

台湾地区证券柜台交易市场未来发展有效性建议

张文政

（西南财经大学中国金融研究中心，成都，610074）

内容摘要：台湾证券柜台买卖交易市场制度变迁主观上受到“台湾地区政府”的强制性干预，客观环境上又受到经济景气之影响。因此本文通过以理念、模式、组织、信息及方法等路径提出未来证券柜台买卖市场发展有效性的建议。

关键词：台湾证券市场 柜台交易市场

一、理念路径：确立柜台交易市场有别于集中市场的发展原则

（一）认为应先发展集中交易市场之理由

一般专家与学界认为应先发展集中交易市场之理由为：

1. 认为目前之柜台买卖交易市场规模太小，市场之深度和广度均有不足，因此必须先发展集中交易市场，增加股票之种类与数量，以增加市场交易之稳定性。
2. 目前柜台交易市场尚不足与集中市场比拟，无须积极建立柜台交易市场。
3. 根据美国证交法 1975 年之修正条款第 11 条，认为国家之证券市场应避免分割，使市场融为一体。依此理论似无发展柜台交易市场之必要。
4. 主管机关管理一个单独市场比管理两个更为简便有力。

（二）认为应先发展柜台交易市场之理由

而认为应先发展柜台交易市场之理由为：

1. 柜台交易市场对于中小型及特殊行业之企业之募资有绝对之帮助，并可畅通社会游资之出路。
2. 柜台交易市场登记之股票都属创业不久，于产业中地位尚未确定，性质上风险较高，股价欠稳定，因此发展柜台交易市场，有助于集中交易市场之稳定。
3. 柜台交易市场之发展，有助于证券商业之发展。
4. 虽然对初创设证券柜台交易市场之国家或地区来说，经验可能不足，但是以美、日等国的成功经验来说，其发展技术并不是艰难问题。

（三）认为两种市场应该同时并进并存之理由

1. 集中交易市场和柜台交易市场两者互相补充，缺一不可。柜台交易市场为集中交易市场之预备市场与后补市场。
2. 股票应先具有公开发行之程序后才能上市，柜台交易市场提供了公开发行之证券，有试验交易之场所。

（四）两市并存，市场区隔，债券交易统纳柜台交易市场

笔者认为两种市场同时存在较符合台湾海岛依附型的经济发展趋势。就目前已公开发行而未上市(柜)中小企业公司的股票数量众多,其发行金额也巨大,为使其有交易场所,并使投资人有正常投资之管道,柜台交易市场有发展之必要。再者,现行上市公司有若干为全额交割股,若径为终止上市,将影响投资人之权益,故使该种有价证券得于下市后在柜台交易市场继续交易,以保证投资人权益。因此有必要建立证券柜台交易市场。

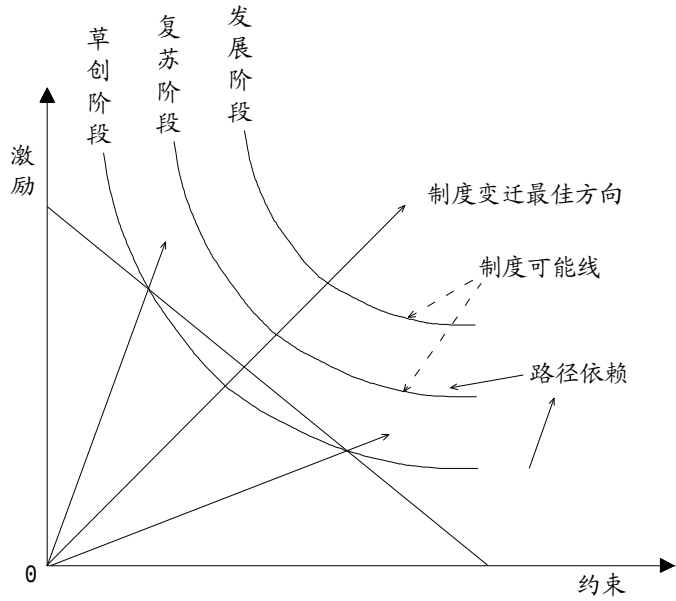
另外集中市场与柜台交易市场本有区隔,也有不同之发展对象及方向,故应同时并进,藉由彼此之竞争对市场效率之提升,亦有所帮助。近年来,台湾地区证券柜台交易市场在「柜买中心」的推动上,已有巨大成果。一方面使新银行和券商等上柜,另一方面推动等价自动成交系统,使柜台交易市场更具有发展空间。

债券交易因为历史原因,在两市场同时存在交易,市场重叠,浪费行政资源,若合为一市场则具经济规模,具有国际竞争力。参照国外交易模式,大都整并在柜台交易市场交易。

二、模式路径：发展有特色的地域性市

(一) 柜台交易市场制度变迁理论路径之模型

台湾地区柜台交易市场的发展道路颇不平坦,大至经历了三个阶段。在每一个发展阶段,都孕育出一些与之匹配的法律制度。笔者大致以下图表示之。



(二) 集中市场的预备市场

美国、日本和台湾地区都在证券立法中明确规定了柜台买卖交易市场的合法地位,但没有对证券场外交易的独立立法,而是在《证券法》或《证券交易法》进行粗线条的规定,由证券业协会或券商协会制定柜台买卖交易规则予以补充。美国是在《1933 年证券法》和《1934 年证券交易法》中对柜台买卖交易予以规定。关于柜台买卖交易市场的管理条款主要体现在《1934 年证券交易法》中。它对柜台买卖交易证券的登记注册、经纪人和买卖商

的资格和行为规范、交易证券等问题都做出了具体的规定。在日本的证券立法中，关于柜台买卖交易市场的法律规范主要包含于《证券交易法》及历次修正中。在台湾，颁布实施于1968年4月30日的《台湾证券交易法》是其证券市场最主要的证券法规，对于柜台买卖交易的管理体现在多部规范里。

然而促进柜台买卖交易市场发展的最为重要的原因在于，柜台买卖交易场所提供宽松的上市条件和较低的筹资成本，对于那些无法到交易所上市条件的大多数中小企业来说，到柜台买卖交易市场融资无疑是最佳的选择。如在美国NASDAQ市场上柜的条件比在纽约上市的条件要低得多。在台湾地区和日本，柜台买卖交易市场具有“预备市场”的功能，当上柜公司达到上市条件后，可以转至交易所交易。

（三）建立自动报价系统，有别于传统的柜台议价

美国、日本和台湾地区在促进市场交易发展的进程中，都建立了市场自动报价系统，实行宽松的上柜标准和严格的监理措施。

1971年2月，美国制造成功了自动报价系统，诞生了NASDAQ市场。1991年10月，作为日本柜台交易市场最高形式的JASDAQ系统也开始实施。1994年12月台湾地区建立了股票等价自动成交系统，2000年4月开设了TGER自动报价系统是柜台交易市场发展到一定阶段后与计算机技术相结合的产物，它可以通过计算机网络把分散在全国或经济区域的各地的柜台交易集中在一起，为投资者提供各类证券的最新行情，更加有利于投资者交易决策。建立自动报价系统后的柜台买卖交易市场都取得了飞速的发展。

与场内交易的集中竞价的交易方式相比较，柜台买卖交易非常灵活，但是也非常分散，各国对柜台买卖交易都采取较严格的监理措施。

美国对证券柜台买卖交易市场的监理，主要体现在三个方面：

1. 是对证券商资格注册与行为管理的监理。
2. 是对柜台买卖交易所交易证券的规定，对在柜台买卖交易市场挂牌的证券实行登记制度。
3. 是对柜台买卖交易的市场行为的监理。《1933年证券法》中对于证券柜台买卖交易中的不正当市场行为做出了许多具体规定，主要包括信息披露、反欺诈、严格责任、内部人士和证券受益人等方面。

日本对柜台买卖交易的监理主要体现在三个方面：

1. 证券登记注册制度。
2. 证券商行为的监理。
3. 禁止性行为规定即禁止从事内线交易、操纵市场、证券欺诈等的规定。台湾地区对柜台买卖交易的监理更为严格。台湾地区的上柜条件非常宽松，但是上柜审查却异常严格，由

台湾证券「柜买中心」的上柜部门对上柜证券发行公司进行实质审查。对从事柜台买卖的证券商的资格实行核准制，对上柜公司采取股份集中托管制度，并要求重大信息揭露，并对内线交易实施监控等措施。

（四）有特色的证券登记与股份托管制度

柜台买卖交易法律制度中，另有两项制度比较有特色，并且对柜台买卖交易的规范管理起了很大作用。

1. 证券登记制度。美国和日本对在柜台买卖交易市场挂牌的证券实行登记制度，非上市公司如果想在柜台买卖交易市场挂牌交易要向证券商协会或证券业协会提出申请，在美国还可以向证券交易委员会提出申请，但是两个国家对申请登记对象的要求有所不同。经审查合格后就可以定期推荐上柜。证券登记制度，有利于监管机构对上柜公司确切统计和采取有效的监理措施。

2. 股份的集中托管制度。这是台湾地区对上柜公司实施的一项制度。为保证公司上柜后经营权的稳定，「柜买中心」将公司内部人和大股东所持的公司股权实行集中保管即锁定，保管期间不可上市流通，但是享有和其它股份同样的权利及义务。

三、组织路径:组织更具服务功能的专职机关

面对国际化的竞争压力下，柜台买卖市场须以更积极的态度服务证券发行人及投资人，持续扩大市场规模、创造市场特色、维持市场安全及增进经营效率，提供市场参与者一个商品多样化及交易方式多元化的全方位市场。

（一）逐渐演化为“金检一元化”的官方监管机构

“证管会”成立于1960年，原隶属“经济部”。自1981年起，改隶属“财政部”。当时“证管会”的基本任务有下列五项：

1. 健全资本市场的发展、促进资本的证券化及证券的大众化；
2. 改进证券市场运作，力求交易的公平、公正与公开；
3. 发展证券相关事业，发挥沟通储蓄与投资的功能；
4. 加强会计师管理，提升其执业水平及查核技能；
5. 加强岛外期货交易的管理；保障交易人权益，以发挥期货交易的经济功能。

后来将期货业务也并入其管辖业务，后改名为「证期会」。

1994年7月，正式成立「财团法人“中华民国”柜台买卖中心」。法制上将「柜买中心」设计成财团法人，主要是为了规避台湾《证券交易法》第95条“同一地区内，以设立一个证券交易所为限”的限制。从法律角度来看，财团法人（如基金会、学校等）是以财产捐助为成立基础，然后任命人员来管理这些财产的公益法人；「柜买中心」将其计算机撮合系统，安放在「台湾证券交易所」的主机系统内，这样，「柜买中心」符合合法性。「证期会」是台

湾证券市场和期货交易的主管机构，隶属于财政部。「证期会」统一管理证券和期货市场。它对证券市场行使管理的权利有：证券相关机构设立的审核权、对证券发行人、承销商等的检查权、对证券商、发行人的纠正权和处罚权以及对发行公司的管理权等权利。台湾对场外交易的管理注重主机关管理与市场自律管理的结合。「证期会」对柜台买卖也采取直接管理与间接管理相结合的方式。

2004 年台湾地区政府为了符合国际“金检一元化”的金融市场监管趋势，“行政院”辖下成立「金融监督管理委员会」，成为一个独立部会。并将「证期会」自财政部辖下改编至“金管会”管辖，并改名为「证期局」。所掌业务概括而言，包括证券、信托、期货及会计师的监督与管理。

（二）专业、效率、创新及服务精神的「柜买中心」平台

1994 年「柜买中心」成立以来，秉持「发展国民经济，保障投资为目的」之设立宗旨，竞业戮力于推动优良企业上柜及建立健全之市场制度，并依循「专业、效率、创新、服务」四大经营理念，致力于柜台买卖股票、债券等各项业务的推广，期能为企业提供一个有效率的筹措资金管道，并进而带动整个产业的升级及台湾的竞争力。

1、专业：招募高素质员工，硕士研究生以上学历员工占 34%。金融商品不断推陈出新、财务工程、衍生性商品等新商品及新制度之规划与建立不遗余力。

2、效率：为提升市场效率于 1998 年建立共同责任制给付结算制度；1999 年开放上柜信用交易制度；2000 年建立债券计算机议价系统；2001 年推出债券计算机议价系统与债券比对系统；2002 年推出指针公债计算机议价制度；使柜台买卖市场的制度越趋健全、完整及效率。

3、创新：扩大柜买市场商品种类及改善作业流程及制度。包括建立兴柜股票交易市场、推动金融资产证券化商品及不动产抵押证券上柜挂牌交易、建构柜台买卖认购(售)权证发行与交易制度、规划股权连结型及保本型等衍生性商品交易制度、建立政府债券发行前交易制度、债券融券与借券制度等。

4、服务：以热诚的服务精神、先进的交易系统、严密的市场管理及完善的投资人保护机制等。

（三）自律组织发挥自我约束的功能

为强化证券市场自律功能，台湾地区政府 2000 年修法，证券商非加入同业公会不得开业。由公会自律规范来约束会员行为，对市场稳定之效力发挥较大的作用。

证券商同业公会属自律组织，此自律组织比由主管机关规范，有下列之优点：

1. 自律性之规范乃由熟悉实务之业者制定，较能把握实务之状况，而制定具体妥当的规范。

2. 自律组织自行研议自律性规范，必较能正确认识规范之目的及意义，无规范者乃受规范者对立之现象，易达规范之应有效果。

3. 自律性规范可将法律不能规定之各种商业道德及文化，将其约束在其领域中。

当然，球员兼裁判必有一定之缺憾。例如：可能忽略公共人之利益、沦为成员支配工具、约束力不够等问题。经验显示，当台湾地区经济及民众文化达到一定水平后，自律组织基于专业性与职业道德，碍于社会的观感，其自律行为的角色应该是利大于弊。

四、机织路径：健全柜台买卖市场的监理与执法机制

随着上柜公司家数达到一定规模，在扩大市场的同时，对于发行公司上柜后的落实管理越显重要。特别国际金融风暴以来，公司的经营不善、恶性掏空及内线交易案例层出不穷，如何加强管理及强化信息透明度以保障广大投资人相形重要。如何从各项财务及业务预警指标先期发现问题并加强管理，有待其它专家学者持续研议。

美国、日本和台湾地区的柜台买卖交易市场的管理体制都采取政府对柜台交易市场实行间接管理，自律性组织的证券商协会或证券业协会直接管理柜台买卖交易的管理模式。美国柜台买卖交易市场的监理模式是在 SEC 的监督指导下，实行由 NASD 自我监理的自律管理模式。确切的说，它是以自律管理为主，国家集中统一管理为辅的监理模式。日本的柜台买卖交易市场一方面接受大藏省的监理，另一方面又接受日本全国证券业协会的管理，但以证券业协会管理为主，大藏省管理为辅，采取的也是自律管理模式。这和美国柜台买卖交易市场的管理模式很相似。台湾地区柜台买卖市场的管理模式与日本更为相似，它同时接受「证期局」和台湾「柜买中心」的管理。不过，「柜买中心」是台湾地区柜台买卖市场的主要管理者，「证期局」实行间接管理，证券商公会则扮演自律管理的角色。在证券立法中明确规定证券柜台买卖交易的合法地位。

台湾证券柜台买卖市场在最近十几年的发展和成熟，与当局加强对证券市场的监理有密切的关系。一方面推动证券市场的国际化、取消许多对证券商经营业务的限制，另一方面修改法令强化对证券市场的监理，强化对上市(柜)公司经营信息披露的要求，加强对公司内部人交易的控制，加重了对操纵证券市场行为的处罚。

未来持续将进行的监理不外乎 3 点：

1. 对外继续开放证券市场的国际化业务，对内减少对市场机制及上市(柜)公司的直接行政干预。

2. 继续采取措施规范证券市场，加强对上市(柜)公司经营讯息披露的监理力度，防止内部人交易。

3. 监理机关应采取更快速、直接有效的司法手段，严惩扰乱市场秩序的行为，以收吓阻之效。

五、信息路径：大力完善多渠道及电子化的讯息平衡机制

由于信息的充份揭露一方面除可使市场上投资人因了解所投资公司之性质得据以做出正确之投资决策外，另一方面因为信息已完全公开，故亦最可防止不法之情事。有鉴于此，主管机关对于上柜公司除于财务数据之规定应申报揭露之事项外，亦有多样化的公开管道以方便投资人信息之取得。

（一）多样化信息公开管道

「柜买中心」极力推广台湾柜台交易市场信息管道的多元化：

1. 信息发送单位

公开说明书及依据《证券交易法》第三十六条规定之揭露之信息，除向证管会申报外，主管机关为使投资人可取得资料，并规定应将副本送至「柜买中心」、「证券商同业公会」及「证券暨期货市场发展基金会图书馆」，上市柜公司除将信息书面数据送至「证券暨期货市场发展基金会(以下简称基金会)」外，并须将信息上传至基金会网站。

2. 「信息王」证券信息整合数据库

目前基金会网站提供有「信息王」证券信息整合数据库，该数据库系整合证券相关单位建置而成，提供上市柜、未上市柜公司与证券商基本面及财务面信息，另包括集中与柜台交易市场交易概况、台湾地区外投资法人及顾问信息、各国证券市场概要。

3. 「真像王」证券专业数据库

除上述之「信息王」证券信息整合数据库外，基金会网站还另外提供有「真像王」证券专业数据库，内容包含有上市(柜)公司及未上市(柜)公司之财务报表、公开说明书、股东会年报、财务预测、证券暨期货市场专业剪报。凡是证券会规定传送至基金会网站之各项财务报告、年报、公开说明书之文字文件均可于此查询。

4. 股市观测站信息系统

经由「股市观测站信息系统」投资人可迅速获得市场上消息与上柜公司动态情形。目前股市观测站提供包括实时重大讯息之发布、「柜买中心」公告事项与上柜公司数据查询。在实时重大讯息查询上，会详细列出公司名称、发言人、发言日期、发言时间、主旨说明事项、联络电话等项目。而「柜买中心」公告事项则有除权除息、挂失股票等市场公告，另「柜买中心」各单位亦有公告注意事项。至于上柜公司动态情形包括了公司信息、交易讯息及重大信息、内部人股权异动等数据。

5. 建置「公开说明书电子档案免费查询系统」

由于「证期会」推动简式公开说明书制度，因此证券相关单位共同出资建置成立「公开说明书电子档案免费查询系统」。未来简式公开说明书制度实施后，公司对外募集资金前，须先将完整版公开说明书稿本上传至该网站，让投资人查询后，方得向主管机关递送申请件。

另待案件通过后，公司尚须上传公开说明书生效本电子档案于该网站公开，公司则另以简式公开说明书交付投资人。故投资人将来只须上网下载即可得到公司完整版之公开说明书。另为方便投资人查询，该系统设有连结各上市(柜)公司、未上市(柜)公司、证券商、期货商、投信投顾公司、证券金融单位之功能。而该系统自公元 2001 年 3 月启用至今，已有超过四万八千四百人次使用量。

基本上由前述之分析可知，主管机关为达保护投资人之目的，规定须揭露之信息种类相当繁多，公开管道也不少，然本文以为信息公开原则虽可提供投资人充分之判断与选择，但事实上一般投资人对公开之资料不见得会仔细阅读，特别是牵涉专业知识之部份。例如公司之财务与所营之业务，并非人人均所熟悉；另一方面，过多之信息对投资人而言，可能也无法完全消化吸收而有助其投资判断。因此对于依规定须揭露之信息，或可根据内容予以适当的分级，例如提供予一般投资人之内容只须为可供其初步了解发行公司财务与业务概况之基本资料即可，至于提供予专业投资人之内容可为深入的财务报表分析与详细公司业务状况报告。

此外，以申报管道与方式而言，除须送交书面正本或副本给主管机关与许多相关证券单位外，不同单位有时尚须以计算机上传不同程度之数据，对于发行公司而言不但徒增许多成本与繁复作业，对于投资人所能获知公司信息之管道有限。因此主管机关只得将公司信息实行以书面形式分送许多单位之方式以扩大公开管道；然在现今网络使用普及之情形下，若实行网络申报与揭露不但可大幅减少纸张印制与寄送成本，信息公开之范围亦因网络无远弗届之转性而扩大许多。因此于 2001 年三月启用之「公开说明书电子档案免费查询系统」，即认为是一项相当值得称许的措施。未来，建议除可逐步取消交书面公开说明书而改采电子化形式外，对于其余依规定须送交之数据亦可予以全面电子化。

依笔者观察，许多单位公开之信息事实上有部份信息有所重复。因此建议未来主管机关应可整合信息公开管道，甚或是建置单一之揭示网站以便利公开发行人公司与投资人申报与查询。

（二）信息平时及例外管理

为期于平时即对上柜公司各种可能发生营运危机之情况预作适当处理，并实时揭露相关讯息以降低影响层面，暨于特殊事故发生时亦能机动有效管理，以减少对投资大众权益之影响。依据规定「柜买中心」于年度、半年度财务报告应各选定 5%；第一季财报选定 3%；第三季财报选定 5%为受查公司。选定受查公司后，应将查核结果陈报主管机关备查。此为所称平日管理。

例外管理指上柜公司发生财务或业务重大事件，或主管机关或「柜买中心」基于其判断认为有必要者时，应查核上柜公司并报请主管机关处理。

展望未来,台湾地区证券柜台买卖市场面对国际变化趋势以及外在的兢争压力,仍应致力于柜台买卖股票、债券、衍生性金融商品等各项业务之推展。并在制度面、交易面、法律面及监理管理面加强有效性的制度改革,为企业提供一个有效的筹资管道,为投资人提供一个商品多样化及交易多元化的全方位市场。并期望能掌握台湾地区柜台买卖过去发展的轨迹及未来发展的脉络,为我国大陆地区未来开办柜台买卖市场(指股票二板市场或创业板市场)提供借鉴。同时致力于市场国际化业务,加强与世界各国各经济体交流与互动,使我国台湾与大陆地区证券柜台买卖市场均能活跃于国际证券市场舞台上。

参考文献:

- 1.王财鉴,内部人交易意义,台湾证券季刊,1987年第2季,1987.04.01
- 2.林琼辉,内部人短线交易之责任,证券管理,1卷2期,1983.03.16
- 《美国的证券场外交易市场(柜台买卖BB)介绍》,《财富指数》05年3月23日
- 3.郝东旭、魏淑君,《证券市场风险法律防范》,2000年4月,法律出版社
- 4.[美]托马斯.李.哈森:《证券法》,张学安等译,北京:中国政法大学出版社,2003年版,第338页
- 5.陈春山,台湾证券交易法论,台湾五南图书出版社,2008年8月第8版
- 6.邓利娟.《台湾证券市场发展的经验教训及其对祖国大陆的启示》[J].台
- 7.Malcolm Rutherford, Institutions in Economics; the Old and the New Institutionalism, Cambridge University Press (M), 1996, pp60
- 8.Mark Roe, Chaos and Evolution in Law and Economics【J】, Harvard Law Review, 1996
- 9.Objectives and principles of securities. Regulation, <http://www.iosco.org/pubdocs/pdf/IOSOC154.pdf>.

The Effectiveness Advices On The Future Development of O.T.C. Securities Market in Taiwan Region

Zhang Wenzheng

(Chinese Financial Research Centre of Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu, 610074)

Abstract: The innovation of discovering the rule of history. The institutional change of Taiwan O.T.C. securities market has been compulsorily interfered by "Taiwan region government", so the paper, which summarizes the conclusion of three phases, and puts forward the suggestions of improving the effectiveness of future O.T.C. market by the route of conception, pattern, organization, information, and methods.

Key words: Taiwan Securities Market OTC market

收稿日期: 2009-08-12

作者简介: 张文政, 西南财经大学中国金融研究中心金融学博士, 研究方向: 资本市场与投资