TAIWAN DEPOSITORY & CLEARING CORP.

集保雙月刊

2015/02 VOL.218

臺灣集中保管結算所

TDCC Taiwan Depository & Clearing Corporation

圖片集錦

103/12/11
為響應政府推動企業社會責任，參與「臺灣少年足球聯合捐贈活動」，並邀請金管會曾銘宗主委、教育部體育署何卓飛署長等貴賓親臨見證，本公司將捐助屏東縣東港高中國中部足球隊訓練相關經費，以使球員經濟沒有後顧之憂，專心練球。

103/12/22
為慶祝「臺灣股票博物館」開館滿2週年，舉辦別開生面的茶席慶典，邀請金融監督管理委員會黃天牧副主委及證券周邊單位、產學合作大專院校、文創藝文界等貴賓與會。

103/12/18
中國北京金融高階參訪團一行來訪，進行業務交流並參觀股票博物館。

103/12/18
本公司基於企業關懷及回饋社會之責任，舉辦「愛心捐血暨血袋捐贈公益活動」，順利募集204袋愛心捐血及捐贈10,000個血袋予台北捐血中心。

104/1/19-23
本公司派員至北京參訪中國證券登記結算公司、中央國債登記結算公司等機構，進行業務交流。

編輯室的話

本期結算・保管國際要聞內容包括「美國證券保管結算公司與 Euroclear 擬共同成立處理擔保品的合資公司」、「CPMI-IOSCO 發表金融市場基礎設施回復營運報告」、「韓國交易所將開放人民幣計價債券之交易」及「印尼證券集保公司選用那斯達克公司 X-stream CSD 解決方案」等4篇報導。本期國際要聞內容除了從Thomas Murray News Flash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王宏瑞稽核著之「以法律經濟分析觀點探討金融市場之監督與管理－以放款次級交易市場為例」，上市企業可透過間接或直接金融市場進行籌資，其籌資決策顯造成直接與間接金融市場相互影響，地雷股與博達案顯示，上市借款戶資金用途的「訊息揭露」，較不如債券市場透明，導致「證券市場」發生炒作及掏空情事，且事件發生後，其後果亦將增加「儲貸市場」的逾期放款，如果僅針對「證券市場」或「儲貸市場」單方採取措施，恐難根本解決問題。本文作者以法律經濟學（Law and Economics）角度，說明「放款次及交易市場」如何解決前述問題，期作為未來制度規劃之參考。

本期專欄刊載台灣期貨交易所監視部林黎華經理著之「從大陸光大證券烏龍指事件看兩岸證券期貨內線交易規範之適用」，2013年8月16日，大陸光大證券在進行交易開放式指數基金（ETF）申贖套利交易時，因程式錯誤下錯單，為避免其損失之擴大，於未公開下錯單之訊息前，透過賣出「股指期貨」、賣出ETF對沖風險，經大陸證監會以違反證券法及期貨交易管理條例「內幕交易」之規定，對光大證券及其相關人員處以嚴厲之行政處分，該案例是大陸首件期貨交易之「內幕交易」案件，相關訴訟亦引發廣泛的爭議，本文針對光大證券烏龍指事件之始末作一瞭解，並分析其相關爭議，同時值得我們再審視國內相關規範的妥適性，以因應日新月異的不法行為。

集保雙月刊

2015/02
VOL.218

中華民國104年02月15日出刊，本刊物採用環保用紙及大豆油墨印刷。

4 結算．保管國際要聞
◎編輯室

特別報導
13 以法律經濟分析角度探討金融市場之監督與管理
◎王宏瑞

本期專欄
43 從大陸光大證券烏龍指事件看兩岸證券期貨內線交易規範之適用
◎林黎華

69 教育訓練
◎編輯室

70 重要紀事
◎編輯室

71 統計資訊
◎編輯室

■中華郵政台北誌字號第 917 號執照登記為 (雜誌) 交寄
■發 行 人：丁克華
■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
■承　　印：光隆印刷廠股份有限公司

結算 ・ 保管國際要聞
International Headline

1 美國證券保管結算公司
擬改用 T+2 交割制度

2 新加坡交易所之交易後
作業基礎設施升級計畫

3 韓國交易所公布證券與
衍生性商品市場 2015 年度計畫

4 日本交易所集團公司
簽署成立仰光證交所之合資協議

1 美國證券保管結算公司擬改用 T+2 交割制度

美國證券保管結算公司（Depository Trust and Clearing Corporation, DTCC）於 2014 年 10 月 16 日宣布交割週期由現行 T+3 縮短為 T+2 的推動計畫。

（摘譯自 2014 年 10 月 17 日 Thomas Murray）

後續追蹤

美國證券保管結算公司（Depository Trust and Clearing Corporation, DTCC）於 2014 年 10 月 16 日對外宣布，為推動縮短美國股票、公司債、地方政府債與單位投資信託（unit investment trust, UIT）等交易之交割週期，業與金融服務業共同成立產業督導委員會（industry steering committee, ISC）及產業工作小組（industry working group, IWG）。新成立 ISC 與 IWG 將致力於交割週期由現行 T+3 縮短為 T+2 之推動計畫，期望為市場設計高效率之相關作業程序，降低作業與系統的風險。

依據 DTCC 公布之資料，ISC 的成員包含各協會之決策人士代表，以及相關金融機構，其中包括買方與賣方機構。ISC 不僅可反應來自業界的聲音，並在推動縮短交割週期計劃中，負責監督改用 T+2 交割制度之相關作業，以及為業界提供技術與流程方面之指導與支援，俾奠定基礎，並向業者說明相關調整事宜。DTCC 表示，IWG 之主要成員為來自跨產業的參與者，並在 ISC 指導下，除了依照業界所能接受之作業時程，制定暨執行縮短交割週期之策略計畫，且將針對相關業務與規則進行必要之調整。

證券業暨金融市場協會（Securities Industry and Financial Markets Association, SIFMA）對外表示，縮短交割週期可強化資本市場交易之確定性、安全性及穩定性，具體降低資本市場之跨產業與投資人的風險。此外，藉由跨市場業者代表組成 IWG 與相關協會代表組成 ISC，確係為縮短交割週期計畫成功與否之關鍵要

素，因其所制定有關實施T+2之作業時程，以及調整資本市場若干作業程序時，必將來自業者之意見納入考慮，提升可行性。

此外，DTCC表示縮短交割週期即加速交易後至交割之相關作業，不僅可促進資金再投資，並可降低交易之信用風險與交易對手的曝險。尤其當市場為多頭趨勢，又股價波動大時，縮短交割週期，將可減少保證金與流動性之需求壓力。因DTCC子公司－全國證券結算公司（National Securities Clearing Corporation, NSCC）將放寬對流動性與保證金之要求，例如減少對NSCC結算基金（NSCC Clearing Fund）標準，NSCC不僅可降低與流動性相關之監管成本，並可將資金退還給經紀商或交易商。

再者，買方（賣方）投資人於交易成交後可較快取得股票（價款），尤其當市場行情壓力大或股價波動大時，投資人面對經紀商於成交後，至完成交割前發生違約之風險，將因交割週期縮短而降低，故而提高對投資人權益之保障。

依據DTCC委託波士頓諮詢集團（Boston Consulting Group, BCG）針對縮短美國市場交割週期（由現行 T+3 改為 T+2），之成本效益進行分析，並於2012年10月提出之報告指出，市場業者對此項改變之預估投入成本總計約55,000萬美元，而縮短交割週期預期將對市場帶來之效益每年總計約19,500萬美元，即約2.5年至3.5年後可將投入之全部資本回收。

除了DTCC 與SIFMA先前已對交割週期縮短乙事表示支持外，並已取得美國投資公司協會（Investment Company Institute, ICI）、全球保管機構協會（Association of Global Custodians, AGC）及美國機構投資人顧問協會（Association of Institutional INVESTORS, AII）的支持。

2 新加坡交易所之交易後作業基礎設施升級計畫

美新加坡交易所（Singapore Exchange, SGX）日前對外發布一份草案，陳述將以2階段方式實施新的證券交易後作業系統（post-trade system, PTS）。

（摘譯自2014年12月5日Thomas Murray）

後續追蹤

新加坡交易所（Singapore Exchange, SGX）為強化證券交易後作業系統（post-trade system, PTS），業於日前發布一份系統更新計畫，並規劃採2階段方式進行。新系統介面之第1階段訂於2015年5月開始運作，第2階段則訂於2016年5月30日開始運作。

有關該PTS系統更新之第一階段草案主要內容摘要如下：

- 交割關聯性（Settlement Dependency）：

  －系統將依據連結指令間之交割關聯性執行相關交割指令。

- 自動產生交割指令（Settlement Instructions, SI）：

  －將適用於具連結性部位帳戶（linked Position Accounts）之所有分配作業。

- 款券同步交割（DVP）：

  －新加坡集中保管機構（CDP-CSD）帳簿中之款券同步交割。

  －於預定交割日（intended settlement date, ISD）之每筆交割作業將執行的項目如下：

  - 於賣方證券帳戶中之證券加註標記；
  - 針對現金分類帳帳戶中之不足額，向參加人寄發保證金追繳通知；

- 更新參加人現金分類帳之資料；
- 移轉證券；以及
- 將款項匯入淨收款參加人之銀行帳戶。

• 結算會員與保管代理機構之間，以及兩家保管代理機構之間：

－適用於所有幣別，且執行 DVP 交割指令，即 CDP-CSD 現金帳戶之現金及證券帳戶之證券，將採款券同步交割。此外，不再需要雙層（Two-tier）銀行擔保。

• 交割作業：

－系統將進行兩種批次交割作業：上午交割作業係適用於所有幣別，而下午交割作業則僅適用於新加坡幣與美元。

• 即時總額交割（Real-Time Gross Settlement, RTGS）：

－ RTGS 將適用於所有證券，以及保管代理機構與結算會員間，有關買進交易之所有 SI；

－保管代理機構必須指定採即時或批次交割作業，方能執行彼此間 SI 之比對作業；

－保管代理機構必須確保其現金分類帳帳戶（即在CDP-CSD 帳簿中）有足夠之資金，方可收取相關證券；

－未能即時交割之 SI 將納入下一批次的交割作業。

• 交付失敗：

－ CDP-CCP 與結算會員進行賣出交易之交割作業前，賣方客戶必須已交付證券；

－如賣方無交付證券，造成買方於預定交割日無法取得證券，結算會員則無須支付款項。

此外，針對預定2016 年 5 月 30 日開始運作之PTS系統更新第二階段部分，

SGX業於103年12月1日公布計畫草案，有關該草案內容重點摘要如下：

- 股務：

  －股務代理人受理方式，將採用圖形使用者介面(Graphical User Interface, GUI)，輸入CDP-CSD之配股與收購的資訊，

  －款項申請係採直接付款指令方式進行。

  － CDP-CSD將儘可能協助處理買賣雙方股務權益之爭議。

- 結算會員違約之管理：

  －除了凍結違約會員之帳戶外，CDP-CCP將針對違約會員設立信託帳戶，以專戶處理其現金交割事宜。此外，CDP-CCP針對所有屬雙方自行完成款項收付方式(free-of-payment, FOP)之交割，皆改為DVP交割，以降低風險。

- 現金分類帳：

  －設立現金分類帳以處理與現金相關之交易性交割與股務業務。

- 信息通知：

  －將對帳戶持有人發送SMS簡訊、電子郵件及書面通知。並訂定有關股務代理人之資料申報及ISO 20022訊息格式相關規定。

- 與經紀商連結之餘額(Broker Linked Balance)

  －參加人可針對身分特殊之交易會員標示註記，並於其證券帳戶項下設立子帳戶。

以上提議調整事項仍必須先獲得主管機關之許可。

3 韓國交易所公布證券與衍生性商品市場 2015 年度計畫

韓國交易所（Korea Exchange, KRX）於 2015年 1 月 6 日對外公告有關KRX將於2015 年修訂其證券與衍生性商品市場主要制度之計畫。

（摘譯自2015年1月8日 Thomas Murray）

後續追蹤

韓國金融服務委員會（Financial Services Commission, FSC）前於去（2014）年11月28日對外公布韓國股市發展計畫，該計畫內容涵蓋交易制度、市場創新、資訊透明等部分，並規劃將於2015年上半年實施，相關重點摘要如下：

◎ 交易制度方面：

- 每日漲跌幅限制，將由前一日收盤價 ±15% 放寬為 ±30%。
- 實施靜態股價區間波動干預（Volatility Interruption in Static Price band）機制：即當盤中股價漲跌幅超過前1日收盤價 ±10%，其後 10 分鐘內之交易，將改採單一價格交易方式，以避免股價發生極端波動之情形。
- 將強化現行暫緩交易機制（circuit breaker）：即將現行暫緩交易機制分為 3 個層級，若指數跌幅達到 8%（第 1 級）、15%（第 2 級）與 20%（第 3 級），便會啟動該機制。指數跌幅達第 1 級與第 2 級時，將暫停交易20 分鐘，其後 10 分鐘內之交易將改採單一價格交易方式；達第 3 級時，將暫停全日交易。

◎ 市場創新方面：

- 將推出與道瓊工業平均指數（Down Jones Industrial Average）組成方式相似之股票指數，名稱暫定為 KTOP 30。 KTOP 30 成分股係為 KOSPI 與 KOSDAQ 市場中之前 30 檔藍籌股。
- 將針對推出另類交易系統（Alternative Trading System, ATS）成立工作小組，

進行研究。

- 將設立「電子證券系統（Electronic Securities System）」，並制定相關法規。

◎ 資訊透明方面：

- 投資人之淨賣空部位若佔在外流通總股數0.5% 以上，即應申報此一龐大的已擔保賣空部位。

FSC並對外表示將於2015至2016年期間，推出迷你期貨（mini-futures）、人民幣期貨、股利指數期貨等新的衍生性商品。

韓國交易所（Korea Exchange, KRX）為配合前揭韓國主管機關政策之推動，並促進KOSPI、KOSDAQ及KONEX等3個市場發展，爰於 2015年 1 月 6 日發布KRX證券與衍生性商品市場2015年主要變動之計畫，相關重點如下：

1. KRX 將放寬KOSPI及KOSDAQ市場之每日股價漲跌幅限制為前一日收盤價±30%，且為避免此項改變造成股價波動異常，將依FSC指示修訂股價穩定相關規定。（2015年上半年）
2. 為避免KOSPI及KOSDAQ市場發行之證券，因為流動性不足，造成價格形成困難，將規劃推出造市制度，以促進市場交易，有利於低流動性證券之發行。（2015年上半年）
3. 對於在KOSPI、KOSDAQ及KONEX市場掛牌交易之股票，將放寬並簡化該等股票庫藏股之報價範圍，以提升交易量，並增進投資人對庫藏股交易之熟悉度。（2015年上半年）
4. KRX 為強化 KOSPI、KOSDAQ及KONEX 市場賣空交易之透明度，並遏止投機性賣空行為，將採行一項資訊揭露制度，以提供投資人股份銷售餘額之資訊。（2015年上半年）
5. KRX 將於 2015 年設立新的衍生性商品市場，且為配合韓國政府推動發展新金融商品及股利稅賦等政策，將推出股利指數期貨。此外，KRX將推出人民幣期貨與短期利率期貨於該市場掛牌交易。

6. KRX 將於2015年設立 KOSDAQ 單一個股期貨與 KOSDAQ 指數期貨市場，及推出指數股票型基金（ETF）期貨。此外，針對依全球產業分類標準（Global Industry Classification Standard, GICS），以 KOSPI 200 類股指數之成分股為標的資產的期貨商品，KRX 將進一步擴充這類產品的種類。
7. 為確保散戶投資衍生性商品時，已具備更充足的專業知識，故將採行若干措施，以提升投資人更多保障，例如 KRX 將對投資人實施一項50小時的模擬交易訓練計畫，韓國金融投資協會（Korean Financial Investment Association, KOFIA）亦將對投資大眾舉辦合計30小時之系列講座。（2015年12月29日）
8. 考量衍生性商品每日價格漲跌幅限制放寬後，可能產生商品價格穩定性相關問題，故規劃採分階段方式，逐步放寬股票衍生性商品與指數衍生性商品之價格限制。（2015年上半年）
9. KOSPI 200 指數選擇權之價格變動單位，將由目前 0.01 點至 0.05 點簡化為 0.01 點，波動率指數期貨之價格變動單位亦將由目前 0.05 點縮減為 0.01 點。（2015年上半年）
10. 衍生性商品市場之合格造市者，將豁免繳納其造市交易之證券交易稅，免稅期間自 2015 年上半年至 2017 年 12 月 31 日。
11. 依據全球性標準對於處理交割違約之財務資源配置方面的規範， KRX 於動用聯合結算基金前，應優先使用屬於 KRX 之部分準備金。
12. KRX 將推出排碳權（Carbon Emission Rights, CER）市場，商品為韓國碳配額（Korean carbon allowance unit, KAU），並將採分階段方式進行CER交易。目前規劃以2015年1月12日起至2016年6月底為第一階段，每日交易時間為2小時（上午10時至12時）。

4 日本交易所集團公司簽署成立仰光證交所之合資協議

日本交易所集團公司（Japan Exchange Group,Inc., JPX）、大和總研（Daiwa Institute of Research Ltd., DIR）與緬甸經濟銀行（Myanmar Economic Bank, MEB），日前簽署合資協議，將共同成立緬甸首間證交所「仰光證交所」（Yangon Stock Exchange）。

（摘譯自2014年12月23日JPX網站）

後續追蹤

日本交易所集團公司（Japan Exchange Group,Inc., JPX）於2014年12月23日對外公布，業與大和總研（Daiwa Institute of Research Ltd., DIR）及緬甸聯邦共和國財政部（Ministry of Finance, MOF）轄下之國營銀行「緬甸經濟銀行」（Myanmar Economic Bank, MEB）共同簽署成立「仰光證交所」（Yangon Stock Exchange, YSX）之合資協議，該證交所係為緬甸第一間證交所，並計劃於今（2015）年在仰光設立。

緬甸央行（當時係隸屬於 MOF 並為其代表）、東京證交所集團公司（JPX 前身）與 DIR ，前於2012 年 5 月 29 日即針對在緬甸成立證交所及共同協助該國發展資本市場，已簽署合作備忘錄（MOU），且當時日本與緬甸之主管機關亦開始針對緬甸首間證交所之成立與營運事宜進行協議。雙方主管機關經過漫長且審慎之協商後，終於達成協議。

此外，JPX對外表示YSX成立後，將與DIR共同持續協助緬甸資本市場發展，並將藉由共同經營YSX，以擴大日本與緬甸雙方經濟互動之深入發展關係。另依JPX公布資料，新成立YSX資本額為320億緬甸元（約為日幣37億元、美金0.31億元），其董事會將由MEB總經理與2位代表，以及JPX與DIR各1位代表等，共計5位成員所組成。

特別報導

以法律經濟分析觀點探討金融市場之監督與管理－以放款次級交易市場為例

金融監督管理委員會證券期貨局稽核 王宏瑞

美金融市場依其資金融通方式，可分為間接金融市場與直接金融市場二種，由於間接金融市場是由貨幣儲貸機構（如：銀行業等儲貸機構）從事存款及放款業務，本身並不存在「次級交易(或流通)市場」，故其管理思維，首重「儲貸機構財務業務健全性」；反觀直接金融市場管理思維，則較著重「資訊公開揭露」，以利「交易市場」發揮市場機能。因此，銀行儲貸市場與證券交易市場二者，其監督與管理思維，本質上即存在一定程度之差異。

上市企業可透過間接或直接金融市場進行籌資（如：借款或發公司債），其籌資決策顯造成直接與間接金融市場相互影響，地雷股與博達案顯示，上市借款戶資金用途的「訊息揭露」，較不如債券市場透明，導致「證券市場」發生炒作及掏空情事，且事件發生後，其後果亦將增加「儲貸市場」的逾期放款，如果僅針對「證券市場」或「儲貸市場」單方採取措施，恐難根本解決問題。因此，本文以法律經濟學（Law and Economics）角度，說明「放款次級交易市場」如何解決前述問題，以作為未來制度規劃之參考。

壹 前言

第一節　法律經濟學之範疇：

「法律經濟學」（Law and Economics）又稱為法律的經濟分析（Economic Analysis of Law）或稱法律經濟法學，具體的說，就是以經濟學的理論和方法研究法律問題，或以法律為分析的對象，而以經濟分析為研究方法[1]。由於「經濟學理論」之中心假設為「理性」及「效率」，亦即在經濟個體的自利動機下，從事理性的抉擇（如：個人效用最大化、廠商利潤極大化等），並形成交易制度，透過理性（或稱效率）的市場機制的運作，達成而達到社會最適配置[2]，而「法律」則以「公平」及「正義」為基礎，並以國家制裁制度為後盾制定其法令規範，以維護社會全體的公益。因此，「法律經濟學」是研究「法律規範」中的「經濟學原理」，它可運用於制定「經濟活動的遊戲規則」，以確保人們依此規則從事理性決策時，社會可以得到最大的滿足[3]，以同時達成社會的「公平」與「效率」之目的。

綜上可知，「法律經濟學」係利用經濟學原理，找出最有效率的方法或公共政策，並依據法律的公平正義原則，建立一套對所有「經濟個體」公平的交易制度及規範，以達成社會「公平與效率」的目標，其初步的定義，即為是：「運用經濟學的方法與理論，特別是運用價格理論、福利經濟學、公共選擇理論以及其他有關之實證與規範考察、研究法律和法律制度的形成、結構、過程、效果、效率及未來發展的學科」[4]。

第二節　「金融市場最適效率」與「金融管理法令」之關係：

「金融市場」的主要功能係提供資金供給者（剩餘單位）與資金需求者（赤字單位）之間的溝通管道，換言之資金供需雙方希望透過金融市場尋求其交易對象，以增加交易資產之價值[5]，隨著資金供需雙方人數的增加，「金融市場之仲介機構」（亦即簡稱「金融機構」）儼然而生，使得「金融市場」係以「金融機構」承作「金融業務」之方式，而發揮其主要功能。此外，為使「金融市場」發揮最大之交易效率，則需「專屬機構」

負責對金融市場參與者（包括金融機構、資金供給者與需求者等三者）制定一套「遊戲規則」，並持續進行市場之監督與管理，故而有「金融主管機關」及「金融管理法令」的產生。

經由前述，吾人不難得知前揭「金融管理法令」之制定，若偏坦於資金供給者（如：投資人或存款人），則資金需求者相對處於劣勢，依經濟學供需原理的推論結果，將造成「資金供給過多」且「資金需求不足」，則「交易量」一定小於「最適效率下的交易量」，故這些管理法令將無法達成「市場最適效率」（反之亦然）。此外，若「金融管理法令」偏坦於「金融機構」，則資金供需雙方相對處於劣勢，將造成資金供需雙方同時減少，亦無法達成「市場最適效率」。因此，金融市場最適效率之達成，係基於一套能讓所有市場參與者處於公平環境（即不偏坦於任一方）的金融管理法令（或稱金融制度，以下同），而「金融主管機關」即基於此一立場制定公平的金融法令制度，以提供金融市場參與者一個公平的金融環境。

第三節　以「法律經濟學」分析金融市場監理之合適性：

由於「金融市場」之學理內涵（如：效率市場、貨幣銀行學等）係由經濟理論發展而來，本身即屬「經濟學」的分支，而「金融管理法令」的制定，係為提供金融市場參與者一個「公平的金融制度」，以達成「市場效率」的目標，基於「法律經濟學」係運用經濟學的方法與理論研究法律制度，以達成社會公平與效率之目的，恰與金融法令目標不謀而合，自然成為金融主管機關制定金融制度之重要分析工具。

基於法律經濟學是經濟學域近年來發展最迅速的領域之一，在美國方面法學與經濟學已有相當程度的融合，其研究成果已散見於經濟學與法學兩個領域的期刊[6]。因此，這些學域在國外無論在理論與實務上已有長足發展，而國內以經濟方法來研究法律之學者，如：王文宇、簡資修及謝勝哲等人，其相關論文著作亦頗為豐碩[7]，本文以法律經濟分析觀點，分析市場參與者（資金供需雙方及金融中介機構）之決策模式，以探討地雷股及博達事件形成原因，並提出強化市場資訊透明度方案，再以「經濟效率

觀點」分析應由何者負起上市放款戶資訊揭露之責任，最後以經濟理論說明「建立放款次級交易市場」之效益，以利金融監理機關未來政策制定之參考。

貳 法律經濟學發展歷史與基本理論

第一節　法律經濟學之發展歷史：

法律經濟學（Law and Economics）又稱為法律的經濟分析（Economics Analysis of Law），也有人稱為經濟分析法學，指運用經濟學的理論和方法到整個法律體系。具體而言，就是以經濟學的理論和方法研究法律問題；或以法律為分析的對象，而以經濟分析為分析的方法。在一九六O年代以前，法律的經濟分析主要仍以反托拉斯法（Anti-Trust Law）為主。惟自一九六O 年代由Ronald Coase 及Guido Calabresi 所發表之二論文，為近代研究法律經濟學之奠下一套一般性的理論分析架構，之後在Gary Becker及Richard Posner等人的努力之下，漸漸擴展到法律的其他領域，如契約法、，民事、刑事及法理學等。由其發展的脈絡可以發現，經濟分析由早期著重對於經濟法領域的探討，進一步橫跨整個法律領域，且由早期僅利用簡單的經濟學概念討論各種法律問題，到現在開始運用較嚴謹的模型，並且強調要利用實證資料來檢驗理論，故這些學域在國外無論在理論與實務上已有長足發展[8]。

第二節　法律經濟分析之基本經濟理論：

由於法律經濟分析的基本架構及其具體內容十分龐雜，非三言兩話可交待清楚，故本節僅就本文所使用的基本經濟分析方法概念，如「理性（Rational）與自利（Self-Interest）」、「成本效益分析（Cost-Benefit Analysis）」、「效率市場假說（Efficient Market Hypothesis, EMH）」及「市場失靈（Market Failure）」等經濟學原理概念作基本的介紹，用以來瞭解並分析範圍廣泛的法律問題。

第一項　理性與自利：

所謂「理性」係指經濟個體在遇到問題面臨決擇時，將蒐集相關資訊並透過思索的過程提出各種可行方案，以進行決策；而「自利」則指經濟個體依據自己所欲追求的目標，做出最有利於己的決定（即追求最大化目標），因此，經濟個體具有理性與自利動機，係指將蒐集相關資訊提出各種可行方案並依據本身所定之目標，作成「最大化理性決策」。

第二項　成本效益分析：

經濟理論係假設經濟個體是以人是理性、自利為前提，來探討人的行為，是故「理性人」在做決策時，必以「成本與效益」為評量的準則，即在評估效益大於成本時，始採取行動執行任務[9]。換言之，在不同可行方案中，以即將投入之成本與其可得到之效益，為各種方案之良窳的比較方法即為「成本效益分析法」，以追求「最大化理性決策」。

在經濟學之「成本」概念通常是指「機會成本」（Opportunity Cost），故所謂「成本」除包括「外顯成本」（Explicit Cost）外亦包括「隱藏成本」（Implicit Cost），惟不包括「沈沒成本」（Sunk Cost）；而「效益」的概念不僅包括所有直接的效益（增加的生產物以及所得），尚應包括間接的效益（由直接效益所導出的第二次效益），且對於無法以貨幣表示的無形效益（如：方案執行之彈性及負面影響之大小）亦包括在內。

綜上所述可知，所謂「最大化理性決策」，係指經濟個體對面臨問題處理方式，係透過資訊蒐集及擬具各種可行方案，並透過「成本與效益」分析方式，依據本身所訂之目標，找出最佳方案之策程過程，亦即本文後續分析之主要依據。

第三項　效率市場假說：

效率市場假說（Efficient Market Hypothesis；EMH）假設如下：

一、投資者是理性的，因此能理性的評價證券價格：

投資者是理性的，所以他們會用證券的基本價值來評價證券價格，所謂的基本價值是指以風險為折價因子，未來現金流量的淨現值。由於理性的投

資人具有學習的能力並且能夠迅速的做出反應，所以證券價格能夠立刻整合相關的資訊，且價格的調整必然會符合新的金流量的淨現值。

二、即使有些投資者是不理性的，但由於他們的交易是隨機的，所以能消除彼此對價格的影響：

效率市場假設並不僅僅建立在投資者是理性的這個假設下，在某些情況下，即使市場上存在者一些非理性的投資人，市場價格仍然可能是效率的，因為若市場大部分的投資人是非理性的，但由於他們的交易行為是隨機的，所以會彼此抵銷掉對市場價格的影響力，如此一來受影響的只是多了許多的市場交易量，但市場價格依然是有效率的。

三、若部分投資者有相同的不理性行為，市場仍可利用「套利」機制使價格回復理性價格：

雖然在某些情況下非理性的投資人會有相同的投資行為，但效率市場假設認為藉由套利的力量，市場價格仍會回歸其基本價值。尤其若將時間拉長來看，由於不理性的投資者買進價格高估的證券，賣出價格低估的證券，所以報酬率明顯不如被動的投資人與套利者，如此一直賠錢的結果自然而然會成為被淘汰的一群。

總括而言，效率市場假說係認為「人是理性的」，且人們（亦即經濟個體）會蒐集相關資訊並擬具各種可行方案，並透過「成本與效益」分析方式，在「自利動機」驅使下，依據本身所訂之目標，以「最大化理性決策」觀點從事股票買賣。因此「股價會反應所有的相關資訊」，即使「股價偏離基本價值，也是因為資訊的不對稱或資訊的解讀短時間內的差異所致」，不論如何，隨著時間的經過，投資人對資訊的取得越來越完全（公開訊息），且投資人也會藉由學習而正確的解讀相關資訊，因此股價必定會回歸基本價值，所以價格的偏離是短期的現象。

第四項　市場失靈：

所謂「市場失靈」（Market Failure）係指市場存在「獨佔」（Monopoly）、「外部性」（Externalities）、「公共財」（Public Goods）與「資訊不對稱」（Information Asymmetry）等情形，使得市場機構無法有效發揮，以致無法達成最適配置之情形。

所謂「資訊不對稱」，係指交易一方擁有另一方所不知道的資訊（如：借款人未完全告知銀行之償債能力及意願等），依溫麗琪所譯「法律經濟學」指出，美國經濟學者George Akerlof於一九七〇年發表一篇名為「檸檬市場」的論文，指出在二手車市場上，出現「逆選擇或惡性選擇」（Adverse Selection）現象，亦即資訊較少的一方（買方）懷疑對手欺瞞，於是向下殺價，致使品質較佳的商品逐漸在市場上消失。更有甚者，當市場資訊相當不完整時，即使有人想買，有人想賣，仍然不會有交易發生（即市場不存在）。

由於金融市場（Financial Market）有別於其他商品市場（Merchandisable Market），投資人（商品買方）無法直接檢視商品之品質，僅能透過取得之「資訊」為基礎，依據前揭「最大化理性決策」過程而作成交易決定。因此，就「金融市場」而言，「資訊不對稱」因素對於市場機能之影響，顯大於前揭「獨佔」等三項因素，因此，本文即以「資訊不對稱」乙項予以探討。

第五項　本章結論：

為利本文後續推論，本章所提之經濟學理論，係假設經濟個體係具有理性與自利動機，並對於問題處理方式，係透過資訊蒐集及擬具各種可行方案，並透過「成本與效益」分析方式，在「自利動機」驅使下，依據本身所訂之目標從事「最大化理性決策」，在買賣雙方「資訊對稱」下，依據「效率市場假說」之推論，股價自然會反應所有相關資訊，而達成最適效率。

參 金融市場監督與管理之法律經濟分析

第一節　金融市場之意涵與管理原則：

第一項　金融市場種類：

經濟社會中，為使閒置資金有效利用，故建立金融市場，其功能在使資金供給者（剩餘單位）窖藏的儲蓄性資金，能流向資金需求者（赤字單位），依貨幣銀行學之分類，其資金融通方式，可分為「直接金融」（Direct Financing）與「間接金融」（Indirect Financing）二種。前者係指資金供需雙方藉由股票、債券或其他有價證券等金融工具，將資金由供給之一方「直接移轉」予需求者，即資金供給者藉由買入有價證券而貸出資金，而資金需求者藉由發行有價證券而借入資金；而「間接金融」係由資金供給者將剩餘資金存入貨幣儲貸機構（如：商業銀行、中華郵政公司等），再由這些貨幣儲貸機構將剩餘資金轉貸給資金需求者。

第二項　金融市場、金融機構與金融業務之關係：

「金融機構」（Financial Institutions）係屬「金融市場之仲介機構」（Financial Market Intermediaries；簡稱金融機構），基於「金融市場」可分「直接金融市場」與「間接金融市場」二種，故「金融機構」亦分為「直接金融機構」及「間接金融機構」二種。在國外，從事「直接金融業務」統稱「投資銀行業務」，其「金融機構」則稱「投資銀行」（Investment Bank）；反之，從事「間接金融業務」業務之「金融機構」則稱「貨幣儲貸機構」（Saving & Loan Monetary Institutions，以下簡稱「儲貸機構」），在我國法律架構下，則以「證（票）券公司」及「商業銀行」最具代表性。在貨幣銀行學上，傳統「儲貸機構」係經營存款及放款業務，其承作模式係以「吸收存款戶資金」並貸予「放款戶」，故其特色係由銀行本身吸收投資風險，不得將投資損失轉嫁予存款戶；反觀「直接金融業務」範圍，主要以「證券仲介買賣及相關業務」為主，其承作模式係透過「買賣證（票）券」業務之承作，扮演「金融仲介者」角色，其特色係透過證券出售方式，將

發行人經營風險轉嫁予投資人直接承担，證券公司本身則扮演資金供需之管道（二者比較詳表 1-1）。是故「金融機構」係透過「金融業務」之承作，使得「金融市場」發揮其功能，有關「金融市場、業務與機構」三者關係詳圖 1-1：

第三項　金融市場之經濟意涵與管理原則：

第一款　直接金融市場之經濟意涵與管理原則：

誠如本節第一項及第二項所述，「直接金融」係指資金供需雙方藉由股票、債券或其他有價證券等金融工具，將資金由供給之一方「直接移轉」予需求者，即資金供給者藉由買入有價證券而貸出資金，而資金需求者藉由發行有價證券而借入資金，是故「直接金融業務」之特色係透過證（票）券出售方式，將發行人經營風險轉嫁予投資人直接

表 1-1：直金融與間接金融比較表：

資料來源：本研究

	直　接　金　融	間　接　金　融
金融機構	投資銀行（證券商）	貨幣儲貸機構（商業銀行）
承作模式	買入發行人證券，並出售予投資人	「吸收存款戶資金」並貸予「放款戶」
業務特色	投資風險由「投資人承受」	投資風險「自行承受」不得轉嫁存款戶

圖 1-1：「金融市場」與「金融業務」關係圖

承担，證（票）券公司本身則扮演資金供需之管道，本身並未承担風險。

由於直接金融市場係透過「資訊公開揭露」方式，以減少市場參與者（如：發行人、投資人及證（票）券公司）資訊不對稱之問題，並由市場參與者取得相關資訊，依其「理性」決策模式進行交易而形成「價格」及「數量」（即交易金額）而發揮其「市場機能」（亦即「效率市場假説」主要內容）。因此，直接金融市場其經濟意涵即以「效率市場假説」為主要核心。

基於資訊之取得與揭露係需支付成本，在以效率市場假説為核心之架構下，是故直接金融市場管理原則，係以「成本與效益」觀點，致力達成「資訊公開」以減少資訊不對稱之情事，以求接近效率市場假設，透過市場機能運作自然達成最適效率。

第二款　間接金融市場之經濟意涵與管理原則：

誠如本節第一項及第二項所述，「間接金融」係由資金供給者（存款戶）將剩餘資金存入儲貸機構（如：商業銀行等），再由這些儲貸機構將剩餘資金轉貸給資金需求者（放款戶），是故「間接金融業務」之特色係由銀行本身吸收投資風險，不得將投資損失轉嫁予資金供給者。

由於間接金融市場係透過「儲貸機構」承作「間接金融業務」而取得「放款戶資訊」（如：「借款人People」、「資金用途Purpose」、「還款來源Payment」、「債權保障Protection」及「授信展望Perspective」等授信5P），雙方再依「理性」決策模式決定其授信條件（即放款利率（價格）、金額（數量）與還款方式），由於放款資訊、金額與價格之形成，並非以公開方式（市場）進行，故該筆交易資訊僅由雙方當事人（即銀行與放款戶）雙方知悉。

基於這些授信行為係由「放款戶」向「儲貸機構」借款，並未涉及「放款戶」向「社會大眾」借款，故前揭放款戶資訊、金額與價格並未公開予第三人，以致資訊透明程度較不如直接金融市場，惟為降低儲貸機構放款資訊之取得成本，故有金融聯合徵信中心之設立，以利儲貸機構間相互使用放款資訊，以達資訊規模經濟效果。

由於間接金融業務之運作模式，係透過「存款業務」之承作向「社會大眾」吸收資

金，並承作「放款業務」並將其資金貸予「放款戶」，其中放款業務如同前段所述，並未涉及向「社會大眾」吸收資金（借款），故未涉及放款資訊公開揭露的問題；另存款業務係「儲貸機構」公開向「社會大眾」吸收資金（如：依存款牌告利率吸收存款，其利率不得私下決定）。基於存款與放款並無「次級流通市場」，因此間接金融市場之管理原則，係著重於「儲貸機構」（金融機構）本身財務及業務健全性，而非市場之管理（因為存款及放款業務並無次級通流市場），並由主管機關統籌對儲貸機構予以監督與管理，以維持市場正常運作。

第二節　以法律經濟學分析金融管理法令可能衍生之問題：

就資金供需角度而言，直接與間接金融市場並非互斥而係相互影響，主要係資金供需雙方以「成本與效益」方式評估這些市場，以追求「最大化理性決策」。因此，以廠商（以下稱為「企業」）籌資角度而言，係可從直接及間接金融市場進行籌資，故本節以「成本與效益」、「最大化理性決策」及「資訊不對稱」為推論基礎，就企業籌資角度，探討直接與間接金融市場管理法令可能衍生之問題。

第一項　金融管理法令之經濟理論分析：

以企業籌資角度而言，其方式可採「舉債」或「增資」（指發行股票），由於企業向社會大眾籌資（如：發行公司債或股票），需依證券交易法第22條向主管機關申請核准（或申報生效），以成為「公開發行公司」方得辦理，且公司股票之流動性係屬證券交易所掛牌者為最，故本文所稱「上市企業」即指「上市公司」。

就上市公司（以下簡稱上市企業）而言，其籌資方案如下：

方案一：從「間接金融市場」向儲貸機構進行「借款」。

方案二：於「直接金融市場」向大眾發行「債券」。

方案三：於「直接金融市場」向大眾發行「股票」擴充資本。

基於企業係以「成本與效益」分析各籌資方案利弊，以做成「最大化理性決策」，故就「舉債」及「增資」方案予以討論。

第一款　借款與發行債券籌資方案之分析：

由於企業經營業務常面臨「產品市場」收入不確定之「營運風險」，是故籌資決策主要係考慮「資金運用之作業彈性」，以及「是否對公司產生負面效應」等非貨幣性效益，而非僅考慮「舉債成本」。因此，有關「儲貸機構借款」（即方案一）於「發行債券」（即方案二）之「成本與效益」分析如下：

一、成本分析：

就證券商與儲貸機構觀點而言，由於證券商承銷對象尚未包括「非公開發行公司」，其客戶範圍顯不如儲貸機構，造成證券商與儲貸機構雙方係屬競爭地位，故證券商對於信評佳之上市企業在「債券票面利率」之決定，常參考「儲貸機構放款利率」予以減碼；然對於未具信評上市企業，則考量吸引投資人購買，以致債券票面利率與放款利率差異不大。

二、效益分析：

基於借款之「資金使用情形及成效」無需對外公開，以及「本息支付方式」可採協議分期償還免對外列報逾期放款，可避免「外界立即得知」企業週轉不靈而一時無法支付本息，造成公司負面效應（如：股價下跌），故就單純舉債而言，無論企業信評優劣與否，「借款」之效益顯優於「發行債券」，有關二者之比較如下表2-1：

表 2-1：借款與發行債券之比較表

舉債方式	發　行　債　券	從　事　借　款
申請程序	應提供債券資金運用計畫分析並載明於申請書件及公開說明書。	應提供借款人、資金用途、還款來源、債權保障及授信展望等「授信 5P」 資料。
資金使用	1. 應每季申報前揭資金運用計畫執行情形，並於年報中記載 (如未達目標者，應說明原因)。 2. 資金運計畫變更程序： (1) 董事會決議修正並於二日內進行公告。 (2) 按季洽原主辦承銷商對變更後計畫資金及工程執行進度之合理性出具評估意見 (應包括實際與預計進度是否相符、進度未符原因及改進計畫合理性)，連同「公開發行公司發行公司債計畫及資金運用情形季報表」輸入「公開資訊觀測站」。 (3) 於年報中記載資金運用計畫執行情形 (如執行進度或效益未達目標者，應說明原因)。 (4) 編制發行公司債計畫變更相關事項一覽表，提報股東會追認。	1. 由儲貸機構持續更新前揭「授信 5P」內容。 2. 由儲貸機構定期作擔保品覆審及相關貸放後管理。
本息償還	任一期利息或本金無法支付，即視為違約。	1. 積欠本金或利息在未超過清償期三個月內，尚非屬「逾期放款」無需通報。 2 在符合一定條件下，可採「協議分期償還」方式，得免列報逾期放款。
作業彈性	1. 變更資金用途手續較複雜，且尚需對外申報資金計畫執行進度及未達進度理由，作業彈性小。 2. 本息需如期支付，以免公司產生負面效應，作業彈性小。 3. 編制發行公司債計畫變更相關事項一覽表，提報股東會追認。	1. 貸放後管理係儲貸機構負責，資金使用情形無需對外公開，作業彈性大。 2. 即使一時週轉不靈，亦可採「協議分期償還」免列報逾期放款，對公司負面效應小。
結論	1. 企業經營業務常面臨「產品市場」收入不確定之「營運風險」，因此對於籌資決策，主要係考慮「資金運用之作業彈性」，以及「是否對公司產生負面效應」，而非僅考慮「舉債成本」。 2. 基於借款之「資金使用情形及成效」無需對外公開，以及「本息支付方式」可採協議分期償還免列報逾期放款，對公司負面效應小，故就單純舉債而言，「借款」之效益顯優於「發行債券」。	

資料來源：發行人募集與發行有價證券處理準則第 9 條、公開發行公司年報應行記載事項準則、銀行資產評估損失準備提列及逾期放款催收款呆帳處理辦法。

三、成本與效益分析：

綜合上述分析，由於企業經營業務常面臨「產品市場」收入不確定之「營運風險」，是故籌資決策主要係考慮「資金運用之作業彈性」，以及「是否對公司產生負面效應」等非貨幣性效益，而非僅考慮「舉債成本」。因此，就信評較差之企業而言，「借款」之法令遵循成本顯大於「發行債券」，且前者效益亦優於後者，故就信評較差之上市企業，其「最大化理性籌資方式」，應向儲貸機構進行借款（即採方案一）。

反觀信評良好之企業，「借款」與「發行債券」之決策，則視投資個案之風險而定，若投資個案風險較低，即使揭露其資金運用成效，對企業股價影響有限，則「最大化理性籌資方式」係「發行債券」（即採方案二）；反之則採借款（即採方案一）。

借款與發行股票籌資方案之分析：

由於「股權」與「債權」特性截然不同，若採二擇一方式比較方案一（借款）與方案三（發行股票）之優劣，較難有一具體結論，惟「借款」具有「資金使用情形及成效無需對外公開」及「本息支付方式可採協議分期償還等方式，免對外列報逾期放款」等資訊不透明之特性（以下簡稱「放款戶資訊不透明」），是故上市企業可利用這些特質，從事「擴大籌資金額」之行為。例如：企業以儲貸機構借款取得之資金，利用子公司或第三人用於拉高其股票價格，以使證券商訂定較高之承銷價格，以利企業得以「相同股數」取得「更多資金」，即使事後失敗而造成企業一時轉週失靈（惟尚未發生倒閉），其借款亦得以種種方式免列報逾期放款，對公司負面效應較小。

第二項　以經濟理論分析金融管理法令所產生之問題：

依本節第一項所述，上市企業可選擇於直接金融市場發行有價證券，或於間接金融市場向儲貸機構進行借款，基於上市企業之「借款資金使用情形及成效」及「借款本

息支付情形」(如：是否有遲延支付本息或採協議分期償還等情形)並非強制揭露項目，形成上市企業與投資人產生「放款戶資訊不對稱」之情形，使得「股價」無法「立即反應」這些資訊，若程度嚴重者，將如同第二章第二節第四項所述，產生市場失靈或市場消失之情形。

依本節第一項所述上市企業決策過程，除可能發生以儲貸機構借款資金，提高股票市場承銷價格以擴大籌資金額外，將產生下列問題，使得「資訊不對稱」所造成之不良後果更加嚴重：

問題一、儲貸機構放款品質不佳並隱藏逾期放款：

上市企業信評不佳或從事高風險投資之案件，其倒帳風險較高，基於「放款戶資訊不透明」之特性，對公司股價之負面影響較小，故較偏好向儲貸機構借款，形成儲貸機構放款品質不佳，而且儲貸機構逾期放款比率過高，將影響本身聲譽(若上市櫃掛牌者則影響股價)亦影響申請新增業務，故常以協議償還方式免列報逾期放款，惟這些隱匿行為，使得企業發生倒閉，常造成投資人及儲貸機構重大損失，以致同時對直接與間接金融市場造成重大衝擊。

問題二、以借款從事炒作或掏空資產形成股市重大違法案件：

由於以假交易等方式掏空資產或炒作股市，係需要相當資金方得進行，基於發行股票或債券所取得之資金，尚需定期申報，且以這些資金從事違法交易尚需面對財報資料登載不實等刑責，而向儲貸機構借款取得之資金則無這些問題，顯無形中增加上市企業從事不法交易誘因。當其違法交易造成企業倒閉，即產生地雷股及逾期放款等問題。

第三項　以經濟理論說明「資訊公開」之重要性：

為進一步說明「資訊公開」以減少「資訊不對稱」之重要性，茲就本節第二項所述之問題一及問題二為例，闡明市場資訊公開如何解決這些問題，並於第四章以實際案

例佐證本章分析結果：

一、有關儲貸機構放款品質不佳並隱藏逾期放款：

儲貸機構若公開揭露上市企業相關放款資訊，其資金運用成效自然反應在股價上，減低企業之道德風險，亦間接保障銀行債權，即使企業投資失利，造成股價下跌，亦將產生第三人（如其他上市集團）併購之機會，自然透過市場機制取得其經營權，進而改善企業營運情形，故投資人及儲貸機構之損失反而較為有限，顯有助於減少逾期放款及股市不良效應；反之，若儲貸機構為避免以種種方式予以隱藏，將遲延第三人透過市場機制取得企業經營權之時機，造成企業問題更加嚴重，徒增投資人及儲貸機構損失。

二、有關炒作或掏空資產等股市重大違法案件：

基於儲貸機構係負責證券交易之資金移轉及帳務清算，且其違法交易之資金支付，亦透過儲貨機構存款帳戶進行，故儲貸機構對於上市放款戶資金用途，有一定程度之追蹤能力，若能公開揭露上市企業相關放款資訊，將提升企業以這些資金從事違法炒作或掏空資產之困難度，並縮短其不法行為之交易期間，降低投資人及儲貸機構之損失。

肆 法律經濟分析之實際案例－地雷股事件及博達案

第一節　地雷股事件：

第一項　地雷股發生原因及影響：

陳春山於「資本市場與企業法制改造的策略」一文，對於民國87至88年間地雷股發生原因及影響，有深入之分析，故本節引用其內容，作為法律經濟分析之基礎，依其研究結果，地雷股事件計國產汽車、國揚實業、東隆五金及順大裕等案；另企業財務危機事件，計漢陽集團、禾豐集團、聯蓬食品、新巨群集團、東隆五金、瑞聯集團、萬有紙業、擎碧建設、伯爵建設、國隆企業、三光吉米鹿、小美食品、台灣日光燈、美

式家具、安峰集團、宏福集團、廣三集團、隆州集團、長億集團、海山集團等20件，其成因、步驟及影響如下：

一、發生成因：

（一）企業主無經營誠信：因本業經營不善，欲圖賺取暴利而為財務交易取得資金，並炒作股市賺取資本利得。

（二）法規體系不夠健全：當時法令並未就企業間交叉持股、關係企業間之交易等資訊予以揭露，使金融機構授信時無法得知實際情況。

二、形成步驟：

（一）企業主以擴充業務為名，大量現金增資，即用以設立子公司，並經由子公司於證券市場買進母公司股票，以利企業主賺取資本利得。

（二）子公司就取得之股票向金融機構質押，並就取得資金持續拉高母公司股票，這些方式之優點在於，一旦股市不佳，則即負擔銀行利息即可，並避免採股票信用交易所衍生之擔保不足等問題。

（三）子公司向票券市場發行本票，而由票券公司加以承兑或保證，而於此過程中，母公司亦提供相當之擔保，並就取得資金持續拉高母公司股票，這些方式之優點同前。

（四）當企業主無法再以上述方式取得資金時，則最後利用股票信用交易取得資金，持續拉高母公司股票。

（五）當無法持續拉抬母公司股票時，一旦外力因素使股價下跌，母公司則無法償還其債務而倒閉，即發生地雷股事件。

三、對金融市場之影響：

（一）就直接金融（股票）市場而言，形成違約交割：

由於地雷股之企業，均涉及就該企業之股價炒作，其炒作之方式大多經由子公司為之，然因股市不振，維持股價困難，於最後無法支撐股

價時，只有大筆下單買進但無法交割，而形成證券商面臨違約交割而須補償下單之現象，並造成證券商相當損失。

（二）就間接金融市場而言，金融機構之逾放比例增加：

由於地雷股企業之財務槓桿都利用銀行等金融機構進行，譬如用公司資產為抵押，或利用子公司買回母公司股票之資產為抵押，或利用母公司對子公司之保證之行為，這些超額的財務槓桿，一旦企業發生財務危機，都會成為儲貸機構之逾期放款。

（三）造成資金供給者（存款人及投資人）信心危機：

由於地雷股事件導致一般善良之存款人與投資人，無法確知其所交易往來之銀行、票券商與證券商之財務結構是否穩健，再者，投資人亦無法確知地雷股公司之詳細財務狀況，此如同使存款人與投資人陷於黑暗之中，而不知如何保障其權益，如因此而導致存款人與投資人信心危機。

第二項　主管機關對於地雷股事件之處理措施：

有關企業主炒作市賺取資本利得，而涉及經營誠信部分，主管機關則以移送司法機關處理；另金管理法令未對企業間交叉持股、關係企業間之交易等資訊予以揭露部分，主管機關處理情形如下：

一、要求公開發行公司財務報告應揭露關係人交易，並請會計師注意這些公司是否確實辦理：

主管機關於88年3月31日發布（八八）台財證（六）字第〇一四〇四號函，要求公開發行公司財務報告應依財務會計準則公報第六號「關係人交易之揭露」辦理，並要求會計師於查核時應注意公開發行公司是否確實辦理。

二、將關係人交易、資金貸與他人及為他人背書保證等，列入上市（櫃）公司財務報告之審閱項目：

主管機關於88年5月10以（八八）台財證（六）字第四〇五一三及四〇

五一三之一號函，核備臺灣證券交易所股份有限公司及財團法人證券櫃檯買賣中心之上市及上櫃公司財務報告作業程序，將「關係人交易是否有異常情事」、「資金貸與他人」及「為他人背書保證」，列入財務報告審閱之項目。

第三項　以地雷股案例佐證經濟理論之分析結果：

如同第二章第二節第五項所述，經濟理論係假設經濟個體係具有理性與自利動機，並對於問題處理方式，係透過資訊蒐集及擬具各種可行方案，並透過「成本與效益」分析方式，在「自利動機」驅使下，依據本身所訂之目標從事「最大化理性決策」，在買賣雙方「資訊對稱」下，依據「效率市場假說」之推論，股價自然會反應所有相關資訊，而達成最適效率，故本項即以地雷股案例，佐證這些經濟理論是否相符，並就主管機關之處理結果予以評析。

第一款　以地雷股案例佐證經濟理論之分析結果：

本案發生地雷股之公司，陳春山認為係「捨本業而追求金錢遊戲」[10]，惟從「理性與自利」觀點而言，這些公司多屬傳統產業（如：食品業、五金業及傢俱業等），其本業獲利有限，且當時金融風暴未發生前，股市獲利相當可觀，在「自利動機」驅使下，自然會考慮「追求金錢遊戲」之「成本與效益」，基於當時法令並未要求揭露「關係人交易」以及「放款戶資訊不透明」等因素，使得上市企業與投資人產生「資訊不對稱」，使得「追求金錢遊戲」之成本與效益顯大於「本業」，故其「最大化理性決策」自然為「捨本業而追求金錢遊戲」。

此外，陳春山認為地雷股事件係向儲貸機構以股票質押借款之資金，炒作母公司股票，其優點在於，一旦股市不佳，則即負擔銀行利息即可，以避免採股票信用交易之擔保不足等問題[11]，顯示第二章表2-1的「結論1」（有關放款資金作業彈性係為上市企業主要考量因素），在此得到佐證；另放款戶資訊不透明之特性，亦無形中增加上市企業不法交易誘因。

因此，在當時金融管理法令產生「資訊不對稱」之情形時，造成股價背離其合理價

格，自然造成違約交割、存款人及投資人信心危機等「市場失靈」之情況。

第二款　經濟理論評析主管機關處理措施：

雖然企業主利用資訊不對稱，作出「違背經營誠信」行為，社會大眾固然嗤之以鼻，惟經濟理論其巧妙之處，在於利用人們「自利動機」之驅使，透過市場機能運作而達成最適效率。因此，地雷股事件之解決方式，應從「資訊不對稱」之問題著手，以解決「市場失靈」之情況。

主機機關發布相關規定要求公開發行公司財務報告應予揭露，並請會計師督導落實，並列入上市（櫃）公司財務報告之審閱項目等措施，顯有利於減少「資訊不對稱」之情形，惟對於「放款戶資訊不透明」，仍未有效處理，故仍有可能發生「市場失靈」之情況，以下將以「博達案」予以說明。

第二節　博達案：

第一項　博達案發生之步驟：

有關民國92年間博達案其發生原因及處理情形，已公告於行政院金融監督管理委員會網站（94年5月5日最後更新資料），黃培琳與陳惠玲於「虛偽交易第一好手－博達」一文，有深入之分析，因此，本節即引用其內容，作為法律經濟學個案分析之基礎。

博達公司於88年12月18日上市掛牌後，股價一度達363元，嗣後股價下跌，公司經營階層疑為維護公司股價，一方面涉嫌透過虛增業績，美化財務報表；另一方面則進行財務操作，涉嫌透過國外交易安排套取公司資金，於交易市場從事不當交易，惟疑因操作不順利，而引發財務危機，其發生步驟如下：

一、博達公司自89年起陸續新增五大銷貨代理商，且銷貨比重逐年提高。該公司涉藉假銷貨虛增業績，並以不實之應收帳款向國外銀行融資獲取資金，虛飾財務狀況：

（一）博達公司於91年間為沖銷「假應收帳款」，就由該公司提供1千萬美元存入建華銀行松山分行作擔保（惟未於財報揭露），讓海外人頭客戶

Addie於建華租賃之海外子公司Grand Capital取得同額貸款，其後於同年9月又借入一筆，前揭二筆借款均匯入海外客戶Addie帳戶，再滙回博達公司，充當應收帳款收現，以沖銷前揭「假應收帳款」。

（二）海外人頭客戶North Asia於91年9月向法國興業銀行取得8千5百萬美元貸款（惟未於財報揭露），並匯至博達公司，「充當應收帳款收現」，博達公司以該筆存款，向菲律賓銀行購買法國興業銀行所發行之信用連結債券（簡稱CLN），且該CLN連結對象為海外人頭客戶North Asia，惟以存款購買CLN之交易未於財報揭露，故有「虛增銀行存款」。

二、博達公司於92年10月22日發行海外轉換公司債5千萬美元，並利用人頭認購人將ECB轉換成股票，於國內股票市場出售套得資金：

（一）人頭認購人Best Focus公司（簡稱B公司）認購4千萬美元及 Fernvale公司（簡稱F公司）認購1千萬美元，惟B公司之資金係由羅伯銀行（Rablbank）新加坡分行先貸款4千萬美元予B公司，再由B公司利用該筆資金認購博達公司發行之海外轉換公司債，博達公司復以該筆發行海外公司債所得款項回存至羅伯銀行新加坡分行，並訂有限制條款為B公司擔保；另F公司之情況亦同（其承作銀行為菲律賓首都銀行香港分行）。

（二）其後B公司與F公司於92年11月將轉換公司債轉換為博達公司普通股，並於市場賣出套得資金，但卻未清償其銀行借款，故銀行則以履行限制條款為由，解除博達公司之存款合約。

第二項　主管機關對於博達案之處理措施：

一、迅速展開行政調查懲處不法：

主管機關於博達弊案發生後，迅速展開行政調查，並於93年7月16日對外公布案情。且配合檢調單位提供相關案情資料，俾士林地檢署於93年10月24日對董事長、總經理、財務長、董事等31人起訴，其中對董事長具體求

刑20年及5億元罰金。

二、追懲專家責任：

主管機關已於93年7月15日對博達公司89年至92年之簽證會計師處以2年之停業處分，後續亦於93年12月29日對86年至88年之簽證會計師處以半年之停業處分，並對辦理博達公司申請上市及歷次籌資案之承銷商，處以警告處分。

三、保障投資人權益

金管會並督促財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心積極進行求償如下：

（一）對該公司董事、監察人等提起刑事附帶民事訴訟求償，及向法院聲請假扣押裁定。

（二）積極與主辦初次申請上市、歷次增資案之承銷商達成給付投資人損失7千8百餘萬元之協議。

（三）將繼續針對該公司、董事、監察人及會計師等應負賠償責任之人積極求償。

第三項　以博達案佐證經濟理論之分析結果：

有關本案經濟理論之佐證，同本章第一節第三項第一款之地雷股之佐證，擬不再述，茲就本案有關「放款戶資訊不透明」所產生資訊不對稱之情形，並以經濟理論評析主管機關處理措施。

第一款　以博達案佐證放款戶資訊不透明而產生資訊不對稱：

依本節第一項所述內容，似乎未提及博達公司以儲貸機構資金從事不法交易，惟從博達公司出事前之資產負債表，徑知該公司股東權益為76.63億元、銀行借款計47.57億元（長、短期借款分別為31.4億及16.17億元），基於股東權益係向大眾募資，

故其資金需按季對外申報資金使用情形及效益，而銀行借款則否，故就博達公司而言，將近4成（47.57/(47.57+76.63)=38.30%）之資金無需對外申報。因此，就制度層面而言，再次凸顯出「放款戶資訊不透明」（即第三章第二節第一項問題二所述內容），將產生企業與投資人「資訊不對稱」之問題。

博達科技股份有限公司
資 產 負 債 表

民國九十三年三月三十一日　　單位：新臺幣仟元

流動資產	$8,219,060	流動負債	$6,292,095
現金	$6,301,953	短期借款	$1,616,662
其他	1,720,073	其他	4,675,433
長期投資	4,194,970	長期借款	3,140,612
固定資產淨額	4,792,986	其他負債	261,472
無形及其他資產	150,316	負債合計	$9,694,179
		股東權益	$7,663,153
資產總計	$17,357,332	負債及股東權益合計	$17,357,332

資料來源：臺灣證券交易所

第二款　經濟理論評析主管機關處理措施：

主管機關對於博達案與地雷股事件之處理措施，最大差異在於主管機關對會計師之處分，其主要理由係會計師在查核財務報告上有重大缺失[12]。此外，許多對於博達案的研究，亦認為會計師未發現博達公司存款為人頭客戶作擔保，以利客戶向銀行借款，致使博達公司得以進行其違法行為，故提出許多財報分析技巧，以提早發現端倪，惟有下列事項值得注意：

一、自地雷股事件後，財務報告揭露內容已日趨完整，由87年至88年之地雷股或財務危機計20餘件，減少至92年間之博達及訊碟等2件類似重大事件，顯示主管機關強化公開資訊揭露，將可消除「資訊不對稱」之情形，透過市場機能運作，應可使博達等類似事件之傷害減至最低，故提升「市場資訊透明度」係屬主管機關日後之努力方向。

二、本次博達事件損失最大是散戶投資人，而法人投資機構（除博達之貸款銀行外）幾乎無損失[13]，顯示「法人投資機構」可能由財報資料，推知博達營運狀況有問題，紛紛出脫持股，而貸款銀行可能因下列原因，而無法規避這些事件之損失：

（一）銀行從事企業放款未能落實瞭解客戶（KYC; Know Your Customer）作業，以致對於資金用途、還款來源、授信展望等授信5P資訊及貸放後管理，徒具形式。

（二）銀行可能由財報資料，推知博達營運狀況有問題，惟放款本身無次級交易市場，以致銀行無法出脫放款部位。

三、已有研究指出，除非會計師追根究底要求儲貸機構提出書面資料，否則會計師以「函證」方式，較難驗證銀行存款之真實性[14]。由於上市企業與儲貸機構除有存款往來外，尚有放款及衍生性金融商品交易，因此，顯示會計師對於「儲貸機構與上市企業間交易」之資訊提供，有其先天上之限制。此一問題，將於第五章第二節第一項予以討論。

伍 討論－建立放款次級交易市場

第一節　提升市場透明度有助於增進市場運作效率：

如前所述，間接金融市場之管理原則，係著重於「儲貸機構」本身財務及業務健全性，而非市場之管理（因為存款及放款業務並無次級通流市場），故對於「放款戶資訊」（如：「借款人People」、「資金用途Purpose」、「還款來源Payment」、「債權保障Protection」及「授信展望Perspective」等授信5P），並未要求公開揭露，造成「放款戶資訊不透明」之情形。

上市企業可選擇於直接金融市場發行有價證券，及間接金融市場進行借款等方式籌資，造成直接與間接金融市場相互影響，又「放款戶資訊不透明」係造成上市企業與

投資人有「資訊不對稱」之情況，使得「股價」無法「立即反應」這些資訊，若程度嚴重者，將如同第二章第二節第四項所述，產生市場失靈或市場消失之情形。

因此，若能揭露「上市放款戶資訊」，顯有利於提升直接金融市場之資訊透明度，以消除「資訊不對稱」並增進市場運作效率。基於銀行法第48條第2項規定「銀行對於客戶放款資料，除其他法律另有規定外，應保守秘密」。故本節先以經濟理論闡明「揭露上市放款戶資訊」之合法性，並於第二節提出可行方案。

首先，就銀行法之立法目的而言，依據銀行法第1條，其立法目的係為「健全銀行業務經營」，基於第三章第二節第三項分析結果，揭露上市企業相關放款資訊，其資金運用成效自然反應在股價上，減低企業之道德風險，銀行債權自得確保，即使企業投資失利，亦減少其損失金額，顯有利於放款品質之提升，故有利於「健全銀行業務經營」。其次，就銀行法對客戶放款資訊保密而言，由於上市企業發行債券或借款，在法律性質上皆屬債權債務關係，基於證券交易法第36條規定，應揭露企業財務情形（包括負債內容），並應揭露公司債券之資金運用情形，故就債務觀點而言似無保密必要，得否依銀行法第48條但書（即依其他法律規定）準用證券交易法第36條規定予以公開揭露，似可成為未來解套方式之一。綜上分析，不難得知，上市放款戶資訊揭露，有其適法性及其必要性。

第二節　市場透明度之可能方案：

方案一：揭露「上市放款戶資訊」：

由於第四章第二節第三項第二款，指出會計師對於「儲貸機構與上市企業間交易」之資訊提供，有其先天上之限制，依溫麗琪所譯「法律經濟學」指出，美國法院已有以「經濟效率觀點」從事司法判決（即「最低成本之當事人，應負損失賠償責任」），故本項即以「提供資訊成本」（包括時效性之非貨幣成本）為出發點，討論在「經濟效率下」，應由何者負起揭露「上市放款戶資訊」之責任。

依銀行法第29條規定，存款及國內外匯兌（即資金撥付）業務係屬銀行專屬業務，且銀行從事放款時即擁有放款戶相關資訊，此外，放款之後續「資金撥付」至借款人或

第三人之「存款帳戶」，可透過存款部門取得上市放款戶資金流向，故儲貸機構對於放款資金用途之追蹤，有一定程度之專業能力；反觀會計師或律師尚需透過「函證」方式，從儲貸機構取得相關資訊。因此，無論就資訊完整度、資訊品質與取得時效等方面，儲貸機構所提供之成本效益顯優於會計師及律師。因此，以「經濟效率觀點」應要求「儲貸機構」揭露「上市放款戶資訊」，並比照「公司債揭露內容」定期申報。

此外，由「儲貸機構」揭露「上市放款戶資訊」，除增加其作業成本為其負面影響外，尚有下列優點：

一、銀行法令係規定，儲貸機構應定期作擔保品覆審及相關貸放後管理，故儲貸機構可透過「上市放款戶資訊」揭露作業，同時落實前揭擔保品覆審及貸放後管理之規定，利於銀行監理。

二、儲貸機構過「上市放款戶資訊」揭露作業，瞭解放款客戶之資金運用情形，落實瞭解客戶（Know Your Customer）作業，增加客戶服務機會。

方案二：國外提升透明度方式－建立「放款次級交易市場」：

經濟理論其巧妙之處，在於利用人們「自利動機」之驅使，並透過市場機能運作而達成最適效率，在美國及拿加大已建立「放款次級交易市場」，並成為資本市場一部分，基於美國全國證券商公會（簡稱NASD）對債券市場之管理經驗，顯示「市場資訊透明度之提升，將有助於增加其流動性」[15]。因此，從經濟理論觀點，建立放款次級交易市場有下列優點：

一、就間接金融市場而言：

（一）移轉「儲貸機構授信風險」：

如同證券商自行買賣公司債，透過出售公司債予他人之方式，儲貸機構將放款持有風險（如：信用風險）移轉至第三人，以減低其風險。

（二）提升「儲貸機構授信透明度」：

基於放款得於次級市場流通，性質上形同公司債，故這些放款應由「銀行簿」移至「交易簿」，並應依我國財務會計準則公報，採公平價值

法評價，因此，放款之信用風險及市場風險得透過這些會計處理，顯示於財務報表上，顯有提升儲貸機構授信之透明度。

（三）增加「儲貸機構業務範圍」：

如同公司債經紀及自營之次級交易市場業務，隨著「放款次級交易市場」之建立，放款之經紀及自營業務衍然而生，增加儲貸機構業務範圍，並提升儲貸機構揭露「上市放款戶資訊」之自利動機。

二、就直接金融市場而言：

（一）提升「放款戶資訊透明度」：

如同第三章第一節第三項第一款所述，直接金融市場其經濟意涵即以「效率市場假說」為主要核心，首重「資訊公開揭露」，而放款與債券皆屬債權，故「放款次級交易市場」自比照「債券市場」運作方式揭露相關資訊，顯有利於提升放款戶資訊透明度。

（二）提升「債權金融商品價值之正確度」：

在相同債務條件下，若同一上市企業之債權金融商品（包括放款及公司債）應不具價格齊一性，則可透過放款市場與債券市場之套利交易，使得其價格趨於一致，故建立「放款次級交易市場」顯有利於「債券次級交易市場」進行跨市場套利交易，以提升債權金融商品價值之正確度。

（三）提升「金融市場運作機能」：

就上市企業而言，無論於直接或間接金融市場進行籌資，皆有一透明之次級交易市場，將可產生下列正面效益，使得市場運作機能得以提升：

一、隨著放款戶資訊不對稱之消失，股票及債券市場更能反應相關資訊，有利於降低「市場失靈」之情事。

二、鑑於美國NASD對債券市場之管理經驗，市場資訊透明度之提升，將有助於增加其流動性，故可增加金融市場深度與廣度，提升金融市場運作機能。

陸 結論

第一節　地雷股與博達事件之啟示：

直接與間接金融市場管理法令之研擬，分別由證券期貨局及銀行局所草擬，又直接金融市場之管理，係著重於「資訊公開揭露」，而間接金融市場並無存在一次級通流市場，故其管理重點在於「儲貸機構」本身財務及業務健全性，故這些機關對於金融市場監督與管理思維，存在一定程度之差異。

由於上市企業於直接與間接金融市場之籌資決策，係為直、間接金融市場互動主因，故本文以「法律經濟分析」探討地雷股與博達事件形成原因並提出解決之道，發現下列有趣且重要之結論：

一、直接金融市場之地雷股及博達案等市場失靈現象，係起因於間接金融市場放款戶資訊較不透明；而前述直接金融市場失靈事件，其結果係造成間接金融市場逾期放款之產生原因。

二、有效解決前述直接金融市場失靈事件，係由間接金融市場之儲貸機構提供放款戶資訊而非會計師；而前述間接金融市場逾期放款解決之道，係於直接金融市場建立放款次級交易市場。

三、因此，無論就證券期貨局或銀行局單方採取片面措施，顯難根本解決前揭直接與間接金融市場相互連動之問題。

此外，法律經濟分析係從「經濟個體理性與自利」角度，探討市場參與者（資金供需雙方及金融中介機構）之決策模式，對於金融市場問題之形成原因及金融措施之效果，有較為全面性之分析。因此，未來金融管理法令之制定，應考慮市場參與者決策模式及直接與間接金融市場二者相互影響等因素，並以法律經濟分析方式，以事先瞭解金融措施之經濟效果。

第二節　未來金融市場努力之方向：

自地雷股事件後，財務報告揭露內容已日趨完整，由87年至88年之地雷股或財務危機計20餘件，減少至92年間之博達及訊碟等2件類似重大事件，顯示強化公開資訊揭露，將可消除「資訊不對稱」之情形，減低市場失靈情況之發生；此外，由博達事件可知，若「散戶投資人」財報分析能力與「法人投資機構」相同，將可消除「資訊不對稱」之情形，透過市場機能運作，應可使博達事件之傷害減至最低，而且市場資訊透明度之提升，將有助於增加其流動性，亦有利於提升金融市場深度與廣度，故提升「市場資訊透明度」係值得主管機關日後努力之方向。

基於「儲貸機構與上市企業間交易」資訊範圍，除「放款」外亦包括「店頭衍生性金融商品」等交易，且由博達事件亦顯示「透過店頭衍生性金融商品交易」，可達到「資金貸與他人」之效果，基於「店頭衍生性金融商品」並無「次級交易市場」，亦有類似「放款戶資訊不透明」之情形，是否可比照本文建議之「提升市場透明度方案」予以解決，亦是主管機關未來規劃方向之一。

註釋

1. 詳中文參考資料一第三十八頁。
2. 詳英文參考資料一第六頁。
3. 詳中文參考資料二封面題語、第一章第三頁及推薦序一第一頁。
4. 詳英文參考資料一第三頁。
5. 詳中文參考資料三第九頁。
6. 詳中文參考資料五第二〇八頁及二一〇頁。
7. 同上註解。
8. 詳中文參考資料十第十二頁至十四頁。
9. 詳英文參考資料四第十七頁。
10. 詳中文參考資料四第三十頁及第三十一頁。
11. 同上註解。
12. 詳中文參考資料八第三十二頁及第三十三頁。
13. 同上註解。

14. 詳中文參考資料六第九十九頁、參考資料七第八十九頁。
15. 有關「放款次級交易市場」（Secondary Loan Market）資料可由加拿大銀行協會網站下載；另美國NASD 管理債券市場之經驗，詳英文參考資料五，第四頁及第五頁。

參考資料

中文部分：

一、謝哲勝，「法律經濟學基礎理論之研究」，中正大學法學集刊，二〇〇一年四月，第三十七頁至第六十頁。
二、溫麗琪譯，「法律經濟學」初版，華奉事業文化公司，二〇〇三年六月。
三、曾宛如，「證券交易法原理」二版，翰蘆圖書出版有限公司，二〇〇一年十二月。
四、陳春山，「資本市場與企業法制改造的策略」，經濟情勢暨評論第五卷第一期，一九九九年六月，第二十三頁至第五十頁。
五、參熊秉元，「法律的經濟分析：方法論上的幾點考慮」，臺大法學論叢第二十九卷第一期。
六、黃培琳、陳惠玲「虛偽交易第一好手－博達」，貨幣觀測與信用評等第五十六期，二〇〇五年十一月，第八十八頁至九十九頁。
七、狄雅傑，「博達案嚴重考驗金管會功能」，金管法令創刊號，二〇〇四年八月，第八十八頁至八十九頁。
八、鄭惠之，「博達案後醒思－加強企業內部治理健全外部監理機制」，會計研究月刊第二二五期，二〇〇四年八月，第二十八頁至三十七頁。
九、張則堯，「成本效益分析之實用可能性及其問題」，保險專刊，第三十五期，一九九四年三月。
十、卓俊雄，「由經濟觀點論股份收買請求權」，私立東海大學法律研究所碩士論文，九十二年五月。

英文部分：

一、Richard A Posner, “Economics Analysis of Law”,5th Edition, Aspen Law & Business（1988）
二、Ronald Coase, “The Problem of Social Cost”, 3 J Law & Econ 1（1960）
三、Guido Calabresi,“Some Thoughts on Risk Distribution and theLaw of Tort”, 70 Yale L J 499（1961）
四、Robert H Frank, “Microeconomics and Behavior”, 5th edition,Mcgraw-Hill /Irwin（2002）
五、Nick Bannister, “Trade Reporting and Compliance Engine （TRACE）”, 櫃檯買賣中心二〇〇六年「國際債券會議」（Gre Tai International Bond Market Conference）之簡報資料。

本期專欄

從大陸光大證券烏龍指事件看兩岸證券期貨內線交易規範之適用

台灣期貨交易所監視部經理 林黎華

壹 前言

「2013年8月16日11時05分，大陸光大證券在進行交易開放式指數基金（以下簡稱ETF）申贖套利交易時，因程式錯誤下錯單，為避免其損失之擴大，於未公開下錯單之訊息前，透過賣出「股指期貨」、賣出ETF對沖（hedge）風險，嗣經大陸證監會以違反證券法及期貨交易管理條例「內幕交易」（內線交易）之規定，對光大證券及其相關人員處以嚴厲之行政處分，該案例是大陸首件期貨交易之「內幕交易」案件，相關訴訟亦引發廣泛的爭議，爰引發本文研究之動機。

本文擬針對光大證券烏龍指事件之始末作一瞭解，並分析其相關爭議，再就兩岸證券期貨內線交易管理法令進行比較，最後則以光大證券烏龍指事件若發生在台灣為例，分析我國證券交易法及期貨交易法適用之可能性，最後則提出本文之結論與建議。

貳 光大證券烏龍指事件

一、光大證券烏龍指事件之始末

2013年8月16日11時05分，光大證券在進行交易開放式指數基金申贖套利交易時，因程式錯誤，其所使用的策略交易系統以人民（下同）234億元的鉅額資金申購「180 ETF」成份股，實際成交72.7億元，一般稱為「烏龍指事件」[1]。

經估算「180 ETF」與滬深300指數，在2013年1月4日至8月21日期間的相關係數達99.82%，即鉅額申購和成交「180 ETF」成份股對「滬深300指數」、「180

ETF」、「50 ETF」與「股指期貨」合約價格均產生重大影響。同時，鉅額申購和成交可能對投資者判斷產生重大影響，從而對「滬深300指數」、「180 ETF」、「50 ETF」以及「股指期貨」合約價格產生重大影響。上述「內幕資訊」（重大訊息，指烏龍指事件）自2013年8月16日11時05分交易時產生，惟至當日14時22分光大證券發布公告時始公開。

2013年8月16日11時40分前，光大證券徐浩明召集楊赤忠、沈詩光和楊劍波開會，達成透過賣出股指期貨、賣出ETF對沖風險的意見，並由楊劍波負責實施，故光大證券知悉內幕資訊的時間，不晚於2013年8月16日11時40分。

2013年8月16日13時，光大證券稱因重大事項停牌，當日14時22分，光大證券始對外發佈公告，稱「公司策略投資部自營業務在使用其獨立套利系統時出現問題」，但在當日13時開市後，光大證券即透過賣出「股指期貨」、賣出ETF對沖風險，至14時22分，賣出「股指期貨」IF1309、IF1312合約共計6,240張，契約價值43.8億元，獲利74,143,471.45元；賣出「180 ETF」共計2.63億份，價值1.35億元，賣出「50 ETF」共計6.89億份，價值12.8億元，合計規避損失13,070,806.63元。

光大證券2013年8月16日下午將所持股票轉換為「180 ETF」和「50 ETF」以及賣出的行為，與2013年8月16日下午賣出「股指期貨」IF1309、IF1312合約共計6,240張的行為構成「內幕交易」。

二、大陸證監會之處置

大陸證監會原認定，收盤前25分鐘內，光大的對沖交易不被認定為內幕交易，因為這段時間內是由交易員完成的。但經瞭解後發現公司查明原因後經集體決策，午盤開盤後至其公開揭露原因已查清原因前的這段時間，繼續所作的賣出交易，屬於內幕交易[2]，故對光大證券及相關人員作成行政處分在案。

大陸證監會認定光大證券2013年8月16日之異常交易行為已經構成內幕交易、信息誤導、違反證券公司內控管理規定等多項違法、違規行為，同時指出光大董秘回

應誤導公眾。證監會同時對相關四位相關決策責任人徐浩明、楊赤忠、沈詩光、楊劍波處以終身證券市場禁入的處罰，並沒收光大證券非法所得8,721萬元，並處以5倍罰款，共計5.23億元，為大陸證券史上最大罰單。另外，證監會停止了光大證券從事證券自營業務（固定收益證券除外），責令光大證券整改並處分有關責任人。[3]

三、內幕交易（內線交易）之爭議

大陸法界、實務界人士指出要把烏龍指事件定義為內幕交易（內線交易）事件，其中最重要的一點是要確定光大證券的錯單交易是否為內幕資訊，而此問題，各界看法並不盡一致。光大證券認為，內幕資訊是指標的證券本身的公司內部的相關資訊，例如公司併購重組、經營狀況變化等才算是內幕消息。但由於期貨市場，「期貨交易管理條例」除了公司資訊外，還界定了其他對期貨價格構成重大影響的未公開信息為內幕資訊，範圍更廣。光大證券交易的「股指期貨」屬於期貨的範疇，根據「期貨交易管理條例」規定，也可對內幕資訊進行認定。[4]

四、民事賠償案件

烏龍指事件受損之數百名投資人亦對光大證券等提起損害賠償之請求，刻正由大陸司法機關審理中。[5]但在最新的法庭審理過程中，光大證券辯論律師態度強硬，堅稱公司並沒有主觀過錯，完全是由系統錯誤引發的，不是光大證券故意為之，也不是有意操縱，且不存在內幕交易的行為。光大證券策略交易部前負責人楊建波則認為，公司透過「股指期貨」對沖的行為，均在上海交易所、中國金融期貨交易所知悉之下操作，其認為在國外，出現交易事故後，通過對沖手段減少損失，並不視為利用內幕資訊獲利。[6]

五、案中案

茲因本案光大證券楊劍波被大陸證監會處分，楊劍波怒告大陸證監會。據楊劍波的代理律師李江證實，該案已於2014年2月18日經北京市第一中級人民法院正式立

案。而楊劍波之所以對證監會提起訴訟，原因在於楊劍波認為中國證監會將2013年8月16日發生的光大烏龍指事件判罰為內幕交易的法律依據不足，為此要求中國證監會撤銷其做出的(2013)59號「行政處罰決定書」和(2013)20號「市場禁入決定書」有關證券市場終身禁入之處分。

楊劍波並不認同證監會的裁罰，其認為光大證券當天下午的交易是正常的對沖交易，而並非內幕交易，其理由為，一、上海交易所、上海證監局、中國金融期貨交易所對光大證券下午所進行的對沖操作事先知情，楊劍波已作過彙報，甚且中國金融期貨交易所熱線指導了光大證券的對沖操作。二、光大證券烏龍指事件發生後，有關媒體即進行了報導，因此有關烏龍指事件的消息不再構成內幕資訊。三、光大證券針對錯單交易採取的對沖措施，屬於基於市場中性策略型投資的交易原理進行的常規性必然性操作，不存在牟利的主觀目的。所以楊劍波認為光大證券8月16日下午所進行的交易只是對沖交易，而不是內幕交易。

雖然楊劍波認為當天下午的對沖交易已事先向上海交易所、證監局、中國金融期貨交易所方面作過彙報與溝通，而在這種情況下，楊劍波仍然被實施終身市場禁入，所以楊劍波覺得自己「被冤枉」了，但上海交易所、上海證監局、中國金融期貨交易所對於光大證券內幕交易的發生並沒有制止，甚至下指導棋，這其中是否應該承擔一定的責任確實是值得探討，然這似不能改變光大證券所進行的對沖交易屬於內幕交易的性質。[7]

參 兩岸證券期貨內線交易管理法令之比較

內線交易之保護客體為證券與期貨市場之正常管理秩序和其他投資者之合法權益，大陸與我國證券期貨市場規範之意旨相同，惟二者對於內線交易規範之實質內容仍有差異，謹就兩岸證券期貨內線交易法令構成要件與法律效果之內容比較說明如下：

一、大陸

（一）證券法令

大陸國務院1993年頒布之「禁止證券欺詐行為暫行辦法」，對於內幕交易所指行為內涵、內幕資訊、重大訊息以及內幕人員亦作有定義。[8]而由於1998年發生亞洲金融風暴，這一事件使得大陸對金融風險的重視程度大大提高，而儘速通過證券法並於1999年生效開始實施。[9]

大陸證券法第七十五條規定：「I證券交易活動中，涉及公司的經營、財務或者對該公司證券的市場價格有重大影響的尚未公開的資訊，為內幕資訊。

II下列資訊皆屬內幕資訊：

（一）本法第六十七條第二款[10]所列重大事件；

（二）公司分配股利或者增資的計畫；

（三）公司股權結構的重大變化；

（四）公司債務擔保的重大變更；

（五）公司營業用主要資產的抵押、出售或者報廢一次超過該資產的百分之三十；

（六）公司的董事、監事、高級管理人員的行為可能依法承擔重大損害賠償責任；

（七）上市公司收購的有關方案；

（八）國務院證券監督管理機構認定的對證券交易價格有顯著影響的其他重要資訊。[11]

III第一百七十九條國務院證券監督管理機構在對證券市場實施監督管理中履行下列職責：

（一）依法制定有關證券市場監督管理的規章、規則，並依法行使審批或者核准權；

（二）依法對證券的發行、上市、交易、登記、存管、結算，進行監督管理；

（三）依法對證券發行人、上市公司、證券公司、證券投資基金管理公司、證券服

務機構、證券交易所、證券登記結算機構的證券業務活動，進行監督管理；

（四）依法制定從事證券業務人員的資格標準和行為準則，並監督實施；

（五）依法監督檢查證券發行、上市和交易的資訊公開情況；

（六）依法對證券業協會的活動進行指導和監督；

（七）依法對違反證券市場監督管理法律、行政法規的行為進行查處；

（八）法律、行政法規規定的其他職責。

IV 國務院證券監督管理機構可以和其他國家或者地區的證券監督管理機構建立監督管理合作機制，實施跨境監督管理。

V 第一百八十六條國務院證券監督管理機構依法履行職責，發現證券違法行為涉嫌犯罪的，應當將案件移送司法機關處理。」

證券法第二百零二條規定：「證券交易內幕資訊的知情人或者非法獲取內幕資訊的人，在涉及證券的發行、交易或者其他對證券的價格有重大影響的資訊公開前，買賣該證券，或者洩露該資訊，或者建議他人買賣該證券的，責令依法處理非法持有的證券，沒收違法所得，並處以違法所得一倍以上五倍以下的罰款；沒有違法所得或者違法所得不足三萬元的，處以三萬元以上六十萬元以下的罰款。單位從事內幕交易的，還應當對直接負責的主管人員和其他直接責任人員給予警告，並處以三萬元以上三十萬元以下的罰款。證券監督管理機構工作人員進行內幕交易的，從重處罰。」。是故，證券法中之具體行為態樣則包括買賣相關證券（買賣型）、或洩漏內幕信息（洩漏型）或建議他人買賣相關證券（建議型）。

而大陸係於 2005 年修訂證券法第 202 條有關內線交易的行政處罰規定，在原有的沒收違法所得並處以違法所得一倍以上五倍以下的罰鍰基礎上增加「沒有違法所得或者違法所得不足 3 萬元以上 60 萬元以下罰鍰」的規定，該修正實際加大行政處罰的力度，並擴大了行政處罰的空間，以及提高刑事處罰的門檻與行政處罰的相互配合。[12]

另外為了配合其職權之行使，中國證券監督管理委員會依大陸證券及相關法律法

規定訂有「中國證券監督管理委員會凍結、查封實施辦法」，中國證券監督管理委員會及其派出機構依法履行職責、有權凍結、查封涉案當事人的違法資金、證券等涉案財產或者重要證據[13]，由此可見其行政機關具有廣泛的實質調查權。

（二）期貨交易管理條例

大陸期貨交易管理條例第八十五條規定:「本條例下列用語的含義：---（略）

（十一）內幕資訊，是指可能對期貨交易價格產生重大影響的尚未公開的資訊，包括：國務院期貨監督管理機構以及其他相關部門制定的對期貨交易價格可能發生重大影響的政策，期貨交易所做出的可能對期貨交易價格發生重大影響的決定，期貨交易所會員、客戶的資金和交易動向以及國務院期貨監督管理機構認定的對期貨交易價格有顯著影響的其他重要資訊。

（十二）內幕資訊的知情人員，是指由於其管理地位、監督地位或者職業地位，或者作為僱員、專業顧問履行職務，能夠接觸或者獲得內幕資訊的人員，包括：期貨交易所的管理人員以及其他由於任職可獲取內幕資訊的從業人員，國務院期貨監督管理機構和其他有關部門的工作人員以及國務院期貨監督管理機構規定的其他人員。」

第七十三條規定：「期貨交易內幕資訊的知情人或者非法獲取期貨交易內幕資訊的人，在對期貨交易價格有重大影響的資訊尚未公開前，利用內幕資訊從事期貨交易，或者向他人洩露內幕資訊，使他人利用內幕資訊進行期貨交易的，沒收違法所得，並處違法所得1倍以上5倍以下的罰款；沒有違法所得或者違法所得不滿10萬元的，處10萬元以上50萬元以下的罰款。單位從事內幕交易的，還應當對直接負責的主管人員和其他直接責任人員給予警告，並處3萬元以上30萬元以下的罰款。

國務院期貨監督管理機構、期貨交易所和期貨保證金安全存管監控機構的工作人員進行內幕交易的，從重處罰。」

（三）刑法

1. 刑法規範沿革及內容

大陸原對於內線交易原僅有行政罰之規定，1997年修正刑法始於第180條訂定相關規定，但最初亦僅對於證券內線交易有所規定，主要係因當時大陸期貨市場仍處於探索階段，國家的相關政策不是很明確，期貨犯罪難以明確界定，但隨著金融改革的深化，為了整頓金融秩序、防範金融風險，並增訂了行政處罰和行政處分之規定[14]，復於1999年修訂刑法時再增列有關期貨內線交易之規定，而其內容包括了「內幕交易罪」及「洩漏內幕信息罪」二種，學者亦有認其將性質不同的行為規範於同一條文，不甚妥適。[15]所以大陸證券期貨內線交易之體例均已包含買賣型、洩漏型及建議型三種。

現行大陸「刑法」第一百八十條第一款規定：「證券、期貨交易內幕資訊的知情人員或者非法獲取證券、期貨交易內幕資訊的人員，在涉及證券的發行，證券、期貨交易或者其他對證券、期貨交易價格有重大影響的資訊尚未公開前，買入或者賣出該證券，或者從事與該內幕資訊有關的期貨交易，或者洩露該資訊，或者明示、暗示他人從事上述交易活動，情節嚴重的，處五年以下有期徒刑或者拘役，並處或者單處違法所得一倍以上五倍以下罰金；情節特別嚴重的，處五年以上十年以下有期徒刑，並處違法所得一倍以上五倍以下罰金。

單位犯前款罪的，對單位判處罰金，並對其直接負責的主管人員和其他直接責任人員，處五年以下有期徒刑或者拘役。

內幕資訊、知情人員的範圍，依照法律、行政法規的規定確定。

證券交易所、期貨交易所、證券公司、期貨經紀公司、基金管理公司、商業銀行、保險公司等金融機構的從業人員以及有關監管部門或者行業協會的工作人員，利用因職務便利獲取的內幕資訊以外的其他未公開的資訊，違反規定，從事與該資訊相關的證券、期貨交易活動，或者明示、暗示他人從事相關交易活動，情節嚴重的，依照第一款的規定處罰。」[16]

證券交易內幕資訊的知情人員或者非法獲取證券交易內幕資訊的人員，在涉及證

券的發行、交易或者其他對證券的價格有重大影響的資訊尚未公開前，買入或者賣出該證券，或者洩露該資訊，情節嚴重的，處五年以下有期徒刑或者拘役，併處或者單處違法所得一倍以上五倍以下罰金；情節特別嚴重的，處五年以上十年以下有期徒刑，併處違法所得一倍以上五倍以下罰金。構成「內幕資訊」須具備兩個基本條件：（１）尚未公開；（２）對證券市場價格有重大影響，即「價格敏感」。同時，本罪根據情節輕重，規定了「兩檔刑」，即依其係「情節嚴重」或「情節特別嚴重」而有區別。[17]

依大陸文獻指出在一般情況下，情節輕重主要指多次進行內幕交易或者洩漏內幕消息；非法獲利數額鉅大；對證券、期貨交易秩序的正常進行造成嚴重危害等情形。如何認定行為之情節輕重程度，需要司法機關根據司法實踐及證券、期貨交易的實際情況作出司法解釋予以解決。具體而言，應依「補充規定」中有關內幕交易、洩漏內幕信息的追訴標準認定。

另補充規定第3條規定：「證券、期貨交易內幕信息的知情人員、單位或者非法獲取證券、期貨交易內幕信息的人員、單位，在涉及證券的發行，證券、期貨交易或者其他對證券、期貨交易價格有重大影響的信息尚未公開前，買入或賣出該證券，或者從事與該內幕信息有關的期貨交易，或者洩漏該信息，涉嫌下列情形之一的，應予追訴：１買入或賣出證券，或者洩漏內幕信息使他人買入或者賣出證券，成交數累計在50萬元以上的；2買入或賣出期貨合約，或者洩漏內幕信息使他人買入或者賣出期貨合約，占用保證金數額累計在30萬元以上的；３獲利或者避免損失數額累計在15萬元以上的；４多次進行內幕交易、洩漏內幕信息的；５有其他嚴重情節的」。[18]

大陸刑法有關證券期貨內線交易之規定，依現行大陸刑法第180條第1款規定：「證券、期貨交易內幕資訊的知情人員或者非法獲取證券、期貨交易內幕資訊的人員」，以及第3 款得由行政規定定之，似對於內部人採認廣義的概念，依大陸相關文獻有關法律規定則優先適用證券法第74條之規定、期貨交易管理條例第85條，相關條文內容已如前述，是故大陸法律對於證券內幕人員的界定不僅限於上市公司內部

人員，而實際上包括了有可能優先接觸公司內幕信息，且對於該信息負有不得私自洩漏或利用得利的其他人員，亦即對於內線交易人員之界定，關鍵不在於其是否為內部人員，而在於其是否能夠透過合法途逕接觸或獲得內幕信息，而期貨交易內線交易，大陸期貨交易法更強調禁止期貨管理機構、交易所等行政管理活動中接觸重大政策信息、期貨交易信息的人員從事相關期貨交易活動。[19]

2. 刑法同等適用證券與期貨內線交易之問題

中國大陸刑事立法與司法解釋，均將完全基於證券市場違法犯罪行為分析而形成的犯罪構成，不加修正地適用於侵犯期貨市場機制犯罪，顯然脫離了證券期貨犯罪刑法規範所區分性保護的市場本身的邏輯與現實。加之期貨、期權以及衍生性商品交易環節的內幕交易犯罪行為，相對於證券環節的同質行為而言，更難起訴，現有的金融交易法律規範體系的規範範圍過於狹窄，實難有效規範期貨以及衍生品市場中的內幕交易行為。籠統地建構金融市場刑法適用規則而未能形成獨立的期貨犯罪規範體系，其法律規範偏向性的實踐結果，實際上是顯而易見的。[20]

3. 司法行政解釋

中國最高人民法院、最高人民檢察院於2012年5月22日聯合發布「關於辦理內幕交易、洩露內幕資訊刑事案件具體應用法律若干問題的解釋」[21]，以下簡稱「內幕交易犯罪解釋」，對內幕資訊知情人員、非法獲取內幕資訊人員、內幕資訊敏感期、內幕交易、洩露內幕資訊定罪處罰標準等證券期貨犯罪刑法理論與實踐中長期存在爭議的刑法適用疑難問題進行了規定。是解決中國大陸內幕交易犯罪案件疑難問題的唯一正式解釋，不僅對於參與中國大陸資本市場的金融交易者起到了重要的規範指引作用，而且由於其規定的內幕交易犯罪刑法適用規則具有突出的創新性，研究「內幕交易犯罪解釋」對於豐富亞洲乃至全球的證券期貨犯罪刑法理論亦有重大意義。[22]

4. 期貨內線交易適用之探討

內幕交易的行為在大陸期貨市場發展的過程中大量存在（惟中國證監會近年來除光大證券案件外尚無有對期貨市場內幕交易的成案行為），尤其是期貨管理人員、期貨從業人員採取的各種形式直接或間接地參與內幕交易，長期以來，在大陸有關的期貨法規中對於期貨內幕交易行為的法律責任只能追究行政責任和民事責任，直到1999年國務院頒布的「期貨交易管理暫行條例」中才對內幕交易作了較為詳細的規定，並在刑法中對內幕交易行為規定了刑事責任。

在內幕交易罪的認定上，主要是看行為人是否為內幕信息的知情人員，以及他們是否為自己或他人的利益，有意利用或揭露內幕信息。在各國的立法例中，對於內幕信息的知情人員都有明確的認定標準。大陸「期貨交易管理暫行條例」中規定：期貨交易所的理事長、副理事長、總經理、副總經理等高級管理人員以及其他由於任職可獲取內幕信息的從業人員，中國證監會的工作人員和其他有關部門的工作人員以及中國證監會規定的其他人員。

至於如何認定行為人是否為自己或他人的利益，有意利用或揭露了內幕信息，是關係到行為人有罪與無罪的關鍵。內幕人員的正當的交易行為有以下兩種情形：其一，不知內幕信息的內幕人員所進行的法律所允許的期貨交易行為。此類內幕人員根本就不知道內幕信息。對於這種情況，由於缺乏內幕交易對象——內幕信息，因而很容易地與內幕交易行為區分開來；其二，知悉內幕信息的內幕人員所進行的期貨交易行為與其所知悉的內幕信息無關。此類內幕人員知悉內幕信息，但其所進行的交易行為並沒有利用其所知信息。對於第二種情況，由於內幕人員所知悉的內幕信息並未被內幕人員在期貨交易中加以利用，從而內幕信息也就不會對期貨市場價格產生影響，顯然，不具備內幕交易行為的特性。為了更好地區分上述情形，大陸亦認為有必要科學地掌握內幕交易行為的幾個基本構成要件，具體包括：(1)存在著期貨交易行為；(2)該交易行為係內幕人員或非內幕人員所為；(3)該交易行為利用了內幕人員合法持有或非內幕人員非法持有的內幕信息。[23]

二、我國

我國證券交易法及期貨交易法均有明文規定，與大陸規範體例不同，尚無行政罰之規定，而係於特別法中明文刑事責任，並非刑法，茲分述如下：

（一）證券交易法

證券交易法第157條之1：「I下列各款之人，實際知悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息時，在該消息明確後，未公開前或公開後十八小時內，不得對該公司之上市或在證券商營業處所買賣之股票或其他具有股權性質之有價證券，自行或以他人名義買入或賣出：

一、該公司之董事、監察人、經理人及依公司法第二十七條第一項規定受指定代表行使職務之自然人。

二、持有該公司之股份超過百分之十之股東。

三、基於職業或控制關係獲悉消息之人。

四、喪失前三款身分後，未滿六個月者。

五、從前四款所列之人獲悉消息之人。

II前項各款所定之人，實際知悉發行股票公司有重大影響其支付本息能力之消息時，在該消息明確後，未公開前或公開後十八小時內，不得對該公司之上市或在證券商營業處所買賣之非股權性質之公司債，自行或以他人名義賣出。

III違反第一項或前項規定者，對於當日善意從事相反買賣之人買入或賣出該證券之價格，與消息公開後十個營業日收盤平均價格之差額，負損害賠償責任；其情節重大者，法院得依善意從事相反買賣之人之請求，將賠償額提高至三倍；其情節輕微者，法院得減輕賠償金額。

IV第一項第五款之人，對於前項損害賠償，應與第一項第一款至第四款提供消息之人，負連帶賠償責任。但第一項第一款至第四款提供消息之人有正當理由相信消息已公開者，不負賠償責任。

V第一項所稱有重大影響其股票價格之消息，指涉及公司之財務、業務或該證券之市場供求、公開收購，其具體內容對其股票價格有重大影響，或對正當投資人之投資決定有重要影響之消息；其範圍及公開方式等相關事項之辦法，由主管機關定之。

VI第二項所定有重大影響其支付本息能力之消息，其範圍及公開方式等相關事項之辦法，由主管機關定之。

VII第二十二條之二第三項規定，於第一項第一款、第二款，準用之；其於身分喪失後未滿六個月者，亦同。第二十條第四項規定，於第三項從事相反買賣之人準用之。」又證券交易法第171條規定：「有下列情事之一者，處三年以上十年以下有期徒刑，得併科新臺幣一千萬元以上二億元以下罰金：

一、違反第二十條第一項、第二項、第一百五十五條第一項、第二項、第一百五十七條之一第一項或第二項（內線交易）規定。」。另主管機關亦依前揭規定之授權訂有「證券交易法第一百五十七條之一第五項及第六項重大消息範圍及其公開方式管理辦法」[24]。

（二）期貨交易法

期貨交易法第第107條規定，「I下列各款之人，直接或間接獲悉足以重大影響期貨交易價格之消息時，於該消息未公開前，不得自行或使他人從事與該消息有關之期貨或其相關現貨交易行為。但有正當理由相信該消息已公開者，不在此限：

一、期貨交易所、期貨結算機構、期貨業或期貨業同業公會或其他相關機構之董事、監察人、經理人、受雇人或受任人。

二、主管機關或其他目的事業主管機關之公職人員、受雇人或受任人。

三、前二款受任人之董事、監察人、經理人或受雇人。

四、從前三款所列之人獲悉消息之人。

II前項規定於董事、監察人之代表人準用之。」，且依同法第112條規定：「有下列情事之一者，處七年以下有期徒刑，得併科新臺幣三百萬元以下罰金：一~六：

略 。七、違反第一百零六條、第一百零七條（內線交易）或第一百零八條第一項之規定者。」。

（三）我國證券與期貨交易內線交易規範差異

我國證券與期貨交易內線交易刑事責任之規範，分訂於證券交易法與期貨交易法，惟二者對於內部人之界定有所不同。以我國證券交易法之規範而言，內部人主要包括該公司之董事、監察人、經理人、大股東；基於職業或控制關係獲悉消息者等；而以我國期貨交易法之規範而言，內部人包括期貨交易所、期貨結算機構、期貨業或期貨業同業公會或其他相關機構之董事、監察人、經理人、受僱人或受任人、主管機關或其他目的事業主管機關之公職人員、受僱人或受任人等。

證券與期貨市場對內線交易之內部人在明文列舉之部分有不同的界定主要原因在於二市場具有不同的特質，且其經濟功能與目的均有基本差異。在證券市場方面，由於證券價值與發行人內部消息關係密切，因此其內部人包括發行相關之董監經理人等。而就期貨交易而言，期貨契約係由期貨交易所提供期貨交易參與者移轉價格風險或價格發現之功能，並非標的商品之發行人為自己募集資金，亦非為自己參與交易之利益而建立市場，故期貨契約在設計上其價格受到諸多因素之影響，並非特定公司所能控制。[25] 雖然期貨交易法並未明文列舉發行公司之董事、監察人、經理人或受僱人係涵蓋在期貨交易法內線交易內部人之列，甚亦有部分業界人士因此誤認不在期貨交易法規範之範圍。

主管機關於開放股票期貨上市交易時，曾於民國 98 年 12 月 16 日以金管證期字第 0980064800 號函發布解釋，「期貨交易法施行細則第五條第一項明定期貨交易法第一百零七條第一項第一款所稱其他相關機構，指與期貨交易有關之現貨相關機構，包括股票期貨契約與股票選擇權契約之標的證券發行公司。」[26]。

三、兩岸規範差異分析

（一）體例差異

1. 大陸證券法及期貨交易管理條例對於內線交易僅訂定行政罰之規定，而對於刑事責任則規定於刑法；我國證券交易法與期資交易法對於違反內線交易並無訂定行政機關得處以行政罰之規定，而於證券交易法與期貨交易法中直接明定刑事責任。

採行單獨對證券期貨內幕交易進行規範之體例，大陸方面亦認為這是大陸人內幕交易立法的一個突出特點，在刑法之餘，透過行政法規和司法解釋等形式對刑法進行補充，從而形成了系列化的內幕交易法律體系。證券期貨交易內幕交易罪具有行政處罰與刑事處罰的雙重屬性，意味著量的不同與質的深化。行政處罰與刑事處罰的區別是非常明顯的，刑事追責不能僅依據行政處罰的規定，還要依據刑法的規定，但確定刑事責任應以行政處罰為前提。行政犯罪不同於一般的行政違法，其在違反行政法規的基礎，由於行政違法的量達到了嚴重危害社會的程度，觸犯了刑事法律，從而在本質上符合行政犯罪的要求，刑法在最終決定行政犯入罪與量刑方面起了作用。總體而言，大陸規範內幕的法律體系，與中國國情緊密結合，經數次修正後法律體系較為完善，內容明確具體，刑罰標準適當，接近國際較高標準[27]。

2. 大陸刑法內線交易罪包括洩漏內線消息罪之洩漏型，我國證券交易法及期貨交易法此部分並不包括，而視洩密之性質回歸適用商業秘密法及刑法之規定；至於建議型則視案件情形回歸刑法教唆犯規定處理。

3. 有關刑責的部分大陸視情節輕重決定是否予以處罰，而我國並無此要件，且因內線交易在我國並非最重本刑3 年以下有期徒刑之罪，與我國刑事訴訟法第253條第1 項之規定，檢察官認為以不起訴為適當，得為不起訴處分之要件亦有不合，併予說明。

（二）實質內容差異

1. 重大訊息：有關大陸重大訊息學者有認其刑法、證券法第75條、上市公司信息

披露管理辦法第30條、期貨交易管理條例第85條，認為大陸法律明確將價格敏感性作為內幕消息的法律要素。[28]而我國證券交易法對於重大訊息除列舉之規定，因仍有概括條款，解釋上仍有很大的空間，至於期貨交易則無任何法令、規則或解釋補充，典型不確定的法律概念，未來實務運作仍有諸多討論空間。

2. 公開：大陸刑法有關證券期貨內線交易實質上於條文上並未明文規定公開之定義，一般認為信息公開的標準有三個：(1)全國性的新聞媒介上公布該信息；(2)通過新聞發布會公開信息；(3)市場消化了該信息，即市場對該信息已作出反應。[29]惟學者認為消息公布後5日應可認市場已消化該信息，主要係因大陸證券法第45條規定，為上市公司出具審計報告、資產評估報告或者法律意見等文件的證券機構和人員，自接受上市公司委託之日起至上述文件公開後且5日內，不得買賣該種股票，並以該觀點認5日在法律程度上具有證券、期貨法令的規範性基礎，但亦有不同的看法[30]。我國證券交易法的部分目前明定18小時為公開，但期貨市場之部分亦無明文規定，解釋上似不以公開須達一定時間作為認定標準。

肆 光大證券烏龍指事件適用我國證券期貨內線交易可能性之分析

光大證券烏龍指事件有關內線交易爭執點即在於何種行為構成內線交易之「重大訊息」，證券市場與期貨市場規範有無不同，又重大消息未公開前所從事之「對沖交易」是否為內線交易行為，均有爭議，本文擬以光大證券烏龍指事件適用我國證券期貨內線交易可能性進行分析如下：

一、證券交易法

（一）重大訊息認定與揭露

依證券交易法第157條之1第5項之規定，第一項所稱有重大影響其股票價格之消息，指涉及公司之財務、業務或該證券之市場供求、公開收購，其具體內容對其股票價格有重大影響，或對正當投資人之投資決定有重要影響之消息；其範圍及公開方式等相關事項之辦法，由主管機關定之。

我國主管機關依前揭授權訂有證券交易法第一百五十七條之一第五項及第六項重大消息範圍及其公開方式管理辦法，依該辦法第2條至4 條觀之，條文所明文列舉之事項並不包括烏龍指下錯單之情事，惟因光大證券為上市公司，若因下錯單而會產生重大虧損，但依概括條款，對光大證券而言，解釋上亦屬對光大證券股票價格有重大影響，或對正當投資人之投資決定有重要影響之消息。

（二）內線交易之行為態樣

依我國證券交易法第157條之1第1項之規定，實際知悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息時，在該消息明確後，未公開前或公開後十八小時內，不得對該公司之上市或在證券商營業處所買賣之股票或其他具有股權性質之有價證券；依我國證券交易法第157條之1第2項之規定，實際知悉發行股票公司有重大影響其支付本息能力之消息時，在該消息明確後，未公開前或公開後十八小時內，不得對該公司之上市或在證券商營業處所買賣之非股權性質之公司債，其內線交易所進行之交易標的限於與光大證券公司之股票、其他具有股權性質之有價證券或非股權性質之公司債。

若公司內部人交易光大證券公司之股票、其他具有股權性質之有價證券，則有涉嫌內線交易之可能，惟本案光大證券係進行光大證券即通過賣出「股指期貨」、賣出ETF對沖風險，「股指期貨」似尚非光大證券具有股權性質之有價證券，所以應尚非屬證券內線交易之行為態樣，另ETF是否為具有股權性質之有價證券，現行證券交易法施行細則第11條規定，對於證券交易法第157條有關短線交易歸入權對於具有股權性質之其他有價證券所做之定義，則包括可轉換公司債、附認股權公司債、認股權憑證、認購（售）權證、股款繳納憑證、新股認購權利證書、新股權利證書、債券換股權利證

書及其他具有股權性質之有價證券，並不在明文列舉之具股權性質之有價證券之內。

至於非股權性質之公司債則須以影響該公司支付本息能力為限，蓋若光大證券鳥龍指下錯單產生鉅額虧損之情事，則仍須視其實際情形是否影響其支付能力，若不影響其支付能力時，則不與焉，併予說明。

（三）內部人

本案係光大證券自己本身於重大訊息未公開前從事交易，光大證券本身並非我國證券交易法第 157 條之 1 第 1 項所定之內部人，是否有證券交易法內線交易之適用尚有疑義。

依我國學者見，從健全市場及公平交易的觀點而言，公司如明知有利多消息而大量買回股票，雖然利益歸於公司所有，為全體股東所共享，惟對於賣出股票的投資人而言，並不公平；且所謂股東共享，持有股份愈多者，受益愈大，對大股東最為有利，也提供經營者內線交易的誘因，顯然與禁止內線交易與本旨相違。

惟就現行規定而言，公司本身既非證交法第 157 條之 1 第 1 項所規定的內部人，如何加以處罰？可否認為董事利用公司名義進行內線交易，因而董事應負刑責？由於買賣股票的資金係公司所有，且盈虧亦歸屬於公司，依證交法施行細則第 2 條規定，難以認定董事係利用公司名義買回股票，此外，在民事責任方面，證交所第 157 條之 1 第 2 項明定賠償義務人應對於「善意從事相反買賣之人」負損害賠償責任；由於買回股份者為公司，而董事並無買入股票，並非「相反買賣之人」，賣出股票之投資人亦無法向董事求償。釜底抽薪之計，應修法予以明定，並依證券交易法第 179 條：「法人違反本法之規定者，依本章各條之規定處罰其為行為之負責人」的規定，處罰行為的公司負責人[31]。故本文認為依罪刑法定主義，發行公司或上市櫃公司尚非內線交易之主體，應不在處罰之列，未來應修正明定為宜。

二、期貨交易法

（一）重大訊息認定與揭露

期貨交易法第107條第1 項規定之重大訊息係指直接或間接獲悉足以重大影響期貨交易價格之消息，惟期貨交易法之部分並未似證券交易法訂定子法補充解釋，鑑於該條文定義含括重大影響期貨交易價格之消息，內容範圍廣泛，光大證券烏龍指事件是否為影響期貨交易之重大訊息似有疑義，因為烏龍指事件本身如未進行期貨交易或期貨相關交易並不會影響期貨交易價格，反而其擬採行對沖策略才是影響期貨交易價格之直接原因，但或許就證券市場而言，因為光大證券為掛牌上市公司，烏龍指事件下錯單對光大會產生鉅額虧損，所以烏龍指事件應該是光大證券重大訊息。但實際期貨交易市場若採此廣義解釋直接或間接，則似任何訊息都可含射於內線交易之範圍，故本文認為採行對沖策略才是影響期貨交易價格的重要原因。

所以對於期貨市場而言，對沖策略才可能是直接影響期貨交易的重大訊息，烏龍指事件則是在採行對沖事件時影響期貨交易的間接訊息，依本事件光大證券為上市公司依證券法規有揭露之義務，適用「非公開即禁絕之原則」，而期貨市場對於有影響期貨交易價格的訊息任何人有公開或揭露的義務並無明確的規定，若為一般非上市櫃公司是否亦有揭露義務，解釋上如非上市櫃公司則無揭露義務，是否即如無內線交易之問題？還是只要是會重大影響期貨交易，沒有揭露一律均不得進行交易？惟若如此解釋內線交易之訊息是否會被無限制地擴張解釋亦一個問題。

（二）內線交易之行為態樣

光大證券烏龍指事件下錯單，為及時採取補救措施，交易員根據公司「策略交易部管理制度」中有關系統故障導致交易異常時應當進行對沖交易的規則，是故證券商下錯單採行對沖策略似為實務上常用之手法，但期貨交易法並不管是否為對沖交易作為適法性的認定，只要是從事期貨交易與其相關現貨的行為即構成期貨內線交易，本案光大證券係賣出股指期貨、賣出ETF，前者係期貨交易，後者係期貨相關的現貨交易，故其所從事交易行為態樣係所規範之對象。

（三）內部人

期貨交易法第107條規定第1項第1款，「期貨交易所、期貨結算機構、期貨業或期貨業同業公會或其他相關機構之董事、監察人、經理人、受僱人或受任人」，主管機關於開放股票期貨上市交易時，金管會亦曾函釋，「期貨交易法施行細則第五條第一項明定期貨交易法第一百零七條第一項第一款所稱其他相關機構，指與期貨交易有關之現貨相關機構，包括股票期貨契約與股票選擇權契約之標的證券發行公司。」，已如前述。

首先探討「上市櫃公司」是否全屬該條所指之其他相關機構？以及本案光大證券是否為本條所規範之範圍，概目前證券交易所或櫃檯買賣中心所掛牌之上市櫃股票，其標的並非全部是台灣期貨交易所股票期貨或選擇權之標的，所以假設光大證券是上市公司且其為股票期貨標的則似無疑義，但若其非股票期貨之標的公司，則光大證券內部人從事股票期貨是否構成內線交易則有疑義，何況原先將股票期貨標的公司之內部人納為期貨交易內線交易之內部人，主要是擔心渠等從事該公司為標的之股票期貨或選擇權交易，若本案之情節是賣出股指期貨，似非當時函釋解釋之範圍。

一個全集合的股指期貨商品而非個股時，是否會構成期貨內線交易，亦有疑問。苟若進行「股指期貨」之買進或賣出，亦會構成期貨之內線交易時，則其與個股會影響其價格之因素之認定有所不同，顯然其概念之相關訊息非常廣泛，各種重要財經政策、事件、經濟指標等均可能影響大盤指數，亦會影響股指期貨之交易，例如大戶課稅條款一公開造成股市大跌，此政策未公開前可能為一內線消息；甚或任何一個交易人之大額委託或對沖策略均會影響市場行情，例如：市場大戶或任一自營商胖手指事件，甚至某一家上市公司非股票期貨標的，其為重要權值股因其重大虧損會引發上下游產業全面下跌，甚至大盤重挫，是故期貨交易內線交易之訊息與其是否為股票期貨或選擇權標的公司或上市櫃公司，或者該訊息是否為影響該公司股價之重要訊息無必然關係，所以本文認為影響股指期貨或選擇權範圍很大，在從事股指期貨或選擇權何種訊

息是構成內線交易實值得探討，解釋範圍亦應在法可理解之範疇，以免無限上綱。

更何況期貨交易法之其他相關機構，指與期貨交易有關之現貨相關機構，包括股票期貨契約與股票選擇權契約之標的證券發行公司，是要解決股票期貨的問題，若是全集合的股價指數，誰又屬「其他相關機構」呢？從前述可能影響股指期貨訊息非常廣泛，而且顯然不一定股價期貨之標的公司，可能是是全集合股指數成分股之公司，甚至此以外之公司或其他機構，所以現行期貨交易法第107條「其他相關機構」之函令解釋，恐亦尚未考慮到其他情形。

或許以現行期貨交易法第107條期貨內線交易之構成要件並不明確，在不確定的法律概念下，各種「消息」或「其他相關機構」似均有解釋空間，但如採此廣大的範圍時，是否符合刑罰謙抑性思想？交易人又是否知其有義務不得進行交易呢？均值得深思。大陸期貨交易管理條例第八十五條認為「客戶資金與交易動向」均在內幕交易規範範圍，惟我國法雖未如此訂定，但所謂直接或間接獲悉足以重大影響期貨交易價格之消息，特別是「消息」之範圍可能很大，何者屬於個人交易資訊？又何者為企業之商業機密？何者應揭露或不得為？誰又是「其他相關機構」？均是問題，宜通盤檢討。

另公司之董事、經理人在重大消息未公開前，雖然未自己從事交易，但其以公司名義進行相關交易仍符合該條所指「使他人」從事與該消息有關之期貨或其他相關現貨交易之行為，併予說明。

伍 結論與建議

內線交易在證券市場與期貨市場均是維護市場秩序與交易公平之重要條文，惟因證券與期貨市場科技的演進與新交易行為之模式不斷推陳出新，光大證券因「烏龍指事件」於消息未公開前進行賣出「股指期貨」等商品而涉嫌違反內線交易之規定，經大陸證監會為嚴厲之處分，且為大陸首宗期貨交易內線交易之案件。事實上大陸證券期

貨內線交易於刑法規範於同一條文內，且視情節輕重而有不同之法律效果，在適用上易有爭議，且「烏龍指事件」是為重大訊息、標的公司本身是否為內線交易主體、對沖交易是否為內線交易等亦有爭議，故引發廣泛的討論。

我國期貨交易法內線交易之條文主要參考美國之規定，惟目前實務上尚未發現相關案例，而大陸期貨交易管理條例起草時主要雖係參考我國之立法例，惟依其國情酌作調整，二者體例、構成要件與法律效果均有所不同，而其中本國法目前並無行政罰之概念，蓋目前刑罰與行政罰之構成要件之認定有所不同，以行政罰舉證責任較寬，似較能扼止不法，鑑於歐美多有行政罰之概念，未來得考量修法時增列主管機關對內線交易採取行政罰之規定，另大陸主管機關得解釋內幕消息，我國個案似仍視待法院解釋，亦顯見大陸行政機關很大的裁量空間。

而以光大證券烏龍指事件適用我國證券期貨內線交易可能性之分析，亦發現無論在現行證券交易法或期貨交易法適用上均仍有一些爭議性問題存在，光大證券案是一個很好的案例，值得我們再審視國內相關規範的妥適性，以因應日新月異的不法行為。

註釋

1. 2013 年 8 月 16 日 9 點 41 分，光大證券資深交易員鄭東雲分析判斷 180ETF 出現套利機會，通過套利策略訂單生成系統發出第一組 180ETF 成分股的訂單合共 171 筆委託，委託金額不超過 200 萬元。由於其中三隻股票當天停牌，為確保套利策略的擬合度，10 點 13 分鄭東雲發出第二組買入訂單 102 筆委託，委託金額不超過 150 萬元。11 點 02 分鄭東雲發出了第三組買入 180ETF 成分股的訂單 177 筆，委託金額合計不超過 200 萬元。其中有 24 隻股票未成交，鄭東雲向程式設計師崔運釧請教，嘗試使用系統中的「重下」（重新下單）功能對未成交的股票自動補單，崔運釧在交易員電腦上演示按下「重下」按鈕後，系統顯示補單買入 24 隻股票被執行，但事實上程序實際執行的指令為「買入 24 組 ETF 一籃子股票」而非僅僅只是 24 隻。程序在沒有監控系統防止異常大筆交易的情況下，2 秒內瞬間生成 2 萬多筆委託訂單。其中 6413 筆委託直接發送到交易所，成交 72.7 億元人民幣。資料來源 http://zh.wikipedia.org/zh-tw/2013%E5%B9%B4%E5%85%89%E5%A4%A7%E4%B9%8C%E9%BE%99%E6%8C%87%E4%BA%8B%E4%BB%B6（latest visit 2014/10/26）。
2. 烏龍指對沖機制與內幕消息認定亟待規範，http://www.ccstock.cn/jrjg/quanshang/2014-08-16/A1408166363770.html（latest visit 2014/9/28）
3. 證監會認定光大證券 816 事件為內幕交易 罰款 5 億，資料來源 http://www.hellotw.com/business/tzlc/201308/

t20130830_870585.htm（latest visit 2014/9/28）；中國證監會行政處罰決定書（光大證券股份有限公司、徐浩明、楊赤忠等 5 名責任人），資料來源 http://big5.csrc.gov.cn/SuniT/www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306212/201311/t20131115_238363.htm（latest visit 2014/11/23）。

4. 鄭寶旭，聚焦光大證券訴訟證券交換以光大證券烏龍指名義，投資時報，2014-06-08，資料來源 http://www.bjlawcn.com/cn/newsView.asp?id=368（latest visit 2014/9/28）。
5. 光大證券 816“烏龍指”索賠案開庭，中證網，資料來源 http://finance.sina.com.cn/stock/t/20140805/194619920580.shtml（latest visit 2014/9/28）。
6. 烏龍指對沖機制與內幕消息認定亟待規範，http://www.ccstock.cn/jrjg/quanshang/2014-08-16/A1408166363770.html（latest visit 2014/9/28）。
7. 對沖交易不是錯，內幕交易才是罪，中國資本證券網，資料來源 http://big5.ce.cn/gate/big5/blog.ce.cn/html/92/107592-1856383.html（latest visit 2014/9/28）。
8. 第四條

本辦法所稱內幕交易包括下列行為：

（一）內幕人員利用內幕資訊買賣證券或者根據內幕資訊建議他人買賣證券；

（二）內幕人員向他人洩露內幕資訊，使他人利用該資訊進行內幕交易；

（三）非內幕人員通過不正當的手段或者其他途徑獲得內幕資訊，並根據該資訊買賣證券或者建議他人買賣證券；

（四）其他內幕交易行為。

第五條

本辦法所稱內幕資訊是指為內幕人員所知悉的、尚未公開的和可能影響證券市場價格的重大資訊。

前款所稱重大資訊包括：

（一）證券發行人（以下簡稱“發行人”）訂立重要合同，該合同可能對公司的資產、負債、權益和經營成果中的一項或者多項產生顯著影響；

（二）發行人的經營政策或者經營範圍發生重大變化；

（三）發行人發生重大的投資行為或者購置金額較大的長期資產的行為；

（四）發行人發生重大債務；

（五）發行人未能歸還到期重大債務的違約情況；

（六）發行人發生重大經營性或者非經營性虧損；

（七）發行人資產遭受重大損失；

（八）發行人的生產經營環境發生重大變化；

（九）可能對證券市場價格有顯著影響的國家政策變化；

（十）發行人的董事長、三分之一以上的董事或者總經理發生變動；

（十一）持有發行人百分之五以上的發行在外的普通股的股東，其持有該種股票的增減變化每達到該種股票發行在外總額的百分之二以上的事實；

（十二）發生人的分紅派息、增資擴股計畫；

（十三）涉及發行人的重大訴訟事項；

（十四）發行人進入破產、清算狀態；

（十五）發行人章程、註冊資本和註冊地址的變更；

（十六）因發行人無支付能力而發生相當於被退票人流動資金的百分之五以上的大額銀行退票；

（十七）發行人更換為其審計的會計師事務所；

（十八）發行人債務擔保的重大變更；

（十九）股票的二次發行；

（二十）發行人營業用主要資產的抵押、出售或者報廢一次超過該資產的百分之三十；

（二十一）發行人的董事、監事或者高級管理人員的行為可能依法負有重大損害賠償責任；

（二十二）發行人的股東大會、董事會或者監事會的決定被依法撤銷；

（二十三）證券監管部門作出禁止發行人有控股權的大股東轉讓其股份的決定；

（二十四）發行人的收購或者兼併；

（二十五）發行人的合併或者分立；
（二十六）其他重大資訊。
內幕資訊不包括運用公開的資訊和資料，對證券市場作出的預測和分析。
第六條
本辦法所稱內幕人員是指由於持有發行人的證券，或者在發行人或者與發行人有密切聯繫的公司中任董事、監事、高級管理人員，或者由於其會員地位、管理地位、監督地位和職業地位，或者作為雇員、專業顧問履行職務，能夠接觸或者獲得內幕資訊的人員，包括：
（一）發行人的董事、監事、高級管理人員、秘書、打字員，以及其他可以通過履行職務接觸或者獲得內幕資訊的職員；
（二）發行人聘請的律師、會計師、資產評估人員、投資顧問等專業人員，證券經營機構的管理人員、業務人員，以及其他因其業務可能接觸或者獲得內幕資訊的人員；
（三）根據法律、法規的規定對發行人可以行使一定管理權或者監督權的人員，包括證券監管部門證券交易場所的工作人員，發行人的主管部門和審批機關的工作人員，以及工商、稅務等有關經濟管理機關的工作人員等；
（四）由於本人的職業地位、與發行人的合同關係或者工作聯繫，有可能接觸或者獲得內幕資訊的人員，包括新聞記者、報刊編輯、電臺主持人以及編排印刷人員等；
（五）其他可能通過合法途徑接觸到內幕資訊的人員。資料來源 http://baike.baidu.com/view/434690.htm（latest visit 2014/9/28）。

9. 資料來源 http://baike.baidu.com/view/1319459.htm（latest visit 2014/9/28）。
10. 第六十七條　發生可能對上市公司股票交易價格產生較大影響的重大事件，投資者尚未得知時，上市公司應當立即將有關該重大事件的情況向國務院證券監督管理機構和證券交易所報送臨時報告，並予公告，說明事件的起因、目前的狀態和可能產生的法律後果。
下列情況為前款所稱重大事件：
（一）公司的經營方針和經營範圍的重大變化；
（二）公司的重大投資行為和重大的購置財產的決定；
（三）公司訂立重要合同，可能對公司的資產、負債、權益和經營成果產生重要影響；
（四）公司發生重大債務和未能清償到期重大債務的違約情況；
（五）公司發生重大虧損或者重大損失；
（六）公司生產經營的外部條件發生的重大變化；
（七）公司的董事、三分之一以上監事或者經理發生變動；
（八）持有公司百分之五以上股份的股東或者實際控制人，其持有股份或者控制公司的情況發生較大變化；
（九）公司減資、合併、分立、解散及申請破產的決定；
（十）涉及公司的重大訴訟，股東大會、董事會決議被依法撤銷或者宣告無效；
（十一）公司涉嫌犯罪被司法機關立案調查，公司董事、監事、高級管理人員涉嫌犯罪被司法機關採取強制措施；
（十二）國務院證券監督管理機構規定的其他事項。資料來源 http://big5.news.cn/gate/big5/news.xinhuanet.com/stock/2005-10/28/content_3693800.htm（latest visit 2014/9/28）。
11. 資料來源 http://www.chinalaw.gov.cn/article/xwzx/fzxw/200510/20051000015687.shtml（latest visit 2014/9/28）
12. 最高人民檢察院法律政策研究室中國證監管理委員會法律部編著，證券期貨犯罪司法認定指南，第 51 頁，中國人民公安大學出版社，2009 年第 1 版。
13. 法律出版社，中華人民共和國證券期貨法典，2013 年第 3 版，第 574 至第 579 頁。
14. 最高人民檢察院法律政策研究室中國證監管理委員會法律部編著，證券期貨犯罪司法認定指南，第 47 － 48 頁，中國人民公安大學出版社，2009 年第 1 版。
15. 王晨，證券期貨犯罪的認定與處罰，北京 : 知識產權出版社，2008 年 2 月，第 162 至 164 頁。
16. 中華人民共和國刑法，資料來源 http://www.6law.idv.tw/6law/law-gb/%E4%B8%AD%E8%8F%AF%E4%BA

%BA%E6%B0%91%E5%85%B1%E5%92%8C%E5%9C%8B%E5%88%91%E6%B3%95.htm（latest visit 2014/9/28）
17. 李永然，違反大陸證券法的罪與罰，（April 15，2002），http://old.npf.org.tw/PUBLICATION/NS/091/NS-C-091-151.htm（latest visit 2014/9/28）
18. 最高人民檢察院法律政策研究室中國證監管理委員會法律部編著，證券期貨犯罪司法認定指南，第 49 － 50 頁，中國人民公安大學出版社，2009 年第 1 版。
19. 劉宪權、謝杰，證券期貨犯罪刑法理論與實務，上海人民出版社，2012 年 9 月第 1 版，第 177-178 頁。
20. 謝傑，中國大陸最新內幕交易犯罪司法解釋反思性審視——以反內幕交易刑事司法規則優化為中心，資料來源 http://blog.sina.com.cn/s/blog_7bfa75d501017pat.html（latest visit 2014/9/28）
21. 最高人民法院、最高人民檢察院關於辦理內幕交易、洩露內幕資訊刑事案件具體應用法律若干問題的解釋，「為維護證券、期貨市場管理秩序，依法懲治證券、期貨犯罪，根據刑法有關規定，現就辦理內幕交易、洩露內幕資訊刑事案件具體應用法律的若干問題解釋如下：
第一條 下列人員應當認定為刑法第一百八十條第一款規定的“證券、期貨交易內幕資訊的知情人員”：
（一）證券法第七十四條規定的人員；
（二）期貨交易管理條例第八十五條第十二項規定的人員。
第二條 具有下列行為的人員應當認定為刑法第一百八十條第一款規定的“非法獲取證券、期貨交易內幕資訊的人員”：
（一）利用竊取、騙取、套取、竊聽、利誘、刺探或者私下交易等手段獲取內幕資訊的；
（二）內幕資訊知情人員的近親屬或者其他與內幕資訊知情人員關係密切的人員，在內幕資訊敏感期內，從事或者明示、暗示他人從事，或者洩露內幕資訊導致他人從事與該內幕資訊有關的證券、期貨交易，相關交易行為明顯異常，且無正當理由或者正當資訊來源的；
（三）在內幕資訊敏感期內，與內幕資訊知情人員聯絡、接觸，從事或者明示、暗示他人從事，或者洩露內幕資訊導致他人從事與該內幕資訊有關的證券、期貨交易，相關交易行為明顯異常，且無正當理由或者正當資訊來源的。
第三條 本解釋第二條第二項、第三項規定的“相關交易行為明顯異常”，要綜合以下情形，從時間吻合程度、交易背離程度和利益關聯程度等方面予以認定：
（一）開戶、銷戶、激活資金賬戶或者指定交易（託管）、撤銷指定交易（轉託管）的時間與該內幕資訊形成、變化、公開時間基本一致的；
（二）資金變化與該內幕資訊形成、變化、公開時間基本一致的；
（三）買入或者賣出與內幕資訊有關的證券、期貨合約時間與內幕資訊的形成、變化和公開時間基本一致的；
（四）買入或者賣出與內幕資訊有關的證券、期貨合約時間與獲悉內幕資訊的時間基本一致的；
（五）買入或者賣出證券、期貨合約行為明顯與平時交易習慣不同的；
（六）買入或者賣出證券、期貨合約行為，或者集中持有證券、期貨合約行為與該證券、期貨公開資訊反映的基本面明顯背離的；
（七）賬戶交易資金進出與該內幕資訊知情人員或者非法獲取人員有關聯或者利害關係的；
（八）其他交易行為明顯異常情形。
第四條 具有下列情形之一的，不屬於刑法第一百八十條第一款規定的從事與內幕資訊有關的證券、期貨交易：
（一）持有或者通過協議、其他安排與他人共同持有上市公司百分之五以上股份的自然人、法人或者其他組織收購該上市公司股份的；
（二）按照事先訂立的書面合同、指令、計劃從事相關證券、期貨交易的；
（三）依據已被他人披露的資訊而交易的；
（四）交易具有其他正當理由或者正當資訊來源的。
第五條 本解釋所稱“內幕資訊敏感期”是指內幕資訊自形成至公開的期間。
證券法第六十七條第二款所列“重大事件”的發生時間，第七十五條規定的“計劃”、“方案”以及期貨交易管理條例第八十五條第十一項規定的“政策”、“決定”等的形成時間，應當認定為內幕資訊的形成之時。影響內幕資訊形成的動議、籌劃、決策或者執行人員，其動議、籌劃、決策或者執行初始時間，應當認定為

內幕資訊的形成之時。
內幕資訊的公開，是指內幕資訊在國務院證券、期貨監督管理機構指定的報刊、網站等媒體披露。
第六條 在內幕資訊敏感期內從事或者明示、暗示他人從事或者洩露內幕資訊導致他人從事與該內幕資訊有關的證券、期貨交易，具有下列情形之一的，應當認定為刑法第一百八十條第一款規定的“情節嚴重”：
（一）證券交易成交額在五十萬元以上的；
（二）期貨交易佔用保證金數額在三十萬元以上的；
（三）獲利或者避免損失數額在十五萬元以上的；
（四）三次以上的；
（五）具有其他嚴重情節的。
第七條 在內幕資訊敏感期內從事或者明示、暗示他人從事或者洩露內幕資訊導致他人從事與該內幕資訊有關的證券、期貨交易，具有下列情形之一的，應當認定為刑法第一百八十條第一款規定的“情節特別嚴重”：
（一）證券交易成交額在二百五十萬元以上的；
（二）期貨交易佔用保證金數額在一百五十萬元以上的；
（三）獲利或者避免損失數額在七十五萬元以上的
（四）具有其他特別嚴重情節的。
第八條 二次以上實施內幕交易或者洩露內幕資訊行為，未經行政處理或者刑事處理的，應當對相關交易數額依法累計計算。
第九條 同一案件中，成交額、佔用保證金額、獲利或者避免損失額分別構成情節嚴重、情節特別嚴重的，按照處罰較重的數額定罪處罰。
構成共同犯罪的，按照共同犯罪行為人的成交總額、佔用保證金總額、獲利或者避免損失總額定罪處罰，但判處各被告人罰金的總額應掌握在獲利或者避免損失總額的一倍以上五倍以下。
第十條 刑法第一百八十條第一款規定的“違法所得”，是指通過內幕交易行為所獲利益或者避免的損失。內幕資訊的洩露人員或者內幕交易的明示、暗示人員未實際從事內幕交易的，其罰金數額按照因洩露而獲悉內幕資訊人員或者被明示、暗示人員從事內幕交易的違法所得計算。
第十一條 單位實施刑法第一百八十條第一款規定的行為，具有本解釋第六條規定情形之一的，按照刑法第一百八十條第二款的規定定罪處罰。」，資料來源 http://big5.china.com.cn/gate/big5/law.china.cn/features/2012-06/25/content_5111751.htm（latest visit 2014/9/28）

22. 謝傑，中國大陸最新內幕交易犯罪司法解釋反思性審視——以反內幕交易刑事司法規則優化為中心，http://blog.sina.com.cn/s/blog_7bfa75d501017pat.html（latest visit 2014/9/28）
23. 李靚，淺談期貨內幕交易罪立法之國際比較，資料來源 http://big.hi138.com/falv/faxuelilun/201005/227600.asp（latest visit 2014/9/28）
24. http://www.selaw.com.tw/Scripts/NewsDetail.asp?no=G0100221（latest visit 2014/11/23）。
25. 陳建宏，防止現貨市場與期貨市場間操縱與內線交易之研究，資料來源 http://www.twse.com.tw/ch/products/publication/download/0001000041.htm（latest visit 2014/9/28）。
26. 證券暨期貨法令查詢系統，http://www.selaw.com.tw/Scripts/Query1B.asp?no=3G01000%AA%F7%BA%DE%C3%D2%B4%C1++++++++++++++++0980064800++（latest visit 2014/9/28）。
27. 羅劍，我國期貨市場內幕交易相關問題分析及其防控，資料來源 http://www.shfe.com.cn/upload/20140717/1405584069949.pdf（latest visit 2014/9/28）。
28. 劉宪權、謝杰，證券期貨犯罪刑法理論與實務，上海人民出版社，2012 年 9 月第 1 版，第 193-194 頁。
29. 袁忍強，關於禁止證券內幕交易法律制度的比較分析，資料來源 http://big.hi138.com/falv/faxuelilun/201005/227780.asp（latest visit 2014/9/28）
30. 劉宪權、謝杰，證券期貨犯罪刑法理論與實務，上海人民出版社，2012 年 9 月第 1 版，第 192-193 頁。
31. 賴英照，最新證券交易法解析，台北：元照，2009 年 10 月再版，第 499 至 501 頁。

教育訓練

日期	參加人員	主辦單位	課程名稱
103/12/3	梁瑞勇	管理部(外部訓練)	職業安全衛生與雇主責任解析
12/3	簡易賜等2人	管理部(外部訓練)	「境外信託之實務運用及課稅」學術研討會
12/4	鄭文玲等2人	管理部(外部訓練)	投資人解讀2013年版IFRSs財務報告研討會
12/8	莊子蘋等30人	管理部(內部訓練)	「歐元貨幣整合及鈔券安全防偽新概念」專題演講
12/9	梁碧雲等2人	管理部(外部訓練)	兩岸科技金融論壇-金融互聯網與互聯網金融發展趨勢
12/10	吳偉誠等2人	管理部(外部訓練)	「參與政府採購之投標要領、契約審閱暨權益保障」課程
12/11	黃傳文等33人	管理部(內部訓練)	103年度下半年消防基本訓練課程
12/15	陳姬娟等31人	管理部(外部訓練)	「廉政倫理與利益衝突迴避」專題演講
12/17	陳宏濱等2人	管理部(外部訓練)	「推動我國採用國際會計準則」研討會
12/17	張容芳等2人	管理部(外部訓練)	「汙染從清潔後開始~認識清潔劑」專題演講
12/18	蔡淑玲	管理部(外部訓練)	金融雙十趨勢系列論壇-金融人才跨境競合與發展對策
12/19	黃綉惠等2人	管理部(外部訓練)	「採購預算編列、底價訂定及限制性招標」課程
12/19	廖源龍	管理部(外部訓練)	2014臺大會計研究論壇
12/22	施玉芬等35人	管理部(內部訓練)	「茶股票的綠金帝國」專題演講
12/23	黃小婷	管理部(外部訓練)	「推動我國採用國際會計準則」研討會
12/25	林秀芳等42人	管理部(內部訓練)	保險業辦理國外有價證券相關作業介紹
12/26	繆翠蕙等3人	管理部(外部訓練)	大陸企業融資模式與互聯網金融創新研討會
12/30	黃純慧等52人	管理部(內部訓練)	保管銀行提供保險業服務簡介
104/1/15	林漢壎等48人	管理部(內部訓練)	保險業辦理國外有價證券相關作業介紹
1/21	王玫菁等94人	管理部(內部訓練)	人民幣計價債券國內發行相關規範
1/23	蕭國材等3人	管理部(內部訓練)	上半年電腦管理人員教育訓練
1/26	王筑郁等14人	管理部(內部訓練)	新進人員-個人資料管理教育訓練課程
1/27	黃啟祥	管理部(外部訓練)	由人民幣國際化策略談台灣金融業發展新啟思
1/28	杜紋幸等87人	管理部(內部訓練)	證券商複委託業務實務
1/30	王儒一	管理部(外部訓練)	國際洗錢防治研討會

103/12/11	為響應政府推動企業社會責任，參與「臺灣少年足球聯合捐贈活動」，並邀請金管會曾銘宗主委、教育部體育署何卓飛署長等貴賓親臨見證，本公司將捐助屏東縣東港高中國中部足球隊訓練相關經費，以使球員經濟沒有後顧之憂，專心練球。
12/12	本公司慈心社舉辦「1212 為愛大步向前行」慈善義賣活動，此次義賣及愛心捐獻收入計 45 萬餘元，已全數捐贈「安安慢飛天使家庭關懷協會」、「台東基督教阿尼色弗兒童之家」、「快樂一生慈善基金會」、「彰化自閉症肯納家長協會」及「華山創世基金會」。
12/15-19	蒙古集保公司一行至本公司進行教育訓練與業務交流，並參觀股票博物館。
12/18	本公司基於企業關懷及回饋社會之責任，舉辦「愛心捐血暨血袋捐贈公益活動」，順利募集 204 袋愛心捐血及捐贈 10,000 個血袋予台北捐血中心。
12/18	中國北京金融高階參訪團一行來訪，進行業務交流並參觀股票博物館。
12/20	本公司同仁參與「2014 金鑽獎基金志工公益活動」，赴花蓮門諾醫院擔任一日志工。
12/22	為慶祝「臺灣股票博物館」開館滿 2 週年，舉辦別開生面的茶席慶典，邀請金融監督管理委員會黃天牧副主委及證券周邊單位、產學合作大專院校、文創藝文界等貴賓與會，在絲竹輕奏聲中品味茶趣，同時聆聽茶學達人池宗憲老師闡述茶與股票歷史的精采對話。
104/1/8	邀集股務協會、股務單位及保管銀行主管舉辦「電子投票平台暨跨國投票直通處理機制說明會」，共計 36 人參加。
1/12	邀集各發行公司股務主管舉辦「股務主管座談會」，共計 39 人參加。
1/14-15	邀集各發行公司股務業務人員舉辦 1 梯次「104 年股務單位業務人員教育訓練」，共計 87 人參加。
1/15	香港 Clearstream 派員至本公司參訪，進行業務交流。
1/19	邀集股務自辦及代辦機構舉辦「股東會電子投票股東名冊及證券所有人名冊改採電子傳輸方式二場測試說明會」，共計 109 人參加。
1/19-23	本公司派員至北京參訪中國證券登記結算公司、中央國債登記結算公司等機構，進行業務交流。
1/22	本公司贊助之新北市石碇國小「小小文創家培育計畫」舉辦「期末英語、陶笛暨小小文創家成果發表會」，並致贈本公司感謝狀。
1/26	英國 Calastone 公司派員來訪，拜會林總經理並交換業務心得。
2/1	本公司舉辦 103 年歲末聯歡會，丁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。

統計資訊

表一　集中保管帳戶異動統計表

- 集中保管帳戶累計開戶數

表二之一　集中保管有價證券業務概況表

- 集中保管有價證券總保管股數

表二之二　集中保管有價證券保管統計表

- 集中保管有價證券無實體佔總保管股數比例

表三　集中保管債券收付統計表

表四　集中保管有價證券帳簿劃撥統計表

表五　帳簿劃撥配發新股統計表

- 帳簿劃撥配發新股 戶次
- 帳簿劃撥配發新股 股數

表六　集中保管有價證券帳簿劃撥設質交付統計表

表七　境外基金交易平台業務量統計表

- 境外基金交易平台申購統計

表八　票券保管結算交割統計表

- 票券保管結算交割統計 - 初級市場發行量
- 票券保管結算交割統計 - 次級市場交易量

為愛惜地球資源、響應環保，「有價證券集中保管個別股票異動月分析表－上市證券、上櫃證券、興櫃股票」、「可轉換公司債月分析表」、「認購售權證月分析表」等資料，投資人可逕自本公司官方網站之「統計資訊」(www.tdcc.com.tw) 查詢相關資料。

表一　集中保管帳戶異動統計表

Table 1. Number of Central Depository Accounts

民國一〇四年一月

Jan. 2015

單位：戶
Unit：Accounts

項目 Item / 年 Year 月份 Month	新開戶數 Newly opened	解約戶數 Cancelled	總開戶數 Net Change	累計開戶數 Total
88 年 (1999)	1,613,338	378,661	1,234,677	8,914,733
89 年 (2000)	4,474,761	3,053,424	1,421,337	10,336,070
90 年 (2001)	1,287,951	751,639	536,312	10,872,382
91 年 (2002)	2,404,437	1,824,769	579,668	11,452,050
92 年 (2003)	1,686,195	1,246,090	440,105	11,892,155
93 年 (2004)	1,191,870	552,643	639,227	12,531,377
94 年 (2005)	805,344	491,713	313,631	12,845,007
95 年 (2006)	1,392,598	1,035,171	357,427	13,202,434
96 年 (2007)	1,814,692	1,341,428	473,264	13,675,698
97 年 (2008)	822,327	475,055	347,272	14,022,970
98 年 (2009)	2,002,775	1,700,284	302,491	14,325,461
99 年 (2010)	754,660	226,536	528,124	14,853,585

統 計 資 訊

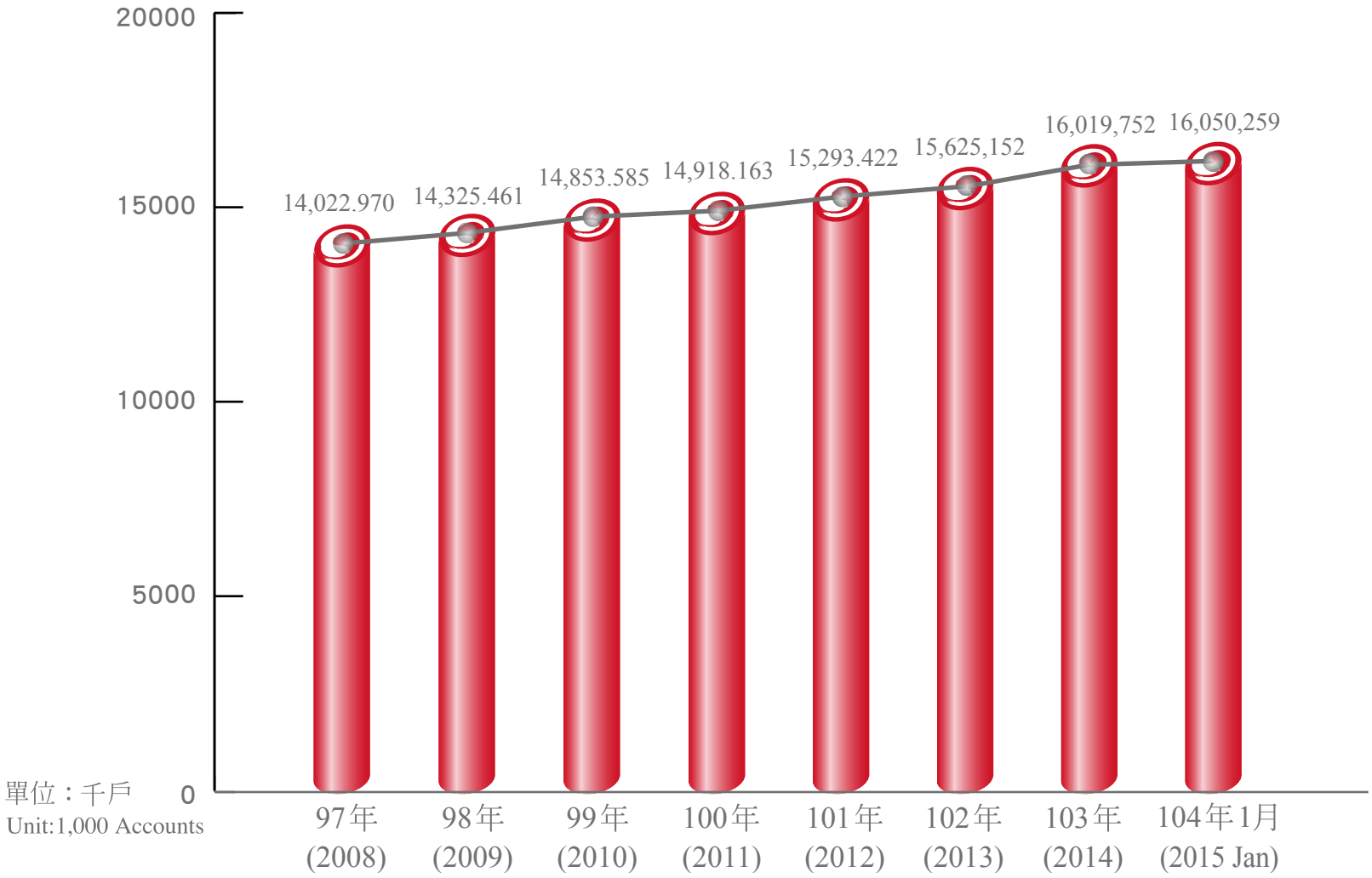
續上頁

項目 Item / 年 Year 月份 Month	新開戶數 Newly opened	解約戶數 Cancelled	總開戶數 Net Change	累計開戶數 Total
100 年 (2011)	1,781,067	1,718,563	62,504	14,918,163
101 年 (2012)	2,407,039	2,031,780	375,259	15,293,422
102 年 (2013)	1,290,053	958,323	331,730	15,625,152
103 年 (2014)	1,021,641	627,041	394,600	16,019,752
103 年 2 月	144,332	108,926	35,406	15,686,190
103 年 3 月	98,728	48,646	50,082	15,736,272
103 年 4 月	77,392	55,128	22,264	15,758,536
103 年 5 月	41,093	10,298	30,795	15,789,331
103 年 6 月	72,125	37,345	34,780	15,824,111
103 年 7 月	115,764	78,509	37,255	15,861,366
103 年 8 月	60,064	23,618	36,446	15,897,812
103 年 9 月	73,203	39,933	33,270	15,931,082
103 年 10 月	135,040	102,353	32,687	15,963,769
103 年 11 月	54,843	29,454	25,389	15,989,158
103 年 12 月	40,930	10,336	30,594	16,019,752
104 年 1 月	48,702	18,195	30,507	16,050,259

註一：總開戶數指合計當月新開立集中保管帳戶並扣除解約戶之戶數。
註二：累計開戶數指至本月底止之集中保管帳戶數。
註三：統計數據僅供參考。

圖一：集中保管帳戶累計開戶數

Figure 1：Total Central Depository Accounts



表二之一 集中保管有價證券業務概況表

Table 2-1. Highlights of Securities Under Central Custody

民國一〇四年一月

Jan. 2015

單位：千股

Unit：1,000 Shares

項目 Item / 年 Year 月份 Month	無實體登錄 Dematerialized Securities					實體保管 Physical Securities					總保管股數 Total Shares (K) =(E)+(J)
	上市(櫃)證券 Outstanding Listed Shares			其他 Others (D)	合計 Total (E) =(A)+(B)+(C)+(D)	上市(櫃)證券 Outstanding Listed Shares			其他 Others (I)	合計 Total (J) =(F)+(G)+(H)+(I)	
	上市 TWSE Shares (A)	上櫃 GTSM Shares (B)	興櫃 Emerging Stocks (C)			上市 TWSE Shares (F)	上櫃 GTSM Shares (G)	興櫃 Emerging Stocks (H)			
91 年 (2002)	12,204,087	809,236	6,826	10,000	13,030,149	330,171,219	50,331,613	1,066,833	24,665,136	406,234,801	419,264,950
92 年 (2003)	26,615,111	2,279,802	0	26,465,831	55,360,744	369,814,442	54,405,421	3,488,520	26,971,445	454,679,828	510,040,572
93 年 (2004)	34,164,646	5,498,430	6,601,837	26,340,206	72,605,119	395,865,771	51,377,909	8,082,119	31,343,009	486,668,808	559,273,927
94 年 (2005)	50,241,364	6,062,129	6,636,402	5,446,126	68,386,021	428,920,397	53,217,082	9,673,948	35,926,396	527,737,823	596,123,844
95 年 (2006)	90,399,780	16,895,830	14,946,389	15,152,234	137,394,233	408,491,461	53,720,101	8,485,447	36,220,160	506,917,169	644,311,402
96 年 (2007)	148,932,586	25,603,836	12,595,352	42,340,858	229,472,632	387,551,180	49,604,831	8,413,139	47,451,304	493,020,454	722,493,086
97 年 (2008)	206,553,060	30,929,595	14,763,859	83,231,880	335,478,394	363,840,269	36,963,885	8,359,142	105,261,031	514,424,328	849,902,722
98 年 (2009)	239,891,423	38,645,721	16,158,877	132,612,021	427,308,042	358,637,334	41,238,125	8,500,569	102,847,662	511,223,690	938,531,732
99 年 (2010)	622,706,420	78,920,676	34,172,025	149,467,451	885,266,572	29,925,276	527,189	147,863	107,543,678	138,144,006	1,023,410,578
100 年 (2011)	715,117,881	85,707,473	36,212,358	148,812,753	985,850,465	0	0	0	109,907,302	109,907,302	1,095,757,767
101 年 (2012)	732,118,499	79,966,919	33,541,441	161,299,204	1,006,926,063	0	0	0	115,518,303	115,518,303	1,122,444,366

統 計 資 訊

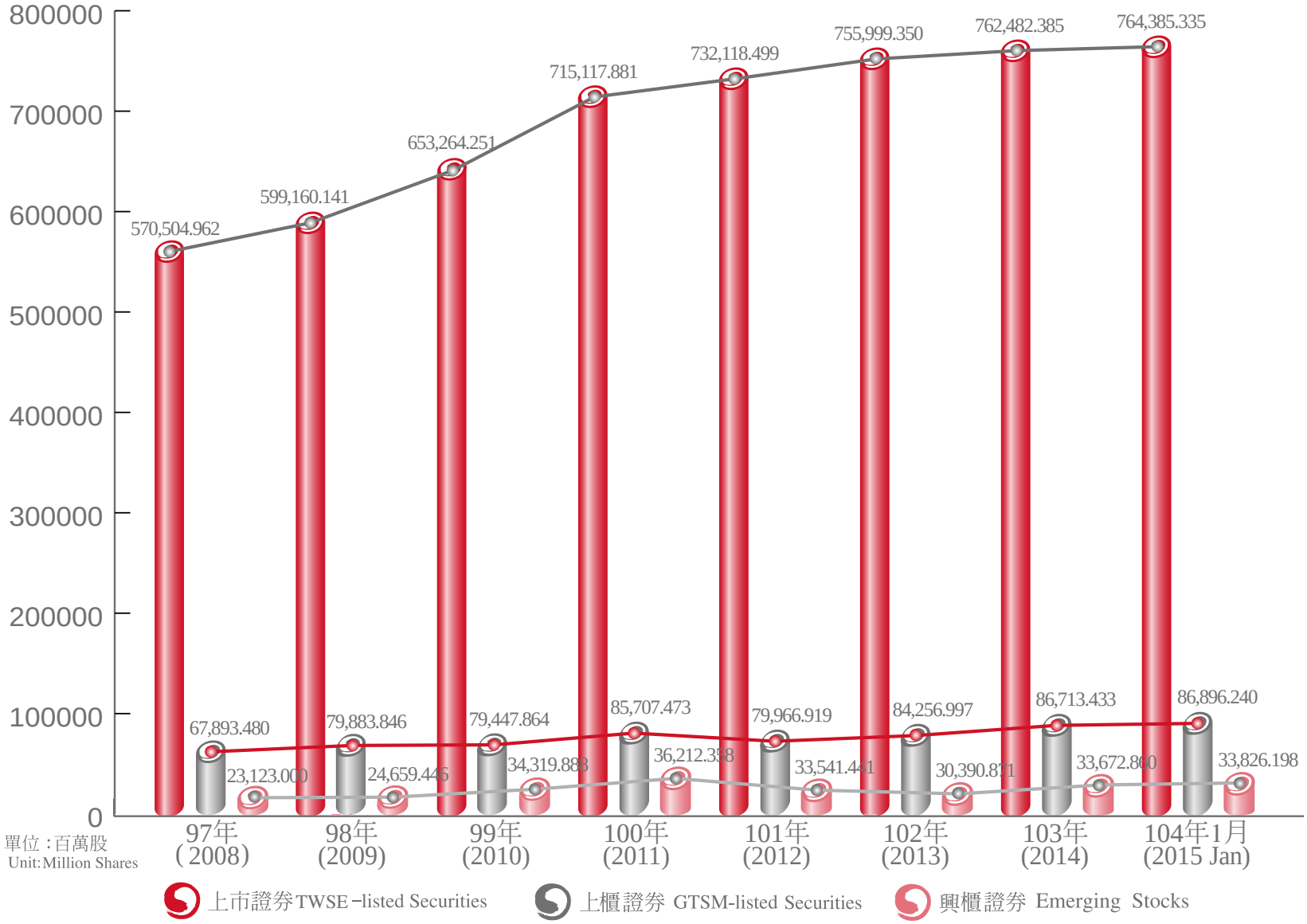
續上頁

項目 Item / 年 Year 月份 Month	無實體登錄 Dematerialized Securities					實體保管 Physical Securities					總保管股數 Total Shares (K) =(E)+(J)
	上市(櫃)證券 Outstanding Listed Shares			其他 Others (D)	合計 Total (E) =(A)+(B)+(C)+(D)	上市(櫃)證券 Outstanding Listed Shares			其他 Others (I)	合計 Total (J) =(F)+(G)+(H)+(I)	
	上市 TWSE Shares (A)	上櫃 GTSM Shares (B)	興櫃 Emerging Stocks (C)			上市 TWSE Shares (F)	上櫃 GTSM Shares (G)	興櫃 Emerging Stocks (H)			
102年(2013)	755,999,350	84,256,997	30,390,871	164,931,590	1,035,578,808	0	0	0	112,757,890	112,757,890	1,148,336,698
103年(2014)	762,482,385	86,713,433	33,672,860	163,701,447	1,046,570,126	0	0	0	111,858,494	111,858,494	1,158,428,619
103 年 2 月	761,241,760	87,513,388	29,748,111	164,759,161	1,043,262,419	0	0	0	112,599,938	112,599,938	1,155,862,357
103 年 3 月	759,214,333	88,101,884	29,807,887	166,850,325	1,043,974,430	0	0	0	112,551,072	112,551,072	1,156,525,502
103 年 4 月	762,345,840	89,778,570	29,020,245	171,724,286	1,052,868,941	0	0	0	112,532,246	112,532,246	1,165,401,187
103 年 5 月	762,218,286	89,197,830	28,898,466	166,025,440	1,046,340,023	0	0	0	112,630,682	112,630,682	1,158,970,705
103 年 6 月	765,031,466	89,461,482	29,074,046	164,346,723	1,047,913,717	0	0	0	112,641,712	112,641,712	1,160,555,429
103 年 7 月	754,749,356	89,404,243	28,261,033	169,628,025	1,042,042,657	0	0	0	112,610,748	112,610,748	1,154,653,405
103 年 8 月	752,934,780	88,468,569	28,392,005	172,065,212	1,041,860,567	0	0	0	111,907,886	111,907,886	1,153,768,453
103 年 9 月	754,134,762	87,509,831	32,942,794	173,855,109	1,048,442,496	0	0	0	112,303,796	112,303,796	1,160,746,292
103 年10月	760,264,686	88,530,114	33,251,205	169,315,965	1,051,361,970	0	0	0	112,277,291	112,277,291	1,163,639,261
103 年11月	761,575,848	87,646,669	33,498,816	172,039,599	1,054,760,932	0	0	0	111,914,991	111,914,991	1,166,675,923
103 年12月	762,482,385	86,713,433	33,672,860	163,701,447	1,046,570,126	0	0	0	111,858,494	111,858,494	1,158,428,619
104 年 1 月	764,385,335	86,896,240	33,826,198	167,442,172	1,052,549,945	0	0	0	111,819,111	111,819,111	1,164,369,055

註一：本表有價證券包含上市、上櫃及興櫃股票、受益憑證、存託憑證、認購（售）權證、轉（交）換公司債（面額新台幣一百元換算爲一股）等。
註二：上櫃證券及興櫃股票，分別自 83 年 12 月、90 年 12 月納入集保制度。
註三：上市（櫃）證券自 100 年 7 月 29 日起全面無實體登錄。
註四：其他包含終止上市（櫃）、限制上市（櫃）、未上市（櫃）及私募等有價證券。
註五：各欄位千股數採四捨五入計，統計數據僅供參考。

圖二：集中保管有價證券總保管股數

Figure 2：Total Shares of Securities Under Central Custody



表二之二 集中保管有價證券保管統計表

Table 2-2. Statistics of Securities Under Central Custody

民國一〇四年一月

Jan. 2015

單位：張、千股

Unit：Pieces, 1,000 Shares

項目 Item / 年 Year 月份 Month	無實體登錄 Dematerialized Securities		實體保管 Physical Securities			總保管股數 Total Shares		
	股數 Shares(A)	佔總保管股數比例 Percentage (A)/(E)	張數 Pieces	股數 Shares(B)	佔總保管股數比例 Percentage (B)/(E)	上市(櫃)證券股數 Listed Securities (C)	未上市(櫃)證券股數 Unlisted Securities (D)	合計 Total (E) =(A)+(B)=(C)+(D)
91 年 (2002)	13,030,149	3.11	76,372,678	406,234,801	96.89	414,628,122	4,636,828	419,264,950
92 年 (2003)	55,360,744	10.85	77,900,407	454,679,828	89.15	456,603,296	53,437,276	510,040,572
93 年 (2004)	72,605,119	12.98	78,630,537	486,668,808	87.02	501,590,712	57,683,215	559,273,927
94 年 (2005)	68,386,021	11.47	74,269,752	527,737,823	88.53	554,751,322	41,372,522	596,123,844
95 年 (2006)	137,394,233	21.32	68,315,704	506,917,169	78.68	592,939,008	51,372,394	644,311,402
96 年 (2007)	229,472,632	31.76	62,156,921	493,020,454	68.24	632,700,924	89,792,162	722,493,086
97 年 (2008)	335,478,394	39.47	58,652,814	514,424,328	60.53	661,521,443	188,381,279	849,902,722
98 年 (2009)	427,308,042	45.53	55,256,364	511,223,690	54.47	703,703,432	234,828,300	938,531,732
99 年 (2010)	885,266,572	86.50	11,988,978	138,144,006	13.50	767,032,004	256,378,574	1,023,410,578
100 年 (2011)	985,850,465	89.97	8,250,158	109,907,302	10.03	837,037,712	258,720,055	1,095,757,767
101 年 (2012)	1,006,926,063	89.71	8,040,689	115,518,303	10.29	845,626,859	276,817,507	1,122,444,366

統 計 資 訊

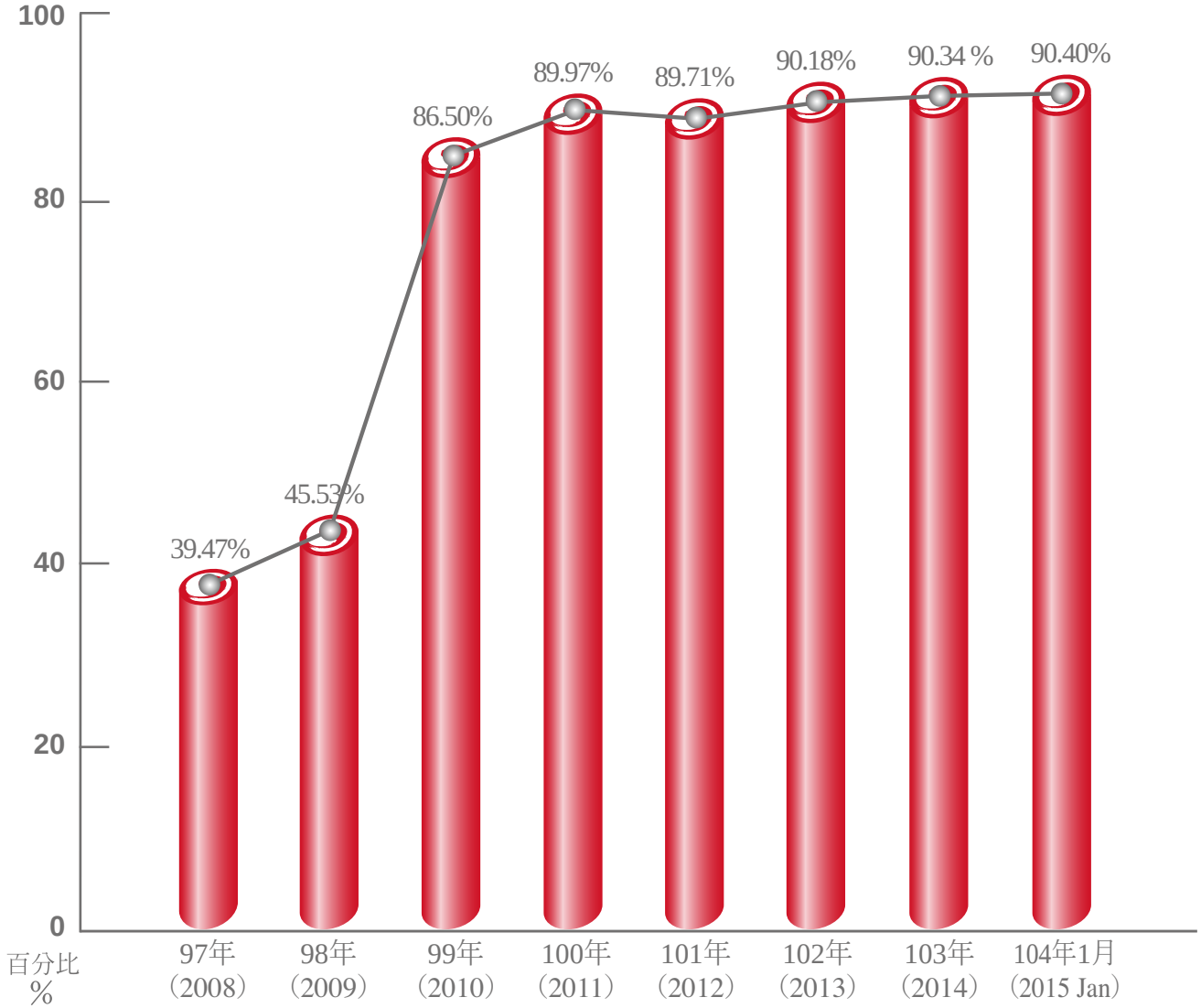
續上頁

項目 Item / 年 Year 月份 Month	無實體登錄 Dematerialized Securities		實體保管 Physical Securities			總保管股數 Total Shares		
	股數 Shares(A)	佔總保管股數比例 Percentage (A)/(E)	張數 Pieces	股數 Shares(B)	佔總保管股數比例 Percentage (B)/(E)	上市(櫃)證券股數 Listed Securities (C)	未上市(櫃)證券股數 Unlisted Securities (D)	合計 Total (E) =(A)+(B)=(C)+(D)
102 年 (2013)	1,035,578,808	90.18	7,850,020	112,757,890	9.82	870,647,218	277,689,480	1,148,336,698
103 年 (2014)	1,046,570,126	90.34	7,737,061	111,858,494	9.66	882,868,678	275,559,941	1,158,428,619
103 年 2 月	1,043,262,419	90.26	7,835,115	112,599,938	9.74	878,503,258	277,359,099	1,155,862,357
103 年 3 月	1,043,974,430	90.27	7,796,462	112,551,072	9.73	877,124,104	279,401,398	1,156,525,502
103 年 4 月	1,052,868,941	90.34	7,789,600	112,532,246	9.66	881,144,656	284,256,531	1,165,401,187
103 年 5 月	1,046,340,023	90.28	7,785,134	112,630,682	9.72	880,314,583	278,656,122	1,158,970,705
103 年 6 月	1,047,913,717	90.29	7,778,154	112,641,712	9.71	883,566,994	276,988,435	1,160,555,429
103 年 7 月	1,042,042,657	90.25	7,771,775	112,610,748	9.75	872,414,632	282,238,773	1,154,653,405
103 年 8 月	1,041,860,567	90.30	7,758,314	111,907,886	9.70	869,795,355	283,973,099	1,153,768,453
103 年 9 月	1,048,442,496	90.32	7,764,580	112,303,796	9.68	874,587,387	286,158,905	1,160,746,292
103 年 10 月	1,051,361,970	90.35	7,814,968	112,277,291	9.65	882,046,005	281,593,256	1,163,639,261
103 年 11 月	1,054,760,932	90.41	7,748,207	111,914,991	9.59	882,721,333	283,954,590	1,166,675,923
103 年 12 月	1,046,570,126	90.34	7,737,061	111,858,494	9.66	882,868,678	275,559,941	1,158,428,619
104 年 1 月	1,052,549,945	90.40	7,730,254	111,819,111	9.60	885,107,773	279,261,282	1,164,369,055

註一：本表有價證券包含上市、上櫃及興櫃股票、受益憑證、存託憑證、認購（售）權證、轉（交）換公司債（面額新台幣一百元換算爲一股）等。
註二：未上市（櫃）證券係指上市（櫃）證券以外之有價證券（含終止上市（櫃）、限制上市（櫃）、未上市（櫃）及私募等有價證券）。
註三：上櫃證券及興櫃股票，分別自 83 年 12 月、90 年 12 月納入集保制度。
註四：初次上市（櫃）股票及已上市（櫃）增資發行新股、發行公司債及銀行於國內發行新臺幣金融債券，自 95 年 7 月起全面無實體發行。
註五：上市（櫃）證券自 100 年 7 月 29 日起全面無實體登錄。
註六：各欄位千股數採四捨五入計，統計數據僅供參考。

圖三：集中保管有價證券無實體佔總保管股數比例

Figure 3：Percentage of Dematerialized Securities Under Central Custody



表三　集中保管債券收付統計表

Table 3. Statistics of Bonds Deposit / Withdrawal

民國一〇四年一月

Jan. 2015

單位：張、百萬元
Unit：Pieces 、Million NT

項目 Item / 年 Year 月份 Month	收　存 Deposit / Credit		付　出 Withdrawal / Debit		餘　額 Balance	
	張　數 Pieces	金　額 Amount	張　數 Pieces	金　額 Amount	張　數 Pieces	金　額 Amount
88 年 (1999)	25,998	30,031	27,651	31,553	2,740	2,015
89 年 (2000)	10,649	23,406	11,145	23,341	2,244	2,080
90 年 (2001)	8,861	41,556	9,053	41,409	2,052	2,228
91 年 (2002)	5,018	26,442	5,606	27,028	1,464	1,642
92 年 (2003)	14,340	48,959	14,582	45,693	1,222	4,908
93 年 (2004)	1,247	12,411	954	1,376	1,515	15,943
94 年 (2005)	844	414,569	360	138,687	1,999	291,825
95 年 (2006)	0	392,907	1,137	11,040	862	673,585
96 年 (2007)	120	304,954	60	42,006	922	936,791
97 年 (2008)	0	468,901	1	106,169	921	1,298,455
98 年 (2009)	0	329,489	300	128,861	621	1,500,091
99 年 (2010)	0	541,926	500	156,503	121	1,885,064

統 計 資 訊

續上頁

項目 Item / 年 Year 月份 Month	收　存 Deposit / Credit		付　出 Withdrawal / Debit		餘　額 Balance	
	張　數 Pieces	金　額 Amount	張　數 Pieces	金　額 Amount	張　數 Pieces	金　額 Amount
100 年 (2011)	0	644,003	121	366,948	0	2,162,458
101 年 (2012)	0	621,481	0	176,419	0	2,616,091
102 年 (2013)	0	523,998	0	331,482	0	2,808,696
103 年 (2014)	0	705,081	0	363,314	0	3,157,450
103 年 2 月	0	5,600	0	25,706	0	2,831,327
103 年 3 月	0	50,844	0	40,546	0	2,841,644
103 年 4 月	0	13,645	0	20,271	0	2,834,516
103 年 5 月	0	88,392	0	34,730	0	2,887,993
103 年 6 月	0	100,733	0	44,701	0	2,944,033
103 年 7 月	0	56,022	0	28,576	0	2,971,629
103 年 8 月	0	17,170	0	12,597	0	2,976,143
103 年 9 月	0	64,068	0	52,669	0	2,988,469
103 年 10 月	0	65,182	0	25,140	0	3,028,604
103 年 11 月	0	85,507	0	21,895	0	3,093,942
103 年 12 月	0	103,702	0	44,813	0	3,157,450
104 年 1 月	0	18,889	0	34,486	0	3,140,180

註一：自 95 年 7 月 1 日起新發行之債券採無實體發行。
註二：以外幣計價的國際債券係自 95 年 11 月納入集保制度。
註三：自 97 年 6 月 23 日起債券收付金額由原始發行面額調整爲本金餘額列示。
註四：101 年底以後到期實體債券於 100 年 3 月 28 日起完成全面無實體登錄。
註五：統計數據僅供參考。

表四　集中保管有價證券帳簿劃撥統計表

Table 4. Statistics of Book-entry Operations

民國一〇四年一月

Jan. 2015

單位：千股，萬元
Unit：1,000 Shares，10,000 NT

項目 Item / 年 Year 月份 Month	上市證券 TWSE-listed Securities		櫃檯證券 GTSM Securities					
			上櫃證券 GTSM-listed Securities		興櫃股票 Emerging Stocks		店頭議價債券 OTC Negotiated Bonds	
	總成交量 Total Trading Volume	平均每日成交量 Average Daily Trading Volume	總成交量 Total Trading Volume	平均每日成交量 Average Daily Trading Volume	總成交量 Total Trading Volume	平均每日成交量 Average Daily Trading Volume	總成交金額 Total Trading Value	平均每日成交金額 Average Daily Trading Value
88 年 (1999)	689,643,146	2,558,105	49,004,837	181,099	0	0	1,152,970	4,776
89 年 (2000)	647,962,586	2,463,148	88,490,440	335,888	0	0	30,920	113
90 年 (2001)	604,276,814	2,446,118	79,800,651	321,609	0	0	10,840	46
91 年 (2002)	877,137,250	3,524,860	102,763,975	417,555	335,444	1,378	1,000	43
92 年 (2003)	969,398,890	3,896,369	101,797,701	403,545	1,077,729	4,232	0	0
93 年 (2004)	1,099,225,181	4,424,693	157,034,174	629,899	1,981,331	7,957	0	0
94 年 (2005)	789,310,696	3,206,667	120,893,143	491,761	2,990,375	11,983	78,595,006	616,182
95 年 (2006)	890,105,619	3,609,421	172,751,358	698,897	4,297,665	17,605	188,078,474	756,703
96 年 (2007)	1,160,298,399	4,637,982	263,935,342	1,056,449	6,378,343	25,616	329,505,253	1,332,480
97 年 (2008)	1,090,424,878	4,395,032	143,584,443	577,198	3,328,405	13,324	489,946,152	1,958,030
98 年 (2009)	1,198,170,802	4,755,049	182,428,695	718,822	5,028,561	19,610	444,330,194	1,770,996
99 年 (2010)	968,842,697	3,953,756	151,933,352	621,120	5,544,194	22,783	894,236,455	3,608,147

統計資訊

續上頁

項目 Item / 年 Year 月份 Month	上市證券 TWSE-listed Securities		櫃檯證券 GTSM Securities					
			上櫃證券 GTSM-listed Securities		興櫃股票 Emerging Stocks		店頭議價債券 OTC Negotiated Bonds	
	總成交量 Total Trading Volume	平均每日成交量 Average Daily Trading Volume	總成交量 Total Trading Volume	平均每日成交量 Average Daily Trading Volume	總成交量 Total Trading Volume	平均每日成交量 Average Daily Trading Volume	總成交金額 Total Trading Value	平均每日成交金額 Average Daily Trading Value
100 年 (2011)	69,519,509	4,965,679	11,042,143	788,724	457,311	32,665	45,208,689	3,229,192
101 年 (2012)	791,881,834	3,185,253	120,501,523	483,321	5,795,470	23,056	931,864,336	3,738,959
102 年 (2013)	907,821,461	3,680,583	171,727,361	693,056	7,027,501	29,107	928,756,346	3,806,074
103 年 (2014)	1,245,818,051	5,001,156	297,435,898	1,200,263	7,404,103	30,127	911,606,280	3,668,071
103 年 2 月	73,859,786	4,344,693	21,548,313	1,267,548	687,033	40,414	55,465,811	3,262,695
103 年 3 月	93,964,513	4,474,501	30,151,875	1,435,804	892,087	42,480	68,026,285	3,239,347
103 年 4 月	100,021,887	4,762,947	28,047,094	1,335,576	689,275	32,823	68,611,569	3,267,218
103 年 5 月	96,979,992	4,618,095	26,073,269	1,241,584	734,373	34,970	70,822,433	3,372,497
103 年 6 月	101,664,875	5,083,244	29,086,546	1,454,327	806,133	40,307	80,762,667	4,038,133
103 年 7 月	135,338,088	6,151,731	29,117,535	1,323,524	748,219	34,010	78,690,781	3,576,854
103 年 8 月	115,095,809	5,480,753	24,370,452	1,160,498	501,469	23,879	73,089,346	3,480,445
103 年 9 月	102,615,795	4,886,466	20,877,318	994,158	431,295	20,538	81,415,134	3,876,911
103 年 10 月	114,145,886	5,188,449	22,338,645	1,015,393	457,064	20,776	82,151,520	3,734,160
103 年 11 月	103,391,636	5,169,582	19,036,751	951,838	338,617	16,931	82,382,835	4,119,142
103 年 12 月	125,513,491	5,229,729	27,103,418	1,129,309	558,076	23,253	101,191,451	4,216,310
104 年 1 月	107,859,926	5,392,996	21,328,789	1,066,439	649,496	32,475	81,678,428	4,083,921

註一：本表有價證券包含上市、上櫃及興櫃股票、受益憑證、存託憑證、認購（售）權證、轉（交）換公司債（面額新台幣一百元換算爲一股）等。
註二：店頭議價債券指證券商使用本公司連線之電腦設備，進行債券之附條件或買賣斷交易；其成交金額指債券面額之合計金額。
註三：統計數據僅供參考。

表五　帳簿劃撥配發新股統計表

Table 5. Statistics of New-share Distribution by Book-entry Transfer

民國一〇四年一月

Jan. 2015

單位：股、戶次、家次
Unit：Shares、Accounts、Times

項目 Item / 年 Year 月份 Month	簽約家數 Numbers of Contracted Companies	家次 Times	戶次 Accounts	股數 Shares
88 年 (1999)	744	1,935	14,696,290	28,762,735,936
89 年 (2000)	854	2,302	17,299,888	36,725,263,976
90 年 (2001)	981	1,790	16,919,362	55,352,030,979
91 年 (2002)	1,155	3,718	15,356,683	73,465,854,214
92 年 (2003)	1,303	6,460	13,166,111	89,399,028,786
93 年 (2004)	1,490	11,448	14,971,067	84,521,581,778
94 年 (2005)	1,577	13,997	15,990,325	88,912,437,454
95 年 (2006)	1,599	17,161	15,947,136	97,749,999,640
96 年 (2007)	1,600	24,873	16,530,326	171,865,573,998
97 年 (2008)	1,600	51,850	21,976,003	289,076,363,335
98 年 (2009)	1,602	90,699	20,614,774	339,535,953,852
99 年 (2010)	1,602	142,998	23,140,266	465,857,737,999

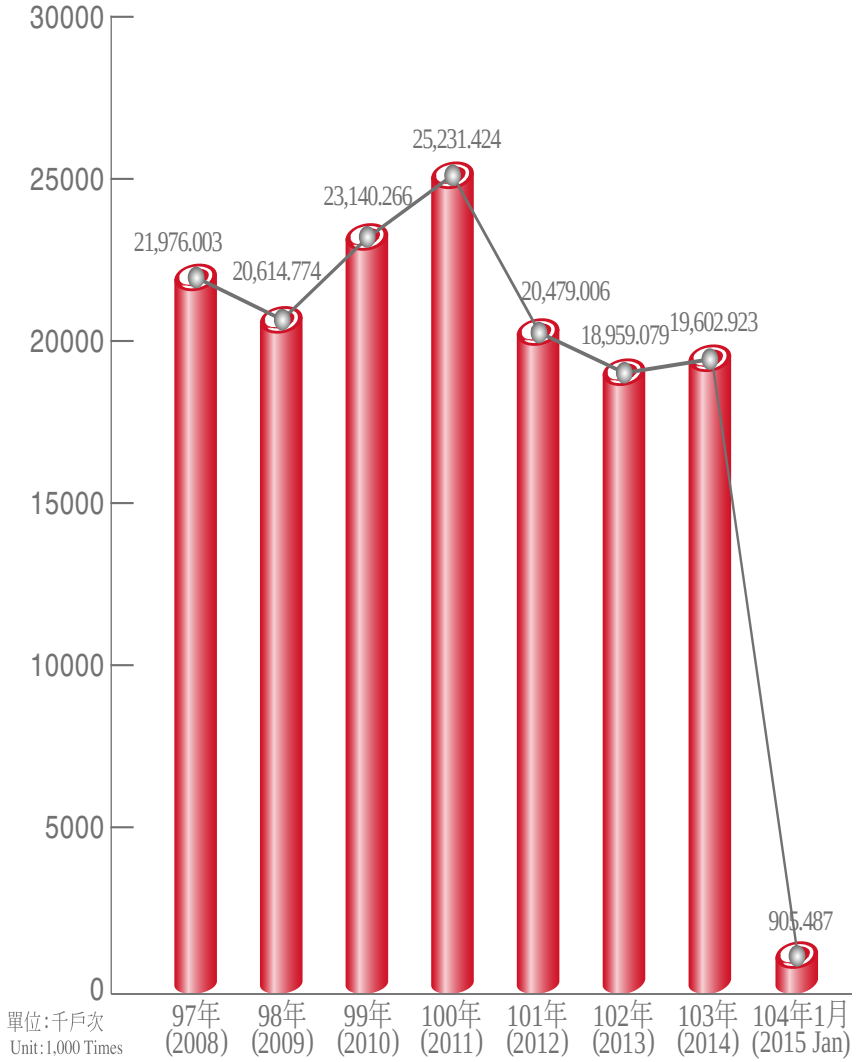
續上頁

項目 Item / 年 Year 月份 Month	簽約家數 Numbers of Contracted Companies	家次 Times	戶次 Accounts	股數 Shares
100 年 (2011)	1,602	156,882	25,231,424	507,760,358,511
101 年 (2012)	1,929	168,012	20,479,006	484,531,703,857
102 年 (2013)	1,966	181,150	18,959,079	517,421,476,955
103 年 (2014)	2,043	199,901	19,602,923	544,428,085,135
103 年 2 月	1,967	12,937	778,990	37,762,704,729
103 年 3 月	1,967	17,089	1,000,311	43,655,869,117
103 年 4 月	1,969	16,505	952,898	50,680,348,816
103 年 5 月	1,972	15,095	934,042	36,196,985,289
103 年 6 月	1,978	15,346	835,217	40,626,848,371
103 年 7 月	1,982	18,365	1,000,150	49,179,824,241
103 年 8 月	1,992	17,073	1,991,255	43,626,367,587
103 年 9 月	2,003	17,095	5,356,185	52,175,912,995
103 年 10 月	2,015	18,849	2,810,539	53,028,274,843
103 年 11 月	2,029	16,272	2,079,033	41,003,191,734
103 年 12 月	2,043	19,099	1,032,864	43,085,226,241
104 年 1 月	2,047	17,668	905,487	51,847,613,482

註一：本項作業係自八十一年開始辦理。
註二：簽約家數指與本公司簽訂帳簿劃撥配發有價證券合約之發行公司家數。
註三：家次指所有辦理帳簿劃撥配發新股之發行公司次數。
註四：戶次指所有辦理帳簿劃撥配發新股之集中保管帳戶次數。
註五：統計數據僅供參考。

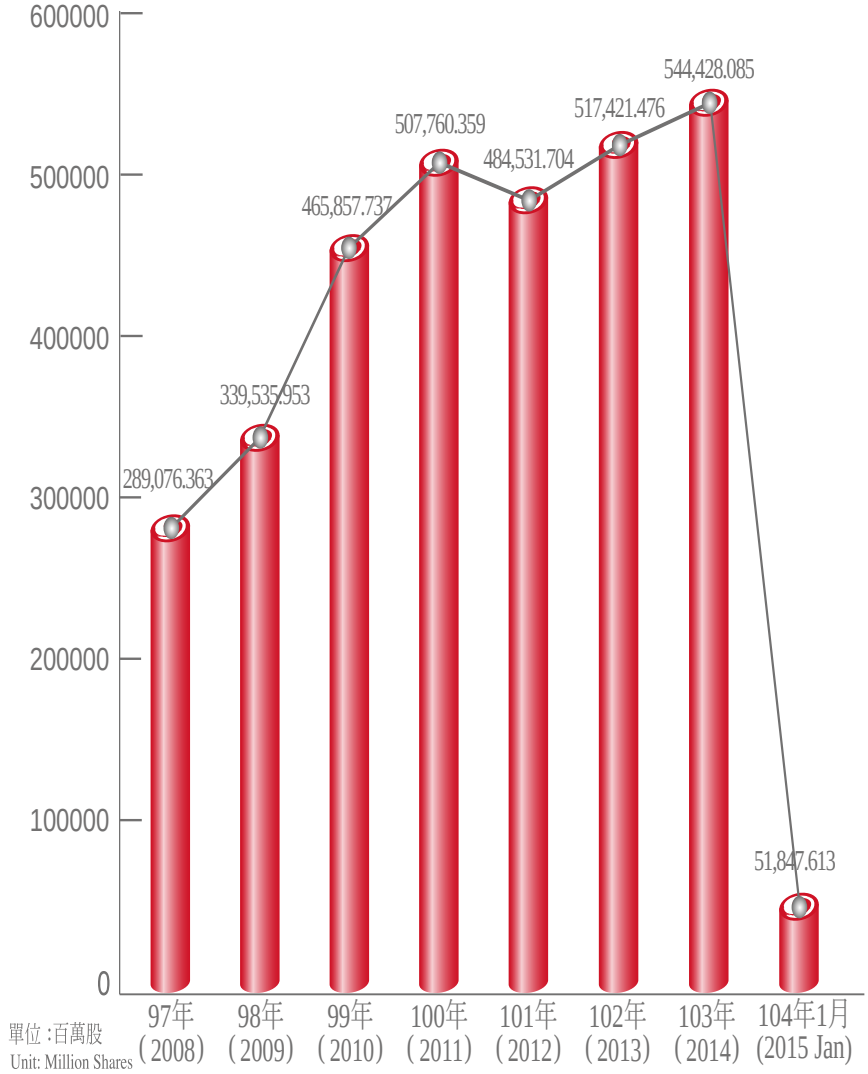
圖四：帳簿劃撥配發新股 戶次

Figure 4：Number of Accounts involved in New-share Distribution



圖五：帳簿劃撥配發新股 股數

Figure 5：Number of Distributed New Shares



表六 集中保管有價證券帳簿劃撥設質交付統計表

Table 6. Statistics of Book-entry Operations for Pledged Securities Under Central Custody

民國一〇四年一月

Jan. 2015

單位：股
Unit：Shares

項目 Item / 年 Year 月份 Month	質權設定 Securities put in pledge		質權解除／實行質權 Cancellation / Execution of Pledge		設質餘額 Balance of Pledged Securities		
	筆數 Number of Transaction	股數 Shares	筆數 Number of Transaction	股數 Shares	筆數 Number of Transaction	股數 Shares	成長率 % Growth Rate
88 年 (1999)	15,657	14,875,707,280	25,107	11,774,376,747	30,849	28,295,458,205	11.36
89 年 (2000)	17,190	30,093,105,657	22,946	11,933,710,224	33,201	46,132,920,541	63.04
90 年 (2001)	9,184	10,930,750,372	21,182	10,443,424,166	29,763	46,620,246,747	1.06
91 年 (2002)	8,725	9,613,196,686	19,968	13,984,921,712	26,717	42,248,521,721	-9.38
92 年 (2003)	7,635	10,317,342,456	15,734	11,394,312,886	24,049	41,177,408,645	-2.54
93 年 (2004)	9,708	11,450,066,353	15,769	10,435,962,497	24,157	42,191,512,501	2.46
94 年 (2005)	6,732	15,811,996,698	14,058	8,620,679,888	22,972	49,382,829,311	17.04
95 年 (2006)	8,682	23,261,216,589	17,256	21,858,422,014	20,963	50,785,623,886	2.84
96 年 (2007)	7,858	12,551,376,804	15,837	13,597,708,105	19,223	49,739,292,585	-2.06
97 年 (2008)	9,950	25,780,972,991	11,541	15,435,958,955	20,983	60,084,306,621	20.80
98 年 (2009)	5,303	13,620,556,075	11,784	18,286,432,748	18,448	55,418,429,948	-7.77
99 年 (2010)	6,214	10,484,870,307	9,756	15,984,411,257	18,765	49,918,888,999	-9.92

統計資訊

續上頁

項目 Item / 年 Year 月份 Month	質權設定 Securities put in pledge		質權解除／實行質權 Cancellation / Execution of Pledge		設質餘額 Balance of Pledged Securities		
	筆數 Number of Transaction	股數 Shares	筆數 Number of Transaction	股數 Shares	筆數 Number of Transaction	股數 Shares	成長率 % Growth Rate
100 年 (2011)	7,320	13,683,330,524	9,098	12,450,370,982	20,687	51,151,848,541	2.47
101 年 (2012)	6,409	14,854,785,668	9,695	11,768,841,382	21,525	54,237,792,826	6.03
102 年 (2013)	5,817	9,017,496,421	9,611	12,629,830,862	22,156	50,625,458,385	-6.66
103 年 (2014)	6,370	9,193,857,915	9,947	8,995,824,530	22,877	50,823,491,770	0.39
103 年 2 月	299	352,306,182	824	392,744,952	21,812	50,121,873,439	-0.08
103 年 3 月	449	858,807,680	907	641,174,433	21,759	50,339,506,686	0.43
103 年 4 月	455	655,930,765	906	682,972,510	21,679	50,312,464,941	-0.05
103 年 5 月	622	1,065,872,356	903	746,792,673	21,797	50,631,544,624	0.63
103 年 6 月	505	978,763,849	879	1,099,454,859	21,855	50,510,853,614	-0.24
103 年 7 月	563	885,711,024	982	969,716,997	21,894	50,426,847,641	-0.17
103 年 8 月	526	1,045,182,773	742	805,077,916	22,001	50,666,952,498	0.48
103 年 9 月	616	577,901,410	793	738,177,772	22,112	50,506,676,136	-0.32
103 年 10 月	753	990,750,210	766	1,076,961,951	22,405	50,420,464,395	-0.17
103 年 11 月	558	514,930,517	602	367,216,788	22,641	50,568,178,125	0.29
103 年 12 月	648	725,443,938	743	470,130,292	22,877	50,823,491,770	0.50
104 年 1 月	465	486,579,206	676	559,339,469	22,952	50,750,731,507	-0.14

註一：本項作業係自八十三年五月開始辦理。
註二：本表有價證券包含上市、上櫃及興櫃股票、受益憑證、存託憑證、認購（售）權證、轉（交）換公司債（面額新台幣一百元換算爲一股）等。
註三：成長率指本月（年）設質股數餘額與前月（年）設質股數餘額之增減比例。
註四：本表不含外幣債券。
註五：統計數據僅供參考。

表七 境外基金交易平台業務量統計表

Table 7. Total Transaction Volume on Offshore Fund Platform (TDCC FundClear)

民國一〇四年一月

Jan. 2015

單位：筆數、千元
Unit：No. of Transaction, 1,000 NT

項目 Item / 年 Year 月份 Month	申購 Subscription		買回 Redemption		轉換 Switch	
	筆數 Number of Transaction	金額 Amount	筆數 Number of Transaction	金額 Amount	筆數 Number of Transaction	金額 Amount
95 年 (2006)	5,623	3,253,480	562	183,229	15	1,340
96 年 (2007)	91,848	14,060,134	13,830	8,066,948	2,368	2,368
97 年 (2008)	248,812	4,646,106	62,346	6,243,773	3,874	3,874
98 年 (2009)	240,787	7,708,065	135,288	4,604,317	6,781	6,781
99 年 (2010)	320,522	10,379,483	232,678	9,039,183	15,476	15,476
100 年 (2011)	407,799	6,837,943	205,763	6,204,226	25,113	25,113
101 年 (2012)	342,475	11,459,738	264,765	7,520,286	34,938	2,093,472
102 年 (2013)	428,095	20,159,630	432,590	18,467,308	57,010	3,814,498
103 年 (2014)	525,168	26,343,215	435,566	21,359,099	66,996	5,961,041
103 年 2 月	38,894	1,674,254	23,499	1,537,009	4,821	353,230

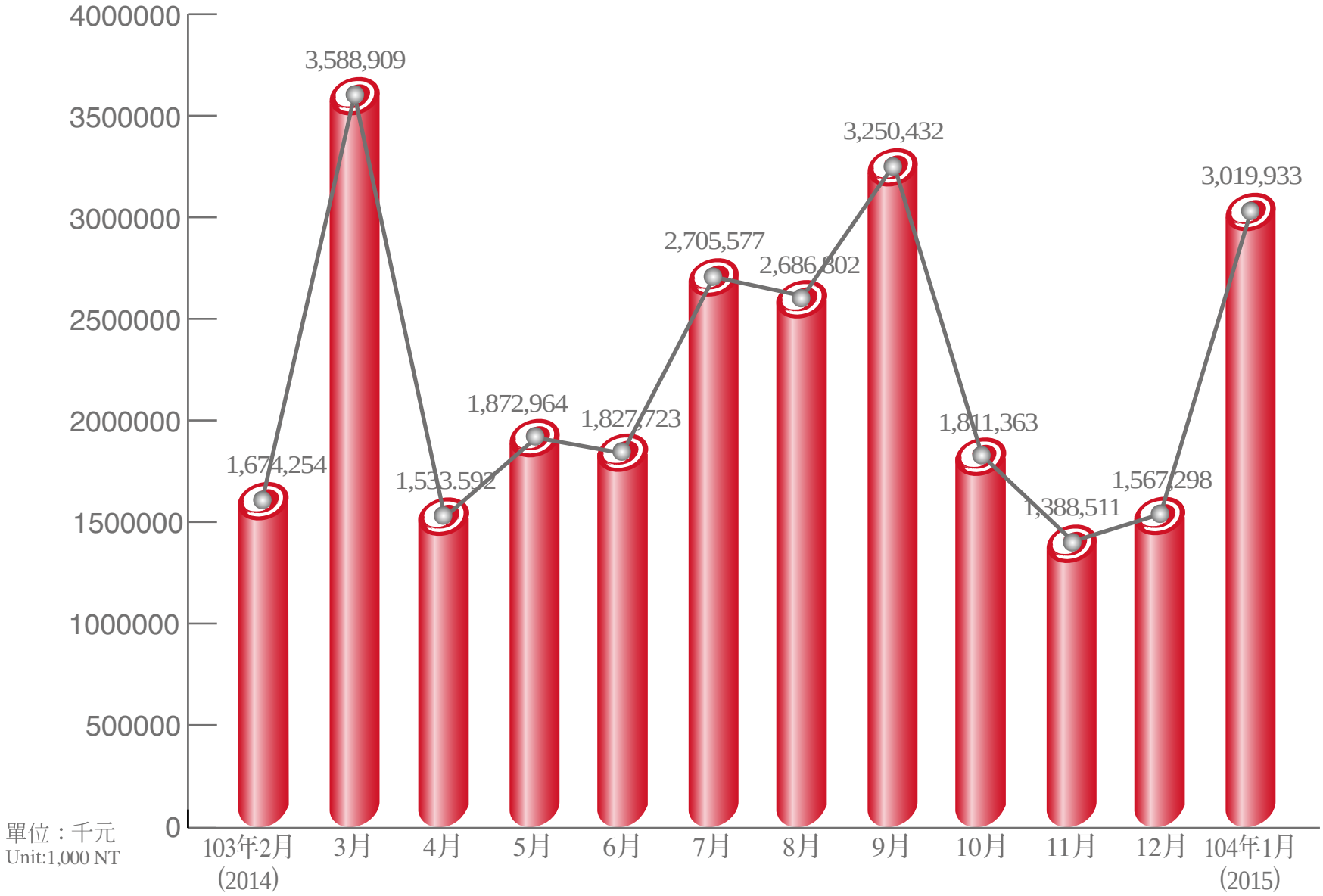
續上頁

項目 Item / 年 Year 月份 Month	申購 Subscription		買回 Redemption		轉換 Switch	
	筆數 Number of Transaction	金額 Amount	筆數 Number of Transaction	金額 Amount	筆數 Number of Transaction	金額 Amount
103 年 3 月	46,067	3,588,909	39,980	1,782,337	7,401	555,240
103 年 4 月	42,566	1,533,592	37,181	1,368,415	3,905	390,955
103 年 5 月	42,053	1,872,964	40,466	1,160,173	5,450	373,607
103 年 6 月	36,365	1,827,723	38,984	1,786,350	3,700	285,228
103 年 7 月	45,647	2,705,577	48,528	2,672,033	5,289	633,067
103 年 8 月	47,779	2,686,802	39,255	2,183,961	4,822	448,979
103 年 9 月	50,463	3,250,432	37,214	1,769,521	5,375	461,532
103 年 10 月	45,781	1,811,363	24,575	1,420,016	4,607	418,871
103 年 11 月	44,042	1,388,511	30,647	1,510,032	5,022	493,386
103 年 12 月	47,511	1,567,298	39,309	2,119,344	9,782	1,025,300
104 年 1 月	46,736	3,019,933	37,744	1,423,994	9,398	524,072

註一：境外基金交易平台業務自九十五年八月上線，係辦理銷售機構以綜合帳戶名義申請之款項收付。
註二：統計數據僅供參考。

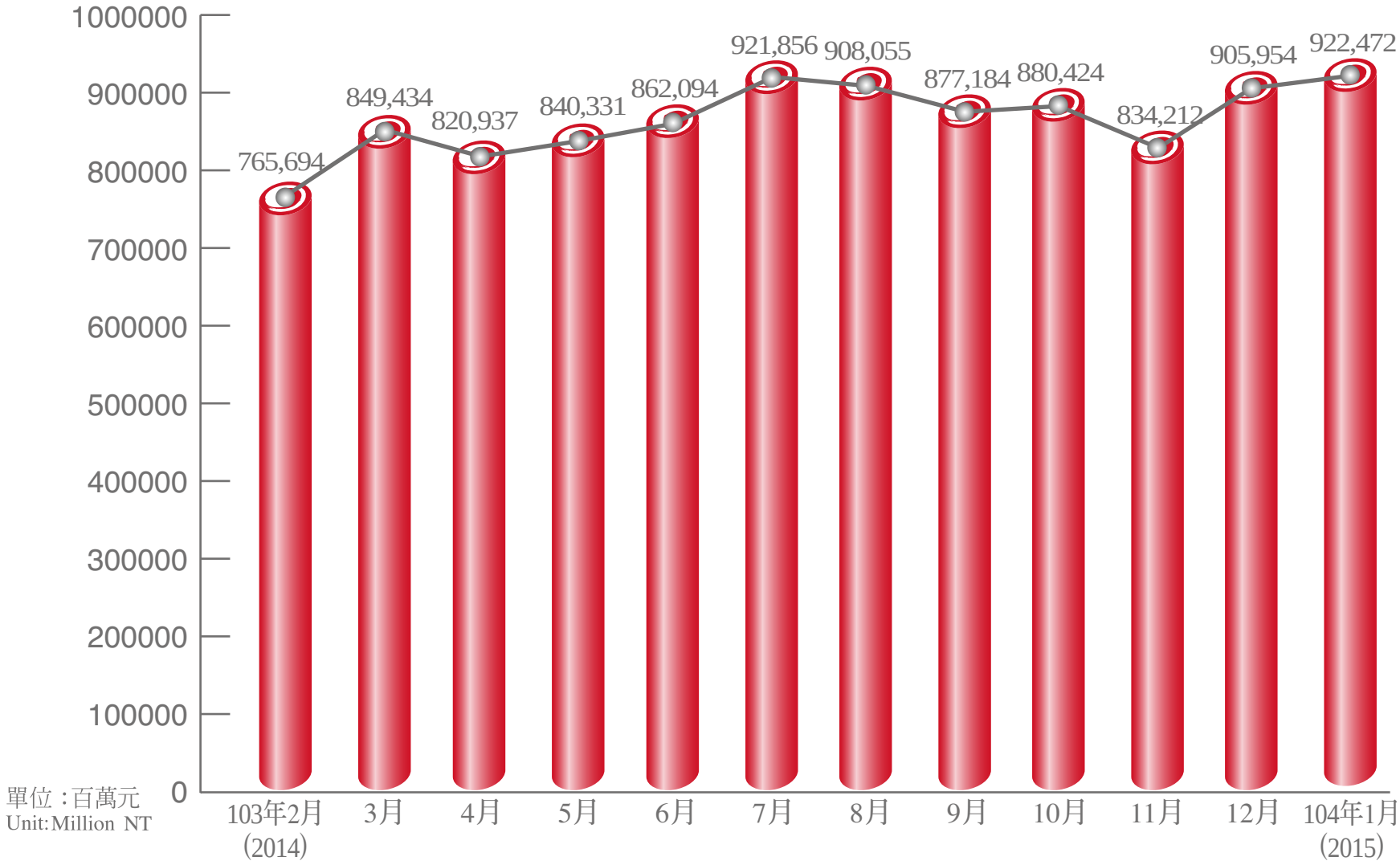
圖六：境外基金交易平台申購統計

Figure 6：Total Amount of Subscription on Offshore Fund Platform（TDCC FundClear）



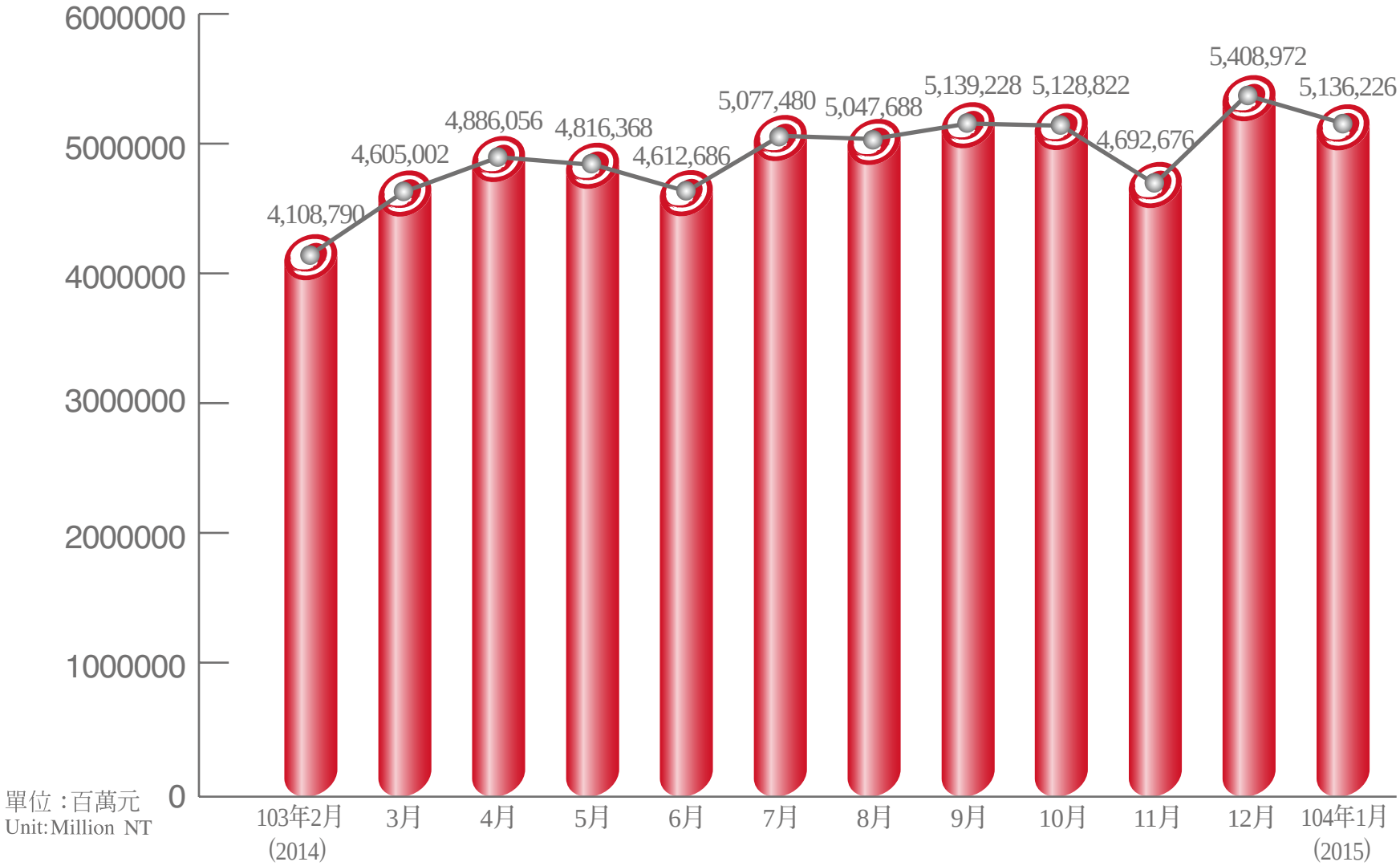
圖七：票券保管結算交割統計–初級市場發行量

Figure 7: Statisics of Bills Clearing & Settlement (Primary Market)



圖八：票券保管結算交割統計–次級市場交易量

Figure 8: Statisics of Bills Clearing & Settlement (Secondary Market)



表八　票券保管結算交割統計表

Table 8. Statistics of Bills Clearing & Settlement

民國一〇四年一月

Jan. 2015

單位：佰萬元
Unit：Million NT

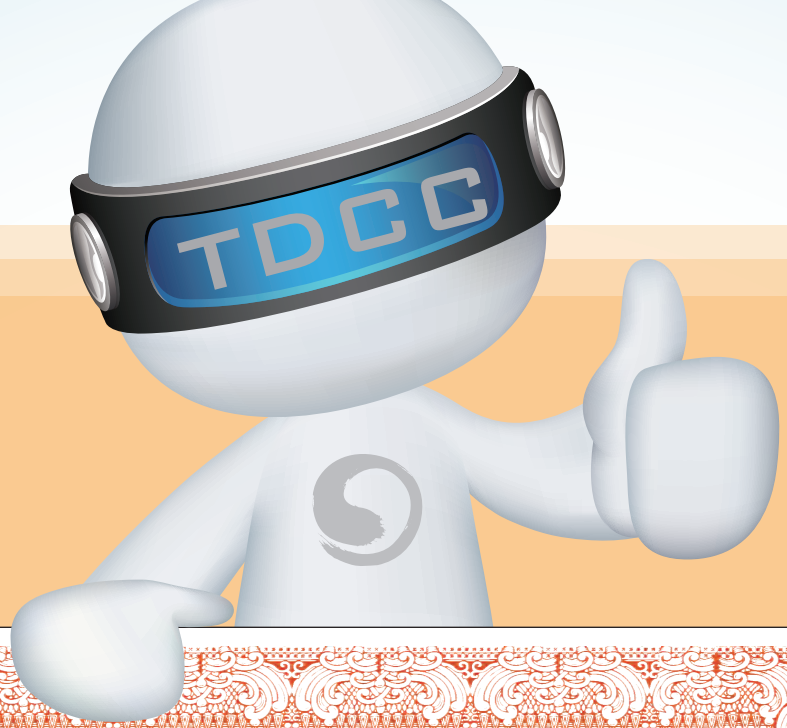
項目 Item / 年 Year 月份 Month	初級市場 Primary Market		次級市場（交易量） Secondary Market				合計 Total
	承銷／首買 Underwriting /Initial Purchase	兌償 Redemption	買賣斷 Outright	條件交易 Repo	條件履約 Repo Execution	小計 Subtotal	
93 年 (2004)	4,435,036	3,521,156	8,968,644	14,530,340	13,569,303	37,068,287	45,024,479
94 年 (2005)	6,071,910	6,130,013	13,345,030	25,168,299	25,140,876	63,654,205	75,856,128
95 年 (2006)	6,442,421	6,384,540	13,815,813	27,050,741	27,150,942	68,017,496	80,844,457
96 年 (2007)	6,213,145	6,333,759	12,634,190	26,561,216	26,638,460	65,833,866	78,380,770
97 年 (2008)	6,572,141	6,606,445	13,084,744	25,895,724	26,005,094	64,985,562	78,164,148
98 年 (2009)	5,655,226	5,701,127	10,950,832	20,377,546	20,435,060	51,763,438	63,119,791
99 年 (2010)	6,225,635	6,152,937	12,379,632	22,535,472	22,389,274	57,304,378	69,682,950
100 年 (2011)	6,590,306	6,524,294	13,508,222	23,431,456	23,355,064	60,294,742	73,409,342
101 年 (2012)	7,514,724	7,242,192	14,712,260	21,271,036	21,378,822	57,362,118	72,119,034
102 年 (2013)	9,052,283	8,830,141	16,630,498	19,847,122	19,811,006	56,288,626	74,171,050
103 年 (2014)	10,314,810	10,210,119	18,631,244	19,830,582	19,834,020	58,295,846	78,820,775

統計資訊

續上頁

項目 Item / 年 Year 月份 Month	初級市場 Primary Market		次級市場（交易量） Secondary Market				合計 Total
	承銷／首買 Underwriting /Initial Purchase	兌償 Redemption	買賣斷 Outright	條件交易 Repo	條件履約 Repo Execution	小計 Subtotal	
103 年 2 月	765,694	773,643	1,406,178	1,358,568	1,344,044	4,108,790	5,648,127
103 年 3 月	849,434	833,820	1,508,486	1,550,558	1,545,958	4,605,002	6,288,256
103 年 4 月	820,937	805,484	1,460,116	1,733,648	1,692,292	4,886,056	6,512,477
103 年 5 月	840,331	830,630	1,524,276	1,649,632	1,642,460	4,816,368	6,487,329
103 年 6 月	862,094	872,622	1,569,448	1,536,360	1,506,878	4,612,686	6,347,402
103 年 7 月	921,856	840,102	1,687,404	1,686,308	1,703,768	5,077,480	6,839,438
103 年 8 月	908,055	918,128	1,650,256	1,718,610	1,678,822	5,047,688	6,873,871
103 年 9 月	877,184	924,480	1,640,248	1,728,584	1,770,396	5,139,228	6,940,892
103 年 10 月	880,424	910,892	1,531,866	1,793,244	1,803,712	5,128,822	6,920,138
103 年 11 月	834,212	807,978	1,448,858	1,615,302	1,628,516	4,692,676	6,334,866
103 年 12 月	905,954	921,715	1,638,532	1,882,816	1,887,624	5,408,972	7,236,641
104 年 1 月	922,472	842,945	1,623,220	1,738,234	1,774,772	5,136,226	6,901,643

註一：本項作業係自九十三年四月開始辦理。
註二：統計數據僅供參考。



股票全面無紙化
實體股票速繳回

股東：投資人

您仍持有上市、上櫃、興櫃之實體股票嗎？

請您儘速洽發行公司(股務代理機構)辦理，或於104年3月31日前洽往來證券商辦理。
發行公司將您實體股票換發並將持股餘額撥入集保帳戶後，才能賣出!
更多詳情，請至集保結算所網站(www.tdcc.com.tw) / 投資人服務 / 其他資訊 / 投資人股票全面無實體化專區參閱說明。

臺灣集中保管結算所
TDCC Taiwan Depository & Clearing Corporation

投資人股票全面
無實體化專區

35 週年

SINCE 1989

信賴・安心・守護

臺灣集中保管結算所

地址：台北市復興北路363號11樓｜電話：02-27195805｜傳真：02-27195403

ISSN 1818-6483

9 771018 538007

刊物編號04-10408001

臺灣股票博物館
Taiwan Stock Museum
臺灣集中保管結算所 建置

本刊物採環保用紙及大豆油墨印刷