

## 第5章 證券市場的參與者

### 即席思考

5-1 在所有投資人類別中，你認為哪一類投資人對台灣股市的影響力最大？

▶▶ 思考方向：三大法人，尤其以外資的影響最大。

5-2 台灣期貨結算工作由台灣期貨交易所的「結算部」負責，對強調獨立運作的期貨結算機構而言，會有何問題？

▶▶ 思考方向：可從其公正性及違約風險等方面思考。

5-3 未來台灣證券期貨交易市場的管理機構若成功整合為「台灣交易所控股公司」，你認為會帶來何種效益？

▶▶ 思考方向：有效發揮資源整合、提昇經營績效，同時降低市場交易成本，因此獲得的利益將回饋投資人。

5-4 根據您對證券商業務的瞭解，請您比較看看哪一種業務的經營風險較低，哪一種較高？為什麼？

▶▶ 思考方向：可從業務性質及相對報酬的穩定性來判定。

5-5 您認為證券商是否加入金融控股公司的主要考量因素有哪些？

▶▶ 思考方向：可從業務的市場性、多元性及資金調度的便利性等方面思考。

5-6 投信公司是否具有穩定證券市場的功能，請你根據實際的觀察，說明自己的看

法。

▶▶思考方向：投信公司有時甚至成為助漲、助跌的角色。

5-7 你認為信託業的發展，會不會對投信公司產生排擠的效果？為什麼？

▶▶思考方向：信託是為「特定人士」管理財產，而投信的共同基金則是向「不特定人」募集資金。

5-8 信用評等機構在 2008 年金融海嘯期間受到市場嚴厲的批評，您認為呢？

▶▶思考方向：信用評等機構若無法事前提醒投資人債務人或債務證券的信用變化，將無法有效發揮其市場功能。

5-9 你認同目前私募股權基金在台的併購行為嗎？為什麼？

▶▶思考方向：好處是可增加企業的國際化視野，引進國外的技術與經驗。較具爭議的是擔心公司被私募股權基金收購後可能下市，衝擊證券市場的發展。

## 本章習題

1. 在臺灣股市中，有哪些投資人參與其中？並分別說明台灣股市中之「三大法人」及「政府四大基金」所指為何？

Ans:

- (1) 在證券市場的運作過程中，除了投資人，還有許多參與者亦參與其中，包括扮演市場監督角色的主管機關與交易市場管理機構、在發行市場與流通市場扮演重要角色的證券承銷商、經紀商與自營商（統稱綜合證券商）、發行共同基金的證券投資信託公司（簡稱投信公司）、提供投資人投資建議的證券投資顧問公司（簡稱投顧公司），辦理信用交易業務的證券金融公司、負責證券集中保管業務的集保公司以及針對發行公司或其發行的證券進行信用評等的機構。
- (2) 國內的證券自營商、證券投資信託公司（共同基金）與外資法人（如國際專業

投資機構(QFII)、海外基金)等合稱為「三大法人」;而「政府四大基金」則包括郵匯儲金、公務員退休撫恤基金、勞工退休基金與勞工保險基金等

2. 假設您是一家公司的財務主管，今年公司決定要申請上櫃轉上市，請問您須與哪些機構接觸，才能完成此申請案？

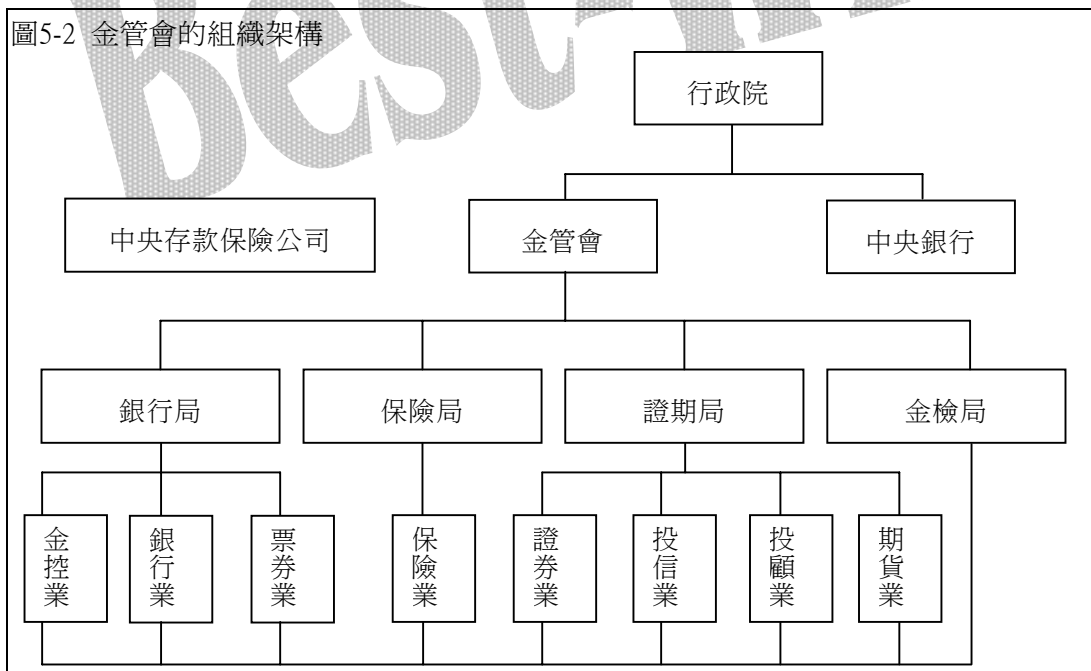
Ans:

所接觸到的機關包括有：(1)負責監督整體市場運作的主管機關：即我國的財政部證券暨期貨管理委員會（簡稱證期會）；(2)負責交易市場管理機構：分別為負責上市股票集中交易場所的台灣證券交易所，以及負責提供店頭交易（上櫃股票）場所的中華民國證券櫃檯買賣中心（簡稱櫃檯買賣中心）；(3)負責輔導公司上市的證券承銷商。

3. 台灣金融監理制度已於 2004 年 7 月 1 日正式邁向一元化，請問其架構為何？

Ans:

金管會設有證期局、銀行局、保險局及檢査局，其組織架構如圖所示：



圖解：在金管會的組織架構中，設有證期局、銀行局及保險局分掌證券、銀行、保險等相關業務的監理工作，並另設有檢查局負責整個金融產業的檢查業務。

4. 台灣期貨交易所的組織型態與架構為何？負責期貨結算工作的機構為何？

Ans:

台灣期貨交易所(Taiwan Futures Exchange,TAIFEX)則採具有會員制精神的公司制(股份有限公司)。台灣期貨交易所最高的決策單位是董事會，另在董事會之下，亦設有「交易業務委員會」與「結算業務委員會」，負責業務諮詢及政策釐定等相關事宜。台灣期貨交易所除提供期貨集中交易的場所外，還兼營期貨結算業務(由結算部負責)。另為了處理有關期貨商、結算會員違反法令規章與交易所章程、業務規則等事宜，亦設有「紀律委員會」。各業務委員會及紀律委員會的成員，至少應有三分之一是在台灣期貨交易所交易的期貨商。

5. 目前台灣期貨交易所正經著手研擬掛牌上市的可能性及計畫，請問其目的為何？

Ans:

交易所掛牌上市已成國際潮流，為提升國際競爭力及籌資的能力，台灣期貨交易所才會著手研擬掛牌上市的可能性及計畫。但金管會於 2007 年 10 月 3 日宣布將重新推動證券交易所、櫃檯買賣中心、期貨交易所、集保公司分兩階段整合，2008 年底先成立台灣交易所控股公司。台灣期貨交易所原先規畫單獨上市的計畫和作業將暫緩。

6. 綜合證券商的業務有哪些？並分析證券商發展的趨勢？

Ans:

證券商經營的業務主要包括承銷、經紀與自營；若同時經營此三種業務，我們稱之為「綜合證券商」。承銷是接受發行企業的委託，協助其證券發行的業務；經紀是接受客戶的委託，代客下單買賣證券並收取手續費的業務；自營則是證券商以自己名義進行證券買賣的業務，盈虧自負。

自 1999 年 11 月 30 日元大證券宣佈與京華證券合併之後(現為元大京華證券)，更加速台灣證券商合併的趨勢，使得證券商的總公司家數迅速減少，另從表中也可

看到一個現象，就是證券商的總公司家數雖然減少，但分公司的數目卻是增加的，顯示證券商的規模已逐漸走向大型化的趨勢。此外，由於市場的激烈競爭與網路下單的盛行，目前證券經紀商的數目正逐年下降。

7. 「金融控股公司法」公布之後，陸續有十多家金控公司宣布成立。請問金融控股公司的興起，對證券商的經營有何影響？

Ans:

- (1)對資產管理業務的影響：雖然過去證券商也大都有轉投資投信、投顧與創投等事業，跨足資產管理業務，但往往受限於投資持股的上限（如投信公司為 25%、創投公司為 10%），使其在經營上無法有效整合資源，提供客戶完整的資產管理業務。若今證券商納入金控公司體系，轉投資資產管理事業除了投信、投顧、創投等事業外，尚可包括信託事業，且沒有持股上限的規定，可全面跨足經營各種不同的資產管理業務，如共同基金、代客操作、信託業務以及對「高財富者」所提供的財富管理業務。此外，「通路」的有效運用也是金控公司對證券商經營資產管理業務的好處。
- (2)對承銷業務的影響：證券商納入金控公司有助於擴大經營規模，增加承銷業務的承受能力，以因應發行公司對於直接金融的需求。另藉由異業的結合，也可以拓展與法人客戶更密切的往來關係，增加投資銀行的業務機會，包括證券發行承銷、代客操作、財務諮詢顧問等業務。此外證券商也可透過金控公司的架構，擴展新通路，增加證券的配銷能力。
- (3)對經紀業務的影響：證券經紀業務除了證券商外，一般銀行也可兼營此項業務；因此，在過度供給的情況下，造成經紀業務的殺價競爭。今若透過金控公司的整併，可減少經紀業務的供給，擴大個別公司的市場占有率，避免市場的過度競爭，提高營業據點的通路價值。此外，加入金控公司，也可達到經濟規模的目的，減少經紀業務固定設備的重複投資，降低單位營運成本。
- (4)對財務的影響：證券商納入金控公司有助於提高資本的規模與信用評等，以降低資金成本；如富邦金控即成功地發行台灣最大的海外可轉換公司債。另透過金控公司資源的整合（如裁撤部分重複組織）與商品的「交叉銷售」，亦可增進資源的使用效率以及達到降低成本的目的。在稅負方面，由於金控公司採連結稅制，相較於單一證券公司轉投資的方式，金融控股公司享有稅制的優惠。

以上所學的大多是正面的影響，但要達到這樣的效果，則須仰賴金控公司是否能在消費金融、企業金融、資產管理、資訊管理、風險控管、行銷通路等各種不同導向的組織間發展出良好的橫向溝通協調機制，並對品牌、管理、系統間建立縱向整合。如果這些溝通協調與整合的成效不佳，將會直接影響金控公司所能帶給證券商的好處，甚至拖累證券商原本的經營績效。

8. 目前在台灣期貨市場中，有哪些參與機構？個別之業務內容為何？

Ans:

在期貨市場中，除了前一節所介紹的期貨交易所與結算機構外，尚包括接受投資人委託買賣的期貨經紀商、自行操作的期貨自營商，以及協助經紀商尋找客戶的仲介經紀商，在台灣稱為「期貨交易輔助人」。期貨交易輔助人只能接受開戶、接受委託單並交由期貨經紀商執行，並不能向客戶收取保證金，目前均由經營證券經紀業務者兼營。為了擴大台灣期貨市場的規模，2002 年 11 月 8 日亦同時開放「期貨經理事業」及「期貨顧問事業」的設立。期貨經理事業係指經營接受特定人委任，對委任人之委託交易資金，就有關期貨交易為分析、判斷，並基於該分析判斷，為委任人執行期貨交易之業務者，類似證券市場的代客操作業務。期貨顧問事業則指為獲取報酬，經營或提供期貨交易之分析、判斷建議者，類似證券市場的投顧公司。

9. 隨著代客操作業務的開放以及「證券投資信託及顧問法」的訂定，請問投信公司與投顧公司的關係產生何種質變？

Ans:

2000 年開放代客操作業務之後，投顧公司亦可承作代客操作業務。但代客操作業務的開放，使得投顧公司與投信公司由過去的互補關係轉為競爭的關係。此外，2004 年通過的「證券投資信託及顧問法」亦允許投信公司及投顧公司擔任境外基金的總代理人，接受境外基金管理機構的委託，募集與銷售境外基金；同時開放投顧公司與投信公司相互兼營彼此的業務，使投顧公司與投信公司的競爭更為激烈。

10. 何謂信託制度？目前信託業務中之金錢信託的性質為何？在實務上，有何種產品或服務是金錢信託的一種？試舉例說明之。

Ans:

本習題解答係著作版權所有，若有抄襲、模仿、冒用情事，依法追究。

ISBN 978-957-41-7812-4

- (1) 信託是一種財產的管理制度，依個別簽訂的「信託契約」以及指定用途為「特定人士」管理財產。
- (2) 金錢信託是指以「金錢」為信託財產的信託，委託人可以明確或概括指定金錢的營運範圍與方法。
- (3) 如代客操作業務、投資人透過銀行買賣共同基金的「特定金錢信託」、以及向不特定多數人募集的「集合管理運用帳戶」或「共同信託基金」等即屬金錢信託的範疇。

11. 集合管理運用帳戶與共同信託基金同屬金錢信託，請問兩者的差異為何？

Ans:

項目	集合管理運用帳戶	共同信託基金
發行與資產管理機構	信託業	信託業
主管機關	財政部	財政部
服務對象	特定多數人	不特定投資大眾
資金募集方式	私募方式且不得主動廣告宣傳，僅能向銀行既有的信託客戶推銷	公開募集
受益人	委託人本人或其他第三者	受益證券的持有人(通常為投資人本人)
受益權可否轉讓	不可	可
契約規範	集合管理運用帳戶約定條款	共同信託基金契約
契約委託人與受託人	委託人：投資人 受託人：信託業	委託人：投資人 受託人：信託業
投資人與資產管理機構的關係	信託關係	信託關係
資產保管	信託業自行保管	信託業自行保管
資金運用範圍	較廣泛，採負面表列，僅不得投資未上市(櫃)公司股票、辦理擔保及信用交易	採正面表列(須在契約中詳載投資項目、種類及比例)
稅負	信託利益在所得發生年度課稅	淨值價差收益：免稅 配息收入：併入綜合所得課稅

12. 證券金融公司的主要業務有哪些？

Ans:

證券金融公司(以下簡稱證金公司)在證券市場所扮演的角色，主要是提供證券的信用交易，即所謂的融資、融券業務。在雙軌混合制下，證金公司不僅辦理與客戶

直接的授信業務，且可對證券商進行轉融通業務及對證券商辦理承銷融資。

13. 何謂集保制度？集保制度的好處有哪些？

Ans:

集保制度就是投資人可以在證券商開設證券保管劃撥帳戶，委託證券商將本身所持有證券送交集保結算所集中保管，並利用電腦自動劃撥功能完成證券買賣之交割結算。換句話說，在證券交易中，不論是證券的結算、交割保管及過戶，皆採用電腦一元化的作業制度。參與此制度的投資人，只要拿著在證券商所發予的證券存摺，就可以自動轉帳方式來進行登錄買賣紀錄、辦理交割及過戶，省卻不少的麻煩。集保制度的優點如下：

- (1)確保投資權益：股票經證券商轉存集保結算所保管，可以避免被挪用、盜賣等危險；且因集保公司利用電腦條碼管制功能，有效防止偽造、變造股票之流通，使投資人無須花費分文，即可保障自身的權益。
- (2)證券存摺的方便性：證券存摺對股票之進出及持有之股數記載很清楚，當買賣成交後，只要憑著證券存摺便可辦理交割，而不必帶著大量現券往返奔波，可減少股票遺失的風險與申請掛失補發的困擾。若一旦證券存摺遺失，可趕快至證券商辦理掛失補發手續，填具「存摺掛失申請書」及「存摺補發申請書」，並分別加蓋原留印鑑或簽名式樣，且在辦理掛失補發期間，仍可委託證券商買賣股票。
- (3)股東權益的保護：委託保管的股票遇到上市公司除息、除權或召開股東會時，均由集保結算所代理證券商利用電腦檔案紀錄自動編製股票所有人名冊，並送至發行公司或其股務代理機構完成過戶手續。上市公司依據集保結算所代理證券商製作之股票所有人名冊，寄發「行使股東權利通知書」予投資人，因此就算時常出國或旅居外埠的投資人，亦無須為辦理過戶而擔心。

14. 何謂信用評等？又投資等級與投機等級的債券如何區別？

Ans:

在證券市場中，公司財務危機事件時有所聞，投資人往往在資訊不充分的情況下誤踩這些地雷公司所發行的債務證券（如公司債等），造成嚴重的損失。為了避免此類事件一再重演，國內外均有所謂的信用評等機構，針對公司本身或其



發行的債務證券，進行償債能力的評比，評等愈高代表公司或其債務證券的償債能力愈強，發生違約（無法償還其債務）的機率愈小。下表即為國內外信用評等機構區分投資等級與投機等級債券的等級代號。

信用評等機構	投資等級	投機等級
慕迪投資服務公司	Aaa, Aa, A, Baa	Ba, B, Caa, Ca, C, D
史丹普公司	AAA, AA, A, BBB	BB, B, CCC, CC, C, D
中華信用評等公司	twAAA, twAA, twA, twBBB	twBB, twB, twCCC, twR, twSD, twD

註：慕迪以 1、2、3 來區別同一等級內的評等優劣（如 Aa1、Aa2、Aa3）；而史丹普公司及中華信用評等公司則是以「+」、「-」作為區分（如 AA<sup>+</sup>、AA<sup>-</sup>）。

#### 15. 何謂私募股權基金？其與創投基金有何差別？

Ans:

私募股權基金的性質與創投基金類似，但在投資標的的選擇上則有些許的差異。創投基金的投資標的多集中於未上市（櫃）的新創公司，且大部分屬於科技產業；而私募股權基金則多集中於即將上市（櫃）的公司，或是已經上市（櫃）、但經營不善、具有改造或重整空間的公司，且以傳統產業居多。此外，很多國際併購案，也會尋求私募股權基金的資金奧援，故市場常見的重整基金、併購基金或收購基金，都屬於私募股權基金的範疇。

#### 16. 私募股權基金的主要運模式為何？一檔成功的私募股權基金，需具備哪些條件？

Ans:

私募股權基金之所以受到全球知名人士或富人的歡迎，主要是因為採取私募的方式向特定投資人募集資金，在法令規範上較為寬鬆，當投資機會出現時，僅須向特定投資人說明投資內容即可，因此較有自由揮灑的空間。在操作策略方面，私募股權基金通常會掌握公司即將上市（櫃）、重整或併購等機會，以較低的價格買進標的公司的股票，經整頓或一段期間（如 5-7 年）後，再將標的公司出售給其他公司

或待標的公司上市(櫃)，以作為退出的機制，達到獲利了解的目的。

一檔成功的私募股權基金，除了募集資金能力外，還必須仰賴一支擁有豐富經驗及專業能力的經營管理團隊，負責隨時掌握好的投資機會、進行投資前的分析與評估、為標的公司建立附加價值高的營運計畫、強化標的公司的管理制度及公司治理制度等。此外，私募股權基金通常也會聘僱資深的律師、財務與會計專家或收購團隊，以提高本身的議價能力，用較好的價格買賣標的公司的股票。當然，在私募股權基金所介入的投資案中，有時也會以發行債券(如垃圾債券)的方式或向金融機構進行融資，即融資收購(Leverage Buyout, LBO)，而金融機構則會要求其嚴守財務紀律及負債比率。若整併者能因併購而有穩定的成長，金融機構通常也會願意提供額外的資金融通，以建立彼此之間的關係。因此，金融機構的參與對整併者的成功也非常的關鍵。

## 挑戰分析師

### 一、選擇題

1. 依證券投資信託及顧問法第四條第三項之規定，下列何種業務非證券投資顧問事業經營之業務？(A)代客操作業務 (B)解盤 (C)其他經主管機關核准之有關業務(D)證券投資顧問業務

2006Q2 證券分析人員資格測驗試題

Ans: (B)

### 二、問答題

1. 在金融保險市場上存在有投資型保單與投資型存款，何謂投資型保單與投資型存款？有無涉及證券投資信託共同基金或證券全權委託投資業務？其應如何適用法令規範？

2002Q2 證券分析人員資格測驗試題

Ans:

- (1)保險公司銷售之投資型保單係結合壽險與投資之商品，具有保障與投資雙重功能，且由客戶自行承擔投資的風險。投資型保單的特點在於除了壽險之保

障外，又結合了基金投資，客戶可以自由選擇投資的基金種類，包括股票型基金、債券型基金、貨幣型基金、平衡型基金等，而且還可依本身的財務規劃，隨時調整壽險的保障與基金投資的額度。投保期間若無法繳付保費，可暫停繳費，由基金帳戶每月贖回的資金來繳付保費，不會因一時財務危機，而發生必須解約的情形。

投資型保單係透過對不特定多數人招攬，其投資標的得為有價證券，投資風險由保戶自行承擔，其性質非常類似共同基金之募集。如保險公司審核通過之投資型保單之投資標的，與共同基金的投資範圍相當或更大，則可能影響共同基金的募集。例如，部分投資型保單投資海外基金，可能發生資金排擠的效果。

- (2)投資型定存係結合外幣存款與投資之商品，將未來本金的孳息運用於衍生性金融商品的投資，以賺取額外的報酬。投資型定存的投資風險由投資人自行負擔，其性質與保本型基金類似。證期會已同意國內投信公司發行保本型基金，未來將與投資型定存處於競爭關係。其中選擇權交易為高風險交易，投資型定存係結合外幣定存與選擇權交易，符合財政部 1995 年 4 月 25 日台財融第 84711569 號函規定之衍生性金融商品定義，因此，辦理該業務需向金融局申請核准。

- 2.信託業法之立法於 2000 年 7 月 19 日與證券交易法之修正同時經總統公布施行，而依信託業法之規定，兼營信託業之銀行或信託業，得兼營那些證券有關之業務？如何適用證券交易法加以監督、管理？

2001Q4 證券分析人員資格測驗試題

Ans:

信託業業務之經營涉及信託業得全權決定運用標的，且將信託財產運用於證券交易法第六條規定之有價證券或期貨交易法第三條規定之期貨時，應向證券主管機關申請兼營證券投資顧問業務。因此，可適用證券交易法對證券投資顧問業務等之監督、管理，例如接受客戶全權委託投資之資金與其自有財產，應分別獨立。對其自有財產所負債務，其債權人不得對客戶委託之資金及以該資金購入之資產，為任何之請求或行使其他權利。

3. 政府開放投顧與投信公司代客從事證券買賣的業務。試問代客操作和目前共同基金的運作模式有何不同？

1999Q2 證券分析人員資格測驗試題

Ans:

代客操作業務即有價證券之「全權委託」，於 2000 年正式開放。在此之前，包括證券商、投顧及投信均不得接受特定人對有價證券買賣代為決定種類、數量、價格或買入、賣出之全權委託。代客操作與共同基金之間，存在若干差異：

- (1) 對象不同：共同基金的投資門檻極低，適合一般小額投資人。但代客操作之每筆金額較大，適合中實戶等特定投資人。
- (2) 操作哲學不同：共同基金之操作乃依據共同基金信託契約之約定，任何條款的變更，須經過受益人大會議決之。代客操作則完全視投資人之個別委任契約而定，委託項目較為靈活，不受共同基金操作之限制，如單一證券持股不得超過 10% 等。因此，代客操作屬於個別委任關係，但共同基金為共同委任關係。
- (3) 運作方式不同：共同基金依基金規模是否固定分為封閉型及開放型兩種，封閉型基金不得請求贖回，開放型基金則依基金淨值申購及贖回。代客操作則無封閉型或開放型之別，每一個委託就是唯一的受益人，委託操作之金額由委託人自行決定並調整之。

### 個案討論 Mini-Case

#### 凱雷集團收購日月光股權的始末

2006 年 11 月 25 日(星期六)清晨，小陳翻開報紙，驚訝地看著頭版新聞：「每股 39 元凱雷現金收購日月光，總額 2,100 億，將成台灣最大收購案，日月光 ADR 開盤應聲大漲 15%。」不僅小陳，整個市場或政府對這起收購案都相當震驚。消息公布後，市場議論紛紛：有人認為凱雷集團收購日月光股權，代表外資對台灣有信心；有人則認為日月光另有盤算，除欲突破投資中國大陸的法令限制外，還著眼於全球半導體封測市場的整合與布局。

但無論如何，日月光一旦被凱雷集團收購成功，日月光將成為外資企業，並從台灣證券交易所下市，市場當然對此收購案的發展投以關注的眼神，其中

又以台灣政府最為緊張，因其擔心其他企業也可能循著日月光的模式突破登陸限制，同時也會引發一波企業下市潮，不利台灣股市的發展。故台灣政府也設下許多障礙，嚴格審查此收購案，如要求日月光必須做出不得下市或幾年內必須重新在台上市等的承諾等。

在股價表現方面，消息公布後的第一個交易日(11月27日)，日月光股價直奔漲停，從35.5元漲至37.95元，隔天盤中最高再漲至38.8元，之後就一直在39元以下盤整，直到市場傳出收購價格可能調漲，股價才慢慢突破39元的緊箍咒，2007年4月17日的收盤價為41元。但同一段期間，日月光的競爭對手—矽品的股價卻從48元一路飆漲至70.8元，漲幅遠高於日月光。此時也引起日月光股東的質疑，認為收購價格過低，同時市場也紛紛傳出收購案即將破局的揣測。

果不其然，2007年4月17日晚間，日月光宣布收購案破局，原因是雙方對收購價格無法取得共識而取消收購計畫，以顧及股東的權益，並無任何外力介入，為期4個半月的收購戲碼正式落幕。

#### 問題討論：

- 1.你認為日月光當時同意被凱雷集團收購的最終目的是什麼？

思考方向：希望透過凱雷集團進行國際化的整併，以增加國際競爭力。

- 2.在整個收購案進行過程中，你認為日月光的股東權益是否獲得保障？

思考方向：收購價格太早公布且偏低。

- 3.你認為台灣政府在此收購案應扮演何種角色？

思考方向：台灣政府應以開放的心態看待，制訂透明、公正的遊戲規則。

- 4.你認為此收購案真正破局的原因是什麼？

思考方向：除了收購價格偏低外，政府的態度應也是重要的關鍵。