

專題報告

## 歐美債信危機對我國金融商品發展 與監理之影響

計畫主持人：吳壽山

共同計畫主持人：周行一

協同計畫主持人：劉美纓

研究人員：張雅萍

S-F-I

財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會

中華民國一〇一年十二月



**S-F-I**

# 目 錄

第一章	緒論	1
第一節	研究動機與目的	1
第二節	研究範圍與方法	2
第三節	研究架構	3
第二章	歐美債信危機對全球金融市場之影響	4
第一節	簡介歐美債信危機	4
第二節	全球金融市場之影響分析	24
第三章	國際金融商品發展與監理之趨勢	39
第一節	美洲地區	39
第二節	歐洲地區	62
第三節	亞洲地區	78
第四章	我國金融商品發展與監理之未來方向	94
第一節	我國金融商品發展與監理之現況	94
第二節	歐美債信危機對我國金融市場之影響	113
第三節	建構金融商品監理機制	125
第五章	結論與建議	135
參考資料		141



**S-F-I**

# 第一章 緒論

## 第一節 研究動機與目的

有鑑於歐洲各國陸續發生債務違約危機與美國信用評等調降事件，衝擊全球股市與債券市場，全球經濟正面臨嚴厲的考驗。歐洲主權債信危機(Sovereign Credit Crisis)是繼 2009 年全球金融海嘯之後，再次對全球金融市場產生巨變，其導火線為 2010 年 4 月 27 日希臘債信遭到大幅調降。之後，伴隨美國三大信評機構不斷增加降評國名單，加上標準普爾評等公司亦將美國信用評等由 AAA 調降至 AA+，導致國際股市、匯市及債市產生劇烈波動，顯見政府債務水準和主權信用評等之重要性，故歐美債信危機對全球金融市場後續之發展具有重大影響性。

為因應全球化之發展趨勢，近年來各國金融市場面臨國內外多方挑戰，加上新金融商品不斷推陳出新，各國主管機關積極改善市場監理制度與規範，期能提升市場整體競爭力。加上後金融海嘯時代各國陸續提出對金融市場監理及金融商品風險管理之改革，更加顯示建立金融商品監理機制之重要性。探究歐美債信危機之成因，其與 2008 年美國發生次級房貸風暴息息相關，故本研究將針對國際金融商品發展與監理之趨勢進行探討。其中，歐盟方面，因應歐債危機之相關措施有：(一) 歐元區各國政府、銀行體系及貨幣當局收購政府和公司債券；(二) 擴大紓困計畫；(三) 有條件限制無券放空和信用違約交換(CDS)交易；(四) 財政瘦身；(五) 成立 ESA (European Securities Authority) 監管信評機構；(六) 商討成立經濟政府。至於美國方面，根據 2009 年 5 月美國金融總會 (Financial Services Roundtable, FSR)

提出之監理架構，未來金融監理之發展方向為：(一)維持金融政策穩定；(二)提供金融監理機構間之合作協調性；(三)提供保險產品與服務之全國監理；(四)降低監理之重疊；(五)提供一致性之監理標準；(六)衡量系統性風險；(七)設計非銀行金融機構之破產解決機制。並於2010年因應金融危機而推出之金融改革法案，針對金融機構之監理、衍生性商品之管理、店頭式衍生性商品之集中結算、金融商品銷售之資訊揭露及投資人保護有許多新的規範，均有助於我國主管機關營造完善監理制度時之參考。

此外，為提升我國證券業競爭力，並鼓勵金融創新，推動在完善風險管理機制下開放證券商承作新金融商品之範圍與業務，亦是主管機關持續努力之發展方向。因此，本研究將分別從歐美債信危機的規模與屬性、對新金融商品的設計與風險管理、國際金融監理規範的發展趨勢之三大面向進行研究，探討主權債務對金融市場之影響層面，從而架構資本市場國際接軌的金融監理制度，進而推動我國成為亞太資本交易中心。

## **第二節 研究範圍與方法**

### **一、研究範圍**

- (一) 探討歐美債信危機之成因與主權債務之規模，以及面臨系統性風險與全球金融市場之影響。
- (二) 針對後金融海嘯國內外金融商品之發展現況、市場監理相關法規及實務運作等作一分析比較。
- (三) 對於國內外金融商品監理制度與國際監理規範加以深入探

討，並對我國如何建立金融商品發展與監理機制提出具體之建議。

## 二、研究方法

- (一) 文獻探討：蒐集國內外相關書籍、期刊、報導，內容包括國內外金融商品發展與監理現況、實務運作及相關規定等。
- (二) 訪談專家學者：訪談業界專家以及學者（或召開產官學座談會），期能瞭解歐美債信危機對金融商品發展與監理之影響，以及未來發展方向。

## 第三節 研究架構



圖 1-1 研究架構流程圖

## 第二章 歐美債信危機對全球金融市場之影響

### 第一節 簡介歐美債信危機

#### 一、 歐美債信危機之成因

從 2008 年到 2009 年全球經歷金融海嘯，然 2010 年又開始發生財政赤字暴增與主權債務違約的後金融危機。歐洲主權債務危機起因於 2009 年 10 月希臘爆發政府債務危機，同年 12 月三大國際信評機構降低希臘的信用評等，歐洲股市和歐元匯價應聲下挫，歐洲債信危機於焉展開。

由希臘政府的債務危機歷程來看，事件發生於 2009 年 10 月 20 日希臘新政府表示，至 2009 年希臘的財政赤字相對於 GDP 比率將達至 12.5%，同時宣布財政緊縮，期望在 2012 年降低債務。同年 10 月 22 日惠譽 (Fitch) 調降希臘的信用評等由 A 級至 A- 級；12 月 8 日惠譽又再度調降希臘的信用評等至 BBB+ 級；12 月 16 日標準普爾 (S & P) 也將希臘的債券信用評等由 A- 級調降至 BBB+ 級；12 月 22 日穆迪 (Moody's) 也將希臘的債券信用評等由 A1 調降至 A2 級，至 2009 年 12 月底，三家信評機構將希臘的債券信用評等調降至接近垃圾債券等級。因此，歐洲債信危機即是歐洲主權債信危機，從希臘開始，接著為葡萄牙、愛爾蘭、義大利、西班牙等，於是乎被稱為歐豬五國 (PIIGS)。

## 二、 歐洲債信危機分析

1999年1月1日歐元問市，歐元區（Euro area）正式成立，當時歐元區共有11國，分別是比利時（Belgium）、德國（Germany）、愛爾蘭（Ireland）、西班牙（Spain）、法國（France）、義大利（Italy）、盧森堡（Luxembourg）、荷蘭（Netherlands）、奧地利（Austria）、葡萄牙（Portugal）、芬蘭（Finland）等國，希臘（Greece）係於2001年加入，2007年加入者為斯洛維尼亞（Slovenia），2008年有賽普勒斯（Cyprus）、馬爾他（Malta），2009年為斯洛伐克（Slovakia），2011年為愛沙尼亞（Estonia），至2012年6月底止歐元區合計共17國。<sup>1</sup>

### （一）政府財政收支分析

根據歐盟統計局（Eurostat）資料，以近十年2002~2011年度歐元區17國政府財政收支占GDP比率統計資料來看，就整個歐元區平均財政收支占GDP比率都是負數，財政收支幾乎都是呈現赤字狀態，而赤字最大的年度就集中於近三年（2009~2011年），2009年歐元區平均財政收支占GDP比率為-6.4%，為近十年來財政赤字最高，2010年財政收支占GDP比率則為-6.2%，2011年為-4.1%，財政赤字逐漸有減少的趨勢。

再從歐元區個別國家來看，單一年度財政收支占GDP比率負值最大的國家為愛爾蘭，係為2010年的-31.2%，財政赤字次高是希臘的2009年為-15.6%。此外，以2011年來看財政赤字高於歐元區平均值的國家共有9個國家，分別是愛爾蘭的-13%、希臘的-9.2%、西班牙

---

<sup>1</sup> 除了歐元區17國，另有保加利亞（Bulgaria）、捷克共和國（Czech Republic）、丹麥（Denmark）、拉脫維亞（Latvia）、立陶宛（Lithuania）、匈牙利（Hungary）、波蘭（Poland）、羅馬尼亞（Romania）、瑞典（Sweden）、英國（United Kingdom）等10國，組成歐洲聯盟（European Union）。

牙的-8.5%、斯洛維尼亞的-6.4%、賽普勒斯的-6.3%、法國的-5.2%、斯洛伐克的-4.8%、荷蘭的-4.6%及葡萄牙的-4.2%，另僅有愛沙尼亞是財政盈餘的國家。

表 2-1 2002~2011 年歐元區政府財政收支占 GDP 比率統計表

單位：%

國家 \ 年度	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
比利時	-0.2	-0.2	-0.2	-2.6	0.3	-0.1	-1.0	-5.7	-3.9	-3.9
德國	-3.8	-4.2	-3.8	-3.3	-1.7	0.2	-0.1	-3.2	-4.3	-1.0
愛沙尼亞	0.3	1.7	1.6	1.6	2.5	2.4	-2.9	-2.0	0.3	1.0
愛爾蘭	-0.3	0.4	1.4	1.7	2.9	0.1	-7.3	-14.0	-31.2	-13.0
希臘	-4.8	-5.7	-7.4	-5.6	-6.0	-6.8	-9.9	-15.6	-10.5	-9.2
西班牙	-0.2	-0.4	-0.1	1.3	2.4	1.9	-4.5	-11.2	-9.3	-8.5
法國	-3.3	-4.1	-3.6	-3.0	-2.4	-2.8	-3.3	-7.6	-7.1	-5.2
義大利	-3.2	-3.6	-3.6	-4.5	-3.4	-1.6	-2.7	-5.4	-4.5	-3.8
賽普勒斯	-4.4	-6.6	-4.1	-2.4	-1.2	3.5	0.9	-6.1	-5.3	-6.3
盧森堡	2.1	0.5	-1.1	0.0	1.4	3.7	3.0	-0.8	-0.9	-0.6
馬爾他	-5.8	-9.2	-4.7	-2.9	-2.8	-2.4	-4.6	-3.8	-3.7	-2.7
荷蘭	-2.1	-3.2	-1.8	-0.3	0.5	0.2	0.5	-5.6	-5.0	-4.6
奧地利	-0.9	-1.7	-4.6	-1.8	-1.7	-1.0	-1.0	-4.1	-4.5	-2.6
葡萄牙	-3.4	-3.7	-4.0	-6.5	-4.6	-3.2	-3.7	-10.2	-9.8	-4.2
斯洛維尼亞	-2.4	-2.7	-2.3	-1.5	-1.4	0.0	-1.9	-6.1	-6.0	-6.4
斯洛伐克	-8.2	-2.8	-2.4	-2.8	-3.2	-1.8	-2.1	-8.0	-7.7	-4.8
芬蘭	4.1	2.4	2.2	2.7	4.0	5.3	4.2	-2.7	-2.8	-0.9
歐元區	-2.7	-3.2	-2.9	-2.6	-1.4	-0.7	-2.1	-6.4	-6.2	-4.1

資料來源：Eurostat，2012 年 4 月。

另一方面，分別再對PIIGS<sup>2</sup>國家的財政收支情形進行個別分析，說明如下：

<sup>2</sup> PIIGS國家分別是葡萄牙、愛爾蘭、義大利、希臘、西班牙 5 個國家。

## 1. 愛爾蘭

從愛爾蘭 2002~2011 年政府財政收支占 GDP 比率趨勢圖來看，自 2008 年開始政府支出即大於政府收入，財政收支即呈現赤字狀態，尤其是 2010 年政府支出占 GDP 比率為 66.8%，為十年來比率最高，且較前一年增加幅度高達 36.89%；同一年度政府收入占 GDP 比率則為 35.6%。此外，2011 年的政府支出占 GDP 比率則減少至 48.7%，其減少幅度為 27.1%。由於愛爾蘭於 2009 年深陷經濟危機，稅收減少、支出增加，財政赤字大幅擴增，相較 2008 年財政赤字增加了近 1 倍，財政赤字占 GDP 比率高達 14%，僅次於希臘的 15.6%。然觀察愛爾蘭於 2007 年之前，財政一直有盈餘，直到 2008 年金融海嘯才出現財政赤字。

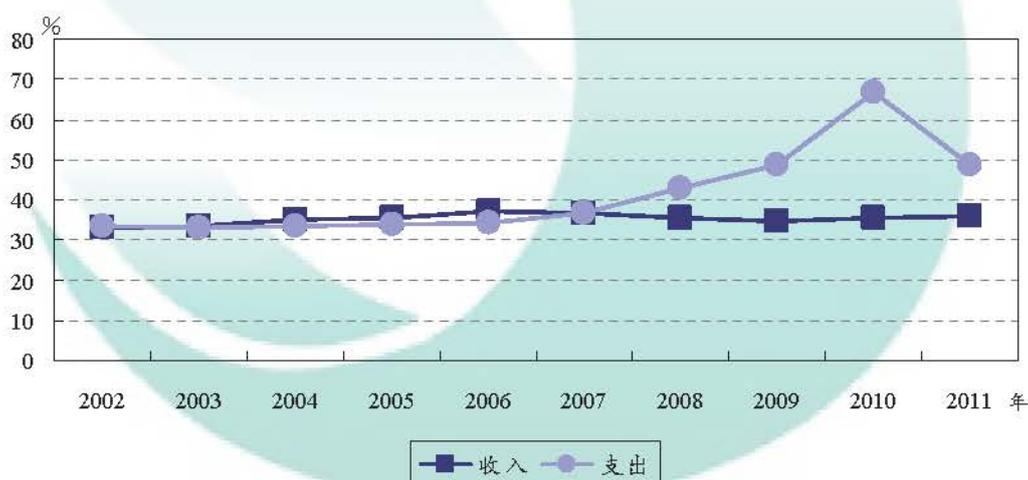


圖 2-1 愛爾蘭政府財政收支占 GDP 比率圖

## 2. 希臘

從希臘 2002~2011 年政府財政收支占 GDP 比率趨勢圖來看，近十年來政府支出皆大於政府收入，財政皆為赤字。另從 2006 年開始，政府支出則逐年增加，尤以 2008 年增加

幅度為 6.3%，2009 年增加幅度為 6.32%，至 2010 年降低政府支出，減少幅度為 6.69%，2011 年減少幅度則為 0.2%。另一方面，政府收入歷年來皆有增減，惟 2009 年減少幅度為 6.14%，故財政收支在 2009 年形成的缺口最大，其政府支出占 GDP 比率為 53.8%也是近十年來之最高比率。換言之，希臘自 2009 年 10 月爆發了主權債務危機後，其政府財政收支占 GDP 比率和政府債務占 GDP 比率皆呈現非常高之趨勢，而希臘政府曾於 2010 年 1 月 15 日向歐盟提出赤字縮減計畫，為期 3 年將削減政府支出、改革稅制及推動產業發展，以縮減財政赤字，預計將財政收支占 GDP 比率於 2010 年降為 -8.7%、2011 年再降至 -5.6%、2012 年則要高於 -3%，但是結果仍然未達預期效果。

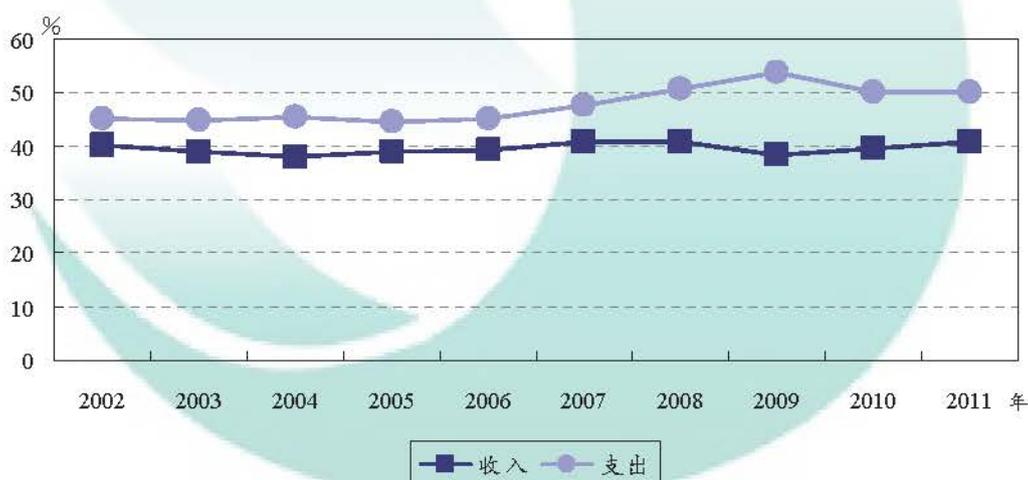


圖 2-2 希臘政府財政收支占 GDP 比率圖

### 3. 西班牙

從西班牙 2002~2011 年政府財政收支占 GDP 比率趨勢圖來看，財政收支從 2008 年起即呈現赤字狀態，而政府支出占 GDP 比率則於 2009 年最高為 46.3%。此外，政府支出從

2007 年開始逐年增加，2007 年政府支出占 GDP 比率較前一年增加幅度為 2.08%，2008 年較前一年增加 5.87%，2009 年較前一年增加則高達 11.57%。另 2010 年有降低政府支出，減少幅度為 1.51%，2011 年的減少幅度則為 4.39%。

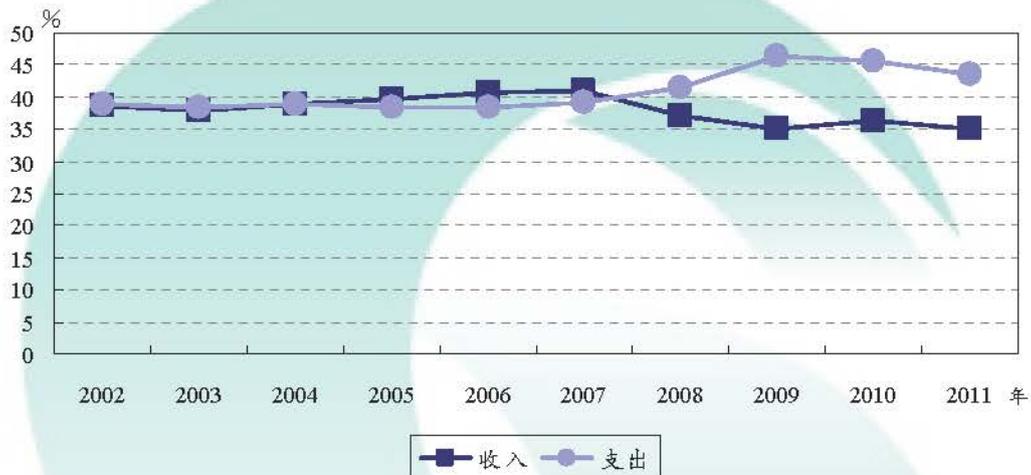


圖 2-3 西班牙政府財政收支占 GDP 比率圖

#### 4. 義大利

從義大利 2002~2011 年政府財政收支占 GDP 比率趨勢圖來看，政府支出皆大於政府收入，歷年來皆呈現財政赤字狀態。其中，政府支出占 GDP 比率於 2009 年最高為 51.9%，且財政收支缺口於 2009 年亦最大，其政府支出占 GDP 比率較前一年增加幅度為 6.79%，雖然政府收入占 GDP 比率也較前一年增加 1.31%，惟政府支出增加幅度大於政府收入，形成當年度財政收支缺口最大。

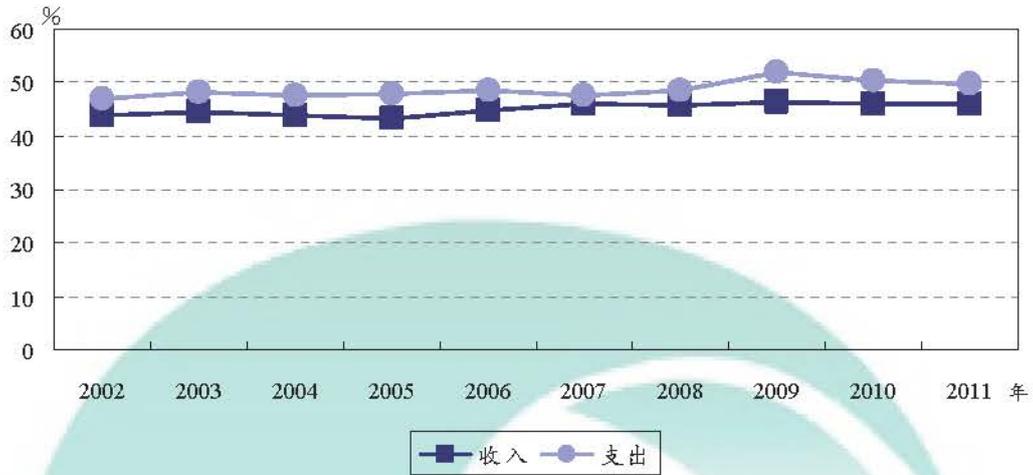


圖 2-4 義大利政府財政收支占 GDP 比率圖

### 5. 葡萄牙

從葡萄牙 2002~2011 年政府財政收支占 GDP 比率趨勢圖來看，近十年來政府支出皆大於政府收入，財政收支也是呈現赤字狀態。其中，政府支出占 GDP 比率除了 2006、2007、2011 年之外，其餘年度均是呈現增加趨勢，而以 2009 年增加幅度最高為 11.16%，2010 年增加幅度為 3.01%，財政收支缺口也以 2009 年和 2010 年最大，且 2010 年政府支出占 GDP 比率最高為 51.3%。

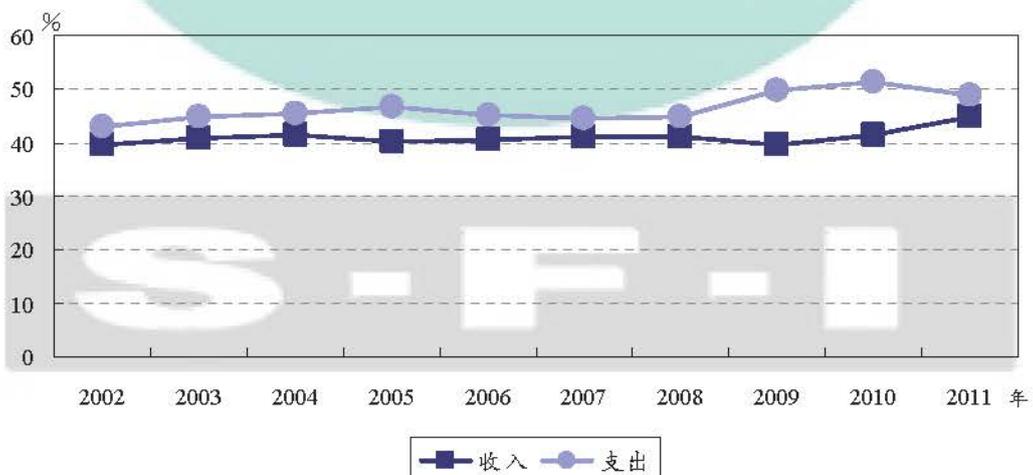


圖 2-5 葡萄牙政府財政收支占 GDP 比率圖

## (二) 政府債務分析

根據 Eurostat 對歐元區政府債務占 GDP 比率之統計資料顯示，整個歐元區自 2007 年開始大多數國家即呈現逐年增加的趨勢，歐元區平均值於 2008 年較 2007 年政府債務增加 5.59%，2009 年較前一年增加 13.45%，2010 年較前一年增加 7.31%，2011 年較前一年則增加 2.47%。

表 2-2 2003~2011 年歐元區政府債務占 GDP 比率統計表

單位：%

國家 \ 年度	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
比利時	98.6	94.3	93.2	89.1	84.2	89.6	96.2	96.8	98.0
德國	63.9	65.7	67.9	67.9	64.9	66.3	73.5	83.2	81.2
愛沙尼亞	5.7	5.2	4.4	4.1	3.7	4.6	7.2	6.6	6.0
愛爾蘭	31.2	29.7	27.4	24.9	25.0	44.4	65.6	96.2	108.2
希臘	107.8	108.5	107.5	104.6	105.4	110.7	127.1	142.8	165.3
西班牙	48.8	46.2	43.2	39.9	36.1	39.8	53.3	60.1	68.5
法國	62.4	64.3	66.2	63.9	63.9	67.7	78.3	81.7	85.8
義大利	104.3	103.8	106.2	106.8	103.6	106.3	116.1	119.0	120.1
賽普勒斯	69.1	70.3	69.2	65.3	58.3	48.3	58.0	60.8	71.6
盧森堡	6.3	6.6	6.1	6.8	6.7	13.6	14.6	18.4	18.2
馬爾他	70.4	73.9	72.4	66.5	62.0	61.5	67.6	68.0	72.0
荷蘭	52.0	52.6	52.7	48.7	45.3	58.2	60.8	62.7	65.2
奧地利	64.6	63.9	63.5	62.2	60.7	63.8	69.6	72.3	72.2
葡萄牙	56.8	58.2	63.6	64.7	68.3	71.6	83.0	93.0	107.8
斯洛維尼亞	28.6	28.9	28.4	27.8	23.1	21.9	35.2	38.0	47.6
斯洛伐克	42.4	41.5	34.5	30.7	29.6	27.8	35.4	41.0	43.3
芬蘭	44.3	44.1	41.4	39.1	35.2	34.1	43.8	48.4	48.6
歐元區	69.2	69.7	70.5	69.0	66.2	69.9	79.3	85.1	87.2

資料來源：本研究彙整 Eurostat 於 2007、2011、2012 年 Euro-Indicators news release。

若以政府債務占 GDP 比率超過 100% 之國家來看，有希臘和義大利兩個國家，於 2003~2011 年每年皆超過 100%，其中以希臘增加的幅度最大，自 2009 年開始每年增加幅度皆大於 10%，2011 年增加幅度高達 15.76%，其政府債務占 GDP 比率更高達 165.3%，政府債務金額高達 3,556.17 億歐元。義大利政府債務占 GDP 比率之增加幅度雖然沒有希臘那麼大，但是政府債務占 GDP 比率每年也均是超過 100%，2011 年政府債務占 GDP 比率也高達 120.1%，政府債務金額為 1 兆 8,971.79 億歐元。

再以 2011 年單一年度來看，共有 4 個國家政府債務占 GDP 比率超過 100%，除了希臘與義大利，還有愛爾蘭與葡萄牙兩個國家，分別是愛爾蘭的 108.2%、葡萄牙的 107.8%，故以 2011 年來說，希臘政府債務占 GDP 比率是最高為 165.3%。

若以政府債務占 GDP 比率增加幅度來看，就 2007~2011 年 5 個年度增加幅度最大的國家為愛爾蘭，2008 年較 2007 年增加 77.6%，2009 年較前一年度增加 47.75%，2010 年較前一年度增加 46.65%，2011 年較前一年度增加 12.47%，2011 年政府債務金額為 1,692.64 億歐元。

### (三) 政府債務結構分析

依據 Eurostat 於 2012 年 2 月底公布的統計資料，政府債務可以分為中央政府債務(Central Government Debt)、一般政府債務(General Government Debt)、州和地方政府債務(State and Local Government Debt)、社會安全基金債務(Social Security Funds Debt)等，而本研究彙整 Eurostat 於 2007、2011、2012 年所公布之 Euro-Indicators 資料，

關於歐元區政府債務占 GDP 比率之統計數據，是屬於「一般政府債務」占 GDP 比率。因此，本研究再針對 PIIGS 國家進行政府債務結構分析，以期了解 PIIGS 國家政府債務結構之相關問題。由於 Eurostat 在政府債務結構之統計上，沒有希臘的統計數據，故以下部分僅針對愛爾蘭、西班牙、義大利、葡萄牙 4 個國家進行分析。

### 1. 愛爾蘭

有關愛爾蘭 2002~2010 年政府債務結構分析，係以一般政府債務所占比例最高，次高是中央政府債務，比例幾乎分別各接近一半，州和地方政府債務不超過 5%，社會安全基金債務為 0。以歷年趨勢來看，愛爾蘭政府債務是呈現逐年增加趨勢，2007 年以前增加幅度約介於 1%~9% 之間，且合計政府債務總金額不超過 1 千億歐元。然而，於 2008 年增加幅度最大，高達 66.46%，政府債務總金額約為 1,648 億歐元；2009 年約為 2,144 億歐元，增加幅度為 30.12%；2010 年則達到 3,009 億歐元，增加幅度為 40.32%。



圖 2-6 愛爾蘭政府債務結構圖

## 2. 西班牙

有關西班牙 2002~2010 年政府債務結構分析，係以一般政府債務所占比例最高，約在 48%左右；次高是中央政府債務，約占 40%；州和地方政府債務約占 10%；社會安全基金債務約占 2%。以歷年趨勢來看，西班牙政府債務除 2006、2007 年外，也是呈現逐年增加趨勢，2007 年以前增加幅度不超過 3%，然 2008 年較前一年增加 14.11%，政府債務總金額約為 9,176 億歐元；2009 年增加幅度最高為 29.24%，總金額並首度超過 1 兆歐元，為 1 兆 1,859 億歐元；2010 年增加幅度為 14.33%，總金額為 1 兆 3,559 億歐元。

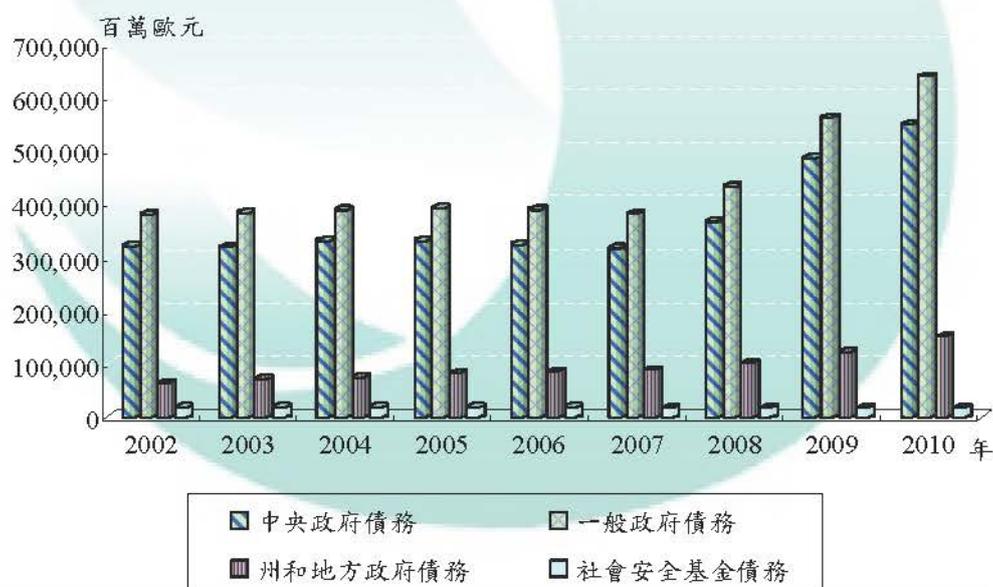


圖 2-7 西班牙政府債務結構圖

綜觀西班牙政府債務占GDP比率於2010年前皆未超出歐盟「穩定與增長公約」(Growth and Stability Pact)<sup>3</sup>所規定之

<sup>3</sup> 1997年的「穩定與增長公約」，又稱為「阿姆斯特丹條約」，係為規範歐盟財政政策之規則，並

60%上限，2009年為53.3%與2010年為60.1%，2011年則增加為68.5%。惟西班牙財政赤字占GDP比率於2009年為11.2%，僅次於希臘15.6%和愛爾蘭14%；2010年為9.3%，也是僅次於愛爾蘭31.2%、希臘10.5%及葡萄牙9.8%；2011年為8.5%，仍僅次於愛爾蘭13%和希臘9.2%。

### 3. 義大利

有關義大利2002~2010年政府債務結構分析，係以一般政府債務所占比例最高，約在49%左右；次高是中央政府債務，約占47%；州和地方政府債務約占3%；社會安全基金債務不到1%。以歷年趨勢來看，義大利政府債務是呈現逐年增加趨勢，增加幅度不超過5%。以2008~2010年來看，2008年較前一年增加4.24%，政府債務總金額約為3兆3,676億歐元；2009年增加幅度為5.52%，總金額為3兆5,534億歐元；2010年增加幅度為4.43%，總金額為3兆7,109億歐元。整體來看，2010年義大利的政府債務總金額約是西班牙的2.7倍，是愛爾蘭與葡萄牙的12倍之多，且政府債務占GDP比率於2012年僅次於希臘，為120.1%，遠遠超過歐盟「穩定與增長公約」所規定之60%上限。

---

進一步確定1993年「馬斯特裡赫特條約」所規定財政政策之原則性規定，即為自1994年起，歐盟各成員國的財政赤字占GDP比率不能超過3%，政府債務占GDP的比率不能超過60%。除此之外，「穩定與增長公約」也規範了歐盟財政政策之協調規則、過度財政赤字之懲罰程式及建立監督各國財政情形之預警機制，並且保證各成員國在中期（1997~2004年）能達成財政基本平衡或是略有盈餘。按照該規定，歐盟對各成員國須協調與監督其財政政策之運作狀況，若某一成員國財政赤字占GDP比率可能或已經超過3%，必須向該國提出警告並要求改進，若該成員國仍不執行，歐盟即會啟動過度赤字懲罰程式，例如成員國財政赤字占GDP比率連續3年超過3%，最多可處以相當於GDP之0.5%的罰款。

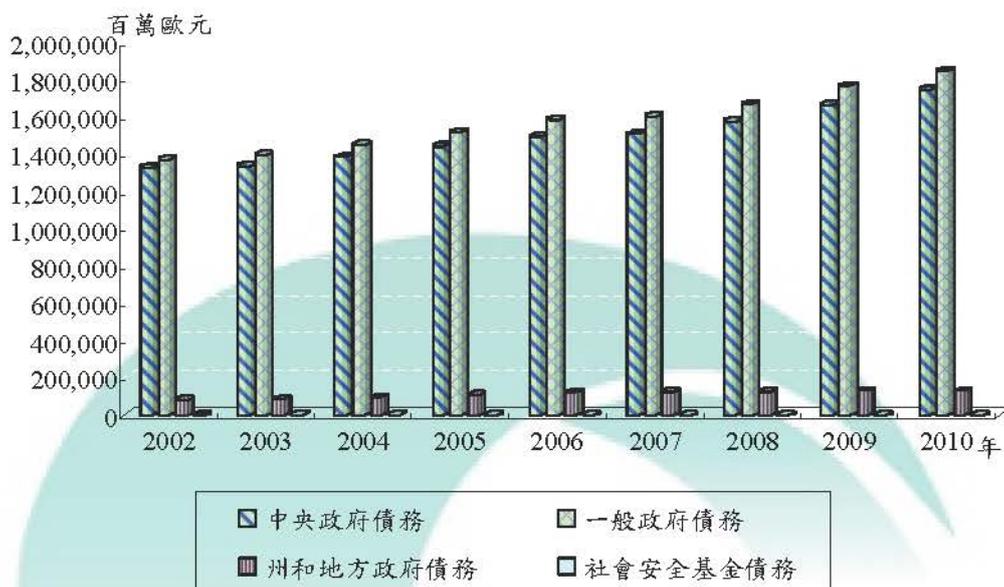


圖 2-8 義大利政府債務結構圖

#### 4. 葡萄牙

有關葡萄牙 2002~2010 年政府債務結構分析，係以一般政府債務與中央政府債務所占比例較高，分別約占 48% 左右；州和地方政府債務約占 3%；社會安全基金債務不超過 1%。以歷年趨勢來看，葡萄牙政府債務是呈現逐年增加趨勢，以 2009 年增加幅度為歷年最高，為 24.19%，政府債務總金額為 2,847 億歐元；2010 年增加幅度為 14.83%，總金額為 3,269 億歐元。



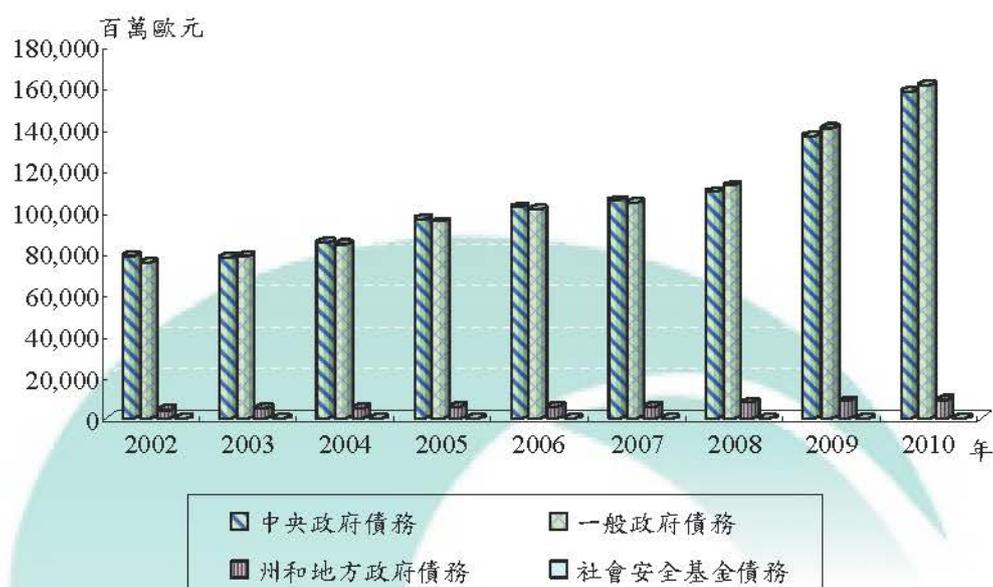


圖 2-9 葡萄牙政府債務結構圖

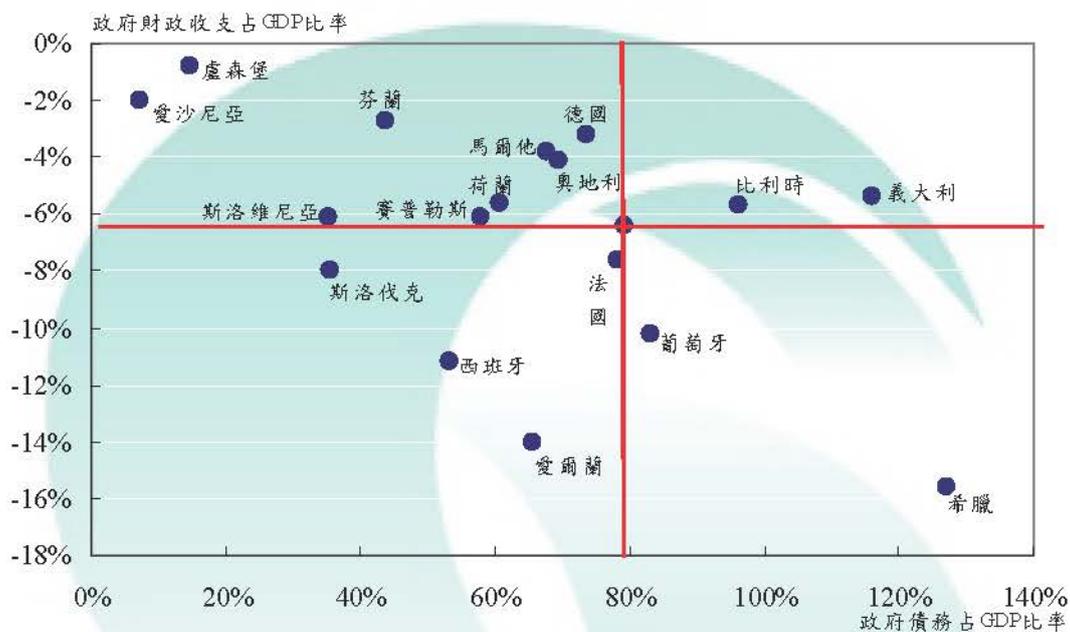
#### (四) 政府財政收支和政府債務綜合分析

為了解 PIIGS 國家財政問題之嚴重程度，本研究將歐元區 17 國之政府財政收支占 GDP 比率和政府債務占 GDP 比率進行比較分析，並以 2009 年、2010 年、2011 年 3 個年度進行分析，將歐元區 17 個國家之政府債務占 GDP 比率為 X 軸，政府財政收支占 GDP 比率為 Y 軸，即可得到 17 國家之落點，再以歐元區平均值為中心點，可以得出財政問題較歐元區整體國家相對較嚴重區和財政相對較佳區之國家。

##### 1. 2009 年歐元區各國財政收支和政府債務之比較

從下圖中可以發現，2009 年歐元區政府債務占 GDP 比率為 79.3%、政府財政收支占 GDP 比率為 -6.4%，故以歐元區平均值為中心點來看，葡萄牙、希臘這兩個國家都是屬於財政問題較嚴重區，不僅政府財政收支占 GDP 比率皆低於 -10%，屬於財政赤字非常嚴重的國家，政府債務占 GDP 比率也相對

較高，希臘更是高達 127.1%，政府債務非常高，財政問題非常嚴重。



國家	比利時	德國	愛沙尼亞	愛爾蘭	希臘	西班牙	法國	義大利	賽普勒斯
政府債務占 GDP 比率	96.2%	73.5%	7.2%	65.6%	127.1%	53.3%	78.3%	116.1%	58.0%
政府財政收支占 GDP 比率	-5.7%	-3.2%	-2.0%	-14.0%	-15.6%	-11.2%	-7.6%	-5.4%	-6.1%
國家	盧森堡	馬爾他	荷蘭	奧地利	葡萄牙	斯洛維尼亞	斯洛伐克	芬蘭	歐元區
政府債務占 GDP 比率	14.6%	67.6%	60.8%	69.6%	83.0%	35.2%	35.4%	43.8%	79.3%
政府財政收支占 GDP 比率	-0.8%	-3.8%	-5.6%	-4.1%	-10.2%	-6.1%	-8.0%	-2.7%	-6.4%

圖 2-10 2009 年歐元區各國財政收支和政府債務比較圖

另一方面，愛沙尼亞、盧森堡、芬蘭、馬爾他、奧地利、德國、荷蘭、斯洛維尼亞、賽普勒斯等國家位置在中心點歐元區平均值的左上方，屬於財政方面相對歐元區整體為較佳的國家，但還是都屬於財政有赤字，僅是政府債務相對較少的國家。

此外，比利時和義大利位於中心點歐元區平均值的右上方，代表財政赤字較不嚴重，但是政府債務相對較多，尤其是這兩個國家非常貼近 X 軸，也代表財政赤字僅是位於歐元區的平均值，但是政府債務相對歐元區整體是屬於較多的國家，比利時政府債務占 GDP 比率為 96.2%，義大利更是高達 116.1%。

再觀察 PIIGS 國家，除了希臘、葡萄牙是屬於財政問題較嚴重國家之外，義大利是屬於政府債務較多的國家，另西班牙、愛爾蘭位在中心點歐元區平均值的左下方，是屬於政府債務相對歐元區整體為較少的國家，但是財政赤字問題相對較嚴重，尤其是愛爾蘭於 2009 年是歐元區 17 國中財政赤字第二高的國家，西班牙則是財政赤字第三高的國家。

## 2. 2010 年歐元區各國財政收支和政府債務之比較

從下圖中可以發現，2010 年歐元區政府債務占 GDP 比率為 85.1%、政府財政收支占 GDP 比率為 -6.2%，故以歐元區平均值為中心點來看，葡萄牙、希臘、愛爾蘭 3 個國家都是屬於財政問題較嚴重區，其政府財政收支占 GDP 比率皆小於 0，均屬於財政有赤字的國家，葡萄牙和愛爾蘭政府債務占 GDP 比率超過 90%，希臘國家則是超過 100%，其比率高達 142.8%，政府債務持續一直累積，財政問題非常嚴重。其中，愛爾蘭從 2009 年政府債務占 GDP 比率低於歐元區平均值的國家，2010 年變成比率高於平均值的國家，政府債務快速的

增加，而政府財政赤字占 GDP 比率也是大幅度增加，整體財政問題非常嚴重。



國家	比利時	德國	愛沙尼亞	愛爾蘭	希臘	西班牙	法國	義大利	賽普勒斯
政府債務占 GDP 比率	96.8%	83.2%	6.6%	96.2%	142.8%	60.1%	81.7%	119.0%	60.8%
政府財政收支占 GDP 比率	-3.9%	-4.3%	0.3%	-31.2%	-10.5%	-9.3%	-7.1%	-4.5%	-5.3%
國家	盧森堡	馬爾他	荷蘭	奧地利	葡萄牙	斯洛維尼亞	斯洛伐克	芬蘭	歐元區
政府債務占 GDP 比率	18.4%	68.0%	62.7%	72.3%	93.0%	38.0%	41.0%	48.4%	85.1%
政府財政收支占 GDP 比率	-0.9%	-3.7%	-5.0%	-4.5%	-9.8%	-6.0%	-7.7%	-2.8%	-6.2%

圖 2-11 2010 年歐元區各國財政收支和政府債務比較圖

另一方面，愛沙尼亞、盧森堡、斯洛維尼亞、芬蘭、荷蘭、賽普勒斯、奧地利、德國位置在中心點歐元區平均值的左上方，屬於財政方面相對歐元區整體為較佳的國家。值得注意的一點，愛沙尼亞從 2009 年財政赤字的國家變成 2010 年歐元區唯一財政有盈餘的國家，而其餘國家仍屬於財政赤

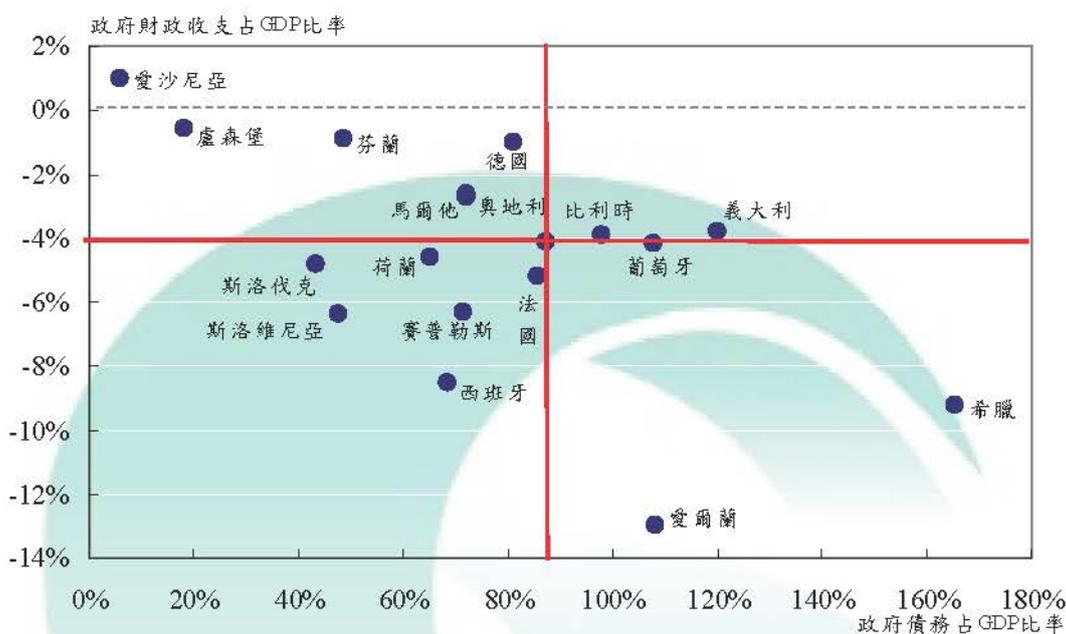
字的國家，僅是政府債務相對歐元區平均值為較少的國家，其中愛沙尼亞、盧森堡、斯洛維尼亞、斯洛伐克、芬蘭 5 國政府債務占 GDP 比率不超過 50%，屬於政府債務相對較少的國家。

此外，比利時和義大利位於中心點歐元區平均值的右上方，代表財政赤字較不嚴重，但是政府債務相對較多，尤其是這兩個國家仍然非常接近 X 軸，也代表財政赤字僅是位於歐元區的平均值，但是政府債務相對歐元區整體是屬於較多的國家，義大利政府債務占 GDP 比率更超過 100%，其比率高達 119%。

再觀察 PIIGS 國家，除了葡萄牙、愛爾蘭、希臘是屬於財政問題較嚴重國家之外，義大利是屬於政府債務較多的國家，而西班牙位在中心點歐元區平均值的左下方，是屬於政府債務相對歐元區整體為較少的國家，但是財政赤字問題相對較嚴重，其政府財政收支占 GDP 比率僅次於愛爾蘭、希臘、葡萄牙，為財政赤字第四高的國家。

### 3. 2011 年歐元區各國財政收支和政府債務之比較

從下圖中可以發現，2011 年歐元區政府債務占 GDP 比率為 87.2%、政府財政收支占 GDP 比率為 -4.1%，故以歐元區平均值為中心點來看，希臘、愛爾蘭、葡萄牙 3 個國家都是屬於財政問題較嚴重區，不僅政府債務占 GDP 比率皆超過 100%，政府財政收支占 GDP 比率皆小於 0，均屬於財政赤字的國家，政府債務持續一直累積，財政問題非常嚴重。



國家	比利時	德國	愛沙尼亞	愛爾蘭	希臘	西班牙	法國	義大利	賽普勒斯
政府債務占GDP比率	98.0%	81.2%	6.0%	108.2%	165.3%	68.5%	85.8%	120.1%	71.6%
政府財政收支占GDP比率	-3.9%	-1.0%	1.0%	-13.0%	-9.2%	-8.5%	-5.2%	-3.8%	-6.3%
國家	盧森堡	馬爾他	荷蘭	奧地利	葡萄牙	斯洛維尼亞	斯洛伐克	芬蘭	歐元區
政府債務占GDP比率	18.2%	72.0%	65.2%	72.2%	107.8%	47.6%	43.3%	48.6%	87.2%
政府財政收支占GDP比率	-0.6%	-2.7%	-4.6%	-2.6%	-4.2%	-6.4%	-4.8%	-0.9%	-4.1%

圖 2-12 2011 年歐元區各國財政收支和政府債務比較圖

另一方面，愛沙尼亞、盧森堡、芬蘭、奧地利、馬爾他、德國位置在中心點歐元區平均值的左上方，屬於財政方面相對歐元區整體為較佳的國家，但是除了愛沙尼亞仍是政府財政有盈餘的國家之外，其餘 4 國均屬於財政赤字的國家。

此外，比利時和義大利位於中心點歐元區平均值的右上方，代表財政赤字較不嚴重，但是政府債務相對較多，尤其

是這兩個國家非常貼近 X 軸，也代表財政赤字僅是接近歐元區的平均值，但是政府債務相對歐元區整體仍是屬於較多的國家。

再觀察 PIIGS 國家，除了希臘、愛爾蘭、葡萄牙是屬於財政問題較嚴重國家之外，義大利是屬於政府債務較多的國家，而西班牙位在中心點歐元區平均值的左下方，是屬於政府債務相對歐元區整體為較少的國家，但是財政赤字問題相對較嚴重，尤其是西班牙於 2011 年是歐元區 17 國中財政赤字第三高的國家。

#### （五）未來發展

根據 2012 年 7 月寶華綜合經濟研究院彙整 IMF、Bloomberg 統計資料，關於 PIIGS 五國 2012、2013 年估計主權債務占 GDP 比率，除希臘外，其餘四國都是呈現增加的情況。其中，愛爾蘭增加幅度最高為 42.54%，2012 年發債量占 GDP 比率為 9.45%，2013 年增加到 13.47%；增加幅度次高的國家為葡萄牙，2012 年發債量占 GDP 比率為 11.36%，2013 年增加到 15.68%，增加幅度為 38.03%。

此外，以 PIIGS 五國發債量占 GDP 比重最高的年度來看，2012 年以義大利發債量占 GDP 比率最高為 17.59%，其預估 2013 年的比率為 17.89%，增加幅度 1.71%；2013 年則是以西班牙發債量占 GDP 比率最高為 18.45%，其 2012 年的比率為 15.44%，增加幅度為 19.49%。另希臘 2013 年發債量占 GDP 比率較 2012 年減少幅度 30.21%，2012 年為 16.52%，2013 年則減少為 11.53%。

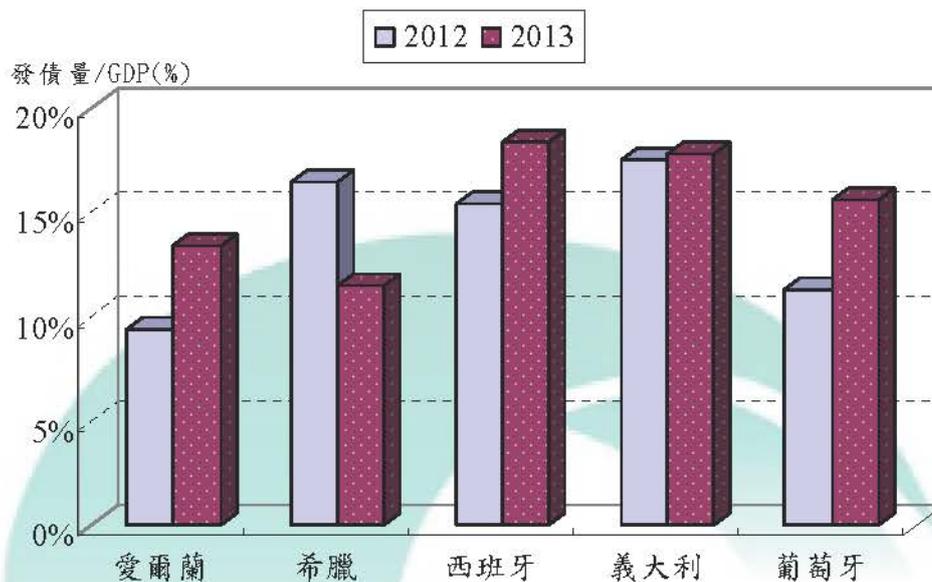


圖 2-13 PIIGS 國家 2012、2013 年主權債務占 GDP 比重圖

## 第二節 全球金融市場之影響分析

美國聯準會(Fed)國際金融部門主管Steven B. Kamin於今(2012)3月在談到歐洲經濟和金融情況時<sup>4</sup>，近二年，歐洲的發展在全球金融市場扮演一個重要角色，在幾個歐元國家因為高債務、高赤字及低成長率，提高這幾個歐元國家有關財政穩定性問題，這些關注起源於希臘後擴散至一些歐元國家，導致主權債務成本的增加。由於對這些國家財政情況的悲觀，侵蝕對歐洲金融情況的信心，增加政府的借貸成本，消滅政府的信用，這些發展重挫全球金融市場和全球經濟活動。

歐盟領袖於2012年6月29日高峰會達成規模1,200億歐元的成長協議(Growth Pact)，以解決青年失業的問題，惟規模太小，約占EU GDP的1%。另一方面，同意放寬西班牙銀行業的還款規定和紓

<sup>4</sup> 資料來源：<http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/kamin20120327a.htm>

困義大利之條件，但希臘暫不適用此方案。此外，為避免系統性風險，由歐洲央行 ECB 作為歐元區銀行監理主管機關，另以 ESM(European Stability Mechanism) 直接注資陷困銀行，進行資本重組，避免增加國家債務。下表即為 2012 年 6 月底歐盟高峰會的主要進展，以及優、缺點分析，附表如下：

**表 2-1 2012 年 6 月底歐盟高峰會**

主要進展	優點	缺點
由 ECB 作為共同的銀行監理主管機關	避免因各國監管鬆緊不同，造成一國銀行出現系統性風險。	並未提出共同的存款保險機制，無法避免 PIIGS 國家存款外流。
ESM 直接注資銀行	可避免一國因注資銀行造成債務膨脹。	ESM 仍未取得銀行執照，可用注資規模有限。
EFSF/ESM 得在一級與二級市場買債	可壓低 PIIGS 國家債券殖利率。	被干預國需主動提出申請，並接受三方集團 (EU、IMF、ECB) 監管。
放棄西班牙貸款的優先償債權	可提高民間債權人持有西班牙公債意願。	該方案僅止於西班牙。
1,200 億的成長協議	提振債務國經濟成長。	規模太小，不及歐元區 GDP 之 1%，且為提出財政同盟與歐元債。

資料來源：寶華綜合經濟研究院整理。

### (一) 歐債危機之發展

根據 2012 年預測之歐元區國家負債表的資料顯示，希臘負債占 GDP 比率仍然高達 161%，義大利為 124%，愛爾蘭為 116%，葡萄牙為 114%，皆超過 100% 以上，負債高過 GDP，負債仍然逐年增加。再看赤字占 GDP 比率，2012 年預測數據顯示仍然皆是財政赤字，愛爾蘭高達 8.3%，希臘為 7.3%，西班牙為 6.4%，葡萄牙為 4.7%，法國為 4.5%，德國為 0.9% 屬於較低的國家。另再看 2012 年預測之經濟成長率，希臘、葡萄牙、西班牙、義大利、賽浦路斯皆是負成長，

若負債持續增加，則負債占 GDP 比率會愈高，未來的償債能力非常地低。此外，以十年期公債殖利率的資料來看，希臘飆高至 25.5%，賽浦路斯也高達 16.1%，葡萄牙為 9.7%，公債的價格越來越低，利息愈付愈高，將導致負債愈來愈多。

**表 2-2 歐元區 2012 年預測之國家負債**

國別	負債/GDP (%)	赤字/GDP (%)	十年期公債殖利率 (%)	經濟成長率 (%)
希臘	161	7.3	25.5	-4.7
葡萄牙	114	4.7	9.7	-3.3
愛爾蘭	116	8.3	6.8	0.5
西班牙	81	6.4	6.9	-1.8
義大利	124	2.0	6.2	-1.4
賽浦路斯	77	3.4	16.1	-0.8
德國	82	0.9	1.5	0.7
法國	91	4.5	2.6	0.5

資料來源：李顯峰教授於 2012 年 7 月 5 日「理不斷的歐債危機」研討會之「歐債問題：理不斷解得了？」簡報資料。

**表 2-3 2011 年 12 月歐元區銀行壓力測試**

國別	資本缺口 (億€)	政府債務/GDP (%)	增資/GDP (%)
奧地利	9	74	-
比利時	0	97	-
賽浦路斯	44	62	24.3
丹麥	0	45	-
芬蘭	0	51	-
法國	59	85	0.3
德國	134	82	0.5
希臘	319	157	14.5
荷蘭	1	64	-
匈牙利	0	75	-
愛爾蘭	3	112	0.2
義大利	74	120	0.5

國別	資本缺口 (億€)	政府債務/GDP (%)	增資/GDP (%)
盧森堡	0	17	-
馬爾它	0	68	-
挪威	0	42	-
波蘭	0	55	-
葡萄牙	81	102	2.1
史洛凡尼亞	3	43	0.8
西班牙	146	68	1.4
瑞典	0	37	-
英國	56	84	0.3

資料來源：李顯峰教授於2012年7月5日「理不斷的歐債危機」研討會之「歐債問題：理不斷解得了？」簡報資料。

此外，本研究彙整歐元區於2010年5月至2012年6月之紓困金額，2010年5月希臘第一次紓困，金額為1,100億歐元；2010年11月愛爾蘭紓困金額為850億歐元；2011年5月葡萄牙紓困金額為780億歐元；2012年2月希臘第二次紓困，金額為1,300億歐元；2012年6月西班牙提出1,000億歐元紓困要求；2012年6月賽浦路斯因對希臘曝險金額過大（110億歐元相當於賽浦路斯國內生產總值的60%），可能成為第五個歐元區紓困國。表2-4為2010年5月至2012年6月歐債危機相關解決方案，而表2-5為歐債政治的不確定因素之相關解決方案。

**表 2-4 歐債危機相關解決方案**

時間	方案
2010/5	歐盟與 IMF 聯合組成歐盟金融穩定基金，即 EFSF (European Financial Stability Facility) 第一階段籌措 4,400 億歐元。
2011/11/26	歐盟領袖高峰會決議擴大 EFSF 規模至 1 兆歐元，提高槓桿倍數達 4~5 倍。
2011/11/30	美聯儲 (FED)、加拿大央行 (BOC)、英國央行 (BOE)、日本央行 (BOJ)、歐洲央行 (ECB)、瑞士央行 (SNB)，全球六大央行聯合聲明稱各國央行一致同意自 12 月 5 日起將現有的美元互換定

時間	方案
	價下調 50 個基點，六大央行所在國同意建立臨時雙邊互換安排來提供流動性，幫助歐元區共同阻止債務危機向其他地區蔓延而聯合採取行動。
2011/12/8	<p>歐盟峰會宣布：</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 歐盟各國領導人在對財政預算違約成員國進行自動懲罰上達成一致協議；</li> <li>2. 歐盟領導人同意提早於 2012 年 7 月啟動歐洲穩定機制(ESM)；</li> <li>3. 歐盟各國領導人同意將 ESM 資金上限設定在 5,000 億歐元。</li> <li>4. 歐盟領袖同意在一週內研究向 IMF 注資 2,000 億歐元，其中歐元區提供 1,500 億歐元；</li> <li>5. 歐盟 27 國保證年度結構性赤字不超名義國內生產總值 (GDP) 的 0.5%。如果成員國的債務/GDP 比率明顯低於 60%，允許年度結構性赤字/GDP 比率超過 0.5%。</li> </ol>
2011/12/8	歐洲中央銀行 (ECB) 宣布將基準利率從 1.25% 調降一碼至 1%，同時祭出多項金融措施，刺激銀行放貸，避免出現流動性問題。
2011/12/14	國際貨幣基金 (IMF) 同意繼續向愛爾蘭提供 39 億歐元紓困金，協助該國度過金融危機。
2011/12/19	歐盟財長會議達成危機處理共識，同意對國際貨幣基金組織 (IMF) 提供 1,500 億歐元雙邊貸款，加強鞏固歐元區債券市場局勢。
2011/12/21	歐洲央行對歐洲 523 家銀行提供無上限的 3 年期再融資操作，給歐洲銀行注入創紀錄的 4,891.9 億歐元。
2011/12/27	歐洲央行完成成員國債券購買計畫所帶來 2,110 億歐元過度流動性的回籠目標。
2011/12/30	西班牙政府公布 89 億歐元的 2012 年公共開支削減計畫，以及增稅措施。西班牙預計此舉可為政府增加總值 60 億歐元的額外收入。
2012/1/9	比利時政府將凍結 13 億歐元預算支出，以達到 3% 的 2012 年歐盟預算要求。
2012/1/11	西班牙政府為實現 2012 年的預算赤字目標，計畫將國債的淨發行規模從 2011 年的 482 億歐元降至 360 億歐元。
2012/1/31	歐盟各國領導人已經在日內的歐盟峰會中就歐洲新財政協議達成共識，該協議將旨在加強除英國外的成員國預算以及債務的紀律性。基於該項協議，成員國基本赤字必須被控制在國內生產總值 (GDP) 的 0.5% 以內，並尋求對於那些赤字占 GDP 比重超過 3.0% 的國家進行「自動性制裁」。
2012/2/9	英國央行擴大印鈔規模以利刺激經濟，額外向金融體系注入達 500 億英鎊的資金，防範英國經濟滑入二度衰退。
2012/2/13	希臘通過撙節方案，內容包括：公務員裁員 15 萬人、勞工法規自

時間	方案
	由化、最低薪資從每月 751 歐元降至 560 (調幅 22%)、退休金刪減 3 億歐元及與銀行協商減債。
2012/2/21	歐元區財長會議通過希臘第二輪紓困案，同意給予 1,300 億歐元 (1,720 億美元) 金援，幫助希臘躲過立即失序債務違約危機。紓困案並包括歐元區政府同意，將第一輪紓困提供的 530 億歐元貸款利息調降，紓解 14 億歐元債務。希臘並同意成立特殊獨立帳戶，保管下季債務履約付款，並將修改憲法來確保償債優先性。
2012/2/29	歐洲央行啟動第二輪「長期再融資操作」(LTRO)，被譽為美國聯儲局 (Fed) 第二輪量化寬鬆政策 (QE2)「歐洲版」，一共向 800 家歐洲銀行發放共 5,295 億歐元 (約 5.5 兆港元) 超低息 3 年期貸款。
2012/3/2	歐盟 25 國領導人在布魯塞爾正式簽署「歐洲經濟貨幣聯盟穩定、協調和治理公約」(即「財政契約」)，朝著建立財政聯盟方向邁出重要一步，期望通過該契約強化各國的財政紀律，避免債務危機重演。該財政契約要求對每個國家實施更為嚴格的預算控制，並對那些違反規定的國家進行制裁。根據「財政契約」中的自動懲罰規定，歐盟最高司法機構歐洲法院將有權對結構性赤字超過國內生產總值 0.5% 的國家進行處罰，最高金額不超過該國國內生產總值的 0.1%。
2012/3/9	希臘政府宣布，總計持有 85.8% 希臘公債的民間投資人，已同意接受換債協議，接下來官方將啟動集體行動條款 (Collective Action Clauses)，要求所有民間債權人參與。希臘符合此次協議的整體民間債務為 1,770 億歐元，同意參與者持有的債權金額為 1,520 億歐元，依此估算比例為 85.8%。
2012/3/14	歐元區國家正式通過金額達 1,300 億歐元的第二輪希臘紓困計畫，該計畫將使雅典獲得融資，直至 2014 年。
2012/5/2	信評機構標準普爾 (Standard & Poor's) 宣布，基於希臘已完成和私人債權方之間的減債協定，決定將公司信貸評等上調，脫離違約等級。標準普爾對希臘評等原本為默認違約，現上升至「CCC」，依然屬於垃圾級範圍，機構表示希臘前景看來穩定，目前階段沒有進一步改變評等的打算。
2015/5/18	西班牙金融系統因為在歐債中的曝險率太高，穆迪預測銀行的呆帳將愈來愈多，16 家西班牙的信用評等，被調降一到三級不等，有些已經變成垃圾級。西班牙第四大銀行從上禮拜被政府接收至今，短短幾天之內，就被提走了十幾億歐元，相當於今年前三個月的提款總額，銀行股價崩跌，市值已經蒸發超過四分之一。同時，西班牙拍賣了第三批、總金額 25 億歐元的公債，3 年期的公債

時間	方案
	利率從 5 月初的 4.04，升到 4.87。
2012/5/19	國際評等機構惠譽宣布，由於希臘退出歐元區風險增加，將希臘長期外幣債券評級從 B-級下調至 CCC 級，短期外幣債券評級從 B 級下調至 C 級。
2012/5/19	八大工業國集團（G8）領導人在當日的一項聲明中說，他們希望希臘留在歐元區並履行承諾。身陷債務危機的希臘可能會選擇退出歐元區，以逃避該經濟體的經濟緊縮措施；在另一方面，如果希臘不能履行其作為歐元區成員國的義務，它有可以被強制要求退出歐元區。
2012/5/27	瑞士央行（SNB）行長 Thomas Jordan 表示，倘若歐元崩潰的話，瑞士可能採行資本控制的方式來對抗瑞郎匯率急升的情形。目前，歐元兌瑞郎匯率已接近 SNB 在去（2011）年 9 月時設下的 1.2 瑞郎上限。即使歐元兌瑞郎匯率在上（4）月時曾一度跌至 1.20 瑞郎之下，但 SNB 目前為止都努力地默默守住此上限。2008 年金融市場危機發生之後，瑞士政府便設立一個工作小組來討論對抗強勢瑞郎所須的聯合行動措施。資本控制便是這樣子的一項措施，而 SNB 亦不需要經過政府同意後才採行 1.20 瑞郎兌 1 歐元匯率上限措施。工作小組把重心放在政府與央行之間的合作，以便對抗強勢升值的瑞郎。
2012/5/28	希臘政府提供國內四大銀行總額 180 億歐元（226 億美元）注資，使其重獲能向歐洲央行（ECB）取得融資的資格。
2012/5/28	西班牙 10 年期公債利率躡升，朝危險的 7% 關卡逼近，且與同期德國公債間的利差再創歐元有史以來新高。因原本已財務拮据的西班牙政府，還想用公債來為資金水準岌岌可危的國內銀行增資。
2012/5/28	儘管近期歐債危機有升溫之勢，希臘可能退出歐元區的威脅明顯，且西班牙公債殖利率也攀升至空前新高，但歐洲央行（ECB）仍連續第 11 週未出手收購歐元國公債，來提振歐洲債市。
2012/5/31	西班牙央行公布，今年第 1 季國家流失 970 億歐元資金，約當西班牙國內生產毛額（GDP）的 10%。其中 3 月份淨流出資金便高達 662 億歐元（820 億美元），創 1990 年統計有史以來最高紀錄，並與一年前淨流入 54 億歐元形成強烈對比。
2012/6/2	愛爾蘭公投結果贊成遵守歐盟財政公約，公投的結果顯示，60.3% 選民投票贊成愛爾蘭批准這項公約。
2012/6/5	信評機構穆迪（Moody's）將 6 家德國銀行信用評等調降 1 級，當中包括德國第二大銀行德國商業銀行（Commerzbank）（CBK-DE）。原因是歐債危機擴散風險升溫，且這些銀行吸收虧損的有限。
2012/6/10	西班牙正式向「歐洲金融穩定機制」提出紓困要求，以拯救西班牙

時間	方案
	牙搖搖欲墜的金融系統，預計，西班牙最高可獲 1 千億歐元的貸款基金，以穩定國內金融危機。
2012/6/14	英國財政大臣奧斯朋（George Osborne）與央行（BoE）總裁金恩（Mervyn King）聯合宣布，政府將祭出 1,000 億英鎊（1,554.3 億美元）的支援經濟流動性方案，以對抗歐債危機惡化的波及效應擴大。
2012/6/22	義大利總理蒙蒂、德國總理默克爾、法國總理奧朗德和西班牙首相拉霍伊在羅馬會晤后宣布，就總額達 1,300 億歐元（約合 1,634 億美元）的一攬子刺激經濟增長計畫達成共識。
2012/6/26	受到希臘的拖累，塞浦路斯銀行快被壓垮，塞浦路斯告知歐盟，它需要金融援助，成為第五個要求紓困的歐元區國家。

資料來源：中華經濟研究院吳中書院長於 2012 年 7 月 5 日「理不斷的歐債危機」研討會之「歐洲債務問題及其衝擊」簡報資料。

**表 2-5 歐債政治的不確定因素**

時間	方案
2010/4/23	荷蘭執政聯盟內部削赤談判日年破裂後，首相呂特向女王遞交辭呈，幾乎確定要提早大選。聯合政府希望這些措施能幫助荷蘭在 2013 年把赤字占國內生產總值（GDP）的比重，降至歐盟規定上限 3% 水平之下。但談判最終失敗。
2012/5/6	希臘國會選舉結果顯示執政聯盟未能贏得大多數支持，希臘大選，產生了新國會，由於沒有一個政黨席次過半，必須籌組聯合政府。
2012/5/7	法國大選投票結果出爐，社會黨領導人佛朗索瓦-歐朗德（Francois Hollande）以 51.9% 的支持率當選法國總統，成為近二十年來首位社會黨總統。代表左翼陣營的歐朗德主張尋求變革，恢復法國人對政治行動和公共道德的信心，回應選民有關失業、購買力、安全等一系列問題的擔憂，並承諾將引導歐洲重返加速增長和擴大就業的道路。
2012/5/13	素有「小聯邦意願選舉」之稱的北萊茵-威斯特法倫州（北威州）議會選舉落幕，州執政聯盟社民黨和綠黨取得完勝，而德國總理默克爾所在的基民盟慘敗。北威州選舉在德國政壇舉足輕重，被視為聯邦議院選舉的重要風向標，雖然民調顯示目前德國總理默克爾的支持率仍然很高，但北威州議會選舉落敗可能會助長基民盟反對黨對默克爾的歐洲財政緊縮政策的反對聲。
2012/5/15	希臘總統府宣布，希臘各政黨領導人關於組建聯合政府的談判已經破裂，希臘將於 6 月份再次舉行議會選舉。

時間	方案
2012/5/28	希臘最新民意調查顯示，支持接受歐盟紓困方案的政黨開始獲得選民青睞，消息有助減輕希臘退回歐元區憂慮。
2012/6/17	希臘國會重選，代表紓困派（或稱擲節派）的新民主黨險勝，再加上排名第 3 並支持紓困案的泛希臘社會運動黨的席次，合計得到 161 個席次，在國會 300 席中取得略過半數的席次，預計將可順利組閣。由於新民主黨支持歐盟及 IMF 的紓困案，並反對退出歐盟，其勝選代表希臘仍會留在歐盟，希臘退出歐盟導致歐盟瓦解的危機暫時解除。

資料來源：中華經濟研究院吳中書院長於 2012 年 7 月 5 日「理不斷的歐債危機」研討會之「歐洲債務問題及其衝擊」簡報資料。

## （二）對全球市場之影響

### 1. 出口市場

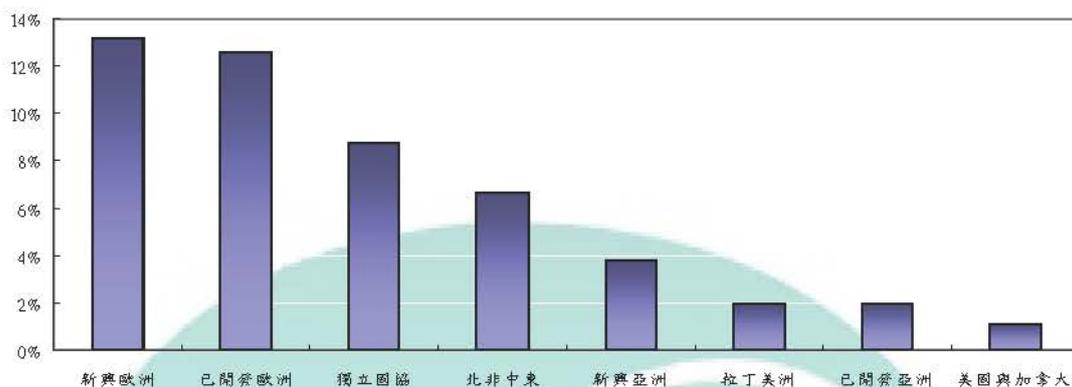
為了解歐債危機對全球市場的影響，根據 IMF 於 2012 年 4 月公布世界各國對歐洲出口占 GDP 比率的統計數據，新興歐洲<sup>5</sup>對歐洲出口占 GDP 比率最高，占 13.2%；再來是已開發歐洲占 12.62%、獨立國協<sup>6</sup>占 8.8%，分居二、三名；其他則是北非中東的 6.67%、新興亞洲<sup>7</sup>的 3.81%、拉丁美洲的 1.98%、已開發亞洲的 1.99%、美國與加拿大則為 1.13%。由此可見，歐債危機以歐洲國家和獨立國協出口影響會較大，反觀亞洲國家影響並不大。



<sup>5</sup> 新興歐洲市場主要是由俄羅斯、波蘭、土耳其、匈牙利及捷克等國家組成。

<sup>6</sup> 獨立國協由原蘇聯加盟共和國成立，分別是亞塞拜然、亞美尼亞、白俄羅斯、哈薩克、吉爾吉斯、摩爾多瓦、俄羅斯、塔吉克、烏茲別克及烏克蘭等國家。

<sup>7</sup> 新興亞洲市場包括有中國大陸、印度、新加坡、印尼、馬來西亞、菲律賓、泰國及台灣。



**圖 2-14 世界各國對歐洲出口占 GDP 比率**

然而，從 2011 年亞太國家出口資料來看，亞太國家之出口總值中約有 10%至 20%是輸往歐元區，特別是中國大陸和印度，其對歐元區的出口依賴度相較其他國家高。另一方面，由於歐債危機之影響，亞太國家對歐元區出口的減緩也可能導致亞太經濟成長的減緩，尤其是中國大陸、韓國、新加坡、香港、台灣及日本的銀行業者，將會感受到亞太經濟成長減緩所造成的衝擊。

**表 2-6 亞太經濟對全球經濟成長減緩的脆弱性**

%	出口占 GDP 的百分比(%)：	2011 年出口明細		
		歐元區	美國	中國
	2011			
中國	28.9	19.1	16.9	-
印尼	23.795	10.1	8.4	11.3
印度	16.17	17.8	11.2	6.7
越南	76.48	17.2	17.9	10.0
澳大利亞	18.24	7.2	3.8	27.4
菲律賓	22.39	12.8	16.7	23.5
紐西蘭	23.33	9.7	5.5	10.4
韓國	49.68	10.3	10.2	24.1
新加坡	155.30	9.7	5.5	10.4
泰國	65.44	10.6	9.6	12.2
香港	176.21	10.1	9.1	52.7

%	出口占 GDP 的百分比(%)：	2011 年出口明細		
		歐元區	美國	中國
	2011			
馬來西亞	81.85	10.7	9.7	18.8
台灣	65.72	13.5	11.6	31.2
日本	13.99	11.7	15.3	19.7

資料來源：標準普爾亞太經濟研究。

此外，根據標準普爾彙整國際清算銀行 2011 年第 4 季國際銀行初步統計資料顯示，在亞太國家中，以日本銀行業者持有歐元區 PIIGS 國家的債券部位最多，於 2011 年 12 月底總計達 867 億美元。惟 2011 年之金額與同年 3 月底持債部位相較，合計金額已減少 17%，標準普爾預計這些曝險部位潛在損失程度仍在日本銀行業者可管理之範圍內。

**表 2-7 銀行財報中國外求償權總合概況**

(百萬美元)	一對一求償權						PIIGS 總合	PIIGS 總合
	歐洲	希臘	葡萄牙	愛爾蘭	西班牙	義大利	(2011 年 12 月)	(2011 年 3 月)
澳大利亞	180,153	-	-	2,913	674	796	4,383	27,494
印度	12,578	5	26	201	157	221	610	971
日本	650,567	935	1,200	18,645	21,691	44,204	86,675	104,323
德國	1,617,589	13,355	30,208	95,329	146,096	133,954	418,942	652,052
法國	1,501,470	44,353	21,760	27,462	114,702	332,345	540,622	843,397
英國	1,099,509	10,537	20,940	127,380	83,129	59,356	301,342	379,597
美國	1,423,320	4,455	4,527	44,303	45,850	36,588	135,723	19,532

資料來源：標準普爾彙整國際清算銀行 2011 年第 4 季國際銀行初步統計資料。

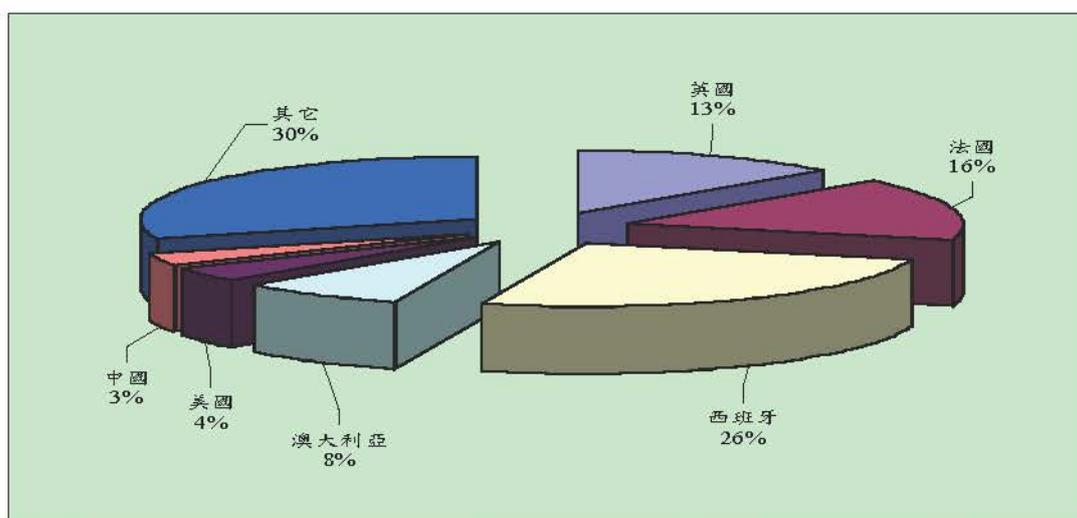


圖 2-15 亞太區貿易融資放款市占率概況 (2011 年第 3 季)

若歐債危機繼續擴大，持續造成信貸緊張，根據 IMF 於 2012 年 4 月資料顯示，預期從 2012 年 4 月開始信貸趨緊情況持續二年，則會對未來二年 GDP 的影響，將以歐元區的受創較深，GDP 將負成長 1.39%，日本也是負成長 1.8%，美國是負成長 1.39%，而拉丁美洲、新興亞洲的 GDP 也都是負成長，分別為-0.63%、-1.19%，相較影響較低。因此，若歐債問題仍不解決，對已開發國家經濟的衝擊將較大。

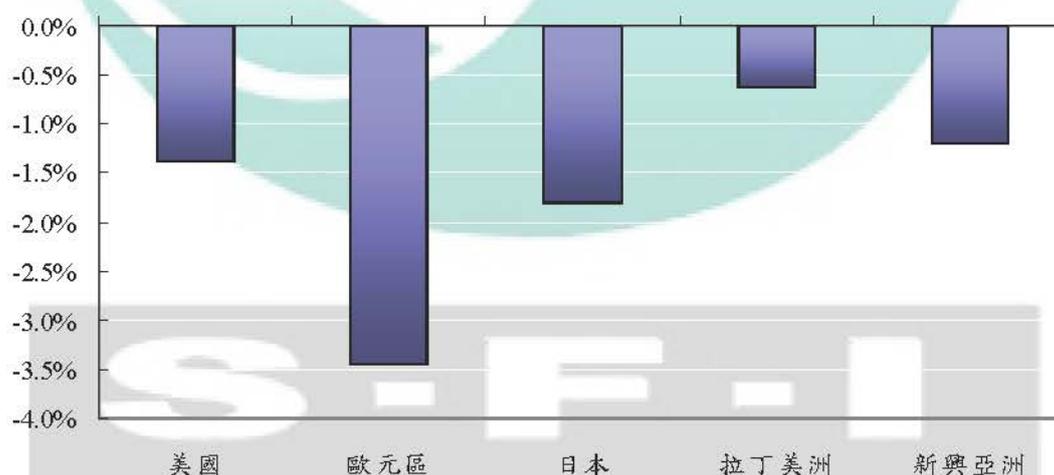


圖 2-16 歐債危機對未來兩年 GDP 之影響

## 2. 匯率市場

從歐元歷年來的匯率趨勢來看，自 1999 年 1 月 1 日起開始問市以來，即呈現逐年上漲趨勢，於 2008 年初達到最高峰，然 2008 年底發生金融海嘯後，即呈現下跌趨勢，但又慢慢回升。爾後又發生歐債危機，又再度發生下跌情形，造成近二年來波動非常高。此外，再看英鎊的匯率走勢，一樣在 2008 年底下跌到最低，之後再慢慢回升，但一直在低點附近，突顯金融海嘯和歐債危機的確對歐洲金融市場影響很大。



圖 2-17 歐元 (EUR) 趨勢圖



圖 2-18 英鎊 (GBP) 趨勢圖

### 3. 證券市場

從歐洲證券市場來看，以法國 CAC 指數、德國 DAX 指數、英國 FTSE 指數之趨勢變化，可以看出變化幾乎呈現一致性，金融海嘯時期達到低點，之後有呈現慢慢上升的情形。反觀美國道瓊指數之趨勢變化，於金融海嘯時期也是達到近十年的最低點，之後也是慢慢呈現回升情形。由此可見，2008 年的金融海嘯對金融市場造成非常大之影響，因金融海嘯後之監理變革，對歐債危機之因應有其效果。



圖 2-19 法國 CAC 指數



圖 2-20 德國 DAX 指數

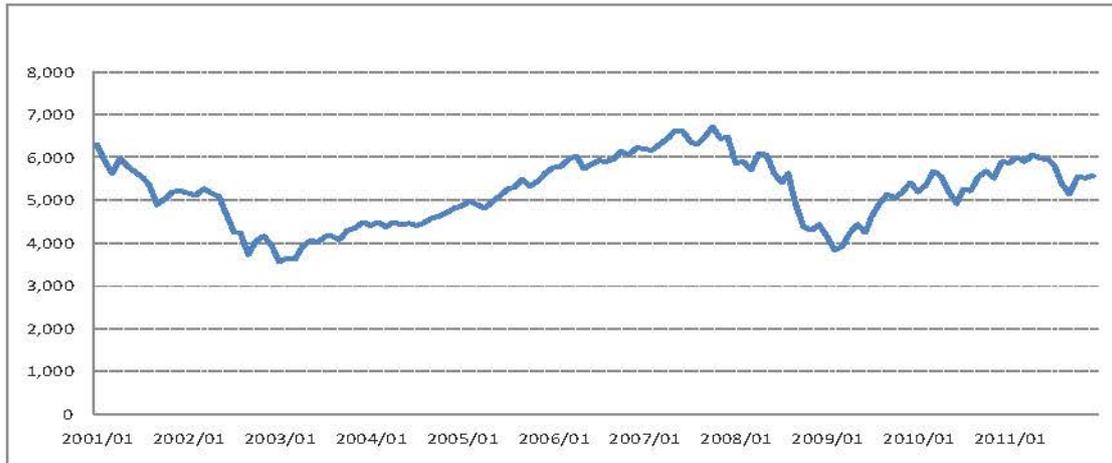


圖 2-21 英國 FTSE 指數



圖 2-22 美國道瓊指數



### 第三章 國際金融商品發展與監理之趨勢

#### 第一節 美國

##### 一、市場發展現況

根據美國 1934 年「證券交易法」(Securities Exchange Act of 1934) 規定所登記之證券交易所，截至 2012 年 4 月底止，共有 15 家證券交易所向證券管理委員會 (SEC) 登記為全國性證券交易所 (National Securities Exchange)，其所主要交易商品如下表所示：

表 3-1 美國各交易所主要商品及發展歷程一覽表

交易所名稱	主要交易商品	發展歷程
1. 紐約交易所 (New York Stock Exchange, NYSE)  母公司：紐約泛歐交易所集團 (NYSE Euronext)	股票、債券、基金、 權證/憑證及 ETF 等交易所交易商品	1. NYSE 成立於 1792 年。 2. 1998 年，NYSE 將選擇權業務售予 CBOE。 3. 2006 年 3 月 7 日，NYSE 與芝加哥 Archipelago Holdings, Inc. 合併為「紐約證交所集團控股公司」(NYSE Group, Inc.)，旗下成立子公司 New York Stock Exchange LLC 為其交易所自律機構。翌日，NYSE Group, Inc. 於自家交易所 New York Stock Exchange LLC 上市交易。 4. 2007 年 4 月 4 日，NYSE Group, Inc. 與泛歐交易所 Euronext N.V. 合併為橫跨歐美市場的 NYSE Euronext (NYX)。 5. 2008 年 10 月 1 日，NYX 完成合併美國證交所 Amex。 6. 2009 年 1 月 29 日，NYX 與 BIDS Holdings 合資設立電子交易平台 New York Block Exchange (NYBX)。 7. 2009 年 3 月 9 日，NYX 發布泛歐多邊交易設施 (Multilateral Trading

交易所名稱	主要交易商品	發展歷程
		<p>Facility, MTF), NYSE Arca Europe。</p> <p>8.2009年11月, NYX完成收購交易技術公司 NYFIX。</p> <p>9.2010年8月, NYX於倫敦推出新市場 NYSE Euronext London。</p> <p>10. 2010年9月, NYX宣布將與 APX (美國境內提供環境保護與永續能源市場相關法規架構與服務之公司) 合資設立環境能源交易所 NYSE Blue。</p> <p>11. 2011年3月, NYX推出與美國存託保管結算公司 (DTCC) 合資設立之結算所, 首度為美國固定收益商品提供現貨與衍生性商品之綜合結算服務。</p> <p>12. 2011年9月, NYX完成收購東京資訊系統商 Metabit。</p> <p>13. 2012年2月, 歐盟競爭委員會 (the European Competition Commission) 宣布駁回 NYX 與德國證券交易所 (Deutsche Borse) 的合併提案。</p> <p>14. 2012年3月, NYX宣布其歐洲結算所設立計畫。</p>
<p>2.紐約美國證交所 (NYSE Amex)</p> <p>母公司: NYSE Euronext</p>	<p>股票、選擇權及基金</p>	<p>1.NYSE Amex 前身為美國證交所 ( American Stock Exchange, Amex), 於1842年開始營運。</p> <p>2.1998年, Amex與NASDAQ合併為NASDAQ-Amex 市場集團 (NASDAQ-Amex Market Group), 但 Amex 仍保持獨立營運。2004年, Amex 會員再度取回該交易所之控制權。</p> <p>3.2008年10月1日, Amex併入NYSE Euronext, 並更名為NYSE Alternext U.S.。2009年3月18日, NYSE Euronext復將其更名為NYSE Amex。</p> <p>4.2011年6月, NYSE Euronext將NYSE Amex 旗下選擇權市場 NYSE Amex Options 之大部分股權出售予多家華爾街大型券商。</p>
<p>3.NYSE Arca</p>	<p>股票、選擇權及</p>	<p>1.芝加哥 NYSE Arca 前身為</p>

交易所名稱	主要交易商品	發展歷程
母公司： NYSE Euronext	ETF 等交易所交易 商品	Archipelago Exchange (ArcaEx)，為 Archipelago Holdings 之子公司，創立於 1996 年，為全美首家全自動電腦撮合交易之證券市場。 2.2006 年 3 月 7 日，Archipelago Holdings 與 NYSE 合併為 NYSE Group，ArcaEx 更名為 NYSE Arca。
4.那斯達克 (The Nasdaq stock market, NASDAQ)  母公司： NASDAQ OMX	股票、債券及選擇 權	1.The Nasdaq Stock Market 原為全國證券商公會 (NASD) 下之股票交易平台，於 1971 年開始營運，為美國第一個電子化股票交易市場。 2.2000 年，The Nasdaq Stock Market 自 NASD 獨立成為一家公司，The Nasdaq Stock Market, Inc. (NASDAQ)。 3.2005 年 9 月，NASDAQ 推出與杜拜交易所 (Borse Dubai) 合資設立之交易所 NASDAQ Dubai。 4.2006 年 1 月 6 日，SEC 核准 NASDAQ 登記成為全國性證券交易所。NASDAQ 轉型為控股公司，旗下成立子公司 The Nasdaq stock market LLC 為其交易所自律機構。2006 年 8 月 1 日，NASDAQ 正式以全國性交易所身份營運。 5.2008 年 2 月 27 日，NASDAQ 與 OMX AB 合併為 NASDAQ OMX Group, Inc. (The NASDAQ OMX Group)。 6.2008 年 7 月 24 日，NASDAQ OMX 完成合併費城證交所。 7.2008 年 8 月 29 日，NASDAQ OMX 完成合併波士頓證交所。 8.2008 年 10 月 21 日，NASDAQ OMX 完成收購北歐電力交易所 (Nord Pool) 旗下衍生性商品事業單位，成立 NASDAQ OMX Commodities，跨足商品、能源及碳交易市場。 9.2009 年 3 月，NASDAQ OMX 推出歐洲 MTF-NASDAQ OMX Europe (NEURO)，但於 2010 年 4 月底停止營運。 10. 2009 年 12 月，NASDAQ Dubai 由杜拜金融市場 (Dubai Financial

交易所名稱	主要交易商品	發展歷程
		<p>Market, DFM) 全資收購。</p> <p>11. 2010 年 1 月, NASDAQ OMX 推出與北歐電力交易所聯手建立的英國新電力交易所 N2EX。</p> <p>12. 2011 年 5 月, NASDAQ OMX 獲准設立 BX 創業板市場, 擬於 2012 年投入營運。</p>
<p>5.Nasdaq OMX BX</p> <p>母公司： NASDAQ OMX</p>	<p>股票</p>	<p>1.Nasdaq OMX BX 前身為波士頓證交所 (Boston Stock Exchange, BSE), 成立於 1834 年, 為美國歷史第三悠久的交易所。</p> <p>2.2008 年 8 月 29 日, BSE 併入 NASDAQ OMX, 並更名為 NASDAQ OMX BX。</p>
<p>6.NASDAQ OMX PHLX</p> <p>母公司： NASDAQ OMX</p>	<p>選擇權</p>	<p>1.NASDAQ OMX PHLX 前身為費城證交所 (Philadelphia Stock Exchange, PHLX), 成立於 1790 年, 為美國歷史最悠久的交易所。</p> <p>2.2005 年, 為對抗交易所合併風潮, 華爾街券商 Citigroup、Morgan Stanley、Credit Suisse First Boston、UBS AG、Merrill Lynch 及 Citadel Investment Group 共同入股 PHLX, 合計共持有 PHLX 45% 之股權。</p> <p>3.2008 年 7 月 24 日, PHLX 併入 NASDAQ OMX, 並更名為 NASDAQ OMX PHLX, 與 NASDAQ Options Market 各自經營選擇權市場。</p>
<p>7.芝加哥選擇權交易所 (Chicago Board Options Exchange, CBOE)</p>	<p>股票、ETF、權證、選擇權及其他衍生性商品</p>	<p>1.CBOE 成立於 1973 年, 為全球最大的選擇權交易所。</p> <p>2.1980 年, CBOE 取得 Midwest Stock Exchange 選擇權業務。</p> <p>3.1997 年, CBOE 取得 NYSE 選擇權業務。</p> <p>4.2004 年 3 月 26 日, CBOE 推出期貨交易所 CBOE Futures Exchange (CFE)。</p> <p>5.2007 年 3 月 5 日, CBOE 推出股票交易所 CBOE Stock Exchange (CBSX)。</p> <p>6.2010 年 6 月, CBOE 轉型為公司制,</p>

交易所名稱	主要交易商品	發展歷程
		<p>並於 6 月 15 日於 NASDAQ 掛牌上市。</p> <p>7.2010 年 10 月，CBOE 推出全電子化選擇權交易所 C2 Options Exchange。</p> <p>8.2011 年 12 月，CBSX 完成收購國家證券交易所 (NSX)</p>
8.芝加哥證交所 (Chicago Stock Exchange, CHX)	股票及債券	<p>1.CHX 成立於 1882 年。</p> <p>2.可交易於 NYSE、Amex 及 NASDAQ 掛牌之股票。</p>
9.國際證交所 (International Securities Exchange, ISE)	選擇權	<p>1.ISE 成立於 2000 年，為全美首家全電子化選擇權交易所。</p> <p>2.2006 年 9 月，ISE 發布股票交易所 ISE Stock Exchange。</p> <p>3.2007 年 12 月 20 日，ISE 併入歐洲期貨交易所 (Eurex)，但仍受 SEC 監督，並保持獨立運作。</p> <p>4.2008 年 12 月 23 日，ISE 與 Direct Edge Holdings 完成換股交易，ISE 取得 Direct Edge 31.5% 股權，而 ISE Stock Exchange 成為 Direct Edge 全資子公司。Direct Edge 因而取得全國市場系統 (National Market System) 使用權。</p> <p>5.2012 年 3 月，ISE 宣布擬推出第二個美國選擇權市場。</p>
10.全美證交所 (National Stock Exchange, NSX)	股票、基金及 ETF/ETN	<p>1.NSX 前身為辛辛那提證交所 (Cincinnati Stock Exchange, CSE)，成立於 1885 年，並於 2003 年 12 月 7 日正式更名為 National Stock Exchange。</p> <p>2.2011 年 12 月，NSX 成為 CBOE 旗下證券交易所 CBSX 之全資子公司。</p>
11. BATS Exchange (Better Alternative Trading System)	股票、選擇權、ETF	<p>1.BATS Exchange 前身為 BATS Trading Inc.，隸屬於 BATS Holdings，於 2006 年 1 月開始經營電子交易平台 (Electronic Communication Network)。</p> <p>2.2008 年 8 月 18 日，BATSTrading Inc. 獲 SEC 批准，註冊為全國性證券交易所 BATS Exchange (BATS)。</p> <p>3.2008 年 10 月 31 日，BATS 推出泛歐多邊交易設施 (MTF) BATS Europe。</p>

交易所名稱	主要交易商品	發展歷程
		<p>4.2010年2月26日，BATS推出美股選擇權市場 BATS Options。</p> <p>5.2010年10月15日，BATS推出第二個美國股權證券交易所 BATS Y-Exchange (BYX)，次月，BATS更名為 BATS Global Markets (BATS)。</p> <p>6.2011年2月，BATS宣布擬於巴西設立電子交易平台。</p> <p>7.2011年11月，BATS完成收購 Chi-X Europe，並與旗下 BATS Europe 整合為 BATS Chi-X Europe。</p> <p>8.2011年12月 BZX 推出上市服務，突破純交易平台角色，開始接受股票及 ETF 上市。</p> <p>9.2012年3月25日，BATS原欲於自家市場 BZX 上市，惟因系統問題導致小型閃電崩盤，上市計畫隨之延後。</p>
<p>12. BATS Y-Exchange (BYX)</p> <p>母公司： BATS Global Markets</p>	<p>股票、ETF</p>	<p>BYX 為 BATS 旗下第二家美國股權證券交易所，於 2010 年 8 月獲 SEC 批准註冊為全國證券交易所，並於 2010 年 10 月投入營運。BYX 提供有別於 BATS BZX 的收費模式及轉單服務。</p>
<p>13. C2 Options Exchange, Incorporated</p> <p>母公司： CBOE</p>	<p>選擇權</p>	<p>C2 Options Exchange 為 CBOE 全資子公司，於 2009 年年 12 月獲 SEC 批准註冊為全國證券交易所，並於 2010 年 10 月投入營運。</p>
<p>14. EDGA Exchange, Inc.</p> <p>母公司： Direct Edge</p>	<p>股票</p>	<p>1.EDGA Exchange 原為 Direct Edge 旗下兩電子交易平台之一，於 2010 年 3 月獲 SEC 批准註冊為全國證券交易所，並於 7 月完成轉型。EDGA 為流動性需求者提供低廉交易手續費。</p> <p>2.2011 年 11 月，Direct Edge 宣布擬於 2012 年底前，於巴西設立電子交易平台。</p>
<p>15. EDGX Exchange, Inc.</p> <p>母公司： Direct Edge</p>	<p>股票</p>	<p>EDGX Exchange 原為 Direct Edge 旗下兩電子交易平台之一，於 2010 年 3 月獲 SEC 批准註冊為全國證券交易所，並於 7 月完成轉型。EDGX 為流動性供應者提供交易手續費回饋。</p>

資料來源：臺灣證券交易所彙編（2012），世界主要證券市場相關制度--美國，第 24-28 頁。

## 二、 監理架構

美國之金融監理制度，因依據不同法令而有眾多不同之監理與檢查機關，主要有依據 1863 年之國家貨幣法 (The National Currency Act of 1863) 設立之通貨監理局 (The Office of the Comptroller of the Currency, OCC)；依據 1913 年聯邦準備法 (Federal Reserve Act) 設立之聯邦準備理事會 (Federal Reserve System, FRS) 等。且每一州均有自己的監督機構，因此相較於其他國家，美國金融檢查之主體為數頗多且檢查內容繁複。然而，過多的機關參與，除將導致行政資源浪費，過多的法令規制對金融機構而言也是一大負擔。雖然過去各方不斷提案對於監理機關加以整合，但由於目前各檢查機關不願釋放出所擁有的檢查權，或質疑其他機關計畫之效率性與不切實際，使整合計畫仍處於原地踏步的角力階段<sup>8</sup>。

自 1999 年金融服務現代化法案通過後，形成所謂的金融集團，目前採行的金融監理制度，由聯邦準備理事會成為銀行控股公司、金融控股公司及批發金融機構控股公司的監理主管，並有權要求被監理控股公司或子公司呈報報告，但對於證券經紀自營子公司、保險子公司則有所限制，因依據聯邦證券法及各州保險法，聯邦準備理事會必須尊重證券管理委員會及各州保險局。亦即美國金融服務現代化法案係採「傘狀監理」(Umbrella Regulation) 與「功能監理」(Functional Regulation) 之機制，取代按舊有機構名稱之監理模式，以因應金融百貨化下所衍生之銀行業務複雜性及異質性之現實。金融服務現代化

---

<sup>8</sup> 例如美國 1993 年財政部提出「金融監督管理機關整合計畫」，也建議設立一獨立之「聯邦銀行委員會」(Federal Banking Commission, FBC) 統籌監督管理全美之銀行，然該案並未實施，目前仍為分工監理。

法案明訂聯邦準備理事會為金融控股公司之主管機關，擔任傘狀監理結構下之綜合監理之角色，至於金融控股公司旗下之子公司，依其從事業務類別分別由該項業務之主管機關監理，即若從事證券業務者，由證券管理委員會（SEC）監理，若從事保險業務者，則由州保險機關（Authority of State Insurance Regulator）監理，至於存款機構之監理機構，仍維持舊制，如聯邦註冊銀行由通貨監理局（OCC）監理，儲貸機構由儲貸監理局（OTS）監理<sup>9</sup>。

### 三、 監理規範

主要介紹 1999 年金融服務現代化法、2002 年沙氏法案、2005 年證券交易法增修條文，說明如下：

#### （一）1999 年金融服務現代化法

##### 1. 准許金控公司成立

美國金融服務現代化法（Gramm-Leach-Bliley Act, GLBA）解除 1933 年證券法的限制，准許銀行、證券及保險公司成為一家金控公司，並由聯準會負責監理，惟銀行、證券及保險各項業務仍由不同功能性的監理機關分別管理。

##### 2. 消費者保護機制

美國 GLBA 法為規則導向之監理機制，對於消費者保護有詳細之規定，包括公司必須每年定期揭露其保密政策和消費者隱私權保護之成效。然而，在現行監理架構下，金融機構不僅要遵循 GLBA 法之規定，還必須符合各州對消費者更

---

<sup>9</sup> 梁秀芳（2004）。

大隱私權保護之規定，對金融業者造成法律遵循成本上更大的負擔。

## (二) 2002 年沙氏法案

經過 2000 年美股泡沫化和接連的股市崩盤，2001 年許多美國大企業相繼傳出會計醜聞和財務危機，財星 500 大公司的恩隆 (Enron) 及世界通訊 (WorldCom) 的破產，Global Crossing、Tyco、Rite Aid、Xerox 等公司也相繼傳出財務危機，更有美國國內知名會計師事務所 Author Anderson 在擔任恩隆會計審查人時，涉嫌協助公司高層掩蓋鉅額虧損，在美國國內引起軒然大波，促使美國國會在 2002 年通過沙氏法案 (Sarbanes-Oxley Act)，立法目的在於增進公司內部治理，強化監察人角色，進而增加管理階層公信力，其主要規定如下<sup>10</sup>：

1. 設立「公開發行公司會計審監督委員會」(Public Company Accounting Oversight Board, PCAOB)。
2. 強化審計人之獨立性。
3. 要求公開發行公司對公司內部控制及財務報表的有效性做出評量和揭露，公司獨立審計人必須對公開的資訊做證。
4. 公司執行長及財務掌必須為公司財報背書。
5. 要求公開發行公司成立完全獨立之審計委員會，監督公司及內部審查人之間的關係。
6. 禁止執行長與公司董事以個人名義向公司貸款。
7. 加速內線交易的稽查和報告。
8. 增加公司資訊的揭露。

<sup>10</sup> 沙氏法案之全文：<http://www.legalarchiver.org/soa.htm>

9. 對於違反證券法之刑罰加重判刑，尤其是經營者謊報公司財報，將處以最高刑期及巨額罰金。

沙氏法通過後，非美國公司更難符合在美上市之規定。被紐約證交所拒絕之公司，多半轉往倫敦及香港上市，以過去一年為例，有80%在紐約證交所申請上市之公司被拒於門外，只好轉至其他交易所再做嘗試。規定上市公司內部控制制度的SOX 404 條實施後，在紐約證交所掛牌的公司只有5%無法達到404 條之規定，代表在其嚴格的上市標準之下，上市公司內部控制之水準相當一致。2000 年網路泡沫危機發生時，紐約證交所曾有60 家公司不符合繼續上市之規定，而當時其他交易所不符合繼續上市規定之公司則有600~700 家，顯示該交易所上市的公司水準普遍較高<sup>11</sup>。

### (三) 2005 年證券交易法增修條文<sup>12</sup>

1975 年SEC在國會的指示下建立了National Market System (NMS)，用來連結分散在各地的證券交易中心，藉由這個機會，SEC建立了新的資料傳輸及通訊技術，並且大幅增加證券市場的規模，NMS的設立增加了證券市場的競爭力、效率、公平性及秩序，使投資人獲得更高的保障和降低投資人進入市場的門檻。過去30年來SEC一直不斷對NMS相關的規定做出修改，以確保法令符合市場變化，直到今天NMS的規模包含5,000 家上市公司，總資產超過美金14 兆，包括NYSE及NASDAQ均包含在NMS架構當中。SEC在2005 年對1934 年通過的證券交易法做了修正，目標在於加強「資本市場管理」

<sup>11</sup> Glenn W. Tyranski，第三屆台北公司治理論壇紀要，證期局，<http://www.sfb.gov.tw/reference/magazine/9505/ss3.doc>，第51 頁。

<sup>12</sup> Regulation NMS: <http://www.sec.gov/rules/proposed/34-49325.htm>

(Regulation National Market System) 及其增修條文<sup>13</sup>，「資本市場管理」的制定用來增進資本市場管理的現代化，增修的重點包括：

1. 制定「交易保障條例」(Order Protection Rule) 用來增強市場交易的基礎，也就是金融商品報價的準確性，在即時連線的自動報價系統中，為投資人提供最合理的報價。
2. 新增 Access Rule，確保投資人都能利用個人連線的方式（如電話或網際網路），由各地的交易中心獲得公平和無差別的市場報價訊息。
3. 新增 Sub-Penny Rule，建立一個統一報價的基準，對於市價美金一元或一元以上的股票，其市場報價的增額不得小於一美

---

<sup>13</sup> In proposed Regulation NMS, the Commission would renumber and, in some cases, rename the current NMS rules, and incorporate proposed Rule 600 and the proposed new rules. Where applicable, current NMS rules would be amended to remove the definitions which would be consolidated in proposed Rule 600. The proposed titles and numbering of the rules in proposed Regulation NMS, including the proposed new rules, appear below:

- Rule 600: NMS Security Designation and Definitions (replaces Exchange Act Rule 11Aa2-1, which the Commission is proposing to rescind, and incorporates definitions from the current NMS rules and the proposed new rules)
- Rule 601: Dissemination of Transaction Reports and Last Sale Data with Respect to Transactions in NMS Stocks (renumbers and renames Exchange Act Rule 11Aa3-1, the substance of which would be modified)
- Rule 602: Dissemination of Quotations in NMS Securities (renumbers and renames Exchange Act Rule 11Ac1-1 (“Quote Rule”), the substance of which would remain largely intact);
- Rule 603: Distribution, Consolidation, and Display of Information with Respect to Quotations for and Transactions in NMS Stocks (renumbers and renames Exchange Act Rule 11Ac1-2 (“Vendor Display Rule”), the substance of which would be modified substantially);
- Rule 604: Display of Customer Limit Orders (renumbers Exchange Act Rule 11Ac1-4 (“Limit Order Display Rule”), the substance of which would remain largely intact);
- Rule 605: Disclosure of Order Execution Information (renumbers Exchange Act Rule 11Ac1-5, the substance of which would remain largely intact);
- Rule 606: Disclosure of Order Routing Information (renumbers Exchange Act Rule 11Ac1-6, the substance of which would remain largely intact);
- Rule 607: Customer Account Statements (renumbers Exchange Act Rule 11Ac1-3, the substance of which would remain largely intact);
- Rule 608: Filing and Amendment of National Market System Plans (renumbers Exchange Act Rule 11Aa3-2, the substance of which would remain largely intact);
- Rule 609: Registration of Securities Information Processors: Form of Application and Amendments (renumbers Exchange Act Rule 11Ab2-1, the substance of which would remain largely intact);
- Rule 610: Access to Published Bids and Offers (proposed new rule);
- Rule 611: Trade-Through Rule (proposed new rule); and
- Rule 612: Minimum Pricing Increment (proposed new rule).

分，增進股價透明化和一致性。

4. 為 Market Data Rules 制定增修條文，增進市場資訊的傳播。
5. 重新整理證券交易法中有關 NMS 的部分，幫助市場對新規則的理解和配合。

#### 四、後金融危機之監理變革

為因應金融海嘯，美國金融服務業聯合總會（Financial Services Roundtable）於 2009 年 5 月對美國監理架構提出建議（The Financial Services Roundtable Proposal for Financial Regulatory Reform），其監理架構如下圖所示：



資料來源：金總快訊，2009 年第 3 季。

圖 3-1 美國金融服務業聯合總會提出之監理架構

根據美國金融服務業聯合總會提出之監理架構，未來金融監理之發展方向為：

- 維持金融政策穩定；
- 提供金融監理機構間之合作協調性；
- 提供保險產品與服務之全國監理；
- 降低監理之重疊；
- 提供一致性之監理標準；
- 衡量系統性風險；
- 設計非銀行金融機構之破產解決機制。

#### (一) 2009 年金融監理改革

美國歐巴馬政府於 2009 年 6 月 17 日公布金融監理改革計畫，此改革計畫反映美國政府對於金融市場與金融監理制度的新認識。換言之，也顯示出全球金融監理制度未來發展的理念與趨勢。改革計畫涉及金融業的各個領域，包括金融市場、金融機構、金融商品，以及投資人和金融消費者等，其主要目標包括五大面向：

##### 1. 強調全面監理

改革計畫強調的是全面監理，落實宏觀審慎監理原則，可以分別從金融市場、金融機構、金融商品三方面之監理來看：

- (1) 從金融市場來看，美國原先較注重場內市場之管理，對場外市場管理較寬鬆，主要為市場自律。改革計畫則強調場內場外全面監理，以彌補市場中存在的監理漏洞。
- (2) 從金融機構來看，改革計畫涵蓋所有金融監理範圍的機構，以消滅監理中存在的死角，如避險基金與私人資本工

具必須向美國證管會（SEC）登記註冊。此外，要求參與場外市場交易之金融機構除滿足規定的資本額外，另限制出售和持有衍生性商品之額度。

- (3) 從金融商品來看，改革計畫強調對衍生性商品之監理，即所有衍生性商品交易必須保存交易紀錄並定期匯報。此外，所有標準化衍生性商品必須在透明且接受監理的市場交易，同時在監理架構下進行集中結算。

## 2. 促進金融監理機構間之協調與制衡

由於美國分業監理面臨在高複雜、高關聯的金融體系中難以有效實施之問題，故如何強化監理機構間的協調即是首要工作。改革計畫提出應設立一個由財政部主導，包括美國證管會、商品期貨交易委員會、聯邦住房金融管理局及其他銀行監理機構組成金融服務監理委員會（Financial Services Oversight Council），負責統一監理標準、協調監理衝突、處理監理爭議、衡量系統性風險等。值得注意的是，金融服務監理委員會有權從任何金融機構處獲得所需資料，並要求其他監理機構對其衡量之系統性風險做出反應。同時，為避免美國聯準會（Fed）監理權力過於膨脹，改革計畫賦予金融服務監理委員會監督、指導 Fed 進行監理之權力，俾以形成監理機構間的制衡功能。

## 3. 建立更完善的消費者與投資人保護機制

針對美國現行金融監理制度對消費者和投資人權益保護不足之問題，改革計畫主要可以分為三方面：

- (1) 新成立一個獨立的消費者保護機構（Consumer Financial Protection Agency, CFPA），使金融消費者與投資人免於市場不公平、詐欺行為之損害。同樣地，該機構將擁有與其他監理機構相同的權力，包含訂定規則、檢查及實施罰款等。
- (2) 消費者保護改革將從加強透明度、簡單化、公平性及可得性四方面進行，以維護金融商品投資人權益。
- (3) 推動退休證券投資方案，並鼓勵儲蓄，以加強對投資人的保護。

#### 4. 授權政府處理金融危機之權力

針對此次次級房貸風暴中，美國政府難以有效採取及時因應的措施，故改革計畫提出應賦予美國政府因應金融危機所需之政策工具。因此，改革計畫要求應事先研議一套大型金融機構倒閉之解決方案，俾使美國政府可以自主決定如何處理危機，以維持金融市場之穩定。

#### 5. 加強國際金融監理合作

由於美國次級房貸風暴引發國際對美國金融監理的批評，以及要求加強國際金融監理合作的呼籲。因此，改革計畫特別加強國際金融市場之管理、跨國公司之金融監理合作及各國金融危機之管理合作，其改革計畫提出了 11 項具體措施：

- 改善新資本協定之架構以因應更高監理標準
- 加強對全球金融市場之管理

- 建議金融穩定委員會與國內監理機構共同加強對國際金融機構之監理
- 建立全球危機防範與管理機制
- 加強金融穩定委員會之功能
- 強化全球之審慎監理原則
- 擴大監理之範圍
- 建置全球監理機關之補償機制
- 強化全球反洗錢防制和對恐怖主義金融活動之監理
- 改善會計準則
- 加強對評等機構之監理

## (二) Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act

由於雷曼兄弟破產引發金融海嘯，嚴重打擊投資人對金融市場信心，為加強金融體系的可靠性和透明度以促進美國的金融穩定、結束「大到不能倒」(too big to fail)、結束紓困案以保護美國納稅人、從金融服務準則中來保護消費者及其他目的等，美國政府遂於 2010 年 7 月通過 Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (簡稱 Dodd-Frank 金改法)。

### 1. 立法目的

自 2007 年美國次級房貸風暴，透過證券化方式而引起全球金融市場之系統性風險，各國經濟重創，而形成全球金融海嘯。美國政府為解決金融市場的問題，以及防範金融危機再次發生，美國政府於 2010 年 7 月 21 日正式通過 Dodd-Frank 金改法。此法案將賦予美國政府新的權力，以處理經營不善可能危及整個市場體系的金融機構，並增加衍生性金融商品

市場的新規定，將原先未受嚴謹監督的衍生性商品市場增加透明度，被認為是 1929 年經濟大蕭條以來最嚴厲的金融改革法案。

## 2. 組織架構

根據 Dodd-Frank 金改法，將新設置 13 個聯邦政府獨立機關或局處辦公室，並廢除監督銀行機構之儲蓄機構監理局 (OTS)，其修法後之組織架構如下：

- A. 金融穩定監督委員會 (Financial Stability Oversight Council, FSOC)：為新設立之聯邦政府獨立機關，以監督系統性風險 (Systemic Risk)。
- B. 消費者金融保護局 (Consumer Financial Protection Bureau, CFPB)：為在聯邦準備理事會 FED 下新設置，負責處理房貸和信用卡問題，使消費者於從事各種金融交易時獲得保障。
- C. 聯邦保險局 (Federal Insurance Office, FIO)：係於美國財政部 (Treasury) 下新設置，負責監理全國性保險業。
- D. 財金研究局 (Office of Financial Research, OFR)：負責研究分析財金及經濟資訊，為新設置機構。
- E. 少數族群及婦女就業參與局 (Offices of Minority and Women Inclusion, OMWI)：主要為保障少數族群及婦女就業權益，為新設置機構。
- F. 投資諮詢委員會 (Investment Advisory Committee, IAC)：為新設置之聯邦政府獨立機關，提供投資人可對 SEC 建議之管道。

- G. 信評機構管理局 (Office of credit Ratings, OCR)：於 SEC 下新設置，負責監管信評機構。
- H. 投資人倡議局 (Office of Investor Advocate, OIA)：負責提供投資人協助，以及處理投資人申訴，為新設置機構。
- I. 金融宣導局 (Office of Financial Literacy, OFL)：於 CFPB 下新設置，負責金融消費者之教育宣導。
- J. 公平借貸及機會評等局 (Office of Fair Lending and Equal Opportunity)：於 CFPB 下新設置機構。
- K. 老人金融保護局 (Office of Financial Protection for Older Americans)：於 CFPB 下新設置機構。
- L. 金融會員事務局 (Office of Service Member Affairs)：於 CFPB 下新設置機構。
- M. 住房諮詢局 (Office of Housing Counseling, OHC)：於住房與城市開發部 (Department of Housing and Urban Development, HUD) 下新設置，以提供住房和租房之諮詢服務。
- N. 廢除 Treasury 下負責監督銀行機構之儲蓄機構監理局 (Office of Thrift Supervisions)。

### 3. Dodd-Frank 金改法

根據 Dodd-Frank 金改法，法案共分為 16 個章節，以立法目的區分可分為四大面向，包括建構安全穩健金融體系、建置專門機構以保障消費者、規範衍生性商品市場提高透明度、建立具系統性重要性大型金融機構之退場機制，分述如下：

表 3-2 Dodd-Frank 金改法

項目	細項	內容
Title 1--Financial Stability		Sec. 101~102
	Subtitle A--Financial Stability Oversight Council	Sec. 111~123
	Subtitle B--Office of Financial Research	Sec. 151~156
	Subtitle C--Additional Board of Governors Authority for Certain Nonbank Financial Companies and Bank Holding Companies	Sec. 161~176
Title 2--Orderly Liquidation Authority		Sec. 201~217
Title 3--Transfer of Powers to the Comptroller of the Currency, the Corporation, and the Board of Governors		Sec. 300~302
	Subtitle A--Transfer of Powers and Duties	Sec. 311~319
	Subtitle B--Transitional Provisions	Sec. 321~327
	Subtitle C--Federal Deposit Insurance Corporation	Sec. 331~336
	Subtitle D--Other Matters	Sec. 341~343
	Subtitle E--Technical and Conforming Amendments	Sec. 351~378
Title 4--Regulation of Advisers to Hedge Funds and Others		Sec. 401~416
Title 5--Insurance		
	Subtitle A--Office of National Insurance	Sec. 501~502
	Subtitle B--State-Based Insurance Reform	Sec. 511~512
	Part 1--Nonadmitted Insurance	Sec. 521~527
	Part 2--Reinsurance	Sec. 531~533
	Part 3--Rule of Construction	Sec. 541~542
Title 6--Improvements to Regulation of Bank and Savings Association Holding Companies and Depository Institutions		Sec. 601~628
Title 7--Wall Street Transparency and Accountability		Sec. 701
	Subtitle A--Regulation of Over-the-Counter Swaps markets	
	Part 1--Regulatory Authority	Sec. 711~720
	Part 2--Regulation of Swap Markets	Sec. 721~754
	Subtitle B--Regulation of Security-Based Swap Markets	Sec. 761~774
Title 8--Payment, Clearing, and Settlement Supervision		Sec. 801~814

項目	細項	內容
Title 9--Investor Protections and Improvements to the Regulation of Securities		Sec. 901
	Subtitle A--Increasing Investor Protection	Sec. 911~919D
	Subtitle B--Increasing Regulatory Enforcement and Remedies	Sec. 921~929Z
	Subtitle C--Improvements to the Regulation of Credit Rating Agencies	Sec. 931~939H
	Subtitle D--Improvements to the Asset-Backed Securitization Process	Sec. 941~946
	Subtitle E--Accountability and Executive Compensation	Sec. 951~957
	Subtitle F--Improvements to the Management of the Securities and Exchange Commission	Sec. 961~968
	Subtitle G--Strengthening Corporate Governance	Sec. 971~972
	Subtitle H--Municipal Securities	Sec. 975~979
	Subtitle I--Public Company Accounting Oversight Board, Portfolio Margining, and Other Matters	Sec. 981~989J
	Subtitle J--Securities and Exchange Commission Match Funding	Sec. 991
	Title 10--Bureau of Consumer Financial Protection	
Subtitle A--Bureau of Consumer Financial Protection		Sec. 1011~1018
Subtitle B--General Powers of the Bureau		Sec. 1021~1029A
Subtitle C--Specific Bureau Authorities		Sec. 1031~1037
Subtitle D--Preservation of State Law		Sec. 1041~1048
Subtitle E--Enforcement Powers		Sec. 1051~1058
Subtitle F--Transfer of Functions and Personnel; Transitional Provisions		Sec. 1061~1067
Subtitle G--Regulatory Improvements		Sec. 1071~1079A
Subtitle H--Conforming Amendments		Sec. 1081~1100H
Title 11--Federal Reserve System Provisions		Sec. 1101~1109
Title 12--Improving Access to Mainstream Financial Institutions		Sec. 1201~1210
Title 13--Pay It Back Act		Sec. 1301~1306

項目	細項	內容
Title 14--Mortgage Reform and Anti-Predatory Lending Act		Sec. 1400
	Subtitle A--Residential Mortgage Loan Origination Standards	Sec. 1401~1406
	Subtitle B--Minimum Standards For Mortgages	Sec. 1411~1422
	Subtitle C--High-Cost Mortgages	Sec. 1431~1433
	Subtitle D--Office of Housing Counseling	Sec. 1441~1452
	Subtitle E--Mortgage Servicing	Sec. 1461~1465
	Subtitle F--Appraisal Activities	Sec. 1471~1476
	Subtitle G--Mortgage Resolution and Modification	Sec. 1481~1484
	Subtitle H--Miscellaneous Provisions	Sec. 1491~1498
Title 15--Miscellaneous Provisions		Sec. 1501~1506
Title 16--Section 1256 Contracts		Sec. 1601

### (1) 建構安全穩健金融體系

- A. 加強對大型金融機構的監管：在 Dodd-Frank 金改法下，FED 可對大型綜合金融機構營運進行審慎監理，藉由資本、流動性及風險管理之審慎監理標準的強化，阻止金融機構從事威脅金融穩定性的業務。
- B. 整合金融監理資源：美國之銀行、證券、保險及商品期貨監理分屬不同的監理機構，這種以機構別作為監理對象之分業監理模式，形成許多監理盲點，也提高系統風險之擴大，故 Dodd-Frank 金改法促成 FSOC 的設立，其由聯準會、財政部及證管會共同組成，目的在控管整體性金融風險並即早發現及解決任何對金融體系可能產生系統性威脅之情事。
- C. 建立金融研究中心：Dodd-Frank 金改法明令成立金融研究中心，提供 FSOC 有關偵測、評估及解決影響金融穩

定之潛在風險所需之資料及分析。OFR 並計畫推動金融契約之交易對手身分辨識系統，藉由系統追蹤交易雙方身分，以協助監理機構監控交易對手風險。

- D. 改革高階主管薪酬制度：美國 FED 在新法中規範公司高層主管薪酬結構，要求上市公司制訂政策設置「索回 (clawback) 機制」，公司得對倒閉機構應負責之高階主管追討先前支付之薪酬，賦予薪酬委員會更大的獨立性，且股東得對高階主管及董事薪酬行使無拘束性的表決 (say on pay vote)，確保高層主管薪酬制度不會導致對風險的過度追求，進而影響金融機構之安全與穩健。
- E. 建立伏克爾法則 (Volcker Rule)：銀行不得用自有資金進行交易、限制銀行以低於自有資本 3% 投資避險基金和私募股權基金，以及禁止銀行拯救自家參與投資之基金。
- F. 杜絕房貸市場浮濫貸放的亂象：要求房屋仲介及銀行恪遵「依據屋主還款能力貸放」的規定；禁止浮濫放款，並要求房貸證券化商品發行機構在發行房貸擔保之證券化商品時自提部分資金。
- G. 信評公司之管理：為強化對於信評機構的監理，以及保障投資人權益，SEC 成立信評機構管理局 (Office of Credit Ratings, OCR)，俾利信評公司管理。
- H. 國際合作：持續與其他國家共同合作推展新的資本要求及建立一致衍生性金融商品規範，為處理大型具系統重要性之跨國金融機構倒閉事件，建立跨國合作機制。

## (2) 建置專門機構以保障金融消費者

- A. 整合聯邦監理機構之保護消費者權責：原保護金融消費者權益的權責分散在各個聯邦監理機構(包含 OCC、OTS、FDIC、FRB 等)將統一整合至消費者金融保護局(Consumer Financial Protection Bureau)下，CFPB 成為保護美國消費者金融權益唯一的專責機構。
- B. 簡化房貸與信用卡說明表格：以簡化表格使消費者易於比較不同房貸商品及明白使用信用卡將負擔之責任，協助消費者選擇符合自身條件房貸與信貸工具。
- C. 創造公平競爭的環境：Dodd-Frank 金改法賦予 CFPB 有監理銀行及非銀行的金融機構(如短期小額信用融通機構及債務催收業者)之權限，可對其實施金融檢查，以確保符合消費者金融保護法的規定，消除過去銀行與非銀行金融機構監理水準不平衡的現象。

## (3) 規範衍生性商品市場提高透明度

- A. 集中清算、公開市場交易：對衍生性商品櫃檯買賣交易市場進行全面管制，以建立各式標準化金融交換商品集中清算、公開市場交易，可提供交易透明度及市場效率，進而降低交易對手信用風險。
- B. 建置交易報告系統：建立所有金融交換交易報告系統以提供監理單位及市場參與者所需資訊，有助於提高市場資訊透明度。
- C. 提高資本及保證金要求：對經銷商及主要參與金融商品交換者提高其資本及保證金要求，有助於降低市場風險。

#### (4) 建立具系統重要性大型金融機構之退場機制

- A. Dodd-Frank 金改法賦予監理機關有秩序清算大型問題機構新處理方式，即對問題銀行及其他金融機構設計破產清算機制，程序異於一般破產法。
- B. 當問題金融機構倒閉時，由政府設立承繼銀行，維護金融秩序穩定，對問題金融機構實施融資援助，並使股東或無擔保債權人損失承擔明確化，如有必要動用公用資金，則首先由存保基金支應，不足則向各金融機構徵收，而不再由納稅人承擔損失。
- C. 此處理方式將有助於金融機構營運趨於保守，股東及債權人關切銀行業日常營運，並促進金融同業與異業間互相關切，社會制裁及政府公權力大為提升。

## 第二節 歐洲地區

### 壹、 歐盟

#### 一、 監理規範

歐盟金融工具市場指令 (Markets in Financial Instruments Directive, MiFID) 於 2007 年 11 月 1 日正式生效，是歐盟金融市場 1995 年以來最重要的制度變革，該法案旨在促進歐盟形成金融工具批發以及零售交易的統一市場，同時改善對客戶的保護，內容包括增強市場透明度、更符合慣例的客戶分類規則等。與原有的投資者服務法 (Investment Services Directive, ISD) 相比，MiFID 監管的範圍更廣，如對象擴大涵蓋在交易所交易的衍生性商品及櫃檯產品。

該法規最早在 2004 年 4 月就經歐盟全體會員國通過，卻兩度延宕到全球金融海嘯爆發前夕才公布施行，由於該法規包括了金融海嘯發生後金融界關心的主要問題，例如涉及跨國金融監理與衍生性金融商品，使得 MiFID 成為後次貸時代的重要指標，給市場帶來的影響可謂深遠，其內容說明如下：

(一) 主要之條款內容：

- 整合歐盟各國證券交易之商業行為準則，使達成一致性之規範，包括明確定義客戶分類、客戶回報事項及委託執行準則等內容。
- 強化既有的公司治理架構及法令遵循制度，包括利益衝突的解決、良好治理及服務持續性等內容。
- 廢除原 ISD 中有關集中交易之規定，該規定係規範所有的交易應於交易所或受監管的市場中進行。
- 加強交易前後相關資訊之公開揭露，必須遵守有關交易委託、及時揭露成交資訊等透明化之規定。
- 制定多邊交易機制 (Multilateral trading facilities, MTFs) 以增進跨國交易之便利性。
- 範圍延伸適用其他服務事業，包括投資顧問、非全權委託之資產管理，另亦延伸適用其他交易市場，如大宗物資商品交易、衍生性商品交易等。

(二) 規範範圍擴大涵蓋衍生性商品

- 由於衍生性金融商品的交易迅速增加，MiFID 率先將其規範範圍擴大到衍生性商品，領先於美國、日本等金融制度之改革。

- 相關重要的衍生性商品、如信用衍生性商品（Credit Derivatives）與金融價差契約（Financial Contracts for Differences, CFDs）等期貨、選擇權商品都納入 MiFID 規範之列。
- MiFID 准許衍生性商品成立多邊交易設施與系統內部撮合，使得過去不經交易所交易之衍生性商品，須透過被監管之交易平台進行交易。

## 二、後金融危機之監理變革

### （一）歐洲金融監理改革計畫

自全球金融海嘯後，歐盟陸續制定完整的規劃，以改善金融市場和金融機構之監理，並採取適當措施暨建立防火牆來對抗系統性風險。除此之外，歐盟根據「歐洲金融監理改革計畫」將指導各會員國對金融機構監理之架構，並將各會員國視為金融系統穩定的共同體，其監理改革計畫說明如下：

1. 整合歐盟金融監理資源：為整合歐盟個別會員國之銀行、保險、證券監理機構，設立三個歐盟金融監理組織，分別是歐洲銀行監管機構（European Banking Authority, EBA）、歐洲保險和年金監管機構（European Insurance and Occupational Pension Authority, EIOPA）、歐洲證券監管機構（European Securities and Markets Authority, ESMA）等，負責協調、仲裁各會員國監理機構，以直接監理如信評公司之屬於歐盟層次的金融機構。
2. 歐盟金融市場系統性風險之監理：歐盟基於總體審慎監理原則，設立「歐洲系統性風險理事會」（European Systemic Risk

Board, ESRB)，監理歐盟金融市場共同風險、發布風險預警及提供建議，並加強與 IMF、FSB 或各國監理機構密切合作。

3. 歐盟會員國金融監理制度之建立：歐盟基於個體審慎監理原則，建立「歐洲金融監管體制」(European System of Financial Supervisors, ESFS)，即為監理歐盟會員國有共同監理文化和監理措施，使危機發生時能採取一致行動，能蒐集金融機構個體資訊，並對某些特別機構或行為有充分之監理權。
4. 國際金融監理合作：與國際金融監理組織合作，緩和順景氣循環，並建立自動穩定機制、監理系統性風險、改進會計準則及建立薪酬制度規範等。

歐盟預計今（2012）年底前將會發布公司治理的「行動計畫」(Action Plan)，這個計畫主要是提升歐洲金融機構的「究責制和責任制」(Accountability and Responsibility)，因為在歐盟委員會之金融機構公司治理綠皮書 (Green Paper) 中提及，雖然公司治理並非是引起金融危機的直接原因，但是因缺乏一套有效的控制機制，致使金融機構採取承擔超額風險之行為，於是委員會開始尋找如何強化歐洲公司治理制度的指標，評估結果係以透明度 (transparency) 為強化公司治理的關鍵要素<sup>14</sup>，然如何建立完善歐洲金融機構公司治理制度仍為近期努力之目標。

## (二) Basel III

歐盟因應歐債危機，法國將強迫大型銀行業者於 2012 年必須提高資本水位，且遵守巴塞爾資本協定三 (Basel III) 中資本緩衝規定，

<sup>14</sup> Martin Banks (2012), "EU commission set to unveil 'action plan' on corporate governance," <http://www.theparliament.com/latest-news/article/newsarticle/eu-commission-set-to-unveil-action-plan-on-corporate-governance/>.

同時也列入 2011 年 10 月解決希臘債務協議之一。有關 Basel III 資本計提之相關規定，分述如下：

### 1. 糾正金融危機後之市場失靈

巴塞爾銀行監理委員會（Basel Committee on Banking Supervision, BCBS）於 2010 年 12 月 16 日發布 Basel III，就國際法規架構進行改革，以糾正 2008 年全球金融危機顯現出來的市場失靈，把監理重心從著重於個別金融機構，擴展到整個金融體系，基於總體審慎（macro-prudential）監理方法，以監理金融系統風險（systemic risk），期能達到金融穩定之目標。新增規定包括有重新定義資本、調整最低資本計提比率，以及新增保留緩衝資本（capital conservation buffer）與反景氣循環緩衝資本（countercyclical capital buffer）提撥，並採分階段實施，表 3-3 彙整 Basel III 中有關資本計提規定和保留緩衝資本計提規定如下：

**表 3-3 Basel III 資本計提規定**

	第一類資本之 普通股權益 (Common Equity Tier 1)	第一類資本 (Tier 1)	總資本 (Total Capital)
最低比率 (Minimum)	4.5	6.0	8.0
保留緩衝資本比率 (Conservation buffer)	2.5		
最低比率加上保留緩衝資本比率 (Minimum plus conservation buffer)	7.0	8.5	10.5
反景氣循環資本緩衝比率 (Countercyclical buffer)	0~2.5		

資料來源：Basel Committee on Banking Supervision (2011)，第 64 頁。

## 2. 明確訂出資本之定義

### (1) 第一類資本 (Tier 1 Capital)

係指銀行持續經營 (going-concern) 時用來吸收損失之資本，可分為第一類資本之普通股權益 (Common Equity Tier 1) 與其他第一類資本 (Additional Tier 1) 兩大項：

#### A. 第一類資本之普通股權益

為銀行之普通股權益 (common equity) 須占第一類資本 75% 以上，包含普通股股本、普通股發行溢價資本公積、保留盈餘、累積其他綜合淨利及其他準備。

#### B. 其他第一類資本

為非屬第一類資本之普通股權益、該等資本工具發行溢價資本公積，以及與該等資本工具有關之少數股權。

### (2) 第二類資本 (Tier 2 Capital)

係指在銀行清算過程 (gone-concern) 中具備吸收損失能力之資本。

## 3. 提高資本計提比率

Basel III 提高總資本占風險加權資產的比率由 8% 增至 10.5%，並新增保留緩衝資本比率，以確保銀行能夠保持資本緩衝。

### (1) 第一類資本之普通股權益

第一類資本之普通股權益占風險加權資產的最低比率由 2% 逐年分段調高，至 2015 年不得低於 4.5%，另新增保留緩衝資本占風險加權資產最低比率為 2.5%。

## (2) 第一類資本

第一類資本占風險加權資產的最低比率由 4%提高至 6%，加上保留緩衝資本比率 2.5%後，應提比率為 8.5%。

## (3) 總資本

總資本占風險加權資產的最低比率為 8%，加上保留緩衝資本比率 2.5%後，應提比率為 10.5%。

## 4. 總體審慎規範

關於總體審慎部分所附加資本增提，包含反景氣循環資本緩衝和槓桿比率（leverage ratio）規範，如下所述：

### (1) 反景氣循環資本緩衝

過度信用擴張可能會造成銀行不穩定，故 Basel III 建構一個抗景氣循環資本緩衝機制，維持金融穩定。

**表 3-4 個別銀行反景氣循環資本緩衝率 2.5%之最低資本保留標準**

普通股權益第一類資本計提比率 (Common Equity Tier 1 Ratio)	最低資本保留比率 (Minimum Capital Conservation Ratios)
4.5% - 5.75%	100%
>5.75% - 7.0%	80%
>7.0% - 8.25%	60%
>8.25% - 9.5%	40%
>9.5%	0%

資料來源：Basel Committee on Banking Supervision (2011)，第 60 頁。

### (2) 槓桿比率

為避免銀行資產負債表內、外中出現過度槓桿，故 Basel III 引進簡單的非風險基礎計算的槓桿比率，以輔助風險基礎資本計提。

## 貳、英國

### 一、市場發展現況

1997 年 5 月英國政府將原本金融體系之九大管理機構整合為單一監理機構，即為金融服務管理局（Financial Services Authority, FSA）。此外，公認投資交易所（RIEs）、公認結算所（RCHs）及公認專業機構（RPBs）之管理模式並未因 FSA 之設立有大幅之修正。目前市場商品種類有股票、債券、存託憑證、認購（售）權證、ETFs、ETCs、結構型商品及 REITs 等。

### 二、監理架構

以下將簡要介紹金融服務管理局（FSA）之設立與組織、監理對象與職責，說明如下：

#### （一）金融服務管理局（FSA）之設立與組織

英國早期的金融監理制度分散於不同機構處理，且其中多非屬政府機關，自 1995 年發生嚴重的霸菱事件後，反映出英國在監理制度的發展上無法滿足金融創新的現況，尤其金融事業集團家數遽增，各主要金融活動間之界線逐漸模糊，英國政府遂於 1997 年 5 月將原有銀行、證券與保險集中由原來之證券及投資委員會（Securities and Investment Board, SIB）管理，各監理部門的整合便陸續展開，同年 10 月進一步將 SIB 更名為「金融服務管理局」（Financial Services Authority, FSA），並陸續整合其他單位之監理職權。

表 3-5 金融服務管理局 (FSA) 合併之機構

機關名稱	主要管轄內容
證券及投資委員會 (Securities and Investment Board, SIB)	投資業務、交易所及清算所
英格蘭銀行監理暨監督處 (S&S, Bank of England)	銀行監理與貨幣市場批發業務
建屋協會管理委員會 (Building Societies Commission)	監督住宅融資之置屋協會業務
互助協會管理委員會 (Friendly Societies Commission)	互助協會業務
保險管理委員會 (Insurance Directorate of HM Treasury)	監督保險公司
投資顧問管理組織 (Investment Management Regulatory Organisation, IMRO)	管理投資管理業務
個人投資局 (Personal of Friendly Societies)	管理退休金、人壽保險等零售投資業務
互助組織註冊局 (Registry of Friendly Societies)	監督信用合作社及登記之各類互助協會組織
證券暨期貨局 (Securities and Futures Authority, SFA)	管理證券及衍生性商品業務

資料來源：FSA (1997、1998)。

又 1998 年隨著英格蘭銀行法開始生效，英格蘭銀行 (Bank of England, BOE) 即負責貨幣政策之制定工作，原有之銀行監理權則移交至 FSA，並於金融服務暨市場法 (Financial Services and Markets Act 2000, FSMA) 通過後，使 FSA 正式成為單一金融監理機構。其監理之對象包括金融機構、交易所、專業人員、自律機構，執掌包括金融服務之許可、限制、撤銷及處罰等。改革以後之管理架構，則統籌由金融服務管理局，負責監管銀行、保險及投資事業。與英格蘭銀行同隸屬於財政部之一級機構。FSA 負責金融事業管理，而 BOE 主要任務乃在維持金融穩定。

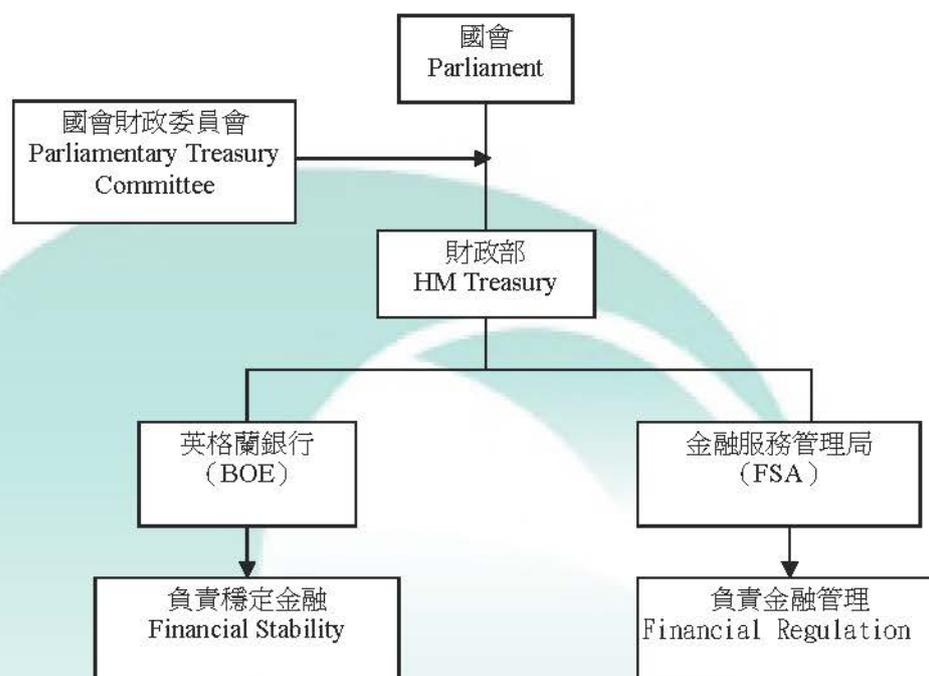


圖 3-2 英國金融服務管理局與其他機關間之重要關係圖

在組織部分，金融服務管理局為一獨立行使職權的公司組織 (Company)，由董事會制定 FSA 政策。董事會成員由財政部長指派，董事會包含三位執行董事（一位擔任董事會主席）及十一位非執行董事，共計十四位成員，日常作業決策及管理則由執行董事負責。而關於金融法案的提請或修正，必須由財政部向國會提出，另外 FSA 所發布之行政命令，須立刻通知財政部。FSA 員工約有二千餘人，為達成金融監理專業性之需求，除部分員工來自於政府機關（如 Bank of England）及其他監理機關外，大部分則以外聘的方式向金融、會計、法律等專業領域之業界徵求專業人才。

自一元化的監理目標制訂後，英國由過往自律的管理模式，轉變為以公益為優先考量的監理模式。在經費部分，其來源非國會編列預

算，而改向業者收取規費，成本則轉嫁消費者負擔。如此便可實現預算獨立的目標，有助於提昇 FSA 金融監理的獨立性。而在人員部分，FSA 之職員應具備專業知識與技能，用以判斷並執行監理業務。FSA 與業界合作並制訂實務法規 (Code of Practice)，對 FSA 政策之形成與決定，金融業與消費者均可提出其專業論點。此外，無論組織內部或係與被監理機構間之聯繫，FSA 已廣泛運用資訊科技 (Information Technology, IT) 提升監理效率，並直接或間接降低監理成本。

## (二) 監理對象與職責

金融服務管理局監理之對象包括銀行、投資公司、保險公司、建築融資協會、互助協會、信用合作社、證券交易所及票據交換所。另對保險經紀及經核准可從事投資業務之精算師與律師事務所亦進行管理。金融服務管理局 (FSA) 之權責如下：

1. FSA 為單一監管單位，不若以往由英格蘭銀行監督銀行業，SIB 監管證券業。目前由 FSA 同時監督銀行、證券、信託、保險等行業。
2. FSA 研訂市場行為法規，防範人為炒作、內線交易、資訊濫用等不法，除具有民事處理權力外，亦賦予其刑事調查權。
3. FSA 訂定統一的銀行與證券等相關單位之資本適足性標準。
4. 針對銀行與證券發展所需資本要求，作一明確規範。
5. 重視對銀行、證券業之檢查，以確保其內部控制與內部稽核有效落實。
6. 針對金融業轉投資一般產業、及其間董監事相互兼任皆無限制，惟需報備完整資料予 FSA，以瞭解該投資是否有必要，並且董監事是否適任。

## 7. 核准自律組織之設立。

英國金融服務管理局對於金融業之監理可謂相當完整，涵蓋銀行、證券、保險、投資及市場等各個層面。FSA 的設立可使所有不同類型的金融組織能在單一的管制環境中活動，降低金融企業跨足其他領域的管制成本，進而增加金融業在歐洲市場的競爭力。

### 三、 監理規範

主要介紹 2000 年金融市場及服務法、2005 年 Better Regulation Act，說明如下：

#### (一) 2000 年金融市場及服務法

英國國會於 2000 年 6 月通過的「金融市場及服務法」(Financial Services and Markets Act) 為英國資本市場提供了一個進步且有彈性的法律架構，在金融監督一元化的理念下，建立一個能統合證券、期貨、銀行、保險的法律。新法在原有的「金融服務管理局(Financial Services Authority, FSA)」中增加了四個新的政策目標，FSA 享有更大的權力來保障投資人利益和市場機制，同時也使 FSA 成為單一的金融監理機構，FSA 的四個政策目標包括：

1. 維持金融市場信心。
2. 促進投資大眾對金融市場的了解，並對投資及金融商品買賣所產生的風險有一定的認知。
3. 給予投資人在一定程度上合理的保障，包括在某一程度的風險上，投資人能就其所投資的金融商品獲得合理利潤，應對投資人不同的投資經驗及金融知識提供各種的法規保護，針

對投資人的需求提供建議和給予正確的訊息，以及教育投資人為自己所做的投資判斷負責。

4. 減少法規疏漏，避免金融業利用法律漏洞犯罪。

## (二) 2005 年 Better Regulation Act

2005 年 12 月 FSA 發表了「Better Regulation Act」，以金融市場及服務法為主要法源依據，改進繁複的金融法規規章，同時修改法規的執行面，建立金融法規的通用原則，減少繁瑣或冗長的規章，使得法規更符合市場變化，執行法規所帶來的益處能凌駕於執行法規所造成的支出，Better Regulation Act 影響對象包括大型的投資銀行和小型的貸款機構，共 27,000 家金融服務公司。

1. 促進有效率、有秩序及公平的市場，加強法案的精簡化和現代化，將有效降低中小型金融服務業和銀行的負擔，此外，法案廢除了要求公司董事為公司發行小面額債券提出計畫書，此項規定一直被視為是阻礙債券零售市場發展的原因。重新改造法條，法條長度平均減少 40%。
2. 幫助非機構投資人獲得更公平的交易。

## 四、後金融危機之監理變革

由於英國在此次金融危機中亦受到嚴重的衝擊，該國便開始積極推動新的金融監理改革。回顧金融危機發生前，英國早就建立了一套較其他國家相對完備的金融監管體系，因此本次金融危機的衝擊主要來自國際外來因素之影響，所以新的金融監理改革，除對現有體系進行改進與微調外，主要是將重點放在國際金融監管合作上面，以進一

步鞏固英國在國際金融之地位，包括在 2009 年 2 月通過「2009 銀行法案」以及 2009 年 7 月公布「改革金融市場」白皮書，這兩份文件的主要內容提及將要設立專門機構以強化金融穩定目標，亦展現對系統性風險監管的高度重視等，概要的說明如下：

#### （一）2009 銀行法案

英國議會於 2009 年 2 月通過「2009 銀行法案」，明確規定英格蘭銀行作為英國央行在金融穩定中需扮演的法定職責及核心地位，同時強化該行相關金融穩定政策之工具和權限，於英格蘭銀行理事會下成立金融穩定委員會(FSC)，由該行行長擔任委員會之主席，成員包括另外兩位副行長及四位非執行理事，使其與英格蘭銀行現有之貨幣政策委員會 (MPC) 平行運作。

#### （二）「改革金融市場」白皮書

由英國財政部於 2009 年 7 月 8 日公布，內容提出要建立一個新的金融穩定理事會 (CFS)，由財政大臣親自擔任主席，其他成員來自英格蘭銀行、英國金融服務局及財政部，負責全面監控金融業的風險及穩定，以取代原有的常務委員會。透過該理事會之運作，英格蘭銀行、英國金融服務局與財政部之人員將定期會商、報告及討論金融穩定、系統風險等相關問題。該理事會每年定期召開會議，工作是分析和調查英國經濟金融可能出現之風險並可能需要採取的行動。它亦會定期出版及發布一些重要資訊，如半年度的「金融穩定報告」以及「金融穩定理事會年度金融風險展望」等，以向市場宣示其態度和觀點。另外，該理事會亦可在必要時隨時召開會議，以討論威脅金融穩定的行業或公司所產生之風險，並對監管之對象進行協調和干預動作。

### (三) 系統性風險

英國政府認為，當系統性風險發生時，並不能單方面依靠市場進行自我之管理風險，甚至可能在自我保護本能驅動下對金融系統之穩定產生不利影響，因此需借助政府之干預以穩定金融市場，所以英國的金融監理改革方案亦特別強調對系統性風險的監管。以下是前述兩份文件針對系統性風險監管之內容：

1. 「2009 銀行法案」：提供英格蘭銀行保障金融穩定所需的政策工具，如授權該行對銀行系統進行監控之職權，以及對問題銀行的流動性提供支持措施等。另外亦賦予該行在政策操作中更大的空間，如在遭遇流動性風險時可以採取非公開方式秘密進行等。
2. 「改革金融市場白皮書」則強調透由英國金融服務局的監管來降低系統性風險的危害，主要措施有：
  - 對重大影響系統的大型複雜金融機構加強審慎性監管，改進公司之治理機制，提高市場透明度和執行其他必要措施以強化市場之紀律及約束。
  - 對重大影響系統的金融市場，特別是針對證券和衍生性商品市場加強監管。
  - 加強市場基礎設施之建設，抑制過度信用條件，以防止過分的風險承擔行為。
  - 強化英國金融服務局之相關職能，包括監控、評估和緩解金融體系因相互關聯而可能引發之系統性風險。

#### （四）金融監理後續修正

英國政府於 2010 年 6 月宣布推動英國十三年來最大之金融改革法案，以恢復並強化中央銀行金融監理權，裁撤金融監理機構，逐步將央行、財政部及金融服務管理局（FSA）共同承擔監理責任的時代走入歷史。其金融改革方案為英國金融監理後續修正和調整規劃，重點如下：

1. 調整金融監理組織：英國政府裁撤金融監理機構，改設三個單位，分別是審慎監理局（Prudential Regulatory Authority）、消費者保護與市場管理局（Consumer Protection and Markets Authority）及專責打擊經濟犯罪之執法部門。
2. 恢復並強化中央銀行金融監理權：英國政府預計於 2012 年完成將新設立的審慎監理局隸屬於英格蘭銀行組織架構下，並由英格蘭銀行負責總體審慎和個體審慎之監理事宜，亦即英格蘭銀行重拾金融監理權。另一方面，有關消費者保護，以及市場行為之管理，則由新成立的消費者保護與市場管理局負責。換言之，英國形成金融監理和消費者保護分由獨立單位負責的雙軸金融監理機制（Twin-Peaks Approach）。
3. 總體審慎監理：英國政府於英格蘭銀行內部成立金融政策委員會（Financial Policy Committee），由英格蘭銀行總裁擔任委員會主席，對國會負責。金融政策委員會負責總體審慎監理，為金融穩定政策之最高決策單位，負責制訂維持金融穩定的相關措施，新成立的審慎監理局則為金融政策措施之執行單位。

### 第三節 亞洲地區

#### 壹、 日本

##### 一、 監理架構

日本自第二次世界大戰後，以典型的行政保護措施，維持金融機構的穩定，當時金融機構受到嚴格的政府管制，財政部（大藏省）與日本中央銀行運用金融檢查及各種管制操控，其措施常為行政指導而非特別的法令或明確的規則，然而在金融自由化與國際化之後，泡沫式經濟導致如野村證券、第一勸業銀行等金融危機出現，日本政府便開始檢討其金融監理與檢查體制。

在法制方面，日本原依循美國證券與金融分立之傳統，惟 1992 年 6 月日本銀行法與證券交易法修正，1993 年 4 月正式施行後，銀行、證券及信託業得以相互設立百分之百子公司經營彼此業務，此後銀行、證券及信託業即相互介入彼此領域經營，因此衍生出合併監督管理之問題。其次，日本原有金融監督管理體系，銀行、證券與保險業完全由財政部（大藏省）管理，甚至日本中央銀行之職權亦由財政部部長賦與，並受其監督，形成財政部（大藏省）權力過於集中，導致無法健全管理。

從 1990 年起，日本政府便開始證券市場的法制的改革，修正的重點在於破除證券業與銀行業分離之限制、對外國券商的開放、以及改革證券管理機關。自 1992 年以來日本政府為振興經濟已陸續推動七次刺激景氣方案，但景氣依然低迷，為徹底解決日本國內之問題，前日本首相橋本龍太郎於 1996 年推出包括金融體系在內之六大改革

措施。其中金融改革（Big Bang）於1998年4月1日起開始分階段進行市場全面改革，金融改革係朝向自由、公平及全球化為原則。1997年金融改革法制定後，日本金融監督檢查制度產生重大之變革，大藏省對金融事業之監督權被大幅消滅，而由1998年7月1日新成立金融監督廳（Financial Supervisory Agency）取代，由金融監督廳統籌負責銀行、保險、證券機構業務之發照、監督及檢查工作，該機構係隸屬於金融再生委員會管轄。而大藏省因不再監督個別之金融機構，乃統合原銀行局及證券局，另設金融企劃局負責財務企劃之擬定及法案之修正。2000年7月1日更進一步成立金融廳（Financial Services Agency），負責與金融制度相關政策之擬定及法案之制定，以及對證券公司、銀行、保險公司之檢查及監督，以確保金融機能之安定及保障投資大眾。

金融廳係依金融廳設置法第二條規定，統合原金融監督廳及大藏省金融企劃局，於平成12年（2000年）7月1日新成立之機關。金融廳下主要設置總務企劃局、檢查局及監督局等三個部門。證券交易監視委員會及金融審議會亦隸屬金融廳監督。2001年1月6日更進一步合併金融再生委員會。

## 二、 監理規範

主要介紹金融改革計畫、金融商品交易法、投資人保護機制，說明如下：

### （一） 金融改革計畫

日本於平成14年（2002年）為了處理當時日本國內大量累積的

不良債權而制定「金融再生計畫」，有效的將日本國內的不良債權於平成 14 年的 8.4% 降至平成 16 年底的 4.7%。有鑑於計畫的成功，日本於平成 16 年底推動的「金融改革計畫」，將維持金融市場安定的目標轉變為活化金融市場，並達到以「金融服務立國」的長期目標，提供投資人無論在何時何地都能在合理價格內選擇高品質且多樣的金融商品或服務，建立使用者滿意度高的金融系統，這就是所謂的「金融服務立國」。日本相較於歐美各國，間接金融（如存款、現金、保險、退休金）的依賴性極高，如果要將資金流向由間接金融轉為直接金融，必須鼓勵民眾將儲蓄轉為投資，矯正銀行風險過度集中的構造，並且構築一個能彈性應對風險的經濟結構。有鑑於此，「金融改革計畫」改革目標共有下列五項：

1. 開發新制度與投資人保護法規以活化民間資金，並且增加投資人使用金融商品的便利性。
2. 活用資訊科技加強金融機構的競爭力及金融市場的架構。
3. 架構與國際接軌的金融系統與金融行政的國際化。
4. 對地區經濟做出貢獻。
5. 建立可靠的金融行政。

## （二）金融商品交易法

配合金融改革計畫，日本對於現有的證券交易法也進行一連串的改制。首先，現行之「證券交易法」將改名為「金融商品交易法」（Financial Instruments and Exchange Act）。以往不同金融商品採不同法規管制，造成法規適用上的困擾，「期貨交易法」、「外國證券公司管理法」、「證券投資顧問管理法」、「抵押業務管理法」四個法令將會併入新法中，納入新法管理之公司稱為「金融商品公司」（Financial

Instruments firm) 而交易所改稱為「金融商品交易所」(Financial Instruments Exchange)<sup>15</sup>。「證券」之認定範圍也有增加，所有付息之信託將被視為證券，有利息產生之基金投資也被認定是證券投資。

### (三) 投資人保護機制

日本市場之不法交易如內線交易及股價炒作等時有所聞，由於2004年日本活力門網站總部及其子公司涉嫌編造和散布虛假資訊及涉嫌做假帳一事曝光，使得東京股市大盤因此遭重創。日本村上投資總裁村上世彰也因涉嫌與活力門進行內線交易收購富士電視台股票，遭到日本檢方逮捕。因此，為強化證券監管業務，防止內線交易亦為日本資本市場著重改善的部分，目前證券監管業務由證券交易監督委員會 (Securities and Exchange Surveillance Commission, SESC) 統籌管理，委員會為一設於日本金融廳下之組織，由一主席及兩位委員所構成，由總理及參眾兩院提名通過，委員會決議採多數決，為了維護委員的獨立性，除非由委員自願請辭，否則均保障其3年任期。SESC 主要進行對違法證券交易的調查，五大業務範圍包括：

1. 市場交易監督：SESC 遍布日本各地的分部持續監管各地的交易所的活動，並可於必要時要求交易所提出交易資訊。
2. 證券監督：根據日本證交法、外國證券交易業者相關法律、投信投顧法、資產流動法及其他金融證券相關法令，於內閣總理及金融委任權限下，對金融機構實行檢查已確保其交易活動符合法律規範。此部分審查標的已於2005年擴及至投資

<sup>15</sup> 金融商品公司包括證券商、商品交易商、期貨商、投顧公司及投資信託管理公司，金融商品交易所包和證交所與期交所。

信託公司及投資顧問公司，其相關業務將納入 SESC 之審查範圍。

3. 資訊揭露審查：對金融機構提出的證券報告書提出檢查。
4. 民事賠償調查：根據證券交易法於權限內，對於需負民事賠償責任之行為，如內線交易、市場操作、及散播謠言等行為提出調查。根據 2005 年最新修訂之證交法，於「有價證券報告書」或其他財報中做虛偽不實記載者，需負民事賠償責任。
5. 金融犯罪事件調查：對於違反證交法、外國人投資交易法，以及金融商品交易法之犯罪行為，SESC 有權向檢察官申請搜索票並對違法機構或個人進行調查。

此外，SESC 還負責管理日本國內的自律組織，日本的自律組織和美國設計相仿，均是為了要協助政府對金融市場交易作更周密的監督和管理而產生的組織，如各地的交易所和證券交易商協會，SESC 還擁有能調查各自律組織的權限，以確定他們是否善盡職責。投資人保護是金融改革計畫中重要的一環，為了有效保障投資人權益，FSA 訂立下列目標：

1. 頒布「資本服務法」。
2. 制訂保險交易法規保護保單持有人，觀察並制定合宜之保險契約原則，加強保險公司廣告的監管。
3. 加強對個人資料保護的具體法案。
4. 強化對經濟犯罪的審查標準。
5. 建立一個投資人專用商議和審查機制，以減少投資人在從事投資行為時，因為和金融商品提供者間資訊落差所產生的損失，目前的規劃是成立「金融服務使用者顧問辦公室」。

6. 擴展社會大眾對金融和經濟學的知識，並鼓勵投資人積極向政府提供意見，以利政府能站在使用者的角度來改善投資環境，並增加投資人對投資環境的滿意度。

### 三、後金融危機之監理變革

日本於 2007 年 12 月提出 Better Market Initiative，並為配合 Better Market Initiative 方案推動，又於 2008 年 6 月修正金融商品交易法，分述如下：

#### (一) Better Market Initiative

日本為活絡 1,500 兆日圓之資金（約 14 兆美元），於 2007 年 12 月提出提升日本金融市場和資本市場方案<sup>16</sup>，可以分為四大支柱<sup>17</sup>：

1. 創造一個值得信賴和吸引力之市場（吸引專業的機構投資人、ETFs 產品多樣化、配合 FIEA 增訂罰則等）
2. 強化金融服務業之企業環境（加強銀行、證券及保險業間之防火牆機制、擴大銀行和保險業之業務範圍等）
3. 提供一個更佳的法律環境（提高法規和監理之透明度）
4. 擴大市場之範圍（提升為國際金融中心等）

#### (二) 金融商品交易法之修正

為配合 Better Market Initiative 方案推動，日本特於 2008 年 6 月修正金融商品交易法，重點如下：

1. 建立一個吸引專業機構投資人之市場架構

<sup>16</sup> Available from <http://www.fsa.go.jp/en/policy/bmi/index.html>.

<sup>17</sup> 原文為：Better Market Initiative centers on the following four pillars.

1. Creating reliable and attractive markets
2. Enhancing the business environment
3. Improving the regulatory environment (better regulation)
4. Improving the broader environment surrounding the markets

2. ETFs 產品多樣化
3. 強化銀行、證券及保險業間之防火牆機制
4. 擴大銀行和保險業之業務範圍
5. 配合 FIEA 增訂罰則

### (三) Better Regulation

日本 FSA 將「Better Regulation」作為未來市場發展之目標，以提升金融相關法規之品質，健全資本市場之發展。至於如何創造一個良好的法規遵循環境，可以分為四大支柱：

1. 第一支柱：最適的監理方式為規則性與原則性基礎相配合（Optimal combination of rules-based and principles-based supervisory approaches）。換言之，為了確保金融法規能有效執行，必須透過建立詳細法令規定以適用於單一個體之規則性基礎監理方式，再與建構原則性規範架構以適用於全體之原則性基礎監理方式互相配合，俾以提供更佳的法律環境。
2. 第二支柱：強調時效性（Timely recognition of priority issues and effective response）。
3. 第三支柱：提供誘因並鼓勵金融創新（Encouraging voluntary efforts by financial institutions and placing greater emphasis on providing incentives）。
4. 第四支柱：提升透明度（Improving the transparency and predictability of regulatory actions）。

## 貳、 韓國

### 一、 市場發展現況

分別從韓國證券交易市場、證券市場商品種類探討韓國市場發展現況，簡介如下：

#### (一) 證券交易市場

1997 年韓國發生金融危機後，實施一連串的金融改革。在金融監理組織架構下，新設立專責金融事務之「金融監理委員會」(Financial Supervisory Commission, FSC)，將既有之銀行、證券、保險及非銀行之金融管理機構等四單位併入該委員會之監理架構下，並由「金融監理服務公司」(Financial Supervisory Service, FSS) 負責實際執行工作。

為了降低成本與提高效率，以及促進國際化發展，韓國於 2005 年 1 月將 KSE、KOFEX 及 KOSDAQ 合併為單一交易所，稱為韓國交易所 (Korea Exchange, KRX)，組織採股份制公司架構，設置有管理部、證券市場部、KOSDAQ 部及衍生性商品部等四部門。茲將韓國證券交易市場說明如下：

1. KSE：為 Korea Stock Exchange 韓國證券交易所，成立於 1956 年 3 月，主要是大型產業。在合併 KRX 前，金融商品皆在 KSE 交易。
2. KOSDAQ：為韓國櫃檯買賣市場，1996 年 5 月成立。與美國 NASDAQ 相仿，以中小型企業和高科技業為主。

3. Free Board: 為 2000 年 3 月成立，原為 KOTC (Korea Over The Center Bulletin Board)，於 2005 年 7 月更名為 Free Board，為韓國的第三市場，類似於台灣的興櫃市場。

後於 2007 年 7 月 3 日訂定「金融服務暨資本市場法」，於今(2009)年 1 月施行。「金融服務暨資本市場法」整合證券交易法、期貨交易法、資產管理法、不動產投資公司法、投資管理公司法、信託法等資本市場相關法令，主要以負面表列的方式規範金融商品範圍，並加強企業內部控制機制，而以金融功能別為中心來進行金融行業之監理，為韓國的金融大改革 (Big Bang)。

## (二) 證券市場商品種類

韓國證券市場之金融商品分類為有價證券、債券商品及其他商品，簡介如下：

1. 有價證券：種類有普通股、特別股、認購權證 (Warrant)、受益憑證 (Beneficial Certificate)、不動產投資信託證券 (REITs)、指數股票型基金 (ETF)<sup>18</sup>、股權連結證券 (ELS)<sup>19</sup> 及證券商所發行之認購權證 (Equity Linked Warrants, ELW)<sup>20</sup> 等。
2. 債券商品：種類有中央公債、地方政府債券、公司債、金融債券、特殊債券<sup>21</sup> 等。
3. 其他商品：股價指數期貨、股價指數選擇權、股票認購權及個股選擇權等衍生性商品。

<sup>18</sup> 2002 年 10 月上市。

<sup>19</sup> 2003 年 4 月上市。

<sup>20</sup> 2005 年上市。

<sup>21</sup> 根據特別法規由相關機構所發行的債券。

## 二、 監理架構

1997年11月韓國繼東南亞四國後，爆發金融危機，韓元大幅貶值，股價下跌，外匯存底快速流失，韓國經濟與金融瀕臨崩潰邊緣，迫使韓國政府向國際貨幣基金（International Monetary Fund, IMF）申請緊急紓困融資，同年12月3日與IMF達成協議，繼而推動總體經濟調整及結構改革，其中包括金融改革（financial reform）、企業改革（corporate reform）、勞動改革（labor reform）及公共部門改革（public reform）四大改革。在金融改革部分，主要是設立金融監督委員會，加強金融機構的監督管理，同時挹注公共資金，積極進行金融重整；一方面關閉、合併經營不善的金融機構，以增資方式協助體質良好的金融機構繼續營運；另一方面則成立資產管理公司，加速清理金融機構的不良債權，以協助金融體系恢復貸款業務的正常運作。

韓國金管會於1998年4月1日成立，該組織係為統合不同金融管理機關而提昇金融監理效能，金管會成立前，韓國係由銀行、證券、保險及非銀行金融機構等不同監理單位為金融監理，1997年12月國會通過金融監理委員會設立法，成為金管會設立之法源。金管會之設立係採委員會制，然就金管會之實際執行機構，則係由金融監督局（Financial Supervisory Service, FSS）負責執行，且為確保證券期貨之獨立權責執行，金管會下另設有證期會，其金融監理架構如下圖所示。



圖 3-3 韓國金融監理架構圖

### 三、 監理規範

韓國參考英國經驗，於 2003 年研議整合金融相關法規為「資本市場整合法」，以提升金融市場競爭力。

#### (一) 主要變革

1. 功能性監理：對金融商品之相關規範從「產業別」改為「功能別」，重新調整監管方式與法規，以避免相同的金融商品有適用不同規定之現象。
2. 重新定義金融商品範圍：明確定義金融商品外，監理架構由「正面表列」改為「負面表列」，俾以創新新金融商品。
3. 擴大業務範圍：整併原來分業管理的證券、期貨、投信投顧、資產管理等行業，統稱為金融投資公司，並擴大其經營業務之範圍。

4. 提升投資人保護機制：將投資人區分為專業投資人、一般投資人，於銷售推薦商品上適用不同的行為規範。

## (二) 主要內容

1. 將金融商品之規範由「正面表列同意」改為「負面表列禁止」方式。
2. 將金融業制度之規範由「產業別管理」改為「功能別管理」，俾利達成功能別監理之目標，並鼓勵金融創新。
3. 准許投資買賣業、投資仲介業、集合投資業、投資顧問業、全權委託投資事業及信託業等六個金融投資業可跨業兼營和從事附屬業務，俾以擴展業務範圍，進而提升競爭力。
4. 建立完善投資人保護機制，俾以強化一般投資人之保護措施。此外，施行投資人保護之防止利益衝突制度，俾利促進金融投資業與資本市場之發展。
5. 引進投資推介代理人 (Introducing Broker) 之制度，俾以提升金融投資業之競爭力。
6. 加強管理資本市場之不公平交易行為，並課以違反者刑罰或罰鍰。
7. 有關證券發行和持股比率在 5% 以上者之資訊揭露的公告制度，必須依規定確實辦理。
8. 促進集合投資機構之多樣化，俾利活絡集合投資業，期使投資資金流入資本市場。
9. 建立完善資本市場相關制度，將允許金融投資業可以從事證券與衍生性商品之交易，另成立韓國金融投資協會。

- 10.自「資本市場整合法」公布後 1 年之日起，資本市場相關行業即可以進行轉換為金融投資業之認可或登錄申請。

#### 四、後金融危機之監理變革

為因應美國金融風暴，韓國政府已對「資本市場整合法」、「金融投資業管理規則」完成修正工作，主要目的在於加強衍生性商品和加速負面表列之管理，其內容如下<sup>22</sup>：

##### (一) 階段性引進對沖基金

1. 為因應全球性金融海嘯，新設依據的法規，僅在最小的範圍內，階段性准許對沖基金之引進，並明確規定對沖基金務必做到最妥適之監督，同時於衍生性商品之投資額度、金錢借入、債務保證及擔保提供範圍等，設定特別的規範限制，並擬定遵循法規。
2. 對沖基金之運用主體限定集合投資業，而投資人則限定於「資本市場整合法」所定義之適格投資人。
3. 有關金錢借入之放寬、衍生性商品之投資額度<sup>23</sup>之適用排除等資產運用的規範，均較私募基金更為寬鬆。
4. 為達最少化之管理和監督，於新規設計報告制度，且對於金錢借入、衍生性商品買賣現況等，並賦課報告義務，即若違反報告義務者，處 1 年以下有期徒刑或科 3,000 萬韓元以下罰金。

##### (二) 增列集中市場衍生性商品交易規模之限制

為維護集中市場衍生性商品之交易秩序，金融委員會可以發布集

<sup>22</sup> 吳家興 (2009)。

<sup>23</sup> 風險性評價金額占基金資產淨額的 400%。

中市場衍生性商品交易規模限制命令之對象，除金融投資業者外，並增列投資人之委託人等對象。

### （三）強化 OTC 衍生性商品之投資人保護措施

1. 在櫃檯買賣市場衍生性商品方面，可將股票上市法人以一般投資人擬制之，即是適用一般投資人之保護制度。
2. 規範金融投資業者指定一人以上之衍生性商品業務責任者，於指定或變更時，有義務通報金融委員會。
3. 金融投資業者與一般投資人從事衍生性商品之交易，若有投資人提出商品適合性之問題，應有義務提出警告等之處置。
4. 金融投資業者於從事衍生性商品之投資推介業務時，應依照投資目的和經驗，訂定按一般投資人等級別之差異化投資推介準則。
5. 對於 OTC 衍生性商品不准從事投資推介代理之委託業務。
6. 有關證券申報書之重要事項記載，若有不明確致影響投資人做合理之投資判斷，抑或可能產生重大誤解者，金融委員會可要求業者修正。
7. 金融投資業者與一般投資人進行 OTC 衍生性商品交易時，僅限一般投資人為避險目的之交易。

### （四）明文規定對沖基金之借入比率

有關金錢借入、債務保證及擔保提供之最高額度，明示於法律中，以明文規定對沖基金之借入比率。

### （五）強化金融投資業者自律規範

為保護購買衍生性商品基金之受益人，加強銷售該基金之金融投資業者之自律規範和行為限制。

表 3-6 各國後金融危機之監理變革彙整表

國家	後金融危機之監理變革	改革重點
美國	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 2009 年金融監理改革               <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 強調全面監理                   <ol style="list-style-type: none"> <li>(1) 金融市場方面，強調場內場外全面監理；</li> <li>(2) 金融機構方面，涵蓋所有金融監理範圍的機構，如避險基金與私人資本工具；</li> <li>(3) 金融商品方面，強調對衍生性商品之監理，以及所有標準化衍生性商品集中結算。</li> </ol> </li> <li>2. 促進金融監理機構間之協調與制衡</li> <li>3. 建立更完善的消費者與投資人保護機制</li> <li>4. 授權政府處理金融危機之權力</li> <li>5. 加強國際金融監理合作</li> </ol> </li> <li>● Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act               <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 建構安全穩健金融體系                   <ol style="list-style-type: none"> <li>(1) 加強對大型金融機構的監管</li> <li>(2) 整合金融監理資源</li> <li>(3) 建立金融研究中心</li> <li>(4) 改革高階主管薪酬制度</li> <li>(5) 建立伏克爾法則</li> <li>(6) 杜絕房貸市場浮濫貸放的亂象</li> <li>(7) 國際合作</li> </ol> </li> <li>2. 建置專門機構以保障金融消費者                   <ol style="list-style-type: none"> <li>(1) 整合聯邦監理機構之保護消費者權責機構</li> <li>(2) 簡化房貸與信用卡說明表格</li> <li>(3) 創造公平競爭的環境</li> </ol> </li> <li>3. 規範衍生性商品市場提高透明度                   <ol style="list-style-type: none"> <li>(1) 集中清算、公開市場交易</li> <li>(2) 建置交易報告系統</li> <li>(3) 提高資本及保證金要求</li> </ol> </li> <li>4. 建立具系統重要性大型金融機構之退場機制</li> </ol> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 全面監理</li> <li>● 建立衍生性商品集中結算機制</li> <li>● 金融消費者與投資人保護</li> <li>● 國際監理</li> <li>● 整合金融監理資源</li> <li>● 建置金融消費者與投資人保護專責機構</li> <li>● 衍生性商品透明化</li> <li>● 大型金融機構之退場機制</li> </ul>
歐盟	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 歐洲金融監理改革計畫               <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 整合歐盟金融監理資源</li> <li>2. 歐盟金融市場系統性風險之監理</li> <li>3. 歐盟會員國金融監理制度之建立</li> <li>4. 國際金融監理合作</li> </ol> </li> <li>● 遵守巴塞爾資本協定三資本緩衝規定</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 成立功能性之金融監理組織</li> <li>● 國際監理合作</li> <li>● 符合 Basel III</li> </ul>

國家	後金融危機之監理變革	改革重點
英國	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 2009 銀行法案               <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 明確規定英格蘭銀行作為英國央行在金融穩定中需扮演的法定職責及核心地位</li> <li>2. 強化英格蘭銀行相關金融穩定政策之工具和權限</li> </ol> </li> <li>● 「改革金融市場」白皮書               <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 建立一個新的金融穩定理事會（CFS），負責全面監控金融業的風險及穩定</li> <li>2. 由 CFS 分析和調查英國經濟金融可能出現之風險並可能需要採取的行動</li> <li>3. CFS 定期出版及發布一些重要資訊</li> </ol> </li> <li>● 系統性風險               <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 「2009 銀行法案」提供英格蘭銀行保障金融穩定所需的政策工具</li> <li>2. 「改革金融市場白皮書」則強調透過由英國金融服務局的監管來降低系統性風險的危害</li> </ol> </li> <li>● 金融監理後續修正               <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 調整金融監理組織</li> <li>2. 恢復並強化中央銀行金融監理權</li> <li>3. 總體審慎監理</li> </ol> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 確立金融監理機構</li> <li>● 成立金融穩定委員會</li> <li>● 系統性風險之監理</li> <li>● 強化金融監理組織</li> </ul>
日本	<ul style="list-style-type: none"> <li>● Better Market Initiative               <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 創造一個值得信賴和吸引力之市場</li> <li>2. 強化金融服務業之企業環境</li> <li>3. 提供一個更佳的法律環境</li> <li>4. 擴大市場之範圍</li> </ol> </li> <li>● 金融商品交易法之修正</li> <li>● Better Regulation               <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 第一支柱：最適的監理方式為規則性與原則性基礎相配合</li> <li>2. 第二支柱：強調時效性</li> <li>3. 第三支柱：提供誘因並鼓勵金融創新</li> <li>4. 第四支柱：提升透明度</li> </ol> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 創造完善之法律環境和金融商品市場</li> <li>● 促進金融商品多元化</li> <li>● 鼓勵金融創新</li> <li>● 時效性與透明度</li> </ul>
韓國	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 階段性引進對沖基金</li> <li>2. 增列集中市場衍生性商品交易規模之限制</li> <li>3. 強化 OTC 衍生性商品之投資人保護措施</li> <li>4. 明文規定對沖基金之借入比率</li> <li>5. 強化金融投資業者自律規範</li> </ol>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 衍生性商品之監理</li> </ul>

資料來源：本研究整理。

## 第四章 我國金融商品發展與監理之未來方向

### 第一節 我國金融商品發展與監理之現況

#### 一、市場發展現況

國內衍生性金融商品市場概況，自 1991 年中央銀行與財政部陸續開放銀行可以承作衍生性金融商品以來，公告開放之商品種類包括有外匯類、利率類及股價類等衍生性金融商品。目前銀行係依據「銀行辦理衍生性金融商品業務應注意事項」規定辦理，另就公開發行公司亦有「公開發行公司取得或處分資產處理準則」之規定。表 4-1 為銀行衍生性金融商品交易量統計，由表中可以看出，在商品種類方面，店頭市場之匯率有關契約金額遠超過利率、權益證券、商品、信用及其他有關契約；而利率有關契約交易量從 2001 年後快速成長。在交易量方面，1998 年開始統計金額為 114,434 億元，在 2002 年後蓬勃發展，至 2011 年底已達到 1,239,648 億元。

表 4-1 衍生性金融商品名目本金交易量（風險別及市場別）

單位：新臺幣百萬元

年度 (民國)	利率 有關契約		匯率 有關契約		權益證券 有關契約		商品 有關契約		信用 有關契約		其他 有關契約		契約合計		
	店頭 市場	交易 所	店頭 市場	交易 所	店頭 市場	交易 所	店頭 市場	交易 所	店頭 市場	交易 所	店頭 市場	交易 所	店頭 市場	交易所	合計
87	205,487	67,026	11,168,854	78	0	0	2,023	0					11,376,364	67,104	11,443,468
88	230,825	5,194	10,144,487	49	0	0	13,490	0					10,388,802	5,243	10,394,045
89	433,689	4,797	12,361,851	0	0	0	56,686	0					12,852,226	4,797	12,857,023
90	1,121,886	46,891	12,862,402	0	2,174	433	27,820	0					14,014,282	47,324	14,061,606
91	3,032,167	442,578	17,328,411	4	19,272	0	57,046	3,135					20,436,896	445,717	20,882,613
92	4,045,170	1,020,363	25,343,573	0	32,264	25,400	125,878	0					29,546,885	1,045,763	30,592,648
93	7,376,325	1,305,260	41,109,785	253	45,001	96,318	234,344	0	27,470	0			48,792,925	1,401,831	50,194,756
94	9,174,797	1,489,221	43,751,485	0	30,088	77,931	179,784	0	29,271	0	2	0	53,165,427	1,567,152	54,732,579
95	11,557,084	2,680,945	62,111,781	0	41,270	87,732	59,655	422	62,126	0	9,499	0	73,841,415	2,769,099	76,610,514

年度 (民國)	利率 有關契約		匯率 有關契約		權益證券 有關契約		商品 有關契約		信用 有關契約		其他 有關契約		契約合計		
	店頭 市場	交易 所	店頭 市場	交易 所	店頭 市場	交易 所	店頭 市場	交易 所	店頭 市場	交易 所	店頭 市場	交易 所	店頭市場	交易所	合計
96	12,622,152	13,890,456	70,056,043	0	30,094	2,620,380	227,666	0	204,452	0	0	0	83,140,407	16,510,836	99,651,243
97	13,784,583	14,280,230	71,235,596	0	5,702	3,579,738	739,995	256,749	115,028	0	304	0	85,881,208	18,116,717	103,997,925
98	21,926,668	9,652,767	68,916,673	0	4,706	2,734,767	671,886	666,115	117,116	0	0	0	91,637,049	13,053,649	104,690,698
99	10,429,759	14,888,022	89,968,181	0	7,790	4,553,854	635,380	109,470	322,769	0	0	0	101,363,879	19,551,346	120,915,225
100	6,652,198	10,656,525	99,425,126	0	204,358	5,811,487	655,403	406,499	153,190	0	0	0	107,090,275	16,874,511	123,964,786

註：1.已剔除銀行間交易重複計算部分。

2.利率有關契約係僅涉及單一幣別之利率契約。

3.衍生性金融商品名目本金交易量自 87 年 1 月份開始統計。

4.信用有關契約自 93 年 1 月份開始統計，其他有關契約自 94 年 1 月份開始統計。

5.黃金有關契約包含在商品有關契約。

6.資料來源:中央銀行彙整本國銀行及外國銀行在台分行申報資料。

表 4-2 則為衍生性金融商品名目本金餘額統計，由表中可以看出，在衍生性金融商品之目的方面，以交易目的之契約名目本金遠超過以非交易目的之契約金額。在商品種類方面，則以利率、匯率有關契約的名目本金餘額較高，其中利率有關契約於 2004 年開始超過匯率有關契約之名目本金餘額。

表 4-2 衍生性金融商品名目本金餘額（風險別及交易目的別）

單位:新臺幣百萬元

月底 (民國)	利率有關契約		匯率有關契約		權益證券 有關契約		商品有關契約		信用有關 契約		其他有關 契約		契約合計		
	交易 目的	非交易 目的	交易 目的	非交易 目的	交易 目的	非交易 目的	交易 目的	非交易 目的	交易 目的	非交易 目的	交易 目的	非交易 目的	交易 目的	非交易 目的	合計
87年3月	225,312	29,346	1,690,319	66,727	82	0	3,123	0					1,918,836	96,073	2,014,909
6月	248,715	42,463	2,299,127	78,830	102	0	2,918	0					2,550,862	121,293	2,672,155
9月	349,308	49,327	1,780,328	96,331	0	0	2,304	0					2,131,940	145,658	2,277,598
12月	329,935	51,529	1,225,165	79,790	0	0	2,151	0					1,557,251	131,319	1,688,570
88年3月	347,509	49,771	1,349,459	102,132	0	0	1,216	0					1,698,184	151,903	1,850,087
6月	417,252	65,493	1,396,244	99,597	0	0	5,843	0					1,819,339	165,090	1,984,429
9月	399,415	61,501	1,453,846	102,369	0	0	12,353	0					1,865,614	163,870	2,029,484
12月	439,116	48,484	1,509,048	136,782	0	0	12,537	0					1,960,701	185,266	2,145,967
89年3月	470,975	57,670	1,662,986	161,607	0	0	17,985	0					2,151,946	219,277	2,371,223
6月	488,240	57,957	1,751,585	135,551	0	0	18,057	0					2,257,882	193,508	2,451,390
9月	547,000	55,589	1,988,532	59,402	0	0	39,356	0					2,574,888	114,991	2,689,879
12月	635,127	67,664	2,260,616	93,170	0	0	47,596	0					2,943,339	160,834	3,104,173
90年3月	649,930	60,818	2,157,827	325,816	1,070	0	41,457	0					2,850,304	386,634	3,236,938
6月	815,661	71,080	2,672,923	273,651	3,116	0	46,052	0					3,537,752	344,731	3,882,483
9月	1,018,169	72,107	3,042,830	311,256	3,369	1,072	46,082	0					4,110,450	384,435	4,494,885
12月	1,226,902	81,870	3,291,855	71,190	4,038	1,480	47,132	0					4,569,927	154,540	4,724,467
91年3月	1,616,841	82,002	3,657,379	71,712	15,553	622	37,941	0					5,327,714	154,336	5,482,050
6月	2,243,114	168,367	4,433,742	62,318	21,927	864	41,507	0					6,740,290	231,549	6,971,839
9月	2,869,422	2,374	4,608,514	0	53,952	0	62,313	0					7,594,201	2,374	7,596,575
12月	2,870,937	158,907	4,065,728	75,059	33,846	1,503	79,589	0					7,050,100	235,469	7,285,569

月底 (民國)	利率有關契約		匯率有關契約		權益證券 有關契約		商品有關契約		信用有關 契約		其他有關 契約		契約合計		
	交易 目的	非交易 目的	交易 目的	非交易 目的	交易 目的	非交易 目的	交易 目的	非交易 目的	交易 目的	非交易 目的	交易 目的	非交易 目的	交易 目的	非交易 目的	合計
92年3月	3,432,309	198,613	4,587,618	70,798	42,529	590	66,732	0					8,129,188	270,001	8,399,189
6月	4,168,510	251,200	5,326,257	91,376	42,142	208	58,335	0					9,595,244	342,784	9,938,028
9月	5,075,381	275,061	6,983,411	85,457	34,202	0	89,693	0					12,182,687	360,518	12,543,205
12月	5,922,899	365,203	7,022,296	97,679	56,953	0	97,039	0					13,099,187	462,882	13,562,069
93年3月	7,374,861	500,213	9,891,102	290,777	45,058	0	104,552	0					17,415,573	790,990	18,206,563
6月	9,301,422	523,263	9,975,399	331,376	52,121	1	133,440	0	25,075	1,126			19,487,457	855,766	20,343,223
9月	10,352,335	641,037	9,167,785	479,796	47,656	13	142,826	0	43,847	3,978			19,754,449	1,124,824	20,879,273
12月	10,794,204	881,294	9,467,741	402,604	43,056	1	145,976	0	38,274	4,769			20,489,251	1,288,668	21,777,919
94年3月	12,260,523	828,587	9,845,739	450,650	53,146	355	163,755	0	40,404	3,319	0	0	22,363,567	1,282,911	23,646,478
6月	14,241,064	685,442	10,167,446	269,782	41,435	0	181,596	0	48,394	4,447	4,468	0	24,684,403	959,671	25,644,074
9月	16,694,884	677,852	10,375,928	286,088	45,878	0	172,111	0	60,155	4,505	4,640	0	27,353,596	968,445	28,322,041
12月	18,330,961	592,438	10,497,504	286,111	39,880	260	185,564	0	81,739	1,330	4,312	0	29,139,960	880,139	30,020,099
95年3月	20,778,918	516,854	10,677,357	23,006	41,735	58	152,014	0	95,920	973	4,122	0	31,750,066	540,891	32,290,957
6月	24,180,102	513,142	11,359,643	22,843	47,464	14	130,321	0	91,441	227	3,870	0	35,812,841	536,226	36,349,067
9月	25,743,324	556,557	11,808,706	23,611	44,875	0	79,104	0	104,083	4,567	3,846	0	37,783,938	584,735	38,368,673
12月	26,661,300	545,075	13,014,989	23,055	42,525	0	104,947	0	124,643	5,768	9,499	0	39,957,903	573,898	40,531,801
96年3月	27,980,714	530,959	14,399,933	21,793	105,760	0	116,670	0	133,385	9,527	9,568	0	42,746,030	562,279	43,308,309
6月	33,529,941	537,425	15,064,341	22,845	149,605	0	92,297	0	159,375	9,467	10,021	0	49,005,580	569,737	49,575,317
9月	37,180,888	542,214	14,692,743	21,114	59,033	0	98,552	0	167,084	14,072	9,998	0	52,208,298	577,400	52,785,698
12月	38,634,421	273,457	15,385,282	19,971	54,315	0	123,847	0	165,401	17,468	9,978	0	54,373,244	310,896	54,684,140
97年3月	39,391,441	266,675	17,603,060	50,231	60,892	0	150,474	0	165,760	22,625	9,661	0	57,381,288	339,531	57,720,819
6月	39,822,474	269,023	17,293,587	14,215	54,734	0	152,996	0	199,782	4,963	9,959	0	57,533,532	288,201	57,821,733
9月	41,553,765	258,832	18,703,009	14,823	45,526	0	216,611	0	203,263	515	10,257	0	60,732,431	274,170	61,006,601
12月	42,638,631	233,522	16,288,792	12,715	36,151	0	297,697	0	160,985	522	10,029	0	59,432,285	246,759	59,679,044
98年3月	46,166,269	222,015	16,615,609	12,259	33,904	0	314,585	0	157,960	436	10,201	0	63,298,528	234,710	63,533,238
6月	49,197,477	202,803	16,931,087	16,521	32,042	0	288,682	0	140,058	422	10,032	0	66,599,378	219,746	66,819,124
9月	47,058,936	193,685	17,188,828	21,416	35,220	0	245,174	0	137,118	414	9,933	0	64,675,209	215,515	64,890,724
12月	46,200,070	206,616	16,404,840	279,036	53,622	0	191,518	0	128,325	412	9,925	0	62,988,300	486,064	63,474,364
99年3月	38,920,000	220,298	18,699,483	37,437	49,170	0	142,308	0	123,098	409	9,880	0	57,943,939	258,144	58,202,083
6月	35,246,576	261,403	24,965,786	55,678	33,645	32	114,389	0	99,232	415	12,900	0	60,472,528	317,528	60,790,056
9月	32,965,840	289,708	19,816,829	58,182	28,403	2,186	72,899	0	84,610	403	0	0	52,968,581	350,479	53,319,060
12月	31,930,499	286,817	18,810,484	62,723	43,060	1,770	32,199	0	76,243	391	0	0	50,892,485	351,701	51,244,186
100年3月	32,029,756	305,245	19,321,143	72,120	53,168	1,149	38,686	0	76,443	378	0	0	51,519,196	378,892	51,898,088
6月	29,977,240	286,506	20,627,906	74,937	53,111	0	66,830	0	67,178	371	0	0	50,792,265	361,814	51,154,079
9月	31,935,076	278,804	23,197,012	44,010	31,930	0	105,252	0	98,776	393	0	0	55,368,046	323,207	55,691,253
12月	27,783,498	282,712	20,724,389	36,859	28,077	0	103,859	0	87,441	390	0	0	48,727,264	319,961	49,047,225

- 註：1.利率有關契約係僅涉及單一幣別之利率契約。  
2.衍生性金融商品名目本金餘額自87年1月份開始統計。  
3.信用有關契約自93年1月份開始統計，其他有關契約自94年1月份開始統計。  
4.94年1月以前之匯率有關契約包含黃金有關契約。  
5.資料來源：中央銀行彙整本國銀行及外國銀行在台分行填送資料。



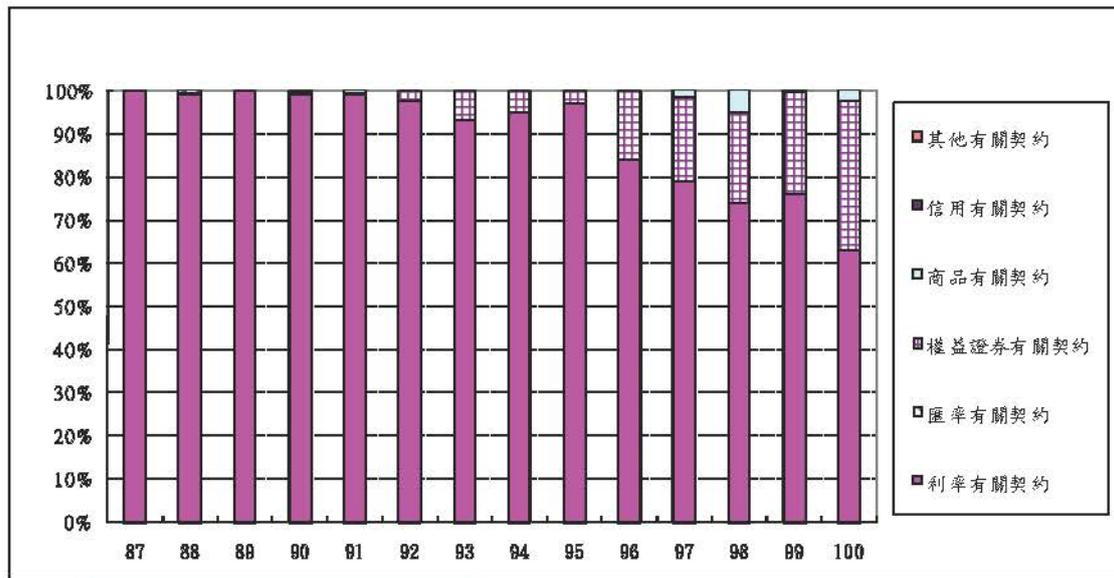


圖 4-1 交易所衍生性金融商品風險別名目本金交易量概況

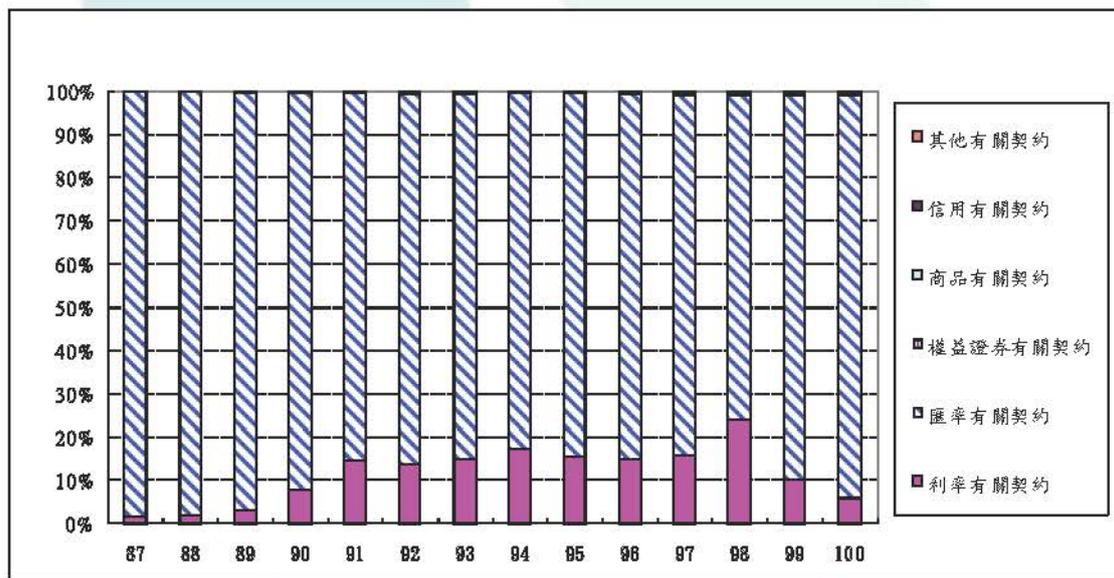


圖 4-2 店頭市場衍生性金融商品風險別名目本金交易量概況

## 二、 監理規範

現行銀行依據行政院金融監督管理委員會發布之「銀行辦理衍生性金融商品業務應注意事項」規定，除了衍生性商品涉及與適用台灣地區與大陸地區人民關係條例及依該條例所定之相關法令有關之商品、或涉及從事衍生自國內股價暨期貨交易所有關之現貨商品及指數

等契約、或涉及須經中央銀行許可之外匯商品外，應先經核准後始得辦理，銀行已經可以辦理各種衍生性金融商品及其商品之組合。換言之，目前金管會對銀行辦理衍生性商品業務係採負面表列之監督管理方式。

#### (一) 銀行辦理衍生性金融商品業務應注意事項

##### 1. 風險管理原則：

- (1) 辦理衍生性金融商品業務之經營策略。
- (2) 作業準則內容，應包括下列事項：業務原則與方針、業務流程、內部控制制度、定期評估方式、會計處理方式、內部稽核制度、風險管理措施。

##### 2. 風險管理措施

- (1) 銀行辦理衍生性金融商品，應經適當程序檢核，並由高階管理階層及相關業務主管共同參考訂定風險管理制度。
- (2) 銀行辦理衍生性金融商品業務，應訂定風險管理制度，對於交易風險之辨識、衡量、監控及報告等程序落實管理。
- (3) 辦理衍生性金融商品業務之交易及交割人員不得互相兼任，銀行應設立獨立於交易部門以外之風險管理單位。
- (4) 銀行應依據風險辨識、衡量、監控及報告之管理流程，訂定市場、信用、流動性、作業及法律等風險之管理措施。
- (5) 銀行辦理衍生性金融商品業務，須由負責風險管理之單位，就交易部門使用之金融商品定價模型與評價系統檢核後，方得使用。並應就風險管理模型進行必要之回顧測試，以及對異常狀況或特別重大事件進行各種壓力測試。
- (6) 銀行須訂定新種商品之內部審查作業規範。

- (7) 由於風險常因客觀環境變動而改變其對業務之影響程度，因此負責風險管理之單位或其他適當單位應對風險管理之優先順序、成本、適用性及工具之選擇等進行定期評估。

### 3. 監督管理原則

- (1) 銀行辦理衍生性金融商品業務應先評估其風險與效益，並訂定經營策略及作業準則報董（理）事會核准後施行，修改時亦同。
- (2) 董（理）事會應定期評估本項業務之績效是否符合既定之經營策略及承擔之風險是否在銀行容許承受之範圍。

## (二) 公開發行公司取得或處分資產處理準則

### 1. 風險管理原則

- (1) 交易原則與方針：應包括得從事衍生性商品交易之種類、經營或避險策略、權責劃分、績效評估要領及得從事衍生性商品交易之契約總額，以及全部與個別契約損失上限金額等。
- (2) 風險管理措施。
- (3) 內部稽核制度。
- (4) 定期評估方式及異常情形處理。

### 2. 風險管理措施

- (1) 風險管理範圍，應包括信用、市場價格、流動性、現金流量、作業及法律等風險管理。
- (2) 從事衍生性商品之交易人員及確認、交割等作業人員不得互相兼任。

(3) 風險之衡量、監督與控制人員應與前款人員分屬不同部門，並應向董事會或向不負交易或部位決策責任之高階主管人員報告。

(4) 衍生性商品交易所持有之部位至少每週應評估一次，惟若為業務需要辦理之避險性交易至少每月應評估二次，其評估報告應呈送董事會授權之高階主管人員。

(5) 其他重要風險管理措施。

### 3. 監督管理原則

(1) 指定高階主管人員應隨時注意衍生性商品交易風險之監督與控制。

(2) 定期評估從事衍生性商品交易之績效是否符合既定之經營策略及承擔之風險是否在公司容許承受之範圍。

**表 4-3 從事衍生性金融商品相關規範比較表**

項目	銀行辦理衍生性金融商品業務應注意事項	公開發行公司取得或處分資產處理準則
規範對象	銀行	公開發行公司
適用範圍	銀行辦理衍生性金融商品業務	1. 股票、公債、公司債、金融債券、國內受益憑證、海外共同基金、存託憑證、認購(售)權證、受益證券及資產基礎證券等長、短期投資。 2. 不動產(含營建業之存貨)及其他固定資產。 3. 會員證。 4. 專利權、著作權、商標權、特許權等無形資產。 5. 金融機構之債權(含應收款項、買匯貼現及放款、催收款項)。 6. 衍生性商品。 7. 依法律合併、分割、收購或股

項目	銀行辦理衍生性金融商品業務應注意事項	公開發行公司取得或處分資產處理準則
		份受讓而取得或處分之資產。 8. 其他重要資產。
<b>衍生性商品定義</b>	衍生性金融商品係指其價值由利率、匯率、股價、指數、商品或其他利益及其組合等所衍生之交易契約。	衍生性商品係指其價值由資產、利率、匯率、指數或其他利益等商品所衍生之遠期契約、選擇權契約、期貨契約、槓桿保證金契約、交換契約，及上述商品組合而成之複合式契約等。所稱之遠期契約，不含保險契約、履約契約、售後服務契約、長期租賃契約及長期進(銷)貨合約。
<b>風險管理原則</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 辦理衍生性金融商品業務之經營策略。</li> <li>2. 作業準則內容，應包括下列事項：業務原則與方針、業務流程、內部控制制度、定期評估方式、會計處理方式、內部稽核制度、風險管理措施。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 交易原則與方針：應包括得從事衍生性商品交易之種類、經營或避險策略、權責劃分、績效評估要領及得從事衍生性商品交易之契約總額，以及全部與個別契約損失上限金額等。</li> <li>2. 風險管理措施。</li> <li>3. 內部稽核制度。</li> <li>4. 定期評估方式及異常情形處理。</li> </ol>
<b>風險管理措施</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 銀行辦理衍生性金融商品，應經適當程序檢核，並由高階管理階層及相關業務主管共同參考訂定風險管理制度。</li> <li>2. 應訂定風險管理制度，對於交易風險之辨識、衡量、監控及報告等程序落實管理。</li> <li>3. 辦理衍生性金融商品業務之交易及交割人員不得互相兼任，銀行應設立獨立於交易部門以外之風險管理單位。</li> <li>4. 銀行應依據風險辨識、衡量、監控及報告之管理流程，訂定市場、信用、流動性、作業及法律等風險之管理措施。</li> <li>5. 銀行辦理衍生性金融商品業務，須由負責風險管理之單位，就交易部門使用之金融商品定價模型與評價系統檢核後，方得使用。並應就風險管</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 風險管理範圍，應包括信用、市場價格、流動性、現金流量、作業及法律等風險管理。</li> <li>2. 從事衍生性商品之交易人員及確認、交割等作業人員不得互相兼任。</li> <li>3. 風險之衡量、監督與控制人員應與前款人員分屬不同部門，並應向董事會或向不負交易或部位決策責任之高階主管人員報告。</li> <li>4. 衍生性商品交易所持有之部位至少每週應評估一次，惟若為業務需要辦理之避險性交易至少每月應評估二次，其評估報告應呈送董事會授權之高階主管人員。</li> <li>5. 其他重要風險管理措施。</li> </ol>

項目	銀行辦理衍生性金融商品業務應注意事項	公開發行公司取得或處分資產處理準則
	理模型進行必要之回顧測試，以及對異常狀況或特別重大事件進行各種壓力測試。 6. 銀行須訂定新種商品之內部審查作業規範。 7. 由於風險常因客觀環境變動而改變其對業務之影響程度，因此負責風險管理之單位或其他適當單位應對風險管理之優先順序、成本、適用性及工具之選擇等進行定期評估。	
監督管理組織	董事會	董事會
監督管理原則	1. 銀行辦理衍生性金融商品業務應先評估其風險與效益，並訂定經營策略及作業準則報董（理）事會核准後施行。 2. 董（理）事會應定期評估本項業務之績效是否符合既定之經營策略及承擔之風險是否在銀行容許承受之範圍。	1. 指定高階主管人員應隨時注意衍生性商品交易風險之監督與控制。 2. 定期評估從事衍生性商品交易之績效是否符合既定之經營策略及承擔之風險是否在公司容許承受之範圍。

資料來源：本研究整理。

### （三）證券商風險管理實務守則

證券商業務之經營面臨許多不確定性，為協助證券商建立良好之整體風險管理制度，並促進資本市場健全發展，於 2004 年 10 月 12 日發布「證券商風險管理實務守則」，俾使證券商重視風險管理之經營策略與組織文化，並掌握質化與量化管理之成果，作為經營策略制定之參考依據。

「證券商風險管理實務守則」共可分為總則、風險管理組織架構與職責、風險管理之流程、各類風險之管理機制、風險性之績效管理、風險管理資訊系統、風險資訊揭露及附則八大部分。茲將法規重要內容擷取說明如下：

## 1. 風險管理組織架構與職責

- (1) 風險管理組織架構：證券商得在董事會成員中組成風險管理委員會，並應指定或設置適當風險管理執行單位，俾有效規劃、監督與執行證券商之風險管理事務。
- (2) 董事會的角色：董事會應認知證券商營運所面臨之風險，確保風險管理之有效性，並負風險管理最終責任。
- (3) 風險管理委員會的功能：為協助董事會規劃與監督相關風險管理事務，證券商得在董事會成員中組成風險管理委員會，如未組成風險管理委員會，則由董事會直接負責相關事務。
- (4) 風險資本限額之訂定：宜就公司整體及各業務單位所需之資本進行配置，其配置之根據，應參照公司營運策略目標，於本身所能承受之風險程度範圍內為之。配置權責宜歸屬於董事會，或經由風險管理委員會擬定後，報經董事會核可。為確保公司營運活動不踰越所能承受之風險胃納，對風險資本限額之監控管理便極為重要。
- (5) 風險管理政策：應訂定風險管理政策，以作為公司日常執行風險管理作業之規範依據。其內容應能確實反應公司之營運策略目標、風險偏好及所面臨風險的特性，並透過一定程序傳達予公司上下一體遵行。風險管理政策得由風險管理委員會擬定，提交董事會核可後執行。

## 2. 風險管理之流程

證券商的風險管理流程應包括：風險的辨識、風險的衡量、風險的監控、風險的報告與風險的回應措施，如下圖所示：

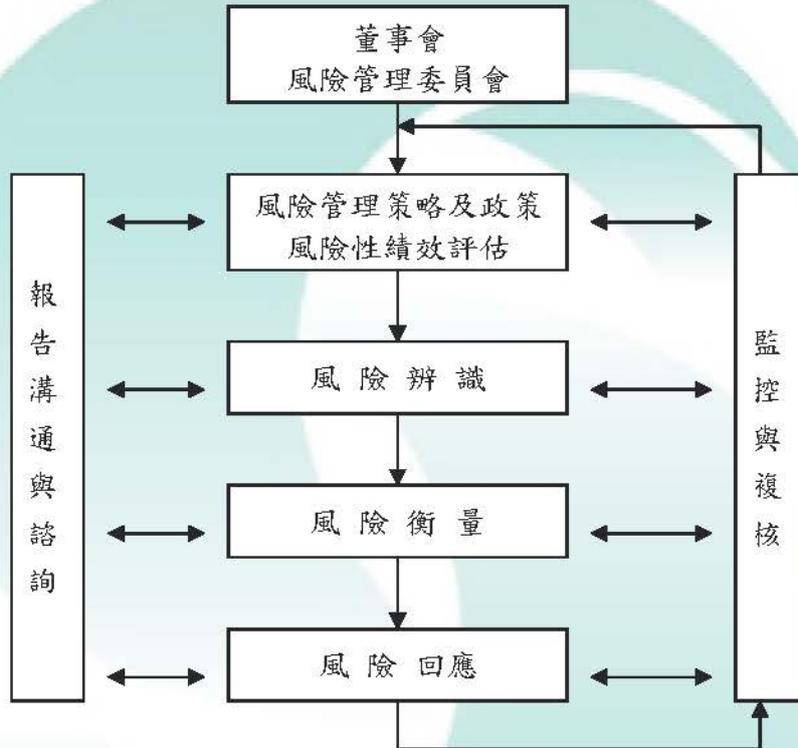


圖 4-3 風險管理之流程

- (1) 風險的辨識：證券商為管理風險，首應辨識有那些風險係其營運過程中可能面臨者。一般而言影響風險之發生有內外各種因素，或稱之為風險因子；為了有效掌握，宜採各種可行之分析工具及方法，透過由下而上或由上而下的討論研析，彙整以往經驗並預測未來可能發生風險之狀況，予以指認歸類，俾作為進一步衡量、監控管理風險之參考。
- (2) 風險的衡量：證券商辨識不同商品所含之風險因子後，宜訂定適當之衡量方法，俾作為風險管理的依據。

- (3) 風險的監控：證券商為監控各種風險限額使用情形，及其超限之狀況並作適當之呈報，以利回應措施之採行，及措施採行後其執行情形之瞭解與評估等，應訂定一套完整之監控作業流程。此種作業宜於例行營運活動中持續進行，或（並）於事後作離線之觀察與了解。監控作業中所發現之缺失均應依規定上報。
- (4) 風險的報告：證券商應確實編製各種交易報告書與風險管理報告書，呈報給適當的管理階層，並應依規定定期向主管機關申報。
- (5) 風險的回應措施：證券商於評估及彙總風險後，對於所面臨之風險宜採取適當之回應措施。

### 3. 市場風險之管理機制

公司對於所有業務之市場風險，應訂定適當之市場風險管理制度，並落實執行。

- (1) 與市場風險管理有關之各個層級之授權架構及呈報流程與作業內容。
- (2) 可容許之交易範圍。
- (3) 市場風險衡量方法，包括質化與量化之方法。
- (4) 訂定適當之市場風險限額及其核定層級與超限處理方式。
- (5) 問題交易與非正常交易之查證、調整與解決處理程序。

### 4. 信用風險之管理機制

證券商對於所有業務之信用風險，應訂定適當之信用管理制度，並落實執行。

- (1) 與信用風險管理有關之各個層級之授權架構及呈報流程與作業內容。
- (2) 交易前之信用評估：交易前應審慎評估交易對手的信用程度，並確認交易之適法性。
- (3) 信用分級管理：宜訂定信用分級管理制度，對於不同信用程度之交易對手，設定各級信用限額並分級管理之。
- (4) 交易後之信用監控：對於不同交易對手與部位應定期檢視其信用狀況，並對各種信用加強（包括擔保品）措施定期評估及監督管理。
- (5) 其他有效降低信用風險之措施：例如擔保品、保證、信用風險淨額抵銷協議及信用衍生性商品等。

#### 5. 流動性風險之管理機制

證券商對於所有業務之流動性風險（包括市場流動性風險與資金流動性風險），應訂定適當之控管辦法，並落實執行。

- (1) 證券商應考慮持有部位之集中程度，及市場成交量概況，以進行市場流動性風險量化或非量化之管理。
  - 風險值模型可考慮市場的流動性風險，以正確地反映結清部位的風險，並由風險管理執行單位加以監控。
  - 由於鉅額交易對證券價格會產生重大影響，因此證券商應謹慎地管理鉅額部位之市場流動性風險。
- (2) 證券商應綜合考量各部門對資金需求之金額與時程，進行資金管理；並對異常或緊急狀況導致之資金調度需求，擬定應變計畫。資金流動性除應考慮本國短期資金調度外，亦需考量跨國或跨市場之資金流量調度。

## 6. 作業風險之管理機制

證券商對於作業風險，除應依其內部控制制度所規範之作業程序及控制重點進行控管外，對於業務及交易流程中之作業風險，亦應訂定適當之控管機制，並落實執行。

- (1) 交易部門應確保所有交易皆遵循證券商之政策，且對於交易流程中有關授權、交易支援資訊之取得、對手經驗之考量、及交易紀錄之保留等控管重點，皆應有適當之規範。
- (2) 財務部門、結算部門、及其他相關部門對於交易流程中有關評價、價格資訊確認、損益報表編製、交易處理與確認、結算與交割作業、帳戶之驗證、及資產控制等控管重點，應有適當之規範。

## 7. 其他風險之管理機制

- (1) 法律風險係指未能遵循政府相關法規，以及契約本身不具法律效力、越權行為、條款疏漏、規範不週等致使契約無效，而造成之可能損失。
- (2) 策略風險是指由於錯誤的商業決策、或決策執行不當、或對同業競爭缺乏適當回應、或產業變動缺乏適當反應，而使證券商收益或資本受到即時或未來可能損失的風險。
- (3) 聲譽風險是指任何有關證券商經營的負面事項，不論事情是否屬實，而可能導致證券商的客戶基礎縮小、收益減少、致須承擔龐大的訴訟費用，或其他可能損失的風險。
- (4) 證券商經營除市場、信用、作業與流動性風險外，仍包括法律、策略及聲譽風險等其他風險，宜依據各類風險特性

及其對公司之影響，建立適當之風險管理程序以控管其他風險。

## 8. 風險資訊揭露

證券商宜於年報、證券商網頁或其他處所揭露其風險管理相關資訊，其風險管理資訊揭露宜包括質化與量化等相關資訊，範圍宜包含：

- (1) 風險管理政策。
- (2) 風險管理採用模式。
- (3) 過去之風險預估與實際損益。
- (4) 資本適足率。
- (5) 主管機關要求揭露之相關資訊。
- (6) 其他有利風險管理機制運作之相關資訊。

### (四) 期貨商風險管理實務守則

為協助期貨商建立良好之整體風險管理制度，並促進期貨市場健全發展，於2005年4月4日公布「期貨商風險管理實務守則」，作為期貨商經營策略制定之參考依據。

綜觀「期貨商風險管理實務守則」與「證券商風險管理實務守則」基本架構與內容並無太大差異，共分為總則、風險管理組織架構與職責、風險管理之流程、各類風險之管理機制、風險性之績效管理、風險管理資訊系統、風險資訊揭露及附則八大部分。

### 三、近年來有關金融商品監理改革

本研究彙整國內 2010 年至 2012 年 8 月後金融危機期間，主管機關關於金融商品監理之相關法令訂定和修正，如下所示：

時間	法規名稱	內容
2010 年 1 月	修正「公開發行銀行財務報告編製準則」暨「金融控股公司財務報告編製準則」	為加強金融商品公平價值資訊之揭露，參考國際會計準則第 7 號公報「金融商品之揭露」及國際會計準則委員會於 2009 年 5 月發布之「公平價值衡量」草案等相關文件，增訂金融商品區分為三個層級揭露其公平價值之評價基礎。
	修正華僑及外國人從事國內期貨交易應行注意事項	為吸引外資從事國內期貨交易，以簡化申報作業。
	發布「大陸地區投資人來臺從事證券投資及期貨交易管理辦法」第 12 條第 2 項規定釋令	依「大陸地區投資人來臺從事證券投資及期貨交易管理辦法」第 12 條第 2 項之規定，大陸地區投資人投資臺灣地區證券以公債、貨幣市場工具及貨幣市場基金為限，且總額度不得超過其匯入資金之 30%。
2010 年 2 月	修正「銀行辦理衍生性金融商品業務應注意事項」(2009.12.31)	修正重點為引進客戶分級管理制度，並進一步加強有關客戶適合度、推廣文宣、說明義務及風險揭露等規範，俾以完善客戶權益保障措施。另增修銀行辦理結構型商品及臺股股權衍生性金融商品應遵守事項，進而強化銀行承作相關商品之管理。
	修正「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」及「公開收購說明書應行記載事項準則」	為因應國際併購潮流趨勢，私募基金與管理階層收購案件逐漸增加，其修正重點為增列未補辦公開發行之私募有價證券不得為公開收購之標的，公開收購人和被收購公司特定股東間之協議或約定不得有使實質收購條件產生不一致情事、公開收購條件成就之判定及應賣人於條件成就後例外得撤銷應賣情形等，以強化資訊揭露，俾利維護股東權益。
2010 年 3 月	訂定「銀行法第 33 條之 3 授權規定事項辦法」	為避免銀行之風險性資產集中於單一或少數客戶，使資金合理配置，以落實銀行大額曝險管理。

時間	法規名稱	內容
	修正「信託業營運範圍受益權轉讓限制風險揭露及行銷訂約管理辦法」	由於信託業近年來辦理金錢信託業務受理委託人進行投資或理財規劃之規模日增，增訂信託業辦理信託業務之申請程序及規範運用信託財產於國外或涉及外匯之投資標的，並引進客戶分類制度與強化行銷等相關規範。
2010年4月	修正臺灣地區與大陸地區金融、證券及期貨、保險業務往來及投資許可管理辦法	修正重點包括事前審查、風險控管及事後追蹤管理等具體規定，以確保國家經濟安全，俾維護國內金融市場穩定。
	開放證券商得受託、自行買賣紅籌股等有價證券	為提升證券商競爭力及增加國人投資標的，特於2010年3月開放證券商得受託、自行買賣港澳地區證券交易市場掛牌之紅籌股及陸股ETF等有價證券，同時也開放證券商得自行買賣本國企業赴海外發行之可轉換公司債（ECB）、海外存託憑證（GDR、ADR）等有價證券。
	修正「證券暨期貨市場各服務事業建立內部控制制度處理準則」	參考美國COSO委員會內控報告及國際內部稽核執業準則等相關規範，增訂建立「金融檢查報告之管理」、「防範內線交易之管理」之控制作業及風險管理機制。
2010年5月	修正「金融機構國內分支機構管理辦法」第3條及第5條附表一	為落實金融機構差異化監理原則，修正調整開放增設分支機構之目標，因應金融經營環境變化，未來將以每年4月底金融機構財務資料計算後之標準供業者遵循。
	修正「發行人申請發行認購（售）權證處理準則」	開放發行人得以外國證券交易市場之外國證券或指數為連結標的發行國內認購（售）權證，進一步擴大證券商業務經營範圍並協助其業務國際化，以及滿足投資人多元化交易需求。
2010年6月	修正「證券交易法」	修正重點增列主管機關依與外國簽訂之條約或協定提供必要資訊、縮短年度財務報告公告申報期限、股東常會之召開期限等，以加強跨國監理能力、提升財務資訊公開時效、強化股東會召開程序及完備內線交易規範。
2010年11月	修正「華僑及外國人從事期貨交易應行注意事項」	開放外資可以從事國外期貨交易及委任期貨經理事業以外幣從是全權委託期貨交易，以促進期貨業發展。

時間	法規名稱	內容
2010年12月	修正「信用評等事業管理規則」部分條文	有鑑於國際間於金融風暴發生以來陸續採行強化信用評等事業監理措施，經參考國際監理規範及衡酌國內信用評等事業發展現況，修正內容包括強化信用平等事業揭露資訊、健全信用評等事業內部控制、強化信用評等結果可靠性、防範利益衝突及評等資料之保存等，以提昇國內信用評等品質，俾健全信用評等事業發展。
2011年1月	訂定「金融機構接管辦法」及「金融機構監管辦法」	主要是明確規範問題金融機構之糾正措施和退場處理機制。
2011年3月	開放證券經紀商以自有資金投資之部位得於期貨市場避險	主要目的是開放證券經紀商申請以期貨交易人身分，在其自有資金投資的部位，以從事避險目的之國內期貨及選擇權契約交易。
	發布「期貨自營商擔任股票選擇權或股票期貨造市者之相關規範」	主要開放股票期貨造市者比照股票選擇權造市者現貨避險，同時整併股票選擇權造市者相關規範，以提升股票期貨市場流動性暨股票期貨造市者參與造市意願。
	放寬股票期貨與選擇權契約之遴選標準	放寬股票期貨與選擇權契約之遴選標準，比照上市認購（售）權證之標的證券標準遴選交易標的，以促進股票期貨與股票選擇權契約交易之活絡，俾利增加交易人期貨交易操作選擇。
2011年5月	規定銀行資本適足性資訊應揭露事項	應揭露事項包括各本國銀行應於網站設置「資本適足性與風險管理專區」，揭露定性資訊和定量資訊，各銀行應於每年4月底前揭露前一年底相關資訊。
2011年7月	立法院三讀通過金融消費者保護法	為保護弱勢之金融消費者權益，應成立專責爭議處理機構，以迅速有效且公平合理處理弱勢民眾之金融消費爭議，並規範金融消費者之保護措施，特於2011年6月3日三讀通過金融消費者保護法，而財團法人金融消費評議中心於2012年1月2日正式運作。

時間	法規名稱	內容
2011年8月	開放 OBU 及海外分支機構辦理人民幣業務	為了擴大本國銀行國際金融業務分行 (OBU) 及海外分支機構之業務發展，發布「臺灣地區銀行辦理人民幣業務規定」，以開放銀行 OBU 及海外分支機構申請辦理人民幣業務。
2011年11月	放寬證券商擔任 ETF 之參與證券商或流動量提供者債券申報賣出規範	主要為開放國外成分證券 ETF 可辦理境外避險，及放寬證券商從事外國衍生性金融商品交易之避險工具認定標準。
2011年12月	修正「證券商辦理財富管理業務應注意事項」第6點	為擴大證券商業務經營，並健全證券商營運發展，特放寬證券商以信託方式辦理財富管理業務之自有資本適足比率規範，由應逾 250% 調整為 200%。
2012年1月	修正「證券發行人財務報告編製準則」部分條文	由於配合國際財務報導準則第 9 號「金融工具」延後實施，修正相關會計項目，訂定首次採用 IFRSs 時，選擇先前認列金融工具指定豁免項目之相關規範。
2012年2月	修正「證券商管理規則」部分條文	為提升證券商業務競爭力，並強化證券商經營業務之管理，開放香港紅籌股、紅籌指數成分股及涉及陸股之指數股票型基金為證券商經營衍生性金融商品業務之連結標的。
2012年4月	訂定「銀行國際金融業務分行辦理衍生性金融商品業務規範」	主要規範有 OBU 經核准辦理衍生性金融商品業務，OBU 辦理外幣信用違約交換 (credit default swap) 及外幣信用違約選擇權 (credit default option) 業務之規定，以及交易對象應區分為「專業客戶」及「一般客戶」。
	開放國內證券商得自行、受託買賣大陸地區政府或公司在港澳地區及其他外國證券交易市場或經理之有價證券	為滿足國內投資人需求及擴大證券商業務範圍，俾以提升證券商國際競爭力、降低投資人之交易成本，並強化投資人權益之保障，開放國內證券商得自行、受託買賣大陸地區政府或公司在港澳地區及其他外國證券交易市場或經理之有價證券，如美國 N 股、香港 H 股、新加坡 S 股等。
2012年7月	為因應歐洲主權債務危機已備妥因應措施	因應歐債危機，金管會分別從「穩定金融市場」及「協助產業取得營運所需資金」二方面採取因應措施。

時間	法規名稱	內容
2012年8月	開放國內公開發行公司發行海外人民幣債券，並鼓勵銀行 OBU 優先投資	開放國內公開發行公司赴海外發行人民幣計價之普通公司債，使公開發行公司增加籌資管道，也可使 OBU 提升資金運用效益，俾積極協助國內企業發展。
	修正「發行人申請發行認購(售)權證處理準則」部分條文	主要為進一步放寬認購(售)權證連結標的範圍，並強化權證市場監理，以及建立發行人退場機制。

資料來源：本研究整理。

## 第二節 歐美債信危機對我國金融市場之影響

### 一、財政收支

根據財政部統計處對我國各級政府歲入歲出淨額之統計資料顯示，可以看出歷年來各級政府歲入歲出淨額之趨勢圖，歲出淨額幾乎都大於歲入淨額，僅 1988、1998 年有財政賸餘，其餘年度皆是財政赤字。另一方面，歲入淨額幾乎是呈現逐年成長之趨勢，2000 年成長幅度最高為 39.94%，其歲入淨額為 2 兆 7,849 億元；而歲出淨額也是呈現逐年增加之趨勢，也是 2000 年增加的幅度最大為 53.22%，其歲出淨額為 3 兆 1,409 億元，當年度財政赤字金額為 3,561 億元，較前一年度增加近 7 倍之多。

表 4-4 各級政府歲入歲出淨額

單位：新台幣百萬元

會計年度	各級政府 歲入淨額	各級政府 歲出淨額	財政餘絀
1988	765,439	726,468	38,971
1989	921,575	1,207,351	-285,775
1990	1,092,401	1,097,518	-5,116
1991	1,049,931	1,275,613	-225,682
1992	1,257,568	1,561,930	-304,362

會計年度	各級政府 歲入淨額	各級政府 歲出淨額	財政餘絀
1993	1,416,334	1,756,306	-339,972
1994	1,502,754	1,826,367	-323,613
1995	1,559,429	1,910,066	-350,637
1996	1,604,184	1,843,786	-239,602
1997	1,704,759	1,878,764	-174,005
1998	2,053,458	1,992,593	60,865
1999	2,004,394	2,050,004	-45,609
2000	2,784,863	3,140,936	-356,074
2001	1,896,841	2,271,755	-374,915
2002	1,787,919	2,144,994	-357,075
2003	1,948,847	2,216,514	-267,667
2004	1,927,400	2,245,047	-317,647
2005	2,218,039	2,291,999	-73,960
2006	2,177,018	2,214,226	-37,208
2007	2,244,758	2,290,169	-45,411
2008	2,231,614	2,343,585	-111,972
2009	2,113,644	2,670,898	-557,254
2010	2,115,554	2,566,804	-451,251
2011	2,306,115	2,612,761	-306,646
2012*	2,420,094	2,774,200	-354,106

說明：2002年（含）以前為決算審定數；2003至2011年為決算數。

附註：（1）歲入淨額，不包括公債及賒借收入、移用以前年度歲計賸餘。

（2）歲出淨額，不包括債務還本支出。

\*（1）（2）（3）係預算數。

資料來源：財政部統計處「100年財政統計年報」。



圖 4-4 歷年來各級政府歲入歲出淨額之趨勢圖

此外，若以 2001~2012 年各級政府歲入歲出淨額占 GDP 比率之統計數據來看，歲入淨額占 GDP 之比率介於 15%~19%，不超過 20%；而歲出淨額占 GDP 之比率為介於 17%~22%。另財政收支占 GDP 之比率，近年來皆是財政赤字，其財政赤字占 GDP 之比率以 2009 年最高為-4.5%，較前一年度增加有 4 倍之多。

**表 4-5 各級政府歲入歲出淨額占 GDP 之比率**

單位：%

年度	各級政府歲入淨額 占 GDP 之比率	各級政府歲出淨額 占 GDP 之比率	財政餘絀 占 GDP 之比率
2001	19.1	22.9	-3.8
2002	17.2	20.6	-3.4
2003	18.2	20.7	-2.5
2004	17.0	19.8	-2.8
2005	18.9	19.5	-0.6
2006	17.8	18.1	-0.3
2007	17.4	17.7	-0.4
2008	17.7	18.6	-0.9
2009	16.9	21.4	-4.5
2010	15.5	18.9	-3.3
2011	16.8	19.0	-2.2
2012*	17.1	19.6	-2.5

說明：2002 年（含）以前為決算審定數；2003 至 2011 年為決算數。國內生產毛額（GDP）為行政院主計總處 2012 年 5 月發布之資料。

附註：（1）歲入淨額，不包括公債及賒借收入、移用以前年度歲計賸餘。

（2）歲出淨額，不包括債務還本支出。

\*（1）（2）（3）係預算數。

資料來源：財政部統計處「100 年財政統計年報」。

再以各級政府債務餘額和賦稅收入之統計資料來看，我國債務餘額占 GDP 之比率介於 30%~40%之間，最高為 39.8%，不超過 40%以上；而賦稅收入占 GDP 之比率約介於 11%~14%，最高為 13.9%。換言之，賦稅收入占 GDP 比率皆低於債務餘額占 GDP 比率。

表 4-6 各級政府債務餘額和賦稅收入占 GDP 之比率

單位：新台幣百萬元；%

年度	債務餘額	債務餘額 占 GDP 之比率	賦稅收入	賦稅收入 占 GDP 之比率
2001	3,048,535	30.7	1,257,841	12.7
2002	3,165,760	30.4	1,225,601	11.8
2003	3,512,071	32.8	1,252,766	11.7
2004	3,878,452	34.1	1,387,300	12.2
2005	4,100,975	34.9	1,567,396	13.4
2006	4,186,600	34.2	1,600,804	13.1
2007	4,300,315	33.3	1,733,895	13.4
2008	4,375,340	34.7	1,760,438	13.9
2009	4,744,338	38.0	1,530,282	12.3
2010	5,189,309	38.1	1,622,244	11.9
2011	5,485,337	39.9	1,764,611	12.8
2012*	5,849,265	41.3	-	-

說明：債務餘額為各級政府債務未償餘額，係指 1 年以上非自償性債務。

附註：\*係預算數。

資料來源：本研究彙整財政部統計處「100 年財政統計年報」。

## 二、證券業概況

### (一) 證券市場

集中市場股票交易情形，於 2000 年成交金額達 30.53 兆元新台幣、成交量達 6,309 億股，至 2005 年底成交金額減少至 18.82 兆元新台幣、成交量為 6,635 億股(如表 4-7 所示)，到 2007 年再成長至 33.04 兆、成交量為 8,871 億股。因 2008 年發生金融海嘯，成交金額降至 26.12 兆新台幣、成交量為 7,789 億股。2009 年成交金額又再度成長至 29.68 兆、成交量為 10,888 億股，成交金額成長幅度高達 13.65%，成交量更是歷年來最高。然而，近兩年受歐債危機影響，2010、2011 年總成交值和成交量逐年下降，2010 年降幅分別為 4.93%、24.91%，2011 年則分別為 7.16%、20.38%。

表 4-7 集中市場股票交易概況表

年	總成交值 (十億元)	成交量 (十億股)	日平均值	交易日數	交易所 股價指數 (月平均)	交易人數
1996	12,907.56	350.74	44.82	288	6,003.72	1,222,997
1997	37,241.15	654.20	130.21	286	8,410.56	2,042,358
1998	29,618.97	612.01	109.30	271	7,737.68	2,811,785
1999	29,291.52	678.06	110.11	266	7,426.69	2,931,608
2000	30,526.57	630.87	112.64	271	7,847.21	3,158,011
2001	18,354.94	606.42	75.23	244	4,907.43	2,401,775
2002	21,873.95	856.19	88.20	248	5,225.61	2,739,204
2003	20,333.24	917.58	81.66	249	5,161.90	2,615,829
2004	23,875.37	987.57	95.50	250	6,033.78	3,016,895
2005	18,818.90	663.51	76.19	247	6,092.27	2,504,208
2006	23,900.36	732.51	96.37	248	6,842.04	2,774,459
2007	33,043.85	887.19	133.78	247	8,509.56	3,173,937
2008	26,115.41	778.91	104.88	249	7,024.06	3,032,342
2009	29,680.47	1,088.77	118.25	251	6,459.56	3,103,181
2010	28,218.68	817.57	112.43	251	7,949.63	3,317,920
2011	26,197.41	650.94	106.06	247	8,155.79	3,362,054

資料來源：<http://www.sfb.gov.tw>

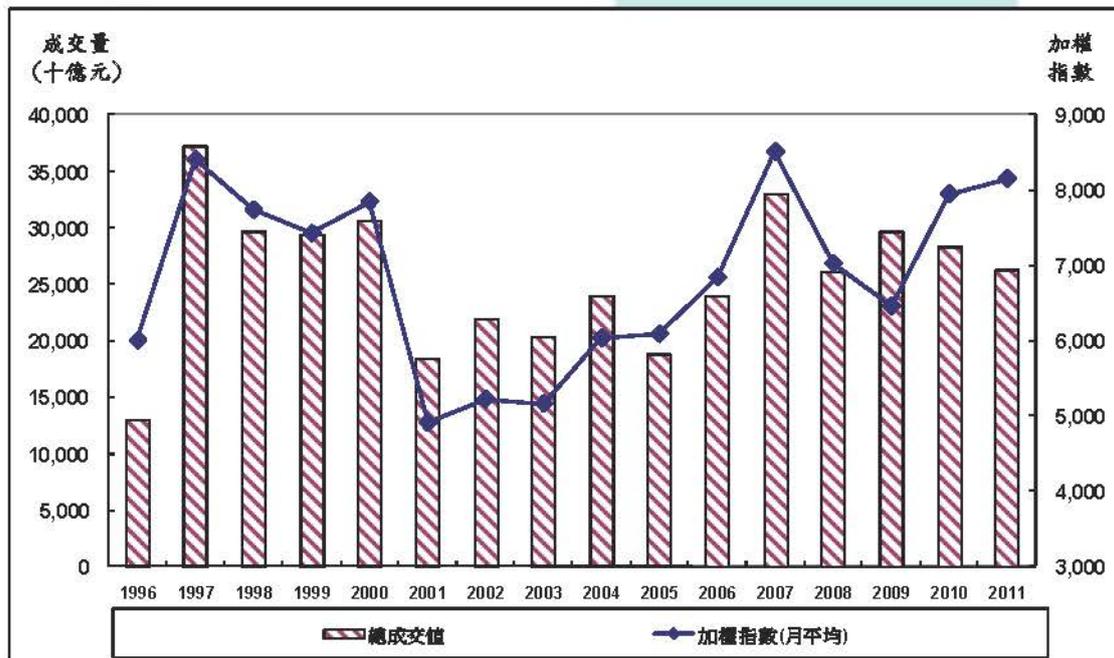


圖 4-5 集中市場股票交易概況 (成交量)

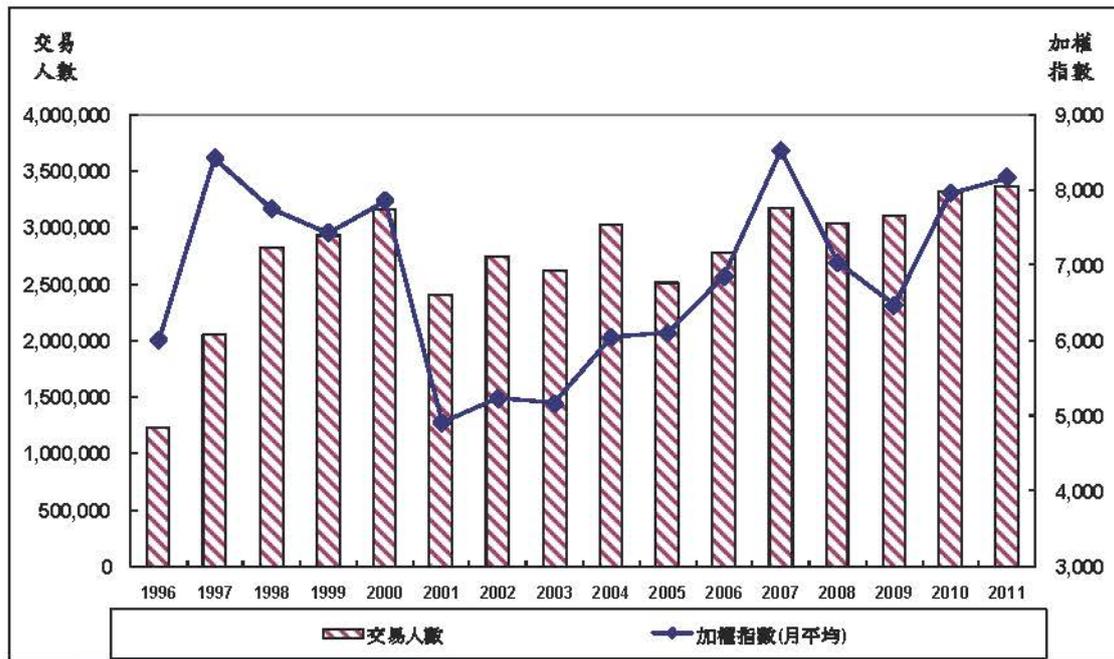


圖 4-6 集中市場股票交易概況（交易人數）

另一方面，由投資人類別比例來看，本國自然人成交金額比例已由 1997 年的 90.7% 降至 2011 年的 62.7%，法人比例則由 1997 年的 9.29% 提高至 2011 年的 37.27%（如表 4-8 所示），法人比例增加可強化證券市場的交易結構。此外，在法人交易情形，在 2007 年之前，外資除於 1997 年是賣超外，均是買超情形，更於 2005 年買超金額高達 7,194 億元。然 2008 年外資賣超 4,700 億元、2011 年賣超 2,776 億元，幅度高達 734.28%、198.72%。而我國投信部分則呈現賣超情形居多（如表 4-9 所示）。



表 4-8 集中交易市場成交金額投資人類別比例表

年	本國法人		僑外法人		本國自然人		外國自然人	
	金額	百分比%	金額	百分比%	金額	百分比%	金額	百分比%
1996	2,265.43	8.6	556.73	2.1	23,445.16	89.3	2.67	0.0
1997	5,694.86	7.6	1,289.02	1.7	68,428.21	90.7	10.85	0.0
1998	5,144.25	8.6	964.75	1.6	53,480.51	89.7	9.08	0.1
1999	5,520.49	9.4	1,420.11	2.4	52,043.18	88.2	8.11	0.0
2000	6,306.51	10.3	2,222.15	3.6	52,855.32	86.1	5.70	0.0
2001	3,569.42	9.7	2,168.80	5.9	31,081.51	84.4	2.94	0.0
2002	4,410.90	10.1	2,929.08	6.7	36,105.22	82.3	429.06	0.9
2003	4,714.32	11.5	3,856.24	9.4	31,885.66	77.8	509.35	1.3
2004	5,590.58	11.6	5,258.97	10.9	36,719.57	75.9	786.44	1.6
2005	5,063.87	13.3	5,891.13	15.5	26,228.77	68.8	918.10	2.4
2006	5,338.44	11.0	7,809.16	16.2	34,118.39	70.6	1,087.56	2.2
2007	8,648.72	13.0	11,721.40	17.6	44,732.66	67.3	1,406.62	2.1
2008	7,366.42	14.0	11,661.25	22.1	32,514.44	61.7	1,189.42	2.3
2009	6,985.38	11.6	9,827.97	16.3	43,399.31	72.0	23.58	0.0
2010	7,841.59	13.6	10,652.03	18.4	39,256.30	68.0	21.14	0.0
2011	8,341.25	15.4	11,759.83	21.8	33,872.55	62.7	17.78	0.0

註：1. 1996年3月起全面開放外國自然人在集中市場買賣有價證券；之前外國自然人僅可賣出其原始取得之有價證券。

2. 本表成交金額買賣合計，且拍賣、標購金額未列入統計。

資料來源：<http://www.sfb.gov.tw>



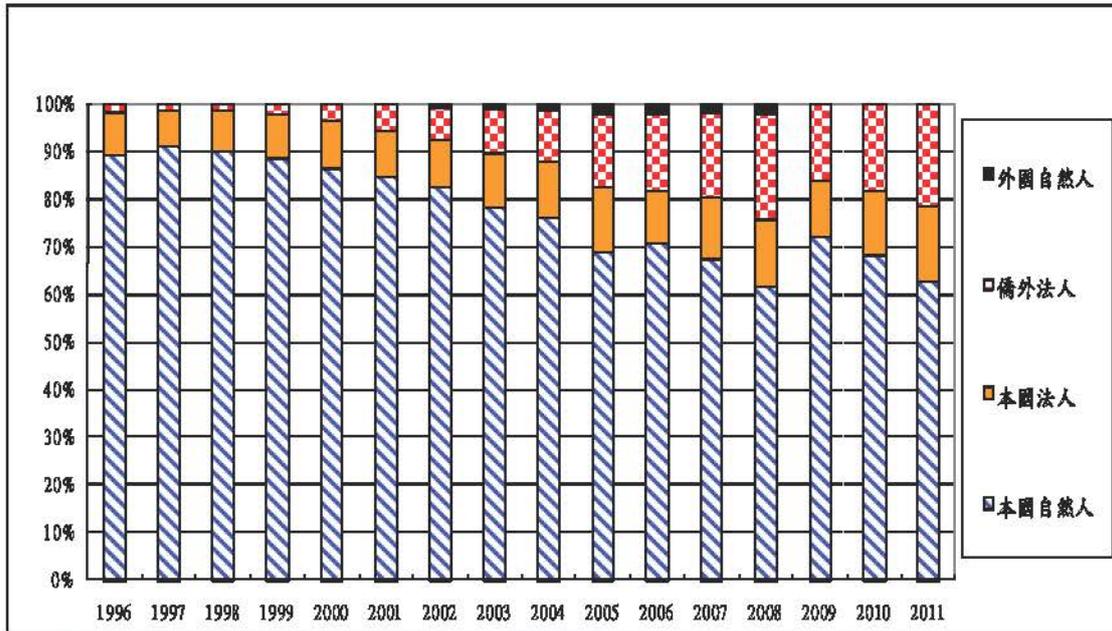


圖 4-7 集中交易市場成交金額投資人類別（比例）

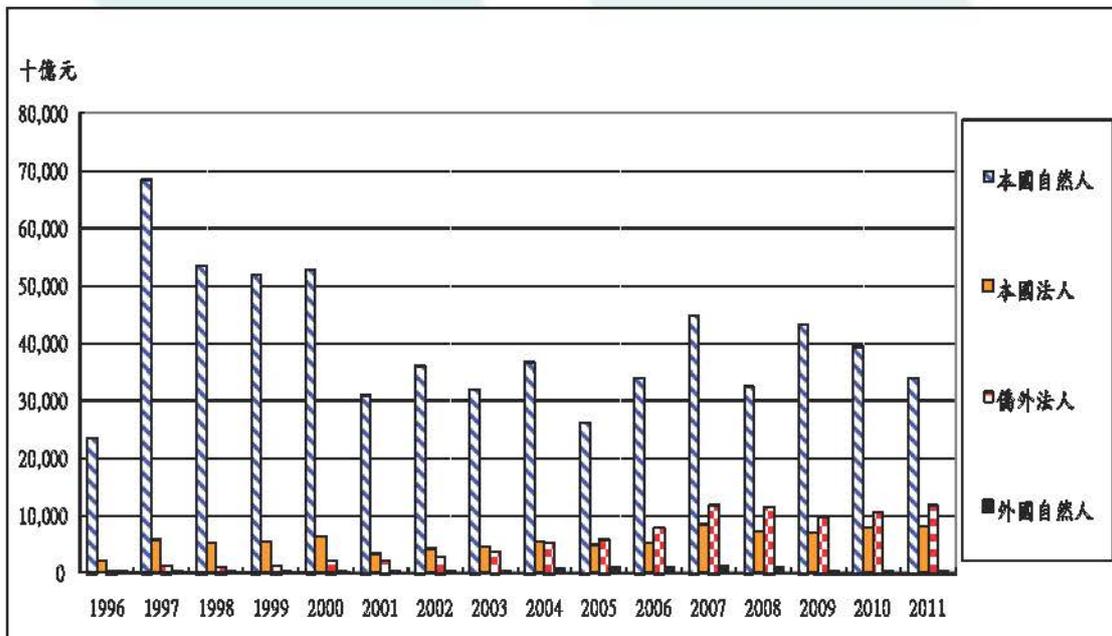


圖 4-8 集中交易市場成交金額投資人類別（交易金額）

表 4-9 集中交易市場投資法人交易概況表

年	累計買賣超金額 (新台幣億元)			交易金額比重 (%)		
	投信	自營商	外資	投信	自營商	外資
1996			568			2.1
1997			-121			1.6
1998	-53	-186	247	2.6	1.6	2.0
1999	-344	367	3,335	3.4	1.9	3.0
2000	-160	-790	1,613	3.8	1.9	4.5
2001	-84	100	3,066	4.1	1.7	7.1
2002	69	23	279	4.1	1.9	7.7
2003	-57	298	5,490	4.1	2.7	10.7
2004	-141	-154	2,840	3.1	3.4	12.5
2005	-863	169	7,194	3.4	4.1	17.9
2006	-543	69	5,581	2.7	3.4	18.4
2007	1,554	158	741	2.7	2.9	19.6
2008	440	433	-4,700	3.4	3.1	24.3
2009	-289	100	4,801	2.7	2.3	16.4
2010	-678	27	2,812	2.4	3.0	18.5
2011	94	-456	-2,776	2.5	3.7	21.8

資料來源：<http://www.sfb.gov.tw>

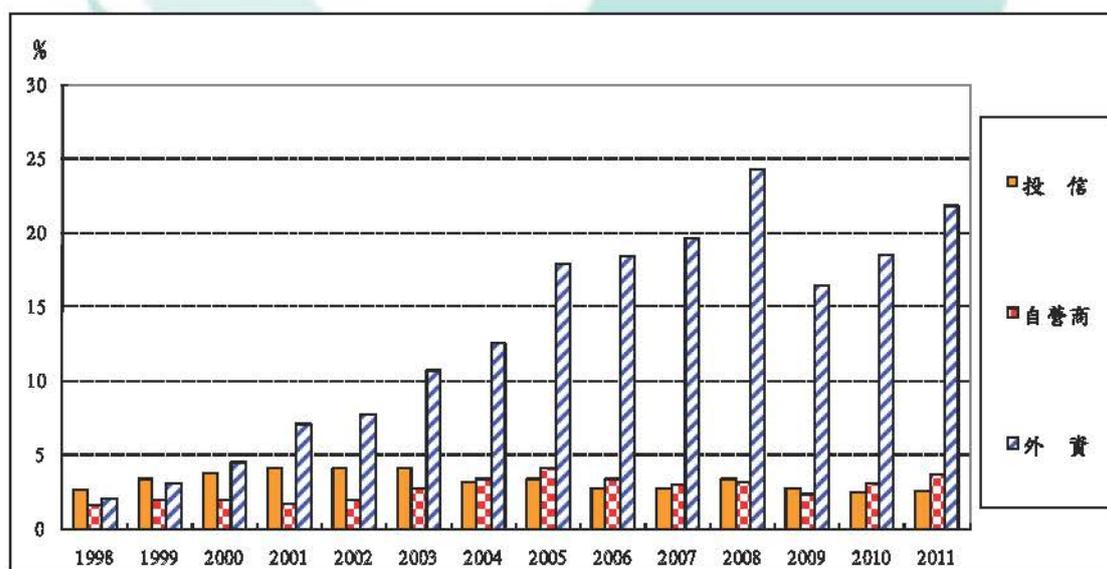


圖 4-9 集中交易市場投資法人交易概況 (市場交易金額比重)

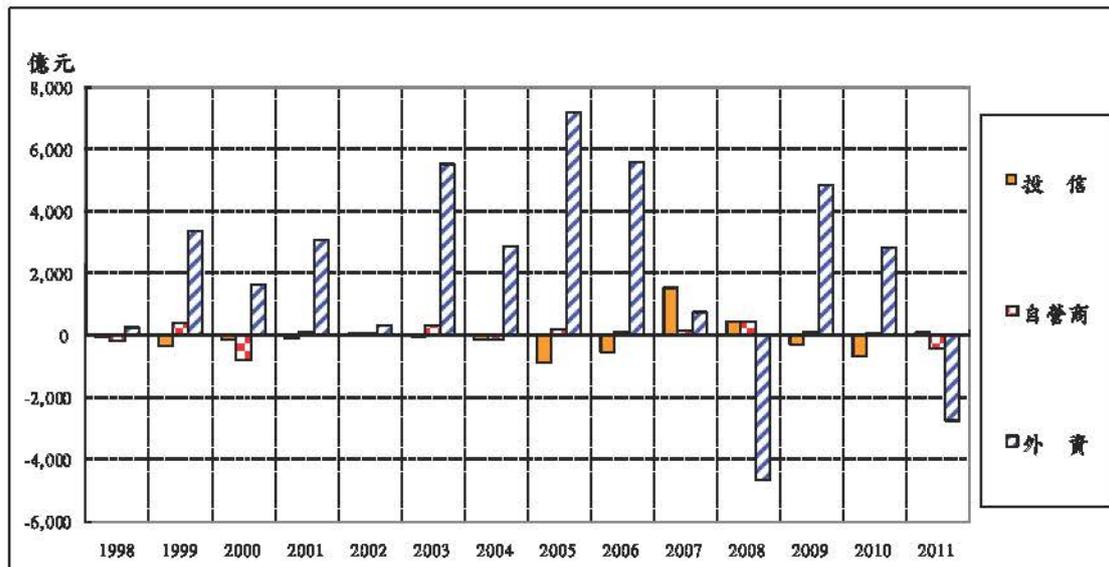


圖 4-10 集中交易市場投資法人交易概況 (累計買賣超金額)

## (二) 營運績效

由於陸續爆發全球性金融海嘯和歐美債信危機，證券市場台股指數幾乎下跌 50%，股市平均成交量也大幅萎縮。因此，證券商主要營收來源之經紀手續費收入也因成交量萎縮大幅衰退，致使證券商發展受到限制。加上國內證券商為提升競爭力，開放發展財富管理業務，同時也面臨挑戰，致使獲利空間仍無法成長。

根據中華信用評等公司的資料顯示，由於 2011 年受到國內股市表現不佳影響，國內證券業之平均股東權益報酬率減少至 3.29%，僅是 2010 年獲利水準 50% 左右，預期受到全球經濟影響，國內股市表現仍將是較具波動性。另一方面，證券業 2011 年的承銷業務高度成長，主要是來自國內外企業申請股票上市或發行臺灣存託憑證的增加所造成。然而，中華信用評等公司預期承銷手續費收入對證券業的獲利貢獻度仍然有限，因為承銷業務市場競爭非常激烈，故對證券商的獲利貢獻度於 2012 年增加不明顯。

中華信用評等公司預期國內證券業者較難在未來的一至二年中達到明顯降低來自股票經紀業務營收比重之業務多元化發展目標，因為主管機關對國內證券商的營運規模限制較其它亞太國家更為嚴格，加上國內市場較小且已達飽和狀態，故市場競爭也較為激烈。然而，從針對標準普爾授予評等的三大日本證券公司之營收來源組成結構進行分析資料顯示，日本證券公司擁有較多樣化之營收來源，使其營運表現較不受日本國內股市行情波動之影響，而國內證券業者在逐步降低獲利集中性後，其業務組成結構可能呈現的發展趨勢，仍是有限。

**表 4-10 台灣與日本證券公司業務結構比較**

對總營收的平均貢獻度%	台灣前三大受評證券公司	日本前三大受評證券公司
零售經紀	≤70	≤30
投資銀行（承銷）	≤10	≤25
資產管理	2010 年底法規鬆綁，但至今貢獻度仍有限	≤10
其它	≤20	≤35

註：數據為近似值。

資料來源：中華信用評等公司估計。

總結來說，面臨市場全球化發展，國內法規逐步鬆綁之趨勢，主管機關秉持持續開放券商新業務的原則，然同時也訂定較高資本門檻規定，使得券商的發展仍然受到侷限。

### （三）對 PIIGS 曝險部位

根據 BIS 統計資料顯示，國內銀行持有歐元區國家之國外債權至 2011 年 6 月底，葡萄牙 0.3 億美元、愛爾蘭 46.2 億美元、義大利 2.3 億美元、希臘 0.3 億美元、西班牙 2.5 億美元，歐債五國合計 51.6 億

美元，金額相對法國、德國、英國銀行持有歐債五國之國外債權分別為 6,824 億美元、5,191 億美元、3,744 億美元較小，對國內金融市場影響應該不會很大。

根據金融監督管理委員會 2012 年 4 月 30 日之統計資料顯示，我國金融體系對歐債五國曝險部位（公債、授信、投資等）合計新台幣 990.97 億元。其中，國內銀行曝險部位金額為 233.78 億元，占國內銀行資產總額 0.066%；保險業曝險部位金額為 757.19 億元；證券業曝險部位金額為 0。若相較 2011 年底，銀行業曝險金額為 314.78 億元，減少 25.72%；保險業曝險金額為 618.17 億元，增加 22.49%；證券業曝險金額仍然為 0，合計總金額為增加 6.22%。若單一以投資公債方面來看，銀行業於 2011 年底曝險金額為 5.57 億元，2012 年 4 月底為 5.52 億元，減少 0.9%；保險業 2011 年底曝險金額為 140 億元，2012 年 4 月底為 136 億元，減少 2.86%，已有減少趨勢。

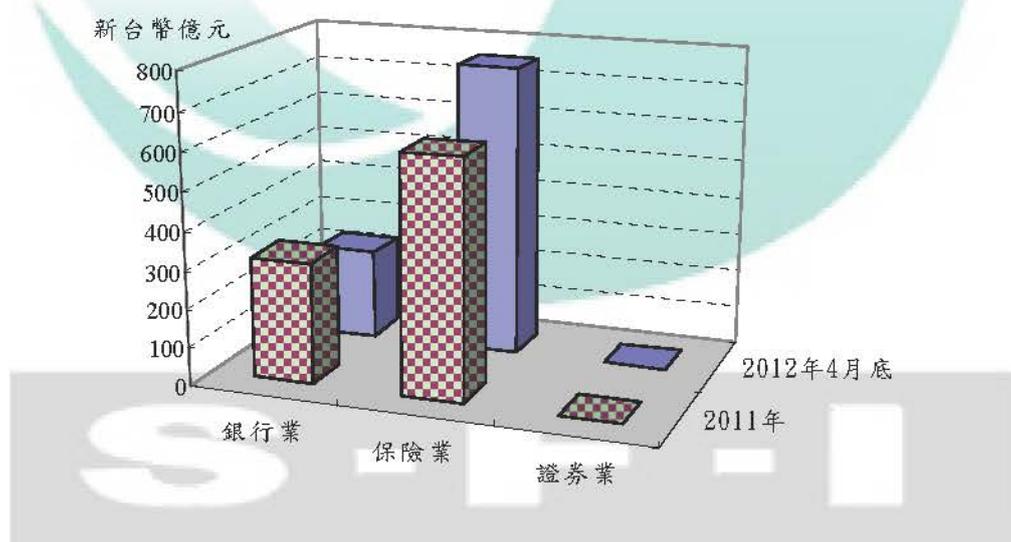


圖 4-11 國內金融服務業對歐債五國曝險部位

### 第三節 建構金融商品監理機制

鑑於全球近年來朝向知識經濟發展，為促進經濟發展，必須具備專業人才、創新技術、完善法律環境及稅制，若缺少任一條件都可能造成經濟成長停滯，不僅無法吸引國際一流企業與人才，國家可能也會邊緣化。此外，兩岸已於2009年11月16日簽署銀行、證券期貨、保險三項金融監理合作瞭解備忘錄，以建立金融監理合作機制。因此，金融商品趨向全球化、多元化之際，為促進金融商品之發展，主管機關宜秉持鼓勵金融服務業者金融創新。

#### 一、發展金融商品可能面臨之問題

為了解國內發展金融商品時，可能會面臨之問題，本研究將從金融商品之制度面、法規面及管理面三大構面來探討相關問題。

##### (一) 制度面

##### 1. 有關金融商品設計之問題

發展金融商品創新，在商品設計上，通常是以單純獲利、投機、報酬為目的，抑或是籌資、幫助企業經濟發展為原始目標。然而，業者在商品設計的時候，仍然要以商品功能、市場需求為考量，以檢視是否有存在價值，加上可能在研發過程中之風險，有可能已經脫離商品原來的風險很多倍。因此，金融危機後全球監理機構朝向商品設計簡單化，避免過度複雜商品，仍然要衡量商品功能、屬性及風險。

##### 2. 有關金融商品差異性之問題

由於目前金融服務業的進入門檻不高，然進入市場後管制又相對多，對商品的審查又很嚴格，導致發行金融商品的市場參與者過多，加上商品本身的深度很低，過度競爭之下，利潤很低，服務品質也降低，形成惡劣競爭之環境，同時也會增加市場的系統風險。另一方面，金融商品發行後，主管機關對商品的限制又比較嚴格，商品必須要有一致性，所以商品差異性變小，無法增加獲利空間，也無法提升金融服務業者之競爭力。

### 3. 有關金融商品銷售之問題

目前國內證券市場仍是以散戶為主的市場，然散戶相對機構投資人而言對於資訊掌握和金融知識不足，無法判斷投資的優劣和風險。由於國內的金融環境沒有足夠的機構投資人可以支撐市場，於是金融服務業者的商業模式常以銷售給散戶為主。因此，在金融商品銷售方面，容易發生產品上架或是KYC (Know Your Customer) 的問題。除此之外，投資顧問除了要遵守KYC外，也要協助投資人KYP (Know Your Product)，而且重點是如何協助投資人做好KYP，投資人有KYP，產品才有一個好的去化管道。

## (二) 法規面

### 1. 有關結算會員制之問題

目前我國證券市場沒有結算會員制，但期貨市場則有。因為證券交易法沒有規範結算基金部分，而期貨交易法則規範在第49條有表列五款支應順序。因此，證券市場沒有會員制，期貨市場有，即產生差異。目前證券市場款券交割的制

度，使大型券商用大資本扮演信用角色，做結算的功能，成本會很高。因此，證券市場宜建立結算會員制，亦可提升金融業之風險管控。

## 2. 有關薪酬制度之問題

有關獎金制度、獎金結構上檢討，由於以前沒有考慮風險，故此次英國將薪酬制度納入法規，必須對投資人端揭露。然而，未來產品、衍生性商品是否朝此一方向發展，值得去思考，因為過去從業人員在金融商品設計或銷售時，高額獎金的誘使可能會促使從業人員做危險性、風險高的產品，惟若納入薪酬制度，是否相對會使從業人員在金融商品設計或銷售上會選擇較安全性、風險低的產品，可能會阻礙金融創新之發展。

## 3. 有關金融商品稅制之問題

近年來，新金融商品推陳出新，除了衍生性金融商品之外，金融創新的力量也驅動如金融資產證券化、不動產證券化、結構型商品等利率連動、股價指數連動、匯率連動之金融商品，還有在保險方面的投資型商品、信託法制下的規劃商品，無形中提供投資人更多元化的投資理財機會。另一方面，每推出一種新金融商品，卻會面臨不同的課稅方式，例如有一些金融商品是分離課稅的，如不動產證券化、資產證券化商品是採分離課稅制度，稅率為 10%，有些金融商品是併入綜合所得稅申報，像是公債期貨是列入財產交易所得而併入綜合所得稅申報。因此，稅的配合十分重要，在國內集中交易市場掛牌的商品，課徵證券交易稅，在證券櫃檯買賣市場掛牌之商品，課徵所得稅，對於新商品推行會形成問題。

表4-11 現行金融商品之課稅規定

金融商品		稅制	稅率		
(一) 一般 金融 商品	1. 金融機構存款	所得稅	利息所得適用 27 萬元扣除額		
	2. 短期票券	所得稅	10%分離課稅		
	3. 股票	證券交易稅	3%		
		所得稅	• 股利所得課徵 • 證券交易所所得課徵(註3)		
	4. 國內共同基金	證券交易稅	1%		
		所得稅	• 股利所得課徵 • 證券交易所所得停徵		
	5. 債券	證券交易稅	免徵		
所得稅		債息所得適用 27 萬元扣除額			
6. 證券化商品： 不動產證券化、資產證券化	所得稅	10%分離課稅			
7. 保險	壽險	所得稅	• 保費有限額之所得扣除額 • 保險給付免所得稅 • 指定受益人免遺產稅		
	年金險				
	投資型保險				
(二) 衍生 性商 品	集中 交易 市場	認購權證	證券交易稅	1%	
		期 貨	股價類期貨契約	期貨交易稅	0.000125%~0.6%
			期貨選擇權契約		1%~6%
			利率類期貨契約		0.000125%~0.0025%
			其他期貨交易契約		0.000125%~0.6%
	選擇權	期貨交易稅	1%~6%		
	證 券 賣 櫃 市 場	股權衍生性商品	所得稅	• 歸類為財產交易所得 • 個人稅率由 6%~40% • 機構法人稅率為 17%	
		新台幣利率衍生性商品			
		債券衍生性商品			
		信用衍生性商品			
國 外	海外基金	所得稅	免徵		
	期貨、期貨選擇權				
	外幣計價連動式債券				
(三)	組合式存款	所得稅	利息所得適用 27 萬元扣除額		
結 構 型 商 品	股權連結商品、保本型商品	所得稅	10%分離課稅		
	保本型基金	所得稅	10%分離課稅		
	連動式債券	所得稅	10%分離課稅		

註1：根據 2009 年 3 月 31 日所得稅法修正案：(1) 2010 年 1 月 1 日起，個人購買短期票券、證券化商品的利息所得，以及個人以債券、短期票券和證券化商品從事附條件交易的利息所得，都按 10%分離課稅。(2) 個人購買結構型商品的課稅方式也一併改為 10%分離課稅。

註2：根據「所得基本稅額條例」第 12 條規定，自 2010 年 1 月 1 日起，海外所得須納入「個人基本所得額」。

註3：立法院 2012 年 7 月 25 日修正「所得稅法」與「所得基本稅額條例」，證券交易所所得自 2013 至 2014 年實施「設算所得」與「核實課徵」雙軌制，課徵方式為台股指數達 8500 點以上時，稅率為 0.2%至 0.6%。另 2015 年後回歸「核實課徵」制，採分離課稅，稅率為 15%。

資料來源：本研究整理。

### (三) 管理面

#### 1. 有關集中結算之問題

對於有複雜度的商品，美國近年來持續推行集中交割制度，以降低衍生性商品交易最大的交易對手風險。然而，世界市場都在討論集中結算制度，而集中結算制度非常複雜、有技術性，加上必須投入大量資源，仍是未來討論的重點。

#### 2. 有關風險辨識之問題

目前保險公司在產品設計上有包含類似結構型之商品，然投資人認為是購買保險商品，卻不知道是購買到風險性的商品。

#### 3. 有關投資人分級之問題

有投資人保護、適合性問題，由於投資人承擔風險，故有投資人屬性與適合性，以及投資人是否可以分級之問題。

#### 4. 有關金融爭議之問題

商品朝向簡單化，是容易達成的，但只要有衍生性、期貨商品存在，就會有複雜化程度。目前國內期貨、選擇權網路下單高達 70% 以上，加上法人主機是直接連結到交易所，儼然已成為高科技競爭的衍生性商品市場。因此，如何保護銷售對象、客戶之交易安全是一大問題，否則即會產生金融爭議問題。

#### 5. 有關金融人才培育之問題

因應金融商品多元化，新金融商品之金融創新，衍生有金融人才的問題。因此，新金融商品之推出，金融人才也是要考慮之因素。

## 二、 金融商品之監理機制

因應全球金融危機，2009 年 G20 會議後提出未來金融監理方向，各國共識為強化金融機構資本適足率、強化金融機構流動性管理、強化薪酬獎勵制度的管理、強化投資人保護及強化洗錢防制等。為建立國內金融商品監理機制，本研究歸納整理國內金融商品發展可能面臨之問題後，擬以制度面、法規面及管理面三大構面，研擬後金融危機國內金融商品監理機制之建議方案。

### (一) 制度面

#### 1. 金融商品發行宜採總括申報制

對於未來金融商品發行宜採總括申報制，以縮短申請核准的時間，避免喪失金融商品發行時效，才能實際發揮鼓勵金融創新之效果。

#### 2. 建立資產管理之市場模式

為發展台灣成為亞太資產管理中心，持續推動資本市場國際化，加強金融商品之廣度，建議宜漸進式將市場導向為以專業投資人為主之市場發展模式。

#### 3. 持續鼓勵金融創新

由於金融創新是經濟發展之原動力，建議參酌日本和南韓金融改革之經驗，主管機關宜持續開放金融商品之業務，鼓勵金融創新與業務多元化，以促進金融商品之發展。

## (二) 法規面

### 1. 金融商品業務宜採負面表列方式

參酌南韓「資本市場整合法」，建議主管機關鼓勵開放新金融商品業務，宜以負面表列之方式，促進金融商品業務多元化。同時避免造成外國券商能從事之業務，國內券商卻不能承作之問題發生。

### 2. 縮短審核時間

為促進金融商品市場發展，宜縮短金融商品審核時間，建議已經標準化之金融商品可授權由交易所等監理機構來進行審查，再陳報到主管機關，俾利券商可掌握時效。

### 3. 建立具競爭力之金融商品稅制

為活絡金融商品市場，必須妥善規劃金融商品稅制，建議宜在金融商品課稅一致性原則下，建立一套具有競爭力之稅制，對金融商品建立合理的稅制，以避免同質性商品稅負不同。

## (三) 管理面

### 1. 金融服務業者部分

#### (1) 業務多元化發展

持續開放金融服務業者之業務範圍，並鼓勵金融創新與業務多元化發展。

#### (2) 深化公司治理

加強企業之社會責任，俾以提升公司治理之功能。此外，鼓勵上市櫃設置風險管理委員會，可以從董事會架構著手，設立公司治理兼企業社會責任兼風險管理的委員會。

## 2. 金融商品部分

### (1) 金融商品宜按照複雜化程度分級管理

提高金融商品透明度是近年來發展之趨勢，然而當金融商品透明度太高時，金融服務業者即必須增加較高之揭露成本，利潤會降低；反之，若金融商品透明度太低，又會造成投資人之不信任。因此，建議主管機關未來推行金融商品時，可以按照金融商品之複雜化程度分級管理：

- A. 一些簡易型商品，或是在交易所、OTC 交易的商品，例如各類權證、牛熊證、跨國交易的權證等，或是其他像是價差期貨契約等，都是行之有年的成熟產品，因為透明度比較高，比較接近這類標準化商品的新商品，上市審查期間建議可以縮短。
- B. 對於有複雜度的商品，建議可以參酌美國經驗，逐步推動集中交割制度，俾以降低衍生性商品交易之風險。
- C. 對於複雜度確實很高的商品，對交易的金融機構應要求更高的資本規定，使市場進入門檻提高，同時也可以減少信用風險和倒閉之問題。

### (2) 提升金融商品之透明度

提升金融商品透明度儼然是世界各國發展之方向，假設商品是開放一般投資人自由買賣，建議宜要掛牌上市之商品，如此可以提升市場透明度與交易成本揭露，俾利投資人之保護。另一方面，未上市櫃之金融商品，必須要由金融機構以資產管理的方式來買賣，未來若出現問題時即由該金融機構負責。

### (3) 建立標準化金融商品之交易平台和集中結算機制

推動標準化金融商品走向平台化，可使資訊揭露更透明化。因此，建立標準化金融商品之交易平台即可解決資訊掌握、監理之問題。另一方面，建立金融商品之集中結算機制，由於集中結算可掌握所有衍生性商品訊息、交易、交割等資訊揭露，監理上也可以進行風險管控。此外，一項金融商品成功之要件，其結算面會牽涉到交易面，同時也會導致銷售對象是否成功，故要有效解決衍生性商品之結算交割問題，俾利金融商品市場之健全發展。

### 3. 投資人保護部分

#### (1) 投資人分級管理

參酌歐盟 MiFID、日本及南韓經驗，建議投資人宜區分為專業投資人和非專業投資人（一般投資人）。換言之，專業投資人不需要保護，而是得到更多的投資機會；反之，一般投資人即必須加以保護。並且建議投資人分級管理制度可由從業人員行為規範來要求，如 KYC、KYP 及風險揭露、商品合適性、廣告規範等。此外，從業人員規範宜法制化，不能只有行政命令，要具體規範在從業人員及負責人管理規則。

#### (2) 加強廣告管理

有關廣告問題，由於國外對金融機構廣告管理非常嚴格，雖然目前國內也積極加強廣告管理，宜建議必須用同一國際標準來監理。

### 4. 與國際接軌部分

#### (1) 監理標準與國際接軌

由於國際化、多元化、自由化之發展趨勢，使金融商

品變得較複雜、較困難，面臨何種金融商品可以引進國內、主管機關有沒有能力審查、國際上監理與國內監理有沒有差異之問題。此外，金融商品採負面表列方式，俾利金融商品自由化、多元化發展，並鼓勵金融服務業者盡量設計商品，但發行者、設計者必須有一些限制，避免因交易制度面不符合國際監理標準，使金融商品發展受到限制。因此，主管機關宜提升監理層次，建議以商品設計、銷售對象為監理，期使做到全面性監理。

## (2) 跨市場監理

在國內市場方面，未來若期交所推出股票期貨商品，可能會涉及證券、期貨兩個市場監理問題，雖然目前金管會是單一監理機構，然跨市場監理，橫面聯繫亦極為重要。在國際市場方面，未來若朝向發展資產管理中心後，金融商品買賣會涉及跨市場商品，於是跨市場監理極為重要，建議參酌歐盟模式，建立與國際接軌之監理標準。

## 5. 系統性風險部分

參酌英國金融改革之作法，未來金融市場必須加強系統性風險之管理，且在金融商品上宜建置結算安全機制。同時主管機關在監管上要全面性監理，而不是個別金融機構的風險，因為每一個金融機構都有風險偏好，主管機關應該要控制的是市場風險。

S - F - I

## 第五章 結論與建議

世界各國為加強防範金融危機，共同研議未來金融市場之改革方向，2009年G20會議中即提出有關未來金融監理方向，結論為強化金融機構資本適足率、強化金融機構流動性管理、強化薪酬獎勵制度的管理、強化投資人保護及強化洗錢防制等。

近年來主管機關秉持幫助國內金融機構走上世界舞台之態度，持續開放證券商承作金融商品之範圍與業務，俾以發展亞太資產管理中心為目標。為強化金融商品監理及提升證券業風險管理機制，本研究報告旨在探討主權債務對金融市場之影響層面，分別從歐美債信危機的規模與屬性、對新金融商品的設計與風險管理、國際金融監理規範的發展趨勢之三大面向進行研究，以期瞭解金融商品監理規範對證券商之影響與因應，進而研擬相關配套措施，期能促進我國證券市場健全發展。

一、 針對歐洲債信危機進行分析，可以發現：

(一) 政府財政收支分析：根據歐盟統計局 (Eurostat) 資料，以近十年 2002~2011 年度歐元區 17 國政府財政收支占 GDP 比率統計資料來看，就整個歐元區平均財政收支占 GDP 比率都是負數，財政收支幾乎都是呈現赤字狀態，而赤字最大的年度就集中於近三年 (2009~2011 年)。

(二) 對 PIIGS 國家的財政收支情形進行個別分析：(1) 愛爾蘭於 2007 年之前，財政一直有盈餘，直到 2008 年金融海嘯才出現財政赤字。(2) 希臘自 2009 年 10 月爆發了主權債務危機後，其政府財政收支占 GDP 比率和政府債務占 GDP 比率皆呈現

非常高之趨勢。(3)西班牙政府支出從 2007 年開始逐年增加，財政收支從 2008 年起即呈現赤字狀態。(4)義大利政府支出皆大於政府收入，歷年來皆呈現財政赤字狀態。(5)葡萄牙近十年來政府支出皆大於政府收入，財政收支也是呈現赤字狀態。

二、歐債危機對全球市場的影響，根據 IMF 於 2012 年 4 月的統計數據，新興歐洲對歐洲出口占 GDP 比率最高，已開發歐洲、獨立國協分居二、三名，故歐債危機以歐洲國家和獨立國協出口影響會較大，反觀亞洲國家影響並不大。

三、因應歐債危機，歐盟方面提出之相關措施有：(一)歐元區各國政府、銀行體系及貨幣當局收購政府和公司債券；(二)擴大紓困計畫；(三)有條件限制無券放空和信用違約交換(CDS)交易；(四)財政瘦身；(五)成立 ESA 監管信評機構；(六)商討成立經濟政府。

四、歸納各國金融商品監理規範之發展，可以發現：

(一)美國部分：自 1999 年通過「金融服務現代化法」後，金融監管制度形成多元監理的模式。爾後於 2002 年通過沙氏法案，增進公司內部治理，強化監察人角色，進而增加管理階層公信力。其後於 2005 年對 1934 年通過的證券交易法做了修正，目標在於加強「資本市場管理」(Regulation National Market System)。為因應金融海嘯，先於 2009 年金融監管改革，再於 2010 年通過 Dodd-Frank 金改法，包括建構安全穩健金融體

系、建置專門機構以保障消費者、規範衍生性商品市場提高透明度、建立具系統性重要性大型金融機構之退場機制。

(二) 英國部分：自 2000 年 6 月通過「金融市場及服務法」(Financial Services and Markets Act) 後，為英國資本市場提供了一個進步且有彈性的法律架構，在金融監督一元化的理念下，建立一個能統合證券、期貨、銀行、保險的法律。其後於 2005 年 12 月 FSA 發表「Better Regulation Act」，以金融市場及服務法為主要法源依據，改進繁複的金融法規規章，同時修改法規的執行面，建立金融法規的通用原則，減少繁瑣或冗長的規章，使得法規更符合市場變化。為因應金融海嘯，先後於 2009 年 2 月通過「2009 銀行法案」、7 月「改革金融市場」白皮書，主要改革為設立專門機構，強化金融穩定目標，高度重視對系統性風險的監管。再於 2010 年 6 月對金融監理後續修正和調整規劃，恢復並強化中央銀行金融監理權、裁撤金融監理機構及採取總體審慎監理，以促進金融穩定。

(三) 日本部分：自 1998 年 4 月 1 日起開始金融改革 (Big Bang)，分階段進行市場全面改革，朝向自由、公平及全球化為原則。同年 7 月 1 日新成立金融監督廳 (Financial Supervisory Agency)，為一元化監理。其後於 2004 年底推動「金融改革計畫」，將維持金融市場安定的目標轉變為活化金融市場，並達到以「金融服務立國」的長期目標，提供投資人無論在何時何地都能在合理價格內選擇高品值且多樣的金融商品或服務，建立使用者滿意度高的金融系統，配合金融改革計畫，現行之「證券交易法」將改名為「金融商品交易法」(Financial Instruments and Exchange Act)。為因應金融海嘯，先於 2007

年 12 月提出提升日本金融市場和資本市場方案，可分為四大支柱，分別為創造一個值得信賴和吸引力之市場、強化金融服務業之企業環境、提供一個更佳的法律環境、擴大市場之範圍。其後為配合 Better Market Initiative 方案推動，於 2008 年 6 月再修正金融商品交易法。

- (四) 南韓部分：自 1997 年發生金融危機後，實施一連串的金融改革，將既有之銀行、證券、保險及非銀行之金融管理機構等四單位併入該委員會之監理架構下，為一元化監理。爾後為降低成本與提高效率，以及促進國際化發展，於 2005 年 1 月將 KSE、KOFEX 及 KOSDAQ 合併為單一交易所，稱為韓國交易所 (Korea Exchange, KRX)，組織採股份制公司架構，設置有管理部、證券市場部、KOSDAQ 部、衍生性商品部等四部門。其後於 2007 年 7 月 3 日訂定「金融服務暨資本市場法」，整合證券交易法、期貨交易法、資產管理法、不動產投資公司法、投資管理公司法、信託法等資本市場相關法令，主要以負面表列的方式規範金融商品範圍，並加強企業內部控制機制，而以金融功能別為中心來進行金融行業之監理，為韓國的金融大改革 (Big Bang)。為因應金融海嘯，針對「金融服務暨資本市場法」和「金融投資業管理規則」完成修正工作，主要在於加強衍生性金融商品及負面表列的管制。

五、彙整各國於後金融危機之監理變革，可以發現：

- (一) 全面監理，以建構安全穩健金融體系。
- (二) 建立衍生性商品集中結算制度，提高透明度。
- (三) 建置金融消費者與投資人保護專責機構。

(四) 建立大型金融機構之退場機制。

(五) 重視系統性風險之監理。

六、為了解國內發展金融商品時，可能會面臨之問題，本研究將從金融商品之制度面、法規面及管理面三大構面來探討相關問題：

(一) 制度面：面臨金融商品設計之問題、金融商品差異性之問題及金融商品銷售之問題。

(二) 法規面：面臨結算會員制之問題、薪酬制度之問題及金融商品稅制之問題。

(三) 管理面：面臨集中結算之問題、風險辨識之問題、投資人分級之問題、金融爭議之問題及金融人才培育之問題。

七、為建立國內金融商品監理機制，本研究歸納整理國內金融商品發展可能面臨之問題，以及參酌各國於後金融危機之監理變革，擬以制度面、法規面及管理面三大構面，研擬後金融危機國內金融商品監理機制之建議方案：

(一) 制度面：金融商品發行宜採總括申報制、建立資產管理之市場模式、持續鼓勵金融創新。

(二) 法規面：金融商品業務宜採負面表列方式、縮短審核時間、建立具競爭力之金融商品稅制。

(三) 管理面：在金融服務業者部分，建議業務多元化發展、深化公司治理；在金融商品部分，建議金融商品宜按照複雜化程度分級管理、提升金融商品之透明度、建立標準化金融商品之交易平台和集中結算機制；在投資人保護部分，建議投資人分級管理、加強廣告管理；在與國際接軌部分，建議監理

標準與國際接軌、跨市場監理；在系統性風險部分，建議加強系統性風險之管理、金融商品之風險管理。

## 參考資料

### 一、中文部分

1. 李綱信 (2011), 「歐洲主權債信危機之分析」, 經濟研究, 第 11 期, 頁 231-258。
2. 李綱信 (2011), 「歐洲債信危機之分析」, 臺灣經濟金融月刊, 第 554 期, 頁 32-49。
3. 周行一、徐政義 (2011), 「國際新金融商品發展與監理之挑戰」, 證券櫃檯月刊, 第 151 期, 頁 71-77。
4. 張雅萍 (2007), 「衍生性金融商品風險管理機制之探討」, 證券櫃檯月刊, 第 129 期, 頁 71-89。
5. 張雅萍、李明機 (2010), 「後金融海嘯時代如何強化我國新金融商品之監理機制」, 證交資料, 第 576 期, 頁 22-55。
6. 陳鈺婷 (2011), 「後金融海嘯時代國際主要證券主管機關與市場參與者面對衍生性商品的新思維」, 證券櫃檯月刊, 第 153 期, 頁 61-64。
7. 彭德明、方耀 (2010), 「歐洲主權債務危機與歐元區的未來」, 國際金融參考資料, 第 60 輯, 頁 1-26。
8. 蔡佳妤 (2012), 「『走出美歐債危機—兩難經濟金融變局之分析與因應』研討會」, 台灣銀行家, 第 25 期, 頁 64-71。
9. 歐陽承新 (2011), 「歐洲主權債信危機：挑戰與回應」, 經濟前瞻, 第 133 期, 頁 48-55。
10. 鄧淑芬 (2010), 「證券商衍生金融商品業務之發展與展望」, 證券暨期貨管理月刊, 第 28 卷第 6 期, 頁 27-33。

## 二、 英文部分

1. Anthony de Jasay(2011), "Eurozone: It Seemed a Good Idea At the Time", Library of Economics and Liberty.
2. Basel Committee on Banking Supervision (2011), "Basel III : A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems," Bank for International Settlements.
3. Wolfgang Kasper(2011), "Nothing New on the Euro Front", Library of Economics and Liberty.

## 三、 網站部分

1. <http://www.federalreserve.gov>
2. <http://www.fsa.go.jp>
3. <http://www.fsa.gov.uk>
4. <http://www.sfb.gov.tw>
5. <http://www.twse.com.tw>
6. <http://www.ustreas.gov>