

# 我國證券業發展困境與改革方向之探討

周冠男 | 國立政治大學財務管理學系教授兼系主任

林楚彬 | 國立政治大學財務管理學系博士候選人

要談我國證券業的未來走向之前，必須對國內資本市場近年來的發展有初步的認識。資本市場的發展是一國經濟成長之基礎，我國資本市場在過去二十年間有許多重大的改革與開放，促使資本市場活動愈趨熱絡，也成為台灣經濟穩定成長不可或缺의推手。根據金融監督管理委員會證券期貨局（證期局）的資料顯示（整理如下表1），民國80年，台灣上市櫃家數為230家，總資本額為6,469億元，總市值

為3.2兆，是全國GDP的69.1%；民國100年，上市櫃家數共有1,397家，總資本額為6.9兆，市值為20.6兆，是全國GDP的135.8%。截至今年一月為止，台股計有上市公司790家，上櫃610家，興櫃276家，國內投信發行基金約603檔，境外基金1,019檔。新興的REITs至目前共有8檔在證交所掛牌。認購（售）權證計有9,347檔（包含72檔牛熊證），其中7,759檔在證交所掛牌，1,588檔在櫃買中心掛牌。

表1、台灣證券市場歷年資料

年度	上市櫃家數	資本額	市值	佔GDP比
民國80年	230	6,469億	3.2兆	69.1%
民國90年	917	4.8兆	11.6兆	103.2%
民國100年	1,397	6.9兆	20.6兆	135.8%

資料來源：證期局「證券暨期貨市場重要指標」

根據表1，我們可以看出在過去二十年間，我國資本市場總市值成長率為643.8%，年成長率約為10%，總市值佔GDP比名列全球，在亞洲僅次於香港和新加坡。資本市場的快速發展，顯然與證券投資活動活絡有關，在我國資本市場的參與者中，個別投資人一直是最重要的參與者。根據台灣證券交易所資料顯示，民國

100年台灣證券戶的總開戶數計有894萬人，實際有交易的帳戶為403萬，全年成交筆數為2.97億筆，本國自然人交易比重約佔全市場63%，「全民拼經濟」一詞其來有自。

然而，在年成長率10%的亮眼數字背後，卻藏著台灣證券市場發展的隱憂。根據表一我們可以計算出，民國80年到90

年間，我國證券市場的資本額成長率高達7.2倍，市值成長率為3.6倍；但民國90年到100年間，資本額成長率卻驟降為1.4倍，市值成長率也降為1.8倍，這些數據說明了我國資本市場近年來的發展呈現趨緩狀態。此一現象顯然與接踵而來的全球金融風暴和經濟衰退有關，也可能是一個發展中經濟體轉型成已開發經濟體的必經過程，但若與台灣鄰近的經濟體相比，我們可以發現台灣資本市場近年來的成長速度不但明顯趨緩，甚至已經退居亞洲四小龍之末。我們以近十年的上市公司數據來分析（單位為美元），民國91年到民國100年間，新加坡上市公司的市值從1,020億增加到5,980億，成長5.86倍，位居亞洲四小龍之首；香港則是從4,630億到2,258兆，成長4.88倍居次；南韓緊接其後，從2,160億到9,960億急起直追，成長4.61倍；最後是台灣，從2,610億到6,340億，成長倍率僅2.43，在亞洲四小龍中排名最後（整理如下表2）。

由於香港本身得天獨厚的歷史淵源和地理位置，加上中國近年來在經濟上的崛起，造就香港成為亞洲的金融重鎮，因此

香港在股市規模上遠遠超過鄰近的台灣、南韓以及新加坡，而且還不斷地快速壯大中。若先撇開香港不談，台灣近十年來資本市場的成長速度仍遠遠不及新加坡和南韓。民國91年時，台灣證券市場的規模勝過新加坡和南韓，如今南韓已是台灣的1.5倍以上，若新加坡的成長速度維持不變，一兩年內也即將超越台灣。簡而言之，台灣資本市場不論在規模或成長率上，都已經漸漸失去領先地位，資本市場成長速度趨緩或許是全球現象，尤其歷經了次貸風暴和正在發展的歐債危機，消費者和投資者的信心普遍不足，造成了全球資本市場的萎縮。但台灣資本市場的隱憂在於我們的成長速度不僅趨緩，而且還明顯落後鄰近的經濟體。香港在亞洲幾乎建立起無法撼動的規模經濟，儘管近年來有許多境外資金嘗試直接從上海、深圳進入中國市場，但香港仍然是最多外資往來，也是最讓外資信賴的中國門戶；新加坡和南韓也透過租稅優惠和管制鬆綁，吸引了大量資金進駐，在量能上都有急起直追的氣勢；反觀台灣，不僅資本市場成長率遠遠不及這三個經濟體，在規模上也即將成為亞洲四小龍之末。

■表2、亞洲四小龍證券市場統計數字■

統計指標	國家	民國91年	民國100年	成長率倍數
成交量 (10億美元)	台灣	635.2	890.9	1.40
	香港	194.0	1,444.7	7.45
	新加坡	62.8	285.3	4.54
	南韓	592.8	2,029.2	3.42
上市公司市值 (10億美元)	台灣	261	634	2.43
	香港	463	2,258	4.88
	新加坡	102	598	5.86
	南韓	216	996	4.61

資料來源：證期局「證券暨期貨市場重要指標」

評估資本市場的表現除了規模和市值成長率，市場成交量也是一項重要的指標，尤其成交量和規模、市值成長率間常常會有正向關係，因而帶來良性循環或惡性循環。我們同樣以近十年的數據來分析（單位為美元），如表2所示，民國91年時，台灣上市公司的年度成交量為6,352億，勝過當時南韓的5,928億、香港的1,940億和新加坡的628億。到了民國100年，成交量的排名依序為南韓2.029兆、香港1.444兆、台灣8,909億、新加坡2,853億，台灣不但成交量從第一落到第三，成交量的成長率為1.4倍同樣敬陪末座。成交量成長緩慢的現象，直接造成台股成交值周轉率逐年下滑：民國86年台股成交值周轉率為407.32%，民國100年下跌至119.87%。我們知道周轉率並非越高越好，但其仍會間接影響到企業的籌資成本和意願，也因此影響一個資本市場的競爭力。綜合以上各點，我國資本市場目前面臨的問題不單是資金外流、籌資意願下降，周轉率也在逐年萎縮當中，如何借鏡香港、新加坡和南韓經驗，加強台灣資本市場的競爭力和活絡交易，是我國目前亟待解決的課題。

資本市場雖屬於直接金融本質，但證

券產業居中承銷、行紀、自營及經營財富管理等業務，都與資本市場的發展息息相關。台灣證券交易已有超過40年的歷史，最盛時期證券商高達374家，反映出過去市場的蓬勃，但近年台灣資本市場面臨停滯困境，加上許多金融人才外流，為整體的證券業發展埋下隱憂。根據證券商業同業公會101年6月資料顯示，目前我國證券商共有149家，其中專營證券商87家，兼營證券商（銀行、票券公司、期貨公司）62家。國內資本市場成長趨緩最直接衝擊到的便是我國證券產業，台灣全體證券商（包含本國證券商和外國證券商）近年營運狀況普遍不理想，我們參考下表3可看出，2005到2007年間台灣證券業的EPS（Earnings per Share，每股稅後盈餘）分別為0.35、1.13以及1.62，雖然看似逐漸成長，但隨之而來的金融危機使得2008年的EPS轉盈為虧，掉到-0.20。其後的2009年和2010年，雖然EPS回升到1元左右的水準，但去年（100年）因為歐債危機的持續發酵，我國證券業EPS又跌至0.51。整體看來，我國證券業近五年來的EPS平均只有0.83元，其中本國證券商又普遍低於外資證券商，國內證券業經營困境由此可見一斑。

■表3、台灣證券商歷年每股稅後盈餘（EPS）統計資料■

	94年	95年	96年	97年	98年	99年	100年	近5年平均
EPS	0.35	1.13	1.62	-0.20	1.18	1.02	0.51	0.83

資料來源：證券商業同業公會

面對台灣近年來資本市場案縮量減的困境，國內證券業和相關主管機關一方面除了希望可以在投資環境和法令上有所改善和鬆綁，增進國內資本市場的競爭力，

另一方面也亟欲拓展疆土，把台灣證券業務推向國際。台灣證券業極需一次整體的升級與變革，為證券商的經營注入活水。目前我國證券業面臨的問題包括：國際化

程度不足、業務趨向單調（大多為經紀收入，自營和財富管理業務較缺乏）、市場商品創新不足以及法令環境限制多等。這些問題可以試著從幾個面向著手解決：第一，加速證券商國際化的腳步，此一方向又可分為內部改革和外部改革兩類，內部改革是指證券商的內部組織架構必須有所革新，讓「國際化」內化成公司各部門的最高指標，而非設立國際部門單獨處理國際相關業務，簡而言之就是證券商必須在「整體上」國際化，而非只是設立國際事務部門單打獨鬥；外部改革是指法令限制的鬆綁，例如近年來有許多意見在討論是否開放證券商申請辦理離境證券業務，若能成真，相信也能為國內證券商打開國際大門，另闢出路。

第二，加強證券商收入來源的多樣性，調整以行紀賺取手續費為主的經營模式，增加財富管理和證券自營等相關業務收益；第三，創新或引進更具吸引力的金融商品活絡市場（如：商品ETFs、槓桿ETFs等），台灣資本市場其實仍具潛力，證券商必須要更積極地為市場帶來具競爭力的商品，使得避險和投資相關需求進入市場以活絡之；最後，法令環境的改善也與證券業發展息息相關，在目前的時空環境下，我國仍有許多法令限制證券商的業務範圍。舉例而言，根據證券商同業公會100年的統計資料，台灣12家證券商在大陸設立了23個辦事處，卻礙於法令限制只能做資料蒐集，無法進行任何實質業務。同樣地，我國投資人到目前為止，也因為法令禁止而無法複委託交易大陸A股。這些法令侷限了我國證券業的業務範圍，適度減少法令限制應可為台灣證券業帶來新

的發展。另一方面，我國長期以來採行規範準則（rule-based）的監理思維使得證券商的業務範圍每每受限，若能導向原則準則（principle-based）為監理依據，也可加速我國金融業發展。法令環境改善和證券業走向國際化是一體兩面，兩者須並進，才能為我國證券產業帶來新的市場和契機。如何一方面加強台灣資本市場的競爭力，另一方面讓台灣證券業在面臨本國資本市場逐年萎縮的情況下打開國際市場的大門，將是證券商和主關單位未來應該共同努力的目標。以下就上述各點，進一步分析我國證券業當前所面臨的問題並提出建議。

#### 證券業國際化程度不足，加強國際競爭力與爭取國際業務為首要目標

目前我國證券業在推展業務上面臨許多困難，有些是來自於企業內部管理和組織架構的框限，有些則是來自於外部的法律環境。舉例而言，國內證券商普遍對於國際業務的積極度不足，在公司組織架構上國際化程度不若鄰近的日本、南韓等證券商，加上目前我國只准許銀行申請離境證券業務，卻不允許證券商申請此業務，間接延宕了我國在離境證券業務上的拓展，對於台灣證券業走向國際化有一定程度的影響。針對國際化相關問題，我們可分內部改革和外部改革兩部分來探討。

在內部改革方面，根據周冠男和何耕宇（2008）的研究報告顯示，台灣證券商在國際業務拓展上的野心不足，加上公司組織架構並不利國際業務的推展，因此台灣證券業國際化程度不若鄰近國家，在推展業務上也相對受限。我們以日本最大的野村證券為例，該篇研究報告指出，全球

化經營的理念與目標一直是野村證券最重要的策略方向，可由其公司組織架構看出野村早已經完全將自身定義為一家全球性的金融公司。目前集團有五大事業單位，分別是國內零售（Domestic Retail）、全球性市場（Global Markets）、全球性投資銀行（Global Investment Banking）、全球性商人銀行（Global Merchant Bank）、資產管理（Asset Management）。國內零售、全球性市場、資產管理三個事業體主要是提供日本以及國際市場客戶各樣的金融產品與服務，至於全球性投資銀行與商人銀行這兩個事業體，則是提供多樣化的財務解決方案（financial solutions）給日本與國際市場中各類機構，其中包含債務融資、資本籌資與併購業務等。

從1927年開始，野村證券便開日本證券公司之先例在海外建立了辦公室，超過四分之三個世紀以來，野村證券在海外的事業經營已呈現全球佈局態勢。目前，野村除了在美國財經中心的紐約設立海外區域總部之外，舊金山也有設立分公司。在美洲其他地區，其分支則延伸到加拿大，以及南美最大經濟體巴西。由野村證券的事業佈局，我們可以感受到野村證券在經營上十分強調國際化的策略，事實上所謂的「全球化思維」對於野村集團來說，似乎已經是某種「內化」的信念。由97年野村最新揭示的企業管理願景（management vision）中不難看出，「面向國際」這樣的態度無時無刻與企業本身架構僅密地結合著。在歷經次貸風暴後，野村集團迅速組織了新的管理團隊，由新任集團CEO在97年4月28號發表了97

年的「投資人報告」，在其當中提出了三點管理願景：

- （1）具有世界級（world-class）競爭力的金融服務集團
- （2）創造改變（create change）以協助資本市場的發展與產生成長機會
- （3）扮演亞洲與歐洲/美國之間的橋樑

從野村集團的組織架構到其經營願景與策略，我們可以發現全球化經營與國際化策略佔了很高的比重；這或許也是何以至目前為止，野村證券能在國際間與來自華爾街或歐洲大國的投資銀行一競高下。野村證券本質上已經是一家完全國際化的公司，且持續在全球市場開疆闢土，追求規模與獲利的成長。為了達成未來持續成長的目標，野村再三提醒自己「全球性的經營」始終是其企業的使命，這也是為何在展望未來的管理願景中，「世界級的產品與服務」一直是野村三大經營目標之一。野村證券國際化的程度和作法，實可作為鄰近亞洲國家證券業跨足國際業務時借鏡學習的對象。

反觀國內眾多證券公司，國際化程度普遍不足且對於全球事業布局也不若野村證券積極，同一份研究報告分析國內多家證券商，發現有金控母公司支撐的證券商在國際業務拓展上較為積極，其他專業證券商對於海外事業的布局則較不著重。這些有金控母公司支撐的證券商雖然在國際業務上著墨較多，但其內部組織架構卻非以國際化為最高原則，大多只是設立海外事業部單獨處理海外業務。簡單地說，國內證券業雖然跨足國際業務，但卻沒有把自己定調成「國際型」的證券公司，而是有海外部門的「國內」企業。該研究報



告顯示，在企業願景上，國內某一證券商以其本土證券業國際化先驅者的姿態，喊出要成為華人世界最佳投資銀行，並自期能成為「亞洲的摩根史坦利」；另一證券商則自我要求成為「亞太地區頂尖之區域型投資銀行」；也有證券商將經營願景定調為「大中華區最佳投資理財夥伴」等，目標雖明確，但也表達出我國證券業者的國際化目標似乎僅侷限在華人世界與亞洲地區。從另一個角度來看，這反映台灣證券商保守的經營風格，突顯國內證券商夢想與野心的不足。然而，企業開拓新市場需要更大的決心與視野，在這點上，台灣證券業的雄心壯志確實不及鄰近的日韓。對於該如何在組織架構上更積極地朝向國際化邁進，以及如何在設定企業目標上更具侵略性，絕對是國內證券商當前應認真思考的課題之一。

外部改革方面，法令適度鬆綁扮演了很重要的角色。雖然金管會去年相繼開放銀行及保險公司投資大陸地區企業及政府發行的有價證券，但我國投資人到目前為止，仍無法複委託買賣大陸有價證券，只能買陸企在海外發行的有價證券，如香港H股、新加坡S股及美國N股等。同樣地，台灣有多家證券商在大陸設立辦事處，但礙於法令限制也只能做資料蒐集，無法進行任何實質業務。這些法令上的管制侷限了我國證券業的業務範疇，逐步開放可以讓我國證券業有新的發展。

另外，我國政府為加強國際金融活動，企圖把台灣建立成亞洲金融中心，在72年底制定了「國際金融業務條例」，特許銀行在我國境內設置國際金融業務分行，也就是所謂的境外金融中心

（Offshore Banking Unit，簡稱OBU），辦理境外金融交易，希望透過租稅優惠和降低外匯管制，吸引境外資金進入。但自開放以來，其業務內容大多以傳統銀行的業務（例如存放款等）為主，證券業相關業務幾乎沒有任何進展。其中關鍵的原因在於，此一國際金融業務條例只特許銀行申請設立OBU，卻未開放給證券商申請，使我國國內證券商的業務範疇受到侷限，雖然許多證券商透過海外分支機構拓展離境業務，但在資本規模與信用評等方面皆不如母公司具有競爭力，因此對於競爭離境業務有一定程度的困難。

對於離境業務的限制和管理，或許我們可以借鏡新加坡的做法，新加坡和香港不同的地方在於，香港境內市場和境外市場間的資金可以自由流通，屬於內外一體的自由市場，而新加坡卻是和台灣較為相似，境外業務必許經過法令特許，屬於內外分離型的管制市場。在新加坡，他們同時允許商業銀行和商人銀行（類似投資銀行）設立亞洲通貨單位（Asian Currency Unit，簡稱ACU，類似我國的OBU），根據沈中華（2012）的研究報告，新加坡過去幾年來，離境證券業務相對於境內業務呈現更為蓬勃的發展，開放證券商申請設立離境業務單位應是我國短程內該走的方向。

我國若真開放證券商設立OBU（或者該改稱為Offshore Security Unit，OSU，因為不再只聚焦於Banking），相關的租稅優惠和業務限制也應該要同步適用與開放，才能使得我國證券業具有國際競爭力。例如除了在營業稅、所得稅和印花稅方面要比照特許銀行的優惠辦理，在證券

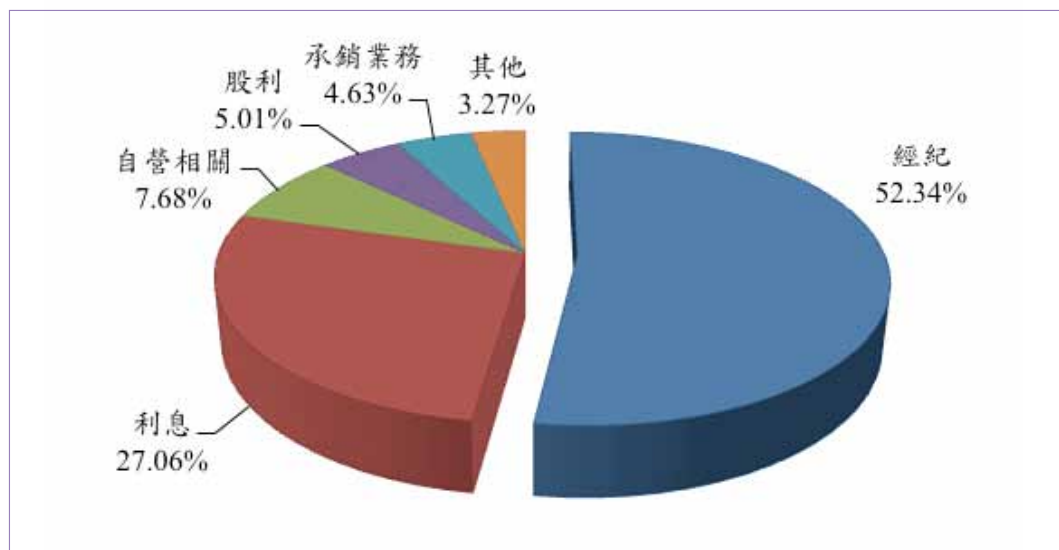
業務上也應該逐步取消限制，諸如大陸市場的有價證券買賣、人民幣相關的財富管理資產等。國內目前已經逐步醞釀開放 OBU 辦理人民幣相關財富管理業務，並透過信託架構從事各種投資，相信未來 OBU（and OSU）涉及人民幣財富管理業務範圍將更為寬廣，包括大陸地區發行的人民幣計價基金、A 股及 B 股等，這些都將是我國證券業未來可以開拓的市場。

#### 調整以經紀為主的經營模式，強化財富管理專業

證券商的主要收入來源不外乎承銷、經紀、自營、和財富管理等，根據證券商

同業公會的資料顯示，我國 100 年證券商主要收入來源，經紀收入佔 52.34%、利息收入 27.06%、自營相關收入為 7.68%、股利收入 5.01%、承銷業務收入為 4.63%，其他收入則為 3.27%（整理如下圖 1 所示）。從上述數據可以看出，我國證券業的收益有過半來自於經紀收入，這個現象顯然與我國自然人交易頻繁、股市周轉率高有關。經紀業務收入包括各類有價證券交易手續費收入以及期貨佣金收入。隨著我國市場競爭趨烈，各家證券商開始削價競爭經紀客戶，這部分的利潤實已逐漸飽和，加上國內承銷業務近年來也日趨萎縮，證券商應該試圖拓寬收入來源，另謀藍海。

■圖 1、我國證券商主要收入來源（100 年）■



資料來源：中華民國證券商業同業公會

財富管理業務可以是藍海的選項之一。自 77 年花旗銀行將財富管理觀念引進台灣，各銀行紛紛投入財富管理市場，94 年金管會開放證券業從事財富管理業務後，證券業亦加入戰局。雖然我國主管機

關已於 94 年開放證券商經營財富管理業務，但證券業在此項目的經營成效並不理想，沈中華（2012）的研究報告指出，其可能原因有三：第一，國內銀行據點較多，服務客群也相對廣大，因此證券商在

推行財富管理業務時受到侷限，難以推廣其業務；第二，證券業之交割結算流程不利證券商掌握金流，客戶買賣證券的金流皆須經過銀行帳戶，使得銀行更能掌握客戶金流並爭取財富管理相關業務，相形之下，證券商在推行財富管理業務上並無優勢；第三，國內證券商專業服務仍聚焦在經紀和國內承銷業務，財富管理相關專業較缺乏且人才外流嚴重。

上述問題中，營業據點和金流影響證券業的競爭力甚鉅。在台灣現行證券買賣流程架構下，證券商代客戶交割結算各種有價證券，都必須透過客戶設立的銀行帳戶作業，換言之，證券商並無法直接得知客戶的金流狀況，因而無法為客戶推薦適合之金融商品或提供財富管理方針。相較之下，因為我國銀行擁有較多營業據點，對客戶金流的掌握度也較高，目前許多財富管理業務仍是由銀行主導，而非證券商。但若以專業分工來看，證券業在財富管理上應具有更專業的理財知識而能給予較全面性的財富規劃，國內證券業可試圖強化財富管理專業，增加此項業務收入的比例。

至於金流部分，證券商其實可以透過信託帳戶的建置，解決其辦理財富管理業務時無法掌握客戶金流的困難。只是信託帳戶的普及並非一蹴可幾，也非憑證券商一己之力可以完成，尚須仰賴社會大眾對信託帳戶有更多的認識和信任。證券商目前可以努力的部分，就是加強自身在財富管理業務上的專業性，根據張國慶（2004）的研究顯示，國內大部分證券商提供的專業服務都集中在經紀與國內承銷業務，其他專業則較為缺乏。台灣近來出

現許多財富管理人才相繼流向香港、新加坡等地的現象，如何網羅或培養財富管理人才，增加證券商在財富管理的競爭力，以及和銀行在財富管理業務上做出專業區隔化和商品差異化，才是未來證券業的利基所在。

如何留住人才，加強自身專業，不只是為證券商帶來國內市場，將來若政府開放證券商和銀行一樣可以設置離境證券業務單位時，強調專業絕對是走向國際競爭的不二法門。誠如張國慶（2004）的研究指出，因為我國證券商的專業大多偏向經紀和國內承銷等業務，不像國外投資銀行可以提供上市公司融資、購併等多樣化的整合服務，因此在特定業務上的競爭力不足。國際市場勢必存在各式各樣的業務需求：承銷、自營、經紀、併購和財富管理等，也同時存在更多專業且高度國際化的證券商競爭和分食，我國證券商若不能在專業上維持競爭力，將來國際大門即便打開，也未必能在國際市場上佔有一席之地。

最後，不論何種證券專業，證券商的研究能力都是關鍵要素，擁有好的研究部門，才可以使得證券商不論在承銷、自營和財富管理等業務上更加得心應手：有優秀的研究團隊做後盾，證券商可以在承銷時提出更有競爭力的價格，獲得更多的接案量，也可以更精確地進行自營部位的風險控管和部位調整，當然，也可以給予客戶在資產配置或財富管理上更全面性的建議。專業性和研究能力是我國證券商開拓國內市場與競爭國際市場的重要關鍵，若無法加強自身專業性和研究能力，將來進入國際市場時，恐怕證券商又會跳回手續



費削價競爭的紅海中。

### 引進新商品，為台灣證券市場注入活水

除了走向國際市場，如何為國內市場帶進新商品，活絡我國證券交易，也是證券業者和主管機關面對的課題之一。證券市場上可發展的商品種類繁多，本文以ETF（Exchange Traded Fund）為例，拋磚引玉淺談發展國內新式ETF的必要性和可行性。

自從台灣第一檔ETF「實來台灣卓越50基金」92年上市掛牌以來，陸陸續續又有其他20檔ETF在台掛牌上市，根據最新台灣證券交易所資料顯示，目前我國證交所共有21檔ETF（包含國內、國外、和境外三大類）可供國內投資人交易，這些ETF大致上又可分為兩類型：一、現貨ETF：直接投資於標的指數之成分證券現貨，以追蹤指數表現之ETF，其中又分完全複製（買齊所有成分證券）及代表性樣本複製（買進部分有代表性之樣本成分證券）兩種，如表4所列；二、合成ETF：不直接投資於指數成份證券現貨，而是運用衍生性金融工具，如：期貨、選擇權、交換契約（Swap Agreement）等作為追蹤工具，以複製或模擬指數報酬之ETF，如表5所列。從上面的兩組分類，我們可以清楚了解，在台灣市場上可交易的ETF其實都是屬於指數追蹤型ETF，也就是基金發行公司透過適當的資產配置，使基金表現得以追蹤某一指數的投資組合。

儘管ETF在國外發展初期的商品類型的確是以追蹤指數的投資組合為主，但這並不表示ETF僅侷限在此類商品。ETF（Exchange Traded Fund）顧名思義，就是可以在交易所交易的信託基金，講得

更清楚些，ETF是指規模固定、可以分割成固定交易單位（受益憑證），並在交易所交易的投資組合。因此，ETF不一定只能是追蹤某指數的投資組合，而可以是其他類型的信託基金。舉例而言，商品ETF（Exchange Traded Product，簡稱ETP）在國外早已發展多年，台灣卻遲遲沒有這類商品掛牌上市。

ETP（Exchange Traded Product）是指標的物為單一商品的ETF，此類型基金大多是投資在實體商品如金、銀、銅、石油、天然氣、農產品、牲畜以及咖啡豆等，以追蹤商品的現貨或期貨價格為目的。例如由標準普爾（Standard and Poor's）信託機構發行的「黃金信託（Gold Trust）」，便是一檔追蹤倫敦金屬交易協會公告黃金牌價的ETP，其投資內容幾乎都是以黃金條塊為主。另外像紐約證交所上市的實體純銀ETF（ETFS Physical Silver Shares）以及實體白金ETF（ETFS Physical Platinum Shares）等，都屬於商品ETF的範疇。目前美國、香港、日本甚至印度等國家，皆有類似的商品ETF掛牌上市，在台灣卻因為法令限制而無法上市與交易。管理我國ETF的法源來自於投信基金管理辦法，而我國投信基金管理辦法第37條第1項明確規定：「指數股票型基金指以追蹤、模擬或複製標的指數的表現，並在證券交易所交易，且申購、買回採實物或依據證券投資信託契約規定方式交付之基金」。該管理辦法中對ETF的定義，實與ETF發展初期的概念類似，是以追蹤某一編製指數為目的，但隨著ETF近二十年來的發展變化，國外早已衍伸出許多ETF的變型（如商品ETF、槓桿ETF），我國的法令卻

沒有與時俱變，不只侷限了ETF在台灣的成長，也限縮了台灣證券市場的發展。另外，諸如槓桿型ETF或是放空型ETF也都是傳統ETF的變型，其操作方式是透過期貨、選擇權等衍生性金融商品，增加基金的槓桿倍數或者使之與市場反向而行，可惜的是，由於無法可循，這些類型的ETF商品也都無法在台灣掛牌交易。不論是商品ETF、槓桿型ETF或是放空型ETF，皆已在國外發展多年且顯著成長，具有一定的交易量，台灣礙於法令限制，投資人完全無法在國內市場交易此類商品，若能考慮開放，相信可以為國內證券市場注入一股活水，促進我國市場發展。

台灣法令的限制，一方面可能出於主管機關存有保護投資人的心態，不希望市場上出現風險過高或交易策略相對複雜的金融商品（例如槓桿型ETF、放空型ETF），讓投資人在不知情的情況下受到傷害，另一方面也可能是因為我國金融監理的法規是以規範基準（rule-based）

為依據，所以修法速度跟不上金融環境的變化，致使我國證券市場商品的推展遲緩。針對前者，筆者認為主管機關對於投資人的保護固然重要，但是一味的限制市場並不見得是最佳的保護方式，自由市場才能帶來更穩健的競爭力，尤其我國證券市場近年來面臨發展緩慢的困境，加上國際化的競爭已勢不可擋，主管機關要有更積極的作為，才能替台灣證券業開創新局。目前我國有許多金融法規已明顯跟不上時代的腳步，或許此刻正是我國考慮從規範基準（rule-based）轉向原則基準（principle-based）監理思維的時機，這點將在下個段落詳細討論。

本段僅以開放ETF為例，淺談開拓我國證券市場的可能，也點出國內市場發展緩慢的問題來源。從這個觀點出發，我們一方面建議國內證券業者在放眼國際市場的同時，也該思考如何發展國內市場，內外兼備以求穩健發展；另一方面也提醒金融主管機關，開放的自由競爭，可能才是打破我國市場僵局的關鍵。

■表4、我國證交所上市之現貨ETF■

ETF名稱	股份簡稱	股份代號	標的指數
國內成分證券ETF			
寶來台灣卓越50證券投資信託基金	台灣50	0050	台灣50指數
寶來台灣中型100證券投資信託基金	中100	0051	台灣中型100指數
富邦台灣科技指數證券投資信託基金	FB科技	0052	台灣資訊科技指數
寶來台灣ETF傘型證券投資信託基金之電子科技證券投資信託基金	寶電子	0053	電子類加權股價指數
寶來台灣ETF傘型證券投資信託基金之台商收成證券投資信託基金	台商50	0054	S&P台商收成指數
寶來台灣ETF傘型證券投資信託基金之金融證券投資信託基金	寶金融	0055	MSCI台灣金融指數
寶來台灣高股息證券投資信託基金	高股息	0056	台灣高股息指數
富邦台灣ETF傘型證券投資信託基金之台灣摩根指數股票型基金	FB摩台	0057	MSCI®台灣指數
富邦台灣ETF傘型證券投資信託基金之台灣發達指數股票型基金	FB發達	0058	台灣發達指數
富邦台灣ETF傘型證券投資信託基金之台灣金融指數股票型基金	FB金融	0059	金融保險類股指數
寶來新台灣證券投資信託基金	新台灣	0060	未含電子股50指數

寶來摩臺證券投資信託基金	寶摩臺	006203	MSCI®台灣指數
永豐台灣加權ETF證券投資信託基金	豐台灣	006204	發行量加權股價指數
富邦台灣采吉50證券投資信託基金	FB台50	006208	台灣50指數
國外成分證券ETF			
富邦上証180證券投資信託基金	FB上証	006205	上証180
復華滬深300 A股證券投資信託基金	FH滬深	006207	滬深300指數
境外ETF			
恒生H股指數股票型基金	恒中國	0080	恒生H股指數
恒生指數股票型基金	恒香港	0081	恒生指數

資料來源：臺灣證券交易所

表5、我國證交所上市之合成ETF

ETF名稱	股份簡稱	股份代號	標的指數
國外成分證券ETF－國外成分股ETF			
寶來中國傘型證券投資信託基金之上證50證券投資信託基金	元上證	006206	上證50指數
國外成分證券ETF－連結式ETF			
寶來標智滬深300證券投資信託基金	寶滬深	0061	滬深300指數
境外ETF			
標智上證50中國指數基金™	上證50	008201	上證50指數

資料來源：臺灣證券交易所

法令保留適當彈性，以監督管理取代禁止

我國金融市場業務監理方式，向來是以規範基準（rule-based）為依據，近年來由於市場商品越趨豐富多樣，金融業務日新月異，多方聲音開始探討是否應將我國監督機制改為原則基準（principle-based），以因應快速變遷的金融環境。規範基準（rule-based）和原則基準（principle-based）最大不同的地方在於，規範基準（rule-based）會具體且詳細地列出主管機關「核准」和「禁止」事項的相關條文，使受規範的主體在明確的界線內活動。若以交通規則為例，採用規範基準（rule-based）的管理單位，為預防交通事故發生，會以法令規定「行駛

於本段道路之車輛，時速均不得超過90公里」；但若是採用原則基準（principle-based），法令會規定如「行駛於本段道路之車輛，無論在任何情況，均不可超過合理審慎之速度行進」。簡白地說，規範基準會清楚劃出一條「90公里速限」的線，而原則基準則是讓駕駛人在不違反「合理審慎」原則下，有較多自行判斷和決策的空間。

根據證券商業同業公會委託陳春山（2009）等人的研究報告指出，原則基準監理模式在適用及運作上有其利基；第一，減少程序性的束縛：原則基準的監理模式是以目標為導向，對所期望達成之目標僅做原則性的規範，而非鉅細靡遺地

訂出所有法規，對於法規適用者而言，可以減少程序上的繁瑣。若依照規範基準制定法令，雖然可以詳細地制定所有法規和行政命令，但可能流於繁瑣而使業者在執行業務時受到束縛；第二，運用上較為彈性：現代的金融環境瞬息萬變，若採用原則基準，業者可以在不失原則性的規範下，對當前的市場狀況作出立即的反應和調整，不論在產品設計、業務經營甚至是風險控管上，都可以更具彈性和效率；第三，可引導企業資源做有效分配：在原則基準架構下，企業（證券業）耗費較少資源在繁瑣的程序流程上，因而可以將資源有效率地運用在對公司有利的地方，使得企業對資源做更有效率的分配和規劃；第四，降低法規複雜度：原則基準監理精神下所產生的法令是大方向的準則，沒有繁瑣的法條和複雜的命令限制法規適用者的一舉一動，只要目標不違背主管機關確立的方向，法規適用者皆可行斟酌和選擇，大大降低了規範基準精神下法規的複雜程度。法規一旦趨於複雜，不但主管機關會花費更多心力在監督管理上，證券商和投資人也可能因為法規過於複雜而無所適從，對於金融環境變遷的反應也因此較為被動，失去決策上的立即性與最佳性。

值得注意的是，同篇研究報告也指出，雖然原則基準的監理優點很多，但是若要全面施行，也可能帶來某些問題而必須全盤考量，其中包含了：一、規範不明確易造成主管機關和業者雙方標準不一；二、主管機關若未脫離規範準則思維，容易增加指導準則，甚至無限上綱又回到規範準則；三、主管機關和業者之間的溝通成本上升；四、可能因為專業知識不足而

造成執行上的風險。在文章所提的所有問題中，筆者認為第四點是尤其需要關注的。原則基準保留相對多的彈性予證券商業者和投資人，在兩造皆有充足的金融知識情況下，「彈性」可以讓雙方的選擇更多元，也更具效率，但若兩造在專業知識上有所不足時，「彈性」勢必會帶來業務執行上的風險。若證券商的專業知識不足，其所設計的商品、業務經營以及風險控管上都可能出現問題，反而使得金融體系更不穩定；萬一投資人的金融知識也普遍缺乏，面對證券商的眾多商品和服務，也很可能因此做錯決策而造成傷害。簡言之，社會對於金融知識的水平，將是原則基準監理精神實行時的關鍵考量之一。

一個國家的金融監理方式，究竟該採取原則基準還是規範基準，其實很難一概而論，必須多方考量。目前我國證券業的監理仍是以規範基準為主，主管機關對於市場法規大多採取正面表列的方式，詳細規定證券業者的業務範圍。然而，在我國金融市場國際化的目標以及其所帶來的競爭下，逐步將我國監理方式改為原則基準，似乎較能因應國際金融市場的瞬息萬變和挑戰。如果走向國際市場是我國證券業既定的目標，繼續採用規範準則勢必造成法規走在業務後面，而使得我國證券商在國際市場失去競爭力，加上國際市場的交易項目、業務都更加繁複，也再再增加法規條列的龐雜程度和溝通成本。若能在充分教育和溝通的前提下，逐步將我國證券業的監理方式改成原則基準，再加上證券商積極提升自我專業能力，相信會為我國證券業帶來更多的利基和更好的國際競爭力。另外，日本對金融產業的監理方式

原本是採規範基準，自2000年訂定「金融商品販賣法」後，目前屬於規範基準和原則基準並行之立法體系，大幅提升了日本金融產業的可塑性與國際競爭力。日本的改革經驗，或許可以作為我國金融監理制度改革時的參考。

## 結論

國內證券市場近十年來發展趨緩，尤其跟鄰近的香港、南韓與新加坡相比，我國證券市場在規模和成長率上表現皆不理想，交易量也相對萎縮中。本文借鏡鄰近經濟體的改革經驗，分四個面向探討我國證券業面臨的困境和未來走向：一、加強國際競爭力，積極爭取國際業務；二、調整收入來源比例，強化財務管理專業；三、引進新商品，活絡國內市場；四、開放法令限制，以監督管理取代禁止。四個面向雖看似各自獨立，其實彼此環環相扣。舉例而言，引進商品ETF、槓桿型ETF或放空型ETF在台上市不僅是證券商的任務，主管機關也必須適時修改法令，甚至徹底改革我國金融監理思維的基礎，才能避免過時的法令限制了金融市場的發展和創新；又舉例而言，一方面我們期許主管單位開放證券商申請設立離境業務單位，使國內證券商得以開展國際業務，另一方面，證券商想爭取國際市場，也必須從內部組織架構徹底改造著手，提升自身國際化程度，以因應開放後的國際級競爭。

總而言之，目前我國證券業需要的，是一次通盤性的檢討與改革。欲改善我國證券業當前的困境，不能單賴主管機關或證券商各自為政。多頭馬車總是難竟其功，只有相互溝通、了解和協調，才能齊

力解決問題，使我國證券業走出當前的低迷，追上我們落後的十年。

參考資料：

1. 張國慶（2004），金融全球化與後進投資銀行－台灣證券商海外承銷的組織能力分析，東海大學，博士論文。
2. 周冠男、何耕宇（2005），日本與韓國證券商經營發展之國際化策略對台灣證券業的啟示－以三星證券與野村證券為例，中華民國證券商業同業公會，專題研究。
3. 陳春山（2009），建立以「原則為基準（Principles-based）」之證券商監理制度，中華民國證券商業同業公會，專題研究。
4. 沈中華（2012），我國證券商辦理離境證券業務之可行性研究，中華民國證券商業同業公會，專題研究。
5. 臺灣證券交易所網站資料，<http://www.twse.com.tw/ch/index.php>。
6. 金管會證期局網站資料，<http://www.sfb.gov.tw/ch/>。
7. 中華民國證券商業同業公會網站資料，<http://www.csa.org.tw/>。



證券櫃檯買賣中心  
GreTai Securities Market

**提醒您：**股票帳戶勿借人使用，以免涉入糾紛，觸法犯法。