

# 美國證券 市場相關制度

臺灣證券交易所  
2025年7月

## 美國證券市場相關制度

壹、主要法規 .....	1
一、立法緣起 .....	1
二、主要法規內容概述 .....	1
(一) 1933 年證券法 (Securities Act of 1933) .....	1
(二) 1934 年證券交易法 (Securities Exchange Act of 1934) .....	7
(三) 2002 年上市公司會計改革和投資人保護法 .....	14
(四) 各類債券買賣之主要法規 .....	14
(五) 其他法規 .....	16
(六) 金融海嘯後之變革 .....	17
(七) 2012 年新創企業啟動法案 .....	29
(八) 外國公司問責法 .....	32
貳、市場架構 .....	34
一、證券交易市場架構 .....	34
(一) 證券業務架構 .....	34
(二) 證券管理架構 .....	35
二、證券相關機構組織功能及運作 .....	36
(一) 證券主管機關 .....	36
(二) 證券交易所 .....	39
(三) 金融產業紀律管理機構(FINRA) .....	50
(四) 交割、結算及保管機構 .....	52
(五) 債券市場主要機構 .....	52
參、主管機關組織及權責 .....	55
一、發展沿革 .....	55
二、管理組織架構 .....	55
三、主要權責 .....	57
(一) 一般權責 .....	58
(二) 調查權 .....	58
(三) 不法行為處罰權 .....	60
肆、市場規模 .....	65
一、集中市場 .....	65
(一) 市場商品種類 .....	65
(二) 市場規模 .....	66
二、店頭市場 .....	67
(一) 市場商品種類 .....	67
(二) 市場規模 .....	67
伍、證券發行 .....	69
一、有價證券公開發行 .....	69
(一) 有價證券公開發行規定 .....	69
(二) 初次公開發行 .....	69
(三) 二次發行 .....	69
(四) 其他金融商品之公開發行 .....	69
二、有價證券上市上櫃申請程序 .....	71
(一) 上市申請程序 .....	71
(二) 上櫃申請程序 .....	72

三、有價證券上市上櫃標準.....	72
(一) NYSE 之首次上市標準—美國企業 .....	72
(二) NYSE 之上市標準—外國企業 .....	74
(三) NYSE 公司治理標準 .....	75
(四) 上櫃標準 .....	78
(五) 上櫃標準：公司治理要求符合 Rules5600 Series 之規定 .	85
四、有價證券上市上櫃審查作業規定.....	86
(一) 上市審查作業規定 .....	86
(二) 上櫃審查作業規定 .....	87
五、有價證券上市上櫃費規定 .....	87
(一) 初次申請費 (Initial Application Fee) .....	87
(二) 於 NYSE 掛牌之上市費用 .....	87
(三) 上櫃費規定 Rule 5900 Series. ....	88
六、有價證券下市下櫃規定.....	90
(一) NYSE 之下市規定 .....	90
(二) 下櫃規定 .....	92
七、有價證券承銷制度.....	93
(一) 證券承銷方式 .....	93
(二) 證券承銷作業相關規定 .....	93
(三) 承銷手續費.....	94
(四) 證券承銷程序 .....	95
(五) 承銷價格之安定操作 .....	95
八、資訊揭露之內容 .....	96
(一) 資訊揭露之內容 .....	96
(二) 處置規定 .....	98
(三) 上市公司之平時與例外管理 .....	98
(四) 各國關係企業資訊揭露制度 .....	99
(五) 上櫃公司之平時與例外管理 .....	99
九、國際組織募集與發行情形 .....	99
陸、證券交易 .....	100
一、有價證券交易制度及相關規定 .....	100
(一) 集中市場交易制度 .....	100
(二) 店頭市場 (NASDAQ) 交易制度 .....	112
(三) 證券商買賣有價證券相關規定.....	123
二、信用交易相關規定.....	125
(一) 辦理有價證券融資融券之相關法規 .....	125
(二) 授信機構辦理融資融券應具備的資格條件 .....	125
(三) 得為融資融券有價證券之標準 .....	125
(四) 委託保證金之比率及其法源依據 .....	126
(五) 市場之管制措施 .....	127
(六) 授信機構辦理融資融券之資金來源及證券來源 .....	127
(七) 授信機構確保債權的方法 .....	127
(八) 轉融通之制度 .....	128
(九) 放空價格限制 .....	128
(十) 資訊申報 .....	128

柒、證券結算交割及借貸 .....	129
一、有價證券結算交割相關規定 .....	130
(一) 結算機構概況 .....	130
(二) 結算參與者 .....	131
(三) 結算交割流程 .....	132
二、有價證券借貸規定 .....	137
(一) 有價證券借貸市場概況 .....	137
(二) 市場參與者 .....	137
(三) 市場交易型態 .....	137
(四) 交易流程 .....	137
捌、市場監視制度 .....	139
一、集中市場監視組織架構及業務職掌 .....	139
(一) 監視組織架構 .....	139
(二) 監視制度 .....	140
(三) 跨市場監視制度 .....	142
(四) "Ask Market Surveillance"系統於 2006 年 2 月中正式啟用 .....	144
二、店頭市場監視制度 .....	145
(一) 監視作業 .....	145
(二) 處置措施 .....	146
(三) 跨市場監視制度 .....	147
玖、集中保管 .....	149
一、集中保管機構概況 .....	152
(一) 組織型態 .....	152
(二) 資本額 .....	152
(三) 股東成員 .....	152
(四) 成立法源 .....	152
(五) 業務項目 .....	152
二、參加人結構 .....	153
(一) 種類功能 .....	153
(二) 資格條件 .....	153
三、保管作業 .....	153
(一) 保管標的及其發行形式 .....	153
(二) 保管方式 .....	154
(三) 送存、領回作業 .....	154
(四) 瑕疵及偽造股票之處理 .....	155
(五) 有價證券無實體化 .....	155
(六) 金庫管理 .....	156
(七) 交易資訊儲存庫 (Trade Repository) .....	156
四、帳簿劃撥作業 .....	157
(一) 制度架構 .....	157
(二) 結算交割帳簿劃撥流程 .....	158
(三) 作業風險控管 .....	162
五、服務作業 .....	162
(一) 具擬制人身份 .....	163
(二) 服務項目 .....	163

(三) 股東權利行使方式及書面投票.....	165
拾、證券商管理 .....	166
一、證券商設置及營運相關規定.....	166
(一) 證券商設置標準.....	166
(二) 證券商營運規範.....	167
(三) 證券商自律相關規定.....	171
(四) 證券商公會組織與運作 .....	173
二、證券商風險管理相關規定 .....	179
(一) 原本方案 .....	179
(二) 替代方案 .....	180
三、對證券商之監督及查核 .....	180
(一) 集中市場對證券商之監督與查核 .....	180
(二) 店頭市場對證券商之查核與監督 .....	189
四、證券商業務範圍、轉投資事業相關規定 .....	205
拾壹、投資人保護 .....	207
一、前言 .....	207
二、證券投資人保護公司 .....	207
(一) 會員組成 .....	208
(二) 內部架構 .....	208
三、證券投資人保護基金 .....	209
(一) 會費徵收 .....	209
(二) 借貸 .....	211
(三) 捐贈 .....	212
(四) 利息收入 .....	212
四、投資人保護程序 .....	212
(一) 保護程序之開始 .....	212
(二) 清算程序 .....	214
(三) 直接付款程序 (Direct Payment Procedure; DPP) .....	218
五、SIPC 基金的動用 (Fund Advances) .....	218
六、SIPC 與 SEC、自律組織之互動關係 .....	219
(一) 與 SEC 之關連部分： .....	219
(二) 與自律組織之關連部分： .....	220
七、案例說明 .....	220
(一) 雷曼兄弟案： .....	220
(二) 伯納德·L·麥道夫投資證券有限責任公司案 .....	221
拾貳、證券投資信託事業暨投資顧問事業相關規範 .....	222
一、證券投資信託事業設置與管理 .....	223
(一) 投信事業設立之條件 .....	223
(二) 投信事業分公司之設立條件 .....	228
(三) 對投信事業之一般監督 .....	228
(四) 投信事業之從業人員資格及限制【s9,ICA】 .....	252
(五) 投信事業違規之處分 .....	258
(六) 得從事之業務範圍 .....	258
(七) 境外基金相關規範 .....	260
(八) 私募型基金之相關規範 .....	261

二、證券投資顧問事業設置與管理 .....	267
(一) 投顧事業設立之條件 .....	271
(二) 投顧事業分公司之設立型態 .....	274
(三) 對投顧事業之一般監督 .....	274
(四) 投顧事業之從業人員資格及限制 .....	292
(五) 投顧事業禁止交易項目及違規之處分 .....	292
(六) 提供外國有價證券之顧問業務 .....	294
(七) 州對投資顧問之規範 .....	295
(八) 投資顧問行使股東會表決權規範 .....	295
(九) 美國證券分析師資格測驗規範如下 .....	296
(十) 關於對沖基金(Hedge fund)定義 .....	296
(十一) 關於全權委託業務 .....	297

# 美國證券市場相關制度

## 壹、主要法規

美國規範證券市場之法規，除聯邦制定之相關規定外<sup>1</sup>，尚有各州訂定之證券法令，此外各證券交易所以及證券市場自律組織之規章，在法規領域亦具重大意義。本文限於篇幅，擬就聯邦之「1933 年證券法」( Securities Act of 1933 ) 及「1934 年證券交易法」( Securities Exchange Act of 1934 ) 為主要之探討內容。

### 一、立法緣起

美國聯邦政府於 1933 年之前對證券市場之管理法規尚未完備，當時證券市場之管理主要受各州民、刑事法規及各證券交易所之自律規章所規範，嗣後於 1929 至 1933 年間，股價暴跌約 85% 以上。因股市崩盤過程中，諸多舞弊情事造成重大損失，引起投資大眾極度不安，因此要求控制證券市場之呼聲日起。為重建投資人對證券市場之信心，政府對證券市場之操縱活動進行全面之調查，並於 1933 年、1934 年分別制定「1933 年證券法」及「1934 年證券交易法」<sup>2</sup>。制定該法目的為：第一，要求公開向大眾募資之公司，需向投資人真實反映其營業狀況、其股份出售之情形及投資風險；第二，公平對待每位股東，且置投資人之利益為首要考量。

### 二、主要法規內容概述

#### (一) 1933 年證券法 ( Securities Act of 1933 )<sup>3</sup>

「1933 年證券法」又稱「證券真實法」( “Truth in Securities” Law )，共有 28 節，2005 年 6 月 29 日針對更新證券發行程序為重大修訂，為配合金融改革法案之公布，最近一次修訂為 2020 年 11 月 2 日<sup>4</sup>。該法係以證券之初次發行為主要規範對象，其立法目的主要有二：(1) 對公開發行股票之募集行為，必須提供投資人足夠之資訊；(2) 防止於銷售證券時，有不正確之表達、隱匿或詐欺等不法行為

<sup>1</sup> 美國證管會所執行之聯邦法律主要包括 1933 證券法 ( Securities Act of 1933 ) 、 1934 年證券交易法 ( Securities Exchange Act of 1934 ) 、 1935 年公共事業持股公司法 ( Public Utility Holding Company Act of 1935 ) 、 1939 年信託契約法 ( Trust Indenture Act of 1939 ) 、 1940 年投資公司法 ( Investment Company Act of 1940 ) 、 1940 年投資顧問法 ( Investment Advisers Act of 1940 ) 、 1978 年聯邦破產法 ( Bankruptcy Reform Act of 1978 ) 。

<sup>2</sup> 吳當傑，參加一九九八年第八屆證券市場發展國際研討會報告，行政院所屬各機關因公出國人員報告書，民國 87 年 6 月，頁 27 以下。

<sup>3</sup> Securities Act of 1933, 48 Stat. 74, enacted 1933-05-27, codified at 15 U.S.C. § 77a et seq.. 有關美國 1933 年證券法各條文之相關內容(英文版)，可至美國證管會網頁 <http://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf> 站查詢。(瀏覽日期：2025 年 4 月)

<sup>4</sup> Securities and Exchange Commission, SEC Harmonizes and Improves “Patchwork” Exempt Offering Framework, <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-273> (瀏覽日期：2025 年 4 月)

### 1. 登記之目的

達成上述之目標最主要之方式，即透過證券之登記揭露重要之財務資訊，此項資訊可使投資人（非政府）藉以評估公司之價值，作為購買公司股票之判斷依據。因此，該法規定公司非經登記，不得發行證券。同時，證管會要求公司應提供正確之資訊，惟對資訊之正確性不為任何保證。一旦投資人證明其購買證券所遭受之損失，係因重大資訊揭露不完整或不正確所致，得請求賠償。

### 2. 登記程序

一般而言，在美國販售之證券均應登記。公司提交之登記表格提供了必要資訊，同時減少遵守法律的負擔和費用，原則上登記表格應揭露下列各點：

- (1) 公司資產持有狀況及行業情形
- (2) 募集有價證券之說明
- (3) 公司營運之資訊
- (4) 經獨立會計師簽證後之財務報表

所有應登記之資料及公開說明書，經向主管機關登記後，即成為公開資料，但仍需經證管會審查生效後，始能開始募集發行有價證券。此等已登記之資料，可在該會網站上EDGAR系統查詢。

惟並非所有證券均須向證管會登記，部分證券係豁免登記（如：對特定人私募行為、小額及跨州發行、政府證券等）。證管會期藉由豁免小額發行之登記程序，降低發行成本，加速資本形成。

所有登記資料均需符合應行揭露之法令遵循要求，任何發行人對所公開資料之重大事實為虛偽或隱匿者，即視為不法，依法應負民事與刑事責任。

### 3. 豁免登記證券

並非所有證券募集均須向證管會註冊，以下為豁免註冊要求之證券：

- (1) 對特定類型或限制名額之人（含自然人與法人）進行私募；
- (2) 募集部位有限（Limited Size）；
- (3) 各州境內（Intrastate）之募集行為；與
- (4) 各州與聯邦政府為自治需要所發行之市政證券

此外，證管會依「1933年證券法」所訂定之規則（Rule 144）

---

<sup>5</sup> 節譯美國證管會網站，網址 <https://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml#laws> (瀏覽日期：2025年4月)

允許在特定情況下，得銷售未經註冊證券，此即為可轉讓轉售限制證券（Selling Restricted Securities）與控制證券（Control Securities）之安全港規定<sup>6</sup>。

#### 4. 2005 年之修正

證管會於 2005 年 7 月 19 日通過「1933 年證券法修正案7」，針對證券發行程序產生大幅變革。該修正提案可歸納為證券增資發行申報登記相關事宜之溝通、增資發行及資本形成程序上之限制、資訊傳達予投資人之即時性等三大領域，包括允許證券商在申報登記聲明（Registration Statement）生效前，利用傳真與電子郵件方式來推廣證券之銷售。知名且經驗豐富（Well-Known, Seasoned）之發行人已依 1934 年證券交易法提出報告，將給予申報登記聲明同時立即生效之優惠待遇。公開說明書之送達亦改採「取得視同送達（Access-Equals-delivery）」之原則。茲簡述該項修正法案重點如下：

##### （1）發行人種類

依發行人之類別型態、過去申報紀錄、市值、發債紀錄而決定其是否得享有相關彈性優惠待遇。新修訂將發行人分為四類：

- 不需申報之發行人（Non-Reporting Issuer）：即依 1934 年證券交易法第 13 節或第 15(d)條規定不需申報者。
- 無豐富經驗之發行人（Unseasoned Issuer）：即依 1934 年證券交易法第 13 條或第 15(d)條規定需申報者，但不符 Form S-3 或 Form F-3 對初次發行證券要件的要求。
- 經驗豐富之發行人（Seasoned Issuer）：符合使用 Form S-3 或 Form F-3 登記初次發行的證券要件。
- 知名且經驗豐富之發行人（Well-known Seasoned Issuer）：此類型為本次修正提案中新增訂之發行人種類，係指符合使用 Form S-3 或 Form F-3 登記初次發行的證券要件，同時過去三年有 7 億美金之股票流通在外或發行 10 億限定用途之債券者。

##### （2）溝通活動（Communication Activity）

---

<sup>6</sup> U.S. Securities and Exchange Commission, Rule 144: Selling Restricted and Control Securities, October 10, 2003. Accessed January 16, 2013.

<https://www.sec.gov/reportspubs/investor-publications/investorpubsrule144htm.html>, (瀏覽日期：2025 年 4 月)

<sup>7</sup> U.S. Securities and Exchange Commission, Securities Offering Reform, <https://www.sec.gov/rules/final/33-8591a.pdf>, (瀏覽日期：2025 年 4 月)

增訂「越界偷跑」(Gun-Jumping)<sup>8</sup>條款，為申報登記聲明前之促銷活動，放寬溝通限制，使投資人可事前取得更多之資訊。由於依舊法上市準備前的「緘默期」(Quiet Period)規定，發行人在申報發行新股聲明前，不得以口頭或書面方式促銷其股票銷售，然而自提出申報登記聲明後到上市前，口頭促銷方式可被接受，但書面促銷方式仍不被允許，惟口頭通知之內容須與公開說明書內容一致。增訂該條款後將使知名且經驗豐富之發行人得在任何時點從事書面或口頭之通知，包括依照在所列舉情形下使用新型態之公開說明書的補充說明 (Free Writing Prospectus)。在登記聲明生效後的 40 天期間內，承銷商寄發發行新股文件時須同時檢附公開說明書。

再者，在任何時點發行人得繼續定期公開其實際經營及預測資訊。不需申報之發行人亦得繼續定期公開其實際經營資訊予個人(非投資人或潛在投資人)。然發行人在申報登記聲明 30 日前所為之通知，只要發行人並未提及證券增資發行事宜則並不適用 Gun-Jumping 之規定。

### (3) 公開說明書之補充說明 (Free Writing)

在申報登記聲明後，在所列舉之情形下，所有發行人及發行新股之參與券商將使用 Free Writing 公開說明書。一般常態之通知包括發行人增資發行程序如增資發行計畫、開戶事宜等不需列在公開說明書中。

相關提案內容將影響某些狀況之適用性，例如提案並不適用股價極低之低面額股 (Penny Stock) 或借殼公司等。修正後的 1933 年證券法，新增電子傳訊之處理方式，包括電子說明會 (Roadshows) 及連結到發行人網站上之資訊等。除非發行人提供電子說明會資訊給所有投資大眾 (如在網站上發布)，否則電子說明會應依 Free Writing 公開說明書申報方式向證管會提出。

### (4) 責任

證管會在說明書中亦對揭露責任提出澄清表示，文

---

<sup>8</sup> 「越界偷跑」(Gun-jumping) 的定義：聯邦證券法令禁止公司在初次公開公司只能使用公告 (「墓石」tombstone) 宣傳或是交付公開說明書告知。其認定是否為越界偷跑有三個標準：1. 這個訊息是否有使用公開說明書；2. 這個訊息是否為報價要約；3. 報價為哪一個過程所作成。

件不實陳述或遺漏之評估係著重在投資人決定投資當時所接受之資訊而非其後所傳達或申報之資訊。

此外，新法對證券法第 11 節已核備增資發行（Shelf Offering）及非核備增資發行（Non-Shelf Offering）案件之規範如下：

- 在登記聲明原始生效日後所申報之公開說明書補充資料應包括 1933 年證券法第 11 節所規定之責任聲明。
- 為適用新法第 11 節的發行人、承銷商及其他單位自核備登記聲明後取回（Takedown）證券所產生時間差異之規定，訂定生效日。

#### （5）現代化之申報登記核備制度（Shelf Registration）

包括更新 1933 年證券法對核備登記程序的要求：

- 對核備登記基本公開說明書生效後可能被遺漏之資訊，以單一法規加以規範。
- 發行人每三年申報更新登記聲明，以取代舊有發行人登記申報其在兩年內欲增資發行股份之方式。
- 刪除市價增資發行之限制。
- 允許立即刪除核備登記聲明中所減少之股份。
- 允許發行人使用公開說明書補充說明（而非生效後之修正文件）來變更在基本公開說明書中所列之股權分散計畫。
- 擁有美金 7,500 萬元流通在外股權之有經驗之發行人，得在公開說明書補充說明中（而非生效後之修正文件）變更所列銷售股東。
- 提供知名且經驗豐富之發行人一個更具彈性的「自動核備登記」制度，擁有自動化之效率、「Pay-as-you-go」之付費方式及在增資發行程序中提供最大的彈性。
- 該提案亦包含容許依 1934 年證券交易法申報之發行人，在報告中參照先前依 1933 年證券法所提供之資料。

#### （6）最終版本公開說明書之送達

- 在取得視同送達之公開說明書送達模式下，修正 1933 年證券法所定之最終送達義務。在向證管會申報最終公開說明書並符合相關條件下，發行人及參與券商在增資發行之過程中無須印製並實際送達最新版本之公開說明書予投資人。

此外，為使得投資人能夠追溯股票之增資發行申

報，該提案規定發行人需另外通知投資人該股票增資發行申報之情形。要求依 Form 10-K 申報之發行人，按照 1934 年證券交易法期中報告之規定揭露風險因素。所有發行人得依 1934 年證券交易法報告之自願申報人揭露資訊。快速申報人（Accelerated Filers）得在年報工作人員報告中揭示會計年度終了 180 天以前所發布相關重大且尚未獲得解決之資訊。

## 5. 氣候揭露

2022 年 3 月證管會提議加強氣候相關揭露<sup>9</sup>，並於 2024 年 3 月通過法案<sup>10</sup>，要求發行人在註冊聲明與定期報告中揭露可能對其業務產生重大影響的氣候風險，以及該風險對營運或財務的影響，特定的氣候相關財務指標經會計師簽核後將揭露在財務報告附註。另外，企業需揭露溫室氣體排放量。

發行人需揭露以下資訊：

- 可能對公司業務策略、營運績效或財務產生重大影響的氣候相關風險。
- 已辨識出的氣候風險對公司策略、商業模式或未來前景，實際與潛在的重大影響。
- 若公司已採取減緩或調適重大氣候風險之策略，須以量化及質化說明該策略之重大支出，及對財務估計與假設之重大影響。
- 若公司有減緩或調適重大氣候風險之活動，需具體揭露，包括轉型計畫、情境分析或內部碳價格。
- 董事會如何監督氣候風險，管理層如何評估和管理公司重大氣候風險。
- 公司辨識、評估和管理重大氣候風險之流程，若公司已管理該風險，需揭露如何整合到公司風險管理系統或流程。
- 若公司已訂立氣候目標，需揭露該目標已經或可能對公司業務、績效或財務之重大影響，包括為實現或為該目標取得進展之重大支出及對財務估計和假設之影響。
- 大型企業和不被豁免之中型企業需揭露重要的碳排放範疇一和(或)範疇二資訊。
- 前述企業碳排放之確信報告需為有限確信，在額外的

---

<sup>9</sup> Securities and Exchange Commission, SEC Proposes Rules to Enhance and Standardize Climate-Related Disclosures for Investors, <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-46>, (瀏覽日期：2025 年 4 月)

<sup>10</sup> Securities and Exchange Commission, SEC Adopts Rules to Enhance and Standardize Climate-Related Disclosures for Investors, <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2024-31>(瀏覽日期：2025 年 4 月)

- 轉型期後大型企業之確信報告須為合理確信。
- 當惡劣天氣和自然災害造成資本化成本、資本支出、費用或損失，該金額超過稅前盈餘或股東權益百分之一，且不在「排除條款門檻」下，企業需於財務報表附註中揭露損失；
  - 若碳抵銷和再生能源憑證為公司實現氣候目標之重要因子，需於財務報表附註中揭露相關資本化費用、資本支出和損失；
  - 惡劣天氣與自然災害、已揭露之氣候目標或轉型計畫，若上述風險和不確定性嚴重影響企業編製財務報表的估計或假設，則需於財務報表附註中描述對估計或假設之影響。

## （二）1934 年證券交易法（Securities Exchange Act of 1934）<sup>11</sup>

「1934 年證券交易法」共有 39 條，為配合金融改革法案之公布，最近一次修訂為 2023 年 8 月 23 日<sup>12</sup>。該法賦予證管會設立法源，同時賦予證管會管理及監督證券經紀商、結算機構、自律組織（Self-regulatory organization, SRO）（如證券交易所、美國證券商公會（Financial Industry Regulatory Authority, FINRA））等機構之廣泛權限。該法禁止市場特定不法行為，並賦予證管會管理此類行為之懲戒權。此外，證管會依該法得要求向公眾募資者應定期揭露公司資訊<sup>13</sup>。

### 1. 立法要點

該法立法要點主要包括：(1) 設立機關管理證券市場；(2) 管理證券經紀商、自營商於證券交易所及店頭交易市場之不正交易行為；(3) 保障投資人能獲得證券市場之相關正確資料。以下擇要點說明：

#### （1）公司申報規定

資產在 1000 萬美元以上且股東人數在 500 人以上之公司需提供年報及其他定期報告（主要為 Form 10-K、10-Q 及 8-K）。上述報告均可於證管會網站 EDGAR 系統查詢。

#### （2）委託書徵求

對在股東常會或臨時會中徵求有關選舉董事、決定公

<sup>11</sup> Securities Exchange Act of 1934, <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1885/pdf/COMPS-1885.pdf>。（瀏覽日期：2025 年 4 月）

<sup>12</sup> Securities and Exchange Commission, SEC Adopts Amendments to Exemption From National Securities Association Membership, <https://www.sec.gov/news/press-release/2023-154>（瀏覽日期：2025 年 4 月）

<sup>13</sup> Securities Exchange Act of 1934, <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>（瀏覽日期：2025 年 4 月）

司營運等議案之股東表決權，證管會有權管理徵求資訊之揭露。此等涵蓋如委託書上之資訊，於發給股東前，應先送證管會審查，以確保其符合揭露原則。不論是公司派或市場派之委託書徵求，均應對行使股權之表決事項，提供股東合理充分之資料。

(3) 公開收購

1968 年美國國會修訂本法部分條文（又稱「威廉法案」，Williams Acts），要求對以公開收購或其他計劃性收購發行公司股權達 10%以上者，應向證管會報告及揭露相關資訊，爾後於 1970 年更將前述比例改為 5%。此外，該等修正案中亦要求欲持有公司股權 5% 以上者，無論其係透過集中市場交易或以公開收購方式進行者，均需揭露有關之資訊。

(4) 內線交易

證券交易法廣泛禁止與發行及賣賣證券有關之任何詐欺行為。此等反詐欺條款，即包括禁止內線交易行為。任何人在獲悉重大非公開資訊之情形下買賣股票，將違反保密或限制交易義務，構成不法內線交易之行為。

(5) 證券交易所及其他證券機構之登記

本法規定市場參與者，如證券交易所、證券經紀及自營商、結算機構等，須向證管會辦理登錄。登錄資訊亦將定期更新。

證券交易所和證券商公會（FINRA）作為自律組織，該類組織將制定相關規則，規範其會員之不當行為，以確保市場公平運作及保護投資人。而 FINRA 修訂相關規章，程序上於規範提案擬定後，先向證管會申請核准，而證管會於收到申請後將對外公開徵求意見，並要求 FINRA 依徵求意見進行回應或調整內容，最後經證管會審查核准後公告生效。<sup>14</sup>

## 2. 全國市場系統（Regulation NMS）相關規範的修訂

為讓全國性市場制度(National Market System, NMS)更具效率與競爭性，證管會在 2005 年通過 1934 年證券交易法修

<sup>14</sup> FINRA, FINRA Rulemaking Process, <https://www.finra.org/rules-guidance/rulemaking-process>, (瀏覽日期：2025 年 4 月)

正案<sup>15</sup>，以增進市場管理的現代化，本次增修的重點包括：

- 制定「交易保障條例」(Order Protection Rule)用來增強市場交易的基礎，也就是金融商品報價的準確性，在即時連線的自動報價系統中，為投資人提供最合理的報價。
- 新增 Access Rule，確保投資人都能利用個人連線的方式(如電話或網際網路)，由各地的交易中心獲得公平和無差別的市場報價訊息。
- 新增 Sub-Penny Rule，建立一個統一報價基準，對於市價美金一元或一元以上的股票，其市場報價的增額不得小於一美分，增進股價透明化和一致性。
- 為 Market Data Rules 制定增修條文，增進市場資訊的傳播。
- 重新整理證券交易法中有關 NMS 的部分，幫助市場對新規則的理解和配合。

Regulation NMS 除了針對市場現狀更新舊法外，最主要的

---

<sup>15</sup> In proposed Regulation NMS, the Commission would renumber and, in some cases, rename the current NMS rules, and incorporate proposed Rule 600 and the proposed new rules. Where applicable, current NMS rules would be amended to remove the definitions which would be consolidated in proposed Rule 600. The proposed titles and numbering of the rules in proposed Regulation NMS, including the proposed new rules, appear below:

**Rule 600** : NMS Security Designation and Definitions (replaces Exchange Act Rule 11Aa2-1, which the Commission is proposing to rescind, and incorporates definitions from the current NMS rules and the proposed new rules)

**Rule 601** : Dissemination of Transaction Reports and Last Sale Data with Respect to Transactions in NMS Stocks (renumbers and renames Exchange Act Rule 11Aa3-1, the substance of which would be modified)

**Rule 602** : Dissemination of Quotations in NMS Securities (renumbers and renames Exchange Act Rule 11Ac1-1 (“Quote Rule”), the substance of which would remain largely intact);

**Rule 603** : Distribution, Consolidation, and Display of Information with Respect to Quotations for and Transactions in NMS Stocks (renumbers and renames Exchange Act Rule 11Ac1-2 (“Vendor Display Rule”), the substance of which would be modified substantially);

**Rule 604** : Display of Customer Limit Orders (renumbers Exchange Act Rule 11Ac1-4 (“Limit Order Display Rule”), the substance of which would remain largely intact);

**Rule 605** : Disclosure of Order Execution Information (renumbers Exchange Act Rule 11Ac1-5, the substance of which would remain largely intact);

**Rule 606** : Disclosure of Order Routing Information (renumbers Exchange Act Rule 11Ac1-6, the substance of which would remain largely intact);

**Rule 607** : Customer Account Statements (renumbers Exchange Act Rule 11Ac1-3, the substance of which would remain largely intact);

**Rule 608** : Filing and Amendment of National Market System Plans (renumbers Exchange Act Rule 11Aa3-2, the substance of which would remain largely intact);

**Rule 609** : Registration of Securities Information Processors: Form of Application and Amendments (renumbers Exchange Act Rule 11Ab2-1, the substance of which would remain largely intact);

**Rule 610** : Access to Published Bids and Offers (proposed new rule);

**Rule 611** : Trade-Through Rule (proposed new rule); and

**Rule 612** : Minimum Pricing Increment (proposed new rule).

目的希望不同金融商品與不同市場間之法律規範能一致，並且促進市場流動性，重要內容包括：

(1) 委託單保護規則(Order Protection Rule)

由各交易平台建立之交易中心(Trading Centers)發布最佳買進賣出之最佳價格。亦即交易所、店頭市場、造市者、另類交易系統交易(ATS)、證券自營或經紀商之NMS證券，凡是立即並自動發布之報價稱為Protected Quotation，而非由自動報價系統提出者不在委託單保護範圍。因此交易中心分為自動報價交易中心(Automated Trading Center)及一般交易中心(包括ATS、OTC造市者、證券商內部交易系統)，只有自律組織的交易機構及FINRA的ADF(Alternative Display Facility)參加人，屬於自動報價交易中心，可直接於網路連線報價上發布Protected quotation。委託單保護之目的，係整合全美各地市場各類有價證券之報價，投資人之委託單能以市場上之最佳成交價格成交，禁止各地交易所以該交易所單獨之報價成交委託人之買賣單(Anti-Trade Throughs)，單獨交易中心之報價可能出現劣於被保護報價之價格，損害投資人權益，故需加以防範，對於100股以下之零股及10,000股以上之鉅額交易也納入保護範圍。

(2) 資料連線規則(Access Rule)

資料連線規則，包含二方面，首先為取得報價連線的保障，當各市場之會員委託單連線到受委託單保護之報價時，該市場不得給予差別待遇。其次為使用費(Access Fee)之限制，對於Protected Quotes之連線費用上限定為每股\$0.003美元<sup>16</sup>，以促進報價費用在各交易平台的一致性。此外，證管會在資料連線上，以各交易中心跨市場的內部網路系統，取代以往藉由全國證券商協會(NASD)之跨市場交易系統<sup>17</sup>(Intermarket Trading System)集合之報價。其三為閉鎖報價與配對報價系統準則：除了人工報價(Manual Quote)以外，各交易中心必須防止閉鎖或配對報價的產生。

---

<sup>16</sup> 每股連線費用訂為\$0.003美元上限，主要參考各交易中心連線費用平均價格，在不會大幅影響各交易中心連線費用之獲利下所做之決定；其次，由於法令規定各交易中心有互相連線的要求，為防止某些交易中心濫用法規，向其他交易中心收取過高的連線費用，因而訂定連線費用之上限。

<sup>17</sup> Adoption of Amendments to the Intermarket Trading System Plan to Expand the ITS/Computer Assisted Execution System Linkage to all Listed Securities, Release No. 34-42212; File No. 4-208, <https://www.sec.gov/rules/final/34-42212.htm> (瀏覽日期：2024年5月)

(3) 次低面額股規則(Sub-Penny Rule)

對價值一美元以上之 NMS 證券最小價格變動單位 (Minimum Price Variation) 為 0.01 美元，價格在一美元以下之證券變動單位為 0.0001 美元。

(4) 市場數據規則(Market Data Rule)

依據 Regulation NMS，市場數據傳播共有三大網路系統，分為 Network A：紐約證交所掛牌證券，Network B：Amex 及其他交易所掛牌證券，Network C：Nasdaq 掛牌證券。傳輸資料包括：NBBO (National Best Bid and Offer)、價格、數量、所屬市場中心編號；各自律組織發布之最佳買價與賣價、價格、數量、所屬市場中心編號；個別證券之合併交易報告。並由各網路系統計算價格，並回報 SEC，各網路系統扣除成本後，會將發布市場數據之盈餘分配給網路內之 SRO<sup>18</sup>。

為了促進市場效率，Regulation NMS 也納入 ATS 做為全國市場之一部分，並修改 1997 年通過之 Regulation ATS，使其與新法互相整合。依據 Regulation NMS Rule 602 (發布 NMS 證券報價之規定) (b)項 5 款，任何交易所造市者及店頭市場造市者於 ECN 輸入 NMS 證券委託單，將視為本法條規定之買/賣單。為了能連結造市者之交易所或協會之報價系統，以造市者帳號交易之委託單至少必須為最小報價單位。以客戶帳號交易，其實際委託單交易數量不得小於最小報價單位<sup>19</sup>。

為加強資訊揭露，2018 年修改 1934 年證券交易法<sup>20</sup>，適用 Regulation NMS 和 Regulation ATS，修定重點如下：

- 採用新的 ATS-N 表格，要求經紀商、自營商及其子公司揭露營運方式及其在 ATS 相關活動。
- 法規要求在 SEC 網站公開發布新的 ATS-N 文件，該文件可透過 “EDGAR” 系統查詢，並要求每個 ATS 股票在其網站上發布 URL 超連結至證管會網站。

更好地保護投資者並增強網路安全，2022 年 1 月 Regulation ATS，修定重點如下：

<sup>18</sup> Federal Register/Vol.70, No. 124/ Wednesday, June 29, 2005/ Rules and Regulations, 37558

<sup>19</sup> 丁克華、蘇松欽主持，葉淑玲、蘇秀玲、張雅萍、游聖貞，我國證券市場推行場外交易可行性研究，證交所 98 年委託證基會研究報告，98 年 3 月。

<sup>20</sup> Regulation of NMS Stock Alternative Trading Systems, Final rule, <https://www.federalregister.gov/documents/2018/08/07/2018-15896/regulation-of-nms-stock-alternative-trading-systems> (瀏覽日期：2025 年 4 月)

- 通過導入更多的另類交易系統交易(ATS)來交易美國國債和其他政府證券。
- 它將擴大 ATS 監管的範圍，包括提供非公司交易利益的系統，並提供將買賣雙方聚合進行任何類型證券交易的協議。
- 通信協議系統將被要求註冊為交易所或註冊為經紀自營商，並遵守 ATS 法規<sup>21</sup>。

#### (5) 訂單競爭規則(Order Competition Rule)

證管會於 2022 年 12 月提案新增訂單競爭規則<sup>22</sup>，該提案要求個人投資者的特定訂單在公平公開拍賣中進行競爭後，才能由限制按訂單逐一競價的交易中心在內部執行<sup>23</sup>此訂單。通過促進競爭和透明度，使個人投資者的訂單有機會獲得比當前市場中更有利的價格，從而使個別投資者受益。

為保障投資人之投資機會，證管會於 2022 年 12 月提案<sup>24</sup>修訂對價值一美元以上之 NMS 證券，建立動態的最小價格變動單位。主要交易所將計算 NMS 證券的加權時間平均報價差(Time Weighted Average Quoted Spread)<sup>25</sup>，並確定適用的最小價格變動單位，整理如下表。

加權時間平均報價差	最小價格變動單位
等於或小於 0.008 美元	0.001 美元
大於 0.008 美元但小於等於 0.016 美元	0.002 美元
大於 0.016 美元但小於等於 0.04 美元	0.005 美元
大於 0.04 美元	0.01 美元

資料連線使用費修訂為對價值一美元以上之 NMS 證券，若每股最小價格變動單位為 0.001 美元，使用費最高為每股 0.0005 美元；每股最小價格變動單位大於 0.001 美元，使用費最高為每股 0.001 美元。至於價值一美元以下之 NMS 證券，使用費為報價的 0.05%。

<sup>21</sup> SEC Proposes Amendments to Include Significant Treasury Markets Platforms Within Regulation ATS, <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-10> (瀏覽日期：2025 年 4 月)

<sup>22</sup> SEC Proposes Rule to Enhance Competition for Individual Investor Order Execution, <https://www.sec.gov/SEC-Proposes-Rule-to-Enhance-Competition-for-Individual-Investor-Order-Execution> (瀏覽日期：2025 年 4 月)

<sup>23</sup> 過去個人投資者多透過零售券商買賣證券，零售券商再轉單給批發券商，但批發券商通常在內部執行訂單，不提供其他市場參與者(如：機構投資人)競價。

<sup>24</sup> Regulation NMS: Minimum Pricing Increments, Access Fees, and Transparency of Better Priced Orders, <https://www.govinfo.gov/content/pkg/FR-2022-12-29/pdf/2022-27616.pdf> (瀏覽日期：2024 年 5 月)

<sup>25</sup> 加權平均價差為一般交易時間內，將每個最佳買價與最佳賣價依報價的持續時間加權計算之平均。

證管會也於 2024 年 9 月修正 NMS 相關規則<sup>26</sup>，包含 NMS 上市股票股價採用額外的「最低升降單位 (Minimum Pricing Increment)」、降低交易所報價手續費上限、提高交易所手續費與折讓的透明度，並加速公開市場最佳價格及小規模委託單 (Smaller-sized Orders) 資訊。

本次修訂針對價格 1 美元以上的 NMS 上市股票，建立新的 0.005 美元最低升降單位。若加權價差大於 0.015 美元，最低升降單位為 0.01 美元；若加權價差小於或等於 0.015 美元，最低升降單位為 0.005 美元。

為降低手續費及折讓造成利益衝突，並提高手續費、折讓與相關優惠之透明度，SEC 另修訂規則 610(Rule 610)如下：

- 價格 1 美元以上的 NMS 上市股票，其「保障報價 (Protected Quotations)」之手續費上限降低至每股 0.001 美元。
- 價格不足 1 美元的 NMS 上市股票，其保障報價之手續費上限為每股價格 0.1%。
- 交易所執行時須確定所有費用、折讓與相關優惠之金額。

此修正案於 2024 年 12 月後生效，規則 610、規則 612 和零股定義之適用日期 2025 年 11 月的第一個營業日。零股資訊之適用日期為 2026 年 5 月的第一個營業日。

### 3. 外國發行人取消登記註冊的規定

證管會在 2007 年 6 月 4 日正式通過修改 1934 年證交法中限制外國發行人取消登記註冊的規定，並放寬取消註冊的標準及相關申報規定。在此次允許外國發行人取消登記註冊的修正提案中，不論發行人的規模大小，只要在最近 12 個月的期間內，該公司的股票在美國市場的每日平均成交量並未大於該公司在其主要交易市場每日平均成交量的 5%，則該外國發行人便被允許取消登記註冊以及相關申報義務<sup>27</sup>。

---

<sup>26</sup> SEC Adopts Rules to Amend Minimum Pricing Increments and Access Fee Caps and to Enhance the Transparency of Better Priced Orders,  
<https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2024-137>

(瀏覽日期：2025 年 4 月)

<sup>27</sup> Securities and Exchange Commission, Termination of a foreign private issuer's registration of a class of securities under section 12(g) and duty to file reports under section 13(a) or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934, Final rule,  
<https://www.sec.gov/rules/final/2007/34-55540.pdf> (瀏覽日期：2025 年 4 月)

### （三）2002 年上市公司會計改革和投資人保護法（Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002）(又稱沙賓法 The Sarbanes-Oxley. Act)

安隆、世界通訊、默克藥廠等相繼爆發會計醜聞案，暴露出美國自 1933 年證券法及 1934 年證券交易法制定以來，公司治理及證券市場管理架構之缺失。美國企業因所有權與經營權高度分離，利益分歧衍生嚴重的「代理問題」，管理階層為其私利遂行「操縱盈餘」，以創造公司經營績效並拉抬公司股價，公司董事會監控功能亦未充分發揮，加以擔任「公眾守護者」之會計師未盡其為投資大眾把關之職責，致投資人權益大受損失。在社會輿論壓力下，美國國會以幾乎全數同意之票數迅速通過「上市公司會計改革和投資人保護法」(下稱沙賓法)，布希總統旋於 2002 年 7 月 30 日簽署該法。

沙賓法最大特點在於基於投資人保護及公共利益之必要，採取限制性機制以為因應，所涉及層面涵括企業之內控制度，至相關權責單位之外控機制，如：強化公司管理階層之經營責任、加強審計委員會與獨立董事之權責；對於會計師專業之業務限制與管理、強化會計師與查核人員之獨立性暨強化主管機關之職權等，證券市場之其他民間專業人士，如：律師、證券分析師等亦在規範之列，可謂美國自 1930 年代建構公司治理架構以來，有關企業法制之最大變革。

然而，在該法案實施後，美國卻面臨多年來在共同基金、避險基金、證券化、衍生性商品等方面的領先地位正逐漸消失，美國之競爭力日益下滑，在輿論批評下，證管會及公開發行公司會計監督委員會(Public Company Accounting Oversight Board, PCAOB)已進一步審視沙賓法，證管會在 2006 年 12 月 13 日的例行會議中針對數項議題達成共識，其中一項議題即針對公司管理階層提供解釋性的指導原則，俾以改善沙賓法第 404 條的法規遵循。

### （四）各類債券買賣之主要法規

美國證券市場之管理法源，包括於 1933 年至 1940 年間所制定的一系列法規。其中 1933 年證券法，係規範發行人在美國公開募集與發行有價證券之準則(但政府公債屬豁免證券並不受規範)；次年的證券交易法，主要為規範有價證券的次級市場買賣活動。其他如買賣辦法、交易細則及證券商財務、業務方面之督導，則由證券商公會及交易所等自律組織負責辦理。主管機關之管理法源分述如下：

1. 證券管理委員會(Securities and Exchange Commission, SEC)
  - (1) 1933 年證券法(Securities Act of 1933)
  - (2) 1934 年證券交易法(Securities Exchange Act of 1934)
  - (3) 1940 年投資公司法(Investment Company Act of 1940)
  - (4) 1940 投資顧問法(Investment Advisors Act of 1940)

2. 聯邦準備體系(含聯邦銀行理事會及各聯邦準備銀行)
  - (1) 1913 年聯邦準備法(Federal Reserve Act of 1913)
  - (2) 1956 年銀行業控股公司法(Bank Holding Company Act of 1956)
  - (3) 1919 年邊緣法(Edge Act of 1919)
3. 聯邦存款保險公司(Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC)  
聯邦存款保險法(Federal Deposit Insurance Act 1913)
4. 財政部儲貸機構監理局(Office of Thrift Supervision, OTS)  
房貸法(Home Owners Loan Act 1933)
5. 財政部金融管理局(Office of the Comptroller of the Currency, OCC)  
國民銀行法(National Bank Act 1863 and 1864)
6. 地方政府證券法制委員會(Municipal Securities Rulemaking Board, MSRB)
  - (1) 1934 年證券交易法(Securities Exchange Act of 1934)
  - (2) 1970 年證券法修正案(Securities Act Amendments of 1970)
7. 證券投資人保護公司(Securities Investor Protection Corporation, SIPC)  
1970 年證券投資人保護法(Securities Investors Protection Act of 1970)
- 另依債券種類說明法律依據如下：  
政府證券(Government Securities)  
所謂政府證券包括美國政府公債及聯邦機構證券，依 1986 年政府證券法(Government Securities Act of 1986, GSA)規定，政府公債主要自營商<sup>28</sup>(Primary Dealer)的買賣規章由美國證券商協會(National Association of Securities Dealers, NASD)負責制訂與執行。
8. 地方政府債券(Municipal Bonds)  
地方政府證券法制委員會(Municipal Securities Rulemaking Board, MSRB)設於 1975 年，功能為建立地方政府債券買賣之相關規範。而 NASD 則負責證券商之買賣業務檢查及執行 MSRB 所訂定之法規。

---

<sup>28</sup> 主要自營商(Primary Dealer)為紐約聯邦準備銀行所指定，包括商業銀行、大型券商等，<https://www.newyorkfed.org/markets/primarydealers.html>，(瀏覽日期：2025 年 4 月)

## 9. 公司債(Corporate Bonds)

公司債櫃檯買賣及公開銷售等業務由 NASD 主管。

### (五) 其他法規<sup>29</sup>

#### 1. 1939 年信託契約法 (Trust Indenture Act of 1939)

該法規定債權證券（如：債券等）之發行，債券發行人與債券持有人間簽訂之合約（即信託契約），應符合該法規定之標準，不得與投資人有利益衝突情事，以保護投資人。

#### 2. 1940 年投資公司法 (Investment Company Act of 1940)

該法規範從事投資、再投資、及交易證券等公司（包括共同基金）之組成。該法之立法目的主要在減少該等營運所引發之利益衝突，該等公司依投資公司法之要求，在開始出售股票及隨後經常性出售股票時，應向投資人揭露其財務狀況及投資策略。該法之重點在於向投資大眾揭露有關基金及其投資方向之策略，以及投資公司之架構及經營<sup>30</sup>。1996 年美國國會公布「全國證券市場改善法案」(The National Securities Markets Improvement Act of 1996)，透過包裹立法方式一併修訂「證券交易法」與「投資公司法」，本次修訂目的為提振更有效率的共同基金管理，保護投資人，及提振各州政府與聯邦政府效率，並減輕政府監管負擔<sup>31</sup>。

證管會於 2023 年 9 月修訂該法<sup>32</sup>加強監管基金名稱，避免基金名稱誤導投資人對投資與風險認知。基金名稱包含特定特徵(如「成長」或「價值」)或主題(如 ESG)，其投資組合至少 80% 投資於該特徵或主題，至少每季根據上述政策審查其投資組合。公開說明書須定義基金特徵並解釋其投資方法，敘述應與產業用語一致。

證管會於 2024 年 8 月通過了一項規則<sup>33</sup>，更新基金成為「合格創投基金」的門檻。該規則將門檻從原來的 1,000 萬美元更新為 1,200 萬美元的總出資和未催繳承諾資本。

<sup>29</sup> 余雪明，證券交易法，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，民國 79 年 7 月，第 6-7 頁。

<sup>30</sup> 有關 1940 年投資公司法 (Investment Company Act of 1940) 條文之相關內容，可至網站 <https://www.sec.gov/about/laws/ica40.pdf> 查詢 (瀏覽日期：2025 年 4 月)

<sup>31</sup> National Securities Markets Improvement Act of 1996, Engrossed Amendment as Agreed to by Senate, H.R.3005.EAS. <https://www.congress.gov/bill/104th-congress/house-bill/3005?q=%7B%22search%22%3A%5B%22H.R.3005%22%5D%7D&r=11> (瀏覽日期：2025 年 4 月)

<sup>32</sup> Securities and Exchange Commission, SEC Adopts Rule Enhancements to Prevent Misleading or Deceptive Investment Fund Names,

<https://www.sec.gov/news/press-release/2023-188> (瀏覽日期：2025 年 4 月)

<sup>33</sup> SEC Adopts Rule to Update Definition of Qualifying Venture Capital Funds, <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2024-102>

符合資格的創投基金不包括在該法案對「投資公司」的定義中。委員會被規定每五年一次將此門檻的美元數額與通貨膨脹連結，以便未來每五年對門檻進行一次通貨膨脹調整。

### 3. 1940 年投資顧問法 (Investment Advisers Act of 1940)

該法規範從事投資顧問者。除部分例外之情形，該法要求從事投資顧問並收受報酬之公司或個人，需遵守相關之規範並向證管會登記，以保護投資人。而依該法 1996 年修訂之規定，通常只有管理 100 萬美元以上資產之投資顧問，或向已登記之投資公司為投資建議之投資顧問，始需要向證管會為登記<sup>34</sup>。

證管會於 2023 年 8 月修訂該法加強對私募基金顧問的監管<sup>35</sup>，以保護私募基金投資人並提高市場透明度。

所有私募基金顧問禁止向投資人提供有關贖回的資訊與優惠待遇，除非已向現有及潛在投資人揭露。若優惠待遇造成其他投資人重大負面影響，則禁止提供。若基金顧問因違反《1940 年投資顧問法》而受罰，則禁止以私募基金支付調查費用。

已在證管會註冊之私募基金顧問，每季須向投資人詳細報告私募基金的績效、費用與支出等資訊；每年向投資人提交私募基金審計報告；在投資顧問主導的次級市場交易<sup>36</sup>時，須獲取公平意見或評價意見。

## (六) 金融海嘯後之變革

2007 年 6 月美國爆發次級房貸危機，其影響層面擴及全球資本市場，至 2008 年 3 月美國第五大投資銀行貝爾斯登 (Bear Stearns) 發生危機瀕臨破產，後由摩根大通銀行以 14 億美元加以併購；7 月美國房貸公司房利美 (Fannie Mae) 以及房地美 (Freddie Mac) 相繼爆發危機，後由美國政府予以接管；9 月雷曼兄弟 (Lehman Brothers) 申請破產，以及美林證券嚴重虧損面臨危機，後由美國銀行以 440 億美元收購。此波風暴迅速向全球蔓延，由於影響速度之快與規模之大，被通稱為金融海嘯 (Financial Tsunami)。同年 9 月 28 日，金融海嘯惡浪衝擊歐洲，比利時金融巨擘富通銀行被迫接受荷蘭、比利時、盧森堡三國政府 112 億歐元紓困，英國政府也宣布接管該國第 8 大房貸銀行 Bradford & Bingley (B&B)；10 月 7 日冰島政府則宣布陷入舉國破產的危機等。金融海嘯發生後，全球金融市場狀況急

<sup>34</sup> 有關 1940 年投資顧問法 (Investment Advisers Act of 1940) 條文之相關內容，可至 <https://www.sec.gov/about/laws/iaa40.pdf> 網站查詢。(瀏覽日期：2024 年 4 月)

<sup>35</sup> Securities and Exchange Commission, SEC Enhances the Regulation of Private Fund Advisers, <https://www.sec.gov/news/press-release/2023-155> (瀏覽日期：2025 年 4 月)

<sup>36</sup> 投資顧問公司或其人員建議投資人將基金出售或轉換為其他產品

遽惡化，導致全球消費疲弱、失業率上升，造成全球經濟危機，各國政府也紛紛採取紓困計畫加以對抗。以下簡要敘述海嘯發生後，美國金融改革計畫之演變：

## 1. 2008 年經濟穩定緊急法案 (Emergency Economic Stabilization Act, EESA)

2008 年 7 月美國兩大房貸機構房利美(Fannie Mae)、房地美(Freddie Mac)相繼破產由政府接管，9 月 15 日雷曼兄弟聲請破產保護，更引發國際股市連續崩盤，市場信心潰散，在信貸市場資金凍結、全球金融系統面臨空前危機的巨大壓力下，為遏制危機，穩定金融市場，恢復投資者信心，美國政府向國會提交總額達 7000 億美元的金融救援計畫，並在 2008 年 10 月 3 日通過 *2008 年經濟穩定緊急法案*<sup>37</sup>。該法案中有關監理機制之重要改革議題包括<sup>38</sup>：

- (1) 成立金融穩定委員會 (FSOB) 與執行處理問題資產方案 (TARP)
- (2) 成立抵押設定專責委員會 (MOC)
- (3) 加強監理資訊交流
- (4) 彙整金融服務業專業準則
- (5) 整併監理機構
  - 推動單一化金融監理機構 (Single Consolidated Regulator)
  - 聯邦儲蓄機構監督局 (OTS) 與 OCC 的整合
  - 證管會及商品期貨交易委員會 (CFTC) 的整合

## 2. 2008 年金融監理改革藍圖

美國金融市場次級房貸問題所引發的信用危機及金融市場動盪，已使目前金融監理單位面臨嚴峻的考驗，多數更認為以目前美國的金融監理工作政出多門，難以有效監管運作日益複雜的金融業。為強化美國資本市場的競爭力，美國財政部自 2007 年開始即展開對美國金融業監理制度的研究，財政部已於 2008 年 3 月 31 日提出金融監理改革藍圖 ( Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure)，相關藍圖全貌共 212 頁，主要為訂定新規範、精簡舊架構、創設新機關等<sup>39</sup>。該項全面翻修美國金融監理架構的計畫，規模之大，可謂自 1929 年經濟大蕭條以來之最。改革計劃初步朝幾個方面進行：

<sup>37</sup> Emergency Economic Stabilization Act of 2008, <https://www.congress.gov/110/plaws/publ343/PLAW-110publ343.pdf> (瀏覽日期：2025 年 4 月)

<sup>38</sup> 謝易宏，潰散金融與管理迷思—簡評美國 2008 年金融改革，月旦法學雜誌，2009 年 1 月，頁 192-200。

<sup>39</sup> 參閱美國財政部網站 <https://home.treasury.gov/> ; [https://home.treasury.gov/system/files/136/archive-documents/Fact\\_Sheet\\_03.31.08.pdf](https://home.treasury.gov/system/files/136/archive-documents/Fact_Sheet_03.31.08.pdf) (瀏覽日期：2025 年 4 月)

- (1) 整合美國金融監理機構為三個  
第一是負責穩定金融市場的聯邦準備理事會 ( Federal Reserve System , Fed , 簡稱聯準會 ) , 聯準會將得到更大的權力 , 擴大監管銀行以外的金融服務公司 , 將避險基金、私募股權等長久以來不受聯邦政府管轄的金融業者將首度納入監管範圍；第二是證管會 ( SEC ) , 負責監管企業營運與金融消費者保護；第三是新創設的房屋貸款監管委員會 , 監督全國銀行、儲蓄機構與信用合作社 , 取代目前分由五個機構管理的局面。
- (2) 整併現有的證管會 ( SEC ) 及商品期貨交易委員會 ( Commodity Futures Trading Commission,CFTC) 。
- (3) 裁撤 OTS , 將其監理權交給管理全國性銀行的 OCC 。
- (4) 對保險業者的監理提高到聯邦位階 , 由新設置機構負責。
- (5) 將聯準會 ( Fed ) 定位為「市場穩定監理機構」 , 有權對任何可能威脅金融穩定的金融機構進行金融檢查 , 而非只能針對銀行。

### 3. 2009 年金融監管改革報告

2009 年 6 月 , 美國財政部針對前述金融監管體系之改革目標發表報告 : 「金融監管改革 : 建立新基礎」 ( Financial Regulatory Reform: A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation ) <sup>40</sup> , 主要改革目標為 :

- (1) 強化金融機構法律規範 , 特別針對會影響國家金融體系卻尚未納入規範的風險 , 包括將對沖基金或私下交易 ( 指銀行自行建立另類交易或場外交易體系 , 如 Dark Pool ) 納為應向證管會登記之範圍。
- (2) 建立更簡明的金融市場監管機制 , 包括對市場透明度的新要求 , 強化店頭市場衍生性商品監管 , 強化信用評等機制 , 及要求發行人與創始機構對其發行之借貸證券應保有利益 ( Retain Interest ) 。
- (3) 保護金融商品消費者與投資人免於市場濫用行為之威脅 , 包括擴大證管會要求共同基金揭露之權限 , 使跨金融商品中介商對各商品之職責負連帶責任 , 並於市場警示者 ( Whistleblowers ) 提供可能導向與金融犯行相關執法行動消息所需支付費用 <sup>41</sup> 。
- (4) 提供政府在處理未來金融危機時更好的工具。
- (5) 提昇國際監管標準與合作 , 包括透過改善現行會計準則與發展單一之高標準會計準則兩方面進行。

<sup>40</sup> The Department of the Treasury, Financial Regulatory Reform: A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation,

<https://www.govinfo.gov/app/details/GOV PUB-T-PURL-LPS113933> , (瀏覽日期 : 2025 年 4 月 )

<sup>41</sup> 當裁罰金額超過一百萬美元 , 證管會自企業之非法所得提取 10% 至 30% 嘉勵市場警示者。 <https://www.sec.gov/whistleblower> ( 瀏覽日期 : 2025 年 4 月 )

#### 4. 2010 年金融改革法案

##### (1) 立法背景

在總統歐巴馬主導下，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)，法案範圍橫跨聯準會 (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管機關：證管會 (SEC)、商品期貨交易委員會 (CFTC) 等機構之職權<sup>42</sup>。

惟法案送至參議院審議時，除受到共和黨議員及金融界人士質疑過度監管可能危害美國金融體系之創新能力外，也引發立法限縮聯準會職權，擴大聯邦存款保險局職權之妥當性，以及禁止政府運用財政注資方式解決金融市場流動性風險之必要性等爭議，復因程序性問題，陷入遲遲無法進行實體辯論之窘境<sup>43</sup>。經過國會兩黨協商後，終於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)。相關提案歷經多方利益角力，最後在強化金融機構監理方面終於獲致共識，歸納出未來美國金融監理之發展方向如下：

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

<sup>42</sup> 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。

<sup>43</sup> 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](http://docs.house.gov/rules/finserv/111_hr_finsrv.pdf) (瀏覽日期：2025 年 4 月)

最終獲得通過的「華爾街改革與消費者保護法」( Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2009 )<sup>44</sup>，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, Dodd-Frank Act)，命名自該法案的兩位主要發起人，即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。於 2010 年 6 月 25 日完成兩院協商版本，眾議院及參議院分別於 6 月 30 日及 7 月 15 日通過，經歐巴馬總統於 2010 年 7 月 21 日簽署後正式成為法律。該法旨在彌補監管空缺，並對引發 2008 年金融危機的罪魁禍首—投機性衍生性商品交易操作實施嚴格管制，積極規範店頭衍生性商品交易的權責，使過度承擔風險與無需承擔責任的交易實務不再能規避法規的監督，故商品交易委員會配合將原本的「結算與中介商管理部」，擴大分成「結算與風險監管部」及「交換契約交易商與中介商管理部」等 2 個部門，以加強監管店頭衍生性商品及其風險，特別是交換契約交易。

此法被稱為美國大蕭條以來最嚴厲的金融改革法案，將金融機構運作、併購、抵押貸款發放，信用評級以及各種衍生工具的交易等都列入監管之列，防範系統性風險，並成立消費者金融保護局，全面保護金融消費者合法權益。

## ( 2 ) 法案章節簡介

Dodd-Frank Act 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。茲將各章名稱臚列於後：

- 第一章 金融穩定 ( Financial Stability )
- 第二章 有條理的流動性監理機構 ( 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

<sup>44</sup> 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. <https://www.congress.gov/bill/111th-congress/house-bill/4173/text> (瀏覽日期：2025 年 4 月)

- 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<sup>45</sup>

### (3) 金融改革法規範重點

本法範圍廣泛，為利瞭解，茲簡述改革重點如下<sup>46</sup>：

#### ● 新監理職權

授權聯準會 (Fed) 對大型綜合性金融機構實施監管，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。此外，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，但 FDIC 不會成為被接管機構的股東。

本法廢除互助儲蓄銀行監理辦公室 (Office of Thrift Supervision)，設立兩個系統性風險監控機構：金融穩定監督委員會 (Financial Stability Oversight Council) 與金融研究辦公室 (Office of Financial Research)。並將銀行或類似功能機構之監理，依其風險性區分為三類，分別由聯準會與 FDIC 管轄：(1) 資產在 500 億美元以下之銀行或互助儲蓄銀行 (Thrift) 監理由聯邦存款保險公司 (FDIC) 監管。(2) 資產在 500 億美元以下之全國性銀行或互助儲蓄銀行歸 OCC 監管。(3) 其他所有銀行與互助儲蓄銀行、銀行控股公司則由聯準會監管，另外特定

<sup>45</sup> 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。

<sup>46</sup> Debevoise & Plimpton LLP, Summary of Key Provisions, Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, June 30, 2010.

非銀行之金融機構<sup>47</sup>及其子公司屬於銀行控股公司者，亦歸屬聯準會管轄。

- 金融穩定監管委員會(Financial Stability Oversight Council, FSOC)

建立一個由 15 名成員組成的金融穩定監管委員會<sup>48</sup>，由財政部、聯準會(FED)、證管會(SEC)、商品期貨交易委員會(CFTC)、財政部金融管理局(OCC)、聯邦存款保險公司(FDIC)、聯邦住宅金融局(FHFA)、全國信用聯合會(NCUA)及消費者金融保護局(CFPB)等聯邦金融機關之主管、1 位獨立委員，及 OFR、FIO、州政府的銀行、證券、保險主管官員 5 位無投票權之委員組成，主席為財政部長。該委員會成員由負責監控和管理美國金融風險的現有監管者組成。負責判定大型複雜公司、金融商品及金融活動所引起的系統性風險，並於其威脅經濟穩定之前加以解決，且促進市場紀律。該委員會如果經評估後某家大型綜合性金融機構的倒閉會對金融體系穩定造成威脅，則可以建議聯準會對該金融機構在資本、槓桿以及其他規定方面實行更加嚴格的要求。在極端情況下，該委員會有權對金融機構進行分拆。金融穩定監理委員會監視系統風險，並建議聯準會對規模逐漸變大且複雜而增加金融體系風險的金融機構，逐漸更加嚴格要求規範其資本、財務槓桿、流動性、風險管理及其他要求。

- 消費者金融保護局(Consumer Financial Protection Bureau, CFPB)

在聯準會下建立一個獨立的消費者金融保護局，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。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。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%，自 2014 年起，該局之預算上限依美國就業成本指數(Employment Cost Index)每年調整，2016

<sup>47</sup> 原參議院版本希望將聯邦貿易委員會(FTC)對金融市場不公平競爭行為管理移轉予新設立之「金融商品消費者保護局」(CFPB)，但參議院議員 Jay Rockefeller、Kay Bailey 及 Hutchison 提案應保留 FTC 執行不公平競爭、詐欺或濫用商業慣習時之執法權限，CFPB 則保留對金融商品與服務在市場進行時之不公平交易、詐欺或濫用商業慣習制訂相關法律規範之權限。

<sup>48</sup> 15 名成員分別為相關機構代表擔任，其中 10 名具有投票權(voting members)，另 5 名不具投票權。

年之預算上限估計為 631.7 萬美元<sup>49</sup>。將來逐年調整。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<sup>50</sup>、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。

聯準會、OCC、OTS、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。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）。

## ● 聯邦保險辦公室

在美國財政部內部設立一個新的聯邦保險辦公室（Federal Insurance Office），為美國在保險事務單一的國家機關。主要負責保險行業的監管工作，並向系統性風險委員會提供那些被視為具有系統重要性的保險公司名單。除蒐集保險業的資訊，並基於系統風險之目的而監視保險業外，需向國會提交改善保險業監管規定的意見和建議。

<sup>49</sup> The CFPB strategic plan, budget, and performance plan and report, p.22, [http://files.consumerfinance.gov/f/201602\\_cfpb\\_report\\_strategic-plan-budget-and-performance-plan\\_FY2016.pdf](http://files.consumerfinance.gov/f/201602_cfpb_report_strategic-plan-budget-and-performance-plan_FY2016.pdf) (瀏覽日期：2025 年 4 月)

<sup>50</sup> 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。

## ● 金融機構風險控制

制訂「沃爾克規則」(Volcker Rule)要求金融主管機關訂定法規，規範銀行及其隸屬的機關與控股公司之營運範疇，禁止財產交易、投資對沖基金及私募股權基金，並限制其與對沖基金及私募股權基金間的關係。聯準會監理的非銀行金融機構，亦受禁止財產交易與投資對沖基金及私募股權基金的限制。限制大型金融機構的自營交易業務，但這些銀行可以小規模地投資於對沖基金和私募基金，這類投資規模在銀行第一級資本中所占比例不得超過 3%，投資金額也不能超過任何一個對沖基金或私募基金總金額的 3%，銀行必須將其投資內容送交審查，以確保沒有違反上述規定，及減少投機性投資金額，此外，銀行不得對其所投資的基金進行救助。

自 2013 年實施《沃爾克規則》以來，由於規則的不明確，限制了部分銀行服務和活動，2020 年 6 月<sup>51</sup>聯邦儲備委員會、商品期貨交易委員會、聯邦存款保險公司和證券交易委員通過法案，對對沖基金及私募股權基金間的關係放寬和簡化規則，並允許銀行從事更多金融服務。在不違反沃爾克規則下，提供清晰的架構。

## ● 衍生性金融商品監管

賦予證券主管機關證管會 SEC 與期貨主管機關商品期貨交易，規範店頭衍生性商品的權責，使過度承擔風險與無需承擔責任的交易實務不再能規避法規的監督<sup>52</sup>。對店頭市場衍生性金融商品交易市場實施全面監管，其中包括針對交易或出售衍生性金融商品公司的監管。要求這些交易在交易所或類似電子交易系統中進行，並通過清算所進行清算。規範店頭衍生性商品之目標，在於增加定價的透明化及降低雙邊的信用風險，至於其手段則為鼓勵(有些為強迫要求)衍生性商品在交易所交易，並透過 CCP

<sup>51</sup> Securities and Exchange Commission, Financial Regulators Modify Volcker Rule, <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-143> (瀏覽日期：2025 年 4 月)

<sup>52</sup> 在此次金融改革之前，避險基金、投資銀行、融資公司等金融機構並未受到應有的規範，此等影子銀行體系(shadow financial system)所從事的店頭衍生性商品並未受到應有的規範。2010 年金融改革法案首度建立衍生性商品的全國性監管，並賦予 SEC 及 CFTC 規範店頭衍生性商品的權責，使任何衍生性商品的交易，包括影子銀行體系，均不再能規避法規的監督。賦予主管機關規範 swap 市場之權力，且將 swap 劃分為以下兩類，分隸不同的主管機關規範：swap 市場歸 CFTC 規範、security-based swap 市場歸 SEC 規範。Dodd-Frank Act of 2010 若未特別指明，則 swap 係包括 swap、security-based swap、及 mixed swap。CFTC 與 SEC 需於 1 年內訂定明確的辦法，分工合作管理。一旦任何一方制訂的管理辦法觸犯上述分工負責的限制，則另一方需於 60 天內向法院提出訴狀，由法院判定該管理辦法是否可繼續實施。

結算，及對衍生性商品加諸保證金與資本要求。

證管會在 2024 年 10 月修訂結算機構風險管理與韌性規則<sup>53</sup>，包含日內(Intraday)保證金、風險基礎保證金模型數據及「恢復與清算計畫 (Recovery and Wind-down Planning)」。

擔任集中交易對手的結算機構須制定政策與程序，以建立風險基礎的保證金系統。主要重點如下：

- 該系統持續監控曝險程度，根據包括曝險超過結算機構之門檻或市場波動較高之情形，增加日內保證金通知次數，並記錄依其政策不發出通知之情形。
- 系統應使用可靠量化資料(如即時價格)，若量化資料無法取得或可靠性不足，須具備其他替代資料或系統以確保結算機構管理信用風險。

此外，結算機構之韌性與清算計畫須具備九項要素，包含辨識及使用情境、觸發要件、工具、人力、服務提供商、計畫實施與時程、測試及經董事會核准計畫。

#### ● 強化對私募基金和對沖基金之監管

要求私募基金和對沖基金的投資顧問必須向美國證券交易委員會註冊，並且提供他們的交易資訊及投資組合給 SEC，好讓 SEC 衡量系統風險。聯邦規範投資顧問事業的資產門檻，自 3 千萬美元提高為 1 億美元，讓證管會集中資源管理新註冊登記的避險基金，SEC 也將對私募基金和對沖基金執行定期及特別檢查。資產總值在 1.5 億美元以下之私募基金和對沖基金的投資顧問或是家庭辦公室投資顧問，不適用上述規定。依現行證管會公布之 Regulation D 規定，證券私募行為於特定條件下可依該條規定豁免「1933 年證券法」要求任何發行人應向主管機關登記註冊之規範，本次修法則賦予證管會對私募證券行為有 120 天的審查期間，在此期間內之銷售行為則由各州證券監管者進行監控，若證管會於期間內未採取行動者，該私募行為即屬有效。又依 Regulation D 第 506 條規定，限制私募證券銷售給「非有經驗之投資人」，本次修法也將原「有經驗投資人」之資產淨值門檻提高。

---

<sup>53</sup> SEC Adopts Rule Amendments and New Rule to Improve Risk Management and Resilience of Covered Clearing Agencies,

## ● 投資人保護

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 250,000 美元，這一標準可回溯至 2008 年 1 月 1 日執行。此外，FDIC（聯邦存保公司）對不孳息的交易帳戶將全額保障至 2013 年 1 月 1 日止，安然渡過金融海嘯後的全球不景氣。目前 FDIC 對每一個金融機構的每個存款保險戶，於銀行受到市場系統風險而有倒閉危機時之存款保障上限仍維持在 250,000 美元<sup>54</sup>。

## ● 信用評等機構之管理

在證管會（SEC）下建立信用評等辦公室（Office of Credit Ratings），對國家認可統計評等組織（Nationally Recognized Statistical Ratings Organizations，簡稱 NRSROs），至少每半年檢查一次並公布結果。信用評等辦公室成立宗旨為解決信用評級行業內的利益衝突，故禁止公司負責法規遵循的人員（compliance officers）參與信用評等、信用評等方法或行銷信用評等之工作，這些人員的薪資必須與信評機構的獲利狀況無關，以確保其獨立性。法規遵循的人員必須建立一套來自信評使用者或是內部員工對於信評方法、模型及違反證交法抱怨的處理方法。NRSROs 必須繳交年報給 SEC，內容必須包括對內控有效性的評估及組織 CEO 的認證，如果 NRSROs 無法持續詳實地做出評等，SEC 將有權吊銷或撤銷 NRSROs 的登記。除要求國家認可的信用評等機構揭露其信用評等方法及評等的追蹤紀錄外，另要求信用評等機構將其認為可信的外部資訊列入信用評等的考量。當國家認可的信用評等機構員工，赴被評等的債務人或證券及貨幣市場工具包銷商工作時，該國家認可的信用評等機構需重新檢討往後一年的評等；國家認可的信用評等機構有特定員工赴過去一年被評等的機構工作時，需向證管會報告。

美國證管會依本法之要求，已陸續提出其相關法規修正建議，並陸續於徵詢各界意見後公布施行。目前已經公布的有：依「金融改革法案」第七章規定修改店頭市場衍生性商品相關監理規定；依該法要求提出信用評等機制分析報告，特別針對「發行人

<sup>54</sup> Deposit Accounts Basics, Federation Deposit Insurance Corporation, Website, <https://www.fdic.gov/deposit/digidebankers/insurance-basics.html> (瀏覽日期：2025 年 4 月)

付費」以及「使用者付費」制度所引發結構性金融商品相關爭議加以檢討。此外，「金融改革法案」第七章還規定店頭市場交換契約商品監理權主要分配予美國證管會及商品期貨交易委員會，證管會要負責監理以證券為基礎(security-based)之交換契約商品，及對該等交換契約商品之交易、交易參與者、資料儲存庫、結算與交易機構等具有監理權。

證管會於 2013 年對「金融改革法」所未提出之議題，另行提出相關修改市場法規計畫，包括：修改上市標準，建立公開銷售「回補機制」(clawback policies)；並要求公司揭露公司管理階層與員工薪酬比 (pay ratio)，公司員工與主管之避險行為，以及管理階層薪酬與公司績效表現間之關聯性說明<sup>55</sup>。

SEC 於 2015 年已完成 Dodd-Frank Act 金融監管改革法案八大項目，包括私募基金顧問監管(Regulation of Private Fund Advisers)、自營交易的限制(Restriction on Proprietary Trading)、加強清算機構之標準(Enhanced standards for clearing agencies)、市政顧問新監管架構(A new regulatory framework for municipal advisors)、更好的信用評等與評等機構之監管(Better Regulation of Credit Agencies and Credit Ratings)以及對投資者更強的資產擔保證券之保護(Stronger Protections for Investors in Asset-Backed Securities)。SEC 仍持續進行剩餘兩項的立法程序，包括：店頭衍生性商品市場(Over-the-counter Derivatives)中證券交換契約之監理規範及管理階層薪酬(Executive Compensation)相關規則修改，並於 2016 年初完成。

證管會於 2022 年 3 月提議修改之 Regulation M 規定，Rule 101 和 Rule 102 規定的現有例外情況，刪除提及信用評級機構的部分。目的在於禁止人為影響所證券市場的活動來維護市場的完整性<sup>56</sup>。

證管會於 2022 年 8 月修正 1934 年證券交易法之 14(i)以符合 Dodd-Frank Act 之要求，加強基金在

---

<sup>55</sup> 參酌美國證管會網頁：Implementing the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, <https://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank.shtml> (瀏覽日期：2025 年 4 月)

<sup>56</sup> SEC Proposes Amendments to Remove References to Credit Ratings from Regulation M, [SEC.gov | SEC Proposes Amendments to Remove References to Credit Ratings from Regulation M](https://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank/amendments-credit-ratings-regulation-m) (瀏覽日期：2025 年 4 月)

N-PX 表格報告代理投票之資訊，並要求機構投資人報告如何在投資公司之薪酬發言權(Say-on-Pay)投票。<sup>57</sup>

證管會於 2023 年 11 月修改 1933 年證券法之 Rule 192 以符合 Dodd-Frank Act 之要求，規範資產擔保證券之證券化參與者不論直接或間接，皆禁止與投資人進行重大利益衝突交易。禁止的交易包括對資產擔保證券空頭交易、信用違約交換、資產擔保證券出現特定信用事件時證券化之參與者能獲得支付之衍生性商品。目的在於避免證券化之參與者以資產擔保證券，將其利益優於投資人之利益。<sup>58</sup>

#### (七) 2012 年新創企業啟動法案 (Jumpstart Our Business Start Ups Act, JOBS Act)

鑑於金融海嘯後美國資本市場不斷加諸限制而有損經濟復甦之動能，國會參、眾兩院及工商業界也不斷提倡金融監管機制須再平衡，故 2012 年 4 月 5 日簽署生效之「新創企業啟動法」(JOBS Act)，其立法目的在於鼓勵符合新創企業資格的公司得以採用較為便捷的上市機制將其股票透過首次公開發行 (IPO) 方式在美國資本市場籌措資金，而毋需花費大量的上市成本。經過數年來調整，JOBS Act 大幅修正美國現行「證券法」、「證券交易法」等相關規定，鬆綁目前公開及私募發行證券所受到的各種限制，為中、小型企業融資尋求發展提供便利<sup>59</sup>。JOBS Act 共六章<sup>60</sup>，簡述如下：

- (1) Title I 快速成長公司(Emerging Growth Companies)：最近修訂日 2015 年 12 月 21 日<sup>61</sup>。
- (2) Title II 就業機會創造者募集資金管道(Access to Capital for Job Creators)：本章包含或免新創公司募集資金須辦理證券經紀商與交易商之登記規定，但應依規則第 506 條 (c) 項自願性揭露重要資訊之規定，2013 年 2 月 5 日生效<sup>62</sup>。

<sup>57</sup> SEC Adopts Pay Versus Performance Disclosure Rules, [SEC.gov | SEC Adopts Pay Versus Performance Disclosure Rules](https://www.sec.gov/SEC-Adopts-Pay-Versus-Performance-Disclosure-Rules) (瀏覽日期：2025 年 4 月)

<sup>58</sup> SEC Adopts Rule to Prohibit Conflicts of Interest in Certain Securitizations , <https://www.sec.gov/news/press-release/2023-240> (瀏覽日期：2025 年 4 月)

<sup>59</sup> JOBS 法增補了美國 1933 年「證券法」第 2(a)(19)條和「證券交易法」第 3(a)(80)條，創設了“新興成長公司”(Emerging Growth Companies, EGCs)的全新概念。如果證券發行人同時滿足以下兩個條件：(1)在其最近的完整會計年度內，年度總收入少於十億美元；(2)其首次依據生效註冊表發售普通股是在 2011 年 12 月 8 日之後，即被視為“新興成長公司”(新創公司)。對於該類公司，美國證管會的許多現行規定，如薪酬支付、財務會計與審計、資訊披露、證券註冊、公開募售溝通等，得以豁免適用，不過這些公司也可以自願選擇依然適用。

<sup>60</sup> JOBS ACT , <https://www.sec.gov/spotlight/jobs-act.shtml> (瀏覽日期：2025 年 4 月)

<sup>61</sup> <https://www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/cfjumpstartfaq.htm> (瀏覽日期：2025 年 4 月)

<https://www.sec.gov/divisions/marketreg/exemption-broker-dealer-registration-jobs-act-faq.h>

- (3) Title III 群眾募資（眾籌 Crowdfunding）：募集資金管道應向主管機關登記，2016年5月13日生效<sup>63</sup>。
- (4) Title IV 規則 A ( Regulation A )：小型企業法律遵循指引 ( Small Entity Compliance Guide )，2015年6月18日生效<sup>64</sup>。
- (5) Title V-VI 依交易法應為登記與撤銷登記 ( Exchange Act Registration and Deregistration )：修改 1934 年證交法有關募集資金所發行之有價證券應辦理申報登記與撤銷登記之條件，2012年4月11日生效<sup>65</sup>。

茲擇「群眾募資」與「鼓勵企業融資從事基礎建設」兩項目說明如下：

### 1. 群眾募資

證管會依 1933 年證券法與 1934 年證交法之授權，修訂 JOBS Act 第三章 ( Title III ) 籌資條件規定，於 2016 年公布「群眾募資規則」( Regulation Crowdfunding )<sup>66</sup>，對為進行群眾募資所進行之銷售股票之行為，豁免 1933 年證券法 §4(a)(6) 與 1934 年證券交易法 §12(g) 要求應向主管機關登記申報之規定，並於 2016 年 5 月 16 日正式生效。「群眾募資規則」對募資人、投資人以及募資平台三方訂定相關規範，希望在保護投資人以及活絡市場中取得平衡點、創造雙贏。重要規範內容包括：

- (1) 投資限額及限制（為反映通貨膨脹，調整投資者最高投資限額，於 2022 年 10 月 14 日生效<sup>67</sup>。）若投資人年收入或淨資產少於 124,000 美元，投資人 12 個月內的投資限額為以下兩者取其高。
- 2,500 美元
  - 年收入或淨資產中較高者的 5%

若投資人年收入和淨資產都等於或超過 124,000 美元，則投資限額為年收入或淨資產中較高者的 10%，但不得超過 124,000 美元。

以下舉例：

---

tm (瀏覽日期：2025 年 4 月)

<sup>63</sup> <https://www.sec.gov/info/smallbus/secg/rccomplianceguide-051316.htm> (瀏覽日期：2025 年 4 月)

<sup>64</sup> <https://www.sec.gov/info/smallbus/secg/regulation-a-amendments-secg.shtml> (瀏覽日期：2025 年 4 月)

<sup>65</sup> <https://www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/cfjjobsactfaq-12g.htm> (瀏覽日期：2025 年 4 月)

<sup>66</sup> Regulation Crowdfunding, SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION 17 CFR Parts 200, 227, 232, 239, 240, 249, 269, and 274. [Release Nos. 33-9974; 34-76324; File No. S7-09-13], <http://www.sec.gov/rules/final/2015/33-9974.pdf> (瀏覽日期：2025 年 4 月)

<sup>67</sup> [https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ib\\_crowdfundingincrease](https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ib_crowdfundingincrease) (瀏覽日期：2025 年 4 月)

年收入	淨資產	計算過程	投資限額
\$30,000	\$40,000	2,500 美元 或淨資產的 5%=\$2,000	\$2,500
\$150,000	\$80,000	2,500 美元 或年收入的 5%=\$7,500	\$7,500
\$150,000	\$124,000	年收入的 10%=\$15,000	\$15,000
\$124,000	\$900,000	淨資產的 10%=\$90,000	\$90,000

- (2) 需透過中介單位投資：募資活動應完全以網路平台方式提供線上服務進行，網路平台的營運者可以是在 SEC 註冊的證券商，或者是在 SEC 註冊的「資金入口(Funding portal)」。
- (3) 簿募資金的公司須向投資者揭露企業基本資料，包括資本結構、董事及高階人員、業務計劃和風險與資金擬定用途。根據過去 12 個月募集金額，法規要求財務報表簽核程度不同。
- (4) 風險確認和撤銷權：美國的眾籌投資者需填妥問卷，確認投資的潛在風險。他們亦享有一項無條件限制的撤回投資權利，他們可在發行人發售資料中訂明的限期之前的 48 小時內，以任何理由撤回有關投資<sup>68</sup>。

美國證管會為了減緩新冠肺炎的衝擊，2020 年 5 月通過臨時紓困方案<sup>69</sup>，該方案將適用至 2020 年 8 月，透過放寬所需的財務報表規定及緩解時程，加快符合條件的公司的發行過程，放寬重點如下：

- (1) 企業在 12 個月內募集超過 10.7 萬美元未達 25 萬美元，可使用執行長的認證文件。(原始條文規定須使用會計師認證文件)
- (2) 群眾募資發行人若達到募集目標，收到投資人具有法律約束力的承諾後即可開始銷售產品。(原始條文規定發行聲明應至少公開 21 天後才可銷售)

## 2. 鼓勵企業融資從事基礎建設

修訂 JOBS 法與「改善美國地面運輸法」(Fixing America's Surface Transportation Act, FAST)<sup>70</sup>使非銀行或非銀行控股公司，一般存款與貸款控股公司可從事支付與融資業務、

<sup>68</sup> 美國和英國對眾籌活動的監管，香港特別行政區立法會研究報告，香港立法會網頁 <http://www.legco.gov.hk/research-publications/chinese/essentials-1516ise16-regulation-of-crowdfunding-in-the-united-states-and-united-kingdom.htm> (瀏覽日期：2025 年 4 月)

<sup>69</sup> SEC Provides Temporary, Conditional Relief to Allow Small Businesses to Pursue Expedited Crowdfunding Offerings, <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-101> (瀏覽日期：2025 年 4 月)

<sup>70</sup> Fixing America's Surface Transportation Act or FAST Act 為改善美國基礎設施之法案，目的是讓進出口銀行在 2016 年 6 月 30 日特許執照到期後得以更新並繼續運作至 2019 年 9 月 30 日，進出口銀行專責大型建設融資或海、陸、空運輸公司貸款以協助美國公司與外國公司競爭。

並對符合條件之群眾募集資金。為監督此類公司，並使其與銀行控股公司之監理強度一致，2016年5月SEC再次修訂1934年證券交易法§12(g)對募集資金之登記、登記終止與申報下市(Suspension of reporting)之門檻，並修改SEC規則§12g-1至12g-4與12h-3相關規定。並修改規則12g5-1對股份「持有紀錄」(held of record)之定義，非金融業貸款公司總資產達1000萬美元，且證券「持有紀錄」者2000人以上，或「非合格投資人」(not accredited investors)達500人者，應登記為同一等級股權證券<sup>71</sup>。

#### (八) 外國公司問責法 (Holding Foreign Companies Accountable Act, HFCAA)

由於2002年「沙賓法」授權PCAOB對於上市公司制訂審計準則，定期執行查核工作，然而某些國家或地區(如中國大陸)援引該國內法規，要求該國公司會計工作底稿等檔案應存放於該國境內，若境外監理機關(如美國PCAOB)，欲對該公司進行查核，則應事先向該國政府報告或經核准後由雙方合作進行，藉此規避PCAOB檢查，使得PCAOB在外國公司監管方面面臨挑戰。

美國國會參考2020年7月「總統金融市場工作小組」(The President's Working Group on Financial Markets, PWG)發布的「保護美國投資者免受中國公司重大風險報告」(Report on Protecting United States Investors from Significant Risks from Chinese Companies)，要求在美國上市的中國大陸公司，由PCAOB實施獨立監管，並查閱公司主要工作紀錄及審計底稿，若不遵守規定，證管會應要求該中國大陸公司從美國證交所下市，藉此達到保護美國投資人、降低新興市場投資風險、提高證券交易所上市標準之目標<sup>72</sup>。美國參眾兩院於2020年12月2日通過「外國公司問責法」，並於同年12月18日由總統簽署生效。該法要求所有查核美國上市公開發行公司之國內外會計師事務所，應根據美國證券交易法規，向PCAOB註冊並接受監督；若是該外國公司連續三年不配合PCAOB審查，將禁止該公司證券在任何美國境內證券交易所挂牌交易。

此外，若公司所委任之會計師事務所在外國司法管轄區域內有辦公室或分支機構，而PCAOB無法對其進行有效監管時，該公司即必須證明其不受外國政府所有或控制，並在審計報告中揭露以下資訊：(1)外國政府擁有註冊發行公司的股份百分比；(2)外國政府是否享有財務控制權；(3)與中國共產黨官員相關的任何訊息；(4)

<sup>71</sup> SEC Adopts Amendments to Implement JOBS Act and FAST Act Changes for Exchange Act Registration Requirements All JOBS Act Mandates Are Now Complete, May 3, 2016. <https://www.sec.gov/news/pressrelease/2016-81.html> (瀏覽日期：2025年4月)

<sup>72</sup> President's Working Group on Financial Markets Releases Report and Recommendations on Protecting Investors from Significant Risks from Chinese Companies, U.S. Department of The Treasury, <https://home.treasury.gov/news/press-releases/sm1086> (瀏覽日期：2025年4月)

發行公司章程內是否載有中國共產黨工作事項等<sup>73</sup>。

2021 年 3 月證管會為執行「外國控股公司責任法案」授權訂定有關提交及揭露義務之規範，修訂規則就適用於年度報告（annual report）採用 10-K, 20-F, 40-F 或 N-CSR 表格的外國公司，以及位在國外司法管轄權的會計師事務所，而 PCAOB 確定因管轄權無法有效檢查或調查其審計報告者，則前述公司和會計師事務所須向證管會提出文件，證明其不受外國政府實體所有或控制。此外，也必須揭露外國發行人的年度報告，該報告並論及審計安排、政府影響等<sup>74</sup>。

2021 年 12 月證管會通過修訂，最終確定實施「外國控股公司責任法案」有關提交及揭露義務之規範。外國發行人在其年度報告中為自身及其任何合併的外國經營實體提供額外揭露。此外，亦提供關於 SEC 已建立的程序的通知，以確定發行人，並根據外國公司問責法的要求，對發行人的證券施加交易禁令<sup>75</sup>。

2022 年 12 月國會修訂 HFCAA，若 PCAOB 連續兩年(原先為三年)認定公司因管轄權無法有效檢查或調查其審計報告，證管會將對該公司發行之證券施加交易禁令。同時，PCAOB 撤銷 2021 年「無法有效檢查或調查之司法管轄區」，香港及中國之發行人不再面臨其證券受 HFCAA 交易禁令的風險。<sup>76</sup>

---

<sup>73</sup> S.945 - Holding Foreign Companies Accountable Act, Congress Gov. <https://www.congress.gov/bill/116th-congress/senate-bill/945> (瀏覽日期：2025 年 4 月)

<sup>74</sup> SEC Issues Amendments, Seeks Public Comment on Holding Foreign Companies Accountable Act, The Securities and Exchange Commission, <https://www.sec.gov/news/press-release/2021-53> (瀏覽日期：2025 年 4 月)

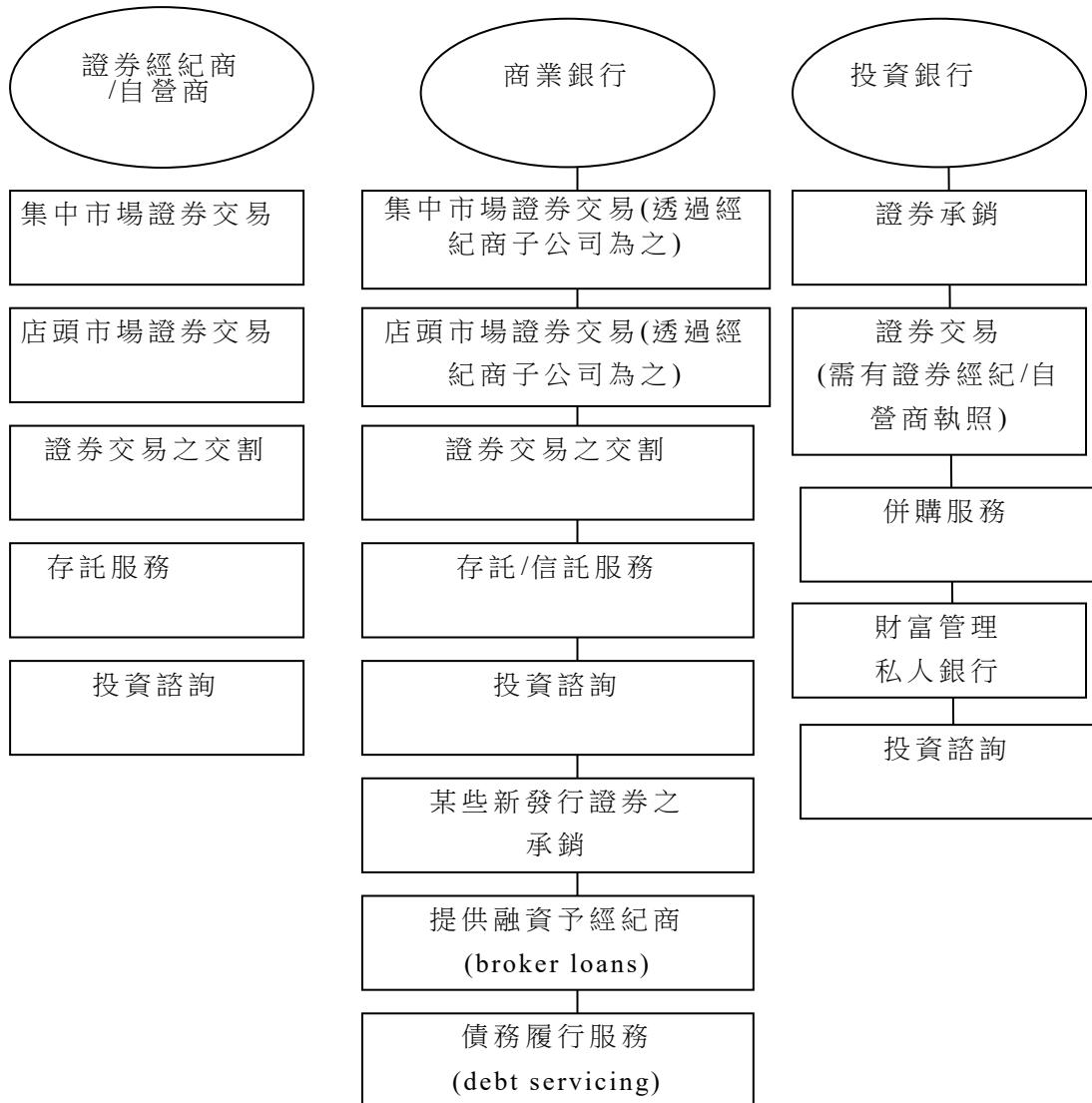
<sup>75</sup> SEC Adopts Amendments to Finalize Rules Relating to the Holding Foreign Companies Accountable Act, <https://www.sec.gov/news/press-release/2021-250> (瀏覽日期：2025 年 4 月)

<sup>76</sup> Staff Statement on the Holding Foreign Companies Accountable Act and the Consolidated Appropriations Act, [https://www.sec.gov/news/statement/statement-hfcaa-040623#\\_ftn5](https://www.sec.gov/news/statement/statement-hfcaa-040623#_ftn5) (瀏覽日期：2025 年 4 月)

## 貳、市場架構

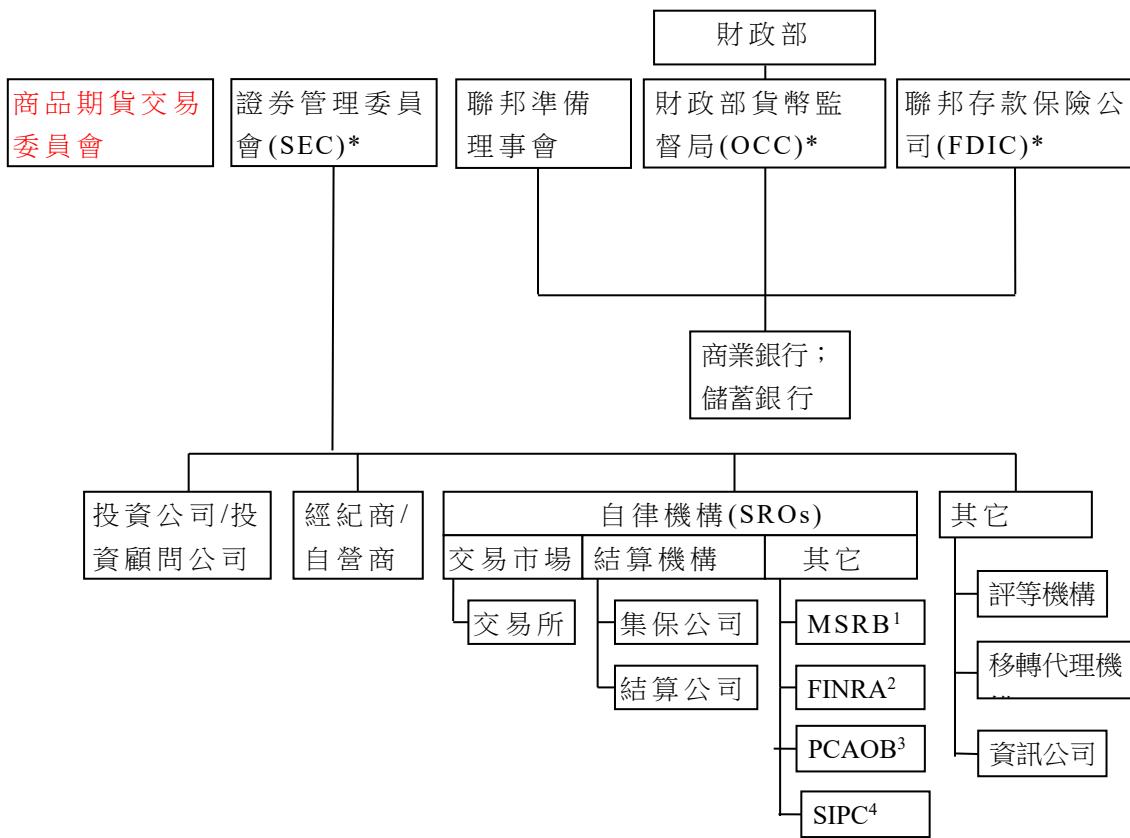
### 一、證券交易市場架構

#### (一) 證券業務架構



## (二) 證券管理架構

### 美國證券市場管理架構



\* CFTC、SEC、Fed 及 FDIC 之委員會委員與 OCC 署長須由總統提名，並經國會同意後任命之。

1. MSRB：市政證券法制委員會 (Municipal Securities Rulemaking Board)。
2. FINRA：金融產業監理機構 (Financial Industry Regulatory Authority)。
3. PCAOB：公開發行公司會計監督委員會 (Public Company Accounting Oversight Board)
4. SIPC：證券投資人保護公司 (Securities Investors' Protection Corporation)。

美國證券市場管理架構 (圖示同前)，係依各參與者不同的業務屬性，各有不同的業務主管機關。如商業銀行及儲蓄機構依其為聯邦政府或州政府登記立案及是否具有聯邦會員身分區分，即有財政部貨幣監督局、聯邦準備體系、聯邦存款保險公司及財政部儲蓄銀行監督局等主管機關。除此之外的政府公債經紀商及自營商，則直到美國國會於 1986 年 10 月 18 日通過所謂的政府證券法，才將之納入證管會監督與管理，至於衍生性商品則由商品期貨交易委員會監管。而市場交易實務及買賣規範，則藉由 FINRA、交易所及結算所等自律組織負責管理。

## 二、證券相關機構組織功能及運作

### (一) 證券主管機關

主管機關	權責範圍	法律基礎
證券管理委員會 (SEC)	<p>職責：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– 解釋並執行聯邦證券法律</li> <li>– 訂定及修正法規</li> <li>– 監管證券公司、經紀商、投資顧問及信評機構 – 監管證券、會計及稽核領域之自律組織</li> <li>– 與聯邦政府、州政府以及外國政府協調美國證券監理事宜</li> </ul> <p>執法及管理權限：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– 調查可能的違法行為。</li> <li>– 有關證券民事案件之執行（刑事案件係由司法部執行）。</li> <li>– 採取必要的措施，防止證券交易之詐欺及欺騙。</li> <li>– 遇有對投資人詐欺或其它違法之行為或作法時，向法院取得執行命令。</li> <li>– 暫停或註銷蓄意從事禁止行為之經紀商、自營商、投資公司及投資顧問之註冊登記。</li> <li>– 採取民事懲罰，包括罰款及暫停交易等。</li> </ul>	<p>證券法 (Securities Act of 1933)</p> <p>證券交易法 (Securities Exchange Act of 1934)</p> <p>信託契約法 (Trust Indenture Act of 1939)</p> <p>投資公司法 (Investment Company Act of 1940)</p> <p>投資顧問法 (Investment Advisors Act of 1940)</p> <p>證券投資人保護法 (Securities Investor Protection Act of 1970)</p> <p>金融服務法案 (Gramm-Leach-Bliley Act of 1999)</p> <p>商品期貨現代化法 (Commodity Futures Modernization Act of 2000)</p> <p>沙賓法案 (Sarbanes-Oxley Act of 2002)</p> <p>Dodd-Frank 華爾街改革和消費者保護法案 (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010)</p> <p>就業法案 (Jumpstart Our Business Startups)</p>

		(JOBS) Act of 2012)
市政證券 法制委員 會 (MSRB)	<p>職責：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>－ 市政證券(municipal securities)之法令制定機構。</li> <li>－ 制訂有關監管證券商和銀行承銷、交易和銷售市政證券等行為之相關法規。</li> </ul> <p>執法及管理權限：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>－ 依產品別/功能別管理。</li> <li>－ 有關證券商之監管法規，委由 FINRA 執行；有關銀行之監管法規，則委由 FDIC、Fed、OCC 及 OTS 執行。</li> </ul>	<p>證券法修正案 (Securities Acts Amendments of 1975)</p> <p>證券交易法 (Securities Exchange Act of 1934)</p>
金融產業 紀律管理 機構 (FINRA)	<p>職責：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>－ 促進證券規範之效度與效率，以確保投資人保護及市場誠信。</li> </ul> <p>執法及管理權限：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>－ 執行聯邦證券法規。</li> <li>－ 制定並執行證券監管規範。</li> <li>－ 監督證券公司。</li> <li>－ 規範及教育證券從業人員。</li> <li>－ 投資人教育。</li> <li>－ 處理投資糾紛。</li> </ul>	<p>證券交易法 (Securities Exchange Act of 1934)</p>
公開發行 公司會計 監督委員 會 (PCAOB)	<p>職責：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 會計師事務所註冊與檢查。</li> <li>• 調查註冊之會計師事務所及其關係人於規範下之違法行為，並執行處置。</li> <li>• 準則制訂：制訂審計、品質控管、道德、獨立性及相關之準則，但不包含會計準則制訂(為財務會計準則委員會FASB之職權)。</li> <li>• 研究及分析：分析發行人及事務所之風險，以提供檢查選樣及執法程序之輔助，亦以經濟分析協助準則制訂。</li> </ul>	<p>沙賓法案 (Sarbanes-Oxley Act of 2002)</p>
證券投資 人保護公 司 (SIPC)	<p>職責：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>－ 遇有經紀商破產時，對其客戶帳戶提供保險，SIPC 對每一帳戶之保障以 50 萬美元為限，惟客戶留置於該經紀商之現金之理賠，則以 25 萬</li> </ul>	<p>證券投資人保護法 (Securities Investors Protection Act of 1970)</p>

	美元為限（有關投資人保護之規定請詳第拾部分）。	
聯邦準備銀行(Fed)：由聯邦存款準備理事會及各地區聯邦準備銀行組成	<p>職責：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>－作為美國的中央銀行體系。</li> <li>－制訂並執行貨幣政策。</li> <li>－監管銀行等儲貸機構，並確保其健全運作。</li> <li>－維持金融系統之穩定性。</li> <li>－為存款機構、政府機構及外國官方機構提供金融服務，包括處理國家應付帳款。</li> </ul> <p>執法及管理權限：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>－採取不同的法律及管理措施，如禁制令及罰款等。</li> <li>－檢查銀行控股公司及各州的會員銀行。</li> </ul>	聯邦準備法(Federal Reserve Act of 1913) 艾契法(Edge Act of 1919) 銀行法(Banking Act of 1935) 銀行控股公司法(Bank Holding Company Act of 1956) 聯邦準備改革法(Federal Reserve Reform Act of 1977) 社區再投資法(Community Reinvestment Act of 1977) 充分就業與平衡發展法(Full Employment and Balanced Growth Act of 1978) 存款機構法規解除與貨幣管制法(Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act of 1980) 金融機構改革重建執行法(Financial Institutions Reform, Recovery, and Enforcement Act of 1989) 金融服務法(Gramm-Leach-Bliley Act of 1999)
財政部貨幣監督局(OCC)	<p>職責：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>－全國性銀行之設立登記及管理。</li> <li>－監管外國銀行在美分支機構。</li> <li>－核准新銀行之成立、銀行分行之設立、銀行資本結構、公司結構或業務結構之變動。</li> <li>－頒佈有關銀行投資、借貸等活動</li> </ul>	全國銀行法(National Bank Act of 1863)

	<p>之管理法規。</p> <p>執法及管理權限：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>－管理全國性銀行。</li> <li>－採取不同的法律及管理措施，如頒佈禁制令及罰款、撤換公司職員或董事等。</li> </ul>	
聯邦存款 保險公司 (FDIC)	<p>職責：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>－為美國本國的銀行及各種儲貸機構（括信用合作社）提供存款保險。</li> <li>－亦管理在各州註冊、但非屬聯邦準備系統會員之銀行。</li> </ul> <p>執法及管理權限：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>－定期檢查非屬聯邦準備體系會員，但在各州註冊之銀行。</li> <li>－採取不同的法律及管理措施，如禁制令及罰款等。</li> </ul>	<p>聯邦存款保險法 (Federal Deposit Insurance Act of 1950)</p> <p>銀行控股公司法 (Bank Holding Company Act of 1956)</p> <p>聯邦存款保險公司改善法 (Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act of 1991)</p>

## (二) 證券交易所

截至 2025 年 4 月 30 日，美國共有 28 家證券交易所，依據「證券交易所法」(Securities Exchange Act of 1934)，向 SEC 登記為全國性證券交易所(national securities exchange)。茲簡介各交易所主要商品及發展歷程如下：

城市	名稱	主要交易商品	備註
紐約	<p>紐約證交所 (New York Stock Exchange, NYSE)</p> <p>母公司：洲際交易所集團 (Intercontinental Exchange, ICE)</p>	<p>股票、債券、基金、權證/憑證及 ETF 等交易所交易商品</p>	<p>1. NYSE 成立於 1792 年。</p> <p>2. 1998 年，NYSE 將選擇權業務售予 CBOE。</p> <p>3. 2006 年 3 月 7 日，NYSE 與 Archipelago Holdings, Inc. 合併為 NYSE Group, Inc.，旗下成立子公司 New York Stock Exchange LLC 為其交易所自律機構。翌日，NYSE Group, Inc. 於自家交易所 New York Stock Exchange LLC 上市。</p> <p>4. 2007 年 4 月 4 日，NYSE Group, Inc. 與 Euronext N.V. 合併為 NYSE Euronext (NYX)</p> <p>5. 2008 年 10 月 1 日，NYX 完成合併美國證交所 Amex。</p> <p>6. 2009 年 1 月 29 日，NYX 與 BIDS Holdings 合資設立電子交易平台 New York Block Exchange (NYBX)。</p> <p>7. 2009 年 3 月 9 日，NYX 發布泛歐多邊交易設施</p>

		<p>(Multilateral Trading Facility, MTF)，NYSE Arca Europe。</p> <p>8. 2009 年 11 月，NYX 完成收購交易技術公司 NYFIX。</p> <p>9. 2010 年 8 月，NYX 於倫敦推出新市場 NYSE Euronext London。</p> <p>10. 2010 年 9 月，NYX 宣布將與 APX(美國境內提供環境保護與永續能源市場相關法規架構與服務之公司)合資設立環境能源交易所 NYSE Blue。</p> <p>11. 2011 年 3 月，NYX 推出與美國存託保管結算公司(DTCC)合資設立之結算所，首度為美國固定收益商品提供現貨與衍生性商品之綜合結算服務。</p> <p>12. 2011 年 9 月，NYX 完成收購東京資訊系統商 Metabit。</p> <p>13. 2012 年 2 月，歐盟競爭委員會(the European Competition Commission)宣布駁回 NYX 與德國證券交易所(Deutsche Borse)的合併提案。</p> <p>14. 2012 年 3 月，NYX 宣布其歐洲結算所設立計畫。</p> <p>15. 2012 年 12 月，洲際交易所(Intercontinental Exchange, ICE)擬以 82 億美元併購 NYSE Euronext，獲雙方董事會批准，惟尚待主管機關核准。</p> <p>16. 2013 年 11 月，ICE 完成收購 NYSE Euronext，此後 ICE 自身業務結束營運。</p> <p>17. 2014 年 3 月，分拆出售 NYSE Euronext 於法國、荷蘭、比利時及葡萄牙的交易所業務予 Euronext，其中經營期貨業務的 Euronext LIFFE 則續留於集團，並更名為 ICE Future Europe。</p> <p>18. 2014 年 10 月，NYSE、NYSE Arca 及 NYSE MKT 之市場監視、調查與執法職能，由美國金融業監管局 (FINRA) 轉移至 NYSE Regulation 負責。</p> <p>19. 2017 年 1 月，NYSE 收購美國國家交易所 (National Stock Exchange)，並更名為紐約國家交易所 (NYSE National)。</p> <p>20. 2018 年 7 月，NYSE 母公司 ICE 完成收購 Chicago Stock Exchange，並更名為 NYSE</p>
--	--	---

			<p>Chicago。</p> <p>21. 2021 年 4 月，NYSE 推出首檔 NFT(Non-Fungible Token)，紀念六家上市公司之第一筆交易，並於 2022 年 2 月於 NFT 市場申請註冊商標。</p> <p>22. 2022 年 7 月 NYSE 成立紐約證券交易所協會 (NYSE Institute)，為資本市場及上市公司提供服務。</p> <p>23. 2024 年 5 月 NYSE 成立紐約證券交易所科技委員會 (NYSE Tech Council)，旨在協助上市公司運用 AI、網路及其他關鍵領域之創新。</p>
紐約	NYSE American (前身：NYSE MKT)  母公司： ICE	小型企 業股 票、選 擇權及基 金	<p>1. NYSE American 前身為美國證交所 (American Stock Exchange, Amex)，於 1842 年開始營運。</p> <p>2. 1998 年，Amex 與 NASDAQ 合併為 NASDAQ-Amex 市場集團 (NASDAQ-Amex Market Group)，但 Amex 仍保持獨立營運。2004 年，Amex 會員再度收回該交易所之控制權。</p> <p>3. 2008 年 10 月 1 日，Amex 併入 NYSE Euronext，並更名為 NYSE Alternext U.S.。2009 年 3 月 18 日，NYSE Euronext 復將其更名為 NYSE Amex。</p> <p>4. 2011 年 6 月，NYSE Euronext 將 NYSE Amex 旗下選擇權市場 NYSE Amex Options 之大部分股權出售予多家華爾街大型券商。</p> <p>5. 2012 年 5 月，NYSE Amex 更名為 NYSE MKT。</p> <p>6. 2017 年 7 月，NYSE MKT 更名為 NYSE American。</p>
芝加哥	NYSE Arca  母公司： ICE	小型企 業股 票、 ETF、封 閉式基 金	<p>1. NYSE Arca 前身為 Archipelago Exchange (ArcaEx)，為 Archipelago Holdings 之子公司，創立於 1996 年，為全美首家全自動電腦撮合交易之證券市場。</p> <p>2. 2006 年 3 月 7 日，Archipelago Holdings 與 NYSE 合併為 NYSE Group，ArcaEx 更名為 NYSE Arca。</p> <p>3. 2025 年 2 月獲 SEC 核准，延長交易時間至每日 22 小時，新交易時間將從上午 1 時 30 分至晚上 11 時 30 分。</p>
芝加哥	紐約國家交易 所 (NYSE National)  母公司：ICE	股票、基 金及 ETF/ETN	<p>1. NSX 前身為辛辛那提證交所 (Cincinnati Stock Exchange, CSE)，成立於 1885 年，並於 2003 年 12 月 7 日正式更名為 National Stock Exchange。</p> <p>2. 2011 年 12 月，NSX 成為 CBOE 旗下證券交易所 CBSX 之全資子公司。</p>

			3. 2017 年 1 月被 NYSE 收購，更名為紐約國家交易所(NYSE National)。
紐約	那斯達克 (The Nasdaq stock market, 及選擇 NASDAQ)  母公司： NASDAQ OMX	股票、債券、期貨 及選擇 權	<p>1. The Nasdaq Stock Market 原為全國證券商公會(NASD)下之股票交易平台，於 1971 年開始營運，為美國第一個電子化股票交易市場。</p> <p>2. 2000 年，The Nasdaq Stock Market 自 NASD 獨立成為一家公司，The Nasdaq Stock Market, Inc.(NASDAQ)。</p> <p>3. 2005 年 9 月，NASDAQ 推出與杜拜交易所(Borse Dubai)合資設立之交易所 NASDAQ Dubai。</p> <p>4. 2006 年 1 月 6 日，SEC 核准 NASDAQ 登記成為全國性證券交易所。NASDAQ 轉型為控股公司，旗下成立子公司 The Nasdaq stock market LLC 為其交易所自律機構。2006 年 8 月 1 日，NASDAQ 正式以全國性交易所身份營運。</p> <p>5. 2008 年 2 月 27 日，NASDAQ 與 OMX AB 合併為 NASDAQ OMX Group, Inc.(The NASDAQ OMX Group)。</p> <p>6. 2008 年 7 月 24 日，NASDAQ OMX 完成合併費城證交所。</p> <p>7. 2008 年 8 月 29 日，NASDAQ OMX 完成合併波士頓證交所</p> <p>8. 2008 年 10 月 21 日，NASDAQ OMX 完成收購北歐電力交易所(Nord Pool)旗下衍生性商品事業單位，成立 NASDAQ OMX Commodities，跨足商品、能源及碳交易市場。</p> <p>9. 2009 年 3 月，NASDAQ OMX 推出歐洲 MTF-NASDAQ OMX Europe(NEURO)，但於 2010 年 4 月底停止營運。</p> <p>10. 2009 年 12 月，NASDAQ Dubai 由杜拜金融市場(Dubai Financial Market, DFM)全資收購。</p> <p>11. 2010 年 1 月，NASDAQ OMX 推出與北歐電力交易所聯手建立的英國新電力交易所 N2EX。</p> <p>12. 2011 年 5 月，NASDAQ OMX 獲准設立 BX 創業板市場，但目前該計畫擱置中。</p> <p>13. 2012 年 12 月宣佈收購湯森·路透(Thomson Reuters)企業服務事業旗下投資者關係、公共關係和多媒體服務業務。</p> <p>14. 2013 年 12 月於倫敦成立利率衍生性商品市場 NASDAQ OMX NLX (NLX)</p> <p>15. 2014 年 3 月成立 NASDAQ Private Market，為未公開發行企業之籌資及交易市場。</p>

		<p>16. 2015 年 1 月收購指數編製公司 Dorsey, Wright &amp; Associates(DWA)，以強化指數業務。</p> <p>17. 2016 年 1 月開發區塊鏈交易平台 Linq，並完成該平台首次私募證券交易。</p> <p>18. 2016 年 2 月投資先進市場監視技術新創公司 Digital Reasoning。</p> <p>19. 2016 年 6 月，NASDAQ 以 11 億美元收購 ISE。</p> <p>20. 2017 年 11 月起，公告所有 Nasdaq 相關子公司名稱由全大寫的 NASDAQ 更名為僅有 N 為大寫的 Nasdaq。</p> <p>21. 2018 年 12 月，Nasdaq 收購數據資料商 Quandl, Inc.。</p> <p>22. 2020 年 2 月，Nasdaq 收購 ESG 及企業社會責任資訊整合平台 OneReport。</p> <p>23. 2021 年 6 月，Nasdaq 和芬蘭國有公用事業 Fortum 聯手開發除碳信用交易平台 Puro.earth。</p> <p>24. 2021 年 7 月，Nasdaq 將其處理非公開發行公司股票的交易平台 Nasdaq Private Market 拆分，並與投資銀行合夥，以提升私募交易業務。</p> <p>25. 2022 年 9 月 Nasdaq 宣布將提供「那斯達克數位資產」(Nasdaq Digital Assets) 新服務，擴大機構投資人參與數位資產之交易，並提供其數位資產之保管及結算服務。</p> <p>26. 2023 年 9 月 Nasdaq 推出兩平台，Nasdaq Metrio™，協助企業蒐集、衡量及申報永續數據；Nasdaq eVestment® ESG Analytics 則為全球機構市場帶來更高透明度。</p> <p>27. 2023 年 11 月收購金融科技之風險管理與監管軟體業者 Adenza，以強化其金融體系的信賴程度。</p> <p>28. 2024 年 5 月 Nasdaq 採用 Amazon Bedrock 生成式 AI 技術，強化其市場監管能力；亦運用 Microsoft Azure 開發 Nasdaq Boardvantage® Board Portal，協助快速總結董事會資料，並提供董事會成員關鍵策略見解與建議。</p> <p>29. 2025 年 3 月 Nasdaq 總裁 Tal Cohen 發布文章指出，Nasdaq 計劃延長交易時間為周一至周五全日 24 小時，尚待監管機構核准，預計</p>
--	--	---

			於 2026 年下半年推出。
波士頓	Nasdaq BX 母公司： NASDAQ OMX	股票、債券、期貨及選擇權	<p>1. Nasdaq OMX BX 前身為波士頓證交所(Boston Stock Exchange, BSE)，成立於 1834 年，為美國歷史第三悠久的交易所。</p> <p>2. 2008 年 8 月 29 日，BSE 併入 NASDAQ OMX，並更名為 NASDAQ OMX BX。</p> <p>3. 2017 年 10 月，更名為 Nasdaq BX。</p>
紐約	Nasdaq GEMX 母公司： NASDAQ OMX	選擇權	<p>1. 2013 年成立，採 maker-taker 收費模式(造市者有造市回饋)。</p> <p>2. 前身為 ISE Gemini，2016 年 6 月被 NASDAQ 收購，2017 年 3 月更名。</p>
紐約	國際證交所 Nasdaq ISE (International Securities Exchange) 母公司： NASDAQ OMX	選擇權	<p>1. ISE 成立於 2000 年，為全美首家全電子化選擇權交易所</p> <p>2. 2006 年 9 月，ISE 發布股票交易所 ISE Stock Exchange。</p> <p>3. 2007 年 12 月 20 日，ISE 併入歐洲期貨交易所(Eurex)，但仍受 SEC 監督，並保持獨立運作。</p> <p>4. 2008 年 12 月 23 日，ISE 與 Direct Edge Holdings 完成換股交易，ISE 取得 Direct Edge 31.5% 股權，而 ISE Stock Exchange 成為 Direct Edge 全資子公司。Direct Edge 因而取得全國市場系統(National Market System)使用權。</p> <p>5. 2012 年 3 月，ISE 宣布擬推出第二個美國選擇權市場。</p> <p>6. 2013 年 8 月，ISE 推出第二個美國選擇權市場 ISE Gemini。</p> <p>7. 2014 年宣布向 SEC 申請設立旗下第三家選擇權交易所 ISE Mercury。</p> <p>8. 2016 年 6 月，NASDAQ 以 11 億美元收購 ISE。</p>
紐約	Nasdaq MRX 母公司： NASDAQ OMX	選擇權	<p>1. 由母公司 ISE 獨立出來之選擇權交易所，於 2016 年 2 月正式開業。</p> <p>2. 收費模式與 ISE 及 ISE Gemini 不同，採傳統的 flow/rebate-driven 模式，與兩交易所市場做出區隔。</p> <p>3. 前身為 ISE Mercury，2016 年 6 月被 NASDAQ 收購，2017 年 3 月更名。</p>
費城	Nasdaq PHLX 母公司： NASDAQ OMX	選擇權	<p>1. NASDAQ OMX PHLX 前身為費城證交所(Philadelphia Stock Exchange, PHLX)，成立於 1790 年，為美國歷史最悠久的交易所。</p> <p>2. 2005 年，為對抗交易所合併風潮，華爾街券</p>

			<p>商 Citigroup、Morgan Stanley、Credit Suisse First Boston、UBS AG、Merrill Lynch 及 Citadel Investment Group 共同入股 PHLX，合計共持有 PHLX 45% 之股權。</p> <p>3. 2008 年 7 月 24 日，PHLX 併入 NASDAQ OMX，並更名為 NASDAQ OMX PHLX，與 NASDAQ Options Market 各自經營選擇權市場。</p> <p>4. 2017 年 10 月，更名為 Nasdaq PHLX。</p>
芝加哥	芝加哥選擇權交易所 (Cboe Exchange) 母公司：Cboe Global Markets, Inc.	股票、ETF、權證、期貨、選擇權及衍生性商品	<p>1. CBOE 成立於 1973 年，為全美首家選擇權交易所。</p> <p>2. 1980 年，CBOE 取得 Midwest Stock Exchange 選擇權業務。</p> <p>3. 1997 年，CBOE 取得 NYSE 選擇權業務。</p> <p>4. 2004 年 3 月 26 日，CBOE 推出期貨交易所 CBOE Futures Exchange (CFE)。</p> <p>5. 2007 年 3 月 5 日，CBOE 推出股票交易所 CBOE Stock Exchange (CBSX)。</p> <p>6. 2010 年 6 月，CBOE 轉型為公司制，並於 6 月 15 日於 NASDAQ 挂牌上市。</p> <p>7. 2010 年 10 月，CBOE 推出全電子化選擇權交易所 C2 Options Exchange。</p> <p>8. 2011 年 12 月，CBSX 完成收購國家證券交易所 (NSX)。</p> <p>9. 2013 年 2 月，倫敦交易據點開始營運，為未來 VIX 期貨 24 小時交易鋪路。</p> <p>10. 2015 年起 CBOE 將市場監視及會員監理業務委託 FINRA 執行。</p> <p>11. 2016 年 9 月宣布以 32 億美元收購 BATS，未來業務除本身的期貨及選擇權外，將進一步整合 BATS 的股票現貨與外匯交易。</p> <p>12. 2017 年 10 月由原先 Chicago Board Option Exchange, Incorporated 更名為 Cboe Exchange</p> <p>13. 2020 年 10 月收購黑池營運商 BIDS。</p> <p>14. 2021 年 10 月收購數位資產交易所 Eris Digital Holdings。</p>
德州	NYSE Texas 母公司： ICE	股票及債券	<p>1. 前身為 Chicago Stock Exchange，成立於 1882 年。</p> <p>2. 可交易於 NYSE、Amex 及 NASDAQ 挂牌之股票。</p> <p>3. 2018 年 7 月 NYSE 母公司 ICE 收購 Chicago Stock Exchange。</p> <p>4. 2025 年 2 月 NYSE 宣布於德州達拉斯設立總</p>

			部，重新註冊 NYSE Chicago 並更名為 NYSE Texas，於 3 月 31 日正式開業，採全電子交易。
芝加哥	Cboe Exchange (C2) 母公司：Cboe Global Markets, Inc.	C2 選擇權	1. C2 Options Exchange 為 CBOE 全資子公司，於 2009 年 12 月獲 SEC 批准註冊為全國證券交易所，並於 2010 年 10 月投入營運。 2. 2017 年 10 月由 C2 Option Exchange 更名為 Cboe C2 Exchange。
紐約	The Investor Exchange (IEX)	股票	1. IEX 於 2013 年開業，2016 年 6 月 SEC 核准登記為全國性證券交易所。IEX 目標以創新技術打造公平、透明且成本低的交易市場。
堪薩斯	Cboe BZX 母公司：Cboe Global Markets, Inc.	股票、選擇權、ETF	1. BATS Exchange 前身為 BATS Trading Inc.，隸屬於 BATS Holdings (BATS)，2006 年 1 月開始經營電子交易平台 (Electronic Communication Network)。 2. 2008 年 8 月 18 日，BATS Trading Inc. 獲 SEC 批准，註冊為全國性證券交易所 BATS Exchange (BATS)。 3. 2008 年 10 月 31 日，BATS 推出泛歐多邊交易設施 (MTF) BATS Europe。 4. 2010 年 2 月 26 日，BATS 推出美股選擇權市場 BATS Options。 5. 2010 年 10 月 15 日，BATS 推出第二個美國股權證券交易所 BATS Y-Exchange (BYX)，次月，BATS 更名為 BATS Global Markets (BATS)。 6. 2011 年 2 月，BATS 宣布擬於巴西設立電子交易平台。 7. 2011 年 11 月，BATS 完成收購 Chi-X Europe，並與旗下 BATS Europe 整合為 BATS Chi-X Europe。 8. 2011 年 12 月，BZX 推出上市服務，突破純交易平臺角色，開始接受股票及 ETF 上市。2012 年 1 月第一批推出由貝萊德發行之 9 檔 ETF。 9. 2012 年 3 月 25 日，BATS 原欲於自家市場 BZX 上市，惟因系統問題導致小型閃電崩盤，上市計畫隨之延後。 10. 2014 年 1 月，BATS 與 Direct Edge 完成合併，兩家交易所合併後之美國市場交易量市占率達 20.54%，超越 Nasdaq 成為美國大二大交易市場。 11. 2015 年 1 月，BATS 宣布擬調整經手費結構，

			<p>針對交易最活絡的 200 檔股票，其經手費調降幅度達 80%。</p> <p>12. 2016 年 9 月 CBOE 宣布以 32 億美元收購 BATS。</p> <p>13. 2017 年 10 月由 Bats BZX Exchange 更名為 Cboe BZX Exchange。</p>
堪薩斯	Cboe BYX Exchange 母公司：Cboe Global Markets, Inc.	股票、ETF、選擇權	<p>1. BYX 為 BATS 旗下第二家美國股權證券交易所，於 2010 年 8 月獲 SEC 批准註冊為全國證券交易所，並於 2010 年 10 月投入營運。BYX 提供有別於 BATS BZX 的收費模式及轉單服務。</p> <p>2. 2017 年 10 月由 Bats BYX Exchange 更名為 Cboe BYX Exchange。</p>
堪薩斯	Cboe EDGA Exchange 母公司：Cboe Global Markets, Inc.	股票、ETF、權證	<p>1. EDGA Exchange 原為 Direct Edge 旗下兩電子交易平臺之一，於 2010 年 3 月獲 SEC 批准註冊為全國證券交易所，並於 7 月完成轉型。EDGA 為流動性需求者提供低廉交易手續費。</p> <p>2. 2014 年 1 月，BATS 與 Direct Edge 完成合併。</p> <p>3. 2015 年 1 月 EDAG 的交易將轉移至 Bats 的新交易平臺。</p> <p>4. 2017 年 10 月由 Bats EDGA Exchange 更名為 Cboe EDGA Exchange。</p>
堪薩斯	Cboe EDGX Exchange 母公司：Cboe Global Markets, Inc.	股票、ETF、權證	<p>1. EDGX Exchange 原為 Direct Edge 旗下兩電子交易平臺之一，於 2010 年 3 月獲 SEC 批准註冊為全國證券交易所，並於 7 月完成轉型。EDGX 為流動性供應者提供交易手續費回饋。</p> <p>2. 2014 年 1 月，BATS 與 Direct Edge 完成合併。</p> <p>3. 2015 年 1 月 EDAG 的交易將轉移至 Bats 的新交易平臺。</p> <p>4. 2017 年 10 月由 Bats EDGX Exchange 更名為 Cboe EDGX Exchange。</p> <p>5. Cboe 於 2025 年 2 月 3 日宣布計劃對所有在 Cboe EDGX 交易之 NMS 股票，推動延長交易時間為周一至周五全日 24 小時，並將向 SEC 申請核准。</p>
波士頓	BOX Exchange 母公司：Box Holdings Group LLC	選擇權	<p>1. BOX 成立於 2002 年，為加拿大 TMX 與 7 家證券經紀商合作成立之全面電子化交易之股票選擇權交易所。</p> <p>2. 前身為 BOX Options Exchange，2017 年 8 月獲准於芝加哥成立公開喊價交易所。</p>
普林斯頓	Miami International Securities	選擇權	成立於 2012 年，為全面電子化交易的選擇權交易所，提供按比例市場模式 (Pro-Rata allocation pricing model)。

	Exchange (MIAX)  母公司：Miami Internationa l Holdings, Inc. (MIH)		
普林 斯頓	MIAX PEARL  母公司：Miami Internationa l Holdings, Inc. (MIH)	選擇權	於 2017 年 2 月開始營運，為全面電子化交易的選擇權交易所提供造市者市場模式 (Maker/Taker pricing model)。
普林 斯頓	MIAX Emerald  母公司：Miami Internationa l Holdings, Inc. (MIH)	選擇權	MIH 2018 年 4 月宣布成立 MIAX Emerald，2018 年 12 月獲 SEC 批准，於 2019 年第一季上路，提供按比例及造市者兩種市場模式。
普林 斯頓	MIAX Sapphire  母公司：Miami Internationa l Holdings, Inc. (MIH)	選擇權	MIH 於 2024 年 7 月獲 SEC 批准後，於 8 月 13 日宣布推出 MIAX Sapphire，為其集團下第 4 家美國多重上市選擇權交易所，並將為首座在邁阿密設立業務的全國性證券交易所。
紐澤 西	Members Exchange (MEMX)	股票	由高盛、摩根大通、摩根史坦利等金融機構投資成立，目的在於提供投資人收費較低、透明度較高之交易所，於 2020 年 5 月 5 日獲證券管理委員會核准，已於 2020 年 9 月開始營運。
紐澤 西	MX2  母 公 司： Members Exchange (MEMX)	股票、選 擇權	2025 年 3 月 13 日獲得 SEC 批准，成為 MEMX 第二家交易所，並預計於 2026 年上半年推出 MX2 Options 平台。
舊金 山	Long-Term Stock Exchange, Inc. (LTSE)  母 公 司：LTSE Group, Inc.	股票	於 2019 年 5 月獲證券管理委員會核准，支持追求創新、不著眼於短期獲利的新創企業。已於 2020 年 9 月開始營運。

	(LTSEG)		
斯坦福	24X National Exchange	股票	2024 年 11 月 29 日獲 SEC 批准營運，將成為首家每日提供 23 小時交易的全國證券交易所。24X National Exchange 初步專注於亞太地區市場，滿足其對美股隔夜流動性日益增長的需求，並預計自 2025 年下半年開始營運。
紐約	Green Impact Exchange (GIX)	股票	2025 年 4 月 14 日獲 SEC 批准營運，由公益公司 Green Exchange 持有，聚焦於永續經濟，將成為美國首家碳中和交易所，預計於 2026 年開始營運。

資料來源：SEC 網站。

茲以 NYSE 為例，介紹其組織架構：

紐約證券交易所 (NYSE) 源起於 1792 年，24 名證券經紀人所簽署的《梧桐樹協議》。2006 年 3 月 7 日，NYSE 和芝加哥 Archipelago Holdings 合併為「紐約證券交易所集團控股公司」(NYSE Group Inc.)，旗下設有 New York Stock Exchange LLC 及 NYSE Arca 兩家交易所，為當時全球證券交易所最大規模之合併案。2006 年 3 月 8 日，NYSE Group Inc. 於自家交易所 New York Stock Exchange LLC 掛牌上市。

合併完成後，NYSE Group Inc. 衡酌自律因素，遂於旗下設置二個全資附屬公司，一為 NYSE Market Inc.，一為非營利自律單位 NYSE Regulation Inc.。NYSE Regulation 在此架構下始可確保獨立性，就近監督市場。其法務長和獨立董事會透過自律機制，共同監督新成立之控股公司，確保投資人保護，維持市場公正性。

2007 年 4 月 4 日，NYSE Group 與泛歐交易所 (Euronext N.V.) 合併為 NYSE Euronext Inc.，為全球首家橫跨大西洋的交易所集團。合併後集團在自家交易所 Euronext 及 NYSE LLC 分別上市。

2008 年 10 月 1 日，NYSE Euronext 完成收購歷史悠久的美國證券交易所 (American Stock Exchange, Amex)，其後更名為 NYSE MKT，成為 NYSE Euronext 旗下第三家美國國家交易所。

2013 年 11 月，ICE 以 110 億美元收購 NYSE Euronext，並於 2014 年 6 月將 Euronext 予以分割出售。

2014 年 10 月，NYSE、NYSE Arca 及 NYSE MKT 之市場監視、調查與執法職能，由美國金融業監管局 (FINRA) 轉移至 NYSE Regulation 負責。

2017 年 1 月，NYSE 收購美國國家交易所 (National Stock Exchange)，並更名為紐約國家交易所 (NYSE National)，成為 ICE 旗下第四家美國國家交易所。另 NYSE MKT 於 2017 年 7 月更名為

NYSE American。

2018 年 7 月，NYSE 母公司 ICE 完成收購 Chicago Stock Exchange，並更名為 NYSE Chicago，成為 ICE 旗下第五家美國國家交易所。

目前 ICE 董事會下設有四個委員會，僅有獨立董事得參與委員會運作：

1. 稽核委員會 (Audit Committee)；
2. 薪酬委員會 (Compensation Committee)；
3. 提名及治理委員會 (Nominating & Governance Committee)；
4. 風險委員會 (Risk Committee)。

過去 NYSE 由會員所有，每個會員擁有大廳交易席位，並控制市場交易。會員可能是個人，也可能是持有會員資格（一般稱為席位）之公司所指定之個人，包括公司合夥人或受雇人。自 1953 年起，NYSE 之席位即固定為 1,366 席，席位可以自由租賃及買賣。

2004 年間，隨著電子交易方式的普及，固守傳統的紐交所面臨著越來越大的競爭壓力。大廳式的交易席位需求減少，席位交易價格顯著下滑。NYSE 調整其策略及經營模式，擴大當時以實體交易廳為主的市場概念，開放更多虛擬的電子交易路徑，成為一個兼具電子交易平台的市場架構，稱為混合市場 (NYSE Hybrid Market)。

2005 年，NYSE 宣布將停止其會員資格之交易，該年席位之現金成交價創下最高紀錄，達四百萬美元。2005 年 12 月 30 日，NYSE 正式停止其會員資格之交易。

在交易廳內交易之會員種類參見陸、一、(一) 之內容。

### (三) 金融產業紀律管理機構(FINRA)

FINRA 前身為 1938 年依據 1934 年證券交易法修正案設立之全國證券商公會 (National Association of Securities Dealers; NASD)，為受證管會監督之自律組織。成立之初，NASD 即為全美最大自律組織，其主要職能為規管在那斯達克股票市場 (Nasdaq Stock Market，現為全國性證券交易所) 交易、以及在其他櫃檯市場交易之證券商，其會員包括所有在美國公開從事證券業務之證券商。

1996 年，NASD 為提升自律功能，防止其於規範證券商會員時可能發生之利益衝突情形，遂改組為全國證券商公會股份有限公司 (National Association of Securities Dealers, Inc.；NASD Inc.)，並設立兩家獨立子公司—全國證券商公會法規股份有限公司 (NASD Regulation Inc.) 及那斯達克股票市場股份有限公司 (The Nasdaq Stock Market Inc., Nasdaq Inc.)，將管理證券商之職能與管理那斯達克股票市場交易之職能予以分離。

2000 年間，NASD Inc. 為專注於市場管理之核心責任，決定將

Nasdaq Inc.出售，以確保其市場監理之公正性。分離出之 Nasdaq 為申請成為全國性證券交易所，遂轉型為控股公司，旗下另成立一全資附屬公司 The NASDAQ Stock Market LLC ( NASDAQ LLC )。2006 年 1 月 13 日，SEC 核准 NASDAQ LLC 註冊成為全國性證券交易所。2006 年 8 月，Nasdaq Inc.於自家交易所 NASDAQ LLC 上市。

NASDAQ LLC 成為全國性證券交易所後，其法律地位不再是美國證券交易法第 15A 條中所定義之 NASD 旗下子公司，而是證券交易法第 6 條所定義之全國性證券交易所，為一市場自律機構，接受證管會之監督，負責交易、上市、會員權及市場管理，並自行訂定發布管理規定。

此外，所有希望使用 NASDAQ 交易系統的機構皆須登記成為 Nasdaq LLC 之會員，並與其簽訂服務協議 ( service agreement )，以建立連結關係。Nasdaq LLC 之會員資格與 NASD 完全不同，其申請乃採自願性質，申請者須同時身為其他自律機構之會員。

2007 年 7 月，NASD 與 NYSE Regulation 合併為金融產業紀律管理機構 ( Financial Industry Regulatory Authority , FINRA )，成為一個新的自律組織。NYSE Regulation 將其會員證券商監管業務移交給 FINRA 後，仍繼續負責其市場監視、上市公司法規遵循及相關之執法業務。FINRA 負責 NASD 與 NYSE Group 所有會員證券商之檢查、執法、仲裁及調處業務，並接管 NASD 的其他業務，包括執行與 NASDAQ LLC 、美國證券交易所、國際證券交易所及芝加哥氣候交易所 ( Chicago Climate Exchange ) 簽署的市場規管合約，辦理證券從業人員的訓練、考試及核發證照，提供證券產業部分設施，例如替代顯示系統 ( Alternative Display Facility ) 、櫃檯買賣電子公告版 ( OTC Bulletin Board ) 及交易記錄報告系統 ( Trade Reporting Facility ) 等。

為建立市場監視之單一控管窗口，提升全美證券市場之跨市場監管效能，2010 年 6 月，NYSE Euronext 將其美國股票及選擇市場之監管及執法作業委請 FINRA 執行。2013 年 5 月，Direct Edge 將其市場監視業務委託予 FINRA。2014 年 2 月 BATS 與 Direct Edge 合併後，旗下 4 個交易所 BZX, BYX, EDGX 及 EDGA 的市場監視業務亦全數委託 FINRA，FINRA 的市場監視業務範圍已涵蓋 99% 美國全國性交易所之交易。惟 NYSE 宣布將在 2015 年底將市場監視業務自 FINRA 回收，由旗下的自律子公司 NYSE Regulation 直接負責，後續是否有其它交易所跟進，有待觀察。

美國證管會於 2015 年 3 月投票建議訂立法規，強制要求部分高頻交易公司登記註冊成為 FINRA 的成員，以降低高頻交易時易產生的監理疏失，強化監管品質。由於高頻交易常導致市場波動幅度變得更加劇烈，甚至可能造成大盤急漲或暴跌，要求高頻交易公司強制註冊僅是第一階段改革，未來將會研議更多新制度。

2017 年中，FINRA 進行組織調整，將紀律處分部門與監理部門

整併為一，以消弭重複作業。

為簡化企業遵循作業，FINRA 於 2019 年 5 月推出數位化體驗轉型(Digital Experience Transformation)，於效率、預警、客製化體驗、增加互動、彈性自動化與自助服務等六大領域改善企業遵循作業之效率及效能。

FINRA 為貫徹投資人保護與市場健全之使命，於 2025 年 4 月宣布啟動「FINRA Forward」計畫，包含 3 大行動方向：

1. 現代化 FINRA 規則：廣泛檢視現行規則並適當調整，以促進市場創新，並減輕不必要的合規負擔。
2. 強化會員公司之合規性：加強對會員公司的合規協助機制，以強化投資人保護與維持市場秩序。
3. 打擊資安與詐騙風險：擴大資安與防詐策略行動，協助會員公司強化風險管理及韌性，以保障投資人權益。

#### （四）交割、結算及保管機構

1999 年底，美國證券集中保管機構 (The Depository Trust Company, DTC) 與全國證券結算公司 (National Securities Clearing Corporation, NSCC) 合併為美國證券集中保管結算公司 (The Depository Trust & Clearing Corporation, DTCC)，為美國證券市場唯一的集中保管結算機構，對全美國權益證券、公司債、政府債券、抵押證券、貨幣市場工具以及店頭市場衍生性商品提供各項結算、交割、保管及資訊傳遞等服務，其客戶包含證券商、銀行、機構法人、信託公司、基金公司、保險公司、基金經理人及股務代理機構。

DTCC 為一控股公司，旗下現有 7 家子公司，除前述 DTC 及 NSCC 外，另有固定收益商品結算公司 (Fixed Income Clearing Corporation, FICC)<sup>77</sup>、機構交易處理公司(DTCC Institutional Trade Processing, ITP)、衍生性商品結算公司(DTCC Deriv/SERV LLC)、解決方案公司 (DTCC Solutions LLC)與法人機構資料處理公司(Business Entity Data, B.V, BED)。DTCC 除擔任美證券市場交割、結算及保管中介機構之角色，亦針對涉及新興市場債務工具交易之證券商等提供交易核對、交割、清算及風險控管服務，及負責美國政府發行之證券等交易之交割、清算作業。除了有價證券以外，美國證券集中保管結算公司也提供了基金及保險交易的各項服務，總計為全美國及其他 120 國家保管及處理超過 350 萬種證券。

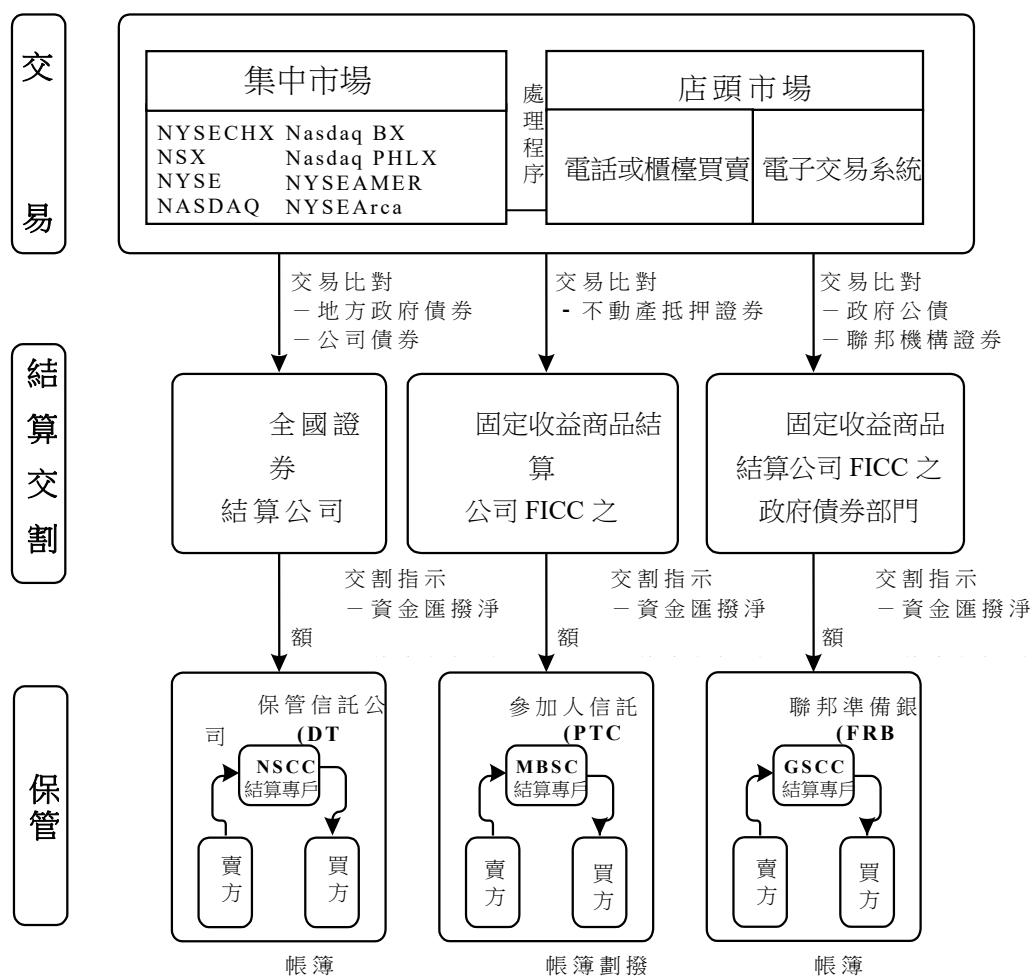
#### （五）債券市場主要機構

美國債券市場過去依發行人與商品特性不同，各有不同的交易、結算及保管機構，其中 NSCC 與 DTC 為美國境內歷史最悠久的債券結算與保管機構，而政府公債及不動產抵押證券則已獨立發展

<sup>77</sup> 固定收益商品結算公司 (FICC) 由政府公債結算公司 (Government Securities Clearing Corporation) 與不動產抵押證券結算公司 (MBS Clearing Corporation) 合併而成，現設有政府公債結算部門與不動產抵押證券結算部門。

出專屬的結算與保管（登錄）機構，亦即政府公債結算公司（Government Securities Clearing Corporation，GSCC）與不動產抵押證券結算公司（MBS Clearing Corporation，MBSCC）。2003年，GSCC與MBSCC合併為固定收益商品結算公司FICC，與NSCC、DTC同為DTCC旗下三家規模最大的子公司。

## 美國債券市場交易、結算及保管機構間組織架構圖



## 參、主管機關組織及權責

美國證券市場之主管機關可分為聯邦及州二個層面，在聯邦是由證券管理委員會（Securities Exchange Commission，SEC）負責主管有關證券方面之業務，而各州則是由隸屬於各州政府之機關負責權力範圍內之證券業務，本文以下擬以美國聯邦證券管理委員會（以下簡稱證管會）之組織及職權說明之。

### 一、發展沿革

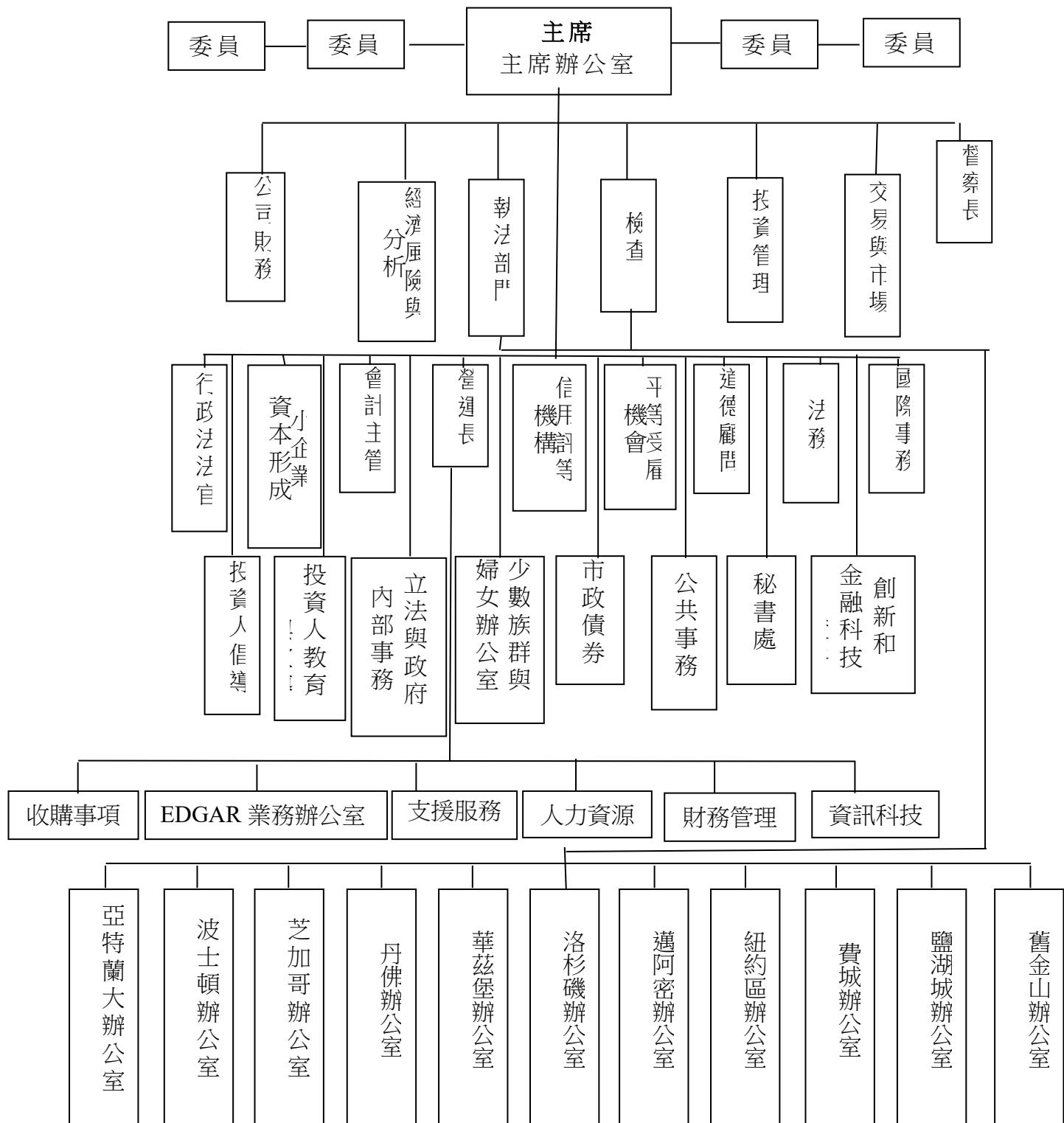
1929 年美國股市大崩盤，在證券市場之舞弊及不當操作之情形陸續被揭發後，市場信心急遽下降，為尋找解決方案，國會舉行聽證會，且根據聽證會內容，通過了第一個由聯邦法律規範證券發行的 1933 年證券法 (Securities Act of 1933)，其次是 1934 年的證券交易法 (Securities Exchange Act of 1934)，美國證管會係依據 1934 年證券交易法 (Securities Exchange Act of 1934)，於 1934 年 7 月 2 日設立，該法律旨在向投資人和市場提供穩定之金融市場和恢復投資人對美國資本市場的信心，並做出明確之規定來確保市場公開透明與誠實交易。

美國政府債券屬於美國證券法與證券交易法中的豁免證券 (Exempted Securities)，雖然大部分的政府債券交易商歸屬某些聯邦機構監管，但部分僅從事政府債券買賣者，原來並無任何主管機關監督，直到 1975 年至 1986 年間一連串未受規範的政府債券自營商相繼倒閉，引發美國各界對政府債券市場安全性之關注後，美國國會才在 1986 年 10 月 18 日通過所謂的政府證券法，將上述僅事政府債券買賣業之自營商及經紀商，納入證管會管理。至此，美國整體債券市場管理架構才告完整。

### 二、管理組織架構

證管會係由 5 名委員所組成，每位委員均由總統提名，經參議會同意後任命，任期 5 年且任期交錯(即每年可能都有一組委員任期期滿)，委員係全職服務，不得有超過 3 個委員屬同一政黨、不得代表其他政府單位之利益，且必須切斷與私部門的關係。此外，SEC 委員除因國會彈劾而免職外，不會有任何改變，而 SEC 委員會主席僅有當總統職務及國會組成產生政治變化，致總統可能更換 SEC 主席外，亦不會有任何改變。

其次，委員會下設若干處、室等業務單位，協助不同工作之推動，證管會之職員約為 4,500 名，其中包括律師、會計師、工程師、證券分析師、稽核以及一般管理人員。該會之主要辦公處所設於華盛頓，而為便於工作，在全美亦設有地區辦事處共 11 處，代證管會作調查或執行之工作。茲圖示美國證管會組織架構如下：



資料來源：美國證管會網頁，  
<https://www.sec.gov/files/sec-2024-agency-financial-report.pdf>，  
 瀏覽日期 2025 年 4 月。

美國證管會中執法部門係最大的部門，負責執行證管會的首要目標，即強制遵守聯邦證券法規，其成員大部分為律師，約三分之一人員在華盛頓，另三分之二人員則常駐在各地區辦公室。其次，證管會之工

作主要為監管美國證券市場，包括頒布規則條例、對違反證券法之行為進行調查及執法行動、監督公司資訊揭露、規範和檢查受監管之實體(如經紀自營商、投資顧問及自律組織等)、監督證券交易所及其他自律組織、監督公開發行公司之會計和審計準則等。2010年「陶德-法蘭克華爾街改革和消費者保護法」(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)進一步要求證管會頒布100條新規則、進行20項研究和報告、創設5個新辦事處，並賦予該會額外權力，包括監管店頭(OTC)衍生性商品市場及避險基金顧問等，使該會業務範圍有較大幅度之增加。

依據1986年政府證券法規定，政府債券自營商與經紀商之各該業務主管機關分別為<sup>78</sup>：

- (一) 經聯邦政府立案的銀行、外國銀行分行或其他機構經營政府債券自營或經紀業務者，業務主管機關為「美國財政部金融管理局」(the Office of the Comptroller of the Currency, OCC)。
- (二) 經各州政府立案的聯邦會員銀行、外國銀行、外國銀行分行、其他機構或前揭單位控制的商業貸款公司經營政府債券自營或經紀業務者，業務主管機關為聯邦準備理事會。
- (三) 經各州政府立案的非聯邦會員銀行，但有參加聯邦存款保險，經營政府債券自營或經紀業務者，業務主管機關為「聯邦存款保險公司」(Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC)。
- (四) 經聯邦政府立案的儲蓄機構經營政府債券自營或經紀業務者，業務主管機關為「美國財政部儲貸機構監理局」(Office of Thrift Supervision, OTS)。

上述機構以外經營政府公債自營或經紀業務者，業務主管機關為證管會。

### 三、主要權責

財政部、聯邦準備理事會及證管會之間有關規則制定權之劃分，說明如下<sup>79</sup>：

- 依據政府債券法，財政部被賦予規範有關政府債券自營商與經紀商實質法制的權力，其範圍包括資本適足、投資人債券及資金保障、財務報告及帳冊保留等。除緊急情況外，財政部於公布前述相關法規前，應先徵詢證管會及聯邦準備理事會意見。
- 證管會及聯邦準備理事會應各自規定適用於自營商、經紀商及

<sup>78</sup> 參考駱麗珠，美國政府債券法中有關各主管機關職權之劃分，國際金融參考資料第30輯，中央銀行經濟研究處，民國八十一年。有關政府證券法律規範架構，參見 Government Securities Act, OCC Comptroller's handbook, Securities Compliance, SC-GSA, January 2015. <https://www.occ.treas.gov/publications-and-resources/publications/comptrollers-handbook/files/government-securities-act/pub-ch-government-securities-act.pdf> (瀏覽日期：2025年4月)

<sup>79</sup> 吳當傑，參加一九九八年第八屆證券市場發展國際研討會報告，行政院所屬各機關因公出國人員報告書，民國87年6月，頁27以下。

金融機構之申請註冊或申報之程序及表格。聯邦準備理事會規定適用金融機構申報程序前，應先徵詢各業務主管機關及證管會之意見。

- 財政部於認為合乎公眾利益及保障投資人之目的時，得豁免任一或某類型政府債券自營商或經紀商適用有關註冊、申報或實質面之規定。

### (一) 一般權責<sup>80</sup>

1933年美國聯邦證券法及1934年聯邦證券交易法賦予證管會之執法手段可謂相當充分，諸如：市場監視、犯罪調查權、檢查權、控訴權，以及在美國法院許可下，可以進行傳喚、搜索、扣押以保全證據；又可授權自律組織（NYSE、NASD等）進行查核及處罰。依照1934年美國聯邦證券交易法第21條賦予證管會準司法權，該會得進行必要調查，其委員或其指派之官員，具辦理宣誓及具結、傳喚證人、強制拘提和搜索證據等權力，當事人如拒絕傳喚，該會得經法院之命其到場或提出證據，否則將以藐視法庭罪議處<sup>81</sup>。

證管會為美國政府在管理及執行聯邦證券法律之主管機關，主要之職權包括下列各項：

1. 解釋聯邦證券法律。
2. 發佈新規則與修改現行規則。
3. 監視調查中之證券公司、經紀商、投資顧問與信用評等機構。
4. 監視民間證券、會計與審計方面之自律機構。
5. 依美國證券法規與與聯邦、州及外國主管機關協調合作。
6. 執行1933年證券法（Securities Act of 1933）、1934證券交易法（Securities Exchange Act of 1934）、1939年信託契約法（Trust Indenture Act of 1939）、1940年投資公司法（Investment Company Act of 1940）、1940年投資顧問法（Investment Advisers Act of 1940）等法，並負有協助執行1978年聯邦破產法（Bankruptcy Reform Act of 1978）之責任。
7. 民事強制執行權（刑事之強制執行權需轉給司法部處理）。
8. 提出訴訟之權。
9. 防範有價證券買賣之詐欺行為。
10. 發布禁制令之權。
11. 暫停或撤銷登錄權，經紀商、自營商、投資公司或投資顧問業不法從事法令規範之行為，證管會得令停止或撤銷其登記。
12. 民事罰核定權（包括罰鍰及撤回交易）。

### (二) 調查權

<sup>80</sup> 1996-97 ISSA Handbook, US23

<sup>81</sup> 國際化發展基金出國報告：參加美國證管會2002年「證券執法與市場監理」國際訓練講座，民國91年11月，頁4。

美國證管會具有調查權，茲將其法源、調查步驟、調查方式及對調查結果之處置，分別說明如後：

### 1. 法源

1933 年證券法 (Securities Act of 1933) 第 19 條 (b)、第 20 條 (a) 及 1934 年證券交易法 (Securities Exchange Act of 1934) 第 21 條 (b)、(c) 之規定，證管會對於涉嫌違法之案件，可行使調查權。且證管會之任何委員會及該會指派之任何官員，有辦理宣誓及具結、傳喚證人、強制拘提、搜索證據等權力，當事人如拒絕傳喚，證管會得經法院之命令命其到場提出證據，否則以藐視法庭罪處分，此即證管會之準司法調查權。而於證明違法之行為後，證管會得依職權請求法院頒發禁制令 (Injunction) 以禁止該項行為或業務，並向檢察長 (Attorney General) 提出調查之證據，由檢察長進行刑事訴訟之程序。不過，主管機關之調查權亦非毫無限制，其調查須限於必要之情況，若欲命被調查人提供簿冊、文件等資料，亦以與調查事項有相當關連者為限。

### 2. 調查步驟<sup>82</sup>

證管會進行之調查，通常可分為初步 (Preliminary) 調查及正式 (Formal) 調查兩種：

#### (1) 初步調查

初步調查為非正式及非公開調查行動，通常證管會會先進行初步調查，此乃透過非正式之諮詢 (Informal Inquiry)，完成係依賴當事人組織的配合調查，尚未強迫進行任何調查活動。

#### (2) 正式調查

調查人員為繼續進行或完成調查，可進行正式調查，強迫進行作證及提供文件。當進行正式調查時，調查人員可利用發出傳票、強迫作證、提供文件等方式，而如經合法傳喚，無正當理由不到場、或對於合法詢問拒絕答覆、或拒絕提供簿冊、文件等，將構成刑事上之輕罪 (Misdemeanor)，且證人如拒絕證管會之傳票，該會可要求法院提出強制令，命證人配合。

### 3. 調查方式

證管會調查方式為於調查程序中命辦理宣誓及具結、傳喚證人、強制其到場、收集證據、命其提供簿冊、文件、信件、備忘錄，或其他證管會認為與調查有關之其他文件或資料。通常調查人員會先取得並檢視所有相關文件，包括

<sup>82</sup> 吳當傑，同前註 2，頁 69-70。

相關之對帳單、電話紀錄、公司文件及稽核人員的工作底稿等，經過文件之詳細檢視後，才再進行證人作證。

#### 4. 調查之處置<sup>83</sup>

經調查結果屬實，證管會通常會採行下列方式處置：

- (1) 民事禁制令：證管會得向該管聯邦地方法院請求發出臨時或永久禁止其違法行為之命令。
- (2) 刑事訴追：由於證管會主要負責民事的強制執行及行政命令，因此如發現故意違法之情事，證管會得將事實通知司法部請其追訴，但證管會可提供必要之協助，進行違反證券交易法之起訴。
- (3) 行政救濟：經公聽程序後，停止或取消交易所會員、證券商公會會員、證券商等之資格。

在調查程序結束後，如承辦單位建議懲戒等處分，即進入準司法程序，包括聽證、和解及裁決。聽證會係由證管會之行政法官主持，並由行政法官於聽證後作成初步裁決。當事人於初步裁決後 15 日內，可申請委員會審查，作為最後裁決，當事人如不服最後裁決者，可於一定期限內向住所地之聯邦高等法院上訴。

#### (三) 不法行為處罰權<sup>84</sup>

##### 1. 內線交易 (Insider Trading)

美國內線交易之規範係依據 1934 年證券交易法第 10b-5 規則，禁止任何人利用全國性證券交易所設備，於買賣證券過程進行任何詐欺行為；或對重要事實為不實之陳述或省略其中重要陳述，致使他人產生誤信；或為任何行為、業務、商業活動，足以對他人產生詐欺之情事。

美國對內線交易規範主要係以嚴刑峻罰及高額之金錢性制裁來阻嚇此種不法行為，依 1934 年證券交易法第 16(b) 條規定，公司之董事、經理人或持股達 10% 以上之大股東如於 6 個月內先買進後賣出或先賣出後買進，不論該等交易是否曾濫用公司之內部資訊，該等內部人應將所獲得之利益或所避免之損失歸入公司，此即內部人短線交易歸入權規定。另依同法第 20A 條(a)項規定，任何持有重大非公開資訊者，因買進或賣出證券而違反證券交易法或相關規則與規章之規定時，對於與之同時為相反交易之人應負損害賠償之責任，依第 21A 條(a)項規定，其賠償金額最高可達

<sup>83</sup> 余雪明，證券交易法，證券暨期貨發展基金會，民國 105 年，頁 643。

<sup>84</sup> 武永生，美國證券與期貨法律規範基本架構之概略比較，證券市場發展，第 14 期，民國 81 年 4 月，頁 2 以下。

違反規定者所獲得利益或所避免損失之三倍。

美國證券交易法中雖未對「重大消息」作出任何定義，但法院依「重大性」及「未公開」兩項原則來進行審理。消息是否重大（Materiality）？於傳統的認定，均以影響股票價格為限，乃以結果來推論消息之重大性質。惟就實務觀察，重大消息發布後，往往內線交易行為早已於前一段時期陸續完成，致消息發布後之股票價格並未明顯變動，反而無法舉證內線交易人之刑事責任。因此，美國聯邦最高法院揚棄該傳統之認定，分別於 TSC v. Notrthway, Inc<sup>85</sup> 及 Basic Inc. Livens<sup>86</sup> 等案認為重大消息係指合理投資人有實質可能（Substantial Likelihood）因該消息隱匿結果，致改變原投資決策者，其範圍並不侷限於影響股票價格；準此，美國司法機關不會因重大消息舉證困難，而無法將內線交易繩之於法。

2022 年 12 月證管會修訂規則 10b5-1，以加強要求揭露關於內線交易以保護投資大眾。該提案包括對規則 10b5-1(c)的更新，規範發行人外之內部人在交易開始前須設有冷靜期，禁止重複交易以及將單一交易限制為每 12 個月僅能執行一個交易計畫。此外，要求董事和高級管理人員提供書面證明，證明其事先不知情任何重要的非公開信息，並擴大規則 10b5-1 的誠信交易要求<sup>87</sup>。

## 2. 操縱市場（Manipulation）

美國對操縱市場行為者主要係賦予受損害之人，得對違法者提起損害賠償之訴訟。依一九三四年證券交易法第 9 條規定，禁止利用州際商務工具或全國性證券交易所設備及

<sup>85</sup> National Industries 公司從 TSC 公司的創辦股東處取得百分之三十四有表決權股份，並由五名 National Industries 公司之代表人擔任 TSC 公司之董事。嗣後，TSC 公司的董事會通過一項議案，決定解散公司並將其全部資產賣予 National 公司（在該次會議中，National 公司的五名代表人曾出席會議，但未參予表決）。為實施此一合併案，TSC 公司與 National 公司遂聯合徵求此兩家公司之股東委託書，委託書徵求說明書內並建議股東同意此一議案。此次委託書之徵求過程頗為順利，最後遂依原先計畫，兩家公司完成合併事宜。TSC 公司之法人股東 Northway 公司，不贊成此一合併事宜，遂起訴主張前述「委託書徵求說明書」之內容有遺漏及不實陳述之情事，請求被告損害賠償及其他衡平救濟。而 Northway 公司所指「委託書徵求說明書」內容有所遺漏者，乃指其未表明 National 公司本身控制 TSC 公司的程度，以及系爭合併計畫的條件對 TSC 公司之股東是否有利等等事實。本例，不難發現因為 National 公司已充分控制了 TSC 公司，因此，合併案表決之結果可謂早已確定。聯邦最高法院提供一「重大性」判斷基準：一項未經公開的消息，若為一位「合理投資人」所知悉，在其作投資決定時，「非常可能」會認為此項消息，對其投資決定有重要影響者，則此一消息即為「重大消息」。TSC v. Notrthway, Inc, 426 U.S. 438.

<sup>86</sup> 最高法院於 1988 年 Basic v. Levinson 案中肯認 TSC 案所定義之「重大性」亦適用於 Section 10(b) 及 Rule 10b-5 之案件。Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224, 231-232(1988).

<sup>87</sup> SEC Adopts Amendments to Modernize Rule 10b5-1 Insider Trading Plans and Related Disclosures, <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-222>(瀏覽日期：2025 年 4 月)

證券商，對市場價格實施操縱之行為，影響市場價格。因此其對於禁止操縱行為之規定，不僅適用於證券商，亦適用由利用郵遞設備於全國性證券交易所從事操縱行為之個人。第 9(f)條規定，因各類違法行為受損害之人，得對違法者提出損害賠償之訴訟。

為加強資訊揭露並保護散戶，2020 年 9 月證管會修訂規範，若證券資訊非最新且公開，禁止證券商在店頭市場下發布證券報價，避免證券商拉高倒貨(pump-and-dump)或其他市場操縱，損害投資人權益<sup>88</sup>。

### 3. 詐欺 (Fraud)<sup>89</sup>

#### (1) 1933 年證券法「反詐欺條文」：

- Section 5：除申請登記證券之登記申報書生效者，任何人不得直接或間接從事媒介銷售證券之行為，應登記申報之資訊包含 Section 2 所稱之申報書及其他呈請證管會核備之報告書、文件或備忘錄，以及徵募書等。
- Section 8：證管會如果發現登記申報書（含補正）中有不實陳述或為避免導致誤解所必要記載之事實未予記載，或記載不完備，可以發布停止生效令阻止登記申報生效或暫時停止其生效。
- Section 11：對虛偽不實或重要事項不實陳述省略或遺漏者，賦予取得證券之人起訴之權利，原告除對發行人起訴不需負舉證責任外，對其他被訴人（如：會計師、律師、工程師、鑑定人等）之行為應負舉證責任。
- Section 12：除違反第 5 條規定而募集或出售證券者應對向其購買證券之人負責外，募集或出售證券係使用州際商業之運輸或通訊方法或工具，或使用郵件，經由徵募書或口頭說明者，其所記載重要事項不實，或其應記載之重要事項或為避免導致誤解所必須記載事項於當時未予記載，購買人對不實或未予記載不知不負舉證責任。購買人得依法起訴請求賠償其支付該證券之金額及利息，減去從該證券取得之任何收入金額，或不在持有該證券時請求賠償因此所生損害。惟募集或出售證券者證明其損失非基於記載不實或為記載重大適時所導致者，不在此

<sup>88</sup> Securities and Exchange Commission, SEC Adopts Amendments to Enhance Retail Investor Protections and Modernize the Rule Governing Quotations for Over-the-Counter Securities, <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-212>, (瀏覽日期：2025 年 4 月)

<sup>89</sup> 相關條文內容參閱美國證管會網站：The Laws That Govern the Securities Industry, <https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/role-sec/laws-govern-securities-industry>, (瀏覽日期：2025 年 4 月)

限。

- Section 17：透過交通工具、通訊或郵件進行證券交易時，不得直接或間接地詐欺、誤導或隱瞞重要資訊，禁止從事欺騙買方的交易或業務。在未充分揭露從發行人、承銷商或經紀商獲得之報酬下，禁止透過交通工具、通訊或郵件發布廣告或投資資訊。

(2) 1934 年證券交易法反詐欺條款：

- Section 9 (5)：為誘使他人買賣任何在全國性證券交易所所登記之證券，直接或間接由自營商或經紀商，或其他賣出或買進該項證券之人處散布流言，以影響該證券之價格，如揚言某人或某些人士之作為在證券市場上足以影響其價格，以達成其企圖使該證券價格上升或下降之目的。
- Section 10：任何人直接或間接利用州際通商方法或工具，或以郵件，或以任何全國性證券交易所設備，以全國性證券交易所登記之證券，作為賣空期貨交易，或利用停止虧損委託之交易，違反證管會為維護大眾利益及投資人權益認為必要所制訂之相關法規。對全國性證券交易所登記之證券，或未登記之證券，操縱、詐欺或內線交易，或違反證管會為維護大眾利益及投資人權益認為必要所制訂之相關法規，均為非法。
- Section 10A (節錄)：依本法審計由會計師所簽證之發行人財務報表，應符合證管會之規定，並得隨時增補一般公認審計原則。審計時發現問題時應進行調查並儘速報告管理階層，發行人董事會之審計委員會或無審計委員會之董事會未採取補救行動，會計師應即解約並通知證管會，簽證會計師不須對其發現、結論或依法通知證管會所作報告之陳述於民事訴訟中負責。
- Section 14(e)：任何人對重大事實提出不實說明，或其說明疏忽必要之重大事實均違法，對任何公開收購，或請求或要約公開收購，或徵求證券持有人參與或贊同此項收購、請求或要約，該說明依當時情況，不得有誤導或從事任何詐欺、欺騙或操縱之行為或事實，證管會為本項之目的應制訂規則，並採取適當措施防止詐欺、欺騙或操縱之行為及事實。
- Section 18(a)：任何人依本法及其行政命令規定應呈送之申請書、報告或其他文件，或依本法 Section 15(d)項規定之登記申請書內之承諾，其記載在當時及當時情況下對任何重大事實、或為致使為不實之記載，或做易於導致誤解之記載，該項人員應向因信賴其記載為真實而就在受此項記載所影響之價格下買進證券或賣出證券之他人（不知為記載不實

或易致誤解之人），基於其信賴而蒙受之損害負賠償之責。但該被訴之人，如能證明其屬善意，且不知該項記載不實或易於導致誤解者，不在此限。此項請求損害賠償之人，得依法或依衡平法向有權管轄法院以訴訟請求之。法院對該項訴訟，得裁定由雙方當事人之任何一方提供該項訴訟費用之擔保，包括適當之律師費用在內。

美國證管會依據 1934 年證券交易法第 10(b)條之授權，制定「規則 10b-5」(Rule 10b-5)，規範詐欺行為，包括不得以任何方式從事下列行為：(a)運用任何措施、計劃或技巧從事詐欺；(b)對任何重要事實為不實之陳述，或對依當時情形判斷使該陳述不致產生誤導所必須陳述之事實不為陳述；(c)於買賣任何證券時，從事對任何人造成或將造成任何詐欺或欺騙效果之任何行為、業務或商業活動。規則 10b-5 所涵括之詐欺概念極廣，幾乎可包含任何違法行為，違反該規定者，需對因該違法行為而受有損害之人，負擔損害賠償之責任。

至於故意違反規則 10b-5 之刑事責任，其刑度於 2002 年 7 月 30 日通過之「沙賓法」(Sarbanes-Oxley Act)第 1106 條<sup>90</sup>，自然人最高可處 500 萬美金之罰金或 20 年以下有期徒刑；法人罰金上限提高為 2500 萬美元。

---

<sup>90</sup> SEC. 1106. Increased Criminal Penalties Under Securities Exchange Act Of 1934. Section 32(a) of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C.78ff(a)) is amended—  
(1) by striking “\$1,000,000, or imprisoned not more than 10 years” and inserting  
“\$5,000,000, or imprisoned not more than 20 years”; and  
(2) by striking “\$2,500,000” and inserting “\$25,000,000”.  
<http://www.sarbanesoxleyact.us/2002/11/sarbanes-oxley-act-corporate-compliance.html> (瀏覽日期：2025 年 4 月)

## 肆、市場規模

### 一、集中市場

#### (一) 市場商品種類

##### 1. 權益證券及認購權證

- (1)普通股股票 (common stock)
- (2)特別股股票 (preferred stock)
- (3)可贖回特別股股票 (callable preferred stock)
- (4)可轉換特別股股票 (convertible preferred stock)
- (5)保證付息特別股
- (6)累積特別股 (cumulative preferred stock)
- (7)參與特別股 (participating preferred stock)
- (8)認購(售)權證 (warrant)
- (9)原股東優先認購權 (rights)

##### 2. 公司債務證券

- (1)信用債券 (debenture)
- (2)抵押債券
- (3)設備信託憑證 (equipment trust certificate)
- (4)擔保品信託債券 (collateral trust bond)
- (5)保證債券 (guaranteed bond)
- (6)盈收債券 (income bond)
- (7)中期債券 (medium-term note, MTN)
- (8)本票 (promissory note)

##### 3. 市政證券 (municipal securities)

- (1)市政債券
- (2)信用債券 (general obligation bond)
- (3)收入債券 (revenue bond)
- (4)特別稅賦債券 (special tax bond)
- (5)產業收入債券 (industrial revenue bond)
- (6)贖回後發行債券 (refunding bond)
- (7)短期市政債券 (municipal note)

##### 4. 政府債券

- (1)國庫券 (treasury bill)
- (2)中期公債 (treasury note)
- (3)長期公債 (treasury bond)
- (4)儲蓄債券 (savings bond)
- (5)布雷迪債券 (Brady Bond, 開發中國家政府所發行、採

美元計價之債券 )

5. 擔保證券

- (1)抵押擔保證券 (mortgage-backed security, MBS)
- (2)資產擔保證券 (asset-backed security, ABS)

6. 貨幣市場工具

- (1)國庫券
- (2)銀行承兌匯票 (bank acceptance)
- (3)商業本票 (commercial paper)
- (4)定期存單 (deposit receipt)
- (5)附買回交易 (repurchase agreement)

7. 投資信託證券

- (1)註冊登記之投資公司股票
- (2)開放型共同基金 (open-end mutual fund)
- (3)封閉型共同基金 (closed-end mutual fund)
- (4)ETF (exchange-traded fund)
- (5)REIT (real-estate investment trust)

8. 其它型式證券及投資工具

- (1)剝息證券 (stripped securities)
- (2)可贖回證券 (callable securities)
- (3)零息債券 (zero coupon bonds)
- (4)ETN (exchange-traded note)

9. 集中市場交易之衍生商品

- (1)選擇權
- (2)期貨

(二) 市場規模

		2019	2020	2021	2022	2023	2024
上市公司家數							
	NYSE	2,974	2,229	2,496	2,405	2,272	2,132
	NASDAQ	2,712	2,933	3,678	3,688	3,432	3,289
上市公司總市值 (單位:十億美元)							
股	NYSE	21,084	22,509	23,991	24,060	25,565	31,576
	NASDAQ	13,002	19,060	24,557	16,238	23,415	30,610
市值對 GDP 比例(%)							
	NYSE	97.88	105.41	101.31	92.52	92.22	108.19
	NASDAQ	60.36	89.26	103.70	62.44	84.47	104.88
成交值 (單位:十億美元)							

NYSE	18,687	26,177	29,096	30,049	26,360	30,447
NASDAQ	15,910	24,924	27,826	27,242	23,710	28,948
成交值週轉率						
NYSE	93.95	138.38	115.46	125.06	106.78	106.54
NASDAQ	136.99	169.64	127.38	142.14	116.45	107.73
本益比						
NYSE	23.13	29.62	26.51	19.18	24.06	27.76
NASDAQ	26.82	36.54	31.32	21.05	17.49	31.04
期終指數						
DJIA	28,538.44	30,606.48	36,338.30	33,147.25	37,689.54	42,544.22
NASDAQ Composite	8,972.60	12,888.28	15,644.97	10,466.48	15,011.35	19,310.79

資料來源：「證券暨期貨市場重要指標」，行政院金融監督管理委員會證券期貨局

## 二、店頭市場

### (一) 市場商品種類

1. 股票
2. 公司債
3. 美國政府之證券

美國債券市場發展極早，商品種類繁多，且其主管機關、發行、交易、結算、保管等機構各不盡相同。依發行人之不同，美國債券市場主要商品可分為：政府公債〈Government Bonds〉、聯邦機構證券〈Government Agency Securities〉、地方政府債券〈Municipal Bonds〉、不動產抵押證券〈Mortgage-Backed Securities〉、公司債、專案債券及外國債券〈即所謂的 Yankee Bonds〉等。

4. 州市政府之公債
5. 開放型投資公司之股票
6. 外國公司之證券
7. 共同基金及美國存託憑證

### (二) 市場規模

1. 股票 NASDAQ 國內股票表現<sup>91</sup>

<sup>91</sup> 資料來源：<https://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=622&parentpath=0,4,109>

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
市值 (十億美元)	13,002	19,060	24,557	17,903	23,415	30,128
成交值 (十億美元)	15,909.6	24,924	27,826.3	25,452.5	23,710.2	26,263.5
掛牌公司家數	2,712	2,933	3,678	3,754	3,432	3,304

## 伍、證券發行

### 一、有價證券公開發行

#### （一）有價證券公開發行規定

在「一九三三年證券法」中，規定公開發行公司必須登記並使用公開說明書，並在「一九三四年證券交易法」中加以補充規定：曾依一九三三年證券法登記之公司發行後，以及於證券交易所上市之公司，必須製作各種定期報告及繼續公開資訊，此外，此類公司徵求股東會委託書時，應對股東提出報告書，將現任公司經營者領導下之公司情形作詳盡的報導；公司內部關係人必須報告其持股情形，爾後有變動時亦同。此種「繼續公開義務的範圍」，在一九六四年聯邦證券法規修正案中，並擴及於店頭市場交易，資產額在一百萬元以上，股東在五百人以上之公司。一九六八年國會鑒於公司購買本身股票，以及以蒐購股權之要約方式奪取目標公司控制權等流弊，修改證券交易法十三、十四條，使其適用公開原則，公開原則之內容至此粲然大備。

#### （二）初次公開發行

發行新股必須辦理登記，係規定於該法第五條，初次登記所使用之 Form of Registration (Form 8-A)，其內容包括章則 S-K 內規定之項目，除依說明指南填寫外，應加上其他避免誤導的其他重要資料。

自二〇〇一年三月七日起，美國 SFC 提供發行由私募制度轉為註冊公開發行或由註冊公開發行轉為私募之機制，供發行人視市場變化情形彈性運用。發行人於申報生效前可申請撤回，其申請費用並可補償作為另一申請程序之費用。

#### （三）二次發行

已依證券交易法規定初次發行之有價証券，若已符合證券交易法規定達一年以上且市值達七千五百萬美金以上且每日成交額達 1 百萬美金以上或市值達 2 億五千萬美金以上，且將公開說明書及相關財報之資訊更新至最近期，於二次發行時可依初次發行相關條件辦理登記。

#### （四）其他金融商品之公開發行

##### 1. 政府公債

政府公債為財政部為籌措各項政府支出而發行的各類長短期債券，依到期期限長短劃分，可區為三類：到期期限在 1 年以下者稱「國庫券」(Treasury Bills)，全部以登錄形式發行；到期期限在 1~10 年間者稱「中期公債」(Treasury Notes)，1986 年後全部以登錄形式發行；到期期限在 10 年以上(最長 30 年)者稱「長期公債」(Treasury Bonds)，1986 年後全部以登錄形式發行。

## 2. 聯邦機構證券

聯邦機構證券係由美國政府所屬事業機關所發行的債券，美國國會通常以設立特定聯邦機構的方式來提供某些市場部門的信用，此類聯邦機構包括「聯邦住屋貸款銀行系統」(Federal Home Loan Bank System) 提供全國儲貸機構的融通資金，「產業合作銀行」(Banks for Cooperatives) 提供農業生產者的季節性及長期融通，「聯邦土地銀行」(Federal Land Banks) 則負責承作農地的抵押貸款等等。這些發行機構的債務，名義上雖無政府直接的概括擔保，但實質上，投資人相信聯邦政府不太可能聽任這些機構發生不履約的情況，故安全性並不亞於政府公債，通常亦均可獲得 AAA 最高等級的債信評等。

美國聯邦機構證券最主要的發行人有六大機構，包括聯邦住屋貸款銀行 (Federal Home Loan Bank, FHLB)、聯邦住屋貸款抵押公司 (Federal Home Loan Mortgage Corporation, 簡稱 FHLMC 或 Freddie Mac)、聯邦國民抵押協會 (Federal National Mortgage Association, 簡稱 FNMA 或 Fannie Mae)、農業信用系統<sup>92</sup> (Farm Credit System)、學生貸款行銷協會 (Student Loan Marketing Association, 簡稱 SLMA 或 Sallie Mae)、田納西管理局 (Tennessee Valley Authority, TVA) 及其他機構<sup>93</sup>。

## 3. 地方政府債券

所謂地方政府債券，是指美國的州政府及市政府等地方自治單位，為籌措處理公共事務所需資金，而發行的債權憑證，主要特點是利息所得可以免納聯邦所得稅，且若設藉本州之投資者購買本州發行的債券，其利息所得亦可免納該州的地方政府所得稅，因此又稱為「免稅債券」(Tax-Exempt Bonds)<sup>94</sup>。許多地方政府債券皆是每週發行一次，可採公開發行或洽特定人等方式，前者通常以競標方式進行，但也可用直接協商的方式標售。

## 4. 不動產抵押證券

不動產抵押證券係源於美國聯邦政府鼓勵住屋抵押證券所推動的資產證券化創新。此類債券在發行時，先由金融機構以其不動產抵押貸款債權形成一個組合 (pool)，並以其組合內的回收債權作為不動產抵押證券還本付息的現金來源，再經特定政府機構提供保證以強化信用 (credit

<sup>92</sup> 包括農業信用銀行(Farm Credit Banks)及農業信用財務公司(Farm Credit Financial Assistance Corporation)。

<sup>93</sup> 其他機構包括國防部(Defense Department)、輸出入銀行(Export-Import Bank)、聯邦住宅管理局(Federal Housing Administration)、政府國民抵押協會(GNMA)、郵政服務單位(Postal Services)、美國鐵路協會(U.S. Railway Association)、財務融資公司(Financing Corporation)及Resolution Funding Corporation。

<sup>94</sup> 參考謝劍平，固定收益證券投資與創新，智勝文化事業有限公司，民國八十八年二月，第 144~145 頁。

enhancement) 後，最後交由投資銀行負責承銷。

不動產抵押證券依是否有政府機構保證可分為兩類，有政府機構保證者稱為機構不動產抵押證券 (Agency MBS)，無政府機構保證者稱為私人不動產抵押證券 (Private MBS)。這些提供保證的政府機構，包括在 1970 年創造出第一個不動產抵押證券的政府國民抵押協會 (GNMA)，及隨後發行的聯邦國民抵押協會 (FNMA) 及聯邦住屋貸款抵押公司 (FHLMC)。

## 5. 公司債

美國公司債的募集型態可分為公開募集與私下募集兩種，依 1994 及 1995 年資料統計，前者占整體公司債發行的比例約在七成以上，後者則不到兩成。採公開募集的主要發行人為財務健全及獲利穩健的一流大企業，大多為無擔保性質，主要配售對象為私人退休基金、州政府退休基金等機構投資人，私下募集公司債的發行人則以金融業、不動產業應用較多，主要投資人以保險公司與銀行為主<sup>95</sup>。

美國私募市場對發行人而言，具有機動性、效率性及彈性等優點，且其豁免相關登記之規範，可有效提升發行市場效率。另就投資人分析，由於私募市場著重於法人之認購與交易市場，美國法規亦對機構投資人有較寬鬆之規範，故機構法人之興起與需求，對私募市場之發展頗為重要，美國所頒布之證管會規則 144，即為反應美國喪失歐洲債券市場之競爭下之產品<sup>96</sup>。

## 6. 資產擔保證券

資產支持證券 (ABS) 是通過購買和捆綁貸款（例如住宅抵押貸款，商業貸款或學生貸款）並創建由這些資產支持的證券創建的，然後出售給投資者。通常，一捆貸款被分為風險和回報水平不同的獨立證券。貸款的付款首先分配給低風險，低利率證券的持有者，然後分配給較高風險的證券的持有者。

# 二、有價證券上市上櫃申請程序

## (一) 上市申請程序

1. 申請公司應將審查所需書件送至交易所進行資格審查 (confidential review of eligibility)。
2. 於第三星期，交易所代表會與公司聯繫並將資格審查結果通知申請公司，若申請公司決定提出正式申請，則須在六個月

<sup>95</sup> 同註 21，第 138 頁。

<sup>96</sup> 參考王文字、陳春山，世界主要證券市場私募制度與發行有價證券審查制度之比較研究，中華民國證券商業同業公會，民國八十七年十二月，第 40 頁。

內提出。交易所將提供申請上市之文件範例及手冊，供申請公司參考。

3. 申請公司向交易所提出正式申請文件及相關資料（至少於預計核准日前兩週申請）。
4. 交易所核准申請公司上市並通知證管會，同時交易所會透過定期之 Weekly Bulletin 公告申請公司已進行正式上市申請。
5. 依據 1934 年證券交易法，證管會須進行 30 天之等候期（waiting period）。
6. 約在第十二週，當依 1934 年證券交易法登記生效後，申請公司可擇日上市。

## （二）上櫃申請程序<sup>97</sup>

1. 申請公司董事會決議上櫃。
2. 挑選顧問團。
3. 申請公司委任之顧問團與承銷商交換意向書，並對申請公司展開適當之評鑑。
4. 經評鑑後，即向州政府申請註冊並向 NASDAQ 提出上櫃申請。
5. 向 SEC 申請註冊。
6. 向 NASDAQ 申請掛牌。
7. 回覆 SEC 意見書及補充說明後取得 SEC 初步註冊核准。
8. 取得 NASDAQ 掛牌核准。
9. 展開巡迴業績發表會及相關股票定價及銷售作業。
10. 向 NASDAQ 治商櫃檯買賣日。
11. 申請公司上櫃交易。

此外，申請與審查時程表預計如下：

時程表	內容
第一週	公司向 NASDAQ 提出申請，NASDAQ 開始進行審查。
第二~三週	NASDAQ 完成第一次初審，並準備意見報告 (comment letter)。
第三~六週	公司回覆 NASDAQ 意見報告。
第七~八週	NASDAQ 完成審查，若公司合於相關要求，NASDAQ 將允許公司上櫃。

## 三、有價證券上市上櫃標準

### （一）NYSE 之首次上市標準—美國企業

#### 1. 股權分散標準：

- (1) 首次公開發行 (IPO)：持有一交易單位（通常為一百股）以上之股東人數在 400 人<sup>98</sup>以上；且公眾持股數 99

<sup>97</sup> Nasdaq Initial Listing Guide (January, 2024)，資料來源：  
<https://listingcenter.nasdaq.com/assets/initialguide.pdf>

<sup>98</sup>除了登記的持有人外，以交易所成員組織名稱持有股票之受益人，其持有之股票

- 在 1,100,000 股以上。
- (2) 聯屬公司 (Affiliated companies)：持有一交易單位（通常為一百股）之股東人數在 400 人以上；且公眾持股數<sup>99</sup>在 1,100,000 股以上。
  - (3) 來自破產發生後的上市 (listing following emergence from bankruptcy)：持有一交易單位（通常為一百股）以上之股東人數在 400 人以上；且公眾持股數在 1,100,000 股以上。
  - (4) 與轉換有關 (listing in connection with a transfer or quotation) 而上市：持有一交易單位（通常為一百股）以上之股東人數在 400 人以上；或全體股東人數在 2,200 人以上，且最近六個月之月平均交易量在 100,000 股以上；或全體股東人數在 500 人以上，且最近 12 個月之月平均交易量在 1,000,000 股以上。另公眾持股數在 1,100,000 股以上。
  - (5) 併購公司(Acquisition Companies)首次公開發行：持有一交易單位（通常為一百股）以上之股東人數在 300 人以上且公眾持股數 在 1,100,000 股以上。
  - (6) 併購公司與轉換有關而上市(Acquisition Companies listing in connection with a transfer or quotation)：持有一交易單位（通常為一百股）以上之股東人數在 300 人以上；或全體股東人數在 2,200 人以上，且最近六個月之月平均交易量在 100,000 股以上；或全體股東人數在 500 人以上，且最近 12 個月之月平均交易量在 1,000,000 股以上。另公眾持股數在 1,100,000 股以上。
2. 首次公開發行、進行分割(spin-offs)或符合聯屬公司測試標準者，其公眾持股數之市值達 40,000,000 美元<sup>100</sup>，其他公司則為 100,000,000 美元以上。併購公司另需符合總市值 100,000,000 美元及公眾持股數之市值達 80,000,000 美元以上之規定。

3. 財務標準：應符合下列任一條件。

- (1) 獲利能力測試(Earnings Test): a. 最近三個會計年度繼續營業部門稅前淨利<sup>101</sup>均為正數且合計 10,000,000 美元以上，暨最近兩個會計年度繼續營業部門稅前淨利至少皆為 2,000,000 美元或 b. 最近三個會計年度繼續營業部門稅前淨利達 12,000,000 美元且最近年

---

數量將會被一起考量。

<sup>99</sup>若交易單位少於 100 股，有關公眾持有的股份數量的要求將按比例減少。公眾持股數(publicly-held shares)在計算時不含董事、高階主管及上述人士之直系親屬(immediate families)與持股 10%以上大股東所持有之股份。

<sup>100</sup> 首次公開發行公司應由承銷商出具書面承諾 written commitment，表示發行公司之預期市值將符合上市標準。

<sup>101</sup> 繼續營業部門稅前淨利：pre-tax earnings from continuing operations and after minority interest, amortization and equity in the earnings or losses of investees as adjusted for items specified.

度之前一年度之繼續營業部門稅前淨利分別達 5,000,000 美元及 2,000,000 美元以上。

符合新興成長公司定義之公司只需申報兩年度已查核之財務報告即可申請上市，因此只要符合下述條件即可通過獲利能力測試，繼續營業部門稅前淨利過去 2 個會計年度總計達到 10,000,000 美元，且 2 個年度獲利均在 2,000,000 美元以上。

- (2) 全球市場資本化測試 (Global Market Capitalization Test)：申請公司除全球市值需滿足最少 200,000,000 美元<sup>102</sup>外，另連續 90 個交易日之收盤價需維持至少每股 4 美元。交易所也將考量公司的業務前景及經營成果是否表明該公司的市值可能隨時間推移而維持或增加。

除應符合數量化條件外，申請公司應秉持永續經營之理念，且交易所尚考量申請公司產品之市場特性、該公司於產業之地位及穩定性、股東投票權、投票安排和控制力及關係人交易等。

## (二) NYSE 之上市標準—外國企業

NYSE 提供兩種標準（全球及國內），非美國企業可選擇採用美國企業之上市標準（如前所述）或採替代上市標準(Alternate Listing Standard)，如下述：

### 1. 股權分散、規模大小及市值—應符合下列標準：

- (1) 全球持有一交易單位（通常為一百股）以上之股東人數在 5,000 人以上。
- (2) 全球公眾持股數在 2,500,000 股以上。
- (3) 全球公眾持股數之市值達 100,000,000 美元，惟符合聯屬公司測試標準者，其市值達 60,000,000 美元。

### 2. 財務標準：應符合下列任一條件。

- (1) 獲利能力測試：最近三個會計年度繼續營業部門稅前淨利合計 100,000,000 美元以上，且最近兩個會計年度繼續營業部門稅前淨利至少均為 25,000,000 美元。

符合新興成長公司定義之公司，因為只需申報 2 個年度的查核財務報告，故只要符合最近 2 個會計年度獲利合計達到 100,000,000 美元，且每年至少獲利 25,000,000 美元即可。

- (2) 價值／收入測試：申請公司應符合價值／收入現金流量測試(Valuation/Revenue with Cash Flow Test)或純粹價值收入測試(Pure Valuation/Revenue Test)。

A. 價值／收入現金流量測試：市值至少 500,000,000 美

---

<sup>102</sup> 首次公開發行公司應由承銷商出具書面承諾 written commitment，表示發行公司之預期市值將符合上市標準。

元，最近十二個月營業收入至少 100,000,000 美元，暨最近三個會計年度營業活動現金流入合計至少 100,000,000 美元且最近兩年度營業活動現金流入均至少 25,000,000 美元。

- B. 純粹價值收入測試：市值至少 750,000,000 美元，且最近一個會計年度營業收入至少 75,000,000 美元。
- (3) 聯屬公司測試：市值至少 500,000,000 美元，營運至少十二個月，母公司或聯屬公司是經營良善之上市公司且對該公司保有相當之控制能力 或者在該公司之控制之下。

### (三) NYSE 公司治理標準

除量化標準外，NYSE 尚訂有公司治理之上市標準，凡在 NYSE 上市掛牌之公司均須符合相關規定，外國企業除須符合 Sections 303A.06 (審計委員會)、.11 (外國發行人之揭露)、.12 (聲明書要求) 以及 Sarbanes-Oxley 法案外，允許採用其所屬國法律及主要證券市場有關公司治理之相關規定。

1. 獨立董事：上市後一年內，董事會須由多數之獨立董事所組成。
2. 獨立性測試：董事會應確認董事與上市公司間無重大關連 (董事亦不得為與上市公司有關連之組織之合夥人、股東或高階主管)，上市公司並須於股東會說明書 (Proxy Statement) 或年報中揭露其判斷獨立性之標準。獨立性之標準如下<sup>103</sup>：
  - (1) 最近三年內不得受雇於該上市公司，或最近三年內其直系親屬不得為該上市公司之高階主管。
  - (2) 除董事報酬、退休金或以前服務所產生之相關遞延報酬外，本人或其直系親屬最近三年之任何十二個月不得自該上市公司收取十二萬美元以上之報酬。
  - (3) 本人或其直系親屬不得為該上市公司之現任會計師事務所之合夥人；本人不得為該公司內部稽核或現任會計師事務所之員工；本人之直系親屬不得為現任會計師事務所之員工且參與查核該上市公司；本人或其直系親屬最近三年內不得為該上市公司之會計師事務所之合夥人或曾參與查核該上市公司。
  - (4) 本人或其直系親屬最近三年內不得為他公司之高階主管，且他公司之薪酬委員會之委員係由該上市公司之高階主管所擔任。
  - (5) 本人不得為他公司之現任員工或其直系親屬不得為他公司之現任高階主管，且他公司最近三年內任一會計年度曾自該上市公司收取或支付款項，其金額逾一百萬美元或占各該公司合併營收之百分之二以上。
3. 執行會議 (Executive Sessions)：為有效檢查上市公司之經營管理，非執行業務董事 (non-management directors) 應定期

<sup>103</sup> 部分指標尚有排除之註釋，詳見 NYSE Listed Manual Section 303A.02 Independent Test。

召開執行會議，且經理人員不能參與。非執行業務董事若非全屬獨立董事，則非執行業務之獨立董事亦應至少每年召開一次執行會議。

4. 提名及公司治理委員會 (Nominating/Corporate Government Committee)：提名及公司治理委員會須由獨立董事所組成，且應訂有明文規章，其內容包含：
  - (1) 委員會之宗旨與責任：至少須包含董事會成員資格之認定、選任或建議董事會選任、股東會提名董事、向董事會建議適用公司之公司治理原則及監督董事會及管理階層。
  - (2) 委員會每年之績效評估。
5. 薪酬委員會 (Compensation Committee)：薪酬委員會須由獨立董事所組成，且應訂有明文規章，其內容包含：
  - (1) 委員會之宗旨與責任：至少對下列事項直接負責：
    - A. 複核及核准與執行長薪酬有關之公司目標，依照該目標評估執行長之績效，並作為委員會或其他獨立董事依據該評估結果來決定及核准執行長之薪酬；
    - B. 就執行長以外之高階主管薪酬、誘因報酬計畫及股份基礎計畫向董事會提出建議。
    - C. 就高階主管之報酬提出薪酬委員會報告，並揭露於股東會說明書或年報中。
  - (2) 薪酬委員會每年之績效評估。
  - (3) 薪酬委員會之權利及責任、委員會成員資格、委員會成員任免、委員會架構及運作及向董事會報告。
6. 審計委員會 (Audit Committee)：除須符合證券交易法 10A-3 之相關規定外，亦須遵循：
  - (1) 審計委員會至少須由三名委員所組成。每位委員均須具備財務素養，其中至少一位係具有會計或財務管理之專長。因審計委員會之委員職責重大，若委員同時身兼三家發行公司之審計委員會委員，則上市公司應考量該兼任是否將損及審計委員會運作之有效性，同時在股東會說明書或年報中揭露。
  - (2) 除須符合 Rule10A-3(b)(1)之規定外，所有審計委員會成員應符合前開獨立性標準。
  - (3) 審計委員會應訂有明文規章，其內容包含：
    - A. 審計委員會之宗旨：
      - a. 協助董事會監督下列事項：財務報表之允當性、法令規章之遵循情形、會計師之適任性及獨立性及內部稽核單位及簽證會計師之績效。
      - b. 提出審計委員會報告，並揭露於股東會說明書。
    - B. 委員會每年之績效評估。
    - C. 審計委員會之責任：至少須包含證券交易法 Rule10A-3(b)(2)~(5)之規定及下列事項：
      - a. 每年至少檢視一次會計師報告，其內容包含：會計

師事務所內部品質管制之程序、最近期內部品質管制複核所發現之重大議題、最近五年內主管機關詢問或調查之事項及會計師與上市公司間之所有關係。

- b. 檢視並與管理階層及簽證會計師就年度及各季之財務報表進行討論，檢視「管理階層討論分析財務狀況及經營結果」(Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations) 之揭露內容。
  - c. 討論提供給分析師及評等機構之獲利新聞稿、財務資訊及盈餘預測。
  - d. 討論風險評估及風險管理之政策。
  - e. 分別單獨、定期與管理階層、內部稽核及會計師開會。
  - f. 與簽證會計師共同探討查核時所遇見之問題、困難及管理階層之回應。
  - g. 對聘用會計師事務所現任或前任員工，建立明確之政策。
  - h. 定期向董事彙報告。
- (4) 上市公司須有內部稽核功能，或將內部稽核委外由會計師以外之第三者提供。

7. 權益報酬計畫之股東同意權(Shareholder Approval of Equity Compensation Plans)：股東對上市公司之權益性質獎酬計畫（及其後之重大修正）有投票權。
8. 公司治理準則 (Corporate Governance Guidelines)：上市公司須採行並揭露其公司治理準則，其內容須包含：董事之資格標準、董事之責任、董事與管理階層或獨立顧問之接觸情形、董事之薪酬、董事之定位與持續進修、管理階層之接替及董事會年度績效評量等。
9. 企業行為與道德準則 (Code of Business Conduct and Ethics)：上市公司須採行並揭露企業行為與道德準則以規範董事、高階主管或員工，其內容須包含：利益衝突、公司機會、機密、公平交易、公司資產之保護與適當使用、法律規章之遵循、鼓勵申報非法及不道德行為等。如董事或高階主管有違反情事，應即發布訊息予以揭露。
10. 外國發行人之揭露：所屬國公司治理實務與 NYSE 上市標準之重大差異，外國上市公司須透過網站揭露，並於年報提及並提供網址，或於年報中揭露。
11. 聲明書要求(Certification Requirement)：
  - (1) 上市公司之執行長須每年向 NYSE 出具聲明書表示並未發現公司有任何違反 NYSE 公司治理上市標準之情事，

此聲明書尚須揭露於公司之年報。

- (2) 上市公司高階主管若發現有重大違反 Section 303A 節任何規定之情事時，該公司之執行長應即時以書面文件通知 NYSE。
  - (3) 上市公司須每年提交經簽名蓋章之書面證明文件 (Written Affirmation)，另董事會或任何委員會有任何變動時，均須提交期中之書面證明文件。年度及期中書面證明文件須採 NYSE 指定之格式。
12. 公開譴責信 (Public Reprimand Letter)：若上市公司有違反 NYSE 上市標準之情事時，NYSE 將發布公開譴責信。若上市公司一再違反上市標準，亦將遭到停止買賣或下市之處置。
13. 網站要求 (Website Requirement)：上市公司應建立並維護該公司公開網頁資訊。

#### (四) 上櫃標準

選擇在 Nasdaq 上市的公司必須符合最低的初次及持續財務要求，此外亦需符合嚴格的公司治理標準。依上市要求的高低，Nasdaq Stock Market 提供三種不同市場：

1. Nasdaq 全球精選市場 (Nasdaq Global Select Market Initial Listing Requirements)  
發行公司(包含直接上市 (Direct Listing) 公司)之財務要求 (Financial Requirements)，必須符合下列標準其中一項：
  - (1) 標準一：獲利能力 (Earnings) (5315(e) and 5315(f)(3)(A))
    - A. 前三個會計年度累積稅前淨利至少為 USD11,000,000，且前三個會計年度個別稅前淨利不可為負，且最近二個會計年度個別稅前淨利至少為 USD2,200,000。
    - B. 每股至少為買價 (Bid Price) USD4。
  - (2) 標準二：市值及現金流量 (Capitalization with Cash Flow) (5315(e) and 5315(f)(3)(B))
    - A. 前三個會計年度現金流量至少為 USD27,500,000，且最近三個會計年度個別現金流量不可為負。
    - B. 前 12 個月平均市值至少為 USD550,000,000。
    - C. 前一個會計年度營業收入至少為 USD110,000,000。
    - D. 每股至少為買價 (Bid Price) USD4。
  - (3) 標準三：市值及營業收入 (Capitalization with Revenue) (5315(e) and 5315(f)(3)(C))
    - A. 前 12 個月平均市值至少為 USD850,000,000。
    - B. 前一個會計年度營業收入至少為 USD90,000,000。
    - C. 每股至少為買價 (Bid Price) USD4。
  - (4) 標準四：資產及權益 (Assets with Equity) (5315(e) and 5315(f)(3)(D))
    - A. 市值至少為 USD160,000,000。

- B. 發行公司之總資產至少為 USD80,000,000。
- C. 發行公司之股東權益至少為 USD55,000,000。
- D. 每股至少為買價 (Bid Price) USD4。

流動性要求 (Liquidity Requirements) 造市商至少為 4 名，除非其財務要求及 流動性要求符合 Nasdaq Global Market 之 Income Standard 或 Equity Standard 之要求，則 3 名造市商即可，另依身份別而有以下不同要求：

- (1) 首次上市公司或分割上市公司
  - A. 股東人數不包含 100 股以下之零股股東人數至少為 450 人，且至少前述最低要求股東人數之一半股東，每位須至少持有市值 USD2,500 之該股票，或全體股東至少為 2,200 人。
  - B. 外部股東持股股數至少為 1,250,000 股。
  - C. 以外部股東持股計算之市值至少為 USD45,000,000。
- (2) 籌資型直接上市 (Direct Listing with a Capital Raise) 或已上市公司：目前普通股交易或約當普通股
  - A. 股東人數不包含 100 股以下之零股股東人數至少為 450 人，且至少前述最低要求股東人數之一半股東，每位須至少持有市值 USD2,500 之該股票，或全體股東至少為 2,200 人，或全體股東至少為 550 人且過去 12 個月平均每月成交量至少為 USD1,100,000。
  - B. 外部股東持股股數至少為 1,250,000 股。
  - C. 以外部股東持股計算之市值至少為 USD110,000,000，或以外部股東持股計算之市值至少為 USD100,000,000 且股東權益至少為 USD110,000,000。
- (3) 直接上市(Direct Listing)
  - A. 股東人數不包含 100 股以下之零股股東人數至少為 450 人，且至少前述最低要求股東人數之一半股東，每位須至少持有市值 USD2,500 之該股票，或全體股東至少為 2,200 人，或全體股東至少為 550 人且過去 12 個月平均每月成交量至少為 USD1,100,000。
  - B. 外部股東持股股數至少為 1,250,000 股。
  - C. 以外部股東持股計算之市值至少為 USD110,000,000，或以外部股東持股計算之市值至少為 USD100,000,000 且股東權益至少為 USD110,000,000。
  - D. 以第三方獨立專家評價之外部股東持股市值<sup>104</sup>至少為 USD250,000,000。
- (4) 聯屬公司
  - A. 股東人數不包含 100 股以下之零股股東人數至少為 450 人，且至少前述最低要求股東人數之一半股東，每位須至少持有市值 USD2,500 之該股票，或全體股東至少為 2,200 人，或全體股東至少為 550 人且過去

---

<sup>104</sup> 若該股票為私募股票，則該股票價格、市值及外部股東持股計算之市值，可依第三方獨立專家評價或近期私募價格孰低者計算之。

12 個月平均每月成交量至少為 USD1,100,000。

- B. 外部股東持股股數至少為 1,250,000 股。
- C. 以外部股東持股計算之市值至少為 USD45,000,000。

## 2. Nasdaq 全球市場 (Nasdaq Global Market-排除直接上市之發行公司)

發行公司之財務要求 (Financial Requirements) 及流動性要求 (Liquidity Requirements)，必須符合下列標準其中一項：

- (1) 標準一：Income Standard (5405(a) and 5405(b)(1))
  - A. 發行公司最近一會計年度或最近三個會計年度中二個會計年度之繼續營業部門淨利至少為 USD1,000,000。
  - B. 發行公司之股東權益至少為 USD15,000,000。
  - C. 外部股東持股股數至少為 1,100,000 股。
  - D. 以外部股東持股計算之市值至少為 USD8,000,000。
  - E. 每股至少為買價 (Bid Price) USD4。
  - F. 股東人數不包含 100 股以下之零股股東人數至少為 400 人，且除了以 IM-5101-2 掛牌之 SPACs 公司外，至少前述最低要求股東人數之一半股東，每位須至少持有市值 USD2,500 之該股票。
  - G. 造市商至少為 3 名。
- (2) 標準二：Equity Standard (5405(a) and 5405(b)(2))
  - A. 發行公司之股東權益至少為 USD30,000,000。
  - B. 外部股東持股股數至少為 1,100,000 股。
  - C. 以外部股東持股計算之市值至少為 USD18,000,000。
  - D. 每股至少為買價 (Bid Price) USD4。
  - E. 股東人數不包含 100 股以下之零股股東人數至少為 400 人，且除了以 IM-5101-2 掛牌之 SPACs 公司外，至少前述最低要求股東人數之一半股東，每位須至少持有市值 USD2,500 之該股票。
  - F. 造市商至少為 3 名。
  - G. 發行公司至少設立滿二年。
- (3) 標準三：Market Value Standard (5405(a) and 5405(b)(3))<sup>105</sup>
  - A. 掛牌有價證券總市值至少為 USD75,000,000。
  - B. 外部股東持股股數至少為 1,100,000 股。
  - C. 以外部股東持股計算之市值至少為 USD20,000,000。
  - D. 每股至少為買價 (Bid Price) USD4。
  - E. 股東人數不包含 100 股以下之零股股東人數至少為 400 人，且除了以 IM-5101-2 掛牌之 SPACs 公司外，至少前述最低要求股東人數之一半股東，每位須至少持有市值 USD2,500 之該股票。
  - F. 造市商至少為 4 名。
- (4) 標準四：Total Assets/ Total Revenue Standard (5405(a) and

<sup>105</sup> 若僅符合標準三之目前已於市場交易公司，尚須於申請上市前 90 天皆符合掛牌有價證券總市值至少為 USD75,000,000，及每股至少為買價(Bid Price)USD4 之規定。

5405(b)(4))

- A. 發行公司之總資產至少為 USD75,000,000 且發行公司最近一會計年度或最近三個會計年度中二個會計年度之營業收入至少為 USD75,000,000。
- B. 外部股東持股股數至少為 1,100,000 股。
- C. 以外部股東持股計算之市值至少為 USD20,000,000。
- D. 每股至少為買價 (Bid Price) USD4。
- E. 股東人數不包含 100 股以下之零股股東人數至少為 400 人，且除了以 IM-5101-2 掛牌之 SPACs 公司外，至少前述最低要求股東人數之一半股東，每位須至少持有市值 USD2,500 之該股票。
- F. 造市商至少為 4 名。

## 2-1 Nasdaq 全球市場 (Nasdaq Global Market-針對直接上市之發行公司)

直接上市(Direct Listing)發行公司之財務要求 (Financial Requirements) 及流動性要求 (Liquidity Requirements)，必須符合下列標準其中一項：

- (1) 標準一：Income Standard (5405(a) and 5405(b)(1))
  - A. 發行公司最近一會計年度或最近三個會計年度中二個會計年度之繼續營業部門淨利至少為 USD1,000,000。
  - B. 發行公司之股東權益至少為 USD15,000,000。
  - C. 以外部股東持股計算之市值至少為 1,100,000 股。
  - D. 以外部股東持股計算之市值為評價方式至少為 USD16,000,000，或以第三方獨立專家評價之市值至少為 USD20,000,000。
  - E. 以每股買價 (Bid Price) 為評價方式至少為 USD8，或以第三方獨立專家評價之每股買價 (Bid Price) 至少為 USD10。
  - F. 股東人數不包含 100 股以下之零股股東人數至少為 400 人，且除了以 IM-5101-2 掛牌之 SPACs 公司外，至少前述最低要求股東人數之一半股東，每位須至少持有市值 USD2,500 之該股票。
  - G. 造市商至少為 3 名。
- (2) 標準二：Equity Standard (5405(a) and 5405(b)(2))
  - A. 發行公司之股東權益至少為 USD30,000,000。
  - B. 外部股東持股股數至少為 1,100,000 股。
  - C. 以外部股東持股計算之市值為評價方式至少為 USD36,000,000，或以第三方獨立專家評價之市值至少為 USD45,000,000。
  - D. 以每股買價 (Bid Price) 為評價方式至少為 USD8，或以第三方獨立專家評價之至少為 USD10。
  - E. 股東人數不包含 100 股以下之零股股東人數至少為 400 人，且除了以 IM-5101-2 掛牌之 SPACs 公司外，至少前述最低要求股東人數之一半股東，每位須至少

持有市值 USD2,500 之該股票。

F. 造市商至少為 3 名。

G. 發行公司至少設立滿二年。

(3) 標準三：Market Value Standard (5405(a) and 5405(b)(3))

A. 以掛牌有價證券總市值為評價方式至少為 USD150,000,000，或以第三方獨立專家評價之市值至少為 USD187,500,000。

B. 外部股東持股股數至少為 1,100,000 股。

C. 以外部股東持股計算之市值為評價方式至少為 USD40,000,000，或以第三方獨立專家評價之市值至少為 USD50,000,000。

D. 以每股買價 (Bid Price) 為評價方式至少為 USD8，或以第三方獨立專家評價之市值至少為 USD10。

E. 股東人數不包含 100 股以下之零股股東人數至少為 400 人，且除了以 IM-5101-2 掛牌之 SPACs 公司外，至少前述最低要求股東人數之一半股東，每位須至少持有市值 USD2,500 之該股票。

F. 造市商至少為 4 名。

(4) 標準四：Total Assets/ Total Revenue Standard (5405(a) and 5405(b)(4))

A. 發行公司之總資產至少為 USD75,000,000 且發行公司最近一會計年度或最近三個會計年度中二個會計年度之營業收入至少為 USD75,000,000。

B. 外部股東持股股數至少為 1,100,000 股。

C. 以外部股東持股計算之市值為評價方式至少為 USD40,000,000，或以第三方獨立專家評價之市值至少為 USD50,000,000。

D. 以每股買價 (Bid Price) 為評價方式至少為 USD8，或以第三方獨立專家評價之至少為 USD10。

E. 股東人數不包含 100 股以下之零股股東人數至少為 400 人，且除了以 IM-5101-2 掛牌之 SPACs 公司外，至少前述最低要求股東人數之一半股東，每位須至少持有市值 USD2,500 之該股票。

F. 造市商至少為 4 名。

## 2-2 Nasdaq 全球市場 (Nasdaq Global Market-以 SPACs 公司上市之方案)

除了能夠以營運公司之身分上市外，根據 IM-5101-2，SPACs 公司可按照以下規定在 Nasdaq 全球市場上市。針對首次公開發行的 SPACs，Nasdaq 要求本次發行以堅定承諾為基礎 (firm commitment basis)，如有必要，Nasdaq 將依承銷商的書面評估報告作為本次發行的預估價格和其他佐證資料，以確認其是否符合上市標準，包括外部股東的數量。

(1) Standard (5406 and 5225(a)(1)(A))

A. 掛牌有價證券市值至少為 USD100,000,000。

B. 外部股東持股股數至少為 1,100,000 股。

- C. 以外部股東持股計算之市值為評價方式至少為 USD80,000,000。
- D. 以每股買價 (Bid Price) 為評價方式至少為 USD4。
- E. 股東人數不包含 100 股以下之零股股東人數至少為 300 人；或至少 2,200 位股東過去六個月平均成交量為 100,000 股；或至少 500 位股東過去十二個月平均成交量為 1,000,000 股。
- F. 單位 (Units, 若有)：單位組成須符合 Nasdaq 全球市場初次上市條件要求。
- G. 認股權證 (Warrants, 若有)：至少有 1,000,000 單位流通在外認股權證、平均市值須達 USD4,000,000 以上、存續期間須達一年以上且認股權證不得包含自願執行價格調整條款，但符合 5406(d)(4)相關規定者不在此限。

### 3. Nasdaq 資本市場 (Nasdaq Capital Market-排除直接上市之發行公司)

發行公司之財務要求 (Financial Requirements) 及流動性要求 (Liquidity Requirements)，必須符合下列標準其中一項：

- (1) 標準一：Equity Standard(5505(a) and 5505(b)(1))
  - A. 發行公司之股東權益至少為 USD5,000,000。
  - B. 以外部股東持股計算之市值至少為 USD15,000,000。
  - C. 發行公司至少設立滿二年。
  - D. 外部股東持股股數至少為 1,000,000 股。
  - E. 股東人數不包含 100 股以下之零股股東人數至少為 300 人，且除了以 IM-5101-2 掛牌之 SPACs 公司外，至少前述最低要求股東人數之一半股東，每位須至少持有市值 USD2,500 之該股票。
  - F. 造市商至少為 3 名。
  - G. 每股至少為買價 (Bid Price) USD4 或結算價 (Closing Price)<sup>106</sup> USD3。
- (2) 標準二：Market Value of Listed Securities Standard(5505(a) and 5505(b)(2))<sup>107</sup>
  - A. 發行公司之股東權益至少為 USD4,000,000。
  - B. 以外部股東持股計算之市值至少為 USD15,000,000。
  - C. 掛牌有價證券總市值至少為 USD50,000,000。
  - D. 外部股東持股股數至少為 1,000,000 股。
  - E. 股東人數不包含 100 股以下之零股股東人數至少為 300 人，且除了以 IM-5101-2 掛牌之 SPACs 公司外，至少前述最低要求股東人數之一半股東，每位須至少持有市值 USD2,500 之該股票。
  - F. 造市商至少為 3 名。

<sup>106</sup> 適用結算價(Closing Price)之發行公司須符合以下條件：1.近三年之平均營收達 US6,000,000。2.淨資產達 US5,000,000，或淨資產達 US2,000,000 且至少設立滿三年。

<sup>107</sup> 若僅符合標準二之目前已於市場交易公司，尚須於申請上市前 90 天皆符合掛牌有價證券總市值至少為 USD50,000,000，及每股有可行的買價(Bid Price)之規定。

- G. ⑦ 每股至少為買價( Bid Price )USD4 或結算價( Closing Price ) <sup>108</sup> USD2 。
- (3) 標準三：Net Income Standard(5505(a) and 5505(b)(3))
- A. 發行公司之股東權益至少為 USD4,000,000 。
  - B. 以外部股東持股計算之市值至少為 USD5,000,000 。
  - C. 發行公司最近一會計年度或最近三個會計年度中二個會計年度之繼續營業部門淨利至少為 USD750,000 。
  - D. 外部股東持股股數至少為 1,000,000 股 。
  - E. 股東人數不包含 100 股以下之零股股東人數至少為 300 人，且除了以 IM-5101-2 掛牌之 SPACs 公司外，至少前述最低要求股東人數之一半股東，每位須至少持有市值 USD2,500 之該股票 。
  - F. 造市商至少為 3 名 。
  - G. 每股至少為買價 ( Bid Price ) USD4 或結算價 ( Closing Price ) <sup>109</sup> USD3 。

### 3-1 Nasdaq 資本市場 ( Nasdaq Capital Market-針對直接上市之發行公司 )

直接上市 ( Direct Listing ) 發行公司之財務要求 ( Financial Requirements ) 及流動性要求 ( Liquidity Requirements ) ，必須符合下列標準其中一項：

- (1) 標準一：Equity Standard(5505(a) and 5505(b)(1))
- A. 發行公司之股東權益至少為 USD5,000,000 。
  - B. 以外部股東持股計算之市值為評價方式至少為 USD30,000,000，或以第三方獨立專家評價之市值至少為 USD37,500,000 。
  - C. 發行公司至少設立滿二年 。
  - D. 外部股東持股股數至少為 1,000,000 股 。
  - E. 股東人數不包含 100 股以下之零股股東人數至少為 300 人，且除了以 IM-5101-2 掛牌之 SPACs 公司外，至少前述最低要求股東人數之一半股東，每位須至少持有市值 USD2,500 之該股票 。
  - F. 造市商至少為 3 名 。
  - G. 以每股買價 ( Bid Price ) 為評價方式至少為 USD8 ，或以第三方獨立專家評價之至少為 USD10 。
- (2) 標準二：Market Value of Listed Securities Standard(5505(a) and 5505(b)(2))
- A. 發行公司之股東權益至少為 USD4,000,000 。
  - B. 以外部股東持股計算之市值為評價方式至少為 USD30,000,000，或以第三方獨立專家評價之市值至少為 USD37,500,000 。
  - C. 以掛牌有價證券總市值為評價方式至少為 USD100,000,000 ，或以第三方獨立專家評價之市值至

<sup>108</sup> 同 3 。

<sup>109</sup> 同 3 。

- 少為 USD125,000,000。
- D. 外部股東持股股數至少為 1,000,000 股。
  - E. 股東人數不包含 100 股以下之零股股東人數至少為 300 人，且除了以 IM-5101-2 掛牌之 SPACs 公司外，至少前述最低要求股東人數之一半股東，每位須至少持有市值 USD2,500 之該股票。
  - F. 造市商至少為 3 名。
  - G. 以每股買價 (Bid Price) 為評價方式至少為 USD8，或以第三方獨立專家評價之至少為 USD10。
- (3) 標準三：Net Income Standard(5505(a) and 5505(b)(3))
- A. 發行公司之股東權益至少為 USD4,000,000。
  - B. 以外部股東持股計算之市值為評價方式至少為 USD10,000,000，或以第三方獨立專家評價之市值至少為 USD12,500,000
  - C. 發行公司最近一會計年度或最近三個會計年度中二個會計年度之繼續營業部門淨利至少為 USD750,000。
  - D. 外部股東持股股數至少為 1,000,000 股。
  - E. 股東人數不包含 100 股以下之零股股東人數至少為 300 人，且除了以 IM-5101-2 掛牌之 SPACs 公司外，至少前述最低要求股東人數之一半股東，每位須至少持有市值 USD2,500 之該股票。
  - F. 造市商至少為 3 名。
  - G. 以每股買價 (Bid Price) 為評價方式至少為 USD8，或以第三方獨立專家評價之至少為 USD10。

#### （五）上櫃標準：公司治理要求符合 Rules5600 Series 之規定

除上述量化標準外，於 Nasdaq 掛牌之公司尚需符合下述公司治理相關規定：

1. 年報及期中報告(5250(d))：發行公司必須提供股東年度財務報告或期中報告，可以藉由郵寄或公告於公司網站。
2. 獨立董事(5605(b))：董事會的成員必須以獨立董事為主。
3. 審計委員會(5605(c))：發行公司應建立並維持一個審計委員會，該委員會應由符合 SEC Rule 10A-3 規定之獨立董事組成，且至少要有三席成員，並具有熟悉基本財務報表之能力，其中一席應具有專業財務背景。
4. 薪資報酬(5605(d))：發行公司應設立薪資報酬委員會，應由獨立董事組成並至少要有二席成員。Rule 5605(d)(2)(A)也規定薪酬委員會成員須符合一定之獨立性要求，執行長或其他高階主管之薪資報酬應由薪資報酬委員會決定或向董事會提出建議。
5. 董事被提名人(5605(e))：董事被提名人之名單應由獨立董事提名。
6. 發行公司的董事、經理人及員工必須符合 NASDAQ 相關的行為準則規範(5610)。
7. 股東會(5620(a))：發行公司應於每一會計年度終了後一年內舉行股東年會，並應通知 NASDAQ 股東年會之相關事宜。

8. 委託書(5620(b))：發行公司召開股東會時，應提供委託書與股東及 NASDAQ。
9. 法定人數(5620(c))：發行公司召開股東會時，其出席之最低法定人數為具投票權在外發行股數之三分之一。
10. 利益衝突(5630)：審計委員會或其他獨立董事所組成之委員會，應針對發行公司之關係人交易其潛在之利益衝突部份做一適當之複核與評估。
11. 須取得股東同意之事項(5635)：發行公司發行有價證券前須取得股東同意之事項如後，欲以取得其他公司特定股份或資產、發行股份導致經營權之變化、發行員工認股權、私募發行 20%以上之股份且發行價格低於帳面或市場價格。
12. 投票表決權(5640)：發行公司不能降低或限制股東之投票表決權。

#### 四、有價證券上市上櫃審查作業規定

##### (一) 上市審查作業規定

NYSE 對公開發行公司之上市審查，其審查期間約須六至八週，如遇較複雜之會計問題，或認為該公司須另行舉證說明者，則可能須更長時間進行確認，惟至長應可於四個月內完成審查作業<sup>110</sup>。另發行公司之董事長、經理人員及承銷商須隨時與交易所保持聯繫，以利審查期間之有效溝通。

對有意在紐約證交所掛牌上市的公司，最初審查步驟是秘密資格審查 (confidential review of eligibility)，這項審查主要是逐項審查申請公司的上市條件，以讓申請公司有正式的合格身分，該項審查主要是因應申請上市公司的要求，公司不需負擔任何費用，交易所亦無須作任何承諾。該項審查應於公司發表新聞稿、年報、公開說明書等，表示有意正式申請上市之前完成。

申請公司至少須提供下列資料以供審查：公司證明文件、公司債或股票樣章、過去五年度財務報告、最近期公開說明書及向證管會申報之 Form 10-K、最近年度股東會委託書、股權分散表及其他判斷股權分散或股東人數之補充資料（如：前十大股東、交易所會員組織持有 1,000 股以上之清單、最近兩年度在全國證券交易商協會自動報價系統或證券交易所成交之數量及價格區間等）、法律顧問意見書（註明主要主管、董事會成員及持股 10% 以上之大股東在過去十年內是否受有財務議題之判決，如：舞弊、詐欺）等，以供交易所進行審查。

資格審查期間，紐約證交所一般都在兩週內完成，若申請公司希望縮短審查期間，交易所亦可充分配合，資格審查合格後，申請上市公司會收到口頭及書面的合格證明。申請公司一旦收到合格證明，就可在六個月內向交易所正式提出申請上市。

<sup>110</sup> 「美國股票發行市場管理制度之研究」，第 12 頁。

## （二）上櫃審查作業規定

根據 NASDAQ 審查之目的主要在於「評估申請公司之誠信及適法性；且確認其符合數量化及質量化之上櫃標準」。其審查之重點係以產業前景、財務報告及公司制度為主要範圍。至於其審查作業內容大致如下：

1. 審查書件及股東會委任出席文件；核閱 SEC 註冊書件及公開說明書。
2. 檢查財務報告是否經適格人員之查核，且符合一般公認會計原則。至於會計科目之查核重點包括：
  - (1) 資產
    - A. 非屬營業項目所持有之情形
    - B. 所有權或權利之依據是否確實
    - C. 是否屬暫時持有或有限制
    - D. 會計評價或鑑價是否允當
  - (2) 股東權益
    - A. 關係人間非屬現金交易之情形
    - B. 以債作股之評價是否合理
    - C. 優先認股權之規劃是否適當
  - (3) 確認申請公司掛牌上櫃無害於公眾利益

## 五、有價證券上市上櫃費規定

### （一）初次申請費（Initial Application Fee）

於申請在交易所上市權益證券時，發行人被要求支付 25,000 美元之初次申請費，除非符合特定之三種狀況。

### （二）於 NYSE 掛牌之上市費用

在紐約交易所挂牌之上市公司需支付兩種費用：上市掛牌費（Listing Fees）及年度上市費（Annual Fees）。上市掛牌費係發行公司每種有價證券首次挂牌，或其後增發新股時所應支付。年度上市費則係依各類流通在外股數分別計算。每一年度上市掛牌費及年度上市費之合計數上限為 500,000 美元，且一經收取，不能申請退還。

#### 1. 上市掛牌費：

發行人首次上市一種普通股會被索取每股 0.004 美元之上市掛牌費，除了根據上市掛牌費率表計算上市掛牌費外，另上市公司之各類有價證券首次挂牌時尚應支付一次性的特別費用 5,000 美元。

依下表計算，最低費用 150,000 美元，最高費用則為 295,000 美元（均含 5,000 美元之特別費用）。

發行股數	每股費用
7 仟 5 百萬股以下	\$0.0048

超過 7 仟 5 百萬股至 3 億股部分	\$0.00375
超過 3 億股以上部分	\$0.0019

2. 年度上市費 (Annual Fee) :

自 2022 年 1 月 1 日起 :

有價證券種類	最低費用	每股費用
主要 (primary class) 普通股	\$74,000	\$0.00117
其他種類普通股	\$20,000	\$0.00117
主要特別股(若未發行普通股)	\$74,000	\$0.00117
其他種類特別股(無論主要股票係普通股或特別股)	\$5,000	\$0.00117
各類認股權證 (warrants)	\$5,000	\$0.00117

(三) 上櫃費規定 Rule 5900 Series.

1. 申請上櫃費(Entry Fees)

(1) 當發行公司申請有價證券於 NASDAQ 全球精選市場 (Nasdaq Global Select Market Initial Listing Requirements) 及 NASDAQ 全球市場 (Nasdaq Global Market) 買賣，則需支付下列費用：

- A. 發行費用為 USD295,000(不含 SPACs)，另申請費用 USD25,000 須於申請時支付且不可退還。
- B. 發行公司如額外掛牌其他權益證券，僅需支付申請費用 USD25,000，無需支付發行費用。

	發行費用(單位:USD)
平台費用	295,000 (包含 25,000 申請費)

(2) 當發行公司申請有價證券於 NASDAQ 資本市場 (Nasdaq Capital Market) 買賣，則需支付下列費用：

- A. 申請費用 USD5,000 須於申請時支付且不可退還。
- B. 另依發行公司之總發行股數計算需支付之費用，其費用計算表如下，其中除申請費用須於申請時支付外，其餘費用須在初次掛牌當天前支付：

發行總股數 <sup>111</sup>	發行費用(單位:USD)
----------------------	--------------

<sup>111</sup> 發行公司在外流通股數應包含單位股數的組成，如：若 A 公司發行 5,000 萬單位，其中包含普通股 1 股及認股權證 1/2 股，則應以 7,500 萬單位為在外流通股數收取年費，即包含 5,000 萬股普通股及 2,500 萬股認股權證。

股 0 至 15,000,000	50,000 (包含 5,000 申請費)
15,000,001 股以 上	75,000 (包含 5,000 申請費)

C. 如果申請案被撤回或不通過，則可退還除上開申請費用 USD5,000 以外之費用。

(3) 當發行公司申請有價證券以 SPACs 上市，則需支付下列費用：

	發行費用(單位:USD)
平台費用	80,000 (包含 5,000 申請費)

## 2. 年費

NASDAQ 提供掛牌公司一次性年費收取之方案 (All-Inclusive Annual Listing Fee program)，年度中如掛牌公司增發股票、更改公司名稱或證券代號、或其他公司資料變更，均無須額外支付費用<sup>112</sup>。

(1) NASDAQ 全球精選市場 (Nasdaq Global Select Market Initial Listing Requirements) 及 NASDAQ 全球市場 (Nasdaq Global Market) 年費計算表如下(2024/1/1 生效)：

	國內外發行者 (不含 ADRs)	ADRs
在外流通股數 <sup>113</sup>	一次性年費收取方案 (單位：USD)	一次性年費收取方案 (單位：USD)
10,000,000 股以 下	56,000	56,000
超過 10,000,000 股且 50,000,000 股以下	70,000	63,500
超過 50,000,000 股且 75,000,000 股以下	86,000	75,500
超過 75,000,000 股且 100,000,000 股 以下	115,000	100,500

<sup>112</sup> 舉行聽證會及申訴之規費未包含於一次性年費中。

<sup>113</sup> 發行公司(包括收購公司)在外流通股數應包含單位股數的組成，如：若 A 公司發行 5,000 萬單位，其中包含普通股 1 股及認股權證 1/2 股，則應以 7,500 萬單位為在外流通股數收取年費，即包含 5,000 萬股普通股及 2,500 萬股認股權證。

超過 100,000,000 股 且 125,000,000 股以下	143,000	100,500
超過 125,000,000 股 且 150,000,000 股以下	164,000	100,500
超過 150,000,000 股	193,000	100,500

(2) NASDAQ 資本市場 (Nasdaq Capital Market) 年費計算表如下(2025/1/1 生效)：

	國內外發行者 (不含 ADRs)	ADRs
在外流通股數 (註)	一次性年費收取方案 (單位：USD)	一次性年費收取方案 (單位：USD)
10,000,000 股以 下	53,000	53,000
超過 10,000,000 股且 50,000,000 股以下	70,000	63,500
超過 50,000,000 股	86,000	63,500

(3) 當發行公司申請有價證券以 SPACs 上市，年費計算表如下(2025/1/1 生效)：

	國內外發行者 (單位：USD)
固定費用	85,000

## 六、有價證券下市下櫃規定

### (一) NYSE 之下市規定

當有下列情形時，交易所通常會考慮啟動暫停交易或是下市程序：

1. 股權分散標準：

- (1) 全體股東人數少於 400 人，併購公司全體股東人數少於 300 人；或
- (2) 全體股東人數少於 1,200 人，且最近十二個月之月平均交易量少於 100,000 股；或
- (3) 公眾持有股數少於 600,000 股。

2. 數值標準：

- (1) 連續三十個交易日之平均市值小於 50,000,000 美元，且股東權益小於 50,000,000 美元。併購公司則為連續三十個交易日之平均市值小於 50,000,000 美元及公眾持股數之市值低於 40,000,000 美元以上之規定。
- (2) 若公司最初係依據交易所任一財務標準（以 9 至 12 個月之財務報表為基礎）上市，該公司在會計年度結束時未符合該常規標準之資格，或未符合原始上市時之另一財務標準，交易所將立即啟動暫停和下市程序，這些公司將無資格採用 Sections 802.02 和 802.03 之規定，任何此類公司將依 Section 804 之規定執行下市程序。
- (3) 無論原始上市採用的標準為何，若該公司在連續 30 個交易日內其平均全球市值低於 15,000,000 美元。交易所將立即對該公司執行暫停交易和下市程序，該公司亦未有資格採用 Sections 802.02 和 802.03 的程序。

3. 交易價格：連續三十個交易日之平均收盤價小於一美元。

4. 其他條件：

- (1) 營運資產減小或營業範圍縮小。
- (2) 進行破產或清算程序。
- (3) 主管機關通知該公司之證券已無價值。
- (4) 有價證券之註冊或登記已不再有效。
- (5) 召開股東會時未向股東徵求委託書。
- (6) 上市公司或其股務代理機構有違反其上市時同意之事項。
- (7) 發行之證券已全部贖回或清償。
- (8) 上市公司及其管理階層有違反公眾利益之情事。
- (9) 未依規定設置審計委員會。
- (10) 併購公司未在其設立文件、合約要求或按照第 102.06 條之規定的時間內完成企業合併，以較短者為準。

紐約交易所在考量是否應將某公司之有價證券下市時，並不限於上述條件，而係採個案考量，其他可能導致下市之因素如下所述，基於保護投資人，交易所可先暫停該股票之交易，並報請證管會同意後將有價證券下市。

- 1. 上市公司無法及時提供股東及投資大眾適當且正確之資訊。
- 2. 上市公司無法依正確會計原則報導財務狀況及經營成果。

3. 上市公司之經營不健全。
4. 上市公司之財務狀況及營運結果不良。
5. 會計師出具保留意見、否定意見、無法表示意見或對「繼續經營」假設表示有疑慮之無保留意見。
6. 上市公司無法清償債務。
7. 成交價格或成交數量異常低。
8. 上市公司未經授權使用公司資金買回本身股票。
9. 上市公司違反上市協議之條款。
10. 其他任何足以使交易所認為其不宜繼續上市之事項。

交易所經檢查或由傳播媒體報導而認定上市公司有符合暫停交易或下市條款之情事時，將於十個營業日函知該公司相關情事，該公司應於收到函文之十個營業日<sup>114</sup>內與交易所確認收到通知，並於收到函文後之四個營業日<sup>115</sup>內發布新聞稿，同時於收到函文後之四十五日內<sup>116</sup>向交易所提出十八個月內能符合繼續上市條款之計畫書(Plan)，其內容包含每季之財務預測及該公司之策略規劃，交易所則於收到計畫書之四十五日內就其內容進行評估確認。

交易所若接受計畫書，則將每季<sup>117</sup>檢視該公司之執行情形直至十八個月後該公司符合繼續上市條件，每季評估時若發現有未達計畫中之重大目標，則將檢討其差異原因，並決定該公司是否應停止買賣或終止上市；交易所若不接受計畫書，則應即停止其有價證券之買賣並函報證管會終止其有價證券上市。

## (二) 下櫃規定

NASDAQ 上櫃掛牌之公司需公司治理執行情形符合 Rule5600 Series 的規定，另維持規則 5550(a)規定所有要件及 5550(b)之任一標準，否則即會導致下櫃(THE NASDAQ STOCK MARKET LLC RULES 5550(a)、(b))：

1. 持續上櫃要件
  - (1) 推薦證券商至少為 2 名。
  - (2) 最低買價為每股 USD1。
  - (3) 股東至少 300 人。
  - (4) 流通在外股數至少為 500,000 股。
  - (5) 流通在外股數之市值至少為 USD1,000,000。
2. 持續上櫃之標準
  - (1) 股東權益至少 USD2,500,000。
  - (2) 所有公開發行股數之市值至少 USD35,000,000。
  - (3) 發行公司最近一會計年度或最近三個會計年度中二個會計年度繼續營業部門淨利達 USD500,000。

就最低報價來說，掛牌公司的股票如果每股價格不足一美元，

<sup>114</sup> 外國公司為 30 個營業日。

<sup>115</sup> 外國公司為 30 天。

<sup>116</sup> 外國公司為 90 天。

<sup>117</sup> NYSE 對外國公司則係每半年檢視一次其計畫之執行情形。

且這種狀態持續 30 個交易日，NASDAQ 將發出虧損警告，被警告的公司如果在警告發出的 90 天裡，仍然不能採取相應的措施進行自救以改變其股價，將被宣布停止股票交易，這就是所謂的「一美元退市規則」。

## 七、有價證券承銷制度

### （一）證券承銷方式

在美國，一般公司發行證券，通常採取議價承銷的方式，即由承銷商與發行公司私下安排證券承銷事宜。此外亦有少數公司採取公開比價方式，由承銷商互相競價，發行公司則從中選擇能提供最有利承銷條件者。

企業若要募集資金，通常會徵詢承銷商之意見，這些承銷商熟於金融市場狀況，可以協助公司決定籌措所需資金之最佳方式。若決定進行證券公開發行募集時，則發行公司慣例會和承銷商取得初步協議，共同合作承銷該證券。目前在美國係以包銷、代銷之承銷方式為主，而其中包銷最為流行。

### （二）證券承銷作業相關規定

各州均設有一證券主管機關，負責審查有價證券公開募集，並准駁在該州進行該等有價證券的銷售。通常，州證券主管機關擁有廣泛的權力，要求發行人遵守其所定的有關重大資訊公開揭露的標準，並維持公開募集的公正性(fairness)。這些法令對發行人及承銷商最困擾的是，一個州主管官員所提出的大修正要求可能會影響到整個全國性的銷售。

發行人準備在某一州銷售有價證券時，必須確定該證券係屬豁免證券或業已申報註冊登記生效，且銷售的數額不得超逾所登記者。大部分的州證券法令授予買進未經登記的非豁免證券者，得請求返還相當於其投資數額，加計利息並減去自公司所獲取的股利之數額的權利。銷售未登記證券，除可能造成鉅額的或有負債(contingent liability)外，尚可能會招致行政處分、禁制命令或刑事判決。此外，申請註冊登記的案件亦可能因為曾經違反註冊登記法令而被拒絕。

州法對公開募集及證券承銷的管理重點包括公開揭露、實質審查 (merits review)、反詐欺條款、經紀自營商 (broker-dealer) 及銷售代理 (selling agent) 的限制等，茲分述如下：

#### 1. 公開揭露

正如一九三三年證券法，藍天法案亦要求發行人應充分揭露其本身及公開募集的有價證券相關正確的資訊。雖然州法對公開揭露的規定與聯邦法令不盡相同，但鮮少有完全相反的規定，只有在很少的狀況下，州政府會要求揭露證管會沒有規定的事項，反之亦然。如下文將提及的，實質

審查結果將會影響整個公開募集案件，而有關公開揭露的問題則可因各州規定的簡繁，而增刪註冊表附件來加以解決。一般而言，只要能夠符合聯邦註冊登記表格式及法規 S-K 及 S-X 者，通常都能符合各州有關公開揭露的要求。公開說明書之檢送以每住址一份為原則，以節省印製成本（自一九九九年十二月二十日起開始生效）。

## 2. 實質審查

目前全美國大約有三十個州對有價證券公開募集的條件採取實質審查，其目的在於防止不公正 (unfair, or oppressive) 的證券募集。雖然各州證券主管機關有廣泛的權限來決定實質審查的範圍，惟其通常包括：

- (1) 承銷費用，尤其是承銷商報酬 (underwriter's compensation)。
- (2) 有價證券持有者的權利。
- (3) 以往發行人償債及分配股利的紀錄。
- (4) 發行人的財務狀況。
- (5) 內部人所持有取得成本較低的股份。
- (6) 附選擇權 (option) 或認購權 (warrant) 的有價證券之數量。
- (7) 關係人交易 (self-dealing) 或其它利益衝突 (conflicts of interest)。
- (8) 有價證券的承銷價格。

## 3. 反詐欺條款

各州證券法通常包含有類似一九三四年證券交易法規則 10b-5 及一九三三年證券法第 12(2)條的反詐欺條款。就如聯邦法令一樣，這些州的反詐欺條款適用於所有有價證券（包括豁免向州主管機關登記者）的銷售。由於與規則 10b-5 有關的衡平法，一般被認為同樣適用於州反詐欺條款的解釋上，聯邦法及州法有關反詐欺條款如何適用於同一案件呢？此一問題極其複雜，已超逾本文之範圍。惟基本上，州的反詐欺法令授予主管機關以重罪起訴 (felony prosecution) 違反規定者，並在州層級上提供因證券銷售文件的不實陳述或疏失而導致損失者，請求返還該等損失的機會。

## 4. 經紀自營商及銷售代理的限制

通常州證券法會規定，公開募集有價證券只能透過在該州取得執照或註冊的經紀自營商或其代理為之，或是由發行人的代理為之，只要發行人的代理沒有因其銷售活動而收到特別的報酬。在有價證券的註冊登記過程中，一些州會要求發行人明示其證券銷售的經紀自營商，或要求該等經紀自營商出具證明，確認其將銷售該等有價證券。

### （三）承銷手續費

承銷費一般亦係用募集金額百分比來計算。必須注意的是主辦承銷商並不將所收到的承銷費與其它承銷團成員分享。因此，主辦承銷商可能會採行一較小的承銷折扣，來換取較高的承銷費，尤其是遇有熱門承銷案件，其預期承銷團的組成不會有困難時。

在初次公開承銷案件中，承銷商通常會希望自承銷費中支取預付款，用以支付承銷商所發生的費用。此一預付款通常介於三萬美元至五萬美元間，惟仍取決於募集金額的多寡。而有些承銷商則要求發行公司在註冊登記表正式生效前分期支付承銷費，此一作法可減少發行公司違約的風險。

#### （四）證券承銷程序

以下簡述美國承銷商之承銷作業程序：

1. 簽署承銷意願書 (Letter of Intent)：透過律師引介，承銷商會先取得申請公司之基本資料並進行初步評估，若承銷商認為申請公司資格符合，將提出作業時間表 (Time Table)，並進一步與公司洽談發行之證券種類、承銷方式、承銷價格，且進而簽定承銷意願書。
2. 盡職調查 (Due Diligence)：包含承銷商、承銷商律師、發行公司、發行公司律師及會計師等均將進行不同程度及不同面向之盡職調查。承銷商將會赴申請公司進行文件審查、與公司管理階層訪談，並利用其他管道確認申請公司之債信與民、刑事紀錄等。
3. 組成承銷團隊進行承銷作業：盡職調查後，若未發現有影響上市之重大異常事件，承銷商將與公司簽訂承銷相關之契約，如：承銷契約 (underwriting agreement)、承銷商契約 (agreement among underwriters)，並組成承銷團隊，簽署承銷團契約 (inter-syndicate agreement)。
4. 向證管會註冊登記：在申請公司向證管會申報註冊登記表 (Registration Statements) 後，承銷商將分送初步公開說明書、辦理巡迴推薦 (Road Show，或稱法人說明會或業績發表會)。註冊後為緘默期 (Quite Period)，在此期間若接獲美國證管會之瑕疵說明書 (Deficiency Letter)，申請公司及承銷團隊需於十四個工作天內，就相關問題詳予說明解釋，以達充分揭露之標準，若證管會之審查意見書 (Comment Letter) 為 clearance，則申請公司將可準備印製正式之公開說明書並準備後續之掛牌事宜。

#### （五）承銷價格之安定操作

雖然安定操作係屬操縱價格之行為，惟為穩定新股上市價格，使資本募集順暢，美國證管會准許承銷團在合於 Regulation M 第 104

條之規定下，於公開市場買賣股票進行安定操作<sup>118</sup>，以防止公開交易後股價下跌，或過度上漲。其制度設計似隱含承銷商之責任在於藉由幫助發行人募集資金來賺取報酬，而將包銷證券股價上漲或下跌所生的資本利得或損失降至最小。價格安定操作之時間少則一小時，多則長達一個月，承銷商須事先向證管會申報，常見做法有下列三種<sup>119</sup>：

1. 分配法 (Allotment)：由主辦承銷商透過分配方式，預先建立空頭部位，再藉由供需雙方之力量，使股價維持穩定水準。如承銷商原負責承銷 50,000 股，也已全數洽妥投資者，若主辦承銷商僅分給該承銷商 40,000 股，則該承銷商將出現空頭部位，須在市場買進 10,000 股，以增加對該股票之市場需求。
2. 增售選擇權法 (Green Shoe Technique，又稱綠鞋法)：指承銷商與公司或原股東達成協議，在該次發行量之 15% 之額度內，由發行公司發給承銷商選擇權，執行價格即為發行價格，履約期間則為定價日後 30 天。為了回補此增售額度之不足，承銷商可自發行市場買回股份，或執行增受選擇權以取得股份。  
舉例如下：120 假設發行公司欲發行 300 股（即原始配售額度），此時承銷商通時發行 345 股（45 股為增售額度且暫不交割）。若定價後市價下跌，則承銷商將自次級市場買入 45 股而使股價得到一定程度之支撐（但交易規模為 300 股）；若市價上漲，則承銷商將執行該選擇權，在後市看好的情況下可增加交易規模（由 300 股變為 345 股）。
3. 虛擬交易法 (Aftermarket)：在發行公司向證管會註冊後，承銷商在尚未決定實際發行價格時，預先對股票進行之預約行為，並藉由此市場之反應，瞭解市場之需求並決定較適當之發行價格，以避免巨幅漲跌波動。

美國證管會並無衡量新股掛牌後承銷商穩定操作之效果，倘發行公司之股價於上市後迅速跌破承銷價，受損害之投資人得依據公開說明書不實或誤導之內容，委由律師向公司提起團體訴訟。

## 八、資訊揭露之內容

上市公司須編製期中報告及年度盈餘報告分送股東，年報必須包括會計師依一般公認會計準則簽證之財務報表，此外，公司應隨時將重大資訊告知交易所和股東，並依規定填具 Form 8-K 表向證管會報告。

### （一）資訊揭露之內容

#### 1. 定期財務業務報告

<sup>118</sup>張文毅，「中、美兩國初次公開銷售有價證券承銷價格訂定方法之比較」(<http://w3.tse.com.tw/plan/essay/441/Chung.htm>)。

<sup>119</sup>曹國揚，「美國投資銀行承銷實務」，遠流出版事業，民 92。

<sup>120</sup>行政院金融監督管理委員會、台灣證券交易所、中華民國櫃檯買賣中心，美國股票發行市場管理制度之研究，民國 93 年 12 月，第 31 頁。

有價證券在全國性證券交易所上市之本國發行公司，必須定期向證管會申報各種財務報表，包括年度之 Form 10-K 及每季 Form 10-Q。Form10-K 即為給股東之年報，其內容須揭露發行人之業務、有關財產、重大涉訟案件、交付股東表決事項、發行人證券市場資訊、財務報表、經營階層對財務狀況及營運結果之討論分析暨其他重要文件，另發行公司亦可選擇性揭露有關發行人董事及經理人之相關資訊。Form10-Q 則為揭露發行人期中之財務資訊，惟不須經獨立會計師簽證。

為增進資訊透明度，美國 SEC 已發布規定採分階段方式縮短年度及季財務報告申報之期限。年度財務報告部分，流通在外股權(public float)達 7 億美元以上之大型優先適用 (Large Accelerated Filer) 公司<sup>121</sup>，年度結束後 60 天內申報，流通在外股權 7 仟 5 百萬美元至 7 億美元之優先適用 (Accelerated filer) 公司則為 75 天內，流通在外股權 7 仟 5 百萬美元以下則為 90 天內；季報部分，流通在外股權達 7 仟 5 百萬美元以上之公司，季結束後 40 天內申報，流通在外股權 7 仟 5 百萬美元以下則為 45 天內。

若上市公司無法依規定時限向 SEC 申報 Form10-K (外國公司則為 Form 20-F)，則應於期限前先通知交易所，並解釋延遲之原因及預計申報時間，交易所會就上述情事及該公司是否符合繼續上市條款進行評估，並要求該公司發佈訊息說明延遲之情形、原因及預計申報時間。

美國證管會通過，股東權益大於 50 億美元之上市公司，自 2009 年 6 月起，必須以 XBRL 格式申報財務報告，其他上市公司則自 2010 年 6 月起申報，其餘公開發行公司，自 2011 年 6 月起全面申報 XBRL 格式申報財務報告。

## 2. 即時重大訊息

美國證管會於 2000 年 8 月 18 日公布「公平揭露規則」 (Regulation Fair Disclosure，簡稱 Regulation FD)，其重點在禁止公司或其代表於發布重大資訊予投資大眾前，先行揭露予特定之證券市場專業人士、證券分析師、機構投資人及經紀商等 (會計師、律師及信用評等公司則因職業因素不包含在內)，以提高投資人對證券市場資訊即時公開之信心。

發行人發生重大事件時，須申報 Form 8-K。美國證管會認為符合重要資訊原則之事項計有：公司之收益、合併、收購企業、股權收購、創業投資、取得或處分重大資產、新產品或發明、開發客戶或供應商 (如取得或失去合約)、控

---

<sup>121</sup> 17 CFR 240.12b-2

制權或管理階層變動、更換簽證會計師、與發行公司證券有關事宜及破產及代管等資訊。

發行公司如有任何會影響股價或投資人決策之資訊，應即時發佈。相關資訊包括年度及各季盈餘、股利宣告、合併、股票分割、主要經營階層變動、異常事項等等。

資訊公開揭露的程序如下：

(1) 即時發佈政策 (Immediate Release Policy)

不利的訊息應該如同對公司有利的訊息一樣地被即時且公正的處理。在週末發佈訊息並不違反此政策的精神。公司應確保所發佈的新聞以合適的觀點處理。

(2) 向交易所電話示警

當一件與流言相關的重大事件或聲明事項公告被要求在開盤前或是盤中立即發佈時，上市公司必須以電話在至少 10 分鐘前通知交易所的管區。

(3) 向報紙或新聞管道發佈

訊息應該以最快速的方式向外發佈，發行公司並依規定應最少向 DOW JONES、路透社及彭博等新聞媒體發布消息

每一則資訊發佈應該包含可以聯絡上的該公司負責人員之名字及電話，以便於媒體可以確認或澄清該資訊。

## (二) 處置規定

NYSE 於必要情形下，為了保護投資大眾之權益，NYSE 於接獲發行公司通知欲發佈重大訊息後，將評估該資訊對證券市場之潛在影響力，並據以判斷是否應採行暫時停止該證券之交易。訊息發佈後，交易所並將嚴密監視相關情勢，以決定是否恢復交易。

## (三) 上市公司之平時與例外管理

沙氏法案第 408 條規定，基於保護投資人，證管會應就上市公司所申報之財務報表進行例行性及有系統的複核，證管會應每三年至少複核一次所有發行公司之財務報表並考量下列因素：

1. 發行公司曾就其財務結果提出重大修正。
2. 與其他發行公司相較，股價經歷重大波動之發行公司。
3. 市值較大之發行公司。
4. 本益比失衡之新興公司。
5. 營運結果能重大影響整體經濟之發行公司。
6. 其他證管會認為攸關之任何要素。

NYSE 每日均會就上市公司向 SEC 申報之書件、新聞報導、監視資料等持續注意上市公司有無達到下市標準。所注意之資訊包括財務報表之重編、繼續經營、流通性、負債、內部控制及關係人交易等，以判斷有無異常或不宜上市之情事。

報、季報、委託書、重大訊息等，財務數字多以資訊系統協助分析，敘述性資訊則以人工審核。另每日亦檢視藉由系統選出應注意之高低優先群，以瞭解是否有違反 NASDAQ 繼續上市之規定。

#### （四）各國關係企業資訊揭露制度

紐約證交所對各國關係企業之相關資訊揭露規範，規定於上市公司手冊資訊揭露相關規定中。

#### （五）上櫃公司之平時與例外管理

NASDAQ 對公司掛牌後之規範主要依據 NASDAQ Equity Rules 之 Section5000-NASDAQ LISTING RULES，其規定掛牌公司有義務提供公司之重要資訊予 NASDAQ，包含定期發布年報、年度與期中財務報告，如有重大影響公司股價之訊息，則最晚應於該重大訊息向大眾公佈 10 分鐘前，向 NASDAQ 申報。公司管理階層一旦知悉公司有重大違反 Rule5600 之各項規定時，亦需立即通報 NASDAQ。若掛牌之公司未遵守 NASDAQ RULES 的規定且情節重大，NASDAQ 得要求公司終止掛牌。所有公開的資訊揭露之內容可以由 MarketWatch 系統搜尋。

### 九、國際組織募集與發行情形

紐約證交所是全球最大的證券交易市場，截至 2024 年 12 月計約 2,671 家上市公司，市值約 32 兆美元。非美國企業大多數係以發行 American Depository Receipts(ADRs)上市，惟仍有四分之一之外國企業係以原股上市，其中加拿大之公司主要均以原股上市。此外，外國企業亦可以 Global Shares 之形式上市。

NYSE Global Share 的上市條件、上市費用及揭露規定均與 ADR 相同，惟 NYSE Global Share 係透過跨國結算及交割系統，且以原證券掛牌市場之貨幣進行買賣。

持有 NYSE Global Share 之股東其權益與原股東相同，擁有投票權、股利分配與參與股東會之權利；投資人可以考慮直接自紐約交易所或自其掛牌之交易所進行買賣，因此可增加其流通性；交易係以各該交易所採用之貨幣(home currency)進行，但是亦提供其他貨幣交易之彈性。

# 陸、證券交易

## 一、有價證券交易制度及相關規定

### (一) 集中市場交易制度

#### 1. 主要市場參與者

在 NYSE 交易廳 (Trading Floor, 又稱為 Main Room 或 Buttonwood Room) 交易的主要成員是專業會員 (Specialist)、場內經紀人 (Floor Broker) 與額外流動量提供者 (Supplemental Liquidity Providers)，分述如下：

#### (1) 指定造市商 (Designated Market Makers, 舊稱專業會員 (Specialist))：

過去專業會員是受雇於專業會員公司，是 NYSE 公開競價市場內賣證券商間的接觸點，他們被指定在交易廳的交易站 (Trading Post) 依所分配的特定股票進行交易，負責維持市場公平、競爭性與效率。在市場沒有買單或賣單時，專業會員會藉由持續的雙方報價 (two-way quotes) 來提供立即成交的可能性 (immediacy)。事實上，專業會員的角色包含了自營商、代理商 (即經紀商)、拍賣商、媒介者與資金提供者等五項功能。

- A. 作為自營商，須為自己的帳戶持有之有價證券進行交易，並調節市場供需，以維持市場的流動性與價格的穩定性及連續性；
- B. 作為代理商，透過 SuperDot (電子傳輸系統) 與證券商，接受投資人之限價委託並進行交易，一如證券商般被賦予信託責任而執行交易；
- C. 作為拍賣商，在每一交易日開始時，要對其所分派的每一股票基於供需狀況，決定公平合理價格，並將委買委賣價格報價給證券商；
- D. 作為媒介者，知道誰對某種股票又興趣，且能持續追蹤，所以能招來有興趣之買賣方完成股票交易；
- E. 作為資金提供者，必須在市場供需不平衡時，以會員證券商自己的資金於市場反向操作，使市場供需達到平衡。

自 1871 年以來，專業會員持續為 NYSE 市場提供報價與流動性，但隨著電子化交易盛行與 NASDAQ 的競爭，人工競價效益逐漸萎縮，且專業會員可以審視所有委託單的權利也帶來弊端，故以指定造市商制度取代傳統專業會員制，兩者差異特色如下表：

	專業會員 Specialist	指定造市商 DMM
責任	1. 同時擔任經紀商與造市商；	僅提供造市義務，一定期

與義務	2. 具有檢視所有委託單之權利； 3. 限制不得優先於投資人成交 (Trading ahead)	間內需提供達 NBBO 之報價
委託單順序	優先於所有委託	無優先權
獎勵	提供獎勵金	依據提供流動性高低提供不同等級之獎勵金

NYSE 認為指定造市商具有對所指定的證券提供報價之義務，故其在市場開、收盤及市場失衡時，將可充分運用其專業判斷及電子科技設備，發揮重要的市場穩定及價格發現功能。

(2) 場內經紀人 (Floor Broker)：

場內經紀人是 NYSE 最大的會員團體，場內經紀人除代理客戶進行股票交易外，有時得為其公司進行交易。場內經紀人在交易廳主要有兩種，即號子經紀人 (House Broker) 與獨立經紀人 (Independent Broker)，二者以位於交易廳的交易站 (Booth) 或者經由可移動的手提無線電腦接受電子話的交易委託書並傳輸給專業會員進行交易。

A. 號子經紀人 (House Broker)：

受雇於大型證券商，為該證券商客戶與代表該證券商自有帳戶進行交易。

B. 獨立經紀人 (Independent Broker)：

通常為個人或公司會員之受雇人，他們為號子經紀人、會員或非會員證券商執行委託交易。獨立經紀人以往被稱為二元經紀人 (\$ 2 Brokers)，專為大型經紀商服務。如今，獨立經紀人在 NYSE 有如證券交易承包者，當號子經紀人忙碌時，獨立經紀人能協助號子經紀人執行買賣委託；或直接為投資大眾進行股票交易，或為顧客執行特別的交易買賣。獨立經紀人的收入來自佣金。

(3) 額外流動量提供者 (Supplemental Liquidity Providers，簡稱 SLP)

2008 年金融海嘯時期，金融巨擘雷曼兄弟破產引發各界對於證券流動性風險的注意，額外流動量提供者制度隨即於 2009 年被提出，如今為 NYSE 市場上三名主要參與者之一。其設立主要目標為提供更多元化的報價，彌補造市商報價不足，進而提高市場流動性。上市股票中通常流動性大於一百萬股成交量的股票才會有 SLP，SLP 對於自己負責的個股負有報價義務，其

買賣報價需達 NBBO，且達成 NBBO 之報價數量需達當天該個股成交量 10%，NYSE 會對 SLP 提供報價獎勵金。

SLP 之其他介紹摘要如下：

- A. 需為 NYSE 會員，且符合指定造市商(DMM)條件。
- B. SLP 類似自營商角色，僅為公司自有帳戶進行交易。
- C. 同一個股中可有多名 SLP，但不可由 NYSE 會員同時擔任同一個股之 DMM 與 SLP。
- D. SLP 所有之交易資訊與其他 NYSE 使用者相同。

## 2. 交易時間

- (1) 開盤前時間：週一至週五上午 6 時 30 分開始可輸入委託，直至上午 9 時 30 分開盤(Core Open Auction)。
- (2) 正常交易時間：週一至週五上午 9 時 30 分至下午 4 時 (Closing Auction)。
- (3) 盤後交易時間：
  - 一下午 4 時 15 分至 5 時：單一證券、以收盤價撮合成交。
  - 一下午 4 時至 6 時 30 分：程式交易、一籃子股票交易 (15 種股票以上，不管該股票組合之總金額)。
  - 一下午 4 時至 6 時 30 分：保證價格委託單執行交易。
  - 一下午 4 時至 6 時 30 分：加權平均價格委託單(Volume Weighted Average Price, VWAP)執行交易。

## 3. 交易方式

- (1) 交易方式：

在 NYSE 所有的投資人委託均是以電子傳輸方式傳遞至 NYSE 的中央銷售終端(central point of sale)，傳輸方式有三：

- A. Anonymous SuperDOT：機構投資人可匿名、直接將委託傳送至 NYSE 交易廳的銷售終端，機構投資人可於上午 8 時至下午 6 時透過此系統輸入委託，但委託種類僅限當日委託及整股委託。
- B. Broker System：為因應交易量及符合投資人快速成交的需求，NYSE 持續擴大其經紀商交易系統，提供經紀商兩種委託傳輸方式，一為證券商交易亭支援系統 (Broker Booth Support System, BBSS)，一為電子經紀商系統(NYSE e-Broker)手持無線訂單管理工具，讓交易廳裡的場內經紀人可以在與交易亭或交易前台聯繫同時，執行投資人委託；另 BBSS 提供全方位的訂單管理，採直通式之訂單處理，會員證券商得透過此系統將委託直接傳輸至交易站 (trading post)或傳輸至交易廳的電子經紀商系統

(NYSE e-Broker)。

- C. SuperDot：提供會員證券商將市價委託及限價委託直接傳送至交易站，成交後亦透過相同電子迴路回傳成交回報給會員證券商。投資人在交易日後兩個工作日內必須完成交割手續。
- D. 2009 年，SuperDOT 被新的 NYSE Super Display Book (SDBK) 取代，SDBK 又於 2012 年被 Universal Trading Platform (UTP) 取代。

(2) 交易單位：

股票的基本交易單位為一股。一般而言，100 股可視為一個整股單位，稱為 round lot。若交易股數少於 100 股，則稱為零股(odd lot)；若交易股數超過整股單位，但未達整數倍數，則稱為 mixed lot，即包含整股與零股的交易數量。

(3) 競價方法：

- A. 集合競價：適用於開盤與收盤價格的決定。開盤前與收盤前，所有委託單被視為同時送達，市場以集合競價方式，根據最大成交量原則，分別產生開盤價與收盤價。
- B. 連續競價：適用於開盤後至收盤前的一般交易時段。市場即時接受新的買賣委託，並與現有對手單撮合成交，形成即時價格。

(4) 買賣優先順序：

買賣申報之優先順序依下列原則決定：

- A. 價格優先(price priority)原則，係指買價較高的買進委託及賣價較低的賣出委託有優先成交的權利。
- B. 第二交易撮合(secondary trading priority rules)原則，係用以決定委託價格相同時委託的優先順序，最常見的是時間優先原則及數量優先原則。
  - a. 專業會員委託檔中的委託，如委託價格相同，係按時間優先原則處理。在決定這些委託檔內的委託與場內經紀商所持有的委託優先權時，委託檔內委託價格相同者均被視為同一委託，然後依據下列原則來處理：
    - i. 對第一筆交易的撮合係採時間優先原則，先輸入的委託有優先成交權。
    - ii. 接下來如果一個具有時間優先權的限價買進委託的數量足以消化剩餘的賣出委託的話，時間優先規則繼續適用。
    - iii. 如果下一個具有時間優先權的限價買進委託數量不足以消化剩餘的賣出委託的話，則適用數

量優先原則，即委託數量最大的委託有優先成交權。

b. 客戶委託優先原則：同時作為一交易的主體及代理的專業會員或經紀自營商必須給客戶委託優先成交權，此一原則在價格優先原則之前、第二交易撮合原則之後適用。

(5) 股價升降單位：

股票的最小價格變動單位(minimum price variation, MPV)一般為 0.01 美元。股價低於 1 美元之股票，依交易所規定，最小價格變動單位通常為 0.0001 美元，惟實際適用標準可視各交易所及商品性質略有不同。美國證券交易委員會(SEC)於 2024 年 9 月 18 日核准新規定，允許數千檔在交易所交易的股票及 ETF 得以半美分(0.005 美元)為升降單位進行報價。

(6) 委託種類：

NYSE 的委託種類非常多，最常使用的委託種類為市價委託及限價委託，委託又可增加指定該委託所適用的時間(time in force modifier)，亦即當日有效(day modifier)、成交或取消(ioc)、集合競價(auction only)等，各交易時段適用的委託種類如下：

A. 開盤委託種類：

- 限價委託
  - 市價委託
  - 開盤市價委託 Market on Open (MOO)：僅可於開盤或暫停交易後恢復交易之競價時段成交
  - 開盤限價委託 Limit on Open (LOO)：僅可於開盤或暫停交易後恢復交易之競價時段成交
- a. 6:30 開始即可輸入委託，在 DMM 完成開盤前均可輸入及取消委託，DMM 開盤時間則可以超過 9:30。從 8:00 一直到 9:30 分開盤前，系統會公布每支股票每秒鐘的買賣超。
  - b. 9:28 分開始，系統會公布開盤參考價(Indicative Opening Price)。

B. 盤中主要交易委託種類：

- 市價委託
- 限價委託，又可分為 displayed 或 non-displayed，routable 或 Non-routable
- Add liquidity only(ALO)委託：會在委託簿上掛單，但不會主動與現有的掛單成交，用以增加掛單流動性。
- 收盤委託種類：
- Market on Close (MOC)：僅可於收盤競價時段成

交

- Limit on Close (LOC)：僅可於收盤競價時段成交
- Closing Offset (CO)：LOC 的一種特殊形式的委託，當與 LOC 相反方向的買(賣)超發生時，該委託及可以按收盤價與相對方之委託成交。
  - a. Market-On-Close 及 Limit-On-Close 委託可於 6:30am 至 3:50pm 輸入。自 3:50pm 後，系統公布買賣超資訊，反向的 MOC,LOC 及 CO 委託，可於此時輸入。
  - b. 3:50 pm - 3:59:55 pm 之間，系統每秒鐘會公布買賣相抵數量 (Paired-off quantity)、委託買賣超 (Order Imbalance)、收盤委託價格 (Closing Only Interest Price)、及收盤參考價 (Indicative Clearing Price)。
  - c. 3:55 分系統會公布 d-Quotes 及 pegged e-quotes。
  - d. 3:58 分以後委託即不能取消。

(7) 股價漲跌幅限制：無。

(8) 交易熔斷機制 (Circuit Breaker)：

美國交易市場為縮小市場大幅波動所帶來之衝擊，並提供投資人於震盪期間有時間作出更理性交易指令，故制訂交易熔斷機制，依熔斷對象可略分為大盤與個股：

大盤熔斷規定：

- 觸發全市場暫停交易的跌幅門檻為前一日 S&P500 收盤指數的 7%、13%、20%，分別定義為第一級、第二級及第三級。
- 第一級、第二級門檻啟動後，全市場暫停交易時間為 15 分鐘，可能啟動時段為上午 9:30 至下午 3:25。第三級門檻一經啟動將休市至當日營業終了時間，可能啟動時段為整個交易時段。
- Market-Wide Circuit Breaker 彙整如下：

Circuit Breaker Level	SPX Decline	3:25 p.m. 前	3:25 p.m. 後
第一級	7%	15 分鐘暫停	不適用
第二級	13%	15 分鐘暫停	不適用
第三級	20%	全日暫停	全日暫停

個股熔斷規定：

- A. 適用時段：09:30~15:35
- B. 適用對象：
  - Tier 1 S&P 500、Russel 1000 及部分指數連結產品 (ETPs)
  - Tier 2 其他於全國性交易市場交易之證券，不包含

## 權證

計算方式：

價格區間 = 參考價格 +/- (參考價格 \* 價格允許區間百分比)

- 參考價格：前 5 分鐘個股成交價的算術加權平均 (滾動式計算)。
- 價格允許區間(Price Band)：依據個股成交價不同有不同允許區間百分比(Percentage Parameter)計算。

依據證券分類與成交價不同，允許價格區間百分比規定如下：

Individual Stock Circuit Breaker

前一次收盤價	價格允許區間百分比(Tier1 股票及股價在三美元以下的 Tier2 股票)	價格允許區間百分比 (Tier 2)
$x > \$3.0$	5%	10%
$\$0.75 < x \leq \$3.0$	20%	
$\$0.75 \leq x$	$\$0.15$ 或 $75\%$ 取小	

為使投資人能謹慎考慮股票的交易價格是否符合其基本面，當個股最佳委託賣價等於該股允許價格下限且無法成交，或最佳委託買價等於該股允許價格上限且無法成交時，這些委託將被註記為限制報價委託 (limit state quotation)，且該股票進入限制交易狀態 (limit state)，系統將停止計算及發布允許價格範圍。如果該股進入限制交易狀態 15 秒內，該股的限制報價委託全部撮合成交或者全部被取消，該股將脫離限制交易狀態，亦即恢復正常交易，否則如果進入限制交易狀態 15 秒後，該股的限制報價委託仍未成交或未被取消，則無法脫離限制交易狀態，該股將被暫停交易五分鐘。

## 4. 相關費用

### (1) 手續費

SEC 要求廢除行之已久的固定經紀手續費率制度，在經過幾年漸近改革後，經紀手續費於 1975 年完全自由化。美國經紀商之手續費多為以交易筆數計算。

### (2) 經手費

就股價高於 1 美元之股票，證交所收取每成交股數 0.003 美元之執行費，低於 1 美元之股票免收。另外就委託單則收取委託處理費，股價高於 1 美元之股票，收取每委託股數 0.001 美元，低於 1 美元之股票按委

託金額收取 0.1%。

(3) 證券交易費

美國於 1990 年代由柯林頓政府宣布取消證券交易稅，但證券交易相關成本尚有證券交易費 (Financial Transaction Fee)，常被稱為 SEC Fee。此費用係依據《1934 年證券交易法》Section 31 規定，由自律組織 (簡稱 SRO，例如 FINRA、美國各大交易所) 向 SEC 繳納。SEC 不直接向投資人收取該費用，而是由 SRO 向其會員券商分攤，券商再轉嫁給最終投資人，僅於出售證券時向投資人收取。法規另外要求 SEC 應定期檢視並調整證券交易費之徵收標準，依據 SEC 2024-47 新聞稿，證券交易稅自 2024 年 5 月 22 日起，由萬分之 0.08 調為萬分之 0.278。

(4) 交易活動費 (Trading Activity Fee, TAF)

交易活動費是由 FINRA (The Financial Industry Regulatory Authority，為全美最大非政府證券自律協會) 收取，凡是協會成員交易於全國性交易所交易有登記之證券(依據 1934 年證券交易法豁免向交易所登記之證券除外)，無論交易地點為何，皆需徵收交易活動費，依據出售股數多寡，每股收取\$0.000166，每次交易最高收取\$8.3。

(5) 證券交易所得稅

美國稅法對於個人及公司的資本利得及損失如何互相抵銷訂有合理規範。

A. 美國公民

- 個人：證券交易資本利得區分為短期 (一年以內) 與長期 (一年以上)，短期資本利得併入一般所得課稅，稅率為 10-37%，長期資本利得則有優惠稅率為 0-20%。投資淨損失可以抵減一般所得稅，惟每年抵減金額最高不得超過 3000 美元。當年度未抵減完畢者，可結轉以後年度繼續扣除資本利得。
- 法人：併入公司所得課稅，最高稅率 35%。投資損失可抵減，得與當年度資本利得沖抵。當年未抵減完畢者，可往前追溯 3 年，或保留往後抵減 5 年，如尚無法抵減完畢，則不得再抵減。

B. 非美國公民

- 個人：無論屬短期或長期，原則上不課徵證券交易資本利得稅，除非其於任何連續 12 個月期間內，在美國居住 183 天以上，但當公司分派股息紅利時，股利匯出美國時需預先扣繳稅款，扣繳

稅率依據各國與美國租稅協議內容而有差異，一般適用扣繳稅率為 30%，由於臺灣與美國未有相關租稅協議，故適用 30% 稅率。

- 法人：一般情況下免稅。

## 5. 鉅額交易 (Block Trade)

- (1) 交易時間：週一至週五下午 4 時至 5 時 15 分。
- (2) 鉅額交易最低數額標準  
股數超過 1 萬股或委託金額達 20 萬美元以上的交易。
- (3) 交易方式  
目前美國鉅額交易主要透過另類交易系統(ATS)與暗池(Dark Pools)進行，如 Liquidnet、Instinet 等，紐交所與那斯達克亦提供特定機構撮合平台供鉅額交易使用。

## 6. 零股交易

在美國證券市場中，零股交易指的是交易股數少於 100 股的交易。傳統上，零股委託不納入全國最佳買賣報價(NBBO)揭示，且常透過造市商內部庫存撮合。然而，隨著高價股興起與零股交易需求成長，自 2013 年 12 月起，所有零股成交資訊須揭示於 Consolidated Tape(綜合行情系統)。進一步地，自 2020 年起，部分零股報價已納入 NBBO 計算，特別是在高市值或高交易量的證券中，提升市場透明度與交易公平性。

近年來，零股交易比例顯著提高。根據 FINRA 與 SEC 統計，截至 2019 年，零股交易占美國股票市場整體成交筆數已接近 50%。為因應此趨勢，主要交易所均優化零股撮合與報價機制，以滿足散戶與高價股投資需求。

## 7. 外資投資限制

美國證券市場為極度自由化市場，SEC 及 NYSE 並未對外國自然人或法人之投資總額與單一股票持股比例設限。惟涉及國防、關鍵基礎設施或其他攸關國安產業者，仍可能受到美國外資審查機制（如 CFIUS）規範。

## 8. 其他相關規定

場外交易：美國證券交易法未如我國證交法第 150 條禁止場外交易，故在 NYSE 上市之股票，亦允許私下轉讓或透過場外交易平台 (OTC Markets) 進行交易。該等場外市場由 FINRA 監管，雖設有揭露要求，然流動性與透明度較交易所為低。

## 9. 債券交易相關規定

- (1) 債券類型：美國債券市場主要可以分為三大類，主要為

美國公債(59.5%<sup>122</sup>)，其次為公司債(24.3%)。另外有房地產抵押貸款市政債券、資產抵押債券、貨幣市場債券以及其他國家發行之債券及超主權債等。

A. 美國公債稱為 U.S. Treasury Securities 或 U.S. Treasuries (UST)。主要可分為：

- a. 國庫券(Treasury Bill, T-Bill)：採折價發行之零息債券，到期按票面 100%還本。發行年期為 1 年以內，目前常見之存續期間為 4、8、13、17、26、52 週等，2023 年在外流通數量約占整體公債 21.5%。
- b. 「中期公債」(Treasury Note, T-Note)：付息債券，每半年付息一次。到期年限為 1 年以上至 10 (含) 年以內，目前發行 2、3、5、7 及 10 年券，T-Note 為目前最主要發行之公債種類，2023 年在外流通數量約占整體公債 52%。且 10 年期美國政府公債已成為觀察美國公債市場表現最常用的指標，許多投資人認為其收益率足以顯示市場對美國總體經濟的長期看法。
- c. 「長期公債」(Treasury Bonds, T-Bond)：付息債券，每半年付息一次。到期年期最長，年期 10 年以上至 30 年，目前主要發行 30 年券，長期公債 2023 年在外流通數量約占整體公債 21.5%。其次級市場具有高度流動性，因此最近發行的長期公債收益率，常做為長期利率的指標。2001 年 10 月至 2006 年 2 月間，美國政府停止發行 30 年期政府債券，後來在退休基金的要求及政府分散債務的考量下恢復發行。
- d. 抗通膨債券 (Treasury Inflation-Protected Securities, TIPS)：這類的債券利率是浮動的，債息利率與消費者物價指數連結，可消除債券投資上物價膨脹的風險。
- e. 其他常見債券：
  - i. 現金管理國庫券(Cash Management Bill, CMB)：政府為增加現金儲備或滿足短期資金需求所不定期發行之短期債券，其到期日介於數天至 4 個月不等，且通常支付比國庫券更高的收益率。另因其最低投資額度較高 (通常為 100 萬美金)，故通常僅開放機構投資人購買。
  - ii. 儲蓄債券(Savings bonds)：目的為儲蓄且購買人僅限美國公民之債券。該債券為折價發行之零息債券，僅能通過政府管理的網站以電子方式購買及贖回，且購買後不能出售及轉讓給他人，係政府為資助其資本專案及其他經濟所需所發行之債券。目前有 EE 系列及 I 系列兩種儲蓄債券可供選擇。

<sup>122</sup> SIFMA 2023 SIFMA Insights: Fixed Income Market Structure Compendium P27  
美-109

B. 公司債：

係公司為籌募資金，透過發行債券的方式，向投資人借錢，並承諾於到期日前按期支付利息予投資人，到期後歸還所有本金。

美國的公司債種類眾多且複雜，許多公司可能發行數十種甚至上百種不同到期日及付款條件的公司債，但由於美國證交法（Securities Exchange Act of 1934）Section 12 (a) 規定，除非公司債已在交易所登記掛牌，否則該交易所的會員、證券商及自營商不可以在交易所交易該公司債，為了避免繁瑣的申請手續，公司多選擇不將其公司債在交易所掛牌，美國大部分的公司債交易係透過投資銀行、證券商以議價方式進行交易。

公司債風險介於與國債與股票間，且具有優先清償的特性，亦即公司破產時，持有債券之投資人可比股票投資人優先獲得清償。

另依據其風險等級可分為投資等級債及非投資等級債券(又稱垃圾債)。目前市場發行及交易之占比由投資等級債占多數。

(2) 交易市場

- A. 初級市場：以拍賣方式訂價。美國財政部通常在每年2月、5月及11月公告下一季發行計畫。通常於每月月底發行2、5及7年新券或增額發行舊券，每月月中發行3、10及30年新券或增額發行舊券。
- B. 發行前交易：由公告日開始交易到發行前一日。
- C. 指標債 On-the-Run：自新債標售日之次一起，新債取代舊券成為指標債。指標債交易量約佔全市場的70%。幾乎完全透過電子交易平台交易。
- D. 冷門券/非指標債 Off-the-Run：指標債自同年期新債標售之次日起，成為非指標債。大多數透過傳統的電話方式或經紀商人工撮合（voice broker）交易。

(3) 次級市場：

多數債券於首次發行後會進行場外交易(Over the counter, OTC)，由於債券具有交易規模大、交易數量多，及交易頻率不頻繁等特性，故場外交易市場比證券交易所更適合債券。交易商間的同業市場為核心市場，幾乎所有的銀行間交易(interdealer market)皆透過該市場交易。

相較於集中市場，OTC市場沒有固定的交易場所，市場管理較為寬鬆，監管及公開資訊較少，故其交易對手違約風險相對較高。

美國證券交易委員為提高交易安全性及效率、降低成本，並減輕單一市場參與者破壞其他市場參與者或金

融體系穩定的可能性，進行結算制度改革<sup>123</sup>，包括改善涵蓋清算機構的風險管理實踐、保護客戶資產以及結算服務變化等，以增加中央清算的交易比例，減少交易對手風險。該改革將分階段實施，有關的修訂的合規日期為 2025 年 3 月 31 日。另美國國債清算機構的直接參與者將分別於 2025 年 12 月 31 日及 2026 年 6 月 30 日之前遵守結算次級市場交易的要求。

(4) 報價方式：

美國公債交易市場主流的交易習慣為百元價交易（櫃買中心交易系統採行此一方式）。小數點以下之報價，採 32 進位方式，以「100.25」為例，所代表之價格計算為「 $100 + 25/32$ 」。而最小跳動單位（Tick size）則依長短期公債別有所區分，通常短天期之跳動單位較小，長天期則較大。

(5) 主要交易商與政府債券經紀商

美國財政部定期發行各種不同期限的政府公債，係以競標(auction)的方式來發行，且所有的競價自從一九八三年以來即以收益率的方式為基礎。而政府公債的競標是透過聯邦準備銀行體系中來運作，雖然任何人都可以投標，但只有以下機構或組織可以不必預繳投標金額，其他的投標者則必須事先繳足投標金額。這些機構或組織包括主要交易商(Primary Dealers)、銀行、各州及地方政府、公營退休基金、外國政府……等。而主要交易商享有此特權的原因，在於主要交易商在初級市場標購上隱含包銷的責任，而在次級市場上也要發揮其市場創造者(market maker)的義務，因此地位甚為重要，也因此其資格必須受到聯邦準備銀行的認可。

從事主要交易商間的交易的機構為「政府債券經紀商」(Inter-Dealer Brokers)，透過政府債券經紀商，主要交易商得以免除一一詢價的過程，而能夠迅速大量的成交。這種透過政府債券經紀商撮合的市場為「內部市場」(Inside Market)，而主要交易商與其客戶直接交易的市場則稱之為「外部市場」(Outside Market)。

主要交易商與其他主要交易商交易時，會藉由政府債券經紀商的協助之理由為：經紀商係以匿名的方式撮合交易，使得主要交易商彼此並不知道其他主要交易

---

<sup>123</sup> [US Treasury Market Braces for Overhaul as SEC Adopts New Clearing Rules \(usnews.com\)](#)

US SEC adopts Treasury market dealer rule as market overhaul continues | Reuters  
美國推動國債交易邁向中央清算 將重塑全球最大債券市場交易方式(yahoo.com)

商的交易行為。而且透過經紀商所揭示的應買應賣訊息，主要交易商可以知道交易市場最新的即時資訊。基於以上的理由，使得主要交易商的交易絕大部分係透過此一管道成交。(資料來源：八十三年十二月財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會出版「如何改進債券交易制度之研究」)

#### (6) 小額集中義務

為保護小額投資人在價格競爭上之劣勢，美國紐約證券交易所依據其營業細則(New York Stock Exchange, Inc. Constitution and Rule)之規定，規範其會員除了在少數例外情形之下，當會員接到債券買賣委託低於九個單位時，應先行報入集中市場，設法為其成交，但客戶聲明無需如此者，則不受限制。

### (二) 店頭市場 (NASDAQ) 交易制度

#### 1. NASDAQ 簡介

NASDAQ 源自於全美證券交易協會自動報價系統 (The National Association of Securities Dealers Automated Quotations)，屬於美國全國證券商公會 (National Association of Securities Dealers，簡稱 NASD) 轄下的自動報價市場，包括 NASDAQ 當地股票交易及 NASDAQ 全國市場交易。NASDAQ 於 1971 年成立之初，僅是為了幫助一些零星散佈在各地、流通性不足、效率低落，而無法在 NYSE 或 AMEX 掛牌上市的股票，提供交易之小市場，其建立有助於櫃檯買賣市場調節性交易自動化、運作效率、資訊揭示等效益，其劃時代的作法如下：(1)將所有自營商的報價都揭示出來；(2)於 1982 年為 NASDAQ / NMS 及 1992 年 NASDAQ 小型股建立即時交易申報系統；(3)揭示自營商報價之數量；(4)推出自動交易確認系統；(5)推出 Select Net；(6)根據 1984 年聯邦準備理事會的規定，NASDAQ / NMS 股票都可進行融資交易。雖然 NASDAQ 所規定之上櫃標準，遠低於交易所之上市標準；但因為在 NASDAQ 交易之有價證券種類與數量眾多，而且不少在其中交易之股票因進入資本市場的效益顯現，而有優秀的表現。加上電腦資訊連線的日新月異，突破地理時空的限制，近年以來，美國 NASDAQ 市場交易量值，已與紐約證券交易所 (NYSE) 並駕齊驅，甚且遠超過其他各證券交易所之交易量，在美國證券市場佔有舉足輕重的地位。

#### 2. 交易時間

NASDAQ 市場之交易時間如下：

(1) 開盤前交易時間 (Pre-Market)：

美國東區時間上午 4 時至 9 時 30 分。

(2) 一般交易開盤時間 (Regular Market Open)：

美國東區時間上午 9 時 30 分至下午 4 時。

(3) 收盤後交易時間 (After-Market):

美國東區時間下午 4 時至下午 8 時。

(上午 4 時至下午 8 時皆可進行報價和訂單登入。所有報價在該時段皆是開放的。)

### 3. 交易單位

股票交易單位沒有限制，一般交易單位以 1 股為基本單位，股市沒有漲跌幅限制。股票交易代號是英文縮寫。

### 4. 交易方式

(1) 電腦報價系統

由於店頭市場交易並無集中交易地點，因此各項交易必須依賴證券商彼此之間互相聯繫；在早期之交易過程中，所有交易必須由證券商互相以電報、電話詢價，而詢價之基礎則係透過 National Quotation Bureau 所製作之 "Pink Sheet" (因其顏色粉紅色而得名) 做為基礎。本項 "Pink Sheet" 中，會列出所有上櫃交易之有價證券前一日之交易價格，以及各種有價證券之造市商。

隨著科技日漸發達，NASD 為使交易更形便利，乃發展出電腦報價系統--NASDAQ，透過電腦終端機與高容量及高速度資料庫之連線，使證券商與投資人可以立即獲悉各項相關報價與資訊。NASDAQ 本身僅是一套報價與資訊傳送系統，證券商透過終端機可以立即獲得各項市場資料，而發行人對外公佈之資訊，亦透過系統傳達至證券商處，但實際交易之進行，主要仍然是依賴證券商彼此之間的聯絡。雖然 NASDAQ 在近年主要推動若干店頭市場電腦交易系統，但 NASDAQ 至今仍然以報價與傳遞資訊為主，並未發展成無實體之電腦集中交易制度。

NASDAQ 之主要功能在於報價，目前可依使用者之不同需求，以三級制的 Workstation II<sup>124</sup>分別提供內容與程度不同之報價資訊；其中主要區分為：

---

<sup>124</sup> Nasdaq自1986年起使用Nasdaq Workstation。為因應日漸增加之成交量與市場參與者，以及擴充系統適應性之需求，Nasdaq股票市場於1995年引進Nasdaq Work station II，用以取代已使用九年之Nasdaq Workstation，此一新的網路其處理速度較舊系統增加五倍，該系統每秒可處理超過五百筆之交易，每日並可處理十億股以上之股票成交量，現其平台名為WorkX™。

<https://www.nasdaqtrader.com/TraderNews.aspx?id=ETA2023-55>

<https://www.nasdaqtrader.com/TraderNews.aspx?id=ETA2024-30>

A. 第一級報價資訊 (Level1) :

終端機只提供顯示各股票最低的賣出報價及最高的買進報價及成交量。這種方式主要提供一般的證券經紀商與其分支機構使用，當投資人對於某種上櫃證券有興趣時，證券商可以立即反映市場之一般狀況，讓一般人在委託下單之前有一個依據或參考；所以公佈之各項報價，是一般造市商彼此間之報價，而非其報予客戶之價格。

B. 第二級報價資訊 (Level2) :

本項資訊除包含上述第一級報價資訊中之所有資訊外，並於螢幕上顯示各有關鍵入者的造市商的名稱、個別的報價及數量、聯絡電話、以及各種市場相關資訊。使用此種服務的主要人員為造市商、經紀商交易部門 (Order Department) 或機構投資人，使其不僅可以獲得完整資訊，且可以進行交易。

C. 第三級報價資訊 (Level3) :

除了有第二層之的功能之外，它亦允許使用者鍵入自己的報價直接進入 NASDAQ 系統，提供造市商隨時變更報價，以便因應市場之變化。另外它亦可允許使用者鍵入小額限價委託處理檔 (Limit Order File, LOF)。

造市商在輸入報價時，欲賣出或買進的數量的單位必須正確 (如 1,000 股、500 股、200 股、100 股)，且每一證券商必須要遵守確定報價 (firm quotes) 的規定 (即報價人在對方接受後，不得拒絕履行約定)，否則一經發覺將被警告或罰款。

目前雖有先進的電腦化成交系統 (Advanced Computerized Execution System, 簡稱 ACES) 與小額委託單成交系統 (Small Order Execution System, 簡稱 SOES) 等自動交易系統之開發，但 NASDAQ 仍保有報價系統之特性。證券商透過此一系統，可以獲悉各種上櫃證券之造市商的報價，再經過彼此之電話詢價，然後完成交易。至於造市商在系統中之報價，會隨著市場之變化與本身之需求而隨時改變；且由於大部份之上櫃有價證券均有二家以上之造市商 (熱門者甚至有數十家造市商)，彼此間之報價亦會有所不同，自然形成競爭之壓力，出現報價系統中之競價現象。

## (2) 電腦交易系統

店頭市場之交易須依賴各證券商彼此之間的聯繫，但隨著電腦資訊之發達，以及券商之間透過 NASDAQ 所建立之連線網路。透過電腦系統進行交易，便成為店頭市場發展的必然趨勢。當某一投資人委託經紀商買入或賣出店頭市場股票之後，經紀商便直接在 NASDAQ 螢幕上鍵入資料，由電子傳輸轉交造市商處理。如果該經紀商沒有此一系統，他可向其他的證券商接洽。如果這個委託單是屬於小額委託，則可能被輸入 SOES 或其他專屬交易系統 (PTS) 自動執行完成交易；如果是較大額的委託單，造市商便可藉由資訊系統向目前最佳的報價造市商接洽，或者另尋其他民間的交易系統。目前 NASDAQ 總共有超過二十萬台終端機遍佈全國，提供市場參與者最新的報價及交易資訊。

### A. 先進的電腦化成交系統 (Advanced Computerized Execution System, 簡稱 ACES)

在 ACES 系統中，並未向 NASD 承租 NASDAQ 服務之會員證券商，可以透過本系統直接與造市商進行聯絡，將客戶之訂單利用電腦連線送達造市商處。本系統僅處理一定數量之有價證券訂單，但其範圍包括所有在店頭市場中交易之一般證券 (regular securities) 與在全國市場系統 (National Market System) 中交易之有價證券。本項系統之特性在於，一旦投資人所願意出售或購買之價格為造市商所接受，則本系統會自動進行交易，不再須由雙方以電話聯絡。

### B. 小額委託單成交系統 (Small Order Execution System, 簡稱 SOES)

SOSE 是在 1984 年建立的，其目的是為了讓經紀商代理客戶買賣小額股票時，經紀人可以不透過造市商完成交易，以電腦自動處理，省卻了證券商的紙上作業或電話接洽之工作負擔，使一般小額交易的投資人之交易得以更為有效之進行，功能如同 NYSE 的 Super DOT。

所有 NASDAQ 股票都可以透過 SOES 買賣，交易單位為 1,000 股或 100 股的 NASDAQ / NMS 股票或 500 股以下的非 NMS 股票可在 SOES 完成交易。合乎本系統之小額數量規定，則電腦會自動將委託依序傳送到各登記的造市商處進行交易，且以最佳的

"Inside Quote"價格執行，一旦雙方成交，電腦會自動通知清算公司進行清算、交割之程序。如果因為投資人在訂單中所做之價格指令無法與各造市商之報價配合，以致暫時無法成交，則除非投資人於訂單中另有其他指示，否則 SOES 會將此一訂單暫時儲存在限價委託處理檔案中，一旦造市商之報價與該筆訂單指定價符合，電腦會自動執行此限價委託。假設 ABC 股票的一千股之最佳內在報價為 50 ~ 51，意謂當時所有該股票造市商的買賣報價中，最高買進報價為 50，最低賣出報價為 51，其中有一家造市商的報價為  $497/8$  ~  $511/8$ ，落在最佳報價之外，如果有一客戶下了 800 股的賣出委託轉到該造市商處，該委託會被執行在 50，即當時最佳內在價位，而非造市商所報的  $497/8$ 。

自 1990 年起，SOES 增加了限價委託自動成交的功能，客戶在最佳價位區間內的限價委託單會被 SOES 自動撮合，例如 CDE 股票的內在報價為  $40$  ~  $403/8$ ，SOES 接到客戶委託買進 500 股 CDE 股票在  $401/4$  的限價單，同時也接到另一客戶委託賣出 500 股同一股票同一價位，系統會自動進行撮合，而不轉到其他造市商。

SOES 之目的在更為有效地執行小額委託單，因此一般證券商可以自行選擇是否利用本系統為其客戶服務，甚至一般造市商亦可隨時自行撤出本系統；但在另外一方面，做為 NMS 股票之造市商，則必須加入本系統報價、交易。由於本系統主要在提供一般投資人使用，因此專業投資人如證券商之自營帳戶不可使用此一系統。然而，有些專業投資人利用造市商必須強制成交之規定，將大額委託化為 SOES 可以接受的單位，占了造市商不少便宜。

### C. 精選網路系統 (Select Net)

Select Net 是一種設在 NASDAQ 工作站之終端機交易系統，造市商可以藉著電腦自動進行股票交易之議價功能，將其詢價輸入至另一交易商或整個市場，然後在此系統中與對方之回報進行議價。Select Net 可讓以代理或本人身分之使用者以 NASDAQ 揭示最佳報價之內輸入、議價、並成交而得到更好的價格，NASD 會員經常透過 Select Net 把某一種證券報價中間的價位向全市場的交易商傳送。

Select Net 交易單並非在全體 NASDAQ 終端機傳

送，自營商可以只把 Select Net 的委託單送到此種股票登記的指定造市商，或是當天有效或收盤後交易，在這段時間內，接收此委託單的自營商或 NASD 會員可以決定接受或拒絕此委託單，或是向對方還價。

當初設計 Select Net 的目的是為了避免電話聯絡而使用電子設備供經紀商彼此議價，在市場遭遇不正常或困難之際使市場得以連續而有秩序地營運下去，而現在它的發展早已不限定在利用 NASDAQ 終端機把委託單傳送給券商，而是讓券商把交易意願傳送給某一群特定證券商，而不是其他所有的證券商或公眾。

此系統並非普遍使用於 NASDAQ 全部之終端機，而是造市商可決定將其詢價傳送給其他造市商或全體 NASD 會員，此項交易系統在資訊傳達功能上尚為不足，因此證管會曾建議 NASD 研究終端機交易系統資訊公開揭示之方法，使交易資訊能傳送到所有的 NASDAQ 會員，而不是選擇性地傳送給某些特定的造市商或客戶。

#### D. 專屬交易系統 (Proprietary Trading System, 簡稱 PTSs)

民間經營的自動化交易系統使得投資機構與交易商能在交易所及 NASDAQ 「場外交易」，係付費使用的專屬交易系統 PTSs。PTSs 並不是如同自律組織 (SROs) 般運作，運作方式為獨立企業，現在 PTSs 可以承作股票、政府債券、公司債及選擇權之交易，實際上參與這些系統交易的僅限於投資機構、交易商、專業證券商、及其他市場專業人士。例如流行全美的 Instinet，以及 BloombergTradebook 就是一種電子通訊網路 (electronic communications networks, ECNs) 形式的 PTS。

由於電信通訊及交易技術的進步使 PTSs 快速成長，投資機構利用它來節省交易成本、避免自營商之價差、或因下大量委託時導致市場震盪的負面影響，此種情況經常在下單到一般市場時會發生。有兩種因素促進了 PTSs 的普及化，就上市股票而言，對指數型基金管理人及其他在乎交易成本卻不在乎流動性，也不願意支付市場價差的投資人十分有吸引力，對不想經由 NASDAQ 下單交易或不想支付市場價差卻想藉與其他投資機構換單，以增加流動

性的投資機構也極具誘因。

總而言之，吸引越來越多的法人願意付費加入此一系統，無非是為了取得更佳的執行價格，而且可以完全匿名。由於 PTSs 系統之充分揭示客戶限價委託資訊，而承作了不少造市商之業務，如今估計前一百大熱門股中有半數是透過 Instinet 成交，顯示市場對此種制度之需求殷切。但是 PTSs 並非任何人得自由參與，部份投資機構或小額投資人無法利用此系統作業。PTSs 自動交易的第二種型態，如前述，就是由一些大型交易商運作的內部換單系統，在此系統內把交易商客戶的委託單，有時候也把其他交易商的委託單交換成交，為付費取得單量，此系統把上市股票交換到交易所去交易，NASDAQ 股票是送到 NASDAQ 去申報的。

經由此系統，經紀商和自營商可以把委託單送到一家證券商或全體市場交易商去，並且利用輸入到此系統的回報來商議該交易的條件。此外，經由此系統輸入委託單的證券商可將此委託單送給某一特定並登記做某一股票的造市商，或將委託單傳送給所有的造市商，或是可以在某一時限內傳送給某一交易商，若未成交，再將委託單傳送到市場各處。

#### E. 超級蒙太奇 ( Super Montage , 簡稱 SM )

NASDAQ 於 2002 年推出超級蒙太奇 ( Super Montage ) 交易系統，除可提供更多交易資訊，也允許對單一證券輸入多檔報價，提高造市商的報價效率，此外，每秒可處理 5,000 多筆交易，提升委託單撮合效率，亦具備顯示匿名委託、最佳五檔委買及委賣單的功能，大幅降低交易成本及交叉交易 ( cross trade ) 的發生，用以取代早期的 SelectNet 、 SOES 與 SuperSoes 等交易系統。

#### F. Nasdaq Market Center Execution System

近年來 NASDAQ 將 Super Montage 等眾多交易系統整合，取名為 Single Book ，後改名為 Nasdaq Market Center Execution System ，本系統允許對單一證券輸入多檔報價，惟每檔最大數量為 999,999 股。

### (3) 交易方式

在櫃檯買賣股票市場之中，除採用 ACES 與 SOES 為交易者外，其他均必須由證券商透過 NASDAQ 之報價系統的報價，分別向各個造市商詢價之後完成，其中

並無交易所之競價方式進行交易；因此 OTC 股票市場之交易，往往被形容為雙方「謀利」之結果。且因為缺乏集中交易場所，必須依賴造市商，因此投資人之實質交易對象，主要為各相關上櫃證券之造市商。假設投資人有意購買在店頭市場交易之 A 公司股票，證券商在接獲客戶訂單之後，不論其是否為該股票之造市商，均必須向各個造市商詢價（一般以向三家造市商詢價為原則）；在詢價時必須說明所購買之股票與數量，造市商之報價則包括其售價與最低、最高出售股數。一旦證券商為其客戶找到適合之報價，本筆交易便可以成交，在櫃檯買賣股票市場中所成交之交易，一般區分為下述二種型態：

- A. Locked-in Transaction：投資人所委託之證券商與對方證券商（往往為造市商）在執行交易時便決定，依據當時之交易條件完成交易；目前大約 30% 之交易採用此一方式，例如：利用 SOES、ACES 之交易。
- B. Two-Sided Transaction：進行交易之雙方證券商同意，即使任何一方之客戶違約，該方亦必須承擔履行之義務。本項交易方式之特點在於交易完成之後，清算公司仍必須進行「比對（Compare）」之工作，只有「match order」（即「比對」無誤之交易）才可以在期間內完成之。

在櫃檯買賣股票市場之交易中，由於造市商在 NASDAQ 之報價為同業報價，因此證券商在接受客戶委託之後，可以選擇以經紀商之方式或自營商之方式為客戶完成交易；如果選擇前者之方式，則必須向客戶收取佣金，但交易價格則為造市商之報價；如果採後者之方式，則絕不可再向客戶收取佣金，其利潤來自造市商報價與其向客戶報價之差額。一般而言，如果上例之 A 公司股票在市場中交易熱絡，有許多造市商為其報價，則因彼此報價接近，受委託之券商往往以經紀商之方式為客戶完成交易，因為一旦賺取價差，便可能造成違反為客戶要求最佳交易條件之義務；反之如 A 公司股票交易清淡，則因為價差較大，券商便可以自營商之方式與客戶進行交易。但不論採用何種方式，證券商均必須向其客戶揭露，說明本身之角色；如果以經紀商之方式進行，更必須說明其所收取之佣金的數額。

雖然在櫃檯買賣股票市場之交易制度中，因為造市商採同業報價之方式，所以允許證券商以自營之方式與客戶進行交易，同時允許利用價差之方式做為其佣金；但在另外一方面，採用此種方式經營之證券商，

在價差方面亦有所限制。依據 NASD 之規定，櫃檯買賣市場之證券商如果以自營商之方式賺取價差原則上不得超過 5%，但此一 5% 之限額，僅為原則性規定；在某些狀況之下，也許 5% 之價差會過高；但在某些狀況之下，5% 的價差則可能偏低。在決定價差是否合理時，一般取決於下述各個因素：

- A. 投資人所交易之有價證券種類；一般而言，股票交易比債券交易較容易出現價差。
- B. 投資人所交易之有價證券的市場供需程序。
- C. 投資人所交易之有價證券的一般交易價格。

## 5. 主要市場參與者 NASDAQ 的市場參與者主要分為以下幾類：

- (1) 造市商 (Market Makers)
- (2) 委託單輸入之證券公司 (Order-entry firms)
- (3) 財務機構法人 (Financial institutions)
- (4) 財務領域專業人員 (Financial industry professionals)
- (5) 個人投資者 (Individual investors)
- (6) Nasdaq ECNs 參與者<sup>125</sup>
- (7) 其他市場參與者 (Other interested parties)

前開 NASDAQ 的市場參與者中，尤以造市商 (Market Makers) 所扮演之角色最為重要，茲簡介如下：

### (1) 造市商之功能：

櫃檯買賣市場之最大特性在於沒有集中交易場所，必須依賴證券商互相聯絡，NASDAQ 是自營商交易的市場，有許多身兼經紀及自營身分的證券商在此創造市場，這些自營商即為造市商。

造市商 (market maker)，又稱「市場創造者」，或譯為「推薦證券商」，由於 NASDAQ 中券商以自營方式透過造市商的報價與交易，創造股票之流動性，使市場交易得以順利進行，因此，採「造市商」一詞，較能兼顧其在市場之角色及身分。基本上造市商之主要工作，在於以自營商之身份，自行買賣相關之有價證券，使市場交易可以順利進行；由於櫃檯買賣股票市場之交易主要依賴造市商，因此投資人在店頭市場中之交易對象，往往並非其他為相反交易之投資人，而係以造市商為交易對象；每一家在 NASDAQ 掛牌的公司都有數家相互競爭的券商扮演「創造市場」的角色，這群造市商包含了全球最知名，也是規模最大的證券商如 Merrill Lynch, Morgan Stanley, Goldman Sachs, Oppenheimer 等等。

---

<sup>125</sup> Nasdaq ECNs 參與者，係指所有符合 Rule 4623 規定之成員者。

所謂造市 (make market)，是以揭示的價格進行買賣，造市商因此分別揭示買進報價 (bid) 及賣出報價 (Ask) 兩種價位，分別代表其意欲買進或賣出同一股票的價位。他們以這種方式，藉買低賣高的方式賺取利益。造市商的所報的買進報價低於其賣出報價，這二價位的價差稱為「自營商價差」( dealer spread )。

造市商在證券市場扮演極重要的角色，基於買方及賣方不見得會同時在市場出現，或願意交易同樣數量的同一股票，此時就需要造市商居間來解決供需不平衡的情形，這就形成對造市商的需求，換句話說，造市商提供了市場的密接性及連續性。通常造市商會試著將從賣方買進的股票以較高價格賣給買方，中間的差價代表造市商進行「造市」的一部分補價。

大部分造市商不只與其他經紀自營商以自有資金買賣，有時則擔任如經紀商，接受其他客戶的委託單。當受託買賣時，造市商須為客戶取得當時最好的交易條件，特別是客戶下的是「市價單」( market order ) 時，由於市價單表示客戶並不限定特別的價格，因此券商應替客戶尋求的最佳價格，就是當時的「內部報價」了。內部價差的大小直接關係到客戶的成本，假設投資人在內部賣出報價買進的股票，在同一時間決定以內部買進報價脫手時就會遭到差價的損失，加上其他的交易費用，對投資人而言，內部價差越大，交易的成本也越大。

### (2) 造市商之義務：

每一家造市商依據聯邦證券法令、證管會與 NASD 之規定，都必須遵守如嚴密的紀錄保存，良好的財務結構，創造連續性的買賣市場，接受並以最佳價位執行規定數量的委託，確定雙邊報價，在成交執行後 90 秒內回報交易使之公開等等相關規定。由於造市商係以自營之方式為之，其本身之財務狀況更顯得相當重要，故證管會在規則 15c3-1(a)(4)(17C.F.R. § 240.15c3-1(a)(4)) 中規定，造市商為其每檔應造市證券，需保持至少 2,500 美元之資本淨值，且造市商之總資本淨值不得低於 1,000,000 美元。

### (3) 造市商之報價方式：

在櫃檯買賣股票市場中，任何證券商都可擔任在其中交易之有價證券的造市商，甚至不須要與發行人有任何關係，目的在創造市場，維持固定價格，使櫃檯買賣股票市場之交易可以順利執行。因此在櫃檯買賣股

票市場之中，投資人往往以造市商為交易對象，或以本身之證券商為交易對象。由於櫃檯買賣股票市場中依賴造市商之制度，因此雖然沒有集中交易場所，依然可以在不同場所維持有效之交易，以及應付日漸增加的交易量。

造市商使用 NASDAQ 的終端機網路工作站 (workstations) 輸入報價，欲賣出或買進的數量的單位必須正確（如 1,000 股、500 股、200 股、100 股），且每一證券商必須遵守確定報價 (firm quotes) 的規定（即報價人在對方接受後，不得拒絕履行），否則一經發覺將被警告或罰款，一旦成交後也必須在 90 秒內完成成交回報。

造市商在系統中之報價，主要以「Inside Quotation」之價格為主，此一價格代表造市商向其他證券商之報價，並非投資人可以獲得之報價（在 SOES 系統下，一般投資人可以此種報價完成交易）。但即使在此種報價方式之下，造市商之報價亦可採用下述幾種不同之方式：

- A. firm quote：對於至少 1,000 股之訂單採用此一報價，代表造市商同意依所報之價格為交易，但自 1997 年 1 月起，NASD 為因應證交法對委託單處理之規定而正進行對 150 家取樣公司，調整最低報價數量至 100 股。
- B. subject quote：代表造市商對所報之價格不做承諾，雙方仍須再行諮詢，才可決定成交價。
- C. work-out market：係對於交易不活躍之有價證券，或對於委託數量相當大者，造市商必須與其他造市商或持有人詢價，再徵求投資人之同意。

由於櫃檯買賣股票市場交易主要依賴造市商之報價，因此當投資人向其證券商下單後，該證券商必須向各個造市商詢價，以便為客戶爭取最有利之價格；只有在極少數之狀況下，該證券商恰好有另一投資人亦下單為相對交易，此時如果雙方之訂單正好相對，則證券商可以採用「Riskless Transaction」之交易方式，直接撮合雙方之交易。

因為造市商在 NASDAQ 中所申報之「Inside Quotation」為同業之間的報價，因此投資人所實際支付或出售之價格，往往並不只於此一價格；且當受委託之證券商，本身便是客戶所希望交易之上櫃有價證券的造市商時，即使已經過詢價之程序，如果券商以本身之自營

帳戶與其客戶交易，則因其可以採用「mark-up」或「mark-down」不同之報價為交易價，因此不僅不可以再收取手續費，並且必須向客戶說明交易之性質，否則很可能承擔民事理賠責任。

總而言之，造市商扮演推薦券商的角色，對大眾提供公司的相關研究報告，以提升公司的知名度。造市商制度使投資大眾及發行公司享有如下益處：

- A. 由於提供市場競爭性，使投資人得以在最佳價位完成交易。
- B. 平均每檔股票有 14 家造市商，代表有多家造市商可提供最佳報價，因而增加市場的深度。
- C. 即使在市場狀況較為激烈之際，仍能提供連續性市場交易機能。
- D. 由於造市商對市場深度及連續性的影響，提供了優越的流動性 (liquidity)，學術研究顯示，由於造市商的介入同類股票中，NASDAQ 較 NYSE 股票有更高的流動性。
- E. 提高掛牌公司的知名度 (exposure) 及可見度 (visibility)，由於造市商的參與交易活動，吸引投資人注意，而造市商之報價更透過網路使全球的投資人都得以看到。

## 6. 外資投資規定

經查 NASDAQ 對於外國人投資並無特殊之規定，相關法規及制度請參酌集中交易市場規定。

### (三) 證券商買賣有價證券相關規定

紐約證券交易所會員如欲在交易所交易廳從事有價證券買賣，必須擁有一個交易廳席位 (SEAT)，自 1953 年起，紐約證券交易所將會員席位限制在 1366 席，除前述 1366 席可轉讓並具備 NYSE 淨資產分配權之「席位」外，其餘會員在獲准支付年費後，得以在交易廳進行買賣，公司派駐交易大堂的交易員愈多，則公司可買賣的股份和可執行的交易亦愈多。

紐約證券交易所會員得為合夥或公司組織，會員種類依其職能區分如下：

1. 交易廳經紀商 (FloorBroker)：為其他會員或會員證券公司從事經紀商業務，主要分為下列兩種：
  - (1) 號子經紀商 (HouseBrokers)：受僱於大型證券商，代表該證券商自有帳戶或其客戶執行委託。
  - (2) 獨立經紀商 (IndependentBrokers)：可為個人或會員之受僱人，為會員、號子經紀商或非會員之證券商執行委託

執行委託。現今獨立經紀商於號子經紀商業務忙時，協助管理其委託單流暢、直接為公眾執行業務以及為客戶執行特殊之委託。獨立經紀商之收入純粹來自佣金。

2. 專業證券商 (Specialist)：在交易所的配置下，專門從事特定股票買賣的會員，對所承擔的股票買賣，有義務創造價格的連續性，並維持有秩序而公平的市場。因此，專業證券商一方面在必要時得以自營商身分自行買賣，另一方面亦可接受其他會員來自客戶之限價委託，去執行經紀商身分之代客買賣業務，但專業證券商不得自行接受客戶的委託買賣。  
一般來說，專業證券商肩負五項重要功能：
  - (1) 處理喊價作業：為維繫市場交易之公正與秩序，專業證券商必須為特定有價證券建立每日之開盤價，並在當日後續交易時間內，持續對經紀商報價。
  - (2) 為上述交易廳經紀商執行交易：專業證券商執行其受託買賣業務時，視市場價格狀況，得以立即撮單或保留該委託單直到價格符合委託人特定價格時再行撮合。專業證券商行使其自營商角色時，得以其帳戶計有之庫存證券進行買賣，來增加市場之流動性，或者避免交易價格變化過快。
  - (3) 擔任買方與賣方間撮合角色：持有買單之經紀商與持有賣單之經紀商常須藉由專業證券商來撮合使買賣較容易成交。
  - (4) 提供資金幫助交易之達成：通常買單與賣單委託數量會自動達至供需平衡，惟在若干狀況下會出現買單遠大於賣單或賣單遠大於買單之情形，此時須藉由專業證券商以其自有資金進場執行與供需反向交易，促使供需達到平衡，這部分交易約占總成交量之百分之十。
  - (5) 穩定交易價格：專業證券商常須逆市介入交易，避免價格發生不合理之鉅幅震盪，使價格變化穩定平順。

依 1934 年美國證券交易法案 (Securities Exchange Act of 1934) 及證券交易法 (1934 Act Rules) 規定，證券業主要包括經紀商 (Broker) 自營商 (Dealer) 及投資顧問 (Investment Adviser)，就該等業務之特質，證券交易法第三條及投資顧問法第二 0 二條均有明定之規定。從事該等業務須向證管會登記。然而對證券商所得以從事之業務並無明確之規範，其除依第十五條所規定之業務外，並無禁止從事其他業務，然業者是否經營其他業務，乃受個別法規限制，例如有關信託業務，不得由證券業經營、從事期貨交易者，需取得期貨商資格，並不得兼營銀行業務等。

資料來源：  
1. 美國紐約證券交易所 [www.nyse.com](http://www.nyse.com)  
2. 美國證管會 [www.sec.gov](http://www.sec.gov)  
3. NYSE Data : FactBook on Line

## 二、信用交易相關規定

### (一) 辦理有價證券融資融券之相關法規

美國證券交易法、聯邦存款準備理事會(Federal Reserve Board, FRB)制定之規則 T、規則 U 及美國金融業監管局(Financial Industry Regulatory, FINRA)制定之規則。

### (二) 授信機構辦理融資融券應具備的資格條件

符合 1934 年美國證券交易法 Rule 15c3-1 對持有客戶有價證券的證券商(carrying broker-dealer)淨資本(註一)的規定，則具有辦理保證券金交易的資格。

持有客戶有價證券的證券商種類包括：

1. 全國性綜合證券商。
2. 大型承銷商。
3. 自營商及市場中介人。
4. 紐約證券交易所經紀商。
5. 紐約證券交易所多邊經營證券商。
6. 其他紐約證交所之專業會員、交易廳經紀商、結算證券商。

非持有客戶有價證券之證券商，本身無辦理信用交易資額，但其可以擔任仲介證券商(Introducing broker-dealer)，將信用交易帳戶之客戶仲介予持有有價證券客戶之證券商，但由非持有客戶有價證券的證券商為客戶辦理對帳單及買賣報告書寄交其客戶，並載明該筆信用交易為仲介證券商所促成。

### (三) 得為融資融券有價證券之標準

1. 依據美國聯邦存款準備理事會之規則 U(CFR§221.2)規定，可融資融券有價證券包含：
  - (1) 在國家證券交易所註冊或具有非上市交易特權的任何權益證券；
  - (2) 根據美國證券交易委員會 (SEC) 核准的指定計劃被指定為可以在國家市場系統 (NMS) 中交易的店頭交易證券 (NMS 證券)；
  - (3) 可轉換為融資融券股票、或附有融資融券股票之認股權證或認購權的債務證券；
  - (4) 認購或購買融資融券股票的任何認股權證或權利；
  - (5) 根據 1940 年投資公司法 (The Investment Company Act) (15 U.S.C. 80a-8) 第 8 條註冊的投資公司發行的任何證券，但以下情況除外：
    - A. 根據 1958 年小企業投資公司法 (Small Business Investment Company Act) (經修訂的美國法典第 15 卷第 661 條) 獲得許可的公司；
    - B. 至少有 95% 的資產連續投資於豁免證券 (Exempt Securities) (註三) 的公司 (定義見美國法典第 15 卷第 78c(a)(12)條)；

- C. 發行美國法典第 15 篇定義的面額證書的公司。（定義見 80a-2(a)(15)）；
  - D. 根據 SEC 規則 2a-7 ( 17 CFR 270.2a-7 ) 被視為貨幣市場基金的公司。
2. 店頭可融資融券之股票，依 FRB 規則 T ( CFR§220.11(a) ) 規定，應符合下列標準：
- (1) 四個或以上的交易商願意並且實際上會以這種股票造市，並定期以其自己帳戶向自動報價系統提交真實的報價；
  - (2) FRB 決定的此類股票的最低平均競標價格為每股至少 5 美元；
  - (3) 股票是根據該法第 12 條進行註冊的，是由受該法第 12(g)(2)(G)條約束的保險公司發行的，是由一個受註冊的封閉式投資管理公司發行的根據 1940 年投資公司法 ( 15 USC 80a-8 ) 第 8 條，是外國發行人的美國存託憑證 (ADR)，其證券根據該法第 12 條進行註冊，或者是要求發行人的股票根據該法第 15(d) 條提交報告；
  - (4) 連續不斷向公眾提供股票的買價和賣價的每日報價；
  - (5) 股票至少公開交易六個月；
  - (6) 發行人的資本，資本公積及保留盈餘至少為 400 萬美元；
  - (7) 除經理人、董事或持股超過 10% 股東外，流通在外股票應有 40 萬股以上的；
  - (8) 根據 SEC 規則 12g5-1 ( 17 CFR 240.12g5-1 ) 的定義，除經理人、董事或持股超過 10% 股東外，應有 1,200 以上的持有人，或平均每日交易量應到 FRB 的要求或至少為 500 股；
  - (9) 發行人或其前身已存在至少三年。
3. 得為融資融券之外國公司：依 FRB 規則 T ( CFR§220.11(c) ) 規定，應符合下列標準：
- (1) 權益證券已在外國證券交易所或認可之外國證券市場上市或交易，並已交易至少六個月；
  - (2) 透過電子報價系統，美國債權人可以連續獲得外國證券交易所或交易證券的外國證券市場提供的證券的買價、賣價或最後出售價格的每日報價；
  - (3) 所有權不受限制的股票總市值不少於 10 億美元；
  - (4) 在過去六個月中，該證券的平均每週交易量至少為 20 萬股或 100 萬美元；
  - (5) 發行人或其前身已存在至少五年。

#### （四）委託保證金之比率及其法源依據

1. 法源依據：美國證券交易法第七條及第八條規定，授權美國聯邦存款準備理事會(FRB)得調整原始保證金比率，美國證管會依據證交法第二十一條規定，其有執行之責任，即證管會必須隨時注意市場之狀況，調整信用之鬆緊。
2. 保證金類別：美國分原始保證金與維持保證金兩種。
  - (1) 原始保證金：指信用交易之資金帳戶中，不論交易與否

所必須維持的最低金額。

- (2) 維持保證金：指信用交易帳戶淨資產占其帳戶證券市場價值之百分比。
3. 保證金之比率：
- (1) 原始保證金：依 FINRA 規則 4210(b) 規定，投資人之信用交易帳戶，最低應備有美金 2,000 元或 100% 買進價金，取低者。若符合頻繁交易(Pattern day trader)<sup>126</sup>的規定，則保證金應達美金 25,000 元。如帳戶資金達美金 2,000 元，依規則 T(220.12)之規定，其保證金應達 50%。
- (2) 維持保證金：依 FINRA 規則 4210(c) 規定為 25%。

## (五) 市場之管制措施

### 1. 全市場之限額規定

美國無全市場融資、融券餘額之限制。

信用交易--融資或融券的借貸，借方及出借方係經由一開放終止式的借貸契約(open-ended “loan” agreements)來約束管理，無論借方或出借方，欲終止雙方之借貸關係，均可以一簡短的通知函知對方。

信用交易借貸的擔保品，包括政府公債、現金或信用狀。融資或融券借貸期間，借方所提供之擔保品，將依所融借之股票市價進行增加或減少的調整。

融券出借人同意將股票出借給借券人時，該有價證券所有有關股利之收入及權利，仍屬於出借人所有，但有關行使股東投票選舉的權利，則由借券人取得。

### 2. 融資融券交易期限限制

美國無此限制規定。

## (六) 授信機構辦理融資融券之資金來源及證券來源

1. 美國證券商辦理對客戶融資之資金須符合以下三項來源：
- (1) 自有資金。
- (2) 客戶信用帳戶之貸方餘額。
- (3) 向商業銀行質借貸款。
2. 美國證券商辦理對客戶融券之融券券源須符合以下四項：
- (1) 信用交易帳戶中融資買進之擔保證券。
- (2) 證券商自有庫存股票及自有資金購進之證券。
- (3) 透過證券借貸制度方式取得。
- (4) 客戶抵繳融資保證金之有價證券。

## (七) 授信機構確保債權的方法

擔保維持率：根據美國 FRB 所制定之規則 T，僅規範期初保證金(initial requirements)之比率，維持保證券金(Maintenance

<sup>126</sup> FINRA 4210 (f)(8)(B)(ii) Pattern day trader 係指投資人於五個交易日內執行四次或更多日的內交易。惟若五個工作日內的交易占總交易量的 6% 或更少，則該客戶非頻繁交易投資人。

Requirements)之比率，則由各國家證券交易所訂定之。

紐約證券交易所訂定之融資擔保維持率訂定為市價的百分之二十五。融券保證金的擔保維持率則為市價的百分之三十。

追繳規定：融通之有價證券其市價下跌或上漲的變動，致使其融資自備款之金額因挹注虧損而減少，如其自備款額度已低於融通有價證券市價的 30%，客戶即須面臨追繳。

#### （八）轉融通之制度

美國無證券金融公司，證券商融資來源除證券商自有資金及融券放空之賣出價款及融券應繳保證金之款項外，如有不足時，可向各商業銀行辦理質押。

#### （九）放空價格限制

美國 SEC 為避免潛在的操縱及弊端而促使股價下跌，修正當股價下跌觸及 10% 時，當日及次日，放空價格必須高於國家最近最佳買價，修正法規 SHO 之規則 201，並於 2010 年 5 月 10 日生效。

#### （十）資訊申報

美國證券交易委員會 (SEC) 對於融券 (Short Selling) 及借券 (Securities Lending) 之資訊披露要求包括以下幾個方面：

1. Regulation SHO：關於借券及融券交易之規定及無券放空 (Naked short selling) 之監管及報告要求，以確保市場的公平及透明。
2. Form 13F：要求所有管理大額資產的投資公司於每季度末向 SEC 申報所持有的股票、期權及部分債券之持倉情況
3. Form PF：對於註冊的投資顧問和基金管理公司，SEC 要求該等機構於 Form PF 中披露放空與借券策略，以及相關的風險管理措施。
4. SEC 於 112 年 10 月 13 日通過兩項新規，擴大對放空和借券的資訊申報要求。第一項規則要求擁有大量放空部位的機構投資人，在每月底向 SEC 申報放空部位，SEC 將彙總這些數據並向市場公布；第二項規則規範證券出借人，須向監管機構揭露每筆借券的條款。

註一：淨資本之規定，即證券商對外負債總額與流動資產比率應維持十五比一；而開業未滿一年者，該比率應維持八比一；且淨資本高於二萬五千美元。

註二：豁免證券：股票或債券不須依照 FRB 規則 T 繳納保證金或依照 1933 年證券法案依法登記註冊之信用工具。

## 柒、證券結算交割及借貸

美國證券集中保管及結算公司 DTCC 於 1999 年以控股公司形式成立，旗下有美國證券存託公司 (DTC) 及美國證券結算公司 (NSCC)。<sup>127</sup> DTCC 負責證券市場實體有價證券之集中保管，及美國各大證券交易所證券交易之結算、交割業務。為進一步提高證券市場後台作業之效率，DTCC 於 2001 年與 Thompson Financial 公司各出資 50% 成立 Omgeo，提供全球法人機構交易之對帳 (matching) 服務 (2013 年 10 月 Omgeo 成為 DTCC 100% 持有的子公司<sup>128</sup>)。2002 年 1 月合併政府證券結算公司 (GSCC)、不動產抵押貸款擔保證券結算公司 (MBSCC)，成立固定收益結算公司 (Fixed Income Clearing Corporation；FICC)，提供集中化、全球化之債務證券結算、交割暨保管服務；2004 年成立全球資產服務公司 (Global Asset Solutions LLC) 提供有關公司行動 (Corporate Action) 服務；同年成立衍生商品服務公司 (DTCC Deriv/SERV LLC)，提供衍生性金融商品結算交割服務。DTCC 於 2007 年成立歐洲集中交易對手公司 (EuroCCP) 提供泛歐地區的結算服務，2009 年成立 DTCC Loan/SERV LLC 拓展全球聯貸市場業務，2013 年 12 月與歐洲多邊結算機構 (EMCF) 合併成為汎歐區最大的有價證券結算公司<sup>129</sup>。

DTCC 的營運主要分別由旗下各子公司對公司股票、政府公債、市政債券、不動產抵押貸款擔保證券、貨幣市場工具及店頭衍生性金融商品等各類商品，提供集中結算、保管及資訊服務；同時，DTCC 於共同基金/保險交易與連結式基金亦具領導地位。DTCC 於 2024 年處理總價近 3.80<sup>130</sup> 千兆美元之證券交易。

DTCC 子公司包括 100% 持有的 Omgeo (法人對帳服務公司)、DTC (保管公司)、NSCC (結算公司)、FICC (固定收益結算公司)、Global Asset Solutions LLC (全球資產服務公司)、Deriv/SERV LLC (衍生性商品服務公司)、EuroCCP (歐洲結算公司)、DTCC Loan/SERV LLC (全球聯貸服務公司)。各子公司均獨立運作，自負盈虧並有個別的風險管理、擔保基金與財務安全制度。為擴展客戶服務範疇，DTCC 亦與其他公司策略聯盟共組公司，如 2009 年 6 月與 NYSE Euronext (NYX) 合資成立紐約投資組合結算公司 (New York Portfolio Clearing；NYPC)，結合 NYSE Euronext 之結算技術及 FICC 之風險管理及資料庫系統等方面專業，為 NYSE Liffe U.S. 期貨交易所<sup>131</sup> 提供利率衍生性商品結算交割服務。2009 年 9 月 DTCC 再與 Markit 公司共同建立 MarkitSERV 公司，以 Markit Wire 及 Deriv/SERV 系統，分別為利率交換衍生性商品及信用交換衍生性商品提供配對及交易確認服務。

<sup>127</sup> <https://www.dtcc.com/about/annual-report> (2022)

<sup>128</sup> [https://www.omgeo.com/page/dtcc\\_acquires\\_omgeo](https://www.omgeo.com/page/dtcc_acquires_omgeo)

<sup>129</sup> <http://www.dtcc.com/news/2013/december/06/emcf-and-euroccp.aspx>

<sup>130</sup> <https://www.dtcc.com/about/annual-report> (2024)

<sup>131</sup> 1982 年 Liffe 成立，1996 年收購倫敦商品交易所，2002 年 Liffe 被併入泛歐交易所 (Euronext)，2006 年 NYSE 與 Euronext 合併為「紐約-泛歐交易所集團」(NYSE-Euronext)，NYSE 遂與 Liffe 合作設立 LiffeNYSE Liffe U.S. 期貨交易所。

為進一步瞭解美國現行證券市場之結算交割及集中保管作業，茲將其相關制度及作業方式介紹如下。

## 一、有價證券結算交割相關規定

### (一) 結算機構概況

NSCC 成立於 1976 年，為 DTCC 子公司，主要業務為結算、風險管理、擔任集中交易對手及保證交割等，美國證券市場絕大多數的股票、公司債、市政債、ADR、ETF 與基金等，皆為 NSCC 服務範圍，並受 SEC 監管。在 T+1 日交割週期下，NSCC 透過淨額結算制度將每日證券市場實際交割金額平均縮減至僅為交易金額之 2%，為市場參與者大幅降低資金成本及風險。

以下謹以 NSCC 為代表，介紹結算機構之組織型態及其股東成員。

1. 組織型態：會員制
2. 資本額：截至 2024 年底，DTCC 實收資本額 (paid in capital) 為 411,065,000 美元，股東權益為 4,170,670,000 美元<sup>132</sup>。
3. 股東成員：NYSE、NASD、跨國證券商/自營商、清算銀行、相互基金公司及投資銀行等。

董事會組成：共 20 名，包括 12 位參與董事 (participant Directors)，其中涵蓋國際券商、託管／清算銀行、投資機構等業者，4 位非參與董事 (non-participant Directors)，2 位 DTCC 股東指派董事 ICE and FINRA，以及 DTCC 董事長與 CEO。<sup>133</sup>

### 4. 成立法源

1970 年代，結算交割功能自交易所獨立，結算機構成為獨立個體。NYSE、AMEX 及 NASD 等機構分別制定結算業務應由獨立之結算機構辦理之相關法規，NSCC 於是在 1976 年誕生。茲將其成立之法源述明如下：

#### (1) NYSE Rule 132

NYSE 之交易會員必須透過合格之結算機構—NSCC 辦理結算交割事宜。

#### (2) AMEX Constitution Article X.2

AMEX 之交易會員必須透過 NSCC (Options 除外) 辦理款、券結算交割事宜。

#### (3) NASD Schedule D Part VI, Sec.7

所有 NASDAQ 之 Market Makers 必須透過 NSCC 辦理結算交割事宜。

#### (4) MSRB Rule G-12

NYSE 之交易會員必須透過合格之結算機構—NSCC 辦理結算交割事宜。

<sup>132</sup> <https://www.dtcc.com/about/annual-report> (2024)

<sup>133</sup> <https://www.dtcc.com/about/leadership>

- (5) NYSE Rule 387, AMEX Rule 423, NASD Uniform Practice Code Sec.64 及 MSRB Rule G-15

要求會員透過集中保管機構之法人收存系統 (Institutional Delivery System, ID) 及帳簿劃撥系統完成結算交割。

#### 5. 業務項目

NSCC 提供多項的業務服務，包括對帳、自動結算，與集中保管帳簿劃撥系統連線、資料傳輸、實體處理與交割、公司權利分派、共同基金交易等之服務。

#### 6. 結算標的種類：

美國證券市場幾乎全數的

- (1) 股票
- (2) 公司債
- (3) 美國存託憑證 (ADR)
- (4) 州政府債券
- (5) 投資信託基金 (Unit Investment Trusts)
- (6) ETF

### (二) 結算參與者

#### 1. 結算會員種類與資格<sup>134</sup>

美國證券市場結算交割採結算會員制度，NSCC 依據提供服務的不同，將結算會員分為會員(Member)、有限會員(Limited Members)及贊助會員(Sponsored Member)，並訂有不同的資格條件。其中會員之資格條件大致為：

- (1) 須屬下列機構之一：註冊的經紀-自營商、銀行、信託公司、註冊的結算機構、保險公司或保險機構、投資公司、符合一定資格之機構法人。

#### (2) 財務要求：

A. 經紀-自營商：依清算地位 (Clearing Status) 與每日波動量 (VaR Tier) 分級，最低須具備 500 萬美元至 1,000 萬美元之 Excess Net Capital。

B. 銀行：普通股權益一級資本 (CET1 Capital) 至少 5 億美元，且須維持良好資本充足評等 (Well Capitalized)。

C. 信託公司 (非銀行類型)：綜合資本 (Consolidated Capital) 至少 1,000 萬美元，並須符合 NSCC 對其業務範圍與性質所認定的資本適足性。

#### (3) 營運能力要求：

須符合 NSCC 所要求之通訊、作業履約、風險管理及其他營運標準。

#### 2. 權利義務

<sup>134</sup> <https://www.dtcc.com/legal/rules-and-procedures>

凡透過 NSCC 結算之會員均受到交割保證並有權利任用 NSCC 提供之服務，對 NSCC 因業務疏失產生之損害可要求其賠償。為維護交割安全，結算會員有義務依 NSCC 之規定繳交結算基金（繳交方式及管理詳後），並有義務提供財務報表且不得拒絕 NSCC 派員實地稽核。

### （三）結算交割流程

#### 1. 交割週期

美國證券市場交割週期自 2017 年來實施 T+2 日交割，2023 年 2 月美國證券主管機關 SEC 宣布將於 2024 年 5 月實施 T+1 交割週期，並於 2024 年 5 月 28 日順利由 T+2 交割轉換至 T+1 交割週期。

#### 2. 投資人下單至成交資料傳送到 NSCC 之流程

T 日投資人將委託單送至 Brkoer-Dealer，Brkoer-Dealer 進行委託單管理後將委託單傳送至交易所或其它交易平台，交易所或其它交易平台執行交易後，NSCC 透過其 UTC(Universal Trade Capture)系統匯集成交資料。

#### 3. 機構投資人之交易分配

美國證券市場投資人結構以機構投資人為主，大型機構投資人為提升交易績效或策略考量，往往委託不同的經紀商下單，或委託一個或數個大型投資銀行擔任主要經紀商(Prime Broker)，再由 Prime Broker 以客戶利益進行考量後委託不同經紀商下單。此外，美國證券市場採結算會員制度，執行交易之經紀商不一定為結算會員，非結算會員之經紀商也可能委託不同的結算會員為其進行結算交割。故機構投資人或 Prime Broker 為資金運用考量，交易完成後會再指示執行交易之經紀商(Executing Broker)將交易傳送給不同的結算經紀商(Clearing Broker)進行後續結算交割作業，該流程在後台作業中通稱為「分配(Allocation)」。

在現行 T+1 日交割週期下，由於整體交割作業時程較原先 T+2 交割大幅縮短，故 DTCC 建議機構投資人或 Prime Broker 盡可能在成交回報後即時進行分配，並最晚在 T 日晚間 7 點前完成當日交易之分配，以確保後續之交易確認(Affirmation)能在晚間 9 點前完成。

#### 4. 交易確認截止時間

交易分配完成後，若相關資訊透過 DTC 之 Institutional Delivery (ID)系統傳送，DTC 接收並彙整相關資訊後將提供自動比對(Matching)服務，比對成功之交易及視為完成確認(Affirmation)。其餘未透過 ID 系統傳送、或 ID 系統內未選擇自動比對服務或自動比對失敗之交易，則會傳送予 Prime

Broker 請求確認(Confirm)。經 Primer Broker 回復確認(Affirmation)，或是經 ID 系統自動比對後確認之交易，即正式進入結算交割處理程序。在 T+1 日交割週期下，回復確認之截止時間為 T 日晚間 9 點(原本 T+2 交割時，該回復確認截止時間為 T+1 日上午 11:30)。

#### 5. 未完成確認交易之授權或特殊交割指示截止時間

前述未能於 T 日晚間 9 點完成確認之交易，需進一步在 ID 系統內獲得授權，或是經 PB 授權後，始能進入結算交割處理程序。未獲得授權的未確認交易，可能係另有特殊交割指示，例如可申請豁免不透過 CNS 流程而選擇以總額交割。相關授權或特殊交割指示申請，截止時間為 T 日晚間 10:45(原本 T+2 交割時，該截止時間為 T+1 日晚間 6:30)。

#### 6. CNS 交割處理流程完成時間

對於進入 CNS 交割流程之交易，仍維持 Night Cycle 及 Day Cycle 兩個交割處理時段，CNS 的交割處理將於 T+1 日下午 3:45 結束作業。

#### 7. 有關 2017 至 2023 年美國證券市場實施 T+2 交易之重要流程如下：

##### (1) 交易日：T 日

交易日的交易活動將依是否為人工搓合有所差異。若採人工搓合成交，其交易活動須由買賣雙方透過電腦輸入相關交易指令給 NSCC 以供 NSCC 進行確認和配對，並將結果回傳予會員；然而，若是透過電子交易系統搓合則為“鎖定交易 (Locked-in Trade)”，NSCC 無需對帳確認，可由證券交易所於成交日直接連線傳輸相關資料，以供後續結算。美國證券市場的對帳作業應於買賣成交後 T+1 日前完成。

##### (2) 交易隔日：T+1 日

交易日隔日需要確認及完成下列事項：

A. 配對失敗：配對失敗指令之截止時點為 T+1 日中午 12:00 前。針對配對失敗的交易，會員可對交易指令進行修改，並傳輸給 NSCC 以利繼續進行配對。NSCC 配對成功後，會將配對結果回傳會員。NSCC 對於鎖定交易和配對成功的交易保證交割責任。

B. 交割確認：NSCC 針對四個結算系統 (CNS、ID-Net、DTC、Omega) 進行交割確認作業，並且於 T+1 日中午 12:00 前完成。

##### (3) 交割日：T+2 日

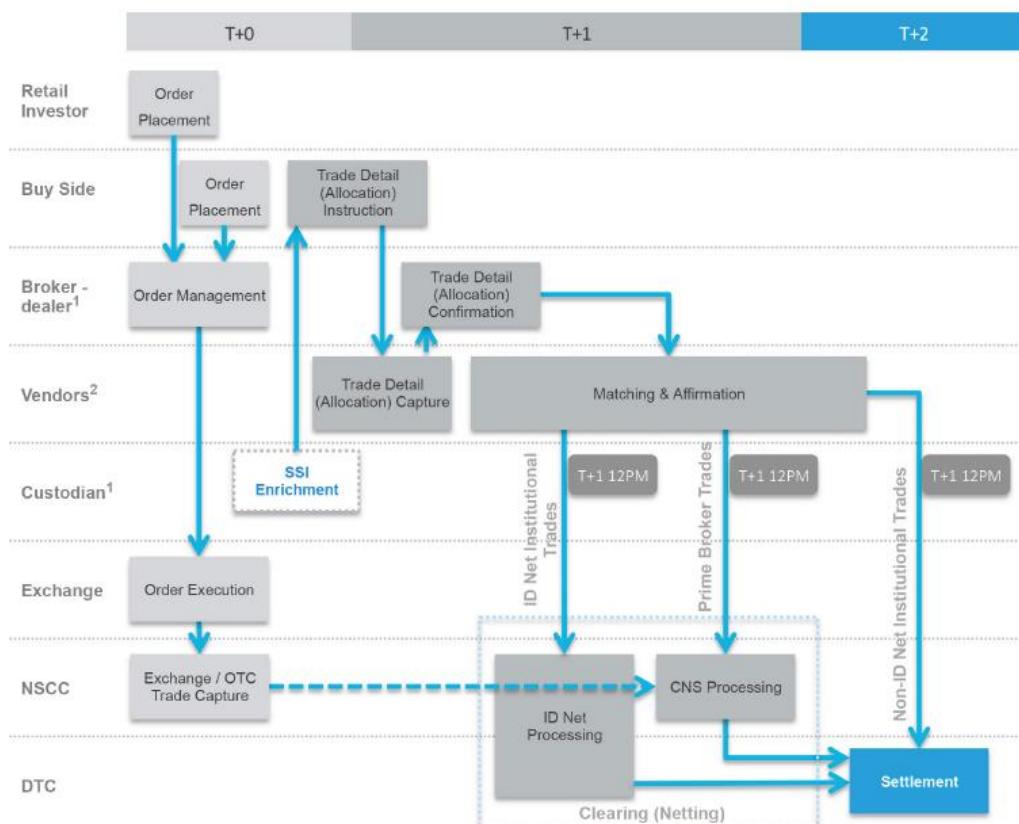
A. 配對成功或失敗：NSCC 針對配對成功的交易進行結算處理及將結算資料傳送給結算會員；此外針對配對失敗的交易，NSCC 繼續協調處理。

B. 款券交割：NSCC 於 T+2 日中午 12:00 完成交易確認與結算報表後，NSCC 隨即分別向 DTC 及資金清

算銀行發送證券交割及資金結算指令。DTC 和資金清算銀行在 T+2 日下午根據 NSCC 交收指令相應辦理證券交割和資金結算。

- 證券交割：NSCC 由 T+2 日零時起，將檢查淨應付證券結算會員在 DTC 帳戶內的證券數量是否足額，再通知 DTC 將結算會員帳戶內的證券，撥入 DTC 當中的 NSCC 交割帳戶，以利後續 NSCC 執行交割業務；如果數量不足，將依現有數量進行撥轉。NSCC 將依其 DTC 交割帳戶目前已收的證券分別撥入 DTC 淨應收證券結算會員的帳戶。上述交割將於美國東部時間 T+2 日下午 3:10 前完成。
- 資金交割：上述有關證券交割截止後，NSCC 將以各證券的當日收盤價進行洗價 15 作業，並針對結算會員未完成證券交收的部分，依洗價作業計算出結算會員未完成證券交收之應收或應付金額，該應收或應付與已完成證券交割的證券交易的應收應付資金淨額互抵，計算各結算會員每日對 NSCC 的資金淨應收或淨應付金額。

有關實施 T+2 結算交割流程如下：

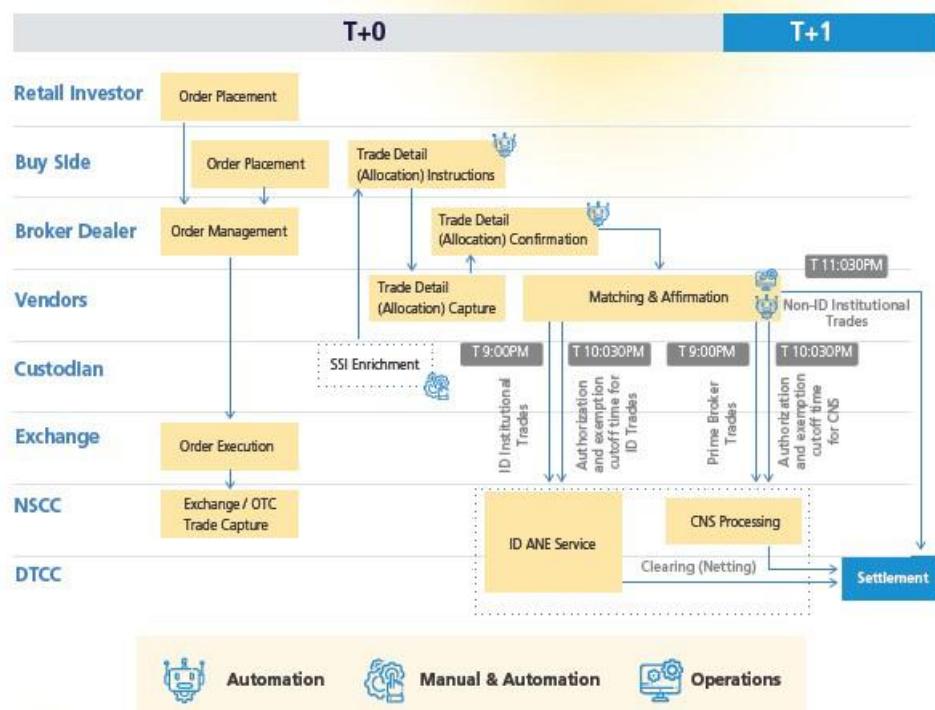


#### (4) 違約交割：

凡經由 CNS 系統結算之交易均在交割保證範圍之中。結算會員若未如期依規定繳交交割結算基金，將處以罰款、不得參與結算、或被終止會員資格等處分。

- A. 證券交割：若結算會員未完成證券交割，為交付失敗，NSCC 將就該會員未完成交割之部分每日洗價，並以自動借券方式完成。NSCC 將要求會員補足差價，同時 NSCC 將針對該未完成證券交割會員收取罰款及借券費用。當會員決定完成未交割部位之交割時，應向 NSCC 提出補購(buy-in)申請。經由 NSCC 規定之程序，自市場買進，以完成交割。
- B. 資金交割：若結算會員無法完成資金的交割，NSCC 會動用交割結算基金加以處理。交割結算基金動用之順序如下：
- 該違約會員的結算基金；
  - NSCC 近期保留盈餘的 25%；
  - 未違約會員結算基金。

8. 2024 年 5 月 28 日起，美國證券市場實施 T+1 相關流程調整：



### (1) 交易日：T 日

委託單接受後需於交易記錄系統中輸入詳細的交易價格、交易量等資訊。該資訊會傳至交易所進行配對。在現行的 T+1 制度下，配對和確認的相關作業會在 T 日晚間 9 點進行，針對特殊交易的自動豁免淨額結算處理為 T 日晚間 10:45 進行，以確保大部分的交易可於 T+1 日凌晨進行相關結算程序。

### (2) 交割日：T+1 日

T+1 日自凌晨開始，NSCC 將進行一系列的結算處理並出具相關的結算報告以供確認，最終將於 T+1 日下午 3:00 前完成所有交易的相關交割作業，並針對缺券的交易於 T+1 日晚上 10:30 啟動補購機制。

交易配置、交易確認及連續淨額交割程序的時間點多落

在 T+1 日，為達成 T+1 日交割，相關交易配置、交易確認以及 CNS 程序被壓縮在交易日 T 日內完成，以確保 T+1 日下午 3:00 前完成交割。

#### T+1之CNS交割相關作業時間調整

作業	T+2 交割作業時點	T+1 交割作業時點	說明
Night Cycle 開始前之部位報告	T+1 日 19:30	T 日 21:45	提供結算會員確認進入 Night Cycle 之待交割部位。
Night Cycle 批次處理結束及報告產出時間	T+1 日 22:30	T+1 日 01:30	Night Cycle 交割處理時段結束，提供 Night Cycle 已處理交易之報告。
CNS 夜間結算活動報告	T+2 日 22:30	T+1 日 02:00	此報告顯示夜間循環期間的所有 CNS 收支明細，包括從 CNS 接收的款項和向 CNS 支付的款項。
Day Cycle 開始前之部位報告	T+2 日 00:30	T+1 日 02:00	提供結算會員確認進入 Day Cycle 之待交割部位
有價交割的證券交割截止時間	T+2 日 15:00	T+1 日 15:00	有價交割指的是在證券交割過程中涉及金錢的轉移。當買方買入證券時，除了接收證券外，需要付款予賣方。
無須資金交換的證券交割截止時間	T+2 日 18:15	T+1 日 18:15	此類交易指的是證券之轉移不伴隨金錢的轉移，通常為證券的轉贈、擔保交易或內部轉帳。
CNS 日間結算活動報告	T+2 日 15:30	T+1 日 15:30	確保所有交易都已經準備好進行最終結算。
結算交割結束	T+2 日 15:45	T+1 日 15:45	所有交易交割結束時間。

## 二、有價證券借貸規定

### (一) 有價證券借貸市場概況

美國借券市場係因需求而自然形成，係分散式之市場，借券相關條件主係依據雙方議定之契約，借券之標的範圍除股票外，尚有債券、政府有價證券、其他市場之股票、主權債及公司債等。證券商及銀行經常透過此借券制度進行放空交易及完成市場交割。借券發生時，借方需提供對等之擔保品，依據美國聯邦存款保險公司 Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) 之規範，借券人提供之擔保品應至少為標的證券價值之 100%，當擔保品價值低於市價某一標準時，則借方需於規定期限內補足擔保品，以確保借券之存續。借券之收入由金融機構及其客戶依議定之比例分配之。

### (二) 市場參與者

出借人主為擁有較多證券庫存量之法人機構，包含保險公司、退休基金、共同基金、金融機構與政府機構等，借券人主為證券經紀或自營商、市場創造者、金融機構與避險基金。

中介機構(Agent)多由保管銀行或專業之證券借貸機構為主，做為出借人的代理人，負責安排、管理有價證券借貸各項事宜，及擔保品之保管與洗價等，及負責評估借券人信用與借券風險，提供出借人參考。中介機構並依約定收取中介費或分享擔保品中現金部分投資收益。

### (三) 市場交易型態

議借交易，主要條件包括借券費率、借貸期間、擔保品及擔保比率、提前還券、權益補償及公司行為(Corporate action)之處理等皆依據雙方於合約中同意之條件。

### (四) 交易流程

由於借券市場為分散式，以下就具一定規模之中介機構及特色說明之：

#### 1. 美國證券存託公司 (The Depository Trust & Clearing Corporation, DTCC)

任何美國證券結算公司(NSCC)的結算會員或美國存管信託公司(DTC)的交割會員，以及國際證券借貸協會(ISLA)會員可透過 DTCC 提供之 SMART/Track 服務中之 Agency Lending Disclosure 服務，DTCC 作為中介平台接收出借代理人、借券人透過連線平台或伺服器傳送之訊息，並於每日傍晚產製資料予服務訂閱者，以利市場參與者交換借券與出借之相關訊息。

#### 2. 選擇權結算公司 (The Options Clearing Corporation, OCC)

(1) 證券借貸計畫(Stock Loan/Hedge Program、Market Loan Program)

美國芝加哥 OCC 為世界最大之證券衍生性商品清算機構，亦為美國首屈一指之有價證券借貸集中交易對手(Central Counterparty)，透過 OCC 的證券借貸計畫(Stock Loan/Hedge Program、Market Loan Program)，其結算會員得以 OCC 為集中借貸對手，借入或出借證券，OCC 保證證券與現金的交付，以及每日洗價及相關費用(Rebate)的支付。其流程如下：

- A. 借貸雙方議定交易條件，透過美國存管信託公司(DTC)移轉現金與股票擔保品。
- B. 可選擇按 100% 或 102% 進行洗價，並可指示 OCC 自動安排其股票部位來抵銷保證金。
- C. 洗價有多種四捨五入的方式，會員可選擇擬採用何種方式。
- D. OCC 每日依會員指示自動進行借券與還券。
- E. 每日傍晚進行洗價，並可透過其 ENCORE 系統取得日間與日 結報表。
- F. 經由 OCC 的金融監督小組定期執行保證金/股票借貸分析，以使成本節省達最大化。

(2) ECS(EquiLend Clearing LLC)證券借貸市場

2009 年 1 月，OCC 開始集中清算 Automated Equity Finance Markets, Inc. 的所有證券借貸交易，Automated Equity Finance Markets, Inc. 是 ECS 的全資子公司。

ECS 的有價證券借貸市場是由美國證券交易委員會(SEC)所監管的另類交易系統(ATS)。OCC 除了為 ECS 的證券借貸市場提供集中清算服務外，也保證所有交易的洗價及相關費用(Rebate)的支付。作為 ECS 交易的集中借貸對手，OCC 操作如下：

- A. 以匿名交易方式擔任出借人的借券方及借券人的出借方。
- B. 保證在股票借貸交易結束時透過美國存管信託公司(DTC)移轉股票及現金。
- C. 保證每日洗價及相關費用(Rebate)的支付。

# 捌、市場監視制度

## 一、集中市場監視組織架構及業務職掌

### (一) 監視組織架構

#### 1. 紐約證券交易所

紐約證券交易所為聯邦政府指定之自律組織，由紐約證券交易所法規公司 (NYSE Regulation Inc.) 負責監督其市場，其主要責任為股票監視，另由美國金融業監管局 (Financial Industry Regulatory Authority, FINRA) 監視所有紐約證券交易所之證券商，以檢視其是否遵循紐約證券交易所、證管會與其他聯邦管理之要求。紐約證券交易所法規公司及 FINRA 負責對違法事件之偵測、調查、以及對會員及其所雇員之處份，進一步的調查則轉送美國證券管理委員會(下稱證管會)。

紐約證券交易所法規公司共分為 3 個部門：

- (1) 市場監視部(Market Surveillance Division)，負責監視紐約證交所上市證券的交易，以確保相關法律規定之遵循。
- (2) 執法部(Enforcement Division)，負責調查並起訴透過紐約證交所系統或設施所進行的違法或違規交易。
- (3) 上市公司司法規遵循部 (Listed Company Compliance Division)，包括了財務遵循及公司治理兩大部分。財務遵循檢查上市公司申報的財報，確定上市公司符合繼續上市之規定。公司治理包括了普通股報酬計劃及公司治理標準等。

#### 2. 金融業監管局(FINRA)

為全美國最大的證券商主管機關，於 2007 年 7 月透過整合證券商公會(NASD)以及紐約證券交易所的證券商法規、執法以仲裁等部門而成。FINRA 有 15 個辦公室分散全美，截至 2023 年底統計，員工超過 3,600 名員工，負責監管超過 62 萬登記註冊的經紀人，3,400 家以上的證券公司，15 萬家分公司。FINRA 在 2023 年時執行了 610 件懲戒案，另移送 620 件詐欺及內線交易之案件。FINRA 的使命為公平及有效的執行聯邦證券法規。聯邦法賦予 FINRA 處罰證券商及證券從業人員的權利，可以對違規者處以罰款、暫時停止執行職務甚至禁止從事證券業，目前負責監督上市及未上市權益證券店頭市場、公司債券及固定收益商品等交易，另依據管理服務協議(Regulatory Services Agreement, RSAs)，由 FINRA 替 NASDAQ Group、NYSE Group、DIRECT Edge、ISE 等交易所執行市場監視業務。FINRA 下設專責小組，負責所有市場( Nasdaq, NYSE, NYSE Amex, OTC/OTCBB, Pink Sheets , Corporate Debt ) 詐欺及內線交易之偵測與調

查。目前共有 6 個小組，計 6 個小組負責人及 30 名分析師負責內線交易之查核。FINRA 使用 SONAR 監視系統，具整合新聞及異常價量之功能，可自動警示可疑交易案件，使用之參數如潛在獲利、超額市場報酬、日內波動度、異常成交量、成交量趨勢、價格、價格趨勢、與大盤比較、新聞重大性、市場對新聞之反應、過去一段期間之最高與最低價量、交易頻率、市場流動性、IPO 等。

當系統發現異常交易時，FINRA 有權要求其會員證券商、上市公司提供資訊配合調查，通常要求之資訊如交易人資料、交易明細、交易策略或動機之說明、開戶文件、委託書、電話紀錄、相關會議說明等。FINRA 進行初步調查後若發現涉及違法，將進一步轉呈 SEC 辦理。

### 3. 美國證管會

美國證管會於 2010 年在執法部門(Division of Enforcement)成立市場舞弊查核小組 (Market Abuse Unit)，共有 8 個辦事處、60 個成員，7 位產業專家，專責於市場大規模且有組織的內線交易及操縱等不法交易查核，同時也成功與國際間查核不法交易相關單位合作，打擊跨國不法交易案件，近年查核較著名的不法交易案件包括西班牙桑坦德銀行分析師涉嫌內線交易案、中海油千億併購加拿大能源公司內線交易等。另於執法部門下新設分析與偵查中心 (Analysis and Detection Center)，延攬市場專家以協助執法人員調查大規模且複雜的金融舞弊案件。

## (二) 監視制度

美國 1934 年證券交易法第 9 條第(a)項為反操縱條款，內容主要包括禁止於證券市場虛偽買賣，造假及影響、炒作股價等行為。其次在同法第 10 條第(b)項中亦禁止任何違反證管會規章的操縱或詐欺之手段或籌謀。而證管會據此在證管會規則第 10 條第(b-5)項中規定「在買進或賣出任一有價證券時，使用任何手段、權謀或計劃從事詐欺、對一重大事實作任何虛偽陳述或避免陳述重大事實……從事任何足以構成詐欺之行為、實務或商業活動者，均屬非法」。

在內線交易方面，美國即以 1934 年證券交易法第 10 條第(b)項以及證管會規則第 10 條第(b-5)項之「反詐欺」條款，作為規範證券內線交易之依據。而以美國商品交易法第 9 條第(d)項及第(e)項，規範期貨之內線交易。另於 1992 年修正期貨交易執行法，擴大內線交易防制之適用範圍。

### 1. 線上監視作業

紐約證券交易法規公司之股票監視 (Stock Watch) 負責交易廳交易之即時監視，此系統設計偵測個別股票交易之異常，特別是股票價格與數量變動之不正常改變，股票監視係運用基於每一股票歷史交易資料 (此交易資料每天重新

計算)之電腦程式，此程式包括每一股票交易量與價格典型範圍之參數，致使對每一股票皆有獨特之標準。

當交易進行時，穩定之資料從綜合行情表(Consolidated Tape)傳送至股票監視(Stock Watch)系統，使電腦可連續對紐約證券交易所上市股票發生之情形，與該股票正常範圍活動作比較，當交易活動超過之正常之參數時，此系統程式設計以顯示該股票，並提醒持續監視螢幕之股票監視人員注意，監視人員須即時分析此不正常活動是否有滿意之解釋，並對是否與上市公司接觸或建議暫停交易等作出決定，而此事件亦可能提交分析師作進一步分析。

藉由他們的電腦，股票監視之線上分析師可快速搜尋許多主要資訊服務公司之資訊，以合理說明一股票行為，例如股票活動係對該公司剛宣布獲利情形或可能合併新聞之合理反應，而市場監視部之離線分析師調查在重大價格變動前，是否有不正常交易，此舉能指出可能內線交易活動或資訊之洩漏。

## 2. 離線監視作業

股票監視(Stock Watch)為維護紐約證券交易所上市證券公正性之重要工具，其使用電腦化系統以自動顯示任一上市證券不正常數量或價格變動，幫助交易所提防操縱(Manipulation)與內線交易(Insider Trading)。

大部分數量、價格變化可以公司消息、產業趨勢或國家經濟因素解釋，但在無明顯合理解釋時，紐約證券交易所法規公司將著手調查，其調查先與公司聯絡，以瞭解是否有任何未發布之資訊，同時監視部人員進行電子稽核追蹤(Electronic Audit Trail)以重建發生交易之每一筆明細，而重建執行時間(Time of Execution)有助於紐約證券交易所法規公司查核人員查看是否有任何會員券商於交易中係屬明顯集中。

由於不同的交易平台留存不同的交易軌跡，市場的分割(Fragmentation)可能使管轄機關必須花費時間整合交易資料，無法及時地因應。為此美國於2012年7月11日通過Rule 613全國市場系統計畫，將建立足以追蹤所有美國上市權益證券及其選擇權之委託、刪除、修改、成交等資料的合併查核軌跡系統(Consolidated Audit Trail, CAT)，未來證券商將負申報資料之義務。

## 3. 不法查核作業

若決定調查者，下一步為與證券商聯絡，由於交易所之交易資料中，並無記錄投資人買賣明細，因此調查階段第一步驟，即要求買賣較多之證券商填寫藍色表單(Blue

Sheet)，其內容包括在證券商買賣該股票投資人買賣明細，及其個人姓名、地址等相關資料，證券商完成該表單後，即以電子郵遞方式傳遞交易所法規公司，交易所法規公司將所獲得涉及交易之客戶姓名自動與上市公司管理人員、董事，暨公司與非公司之其他內部人比對，以發覺任何可能之關聯或資訊違法之流出，此任務係以自動搜尋與比對(Automated Search and Match)系統執行，其包括 800,000 個管理人員、律師、銀行與會計師姓名，加上接近 80,000 家公開發行公司與 30,000 家公司子公司之管理人員、董事公開人物檔，客戶與交易資訊亦以地區集中性分析，並與紐約證券交易所上市公司及證券商提供之姓名與時序事件比對。

### (三) 跨市場監視制度

美國為目前世界上跨市場監視制度推行歷史最早，且甚具成效的地區。1981 年由美國地區為主的證券交易所創立了「跨市場監視組織 Intermarket Surveillance Group (ISG)」，其主要目的乃為滿足在日漸茁壯的市場裡相關金融商品的資訊分享需求。時至今日，ISG 的會員已包含北美、亞洲及歐洲等地的證券、期貨交易所，所有成員為了有效地維護證券期貨市場的秩序而努力。

ISG 現階段有 63 個會員，名單如下：

Members (60)	
Athens Exchange Group	London Stock Exchange
Australian Securities & Investments Commission (ASIC)	Long-Term Stock Exchange
BOX Exchange LLC	MEMX LLC
Borsa Istanbul	MIAX Emerald LLC
Borsa Italiana	MIAX Pearl LLC
Bourse de Montreal Inc.	Miami International Securities Exchange LLC
Bursa Malaysia	Minneapolis Grain Exchange LLC
Cayman Islands Stock Exchange	NASDAQ BX Inc.
Cboe BYX Exchange Inc.	NASDAQ Copenhagen A/S
Cboe BZX Exchange Inc.	NYSE American LLC
Cboe C2 Exchange Inc.	NYSE Arca Inc.
Cboe EDGA Exchange Inc.	NYSE Chicago Inc.
Cboe EDGX Exchange Inc.	NYSE National Inc.
Cboe Europe B.V	NZX Limited
Cboe Europe Limited	Nasdaq GEMX
Cboe Exchange Inc.	Nasdaq Helsinki Ltd.
Cboe Futures Exchange LLC	Nasdaq ISE
Chicago Board of Trade	Nasdaq Iceland HF
Chicago Mercantile Exchange	Nasdaq MRX
Dubai Gold and Commodities Exchange	Nasdaq PHLX LLC
Eurex Deutschland Eurex Frankfurt Financial Industry Regulatory Authority	Nasdaq Stockholm AB
	National Futures Association

Frankfurt Stock Exchange Deutsche Boerse AG	National Stock Exchange of India Limited
Hong Kong Exchanges & Clearing Ltd.	New York Mercantile Exchange Inc.
ICE Futures Europe	New York Stock Exchange LLC
ICE Futures U.S. Inc.	North American Derivatives Exchange
Investment Industry Regulatory Organization of Canada (IIROC)	Oslo Bors ASA
Investors Exchange LLC	Singapore Exchange Regulation Pte Ltd.
Japan Exchange Regulation	The NASDAQ Stock Market LLC
KalshiEX LLC	The Nigerian Stock Exchange
Korea Exchange	The Small Exchange
London Metal Exchange	

一般而言，ISG 每年舉辦 2 次會議，且只允許其會員組織、準會員組織、紐約證券交易所電腦子公司(SIAC)，與適當的政府主管機關，如美國商品期貨交易委員會(Commodities Futures Trading Commission, CFTC)、英國金融服務管理局(FSA，現為金融行為監管局)及美國證券管理委員會 Securities and Exchange Commission，和國際性的專業機構如國際證券管理機構組織(International Organizations of Securities Commission, IOSCO)等所選派出之代表參加，而其代表亦均必須是屬於有關市場監視作業執行的資深人員。

### 1. 證券與其衍生性商品之跨市場監視制度

在美國地區，紐約證券交易所與 AMEX、BSE、CBOE、CBOT、CME、CSE、MSE、NASD、NYSE、PSE、PHLX 等 11 個，涵括全美各地的主要證券、期貨及其衍生性商品市場間，均設置有 Inter-market Surveillance Information System(ISIS)電腦連線系統，藉以隨時監視所有市場的異常交易，並蒐集相關資料，進行必要之互補性研判及合作。

### 2. 跨市場監視資訊之分享

美國與外國之主管當局(含交易所在內)相同，均透過許多管道以取得證券及期貨市場資訊之分享，在某些情況下，主管當局僅非正式地以電話或函件要求外國對等單位提供其所需資訊，另外，為了表明交換資訊的意願，並使提供之有價證券及期貨法規資料、相關協助予外國對等單位時於法有據，亦可藉由正式的資訊分享協議備忘錄 Memoranda of Understanding (MOUs)交換資訊，這些 MOU 大多是兩國間之雙邊協議，美國是包括 ISG 等許多雙、多邊協議的主體之一。期貨的主要多邊協議則為國際期貨市場及結算組織合作與管理宣言，此宣言之簽字交易所多為期貨交易所與選擇權交易所，但日本東京及大阪證券交易所因為交易 TOPIX 指數期貨及日經 225 及 300 指數期貨，亦有參與簽訂。

至於紐約證券交易所則係為 ISG 的基本成員，ISG 除提供資訊分享及協調各市場管理機構的執法外，同時也提供一般法規資訊與討論的機會，藉以加強其參與會員交易所等間，能夠發揮市場法規有關管理權責的能力。其次，紐約證券交易所與世界多個非 ISG 成員交易所(如我國)間，亦簽署有證券或期貨等市場監視資料分享之相關協定。

據瞭解，經由 ISG 與美國主要證券暨期貨交易所會員組織，進行例行性跨市場監視資訊分享、交換的連結作業以來，基本上 ISG 會員交易所已經能夠對 Front Running(搶先交易)、Inter-market Short Squeeze(跨市場軋空)、Capping and Pegging(臨收作價及釘住價格)、Price Manipulation(價格操縱)、Insider Trading(內部人交易)、Mini Manipulation(小型操縱)等六種市場間產生的違法交易型態，予以明確定義與區分，且針對各參與會員組織間，就此類例行性監視管理機制執行中，個別所應負權責範圍及角色位能等，建立適當、密切之分工合作關係。

(四) ” Ask Market Surveillance” 系統於 2006 年 2 月中正式啟用紐約證券交易所的證券商、其具交易相關職責之員工，以及法務部門，自 2006 年 2 月中起能從” Ask Market Surveillance” 系統查詢部分監視相關資訊。該系統結合了兩個主要的功能：

- 能容易地在線上取得紐約證券交易所交易法規。
- 能向紐約證券交易所法規公司市場監視部門提出更近一步問題。

” Ask Market Surveillance” 系統採用了功能強大的搜尋引擎，能同時彙整交易所提供之資訊如法規、資訊備忘錄、證券商教育訊息、證券商手冊及問題集等。然而，並不是所有的問題都能以既有的資訊來回答，因此使用者亦能將問題經由本系統傳遞至市場監視部門，市場監視部門將視問題複雜度盡速回覆發問者。至於具有時效性的問題，仍建議發問者利用電話或當面向市場監視部門詢問。” Ask Market Surveillance” 系統亦結合了以下特色，讓使用者更能簡便使用：

1. Hot Topics: 讓使用者注意到最新法規修訂及最新出版訊息。
2. Email Notification: 主動以電子郵件發送使用者，提醒所問之問題已得回覆。
3. Special Notice: 使用者登入時，系統會直接以新開視窗提醒注意最新消息。
4. Availability from the Floor: 在交易場內有權限使用 Electronic Filing Platform(EFP) 電子平臺的證券商亦可使用” Ask Market Surveillance”。

Availability from Upstairs Compliance Offices: ” Ask Market Surveillance” 系統是經由網際網路的 EFP 電子平臺傳送，因此大部分的證券商都有使用權限。

## 二、店頭市場監視制度

### (一) 監視作業

<sup>135</sup>近期 NASDAQ 對證券市場交易的監視高度重視程式交易和高頻交易等市場不法交易類型，伴隨著價格和成交量的波動，容易使投資大眾產生對市場失去秩序的觀感，故監管機構越來越注重自動化交易系統的採用，且由於跨市場及各類金融商品彼此的交易追蹤越趨複雜，跨商品及監管法規的監理對執法者來說是日益艱難的挑戰。NASDAQ 的監視採用及時且跨資產的系統平臺，使第一線監視單位及時監控可能異常的交易活動，並包含各種基於交易規則的算法提出異常警報功能，這些算法能夠根據法規的參數值來識別交易模式，提供跨所有交易系統和資產類別的監控，涵蓋股票、期貨、期權以及固定收益商品工具交易以及場外交易。

NASDAQ 採用自行開發監視系統 SMARTS Market Surveillance，並銷售至全球多個交易所及監理單位，該系統特色為提供一個強大的平台來管理跨市場、跨資產之監控。該系統提供視覺化工具通過將復雜信息分解為單個快照圖，簡化了監控過程，為分析人員集中調查提供了明確的指導，將實時和歷史數據與檢測模式關聯性分析，以確保及早發現可能潛在違反交易或監管者交易規則和做法的異常交易模式。

#### 1. 線上監視

監視重點於觀察市場上每一股票之交易價格與成交量是否有劇幅波動之情形。線上監視並無特定數量化標準，系統可在線上監看每一筆交易的成交及委託狀況，一旦發現異常的交易數量或價格時，監視工作站中的分析師會立即進行深入分析，必要時對造市商、會員或公司的主管、經理人進行電話查詢或問卷了解，以確定是否合理的市場交易或不尋常的交易行為。

#### 2. 離線作業

監視分析人員於每日交易時間結束後，分析當日交易資料，篩選出當日價格變動幅度超過可容忍變動幅度者，印出須調查追蹤之有價證券名單。第一階段調查公司是否有企業重大活動之傳聞或新聞，如仍未能查明原因時，則展開第二階段。

第二階段為分析專業會員券商之動態及投資人之買賣、方式等。藉此找出該股票集中於何券商交易，令其提出該種股票買賣記錄及客戶之買賣明細表以供調查分析。對每日、每週、及每月的交易型態進行整合分析，對於重大訊

<sup>135</sup> 有關美國證券市場監視組織架構請參考「集中市場監視組織架構及業務職掌（一）監視組織架構乙節」

息揭露前不尋常的成交量，非企業重大活動所能解釋的大漲、大跌或不合理的成交量…等均是分析人員須加以整合解釋的交易狀況，交易人員會對股票設定次日波動標準以資觀察。並對所有上櫃股票 60 日內之交易情形作統計及分析，故分析師可立即發現異常交易情形並查核所有相關造市者之報價活動，另外，NASDAQ 亦要求上櫃公司透過報章媒體等充份揭露關於影響公司及投資人的重大訊息，不論是正面或負面的消息，若因涉及發行公司內部人或一般投資人時，因 NASDAQ 的管轄所不及，進行深入調查之工作則呈送證管會處理，證管會自行採取行動或配合司法機關進行偵辦，NASDAQ 則在民事或刑事上，與證管會、調查局、國稅局 (Internal Revenue Service, IRS) 或各州證管會分支機構等配合，對案件及其交易亦持續地追蹤研究。

### 3. 不法交易查核作業

根據已能充分掌握證據之強弱，持續蒐證之難易及必要性，判斷何者較能取得勝訴之可能，是否值得持續調查。不法交易進行深入調查之工作則呈送證管會處理，證管會自行採取行動或配合司法機關進行偵辦，NASDAQ 則在民事或刑事上，與證管會、調查局、國稅局 (Internal Revenue Service, IRS) 或各州證管會分支機構等配合，對案件及其交易亦持續地追蹤研究。美國聯邦證券交易法第二十一條賦予美國聯邦證管會準司法權，證管會得進行必要之調查，而證管會之任何委員或其指派之任何官員，有權辦理宣誓及具結、傳喚證人、強制拘提、搜索證據等權力，當事人如拒絕傳喚，證管會得經法院之命令令其到場或提出證據，否則以藐視法庭罪處分。

## （二）處置措施

### 1. 暫停交易

在某些情況下，即公司揭露的訊息屬於重大事項，惟為避免資訊之散播有快有慢，部份對訊息敏感之市場人士先利用該消息獲利，致對一般投資大眾不公。為確保資訊流通，要求各上櫃有價證券之發行人，必須即時公佈重要資訊，而且此種公佈不僅必須利用大眾傳播媒體予以公佈，且必須在 NASDAQ 中予以公佈。但僅公佈重要資訊，在事實上並不足以保障投資人之權益；因為如果投資人在資訊公佈後卻無暇予以分析，則此種公佈便不具有意義。因此為保障投資人，乃規定當發行人透過 NASDAQ 公佈重要資訊時，相關之上櫃有價證券的交易必須暫停，使投資人可以有機會分析其中之含義，並評估該等資訊對市場之可能影響。協會會在下列情形發生時，可以暫停該證券之交易：

- (1) 該證券之重大訊息公開散佈期間。
- (2) 該證券上市之證券交易所為便利重大訊息之散佈暫停其交易時。

至於何種資訊屬發行公司重大訊息須要公開甚至暫停交易，一般而言，凡足以影響公司財務狀況之事項，均屬重大訊息，包括：

- (1) 購併案或合資案。
- (2) 股票面額降低（總資產不變，但股份總數增加，例如將每股面額 100 元股票分割為二股，每股 50 元）或分發股利。
- (3) 不合營業常態之盈餘及股利。
- (4) 重要合約之取得或喪失。
- (5) 新產品或新發明。
- (6) 經營權之重大變更或公司控制權之變更。
- (7) 庫藏股票之行使（股東請求公司買其持股，公司資本將因而減少）。
- (8) 買賣公司重要資產。
- (9) 重大勞資爭議。
- (10) 制定買回自有股份之計劃（按公司買回自己之股份會影響公司財務甚或資產結構）。
- (11) 提出購買他公司股份之要約。
- (12) 依法應向證管會申報之事項（按依法應向證管會申報之事項，多為足以影響投資判斷、市場公平交易之事項，應屬須公開之重大訊息）。

## 2. 警告證券商

## 3. 停止會員權

### (三) 跨市場監視制度

#### 1. 跨市場監視小組(Intermarket Surveillance Group)

ISG 由美國主要證券交易所於 1981 年創建，以滿足這些市場共享有關證券相關產品的資訊以進行日常市場監視的需求。1990 年開放允許期貨交易所和非美國組織加入 ISG，以促進進一步的資訊共享，發展至今，ISG 已經發展到包括北美、澳大利亞、亞洲、中東、南亞和歐洲的交易所加入，這些交易都有確保證券和衍生性金融商品市場得到有效和有效監管的共同利益。

#### 2. 跨市場財務監視小組(The Intermarket Financial Surveillance Group)

跨市場財務監視小組成立於一九八八年，提供一個協調的機構，以應付期貨市場及證券市場有關的財務監視問題。跨市場財務監視小組成員包括大多數之主要期貨及證券交易所以及全國期貨公會和全國證券商公會。跨市場財務監視小組成員已同意分享有關該小組共同定義的高風險會員

公司的財務資訊。亦同意一旦被要求將提供有關該高風險公司之資本、分離保管的客戶款項、保證金、流動問題、綜合帳戶以及/或持有的經紀商和付款/收款的資料。

## 玖、集中保管

美國證券市場之集中保管機構為 The Depository Trust Company (簡稱 DTC)，設立於 1973 年，是在美國 SEC 登記之合法結算機構，該公司依據紐約州銀行法，以有限目的信託公司組織，向政府當局申請開業，並為聯邦儲備制度之成員。DTC 在 1999 年 9 月與 NSCC 合併，成為美國證券保管結算公司 (Depository Trust and Clearing Corporation, DTCC) 百分之百擁有之子公司。DTC 主要係提供 NSCC 淨交割部位 (證券商間交易後之交割) 之款券交割作業、法人機構交易後之款券交割作業 (保管銀行及證券商間款券之交割)、貨幣市場之交割作業、以及有價證券保管作業。

美國證券存托與清算公司 (DTCC) 成立於 1999 年，由美國存管信託公司 (DTC) 和美國證券清算公司 (NSCC) 整合而成。發展至今，幾乎全美所有的股票交易、公司和政府債券、抵押支持證券、貨幣市場工具和場外交易衍生品等，都交由 DTCC 子公司來負責進行清算和結算。除此之外，DTCC 還可為股票、公司政府債券、交易所交易基金、貨幣市場工具和其他類型證券提供證券保管和財產服務。

2012 年 12 月 DTCC 向業界公布將強化美國金融市場有關日中交割最終性計畫，提議在未來五年內針對股票、公司債與地方政府債之交割進行重大的結構性調整。該公司所提出之加強措施包含四大範圍：交割比對、連續淨額交割 (CNS)、提升貨幣市場工具 (Money Market Instruments, MMI) 交易之日中最終性、縮短交割週期。

DTCC 為因應金融危機，在 2013 年 8 月 7 日發表「系統性風險白皮書」，其中提及許多可能影響業界為防範未知的金融體系新威脅之新興趨勢。該白皮書以 DTCC 最近的系統性風險調查結果為基礎，概述全球證券業的主要系統性風險，扼要說明 DTCC 在監控並降低系統性風險的角色，以及將美國與歐洲主管機關用以降低前揭風險的最新舉措納入其中。報告內容的重點如下：

1. 網路安全：包括分散式阻斷服務 (Distributed Denial of Service) 攻擊的威脅、保存交易紀錄系統面臨的攻擊，及內部系統遭到威脅以致受管制的、機密的或重大非公開的資訊洩漏之風險。
2. 新法規的影響：新法規雖立意良好，但其適用範圍與複雜度，可能導致出乎意料的後果，或衍生新風險。
3. 交易對手風險：業界仍在持續爭辯「大到不能倒」的問題是否已獲充分解決。目前美國各大銀行仍掌控了金融產業絕大部分的資產，而且只由少數銀行提供某些重要服務。
4. 擔保品風險：包括未來短缺優質擔保品的潛在風險、順應景氣循環對擔保品規定可能的影響，以及對擔保品管理的營運挑戰。
5. 互連性風險：金融機構與基礎設施間的相互連線，形成在法律、信用、流動性與作業風險上相互依賴的複雜關係，可被視為系統性風險的來源之一。

DTCC 於 2013 年 10 月收購 Thomson Reuters 所持有之 Omgeo 股權，DTCC 因此擁有 Omgeo 公司 100%，此項併購的目的是加強投資管理、經紀/交易商和保管銀行之間的合作，進一步降低風險和成本，適應全球交易後處理作也和監管的演變。收購完成後，Omgeo 將變成 DTCC 的全資子公司，此一收購使 DTCC 能夠成為一個全球性的交易後結算交割作業平台。預期結合 DTCC 在歐洲設立的結算所 EuroCCP、DTCC 建立服務全球市場的全球交易報告資料庫，使 DTCC 邁向全球性的後台交割佈局。

DTCC 在 2014 年 1 月 22 日發表「擔保品管理的趨勢、風險與契機」(Trends, Risks and Opportunities in Collateral Management)白皮書，說明新的金融法規與規定，將造成全球擔保品需求量成長近 10 倍，所以在保證金管理層面，將會面臨成本、風險與作業等挑戰，呼籲各國金融機構共同合作，解決因對擔保品高度需求所產生的問題。DTCC 為降低擔保品風險，DTCC 與 Euroclear 於 2014 年 10 月在英國成立合資公司-- DTCC-Euroclear Global Collateral Limited，以簡化保證金交割流程，提升全球證券擔保品的運用。

DTCC 在 2015 年完成了包括改善貨幣市場商品 (Monry Market Instruments, MMI) 交割系統以降低風險、標準化投資人在不同證券商間匯撥資產之程序與改善股務作業系統等作業，並持續推動交割時間由 T+3 日縮短為 T+2 日。

DTCC 持續研究金融科技，2016 年 1 月 25 日發表「擁抱變革」(Embracing Disruption)白皮書，對於區塊鍊技術的發展提供意見。此外，DTCC 亦投資區塊鍊新創公司 Digital Asset Holdings，並加入超級帳本計畫 (Hyperledger Project)，以推動金融科技的發展。

2017 年 DTCC 已完成概念驗證，透過分佈式分類帳技術 (DLT) 來改進美國國庫券和附買回交易處理流程。DTCC 與 DLT 開發商 Digital Asset 已經證明在以當日證券淨現值完成附買回交易作業。該項目允許 DTCC 在某個時間點計算即時淨結算金額，並將其記錄在 DLT 中。隨著第一階段的完成，DTCC 和 Digital Asset 將在第二階段成立關係人工作小組，由市場參與者組成，此市場每天有 3 兆美元的美國附買回相關交易。

美國證券交易委員會 (SEC) 已經核可了美國證券存託公司 (DTC) 及固定收益結算公司 (FICC) 和美國證券結算公司 (NSCC) 提交變更規則的需求，以因應新的結算機構風險管理制度。新的管理制度由 DTCC 母公司總檢察署 (GCO) 負責，定義每個結算機構業務規範，包含：全面管理法律、信用、流動性、營運、一般業務、投資、保管和其他相關衍生風險。對每一項業務，維護一個完整、明確、透明和可執行的法律依據；與結算機構、金融市場設施與交易市場之間的相關業務連結，要有識別、監測和管理風險的能力。

2017 年 3 月，DTCC 推出「數據服務」(DTCC Data Services)，提供參加入客製化的數據，包含金融市場各項資產的交割結算實際數據，作為市

場資訊供應商。DTCC 提供加值運用服務，包含流動性分析、產業分析、監理規範、風險管理、投資查詢與宣告事項等六大構面的數據加值服務。

DTCC 於 2018 年 12 月 12 日宣布，與開發數據中心智能自動軟體的領導業者 Xceptor 合作，協助客戶能夠在 DTCC 的全球交易資訊庫(Global Trade Repository, GTR)中利用 Xceptor 的資料處理轉換服務，以進行證券融資交易監管，並幫助客戶標準化數據，提高數據的完整性與正確性，大幅降低企業的作業成本。透過雙方合作，企業可以利用內部與外部的參考數據豐富相關交易報告，並且在原本的工作流程中就可以管控異常狀況，有利於及時的差距分析(gap analysis)和測試。

DTCC 負責全美股票和債券交易的結算和清算，2018 年宣布，要用區塊鏈來處理他們高達 11 兆美元的信用衍生性商品，IBM 將協助 DTCC 將處理這些信用衍生性商品的金流系統，搬上新創公司 Axoni 基於 R3 聯盟所建造的區塊鏈平臺上。DTCC 的執行長 Chris Childs 表示：「我們相信我們內部省下的成本會平衡整個計畫，這也會替整個產業省下更多的錢，預估這會影響一個又一個的機構。」

DTCC 2019 年 2 月 12 日發佈白皮書《DLT 網路的安全性》，該白皮書建議創建一個全面針對 DLT(分散式帳本技術)的安全性框架，並建立行業協會，以研究該行業的標準和指南。白皮書指出，目前金融服務 DLT 的特點，是零散的標準和針對特定技術安全風險的指導，DLT 可為多個參與者，提供廣泛的價值，特別在加強身分措施、改善資訊保存和資料完整性、增進效率、增強營運能力和適法性。然而，伴隨這些好處而來的是新的風險，需要更好的標準來確保 DLT 的操作性，以達成共識，有效的治理以及強大的數位身分管理。

2019 年 3 月 DTCC 發布了代幣化證券之交易後端作業處理指導準則(post-trade guidelines for tokenised securities)，希望提升此新資產類別之安全性與市場信心。這些準則為監管者及其他市場參與者制定了白皮書，明定交易後端為強化代幣化資產平台安全性而應盡之職責。準則內容包含加密類資產交易後端服務之法律基礎、明確之管理結構、危機處理與最終結算程序，並示範說明了平台回復力，及在發行、保管與資產服務等層面之能力。

2019 年 6 月，DTCC 與 Catena Technologies、Compliance Solutions Strategies (CSS) 及 Finastra 等三家監管科技廠商合作，相互支援彼此的客戶，利用 DTCC 的全球交易資訊庫(Global Trade Repository, GTR)作證券融資交易規範(SFTR)規定之申報。2018 年 DTCC 已與一些科技廠商合作，讓其提供支 SFTR 報告服務有更多元的管道。已合作的對象包含：Broadridge、EquiLend、FIS、IHS Markit、Murex、Trax、RegTek.Solutions 及 SimCorp 等公司。

2021 年 9 月，DTCC 宣布以 DLT 縮短結算周期為 T+1。2023 年 2 月，SEC 宣布 2024 年 5 月 28 日為美國 T+1 結算的實施日期。

2024 年 5 月 28 日，美國 T+1 結算正式實施，T+1 新規將適用股票、債券、市政證券、ETF、部分共同基金、交易所買賣的有限合夥公司等，但匯市仍維持 T+2 規定。SEC 表示，縮短結算規定將有利市場，讓資金流更具彈性與即時。

2024 年 5 月，DTCC 與 Euroclear 和 Clearstream 合作發布「Digital Asset Securities Control Principles」白皮書，公佈數位資產證券化控制原則，為數位資產提供標準框架，透過識別 30 種具體風險和 50 個控制措施，確保數位資產的環境與傳統證券一樣安全穩定。

2025 年 2 月，DTCC 推出數位代幣整合平 ComposerX 台，用於管理數位資產在發行、配發、服務與報告等整個生命週期，以達到加速跨金融領域對數位資產的採用。

## 一、集中保管機構概況

集中保管機構 DTC 針對來自美國及其他 139 個國家或地區，一天處理超過 1 億筆交易。DTCC 亦為其集中保管事業開拓新局，跨足基金產業、OTC 衍生性商品及保險事業之後台服務。

以下就說明 DTC 概況：

(一) 組織型態：公司制

(二) 資本額：2024 年底，DTCC 公司之實收資本額為 907,656 仟美元。

(三) 股東成員：DTC 為 DTCC 百分之百擁有之子公司。

(四) 成立法源：

DTC 係依紐約州銀行法成立，具特定目的之信託機構，證券交易法第 17A 章亦明文規定 DTC 為合法之清算保管機構。亦即 DTC 的業務適用法源，在結算公司方面，是依據紐約州商業法；在交割機構業務方面，則是依據 1934 年通過的聯邦證券與交易法第 17 條。因此紐約州政府金融廳與聯邦政府證券管理委員會 SEC，都是 DTC 的主管與監督機關。

(五) 業務項目：

1. 有價證券集中保管及資產服務 (Custody & Safekeeping Services)
2. 有價證券買賣交割服務 (NSCC's Net Settlements)
3. 機構法人交割服務 (Settlement for Institutional trades)
4. 股東權利之代理行使 (Proxy Services)
5. 股利轉投資 (Dividend Services)

6. 同日款項支付系統 (Same-Day Funds System)
7. 國際稅務服務 (Withholding Tax Services)
8. 直接登錄系統 (Direct Registration System ; DRS)
9. 限制性移轉股票處理 (Restricted Securities Family of Services)
10. 初次發行相關服務 (Underwriting Services)
11. 送存及領回服務 (Deposit & Withdrawal Services)
12. 公司重整相關服務 (Reorganization Services)

## 二、參加人結構

### (一) 種類功能：

1. 證券商
2. 國內結算機構及其會員
3. 銀行或信託公司或其分支機構
4. 保險公司、投資公司或退休基金或勞工福利基金

### (二) 資格條件：

DTC 之參加人必須符合下列任一資格：

1. 依證券交易法成立之國內結算機構
2. 國內結算機構之會員
3. 提供證券質押或轉移服務之公司
4. 銀行或信託公司或其分支機構
5. 保險公司
6. 投資公司
7. 退休基金或勞工福利基金
8. 其他經董事會核可者

當符合上列條件之機構提出成為 DTC 參加人申請後，DTC 將審核申請者是否符合 DTC 所要求之財務業務標準，及申請者之資本適足率、財務狀況申報、帳目維護、業務人員之專業能力及公司設備是否符合聯邦及地方法律之規定。成為 DTC 參加人後，也受到 DTC 對其財務能力及業務狀況持續不斷之監管。

## 三、保管作業

### (一) 保管標的及其發行形式

DTC 保管之有價證券包括：

1. 在 NYSE, AMEX, NASD 及其他證交所掛牌交易之普通股及特別股
2. 掛牌及未掛牌之公司債
3. 地方政府債券
4. 國庫券及聯邦政府債券
5. 認購(售)權證
6. 存託憑證

7. 基金
8. 定存單
9. 國際債券
10. 商業本票及其他貨幣市場工具
11. 部份加拿大普通股及特別股
12. 資產證券化商品權利證書

可由 DTC 保管之有價證券需符合下列至少一項資格條件：

1. 依 1933 證券交易法在美國 SEC 登記之有價證券。
2. 不受證券交易法限制其所有權或轉移之有價證券。
3. 符合 DTC Rule 144A 或 Regulation S 之有價證券。

## （二）保管方式

DTC 採混藏保管及分戶保管二種。目前 DTC 保管之有價證券約 350 萬檔，其中包括股票、公司債、地方政府債券、短期票券及商業本票等。DTC 並積極處理其庫房保管之無股務機構辦理股務事務之證券，且已獲得美國 SEC 核准，可將參加人已移除之該類證券逐張掃描並永久保存檔案後，銷燬實體，藉以提高庫房之使用效率。

此外，發行公司股務機構之庫房設備若達一定標準，則股務機構可分擔 DTC 庫存保管作業，即由股務機構保管登記於擬制人 Cede&Co.名義下之股票，股務機構每日並透過電腦系統與 DTC 核對保管餘額。由於股務機構可分擔 DTC 庫存保管作業，同時股務機構將 DTC 送交證券掃描存檔後予以註銷後重新合併印製以 Cede & Co.為名義持有人之大面額新證券，使得整體保管作業有效降低實體股票。

DTC 為達到「不移動化」(Immobilization) 之目的，可將證券大面額化之後，存於 DTC 的金庫或合作的股票過戶機構處所，並可再透過帳簿劃撥制度及入庫證券掃描後銷除實體證券，達到保管「無實體化」(Dematerialization) 目標。

DTC 為有效管理庫存股票，於 2004 年 6 月 28 日取得主管機關證管會(SEC)之許可，將存放在 DTC 庫房超過 6 年之無股務機構辦理股務事務之庫存證券(Non-Transferable Securities Certificates)先行公告通知參加人限期領回，然後將參加人辦理扣帳之證券逐張掃描並永久保存檔案後，陸續銷燬實體。

## （三）送存、領回作業

DTC 辦理參加人之有價證券送存作業，其種類包括一般送存、限制性送存、股份重整送存、法定送存等方式。參加人將其適格證券存入 DTC 並予以登帳。參加人每日送交之實體證券，由 DTC 依證券別彙整並轉送股務機構檢視無誤後，由股務機構登記至擬制人公司 Cede & Co.名義之下，並由股務機構合併印製以 Cede & Co.為名義持有人之大面額新證券。DTC 每天須與上千家的過戶機構接觸以完成此項作業。參加人亦可以透過 PTS (Participant Terminal System)

系統查詢處理進度。

參加人欲送存有價證券時，將其有價證券分類並裝在不同之信封袋內，送交 DTC。DTC 在收到信封袋後即入帳並原封轉交予股務代理機構辦理認證，通常股務代理公司在收到有價證券後 72 小時內完成認證。

參加人欲領回有價證券時，應向 DTC 提出申請，如果欲領回之有價證券已在 DTC 庫房中且參加人位在紐約市內，參加人在提出申請 45 分鐘後就可自行領取。DTC 也可將有價證券以郵寄方式送交參加人或其客戶（如直接寄送至客戶處，則須附上參加人之公司證明文件）、紐約市以外之參加人通常在次日就可收到。惟 DTC 向參加人收取之領回手續費相當高，以倡導有價證券不移動化。

#### （四）瑕疪及偽造股票之處理

倘股務代理公司在認證過程發現瑕疪證券，將一方面通知 DTC 扣帳，一方面通知參加人收回或更換無瑕疪之證券。倘認證無誤，則換發大面額交付 DTC 保管。

#### （五）有價證券無實體化

DTCC 及美國證券業者亦積極推動有價證券無實體化，現行美國政府公債皆已無實體化，市值 98% 之地方政府債券及 99.7% 公司債採 Book-Entry Only ( BEO ) 之無實體形式存在，唯獨股票部分並未達成全面無實體化。

DTC 於 2012 年發布「強化美國金融市場：針對實體有價證券提出全面無實體之提案，以節省相關成本與降低相關風險」 ( Strengthening the U.S. Financial Markets: A Proposal to Fully Dematerialize Physical Securities, Eliminating the Costs and Risks They Incur ) 白皮書，並於 2013 年提出證券無實體化概念，其目標為於 2014 年擬訂執行計畫。DTC 的提案如下：

- 直接登記系統 ( Direct Registration System, DRS ) 計畫：凡是新上市的證券皆應具備「僅以聲明形式存在」的資格，現有證券亦必須轉換為這種聲明式證券。此舉將可降低實體證券的流動，同時有利於使用 DRS 。
- 開放「限制性」 ( Restricted ) 股票使用 DRS : DTC 建議擴大 DRS 之適格證券的範圍，以促使「限制性股票」的無實體化。
- 加速消除無股務機構之證券 ( non-transferable securities ) : 將保存無股務機構之證券的必要年限由 6 年縮短為 4 年。
- 新發行的證券：於發行證券時，免除須以實體證券發行的必要。

DTCC 為朝向有價證券無實體化之目標，現行主要系統，包括：

1. 證券快速自動過戶系統 ( Fast Automated Securities Transfer ; FAST )

DTC 於 1975 年延用至今的 FAST 系統，係將客戶送存之股

票交由股務代理機構將每種股票餘額印成一張大面額股票，並以擬制人名義(Nominee Name)存放在股務代理機構，不需送回 DTCC 保管，並註銷原始送交之股票，以達到證券不移動化之目標。

2. 直接登錄系統 (Direct Registration System ; DRS)

有別於擬制人名義制度，DRS 制度允許投資人以自己名義將股票登錄於發行公司或股務代理機構，投資人勿需再持有實體股票以證明其所有權。發行公司申請成為 DRS 適格證券由 1997 年之 53 家逐步成長。2006 年 7 月，美國證管會(SEC)規範，自 2007 年元月起 NYSE 及 NASDAQ 等交易所於上市規則明訂所有新上市證券須為 DRS 適格證券，至於其他所有證券於 2008 年元月起需成為 DRS 適格證券。

3. 股票網絡系統 NFE (Networking for Equities)

DTCC 將原採實體之限制性移轉股票透過系統轉為無實體化。DTCC 於 2002 年將無實體化之範疇，延伸到限制性股票 (Restricted securities)，推出股票網絡系統 NFE (Networking for Equities) 機制，將長久以來以實體股票發行之限制性股票無實體化。DTCC 提供限制性股票保管機制 (Restricted Deposit Service ; RDS)，使證券業者能將已送存之限制性股票，透過 DTCC 審核，轉換成非限制性股票 (Unrestricted Securities)。此間，DTCC 提供之服務包括：審核轉換成非限制性股票之相關條件及文件、微縮照相實體股票及交付實體證券予股務機構。

## (六) 金庫管理

有價證券被存放於 DTC 建造之特殊庫房，並有 DTC 自己的警衛及以複雜的電子器材為保全監控，另所有有價證券的入出庫，均以微縮影片或光學閱讀器保存，並自動地將證券識別碼(CUSIP 九碼)、股數、證券號碼讀入電腦，因此能追蹤每張有價證券目前狀況是入庫、出庫或送發行機構過至擬制人名下。另為了確保庫存的正確性 DTC 定期內部實施稽核盤點有價證券實體以確保正確，DTC 每年亦會委託會計師事務所對有價證券全面稽核，並將稽核結果直接向 DTC 董事會提出報告。

## (七) 交易資訊儲存庫 (Trade Repository)

美國 DTCC 於 2004 年成立衍生商品服務子公司 DTCC Deriv/SERV LLC，提供衍生性金融商品結算交割自動比對及全球店頭市場衍生性商品交易確認服務。DTCC DERIV/ SERV LLC 除提供場外交易 (OTC) 信用衍生性金融商品交易資訊儲存、交易款項比對、雙邊淨額結算服務，並提供相關資產服務。客戶群來自超過 52 個國家的相關業者，是市場上最大的場外衍生工具交易後服務供應商。美國 DTCC 衍生商品服務子公司 DTCC Deriv/SERV LLC 之下並設立相關子公司：

1. DTCC DERIV/ SERV LLC 設立子公司 Warehouse Trust Company LLC，負責全球交易資料庫 (Global Trade

Information Warehouse)相關服務，是市場上第一個也是唯一提供全球 OTC credit derivatives contracts 的綜合性交易資料庫和電子基礎設施。

2. DTCC DERIV/ SERV LLC 設立子公司 Derivatives Repository Ltd.，總部設在倫敦，提供場外交易的股票、信用、利率衍生性商品、外匯等商品之交易後記錄和報告之資訊儲存庫服務。DTCC Derivatives Repository Ltd.是由英國金融服務管理局（FSA）所監管。
3. DTCC 與 Markit 公司共同成立 MarkitSERV 公司，提供場外交易信貸、股票及利率衍生品的自動比對及確認服務。
4. DTCC 依據 Dodd Frank 金融改革法案（Dodd Frank Act, DFA）與商品期貨交易委員會（Commodity Futures Trading Commission, CFTC）的即時和法定申報規定，自 2012 年 12 月 31 日起開始接收交換合約（Swap Contract）交易商於店頭市場（over-the-counter, OTC）的交易資料。凡是已註冊並從事信用與利率交易的交換合約交易商（registered swap dealers），均將相關資訊傳送至 DTCC 的交換合約資訊儲存庫（swap data repository, SDR），即 DTCC 資訊儲存庫（DTCC Data Repository, DDR）。DTCC 資訊儲存庫 DDR 透過 DTCC 的網站向大眾公布場外信貸合約彙總資訊。
5. DTCC 與歐洲能源交易商聯盟（European Federation of Energy Traders, EFET）旗下獨立子公司-EFETnet 在 2012 年 1 月設立全球首創之店頭原物料（OTC commodity market）交換合約交易登錄資料庫，透過此一平台，市場參與者可向新成立的全球交易資訊儲存庫（Global Trade Repository for Commodities, GTRfC）提交交易資料，亦即參與者只須向單一登錄資料庫提交交易資料，即可完成全球主管機關要求之義務。GTRfC 將提供實體與財務型商品交換合約的資料，於 2012 年 10 月起完成遵循 Dodd-Frank 金融改革法案中關於申報資料之規定：凡屬美國商品期貨交易委員會（Commodity Futures Trading Commission, CFTC）管轄之店頭原物料衍生性商品，均應向交易登錄資料庫申報交易資料。此外，GTRfC 並與市場參與者及全球主管機關合作，提倡單一據點集中申報交換合約與其他交易資料之模式，俾利主管機關藉此瀏覽司法管轄區內之交換合約資訊，及減輕市場參與者申報資料之負擔。

## 四、帳簿劃撥作業

### （一）制度架構：

DTC 之帳簿劃撥係採兩段式架構，即投資人對參加人，參加人對 DTC 之方式。美國證券市場僅規範結算機構與參加人間之交割義務，並未對參加人與其客戶之交割義務。結算交割機構每日僅需負責參加人端之款券交割作業，至於參加人與其客戶之交割作業則由結算會員自行完成。

## （二）結算交割帳簿劃撥流程

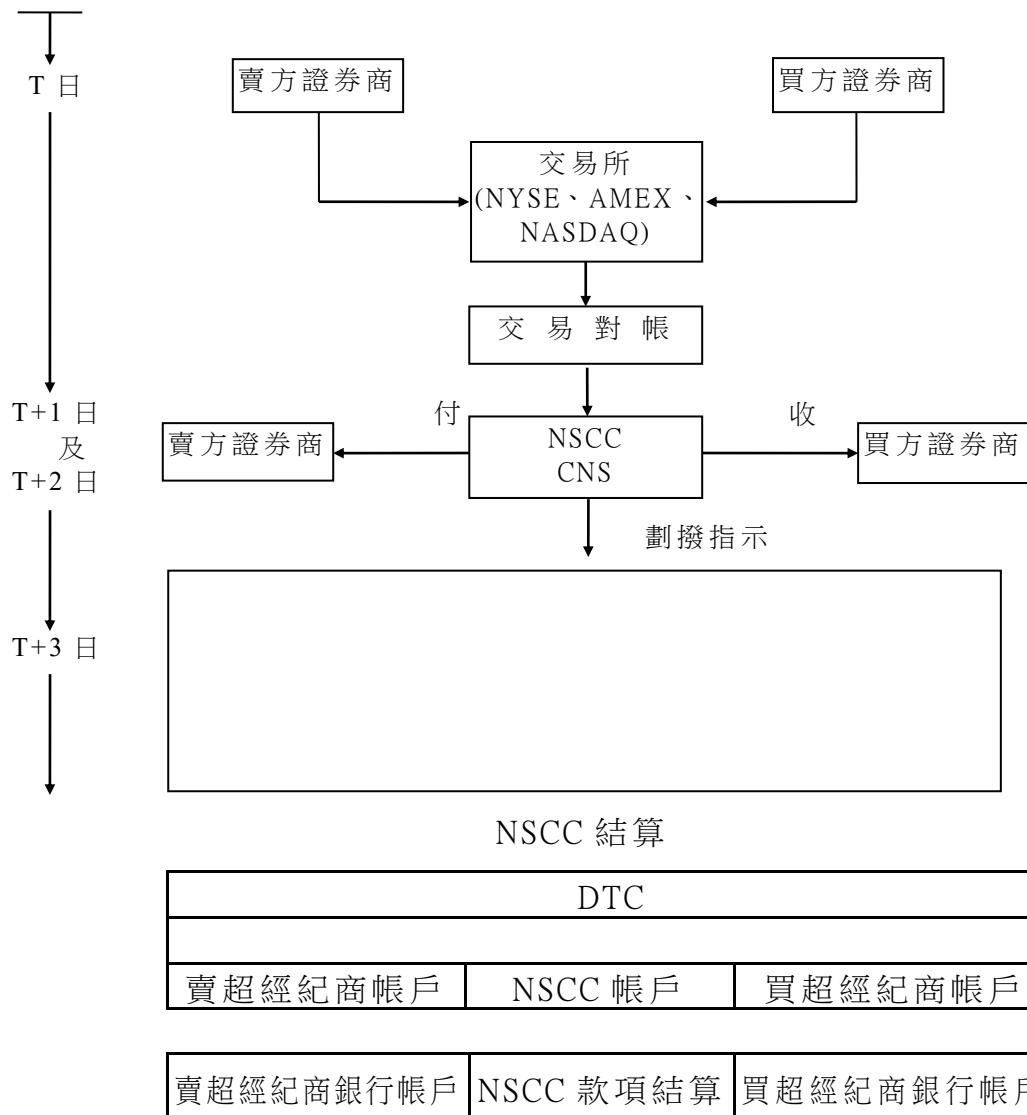
DTCC 持續推動縮短交割周期為 T+2 日的計畫，2017 年 9 月 5 日正式上線。

縮短交割周期，將可降低業者與散戶投資人之信用及流動性風險，進而保護金融市場。而隨著交割週期的縮短與結算基金規定放寬，經紀/交易商也將有更多資金可供運用。

### 1. 證券商間交易之帳簿劃撥作業

證券商在交易所完成交易後之資料，將透過 NSCC 之交易對帳系統完成確認，NSCC 將確認後之交割指令通知 DTC 辦理帳簿劃撥轉帳，以完成券的交割。NSCC 先檢查賣方證券商於 DTC 帳戶內之有價證券數量，決定其交割能力後，再通知 DTC 將其帳戶內之證券，就應付數量部份進行扣帳，並撥入 NSCC 於 DTC 之交割帳戶內，若帳戶內有不足者，就其現有數量先行扣帳撥轉。一旦證券撥入買方證券商於 DTC 的帳戶內，買方證券商也就可以對其客戶作入帳登載，從而允許該客戶充分運用該筆股票。

## 結算交割帳簿劃撥流程



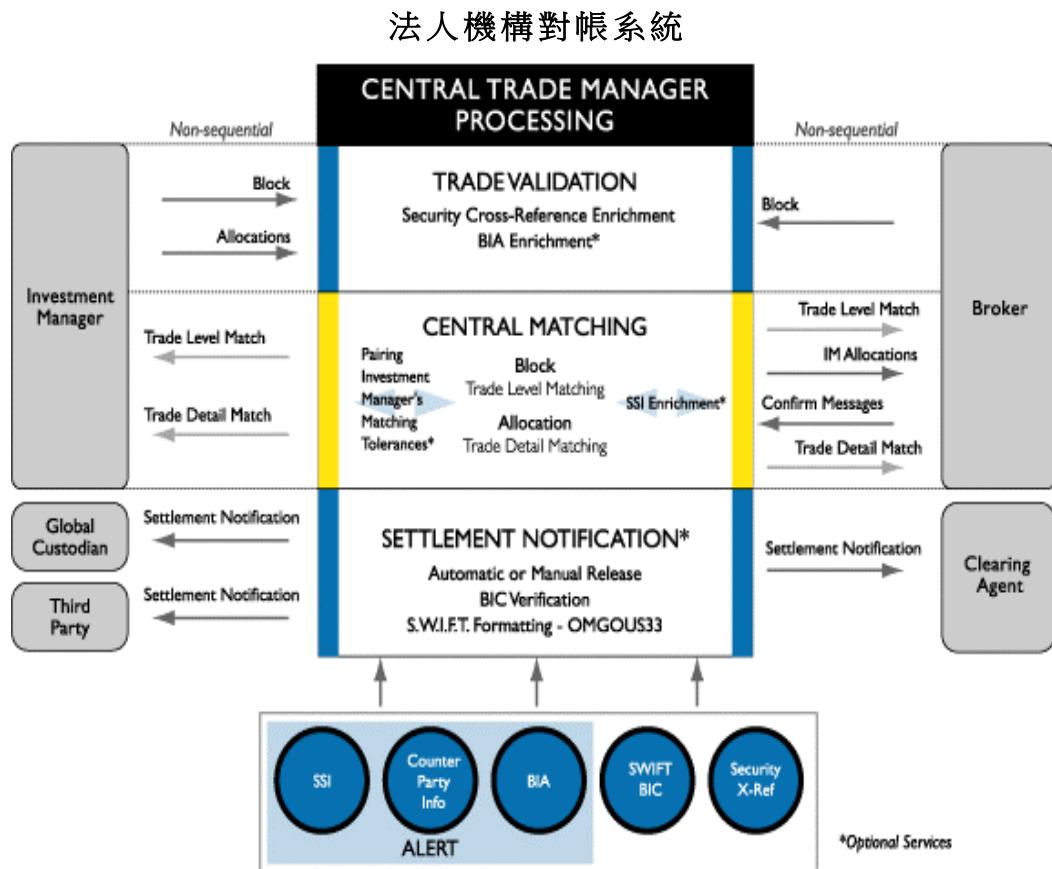
### 2. 法人機構對帳系統

原 DTC 之法人機構對帳系統已於 DTCC 與 Thomson Financial 於 2002 年合資成立 Omgeo 公司時併為 Omgeo 之法人機構中央交易管理系統 (Central Trade Manager) 的一部分。

Omgeo 之中央交易管理系統 (Omgeo Central Trade Manager, Omgeo CTM)，以提供交易後交割前 (pre-settlement) 服務為主，可讓法人機構交易雙方，透過 XML 訊息模式，迅速與 CTM 連線以集中之方式管理交割之對帳作業。除了對帳作業之外，Omgeo 之 CTM 系統更提供即時交割及交割指令通知訊息等附加功能，不但符合市場對資訊安全性之需求，更進一步提高交割作業之效率。

此外，當證券商接獲投資經理人 (Investment Manager) 交

易下單指示後，亦可透過 TCP/IP 連線與 Omgeo 的 OASYS-TradeMatch 系統進行交易細項確認與交易資料集中比對作業，包括交易標的、數量、金額等，若有交割帳務資料無法比對或比對結果有誤時，則 OASYS-TradeMatch 將該資料傳遞予 NearMatch 系統進行例外處理作業；若交割帳務資料無誤，則 OASYS-TradeMatch 系統會將經過確認無誤之交割資料傳送予保管銀行、證券商及 DTC 等相關機構，以辦理款券交割作業。



### 3. 法人交割作業

#### (1) DTC-DVP 券項交割作業

在 DTC 接獲 Omgeo OASYS-TradeMatch 或中央交易管理系統 CTM 系統之交割指示 (Settlement Notification) 後，DTC 將逐筆計算該筆交易其擔保品價值及淨應付款最高限額 (Net Debit Cap) 等風險控管機制，待確定風險無虞後，再將標的證券自賣方帳戶以帳簿劃撥方式轉撥登錄於買方帳戶之下，遂完成該筆交易之 DVP 券項交割作業。

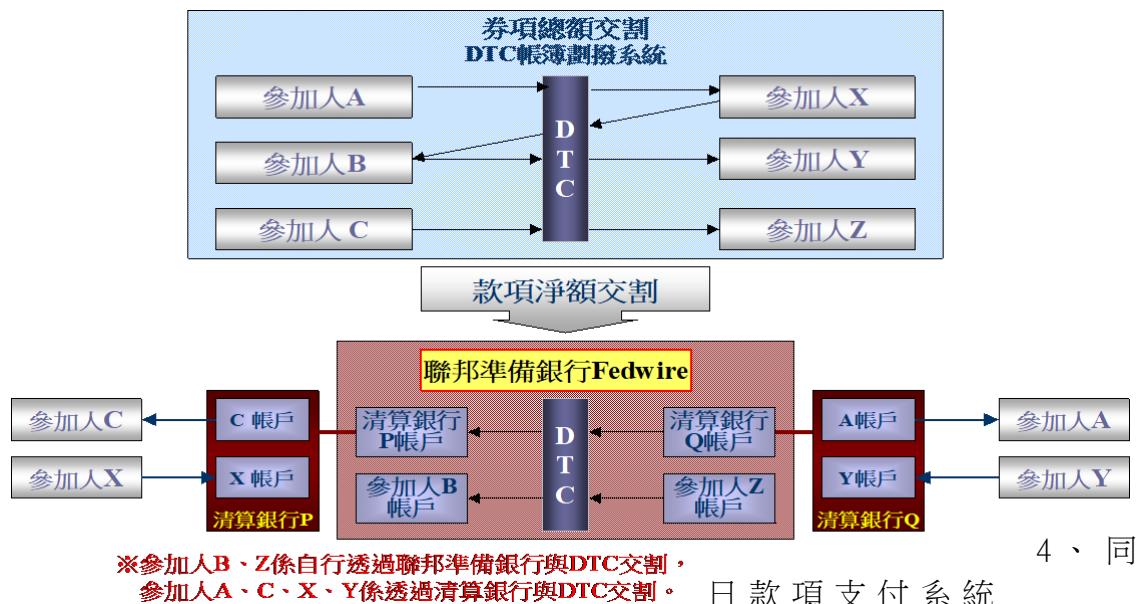
#### (2) DTC-DVP 款項交割作業

DTC 在款項交割部分係採淨額交割方式 (Netting)，當證券商本身並未具備聯邦準備銀行 Fedwire 之會員身

分時（如下圖中之參加人 A、C、X、Y），可指定符合該資格之清算銀行代其辦理款項交割作業，清算銀行（如下圖中之清算銀行 P、Q）計算參加人之應收應付的交割款項，並透過聯邦準備銀行之 Fedwire 資金轉帳系統辦理 DTC 與各清算銀行之款項交割作業。清算銀行必須將各機構法人之應收應付之交割款項自行計算出對 DTC 應收應付之單筆款項交割淨額，有淨應付部位（Net Debit）之清算銀行應於交易當天下午五時前，將應付交割款項透過 Fedwire 資金轉帳系統匯給 DTC，DTC 則必須於當天下午五時三十分之前，將相關交割款項匯給有淨應收部位（Net Credit）之清算銀行。

若證券商本身同時即具有聯邦準備銀行 Fedwire 之會員身分時（如下圖中之參加人 B、Z），則該證券商亦可自行計算出對 DTC 應收應付之單一交割淨額，若有淨應付部位時，應於交易當天下午五時前，將應付交割款項透過 Fedwire 資金轉帳系統匯給 DTC，以完成款項交割作業。

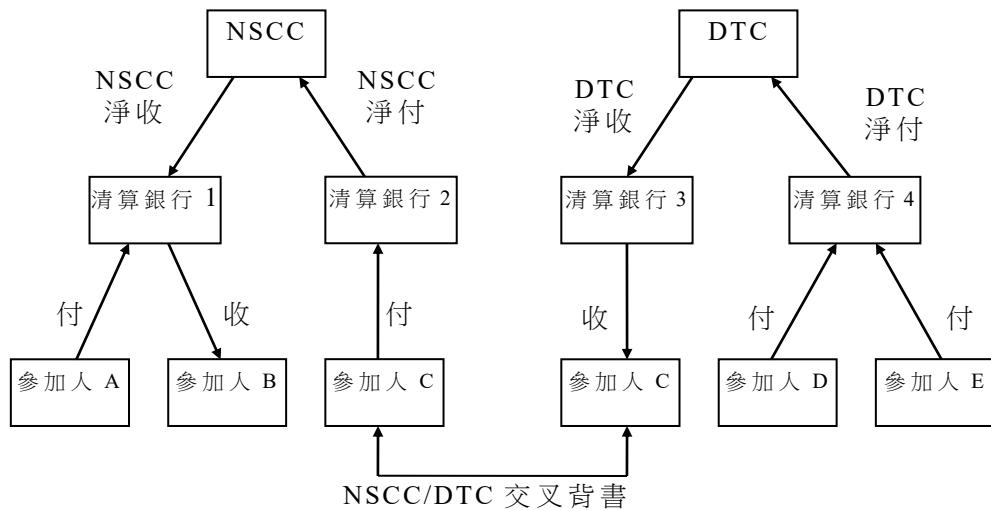
### 美國 DTC 之款券同步交割作業架構



DTC 自 1996 年 2 月起，與 NSCC 同步實施同日款項支付系統 (Same-Day Funds System)，並簽訂「相互背書」(Cross-Endorsement) 契約。亦即針對同一結算銀行分別向 NSCC 與 DTC 交割款項，NSCC 與 DTC 將兩筆款項淨額沖抵後，結算銀行僅向 NSCC 與 DTC 其中一方淨額交割款項。DTCC 現已將兩套款項結算合併為單一結算，就是由 DTC 將 NSCC 的最後款項結算併入

DTC 的最後款項結算，以一個新的淨額數字與結算銀行交割。使參加人更有效地運用其資金。其相互關係如下：

### NSCC & DTC Same-Day Funds System



### (三) 作業風險控管

DTCC 為考量作業人員或電腦系統等內部作業流程疏失或錯誤；或由外來突發事件所造成損失之風險，建置營運風險管理機制，以員工自我評估方式，以有效控制營運風險，採行企業風險控管 (Enterprise Risk Management)。DTCC 透過成立內部營運風險工作小組，採取辨識評估風險、衡量風險、持續監控風險及適時揭露風險。

## 五、股務作業

美國 DTCC 為其所經手保管的證券提供各種股務服務，包括股息處理、股東名冊之提供、委託書之處理、代扣代繳稅款服務等等。此外，DTCC 為整合跨國間之股務資訊，推出全球股務資訊系統 (Global Corporate Action Validation Service, GCA VS)，以自動化方式收集、整理、確認全球之股務訊息，來整合並簡化公司訊息傳遞程序。

2003 年，DTCC 透過其百分之百持股的子公司 Global Asset Solutions LLC 開始提供 GCA 服務，範圍包括美國、歐洲及亞洲地區。DTCC 收集股務資訊、發佈股務訊息之確認、及通知股務訊息，提供訊息標準化、研發及推廣訊息標準化，及市場運行之能力，使銀行、證券代理商／交易商及其他金融機構藉之獲得迅速完整的股務資訊。

2007 年，DTCC 全面更新股務事務之傳輸格式為 ISO15022 及 XML 格式。DTCC 於 2009 年 5 月與 SWIFT、XBRL 宣佈一項合作計劃，改變股務公告作業方式，以確保正確性，並降低風險與成本，促進資訊透明化及改善發行公司與投資人間之溝通。該項合作方案係透過整合 XBRL 電子資料標籤 (Tagging) 技術(美國公開發行公司已採用該類技術)之效

益，改善現行 ISO 標準，以電子技術直接取得發行公司宣佈之股務資料，以簡化股務之公告作業，落實直通式 (straight-through-processing, STP) 作業。

2010 年 10 月，DTCC 擴充旗下全球股務確認服務 (GCA VS)，將上市股票衍生性金融商品納入服務範圍。GCA VS 將開始透過 5 個股票衍生商品交易所與基礎設施機構發佈資訊，分別為選擇權結算公司 (Options Clearing Corporation)、NYSE Euronext 集團、Eurex、義大利證交所 (Borsa Italiana) 與東京證交所 (Tokyo Stock Exchange)，並將這項服務推廣至其他交易所。GCA VS 將蒐集相關資訊，藉由電子化中央資訊站，以標準化格式將資訊傳遞給市場人士，取代過去之人工作業。

DTC 於 2011 年 11 月開始推動參加人採用 ISO 20022 訊息格式，ISO 20022 為金融服務業界提供共同平台，依照標準化語法研發訊息，並訂出訊息中之特定要素。若有不符合現行標準訊息格式之補充資料，或是適用於特定國家或市場之補充資料，均可透過增設元件方式將其加入訊息之中。DTCC 已針對美國地區股務作業，訂出相關補充資訊。

2013 年 12 月 23 日 DTC 宣布，開始運用全球金融業訊息標準 ISO 20022 處理自動化電子訊息，並於未來 3 年內，分階段逐步實施新的訊息標準，並搭配推出瀏覽器型式之新使用者介面。此外，DTCC 亦將於 2014 年推出使用 ISO20022 格式之選舉投票指示報表。發行公司將可利用該投票指示報表之訊息 (又稱「CAST」訊息)，以自動化方式追蹤了解其流通在外投票權之指示。

DTC 的「股務服務方式轉型」(Corporate Action Transformation)，包括擴增股務資訊網 (Corporate Action Web, CA Web)，以支援配發業務，如現金股利、還本付息、股票分割及分割配股等作業，並擴及配發業務相關指示、過戶、配置與調整等功能。CA Web 屬於網路型使用者介面，取代原使用平台。其直覺式導引功能、單一事項資料模式取代功能代碼，及使用儀表板 (dashboards) 與警報等功能，以提醒最新與即將到期股務事項。DTC 並推出 CA Web 公告功能，藉由 ISO 20022 傳輸股務訊息。在 2015 年 4 月，DTC 正式完成了第一次 ISO20022 格式訊息的處理，全年並處理約 50 萬次 ISO20022 格式訊息。

DTCC 提供之相關股務作業如下：

#### (一) 具擬制人身份

DTC 保管之股票均以 Cede & Co. 擬制人名義持有。DTC 或 Cede & Co. 均未代替參加人投票。

#### (二) 服務項目

1. 股息處理(Dividend Service)

DTC 是 DTCC 之子公司，負責針對適格有價證券，每日收取並配發現金股利。身為美國的集中保管機構，DTC 保管

約 85%至 90%之美國有價證券，包括股票、公司債、地方政府債券及貨幣市場工具，總市值高達 36.5 兆美元。DTC 股息處理服務可為參加人提供保管於 DTC 有價證券股息之通知、收取、發放及後續報告之製作等服務，並具可處理股息之再投資、以外幣給付及選擇性股息之發放等附加服務。

DTC 針對該公司經手之 350 多萬檔有價證券，係發行公司委託 DTC 在預定發放日收集，並配發所有款項。惟 DTC 之白皮書指出，每月延遲支付或辨識錯誤之 P&I 帳款比例超過 4%，金額將近 100 億美元。所以 DTC 自 2011 年 2 月 7 日起，將僅針對準時付款且標明正確 CUSIP 代碼之 P&I 帳款進行配發作業，如此新的作業方式將可降低系統性風險，並加強管理每年數兆美元帳款之配發工作。

DTC 股息處理包括：

- (1) 新上市證券之股權追溯及股利分配；
- (2) 債券與權益證券之債息、股息之分派作業；
- (3) 公債與公司債券之到期還本付息；
- (4) 貨幣市場短期票券，諸如商業本票、銀行定期存單、銀行承兌票券等之本金贖回與利息代收付服務。

## 2. 股東名冊之提供(Security Position Reports)

DTC 可以定期或不定期方式，提供發行公司、其信託管理人或經授權之代理服務公司有價證券持有人之資料，以利上述機構連絡股東處理股務相關事宜，如召開股東會等。

在發行公司最後過戶日五日內，DTC 應將證券所有人(參加人)名冊交付發行公司，並通知該證券所有人。在平時，當發行公司提出證券所有人名冊需求時，DTC 必須在收到需求通知後一日內提供名冊予發行公司。

## 3. 委託書之處理(Proxy Solicitation Services)

美國發行公司實質股權(Beneficially owned security)的所有權歸屬鏈始於 DTC。發行機構一旦選定股東大會日期，並針對有權參與會議事項表決的股東選定基準日，便會寄送正式聲明給 DTC，DTC 再並會轉寄給所有參加人。此時發行機構將要求 DTC 以基準日為準，提供一份「證券部位清單」(Securities position listing)，該清單將列出持有該發行機構證券的參加人，以及各參加人持有的證券數量。DTC 必須儘速回應，向發行機構提供一份清單，列出基準日當天各 DTC 參加人的持股數。基準日的證券部位清單，將決定各參加人有權透過 DTC 委託書參與表決的持股數。

針對每場股東大會，DTC 將準備一份「綜合委託書」(Omnibus proxy)，將原保管於子公司 Cede & Co 名下證券之投票權分派給所持有之參加人，並附上股份持有人名冊。

依委託書管理辦法 14a-13, 14b-1, 14b-2 集中保管機構、證券商及發行公司應在規定時間內將正確之公司資訊通知投資人，以確保投資人權益。

#### 4. 其他

- (1) 公司併購之股權處理；
- (2) 股利、股息及債券利息等之代扣代繳稅款服務；
- (3) 代客戶向美國及其他外國財稅當局準備申報及退稅文件服務；
- (4) 提供代保管證券之各種資訊服務。包括證券類別、評等現況、交易數量，以及債券到期日、債息率等資訊。

#### （三）股東權利行使方式及書面投票

採直接行使方式，亦可採書面投票，然而書面投票方式中的「書面同意」要能生效，必須由至少持有「在全部有表決權股份出席及表決之股東會下，法律所要求通過議案之最低數額表決權數」的股東簽署方可。

## 拾、證券商管理

美國對證券商之管理，主要可從主管機關及自律團體兩方面來觀察。當然，證券商內部監控機制，也是一個值得令人探討之問題。然而，各個券商之內部管理方式，因各公司之文化不同，管理方式自有差異，且因此類資訊多屬公司業務機密，因此很難尋得較為具體明確之答案，以下主要以探討主管機關以及自律團體對證券商之規範。

美國對證券商之管理架構，在聯邦主管機關為證券管理委員會（Securities and Exchange Commission）。證管會依據 1934 年之證券交易法（Securities and Exchange Act of 1934），可對證券商進行管理，亦可制訂行政法規，以便於達成其管理之目的。證管會一方面透過核發證券商執照以及持續的對證券商進行監督管理，可以達到直接管理之目的。<sup>136</sup>另一方面，證管會則仰賴自律團體對其會員之監控，同時自律團體也必須接受證管會之監督管理，如此亦能收間接管理之功效。

在自律團體之規範方面，主要可分為行業協會及各證券交易所或店頭市場（OTC）對其會員之規範。本報告將以美國證券商相關公會及紐約證券交易所（New York Stock Exchange）之規則為討論之主要依據。

### 一、證券商設置及營運相關規定

#### （一）證券商設置標準

美國於 1960 年代並無大規模之證券商，大多證券商屬資本額小之合夥組織，隨著證券交易之活絡，遂使得證券商之資金需求大增，原本簡單之後台作業顯然無法應付暴增之交易量所伴隨的交割壓力，導致證券商產生流動性風險而陸續發生重大財務危機。美國證管會爰於 1970 年初期頒布淨資本規定（Rule 15c3-1）及客戶保障規定（Rule 15c3-3），前揭規定實施至今，有效控制證券商之營運風險，對於投資人及客戶權益之保障亦有顯著的成效。

#### 1. 淨資本規定（The Net Capital Rule, Rule 15c3-1）

淨資本規定之主要目的有二：確保每一家證券商扣除掉負債後仍維持充分的流動資產，以及如證券商發生財務危機或倒閉，應遵循一定之程序辦理清算，以保障客戶權益及維持市場秩序。

##### （1）淨資本額之計算

基礎法：證券商應維持最低資本額美元 \$250,000，其負債總額（證券商之現金負債總額扣除特定債務）不得超過淨資本之 1500%；或符合替代法：證券商應維持最低資本額美元 \$250,000，其淨資本額以證券商

<sup>136</sup> 證券商除須得主管機關核准設立外，需依照所選擇之州辦理公司註冊登記，自不待言。

借項總計金額之 2% 計算。證券商淨資本 = 證券商淨值 (應符合一般公認財務準則) 扣除 (i) 無法立即轉換為現金之資產，並扣除 (ii) 證券商交易及投資部位所持證券市值之一定比例以反映其流動性，另就 (iii) 特定情況訂定適當之折扣率，例如：持有單一證券集中度高 (扣除率 15%)、證券缺乏流通性 (扣除率 100%)、對利率變動敏感度高之長期政府債券 (扣除率 6%) 等。

(2) 違反淨資本額之處罰

證券商如無法維持最低資本額要求，應通報美國證管會及相關檢查機關；美國證管會對於低於最低資本額要求之證券商，將要求其中止營業活動並立即補足最低資本，未於期限內改善者，則命令其停業清算。

(3) 最低資本額預警規定 (Rule 17a-11)

美國證管會規定，證券商最低資本額如有下列情事之一者，應立即 (於 24 小時內) 通報證管會及其指定之檢查機構。

- A. 證券商淨資本低於最低要求資本額之 120%。
- B. 基礎法下，證券商負債總額與淨資本之比率高於 1200%。
- C. 替代法下，證券商淨資本金額低於借項金額之 5%。

## (二) 證券商營運規範

### 1. 業務相關規定

(1) 註冊之必要

1934 年美國證券交易法 section 15(a)(1) 規定，從事或誘使他人從事證券買賣之證券商必須註冊。

(2) 加入公會之必要

同前開法律 section 15(b)(8) 規定，除非是依同法 section 15A 成立之公會會員，已註冊之證券商從事或勸誘或試圖勸誘證券買賣為不合法。

(3) 收受客戶款項及證券之規範

1934 年證券交易法施行細則 15c 3-3 規定，客戶之款項及/或證券應立刻交付予證券商之清算代理人或中間代理人。

(4) 應有作業之能力 (operation capability)

依據 1934 年證券交易法 Section 15(b)(7)，證券商應有作業之能力。

(5) 對客戶誠信之義務

證券商對客戶之誠信義務主要依據 1933 年證券法 Section 17 之規定，該條禁止任何人於證券之要約或出

售透過州際運輸或通訊或郵寄工具，直接或間接：

- A. 利用任何方法、計畫或計謀詐欺；或
- B. 藉由對重要事實陳述不實或遺漏，其所作之陳述誤導，而獲取金錢或其他財產；或
- C. 交易、作為、業務之進行構成或會構成對購買者之詐欺或欺騙。

此外，相關規定有：

- A. 證券商不得以詐欺手段，利用郵寄或任何州際貿易手段，完成任何證券交易誘使或試圖誘使買賣任何證券（1934年證券交易法 Section15(c)）。
- B. 前開法條之施行細則 rule 15c1-5 規定，證券商如與證券發行人有控制關係時，必須在與客戶交易前公開此關係。
- C. 證券交易法 Section 9 (a)(4)禁止任何證券商或參與買賣或要約買賣之人，為使他人買賣該證券，對於重要事實，明知或可得而知為不實，仍為不實陳述，為不法之行為；section 9(a)3 任何證券商或參與買賣之人，為誘使他人買賣該證券而傳播信息，致使該證券價格波動，屬不法行為。
- D. 同法 Section 10(b)禁止任何人直接或間接，透過州際貿易工具或郵寄或任何交易所設施，使用任何操縱或詐欺手法，違反證券委員會為保護公益或投資人而定之規定，而為上市或非上市證券之買賣。
- E. 同法之施行細則 rule 15 c1-3 禁止以向證券委員會註冊作宣傳。
- F. 同法之施行細則 rule 15 c1-6 規定，經紀商為一方或兩方執行買賣，應告知之事項。
- G. 同法之施行細則 rule 15 c1-7 規定，證券商對全權委託帳戶應作之記錄，交易之數量及大小，應與帳戶之資金或性質相稱。
- H. 同法 Section 15 (c)(2)(A)禁止不實的報價。
- I. 同法之施行細則 rule 15c2-11 規定，防止證券商對空頭公司之報價。
- J. 經紀商對客戶之帳戶作不必要之反覆買賣(churning)以賺取佣金，係違反同法之施行細則 rule 10b-5 之行為。

#### (6) 記錄及報告：

證券商必須製作執行證券相關業務之記錄，並保存一定期間。此外，證券商必須將此記錄製作副本。證券管理委員會基於公益、保護投資人或促進本法宗旨，得以命令要求證券商製作並散布此記錄之報告（證券交易法 Section 17）。前開條文之施行細則 rule 17a-3 並詳細規定應製作並保存業務相關之帳冊、記錄種類。

另依據證券管理委員會於 2003 年 8 月修訂施行細則 rule 17a-5(c)，於符合以下條件時，證券商可豁免於每年二次遞送其資產負債表予客戶之義務：

- (1) 應遞送財務資訊通知 (financial information statement) 以取代資產負債表，並記載證券商之淨資本現況及其依法應達之淨資本標準。
- (2) 該財務資訊通知必須顯著，且應包含客戶透過免付費電話或網站可取得完整資產負債表之資訊。
- (3) 證券商須於經查核簽證之資產負債表完成後九十天內，將經查核簽證之資產負債表上網公告；另於未經查核簽證之資產負債表完成後七十五天內，亦應將之上網公告。
- (4) 證券商應設置免付費電話，以便客戶得以電話方式索取完整之資產負債表。
- (5) 如經客戶索取資產負債表後，證券商應儘速以自己之費用寄送予客戶。
- (6) 如於該證券商之資產負債表基準日期之前一年內，有經證券管理委員會要求針對其內控制度、會計制度、其他營業行為或程序之重大瑕疵提出說明者，不得適用此項豁免。
- (7) 於國外交易證券之禁止：  
證券交易法 Section 30 規定，證券商不得直接或間接利用郵寄或州際貿易工具，在國外交易證券，且該證券之發行人係設住所或主營業所在地於美國國內受美國法管轄之地，或該發行人係依美國法而設立。
- (8) 設質之相關規定  
證券交易法 Section 8 在借貸相關限制規定，證券商不得違反委員會為保護投資者所定規則，辦理客戶帳戶內證券之設定擔保，而於未經客戶之書面同意下始其證券與他人之證券有混同之情形，或有超過該客戶因基於該證券所生之欠款總額之情形。此外，亦不得於未經客戶書面同意下，或違反委員會為保護投資人所訂相關規則之情形下，融券或安排融券與客戶。
- (9) 1934 年證券交易法 Section 15(b)(4) 規定委員會如認為註冊之證券商或其雇員有下列情事，且經聽證程序後認為符合公共利益者，得予譴責(censure)、限制活動(暫停期間不超過十二個月) 或撤銷其註冊：
  - A. 故意對依法之註冊、報告或程序重要事項作不實陳述或遺漏者；
  - B. 於申請前十年內曾犯有與證券有關或其他類似犯罪，並被判有罪者；
  - C. 因特定證券或其他類似行為被有權的法院下達禁制令者；
  - D. 曾故意違反或目前無法遵守 1933 年證券法、1940 年投資顧問法、1940 年投資公司法(Investment Company Act)、商品交易法、本法，或其規則，或地方公債規

- 則制定會之規則者；
- E. 故意協助或使他人違法，或對受監督人之違法，未能盡合理監督之責；
  - F. 經委員會裁定禁止或暫停不得於券商任職或受僱之人。
  - G. 經外國財政主管機關發現，於該外國有故意對依法之註冊、報告或程序重要事項作不實陳述或遺漏者、故意違反該國證券及期貨相關法令者，及故意協助或使他人違法，或對受監督人之違法未能履行合理之監督責者。
  - H. 經州政府或州相關證券金融主管機關裁定禁止從事該項證券或金融業務者，或有違反任何法令所禁止之詐欺或操縱行為。

## 2. 財務相關規定

- (1) 向證券交易委員會提出財務報告：

依 1934 年證券交易法 Section 17(e)(A)，所有註冊之證券商應每年向委員會提出，經註冊之公認會計師事務所簽證之資產負債表(balance sheet)及損益表(income statement)，及其他委員會認為必要之財務報告或財務狀況之資訊。

- (2) 向其客戶提出財務報告：

依 1934 年證券交易法 Section 17(e)(B)，所有註冊之證券商每年應向其客戶提出資產負債表及其他財務報告及其他委員會認為必要之財務報告或財務狀況之資訊。

- (3) 證券商財務及營運情況統一報告之規定

美國證管會規定證券商應定期（通常是每月）向證管會指定之檢查機構申報有關之財務及營運情形報表。此外，證券商應每年申報經會計師查核之財務報告及補充報告揭露所有重大缺失事項；另應寄送客戶經會計師查核過之資產負債表及有關資訊。

## 3. 對證券從業人員之管理規範

- (1) 1934 年證券交易法 Section 15(b)(7) 規定，證券商之主持人及各從業人員應符合規定之訓練、經驗、能力及其他資格，以符合大眾利益及保護消費者。
- (2) 紐約證券交易所 Rule of Board - office and Employees Rule 345，禁止任何未經註冊及不符合資格並不被交易所接受之人經常性從事(i)註冊之代表(ii)證券借貸代表(iii)證券交易員(iv)或(i) (ii) (iii) 等人之直屬監督者。

## 4. 交易所或 OTC 對證券商之查核及監管

紐約證券交易所對證券商之查核及監管

- (1) 該交易所有權對會員作完全之監督。
  - (2) 檢查會員之營業行為及財務狀況。
  - (3) 有權監督會員之合夥及合併之安排、所有之營業處所及雇員之管理，並且採用有關雇員之僱用、補償及職責規則 (Rules 311,312,313,321,321,341-347,350-354)。
  - (4) 有權監督蒐集、散布、利用與報價有關之一切事務。
  - (5) 有權不准許任何會員成為專業會員(Specialist)或零股自營商(odd-lot dealer)
- (以上係參考紐約證券交易所之 Constitution Article VIII Sec. 2)。
- (6) 保險之要求 Rule 319
  - (7) 財務方面
    - A. 資本適足性 : Rule 325,326(a)(b)(c),328
    - B. 客戶帳戶 : Rule 401,402,404-414
    - C. 財務報告 : Rule 415,416,418,420-424
    - D. 保證金(Margins):Rule 430-432,434
- 紐約證券交易所藉由監控會員之財務及經營狀況保護投資人之帳戶，為確保會員有足夠之經營資本，紐約證券交易所每年並且在年中會有數次查帳。此外，會員必需提出其財務及經營月報及詳細之季報。董事會得對違反規定及疏忽或拒絕遵守者實施懲罰。
- (8) 佣金 Rule 375,382,387-390
  - (9) 懲戒規定 Rule 475,476,476A,477
  - (10) 仲裁 Rule 600-637

## 5. 客戶保障規定

美國證管會訂定客戶保障規定目的在於保護被證券商所保管之客戶證券及資金，以及避免證券商不當運用客戶資金。主要規範如下：

- (1) 證券商應每日計算確認客戶證券買賣及資金是否正確。
- (2) 證券商應定期（通常是每週）計算應收客戶款項及應付客戶款項，如果應付款項大於應收款項，證券商應就差額部分提存特別準備金。

## 6. 證券商從事衍生性金融商品之監理方式

有鑑於 1990 年中期發生若干衍生性商品交易之重大舞弊事件，美國證券業者未待法令之訂定，即主動向證管會申報衍生性商品交易情形及揭露資產負債表外之持有部位風險金額。嗣後，美國證管會參考 1998 年巴塞爾協定( Basel Accord)修正市場風險之計算方式，於 1999 年規定證券商對於衍生性商品交易得採統計模型衡量其市場風險，以計算最低淨資本要求。

### (三) 證券商自律相關規定

美國對證券商之管理，除主管機關有相當之職權外，並准許成立自律機構。依據 1934 年證券交易法 Section 3(a)(26) 之定義，證券商自律機構有全國性證券交易所、已登記的證券商公會、已登記的清算及交割組織、及地方債券規則制定會。最重要者為紐約證券交易所 (New York Stock Exchange, NYSE) 及全國證券商公會 (National Association of Securities Dealers, NASD)，NYSE 和芝加哥 Archipelago Holdings 在獲得各自之董事會通過後，於 2005 年 4 月 20 日對外宣布合併計畫，共組一營利之公開上市控股公司，名為「紐約證券交易所集團控股公司」 (NYSE Group Inc.) 。

2006 年 11 月 28 日，美國紐約證券交易所 (NYSE) 和全美證券交易商協會 (NASD) 宣佈，將雙方的會員監管業務進行合併。依照證券交易委員會發布之 No. 34-56145 文 (File No. SR-NASD-2007-023) 在其序言部份指出，2007 年 3 月 19 日全國證券商公會依據證券交易法 19(b)(1) 修正 NASD 規則以執行監理，俾配合 NASD 和 NYSE Regulation 機構的整併。根據該併購交易，NYSE Regulation 會員公司監管和執法職能將轉移到 NASD 。

## 1. 美國金融業監管局 (FINRA)

(1) 2006 年 11 月 28 日，紐約證券交易所 (NYSE) 和美國全國證券商公會 (NASD) 宣佈，將雙方的會員監管業務進行合併。在 2007 年 7 月 30 日，NASD 與 NYSE 進一步將會員監管、執行和仲裁部門合併，成立了一個單一的自律監管組織 (The Financial Industry Regulatory Authority, FINRA)。FINRA 的成立是數十年來美國證券市場自律最為重要的一次變化，是美國證券業非政府監管的一次重大變革，更是美國自律監管歷史的里程碑。一般認為，FINRA 的成立能夠有效解決一直困擾美國證券業的重疊監管的問題，因兩個監管機構的合併，據估計將節省數億元的監管成本，並大幅提昇監管效率。

(2) FINRA 負責 NASD 與 NYSE Group 所有會員證券商之檢查、執法、仲裁及調處業務，並接管 NASD 的其他業務，包括執行與 NASDAQ LLC、美國證券交易所、國際證券交易所及芝加哥氣候交易所 (Chicago Climate Exchange) 簽署的市場規管合約，辦理證券從業人員的訓練、考試及核發證照，提供證券產業部分設施，例如替代顯示系統 (Alternative Display Facility)、櫃檯買賣電子公告版 (OTC Bulletin Board) 及交易記錄報告系統 (Trade Reporting Facility) 等。NYSE Regulation 將其會員證券商監管業務移交給 FINRA 後，仍繼續負責其市場監視、上市公司法規遵循及相關之執法業務。

## 2. 紐約證券交易所

紐約證券交易所 (以下簡稱 NYSE) 原為會員制之非營利組織，但自從與 Archipelago Holding 合併後，即轉變成為營利性質之公開發行公司，名為「紐約證券交易所集團控股

公司」(NYSE Group Inc.)，2007 年又與泛歐交易所(Euronext N.V.)合併(即 NYSE Euronext Inc.)，NYSE Group Inc.考慮自律因素，設置二個全資附屬公司，一家是 NYSE Market Inc.，另一為非營利自律單位 NYSE Regulation Inc.，二家公司分別從事交易所的市場經營和自律監管職責。其組織及運作可說明如下：

#### (1) 法源依據與權責

紐約證券交易所係依據 1934 年證券交易法 Section 6(b) 之規定，對會員有規律之權責。

依據前開規定，交易所之權責為：

- 實行及遵守 1934 年之證券交易法，並應強制會員暨其雇員遵守該法，該法之施行細則及交易所之規則。
- 應遵守該法同條(c)之規定，准駁入會申請禁止不具特定資格者入會，或限制會員人數。
- 交易所規則應公正代表其會員選出適任之董事及管理單位。
- 交易所規則應在會員、發行人及其他利用交易所者間，平衡分配合理費用。
- 應防止詐欺及操縱行為之發生，促進正義及衡平之交易原則，培養證券交易相關人士間之協調合作，完善自由及開放之市場，保障投資人及公眾利益，決不歧視任何使用市場之人，不得藉由本法授權之單位規制與本法無關之事項。
- 交易所規則應在會員暨其雇員違反該法、該法之施行細則、交易所規則時，適當地予以懲戒，並應以公正的程序為之。

#### (2) 自律系統之架構

紐約證券交易所有一專門負責訂定自律規範及負責執行之部門。其所訂定之自律規範包括營業細則及其他規約，證券商若欲交易紐約證券交易所上市之有價證券，必須透過會員證券商下單，證券商必須遵守交易所之自律規範。

### (四) 證券商公會組織與運作

#### 1. 美國金融業監管局 (FINRA)

##### (1) 歷史沿革

兩個多世紀以來，美國證券業一直由私人組織來規範商業行為，即會員組織為其會員制定規則，如果會員違反規則，則追究其責任。最早的這類「自律組織」(SRO)可以追溯到 18 世紀 90 年代，當時紐約和費城的商人團體同意遵守他們制定的規則，包括遵守「公正公平的貿易原則」。這種成員自治活動的方式在接下來的一百年裡不斷發展，隨著區域性證券交易所的建立，這些交易所有權為其成員制定和執行規則，其中最著名的是紐

約證券交易所。交易所是買賣證券最重要的場所，這些組織試圖為其交易者制定「交易規則」。

1929 年股市崩盤和大蕭條之後，美國國會於 1934 年成立了證券交易委員會，這是一個聯邦監管機構，負責監管包括交易所在內的證券業。證券交易委員會並沒有取代紐約證券交易所和其他交易所的自律職能。相反，國會要求交易所在美國證券交易委員會註冊並接受美國證券交易委員會的監管。雖然交易所仍然是買賣證券的熱門場所，但二十世紀初，證券交易商的非正式網絡中的「場外」交易也已發展起來。隨著場內交易的興起，證券公司協會也努力對此活動進行自我監管。新成立的證券交易委員會研究了監管場外交易的適當形式，並與這些協會進行了廣泛的諮詢。

認識到場外交易活動日益增長的重要性，並參考了美國證券交易委員會的研究成果，美國國會於 1938 年通過了《馬洛尼法案》，以更好地規範場外交易，並在美國證券交易委員會和「投資銀行家、交易商和經紀人代表組織」之間建立「合作監管」體系。與交易所一樣，這些「全國證券協會」也必須在美國證券交易委員會註冊。這些協會將主要對經紀交易商的場外活動發揮監管作用，而美國證券交易委員會將「為了公眾利益進行適當的監督，並行使直接監管的補充權力」。

透過這項合作性監管，國會可以利用產業現有的自我監管措施帶來的優勢和資源，同時保留聯邦政府對這些措施的全部權力和廣泛監督。協會可以製定其成員一致同意的高道德標準—包括超出聯邦法律範圍的標準。美國證券交易委員會和協會都可以利用成員公司的專業知識和見解來支持更好、更明智的監管。國會可以避免進一步擴大新的證券交易委員會或動用額外的納稅人的錢來支持它。

1939 年，FINRA 的前身—全國證券交易商協會 (NASD) 在美國證券交易委員會 (SEC) 正式註冊成為全國性證券協會。與交易所會員一樣，全國證券交易商協會的會員也必須「遵守高標準的商業榮譽和公正公平的貿易原則」。這些初始規則也禁止會員「不當使用客戶的證券或資金」。全國證券交易商協會開始在美國證券交易委員會的監督下執行這些規則，對不當行為的成員進行譴責、罰款和開除。

在接下來的八十年裡，NASD 發展成為今天的 FINRA，適應不斷變化的市場，同時仍然紮根於其使命和會員資格。許多事情保持不變：自律組織早期的核心規則至今仍然適用，包括遵守公正和公平貿易原則的基本要求。其他事情也發生了變化：今天，尖端技術使 FINRA 能夠監督整個美國市場的交易，我們的會員包

括一些擁有 1939 年根本不存在的商業模式的公司。但是，在每一個關鍵時刻，FINRA 都致力於保護投資者並維護我們充滿活力的資本市場的完整性，以確保每個人都能放心投資。

- (2) 美國金融業監管局（FINRA）是美國最大的證券行業自律管理組織，也是世界上最大的非政府監管機構。美國聯邦法律要求所有公開營業的證券公司都必須加入 FINRA，故目前 FINRA 監督管理 5000 多家券商，173,000 多個分支辦事處和超過 676,000 註冊之證券從業人員。FINRA 擁有 3000 多名員工和 15 個地區分支機構；底下並設小公司委員會、技術委員會、債券業務委員會、公司金融委員會、電子商務委員會、公司反應委員會、固定收益業務委員會、市場監管委員會、會員委員會、全國中介業務委員會、統一業務標準委員會、保險產品委員會、諮詢委員會等 13 個專業工作委員會。
- (3) FINRA 希望透過有效率的監管，以合乎規範性和技術為基礎的服務，達到保護投資者和維護市場誠信的目的，履行五大職能：制定和組織實施自律規則；負責會員是否合乎法規之檢查；承擔投資者教育，並管理投資者教育基金；編製行業報告；負責投資者和會員爭議仲裁。未來 FINRA 將致力於制定現代化監管制度，並將投資者保護作為其首要目標，期使金融市場具更佳之穩定性。
- (4) 從 FINRA 的成立看自律監管功能之整合有以下之優點：
- A. 消除行業自律與會員利益衝突：  
行業自律的目標是透過制定行業自律規則，組織會員，著力解決投資者最關心最直接最現實的利益問題。同時，行業協會是會員利益的代表，需要盡力實現會員利益。顯然，兩者在某種程度上，存在著利益衝突。
  - B. 消除證券行業存在的多重自律管理：  
根據美國的證券交易法案，200 多家證券公司既要接受 NASD 的自律管理，又要接受 NYSE 的自律管理，存在雙重自律規則、雙重自律檢查、雙重監管人員，浪費過多監管資源，合併後此問題及獲得解決。
  - C. 監督跨市場交易行為：  
隨著市場層次的多樣化，證券交易模式涉及多個市場和多樣化之金融商品，不法分子容易通過跨市場交易分散交易實施詐欺，NASD 和 NYSE 需要足夠的跨市交易數據才能獨立、適時和有效地監管精心利用跨市交易掩蓋違法的各種不法行為。在合併成 FINRA 後，監督跨市場交易行為變得更為容易也有效率。
- (5) 整併後更能投入足夠自律資源：  
FINRA 成立後，對原有各個自律監理組織制定的規則進行清理、廢除、修訂和完善，構建一套全新、整合的自律規則。這樣，FINRA 不僅具備獨一無二的自律監

管權威，簡化了機構，精簡了人員，降低了監管與協調成本，提高了自律管理的權威性、針對性和有效性；也加強調了主動與事前監管，全心致力於行業發展，內設了專門研究行業發展趨勢的工作小組，根據行業發展趨勢制定和實施專門規則；指導和監督證券公司改進產品研發、創新程序，事前識別、控制和預防證券行業風險，並更完善地保護投資者利益。

(6) FINRA 主要目標：

- A. 透過合作，促進投資銀行和證券業務，將其規則和實務建立標準化，樹立高標準的商業榮譽，並使各成員間聯邦和州證券法
- B. 成為成員的中介，透過它來配合政府和其他機構來解決影響投資者，市民，投資銀行及證券業務問題
- C. 運用、管理和執行公平的實務做法和規則，以防止欺詐和操縱的行為，以在整體上促進公平的交易原則，來保護投資者
- D. 促進成員間的自律，以調查和協調大眾和會員之間的爭議
- E. 根據 1934 年證券交易法第 15A 條，為了向證券交易委員註冊並建立為全國性的證券協會，從而提供如所述目標的媒介，及
- F. 為了有助本組織的目標而辦理業務、購買、持有、擁有、租賃、抵押、出售，處理財產、不動產和人員

(7) FINRA 的業務範圍

其涉及到證券行業各個面向如下：

- A. 會員及其代表的註冊；
- B. 證券從業人員的註冊與教育；
- C. 證券公司的法令遵循檢查；
- D. 監督資本市場中的欺詐和操縱交易的行為；
- E. 合併 NASD、NYSE 和 SEC 的相關規則，消除重複監管；
- F. 制定並執行規則及聯邦法律；
- G. 投資者教育；
- H. 提供交易報告；
- I. 管理投資者與會員公司間的爭議解決論壇；
- J. 根據契約，提供 NASDAQ、美國證券交易所、國際證券交易所 (International Securities Exchange) 和芝加哥氣候交易所 (the Chicago Climate Exchange) 等交易所市場監管服務。

(8) FINRA 主要職能：

- A. 保證投資者在選擇證券公司和選擇證券公司提供的產品或服務時有充分的選擇權。FINRA 在核准證券公司採用不同商業模式時，首先考慮新商業模式不應削弱對投資者的保護；
- B. 主動地、具有前瞻性地發現問題，而不是被動反應。FINRA 認為，問題爆發後再做出反應不是保護投資

者有效的方法，因此 FINRA 將不斷檢查存在的風險和剛剛滋生的問題。FINRA 將原 NASD 的萌芽問題計劃與 NYSE 監管部的風險評估辦公室合併為一個專門研究行業中出現的新興趨勢的工作組。針對新興趨勢，FINRA 不僅制定專門的規則，並督促會員遵守這些規則，還指導和督促證券公司採取主動性措施檢查和改進他們研發新產品的步驟。

- C. 協助行業遵守法律、法規，履行法律義務。FINRA 採用了多種形式進行會員教育，包括，在沃頓商學院的法令遵循證項目，英國雷丁大學的碩士項目，各種會議，培訓課程，法令遵循訓練營和各種網際網路上項目。通過各種形式的教育、培訓，使行業明白什麼是監管者的意圖。
- D. 與其他監管機構的合作。當今，地域的邊界逐漸消失，交易所跨國合併，投資者在不同國家的證券市場投資都成為普遍現象，監管者所依存的世界不再是用疆界和時區來定義的。因此，為保護投資者和維護市場信譽，有必要與世界上其他地區的監管者合作，提供跨過業務的監管。另一方面，與保險、銀行、投資諮詢等行業的監管者進行協作，使得投資者投資於無論是證券、銀行還是保險所提供的金融產品都應獲得同樣的基本保護。應協作以相似的方式對產品進行監管。應協調監管，使投資者投資於一項金融產品是出於自身利益的考慮，而不是因為是某一監管者監管的原因。
- E. 投資者教育。FINRA 對投資者的保護從對投資者的教育開始。FINRA 利用網際網路、媒體和公共論壇等形式，幫助投資者獲取金融知識，理財投資工具，以及儲蓄和投資的基本原則，幫助投資者更好地管理他們的資金。鼓勵基金公司和證券公司向其客戶提供 FINRA 所提供的資源。通過投資者論壇向全國的投資者發佈訊息。此外，FINRA 投資人教育基金會（前身為 NASD 投資人教育基金會）進行創新研究並發展教育計劃，以協助投資人了解資本市場以及儲蓄與投資的基本原則。FINRA 投資人教育基金是全美最大的以投資者教育為目的的基金，致力於資助教育計劃和研究，以幫助投資者獲取更多的訊息。自從 2003 年起，該基金已經核准了五千萬美元用於數百個投資者教育項目。

(9) 投資人宣導方面，除了宣導金融投資相關知識外，FINRA 的投資者教育相關活動包括：

- A. 投資人預警（Investor Alert）系統：  
提供市場資訊，以便投資人注意自身投資的風險。預警內容以主題分類，包括年金和保險、共同基金、企業醜聞、未上市股、退休帳戶、借貸與保證金。舉例來說，預警系統會定期通知投資人有關大學助學貸款

的新訊息、或是提醒投資人某些熱門投資標的隱藏的風險，避免投資人盲目追高。

B. 投資人教育基金會 ( FINRA Investor Education Foundation )：

FINRA 旗下設有 FINRA 投資者教育基金會 (成立於 2003 年 12 月)，是全美最大的投資者教育基金會。該基金會除了以網站、媒體、座談會等方式提供課程，另設投資人投訴中心及投資人權益基金。

## 2. 美國證券業暨金融市場協會 ( SIFMA )

### (1) 歷史沿革

美國證券業暨金融市場協會 ( SIFMA ) 成立於 2006 年 11 月 1 日，SIFMA 的起源可以追溯到 1912 年美國投資銀行家協會 (IBA) 的成立，在 10 多年的歷史中，經過多個組織的合併，SIFMA 代表了提供進入資本市場管道的經紀交易商、投資銀行和資產管理公司。

SIFMA 之前身是美國債券業協會 ( The Bond Market Association )，後來將美國證券業協會 ( The Securities Industry Association ) 併入後成立 SIFMA，總部位於紐約，於華盛頓特區設有辦事處，並且在倫敦及香港設有分部。成員囊括美國證券業、投資銀行、資產管理公司、律師事務所、會計師事務等公司，共 499 家公司。SIFMA 是美國和全球資本市場運營的經紀自營商、投資銀行和資產管理公司的領先行業協會。SIFMA 代表行業的 100 萬名員工，倡導影響零售和機構投資者、股票和固定收益市場以及相關產品和服務的立法、監管和商業政策。SIFMA 作為行業協調機構，促進公平有序的市場、知情的監管合規性以及高效的市場運作和彈性。SIFMA 也提供行業政策和專業發展的論壇。

### (2) 成立宗旨

SIFMA 成立宗旨包括加強金融業管理效率、促進資本市場開放、倡導投資人教育與退休計畫服務。

### (3) 組織結構

A. SIFMA 主要分 3 個部門，分別負責資本市場、私人投資與資產管理。資本市場部門專注於股票、固定收益證券與次級房貸等二級市場，客戶包括證券與債券發行人、承銷商、交易商、投資人和投資機構。私人投資部門主要負責私人資產管理與投資教育。資產管理部門則提供機構與避險基金投資建議與管理服務。

B. SIFMA 董事會負責管理協會的業務和事務，董事會成員為 SIFMA 會員公司的 CEO，或者為該 CEO 的指定人員。所有董事會成員都有權代表其公司的觀點，並由 SIFMA 成員交錯選舉產生。

C. SIFMA 的委員會結構包括 33 個常設委員會、31 個論壇及 8 個顧問委員會。所有這些委員會及論壇都受

SIFMA 的章程與道德準則所規範。

- D. 董事會下設的六個小組委員會(包括資產管理小組委員會、資本市場小組委員會、法律與合規小組委員會、營運與技術小組委員會、私人客戶及財富管理小組委員會及資本小組委員會)負責監督 SIFMA 常設委員會的議程和職能。
- E. SIFMA 在紐約和華盛頓特區設有辦公室，是全球金融市場協會 (GFMA) 的美國區域成員。GFMA 代表全球主要金融和資本市場參與者的共同利益，就支持全球資本市場的事務發出集體聲音。GFMA 倡導應對無國界風險的政策、影響全球資本市場的區域市場發展以及促進高效跨境資本流動的政策，從而有利於更廣泛的全球經濟成長。

(4) SIFMA 的主要職能：

- A. 政策倡導：SIFMA 代表成員就影響金融市場和證券業的立法和監管問題進行游說和政策倡導。
- B. 行業標準：協會制定並推動行業最佳實踐和標準，以提升市場的透明度和效率。
- C. 市場數據與研究：提供市場數據、研究報告和分析，以幫助成員更好地理解市場趨勢和風險。
- D. 教育與培訓：SIFMA 提供各種教育資源和培訓課程，幫助金融從業者提升專業技能和知識。
- E. 市場倡導：協會通過各種計劃和活動，促進公眾對資本市場和證券業的理解和信任。
- F. (5) 主要活動：
- G. 年會和會議：SIFMA 定期舉辦各種年會、會議和研討會，為成員提供交流和學習的平台。
- H. 出版物：協會發行各種報告、白皮書和指南，涵蓋市場趨勢、監管變化和行業最佳實踐等內容。
- I. 政策文件：SIFMA 撰寫並發布政策立場文件，向政府機構和監管機構提供建議和反饋。

## 二、證券商風險管理相關規定

依據美國一九三四年證券交易法之精神，為求降低市場風險，證券商必須具備隨時清償債務之功能，據此，乃於 15c3-3 中規範負債與淨資本間之比例關係，此即為著名之「淨資本原則」。之後，根據前開淨資本原則的原始概念，參酌實際證券業務上之需求，另於一九七五年時，發展出另一套替代方案，供證券商選擇適用，謹分述如下：

### (一) 原本方案

先由證券商之淨值中，扣除不能立即轉換為現金之部分，再減去持有證券之價值折減，以及次順位負債等，即可得出所謂「淨資本」之數值。另證券商開業第一年之總負債，不得超過淨資本之八倍，次年起，最高亦不得超越十五倍之限制。

## （二）替代方案

前開證券商經計算所得之淨資本，不得低於借方餘額之百分之二，亦不得低於十萬美元。另當保證金貸方餘額大於借方餘額時，超過之部分即應存入銀行之特別準備金帳戶(Special Reserve Bank Account)，俾供客戶隨時提領之用。

(1934 Securities Exchange Act Rule 15c3-3)。

## 三、對證券商之監督及查核

美國聯邦證券法規將證券市場及市場參與者之監理分成 3 個層次：

第 1 個層次為美國證券管理委員會 (Securities and Exchange Commission, 簡稱 SEC)，屬於政府組織，1934 年美國證券交易法 (Securities Exchange Act of 1934) 賦予 SEC 於證券市場中各項權力，SEC 於市場監理中之層級最高，基本職責為執行聯邦證券法規及相關規定，並接受國會的監督，SEC 擁有核准各項業務及檢視各種紀錄之權力，當有人違反聯邦證券相關法規時，SEC 可對其採取民事訴訟，並與司法單位合作，由司法單位負責相關刑事訴訟。

第 2 個市場監理層次則為自律組織 (Self-Regulatory Organizations, 簡稱 SROs)，為會員組織型態。證券市場及證券法規中，SROs 乃提供公平與有次序的市場，為保護投資人之最重要的要素。證券交易所及 OTC (over-the-counter) 市場雖是提供買賣雙方交易之場所，然而於 1934 年證券交易法中要求這些市場應分攤證券市場之管理職責，並協助 SEC 管理證券市場。

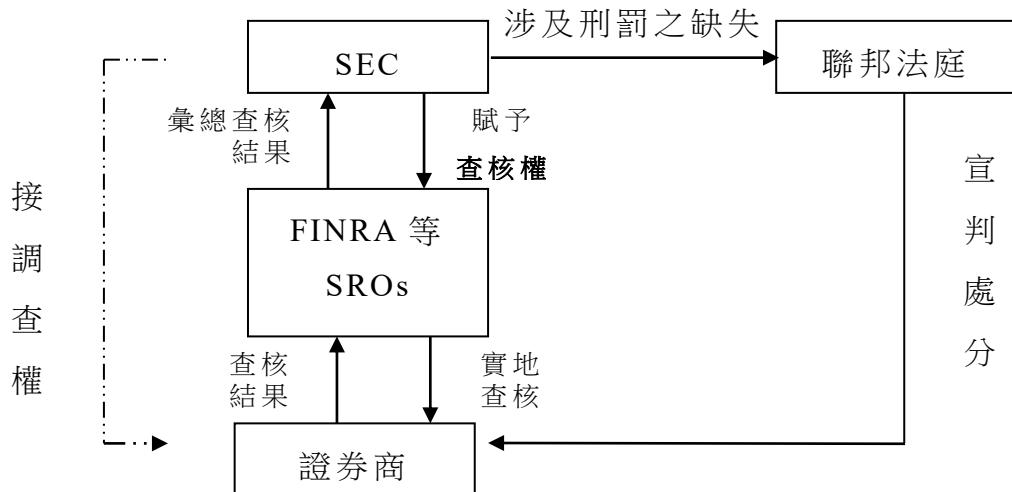
SROs 有責任管理其會員與所屬市場，因此 SROs 必須制定規則以管理其會員行為、交易執行並保持市場之健全與保護投資人。提供市場使用設備之 SROs，更須維持其公正且合理的運作。證券交易法 section 15 (b) (8) 中規定，證券商 (Broker-dealers) 除非為依同法 section 15A 成立之公會會員，否則應加入交易所或是證券協會等 SROs。SEC 透過 SROs 來間接管理證券商之行為。

證券交易法第 19 項中要求 SROs 執行 SEC 與 SROs 的規則，因此 SROs 就違反 SROs 及 SEC 相關規定者得以進行執法。惟 SROs 並無任何傳喚證人的權利，僅能要求提供合作。而 SROs 的調查權主要是來自於會員有提供報告的義務。

第 3 個層次則屬於各證券商之稽核部門，主要職責為審核該公司內部流程。證券商通常會對經紀部門與其他部門間的資訊流通作嚴格控管，並且由稽核部門定時監視員工與外面客戶的聯絡情形。

## （一）集中市場對證券商之監督與查核

證券管理制度係採行政管理與自律管理之雙軌制，前者主要由 SEC 擔任之，後者則由 SROs 為之，其對證券商監督之流程詳下表：



依據 1934 年證券交易法施行細則 15b2-2，各 SROs 對其所屬向 SEC 新註冊登記之會員證券商，於登記成立後 6 個月內可對其進行查核，檢查其財務狀況是否符合相關規定；而 SROs 亦被授權可對該新會員證券商於登記成立後 12 個月內進一步查核其營運狀況是否符合證券法律相關規定。而該新登記成立之會員證券商僅有在已接受過其他 SROs 或 SEC 之直接查核時，則可免於同期間內再次受查。

謹將證券集中市場對證券商之查核分述如下：

### 1. 主管單位之查核

證券商監理架構係採行政監督與證券商自律雙軌並行制。SEC 之遵循檢查辦公室( Office of Compliance Inspections and Examinations, OCIE )，透過位於華盛頓特區的總部及全美各地 11 個地區辦公室( regional offices )的檢查人員，執行該會全國性之遵循檢查計畫 ( The Nationwide Program of Compliance Inspections and Examinations )，包括對證券商之直接查核以及對 SROs 之查核 ( 亦稱之為間接查核 ) 兩類，以下分述之。

#### (1) SEC 之查核

SEC 對證券商之直接查核案件包括例行查核 ( cycle examinations )、專案查核 ( cause examinations and inspections)及監督查核 ( oversight examinations )。一般常見缺失有：未妥善保存交易紀錄、淨資本計算錯誤、對客戶提出不適當建議及違反自訂的監管程序等。而 SEC 對證券商直接查核之目的包含：

- 了解法令與實務配合之程度：SEC 之查核人員，透過實地參與證券商之查核工作，可發現法令制度未盡周全或與實務矛盾之處。查核人員於發現上述情事時即向 SEC 回報，視情況再轉交 SROs 或國會以做為修法之重要參考。

- 了解 SROs 對證券商查核之品質：為確保 SROs 確實

執行對會員證券商之監督管理，SEC 不定期派員對證券商執行監督查核，並將查核結果與 SROs 的查核報告相較，以監督 SROs 之運作。

- C. 發現證券商是否有違法情事：SEC 查核人員於執行查核過後，若發現違法或缺失情事，將進一步移交該會法令執行部 (enforcement department) 或 SROs。大部分之違法及缺失事項如下：
- a. 涉及詐欺之行為。
  - b. 不當推薦股票給客戶。
  - c. 未經客戶授權即以客戶帳戶買賣。
  - d. 未保存適當之交易紀錄及表單。

(2) SEC 對 SROs 之監理

1934 年證券交易法賦予全國性證券交易所及全國證券商公會對其會員及所屬從業人員監督管理之權利及義務，而 SEC 則擔負監督管理 SROs 的工作。SEC 遵循檢查辦公室之檢查人員每 2 年對各 SROs 至少進行 1 次實地檢查。例行查核之項目如下：

- A. 上市、上櫃掛牌案件審查及上市、上櫃公司管理。
- B. 市場監視 (market surveillance) 及調查處分案件 (disciplinary programs)。
- C. 財務及業務檢查 (financial / operational examination) 執行情形。
- D. 仲裁案件 (arbitration) 之處理。

(3) SROs 之查核

自律組織間之查核權責劃分根據聯邦證券法規，自律機構採會員制，為會員訂立及執行規則。自律機構必須向 SEC 登錄並受該會監督，為負責管理經紀交易商的市場監管機構。全美各交易所及全國證券交易商協會均屬自律機構。自律機構必須針對會員的不當行為訂立規則條例並研擬相關措施，進而確保投資大眾對市場健全運作的信賴度並保障投資者的投資權益。SEC 在認為有需要或適當時，修訂自律機構的規則，並說明修訂之理由或目的。

- A. 金融產業紀律管理機構 (Financial Industry Regulatory Authority, 簡稱 FINRA) 之設立：
- 紐約交易所在 2005 年與芝加哥 Archipelago 控股公司合併成立紐約交易所集團控股公司 NYSE Group Inc. 後，切割旗下交易所以及監理自律業務，並成立 2 個全額持股子公司，分別為 NYSE Market Inc.，及非營利自律組織 NYSE Regulation Inc.。

另一方面，全國證券商公會 (National Association of

Securities Dealers, 簡稱 NASD)在 1996 年將證券商管理與股票市場交易功能予以分離，分別設立全國證券商公會法規股份有限公司( NASD Regulation, Inc. ) 及那斯達克股票市場股份有限公司 ( NASDAQ Stock Market , Inc. ) 兩家獨立子公司。NASDAQ 交易所於 2006 年 1 月 16 日經由 SEC 同意轉成全國證券交易所，並於 2006 年 8 月開始運作，同時 NASDAQ Stock Market Inc 轉型成為控股公司，旗下另新設立一個全額持股子公司 NASDAQ Stock Market LLC，做為管理交易市場的交易所自律組織。

NASD 與 NYSE Group 於 2006 年 11 月 28 日簽署合作意向書，宣佈共同成立 1 個新的自律機構以整合原先兩大機構各自會員管理的業務，並在 2007 年 7 月 26 日獲得 SEC 核准後，隨即於 2007 年 7 月 30 日生效，也就是目前的 FINRA 。

如上所述，FINRA 是 NASD 和 NYSE 合併而成立的自律組織，為監理證券經紀商和自營商業務的最大非政府自律組織。而合併後，FINRA 的主要目標即為整合各項規定，消除管理上之重複性，並確保所有人能適用相同的規定。合併後之 FINRA 更是涵蓋了證券市場各項業務，從市場參與者的登記、教育，投資大眾的宣導，以及提供交易報告、增加市場設施，均為其工作範圍。FINRA 的職責不僅是解釋與適用各項證券商以及公司債市場規定，更包含必須確保證券商符合 SEC 與 FINRA 制定之財務、業務及銷售等相關規定。

FINRA 該機構負責制定規則、舉辦考試、執行和仲裁調解業務，並承接過去 NASD 的所有監管功能，包括與 NASDAQ 、美國證交所、國際證交所 ( ISE ) 和芝加哥氣候交易所簽訂的市場管理契約。FINRA 另一項使命是保護投資人權益並提昇市場公正性，FINRA 投資人教育基金會 ( 前身為 NASD 投資人教育基金會 ) 將繼續進行創新研究並發展教育計劃，以協助投資人了解市場以及儲蓄和投資的基本原則。

NYSE Regulation 將會員證券商的監管業務移交給 FINRA ，但其餘監管業務如市場監視、上市公司法規遵循及相關執法業務則仍由 NYSE Regulation 負責。

B. 自律組織 FINRA 對證券商的查核及監管：

FINRA 對券商的檢查主要可分為例行查核、選案查核及專案查核。其中例行查核的重點包括券商營運狀態、財務狀況、銷售方式（券商與客戶間的互動方式，券商是否了解客戶需求）、監理程序、洗錢防治、人員適格與登記作業及產品面的檢查（含股票、債券、承銷、共同基金及選擇權等）。

FINRA 的監理方式同時兼具以稽核為導向及以風險為導向，其中以稽核為導向之查核包含抽測軌跡及是否遵循法規，而以風險為導向之查核則包含風險控管、券商自律規定等。

FINRA 選擇查核對象主要基於券商的規模、產品的複雜度等評估，依據風險程度每 1 年、2 年或是 4 年對券商進行查核，並於每年 11 月決定次年的查核對象。為避免有重覆查核證券商之情事發生，FINRA 另會與 SEC 每季共同討論下一季的檢查對象。基本上，SEC 要進行檢查之證券商，FINRA 就不會執行檢查作業。FINRA 每年都會訂定查核重點，並將查核重點通知券商。

聯邦法律給予 FINRA 管理證券商及證券市場人員的權力，當有違反規則、聯邦證券法或是地方公債法規制定委員會(Municipal Securities Rulemaking Board,簡稱 MSRB)的規定時，FINRA 可以採取罰款、暫停或是停止該公司於證券市場中的業務等處罰。當 FINRA 偵測到證券商有可能不法行為時，可能採取之處罰措施由重至輕包含：

- a. 提請法院訴訟。
- b. 暫停證券商或是個人的執業，甚或是不能重新申請復業。
- c. 對證券商或是個人採取罰款。無金額上的限制，依據情形不同可能是以共同連帶責任（Joint and Several）的方式，亦可能是各自負責。當未繳交罰款時，將被撤銷登記。
- d. 予以警告。
- e. 其他處罰：重新考試、回復原狀、金錢賠償等。

2023 年 FINRA 查核統計數據	
登記證券商	3,298
分支機構	148,718
從業人員	628,392

總罰鍰	8,890 萬美元
資料來源： <a href="https://www.finra.org/media-center/statistics">https://www.finra.org/media-center/statistics</a>	

## 2. 證券商之內部查核

### (1) 內部控制之規範

1934 年證券交易法賦予各 SROs 對其會員證券商及所屬業務人員監督管理之權利及義務，同法 Section 6(b)

(1) 規定全國性證券交易所應有能力執行及要求其會員證券商及其所屬業務人員對法令的遵循，否則不得成立。同法 Section 19(h) 則明文授權 SROs 基於大眾利益及保護投資人之立場可對其會員證券商及其所屬業務人員之違規行為執行處分。

目前如紐約證券交易所 (NYSE) 並未提供一套標準規範供證券商參考，而要求證券商依其本身之業務範圍自訂內控制度，以符合法令之要求。全國證券商公會 (簡稱 NASD，2007 年 NASD 和紐約證券交易所的執法部門合併後成立 FINRA) 亦未提供一套標準規範供證券商參考，僅提供該制度應包含之基本規定，且要求會員證券商必須建立和維護一套系統，以監督每個註冊人員的活動均遵守應符合之證券法令規範。

SEC 及 SROs 認為管理證券商最有效的方法，並非依賴強而有力的外部稽核，而應從證券商內部控制之強化做起，以期事前防範重大風險於未然，健全證券商之經營，達到保護投資人的目的。

### (2) 內部稽核之查核：

SEC 及 SROs 除要求會員證券商建立對各項業務之監督及管理職能外，NASD 規定會員證券商每年至少召開 1 次遵循會議，且應對監管辦公室 (Office of Supervisory Jurisdiction, OSJs) 及分支機構 (branch office) 執行查核。會員證券商應於每一個地區指定一監管辦公室(OSJ)負責監督該地區各分支機構之營運，且總公司對監管辦公室每年應至少查核 1 次，而對分公司之查核週期係依分支機構交易量及所屬業務人員多寡來判斷，亦可依例外管理之方式調整對分支機構的查核週期。管理階層應定期或不定期複核分支機構之財務及交易情形，以判斷其可能面臨之風險，並依其風險等級決定查核週期；跨國證券商應考量各地區風險情況，若發生造成證券商經營風險提高之事件，管理階層必須加強對該地區分支機構之查核及管理。

實際上，證券商內部稽核之組織大致有兩種型態，於後第 A 項說明。另美國證券業與金融市場協會（Securities Industry and Financial Markets Association，簡稱 SIFMA）係由證券商所組織成立之學術機構，為證券商提供稽核、法律諮詢等各項專業服務，並向證券管理機關提出各種法令之建議。其會員證券商多依照稽核指導公報（Audit Guideline）之內容執行內部稽核，此將於第 B 項加以介紹。第 C 項則探討證券商內部稽核之查核重點。

A. 證券商內部稽核之組織：

由於證券管理機關並未明文規範證券商之內部稽核組織型態，因此證券商內部稽核之組織架構亦呈現很大之差異，大致可分為下列兩種型式：

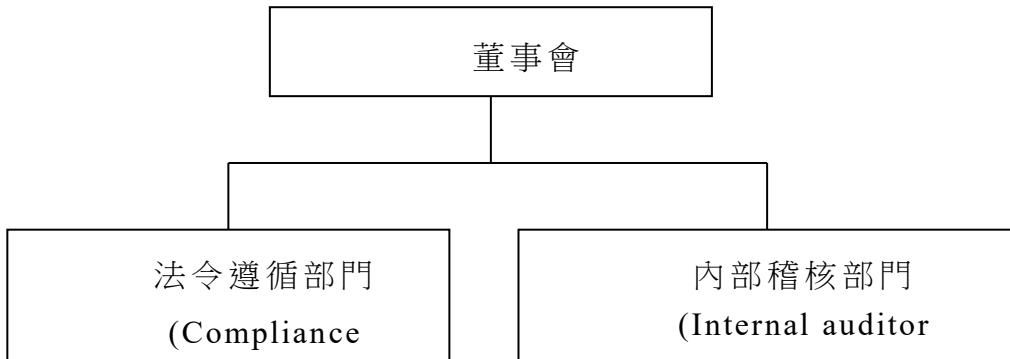
a. 內部稽核部門（internal auditor department）直屬董事會，負責公司內部所有業務之查核及監管，並於各單位派駐遵循主管（compliance officers），以確保各單位所執行之業務皆能符合法令之要求。內部稽核可直接對財務會計部門執行稽核，以驗證會計紀錄之正確完整並確保公司財產之安全。在此架構下，內部稽核之位階高於遵循主管，對於法令遵循事務具有查核權力。

證券商內部稽核之組織架構（型式一）



b. 內部稽核部門與法令遵循部門係採分工之方式，法令遵循部門主要負責監管查核各單位各種業務對法令遵循之情形，著重於確保證券商及其業務人員於執行業務時皆無違反公司政策及各項法規之情事；而內部稽核部門則僅針對證券商整體內部控制制度之設計是否完備及執行是否確實進行評估，及對稽核財務會計之作業執行查核。

## 證券商內部稽核之組織架構（型式二）



而為期內部控制之相關作業能受獨立的監管，大型證券商多設有監督委員會（Audit Committees），監督委員會的成員是由外部獨立董事或非執行業務董事組成，可直接監管內部稽核、法令遵循、風險管理等相關作業，必要時亦可召集資深主管成立風險管理委員負責風險管理。

### B. SIFMA 之 Audit Guideline：

證券業協會之內部稽核部（Internal Auditors Division，簡稱 IAD）依據新修定之法令發布新公報，提供證券商於執行內部稽核時之參考，以確保證券商能符合法令之要求。稽核指導公報提供證券商內部稽核執行之步驟：

- a. 詳細了解法令背景及內容：充份了解法令背景及內容，方能判斷是否有違法情事。
- b. 確定查核目的（audit objectives）：內部稽核人員執行查核前，應清楚了解各項目之查核目的，以期發現問題，進而解決問題。
- c. 評估可能風險：於執行稽核工作前先行了解各稽核項目可能面臨之風險，並事先評估發生風險機率較大之項目，以加強其控制程序。
- d. 了解控制流程及掌握控制點（control points）：內部稽核之目的在於確定證券商各項作業流程中是否妥善規劃適當的控制程序及控制點，是否正確地依據控制程序執行，所規劃之控制點是否持續有效，因此內部稽核人員應對控制流程及控制點充分了解。
- e. 依照查核程序（audit procedures）執行內部稽核。完成上述流程後，即可執行實際之內部稽核作業，稽核指導公報對查核程序亦有所規範，以供內部稽核人員參考，對於稽核指導公報未規範之項目，內部稽核人員亦應規劃完整之查核程序，以避免遺漏。

### (3) 證券商之內部稽核重點

許多大型證券商內部規範嚴格程度甚於法令之要求，因其有感若因疏失或舞弊造成違法事件或傷害投資人權益，其代價不僅是受主管機關處分，甚者將使多年建立之商譽毀於一旦。經參考部分大型證券商之內部稽核制度，茲將其內部查核重點彙整如下表：

#### 證券商之內部稽核查核重點

項目	內容
監督系統之稽核	<ul style="list-style-type: none"><li>• 書面監督程序是否依最新版本之法令更新？</li><li>• 各單位是否依書面監督程序執行業務？</li><li>• 各單位負責監督的主管是否經合格登記，並接受適當之訓練？</li></ul>
財務及營運活動	<ul style="list-style-type: none"><li>• 財務及營運主管是否符合資格並有效執行監管工作？</li><li>• 會計帳簿及各項紀錄是否正確完整詳實記載？</li><li>• 證券商之淨值是否符合法令要求，負債比率是否符合標準？</li><li>• 庫存證券之保管是否符合規定？為客戶保管之有價證券是否與公司之自有券分開保管？是否定期盤點並編制庫存明細資料？</li><li>• 財務報告是否依規定編製並按時送交主管機關？</li></ul>
業務人員與客戶交易之規定	<ul style="list-style-type: none"><li>• 營業員推薦客戶買賣有價證券是否符合適當性 (Suitability) 原則？</li><li>• 客戶款券之管理是否符合規定？</li><li>• 證券商內部人員於贈送及收受禮物與金錢時是否遵守相關限制及規定？</li><li>• 內部人員買賣有價證券是否依規定辦理？</li></ul>
內線交易及中國牆 (Insider Trading & Chinese Wall)	<ul style="list-style-type: none"><li>• 研究部門之研究報告於公開前是否避免其他部門人員取得該資料？</li><li>• 內部人員買賣有價證券是否無違反內線交易之規定？</li></ul>
人員管理	<ul style="list-style-type: none"><li>• 業務人員之考試，登記及訓練是否依規定執行？</li></ul>
與大眾溝通之管理	<ul style="list-style-type: none"><li>• 廣告及文宣 (advertisement &amp; sales literature) 是否於公開使用前經主管核准並符合主管機關之規定？</li><li>• 僅供內部使用 (internal use only material) 之資料是否妥善管理避免外流？</li><li>• 對外發送之信件是否經主管覆核？</li></ul>
客戶帳戶管理	<ul style="list-style-type: none"><li>• 接受新客戶時是否依規定程序辦理開戶及徵信？</li><li>• 接受客戶全權委託 (Discretionary) 交易前是否</li></ul>

項目	內容
	<ul style="list-style-type: none"> <li>事先要求客戶開立全權委託戶？</li> <li>於執行全權委託交易時是否每筆交易皆事先由主管核准？</li> <li>主管是否定期或不定期複核客戶帳戶交易之情形？</li> <li>是否依規定寄送對帳單給客戶？</li> </ul>
客戶抱怨書面紀錄之管理	<ul style="list-style-type: none"> <li>對於客戶書面或口頭抱怨事項是否依規定製作書面紀錄？</li> <li>對於客戶抱怨事項是否指派主管深入了解？其追查過程是否留存書面紀錄？</li> </ul>
分支機構活動之管理	<ul style="list-style-type: none"> <li>總公司對於監管辦公室及分支機構是否依規定之週期執行查核？</li> <li>總公司是否定期評估分支機構之風險情況？必要時是否執行專案查核？</li> </ul>
地方政府證券之管理	<ul style="list-style-type: none"> <li>是否指定合格主管監管該項業務？</li> <li>於書面監督程序是否制定相關之管理程序？</li> </ul>

## （二）店頭市場對證券商之查核與監督

### 1. 店頭市場監管機構

美國金融產業紀律管理機構（The Financial Industry Regulatory Authority, FINRA）為美國監理證券經紀商與自營商業務之最大非政府自律組織，受到美國證券管理委員會的監督。且在 FINRA 監管的交易所從事業務的證券公司，必須是 FINRA 會員，且受其監管。在 2007 年由美國全國證券商公會（National Association of Securities Dealers, NASD）及紐約證交所（NYSE）負責管理及仲裁之自律組織合併而成。主要目的為保護投資人權益，確保證券市場交易之誠實及公平性。

### 2. 對會員證券商內部控制之規範<sup>137</sup>

#### (1) 監督系統（Supervisory System）

##### 監督系統之組織架構

FINRA Rules 3110(a)要求會員證券商應建立一套系統用以監督相關人員執行相關法規之法令遵循，包含 FINRA 所訂定之相關規則，關於適度監督，每一會員有最終決定權，每一會員之監督系統包含：

A. 建立書面程序。

B. 每一經紀商應應依據其業務性質指定合格登記的主管（Registered Principal）執行監督職責。

<sup>137</sup> 資料來源：FINRA (Financial Industry Regulatory Authority)

<https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks/finra-rules>

- C. FINRA Rules 3110(a)3 要求會員證券商應於每一個地區指定一監管辦公室 (Office of Supervisory Jurisdiction, OSJ) 負責監督該地區各分支機構之營運，而不具有上述權限之分支機構則稱為非監管辦公室 (Non-OSJ Branch Office)。每一 OSJ 與 non-OSJ 應指定 1 至數名合格登記的主管執行監督的功能。
- D. 採取合理的措施以確保所有監督人員都能有相當經驗或經訓練而具有資格以執行其所分配之職責。
- E. FINRA Rules 3110(a)7 要求專責主管及經註冊之代表人員每年應出席由會員舉辦之研討會探討法令遵循等議題。以期每一個業務人員都能清楚各項法令之要求。

## (2) 書面程序

FINRA Rules 3110(b) 規定會員證券商應建立及維持一套書面監督程序 (Written Procedures)，證券商應依其本身之業務範圍自行制定，以符合法令之要求。有關 FINRA 對書面監督程序之規定分述如下。

### A. 一般要求

FINRA Rules 3110(b)1 規定會員證券商應依其業務總類及商業活動建立書面程序，以確定該證券商之監督系統及程序皆符合法令之要求。

### B. 會員之投資銀行業務與證券業務之檢視

關於會員之投資銀行業務與證券業務，監督程序包含專責主管檢視其所有相關交易並留存紀錄。

### C. 聯繫與內部溝通之檢視

關於會員之投資銀行業務與證券業務過去及未來之書面聯繫及內部溝通之程序，監督程序必須考量會員之業務種類、業務結構及客戶組成等，監督程序中會員證券商必須重新檢視：

- a. 公司作業程序、客訴、公開說明書、基金及有價證券，以及依 FINRA 或其他與主管機關規範須重新檢視之聯繫資料。
- b. 依 FINRA 及其他與主管機關相關之規範須重新檢視之內部溝通資料。

### D. 客訴之檢視

包含取得、知悉及回應客訴

### E. 監督人員之監督程序與紀錄

包含：

- a. 職稱、登錄狀態、地區及依相關規範與 FINRA 規則所制定與業務種類相關之監督職責。
- b. 所有曾執行監督之名單及其生效日，保存期限至少 3 年。
- c. 禁止相關人員執行以下監督程序：
  - i. 監督本身的活動

- ii. 向所監督的人報告或決定其報酬或為其工作
- d. 監督程序應合理預防監督系統與被監督相關人員有利益衝突之情事，或執行監督者可從被監督者獲取報酬

#### F. 監督程序之維護

會員自己的監督程序必須保存在 OSJ 並時常維護，若有新法規公佈，每一會員應盡速修訂原監督程序使符合新規範，並盡速通知所有與監督程序有關之人員。

### (3) 內部查核

- A. 每一會員應依據其本身之業務進行至少每年一次重新檢視，可以協助會員偵查或預防違反相關法規，會員亦應紀錄重新檢視及查核日期
  - a. 每一會員每年至少查核一次 OSJ 及任何監督一個以上 Non-OSJ 之分公司。
  - b. 每一會員每三年至少查核一次沒監督一個以上分支機構之分公司。
  - c. 每一會員應依分支機構之業務複雜度及其特性與客戶組成，訂定固定查核周期。
- B. 會員查核結果應作成查核報告，報告至少保存 3 年，除非依上段 c 之查核期間超過 3 年則查核報告應保存至下次查核為止。
  - a. 受查核會員必須出查核報告，報告內容至少包含監督政策及程序之驗證，並包括客戶基金及證券之保護、帳本維護、監理人員之監督、基金或證券之撥轉、客戶帳戶資訊之異動等。
  - b. 客戶基金或證券之撥轉政策及程序必須包含客戶確認之方法或其他後續作業之紀錄。
  - c. 客戶帳戶資訊異動之政策及程序必須包含客戶確認之方法或其他後續作業之紀錄。
- C. 每一查核政策及程序必須考量
  - a. 會員應設計合理查核程序，使避免因利益衝突減損查核有效性。
  - b. 確認查核員非受查單位之督導或與受查單位有直接或監接監督的關係。
  - c. 若受限於業務規模使 b 無法遵循，則應於查核報告中紀錄決策。

### (4) 交易檢視及調查

- A. 每一會員應制訂證券交易監督程序以辨識相關程序無違反證券交易法及其子法或 FINRA 法規關於內線交易、股價操縱及詐騙以致影響會員之客戶、客戶之受益人或簽委任關係之人、依 Rule 3210 規範所必須揭露之人之帳戶及受保護帳戶 (Covered Accounts)。

- B. 會員必須迅速採取內部調查以辨識是否交易違反相關法規。
- C. 若經營投資銀行業務，必須將查核報告簽報 FINRA，其中：
  - a. 每季過後 10 個營業日內，所簽報之內部調查報告應包含內部調查開始日、目前調查狀態、針對調查結果所採取的解決辦法、證券標的、交易資料、帳戶資料、帳戶受益人或聯名帳戶相關人及檢附會員制訂之政策及程序。
  - b. 當調查結果涉及違反證券交易法及其子法或 FINRA 法規關於內線交易、股價操縱及詐騙，內部調查完成後 5 個營業日內將結果簽報 FINRA。

(5) 會員調查申請人註冊的責任 ( Responsibility of Member to Investigate Applicants for Registration )

- A. 會員為申請人向 FINRA 申請註冊之前或為申請做出陳述之前，應經調查確認每個申請人具良好品德、聲譽及經驗。
- B. 若申請人先前已向 FINRA 或其他自律組織註冊，會員應於申請註冊日 60 天內應先檢視申請人的最近 U5 表格，包含任何的異動，並呈現給 FINRA 證明會員已盡力完成 U5 的檢視，並採取適當行動。
- C. 會員應於申請註冊日 60 天內應先檢視申請人的工作經驗，以確認是否申請人依證交法 15b-11 受雇為期貨商公會會員或交易輔助人，若是，會員亦應檢核申請人的 CFTC 8-T 表格及任何的異動，並呈現給 FINRA 證明會員已盡力完成 8-T 的檢視，並採取適當行動。
- D. 每位會員應建立並實施合理設計的書面程序，會員應於向 FINRA 申請註冊日 30 天內驗證申請人的初始表格或 U4 表格，確認申請表格的資料正確性及完整性，至少應提供經搜尋合理的公開資料或經由第三方資訊提供者以驗證申請者的資訊正確性及完整性。

(6) 人員管理 ( Personnel Matters )

美國證券業是一項高度專業的工作，其從業人員應熟悉證券相關法令及實務交易，以確保交易安全及保障投資人權益。美國證券業協會依證券管理委員會之授權，訂定證券業業務人員資格檢定制度。目前由 FINRA 負責資格檢定考試之管理。

(7) 與大眾之溝通管理 ( Communications with the Public )

根據 FINRA Rules 2210 規定：

A. 廣告及文宣 ( Retail Communications ) 之管理

於公開使用廣告及文宣前應先經由主管核准，並於廣告及文宣開始使用前送交 FINRA 之廣告管理部 (Advertising Regulation Department) 核備，文宣及廣告應秉持公平及合理之基礎，不得有誇大事實或誤導投資大眾之情形。文宣及廣告應提供必要的資料，如證券商名稱、編製者姓名、第一次發行日期等。其廣告內容若具時效性，應特別註明。會員證券商之代表或所屬員工，於大眾媒體發表演說或接受訪問時，應事先申請核准，不得私自於大眾媒體發表演說或接受訪問。

B. 與機構之溝通管理 ( Institutional Communications )

會員證券商應建立適合其業務，規模，結構和客戶的書面程序，並經該公司合格人員進行審查，該程序須經過合理設計，以確保與機構之溝通管理符合標準。另該程序必須包含相關人員教育訓練、監督及遵循等規定，會員證券商應保留相關證據，以備 FINRA 查核所需。

C. 紀錄保存 ( Recordkeeping )

會員證券商應依 SEA 規則 17a-4(b) 保存期限內及 SEA 規則格式及媒體來進行與一般大眾及機構之溝通管理。紀錄應包含：溝通日期、經註冊之核准溝通人之姓名、未經核可即進行溝通，其準備或傳送該溝通之人名、所使用的圖表、使用業績排名所發布的資料。

(8) 客戶帳戶 ( Customer Accounts ) 及客戶抱怨書面記錄 ( Record of written complaint ) 之管理

A. 接受新帳戶之規定

FINRA Rule 4512，於證券商接受客戶開戶時應填寫客戶之姓名、地址、客戶之繳稅資料、社會安全號碼、客戶之職業、所服務之公司名稱地址及雇主姓名，並在確定客戶已屆投資年齡，及非其他會員證券商之從業人員後，並經介紹客戶開戶之營業員簽名，及經有權之主管簽名確認後，始得接受該客戶開戶。

B. 全權委託帳戶 ( Discretionary Accounts ) 之規定

FINRA Rule 4512 規定會員證券商及其業務人員不得於取得客戶書面授權及有權主管核准以前，從事接受客戶全權委託之交易。若依規定接受客戶開立全權委託帳戶，則每一筆交易皆須經主管書面核准才能進行交易；負責核准之主管應考慮客戶帳戶資金之情況、買賣是否過於頻繁及買賣金額是否超過合理限度。

C. 帳戶及交易之複核

FINRA Rule 3110(d) 規定，會員證券商應建立一套內控流程，定期或不定期由主管複核客戶帳戶及其交易情形，以檢查或避免任何違反法令之情況發生。

D. 客戶帳戶對帳單 (Customer Account Statements) 之規定

FINRA Rule 2231 規定，會員證券商應至少每季寄送一次對帳單給客戶，內容應包括庫存有價證券明細，現金餘額，及此期間之買賣有價證券明細，及所發生之利息、手續費及有價證券存入、領回明細及股利等資料。

E. 客戶抱怨書面記錄 (Record of Written Complaints) 之管理

美國證券主管機關對於客戶抱怨相當重視，許多重大缺失或舞弊皆由於對客戶抱怨的深入追查得以發現。FINRA Rule 3110 規定，會員證券商對於客戶抱怨應做成記錄，並對客戶抱怨事項進行了解，其追查過程亦應留存書面記錄。

依據 FINRA Rule 4513 規定，有關客戶抱怨書面記錄管理如下：

- a. 會員證券商應於各監督管轄區辦公處所保存一份與該據點監督交易相關之所有書面客訴資料，以及該會員證券商採取的任何措施施行動之獨立檔案，或此類投訴之單獨記錄。會員證券商無需將本規則要求的客訴紀錄保存於監管管轄辦公處所，而是可選擇在 FINRA 要求時，及時提供相關記錄。客戶投訴記錄應至少保存四年。
- b. 本規則所稱“客戶投訴”是指客戶或客戶之受任人對會員證券商或證券商相關人員在招攬或執行任何交易或處置該客戶之證券或資金活動提出之任何申訴。

(9) 洗錢防制法令遵循<sup>138</sup>

每一會員應制定執行洗錢防制計畫以達成及監督會員之法令遵循並符合銀行保密法及財政部門所頒布的法規，洗錢防制計畫至少必須包含：

- A. 建立政策及程序使能合理偵測及發現依 31 U.S.C. 5318(g) 法規所規範之相關可疑交易。
- B. 建立政策、程序及內部控制使能達銀行保密法所規範之法令遵循。
- C. 每年由會員證券商之個人或委由合格第三方機構

---

<sup>138</sup> 資料來源：FINRA (Financial Industry Regulatory Authority)  
<https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks/finra-rules/3310>

- 進行法令遵循之獨立性測試，除非會員證券商不願幫客戶執行交易或凍結客戶帳戶。
- D. 應由專人負責洗錢防制及法令遵循之日常營運及內部控制並呈報負責人員給 FINRA，若負責人員有變更應即刻通知 FINRA。
- E. 對員工實施持續性教育訓練。
- F. 以 RBA 程序持續執行客戶盡職調查，包含但不限定以下項目：
- 以建構客戶風險為目的，瞭解客戶之屬性及客戶建立業務關係之目的。
  - 採行持續性監督以辨識可疑交易，以風險為基礎維護及更新客戶資訊。(法人戶客戶資訊必須包含實質受益人)

獨立性測試之補充：

- A. 所有會員證券商若發生警示訊息時應採行更密集之測試。
- B. 依據 Rule3310(c) 及其相關規定，獨立性測試必須依銀行保密法由符合要求具專業知識之專責人員執行。

洗錢防制法令遵循人員資訊：

依據 Rule3310(d)，每一會員證券商，必須依 Rule 4517 之規範，執行辨識、檢視及更新洗錢防制法令遵循人員之相關資訊。

### 3. 對會員證券商之查核及監管

FINRA 對於會員證券商之查核計劃、查核流程、缺失處分程序以及重要查核缺失如下：

#### (1) 查核計劃

會員證券商之查核工作係由會員管理部 (the department of member regulation) 負責執行，由於其會員家數眾多，雖目前全美各主要都市共設置十三個地區辦公室，然以有限人力仍無法每年對其所屬會員證券商進行全面性查核，故例外管理 (exceptional management) 遂成為一重要的查核理念。

在例行查核方面，FINRA 考量會員證券商之營業性質、財務狀況、過去查核記錄等因素評估證券商之風險等級，以決定查核週期。目前查核週期之劃分如下表。其考量因素分述如下：

查核等級	1	2	3	4
查核週期	1 年	2 年	3 年	6 年

#### A. 營業性質

證券商所經營之業務種類愈多，經營風險愈高。另不同經營型態亦造成所面臨之經營風險不同，如下列三類證券商因業務性質的不同，風險由低至高。

- a. 會員證券商收受客戶清算交割之款券，但不保管客戶之款券。

- b. 會員證券商收受客戶清算交割之款券，且保管客戶之款券。

- c. 會員證券商除收受客戶清算交割款券及保管客戶之款券外，亦負責造市 (market-making) 之工作。

#### B. 財務狀況

FINRA 會員管理部考量證券商之淨值大小以及各項財務比率，判斷證券商之風險。

C. 會員證券商過去缺失處分記錄 (disciplinary history)

若會員證券商於過去的查核記錄中少有缺失，則下次查核時，會發生重大缺失之機率則較低。植基於此概念，FINRA 會員管理部將缺失處分記錄較多的會員證券商列為例外管理的目標，視情況縮短其查核週期，如原係二年查核一次將調整為一年查核一次，以加強管理。

除例行查核外，FINRA 考量客戶抱怨、淨值變動情形，進行專案查核。

- a. 客戶抱怨 (customer compliant) 之例外管理

FINRA 認為客戶抱怨是證券商內部控制制度執行成效之重要指標。其透過許多文宣資料、電視廣告及電腦網路向投資人宣導，鼓勵遭受證券商或業務人員不公平對待時，必須及時向 FINRA 提出抱怨，而投資人也逐漸建立透過申訴管道，保障自身權益的觀念。因此，投資人成為監督證券商的重要環節。

FINRA 之會員管理部藉由客戶書面抱怨之審查，事先掌握可能缺失及違法情況，再行實地查核。如此可使查核人力集中於發現潛在的缺失及違法情事，避免投注過多人力查核風險較低之部分。

- b. 財務資訊之例外管理

證券商之淨值代表著其承擔風險之能力。FINRA 會員管理部隨時注意其所屬會員證券商淨值變動情形，若會員證券商淨值發生大幅減少情形，亦會成為例外管理及專案查核之標的。

#### (2) 查核前準備

FINRA 會員管理部於實地查核前，執行下列準備工作：

A. 查核受查證券商過去處分記錄

FINRA 認為，實地查核目的之一在於矯正會員證券商之不當行為 (misconduct)，避免同一缺失重複發生。因此，在缺失處分的決定 (sanction

determination) 上，初犯與累犯有相當程度的不同。FINRA 之處分準則 (sanction guidelines) 規定，累犯的罰金金額比初犯高出甚多，例如違反證券交易法 15c3-1 有關淨值的規定，累犯之罰金可由初犯之一千美元，增加至五萬美元。故查核人員對於受查證券商過去缺失事項之改善情形特別注意，以期能達到矯正不當行為之目的。

B. 查閱受查證券商之財務報表

查核人員事先查閱證券商之財務報表，了解該證券商之營運情形，基於專業判斷，評估可能面臨之風險，以利實地查核時就風險較大之事項深入追查，俾能發現潛在之問題。

C. 查詢業務人員中央登錄系統( the Central Registration Depository System, CRD )，取得受查證券商業務人員登記資料業務人員中央登錄系統之電腦資料庫係記錄業務人員所取得之資格登記、參加之訓練及曾遭受之處分、刑罰等記錄。FINRA 查核人員於查核前先行查詢該會員證券商之業務人員登記情形，以便於實地查核時確定是否有資格不符之業務人員從事業務，並事先掌握過去處分記錄較嚴重之業務人員，以確定其從前缺失是否有再犯之情形。

D. 查閱客戶抱怨檔案 (customer complaint files)

FINRA 不斷透過文宣資料或傳播媒體，宣導投資人於發現證券商有傷害投資人之不當行為時，應向 FINRA 提出抱怨。FINRA 會員管理部於收到客戶抱怨時，將資料鍵入電腦檔案資料庫建檔，並將抱怨案件轉告相關證券商週知，請其盡速處理。FINRA 規則 3110 規定會員證券商對於客戶之抱怨皆應做成記錄，並應對客戶抱怨事項進行了解，並將其了解過程留存書面記錄。

FINRA 會員管理部之查核人員為了能確定該會員證券商是否依規定記錄並處理客戶抱怨事項，於查核過程中將該會員證券商之客戶抱怨資料檔案以及 FINRA 客戶抱怨資料庫之資料進行比對。經過比對即可發現會員證券商是否有遺漏記錄客戶抱怨之情事。

(3) 實地查核

FINRA 對證券商例行及專案檢查案件，主要係由分佈全美國之十三個地區辦公室執行，若有需要可請求華盛頓特區的 FINRA 總部支援或請求總部協調其他地區辦公室派員協助。

(4) 查核缺失之處分程序

FINRA 查核人員於查核完畢後，若發現缺失之情事則將缺失事項移送法令執行部 ( department of

enforcement)，FINRA 法令執行部成員約有一三〇人，由律師、專業調查員及管理人員組成，法令執行部負責將會員管理部移送之缺失事項依照處分準則 (Sanction Guidelines) 判定該違反法令證券商應接受之處分。

A. 處分準則制定之源由

處分準則之出版是 FINRA 創新的作法。在處分準則出版前，FINRA 與紐約證券交易所一樣，並未制定會員處分準則，而係引用過去案例之處分結果，若對處分標準有所爭議則舉行聽證會 (Hearing) 來決定。FINRA 認為若能制定一套準則供會員證券商及所屬從業人員參考，則可使其對處分的型類有所了解，產生警惕作用，亦可作為 FINRA 法令執行人員決定處分之參考。惟 FINRA 法令執行部亦可依實際的情形及各種因素的綜合考量做一彈性的決定，而不限於處分準則中所規範的處分標準。

B. 判定處分之原則 (General principles applicable to all sanction determinations)

a. 依照 1934 年證券交易法 section 15A 的規範，FINRA 對於其所屬會員證券商及從業人員之不當行為，為了保護投資大眾，應予處分糾正。缺失處分的精神在糾正不當的行為，期能避免未來再度發生，此即所謂「寓教於罰」的效果。為了避免會員證券商或從業人員之不當行為一再發生，FINRA 於判定處分案件時，除了考量不當行為本身的嚴重程度外，亦考量該會員證券商從業人員過去是否曾犯類似的不當行為，缺失處分準則對於曾有「前科」之會員證券商或從業人員再度發生不當行為時，將更加嚴重處分。

b. 缺失處分並非完全以處罰的形式，有些處分是要求執行必要的改善措施，以期能矯正缺失。例如發現會員證券商於內部控制制度設計及執行上有重大缺失，除依 FINRA 規則 2010 及 3110 處以罰金\$5,000 至\$50,000 及暫停相關主管職務之處分，並限期改善外，FINRA 可要求該證券商聘請會計師對其內部控制加以輔導，並協助建立符合法令要求之內部控制系統。若會員證券商因部分業務有不當行為而違反法令，FINRA 可要求該證券商定期申報相關報表，以密切監控其改善情形，若情節重大者可要求該證券商停止全部或部份業務。

c. 若會員證券商或其所屬業務人員多次觸犯同一法規時，應考量其觸犯之原因是否為故意或舞弊，若係屬疏忽且未影響投資大眾利益時，可只針對

- 一次不當行為處罰即可，惟其不當行為係屬故意或舞弊時，則相同的不當行為應逐次處分。
- d.若會員證券商因不當行為而使客戶蒙受損失時，該證券商應賠償客戶之損失，但若使客戶蒙受損失之原因係業務人員之不當行為時，FINRA 有權要求該業務人員賠償證券商之損失。此用意係使違反法令之業務人員能直接受處分，知所警惕，以達成矯正缺失之效果。
  - e.決定罰金之金額時，應考量觸犯不當行為者不當得利之金額，罰金之金額應超過不當得利之金額，以避免業務人員心存僥倖之投機行為。
  - f.若發現業務人員不當行為之原因係缺乏專業知識或對法令的不熟悉，FINRA 應了解該業務人員之專業資格及持續進修教育，以及證券商內部教育訓練之情形。若該業務人員觸犯法規之情節重大者，FINRA 應取銷該業務人員之專業資格，除非重新通過考試，否則不得再執行職務，此一規定之目的是要確保證券從業人員皆具備基本之專業素養，並熟悉相關法規，以提昇整體證券業之素質。
  - g.FINRA 於決定罰金時應考量受罰者支付罰金之能力，若受罰者沒有能力支付罰金，可以考慮給予分期付款支付之通融處理，但不可免除或減少其罰金。
  - h.FINRA 於處罰不當行為之當事人時，應考慮當事人主管應負責之程度，若其主管有督導不周之情事，亦應予以懲處。FINRA 規則 3110 對主管監督管理之權利義務有明確的規範，若主管明知其所屬業務人員有不當行為，而未及時予以糾正，或未向公司報告，或未留存記錄亦應予以處分。

#### 4. 金融產業紀律管理機構 FINRA 對證券商之查核作業種類 有關金融產業紀律管理機構 FINRA 對證券商的查核主要係依據 1934 年證券交易法 15b2-2 之規定，其作業謹說明如下：

##### (1) 例行檢查 (cycle examination)：

###### 1.1 檢查重點：

主要檢查證券商財務業務之執行是否符合聯邦證券法令及規則之規定。例行檢查係以風險為基礎之查核，所以對每家證券商之查核重點內容可能有所不同，查核重點有可能主要針對證券商之營運與財務狀況、銷售業務(證券商與客戶間的互動方式，證券商是否了解客戶需求)、監理程序、洗錢防治、人員適格與登記作業及產品面的檢查(含股票、債券、承銷、共同基金及選擇權等)。另 FINRA 每年都會訂定檢查重點，並將

檢查重點通告各證券商。

2025 年「FINRA 年度監管監督報告」(以下簡稱報告)為會員證券商提供了對 FINRA 成員監督、市場監管和執法計劃(統稱為監管運營計劃)近期監管活動調查結果之見解。該報告反映了 FINRA 致力於為會員證券商和公眾提供監管活動更大之透明度。FINRA 希望能提高報告對成員之效用，成為會員證券商可以用來加強合規計劃的資訊來源。

今年的報告涉及內容廣泛，包括以下新主題領域：

- 第三方風險狀況；
- 註冊指數連結型年金；
- 延長交易時間。

此外，報告還重點介紹各個主題的新內容，包括以下方面的更新：

- 人工智慧(AI)；
- 不法份子直接針對投資人之投資詐騙行為；
- 關於遠端檢查測試計畫及居家辦公地點監督之 FINRA 規定；
- 零股交易之加強改善措施。

此外，對於涵蓋的每個主題領域，報告持續關注重點：

- 確定相關規則；
- 重點介紹成員合規計劃之關鍵考慮因素；
- 總結近期監管活動中值得注意的調查結果或意見；
- 概述 FINRA 通過其監管活動觀察到之有效做法；
- 提供有助於會員證券商審查其監管程式與控制，及履行其合規義務之額外資源。

1.2 檢查週期：

FINRA 選擇檢查對象主要基於券商的經營風險、營業規模與產品的複雜度及過去缺失之處分紀錄等進行評估，評估風險程度每年、2 年或 4 年對券商進行檢查。

1. 營業性質：

證券商所經營之業務種類愈多、營業規模愈大及經營商品複雜度高則其經營風險愈高。

2. 財務狀況：

法令檢查室考量會證券商之淨值大小以及各項財務比率，判斷證券商之風險。

3. 過去缺失處分記錄：

若證券商於過去的查核記錄中少有缺失，則下次查核時，會發生重大缺失之機率則較低。基於此概念，會員管理部將缺失處分記錄較多的

會員證券商列為例外管理的目標，視情況縮短其查核週期，以加強管理。

### 1.3 檢查前準備：

FINRA 被指派的檢查人員在實地查核 30 天前會電話通知受查證券商查核日期，並請受查證券商提供可能包含書面管理程序、業務持續計劃、防制洗錢程序、財務紀錄及稽核報告。

### 1.4 實地檢查程序：

- A. 檢查人員於開始進行實地查核時，為期檢查作業之順利，會邀集與本次檢查作業證券商之相關人員、法令遵循與管理之高階主管，有可能包含執行長 (CEO) 進行認識及交流，並告知本次檢查之性質、範圍與期間及另外要求提供其他的相關資料與紀錄，且會要求瀏覽辦公處所，以瞭解業務實際操作情況。另外證券商之相關人員可以提問與本次檢查作業有關之問題。
- B. 當實地檢查完成時，檢查人員會舉行檢查結束會議報告，這個會議之主要目的係告知受查證券商本次查核結果及可能違反規定之事項。其內容包含潛在之問題、建議事項及其他發現到的問題，以便受查證券商可馬上採取改善行動。另外檢查人員會要求受查證券商簽署已經收到結束會議報告。

### 1.5 檢查報告之完成：

- A. 當執行實地檢查完竣後，檢查人員會與檢查組長及具律師資格之同仁對檢查結果進行討論溝通，以完成檢查報告，並將其呈請 FINRA 之管理階層進行審視及核准。檢查報告的內容包含查核期間檢查內容之彙總說明及查核缺失與建議事項。
- B. 檢查報告經核准後，將以函令的方式檢送予證券商之執行長 (CEO)。如果未發現異常事項，整個檢查作業視為已完成。若發現異常事項，證券商會被要求陳報其將採取或計畫的書面改善行動予 FINRA。如果 FINRA 認為證券商陳報的改善行動不適當，FINRA 將會要求更進一步的回應措施。

### 1.6 查核缺失處置之程序：

- A. 依據 1934 年證券交易法 section 15A 的規範，FINRA 對於其證券商及從業人員之不當行為，為了保護投資大眾，應予處分糾正。對於檢查缺失處置的精神在於糾正不當的行為，期能避免未來再度發生。為了避免證券商或從業人員之不當行為一再發生，於

判定處分案件時，FINRA 除考量缺失事項本身的嚴重程度外，亦考量該證券商從業人員過去是否事項曾犯類似的不當行為，缺失處分原則上對於累犯之證券商或其從業人員再度發生不當行為時，將更加嚴重處分。

- B. 檢查發現之異常事項或可能之違反規定事項之處理，係由 FINRA 的查核小組與其管理階層及法令執行部所共同研商議定。如果證券商在查核期間被發現有異常事項時，將會收到 FINRA 之處置函，告知處置情形，相關處置之形式包含以下 3 種：
- a. 沒有進一步的行動：即沒有違反相關證券法令規定。
  - b. 警告處分：警告證券商未來再違反相關規定時，將會導致正式之處罰措施。
  - c. 法令遵循會議：較為嚴重之正式處置行動，查核缺失事項需要經由召開會議，由 FINRA 之管理階層與證券商之代表共同來溝通討論。

#### 1.7 爭議事項之處理：

- A. 在實地檢查期間證券商如果有任何問題或爭議之處可以與檢查人員直接進行溝通討論，如果問題沒辦法解決，可與 FINRA 檢查小組之組長進行連繫溝通，他將會以其專業的角度進行合理的判斷，並儘速做出回覆。或可另與 FINRA 之高階主管連繫溝通。
- B. 另外證券商對於有關 FINRA 之業務操作、法令執行或其他事項如有異議之處，可與 FINRA 之監督調查室申訴，該部會針對申訴之事項進行調查並說明調查結果。

#### (2) 專案檢查 (cause examination)：

FINRA 對證券商進行專案檢查，主要係考量客戶抱怨及證券商財務狀況之變動：

##### 2.1 客戶抱怨 (customer compliant)：

FINRA 認為客戶抱怨是證券商內部控制制度執行成效之重要指標。其透過許多文宣資料、電視廣告及電腦網路向投資人宣導，鼓勵遭受證券商或業務人員不公平對待時，必須及時向 FINRA 提出抱怨，而投資人也逐漸建立透過申訴管道，保障自身權益的觀念。因此，投資人成為監督證券商的重要環節。藉由客戶書面抱怨之審查，事先掌握可能缺失及違法情況，再行實地查核。如此可使查核人力集中於發現潛在的缺失及違法情事，避免投注過多人力查核風險較低之部分。

## 2.2 財務狀況之變動：

證券商之淨值代表著其承擔風險之能力。FINRA 隨時注意其所屬證券商淨值變動情形，若證券商淨值發生大幅減少情形，亦會成為專案檢查之對象。

### (3) 分公司之查核：

主要針對客戶抱怨或過去缺失處分紀錄之多寡來篩選經營風險較大之分公司進行查核，以瞭解其對聯邦法令及規則之遵循情形。

### (4) 選案查核：

主要針對市場交易、造市商監視發現異常狀況之查核。

### (5) 書面監督程序檢查表 (Written Supervisory Procedures

Review Checklist, WSP checklist) 之審查：

FINRA 3120 及 3130 rule 規定證券商應其本身業務之性質與範圍自行訂立一套書面監督程序，並應依公告之檢查表內容進行檢查後併同書面監督程序陳報金融業監理機構進行審查。有關書面監督程序及檢查表規定之內容分述如下：

#### 5.1 監督系統之稽核：

- A. 應建立監督系統之組織架構。
- B. 應依規定每年應至少召開一次遵循會議或面談。
- C. 監督系統應隨法令規則或公司內部組織之變動而更新。
- D. 監督管理工作人員之資格及所負責之業務應詳實記錄。
- E. 每一監管辦公室至少應存放一份書面監督程序。

#### 5.2 財務及營業活動：

- A. 財務及營業主管通過財務及營運業主管考試，並有效執行其職務。
- B. 帳簿及記錄應依規定詳實編製填寫。
- C. 淨值應符合最低要求。
- D. 客戶庫存證券應分別保管，並製作客戶有價證券明細，以供核對。
- E. 財務報告應經會計師簽證，並於規定時間內送交主管機關。

#### 5.3 業務人員與客戶交易之規定：

- A. 推薦客戶買賣有價證券時應考慮客戶之財務狀況以及客戶投資之目的。

- B. 不得流用客戶款項，未經客戶書面許可前不得借用客戶之有價證券，並且不得向客戶做獲利或損失補償之保證。
- C. 內部人員買賣有價證券，應提出書面申請，並由主管核准後始得進行交易。

#### 5.4 洗錢防制作業：

- A. 應訂定洗錢防制法令遵循計畫並經高階主管核准；對於法令遵循計畫應進行獨立測試，並應持續進行人員之教育訓練。
- B. 應建立和執行可以合理發現及防止可疑交易之政策與程序。
- C. 對於名列恐怖份子或恐怖組織嫌疑者，應禁止其交易，並凍結其交易。
- D. 可與其他金融機構分享有關洗錢防制之相關訊息。

#### 5.5 從業人員之管理：

- A. 業務人員應先通過考試及完成登記始可執行職務。
- B. 業務人員應依規定參加訓練課程。

#### 5.6 與大眾溝通之管理：

- A. 公開使用廣告及文宣前應先經由主管核准。
- B. 僅供內部使用應加強管理，避免該資料外流。
- C. 發送信件前應先經主管複核，以確保其內容之適當性。

#### 5.7 客戶帳戶管理及客戶抱怨書面紀錄之管理：

- A. 接受新客戶開戶前應先詳細了解客戶資料，並於有權主管簽名確認後，始得接受該客戶開戶。
- B. 全權委託帳戶非取得客戶書面授權及有權主管核准前不得執行交易。
- C. 客戶帳戶及其交易情形應定期及不定期由主管複核，以發現或避免任何違反法令之情事。
- D. 應至少每季寄送一次對帳單給客戶供其核對。
- E. 客戶抱怨應做成記錄，並進行追查，追查過程亦應留存書面記錄。

#### 5.8 分支機構業務活動之管理：

對於分支機構應評估其風險以決定其查核週期。

#### 5.9 市政府有價證券之管理：

- A. 應指定主管負責監督市政府有價證券相關作業。
- B. 應制定市政府有價證券之書面監督程序。

### 5.10 網際網路及日內交易之管理：

應建立網際網路交易安全機制，由於透過網路交易之投資人日益增加，日內交易亦日漸盛行，對於相關之內部控制，應建立一有效之控管機制。

## 四、證券商業務範圍、轉投資事業相關規定

依美國一九三四年證券交易法(the Securities Exchange Act of 1934)第十五條規定，任何經紀商或自營商非向證管會註冊，不得使用郵件或州際通商之任何方法或工具，從事任何交易、勸誘或企圖勸誘買進或出售任何證券。由此可見，美國對證券商業務範圍之規範，係採「登錄制」，亦即只要合乎一定條件，並向主管機關申報，如主管機關於法定期間內未為拒絕時，該申報自動生效，證券商即可經營該項業務。由於美國證券公司無兼營之限制，故其可從事之業務範圍相當廣泛，僅略舉如下：

- (一) 股票及債券交易自營或經紀業務。
- (二) 期貨交易自營或經紀業務。
- (三) 選擇權交易自營或經紀業務。
- (四) 美國政府或州政府證券自營或經紀業務。
- (五) 共同基金業務（募資、承銷、分銷或管理）。
- (六) 資產管理業務（代客操作）。
- (七) 融資融券業務。
- (八) 投資銀行業務（證券承銷、公司理財、企業併購、專業融資、洽特定人募集、創業投資、不動產證券化設計及承銷、財務顧問等）。
- (九) 海外證券業務。
- (十) 外匯交易業務。
- (十一) 投資顧問業務。
- (十二) 保險業務。
- (十三) 不動產買賣經紀業務。
- (十四) 其他證券相關及附帶業務。

證管會為達成美國聯邦證券法所掲載之投資人保護宗旨，對於提供投資大眾多樣財務商品與服務之證券經紀自營商，以財務責任之控管為其管理重點。因此，管理法令 Rule 15 c3- 3 及 Rule 15 c3- 1 被視為美國證管會管理其證券經紀自營商相關法規之基礎。

Rule 15 c3 - 3 為一客戶保護法規。該法規禁止證券經紀自營商使用客戶之資產來融通本身之投資、有價證券庫存、或營運費用。此一法規亦要求證券經紀自營商必須實際持有或控制其客戶之有價證券。這些規定之目的在於保護證券商之客戶，以確保證券商必須進行清算時，手邊有足夠之現金與有價證券並得以迅速地將客戶之資產返還其本人。投資人保護公司 SIPC ( Securities Investor Protection Corporation)另提供對於證券商客戶帳戶之另一層保護。SIPC 所營運之基金，對於在證券經紀自營商破產時遭受損失之客戶，提供補償。

外，另一個重要之證券商管理法規。該法規要求每一證券經紀自營商維持一定程度之資本，俾使證券經紀自營商得以因應其客戶、其他證券經紀自營商、及其他債權人之索賠。此一資本提供證券經紀自營商因應市場波動或其他業務支出所可能產生損失之財務防護。例如美國證管會雖未實際禁止證券商從事任何一種業務，不過所有由證券商經營之業務，均須受美國證管會之資本規定管理。如證券商選擇於其經紀自營部門經營短期放款業務，因該種業務所生之資產，將不列入該經紀自營商之資本淨額(rule15 c3- 1)中計算。

1999年5月6日，美國參議院通過「金融服務現代化法」(Financial Services Modernization Act, S900)，而眾議院亦於1999年7月1日通過「1999年金融服務法」(Financial Services Act of 1999, HR10)，惟兩法案尚有部分歧異須再進行協商，至1999年11月5日(美國時間為11月4日)，兩院之主要爭議終於解決，將該法稱為「Gramm - Leach - Bliley Act」，並經參眾兩院審查通過。至1999年11月13日(美國時間為11月12日)該法案正式由美國總統柯林頓簽署為正式法律。該法案為一重要法案，它剷平了阻止銀行、證券、保險業三合一的1933 Glass-Steagall Act 和1956 Bank Holding Company Act.。法案容許設立「金融控股公司」，透過控股公司之子公司，可從事傳統銀行、證券承銷、經紀、保險、及投資銀行業務。由於證券、保險、與銀行之界線越趨於模糊之際。美國證管會以證券主管機關之立場，為保障證券投資大眾之權益，於1960年間大力推動國會通會證券市場改革法案，且於1990年間終於使1990年Market Reform Act順利立法，而使證券主管機關有取得要求證券公司之控股公司旗下相關企業之相關資訊權力，進而保障投資大眾權益。

# 拾壹、投資人保護

## 一、前言

按 1934 年證券交易法，國會成立了證券交易委員會(Securities and Exchange Commission，簡稱 SEC)，SEC 之新任主席 Paul Atkins 於 2025 年 4 月 21 日上任，該法案賦予美國證券交易委員會(SEC)對證券業各個方面的廣泛權力，包括註冊、監管和監督經紀公司、過戶代理和清算機構以及國家證券自律組織（SRO）的權力，亦包含對受監管公司、機構及其相關人員進行行政處罰，與要求公開交易證券的公司定期報告資訊。該法案禁止證券詐欺、操縱股價、內線交易等，以維護證券市場秩序及保護投資人，美國證券交易委員會在其網站中公佈其執法情形，如提起訴訟之案件背景、事實與案件之判決或行政裁罰結果，有關美國證券交易委員會(SEC)沒收不法所得，或該案件經判決是否有公平基金計劃的資訊亦得於美國證券交易委員會(SEC)網站得知。有時，美國證券交易委員會執法會將追回的賠償金額，經由公平基金或其他方式分配予受損害之投資人，該法案並授權美國證券交易委員會。此外，美國證券交易委員會(SEC)並設有投資人網站(Investor.gov)，提供投資基礎知識、投資詐欺、詐騙之警示資訊以及交易市場相關公告(如股票交易結算周期從 T+2 縮短為 T+1)，亦在該網站上羅列詐欺類型。

按美國證券投資人保護法 (the Securities Investor Protection Act of 1970; SIPC)，係於 1970 年 12 月 30 日生效，其立法背景乃因美國證券業界於 1960 年代末期由於“後台作業危機” “ paperwork crunch 或稱 paperwork crisis” 事件之影響，致使眾多證券商紛紛發生財務困難，進而被合併或破產，影響投資人權益甚鉅，是以，美國國會乃基於一定比例限額之保護，對於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；其實早於 1938 年 The Chandler Act 即已對破產證券商之投資人相關問題予以規範，另破產法修正案亦針對破產證券商之普通債權人與證券投資人受償之優先順序予以區別規範，是以，本法案中相關問題須援引適用破產法之相關規定。

本法案共計 16 條，其內容包括：證券投資人保護公司（下稱 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、雜項條款、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。

## 二、證券投資人保護公司

SIPC 設立之構思，係於 SIPC 立法研議時由證券業代表、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 The Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)，Federal Savings and Loan Insurance Corporation (FSLIC)，National Credit Union Administration (NCUA) 等機構之設立功能，包括確保儲存在銀行、信用機構之儲蓄人的權益，是即，

俾創設一獨立組織以為證券投資人權益之保障。

證券投資人保護公司設立於美國華盛頓特區，其設立之法源依據除證券投資人保護法外，依證券投資人保護法§78ccc之規定，SIPC 適用哥倫比亞特區非營利公司法 (District of Columbia Nonprofit Corporation Act)，且該公司之終止應經國會立法。該公司於 1971 年成立，為非營利性之會員公司組織，雖受美國國會和證券管理委員會之監督，但 SIPC 並不是美國政府之行政單位或部門。綜上，SIPC 是美國投資者保護整體體系的重要組成部分。儘管 SIPC 是根據聯邦法律成立的，但它不是美國政府的機構或機構，SIPC 無權調查或監管其成員經紀交易商。且 SIPC 並不等同於證券界的聯邦存款保險公司(FDIC)，後者為受保銀行的儲戶提供保險。

### (一) 會員組成

由於 SIPC 係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. 其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：
  - (1)投資公司或單位信託股份之銷售。
  - (2)年金之銷售。
  - (3)保險業務。
  - (4)投資公司或保險公司顧問服務者。

依該公司 2023 年報顯示其會員組成如下：

名稱	數量
1.全國證券經紀商、自營商公會	3,218
2.芝加哥選擇權交易所	33
3.美國證券交易所	3
4.紐約證券交易所	8
5.納斯達克費城證券交易所	12
6.芝加哥證券交易所	11
7.其他（註：證券商即將終止其自律組織會員身分前之暫時分類）	12
總計	3,297

### (二) 內部架構

#### 1. 董事會成員

依 SIPA 之規定，SIPC 董事會決定公司之經營政策與主管其業務之運作，該董事會成員共有 7 員：

- (1) 1 位董事由財政部長從財政部官員和僱員中任命。
- (2) 1 位董事由聯邦儲備委員會從聯邦儲備委員會的官員和僱員中任命。
- (3) 其中 5 員董事之選任，由總統指派，然需得參議院之建

議與同意。

- A. 其中 3 員就不同地域、不同業務之證券業界中遴選代表。
- B. 另 2 位董事則由一般公眾中遴選，其不得具有證券經紀人、證券商、全國性證券交易所及其他證券業之身分且限制在指派擔任公益董事前 2 年內，不得具有前述身分。

董事會之主席與副主席係由總統就前述公益董事中指派之，董事任期三年，而任期群組分為三種，並分別配置予 7 位董事(分配方式為 2 位、2 位及 3 位董事)，並以同一條款任命的兩位董事不同時任滿為原則，遇缺額時，依原派任程序派補至原任期屆滿為止。

## 2. 內部組織

該公司主要業務之推展，係由財務執行副總負責，區分 3 部門：

- (1) 財務部門：主要業務為內部財務、稽核和會費徵收事宜。
- (2) 業務部門：主要業務為監視與清算程序之執行。
- (3) 法務部門

## 三、證券投資人保護基金

按證券投資人保護法明文規定，證券投資人保護公司應設立基金，所收到所有款項均應存入該基金，亦由該基金支應所有支出，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，至 2023 年底止該基金之規模為 44.7 億美元，較去年度增加 4.2 億美元。

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，茲分別陳述如后：

### (一) 會費徵收

#### 1. 徵收標準

從 1970 年 12 月 30 日至 1978 年 6 月 30 日止，證券投資人保護公司之主要收入來源，即是向其會員徵收會費，證券投資人保護法將其會費之徵收區分為保護基金創設之徵收與基金之平時徵收：

##### (1) 創設徵收：

依證券投資人保護法 §78ddd(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 75,000,000 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 美元。另為達到基金初步規模 150,000,000 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：

- A. 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%，直至基金規模超過 1 億 5 千萬美元，唯 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%。
- B. 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%。
- C. 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%。

2. 徵收之沿革

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，至 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 美元之會費；SIPA 明文規定 SIPC 向其各個會員徵收之會費不得低於 150 美元，是以，於 1989 年元月起，會費徵收比率改為 1% 的 16 分之 3，但不得少於 150 美元。

基金規模與徵收基準與比率於 1991 年 9 月 26 日起有重大變革，SIPC 之董事會修正其業務章則，規定基金規模應擴增至十億美金且每年以 10% 的比率成長；另基金徵收基準由“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。因此，自 1992 年至 1995 年起每年徵收比率為 0.057% 至 0.095% 不等，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 2016 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。然自 2010 年 7 月 22 日「Dodd-Frank 華爾街改革與消費者保護法」公布，取消徵收至少 150 美元之下限。2017 年後之徵收比率為淨營運收入之 0.15%，依據 2023 年 9 月 13 日之董事會，自 2024 年 1 月 1 日起，徵收比率仍維持為前揭比例（淨營運收入之 0.15%）。

SIPC 基金之徵收比率臚列如后：

1971	營業收入的 1%之 1/2 加上 1969 年營業收入 1%之 1/8 (最低金額 150 美元)
1972-1977	營業收入 1%之 1/2
1978/1/1-6/30	營業收入 1%之 1/4
1978/7/1-12/31	停止徵收
1979-1982	全年會費 25 美元
1983-1986/3/31	營業收入 1%之 1/4 (最低金額 25 美元)，1983 年 5 月 1 日生效。
1986-1988	全年會費 100 美元
1989-1990	營業收入 1%之 3/16 (最低金額 150 美元)
1991	會員淨收入之 .065% (最低金額 150 美元)
1992	會員淨收入之 .057% (最低金額 150 美元)
1993	會員淨收入之 .054% (最低金額 150 美元)
1994	會員淨收入之 .073% (最低金額 150 美元)
1995	會員淨收入之 .095% (最低金額 150 美元)
1996-2009/3/31	全年會費 150 美元
2009/4/1-2016	會員淨收入之 0.25% (截至 2010 年 6 月應繳最低金額 150 美元)
2017-2024/1/1	會員淨收入之 0.15%

3. 會費之收繳與不給付之處分

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予以收繳；會員倘若不予給付會費時，應按 SIPC 業務規章訂定之利率（年利率百分之 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百分之 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

當 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；SIPC 申請此項貸款時，應向 SEC 提出貸款預定用途說明書；SEC 對此貸款說明，得基於以下三點之考量而同意借款：

- (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。

是以，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 25 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 15 分之 1，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 得與銀行團簽署透支額度，於 1971 年 4 月 10 日簽訂 6,500 萬透支額度，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，是以，SIPC 於 1975 年 9 月 19 日即終止該透支額度，由於 1986 年 4 月 1 日，徵收基準營業總收入變更為淨收入之改革，SIPC 於 1989 年 4 月重新與銀行團簽訂五億的透支額度；另於 1992 年 4 月 1 日與銀行團簽訂 10 億透支額度，2009 年 SIPC 與銀行團有五億之透支額度，該透支額度之有效期限已於 2010 年 3 月 1 日屆至。

### （三）捐贈

SIPA§78ddd(e)(1) 規定：在 1970 年元月 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 則自 1974-1976 年間抵繳該證券交易所之會員對於 SIPC 之會費的繳付。

### （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可謂是 SIPC 除徵收之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 (SROs) 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 SRO 通知 SIPC 時，亦應同時通知 SEC。

按 SIPC 並非管理機構 (regulator)，不具有管理之權限，蓋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 (the National Association of Securities Dealers Inc.，簡稱 NASD)，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 SRO 之早期預警及監視措施，以獲取會員券商之財務狀況。SEC 或 SRO 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，以為 SIPC 是否為清算程序受託人 (trustee) 之指派。

## 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。一般而言，該會員券商將改善其財務狀況，或減少、中止其業務，或資本更新等自行清算。而 SRO 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一九三四年證券交易法或 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. 清算程序或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 (750,000 美元以上)：會員券商之客戶超過 500 位以上或債務總金額超過 750,000 美元以上者，則 SIPC 將指派 SIPC 或其職員以外之人士以為清算程序之受託人。
- (2) 中型案件 (少於 750,000 美元)：會員券商之客戶少於 500 位或債務總金額少於 750,000 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 (少於 250,000 美元)：會員券商之債務總金額少於 250,000 美元時，則 SIPC 將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. 清算程序之本質與目的

#### (1) 本質：

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，是以，SIPC 之清算程序本質上係屬破產程序，惟其係以 SIPA 為特別法之適用。

#### (2) 目的：

- A. 將客戶記名之有價證券交付予客戶。
- B. 將客戶財產予以比例分配。
- C. 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。
- D. 客戶代位求償權之取得。
- E. 清算該會員券商之事業。

### 2. 清算程序之前提

#### (1) 會員券商同意申請保護令與指派受託人

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) 與受託人之指派，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。

#### (2) 會員券商不同意申請，三日之內舉行聽證會

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，因此，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。所以，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) 資格要件一無利益衝突之虞 (Disinterestedness)：

受託人之指定須無下列之情形：

- 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，得主張收回權；下列之權限須經 SIPC 之同意，但勿需經法院之同意：

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. 紿付有價證券予客戶，此乃不同於破產法之將有價證券予以變現，且 SIPA 明文規定，在 SIPC 之同意下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. 向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. 客戶之主張

(1) 客戶之定義：

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，以為保存、售出、購進、質押成為有效地移轉，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：

A. 投資人將現金儲存於該會員券商，以為利息之取得者。

B. 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。

C. 在該會員券商之海外分公司從事交易者。

(2) 被保護之財產：

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性契約；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。

(3) 通知與主張：

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於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二，即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三十天至六十天之間，而法律明文規定六個月之期限，受託人或 SIPC 俱無權限延長此六個月的期限。

## 5. 客戶帳戶之移轉

SIPA 授權受託人，在取得 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，勿庸取得客戶之同意，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；且移轉之首要目的乃在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：

所謂客戶所有之有價證券，係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  
美-216

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收回；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：

經由第 2 程序所剩餘之客戶求償，係屬看多部位之有價證券 (a long securities position) 或 (和) 有貸方餘額 (credit balance) 時，受託人有義務動用 SIPC 之基金預付給客戶，然預付金額有 500,000 美元之上限，且其中之現金求償部分限制金額不得超過 250,000 美元。

SIPC 基金預付客戶求償亦有其人的限制，即當會員券商之客戶，係屬下列之人員時，即不得動用基金預付受償：

- A. 會員券商之合夥人、經理人或董事。
- B. 持有會員券商 5% 以上 (含 5%) 股份之受益人。
- C. 持有會員券商 5% 以上 (含 5%) 淨資產或淨利之有限責任合夥人。
- D. 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。
- E. 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，唯其僅得於“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收回、“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年證券投資人保護法修正案採用直接付款程序。

適用直接付款程序之要件包括：

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 500,000 美元總額，其中包含 250,000 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 250,000 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、SIPC 基金的動用 (Fund Advances)

依 SIPA 之§78fff-5 規定，SIPC 基金之動用有下列之情形：

- (一) 為滿足客戶之求償（詳前述）。
- (二) 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。
- (三) 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收回，則收回之有價證券視為客戶財產，非屬總資產之一

部分。

- (四) 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。
- (五) 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。

下表 係 SIPC 歷年動用金基清償之分配情形

清償淨額	保護案件	總額
從	至	
\$40,000,001	以上	1
10,000,001	40,000,000	11
5,000,001	10,000,000	18
1,000,001	5,000,000	62
500,001	1,000,000	38
250,001	500,000	42
100,001	250,000	63
50,001	100,000	42
25,001	50,000	24
10,001	25,000	11
0	10,000	11
回收淨額	7	(13,991,620)*
	330	\$3,550,592,008+

\*：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。

+：總額 3,550,592,008 美元，係為清償給客戶之總金額 915,714,311 美元與行政費用支出 2,634,877,697 美元。

## 六、SIPC 與 SEC、自律組織之互動關係

### (一) 與 SEC 之關連部分：

#### 1. 行政程序之決定：

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。

#### 2. 對 SIPC 之強制行為：

當 SIPC 拒絕對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。

#### 3. 檢查及報告：

##### (1) 檢查 SIPC 業務：

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。

(2) SIPC 之報告：

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 同意之公設會計師之簽證，SEC 於加具意見後轉呈總統及國會核閱。

(二) 與自律組織之關連部分：

1. 會費徵收之代理：

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。

2. 檢查：

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 之會員係屬二以上之自律組織，則 SEC 應指定其中之一自律組織或 SEC 本身為其檢查機構。

3. 諮商：

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。

## 七、案例說明

(一) 雷曼兄弟案：

2008 年全球金融危機後雷曼兄弟的清算為 SIPC 歷史上最複雜、曠日費時的案件之一。該公司之清算於 2008 年 9 月 19 日開始，SIPC 分配約 1,050 億美元予約 11 萬名客戶。SIPC 設有國會授權的特別儲備基金，以幫助雷曼公司的投資人，

依據 SIPC 網站表示：2008 年 9 月 19 日，SIPC 根據《證券投資者保護法》(SIPA)提起訴訟，對雷曼公司進行清算。經與公司、其母公司代表、美國證券交易委員會(Securities and Exchange Commission，簡稱 SEC)、美聯儲、商品期貨交易委員會(Commodity Futures Trading Commission)、金融業監管局(Financial Industry Regulatory Authority)等機構代表進行廣泛討論和協商後，SIPC 認為清算行動可妥適保護客戶，並促進雷曼公司客戶帳戶的轉移以及經紀公司業務順暢結束。

本案件截至 2022 年 9 月 28 日為止，經過長達 14 年之清算程序，SIPC 向雷曼公司客戶及債權人賠償超過 1,150 億美元，完成超過 11

萬位客戶的求償，本案之相關債權人也獲得其債權 100%之分配。

(二)伯納德·L·麥道夫投資證券有限責任公司(下稱麥道夫公司)案：

SIPC 於 2008 年 12 月 11 日宣布清算麥道夫公司，該清算程序歷經超過 15 年，目前最新案件進度係 2025 年 2 月 28 日，該案件進行第十六次按比例臨時清算，向適格客戶進行分配。

該次分配之平均支付金額超過 10 萬美元。最小付款總額為 64 美元，最大付款總額超過 1,003 萬美元。另本案截至 2025 年 1 月 31 日，自 2008 年 12 月受託人任命以來，SIPA 受託人已透過追償和和解協議籌集了約 147.39 億美元。

## 拾貳、證券投資信託事業暨投資顧問事業相關規範

### 主要相關法規：

- 1940 年投資公司法 (The Investment Company Act of 1940, ICA)
- 1940 年投資顧問法 (The Investment Advisers Act of 1940, IAA)
- 依據美國 1940 年投資顧問法制定之規則與辦法 (Rules and Regulations promulgated under the Investment Advisers Act of 1940)
- 依據美國 1940 年投資公司法制定之規則與辦法 (Rules and Regulations promulgated under the Investment Company Act of 1940)
- Dodd-Frank 華爾街改革和消費者保護法案 (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)
- Private Fund Investment Advisers Registration Act of 2010

### 前 言<sup>139</sup>

美國對共同基金的法律規範，一如其證券法之立法原則，以保障投資人為核心，期藉由資訊公開與主管機關的管制，預防投資人被市場中的不實訊息所詐騙。因此無論州法 (Blue Sky Law) 或聯邦法治的層次，對於事涉廣大投資大眾的基金集資，無不加以管制。就聯邦層次的法規而言，就基金之募集、運作，投資公司的法制架構，涉及美國一九三三年證券法 (Securities Act. Of 1933) (以下簡稱「證券法」)、一九四〇年投資公司法 (Investment Company Act of 1940) (以下簡稱「投資公司法」)、一九四〇年投資顧問法 (Investment Advisers Act of 1940) (以下簡稱「投資顧問法」) 等相關法規，其分別對基金資訊的公開、註冊、投資標的與投資策略的限制、基金經理人之資格加以規範。

此外，如果基金募集本身不涉及需要特別保護的投資大眾，該等基金係為有資格能力的個人量身訂做的投資工具時，因該有資格能力之個人本身即具保護自己的判斷能力，主管機關不涉公開發行之私募行為，則採取較為開放的態度。

基金原則上採取公司型，所以多由證券公司依一九四〇年投資公司法

有關本篇美國之證券投資信託事業暨投資顧問事業相關法律規範，係參閱該國相關網站、刊物或報導彙整，故不保證所蒐集資料之真實性及正確性且不負擔任何責任，所彙整法律規範非提供法律及投資建議。因此，讀者若欲對該國法規及市場進行更深入而精確之瞭解，或進行業務計畫或撰寫報告時，建議直接瀏覽該國官方網站或與法律事務所聯繫，絕不應以此為唯一資料來源。

<sup>139</sup> 以下有關證券投資信託事業及證券投資顧問事業相關法律及規定解釋摘選自中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會委託賴源河教授與其他 9 位研究員所提之「證券投資信託」暨「證券投資顧問」法制規範研究報告，民國九十年十一月，第三篇「美國投資公司與投資顧問事業之規範」，劉連煜教授，頁 94,101。

設立投資公司，並依一九三三年證券法發行股票向投資人募集資金。除富達投資公司係在投資公司下設立資產管理部門自行管理旗下的基金，多數證券公司均將所設立投資公司之基金資產管理業務外包給自己或其他證券公司的投顧部門，由其代為銷售，故美國投資公司事實上僅係一擁有基金資產的空殼公司，除了董事外，甚少雇用職員或分析操作人員。

美國大型券商發展模式多採行金融百貨公司的型態，提供全方位理財服務，如此一來，可將證券經紀業務與投顧、投信及投顧三大業務結合，向顧客收取較高的手續費，並將少數證券分析人才集中利用，以發揮綜效。<sup>140</sup>而我國則是採取分業管理的方式，區分成投信及投顧各自獨立的公司，在制度上與美國有非常大的差異。

由於典型的投資公司，係由負責籌組這家投資公司及向大眾出售股份之人來管理代表投資人權益之證券投資組合，此種制度本質上存有諸多風險，例如公司之資產可能沒被適當看管，經營管理的人可能有利益輸送等不誠信的情事等，投資公司法乃設計以防範在經營上可能發生的風險，因此投資公司法的目的為：

1. 確保投資公司繼續保有本來之架構，除非經由股東會投票加以改變；
2. 要求投資公司在提供給大眾相關資訊時，必須誠實無欺；
3. 要求投資公司在出售或贖回投資公司證券時，應有真實且公平的報價
4. 訂定銷售費用的上限及限制基金資產為促銷配售來使用；
5. 限制給付投資顧問費用，以受託人所應收取適當之報酬為限，以免浮濫；
6. 規定資產保護的相關措施；
7. 積極促使並確保經營階層的正直性；
8. 提供在經營階層有不正當行為時之救濟管道；
9. 要求對經營階層有獨立之制衡；
10. 限制投資公司資產的槓桿融資。

投資公司法及投資顧問法授權證管會以規則或申請命令，有條件或無條件地免除任何人、證券或交易法案或證管會管理規則的條文適用；為同意免除適用，證管會必須發現此免除對公眾利益是必須且適當，並與投資人保護及法條與政策的目的相符合，且證管會發行的免除命令是公開揭露的；因此證管會可依據產業發展的實際需要以隨時調整相關規範，使此一產業能與時並進，不斷地成長和茁壯，時至今日，也才能造就美國基金產業在全球金融投資業務中獨領風騷，而為世界的翹楚。

## 一、證券投資信託事業設置與管理

### （一）投信事業設立之條件：

<sup>140</sup> 專題報告「外基金募集、發行與銷售之研究」，民國九十一年四月，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，頁 4。

1. 經營核准之主管機關：

美國證券管理委員會（“證管會”，Securities and Exchange Commission，“SEC”）【s8,ICA】

2. 投資公司之定義、組織：

(1) 定義：【s3,ICA】

係指發行證券籌措資金以投資、再投資或交易證券為主要業務之公司，且所投資證券之數額與投資公司之資產（不含政府債券和現金部分）比例須達百分之四十以上。

各種不同團體可能以為屬於投資公司的定義但卻被投資公司相關法規所排除在外，乃因為其具有其他符合其他不同法規的特性。因此，銀行、儲蓄及貸放機構、保險公司、仲介經紀商、特定的員工股票紅利、退休金或潤滑分享信託是不包括在投資公司的範圍內。任何受銀行惟一保管以集合性投資及在作為受託者、執行者、管理者或監督者之可能範圍內將銀行帳戶內之金錢再投資之一般信託基金或類似的基金亦排除在投資公司之範圍外。同時擁有證券資產之私人投資公司，其受益所有權人不超過一百位者，或其持有者僅為具相當資格的購買者（qualified purchasers）亦排除在外。

(2) 組織：

投資公司得以股份（有限）公司、合資公司、協會、合股公司（joint stock company）、信託事業或社團法人等型態組成。

A. 依類型來區分，可分為以下三種：<sup>141</sup>

a. 共同基金：

依其投資目標包含下列數種態樣：

i. 股票型基金(equity fund)：

此基金係主要持有權益證券為目的所組成。

ii. 債券及收入基金(bond and income fund)：

此基金大部份將其資金投資於債券。

iii. 貨幣市場基金(money market funds)：

投資在短期、高品質、債務工具並尋求維持固定淨資產價值。

iv. 短期市政債券基金(short-term municipal bond funds)。

b. 封閉式基金與單位投資信託：

封閉式基金的股份不得因持股人之選擇而要求以股份的淨資產價值回贖，因之，在封閉式基金的情形，並不會發生封閉式投資公司為因應贖回要求而被迫以有損公司其他投資人之價格，賤售公司所持有之股票的情事發生。近年來，在美

<sup>141</sup> 同註 1,頁 95-97。

國，封閉式基金廣泛使用於以投資於特定國家或地區為目的所發行的基金。

c. 基金集團：

在美國，雖有數量頗多之投資公司存在，但僅是少數大型集團管理大部份比例的基金資產，這裡所稱之共同基金集團指的是，擁有相同投資顧問及承銷商之基金家族(a family of funds)而言<sup>142</sup>。此外，美國法上並無對在共同管理下之基金規模或基金數目或資產數額加以規範。然而，美國法律對於基金購買屬於不同投資公司集團之其他基金的股份卻有限制<sup>143</sup>。

3. 申請程序：【s8,ICA】

依美國聯邦法或州法所成立以投資為目的之事業，在經證期會以公眾利益和保護投資人立場考量而獲得核准後，得向證管會登記成為投資公司。

- (1) 登記時須附「登記報告書」(Notification of registration)。內容應包含有關公共利益與保障投資人利益之說明。
- (2) 證管會於收到報備登記公司的「登記報告書」後，視為登記完成。
- (3) 完成登記之公司須於相當期限內，向證管會提交「登記說明書」(registration statement) (Form N-1A)。登記說明書應記載以下事項：公司之型態(開放型或封閉型)、舉債、發行優先順位股票、證券承銷、集中投資單一或部份產業類別、買賣動產或不動產、貸款、投資組合營業額、其他需經股東會決議之重要事項、公司關係人、董事、合夥人、經理人之姓名、住居所，以及上述人員最近五年經營事業狀況簡報。【The Securities Act of 1933】【The Securities Exchange Act of 1934】

逾期未提交「登記說明書」或已提交但內容有重大缺漏者，證管會應另訂期限(30日內)通知該公司再行提交或補件。該公司未於期限內提交、補件或申請延期，或為保障投資人及公眾利益之考量，證管會得暫停或撤銷該公司之登記。

4. 共同基金的操作架構：

(1) 董事／董事會<sup>144</sup>：

每一家投資公司係依據州法所設立，故均為一具有獨立法人人格之主體，在美國大多數的投資公司是以公司或業務信託(Business Trusts)形式組成。以公司組織之投資公司而言，董事會係負責經營管理投資公司之機關；若投資公司為商業信託形式，其受託人將被視為投資公司法規的董事地位。

美國共同基金通常設立董事會來負責基金的運作，包

---

<sup>142</sup> See supra note 4.

<sup>143</sup> See Investment Company Act, §12(d), 15 U.S.C. §80a-12(d).

<sup>144</sup> 同註 1, 頁 99。

括制訂投資政策，選擇投資顧問、基金託管人等，並對基金運作過程進行監督。由於大多數基金管理公司管理著許多不同的基金，被稱為基金家族(fund families 或 fund complexes)，其董事會也分為共用型和群集型兩類。共用型董事會(pooled board)是指在基金家族中只設立一個董事會，負責管理基金家族內所有的基金；而群集型董事會(cluster board)則適用於大型的基金家族，董事會成員要分成許多組，不同的組管理不同種類的基金，如股票基金或債券基金。<sup>145</sup>

不管是共用型董事會還是群集型董事會，其成員通常由兩部分成員組成，內部董事和外部獨立董事。內部董事通常由來自基金管理人或與基金管理人有密切利害關係的成員(interested persons)組成，主要負責對基金資產的管理運營。外部獨立董事主要負責對基金事務的監督。而所謂獨立董事是指與公司的管理層不存在"重要關係"的董事。

考慮到基金董事會管理的業務量和及其複雜性，董事們通常組成委員會來處理特別事物。通常，在全體董事會議之外，這些委員會還將一年召開數次會議。獨立董事在委員會上所做陳述常常是很頻繁的：某些情況下，委員會完全由獨立董事組成。儘管法律上沒有要求，業界的慣例是設立審計委員會監察基金的財務報告和內部審計。許多基金也設立了公司治理委員會，主要由獨立董事組成，處理與獨董相關的問題。<sup>146</sup>投資公司的董事會必須制定公司業務的目標，及為達此目標所應遵循的政策及謀略，並監督執行情形。形式上，投資公司的董事會將公司每日運作庶務的責任委由投資顧問或經理人負責。董事受託於投資公司及其股東，而董事會有責任確保：

- A. 股東利益的保障；
- B. 投資顧問與經理人必須追求投資公司的利益而非其個人利益；
- C. 投資公司是否遵守相關的法規。除此之外：<sup>147</sup>

a. 董事會的成員之中，有利害關係之董事(包

---

<sup>145</sup> 「美國基金獨立董事制度及對我國基金治理結構的啓示」，張國清，中國大陸「證券市場報導」2004 第七期。

<sup>146</sup> 基金董事的角色，《上市公司》(2002年第七期)，李犁 丁世豔。

<sup>147</sup> 按 1933 年銀行法 (The Banking Act of 1933 or The Glass-Steagall Act) 之規定，銀行不得與已登記之投資公司、證券商及保險公司等金融服務業結盟 (The Banking Act of 1933 – Sections 20 and 32)。惟於 1999 年 11 月修訂之 Gramm-Leach-Bliley Act (一般稱作「1999 年金融服務業改革法案」(Financial Services Reform Act of 1999))，已撤銷各種對銀行與證券商之結盟限制 (Gramm-Leach-Bliley Act – Sections 101 and 103)，允許包括銀行、已登記之投資公司、證券商及保險公司等金融服務業之間的聯盟。亦撤銷有關銀行關係人禁止為共同基金之參助人 (sponsors) 或主辦承銷商之規定，並允許銀行的職員及董事可擔任任何 (不論是否具相互從屬關係) 基金之董事。

括基金投資顧問、主要承銷商、自營商與經紀商、法律顧問等自然人或營利社團法人）比例不得超過百分之六十。

【s10(a),ICA】

2003年11月19日通過的《2003年共同基金誠信與費用透明法》( Mutual Funds Integrity and Fee Transparency Act of 2003) 對該項規定進行了修改建議，即要求董事會成員的大多數 (super-majority) (即三分之二多數) 須由獨立董事組成，且董事長需為獨立董事始得擔任。

b. 單一銀行的董事、職員或受雇人於該投資公司董事會的席次不得超出董事總額的半數。【s10(c),ICA】

c. 投資公司與任何投資顧問 (公司或個人) 所簽訂之契約，其條款及內容之更新需送交董事會決議。但與該契約有利害關係之董事不得參加表決。董事有權要求投資顧問提供評估契約條款之必要文件。

【s15(c),ICA】

(2) 股東／股東會：

股東以其持有股份所生之表決權行使權利，規定如下：

A. 決議公司重大投資決策，包括改變公司形態、貸款、舉債、發行有價證券、承銷他公司發行之有價證券、動產或不動產之交易。【s13(a),ICA】

B. 投資顧問契約需經股東會決議通過始生效力。

【s15(a),ICA】

C. 於股東常會或臨時股東會中選任董事。【s16,ICA】

(3) 投資顧問(Investment Adviser)：<sup>148</sup>

投資顧問公司通常稱之為資產管理公司，是負責收集分析研判，並選擇符合共同基金公開說明書所記載之最佳投資組合、標的及策略，並執行之；投資顧問公司與共同基金投資公司間須以書面契約訂明其權利義務關係，包括經理顧問之服務事項及管理費用等。

(4) 主辦承銷商(Principal Underwriter)：

共同基金通常是由主辦承銷商對外公開銷售其股份，其銷售就如同投資人向證券商委託買進一樣，都是屬於銷售之通路，必須遵守美國金融業監管局(Financial Industry Regulatory Authority, FINRA)之相關規範。

(5) 保管機構(Custodian)：

為保護投資人之權益，法律規定必須將基金資產存放於保管機構，獨立於投資公司和投資顧問公司之外，

<sup>148</sup> 「懲與治」,93年7月,覃正祥.郭土木合著,頁5-7。

通常由信用良好的銀行來擔任；此外，證管會亦要求保管銀行須將基金組合之資產與銀行之其他資產分別設帳，獨立保管，而不得與投資顧問公司之資產管理機構有利益衝突之行為。

(6) 股務代理人(Transfer Agent)：

投資公司通常會僱用股務代理人以辦理一般之庶務，包括相關交易記錄之保存及股務過戶登記等事項，尤其是對於股東名簿及其帳戶之開立分配股息之計算、股東會之召開、稅務繳交之通知皆得委託其辦理。

(7) 後檯行政管理人員(Administrator)：

主要的服務內容包括監督其他運作過程中之參與者操作，以確保基金之運作能符合法令上要求，辦公處所之管理及人事資之支付，會計帳務之處理，以及應付主管機關要求有關檔案申報之準備、稅務之處理、股東之服務及其他報告之撰寫等工作。

(8) 基金治理制度(Fund Governance)<sup>149</sup>：

投資公司（指基金本身）獨立董事須占基金董事會成員絕大多數，建議投資公司獨立董事至少占所有董事之三分之二。

新獨立董事須由現有獨立董事提名及選任。

投資公司員工、基金投資顧問公司董事、主辦承銷商或具有利害關係者均不得擔任獨立董事。

## （二）投信事業分公司之設立條件：（無相關資料可考）

### （三）對投信事業之一般監督<sup>150</sup>：

無論是證管會之監督或一九四〇年投資公司法之規範，最主要之目的均是以保障投資人為核心，因此一九四〇年投資公司法之主要立法意旨，係基於確保大眾利益以保護投資人為考量，要求投資公司在經營業務時，須在下列事項方面確實遵守各項法令規範。

#### 1. 投資公司必須有其確定之目標、型式及經營團隊：

依投資公司法規定，投資公司必須確定其是屬於開放式或封閉式，以及係分散型或非分散型。此外，依法投資公司也需明確交代諸多事項，例如其投資主要集中於某一產業或某些產業<sup>151</sup>。

有關投資公司目標或型式的改變，依法也須由投資公司發行在外有表決權證券過半數之同意，始得為之。換言之，投資公司改變開放式或封閉式型式，或者從一分散型改為非分散型，或者改變其以往主要投資產業的政策方向，或者改變任何投資公司認為重要的政策，均必須由股東加以

<sup>149</sup> SEC Adopts Final Rules on Fund Governance ; Understanding the Role of Mutual Fund Directors by ICI  
<sup>150</sup> 同註 1,頁 101-111。

<sup>151</sup> Investment Company Act, §8, 15 U.S.C. §80a-8.

同意<sup>152</sup>。至於其他投資公司法所未規定之投資策略或該投資公司所未認為重要者，則依美國聯邦法，毋需股東之同意，即可逕行改變<sup>153</sup>。

應予注意者，欲合法充當一家已註冊之投資公司之投資顧問，必須由該投資公司發行在外有表決權之證券過半數表決同意，始得為之。此外，該有效之投資顧問契約，也會因投資顧問公司出售其顧問業務於他人或事業被他人所購併，而自然失效<sup>154</sup>。

## 2. 投資公司之對外表徵必須誠信：

投資公司被禁止使用會誤導大眾之名稱或有其他欺瞞大眾之行為<sup>155</sup>。例如，一家以投資風險極高之債券為主之投資公司不得自稱為“藍籌”(blue chip)債券型基金或稱自己為股票型基金(equity bond)。

其次，投資公司股份之購買者也必須由投資公司給予「公開說明書」(prospectus)，記載該基金之目標、主要之投資策略、相關之風險與費用等等訊息<sup>156</sup>。美國法也規定，基金經營者必須將公開說明書先送由證管會加以審查其是否確實含有法令所要求之項目的揭露。而且，公開說明書必須先行或與證券之交付或投資人購買股份意思表示之確認的同時，交付給投資人，以便投資人作投資判斷<sup>157</sup>。值得說明的是，證管會鼓勵投資人在決定購買投資公司股票前，應先請求交付公開說明書並加以研讀，但並無法律課投資人此項先研讀義務<sup>158</sup>。

已註冊之投資公司依法也必須每半年向證管會及其股東提出真實及不誤導的報告<sup>159</sup>。此外，為發揮自律功能，美國金融業監管局(FINRA)<sup>160</sup>，會大體地審查共同基金及其承銷商等人之廣告資料，以確定其廣告是否與法律及全國證券商公會所訂之規則相符<sup>161</sup>。審查結果全國證券商公會也會通知該提出資料供審查者。

在經歷了共同基金醜聞之後，更強化相關基金資訊的揭露，2004年2月證管會要求「基金股東報告」(shareholder report)應包含一個假設的一千美元投資可能會涉及的費用金額資訊，及假設年報酬率的狀況下，一千美元投資可能必須支付的費用金額，使投資人很容易即可比較不同基金投資的費用；其次，該報告應採取多層次、客製化

<sup>152</sup> Investment Company Act, §13, 15 U.S.C. §80a-13.

<sup>153</sup> 如依美國各州之法，其結果可能不同。

<sup>154</sup> Investment Company Act, §15, 15 U.S.C. §80a-15.

<sup>155</sup> Investment Company Act, §35 (d), 15 U.S.C. §80a-34(d).

<sup>156</sup> Securities Act of 1933, §§5-8, 15 U.S.C. §§77e-77h; Investment Company Act, §24, 15 U.S.C. §80a-24.

<sup>157</sup> Securities Act of 1933, §5(b)(2), 15 U.S.C. §77e(b)(2).

<sup>158</sup> Securities Act of 1933, Rule 134 and 482, 17 C. F. R. §§230.134, 230.482.

<sup>159</sup> Investment Company Act, §§30, 34(b), 15 U.S.C. §§80a -29, 80a -33(b); Securities Exchange Act of 1934, §13(a), 15(d), 15 U.S.C. §§78m(a), 78o(d); Investment Company Act, Rules 30a-1 to 30b1-1, 30b1-3 to 30d-2, 17 C. F. R. §§270.30a-1 to 270.30b1-1, 270.30b1-3 to 270.30d-2.

<sup>160</sup> 美國金融業監管局(FINRA)(前全國證券商公會, NASD)系一自律性之組織，由證券經紀商、自營商及承銷商組成。國內相關之介紹文獻，可參閱余雪明，證券交易法(二000年十一月版)，證基會，頁7；賴英照，證券交易法逐條釋義第一冊，一九八七年三月版，頁681, 689。

<sup>161</sup> Securities Exchange Act of 1934, §15A, 15U.S.C. 78o-3; NASD Conduct Rule 2210, NASD Manual.

(tailor-made) 的取向，揭露更多的資訊，以符合不同投資人不同的需求；共金投資組合內容由每年二次改為每季公布，以使投資人更有效地追蹤基金是否確實依其所揭露的投資目標進出。

SEC 於 2018 年 6 月通過「投資公司法」新規則第 30e-3 條關於基金股東報告提供新的「通知和取得 (notice and access)」方法選項，新規則大幅改善基金報告的交付方式，同時保留基金股東以紙本形式接收訊息的權利。2021 年 1 月 1 日基金公司需依循以下規則：<sup>162</sup>

- (1) 報告可獲得性：股東報告與基金最近的報告須在指定網站免費公開，並透過郵件向投資人發送每份報告可用訊息的書面通知。
- (2) 每季持股資料獲得：上一個財報年度的各季持股需在網站公開。
- (3) 通知：當報告成為可取得狀態時，投資人將收到通知。通知內容包括發布股東報告和相關訊息的網站地址，及投資人將來要求免費副本或電子傳輸的取得方式。
- (4) 紙本報告選項：希望收到紙本完整報告的股東，可以在任何時候向基金公司或中介機構免費選擇該選項。

SEC 於 2019 年 9 月通過有關 ETF 的行政規則，旨在為現今運作的 ETF 建立明確的管理架構。規則 6c-11 將允許滿足某些條件的 ETF 在 1940 年「投資公司法」的範圍內運作，可直接進入市場，取得豁免並降低成本，這項措施將促進 ETF 市場創新<sup>163</sup>。

規則 6c-11 的條件：

規則 6c-11 將提供「投資公司法」的某些豁免，並施加某些條件。條件包括以下內容：

- (1) 透明度  
根據規則 6c-11，要求 ETF 在其網站上提供每日投資組合的透明度。
- (2) 訂定一籃子政策和程序  
當 ETF 採取書面政策和程序，規定詳細參數以及構建和接受一籃子的組合且符合 ETF 及其股東的最大利益時，允許依據規則 6c-11 的 ETF 得使用不按原投資組合比例表示或有別於當初定義的一籃子交易。該規則尚要求 ETF 遵守某些記錄保存要求。
- (3) 網站揭露。  
規則 6c-11 要求 ETF 在其網站上揭露某些訊息，包括溢價和折價的歷史訊息以及買賣價差訊息。這些訊息旨在告知投資者有關投資 ETF 的成本以及 ETF 套利流程的效率。

<sup>162</sup> <https://www.sec.gov/news/press-release/2018-103> 國際資產管理市場資訊彙編第 4 期，2018 年 7 月。

<sup>163</sup> <https://www.sec.gov/news/press-release/2019-190>  
SEC 新聞稿，2019 年 10 月。

SEC 在 2020 年 10 月根據投資公司法（1940 年法案）通過規則 12d1-4（Rule 12d1-4，下稱本規則），以簡化適用於組合型基金（Fund of Funds）的監管架構。

散戶也同樣使用組合型基金的安排，透過單一且專業的投資管理，作為配置資產及分散其投資組合的便捷方式。如果基金遵守強化保護投資人的規定時，本規則允許基金收購另一檔基金的股份，不受「投資公司法」的限制，而無需取得 SEC 的個別豁免令。<sup>164</sup>

SEC 同時廢除規則 12d1-2 並允許組合型基金安排的多數豁免，因為本規則將對組合型基金建立全新的、全面的可豁免規則。但 SEC 沒有廢除給予組合型基金的豁免權，因非屬於本規則規定範圍。

規則 12d1-4 的條件：

(1) 控制及投票的限制

禁止收購基金控制被收購基金，並要求持有被收購基金超過一定比例的已發行有投票權股份，收購基金須按一定方式投票，使之對被收購基金的影響到最小化。與被收購基金屬於同一基金集團的收購基金，以及擔任被收購基金顧問的次級顧問的收購基金，可不受本限制。

(2) 評估與結論

為解決收購基金對被收購基金施加不當影響或收取重複費用與開支的問題，本規則要求收購基金在對被收購基金進行投資前，要進行一定評估和作出結論。這決定於基金是否為收購基金或是被收購基金，以及它是否為管理公司、單位投資信託或是分離帳戶投資型保險。

(3) 組合型基金投資契約

本規則規定基金不可與組合型基金共享同份投資顧問契約。收購基金應符合本點及評估與結論的要求，即禁止取得被收購基金超過 3% 的股份的收購基金，在 30 天內任一天贖回超過被收購基金已發行股份總數 3%。

(4) 對複雜結構的限制

為限制基金利用基金建構過於複雜的股權結構，本規則原則禁止建立三層組合型基金架構，但在某些情況除外，包括允許被收購基金將其總資產的 10% 可不受限制的投資其他基金（包括私人基金）。10% 的等級為組合型基金的發展提供彈性，且允許某些架構可以通過提高效率使投資者受益。

為幫助組合型基金建立一致與簡化的監管架構，SEC 還採取了幾項相關行動：

(1) 廢除規則 12d1-2 與某些豁免救濟

SEC 廢除規則 12d1-2，該規則允許主要投資於同一基金集團內基金的基金投資於獨立基金與非基金資產。SEC

<sup>164</sup> <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-247#>

SEC 新聞稿，2020 年 10 月。

亦廢除允許組合型基金資產安排的豁免令，但有例外情況。因此，希望建立超過法定限制的某些類型的組合型基金的安排的基金，會被要求遵守規則 12d1-4 及相關條件。

(2) 修正規則 12d1-1 的修正

SEC 允許主要投資於同一基金集團內基金的基金可繼續投資於獨立的貨幣市場基金。

(3) 表格 N-CEN 的修訂

SEC 亦修訂了表格 N-CEN，要求基金在適用的報告期間內報告是否遵守規則 12d1-4 或「投資公司法」第 12(d)(1)(G)條的法定豁免。

3. 投資公司評定價格之「真實性與公平性」規範：

投資公司必須每日以目前市場價值計算其資產。這是一般所稱「對準市場」(mark-to-market)之計算方法。假如對某些證券，市場之報價無從取得，則必須由投資公司之董事會依誠信原則決定其公平價格<sup>165</sup>。投資公司法對於開放型公司應依「何時點」對「購買」(purchase)與「贖回」(redemption)加以評價，亦有細部之規範<sup>166</sup>。一言以蔽之，這些規範之目的，係在於提供購買者、要求回贖之股東及投資公司的其他股東公平之待遇。

然而近年來陸續爆發的遲延交易(late trading)和趁時交易當中，顯示出基金公司內部及高階經營階層忽略了其應注意之義務，並違反本身所制定的交易政策，讓大額投資人買賣基金，導致基金小額投資權益受損或圖利基金投資顧問，從而嚴重影響到廣大投資人對基金投資的信心。<sup>167</sup>

美國證管會為關閉延遲交易的大門，悍然提議「準下午四時規則」(hard 4:00 Rule)，要求共同基金本身及合格的結算代理機構在基金計算其 NAV 前收受買進或贖回基金的委託，始能適用當日計算所得的 NAV，以有效阻卻延遲交易者操縱的意圖。

為了減少趁時交易的發生，許多共同基金業已制訂了關於短線買進、贖回基金的政策及作業程序，並於公開說明書中揭示其禁止趁時交易，相關的因應措施大致如下：

- (1) 對在買進基金後一段時間內贖回或轉換其他基金者徵收贖回費或轉換費。
- (2) 運用不同的方法限制轉換的權利。
- (3) 限制經常性的交易。
- (4) 延遲給付客戶贖回基金的價款(最多以延遲七日為限)。
- (5) 指認趁時交易者，並限制或禁止其交易的權利。

此外，證管會重申共同基金依公平價格評價法 (Fair-value pricing) 以正確地估計市場收盤後基金的價值，意即基金

<sup>165</sup> Investment Company Act, §2(a)41, 15U.S.C. §80a-2(a)(41).

<sup>166</sup> Investment Company Act, §22, 15U.S.C. §80a-22.

<sup>167</sup> 出席 2004 年 NASD 春季證券會議研習報告,張文毅。

公司之持股價格可合理評價時 (readily available)，依持股價格計算其單位淨值 (net asset values, NAV)；而特定狀況下若持股價格無法合理評價時，必須依基金董事會所通過之決議，決定持股之公平市價，以為基金淨值之核算。該法要求基金從週一至週五每日特定時間或由董事會決定時間，至少一次計算基金淨值，通常多數基金皆在美國紐約證券交易所下午四時收市時，計算基金淨值。<sup>168</sup>

前所述基金持股面臨特殊狀況，無法合理評價基金淨值，包含但不限於：市場不具流動性，致無成交價格；突發狀況收盤價不足以代表其真實價格，如：交易價格碰到價格漲跌限制情形 (limit up or limit down prices) 等。

#### 4. 投資公司收取手續費之限制及使用基金資產以促銷的約束：

美國全國證券商公會對於向投資人所收取之購買股份手續費訂頒了最高比例標準。目前最高比例為出售價格的百分之八點五<sup>169</sup>。此外，有些基金提供投資人分期繳款方式以購買投資公司股份。在此種情形下，最高銷售手續費法律訂為總價的百分之九<sup>170</sup>。

再者，依據投資公司法所訂頒之 Rule 12b-1<sup>171</sup>也對共同基金之資產何種情況下得被使用於促銷股份之出售加以明白規範。按 Rule 12b-1 規定，由基金支付銷售費用，必須根據經股東及董事(含過半數之無利害關係之董事)通過之書面計劃，始得為之。董事以受任人身分必須事先評估此一計劃有利於該基金及其股東是具相當合理的可能性。

另外，董事必須管控整個計劃之執行及每年度批准其執行情形。股東則有權對計劃之重大改變加以同意，始得更動內容。惟值得注意的是，Rule 12b-1 並未對此計畫下所得報銷之金額加以限制。

證管會已於 2004 年 2 月決議修正 Rule 12b-1，禁止使用經紀商手續費作為經紀自營商銷售共同基金的報酬，以導正基金透過特定證券商下單的作法，使得投資顧問不再能夠藉由使用基金的手續費來粉飾其所收取的銷售費用，並消除可能危及基金投資組合委託的最佳執行的作法。

證管會於 2016 年 1 月發布「更新指引」(Guidance Update)，針對基金支付給中介機構費用之情形給予指引，建議基金公司應建立適當政策和程序以確保與銷售相關之支出均依循 12b-1 費用計劃，說明如下：

<sup>168</sup> 「美國基金公司相關弊案探討」，證券暨期貨月刊 第二十二卷 第一期，證期會楊誌柔課長

<sup>169</sup> Investment Company Act, §22(b), 15U.S.C. §80a-22(b); NASD Conduct Rule 2830 (d), NASD Manual.

<sup>170</sup> Investment Company Act, §27, 15U.S.C. §80a-27.

<sup>171</sup> 17 C.F.R. §270. 12b-1. 所謂的「12b-1 費用」，為基金行銷的費用，轉嫁到基金，支付的方式以年費的方式平均分攤於基金的交易日中，反映到基金淨值的報價上。12B-1 費用是以美國證期會的法條號碼命名，此項條款允許基金行銷的費用轉嫁由基金本身支付，支付的方式則以年費的方式平均分攤於基金的交易日中，反映到基金淨值的報價上，屬隱含成本，因此會削弱基金淨值的成長。從 1980 年開始，在美國許多的基金可以收取 12B-1 的費用，每年提撥的級距為基金總資產的 0.1% 至 1.25%，不論基金的資產淨值正處於上揚或者下跌，直接由淨值上提撥，顯然將影響基金整體的報酬率，且經年累月下來，費用不小。

- (1) 公司透過中介機構銷售基金產品，中介機構提供紀錄保存、投資人帳戶等服務，並由基金支付中介機構相關費用。證管會在 1998 年發布的指引中，表明無論與銷售有關或無關之服務，中介機構均得提供，但除非依循 12b-1 計畫，否則基金資產不能支付中介機構所提供之服務；此外，對於未依 12b-1 計畫而由基金資產支付之費用是否與分銷費用無關，係由基金之董事會決定。
- (2) 證管會發布之更新指引中，建議公司應建立適當政策和程序以檢視任何未遵循「12b-1 費用計畫」但可能與銷售相關之支出。即使公司未訂定 12b-1 計畫，亦應有政策和程序以防止違反 12b-1 規定。詳言之，證管會提出之三項建議如下：
- A. 無論該基金是否採 12b-1 計畫，基金之董事會應建立一合理評估之程序，檢視子帳戶費用 (sub-accounting fee，包括：基金事務費、管理費、投資人服務等與分銷無關之費用) 是否有一部分被直接或間接支付於銷售之用途。
  - B. 在此程序中，投資顧問以及相關服務提供者應將中介機構及服務協議等相關資訊提供給基金董事會。
  - C. 若服務或協議可能與基金銷售有關，但被歸類為子帳戶費用者，投資顧問以及相關服務提供者應告知董事會，而董事會應予以特別注意，並評估其適當性。

## 5. 投資公司對其投資顧問給付報酬之限制：

5.1 投資公司法規定基金與其投資顧問之間的顧問契約應精確明定給予投資顧問報酬之計算方式。顧問契約，也必須由基金之發行在外有表決權之證券過半數及無利害關係之董事加以同意<sup>172</sup>。根據投資公司法，所謂利害關係人包括關係人(affiliates)<sup>173</sup>、關係人中的某一自然人之家庭成員，與投資公司或其顧問或主承銷商具有特定生意關係或專門職業關係之人，在過去二年內作為投資公司法律顧問的人士，投資公司的前二個完整會計年度以來一直同公司的投資顧問、主要承銷商或他們的主要職員或控制人保持著重要的業務聯繫之自然人等均屬之。另外，投資公司法也授權證管會或股東得對投資顧問或其他某些人因給付報酬違反受任人義務而提起訴訟<sup>174</sup>。關此，美國法院曾解釋

<sup>172</sup> Investment Company Act, §15(c), 15U.S.C. §80a-15(c).

<sup>173</sup> Investment Company Act, §2(a)(3), 15U.S.C. §80a-2(a)(3) [界定關係人(affiliated person)一詞之意義]，所謂的關係人士(affiliated person)是指以下几种人：(1)直接或間接擁有、控制、掌握了某人 5% 或 5% 以上的已售出具有投票權的證券的人士；(2)那些被某人控制、掌握 5% 或 5% 以上的已售出具有投票權的證券的人士；(3)直接或間接控制上述二种人士或為其所控制的人士；(4)某人的所有雇員、董事、合夥人與管理人員；(5)如果某人指一家投資公司，那麼公司的所有投資顧問或顧問委員會的所有成員都是其關係人士；(6)如果某人指一家未設立董事會的無限責任投資公司，那麼其關係人士是指其資產託管人(depositor)。

<sup>174</sup> Investment Company Act, §36(b), 15U.S.C. §80a-35(b).

此一標準為：祇要報酬收費不超過雙方各自獨立之當事人「常規交易」(arms-length)[即公平協商]所得到最高費用額度之限制，即可被允許<sup>175</sup>。

2003年11月19日通過的《2003年共同基金誠信與費用透明法》(Mutual Funds Integrity and Fee Transparency Act of 2003)中亦對投資顧問「軟錢」<sup>176</sup> (soft dollar)之安排規範有明確建議修法方向，即投資顧問每年應向其顧問之投資公司董事會提出以下之報告：

- (1) 投資顧問因促銷所產生的相關費用
- (2) 提供予投資公司之服務及支付予關聯人士、主要券商等證券交易費用
- (3) 投資顧問取得自券商有超過半數以上影響基金投資之研究報告

5.2 軟錢係指基金公司透過適當的手續費安排而購得優惠的經紀和研究服務，但必須：

- (1) 與所提供的建議有關，如有價證券的價值、投資的適當性及相關買賣建議，無論是以直接或是透過出版品或書面等方式傳遞。
- (2) 提供有關於發行者、產業、有價證券、經濟因素、市場趨勢、投資策略和績效等之分析和報告。
- (3) 可影響有價證券之交易和表現在附屬功能（如結算、交割和保管），或符合SEC或自律組織之其他相關規定。

此外，基金公司還必須盡忠實的決定，以確保券商所提供之價值與所支付的費用是對等的。

5.3 Commission Guidance Regarding Client Commission Practices Under Section 28(e) of the Securities Exchange Act of 1934 (July 24, 2006) 所提出的六個思考方向：

- (1) 協助分析哪些研究及經紀服務是符合「安全港」機制的架構；
  - (2) 何謂合於法律定義的研究報告；
  - (3) 何謂合於法律定義之經紀服務；
  - (4) 如何適當區分混合經紀服務及提供有利投資判斷之研究報告與非協助投資判斷之服務(mix-use item，後簡稱：「混合服務」)；
  - (5) 基金經理人應忠實誠信的判斷所取得之經紀及研究服務之價值與所付出之手續費相較是否合理；
  - (6) 是否可由券商取得第三者研究報告之服務。
- 3個判斷步驟：
- (1) 該經紀及研究服務必須適格 (eligible)；

<sup>175</sup> Gartenberg V. Merrill Lynch Asset Management, 694 F. 2d 923 (2d Cir. 1982); Schuyt V. Rowe Price Prime Reserve Fund, Inc., 663 F. Supp. 962 (S.D.N.Y. 1987), aff'd, 835 F. 2d 45 (2d Cir. 1987).

<sup>176</sup> 「軟錢」是指投資顧問經由或從經紀自營商處取得除執行證券交易以外的產品或服務，以換取該投資顧問將客戶委託下至該經紀自營商的約定。

- (2) 該經紀及研究服務必須是用於協助經理人投資決策；
- (3) 經理人必須忠實誠信的判斷客戶為該經紀及研究服務所付的對價是否合理。

#### 5.4 軟錢認定標準、範圍

- (1) 該經紀及研究服務必須適格 (eligible)

##### A. 研究服務－建議、分析、報告

###### a. 有關「研究」的傳統軟錢標準

- 分析特定公司或有價證券其營運狀況的研究報告
- 和分析師討論證券投資之相關建議
- 與企業主晤談以獲得有關公司營運的口頭報告
- 內容有關發行者、產業、證券或符合證交法 28 (e) (3) (A) 和 (B) 項規定主題之說明會或會議
- 組合分析軟體
- 公司治理研究和評等服務

###### b. 大量行銷出版品

大量行銷出版品並不屬證交法 28 (e) 項之安全港範圍，但若該出版品是鎖定和想要服務範圍較狹窄的讀者時則除外，其衡量的因素如下：

- 僅行銷予範圍較狹窄的讀者
- 針對讀者提供就特殊產業、產品或發行者的專業性關注
- 高成本

###### c. 實體產品、服務

因為它們不代表理由或知識表達，因此顧問之營運經常費用不構成合格研究服務，例如：

- 餐飲、旅行、娛樂
- 辦公設備、傢俱、營運補助
- 電話、有線電視
- 水、電、瓦斯等公用事業費用
- 薪酬
- 租金
- 會計費用和軟體
- 網站設計
- 電子郵件軟體
- 網際網路服務
- 法務費用
- 人事管理
- 行銷
- 會員證
- 專業證照費用
- 具協助行政功能的軟體
- 電腦硬體設備

###### d. 市場研究

有關下列內容的報告、分析和建議得視為適格的研究：

- 市場本質
- 執行和交易策略
- 交易前後之解析
- 最適交易執行場所
- 買賣方的可利用性

e. 數據資料

因其代表理由或知識之表達，故合於安全港範圍，例如：

- 股票報價
- 收盤價
- 交易量
- 公司財務資料和經濟數據

f. 代理人服務

若所提供之服務是非屬有助於投資決定者，則不屬適格，例如：

- 投票
- 計算、紀錄和報告投票
- 可協助投顧決定如何投票之研究

B. 經紀服務：

SEC 採取時序 (temporal) 標準來判斷經紀服務的適格性，也就是說只有從下單到（金額或標的證券）完成交付之間與執行交易有關的經紀或經紀附帶服務才符合安全港的適格標準。

(2) 該經紀及研究服務必須是用於協助經理人投資決策對於混合提供的服務，經理人則必須按使用性質合理區分，並且只能用客戶的錢支付支援投資決策的部分。例如一套混合有提供市場行情研究、行政管理、簿記功能的軟體，軟錢只能用來支付支援投資決策的研究部分，其他必須由經理人自己出錢；出席一場研究會議的出席費可能可以算在 28(e)之內，但出席會議的食宿機票等差旅費用，則不在安全港允許的範圍之內；對投資組合的績效研究可以算在 28(e)之內，但如果該研究還提供其他部門作為行銷，則這一部分對價必須設算出來由公司自行支付。

(3) 經理人必須忠實誠信的判斷客戶為該經紀及研究服務所付的對價是否合理。  
投顧公司須負起自行舉證其是否符合本項法令遵循之要求。

6. 利益衝突之防杜：

投資公司法中有部分條文係為促進及維護投資公司經營階層之正直性而設。基本上，如一個人觸犯了某些與證券相關之犯罪時，則法律將自動禁止其為投資公司、投資顧問、

承銷商工作的權利。此段禁止期間並達十年之久。如有不正行為(misconduct)而被法院禁止暫時或永久從事與證券相關業務時，則此人當然也被禁止從事與投資公司相關之業務。證管會本身亦得經由通知及聽證程序後，以其違反證券法或其他某一法律為由，禁止此人從事投資公司相關業務。惟若有人不滿其任職權利自動受到剝奪，自得以適用結果不公平或其行為與公益悖離並不太嚴重，請求給予救濟<sup>177</sup>。

美國法有關投資公司利益衝突的防制，基本上係由一系列條文禁止各種類型不當的交易構成，除非由證管會以個別命令或通案行政命令之方式允許此種交易。一般而言，這種禁止之交易類型，適用的範圍不僅及於基金與基金之關係人之間的交易，尚含基金與基金關係人之關係人間的交易。

準據前述，基金與此等人間有關財產之買或賣，或者此等人向基金借貸均為法律所禁止。然而，如果證管會發現擬議中之交易條件合理且公平，且並無其他證據顯示相關人士有佔基金便宜之情事，則證管會可例外允許此一交易<sup>178</sup>。至於投資公司與此等人間所組成之合資企業(joint enterprise)，如不具證管會之許可命令也是同樣被禁止的<sup>179</sup>。此外，投資公司之關係人以及該關係人之關係人，也被禁止因充當該投資公司或其所控制下之其他公司之購買或出賣財產的仲介商而收受佣金。然而，在某些限制及條件下，這些人如因擔任證券承銷商或經紀商而受有投資公司之報酬，則為法所允許<sup>180</sup>。

如果基金之重要職員(officers)及董事，或基金之投資顧問交易之證券標的，與基金所持有或計劃購買者相同(即同一證券)則依法必須受某些特別條件之限制。這些條件之限制目的在於避免關係人犧牲基金利益，圖謀私利<sup>181</sup>。美國證管會根據前項規定，為防範利害關係人買賣與自己相關之基金所投資之相同標的證券，並藉機進行個人之詐欺或炒作行為，訂定規則 17j-1 (Rule 17j-1)，其主要規範為：<sup>182</sup>

- (1) 基金公司、基金經理(顧問)以及主辦承銷商等相關人員應採用及批准職場道德準則之內控措施 (code of ethics, 類似我國現行之“中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會證券投資信託事業經理守則”);
- (2) 經手人員應根據本規則向各該公司或單位報告個人之投資情況，包含原始投資、每季交易、年度持股等報告。

<sup>177</sup> Investment Company Act, §9, 15U.S.C. §80a-9.

<sup>178</sup> Investment Company Act, §§17(a), 17(b), 15U.S.C. §80a-17(a), §80a-17(b).

<sup>179</sup> Investment Company Act, §17(d), 15U.S.C. §80a-17(d); Investment Company Act, Rule 17d-1, 17C.F.R. §270.17d-1.

<sup>180</sup> Investment Company Act, §17(e), 15U.S.C. §80a-17(e); Investment Company Act, Rule 17e-1, 17C.F.R. §270.17e-1.

<sup>181</sup> Investment Company Act, §17(j), 15U.S.C. §80a-17(j); Investment Company Act, Rule 17j-1, 17C.F.R. §270.17j-1.

<sup>182</sup> 若基金主要承銷商非為基金公司或投資顧問之關係人，或其重要職員、董事和主要合夥人非擔任基金公司或投資顧問之重要職員、董事和主要合夥人時，則毋需訂定職場道德準則。(Rule 17j-1,c3)

為了防杜投資公司成為證券「垃圾場」(dumping grounds)<sup>184</sup>，依法投資公司原則上不能從係基金關係人或關係人之關係人的承銷商中買受任何證券<sup>185</sup>。再者，一般而論，投資公司也禁止於任何證券商、投資顧問有任何利益或投資證券<sup>186</sup>。

此外，投資公司必須擁有至少十萬美金之淨值且係由不超過 25 名投資人所投資者，方可依法註冊及向其他投資人發行股份。按此一要件之目的在於限定投資公司之經營階層必須其本身有能力投入該數額之資金於投資公司或有能力向不超過 25 人募集前述數額的資金。這十萬美金淨值之最低要求，從一九四〇年投資公司法立法以來一直沒有調整。事實上，今日大約 120 萬美元等同於一九四〇年的十萬美元。

## 7. 基金資產之保護：

### (1) 防杜投資公司重要職員及董事之詐騙行為：

根據證管會的規定，已註冊之開放式與封閉式基金之重要職員或員工因可接觸基金之證券或其他資產，必須向有聲望的保險公司投保因竊盜及侵占之保險及其保險經證管會所規定之最低金額<sup>187</sup>。此外，已註冊投資公司之章程或細則或任何投資顧問契約或主要的承銷契約，不得有免除有關人員因有不當行為對基金或其股東之責任。此項禁止之目的在於防免有關人員有故意不當犯行、重大過失致未能履行其義務<sup>188</sup>。

### (2) 保管規則(Custody Rules)：

由於投資公司之資產大部份係由其所持之證券組成(雖然證券之所有權也許以「憑證」或由銀行及證券存託機構以電子檔案「登載」方式加以表徵)，但畢竟證券權利本質上屬於「無體財產」(intangible)，故為維護投資公司之資產免於被盜、遺失或被侵占的危險，共同基金或開放式基金之資產依法必須由合格之美國銀行或在符合證管會規則下，由係國家證券交易所會員之證券商(broker-dealer)，加以保管。基金及其保管人亦得將投資組合證券交由中央存託機構(central

<sup>183</sup>若相關基金之交易、持有之股票及其帳戶與該經手人員並無直接或間接之影響或控制；ii，若基金之董事非為本法所定義之利害關係人，則該董事則毋需辦理原始和每季申報；iii，若基金主要承銷商非為基金公司或投資顧問之關係人，或其重要職員、董事和主要合夥人非擔任基金公司或投資顧問之重要職員、董事和主要合夥人時，其經手人員則毋需辦理申報。(Rule 17j-1,d2i)

<sup>184</sup>此指基金關係人所持有但一般大眾認為不值得買進持有之證券而言。

<sup>185</sup>Investment Company Act, §10(f), 15U.S.C. §80a-10(f); Investment Company Act, Rule 10f-3, 17C.F.R. §270.10f-3(豁免某些購買證券行為，不受此限)。

<sup>186</sup>Investment Company Act, §12(d)(3), 15U.S.C. §80a-12(d)(3); cf. Investment Company Act, Rule 12d3-1, 17C.F.R. §270.12d3-1(豁免某些在非關係人之投資，不受此限)。

<sup>187</sup>Investment Company Act, §17(g), 15U.S.C. §80a-17(g); Investment Company Act, Rule 17g-1, 17C.F.R. §270.17g-1.

<sup>188</sup>Investment Company Act, §§17(h), 17(i), 15U.S.C. §§80a-17(h), 80a-17(i).

depository)保管<sup>189</sup>。至於單位投資信託則一般被要求須將其資產交由合格之美國銀行保管<sup>190</sup>。

(3) 防制投資人從事基金短線交易措施<sup>191</sup>：

以美國證管會(SEC)之規則第 22c-2 之規定最為明確，即除貨幣市場、於交易所掛牌或其公開說明書中已清楚載明允許短線交易並充分揭露短線交易對投資人之影響之基金者外，應對進行基金短線交易者（即 7 個曆日內贖回者），額外加收不超過其買回價金 2% 之買回費用並將之併入基金資產，且基金公司尚必須與每一代銷機構簽訂書面契約來要求該機構同意提供其匿名帳戶下客戶之交易資料等規定，至於基金是否會向投資人收取短線交易買回費及其收之標準，則由各基金公司董事會自行決定之。

8. 對經營階層之監控機制：

(1) 要求設置最低人數之獨立董事：

依法，已註冊之投資公司，必須有其董事總數之百分之四十的董事，由與投資公司不具「利害關係」者擔任<sup>192</sup>。按此處所指之利害關係係指在該投資公司之關係人(affiliates)上，存在某些直接或間接利益而言(例如擁有證券或擔任重要職員之職務)<sup>193</sup>。根據 1999 年訂定及 2001 年 5 月 12 日生效之修正案，所謂利害關係人更明白指出包括，在之前六個月期間，與該投資公司，或具有相同或相關投資顧問之其他投資公司，有某些交易往來之公司的關係人<sup>194</sup>。

假如投資公司有「關係之主要承銷商」，則該公司之董事人數過半數必須與該主要承銷商具獨立關係<sup>195</sup>。同樣的，已註冊之投資公司不得僱用關係人(a related person on its affiliate)充當其經常性之經紀商(regular broker)<sup>196</sup>，除非該公司之過半數董事非由經常性之經紀商或其關係人擔任<sup>197</sup>。再者，投資銀行之投資銀行家<sup>198</sup>，或關係人，亦不得充任已註冊投資公司之董事、

<sup>189</sup> Investment Company Act, §17(f), 15U.S.C. §80a-17(f).

<sup>190</sup> Investment Company Act, §26, 15U.S.C. §80a-26.

<sup>191</sup> Rule 22c-2 -- Redemption Fees for Redeemable Securities.

<sup>192</sup> Investment Company Act, §10(a), 15U.S.C. §80a-10(a). 2003 年 11 月 19 日通過的《2003 年共同基金誠信與費用透明法》( Mutual Funds Integrity and Fee Transparency Act of 2003 ) 對該項規定進行了修改建議，即要求董事會成員的大多數 (super-majority) (即三分之二多數)須由獨立董事組成，且董事長需為獨立董事始得擔任。

<sup>193</sup> Investment Company Act, §2(a)(19), 15U.S.C. §80a-2(a)(19).

<sup>194</sup> Investment Company Act, §2(a)(19)(A)(V) and (B)(V) and (vi), 15U.S.C. §80a-2(a)(19)(A)(V) and (vi) and (B)(V) and (vi). 應予注意者，Rule 2a19-1，在某些情形下，豁免證券商(brokers or dealers)利害關係人之身分。See Investment Company Act, Rule 2a19-1, 17 C.F.R. §270.2a19-1.

<sup>195</sup> Investment Company Act, §10(b)(2), 15U.S.C. §80a-10(b)(2). 有關「主要承銷商」之定義，請見 Investment Company Act, §2(a)(29), 15U.S.C. §80a-2(a)(29).

<sup>196</sup> 有關「經常性之經紀商」之定義，請見 Investment Company Act, Rule 10b-1, 17C.F.R. §270.10b-1

<sup>197</sup> Investment Company Act, §10(b)(1), 15U.S.C. §80a-10(b)(1).

<sup>198</sup> 有關投資銀行家(investment banker)之定義，請見 Investment Company Act, §2(a)(21), 15U.S.C. §80a-2(a)(21).

重要職員、或員工，除非該投資公司之過半數董事非由投資銀行家或其關係人擔任<sup>199</sup>。此外，根據 1999 年制定及 2001 年 5 月 12 日生效之修正案規定，已註冊之投資公司在一般情形不得有過半數之董事為一家銀行或銀行控股公司或其關係人或子公司之重要職員、董事或員工<sup>200</sup>。

如前所述，美國國會之所以要求投資公司必須設置獨立董事，其目的在於期待獨立董事能在批准顧問契約時，扮演關鍵性之重要角色。此外，證管會也要求獨立董事能在投資公司使用其資產以促銷其股份，及投資公司給付經紀佣金予其關係經紀商(affiliated broker)時，發揮其應有之監督功能<sup>201</sup>。

(2) 股東選任投資公司董事：

一般而論，投資公司由股東選任董事<sup>202</sup>。在某些情況下，現任獨立董事必須提名可供選任之新任獨立董事名單<sup>203</sup>。此外，開放式及封閉式公司之股份，一般而言，也必須具有平等表決權之有表決權股份<sup>204</sup>。

(3) 獨立會計監察人之查核簽證：

如前所述，投資公司應至少每半年一次向其股東提報及證管會申報之財務報告<sup>205</sup>。此等財報及其他財務報告必須由基金過半數之無利害關係董事所指派及基金之股東所同意之獨立會計監察人查核簽證<sup>206</sup>。

在 2003 年 11 月 19 日通過的《2003 年共同基金誠信與費用透明法》( Mutual Funds Integrity and Fee Transparency Act of 2003 ) 中建議，投資公司應設立類似沙班氏／歐克斯利法案(Sarbanes-Oxley Act. of 2002)第 301 條規定之獨立稽核委員會 ( Audit Committee )，且該委員會之委員均須為獨立董事始得擔任。

(4) 證管會之查核：

為使證管會得以查核帳冊及資料，投資公司必須保存相關文件資料，包括各種會計工作底稿及紀錄。

## 9. 限制投資公司資產過度槓桿運用：

由於共同基金股東得隨時要求以淨資產回贖其持股，從而，共同基金一般被禁止發行債券或優先股票(senior stock; 如優先特別股)，因為回贖會導致支撐發行債券及優先股票的資產減少，故不准其發行<sup>207</sup>。

<sup>199</sup> Investment Company Act, §10(b)(3), 15U.S.C. §80a-10(b)(3).

<sup>200</sup> Investment Company Act, §10(c), 15U.S.C. §80a-10(c).

<sup>201</sup> Investment Company Act, Rule 12b-1, 17 C.F.R. §270.12b-1; Rule 17e-1, 17C.F.R. §270.17e-1.

<sup>202</sup> Investment Company Act, §16(a), 15U.S.C. §80a-16(a).

<sup>203</sup> Investment Company Act, §16(b), 15U.S.C. §80a-16(b); Investment Company Act, Rule 12b-1(c), 17 C.F.R. §270.12b-1(c).

<sup>204</sup> Investment Company Act, §18(i), 15U.S.C. §80a-18(i).

<sup>205</sup> Investment Company Act, §30, 15U.S.C. §80a-29.

<sup>206</sup> Investment Company Act, §32, 15U.S.C. §80a-31.

<sup>207</sup> Investment Company Act, §18(f), 15U.S.C. §80a-18(f).

至於封閉式公司，只要其發行債券後之「資產所可承擔範圍」(asset coverage)不低於百分之三百之範圍內，則可發行債券<sup>208</sup>。例如，一家擁有一億資產之封閉式公司可以最高發行五千萬債券，而後成為一家資產有一億五千萬元，負債五千萬元(債券額)之公司。同樣的，封閉式基金，只要其發行優先股(senior stock)後之資產所可承擔範圍，不低於百分之二百之範圍內，則可發行優先股<sup>209</sup>。一言以蔽之，此等限制之目的，在於防免封閉式公司所發行之股權證券(equity securities)或普通股遭受過度之投機使用<sup>210</sup>。尤有甚者，資本結構過度的槓桿利用，可能也會導致控制公司資金者，採取極度投機之投資政策，蓋在此極高度之槓桿利用之資本結構下，這些人可能在認為投機之投資策略一旦成功，則獲利可觀，若不幸失敗，而自己所投入亦不多的考慮下，鋌而走險。

此外，證管會職員也經由解釋法律之方式，將限制資產過度槓桿運用之規定，適用於基金從事下列種類之交易：「保證金交易」(margin)、賣空行為(short sales)、期貨交易、選擇權買賣等標的上<sup>211</sup>。

#### 10. 容許投資公司創新之制度：

美國自一九四〇年投資公司法頒行以來，已歷六十多年之久，但由於有下述兩種制度之設計，使得投資公司這一產業得隨時代之改變而日益精進，茲分述其制度如下：

##### (1) 豁免制度之採用：

給予證管會豁免權是美國年投資公司法一項十分重要的規定，許多條款給證管會權力去豁免公司、個人及交易不受該法的管制。最能體現豁免權的是第六條(C)項的規定「證管會通過自己制定的規則，或通過經由申請發布的命令，得豁免任何個人、證券和交易、任何種類的個人、證券和交易不受本法任何條款，或任何基於本法制定的規則的管制，如果豁免符合公眾利益，投資者保護及立法者的原意。」該條文給予證管會廣泛的權力，只要證管會能證明豁免符合公眾利益，投資者保護及立法者的原意，則可豁免任個人、證券和交易不受任何 1940 年法規定的管制。這是因為美國的立法者相信一個死板的法律是不可能管好複雜投資公司的。<sup>212</sup>

因此依投資公司法及投資顧問法，祇要證管會認為豁免系爭事項於某一或某些法律或命令之適用是必要

<sup>208</sup> Investment Company Act, §18(a)(1), 15U.S.C. §80a-18(a)(1) and 18(h), 15U.S.C. §80a-18(h)

<sup>209</sup> Investment Company Act, §18(a)(2), 15U.S.C. §80a-18(a)(2).

<sup>210</sup> Investment Company Act, §1 (b)(7), 15U.S.C. §80a-1 (b)(7).

<sup>211</sup> Investment Company Act Release No. 7221 (June 9, 1972) [37 FR 12790 (June 24, 1972)]; 證管會無異議函(SEC No-Action Letter, Putnam Option Income Trust II, [1985-1986 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 78.169.

<sup>212</sup> 美國證管會管理投資公司的豁免權力及其對中國投資基金立法的啓示,曾鋒,頁 3。

的，而且其豁免措施也符合公共利益、立法目的及投資人保護之宗旨，則證管會有權以行政命令，在附加條件或無條件下，豁免某人、某些證券或某些交易適用相關法令。實際上，證管會投資管理部也不斷從寬認定適用的實質標準及精簡適用程序，以讓此制發揮最大效用<sup>213</sup>。

(2) 無異議函制度(no-action letter)之使用：

此制基本上為非正式程序(informal procedures)<sup>214</sup>，以便行為人(如業者)在採取一定行為前，有機會了解證管會承辦人員對此擬議中的行為有何想法及該行為可能招致的法律責任<sup>215</sup>。在此程序裏，行為人得詢問證管會職員關於其所擬議中的行為是否符合法令規定，以及證管會承辦人員對擬議中行為如業者真的付之實施，是否會向委員會建議採取法律行動。應予強調者，此制並非僅供投資公司之業者使用，而係廣泛使用於證管會之各種行政程序中。證管會並會將歷次之無異議函公佈，以供各界參考<sup>216</sup>。

11. 外國投資公司：

依投資公司法規定，所有在美國境內出售證券招募資金之投資公司，不論其是美國國內或外國之投資公司，均應受同一法令規範。投資公司法並禁止外國之投資公司在美國境內公開招募股份或直接向美國國民邀約出售，除非證管會以許可命令同意其註冊及公開招募<sup>217</sup>。其實，美國證管會在經審查申請後，如認為在法律上及事實上，其均能對申請之外國投資公司執行投資公司法相關之規範時，始予考慮發出許可命令。這就是一般所知之「執行可能標準」(enforceability standard)，也是一般外國投資公司申請向美國證管會註冊程序中的主要障礙<sup>218</sup>。

12. 廣告規範：

證管會了解到，若是要求所有基金的書面資料都要附上完整的公開說明書，是不切實際的，於是證管會透過一九三三年證券法和一九四〇年投資公司法頒佈許多規則(Rule)，對於推介和行銷的資料需符合完整公開說明書之要求或不屬於公開說明書之範圍，有詳盡的規範。

<sup>213</sup> Investment Company Act, §6(C), 15U.S.C. §80a-6(C); Investment Advisers Act, §206A, 15U.S.C. §80b-6a. SEC Staff Report, Protecting Investors: A Half-Century of Investment Company Regulation, Report 1504, Extra Edition, May 29, 1992, CCH, at 503-522.

<sup>214</sup> 無異議函僅表示撰寫信函人員之個人意見，並不代表證管會之立場，因此證管會不受該意見之拘束。關於此制度之詳細介紹，請見賴英照，證券交易法逐條釋義－第一冊，一九八七年三月版，頁658~659。

<sup>215</sup> 17C.F.R. §202

<sup>216</sup> 17C.F.R. §200.81.;另外，無異議函寄出後經三十天，得公開供相關人士查閱或抄錄，但原申請製發者，得請求對信函內容加以保密，其保密期限為三十天屆滿後之九十天。See 17C.F.R. §200.81(b)，國內文獻，請參閱賴英照，前揭註67書，頁659。

<sup>217</sup> See Investment Company Act, §7(d), 15U.S.C. §80a-7(d).

<sup>218</sup> 歷年來，總計有21個外國基金(多數來自加拿大)，獲得美國證管會的許可註冊命令。最近的一次許可命令，係1977年所頒。See supra note 4, at 21.

一般而言，廣告和行銷資料以投資人在收到基金的公開說明書之時點區分為“事前”和“事後”版（pre-prospectus, post-prospectus）二類：

(1) 事前版（Pre-Prospectus Advertising）：

A. “可省略的”說明（”Omitting” Prospectuses）

【Rule 482 under the 1933 Act】：

依一九三三年證券法第十條第b項規定，得省略部分在完整說明書中必須記載之資料。

a. 說明（Legends）：

廣告中須提醒讀者完整公開說明書之備索，並聲明於投資前應詳閱，對貨幣市場基金之廣告須聲明該基金並未受聯邦存託保險公司（FDIC）保證，且不保證本金能維持在每股一元之價位。

b. 重點摘要（Substance of requirement）：

僅需包含在公開說明書中的重點部分。

c. 績效廣告規範：

- i. 須以相同的時間、性質等比較基礎來計算始可為之。（apples to apples）
- ii. 須有最近一季之一、五、十年的平均年度總報酬資料。
- iii. 須提供平準基礎之績效於績效表中，不得特別強調以截取特定期間之績效。
- iv. 須於績效旁加註聲明此一績效不保證未來之結果，投資收益和價值會隨市場而變動，當贖回時，投資價值可能較原先之成本為高或為低。
- v. 基金排名（rankings）或評等（ratings）（取自李柏或晨星公司）不視為績效，此部分則受美國金融業監管局（FINRA）之監督。

B. 基金簡介（Mutual Fund Profiles）【Rule 498 under the 1933 Act】：

須包含關於基金基本且精確之特定資訊，還要以一定順序方式揭露，使投資人能輕易地作比較。

C. “墓石”廣告（Tombstone Ads）【Rule 134 under the 1933 Act】：

D. 係指登載於華爾街日報之首次公開發行證券和其他證券之發行，因版面有限之關係而僅能刊載最少的資料於廣告中，在134條（paragraph(a)(iii)）中規定須包含以下資訊：

- a. 基金名稱；
- b. 證券之權利和發行之金額；
- c. 基金種類，為開放式、封閉式或是單位投資信託，投資類型和策略等；
- d. 基金可提供之服務；
- e. 投資顧問之姓名；

f. 識別商標。

若為開放式和單位投資信託，須表明基金投資目標和政策，經理人，資產和基金家族等相關資料。

(2) 事後版 (Post-Prospectus Advertising)：

A. 補充銷售資料(Supplemental Sales Literature)【s26 ICA; Rule 34b-1 under ICA】，係指在基金申購之後會定期性收到有關基金更詳盡的投資情形之資料，可不含“重點摘要”部分，但須依聯邦證券法“反詐欺”(anti-fraud)之規定，意即不得有可能誤導投資人之情形。

B. 形象廣告 (Generic Ads)【Rule 135a】：

此廣告並不為促銷之用，可免視為公開說明書，但須受以下之限制，

- a. 不得提到任何特定基金（或基金家族）之名稱。
- b. 僅能說明基金投資之概念或相關服務。
- c. 僅能提到不同型態之基金分類，如平衡型、成長型或收益型等。
- d. 得提到其他相關服務，如銷售通路之服務，但不可針對特定基金。
- e. 須記載贊助經紀商、券商或基金贊助人之名稱。
- f. 若廣告中有包含後續所提供之更多資料，或公開說明書將隨後寄送，須載明此一廣告之贊助商為投資顧問或基金批發商，及其基金家族之基金數目。

(3) 其他廣告規範：

A. 反詐欺規則(General Anti-Fraud Rule)【Rule 156 under the 1933 Act】：

a. 規則第 156 條針對一九三三年證券法和一九三四年證券交易法之立法意旨，提出了一些重要原則，諸如不得使用明顯誤導銷售之資料，以不實之資訊而明顯地使人誤信，或應當注意使用未有使人誤信之資料而未注意。

- b. 會使人誤信的廣告，可能因為：
  - i. 於廣告中有其他聲明
  - ii. 應有附註說明或限制事項才不致使人誤信，却省略之。
  - iii. 一般經濟或財務條件
  - iv. 對投資受益憑證之不為保證聲明，或以無法證明在現行條件下操作可獲得之績效為表示，或暗示以往之績效可能再現。
  - v. 以投資之收益為招攬，但並無對風險有相對的強調說明。
  - vi. 對其他投資工具或指數作比較時，未盡公平或完全。

- B. 事前生效之廣告(Pre-Effective Advertising)：
- a. 所謂“事前生效”係指基金註冊聲明已送交證管會而正在審核當中，但尚未核准生效之期間。
  - b. 聯邦證券法允許使用初步的或“紅標的”(red herring)<sup>219</sup>公開說明書，或以其他型式之資料，但須以清楚標記提醒讀者了解目前尚未正式公開發行。

(4) 證管會所規範廣告種類：

A. 書面訊息：

指傳統的在報紙、雜誌刊登之廣告，信函，小冊子，投影片等型式。

a. 商務通訊(Newsletters)：

基金公司出版並寄送給投資人之商務通訊，內容多含新基金介紹、經理人專訪，或有關節稅、退休規劃等主題之探討等訊息，目的是要“勸誘銷售”(soft sell)，則屬於廣告資料並受相關廣告規範之限制；但也可能是屬於第 134 條和第 482 條規則所規範，自由寫作(free writing)或非關發行(有關資產管理但未提及任何基金名稱)之商務通訊廣告，每一種類均有清楚的區別。

b. 資料之轉載：

若出現於期刊上，不算是廣告，但經基金公司對有利部分加以轉載，並散發予投資人，則算是廣告資料，且須註明所引述資料之來源，美國金融業監管局(FINRA)已提議對其歸檔文件(filing requirements)之資料引用可以免除此項規定，但不含 FINRA 內容文件(content requirements)部分。

c. 新聞稿(Press Release)：

視其內容而定。

d. 紿機構投資人之資料：

亦不例外，但取自 FINRA 之歸檔文件而給經紀商的資料，不算廣告，FINRA 已提議此一豁免規定能擴及到所有機構投資人。

B. 電子訊息(Electronic Communications)：

a. 自動電話系統(Automated Telephone Systems)：

凡符合上述廣告要件而以自動電話系統方式提供，亦受相廣告規範。

b. 網頁、電子郵件或其他電子傳播方式—除了書面方式以外之其他媒介：

只要有包含發行之相關資料，就需依上述相關法令之規定。

### 13. 基金檢查：

<sup>219</sup> 係指在經證管會審核中的公開說明書，在其邊緣會特別以紅色作為標記。

### (1) 演進歷程

1929 年美國股市大崩盤前，美國市場為自我管理，惟投資人愈來愈投機，於是國會於 1933 年設置證券法 (Securities Act) 管理證券公開發行初級市場，1934 年設置證券交易法 (Securities Exchange Act)，並成立美國證管會 (SEC) 管理證券次級交易市場，1940 年設置投資公司法 (Investment Company Act) 管理在 1917-1929 年間被濫用的集合投資工具，及投資顧問法 (Investment Advisers Act) 管理提供投資建議之業務。

### (2) 檢查過程：

- A. 檢查目的：檢測公司法令遵循情形、業務施行的正確性(如是否確實揭露應揭露事項、公司合約、公司政策)、及檢視客戶資產的是否安全保管及使用。
- B. 檢查活動可能包括：要求公司提供相關文件、面談公司員工、分析公司操作情形、實地查核等。

### (3) 檢查前的檢視及風險評估：

透過下列方式，事先準備檢查範圍及重點

- A. 檢視公司於 SEC 的申報檔案、註冊狀態、股權、法規遵循情形
- B. 搜尋公司相關新聞
- C. 評估公司操作及風險
- D. 請教資深同仁
- E. 決定檢查範圍及重點
- F. 列明檢查清單草稿

### (4) 主要檢查議題：

#### A. 利益衝突：

當投資顧問與客戶的利益不同時，即會發生利益衝突，利益衝突通常會導致不公平對待投資人，或讓公司或經理人有誘因去違法。因此對檢查者而言，確認利益衝突是一項很重要的工具。建議透過下述檢查技巧檢視公司是否避免利益衝突：A 確認公司關係人、B 追查金錢流向，C 檢視對客戶的下列揭露事項是否不充分或有誤導資訊：D 檢視經理人是否遵循道德規範及個人相關交易

- a. 客戶投資組合風險是否確實揭露；
- b. 選擇券商方式：是否有收取佣金退回；
- c. 客戶及基金的過去績效：經由帳戶投資組合與績效比對，判斷是否不公平對待投資人；
- d. 基金及客戶的費用收取差異：如客戶有收取績效費或有較高之經理費，可能導致經理人有誘因優惠某客戶的交易帳戶；
- e. 關係人間關係及交易行為；
- f. 經理人的背景：是否有利益衝突的疑慮；
- g. 公司營業活動

B. 法令遵循計畫：

設計良好的法令遵循計畫應能避免違規的發生，且當違規發生時能立即偵測與校正錯誤，公司的法令遵循計畫應包括：

- a. 法令遵循計畫及執行過程應符合公司需求且記載於書面文件
- b. 公司應設置適任的法令遵循主管
- c. 公司應每年檢視法令遵循政策的適當性、執行結果及控制結果

檢查者於檢查時應審慎評估法令遵循計畫的有效性，評估應包括法令遵循計畫執行的頻率、嚴謹性及所偵測到問題的發生原因。

C. 基金評價：

基金評價在基金管理中佔很重要之地位，基金淨資產價值如計算錯誤，除誤導客戶外，基金相關費用(如經理費及保管費)及顧問的績效報酬也因此計算錯誤，故基金淨資產價值應正確計算且提供給客戶，投資顧問公司應有適當之內部控制及驗證程序以偵測資產評價是否重大偏離市價。檢查者應確認投資顧問公司已建立適當的操作程序及監理架構，以監督基金評價服務及任何「人為訂價」證券。證券之市價應能即時從市場報價中獲取，如未能取得公平市價，應由基金董事會以誠信原則訂定，且在最近的出售時點可以合理預期該價格。如公司有下列情事時，檢查者應予注意：

- a. 投資顧問公司對於無流動性、受限制、成交量很低或私募證券無法決定正確價格
- b. 經理人能控制合法的價格來源
- c. 投資顧問公司依賴服務提供者提供價格

相關基金評價檢查技巧包括：

- a. 檢視資產實際出售價格與同時期公平市價的差異
- b. 過度股權週轉
- c. NAV 發生巨幅變動
- d. NAV 計算錯誤

14. 流動性管理：

為提升基金流動性風險管理的有效性，美國 SEC 於 2015 年 9 月提出基金之流動性風險管理改革措施，修改 Rule22e-4 規定，以降低基金無法因應投資人贖回、或基金為因應贖回而稀釋原有投資人利益之風險。SEC 於 2016 年 10 月通過共同基金及 ETF 基金流動性風險管理的新規定，要求開放型基金(不包含貨幣市場基金)建立流動性風險管理程序，除須評估、定期檢視與管理基金之流動性風險，並應

將基金投資組合資產的流動性分為四個類別：高流動性資產、中度流動性資產、低流動性資產及非流動性資產。而基金中非流動性資產不得超過 15%，以確保投資者大額贖回的需求得以滿足。SEC 並要求公司自行訂定持有高流動性資產最小比例，由經理公司自我管控。

在加強對基金流動性公告申報揭露內容部分，SEC 要求當公司持有非流動性資產超過 15% 以上，應立即使用 N-LIQUID 表格向 SEC 申報，如公司持有高流動性資產金額占比連續 7 天以上低於自訂維持比率，亦被要求應立即使用 N-LIQUID 表格向 SEC 申報，但 N-LIQUID 申報內容並不會對外公告。另 SEC 也要求經理公司應每月申報資產部位流動性分類的結果，並以總額方式對外公告，並設計 N-CEN 表格要求個別基金揭露使用借貸款情形和剩餘額度。

2023 年 7 月 SEC 修正了 1940 年投資公司法中貨幣市場基金的部分規範。此次修正提高了貨幣市場基金的最低流動性要求（每日流動性資產和每週流動性資產最低要求分別提高至 25% 和 50%），以便在快速贖回的情況下提供更充足的流動性緩衝，取消原有規定中允許貨幣市場基金暫停贖回的規定；若貨幣市場基金每週的流動資產低於一定門檻時，亦允許基金徵收流動性費用。這些改變都是為了降低投資人在市場大幅震盪時擠兌貨幣市場基金的風險。

為了解決人們對贖回成本和流動性的擔憂，此次修正要求法人主要級別和法人免稅級別的貨幣市場基金在基金每日淨贖回超過淨資產 5% 時須徵收流動性費用，除非是基金的流動性成本達到最低限度。此外，若董事會決議收取費用符合基金的最佳利益，則此次修正亦要求非政府貨幣市場基金酌情收取流動性費用。這些修正旨在保護留下的投資人免受稀釋的影響，更公平地分配成本，以便在短期融資市場的流動性成本高昂時，由贖回的投資人承擔贖回的成本。另外，SEC 為使貨幣市場基金有足夠的能力因應負利率環境，使資產淨值穩定，修正包括基金在特定條件下可取消級別；修訂規定也包含規定基金必須計算加權平均存續期間和加權平均期間。

2024 年 SEC 修正 Form N-CEN，要求更頻繁地向 SEC 和一般大眾報告每月投資組合持有情況及相關信息，此次的修正也包含實體識別編碼、要求開放式基金報告用於遵守流動性風險管理計劃要求的服務提供者的訊息。此外，SEC 也提供有關開放式基金流動性風險管理計畫要求的指引。此修正預計於 2025 年 11 月 17 日生效。

## 15. 資訊揭露：

2015 年 5 月，SEC 公告發布投資公司和投資顧問資訊揭露之新規定和新表單。新增的要求包括：(一) 除貨幣市場基金以外的註冊基金需每月提交投資組合範圍和持倉資料；(二) 註冊基金需每年提交某些特定的普查類資訊；(三) 在基金報告和持有人報告中，強化財務報表揭露，並促進揭露的標準化。新公告之表單加強資料結構化，以利 SEC 和公眾整合和分析所有基金資料。<sup>220</sup>

SEC 於 2024 年 11 月 7 日發布了一項最終規則，修訂投資公司報告（N-PORT 表格和 N-CEN 表格）要求，旨在加強對資產管理行業的監督並提高資訊透明度。修改後要求適用於某些註冊投資公司，包括註冊開放式基金、註冊封閉式基金以及以單位投資信託形式組織的交易所交易基金（統稱「基金」）：

- (1) 增加 N-PORT 表格的提交和公開揭露頻率。
- (2) 要求在 N-CEN 表格上報告有關某些服務提供者的資訊。

最終規則將於 2025 年 11 月 17 日生效。與同一「相關投資公司集團」中的其他投資公司一起擁有 10 億美元或以上淨資產的基金，必須自 2025 年 11 月 17 日起遵守 N-PORT 表格修正規定，並在該日期或之後提交報告。淨資產低於 10 億美元的基金集團必須自 2026 年 5 月 18 日起遵守該規定。所有基金都必須遵守 2025 年 11 月 17 日或之後提交的報告的 N-CEN 表格修正規定。

### N-PORT 表格：提交和發布頻率

根據最終規則，N-PORT 表格（投資組合持有量和其他資訊）的報告頻率要求從季度報告提高到每月報告，即必須在當月結束後 30 天內提交當月報告。最終規則進一步要求每月的 N-PORT 表格報告須在每個月結束後 60 天內公開。另外，某些目前非公開的資訊（例如個人投資組合、衍生性商品交易和雜項證券的流動性分類）仍將保持非公開狀態。然而，SEC 表示它可能會發布有關 N-PORT 表格報告中非公開內容的彙資訊或其他匿名資訊。SEC 補充說，N-PORT 表格中報告的資訊可能會被美國證券交易委員會用於其監管計劃，包括檢查、調查和執法行動。

### N-CEN 表格：流動性服務提供者訊息

根據最終規則，N-CEN 表格修正要求，根據流動性規則，受流動性風險管理計劃要求約束的開放式基金，報告用於提供流動性分類服務的任何第三方服務提供者的信息，包

---

<sup>220</sup>中國證券投資基金業協會，美國證監會 2015 年立法情況和 2016 年立法規劃，國際動態簡報（特刊），第 27 期，2016 年 1 月 7 日。

括：

- (1) 服務提供者的名稱。
- (2) 識別訊息，包括法人實體識別碼 (LEI) 和位置 (州或外國，如適用)。
- (3) 服務提供者是否與基金或其顧問有關。
- (4) 為基金提供流動性分類服務的資產類別。
- (5) 報告期間服務提供者關係的任何變更。

流動性風險管理計畫要求指引

同時，美國 SEC 發布了流動性風險管理計畫指引，涉及基金投資流動性分類的頻率、流動性規則下「現金」的定義以及高流動性投資最低限額。

16. 擺動定價(Swing Pricing)：

SEC 於 2016 年 10 月 13 日公告修正投資公司法第 22c-1 條，允許開放型基金(不包括貨幣型基金和 ETF)採用擺動定價，於 2018 年 11 月 19 日生效。擺動定價機制即透過調整基金每單位淨資產價值之方式，將符合一定條件之新申購或贖回所產生之交易成本，歸由從事該次新申購或贖回之投資人負擔，以保護既有投資人免受大額申購或贖回交易而稀釋基金資產之影響。

17. 公平法案規則促進投資基金研究報告：

SEC 於 2018 年 11 月通過關於提升共同基金、ETF、封閉式基金、商業發展公司(Business Development Company)或類似投資基金之研究的法規修正案<sup>221</sup>，以降低基金相關研究的障礙，增加投資人接觸更多研究報告的機會，以利投資者做出投資決策。本案係在「2017 年公平獲取投資研究法(Fair Access to Investment Research Act of 2017，FAIR Act)」的授權下，為經紀商或交易商建立在特定條件發布或發送投資基金研究報告的安全港(safe harbor)，而納入安全港之條件係依據研究報告屬性而有不同的要求。<sup>222</sup>

18. 縮短證券交易交割週期：

SEC 修正 17 CFR 240.15c6-1 (「15c6-1 規則」)，規定自 2024 年 5 月 28 日起美國證券市場的交割週期由 T+2 個工作日縮短為 T+1 個工作日，此規定適用於股票、債券、市政證券、ETF、部分共同基金、交易所買賣的有限合夥公司；證券商與註冊投資顧問也須遵守新的紀錄保存規定。

2023 年 2 月 15 日 SEC 通過了一連串的法規修正和新規則，以使標準結算週期從交易日後的 2 個工作日 (或 T+2) 縮短至一個工作日 (或 T+1)。新規則也分別為證券經紀商和註冊投資顧問制定了新的處理流程和記錄保存要求，從

<sup>221</sup> <https://www.sec.gov/news/press-release/2018-269>

<sup>222</sup> 國際資產管理市場資訊彙編第 3 期，2018 年 6 月。

而改善了法人交易的處理流程。藉由縮短交易週期，SEC 期待可使市場參與者降低信用風險、市場風險、流動性風險。

19. 修正投資公司的「名稱規則」：

2023 年 9 月 20 日 SEC 為避免基金名稱誤導投資人對於基金投資與風險的判斷，而修改「名稱規則」及其他相關之法令要求。

基金名稱通常是投資人取得與基金有關的第一項訊息，基金名稱在投資人評估其投資選擇時提供了重要的資訊。「名稱規則」要求投資公司的名稱應該顯示出特定的投資類型，因為該基金將其資產價值至少 80% 投資於此（「80% 投資政策」）。「名稱規則」的修訂擴大其適用範圍，要求更多基金採用 80% 投資政策，包括基金名稱表示投資於特定特色的基金，例如「成長」或「價值」，或是特定投資主題的名詞，例如納入一個或多個環境、社會或治理因素。修正案還將包括一項新要求，即基金應至少每季根據「80% 投資政策」檢視其投資組合資產的狀況；在基金偏離「80% 投資政策」時，修正亦要求在特定的時間內（通常是 90 天），必須回復到符合規定的狀態。

修正亦要求基金名稱中使用的名詞在公開說明書中須強化揭露，例如基金名稱中表明投資重點的術語必須與這些術語的白話英語含意或產業慣用者一致。

基金集團的淨資產達 10 億美元或超過 10 億美元者有 24 個月的時間可以調整以符合修正後的規定，淨資產低於 10 億美元的基金集團則有 30 個月的時間調整。SEC 並增加了基金在 N-PORT 表格上報告遵守基金名稱相關法規要求的資訊。

（四）投信事業之從業人員資格及限制【s9,ICA】：

1. 過去十年間曾因違反證券交易相關法令而受法院刑之宣告者，不得出任從業人員。
2. 因不當行為曾受政府命令或法院判決暫時或永久喪失經紀商、承銷商、自營商、投資顧問等資格者，不得出任從業人員。
3. 證管會得以命令剝奪下列人員從事投信業務之資格：
  - (1) 故意製作並提交證管會不實或具誤導性之登記說明書、申請書或報告書，或故意隱去重要內容者。
  - (2) 故意違反證券法、證券交易法、投資公司法或商品交易法（Commodity Exchange Act）之規定者。
  - (3) 故意幫助、教唆或引誘他人違反證券法、證券交易法、投資公司法或商品交易法之規定，或提供意見者。
  - (4) 從事下列行為而為外國政府查獲者：
    - A. 於外國申請登記投信事業時，故意製作並提交該國證券主管機關不實或具誤導性之登記說明書、申請書或報告書，或故意隱去重要內容；

- B. 違反該國證券與期貨相關法令；幫助、教唆或引誘他人違反該國證券與期貨相關法令之規定，或提供意見。
- (5) 過去十年間曾因違反外國證券交易相關法令而受當地法院刑之宣告者。
- (6) 因不當行為曾受外國政府命令或法院判決其暫時或永久喪失經紀商、承銷商、自營商、投資顧問等資格者。

一般而言，美國具有世界上最發達的金融體系和與之相對應的，以人為本的管理體系。這套管理體系在風險防範，保護投資者利益方面起到至關重要的作用。該科學管理體系的一個重要組成部分，就是嚴格的，逐步升級的從業人員資格考核制度。這個考核制度不僅適合所有不同職務和水平的從業人員，而且職務越高，考核內容越廣越難。這樣就徹底地避免了外行領導內行的現象。考核一般有兩個方面組成，一是專業知識考試，二是職業道德考核，既背景調查。美國的證券考試種類很多，有專項的，有綜合的，有一般從業人員，即註冊代表或銷售人員考試，也有註冊主管負責人，即公司的高級管理人員考試，但考試的內容一般有三個方面，一是專業理論知識，二是專業（操作）技術，三是相關法律知識。從業人員職業道德考核的難易程度，主要取決於所從事的具體工作性質和職務，一般要求對近 10 年的經歷及其證明人情況進行備案，必要時，進行調查核實，察看是否有任何違法行為，有的職務還需到聯邦調查局將兩隻手的指紋和手紋進行備案。只有考試合格者才有資格申請註冊，只有通過安全（職業道德）調查者才能註冊成功。每一位註冊成功的從業人員在工作中，仍受到嚴格的監管體系制約。茲將與投資公司相關的職業資格考試系列簡介於後：

1. 投資公司產品 / 可變利率合約有限資格代表考試 (*FINRA Investment Company Products/Variable Contracts limited Representative Examination*) (*Series 6*)：  
考試、註冊合格者可以推銷投資公司的產品（如共同基金、單位投資信託等）和可變利率合約（如可變利率年金合約）；
2. 美國證券交易商協會綜合證券註冊代表考試（也是紐約股票交易 所 註 冊 資 格 考 試） (*FINRA General Securities Registered Representative Examination* (also N.Y.S.E.) (*Series 7*)：  
這是所有金融證券業的最全面、最難的考試之一。考試需要 6、7 個小時（一次性），一旦通過，持照人可以從事公司股票、債券、免稅或低稅證券、不動產證券、共同基金等的交易。但本執照持有者，不准經營期貨、利率期權等業務；如果在英國、加拿大通過如下的考試並向業務主管機關登記註冊者，則可享有與此一考試之同等資格條件：
  - (1) *Limited Registered Representative - (Series 17)*
  - (2) *Canada Module of the Series 7 - (Series 37 contains options questions)*
  - (3) *Canada Module of the Series 7 - (Series 38 has no options questions)*

3. 投資公司產品 / 可變利率合約負責人考試 (Investment Company Products/Variable Limited Contracts Principal Examination) (Series 26)：  
獲取該項執照者負責監管 6 號執照持有者的工作。必須通過 6 號考試，才有資格參加這項考試；
4. 全美證券代理商州法統一考試 (全美藍天法考試) (Uniform Securities Agent State Law Examination - (Series 63) (NASAA))：  
這項執照是每個州都要求的。不管是誰，推銷任何一種證券都要通過這項還有所在州的藍天法考試。在跨州推銷時，該執照取代所在州的藍天法。該執照必須始終和其他相關執照存放在一起；
5. 註冊金融分析師考試 (CFA-Chartered Financial Analyst Test) 223：  
這是一項涉及經濟學、財會管理、投資組合、證券分析、職業道德等方面的綜合考試，只有知識和經驗相當豐富的專業人士才有資格參加該項考試。CFA 資格受到全球證券界的認可，並予某些類型的專業人員，包括基金經理人、貨幣經理、證券分析師、投資顧問等，它要求候選人必須擁有在該行業各核心領域需具備的專業知識及嚴格掌握投資原理的使用，包括資產評估投資組合管理、衍生性金融商品、定量分析和資產分配。為了獲得 CFA，候選人必須通過三級考核來證明對所有核心領域的理解以及將他們應用到投資決策過程的能力。  
由於金融機構與投資人對資產管理人和財務分析師的信任必須是無條件的。投資專業人士要想贏得這種信任，誠信就必須永遠是不容質疑的品質。因此，在獲得 CFA 特許證照後，CFA 特許證照持有人每年還必須簽署"專業人員行為申明"，其中規定了很多責任，包括在投資決策過程中嚴謹的態度和一絲不苟的工作作風，法規和道德，以避免道德糾紛並正確地為他們的客戶及雇主服務。如果有人對 CFA 提出道德方面的抱怨，CFA 特許證照持有人則必須向 CFA Institute<sup>223</sup>做全面詳盡地披露這些抱怨，否則他們將面臨著失去使用 CFA 證照的危險。

(1) 美國特許財務分析師-CFA 申請程序：

A. 向 CFA INSTITUTE 申請註冊 CFA 計劃，成為 CFA 候選人。申請人必須：

a. 擁有學士學位：

候選人必須在考試當年 12 月 31 日前獲得學士學位以達到申請要求。比如，要參加 2003 年 CFA 考試，必須在 2003 年 12 月 31 日前獲取本科學歷。(如

<sup>223</sup> 資料來源：美國國際商務會員 (<http://www.americamember.org>)；詳細資訊請至 <http://www.cfainstitute.org/> 查詢。

<sup>224</sup> 原名為 AIMR (ASSOCIATION FOR INVESTMENT MANAGEMENT AND RESEARCH 美國投資管理協會) 2004 年 5 月起更名為 CFA Institute

果候選人在考試當年不能在 12 月 31 日之前滿足學歷要求，其申請資格便被取消，考試成績也將作廢，已交付的註冊及登記費用不另退回，並且他們將必須再次完成註冊來重新參加考試)；

b. 支付當年規定的註冊費和考試費；

註冊費為美金 250 元，有七年的效力；此外，考試的應考費用亦為 275 美元。這些費用會隨著報名時間的早晚而改變，越晚報名，費用越高。如以在 2003 年 6 月 1 日舉行的考試為例，在 2002 年 9 月 16 日以前報名者，註冊費及考試費共收 525 美元；如果拖到 2003 年 3 月 17 日(最後截止日)以前才報名者，費用則高達 1025 美元。

c. 完成並且繳交當年的註冊和登記表格，並要完成專業操守調查和候選人責任聲明；

若候選人通過網上信用卡支付的方式繳費，申請文件將可得到立即地處理。而透過信件郵寄付款的候選人，將需要數周的處理時間。一旦候選人的付款被處理後，學習指南將會立即郵寄給候選人。若在合理的時間內沒有收到的考試指南，請立即通知 CFA INSTITUTE。當申請文件已審核，並滿足所有的登記條件後，會再收到一份 CFA INSTITUTE 正式的接受函。

d. 不完整的申請：

每一份郵寄 CFA INSTITUTE 的申請書必須使用當年的註冊和登記表，包括所有要求的資訊和全部的費用。郵寄不完整申請的候選人將會收到 CFA INSTITUTE 的一份通知。申請人必須在這份通知書寫日的 30 天內補繳完成遺漏的資訊並且交至 CFA INSTITUTE。在郵寄資訊後的 2 周內，候選人應該與 CFA INSTITUTE 確認註冊情況。

如果註冊和登記表上的資訊沒有清楚地或完整地填寫，職業操守調查和候選人責任聲明不完整或沒有簽署，應繳的費用沒有連同正確的表格，申請將被認為是不完整的。

常見的不完整資訊，例如：

- i. 信用卡支付被拒絕或繳交不完整的支付；
- ii. 表格的教育程度書寫不清楚或不完整；
- iii. 沒有選擇考試地點；
- iv. 表格沒有附帶應付考試款項；
- v. 提供錯誤的或者過期的表格；
- vi. 缺少簽名。(注意：如果申請是以 Email 方式繳交的話，不需要簽名)

B. 自註冊當年開始計算，在 7 年之內依次完成要求的三個等級的考試。

Level I 是單純客觀題的考試，主要在於考察考生對

投資評估及管理的工具和概念的理解；Level II 主要考察資產評估的能力；Level III 則考察投資組合管理及資產分配的能力。Level II 和 Level III 考試的形式是 50%的論文和 50%的應用題（其中主要是案例分析）。

在參加 CFA 認證考試之前，考生必須已經獲得學士學位（或大學本科四年級），但可以不具備投資管理決策的工作經驗。由於 CFA INSTITUTE 將三種 Level 的考試放在同一天進行考試，且要求必須在通過前一 Level 的考試後才能進入下一 Level 的考試，所以一名考生要通過這三門考試，最短的時間是整整三年。CFA INSTITUTE 對 CFA 認證考試如此設計的目的在於在一個不短的時期內，將考生的學習教育與工作經驗相結合以達到互補效果，開擴考生的視野，加深知識的理解。當註冊並報名參加 CFA 認證考試後，CFA INSTITUTE 會給考生寄發學習指南，根據學習指南，考生可以訂購 CFA INSTITUTE 推薦的輔助教科書進行復習迎考。

如某一階段考試未能通過，需在次年重新參加該階段考試；若在七年內未能通過全部考試，需重新註冊，但考過的階段可保留資格，不必重考。

- C. 擁有至少三年被 CFA INSTITUTE 認可的金融投資領域的專業工作經驗(工作經驗可由已獲取 CFA 特許證照人士擔保以獲得 CFA INSTITUTE 的認可)。包括：在投資決策過程（如金融分析、投資管理、和證券分析等等）中收集、評估及應用金融、經濟和統計資料；直接或間接主管他人進行上述活動；從事上述投資決策活動的教學培訓工作等等。CFA INSTITUTE 要求 CFA 證照的申請者必須花超過 40%的時間用於以上工作，其中假期、兼職和實習期間的工作經驗不予承認。工作經驗的積累可以在參加 CFA 考試之前，期間或以後，但只有達到三年的相關工作經驗積累後，才能獲得 CFA 特許證照。
- D. 履行 CFA INSTITUTE 會員資格的要求並且同時申請成為 CFA INSTITUTE 及在 CFA INSTITUTE 會員社區（如果會員社區在候選人工作區域的 50 英里（80 公里）的會員資格。作為申請 CFA INSTITUTE 會員資格的一部分，候選人必須：提供最近完成的保證表格；簽署並完成專業的操守聲明；簽署並同意遵守會員協定條款；嚴格遵守倫理和道德操守。
- E. 一旦候選人成為 CFA 執照擁有人，必須遵守 CFA INSTITUTE 的條件、要求、政策以及 CFA 會員和 CFA INSTITUTE 成員的規章制度。如有違反，可能被吊銷 CFA 執照。  
包括 CFA INSTITUTE 組織的條例、規章制度、道德準則、職業行為以及與職業行為聯繫的運作程式準則

和其他條件、要求、政策和程式，這些有時會被制定和修改，包括服從每年一次的專業操守聲明和支付 CFA INSTITUTE 會員費。如果不能遵守 CFA INSTITUTE 的條例、要求、政策、和程式將會導致懲罰性的制裁，包括延遲和撤回使用 CFA 特許證照的權利。

因此，通過 CFA 高級水平考試的及格者並不能馬上得到 CFA 特許證明，除非他們已有三年以上金融分析師的任職經歷，同時又是"金融分析師聯合會"的成員。可見 CFA 既要有全面的金融理論知識，還需要有實踐經驗和良好的職業道德。他們還都必須遵守 CFA INSTITUTE 公佈的《職業行為倫理標準守則》。CFA 特許證照擁有者和 CFA 的應考人員都要同意簽署這一守則。該守則要求 CFA 在處理與客戶、上司、雇員、企業和合作管理者之間的關係時必須遵循良好的行為準則，必須仔細領會法律的文字和精神，必須與監管機構、交易所和行業團體充分合作。每年，CFA 都要被重新審定是否遵守這一守則，同時，任何來自客戶的、與倫理相關的投訴一旦被按時披露，被披露者就有可能失去 CFA 的特許證照。CFA INSTITUTE 對違規者制裁非常嚴格，包括開除或取消 CFA 特許證照，由於美國證券業務業具有一套完整的淘汰機制，所以證券從業人員都非常珍惜這一特許證照。

## (2) 美國特許財務分析師-CFA 之資格評定：

通過 CFA Level III 的及格者並不能馬上得到 CFA 特許證照，除非他們已有三年以上金融分析師的任職經歷(請參照 CFA INSTITUTE 公佈的「工作經驗審核標準」)，同時又是"金融分析師聯合會"的成員。可見 CFA 既要有全面的金融理論知識，還需要有實踐經驗和良好的職業道德。他們還都必須遵守 CFA INSTITUTE 公佈的《職業行為倫理標準守則》。

CFA 特許證照擁有者和 CFA 的應考人員都要同意簽署這一守則。該守則要求 CFA：

- A. 在處理與客戶、上司、雇員、企業、和合作管理者之間的關係時必須遵循良好的行為準則，必須仔細領會法律的文字和精神，必須與監管機構、交易所和行業團體充分合作
- B. CFA 應想客戶所想，不得有違背客戶利益的行為
- C. CFA 不得要求推薦其服務的他人支付費用或傭金
- D. 在借用其他分析師資料時也需十分謹慎，杜絕抄襲
- E. CFA 不可通過刊登廣告來宣傳其稱號以吸引他人等

每年，CFA 都要被重新審核裁定是否遵守這一守則，同時，任何來自客戶的、與倫理相關的投訴一旦被按時披

露，被披露者就有可能失去 CFA 的稱號。CFA INSTITUTE 對違規者制裁非常嚴格，包括開除或取消 CFA 特許證照，由於美國證券業務業具有一套完整的淘汰機制，所以證券從業人員都非常珍惜這一稱號。

除此之外，與 CFA 執照同樣在國際上受到認同的金融證照尚有：

A. 特許財務顧問 ( CHFC, Chartered Financial Consultant )：

這是由美國賓西法尼亞州的一所學院專門為已獲有豐富工作經驗，並在該院完成 4 年再教育的職業財務顧問頒發的營業執照。該院的課程主要包括經濟學、保險、稅務及稅法、不動產、及其它與理財和投資有關的科目。一般保險公司的經理及理財顧問都要求獲得該執照。

B. 國際認證財務顧問師 ( RFC, Registered Financial Consultant )：

該項考試由國際認證顧問師協會 ( IARFC ) 主辦，這項執照大多是已經從事金融理財相關工作的從業人員，再提升自我價值的證照。

C. 專業財務規劃師 ( CFP, Certified Financial Planner )：

為財務規劃師準則理事會 ( CFP ) 辦理的國際認可財務規劃師，多為在學學生在各學院或主辦單位，修滿二百四十小時的投資與風險管理、理財、保險、稅務、退休規劃及財產規劃等六大課程。參與 CFP 考試合格者，必須有金融相關經驗三年以上，才能領取證照，這張證照到各會員國都適用，如美、歐、大陸、香港、新加坡等，有時只要在家考當地法規即可，CFP 主要是偏向理財顧問，所以必須要瞭解各項金融商品即可戶可能的需求，替客戶理財。

(五) 投信事業違規之處分：

1. 任何投信事業故意違反或即將違反「投資公司法」有關從業人員資格之規定，或證管會所制定之相關命令或規則，證管會應公佈違規事實，並命其停止違規舉動及採取改進措施。【s9(e),ICA】
2. 任何人違反「投資公司法」之條文或依該法制訂之規則、規定或命令，或故意製作並提交證管會不實或具誤導性之登記說明書、申請書或報告書，或故意隱去重要內容者，處五年以下有期徒刑或科或併科一萬美元以下罰金。但行為人可證明其不知該規則、規定或命令者，不罰。【s48,ICA】

(六) 得從事之業務範圍：

1. 投信基金成立之條件：

(美國多為公司型基金，故請見前述投信事業設立之條件)

2. 對投信基金之一般監督：

參見「對投信事業之一般監督」一節。

3. 投信經理人之資格及限制：

參見「投信事業之從業人員資格與限制」一節。

4. 投信基金之投資限制：【s12, ICA】

(1) 投信基金投資於其他投信基金時應受以下規定之限制：

- A. 投信基金之投資總額不得超出任一其他投信基金總資產之百分之三。
- B. 投信基金持有任一其他投信基金之總價值不得超出基金本身總資產之百分之五。
- C. 投信基金持有所有其他投信基金之總價值不得超出基金本身總資產之百分之十。

(2) 投信基金投資保險公司發行之證券時，投資股份不得超出該公司已發行股份總數百分之十。

(3) 投信基金投資自營商、承銷商、經紀商或投資顧問公司等法人所發行之證券時，應受限制，此法人應具備有限公司或股份有限公司型態，且主要業務在於承銷、配銷他公司發行之證券及其他相關活動，而其主要收入亦來自此類活動。

5. 投信基金：

投資股票相關股東權之行使規範<sup>225</sup>：

- (1) 要求依 1940 投資公司法註冊之投資公司於註冊時於其註冊聲明中揭露如何行使其股東投票權(proxy voting)與相關政策；
- (2) 另，要求基金(就是投資公司)向主管機關申報及讓投資大眾從其公司網站上或依其請求去了解公司如何行使股東投票權。而且亦須於年報及半年報中向股東揭露如何可取得上述資訊。
- (3) 證管會於 2003 開始實施 N-PX 表格，要求適用之基金每年度應公布其 proxy voting 紀錄的報告。為強化 N-PX 表格的資訊品質，證管會於 2021 年 9 月根據投資公司法提案修改 N-PX 表格，加強共同基金、封閉式基金、ETF 的資訊和部分其他基金目前 proxy voting 的報告，以使這些資訊更容易分析。證管會亦根據 1934 年證券交易法透過規則和表格修正案，要求受證券交易法約束的機構投資經理在 N-PX 表格上報告其如何針對與高階管理者薪酬事宜相關的 proxy voting。必需遞交 13F 表格的機構投資經理在第一次報告 proxy voting 時也必需遞交 N-PX 表格，不過僅限於與高階經理人員薪酬相關者。此修正案要求基金對投票事項進行分類、構建和標記報告的數據，並在 N-PX 表格上將每個投票事項的描述與發行人的委託書聯結起來。SEC 相信此次修正可提高投資人監控基金和基金管理公司如何投票以及比較他們的投票記錄的能力，也就是提高透明度。證管會此規定預定於 2024 年 7 月 1 日起生效。

<sup>225</sup> US SEC Final Rule, 33-8188: Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies

## 6. 投信事業與基金保管機構之權利與義務：【s17,ICA】

投資事業應將投資之證券或其他資產交由銀行或其他經證管會認可之保管人保管。保管人應將其保管之資產與其他資產分離，並定期接受獨立公設會計師、證管會人員或證管會指定之人員檢查。保管人未經投信基金經理人書面指示前，不得從事任何現金或證券之移轉。

### （七）境外基金相關規範<sup>226</sup>：

境外基金於美國境內公開發行條件相當嚴格，一般而言多採私募等方式於美國境內銷售，本報告茲僅將其境外基金公募方式，簡述如下：

證管會曾對不同地區的投資公司制訂相關規則。例如：在一九五四年制訂規則七 D-1，對於加拿大管理型投資公司取得一九四〇年投資公司法第七條第(d)項規定之證管會核准，設有若干條件及安排。依據規則七 D-1，此項申請應記載下列事項，包括：

1. 公司之章程及細則規章必須符合一九四〇年投資公司法的主要規定。
2. 外國投資公司大多數的職員以及董事必須是美國的居民，且同意遵守投資公司法的規定以及其股東同意執行。
3. 該外國投資公司尚須將資產保留在美國，如果該外國投資公司不遵守其約定，應依美國法院或證管會的指示辦理解散清算。

此外，規則七 D-1 對於其他國家的管理型投資公司，授權證管會依據特殊情況以及外國投資公司設立地的法律，視個案而給予核准。

又證管會於一九七四年設定外國投資公司在美國依據一九四零年投資公司法登記的標準，並於一九七五年公佈依據規則七 D 提出申請的標準如下：

1. 該外國管理型投資公司至少需設立三年以上，且登記時至少有五千萬美元的資產，而在美國募集股權時，至少需要有二千五百萬美元的資產。
2. 該外國投資公司至少需有五百位在本國所在地的股東，且持有該公司股權百分之二十五以上，美國的投資人不得購買超過該公司百分之五十以上股權，且該公司百分之六十以上的資產需由國內的發行公司投資或至少百分之七十是由美國公司所投資。
3. 應提供美國投資者的公開說明書應載有適當的公開條款。其中有應遵守的條件及合約，以及依據證管會的命令可以排除適用一九四年 O 投資公司法的條款。
4. 申請書內需指明同意送達的方式以及該公司不是美國居民的職員、董事及投資顧問。

<sup>226</sup> 以下美國境外基金相關規範係摘選自中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會委託惇安法律事務所撰寫之「境外基金比較法制」研究報告，民國九十五年一月，頁 5-6。

由於上述規定相當嚴格，故僅有非常少數之境外基金被核准於美國境內公開發行，且大部分皆為加拿大的基金。在美國境內銷售之境外基金通常係以私募、鏡子基金、或發行美國存託憑證之方式進行銷售，惟其仍必須符合相關限制及其他美國證券法規之規定。

#### （八）私募型基金之相關規範：

無論私募基金登記地是否在美國境內或境外，只要在過去 12 個月內，私募基金背後實質投資人有超過 14 位美國投資人或其於美國境內私募基金額度超過 2 億 5 千萬美元，其私募基金管理公司皆應向美國證管會登記為投資顧問公司（註釋：依美國 1940 年投資顧問法登記之投資顧問公司係類似國內證券投資信託事業與證券投資顧問事業之綜合體），則美國證管會將可透過私募基金之投資顧問公司定期申報之資訊，瞭解私募基金運作情形，以利充分掌握私募基金之資金流向，有效管理及抑制不法。<sup>227</sup>

在美國，基金分為有面額憑證公司、單位投資信託及除以上二種以外之管理公司三種，其募集發行主要是受「1940 年投資公司法」規範，惟依該法 section 3.c.1 規定當投資人數在 100 人以下或投資人之資格符合該法 section 3.c.7 所定之資格條件時，基金可以豁免註冊登記。有關私募型基金之認購人應具備之資格條件、發行人應提供之資訊及發行人是否可從事廣告活動等規範係由證管會根據 1933 年證券法授予之行政立法權於 1982 年頒布實施之 Regulation D 規範之。私募型基金之投資人依 Rule 506 規範分為二種，第一種為合格投資人（accredited investor），第二種為非合格投資人，但認購人本身或其受託人具商務或財務之專業投資背景（sophisticated purchaser or representative），第二種認購人依 Rule 506(b)(2)(i) 規定，發行人必須合理確信其人數不超過三十五人，發行人如針對第一種投資人為招募對象，則不受認購人數之限制，且合格投資人因財力雄厚，足以承擔投資風險，故證管會認為不須受註冊及資訊揭露之保護。Rule 501 所稱之合格投資人（accredited investor）如下：

1. 機構投資人：  
包含銀行、登記之證券經紀商或自營商、保險公司、經 1940 年投資公司法登記之投資公司及企業發展公司等。
2. 內部人：  
包含董事或經理人及無限責任合夥人等。
3. 富有的個人(Rich individuals)：  
自然人於購買時淨值超過 100 萬美金或淨所得於前二年度超過 20 萬美金(或合計超過 30 萬美金)，加上當年度亦預期有前述所得水準。
4. 富有的實體(Rich entities)：

<sup>227</sup> 羅嘉宜 美國對沖基金管理現況 證券暨期貨月刊 第二十三卷 第十二期

任何公司、生意信託(business trust)或合夥，其總資產超過500 萬美金(如果組織的目的非以投資為目的)，或加上私人信託(private trust) ，其總資產超過 500 萬美金。

5. 任何實體之股份擁有者(equity owners)全部均為認可投資人(accredited investor)。

有關發行人資訊揭露義務依 Rule 502 (b)(1) 規定，招募對象如為合格投資人，發行人不須事前提供 Rule 502 (b)(2) 所要求之任何資訊。但如為非合格投資人，發行人則須於該投資人認購前提供 Rule 502 (b)(2) 所要求之資訊，並應將轉讓之限制揭露於該等文件上。此外，對於資訊傳播方式，規定私募發行禁止以下且不限於以下形式的廣告：

1. 在任何報紙、雜誌及類似媒體，和通過電視、廣播、電腦的傳播進行任何形式的一般性廣告宣傳；
2. 通過一般性召集或廣告而召開的研討會或其他會議。

為了簡化要求，提高證券發行私募獲准率，美國又在 1982 年的 Regulation D 第 506 條規定了私募發行方式的認定標準：<sup>228</sup>

1. 《506 規則》中的任何發行(包括私募發行)中，購買者(非受要約者)不得超過 35 人。
2. 以上所說的購買人不包括合格投資人 ( accredited investor )，僅限于其本身或其代理人具備金融與商業知識與經驗，能評估投資計劃之可行性與風險，或與出售之際發行人有合理理由相信購買人具備此種能力，這類人稱為屬於成熟投資人 ( Sophisticated Purchaser or Representative )。
3. 發行人須在出售證券之前的一個合理時間內向購買者提供充分企業內容資訊。
4. 禁止發行人或代理人于招募時從事廣告或勸誘行為，包括會議與研討會等形式。
5. 發行人應盡合理注意義務以確保證券取得人遵守轉售限制的規定。
6. 發行人依法享有豁免的，應在第一次出售證券之日起 15 日內，向證交會申報 5 份《D 表格》形式的通知。

在實踐中，發行人為逃避公開發行義務可能化整為零，分割公開發行為多次私募發行，因此，SEC 確定了“合併計算”規則，在 Rule502 中提出結合具體案情進行合併計算必須考慮的五大因素；1 · 是否屬於同一融資計劃；2 · 是否涉及同一證券；3 · 是否同時進行或相隔時間較短；4 · 是否獲得同一種類的對價；5 · 是否出於同一目的。

美國金融市場依證券、期貨分別由證券交易管理委員會 ( SEC ) 及期貨交易管理委員會 ( CFTC ) 負責管理。所以共同基金的主管機

---

<sup>228</sup>域外私募基金法律規制比較研究 (盈科律師) 2009-07-01 北京市風險投資與私募股權律師  
美-262

關雖為 SEC，但在基金進行期貨交易情形，則併受 CFTC 規範約束。

美國法律對私募基金並沒有直接定義，而是從是否需註冊登記的角度界訂。一般依投資公司法豁免條款成立毋須註冊的基金，即視為私募基金。為了避免法規遵循的繁複負擔<sup>229</sup>，私募基金通常將受益人數維持在 100 人以下，並將 non-accredited 投資人數侷限在不超過 35 人的規模。基金經理人，過去也往往依投資顧問法的豁免條款豁免登記<sup>230</sup>；藉由符合各種豁免，私募基金取得在多種市場投資的能力，完全不受投資公司法等繁複揭露、標的範圍等規範約束，而僅受 1934 證券交易法中反詐欺條款約束。惟於 2010 年 7 月 21 日由歐巴馬總統簽署生效之 Dodd-Frank 法案修改關於私募基金投資顧問豁免註冊之規定，要求所有私募基金經理人必須進行登記。管理私募基金規模在 1 億美元以下的在所在州的監管機構登記，若規模在 1 億美元以上則必須在 SCE 登記。

在私募基金交易期貨商品情形，由於期貨市場屬 CFTC 管轄，基金交易期貨時經理人需受 CFTC Rules 規範並登記為期貨基金經理人 (CPO<sup>231</sup>) 或期貨交易顧問 (CTA<sup>232</sup>)。必須強調的是，CFTC 對基金運用期貨的規範是針對基金經理人而非基金本身，CFTC 並不要求基金登記，並且除非基金受所申明的豁免條件約束<sup>233</sup>，CFTC 對基金在期貨交易的運用也無任何限制。表列美國私募基金規範架構如下：<sup>234</sup>

期貨市場				證券市場				主管機關
CFTC (Commodity Futures Trading Commission)				SEC (Securities And Exchange Commission)				
錢 Commodity Pool		經理人 CPO / CTA		錢 Investment Company		經理人 Investment Advisor		規範對 象 (錢 /人)
X	無規範	V	需登記	V	需登記	V	需登記	公募
X	無規範	V	需登記	X	豁免	V	需登記	私募
Commodity Exchange Act CFTC Rules				1934 證券交易法 Dodd-Frank 法案				主要法規

<sup>229</sup>在公募情形，基金本身需依 1940 投資公司法向 SEC 登記，基金經理人即投資顧問需依 1940 投資顧問法向 SEC 登記；而基金憑證，即投資公司股票，是為有價證券，也要依 1933 證券法、1934 證交法規範辦理登記。亦即，公募情形下，基金本身、基金經理人及基金憑證皆有相關法規規範，都要登記。

<sup>230</sup> 經理人如果符合投資顧問法中過去 12 個月中客戶人數少於 15 人，未對公眾表示為投資顧問及未擔任公募基金的投資顧問條件，可豁免登記。

<sup>231</sup> Commodity Pool Operator -- An individual or firm that operates one or more commodity pools. (For example: if a pool is organized as a limited partnership, its general partner typically is its CPO; if a pool is organized as a limited liability company, its manager or managing member typically is its CPO.) CPOs may or may not also operate other pooled investment vehicles that are not commodity pools.

<sup>232</sup> Commodity Trading Advisor--Any person who, for compensation or profit, directly or indirectly advises others as to the advisability of buying or selling commodity futures or option contracts.

<sup>233</sup> 主要指 CFTC Rule4.12(b)所規範如基金聲明非以期貨為主要交易標的，即交易期貨之原始保證金及權利金總額不超過基金資產市值 10% 時，經理人可大幅減輕揭露及資料呈交義務。

<sup>234</sup>SITCA 國際動態 950929 淺談美國、日本及香港私募基金之規範架構

1. 私募基金定義--有以下特質者，視為私募基金（Private Fund）：<sup>235</sup>
  - (1) 基金股份無公開招募意圖：基金股份受益人在 100 人以下或基金股份轉讓限定對象僅為專業投資人，且無意圖將取得基金股份為公開招募者。
  - (2) 基金股份可自由轉讓且閉鎖期在 2 年以下者：
    - A. 為提高流動性，對沖基金通常不會限定投資人申購及贖回期間，但權益基金(private equity fund)及創投基金(venture capital)著重投資於非上市公司或種子(early stage)公司，追求長期報酬，故通常會對投資人股份設定較長時間閉鎖期。
    - B. 為明確區分私募基金或對沖基金與其他權益基金或創投基金之不同，遂以基金股份自由轉讓且閉鎖期在 2 年以下者為私募基金，應納入管理範疇；然閉鎖期在 2 年以上者，屬權益基金或創投基金，非屬管理範疇。
  - (3) 具備專業投資知識、策略、技術及經驗者。
2. 私募基金之資格條件  
符合前揭條件之私募基金管理公司應檢視私募基金背後之實質受益人數 (Counting of Beneficiary Owners & Clients)，若符合以下條件，應於 2006 年 2 月 1 日前，依美國 1940 年投資顧問法，向美國證管會登記為投資顧問公司：
  - (1) 境內投資顧問 (Onshore Adviser)：
    - A. 私募基金規模 (Minimum Asset Under Management)：私募基金投資顧問公司主要營運場所在美國境內，且所掌理私募基金規模超過 2 億 5 千萬美元。
    - B. 私募基金規模計算準則：包括基金擔保借款金額，但得扣除投資顧問公司自身或公司內部人 (insiders) 帳戶、財富管理帳戶、全權委託帳戶及非美國當地投資人等帳戶金額。
  - (2) 境外投資顧問 (Offshore Adviser)：
    - A. 美國當地投資人數超過 14 人：私募基金之投資顧問公司主要營運場所在美國境外，不管其所掌理私募基金規模為何，過去 12 個月內，若該私募基金背後有超過 14 個以上為美國當地投資人者。
    - B. 美國當地投資人數計算準則：
      - a. 以投資當時是否為美國當地人為判定基礎，得不含投資顧問公司自身或公司內部人 (insiders)。
      - b. 私募基金背後之投資人若為 Fund of Funds 時，投資人數之計算應以 Fund of Funds 背後實質受益之美國人數為基準。
      - c. 但私募基金背後之投資人若為在其他國家登記及

---

<sup>235</sup> 羅嘉宜 美國對沖基金管理現況 證券暨期貨月刊 第二十三卷 第十二期

公開募集基金，基於該等基金應無美國當地投資人投資，故其投資人數以 1 人計算。

3. 申報及公告資訊義務：

- (1) 依據現行法規，投資顧問公司必須聘用法令遵循主管，以確認申報資訊正確性且應於年度終了日 120 天內公告財務報告及基金年報。
- (2) 另增列 Fund of Funds 在全球各地若有投資比例超過基金淨資產 10% 以上之子基金，恐產生延遲申報情形者，申報期限可延長至 180 天。

4. 收取績效費用 (Performance Fee)：

- (1) 依美國 1940 年投資顧問法 Rule 205(a)(1) 規定，原則上禁止投資顧問基於資本利得或資本成長而向客戶收取費用（亦即績效費），但是 Rule 205(e) 則授權 SEC 對於投資顧問與不須保護的投資人（如具有金融專業、高淨值、對金融商品有知識與經驗、受管理資產規模達一定程度等）簽訂之合約，可排除前述法規之適用。

Rule 205-3 亦訂有例外條款，提供私募基金客戶（通常是有限合夥人）顧問者，允許其可向符合特定條件的「合格投資人」(Qualified Clients)例外收取績效費用。Rule 205-3(d)(1) 原規定「合格投資人」的條件為其受管理資產 (assets-under-management) 金額達 100 萬美元或淨資產 (若為自然人，可合計配偶之資產) 達 210 萬美元。2021 年 6 月 17 日 SEC 發布調整金額門檻之令，受管理資產門檻調高為 110 萬美元，淨資產則調高為 220 萬美元，此令自 2021 年 8 月 16 日起生效。該令並不溯及既往，亦即投資顧問在 2021 年 8 月 16 日之前與客戶已簽訂的契約無須因此調整。

符合 Rule 205-3(c)(1) 之現有基金的現有合格投資人進行首次投資時，可以不依照該令之規定，但是新投資人的就必須依照此規定。

此一調整係根據 Dodd-Frank 法案 Section 418 之規定，該法案修正投資顧問法 Rule 205(e) 之規定，自 2011 年 7 月起，要求 SEC 每 5 年應根據通貨膨脹 (Personal Consumption Expenditures Chain-Type Price Index, PCE 指數，由美國商務部公布) 調整 Rule 205(e) 和 Rule 205-3 的金額門檻，四捨五入後以最接近 10 萬美元的倍數為單位調整。SEC 於 2011 年 7 月 12 日發布令，分別將受管理資產與淨資產修正為 100 萬美元與 200 萬美元。前一次 SEC 調整金額的時間為 2016 年 6 月 14 日。

- (2) 然而，考量實務上，部分對沖基金及私募基金已有收取績效管理費之情形，為避免違反前揭規定，另增列不溯及既往條款，惟另要求對沖基金經理公司登記為投資顧問公司之後，應遵循前述規定，不得對非屬特定條件之投資人收取績效管理費用。

為振興經濟能量、便捷企業投資機會，美國於 2012 年 4 月 5 日頒布 “The Jumpstart Our Business Startups, the JOBS Act” 。此案簽署後在私募市場方面，將牽動美國證管會依美國證交法鬆綁下列法規。

規則 506—解除先前「發行人執行一般性兜售與廣告行銷之規定」限制，然銷售對象需確為「具一定收入門檻之資格」，且需「具備財經投資及判斷知識能力」之投資人(Accredited investors)。原先依規則 506 發行可享各項或免得資格，現依 JOBS 法案中 201 款(b)仍是為「非公開發行」。

規則 144A—先前禁制發行人透過一般兜售或廣告行銷僅能就「具資格之法人買方」(qualified institutional buyers, QIB)執行將予鬆綁，今後其他對象亦可列入銷售行列。

2013 年 7 月 10 日，美國證管會正式修改了 1933 年證券法 D 條例下的 506 規則，修正了美國數十年來私募不得向不特定公眾招攬或廣告的規定，說明如下：

1. 過去該規定允許發行者(包括私募基金)只要不涉及一般性行銷兜售與廣告行銷，即可不受金額、人數限制，銷售給「具一定收入和具財經知識的合格投資人 (accredited investors)」。禁令解除後，只要發行者能夠利用證管會所指定的方式，採取合理步驟確認購買者是智慧型投資人，則基金募集訊息可透過各種刊物、廣播、報章、新聞稿、基金資料庫、網站以及其他大眾傳播媒體來進行發佈。
2. 然而，於 2013 年 9 月 23 日修訂生效的 506 (c) 規則下，私募基金或公司如果希望採取針對不特定公眾進行招攬(包括網路廣告)的方式吸引潛在投資人的，需要「採取合理措施」(take reasonable steps) 以確認最終投資人滿足「合格投資人」的要求。但如果發行人不打算以公開招攬之方式發行、不希望承擔「合理確認」的額外義務，或者希望向(不超過 35 個)不符合合格投資人標準的投資人發行，仍可以按照《D 條例》下的 504、505 或 506 (b) 規則或其他豁免規則相應進行私募發行。此外，依據新修正之 506(d)規則，若發行人(或其內部人、關係人)曾涉及特定不法或不當行為(例如受法院刑事判決或受證管會懲處)，則不能享受前述對於不特定公眾進行招攬的放寬規定。
3. 針對此一改變，美國國會和 SEC 進行了嚴格的成本效益分析，無論對發行者或是投資者而言，都可以帶來籌資上的經濟效益：
  - (1) 在美國，符合資格的投資人由於資訊匱乏、成本較高等原因，僅有極少的一部分合格投資人參與私募。新規則的發布將有利於中小企業和投資基金吸引更多的投資人，降低募資的成本 -- 對發行者而言，可以進行「一般性兜售與廣告行銷 (general solicitation and advertising)」，將更容易接近潛在投資人，因此籌資成本

可以降低，也可以減少中介機構的抽佣。此外，投資者相互間的競爭性增加，則價格發現功能可以發揮，發行價格更趨於合理。

- (2) 新規則亦有利於為符合合格投資人標準的投資人提供更多的投資機會，提高資訊透明度和資本配置的有效性。對投資者而言，也將更能接收到廣大的投資商品資訊，潛在投資機會也更多，更能互相比較，資訊更為對稱將使價格有效率地趨於合理化。
- (3) 雖然新規則的放寬籌資方式，但發行人仍需要採取合理措施確認投資人的資格，且仍應依照美國 1934 年證券交易法，對潛在之基金申購人提供其所有財務及公司相關事宜之完整且準確之資訊，更應繼續遵守 1940 年投資顧問法及投資公司法各種反詐欺及利益衝突條款之規範。

## 二、證券投資顧問事業設置與管理

### 前 言

美國證券投資顧問管理法制，係由（1）聯邦法：1940 年證券投資顧問法（2）州法即所謂的藍天法（3）對於特定事業之特別法如銀行、保險法令及（4）其他相關法令如 1993 年證券法、1934 年證券交易法、1940 年投資公司法及依上開法律所訂規則命令有關詐欺禁止等相關規定所組成之完整規範體系，其中以 1940 年投資顧問事業法為一般證券投顧事業之最重要管理依據並賦予美國證管會規範投資顧問及頒行相關規則的權力。

於 1996 年，美國國會通過立法，將規範投資顧問的責任，分由聯邦之證管會及州證券管理委員會兩層級之主管機關來負責監理與規範，本法所稱投資顧問係指為收取報酬，直接或間接以書面方式，從事對他人提供有關證券價值或其投資買賣建議之業務，或為收取報酬，發行有關證券之分析或報告，並以之為其部分經常性業務之人。

此外，受到 2008 年金融海嘯的影響，美國總統歐巴馬於 2010 年 07 月 21 日正式簽署了名為「Dodd-Frank 華爾街改革和消費者保護法案」之聯邦金融改革法，大幅擴張聯邦政府監管權力，象徵過去十年來對美國金融業自由放任的時代結束了。

而何謂「從事證券顧問業務」或「以發行有關證券之分析或報告為經常業務之一部分」？就 SEC 角度言，雖然使用之文字不同，但前述兩者之審查標準係相同的：均係以該顧問活動之「經常性」(frequency)與占全部業務之「重要性」(significance)為判斷標準。提供投資顧問不必為該事業之主要業務，只要該顧問活動係規律性地發生即可。依上述定義及美國證管會之見解，投資顧問之定義須合於下列三項要項件：

1. 「提供有關證券之建議、或發行有關有價證券之分析、報告」，所稱「建議、分析、報告」之內容，不以直接涉及特定證券為限，

其僅就他人之投資理財計劃建議增列證券投資，或建議以證券投資取代其他投資標的，或對於他人提供有關「投資顧問」之選擇建議，或將客戶介紹給其他投資顧問以收取介紹佣金，或將其他投資顧問所製作有關證券投資之報告交付客戶等，均有可能包含在內。證券提供買進或賣出建議之人，係屬投資顧問，較無疑問。然而，美國證管會(SEC)對「顧問」一詞乃採取較廣泛之定義，包括構成導致投資決策過程中之活動，例如分析公司之股票、整理向 SEC 申報之文件內容、提供分析證券之電腦服務等<sup>236</sup>。此外，以統計數字或歷史資料提供顧問(僅以未經篩選之資料，為客觀事實之報告，則不屬之)；提供如何選用投資顧問之意見；提供有關投資證券之優點，而非建議投資其他非證券之財務工具；提供一系列證券名單以供客戶從中選擇，即使該顧問並未在名單做特別之推薦等，均可能落入投資顧問之定義中<sup>237</sup>。<sup>238</sup>

2. 「收取報酬」，所稱報酬，包含各種經濟利益，如為推銷保險而提供有關證券投資之建議並從保險之銷售中獲取利益；或提供包含證券投資建議分別計價或係整體服務之對價，均包含在內；又其報酬之來源不以提供建議之相對人為限，並包含因該建議而支付各種利益之第三人，故建議他人買賣證券，並因該買賣向證券商取得佣金者亦屬之。
3. 「以提供證券分析、報告、建議為業」，所稱業務不以唯一業務或主要業務為限，除有 202 條第一項第十一款後段之豁免事由外，縱係附帶提供證券投資建議者亦可能包含在內；如僅提供一般投資建議而不涉及證券價值或其投資買賣建議者，不包含在內，惟實務上僅從事一般投資建議而不涉及證券者，殊屬少見，故美國為數眾多之私人理財規劃人員，均可能落入本法之定義範圍，依 SEC 見解，上述理財規劃人員所提供之規劃建議通常包含證券投資之分析建議，毋論其是否就該證券投資建議單獨收費，均屬法所稱之投資顧問。此外，凡對外宣稱為證券投資顧問者，如以證券投資名義登載於電話、工商名簿、或向他人表示願提供證券投資服務，或於信函文宣上揭載類似證券證券投顧之服務活動者，均可能被 SEC 認定係屬本法所稱證券投資顧問。

由於前述投資顧問之定義相當廣泛，故投資顧問法明文規定排除於投資顧問定義外的六種情形<sup>239</sup>。

---

<sup>236</sup> Clifford J. Alexander, et al., *Money Managers Compliance Guide* 211 (1998) 轉引自 Seth T. Taube, Debra S. Groisser, Daniel J. Malooly, *The Price of Managing Money: The Applicability and Scope of Investment Advisor Regulation*, 206 New Jersey Lawyer 38, 39 (Dec. 2000).

<sup>237</sup> Advisors Release No. 1092, *supra* note 4, at 9-10; 劉連煜，論美國有關證券投資信託公司與證券投顧事業之規範對我國之啟示，月旦法學雜誌，80 期，頁 166，2002 年 1 月。

<sup>238</sup> 萬國法律事務所「證券投資顧問事業研議修法增訂豁免申請證券投資顧問事業許可條款及擬定豁免事項之可行性」

<sup>239</sup> *Investment Advisors Act*, Sec. 202(a)(11)(A)-(F); 15 U.S.C. §§80b-2(a)(11)(A)-(F).

1. 依據一九五六年銀行控股公司法定義下之銀行或任何銀行控股公司，且非投資公司者。

但「投資顧問」一詞，包括為已登記之投資公司從事投資顧問服務範圍內之任何銀行或銀行控股公司。但若該服務係由銀行中一個獨立可確認之部門完成，則該部門，而非該銀行，將被視為投資顧問。

2. 任何律師、會計師、工程師或教師，就顧問之服務僅係附帶於(incidental to)其專業服務者。
3. 任何經紀商或自營商，就顧問之服務僅係附帶於業務之行為，且就該服務未收取特別報酬(special compensation)。

實務上證券商經常對客戶散佈特定證券或某類型證券之報告或分析，若證券商僅向客戶收取印製與發放(printing and distributing)報告或分析手冊之費用，則應屬未收取特別報酬；惟倘證券商向客戶收取之費用中包含準備(preparing)手冊之費用，則屬收取特別費用。至於證券商發放他人製作之報告或分析，並收取超過成本與郵資之費用，該證券商是否構成「出版或發行」(issue or promulgate)該報告或分析之投資顧問？若該分析或報告上揭露作者之身分，且證券商並未採納該報告或未將證券商名稱加在該報告上，將不會構成該報告之投資顧問，例如證券商僅向客戶發放標準普爾對特定證券之報告；反之，雖然該報告係由他人製作，但若僅註明係由該證券商發行，則該證券商將可能被認為是投資顧問<sup>240</sup>。

4. 任何善意(bona fide)報紙、雜誌或一般且定期出版之商業或財務刊物之出版商。

本款並未明文排除以廣播、電視提供投資建議者，故傳播投資建議之電視台、或節目製作者，是否屬投資顧問，尚有疑問；又電視台或廣播播出投資建議節目之報酬主要來自廣告商而非閱聽者之事實，在判斷是否屬投資顧問時，並不具有關鍵性影響<sup>241</sup>。

5. 任何人所為之建議、分析或報告僅係有關美國政府之直接義務，或由美國政府就其本金或利息負有保證義務之證券；或經財政部依據一九三四年證券交易法第三條第 a 項第十二款指定屬於豁免證券，且係由與美國政府有直接或間接利益的公司所發行或保證之證券。

6. 其他由 SEC 以法規、規則或指令指定之其他非屬投資顧問者。

### 【豁免註冊為投資顧問】

原則上，符合前述投資顧問定義者，即必須就其業務註冊登記為投資顧問。惟下述之人，得豁免登記為投資顧問<sup>242</sup>。

1. 任何投資顧問其所有客戶與該投資顧問主事務所和營業所均在同一州內，且其所提供顧問或發行分析或報告之證券，並未在任何全國性證券交易所上市。
2. 任何投資顧問，其所有客戶均僅為保險公司。

<sup>240</sup> Loss and Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation*, 893-4 (2004).

<sup>241</sup> *Id.* at 889.

<sup>242</sup> *Investment Advisors Act*, Sec. 203(b)(1)-(6); 15 U.S.C. §§80b-3(b)(1)-(6).

3. 任何投資顧問在過去十二個月中，僅有少於十五個客戶，且並未對外表示其為投資顧問，亦未作為依本法登記為投資公司或依本法被選定為商業開發公司(business development company)之投資顧問。為判斷投資顧問客戶數目，商業開發公司之股東、合夥人或實質所有人(beneficiary owner)，將不被視為該投資顧問之客戶，除非該客戶並非以其股東、合夥人或實質所有人之地位成為該投資顧問之客戶。
4. 依一九四〇年投資公司法(Investment Company Act of 1940)第三條(c)(10)(D)定義下之慈善組織，或為該慈善組織之受託人、董事、重要職員、員工或志工，依其受雇或責任範圍內，且其顧問、分析或報告僅提供予下列之人：
  - (1) 該慈善組織；
  - (2) 依一九四〇年投資公司法第三條(c)(10)(B)定義下所排除的基金；
  - (3) 一九四〇年投資公司法第三條(c)(10)(B)所描述之信託或捐贈工具(donative instrument)，或該信託或捐贈工具之受託人、管理人、信託創立人(settlor)或受益人。
5. 任何依據一九八六年內地稅法第四一四條(e)所描述之計畫，或任何符合建立或維持前述內地稅法計畫之人或主體，或該計畫之受託人、董事、重要職員、員工或志工，若該等人或主體，依其權限，僅對依據一九四〇年投資公司法第三條(c)(14)排除於投資公司定義下之計畫、人、主體、公司或基金，提供投資建議。
6. 任何向商品期貨交易委員會(Commodity Futures Trading Commission)登記之商品交易顧問，且其業務主要並不包括依本法定義下之投資顧問業務(如本法第二〇二條(a)(11)之定義)，且並未作為下列公司之投資顧問：
  - (1) 依本法登記之投資顧問公司；
  - (2) 依本法被選定之投資開發公司。

依據 Dodd-Frank 法案，有三類投資顧問得豁免註冊，其分別為：

1. 僅擔任創投基金之投資顧問；
2. 僅擔任私募基金投資顧問且其在美國境內管理私募基金規模低於 1.5 億美元者；
3. 在美國境內無營業處所之外國投資顧問，且其同時符合下列規定：
  - (1) 該外國投資顧問機構所管理之美國客戶及私募基金投資人之資產合計少於 0.25 億美元；
  - (2) 該外國投資顧問機構之美國客戶加計私募基金投資人之人數少於 15 人者。

目前許多尚未註冊之此類投資顧問，未來必須註冊並適用 SEC 有關監理及檢查之相關規定。

此外，Dodd-Frank 法案提高投資顧問應向 SEC 註冊之門檻，將管理資產規模自原 0.25 億美元提高至 1 億美元，並新增「中等規模投資顧問」(mid-sized advisor)，其相關規定如下：

1. 中等規模投資顧問係指管理資產規模介於 0.25 億～1 億美元之投資顧問；
2. 中等規模投資顧問應向其主營業處所在地之州證券主管機關註冊；
3. 其應受州證券主管機關之檢查。

「豁免登記投資顧問」與前述「投資顧問除外規定」，兩者最大不同在於，倘符合投資顧問定義之除外規定情形，該投資顧問則根本不受投資顧問法之規範；而符合豁免登記者，仍必須遵守投資顧問法中若干對投資顧問之實質規範<sup>243</sup>，例如投資顧問法第二〇六條禁止投資顧問於從事顧問業務時，對客戶詐欺、欺騙或操縱的行為等<sup>244</sup>，該禁止詐欺之規定於豁免登記投資顧問亦適用之。惟投資顧問必須保存工作書冊與紀錄、與客戶締結投資顧問契約等義務，則不適用於豁免登記之投資顧問<sup>245</sup>。

### (一) 投顧事業設立之條件

#### 1. 經營核准之主管機關：

美國證券管理委員會（證管會）( Securities and Exchange Commission, SEC) ( The IAA of 1940 - Section 1 )，及各州證券管理委員會。

#### 2. 組織與資本額：

##### (1) 組織：

投顧事業得以有限公司、股份有限公司、合股公司 ( joint stock company )、合夥、信託事業或其他營利社團法人的型態組成。有關組織之規範適用聯邦及各州之法律。以聯邦法律為例，計有：「合夥事業統一法」 ( Uniform Partnership Act )、「有限合夥事業統一法」 ( The Uniform Limited Partnership Act )、「有限公司統一法」 ( The Uniform Limited Liability Company Act )、及「模範公司法」 ( The Model Business Corporation Act ) 等。

另按 1940 年投資顧問法 ( The IAA of 1940 ) 規定，投資顧問之適用對象 ( Section 2 - Definitions ( a ) ( 11 ) ) 不包括銀行或 1956 年銀行控股公司法 ( Bank Holding Company Act of 1956 ) 所定義之銀行控股公司，係因 1933 年格拉斯-史迪格爾法案 ( Glass-Steagall Act ) 明令禁止銀行或銀行控股公司從事保險、證券及債券等業務。

惟於 1999 年金融服務現代化法案 ( Gramm-Leach-Bliley

<sup>243</sup> 有關美國投資顧問法對投資顧問行為實質規範之中文介紹，請參考劉連煜，論美國有關證券投資信託公司與證券投顧事業之規範對我國之啟示，同前註 6，頁 167-69。

<sup>244</sup> Investment Advisors Act, Sec. 203; 15 U.S.C. §§80b-6.

<sup>245</sup> Investment Advisors Act, Sec. 204 and Sec. 205; 15 U.S.C. §§80b-4 and 80b-5.

Act) 中，已撤銷各種對銀行與證券商之結盟限制，允許包括銀行、已登記之投資公司、證券商及保險公司等金融服務業之間的聯盟，惟應依 Gramm-Leach-Bliley Act 之 Section 217 規定，銀行須設置獨立部門從事投資顧問業務，並依 1940 年投資顧問法 (The IAA of 1940) 之規定註冊後始得為之，並非銀行本身即可經營投資顧問業務。

由以上可知，美國係採功能性之管理方式，任何一個企業個體只要從事證券之投資、顧問、操作及交易活動，無論銀行、投資公司、投信公司、投顧公司、交易商、經紀商及任何形式之企業個體，均須受證管會 (SEC) 之管理監督，並受 1934 年證券交易法 (Securities Exchange Act of 1934) 及相關法規之規範。

- (2) 資本額：(無相關資料可考)
3. 發起人條件及限制：(無相關資料可考)
4. 申請程序：

投顧事業應向證管會或各州證券管理委員會提出設立登記 (Registration) 之申請：

(1) 證管會<sup>246</sup>登記之門檻為美金 2,500 萬元之管理資產。若申請人之主事務所及營業所所在之州，已頒布投資顧問法令，且申請人管理資產介於美金 2,500 萬元至美金 3,000 萬元，可自由選擇跟各州證券管理委員會或證管會申請登記。而管理資產少於美金 2,500 萬元之申請人則向各州證券管理委員會提出<sup>247</sup>。

原先向各州證券管理委員會登記者若其管理資產已達美金 3,000 萬元後九十天內，則必須在向證管會登記；而相反的原先已向證管會登記的申請者其管理資產，已低於美金 2,500 萬元則必須於會計年度結束轉向各州證券管理委員會登記。

提供投資顧問之資產總額超出 2,500 萬美元 ((Rules of The IAA of 1940 Section - Section 3a (a) (1) (A))。203A-1)。

- (2) 為合法登記之投資公司提供顧問服務的投顧事業。
- (3) 事業總部所在地無管理投顧事業相關法令或總部設在美國境外者。程序如下：

投顧事業應附申請書向證管會申請設立登記。申請書應記載下列事項：(The IAA of 1940 - Section 3 (c))

- A. 事業名稱與組織形態；成立地 (州或其他主權地)；事業總部所在地，設有分支機構者，其所在地；董事、經理人、合夥人或其他類似人員之姓名及住所；受雇

---

<sup>246</sup>National Securities Market Improvements Act of 1996

<sup>247</sup>以下投資顧問如管理資產達美金 2500 萬以下仍須向證管會註冊：透過網路提供投資顧問服務或主營業所在美國懷俄明州，維京群島或美國境外之投顧業者。

人總額。

- B. 董事、經理人、合夥人或其他類似人員之教育程度、過去十年間所經營之相關事業與目前所營之事業。
- C. 所營事業性質，包括提供顧問與分析之方式。
- D. 獨立公設會計師認證之財務報表與資產負債表。
- E. 授權該投顧事業提供顧問服務之基金性質與規模。
- F. 該投顧事業索取報酬之基準。
- G. 該投顧事業從業人員是否符合「投資顧問法」(The IAA of 1940) 所定之資格。

證管會應於投顧事業提出申請之日起 45 日內為核准或不予核准之裁定。投顧事業如備齊上述申請資料且不違反投資顧問事業法之禁止規定者，證管會應予核准；反之則不予核准。不予核准之裁定應具理由通知申請人，並給予說明機會，但該程序應於申請日起 120 日內完成證管會於該申請提出後四十五天內（或經申請人同意，於另一較長期限內）應：(A) 以命令核准其登記；或(B) 展開審核程序，以決定是否駁回該登記。前揭程序應含審議駁回理由通知及聽證機會，並應於登記申請提出後一百二十天內決議之。證管會於前揭程序決議時，應發出命令，為核准或駁回之處置。證管會若認定有延展決議時間之正當理由，則最長得延展九十日，並公布其延展理由，或以申請人所同意之另一較長期限延展之。(第 203 條)

自 2000 年 4 月，證管會已針對投資顧問法中有關顧問業者的電子存檔系統之相關規定進行修改。證管會要求顧問業者必須透過內部網路架構電子檔案系統來儲存大多數的投資顧問法有關的表格，此稱為投資顧問登記儲存 (IARD)。證管會同時修改 ADV 表格以配合電子存檔及相關法規的修改。依據最新的投資顧問登記儲存 (IARD) 系統，顧問業者將可利用此系統來申請、修改及撤銷登記。此系統所有有關顧問業者的最新訊息將可透過證管會的網站免費提供予社會大眾。

H. 所顧問之相關證券範圍：

根據美國 1940 年投資顧問法 (Investment Advisers Act of 1940) 第 203 條，以及依該法制定之規則與辦法 (Rules and Regulations promulgated under the Investment Advisers Act of 1940) 第 203A 條之 1 之規定，主事務所在美國且所管理之資產超過三千萬美元者，必須向美國證券交易委員會 (U.S. Securities and Exchange Commission, SEC) 申請登記，始得從事投資顧問服務：若其所管理之資產介於三千萬及兩千五百萬美元，則可選擇向州政府或向美國證券交易委員會為登記；兩千五百萬美元以下則僅需向州政府登記。依據投資顧問法規則與辦法第 203 條之 1 的規定，申請者必須填具 ADV 表格 (Uniform Application

for Investment Adviser Registration, Form ADV )，該表格分為兩部分，其中表格第二部分需針對提供投資顧問之類型加以勾選，例如，股權證券（包括上市、上櫃及外國證券）、權證、公司債、商業本票、存單、市政府證券、投資公司證券（包括壽險、年金、證券投資信託基金）、美國政府證券、選擇權契約（包括證券選擇權、商品選擇權）、期貨契約、合夥投資之利益（包括對不動產、石油、天然氣等之投資）等，然其並未針對開放之證券市場範圍加以規範。

美國投資顧問法及其規則與辦法並未針對有價證券之類別而異其規定，從事投資顧問業務均須填具 ADV 表格<sup>248</sup>，僅於表格第二部份有勾選提供顧問之有價證券型態欄位，其申請方式依投資顧問法第 203 條之規定，應填具 ADV 表格，此表格分為兩部份，表格第一部份包含申請者資料、美國證券交易委員會之登記、組織型態、營業受讓情形之有無、關於顧問業務之相關資訊、其他業務活動、從事金融業的關係企業、對客戶交易之參與或利益、保管客戶財產的情形、對申請人有控制權人之資訊、揭露資訊、是否屬於小型企業等。表格第二部份又稱為小冊子規則 (the brochure rule)，為對客戶揭露最低限度之規定，其揭露內容包含顧問服務及費用、客戶類型、投資類型、分析方法、資料來源、投資策略、教育、營業之標準及背景、其他營業活動、其他金融企業活動及關係企業、客戶交易之參與或利益、帳戶管理之狀態、帳戶審查、投資或經紀業務處理權限、其他的補償規定等。

## （二）投顧事業分公司之設立型態：

一般投顧事業分公司大致可分為以下四種型態條件：

1. 獨資 (Sole Proprietorship)
2. 有限責任公司 (limited liability company)
3. 合夥 (partnership)
4. 商業信託 (business trust)

## （三）對投顧事業之一般監督：

證管會登記有案之投顧事業應保有確實的財產文件、帳簿與記錄。證管會有維護公眾利益與保障投資人權益之需要時，可要求該投顧事業定期或隨時將上述文件提交審查。( The IAA of 1940 - Section 4 )。

### 1. 投顧事業之保管行為：

另外投資顧問業者可直接或間接保管(CUSTODY)客戶的有價證券及價金之認定方式為，美國證管會之解釋認為只要

---

<sup>248</sup> 依據投資顧問法第 203 條之規定，下列情形得不經登記，逕行為投資顧問業務，例如，客戶限於保險公司之投資顧問、在過去連續十二個月內客戶少於十五人且未從事公開招攬之行為或對投資公司提供投資顧問服務，或投資顧問公司為本法第三條定義之慈善機關等。

投資顧問就客戶帳戶直接扣除相關保管費用，就視為投資顧問業者已提供保管服務且須受保管規則之規範；但無須就 ADV 表格陳述是否提供保管行為。

前規範中提及，投資顧問公司應就保管行為，以書面通知客戶該基金或證券所被管理的機構及方式；並且至少每三個月一次寄送予客戶對帳單，同時由獨立會計師不預期通知投資顧問選擇時間，實際審查。會計師對此基金或證券審查所作之陳述於審查後即刻傳送予證管會 (Rules The IAA of 1940-section 206 (4) -2)；目前修訂為除非客戶要求實施對帳行為，否則投資顧問業者可將該對帳行為視為彈性化。(April 30, 2004 Compliance Reporter's Q&A)。

## 2. 投顧事業之廣告行為相關規範<sup>249</sup>：( Rules of The IAA of 1940-Section 206 (4) -1)

投顧公司不得使用任何與事實不符或誤導他人之廣告，同時在招攬廣告不得有下列之行為：

- (1) 使用過去客戶親身與投顧公司往來之經驗，及投顧公司能力背書之陳述。
- (2) 提及過去使客戶獲利之成績，除非有一年期間，及全部推薦之名單，始得為之。
- (3) 使用圖表、圖解、公式等方式除非含有限制及困難點揭露，始得為之。
- (4) 提出任何報告、分析為免費的情況；除非該報告或分析無須負擔任何義務。

### 2.1 「投資顧問法」(1940 年法案) 對管理投資顧問廣告和招攬者報酬之修正

SEC 在 2020 年 12 月將「投資顧問法」(1940 年法案) 管理投資顧問廣告和招攬者報酬的規定進行現代化改造。自 40 多年前通過以來，這兩項規定都沒有進行過重大修改。SEC 將規則 206(4)-1 及規則 206(4)-3 修正於 206(4)-1。修正有關重點摘要如下<sup>250</sup>：

#### (1) 廣告的定義

修正後 “廣告” 的定義包有兩方面：一是涵蓋傳統上由廣告規則規範的傳遞方式，二是規範先前由現金招攬規則規範的招攬活動。

首先，定義包括投資顧問人員作出任何直接或間接地傳遞：(i) 向潛在客戶或私募基金投資人提供關於有價證券的投資顧問服務，或(ii) 對現有客戶或私募基金投資人提供關於有價證券的新投資顧問服務。定義的第一點排除了大多數一對一的傳遞，且包含某些其他除外事項。

<sup>249</sup> 資料來源：「證券投資信託」暨「證券投資顧問」法制規範研究報告 中華民國九十年十一月

<sup>250</sup> <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-334#>

SEC 新聞稿，2020 年 12 月。

其次，該定義通常包括對投資顧問直接或間接提供現金及非現金報酬的任何認可或推薦（例如直接經紀、獎勵或其他獎品等等）。

(2)原則禁止事項(擇要提供)

- 對重要事實作出不實陳述，或遺漏必要的重要事實，使所為陳述在當時的情況下不會產生誤導；
- 投資顧問業者所作重要事實陳述，係未有合理的依據以相信其能依 SEC 的要求予以證實；
- 討論任何潛在利益，卻未對任何相關的重大風險或限制，提供公平和平衡的對待；
- 以不公平和不平衡的方式來包括或排除績效結果，或呈現績效期間等。

(3)推薦與代言

禁止在營業活動廣告中使用推薦和代言，除非投資顧問業者滿足一定的揭露、監督和取消資格規定：

A. 揭露

廣告必須清楚、顯著揭露提供推薦或代言人是否為客戶及是否獲得報酬。投資顧問業者要額外揭露有關報酬和利益衝突的資訊。規則 206(4)-1 則取消現行規則的要求，即投資顧問人員要取得每個投資人知悉其揭露所收報酬。

B. 監督與書面協議

投資顧問業者在廣告中使用推薦或代言時，須監督營業活動法規遵守狀況。投資顧問業者須與提供推薦或代言人簽訂書面協議，除非該人是投資顧問業者的關係企業或收到最低額度的報酬。

C. 取消資格

規則 206(4)-1 原則禁止某些“不良行為者”擔任提供推薦或代言人，但有適用其他取消資格之規定時例外。

(4)第三方評等

規則 206(4)-1 禁止引用第三方評等用於廣告，除非投資顧問業者揭露並滿足與評比有關之一定標準。

(5)績效表現一般規定

規則 206(4)-1 禁止績效廣告包含以下情形(擇要提供):

- 總體績效，除非同時展現淨績效；
- 業績來源比所有投資組合少，其投資政策、目標和策略與廣告中提供的投資政策、目標和策略基本相似，只有少數例外；
- 假設績效。除非投資顧問業者採用並實施之政策和程序經合理設計，以確認績效與預期客戶的可能財務狀況和投資目標相關，且投資顧問業要提供假設績效背後的一定資訊；
- 前任者績效。除非前任顧問人員及帳戶與現在從事

廣告顧問人員及帳戶有適當的相似性。而且，從事廣告投資顧問人員須在廣告中清楚並明顯地含括所有相關揭露事項。

3. 投顧事業從事於傳播媒體進行投資分析之規範：(<sup>251</sup>NASD Regulatory & Compliance Alert Articles September 1997)

經查美國證券市場相關法令，並未禁止從業人員於傳播媒體進行證券投資分析活動，僅定有從事廣告或與公眾溝通之相關規範供業者依循。以美國證券商協會(NASD)第2210號規則為例，該規則為會員與公眾溝通(不論為事先寫好的腳本製作或未經事先安排的臨時媒體問題回應)之應遵循事項。該規則揭示對所提及之產品必須做到全面及均衡無偏誤的揭露、禁止誇大虛偽不實陳述以及明確揭示提供所述商品之會員名稱等一般原則。有關媒體溝通方面，若為事先編排的腳本製作，必須於使用前先經內部註冊主管人士核准，並且該文件及其核准人士、製作人士等相關紀錄必須留存三年；若為臨時的即興回應發表，為了維持與腳本製作播出一樣之控制標準，會員必須對此建立內部監管核准制度，確保每一個即興臨時發言都先經過有權人士之准駁，必要時並得徵得該公開言論所接觸之來賓名單或節目大綱。此外，所有公開使用廣告及文宣依公司狀態及促銷內容之不同，而有事前或事後送 NASD Regulation 審核之規定。

4. 強化投資顧問監理 [17 CFR Parts 275 and 279, Release No. IA-3110; File No. S7-36-10]

2010.7.21 美國總統歐巴馬簽署 Dodd-Frank 法案，在該法案之 Title IV 針對投資顧問法(Advisers Act)提出數項修正規定，包括中型規模投資顧問監理職責之重新歸屬，其影響將及於目前眾多原註冊於 SEC 之中型規模投資顧問轉向各所屬州證券主管機關註冊。另外，部份根據現行投資顧問法無須註冊之投資顧問(包括避險基金、私募基金及創

---

<sup>251</sup> The standards of Rule 2210, Communications with the Public, apply to all public appearances regardless of whether the presentation has been scripted or consists of unrehearsed remarks in response to a question. Overall, these standards require a full and fair description of any securities product or service including material information such as risks or costs. For example, in response to a caller's question during a radio broadcast, a representative recommends a specific stock of local interest that is trading in the secondary market. This recommendation is permitted, provided the representative satisfies the disclosure requirements of Rule 2210. Thus, the representative is required to disclose certain material relationships between his firm and the security, such as that his firm makes a market in the stock. In addition, he must provide the current price of the stock and mention if there are any special risks associated with the security, e.g., that the local company issuing the stock is risky because it is still in its start-up phase.

The rule also prohibits exaggerated, unwarranted, or misleading statements or claims, including promises of specific future returns or projections of investment performance. Thus, using the example above, the representative would be prohibited from giving assurances about the level of return the caller could expect from an investment in the recommended stock.

In addition, the rule calls for clear and prominent disclosure of the name of the member firm through which any securities products or services under discussion would be offered. If a non-member entity, such as a registered person's insurance agency is named in the presentation, then the presentation must be clear that the securities products or services under discussion are offered by the NASD member firm.

投基金之投資顧問) 亦應納入註冊之範疇，且 SEC 亦可基於公共利益之考量，要求前述投資顧問提供相關資訊等，將幫助主管機關及投資大眾更了解投資顧問及私募基金之風險輪廓。

(1) 私募基金投資顧問之註冊規定

依現行法規，美國投資顧問之客戶數若少於 15 人，即可豁免向 SEC 註冊。前開客戶數量之計算方式，係將一基金視為一客戶，並非以持有基金之投資人計算。因此，部份管理私募基金之投資顧問雖管理龐大的基金資產並擁有眾多的投資人，仍得適用前述豁免註冊之規定。

Dodd-Frank 法案取消管理私募基金之投資顧問註冊豁免規定，因此，目前許多尚未註冊之此類投資顧問，未來必須註冊並適用 SEC 有關監理及檢查之相關規定。

(2) 私募基金投資顧問之申報規定

為強化私募基金投資顧問之監理，並要求此類投資顧問提供其所管理私募基金之資訊，在此次 SEC 所提出之法規修正案中即要求管理私募基金之投資顧問應申報下列資料：

- A. 所管理基金之基本組織及營運資訊，例如基金資產規模、投資人類型、及投資顧問對基金所提供之服務；
- B. 投資顧問應提供五類扮演基金主要守門員 (gatekeeper) 角色之機構證明文件（例如：基金審查機構、主要證券經紀商、基金保管機構、基金行政服務提供機構、及行銷機構）

前述資料申報之規定係 SEC 基於投資人保護、防止投資顧問詐欺，並及早發現有關基金管理之不當行為而訂定。除此之外，SEC 亦針對投資顧問之註冊表格進行修正，要求所有註冊之投資顧問必須提供更多有關其本身顧問事業之資訊，包括：

- A. 提供顧問服務之投資人類型、服務內容及其員工；
- B. 管理實務上可能造成重大利益衝突之情事（例如：證券經紀商屬投資顧問之關係企業、軟錢及客戶介紹酬金等）

另外，根據此次法規修正，投資顧問除須提供以上資訊外，亦須再提供其關係企業之資料。

(3) 投資顧問申報規定之豁免

如前所述，私募基金之投資顧問應向主管機關註冊，但依據 Dodd-Frank 法案，則有三類投資顧問得豁免註冊，其分別為：

- A. 僅擔任創投基金之投資顧問；
- B. 僅擔任私募基金投資顧問且其在美國境內管理私

募基金規模低於 1.5 億美元者；

C. 在美國境內無營業處所之外國投資顧問，且其同時符合下列規定：

- a. 該外國投資顧問機構所管理之美國客戶及私募基金投資人之資產合計少於 0.25 億美元；
- b. 該外國投資顧問機構之美國客戶加計私募基金投資人之人數少於 15 人者。

前述三類投資顧問雖適用註冊豁免之規定，但根據 SEC 提出之相關修法規定，其仍應向 SEC 申報以下所列事項，並應定期更新：

- A. 投資顧問之基本資料及其母公司及關係企業之資料；
- B. 此類投資顧問所管理私募基金之資訊，及其與關係企業間之營業活動與客戶間有重大利害衝突風險之虞時，應提供該類營業活動之相關資訊；
- C. 投資顧問及其員工之自律紀錄。

#### (4) 監理責任之重分配

自 1996 年以來，投資顧問之監理主管機關關係以其所管理之資產規模區分為 SEC 或州證券主管機關。依現行法令，投資顧問所管理資產達 0.25 億美元者才須向 SEC 註冊。

Dodd-Frank 法案提高投資顧問應向 SEC 註冊之門檻，將管理資產規模自原 0.25 億美元提高至 1 億美元，並新增「中等規模投資顧問」(mid-sized advisor)，其相關規定如下：

- A. 中等規模投資顧問係指管理資產規模介於 0.25 億 ~ 1 億美元之投資顧問；
- B. 中等規模投資顧問應向其主營業處所所在地之州證券主管機關註冊；
- C. 其應受州證券主管機關之檢查。

美國勞動部於 2016 年 4 月 6 日公告對於退休金計畫和個人退休金帳戶(ERISA)投資顧問利益衝突之最終規則(DOL Fiduciary Rule，下稱新法)，其中投資顧問為投資者提供投資建議，必須符合「忠實義務」(fiduciary duty)。投資顧問應以投資者的最佳利益為最優先考量。<sup>252</sup>新法原定於 2017 年 4 月開始分段執行，惟川普總統上任後，於 2017 年 2 月 3 日簽署一份備忘錄，指示勞工部推遲實施歐巴馬時期制定、預計今年 4 月生效的「受託管理人規則」，延遲 180 天，以利檢討規定內容。

---

<sup>252</sup> 新法標準：現行法僅要求投資顧問為投資者提供「合適的」(suitable)投資建議；新法之標準則提高至必須符合「忠實義務」。

## 5. 機器人投資顧問 (Robo-Advisor)<sup>253</sup>

- (1) 2003 年證管會頒布投資顧問法之新豁免規則，新增「規則 203A-2(f)」有關網路投資顧問 (Internet investment advisers) 之規定。所謂網路投資顧問係指：「完全經由互動網站 (interactive websites) 而提供投資建議予客戶之投資顧問，但以其他方式提供客戶投資建議予之人數，於過去 12 個月，少於 15 人者，亦屬之。」又所謂的互動網站則係指：「以客戶經由網站所提供之個人資訊為基礎之電腦軟體模型或應用程式 (computer software-based models or applications) 之網站。」
- (2) 隨著金融科技 (Fintech) 成為潮流趨勢，機器人投顧逐漸深入日常人民的投資理財活動，美國證管會 (SEC) 與金融監管局 (Financial Industry Regulatory Authority, Inc., FINRA) 於 2015 年 5 月 8 日聯名發表一份對投資人之警告函，列舉並提醒投資人於運用「自動化投資工具」 (automated investment tool) 前，應行注意之事項，以保障自己之權益。
- A. 投資人於使用前 (或投資前) 應詳閱服務契約或其他相關公開揭露資訊  
投資人應先審閱機器人投顧所揭露之所有相關文件，瞭解其內容、條款，例如有關於使用機器人投資顧問服務之手續費或其他費用、終止契約之條件、以及資產變現所需時間，以確保權益。
  - B. 投資人應認知投資工具有其內在限制，包括系統或程式之基本假設  
投資人應體認系統本身有其限制與重要基本假設，但假設可能與事實不符，或未必與個案情節相符。例如，若機器人投顧預期未來利率呈上升趨勢，但市場上利率水準依然偏低，則系統之假設便與現實不符。
  - C. 投資人應理解機器人投顧之產出直接繫於投資人系統要求提供或投資人所提供之資訊  
機器人投顧系統所列的問題清單，將限制或影響投資人所提供之資訊內容，而投資人所提供之資訊則直接影響系統之產出結果 (即投資建議)。因此，若系統所詢問之問題不明或投資人不解其意，應立即詢問機器人投顧業者。投資人亦應注意系統所列問題可能會過於一般化、模糊或有誤導之虞，甚至可能誘導投資人選擇系統所預設之選項。
  - D. 投資人應注意系統之產出未必符合投資人個人的財務需要或目標  
機器人投顧因無法評估特定投資人之所有情況與環

<sup>253</sup> 中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會委託協合國際法律事務所「機器人投資顧問 (Robo-Advisor) 國外實務及相關法令與管理措施之研究報告」,2016 年 7 月 20 日

境，例如，年齡、經濟狀況與財務需要、投資經驗、其他資產、稅務概況，承受風險之意願，投資回收期間長短、現金需求，與投資目標等等，從而機器人投顧所提出之投資建議未必適於個別投資人。例如，系統可能僅考量投資人之年齡，卻未考量投資人於投資後一段時間可能有購買不動產之計畫；或系統並未考量投資人之投資目標可能改變，而未能做相應之調整。

#### E. 保護自己的個人資料

投資人留意機器人投顧之系統可能蒐集其他與投資目的無關之個人資料；並提醒投資人勿隨便提供個人之銀行帳號、信用卡資料、密碼、社會安全碼或其他個人識別資料於網站上。

(3) 美國金融監管局 (FINRA) 經實地調查、挑選若干提供「數位投資建議工具」(digital investment advice tools) 之業者，進行訪談並瞭解其作業實務之後，於 2016 年 3 月發表「數位投資建議」之研究報告 (Report on Digital Investment Advice)，針對當前市場上提供數位投資建議之業者，提出業務操作與執行之建議，並建議渠等調整作業慣行。

#### A. 建立演算法之監管 (Governance and Supervision) 機制與作業流程

演算法乃機器人投顧系統之核心元素，倘若演算法有設計不當或並未正確編碼 (coding) 之情形者，所運作計算之產出成果，及可能有所偏離，進而對投資人權益產生不利影響。因此，金融監管局認為機器人投顧業者對其系統所運用之演算法，應有效進行監督與管理，應於內部設立一監管機制，就系統使用之演算法進行「期初審核」(Initial reviews) 與「定期審核」(Ongoing reviews)，並列舉審核之要項。

##### a. 期初審核 (Initial reviews) :

- i. 評估系統之演算法所使用能否達成預期成效。換言之，機器人投顧業者應理解演算法所使用之方法論，系統之假設、偏誤與偏好等等。
- ii. 瞭解系統所輸入之資料。
- iii. 進行輸出測試，以確定符合業者所預期之成果。

##### b. 定期審核 (Ongoing reviews) :

- i. 評估系統使用之模型縱於市場情況或經濟條件變化時，依然得以適當使用。
- ii. 定期就系統產出之成果進行測試，以確保成果符合業者之預期。
- iii. 指派專責人員監管該數位投資工具。

金融監管局於實務運作中發現，多數機器人投顧業者係以內部之投資政策委員會 (investment policy committee)，負責監督演算法之開發與執行，並參與軟體開發供應商之審核與實地調查，並評估系統之情況設計是否妥當。

**B. 投資組合與利益衝突之監管機制**

機器人投顧系統之運作，係先描繪、建立投資人之類型模組，並依據所描繪之類型，於投資組合模組中挑選、提供相應之投資組合，例如，面對保守型之投資人，即提供保守型之投資組合。金融監管局於訪查中，發現大多數機器人投顧業者就投資人模組，僅劃分為 5 至 8 類。因此，就特定類型之投資人，如何篩選適合之投資組合，即至關重要。另外，因投資組合之建立與選擇，於機器人投顧業者與投資人之間，可能產生利益衝突之疑慮，因此機器人投顧業者亦應建立利益衝突之監管機制以避免利益衝突，而監管機制應具備下列功能：

- a. 決定投資組合之參數，例如，報酬、分散程度、信用風險、流動性風險。
- b. 建立有價證券納入投資組合之篩選標準，例如，手續費、流動性風險與信用風險。
- c. 挑選適於納入投資組合之有價證券；倘若有價證券係由演算法所挑選者，應就演算法進行審核，一如上述。
- d. 檢視系統預設投資組合模組 (pre-packaged portfolio) 是否適合於所配對之投資人類型模組。
- e. 辨識與減少因特定有價證券納入投資組合而產生之利益衝突。

值得注意的是，金融監管局認為上述監管機制應包括獨立於該項業務外之從業人員參與，且於專業上有能力就整體投資組合之策略與個別有價證券之挑選提出建議之人。

**C. 描繪投資人之輪廓 (Investor Profiling)**

應認識特定投資人之投資目標，及該投資人所處之客觀環境與相關事實，即相當於認識客戶與適合性原則之要求。除此之外，金融監管局建議機器人投顧業者應定期與客戶聯繫、接觸，以判斷客戶的資料與情況是否改變。

**D. 投資組合之再平衡 (Rebalancing)**

投資組合內各資產之投資報酬率可能不同，績效表現亦不同 (可能獲利、可能虧損)，因而原本資產組合內資產比例可能因而有重新調整，以維持原本設定比例之需求。對於機器人投顧系統內建之資產組合自動再平衡 (automatic rebalancing) 功能，金融監管局認為應建立下列實行措施：

- a. 應明確建立客戶之認知自動再平衡應發生；

- b. 告知客戶再平衡可能產生之成本與稅捐；
- c. 向客戶揭露再平衡如何運作，包括如果資產再平衡被設定為定期檢視與執行，則亦應向客戶揭露，是每月執行、每季執行或每年執行；
- d. 建立機器人投顧系統因應市場發生重大變動時之政策與程序；
- e. 開發將再平衡產生之租稅效果予以最小化之方法。

(4) 美國 SEC 投資管理部門 (Division of Investment Management) 長期以來與合規檢驗辦公室 (Office of Compliance Inspections and Examinations) 合作，透過監督及與機器人投資顧問的互動，評估這類型的顧問服務在面臨各式特殊挑戰及機會時，如何盡到 1940 年投資顧問法下所要求的義務。此外，於 2016 年 11 月 14 日，委員會舉辦了 Fintech 研討會，其中包含一個關於這些程式的資訊小組。基於研討會蒐集到的意見的意見，認為機器人投資顧問應基於其商業模式及運作，於履行投資顧問法義務時特別留意某些考量點，並於 2017 年 2 月發布 Guidance Update-RoboAdvisers<sup>254</sup>，全文如下：

### 機器人投資顧問

自動化投資顧問，亦常被稱作「機器人投資顧問」，代表著投資顧問業中一股新崛起的潮流，能提供一般投資人相對可負擔的投資顧問服務，並改變投資顧問市場的競爭格局。機器人投資顧問最初係因應千禧年而生，但近年已越來越受到不同年齡層及階級的投資人之歡迎。機器人投資顧問通常為經註冊之投資顧問，藉由線上演算法程式以創新科技提供客戶全權資產管理服務。欲使用機器人投資顧問的客戶，將個人資料及其他訊息輸入互動式的數位平台（例如網站或是其他行動裝置）中。機器人投資顧問基於該等資訊替客戶規劃投資組合，並管理客戶的帳戶。

機器人投資顧問以許多不同的商業模式運作，並且提供各種顧問服務。舉例來說，投資顧問提供客戶不同程度的專員互動。有些機器人投資顧問直接提供客戶投資建議，此類型提供客戶與投資專業人員的直接互動較為有限。有些機器人投資顧問則是由投資諮詢人員經互動式平台提供建議，與客戶討論修正後生成投資計畫。機器人投資顧問可用許多方法向客戶蒐集資訊，例如有些僅依靠不同長度的問卷向客戶取得資訊，有些則與客戶直接聯繫或請客戶提供其他帳戶資訊以取得額外資訊。

投資管理部門 (Division of Investment Management) 的員工長期以來與合規檢驗辦公室 (Office of Compliance Inspections and Examinations) 合作，透過監督及與機器人投資顧問的互動，評估這類型的顧問服務在面臨各式特殊挑戰及機會時，如何盡到 1940 年投

<sup>254</sup> <https://www.sec.gov/investment/im-guidance-2017-02.pdf>

資顧問法(以下簡稱「投資顧問法」)下所要求的義務。此外，於 2016 年 11 月 14 日，委員會舉辦了 Fintech 研討會，其中包含一個關於這些程式的資訊小組。基於研討會蒐集到的意見以及員工的意見，員工認為機器人投資顧問應基於其商業模式及運作，於履行投資顧問法義務時特別留意某些考量點。本員工指導即提供機器人投資顧問關於處理部分議題的建議。然應注意機器人投資顧問得藉由許多方法以履行基於投資顧問法對於客戶的義務，本指導所提及的各個議題並非皆適用於各類型的機器人顧問。

本員工指導關注直接經由網路提供客戶服務的機器人投資顧問服務類型。但本指導亦可能有益於其他種類的機器人投資顧問，或是其他類的註冊投資顧問。

## 投資顧問法下的潛在考量

機器人投資顧問，與其他經註冊之投資顧問相同，受投資顧問法中實體權利義務及相關受託義務之規範拘束。因機器人投資顧問仰賴演算法並透過網路提供顧問服務，且可能提供客戶有限的專員互動，此種獨特的商業模式可能於評估投資顧問法遵議題時會引發某些考量。本指導著重於以下三個由員工區分出的面向，並提供機器人投資顧問可以如何解決此等問題的建議：

1. 向客戶揭露機器人投資顧問以及其提供投資顧問服務的主旨及內容；
2. 為了能使機器人投資顧問盡其提供合適建議的義務，向客戶取得資訊之義務；以及
3. 採取及實施合理設計的有效合規程式，以解決關於提供自動化建議的問題。

雖然本指導著重於機器人投資顧問於投資顧問法下的義務，但仍需考量機器人投資顧問程式的系統及運作是否會引發關於其他聯邦安全法的議題，例如 1940 年的投資公司法(以下簡稱「投資公司法」)，特別是第 3a-4 條。若機器人投資顧問認為其系統及運作引發第 3a-4 條未提及的特殊事實或情況，該顧問可以考慮聯絡員工以尋求進一步的指導。

### 1. 揭露投資顧問服務的主旨及內容

由於自投資顧問處獲得的資訊能幫助客戶做出決策並管理其與投資顧問間之關係，因此這些資訊對於顧客而言至為重要。投資顧問作為受託人，有義務全面並公正地揭露所有重大事實，並採取合理謹慎的態度避免對客戶產生誤導。投資顧問所提供的資訊必須足夠具體且經充分閱讀並經客戶理解(例如以書面形式提供)，俾客戶得以了解投資顧問的經營管理實務與利益衝突。

尤其是機器人投資顧問與客戶間的互動較為有限，資訊揭露的管道幾乎全需仰賴機器人投資顧問透過信件、網站、手機 APP 以及其他電子媒體，因此更應注意客戶是否有能力在資訊充分的情況下做出投資決策。

此外，考慮到機器人投資顧問的商業模式的獨特性，需依賴演算法與網路來提供諮詢服務，應盡可能地考慮最有效率的方式來與客戶溝通關於諮詢服務方面的限制、風險與操作。據此，機器人投資顧問得以如下之方式揭露其商業模式、提供的投資諮詢服務範圍以及如何向客戶提供重要的訊息。

### **商業模式之說明**

為了解決客戶在理解機器人投資顧問如何提供投資建議與現實情況所存在的潛在落差，除了必要的資訊外，機器人投資顧問（如同其他已註冊的投資顧問業者），須揭露特定經營管理實務及相關風險之資訊。機器人投資顧問應考慮提供的資訊包括：

- 演算法被用於管理個別客戶帳戶之聲明
- 用於管理客戶帳戶之演算法公式之描述（例如：演算法如何生成投資組合的建議；該個別客戶帳戶如何經由演算法被投資及重新平衡資產配置）

關於管理客戶帳戶的演算法的假設與限制之描述（例如：若演算法是依據現代投資組合理論，則應描述該理論背後的假設及限制。）

- 關於管理客戶帳戶的演算法所固有的特定風險之描述（例如：該演算法可能會在未考慮市場狀況或超乎預期地頻繁重新平衡資產配置，或者該演算法可能無法辨識市場條件之長期變化。）
- 描述在何種情況下機器人投資顧問的演算法可能無法有效地進行客戶帳戶之管理（例如：機器人投資顧問在緊繩的市場條件下可能停止交易或採取其他的臨時防禦措施。）
- 關於是否有第三人參與用來管理客戶帳戶的演算法的發展、管理及其所有權之描述，包含上述之處置是否產生任何利害衝突。（例如：若第三人提供含有折扣的演算法給機器人投資顧問，但該演算法會將客戶導向能使該第三人獲得回扣之產品。）
- 關於機器人投資顧問是否會直接向客戶收取費用，或任何客戶需直接或間接負擔的成本之描述（例如：依據所提供的顧問服務而產生的成本或費用，如保管人或共同基金費用、仲介及其他交易成本。）
- 關於專員對個別客戶帳戶的監督與管理之參與程度（例如：投資顧問部門僅監管演算法而不一定同時管理個別客戶之帳戶。）
- 關於機器人投資顧問收集客戶資料後提供的投資組合建議及其限制之描述（若有使用意見調查表，則該調查表將作為機器人投資顧問的建議基礎；機器人投資顧問是否使用客戶之基本資料或帳戶資料用以作為提供投資建議之基礎。）
- 關於客戶應提供新資訊之時點及方式之解釋。

### **顧問服務之範圍**

如同所有經註冊之投資顧問，機器人投資顧問應注意其所提供之投資顧問服務的描述是否明確，並且以合理的注意義務，避免對可能嚴重誤導客戶的服務範圍製造出錯誤的暗示或意涵。機器人投資顧問應該謹慎避免誤導客戶，例如表彰：

- 事實上沒有，卻聲稱機器人投資顧問提供全面性的財務計畫（例

如：如果機器人顧問沒有考慮到客戶的稅務情形或債務，或如果投資建議只針對特定的目標（像是付清大額消費或是大學學費），而沒有考慮到客戶廣泛的財務情形。）；

- 聲稱稅收減免服務也包含全面性的稅務建議；或
- 事實上沒有，卻聲稱所給予的投資建議有將非由問卷取得之資訊納入考量（例如：機器人投資顧問、其相關人士或第三者所擁有之其他客戶的帳戶資訊、客戶提供之補充性資訊）
- 

### **揭露資訊的表現方式**

機器人投資顧問可能會或可能不會讓投資專業人員為客戶強調或解釋重要概念。客戶也可能難以閱讀或理解複雜及非以淺白英文表示的揭露資訊。在瀏覽過相關網站及數個機器人投資顧問所揭露的資訊後，我們觀察到機器人投資顧問會利用多樣化的方式提供客戶重要資訊。因為機器人投資顧問依賴線上揭露以提供資訊，在溝通重要資訊、風險及免責條款時，將可能有獨特的議題產生。因此我們提醒機器人投資顧問應謹慎考量他們的紙本揭露是否設計良好（例如：是否有不清楚或不全面的情形）。特別是在解釋揭露資訊時，機器人投資顧問應考慮：

- 重要的揭露資訊是否在簽約前提出，使客戶在使用機器人投資顧問並做出投資前，得以取得投資決定所必要之資訊；
- 重要的揭露資訊是否有經特別強調（例如：彈出視窗之設計）；
- 有些揭露資訊是否應伴隨互動式文字（例如：工具提示文字之設計）或其他方法以提供想知道更多的客戶額外的細節（例如：「常見問題」單元）；及
- 行動平台上揭露資訊的呈現及格式是否已依該平台之介面作相應之調整。

## **2. 提供合理適當之投資建議**

投資顧問的忠實義務包含為客戶追求最佳利益，並且僅提供最適當的投資建議。依據這些義務，投資顧問必須合理地決定其投資建議，使之符合客戶的財務情形及投資目的。

### **依賴問卷蒐集客戶資訊**

我們觀察到機器人投資顧問主要（非唯一考量）會依據客戶所填寫的線上問卷提供投資建議。我們所檢閱的數份問卷，多按長度及所要求之資訊類型而有所不同。例如，有些機器人投資顧問會依據客戶的年齡、收入及財務目標，產生建議的投資組合。其他機器人投資顧問可能會透過他們的問卷，取得不同或額外的資訊（例如客戶投資遠景、風險忍受度，及/或生活與其他費用），來產生建議的投資組合。我們也觀察到部分問卷並非設計來讓客戶有機會提供有關其回覆內容的額外或背景資訊。除此之外，機器人投資顧問可能也沒有相關設計，使投資顧問人員可以就客戶的回答詢問後續或釐清問題、告知客戶其回答中的不一致，或在客戶交出問卷時提供協助。儘管互動上有所限制，當考慮到它的問卷是否可問出足夠的資訊，以支持它給予適當建議的義務，機器人投資顧問可能會希望

考量以下因素：

- 問卷中的問題是否能夠問出足夠的資訊來讓機器人投資顧問判斷其初始及持續中的投資建議，依據客戶的財務情形及投資目的，對該客戶是適合且合宜；
- 問卷中的問題是否夠清楚，且/或問卷的設計是否可在客戶需要時，提供額外的解釋或釋例（例如：利用工具提示文字或彈出視窗之設計）；及
- 是否已採納相關步驟以因應不一致的客戶回應，例如：
  - 當客戶回應顯然不一致時，透過問卷設計警告某一客戶，並提醒客戶可能希望重新考慮其回應，或
  - 安裝系統以自動標註由客戶所提供之內容顯然矛盾之資訊，以供機器人投資顧問進一步追蹤或審查。

### **客戶導向之投資策略**

許多機器人顧問將給予客戶選擇投資組合之機會，而非由機器人顧問自行推薦投資組合。某些機器人投顧則不給予客戶諮詢理財人員之機會，以諮詢投資組合與客戶投資目標、風險狀況間之關聯性，及投資組合對該客戶之合適性。這可能導致客戶選擇機器人投顧認為不適合客戶風險狀況或投資目標之投資組合。

因此，機器人投顧應有義務根據客戶最大利益採取行動，考慮提供關於為何特定投資組合在既定風險狀況與投資標的之情況下可能更適合客戶之理由。據此以言，機器人投顧不妨考慮彈出框之設計或採用其他設計特徵，以提醒客戶既定目標與選定投資組合間的潛在不一致之處。

### **3. 現行法令遵循計畫**

投資顧問法第 206(4)-7 條規定註冊之投資顧問建立內部遵循計畫，以處理投顧履行忠實義務及本法律下之重要義務。為符合本條規定，經註冊之投資顧問必須採取、實施、並每年審閱能合理避免違反投顧法令之書面政策及程序，並將公司營運之本質及因公司營運所造成之風險暴露情形列入考量。註冊投資顧問亦須指派對投顧法相關規定有充分理解並能負責監督政策及程序施行之法遵經理。在發展法遵計畫之過程中，機器人投顧應特別留意其商業模式之獨特性。例如，機器人投顧對於演算法之仰賴程度、與客戶互動方面之限制，而網上提供諮詢顧問服務所可能造成或提升之風險亦應納入書面政策及程序中。

因此，除了採用及執行有關傳統投資理財顧問的書面政策及程序以外，機器人投資顧問應思考是否採用並執行下列範圍的政策及程序：

- 演算代碼之發展、測試及回測；執行後成果監督（例如：以確保演算代碼於融入機器人投資顧問平台前後已經過足夠的測試、所顯示的代碼平台）；及其他不對客戶的帳戶造成負面影響的任何修改。
- 能自客戶取得足夠資訊的問卷，使機器人投資顧問能決定其最初及

之後持續進行的投資組合為依據客戶財務狀況及投資目標所生，係屬合適的投資建議。

- 告訴客戶演算代碼的改變有可能對其投資組合造成重大影響。
- 機器人投資顧問使用的演算代碼或軟體受該開發、擁有或管理者妥當監督。
- 網路安全威脅的預防、偵測及解決。
- 有關顧問服務行銷對於社群及電子媒體的使用（例如：網站、推特、博客行銷的酬金及「引薦朋友」活動）。
- 客戶帳戶保護及重要諮詢顧問系統。

## 結論

機器人投資顧問代表了投資理財顧問業中快速成長的趨勢，且有潛力讓零售投資人更負擔得起投資理財顧問服務。機器人投資顧問身為一註冊投資顧問，應注意他們受美國投資顧問法下對受託義務及其他許多要求的規範。本建議擬針對這樣為履行該法定義務的投資顧問，當投資理財顧問業持續研發新的顧問服務，如必要，政府當局將會繼續監督這些創新及執行相對應之防護措施，以促進該創新發展及保護投資人權益。

# # # # #

(5) 美國證券交易委員會（SEC）投資人教育推廣處（Office of Investor Education and Advocacy）2017年2月23日發行關於機器人投資顧問的投資公告（Investor Bulletin:Robo-Advisers）<sup>255</sup>，希望增進投資人對機器人投資顧問的了解，及幫助投資人透過該理財投資服務而能在充分掌握資訊的情況下做出投資決定，以達成其投資目標，公告全文如下：

# # # # #

### 投資公告：機器人投資顧問(Robo-Advisor)

日期：2017年2月23日

近幾年，自動化數位投資顧問程式（automated digital investment advisory program，常稱作「機器人投資顧問」）的使用日益普及與流行。此程式提供個別投資人藉由入口網站或手機APP來建立並經營他們的投資帳戶，有時候與人類的互動近乎為零，而相對降低使用傳統投資理財顧問的成本。美國證券交易委員會（下簡稱「證管會」）投資人教育推廣處（Office of Investor Education and Advocacy）發行本投資公告，希望增進投資人對機器人投資顧問的了解，及幫助投資人透過該理財投資服務而能在充分掌握資訊的情況下做出投資決定，以達成其投資目標。

### 何謂「機器人投資顧問」？

「機器人投資顧問」多指自動化數位投資顧問程式。一般而言，機器人投資顧問以線上問卷的方式蒐集有關您財務目標、預估投資目標時間（investment horizon）、收入和其他資產、及風險容忍度（risk tolerance）的

<sup>255</sup> [https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/ib\\_robo-advisers.html](https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/ib_robo-advisers.html)

資料，然後依據這些資訊為您建立及管理投資組合。相對於傳統的投資理財顧問，機器人投資顧問以較低的成本及費用提供投資建議，且有時對最低帳戶餘額的要求也較低。各機器人投資顧問提供的服務、投資方式及功能特色彼此大不相同。欲知更多相關訊息，可參證管會的投資顧問表格手冊 Form ADV Part1 及 Part 2。

### 與人的互動程度有多重要？

不同機器人投資顧問有不同程度的真人互動，有些機器人投資顧問能提供您聯絡真人投資顧問的機會，與您討論投資需求（此種混合式諮詢有時也稱作「仿供建議」，bionic advice）。其他機器人投資顧問可能只有技術人員，因此您僅能依據他們的網站或您找到的其他資源來解決您的投資疑問。

若您能透過機器人投資顧問找到一位投資專家，不同機器人投資顧問間的形式及互動程度也可能不一樣。例如，可能是經電子郵件而非電話聯絡，或有面對面會議的次數限制。有時候，機器人投資顧問可能僅對符合最低帳戶金額限制的使用者提供真人諮詢服務，但仍有些機器人投資顧問於一定程度上使用真人建立及管理客戶的投資帳戶。

和傳統投資理財顧問不同的是，機器人投資顧問可能不會經初次或多次訪談來蒐集有關您及您個人財務需求的資料，但可能因如此限制與真人顧問互動的時間而產生較低的費用及成本。

使用機器人投資顧問和其他諮詢顧問一樣，花時間認識其所提供的服務（包括真人互動的程度）及得到問題的解答都十分重要。以下是一些值得您思考的問題：

- 真人互動對您而言有多重要？您希望有人能問關於您投資、投資策略及可能風險的問題嗎？有特殊波動或低迷情況時，您希望有人能和您一起討論嗎？您是否比較傾向和人面對面或電話討論，還是電子通訊方式也無所謂？
- 特別是在投資方面，您對財務金融知識的掌握有多少？您詢問問題（例如機器人投資顧問的投資策略）的能力可能有限，且您可能幾乎只有機器人投資顧問的線上公開資訊及其他能自行找到的資源供參考。您信任網路資料嗎？
- 與傳統顧問一樣，您可能希望知道未來與機器人投資顧問互動的頻率。例如：機器人投資顧問多久和客戶連絡一次，追蹤確認是否有那些變動可能影響投資選擇？您需要聯絡機器人投資顧問以更新您的財務狀況嗎？

### 機器人投資顧問運用哪些資訊提供意見？

機器人投資顧問以您提供的資訊生成投資建議，所以其建議受限於雙方的問題及回答，線上問卷便是如此的狀況。因此，必須注意一些機器人投資顧問所取得及考慮關於您的資訊可能有限，此外，和傳統顧問一樣，您有責任更新這些資訊。以下是一些您需思考的問題：

- 您會用機器人投資顧問完成特定的財務目標（例如：退休、買房子或孩子的教育投資）或滿足一般廣泛的財務需求嗎？機器人投資顧問的建議是否已考量了您使用機器人投資顧問的目的？

- 機器人投資顧問的建議是否就您的投資目標考量了您個人相關的財務資訊？例如：是否詢問了關於高利息信用卡債或學貸的事情？是否考慮了您所使用的銀行及存款帳戶？是否考慮了您持有不動產的狀況（例如住家）或其他如退休帳戶的投資？是否考慮了其他您所擁有的資產？
- 機器人投資顧問如何考量您對風險的承受度？您對機器人投資顧問的回答會影響其推薦的投資組合內容。除了最初的投資組合，您的風險容忍度將會如何影響機器人投資顧問重新調整您的投資組合方案（例如當市場不景氣的時候）？

### 什麼是機器人投資顧問的投資方法？

不同機器人投資顧問有不同的投資方法，包括投資風格及投資產品。有些會推薦一些已預先設定好的投資組合，但您可能可以或無法客製調整，有些則全部著重於一定限制種類下的投資產品，例如廣基型交易所交易基金（broad-based exchange-traded funds）、交易所交易基金（ETF）。

#### ETF

許多機器人投資顧問使用 ETF 為投資工具。ETF 因某些特性而較適合一些特定投資人，您可以閱讀「投資公告：交易所交易基金」（Investor Bulletin: Exchange-Traded Funds (ETFs)）以更加認識 ETF。另外，一些機器人投資顧問可能以假設的表現為其行銷新的 ETF，欲多認識他們對 ETF 所宣稱的表現，請參「投資公告：表現的宣傳」（Investor Bulletin: Performance Claims）。

有些機器人投資顧問可能會推薦新興市場基金或投資較小的公司，因為比較有彈性或流動性比較低。機器人投資顧問的投資風格對您投資組合中資產分配的影響可能甚大，此外，有些機器人投資顧問有可能會影響投資報酬的額外功能。有些機器人投資顧問甚至未曾於市場緊張的情況下做過測試。

您應花些時間了解機器人投資顧問如何發展投資組合推薦及其過程中運用或未運用了哪些資訊。以下為您須思考的問題：

- 機器人投資顧問是否僅提供有限的投資產品，例如只有 ETF？所使用的投資產品適合您的投資目標嗎？
- 機器人投資顧問是否僅就有限的投資產品提供投資組合？您能投資多少不同的投資組合方案？機器人投資顧問提供了您哪些投資組合及為什麼？
- 機器人投資顧問管理哪種帳戶？例如：個人退休帳戶（individual retirement accounts，IRAs）？應稅帳戶？401(k)帳戶？還是大學儲蓄帳戶？
- 機器人投資顧問如何處理流動性的問題？例如，是否能凍結買賣（於一段期間內不讓您出售投資換取現金）？
- 您的帳戶多久調整一次？根據不同帳戶類別，投資組合調整可能有不同的稅務問題。哪些會影響您的資產分配或您投資組合的投資類

別？

### **投資虧損收穫 (Tax Loss Harvesting)**

機器人投資顧問是否使用投資虧損收穫為投資工具？出售您帳戶中有虧損的投資，可能會因此產生一些稅務問題。投資虧損收穫的價值可能依年度中特定的稅務情況而改變。它也可能涉及沖洗買賣的規定。確保您了解任何銷售的稅收影響，並考慮您是否可以諮詢稅務顧問。有關沖洗買賣的更多信息，請參閱 IRS 出版物 550，投資收益和費用（包括資本損益）。

### **機器人投資顧問之收費？**

費用和其他費用可能會大大影響您的投資回報。使用機器人投資顧問的主要好處之一可以是降低費用和成本 - 因此，了解您將被如何收取費用非常重要。機器人投資顧問可能會提供較低成本的投資建議，但如果機器人投資顧問利用高成本的投資產品，您的總體成本仍然可能很高。了解您的總成本很重要。

此外，在某些情況下，機器人投資顧問可能會提供與通過傳統投資諮詢計劃獲得的服務或通過投資諸如目標日期退休基金等產品無關的服務。值得考慮的是，一種產品或服務可以比另一種更低的總成本提供您所需要的。以下是幾個需要考慮的問題：

- 您會直接向機器人投資顧問收取什麼費用？您將直接或間接支付任何其他費用（例如，經紀佣金，為您的帳戶購買的 ETF 的管理費用）？
- 機器人投資顧問如何得到補償？這種補償方式是否會與您（即投資人）產生任何利益衝突？例如，支付給特定產品的機器人投資顧問是否僅提供與其關聯的產品（例如由機器人投資顧問或其關聯公司贊助的共同基金）？
- 如果您想撤回投資，轉移或關閉您的帳戶，是否有罰款或費用？清算帳戶也可能對您造成稅收影響。
- 您所收取的金額取決於您投資多少錢？
- 成本和費用會隨時間而變化嗎？
- 機器人投資顧問是否支付轉介或營銷費用或其他獎勵來尋找新客戶？機器人投資顧問可能會使用不同的營銷技巧，例如向他人付款或為客戶推薦提供折扣費用。即使您不是自己付費，也應該明白一個機器人投資顧問是否有這樣的特色。

### **許可和註冊 - 如何查找更多信息？**

在美國提供諮詢服務的公司通常於證管會或一個或多個國家證券機構登記為投資顧問。雖然他們提供的服務是自動化的，但美國的機器人投資顧問必須遵守適用於證管會或國家註冊投資顧問的證券法。使用美國證管會投資顧問公開披露 (IAPD) 數據庫，該數據庫可在 Investor.gov 獲取，以研究任何建議投資的個人或公司的背景，包括註冊或許可狀態和管制歷

程。此外，提供機器人投資顧問服務的公司也可能與特定之經紀商合作，通過為您的帳戶購買和銷售特定證券來執行機器人投資顧問之投資建議。您也可以使用投資顧問公開披露 (IAPD) 數據庫研究該經紀人，以上資訊亦也可在 Investor.gov 上獲得。

最後，如同傳統的投資顧問一樣，機器人投資顧問也需要提交 ADV 表格。機器人投資顧問還可以在其網站上或與客戶的溝通中提供有關其諮詢業務的某些資訊。您應定期檢查機器人投資顧問的網站，看看是否有更新的資訊。

# # # # #

#### (四) 投顧事業之從業人員資格及限制：( The IAA of 1940- Section 3

##### (e) Section 203)

下列人員不得擔任投顧事業從業人員：

1. 故意於設立登記時為不實或具誤導性之記載或陳述，或故意隱去重要事實者。
2. 設立登記前十年間曾犯下列各罪者：
  - (1) 以虛偽報表或以涉及賄絡、偽證、竊盜等不法行為從事證券買賣交易者。
  - (2) 曾犯竊盜、強盜、擄人勒贖、詐欺、偽造文書、侵占、竊占或盜用資金與證券等罪者。
  - (3) 犯其他罪責而曾受有期徒刑一年以上之宣告者。
  - (4) 犯類似上述各罪而受外國法院刑之宣告者。
3. 因不當行為而曾受政府命令或法院判決其暫時或永久喪失經紀商、承銷商、自營商、投資顧問等資格者，不得出任從業人員。
4. 故意違反證券法、證券交易法、投資公司法、商品交易法或市政證券規範委員會 (Municipal Securities Rulemaking board) 所制訂之規定者。
5. 故意幫助、教唆或引誘他人違反證券法、證券交易法、投資公司法、商品交易法或市政證券規範委員會所制訂之規定，或提供意見者。
6. 從事下列行為而為外國政府查獲者：
  - (1) 在外國申請登記投信事業時，故意製作並提交該國證券主管機關不實或具誤導性之登記說明書、申請書或報告書，或故意隱去重要內容。
  - (2) 違反該國證券與期貨相關法令。
  - (3) 幫助、教唆或引誘他人違反該國證券與期貨相關法令之規定，或提供意見。

#### (五) 投顧事業禁止交易項目及違規之處分：

1. 投顧事業禁止交易項目 (Rules of The IAA of 1940 Section 206)

投資顧問以郵件或其他跨州商務工具或手段，直接或間接從事下列行為者，皆屬違法：

- (1) 利用任何手段、詭計、計謀，以詐騙任何客戶或潛在客

戶；

- (2) 從事任何欺詐或欺騙任何客戶或潛在客戶之交易、執業或業務運作；
- (3) 於交易完成前，未事先以書面向客戶說明自己以何種身分從事交易行為，且未取得客戶之就該交易所為之同意，於明知之情形下，以本人之身分，為自己算計，向客戶出售或收購任何證券，或以客戶以外之第三人之經紀商之身分，為客戶算計，而出售或收購任何證券。當一項交易之一方為經紀商或自營商之客戶，而該經紀商或自營商並非該項交易之投資顧問時，則本款之禁止規定，不適用之；

從事任何詐欺、不實、或操作性質之行為、執業、或業務運作。於適用本款規定時，證管會應訂定辦法及規則，以定義何謂詐欺、不實、或操作性質之行為、執業、或業務運作，並訂定合理之防止方法。

## 2. 投顧事業違規之處分：

- (1) 任何人故意違反或即將違反投資顧問法有關申請事項之條文，或證管會所制定之相關命令或規則，證管會應公佈違規事實，並命其停止違規舉動及採取改進措施。  
(The IAA of 1940 - Section 3 (k)).
- (2) 故意違反投資顧問法之條文或證管會所制定之相關命令或規則者，可處五年以下有期徒刑或科或併科一萬美元以下罰金 (The IAA of 1940 - Section 17)。
- (3) 違反上述條文、命令或規則之行為人除須受罰金與徒刑制裁外，證管會得請求有管轄權之地方法院對行為人科以民事制裁 (The IAA of 1940 - Section 9 (e))。
- (4) 證管會因檢舉或其他原因，認為任何人有違反或將違反本法或依本法訂定之辦法或規則之行為時，得酌量情形要求 (且應允許) 前揭行為人，提出經宣誓或以其他方式證實之書面陳述，以說明所有與違法行為相關之事實及情況，證管會並得依其他方式調查前揭事實及情況。
- (5) 為執行本法規定之調查或程序，任一證管會委員或經證管會指派之官員，有權聽取宣誓及證詞，傳喚並強制證人出席，調查證據，並要求當事人提供任何與審查相關或重要之簿冊、文件、書信、備忘錄、契約、協議或其他紀錄。不論前揭證人及紀錄係位於美國管轄範圍內任一州之任一地點、任一屬地、或任一其他地點，均得被要求出席及被提出於任何指定地點之聽證程序。
- (6) 任何人藐視證管會之指示，或拒絕遵守其傳喚時，證管會得向於調查或程序進行地，或於前揭人之住所或營業所在地有管轄權之美國法院，請求其協助要求證人之出席及作證，並要求當事人出示簿冊、文件、書信、備忘錄、契約、協議、或其他紀錄。前揭法院得命前揭藐視證管會之指示之人，或拒絕其傳喚之人，依其命令到場向證管會、其委員或其指派之官員提出紀錄，或就調

查中或爭議中之事項提供相關證詞；任何違反前揭法院命令之行為，該法院得以藐視法庭為由加以處罰。法院通知之送達，得於前揭人居所地或其出現地點所屬法院管轄區域內為之。任何有能力遵從證管會傳喚之人，於無正當理由下，未為或拒為出席作證，或答覆合法之詢問，或提供簿冊、文件、書信、備忘錄、契約、協議、或其他紀錄之行為，構成輕刑罪，得處一年以下徒刑，或易科或併科美金一千元以下罰金。

(7) 證管會發現任何人從事於違反本法，或依本法訂定或發布之辦法、規則或命令之行為或做法，或協助、教唆、建議、命令、誘使或勸說他人為前揭違法行為，不論前揭行為已發生、正在發生、或將發生，證管會得酌量情形向適當之美國地方法院，或美國屬地或其他管轄地適當之美國法院提起程序，以禁止前揭行為或做法，並執行本法，或依本法訂定或發布之辦法、規則或命令。前揭從事任何違反本法，或依本法訂定或發布之辦法、規則或命令之行為，或協助、教唆、建議、命令、誘使或勸說他人為前揭違法行為，其行為人已從事或將從事該行為或做法之事證一經提出，法院應同意於未提出擔保之情形下，發出永久或暫時禁制令、宣告或限制令。證管會得將其擁有之違反本法，或依本法訂定或發布之辦法、規則或命令行為之事證轉交檢察長，由檢察長得酌量情形決定是否依本法發動適當刑事程序。

(8) 民事程序<sup>256</sup>之罰款：

證管會權限：

當證管會發現任何違反本法、依本法訂定或發布之辦法、規則或命令，或證管會依本法第 203 條第 ii、款而發出之禁止令之行為時，證管會於提出相當事證後，得請求美國地方法院，對前揭違法之人處以民事罰款，受訴法院就前揭處罰有管轄權。

## （六）提供外國有價證券之顧問業務：

### 1. 各國之規範與現況：

「投資顧問法」未特別規範提供外國有價證券顧問業務之相關問題，故應將該法視為適用於包括本國與外國客戶之一般規定。

### 2. 管理、監督辦法：

參見「對投顧事業之一般監督」一節。

### 3. 虛偽、欺騙之防止及處罰辦法：

(1) 投顧事業不得利用任何欺騙手段或工具使客戶或潛在客戶發生錯誤。

(2) 投顧事業不得從事任何詐欺客戶或潛在客戶之交易、執業或其他商業行為。

<sup>256</sup> 原文為「Civil Actions」，美國之行政爭訟，係以民事程序提起。

- (3) 以自己的名義或他人經紀商的身份與其提供顧問之客戶從事證券交易者，應於交易完成前以書面告知此客戶相關資料並徵求其同意。
- (4) 投顧事業不得從事任何欺騙、誤導或惡意操縱之執業行為或商業活動 (The IAA of 1940 - Section 6)。
- (5) 違反上述規定時，行為人除須接受罰金與徒刑制裁外，證管會得向有管轄權之地方法院要求對行為人科以民事制裁 (The IAA of 1940 - Section 9 (e))。

(七) 州<sup>257</sup>對投資顧問之規範：( The IAA of 1940- Section 222 條 )

1. 州主管機關之管轄：

各州證券管理委員會對證券或人之管轄權，若不與本法、或依本法規定所為之辦法或規則衝突者，不受本法之影響。

2. 法規雙重符合目的：

如投資顧問公司同時準用聯邦證管會及各州證券管理委員會雙重法規註冊規定者，且符合下列條件時，投資顧問須保持帳簿或紀錄之法律或規則，其超出該投資顧問主營業所所在州法律相關規定者，不得執行之：

- (1) 於其主營業所所在州獲准登記或領有執照；及
- (2) 符合其主營業所所在州有關簿冊及紀錄之規定。

3. 對資本及保證金規定之限制：

投資顧問符合下列條件者，則各州法律或規則，若規定之投資顧問須維持之淨資本額下限，或投資顧問繳交之保證金，其高於該投資顧問主營業所所在州法律規定者，均不得據以執行：

- (1) 於其主營業所所在州獲准登記或領有執照；及
- (2) 符合其主營業所所在州有關淨資本額或繳交保證金之規定。

4. 全國最低規範標準：

投資顧問符合下列情形者，則各州或其所屬管轄區域，於其規定投資顧問須獲准登記、領有證照、或獲得證書之法律內，不得規定該投資顧問須向該州證券管理委員會登記：

- (1) 未於該州設營業所；及
- (2) 於過去十二個月內，其於該州擁有居所之客戶數少於六個。

(八) 投資顧問行使股東會表決權規範：(第 206(4)-6 號規則)<sup>258</sup>

根據第 206(4)-6 號規則，被客戶賦予投票表決權的投資顧問必須制訂行使表決權的政策及程序，且須以書面為之。該政策及程序應能合理確保投資顧問依據客戶之最佳利益參與表決，並應載明如何處理投資顧問之利益與客戶之利益的衝突。亦有人建議證管會訂定較為具體的準則及規定，證管會並沒有同意，認為每家投資顧問

<sup>257</sup> 「州」係指美國任一州、哥倫比亞特區、波多黎各、美屬維京群島或其他美國之屬地。

<sup>258</sup> 中國國際商業銀行信託部科長 陳文信 (美國共同基金及投資顧問行使股東會表決權規範研究)。

的情形不同，用同一套規定適用所有人的方法(one-size-fits-all)是行不通的，因此證管會讓每一投資顧問有較大的彈性，依其業務種類及可能的利益衝突性質制訂其行使表決權的政策及程序。特別要注意的是，投資顧問未行使表決權並非必然違反其忠實義務，例如投資顧問認為放棄表決權較符合客戶的最佳利益，或是發行公司是一國外上市公司，親自出席股東會的成本可能過高。證管會規定，投資顧問所制訂的政策及程序應包括解決重大利益衝突的方式。遇有重大利益衝突，若投資顧問向客戶揭露，並在行使表決權之前取得客戶的同意，則被視為已善盡忠實義務。在未揭露重大利益衝突且未取得客戶同意的情況下，投資顧問所採行的方式必須是能維護客戶的最佳利益，投資顧問亦須能證明該方式所產生的投票結果，是符合客戶的最佳利益。

#### （九）美國證券分析師資格測驗規範如下：

1. 由 CFA (前身為“AIMR” ) 協會舉辦之特許分析師資格測驗(Chartered Financial Analyst Designation, CFA)，其應考資格需符合其中一項，(a) 大學畢業且具有參與投資決策 3 年專業工作經驗者(b) 大學畢業且具有 4 年工作經驗(全職但不一定需與投資決策工作相關)；惟有例外情形，若應試者尚未取得三年的專業投資經驗，仍可先應考；惟如果在通過 CFA 全部三級的測驗，仍未取得 36 個月的合格工作經驗，則 CFA 將不發予分析師證照。
2. NASD 舉辦之美國研究分析師資格測驗(Research Analyst Qualification Exam)，其應考資格需先符合通過美國 Series 7 測驗並註冊，再同時通過美國 Series 86 (分析)及 Series 87 (法規)研究分析師測驗。

美國 NASD 提供予分析師資格測驗應試者的參考資料中提及分析師專業職能(job function )或工作經驗性質主要可分下列四大項：

- (1) 資訊和資料之蒐集：對經濟、企業部門及所包括之個別公司所學習得來之各種來源加以蒐集。
- (2) 分析、建立模式和評估：分析各企業部門有關競爭及供需等之資料，對隸屬公司作預測以及評估公司股票之價值。
- (3) 研究報告之準備：準備各種概述對企業部門或隸屬公司研究之報告。
- (4) 消息之傳播：以口頭和文字之形式提供對各相關人及部門之分析結果。

#### （十）關於對沖基金(Hedge fund)定義：

一般而言，由於對沖基金無制式之定義，蓋對沖基金所含操作策略不下十幾種，舉凡涉及對沖基金指的係「策略 (Strategy)」而已，惟美國證管會有鑑於退休基金及其他法人有逐漸將資產配置於對沖基金之趨勢，故決定於 2004 年 10 月 26 日將其納入規範，而規範之方式從定義為「私募基金 (Private Fund)」著手，只要符合下列特性者即屬私募基金：

1. 排除於 in Sections 3(c)(1) or 3(c)(7) of the Investment Company Act of 1940 之投資公司公司。
2. 允許所有權人於申購日起二年後贖回。
3. 投資顧問公司所提供的研究報告具有一定的專業技巧。

有關對沖基金與其他一般私募基金或私募股權基金最大不同處在於上述條件 2 即對沖基金一般而言，在於投資人於申購日起二年內贖回，其他凡二年以上始得贖回者，稱為私募基金，這是兩者最大之不同。

有關私募基金人數上的規範，依據新修正 Rule 203(b)(3)-1 穿透僅以第一層人數 (Single Client) 為計算的盲點，並將背後的投資人，確切的含蓋。在 Section 3(c)(1) 定義基金人數為。至多為 100 人，惟應包含穿透 (look through) 該基金組合所有投資人數；另外 Section 3(c)(7) 提供與 Section 3(c)(1) 不侷限 100 人的限制二者選擇的機制，惟投信公司前題應具有合格及專業的特性；私募基金資本額的註冊規範最少金額為 25,000,000 美金，但如果是境內合格的對沖基金，介於 25,000,000-30,000,000 美金，則不須註冊。

#### (十一) 關於全權委託業務<sup>259</sup>：

依美國一九三四年「證券交易法」第 11 條第 (a) 項本文之規定，原則上證券交易所之會員不得以自己帳戶、其關係人帳戶或任何與其自己或關係人有關之帳戶，從事(effect)證券交易或執行投資判斷(exercises investment discretion)。基本上，證券經紀商如又保管客戶之帳戶，可能為收取較多之手續費而為過當之交易、給與機構投資人等大客戶不當之優惠或發生利益衝突，因此於一九七五年所制定公布之「證券改革法」(Securities Act Amendments of 1975)，原則上仍禁止證券經紀商經營全權委託投資業務。應注意者，依美國一九三四年「證券交易法」第 11 條第 (a) 項第(1)款第 H 目之規定，如具備下列三項條件時，證券交易所之會員或其關係人仍得以客戶帳戶執行投資判斷，而經營全權委託投資業務：

1. 其交易業務已取得該人或該數人(the person or persons)事前之明示授權為該帳戶從事證券交易。
2. 證券交易所之會員如為該帳戶從事證券交易，應至少每年一次，將其所收取報酬總額向授權交易之該人或該數人提交報告書(statement)。
3. 遵守證券交易委員會依前二目所訂定之規則。有鑑於此，證券經紀商等證券交易所之會員，如取得客戶之事前同意，且定期向客戶公開其所收取之報酬，仍得辦理為客戶從事證券交易及代為執行投資判斷之業務。

又在美國金融法制下，並未禁止證券經紀商或銀行兼營證券投資顧問業務 (investment adviser)。依美國一九四〇年「投資顧問法」(Investment Advisers Act of 1940) 第 202 條第(a)項第(11)款之規定，如

<sup>259</sup> 以下參閱中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會委託正源法律事務所撰寫之「開放投信投顧事業就全權委託投資業務接受共同委任之可行性」研究報告摘錄，二〇〇六年二月二十八日。

銀行或一九五六年「銀行控股公司法」所定義之銀行控股公司並非投資公司，但如銀行或銀行控股公司註冊登記為投資公司而從事投資顧問服務，不在此限；又如銀行係以獨立部門或分支機構提供投資顧問服務，亦視為投資顧問事業。此外，如證券經紀商(Broker or dealer)其提供投資顧問服務，並未向客戶收取報酬，則不必向美國證券管理委員會註冊登記；反之，如對於所提供之投資顧問服務有收取報酬者，則應向美國證券管理委員會辦理註冊登記。

再者，證券投資顧問事業依美國一九四〇年「投資顧問法」第202條第(a)項第(11)款本文之規定，除得提供投資分析或投資報告等顧問服務外，亦得為客戶為投資、購買或出售有證券，以收取報酬。

### 1. 證券投資顧問事業之受託架構：

在美國金融法制下，證券投資顧問事業得受託提供投資顧問或建議，並得依其投資分析，而為客戶全權為投資判斷。至於其法律關係，則應依投資人之授權內容而定，法律上並未明定應採取委任架構或信託架構。此外，就美國證券實務而言，投資公司(investment companies)或共同基金(mutual funds)之資產通常皆委託證券投資顧問事業全權管理 (managed by investment advisers on a discretionary basis)。因此，證券投資顧問事業除得與客戶簽訂證券投資顧問契約，而為投資分析及提供投資顧問意見外，亦可受託為其客戶管理帳戶之委託投資資產，而辦理全權委託投資業務。

### 2. 全權委託投資業務之法律關係：

#### (1) 客戶之權利：

客戶如授權證券交易所會員或證券投資顧問事業為其投資帳戶從事證券交易及執行投資判斷，因證券交易所會員或證券投資顧問事業是以客戶帳戶為證券交易，因此該投資帳戶中之委託投資資產，名義上仍為客戶所有。

至於該帳戶之委託投資資產如為股票時，究應由客戶自行行使表決權或由證券投資顧問事業代為行使，原則上應依契約定之。如證券投資顧問事業經客戶授權代為行使表決權，則依美國證券管理委員會依一九四〇年「投資顧問法」第206條第(4)項之授權，於二〇〇三年一月三十一日所發布之 Rule 206(4)-6<sup>260</sup>，則表決權之行使應符合客戶之最大利益，並向客戶公開其內容。此外，美國證券投資顧問協會(IAA)其後並於二〇〇四年十月二十七日訂定「投資顧問行使表決權政策及程序指針」(Investment Adviser Guide For Proxy Voting Policies and Procedures)，具體規範證券投資顧問事業應如何代為行使表決權<sup>261</sup>。

<sup>260</sup> Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records By Registered Management Investment Companies, Investment Company Act Release No. 25922, 17 C.F.R. 239, 249, 270, 274 (Jan.31, 2003).

<sup>261</sup> See IAA issues Proxy Voting Guide, available at <http://www.icaa.org>.

(2) 客戶之義務：

就客戶之義務而言，即為依證券投資顧問契約之約定，向證券投資顧問事業給付報酬(compensation)。至於績效報酬之計算方式，禁止依資本利得之分享或基金之資本增值為標準，但得依基金在特定期間或日期之總資產價值為標準。

3. 證券投資顧問事業之權利及義務：

(1) 證券投資顧問事業之權利：

就兼營證券投資顧問業務之證券交易所會員或證券投資顧問事業之權利而言，當然是依證券投資顧問契約之約定，向客戶請求給付報酬。

(2) 證券投資顧問事業之義務：

觀諸美國於一九四〇年制定「投資顧問法」之主要目的，其一即為禁止證券投資顧問事業對客戶為詐欺行為，而要求證券投資顧問事業不得違反信任義務(fiduciary duties)。換言之，受託管理委託投資資產之證券投資顧問事業負有注意義務及忠實義務。

具體而言，依一九四〇年「投資顧問法」第 206 條之規定，證券投資顧問事業不得為下列禁止行為：

- A. 對客戶或可能客戶為詐欺行為 (fraudulent practices)。
- B. 從事對客戶構成詐欺或虛偽之交易。
- C. 未事前以書面向客戶揭露，而為自己帳戶與客戶為有價證券之買賣，或為他人與客戶為有價證券之買賣行為。
- D. 從事詐欺、虛偽或操縱行為<sup>262</sup>。
- E. 此外，證券投資顧問事業亦不得為詐欺性廣告<sup>263</sup>、支付介紹客戶之佣金(cash referral fees)<sup>264</sup>及誤用非公開資訊等行為<sup>265</sup>。

---

<sup>262</sup> See 15 U.S.C. §80b-6 : It shall be unlawful for any investment adviser, by use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce, directly or indirectly-- (1) to employ any device, scheme, or artifice to defraud any client or prospective client; (2) to engage in any transaction, practice, or course of business which operates as a fraud or deceit upon any client or prospective client; (3) acting as principal for his own account, knowingly to sell any security to or purchase any security from a client, or acting as broker for a person other than such client, knowingly to effect any sale or purchase of any security for the account of such client, without disclosing to such client in writing before the completion of such transaction the capacity in which he is acting and obtaining the consent of the client to such transaction. The prohibitions of this paragraph (3) shall not apply to any transaction with a customer of a broker or dealer if such broker or dealer is not acting as an investment adviser in relation to such transaction; (4) to engage in any act, practice, or course of business which is fraudulent, deceptive, or manipulative. The Commission shall, for the purposes of this paragraph (4) by rules and regulations define, and prescribe means reasonably designed to prevent, such acts, practices, and courses of business as are fraudulent, deceptive, or manipulative.

<sup>263</sup> See Investment Advisers Act Rule 206(4)-1, 17 C.F.R. §275.206(4)-1.

<sup>264</sup> See Investment Advisers Act Rule 206(4)-3, 17 C.F.R. §275.206(4)-3.

<sup>265</sup> See Thomas Lee Hazen, THE LAW OF SECURITIES REGULATION 1005-1006 (ST PAUL, MINN, 2002, Fourth Edition).