

證券投資人及期貨交易人保護中心

委託專案研究

提高證券投資人及期貨交易人
保護基金償付金額上限
之可行性研究

受託單位



財團法人中華民國
證券暨期貨市場發展基金會
SECURITIES & FUTURES INSTITUTE

2011 年 10 月

提高證券投資人及期貨交易人
保護基金償付金額上限
及其可行性研究

計畫主持人：王泰昌

協同主持人：莊永丞

研究人員：蘇秀玲

張雅萍

財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會

目 錄

第一章 緒論	
第一節 研究目的.....	1
第二節 研究方法.....	5
第二章 國內保護基金與類似制度介紹	
第一節 投資人保護基金.....	6
第二節 交割結算基金.....	17
第三節 存款保險制度.....	25
第三章 國外保護基金制度介紹	
第一節 美國.....	34
第二節 日本.....	64
第三節 歐盟.....	73
第四節 小結.....	96
第四章 保護基金之提撥、償付範圍及其上限	
第一節 保護基金之市場經濟理論分析.....	105
第二節 保護基金之償付範圍、金額及其上限.....	128
第三節 償付基金運作及其影響.....	137
第五章 結論與建議.....	152
參考文獻.....	157
附錄一：公聽會會議紀錄.....	161
附錄二：國內主要證券商 2002~2009 年度財務比率分析表...183	

第一章 緒論

第一節 研究目的

2008 年金融海嘯發生後，世界各國為了因應金融風暴，紛紛調高存款保險額度。而我國政府為有效安定存款人信心，甚至一度採取全額存款保障措施。惟隨著全球經濟成長開始復甦，此種非常時期之緊急措施不宜持續。後金融海嘯時代，各國於全球金融海嘯期間採取之強力過渡性救援措施及穩定金融機制雖已逐步退場，但配合退場仍需有配套措施。為因應存款全額保障措施於 2010 年 12 月 31 日屆期後將恢復限額保障制度，參考美國將銀行、非銀行存款機構和信貸機構的聯邦存款保險額度回溯至 2008 年 1 月 1 日起永久性提升至 25 萬美元之作法。以及歐盟自 2010 年起，繼續維持存款保證為 10 萬歐元，使歐盟境內有 95% 的銀行帳戶所有人於銀行發生問題時，能 100% 取回其存款¹。

為此行政院金融監督管理委員會、財政部及中央銀行於 2010 年 8 月 12 日會銜發布「存款保險最高保額自民國 100 年 1 月 1 日起提高為新臺幣 300 萬元」²。故於民國 100 年 1 月 1 日起，每一存款人在國內同一家要保機構之存款本金及利息，合計受到最高保額新臺幣 300 萬元之保障。且存保公司為加強保護存款人及維護金融秩序，對於停業要保機構如有嚴重危及信用秩序及金融安定之虞者（系統性危

¹涵蓋範圍除擴及所有貨幣外，更及於中小型與大型企業，惟排除金融機構與公共機構自身存款、結構型商品，以及債券等之適用。Commission proposes package to boost consumer protection and confidence in financial services, Brussels, IP/10/918, July 12, 2010. http://www.eurunion.org/eu/index.php?option=com_content&task=view&id=3800&Itemid=58

²依中央存款保險公司發佈之新聞稿，預計使我國受保障存款戶之戶數比率（即覆蓋率）提高至 98.6%，使大多數存款人的存款均可受到存款保險之保障。

機)，存保公司理賠時，對存款人之保障得不以最高保額為限。此政策將使我國受保障存款戶之戶數比率提高至 98.6%，亦即極大多數存款人的存款均可受到存款保險之保障³。

由於銀行端之存保制度已有變革，遂有論者認為我國資本市場對投資人與交易人之保護，是否亦有強化與提高償付比例之必要？按「證券投資人及期貨交易人保護法」（以下簡稱投保法）第 1 條規定之立法目的，為「保障證券投資人及期貨交易人之權益，並促進證券及期貨市場健全發展」，基於此而設立保護機構，專責處理投資人保護及紛爭解決機制。為提昇對投資人及期貨交易人之保護，參酌國外制度及我國「消費者保護法」之規定，於同法引進團體訴訟機制、設立投資人保護基金，以期賦予證券投資人及期貨交易人更多的保障。依同法第 20 條、21 條之規定，當投資人所委託之證券商或期貨商因財務困難失卻清償能力而違約時，其於證券交易市場：（1）買賣有價證券並已完成交割義務；（2）委託該證券商向認購（售）權證之發行人請求履約並已給付應繳之價款或有價證券，而未取得其應得之有價證券或價款，或於期貨交易市場從事期貨交易，而未取得其應得之保證金、權利金，及經期貨結算機構完成結算程序後之利得時，投資人保護中心須動用保護基金償付投資人。而保護基金償付每一證券投資人或期貨交易人之金額上限、對每一證券商或期貨商之全體證券投資人或期貨交易人之償付總額上限、償付程序及償付辦法則依「證券投資人及期貨交易人保護基金償付作業辦法」（以下簡稱「償付辦法」）辦理。

「投保法」對償付金額限制係授權於主管機關於「償付辦法」中訂定，當時主管機關考量國內證券投資人及期貨交易人以散戶居多，

³ 參見中央存款保險公司 99 年 8 月 12 日新聞稿網頁 <http://www.cdic.gov.tw/ct.asp?xItem=2731&ctNode=192&mp=1>

為落實對小額投資人權益的保護，參考中央存款保險公司對每一存款戶最高賠償金額的概念，明定一旦投資人因證券商或期貨商財務困難而致權益受損，則證券投資人保護基金對每一位證券或期貨投資人的第一次償付金額最高以 100 萬元為限。且「投保法」第 21 條及「償付辦法」之規定辦理償付時，應以現金償付。因此，目前保護基金對每家證券商或期貨商之每一證券投資人或期貨交易人一次償付金額以新臺幣 100 萬元為上限；對每家證券商或期貨商之全體證券投資人或期貨交易人一次償付總額以證券商或期貨商之提撥金額的 1000 倍計算，其上限為新台幣 10 億元，且金額不低於新台幣 1 億元。

此外，因保護基金之主要用途係當證券商或期貨商失卻清償能力而違約時，用以償付證券投資人及期貨交易人之用，故將證券商及期貨商列為主要提撥單位，證券交易所、期貨交易所及櫃檯買賣中心亦應共同分擔市場交易風險，故亦將其列為提撥單位。惟保護基金之保管運用，應注重其安全性與穩定性，且為避免基金規模過大，反而產生資金閒置，防礙業者持續發展業務，故制訂基金淨額超過 50 億元時，主管機關得命令已提撥超過 10 年證券商、期貨商暫時停止提撥之相關規定。⁴

惟投資人保護基金之性質，與存款保險制度不可一概而論。存款保險制度，係以保險概念，評估其違約風險決定要保機構應繳付之保費費率，要保機構則據以繳付保費，以保險額度保障客戶存款一定額度之支應，屬於理賠給付。而投資人保護基金則非保險性質，係以預先繳存之基金作為擔保，於證券（期貨）商於財務困難時先行補償客

⁴ 依「證券投資人及期貨交易人保護法」第 18 條第 3 項規定，保護基金淨額超過新台幣 50 億元時，主管機關得命令暫時停止提撥已提撥超過 10 年之證券商、期貨商第一項第一款及第二款之款項。

戶資產損失，並非理賠。又投資人因償付金額超過 100 萬元而未獲保護基金償付之債權，得依「投保法」第 22 條及第 28 條規定申請調處、團體訴訟或仲裁可知，投資人未獲得保護基金償付之金額，尚可授權保護中心向證券商或期貨商以調處、仲裁或團體訴訟之程序進行相關債權確保，而保護中心之任務，亦非僅消極的於市場發生重大危機時償付現金予投資人，平時即應以市場中立之公益機構之地位，積極扮演保護投資大眾權益之角色，而健全之保護基金即為保護中心執行業務之後盾。

雖然現行個人償付金額上限 100 萬，係參考當時個人存款保險賠付上限而來，惟訂定償付金額上限應考量是否達到強化一般大眾對市場制度信心此一目的，而非僅以銀行端已調高存款保險制度為唯一之考量。基於此，本研究擬探討國外保護基金相關立法制度或實務之運作情形，針對下列議題進行探討：

- (一) 運用基金償付之經濟理論分析，以瞭解保護基金償付範圍及其適當涵蓋率，並將證券市場已存在之交割結算基金償付順序一併納入考量因素。
- (二) 保護基金對每家證券商或期貨商之每一證券投資人或期貨交易人之一次償付上限，以及對每家證券商或期貨商之全體證券投資人或期貨交易人之一次償付總額之上限之具體標準。
- (三) 依目前市場實際交易情形，就所提方案模擬試算，其涵蓋之償付比率及金額。
- (四) 研析保護基金提撥時程，並評估發生償付或連續償付時對保護基金之影響。

第二節 研究方法

本研究進行之方法與步驟如下：

- 一、 研究小組討論會議：不定期召開研究小組討論會議，由計畫主持人指導研究人員關於研究方向、報告架構與內容重點等，以利後續資料蒐集與研析。
- 二、 文獻探討：蒐集美國、日本與歐盟制訂之新監理規範原則、國內外相關書籍、期刊、報導，及立法制度之最新發展趨勢等，以及償付基金之經濟理論分析。
- 三、 徵詢外部專家學者意見：為使本研究報告更臻完善，邀請政府機關、業界及學術界人士與會，藉由學者專家提出之分析與建議，俾使本研究案之建議方案更為切實可行。

惟保護基金自 2003 年成立以來，從未發生任何一件償付事件，既無案例可供參考，又乏數據資料進行分析，故本研究另嘗試從總體經濟面、交易市場面，以及制度面，對國內保護基金之提撥、償付範圍及其上限是否符合市場需要進行探討，並以假設事件試算償付基金營運年限，據以做成結論與建議。

第二章 國內保護基金與類似制度介紹

第一節 投資人保護基金

一、背景說明

我國於 2002 (民 91) 年 7 月通過了「證券投資人及期貨交易人保護法」(下稱「投保法」)，成立了「財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心」(下稱投保中心)，並設立了「證券投資人及期貨交易人保護基金」(下稱「投保基金」)，完成基金償付之法制建構，相關的設計在國內乃屬首創。

「投保法」制定的目的，乃「在補充證券交易法、期貨交易法及相關法令對於證券投資人及期貨交易人保護之不足，以維護公平、公正之交易秩序，鞏固我國資本市場之健全發展，提升我國證券及期貨市場之國際競爭力」，該法所規定之投資人保護措施主要分為三個部分，第一即為投保基金之償付(第 18 至 21 條)，其次為證券期貨事件之調處機制(第 22 條至 27 條)，最後則是團體訴訟制度(28 條至 36 條)；就該等業務之執行，則成立專責之保護機構，同時設置投保基金。

二、發展沿革

我國投保基金償付制度的發展，可分為前後二階段，前階段係於 1993 年間由當時的主管機關證管會以行政指導的方式，指示各證券相關單位成立「證券投資人保護基金」，乃屬制度萌芽階段；至 2002

年 6 月完成投保法三讀的立法程序，2003 年 1 月 1 日起開始施行⁵，於「投保法」第 18 條至 21 條明文建立償付制度的基本架構，並於該法第 21 條第 2 項授權主管機關訂定相關的作業辦法，使投資人償付機制正式進入法制化的階段。

三、運作模式

(一) 償付機構

「投保法」通過後，當時主管機關證期會即依規定指定證券及期貨市場各相關單位，捐助一定之財產，於 2003 年 1 月間依法設立了投保中心作為專責保護機構，並於當年度 1 月 15 日完成登記；投保中心在組織上屬非營利的私法人機構，並受主管機關的嚴格監督。

(二) 投保基金

1. 設立：投保基金之設立乃主管機關依「投保法」第 7 條第 2 項之規定，協調前述各證券期貨相關機構共同捐助成立，其捐助之金額為 10 億 3 千 1 百萬元⁶。
2. 提撥比例：投保基金設立後，為利業務之推動，「投保法」第 18 條規定證券商、期貨商、證交所、期交所、櫃買中心均應按月提撥一定比例之金額挹注投保基金。同時，並授權主管機關得視市場狀況或個別證券商或期貨商之財務業務情形及風險控管績效，調整其提撥比率或金額，賦予主管機關行政工具，使得引導證券商、期貨商強化風險之控制。「投保法」設定投保基金初步規模為 50 億元，除捐助

⁵ 有關投保法相關制定經過及立法院審議過程，參劉其昌，證券投資人及期貨交易人保護法分析，證交資料，490 期，2003 年 2 月，2-19 頁。

⁶ 參投保中心捐助章程第 5 條。

時的 10 億元外，其餘 40 億元預計分 10 年提撥，一年應提撥 4 億元。立法當時即依各該交易所之成交金額、業務年增率，及證券商及期貨商之手續費用進行概算，而訂出各該提撥單位之提撥比例如下：

- (1) 各證券商應按其前月份受託買賣有價證券成交金額之萬分之零點零二八五提撥之款項。
- (2) 各期貨商應按其前月份受託買賣成交契約數各提撥新台幣 1.88 元之款項。
- (3) 證券交易所、期貨交易所及櫃檯買賣中心應按其前月份經手費收入之 5% 提撥之款項。

依金管會於今年 (2011) 9 月 2 日公布金管證交字第 1000041528 號函令，因考量保護 基金規模，保護機構財務結構健全及兼顧業者成本負擔，從今年 7 月起至 2012 年底，調降證券商、期貨商提撥比率，其中證券商調降約 35%，期貨商下調幅度約 60%。證券商調整委託買賣有價證券成交金額，從萬分之 0.0285，調整為萬分之 0.0185，期貨商調整範圍則依商品採差別費率。茲列表如下：

表 2-1 投保基金提撥比率彙整表

提撥機構	各金融商品之計算標準	提撥比例
證券商	受託買賣有價證券成交金額	0.0185 / 10000
證交所	成交額的 0.65/10000 計收之經手費	依經手費之 5% 計算約 0.0325/10000
期貨商	臺股期貨、電子期貨、金融期貨、臺灣 50 期貨、黃金期貨、非電金期貨、櫃買指數期貨	按受託買賣成交契約數各提撥新臺幣 0.42 元
	小型臺指期貨、MSCI 臺指期貨	按受託買賣成交契約數各提撥新臺幣 0.26 元

提撥機構	各金融商品之計算標準	提撥比例
	臺指選擇權、電子選擇權、金融選擇權、非金電選擇權、櫃買選擇權、MSCI 臺指選擇權、利率類期貨（10 年期公債期貨及 30 天期利率期貨）、臺幣黃金期貨	按受託買賣成交契約數各提撥新臺幣 0.18 元
	黃金選擇權、股票期貨、股票選擇權	按受託買賣成交契約數各提撥新臺幣 0.09 元
期交所 ⁷	<ul style="list-style-type: none"> ● 臺股指數期貨契約、電子期貨契約、金融期貨、臺灣 50 期貨、非電金期貨、櫃買期貨，黃金期貨契約 ● 每一契約買賣雙方經手費各為 14.4 元 	依所收取經手費 5% 計算
	<ul style="list-style-type: none"> ● 小型臺指期貨 ● 每一契約買賣雙方經手費各為 9 元 	依所收取經手費 5% 計算
	<ul style="list-style-type: none"> ● 股票選擇權契約、利率類期貨契約、MSCI 臺指期貨臺指選擇權、電子選擇權、金融選擇權、非金電選擇權、櫃買選擇權、MSCI 臺指選擇權及新臺幣計價黃金期貨契約 ● 每一契約買賣雙方各為 6 元 	依所收取經手費 5% 計算
	<ul style="list-style-type: none"> ● 黃金選擇權契約、股票期貨契約 ● 每一契約買賣雙方各為新臺幣 3 元。 	依所收取經手費 5% 計算

資料來源：行政院金融監督管理委員會網站，http://www.fscey.gov.tw/Layout/main_ch/News_NewsContent.aspx?NewsID=43314&path=1172&LanguageType=。台灣期貨交易所股份有限公司網站，<http://www.taifex.com.tw/chinese/home.asp>。

3.提撥方式：基金提撥的方式，則是由投保中心在金融機構開立專戶，供證券商、期貨商、證券交易所、櫃檯買賣中心及期貨交易所匯入提撥款項，該提撥款項均於每月 10 日前繳付投保中心，投保中心並應於每月 20 日前將上月保護基金變動表、會計科目月計表及當月各單位繳納提撥款與催繳情形函報主管機關。當基金提撥已達到投保法預定的規模 50 億元

⁷ 有關期貨交易經手費之費率為參照「臺灣期貨交易所股份有限公司交易經手費收費標準」第 2 條規定，另依據「證券投資人及期貨交易人保護法」第 18 條規定，期貨交易所應於每月 10 日前按其前月份經手費收入之百分之五提撥款項。

時，主管機關即得依職權停止證券商、期貨商基金之提撥，不過為「促使每一新設立證券商及期貨商均能重視保護投資人及交易人，並求新舊證券商及期貨商提撥之公平性」，故暫停提撥的範圍僅止於「已提撥超過 10 年之證券商、期貨商」，提撥未滿 10 年之新成立者，則應繼續提撥。

4.基金之後續來源：除了經常性之提撥外，投保基金之後續來源包括該基金之孳息及運用收益，以及國內外公私機關、團體或個人捐贈之財產，當基金逐漸成長時，前者之收益來源將逐年增加。⁸

5.償付不足可向金融機構借款：當投保基金不足以支應其法定用途時，投保中心得經主管機關核准後，向金融機構借款，蓋以當有償付事件發生時，即可能在短時間使投保基金大幅支出，若仍待每月提撥基金、逐月累積，恐將緩不濟急，無法發揮償付的功能，此時即需有及時財源之挹注，因此投保法仿照各國立法體例，允許投保中心得向金融機構借款，以為償付使用。

6.償付標準

- (1) 依第 21 條規定，償付證券投資人或期貨交易人之用；
- (2) 保護機構依投保法執行業務之支出及其他必要費用；
- (3) 依「投保法」規定提起之訴訟或提付仲裁所需之費用；
- (4) 其他經主管機關核准之用途。

(三) 償付要件

1. 受託證券商或期貨商因財務困難失卻清償能力而違約時：

⁸ 相關捐贈進入投保基金後，其動用與運作將受投保法第 20 條之限制，未來若能在個案中配合團體訴訟、行政和解或刑事緩起訴、認罪協商等制度，而將各項捐款專款專用，模倣美國公平基金的運作方式，應得更靈活地達成保護投資人的目標。

所謂的受託證券商或期貨商係指證券經紀商及期貨經紀商，蓋以證券承銷商及證券自營商之業務均未受託處理客戶有價證券之買賣，其客戶並非投保基金償付制度保護之範圍。

2. 投資人已完成交割義務：所謂的「完成交割義務」，係指「證券投資人之委託已成交，並已將款券匯撥或匯入證券商交割結算專戶」，亦即指投資人已履行對證券經紀商的交割義務，而將款券匯入證券商之管領下；蓋依現行證券交易制度，若委託的買賣未成交，則證券商將無法從客戶的帳戶內扣取款券，投資人自無未受償債權之損害，故受償付之投資人自須以完成交割為必要。換言之，客戶委託證券經紀商向認購（售）權證之發行人請求履約者，則必須該等客戶已給付應繳之價款或有價證券，始得申請償付。至於期貨交易人因於進行交易前均已繳納交易保證金，故並無交易人需完成交割之限制。

（四）償付範圍

1. 適用對象：原則上只要是證券經紀商與期貨經紀商之客戶，即為得受償付主體，惟排除利害關係人之受領償付；此外，投保基金之償付對象並未區分其國籍而異其適用，凡在我國證券或期貨市場從事交易的投資人或交易人，即應同受保護，無予排除之理。
2. 範圍：
 - （1）證券市場上有價證券之買賣：所謂的證券市場，包括：
 - （A）「證券交易法」第 12 條所稱之集中交易市場買賣上市有價證券（即在證券交易所買賣上市股票），以及

(B) 透過櫃檯買賣中心之電腦交易系統買賣上櫃有價證券，該電腦交易系統買賣之有價證券包括「等價成交系統」、「鉅額交易系統」、「盤後定價交易系統」、「零股交易系統」及「標購交易系統」買賣之上櫃股票、轉換公司債、附認股權有價證券及債券換股權利證書等有價證券，但不包括證券投資人自行與證券商議價買賣之興櫃股票與債券，以及證券商透過櫃檯買賣中心等殖成交系統以自營方式買賣之債券。

(2) 認購售權證之履約委託：認購售權證之投資人得於履約期間內或特定到期日，按約定之履約價格（Exercise Price）向發行者購入（售出）標的證券，抑或以現金結算方式收取價差之權利；目前認購權證均係透過往來的證券經紀商向發行人請求履約，認購權證的投資人請求履約時均須預付款券，於行使權利後第二個營業日，權證發行人使交付標的證券或現金結算之價差。此履約過程中證券經紀商之財務風險，亦在投保基金償付的範圍。

(3) 期貨市場之期貨交易：指於依「期貨交易法」第8條設立之期貨交易所從事期貨交易，亦即經主管機關許可並發給證照之期貨交易所中所為的期貨交易。

3. 償付上限：為避免投保基金負荷過重，故各國之投資人保護基金制度均有償付上限之設計，我國亦同。我國的基金償付上限可分為二，其一是對每一證券投資人或期貨交易人之償付金額上限（即個人償付上限），另一則為對每一證券商或期貨商全體投資人或交易人之償付總額上限（即事件償付總額上限）：

- (1) 個人償付上限：對每一證券投資人或期貨交易人之償付金額上限，現行投保基金之個人償付上限為 1 百萬元。該等上限係參考當時存款保險公司對每一存款戶之最高賠償金額而制定，並得由保護機構視市場狀況及保護基金之提撥情形調整之，以保持彈性。⁹
- (2) 事件償付總額上限：對每一證券商或期貨商全體投資人或交易人之償付總額上限¹⁰，投保基金之事件償付總額上限為「證券商或期貨商最近 1 年或最近 3 年平均提撥保護基金數額（取其數額高者）之 1000 倍，且以不超過新台幣 10 億元為償付總額上限；若該計算金額未達 1 億元者，以 1 億元為準」¹¹，該等事件償付總額上限乃在絕對的範疇內（最高 10 億元，最低 1 億元），以證券商（期貨商）之提撥金額的 1000 倍計算出個別事件之償付總額。

綜合來說，該等上限標準之所以不採取定額上限，應係考量償付功能之發揮，蓋以規模不同之證券商（期貨商）違約交割所產生的影響程度本有不同，理應分別處理，若不分其影響程度而給予齊頭式的等額上限，將形成大型違約事件對市場之影響較大，但其投資人或交易人的保障卻相對較小的不合理現象，顯然不符市場之需求與期望，亦無足以發揮交易市場防護網的功能。

⁹ 參投保基金償付作業辦法第 7 條第 5 項之規定。

¹⁰ 參投保法第 21 條第 2 項規定。

¹¹ 該等總額上限業經主管機關於 2003 年 6 月 24 日，以台財證三字第 0920126210 號函核備在案。

(五) 償付程序

1. 公告程序：當遇有償付事件發生時，投保中心將先透過公告程序周知各受害之證券投資人或期貨交易人，使其得以前來主張權利。此外，各種償付的程序要件，均由投保中心於業務規則詳予明訂，期使償付作業有所遵循。
2. 以現金償付：投保基金之償付，一律以現金為之，亦即不管投資人或交易人之未受償債權為何，投保中心均一律折換成現金進行償付，此種方式乃係考量作業上之迅速統一，並避免證券價格波動造成投資人之損失；至期貨交易人之保證金、權利金及結算利得等，本即為金錢債權，故無換算的問題，其乃以投資人之應得價款為依據，並基於最有利於投資人的方式計算之。

四、 團體訴訟之功能

由於我國證券及期貨市場之投資人以散戶居多，相較於證券商、期貨商及發行公司而言，投資人多處於經濟上之弱勢地位，當其權益受損時，往往因資訊不足、能力有限、舉證困難、訴訟成本過高等因素，而放棄採行救濟程序。惟此類證券或期貨糾紛受損害者往往不只一人，且所受之損害皆係基於相同之原因事實，如受損害之投資人皆放棄救濟，除損害無法填補之外，亦縱容不法行為者逍遙法外；但若由投資人個別提起訴訟，則恐耗費其勞力、時間、費用，並可能發生裁判相互矛盾之困擾。為提昇對投資人之保護，於制定「投保法」時，即參酌國外制度及我國消費者保護法之規定，引進團體訴訟機制、設立投資人保護基金，以期賦予證券投資人及期貨交易人更多的保障。依該法規定，投保中心為保護公益，於本法及其捐助章程所定目的範

圍內，對於造成多數證券投資人或期貨交易人受損害之同一原因所引起之證券、期貨事件，得由二十人以上證券投資人或期貨交易人授與訴訟或仲裁實施權後，以投保中心之名義起訴或提付仲裁，以期達到訴訟經濟，減輕訟累之目的。另為有效發揮團體訴訟之功能，「投保法」亦針對團體訴訟案件明定法院得裁定投保中心免供擔保聲請假扣押或假處分；如提起訴訟或上訴時，對於訴訟標的金額或價額超過新台幣三千萬元之部分，得暫免繳裁判費；關於強制執行程序所需之執行費亦有暫免繳之適用，為提起訴訟或仲裁，保護中心得請求相關單位協助或提出文件、資料，以減輕證據蒐集之困難等。投保中心應將訴訟或仲裁結果所得之賠償，扣除訴訟或仲裁必要費用後交付予投資人，並不得請求報酬，期能增加投資人主張權利之意願，達成保護投資人權益、促進證券及期貨市場健全發展之公益目的。投保中心於2003年1月15日成立，並於2003年3月首度受理華夏租賃公司之投資人求償登記，同年陸續受理紐新企業、緯城實業、南港輪胎、楊鐵工廠、台肥公司及中友百貨投資人求償登記，其中提起團體訴訟案件計有紐新的3億9,382萬元請求金額、楊鐵南港的2,259萬元及台肥的2,752萬元。歷來執行團體訴訟業務，均運用投保基金孳息作為業務持續運作之資金來源，故投保基金必須維持一定規模，以維持投保中心正常運作，達成保護投資人與交易人之目標。

五、 效益分析

（一） 保障投資人權益

所謂的投保基金償付制度，乃指當證券投資人及期貨交易人於交易市場進行交易時，若遇有證券商或期貨商發生財務困難、失卻清償能力而違約時，將由保護機構於償付上限

範圍¹²內動用投保基金進行償付，先滿足投資人之未受償債權，再由保護機構進行後續求償，乃一種法定之風險承擔機制。

（二）強化證券市場之交易功能

由於證券經紀商直接是以客戶名義下單，且透過投資人開設之有價證券集中保管帳戶及在證券經紀商指定之金融機構開立之存款帳戶以劃撥方式辦理。因此，投資人在證券市場買賣有價證券，但其實未直接進入市場交易，投資人所面對的即是證券商。另一方面，當證券商倒閉時，可能會發生兩種狀況，一是客戶已繳款購買股票，卻拿不到股票之情形；二是客戶已委託賣出股票者，卻拿不到賣出的股款。此時，保護機構得動用保護基金償付投資人之損失，但償付每一證券投資人之金額有上限規定。

此外，與交割結算基金之關聯性，證交所在動用交割結算基金代違約之證券商交割後，得留置該等違約證券商之應收款券，抵銷求償。因此，當證券商違約不履行對證交所的交割義務時，雖得動用交割結算基金維持上層交割的遂行，但依留置條款的規定，證交所可留置該等款券取償，使原本應給付給下層投資人的款券，可能在上層即先送證交所抵銷求償，更難確保投資人的債權。故有必要針對下層的交割義務，設立一確保的機制，當證券商無力對投資人交割時，予以填補償付，使市場得以維持安定，此即投保基金之償付制

¹² 投保法第 21 條第 2 項規定「保護基金依前項規定，償付每一證券投資人會或期貨交易人之金額上限、對每一證券商或期貨商之全體證券投資人或期貨交易人之償付總額上限、償付程序及償付辦法，由主管機關定之」。

度。尤其在我國以散戶為主的市場結構中，此制度更能發揮最大功能。

（三）提供法律效力

投保中心主要之法定業務有三，即基金償付、證券期貨事件之調處及團體訴訟，各該任務均攸關資本市場秩序，對投資人及交易人之權益有重大的影響。按投保基金之償付，其目的除在保護證券投資人與期貨交易人之權益外，很重要的一點，就是在強化投資人及交易人的信心，建立市場防護網，進而維護交易秩序，促進證券及期貨市場的健全發展，是其具有強烈的公益性，而屬整體金融政策的一環，故透過特別立法的方式建立投保基金償付制度。

（四）風險管理

投保基金之償付採取限額風險承擔之方式進行保障，則理論上即有償付風險管控的需求；蓋以基金來自市場，即應有效率地管理使用，而欲達成該等效率管理之目的，投保中心即有必要就償付之發生進行風險的評估與控制，故賦予投保中心若干風控機制，應屬合理且必要。

第二節 交割結算基金

一、制度說明

（一）證券市場

依「證券交易法」第 153 條規定，交割結算基金之動用時機乃在證券商違約不履行對證券交易所的交割義務時，由

證券交易所動用交割結算基金代為支付，其首要目的乃在確保市場交割之遂行，使市場得以順利地運作，不致因為少數違約交割者的關係影響全體市場的運作；此外，依「證券交易法」第 154 條第 2 項規定，交割結算基金尚有分攤「因有價證券集中交易所生之債權」之功能，擔保證券商之履行債務，分散交割風險，間接強化對投資人之保護。

證券市場之交割結算基金可分為二，一係各證券商依「證券交易法」第 108 條（會員制證券交易所）、第 132 條（公司制證券交易所）之規定所提撥之一般交割結算基金，二為證券交易所依「臺灣證券交易所共同責任制交割結算基金管理辦法」所提撥之特別結算基金，後者又可分為一次提列之特別結算基金及繼續提列之特別結算基金¹³。除此之外，證券交易所復依法設置了賠償準備金，其設置之目的乃在補充交割結算基金之不足，確保市場上交割結算機制之順利運作。

（二）期貨市場

依「期貨交易法」第 49 條之規定，期貨結算機構於其結算會員不履行結算交割義務時，依下列順序支應：

1. 違約期貨結算會員繳存之結算保證金。
2. 違約期貨結算會員之交割結算基金。
3. 其他期貨結算會員之交割結算基金。
4. 期貨結算機構之賠償準備金。
5. 其他期貨結算會員依期貨結算機構所定比例分擔。

¹³ 即交割結算基金＝證券商之一般交割結算基金＋證券交易所之特別結算基金（＝一次提列之特別結算基金＋繼續提列之特別結算基金）。

而依「期貨交易法」設立之期貨商，應於主管機關指定之金融機構繳存營業保證金，目前期貨經紀商總公司為新台幣 5,000 萬元，每增設一分支機構增提新台幣 1,000 萬元。另結算會員亦應繳存交割結算基金予臺灣期貨交易所，其金額新台幣 4,000 萬元，另每增加一委託期貨商再增繳新台幣 300 萬元（參考「臺灣期貨交易所股份有限公司結算會員資格標準」）。而上開營業保證金、交割結算基金，依「期貨交易法」第 60 條第 1 項及第 52 條規定，期貨交易人均可享有優先受償權¹⁴。

二、 運作模式

（一） 證券市場

1. 交割結算基金之提撥

證券商提撥之一般交割結算基金其提撥情形為證券經紀商於開始營業前應一次繳存 1,500 萬元，並於開始營業後，接受託買賣有價證券成交金額萬分之 0.3，於每季終了後十日內繼續繳存至當年底，開業次一年起其原繳之基本金額減為 700 萬元，並逐年按前一年受託買賣上市有價證券成交金額依前揭比率併計之；證券自營商於開始營業後應一次繳存 1,000 萬元。證券商每增設一分支機構，應於開業前向證券交易所一次繳存交割結算基金 300 萬元，目前提撥金額約達 50 億元。而證券交易所之特別結算基金其提撥之情形為一次提列之特別結算基金為 10 億元，繼續提列之特別結算基金則已達 20 億元之提撥上限，合計 30 億

¹⁴依「期貨交易法」第 52 條規定，期貨結算會員因期貨結算所生之債務，其債權人對該結算會員之交割結算基金有優先受償之權，其債權人優先受償順序為：1.期貨結算機構、2.期貨交易人、3.期貨結算會員。

元。至於賠償準備金，則「一次提存 5,000 萬元為賠償準備金，並於每季終了後十五日內，按證券交易經手費收入之 20% 繼續提存」¹⁵。

2. 交割結算基金之運作

其運作的方式，則為當證券商在交易過程中對證券交易所發生違約交割之情事時，證券交易所即動用交割結算基金代為交割，其動用的順序則依「臺灣證券交易所股份有限公司共同責任制交割結算基金管理辦法」第 9 條之規定辦理，即當證券商對證券交易所違約、不履行交割義務時，原則上先以該證券商所繳交之交割結算基金賠償之；不足時由證券交易所繼續提撥之特別交割結算基金支應，再有不足，則由其他證券商所提列之一般交割結算基金與證券交易所提列之特別交割結算基金比例分擔之；如若交割結算基金償付殆盡之後仍無足清償，則在動用證券交易所提列賠償準備金支應之。故其動用順序如下圖（由下往上）：

證券交易所提撥之賠償準備金	
其他證券商所提撥之一般交割結算基金 (約 50 億)	證券交易所一次提撥之特別交割結算基金 (10 億)
證券交易所繼續提撥之特別交割結算基金 (20 億)	
違約證券商所提撥之一般交割結算基金	

↑

資料來源：林俊宏 (2005)，第 96 頁。

圖 2-1 共同責任制交割結算基金動用順序表

¹⁵ 參「證券交易所管理規則」第 19 條。

至於櫃檯買賣中心方面，因「證券交易法」並未針對店頭市場訂立詳細規範，交割結算的相關規定均係針對證券交易所而設，就店頭市場部分則付之闕如，就此實務上乃透過行政命令及契約條款予以補充，相關機制設計悉仿照集中市場而設，除整體基金規模較小及名稱不同外，基金之提撥與運作均同於集中交易市場¹⁶。

(二) 期貨市場

臺灣期貨交易之財務安全體系為結算會員制度，由結算會員與期貨交易所擔負交割履約之責任。而擔負此重任須有強大的財力作為後盾，資金的來源則包括結算保證金，期交所提存之賠償準備金，每一家結算會員繳存之交割結算基金，最後為結算會員之共同分擔金額。分別說明如下：

1. 結算保證金：結算會員依據其所擁有或代客戶擁有之部位繳交相對數額的保證金。
2. 交割結算基金：結算會員繳交交割結算基金的數額請參考下表。

表 2-2 期貨市場交割結算基金彙總表

提撥方式	個別結算會員	一般結算會員	特別結算會員
首次提撥	按實收資本額或指撥專用營運資金之 20% 繳存， 上限為四千萬元		
受託一期貨商辦理結算交割	不適用	繳存新臺幣三百萬	

¹⁶ 其區分為給付結算基金、特別給付結算基金及賠償準備金，其運作及提撥大體同於證券交易所之交割結算基金，目前櫃檯買賣中心所提撥之前揭各基金合計近 30 億元。

提撥方式	個別結算會員	一般結算會員	特別結算會員
委託期貨商每增設一分支機構	繳存新臺幣一百萬		
每委任一期貨交易輔助人或交易輔助人每增設一支機構	繳存新臺幣一百萬		不適用

資料來源：台灣期貨交易所，http://www.taifex.com.tw/chinese/5/5_3.htm。

3. 賠償準備金：期貨交易所於開業前提撥新臺幣三億元，開業後每季依結算、交割手續費收入的 20% 繼續提存，惟目前賠償準備金提存金額已達資本總額或指撥之專用營運資金，不再繼續提存。
4. 結算會員的共同分擔金額：當上述三種金額無法支應違約所造成之損失時，期貨交易所按每一結算會員之結算口數及未沖銷部位平均餘額占所有結算會員之比例，要求未違約結算會員分擔剩餘之損失。

三、效益分析

(一) 確保證券及期貨市場之正常交易

證券市場設有交割結算基金，用以確保證券經紀商與證交所間交割之遂行，然而此項上層（即證券商對證交所）交割之確保，仍不足以完全保障下層（即證券商對投資人）投資人必能獲得其應得之款券。此主要乃由於以下二個原因，一為證券是場所採行的「餘額交割」制度，二為證交所的「留置條款」。

前者係指當證券商無力對證交所交割時，交割結算基金毋庸全額墊付，只須墊付該等委買委賣間的差額即足以維持上層的交割秩序，而該違約證券商得受取的交割款券自也僅止於該等結算之差額。然而，證券商對投資人的義務係就委買與委賣客戶之全額為交割，則違約證券商（或經證券交易所指定之代辦交割證券商）縱得獲取餘額交割之款券，仍將發生結算差額外的款券缺口，此部分款券缺口現行交割結算基金尚無從填補。

而期貨交易市場則以結算會員制度為中心，並由期貨交易所擔任雙方交易人的交易對手，可以擔保雙方履約。且期貨市場採結算會員制，再加上「期交法」第49條規範的交割結算保證金及賠償準備金，均可作為償付期貨交易人之償付機制。

（二）與投保基金相輔相成

依「證交法」之定義，我國證券經紀商屬行紀或居間制度，惟現行實務運作多屬居間行為。證券商於一項完整的交易中，將分別對證券交易所（上層）與投資人（下層）為交割，所以若以證券商是否完成交割之情形作區別，則可分為四種類型，即：（1）證券商對證券交易所及投資人均完成交割。（2）證券商對證券交易所未完成交割，對投資人完成交割。（3）證券商對證券交易所完成交割，對投資人未完成交割。（4）證券商對證券交易所及投資人均未完成交割。

在第四種類型，也就是證券商對證券交易所及投資人均未完成交割義務時，才可能發生交割結算基金與投保基金同時動用，蓋以在第一、二種類型，投資人既獲交割，則投保基金將不動用，第一、三種類型，則上層市場既完成交割，交割結算基金亦毋庸動用，故惟有當證券商同時違反對證券交易所及投資人之交割義務時，二基金始可能同時動用。

表 2-3 證券商違約交割類型表

		對證券交易所	
		已完成交割	未完成交割
對 投 資 人	已完成交割	類型一 正常之交割狀況。 交割結算基金及投保基金均毋庸動用。	類型二 實務上應不致發生，未有實際的案例。 儘可能動用交割結算基金。
	未完成交割	類型三 例如賣方證券商於向證券交易所交割後侵占款項違約，未有實際的案例。 儘可能動用投保基金。	類型四 過去所發生違約交案件多為此種類型，例如厚生股票、洪福證券違約交割案。 可能同時動用交割結算基金及投保基金。

資料來源：林俊宏（2005），第 98 頁。

表 2-4 交割結算基金及投保基金比較表

	交割結算基金	投保基金
目的	確保證券商（包括經紀商及自營商）對證券交易所之交割義務。	確保證券經紀商對投資人之交割義務。
功能	確保整個市場之運作間接保障投資人。	直接保護投資人，建立市場參與者之信心。
法源	證券交易法§132、§108。	投保法§21 以下。

	交割結算基金	投保基金
性質	本質上乃履約保證金。至共同責任制交割結算基金則屬於共同履約保證性質，亦屬證券交易所與證券商間之契約條款。	公法性質之法定基金。
規模	目前共同責任制之交割結算基金約 80 億元(另證券交易所之賠償準備金約 36 億元)。	約 62 億餘元，已達當初設定規模 50 億元門檻。
基金來源	交割結算基金之來源為各證券商所繳交，共同責任制交割結算基金則再由證券交易所加入共同提撥。	由證券相關單位捐助成立，後續並由證券交易所與證券商共同提撥。
動用情形	已動用。	尚未動用。
執行單位	證券交易所。	投保中心。
上限	無上限。	單次事件償付總額為 10 億元以下，1 億元以上；每人每次得受償付上限為 100 萬元。
方法	交割款項之墊付。	限額風險承擔。

資料來源：林俊宏（2005），第 109 頁。

第三節 存款保險制度

一、背景說明

由於金融機構之健全和金融秩序之安定，乃是維繫國家經濟成長和金融發展之重要力量。因此，為保障存款人權益、維護信用秩序及促進金融業務健全發展，我國於 1985（民 74）年制定「存款保險條例」，其立法目的在於「保障金融機構存款人權益，維護信用秩序，

促進金融業務健全發展」¹⁷，同年 9 月並由主管機關 財政部會同 中央銀行共同出資設立中央存款保險公司，專責辦理存款保險。

存款保險制度係指要保金融機構以其存款為標的，向中央存款保險公司投保而繳交保險費之政策性保險。若要保金融機構發生停業或無法清償其存款時，中央存款保險公司即在保險額度內，賠償存款民眾，俾以保障存款人權益，進而確保金融安定。

二、 發展沿革

我國存款保險制度之創立，始於 1985 年爆發連鎖的金融機構擠兌事件，創立之初採取自由投保方式，並以尊重金融機構投保意願之前提下，未強制金融機構加入存款保險，形成部分金融機構未自願性投保，致使存款人之權利未受到全面性保障，故於 1998 年間參酌先進國家存款保險制度之經驗，並保障全體存款人權益，修正存款保險條例，將存款保險之投保方式改採強制性全面投保，規定自 1999 年 2 月 1 日起，凡經依法核准收受存款或受託經理具保本保息之代為確定用途信託資金之金融機構，均強制參加存款保險為要保機構。¹⁸另訂定風險分級指標，將原先單一固定費率改為差別費率。之後為控制承保風險，再度於 2007 年大幅修正「存款保險條例」，將投保方式改採強制申請核准制，規定自 2007 年 1 月 20 日起，凡經依法核准收受存款、郵政儲金或受託經理具保本保息之代為確定用途信託資金之金融機構，應向存保公司申請參加存款保險，經存保公司審核許可後為

¹⁷ 參照「存款保險條例」第 1 條。

¹⁸ 依據 1999（民 88）年 1 月 20 日存款保險條例第 3 條修正規定。

要保機構。¹⁹因此，我國存款保險制度歷經多次的功能強化和規模擴充，已具備先進國家之完善架構。

(一) 初期採取自願性投保和單一保險費率²⁰

鑑於 1985 年成立中央存款保險公司時，因當時國內金融機構絕大多數為公營行庫，並擁有約 80% 的存款，加上其經營受到嚴格監理，故投保方式初期規劃採取自願性投保，保險費率也採取單一保險費率，為萬分之 1.5，藉以吸引金融機構的加入，承保之存款範圍僅限於新台幣存款，保險額度為新台幣 70 萬元，至 1987 年提高為 100 萬元。

由於自願性投保易產生逆選擇之問題，使當時國內大型金融機構均無意參加，而財務不夠健全之基層金融機構，係因不符合投保標準，使其無法參加，導致初期存款保險業務之規模無法擴大，又加上採用偏低的單一保險費率，以致於累積的保險理賠基金 10 年來僅新台幣 10 餘億元，無法有效達成共同分攤風險之目標，以及保障存款人之權益。

基於存款保險基金規模受到限制之影響，在 1994~1995 年開放民營銀行設立，形成與基層金融機構競爭激烈，使基層金融機構受到重大衝擊，面臨存款人擠兌問題，由於當時中央存款保險公司缺乏充分權限和資源，以致無法處理這些有問題的基層金融機構，最後還是由政府指定金融機構來概括承受、或合併、或核准政策性加入存保，暫時解決擠兌事件。此外，處理事件所需之資金，最後是向中央銀行融資。

¹⁹ 依據 2007 (民 96) 年 1 月 18 日存款保險條例第 10 條修正規定。

²⁰ 李榮謙、黃麗倫 (2010)。

（二）1999 年改採強制性投保和差別費率制度

為有效提升存款保險制度之功能，於 1999 年修正「存款保險條例」，改採全面性強制投保，藉以納入 30 餘家未符合投保標準之基層金融機構。另一方面，因單一保險費率偏低的問題，及固定費率無法反映金融機構經營差異化之不公平現象，修正後也改採差別費率制度，按照金融機構經營體質好壞，分為三級費率制度²¹。

1999 年的修法內容，除改採強制性投保與差別費率制度外，並賦予中央存款保險公司有處理問題金融機構的職責，以因應 1990 年代的金融事件，但由於相關配套權限未加以配合調整，導致日後仍無法發揮處理問題金融機構之功能。因此，為加強處理 1990 年代後期陸續發生的金融問題和建立問題金融機構退場機制，參酌國外經驗，以公共資金快速處理金融危機之方式，於 2001 年 7 月設立金融重建基金，並由中央存款保險公司負責重建基金之運作。

（三）2007 年改採強制申請審核許可制，並強化存款保險公司之風險控管功能

由於國際上存款保險制度之發展，已由傳統單純的賠付箱（Pay-box）功能，擴至肩負風險評估與控管、終止要保戶、強化履行保險責任及建立因應系統性危機機制等，並且須累積足夠的保險賠付準備金，俾利配合主管機關立即糾正措施，迅速處理問題金融機構，期以達到保障存款人權益和維護金融穩定之目標。因此，2007 年 1 月 18 日「存款保險條例」

²¹ 1999 年保險費率分為三級，即萬分之 1.5、萬分之 1.75 及萬分之 2。另 2001 年再調高為萬分之 5、萬分之 5.5 及萬分之 6。

大幅度修正，其重點主要包括：(1) 強化保險賠付準備金之充實與管理；(2) 強化風險之控管；(3) 強化履行保險責任機制；(4) 建立因應系統性危機機制。

我國的存款保險制度特於 2007 年初進行重大變革後，並於同年 7 月將 20 年來未曾調整的保險額度，由新台幣 100 萬調高為 150 萬元，同時也調整保險費率計收的方式。其中，保險費率由原來的三級差別費率，改為銀行、信合社等一般要保機構，以及農、漁會信用部等農業金融要保機構，保額內的存款分別按其風險指標（資本適足率及全國預警系統的「檢查資料評等綜合得分」）核算的五級差別費率計收，保額以上的存款則按固定費率計收。

(四) 金融海嘯期間之全額保障

2008 年 9 月美國雷曼兄弟公司倒閉後，為恢復市場信心，挽救岌岌可危的經濟金融體系，諸多國家紛紛推出暫時性的全額保障措施，大幅提高或取消存款保險額度之上限，並擔保銀行的非存款負債。由於全額保障之推出，確實有效紓解金融情勢惡化的速度，為政府爭取更多時間研擬適當的因應對策，然這種低前置成本的政府保證並沒有副作用，全額保障所隱含的財政成本、道德風險及扭曲競爭環境等問題，可能在全額保障無法儘快退場的情況下，將對中長期的金融穩定帶來不利之影響。

我國因國內金融機構涉足引爆本次危機的結構型金融商品之程度不深，受創幅度不若危機起源的歐美國家，復以我國的金融體系是以間接金融為主的銀行型體制，國內金融機

構之主要籌資來源仍是傳統的低風險零售存款，不若歐美國家的金融機構過度依賴高風險之批發型資金，故未出現金融市場凍結所致的嚴重困擾。雖然我國金融體系受損的情況有限，且金融機構之流動性相當充裕、資產減損情形亦不嚴重，故資本適足率仍佳。然而，在跨國金融緊密連結的環境下，人民擔憂國外的金融劇變可能會在國內上演，不安的情緒逐漸演變成移轉存款至國內大型公股行庫上，加上其他鄰近的國家均陸續推出存款全額保障。因此，為穩定民眾的不安情緒，並避免發生類似愛爾蘭事件²²，我國政府於 2008 年 10 月 7 日宣布擴大存款保險，除納入外幣存款、銀行間存款及同業拆款等原本排除承保的存款，擴大承保範圍外，並將保險額度由原先的新台幣 150 萬元擴大之全額承保。

（五）後金融海嘯之存款限額保障

為因應金融海嘯期間之存款全額保障於 2010 年底到期，主管機關行政院金融監督管理委員會提出「民國 100 年回歸正常存款保險機制之推動及配套措施」，特於 2010 年 12 月 29 日通過「存款保險條例」修正草案，自 2011 年 1 月 1 日起，存款保險最高保額由 2007 年的 150 萬元提高至 300 萬元，並將存款保障範圍擴大至外幣存款和存款利息。

主管機關在持續強化金融監理和確保金融市場穩定之目標下，為使存款的全額保障措施能順利回歸至限額保障機制，在後金融海嘯時代的存款保額政策，俾以提高存款保險最高保額，進而提升存款人對限額保障之信心。

²² 由於愛爾蘭於 2008 年 10 月對其六大銀行提供全額保障，導致鄰近的英國流失大量存款至愛爾蘭之銀行。

三、運作模式

(一) 償付標準

1. 存款保險最高額度之內：當金融機構因業務或財務狀況顯著惡化，不能支付其債務或有損存款人利益之虞時，經中央主管機關勒令停業時，存款保險公司即依「存款保險條例」第 15 條之規定，對每一存款人於理賠最高額度內予以理賠。目前，每一存款人在同一家金融機構之最高保額，為存款本金 300 萬元。
2. 存款保險最高額度之外：存款人超過最高保額 300 萬元之存款，中央存保公司即不予賠付，但將發給存款人一般債權憑證，俟金融機構清算完畢後，若有剩餘現金，再依法定優先順序和獲償比例予以分配。存款保險公司於依前述理賠予存款人之後，即得依同法第 15 條之 2 的規定，以自己名義行使存款人或債權人對要保機構之一切權利。

(二) 存款額度之訂定

存款保險最高額度之訂定十分重要，除必須能有效避免銀行擠兌外，還須避免削弱監控銀行風險行為之市場制約力量。若受保障額度過低，則較佳的、愈可信賴的銀行，將得到存款人之青睞，故可強化市場制約之力量。然而，若受保障額度過高，則將抑制存款人進行任何形式監控之誘因，因而減損市場制約之力量。

決策者可藉由相關之統計數據，例如銀行存款規模分配情形、存款戶涵蓋率等，來決定適當的保險額度。之後，對

保險額度和承保範圍之調整，則應視通膨、實質所得成長及新金融工具之發展情況，適度的加以調整。關於是否調整保額之方式，可為權衡式之裁量，或依特定指標做系統性之調整。另一方面，調整的幅度和頻率也須審慎斟酌，若調整次數太頻繁或幅度太離譜，可能會使人民困惑；反之，若頻率太少，又可能無法達成所欲追求之公共政策目標。

（三）保險費率之方式

保險費率之計算主要有固定費率和經風險調整費率（Risk-adjusted Premium）兩種方式。其中，固定費率方式簡單易懂，但會產生逆選擇之問題；而經風險調整費率方式為可控制道德風險。因此，為使計費方式有效降低金融機構從事過度風險行為之誘因，訂價模式可加入金融機構營業狀況、當前金融市場情勢、金融機構負債結構及其他前瞻性資訊等市場因素，期使存款保險制度具市場導向，俾以強化市場制約之力量。

四、 效益分析

（一）穩定金融體系

按金融機構係扮演調節資金供需暨經濟發展之重要角色，其吸收的存款屬高流動性之負債，而其所取得的資產多屬長期之非流動性資產。由於該等資產往往變現不易，一旦金融機構經營發生困難，即會使存款人喪失信心，引發擠兌危機。換言之，若擠兌事件蔓延，將可能造成金融機構之連鎖效應，影響金融體系之安定，為此始有存款保險機制之設

立，對大多數的存款人提供保障，以防範擠兌和避免系統性危機，期能確保金融秩序。

（二）建構完善金融安全網

為維持金融體系穩定和協助經濟成長，各國政府藉由建構完善的金融安全網，減少金融事件造成整個金融體系中斷之可能性。對於金融安全網之關鍵組成項目，並沒有一致的共識，但一般至少會包括下列三個關鍵項目組成，即為審慎金融監理制度、存款保險制度及最後貸款者。

（三）逆選擇和道德危險

蓋存款保險制度乃為政策保險，其本質亦同屬風險承擔，故在投保基金制度建構之過程中，也曾參考存款保險制度之相關規定。而存款保險制度在各國的實踐經驗中，衍生出兩個最大的問題，即「逆選擇」與「道德危險」(Moral Hazard)之問題。

第三章 國外保護基金制度介紹

第一節 美國

一、法律規範

(一) 證券投資人保護法

「證券投資人保護法」(Securities Investor Protection Act of 1970, 簡稱SIPA)於1970年12月30日生效²³,為避免證券商發生財務困難,進而被合併或破產,影響投資人權益,故依本法設立償付基金,對破產券商之客戶彌補其金錢與股票之損失,俾維繫投資人對於證券市場之信心,惟與破產債權相關者,仍須援引適用破產法之相關規定。

本法共計16條,內容包括:證券投資人保護公司(Securities Investor Protection Corporation, SIPC)、證券投資人保護基金(SIPC Fund)、客戶的保護、清算程序之一般性條款、受託人的權利與義務、清算程序之特殊條款、預付賠償金、直接付款程序、證券主管機關之功能、檢查機關之功能、自律組織之功能、禁止之行為、附則、名詞定義等。本法所未規定者,應適用「1934年證券交易法」,為「證券投資人保護法」之一部分²⁴。

²³美國早在1938年破產法(The Chandler Act)中規範破產證券商之投資人相關問題,此後破產法修正案亦區別破產證券商之普通債權人與證券投資人受償之優先順序,使證券投資人優先受償。

²⁴ Securities Investor Protection Act of 1970, 15 U.S.C. §78aaa-III, as amended through July 22, 2010. <http://www.sipc.org/pdf/Securities%20Investors%20Protection%20Act.pdf>

依SIPA§78fff-5規定，SIPC基金於下列條件下方可動用²⁵：

1. 為滿足客戶之求償。
2. 由於會員券商之總資產（General estate）不足於支付該資產之管理與清算程序之成本與支出（受託人、律師、會計師之費用與受僱人之薪資）時，該成本與支出之金額將由SIPC基金預付於受託人。
3. 為保證或給付會員券商對於銀行、出借人或其他任何人之債務時，得由SIPC基金預付。為清償會員券商對於銀行之債務，動用資金將該會員券商為擔保債務設質於銀行之有價證券取回，則取回之有價證券視為客戶財產，非屬總資產之一部分。
4. 因客戶帳戶移轉而承受之證券商，對於帳戶移轉所致有價證券或現金短缺損失之彌補與保證，得動用基金。
5. 當客戶求償主張以有價證券返還時，為了取得該遺失之有價證券，得由基金預付買回。

（二）美國金融改革法案

因應2008年金融海嘯所引發之變局，美國財政部於2009年6月17日公布「金融改革白皮書」(White Paper : Financial Regulatory Reform)，並據此提出「金融改革法案」。2009年12月11日，眾議院通過金融改革法案，改稱為「華爾街改革暨消費者保護法案」(Wall Street Reform and Consumer Protection Act)，該法案範圍橫跨聯邦準備理事會（Fed）、財政部及聯邦存款保險公司之職權，更涉及其他功能性監理主

²⁵ Securities Investor Protection Act of 1970, 15 U.S. Codes, § 78fff-3, http://www.law.cornell.edu/uscode/215/uscode_sec_15_00000078-fff003-.html

管機關：證券管理委員會（SEC）、商品交易委員會（CFTC）等機構之職權²⁶。之後，參議院銀行委員會主席Christopher Dodd和眾議院金融服務委員會主席Barney Frank提出建議法案版本²⁷，歷經多方利益角力，最後在強化金融機構監理方面終於獲致共識²⁸。經歐巴馬總統於2010年7月21日簽署後正式成為法律，更名為「華爾街改革與消費者保護法」（Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2009, Pub.L. 111-203, H.R. 4173）²⁹，又名為「Dodd-Frank華爾街改革與消費者保護法」（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act，簡稱Dodd-Frank Act）。本法案厚達2,300多頁，內含有13個子法案，共分為16個章（Titles），另要求各主管機關依其職權共制訂243個規則，與提出22個定期報告。茲將各章名稱臚列如下表：

²⁶依美國「金融服務業現代化法」（1999）及「商品期貨現代化法」（2000）之規定，對金融產業之監理屬於結合傘狀與功能性監理。依「金融服務業現代化法規定」，聯邦準備理事會（FRB）為控股公司的主管機構，即處於傘狀核心之金融控股公司之監理機構。至於控股公司之關係企業或子公司監理工作，則由所屬業務的主管當局負責，此即為「功能性監理」。許福添，美國金融改革及知識經濟發展之研究（專論美日金融改革比較及對我國之啟示），行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書，92年1月2日，頁12。

²⁷依眾議院2009年提出之立法理由，本法目的為：「藉由改善金融體系之可靠性與透明度，以提倡美國金融穩定，終結大到不能倒（too big to fail），並為保護美國納稅人，必須終結財政紓困（bailouts）發生可能，並保護消費者免受金融服務商業慣習濫用之傷害，及其他目的，特制訂本法。」The Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2009, http://docs.house.gov/rules/finserv/111_hr_finsrv.pdf.

²⁸經過國會兩黨協商後排入參議院辯論議程。並於2010年5月20日通過「恢復美國金融穩定法案」（Restoring American Financial Stability Act）。歸納出未來美國金融監理之發展方向如下：
1. 維持金融政策穩定；2. 提供金融監理機構間之合作協調性；3. 提供保險產品與服務之全國監理；4. 降低監理之重疊；5. 提供一致性之監理標準；6. 衡量系統性風險；7. 設計非銀行金融機構（non-bank financial institute）之破產解決機制。兩院協商版本於2010年6月25日完成，由眾議院及參議院分別於6月30日及7月15日通過，

²⁹ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act（introduced 12/2/2009, latest Conference Report: [111-517](#)（in Congressional Record [H4977-5202](#)），related Bills: [H.RES.956](#), [H.RES.964](#), [H.RES.1490](#), [H.R.3126](#), [H.R.3818](#), [S.3217](#), July 21, 2010. <http://thomas.loc.gov/cgi-bin/bdquery/z?d111:H.R.4173>;

編號	章名
第一章	金融穩定 (Financial Stability)
第二章	有條理地流動性監理機構(Orderly Liquidity Authority)
第三章	移轉權力予 OCC、FDIC 與聯準會
第四章	對沖基金與其他類似顧問之規範
第五章	保險
第六章	改善銀行與存款機構 (包括控股公司與存放機構) 之規範
第七章	華爾街透明度與課責性法
第八章	支付、結算與交割之監理
第九章	投資人保護與改善證券相關法規
第十章	消費者金融保護署
第十一章	聯邦準備系統條款
第十二章	改善接近使用主流金融機構(Improving Access to Mainstream Financial Institutions)
第十三章	薪酬制度法 (Pay it Back Act)
第十四章	抵押權改革與反掠奪性借貸
第十五章	附則
第十六章	第 1256 條契約 ³⁰

本法將系統性風險控管列為首要任務，並將存款人列入金融消費者保護範圍，簡述與投資人保護之相關作法如下：

1. 調高存款保險額度

本法正式將銀行、非銀行存款機構和信貸機構的聯邦存款保險額度永久性提升至 25 萬美元，此一標準可回溯至 2008 年 1 月 1 日執行。此外，FDIC 對不孳息的交易帳戶將全額保障至 2013 年 1 月 1 日。並授權聯邦準備理事會 (Federal Reserve System，簡稱聯準會) 對大型綜合性金融

³⁰ 指 1986 年修正通過之國內收支法 (Internal Revenue Code) 第 1256 條，排除部份契約課稅之規定，如：任何非交易商自營之證券期貨契約及其選擇權，任何利率交換契約、貨幣交換契約、基礎交換契約，或賭利率高低之契約，商品交換契約，股權交換契約，股權指數交換，信用違約交換或其他相似契約等。

機構實施監管，以確保政府對那些可能給整體經濟帶來風險的金融機構的風險性和複雜程度有所瞭解。法案並賦予聯準會權力，使其能夠對未接受納稅人資金救助但陷入困境的大型金融公司進行接管和分拆，以防止此類公司的倒閉引發整個金融體系的危機。另將設立一個由美國聯邦存款保險公司（Federal Deposit Insurance Corp.，簡稱 FDIC）運作的清算程序：由財政部指派 FDIC 接管此類大型金融機構，在拆解此類大型金融機構時，FDIC 必須確認：

- (1) 在其他求償付清前，該機構股東將不會得到任何償付；
- (2) 債權人根據求償程序承擔損失；
- (3) 該機構管理階層及董事會已被解散；
- (4) FDIC 不會成為被接管機構的股東。

法案亦要求於清算程序中，納稅人不應承擔清算此類具系統風險之金融機構的損失，政府稅收也不應該用於這些清算活動中。財政部將預先支付有關接管倒閉金融公司的前期成本，但政府則必須制定出一套資金償付方案。

2. 新設消費者金融保護局

本法在聯準會下建立一個新的消費者金融保護局 (Bureau of Consumer Financial Protection)，以確保消費者在抵押貸款、信用卡及其他金融商品方面取得所需要正確與清楚的資訊，避免隱藏費用、濫用交易條款及詐欺。該機構整合其他各單位有關消費者保護的權限，並將負責向提供信用卡或抵押貸款等消費者金融產品及服務的銀行和

非銀行機構頒布和實施規定，適用於所有抵押貸款相關業務、發薪日貸款³¹、學生貸款、債務代收（Debt Collectors）機構、消費者報告機構（Customer Reporting Agencies）等。消費者金融保護局對於資產超過 100 億美元的銀行和信貸機構及其子公司，有權力檢查並執行監管法規。對於資產在 100 億美元以下的銀行部分，若有消費者對此類銀行投訴時，將由其他負責的聯邦監理機關執行檢查，消費者金融保護局則可以要求該銀行提出有關是否遵守聯邦消費者保護法的報告。保護局將設立專線讓消費者投訴金融產品與服務，並且每年將這些投訴彙整向國會報告。簡要說明作法如下：

- (1) 禁止聯準會干預消費者金融保護局的事務，包括該局法規的制訂、命令及人事等。
- (2) 消費者金融保護局由獨立的局長領導，局長由總統任命，經參議院確認後生效，任期 5 年，直接對總統負責。
- (3) 該局預算獨立，由聯準會的盈餘支應，預算金額由局長提出，但不得超過聯準會營業費用的一定比率，此項比率在 2013 年為 12%，將來逐年調整。
- (4) 聯準會、通貨監理署 OCC、Thrift、FDIC、NCUA、住宅與城市發展部 HUD，及聯邦貿易署等機關原本實施的消費者金融保護之權責，全部併入新設立之「消費者金融保護局」，並加以強化。此外，消費者金融保護局亦監督「確保公平與無歧視利用信用的個人及社區之聯邦法律」的實施情況。

³¹ 發薪日貸款簡單來說是一個金額小、無抵押、短期的現金透支，可以幫助消費者以滿足他們的即時現金需求，直至下一個發薪日。

(5) 金融檢查及其實施：消費者金融保護局負責金檢資產超過 100 億美元的銀行與信用合作社、經營抵押貸款相關業務的全部機構，及大型發薪日貸款機構及非銀行金融公司。倘若消費者金融保護局與聯準會等其他金融主管機關之間出現金融監理上的衝突，則受影響的機關得要求依據特定的協調程序，進行協調的監理行動（coordinated supervisory action）。

二、 保護機構

早於研議SIPA立法時，即由證券業代表、聯邦儲備理事會、財政部和證券管理委員會聯合簽署提案，參酌聯邦存款保險公司（Federal Depository Insurance Corporation, FDIC）、聯邦存款與貸款保險公司（Federal Savings and Loan Insurance Corporation, FSLIC），國家信用聯盟管理局（National Credit Union Administration, NCUA）等機構之設立目的與功能，認為應創設一獨立機構以為證券投資人權益之保障。證券投資人保護公司於1971年成立，所在地為首都華盛頓特區，其設立之法源依據除SIPA外，並適用「哥倫比亞特區非營利公司法」（District of Columbia Nonprofit Corporation Act），為非營利性之會員公司組織，且該公司之終止應經國會立法。SIPC雖受美國國會和證券管理委員會之監督，但並不是美國政府之行政單位或部門。

由於SIPC屬會員制之公司組織，其會員之加入係強制性而非有自由意願，會員之組成包括：

1. 依1934年證券交易法第15條註冊的證券經紀商與自營商。
2. 美國所轄證券交易所之所有會員。惟下列證券商則不包括在內：

- (1) 主要業務係於美國境外從事。
- (2) 該證券商所從事之業務係屬：投資公司或單位信託股份之銷售；年金之銷售；保險業務；投資公司或保險公司顧問服務者。

SEC對於SIPC呈報之業務規章草案，應經公告、聽證會及利害關係人提出意見之程序後，始得核定。當SIPC拒絕對於其會員之客戶予以保護或動用基金時，SEC得向SIPC主要營業所所在地之地方法院申請裁定，強制SIPC履行其法定義務，若法院認為適當時，亦得由法院代為履行。

SEC基於公共利益或為使SIPA之立法目的得以有效執行，得視察SIPC之業務及要求SIPC提供報告、紀錄。每會計年度終了後，SIPC應將年度業務執行情形以書面呈報SEC，此項報告應含財務報告及基金來源及運用之情形，並應經SIPC所推選而SEC同意之公認會計師之簽證，SEC於加具意見後轉呈總統及國會核閱。此外，SIPC應與自律組織合作和相互諮商以達下列目的：

- (1) 合理規範檢查會員發生財務困難之程序。
- (2) 審定會員是否遵循財務規則。
- (3) 要求 SIPC 之會員將其財務報表檢送自律組織，並由其審查。

三、 證券投資人保護基金

依SIPA規定，證券投資人保護公司應設立基金，以為證券投資人受損補償之用。由於該公司係屬非營利性之會員制組織，所以該基金之主要來源，係以向會員徵收為主。每一自律組織應代SIPC向其會員

徵收會費以充SIPC基金之來源，如SIPC之會員非屬自律組織之會員則應將所攤派之金額直接給付予SIPC。自律組織之會員亦為SIPC之會員時，則自律組織應檢查該會員是否遵照財務責任規章，然SIPC之會員屬於二個以上之自律組織，則SEC應指定其中之一自律組織或SEC本身為其檢查機構。

證券投資人保護基金之來源計有：會費徵收、借貸、捐贈、利息收入四者，據該公司於2010年公布之年報表示，至2009年底該基金之規模為10.9億美元³²。下表係SIPC歷年動用基金清償之分配情形³³：

清償淨額		保護案件（件數）	總額（美元）
從	至		
\$ 40,000,001	以上	1	666,738,427
10,000,001	40,000,000	12	236,533,784
5,000,001	10,000,000	18	123,902,982
1,000,001	5,000,000	59	129,186,906
500,001	1,000,000	38	28,206,311
250,001	500,000	42	14,581,298
100,001	250,000	60	9,698,793
50,001	100,000	42	2,995,426
25,001	50,000	23	845,893
10,001	25,000	11	168,668
0	10,000	9	26,087
基金餘絀		7	(13,991,621)*1
合計			1,198,892,954*2

*1：受託人處分會員券商之資產後，償還給SIPC預付清償債務的金額及利息。

*2：總額1,198,892,954美元，係為清償給客戶之總金額866,860,365美元與行政費用支出332,032,589美元。

資料來源：臺灣證券交易所彙編，世界主要證券市場相關制度，2010年7月。

³²2009 Annual Report, Securities Investor Protection Corporation, <http://www.sipc.org/pdf/2009%20Annual%20Report.pdf>

³³ 摘錄自「世界主要證券市場相關制度，台灣證券交易所彙編，2010年7月。

(一) 會費徵收

從1970年12月30日至1978年6月30日止，SIPC之主要收入來源，即是向其會員徵收會費。依SIPA規定，將其會費之徵收區分為保護基金創設徵收與基金平時徵收：

1. 創設徵收

依證券投資人保護法§78 ddd (b)之規定，自1970年12月30日該法施行日起120日內，基金之數額於扣除該期間之支出後，至少應徵提至7500萬美元，為達此數額，當時徵收之費率係以各會員於1969年全年總收入 (gross revenues) 之0.125%計收，且至少不得少於150元。另為達到基金初步規模1億5千萬美元之目標，自1971年起徵收比率為各會員全年總收入之0.5%計收，自1977年即達成之。

2. 平時徵收

當基金之初步規模俱已達成時，為維持基金之存續與借債之償還，SIPC 得依下列之原則向其會員徵收：

- (1) 基金少於1億美元或SIPC有重大債務時，向會員徵收之比例不得少於各會員全年總收入之0.5%，惟SIPC亦得於徵詢自律組織之意見，在不會影響會員之財務狀況下，將其會費之徵收比率界定在1.5%。
- (2) 基金規模在1億美元與1.5億美元之間（扣除信用借貸部份），且亦無重大債務時，向會員徵收之會費比率為各會員全年總收入之0.25%。

- (3) 基金規模超過1億5千萬美元時：SIPC被授權賦與相當之權限，得決定其認為適當且必需之會費比率，但不得超過各會員全年總收入的1%。

SIPC於1977年徵收基金規模至1.5億美元時，即於1978年上半年度將會費比率由0.5%降至0.25%，且於1978年下半年度中止徵收。自1979年起，SIPC統一規定向其各個會員徵收25美金。1983年由於基金規模降低至1.5億美元之下，故除對各會員徵收25美元之外，另依SIPA之規定，向各會員依0.25%的比率予以徵收會費，至1986年3月31日起，則又改為向會員每年徵收100美元會費；並明文規定SIPC向其各個會員徵收之會費不得低於150美元。1989年1月起，會費徵收比率改為1%的十六分之三，但不得少於150美元。之後，SIPC董事會修正其業務章則，於1991年9月26日起規定基金規模應擴增至410億美金且每年以10%的比率成長；另基金徵收基準由「業者全年總收入」(Gross revenues from the securities business)改為「淨營運收入」(Net operating revenues)，且規定SIPC應於每年11月提出未來支出與收入等相關資訊以為徵收比率訂定之依據。故自1994年起每年徵收比率訂為0.073%，惟每年至少仍須徵收150美元之會費。惟受2008年金融海嘯之影響，於2009年4月至同年12月31日，改以至少150美元以上，以會員淨收入之0.25%為徵收標準。

會費係由對各會員負有查核其財務狀況是否符合財務適格標準之自律組織(如：交易所、公會等)收繳；會員倘若不予給付會費時，應按SIPC業務規章訂定之利率(年利率20%)負擔利息，並由SIPC課以罰金，然該罰金不得超過其未支付部分之25%，惟SIPC亦可衡量情節之輕重，決定是否予以罰款或予以取消，經前述加計利息與處分

罰金之會員，如經通知仍不履行會費之給付時，則其證券業務之經營將被視為違法行為；若會員否認SIPC書面通知所欠會費時，可先繳納會費後，再向地方法院起訴請求SIPC返還。

（二）借貸

借貸依其方式之不同而有下列三種類型：

1. 向SEC舉債

若SIPC之基金因市場發生重大違約致不足以支應保護投資人之目的時，SEC有權借貸予SIPC；惟SIPC申請此項貸款時，應向SEC提出貸款預定用途說明書；SEC得據以下三點之考量同意借款：

- (1) 該貸款係符合保護證券投資人之所需。
- (2) 維繫投資人對美國證券市場之信心。
- (3) SIPC提出依當時狀況下合理、可行且可迅速償還之保證計畫。

原則上由SEC依財政部規定之利率、借貸條件、到期日，簽還票據或債券予財政部，取得款項貸予SIPC，其借貸金額以10億美元為限。反之，若SEC認為該償債計畫所徵收之金額或時間不足以償還借款時，得藉由訂定業務規則之方式，對於在美國全國性證券交易所及店頭市場購買股票之投資人，課以適當之證券交易費用，惟不得超過買價1%的十五分之一，且對於每筆交易價格低於5,000美元者，亦毋庸課徵。

2. 發行債券或票據舉債

SIPC可由董事會之決議發行公司債券或票據等方式對外舉債，其利率須與SEC向財政部借款之利率相同，而為擔保該項債務之本金、利息及溢價之償還，SIPC可與其會員訂定將來徵收之數額，並可將其資金及會員未來之徵收金予以設定質押。

3. 透支額度 (Lines of Credit)

SIPC於1971年4月10日與銀行團簽署透支額度6,500萬，由於未用到該額度，至1972年4月1日降低為1,000萬透支額度。由於1975年即將創設基金徵收完成，故SIPC於1975年9月19日即終止該透支額度。1986年4月1日，徵收基準營業總收入變更為淨收入，SIPC於1989年4月重新與銀行團簽訂5億元的透支額度，此後又於1992年4月1日與銀行團簽訂10億透支額度，至2009年SIPC與銀行團有5億之透支額度，該透支額度之有效期限已於2010年3月1日屆至。依SIPC公布2010年年報，SIPC基金為11億8千多萬元，自2009年4月1日起，每一會員應依其證券業務之淨營運收入的0.25%計收，若未達150美元者，則依150美元計收。惟自2010年7月22日「Dodd-Frank 華爾街改革與消費者保護法」公布後，取消徵收至少150美元之下限。

(三) 捐贈

依SIPA§78ddd (e) (1) 規定：1970年1月1日前由自律組織所募集而以信託方式持有之任何基金得經SEC之同意而捐贈給SIPC。美國證券交易所於1971年捐贈其向會員所募集

之基金3,011,925美元，而SIPC則將之抵繳1974年至1976年間該證券交易所會員對於SIPC之應繳付之會費。

(四) 利息收入

從投資於美國政府或機構之債券所獲取之利息為SIPC除徵收會費外之主要收入來源。

四、 投資人保護程序

(一) 保護程序之開始

1. 會員券商財務困難 (Financial difficulty) 之通知

當證券主管機關SEC或證券自律組織依其規範券商財務適格標準予以衡量會員券商之財務狀況，得知該會員券商有或即將有財務困難之情事時，應即通知SIPC，倘若係由自律組織通知SIPC時，亦應同時通知SEC。按SIPC並非管理機構 (Regulator)，不具有管理權限，對會員券商之財務負有稽核權限者係證券交易所和全國證券商公會 (NASD)³⁴，當會員券商隸屬一個以上之自律組織時，SEC得指定其中之一自律組織或SEC本身為該會員券商之稽核主管單位。因此，SIPC有賴於SEC和自律組織之早期預警及監視措施，以獲取會員券商之財務狀況。SEC或自律組織所提供之早期財務預警通知之資訊，有助於SIPC決定是否採行直接付款程序 (Direct Payment Procedure) 或清算程序，且視會員券商之債務總額及客戶之多寡，指派SIPC為清算程序受託人 (Trustee)。

³⁴ 2007年7月NASD市場之監管機制與NYSE之法規部門合併為「金融監管機構」(FINRA)，故自律規範制定權與稽核權，已移交FINRA辦理。

2. 會員券商財務困難之認定

按財務困難之通知，並非意指該會員券商需被清算，該會員券商欲改善其財務狀況，或減少、中止其業務，或資本更新等自行清算均屬之。而自律組織負有義務地從旁協助該會員券商之責，但其作為不得有礙於SIPC所即將採行的措施，包括財務困難之認定、保護令之申請與受託人之指派等。在投資人保護程序運作前，SIPC除認定該會員券商不能或即將不能履行其對投資人的債務外，尚須具有下列一項以上之具體標準：

- (1) 具有破產法所定義之破產情事，或未能履行已到期之債務。
- (2) 該會員券商身為任何法院或州政府、聯邦政府機構所主導之業已指派破產管理人、受託人或清算人之程序的當事人。
- (3) 該會員券商之財務狀況不符「1934年證券交易法」或SEC、自律組織所規範之財務責任要件及對投資人的股票質押規則。
- (4) 未能依前項財務責任要件，股票質押規則予以計算該會員券商之財務。

3. 清算程序成直接付款程序之選定

一旦SIPC決定該會員券商之客戶應予保護，其應視債務金額之多寡與客戶之數量決定適當的保護程序：

- (1) 大型案件：會員券商之客戶超過500位以上，或債務總金額超過75萬美元以上者，SIPC將指派SIPC或其職員以

外之人士做為清算程序之受託人。

- (2) 中型案件：會員券商之客戶少於500位，或債務總金額少於75萬美元者，則SIPC將指派其本身或其職員為清算程序之受託人。
- (3) 小型案件：會員券商之債務總金額少於25萬美元時，則SIPC不採行清算程序而適用直接付款程序。

大型案件與中型案件之區別乃在於SIPC得選擇其本身或其職員擔任受託人與否之差異，然二者同為受法院監督與法院命令之清算程序。

(二) 清算程序

1. 清算程序之目的

法院一旦指派受託人時，即進行清算程序，且法院亦將該案件轉移至破產法院，故SIPC之清算程序本質上係屬破產程序，惟其係以SIPA為特別法。其目的為：

- (1) 將客戶記名之有價證券交付予客戶
- (2) 將客戶財產予以比例分配
- (3) 將該會員券商之辦公處所或其他生產性單位予以出售或轉讓
- (4) 客戶代位求償權之取得。
- (5) 清算該會員券商之事業。

2. 清算程序之前提

SIPC決定以清算程序保護投資人時，即須向聯邦地方法院申請保護令(Protective Decree)與請求指派為受託人，

倘若該會員券商同意SIPC之此項申請，法院即發布保護令並指派受託人。然倘若該會員券商對SIPC 之此項申請存有異議，則法院需於SIPC申請日後三個營業日內舉行聽證會。由於會員券商此時或仍存有爭取新資金之介入或改善其缺失之機會，法院過早的措施恐有失於輕率之虞。然SIPC依據以往的案例，認為讓會員券商隔離（End the member's access）於客戶之財產和該會員券商的資產、書冊與記錄是重要的。故在此一狀況下，SIPC多將申請暫時破產管理人（Temporary Receiver）之指派，以中止該聽證會並控管該資產。

3. 受託人資格要件、權利與義務

(1)資格要件

受託人之指定須無利益衝突之虞（Disinterestedness），故下列情形不得為之：

- A.該員為會員券商之債權人（包括客戶在內）、股東或合夥人。
- B.該員是或曾是會員券商之股票承銷商或在清算程序開始基準日之前五年內，為該會員券商之任何有價證券的承銷商。
- C.該員目前或在清算程序開始基準日之前二年內，為該會員券商或其承銷商之董事、合夥人、經理人、僱用人，或受任律師。
- D.該員與會員券商或其承銷商間，有理由顯示為直接或間接之關係，或利益牽連，或基於其他理由顯示與債權人或股東之利益相衝突。

(2)受託人之權利

受託人就會員券商及其財產被賦予相同之權限，且依破產法之授權，得主張取回權；下列之權限須經SIPC之同意，但毋需經法院之同意：

- A.為達清算之目的，聘僱所有專業人士（包括該會員券商及其稽核機構之經理人與受僱人）與其他人士（包括會計師）暨核定前述人士之薪資。
- B.運用SIPC之僱員，以為清算程序之目的。
- C.計算及維持該會員券商之客戶帳戶之資產，以為客戶帳戶之移轉。

(3)受託人之義務

- A.給付有價證券予客戶，此不同於破產法係將有價證券予以變現；且SIPA明文規定，在SIPC之同意下得將有價證券買回以為客戶之給付。
- B.適當的條件下，對於該會員券商之債務予以給付或擔保。
- C.法院報告清算程序之進行。
- D.調查及報告有關該會員券商之不法行為與措施。
- E.將資產區別為「客戶財產」與「總財產」，且需決定比例持分與分配之優先順序。

4. 受保護客戶之範圍

所謂客戶者，意指當事人得主張該會員券商依一般正常證券經紀業務程序，從該當事人之有價證券帳戶收取、獲得、持有之有價證券，做為保存、售出、購進、質押，或為有效地移轉，即屬該會員券商之客戶。投資人將現金

儲存於該會員券商以為股票之買賣者，亦被視為客戶，然下列之情況，不得被視為客戶：

- (1) 投資人將現金儲存於該會員券商，以為利息之取得者；
- (2) 依據契約、協議、備忘錄或法律之適用而主張現金或有價證券之給付者；
- (3) 在該會員券商之海外分公司從事交易者。

客戶所有之現金或有價證券係為SIPA所規範保護之標的，有價證券包含票據、股票、債券、債權憑證及定期存單，但不包含未經依「1934年證券交易法」規定在SEC登記為有價證券之投資性契約，諸如不動產或石油與瓦斯開發之創投契約；衍生自金、銀或其他商品契約或選擇權之利益亦不為SIPA所保障之範圍。

於受託人指派後，該受託人應及時地將清算程序業已開始進行之公告刊載廣為流傳之一份或多份報紙之上，該公告之格式與內容取決於法院，受託人且須依據該會員券商之文書記載的投資人住所予以郵寄該公告之影本及制式之債權主張文書給客戶。客戶收到該債權主張文書，應依公告所載明之期限內，附以非正式證明之憑證予以請求。倘若未能於期限內寄回主張債權文書，客戶將無法完全的由保護基金受償。

對於受償主張之期間限制，有由監督清算程序進行之破產法院所設限者，及由法律明文設限者。由法院設限之期限，一般而言，係以清算程序開始之公告登載日起算30天至60天之間，而清算程序須於6個月內完成，受託人或SIPC均無權限延長此6個月的期限。

5. 客戶帳戶之移轉

SIPA授權受託人，於取得SIPC之同意後，在有助於迅速滿足客戶之求償請求及清算程序之進行的前提下，毋庸取得客戶之同意，即可將該會員券商之全部或部分客戶的帳戶予以移轉。移轉之有效性有賴於該會員券商文書記錄之完整，且首要目的為減少客戶對於其帳戶內有價證券與現金掌控的不便性。蓋經由移轉之客戶得與承受券商交易，亦得依其自由意識將其帳戶移轉至其他券商。

受託人得衡量在適當的情形下與承受券商簽訂協議，由SIPC補償承受券商因客戶帳戶移轉所致之現金或有價證券之損失而為彌補此項損失，SIPC得動用其基金預付給承受券商。

6. 客戶之求償

當客戶帳戶之移轉非具便利性時，受託人將依下列方式滿足客戶之求償：

- (1) 將客戶所有之有價證券 (Customer name securities) 返還於客戶

指客戶持有且登記於客戶名義之下之有價證券或於基準日依該會員券商之指示而移轉予客戶之有價證券，亦即記名式有價證券，此類股票之返還未設有價格之限制，亦即全數返還非有比例分配之限制，然而，此類有價證券不包括以背書或其他流通方式取得之有價證券。

- (2) 客戶以淨值之基準請求財產之分配

客戶之求償主張，於扣除前項「客戶所有之有價證券」之分配後，得以淨值（Net equity）之基準，就客戶財產（Customer property）之餘額予以請求比例受償。所謂淨值，係指以會員券商積欠客戶之金額扣減客戶積欠會員券商之金額後之餘數；雙方所持有價證券之評價基準日係以清算程序開始公告日為準，另「客戶財產」係指會員券商從客戶之有價證券帳戶收取、獲得或持有之現金或有價證券而言，此類財產移轉包括會員券商非法性的移轉在內。

倘若客戶求償之淨值為負數，則得經受託人之同意及其指定之期間內，向受託人交付所欠金額後，以為該客戶帳戶內有價證券之取回；倘若客戶就「客戶財產」主張求償，而該財產中之有價證券不足以支付客戶之求償時，受託人有義務從市場中予以買回該不足之有價證券，假若無法購回時，則受託人得就剩餘可用之有價證券予以比例分配，並以現金補足短缺之有價證券部份，此現金之換算，係以清算程序開始公告日之該有價證券之價值來衡量。

(3) 客戶求償之預付

執行後剩餘之客戶求償，係屬看多部位之有價證券（Along securities position）或（和）有貸方餘額（Credit balance）時，受託人有義務動用SIPC之基金預付給每位客戶求償金額上限為有價證券淨值（Net equity）50萬美元，且每一個帳戶（per Account）現金求償部分金額不

得超過25萬美元³⁵。基金預付予求償客戶亦有資格條件限制，亦即當會員券商之客戶屬下列之人員時，不得動用基金預付受償：會員券商之合夥人、經理人或董事；持有會員券商5%以上股份之受益人；持有會員券商5%以上淨資產或淨利之有限責任合夥人；對於會員券商之經營政策或業務管理，得直接或間接地，或經由協議，而取得實質控管影響之人；證券商或銀行。當SIPC動用基金預付客戶之求償時，SIPC就該客戶之求償主張（即客戶依普通法或衡平法所得主張之權利）取得代位權，惟其僅得於「客戶財產」比例分配於客戶後，始得主張其代位權。

（4）普通債權之求償

會員券商之客戶經由記名式有價證券之取回、「客戶財產」比例分配、SIPC基金之有限預付後所剩餘之未受償債權，得就該會員券商之其他資產（General estate）予以求償，亦即與會員券商之其他普通債權人比例分配。

（三）直接付款程序（Direct Payment Procedure，DPP）

由於會員券商陷入財務困難之債務金額有多有少，因此，不分大小破產案例，一律適用相同之清算程序，對於一些較小的案例，其客戶受償之清算成本可能過高且不足於迅速滿足客戶之求償，故1978年SIPA修正案採用直接付款程

³⁵ 詳細內容參考 SIPC 網頁 <http://www.sipc.com>，及 Laura Adams, What Investment Losses Are Covered by the SIPC? March 9, 2011. <http://cashmoneylife.com/investment-losses-covered-by-sipc/>

序，適用要件包括³⁶：

1. SIPC 之會員券商有或恐有無法對其客戶履行義務之虞。
2. 具有前述SIPC或法院研判會員券商是否有財務困難之具體標準的一項或多項情事。
3. 會員券商之客戶的求償主張適用5萬美元總額，1萬美元現金求償額之限制規定。
4. 會員券商之全體客戶求償總額少於25萬美元。
5. 適用直接付款程序之成本少於適用清算程序之成本支出。
6. 會員券商的證券商業務資格業已終止。
7. 會員券商同意適用直接付款程序。

一旦SIPC決定適用直接付款程序，則通知公告應刊載於報紙且客戶應將求償主張書寄回，通知刊載日期視為DPP程序開始之日期，且亦為決定有價證券部位及價值之基準日。當SIPC收到求償主張書及其適格之文件，其所採行滿足客戶求償主張之措施大抵上與法院督導之清算程序相同。在DPP程序中，向法院申請訴訟之方式有二：

1. 當客戶認為其在直接付款程序中，因SIPC對於其求償主張所做的措施，有損其權益時，得向會員券商主要營業所所在地之破產法院申請權利救濟之裁判。
2. 在直接付款程序進行中，SIPC依其自由意識的決定，認為此程序之續行將有所不妥時，得向法院申請保護令並為受託人之指定，以為清算程序之進行；然而，在DDP程序中對於客戶求償主張業已全部或部分清償者或認為某項求償

³⁶Securities Investors Protection Act, 15 U.S., § 78fff-4, Codes, http://www.law.cornell.edu/uscode/215/usc_sec_15_00000078-fff004-.html

主張係屬有效的，皆將為後續之清算程序所承認而不得推翻。

五、馬多夫案

為更瞭解SIPC在證券商破產時如何執行業務，本報告特摘錄著名之馬多夫案（Securities Investor Protection Corporation v. Bernad L. Madoff Investment Securities LLC，簡稱SIPC v. BLMIS）³⁷內容如下：

（一）本案背景

1. 本案緣起

BLMIS 公司為 1960 年由馬多夫所設立之獨資有限責任公司，位於紐約市，馬多夫為其董事長兼執行長，其內部成員包含其家族及對外招募之員工。BLMIS 公司並向證管會申請證券經紀商執照，也因此成為 SIPC 之會員公司，另於 2006 年起開設投資顧問業務。其年度審計工作係由僅有 3 名員工（甚至其中一人屬於半退休狀態）之 Friehling & Horowitz 會計師事務所執行。BLMIS 公司同時為其客戶之投資顧問，並為其證券之保管機構（Custodian）。據案發後本案信託受託人調查指出，該公司其實早與 1960 年代就開始對其客戶非法提供投資顧問服務。該公司共有三個業務部門：市場創造（Market making）、適當交易（Proprietary trading）及投資顧問（Investment Advisory），市場創造與適當交易兩部門與市場上其他機構交易對手進行合法交易，並使用即時電腦系統與交易平台，並雇有大批資訊科

³⁷ Securities Investor Protection Corporation v. Bernad L. Madoff Investment Securities LLC, 424 B.R. 122, 125-43 (Bankr. S.D.N.Y.2010).

技人員維持交易運作。此兩部門對外與結算公司、交易所、券商公會，以及其他重要機構往來，更因此受法規監理機構 FINRA 之監管。

然而，該公司投資顧問部門即為馬多夫專門用以從事並隱藏詐欺行為與非法活動之部門，該部門業務僅少數經馬多夫挑選之員工與內部人知悉。而在馬多夫來往之數千客戶中，僅只有 23 位被告知該部門之業務狀況。由於投資顧問業務與交易對手或經紀商無涉，也不執行電腦程式交易。而合法的市場創造與適當交易部門，也一定程度掩護投資顧問部門，使其免於受到詳細檢查，且投資顧問業務亦帶動上述兩部門日常業務，直至 2007 年其業務模式均能正常運作。

2. 龐式騙局基金（Ponzi scheme）之運作機制

馬多夫使用客戶所存入之基金，做為其運作機制之來源，並滿足其他投資人對利潤分配之要求，亦即任何 BLMIS 公司支付給客戶的利潤，係來自於該公司其他客戶的最初投資，手法類似過去直銷公司採用之老鼠會制度。若該公司近日並無初始投資進帳，也會製作假交易回報單予其客戶，實際上並未為該客戶進行任何買進或賣出之交易行為。馬多夫為其客戶所提供之投資顧問業務從未與美國證券市場發生任何真實連結，該公司僅有現金存款帳戶與提款行為。由於公司提供予客戶之資訊極其不透明，若客戶要求該公司給付之利潤超過該公司之新投資之現金流入，即為該基金崩潰之時點。由客戶與該公司簽訂之定型化契約條款內容觀之：「所有相關之買入、賣出或交易行為.....

均授權馬多夫執行，當事人並同意馬多夫以當事人之名義，於必要時為當事人執行買入、賣出或交易行為，……所有的買入、賣出或交易行為應依本契約訂立時之授權指示直接執行。……」之敘述可知，馬多夫得以全權代客戶處理所有資金管理事宜。

馬多夫宣稱公司係採用「分別攻擊轉換策略」(Split strike conversion strategy) 為客戶投資，但事實上客戶資金卻從未投入證券市場，反而分別存入摩根大通銀行多達 703 個帳戶中。另外，馬多夫也捏造為數不少的選擇權交易，使投資人誤認他的確運用他所宣稱之策略進行投資。事實上在芝加哥商品交易所 (CBOE) 從事選擇權交易必須持有現貨部位，但實際上馬多夫在證券市場所持有之證券不足以持有足夠的買權或賣權部位。本案受損客戶於請求時也指出，馬多夫曾告知其將資金投資富達經紀公司銷售之美國國債貨幣市場基金，但事實上該基金自 2005 年以來即不接受新的投資。為證明其投資策略有效，並製造履約假象，馬多夫及其心腹蒐集契約標的有關之一籃子股票的個股歷史價量資訊，以便挑選適當價格回報客戶，使客戶相信馬多夫確實履行契約所保證之獲利，而年度回報獲利均在 10%-17% 左右，相當誘人。馬多夫成功創造出他的交易活動合法假象，也讓外界誤以為他所謂的「分別攻擊轉換策略」為有效之投資策略。所有與此一策略有關之文件，包括交易買賣單、交易報表，以及寄發予客戶之定期報告均由馬多夫所捏造，運作到最後，所有的資訊都與市場真實價量脫鉤。

有別於上述大多數受騙之客戶，馬多夫另有「非分別攻擊轉換策略」帳戶，僅佔該公司管理帳戶數的 5% 左右。這些帳戶的持有人為與馬多夫親近人士，家族成員，或其心腹員工。本案受託人調查後指出，他們的投資報酬率高過 10-17%，甚至馬多夫好友 Chais 家族及其公司帳戶的年報酬率高達 300%，另一位親密友人 Picower 的年報酬率更達 950%。

為管理上述投資策略所衍生之各種「交易活動」，投資顧問部門使用一種由 IBM 公司於 1990 年代早期所設計，目前已過時的 AS/400 電腦系統儲存並計算相關資料。只要輸入一籃子股票之價、量資訊，及公司客戶投資帳戶存入現金，並設定報酬率，即可產出虛假收益回報，並自動分配獲利予各帳戶。但此電腦系統並不對外連結，故該系統產生之交易資料當然不會執行，更不會回報給全國集中保管結算公司（DTCC）。

（二）投保公司對馬多夫案（SIPC v. Bernad L. Madoff）判決簡介

1. 案例事實

2008 年 12 月 11 日，馬多夫遭聯邦探員逮捕，指其違反SIPA第 78 條j項(6)款、78ff及證券交易法規則第 240 條(即 Rule 10b-5)³⁸，當日美國證管會隨即向地方法院對馬多夫案提起民事賠償訴訟，指控馬多夫利用BLMIS公司投資顧問活動之便，設立龐式騙局基金，違法吸金損害投資人權利，應負損害賠償責任。隨後SIPC於 15 日依SIPA保護投資人相關規定，對BLMIS提出民事訴訟。地方法院受理SIPC

³⁸ 此部分訴訟為刑事案件，且為公訴案件 United States v. Madoff, No.08-MJ-02735。

之請求，並依SIPA規定對BLMIS客戶發布保護令，指派受託人（Trustee）接管BLMIS公司，以維持該公司業務持續運作。2009年3月12日，馬多夫在地方法院的刑事訴訟中被宣告有罪，判決認為他透過執行投資顧問業務，使用龐式騙局設立基金，判決有期徒刑150年。

當馬多夫宣告破產後，受託人隨即接管BLMIS公司，試圖釐清該公司資產與業務。而依法院命令，馬多夫客戶所提出之請求（Claims）應由受託人以書面決定是否列入，再移送法院核准；若客戶反對受託人之決定或對其決定有意見，受託人應訂公聽會日期，並通知反對請求之人出席說明。由於接管後陸續湧入眾多反對請求，法院於2010年2月2日啟動相關程序以召開公聽會，以決定計算損害之標準究竟應採客戶淨投資？亦或最後收到公司寄發之損益聲明書所顯示之金額？

2. 投資人保護公司清算程序（SIPC Liquidation Process）

依SIPA§§78fff(b)項規定，SIPC得請求法院指派受託人（Trustee）監管已面臨破產，無法返還客戶證券與金錢之SIPC會員券商之清算程序，受託人之職責係確保證券商返還客戶資產（Customer Property），受託人應依該券商記錄，寄發表格予每一位客戶，通知其得依清算程序提出申訴，並應於報紙媒體公告。客戶收到申訴表格後，應於截止日前填妥該表格寄還受託人，由受託人審查客戶表格並決定返還金額與證券。若資不抵債，受託人應按比例（Pro rata）分配客戶資產。至於SIPC之償付基金，則是對受損之客戶尚未獲得滿足之損害，提供更進一步的金錢賠償。故SIPA

不許客戶分別請求兩種不同基金支付其損害，必須俟其受賠償準備金分配後，尚有不足部分方能向SIPC申請償付，且個人求償上限不得超過 50 萬美元。至於計算投資人獲得償付基金賠償之方法，可分為「最後聲明書法則」(Last Statement Method) 以及「投資淨額法」(Net Investment Method) 兩種：前者為客戶最後一次收到證券商提供之損益聲明書之記載作為賠償依據；後者則以客戶累積投資淨額作為計算標準。以本案為例，由於馬多夫從未運用客戶投資之資金進行實際交易，若採「最後聲明書法」作為計算損害標準顯屬荒誕³⁹。最後，紐約聯邦破產法庭也同意採用「投資淨額法」作為計算投資人損失與賠償之標準。

然而以馬多夫案影響之層面與金額之大來看，SIPC 並無足夠資金賠償所有客戶之損失。當 SIPC 設立之時，聯邦要求全國證券商依其收入之一定比例提列償付基金，於 1996 年金額達到 10 億元時，才允許證券商降低提撥金額為每年 150 美元，金融海嘯爆發當時 SIPC 基金約有 16 億美元，與馬多夫案客戶損失數十億美元相比差距仍過於懸殊，惟馬多夫客戶投資以現金為主，依償付基金規定，每位客戶受償付現金金額上限仍為 10 萬美元。

3. SIPC 涵蓋範圍與存保不同

馬多夫案發生後，許多人將SIPC比擬為聯邦存款保險公司 (FDIC)，但事實上兩家公司屬性完全不同。自國會創設SIPC以來，許多人評論SIPC支付給律師的金錢遠多於

³⁹ Securities Investor Protection Corporation v. Bernard L. Madoff Investment Securities LLC, 424 B.R. 135, 125-43 (Bankr. S.D.N.Y. 2010).

給投資人，SIPC所能涵蓋的範圍本有其界線。原則上SIPC償付範圍不得涵蓋操縱股票或投資對沖基金之損失，畢竟投資本有其風險，而風險亦為投資人所應自行承受⁴⁰。惟SIPC之保護涵蓋證券商及其所屬員工利用客戶證券帳戶所為之「未經授權之交易」(Unauthorized trading)，即使於交易已經結算交割完成亦同。以下為SIPC無法涵蓋之風險：

(1) 市場風險

證券市場波動性大，故 SIPC 所保護之證券價值，係 SIPC 指派受託人當時證券商所持有證券之價值。舉例而言，證券商倒閉時，某客戶帳戶持有某 A 公司股票 100 股，每股價值 50 美元，總價值為 5000 美元之股票。當 SIPC 於 5 個月後指派受託人，該公司股票已跌至每股 30 美元，SIPC 所能償付之金額為指派受託人接管當時股價總額 3000 美元。反之，若股價於指派當時漲至每股 70 美元，受託人於清算後發現無法以股票支付予該客戶時，則改以現金支付 7000 美元，故可知 SIPC 償付範圍不涵蓋市場風險。

(2) 現金限制

SIPC 個人償付金額為 50 萬美元，包含至多 10 萬美元之現金。設某券商客戶之帳戶中有 X 公司股票 1000 股，價值為 20 萬美元，另有 1 萬美元現金，兩者當然受 SIPC 保護。但 SIPC 不保護客戶投資證券商以收取利息之行為，亦不保護該券商內部人，包括公司所有人、

⁴⁰ What does SIPC Do in the Wake of the Madoff Fraud? Securities Law, Jan 8, 2009.

<http://securitieslaw.biz/index.php/what-does-sipc-do-in-the-wake-of-the-mad>

高階主管、合夥人等。

(3) 標的限制

並非所有的投資標的均受 SIPC 保護，原則上僅經合法登記之股票、債券、共同基金及其他投資公司股份（基金採公司制者，以股份作為受益權計算單位）等有價證券，但不含未經登記之投資契約、未經登記之有限合夥權利，固定年金契約、貨幣，以及持有黃金、銀或其他商品期貨契約之利益，或商品選擇權等，亦不含投資對沖基金之損失（因當時對沖基金豁免登記）。

4. 馬多夫案後續

馬多夫案在 2010 年中出現重大轉折，馬多夫密友亦是龐式騙局基金最大受益者 Picower 遺孀願意提出 72 億美元作為馬多夫案的和解費用，和解案已獲法院准許，俟清算程序完成後納入分配，也因此 SIPC 基金之淨資產價值不至於因本案受到影響⁴¹。

第二節 日本

一、 法律依據

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減，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。2000 年 7 月 1 日更進一步整合金融監督廳及大藏省金融企劃

⁴¹ SIPC Annual Report 2010, <http://www.sipc.com> .

局，成立金融廳（Financial Services Agency，FSA），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⁴²。

金融廳下設之金融審議會自平成 16 年（2004 年）11 月，開始將制定「投資服務法」（投資サービス法，暫定名稱）納入討論。該法之構想雛形，係承繼日本版金融服務法制定功能別、橫向性法制的理念，併參考英國 2000 年 6 月施行之金融服務及市場法（Financial Services and Markets Act），及美國與歐盟的投資服務法制。平成 17 年（2005 年）12 月 22 日，在三個月間歷經九次公開研討會議，提出「朝向投資服務法」（投資サービス法（仮称）に向けて）報告（以下簡稱投資服務法報告）。平成 18 年（2006 年）3 月 13 日，金融廳向國會提出證券交易法部分條文修正案等多項法律修正案，其中證券交易法部分條文修正草案中並將法律名稱變更為「金融商品交易法」（「金融商品取引法」，亦即前所稱「投資服務法」），同年 6 月 7 日參議院通過該等法律修正案，以金融商品相關規則整合及投資人保護為立法旨趣的金融商品交易法正式施行⁴³。

該法共有 9 章，計 227 條，針對原證券交易法有關「證券」乙詞，原則上均置換為「金融商品」。在法規架構上，原本「證券交易法」中部分章名並未異動，僅調整並新增部分章名。本法從投資人保護的觀點出發，儘可能擴大有價證券之定義範圍，將集團投資計畫、及類似的個別投資計畫、信託受益權、抵押證券等均納入有價

⁴² 日本 FSA 網頁，http://www.fsa.go.jp/info/info_menu.html。

⁴³ 張晏慈，從金融商品販賣法到金融商品交易法，日本近期金融法制介紹，證券暨期貨月刊，第 24 卷第 10 期，2006 年 10 月 16 日，<http://sfb.fscey.gov.tw/reference/magazine/9510/ss1c.doc>

證券的範圍（第 2 條第 1 項、第 2 項）。為落實日本金融廳於 2007 年 12 月 21 日公布「強化日本金融及資本市場競爭力計劃」滿足國內外投資人與籌資者的多元需求，俾利提昇日本資本與金融市場的吸引力，「金融商品交易法」於 2008 年 6 月 6 日更進一步配合修正，內容主要包括多元化發展 EFT（如：推動商品期貨 ETF）；建造專業投資人專屬之交易市場；提高罰鍰金額與擴大處罰範圍；放寬證券公司、銀行與保險公司間之防火牆限制；擴大銀行及保險集團可經營之業務範圍（如：排放權交易、商品現貨交易等）。

依本法第四章之二「投資人保護基金」（第 79 條之 20~第 79 條之 80）規定，業者應強制加入投資人保護基金，當業者宣告破產或重整時，該基金得取得特別豁免，擔任投資人之代理人。本章共有九節，主要就投資人保護基金之會員資格、設立及管理、業務範圍、財務及會計之處理方式、監督及解散事由訂有詳細規範。

二、保護機構

（一）功能與組織

金融廳依「金融廳設置法」第 3 條規定，擔負確保金融機能安定、保護有價證券投資者等任務，為達成該項目標，該法第 4 條並規定應賦予擬定金融制度相關之政策及法案等 27 項職權。此外，金融廳應設置金融審議會及證券交易監視委員會，並於內部下設有研究開發室進行與金融相關之基礎調查及研究，調查室負責經濟金融情勢調查，信用機構企畫室負責預金保險制度（存款保險制度）企畫與登記，保險企畫室負責保險制度相關企畫與登記，以及金融紛爭解決制度推進室負責裁判外紛爭解決程序制度之企畫與登記，以

與指定紛爭解決機構之監督等。由於金融廳統合監理金融各業，故對於投資人保護係以保障金融消費者之觀點進行，故存款保險制度與金融商品投資人保護基金，以及保障保險契約者之保護機構之設置均為投資人保護之一環⁴⁴。

證券投資者保護基金（Securities Investor Protection Fund，SIPF）早於1998年12月1日即依「證券交易法」之規定所設立，當時基金採二元制，分別依外資證券事業與日本國內證券事業設立不同基金分別運用，基金動用時點為會員因自願清算或破產所致之投資人損害提供補償之救濟。但於日本進行所謂的「金融大改革」（Big Bang），大幅修正「證券交易法」後，SIPF於2002年7月1日起併入日本投資者保護基金（Japan Investor Protection Fund，JIPF），不再區分本國或外國會員，改採一併保護之一元制⁴⁵。

依「金融商品交易法」第79條之7規定，由公益法人機構經金融廳核准授權，對從事金融商品交易者，執行保護工作。故投資人保護基金在法律上屬會員法人之性質，由會員推選理事組成理事會，惟應經主管機關的同意。投資人保護機構從事之業務如下：

1. 對金融商品交易業者與金融商品仲介業者申訴之解決；
2. 對投資人與金融商品交易業者與金融商品仲介業者發生之紛爭進行調解；

⁴⁴ 相關保護制度簡介，參見金融廣報中央委員會網頁 <http://www.saveinfo.or.jp/finance/hogo/kinho/index.html>

⁴⁵ 木下正俊，金融機關の經營破綻とセーフティ・ネット，広島法科大學院論集第四号，2008年，p224。

3. 除前兩款外，其他為健全金融商品交易業之發展相關之投資人保護業務。

(二) 會員制度與管理

依「金融商品交易法」第79條之11規定，金融商品交易業者、金融商品仲介業者，及其他內閣府令規定之對象事業等（通稱「對象事業」），應成為經認定投資人保護團體之會員。認定團體並應製作並公告「投資人者保護指針」，並據此要求對象事業應遵守必要指導、勸告與其他措施。另依本法，金融商品交易業分為第一種金融商品交易業務（如：銷售或勸誘流動性較高的證券、資產管理業務）、第二種金融商品交易業務（如：銷售或勸誘流動性較低的證券或衍生性商品）、投資管理（包括全權委託業務），以及投資顧問及代理等四種業務類型，經由區分業別，設置各業別進入方式等規範，惟僅第一種金融商品交易業者須強制加入投資者保護基金之會員⁴⁶。會員應將其固有財產與客戶所預先託付的有價證券、金錢分別管理，且不得與「客戶分別金信託」、金融業者信託等帳戶混同管理，且須受公認會計師與監察法人（審計委員會）之審查⁴⁷。

⁴⁶ 參見投資者保護基金定款第6條之規定：「金融商品取引業者（有価証券関連業を行う金融商品取引業者であつて、第一種金融商品取引業を行う金融商品取引業者に限る。以下同じ。）は、第11条第1項の承認を受けて、基金に加入し、会員となることができる。」
<http://www.jipf.or.jp/data/teikan.pdf>。

⁴⁷ 參見「金融商品交易法」第43條之2內容。

(三) 金融爭議調解機制

客戶若對有價證券交易有疑問，甚至與證券交易業者發生糾紛，得向日本證券業協會（即券商公會）申訴，並要求其協助雙方解決紛爭。為充實投資人保護機制，並與證券以外之金融商品交易業協會共同合作解決紛爭，必須透過一個公正與專業機構專責進行申訴、紛爭仲裁與調解。故日本積極參考英國多元紛爭解決（Alternative Disputes Resolution, ADR）體制，經2010年1月19日「金融商品交易法」修正案通過規範投資者保護團體之認定條件，於2010年2月1日成立「證券、金融商品相談中心」（下稱FINMAC）此一公益法人機構。至於裁判外紛爭解決程序之使用方式，與執行機制，則授權法務大臣（法務部）訂定ADR促進法相關行政命令，供該中心適用⁴⁸。

三、保護基金

(一) 保護對象

依「金融商品交易法」第79條之20規定，賠償對象為法律規定之「一般客戶」，故須為會員機構於日本國內營業所或事務所之客戶方足當之，而合格的機構投資人（如銀行、投資信託法人等金融機構，或依法特別規定之有經驗之專業投資人）、國家或地方公共團體等持有一定規模資金之投資人，及以他人名義持有資產進行交易者，均非投資者保護基金保護之對象⁴⁹。而賠償範圍為「顧客資產」，指金融商品交易業

⁴⁸ 日本証券業協會，平成21年業務報告書，平成21年4月1日至平成22年3月1日。<http://www.jsda.or.jp/html/gaiyou/001.pdf>

⁴⁹ 金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令，平成五年三月三日大蔵省令第十四号，<http://jipf.or.jp/data/law.pdf>。

者為一般顧客之計算，與其他金融商品交易業者為有價證券相關交易之場合，包括：

1. 「金融商品交易法」第 119 條規定之金錢或存放於金融商品事業經營者為客戶保管之證券；
2. 於金融商品交易業處所進行交易（不含店頭市場衍生性商品交易），為一般客戶之計算所為之金錢或預先存入之金錢；
3. 與金融商品交易業者交易有關。為一般客戶之計算之有價證券或客戶預先存入之有價證券（不含金融商品經營業者得依契約動用帳目者）；
4. 其他經內閣府令規定之事項。

故保護範圍及於客戶持有有價證券相關交易，包括透過日本國內業者於外國金融商品交易所進行之交易，以及於經認可之金融商品交易業協會設立之店頭市場進行交易之有價證券；惟店頭市場衍生性商品、附選擇權之債券買賣交易等不列入賠償範圍⁵⁰。依日本法律規範之定義，列入保護範圍之標的，稱之為「補償對象債權」，而最終償付金額係以客戶「補償對象債權之金額」減去「為擔保補償對象債權所提列之金額」，再減去「客戶對破產證券公司所負之債務」所得金額。

⁵⁰ 日本投資者保護基金網頁，基金の概要，<http://jipf.or.jp/gaiyou.ntm>

日本保護基金償付對象保護範圍		
保護範圍	以下有關交易之有價證券或金錢	有關店頭市場衍生性商品交易，外國市場衍生性商品交易等
	有價證券交易相關證券獲金錢	
	公司債券買賣相關	
	投資信託之銷售	
	信用交易保證金（含擔保有價證券）	
	證券交易所、期貨交易所及選擇權交易委託保證金（含擔保有價證券）	
償付上限	合計最多 1000 萬日圓補償	保護基金不補償

資料來源：金融廣報中央委員會網頁 <http://www.saveinfo.or.jp/finance/hogo/kinho/kinho603.html>

（二）保護基金之運用

依投資者保護基金定款第66條規定，保護基金僅能用於持有金融廳長官（首相）及財務大臣指定之政府公債等有價證券，經金融廳長官及財務大臣指定之金融機關的存款，及及金錢信託等。

（三）保護範圍

1. 存款保險

為維持市場信心與信用秩序，確保清算義務之履行，投資人所開立之存款帳戶（預金口座）及其利息均為存款保證基金保護範圍，說明如下表：

存款之分類			保護範圍
存款保險 制度之對 象	清算用存款	活期帳戶存款、不付息之普通存款	全額保護
	一般存款等	支付利息之存款、定期存款、附保 本契約之金錢信託等（包含粉紅單 等之貸付信託）	以在金融機關存款人為保 護單位，本金含利息，保 護上限為 1000 萬日圓。
存款保險 制度對象 外之存款	外幣存款、讓渡性存款、架空名義的存款、不記名 存款、以他人名義繳付之存款（借名存款）及金融 債等。		非保護對象範圍

資料來源：日本金融廳網頁，<http://www.fsa.go.jp/policy/payoff/index.html>。

2. 保護基金

保護範圍以「金融商品交易法」第 2 條所定義之有價證券及以有價證券為標的證券計價標準之金融商品。又依「金融商品交易法」第 79 條之 56 規定，對於會員因自願清算或破產所致之投資人損害提供補償之救濟，其救濟金額以公告日投資人帳戶中現金以及所持有之有價證券價格為準。另依「金融商品交易法」授權制訂之行政命令（內閣府令）規定，目前每一位客戶的償付金額上限為 1000 萬日圓，且償付金額於未支付予客戶前，不得成為該客戶債權人取償之標的。

（四）基金規模與償付案例

依投資者保護基金定款 64 條之規定，應持續提撥會費至基金規模達其上限 800 億日圓，惟依投資者保護基金網站所公布之資料顯示，目前該基金之規模約有 500 億日圓。

平成 12 年（2000 年），資本額 3 億日圓之群馬縣南證券公司社長盜賣客戶有價證券後捲款潛逃，致無法持續經營而於

2000年3月宣告破產。該公司客戶及買受該公司私募公司債之債權人，對南證券公司提起總求償金額高達53億日圓的訴訟。由於當時尚無1000萬日圓上限之規定，投資者保護基金為保護其客戶，因而辦理過總額達35億日圓之賠償，且為投資者保護基金成立以來唯一發生之償付事件⁵¹。至於本案民事訴訟部分，經過漫長的司法程序，原告等終於在2007年5月獲得勝訴判決。惟訴訟程序耗費經年，顯見成立投資人保護基金之重要性。

第三節 歐盟

一、 歐盟會員國遵循之法律依據

(一) 投資人保護基金指令 (ICSID)

歐盟1997年即發佈「投資人保護基金指令」(Investor Compensation Scheme Directive, 簡稱ICSID)⁵²，以保護使用歐盟境內投資服務之人，若投資公司無法償還屬於投資人之資產，則由投資人賠償基金賠付，但僅限於無法償還係因投資公司詐欺或過失侵權行為，或是因為其系統發生錯誤(如：錯帳違約)所導致之損失。依歐盟對法律位階之分類，指令屬於第三層級法規，由各國立法機構援引規範於內國法以落實。ICSID規範目的是，希望金融服務客戶，從投資公司接受投資服務時，於特定狀況下無法從所持有之金融商品獲取報酬金額時，得以透過賠償基金償付之方式，取得一定之賠償。為配合歐盟整合為單一市場之目標，不同會員國客戶之投資

⁵¹ 日本投資者保護基金網頁，基金の概要，<http://jipf.or.jp/gaiyou.ntm>。

⁵² European Paliment, 97/9/EC, 1997 <http://www.europarl.europa.eu/sides/getAllAnswers.do?reference=P-2007-3091&language=DA>

服務待遇亦應為同一之對待，早已有修改ICSD之議。惟2008年金融海嘯爆發後，歐盟除致力於消除各會員國法律障礙外，必須因應金融業者引發之系統性風險對經濟成長之衝擊。2009年3月4日歐盟委員會通訊（Commission Communication）以「啟動歐盟復興計畫」（Driving European recovery）為主題，並於2010年6月2日「為維持成長應監管金融服務」與達成G20完善監管體系以強化投資人保護，俾便吸引小型企業使用資本市場籌資，以增強投資人對金融市場信心之目標。歐盟於海嘯發生後曾分兩階段提高存款保證層級至10萬歐元等，故於2010年修正「存款保險基金指令」（Directive on Deposit Guarantee Schemes，簡稱DGSD）時，正式將存款保證為10萬歐元納入指令，此舉意味歐盟境內有95%的銀行帳戶所有人於銀行發生問題時，能100%取回其存款。涵蓋範圍除擴及所有貨幣外，更及於中小型與大型企業，惟排除金融機構與公共機構自身存款、結構型商品，以及債券等之適用。

目前歐盟27國已設立39個投資人賠償基金，惟近年來，歐盟執委會也接獲許多投資人有關此一賠償機制之申訴，包括基金準備不足以因應賠付金額，或是賠付審查期間過長等。2008年金融海嘯席捲全球，除差點引發世界主要證券市場崩潰外，亦造成歐盟會員國小額投資人嚴重受損，更凸顯投資人賠償基金有其限制。同時，1997年所發布之ICSD指令，源自於「1993年投資服務指令」（Investment Services Directive，93/22/EEC），而該指令已於2004年由金融市場工具指令（Market in Financial Instruments Directive，簡稱

MiFID，2004/39/EC）所取代⁵³。此外，ICSD制訂時，曾參考DGSD相關內容，為配合執委會提出DGSD修正案與保險基金白皮書（Insurance Scheme White Paper）公布，歐盟亦於2010年提出ICSD修正案，以重建金融市場消費者信心⁵⁴。故歐盟也認為ICSD指令應依MiFID指令所建立的新市場規範架構，以及DGSD之修正方向，一併進行調整與修正。

（二）ICSD 2010 年修正建議

本次修正主要聚焦在增加提供投資人之保護，以及強化一般民眾使用投資服務之信心，包括更新並改善現行償付基金的功能，並持續改善相關規範。本建議案已由歐盟執委會向歐洲議會提出，預計於2012年公布施行。簡要敘述如下⁵⁵：

1. 更好的涵蓋率（Better coverage）

1997年的ICSD指令原即倡議賠償投資人之金額最低標準（minimum level）為2萬歐元，亦為主要會員國（如德國等）採用；惟多年以來並未隨著通貨膨脹，或金融市場曝險增加而調整，已引發是否過低之爭議。由於會員國

⁵³ 為配合建立歐洲單一金融服務市場的架構，歐盟於2004年通過「金融商品市場指令」（Markets in Financial Instrument Directive, MiFID），作為規範歐盟各會員國之主要投資服務業（如證券商、期貨商、顧問事業等）得以單一證照橫跨歐盟各國執行業務，本制度並訂定投資服務業、交易所及跨國交易機制之指令，該指令並將取代1993年之投資服務指令（Investment Service Directive; 以下簡稱ISD）。與ISD相較，MiFID涵蓋範圍較廣，如MiFID包括ISD未規範之顧問事業，且有關衍生性商品所涵括之範圍亦較廣。

⁵⁴ Nikki Tait, EU to step up compensation for fraud cases, The Financial Times, July 11 2010. <http://www.ft.com/cms/s/0/4a2a1302-8d12-11df-bad7-00144feab49a.html#axzz1BM9s0yL>

⁵⁵ 參考歐盟（European Commission）新聞稿IP/10/918，Commission proposes package to boost consumer protection and confidence in financial services, July 12, 2010. <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/10/918&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>. 修正案全文參見Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL amending Directive 97/9/EC of the European Parliament and of the Council on investor compensation schemes, Dec. 7, 2010 http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/dir-97-9/proposal-modification_en.pdf

間賠償投資人之限額標準不一，也會引導投資人套利行為。為切實反應這些問題，建議案提升最低金額標準為每一投資人 5 萬歐元。

2. 加快給付速度(Faster payout)

與存款保險的 DGSD 指令相比，原 ICSD 並未要求各國應儘速進行償付基金賠償事宜，投資人可能需花費數年的時間，透過司法途徑以獲得賠償。建議草案則訂定賠償時限條款，使各國主管機關得據以儘速調查案件並確定投資人所持有之部位，故要求投資人最晚應於投資公司宣布違約無力償債時起 9 個月內獲得賠償，且投資人至少應得到請求金額之部分賠償。新指令明確指出確定賠償之期限，將有助於強化投資人使用投資服務之信心，有助於投資人保護。

3. 改善資訊 (Improved information)

依 ICSD 指令之目的係為使投資客戶於投資公司進行任何金融商品之投資時，保護其所託付給投資公私之金錢，規定，在下列兩種情形下，投資公司客戶應由償付基金取得賠償：

- (1) 投資公司以客戶名義進行投資服務相關行為時，無法支付對客戶的欠款或無法履行對客戶之義務者；或
- (2) 投資公司以客戶名義持有、執行或管理金融商品，且無法返還應歸屬客戶所有之金融商品。

惟償付基金並不賠償投資人因「投資風險」所獲致之損害，且認為償付基金為投資公司窮盡其他財務保障機制之最後防線。因此，投資人應取得涵蓋其資產相關資訊，建議案更要求應較以往所提供更為清楚、廣泛的資訊。並對投資人說明當證券市場價格下跌或發行人破產時，其投資可能發生的跌價風險，並非償付基金所能涵蓋之範圍。

4. 長期且負責任的融資 (Long-term and responsible financing)

1997 年的 ICSD 並未要求先行提列一定金額之償付基金，導致多個國家此方面的基金準備不足。由於健全的基金提列安排，有助於達成指令之目標。募款狀況將影響基金履行清償義務之能力，故建議草案對投資人償付基金提供更多規範細節。包括：要求各國設置償付基金前應事先提列一定程度之金額以確保基金健全運作；償付基金如有需要，亦可從其他投資計畫或基金借款，惟金額仍有限制，稱之為「互助借款」(Mutual borrowing)；並明文要求償付基金徵收對象須為市場參與者(投資公司)。目前建議基金應至少先行提列達投資資產市值的 0.5% 之金額作為保護基金。且法規應允許償付基金可定期向會員(市場參與者，如銀行、投資公司、投資基金等)徵收基金準備。若償付基金於支付後發現無法充分履行清償義務時，應向其會員為額外徵收。惟再次徵收之金額不得超過所涵蓋資產的 0.5%。

為使歐盟各會員在償付基金規範規定一致，避免利用償付基金進行「監理套利」(Regulatory arbitrage)之行為，建議案特別引進各國償付基金合作機制 (Cooperation

Arrangements)，以提供歐盟境內投資人更大的保護，並促進投資人對投資服務的信心。其作法為要求各國訂定或修改該國償付基金相關規定，使各國償付基金均能成為彼此的後盾，於下列特定狀況下，提供無法支應會員國暫時融通：

- (1) 賦予一國償付基金於其自身基金水位不足以涵蓋立即性需要時，可向其他國家償付基金借款；
- (2) 任一償付基金應事先保留部分比例提供予其他國家基金借款之用；
- (3) 由 2010 年新設立之歐盟證券市場監理機構（European Securities Market Authority，簡稱ESMA）⁵⁶接受會員國借款請求，並對相關條件是否符合規定進行評估，若認為符合借款條件者，即轉送其他國家基金處理。
- (4) 所借款項應於申請借款後 5 年內歸還借款國償付基金，並應支付利息，利率以歐洲中央銀行同時期之信用交易融資利率為準。
- (5) 借貸機制僅限於指令所涵蓋之申請償付範圍，故會員國償付基金不得以非指令規範範圍之金融機構違約事件做為借款請求之依據。

⁵⁶ Level III 各委員會，即歐洲銀行監理官委員會（CEBS）、歐洲保險與退休金監理官委員會（CEIOPS）以及歐洲證券監理機構委員會（CESSR），計畫於第一階段轉型為三大監理機構（European supervisory Authorities），持續扮演目前各委員會所負責之功能，並執行相關業務。三大監理機構名稱分別改為：歐洲銀行監理機構（EBA）、歐洲證券與市場監理機構（ESMA）以及歐洲保險與退休金監理機構（EIOPA）。其任務為：針對法律制度以及其他重大議題，向歐盟執委會提出修法建議；監視金融穩定性；監督（oversight）監理團體等。各國監理機關則持續保有對本地金融服務機構之監理職責，跨境金融服務業則受其主事務所所在地管轄國（母國）監理機關管轄，惟發生爭議時，則有相關監理機關共同出面決定處置措施。參見 The European Systemic Risk Board（ESRB），International Association of Risk and Compliance Professionals（IARCP），Sep. 24, 2010. <http://www.european-systemic-risk-board.com/>

- (6) 為避免歐盟境內償付基金因緊急事件發生，導致基金水位迅速流失，借款金額不得超過該案件償付金額的 20%。

5. 更廣泛的保護

目前投資公司使用第三人保管機制，以持有投資人資產者（如：信託），若該第三人違約未返還客戶所投資之資產，並非償付基金保護範圍。但考其實質，投資基金之單位持有人仍可能因保管機制或次保管人失其功能而蒙受損失。由 2008 年發生之馬多夫詐欺案（The Madoff investment fraud）可知，傳統上償付基金以證券交易商違約或破產為其償付條件，在投資人保護上已有不足之處，故本次修正建議，也要求應涵蓋此類法律關係。

二、 德國

（一） 法律依據

德國自 2001 年 5 月起，金融相關業務之監督已統合由聯邦金融監理局（Federal Financial Supervisory Authority，簡稱 BaFin）負責，為單一金融監理機構，整個金融體系包括銀行、保險、證券及期貨均在其監督之下。除了保護消費者權益及監督企業償債能力的功能外，也配合德國中央銀行（Deutsche Bundesbank）與財政部之政策，共同維持德國經濟穩定，並使證券及期貨市場適當運作，以達成保護投資人、促進市場透明及公平之目標。BaFin 對證券市場的主要職權規範於「證券交易法」（Securities Trading Act, WpHG）第 4 條，並為確保

交易市場運作能確實遵行各項法令規章、訂定證券交易所之收費結構及費率、監督經理部門業務運作及對總經理之聘任與監督等。

德國的投資人保護基金係依「存款保障及投資人賠償法」(Deposit Guarantee and Investor Compensation Act, ESAEG)⁵⁷而設立,該法為1998年6月16日公布,最近一次修正為2009年6月25日。茲整理其條文標題如下表:

條號	英文名稱	中譯名稱
第1條	Definitions	定義
第2條	Institutions' obligation to provide cover	機構應提供風險涵蓋之責任
第4條	Scope of the claim to compensation	賠償申訴之範圍
第5條	Compensation procedure	賠償程序
第6條	Compensation schemes	賠償基金
第7條	Entrusted compensation schemes	委託賠償基金
第8條	Financial resources of compensation schemes	賠償基金之資金來源
第9條	Audit of the institutions	對機構之審計
第10條	Audit of the compensation schemes	賠償基金之審計
第11條	Exclusion from the compensation scheme	賠償基金排除條款
第12條	Schemes safeguarding the viability of institutions	基金安全保障機構之可行性
第13條	Branches of enterprises domiciled in another state of the European Economic Area	於歐洲經濟區域 (EEA) 其他國家設立之企業的分公司
第14條	Repealed	廢止
第15條	Confidentiality requirement	保密條款
第16條	Non-application of the Insurance Supervision Act	保險監理法不適用情形
第17條	Provisions on administrative fines	行政罰鍰條款
第17a條	Administrative sanctions	行政處罰
第18條	Timing of applications	申請時機
第19條	Application and transitional provisions	轉換與適用條款 (附則)

資料來源：http://www.bafin.de/clin_171/mn_721176/SharedDocs/Aufsichtsrecht/EN/Gesetze/eaeg_en.html?__nnn=true，本研究翻譯整理。

57 Deposit Guarantee and Investor Compensation Act (Einlagensicherungs- und Anlegerentschädigungsgesetz, ESAEG), as published in the announcement of: 16 July 1998 (German Federal Gazette I, p 1842), Last amended by: Article 1 of the Act of 25 June 2009 (German Federal Gazette I, p 1528). http://www.bafin.de/clin_171/mn_721176/SharedDocs/Aufsichtsrecht/EN/Gesetze/eaeg_en.html?__nnn=true

依據 ESAEG 規定，BaFin 為銀行、證券交易、人壽與健康保險等金融服務相關之所有法令與保證基金之主管機關，銀行法 KWG、保險監理法(VAG)、投資法(Investmentgesetz)以及證券交易法(WpHG)均以 ESAEG 為基礎，訂定相關配合法規，以確保金融服務機構執行其職務或管理資產所產生之風險，不會對市場產生威脅。ESAEG 第 1 條規定，賠償基金涵蓋的機構範圍如下：

1. 銀行法第1條定義之收受存款的信用機構；
2. 經主管機關許可經營銀行法定義的銀行業務之信用機構；
3. 提供銀行法定義之金融服務的金融服務機構；
4. 符合投資法定義之資產管理公司，經主管機關許可提供投資法第7條規範之服務。

因此，基於銀行業務或金融服務目的所進行的證券交易責任，亦屬賠償基金涵蓋範圍。

(二) 保護機構

BaFin 轄下之第二部門 (The Second Cross-sectoral Department) 為負責溝通處理橫跨其他銀行、保險與證券/資產管理三個部門之議題，例如金融市場及國際事務、消費者與跨市場投資人保護等。並負責監理上述三部門監理行業之賠償基金。但金融服務業之客戶在向BaFin申訴前，應先向業者提出，如無法獲得滿意之處理或遭構機拒絕，才得轉向BaFin申訴。BaFin處理申訴程序如下⁵⁸：

⁵⁸ 相關程序參考 BaFin 網頁：Complaint to BaFin，<http://www.bafin.de>

1. BaFin 審閱客戶提供之相關資訊與文件，以客戶立場做為適當基礎，據以判斷相關資料是否足以做成最終決定。
2. 若無法達成最終決定，BaFin 可主動蒐集其他所需資訊，甚至要求若認為公司（金融服務業者）出具陳述書說明其立場。
3. 公司應對 BaFin 提供完整報告，解釋該公司對客戶申訴決定之理由。
4. BaFin 調查結果若認為公司決定並未違反其法律責任將會直接通知客戶。
5. 若 BaFin 發現客戶與公司間之爭議需要主管機關介入，BaFin 將會對該公司施以適當監理處置。

惟客戶與業者間之紛爭並非賠償基金償付的對象，即使客戶因業者不當執行業務而蒙受財產損失，也僅能循司法途徑請求賠償。故賠償基金啟動原因，依ESAEG第1條第(5)款之規定，必須是銀行、保險業或資產管理公司（依德國投資法定義，含證券及期貨公司）因財務困難發生無法清償客戶之存款或債權，致客戶蒙受損失⁵⁹。

（三）保護基金

任何民營信用機構或證券交易商依ESAEG之規定，均應加入存款保證與投資賠償基金，惟屬於銀行保證基金（Bank Guarantee schemes）之義務性會員者除外。目前存款保證與投資賠償基金分為兩個子基金：

⁵⁹ Section 1, paragraph (5) of Deposit Guarantee and Investor Compensation Act (ESAEG).

1. 存款保證基金

(1) 民營信用機構受德國銀行賠償基金 (Entschädigungseinrichtung Deutscher Banken GmbH, 簡稱EdB) 之保證, 每一存戶保證上限為5萬歐元, 即使存戶開立多個帳戶, 或是以不同貨幣分別存款, 其求償總額仍不得超過5萬歐元。

(2) 銀行保證基金 (Entschädigungseinrichtung des Bundesverbands Öffentlicher Banken Deutschlands GmbH, 簡稱EdÖ) 係專為公營存款銀行與合作銀行保證之基金, 因政策上不容許此類銀行破產, 故該等銀行之投資人等同於受到國家義務性保護, 即使銀行面臨營運危機, 政府也會出面紓困, 或使用與其他機構合併之方式使其業務存續。

(3) 銀行 (Banking Associations) 自願性存款保證基金

由銀行公會所成立之存款保證基金 (Deposit Protection Fund of the Association of German Banks) 主要保護尚未受到 EdB 保護之存款, 客戶於會員銀行經營發生問題時, 得請求基金賠償, 求償金額以該銀行淨資本額 30% 為上限。

2. 證券交易商賠償基金

證券公司及其他金融服務機構、非收受存款之信用機構與投資公司之客戶則受證券商賠償基金 (Entschädigungseinrichtung der Wertpapierhandelsunternehmen, 簡稱EdW) 之保護, 於該等機構因證券交易引發經營問題

時，每一客戶可獲得其申訴金額最高 90%之賠償，惟金額不得超過 2 萬歐元，若超過 2 萬歐元，則以 2 萬歐元計算。當投資人被通知有償付事件發生時，需於 1 年內以書面提出申請，若超過所訂申請期限，其償付之請求將被排除。2009 年 6 月 30 因應歐盟DGSD修正案將賠償上限提高到 5 萬歐元，德國也配合修改ESAEG，將上限門檻提高至 5 萬歐元，並廢除投資人必須承受當次損失至少 10%的條款⁶⁰。2010 年初歐盟四國發生主權債務危機，德國為強化存款戶信心，更從 2010 年 12 月 31 日起，將門檻提高至 10 萬歐元，擴大存款保險的涵蓋率。並於 2011 年 1 月 1 日起，將償付期縮短為 30 天以內。

投資賠償基金資金來源分別依銀行、公營銀行及證券商等不同機構會員分類徵收，以德國證券商賠償基金為例：當BaFin 核准證券商經營業務後，即會主動通知EdW 將該家券商列入會員並徵收費用。2009 年為配合歐盟償付基金賠償金額上限提高，財政部（BMF）也同步修正規費徵收規定，並知會BaFin同意。提高德國銀行賠償基金之會員機構（EdB）與公營銀行償付基金（EdÖ）徵收費用為每筆交易（Each case）依計算標準（資產負債表中對客戶負債Liabilities to customers項下）的 0.016%計收，為過去的兩倍。且以每一個會員機構於每一年繳交費用達其資本額（Liable capital）0.6%為上限。至於證券商賠償基金之費用徵收仍依舊制，主因為BaFin認為原證券商賠償基金之徵收

⁶⁰ Federal Law Gazette (BGBl), I 2009, pp1528 et seq.引自 BaFin Annual Report 09', VII Cross-sectoral Responsibility, pp.215-216

本採風險計提(Risk-oriented)原則，已涵蓋系統性風險⁶¹。故應繳交之費用仍以總佣金或總金融交易收入按比例計算，依BaFin核准其提供金融服務範圍之不同而區分為1.23%、2.46%、3.85%或7%。惟EdW所徵收之金額不得超過各證券商每年淨收入之10%，而每家證券商繳交之金額亦不得低於1,050 歐元⁶²。

(四) 償付案例

1993 年成立之證券商 A，主要業務包含證券交易與提供投資服務等經紀業務，另有代客戶於美國期貨交易所下單之期貨業務，且為 EdW 之會員，惟並未申請存款業務。2002 年該公司客戶帳戶金額突然驟降三、四千萬歐元，爆發客戶資產遭挪用之財務危機，受害客戶約 500 人。主管機關 BaFin 於 2002 年 10 月對 A 公司下達停業令，隨即開始進行清算程序。BaFin 首先以對外公告方式啟動賠償基金償付程序，並透過各地方政府主管機關傳達此一訊息。另由 EdW 從 A 公司取得潛在性受損客戶名單，除發布新聞稿外，更主動聯絡客戶。除一般個人戶外，專業投資人（包含金融機構）亦受影響。惟 EdW 僅償付一般個人戶之損失，賠償上限為 2 萬歐元，並不得超過其請求金額之 9 成。

本案為德國金額最大之償付案件，至 2004 年 3 月，EdW 共接獲 491 件賠償請求，其中 1 件駁回，共 180 件獲償，總

⁶¹ Regulation on Contributions to the Compensation Scheme of Securities Trading Firms at the KfW Banking Group (EdWBeitrV). http://www.bafin.de/clin_171/nn_721176/SharedDocs/Aufsichtsrecht/EN/Verordnungen/edwbeitrv__en.html?__nnn=true

⁶² 臺灣證券交易所彙編，世界主要證券市場相關制度，2010 年版。

金額約 266 萬歐元。獲償案件中有 6 件僅獲得部分賠償，共約 36,600 歐元，未獲償之部分有待未來EdW確定償付金額後再就餘額受償。本案拖延經年與檢察官起訴A公司相關人員之調查程序有關，檢方遲至 2003 年底才釋出該公司內部文件予EdW，使得EdW於 2004 年才能審查相關文件，執行償付判斷。一般而言，EdW償付作業程序約需 6 個月至 2 年之期間，為利求償程序順利進行，EdW得運用緊急徵收金或借款方式，舒緩暫時性資金短缺問題⁶³。

三、 英國

(一) 法律依據

英國於 2000 年公布施行之「金融服務與市場法」(Financial Service and Markets Act 2000，以下簡稱FSMA)為該國管理金融服務業與金融市場之根本大法，並為主管機關「金融服務監理會」(Financial Service Authority，以下簡稱FSA)成立之依據。英國之法制與一般成文法國家不同，FSMA係由財政部所制訂，經國會同意後施行。FSMA主要針對銀行、證券、保險、基金業務等為原則性之規範，並對於違法行為之調查 (Investigation)、處罰與調處 (Mediation)，專業法庭 (Tribunal) 與訴訟程序有所規定；但實際上各項業務與金融商品之規範，則另行以軟性規則 (Soft rules) 作細部規範，並發布各類手冊 (Handbook或Sourcebook)、解釋 (Interpretation)，搭配各業種之自律機構 (如公會、協會或交易所) 自行公布之規定來進行監理行為。此外，FSMA並未將資產管理整合為一個

⁶³ Description and assessment of the national investor compensation scheme established in accordance with Directive 97/9EC, January 2005, pp.54-56.
http://ec.europa.eu/dgs/internal_market/docs/evaluation/national-investor-rep2005.pdf

業務項目納入規範，相關規定係分散於證券交易（投資操作）、集合投資計畫（即CIS）、銀行（資產帳戶管理）與保險（退休基金與年金保險）⁶⁴等不同業務規範。其中集合投資計畫之範圍涵蓋共同基金、全權委託與投資顧問服務，為資產管理業務之核心。但主管機關FSA設有資產管理部門（Asset Management Sector），俾便統合基金投資管理、客戶投資計畫管理（即全權委託），以及相關程序事項（如行政管理、保管業務、委外事項、交易執行與證券經紀）；管理主體包括資產經理人（Asset managers）、資產管理執行者（Operators）與保管機構（Depositaries）；甚至是私人客戶投資經理人（Private client investment managers）與對沖基金經理人（Hedge fund managers）⁶⁵。

FSMA共有三十部，二十二項附表，計433條，該法最大的特色係為金融服務業提供單一監理機關FSA的架構，賦予FSA廣泛的法規制定權，也同時成立「金融服務和市場特別法庭」（Financial Services and Market Tribunal），審理發生在FSA與被監管機構間經雙方協商難以解決的問題。此外，該法也建立單一的裁判外紛爭處理的申訴程序（Ombudsman）與金融服務補償制度，以給予投資人更好的保障⁶⁶。此外，英國對金融市場之管理強調市場自律機制，為使FSA之管理行為有據，FSMA授權FSA可視市場與管理之需要訂定各類「指引」（Guidelines）為市場之細部規範（Rules），各類指引統稱為

⁶⁴ 保險業務本身並不屬於FSMA之規範範圍，而係另依2004年退休金法之規定，詳見本文敘述。

⁶⁵ <http://www.fsa.gov.uk/Pages/About/Teams/Asset/index.shtml>

⁶⁶ 以上內容摘譯FSA網站Financial Services and Markets Explanatory Notes Act http://www.fsa.gov.uk/fsma/data/fsma/act/expl_intro.htm。

「手冊」(The Handbook)。在不違反FSMA的前提下，FSA對各類指引之增訂修改權可謂極具彈性⁶⁷。

在建立客戶保護措施方面，FSA 已訂立其客戶申訴及賠償制度，依其規劃，客戶應先透過與其證券商協調之方式解決爭議，如協調不成再透過「金融申訴服務」(Financial Ombudsman Service, 簡稱FOS)及「金融服務賠償計畫」(Financial Services Compensation Scheme, 簡稱FSCS)兩獨立機構執行相關事宜。該二機構之董事係由財政部授權由FSA指派，相關執行係項規範亦由FSA制訂，但其事務運作及人員均為獨立自主⁶⁸。

(二) 保護機構與保護基金

1. 金融申訴服務機構 (FOS)

FOS成立目的為解決個人與金融機構間之爭議，依FSMA第225條規定，FOS為「申訴服務基金」(Ombudsman Scheme)之管理者，組織採公司制。FOS董事會應指定視察官(Ombudsman)執行相關業務，並公布年度報告與董事會會議紀錄予一般大眾瞭解。依FSMA及FSA手冊「紛爭解決」(Dispute Resolution)之規定，得以向FOS申訴之投資人限於個人投資人及符合其定義下之小型企業，不符合「小型企業」定義之機構投資人並不在其服務範圍之內。投資人應先向金融機構申訴，且無法獲致滿意之結果後，

⁶⁷ 手冊內容可參見 FSA Handbooks 網頁 <http://fsahandbook.info/FSA/index.jsp>。

⁶⁸ 除上述機構外，原證券期貨協會 (Securities and Futures Association, SFA) 亦接受投資人之申訴。SFA 於 2000 年金融服務及市場法通過後併入 FSA，但仍繼續受理投資人對於證券或期貨商之申訴事件，再轉交 FOS 處理。

才得以向FOS 申訴，如符合申訴要件，得由FOS 進行調查並作成決議。決議一旦作成，其決議將拘束該金融機構，但投資人得不接受決議，而向法院提起訴訟⁶⁹。此申訴程序係針對仍正常運作之金融機構所為，如投資人所欲申訴之金融機構已處於非正常運作之狀態，則其申訴便不得向FOS 提出，而應向另一機構「金融服務賠償機構」(FSCS) 為之。

2. 金融服務賠償計畫機構 (FSCS)

FSMA 為促進金融穩定，減低單一事件的風險造成重大損失，而影響投資人信心，整合「1975 年保單持有人保護法」(Policyholders Protection Act 1975)、「銀行法」(Banking Act 1979)、「社會互助法」(Building Societies Act 1986) 各業法中對保險計畫持有者、存款戶及投資人的保護加以整合，設立 FSCS 作為單一金融補償機構，並交由 FSA 監督管理。FSCS 於 2001 年 12 月 1 日起開始運作，其適用法規為 FSA 依 FSMA 授權於其手冊中訂定之「法規賠償彙編」(Compensation Sourcebook)，為獨立於 FSA 之非營利性組織。

經 FSA 所核准、監理之金融服務機構，於其無法支付，或未來很可能將無法支付客戶索償時，由其就個案判斷認定該金融機構為「無法履約」時，即可啟動賠償機制，此外，於其他歐盟會員國金融公司（由其母國公司之主管機關管轄者），於英國境內合法經營者，發生前述 (1) 之

⁶⁹ 相關內容參見 FOS 官網網址 <http://www.financial-ombudsman.org.uk/>。

情形時，亦可啟動賠償機制。而FSCS負責賠償的範圍係以一人一公司（per person per firm），以及一申訴項目(per claim category)為計算基礎，償付標的包括⁷⁰：

- (1) 存款帳戶（Deposits），每一人於一金融公司最高可獲賠8萬5000英鎊（自2010年12月31日起違約之案件適用）。
- (2) 保險單（Insurance policies），賠償以申訴金額至少90%為下限，且無上限限制，義務性保險（Compulsory insurance）須全額賠償。
- (3) 於2010年1月14日起開辦之保險經紀契約（Insurance broking），亦包括2009年1月1日起開辦，由旅行社與渡假行程規劃公司所提供之交通或旅行平安險（Connected travel insurance），賠償以申訴金額至少90%為下限，且無上限限制，義務性保險須全額賠償。
- (4) 投資業務（Investment business），包括金融公司無法償還投資人之現金、股票、股份、信託基金、期貨、選擇權、退休金等，甚至包括因不好（bad）投資建議、品質不佳的投資管理或誤導等行為所導致的損失，以及經核准投資公司逾越業務範圍導致無法返還投資或金錢者，每一人於每一公司之償付上限為5萬英鎊（自2010年1月1日起之違約案件適用）⁷¹。
- (5) 2004年10月31日起開辦房屋融資業務（Home finance），包括房屋貸款諮詢與安排等，每一人於每一公司償付上限為5萬英鎊（自2010年1月1日起之違約案件適用）。

⁷⁰FSCS 相關內容參見官網網址 <http://www.fscs.org.uk/>。

⁷¹投資償付的上限於 2010 年 1 月以前為每位投資人 48,000 英鎊，其中 30,000 英鎊內全額償付，30,000 英鎊至 50,000 英鎊間則僅償付 90%。

FSCS 賠償以提供個人消費者及該機構之小型公司客戶金錢賠償為主，但不向使用賠償機制服務之金融消費者收費，亦無設置常備基金，而是預估各年度之需要（含行政管理及賠償基金所需），將預算提報 FSA 核准，並逐年向 FSA 所管理之金融公司徵收費用（On a pay-as-you-go basis），該年度基金若有結餘，將減少下一年度之徵收，若金額超出來年所需，則將退還金融機構。另若當年度因發生償付案件而超過基金的負荷，將另行徵收；至其徵收費率則依存款、保險及投資之類別而分別制定每年徵收之上限。

當金融機構發生破產、解散或其他無法正常營運之狀況，而損害金融機構之客戶權益時，FSCS 將進行相關的調查，調查結果如認為客戶的權益確因此而受有損害，FSCS 即行償付，填補投資人的損失。該等償付只及於客戶在合法金融機構中之交易，訂定償付上限之目的，係藉由部分損失負擔，責成投資人慎選金融機構，而償付的程序原則上應於六個月內完成，加快賠償效率，以穩定投資人信心。

（三）償付案例

英國獨立金融顧問甲公司於 2001 年被 FSCS 宣告因錯誤賣出退休金（pension mis-selling），發生使其客戶受損之違約事件。甲顧問公司為中型金融公司，主要業務為提供零售端客戶（散戶）投資建議。該公司於客戶退休前財務狀況相對較佳的狀況下，建議客戶結清或不再加入員工退休基金，改投入其所建議之商品。2000 年乙公司於收購甲公司過程中，發現退休金錯誤銷售責任範圍約達 4,800 萬英鎊，乙公司於 2001 年 2 月準備相關帳戶資料，乙公司與 FSA 及 FSCS 為此

進行共同討論，乙公司股份於這段時間因此暫停交易。本案影響近 170 萬名消費者，估計償付金額可能超過 110 億英鎊，為 FSCS 成立以來，請求人數最多且金額最大之案件。

本案起因於退休金錯誤銷售，為當時英國業界普遍存在之現象，但因本案甲公司遭購併必須進行資產清算而爆發。本案最大問題在於退休金投資可溯及 15 年以上，FSCS 欲蒐集與投資建議有關之足夠證據與相關財務紀錄有其困難，欲對退休金帳戶與個人退休計畫為實際計算亦相當困難。因此 FSCS 設定排除條款如下：

1. 投資人接受投資建議之時間為 1988 年 8 月 28 日以前（以投資人賠償基金建立後之投資業務發生之損失為限）；
2. 主張「不當建議」之證據不夠充分；
3. 投資人並無損害發生。

FSCS 於 2001 年 6 月宣布動用投資人賠償基金償付因該公司不當建議所導致之客戶資產損失，並要求收購公司乙必須提撥一定金額予 FSCS 作為賠償成本費用（compensation cost）之擔保，並負責賠償不符償付資格者之請求。若清償債權後甲公司仍有剩餘資產，應先行償付 FSCS 賠償成本費用。至 2004 年春季，FSCS 共接受本案超過 2000 件之償付請求，並給付約 1550 萬英鎊賠償金⁷²。

⁷² 本案例事實參考歐盟境內市場小組 (Internal Market DG) 於 2005 年 1 月公布之 Description and assessment of the national investor compensation scheme established in accordance with Directive 97/9EC，第 60-63 頁內容摘錄，故資料截止至 2004 年底時，本案尚未結案。由於並未述明涉案公司名稱，無法追蹤後續發展，僅提供參考。http://ec.europa.eu/dgs/internal_market/docs/evaluation/national-investor-rep2005.pdf

(四) 2011 年金融改革法案

2008 年全球金融海嘯發生後，歐美主要國家紛紛檢討過去監理模式之缺失。全球金融海嘯發生時，中央銀行、財政部及 FSA 等，並未致力於發展審慎監理的工具，來衡量整體市場的曝險程度。而國家財政部門對於系統風險所製造的損害，也無法及時提出特殊有效的解決方案。尤其英國為全球性金融中心之一，非常容易受到在其金融市場中開展業務的大型跨國金融機構所帶來的系統性風險的威脅。如何強化對系統性風險的監理，減少失敗給整個金融體系造成巨大的衝擊，達成金融穩定的主要目標，為此次金融危機後重要改革議題。

有鑑於過去 13 年來的 FSA、央行及財政部三足鼎立的分權監理組織不利監理整合，放任銀行體系負債過高，也讓政府無法第一時間採取行動。因此，政府未能預見金融海嘯的前兆，及早發現諸如北岩銀行等經營欠佳的銀行，或是阻止蘇格蘭皇家銀行（RBS）在危機前夕收購荷蘭銀行。2010 年 6 月 16 日英國新任財政大臣奧斯本（George Osborne）宣布關於金融監管改革的重大舉措，將對英國的金融監管體系進行徹底改革，主張應打破 1997 年制定的由英國央行、FSA 和財政部三權分立的金融監理體系。

依英國財政部分別於 2010 年 7 月的「金融規範新方法：判斷、聚焦與穩定」（A new approach to financial regulation: judgment, focus and stability）⁷³，以及於 2011 年 2 月的「金融規範新方法：建立一個更為強大的體系」（A new approach to

⁷³ A new approach to financial regulation: judgement, focus and stability, HM Treasury, July 2010, http://www.hm-treasury.gov.uk/d/consult_financial_regulation_condoc.pdf

financial regulation:building a stronger system) ⁷⁴兩份報告中指出：新金融監理組織架構預定在 2012 年底前完成改制，FSA 於 2012 年將停止運作，並將其職權拆分子三個機構：

1. 央行成為監管金融系統風險並迅速反映之單一責任機構

由英格蘭銀行（央行）新設的金融政策委員會（Financial Policy Committee, FPC）負責。該委員會包括 11 名成員，央行總裁擔任主席，其他成員將包括現任的負責貨幣政策和金融穩定性的副總裁，負責市場和金融穩定性的央行執行理事，計劃中將成立的消費者保護和市場管理局（Consumer Protection and Markets Authority, CPMA）的首席執行長，4 名外部成員以及英國財政部的一位代表。FPC 將對國會負責，每年將會晤至少 4 次，於會後 6 周內發布會議紀要，並公布金融穩定性報告。FPC 將掌握總體審慎政策工具（可能工具包括：根據經濟實力得出的、或用於控制某類貸款的資本要求；槓桿限制措施；前瞻性損失準備；抵押品要求；信貸控制措施；準備金要求），FPC 將負責找出金融系統潛在問題並採取行動以保護經濟。

2. 設立新的審慎監理主管機關

審慎監理局（Prudential Regulatory Authority, PRA）負責對英國金融業進行日常監管（Day-to-day supervision），並負責制訂重要審慎規範等職責，包括制定各別銀行的資本及流動性標準。與 FSA 採取原則性監理（Principle-based）不同，PRA 監理方法著重於評價判斷

⁷⁴ A new approach to financial regulation:building a stronger system, HM Treasury, February 2011, http://www.hm-treasury.gov.uk/d/consult_newfinancial_regulation170211.pdf

(Judgement-focused)，以引導商業模式禁得起挑戰，並可立即辨認風險，且迅速採取行動以維持金融穩定。FSA 關鍵職能也將移至 PRA，代表 FPC 實施政策調整。此外，基於行政與司法分立原則，司法部則另行成立經濟犯罪司 (Economic Crime Agency, ECA)，負責打擊經濟犯罪。

3. 設立獨立消費者保護與市場規範機構

由新成立的金融行為管理局 (Financial Conduct Authority, FCA) 為獨立專責機構，負責消費者保護的職能，並以更嚴格的標準規範金融服務業執行業務之行為，制訂強制性規定以提振對金融服務業的信心與透明度。英國政府計劃在 2011 年公布更多的關於監理改革的詳細建議，預計於 2012 年通過立法。新制上路後 FOS 與 FSCS 仍將維持獨立機構運作模式，各自在其負責的領域執行其任務。但新制將 FSA 原負責之職責分拆予 PRA 及 FCA，而 PRA 負責維持與提倡金融體系穩定性之職責，有賴 FSCS 能迅速支付金融消費者所受之損失，方能盡其功。FCA 負責強化大眾對金融系統的信心，也有賴 FOS 處理金融消費紛爭時，能迅速解決，協助消費者或去應得之公平與正義。英國財政部曾針對有關金融服務賠償基金究應由 PRA 與 FCA 擁有法規制訂權？亦或是將法規制訂權授權予 FSCS 視需要制訂發佈諮詢文件，惟所獲得的回應仍相當分歧。依甫於 2012 年 2 月公布的報告指出，英國政府建議 PRA 與 FCA 各自依其職權享有對 FSCS 之規則制訂權：PRA 負責決定存款與保險方面的賠償金額與收取費用（包括對業者徵收費用與募集基金）之規則；FCA 則負責制訂其他類

型金融活動有關之賠償與徵收費用等規則。但是 PRA 與 FCA 制訂規則時必須互相諮詢，以利制訂適當規則，故未來 FOS 與 FSCS 與前述新設立機構之合作與協調仍有待觀察。

第四節 小結

為利瞭解上述各國制度之差異，製作各國投資人保護基金制度分析如下表所示：

表 3-1 各國投資人保護基金制度比較

國別	美國	日本	歐盟
法律規範	<p>1.特別立法。</p> <p>2.1970 年「證券投資人保護法」(Securities Investor Protection Act of 1970, SIPA)</p> <p>3.本法未規定者，適用「1934 年證券交易法」之規定</p>	<p>1.無特別立法。</p> <p>2.「金融商品交易法」第四章之二「投資人保護基金」專章(第 79 條之 20~第 79 條之 80)</p>	<p>1. 歐盟</p> <p>1997 年發佈「投資人保護基金指令」(ICSD)，以保護使用歐盟境內投資服務之人。因制訂時曾參考存款保險基金指令(DGSD)相關內容，故本次配合 DGSD 修改，於 2010 年提出 ICSD 修正案。</p> <p>2. 德國</p> <p>特別立法，「存款保障及投資人賠償法」(ESEAG)。</p> <p>3. 英國</p> <p>無特別立法，依「金融服務與市場法」(FSMA)授權 FSA 訂定相關規範。</p>
規範內容	<p>共計 16 條，內容包括：證券投資人保護公司(SIPC)、證券投資人保護基金、客戶的</p>	<p>1. 本章共有九節 61 條，主要就投資人保護基金之會員資格、設立及管理、</p>	<p>1. 歐盟</p> <p>ICSD 立法目的為「使歐盟各會員在償付基金規範規定一致，避免利用</p>

國別	美國	日本	歐盟
	<p>保護、清算程序之一般性條款、受託人的權利與義務、清算程序之特殊條款、預付賠償金、直接付款程序、證券主管機關之功能、檢查機關之功能、自律組織之功能、禁止之行為、附則、名詞定義等。</p>	<p>業務範圍、財務及會計之處理方式、監督及解散事由訂有詳細規範。</p> <p>2. 1988年起設置「證券投資者保護基金」。</p>	<p>償付基金進行『監理套利』之行為，建議引進各國償付基金合作機制。」其作法為要求各國訂定或修改該國償付基金相關規定，使各國償付基金均能成為彼此的後盾。</p> <p>2. 德國</p> <p>BaFin 核准證券商經營業務後，主動通知 EdW 將該家券商列入會員並徵收費用，應繳交之費用以總佣金或總金融交易收入按比例計算。新設公司未滿一個完整年度者，則應於第一年繳交一次性費用，依其於 BaFin 申請執照時登記業務之範圍大小，以公司資本額 0.35% 或 3.5% 計收，且不得低於 300 歐元。每年應繳交之費用，依其提供金融服務範圍之不同而區分為 1.23%、2.46%、3.85% 或 7.7%。惟 EdW 所徵收之金額不得超過各證券商每年淨收入之 10%，而每家證券商繳交之金額亦不得低於 1,050 歐元。</p> <p>3. 英國</p> <p>由 FSCS 預估各年度之需要（含行政管理及賠償基金所需），將預算提報 FSA 核准，並逐年向 FSA 所管理之金融公司徵收費用。該年度基金若有結餘，將減少下一年度之徵收，若金額超出來年所需，則將退還金融機構。若當年度因發生償付案件而超過基金的負荷，將另行徵收；至其徵收費率則依存款、保險及投資之類別而分別制定每年徵收之上限。</p>

國別	美國	日本	歐盟
保護機構	<p>1. 1971年創設獨立機構SIPC做為證券投資人權益之保障專責機構</p> <p>2. SIPC終止應經國會立法，並受美國國會和證券管理委員會之監督，非行政機關。</p> <p>3. 屬會員制之公司組織，其會員之加入係強制性。</p>	<p>1. 金融廳依「金融廳設置法」第3條規定，擔負確保金融機能安定、保護有價證券投資者等任務。</p> <p>2. 金融廳應設置金融審議會及證券交易監視委員會，內部下設信用機構企畫室負責預金保險制度(存款保險制度)企畫與登記，以及指定紛爭解決機構之監督。</p>	<p>1. 歐盟</p> <p>並無單一專責保護機構，此部分由會員國自行依該國法制處理。由2010年新設立之ESMA接受會員國借款請求，並對相關條件是否符合規定進行評估，若認為符合借款條件者，即轉送其他國家基金處理。</p> <p>2. 德國</p> <p>BaFin設立投資人保護基金，屬其轄下之第二部門。</p> <p>3. 英國</p> <p>依FSMA設立FSCS，為單一金融補償機構，並交由FSA監督管理。</p>
會員資格	<p>1. 依1934年證券交易法第15條註冊的證券經紀商與自營商。</p> <p>2. 美國所轄證券交易所之所有會員。惟下列證券商則不包括在內：(1) 主要業務係於美國境外從事。(2) 該證券商所從事之業務係屬：投資公司或單位信託股份之銷售；年金之銷售；保險業務；投資公司或保險公司顧問服務者。</p>	<p>1. 第一種金融商品交易業務(如：銷售或勸誘流動性較高的證券、資產管理業務)之業者，強制加入投資者保護基金。</p> <p>2. 當業者宣告破產或重整時，該基金得取得特別豁免，擔任投資人之代理人。</p>	<p>1. 歐盟</p> <p>ICSD明文要求償付基金徵收對象須為市場參與者(投資公司)。</p> <p>2. 德國</p> <p>除屬於銀行保證基金之義務性會員者外，任何民營信用機構或證券交易商。</p> <p>3. 英國</p> <p>經FSA所核准、監理之金融服務機構，其業務涉及投資者。</p>
基金之來	<p>1. 徵收會費：區分為保護基金創設徵收(1億5000萬美元)與基金平時徵收</p>	<p>1. 投資者保護基金定款64條之規定，持續提撥會費至基金規模達其上限800</p>	<p>1. 歐盟</p> <p>(1) ICSD要求各國設置償付基金前應事先提列一定程度之金額以確保基金健全運作，</p>

國別	美國	日本	歐盟
源	<p>(基金少於1億美元或SIPC有重大債務時，向會員徵收之比例不得少於各會員全年總收入之0.5%；基金規模在1億美元與1.5億美元之間，且亦無重大債務時，向會員徵收之會費比率為各會員全年總收入之0.25%；基金規模超過1億5千萬美元時，SIPC得決定其認為適當且必需之會費比率，但不得超過各會員全年總收入的1%)。</p> <p>2. 借貸：向 SEC 舉債、發行債券或票據舉債、與銀行團簽署透支額度。</p> <p>3. 由自律組織所募集而以信託方式持有之任何基金，得經 SEC 之同意捐贈給 SIPC。</p> <p>4. 投資於美國政府或機構之債券所獲取之利息（目前主要收入）。</p> <p>5. SIPC 網頁揭露目前基金總額約為10億美元（310億元）。</p>	<p>億日圓（約台幣281億元）。</p> <p>2. 目前該基金之規模約有 500 億日圓（約台幣176億元）。</p>	<p>建議基金應至少先行提列達投資資產市值的0.5%之金額作為保護基金。</p> <p>(2) 償付基金如有需要，亦可從其他投資計畫或基金借款，惟金額仍有限制，稱之為「互助借款」。</p> <p>(3) 法規應允許償付基金可定期向會員（市場參與者，如銀行、投資公司、投資基金等）徵收基金準備。</p> <p>(4) 若償付基金於支付後發現無法充分履行清償義務時，應向其會員為額外徵收。惟再次徵收之金額不得超過所涵蓋資產的0.5%。</p> <p>(5) 賦予一國償付基金於其自身基金水位不足以涵蓋立即性需要時，可向其他國家償付基金借款；</p> <p>(6) 任一償付基金應事先保留部分比例提供予其他國家基金借款之用；所借款項應於申請借款後5年內歸還借款國償付基金，並應支付利息，利率以歐洲中央銀行同時期之信用交易融資利率為準。</p> <p>(7) 為避免歐盟境內償付基金因緊急事件發生，導致基金水位迅速流失，借款金額不得超過該案件償付金額的20%。</p> <p>2. 德國</p> <p>應繳交之費用仍以總佣金或總金融交易收入按比例計算，依 BaFin 核准其提供金融服務範圍之不同而區</p>

國別	美國	日本	歐盟
			<p>分為 1.23%、2.46%、3.85% 或 7%。惟 EdW 所徵收之金額不得超過各證券商每年淨收入之 10%，而每家證券商繳交之金額亦不得低於 1,050 歐元。</p> <p>3. 英國</p> <p>N/A</p>
基金動用條件	<p>1. 為滿足客戶之求償。</p> <p>2. 由於會員券商之總資產不足於支付該資產之管理與清算程序之成本與支出（受託人、律師、會計師之費用與受僱人之薪資）時，該成本與支出之金額將由 SIPC 基金預付於受託人。</p> <p>3. 為保證或給付會員券商對於銀行、出借人或其他任何人之債務時，得由 SIPC 基金預付。為清償會員券商對於銀行之債務，動用資金將該會員券商為擔保債務設質於銀行之有價證券取回，則取回之有價證券視為客戶財產，非屬總資產之一部分。</p> <p>4. 因客戶帳戶移轉而承受之證券商，對</p>	<p>會員因自願清算或破產所致之投資人損害提供補償之救濟，其救濟金額以公告日投資人帳戶中現金以及所持有之有價證券價格為準。</p>	<p>1. 歐盟</p> <p>投資公司因其詐欺或過失侵權行為，或是因為其系統發生錯誤（如：錯帳違約）導致損失，致無法償還屬於投資人之資產，則由投資人賠償基金賠付。</p> <p>2. 德國</p> <p>依 ESAEG 第 1 條第(5)款之規定，必須是銀行、保險業或資產管理公司（依德國投資法定義，含證券及期貨公司）因財務困難發生無法清償客戶之存款或債權，致客戶蒙受損失。</p> <p>3. 英國</p> <p>當經 FSA 所核准、監理之金融服務機構發生破產、解散或其他無法正常營運之狀況，而損害金融機構之客戶權益時，FSCS 將進行相關的調查，調查結果如認為客戶的權益確因此而受有損害，FSCS 即行償付，填補投資人的損失。此外，於其他歐盟會員國金融公司（由其母國公司之主管機關管轄者），於英國境內合法經營者，發生前述之</p>

國別	美國	日本	歐盟
	<p>於帳戶移轉所致有價證券或現金短缺損失之彌補與保證，得動用基金。</p> <p>5.當客戶求償主張以有價證券返還時，為了取得該遺失之有價證券，得由基金預付買回。</p>		<p>情形時，亦可啟動賠償機制。</p>
<p>受保護客戶之範圍</p>	<p>得主張該會員券商依一般正常證券經紀業務程序，從該當事人之有價證券帳戶收取、獲得、持有之有價證券，做為保存、售出、購進、質押，或為有效地移轉，即屬該會員券商之客戶。投資人將現金儲存於該會員券商以為股票之買賣者</p>	<p>1. 須為會員機構於日本國內營業所或事務所之客戶。</p> <p>2. 合格的機構投資人（如銀行、投資信託法人等金融機構，或依法特別規定之有經驗之專業投資人）、國家或地方公共團體等持有一定規模資金之投資人，及以他人名義持有資產進行交易者，均非保護之對象。</p>	<p>1. 歐盟</p> <p>接受金融業投資服務之客戶，於特定狀況下無法從所持有之金融商品獲取報酬金額時，以賠償基金償付方式取得一定之賠償。</p> <p>2. 德國</p> <p>證券公司及其他非保險業之金融服務機構、非收受存款之信用機構與投資公司以客戶名義所進行之投資，並及於歐盟區內歐元投資，惟金融機構屬德國境外業者不屬之。</p> <p>3. 英國</p> <p>對保險計畫持有者、存款戶及投資人的保護加以整合，設立 FSCS 作為單一金融補償機構。FSCS 負責賠償的範圍係以一人一公司，以及一申訴項目為計算基礎，償付的程序原則上應於 6 個月內完成。</p>
<p>保護標的</p>	<p>1. 客戶所有之現金或有價證券，有價證券包含票據、股票、債券、債權憑證及定期</p>	<p>保護範圍為「金融商品交易法」第 2 條所定義之有價證券及以有價證券為標的證券計價</p>	<p>1. 歐盟</p> <p>ICSD 修正案要求償付基金保護範圍如下：(1) 投資公司以客戶名義</p>

國別	美國	日本	歐盟
範圍	<p>存單。</p> <p>2. 不包含未經依「1934年證券交易法」規定在SEC登記為有價證券之投資性契約，諸如不動產或石油與瓦斯開發之創投性契約；衍生自金、銀或其他商品契約或選擇權之利益亦非受保障之範圍。</p>	<p>標準之金融商品。故及於客戶持有有價證券相關交易，包括透過日本國內業者於外國金融商品交易所進行之交易，以及於經認可之金融商品交易業協會設立之店頭市場進行之有價證券包括：</p> <p>1. 「金融商品交易法」第 119 條規定之金錢或存放於金融商品事業經營者為客戶保管之證券；</p> <p>2. 於金融商品交易業處所進行之交易(不含店頭市場衍生性商品交易)，為一般客戶之計算所為之金錢或預先存入之金錢；</p> <p>3. 與金融商品交易業者交易有關。為一般客戶之計算之有價證券或客戶預先存入之有價證券(不含金融商品經營業者得依契約動用帳目者)；</p> <p>4. 其他經內閣府令規定之事項。</p> <p>惟店頭市場衍生性商品、附選擇權之債券買賣交易等不列入賠償範圍。</p>	<p>進行投資服務相關行為時，無法支付對客戶的欠款或無法履行對客戶之義務者；或(2)投資公司以客戶名義持有、執行或管理金融商品，且無法返還應歸屬客戶所有之金融商品。</p> <p>2. 德國</p> <p>保護範圍包括客戶申訴金額及其遲延利息，償付上限計算以每一獨立帳戶所有人於公告日所持有之存款、現金，及金融商品之價值為標準；另以第三人名義開立帳戶者，則以該第三人作為計算之依據。</p> <p>3. 英國</p> <p>投資業務：包括金融公司無法償還投資人之現金、股票、股份、信託基金、期貨、選擇權、退休金等，甚至包括因不好投資建議、品質不佳的投資管理或誤導等行為所導致的損失，以及經核准投資公司逾越業務範圍導致無法返還投資或金錢者。</p>

國別	美國	日本	歐盟
償付基金上限	<p>1. 基金對會員券商每一客戶償付上限為有價證券淨值 50 萬美元（約台幣 1500 萬），且每一帳戶現金求償額上限 25 萬美元（約台幣 750 萬）。</p> <p>2. 直接付款程序；</p> <p>SIPC 之會員券商有或恐有無法對其客戶履行義務之虞；SIPC 或法院研判會員券商具有財務困難之具體標準的一項或多項情事；且會員券商之全體客戶求償總額少於 25 萬美元；適用直接付款程序之成本少於適用清算程序之成本支出，或會員券商的證券商業資格業已終止；且會員券商同意適用直接付款程序。得先行直接給付會員券商客戶的求償，上限為 5 萬美元總額，1 萬美元現金求償額之限制。</p>	<p>保護基金償付上限每一客戶 1000 萬日圓（約台幣 362 萬）。</p>	<p>1. 歐盟</p> <p>ICSD 修正案將提升最低金額標準為每一投資人 5 萬歐元（約台幣 206 萬）。</p> <p>2. 德國</p> <p>配合歐盟要求將，將賠償基金門檻提高至 5 萬歐元（約台幣 206 萬），並廢除投資人必須承受當次損失至少 10% 的條款。</p> <p>3. 英國</p> <p>每一人於每一公司之償付上限為 5 萬英鎊（約台幣 237 萬元）。</p>
存款保險額度	<p>1. Dodd-Frank 華爾街改革與消費者保護法」將銀行、非銀行存款機構和信貸機構的聯邦存款保險額度永久性提升至 25 萬美元（約台幣 750 萬），此一標準可回溯至 2008 年 1</p>	<p>1. 全額保護：活期帳戶存款、不付息之普通存款</p> <p>2. 限額保護：支付利息之存款、定期存款、附保本契約之金錢信託等（包含粉紅單等之貸</p>	<p>1. 歐盟</p> <p>2010 年修正 DGSD，正式將存款保證為 10 萬歐元（約台幣 410 萬元）納入指令，此舉意味歐盟境內有 95% 的銀行帳戶所有人於銀行發生問題時，能 100% 取回其存款。</p> <p>2. 德國</p>

國別	美國	日本	歐盟
	<p>月 1 日執行。</p> <p>2.美國存款保證公司 FDIC 對不孳息的交易帳戶將全額保障至 2013 年 1 月 1 日。</p>	<p>付信託)。</p> <p>3.以在金融機關存款人為保護單位，本金含利息，保護上限為 1000 萬 (約台幣 362 萬) 日圓。</p>	<p>德國原已配合 DGSD 修改，將存款保險門檻提高至 5 萬歐元，從 2010 年 31 日起，將門檻提高至 10 萬歐元 (約台幣 410 萬元)。</p> <p>3.英國</p> <p>存款帳戶(deposits)，每一人於一金融公司最高可獲賠 8 萬 5000 英鎊 (台幣 403 萬)。</p>

資料來源：本研究整理。

第四章 保護基金之提撥、償付範圍及其上限

第一節 保護基金之市場經濟理論分析

為進行保護基金之市場經濟理論分析，本節將由總體和個體兩大構面進行探討，其中總體分析分為總體經濟面和交易市場面二大面向，個體分析分為證券商家數成長趨勢和財務分析二大面向，進行比較分析。

一、總體分析

(一) 總體經濟面

1. 國內生產毛額 (GDP)

根據行政院主計處對我國國內生產毛額與國民所得之統計資料顯示，2010 年我國 GDP 按當年價格計算約為新台幣 13 兆 6,144 億元，較 2009 年增加 9.11%；另我國 GNP 按當年價格計算則為新台幣 14 兆 442 億元，國民所得則為 12 兆 247 億元。若從每年 GDP 成長率來看，於 2001 年至 2010 年期間，幾乎是呈現成長趨勢，除了 2008 年、2009 年是呈現減少趨勢，這可能與全球金融海嘯有關；但若從長期發展來看，我國 GDP 仍呈現穩定成長趨勢，2010 年年增率最高為 9.11%，2004 年年增率為 6.25% 次之，10 年平均年增率為 3%。另一方面，若從平均每人所得來看，平均每人 GDP 於 2010 年約為新台幣 58 萬 8,364 元，較 2009 年成長 8.83%。

表 4-1 國內生產毛額與國民所得

年別	國內生產毛額 (GDP)					國民生產毛額 (GNP)		國民所得 (NI)				
	按當年價格計算			按2006年價格計算		(按當年價格計算)		按當年價格計算		按2006年價格計算		
	金額 (百萬元)	年增 率 (%)	折合美金 (百萬美元)	金額 (百萬元)	經濟 成長 率 (%)	金額 (百萬元)	折合美金 (百萬美元)	金額 (百萬元)	折合美金 (百萬美元)	金額 (百萬元)	成長 率 (%)	
2001	9,930,387	-2.52	293,712	9,570,584	-1.65	10,122,411	299,391	8,928,963	264,092	9,239,500	-4.24	
2002	10,411,639	4.85	301,088	10,074,337	5.26	10,654,141	308,101	9,381,500	271,298	9,708,892	5.08	
2003	10,696,257	2.73	310,757	10,443,993	3.67	11,025,130	320,312	9,745,873	283,146	10,041,385	3.42	
2004	11,365,292	6.25	339,973	11,090,474	6.19	11,737,391	351,104	10,297,925	308,044	10,442,854	4.00	
2005	11,740,279	3.30	364,832	11,612,093	4.70	12,031,145	373,870	10,541,566	327,581	10,619,781	1.69	
2006	12,243,471	4.29	376,375	12,243,471	5.44	12,555,170	385,957	10,931,697	336,050	10,931,697	2.94	
2007	12,910,511	5.45	393,134	12,975,985	5.98	13,243,277	403,267	11,433,779	348,166	11,288,156	3.26	
2008	12,620,150	-2.25	400,132	13,070,681	0.73	12,934,796	410,108	11,020,825	349,424	10,630,499	-5.83	
2009	12,477,182	-1.13	377,410	12,818,935	-1.93	12,890,779	389,921	10,888,311	329,350	10,879,265	2.34	
2010(p)	13,614,415	9.11	430,451	14,206,316	10.82	14,044,163	444,008	12,024,707	380,225	11,876,720	9.17	

資料來源：行政院主計處。

表 4-2 平均每人所得與消費

年別	平均每人 國內生產毛額				平均每人 國民生產毛額		平均每人 國民所得		平均每人 民間消費支出	
	金額	年增率	折合美金	年增率	金額	折合美金	金額	折合美金	金額	折合美金
	(元)	(%)	(美元)	(%)	(元)	(美元)	(元)	(美元)	(元)	(美元)
2001	444,489	-3.21	13,147	-10.59	453,084	13,401	399,665	11,821	269,798	7,980
2002	463,498	4.28	13,404	1.95	474,294	13,716	417,639	12,077	277,680	8,030
2003	474,069	2.28	13,773	2.75	488,645	14,197	431,947	12,549	283,593	8,239
2004	501,849	5.86	15,012	9.00	518,280	15,503	454,718	13,602	300,633	8,993
2005	516,516	2.92	16,051	6.92	529,313	16,449	463,778	14,412	311,958	9,694
2006	536,442	3.86	16,491	2.74	550,099	16,911	478,968	14,724	317,583	9,763
2007	563,349	5.02	17,154	4.02	577,869	17,596	498,912	15,192	327,544	9,974
2008	548,757	-2.59	17,399	1.43	562,439	17,833	479,214	15,194	330,902	10,492
2009	540,643	-1.48	16,353	-6.01	558,565	16,895	471,797	14,271	328,441	9,935
2010(p)	588,364	8.83	18,603	13.76	606,939	19,188	519,664	16,432	341,167	10,785

資料來源：行政院主計處。

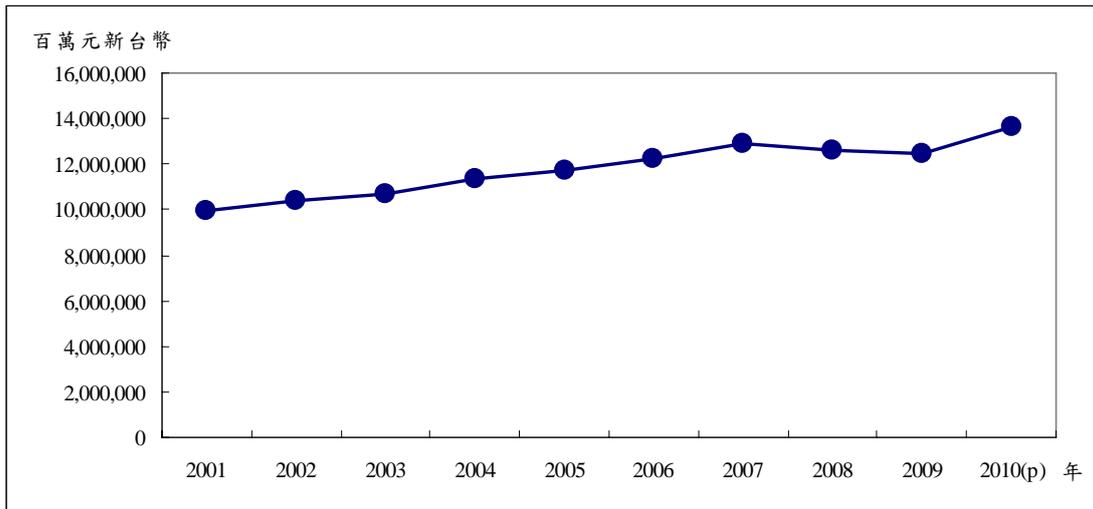


圖 4-1 2001~2010 年我國 GDP 成長趨勢圖

2. 物價指數

為了解近年來通貨膨脹之情形，根據行政院主計處所公布 2002~2010 年主要國家物價指數及其年增率之統計資料中，有關美國、英國、德國、日本及我國之物價指數變動情形，其中在我國分別為躉售物價（Wholesale Price）和消費者物價（Consumer Price）指數，並以 2006 年為 100 來計算；另美國和德國為生產者物價（Producer Price）和消費者物價指數，英國則為製造產出物價（Manufacturing Output Price）和消費者物價指數，日本則為國內企業商品物價（Domestic Corporate Goods Prices）和消費者物價指數。

（1）以我國物價指數來說，2010 年我國躉售物價指數為 107.8，相較 2009 年增加 5.5%，而 2010 年消費者物價指數為 105.5，相較 2009 年增加 1%，由物價指數年增率來看，躉售物價相對消費者物價變動幅度較大，而消費者物價指數長期來看是呈現逐年增加之趨勢。

- (2) 比較美國、英國、德國、日本及我國消費者物價指數變動趨勢，可以發現美國、英國的消費者物價指數變動最大，而日本的變動幅度較小；另可發現於 2008 年時，五個國家的消費者物價指數年增率均為近年來增加幅度最大的，其中我國、美國及英國增加幅度為 3.5% 至 3.8% 之間，而平均年增率-0.2% 的日本也增加了 1.4%。
- (3) 比較各國消費者物價指數平均年增率，我國為 1.04%，美國為 2.34% 最高，英國為 2.2% 次之，德國為 1.51%，日本為-0.2%。

表 4-3 主要國家物價指數

年別	我國		美國		英國		德國		日本	
	躉售物價	消費者物價	生產者物價	消費者物價	製造產出物價	消費者物價	生產者物價	消費者物價	國內企業商品物價	消費者物價
2002	85.8	95.9	83.3	92.1	96.5	95.4	92.7	95.9	98.0	100.5
2003	87.9	95.6	87.8	94.2	97.1	96.7	94.3	96.9	97.1	100.3
2004	94.1	97.2	93.2	96.7	98.1	98.0	95.8	98.5	98.4	100.3
2005	94.7	99.4	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
2006	100.0	100.0	104.7	103.2	102.0	102.3	105.4	101.6	102.2	100.2
2007	106.5	101.8	109.7	106.2	104.4	104.7	106.8	103.9	103.9	100.3
2008	112.0	105.4	120.5	110.2	111.4	108.5	112.7	106.6	108.7	101.7
2009	102.2	104.5	109.9	109.9	113.2	110.8	108.0	107.0	103.0	100.3
2010	107.8	105.5	117.4	111.7	117.9	114.5	109.7	108.2	102.8	99.6

註：我國物價指數以 2006 年為 100，其餘以 2005 年為 100。

資料來源：行政院主計處。

表 4-4 主要國家物價指數年增率

單位：%

年別	我國		美國		英國		德國		日本	
	躉售物價	消費者物價	生產者物價	消費者物價	製造產出物價	消費者物價	生產者物價	消費者物價	國內企業商品物價	消費者物價
2002	0.1	-0.2	-2.3	1.6	-0.1	1.3	-0.6	1.4	-2.1	-0.9
2003	2.5	-0.3	5.3	2.3	0.6	1.4	1.7	1.0	-0.8	-0.2
2004	7.0	1.6	6.2	2.7	1.0	1.3	1.6	1.7	1.3	0.0
2005	0.6	2.3	7.3	3.4	2.0	2.1	4.3	1.6	1.7	-0.3
2006	5.6	0.6	4.7	3.2	2.0	2.3	5.4	1.6	2.2	0.2
2007	6.5	1.8	4.8	2.9	2.3	2.3	1.3	2.3	1.7	0.1
2008	5.1	3.5	9.8	3.8	6.8	3.6	5.5	2.6	4.6	1.4
2009	-8.7	-0.9	-8.8	-0.4	1.6	2.2	-4.2	0.3	-5.3	-1.4
2010	5.5	1.0	6.9	1.6	4.2	3.3	1.6	1.1	-0.2	-0.7

註：我國物價指數以 2006 年為 100，其餘以 2005 年為 100。

資料來源：行政院主計處。

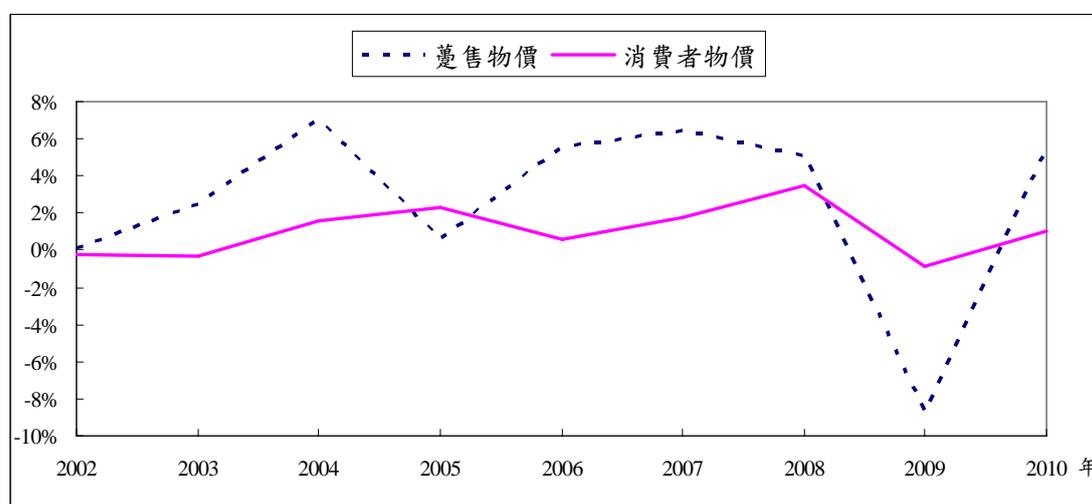
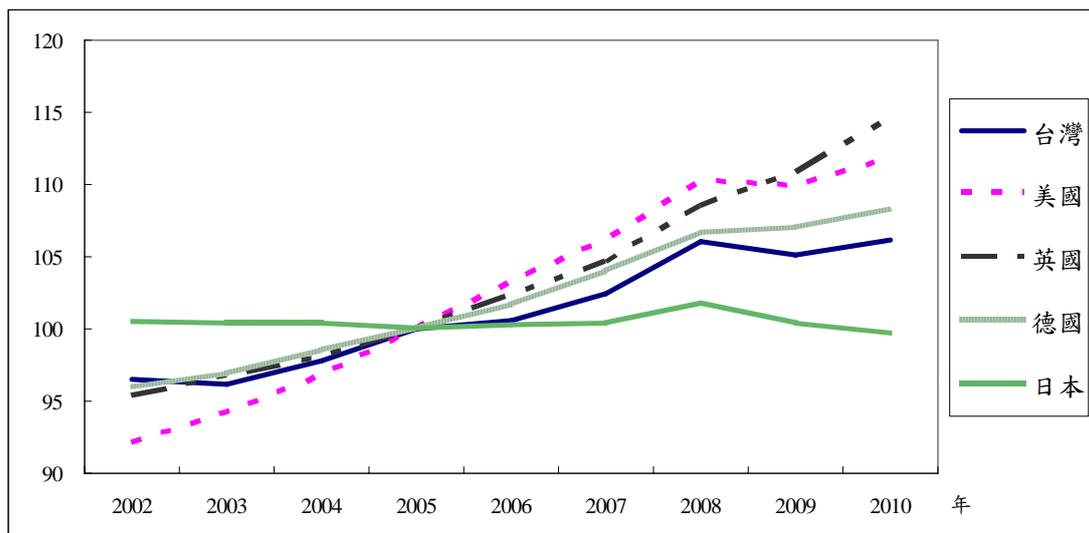


圖 4-2 2002~2010 年我國物價指數趨勢圖



註：本研究彙整行政院主計處資料，並調整我國消費者物價指數以 2005 年為 100，俾利與各國比較。

圖 4-3 主要國家消費者物價指數變動圖

(二) 交易市場面

1. 每一交易人平均成交值

為使保護基金發揮最大效用，本研究將由交易市場面向進行分析，探討集中交易市場每一交易人平均成交值和投資人結構，以了解我國保護基金償付金額上限是否合宜。根據行政院金管會證券期貨局統計資料顯示，集中交易市場 2010 年底總成交值約為新台幣 28 兆 2,187 億元，交易人數約為 332 萬人，較 2009 年成長 6.47%，長期來說是呈現逐年成長的趨勢。另再根據臺灣證券交易所統計資料顯示，至 2010 年底集中交易市場交易戶數有 3,836,473 戶，每戶平均交易金額為新台幣 753 萬元；交易人數有 3,317,920 人，每人平均交易金額為 871 萬。若以保護基金成立當年（2003 年）每一交易人平均成交值來看，估算每人平均交易金額為 777 萬元，至 2010 年約成長 11%。

表 4-5 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
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

資料來源：行政院金管會證券期貨局。

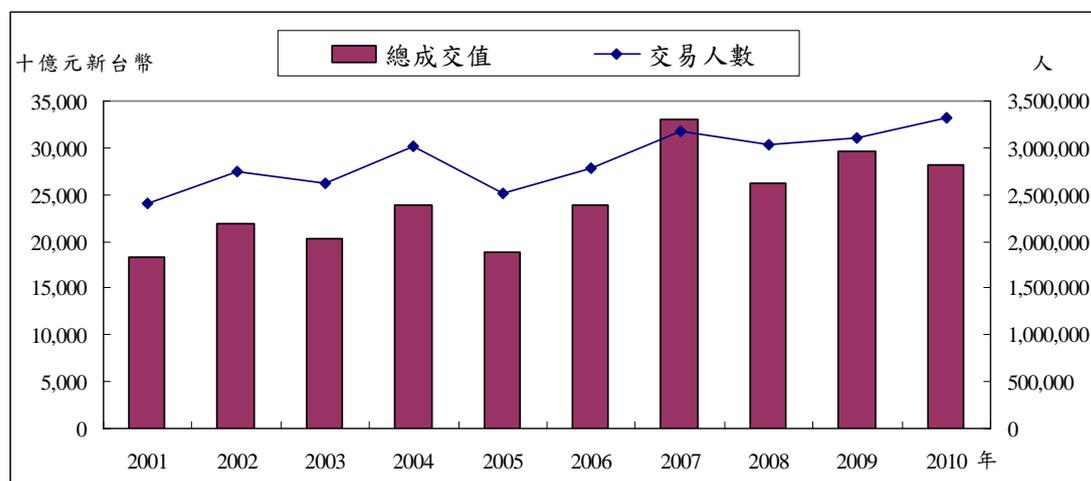


圖4-4 集中市場股票交易人數和總成交值概況圖

表 4-6 集中市場證券投資人平均交易金額

單位：百萬元新台幣

年	集中市場 總成交金額	有交易戶數	有交易人數	每戶平均 交易金額	每人平均 交易金額
2005	19,073,869	2,917,883	2,504,208	6.54	7.62
2006	24,205,339	3,329,287	2,774,459	7.27	8.72
2007	33,527,469	3,864,980	3,173,937	8.67	10.56
2008	26,666,171	3,469,651	3,032,342	7.69	8.79
2009	30,118,748	3,912,187	3,103,181	7.70	9.71
2010	28,890,337	3,836,473	3,317,920	7.53	8.71

資料來源：本研究彙整臺灣證券交易所資料。

2. 投資人結構

根據行政院金管會證券期貨局統計資料顯示，集中交易市場成交金額投資人類別比例，我國自然人所占比例已由 2001 年的 84.4% 減少為 2010 年的 68%，而法人機構由 2010 年的 15.6% 大幅提升至 32%，成長一倍以上。由此可知，我國集中交易市場投資人結構，散戶比例已大幅下降。

表 4-7 集中交易市場成交金額投資人類別比例表

單位：10億元新台幣

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 %
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

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 %
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	11.60	9,827.97	16.32	43,399.31	72.05	23.58	0.04
2010	7,841.59	13.57	10,652.03	18.44	39,256.30	67.95	21.14	0.04

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：行政院金管會證券期貨局。

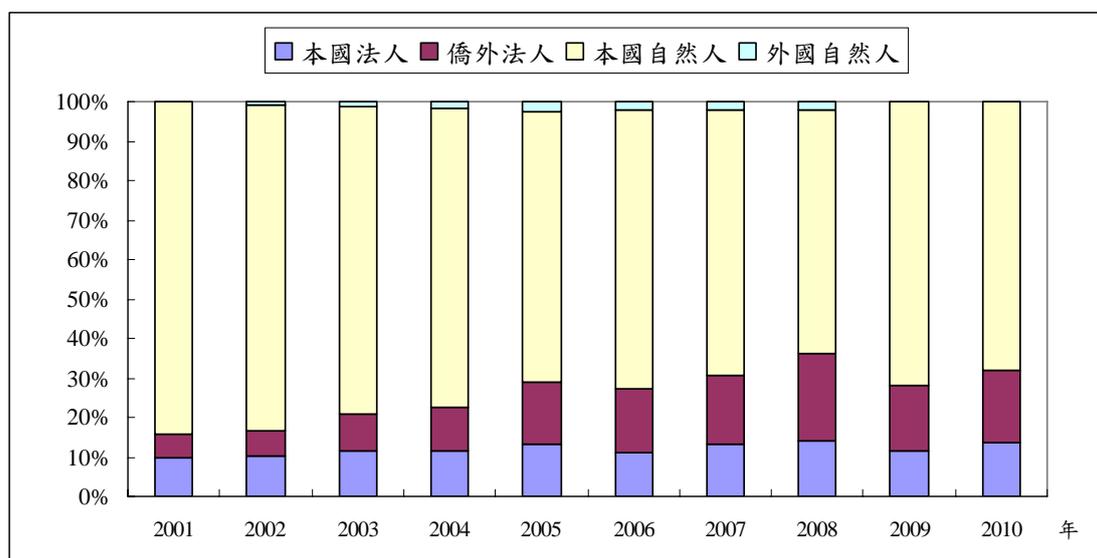


圖 4-5 集中交易市場投資人類別比例圖

二、 個體分析

(一) 證券商家數成長趨勢

首先由證券服務事業家數統計表來看，證券商總家數由 2001 年的 183 家，減少至 2010 年的 125 家，減少幅度高達 31.69%，而分公司家數也由 1,094 家降至 1,013 家，此現象與近年來的金控化發展息息相關。

表 4-8 證券服務事業家數統計表

年	證券商總家數		經紀商	自營商	承銷商	投資信託	投資顧問
	總公司	分公司					
2001	183	1,094	151	105	75	41	223
2002	163	1,020	125	97	66	44	212
2003	154	1,048	114	95	59	43	208
2004	148	1,084	108	96	57	45	218
2005	143	1,065	103	96	56	45	213
2006	137	1,050	97	94	57	42	171
2007	133	1,024	95	93	55	39	149
2008	132	1,011	95	92	59	39	126
2009	131	998	92	90	58	39	109
2010	125	1,013	89	85	57	39	108

註：1.截至 2010 年 3 月證期會核准辦理有價證券融資融券之證券商計 38 家。外國證券商在台設分公司計 20 家，在台代表人辦事處計 0 家。

2.截至 2010 年 3 月核准辦理全權委託業務並完成營業執照換發之證券投資信託公司計 33 家，證券投資顧問公司計 23 家，信託業及證券業兼全委業務 25 家，契約金額共新台幣 7,640 億元。

資料來源：行政院金管會證券期貨局。

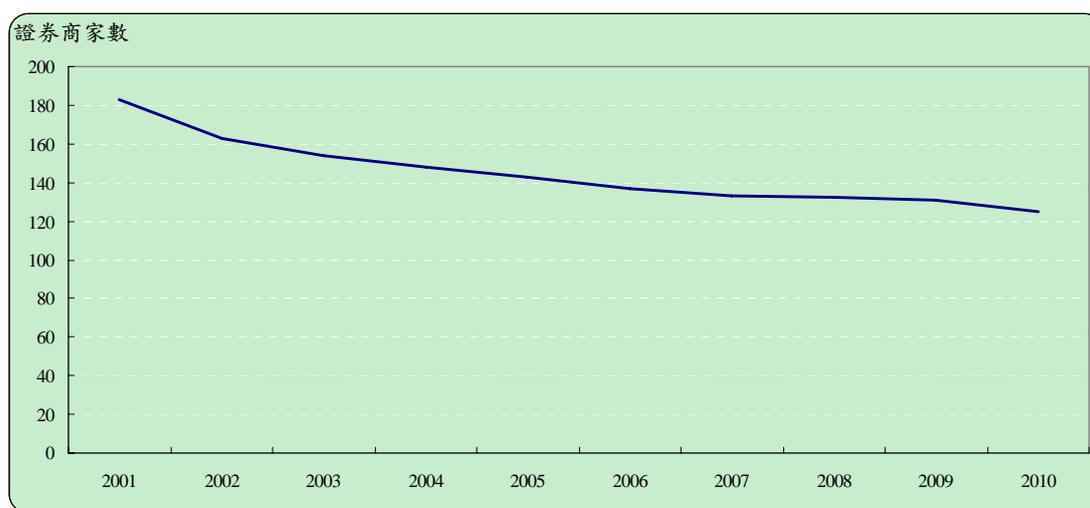


圖 4-6 證商家數成長趨勢圖

此外，由中華信用評等公司於 2006 年對隸屬金控公司旗下之證券公司進行研究，上市（櫃）金控公司共有富邦金控、兆豐金控、國泰金控、中華開發金控、華南金控、永豐金控、第一金控、元大金控、日盛金控、國票金控、玉山金控、台新金控、中信金控、新光金控共 14 家，而金控架構下之券商的信用評等與所屬金控集團比較，其風險結構愈趨於一致。

表 4-9 隸屬金控公司旗下之證券公司一覽表

證券公司名稱	長期 信用評等	淨值 [1] (新台幣百萬元) 2006	FHC*	長期 信用評等	淨值[2] (新台幣百萬元) 2006	[1]/[2] (%)
富邦證券	twAA+	33,021	富邦金控	twAA	163,532	20
兆豐證券	twAA-	16,760	兆豐金控	twAA	201,503	8
國泰證券	twA+	4,042	國泰金控	twAA+	216,100	2
大華證券	twAA	18,204	中華開發金控	twAA-	160,123	11
華南永昌證券	twA+	10,882	華南金控	twA+	90,602	12
永豐金證券	twA+	20,159	永豐金控	twA	85,842	23
一銀證券	twA	5,842	第一金控	twA+	96,349	6
元大證券	twAA-	11,148	元大金控	twA+	36,791	30
日盛證券	NR	18,806	日盛金控	NR	25,749	73
國票綜合證券	NR	8,574	國票金控	NR	28,568	30
玉山證券	NR	3,174	玉山金控	NR	45,597	7
台証證券	NR	19,396	台新金控	NR	157,205	12
中國信託綜合證券	NR	5,077	中信金控	twAA-	123,367	4
新壽證券	NR	5,268	新光金控	twAA-	88,897	6

*FHC--金融控股公司。

資料來源：中華信用評等公司彙整行政院金融監督管理委員會資料。

(二) 證券商財務分析

1. 樣本選取

以 2011 年 3 月底臺灣證券交易所和證券櫃檯買賣中心之上市(櫃)證券、期貨公司，在證券商方面，計有寶來證券、統一證券、元富證券、群益證券、凱基證券、金鼎證券、宏遠證券、康和證券、大展證券、大慶證券、大眾證券等 11 家；在期貨商方面，計有寶來曼氏期貨、群益期貨共 2 家。因此，在個體分析面向上，本研究擬以證券商進行探討，以 11 家上市(櫃)證券公司為樣本。此外，由隸屬金控公司旗下之證券公司一覽表也可以得知，國內 14 家上市(櫃)金控公司旗下之證券公司的信用評等與所屬金控集團比較，其風險結構趨於一致，故也將 14 家金控公司旗下之證券公司納入樣本。

2. 資料來源

為進行證券商財務分析，本研究以證券公司 2002～2009 年股東會年報中有關財務比率分析為資料來源⁷⁵，其中國票綜合證券、玉山證券及台証證券 3 家由於未將年度股東會年報上傳至公開資訊觀測站，故本研究財務分析資料庫為 22 家證券公司年報財務分析資料。

⁷⁵ 財務比率分析資料來源為公開資訊觀測站 (<http://mops.twse.com.tw/mops/web/index>) 和證券暨期貨市場發展基金會「資訊王」(<http://www.sfi.org.tw/newsfi/intdb/menu/FirstPage.asp>)。

3. 財務比率分析

(1) 財務結構分析

為探討證券商財務結構是否健全，將針對股東權益占資產比率⁷⁶、負債占資產比率⁷⁷及長期資金占固定資產比率⁷⁸進行分析：

A. 股東權益占資產比率

股東權益占資產比率係指總資產之投資中由股東提供資金之比率，又稱為自有資金比率。股東的投資是企業最基本的資金來源，其特性為無固定報酬，亦無既定的還本期限；而負債則必須定期付息、到期還本。一般而言，負債在資本結構中所占之比例愈高，則企業償還本金及給付固定利息的負擔必然愈重，債務到期無法清償的可能性也就愈大，此時的財務風險也愈高。因此，從債權人的立場而言，負債在資本結構中所占比例愈小，股東權益所占比例愈高，表示其債權受到侵害的可能性愈低，亦即債權所得之保障程度愈高，借出資金的風險較小，這是債權人所樂見的情況。另一方面，由計算公式可知，股東權益占資產比率與負債占資產比率二者之大小呈相反方向變動，而其和則永遠為1。股東權益占資產比率愈高，對於債權人的保障愈大。因此，由證券商2002~2009年股東權益占資產比率歷年趨勢圖

⁷⁶ 股東權益占資產比率 = 股東權益總額 / 資產總額。

⁷⁷ 負債占資產比率 = 負債總額 / 資產總額。

⁷⁸ 長期資金占固定資產比率 = (股東權益淨額 + 長期負債) / 固定資產淨額。

可以看出，22 家證券商自有資金比率由 2002 年的 41.48% 增加至 2009 年的 49.76%，幾乎達二分之一，其資本結構愈趨健全。

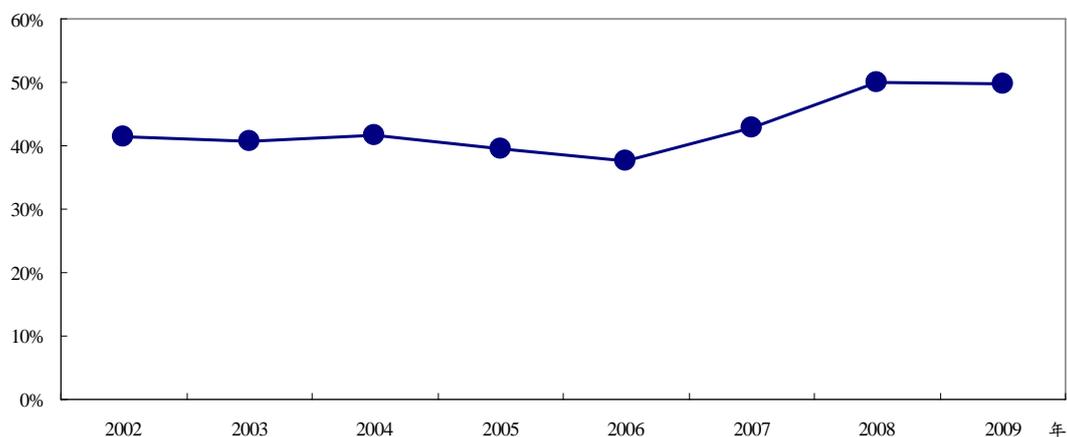


圖 4-7 證券商 2002~2009 年股東權益占資產比率趨勢圖

B. 負債占資產比率

負債占資產比率為負債總額與資產總額之比率關係，此項比率係用以衡量企業之總資產中由債權人提供資金的比率。負債比率愈小，表示企業的自有資金愈多，財力愈強，企業所承受的財務風險愈低，對債權人的保障自然也就愈大。由證券商 2002~2009 年負債占資產比率歷年趨勢圖可以得知，22 家證券商的負債占資產比率已由 2002 年的 58.52% 降至 2009 年的 50.24%，負債占資產比率愈來愈小，表示證券商的自有資金逐年增加，資本結構愈趨健全，證券商的財務風險愈來愈降低。

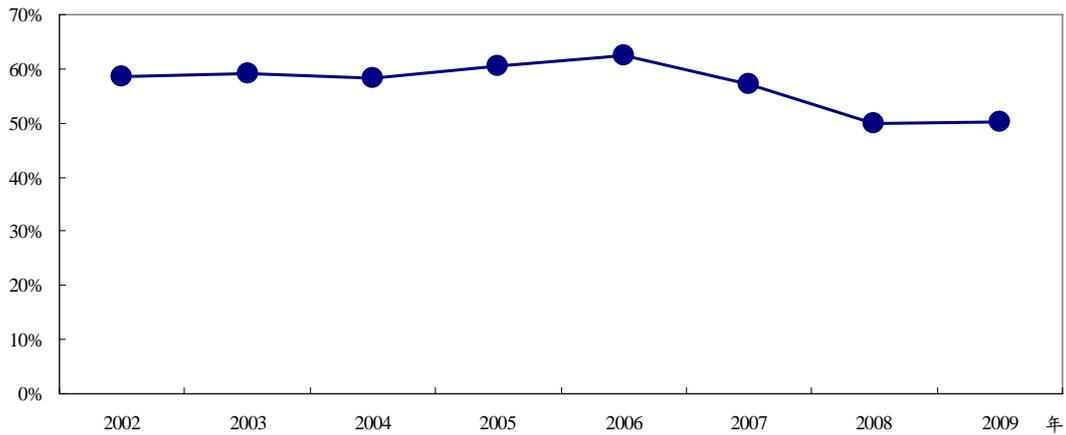


圖 4-8 證券商 2002~2009 年負債占資產比率趨勢圖

C. 長期資金占固定資產比率

長期資金占固定資產比率係衡量購置固定資產的投資由長期資金提供的程度，當此比率大於 100% 時，表示固定資產之投資均以長期資金支應。反之，當此比率小於 100% 時，表示企業移用部分短期資金於固定資產投資。由於固定資產的支出龐大且效益通常及於數年之久，若企業將短期資金用於固定資產的購買，極可能在投資初期固定資產的報酬無法償還到期的短期負債。故理論上此比率應大於 1，而其愈高對債權人的保障愈大。由證券商 2002~2009 年長期資金占固定資產比率歷年趨勢圖可以得知，22 家證券商長期資金占固定資產比率由 2002 年的 751.96% 增加至 2009 年的 1698.75%，比率大幅提升，且明顯大於 1，顯示證券商資產結構良好，有助於營運之安定性。

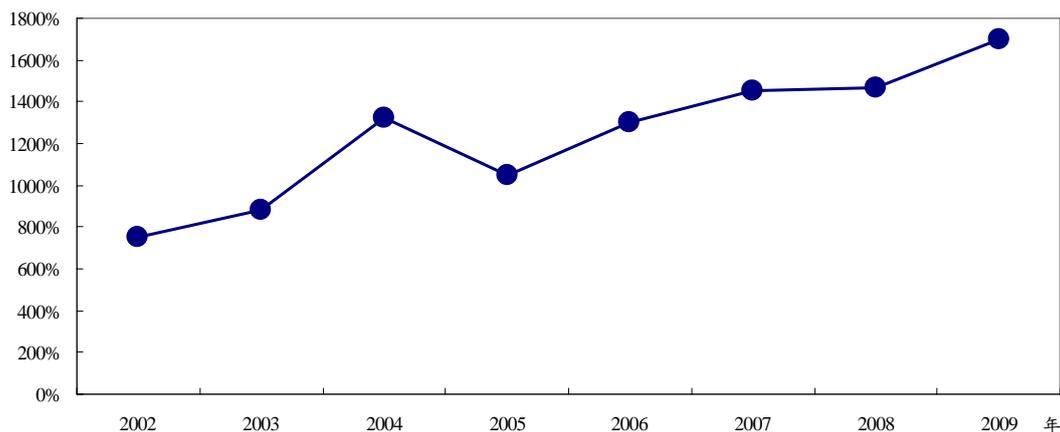


圖 4-9 證券商 2002~2009 年長期資金占固定資產比率趨勢圖

(2) 償債能力分析

為探討證券商償債能力，將針對流動比率⁷⁹和速動比率⁸⁰進行分析：

A. 流動比率

流動比率係作為衡量企業短期流動性的指標，流動比率愈大，表示流動資產超過流動負債的程度愈高，則流動負債獲償的可能性愈大，對短期債權人的保障亦愈大。由證券商 2002~2009 年流動比率歷年趨勢圖可以得知，22 家證券商流動比率由 2002 年的 136.4% 提高至 2009 年的 184.34%，成長幅度為 26%，雖然 2009 年的流動比率相對前一年度為降低，但流動比率仍大於 1，表示 22 家證券商平均流動資產是大於流動負債，其償債能力仍逐年提高。

⁷⁹ 流動比率 = 流動資產 / 流動負債。

⁸⁰ 速動比率 = (流動資產 - 存貨 - 預付費用) / 流動負債。

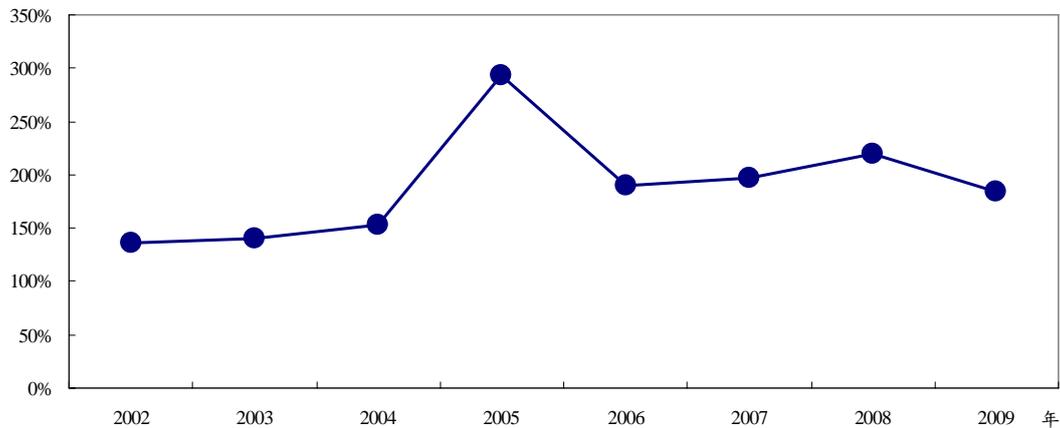


圖 4-10 證券商 2002~2009 年流動比率趨勢圖

B. 速動比率

速動比率是作為衡量企業短期流動性的指標，亦稱為酸性測驗比率。所謂速動資產，是指現金、短期投資（有價證券）、應收帳款與票據、及其他應收款等較易變現的資產，至於不易立即變現的存貨及無法變現的預付費用則不列入。速動比率是比流動比率更為嚴格的流動性測驗比率，因有時候流動比率增加，未必代表短期償債能力逐漸改善，如果速動比率反而降低，則表示流動比率的增加乃是因為存貨及預付費用等非速動資產的累積所致，這可能是因為存貨滯銷，甚至可能已無價值，故償債能力實際上並無改善，甚至反而惡化。由證券商 2002~2009 年速動比率歷年趨勢圖可以得知，22 家證券商的速動比率由 2002 年的 135.51% 增加至 2009 年的 184.14%，與流動比率的差異不大，顯示因證券商行業特性，

並無存貨問題，另其預付費用金額不大，致使速動比率與流動比率幾乎呈現相同比率。綜合來說，22 家證券商的短期償債能力也是逐年提高。

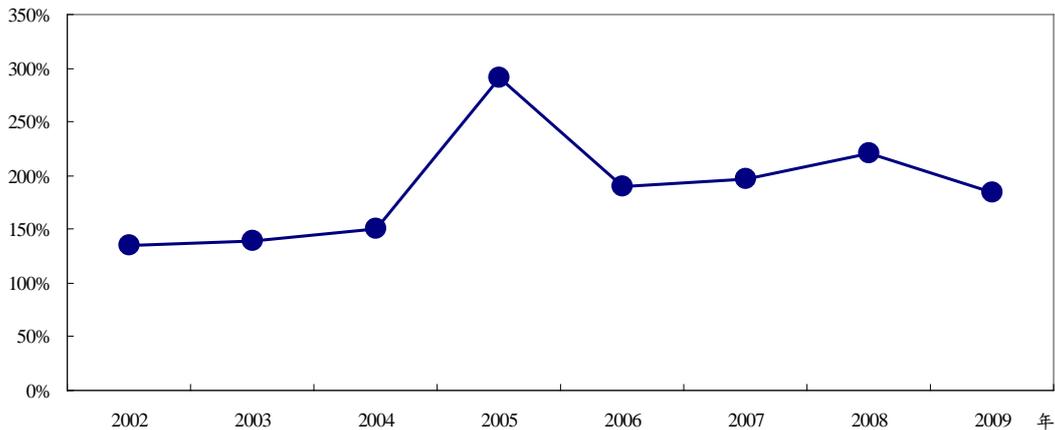


圖 4-11 證券商 2002~2009 年速動比率趨勢圖

(3) 獲利能力分析

為探討證券商獲利能力，將針對資產報酬率⁸¹、股東權益報酬率⁸²、純益率⁸³及每股盈餘⁸⁴進行分析：

A. 資產報酬率

計算資產報酬率時係以資產負債表上之資產總額為投資額。由於總資產投資之資金來源包括股東投入之資金及借入之資金，故投資之報酬率應包括股東及債權人之報酬，亦即本期淨利益應加回稅後之利息費用。由證券商 2002~2009 年資產報酬率歷年趨勢圖可以得知，22 家證券商資產

⁸¹ 資產報酬率 = [稅後損益 + 利息費用 × (1 - 稅率)] / 平均資產總額。

⁸² 股東權益報酬率 = 稅後損益 / 平均股東權益淨額。

⁸³ 純益率 = 稅後損益 / 銷貨淨額。

⁸⁴ 每股盈餘 = (稅後淨利 - 特別股股利) / 加權平均已發行股數。

報酬率由 2002 年的 0.77% 增加至 2009 年的 4.45%，增加幅度達 83%，且 2009 年相較前一年度更從負數成長至正數，成長幅度更高達 153%。綜合來說，證券商資產報酬率除 2008 年衰退至 -2.34% 外，長期來看仍是呈現逐年成長趨勢。

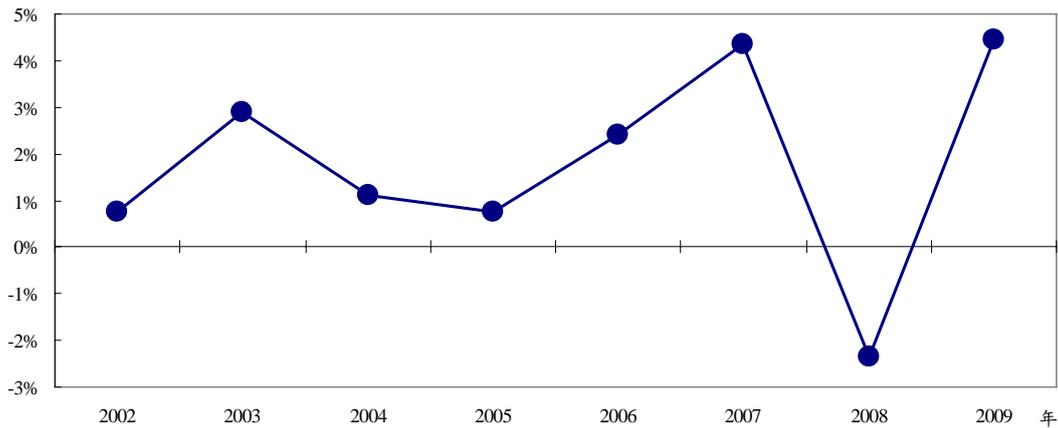


圖 4-12 證券商 2002~2009 年資產報酬率趨勢圖

B. 股東權益報酬率

股東權益報酬率又稱淨資產報酬率，旨在衡量股東平均每元投資可獲得之利潤。由於其分母為平均股東權益，故相對的分子應為股東可享有之報酬，即本期淨利。由證券商 2002~2009 年股東權益報酬率歷年趨勢圖可以得知，22 家證券商股東權益報酬率由 2002 年的 1.87% 增加至 2009 年的 9.13%，成長幅度達 80%，2009 年相較前一年度更成長高達 173%。綜合來說，證券商股東權益報酬率除 2008 年為負數外，逐年仍呈現成長趨勢。

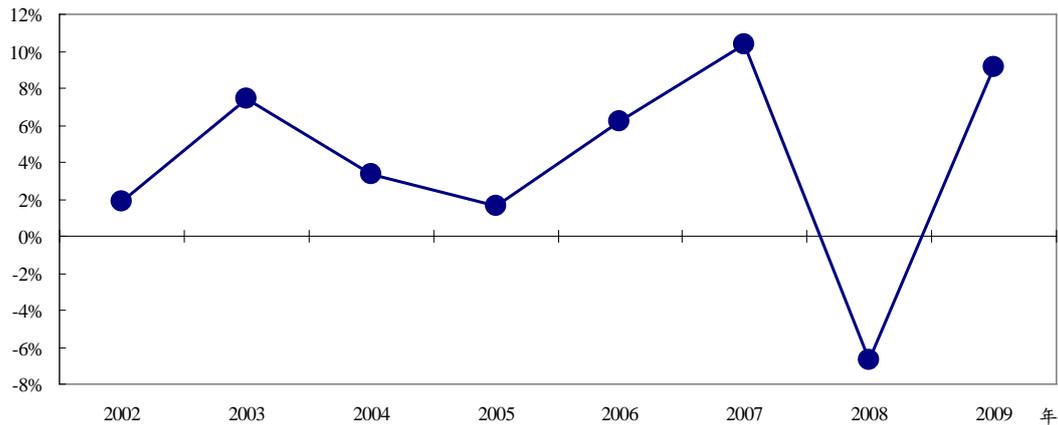


圖 4-13 證券商 2002~2009 年股東權益報酬率趨勢圖

C. 純益率

純益率又稱為本期淨利率或淨利率。稅前淨利扣除所得稅費用並調整其他特殊項目（如停業部門損益、非常損益及會計變動之累積影響數）後，即得本期淨利。本期淨利為本期營業之最後結果，顯示本期真實之獲利情況。由證券商 2002~2009 年純益率歷年趨勢圖可以得知，22 家證券商純益率由 2002 年的-2.21%增加至 2009 年的 27.54%，成長幅度達 108%，2009 年相較前一年度更大幅增加 185%。綜合來說，證券商獲利能力是呈現逐年成長趨勢，且 2009 年是 2002 年以來，獲利能力最高的一年。

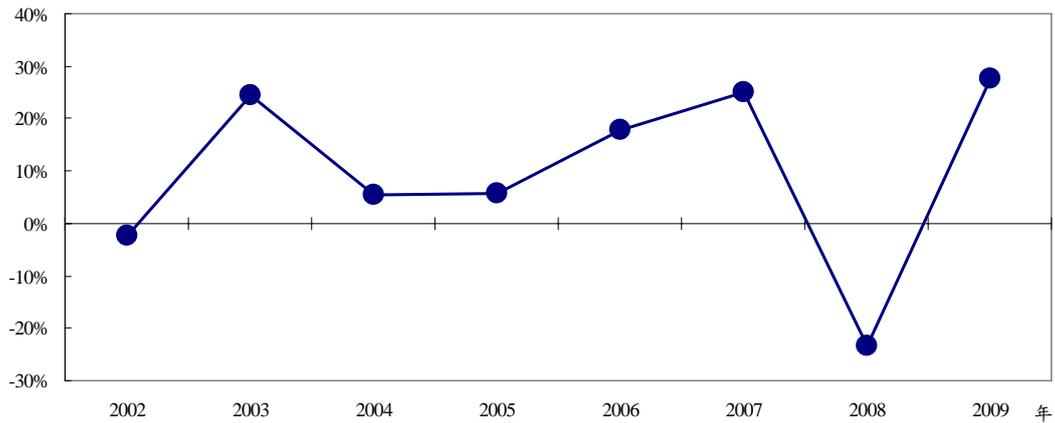


圖 4-14 證券商 2002~2009 年純益率趨勢圖

D. 每股盈餘

每股盈餘是最常用來快速傳遞企業營運結果的指標，也是投資人在判斷股價合理性時的主要依據。由證券商 2002~2009 年每股盈餘歷年趨勢圖來看，22 家證券商每股盈餘由 2002 年的 0.38 元增加至 2009 年的 1.2 元，增加幅度達 69%，且 2009 年相較前一年度更增加 165%，獲利能力大幅提高。

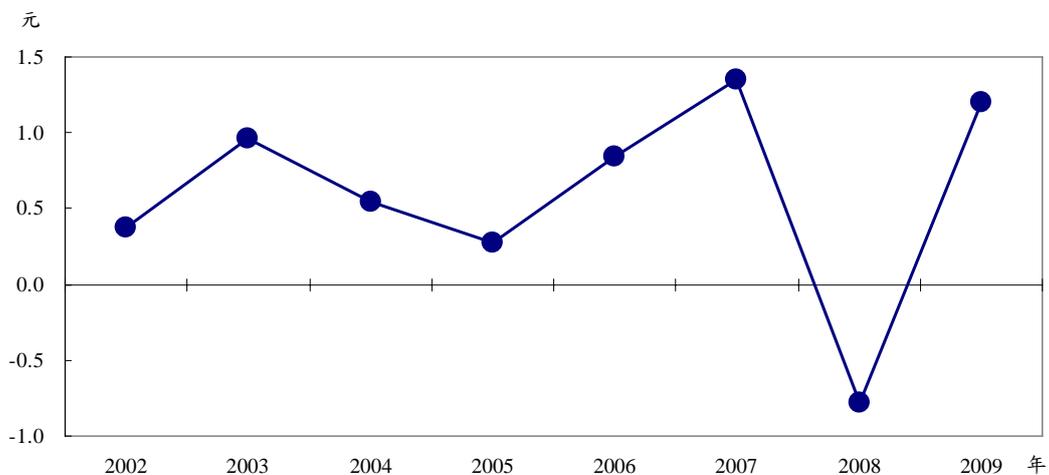


圖 4-15 證券商 2002~2009 年每股盈餘趨勢圖

三、 綜合分析

- (一) 由總體經濟面來看，2010 年 GDP 相對 2003 年（保護基金設立年度）增加 27.3%，平均每人 GDP 也由 2003 年的新台幣 47.4 萬元增加至 2010 年的 58.8 萬元，增加幅度為 24.1%。再從物價指數來看，國內消費者物價指數是呈現逐年增加之趨勢，而 2010 年相較 2003 年增加幅度為 10.4%。由此可見，近年來我國無論是在 GDP、平均每人 GDP 及通貨膨脹率均是呈現逐年增加之趨勢，故 2003 年保護基金所規定的個人償付上限 100 萬元，實有配合提高之需要。
- (二) 由交易市場面來看，每一交易人平均成交金額由 2003 年的新台幣 777 萬元提高至 2010 年的 871 萬元，增加幅度為 12.1%。再由投資人結構來看，我國仍是屬於自然人居多的市場，故對每一投資人保護應該要更加強。換言之，因每一交易人平均成交金額有增加，為使保護基金涵蓋率能夠擴大，個人償付上限可提高，惟個人單筆交易金額統計資料無法獲得，無法得知個人單筆交易金額分布圖，以評估涵蓋率最大下個人償付上限最適金額。
- (三) 由證券商家數成長趨勢來看，證券商總家數由 2003 年的 154 家減少至 2010 年的 125 家，減少幅度為 18.8%，此現象與金控化發展有關。由於償付上限為每家證券商（或期貨商）對全體證券投資人（或期貨交易人）一次償付總額的上限之具體標準，故證券商總家數的降低，可使償付風險相對減少，若發生類似 2008 年金融海嘯事件，因證券商家數降低，則保護基金償付總額減少。因此，在保護基金涵蓋率相同之下，

證券商家數的減少，償付上限宜可提高，仍不影響保護基金之運作。

(四) 由證券商財務分析來看，本研究以 11 家上市 (櫃) 證券公司和 11 家上市 (櫃) 金控公司下之證券公司為樣本，進行證券商財務結構、償債能力及獲利能力比較分析，可以發現：

1. 在財務結構分析方面：由 22 家證券商的股東權益占資產比率、負債占資產比率及長期資金占固定資產比率來看，顯示證券商資本和資產結構愈趨良好。由於保護基金償付風險來自於證券商因財務困難失卻清償能力而違約時，故證券商發生財務困難的機率降低，在保護基金維持完善運作下，提高個人償付上限，並不影響保護基金之運作。
2. 在償債能力分析方面：由證券商的流動比率和速動比率來看，顯示證券商短期償債能力是逐年提高，顯示證券商償債能力良好，而使證券商發生財務危機的可能性降低，故在保護基金能健全運作下，個人償付上限宜可提高，仍不影響保護基金之運作。
3. 在獲利能力分析方面：由證券商資產報酬率、股東權益報酬率、純益率及每股盈餘來看，2008 年幾乎都是呈現負數，相較前幾年度，該比率皆大幅下降。然而，至 2009 年相關比率又大幅度提高，甚至由 2002~2009 年發展趨勢來看，甚至達到最高點，顯示國內證券商已安然度過全球金融海嘯。因此，在成本效益分析下，為使投資人權益保護最大化，投保基金運作最適化，個人償付上限宜可提高，俾利強化投資人對證券市場之信心。

(五) 由總體經濟面和交易市場面二大面向綜合分析，個人償付上限有提高之必要，若按總體經濟面向和交易市場面向之每一交易人平均成交金額之分析結果，個人償付上限提高範圍按相關因素同比例增加，其提高個人償付金額上限分析如下表所示，估算個人償付金額上限將由 100 萬元提高至 110~130 萬之區間，俾以符合總體經濟環境發展趨勢。

表 4-10 保護基金個人償付金額上限分析表

	2003 年 (保護基金設立年度)	2010 年	增加幅度	個人償付 金額上限 (元)
GDP (百萬元新台幣)	10,696,257	13,614,415	27.3%	127 萬
平均每人 GDP (元新台幣)	474,069	588,364	24.1%	124 萬
物價指數	95.6	105.5	10.4%	110 萬
每一交易人 平均成交金額 (萬元新台幣)	777	871	12.1%	112 萬

資料來源：本研究整理。

第二節 保護基金之償付範圍、金額及其上限

目前投資人保護基金的運作模式分為兩種：一為獨立模式，即成立獨立的投資者賠償或保護公司，由其負責投資人保護基金的日常運作，美國、英國與我國等均屬之；另一種是附屬模式，即由監理機構設置賠償基金，自行或委由自律機構（如交易所或券商公會）負責基金的日常運作，德國、日本等市場採之。獨立運作之投資人保護機構，尚須擔負為投資人爭取權益之職責：如美國 SIPC 得指派受託人進行

證券商清算程序，亦得為民事訴訟原告對證券商提起損害賠償訴訟；我國投保中心則依「投保法」規定，得代投資人進行團體訴訟，並得為調處程序，與附屬模式平時僅進行償付基金資產管理有所不同。各國保護基金制度償付條件大同小異，但因經濟環境與市場風險程度高低，各有其考量，分析其異同如下：

一、各國保護（償付）基金之設置目的與動用條件相同

依我國「投保法」第一條規定其立法目的為「保障證券投資人及期貨交易人之權益，並促進證券及期貨市場健全發展，……」故投保基金之設置，亦本乎於此，源於仿效存款保險制度，為避免金融投資服務業者（證券商）發生財務困難，進而被合併或破產時，影響其客戶（投資人）之權益，對破產證券商之客戶彌補其金錢與有價證券之損失，以維繫投資人對於證券市場之信心。綜觀世界各主要國家，設立投資人保護基金之目的及其動用條件之限制，均基於如下考量：

- （一）保障散戶（小額）投資人，維繫投資大眾對市場正常運作之信心；
- （二）及早介入無經營價值之商品交易業者，促使其退場；
- （三）預先分散風險負擔，避免道德風險；
- （四）維持市場流動性，避免引發證券暨期貨市場系統性風險。

由於證券市場為波動性強之市場，投保基金介入之主要目的，乃在於即時介入清算程序以確保資金流動性，鞏固一般投資人對證券市場之信心，故投保基金之涵蓋率，並非其設立之終極目標。更由於證券市場持續交易，投資人所持有之證券價值必隨市場價格波動，考量投保基金穩定運作此一前提，因此各國對償付金額均訂有上限，而動

用之條件亦限制在證券商財務困難致破產之情形，並非一旦市場發生重大事件引發投資人損失即須動用，屬於最終手段。

二、我國證券市場波動影響經濟甚鉅

由表 4-11 可知我國證券市場成交金額與其他主要市場相較並不突出，以歷年狀況而言，成交金額變動幅度亦不大，除 2007 年因全球處於順景氣循環榮景，且因 2008 年將舉行總統大選之影響，成交金額較前一年度大幅增加外，自 2002 至 2006 年間，台灣證券市場相對其他市場交易並不活絡。即使 2008 年全球金融海嘯發生，引發全球金融機構系統性風險危機，我國市場於 2008 至 2010 年間，除 2008 年相較 2007 年大幅萎縮外，但其他市場在 2008 年與 2009 年間，成交金額萎縮較我國更為嚴重，而我國反呈增加趨勢。但下表所示之主要市場為美國（紐約、那斯達克）、東京、倫敦與德國等，均為 G8 工業國，其經濟規模遠超過我國。但若將經濟規模納入考量，則我國證券市場各年度成交金額與各該國相比亦毫不遜色，顯見證券交易對我國經濟影響甚鉅。

表 4-11 世界主要證券市場成交金額比較表

單位：10 億美元						
年	台灣	紐約	那斯達克	東京	倫敦	德國
2001	993.26	10,489.32	10,934.57	1,659.91	4,520.18	1,423.37
2002	546.10	10,311.20	7,254.59	1,564.24	4,001.34	1,212.30
2003	635.24	9,692.30	7,068.21	2,108.73	3,609.72	1,299.33
2004	591.98	11,618.20	8,767.12	3,218.11	5,169.02	1,541.12
2005	717.16	14,125.30	10,086.74	4,481.72	5,677.72	1,915.30
2006	583.19	21,789.40	11,807.49	5,822.82	7,571.70	2,737.20
2007	1,008.41	29,909.99	15,320.13	6,476.15	10,333.69	4,324.93
2008	836.39	27,650.64	23,842.55	5,242.95	3,844.23	3,210.39
2009	903.94	17,521.12	13,608.08	3,704.01	2,717.70	1,516.54
2010	894.99	17,795.59	12,659.20	3,787.95	2,741.31	1,628.51

資料來源：WFE FOCUS MONTHLY STATISTICS，臺灣證券交易所整理公布。

另由表 4-12 可知，自 2000 年至 2009 年，我國證券市場市值占 GDP 比率，除倫敦外，均高於其他世界主要市場。惟倫敦自 2000 年「金融服務與市場法」(FSMA) 公布後，大幅放寬資本市場管制，積極引進各國資金，一舉超越紐約成為世界金融中心；但於 2008 年金融海嘯中受到重創，遂有主張重新規制資本市場之主張。由表 4-11 可知我國證券市場波動對我國經濟可能造成之影響相當可觀，相對而言，我國投資人保護基金之個人償付上限與事件償付總額上限與其他主要市場相較已屬偏低。

表 4-12 2000-2009 年世界主要證券市場市值總額占 GDP 比例

	紐 約	那斯達克	倫 敦	德 國	東 京	台 灣
2000 年底	114.98	35.96	174.06	66.64	67.64	80.41
2001 年底	107.20	28.16	146.09	56.55	55.29	103.19
2002 年底	84.71	18.74	110.56	33.84	52.81	87.35
2003 年底	101.68	25.53	130.23	44.04	69.83	120.31
2004 年底	107.08	29.77	127.79	43.60	77.24	123.09
2005 年底	105.32	28.52	133.96	43.79	100.40	133.16
2006 年底	115.09	28.85	155.02	56.04	105.76	158.26
2007 年底	111.30	28.54	136.97	63.05	98.93	166.74
2008 年底	64.09	16.68	69.73	30.46	63.76	92.76
2009 年底	83.84	22.94	158.50	38.74	65.14	168.58

資料來源：WFE、國民經濟動向統計季報—行政院主計處、國際經濟動態指標—台灣經濟研究院、國內外經濟統計指標速報—經濟部統計處，臺灣證券交易所整理公布。

三、各國償付基金賠償上限不一，惟與其投資環境與經濟狀況有關

觀諸各國制度：美國為證券與投資業務之龍頭市場，市場規模最為龐大，需考慮的系統性風險相對提高，其償付上限為各國之最。金

融海嘯發生後，美國遭逢證券市場劇變，導致證券商破產或被收購事件頻傳，使美國投資人受到嚴重傷害，但因償付制度存在，一定規模之償付金額的確大幅降低市場不安氣氛，有提振市場信心之功效。至於歐盟於本次金融海嘯也飽受系統性風險波及，一併檢討存款保險制度與保護基金制度，也將償付上限提高，故德國與英國一併配合歐盟指令變動進行調整，將償付金額上限提升達 2.5 倍之多。日本則因過去泡沫經濟崩滅之慘痛教訓，於進行金融大改革並成立金融廳後，參考存款保險制度賠償標準訂定償付基金賠償上限，故二者標準一致。依表 4-13，我國投保基金償付上限與主要市場美、日、歐盟相比額度為低。

表 4-13 各國保護基金償付上限比較表

國別	美國	日本	德國	英國	台灣
基金償付上限金額(原幣別)	每一客戶有價證券淨值 50 萬美元，且每一帳戶現金求償額上限 25 萬美元	1000 萬 日圓	5 萬歐元，並廢除投資人必須承受當次損失至少 10% 的條款。	每一人於每一公司之償付上限為 5 萬英鎊	1.個人償付上限 100 萬元。 2.事件償付總額上限：最高 10 億元，最低 1 億元，以證券商（期貨商）之提撥金額的 1000 倍計算出個別事件之償付總額。
基金償付上限金額(新台幣) *	每一客戶 1,500 萬元(每一帳戶償上限 750 萬元)	360 萬	206 萬	237 萬元	

註*：以 1 美元兌新台幣 30 元，1 歐元兌新台幣 41.2 元，1 英鎊兌新台幣 47.41 元，1 日圓兌新台幣 0.36 元為計算標準。

四、我國證券暨期貨市場財務安全制度堪稱健全，償付事件發生可能性低

我國投資人保護中心成立前，台灣證券市場發生數起證券商財務危機，引發市場信心崩潰事件，因當時尚無償付基金，均是由政府出面要求證券交易所與所有證券商共同負起責任，而此亦為共同制交割結算基金設立之目的。而以償付基金之動用時機，屬於事件發生後補救措施，償付基金屬於證券市場財務風險最後防線，償付金額上限應考量目前已提列之償付基金是否足以應付連續發生償付事件之風險，以提振投資大眾對市場正常運作之信心。

以證券市場實務而言，最重要的財務安全防禦手段，當屬結算保證制度⁸⁵，可分兩方面來看：一是主管機關對於證券商設置高標準的財務規範要求，以降低證券商因財務危機而導致違約的機率；另一則是證券商所繳存的交割結算基金，做為違約交割發生時，即時履約以維持市場流動性與交易秩序，並確保完成交割的善意投資人能順利取得款券。

（一）證券商財務規範要求

證券商的財力即為投資大眾買賣證券的擔保，有關證券商的財務、業務經營等必須符合主管機關的規範⁸⁶，包括資本額的限制、流動性上的限制、負債的限制、資本適足性⁸⁷等財務上的規範，以及業務範圍、轉投資比例的限制等業務上的

⁸⁵結算保證的四道防線，包括有：原始保證金、交割結算基金、結算會員的資本額、徵收估算權力以及違約保險。

⁸⁶參考邱筑筠，台灣地區證券交割結算基金制度之研究，國立中山大學財務管理研究所，未出版碩士論文，民國八十五年六月。

⁸⁷我國證券商資本適足性制度之計算公式：自有資本適足比率＝合格自有本淨額（第一類資本＋第二類資本－扣減資產）／經營風險約當金額（市場風險約當金額＋交易對象風險約當金額＋基礎風險約當金額）。

限制。此外，對證券商之風險管理，則散見於各證券相關法令規章，如最低資本額、負債比率、違約損失準備、買賣損失準備、受託或自行買賣有價證券上限、包銷有價證券額度上限、資金用途之上限等。尤其證券商資本適足性制度之建立，即係在傳統規範外，另考量其能維持足夠資本以支持經營所生的整體風險，使證券商的風險管理作業更趨完善，進而達成健全證券市場發展及保護投資人之目的⁸⁸。當自有資本比率過低時，證券商可藉提高第一、二類資本，或減少扣減資產及風險性資產金額，以提高自有資本比率。其具體可行方法為辦理現金增資、減少現金股利的發放、裁撤虧損部門或分支機構、處分出租或閒置之固定資產、處分長期投資及處分風險係數較高的資產或縮減業務範圍等。

（二）交割結算基金

依「證交法」第138條授權由交易所在其營業細則中訂定有關結算及交割日期與方法，另依同法第153條規定，由證交所設置交割結算基金。為此櫃檯買賣中心亦仿效成立「給付結算基金」，功能相當僅名稱上不同。又依證交所與證券商間簽訂的「臺灣證券交易所股份有限公司供給使用有價證券集中交易市場契約」第4條規定，證券商在有價證券集中交易市場所為之買賣，對交易所負有必須履行交割結算之義務及其有關一切責任。因此，我國並無獨立的結算機構作為買賣雙方交易完成後的對手，而係由證交所在證券交易過程中扮

⁸⁸計算自有資本比率可幫助證券商明瞭其所承擔之整體經營風險，「證券商管理規則」第六十三條第一項規定，證券商應每月申報自有資本比率，惟俟證券商熟練自有資本比率之計算後，應逐漸縮短計算自有資本比率之頻率，最後以達到每日計算為目標。另同條第三項規定，證券商應將最近期之自有資本適足比率等資訊，於年報中揭露。

演集中交易對手的角色，形式上具有擔保結算交割的功能。而原依法設置之交割結算基金，於1994年爆發洪福案後，發現原有交割結算基金制度無法應付大規模違約交割事件之需要，自1996年起採行共同責任制交割（給付）結算基金，目前兩個結算基金合計總金額高達新台幣108億元⁸⁹，高過投資人保護基金規模兩倍之多。再者，依「證交法」要求，證券商提列賠償準備金，目前約36億元。於實務運作上，一旦發生證券交易違約交割事件，於證券商無法代為履行時，方動用交割結算基金。故我國證券市場最為重要之常態性財務安全機制，實為交割結算基金。

證券商以市場風險為主，與傳統銀行以信用風險為主不同，但隨著金融組織持續演化，金融商品不斷創新，任何金融機構均面臨多面向風險，此由2008年陸續發生之重大金融危機事件可以得知。因此，國際清算銀行BIS於2010年公布Basel III，對資本適足率與資產分類加以規範，尤其強調第一類資本之重要性⁹⁰，即為對金融業高度發展之省思。我國投保中心自2003年成立以來已歷8年，期間市場曾發生多起重大不法事件（如博達案、久津案訊碟等案），引發市場短期波動，卻從未因此造成證券商破產，或因證券商發生財務問題須啟動償付基金之狀況⁹¹。主要因素即是我國對證券商財務安全要求遠高過

⁸⁹ 資料來源：證券公會月訊，100年5月。<http://www.twsa.org.tw/downdoc/journal/證券公會第27期月訊.pdf>

⁹⁰ 銀行資本包含第一類及第二類資本：前者主要由普通股資本以及資本公積所構成，風險吸收能力最大；後者主要包含次順位債等項目，風險承受能力較低，且亦受景氣循環波動。而普通股資本又是所有資本中吸收虧損能力最好者，被稱為核心第一類資本，Basel III就是以提高普通股資本占整個銀行資本結構中的比例做為主要的改革方向。

⁹¹ 投保中心成立以來，接獲電話諮詢計7萬2千餘通，書面申訴案計5827件。電話諮詢主要係諮詢法令制度等相關規定，亦有申訴發行公司違法情事、與證券商、期貨商、投顧、證金公司間之交易糾紛或投資人詢問團體訴訟受理求償事宜。書面申訴之類型，主要係發行公司合併、分割資訊不透明或財務資訊不實造成股價大幅波動、公司債發生無法如期履約清償、電子交易紛爭、未經許可買賣客戶股票、買賣未上市櫃股票衍生紛爭、融資融券追繳、期貨保證金追繳、投顧退費

銀行（如：資本適足率）。為預防過度槓桿性財務操作，更訂立嚴格風險控管程序與標準，並於證券市場設置如違約損失準備、擔保維持率等促進流動性配套措施，有效降低違約交割發生的可能性。此外，「投保法」37 條規定客戶與證券商資產應分別獨立，而證券商就其自有財產所負債務，其債權人不得對專戶款項及因業務接受客戶委託所取得之資產請求扣押或行使其他權利。在此情形下，證券商不能挪用客戶帳戶內資金。對於證券商倒閉之處理以確保客戶之證券及資金之安全為首要原則，必要時可由政府出面要求財務健全之證券商接管問題證券商之業務，儘速移轉客戶之證券及資金至健全證券商，以安定人心。

對期貨商而言，由於「期貨交易法」立法較晚，規範更為嚴格。若發生違約事件，除期交所與期貨商所提列各類準備金可保護期貨交易人外，期貨商財務申報制度規範完整，包含：定期申報之調整後淨資本額（ANC），以衡量期貨商變現能力，確保期貨商違約時可具變現能力，來調整資本結構；以及期貨商大都是金控下或大型證券商之子公司，若有發生財務困難之機率，背後母公司亦為其後盾。雖然我國市場與其他市場相較，市場周轉率偏高，但以市場規模論尚屬中等，系統性風險相對較低，上述規定與措施足以預防因系統性風險導致證券商或期貨商財務危機或破產之情形，推論發生連續償付事件之可能性偏低。

第三節 償付基金運作及其影響

一、 投保基金之運作

為分析投保基金提撥時程，本研究將由償付上限對保護基金營運年限關聯性進行探討，並評估發生償付或連續償付時對投保基金之影響。根據投保中心統計資料顯示，投保基金總額已超過新台幣 50 億元，平均每年基金挹注金額約為 6 億元。且依規定，若投保基金超過 50 億元後，證券商和期貨商即不必再提撥金額（歷年平均提撥比率約 46%），故以下模擬試算即假設基金最初金額為 50 億元，當基金不滿 50 億元時，將有收入 6 億元，反之僅有 3 億元進帳。茲將模擬試算發生單一償付事件或發生連續償付事件時，投保基金之營運情形，其分析如下：

（一） 發生單一償付事件

為探討償付上限對投保基金營運年限之影響，假設於 20XX 年發生 1 件償付事件，若於投保基金營運期間，基金不滿 50 億時，將有收入 6 億元，反之僅有 3 億元進帳。假設基金期初金額為 56 億元，發生 1 次個人償付上限為 100 萬元，單一事件償付上限為 10 億元；若個人償付上限提高 2 倍為 200 萬元，單一事件償付上限也等倍數增加即為 20 億元，以此類推，其投保基金提撥和償付上限之關聯性如下表所示。

表 4-14 單一事件償付時投保基金營運年限和償付上限關聯表

單位：新台幣億元

營運年限 償付上限	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
100 萬	46	52	55	58	61	64	67	70	73	76
110 萬	45	51	54	57	60	63	66	69	72	75
120 萬	44	50	56	59	62	65	68	71	74	77
130 萬	43	49	55	58	61	64	67	70	73	76
140 萬	42	48	54	57	60	63	66	69	72	75
150 萬	41	47	53	56	59	62	65	68	71	74
200 萬	36	42	48	54	57	60	63	66	69	72
250 萬	31	37	43	49	55	58	61	64	67	70
300 萬	26	32	38	44	50	56	59	62	65	68
350 萬	21	27	33	39	45	51	54	57	60	63
400 萬	16	22	28	34	40	46	52	55	58	61
450 萬	11	17	23	29	35	41	47	53	56	59
500 萬	6	12	18	24	30	36	42	48	54	57
550 萬	1	7	13	19	25	31	37	43	49	55

資料來源：本研究整理。

由關聯表中可以看出，發生 1 件事件時，若個人償付上限為 100 萬元，單一事件最高償付上限為 10 億元，則發生事件後，投保基金餘額為 46 億元，隔年因未滿 50 億元，基金再次挹注金額 6 億元，基金餘額為 52 億元，第 X+3 年後，基金餘額為 55 億元，估計 X+10 年後，基金餘額為 76 億元。若提高個人償付上限至 120 萬元，單一事件最高償付上限為 12 億元，則發生事件後，投保基金餘額為 44 億元，隔年因未滿 50 億元，基金再次挹注金額 6 億元，基金餘額為 50 億元，

第 X+3 年後，基金餘額為 56 億元，估計 X+10 年後，基金餘額為 77 億元。以此類推，當個人償付上限為 200 萬元，單一事件最高償付上限為 20 億元，則發生事件後，投保基金餘額為 36 億元，隔年因未滿 50 億元，基金再次挹注金額 6 億元，基金餘額為 42 億元，第 X+3 年後，基金餘額為 48 億元，估計 X+10 年後，基金餘額為 72 億元。

因此，若投保基金於發生 1 件償付事件後，個人償付上限從 100 萬至 550 萬元，以發生事件後十年的營運過程來看，投保基金仍可維持在 50 億以上，維持投保中心繼續運作，發揮對投資人保護之功能。

(二) 發生連續償付事件

1. 假設同一年發生連續償付事件

為探討發生連續償付事件對投保基金營運年限之影響，若發生如 2008 年金融海嘯事件，致使受託證券商或期貨商因財務困難喪失清償能力而違約時，分析對投保基金之影響程度。以 2010 年底金管會對證券服務事業家數統計資料，證券商總家數為 125 家，茲假設於 20XX 年發生金融危機導致須連續償付事件，同樣假設基金期初金額為 56 億元，發生 1 次個人償付上限為 100 萬元，單一事件償付上限為 10 億元；若個人償付上限提高 2 倍為 200 萬元，單一事件償付上限也等倍數增加即為 20 億元，以此類推，其連續償付時投保基金提撥和償付上限之關聯性如下表所示。

表 4-15 同一年連續償付時投保基金營運年限和償付上限關聯表

保障 額度	100 萬	110 萬	120 萬	130 萬	140 萬	150 萬	200 萬	250 萬	300 萬	350 萬	400 萬	450 萬	500 萬	550 萬
保障 家數	5	5	4	4	4	3	2	2	1	1	1	1	1	1
涵蓋率	4%	4%	3.2%	3.2%	3.2%	2.4%	1.6%	1.6%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%

資料來源：本研究整理。

由關聯表中可以看出，同一年發生連續償付事件時，若個人償付上限為 100 萬元，單一事件最高償付上限為 10 億元，則發生事件後，投保基金可保障證商家數為 5 家，涵蓋率為 4%。若超過 5 家證券商因財務困難失卻清償能力而違約時，此時投保中心依規定須進行借款或需要政府援助度過金融危機。若提高個人償付上限至 120 萬元，單一事件最高償付上限為 12 億元，則發生事件後，投保基金可保障證商家數為 4 家，涵蓋率為 3.2%。

2. 假設第 1 年和第 2 年各發生 1 件償付事件

為探討連續償付上限對投保基金營運年限之影響，茲假設於 20XX 年發生 1 件償付事件，隔年也發生 1 件。假設投保基金營運期間，基金不滿 50 億時，將有收入 6 億元，反之僅有 3 億元進帳。同樣假設基金期初金額為 56 億元，發生 1 次個人償付上限為 100 萬元，單一事件償付上限為 10 億元；若個人償付上限提高 2 倍為 200 萬元，單一事件償付上限也等倍數增加即為 20 億元，以此類推，其連續兩年償付時投保基金提撥和償付上限之關聯性如下表所示。

表 4-16 連續兩年償付時投保基金營運年限和償付上限關聯表

單位：新台幣億元

營運年限 償付上限	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
100 萬	46	42	48	54	57	60	63	66	69	72
110 萬	45	40	46	52	55	58	61	64	67	70
120 萬	44	38	44	50	56	59	62	65	68	71
130 萬	43	36	42	48	54	57	60	63	66	69
140 萬	42	34	40	46	52	55	58	61	64	67
150 萬	41	32	38	44	50	56	59	62	65	68
200 萬	36	22	28	34	40	46	52	55	58	61
250 萬	31	12	18	24	30	36	42	48	54	57
300 萬	26	2	8	14	20	26	32	38	44	50
350 萬	21	-8	-2	4	10	16	22	28	34	40
400 萬	16	-18	-12	-6	0	6	12	18	24	30
450 萬	11	-28	-22	-16	-10	-4	2	8	14	20
500 萬	6	-38	-32	-26	-20	-14	-8	-2	4	10
550 萬	1	-48	-42	-36	-30	-24	-18	-12	-6	0

資料來源：本研究整理。

由關聯表中可以看出，第 1 年發生 1 件償付事件時，若個人償付上限為 100 萬元，單一事件最高償付上限為 10 億元，則發生事件後，投保基金餘額為 46 億元，隔年因未滿 50 億元，基金再次挹注金額 6 億元，但再次發生 1 件償付事件，故基金餘額為 42 億元，第 X+3 年後，基金餘額為 48 億元，估計 X+10 年後，基金餘額為 72 億元。若個人償付上限提高至 120 萬元，單一事件最高償付上限為 12 億元，則發生事件後，投保基金餘額為 44 億元，隔年因未

滿 50 億元，基金再次挹注金額 6 億元，但再次發生 1 件償付事件，故基金餘額為 38 億元，第 X+3 年後，基金餘額為 44 億元，估計 X+10 年後，基金餘額為 71 億元。以此類推，當個人償付上限為 200 萬元時，單一事件最高償付上限為 20 億元，則第 1 年發生 1 件償付事件後，投保基金餘額為 36 億元，隔年再次發生 1 件償付事件，基金餘額為 22 億元，第 X+3 年後，基金餘額為 28 億元，估計 X+10 年後，基金餘額為 61 億元。此外，由本表可以觀察到一現象，即是個人償付上限為 300 萬元時，基金餘額於第 10 年後，又再次回到 50 億元。若超過 300 萬元以上時，投保基金餘額會在營運期間內發生不足額，此時投保基金不夠支付，即需其他基金協助以維持市場正常運作。

因此，若投保基金於連續兩年各發生 1 件償付事件後，個人償付上限從 100 萬至 300 萬元，以發生事件後十年的營運過程來看，投保基金仍可維持在 50 億以上。

3. 假設每 1 年都發生 1 件償付事件

假設於 20XX 年發生 1 件償付事件，每 1 年都發生 1 件償付事件，此模擬試算為分析基金的存續年限。假設投保基金營運期間，基金不滿 50 億時，將有收入 6 億元，反之僅有 3 億元進帳。同樣假設基金期初金額為 56 億元，發生 1 次個人償付上限為 100 萬元，單一事件償付上限為 10 億元；若個人償付上限為 200 萬元，單一事件償付上限即為 20 億元，以此類推，其每年連續償付時投保基金提撥和償付上限之關聯性如下表所示。

表 4-17 每年連續償付時投保基金營運年限和償付上限關聯表

單位：新台幣億元

營運年限 償付上限	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	營運 年限
100 萬	46	42	38	34	30	26	22	18	14	10	6	2	12
110 萬	45	40	35	30	25	20	15	10	5				9
120 萬	44	38	32	26	20	14	8	2					8
130 萬	43	36	29	22	15	8	1						7
140 萬	42	34	26	18	10	2							6
150 萬	41	32	23	14	5								5
200 萬	36	22	8										3
250 萬	31	12											2
300 萬	26	2											2
350 萬	21												1
400 萬	16												1
450 萬	11												1
500 萬	6												1
550 萬	1												1
600 萬													0

資料來源：本研究整理。

由關聯表中可以看出，若個人償付上限為 100 萬元，單一事件最高償付上限為 10 億元，則每年都發生 1 件償付事件，其投保基金營運年限為 12 年。若個人償付上限為 150 萬元時，單一事件最高償付上限為 15 億元，則投保基金營運年限為 5 年。若個人償付上限為 200 萬元時，單一事件最高償付上限為 20 億元，則投保基金營運年限為 3

年。同理，若個人償付上限為 250 萬或 300 萬元時，其投保基金營運年限皆為 2 年；個人償付上限為 350 萬、400 萬、450 萬、500 萬或 550 萬元時，其投保基金營運年限皆為 1 年。

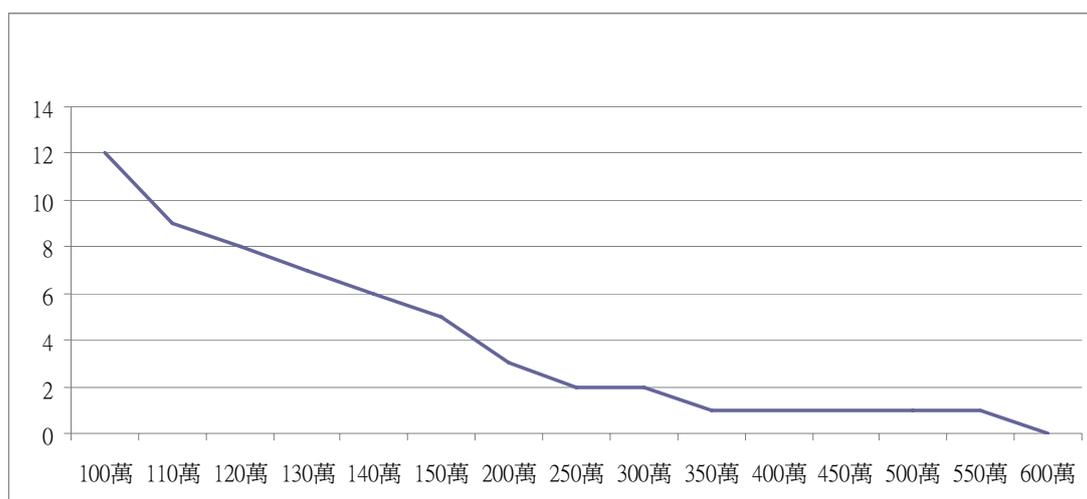


圖 4-16 每年連續償付時投保基金營運年限圖

二、 償付總額之分析

有關償付投保基金之事件償付總額，依主管機關於 2003 年 6 月 24 日台財證三字第 0920126210 號核備函之規定，為「證券商或期貨商最近 1 年或最近 3 年平均提撥投保基金數額（取其數額高者）之 1000 倍，且以不超過新台幣 10 億元為償付總額上限；若該計算金額未達 1 億元者，以 1 億元為準」。有關償付總額上限和償付倍數之訂定原則，其分析說明如下：

（一） 償付總額上限

償付總額上限係考量當年投保基金之餘額及兼顧投保中

心之正常運作，以當年投保基金餘額 11 億 2 千 6 百餘萬元⁹²扣除投保中心營運所需費用後，約餘 10 億元，故當年償付總額之絕對金額上限即定為新台幣 10 億元。然而，償付總額上限依「財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心業務規則」第 40 條之規定，投保中心得視每年市場狀況及投保基金之提撥情形，定期調整基金償付總額上限，並報請主管機關核定。

（二）償付倍數

有關證券商或期貨商實際償付總額之計算原則，根據 2003 年 6 月 24 日台財證三字第 0920126210 號核備函之規定，以新台幣 1 億元為下限、10 億元為上限，並以證券商或期貨商最近一年或最近三年平均提撥投保基金數額（取其數額高者）之 1000 倍來計算實際償付總額。

其中，償付倍數 1000 倍係依據 2002 年 5 月 15 日全體證券商成交金額為試算基礎所進行之「訂定償付總額上限分析報告」之內容，以比較分析各償付倍數之償付狀況分析結果。依當年資料之分析，分別計算 400、600、700、800、900、1000、1200 倍全體證券商平均得受償金額比率與足額償付券商比例，其分析結果發現 1000 倍與 1200 倍之兩者比率皆相同，故以 1000 倍為償付倍數乘上證券商或期貨商最近 1 年或最近 3 年平均提撥投保基金數額（取其數額高者）來計算實際償付總額。

由於該報告是以某一交易日的 148 家證券商之每家受託成交金額與成交人數，以及 2001 年證券商提撥金額為基礎來計算償付總額。又因國內證券市場係採餘額交割，於是該報

⁹² 至 2003 年 4 月 30 日止之餘額。

告分析假設成交金額中有 70% 屬於賣出有價證券，故以各證券商委託成交金額之 70% 估算可能之償付金額。根據該報告之研究結果顯示，當償付倍數為 1000 倍時，平均償付金額約為 2.47 億元，仍屬投保基金可負擔之範圍；而當償付倍數再提高至 1200 倍時，足額償付證商家數與平均得受償金額比率皆未有再增加之趨勢。因此，在考量當時投保中心甫成立，資金尚未到位之運作狀況下，將償付總額上限訂為以最近一年或最近三年平均提撥投保基金數額(取其數額高者)之 1000 倍，且不超過新台幣 10 億元為償付總額上限。

(三) 總結分析

1. 根據投保中心的業務規則規定，投保中心可以視每年市場狀況及投保基金之提撥情形，定期調整基金償付總額上限。由於 2003 年訂定了 1000 倍之償付倍數與新台幣 10 億元之償付總額上限，其分析假設是立基於受到單一巨額償付事件所模擬計算得出償付總額上限之絕對金額 (10 億) 與相對金額 (1000 倍)。然而，有 2008 年金融海嘯事件，若將償付總額上限以 2003 年訂定原則，即投保基金扣除掉投保中心營運費用後，來決定絕對金額，則會面臨無法償付連續發生償付事件或多家證券商(或期貨商)償付事件，故本研究建議償付總額上限之絕對金額調整幅度宜與個人償付上限比率相同。
2. 根據「訂定償付總額上限分析報告」分析結果，當償付倍數 1000 倍、償付總額上限新台幣 10 億元時，會有 15 家證券商無法足額償付；若提高至償付倍數 1000 倍、償付總額上限新台幣 15 億元時，變成 13 家；若提高至償付倍數 1200

倍、償付總額上限新台幣 40 億元時，變成僅有 1 家證券商未能足額償付。然而，僅採用某一交易日之成交金額進行模擬分析試算，且以各證券商委託成交金額之 70% 估算可能之償付金額，償付金額可能有高估之可能性，若是以各證券商委託成交金額之 50% 估算，當償付倍數 1000 倍時，可能足額償付之家數會更多。因此，在本研究無法取得各證券商每一交易日成交金額與成交人數之相關統計資料限制下，且在從未發生償付事件，缺乏風險評估數據之情況下，亦無客觀計算一次性事件償付總額上限標準之依據，故本研究建議仍維持償付倍數為 1000 倍來計算實際償付總額。

3. 由於行政院金融監督管理委員會於今（2011）年 9 月 2 日公布金管證交字第 1000041528 號函令，針對證券商及期貨商受託買賣有價證券或期貨交易，自今年 7 月起至 2012 年底，調降投保基金提撥比率或金額。惟此一計算標準，於該函令公布調降證券商及期貨商提撥比率或金額後，可能影響個別證券商或期貨商之未來償付總額之計算。然而，計算個別證券商或期貨商之未來償付總額，以證券商為例，是以證券商接受託買賣有價證券成交金額乘以提撥比率，若成交金額逐年有成長，即使提撥比率下降，其提撥投保基金數額不見得會有所減少。因此，針對主管機關公布金管證交字第 1000041528 號函令對原台財證三字第 0920126210 號核備函之影響，是否調整原證券商（期貨商）提撥投保基金數額之償付倍數，本研究建議宜可待 2012 年底後，若提撥比率或金額再行調整時一併考量。

三、 償付上限方案效益分析

為分析償付基金運作及其影響，本研究根據償付上限對投保基金營運年限關聯性之模擬試算結果，並參酌先進國家投保基金償付上限之規定，以及國內總體經濟分析結果，擬建議兩方案，分別為維持個人償付上限為 100 萬或提高個人償付上限為 120 萬元，其效益分析如下：

(一) 維持個人償付上限為 100 萬元

有鑑於投保基金今(2011)年已達 50 億元以上，且自 2003 年成立以來，從未發生任何一件償付事件，投保中心可完善運作投保基金外，也發揮團體訴訟之功能，對證券期貨市場之投資人保護助益良多。若以各國投保基金和證券市場成交金額關聯性來看，依我國投保基金設立年度 2003 年數據為準，當年各國證券市場成交金額，我國為 6,352 億元(新台幣，以下同)，其他國家分別為美國 96,923 億元、日本 21,087 億元、德國 12,993 億元、英國 36,097 億元新台幣，其個人償付上限占證券市場成交金額比例，日本最高為千萬分之 171，最低為英國千萬分之 66，而我國為千萬分之 157，與美國、德國比例差異不大。若以 2003~2010 年各國證券市場平均成交金額來看，我國個人償付上限占證券市場成交金額比例最高，為千萬分之 130，幾乎是最低比例英國之 3 倍。若以 2003~2010 年各國證券市場成交金額取其最高年度 2007 年來看，我國個人償付上限占證券市場成交金額比例仍然是最高，為千萬分之 99，幾乎是最低比例英國之 4 倍。由此可見，以證券市場之成交金額來看，個人償付上限 100 萬元實屬合宜。

(二) 提高個人償付上限為 120 萬元

參酌德國和英國於金融海嘯發生後，將償付金額上限提高約 2.5 倍之多，主要原因係配合存款保險制度之變革，存款保險大幅提高賠付額度，故同步提高償付額度，以提振投資人對資本市場之信心，具有宣示性效果。故我國於 2003 年所定之個人償付上限是否宜提高金額，可考量近年來國內總體經濟變化之分析結果，考慮等比例提高個人償付上限金額至 120 萬元，較能符合成本效益原則。

表 4-18 各國投保基金和證券市場成交金額關聯表

單位：新台幣

國家	美國	日本	德國	英國	台灣
個人償付 上限	750 萬 (每人) 1,500 萬 (每帳戶)	360 萬	206 萬	237 萬	100 萬 (120 萬)
2003 年 成交金額	96,923 億	21,087 億	12,993 億	36,097 億	6,352 億
個人償付 上限占 成交金額比	0.00000155	0.00000171	0.00000159	0.00000066	0.00000157 (0.00000189)
(2003~2010) 8 年平均 成交金額	187,628 億	43,553 億	22,717 億	52,081 億	7,714 億
個人償付 上限占 成交金額比	0.00000080	0.00000083	0.00000091	0.00000046	0.00000130 (0.00000156)
以 2003~2010 年 最高成交金額 (2007)	299,100 億	64,762 億	43,249 億	103,337 億	10,084 億
個人償付 上限占 成交金額比	0.00000050	0.00000056	0.00000048	0.00000023	0.00000099 (0.00000119)

資料來源：本研究整理。

試以下表歸納分析兩方案之理由：

方案	理由
一、維持不變	<ol style="list-style-type: none"> 1. 我國於 2003 年開始施行「投保法」前，即建立共同責任制交割結算基金制度，做為市場違約交割之履約保證，若不依規定繳付交割結算基金，即限制券商交易額度。投保償付基金想要避免的風險及所欲達到的功能，已被交割結算基金取代。且設有證券商代理制度，若主辦券商發生問題的話，代理券商會馬上代其履行交割義務，客戶權益不受影響。且證券暨期貨業多屬金控子公司，若發生財務困難，母公司必出面解決，以免危及公司信譽。 2. 證券交易所（櫃買中心）在交易過程中扮演集中交易對手的角色，形式上具有擔保結算交割的功能。日常監控若發現交易異常的帳戶，會主動告知證券商注意。若是個別股票暴漲暴跌，亦有處置措施，如限制融資券額度、要求預收款券，採分盤交易等。 3. 我國對證券商財務安全要求遠高過銀行（如：資本適足率），更訂立嚴格風險控管程序與標準，並於證券市場設置如違約損失準備、擔保維持率等促進流動性配套措施，已有效降低違約交割發生的可能性。 4. 「期貨交易法」立法時間較晚，對於投資人保護規範更為明確。如：「期交法」第 70 條明文規定分離帳戶，違反者須負刑責。保證機制從原始保證金的繳交，到盤中追繳，甚至未繳足保證金成數，期貨商可以對交易人的部位作斷頭處置，將交易人違約狀況降到最低。另設有結算會員制度，結算會員須為履約交割做擔保。明文規定期貨交易所為結算機構，採行集中結算，由期交所擔任雙方交易人的交易對手，可以擔保雙方履約。設有交割結算基金、賠償準備金，還有共同連保制度，故動用償付基金的可能性極低。

方案	理由
	<p>5. 以台、美、日、德、英等國投保基金和證券市場成交金額關聯性來看，2003 年我國個人償付上限占證券市場成交金額比例最高，為千萬分之 130。另以 2003~2010 年各國證券市場成交金額取其最高年度 2007 年比較發現，我國個人償付上限占證券市場成交金額比例仍然最高，為千萬分之 99，幾乎是最低比例英國之 4 倍。若以證券市場成交金額面向來看，我國現行個人償付上限 100 萬元實屬合宜。</p>
<p>二、調高個人償付上限為 120 萬元</p>	<p>1. 從總體經濟面向來看，2010 年的 GDP、平均每人 GDP 及物價指數相較 2003 年（投保基金設立年度），其增加幅度介於 10.4%~27.3%之間，可考慮同步調整償付上限。</p> <p>2. 參酌德國和英國將償付金額上限提高約 2.5 倍的背景，我國投資人結構仍屬於自然人居多的市場，對投資人保護更應該要加強，觀察每一交易人平均成交金額於 2003~2010 年間成長 12.1%，若以增加幅度作為提高標準，每一交易人個人償付上限宜可提高。</p> <p>3. 依金管會於今年（2011）9 月 1 日公布金管證交字第 1000041528 號函令指出：考量保護基金規模，保護機構財務結構健全及兼顧業者成本負擔，從今年 7 月起至 2012 年底，調降證券商、期貨商提撥比率，其中證券商調降約 35%，期貨商下調幅度約 60%。顯見以目前償付基金已達 62 億元之規模，調降提撥償付基金比率，並不影響償付基金穩健，投保中心仍可正常運作。</p> <p>4. 本研究根據國內總體經濟分析和針對發生單一償付事件或發生連續償付事件模擬試算結果，發現投保基金即使發生償付事件，仍因市場固定提撥挹注，基金金額並不受影響，仍可產生一定孳息，維持投保中心持續運作。建議可提高個人償付上限金額至 120 萬元，雖屬微幅提高，但對市場大眾仍具有宣示性意義。</p>

第五章 結論與建議

自 2003 年設立我國投資人保護機構與基金制度，已歷 8 年，這 8 年來我國金融產業朝大型化、金控化發展，證券商為求生存，除持續發展新種業務外，彼此間整併劇烈，財務狀況也愈趨健全，此由信用評等評級即可得知。主管機關與相關單位也致力於國內投資人金融知識教育，提高國人風險觀念，並促進國人對各類金融商品之瞭解，已有效改變散戶投資行為。隨著對外投資管道陸續開放，也產生資金分散效果，證券市場散戶投資比重已經降低，法人投資比重逐步提高，周轉率逐年下降，此一發展已降低我國股票市場風險。故雖然證券市場規模持續發展，近年來已少見重大違約交割案件。惟 2008 年全球金融海嘯發生後，國際經濟情勢一度低迷，其後雖力圖振作，但歐債危機爆發，使得各國莫不憂心發生二次金融海嘯的可能性。盱衡國內外經濟情勢之發展，以及世界主要國家（地區）對投資人保護基金償付制度變革，為增進證券投資人與期貨交易人對我國資本市場之信心，除應建立證券暨期貨市場完善之財務安全機制外，提供事後適度金額的償付亦可增加市場參與者信賴感，強化投資大眾對金融穩定的信心，故檢討我國投資人保護基金之償付上限與償付比例仍有其必要。

有鑑於投保基金自 2003 年成立以來，從未發生任何一件償付事件，既無案例可供參考，又乏數據資料進行分析，故本研究另嘗試從總體經濟面、交易市場面，以及制度面，對國內投保基金之提撥、償付範圍及其上限是否符合市場需要進行探討，得出以下結論：

- 一、由總體經濟面向來看，2010 年的 GDP、平均每人 GDP 及物價指數相較 2003 年(保護基金設立年度)，其增加幅度介於 10.4%~27.3%之間，可考慮同步調整償付上限。
- 二、由交易市場面向來看，每一交易人平均成交金額於 2003~2010 年間成長 12.1%，又加上我國投資人結構仍屬於自然人居多的市場，對投資人保護更應該要加強，若以增加幅度作為提高標準，每一交易人個人償付上限宜可提高。
- 三、本研究針對償付基金進行模擬試算，以了解償付基金之運作及其影響，得出以下結論：
 - (一) 由於償付要件為受託證券商或期貨商因財務困難失卻清償能力而違約時，故本研究針對 11 家上市(櫃)證券公司和 11 家上市(櫃)金控公司下之證券公司為樣本進行財務分析，來看證券商發生財務困難之機率，其結果發現證券商在財務結構、償債能力及獲利能力分析方面，足以顯示證券商發生財務危機的可能性非常低。
 - (二) 即使數證券商同時發生違約交割事件，仍以動用交割結算基金為優先，以現行證券交易採餘額交割制度來看，可資動用之交割結算基金金額遠大於償付基金，故證券商因無法履約致發生財務困難，必須動用償付基金之機率甚微。
 - (三) 針對發生單一償付事件或發生連續償付事件進行模擬試算，發現：
 1. 投保基金於發生 1 件償付事件後，個人償付上限若從 100 萬至 550 萬元，以發生事件後十年的營運過程來看，投保

基金仍可維持在 50 億以上，維持投保中心繼續運作，發揮對投資人保護之功能。

2. 投保基金於同一年發生連續償付事件後，若個人償付上限為 100 萬元，單一事件最高償付上限為 10 億元，則發生事件後，投保基金可保障證券商家數為 5 家，涵蓋率為 4%。若提高個人償付上限至 120 萬元，單一事件最高償付上限為 12 億元，則發生事件後，投保基金可保障證券商家數為 4 家，涵蓋率為 3.2%。
3. 投保基金於第 1 年和第 2 年各發生 1 件償付事件，個人償付上限從 100 萬至 300 萬元，以發生事件後十年的營運過程來看，投保基金仍可維持在 50 億以上。

(四) 依金管會於今年 (2011) 9 月 2 日公布金管證交字第 1000041528 號函令指出：考量保護基金規模，保護機構財務結構健全及兼顧業者成本負擔，從今年 7 月起至 2012 年底，調降證券商、期貨商提撥比率，其中證券商調降約 35%，期貨商下調幅度約 60%。顯見以目前償付基金已達 62 億元之規模，調降提撥償付基金比率，並不影響償付基金穩健，投保中心仍可正常運作。

(五) 參酌德國和英國將償付金額上限提高約 2.5 倍的背景，本研究根據國內總體經濟分析和針對發生單一償付事件或發生連續償付事件模擬試算結果，建議可配合總體經濟指標提高個人償付上限金額 1.2 倍至 120 萬元，單一事件最高償付上限也提高 1.2 倍為 12 億元，雖屬微幅提高，但對市場大眾仍具有宣示性意義，且投保基金即使發生償付事件，仍因市場固定提撥挹注，其基金金額並不受影響，仍可產生一定孳息，維持

投保中心持續運作。至於償付投保基金之事件償付總額，依主管機關於 2003 年 6 月 24 日台財證三字第 0920126210 號核備函之規定，為「證券商或期貨商最近 1 年或最近 3 年平均提撥投保基金數額（取其數額高者）之 1000 倍，且以不超過新台幣 10 億元為償付總額上限；若該計算金額未達 1 億元者，以 1 億元為準」。故本研究建議仍以證券商（期貨商）之提撥金額的 1000 倍計算出個別事件之實際償付總額，且以不超過新台幣 12 億元為償付總額上限；若該計算金額未達 1.2 億元者，以 1.2 億元為準。

早期偵測、立即糾正及處理問題金融機構措施，為決定金融安全網是否健全運作之三大指標。金融安全網各機構成員應有明確之權責規範，並建立緊密之協調合作及資訊交流機制，充分分享監理資訊，以減少業者法律遵循成本。目前我國對證券商及期貨商之財務制度訂有嚴格規定，除可強化其體質外，更有助於強化金融監理預警機制，使主管機關可即早處理問題金融機構，降低處理成本。此外，證券市場交割結算基金制度與期貨市場結算會員共同連保制度，已為市場提供系統性風險發生時之先行保障，其所提供擔保金額之鉅，足以防止證券（期貨）商發生連鎖性破產事件發生。參考本研究報告後附之公聽會會議紀錄與會人士提供之建言，「投保法」第 20 條所欲保護之對象，已因十餘年來市場現況改變，證券（期貨）商發生破產事件之可能性極低。故不論在過去，甚或未來，投保基金鮮有機會發揮償付投資人（交易人）之功能，僅有為市場提供資金擔保之宣示性意義。為有效達到保護市場之目標，應鼓勵業者提升風險管理與評估之能力，可思考於業者各項財務、業務指標均提升時，配合放寬其業務限制，如：調降償付基金提撥比率、財務健全者則開放其承作新種業務或發

行新金融商品等，以提高業者風險管理誘因。較諸提供事後補償，更能有效導引市場正向發展，強化投資大眾對證券與期貨市場之信心。

參考文獻

一、 中文部分

1. 中央存款保險公司 99 年 8 月 12 日新聞稿網頁，
<http://www.cdic.gov.tw/ct.asp?xItem=2731&ctNode=192&mp=1>。
2. 世界主要證券市場相關制度，台灣證券交易所彙編，2010 年 7 月。
3. 林俊宏（2005），「證券投資人及期貨交易人保護基金法制之研究」，未出版碩士論文，私立東吳大學法律學系碩士在職專班。
4. 許福添，美國金融改革及知識經濟發展之研究（專論美日金融改革比較及對我國之啟示），行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書，2003 年 1 月 2 日。
5. 張晏慈，從金融商品販賣法到金融商品交易法，日本近期金融法制介紹，證券暨期貨月刊，第 24 卷第 10 期，2006 年 10 月 16 日。
<http://sfb.fscey.gov.tw/reference/magazine/9510/ss1c.doc>
6. 劉其昌，證券投資人及期貨交易人保護法分析，證交資料，490 期，2003 年 2 月。

二、 英文部分

1. Commission proposes package to boost consumer protection and confidence in financial services , Brussels, IP/10/918, July 12, 2010.
http://www.eurunion.org/eu/index.php?option=com_content&task=view&id=3800&Itemid=58
2. Securities Investor Protection Act of 1970, 15 U.S.C. §78aaa-III, as amended through July 22, 2010. <http://www.sipc.org/pdf/Securities%20Investors%20Protection%20Act.pdf>

3. Securities Investor Protection Act of 1970, 15 U.S. Codes, § 78fff-3, http://www.law.cornell.edu/uscode/215/usc_sec_15_00000078-fff003-.html.
4. The Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2009, http://docs.house.gov/rules/finserv/111_hr_finsrv.pdf.
5. Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (introduced 12/2/2009, latest Conference Report: 111-517 (in Congressional Record H4977-5202), related Bills: H.RES.956, H.RES.964, H.RES.1490, H.R.3126, H.R.3818, S.3217, July 21, 2010. <http://thomas.loc.gov/cgi-bin/bdquery/z?d111:H.R.4173>:
6. 2009 Annual Report, Securities Investor Protection Corporation , <http://www.sipc.org/pdf/2009%20Annual%20Report.pdf>
7. Laura Adams, What Investment Losses Are Covered by the SIPC? March 9, 2011. <http://cashmoneylife.com/investment-losses-covered-by-sipc/>
8. European Parliament, 97/9/EC, 1997. <http://www.europarl.europa.eu/sides/getAllAnswers.do?reference=P-2007-3091&language=DA>
9. Nikki Tait, EU to step up compensation for fraud cases, The Financial Times, July 11 2010. <http://www.ft.com/cms/s/0/4a2a1302-8d12-11df-bad7-00144feab49a.html#axzz1BMy9s0yL>
10. European Commission , IP/10/918 , Commission proposes package to boost consumer protection and confidence in financial services, July 12 , 2010. <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?Reference=IP/10/918&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>
11. Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL amending Directive 97/9/EC of the European Parliament and of the Council on investor compensation

- schemes, Dec. 7, 2010. http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/dir-97-9/proposal-modification_en.pdf
- 12.The European Systemic Risk Board (ESRB) , International Association of Risk and Compliance Professionals (IARCP), Sep. 24, 2010. <http://www.european-systemic-risk-board.com/>
- 13.Deposit Guarantee and Investor Compensation Act (Einlagensicherungs- und Anlegerentschädigungsgesetz, ESAEG) , As published in the announcement of : 16 July 1998 (German Federal Gazette I, p 1842) , Last amended by : Article 1 of the Act of 25 June 2009 (German Federal Gazette I, p 1528) . http://www.bafin.de/cln_171/nn_721176/SharedDocs/Aufsichtsrecht/EN/Gesetze/eaeg__en.html?__nnn=true
- 14.Federal Law Gazette (BGBl) I, 2009.
- 15.BaFin Annual Report 09', VII Cross-sectoral Responsibilities.
- 16.Regulation on Contributions to the Compensation Scheme of Securities Trading Firms at the KfW Banking Group (EdWBeitrV) . http://www.bafin.de/cln_171/nn_721176/SharedDocs/Aufsichtsrecht/EN/Verordnungen/edwbeitrv__en.html?__nnn=true.
- 17.Financial Services and Markets Explanatory Notes Act, http://www.fsa.gov.uk/fsma/data/fsma/act/expl_intro.htm.
- 18.FSA Handbooks , <http://fsahandbook.info/FSA/index.jsp>.
- 19.A new approach to financial regulation: judgement, focus and stability, HM Treasury, July 2010. http://www.hm-treasury.gov.uk/d/consult_financial_regulation_condoc.pdf
- 20.A new approach to financial regulation:building a stronger system, HM Treasury, February 2011. http://www.hm-treasury.gov.uk/d/consult_newfinancial_regulation170211.pdf

三、日文部分

1. 木下正俊，金融機関の経営破綻とセーフティ・ネット，広島法科大学院論集第四号，2008年。
2. 日本投資者保護基金定款，<http://www.jipf.or.jp/data/teikan.pdf>。
3. 金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令，平成五年三月三日大蔵省令第十四号，<http://jipf.or.jp/data/law.pdf>。
4. 日本投資者保護基金，基金の概要，<http://jipf.org.jp/gaiyou.ntm>。

四、官方網站

1. (財)證券投資人及期貨交易人保護中心，<http://www.sipc.org.tw>。
2. 美國投資人保護公司SIPC，<http://www.sipc.com>。
3. 日本金融廳，http://www.fsa.go.jp/info/info_menu.html。
4. 日本金融廣報中央委員會，<http://www.saveinfo.or.jp/finance/hogo/kinho/index.html>。
5. 德國聯邦金融監理局BaFin，<http://www.bafin.de>。
6. 英國金融申訴服務機構FOS，<http://www.Financial-ombudsman.org.uk/>
7. 英國金融服務賠償計畫機構FSCS，<http://www.fscs.org.uk/>。

附錄一：

財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會召開

「提高證券投資人及期貨交易人保護基金
償付金額上限之可行性研究」

公聽會會議紀錄

記錄：蘇秀玲、張雅萍

時間：一百年八月三十日（星期二）下午二時三十分

地點：台北市南海路三號九樓會議室

主席：王教授泰昌

莊教授永丞

出席：臺灣大學法律學院王教授文宇、臺北大學經濟系簡教授明哲、
行政院金管會證券期貨局陳簡任稽核麗玲、臺灣證券交易所股
份有限公司林副總經理火燈、蔡組長鴻璟、王組長殿僑、章友
馨、翁淑如、財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心寧副總經理
國輝、周副理資輔、王韻情、臺灣期貨交易所股份有限公司邱
副總經理文昌、林組長文光、中華民國證券商業同業公會黃理
事長敏助、中華民國期貨商業同業公會范副秘書長加麟

列席：財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心吳總經理崇權、林
副處長俊宏、林專員杏芬、本基金會葉處長淑玲

壹、 主席致詞：(略)

貳、 研究報告簡報：(略)

參、 與會人員發言摘錄

● 券商公會黃理事長敏助

一、 個人針對本研究報告提出下列建議：

- (一) 有關報告第 4 頁第 1 段最後 1 行之「故制訂基金總額度以 50 億元為上限」似有不妥適之處，因保護基金從民國 92 年創立基金時即有新台幣 10.31 億元，至 100 年 7 月底止業已提撥 50.55 億元，加上孳息部分，至 7 月底也達 62.25 億元，建議此段文字須再修正，否則有違法之虞。
- (二) 有關第 9 頁第 2 段之「目前每年之提撥金額約為 4 至 5 億元」，根據資料顯示，平均每年提撥金額約為 5.9 億元，且最近幾年每年皆超過 6 億元，建議修正為「目前每年之提撥金額約為 6 億元」較為恰當。
- (三) 有關第 11 頁之償付要件「1.受託證券商或期貨商因財務困難失卻清償能力而違約時」，此處係指證券商之經紀業務，由於證券經紀商是提供買方、賣方之交易平台，加上現行制度為款券劃撥，都是直接進入集保戶頭，並非進入證券經紀商戶頭。換言之，有關投保基金之理賠，係指證券商之經紀業務。再參見第 128 頁證商家數之統計資料，截至 99 年底證券經紀商家數共有 89 家，其中 22 家是外資，67 家才是國內經紀商；在 67 家裡面，有 34 家是綜合證券商，只有 33 家是專業經紀商。至於證券經紀商有發生財務困難的情形，歷年來有發生過，但是一旦發生財務困難，就被合併了，所以從未發生過償付事件。此外，亦可參見第 18 頁之團體訴訟案件彙總表，其中在內線交易有 34 件，公司財報不實有 33 件，操縱股價有 13 件，公開說明書不實的有 8 件，其他類型有 3

件，沒有 1 件是證券經紀商發生財務困難而無法完成交割之事件。

- (四) 有關第 18 頁最後 1 段之「按證券交易市場採行紀制度」，應是採居間制度，因證券經紀商直接以客戶名義下單，且證券已全面無實體化，並為款券劃撥，相關制度已推行很久，建議此部分內容須加以更新，以符合證券交易市場發展現況。

二、針對本次公聽會之討論題綱，個人提出下列意見以供參考：

- (一) 有關償付上限之具體標準，建議參考償付事件之發生機率、涵蓋率等。然而，從保護基金創立開始到現在，都沒有發生任何 1 件，故個人認為償付上限沒有提高的必要。若以近年來實際發生的糾紛，有關金融海嘯之雷曼兄弟連動債事件，並非證券商經紀業務問題，而是財富管理業務範疇，申訴案件有 497 件，實際賠償金額不到新台幣 100 萬元。
- (二) 實務上證券商所負擔之經營成本很高，因證券經紀商須提存營業保證金 5,000 萬元，及應向證券交易所繳存交割結算基金，以及按月就受託買賣有價證券成交金額提列違約損失準備等。近五年來證券商平均 EPS 為 0.95 元，證券商面臨經營困難，加上主管機關對證券商的監理嚴格，以近十年來的資料顯示，證券商都沒有發生重大違約事件，故發生連續償付的機率頗低。此外，目前金控規模龐大，其子公司證券商發生困難，從前述的一些準備金，也足以因應，金控也會出面處理，故沒有必要提高保護基金的償付上限。
- (三) 目前證券經紀商有 89 家，屬於國內證券商有 67 家，其中又有 34 家是綜合證券商，專業經紀商有 33 家，可說大多屬於財務健全之公司，甚至從未發生共同制交割結算基金動用的情形。此外，證券商有較高的資本適足率和較嚴格的內稽內

控之規定，加上保護基金規模已達 62 億元，建議不必提高償付上限的金額。另建議可以縮短相關單位的提撥年限，然因修法曠日廢時，故建議調降提撥比率。若將來精算評估發生基金不足時，可引進保險機制，以繳交少許保險費的方式，來保障投資人的權益，仍然是有辦法因應償付事件之發生。

● 期貨公會范副秘書長加麟

- 一、在期貨市場方面，根據統計資料顯示，期貨商提撥保護基金金額於今年 5 月底止已達 8.2 億元，若加上期交所的部分，對保護基金提撥的金額約占 3~4 成。然而，本報告對期貨相關制度著墨不多，建議可以增加相關內容。
- 二、若從實務的角度來看，償付上限之具體標準為何，要先看目前對期貨交易人的保護資源有多少，如果不足再來討論調整償付金額之上限。現行機制包括：(一)期貨市場為結算會員共保制，依據期貨交易法第 49 條規範由結算會員所繳存的交割結算保證金，以及由期交所所提列的賠償準備金，都可作為償付期貨交易人之償付機制。若發生違約事件，前述準備金都可以保護期貨交易人。(二)期貨經紀商有繳存營業保證金部分，總公司為 5 千萬元，每設置一家分支機構增提 1 千萬元。(三)期貨商財務申報制度之規範，包含每日定期申報調整後淨資本額 (ANC)，以衡量期貨商變現能力，即期貨商遇到違約事件時可否馬上變現的能力，足以即時掌握期貨商的財務結構。(四)目前期貨商大都是金控下或大型證券商下之公司，若有發生財務困難之情形，相信背後母公司應會加以支援。(五)新近成立的金融消保中心或許也可涵蓋一部分。因此，在這些保護資源羅列下，個人償付上限 100 萬元是否需要提高，有待商榷。

三、針對本報告提出以下看法：(一)以涵蓋率來說，在一次償付總額上限不變下，個人償付金額為 100 萬元時，涵蓋率為 1000 倍，當提高為 120 萬元時，則變為 833 倍，保障客戶數會受到影響。(二)基於保護基金係用於期貨商無法支付交易人應得之保證金、權利金及結算利得時償付交易人，因此在考量是否調高時，比較全市場保證金總額之增減會比口數成長更為客觀，而從統計資料來看，近幾年的保證金幾乎維持在一定水準，無顯著提升。(三)報告中第 149~150 頁以證券商為例，提及證券商體質健全，推論發生連續償付事件之可能性不高，既然不高，表示無此迫切性，那為何要選在此時改變現況？(四)有關第 10 頁期貨商投保基金提撥比率須再更新。

● 簡教授明哲

- 一、首先，個人對於王教授與莊教授在有限時間內能完成這份豐富且詳盡的研究報告表示敬佩與肯定，尤其研究報告對於許多先進國家保護基金制度之介紹、比較及償付案例等，都有非常詳細的分析與說明，除了讓大家瞭解各先進國家現階段投資人保護之政策作為外，更讓大家認知到台灣現行的保護基金制度及其保障，其實是隨著國際的趨勢與潮流併進，甚至是有過之而無不及的。
- 二、其次，根據王教授與莊教授的償付上限效益分析來看，若從台美日德英等國證券市場之交易金額來看，台灣的成交金額是五國中最少的，但相對而言償付上限卻是最高的。因此，單純從證券市場成交金額面向來看，台灣現行個人償付上限 100 萬元，已相對高於國際平均，應無調高之必要。

三、不過王教授與莊教授另外針對國內總體經濟趨勢、證券市場之發行與交易等面向，去探討償付上限是否有調整之必要。根據兩位教授之研究與模擬分析，建議可酌予提高個人償付上限至120萬元。兩位教授認為提高上限可符合成本效益原則且模擬分析結果顯示保護基金仍可繼續維持在50億元以上的規模，兩位教授還認為酌予提高償付上限，可增加投資人對證券期貨市場之信心，促進資本市場之健全與發展。

四、針對兩位教授的研究與建議及本次公聽會的討論題綱，個人有以下幾點看法：

(一) 首先，個人對於提高償付上限是否能增加投資人對市場的信心及促進市場健全發展仍有部分保留。我認為大多數的證券投資人及期貨交易人對於保護基金之運作與保障仍屬陌生，仍有極大的宣導與教育空間，因此償付上限與投資人信心沒有必然的關連性。加上證券期貨之投資與交易本就必須自負風險，證券投資人與期貨交易人對保護基金之期待或依賴與存款人對存款保險之要求是不能相提並論的。但是從另一個角度來看，保護基金主要提撥來源之一的證券期貨商，在償付上限提高的誘因下，是否可能因為保障的提高，反而增加道德危機的風險。因此，提高償付上限以增加投資人信心雖本意良善，但卻不無可能適得其反的影響了市場的健全發展。更何況如兩位教授所分析，在現行交割結算基金、營業保證金等等制度設計下，台灣的證券交易保護制度不會比其它先進國家來得差，是否真的有需要進一步提高償付上限，值得思考。

(二) 其次，我個人並不反對微調償付上限，但仍覺得象徵意義恐會大於實質效益。如果未來真的考慮調高償付上限，首先我

個人認為償付上限不宜依據某種具體標準來調整，畢竟國內外經濟金融情勢之發展與變化非常的快速難料，保護基金的償付上限若依據某種標準（例如說 GDP 成長率或平均成交金額成長率等）法制化來調整，反而會失去保護制度及保障措施在應變經濟金融情勢變化上應有的彈性，不符合保護基金平日備而不用但緊急時能立即見效之設立初衷。

(三) 另外，根據兩位教授的模擬分析，在酌予提高償付上限至 120 萬元之假設條件下，除非發生系統性金融危機或連續性償付案例，否則現有 50 餘億之投保基金規模仍足夠因應偶發性償付事件。因此，個人認為投保基金現有的法定規模，無需因償付上限之提高而有修法調高之必要。保護基金本即屬事後補救之應急性措施，系統性金融危機或連續性償付案例之發生與解決，屬於較高層次的經濟金融問題與政策，萬一真的不幸發生，類似「金融重建基金」之政策思考可能才是解決之道，而非保護基金能力之所及。

(四) 最後，在酌予提高償付上限但仍維持基金規模不變的政策建議下，個人對於保護基金之提撥比率與金額有以下兩配套建議：

1. 根據投保法第 18 條之規定，「...提撥比率或金額，主管機關得視市場狀況或個別證券商或期貨商之財務業務狀況及風險控管績效調整之。但增加之比率或金額以百分之五十為上限...」，顯然主管機關過去一直沒有善加利用此規定。為鼓勵證券商期貨商致力於風險控管績效與能力之提升，建議主管機關比照存款保險之差別費率機制，將保護基金之提撥也採取差別提撥率制度，並修改上述條文為「...但增『減』之比率或金額以百分之五十為上限。」個人認為必

要的政策誘因是市場健全發展的重要基礎，主管機關適度的以減免或增加提撥率為誘因，鼓勵證券期貨商良善經營，符合保護基金應有之公平正義原則。

2. 根據投保法第 18 條之規定，「保護基金淨額超過新台幣五十億元時，主管機關得命令暫時停止提撥已提撥超過十年之證券商、期貨商...」，因此已提撥超過十年之證券期貨商因此規定而得停止提撥。個人認為在無需繼續負擔保護基金的情況下，證券期貨商出現道德危機之風險可能更增加，建議主管機關是否應考慮個別證券商或期貨商每年之財務業務狀況及風險控管績效，來決定是否給予停止提撥之優惠，不符合要求之證券期貨商應限期改善否則得酌予恢復基金之提撥。

以上看法與建議，就教各位先進。

● 王教授文字

- 一、由於投資人保護中心有很大的業務是在團體訴訟這一塊，而就保護基金和營運收支方面來看，目前投保中心相關費用係以保護基金之孳息來運用，並不影響保護基金之營運。因此，在考量償付金額上限和基金營運規模下，宜將投保中心代表投資人團體訴訟功能納入分析。
- 二、有關個人償付金額上限 100 萬元，由於過去沒有實際償付案例，故是否提高也沒有依據可引用。另一方面，在現行機制下，證券商經營雖然相對穩健，但是為防患未然，提高個人償付金額上限亦是可行，可是單就隨著總體經濟指標增加並不適宜，建議在考慮國外相關制度之外，若根據投資人投資額度來模擬試算，以考量投資行為是否較為適當。

- 三、現行存款保險機制要看風險來繳費，而保護基金的提撥，是否宜以證券商或期貨商或金控的風險來衡量，其繳費設計是否要差別處理。

● 證交所林副總經理火燈

- 一、文獻常以證券市場市值總額占 GDP 比率來看證券市場的發展度，近年來國內證券市場資本化程度很高，全球僅次於香港、新加坡，居於第 3 位。目前我國現貨市場開戶數為 800 多萬人卻開了 1,600 萬多戶，相較於先進國家，一般民眾參與度廣。
- 二、有關保護基金動用範圍，以證券商發生財務困難，投資人因拿不到錢或股票而發生違約事件為依據。過去發生之案件是因投資人不交割才違約，而交割結算基金即是為維護市場運作，避免產生系統性風險所設置的。至於保護基金設立之目的，是為避免個別證券商出問題，俾使證券市場得以運作。然而，投資人委託證券商下單，投資人款、券透過證券商買賣，款、券是分開的，可參見業務規則相關規章，客戶資產已經被保護。且實務上，客戶券的交割都透過集保，款的明細則是銀行管理，此點與美國制度不同，美國均由證券商處理。
- 三、至於償付金額是否提高，與上市公司家數增加並沒有關聯。另報告探討國外相關制度，由於歐洲有資本市場整合法，因其範圍廣，故歐洲償付範圍與國內不同；而美國證券商因承作範圍廣，故美國償付範圍也是不同。相較美國款券在證券商，使其證券商業務廣，與國內把錢放在銀行，只是權利移轉，都和國內保護基金償付範圍不同。若假設未來證券商業務增加，款券業務更有彈性，再來談是否提高償付金額上限才有意義，至於現階段保護範圍相當狹窄，提高償付金額意義不大。

● 證交所蔡組長鴻璟

有關保護基金設立目的，是因民國 81 年違約事件，設立當初以基金型式，金額為 10 億元，由證交所、集保公司、台北券商公會、高雄券商公會承諾發生證券商違約時按照承諾金額比例分擔，並沒有像現在把款項提撥出來。民國 83 年發生證券商違約之後，曾對已完成交割而未拿到款券的善意投資人進行歸還，金額約七千多萬。

提高個人償付金額上限是否投資人更有信心，值得商榷，參照美國證券商網站，會強調其加入 FDIC 及 SIPC，台灣的證券商網頁並不強調投資人可以獲得投資人保護基金的保護，因此，從 100 萬提高到 120 萬，似乎不會產生宣傳效果。

外國投資機構來台灣拜訪時，較重視投資人帳戶的保障在制度上的完整性，台灣在投資人保護法第 37 條對於交割帳戶提供某種保護，另外主管機關在擬訂中的債務清理法也對交割帳戶的款項不能列入破產債權加以規範，像這樣的制度規範，比較有調高投資人信心的效果。

研究報告舉了很多先進國家作為例證，但先進國家允許證券商保管投資人款券，與台灣不同，研究報告舉美國、日本及歐洲市場為例子，似乎並不合適，應參考與台灣發展程度較適合的鄰近國家，這樣的參考比較可能較為合適。

報告中提到平均每人每筆成交金額為 770 萬元，目前台灣的投資人成交金額比重雖然有 70%，由資料觀察看來，平常中實戶的人數似乎並不像以往多，較多出現於股市行情出現向上轉折時，平常一般投資人的成交金額並不大，對於投資人的每筆成交金額，似可以找大中小型證券商對投資人進行問卷調查，或許可以有更正確的數字。

報告中假設每次發生證券商違約，動用款項 10 億元，受到影響幾千人，甚至假設發生連續違約，對照以往證券商違約案的處理、證券市場十餘年來因市場防範違約風險機制的建立而未發生違約、證券商經營體質的健全、投資人成交金額減少、證券商不保管客戶款券等事實，這些假設並不合理。

保護基金的動用範圍包括證券商違約、權證履約款券代收代付、以及期貨交易人之帳戶資產等，如以證券商違約部分，以往的動用過的案例為七千多萬元，權證履約代收代付部分，按目前收付金額每日最高為一兩千萬，低則為幾百萬，因此，在分散很多證券商後，萬一證券商違約，這部分金額不多。

報告第 148 頁提到交割結算基金，其中有關依證交法第 153 條規定由證交所兼任結算機構，並不正確，該條係有關交割結算基金之用途。證交所是結算機構，可以從證交法相關條文看出。櫃檯買賣市場也不是依證交法第 62 條之規定成立給付結算基金。另外所謂我國並無獨立的結算機構作為買賣雙方交易完成後的對手的說法，也不對，因為台灣證券市場結算係依據多邊餘額計算方式，在多邊餘額計算方式下，其交割一定要結算機構居中做保證交割，而證交法第 153 條可以看出由證交所提供這項保證。證交所作為交易所及結算機構，雖然結算機構並未獨立運作，但並不妨礙其成為交易對手方，像香港及新加坡交易所身兼結算機構，結算機構也未獨立運作，不能說他們未獨立營運而不能成為交易對手方。另外，報告數次提到保護基金是證券市場最後的財務防衛憑藉，以及交割結算基金用完才用到保護基金等，這些說法與交割結算基金及保護基金在證券市場扮演不同的角色之事實，並不符合。

● 證交所王組長殿僑

有關交易所做為集中交易對手〔CCP〕之法源依據，除報告中引用的「證交法」第 153 條外，同法第 138 條授權由證交所在其營業細則中訂定有關結算及交割日期與方法。另一個依據是交易所與證券商間簽訂的「臺灣證券交易所股份有限公司供給使用有價證券集中交易市場契約」第 4 條規定，證券商就其在有價證券集中交易所為之買賣，「對證交所」負有必須履行交割結算之義務及其有關一切責任。反面來說，證交所「對證券商」亦負有為對待給付之義務，而在證券交易過程中扮演「集中交易對手」的角色，承擔擔保交割之責任。

另外針對這個報告的主題來說，由於投保基金之保護範圍即其應予償付之對象範圍，投保基金之規模及費用徵收等相關問題之探討，應取決於須受投保基金保護之受害者範圍即應（須）由投保基金償付之受害者範圍，每宗經紀商違約事件須償付之最大可能金額，及發生或接續發生違約事件之機率等因素，故應先確定投保基金之保護對象範圍為出發點。我們看到報告中所引述各國的資料，並不僅限於證券買賣雙方，也保護範圍包括證券商所經手或受託保管、經理的現金、有價證券或其他客戶資產等；反觀我國僅保護集中市場買賣交易的款和券，投保法將證券市場的保護標的限縮得很窄，是在國內外資料之比較研究上，必須將投保基金保護對象範圍之差異納入考量才具意義。

又就我國「投保法」觀之，其對證券市場與期貨市場之規範呈兩歧狀態，投保基金對於證券投資人之保護範圍，限於證券投資人於證券交易市場買賣有價證券並已完成交割義務，或委託該證券商向認購（售）權證之發行人請求履約並已給付應繳之價款或有價證券，而未取得其應得之有價證券或價款。反之，期貨交易的情況比較複雜，因為投保償付基金對於期貨交易人之保護範圍，沒有交易別的限制，只

要是期交所掛牌的商品交易都在保護範圍，投保基金應予償付的包括期貨交易人未取得之保證金、權利金及平倉後應得之利得，保護範圍甚至可能及於透過「期交法」所衍生在店頭市場或銀行交易的商品，「投保法」對於證券及期貨兩個市場的保護範圍，差距非常大，甚至於是兩個極端。

此外，就我國證券集中交易市場言，因證交所於 84 年間總結多次證券商鉅額違約事件之處理經驗，為保障已對證券商履行交割義務之證券投資人正當權益，並減少證券商違約事件處理過程上之干擾，跨越兩段式證券交易法律關係之制度隔離，在證交所「營業細則」增訂第 113 條第 2 項但書，規定違約券商之受委任證券商就違約證券商已對證交所實際交付款券完成交割部分，代為領取等值之留置款券，轉付給：（一）已對證券商履行交割義務，且（二）其款券已經違約證券商交付證交所之證券投資人。準此，委託「賣出」之證券投資人因上市有價證券全面「集保」，以可確保自受指定證券商取得證交所撥付之應得價款。至委託「買進」之證券投資人其撥付違約證券商之委託買進交割價款，依「投保法」37 條規定，客戶與證券商資產分別獨立，且證券商就其自有財產所負債務，其債權人不得對專戶款項及因業務接受客戶委託所取得之資產請求扣押或行使其他權利。主管機關大約在兩年前接受證交所的建議，發函各銀行和金融機構，告知依「投保法」37 條規定證券商交割專戶內之款項專供交割用，因此，證券商挪用客戶款項之可能甚微，亦不致發生違約證券商之債權人含往來銀行，聲請法院扣押或行使其他權利如抵銷權、留置權，致違約證券商欲而不能撥付證交所之情事，委託「買進」之一般證券投資人亦可透過集保公司取得證交所指示撥付之買進證券，綜上述可知在證券市場方面，要發生「投保法」所指稱之償付事件動用投保基金償付的可能性微乎其微。再者，現在台灣金融市場已經屬於金控的天下，

在此情況下，證券商屬於金控子公司者，母公司會出面擋掉風險，所以不論是制度面，或實務運作面來看，動用投保基金償付可能性極低。

● 券商公會黃理事長敏助

針對王組長的發言，我再補充一點：目前所有的券商都有代理制度，如果主辦券商發生問題的話，代理券商就會馬上代其履行交割義務。券商本身也很樂意代為交割，因為他可以因此取得這些客戶。所以這就是我一開始就強調的，即使證券商財務困難，也不會影響客戶款券的交割。

● 簡教授明哲

我想請教一點，本研究提到各國發生償付案例都是屬於惡意（蓄意）的情況。聽了各位的意見，是不是就認為在我國制度下，就算是惡意的違約也可以避免。因為我們討論的都是當期的交易，所以這些交易不論依法律規章，或是在實務運作程序下都會被保護？

● 券商公會黃理事長敏助

在目前共同責任制的交割結算基金制度下，證券商等同處於連保的狀態，發生問題的券商當然要先自行繳付及履約，因為券商都綁在一起，所以會互相監督。尤其交割結算基金有證交所 3 人，券商公會 8 人組成管理委員會共同監督運作，成效良好。

● 櫃買中心寧副總經理國輝

當年成立交割結算基金時我還在主管機關，一路走來這個制度逐漸完善，預防風險的堤防也逐漸加高。我在這裡要舉一個例子給大家參考，最近櫃買中心與期交所申請加入交易所聯合會，他們也派人來

瞭解我們市場的相關制度。尤其是對證券市場是否為投資人提供抱怨的管道，紛爭處理機制為何？及投資人保護制度的建構等。我們回覆目前已經有投資人保護中心，專門進行糾紛處理，如團體訴訟、調處，另外也有償付基金，讓聯合會派來的律師印象非常深刻。所以不管是從 100 萬元提高到 120 萬元，以台灣這樣的新興交易市場而言，制度上已經非常完善。另外要思考的是，建構投資人保護體系，也要考慮時空背景的差異，當年證券商主要風險來源為經紀商違約，但隨著我國證券商業務擴大，也逐漸朝著投資銀行的方向發展，以現在的環境而言，發生證券經紀商財務困難違約的情形，就像是被雷打到一樣機率非常低。像過去曾發生的匯豐證券申請停業的案件，並不是違約產生問題，而是匯豐長期幫客戶墊款，為調度資金融資導致出現財務缺口。從發生該案之後，證券商發生財務困難危害市場的可能性已降低，原因是我們現在只要發現交易異常的帳戶，就會主動告知證券商注意，瞭解證券商是否確實依 KYC 作業流程瞭解他的客戶。如果是個別股票暴漲暴跌，就會祭出限制措施，如限制融資券額度，或是要求預收款券，尤其採分盤交易，很難炒作起來。如果不依規定繳付交割結算基金，就會限制券商交易額度，所以現在對券商的規範是相當嚴格的。

● 櫃買中心周副理資輔

我補充一點，最近我們跟交易所討論交割結算基金的規模時，認為現在證券交易都是採淨額交割制度，所以現行「投保法」第 18 條仍然採用各證券商受託買賣成交金額來計算的方式不符實際，應採行淨額提撥較符合風險觀念。建議應把受託買賣的金額，修改為受託買賣的淨收淨付餘額來計算提撥。

● 期交所邱副總經理文昌

一、從整個保護基金受撥收益來看，期交所歷年來繳付的比例，隨著我們量的增加，從第一年占 17%，當時證交所占 30%；到最近我們已經占 28%，同一時期證交所大概占 21% 左右，我想期貨商應該也有同樣的狀況。因為「投保法」第 18 條是用口數來計收，在訂定當時，我們期貨商對交易人的每口收入，是高達 1200 元左右，但現在可能已經降到 50 元到 100 元之間。所以收入降幅非常之大，但徵收基金的比例卻未隨著調整，期貨業和我們對保護基金的貢獻可能高達 40% 左右，所占比重極大，與所受保護案件相較顯不相稱。

二、財務安全制度方面

- (一) 期貨市場在 86 年立法的時候，已經考量過去處理證券市場違約的經驗，再加上期貨交易本身為高槓桿、高風險的交易模式，所以在「期交法」的立法過程中，對於交易人的保護，法規相當明確。包括像剛剛先進們提到分離帳戶的觀念。「期交法」第 70 條也有明文規定，如果期貨商違反，會面臨 3 年以下的有期徒刑。
- (二) 在保證金機制控管方面，從原始保證金的繳交，到低於保證金 75% 時，我們會發 margin call，甚至我們可以在盤中隨時做 margin call。如果交易人未繳足保證金成數，期貨商可以對交易人的部位作斷頭處置，將交易人違約狀況降到最低，甚至到低於 25% 時，就直接砍倉。所以，從保證金的規範如此嚴格，到分離帳戶的規定，使期貨商或其債權人都不能動用交易人的帳戶。
- (三) 「期交法」設有結算會員機制，結算會員必須為其下面的會員是否履約交割做擔保。此外，「期交法」也明文規定期貨

交易所為結算機構，該法有「結算機構」專章，所以期貨交易有 CCP 機制，期交所擔任雙方交易人的交易對手，可以擔保雙方履約。

- (四) 「期交法」第 49 條也規定，如果結算會員不履行結算交割義務時，我們除了保證金，還有各種交割結算基金、賠償準備金，還有等同於證券市場的共同連保制度。所以我國期貨市場不論是系統性風險或是個人風險都可以降到最低。所以我也呼應現貨市場的看法，在期貨市場若發生違約，即使期貨商因違約金額過大發生財務困難，但有前述各項配套措施輔助，故動用償付基金的可能性極低。

三、有關償付發生之可能性

- (一) 期交所業務規則第 116 條和第 117 條也規定，遇到市場發生特殊狀況時，我們可以限制期貨商接單的數量，甚至交易人的數量，另外「期交法」第 72 條也有關 ANC 的控管。因此，我們認為償付基金的功能，已經因為市場歷來發生各類狀況導致法規不斷的修正，也建立很好的財務防衛制度，整個市場的機制，是在假設沒有保護中心作為後盾的前提下建立的。之前證券市場的先進們也提到證券市場不太可能發生償付事件，在期貨市場更為嚴密的規範下，更不可能發生。在償付基金欲保護的風險不高的情形下，要提高償付基金上限，不見得會增加對投資人與交易人的保護。而各機構與公司在繳付這筆金額時，可能也會認為不需要繳付這麼多的費用，甚至是否可以把應繳付的金額做更妥善的運用。因此我認為，各自市場均有其機制去承擔其風險，償付基金設立的目的可以再予檢討。

- (二) 針對本報告，資料蒐集得相當完整，但有些部分須更正：

1. 首先是第 10 頁，保護基金的提撥比率，是依不同期貨的類別來區分，建議可以增列受撥收入的部分，各自商品的比率可以當附件。
2. 另外在第二章第二節交割結算基金的敘述上，可以把剛剛證交所提出的運作狀況，以及我提出的期貨交易的內容納入，就可以證明目前市場防衛機制已經足夠。
3. 至於國外制度部分，我們看過各國制度比較表後發現，除了英國採行 Universal banking 的概念，把期貨和選擇權納入外，至於其他國家，似乎沒有將店頭市場衍生性商品包含在內，目前我們的櫃買中心的店頭市場交易也不受保護。我個人反而認為店頭市場的衍生性商品，因為無 CCP 機制，反而因證券商履約能力不足，違約的可能性更高。這就是為什麼在金融海嘯發生後，許多人認為應該將 CDS 或 CDO 標準化後納入集中市場交易，就可以直接納入集中結算交割機制。當然店頭市場衍生性商品風險很高，也許有認為不適宜納入保護範圍。但我認為應該觀察風險源的出處，才來決定保護是否已足，或是需要提高，如果把保護對象全混在一起一併提高償付金額，反而會造成混淆。
4. 另外有關交易人的平均金額方面，我們市場的周轉率很高，是以名目上的成交金額來看。所以散戶投資人可能只買幾張股票，但連續重複交易，實際上金額並不大，所以我認為應該從存量的觀點來看是否有調高償付金額的必要，再來討論物價水準或 GDP 的影響。

四、最後本案應該先瞭解償付基金要保護的對象為何，以及保護的範圍大小，我同意黃理事長的想法，目前市場最常發生的不法案件，如內線交易、炒作、或是財報不實等，有很大比例問題

多源自上市公司、承銷商本身所產生的問題。從這個觀點來看，當上市公司發生問題，導致交易發生問題，證券商發生財務困難，反而是要證券經紀商、期交所與期貨商提撥的基金來承擔，卻不是由承銷商或發行公司來繳交償付基金，或是負起責任，後續交由保護中心進行團體訴訟或調處。也就是說，現行的規定所保護的是一個不可能發生的問題，但投資人買賣問題公司有價證券這部分，卻無法因此受到保護。尤其期貨商品為有價證券的分身，真正出問題的是本尊。當然期交所也願意為市場盡一份心力，如果我們有獲利，也很樂意對市場有所貢獻。只是目前整個機制的設定，以及繳付提撥費用的方式，仍然有檢討的必要，希望研究單位能幫我們表達出來，讓整個報告更完整。我覺得這是一個很有意義的報告，探究內容應該不只要不要提高償付上限，而是提供一個機會讓大家檢視目前機制的必要性與功能性，應該往何方向調整，才能真正保護到應受保護的對象，以及檢討何者才是應該繳付基金的人，而不是讓不應負擔風險成本的人繳付基金，卻讓應負擔風險之人不須負責，反而使他們得以恣意行動。如果今天的討論可以呈現出這個問題，就是一個很有意義的會議。

- **王教授泰昌**

非常感謝大家踴躍提供建議，接下來我們請主管機關表示意見。

- **陳簡任稽核麗玲**

這個案子是源自於立法院審查投保中心時所提出的建議，由於償付基金是由各單位及證券暨期貨商所提供，我們也希望多聽聽大家的意見作為參考。同時，若提高償付基金上限，也擔心會影響到投保中

心的正常運作，所以希望透過這個研究來瞭解提高的可能性。剛剛大家都提到償付基金提撥的金額問題，其實我們即將發布一個函令（金管證交字第 1000041528 號），將自今年 100 年 7 月 1 日起至明年 12 月 31 日止調降證券商和期貨商撥付償付基金比率，也是考慮到保護基金目前已達法律設定的 50 億元水位，另外也是參採證券商與期貨商公會的意見。

關於本研究報告初稿的第 163 頁-164 頁有引用兩位教授的意見的內容，比較偏向「金融消費者保護法」的範圍，與本次報告主題不相關，而且如陳教授提出的行政處分先行的觀念，也比較不適用於我國的情況。因為行政處分是對業者的處分，與金融消費者無直接關係。

● 王教授泰昌

非常感謝大家的寶貴意見，現在我們請投保中心吳總經理說幾句話。

● 吳總經理崇權

非常感謝各位的意見。本研究的目的源自於立法院的要求，剛剛主管機關也提到這一點，就是因為民意代表提到存款保證都調高額度了，投保中心是不是也應該考慮調高償付上限？其實我們迄今尚無償付案例，也不能確定個人償付 100 萬元上限保障到底夠不夠？如果依立法委員建議，提高到 120 萬元當然更有保障。本研究也讓大家有機會可以檢視目前「投保法」相關規定是否合宜？當時訂定「投保法」的原因，是因為消保會將投資商品和投資行為納入「消費者保護法」的範圍，為求規範之適切性，證券主管機關於「投保法」第一條立法目的就指出該法係為保障證券投資人及期貨交易人之權益，並促進證券及期貨市場健全發展。但事實上當時證券暨期貨市場也已經建立相

當嚴格的監理制度來防止市場風險，而成立當時我們所能參考的對象，就是美國投資人保護法和投資人保護公司，故我國投保法的償付對象也是以證券商或期貨商因財務困難無法償付投資人或交易人損失為主。剛剛黃理事長提到在現行交易實務運作下，不可能發生投資人因證券（期貨）商財務困難而受損的情形，但這個條件是法律明文規定的，在修法前不能改變，所以也不能說研究機構在這方面敘述有問題。另外有關投保中心所扮演的角色問題，各國償付基金重點都在償付，但其實償付這部分並不是我們投保中心的唯一任務重點。我們著重的尚有代位公司行使歸入權，以及代理投資大眾進行團體訴訟，甚至是對違法公司負責人提起解任訴訟。但這些業務費用都是靠償付基金的孳息支付，所以主管機關特別關切保護基金的孳息夠不夠用是有其原因的。不過主管機關聽到業者的聲音，也同意要調降撥付的比率。我在此感謝研究機構與各位與會人士參與討論，也許未來檢討修正償付的標的與範圍，是一個很好的方向。

● 葉處長淑玲

謝謝各位老師和先進提供的寶貴意見，本案在 6 月 10 日已先向投保中心做期中報告，當時也有其他教授提出寶貴意見，我們也將內容併入。今天討論的內容我們會做成會議紀錄，再請各位確認，會議紀錄也會附在報告後面供參考。本報告對期貨方面說明較少，另外也有一些錯誤的部分，我們都會做一些修正。如果各位手邊有一些資料可以提供我們參考，我們也非常歡迎。這個題目看來也衍生出一些問題，但是我們還是要回歸這個題目設定的範圍，即仍以提高償付上限可行性為主。其他衍生出來的問題，可能需要另案來處理。

● 證交所林副總經理火燈

以目前償付基金償付的對象範圍，以及市場制度現況，動用償付基金的可能性小。既然如此，如果要提高償付上限，必須要明確的說明有哪些指標告訴我們有提高的必要，或是主管機關在這方面的政策判斷，認為有必要提高，在內容敘述上就要朝這個方向來說明。否則僅是提高償付上限，也不需要向基金提撥的關係人多收錢，就算訂到500萬也無妨。不過這部分純屬個人意見，不代表我們公司的意見。

● 王教授泰昌

非常感謝大家寶貴的意見本次會議紀錄會做為報告的附件，提供給各位參考。一開始我接這個計畫的時候，也想過用科學的方法來分析提高償付上限，對基金得否正常運作的影響，沒想到過去從未發生過償付的案例，難以用數據客觀分析。變成只能配合立法委員的要求，從其他國家的作法來找依據，然後再找一些可能可以支持我們結論的理由。當然各位先進都提到發生償付事件的可能性非常非常低，且立法委員並未要求一定要提高，所以我們會考慮各位所提供的意見，朝這樣的方向來做建議，今天真的非常感謝大家的參與。

散會（下午五點）

附錄二：

國內主要證券商 2002~2009 年度財務比率分析表

富邦證券 2002~2009 年度財務比率分析表

單位：%

財務比率名稱	2009 年度	2008 年度	2007 年度	2006 年度	2005 年度	2004 年度	2003 年度	2002 年度
股東權益占資產比率	65.96	70.67	55.08	55.11	52.04	53.23	57.28	58.38
負債占資產比率	34.04	29.33	44.92	44.89	47.96	46.77	42.72	41.62
長期資金占固定資產比率	1,595	1,491	1,822	1,697	1,733	1792.82	1381.25	1744.98
流動比率	250.12	281.23	196.23	194.25	192.45	210.26	213.27	215.27
速動比率	249.42	279.99	195.89	193.93	192.36	210.14	213.25	215.25
資產報酬率	5.13	2.18	6.31	4.75	1.54	3.81	4.33	6.04
股東權益報酬率	7.56	3.55	11.53	8.93	2.94	6.91	7.47	10.46
營業利益占實收資本比率	17.7	5.59	25.45	20.71	7.21	19.92	16.88	19.09
稅前純益占實收資本比率	20	7.2	27.35	25.51	9.46	24.22	21.05	21.54
純益率	29.6	18.66	36.4	31.83	13.59	24.9	35.76	39.26
每股盈餘（元）	1.72	0.64	2.3	1.84	0.67	1.63	1.36	2
現金流量比率	-	168.85	-	14.53	-	18.89	--	11.88
現金流量允量比率	334.84	315.92	118	149.52	61.47	126.31	100.04	140.87
現金再投資比率	-	59.62	-	9.41	-	34.26	--	10.91

兆豐證券 2002~2009 年度財務比率分析表

單位：%

財務比率名稱	2009 年度	2008 年度	2007 年度	2006 年度	2005 年度	2004 年度	2003 年度	2002 年度
股東權益占資產比率	34	27	25	23	31	31	40	31
負債占資產比率	66	73	75	77	69	69	60	69
長期資金占固定資產比率	487	521	689	577	600	589	921	269
流動比率	129	131	132	120	142	139	144	109
速動比率	129	131	132	120	142	139	144	109
資產報酬率	3	-4	2	4	2	1	6	-2
股東權益報酬率	9	-18	8	13	4	1	15	-6
營業利益占實收資本比率	20	-11	13	12	5	2	12	-5
稅前純益占實收資本比率	17	-19	13	13	4	3	13	-4
純益率	21	-38	14	30	19	4	26	-18
每股盈餘（元）	1.07	-2.01	1.07	1.56	0.44	0.11	1.33	-0.45
現金流量比率	-	54	-	-	11	-	-	-
現金流量允量比率	278	325	175	-	-	232	253	264
現金再投資比率	-	98	-	-	15	-	-	-

國泰證券 2002~2009 年度財務比率分析表

單位：%

財務比率名稱	2009 年度	2008 年度	2007 年度	2006 年度	2005 年度	2004 年度	2003 年度	2002 年度
股東權益占資產比率	62.22	92.67	92.67	93.74	97.12	77.19		
負債占資產比率	37.78	7.33	7.33	6.26	2.88	22.81		
長期資金占固定資產比率	10,846.53	7,976.74	5,637.50	4,191.86	3,795.93	9641.31		
流動比率	224.44	1163.35	1101.64	1271.35	3466.59	412.42		
速動比率	224.34	1162.57	1101.52	1270.99	3465.58	362.15		
資產報酬率	3.05	-1.28	0.44	0.62	1.32	-0.93		
股東權益報酬率	4.12	-1.38	0.48	0.65	1.52	-1.2		
營業利益占實收資本比率	6.3	-2.92	0.24	-0.28	1.22	-1.87		
稅前純益占實收資本比率	6.71	-1.96	0.86	0.98	2.32	-1.41		
純益率	14.75	-10.98	4.06	6.71	14.47	-54.32		
每股盈餘 (元)	0.46	-0.15	0.05	0.07	0.16	-0.12		
現金流量比率	-	149.39	-	-	155.08	-		
現金流量允量比率	340.28	292.51	-	-	-	-		
現金再投資比率	-	9.56	-	-	4.12	-		

大華證券 2002~2009 年度財務比率分析表

單位：%

財務比率名稱	2009 年度	2008 年度	2007 年度	2006 年度	2005 年度	2004 年度	2003 年度	2002 年度
股東權益占資產比率	53.58	51.93	39.7	21.58	22.86	27.01	28.76	28.5
負債占資產比率	46.42	48.07	60.3	78.42	77.14	72.99	71.24	71.5
長期資金占固定資產比率	812	702	740	660	664	785.64	750.72	541.87
流動比率	173.65	168.85	141.67	122.19	116.78	139.14	143.02	123.48
速動比率	173.56	168.79	141.62	122.17	116.75	139.11	142.96	123.44
資產報酬率	7.29	-3.12	-2.6	2.15	3.15	1.72	2.52	-0.94
股東權益報酬率	13.99	-7.04	-9.34	8.86	14.44	6.29	8.95	-3.21
營業利益占實收資本比率	15.48	-12.34	13.15	-10.31	18.19	8.68	10.83	-3.57
稅前純益占實收資本比率	17.54	-12.18	15.2	-11.09	20.84	12.87	15.45	-1.3
純益率	37.9	-23.11	-18.15	27.82	24.42	18.04	24.52	-11.9
每股盈餘（元）	1.9	-0.92	-1.49	1.22	2.14	0.84	1.16	-0.41
現金流量比率	-34.04	71.34	0.33	5.46	註四	12.35	註四	3.78
現金流量允量比率	2.01	4.27	註五	89.85	註五	404.03	81.95	156.06
現金再投資比率	註六	0.59	註六	10.99	註六	16.35	註四	5.24

華南永昌證券 2002~2009 年度財務比率分析表

單位：%

財務比率名稱	2009 年度	2008 年度	2007 年度	2006 年度	2005 年度	2004 年度	2003 年度	2002 年度
股東權益占資產比率	49.01	64.33	48.04	49.18	46.14	44.4	38.14	27.66
負債占資產比率	50.99	35.67	51.96	50.82	53.86	55.6	61.86	72.34
長期資金占固定資產比率	766.77	646	740.67	616.90	561.70	563.91	473.3	341.02
流動比率	160.81	206.53	151.31	158.55	153.27	144.2	131.36	113.17
速動比率	160.74	206.35	151.27	158.42	153.21	144.13	131.32	113.11
資產報酬率	5.13	-	5.22	4.55	1.93	4.34	3.99	2.82
股東權益報酬率	9.29	-	10.74	9.53	4.26	10.51	12.31	9.91
營業利益占實收資本比率	13.13	0.36	19.24	14.32	7.24	15.72	14.28	15.66
稅前純益占實收資本比率	14.76	-	19.94	15.21	8.31	17.07	15.1	13.79
純益率	29.07	-	28.69	29.37	15.26	25.64	28.5	18.78
每股盈餘（元）	1.24	-0.27	1.50	1.22	0.53	1.32	1.44	1.12
現金流量比率	-	189.90	-	-	25.50	14.49	-	-
現金流量允量比率	468.07	406.50	134.63	148.12	134.34	115.25	85.65	94.06
現金再投資比率	-	81.08	-	-	17.91	10.29	-	-

永豐金證券 2002~2009 年度財務比率分析表

單位：%

財務比率名稱	2009 年度	2008 年度	2007 年度	2006 年度	2005 年度	2004 年度	2003 年度	2002 年度
股東權益占資產比率	43.87	56.92	44.27	37.33	46.42	46.89	44.67	43.82
負債占資產比率	56.13	43.08	55.73	62.67	53.58	53.11	55.33	56.18
長期資金占固定資產比率	1,093.87	1,030.12	1,078.44	920.08	963.62	923.71	909.77	775.43
流動比率	143.59	189.62	151.67	134.77	152.51	159.00	157.99	151.67
速動比率	143.56	189.54	151.57	134.73	152.45	158.94	157.54	151.59
資產報酬率	4.44	-1.88	6.67	3.46	2.20	1.86	4.29	3.30
股東權益報酬率	9.10	-3.83	16.56	8.78	4.77	4.11	9.81	7.83
營業利益占實收資本比率	13.65	-3.78	27.53	10.81	8.05	8.83	14.00	11.71
稅前純益占實收資本比率	16.57	-5.56	33.06	17.84	10.54	10.36	17.73	12.98
純益率	32.32	-20.11	40.34	33.21	21.77	15.00	34.79	27.46
每股盈餘(元)	1.41	-0.59	2.53	1.23	0.59	0.60	1.44	1.10
現金流量比率	-	117.94	21.67	-	7.62	24.34	-	-
現金流量允量比率	173.79	347.12	63.13	-	32.18	120.53	47.17	69.64
現金再投資比率	-	62.71	17.48	-	5.01	15.96	-	-

一銀證券 2002~2009 年度財務比率分析表

單位：%

財務比率名稱	2009 年度	2008 年度	2007 年度	2006 年度	2005 年度	2004 年度	2003 年度	2002 年度
股東權益占資產比率	46.24	48.56	42.35	35.12	35.97	40.85	21.54	24.27
負債占資產比率	53.76	51.44	57.65	64.88	64.03	59.15	78.46	75.73
長期資金占固定資產比率	2,491.65	2,334.69	2,995.81	2,441.75	2,116.67	1,679.33	1,586.64	1,207.44
流動比率	168.97	171.52	185.33	158.19	171.27	1.86	1.28	1.21
速動比率	168.65	171.32	185.26	158.06	171.14	1.86	1.28	1.21
資產報酬率	6.43	-4.03	7.28	1.71	0.9	0.17	4.08	3.33
股東權益報酬率	13.58	-9.67	17.28	3.9	1.56	-0.43	16.60	8.10
營業利益占實收資本比率	15.57	-8.45	24.13	1.38	3.07	2.01	0.62	8.02
稅前純益占實收資本比率	17.03	-9.59	23.31	5.53	4.9	2.89	17.24	10.44
純益率	34.21	-31.49	32.32	8.47	4.65	-1.28	55.52	24.03
每股盈餘 (元)	1.55	-1.08	1.86	0.38	0.15	-0.05	1.57	0.66
現金流量比率	-	89.52	-	-	4.36	-	-	-
現金流量允量比率	1819.60	1193.43	58.83	59.37	66.07	-	-	-
現金再投資比率	-	82.54	-	-	8.42	-	-	-

元大證券 2002~2009 年度財務比率分析表

單位：%

財務比率名稱	2009年度	2008年度	2007年度	2006年度	2005年度	2004年度	2003年度	2002年度
股東權益占資產比率	66	56	62	43	30	27	32	
負債占資產比率	34	44	38	57	70	73	68	
長期資金占固定資產比率	1,004	1,313	865	894	694	669	593	
流動比率	200	161	192	147	122	118	123	
速動比率	199	161	192	147	121	117	123	
固定資產週轉率	3	4	2	3	2	3	2	
總資產週轉率	0.17	0.15	0.16	0.16	0.11	0.12	0.14	
資產報酬率	5	6	14	2	-4	2	3	
股東權益報酬率	9	9	23	6	-12	8	9	
營業利益占實收資本比率	11	9	13	6	-6	5	7	
稅前純益占實收資本比率	14	14	17	9	-11	10	13	
純益率	34	36	51	14	-37	15	18	
每股盈餘（元）	1.11	1.07	1.69	0.68	-1.32	0.84	1	
現金流量比率	29	30	9	1	6	4	1	
現金流量允量比率	155	172	173	137	76	155	114	
現金再投資比率	8	12	4	1	13	10	NA	

日盛證券 2002~2009 年度財務比率分析表

單位：%

財務比率名稱	2009 年度	2008 年度	2007 年度	2006 年度	2005 年度	2004 年度	2003 年度	2002 年度
股東權益占資產比率	58.27	50.67	36.84	29.79	33.53	37.09	44.7	49.93
負債占資產比率	41.73	49.33	63.16	70.21	66.47	62.91	55.30	50.07
長期資金占固定資產比率	1,116.29	1,050.39	1,259.03	939.51	964.92	1,008.58	793.24	837.06
流動比率	186.52	170.65	155.75	128.25	138.86	159.47	149.08	174.85
速動比率	186.40	170.24	155.54	128.20	138.64	159.26	148.92	174.71
資產報酬率	4.26	0.89	4.45	2.52	2.71	1.14	-1.46	3.47
股東權益報酬率	7.94	2.12	13.60	8.08	7.77	2.84	-3.11	6.76
營業利益占實收資本比率	17.07	5.50	26.83	10.49	11.36	10.49	-1.27	13.26
稅前純益占實收資本比率	19.03	6.69	29.05	13.29	13.09	11.56	-1.05	14.55
純益率	24.74	7.30	28.23	24.46	25.91	7.92	-12.45	19.68
每股盈餘（元）	1.34	0.36	2.30	1.30	1.10	0.43	-0.49	1.12
現金流量比率	-	103.00	-	-	2.76	4.45	-	9.47
現金流量允量比率	390.43	404.57	-	-	-	378.99	258.49	596.91
現金再投資比率	-	77.86	-	-	4.01	4.76	-	3.19

中國信託綜合證券 2002~2009 年度財務比率分析表

單位：%

財務比率名稱	2009 年度	2008 年度	2007 年度	2006 年度	2005 年度	2004 年度	2003 年度	2002 年度
股東權益占資產比率	81.24	52.89	48.95	47.62	45.11	37.92	60.68	44.39
負債占資產比率	18.76	47.11	51.05	52.38	54.89	62.08	39.32	55.61
長期資金占固定資產比率	4,652.31	4,146.32	4,157.14	3,626.80	1,799.00	1,674.43	1,361.69	881.42
流動比率	500.96	194.93	181.10	175.52	168.32	163.62	218.43	163.57
速動比率	500.63	194.80	180.94	175.50	168.26	161.43	204.22	157.97
資產報酬率	2.95	-2.55	4.07	-3.53	1.09	0.20	2.99	-4.64
股東權益報酬率	4.60	-5.09	8.53	-7.71	2.65	0.43	5.66	-9.08
營業利益占實收資本比率	4.62	-6.37	6.75	-3.03	8.92	5.17	6.53	-8.82
稅前純益占實收資本比率	4.64	-5.56	9.05	-4.21	9.56	3.74	7.06	-7.70
純益率	32.50	-33.68	30.70	-55.25	10.75	1.79	16.35	-31.58
每股盈餘（元）	0.47	-0.54	0.90	-0.82	0.29	0.05	0.54	-0.93
現金流量比率	-	47.96	-	28.28	-	0.59	0.64	2.26
現金流量允量比率	1903.04	1182.91	254.32	256.56	22.48	22.64	17.22	-
現金再投資比率	-	37.53	-	28.73	-	-	0.39	2.61

新壽證券 2002~2009 年度財務比率分析表

單位：%

財務比率名稱	2009 年度	2008 年度	2007 年度	2006 年度	2005 年度	2004 年度	2003 年度	2002 年度
股東權益占資產比率		33	37	38	49	51	47	51
負債占資產比率		67	63	62	51	49	53	49
長期資金占固定資產比率		1,051	1,216	2,420	841	837	1241	1101
流動比率		136	145	148	175	184	171	179
速動比率		136	145	148	174	184	171	179
資產報酬率		-3	2	6	2	1	5	-8
股東權益報酬率		-8	4	12	3	2	9	-15
營業利益占實收資本比率		7	15	5	2	8	8	-15
稅前純益占實收資本比率		7	17	6	3	9	9	-14
純益率		-34	11	46	23	19	60	-169
每股盈餘（元）		-0.91	0.48	1.43	0.36	0.22	0.9	-1.39
現金流量比率		13	4	-	17	-	-	-
現金流量允量比率		-	-	-	186	-	-	-
現金再投資比率		23	3	-	16	-	-	-

寶來證券 2002~2009 年度財務比率分析表

單位：%

財務比率名稱	2009 年度	2008 年度	2007 年度	2006 年度	2005 年度	2004 年度	2003 年度	2002 年度
股東權益占資產比率	41.87	46.97	34.68	31.7	28.73	29.74	31.3	38.44
負債占資產比率	58.13	53.03	65.32	68.3	71.27	70.26	68.7	61.56
長期資金占固定資產比率	1,175.56	1,037.17	1,342.60	1,063.49	747.59	718.68	N/A	N/A
流動比率	154.22	157.11	139.21	128.7	119	123.28	148.14	128.65
速動比率	154.14	156.98	139.14	128.64	118.93	123.12	N/A	N/A
資產報酬率	2.68	-3.77	3.66	1.84	0.61	1.75	2.05	1.86
股東權益報酬率	6.07	-9.61	11	6.07	2.09	5.76	5.98	4.5
營業利益占實收資本比率	7.33	-8.72	12.33	8.03	7.3	11.57	9.29	7.94
稅前純益占實收資本比率	8.65	-11.11	18.31	9.99	6.39	14.77	12.46	8.73
純益率	13.54	-26.37	23.61	16.65	5.27	10.61	13.62	11.48
每股盈餘(元)	0.75	-1.23	1.5	0.89	0.3	0.85	0.89	0.7
現金流量比率	N/A	38.39	N/A	9.44	-13.3	8.38	N/A	N/A
現金流量允量比率	N/A	N/A	N/A	19.66	16.11	402.54	N/A	N/A
現金再投資比率	N/A	37.55	N/A	18.33	-30.93	15.17	N/A	N/A

統一證券 2002~2009 年度財務比率分析表

單位：%

財務比率名稱	2010年度	2009年度	2008年度	2007年度	2006年度	2005年度	2004年度	2003年度	2002年度
股東權益占資產比率	42.39	46.84	57.25	36.28	38.72	32.97	49.27	36.43	36.93
負債占資產比率	57.61	53.16	42.75	63.72	61.28	67.03	50.73	63.57	63.07
長期資金占固定資產比率	845.99	975.32	925.28	1,059.27	891.91	763.25	1,056.02	1,052.64	N/A
流動比率	147.21	178.36	250.59	145.55	139.67	128.75	169.88	139.37	139.05
速動比率	147.11	178.24	250.27	145.44	139.55	122.44	156.92	132.52	N/A
資產報酬率	4.15	5.75	-0.44	5.69	4.74	2.86	3.91	4.71	2.86
股東權益報酬率	9.03	11.03	-2.88	12.73	12.31	6.08	8.14	11.8	4.99
營業利益占實收資本比率	12.28	15.66	2.63	25.31	20.97	11.54	14.69	16.12	8.66
稅前純益占實收資本比率	15.12	18.82	-2.85	24.65	21.99	11.89	15.59	18.94	11.32
純益率	34.86	38.55	-11.75	30.52	39.03	25.18	28.96	40.69	16.53
每股盈餘（元）	1.5	1.76	-0.44	2.05	1.91	0.9	1.21	1.68	0.67
現金流量比率	N/A	N/A	175.2	N/A	6.98	-22.12	35.01	-1.69	N/A
現金流量允量比率	340.73	284.19	278.58	86.03	-53.75	-122.6 6	184.65	318.58	N/A
現金再投資比率	-4.42	N/A	66.7	-4.14	5.41	-35.85	25.38	-2.12	N/A

元富證券 2002~2009 年度財務比率分析表

單位：%

財務比率名稱	2009 年度	2008 年度	2007 年度	2006 年度	2005 年度	2004 年度	2003 年度	2002 年度
股東權益占資產比率	33.17	33.82	32.6	24.09	26.63	27.23	32.98	40.31
負債占資產比率	66.83	66.18	67.4	75.91	73.37	72.77	67.02	59.69
長期資金占固定資產比率	848.65	929.91	1,070.62	898.44	890.9	954.1	977.14	N/A
流動比率	129.57	137.24	139.81	120.84	124.1	126.98	143.79	148.62
速動比率	129.49	137.05	139.71	120.8	124.04	126.26	143.58	N/A
資產報酬率	3.11	-2.43	1.68	1.75	1.56	2.46	3.59	2.97
股東權益報酬率	8.53	-10.16	2.69	4.07	3.76	6.85	8.7	4.73
營業利益占實收資本比率	12.76	-7.91	6.84	7.43	6.69	12.4	11.55	5.98
稅前純益占實收資本比率	12.48	-9.42	6.73	7.6	6.43	12.29	12.7	7.76
純益率	11.36	-14.58	6.21	9.48	12.97	18.75	23.88	17.81
每股盈餘（元）	1.04	-1.25	0.35	0.56	0.51	0.92	1.18	0.63
現金流量比率	-26	45.18	2.35	-6.45	1.78	9.23	-16.35	N/A
現金流量允量比率	56.81	455.97	-76.42	-150.13	-43.81	258.05	89.34	N/A
現金再投資比率	-46.95	65.58	1.59	-18.6	2.17	17.35	-23.99	N/A

群益證券 2002~2009 年度財務比率分析表

單位：%

財務比率名稱	2009 年度	2008 年度	2007 年度	2006 年度	2005 年度	2004 年度	2003 年度	2002 年度
股東權益占資產比率	40.37	43.04	34.85	31.93	28.91	39.61	39	43.09
負債占資產比率	59.63	56.96	65.15	68.07	71.09	60.39	61	56.91
長期資金占固定資產比率	527.22	445.62	581.95	513.8	478.86	506.2	460	454.49
流動比率	137.76	129.91	132.04	124.28	118.79	133.61	130	140.3
速動比率	137.57	129.63	131.9	124.15	118.7	133.22	129	140.15
資產報酬率	5.72	-10.88	3.75	2.18	0.93	2.89	2.01	1.59
股東權益報酬率	13.94	-29	11.29	7.24	2.8	7.43	4.96	4.1
營業利益占實收資本比率	18.83	-44.66	19.25	11.18	6.76	12.34	9.24	6.15
稅前純益占實收資本比率	20.78	-43.92	23	14.43	8.68	15.98	9.25	8.61
純益率	33.53	-113.5	28.6	11.52	11.52	23.03	21.85	14.62
每股盈餘（元）	1.58	-3.6	1.7	0.42	0.42	1.1	0.72	0.58
現金流量比率	N/A	54.09	N/A	2.52	2.52	11.45	N/A	2.29
現金流量允當比率	461.25	456.53	121.81	121.18	121.18	564.32	457.89	317.01
現金再投資比率	N/A	59.29	N/A	N/A	N/A	13.41	N/A	2.17

凱基證券 2002~2009 年度財務比率分析表

單位：%

財務比率名稱	2009 年度	2008 年度	2007 年度	2006 年度	2005 年度	2004 年度	2003 年度	2002 年度
股東權益占資產比率	39.93	34.73	49.5	38.6	33.24	32.66	41.16	41.02
負債占資產比率	60.07	65.27	50.5	61.4	66.76	67.34	58.84	58.98
長期資金占固定資產比率	1,104.31	913.47	1,001.21	794.85	680.8	701.12	575.57	455.65
流動比率	120.97	126.88	157.42	129.43	125.62	125.37	135.98	135.01
速動比率	120.92	126.76	157.33	129.31	125.47	125.21	135	134.3
資產報酬率	2.27	2.26	6.54	3.09	-0.33	2.67	3.33	2.62
股東權益報酬率	6.09	5.5	15.09	8.68	-1.02	7.5	8.22	6.08
營業利益占實收資本比率	6	0.29	14.85	10.78	-0.37	9.38	7.55	9.44
稅前純益占實收資本比率	8.16	9.39	23.53	13.16	0.45	10.15	9.35	11.14
純益率	28.74	23.06	41.4	28.67	-5.04	23.84	27.98	17.7
每股盈餘(元)	0.85	0.74	2.08	1.06	-0.12	0.88	1.1	0.86
現金流量比率	-3.76	26.07	22.03	-2.19	1.12	-0.99	-6.25	-22.14
現金流量允量比率	62.61	313.22	61.9	-98.97	-101.6	10.22	10.1	41.03
現金再投資比率	-6.14	35.02	15.03	-3.31	2.01	-1.92	-8.62	-30.3

金鼎證券 2002~2009 年度財務比率分析表

單位：%

財務比率名稱	2010年度	2009年度	2008年度	2007年度	2006年度	2005年度	2004年度	2003年度	2002年度
股東權益占資產比率	51.67	41.82	36.07	27.53	21.3	21.51	32.95	37.41	42.33
負債占資產比率	48.33	58.18	63.93	72.47	78.7	78.49	67.05	62.59	57.67
長期資金占固定資產比率	526.75	510.17	493.71	673.83	497.79	509.52	553.82	598.09	541.16
流動比率	163.8	140.25	130.35	128.89	114.88	115.29	125.55	134.15	132.14
速動比率	163.49	139.99	130.12	128.78	114.85	115.27	125.5	134.07	132.1
資產報酬率	0.01	1.76	-3.92	3.43	-1.75	-1.96	-1.5	0.28	1.97
股東權益報酬率	0.02	4.64	-12.95	14.45	-8.38	-7.68	-4.38	0.73	5.22
營業利益占實收資本比率	0.93	1.78	-10.41	15.04	6.28	3.58	6.24	2.19	8.44
稅前純益占實收資本比率	2.42	4.96	-11.04	14.1	-1.59	-2.59	-1.05	3.05	8.89
純益率	0.08	11.94	-30.13	22.15	-20.58	-26.07	-12.25	2.78	15.99
每股盈餘（元）	0	0.44	-1.29	1.45	-0.74	-0.8	-0.49	0.09	0.63
現金流量比率	N/A	10.96	56.34	N/A	N/A	N/A	4.58	N/A	N/A
現金流量允量比率	604.39	1,090.24	779.87	N/A	N/A	N/A	942.19	1,329.84	1,100.72
現金再投資比率	N/A	14.12	87.96	N/A	N/A	N/A	7.23	N/A	N/A

宏遠證券 2002~2009 年度財務比率分析表

單位：%

財務比率名稱	2009 年度	2008 年度	2007 年度	2006 年度	2005 年度	2004 年度	2003 年度	2002 年度
股東權益占資產比率	40.66	34.4	37.35	37.13	45.49	60.67	66.14	64.28
負債占資產比率	59.34	65.6	62.65	62.87	54.51	39.33	33.86	35.72
長期資金占固定資產比率	357.03	321.27	373.6	171.95	212.6	204.36	278.78	259.86
流動比率	126.95	117.53	126.11	101.9	101.92	102	108.32	96.71
速動比率	126.87	117.46	125.92	101.78	101.82	101.61	108.2	96.59
總資產週轉率	0.17	0.15	0.13	0.09	0.06	0.09	0.12	0.08
資產報酬率	2.68	-7.46	4.63	1.48	-6.29	-13.59	0.03	-7.05
股東權益報酬率	7.15	-20.73	12.43	3.63	-12.16	-21.37	0.05	-11.87
營業利益占實收資本比率	9.43	-21.05	6.89	-0.16	-4.53	-12.22	-2.4	-11
稅前純益占實收資本比率	9.12	-19.46	12.37	2.54	-5.44	-15.59	0.17	-10.52
純益率	15.11	-47.18	29.95	14.35	-69.72	-135.3	0.24	-78.85
每股盈餘（元）	0.63	-1.97	1.23	0.33	-1.26	-1.59	0	-1.04
現金流量比率	N/A	4.52	N/A	1.67	N/A	0	-5.52	2.37
現金流量允量比率	88.87	110.21	25.04	39.81	11.69	171.15	79.72	56.33
現金再投資比率	N/A	7.31	N/A	2.32	N/A	0	-1.73	0.83

康和證券 2002~2009 年度財務比率分析表

單位：%

財務比率名稱	2009 年度	2008 年度	2007 年度	2006 年度	2005 年度	2004 年度	2003 年度	2002 年度
股東權益占資產比率	46.07	56.97	38.26	33.41	35.07	37.83	39.58	40.21
負債占資產比率	53.93	43.03	61.74	66.59	64.93	62.17	60.42	59.79
長期資金占固定資產比率	864.91	818.78	1,025.79	664.93	604.14	751.01	706.88	677.72
流動比率	145.94	171.03	152.11	124.52	124.61	146.31	130.29	135.17
速動比率	145.38	170.75	151.99	124.44	124.51	146.19	130.1	134.97
資產報酬率	2.5	-2.12	3.25	2.23	-1.16	1.41	1.59	0.06
股東權益報酬率	5.01	-4.67	9.06	6.52	-3.15	3.7	4.12	0.14
營業利益占實收資本比率	5.68	-6.26	9.6	7.74	-0.78	6.95	4.85	-0.3
稅前純益占實收資本比率	7.93	-4.47	12.42	9.87	-1.69	9.25	5.61	0.64
純益率	16.05	-15.99	17.89	21.45	-13.77	13	14.67	0.52
每股盈餘(元)	0.58	-0.55	1.12	0.78	-0.37	0.44	0.51	0.02
現金流量比率	N/A	123.7	N/A	N/A	8.95	N/A	N/A	2.52
現金流量允量比率	28.4	699.6	N/A	N/A	119.67	632.76	117.63	197.49
現金再投資比率	N/A	80.62	N/A	N/A	13.95	N/A	N/A	3.48

大展證券 2002~2009 年度財務比率分析表

單位：%

財務比率名稱	2010年度	2009年度	2008年度	2007年度	2006年度	2005年度	2004年度	2003年度	2002年度
股東權益占資產比率	70.7	65.45	55.73	56.07	37.12	53.2	53.01	39.1	44.49
負債占資產比率	29.3	34.55	44.27	43.93	62.88	46.8	46.99	60.9	55.51
長期資金占固定資產比率	1,207.03	1,196.06	1,123.62	1,143.57	1,056.51	1,104.24	1,060.62	934.08	854.94
流動比率	293.72	267.54	205.34	208.14	147.03	188.27	184.02	146.81	158
速動比率	293.68	267.5	205.3	208.06	147.01	188.08	183.84	146.75	158
資產報酬率	4.39	3.34	-4.57	5.1	2.73	3.04	4.47	1.67	1.98
股東權益報酬率	6.58	5.54	-8.17	11.3	6.27	5.81	9.98	4.02	4.24
營業利益占實收資本比率	9.84	9.34	-10.16	17.08	12.32	9.4	14.39	3.77	4.11
稅前純益占實收資本比率	10.72	10.31	-8.8	18.92	14	10.65	15.29	5.82	6.17
純益率	42.02	36.75	-68.91	36.04	29.16	29.56	43.49	21.39	24.29
每股盈餘(元)	0.95	0.77	-1.2	1.74	0.92	0.83	1.45	0.55	0.59
現金流量比率	N/A	N/A	66.57	16.9	N/A	12.93	14.7	-24	2.6
現金流量允量比率	402	N/A	368.89	240.44	590.09	469.8	370.01	154.14	259.22
現金再投資比率	N/A	N/A	36.97	7.82	N/A	9.76	11.93	-32.18	0.37

大慶證券 2002~2009 年度財務比率分析表

單位：%

財務比率名稱	2010年度	2009年度	2008年度	2007年度	2006年度	2005年度	2004年度	2003年度	2002年度
股東權益占資產比率	47.51	45.9	48.35	37.37	38.05	41.58	38.07	38.43	38.15
負債占資產比率	52.49	54.1	51.65	62.63	61.95	58.42	61.93	61.57	61.85
長期資金占固定資產比率	1,687.84	1,490.96	1,429.98	1,309.15	1,255.13	1,139.44	1,118.67	1,126.82	1,088.29
流動比率	176.08	168.16	217.85	144.86	147.85	153.32	145.97	146.91	146.77
速動比率	176.05	168.12	217.76	144.83	147.81	153.27	145.93	146.85	146.73
資產報酬率	4.97	9.06	-3.4	2.73	3.24	1.21	2.37	3.6	2.34
股東權益報酬率	10.64	19.3	-8.14	7.24	8.17	3.04	6.2	9.4	5.41
營業利益占實收資本比率	16.19	25.18	-6.22	13.89	12.33	4	11.79	14.98	7.27
稅前純益占實收資本比率	17.73	27.3	-8.43	13.51	13.32	5.09	12.02	16.55	8
純益率	43.55	51.48	-34.03	21.79	32.25	13.88	24.6	32.55	19.17
每股盈餘（元）	1.56	2.49	-1.02	1.02	1.14	0.42	0.87	1.29	0.74
現金流量比率	N/A	N/A	116.29	N/A	N/A	10.9	10.79	0	0
現金流量允量比率	N/A	20.39	383.17	N/A	N/A	N/A	265.18	261.19	495.15
現金再投資比率	N/A	N/A	64.55	N/A	N/A	8.48	9.74	0	0

大眾證券 2002~2009 年度財務比率分析表

單位：%

財務比率名稱	2009 年度	2008 年度	2007 年度	2006 年度	2005 年度	2004 年度	2003 年度	2002 年度
股東權益占資產比率	42.43	47.7	27.9	21.45	32.03			
負債占資產比率	57.57	52.3	72.1	78.55	67.97			
長期資金占固定資產比率	1,757.57	1,550.69	1,172.97	1,823.20	1,177.65			
流動比率	163.45	228.55	133.01	141.37	147.39			
速動比率	163.38	228.39	132.87	126.39	122.42			
資產報酬率	7.81	-1.7	5.18	3.17	1.08			
股東權益報酬率	16.24	-8.41	16.52	9.04	1.67			
營業利益占實收資本比率	19.27	-5.68	28.29	14.37	1.08			
稅前純益占實收資本比率	20.26	-9.25	24.46	14.03	2.37			
純益率	31.18	-21.72	31.46	15.29	7.5			
每股盈餘(元)	2.13	-0.98	2.32	1.15	0.2			
現金流量比率	-45.91	134.58	-8.49	-15.73	-21.84			
現金流量允量比率	-273.32	166.5	-696.63	-543.32	-290.37			
現金再投資比率	-61.7	74.95	-20.07	-28.47	-29.24			