

# 第三屆證券暨期貨金椽獎

## 得獎論文摘要

### 一、學術論文組 優等獎

#### Valuing Default and Prepayment Options in Mortgages: No-Arbitrage Bivariate Lattice and Its Applications

#### 評價抵押放款中隱含之倒帳與預付選擇權： 無套利二維樹狀模型及其應用

黃恢泓\*

#### 摘要

本文使用無套利率過程建立出有別於傳統均衡模型假設的二元樹狀模型，並以此為根據評價固定利率與浮動利率抵押放款之中隱含之倒帳與預付選擇權。同時本文也提出評價浮動利率抵押放款(ARM)的有效演算法，改善了先前評價模型之效率。兩種技術之結合為抵押放款之評價以及價格行為之分析提供了嶄新的視野。

根據本模型的特點，本文得以分析目前殖利率曲線對抵押放款價值之影響，並得出其影響型態會隨該放款為固定或浮動利率而定。本文同時分析法院破產拍賣延遲時間對於破產風險之影響。不同於一般想法，法律處理時間之減少不一定會降低倒帳風險，債權人之求償執行能力才是關鍵。上述結論皆可提供目前的金融改革與資產管理公司運作之參考。

---

\* 台灣大學財務金融研究所畢，本篇為碩士論文改寫，指導教授為李存修教授。

## 一、學術論文組 甲等獎

### 強制內部人宣告持股轉讓對投資者福利之影響： 由訊息揭露之觀點

韓千山 陳其美\*

#### 摘要

公司內部人比一般投資人先知道公司未公開之重大決策及消息，因此各國股市多對內部人之交易行為立法規範，要求內部人對外申報其在股票市場的交易數量，此規定的目的在於使內部人的交易透明化，減少內部人與外界投資者之間的訊息不對稱現象，建立一個公平的交易環境，並提升證券市場的效率性。其理由乃根據訊息揭露的角度，若內部人收到關於公司經營情況之好（壞）消息時，他自然會想買進（賣出）較多的股票來獲取利潤。當強制內部人宣告時，此交易數量將為市場所知曉，市場必解讀為利多（利空）消息，從而也買進（賣出）股票，促使股價上漲（下跌）。所以內部人在交易前，價格已經反映訊息，就無法藉由優勢資訊而獲得超額利潤。絕大多數投資散戶的利益，得以避免因處於訊息劣勢而蒙受交易損失。

然而文獻對此項觀點有所質疑，認為內部人不見得會誠實申報，或是所宣告的交易數量可能會傳達錯誤的資訊，同時內部人不見得在宣告後真正會去執行。與文獻不同的是，本文認為就算內部人並無上述欺騙或誤導之情事，強制宣告政策也不見得就一定能夠提昇散戶之利益。我們從訊息結構的角度，認為散戶除了在對股票價值處於資訊劣勢外，同時對大戶交易的動機也不清楚。有些內部人中可能是因內線情報而交易，也有些內部人只是因流動性因素而到市場交易。如果內部人能誠實宣告且確實執行，則強制內部人宣告交易數量的確讓散戶從中推測內部人的私人訊息內涵，減少訊息不對稱。但強制宣告也可能破壞了宣告行為本身具有身分識別的機制，散戶反而不清楚大戶交易的動機。此二效果一得一失，對散戶的福利不見得能提昇。

為了證明上述觀點，本文由市場微結構的角度，建立一個資訊不對稱下單期理性預期交易模型。並參酌國內的證券法之規定，要求內部人在交易前必須先宣告其願意交易的數量，並假設內部人會誠實地依照其真實需求作出宣告，並排除了宣告後不執行的可能性，來分析該政策施行後對投資人福利之影響。模型中假設內部人依照流動性需求或私人資訊動機來交易分成知訊大戶與流動大戶兩類，

---

\* 中國技術學院國際貿易系助理教授，台灣大學財務金融系副教授。

前者擁有優勢訊息；後者則有一特定數量要立即成交，他必須使用市價單得以滿足其流動性需求。散戶擁有某一數量的風險性資產，資產價值的不確定使得他有動機到市場上交易以移轉該稟賦風險，同時散戶也是理性預期者，能藉由限價單推測相關訊息並獲取利潤。

知訊大戶與散戶可以選擇市價單或限價單來交易，前者不設限價格能立即成交確切的數量，後者則可以在不同的價格下委託想要交易的數量。在交易前，兩類大戶皆可選擇是否要宣告其交易數量，一旦選擇宣告，即使是知訊大戶，為了確切履行該宣告數量，他就必須使用市價單才得以執行。知訊大戶一方面希望和流動大戶混合在一起，可以藉其掩護，保有較多的訊息優勢。另一方面，由於限價單可在不同價格下委託不同的數量，能獲得比使用市價單較有利的價格條件，而獲取較大資訊利益，但限價單必須在不宣告時才可使用。我們發現當使用限價單的利益大於宣告與流動大戶混合的好處時，則政策實施前可能出現知訊大戶不宣告、而流動大戶宣告之均衡，此均衡下宣告行為即具有動機識別作用，可幫助散戶做決策。

如果政策實施前為分離均衡下，我們發現則強制宣告之規定，的確可以減少兩類內部人的交易利潤。知訊大戶在原分離均衡時之所以不宣告，表示其從中使用限價單可以獲得較大的利益，卻因強制宣告被迫使用市價單，因此其福利降低。而流動大戶也無法利用宣告策略來表明身份，故面臨較大的價格損失。然而兩類大戶的福利下降不代表散戶的福利必然會上升。強制宣告後，知訊大戶所宣告買賣數量具有情報內涵，但也為流動大戶的宣告所掩蓋，散戶卻無法判斷其身份，結果強制宣告是否能帶給散戶有較清楚的訊息仍未可知。

我們發現：

- (一) 當散戶賦有稟賦數量不確定與資產價值的變異性較低時，將使價格資訊性較高，強制內部人宣告額外能提供散戶的訊息並不多，卻帶來了內部人交易動機的資訊不對稱，散戶擁有的資訊品質下降，其福利反而降低。
- (二) 當散戶的風險厭惡程度較低時，避險交易需求會較小，投機交易動機會較強，使得均衡時的價格波動反映了更多資產價值的訊息，此時強制其宣告可帶給散戶效用的增額就不高，政策實施結果將不利於散戶。
- (三) 當知訊大戶人數比例越多時，即使兩類大戶都宣告，散戶也容易識別其身分，強制宣告導致動機混淆的效果不大，有利於散戶。
- (四) 當散戶人數的增加時，藉由風險的相互分攤，使得個別散戶所面臨的價格資訊性不確定減少，然而散戶人數的增加，卻無法幫助辨認大戶交易動機，此時不適合強制宣告。反之，散戶人數越少時，強制宣告越有利於散戶。

## Regulating Sale-of-Control Transactions in Taiwan

### 我國大股東控制權移轉交易之規範 —從法律經濟分析之觀點研究

張心悌\*

#### 摘要

大體而言，我國的企業主體為由家族控制的中小企業，股權分散的公司則屬相對少數，即使大型的上市公司亦多由家族直接或間接控制。鑒於市場競爭日趨激烈及市場全球化，公司間吹起併購、策略聯盟及其他控制權變更交易的風潮，特別於電子、半導體、金融銀行等產業尤為顯著。為達成公司持續成長與維持競爭力的目標，可預見我國公司控制經營權變更之交易市場將更為活絡。

除公司間善意合作之併購 (merger and acquisition)，敵意之公開收購股份 (tender offer)，以及集中市場買賣以外 (open market purchase)，另一取得目標公司控制權的機制即為購買大股東控制權 (sale-of-control)。經由直接向大股東購買其具有控制權的股份，買方避免了於公司併購中雙方經營者協商之可能障礙；或於公開收購股份中複雜且耗時費事的法律程序；同時亦避免了公開市場買賣中收買價格之波動及上揚。

在我國透過購買大股東控制權交易移轉公司經營權之情形固行之有年，惟學者和實務之相關研究卻付之闕如。再者，現行規範大股東移轉控制權交易之相關法令規範欠缺妥當性，更使此一問題雪上加霜。目前證券交易法及證期會公布之相關令函對大股東移轉控制權交易規範極為嚴格，迫使市場實務必須經由集中市場買賣規避現行法令對大股東移轉控制權交易之限制。如此之法令及市場慣例不但可能造成股價不當上揚與提高交易成本，更無法達到防止價值減損交易 (the value-decreasing transactions) 與鼓勵價值增加交易 (the value-increasing transactions) 之經濟效率 (economic efficiency) 目標。

本文之目的在於從法律政策與經濟分析觀點，參考美國文獻及實務經驗，對我國現行規範大股東移轉控制權交易之法律提出修正建議。大股東移轉控制權交易規範之關鍵在於達成社會福利極大化 (maximization of social wealth)。換言之，其經濟效率之規範目的係經由二種途徑達成：一為防止價值減損 (即不符合經濟效率) 之控制權移轉交易，另一為鼓勵價值增加 (即符合經濟效率) 之控制權移轉交易。

本文建議廢除現行有關大股東移轉控制權交易之法令，並提出法律修正提議，

---

\* 輔仁大學財經法律學系助理教授。

明確規定大股東移轉控制權交易之定義，同時賦予少數股東於大股東移轉控制權交易中股份收買請求權（appraisal rights）。建議修正之法律文字如下：

「任何人單獨或與他人共同，直接或間接，取得任一公司已發行股份總額達到或超過三分之一，其股權買賣之交易視為大股東移轉控制權交易。（註：大股東移轉控制權交易之定義）

股東於前項大股東移轉控制權交易前，得請求公司以當時公平價格，收買其所有之股份。（註：少數股東之股份收買請求權）

大股東移轉控制權交易之雙方得舉證證明該交易雖符合第一項之規定，但買方並未因該交易而取得賣方公司之控制權，故無第二項規定之適用。」

本文之結構如下：第一章為概論。第二章將從社會福利極大化之觀點解釋規範大股東移轉控制權交易之重要性。為進一步了解大股東移轉控制權交易與經濟效率間之互動，本章亦研討給付控制權貼水（control premium）之理由並提出本文經濟分析之理論架構。第三章檢視我國當前公司控制權移轉之法律及市場機制，特別強調規範大股東移轉控制權交易之現行法令與市場慣例之欠缺妥當性，以及可能衍生的問題。第四章應用第二章所提供的經濟分析架構討論並評估美國法就規範大股東移轉控制權交易之相關經驗與理論，包括市場法則（the market rule）、機會平等理論（the equal opportunity rule）及其他理論，同時指出各理論之問題。

第五章提出本文就規範大股東移轉控制權交易之修法建議。為因應我國特殊之公司結構與法律環境，本章亦提出大股東移轉控制權交易之定義，以資明確。同時，本章研究另一「少數股東除外理論」（the freezeout / appraisal rule），本文之修法建議原則上即以此一理論為出發點。再者，本章將從執行性與公平性角度檢驗本文所提出之建議。第六章為結論。

## Family Control and Corporate Governance: Evidence from Taiwan

葉銀華 李存修\*

### 摘要

A recent stream of literature shows that family control is central in most countries of the world, but little research exists regarding family control and corporate governance. This paper analyzes family control and corporate governance using a sample of Taiwanese firms. The results suggest that family control is even more prevalent than previously suggested and that a nonlinear relation exists between family control and relative firm performance. Family-controlled firms that have low levels of shareholding have lower relative performance than both family-controlled firms with high levels of shareholding and widely held firms. This is consistent with the conflict of interest between majority and minority shareholders being the greatest when the majority shareholder's level of shareholding is high enough to influence a firm's decision-making process but is low enough that the benefits of expropriation outweigh the costs. Furthermore, a positive valuation effect exists when controlling families hold less than 50% of a firm's board seats. Taken together, the results in this paper suggest that when family control is central, high levels of family ownership and low levels of family board representation are effective ways of mitigating the separation of cash flow rights and control and, thus, decreasing the conflict of interest between majority and minority shareholders.

---

\* 輔仁大學金融研究所教授，台灣大學財務金融系教授。

## 論網路證券商資訊提供之法規範需求與檢討

羅培方\*

### 摘要

網路證券商自一九九四年率先成功開辦後，發展至今已為證券市場所廣泛接受而成為主要交易型態之一。此種新興交易型態對既有的證券法規產生一股不小的衝擊，然在網路證券事業臻於成熟、相關法律探討具有一定之累積後，我們慢慢發現網際網路對於證券市場最大之影響並非在於下單方式之改變，而是在於資訊流通便利迅速與個人化服務提供之發展下，個人投資人地位之改變。因此，網路證券商之資訊提供對於證券市場及其參與者產生的影響，才是立法者在檢討網路證券業相關規範時真正的難題。

本文就法律問題之發生與法規範需求，將證券商網路提供之資訊大抵分為「市場交易資訊」及「研究報告等投資資訊」兩大類。首先以此分類簡述我國網路證券商資訊提供之相關規定，隨後進一步就其中可能發生之規範需求，參酌美國之相關文獻及實務需求加以討論，最後該討論之重點出發，針對我國既有證券法規加以審視，就其不足及應加強之處提供努力之方向。

在「研究報告等投資資訊方面」：

網路證券商於網路上提供之資訊應符合「正確性」、「合法性」與「即時性」的基本要求，「超連結」之使用與「網路討論區」之經營使得網路證券商提供資訊之正確性難以確保，快速的網路環境可能誤導投資人過度信賴證券商網站資訊之即時性，故美國法要求證券商以明確聲明與揭露等方式防止投資人受到錯誤資訊的傷害，避免傳統規定對網路證券事業發展的箝制，也兼顧了投資人保護之需求。相關問題在我國規範上僅要求證券經紀商慎選超連結之網站，並對其業務人員使用電子郵件、群組電子郵件、佈告欄及網站等進行與營業相關之行為負監督管理之責。然超連結因其態樣之不同而將有相異的問題，而所謂「慎選」超連結網站的規定其實並未就證券商應如何慎選超連結網站提供任何具體標準，頂多只是提醒注意。又證券商網站、電子郵件、佈告欄等網路討論區可能產生之問題繁多，非僅證券商業務人員使用時應加以監督管理而已，故其大部分在現有成文法規中無法得到解決，如何避免投資人受到不實資訊傷害之機制亦未建立。

證券商推薦行為方面，我國傳統以來之交易習慣並未如美國般依賴證券商之推薦，然而網路證券商提供之資訊豐富且個人化，證券商並開始著重諮詢理財專員之發展，使得證券商推薦行為之適合性原則在我國形成較從前強烈的規範需求。

\* 理慈國際科技法律事務所執業律師，本篇為碩士論文一部分，指導教授為曾宛如教授。

目前我國法上對於證券商推薦股票之嚴格限制態度、與對於網路推薦行為的模糊規定，均非符合實益之規範方式；而美國區分各種商業模式，分別從法規範目的、商業需求與投資人利益等觀點探討解決之道，雖亦非明確的解決方法，但可由此出發逐漸尋求更具一貫性之認定標準，應為一可以學習的作法。

「市場交易資訊」方面：

即時資訊之使用在網路交易時代已成為證券市場參與者的必需品，然現行市場資訊收費制度對傳統證券商與網路證券商之差異，造成了網路證券商與傳統證券商不同的市場資訊使用關係，影響了網路證券商提供客戶最佳資訊之能力與意願。市場交易資訊收費制雖欠缺強烈之合理論據，但在未有定論之前至少應致力於收費標準的合理化。我國法限制證券商不得自行以網際網路方式提供交易資訊予以客戶查詢，而需另外付費給資訊公司的設計方式，造成不必要的重複與浪費。台灣證券交易所及櫃檯買賣中心自行制訂之使用辦法，免除其本身對於交易資訊內容正確性與系統中斷或故障時之責任，又無監督查核申請使用者傳輸狀況之義務。證期會身為證券主管機關實應介入這種獨厚之一方之規則，以公共利益之角度設計我國交易資訊之使用辦法，且使交易所及櫃買中心在利用交易資訊營利之同時，負擔起自律機構應有的監理功能。

我國證券法規對於網路證券商網站上資訊提供之相關規定相當零星且不精確，且其中關於「推薦行為之適合性原則義務」與「交易資訊」雖有較多的著墨，內容卻常有矛盾與不合理之處，足見我國證券法規中關於網路證券業務之規定並非出於通盤的討論與思考。相較於本文參引之美國相關報告與函令，其往往由產官學界就網路證券業者之實際經營行為逐一討論並交換意見，制訂出之規定才能符合商業發展的需要且兼顧證券市場健全發展之維護，值得我國借鏡。

我國現有關於證券商利用網路提供資訊之規範多由台灣證券交易所或櫃買中心制訂，雖可收其速效之便，但依其人力資力及角色，實難公正廣泛地制訂出周延細緻的規則。故期待證期會能夠以證券主管機關之力，集合各界廣泛討論而公正地訂立符合市場需求及投資人權益之法規，不但投資人獲益、證券業者亦有所遵循而能夠健全地發展。



## 一、學術論文組 佳作獎

### 試論美國「公平揭露規則」與「內線交易」之防治

謝易宏 林繼耀\*

#### 摘要

美國「全國投資人關係協會」(National Investor Relation Institute, NIRI)於一份關於企業資訊揭露的研究中指出,百分之二十六的受訪企業表示曾進行某種型態的「選擇性揭露」(selective disclosure)。有鑑於此,美國證券管理委員會(Securities and Exchange Commission, S.E.C.)乃於一九九九年十二月二十日公布一系列關於資訊公平揭露的立法草案,廣納各方意見,經過數月的討論,制定了「公平揭露規則」(Regulation Fair Disclosure, Reg. FD),並在二〇〇〇年十月二十三日正式生效施行。

關於股市的分析與預測以及企業財務、業務狀況之揭露,對證券市場具有極大的影響力,而這些意見可能來自分析師的研究,也可能來自發行公司之揭露。有鑒於證券交易法旨在規範證券市場上金錢與資訊流動之公平,以確保證券市場能有效健全的運作,並間接達成保護投資人之目的,更為了達成資訊流通公平性的要求,實有必要對於有價證券發行公司之資訊揭露加以限制,禁止其選擇性地僅對於特定人揭露可能造成股價波動之公司重大訊息,避免一般投資人陷於「資訊不對稱」(information asymmetry)之不利地位。

倘若從內線交易的行為過程加以觀察,選擇性揭露,亦即持有重大未公開資訊之人向特定人揭露該資訊,實為內線交易行為之前階段行為。過去在美國證券市場的實際運作中,除非公開發行公司的內部人係基於獲取個人利益的動機而進行選擇性揭露,否則選擇性揭露原則上是被容許的,不會違反證券交易法之規定(但在公開收購的情形則否)。因此,只要企業不是出於獲得個人利益的動機,便能合法的向特定人揭露一般投資大眾所不知的重大訊息。這種情形之所以存在,很大一部份原因是受到美國最高法院對於內線交易判決見解的影響。為了突破這種無力規範的窘境,SEC爰制訂本規則,其主要目的即在於遏止實務上公司經營者向特定外部人(例如證券分析師、公司大股東)私自揭露未向一般大眾公開之公司重大訊息。雖然公平揭露規則已明白表示不會另行創設詐欺責任,但該規

\* 東吳大學法學院助理教授,中原大學財經法研究生。

則毫無疑問的將改變公司與股市分析師間之互動模式。更重要的是，企業必須重新檢視其與股東間之互動，以確保能符合公平揭露之規範。

內線交易涉及的範圍包括了內部人的短線交易、內線交易以至於證券詐欺等行為。短線交易所衍生的許多問題，例如是否有加以規範之必要、歸入權應如何行使等等，在美國法上係由一九三四年證券交易法第十六條第(b)項(Securities Exchange Act of 1934 Section 16b)所規範，本文不擬討論，而僅針對內線交易、證券反詐欺條款與企業資訊揭露等實務問題在美國法上之最新發展加以探討。

如何有效的規範內線交易一直是各國證券主管機關的一大困擾。一方面內線交易察覺不易，舉證困難，另一方面，相對人所受損害之金額與範圍往往不易確定；再加上內線交易的法律構成要件並不周延，以致於實務上內線交易之行為人鮮少受到法律的制裁，投資人對於證券市場公平性的信心大受打擊，主管機關投注大量的時間、精力也徒勞無功。內線交易對我國證券市場為害甚深，且長期缺乏有效的管制措施，美國證券管理委員會制定公平揭露規則，不啻提供了我國證券主管機關一個嶄新的思考方向。觀察美國近十年來之商業榮景，實奠基於其自由開放之金融法規，其中當有值得我國借鏡之處。特別在內線交易之規範上，我國現行規範即係以美國法為藍本，從而美國法相關規範之演進及修正，尤其值得我國參考。

此外，公平揭露規則有助於使投資人獲得更多關於企業之資訊，如此不但降低內線消息持有者之不當利益與對市場的影響，企業資訊透明化的結果更能平衡投資大眾與企業內部人間之資訊落差，對於促進證券市場的健全發展與提振投資人對於證券市場的信心，助益良多。因此，不論基於保護投資人權益、遏止內線交易、平衡資訊落差或促進市場健全發展，公平揭露規則都相當值得我國做為未來立法之參考。本文爰就公平揭露規則之沿革、內容及影響作一簡略之介紹，拋磚引玉，就教高明。

選擇權造市者造市風險之研究  
-以台股指數選擇權為例

吳建華\*

摘要

自民國八十三年開放國外期貨交易，開啟了我國期貨交易產業的新頁。民國八十七年成立台灣期貨交易所推出國內第一個期貨商品「台灣證券交易所發行量加權股價指數期貨」，正式成為我國現貨股票市場衍生性商品運用於套利及避險操作之工具。為使我國金融市場更具多元化與效率性，台灣期貨交易所於民國九十年十二月二十四日掛牌上市「台灣證券交易所發行量加權股價指數選擇權」，該選擇權推出後正式將我國衍生性金融商品市場推向另一個全新的領域，使我國股票衍生的投資操作策略及規模更臻多元化。

台灣期貨交易所為考慮成功的建立選擇權市場，首度引進國外金融市場成功的關鍵—造市者制度。期望藉由造市者的主要經濟功能提供選擇權市場流動性，增進市場發現價格，強化市場價格的效率及風險移轉的機會。鑒於以往我國並未有選擇權造市者的建制，因此造市者制度以及造市者營運技術，勢必成為投資市場中值得研究關注的議題。本文刪編原論文中探討造市制度的部份篇幅後，將研究方向集中於較少被討論到的造市者營運模式上。經由了解造市者業務特性，分析造市者的造市風險，企圖對於市場參與者提出造市風險管理之建議，以建立造市者經營基礎知識。

本文第一章首先說明上述的研究背景與研究動機，設定研究範圍與限制在於，瞭解造市者之功能及業務，特別在造市交易與部位管理兩項業務進行風險分析。研究目的乃擬藉此：探討造市者所需的專業技術及建議造市風險管理策略。

本文第二章，除就學理上探討選擇權造市者的交易行為，並引述國內外文獻、政府主管機關研究計劃及台灣期貨交易所出版之論文報告，匯整說明選擇權市場造市者的功能與其營運的交易特性，並論及國外各大交易所針對造市者制度所進行之改革或規範，因而對於造市者生態所造成的影響。相同地在認知國外造市者相關知識時，我們也必須熟悉我國造市者制度相關權利與義務之規定，以俾

\* 世華期貨(股)自營部經理，本篇為碩士論文改寫，指導教授為杜化宇教授。

進一步探討我國造市者可能獨有的營運風險。

在第三章本文深入剖析造市者的風險源自於其特殊的造市業務，為建立起選擇權造市者之風險分析程序，必須蒐集稍有揭露造市者知識之著作，並透過本人親自造訪新加坡金融市場相關從業人員，以了解造市者一般性業務及風險管理機制。本文歸納出造市者營運作業可以分割為「造市交易」與「部位管理」兩大項業務分工，依循造市者作業：交易確認帳務核對，修訂選擇權評價參數，檢視部位風險，擬定雙向報價與套利或避險之策略，以及履行造市義務遵守法規等五個作業程序。據此劃分出市場波動面、交易策略面、市場機制面與財務管理面等四種議題。參考風險分析理論詳細呈現：

(一)屬於造市交易風險：

1. 「市場波性風險」
2. 「報價及交易策略風險」
3. 「造市交易之市場機制風險」

(二)屬於部位管理風險：

1. 「市場行情變動風險」
2. 「避險交易策略風險」
3. 「部位管理之市場機制風險」
4. 「財務與作業風險」

最後本文綜合歸納造市業務與各類造市風險的關係。並參考風險管理理論，依據造市者七項風險管理範疇，分別採行風險自承、風險規避、風險分散與風險轉嫁等四種策略，彙整提出造市者風險管理矩陣之各項施行建議方案。

本研究期望對於選擇權造市者造市風險之探討，亦能開啟選擇權市場之市場效率或市場行為等後續的研究議題。

## 股價連動債券上市交易之可行性探討

張文毅\*

### 摘要

所謂的股價連動債券 (equity-linked debt)，係指本金及利息償付金額多寡，與特定期間內某一特定股票或股價指數的漲跌幅度直接相關之債務證券。本報告之主要目的即在探討股價連動債券在證券交易所上市、交易的可行性。

本報告簡介股價連動債券之產品特性及其在美國及台灣的發展歷史及美國有關股價連動債券之法令規範，並將股價連動債券與 (一) 股票與債券；(二) 可轉換公司債與附認股權證公司債；(三) 交易所交易的期貨與選擇權；(四) 股價連動定期存款及保本型共同基金等的產品特性作一比較，俾對股價連動債券之產品特性有一深入瞭解。

對資本市場而言，股價連動債券具有 (一) 使市場更完備；(二) 重新分配風險；(三) 增加流動性；(四) 減低交易成本；(五) 減低稅賦；(六) 預備本土衍生商品市場等經濟效益，而資金需求者及資金供應者當然亦能從中獲致極大的利益。析言之，發行人可以利用股價連動債券來降低資金成本，或以相同或更低的資金成本來取得新的資金來源。對投資人而言，吸引渠等去購買股價連動債券的主要原因在於其參與股票市場的投資具有保本的特性，且其在一開始時即能夠掌握其報酬型態及風險的特性。因此允宜尋求股價連動債券在證交所上市、交易的可能性。

在討論過股價連動債券的產品特性及經濟效益後，本文繼續探討在證交所上市、交易股價連動債券在法律上及技術上的可行性，並得到以下結論：

首先，股價連動債券宜認定為證券交易法第六條所定的有價證券，由主管機關依證券相關法令加以管轄，其在台灣證券交易所上市、交易應無法律上的疑義。主管機關在規範股價連動債券的募集、發行及相關事宜時，可以在兩種作法間作一選擇：其一是採取規範轉換公司債的作法，修改「發行人募集與發行有價證券處理準則」，將有關股價連動債券的規範予以納入；另一種作法則是採取規

---

\* 台灣證券交易所(股)交易部專員。

範認購（售）權證的管理取向，由主管機關頒佈「發行人申請發行股價連動債券處理要點」。至於在台灣證券交易所的位階上，除在證交所營業細則中納入相關規定外，亦可輔以各種函令，並彙編成冊，俾供發行人及業界遵循。此一作法，證券交易所在推出認購（售）權證時，已累積了相當的經驗，亦為股價連動債券的推動上奠定了良好的基礎。

由於股價連動債券的發行、交易、結算作業與傳統的有價證券非常類似，因此，在證交所上市、交易股價連動債券並無重大的技術上之困難且具體可行。接下來最重要的工作則是探尋資金需求者的發行意願、避險能力及資金供應者的購買意願。如果調查顯示市場對此一產品確有需求，而在國內缺乏指標利率，且在股價指數選擇權剛上市不久，流動性尚嫌不足及無利率期貨的狀況下，發行人仍能有效管理其風險時，則可進行細部規劃，並赴美國之交易所（主要為美國證券交易所及芝加哥選擇權交易所）及主要投資銀行考察其有關股價連動債券的實務運作，俾使股價連動債券能夠早日在證交所上市、交易。

## 公司資本異動與我國股票選擇權契約調整之探討

吳承康 臧大年 許鈴佩 蘇勇志\*

### 摘要

股票選擇權是我國期貨市場今年重要的發展商品。該商品與目前已上市之股價指數類衍生性商品最大的不同，在於股票選擇權以個別公司股票為標的，故在契約規格、交易和結算制度上均較既有商品複雜。其中，因應標的公司資本異動所為之契約調整，更是整體商品設計中非常重要的一環。

為什麼要契約調整？這是由於股票選擇權是以公開發行公司股票作為標的，所以在選擇權存續期間內，倘遇標的證券發行公司發生資本異動情事，造成標的證券持有人持股種類、數量發生變化，或受分配其他權利時，選擇權原來預先約定的交割標的發生變化，交易所為維護交易雙方的公平，有必要配合調整選擇權之約定標的物。此外，基於維護市場秩序和交易習慣，在調整約定標的物的同時，部分的契約條件，如：選擇權契約代號、各序列履約價格及其乘數、權利金乘數、部位限制是否一併調整，亦須加以考慮。

本文主要就是探討股票選擇權契約調整之制度設計。全文共分為六個部分：第一節前言，闡述撰寫本文之動機與目的；第二節背景說明，介紹股票選擇權契約調整之時機、國內外類似商品有關契約調整現行作法與異同、並對股票選擇權履約價格、約定標的物、履約價格乘數和權利金乘數之意義加以說明；第三節歸納、整理股票選擇權契約調整慣用的兩種方式：比例制和列舉制，並說明其運作原理和背後隱含的意義；第四節討論比例制契約調整之作業方式和可能產生的問題；第五節說明列舉制契約調整的調整方式以及配套措施。最後（第六節）綜合以上討論提出對股票選擇權契約調整方式之建議作法。

契約調整是市場交易制度之一環。良好的制度設計應考量（1）維護交易人的公平性、（2）保持制度的一致、簡單和方便性、以及（3）兼顧交易人對我國現有商品有關制度之熟悉性。基於這樣的精神和邏輯，本文對股票選擇權契約調整，所擬之初步結論如下：

---

\* 台灣期貨交易所(股)交易部專員，台灣期貨交易所(股)副總經理，台灣期貨交易所(股)交易部專員，台灣期貨交易所(股)交易部專員。

- 1.現行我國認購權證處理標的公司資本異動採「比例制」作法，若完全類推用於股票選擇權，對於發行公司發放現金股息或進行現金增資時，會產生以下四點問題：
  - (1) 造成選擇權交易人調整前後價值不對等。
  - (2) 保護性買權不再完全無風險。
  - (3) 交易人事前無法確知選擇權約定標的物為何。
  - (4) 可能造成實際交割的困難。
- 2.建議採用「列舉制」的契約調整方式，其方法為：
  - (1) 比照持有一千股標的股票之股東於除權前、後持股與權利變化情形，調整選擇權「約定標的物」為一千股標的證券股票加計可受領之權值和息值（或其他權利）之總和。
  - (2) 基於維持調整前後選擇權多空兩造權利義務相等之考量，對於每一單位選擇權履約價款（即履約價格與履約價格之乘積），仍應與調整前相等。
- 3.至於「履約價格」、「履約價格乘數」和「權利金乘數」三者，基於以下之理由，建議毋須加以調整。
  - (1) 簡單，足以適用於所有資本異動情事，並保持契約調整制度的一致性。
  - (2) 不牽涉履約價格的調整，所以沒有因履約價格調整方式取捨產生的負面影響，也沒有非整數履約價格小數點取捨的困擾。
  - (3) 對契約代號變動層面最小，較能保持契約代號的延續性，避免交易人混淆或產生錯誤。
  - (4) 可保持選擇權權利金報價價格連續，利於交易人對部位損益的判斷。
  - (5) 與國外（美國 CBOE）列舉式契約調整作法相同，符合國際慣例。



我國兼贏證券商之監督管理  
—從經營環境及內部控制層面探討

葉美玲 邱元贊 林益田\*

摘要

自民國五十一年二月九日證券集中交易市場正式營運，中央信託局等十家銀行率先兼營證券業務起，我國金融機構兼營證券業務之制度已施行近四十年。鑑於兼營證券業務之金融機構在證券法規之適用、業務之經營、主管機關之監督管理及查核實務之處理作業等方面，相較於占多數之專業證券商有所差異，且其導因及所產生之利弊得失皆值得探討；另盱衡目前國際性金融集團與國內大型金融機構之演進與整合過程，跨業經營與組織整併已為必然趨勢，加以陸續通過施行之金融控股公司法、金融機構合併法及配合修正之相關法令等，對我國金融機構未來發展藍圖勢將造成重大影響，其中有關兼營證券業務部分亦將適度地加以組織重整、轉型或重新定位，期能符合法令及政策方向。基於歷史案例的省思、證券商經營環境的改變及管理層面的複雜性等因素，遂興起以我國兼營證券商之監督管理—從經營環境及內部控制層面探討為課題之研究動機。

緣上揭因素，證券主管機關監督管理兼營證券商之相對風險與難度亦隨之升高，本案為釐清兼營證券商在經營、法規與環境、內控及管理層面之相關問題，並研擬應對措施，冀能作為相關主管機關於法制訂定及策略規劃時之參考。

為加強研究報告之深度與廣度，本案採實地查核兼營證券商財務、業務及內稽作業，並配合訪問上開業者及金融主管機關人員之方式，以探知兼營證券商經營及內部控制層面所面臨之問題與法規最新發展進度。

經過對兼營證券商全面性之實地查核及訪問後，發現若干兼營證券商目前經營績效欠佳及內控機能不彰之主因，係下列幾個問題所衍生，如：組織型態複雜、稽核作業負荷過重與權責模糊，人員輪調及兼任、考評獎懲機能僵化、財務報表難以忠實表達其經營實況、資訊互通機制欠佳及肩負沉重之社會責任，致兼營證券商業務經營易有左支右絀、難以伸展之困頓感。

經分析兼營證券商面臨之經營及內控問題及近期之法令發展趨勢後發現：一、現行兼營制度之組織型態，不利於動態管理，亦不符合環境發展趨勢。二、現行兼營制度無法有效掌控風險。鑑此，為期證券商之健全經營，建議其轉型為獨立法人型態，同時亦針對未轉型者，提出數項具體建議。期望兼營證券商藉組織調整計畫及有效的風險控管措施，使其經營風險能夠得到合理之控制，亦使本

\* 台灣證券交易所(股)交易部專員。

公司能更有效地掌握兼營證券商之經營概況，落實整體市場之監督管理制度。謹就本研究結論與建議之主要內容節錄如后：

## ●結論

### 一、現行兼營制度之組織型態，不利於動態管理，亦不符合環境發展趨勢

因兼營制度組織型態複雜所引發之「有責無權」問題，對兼營證券商經營產生莫大困擾，亦造成兼營證券商稽核作業負荷沉重、稽核效果難以深入。另因人員兼任、輪調頻繁及績效考評制度的鈍化，造成從業人員之風險意識較為薄弱。而其財務報告申報模式與專業證券商型態互異，使證券主管機關對其經營成果之掌握度，亦無法達到動態管理之成效。綜上分析，兼營證券商在面臨高度專業競爭環境以及當前組織變革如跨業經營、組織整併等疾呼聲浪下，其兼營體制之妥適性，實有檢討改善之必要。

### 二、現行兼營制度無法有效掌控風險

專業證券商於違約損失超逾其資本額時，多選擇終止營業以限制其經營之最高風險；惟兼營證券商發生客戶鉅額違約時，即使違約損失已超逾指撥營運資金，但因銀行與證券部門為同一法人，慮及對市場違背交割義務有導致銀行發生擠兌危機之虞，勢難放任兼營證券商違背交割義務，終將被迫承受所有損失。故兼營證券商若不注重風險管理，隨時注意控管大額暴險，其經營之潛在風險將無法限縮在一可控制之範圍。

綜前所述，為解決目前兼營證券商所面臨日益嚴苛之經營困境，改善其內部控管體質，惟有兼營證券商制度之澈底質變，並限制其可能面臨之經營風險，方能改善現階段所面臨之各項問題，並促進證券市場之健全發展。

## ●建議

### 一、鼓勵兼營業者轉型，並建議金融主管機關不宜再開放金融機構兼營證券業務

本研究認為兼營證券商面臨之經營及內控問題，於獨立法人之體制下多可獲致適切的解決之道，故在現行法規提供銀行轉投資、金融控股公司跨業法制環境下，建議相關主管機關宜順勢而為，在師出有名、於法有據之前提下，鼓勵並輔導兼營證券商轉型，朝轉投資、合併既有證券商或設立控股公司方式達成跨業經營目的。

### 二、未能轉型為獨立法人之因應對策

#### (一)設立專責之證券部

兼營證券商因各種因素，而未能將證券業務朝獨立法人發展者，其證券業務脫離信託部後，宜建議其設立專責之證券部，以簡化其組織架構，俾便於經營績效之評量及主管機關之管理。

## (二)提供兼營證券商退場機制

日前財政部在銀行資本適足性管理辦法中，增訂銀行資本適足率不及百分之八者，自民國九十一年一月一日起，主管機關得命其提報增加資本、減少風險性資產總額之限期改善計畫(百分之八以下者)及限制其申請或停止經營將增加風險性資產總額之業務(百分之六以下者)。鑑於兼營證券商所得經營之證券經紀、自營、承銷業務亦尚有某種程度之風險存在，故在資本適足率未達金融主管機關標準時，金融主管機關似可限制申請或停止其兼營之證券業務。

## (三)設定兼營證券商申報買賣額度上限

若兼營證券商因經紀或自營業務風險過度擴張，仍有影響金融機構健全發展或市場交易、交割安全之虞，本研究建議兼營證券商當日輸入委託或自行買賣申報總金額之上限可參照櫃買中心規定，例如限定為金融機構淨值之二倍，俾將兼營證券商之違約交割風險限縮在一合理之範圍。

## (四)充足資本狀況下方得兼營證券業務

資本健全之規定，係強化金融機構承受風險、吸收損失之緩衝機制，並為國際清算銀行及各國銀行、證券、保險等主管機關監督管理最主要項目之一。惟現行已成立之兼營證券商皆以銀行本身資本額指撥方式辦理證券業務，有資本重複使用之現象。故建議相關主管機關未來審核金融機構是否具兼營證券業務條件之標準，應要求金融機構之淨值不得低於各該金融機構法定最低資本額加計兼營證券業務項目所應增加資本之合計數，如有不足者應辦理增資。

## (五)審慎控管「大額暴險」

為防止銀行、證券業務間發生利益衝突、利益輸送造成風險交互影響，建立阻斷火災效應之防火牆是各國金融體系之必備機制，但在兼營體制及開放跨業環境下，除了建置防火牆，避免資訊之不當流用外，未來更應審慎管理金融機構可能發生的大額暴險。就主管機關合併監理之概念作法，應瞭解組織內所有業務之風險組合。金融控股公司法第四十六條之大額暴險申報制度，係此管理觀念之具體實現。

然現行制度下，財團法人金融聯合徵信中心(以下稱聯徵中心)業已建置信用資料庫，提供會員查詢企業及個人各類信用資料；惟本案於查核兼營證券商之過程發現，金融機構兼營證券部門對客戶辦理融資融券信用授信額度與目前使用餘額，並未傳輸至上開聯徵中心備供查詢，若金融機構內部未建置完善之客戶往來管理(CRM)資料庫或未建立完善之橫向資訊交流體系，可能會使金融機構對某一交易對象涉險過高而不自知。故在證券主管機關近期提高投資人融資上限之際，為避免證券商與證金公司授信風險同步提高，

配合推動「證券商聯合徵信系統」納入信用交易帳戶總歸戶資訊之同時，實可考慮要求金融機構兼營證券商辦理融資融券之授信額度應配合傳輸至聯徵中心，以達資料庫授信資訊之完整性，俾瞭解企業或個人對某一金融機構之暴險程度。

#### (六) 建立整合性之金融監理機制

現行銀行、保險及證券業務係依不同的法律規範，並分屬財政部、證期會監理；在兼營證券商架構下，兼營證券商仍由證券主管單位(證期會、證交所、櫃買中心)、金檢單位(中央銀行金檢處、財政部金融局、中央存保公司)分別進行查核，查核後之檢查報告或缺失資訊並未互相交流，加上分業監理之管理架構，管理模式並不一致，監理機構間溝通不足，實難對於橫跨銀行、證券期貨及保險業之金融集團進行有效監理，亦造成監理資源有未能整合之憾。為避免集團內經營風險之相互移轉或影響控股關係下其他公司之正常經營，金融安全網下之各個主管機關未來更應密切作好橫向聯繫，秉持分工而不重複之監理原則，俾充分發揮監理之積極效益。

鑑於我國金融集團跨業經營者日多，財政部已參考國外先進國家紛紛設立單一金融監理機關以合併監理銀行、證券、期貨及保險業務之趨勢，研擬制定「行政院金融監督管理委員會組織法草案」，設立行政院金融監督管理委員會，其所屬單位將包括檢查局、銀行局、證期局與保險局，以統合銀行、證券期貨及保險等金融業發展政策及監理事權，達成金融監理一元化之目標。俟該組織法通過並完成委員會之設置後，應即可有效解決前述未能有效監理及監理資源未能整合之憾，並可有效整合金融發展政策及監理事權，且全面加速金融現代化工程，期因應未來國際金融競爭趨勢。

## 現金增資承銷配售制度之研究

陳右超\*

## 摘要

Sherman (1999) 發現全世界逐漸有以詢價圈購作為初次上市股票(IPO)承銷制度的趨勢，因為相對於其他方式而言，詢價圈購的關鍵特徵就是承銷商可完全自由選擇分配股票，允許承銷商分配給具長期關係的投資人，承銷商辦理說明會、詢問投資意願，因而有效率地降低資訊不對稱程度以減少折價幅度。民國八十四年，我國為改善過去公開申購制度的缺失，引進國外流行的詢價圈購制度，作為發行公司辦理現金增資時的另一個選擇，因此實務上公司現金增資時可選擇的承銷配售方式有兩種，亦即公開申購及詢價圈購，但是在現實世界中無法看到公司同時採用公開申購和詢價圈購的情形，因而有選擇性偏誤(Self-Selection Bias)的問題存在，本研究以Lee(1978)提出以兩階段Probit模型來解決此選擇性偏誤的問題，並檢視發行公司選擇制度時是否符合股東財富最大化原則。

本研究以民國八十四年四月至八十八年十二月底間的現金增資案件為樣本，從現金增資折價幅度來探討民國八十四年三月八日引進詢價圈購後對市場效率的影響，結果發現詢價圈購折價幅度顯著地低於公開申購折價幅度，新制度確實能改善市場效率，而公開申購改制後，現金增資折價幅度明顯降低，中籤率亦提高許多，顯示政府近年來在承銷制度的重大改革確有成效。由發行成本的角度探討公司辦理現金增資時，為了解其選擇的承銷配售制度是否符合股東財富最大化原則，我們考慮發行公司決策的時點，以承銷價格決定日的折價幅度作為間接成本，承銷手續費率為直接成本，比較發行成本後得知選擇公開申購者並不符合股東財富最大化原則，而選擇詢價圈購者則符合股東財富最大化原則。

股市波動是影響制度選擇的主要因素，與Benveniste and Busaba (1997) 模型之說法一致，亦即詢價圈購有較高的不確定性，當股市波動較小時，不確定性較低，公司才會較傾向於採用詢價圈購。發行公司的資本額愈大，其發行規模就愈大，承銷商在財力有限的情況下，較可能採用公開申購，資本額較小的公司，其法人持股比例較低時較可能採用詢價圈購。何以詢價圈購採用者仍佔少數，就

---

\* 輔仁大學金融研究所畢，本篇為碩士論文改寫，指導教授為陳軒基教授。

其募集資金的效率來說應最能滿足發行公司的期望，發行成本並無法合理解釋公司的選擇決策，本研究觀察承銷商的收入面，發現當發行規模較小時，承銷商有不鼓勵發行公司採用詢價圈購的動機，頗能解釋規模較小的公司較少採用詢價圈購的現象，另外，大股東確實有套利動機去採用詢價圈購，但散戶投資人的預期及主管機關的態度使套利情形備受關注，雖無法杜絕，但可能已降低採用詢價圈購套利的動機，最後，本研究亦發現詢價圈購並沒有集中於特定承銷商的現象，顯示詢價圈購技術不為特定承銷商所專有，各承銷商都有可能採用詢價圈購。

**Estimating Value at Risk via Markov Switching ARCH models  
- An Empirical Study on Major Stock Market Index Returns**

**應用 Markov switching ARCH 模型計測風險值研究  
- 國際主要股市指數實證結果**

黎明淵\*

**摘要**

本研究為首篇探討以 SWARCH (Markov-switching ARCH) 模型計測風險值的實證研究。本文除就過去文獻較未顧及的、系統性地分析各種潛在風險值計測方法所適用與不適用報酬率變異情境，也嘗試使用允許參數來自不同波動狀態，對傳統 ARCH 模型加以修正後之非線性 SWARCH 模型，希解決傳統計測風險值所面臨厚尾、高峰與偏態問題。我們藉由美、日、德、英、台等股市股價指數報酬樣本，以 ARCH/GARCH 模型測試結果，與 SWARCH 模型相互對照，實證結果指出：第一、美、日、德、英、台等股價指數報酬確實存在高峰、厚尾與偏態等「非常態」分配的問題，第二、報酬分配尾端 1% 與 5% 處分別存在顯著「厚尾」與「薄尾」現象。第三、在各類模型降低報酬衝擊分配高峰、厚尾與偏態效果比較，與對於 1%、2.5% 與 5% 臨界機率的風險值計測，SWARCH 換模型皆表現最佳。

---

\* 暨南大學財務金融系助理教授。

## 二、市場實務組 佳作獎

### 國際清算銀行全球金融體系委員會 2001 年 「主要金融機構之壓力測試與現行實務調查報告」 對我國證券商自有資本適足規範之意涵

王姓 韓蔚蘭\*

#### 摘要

我國財政部證券暨期貨管理委員會自八十七年七月一日起正式實施「證券商資本適足制度」，然現行之證券商資本適足規範中並未考量到執行壓力測試之相關設計，本文根據國際性金融機構監管組織報告、相關的學術與實務文獻，以及考慮我國現行實務等檢討我國規範之必要性，結果發現壓力測試不但是風險管理的重要資訊，該資訊也以被作為設計風險限制、決定風險控制活動、決定資產配置、監控流動性風險等的重要參考依據，主管機關更可利用各金融機構之壓力測試結果比較並加總作為施政的參考。本文並以國際清算銀行全球金融體系委員會之調查報告為藍本，分析我國制訂規範應採取的方式，主張修訂法規宜架構在「證券商管理規則」第六章的相關條文中，在維持現有的自有資本適足規範架構前提，掌握設計壓力測試規範的「獨立性」，並以「以現行架構為基礎並變動最少條文」及「可行性」等原則，建議修訂第五十九條、第六十一條及六十二條等三條條文。此外；本文亦針對法規修訂後所需使用的相關報告表格進行調整與設計。綜此，本文之分析與建議將對我國未來之證券商自有資本管理有更完備的實務與制度。

---

\* (財)中華民國證券暨期貨市場發展基金會推廣組組長，台灣證券交易所(股)電腦規劃部專員。



## 國內公司監理之研究

黃昱之\*

### 摘要

在社會快速進步及產業技術的日新月異下，公司組織所面臨的外在環境漸趨複雜；而公司在千變萬化的情境中，是否能充分發揮其創新之功能，是我們所關注的重點。近年來，少數不肖業者鋌而走險，破壞環境生態，更有甚者還危及消費者的權益；此外，也有少數經營者操控資產，從事利益輸送以謀私利，因而危害金融秩序，造成社會動盪不安。

隨著社會變遷及企業型態之改變，我們必須對當前企業經營的情況有所回顧與省思，以引導企業對社會作出正面的貢獻；因此，本研究探討國內公司監理議題，包括公司董事會及監察人制度等之現況；在綜合問卷調查與受訪者寶貴意見後，發現國內公司監理有許多改善空間。本研究獲致具體之建議如下：

- 一、提供適當誘因以促使董事與監察人更加重視公司監理。
- 二、公司監察人的獨立超然特性仍有待提升；而現行監察人的選舉方式會對監察人超然獨立特性有所影響，應加以檢討。
- 三、董事及監察人之專業能力對於公司監理相當重要；與現行董事之專業程度比較，監察人之專業能力應再提高。
- 四、股東對公司監理之重視程度相當重要；因此，股東應加強對公司監理的關心及參與。
- 五、政府應更重視國內公司的監理；且須成立專責評鑑機構，或以立法對國內企業作定期評估。
- 六、建議以公司規模為依據來設定監察人之最少人數。
- 七、公司法對股東代位訴訟之持股比例要求，可再設計調整。

---

\* ISO 驗證公司，本篇為碩士論文改寫，指導教授為胡為善教授。