫等人前於○證券公司任職期間，有未依規定於非屬○證券公司之營業處所接受期貨交易委託與執行期貨交易人之委託單情事，核已違反期貨管理法令。	依期貨交易法第119條第1項第2款規定，處○證券公司新臺幣48萬元之罰鍰，另依期貨交易法第101條第1項規定，命令○證券公司停止受雇人孫○慧、吳○玲、張○青及邱○倫等1個月業務之執行及張○興3個月業務之執行。
9	違反證券交易法第56條、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、第11款及同條第3項。 ○證券公司業務人員王○幸、余○枝及鄭○貞有代客戶保管集保及交割銀行存摺，王○幸並有利用客戶帳戶買賣有價證券，及余○枝有代理客戶買賣有價證券之情事，核已違反證券管理法令。	依證券交易法第65條規定予以糾正，請嗣後確實注意改善，並依證券交易法第56條規定，命令○證券對王○幸、余○枝及鄭○貞分別予以停止執行業務1個月之處分。
10	違反證券商管理規則第2條。 ○證券公司對於客戶買賣有價證券之手續費折讓，有將依折讓條件計算之部分折讓金額轉入營業員薪資帳戶作為營業員獎金之情事，核已違反證券管理法令。	依證券交易法第65條規定予以糾正，請嗣後確實注意改善
11	違反證券商管理規則第2條。 ○證券公司自營部於98年3月10日超賣晶豪科技公司股票5張，違反證券管理法令。	依證券交易法第65條規定予以糾正，請嗣後確實注意改善
12	違反證券商管理規則第2條。 ○證券公司公司自營部於98年3月6日超賣仁寶電腦工業公司股票1張，違反證券管理法令。	依證券交易法第65條規定予以糾正，請嗣後確實注意改善

編號	處分依據與缺失事項	處分內容
13	違反證券交易法第56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。 ○證券公司業務員劉○娟於95年9月8日有受理非本人或未具客戶委任書之代理人買賣有價證券之情事，核已違反證券管理法令。	依證券交易法第56條規定，命令○證券公司對業務員劉○娟予以停止執行業務1個月之處分。
14	違反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。 ○證券公司前業務人員楊○霆及范○綸，於95年8月至10月間，有利用客戶帳戶買賣有價證券之情事，核已違反證券管理法令。	依證券交易法第56條規定，命令○證券公司解除楊○霆、范○綸之職務。
15	違反證券商負責人與業務人員管理規則第18條第2項第9款。 ○證券公司業務人員柯○芳與客戶有借貸款項之情事，違反證券管理法令。	依證券交易法第65條規定予以糾正，請嗣後確實注意改善，並依證券交易法第56條規定，命令○證券公司對其業務人員柯○芳予以停止執行業務1個月之處分。
16	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9款、第19款及第3項規定。 ○證券公司前業務人員許○貞，於任職期間有受理未具客戶委任書之代理人買賣有價證券及與客戶有借貸款項等情事，核已違反證券管理法令。	依證券交易法第65條規定予以糾正，請嗣後確實注意改善，並依證券交易法第56條規定，命令○證券公司對前業務人員許○貞予以停止執行業務3個月之處分。
17	違反證券商管理規則第19條。 ○證券因承銷取得有價證券部位合計超過資本淨值之20%，有未依規定於取得後1年內出售之情事，核已違反證券管理法令。	依證券交易法第65條規定予以糾正
18	違反證券商管理規則第2條第2項及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。 ○證券公司前業務員朱○蓉有代客戶保管存摺及印鑑情事，及辦理融資融券業務之業務員葉玫芸有兼辦電腦登打工作情事，核已違反證券管理法令。	依證券交易法第65條規定予以糾正，請嗣後確實注意改善並依證券交易法第56條規定，命令○證券公司停止朱○蓉1個月業務之執行。
19	違反證券商受託買賣外國有價證券管理規則第22條之規定。 ○證券接獲總代理人通知旗下基金將合併及終止在台募集銷售，該公司依規定通知客戶，卻因該公司前結算交割主管黃○榮疏失，導至延遲通知○證券等3家代銷證券商，雖未造成投資人權益受損，仍核已違反證券管理法令規定。	請嗣後確實注意改善

編號	處分依據與缺失事項	處分內容
20	違反證券商負責人與業務人員管理規則第18條第2項第7款及第11款之規定。 ○證券商前業務人員葉○宏，於任職期間有利用客戶帳戶買賣有價證券及代客戶保管存摺等情事，核已違反證券管理法令。	依證券交易法第65條規定予以糾正，請嗣後確實注意改善並依證券交易法第56條規定，命令○證券商對前業務人員葉○宏予以停止執行業務6個月之處分。
21	違反證券商管理規則第2條第2項及證券商負責人與業務人員管理規則第18條第2項第9款之規定。 ○證券商前受託買賣業務員張○鳳與客戶黃○珍有借貸款項之情事，核已違反證券管理法令規定。	依證券交易法第65條規定予以糾正，請嗣後確實注意改善並依證券交易法第56條規定，命令○證券商對前業務人員張○鳳予以停止執行業務3個月之處分。
22	違反證券商負責人與業務人員管理規則第4條第2項、第18條第3項及證券商管理規則第37條第8款。 ○證券商前業務人員張○興任職期間，有未於登記核可之營業處所接受有價證券委託買賣及登記受託買賣高級業務員同時擔任外資研發部門主管等情事，核已違反證券管理法令。	依證券交易法第65條規定予以糾正，並依證券交易法第56條規定，命令○證券商對業務員張○興予以停止執行業務3個月之處分。
23	違反證券交易法第56條、證券商負責人與業務人員管理規則第18條第2項第22款及同條第3項。 ○證券商前業務人員徐○強及皇○宜君有向中華民國境內之公司媒介、招攬並銷售未經核准之店頭外匯衍生性金融商品之情事，違反證券管理法令。	依證券交易法第65條規定予以糾正，請嗣後確實注意改善，並依證券交易法第56條規定，命令○證券商解除徐○強及皇○宜君之職務。
24	違反證券交易法第56條、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3項。 ○證券商業務人員梁○雅有未在營業櫃檯內接受客戶委託買賣及有將職章借予他人使用之情事；業務人員尤○嘉有未在營業櫃檯內接受客戶委託買賣及有受理客戶未指定價格方式買賣有價證券之情事，違反證券管理法令。	依證券交易法第65條規定予以糾正，請嗣後確實注意改善，並依證券交易法第56條規定，命令○證券商分別對梁○雅及尤○嘉予以停止執行業務3個月之處分。
25	違反有價證券得為融資融券準第6條第2項規定。 ○證券商辦理和旺建設公司股票買賣融資融交易時，受託融資買進3張，已逾櫃買中心當日融資配額（0張），違反證券管理法令。	應請注意檢討改善。
26	違反期貨交易法第119條第1項第2款、期貨商管理規則第2條第2項、第55條第23款及本會95年10月18日金管證七字第0950132780號令。 ○證券商經本會許可經營期貨自營業務，其從事國外期貨交易逾規定比率，核已違反期貨管理法令。	依期貨交易法第119條第1項第2款規定，對○證券商處新臺幣12萬元罰鍰。

編號	處分依據與缺失事項	處分內容
27	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4條第2項、第18條第2項第3款及第18條第3項之規定。 (一) ○證券新竹分公司前業務人員陳○澤有受理客戶對買賣有價證券之種類、數量、價格及買進或賣出之全權委託、於客戶未能親取相關月份對帳單時代為轉交、受理客戶申辦變更交割留存印鑑作業，有辦理登記範圍以外之業務，及使用與保管客戶事先簽章之空白委託書等情事。 (二) ○證券新竹分公司前業務人員吳○愛有受理客戶申辦變更交割留存印鑑，於客戶未親自辦理及未繳回申請書情形下，即予受理，及客戶未能親取對帳單時，有未依規定於每月10日前寄送對帳單等情事。 (三) ○證券分公司接連發生業務人員受理客戶對買賣有價證券之全權委託情事，且該公司最近三年受本會糾正處分多次，顯見該公司內部控制之執行顯有重大疏失，未予有效落實執行。	依證券交易法第66條規定，對○證券公司予以警告處分；依證券交易法第56條規定，命令○證券公司停止新竹分公司前業務人員陳○澤1年業務之執行及前業務人員吳○愛1個月業務之執行。
28	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1款及第7款之規定。 ○證券公司前業務員駱○宏有以自備之筆記型電腦，利用該公司ADSL線路，以胞妹駱○宏帳戶下單買賣股票，上開帳戶除有同一日與該公司同時買進或賣出同一檔股票之情形外，有與公司自營買入同一股票標的反向者，核有違反證券管理法令。	依證券交易法第66條規定予以警告處分，並依證券交易法第56條規定，命令○證券分別對駱○政宏以停止執行業務1年之處分。
29	違反證券商負責人與業務人員管理規則第18條第2項第19款之規定。 ○證券公司業務員李○燕、林○雯有受理未具客戶委任書之代理人申購有價證券之情事，核有違反證券管理法令。	依證券交易法第65條規定予以糾正，請嗣後確實注意改善
30	違反證券商負責人與業務人員管理規則第18條第2項第4款。 ○證券公司業務人員許○隆與客戶有分享利益之證券買賣情事，違反證券管理法令。	依證券交易法第65條規定予以糾正，請嗣後確實注意改善，並依證券交易法第56條規定，命令○證券公司停止其業務人員許○隆6個月業務之執行。
31	○證券公司業務員蔡○伶登記融資融券及證券借貸職務，交割部主管魯○美卻指派蔡員於開盤及收盤前30分前後於營業櫃檯內兼任電腦登打員工作，核有違反證券管理法令。	請嗣後確實注意改善

編號	處分依據與缺失事項	處分內容
32	違反證券商管理規則第2條第2項。 ○證券公司98年5月7日發生鉅額錯帳乙案，未依規定保存客戶授權委託紀錄及於委託書註記授權委託，核有違反證券管理法令。	請嗣後確實注意改善
33	違反證券商經營期貨交易輔助業務管理規則第30條第1項規定。 ○證券公司經營期貨交易輔助業務，其前受雇人許○涓於擔任該公司忠孝分公司期貨業務員期間，從事期貨交易有未於委任期貨商開戶情事。	依期貨交易法第101條第1項規定，命令○證券公司停止前受雇人許○涓1個月業務之執行。
34	違反證券交易法第36條之1、公開發行公司取得或處分資產準則第30條第1項第5款規定。 ○證券公司於96年3月14日及96年9月21日處分投資之有價證券，未依證券交易法第36條之1及公開發行公司取得或處分資產處理準則第30條第1項第5款規定，於事實發生日起2日內於本會指定網站辦理公告申報。	請嗣後注意改善，並依證券交易法第36條之1、第178條第1項第7款及第179條規定，對○證券公司為行為之負責人處罰鍰新臺幣24萬元。
35	違反證券商管理規則第2條第2項及證券商負責人與業務人員管理規則第18條第2項第7款、第4項。 ○證券公司客服人員陳○莉以其母親、資訊部人員張○榮及前法人業務部經理黃○蔚以渠等之配偶之帳戶買賣有價證券，核已違反證券管理法令。	依證券交易法第56條規定，命令○證券公司停止客服人員陳○莉、資訊部人員張○榮各1個月業務之執行及黃○蔚3個月業務之執行。

肆、證券市場紀要

一、國內證券市場紀要

- 04月01日 本公會公告修正「證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法」、「承銷商會員輔導發行公司募集與發行有價證券自律規則」，有關特別股承銷相關規定，自公告日起施行。
- 04月01日 立法院三讀通過「所得稅法」修正案，將現行課稅標準不一的金融商品所得稅負趨於一致，包括證券化商品、短期票券、結構型商品、債券附買回交易，自民國99年起，個人投資人將採取分離課稅，稅率均為10%。
- 04月09日 本公會公告修正「承銷商會員輔導發行公司募集與發行有價證券自律規則」第16條及第20條，有關轉換公司債發行條件相規定，自公告日起施行。
- 04月13日 台股資金行情看漲，上市、上櫃公司發行可轉債等籌資意願提高。本公會修訂相關條文，將發行公司股價須超過轉換價格50%，公司始得行使收回權，調降為30%即可行使收回權，上市櫃發行可轉債的財務操作更為靈活。
- 04月15日 證交所配合政策開放，審慎妥善規劃外國企業來台上市制度。
- 04月23日 指數型認購(售)權證履約時，財政部明令，因其是以證券市場股價指數做為買賣標的，應比照其他有價證券按履約價課千分之一證券交易稅，證券交易所則依法免稅。
- 04月23日 集保結算所建置股東會通訊投票平台「股東e票通」正式啟用，不僅投資人增加一個行使股東會表決權的管道，發行公司也可透過此通訊投票平台，提昇公司治理方面的評價。
- 05月04日 證交所發佈開放證券自營商得以漲(跌)停板申報買進(賣出)有價證券，為期半年。
- 05月10日 本公會研究發展委員會史綱召集人及朱桂亭專員，於5月10日至5月12日赴美國華盛頓特區參加2009年國際證券業協會(ICSA)年會。
- 05月11日 證交所宣布推出「指數型權證」，提供投資人可以在證券市場買賣指數商品的新選擇。
- 05月15日 證交所為強化公開資訊觀測站之資訊揭露暨提升整體市場之預警功能，修訂「公開資訊觀測站『財務重點專區』資訊揭露處理原則」，將原指標九所列屬綜合考量之判斷標準予以量化，有利投資人充分瞭解上市公司之財務業務狀況及證交所綜合考量之原由。
- 05月19日 證交所於其遠端異地備援中心建置新版證券商測試系統，對於證券商因自身的電腦系統異動，或因證券市場各項業務增修，所產生的系統測試需求，皆可利用該測試系統完成，對提供我國證券市場的安全、穩定與證券業務的推展都有相當大的助益。

- 05月19日 本公會公告修正「承銷商會員輔導發行公司募集與發行有價證券自律規則」第30-2條及第31條，有關附認股權公司債及交換公司債之收回或強制轉換門檻，自公告日起施行。
- 05月21日 證交所說明自今年2月2日開始實施的款券T+2日交割制度(DVP)，將投資人及證券商端的款券交割時點均調整為T+2日，同時新增證券商對投資人下單驗券機制，實施迄今三個月，整體作業順暢良好，證券商與投資人亦已普遍習慣該項制度。
- 05月21日 證交所舉辦「兩岸三地ETF市場發展論壇」，推動兩岸三地ETF市場合作與互相開放。
- 05月22日 證交所為因應國際潮流並提昇我國證券市場的資訊透明度及國際能見度，規劃台灣資本市場採用XBRL申報財務資訊的方案，積極落實各項推動工作。
- 05月25日 證交所為使其他投資人亦有委託受任人使用綜合交易帳戶之機會，宣布開放綜合交易帳戶四項措施：(1).不同投資人的零股可以合併成整股買賣；(2).個人帳戶成交者得併入綜合交易帳戶進行均價；(3).綜合交易帳戶得進行鉅額買賣；(4).開放除陸資外的全部投資人均可使用綜合交易帳戶買賣有價證券。
- 05月27日 本公會為協助企業籌資，公告發行公司申報以償還98年12月31日前到期或可賣回之可轉換公司債為資金運用計畫項目者，可免依本公會「承銷商會員輔導發行公司募集與發行有價證券自律規範」第四條之股數計算相關規範。
- 06月07日 本公會黃敏助理事長及徐秉群組長於6月7日至6月14日赴以色列特拉維夫市，參加第34屆國際證券管理機構組織(IOSCO)年會。
- 06月11日 本公會公告修正「承銷商會員輔導發行公司募集與發行有價證券自律規則」第25條及第37條，增訂無擔保轉換公司債同順位債券規範，自即日起施行。
- 06月17日 本公會公告修正「證券承銷商詢價圈購配售辦法」第4之1條及第5條，有關詢價圈購不合格圈購單認定規範暨原股東配售原則規範，自即日起施行。
- 06月17日 為避免產生徒增查核報告儲存空間及紙張浪費之情事，證交所採行本公會建議並公告，自即日起證券商總公司督導查核分支機構作業，無論分支機構採專職內部稽核制度或專人自行查核制度，所應檢送該公司之報告及其相關附件均得採以儲存媒體方式辦理。惟證券商應將重要內容製作成彙總表，並採取經用印並轉存無法更改之光碟儲存媒體檔案方式辦理，但總公司仍應保留完整之查核報告紙本。
- 06月17日 行政院金管會配合開放境外指數股票型基金(ETF)來台上市交易，研擬修正法規，放寬每一客戶對境外ETF最高融資限額為新台幣6,000萬元、最高融券限額4,000萬元。
- 06月29日 近期台股新股上市櫃承銷公開抽籤熱絡。本公會為避免業者利益輸送，修訂證券承銷商詢價圈購配售辦法，增訂具有與承銷商有承銷業務往來公司的董監事、經理人及其配偶及子女等相關對象，不得參與現金增資優先配售。

- 06月29日 金管會評估，台股逐漸恢復正常運作，今年二月宣布採行的上市櫃公司現金增資承銷價格下限，從市價九成放寬為八成案，到6月底止後將不再延長；由於市場狀況已穩定，對企業募資不致有太大影響。
- 06月29日 金管會為簡化證券商稽核報告保存方式，放寬年限屆滿二年以上之稽核報告(含查核明細表、查核工作底稿及相關資料)得以儲存媒體方式保存。
- 06月30日 穆迪集團在今天結束台灣業務。穆迪授與金融機構、金融債券、衍生性商品的本地評等XXX.tw，依法律效力，將於同一天失效，部份銀行、券商等發行機構，尋新的評等授與，因時間太壓縮，仍有8支債券基金、40支資產證券化商品無法在截止日取得評等。

證券市場人事異動一覽表

一、 本公會理、監事：

公會職稱	新任理、監事姓名	任理、監事姓名	接任日期
理 事	—	第一金證券公司 蔡憲宗先生	98年4月21日

二、 本公會委員會召集人、副召集人：

序號	委員會名稱	召集人	副召集人
1	承銷業務委員會	張立秋	戴家偉
2	經紀業務委員會	莊輝耀	陳招棍、黃秀緞、黃晉岳
3	自營業務委員會	范姜奇秀	游文昌
4	紀律委員會	黃古彬	李鴻基、黃冠豪、蓋華英
5	研究發展委員會	史 綱	陳松男、劉德明
6	教育訓練委員會	郭仲乾	許德崇、儲 蓉
7	財務委員會	許慶樺	林志成
8	國際事務委員會	吳光雄	曾錦隆、麥淑媛
9	海峽兩岸委員會	黃顯華	范振群、魏哲禎
10	金融期貨業務委員會	葉公亮	許瑞立

序號	委員會名稱	召集人	副召集人
11	新金融商品委員會	林象山	邱榮澄、吳仁傑、白清圳
12	公共關係委員會	周康記	吳光雄、黃古彬
13	外資事務委員會	程大鵬	黃允治
14	債券業務委員會	吳麗敏	高淑惠
15	風險管理委員會	葉公亮	林則榮、儲 蓉
16	業務電子化委員會	王明達	吳學敏、王志誠
17	外國有價證券業務委員會	溫宗憲	胡碧茹、劉昭明
18	稅負及會計委員會	黃古彬	劉其昌
19	股務代理業務委員會	魏文正	戴國明、葉黃杞
20	財富管理業務委員會	張銘杰	鄭富雄
21	稽核委員會	黃明哲	鄭明裕、蘇寶秀
22	投資理財知識教育委員會	鄭丁旺	
23	海外經營策略委員會	李鴻基	
24	採購委員會	陳正曜	黃秀緞、陳萬金

三、 其他事項報導

一、 98年4月21日第4屆第15次理事會議、98年5月26日第4屆第16次理監事聯席會議、98年6月23日第4屆第17次理事會議：

(一)會員入(退)會：

1. 本公會會員長城證券股份有限公司，因營業讓與申請退會。
2. 本公會會員昇豐證券股份有限公司，因公司解散申請退會。

二、國際證券市場紀要

- 04月28日 日本政府預期今年產出將出現創紀錄下滑。目前，日本政府正在爭取國會的支持，以通過一項新的財政刺激計劃，提振備受衝擊的經濟。東京表示，它預計本財年(從4月1日開始)的國內生產總值(GDP)將萎縮3.3%。日本經濟財政大臣與謝野馨(Kaoru Yosano)向國會表示：「日本經濟仍在迅速惡化。我國顯然已處在一種堪稱經濟危機的境地。」。
- 05月22日 中國證監會表示，鑒於新股發行體制影響大，為保證平穩改革，擬採取分步實施、逐步完善的方式，分階段推出各項改革措施。在證監會公佈的《關於進一步改革和完善新股發行體制的指導意見》中，說明了現階段推進新股發行體制改革的四項措施，包括完善詢價和申購的報價約束機制，優化網上發行機制，對網上單個申購賬戶設定上限和加強新股認購風險提示等。
- 05月22日 中國有意允許境外企業在上海證交所上市，其為建設上海成國際金融中心計劃的一部分。中國國務院聲明，擬擴大境外投資者對內地市場的參與，並允許境外企業發行A股。該計劃目標在於允許「符合條件的境外企業適時」發行A股，逐步擴大多邊發展機構發行人民幣債券的規模，並擴大境外投資者對上海金融市場參與。但國務院訂計劃的細節及實施時間表。
- 06月01日 中國證監會5月31日發佈《證券公司分類監管規定》，將風險管理能力評價指標從6大類69個指標簡化為6大類27個指標，突出對公司風險綜合評價，促進行業提高競爭力、鼓勵創新、做優做強。
- 06月04日 據安聯(Allianz)旗下信用保險機構Euler Hermes的一項研究報告稱，繼去年上升27%後，企業破產率將在2009年達到「歷史性」高點。預計今年企業破產數量將飆升35%，報告稱，「我們看到全球各地到處是企業墓地，這種情況至少要持續到2009年底。」，報告指出，明年美國企業將會加快復甦，破產企業數量將有所下降，但歐元區破產企業數量將增長7%。
- 06月09日 經濟合作與發展組織(OECD)昨日發佈的數據顯示，全球多數大型經濟體即將擺脫衰退，有可能在年底前復甦。針對30個經濟體的綜合指數4月份上升0.5點，為連續第二個月上升，此前該指數曾連續21個月下降。該指數尋求提前6個月左右找出週期中的轉折點。經合組織表示，其發達成員國-從歐元區和英國，到美國、墨西哥和日本-總體指標目前顯示出「復甦」，而非自去年8月起一直困擾它們的「強勁放緩」。
- 06月30日 國際清算銀行(BIS)表示，監管機構應該像監管藥品一樣監管金融產品。該機構主張對金融工具、市場和機構進行全面改革。BIS主張對市場大規模改革，限制銀行間的雙邊交易，引入共同對手方，在受到監管的交易所內進行交易。BIS表示，金融機構-尤其是那些給金融體系帶來風險的銀行-應遵守較高的要求，儲備更多的緩衝資本防範未來的危機。

伍、統計資料

一、證券商受託買賣外國有價證券業務統計

(一) 每月成交金額彙總統計表

幣別：新台幣 單位：元

序號	證券商名稱	98年4月份	98年5月份	98年6月份	98年度第2季總計
1	富達	10,708,217,674	11,706,170,845	15,685,585,874	38,099,974,393
2	友邦	62,141,741	159,808,979	108,314,771	330,265,491
3	摩根富林明	2,879,889,362	3,474,674,708	4,568,722,390	10,923,286,460
4	安智證券	1,296,580,964	2,019,126,223	3,721,248,813	7,036,956,000
5	美銀證券	0	0	0	0
6	台灣工銀	41,818,832	40,286,960	33,509,603	115,615,395
7	日盛	845,353,481	980,826,111	1,072,356,366	2,898,535,958
8	宏遠證券	0	0	0	0
9	美商美林	448,845,974	575,244,038	755,792,728	1,779,882,740
10	台灣摩根士丹利	188,815,302	448,299,919	345,221,490	982,336,711
11	美商高盛	0	0	0	0
12	港商德意志	0	0	0	0
13	新加坡商瑞銀	0	0	0	0
14	富通	3,112,636,403	3,256,858,934	4,231,736,903	10,601,232,240
15	亞東	0	0	0	0
16	大展	51,873	0	0	51,873
17	太平洋	265,524	265,524	317,651	848,699
18	大慶	675,898	0	0	675,898
19	群益	1,761,491,145	2,001,003,162	1,892,424,190	5,654,918,497
20	第一金	18,587,420	20,927,347	18,862,172	58,376,939
21	永豐金	1,116,627,429	1,352,239,068	1,380,293,840	3,849,160,337
22	凱基	3,397,609,395	3,019,665,931	3,580,784,938	9,998,060,264
23	大華	256,868,132	33,991,052	141,043,673	431,902,857
24	金鼎	0	104,087	354,054	458,141
25	統一	0	0	0	0
26	元富	7,493,271	7,244,059	14,490,888	29,228,218
27	鼎亞	0	0	0	0
28	大昌	940,924	1,775,070	354,917	3,070,911
29	福邦	0	0	0	0
30	大眾	30,443,604	25,729,935	67,572,640	123,746,179
31	兆豐	86,065,848	83,942,472	200,098,072	370,106,392
32	致和	0	0	0	0
33	北城	0	0	0	0
34	國票	197,534,596	178,020,870	525,090,454	900,645,920
35	摩根大通	5,528,638,010	7,651,310,089	9,849,837,798	23,029,785,897
36	康和	1,930,908	269,451	981,693	3,182,052
37	中農	0	0	0	0
38	新壽	128,111,061	113,831,844	52,885,744	294,828,649
39	花旗	902,075,371	701,220,962	1,404,693,853	3,007,990,186
40	玉山	0	0	0	0
41	大和國泰	210,180,142	184,718,095	208,049,857	602,948,094
42	華南永昌	4,645,287	8,850,809	2,407,295	15,903,391
43	台証	441,390,145	499,853,736	407,875,736	1,349,119,617
44	富邦	1,181,325,784	937,997,354	1,501,667,944	3,620,991,082
45	寶來	2,784,075,977	3,777,882,259	3,965,499,720	10,527,457,956
46	元大	2,455,870,898	3,342,830,512	5,018,927,733	10,817,629,143
交易金額合計		NT\$40,097,198,374	NT\$46,604,970,406	NT\$60,757,003,800	NT\$147,459,172,580

(二)交易量暨市場結構報表

幣別：美元 單位：元

交易市場	證券種類	98年4月份	98年5月份	98年6月份	98年度第2季總計
美國	股票	453,009,921.55	517,046,320.46	657,646,113.94	1,627,702,355.95
	債券	11,337,411.39	11,339,257.10	9,377,060.21	32,053,728.70
	存託憑證	777,153.46	330,314.00	214,697.00	1,322,164.46
	境外基金	705,158.98	586,262.55	1,031,120.33	2,322,541.86
	認股權證	4,941.47	174,706.64	81,879.96	261,528.07
韓國	股票	5,844,856.31	7,760,096.27	5,052,718.58	18,657,671.16
	債券	0.00	104,020.00	0.00	104,020.00
	存託憑證	0.00	0.00	0.00	0.00
	境外基金	0.00	0.00	0.00	0.00
日本	股票	21,466,743.77	11,999,363.91	30,131,366.58	63,597,474.26
	債券	0.00	0.00	0.00	0.00
	存託憑證	0.00	0.00	0.00	0.00
	境外基金	0.00	0.00	0.00	0.00
香港	股票	200,082,281.31	271,510,143.95	353,695,544.00	825,287,969.26
	債券	7,004,491.88	3,658,992.91	2,620,448.10	13,283,932.89
	認股權證	671,783.78	207,949.36	2,369,868.90	3,249,602.04
	境外基金	90,020,892.90	109,294,823.35	144,033,958.63	343,349,674.88
新加坡	股票	11,946,376.87	7,118,472.43	4,714,977.19	23,779,826.49
	債券	0.00	0.00	330,634.05	330,634.05
	認股權證	0.00	0.00	0.00	0.00
	境外基金	0.00	0.00	0.00	0.00
泰國	股票	357,995.06	10,367,931.00	8,925,298.39	19,651,224.45
	債券	0.00	0.00	0.00	0.00
	認股權證	55,725.65	7,222.03	71,297.76	134,245.44
	存託憑證	0.00	0.00	0.00	0.00
	境外基金	0.00	0.00	0.00	0.00
盧森堡	股票	0.00	144,200.39	364,746.59	508,946.98
	債券	752,946.27	265,527.73	246,650.01	1,265,124.01
	存託憑證	0.00	67,750.00	130,650.00	198,400.00
	境外基金	335,324,409.31	369,989,794.46	500,081,139.63	1,205,395,343.40
馬來西亞	股票	2,773,514.57	1,068,654.37	2,243,372.09	6,085,541.03
	債券	0.00	0.00	0.00	0.00
	存託憑證	0.00	0.00	0.00	0.00
	境外基金	0.00	0.00	0.00	0.00
歐洲	股票	9,193,946.79	16,202,978.23	24,374,313.17	49,771,238.19
	債券	1,331,347.08	10,000.00	137,826.09	1,479,173.17
	存託憑證	0.00	0.00	15,330.00	15,330.00
	境外基金	0.00	0.00	0.00	0.00

幣別：美元 單位：元

交易市場	證券種類	98年4月份	98年5月份	98年6月份	98年度第2季總計
英國	股票	6,514,511.92	13,817,719.67	12,325,478.90	32,657,710.49
	債券	28,071,086.89	24,269,113.44	45,597,686.90	97,937,887.23
	存託憑證	0.00	0.00	0.00	0.00
	境外基金	912,722.43	1,218,742.56	882,979.12	3,014,444.11
澳洲	股票	853,191.75	7,734,418.12	2,794,640.33	11,382,250.20
	債券	8,441,893.30	4,803,626.98	4,594,789.04	17,840,309.32
	存託憑證	0.00	0.00	0.00	0.00
	境外基金	0.00	0.00	0.00	0.00
印尼	股票	2,601,252.05	3,133,581.11	2,845,259.45	8,580,092.61
	債券	0.00	0.00	0.00	0.00
	存託憑證	0.00	0.00	0.00	0.00
	境外基金	0.00	0.00	0.00	0.00
印度	股票	4,844,482.57	33,620,759.74	31,887,388.37	70,352,630.68
	債券	0.00	0.00	0.00	0.00
	存託憑證	0.00	0.00	0.00	0.00
	境外基金	0.00	0.00	0.00	0.00
加拿大	股票	0.00	0.00	0.00	0.00
	債券	0.00	0.00	0.00	0.00
	存託憑證	0.00	0.00	0.00	0.00
	境外基金	0.00	0.00	0.00	0.00
紐西蘭	股票	0.00	0.00	0.00	0.00
	債券	13,285.40	759,310.01	1,546,677.58	2,319,272.99
	存託憑證	0.00	0.00	0.00	0.00
	境外基金	0.00	0.00	0.00	0.00
越南	股票	0.00	419,251.79	77,803.09	497,054.88
	債券	0.00	0.00	0.00	0.00
	存託憑證	0.00	0.00	0.00	0.00
	境外基金	0.00	0.00	0.00	0.00
菲律賓	股票	0.00	0.00	486,007.69	486,007.69
	債券	0.00	0.00	0.00	0.00
	存託憑證	0.00	0.00	0.00	0.00
	境外基金	0.00	0.00	0.00	0.00
受託買賣外國有價證券金額總計		US\$1,204,914,324.71	US\$1,429,031,304.56	US\$1,850,929,721.67	US\$3,055,844,046.38
受託全委和投信買賣紅籌國企股合計		US\$73,470,914.49	US\$106,520,293.84	US\$111,244,881.80	US\$184,715,796.29

累計開戶數	法人戶數	3,204	3,255	3,237
	個人戶數	378,537	390,755	390,788
	總開戶數	381,741	394,010	394,025

(三)商品別統計表

幣別：美元 單位：元

商品別	國別	98年4月份	98年5月份	98年6月份	98年度第2季總計
股票	美國	453,009,921.55	517,046,320.46	657,646,113.94	1,627,702,355.95
	香港	200,082,281.31	271,510,143.95	353,695,544.00	825,287,969.26
	日本	21,466,743.77	11,999,363.91	30,131,366.58	63,597,474.26
	歐洲	9,193,946.79	16,202,978.23	24,374,313.17	49,771,238.19
	英國	6,514,511.92	13,817,719.67	12,325,478.90	32,657,710.49
	新加坡	11,946,376.87	7,118,472.43	4,714,977.19	23,779,826.49
	韓國	5,844,856.31	7,760,096.27	5,052,718.58	18,657,671.16
	印度	4,844,482.57	33,620,759.74	31,887,388.37	70,352,630.68
	印尼	2,601,252.05	3,133,581.11	2,845,259.45	8,580,092.61
	馬來西亞	2,773,514.57	1,068,654.37	2,243,372.09	6,085,541.03
	澳洲	853,191.75	7,734,418.12	2,794,640.33	11,382,250.20
	泰國	357,995.06	10,367,931.00	8,925,298.39	19,651,224.45
	加拿大	0.00	0.00	0.00	0.00
	盧森堡	0.00	144,200.39	364,746.59	508,946.98
	越南	0.00	419,251.79	77,803.09	497,054.88
	菲律賓	0.00	0.00	486,007.69	486,007.69
	小計	719,489,074.52	901,943,891.44	1,137,565,028.36	2,758,997,994.32
債券	美國	11,337,411.39	11,339,257.10	9,377,060.21	32,053,728.70
	英國	28,071,086.89	24,269,113.44	45,597,686.90	97,937,887.23
	香港	7,004,491.88	3,658,992.91	2,620,448.10	13,283,932.89
	盧森堡	752,946.27	265,527.73	246,650.01	1,265,124.01
	新加坡	0.00	0.00	330,634.05	330,634.05
	歐洲	1,331,347.08	10,000.00	137,826.09	1,479,173.17
	澳洲	8,441,893.30	4,803,626.98	4,594,789.04	17,840,309.32
	日本	0.00	0.00	0.00	0.00
	紐西蘭	13,285.40	759,310.01	1,546,677.58	2,319,272.99
	韓國	0.00	104,020.00	0.00	104,020.00
	越南	0.00	0.00	0.00	0.00
	小計	56,952,462.21	45,209,848.17	64,451,771.98	166,614,082.36
境外基金	盧森堡	335,324,409.31	369,989,794.46	500,081,139.63	1,205,395,343.40
	香港	90,020,892.90	109,294,823.35	144,033,958.63	343,349,674.88
	英國	912,722.43	1,218,742.56	882,979.12	3,014,444.11
	美國	705,158.98	586,262.55	1,031,120.33	2,322,541.86
	小計	426,963,183.62	481,089,622.92	646,029,197.71	1,554,082,004.25
認股權證	香港	671,783.78	207,949.36	2,369,868.90	3,249,602.04
	泰國	55,725.65	7,222.03	71,297.76	134,245.44
	美國	4,941.47	174,706.64	81,879.96	261,528.07
	小計	732,450.90	389,878.03	2,523,046.62	3,645,375.55
存託憑證	美國	777,153.46	330,314.00	214,697.00	1,322,164.46
	盧森堡	0.00	67,750.00	130,650.00	198,400.00
	歐洲	0.00	0.00	15,330.00	15,330.00
	小計	777,153.46	398,064.00	360,677.00	1,535,894.46
當月份總交易金額		US\$1,204,914,324.71	US\$1,429,031,304.56	US\$1,850,929,721.67	US\$3,055,844,046.38

二、承銷業務統計

(一) 有價證券承銷案件彙總表

年度	詢價圈購案件數	公開申購案件數	競價拍賣案件數	洽商銷售案件數
90	52	163	3	7
91	113	211	2	4
92	126	128	1	2
93	205	130	2	7
94	102	92	0	9
95	111	99	0	11
96	185	122	0	13
97	86	61	1	1
98Q1	15	18	0	0
98Q2	21	11	0	1

(二) 98年第2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	主辦承銷券商	承銷張數	承銷價格(元)	承銷總金額(元)	抽籤日期	中籤率(%)
1	安可光電	初次上櫃	台証證券公司	918	19	17,442,000	98.04.09	0.47
2	日盛金融控股	上櫃增資	永豐金證券公司	235,037	4	940,148,000	98.04.10	100
3	群益期貨	初次上櫃	統一證券公司	1,662	27.50	45,705,000	98.04.21	1.10
4	中國旺旺	存託憑證	大華證券公司	21,000	15.50	325,500,000	98.04.22	5.46
5	建舜電子	初次上櫃	元富證券公司	2,172	12	26,064,000	98.05.14	1.49
6	巨騰國際	存託憑證	元大證券公司	10,000	17.30	173,000,000	98.05.19	2.38
7	綠意開發	初次上櫃	金鼎證券公司	1,350	13	17,550,000	98.05.22	0.84
8	宏捷科技	初次上櫃	富邦證券公司	3,438	10.50	36,099,000	98.05.22	2.19
9	誠致科技	初次上市	永豐金證券公司	810	66	53,460,000	98.06.12	0.60
10	上銀科技	初次上市	元大證券公司	3,968	24	95,232,000	98.06.22	9.39
11	熒茂光學	上櫃增資	台証證券公司	1,063	32	34,016,000	98.06.22	3.48

(三) 98年2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	詢圈張數	圈購期間	承銷價格
1	安可光電	台証證券公司	初次上櫃	3,213	2,295	98.04.02~98.04.07	15元~19元
2	廣運機械	台証證券公司	公司債	8,000	7,200	98.04.14~98.04.16	101%~105%
3	群益期貨	統一證券公司	初次上櫃	6,365	4,703	98.04.14~98.04.17	25元~28元
4	中國旺旺	大華證券公司	存託憑證	210,000	168,000	98.04.15~98.04.20	12.50元~15.50元
5	興富發建設	永豐金證券公司	公司債	10,000	9,250	98.04.17~98.04.20	101%~105%
6	祥業科技	台証證券公司	公司債	500	475	98.04.17~98.04.20	101%~110%
7	建舜電子	元富證券公司	初次上櫃	8,320	6,148	98.05.07~98.05.12	11元~13元
8	巨騰國際	元大證券公司	存託憑證	100,000	79,999	98.05.12~98.05.15	14.25元~19元
9	綠意開發	金鼎證券公司	初次上櫃	5,175	3,825	98.05.15~98.05.20	12元~15元
10	宏捷科技	富邦證券公司	初次上櫃	13,151	9,713	98.05.15~98.05.20	10元~10.50元
11	萬泰科技	永豐金證券公司	公司債	2,700	2,430	98.05.27~98.06.01	101%~105%
12	聚陽實業	元富證券公司	公司債	6,000	5,580	98.06.03~98.06.05	101%~110%
13	誠致科技	永豐金證券公司	初次上市	3,095	2,285	98.06.06~98.06.10	60元~70元
14	東貿國際	元富證券公司	公司債	5,000	4,250	98.06.10~98.06.11	101%~107%
15	泰銘實業	台証證券公司	公司債	6,000	5,560	98.06.12~98.06.16	101%~120%
16	上銀科技	元大證券公司	初次上市	20,340	16,372	98.06.15~98.06.18	24元~28元
17	光鼎電子	合作金庫	公司債	1,000	900	98.06.15~98.06.16	101%~110%
18	聯德電子	台証證券公司	公司債	3,000	2,650	98.06.17~98.06.19	101%~105%
19	新世紀光電	元大證券公司	公司債	3,000	2,700	98.06.19~98.06.22	101%~110%
20	至上電子	寶來證券公司	公司債	5,000	4,700	98.06.22~98.06.24	101%~110%
21	岱稜科技	富邦證券公司	公司債	2,500	2,235	98.06.26~98.06.29	101%~105%

(四) 98年第2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（美元）	承銷期間
1	德意志銀行98年在台發行三年期美金計價普通公司債	兆豐商業銀行	洽商銷售	200,000,000	98.05.13~98.06.03

三、證券商經營損益統計

(一) 證券商經營損益狀況分析表(98年1-6月)

(單位：仟元)

家數	證券商	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(%)	EPS (元)	ROE (%)	營收佔有(%)	每股淨值 (元)
87	證券業合計	179,325,252	154,843,220	17,219,409	337,937,607	441,861,276	9.60	0.510	3.90	100.00	13.075
49	綜合	174,755,583	151,574,743	15,918,216	323,649,834	419,247,852	9.11	0.492	3.80	97.45	12.954
38	專業經紀	4,569,669	3,268,477	1,301,193	14,287,773	22,613,424	28.47	0.911	5.75	2.55	15.827
70	本國證券商	159,009,860	143,784,046	15,225,814	318,654,607	406,495,836	9.58	0.478	3.75	88.67	12.757
36	綜合	156,943,802	142,198,860	14,744,941	307,931,834	391,417,194	9.4	0.478	3.76	83.33	12.711
34	專業經紀	2,066,058	1,585,186	480,873	10,022,773	14,233,791	23.27	0.480	3.38	1.15	14.201
17	外資證券商	20,315,392	11,059,174	1,993,595	19,283,000	35,365,440	9.81	1.034	5.64	11.33	18.340
13	綜合	17,811,781	9,375,883	1,173,275	15,718,000	27,830,658	6.59	0.781	4.35	14.12	17.706
4	專業經紀	2,503,611	1,683,291	820,320	4,265,000	8,379,633	32.77	1.923	9.79	1.40	19.647
20	前20大券商	144,581,247	131,685,005	12,896,240	268,914,308	351,110,004	8.92	0.480	3.67	80.63	13.057

一、分析報告背景說明：

(1). 本公會目前共有會員公司150家。其中證券商93家，銀行兼營證券商43家，票券金融公司14家。

(2). 本次證券商經營損益分析報告，只包括有向證交所申報財務月報表的87家證券商。並未包括富達、富通、摩根富林明、友邦、安智、美銀六家只買賣外國證券，也未包括銀行兼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，計算98年1-6月份的經營損益數據，在98年7月16日公布。

(4). 98年6月：美國經濟方面，6月零售銷售月增率0.6%，連續兩個月反彈，但5月份儲蓄率大增至6.9%，創15年新高，消費者仍不敢花錢；工業生產年增率為-13.6%，衰退幅度未見縮小；繼1QGDP為-5.5%後，預估2Q、

二、美國景氣復甦，但復甦力道相當微弱：

3Q、4Q依序為-1.5%、0.7%及1.9%，成長率逐季往上，但復甦力道微弱。中國方面，6月M1及M2年增率分別為28.5%及24.8%，均創近12年新高，且Q2底外匯存底升高至歷史最高點2.13兆美元，熱錢仍持續湧入中國。台股於6月2日創下波段高點7,084點，隨著台幣回貶，資金動能暫時打住，台股指數由6,890點下跌至6,432點，跌幅-6.65%。1-6月，87家證券商平均EPS為0.510元，已超越去年同期平均EPS 0.337元，計有81家賺錢，6家虧損；日均值(TSE: 1,175億/OTC: 166億)不如97年同期日均值(TSE: 1,389億/OTC: 185億)，但因台股上半年呈上漲走勢，證券商整體獲利不錯。

(5). 綜合證券商平均EPS為0.492元，低於專業經紀商平均EPS的0.911元；外資證券商平均EPS為1.034元，較本國證券商平均EPS 0.478元優異。本國綜合證券商平均EPS為0.478元，表現略遜本國專業經紀商EPS的0.480元；外資專業經紀商EPS為1.923元，較外資綜合證券商EPS的0.781元優異。

三、資本額前20大本國證券商獲利共129.0億元：

(6). 98年6月，資本額前20大證券商的EPS為0.480元，表現稍遜於業界平均，20家全數獲利，以亞東證EPS 0.945元奪冠，計算20大的ROE為3.67%，略差於業界平均僅3.90%。

(7). 里昂證券、高盛證券和麥格里證券經營獲利最佳，EPS分別為11.79元、4.66元和4.29元。荷銀證券、豐銀證券和野村證券虧損最多，EPS分別為-0.72元、-0.14元、-0.06元。

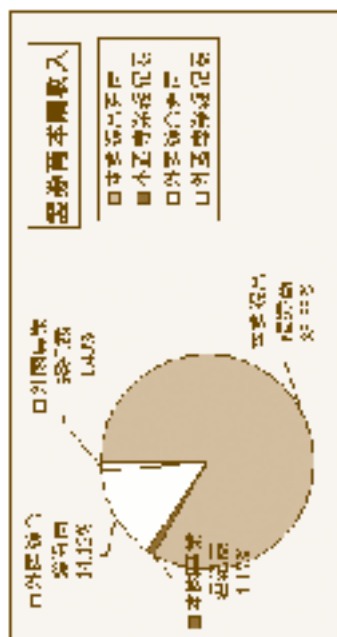
(8). 國內5月貨幣供給M1B及M2年增率仍持續向上，且資金持續由定存轉活存，資金動能充沛；外銷接單年增率-20.14%、工業生產年增率為-18.31%，衰退幅度雖縮小，但力道略顯薄弱；6月出口總額為169.4億美元，從1月的123.7億美元呈現緩步回升態勢；6月全體上市櫃企業營收年增率由1月的-36.2%躍升至-7.7%，顯示產業景氣已進入復甦期。未來在資金持續流向股市、國內外經濟持續復甦，相信台股量能將維持正向發展，證券商下半年將有穩健的獲利。

(二) 證券商經營損益排名(98年1-6月)

本期收入(全體證券商)		
名次	證券商	金額(千元)
1	寶來	21,144,123
2	群益	14,534,477
3	統一	12,008,272
4	元富	11,016,010
5	台証	11,009,838
6	凱基	10,747,502
7	華南永昌	9,009,516
8	富邦	8,763,706
9	永豐金	8,423,120
10	美商高盛	8,053,572

本期盈餘(全體證券商)		
名次	證券商	金額(千元)
1	元大	2,429,559
2	群益	1,167,524
3	富邦	936,587
4	凱基	890,688
5	統一	857,902
6	寶來	802,864
7	兆豐	776,512
8	台証	734,737
9	亞東	674,190
10	大華	672,472

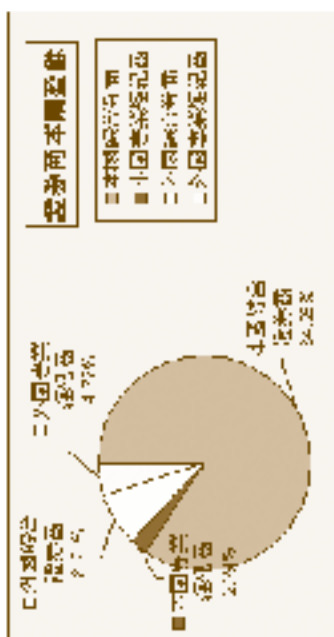
本期每股盈餘(全體證券商)		
名次	證券商	金額(元)
1	港商里昂	11.792
2	美商高盛	4.656
3	港商麥格理	4.287
4	華亞	2.926
5	瑞士信貸	2.766
6	港商德意志	1.929
7	新商瑞銀	1.471
8	法銀巴黎	1.264
9	安泰	1.258
10	大慶	1.035



本期收入(綜合證券商)		
名次	證券商	金額(千元)
1	寶來	21,144,123
2	群益	14,534,477
3	統一	12,008,272
4	元富	11,016,010
5	台証	11,009,838

本期盈餘(綜合證券商)		
名次	證券商	金額(千元)
1	元大	2,429,559
2	群益	1,167,524
3	富邦	936,587
4	凱基	890,688
5	統一	857,902

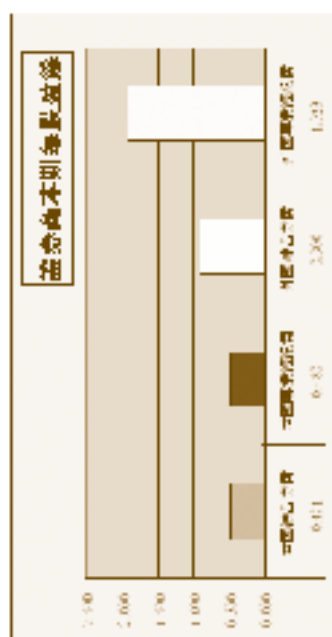
本期每股盈餘(綜合證券商)		
名次	證券商	金額(元)
1	美商高盛	4.656
2	港商麥格理	4.287
3	華亞	2.926
4	港商德意志	1.929
5	新商瑞銀	1.471



本期收入(專業經紀商)		
名次	證券商	金額(千元)
1	瑞士信貸	1,001,108
2	港商里昂	641,238
3	摩根大通	613,413
4	大昌	297,871
5	法銀巴黎	247,852

本期盈餘(專業經紀商)		
名次	證券商	金額(千元)
1	瑞士信貸	313,952
2	港商里昂	259,420
3	摩根大通	181,222
4	大昌	72,512
5	法銀巴黎	65,726

本期每股盈餘(專業經紀商)		
名次	證券商	金額(元)
1	港商里昂	11.792
2	瑞士信貸	2.766
3	法銀巴黎	1.264
4	安泰	1.258
5	光隆	0.893



(單位: 元)

(三) 證券商經營損益狀況表(98年1-6月)

(單位：仟元)

編號	證券商	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(%)	EPS(元)	ROE(%)	營收佔有(%)	每股淨值(元)
1040	臺 銀	278,625	235,555	43,069	3,000,000	3,069,813	15.458	0.144	1.40	0.155	10.23
1090	台灣工銀	1,335,751	1,106,339	229,412	5,996,390	4,790,650	17.175	0.383	4.79	0.745	7.99
1160	日 盛	3,260,395	3,078,537	181,858	11,572,128	18,958,540	5.578	0.157	0.96	1.818	16.38
1260	宏 遠	915,600	860,580	55,021	4,299,000	3,778,066	6.009	0.128	1.46	0.511	8.79
1360	港商麥格理	582,961	409,700	228,495	533,000	1,409,162	39.196	4.287	16.21	0.325	26.44
1400	港商荷銀	67,182	78,001	-10,819	150,000	1,150,333	-16.104	-0.721	-0.94	0.037	76.69
1440	美商美林	547,170	487,962	59,208	1,000,000	1,547,147	10.821	0.592	3.83	0.305	15.47
1470	摩根士丹利	428,603	371,634	56,969	1,000,000	2,948,123	13.292	0.570	1.93	0.239	29.48
1480	美商高盛	8,053,572	551,791	183,926	395,000	3,469,054	2.284	4.656	5.30	4.491	87.82
1530	港商德意志	424,483	318,370	106,113	550,000	1,687,449	24.998	1.929	6.29	0.237	30.68
1560	港商野村	253,563	257,811	-4,248	660,000	695,356	-1.675	-0.064	-0.61	0.141	10.54
1570	法國興業	4,671,571	4,586,848	84,723	1,010,000	1,216,212	1.814	0.839	6.97	2.605	12.04
1590	花旗環球	416,082	392,674	23,407	1,455,000	2,845,896	5.626	0.161	0.82	0.232	19.56
1650	新商瑞銀	588,191	402,061	186,130	1,265,000	1,834,901	31.644	1.471	10.14	0.328	14.51
2180	亞 東	3,649,753	2,975,563	674,190	7,137,143	9,891,901	18.472	0.945	6.82	2.035	13.86
5050	大 展	397,271	320,503	76,768	2,325,836	3,221,036	19.324	0.330	2.38	0.222	13.85
5110	富 隆	66,292	69,570	-3,277	760,000	568,280	-4.943	-0.043	-0.58	0.037	7.48
5180	太平洋	348,448	327,712	20,736	4,165,000	2,586,461	5.951	0.050	0.80	0.194	6.21
5260	大 慶	660,966	386,008	274,958	2,655,896	3,405,410	41.599	1.035	8.07	0.369	12.82
5270	群 益	14,534,477	13,366,953	1,167,524	16,107,860	18,251,102	8.033	0.725	6.40	8.105	11.33
5380	第一金	1,307,142	875,683	431,459	5,900,000	6,725,380	33.008	0.731	6.42	0.729	11.40
5500	豐 銀	30,531	39,700	-9,169	660,000	228,008	-30.032	-0.139	-4.02	0.017	3.45
5510	永豐金	8,423,120	7,831,791	591,329	13,969,020	21,300,528	7.020	0.423	2.78	4.697	15.25
5650	凱 基	10,747,502	9,856,814	890,688	25,380,862	32,400,892	8.287	0.351	2.75	5.993	12.77
5720	大 華	5,949,831	5,277,359	672,472	14,290,660	18,812,344	11.302	0.471	3.57	3.318	13.16
5820	金 鼎	2,279,007	2,100,419	178,588	10,827,764	10,144,252	7.836	0.165	1.76	1.271	9.37
5850	統 一	12,008,272	11,150,369	857,902	11,857,062	18,145,613	7.144	0.724	4.73	6.696	15.30
5920	元 富	11,016,010	10,514,615	501,395	13,906,869	16,413,724	4.552	0.361	3.05	6.143	11.80
6010	鼎 亞	478,959	146,098	332,861	1,137,554	1,295,641	69.497	2.926	25.69	0.267	11.39

(三) 證券商經營損益狀況表(98年1-6月)

(單位：仟元)

編號	證券商	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(%)	EPS(元)	ROE(%)	營收佔有(%)	每股淨值(元)
6160	中信託	765,226	661,242	103,984	5,357,140	5,744,384	13.589	0.194	1.81	0.427	10.72
6480	富邦	35,583	37,706	-2,123	1,389,961	1,233,354	-5.966	-0.015	-0.17	0.020	8.87
6530	大眾	1,052,207	733,871	318,336	3,105,846	3,948,288	30.254	1.025	8.06	0.587	12.71
6910	德信	229,777	150,614	79,163	2,100,000	1,344,444	34.452	0.377	5.89	0.128	6.40
7000	兆豐	7,049,172	6,272,660	776,512	11,600,000	13,830,044	11.016	0.669	5.61	3.931	11.92
7030	致和	408,287	233,174	175,113	1,943,428	2,510,398	42.890	0.901	6.98	0.228	12.92
7790	國票綜合	2,298,174	2,100,763	197,411	8,270,789	8,734,666	8.590	0.239	2.26	1.282	10.56
8450	康和	2,224,159	2,055,305	168,854	6,554,251	7,526,205	7.592	0.258	2.24	1.240	11.48
8560	新光	256,072	172,162	83,910	1,252,000	1,671,349	32.768	0.670	5.02	0.143	13.35
8690	新壽	1,183,212	907,722	275,490	4,163,005	4,958,653	23.283	0.662	5.56	0.660	11.91
8700	花旗	160,072	49,518	110,554	3,000,000	3,209,962	69.065	0.369	3.44	0.089	10.70
8840	玉山	354,695	311,776	42,919	3,060,000	3,278,027	12.100	0.140	1.31	0.198	10.71
8880	國泰綜合	5,666,030	5,581,104	84,926	3,700,000	4,054,813	1.499	0.230	2.09	3.160	10.96
8890	大和國泰	1,493,312	1,365,286	128,025	3,000,000	3,902,795	8.573	0.427	3.28	0.833	13.01
8960	香港上海匯豐	125,019	104,227	20,792	1,000,000	1,069,417	16.631	0.208	1.94	0.070	10.69
9300	華南永昌	9,009,516	8,640,601	368,915	8,111,743	10,704,721	4.095	0.455	3.45	5.024	13.20
9400	台証	11,009,838	10,275,101	734,737	13,255,044	19,994,830	6.673	0.554	3.67	6.140	15.08
9600	富邦	8,763,706	7,827,119	936,587	13,755,000	29,234,039	10.687	0.681	3.20	4.887	21.25
9700	寶來	21,144,123	20,341,258	802,864	21,385,195	26,525,454	3.797	0.375	3.03	11.791	12.40
9800	元大	7,806,073	5,376,514	2,429,559	43,679,388	52,980,735	31.124	0.556	4.59	4.353	12.13
1380	港商里昂	641,238	381,818	259,420	220,000	1,188,149	40.456	11.792	21.83	0.358	54.01
1520	瑞士信貸	1,001,108	687,156	313,952	1,135,000	3,251,575	31.360	2.766	9.66	0.558	28.65
5320	高橋	133,675	101,190	32,484	478,555	840,950	24.301	0.679	3.86	0.075	17.57
5460	寶盛	30,777	23,795	6,982	312,000	319,398	22.686	0.224	2.19	0.017	10.24
5600	永興	128,733	112,469	16,264	422,500	696,623	12.634	0.385	2.33	0.072	16.49
5660	日進	35,588	26,679	8,909	226,000	375,809	25.034	0.394	2.37	0.020	16.63
5690	豐興	35,657	27,861	7,796	280,000	507,229	21.864	0.278	1.54	0.020	18.12
5860	盈溢	36,841	21,812	15,029	268,438	503,537	40.794	0.560	2.98	0.021	18.76
5870	光隆	57,771	39,914	17,857	200,000	491,993	30.910	0.893	3.63	0.032	24.60
5960	日茂	74,503	44,818	29,685	361,538	708,672	39.844	0.821	4.19	0.042	19.60

(三) 證券商經營損益狀況表(98年1-6月)

(單位：仟元)

編號	證券商	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(%)	EPS(元)	ROE(%)	營收佔有(%)	每股淨值(元)
6210	新百王	37,714	21,112	16,602	235,400	267,561	44.021	0.705	6.20	0.021	11.37
6380	光和	128,320	95,037	33,282	440,783	570,944	25.937	0.755	5.83	0.072	12.95
6450	永全	102,482	71,825	30,656	364,808	593,016	29.914	0.840	5.17	0.057	16.26
6460	大昌	297,871	225,359	72,512	900,000	1,212,276	24.343	0.806	5.98	0.166	13.47
6620	全泰	7,923	8,870	-947	200,000	99,539	-11.953	-0.047	-0.95	0.004	4.98
6660	和興	20,173	18,880	1,293	200,000	209,238	6.410	0.065	0.62	0.011	10.46
6950	福勝	42,835	33,130	9,705	255,000	406,359	22.657	0.381	2.39	0.024	15.94
7020	信富	26,627	19,854	6,773	200,000	307,031	25.437	0.339	2.21	0.015	15.35
7070	豐農	27,534	18,424	9,111	200,000	341,544	33.090	0.456	2.67	0.015	17.08
7080	石橋	42,754	42,284	471	250,000	225,312	1.102	0.019	0.21	0.024	9.01
7120	台安	9,944	9,421	524	200,000	106,280	5.270	0.026	0.49	0.006	5.31
7530	富順	138,429	113,103	25,326	400,000	684,234	18.295	0.633	3.70	0.077	17.11
7670	金港	42,590	37,390	5,200	300,300	370,311	12.209	0.173	1.40	0.024	12.33
7690	金興	15,468	13,823	1,646	200,000	230,619	10.641	0.082	0.71	0.009	11.53
7750	北城	57,890	39,216	18,674	269,451	310,734	32.258	0.693	6.01	0.032	11.53
7780	富星	70,907	62,379	8,528	368,000	463,014	12.027	0.232	1.84	0.040	12.58
7900	金豐	20,374	17,948	2,426	238,000	297,199	11.907	0.102	0.82	0.011	12.49
8150	東興	16,670	13,072	3,598	200,000	212,080	21.584	0.180	1.70	0.009	10.60
8380	安泰	123,033	76,479	46,554	370,000	603,126	37.839	1.258	7.72	0.069	16.30
8440	摩根大通	613,413	432,191	181,222	2,390,000	3,233,552	29.543	0.758	5.60	0.342	13.53
8490	萬泰	31,064	20,519	10,544	200,000	309,413	33.943	0.527	3.41	0.017	15.47
8520	中農	33,323	25,720	7,603	230,000	452,416	22.816	0.331	1.68	0.019	19.67
8660	萬通	12,182	11,401	781	230,000	212,918	6.411	0.034	0.37	0.007	9.26
8710	陽信	46,261	41,092	5,170	302,000	231,722	11.176	0.171	2.23	0.026	7.67
8770	大鼎	29,653	20,115	9,538	200,000	237,588	32.165	0.477	4.01	0.017	11.88
8800	鼎富	105,766	91,198	14,568	320,000	649,251	13.774	0.455	2.24	0.059	20.29
8850	鑫豐	44,726	38,997	5,729	200,000	185,855	12.809	0.286	3.08	0.025	9.29
8900	法銀巴黎	247,852	182,126	65,726	520,000	706,357	26.518	1.264	9.30	0.138	13.58

證券公會季刊

發行人	黃敏助
總編輯	林英哲
執行副總編輯	尤錦芳
副總編輯	楊昆南
編輯委員	楊錦杯 陳幸信 徐秉群 阮明仁 陳明娟 黃志賢
編輯主任	翁玉貴
執行編輯	高梓森
出版者	中華民國證券商業同業公會
地址	台北市復興南路二段 268 號 6 樓
電話	(02)2737-4721
傳真	(02)2735-0822
網址	http://www.csa.org.tw
設計者	集思創意設計顧問股份有限公司
地址	台北市復興北路 35 號 7 樓之 2
電話	(02)2751-9900