

健全證券市場之研究

專題研究計畫報告

二十一世紀基金會

臺灣・臺北

民國七十九年五月



二十一世紀基金會研究報告②

健全證券市場之研究

發行人 高育仁

出版者 二十一世紀基金會

台北市重慶南路一段三十號十八樓

(02)371-8895

印刷廠 六六印刷有限公司

出版日期 民國七十九年五月

專題研究計畫報告

健全證券市場之研究

計畫主持人：李庸三（中央研究院經濟研究所所長）

共同主持人：朱雲鵬（中央研究院中山人文社會科學研究所
研究員）

協同研究人：朱富春（證券交易所調查研究室主任）

陳木在（財政部金融司司長）

邱靖博（富聯證券公司總經理）

黃壽佐（統一證券公司副總經理）

何憲章（台灣大學財務金融系教授）

林烱堦（政治大學財務管理系教授兼主任）

研究助理：程麗卿

洪麗華

二十一世紀基金會

台灣・台北

中華民國七十九年五月

**二十一世紀基金會
經濟研究發展委員會**

李庸三（中央研究院經濟研究所所長）

* 吳元黎（美國史丹佛大學胡佛研究所研究員）

侯繼明（美國科蓋特大學經濟系教授）

* 梁國樹（交通銀行董事長）

邊裕淵（國立台北商專校長）

（* 聯絡人）

序

股票市場在我們的社會裡，充滿了「投機」、「賭博」、「泡沫市場」、「金錢遊戲」等負面評價；然而，另一方面，股票開戶數卻超過二百五十萬戶以上，可見這個市場與我們的社會有多麼密切的關係。面對這一個事實，如果一味以「全民皆股」、「全面皆賭」這樣的態度來揶揄，而不肯以正面、前瞻的觀點去導正它的發展的話，恐怕我們的社會只會嚐到證券市場不健全之害，而無法享受到健全證券市場所可能帶給經濟發展的正面效果。

有鑑於此，二十一世紀基金會特別在經濟研究發展委員會及梁國樹教授的策劃下，委託李庸三教授主持，邀請多位學者專家進行「健全證券市場之研究」這項專題研究計策。

事實上，隨著台灣經濟發展的成功，人民財富累積相當豐富，此時，金融性資產的需求大幅增加，社會對證券投資的重要性也日益增高。同時，對於企業界而言，過去資本相對缺乏的環境，使得企業無論在生產製造、研究發展、市場行銷方面，都採取相當節省資本的方式來進行。因此，企業規模大多為中小型，生產製造則偏重勞力密集為主的加工型態，研發與行銷相對不足等等瓶頸。再加上，由於新台幣升值、勞工、環保成本的上升，愈發使企業面臨極大挑戰。

面對這些挑戰與限制，企業轉型的壓力日重，而欲一舉突破上述種種瓶頸，一個很重要的管道就是善用證券市場，把民間豐富的儲蓄導入作為企業轉型、升級的資金來源。唯有如此，經濟結構的轉變、企業體質的改變，以及企業國際化的目標，才可能有所突破。可見證

券市場的健全與否，對今後台灣經濟發展，實具有關鍵性、策略性的地位。

基於這樣的體認，在眾多財經問題當中，本基金會特別選定「健全證券市場」這一個題目進行專題研究，是絕對有其嚴肅、積極、前瞻的考慮。尤其令人感到振奮的是，在李庸三、朱雲鵬、朱富春、陳木在、邱靖博、黃壽佐、何憲章、林烱堃等教授的通力研究下，這項專題研究獲得豐碩的成果。對於證券管理組織、機構、法令、稅制，以及證券金融業務、擴大證券市場規模等健全證券市場的治本之道，均有詳實、精闢的討論，更有具體可行的政策建議。譬如，證管會的層級、組織與功能，證券金融業務的開放與發展，漲跌停板限制的檢討，甚至於傳播媒體在證券投資方面的宣導等均有深入分析，並針對法令、組織、政策等方面提出重要建議。

這項研究成果應可作為財金主管在擬定證券市場發展政策，修改證券相關法令，調整證券市場管理組織等的重要參考；同時，也應該是立法部門在檢討證券市場經營環境與法令規章時的依據；更可以作為教育社會去正確認識、瞭解證券市場的素材。因此，這項專題研究的貢獻是絕對可以肯定的。

最後，我們殷切希望，台灣的證券市場能夠在健全發展的種種努力之後，走入正途，扮演帶動台灣經濟邁入二十一世紀的積極功能。

二十一世紀基金會

董事長

高育仁

謹識於台北

民國七十九年五月

目次

序	高育仁..	iii
前言	李庸三..	1
第一章	總報告：健全證券市場芻議.....李庸三 朱雲鵬..	3
第二章	證券市場管理架構與法令.....朱富春..	27
第三章	健全證券金融業務.....陳木在..	53
第四章	證券交易所所得稅與證券交易稅..邱靖博..	79
第五章	擴大證券市場規模.....黃壽佐..	111
第六章	我國股市漲跌停板限制之 利弊分析與政策建議.....何憲章..	131
第七章	新聞傳播媒體在證券投資宣導 方面擔任之角色及功能.....林烱堯..	147

前 言

本研究計畫係在梁國樹教授之推動下，由二十一世紀基金會給予財務支持。在上（七十七）年底，共同主持人朱雲鵬教授與我商量協同研究人員名單與研究步驟，經審慎討論後，決定邀請朱富春先生（證券交易所調查研究室主任）、陳木在先生（財政部金融司副司長）、邱靖博先生（行政院經建會專門委員）、黃壽佐先生（前證管會二組組長，現任大華證券公司副總經理）、何憲章先生（台大財務金融系教授）及林炯堃先生（證券市場發展基金會秘書長，現已轉任政大財務管理系教授）等六位，分別就證券管理架構與法令、證券金融業務、證券稅務、市場規模、漲跌幅度限制及媒體與大眾教育等六項子題撰擬初稿，於每一子題初稿完成後，邀請相關學者專家舉辦座談會，就初稿內容詳予討論，並提供修改建議；於六個子題全部完成後，綜合提出政策建議，再邀請學者專家一起座談討論，最後得出本研究成果：「健全證券市場芻議」。因此，本項建議內容可說是結合許多位學者專家意見之結晶，我們謹在此向歷次參加座談會的學者專家們（包括證管會呂副主委東英、張立法委員平沼、張理事長貞松、徐佳士教授、蔡信夫教授、林華德教授、陳博志教授、顏吉利教授、黃文治教授、陸成堅先生、王濬智先生及盛偉德先生等）致以萬分之謝意，謝謝他們提供許多寶貴意見，使得本研究計畫得以豐碩成果交卷。（註：本研究報告完稿於民國七十八年八月）。

台灣證券市場起步雖晚，但發展迅速，問題也特別多，如要在短期間內把握重點，提出具體建議實在不甚容易。本研究計畫內六項子

題之協同研究人都是當今國內對證券業務極為熟悉且有相當素養之學者專家，他們甚至也實際參與證券業務之管理與研究工作，因此，能在短期間內提出相當具體而可行之政策建議。對於他們六位不辭辛勞，不計較微薄待遇，在正常工作之餘冒暑趕寫報告，並在每次座談會中虛心接受他人建議，且費神修改初稿，他們的研究精神實在令人欽佩。在此必須特別聲明：研究報告已經大家討論後修改過，因此是研究參與人大家之共同結晶，各篇報告中所提的建議並不代表執筆人所服務單位之意見。

最後，我得謝謝共同主持人朱雲鵬教授，如果沒有他共同籌劃有關研究細節，本項研究將無法如期進行。研究期間，承蒙程麗卿小姐及洪麗華小姐先後擔任研究助理，協助文稿及會議準備工作；並蒙彰化銀行惠允借用該行會議室舉辦座談會，謹在此一併致謝。

計劃主持人

李 庸 三

謹誌

民國七十八年八月

第一章

總報告：健全證券市場芻議

李庸三、朱雲鵬

壹、問題背景

證券市場的蓬勃發展，可暢通儲蓄和投資之間的管道，可吸引公司股票上市，使資本證券化、證券大眾化，也可以帶動整個金融服務業的成長，原本是一件可喜可賀的事。但是近年來我國的證券市場，在國外熱錢流入，國內游資充斥的背景之下，發展的速度太過驚人，尤其七十七年五月十九日新證券商開放設立以來，無論成交值、成交量、股價與投資人的數目，均直線上升，而且市場中有關內線交易、大戶操縱的謠言四處飛揚，許多投資人只問「明牌」，不問業績，顯然證券市場的發展，已到了該全面檢討的時候。

根據本研究的發現，目前證券市場之發展涉及下列各層面：

一、管理架構與法令：主要的問題在於證管會、交易所和同業公會間的權責分際有欠明確，有待改善；證管會的位階過低，編制太小，且待遇不高，無法羅致法律及證券分析專才，以致證券法規與基本資料之蒐集與研究工作均有待加強；「內部人」之定義不清，再加上相關法令規定未能配合，證管會職權有限，以致內部交易難於防止，亟需改善；交易所本身角色難於定位，其對終止上市與股市監視之執行有待加強；以及同業公會之組織不夠健全，會員自律規則有待訂定，全國性的公會亦宜積極成立。

二、證券金融業務：現行證券信用交易制度偏向由復華證券金融公司所壟斷，但其業務範圍過窄，績效有待加強，許多綜合證券商也苦於無法拓展正常業務，證券金融業務有待擴大；現行融資比率與融券保證金成數調整辦法過於僵化，而且二者不相對稱；限制證券商不得授信，但實際上三種業務盛行；證券集中保管業務一直未能有效推行；以及證券金融統計資料之欠缺。

三、證券交易稅與交易所得稅：現行證券交易所得稅稽徵成本龐大，且導致證券市場人頭泛濫，稽徵效果難卜，能促進多少社會公平也不無疑問；證券交易稅訂於固定稅率過於僵化，而且予上市公司優惠，有待調整。

四、市場規模：公營事業股票上市或上櫃（店頭市場買賣）進度緩慢，有待加強；債券市場和股票店頭市場過於狹小，有待擴大；基金發行額度限制過嚴，有待改善；外國有價證券在台買賣業務，有待擴展。

五、漲跌幅度限制：此種限制表面上有安定股價之效，事實上它不但使供需間不能平衡，降低短線投機者之風險，而且可能造成股價更大的波動。爲了股市長期的健全發展，有取消此一限制之必要。

六、媒體與大眾教育：投資大眾對於證券市場之本質與證券投資之風險性認識不足；媒體報導有時未必真確；以及上市公司資訊公開未能落實。

針對以上各項問題，本研究在下節提出改進建議。

貳、政策建議

建 議	說 明
一、證券市場管理架構與法令 (一) 關於證券管理委員會 1. 提升證管會位階，擴大編制，並提高專業津貼，以強化該會功能。	(1)我國證管會隸屬於財政部，因此不但受該部管轄，凡業務涉及其他部會或央行之權限時，更因位階較低，必須向財政部請示及透過該部與相關部會進行協調，受限良多。相較之下，美、日等國之證管會之地位即較為獨立而不受其他行政部門的多方牽制。為提高其管理效率，似應提高我國證管會之位階。 (2)目前證管會採兼任委員制，雖具有便於協調之優點，但也因委員各有專職，職責繁重，以致議事效果不彰，必要時宜增聘專任委員，遴選學有專精之人士出任。 (3)為隨時因應證券市場發展及經濟發展之需要，檢討修訂或制定證券管理之相關規章，證管會應有專責之法務部門負責處理證券業務法令，並應加強調查研究部門之功能。為羅致這些法律、證券金融分析專家，應提高其專業津貼，否則不

2.建議修訂下列有關法令，以利證管會之業務執行：

(1)於證券交易法中，①明確界定「內部人」之涵義，以利執行；②授予證管會必要的調查權和搜查權，以及對違反內部人禁止規定者賠償責任之請求權。③此外，證管會之請求權，於證交法第一五五條之損害賠償責任部份應予準用之。

足以吸引優秀人才。

①證交法第一五七條之一，對「內部人」之定義部份，其中一款即「基於職業或控制關係獲悉消息之人」，其涵蓋範圍並不明確，應可進一步明確界定，或在證交法施行細則中作說明。

②證交法第一五五條之有關操縱股票之禁止行為，第一五七條之一內部人交易之禁止行為，其舉證和認定均極為不易，證管會固可依證交法第三八條，第六四條命令發行人、證券商提出財務、業務報告，或直接檢查財務、業務狀況，但被檢查之機構由於自知涉案情況，常有拒絕或妨礙檢查之情事，雖仍可移送偵辦，但對原檢查之案情往往已緩不濟急；因此，除了授予證管會檢查權之外，建議有條件地再授予搜查權。

③證交法第一五七條之一，規定對於違反內部人交易禁止規定者，對善意從事相反買賣之人負損害賠償責任。但實務上，內部人交易行

爲本就不易由他人舉證，善意從事相反買賣之人之損害更不容易認定，在舉證和認定均困難的情況下，損害賠償責任更難認定，以致本條文的約束力不足。建議增列規定，無論有無善意受損害人之告訴，或損害賠償金額之爭議，均得由證管會視違規情節輕重，請求法院科以罰款。

上述證管會對罰款請求權，於證交法第一五五條之損害賠償責任部份予以準用。

(2)於公司法中，①增列附新股認購權公司債之有關規定，並排除其發行障礙。

①附認股權公司債係指賦予持有人得以一定價格認購定額的特定股份的公司債，且行使認股權並不影響公司債債權人本身的權益。在先進國家，此種公司債頗爲普遍，國內實有必要予以推廣。但公司法仍有若干限制，建議予以適度修改。

公司法第二六七條第一項規定，股東對於公司發行之新股享有優先認購權，其但書規定，建議應包括適用於附認購權公司債，而排除股東對該種新股認購權之優先地位。

公司法第二四八條規定公司債募集之申請事項，第二五七條公司債

券之製作等事項，公司法對附新股認購權公司債未加以規範。又公司法第二七八條對於增資後第一次發行之股份之數額設有限制，且但書部份又不適用附新股認購權公司債，建議予以修訂，以利附新股認購權公司債之推行。

②在公司法第二六七條規定原有股東有新股優先認購權，建議增列排除適用優先認購權之條件。

②該項規定使原有股東享有優先認購權，將不利於附新股認購公司債的推行，且尚有許多其他負面作用。例如：就國際化觀點而言，國內外廠商期望透過認購新股，以加強產銷或技術合作，將因公司法二六七條之規定而窒礙難行。公司發行新股籌措資金，也因該條規定，而較不願採行市價發行方式。且此條規定對於家族企業擴大為資本雄厚的大規模企業亦有抑制作用。因此建議修改本條文，增列排除適用之條件。

③加重股份有限公司董事之責任。

③股份有限公司的經營管理，均委由董事、董事會任之，小股東（尤其是公開發行公司或上市公司）對於公司業務事實上無法過問。依公司法第二五一條規定，發行公司債如經撤銷核准，公司負責人對公

司及應募人負連帶賠償責任，但同法第二七一條，對於新股經撤銷核准時，卻無任何規定，建議於二七一條增列如同二五一條之規定，唯均適用同法一九三條免責之規定，對於公司董事違反法律時之行政罰及刑事罰，建議檢討提高罰鍰數額。如能確定或推定其從事不法活動所獲利益之金額，則罰金應不低於該數額。

④增訂關係企業之相關規定

。

④目前公司法對於母子公司之相關規定尙付之闕如，控制公司及從屬公司之財務、業務或人事任免均有相當控制權。控制公司使從屬公司為不法利益之經營，或控制公司與從屬公司間之不法利益輸送，在公司法中均無明確規範，建議應予增列。

3.應明確訂定證券管理委員會、證券交易所、證券商業同業公會等機構間之權責關係。

根據證券交易法之規定，證管會、證交所及證券商業同業公會三者的角色定位似已極為清楚，但因後兩者均屬自律組織，且證交所還具備相當程度之公益性，負責執行證券有關規則，故在實際運作上，三者的角色定位，權責分際仍有混淆不清之處，致業務重疊，甚或發生

4. 加強調查研究部門的績效，建議擴大證管會研究發展部門之組織與員額。

相互推諉之情事。宜積極檢討證交法及相關章則，確定三個機構的權責分際。

證管會負責調查研究之人員極為缺乏，各類動、靜態的調查研究資料亦不夠充分。而在此既缺乏專業幕僚，又對證券市場缺乏瞭解與掌握之情況下，自然對證券市場的諸多現象不易適時提出適當因應對策，對於市場未來中、長期發展方向以及配合的措施亦不易規劃明確的推動方案。

（二）關於證券交易所的組織、職掌與功能

1. 審慎研究公司制與會員制之優劣，以提高交易所之公益性並降低其營利性。

（1）各國證券交易所之組織型式大致可分成兩種，一種採公司制（如我國目前之制度），另一種則採會員制，何種制度較適合我國國情，值得審慎研究。

（2）我國證交所的現有股東俱為公、民營法人機構，對於執行證券交易有關章則，或制定章則，實缺乏公益立場，甚至缺乏證券服務業之立場，許多股東尚且為現有上市公司，經營上難免遷就股東與董、監事之利益，致經營方向難免偏重業