

## 專題三



# 如何提高公司債次級市場之效率 (兼論公司債交易所之存在)

財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心  
蔡宛玲 (專員)

## 第壹章 前言

參考外國經驗，一個國家要發展健全的公司債市場卻是不容易的，通常在發展上經常會出現許多的問題與限制，需要總體政策的扶植與個體經濟之配合。以國外新興市場國家之公司債市場在發展的歷程中常會出現以下的問題：

1. 總體經濟的表現起伏不定。
2. 政府債券市場發展不足或仍處在發展的階段。
3. 政府對市場發展的承諾並不具體充分，亦即政府有著許多不利於資本市場的機制，例如：對金融機構、政府舉債的特別保護以及不利於市場的稅制措施等。
4. 市場參與者的不足與對其有著過多的限制。在發行面來說，發行人的規模不大或品質不良常形成市場參與者的限制；在需求面來說，投資者過於保守（例如壽產險或儲金業者），則易導致對於風險投資的胃納不足或投資決策上的自我設限。
5. 市場欠缺流動性阻礙投資。市場上經常出現債信品質良好標的之供給相對於需求面處於失衡與不足的狀態，再者，次級市場上欠缺具經驗的自營商與造市者以及投資人存在一窩蜂投資的羊群效應觀念等，則使得市場的活絡度有其限制而影響了投資活動的推展。

彙整上述外國新興國家於發展公司債市場之經驗中，將可發現與我國目前現行公司債市場所面臨之結構性障礙頗有異曲同工之妙，因此本文首先將分析外國已開發國家（包含美國、日本）之發展公司債市場之重點歷程，並在介紹我國公司債初級及次級市場之現況後，列出我國公司債次級市場所面臨之結構性障礙，最後再提出解決前述障礙之建議。

## 第貳章 外國公司債市場參引

### 第一節 美國市場概況

#### 一、初級市場概況

美國公司債到期期限為五年期以下稱為短期公司債、五年以上十二年以下稱為中期公司債，而十二年期以上則稱為長期公司債。美國公司債依擔保情形可分為無擔保公司債、不動產抵押債券（Mortgage bonds）、動產信託質押債券（collateral trust bonds）、設備信託擔保債券（equipment trust certificates）、次順位債券（subordinated debentures）及第三人擔保（Guaranteed bonds）等各種公司債。

美國公司債之初級市場上，銷售公司債之方式可分為以下二者：（1）議價制度：主要使用於“中期債券”，可由發行者或透過投資銀行代理銷售，主要用於小額發行之案件，亦可雙方自行議價條件，並須向證期會登記。（2）公開銷售：主要使用於大額銷售（>一億元以上案件），可透過廣泛配銷之方式進行，須透過投資銀行承銷，並須於證管會註冊核准。

#### 二、次級市場概況

##### （一）交易方式

在美國公司債之次級市場上，則因發行案件之大小及屬性而有不同流動性。除此之外，在公司債次級市場上，主要的競爭型態為在非交易市場的交易商間競爭，其中交易商之仲介商是相當重要的活絡機制，而最近數量逐漸成長的電子化交易系統則是另一種新興交易型態。

美國公司債之面額多以 1,000 美元或 5,000 美元等面額發行，該市場發行量大且相對於世界各國其流動性仍屬較佳，美國截止去年（2001）公司債市場之總發行量為 3.9 兆美元（請參表 2-1-1 說明），而日平均交易量為 201 億美元。絕大多數的公司債在美國的證券商營業處所議價，因此沒有一個集中的交易場所，而是由來自全國以電話或電子系統交易債券的自營商或經紀商所組成，亦有越來越多人採用電子交易系統來輔助交易。有些債券在紐約證券交易（NYSE）所或美國證券交易所（AMEX）交易，但成交量並不大，儘管有些債券已在上開交易所掛牌，但仍主要透過 OTC 市場交易。目前店頭市場議價最小成交單位為 5,000 美元，而在交易所掛牌之最小成交單位則為 1,000 美元。

##### （二）投資人及發行人

美國公司債市場的主要投資人主要包含退休基金、基金會、共同基金、保險公司及銀行信託部等，亦包含中等財富以上的投資人。美國公司債國內主要的發行人分為五類，分別為公用事業、交通事業、基礎工業、財務服務公司

及大型企業集團。而國外發行人則包含外國公司及外國政府。

美國債券型基金仍為公司債市場的主要投資人，債券型基金購入債券所收取之利息將以類似股利（dividend）之方式分配予受益人，該股利之分配仍須課稅。

### （三）債券型式

公司債的發行可以經由下列三種方式發行：登錄形式（Registered bonds）、實體債券（Bearer bonds）及帳簿登錄（Book-entry bonds）方式，美國自一九八二年以後即取消公司債採實體方式發行，惟目前仍有一九八二年以前發行之實體公司債流通在外。登記形式的債券仍為實體債券，惟投資人必須同時記名於該張債券上，而該債券亦不會有息票，而由發行人委託代理人或受託人將按期還本付息於該張債券息票所登記之持有人。相對於登記形式仍有實體債券流通在外，帳簿登錄形式之公司債則完全為無實體發行，集保公司經由債券存摺方式將發行公司所發行之公司債登入投資人於證券商開立之經紀帳戶（Brokerage Account）中即可。

### （四）交割方式

政府發行證券之交易以交易日加一日（T+1）結算為基礎，未來目標是調整到交易（T）當天即可結算交割完成。一般公司債市場係以交易日後三日結算（T+3）為基礎，目標則計劃調整至交易日加一日（T+1）完成結算。

美國目前公司債之交割天期為 T+3 日，惟有些經紀商在投資人下單前要求先存入部分或全部之款項始可進行買賣。對於公司債市場之清算機制運作上，主要乃針對已登錄（registered）之債券以及大多數的帳簿登錄（book-entry）債券，法人機構之部位皆已由存託銀行代管，在進行清算時，交易商間之交易將透過 NSCC，而交易商與法人之清算則透過 DTC 為之。

### （五）買賣下單

目前彙整公司債市場新發行案件者主要為美國證期會（SEC）及兩家主要的信用評等公司，S&P 與 MOODY。在美國買賣公司債如果與債券自營商交易則毋須交付手續費，若透過經紀商向市場進行買賣搜尋時，則必須支付手續費，而手續費率則由各證券商自由訂定。

## 三、電子成交系統

### （一）成交回報系統

美國證期會於 2001 年 1 月 23 日規範美國證券商協會（Nasd, National Association of Securities Dealers, Inc.）之會員應將營業處所議價之固定利率商品成交資訊向 NASD 回報，此系統並在 2002 年 7 月 1 日正式上線，上述規定統稱為 TRACE 法案（The Trade Reporting and Compliance Engine）。NASD 自本（91）年 7 月 1 日起每日於美國東岸時間上午八點開始，即開始接收會員所申報之

即時債券成交資料，並同時將該資料公布於 NASD 網站上，NASD 的會員必須於債券成交後一小時十五分內將成交資訊回傳。NASD 所公布的 TRACE 資訊包含應收費及未收費的，前者為即時資訊，後者則為歷史資料。NASD 的會員僅能查詢自己本身所申報的資料，而無法查詢其他人之成交資料。

NASD 的會員所必須成交回報的項目包含大多數的公司債，亦即發行企業所發行的以美元計價之債務證券只要存入美國集保者，無論是否屬投資等級，無論其為國內外企業所發行，或無論其為公開發行或是私募者，皆為申報之標的。毋須向 NASD 申報之債券僅為公債，而資產證券化商品及政府贊助企業所發行之債券者皆已納入為成交回報之範圍。

初期 NASD 未必將所有的資訊皆向市場揭示，初期僅包括投資等級以上（BBB 級以上）且發行總面額為 10 億美元以上以及特定 50 支投資等級以下之公司債，初期總揭露公司債之總筆數為 500 支。未來 NASD 將陸續將價格揭示與流動性具有正面關聯性之債券成交統計資料公告於市場。

雖然私募之公司債交易資訊亦須向 NASD 申報，但 NASD 不會將私募的交易資訊向外界揭示，此外為了保障交易機密，揭示於市場的交易量皆有上限，列如投資級以上之公司債之成交量最高則僅揭示至 500 萬美元為上限，非投資等級之公司債則以 100 萬美元為上限。

## （二）債券交易平台

美國市場有多家廠商提供債券（包含公債、公司債、資產證券化及歐元債等多項固定收益有價證券）之交易平台，在 2000 年時，交易系統之成長算是最快速的一年，常見每週皆有新系統或有新功能的引進，但在 2001 年時，市場卻見交易系統不僅停止推出，甚至合併或結束營業之情形屢見不鮮，而甚至有原先大為看好之系統亦逃不掉裁併之命運，目前尚在營運中之電子交易平台已大幅縮減營運之幅度。就統計資料顯示，已有 21 家系統廠商結束債券交易系統之營運，目前僅有 49 家系統仍存活。（2000 年存有 68 家、1997 年僅有 11 家）

最近債券交易系統的新趨勢乃將貸款債權的綜合商品（synthetic loans）亦納入可交易的範圍之中，以及相關的利率衍生商品亦為新趨勢。儘管債券電子交易之發展為近幾年來之事，但此產業可以說是相當成熟，尤其公債交易更是電子交易平台上最熱絡的交易商品，承銷商利用網站來銷售其所承銷之債券產品亦為其例行業務，惟目前法人之間的交易採用電子交易仍不常見，雖然有許多交易平台提供給該類投資人使用；另外有關於利差交易（spread trading）仍主要透過電話交易。以下列出美國債券交易系統之數目統計表，由於同一系統可能同時交易不同商品，因此以交易商品種類分將看起來數目較多。

表 1 美國債券交易系統數目統計（以系統種類分類）

|                | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
|----------------|------|------|------|------|------|
| Auction        | 1    | 3    | 10   | 14   | 16   |
| Cross-Matching | 2    | 6    | 8    | 22   | 25   |
| Interdealer    | 1    | 0    | 5    | 10   | 15   |
| Multi-Dealer   | 0    | 4    | 3    | 9    | 10   |
| Single-Dealer  | 7    | 12   | 13   | 17   | 19   |
| Other          | 0    | 2    | 1    | 0    | 0    |
| Total          | 11   | 27   | 40   | 72   | 79   |

表 2 美國債券交易系統數目統計（以交易商品分類）

|                 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
|-----------------|------|------|------|------|------|
| Agency          | 5    | 8    | 17   | 31   | 28   |
| Asset-Backed    | 0    | 1    | 2    | 6    | 6    |
| Corporate       | 2    | 9    | 14   | 30   | 26   |
| Derivatives     | N/A  | N/A  | N/A  | N/A  | 8    |
| European        | N/A  | N/A  | N/A  | 16   | 37   |
| Loans           | N/A  | N/A  | N/A  | N/A  | 6    |
| Mortgage-Backed | 2    | 3    | 5    | 14   | 8    |
| MoneyMarket     | 3    | 5    | 13   | 13   | 11   |
| Municipal       | 3    | 10   | 18   | 31   | 23   |
| Repo            | 4    | 4    | 4    | 4    | 6    |
| Treasury        | 9    | 20   | 27   | 34   | 33   |
| Other           | 0    | 0    | 0    | 11   | 13   |

2001 年債券交易系統出現整合趨勢（consolidation）之原因主要在於 2000 年時出現了過多產能閒置（Overcapacity）之情形，因為在短時間內出現了太多的交易系統，但市場交易量仍維持不變未見大幅成長下，交易系統只得裁併以資因應。其次，因為網路公司之泡沫化使得投資人越來越不願將大把銀子投入看不見預期的網路世界之中，最後則是因為有些系統並未獲得交易商造市之投入承諾（Commitment）。未來交易系統成功的關鍵因素在於交易流程的順利移轉（transition to straight-through processing of securities transaction）以及各交易系統間能建立共同的訊息交換管道（common communication protocol），始能維持一定的優勢並以資成長。

## 第二節 日本市場概況

### 一、概論

日本在一八九〇年第一次發行公司債，在一九二〇年代末期，約是美國經濟大衰退期間，日本公司債市場有著相當積極的進展，對今日仍有極深的影響。然而，隨著二次世界大戰的爆發，日本財務金融體系歷經相當大的改變，政府重新組織金融體系到非直接金融體系（即以銀行為中心）去集中日本的金融資源到戰爭活動中，所造成的結果是公司債市場迅速消逝無蹤。

戰後，日本政府仍保持其戰時的金融體系並有效地進行融資來重建國家經濟，在廣泛的保護與控制下，日本政府與銀行實現其所謂的政策性融資。一九五〇年代中期，銀行金融債券市場相當繁榮，這些債券由長期性銀行發行，雖然他們並不被允許去擁有一個密集的零售網路，但卻被容許在五〇年代與六〇年代發行五到十年的債券，來籌措快速工業化所需的長期貸款，此時投資人大多為散戶及公司。

在戰後的一九六六年，日本政府第一次以發行債券的形式來籌措所需的龐大資金，而一九七三年的石油危機則導致日本經濟嚴重的衰退，在一九七五年時使政府迫切地需要發行債券來為當時的預算赤字融資。在此同時，日本政府始開始認真的努力來開始發展他的債券市場並進行相關改革。

### 二、債券市場改革重點

日本政府公債發展在七〇年代中期開始一連串的改革，公司債市場則遲至八〇年代晚期才開始進行改革，因此到九〇年代晚期才完成市場的改革。綜觀日本債券市場改革，橫跨二十五年的歷史，其特色為每年改革的重點均有所不同。

綜合觀之，自一九七五年來，政府發展債券市場以及多樣化債券商品種類，隨之而來的則是短期市場、海外日元市場、初級公司債市場（第一階段）、期貨/選擇權市場、公司債初級市場（第二階段）之發展，最後則是清算、交割與保管系統等相關措施之建立。以下謹將各階段之發展重點說明如下：

#### （一）1970 年代公債初級市場之發展與產品多元化

1970 年代企業擬以市價發行公司債之需求未受到日本有關單位的重視，因為大部分的公司債被銀行低於市場行情以下的價格有系統地購買，銀行仍對於公司財務有絕對的控制權。一九七〇年代從頭到尾，日本產業界尋求政府可撤銷對公司債券市場管制的規定，以便可以按他們的喜好來發行，例如無論何時他們皆可以發行及得以市場價格發行。他們的希望幾乎被忽略，而公司債市場仍受銀行為保有貸款的利益而受到大幅的限制，而非只是管理。一般來說，對於有能力以低成本吸收日本政府公債之金融業擁有對政府政策議題的發言優先權，因此其便可利用公共政策之影響力安然度過後石油危機的經濟衰退。

## （二）1970-80 年代短期市場的快速發展

1970 年後半期至 1980 年後半期為短票市場的發展，當政府持續增加日本政府公債的發行時，市場開始展現抗拒。政府沒得選擇只好以市場價格發行日本政府公債來確實反映市場的需求與供給狀況，惟這需要一個有流動性或敏感的短期市場，因為一個有流動性的短期市場對於政府要順利地進行長期日本政府公債的再融資運作是重要的關鍵。持續的外匯盈餘增加促使外國政府對日本政府施壓，以使日本政府發展短期票券市場，並增加對日元的需求，而外國政府亦想要日本政府容許外國金融機構去分享透過創造無擔保貨幣市場所增加的商業機會。

但是沒有激烈的開放，日本短期市場很難透過國內及跨國性的套利活動順利地運作。然而，商業銀行業界亦持續抗拒這趨勢，例如商業本票自一九八七年引入後，日本銀行要求政府應強制規定商業本票應有銀行信用額度後始可發行。

惟國際化的趨勢及壓力仍在持續中，日本政府在一九八三年設立歐洲日元委員會，並於一九八四年完成日元國際化與海外歐洲日元市場自由化的報告後。因為日本政府面對來自銀行業的阻力，使其無法放寬國內債券市場嚴格的限制，同時，因為日本政府不能讓其國內債券市場遠遠落後於海外日元市場，因此日本政府重申其在海外日元市場的貨幣管轄權，並使得歐洲日元市場自由化的腳步亦相當緩慢。

隨著事後發展結果得知，大家廣泛地相信在一九八〇年代早期對日本而言是最後一個機會去根本地重建他的金融體系以應付即將到來的全球化潮流，由於日本未抓住這次機會，泡沫化經濟隨之在幾年後發生，且持續地使這國家在策略性關鍵的一九八〇年代早期失去判斷能力。

## （三）1980 年代後期公司債初級市場之合理化

未完成政策性的全面改革促使日本企業寧願選擇在海外市場發行債券，而放棄日本國內市場。而日本政府著實亦注意到國內公司債市場之萎縮，然而，日本企業家在過熱的股票市場中，不重視資金成本亦忽略了日本政府於一九八〇年後半期對國內公司債市場的努力。

日本政府於一九八〇年後半期對公司債初級市場之改革主要包含發行程序簡化、撤銷對私募的管制以及採用境外美元市場實務的準則採用（同樣適用於公債市場）等三項。

日本公司放棄於國內公司債市場募資，且積極的依賴權益型有價證券來募資，因此也帶來了銀行對公司融資面影響力驟降之作用。自 1980 年代中期起迄 1980 年代結束，日本引進政府公債交易（1984-5）、長期公債期貨（1985）、公債選擇權（1989）、借券制度（1989）、公債現貨融券放空（1989）等制度，使得日本殖利率曲線、避險機制、價格發現機制、公債拍賣機制等得以完成。

日本公債現貨融券制度之引進，使得現貨及期貨市場多方及空方之交易工具趨於完備，亦使得風險控管及理性價格發現之機能更為完整，同時亦營造出有效套利活動之環境，而此亦稱為「現貨及期貨市場均衡之機能」。風險控管及理性價格發現之機能之完整使得公司債發行人及承銷商於發行及承銷公司債時能更有效率，使他們能在多變的市場狀況下合理地控制風險。

(四) 1990 年代公司債初級市場管制完全放寬並建立結算、交割及保管制度  
1990 年代股市崩盤、銀行資本適足率之要求、不良債權高升、強烈之信用危機（1991 年國際商業信貸銀行及 1995 年霸菱銀行倒閉事件）完全改變了日本公司債市場之風貌，日本公司認為最友善的資本市場非其國內之債券市場莫屬。

同時日本政府對公司債市場的規範由「實質基礎」轉換為「資訊揭露基礎」，雖然大部分國家的公司債市場流動性都不高但仍有些許流動性，惟日本的公司債市場幾乎是無市場流動性，此乃因為日本機構投資人缺乏競爭壓力。

日本資本市場改革的完成主要係由一連串有關結算、交割及保管制度之建立，欲符合 G-30 結算交割規範的需求點燃了這項改革，交易量的增加超出了落伍的後台系統所能負荷，但長期以來沒發生違約亦諷刺地阻礙了結算、交割及保管制度之改革。

日本政府於 1990 年代依序推動了公債款券同步系統（Delivery-Versus-Payment，DVP，1994 年）、公債循環交割制度（1996）、JB net（非公債之電子交割系統，1997）、非公債之款券同步交割系統等各項制度。

### 三、日本公司債市場高度發展之原因

近年來日本公司債市場高度發展之原因乃由於日本具有高度國民儲蓄率及國際收支順差、機構投資人積極購買以及與國際市場之整合等三項優勢，以使得日本債券市場加速發展。首先是顯現在日本政府公債大量發行以彌補預算赤字而帶動債券市場之發展，另外在強大且持久的外銷實力、高比例的儲蓄率及大額政府預算赤字下，使得債券總體經濟環境得以建立。

### 四、日本公司債市場之障礙

但是日本公司債市場仍有其結構性障礙存在，包含銀行之獨占性，例如城市銀行、鄉村銀行、信託銀行及長期銀行等，每一個領域的銀行皆擁有自己的證券公司且該證券公司受其本身保護且擁有獲利豐厚之業務領域，當環境有了根本上的改變時，金融系統之分開及專業化會造成一種金融業界間無意義的爭端，這也是日本金融服務業整合時間受到拖延之原因。

此外，日本債市在 1980 年代後期幾乎不太被重視，而發行人亦常被得來容易的錢（股市不合理的資金成本）所矇蔽，因此有關公司財務知識則不被重視，造成日

本債市延緩發展。而天真之機構投資人堅持買進且長期持有之投資策略，導致日本機構投資人未能積極投入債券市場。

## 第參章 我國公司債初級及次級市場

### 第一節 初級市場概況

我國公司債可分為已申請櫃檯買賣與未申請櫃檯買賣二種，已申請櫃檯買賣之公司債之發行資料得逕向櫃檯買賣中心查詢，櫃檯買賣中心將所有上櫃公司債之發行及交易資料置於網站上供投資人查詢。

一般公司債其募集方式可分為私募及公募二種，前者雖毋須經財政部證券暨期貨管理委員會核准即可逕行募集，惟發行人亦必須於發行後十五日內向證期會申報發行資料，目前證期會委由櫃檯買賣中心彙集所有相關資料；至於公募之公司債即必須經財政部證券暨期貨管理委員會核准始可發行，而該類有價證券則需於募集後二日內進入公開資訊觀測站申報相關資料，目前亦由櫃檯買賣中心負責管理。

有關上述資料之查詢，櫃檯買賣中心已於網站建置「債券資訊申報系統」之查詢管道，提供投資人查詢所有完整之債券市場相關發行資料。該「債券資訊申報系統」內中所包含之資料為我國目前現行涵蓋面最廣與資訊最完整之資料庫，其涵蓋之發行資料包括公債、金融債、普通公司債、轉換公司債、附認股權公司債、海外公司債、及私募債券等相關資料。

### 第二節 次級市場概況

#### 一、交易環境介紹

我國債券市場之交易環境架構已逐步完備，除建立起公債市場之電子化交易制度外，亦有提供公司債與金融債券報價資訊公開揭示之系統，以下謹分別介紹如下：

##### （一）債券等殖成交系統

債券等殖成交系統係由櫃檯買賣中心所建置供債券自營商相互間於該系統上進行公債買賣之線上交易系統，該系統不僅提供報價、交易、結算之電腦化，亦具備資料庫查詢、風險控管、報表製作及檔案傳輸等管理性功能。櫃檯買賣中心於本年七月一日建立債券等殖成交系統指標公債電腦議價制度，已大幅提升債券交易市場資訊透明度，更促進我國即時殖利率曲線之形成。

##### （二）公司債暨金融債券交易系統

櫃檯買賣中心為活絡公司債交易市場，已於九十二年八月四日建立公司債暨金融債交易系統。該平台提供小額投資人、法人、外國專業法人機構及債券

自營商等，一個類似現行股票及轉換公司債交易方式以價格優先及匿名撮合以交易債券之系統。

(三) 各種債券成交行情資訊之提供。

債券自營商於營業處所買賣債券（包含公債及公司債）成交後即向證券櫃檯買賣中心申報交易資料，證券櫃檯買賣中心彙整後即製作統計表及行情表，並於每日下午四時以後公告於市場，投資人可登入證券櫃檯買賣中心網（<http://www.gretai.org.tw>）中之「債券資訊」查詢。

## 第肆章 公司債次級市場之結構性障礙

公司債初級市場之發展始自於民國八十四年，當時除了少數企業如遠紡、亞泥外，鮮少有發行公司瞭解公司債之籌資工具。由於八十四年以後證期會引進申報制度後，對於公司債案件之審核採取較股票增資案寬鬆之態度，加上債券承銷商之積極推廣公司債業務、以及時處間接金融與直接金融消長之際，造成八十五年以後債券發行市場即顯著發展。

發行市場雖然逐漸萌芽，但次級市場仍未見活絡，政府為提升公司債次級市場之效率，故已於九十一年二月一日取消公司債及金融債券之證券交易稅，公司債及金融債券自證券交易稅取消後，其次級市場的交易量已稍見成長，但仍未見大幅改善，主要原因除了公司債及金融債券之投資群大多屬於長期投資持有者（例如債券型基金、壽險、銀行或信合社等）外，交易中管道及方式之欠缺亦為原因之一。隨著八十七年全球金融風暴的襲擊、以及八十九年的全球不景氣、金融機構的緊縮授信額度，造成企業籌資困難，因此健全公司債及金融債券市場即受到有關單位之重視。

以下將介紹公司債及金融債券市場之市場障礙：

### 一、實體總額交割風險存在

現行公司債市場主要以實體無記名方式流通，由於實體債券之交割流程容易產生偽造、變造、保管及運送等風險，因此交割風險（相對於公債風險）高，以致交易意願降低。先前由於集保公司尚未完成公司債無實體化之完整規劃、以及公司債進行集保之成本相對較高，在次級市場未見明顯活絡、以公司債持有者多為法人（其交易可信度較高）之下，故公司債無實體化之需求未見急迫，故公司債及金融債券以實體流通在外之情形持續存在。另外，由於實體債券存在偽變造風險，而每一筆公司債之面額動輒上百萬元，其本金損失風險鉅大，故亦導致證券商為避免購入偽券，不願就非自己承銷之公司債進行交易與造市。

此外，目前市場上之公司債乃採逐筆總額交割制度，造成證券商間之交易前後手互相牽制卡券、相互延宕造成交割瓶頸。但由於公司債存在債信風險，因此各交

易者間之淨額交割有其困難，再者若交易量成長後，就同一期債券有重覆買入與賣出之情形時，逐筆總額交割制度將再考驗證券商之資金調度能力。

## 二、拆券問題嚴重

依據櫃檯買賣中心統計資料顯示，多數公司債之拆券情形嚴重，平均每一支券種之發行規模僅在三點五億元左右（儘管其發行總額多在五十億至一百億之間），因此單一券種之交易深度及廣度不易建立。任一買賣方皆可自由操控價格，造成掛牌期次之混亂及撮合效率降低，並嚴重阻礙公司債市場之發展。

公司債及金融債券拆券細密，造成每一支券的發行條件皆不相同，買賣雙方必須經由繁瑣的議價、詢價與再確認始得順利地達成交易，除了造成交易流程不順暢、交易成本提高、市場流動性無法提升，進而導致交易系統的存在亦無法發揮功能。（因為每一筆券之發行額原本即不高，而投資人更必須詳閱發行條件、再確認市場供需量後，始得順利達成買賣，因此撮合困難度提高）。此外，分拆後之債券亦阻礙未來交易平台建立後之給付結算流程進行，因為當應付債券者無法如期完成交割時，結算中心極難以順利取得同質債券以應交割。

## 三、信用評等之普及度不高

由於國內信評制度未普及，發行者之債信風險無法公正客觀地評估與揭露，投資者必須自行研判各項投資風險，除了將耗費時間及成本外，由於訊息不對稱下易導致交易成本及損失風險之增加，一但發行者有債信危機時，債權人將面臨其所持債券求售無門而慘遭跌價之命運，投資損失之機率亦大增。

## 四、公司債市場區隔明顯資金流動不易—優良企業債券籌碼不足、小型企業債券乏人問津

由於法令規範之限制及信用評等未普及，造成多數投資人僅購買信用評等級佳的大型企業所發行的公司債，而信用佳的大型企業如中鋼、台積電、台電等，其發行餘額雖已達數百億，但在市場多數資金追逐有限籌碼之情形下，市場仍呈現供不應求的情形。因為儘管大型企業公司債發行量通常介於數十億至百億之間，如此之發行量卻很難在市場形成熱絡的交易。以公債為例，發行量低於四百億的期次通常交易量不大，而造成流通上的問題，因此國庫署亦已於本年度四月份首度開始增額公債之發行，亦即於不同發行日發行相同條件（到期期間及票面利率等）之債券，以期擴大同一期次債券之規模。惟如果鼓勵發行公司以增額方式發行公司債，卻於該期債券到期時造成發行公司資金調度上的問題（因為為同一到期日），而使發行公司望而卻步。

相對於優良企業債券的供不應求，一些較小型企業所發行的公司債，則因為信評制度未普及接受，以及法人機構受法令或其內規限制而無法購買，出現乏人問津

之情形，造成其發債利率不是過高即是無法順利發債，形成小型企業發行市場的萎縮，整體債券市場無法均衡發展。

## 五、公司債市場結構不健全——市場僅有債券型基金之單一買方

### （一）基金長期認養並持有公司債不願釋出

公司債發行市場自民國八十四年起蓬勃發展，而債券型基金亦於民國八十四年以後陸續成立。近年來因為景氣持續低迷，股市表現差強人意，因此越來越多人將資金由股票市場移出並購買債券型基金，造成債券型基金快速成長，債券型基金因具備將基金收益轉換為資本利得而免稅之優勢，得以規避利息所得之課稅，因此深獲市場投資人之青睞，近年來其自證券金融市場上吸收了鉅額游資，規模成長迅速。而債券型基金一但自投資人手中接受資金後，必須儘速將其投入具有收益之產品以避免稀釋淨值。國內債券型基金雖然套上債券之名號，但常行貨幣基金之實。債券型基金目前投資拆券後之公司債，即將其視為定存之替代品，隨著公司債之配息還本後，再將其反映在基金淨值上回饋於受益人。目前由於定存利率持續低迷，因此公司債商品即成為債券型基金之長期投資標的，造成次級交易市場即無流動性。

### （二）公司債利率不合理偏低，迫使潛在買方退出市場

由於公司債債信風險之存在以及債券型基金靠著稅賦優勢引導公司債利率低於公債利率，因此在市場資金原本就有限之情形下，投資人反倒寧願去購買無債信風險且利率較高之公債，造成投資人大量退出公司債市場，此外一些保守型基金之勞保基金、勞退基金及退撫基金等（其本已屬於非營利機構而免稅，故這類基金不會去投資因稅賦低而報酬率已大降之政府債券）原本應以債券為投資大宗之機構更遠離公司債市場，造成公司債之參與者銳減，故公司債市場的買方就僅剩下債券型基金。

### （三）債券型基金基於評價問題控制並降低市場流動性

債券型基金為了與定存及附條件交易等產品競爭，基金經理人常於受益人買回受益憑證請求到達之次日即給付買回價金，以維持變現性強、流動性大之市場競爭力，因此債券型基金僅購買拆券後之公司債以利維持基金淨值之方便計算。拆券後之公司債之所以可以規避評價，主要在於單一券種集中由單一債券基金持有，故市場除了該基金外便無其他人有籌碼進行買賣，故在市場無該券種交易之情形下，持有該券之債券型基金即得以原始買入成本計算其現值或自行影響其價格。在市場之主要買者為了評價問題不欲市場具有流動性，公司債市場流動性將無法大幅提升。

## 六、發行條件俱彈性，且債券詳細發行資料取得不易影響議價效率

公司債商品在設計上主要著重在配合發行公司之資金調度及獨特之發行還本付息之需求，因此無論針對債券本身之本金、利息、債券分割、債權位階等各條件的設計皆有其創新性及變化性，由於產品規格之複雜化以及目前拆券情形導致發行條件更加混亂，因此市場之議價時間、交易成本與撮合門檻相對提高，為避免「公司債暨金融債券交易系統」建立後，買賣雙方仍需透過電話或櫃檯議價進行對發行條件進一步確認，而導致交易系統之功能無法發揮，因此債券詳細發行資料必須充份提供交易雙方瞭解，以促進交易之溝通與效率。

投資人若擬瞭解債券發行條件應加強對發行辦法之審閱，另有關公司債信用加強（Credit enhancement）之保證契約，代表行使全體債權人權利之受託契約、辨識公司債實體債券真偽之樣張及印鑑卡、以及還本付息銀行付息方式之還本付息契約，皆為攸關投資人之權益，因此投資人亦應加強瞭解。

## 第五章 提升公司債次級市場效率之具體建議

### 第一節 解決公司債拆券問題

#### 一、自發行面改善

##### （一）限制發行公司不得拆券發行

為解決拆券之問題，財政部證券暨期貨管理委員會已於本（九十一）年三月十三日以（九一）台財證（一）字第〇〇一六一六號函要求中華民國證券商業同業公會邀集學者、業者、櫃檯買賣中心及相關單位研商公司債拆券金額之規範，並經中華民國證券商業同業公會九十二年一月十六日第一次債券業務委員會議決議，將相關拆券之限制於「承銷商會員輔導發行公司募集與發行有價證券自律規則」第四十二條重新規範，以限制發行公司不合理之拆券。

（二）建議每一認購人普通公司債認購數量不得超過單一券別之百分之五十  
依據中華民國證券商業同業公會「證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法」第三十二條之最新規定（經證期會九十一年十一月二十五日台財證四字第〇九一〇〇〇五九〇〇號函核定），「採洽商銷售之承銷案件，除經證券主管機關核准者外，普通公司債及金融債券承銷案件每一認購人認購數量不得超過該次承銷總數之百分之五十；受託機構公開招募受益證券或特殊目的公司公開招募資產基礎證券承銷案件每一認購人認購數量不得超過該次承銷總數之百分之二十；認購（售）權證、附認股權公司債案件每一認購人認購數量不得超過該次承銷總數之百分之十。前項有價證券如有分不同券別發行者，其承銷總數以分券或拆券後單一券別承銷總數計算之。」

由於承銷商無法將單一券別全數配銷至單一投資人手中，因此公司債拆券之誘因將不復存在，如此應可鼓勵公司債採大額不分券發行。

(三) 對於先前已拆券之公司債，其發行條件相同者應視為相同一債券並進行合併評價或引為評價之參考

由於公司債發行年期皆在三至五年以上，因此其利率亦屬長期利率，不會隨著一、二日發行日及到期日不同而產生鉅幅變化，更遑論同一發行日者其他實質發行條件皆相同者（例如拆券方式以名目票面利率不同、實質利率相同之情形），其市價更應相同。據此，對於先前已拆券之公司債而價格不一者，建議應合併計算以統一其價格，並要求已持有之債券型基金以合併後之公司債價格進行評價或引為評價之參考，以反映正確合理之基金淨值。

(四) 金融債券亦應相同規範限制拆券

由於目前國內金融債券亦有類似公司債拆券之情況，因此在證期會積極研討公司債之發行規範以健全債券市場秩序之同時，相關主管單位亦應對金融債券之發行規範做出相同之要求，否則亦將造成一般公司債與金融債市場利率之扭曲。因此，建議金融局酌以考量修改金融債券之單次發行金額、券種數，及每次總括申報案件之發行次數或發行密度。

## 二、自需求面改善—減少債券型基金分券之誘因

為解決公司債拆券制度，將同時需配合需求面債券型基金之評價制度之改善，以下為幾點建議：

(一) 強制規定債券型基金於 T+2 日以後給付贖回價金或同意債券型基金得以 T 日之淨值給付贖回價金予投資人

依「證券投資信託基金管理辦法」，受益憑證申請買回之價格應以次一營業日（T+1 日）之證券投資信託基金淨資產價值核算，且應於次日起五個營業日內（T+5 日）給付買回價金。而債券型基金由於競爭激烈，目前均於投資人申請買回之次一營業日（T+1 日）依當日（T+1 日）結算淨值給付價金，因為目前櫃檯買賣中心於下午四時以前彙整各證券商營業處所議價之成交資料，而始於四時以後揭示債券行情，債券型基金如欲於 T+1 日及時完成款項之解付，必須於申請日即能準確估計贖回次一營業日之基金淨值，因此必須仰賴對於投資組合評價之全然控制。為消除此一因過度競爭產生之不合理支付模式，建議主管機關強制規定基金須於 T+2 日以後才得給付買回價金，亦或同意債券型基金得以 T 日之淨值給付贖回價金予投資人，並搭配債券型基金投資人申請賣回時間與證券商營業處所議價時間同為下午三時截止，以防止收盤後套利情形之產生。

## （二）揭示債券型基金對沖買賣之資料

目前債券型基金評價基礎雖已規定需二筆五千萬面額以上之成交資訊始得作為公司債之評價參考，惟由於現行公司債交易稅已取消，因此投資買賣間並無交易成本，債券型基金若持有單一券種時，仍可藉由與特定債券自營商進行對沖買賣以達到調整價格之目的，由於無交易成本產生，因此交易金額與筆數即可任意決定。雖然大多數債券型基金皆仍循規蹈矩依規定評價，惟仍有少數債券型基金仍藉由對沖買賣來達到控制評價之目的。據此建議應由相關單位定期揭露債券型基金對沖買賣斷公司債之交易資訊，以對於債券型基金投資組合之不正當買賣對沖作價產生嚇阻之效果。

## （三）要求債券型基金定期揭示以指標公債利率加碼信用風險後之理論價格與實際價格之差異

有關此部分，中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會（以下簡稱「投信公會」），已擬研擬之自律機制如下，預期將可建立合理債券型基金評價之標準：

### 1. 決定債券價格之合理區間：

以櫃檯買賣中心公債殖利率曲圖為基準，成交價低於公債殖利率曲線者為異常。

### 2. 監視債券型基金所交易之殖利率是否落在合理區間：

投信公會將上述合理區間公佈於網站上，由各投信公司自行檢視其所交易之債券是否有落在合理區間之外情事，如有者投信公司應於交易後三日內主動向投信公會申報說明。

### 3. 異常之判斷：

每月份如有投信公司申報異常情事，由投信公會之債券型基金小組主席召集由二位專家學者及三家會員公司所組成之會議來討論評斷其說明之合理性，學者專家人選將請各投信公司提供後建檔，再由會務人員邀請出席，另，會員公司委員對於該公司申報之異常案件應迴避不得參與討論。

### 4. 罰則：

經上揭委員會決議有異常者依投信公會之自律規章處罰。

## （四）限制債券型基金不得持有超過普通公司債單一券別之百分之五十

由於目前債券型基金之資金充沛，限制發行面拆券金額的下限對於大型債券型基金並不構成門檻，據此，為完全避免債券型基金完全持有單一券種而形成操縱價格之情形，故應限制債券型基金不得持有超過普通公司債單一券別之百分之五十。

目前證期會已對於債券型基金得投資次順位金融債及受託機構或特殊目的公司發行之受益證券或資產基礎證券之總額應以分券後之總額計算之，如此一來，將可有效杜絕債券型基金持有分券債券之動機，減少市場拆券之需求。

## 第二節 建立公司債交易平台

雖然公司債次級市場障礙短期內仍無法消除，但在主管單位積極推動建全公司債市場之美意下，依據金融改革專案小組資本市場工作小組第三分組「健全債券市場發展」之「研議提昇債券市場價格功能之交易制度及開發新商品」具體改革建議事項四之「提供公司債與金融債券合適之交易平台」之會議討論，規劃公司債暨金融債券交易平台之相關架構，並由櫃檯買賣中心建置與執行。

以下謹將公司債暨金融債券交易平台之內容介紹如下：

| 項 目    | 公司債暨金融債券交易系統                                                                                                                                                                                                 | 證券商營業處所議價                                 |
|--------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------|
| 交易標的   | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 已申請櫃檯買賣者</li> <li>■ 發行人採行以無實體化方式發行債券。惟於九十二年七月前以實體債券發行者，若發行公司於本中心所在地設有指定公司債送存集保時之真偽辨識機構、配合帳簿劃撥之還本付息作業及配合投資人兌領最小面額之換票作業亦得進入本系統交易。（本中心將以公告函方式要求發行人填具相關申請書件）</li> </ul> | 已申請櫃檯買賣之公司債或金融債券                          |
| 交易型態   | 經紀、自營                                                                                                                                                                                                        | 自營                                        |
| 系統建置方式 | 採以仿同股票等價成交系統之交易方式建置「公司債暨金融債券交易系統」                                                                                                                                                                            | 不提供交易系統，僅提供現有「證券商營業處所議價系統」供債券自營商做為揭示資訊之用。 |
| 交易對象   | 法人及自然人                                                                                                                                                                                                       | 大部份皆為法人，較多債券自營商間之批發成交、較少與客戶之零售交易          |
| 交易方式   | 仿同「股票等價成交系統」之電腦撮合交易（逐筆成交、價格優先、相同價格時以時間優先），本中心必要時得指定債券自營商於「公司債暨金融債券交易系統」進行次級市場買賣報價                                                                                                                            | 由自營商自行與客戶議價交易                             |

| 項 目     | 公司債暨金融債券交易系統                                                                 | 證券商營業處所議價                                                        |
|---------|------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------|
| 漲跌幅限制   | 無                                                                            | 無                                                                |
| 交易種類    | 買賣斷交易                                                                        | 買賣斷交易、附條件交易                                                      |
| 手續費率    | 彈性費率(應不高於現行千分之一點四二五之經紀手續費率)                                                  | 無                                                                |
| 交易單位    | 新台幣壹拾萬元(比照現行轉換公司債)                                                           | 新台幣壹萬元以上                                                         |
| 交易時間    | 週一至週五, AM9:00~PM13:30                                                        | 週一至週五, AM9:00~PM15:00                                            |
| 券商資格    | 經紀商(含專營及兼營)及自營商                                                              | 債券自營商                                                            |
| 成交行情單揭示 | 本中心彙整合併當日透過「公司債暨金融債券交易系統」成交及於證券商營業處所議價成交之公司債及金融債券成交價之加權平均值為參考價格。             | 本中心彙整合併當日透過「公司債暨金融債券交易系統」成交及於證券商營業處所議價成交之公司債及金融債券成交價之加權平均值為參考價格。 |
| 報價方式    | 百元價, 升降單位為百分之一元                                                              | 百元價與殖利率皆可, 升降單位為萬分之一個百分點(0.0001%)或萬分之一元                          |
| 盤中資訊揭示  | 本中心於交易時間內即時揭示成交價格與數量, 及未成交之最高買進及最低賣出申報價格與數量, 並在本中心網站上提供最佳六筆買賣報價資訊供投資人與證券商查詢。 | 證券商可於營業處所自行揭露買賣報價資訊或透過本中心「證券商營業處所議價系統」對外報價。                      |
| 結算交割    | 證券商總公司與本中心進行淨額結算交割                                                           | 由交易雙方自行約定給付結算方式                                                  |
| 款項交割    | 證券商自行買賣或接受投資人委託買賣時, 其公司債及金融債買進與賣出之款項合併淨額結算後, 匯至本中心指定之帳戶與本中心進行交割              | 由交易雙方自行約定給付結算方式                                                  |
| 債券交割    | 進入「公司債暨金融債券交易系統」交易之公司債及金融債券, 其交割方式必須採行帳簿劃撥制度                                 | 由自營商自行與客戶交割                                                      |

| 項 目    | 公司債暨金融債券交易系統                                                                                                                                                                                                         | 證券商營業處所議價                |
|--------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------|
| 客戶違約處理 | 比照等價成交系統辦理，惟證券商應於 T+2 日上午十時以前向本中心申報客戶違約                                                                                                                                                                              | 非違約方自行向違約方追償，並向本中心函報     |
| 錯帳處理   | 比照等價成交系統辦理，惟證券商應於 T+2 日上午十時以前向本中心申報錯帳資料                                                                                                                                                                              | 證券商與客戶協調後更正帳務登載          |
| 交割週期   | 證券商有應付款券者應於 T+2 日上午十點以前交付本中心（逾時交付即視為違約）                                                                                                                                                                              | 自營商應與客戶於 T+2 日上午十二點前完成交割 |
| 風險控管   | 買進部分：<br>1. 證券商應向本中心繳付給付結算準備金，其公司債暨金融債券之受託買進總額不得逾給付結算準備金之三十倍。<br>2. 證券投資信託基金及外國專業投資機構為公司債交易之主要投資人，由於其皆屬專業法人機構故違約風險相對較低，擬將前開機構之買進金額不受準備金之限制。<br>賣出部分：<br>證券商經紀商受託賣出公司債時，應先確認其客戶之集保帳戶有無該期次足額之公司債，或預先收足賣出公司債後，始得代客進行賣出。 | 由自營商自行控管交易對手之風險          |
| 風險控管   | 淨值倍數之限制：<br>證券商於本系統交易，其公司債及金融債之買進及賣出交易金額各不得超過該證券商淨值。                                                                                                                                                                 |                          |

### 第三節 法規適度鬆綁鼓勵新參與者

#### 一、積極擴大得參與公司債買賣之證券商範圍

由於目前得以進行公司債買賣者主要為證券商，票券公司及銀行業者由於受到法規之限制而無法參與買賣，為擴大市場參與者，應適度放寬票券公司及銀行業得從事公司債買賣斷交易。

#### 二、鼓勵外資投資債券市場

##### （一）降低稅賦

針對租稅公平之原則，財政部賦稅署雖表示不宜單方面對外資免稅，而對國內投資人造成不公平，但由於外資持有債券猶如放款予本國發行企業，又不致有股權外流之疑慮，故建議相關單位得對於持有期間達一年以上之外資機構給予適度稅賦之優惠（例如得免就源扣繳利息）。

##### （二）減化外資投資上市櫃公司及開放外資投資公開發行公司之普通公司債手續

外資如擬投資上市櫃公司之有價證券部分，應向證期會申請，至於未上市櫃公開發行公司所發行之普通公司債部分因證期會及投審會皆無法源依據無法受理外資申請，因此造成外資無法順利投入。由於國內企業普遍面臨籌資困難，因此建議應減化外資投資上市櫃公司及開放投資公開發行公司之普通公司債手續。

#### 三、鼓勵專業法人持有債券

投資大眾或是一般公司行號團體可持公債以附賣回方式向公債交易商籌借資金，但公司債目前無附賣回市場。投資人持有公債可充作公務上的押標金、保證金，且在保證期間，仍可按公債票面利率計息，但公司債則無此功能。公債可作為銀行的流動準備（第二準備），或投資信託公司提列央行的信託賠償準備金，公債對於上述機構而言，既可當作法定準備金來替代現金，而債券本身仍可按公債票面利率計息，但公司債則無此功能。金融機構資金短缺時，可以公債作為向央行擔保融通的質押品或央行執行公開市場操作時，可持公債以附賣回方式向央行籌借資金，但公司債目前對央行無附賣回市場。

銀行購買新台幣計價之債券風險係數，政府公債為 0%、國際性發展銀行發行之台幣債券為 20%、而上市、上櫃公司債不論發行公司好壞，一律以有擔保公司債 20%，無擔保公司債 100% 計算，建議將債券信用評等等級與風險係數 link 在一起。例如：信評在一定等級以上者，風險係數則毋須以 100% 認估，以提高銀行投資公司債誘因。以及建議亦放寬壽險公司持有單一公司債總額上限的比率，以提升壽險公司之持有公司債意願。

## 第四節 建立信用評等之權威性

### 一、國外市場參考—日本經驗

日本信用評等制度之發展可追溯至 1979 年 4 月第一個信用評等單位(日本債券研究學會, JBRI) 之成立。然而, 信用評等制度之運用於公司債市場, 則以 1985 年無擔保債券之發行始得有其較大的運用機會。隨之, 日本政府在政策上強制性規定的要求, 使得信用評等陸續成為發行無擔保公司債(1987 年 7 月) 以及有擔保公司債(1988 年 11 月) 的門檻限制, 使得日本政府在管理上成為極度倚賴信用評等的國家。

日本政府對於公司債的發展, 雖在早期並未有良好的規劃, 然自 1980 年代後期即對信用評等加強運用與鼓勵, 使得公司債的管理均建立在信用評等之評等基礎上。到了 1990 年 9 月, 甚至將原來數量化評估發行人是否得發行公司債之要件亦改由信用評等來取代, 換言之, 日本財政部將原以發行公司之財務比率評估發債標準改由信用評等等級取代, 這就是由「實質基礎」轉換為「資訊揭露基礎」的措施, 此乃日本公司債市場的一大變革, 也因此, 日本政府可在往後順利進行一連串的改革措施, 包括取消公司債融資上限(1990~1993 年) 以及廢止發行人須具備發債條件之規範等。現今日本公司債市場已全面改變為信用評等制度, 故債券發行已完全轉變為「資訊揭露」的基礎, 而採行「資訊揭露」基礎有以下優點:

1. 對於發行人而言, 取得信用評等成為發行債券相當重要之必要條件, 不同信用品質之公司債及發行人將會藉由信用評等形成區隔, 可創造市場的資訊透明度。
2. 對投資者而言, 藉由具公信力信用評等機構之評等資訊揭露, 可輕易的經由信用評等良窳對本身資產進行更精確的分配, 可增加投資便利性。
3. 對管理者而言, 透過信用評等機制之運作, 可將管理市場的效能回歸市場機制, 促進市場機能合理且有效率的運作, 以達到管理有效性。

### 二、對我國公司債市場發展之啟示

在發展資本市場的過程裡, 信用評等機構往往擔任客觀諮詢顧問的角色, 信用評等機制的目的, 主要係就發行機構相關的債信風險提供客觀的與獨立的摘要性意見。信用評級係表達與衡量債權證券發行人, 其在未來債券存續前間內按期償付利息及到期償還本金的能力與意願的一個度量指數<sup>1</sup>。為了反映對較高債信風險的關切, 投資人通常會對信用評級較低的發行人所發行的債券, 要求較高的票面利息以為補償。以風險考量基礎衍生出的利率差異, 可在兩方面產生助益, 其一為投資人的資源配置將更有效率, 另一為激勵公司企業致力改善它們的財務結構與營運狀況。主管機關在評估業者資本適足率達成狀況時, 也可將信評結果納入評分, 並給

---

<sup>1</sup> 參見 Pinkes (1997)。

予債信表現佳的對象較高的權數。一般的情況是，信評機構的存在可以激勵發行人的財務業務資訊更趨向透明、增進訊息流量，以及促進會計與審計品質的提升。而信評機構要想營運成功，不僅它們須謹守與捍衛獨立評等作業，企業與投資大眾瞭解信評機構在作什麼，以及重視信評角色的重要性更是關鍵。

## 第五節 發展公債市場及相關避險工具

一般來說，公債市場常跑在公司債市場發展之前。良好發展的公債市場能夠提供公司債市場充分的機構投資人和適當的營運基礎建設。有政府債券發行案來扮演利率指標角色、有豐富經驗的交易員族群、有嫻熟證券交易買賣的基本投資人等，均為公債市場具有發展價值的重要表徵，同時能進一步帶動民間部門證券市場朝向更有效率的方向發展。政府債券市場同時也成為教育主管機關、金融或非金融機構法人、以及一般投資大眾瞭解債權商品市場運作與管理機制了一個絕佳管道，進而累積並創造豐富的債券基礎知識，有助於後續對公司債市場的規劃與發展。

一個具備交投效率的政府債券市場，常能激勵甚或培養市場發展出具有專業交易技能的證券仲介者。另一方面，這些買賣仲介者也能支持公司債市場的發展與成長。由於相較於公司債市場，公債市場不僅發行案件較多、流動性較佳，同時也有相當的獲利空間，因此公債市場提供了交易員訓練固定收益證券買賣技巧與業務經驗的環境與機會。由於公司債市場較公債市場，其發行者債信風險較高、債券流動性較差的市場風險，因此交易員需要藉由在公債市場獲得的技巧與累積的利潤來支持其進行公司債的撮合交易。

## 第六節 建立淨額給付結算機制

目前公司債皆於證券商營業處所議價且交割方式採總額逐筆交割制，因此若某一債券自營商於當日同時買進及賣出多筆債券時，其交割日之款券調度壓力及外交割人員進行奔走交割之風險是可想而知的。由於現行公司債市場尚未活絡，因此其淨額給付結算機制似未顯重要，惟未來市場效率提升及交投活絡後，建立淨額給付結算機制仍有其必要。

目前櫃檯買賣中心債券等殖成交系統之交割作業方式係採取淨額交割作業，並採取違約者支付模式來逐日洗價以降低違約風險，等殖成交系統僅開放予債券自營商間之交易。目前櫃檯買賣中心之股票等價成交系統之交割作業方式亦採取淨額交割作業，且採取存留者支付及共同保證基金模式來降低違約風險，目前等價成交系統未開放公司債於其上交易。

目前公司債市場尚未熟絡，參與的對象仍以投資法人等單位為主，此外由於公司債其價格波動相對較穩定且皆已全面實行信用評等，因此目前櫃檯買賣中心之「公

司債暨金融債券交易系統」係採違約者支付模式之給付結算準備金制度，除可公平合理外，亦可配合公司債之交易特性。目前證券投資信託基金及外國專業投資機構為公司債交易之主要投資人，由於其皆屬專業法人機構故違約風險相對較低，再加上證券經紀商本身即得依法衡量其客戶信用狀況實行款券預收制度，因此為提高證券經紀商之接單彈性，應可將前開機構之買進金額排除於給付結算準備金限制之外。

## 第陸章 結論

近來主管單位對健全公司債市場發展之努力可謂不遺餘力，包含解決拆券之問題、強化債券型基金之管理以及健全公司債暨金融債券之交易平台等，皆可望將公司債市場引向更透明、提升流動性、健全市場結構之里程碑邁進。公司債市場在各項問題（公司債拆券及債券型基金評價合理化）逐步解決後，公司債之利率必合理反映，屆時將吸引有意承擔債信風險以獲取較公債利率為高之報酬的買盤加入。此外，如本報告中所提及之各項建議方案得以逐步建立，包含法規適度鬆綁鼓勵新參與者、降低公司債無實體化之作業時間及成本、建立信用評等之權威性、發展公債市場及相關避險工具、建立健全淨額給付結算機制等，將可望有效全面提升公司債次級市場之交易效率。

### 『參考文獻』

1. Michael Decker, 2001, ecommerce in the fixed-income market: The 2001 Review of Electronic Transaction Systems
2. Clemente del valle, Lead Financial Specialist, Government and Private bond markets
3. Tadashi Endo, sr. Capital Market Specialist, IFC, A 25-year History of bond Market Development in Japan—Interactions between Government and Corporate Bond Markets
4. Belinda Blaine, Associate Director, Market Regulation, U.S. Securities and Exchange Commission
5. Patrice Aguesse, Charge de Mission, Commission des Operations de Bourse, Paris, France, The Corporate Bond Market in Europe
6. Martin Duffell, Senior Gilts Dealer, Debt Management Office, London, UK, Some lessons for the Government Debt Manager in the Development of Private Sector Bond Market
7. Alison Harwood, Principal Securities Market Specialist, IFC, Building Local Currency Corporate Bond Markets

8. Sungmin Kim, Head of Bond Market Analysis Team, Bank of Korea, Korean Country Experience
9. Augusto Acosta, President Bogota Stock Exchange, Colombian Country Experience
10. Arkadiusz Kaminski, Director, Public Debt Department, Ministry of Finance, Poland, Emerging Corporate Bond Markets: Polish Country Experience
11. Gustavo Rosselot P., Head of Treasury & International Division, Banco santiago, Chilean Country Experience
12. Louis Hagen, General Manager, Association of German Mortgage Banks, The German Mortgage Bond Market
13. Ove Jensen, Debt Management Department, Danish National Bank, Denmark



**保 密 不 分 你 我**  
**安 全 不 分 大 小**

