

---

## 第一節 金融市場概述

---

### 一、直接金融與間接金融

在經濟發展過程中，金融服務業扮演著重要的角色，舉凡政府之重大建設，產業之生產、銷售活動，個人之消費、置產等活動都需要資金的融通。若將金融之於實體經濟比喻成血液之於人體，實不為過。

金融市場媒合資金的供給與需求，其媒合方式可分成直接金融與間接金融兩種，傳統的存放業務屬間接金融，由銀行接受資金供給者之存款，再貸放給資金需求者，以賺取存放利率差為獲利之主要來源。由於銀行介入資金的供需鏈中，扮演資金媒介的角色，故稱為「間接」金融，銀行也因而稱為金融中介機構 (financial intermediary)。

如果資金需求者發行各式各樣的有價證券，直接銷售給資金供給者以取得資金，就屬於直接金融，因為供需雙方並無居間的仲介機構媒介，證券承銷商或投資銀行僅協助有價證券的發行，賺取承銷手續費，本身並不介入資金供需雙方之間。

就全球整體金融市場之發展來看，間接金融仍佔大半以上，因為直接金融的參與者一般以公開發行公司，也就是大型公司為主，而廣大的中小企業仍須仰賴間接金融體系。但因間接金融的相關成本高於直接金融，故趨勢上直接金融的成長比間接金融快，各國也無不卯足全力發展自己的直接金融業務。

直接金融的主要參與者是證券商與投資銀行。在歐系的金融機構中，直接金融與間接金融經常是混業經營，稱為綜合銀行 (universal banking)，在美國則多採分業經營，但也逐漸有合體之趨勢，多半採控股公司下設銀行子公司、證券子公司的方式經營。臺灣也是以控股公司的方式來達到跨業經營的目的。



## 二、直接金融之市場架構

直接金融市場主要以股票市場與債券市場為主，而資金需求期間較短者，也可透過票券的發行在貨幣市場取得資金，亦屬直接金融之一。股票可視為股權之證券化，債券與票券可視為債權之證券化，證券化的最大功能是方便交易市場的流通，以增進投資大眾持有之意願。[圖1.1]描繪直接金融之結構，依國際慣例，當資金供需之期間超過一年者，稱為資本市場 (capital market)，不及一年者，稱為貨幣市場 (money market)。發行股票所募集之資金並無期間，故屬資本市場之籌資工具。

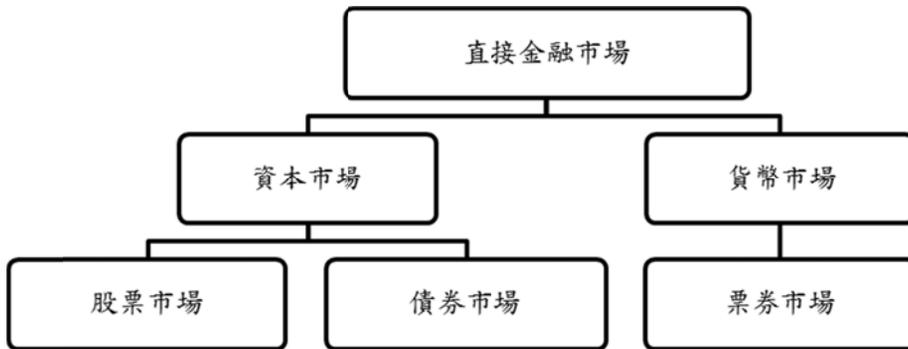


圖 1.1 直接金融之市場結構

近年來長短期證券也有互相融合之現象，例如短期票券透過NIF (notes issuance facility) 的運作，可在金融機構的協助下，多次展期而形成長期資金；而長期債券透過可贖回 (callable)、可賣回 (puttable) 條款的设计而具有發行期限可縮短的彈性；公債透過息票分割交易 (coupon stripping) 而產生到期日不超過原債券發行期間的眾多息票可供投資；債券若用來承作附條件交易，也可變成是短期的投資工具。

---

## 第二節 股票市場之發展

---

### 一、發行市場與交易市場

在直接金融市場中，有價證券的發行與募集讓企業得以向不特定大眾快速取得資金，以因應企業成長之需，這是資本市場最大的功能，也是對經濟發展主要貢獻之所在。但如沒有一個良好的交易市場，證券的發行就不容易成功。

發行市場是證券從無到有的過程，也是真正產生籌資功能的環節；交易市場是證券從持有人手中移轉到另一投資人的過程，並無籌資功能，但卻是發行市場成功發展的必要條件，可說是沒有交易市場即很難有發行市場。

#### （一）發行市場

發行有價證券可採公募與私募，所謂公募指的是向不特定的大眾募集，此時發行人對自身的財務、業務狀況就要完全揭露，且須符合特定的條件，如果公開發行之後要進一步掛牌在證券交易所交易（上市），或在證券櫃檯買賣中心交易（上櫃），就須符合該二單位的上市（櫃）條件，並經上市（櫃）審議委員會及董事會通過，再經證券主管機關核准。截至2014年5月底止，臺灣證券交易所及證券櫃檯買賣中心各有上市及上櫃公司845家與665家，總市值分別為新臺幣25.93兆元與2.77兆元。

如果發行公司採用私募（private placement）的方式籌資，揭露的要求就較少，且採事後報備制，可縮短取得資金的時間，但募集對象之人數及資金規模均有限制，且所取得之證券須經一定程序補辦公開發行之後，始得上市（櫃）交易。2008年至2012年公開發行公司藉由私募方式取得資金之比重平均約近二成，顯見私募已成上市（櫃）公司籌資之重要工具。

發行證券時須有證券承銷商之協助，輔導發行公司整頓財、會制度，出具承銷報告書，評估承銷價格，再透過自身及其他協辦承銷商的客戶基礎，把證券賣給投資人，以取得資金，因此證券承銷商（或投資銀行）是發行市場的主要機構。



## （二）交易市場

前曾述及活絡的交易市場是發行市場發展的必要條件，臺灣的股票交易市場主要是臺灣證券交易所與證券櫃檯買賣中心。臺灣證券交易所於1962年2月開始營業，採人工撮合方式，自1985年8月起分段實施電腦輔助撮合交易，至1988年年底，所有股票交易納入電腦輔助交易。目前除交易股票外，也交易臺灣存託憑證（TDR）、指數股票型基金（ETF）、認購（售）權證及不動產證券化受益證券（REITs）等。

臺灣證券交易所於2012年總計成交值新臺幣20.2兆元，週轉率近100%，櫃買中心同一期間成交值為2.95兆元，週轉率約170%，上櫃股票多數為中小型公司，在輕、薄、短、小的條件下，較容易成為短線進出的標的，致週轉率較高。

自然人交易金額之佔比自1996年的89.3%降至2012年的62%，僑外法人與本土法人之佔比則提高至22.6%與15.4%；此一現象並未出現在櫃買市場，其自然人交易額佔比一直維持在82%左右，未見大幅變化。

## 二、各國股票市場之比較

歷經了五十餘年之成長，臺灣證券交易所全球新興市場中也佔有一席之地。從[表1.1]可看出臺灣證券交易所的上市公司家數雖不算多，但仍多於德國、新加坡、泰國；總市值也比新、泰多。成交值近一、二年並不高，但週轉率仍優於英、港、新等。表現較優者為本益比，在2013年6月時達19.66，僅次於東京與深圳；總市值佔GDP之比重，除因港、新GDP較低致該比重甚高外，臺灣證交所以152.06%領先表中之其他市場。

## 三、股票市場國際化

臺灣股市以科技產業為主，佔了六成以上，地理位置優越，緊臨大陸市場，又具備完整的產業供應鏈，擁有優秀研發人才與創新能力。隨著兩岸簽訂

ECFA以及協商中的服貿協議，臺灣的資本市場也加快國際化的腳步。

在股票市場方面，至2012年底，證交所已有26家外國企業來臺第一上市，31家企業來臺第二上市（臺灣存託憑證）。櫃買中心則有17家第一上櫃，1家第二上櫃，8家登錄興櫃。

表 1.1 各國股票市場之比較 (2013.06)

交易所 名稱	上市家數 (2013.06)	市值 (十億美元) (2013.06)	市值/GDP (%) (2012.12)	成交值 (十億美元) (2013.06)	成交值 週轉率 (2013.06)	本益比 (2013.06)
紐 約	2339	15633	89.81	1298.2	8.30	16.73
那斯達克	2581	5254	29.22	870.9	16.58	16.66
倫 敦	2733	3627	139.17	189.7	4.62	12.46
德 國	731	1517	43.71	113.7	7.19	13.01
東 京	2319	4026	58.33	545.7	13.55	23.10
韓 國	1760	1051	102.04	95.8	11.09	13.05
香 港	1567	2670	1076.70	113.6	4.09	9.8
新 加 坡	774	752	276.68	25.4	4.57	11.74
泰 國	569	408	106.62	37.9	9.28	16.47
上 海	954	2277	30.96	217.3	9.54	10.17
深 圳	1537	1190	13.98	245.0	20.59	23.5
臺 灣	812	754	152.06	49.0	6.56	19.66

資料來源：臺灣證券交易所

交易市場方面，自1991年1月開放合格境外機構投資者（QFII）投資國內股市，1996年3月開放一般境外法人及自然人投資股市，2003年進一步取消QFII制度，到2012年外資總累積匯入淨額達1,583.6億美元，持有股票總市值佔整體市場32.11%，其買賣金額每日公佈，甚受市場重視，也成為散戶進出市場之重要參考指標。



#### 四、公司治理

優良的公司治理可以增加公司的價值，也是外資選擇投資標的時的重要考量。1997年東南亞金融風暴之後，世界銀行認為公司治理不佳是導因之一，於是組成研究團隊深入調研東亞各國的公司治理問題，標準普爾以及里昂證券也開始評鑑亞洲各國之公司治理，並予以排名，臺灣主管當局也開始重視公司治理之改革。

2002年2月起臺灣證券交易所與櫃檯買賣中心要求新上市櫃公司必須至少有二席獨立董事。2006年證交法修訂，明文規定符合一定條件之公開發行公司須有至少二席且20%之獨立董事，從金融機構及資本額500億元之大型公司開始實施，並逐步將實施門檻降至資本額100億元，至今大多數的上市櫃公司設有獨立董事。金管會於2013年底更決定全面要求所有上市（櫃）公司應於2015年起設獨立董事。

2012年起所有上市（櫃）公司均須設立薪酬委員會，審定董、監事及經理人之薪酬，另外也鼓勵董事會成立審計委員會，以取代監察人制度。金管會於2013年底決定分階段要求設置審計委員會，上市（櫃）公司實收資本額臺幣500億元以上者應於2013年起設置審計委員會，100億元以上者應於2015年起設置審計委員會，資本額臺幣20億元以上者應於2017年起設置審計委員會。

在董監選舉及投票制度上，鼓勵上市（櫃）公司採取候選人提名制度，電子投票制度以及分割投票制度等等。而「證券投資人與期貨交易人保護中心」的成立，更為投資人進行集體訴訟，要求掏空、舞弊之上市（櫃）董、監事、會計師、承銷商等連帶賠償投資人之損失。整體而言，近十多年來的公司治理改革讓臺灣資本市場健全了許多。

---

### 第三節 債券、期貨與共同基金市場之發展

---

#### 一、債券市場之發展

在全球資本市場中，債券市場的規模普遍大於股票市場，且以政府所發行之主權債券為主力商品。1993年起臺灣開始以公開標售的方式發行公債，發行期限涵蓋了二、五、十、二十及三十年期，1997年起改採無實體發行，2003年實施增額發行制度，2005年推出五年期公債的分割交易，而為消除供給面的不確定性，自2002年起採行規律化的定期適量發行制度，2004年把複式利率標改為單一價格標。截至2012年底公債未償餘額達4.77兆元，2010年至2012年間新增發行金額在WFE的統計中維持全球第14名。

公債交易一向以議價為主，2000年7月櫃買中心推出債券等殖成交系統，改採電腦議價後，成交量大幅攀升，2008年買賣斷成交金額達32兆多元，附條件交易金額達66兆多元，總計逼近100兆元，2013年總成交金額略減，但仍有51.9兆元，其中買賣斷與附條件交易各佔15.3%與84.7%，在WFE排名中仍維持全球第九名。

公司債市場年均發行金額均在4000億至6000億之譜，2013年達5,636億元，其中又以普通公司債為最大宗，金融債券次之。2012年累積流通在外之公司債餘額達2.76兆元，其中普通公司債佔57.2%，金融債佔36.0%，轉換債佔5.6%。

資產證券化又分金融資產證券化與不動產證券化，二者分別自2002年與2003年推出，至2007年達到高峰。累計核准發行案件共76件，總金額6,604億元，金融海嘯之後至今新發行案件僅二件，市場隨著原有債券逐漸到期而萎縮，至2013年底僅餘360億元。

債券市場的國際化始於亞洲開發銀行於1991年所發行美元計價的小龍債券，2005年以新加坡為參考對象，修正法規制度，讓外國企業、金融機構得以發行各種外幣債券。兩岸簽訂貨幣清算協定後，逐漸形成一個境外人民幣市場，人民幣計價的債券（稱為寶島債）應運而生。總計2006年至2013年共有8檔



國際債券及13檔寶島債的發行，發行幣別包括美元、日圓、澳洲元及人民幣等。

## 二、期貨市場之建立

1980年代中臺灣出口暢旺，外匯存底迅速累積，造成資金氾濫，貨幣供給年增率動輒超過50%，後雖放寬外匯管制允許企業及個人持有外匯，但已造成股價與房價的飆漲，投資人尋求各式各樣的投資管道，期貨也悄悄地進入臺灣市場。當時因無法可管，一般稱為地下期貨市場。

政府乃積極制定相關法規，先從國外期貨交易之合法化著手，緊接著完成期貨交易法之立法，在1997年成立臺灣期貨交易所，1998年推出第一個本土期貨－臺灣證券交易所發行量加權股價指數期貨（簡稱股指期貨），從此股票投資人有了避險管道。

進入21世紀後，期交所陸續推出股價指數選擇權，股票選擇權，股票期貨，黃金期貨，公債期貨，30天短期利率期貨，以及各種分類指數的期貨與選擇權，至2012年底，期貨交易量已能排名全球二十名之內，外資的參與也漸積極，佔全市場交易量之比重已突破10%。

## 三、證券投資信託基金

證券投資信託基金即俗稱的共同基金，目的在於集合眾多投資人之資金，透過專業基金人之操作管理，以達降低手續費，分散風險之規模經濟，化散戶投資為法人投資，使市場趨於穩定。

臺灣的基金市場肇始於1980年代初期，當時開放四家證券投資信託公司，於海外發行共同基金投資國內股市，也是引入外資的第一步。至1990年代初期開放新的投信公司成立，基金市場才開始蓬勃發展。

在基金種類方面，從股票型基金、債券型基金、平衡型基金、貨幣市場基金、組合型基金、到證券化型基金，一應俱全，成為國人理財的重要工具。證券投信暨投顧法通過實施之後，又建立了境外基金之總代理人制度，大量引入

境外發行之基金，至2012年底止，其資產規模已超越國內投信公司自行發行之基金總規模。而投信公司的業務範圍也逐漸擴大，不但可發行跨國投資的基金，能擔任境外基金的總代理人，也能接受客戶委託，全權代客操作各項金融資產，並參與政府基金之代操業務。

純外資的投信公司日益增多，多半收購既有的投信公司，整體基金市場相當國際化。銷售通路多半仰賴銀行的財富管理部門，對銀行的手續費收入也有不少貢獻，緩和了些許銀行因存放利差縮小而產生的業績壓力。

在基金市場曾出現了幾次風波，其中以聯合投信債券型基金因結構型債券跌價，引發投資人大量贖回之事件最為嚴峻，使得規模高達2.5兆元的債券型基金縮水至1兆元不到。另外也有幾起基金經理人的違規事件，但整體而言，基金市場仍能穩定發展。

---

#### 第四節 本書之架構

---

本書之目的在於介紹臺灣資本市場之歷史沿革與發展，包括法規制度之更新，商品與業務之新增與擴大，以及市場各類參與機構之交易活動等等。章節之規劃以證券市場周邊機構為主體，介紹臺灣證券交易所、中華民國證券櫃檯買賣中心、臺灣證券集中保管與結算所公司、臺灣期貨交易所等。

在櫃買中心的業務中單獨將債券市場獨立出來，以專章介紹，藉以突顯其重要性；在證交所的業務中，亦單獨將認購（售）權證業務獨立出來，以彰顯衍生性證券商品的發展。證券投資信託事業的發展代表了資產管理業務的成長，也以專章介紹，最後，公司治理的改革代表了資本市場質量的提升，以之做為本書的壓軸，反映出本書對於公司治理的重視與期許。

本書架構如下所述，第一章是緒論，概述全書之內容。第二章介紹證券市場之沿革與發展，接下來討論證券周邊單位，包括第三章介紹臺灣證券交易所、第四章介紹證券櫃檯買賣中心、第五章介紹臺灣集中保管結算所。在以股



票市場為主軸之後，本書轉至討論債券、期貨、共同基金認與購（售）權證市場之發展，包括第六章介紹債券市場之沿革與發展、第七章介紹臺灣期貨市場之沿革與發展、第八章介紹證券投資信託基金（共同基金）市場之沿革與發展、第九章介紹認購（售）權證市場之沿革與發展。再者，第十章討論臺灣實施公司治理的沿革與成效。最後，提出本書的建議，包括：法規整合、交易所組織再造、商品及服務之創新、TDR相關制度之檢討、境外證券業務、私人銀行業務與公司治理的再提升等等。