



VOL.236

雙月刊

2018年02月號

1 編輯室的話

2 國際要聞

特別報導

7 放寬證券商辦理證券業務借貸款項業務範圍暨 開放證券商辦理不限用途款項借貸業務

◎陳韻如

本期專欄

21 商業本票無實體化後，集保結算所在短期票券市場 之發展策略

◎郭維裕・徐政義・蔡景任・王冠蓉

46 重要紀事

48 圖片集錦

■發行人：林修銘

■編輯者：集保結算所期刊編輯委員會

■發行者：臺灣集中保管結算所

■地址：台北市復興北路 363 號 11 樓

■電話：02-2719-5805

■網址：www.tdcc.com.tw

中華郵政台北誌字號第 917 號執照登記為 (雜誌) 交寄





編輯室的話

本期國際要聞內容包括「歐洲央行計劃改革市場基礎設施」、「捷克集保機構在Euroclear開立直接結算帳戶」、「新加坡交易所提高衍生性商品交易費用」及「韓國使用人工智能技術強化洗錢防制作業」等4篇報導。本期國際要聞內容除了從Global Custodian、Nikkei Asian Review及Korea Bizwire網站摘錄各國證券金融市場最新動態新聞外，編輯同時針對相關新聞整理詳細的後續追蹤報導，俾提供讀者對世界各國證券金融市場最新訊息有更進一步的認識與瞭解。

本期特別報導刊載金融監督管理委員會證券期貨局陳韻如君著之「放寬證券商辦理證券業務借貸款項業務範圍暨開放證券商辦理不限用途款項借貸業務」，美國、日本、韓國及中國大陸等國家目前均允許證券商辦理有價證券擔保放款業務，國內證券業者亦建議開放投資人可以將其持有之有價證券向業者辦理借款，期增加投資人活化其有價證券運用方式，解決其短期資金需求。作者為文說明金管會規劃採循序漸進二階段方式，開放證券商辦理有價證券款項借貸業務，使投資人資金調度更具彈性及市場交易多元化，並適時依市場情形檢討相關規範，強化證券商風險控管機制之落實，以期該項業務能朝長期穩定、市場健全之方向發展。

本期專欄刊載國立政治大學國際貿易與經營學系教授郭維裕、碩士班研究生蔡景任及國立中央大學財務金融學系教授徐政義、碩士班研究生王冠蓉合著之「商業本票無實體化後，集保結算所在短期票券市場之發展策略」，我國融資性商業本票無實體發行案已於2017年9月正式上線，本文擬對國外主要的票券市場做一簡單整理，由於鄰近國家與地區近年來票券市場發展相當快，值得我們探討，因此本文針對亞洲鄰近國家與地區進行介紹。之後，對於我國票券市場發行無實體化之後，提出短期、中、長期規劃之建議，做為主管機關以及本公司參考。



國際要聞

- 歐洲央行計劃改革市場基礎設施
- 捷克集保機構在 **Euroclear** 開立直接結算帳戶
- 新加坡交易所提高衍生性商品交易費用
- 韓國使用人工智能技術強化洗錢防制作業

歐洲央行計劃改革市場基礎設施

歐洲央行（ECB）宣布關於歐洲市場基礎設施的兩大變革，包括引入標準化的擔保品作業平台。

新的歐元體系擔保品管理系統是整合歐洲金融市場的其中一步，將取代歐盟 19 個中央銀行現在所使用系統。

歐元體系擔保品管理系統（ECMS）預計於 2022 年 11 月推出。

歐洲央行表示："ECMS 將帶來改變，整合整個歐元區現有擔保品作業模式"。

由於政策需要，央行會執行特定資產購買計劃和對其他銀行融資業務，使其在擔保品管理過程中扮演更重要的角色。其主要職能包括訂定合格擔保品資格，估值折價和設定擔保品估價程序。

然而，市場調查顯示中央銀行在不同的司法管轄區間無法建立擔保品間的有效連結。目前，少數中央銀行在外國集保機構（CSD）開戶，負責存放擔保品。

歐洲央行也正計劃改革泛歐地區支付系統和證券結算交割平台。

歐洲央行管理委員會允許將 TARGET2 與 TARGET2 Securities(T2S) 合併，以強化流動性管理。

ECB 預計於 2021 年 11 月推出整合款項和券項的結算交割平台。

ECB 補充，德國、西班牙、法國和義大利的中央銀行將會提供這兩項服務。

（資料來源：Global Custodian, 2017/12/07）

捷克集保機構在 Euroclear 開立直接結算帳戶

捷克共和國集保機構，CSD Prague，在 Euroclear 開立直接結算帳戶。

與 Euroclear 的聯結使得 CSD Prague 能提供更廣泛的服務，如公司股務事項，並且有更多進入國外市場之管道。

CSD Prague 執行長 Helena Cacka 表示："與 Euroclear 的合作為我們提供一個安全與有效的結算業務連結，使我們能夠運用企業活動相關的所有服務，並進一步發展與外國證券相關的業務"。

Euroclear 於 2008 年與中歐和東歐當地 CSD 建立直接結算模式。該模式最初適用於捷克共和國，匈牙利，波蘭，斯洛伐克和斯洛維尼亞，兩年後擴展到羅馬尼亞和以色列。

與此同時，Prague Stock Exchange (PSE) 和 CSD Prague 目前正在開發集中交易市場後台結算系統。

PSE 執行長兼 CSD Prague 董事長 Petr Koblic 表示："資本市場在立法、技術和創新領域面臨著多重挑戰。Euroclear 是一家領先的公司，致力於探索新技術解決方案，並與參加人共同實施"。

(資料來源:Global Custodian, 2017/12/05)

新加坡交易所提高衍生性商品交易費用

新加坡交易所計劃提高其衍生性商品交易費用，該公司發言人於 12 月 11 日表示這是 15 年來首次提高費用。

交易所為了因應持續成長的交易量，投資在新技術和基礎設施。因此收費也相對應做出調整。

金融時報稍早報導，新加坡交易所預計向國際型銀行和個人交易員等會員調升收取的年費，某些特定情況下甚至可從 2,000 新加坡幣最多調漲至 25,000 新加坡幣。

據金融時報報導，此方案將於明年開始實施。

（資料來源：Nikkei Asian Review, 2017/12/12）



韓國使用人工智能技術強化洗錢防制作業

韓國最高金融監管機構2017年12月5日表示，將使用人工智能（AI）技術使洗錢防制系統部分功能自動化來打擊洗錢活動。

金融服務委員會（FSC）副主席 Kim Yong-beom 表示，明年將開始建立擁有 AI 功能的洗錢防制系統。

Kim Yong-beom 在一場首爾舉行的亞太地區洗錢防制小組會議上做了以下的表示：

"我們將從2018年開始利用 AI 建立訊息分析系統"。

"這將有助於我們以更成熟和有系統的方式檢視日趨增加的金融交易報告"。

"借助新系統，我們能夠更有效地應付新型態洗錢活動"。

"金融監管機構正逐步採用金融技術來降低成本。在不久後，金融機構和金融科技將能夠使用 AI 和大數據分析來檢測出可疑的洗錢活動。區塊鏈技術將使客戶盡職調查作業更有效率"。

"儘管金融科技行業迅速發展能使銀行、保險公司和經紀商降低成本，但金融機構可能更難打擊洗錢"。

"另外金融科技公司有一些特點，比如匿名，不須臨櫃和自動化交易，這些都可能危害我們的社會。它像網路攻擊一樣給我們帶來了新的風險"。

"加密貨幣和電子錢包往往被犯罪分子用來掩蓋其犯罪活動，比如線上賭博和販毒，這使得預防和追查洗錢比以往任何時候都更加困難"。

（資料來源：Korea Bizwire, 2017/12/05）



特別報導

放寬證券商辦理證券業務借貸款項業務範圍 暨開放證券商辦理不限用途款項借貸業務

證券期貨局—陳韻如

壹 前言

近十年我國集中交易市場及櫃買市場成交值衰退，而鄰近韓國、香港及新加坡市場均呈現成長，為營造透明、公正、效率的資本市場，並與世界接軌，促使我國證券市場蓬勃發展，提升我國證券市場之國際競爭力，金管會於 104 年 2 月及 12 月分別發布推動證券市場揚升計畫及揚升計畫進階版相關措施，其中為協助證券商提升其服務效能，積極檢討並評估證券商辦理金融商品融通資金之有關業務之可行性。

證券商為資本市場主要參與者，投資人大多需透過證券商辦理有價證券買賣，以完成交易。而投資人如欲進一步透過財務槓桿從事證券交易，則可向證券商辦理信用交易融資業務及證券業務借貸款項等取得資金融通。惟該等授信業務融通範圍及擔保品範圍有其限制，需為符合一定財務條件，並經臺灣證券交易所或證券櫃檯買賣中心審核公告後之股票，始得辦理有價證券資金之融資，且投資人融資目的亦僅限為交割投資目的，業務上受到許多限制。

考量目前國內銀行已可承作有價證券擔保質押借款，保險公司可以辦理保單放款業務，而且目前美國、日本、韓國及中國大陸等國家亦允許證券商辦理有價證券擔保放款業務，為使我國投資人資金調度更具彈性及市場交易多元化，證券業者亦建議開放投資人可以將其持有之有價證券向業者辦理借款，爰金管會規劃採循序漸進二階段方式，開放證券商辦理有價證券款項借貸業務，希望可以增加投資人活化其有價證券運用方式，解決其短期資金需求，促進證券交易市場活絡。

第一階段放寬證券商辦理證券業務借貸款項之融通標的及擔保品範圍，期可以提

供投資人更多元服務，並強化市場運作效能，促進資本市場健全發展。第二階段則進一步開放證券商辦理有價證券等金融商品之不限用途之款項借貸業務，欲使投資人之有價證券得以再投資使用，提升證券商資金運用效率。以下針對金管會揚升計畫兩階段推動證券商辦理金融商品資金融通業務之內容進行說明。

貳 擴大證券業務借貸款項之融通範圍及擔保品範圍

一、證券業務借貸款項之業務性質與內容

證券業務借貸款項係於 95 年間配合證券交易法第 60 條第 1 項第 4 款修正開放證券商辦理，主係考量證券商在經營證券業務之過程中，時有為客戶墊款因應交割之需，亦有辦理或代辦客戶信用交易融資之必要，以滿足客戶投資需求，證券商得按證券商辦理證券業務借貸款項管理辦法規定，辦理因應客戶購買上市或上櫃有價證券交割之需，並依雙方約定之事由，從事資金融通業務。

本項業務可以分成兩種，一種為客戶以買進證券為擔保者，其融通期限為成交日次二營業日至次五營業日者，簡稱 T+5 型；另一種為客戶以其持有之有價證券為擔保者，其融通期限不得超過六個月者，簡稱半年型。

證券商證券業務借貸款項有九成以上多集中於 T+5 型融通，其融通及擔保品範圍雖為買入之上市或上櫃有價證券，較信用交易範圍大，惟融通期限相較於融資融券期限 1 年半為短。該項業務主要目的係為解決投資人短期資金不足問題。因此，申請該項業務者，多為成交日次二營業日無法交付買入證券款項的投資人，證券商承擔投資人未能給付證券款項的風險相對較高。

而半年型業務，104 年初雖開放其擔保品為得為融資融券交易之有價證券及中央政府債券等，惟業務性質與融資業務相近，似有互相替代之效果，且投資人仍較熟悉信用交易業務，致該業務開放迄今業務量成長不大。

二、證券業務借貸款項之法規修正

104年初為改善近年證券市場交易業務量無法成長問題，並為活化投資人有價證券及櫃檯買賣黃金交易之運用方式，提升證券商營運資金之運用效率，研議擴大證券業務借貸款項之融通範圍及擔保品範圍，並列入證券市場揚升計畫方案中，在可以控制證券商風險之範圍內，重新檢視借貸款項業務之融通期限、融通範圍、擔保品範圍及個別客戶融通限額等規定。並於104年9月修正發布證券商辦理證券業務借貸款項管理辦法等相關規定，修正重點說明如下：

(一)放寬融通範圍

1. 國內證券投資信託或期貨信託基金受益憑證及登錄櫃檯買賣之黃金現貨(下稱平台黃金)：考量國內基金商品為較其他金融商品價格較為穩定，且截至103年9月底境內開放型基金發行存量已高達2兆元，應可促使部分資金再投入國內股票交易市場，又為促進新建置交易平台之開放式基金受益憑證及黃金現貨交易市場之流動性，爰將國內基金受益憑證及平台黃金納入融通範圍。
2. 公開申購或競價拍賣認購股票：為滿足客戶投資初級市場有價證券融通資金之需求，開放證券商接受客戶辦理公開申購或競價拍賣股票之資金融通，包括申購抽籤作業前1營業日銀行扣繳之申購款、競拍開標作業前1營業日銀行扣繳之保證金及其後3個營業日銀行扣繳之得標後得標價金扣除保證金後之得標款；惟要求客戶於申請時及證券商撥款日，於證券商擔保品專戶須有足額之擔保品，其擔保維持率不得低於規定之最低擔保維持率130%，以降低證券商辦理業務所承擔風險。

(二)放寬擔保品範圍

1. T+5型(另提證券為擔保部分)及半年型擔保品範圍放寬為上市或上櫃有

價證券、國內證券投資信託或期貨信託基金受益憑證、中央政府債券及平
台黃金。

2. 開放融通期限不超過六個月者(半年型)，客戶亦得以買進之有價證券或
其他商品為擔保。惟為控管證券商經營風險及確保債權，增訂證券商款項
借貸予客戶支付交割代價時，客戶尚未取得買進有價證券者(如以公開申
購或競價拍賣方式認購公司上市或上櫃現金增資股票及初級上市或上櫃
之股票、申購非登錄櫃檯買賣之國內開放式證券投資或期貨信託基金受
益憑證)，客戶應提供其他持有合格之有價證券或商品為擔保。

(三) 鬆綁融通限額

為提升投資人資金運用效益，強化證券商風險控管責任與業務經營彈
性，且由於證券業務借貸款項與融資融券業務性質相似，宜與融資融券業
務合併，由證券商控管個別客戶融通資金或證券之總額度，爰配合融資融
券業務限額規定之放寬，證券業務借貸款項由規範半年型單一投資人(含同
一人及同一關係人)融通額度與融資融券業務之融資額度合併計算不得超過
證券商淨值一定比率或金額之規定，改由證券商自行控管 T+5 型及半年型
限額，同時要求證券商應訂定內部授信作業及風險控管程序(包含關聯戶授
信額度)，以適當評估客戶授信額度及控管風險。

三、放寬相關規定之效益

該法規修正自 104 年 11 月 30 日起實施，開放後除增加證券商業務範圍外，
增加投資商品之多樣性及資金融通管道，降低投資人因短期流動性不足產生之違
約風險。實施後半年增加 3 家證券商投入市場，全體證券商新增融通金額亦較實
施前半年較為增加。

參 證券商辦理不限用途款項借貸業務

104年12月放寬證券商辦理證券業務借貸款項業務範圍等，融通金額雖有增加，惟新增融通總金額約僅180億元，相對於融資融券等授信業務量相對較小，可能原因為投資人對信用交易融資業務仍較為熟悉，多透過融資業務解決資金需求，造成客戶向證券商辦理證券業務借貸款項之意願仍不高，似仍無法滿足現階段投資市場商品日趨多元化及投資人需求，爰仍持續檢討證券商金融商品融通業務。

考量金管會於104年1月起開放證券金融事業可辦理以有價證券為擔保之放款業務，且不限制借款用途，而證券商與證券金融事業辦理資金融通業務性質相似，衡酌證券交易法第60條之證券業務借貸款項、信用交易融資業務及證金事業辦理有價證券交割款項融資，皆有其交割與投資之用途限制，為使投資人之有價證券得以再投資使用，提升證券商資金運用效率，持續強化我國資本市場之國際競爭力，金管會爰於104年12月15日將證券商辦理不限用途款項借貸業務，列入證券市場揚升計畫進階版推動重要措施之一，並於105年1月18日開放證券商辦理款項借貸業務，且不限制客戶借款資金之用途，以有別於證券商辦理證券業務借貸款項。

以下將就開放證券商辦理不限用途款項借貸業務之定位與特色、新業務相關規範與作業方式及業務經營市場概況等進一步說明。

一、不限用途款項借貸業務之業務定位與特色

(一) 發展利基型款項借貸業務

鑒於銀行已得辦理有價證券設質擔保放款業務及保險業得辦理保單質押，證券商不若銀行、保險公司等金融機構，可辦理吸收大眾資金，資金成本相對其他金融機構為高，利率定價較不具優勢，證券商若要辦理證券金融商品的款項借貸業務，業務辦理方式須與辦理有價證券銀行等金融機構有所區隔，才具市場競爭性。

衡酌證券商具有較其他金融機構熟悉證券市場交易特性及投資人交易習慣之優勢，對有價證券等相關金融商品較能迅速掌握市場資訊變化及評估其風險，且具有長年信用交易融資、證券業務借貸款項與有價證券借貸等授信業務之管理經驗，已能有效降低與控管有價證券違約風險等，爰依證券商該等優勢與限制進行不限用途款項借貸業務規劃，期與信用交易融資業務相輔相成。希望透過證券商辦理不限用途款項借貸業務，加上可採用電子化方式辦理，應可提供投資人完整交易服務，並提供一個短期及簡便之資金融通管道。

(二) 明確定位目標客群與訂定合理定價策略

由於我國有價證券質押業務為一般金融機構之傳統業務，但承做對象多以法人機構或投資金額較大客戶，對於小額投資人而言，欲透過所持有之有價證券貸款，因有價證券金額相對小，可借貸金額不大，且手續較為繁瑣，不易投資人將利用其持有之有價證券向金融機構取得融通資金。

另為協助證券商在其本身行業條件之限制下，發展不限用途款項借款業務，業務對象將針對已在證券商開戶買賣之證券投資人，以提供證券投資人完整之業務服務，並與銀行有價證券擔保放款業務之客戶有所區隔。

由於證券商辦理融資融券業務與證券業務借貸款項等，均限制客戶應用於有價證券交割投資需求始得辦理，而證券商辦理不限用途款項借貸業務規劃，將不再限制客戶資金的用途。

此外，為避免證券商辦理不限用途款項業務，對證券商自身辦理信用交易之融資業務或證券業務借貸款項產生部分替代效果，證券商應訂有不得偏離公司現有融資利率之合理定價策略，以避免對本身信用交易等授信業務產生替代效果，影響公司現有業務之推展。

(三) 擔保品運用及管理方式

證券商長年經歷開辦融資融券、證券業務借貸款項、有價證券借貸等與授信相關之業務，已建立完善之控管有價證券擔保品、洗價與維持率不足時處分等機制，較能掌握證券市場交易短期與頻繁之特性，並衡酌市場投資人的交易習慣，參考現行信用交易等業務，爰規劃證券商擔保品運用及管理方式，由證券商將取得之擔保品，無須設定質權，而採匯撥至證券商於集中保管結算所股份有限公司開設之擔保品專戶，以控管證券商經營業務新業務之風險。且採用此作業方式，證券投資人熟悉度高，融通方式較為簡便，應可滿足其資金應急需求。

因此，證券商辦理不限用途款項借貸業務規劃，主係考量證券交易市場證券商經營業務特性及投資人交易習慣，擔保品範圍以證券相關之金融商品為主要範疇，並採匯撥證券商擔保品專戶作業方式，以因應投資人資金周轉需求。另一方面，金管會對於證券商申請不限用途款項借貸業務設有一定門檻，並要求訂定內控及風險控管程序，於取得核准後始得辦理，以避免新業務開放增加證券商經營風險。

二、新業務相關規範

(一) 法令依據

金管會於105年1月18日以金管證券字第1040053607號令，發布證券商可向金管會申請辦理不限用途款項借貸業務，該業務應具備辦理證券業務借貸款項業務條件大致相同，由臺灣證券交易所股份有限公司(下稱證交所)審查並轉報金管會核准後使得辦理。並依臺灣證券交易所股份有限公司之證券商辦理不限用途款項借貸業務操作辦法規定辦理業務。

(二) 相關規定(詳表一)

表一：證券商辦理不限用途款項借貸業務相關規範

項目	規範內容
法令	證券交易法第 45 條第 1 項但書規定、金融監督管理委員會 105 年 1 月 18 金管證券字第 1040053607 號令、證券商辦理不限用途款項借貸業務操作辦法。
申請書件	檢具申請書、營業計畫書 (載明定位目標客群、訂定合理定價策略等)、內控制制度、董事會議事錄、財務報告、無重大違規紀錄、資本適足比率 150% 以上，及出具聲明經營業務符合證券商管理規則第 5 條第 1 項規定之切結書等，由證交所審查並轉報金管會核准。
客戶	年滿 20 歲有完全行為能力之本國國民、依本國法律組織登記之本國法人、境內之華僑及外國人。
期限	6 個月，得斟酌客戶信用狀況，再展 2 次。(最長 18 個月)
用途	不限
擔保品範圍	1. 上市或上櫃有價證券。但不包含外幣買賣之指數股票型基金受益憑證及國際債券、變更交易方法及櫃檯買賣管理股票。 2. 國內募集投資國內之證券投資信託基金或期貨信託基金受益憑證。(下稱平台或非平台基金) 3. 登錄櫃檯買賣黃金現貨。(下稱平台黃金)
擔保品管理與運用	證券商取得擔保品匯撥至證券商擔保品專戶，經客戶出具轉擔保同意書者，除作下列運用外，不得移作他用，並應送存集中保管： 1. 作為向證交所借券系統借券之擔保。 2. 作為向證券金融事業及轉融通證券之擔保。
擔保維持率	應逐日計算每一借貸帳戶內之擔保品價值與客戶債務比率不得低於一定比率。(目前整戶擔保維持率為 130%)
融通額度	每一客戶最高融通限額由證券商自行控管，並應訂定內部授信作業及風險控管程序，適當評估客戶授信額度及控管授信風險。
風險控管	應與辦理有價證券買賣融資融券業務及證券業務借貸款項合併計算不得超過淨值 400%；並應符合證券商管理規則第 13 條有關證券商對外負債總額限制之規定。

1. 申請要件

本項業務採申請核准制，審酌證券商營業計畫書、內部控制制度、財務業務狀況、資本適足比率及違規紀錄等，經申請核准後，始得辦理。其中營業計畫書載明之業務經營原則，應包括明確定位目標客群、訂定合理定價策略及如何與信用交易業務區隔等。另出具符合證券商管理規則第5條第1項規定之切結書，即經營業務應以公平、合理之方式為之，收取費用應考量相關營運成本、交易風險、合理利潤及客戶整體貢獻度等因素，不得以不合理之收費招攬或從事業務。證券商經金管會核准辦理不限用途款項借貸業務後，自有資本適足比率連續二個月低於百分之一百五十者，應停止辦理本項業務，俟連續三個月符合規定並報金管會核准後，使得恢復。

2. 辦理業務對象

- (1)證券商辦理不限用途款項借貸業務之客戶為國內自然人(年滿二十歲有完全行為能力者)、國內法人、境內華僑及境內外國人，惟尚不包括境外華僑及外國人。
- (2)證券商內部控制制度應訂定瞭解客戶評估作業、徵信程序及相關風險管理機制等事宜，其對象由證券商自行依內部控制制度決定，並辦理徵信，以控管風險。

3. 融通期限

客戶申請融通期限以六個月為限，期限屆滿前，客戶得提出申請，證券商得視客戶信用狀況，展延六個月，一年期限屆滿前，證券商得審視客戶信用狀況，再准允客戶申請展延期限六個月，即最長十八個月。

4. 擔保品範圍

- (1) 上市或上櫃有價證券。但不包含外幣買賣之指數股票型基金受益憑證及國際債券、變更交易方式方法及櫃檯買賣管理股票。
- (2) 國內募集投資國內之證券投資信託基金或期貨信託基金受益憑證、登錄櫃檯買賣黃金現貨、中央登錄債券、地方政府公債、普通公司債及金融債。
- (3) 另設質之有價證券或其他商品、公司因買回該公司自身股份、受贈、合併、營業受讓或其他原因取得之自身公司股份或其他有價證券，及客戶依信託相關法令信託之信託資產或受益權，不得作為擔保品。

5. 擔保品融通計算標準與管理運用

(1) 專戶管理

證券商依規定比例計算擔保品價值與逐日洗價，若於成交後第二營業日起，由證券商或保管機構將客戶提供之擔保品匯撥至證券商於集保結算所開立之「有價證券擔保放款專戶」，券商每日洗價，若低於擔保維持率者，發出追繳，追繳到期後，仍未完成追繳者，於次日處分擔保品，另於他券商開立有價證券擔保放款違約處理專戶，應可有效降低證券商經營業務之風險。此與銀行業辦理放款採用擔保品設質方式，擔保品範圍除有價證券外，亦得為其他動產及不動產，且每月向客戶收取利息之作業方式不同。

(2) 擔保品融通計算標準

上市或上櫃有價證券，按其融通日前一日營業日收盤價格 60% 計算，非屬得為融資融券交易之有價證券，則按其融通前一營業日收盤價

格 40% 計算。開放式受益憑證按其融通日前一營業日淨值 60% 計算，櫃臺買賣黃金現貨按其融通日前一營業日收市均價 60% 計算。中央登錄公債、地方政府公債、普通公司債及金融債，因為無市場價格可供參考，爰中央登錄公債按其面額 80%、地方政府公債按其面額 60% 計算。惟該計算標準，證券商得視擔保品市場狀況及客戶信用風險採較嚴格之標準調整之。以降低證券商經營風險。

(3) 整戶擔保維持率

證券商辦理業務客戶其整戶擔保維持率，如因擔保品及補繳擔保品價格變動，致整戶擔保維持率低於 130% 時，證券商應通知客戶於通知後二個營業日內補繳融通差額，若未補繳差額則依相關規定處分擔保品。

(4) 擔保品更換與循環使用

客戶提供之擔保品，得於融通期限內更換，並由雙方約定申請方式。另客戶得與證券商約定，客戶償還融通款項後，證券商免退還一部或全部之擔保品，客戶得就未退還之擔保品再向證券商申請。

(5) 擔保品運用限制

證券商取得之擔保品之再運用範圍，僅限定得作為證交所借券系統借券之擔保品及證券金融事業借券及轉融通之擔保之用途，不得移作他用。

6. 個別客戶與整體業務之風險控管

有效控制證券商經營之風險，證券商對每一客戶最高融通限額，由證券商自行控管，證券商應訂定內部授信作業及風險控管程序，適當評估客戶授信額度及控管授信風險。評估個別客戶借貸限額之方式，應合併考量其他授信業務已核定客戶之額度、訂定整體授信業務對個別客戶融通資金

或證券之總額、個別客戶單一證券借貸限額、辨識高風險證券或高風險客戶之方式，並合併控管客戶關聯戶融通額度等。

而整體業務應與現行辦理有價證券買賣信用交易融資業務及證券業務借貸款項合併計算授信額度，不得超過證券商淨值**400%**，並應符合證券商管理規則第**13**條證券商對外負債總額不得超過其淨值之四倍之規定。

7. 電子化方式辦理

若已開立受託買賣帳戶，得採足以確認客戶為本人及其意思表示之通信或電子化方式辦理。

8. 集中度控管

融通額度過度集中於同一人、同一關係人或同一有價證券，應訂定於內部控制制度控管並訂定風險管理機制。單一營業日，融通額度超過證券商淨值**50%**或達**100**億元以上者，當日應向證交所申報相關融通資料。

肆 結語及預期效益

證券商營收來源向來偏重手續費收入，證券商辦理信用交易及證券業務借貸款項等業務，有其交割投資用途之限制，證券投資人持有之有價證券金額，不若機構法人金額大，尚不易以其所持有之有價證券，短期間自銀行等金融機構取得資金。不限用途款項借貸業務之開放，投資人把股票撥入證券商有價證券擔保專戶，即可融通資金，手續較為簡便，證券商之營運資金，亦得以提供予證券投資人再投資使用，除可增加證券業收入及有助於提升證券商資金使用效率外，亦可增加投資人取得資金管道及靈活運用資金，並為資本市場挹注股市新動能。此外，對持有證券而急需短期資金週轉之投資人，得以透過本項業務，將有價證券以擔保融通方式取得所需資金，降低售股

求現對股市行情所造成之波動，並增加長期持有股票之投資意願，減緩資金緊俏時對股市之衝擊。

截至 106 年 6 月止，計有 15 家證券商取得辦理資格，並開始辦理業務。業者開辦迄今約 1 年，至 106 年 10 月 31 日止，不限用途款項借貸業務之每日融通餘額(不含證券金融公司)合計已達約 350 億元，較開放前半年 40 餘億元，近一年呈現倍數成長。由於本項業務，並未要求投資人借入款項一定要再投入上市或上櫃市場股票買賣，查目前客戶申報資金用途，主要仍為買入上市及上櫃股票，亦有部分資金投入基金買賣。

本項業務開放，配合證券交易之電子化，證券投資人可於短期內向現有證券帳戶之證券商借入款項，資金調度更加靈活，因此業務相當快速成長，已顯著為證券商提升收益，且證券業務多元化，亦可增加營業員轉型之機會。而金管會仍會持續注意證券商不限用途款項借貸業務之經營情形，避免同業與異業間資金市場之低價不良競爭，適時依市場情形檢討相關規範，強化證券商風險控管機制之落實，以期該項業務能朝長期穩定、市場健全之方向發展。

(本文前刊登於 106 年 1 月 16 日證券暨期貨月刊<第三十五卷>第一期，本次有酌作修正。)



本期專欄

商業本票無實體化後， 集保結算所在短期票券市場之發展策略

國立政治大學國際貿易與經營學系教授—郭維裕

國立中央大學財務金融學系教授—徐政義

國立政治大學國際貿易與經營學系碩士班研究生—蔡景任

國立中央大學財務金融學系碩士班研究生—王冠蓉

壹 前言

有價證券無實體化為近年來國際上證券市場重要的發展趨勢，許多新進國家之資本市場將無實體化列為發展的重點之一，而我國資本市場之無實體化推展，由主管機關金融監督管理委員會於2009年12月宣示推動有價證券全面無實體化，並指示臺灣集中保管結算所（以下簡稱集保結算所）於三年內完成推動有價證券全面無實體化之目標。經集保結算所透過積極拜訪發行公司與推廣，並在相關單位的協助下，有價證券（上市、上櫃有價證券與興櫃股票）全面無實體化之目標，提前於2011年7月29日完成。無實體化具有相當多的優點，包括環保、降低發行與交易作業成本，以及提高市場作業效率與資料保存、安全性，更有利於臺灣資本市場之發展與國際接軌。

然而，臺灣的票券市場中，融資性商業本票、外幣商業本票、交易性商業本票及銀行承兌匯票截至2017年9月前仍為實體發行，特別是融資性商業本票發行的餘額相當可觀。為提高整體票券市場之安全與效率，降低發行人與票券商初級市場人工作業、避免票據遺失風險及擴大集保結算交割制度之功能，主管機關、集保結算所、中華民國票券金融商業同業公會以及臺灣票據交換所等單位共同努力推動融資性商業本票無實體化，並由主管機關推動修正票券金融管理法（以下簡稱票金法）第26條規定，增訂無實體短期票券到期不獲付款時，集保結算所應出具之文件，及無實體本票聲請裁定後強制執行裁定之依據與行使方式等規定，於2017年4月14日立法院三讀通過，

嗣經總統 2017 年 5 月 3 日公布，另輔以集保結算所建置完成登記形式融資性商業本票所涉之各項機制後，我國融資性商業本票無實體發行案業於 2017 年 9 月正式上線。

本文對國外主要的票券市場做一簡單整理，由於鄰近國家與地區近年來票券市場發展相當快，值得我們探討，因此本文針對亞洲鄰近國家與地區進行介紹。之後，對於我國票券市場發行無實體化之後，提出短期、中、長期規劃之建議，做為主管機關以及集保結算所參考。

貳 亞洲票券市場簡介

一、臺灣

(一) 臺灣貨幣市場發展現況

貨幣市場是一年以內短期資金供需的金融市場，政府或企業藉由發行與交易短期票券回收或取得資金。在臺灣發行的短期票券工具如表 1，從表 1 可見商業本票不論在發行金額或流通金額皆為最高，2017 年全年融資性商業本票發行金額約為新台幣 12 兆 2,787 億元，2017 年 12 月底餘額約為 1 兆 7,090 億元，為發行量與交易量最大之貨幣市場工具。

(二) 臺灣票券無實體化歷程

我國短期票券自 1973 年以來，發行與交易即已有相當規模，但仍以人工方式進行交割。為提升貨幣市場的效率性，政府積極推動短期票券以無實體方式發行，其中票券無實體化又可分為發行無實體化與不移動化兩部分。

就票券發行無實體化部分，2001 年 7 月 9 日依票金法第 26 條第 1 項規定，短期票券得以債票或登記形式發行，其為初級市場短期票券無實體發行之法源，於 2017 年前，初級市場採無實體發行之短期票券有國庫券、短期受益證券或資產基礎證券（ABCP）、可轉讓銀行定期存單以及市庫券。

表 1：臺灣的短期票券工具

票券名稱	國庫券	可轉讓 定期存單	商業本票	銀行承 兌匯票
英文簡稱	TB	NCD	CP	BA
發行者	甲種：財政部 乙種：中央銀行	銀行或 中央銀行	企業或 公營事業機構	企業 (如：出口商)
發行金額 (億元/2017/11)	2,200	14,434	120,814	179
餘額 (億元/2017/11)	250	4,266	17,441	41
票面利率 (2016 年的各月 簡單平均)	初級市場	次級市場	初級市場	次級市場
	1-91 天： 0.318%	1-90 天： 0.33%	1-30 天： 0.55%	1-30 天： 0.38%
	92-182 天： 0.422%	91-180 天： 0.36%	31-90 天： 0.63%	31-90 天： 0.38%
	183-364 天： 0.336%		91-180 天： 0.53%	91-180 天：-
	次級市場		次級市場	
	1-30 天： 0.29%		1-30 天： 0.34%	
	31-91 天： 0.33%		31-90 天： 0.39%	
	92-182 天： 0.45%		91-180 天： 0.40%	
交易種類	甲種：面額發行 乙種：貼現發行		交易性 CP1 融資性 CP2	
銷售方式	標售 (投標人僅限金融 機構與中華郵政)	發行者 自行銷售	CP1 由票券商銷售 CP2 經評等或保證 後，由票券商銷售	由票券商 銷售

資料來源：中央銀行金融統計_金融統計月報

就票券不移動化部分，財政部於2002年6月18日與9月2日分別頒佈「短期票券集中保管結算機構許可及管理辦法」與「短期票券發行登錄集中保管帳簿劃撥作業辦法」(以下簡稱短期票券作業辦法)，為票券不移動化之法源。嗣主管機關於2004年4月成立台灣票券集中保管結算所，並以帳簿劃撥方式代替實體短期票券或保管條之交割，全面推動短期票券次級市場交易的不移動化。

然而，為因應大型企業對登記形式融資性商業本票的發行需求，且提升貨幣市場的作業安全性與效率性，2017年5月修訂完成之票金法第26條，除原有條文明確給予無實體發行之法源依據，同時也賦予不獲兌償之快速求償保障，終完成了融資性商業本票改以無實體方式發行。

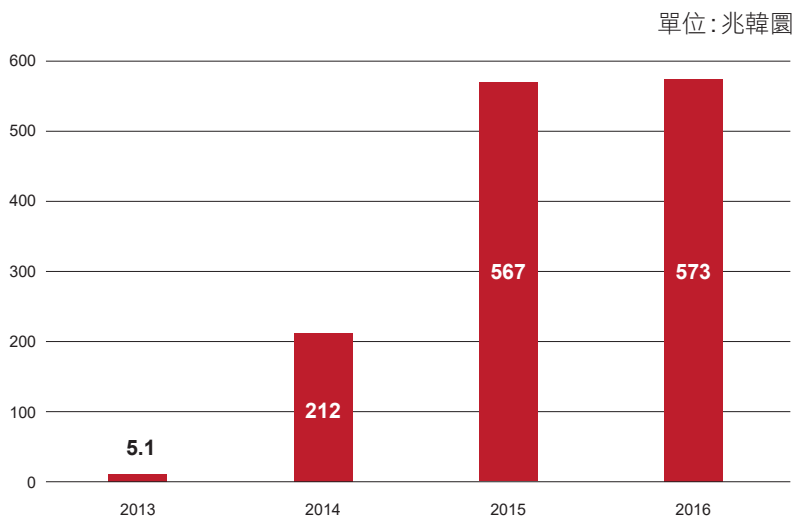
二、韓國

(一) 韓國貨幣市場發展現況

韓國貨幣市場以短期債券為主，集中於店頭市場交易。自2013年開始導入電子短債後，發行量在韓國有顯著的增長，自首年度推行的5.1兆韓圓，於2016年成長到573兆韓圓，詳見圖1。電子短債發行量的增加原因，除了政府大力推行之外，另一原因為，從2014年韓國證券公司逐漸被禁止從短期拆放市場(call market)籌措資金，而2015年後更完全被禁止，因此證券公司會透過發行電子短債取得資金，甚至包括隔夜債。證券公司發行的隔夜債，佔整個電子短債的發行量40%。而到期日七天以下的電子短債發行量，佔總發行量的70%。

另外，韓國短期債券市場之所以能夠成功發展，是因為有良好的主要交易商制度(primary dealer system)，這些主要交易商平時除了承銷初級市場標售外，在次級市場也負責從事報價等造市活動(market making)，提供市場流動性，協助韓國短期債券市場發展。

圖 1：韓國歷年短債發行量



資料來源：KSD

(二) 韓國短期債券無實體化歷程

韓國之商業本票，由於「票據與本票法」規定發行時必須印製本票，且無法分割出售，因此仍為實體發行。自 2004 年韓國金融服務委員會（Financial Service Commission, FSC）開始證券無實體化的推行，並於 2011 年加入債券信評機制，發行機構需要申請商業代碼、取得債券信用評等分數，始能在韓國集保機構（Korea Securities Depository, KSD）登錄發行，此外為消弭市場交易資訊不對稱，於 2012 年規範發行機構須將公司的發行資料交給韓國集保機構，以利投資人查詢商業本票的資訊，詳如圖 2 所示。

圖 2：韓國初級市場發行流程圖



資料來源：本研究自行整理

而時至2011年7月，韓國金融服務委員會推出「電子短期債券發行法規」，作為商業本票無實體化的試推行版本，美國與歐洲皆已使用電子商業本票一段時間，日本則於2003年引進短債系統取代實體債券。採用無實體發行的電子短債，可以避免偽造和實體保管的成本，加上對於到期日極短的債券無限制，如一天期電子短債，而韓國電子短債特色如下：

- (1)皆在KSD登錄發行，次級市場採DVP結算方式，券項以帳簿劃撥交割，款項則透過韓國央行清算，KSD完成登錄記載後，通知各參加人。
- (2)因採無實體發行，可以分割買賣。
- (3)以單純折價發行，到期時一次付清利息與本金。

該電子短期債券系統於2013年1月正式上線，發行人可以選擇實體上使用商業本票實體發行或者電子短債無實體發行來籌措資金，為了促進電子短債的應用，韓國政府提供相關優惠措施，在到期日三個月以下可以不需註冊，以及免除一個月以下到期的電子短債利息分離課稅(withholding tax)。推出四年後，以電子短期債券發行的規模已達573兆韓圓，發行量成長逾100倍，且因發行機構資訊更透明，市場普遍接受程度相當高。

三、香港

(一)香港貨幣市場發展現況

香港為國際金融中心，其市場特色為流通性高和監管機構透明，香港貨幣市場包括銀行同業拆款、定存單、外匯基金票據、利率及貨幣交換合約以及債券市場等工具。外匯基金為香港政府的財政儲備機制，用來維持港元的匯率，為全球十大儲備機構之一，並由香港金融管理局(以下簡稱金管局)進行管理。而外匯基金票據與債券是由金管局發行的港元債務證券，來確保市

場擁有大量的港元債務證券，以作為買賣、投資與對沖的工具，藉此穩定銀行間資金的流動性和港元匯率。

而香港的短期票券市場為店頭市場，主要採處所議價方式交易，目前以1999年推出的外匯基金票據及債券之次級市場最為活絡。此外，外匯基金票據及債券也發展為流通量最高的市場之一，並為港元計價債券提供基準收益曲線，促進債務市場的交易量增長。為鼓勵市場參與者利用外匯基金票據與債券，來提高其流通量，香港政府於1999年3月起允許以外匯基金票據與債券作為買賣期貨、指數期權和股票期權的抵押品，且外匯基金債券於同年8月在香港聯合交易所（以下簡稱聯交所，2000年之後合併為港交所）上市交易，同時聯交所降低債券上市的費用。在同年，香港金管局也將符合資本利得稅減免的債券最低面額，由50萬港元降低至5萬港元。而上述的目的，皆為促進零售債券的市場發展，將個人投資也納進減免稅額的基礎中。

綜上所述，香港約於十幾年前便開始大力推廣零售債券的業務，輔以稅務優惠與最低投資金額下修，吸引更多小額投資人參與，近年來加強與人民幣和國際市場的連結。

（二）香港票券無實體化歷程

在香港的短期票券初級市場，仍為實體發行，發行仲介機構會提交總額證書存放於債務工具中央結算系統中，而次級市場則採電子交割模式，以帳簿劃撥為基礎，投資人須在指定的結算系統開設帳戶，因此次級交易的過程中，總額證書實體並不會轉讓，而是仲介機構以帳單表明投資人的票券所有權。此外，投資人有兩種債券持有方式，一種為在結算系統內電子持有，另一種為實體紙張持有，紙張持有的情況下，須再次存入中央結算系統中才可以做交易，詳見圖3。

圖 3：香港初級債券市場流程圖



資料來源：本研究自行整理

香港證券及期貨事務監察委員會與香港特區政府目前合作進行法例修訂，於2014年提出「證券及期貨及公司法令條例草案」，並修改印花稅條例，免除無實體短期票券的印花稅，為香港無實體市場發行建立法律架構，以利爾後市場運行。

四、中國大陸

(一) 中國大陸貨幣市場發展現況

中國大陸貨幣市場的工具包括同業拆借市場、票據貼現市場與短期債券附買回市場，而主要交易標的為票據與債券，而我國融資性商業本票與中國大陸商業匯票性質相似。

近年來，電子票據的承兌與貼現業務蓬勃發展，依據2016年前三季電子商業匯票系統統計資料，電子商業匯票累計承兌6兆1400億人民幣，較去年增加53.7%，累計轉貼現為42兆8000億人民幣，較去年增加1.7倍，表2為歷年商業匯票發展情形，表中可知2012年至2015年商業匯票業務逐年快速增長。

表 2：商業匯票發展

年份	結算筆數 (萬筆)	結算筆數 增長率	結算金額 (兆人民幣)	結算金額 增長率	平均單筆 結算金額 (萬人民幣)
2012 年	1533.33	-	16.06	-	104.74
2013 年	1630.67	6.35%	18.24	13.57%	111.86
2014 年	1842.14	12.97%	19.28	5.7%	104.66
2015 年	1905.71	3.45%	20.99	8.87%	110.14
2016 年	1656.45	-13.08%	18.95	-9.71%	114.40

資料來源：中國人民銀行支付體系

(二) 中國大陸票券無實體化發展歷程

自 2009 年 10 月起，由中國人民銀行主導建立與運行電子商業匯票系統（Electronic Commercial Draft System，ECDS），使得紙本的商業匯票可以電子形式發行，利用電腦登錄代替人工書寫，並以電子簽名代替實體簽章，且以網路傳輸代替人工傳遞，透過無實體化商業匯票的發行降低交易成本，促進業務處理的效率與透明度。

此外，而 2016 年 12 月 8 日上海票據交易所正式開幕，其為全國統一票據交易平台，透過此平台可提升票據市場交易熱絡度，且 2017 年中國人民銀行更進一步強制規定單張匯票金額 300 萬人民幣以上者需使用電子匯票發行。

叁 短期規劃之建議

本文針對融資性商業本票及外幣商業本票（以下簡稱商業本票）無實體化後，集保結算所在短期規劃上提出建議，主要是延伸集保結算所發行作業平台的角色，依據發行人、集保結算所、票券商不同身分別，給予相對的加值功能建議，包括三項：第一項為發行人與集保結算所間的電子化作業；第二項為發行人與票券商間的電子化自動傳遞作業；第三項為發行人、集保結算所與票券商間的作業。

一、發行人與集保結算所間的電子化作業

現行發行人在進行參加人基本資料異動及 KYC 文件新增或異動時，皆採人工方式將相關資料送至集保結算所進行變更。而兌償查詢則是發行人透過合作金庫銀行之網路銀行查詢兌償入款狀況，詳如圖 4 所示。

圖 4：發行人與集保結算所間作業流程



建議未來以平台概念進行延伸，擴大發行作業平台使用範圍，當發行人需進行基本資料異動時，可採線上直接申請異動，相關佐證資料可以附件電子上傳至集保結算所審核，此舉將加快作業效率與便利性並節省發行人與票券商間的行政成本。而新增或定期的 KYC 文件審核送件亦可透過線上電子遞送，既環保又便利。此外，兌償查詢未來也可透過發行作業平台，即時查詢到兌償狀態，毋須另外登入合作金庫銀行之網路銀行進行查詢，方便參加人使用，詳如圖 5 所示。

圖 5：發行人與集保結算所間建議作業流程

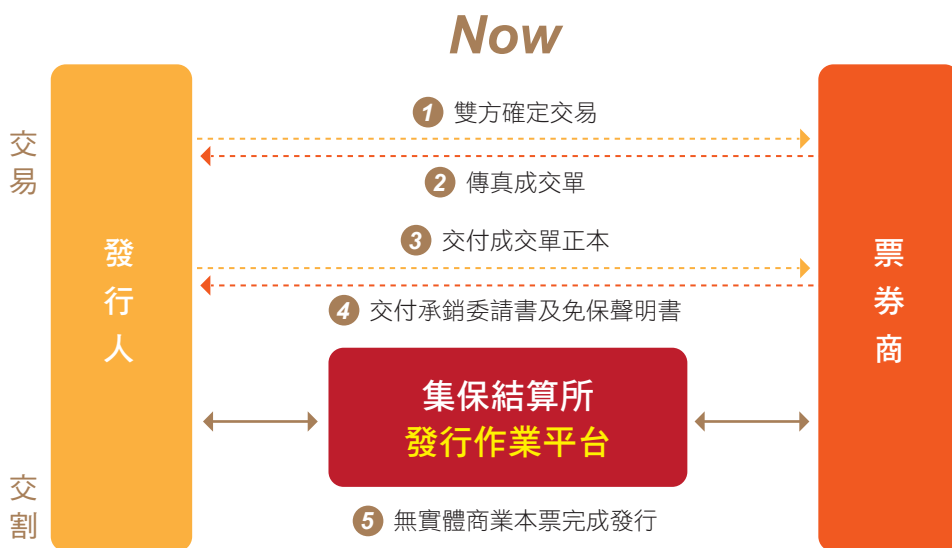


由於上述建議作法僅涉及發行人與集保結算所間作業方式之調整，未影響其他業者作業，就法制面而言，集保結算所僅需配合修訂其相關規章，增加發行人得以線上申辦相關作業之程序。

二、發行人與票券商間的電子化自動傳遞作業

2017年9月，商業本票之發行已完成無實體化。然而除了票券之承銷外，票券商與發行人之間的資訊往來，還包含了電話確認交易、由票券商傳真、交付成交單正本、由發行人交付承銷委請書和免保聲明書，而以上現行仍為繁瑣的人工紙本作業，詳見圖6。

圖 6：臺灣票券初級市場運作



本研究團隊與兩家臺灣具規模的票券公司訪談後，發現在實務上，成交單的正本交付、承銷委請書與免保聲明書皆由外派交割人員運送，且在現行作業體制下，由於發行金額相當大，大部分發行人的習慣為看到成交單正本紙本後，再拿出印章蓋印，以確保交易完成。因此，為了省去派員交割與增加業務的執行效率，票券公司希望將成交單、承銷委請書與免保聲明書採以線上登錄的方式，同時搭配電子簽章，以減少對外派員交割與紙本印刷的成本，也能增加業務完成的速度。

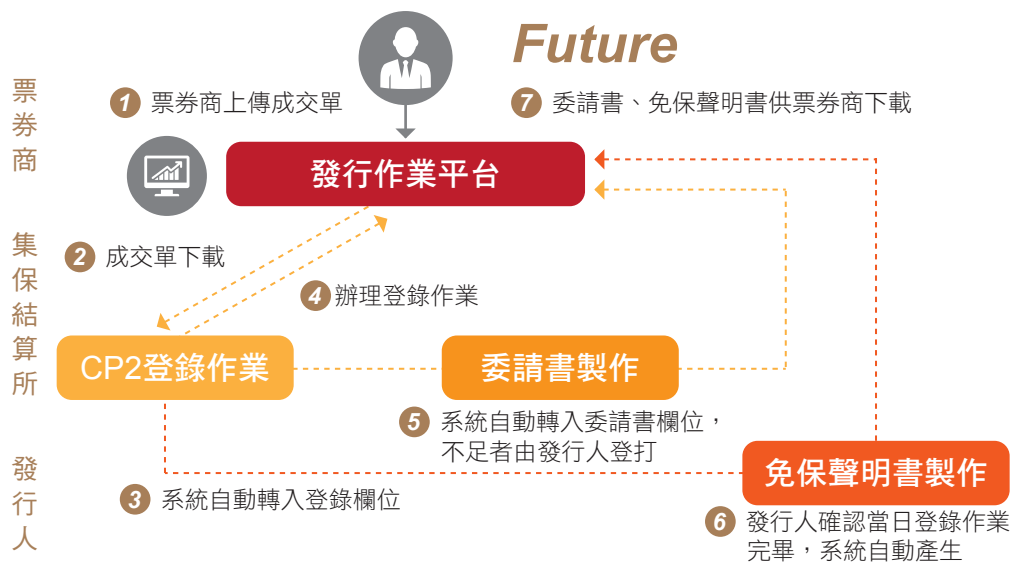
在短期規劃中，為了提升發行人與票券商間的溝通效率，同時將初級市場作業徹底電子化，本文建議集保結算所同樣的將現行的發行作業平台功能進行延伸（詳見圖7所示），透過自動化傳遞發行登錄相關文件，提供電子化加值服務，大致可拆解為以下流程：

- (1)成交單由傳真方式改由票券商在發行作業平台進行上傳。
- (2)系統自動將成交單轉入相關欄位至發行人CP2登錄頁面，發行人辦理發行登錄。
- (3)發行人確認當日登錄作業完畢後，發行作業平台系統自動產製承銷委請書與免保聲明書，供票券商下載。

此電子化平台的優點包含：

- (1)節省發行人與票券商間的作業成本，同時提升資金到位的效率
- (2)所有作業相關文件，皆可透過平台追蹤，以防交易糾紛。
- (3)資料電子化，有助於各參加人歸檔建庫，保存資訊。

圖 7：集保結算所發行作業平台功能延伸建議



因上述建議作法涉及發行人與票券商間作業方式之調整，建議集保結算所與相關權責單位溝通法制面之修正，僅提供修正建議如表 3：

表 3：法規修正建議表

作業	現行規定	法制面修正建議
票券商列印成交單	財政部 92.08.07 台財融(四)字第 0928011208 號令	建議與金管會溝通，解釋函令可適用之範圍
發行人與票券商簽訂承銷委請書	「短期票券發行登錄集中保管帳簿劃撥作業辦法」第 16 條	建議與金管會溝通，解釋有關承銷委請書得以電子方式簽訂
發行人出具免保聲明書	「票券公會會員辦理免保證商業本票業務自律規範」第四點	建議與票券公會溝通，增加電子提供方式

三、發行人、集保結算所與票券商間的作業

現行發行人若欲領回兌償款或提前兌償，需填寫「發行人申請領回兌償專戶款項委託書」或「短期票券提示兌償同意書」委由票券商檢附相關文件人工送至集保結算所。未來建議同樣可延伸發行作業平台，使發行人及票券商可於平台填寫申請領回兌償款或提前兌償申請書並上傳相關證明文件，大幅縮短其作業時間，提升效率及便利性。(詳見圖8所示)

圖8：集保結算所發行作業平台功能延伸建議二



上述建議作法涉及發行人、票券商與集保結算所間作業方式之調整，就法制面而言，集保結算所需配合修訂其相關規章，增加發行人及票券商得以線上申辦相關作業之程序。

肆 中期規劃之建議

本文於前述所提出以平台共享觀念的短期規劃建議後，提出中期規劃之建議：延伸平台範圍，提供加值服務，並建立初、次級市場交易平台。

一、建立發行人與票券商間之商業本票初級市場投標平台

依票金法第6條規定，非票券商不得經營短期票券之簽證、承銷、經紀或自營業務，而證券商依規定尚不可進入初級承銷市場，因此實務上皆由專營票券金融公司及兼營票券業務之銀行在經營短期票券之承銷業務。本研究建議集保結算所建立初級市場投標平台之目的，係為發行人與票券商間建立最有效率的初級市場，減少發行人與票券商間的溝通成本，並結合本研究短期建議，將交易結果可以直接連結成交單等文件電子化作業。

在設立初級市場投標平台前，須考量短期票券初級市場為OTC市場，實務上大多由票券商與發行人以電話或議價方式商討利率的訂定，以便有效且快速促成交易、取得資金，而在溝通過程中，其中一方往往會做出讓利行為，來調降利率以達成交易。此外，商業本票亦可因是否需保證或保證對象之不同分成免保、自保及他保商業本票，倘發行人具有良好信用評等，無需任何金融機構保證即可發行商業本票時，該商業本票即為免保商業本票。所謂自保商業本票則為發行人洽請票券商承銷，並且透過該承銷票券商保證之商業本票，若商業本票由其他金融機構保證，而並非該承銷票券商保證的話，則稱之他保商業本票。

自保或他保的商業本票並非標準化商品，因申請的發行人不同，擔保品與信用評等也因而相異，在有保證風險的情況下，票券商大多希望承銷的商業本票在自己公司內辦理保證，至於免保商業本票因無需辦理保證，可視為一標準化商品，設立初級市場投標平台的可能性較高，而目前實務作業上，國營事業發行人也確實有就其發行之商業本票對市場上多數的票券商進行統一招標，並依票券商提出之價格等相關因素決定其發行商業本票之承銷商。爰本文提出中期規劃之建議，即係建立發行人與票券商間之商業本票初級市場投標平台，以促使票券發行市場更有效率。本文建議，商業本票投標平台建立完成之後，投標方式以及是否採用

投標平台，可由發行人依自行條件與需求，自行決定，而詳細的平台建構可參考臺灣國庫券投標平台與美國公債投標平台。

(一) 臺灣國庫券投標平台簡介

臺灣國庫券採單一價格的投標方式，投標單位僅限銀行、中華郵政、票券金融公司、證券商及保險業，結算方式採款券同步交割，在投標作業前，投標單位必須於中央銀行中央公債及國庫券電子連線投標系統申請連線，由國庫局核發識別碼，且投標單位還須向國發會政府憑證管理中心獲經濟部工商憑證管理中心註冊憑證，以利連線系統的資訊傳送，詳細投標流程見圖9。

圖 9：臺灣國庫券投標流程圖



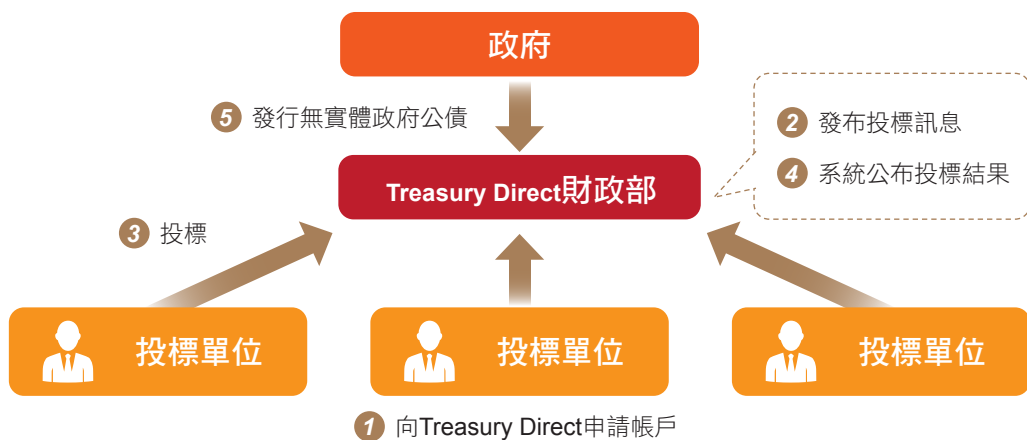
資料來源：本研究自行整理

臺灣國庫券之標售又可分為競標 (competitive bidding) 與非競標 (noncompetitive bidding)，前者之投標利率為貼現率，並按照投標價格由高至低依次得標，投標價格相同而餘額不足分配時，依照投標金額比例分配，且分配金額以一百萬元為累進單位，得標者應繳價款一律以最低得標價格計算；後者之投標價格依照競標之得標價格進行標售，申購數額超過公告發行數額時，按申購數額比例分配。

(二)美國公債投標平台

美國公債採單一價格的投標方式，投標單位為個人投資人與機構投資人，結算方式採款券同步交割，個人投資人與機構投資人分別於財政部國庫署網站中TD系統與TAAPS系統進行投標，在投標作業前，機構投資人須先郵寄投標契約書至美國聯邦銀行，由政府財政局給予機構投資人電子憑證，而個別投資人的TD帳戶與銀行帳戶相連結，以利款項的流通，且無實體政府公債登錄於TD商業簿記系統，詳細投標流程見圖10。

圖 10：美國公債投標流程圖



資料來源：本研究自行整理

美國公債之標售依照標單又可分為限價標單（competitive bids）與非限價標單（noncompetitive bids），前者主要交易商（primary dealer）可以參與競標，主要交易商由投資銀行等大型機構投資人所組成，限價標單具有價格決定權，其價格為得標利率按照數量加權平均所致，每位投標人的投標上限為發行額的 35%，由出價最高者優先得標；而後者並無價格決定權，多半由散戶等小型投資人參與競標，其依照限價標單之價格進行標售或認購，其保證小型投資人一定可以得標，但每位小型投資人最多申購 500 萬美元，故投標人不一定可認購足夠的數量。

(三) 小結

投標平台之建立是為了使票券發行市場更有效率，就商業本票保證業務而言，因商業本票需經金融機構進行保證，投標作業節點較為複雜，故自保與他保之發行人對投標平台之使用意願不高；另就商品發行量而言，大型發行人可透過投標平台之建立，降低人工作業提高發行效率，並擴大票券商之參與，似可推論渠等對建立投標平台之態度較為積極，至於投標方式，因不同投標方式之選擇有其利弊，故本文建議集保結算所將投標方式採彈性處理，由發行人自行抉擇對其最有利之投標方式；此外，中國大陸的銀票網中，投資人可直接於該平台買入銀行承兌匯票，雖於我國現行票金法架構下尚無法運作，惟該平台之運作仍可為集保結算所參考。最後，有關投標平台之建置應符合使用者需求，故本文建議集保結算所可先洽詢大型發行人需求，俾利規劃切實符合使用者之需求。

二、建立次級市場交易平台以利小額投資人參與

現今我國的商業本票次級市場，從供給面與需求面來分析，資金的主要需求者為票券商，而資金的供給者為機構法人，金融機構為主要來源，形成一個交易以法人為主的市場，小額投資人（自然人）參與相當有限。

本文建議，在票券無實體化後，若將市場區分為二，一給法人執行單筆金額較高的交易，另一市場針對小額投資人做票券分割，切割至最小單位新臺幣（下同）10萬（依主管機關訂定之票券商從事短期票券之買賣面額及承銷之本票發行面額規定，票券商從事短期票券之買賣面額，以10萬元為最低單位），可有利臺灣小額投資人參與，此外，因為票券含有10%分離課稅機制，故票券商可針對的小額投資人對象為超過10%稅率門檻，或者是超過27萬定存免稅額之自然人。因此，此市場設立做法有二，一為由集保結算所與票券商共同設置次級市場交易平台，另一做法為由各家票券商自行發展小額投資人次級市場交易平台，再由集保結算所進行後台結算交割。

目前證券交易機制主要分為報價驅動市場 (Quote-driven market) 與委託單驅動市場 (Order-driven market)。前者由造市者提供流動性，其提出商品的報價與願承接的數量，而投資人若願意接受報價，則交易便可成交，買賣價差可反映造市者提供流動性的成本，流動性高的商品則造市者會要求較低的補償，即買賣價差較小，臺灣的興櫃股票交易與銀行中外匯與債券交易便是報價驅動市場；後者又稱為競價市場 (Auction market)，市場中投資人皆可下單提出報價與交易量，而委託單依照既定的交易規則進行配對成交，且不保證成交，而買賣價差是買賣雙方對於商品有不同評價模型或不同資訊取得所致，臺灣證券交易所中股票交易與期貨交易所中期貨交易便是委託單驅動市場。

為擴大次級市場商業本票的交易，須考量到供需的價格與數量的因素，本文針對次級市場交易平台之建議方向為二，一為由集保結算所與票券商共同設置次級市場交易平台，相關運作可參考上海票交所的運作模式，另一做法為由各家票券商自行發展小額投資人次級市場交易平台，再由集保結算所進行後台結算交割，並透過集保結算所進行交易資訊自動化傳遞以及後端結算交割事宜，以促進商業本票於次級市場的交易更為活絡。惟因由集保結算所建立公開之次級市場交易平台，雖可節省各票券商建置平台之成本，但與現行由票券商直接與客戶進行敲單之交易模式不符，建議於票券商有需求及共識時，再行規劃。

伍 長期規劃之建議

本有鑑於金融科技日新月異的演進，已有許多的交易所或金融機構在無實體化後，正致力於區塊鏈、大數據與人工智慧的研究與應用，而在後端交易處理的交易所或結算所中，又以區塊鏈為最多應用的案例，爰本文探討集保結算所在短期票券市場之長期發展規劃上，是否可導入區塊鏈的技術進行商業模式的應用。

經過本研究對區塊鏈的技術與現行商業模式做分析後，歸納出區塊鏈尚不適用於大型集保機構在商業模式上的應用。原因有二，其一為區塊鏈其分散式帳本的概念，要

導入區塊鏈必須每位參加人皆共同管理，雖能相當安全的保護資料不被駭客入侵，但與集中保管的機制相違背。其二為現行區塊鏈的商業模式並不成熟，在看過各個案例後，各國機構的投資案皆未有創造額外的現金流入，並無適用的商業模式可以套用於短期票券市場中，爰建議集保結算所現階段可採觀望態度，不需投資於區塊鏈上的試行。

一、區塊鏈可以提升作業安全性

區塊鏈技術，其實為各種技術及於一體的稱號，其中包含底層的數位資產帳冊紀錄來保存並增加交易資料、公私鑰簽章加密讓數位資產可以在不同區塊間移轉且同時計入帳冊，並結合密碼學將資料寫入區塊內。而目前根據世界經濟論壇的調查預估，於2030年前全球將會有10%左右的GDP是被儲存於區塊鏈的技術之上。

在傳統資料庫中，當所有交易紀錄存在於平台時，參加人對於交易紀錄保存可能會有疑慮，當平台資料庫中的資料被攻擊或竄改時，資料的正確性就不再被信任，於是我們可以利用區塊鏈其分散式帳本的儲存型態，將資料儲存在區塊鏈上，票券商、銀行與證券商等參加人都可以加入區塊鏈成為一個節點，來共同驗證區塊鏈上交易紀錄的正確性，當資料被驗證越多次，其存在性證明的程度就越可信，因此平台的每筆交易紀錄，都可以藉此同時被參加人信任。

二、區塊鏈商業模式

(一) 智能合約(smart contract)

智能合約原是以以太坊區塊鏈的物件，再以企業使用為出發點的超級帳本專案¹及R3聯盟²所開發出的區塊鏈技術，都有智能合約的功能。

在區塊鏈上由程式碼函數構成，能與其他智能合約互動，當符合合約條件時可以自動執行預先設定好的合約流程，為目前多數商業應用的優點所在。目前全球已有約十餘家交易所，將區塊鏈應用於證券交易中，如Nasdaq在2015年10月發佈LINQ用於私募股權籌資，而美國DTCC則與銀行、新創公司用區塊鏈進行金融交易。

智能合約將小型電腦程式鍵入區塊鏈，使這些程式可以代表貸款、債券或其他金融工具，若應用於短期票券上，可在無實體化後建立起短期票券資料庫，提供票券商對小額投資人的短期票券銷售平台，中間無需通過銀行、郵局或證券商當仲介，消除代理成本和協調成本。對小額投資人來說，也可省去簽訂合約、執行合約的成本，快速取得現有短期票券的資訊，在此平台上一併完成資金、稅務和合約事項。

(二) 首次公開發行硬幣 (Initial Coin Offering, ICO)

公司在天使投資人給予資金，經歷過種子期、草創期後，若需要更多資金來源，會透過個交易所進行首次公開發行 (Initial Public Offering, IPO)，在 IPO 的過程中，需洽詢投資銀行、交易所、會計師事務所、律師等機構，藉由 ICO，各別公司在此機制下透過點對點 (Peer to Peer, P2P) 的方式籌措資金並取代 IPO，替有意上市的公司省去上述的代理成本，直接面對投資人。然而此機制下，使用的貨幣並非一般貨幣，而是結合數位貨幣的概念，可以是比特幣 (Bitcoin)、以太坊或此平台自行創造的貨幣。雖然可以使投資上更加便利，但也因所有的流程皆在線上進行，在少了實地查核 (Due Diligence) 的情況下，往往會衍生出 ICO 公司惡意倒閉、捲款潛逃的事件。此外，ICO 平台上的新式數位貨幣，在金融市場中該如何決定匯率也是另一個值得探討的問題。

(三) 數位貨幣 (Digital Currency)

數位貨幣包括電子貨幣及虛擬通貨兩種，前者為經主管機關認可，以電子載具 (如手機、晶片卡等) 儲存法償貨幣價值，透過電子方式傳輸交易資料，以取代實體現金完成款項支付，目前已被行動支付、資訊公司廣泛採用；相對而言，虛擬通貨則多由私人發行，如比特幣 (Bitcoin)、萊特幣 (Litecoin) 和以太坊 (Ether) 等非由央行發行，不具法償³地位的虛擬通貨硬幣。目前多

數國家尚不承認比特幣為貨幣，且因透過私人發行與礦工挖礦的方式取得，無主管機關可監理，使比特幣的金流難以追尋，常被用於洗錢或非法交易的工具，也稱「暗黑世界貨幣」。

而數位貨幣的發行，需具備以下條件：

- (1) 安全性，可防範病毒及網路攻擊，其支付、清算與交割環境要夠安全。
- (2) 可控的匿名性，在使用環節上，登記持幣人變動數位貨幣的資訊。當局主管機關不能直接，或間接通過商業銀行為持幣人建立數位帳戶的情況下，仍須保持追蹤持幣人身份的線索
- (3) 不可重複性，數位貨幣需可識別，通過不變的標籤和參數確保唯一性
- (4) 不可逆性，數位貨幣的交易過程需不可逆、記錄不可篡改

然而數位貨幣仍未在大多數國家普及的原因，可以整理如下：

- (1) 對央行來說，發行貨幣為主權象徵，貨幣需有政府背書，才能建立出信任、穩定與安全的金融體系。
- (2) 倘若由銀行或非銀行體系發行，或涉及央行鑄幣稅與貨幣政策的擬定。
- (3) 民間金融創新能力，與商業銀行存款減少的問題。
- (4) 涉及金融監管與侵犯交易隱私間的權衡問題。

由於全世界的區塊鏈尚未有一個成熟的商業模式，以美國的納斯達克交易所為例，該交易所 2015 年 10 月正式發佈用於私募股權市場的區塊鏈系統 Linq，該平台是以區塊鏈技術做為基底所發展出來的，該平台的目的是在於促進其私人證券市場的股份，以全新的方式進行轉讓和出售，同時 Linq 系統也使得納斯達克交易所成為第一個將區塊鏈技術用於證券結算交割系統的大型交易所，Linq 系統使得資產交易能通過區塊鏈平台來進行數字化的管理。

而2016年11月，美國芝加哥商品交易所(CME Group)將與英國皇家鑄幣局(Britain's Royal Mint)合作開發以區塊鏈技術為基礎的數字黃金交易平台。此舉是為了減少貴金屬交易所需成本。而該平台將在2017年正式啟用，皇家鑄幣局將黃金存放入其安全金庫，將該部分黃金虛擬化，生成虛擬黃金(RMG)。虛擬黃金的所有者信息記錄將被區塊鏈追蹤記錄。交易員們便能夠自主在交易員間進行交易。

上述兩種技術的應用雖大幅降低了紀錄時間成本、金錢成本，但仍著重於安全性上的考量，使交易紀錄可以更有系統地被記錄和追蹤，暫時未替兩間交易所帶來額外的金流或營收，尤其是芝加哥交易所著重的虛擬黃金部分，在臺灣會涉及「電子票證發行管理條例」上的違反，除非於「金融監理沙盒」下試著放行，才有發展商業模式的可能性。

綜上所述，目前貨幣市場上的附買回交易(RP)或附賣回交易(RS)，基本上就含有智能合約功能，可在票券合約到期時，自動執行轉帳、交割與稅務等規劃處理。

總結來說，本文在考量國內與國外現有區塊鏈的研究與案例後，再加上目前對集中管理的金融機構來說，分散式帳本的區塊鏈若要强行導入，短時間找不到可行的商業模式供集保結算所參考，因此建議集保結算所現階段可採觀望態度，暫時不需投資於區塊鏈上的試行。

陸 結論

有價證券無實體化為近年來世界主要國家的重要發展趨勢，臺灣資本市場亦與國際接軌，於2011年7月完成上市、上櫃有價證券及興櫃股票全面無實體化之目標。然而臺灣票券市場中占大宗的融資性商業本票原仍以實體方式發行，在主管機關、集保結算所及票券公會積極推動下，商業本票無實體發行已於2017年9月順利上線。而本文針對在商業本票無實體化後集保結算所在票券市場之發展策略提出相關建議。

本文針對亞洲鄰近國家與地區票券市場發展情形以及無實體化進行介紹。接著提出建議，建請集保結算所可對不同票券市場參與者提供相對應的加值服務。就發行人與集保結算所間，發行人可利用發行作業平台線上申請基本資料異動、查詢兌償入款情形以及遞送KYC文件等；就發行人與票券商間，票券商可透過該平台傳送成交單予發行人，發行人可透過該平台將承銷委請書及免保聲明書等資訊傳遞予票券商；此外，票券商與發行人皆可線上進行兌償相關文件之上傳作業，而集保結算所可藉由上述服務擴大發行作業平台之功能，以電子傳遞取代現行人工紙本交付的作業模式，促使初級市場作業全面電子化。

本文提出中期規劃之建議，為減少發行人與票券商間的溝通成本，提高初級市場發行效率，建議集保結算所設立投標平台，本文並針對投標平台之建構，提供臺灣與美國投標平台之例子以供日後投標平台建立之參考。另建議集保結算所可參考中國大陸借貸平台與交易平台設立次級市場之交易平台，或者可與票券商合作，由票券商自行設立前端交易平台，並經由集保結算所進行後端結算，以吸引更多小額投資人參與，擴大商業本票次級市場運作。

本文最後就集保結算所在短期票券市場之長期發展規劃上，可否導入區塊鏈技術進行商業模式的應用提出建議，考量國內與國外現有區塊鏈的研究與案例後，分散式帳本的區塊鏈若要強行導入，短時間找不到可行的商業模式可供參考，爰建議集保結算所現階段對區塊鏈可採觀望態度，不需投資於區塊鏈上的試行。最後，票券無實體化不僅可降低發行與交易等作業成本，同時可以提高資料保存與安全性，促使票券市場更有效率地運作，透過本文建議提供集保結算所未來政策擬定之參考。

註釋

1. IBM 和 Linux 基金會發起，參與的成員來自各產業和政府機關
2. R3 的成員來自金融業，負責開發金融業應用
3. 指依法律規定，可用於在國內償還債務的鑄幣或通貨，此種貨幣具有普遍流通能力



重要紀事

2017

12/5

由本公司、投信投顧公會、證基會及基富通證券主辦之全國大專院校基金投資模擬競賽「創造勝利 Fund 程式」，舉辦直播選秀會，邀請各投信公司業師及本競賽期中結算前 20 名組別同學出席，共約 90 人參加。

12/6

越南證券集保公司 (VSD) 派員共 8 人至本公司，就當日沖銷之交易流程及風險管理進行教育訓練與意見交流；並安排拜訪證券交易所及證券商，以瞭解當沖相關作業流程。

12/7

JP Morgan 香港代表來訪，就本公司新近業務概況進行交流並探討跨境合作等議題。

12/10

本公司與彰化家扶中心共同舉辦「2017 寒冬送暖『疼惜彰化家扶團仔園遊會』」，藉由邀請受扶助家庭參與園遊會，增進親子互動，並提升其社會參與度。

12/14-28

拜訪發行人 21 家次推動 CP2 採電子方式發行登錄，共計 32 人參加。

12/16

本公司參與金融總會與高雄市政府舉辦之「106 年金融服務愛心公益嘉年華」，於金融教育區設攤參展，與民眾互動並提供專人業務諮詢服務。

12/20

為響應金管會鼓勵金融業善盡社會責任，協助弱勢家庭青年學子完成學業，金融總會爰邀集本公司、金融商業同業公會、金融周邊單位及金融機構等共同捐助成立金融服務業教育公益基金，並舉辦教育獎助學金頒獎典禮，邀請金管會顧立雄主任委員及各捐贈單位首長見證頒獎。

12/21

舉辦 1 場次「證券商結算交割人員集保相關業務說明會」，共計 68 人參加。

12/28

為順應金融科技發展潮流，臺灣證券期貨虛擬博物館官網導入擴增實境 (Augmented Reality/AR) 技術及運用 360 度環景拍攝，讓民眾可隨時隨地於線上瀏覽臺灣股票博物館，創造全新的數位體驗。

2018

1/4-30

拜訪發行人 21 家次推動 CP2 採電子方式發行登錄，共計 71 人參加。

1/9

舉辦 1 場次「證券商及證金以設質方式辦理不限用途款項借貸及有價證券擔保放款作業說明會」，共計 37 人參加。

1/22

由本公司、投信投顧公會、證基會及基富通證券主辦之「創造勝利 Fund 程式」模擬競賽，舉辦頒獎典禮，邀請金管會顧立雄主任委員及主辦單位首長見證頒獎。

1/22

邀集各發行公司及股務機構舉辦本年第一梯次「股務主管座談會」，共計 43 位股務單位主管參加。

1/23

本公司舉辦 106 年歲末聯歡會，林董事長感謝同仁一年來的辛勞，並勉勵同仁秉持一貫的熱誠繼續努力。

1/23

Calastone Chairman & CEO Mr. Julien Hammerson 率員來訪，與本公司就基金服務業務進行交流與研討。

1/24-25

邀集股務單位業務人員舉辦本年第一梯次「股務單位業務人員教育訓練說明會」，共計 81 人參加。

1/30

本公司派員赴盧森堡參加 Clearstream 舉辦之 Global Funding and Financing Summit (GFF Summit) 2018 會議。

1/31

舉辦「集保 e 存摺 106 年度證券商安裝戶數競賽頒獎典禮」，共計表揚 11 家證券商 30 個營業據點，發出總獎金五百六十萬元，並邀請證期局周惠美副局長等貴賓見證頒獎。



圖片集錦



106.12.16

本公司參與金融總會與高雄市政府舉辦之「106 年金融服務愛心公益嘉年華」，於金融教育區設攤參展，與民眾互動並提供專人業務諮詢服務。



106.12.5

由本公司、投信投顧公會、證基會及基富通證券主辦之全國大專院校基金投資模擬競賽「創造勝利 Fund 程式」，舉辦直播選秀會，邀請各投信公司業師及本競賽期中結算前 20 名組別同學出席，共約 90 人參加。



107.1.23

本公司舉辦 106 年歲末聯歡會，邀請金管會顧立雄主任委員及證期局王詠心局長蒞臨，林董事長於致詞時感謝同仁一年來的辛勞，並勉勵同仁秉持一貫的熱誠繼續努力。



107.1.22

由本公司、投信投顧公會、證基會及基富通證券主辦之「創造勝利 Fund 程式」模擬競賽，舉辦頒獎典禮，邀請金管會顧立雄主任委員及主辦單位首長見證頒獎。



107.1.31

舉辦「集保 e 存摺 106 年度證券商安裝戶數競賽頒獎典禮」，共計表揚 11 家證券商 30 個營業據點，發出總獎金五百六十萬元，並邀請證期局周惠美副局長等貴賓見證頒獎。



集保 @ 存摺

一機在手・掌握全局
完美整合・輕鬆申請

線上查詢・簡單便利

查看股票、權證、ETF、可轉債券
櫃買黃金等餘額、交易紀錄
通通一覽無遺

行動整合・操作便利

整合不同證券帳戶存摺
行動管理真便利 臨櫃提示存摺
一指搞定很easy

e手掌握・即時便利

依資產部位推播股東會、除權息
等股務及重要市場等資訊，並連結
股東e票通電子投票功能
股東會投票真輕鬆



iOS



Android



手機安裝集保e存摺APP，請立即掃描下方
QR Code，並洽往來證券商申辦相關服務

配合新修正「**洗錢防制法**」之施行，

自106年6月28日起，每名旅客出入境

攜帶新臺幣限額10萬元；

超過部分如未依規定申報，

將由海關**沒入**。

案例

**旅客出入境
攜帶50萬元新臺幣現鈔**

情況一 如實申報50萬元者 ▶ 40萬元禁止攜帶出入境

情況二 未申報者 ▶ 40萬元沒入

情況三 申報不實者
如僅申報35萬元 ▶ (一)15萬元沒入
▶ (二)25萬元禁止攜帶出入境

限額10萬元
可攜帶出入境

特別提醒：新臺幣禁止寄送出入境，違反者適用沒入規定。



中央銀行 廣告 106 年 3 月

中央銀行APP



iOS版



Android版

