

中華民國證券商業同業公會

委託專題研究

# 放寬證券商負債淨值倍數規範之可行性 分析

## 期末報告

計畫主持人 周冠男

共同計畫主持人 柯冠成

研究人員 羅文綺 王茲婷

財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會

中華民國 115 年 1 月

# 目 錄

<b>第一章 緒論</b> .....	<b>1</b>
第一節 研究背景 .....	1
第二節 研究目的 .....	2
第三節 研究架構 .....	2
<b>第二章 各國證券商負債淨值倍數限制法規之比較</b> .....	<b>4</b>
第一節 美國市場 .....	4
第二節 新加坡市場 .....	10
第三節 日本市場 .....	14
第四節 韓國市場 .....	17
第五節 英國市場 .....	22
第六節 香港市場 .....	25
第七節 中國大陸市場 .....	28
第八節 各國證券商負債淨值倍數限制法規之分析與比較 .....	31
<b>第三章 臺灣現行法規之檢視與比較</b> .....	<b>34</b>
第一節 負債淨值倍數相關法規之沿革 .....	34
第二節 負債淨值倍數相關法規之比較分析 .....	36
<b>第四章 國內外銀行業及保險業相關規範及實務</b> .....	<b>37</b>
第一節 臺灣銀行業相關規範 .....	37
第二節 臺灣保險業相關規範 .....	38
第三節 臺灣證券、銀行與保險業現況比較 .....	38
第四節 美國銀行及保險業相關監管規範 .....	40
<b>第五章 負債淨值倍數計算方式及放寬限制之可行性</b> .....	<b>42</b>
第一節 美國與新加坡可扣除項目分析 .....	42
第二節 臺灣市場負債淨值倍數計算方式探討 .....	44
第三節 壓力測試 .....	50
第四節 臺灣市場負債淨值倍數限制放寬之建議 .....	59
<b>第六章 結論與建議</b> .....	<b>62</b>
<b>參考文獻</b> .....	<b>65</b>

# 圖目錄

圖 1：本研究之架構 .....	3
圖 2：證券商 2022-2024 年負債總額 .....	45
圖 3：證券商 2022-2024 年附買回債券負債（政府公債）金額 .....	45
圖 4：證券商 2022-2024 年附買回債券負債（其他）金額 .....	46
圖 5：證券商 2022-2024 年融券保證金金額 .....	46
圖 6：證券商 2022-2024 年應付融券擔保價款金額 .....	47
圖 7：證券商 2022-2024 年借券保證金（存入）金額 .....	47
圖 8：證券商 2022-2024 年附買回債券負債（其他）佔負債總額比重 .....	48
圖 9：證券商 2022-2024 年借券保證金（存入）佔負債總額比重 .....	48



# 表目錄

表 1：美國不同業態證券商之最低淨資本門檻規定 .....	5
表 2：日本證券公司自有資本適足率計算 .....	15
表 3：各國負債淨值倍數上限彙整 .....	31
表 4：臺灣金融三業負債佔淨值之倍數 .....	39
表 5：美國保險業風險資本額(RBC)模型計算.....	41
表 6：月計表符合美國及新加坡可扣除項目精神之會計科目 .....	44
表 7：22 家證券商各負債項目之加總金額 .....	49
表 8：22 家證券商各負債項目之加總金額佔負債總額比重 .....	50
表 9：2024 年 22 家證券商負債淨值倍數試算結果 .....	52
表 10：證券商業務擴展對負債淨值倍數影響之模擬 .....	53
表 11：證券商業務擴展對負債淨值倍數影響之模擬－設定較低增長率 ..	55
表 12：證券商業務擴展對負債淨值倍數影響之模擬－設定較高增長率 ..	57
表 13：2024 年 22 家證券商負債淨值倍數扣除建議項目之試算結果 .....	60



# 第一章 緒論

## 第一節 研究背景

近年來，金融監督管理委員會(以下簡稱金管會)逐步放寬證券商的業務範圍，積極鼓勵其多元化發展，開放多項業務以提升證券業的競爭力與靈活性。證券商得以經營如款項借貸、客戶分戶帳管理、結構型商品等業務，為投資人提供更多元的投資與融資選項，並進一步擴展證券商業務範疇。

隨著業務範圍的擴大及市場量能成長，證券商的業務規模與資金運用需求也隨之增加。以客戶分戶帳業務為例，截至 2024 年底，整體證券商客戶分戶帳資金規模已達 1,093 億元，雖然在證券商整體資產中佔比仍屬有限，客戶留存於證券商交割專戶之交割款項，需同時認列於證券商資產及負債，致使證券商負債淨值比攀升。證券商在負債管理上，將因此類業務成長而面臨諸多挑戰。

根據《證券商管理規則》第十三條規定，證券商除非有特殊需要經專案核准，或由金融機構兼營者依相關法令規定辦理外，其對外負債總額不得超過其淨值之 6 倍。另根據金融監督管理委員會於 2024 年 9 月 26 日發布的「有關證券商轉投資外國事業相關規範之令」(金管證券字第 11303479011 號)之規定，證券商投資的外國事業如註冊於非國際證券管理機構組織(International Organization of Securities Commissions, IOSCO)之 Multilateral Memorandum of Understanding (MMoU)簽署會員地或未取得 IOSCO MMoU 簽署會員的證券或期貨執照者，其對外負債總額與申請證券商之對外負債總額，併計不得超過申請證券商淨值的 6 倍。



## 第二節 研究目的

據「金融行動創新法規調適平台」證券期貨法規檢視工作小組第 5 次會議紀錄之記載，2025 年 1 月，61 家證券商整體負債淨值比是 2.614 倍，其中亦有委員提到 1 月份適逢農曆新年，交易天數較少，因此以該月份的數據作為基準可能不夠全面，該委員自行統計 2024 年底之數字，有 19 家證券商的負債淨值比超過 3 倍，其中有 14 家的倍數甚至更高，此亦凸顯產官學界對此議題之重視。據本研究可取得資料的 22 家具代表性之臺灣證券商，統計出此 22 家於 2024 年底的平均負債淨值比為 2.95 倍，其中有 5 家已超過 4 倍，逼近現行的法規上限。與此同時，銀行業與保險業的負債淨值比普遍維持在 10 倍以上，顯示證券商在資本運用方面的限制相對嚴格。考慮到證券商經營風險，實際上並不高於銀行業與保險業，現行規範的適當性值得重新檢視。

為配合金管會鼓勵證券商多元發展的政策目標，並響應政府將臺灣打造成「亞洲資產管理中心」的願景，中華民國證券商業同業公會認為，有必要重新檢視現行「證券商對外負債總額不得超過其淨值之 6 倍」的規定，以促進證券業的持續成長與發展，提升資本運用效率。

本研究旨在依中華民國證券商業同業公會委託，透過對國際重要金融市場的證券商負債規範進行研究，評估國際間對於證券商負債管理的監管趨勢，結合我國金融市場的特性，探討放寬我國現行「對外負債總額不得超過淨值之 6 倍」規定的可行性與必要性，以促進證券業更有效率地運用資金，提升競爭力，並確保金融市場的穩健發展。

## 第三節 研究架構

本研究透過分析各國證券商負債淨值倍數限制法規並進行比較，包含



美國、新加坡、日本、韓國、英國、香港及中國大陸，來瞭解臺灣與各國法規之差異性，我們同時檢視臺灣的法規嚴格歷程與國內外銀行業及保險業相關規範及實務，並進行比較分析。最後，本研究針對債淨值倍數計算方式及放寬限制之可行性進行評估與分析，本研究的架構如圖 1 所示：

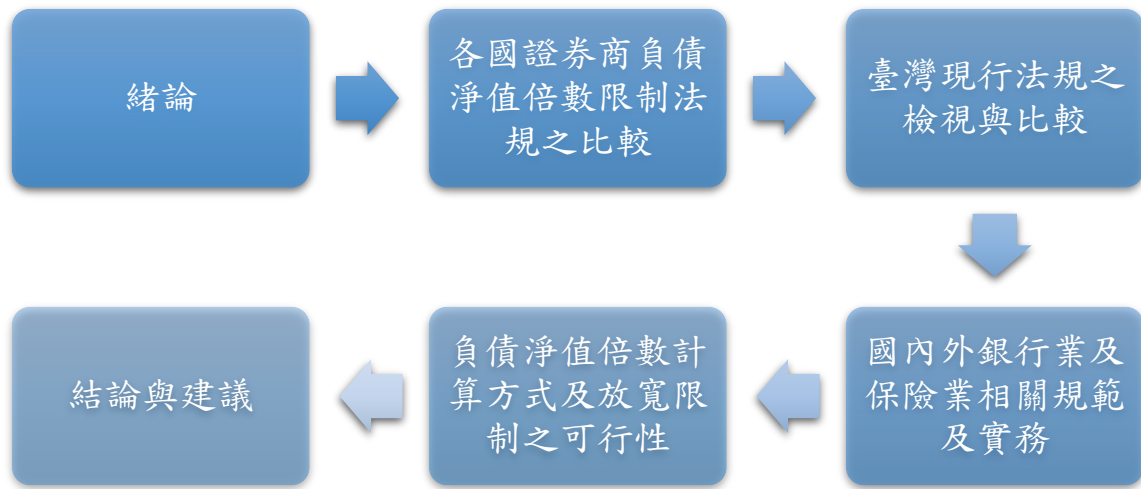


圖 1：本研究之架構

## 第二章 各國證券商負債淨值倍數限制法規之比較

### 第一節 美國市場

#### 一、美國負債淨值倍數的法規規定

美國於 1934 年公布證券交易法(Securities Exchange Act of 1934)，規定證券交易委員會(Securities and Exchange Commission，下稱 SEC)須針對全國性證券交易所會員及透過會員進行業務的經紀商與自營商的設立淨資本比率要求。1942 年，SEC 頒布了第一項負債淨值倍數規則，唯當時規定僅限「交易所會員」和「經由會員營業」的證券商，許多店頭市場(OTC)證券商不受規範。隨著證券交易之活絡，證券商之資金需求及交割需求大增，不合時宜的規範導致 1960 年代後期至 1970 年代初，美國金融市場歷經多起重大事件，包括數家大型經紀商破產，造成市場恐慌並導致投資人資金蒙受損失後，SEC 遂於 1975 年制定公布「證券改革法(Securities Acts Amendments of 1975)」，引入「統一淨資本規則(Uniform Net Capital Rule)」為所有經紀自營商(all broker-dealers)建立一致的淨資本標準。

根據美國證券交易法規則 17 CFR 240.15c3-1 (Rule 15c3-1)規定，證券商可自由選擇適用基礎法(Basic method)或替代法(Alternative method)之淨資本規定，並需符合客戶保護 (Customer protection)規範，如證券商同時登記為期貨商，則須符合額外淨資本比率規定：

#### 1. 基礎法(Basic method)

淨資本 $\geq$ 取其高{最低淨資本門檻, (負債總額/15)}

證券商之淨資本(Net capital)應不得低於以下兩者較高者，最低淨資本門檻，或負債總額(Aggregate indebtedness)不得超過淨資本之 15 倍。如證券商開業時間在 12 個月內，則負債總額不得超過淨資本之 8 倍。



### 1.1. 最低淨資本門檻

依據美國證券交易法規定，不同業態之證券商如採用基礎法(Basic method)，依其營業內容，須符合不同金額之最低淨資本門檻，如表 1 所示。

表 1：美國不同業態證券商之最低淨資本門檻規定

業態/描述	最低淨資本門檻	規範依據 (Rule 15c3-1)	簡要說明
維持客戶帳戶的經紀自營商 (Carrying Broker-Dealer)	\$250,000	(a)(2)(i)	凡從事「自主管理客戶帳戶」、「實際持有或收取客戶資金與證券」的業者。
豁免經紀自營商 (Exempt Broker-Dealer)	\$100,000	(a)(2)(ii)	若符合 15c3-3(k)(2)(i) 豁免條件(雖處理客戶交易，但不持有資金/證券或僅短暫收取)之業者。
交易商 (Dealer)	\$100,000	(a)(2)(iii)	一年內若自營帳戶超過10筆交易、或進行特定場外選擇權等活動之業者。
介紹經紀商 (Introducing Broker)	\$50,000	(a)(2)(iv)	從事介紹客戶給其他經紀自營商，且接收但不保管客戶證券的業者。
從事註冊投資公司可贖回股票及某些其他帳戶股份銷售的經紀商或交易商 (Brokers or Dealers Engaged in the Sale of Redeemable Shares of Registered Investment Companies and Certain Other Share Accounts)	\$25,000	(a)(2)(v)	業務僅限於銷售可贖回型的投資公司股份或保險公司分離帳戶，且不持有客戶之資金或證券的業者。
其他經紀商或交易商 (Other Brokers or Dealers)	\$5,000	(a)(2)(vi)	不經手客戶資金，也不從事保管證券，僅撮合或少數自營(不足10筆)業務之業者。

幣別：美元

### 1.2. 負債總額(Aggregate indebtedness)

負債總額係證券商對外所負之金錢債務總和，藉此衡量其短期內對客



戶與交易對手的潛在負債風險。計算負債總額時，原則上所有因交易業務產生的負債金額均須納入，包括但不限於：借入的資金、因出借證券而應支付的金額、因未交割(Failed to receive)的證券而產生的負債、向他人借入的證券，但尚未付出對等價值的部分，排除依照 15c3-3 規定，向客戶或非客戶借來的保證金證券、客戶與非客戶的未提領現金餘額、客戶與非客戶做空證券後產生的信用餘額、客戶及非客戶期貨商品帳戶中的權益，以及客戶及非客戶商品帳戶中的信用餘額。計算負債總額時，依據 SEA Rule 15c3-1(c)(1)(i)至(xv)可排除以下項目：

- i. 以證券充分擔保的負債；
- ii. 因出借證券產生之應付款但持有多頭部位對應；
- iii. 因未交割而產生的應付，但有應收或多頭部位可對應；
- iv. 不超過三個營業日的信用餘額；
- v. 客戶與非客戶在期貨法下分割之帳戶權益；
- vi. 依投資公司法第 27(d)條規定所保留的負債準備；
- vii. 為滿足 SEA Rule 15c3-3 規定而存放在專用保留帳戶的款項；
- viii. 只針對特定營業用資產具有單一追索權的負債；
- ix. 未完成合約承諾的負債；
- x. 次級借款；
- xi. 實質次於一般債權人的負債；
- xii. 合夥人帳戶信用餘額；
- xiii. 遞延稅負；
- xiv. 對於應付給某註冊投資公司(Registered investment company)的款項，該款項係因購買該投資公司之股份而產生的、且數量相同之因未交割(Fail to deliver)而產生的應收款項，可扣除 85%；



xv. 對於因借出證券而產生的應付金額，如該證券商就同一類別(Class)、同一發行(Issue)，且數量相同的證券擁有借入該證券所形成的應收款項，則可扣除 85%。

## 2. 替代法(Alternative Method)

淨資本 $\geq$ 取其高(最低淨資本門檻,  $2\% \times$ 總和借方項目)

證券商之淨資本不得低於以下兩者較高者，依表(一)所示之最低淨資本門檻或依據經紀自營商準備金要求計算公式計算的總和借方項目(Aggregate debit items)之 2%。

其中總和借方項目依據證券交易法 15c3-1(a)(1)(ii)(A)規定，如採用替代法，則總和借方項目需先扣除 3%作為保留。

## 3. 客戶保護 (Customer protection)

依據美國證券交易法 15c3-3 規定，證券商無論採用基礎法或替代法，皆須同時遵守保留準備(Reserve requirement)規定，應每周計算保留準備，如依據經紀自營商準備金要求計算公式計算後之總借方金額小於總貸方金額，則證券商應將差額存入銀行保留帳戶(Reserve bank account)中。如為按月計算，則須存入高於 105%的差額。

保留準備=取其高(0, (總貸方－總借方))

如證券商採用基礎法，則須依據 Note E (3)針對特定借方項目扣除 1%後再進行計算。如採用替代法，則須將總和借方項目皆扣除 3%後再進行計算。

### 3.1 貸方項目(Credits)：證券商應付客戶款項。

貸方項目代表證券商在財務上對客戶應付的各種款項或義務，主要項目包括：

i. 客戶證券帳戶內的可自由動用信用餘額及其他信用餘額。



- ii. 以客戶帳戶內證券作為抵押品所借入的資金。
- iii. 因出借客戶證券所產生的應付款項。
- iv. 客戶應收但尚未收到的有價證券。

### 3.2 借方項目(Debits)：客戶應付證券商款項。

借方項目代表客戶在交易或融資活動中對證券商應付之款項，主要包含：

- v. 客戶現金帳戶及保證金帳戶的借方餘額(不含無擔保帳戶及催收疑難帳戶)。
- vi. 因應客戶進行賣空交易而借入的有價證券，以及用於交割客戶逾期未交割證券之借入有價證券。
- vii. 客戶所出售但尚未完成交割且未逾 30 日之有價證券。
- viii. 就客戶帳戶內所承作或買入的所有期權合約，依規定需繳存於期權結算公司(OCC)的保證金。

### 4. 期貨商(Futures Commission Merchant)額外淨資本規範

依據證券交易法 15c3-1(a)(1)(iii)規定，如證券商登記為期貨商，不得使其淨資本低於下列兩者中較高者：選用標準法或替代法之要求、或依商品交易法(Commodity Exchange Act)及其相關規範所需分割(segregated)帳戶之資金的 4%(扣除客戶於契約市場規則下所購買的商品選擇權的市值，但每次該扣除不得超過該客戶帳戶內的資金數額)。

## 二、基礎法與替代法之比較

美國證券交易法透過替代法的規則，使得證券商能更自由的擴張業務，同時做到保障一般投資大眾。

基礎法(Basic method)將證券商的大部分對外負債項目，如應付帳款、



短期負債等皆列入總和負債(Aggregate indebtedness)計算中，設定固定倍率，如證券商接近負債倍數上限，則其業務擴張就會受到限制。

替代法(Alternative method)要求「淨資本達到  $2\% \times$  總和借方項目(Aggregate debit items)」，其中借方項目的計算主要是與「與客戶帳戶相關」，確保客戶違約時，證券商有足夠資金因應。

並規定保留準備(Reserve requirement)，如總貸方項目減總借方項目為正數，則該金額須存入銀行保留帳戶(Reserve bank account)，以此確保證券商具備足額金錢支應對客戶的應付款項。

在證券交易法 15c3-3(e) 中也規定，銀行保留帳戶(Reserve bank account)中的資金，是專門用來「保護客戶資金、應付客戶提領或交割」，任何想要動用這筆錢去還「其他債務」(如對外借款、應付賬款等)的行為，在法規上是被禁止的。換言之無論證券商對外借款(Aggregate indebtedness)多高，只要證券商遵守替代法並落實 15c3-3 的分離保留帳戶(Segregated reserve account)要求，即便證券商營運出現問題，也能保障客戶領回自己資金(或交割證券)的權利是優先受到保護，不會被一般債權人(如銀行、票據持有人)所排擠。

### 三、小結

1975 年 SEC 首次訂定「統一淨資本規則(Uniform Net Capital Rule)」時，規定證券商須符合基礎法(Basic method)或替代法(Alternative method)其一。

#### 3.1 基礎法(Basic method)

1975 年 SEC 規定證券商不得允許其總負債超過其淨資本的 15 倍。並



應始終保持其淨資本不少於美金 250,000 元。該總負債不得超過其淨資本 15 倍之比率，沿用至今。

### 3.2 替代法(Alternative method)

1975 年 SEC 規定任何經紀自營商選擇適用替代法者，其淨資本不得低於以下兩者較高者，美金\$100,000 元或總和負債項目(Aggregate debit items)之 2%。

## 第二節 新加坡市場

### 一、新加坡負債淨值倍數的法規規定

#### 1. 財務資源規範

新加坡證券與期貨法(資本市場服務執照持有人的財務與保證金要求)(Securities And Futures (Financial and Margin Requirements for Holders of Capital Markets Services Licences) Regulations) PART III 規定執照持有人(Holder of a licence)若非僅提供信用評等(Provide credit rating services)或僅作創投基金管理的執照持有人(Venture capital fund manager)，則執照持有人的財務資源(Financial resources)不得低於總和風險(Total risk requirement)，此處之執照持有人為依法取得資本市場服務執照之主體。若違反此規定，執照持有人須立即通知交易所及金融管理局，後者依規定必要時得撤銷執照持有人的營業執照。

當執照持有人的財務資源/總和風險低於 120%時，執照持有人須主動通報交易所及金融管理局，以作預警，金融管理局可採取必要之限制措施包含：停止其增加部位、暫停其產品融資、轉移其部位給予其他執照持有人、暫停其營運或撤銷執照等。

#### 1.1 財務資源(Financial resources)之組成



為符合財務資源要求，執照持有人須計算其「財務資源」並扣除「總和風險」，確保淨額足以因應潛在虧損。財務資源組成包含：

- i. 基本資本 (Base capital)
- ii. 已繳付之不可贖回且非累積之優先股股本 (Paid-up irredeemable and cumulative preference share capital)
- iii. 已繳付之可贖回優先股股本 (Paid-up redeemable preference share capital)
- iv. 重估準備 (Revaluation reserves)
- v. 其他準備 (Other reserves)
- vi. 未分配利潤 (Interim unappropriated profit)
- vii. 集體減損準備 (Collective impairment allowances)

## 1.2 總和風險(Total risk requirement)之組成

依據新加坡金融管理局之規定(Notice on Risk based Capital Adequacy Requirement for Holders of Capital Markets Services Licenses)，揭示總和風險包含：

### i. 營運風險(Operational risk)

參考歷年營收資料，透過將過去三年平均收入扣除部分費用或佣金後，乘上既定比率或依照分段費率換算成一個固定風險值。

### ii. 部位風險(Position risk)

將機構自營或持有的金融商品(例如股票、債券、外匯、商品)納入考量，先把衍生性商品折算為等值的現貨部位，再依照不同標的存續期間，乘上不同係數後加總，多空部位可依規定互抵，最後計算出整體部位風險值。

### iii. 交易對手風險(Counterparty risk)

界定各交易對手曝險的金額，參考對方的信用品質與外部評級，配合



對應的風險權數或保證金抵減，以推得最終風險值。

iv. 大額曝險風險(Large exposure risk)

針對單一對手方或單一發行人若佔比過高時，超過其財務資源門檻的部分需要再乘以相應比率，以計算大額曝險風險值。

v. 承銷風險(Underwriting risk)

承銷股票或債券時，預先推測未分銷的剩餘金額，再乘上一個參考的證券風險因子並加計承銷風險係數，以求出承銷風險值。

2. 總負債要求(Aggregate indebtedness)

新加坡證券與期貨法(資本市場服務執照持有人的財務與保證金要求) PART IV 規定，若執照持有人符合以下條件，則為核准結算機構會員的執照持有人，則其總負債不可超過其總資源(Aggregate resources)之 12 倍：

- i. 持有買賣資本市場產品之牌照且為核准交易所會員的執照持有人，惟不包括同時符合下列情形的執照持有人：
- ii. 其帳戶中不持有任何客戶部位、保證金或帳戶；
- iii. 其業務符合下列任一項：

(a) 僅與下列一種或多種投資人買賣資本市場產品：

- 合格投資人(Accredited investors)
- 專業投資人(Expert investors)
- 機構投資人(Institutional investors)

(b) 僅從事向任何客戶招攬或接受任何資本市場產品買賣指令之業務，且不從事其他業務。

若違反總負債不可超過其總資源 12 倍之規定，執照持有人須立即通知交易所及金融管理局，後者依規定必要時得撤銷執照持有人之營業執照。當總負債超過總資源之超過 6 倍時，執照持有人須主動通報交易所及金融



管理局，以作預警，金融管理局可採取必要之限制措施包含：停止其增加部位、暫停其產品融資、轉移其部位給予其他執照持有人、暫停其營運或撤銷執照等。

## 2.1 總負債(Aggregate indebtedness)之組成

總負債係指執照持有人的負債總額，但不包括任何或有負債(Contingent liability)，亦不包括下列負債：

- i. 任何未平倉合約(Open contracts)之應付款項；
- ii. 任何以客戶名義收取，應付給客戶，並存放於信託帳戶(Trust account)中的款項或資產；
- iii. 任何遞延所得稅之應付款項；
- iv. 任何以非財務資源作十足擔保的負債，且該債權僅限以該擔保品範圍內求償；
- v. 任何合格次順位貸款(Qualifying subordinated loan)；
- vi. 已計入該執照持有人財務資源計算範圍之金融負債。

## 2.2 總資源(Aggregate resources)之組成

「總資源」係指證券商的財務資源(Financial resources)加計合格信用狀(Qualifying letters of credit)後，扣除總和風險(Total risk requirement)後之餘額。

## 二、小結

新加坡市場基於《證券與期貨法 2001》(Securities and Futures Act 2001)所頒布的證券與期貨法，自第一版(2002)實施，即規定「執照持有人之財務資源不得低於總和風險」及「執照持有人之總負債不可超過其總資源(Aggregate resources)之 12 倍」，這兩項針對證券商之限制沿用至今。



新加坡針對證券商之負債淨值倍數設立 12 倍的固定比率，並具有超逾 6 倍時，事先預警的防範機制，令主管機關得以及時發現並處置證券商之財務異常情形，確保投資者之權益與市場運作的安全。

### 第三節 日本市場

#### 一、負債淨值倍數的法規規定

吳宛怡與王宏瑞 (2011)指出日本的證券交易制度部分係承襲美國 1933 年證券法與 1934 年證券交易法架構之，於 1948 年公布施行證券交易法（証券取引法），1990 年以後，肇因於泡沫經濟破裂後出現的大蕭條凸顯了證券市場積弊，及日本國際金融競爭力的喪失，日本政府開始證券法制的改革，重點在於破除證券業與銀行業分離之限制、開放外國證券商及改革證券管理機關。日本首相橋本龍太郎於 1996 年 11 月提出包括金融體系在內之六大改革措施（市場人士稱為日本「金融大改革」），以朝向自由、公平及全球化為原則，建立一個具有國際競爭力之市場制度為目標，其改革方向包括手續費自由化、取消證券商業務限制、證券商改為登記制、放寬對證券衍生性商品的限制、推出多樣化投資商品、建立新的揭露制度等。

臺灣證券交易所於 2025 年出版的《日本證券市場相關制度》中提到 2007 年 9 月 30 日實施的「金融商品交易法」(Financial Instruments and Exchange Act, FIFIA)，是日本金融立法領域最大的一次變革，此法的主要目標旨在向個人投資者提供前所未有的保護，以增加投資者信心、加強使用者便利、促進金融創新、促進金融、據以發展能和主要國家或區域相比的市場基礎設施。金融廳透過金融商品交易法，授權證券交易監視委員會執行他律機制，並授權證券交易所及各相關協會等自律組織規劃及執行業者間的自律事項。



依據日本的「金融商品交易法」與「有關金融商品交易業等之內閣府令」之規定，並未採行負債淨值倍數作為證券商監理之指標，同時參照過去之研究，如陳茵琦 (2006)、周行一 (2008)、林文斌 (2009)等，皆未提及日本對於證券商負債淨值倍數存在任何規範，此亦與 1996 年金融大改革的精神相符。

## 二、資本適足率的法規規定

日本「金融商品交易法」與「有關金融商品交易業等之內閣府令」規定，證券商須維持 120%的資本適足率，如果資本適足率低於該水平，金融廳可以向證券商發出監管令。東京證券交易所(「TSE」)和大阪證券交易所(「OSE」)也定期監控交易參與者的資本適足率和其他財務狀況，並根據此類比率的水平和公司狀況限制或暫停交易，努力維護證券市場穩定。TSE 和 OSE 致力於確保證券市場的穩定。

表 2：日本證券商自有資本適足率計算

第一類自有資本	股本
I. 資本公積	
II. 保留盈餘	
III. 估值差異(若為負數)	
IV. 庫藏股	

---

第二類自有資本	準備金
I. 次級債務	
II. 估值差異(若為正值)	



---

固定資產 須扣除：

- I. 存款
  - II. 預付款
  - III. 預付費用
  - IV. 本公司股票
  - V. 對關係企業放款固定資產
- 

自有資本監理比率、金融工具和交易法及交易參與者規定：

- i. 低於 140%須通知金融廳，並向 TSE 和 OSE 報告。
- ii. 低於 120%金融廳得命令改變業務方式、命令存放資產及其他必要的監管事項。TSE 和 OSE 可以暫停或限制證券商在該市場的證券交易。
- iii. 低於 100%金融廳可以命令停止全部或部分業務，期限不超過三個月。TSE 和 OSE 可以暫停或限制證券商在該市場的證券交易。

資本適足率計算公式如下：

$(\text{自有資本(第一類+第二類)} - \text{固定資產}) / (\text{市場風險約當金額} + \text{交易對手風險約當金額} + \text{基礎風險約當金額}) \geq 120\%$ ，各資本細項如表 2 所示。其中市場風險約當金額與證券及其他持倉價格波動相關的風險、交易對手風險約當金額與交易對手未履行合約義務相關的風險，例如交易違約等、基礎風險約當金額日常業務操作中可能產生的風險，例如文書錯誤。

### 三、小結

日本並未採行負債淨值倍數作為對其證券商監理之指標，主要採行之規範為 1990 年公布證券商自有資本適足率之規定，即規定自有資本比率需大於等於 120%，該比率使用迄今。



## 第四節 韓國市場

### 一、負債淨值倍數的法規規定

依據韓國《金融投資服務與資本市場法》(Financial Investment Services and Capital Markets Act)之相關法規「金融投資業規定」(Regulation on Financial Investment Business)第 3-26 條的第 7 款，符合第 3-26 條第 4 款第 1 項條件的第 1 類金融投資業者，當槓桿比率超過 9 倍時，應立即向金融監督院院長報告，並且在槓桿比率降至 9 倍以下之前，每月需於次月 20 日前向金融監督院院長報告該比率。由於財務槓桿比率之計算公式為(總資產/股東權益淨值)，此規定即要求第 1 類金融投資業者的負債淨值倍數須在 8 倍以下，即不須向金融監督院院長報告該比率。

另外，依據第 3-26 條第 1 款、第 3-27 條第 1 款及第 3-28 條第 1 款，金融監督院提出下列進一步的改善經營規範。

#### 1. 建議改善經營規範(Recommendation to improve business management)：

- 淨資本比率低於 100%時。
- 槓桿比率超過 1100%時，亦即負債淨值比超過 10 倍時。

#### 2. 要求改善經營規範(Demands to improve business management)：

- 淨資本比率低於 50%時。
- 槓桿比率超過 1300%時，亦即負債淨值比超過 12 倍時。

#### 3. 命令改善經營規範(Order to improve business management)：

- 淨資本比率低於 0%時。

### 二、淨資本比率規定

依據韓國《金融投資服務與資本市場法》(Financial Investment Services



and Capital Markets Act) 之相關法規「金融投資業規定」(Regulation on Financial Investment Business)第 3-26 條的第 4 款，規定金融投資業者為維持財務穩健，須確保其「淨營運資本(Net operating capital)大於或等於其總風險(Gross risks)」，亦即：

淨資本比率(%)=(淨營運資本－總風險)/維持每個事業體所需的資本總和×100≥100%

1. 淨營運資本計算方法為：

淨營運資本=(總資產－總負債)－須扣除之低流動性資產+可加計之補充資本)。

2. 需扣除之低流動性資產(Illiquid assets)：

包含固定資產、投資性房地產、過度集中之大額持股、逾期很久之應收帳款，以及其他在短期內難以套現或變現性不足之項目。

3. 可加計之補充資本(Supplementary capital)：

如符合法令規定的後順位借款(Subordinated debt)、或經監管機關認可可以暫時視為資本的項目，例如特定條件下的優先股，或已提列之正常/注意級的備抵呆帳等。

4. 總風險：

市場風險(Market risk)+信用風險(Credit risk)+營運風險(Operational risk)。

4.1 市場風險：

主要分成「股票風險、利率風險、外匯風險、基金風險、商品風險、選擇權風險」六大類，先將所有部位按標的資產(股、債、匯、商品等)分解，再依固定的風險係數和方法(如期限分段、Delta 換算等)計算後加總。

4.2 信用風險：



以交易對手或發行人之信用等級對照固定風險權數(例如 AAA、BBB、B- 分別對應 0.8%、8%、12%)，並扣除可能的擔保品、抵押品或保證後，就剩餘的曝險金額乘以風險值計算。

#### 4.3 營運風險：

採用「過去3年公司各業務部門的毛利×對應係數」與「法定最低資本×10%」兩種方法取其大者，並視企業內控完善程度或違規紀錄而作一定比率的折減或加成。

#### 5. 維持每個事業體所需的資本總和：

韓國主管機關對「各類業務單位」設有最低所需資本額，例如包含證券承銷的投資買賣業為500億韓元，承銷公債的投資買賣業為75億韓元，將所有事業體之所需資本額加總，即可得到「維持每個事業體所需的資本總和」。

#### 6. 監管辦法：

如金融投資業者的淨資本比率低於100%，則應立即向金融監督院(FSS)回報，以接受分級監管措施。

### 三、相關比率發展歷史

#### 1. 韓國淨資本比率制度之歷史背景與發展

韓國之「淨資本比率」(Net capital ratio) 源自於1997年4月導入的「營業用淨資本比率」(NCR, Net operating capital ratio) 制度，最初旨在確保證券公司擁有足夠的財務穩健度，並保障投資人權益。後為符合韓國證券市場發展，經多次修改，才演變成今日之「淨資本比率」，以下簡要回顧韓國淨資本比率制度的發展軌跡。

1997年4月：NCR制度的初始導入；



韓國於 1997 年 4 月正式引入營業用淨資本比率(NCR)制度，並將其作為評估證券公司財務穩健性的基石。

2009 年 2 月：《金融投資服務與資本市場法》施行與制度改革；

隨著 2009 年 2 月《金融投資服務與資本市場法》施行，金融監管當局重新檢視了「金融投資業者的自有資本規範」體系，並提出「同一行為、同一監管」的原則，藉此整合、擴充營業用淨資本比率的應用範圍。改革重點在於：

國際化標準的採納：大幅引入國際規範(如新 BIS)下的風險計算方式。

一般商品風險基準：針對金融投資業者可能擴張之商品範疇，納入一般商品的風險額計算新基準。

此舉不只讓證券公司，更包括期貨公司、資產管理公司、不動產信託公司等，一同置於更新的自有資本規範之下。

淨資本比率(%)=淨營運資本/整體風險×100。

2014 年 4 月：導入「淨資本比率」雖然 2009 年已進行過大幅修正，然而 NCR 在衡量新型態業務(例如 PI 投資、收購融資、海外併購等)及衍生連結證券所帶來的信用風險方面，仍顯得不足，同時依據舊有 NCR 公式，證券公司被迫持有過多不必要的資本(韓國金融監督院新聞稿 2014/04)。

為彌補上述不足，監管當局於 2014 年導入全新的「淨資本比率」(下文稱新 NCR)。

新 NCR(%)=(淨營運資本－總風險)/維持每個事業體所需的資本總和×100

更準確的損失吸收能力衡量：舊有規範中，證券公司對企業的放款會被計入從「營業用淨資本」中扣減，造成 NCR 數值的下滑，進而抑制證券公司推動投資銀行(IB)業務。為解決此問題，證券公司對企業的放款將改



列為「風險」項目，而不再直接從「營業用淨資本」中扣除。並將新 NCR 分母固定為「維持每個事業體所需的資本總和」，使得證券公司之損失吸收能力得以更真實呈現。

更精準的子公司風險反映：將子公司風險計算改為合併財務報表基礎，逐一衡量子公司資產與負債風險值，取代舊有「一律全額扣除子公司出資額」的簡化方式，以利海外事業拓展及併購發展。

### 制度二元化與後續調整

1、3、2 類金融投資業者之區隔：在「同一行為、同一監管」原則進一步細分後，從事投資仲介與買賣的「1 類金融投資業者」適用新 NCR；「3 類金融投資業者」（如信託業等）則維持原營業用淨資本比率；「2 類金融投資業者」在 2015 年 4 月起因集合投資業的特殊性而排除在新制度之外。

### 計算方法的演進與修改背景

初期：NCR 分母採納「總風險額」之模式

舊制 NCR 的計算方式，將「總風險額」反映在分母，進而造成證券公司往往需保有過多的閒置資本，抑制其擴充投資與多元業務發展。

新制：分子與分母的重新定位

2014 年起導入的新 NCR，計算公式中分母固定為「必要維持自有資本」，分子則採用「營業用淨資本－總風險額」之差額，藉此凸顯真實且可用於吸收損失的盈餘資本。

### 四、小結

韓國的負債淨值比不得高於 8 倍之規定，係來自於《金融投資服務與資本市場法》(Financial Investment Services and Capital Markets Act) 之相關法規「金融投資業規定」(Regulation on Financial Investment Business) 第 3-



26 條的第 7 款對槓桿比率不得高於 9 倍之規範，在未達到此規範時，金融監督院即要求證券商提出進一步的改善經營規範。

另外，韓國淨資本比率制度從 1997 年出現至今，經歷多次修正與改革，逐漸形成了兼具「財務健全性」與「市場效率」的規範。1997 年至 2009 年間，重點放在建立一套能夠衡量與監控證券公司風險的監管工具；2009 年後則陸續引入國際標準與連結財報風險計算，以優化對子公司與多元金融業務的評估；2014 年起，新 NCR 承接舊制不足，強調更精準的損失吸收能力與風險評估方法。

從歷史演進可見，韓國證券監理制度並非一成不變，而是隨市場發展逐步調整。對於韓國金融投資市場而言，這些調整不僅穩固了投資人的信心，也在一定程度上維持市場活力和競爭力。

## 第五節 英國市場

### 一、負債淨值倍數的法規規定

英國的證券市場監管主要由金融行為監管局 (Financial Conduct Authority, FCA) 和審慎監管局 (Prudential Regulation Authority, PRA) 共同負責。主要監管框架包括：

- i. 《金融服務與市場法》(Financial Services and Markets Act, FSMA 2000)。
- ii. 《金融服務法》(Financial Services Act)。
- iii. 投資銀行審視制度 (Investment Firms Prudential Regime, IFPR)。
- iv. 《巴塞爾協議 III》對資本與流動性的影響。

依據上述規範，並未針對證券商採行負債淨值倍數之監理指標。



## 二、資本規範與負債管理規定

根據 FCA 和 PRA 監管，英國證券商的資本規範與負債管理主要依據

1. 資本適足性標準(Capital Adequacy Standards)，並針對不同類型的投資機構訂定不同規範：

- i. 系統性重要投資銀行(Systemically Important Investment Firms)
  - 最低資本額：750,000 英鎊
  - 負債淨值比不得超過 FCA 訂定的槓桿比率(一般為 3% 核心資本比率)
- ii. IFPR 受監管投資機構
  - 最低資本額：75,000~4,000,000 英鎊
  - 槓桿比率與負債管理規範：
    - 財務資源需高於最低要求的 110%
    - 非流動資產超過股東權益的 25% 時，需向 FCA 報告
- iii. 金融行為監管局(FCA)規範的財務槓桿比率
  - 針對不同類型的證券商設定最低核心資本
  - 造市商(Market maker)：50,000 歐元
  - 指定經紀商(Nominated Broker)：125,000 歐元
  - 有限風險公司：730,000 歐元
  - 槓桿比率(Leverage Ratio)：核心資本不得低於總資產的 3%
- iv. 流動性覆蓋比率(Liquidity Coverage Ratio, LCR)
  - 最低 LCR 必須達到 100%，確保高品質流動性資產(HQLA)能完全覆蓋 30 天內的淨現金流出。

資本適足性規範：英國對證券商的資本適足性要求主要依據投資公司



審慎監管規則(Prudential sourcebook for Investment Firms，IFPRU)，該規則是根據巴塞爾協議 III(Basel III)的框架制定的。

### 資本分類

資本被分為三個層級：

- i. 第一級資本(Tier 1 Capital)：包括普通股權益(CET1)和其他第一級資本(Additional Tier 1，AT1)。
- ii. 第二級資本(Tier 2 Capital)：包括次級債務和其他補充資本。

資本比率要求：

根據巴塞爾協議 III 的要求，英國證券商需維持以下最低資本比率：

- i. 普通股權益(CET1)比率：至少為風險加權資產的 4.5%。
- ii. 第一級資本(Tier 1)比率：至少為風險加權資產的 6%。
- iii. 總資本比率：至少為風險加權資產的 8%。

此外，還要求持有資本緩衝，包括：

- i. 資本保存緩衝：相當於風險加權資產的 2.5%。
- ii. 逆週期資本緩衝：根據經濟環境調整，最高可達 2.5%。

## 2. 英國證券商的負債管理與客戶資金保護：

英國證券商必須確保：

- i. 普通股權益(Common Equity Tier 1, CET1)必須高於總資本需求的 56%。
- ii. 普通股權益+額外第一級資本 $\geq$ 總資本需求的 75%。
- iii. 普通股權益+額外第一級資本+第二級資本 $\geq$ 總資本需求的 100%。

此外，英國要求證券商對客戶資金進行嚴格的隔離存放(segregated accounts)，確保客戶資產不會被證券商的負債影響。



### 3. 流動性要求

英國對證券商的流動性管理有明確的規範，主要包括：

- i. 流動性覆蓋比率(Liquidity Coverage Ratio, LCR)：要求持有足夠的高品質流動性資產，以覆蓋未來 30 天的淨現金流出，最低要求為 100%。
- ii. 淨穩定資金比率(Net Stable Funding Ratio, NSFR)：確保有足夠的穩定資金來源來支持長期資產，最低要求為 100%。

### 三、小結

依據英國的金融行為監管局和審慎監管局所制訂之法規，主要規範之範圍包含 i.資本適足性、ii.負債管理與客戶資金保護、iii.流動性要求，並未採行負債淨值倍數作為對其證券商監理之指標。

## 第六節 香港市場

### 一、負債淨值倍數的法規規定

香港的證券市場由香港證券及期貨事務監察委員會(Securities and Futures Commission, SFC)監管，主要法規包括《證券及期貨條例》(Securities and Futures Ordinance, SFO)及《證券及期貨(財政資源)規則》(Securities and Futures(Financial Resources) Rules, FRR)。這些法規規範了證券商的財務穩定性與風險管理。依據這些法規，明訂槓桿與負債限制的規範如下：

- i. 淨資產/總負債 $\geq$ 10%，亦即負債淨值比需低於 10 倍。
- ii. 淨資本/淨資產 $\geq$ 20%。

### 二、資本與負債規範



香港採用速動資金制度（Liquid Capital Regime）來監管證券商，而非傳統的資本適足率（CAR）。該制度強調資本的流動性，確保證券商在短期內具備充足的資金償付能力。

### 1. 證券商最低繳足資本要求

#### i. 證券交易（第 1 類牌照）：

- 提供證券保證金融資：10,000,000 港元
- 其他情況：5,000,000 港元

#### ii. 期貨合約交易（第 2 類牌照）：5,000,000 港元

#### iii. 槓桿式外匯交易（第 3 類牌照）：

- 核准介紹代理人：5,000,000 港元
- 其他情況：30,000,000 港元

#### iv. 資產管理（第 9 類牌照）：5,000,000 港元

### 2. 速動資金規定

法規規定速動資金應大於「規定速動資金下限」及「可變動規定速動資金（與公司業務風險掛鉤）」中較大者，而速動資金（Liquid Capital）計算公式為總資產－風險資本扣減－認可負債

### 3. 風險資本扣減（Risk Capital Deduction）

#### i. 股票投資風險：

- 香港上市股票：15%~30%
- 英國、美國、日本上市股票：15%~20%
- 其他地區股票：20%~75%



- 這代表證券商在計算自身可用資本時，必須按這些比例扣減相應資產價值。例如，持有價值 1,000 萬港元 的香港上市股票，則需要從資本中扣減 150 萬 ~ 300 萬港元。

ii. 債券風險：

- 發行人為政府或央行：0%~5%
- 距到期日短於 1 年的企業債券：1%~22%
- 這代表政府或央行發行的債券風險較低，因此扣減比例較小，而企業債券的扣減比例則依據信用風險而有所不同。

iii. 其他高風險資產：

- 期貨、黃金等：10%~40%
- 這代表期貨、黃金等金融衍生品風險較高，因此監管機構要求證券商在計算資本時扣減 10%~40% 的價值。

在《證券及期貨（財政資源）規則》（Securities and Futures(Financial Resources) Rules, FRR）中，證券商的總資產需要經過風險資本扣減來計算其實際的可用資本。風險資本扣減的概念類似於風險加權資產（Risk-weighted assets, RWA），用來衡量不同資產類別的風險程度。根據資產的風險性質，監管機構要求證券商按照一定比例扣減該資產的價值，來確保證券商擁有足夠的速動資金來應對風險。

### 三、相關規定歷史沿革

香港的證券市場監管框架自 2003 年《證券及期貨條例》生效以來不斷發展。2008 年全球金融危機後，SFC 調整監管策略，加強資本適足性要求，以提升證券商的抗風險能力，並確保市場穩定。2012 年，香港修訂 FRR，強化速動資金計算標準，確保證券商不會過度槓桿化，降低市場不穩定性。



2016 年，隨著國際監管標準的變遷，香港進一步對證券商的槓桿管理和風險披露制度進行優化。當局要求高槓桿經營模式的證券商持有更高的資本緩衝，並增加監管報告頻率，以提升市場透明度。2020 年，新冠疫情引發市場動盪，SFC 針對證券商的資本結構與風險承受能力進行壓力測試，進一步加強風險控制要求。這些調整確保證券商能夠在極端市場條件下維持運作，降低市場系統性風險。

#### 四、小結

香港針對證券商的負債淨值倍數規範為淨資產需佔總負債的 10% 以上，亦即負債淨值比需低於 10 倍。另外，香港的監管機制與英國不同，強調速動資金制度，以確保證券商具備穩定的流動性資源。透過嚴格的風險管理規則與流動性要求，香港市場維持了較高的財務穩定性，並透過持續更新監管標準來降低市場風險與投資者損失。

### 第七節 中國大陸市場

#### 一、負債淨值倍數的法規規定

中國證券商的負債淨值倍數相關規定及其法源依據主要規範於《中華人民共和國證券法》及中國證券監督管理委員會（以下簡稱中國證監會）發布的相關監管辦法中，主要以淨資本和流動性為核心的風險控制指標體系為立法之精神。《中華人民共和國證券法》第一百三十條規定，國務院證券監督管理機構應對證券商的淨資本與負債的比例、負債與淨資產的比例等風險控管指標制訂明確規定。

為了加強對證券商風險的監管，督促其加強內部控制和防範風險，中國證監會於 2006 年 7 月 20 日正式發布了《證券公司風險控制指標管理辦



法》，並經過多次修訂，建立了以淨資本和流動性為核心的風險控制指標體系。其中針對證券商負債淨值倍數的規範如下：

● 資本槓桿率(Capital Leverage Ratio)：

1. 證券公司：核心淨資本/表內外資產總額不得低於 8%，即證券商的負債/核心淨資本的比率上限規範為 11.5 倍。
2. 綜合類證券公司：對外負債（不包括客戶存放的交易結算資金和受託投資管理的資金）不得超過其淨資產額的 9 倍。
3. 經紀類證券公司：對外負債（不包括客戶存放的交易結算資金）不得超過其淨資產額的 3 倍。

其中核心淨資本=淨資產－資產項目的風險調整－或有負債的風險調整－/+中國證監會認定或核准的其他調整項目。

## 二、其他核心風險控制指標規定

《證券公司風險控制指標管理辦法》中，尚要求證券商必須持續符合以下風險控制指標標準：

1. 風險覆蓋率(Risk Coverage Ratio)：淨資本/各項風險資本準備之和不得低於 100%。
2. 流動性覆蓋率(Liquidity Coverage Ratio)：優質流動性資產/未來 30 天現金淨流出量不得低於 100%。
3. 淨穩定資金率(Net Stable Funding Ratio)：可用穩定資金/所需穩定資金不得低於 100%。

其中淨資本由核心淨資本和附屬淨資本之構成如下：

- 附屬淨資本=長期次級債×規定比例－/+中國證監會認定或核准的其他調整項目。



- 資產減值準備：證券公司應當對有關項目充分計提資產減值準備。
- 或有負債：對於很可能導致經濟利益流出的或有事項，應當確認預計負債；對於未確認預計負債，但仍可能導致經濟利益流出的，應當作為或有負債，按照一定比例在淨資本中予以扣減。
- 負債的定義：在風險控制指標管理辦法中，「負債」特指對外負債，不包括代理買賣證券款、信用交易代理買賣證券款、代理承銷證券款。

當證券公司的淨資本或其他風險控制指標不符合規定標準時，中國證監會可責令其限期改正，並可採取相關措施，例如：

- 限制業務活動，責令暫停部分業務，停止批准新業務。
- 停止批准增設、收購營業性分支機構。
- 限制分配紅利，限制向董事、監事、高級管理人員支付報酬、提供福利。
- 限制轉讓財產或在財產上設定其他權利。
- 責令更換董事、監事、高級管理人員或限制其權利。
- 責令控股股東轉讓股權或限制有關股東行使股東權利。
- 撤銷有關業務許可。

若公司未如期完成改正或風險控制指標情況繼續惡化，嚴重危及證券商的穩健運作，可能被撤銷經營證券業務許可。

### 三、小結

中國大陸證券商的負債淨值倍數相關規定主要以淨資本和流動性為核心的風險控制指標體系為立法之精神，針對一般證券商之而言，規範其核心淨資本/表內外資產總額不得低於 8%，即證券商的負債/核心淨資本的比率上限為 11.5 倍。



## 第八節 各國證券商負債淨值倍數限制法規之分析與比較

全球各個主要金融市場對證券商負債比的規範，雖同旨在「抑制槓桿、保護客戶」，卻各以不同架構及方法實現。美國採「基礎法」、「替代法」雙軌併行制，「基礎法」將負債總額控制在淨資本的 15 倍之內，「替代法」則要求淨資本不得低於總和借方項目之 2%；新加坡規定總負債不得逾總資源 12 倍，總負債超過總資源 6 倍即須預警通報，並要求財務資源與總風險比維持 120% 以上；香港以速動資金制度取代傳統資本適足率，並明定總負債不得超過淨資產的 10 倍，若速動資金低於法定下限須即時補足資本；韓國則以槓桿比率上限之規範，明訂負債淨值比不得超過 8 倍之上限。中國大陸規範證券商核心淨資本/表內外資產總額不得低於 8%，即負債/核心淨資本的比率上限為 11.5 倍。日本與英國則未制訂證券商負債淨值比上限之規定。各國之負債淨值倍數上限規定彙整如表 3。

綜合上述分析，各國證券法規對其證券商監理採行負債淨值倍數為財務監理指標之一的目的可歸納如下：

1. 使證券商有足夠的資金靈活運用發展業務，但注重其流動性。
2. 保護投資人。
3. 管控證券商的經營風險及整體市場的市場風險。

表 3：各國負債淨值倍數上限彙整

國家	負債淨值倍數上限	市場月波動度	最大單月跌幅
臺灣	6 倍	5.18%	-18.83%
韓國	8 倍	5.27%	-23.13%
香港	10 倍	6.24%	-22.47%
新加坡	12 倍	4.77%	-23.94%
中國大陸	11.5 倍	7.25%	-24.63%
美國	15 倍	4.22%	-14.06%



英國	無規範	5.31%	-23.83%
日本	無規範	3.75%	-13.81%

由於證券商所能承做的商品與業務範圍愈來愈廣泛，所面臨的市場風險是證券業常被認為風險較高的主因之一，為了瞭解各國的負債淨值倍數規範與市場風險是否存在一定的關係，我們計算各國主要市場指數在過去 20 年的月報酬波動度(標準差)與單月最大跌幅，結果亦顯示於表 3。臺灣過去 20 年的市場風險為 5.18%，在本研究分析的八個市場中排名第五，僅有新加坡、美國與日本的市場波動度低於臺灣，高於臺灣的韓國、香港、中國大陸與英國，負債淨值倍數上限分別為 8 倍、10 倍、11.5 倍以及無規範，顯示設定較寬鬆的負債淨值倍數上限之國家未必面臨較低之市場風險，亦即各國所面臨的市場風險與負債淨值倍數上限並無直接之關係。

若以最大單月跌幅觀之，臺灣過去 20 年的最大單月跌幅為-18.83%，在八個國家中僅高於美國與日本，其他市場所面臨的下方風險(Downside risk)皆明顯高於臺灣，仍採行較臺灣為寬鬆的負債淨值倍數上限之規範。以臺灣過去所面臨的市場風險及下方風險在各國中皆屬相對較低的角度觀之，顯示與其他市場相比臺灣的證券市場仍屬相對平穩，更凸顯了臺灣具有進一步放寬負債淨值倍數上限之空間。

除了市場風險，證券商的違約風險亦是設定負債淨值倍數的重要考量之一，郭維裕與徐政義 (2023)的研究指出臺灣證券商的違約風險在受到 COVID-19 疫情、寬鬆的貨幣政策及大幅升息等多變的環境下，並沒有隨著全球金融市場的大幅波動而有升高的現象，同時證券業的自有股東權益資金比率為 20.10%，遠高於銀行的 6.62%和壽險業的 4.68%，顯示臺灣的證券商具有相對較低的違約風險。



在法規面，臺灣證券交易所依證券交易法第 154 條之規定，得就證券交易經手費提存賠償準備金；另外，為處理證券商發生違約之善後作業，臺灣證券交易所設立「共同責任制交割結算基金」，並制訂共同責任制交割結算基金管理辦法，此結算基金總額為新臺幣 64 億元，包含臺灣證券交易所與全體證券商分別提撥 30 億元及 34 億元。證券櫃檯買賣中心(以下簡稱櫃買中心)亦設立「共同責任制給付結算基金」制度，基金規模共 20 億元，其中櫃買中心與全體證券商分別提撥 4 億元及 16 億元。而在設立監管機制之下，美國證券商的負債淨值倍數上限高達 15 倍，遠高於臺灣法規所定之 6 倍，再次凸顯臺灣具有進一步放寬負債淨值倍數上限之空間。



### 第三章 臺灣現行法規之檢視與比較

#### 第一節 負債淨值倍數相關法規之沿革

現行證券商負債淨值倍數之規定，其法源係源自於 1958 年 4 月 30 日頒佈之《證券交易法》第 49 條內容：「1.證券商之對外負債總額，不得超過其資本淨值之規定倍數；其流動負債總額，不得超過其流動資產總額之規定成數。2.前項倍數及成數，由主管機關以命令分別定之。」此法規於 1958 年公布以來即未曾修訂。第 49 條之規定係以證券主管機關對證券商監理之資金管理角度，希望能監督與管理證券商從外部融資之資金與內部自有資金能維持一定之適當比例倍數，以在證券商運用其資金發展業務的同時，能兼顧證券商經營之資金流動性、財務風險與全市場的市場風險。

財政部證券管理委員會依《證券交易法》第 49 條之規定，於 1988 年 11 月 24 日訂定發布《證券商管理規則》全文 46 條，其中第 13 條第 1 項之初期規定為：

- 證券商除由金融機構兼營者另依有關法令規定辦理外，其對外負債總額不得超過其資本淨值之 4 倍；其流動負債總額不得超過其流動資產總額。
- 但經營受託買賣有價證券或自行買賣有價證券業務，除本會另有規定者外，其對外負債總額不得超過其資本淨值。
- 前項負債總額之計算，得扣除依前二條規定所提列之買賣損失準備、違約損失準備及承做政府債券買賣所發生之負債金額。

嗣後分別於 1997 年 9 月 30 日、2006 年 8 月 25 日、2011 年 1 月 11 日、2012 年 1 月 10 日、2015 年 2 月 4 日及 2017 年 12 月 5 日，配合財務行政變革或相關法令針對《證券商管理規則》第 13 條之內容予以修訂。其



中，金管會於 2011 年 1 月 11 日金管證券字第 0990073857 號令修正第 13 條條文，因應第 11、12 條之刪除，於第 13 條中移除買賣損失準備與違約損失準備可作為負債總額之減項的相關敘述。又因考量證券商如有特殊情況而有調高負債淨值比之必要，得向金管會申請專案許可，故按金管會金管證券字第 1040001299 號令修正第 13 條第 1 項條文，增訂得經金管會核准之彈性條款。另於 2017 年為增加證券商國際競爭力、配合開放與促進新業務<sup>1</sup>之發展、增加財務運用彈性、提升資本運用效率、因應未來發展其他新業務之需求，參考當時票證券商相關法規<sup>2</sup>，按金管會金管證券字第 1060045983 號令，修改第 13 條條文，放寬證券商對外負債總額不得超過其淨值之倍數，由 4 倍提高為 6 倍。這次修正同時配合開放證券商辦理款項借貸業務及客戶交割款項可留存於證券商交割專戶等業務。

另金管會於 2025 年 3 月 18 日發布令釋，放寬第 13 條關於負債總額之扣除項目。原因為考量證券商於承銷作業與代辦股務作業中所產生之代收款項，性質屬於短期周轉的代收代付款，應視為過渡性負債。另就交割專戶中客戶分戶帳餘額，鑒於目前相關資金運用與控管機制已具備高度安全性與流動性，為兼顧風險控管與營運效率、因應金融市場發展趨勢、提升金融機構之國際競爭力，因此金管會決定調整規範內容。按此最新令釋，證券商計算負債淨值比時，得自負債總額中扣除「承銷有價證券或股務代理業務所生代收付性質之過渡性負債」與「交割專戶分戶帳客戶權益之百分之五十」。證交所並配合修正證券商月計表會計項目，自 2025 年 5 月申報 4 月份月計表開始適用。嗣後金管會於 2026 年 1 月 8 日發佈金管證券字第 11403649271 號函令，將交割專戶分戶帳客戶權益之百分之五十可扣

<sup>1</sup> 係指款項借貸、客戶交割款項留存於證券商交割專戶等業務。

<sup>2</sup> 票證券商主要負債總額及辦理附賣回條件交易限額規定第五點。



除之規定，放寬至分戶帳餘額可全額扣除，並自即日起生效。

根據 2026 年 1 月 8 日金管證券字第 11403649271 號函令，有關證券商管理規則第 13 條負債總額之計算，得扣除受託買賣有價證券、承銷有價證券或股務代理業務所生代收付性質之過渡性負債、承做政府債券買賣所發生之負債及證券商交割專戶客戶分戶帳餘額。

## 第二節 負債淨值倍數相關法規之比較分析

臺灣證券商的負債淨值倍數規定自 1988 年起於《證券商管理規則》中明訂為 4 倍，於 2017 年提高至 6 倍，賴英照大法官曾於 1990 年所著的《證券交易法逐條釋義》中提到證券商的負債淨值倍數立法要旨在於健全證券商之財務結構及償債能力，然賴英照大法官提到當時美國所定之負債淨值倍數上限為 15 倍，日本與韓國均為 10 倍，臺灣所定之倍數明顯低於美、日、韓三國，顯示我國證券管理保守穩健的政策，期望以嚴格限制證券商對外負債之限額，強化證券商之財務基礎，惟此限制對證券商的業務開展可能產生抑制作用。

時至今日，美國仍維持 15 倍之上限，日本更已取消負債淨值倍數上限之規範，顯示美、日兩國皆因應現今的經濟環境進行負債淨值倍數上限的調整，臺灣雖於 2017 年將負債淨值倍數上限由 4 倍提高至 6 倍，顯示主管機關對增加我國證券商國際競爭力，提升證券商財務運用彈性與資本運用效率之用心，然臺灣目前的規定仍明顯低於各國。為配合並響應政府鼓勵我國證券商多元且國際化之發展，並希望打造臺灣成為「亞洲資產管理中心」之政策，增強我國證券商的資金運用彈性及國際競爭力，並與國際之政策接軌，可參考各主要國家對其負債淨值倍數之標準，進一步放寬臺灣證券商的負債淨值倍數上限。



## 第四章 國內外銀行業及保險業相關規範及實務

### 第一節 臺灣銀行業相關規範

臺灣銀行業並無單一的負債淨值比規範，而是受到多項法規與資本要求所監管。主要規範為《銀行法》的「資本適足性」要求，依照第 44 條之規定，銀行自有資本與風險性資產之比率，不得低於一定比率。依金融監督管理委員會訂定之《銀行資本適足性及資本等級管理辦法》，於 2009 年明訂銀行本行資本適足率不得低於 8%。其後於 2012 年因應第三版巴塞爾資本協定 (Basel III)，修改法規，增訂銀行應計算普通股權益比率及第一類資本比率。限制普通股權益比率(普通股權益第一類資本淨額除以風險性資產總額)不得低 7%、第一類資本比率(第一類資本淨額除以風險性資產總額)不得低 8.5%及資本適足率(第一類資本淨額及第二類資本淨額之合計數額除以風險性資產總額)不得低於 10.5%。

- 第一類資本淨額：普通股權益第一類資本淨額及非普通股權益之其他第一類資本淨額之合計數。
- 風險性資產總額：信用風險加權風險性資產總額，加計市場風險及作業風險應計提之資本乘以 12.5 之合計數。但已從自有資本中減除者，不再計入風險性資產總額。

另我國為因應第三版巴塞爾資本協定，引進槓桿比率 (Leverage Ratio) 規範。依據《銀行資本適足性及資本等級管理辦法》規定銀行應計算銀行本行之槓桿比率(第一類資本淨額除以暴險總額)，槓桿比率不得低於 3%，其中暴險總額係指資產負債表內及表外之暴險金額。藉由槓桿比率規範彌補資本適足性規範的不足，以避免銀行體系進行過度槓桿操作。

依我國《銀行法》第 43 條規定，中央銀行經洽商中央主管機關後，得



隨時就銀行流動資產與各項負債之比率，規定其最低標準。自 1978 年 7 月起，中央銀行將金融機構流動資產與各項負債比率之最低標準(最低流動準備比率)比率訂為 7%。自 2011 年 10 月起，為強化金融機構流動性風險控管，經參酌主要國家作法及我國金融實務，中央銀行調整最低流動準備比率致 10%。最低流動準備比率為法定流動資產除以應提流動準備負債。

## 第二節 臺灣保險業相關規範

臺灣保險業同樣未設置單一的「負債淨值比」規範，我國《保險法》第 143 條之 4 第 1 項規定保險業自有資本與風險資本之比率及淨值比率，不得低於一定比率。另依我國《保險業資本適足性管理辦法》第 5 條之 1 第 1 項規定保險業資本適足率不得低於 100%、最近 2 期之淨值比率需至少 1 期達 3%；其中資本適足率為自有資本除以風險資本之比率，淨值比率係指保險業經會計師查核簽證財務報告之業主權益除以不含投資型保險專設帳簿之資產總額。

## 第三節 臺灣證券、銀行與保險業現況比較

臺灣金融三業中，僅有證券業受《證券交易法》及《證券商管理規則》之規範，明訂負債淨值倍數之上限，銀行業與保險業因未受相關規範之限制，在業務開展上具有更高之彈性。為了瞭解設定負債淨值倍數與否對金融三業之影響，本研究計算臺灣金融三業整體之負債佔淨值之倍數，並揭示於表 4。需特別說明的是，此處之負債與淨值資料係取自於銀行局、證券期貨局與財團法人保險事業發展中心，由金融三業整體之資產負債表計算得之。

銀行業在 2013 至 2024 的 12 年期間內，負債佔淨值之倍數介於 11.86



倍至 13.98 倍，而保險業則介於 10.72 倍至 21.86 倍，相較之下，證券業之負債佔淨值倍數自 2013 年的 1.41 倍逐步提升至 3.96 倍，目前已接近《證券商管理規則》所定之 6 倍上限。若比較過去 12 年之平均，銀行業與保險業之負債佔淨值倍數數值為 12.86 倍與 15.98 倍，而證券業則為 2.34 倍，不論逐年比較或以平均數值比較，銀行業與保險業之負債佔淨值倍數不僅明顯高於證券業，更高於各國對證券商之規範倍數上限，其中保險業的現況與多數期間甚至高於美國對證券商之規範倍數上限。

表 4：臺灣金融三業負債佔淨值之倍數

年度	銀行			保險			證券		
	負債	淨值	比例 (倍)	負債	淨值	比例 (倍)	負債	淨值	比例 (倍)
2013	364.5	26.1	13.98	160.5	7.3	21.86	6.7	4.8	1.41
2014	389.0	28.9	13.47	178.6	10.7	16.62	7.8	4.8	1.63
2015	407.3	31.5	12.92	194.7	11.2	17.39	8.4	4.9	1.71
2016	416.2	33.4	12.45	213.7	12.2	17.49	8.9	4.7	1.89
2017	433.9	34.8	12.48	233.3	14.8	15.75	11.1	4.8	2.30
2018	452.8	37.1	12.21	254.7	12.1	21.11	9.8	5.0	1.97
2019	472.8	39.9	11.86	277.1	20.6	13.44	11.8	5.3	2.25
2020	514.1	41.3	12.44	295.0	26.6	11.10	15.3	5.6	2.74
2021	550.1	42.6	12.91	309.1	28.8	10.72	18.5	6.3	2.93
2022	590.2	42.7	13.81	324.3	16.5	19.69	13.5	5.9	2.27
2023	621.5	48.1	12.91	330.1	23.7	13.91	19.1	6.4	2.99
2024	668.8	51.9	12.89	346.9	27.4	12.68	27.2	6.9	3.96
平均	490.1	38.2	12.86	259.8	17.7	15.98	13.2	5.5	2.34

1.資料來源：銀行局、證券期貨局與財團法人保險事業發展中心

2.單位：千億元

另一方面，臺灣證券業近三年的負債佔淨值倍數分別為 2.27 倍、2.99 倍及 3.96 倍，過去二年的成長幅度分別為 31.72%與 32.44%，平均為 32.08%，若以此成長倍率推估未來三年的整體負債佔淨值倍數，將分別為 5.23 倍、



6.91 倍以及 9.12 倍，亦即在此成長幅度下，2026 年即突破目前規範 6 倍上限之門檻；因此，證券商勢必需要限縮業務，以符合整體市場之負債淨值倍數未達上限之法規限制。

#### 第四節 美國銀行及保險業相關監管規範

經本研究的瞭解，並未發現本研究中所探討之市場針對銀行及保險業制訂單一的「負債淨值比」規範，故此處主要說明美國對銀行及保險業的相關監管規範。

##### 一、美國銀行業相關監管辦法

美國基於第三版巴塞爾資本協定訂定美國聯邦法規(12 CFR §3.10)，對銀行最低資本比率有明確要求，包含：

- 普通股一級資本比率 4.5%。
- 一級資本比率 6%。
- 總資本比率 8%。
- 槓桿比率 4%。

此外，美國聯邦法規(12 CFR §3.11)規定，銀行需留存 2.5%的普通股一級資本作為保護緩衝，使實際普通股一級資本比率要求提高至 7%，如銀行未能達到緩衝要求，將會限制其股利和紅利發放，並促使其增資。

其中一級資本比率為銀行普通股一級資本與標準化總風險加權資產的比率；一級資本比率為一級資本與標準化總風險加權資產的比率；總資本比率為總資本與標準化總風險加權資產的比率；槓桿比率為一級資本與該銀行在其報告(Call report)中的平均總和併資產減去從普通股一級資本中扣除的監管資本項目(如商譽)、與資本工具或涵蓋債務工具投資相關的監管



資本扣除項目(如購買或持有自己發行的普通股或優先股)及受限於普通股一級資本扣除門檻(抵押貸款服務權及特定遞延稅項資產合計超逾普通股一級資本 25%的部分)的抵押貸款服務權 (MSAs) 與特定遞延稅項資產 (DTAs) 後的比率。

## 二、 美國保險業相關監管辦法

美國採用由美國保險監理管協會(NAIC)制定的保險業風險資本額(RBC)模型監管保險業。保險業風險資本額模型計算方法為公司調整後資本除以所需風險資本的比值，模型中所含各類項目如表 5 所示，其中風險資本的計算方法為將各類金額基數乘上風險係數後加總。當保險業風險資本額低於 200%時，主管機關即會採取不同程度的監理行動，包含要求提報財務計畫、提報改善措施、強制控制等等措施。

表 5：美國保險業風險資本額(RBC)模型計算

項次	科目
A	調整後資本 = A1 + A2 + A3
A1	未分配盈餘
A2	資產評價準備
A3	50%已宣告股利負債
B	所需風險資本 = $(B4 + \sqrt{(B1 + B3)^2 + B2^2})^3$
B1	資產風險
B2	保險風險
B3	利率風險
B4	業務風險



## 第五章 負債淨值倍數計算方式及放寬限制之可行性

### 第一節 美國與新加坡可扣除項目分析

根據第二章的分析，美國針對證券商計算負債總額時，依據 SEA Rule 15c3-1(c)(1)(i)至(xv)明訂可排除項目，而新加坡則是明訂其證券商之負債總額計算不包括任何或有負債及其他列舉之負債。美國與新加坡證券業在計算負債淨值倍數時，其監理邏輯是將部分「業務性質的負債」或「已被其他資產充分擔保的負債」從負債總額中扣除，以更精準地衡量公司在營運中的真正槓桿風險，而非僅僅是帳面上負債。

經本研究歸納，這些可扣除項目主要可歸納為三大類：

1. 營運性應收應付項目：因證券買賣未交割所產生的應付帳款，由於其通常有對應的應收帳款可相互抵銷，因此不視為公司真正的槓桿負債。
2. 已充分擔保的負債：以自有證券充分擔保的借款，因其債權人有明確的擔保品可求償，違約風險相對較低。
3. 次級性質的負債：如次順位借款或合夥人帳戶，這類負債在清算時的求償順位較低，類似於股東權益，因此不計入一般負債。

臺灣證券業的監理精神與美國、新加坡有根本上的不同，這也導致上述可扣除負債項目在臺灣的財務報表中呈現方式不同。臺灣主管機關除了設定負債總額不得超過淨值 6 倍的比例上限外，更重視的是「自有資本適足比率」，這是一個更為複雜的風險控管指標，與國際上金融機構的資本規範（如巴塞爾協定）精神一致。因此，美國與新加坡所稱的「可扣除負債」，在臺灣並非簡單地從負債中扣除，而是被分為兩類進行處理：

1. 會計上直接淨額表達：
  - 1.1 對應項目：美國的「因未交割而產生的應付」及新加坡的「未平倉合約



應付款項」。

1.2 臺灣情況：根據《證券商財務報告編製準則》，因交割而產生的應收及應付項目，應以淨額列報。亦即應收帳款與應付帳款會直接在會計上相互沖銷，因此這類負債本來就不會以全額列示在資產負債表中，自然也就不存在「從負債總額中扣除」的問題。

2. 納入資本而非扣除負債：

2.1 對應項目：美國的「次級借款」、新加坡的「合格次順位貸款」、以及兩國均提到的「遞延所得稅負債」。

2.2 臺灣情況：臺灣的證券商自有資本適足比率規定，次順位債券及遞延所得稅負債在符合特定條件下，可以被視為「自有資本」的一部分（通常是第二類或第三類資本）。其核心邏輯是，這些項目在面臨清算時，對公司的保障作用類似於股東權益。因此，臺灣的監管是將這些項目加回自有資本，而非單純地從負債中減除。

不難發現，臺灣與美國及新加坡的最大差異，在於已充分擔保的負債在美國與新加坡的立法精神中屬於可扣除項目，但在臺灣卻受到忽略。經本研究整理，表 6 列示證券商填報月計表時，符合美國計算負債總額時可扣除之 1. 證券充分擔保的負債與 2. 因出借證券產生之應付款但持有多頭部位對應精神之會計科目，其中僅有項目代號 214011 之科目「附買回債券負債—政府公債」，在計算負債總額時可予以扣除；而美國與新加坡則可將附買回債券負債類別中的其他債券（主要以公司債為主）排除在負債總額的計算中。

我國主管機關的立意不難理解，政府公債的違約機率確實較公司債來得低，因此在計算負債淨值倍數時可自負債總額中扣除，然而，依照美國與新加坡的立法精神，以自有證券充分擔保的借款，即使是公司債，因債



權人有明確的擔保品可求償，違約風險仍屬較低，此項目應可考慮扣除。

另外，融券保證金、應付融券擔保價款與借券保證金—存入等三個科目，皆符合因出借證券產生之應付款但持有多頭部位對應之精神，若參考美國的精神，這三個科目亦存在可扣除的空間。

表 6：月計表符合美國及新加坡可扣除項目精神之會計科目

階層	代號	會計項目	對應可扣除項目
2	214010	附買回債券負債	證券充分擔保的負債
3	214011	附買回債券負債—政府公債	證券充分擔保的負債
3	214012	附買回債券負債—其他	證券充分擔保的負債
2	214040	融券保證金	因出借證券產生之應付款但持有多頭部位對應
2	214050	應付融券擔保價款	因出借證券產生之應付款但持有多頭部位對應
2	214070	借券保證金—存入	因出借證券產生之應付款但持有多頭部位對應

## 第二節 臺灣市場負債淨值倍數計算方式探討

本研究依據 22 家本土證券商於 2022 至 2024 年的月計表資料，觀察各家證券商的負債總額與會計項目的走勢，圖 2 顯示各家證券商的負債總額在 2022 至 2024 年間皆呈現成長的趨勢，圖 3 為各家證券商承做的附買回政府公債負債金額，其中多家證券商在 2023 年呈現上升的趨勢，但在 2024 年的金額則呈現下降的現象。圖 4 為各家證券商承做的附買回其他債券負債金額，普遍而言，各家證券商在 2022 至 2024 年皆呈現上升的趨勢，顯示各證券商近年皆重視並積極發展此項業務。圖 5 至圖 7 則分別顯示融券保證金、應付融券擔保價款與借券保證金—存入的逐年金額，其中多數



證券商在借券保證金一存入的業務亦呈現逐年上升的趨勢。整體而言，各家證券商承做附買回其他債券負債與借券保證金一存入的業務逐年增加，且多家證券商在此二項目上的金額皆達數百億元之規模。

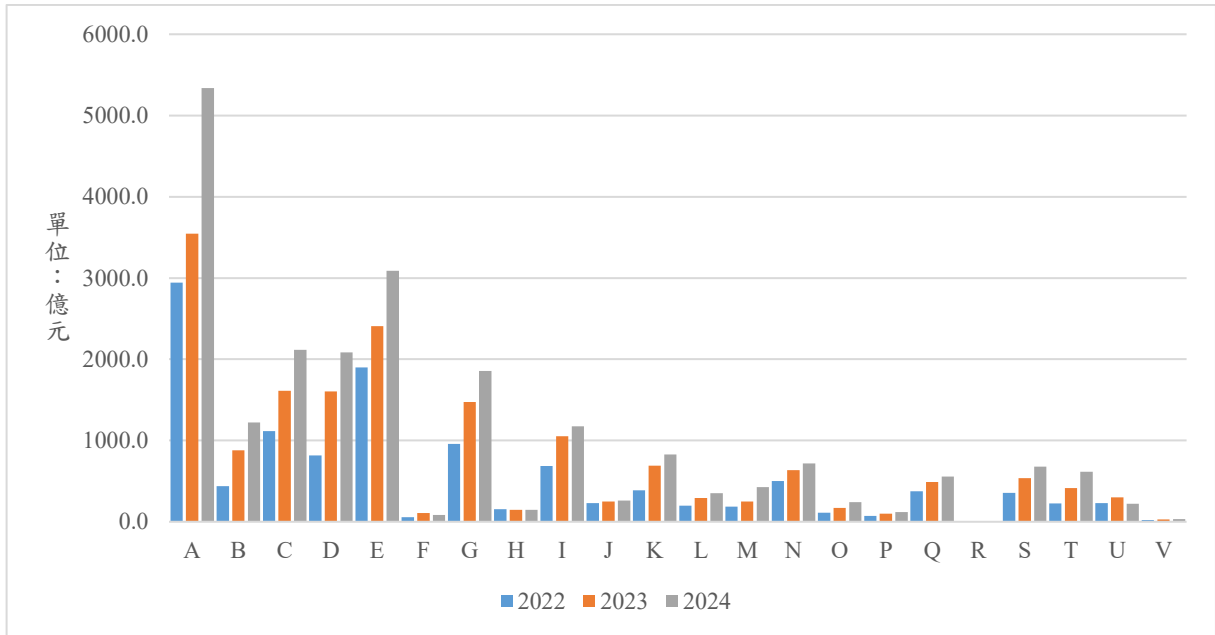


圖 2：證券商 2022-2024 年負債總額

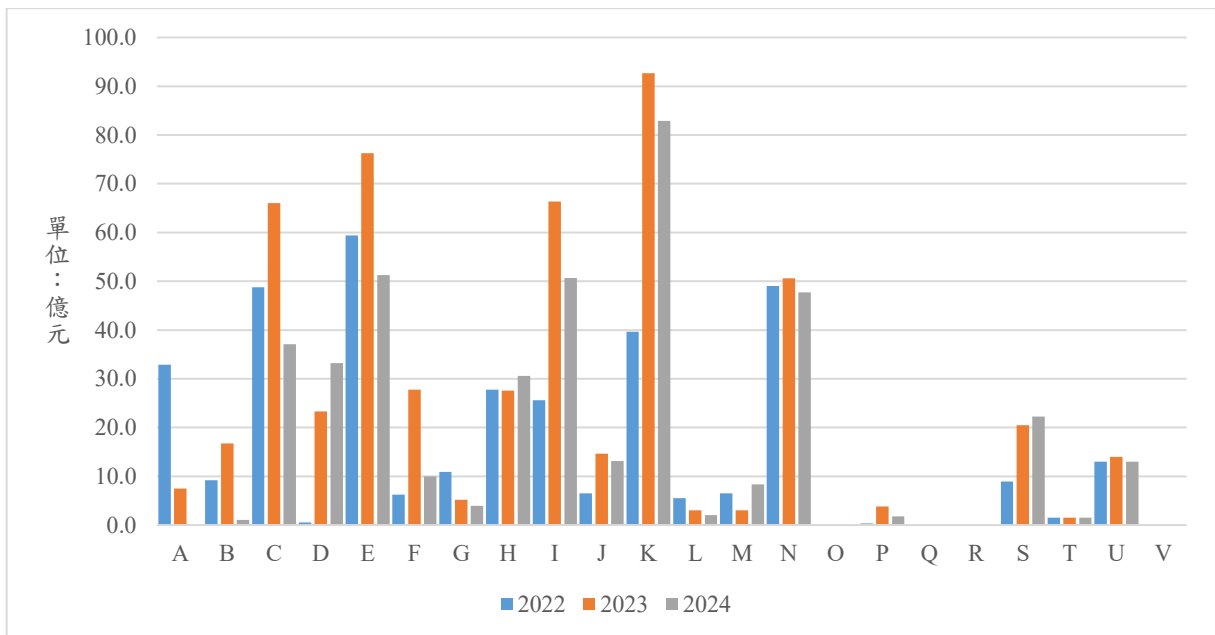


圖 3：證券商 2022-2024 年附買回債券負債（政府公債）金額



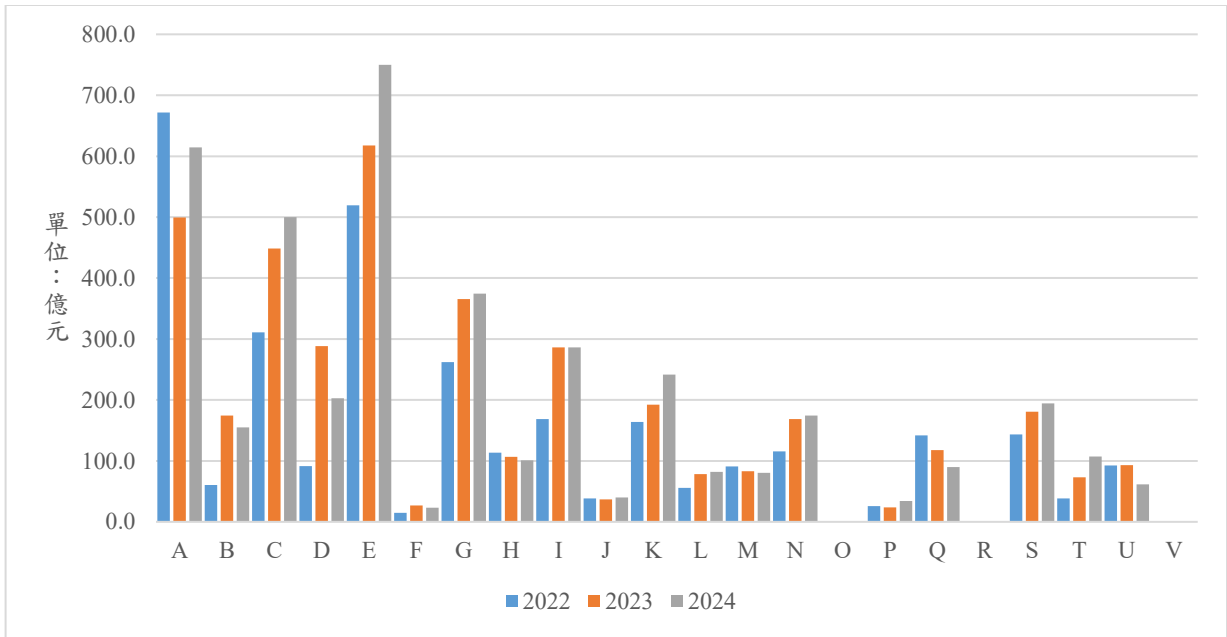


圖 4：證券商 2022-2024 年附買回債券負債（其他）金額

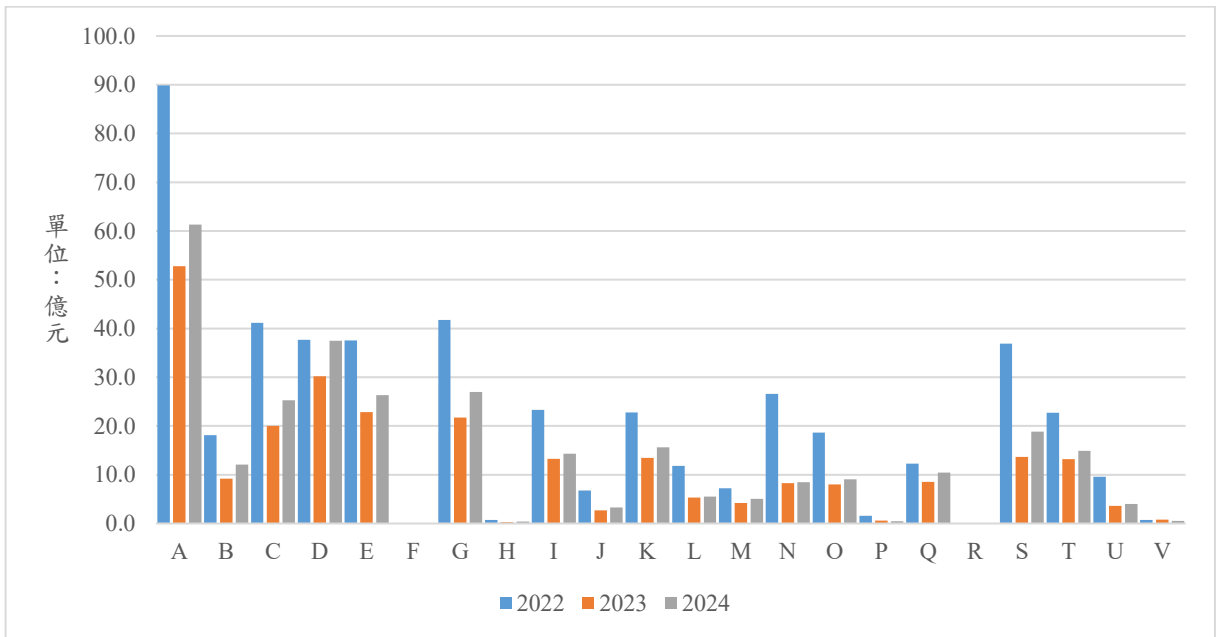


圖 5：證券商 2022-2024 年融券保證金金額



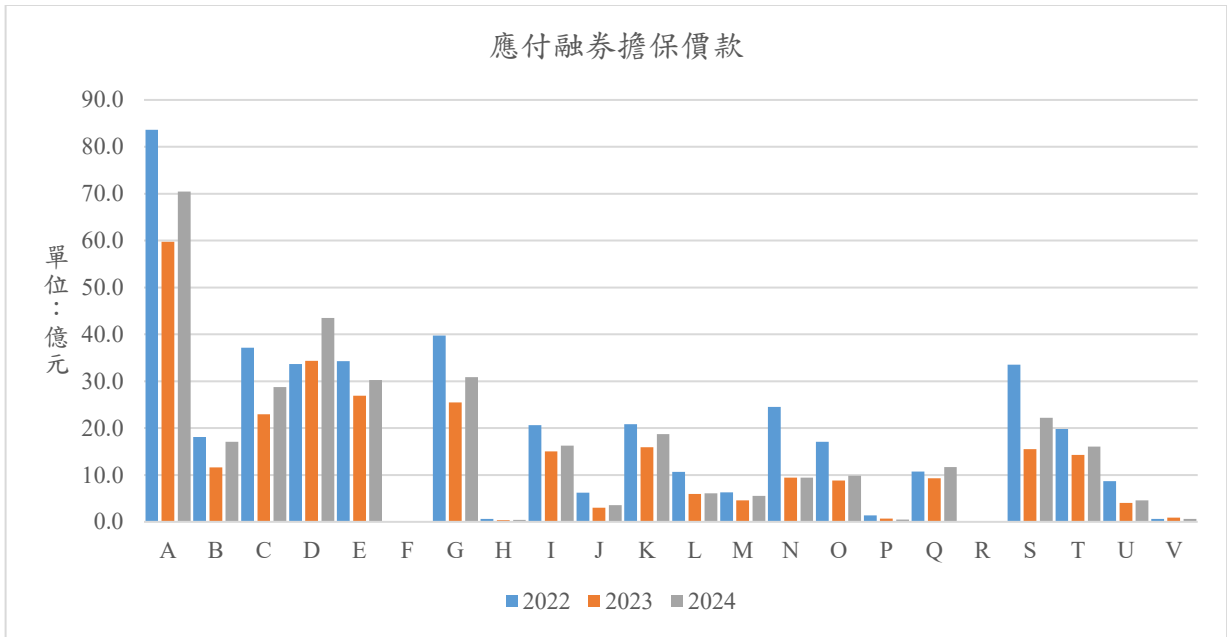


圖 6：證券商 2022-2024 年應付融券擔保價款金額

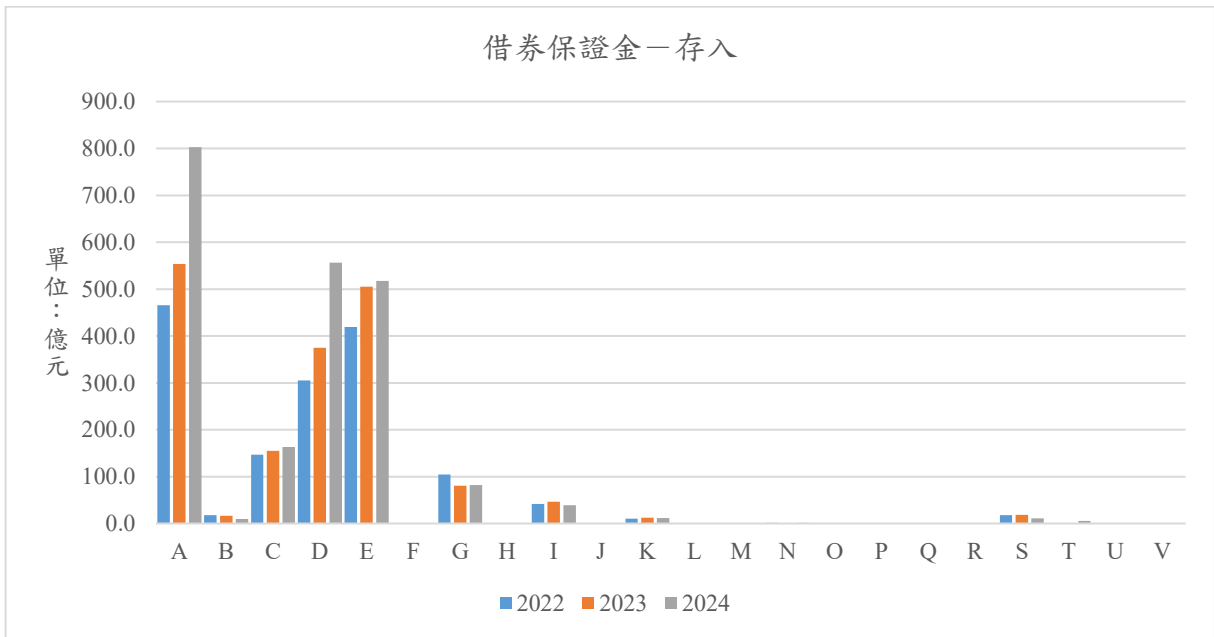


圖 7：證券商 2022-2024 年借券保證金（存入）金額



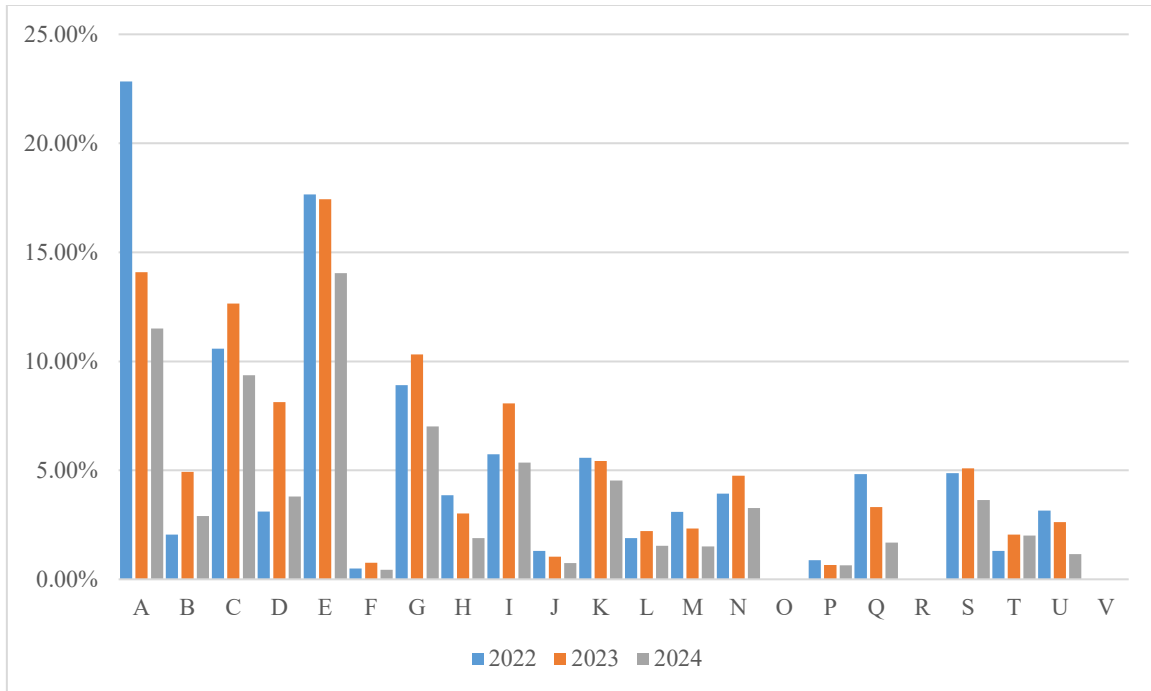


圖 8：證券商 2022-2024 年附買回債券負債（其他）佔負債總額比重

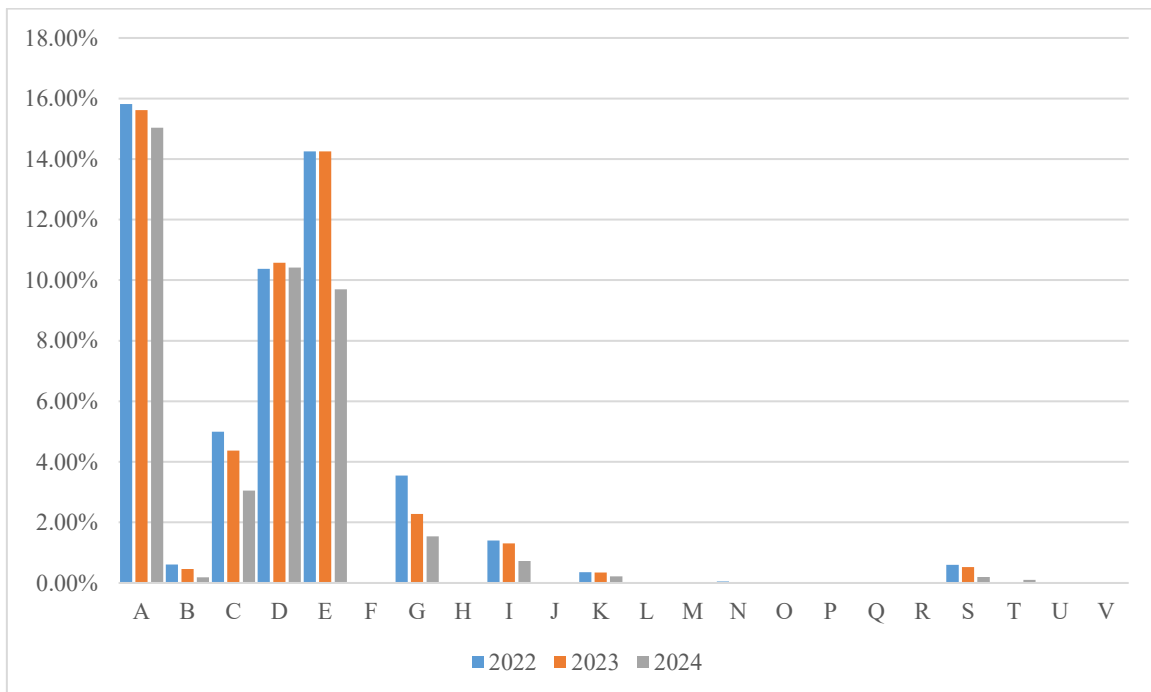


圖 9：證券商 2022-2024 年借券保證金（存入）佔負債總額比重



由上述分析可發現各家證券商的負債總額與承做附買回其他債券負債與借券保證金－存入的金額皆普遍逐年增加，但承做附買回其他債券負債與借券保證金－存入的金額佔整體負債總額的比重卻未必同樣呈現增加的趨勢，因此，本研究於圖 8 與圖 9 中分別揭示附買回債券負債（其他）與借券保證金（存入）佔負債總額比重之逐年趨勢，不難發現，多數證券商承做附買回其他債券負債佔整體負債總額的比重皆逐年遞減，而六家證券商承的借券保證金－存入佔整體負債總額的比重亦呈現逐年遞減的趨勢。

表 7：22 家證券商各負債項目之加總金額

年度	負債總額	附買回債券 負債－政府 公債	附買回債券 負債－其他	融券保 證金	應付融券 擔保價款	借券保證 金－存入
2022	11,973	352	3,121	468	428	1,530
2023	16,997	520	3,861	253	289	1,764
2024	22,166	410	4,111	301	346	2,200

單位：億元

為了瞭解整體市場的現況，本研究加總 22 家證券商各項目之各項目負債金額，由表 7 所示，此 22 家證券商的負債總額由 2022 年的 1.2 兆元逐步提高到 2023 年的 1.7 兆元與 2024 年的 2.2 兆元，在本研究建議可進一步於負債總額計算放寬的項目中，附買回債券負債－其他的金額所佔比重最高，由 2022 年的 3,121 億元增加至 2023 年的 3,861 億元與 2024 年的 4,111 億元，2023 及 2024 的成長幅度分別為 23.71%與 6.47%。而借券保證金－存入的比重次之，於此三年的總額分別為 1,530 億元、1,764 億元與 2,200 億元，2023 及 2024 的成長幅度分別為 15.29%與 24.70%。若計算各項目佔負債總額之比重（如表 8 所示），此 22 家證券商的附買回債券負債



—其他所佔之比重由 2022 年的 26.1%逐步下滑至 2023 年的 22.7%與 2024 年的 18.5%，而借券保證金—存入的比重亦由 2022 年的 12.8%逐步下滑至 2023 年的 10.4%與 2024 年的 9.9%，再次驗證雖然各家證券商積極擴展此二項業務，仍受負債淨值比上限的影響，雖金額逐年提高，但佔整體負債的比重卻逐年萎縮，此現象實不利證券商之發展與業務拓展。

**表 8：22 家證券商各負債項目之加總金額佔負債總額比重**

年度	附買回債券負債—政府公債	附買回債券負債—其他	融券保證金	應付融券擔保價款	借券保證金—存入
2022	2.9%	26.1%	3.9%	3.6%	12.8%
2023	3.1%	22.7%	1.5%	1.7%	10.4%
2024	1.9%	18.5%	1.4%	1.6%	9.9%

另一方面，附買回債券負債—政府公債項目佔此 22 家證券商之負債總額比重僅約 3%，更於 2024 年下降至 1.9%，總金額亦僅約 300 億元至 500 億元，此項目雖可於負債總額中扣除，但對負債淨值比之計算並不具顯著之影響，相較之下，同樣具備證券充分擔保的負債的「附買回債券負債—其他」項目與符合因出借證券產生之應付款但持有多頭部位對應精神之「借券保證金—存入」項目佔負債總額之比重明顯較高，此二項目不僅與「附買回債券負債—政府公債」可扣除之精神相同，更是證券商主要業務擴展的方向，故本研究建議此二會計科目亦可於計算證券商負債淨值倍數之公式中扣除。

### 第三節 壓力測試

為瞭解證券商的業務擴展對負債淨值倍數的影響，本研究進行 22 家證券商的負債淨值倍數試算，首先使用 2024 年底的資料，依照證券商月計表



的計算公式，分別計算 2024 年的負債淨值倍數以及考慮金管會於 2026 年 1 月 8 日發布之令釋，納入扣除項目後的負債淨值倍數，由表 9 可發現，22 家證券商中已有 5 家之負債淨值倍數超過 4 倍，其中更有 3 家超過 5 倍；在扣除「承銷有價證券或股務代理業務所生代收付性質之過渡性負債」與「證券商交割專戶客戶分戶帳餘額」兩項後，負債淨值倍數下降的效果並不明顯，仍有 5 家之負債淨值倍數超過 4 倍，惟僅有 1 家超過 5 倍。以 22 家證券商加總的數字計算，可發現整體之負債淨值倍數達到 3.69 倍，扣除上述兩項會計科目後，整體負債淨值倍數仍達 3.47 倍，下降幅度僅約 6%，此數字亦與 2024 年底分戶帳 1,093 億元之餘額，僅佔證券商整體負債 27.2 兆元的 4% 相去不遠。然而，扣除交割專戶分戶帳客戶權益雖對降低目前負債淨值倍數的影響有限，卻有激勵證券商發展分戶帳業務的效果，其政策意涵之重要性大於立即性的減緩效果。

然而，本研究已於前一節中發現「附買回債券負債－其他」與「借券保證金－存入」兩項科目佔整體負債比重較高，且呈現逐年成長之趨勢，為了分析此成長趨勢對各證券商未來負債淨值倍數之影響，本研究設定附買回債券負債－其他未來十年逐年遞增 15%（2023 與 2024 年增長率之平均）以及借券保證金－存入未來十年逐年遞增 20%（2023 與 2024 年增長率之平均），試算在此成長速度下，各證券商未來 10 年的負債淨值倍數之數值，此結果揭示於表 10，為了簡化分析，此處假設其他負債項目與淨值皆維持 2024 年的水準。



表 9：2024 年 22 家證券商負債淨值倍數試算結果

證券商	負債淨值倍數	負債淨值倍數—新制
A	3.51	3.15
B	3.45	3.38
C	5.29	4.33
D	3.35	3.33
E	4.90	4.63
F	0.73	0.71
G	5.12	5.09
H	1.48	1.47
I	3.30	3.29
J	2.32	2.26
K	2.81	2.80
L	3.14	3.14
M	3.22	3.20
N	3.15	2.91
O	2.36	2.36
P	1.26	1.26
Q	5.00	4.98
R	0.04	0.04
S	4.34	4.34
T	2.65	2.64
U	2.51	2.51
V	0.88	0.88
加總	3.69	3.47
平均	2.95	2.85

由表 10 可發現，若各證券商按照目前的速度擴展此二業務項目，將有 4 家證券商於五年後達到負債淨值倍數超過 6 倍之法定標準，而有 10 家將在十年後達到負債淨值倍數超過 6 倍，其中 3 家更將超過 10 倍，再次凸顯目前針對證券商負債淨值倍數上限設定為 6 倍之法規若不放寬，部分之證券商在五年內即面臨限縮業務擴展的困境。



表 10：證券商業務擴展對負債淨值倍數影響之模擬

證券商	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年
A	3.33	3.55	3.80	4.11	4.47
B	3.46	3.55	3.66	3.79	3.93
C	4.62	4.96	5.35	5.80	6.33
D	3.60	3.93	4.31	4.77	5.31
E	5.03	5.49	6.04	6.68	7.43
F	0.78	0.86	0.95	1.05	1.17
G	5.31	5.57	5.88	6.23	6.63
H	1.68	1.92	2.20	2.51	2.88
I	3.47	3.68	3.93	4.21	4.54
J	2.33	2.41	2.50	2.61	2.73
K	3.00	3.24	3.50	3.81	4.17
L	3.29	3.46	3.65	3.88	4.14
M	3.31	3.43	3.58	3.75	3.94
N	3.06	3.23	3.42	3.65	3.91
O	2.36	2.36	2.36	2.36	2.36
P	1.37	1.50	1.64	1.81	2.00
Q	5.12	5.28	5.47	5.68	5.93
R	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
S	4.58	4.87	5.20	5.57	6.01
T	2.75	2.88	3.03	3.21	3.41
U	2.66	2.83	3.03	3.26	3.53
V	0.88	0.88	0.88	0.88	0.88
加總	3.68	3.92	4.20	4.54	4.93
平均	3.00	3.18	3.38	3.62	3.90

續表 10

證券商	第六年	第七年	第八年	第九年	第十年
A	4.90	5.40	6.00	6.71	7.55
B	4.10	4.29	4.51	4.77	5.07
C	6.95	7.68	8.52	9.51	10.67
D	5.96	6.73	7.65	8.75	10.06
E	8.32	9.36	10.58	12.03	13.73
F	1.30	1.46	1.64	1.85	2.08
G	7.11	7.66	8.30	9.05	9.92
H	3.30	3.78	4.34	4.98	5.71
I	4.92	5.37	5.88	6.47	7.16
J	2.88	3.04	3.23	3.45	3.69
K	4.58	5.05	5.60	6.23	6.96
L	4.44	4.78	5.18	5.63	6.15
M	4.16	4.42	4.71	5.05	5.43
N	4.21	4.55	4.94	5.40	5.92
O	2.36	2.36	2.36	2.36	2.36
P	2.22	2.48	2.77	3.11	3.49
Q	6.21	6.54	6.91	7.34	7.83
R	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
S	6.51	7.09	7.76	8.53	9.42
T	3.64	3.90	4.21	4.57	4.98
U	3.83	4.18	4.59	5.05	5.59
V	0.88	0.88	0.88	0.88	0.88
加總	5.39	5.93	6.56	7.30	8.17
平均	4.22	4.59	5.03	5.53	6.12

本研究進一步設定「附買回債券負債－其他」與「借券保證金－存入」之增長率為表 10 設定中的一半，分別為 7.5%與 10%，亦即假設各證券商僅以過去三年開展此業務一半之速度進行未來之業務進行，以檢視各證券商未來十年的負債淨值倍數走勢，由表 11 可發現無證券商於五年內即達到 6 倍負債淨值倍數之上限，但在十年後仍將有 4 家之負債淨值倍數超過目前法定標準之 6 倍，亦即即使證券商自我限縮業務發展，仍將在十年後遭



遇到瓶頸，顯示證券商在負債管理上仍面臨諸多嚴峻之挑戰。

表 11：證券商業務擴展對負債淨值倍數影響之模擬－設定較低增長率

證券商	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年
A	3.24	3.34	3.45	3.57	3.70
B	3.42	3.46	3.51	3.56	3.62
C	4.48	4.63	4.80	4.98	5.18
D	3.47	3.61	3.78	3.96	4.15
E	4.83	5.05	5.28	5.53	5.81
F	0.74	0.78	0.82	0.86	0.91
G	5.20	5.32	5.45	5.59	5.75
H	1.58	1.69	1.81	1.94	2.08
I	3.38	3.48	3.59	3.70	3.83
J	2.29	2.33	2.37	2.42	2.46
K	2.90	3.01	3.13	3.25	3.39
L	3.21	3.29	3.38	3.47	3.57
M	3.25	3.31	3.37	3.44	3.52
N	2.98	3.06	3.15	3.24	3.34
O	2.36	2.36	2.36	2.36	2.36
P	1.32	1.38	1.44	1.51	1.58
Q	5.05	5.13	5.21	5.29	5.39
R	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
S	4.46	4.59	4.74	4.89	5.06
T	2.70	2.76	2.82	2.89	2.97
U	2.58	2.66	2.75	2.85	2.95
V	0.88	0.88	0.88	0.88	0.88
加總	3.57	3.68	3.81	3.94	4.08
平均	2.93	3.01	3.10	3.19	3.30



續表 11

證券商	第六年	第七年	第八年	第九年	第十年
A	3.84	4.00	4.17	4.35	4.55
B	3.68	3.74	3.81	3.88	3.96
C	5.40	5.63	5.88	6.15	6.45
D	4.37	4.60	4.86	5.14	5.44
E	6.11	6.44	6.79	7.18	7.60
F	0.96	1.01	1.06	1.12	1.19
G	5.91	6.09	6.28	6.49	6.72
H	2.23	2.39	2.56	2.75	2.95
I	3.96	4.10	4.26	4.43	4.61
J	2.51	2.57	2.63	2.69	2.76
K	3.53	3.69	3.86	4.04	4.24
L	3.68	3.79	3.91	4.05	4.19
M	3.60	3.68	3.77	3.87	3.98
N	3.45	3.56	3.68	3.82	3.96
O	2.36	2.36	2.36	2.36	2.36
P	1.66	1.75	1.84	1.93	2.04
Q	5.49	5.60	5.71	5.84	5.97
R	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
S	5.23	5.42	5.63	5.85	6.09
T	3.05	3.14	3.23	3.34	3.45
U	3.06	3.17	3.30	3.43	3.58
V	0.88	0.88	0.88	0.88	0.88
加總	4.24	4.41	4.60	4.80	5.01
平均	3.41	3.53	3.66	3.80	3.95

另外，表 10 與表 11 中，分別有 3 家與 2 家證券商之負債淨值倍數在第一年即超過 5 倍，雖未達 6 倍之上限，但已逼近現行法定 6 倍上限之門檻，證券商勢必需要自我限縮業務發展，以防止其負債淨值倍數進一步攀升。政府為推動臺灣成為「亞洲資產管理中心」，針對證券業採取「留財」與「引資」並行的扶植策略，重點在於法規鬆綁、業務範圍擴大及國際化接軌，旨在提升證券商的財富管理能力與競爭力，其中又以研議開放發行



更多元的新型態金融商品，如具備臺灣特色的 ETF、永續發展債券（如轉型債券），以及探索實體資產代幣化 (RWA) 的可能性為主要的政策發展方向，但推動此類新型態金融商品業務，勢必將提高承做業務之證券商之負債淨值比再度攀升，故現行 6 倍上限之規範實不利證券商在新型態金融商品業務之推行。

表 12：證券商業務擴展對負債淨值倍數影響之模擬－設定較高增長率

證券商	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年
A	3.38	3.67	4.03	4.47	5.01
B	3.49	3.62	3.77	3.96	4.19
C	4.71	5.17	5.72	6.40	7.22
D	3.67	4.10	4.63	5.29	6.10
E	5.15	5.77	6.54	7.47	8.62
F	0.80	0.91	1.04	1.20	1.38
G	5.38	5.74	6.17	6.69	7.33
H	1.75	2.08	2.49	2.97	3.54
I	3.53	3.82	4.17	4.60	5.11
J	2.35	2.47	2.60	2.76	2.96
K	3.07	3.39	3.78	4.24	4.80
L	3.34	3.57	3.86	4.20	4.61
M	3.34	3.52	3.73	3.98	4.29
N	3.11	3.34	3.63	3.97	4.38
O	2.36	2.36	2.36	2.36	2.36
P	1.41	1.59	1.80	2.05	2.35
Q	5.17	5.39	5.66	5.99	6.38
R	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
S	4.67	5.06	5.53	6.10	6.78
T	2.79	2.97	3.19	3.45	3.76
U	2.71	2.95	3.24	3.59	4.01
V	0.88	0.88	0.88	0.88	0.88
加總	3.74	4.07	4.47	4.96	5.56
平均	3.05	3.29	3.58	3.94	4.37



續表 12

證券商	第六年	第七年	第八年	第九年	第十年
A	5.68	6.51	7.53	8.78	10.33
B	4.46	4.79	5.19	5.67	6.24
C	8.22	9.43	10.91	12.71	14.90
D	7.11	8.36	9.91	11.83	14.22
E	10.02	11.75	13.86	16.45	19.63
F	1.61	1.88	2.20	2.59	3.05
G	8.10	9.03	10.16	11.53	13.19
H	4.24	5.07	6.07	7.27	8.70
I	5.73	6.48	7.39	8.49	9.81
J	3.19	3.47	3.81	4.22	4.70
K	5.48	6.29	7.26	8.44	9.85
L	5.10	5.69	6.40	7.25	8.27
M	4.66	5.09	5.62	6.25	7.01
N	4.87	5.46	6.17	7.02	8.04
O	2.36	2.36	2.36	2.36	2.36
P	2.72	3.15	3.68	4.31	5.06
Q	6.84	7.40	8.07	8.88	9.85
R	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
S	7.61	8.60	9.79	11.23	12.96
T	4.14	4.60	5.15	5.81	6.60
U	4.51	5.12	5.84	6.71	7.76
V	0.88	0.88	0.88	0.88	0.88
加總	6.29	7.18	8.28	9.62	11.26
平均	4.89	5.52	6.29	7.21	8.34

最後，本研究在證券商積極擴展業務的假設下，設定「附買回債券負債－其他」與「借券保證金－存入」之增長率分別為 20%與 25%，以檢視各證券商未來十年的負債淨值倍數走勢。由表 12 可發現五年內即有 6 家證券商達到 6 倍負債淨值倍數之上限，而十年內將有 16 家證券商達上限，整體加總之負債淨值倍數將達到 11.26 倍，而 22 家證券商之負債淨值倍數平均則為 8.34 倍，皆顯著高於目前法定標準的 6 倍。



#### 第四節 臺灣市場負債淨值倍數限制放寬之建議

##### 一、 負債總額可扣除項目之建議

綜合本章的分析與結果，本研究認為「附買回債券負債－其他」及「借券保證金－存入」此二科目，與美國市場可扣抵項目中的「證券充分擔保的負債」及「因出借證券產生之應付款但持有多頭部位對應」具有相同的精神，同時，此二項科目過去三年佔整體負債總額的比重分別高達 18.5% 至 26.1% 以及 9.9% 至 12.8%，過去兩年皆呈現整體數字上升但佔負債總額比重下降的趨勢，凸顯了許多證券商欲積極擴展此二項業務，卻因此二項科目需計入負債總額中，導致部分證券商為避免觸及負債淨值倍數上限而自我限縮的現象發生。

另一方面，目前「附買回債券負債－政府公債」之科目在計算負債淨值倍數時，可自負債總額中扣除，然其精神與「附買回債券負債－其他」及「借券保證金－存入」之科目並無不同，皆有可對應充分擔保的部位，在「附買回債券負債－政府公債」可自負債總額中扣除的前提下，其佔證券商負債總額的比重仍僅有 3% 左右，遠低於「附買回債券負債－其他」及「借券保證金－存入」，顯示此項業務並非證券商積極擴展的項目。在金管會已逐步放寬證券商的業務範圍、鼓勵其多元化發展的前提下，若負債淨值倍數的計算未進一步放寬，實難達到鼓勵證券商多元化發展的成效。



表 13：2024 年 22 家證券商負債淨值倍數扣除建議項目之試算結果

證券商	負債淨值倍數－新制	負債淨值倍數－扣除建議項目
A	3.15	2.11
B	3.38	2.85
C	4.33	2.56
D	3.33	1.87
E	4.63	2.32
F	0.71	0.26
G	5.09	3.68
H	1.47	0.08
I	3.29	2.12
J	2.26	1.79
K	2.80	1.48
L	3.14	2.15
M	3.20	2.46
N	2.91	1.93
O	2.36	2.36
P	1.26	0.53
Q	4.98	4.04
R	0.04	0.04
S	4.34	2.73
T	2.64	1.90
U	2.51	1.49
V	0.88	0.88
加總	3.47	2.23
平均	2.85	1.89

單位：倍

為瞭解自負債總額中扣除「附買回債券負債－其他」及「借券保證金－存入」對證券商負債淨值倍數影響，本研究試算 2024 年底 22 家證券商在新制的計算下，將「附買回債券負債－其他」及「借券保證金－存入」於負債總額扣除後的負債淨值倍數，由表 13 可見，22 家證券商的負債淨值倍數平均將可從 2.85 倍降低至 1.89 倍，而整體加總計算之負債淨值倍



數亦從 3.47 倍降至 2.23 倍，其中僅有 1 家之負債淨值倍數為 4.04 倍，1 家之負債淨值倍數在 3 倍以上，為 3.68 倍，其餘 20 家的倍數皆落在 3 倍以下，再次凸顯「附買回債券負債－其他」及「借券保證金－存入」對負債淨值倍數計算之影響甚鉅。綜合以上分析，本研究建議主管機關應考量將「附買回債券負債－其他」及「借券保證金－存入」自負債淨值倍數的計算公式中於負債總額中扣除，以促進我國證券商的健全發展。

## 二、負債淨值倍數上限放寬之建議

經本研究的模擬分析，可發現金管會已逐步放寬證券商的業務範圍且證券商積極發展業務之下，部分證券商的負債淨值倍數將在 5 至 10 年間達到超過 6 倍上限的現象，即使證券商自行限縮業務，在較低的業務發展成長率的假設下，仍有三家證券商將在 10 年內達到超過 6 倍的負債淨值倍數；假若在證券商經營業務的成長幅度更高的假設下，有多家證券商將在 7 年後達到超過 8 倍的負債淨值倍數，為了維持負債淨值倍數未來 10 年皆未達 6 倍的上限，證券商勢必需要大幅自我限縮業務，因此，目前法定標準的 6 倍上限存在放寬之必要性。

由表 3 不難發現，本研究分析的七個國家所設定的負債淨值倍數上限皆高於臺灣，其中最低的為韓國的 8 倍，與我國立法精神相似的美國設定高達 15 倍的上限，而英國與日本甚至未採行負債淨值倍數作為對其證券商監理之指標。以我國高度監管的規範，實不利我國證券商與國際接軌，更不利證券商的業務發展，故本研究建議至少可參考韓國的規範，將負債淨值倍數上限由現行之 6 倍調整為至少比照韓國的 8 倍，以利我國證券商的健全發展以及接軌國際。



## 第六章 結論與建議

為配合金管會鼓勵證券商多元發展的政策目標，並響應政府將臺灣打造成「亞洲資產管理中心」的願景，中華民國證券商業同業公會認為，有必要重新檢視現行「證券商對外負債總額不得超過其淨值之 6 倍」的規定，以促進證券業的持續成長與發展，提升資本運用效率。基於此目的，本研究針對我國證券商負債淨值倍數規範之放寬進行可行性分析，主要得到以下結論：

### （一）關於放寬調高證券商負債淨值倍數方面

1. 各國證券法規對其證券商監理採行負債淨值倍數為財務監理指標之一的目的有三：一，使證券商有足夠的資金靈活運用發展業務，但注重其流動性；二，保護投資人；三則為管控證券商的經營風險及整體市場的市場風險。
2. 本研究分析的七個市場中，韓國、香港、新加坡、中國大陸及美國之負債淨值倍數上限分別為 8 倍至 15 倍，英國與日本則並未採行負債淨值倍數作為對其證券商監理之指標，我國的 6 倍上限相較各國之規範更顯嚴格，實不利我國證券商與國際接軌。
3. 設定較寬鬆的負債淨值倍數上限之國家未必面臨較低之市場風險，亦即各國所面臨的市場風險與負債淨值倍數上限並無直接之關係。與其他市場相比，臺灣過去所面臨的市場風險及下方風險較低，凸顯臺灣證券市場相對平穩，具有進一步放寬負債淨值倍數上限之空間。此外，臺灣證券商的違約風險在受到 COVID-19 疫情、寬鬆的貨幣政策及大幅升息等多變的環境下，並沒有隨著全球金融市場的大幅波動而有升高的現象，加之證券業自有股東權益資金比率高於銀行與壽險業，違約風



險相對較低。

4. 我國主管機關針對銀行業與保險業並未直接明確規定其負債淨值倍數及其上限，亦未見各國對此二行業進行相關之規範，在未受到規範的情況下，我國銀行業與保險業過去 12 年的負債除上淨值之比例分別高達 12.86 倍與 15.98 倍，而證券業僅為 2.34 倍。

## (二) 關於證券商計算負債淨值倍數之負債總額可扣除項目方面

1. 美國與新加坡證券業在計算負債淨值倍數時，可扣除項目主要可歸納為三大類：營運性應收應付項目、已充分擔保的負債及次級性質的負債。
2. 美國與新加坡皆明訂可自負債總額中扣除之會計科目，本研究彙整各負債科目，發現「附買回債券負債－其他」及「借券保證金－存入」分別與美國市場可扣抵項目中的「具證券充分擔保的負債」以及「因出借證券產生之應付款但持有多頭部位對應」之精神相同，但此二項目並未於計算公式中予以扣除；而「附買回債券負債－政府公債」亦具備相同之精神，在現行之計算公式中，此項目可予以扣除。
3. 「附買回債券負債－政府公債」之金額佔負債總額之比重僅約 3%，而「附買回債券負債－其他」及「借券保證金－存入」佔負債總額之比重分別達 20%與 10%，顯示此二業務對證券商之重要性。
4. 「附買回債券負債－其他」及「借券保證金－存入」過去兩年之增長率分別為 15%及 20%，顯示證券商正積極擴展此二項業務；相較之下，「附買回債券負債－政府公債」之金額並無顯著之成長趨勢。
5. 「附買回債券負債－其他」及「借券保證金－存入」之業務若按照過去的增長率逐年遞增，多家證券商將在未來五至十年達到 6 倍之負債淨值比上限。



為促進我國證券商的健全發展，負債淨值比的計算公式與上限設定實存在修正之必要，本研究提出下列兩點建議，供主管機關參考：

1. 計算負債淨值比的負債總額時，建議增加得扣除項目「附買回債券負債－其他」及「借券保證金－存入」兩項會計科目。
2. 負債淨值倍數上限之規定，實有必要放寬調高，倍數至少能比照韓國的8倍，以利證券商的持續成長與發展，進而提升資本運用之效率。



## 參考文獻

1. 吳宛怡、王宏瑞，2011。證券交易市場之回顧、演進與展望（上），《證券暨期貨月刊》第 29 卷第 10 期，頁 17-28。
2. 周行一，2008。從日本『金融商品交易法』來探討我國未來金融市場發展方向，中華民國證券商業同業公會委託研究計畫。
3. 林文斌，2009。日本金融制度之變遷：當發展型國家不再「發展」，《問題與研究》第 48 卷第 1 期，頁 71-95。
4. 法務部全國法規資料庫，2024。《證券商管理規則》。
5. 陳茵琦，2006。日本金融管理法制改革新趨勢—日本金融商品交易法簡介與啟發，《證券暨期貨月刊》第 24 卷第 8 期，頁 44-54。
6. 郭維裕、徐政義，2023。證券商資本適足率之研究，中華民國證券商業同業公會委託研究計畫。
7. 賴英照，1990。《證券交易法逐條釋義》，第二冊。
8. 盧陽正、林建甫、趙莊敏、李儀坤、李忠榮，2002。推動我國綜合證券商建立內部風險值管理系統（Internal VaR System）以控管市場風險及配置資產研究計畫，中華民國證券商業同業公會委託研究計畫。
9. 蘇慧芬，2011。新加坡證券期貨法之整合對我國金融監理之啟發，《期貨與選擇權學刊》第 4 卷第 1 期，頁 89-125。
10. 韓國金融監督院（Financial Supervisory Service, FSS），2022。《金融監督概論》（금융감독개론）第 3 章：金融公司健全性監理，頁 130-133。
11. 臺灣證券交易所，日本證券市場相關制度，民國一一四年七月。
12. 臺灣證券交易所，美國證券市場相關制度，民國一一四年七月。



13. 臺灣證券交易所，新加坡證券市場相關制度，民國一一四年七月。
14. 臺灣證券交易所，香港證券市場相關制度，民國一一四年七月。
15. 臺灣證券交易所，韓國證券市場相關制度，民國一一四年七月。
16. 臺灣證券交易所，英國證券市場相關制度，民國一一四年七月。
17. 臺灣證券交易所，《臺灣證券交易所股份有限公司證券商以媒體申報財務報表作業辦法》，民國一一三年十二月。
18. 臺灣證券交易所，《臺灣證券交易所股份有限公司證券商整體經營風險預警作業辦法》，民國一零九年十一月。
19. Financial Industry Regulatory Authority. (n.d.). Interpretations of SEA Rule 15c3-1 under the Securities Exchange Act of 1934, 15c3-1(a)(1)(i).
20. Hong Kong Securities and Equities Commission. (2003, 1 April). Cap. 571 Securities and Futures Ordinance.
21. Securities and Exchange Commission. (1997, February 12). Amendments to Rule 15c3-1 under the Securities Exchange Act of 1934. Federal Register, 62(29), 6474.
22. Securities and Exchange Commission. (1982, May 20). Net capital requirements for brokers and dealers. Federal Register, 47(98), 21759.

