

【專題一】

淺談我國證券市場百年發展史



林坤鎮 (證期局
科 員)

壹、證券市場的起源

世界上開始有證券交易的最早紀錄起源於歐洲。中世紀後期，由於新航線的發現，歐洲的商業逐漸活絡，而且由地區性貿易擴大為國際性貿易。由於貿易型態的擴大，產生了「商業革命」。商業革命引發了金融、保險、投資方面的變革，例如，銀行業的興起以及合股公司、交易所與股票市場的出現等等。

17 世紀初在荷蘭成立的東印度公司是世界上最早出現的股份有限公司制度，後來廣為西方資本主義國家採用。隨著股份有限公司制度的發展，以及所衍生出來買賣交易股票的需求，股票市場乃應運而生。為了交易股票的需求，東印度公司的股東因此在阿姆斯特丹成立股票交易所以便進行交易。

阿姆斯特丹股票交易所被公認為世界上第一個證券交易市場，但此說不盡然正確。歐洲其他地區如威尼斯、佛羅倫斯、德意志的萊比錫等地，早在 14 世紀至 16 世紀之間就有公債券及股票的買賣交易。阿姆斯特丹的股票交易所被視為證券交易所的始祖，在於它的交易不但數額大，且具流動性及公開性。

貳、大陸時期的證券市場概況

若以 17 世紀初阿姆斯特丹成立世界上第一個證券交易市場起算，全球證券市場的發展迄今已邁向第五個世紀。相形之下，我國證券市場的發展歷程僅及世界證

券市場發展史的四分之一。清末西方列強入侵，同時也將證券交易制度引進了中國。最早是一些在華的外國人從事外國企業的股票投機買賣，後來一些中方買辦看到此種商業行為有利可圖，也紛紛加入爭食這塊大餅。清末朝廷採取新政時，立憲派為解決財政危機，曾提出設立證券交易所，但未為清政府採納。

民國成立不久，政府農商部召集全國工商鉅子討論設立證券交易所的問題，並於 1914 年 12 月頒布了中國第一部證券交易法。1918 年北洋政府於北京成立我國第一家證券交易所。然而當時在北京成立證券交易所並不是因為北京、天津地區的金融、經濟發展較江南地區發達，而是因為當時的京津地區爆發了“京鈔”信用危機，北洋政府不得不成立證券交易所，發行公債來抑制危機。後來由於國民政府定都南京，全國政治經濟中心隨之南移，北平證券交易所頓時失去了發行公債的優勢，經營每況愈下，隨著抗戰爆發，北平交易所遂於 1939 年歇業。

上海的華商也曾於 1920 年成立了專營各種有價證券買賣交易的上海證券物品交易所，帶動了上海證券市場的快速發展，多方資金的大量湧入，使得新興的證券交易市場空前活躍。1921 年夏秋之際，上海已開業和籌辦中的交易所就超過了 140 家，其他城市也紛紛跟進。到了 1921 年初，我國的交易所數目接近 200 家，竟然位居全球第一。然而，這種畸形的發展嚴重違背了當時國內經濟的實際情況，也就在這一年年底，泡沫破裂了，許多交易所門可羅雀，交易所股價也隨之一瀉千里，交易所掀起倒閉之風。200 多家交易所經歷風暴之後僅存 6 家，信託公司也只剩下 2 家，我國證券市場由此進入了一段冰河期，後來更因為抗戰軍興而中斷業務。抗戰勝利後，國民政府復於 1946 年 5 月恢復設立上海證券交易所，為公民營合組的公司制交易所。

參、遷臺後的證券市場建置與發展

一、初期市場概況

鑑於在大陸時期因財政、金融舉措失策，實為導致神州淪喪要素之二，政府遷臺後，穩定財政、金融乃成為當務之急，因此在民國 38 年於臺灣發行愛國公債。同期間，政府為順利推行耕者有其田政策，於民國 42 年 1 月 26 日公佈「實施耕者有其田條例」，一部分發行土地實物債券給予地主，政府分十年期償還；一部分則發給地主水泥、紙業、農林及工礦四家公營事業（台泥、台紙、農林及工礦）股票作為補償，以股票搭配前揭債券，做為收購土地之代價。前述債券及股票連同民國 38 年發行的愛國債券，開始在市面流通，臺灣證券市場的雛型乃現，惟當時僅只於

證券店頭市場的交易。

二、籌設階段

1950 年代末期，政府為因應美援即將停止，同時為改善國內投資環境，加速經濟發展，追求自力發展的目標，促進資本形成，提高國民就業，認知到惟有建立資本市場，讓國民儲蓄與生產資金相互結合，才能擁有充分的資本以供應國內各項建設。於是自民國 47 年起，政府先後多次派遣專家前往美、日等國，研究考察證券市場之業務與管理。民國 48 年擬訂「十九點財經改革方案」，並於隔年民國 49 年元月頒布實施，其中第二點即為建立資本市場。民國 48 年 3 月 16 日政府復召集有關部會代表及專家組成「建立證券市場研究小組」，從事研究策劃。半年後，該小組建議設置證券管理委員會，並配合修訂有關各項法律。

繼研究小組之後，前美援會又於民國 49 年 1 月間邀請美籍證券市場專家符禮思先生 (George M. Ferris) 來臺，針對臺灣證券情況及經濟環境作全面檢視考察，並提出報告與建議。政府因此依據證券市場研究小組的研究結論以及美籍證券專家的建議，於民國 49 年 8 月 13 日以行政院台 49 經字第 4497 號令核定「經濟部證券管理委員會暫行組織規程」，同年 9 月 1 日設置證券管理委員會，隸屬經濟部。

三、成立證券交易所

接著，民國 50 年由經濟部邀集中央信託局等單位為發起人，於同年 10 月 23 日召開發起人會議，正式成立臺灣證券交易所股份有限公司，並於民國 51 年 2 月 9 日正式開業，建立證券集中交易市場的制度。民國 57 年 4 月政府公布證券交易法，同時規範證券商分為承銷商、自營商及經紀商，政府在臺灣重建證券市場正式取得法律依據，在臺灣的證券市場基本架構自此成型。

臺灣證券交易所開業初始，我國證券市場的交易方式係採用人工專櫃撮合方式。後來為提高證券交易及作業的效率，臺灣證券交易所規劃電腦輔助撮合交易作業，至民國 77 年底止，所有股票交易均改採電腦輔助撮合交易作業，人工專櫃撮合交易則變成為歷史名詞。接著為推動集中交易市場交易簡化作業，提高競價效率，自民國 82 年 8 月 2 日起，上市股票全面納入電腦全自動交易系統，有效促進證券市場交易效率。

四、證券商發展概況

民國 40 年代初期政府發行的土地債券、四家公營事業的股票，連同民國 38 年

發行的愛國債券開始在市面流通，代客買賣的行號（亦即證券經紀商的前身）於是應運而生。政府為加強管理證券商，於民國 43 年 1 月頒布「台灣省證券商管理辦法」，此為政府遷臺後最早的證券管理辦法。

到了民國 70 年代，台灣經濟發展呈現榮景，隨著經濟規模日趨擴大，投入證券市場活動的投資大眾也大量成長。為發揮市場中介功能與建立有效率的市場，配合民國 77 年元月證券交易法修正案，主管機關於同年 5 月及 7 月分別訂定頒布「證券商設置標準」及「證券商管理規則」，大幅開放新設證券經紀商和放寬證券商得同時從事經紀、自營業務，自此，同時從事經紀、自營及承銷業務的綜合證券商應運而生。全省證商家數也由 28 家短時內擴增至民國 79 年底的 381 家。

民國 78 年政府頒布「外國證券商設立分支機構要點」，主要希望藉此引進外國證券商之國際市場經驗、專業服務的品質及守法自律的精神，俾提高我國內證券商的服務品質，並強化其競爭力。

隨著綜合證券商逐漸發揮規模經濟整合效果，以及由於民國 79 年 2 月的股市崩跌，造成當時專業經紀商的經營不易，催促了大型證券商藉由併購或相互結合以擴大經濟規模的時代的來臨，從早期的元大證券、京華證券合併案，到近期的凱基證券購併台新證券，群益證券購併金鼎證券，以及元大金控購併寶來集團等，國內證券商藉由同業合併、跨業合併，或成立金融集團等方式持續朝向大型化、綜合化及國際化方向發展。

另為提供投資人多元化投資選擇，主管機關陸續開放證券商業務範圍，近期重大措施，如 98 年 9 月開放證券商以信託方式辦理財富管理業務，99 年 3 月開放證券商受託買賣港澳地區紅籌股及 ETF、100 年 2 月開放證券商接受專業機構投資人委託買賣陸股及 100 年 8 月核准證券商發行牛熊證商品等，除可強化證券商收入多元及提升證券商獲利能力外，亦促進市場發展。

五、重建店頭市場

臺灣證券交易所於民國 51 年開業，並採行集中交易市場制度，同時關閉原有的店頭市場。直至民國 71 年 8 月證券主管機關訂定「證券商營業處所買賣有價證券管理辦法」，並於同年 10 月起恢復店頭市場。後來財政部基於便利中小企業籌資以及擴大證券市場規模之考量，便於民國 76 年初，指示當時的證券管理委員會加速規劃股票櫃檯買賣市場設立。首先在民國 76 年 3 月間委託證券商公會研商規劃股票店頭市場方案，並由證券商公會在 77 年初成立櫃檯買賣服務中心。後來為

提高櫃檯買賣市場的功能，財政部於民國 82 年、83 年初經過多次召集會議研商後，決定規劃設立並於民國 83 年 11 月 1 日正式成立財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心，以推動櫃檯買賣市場之發展。從此，我國的證券市場有一套包含集中市場與櫃檯買賣市場的完整體系。

至於管理未上市（櫃）股票的交易方面，早期未上市（櫃）股票的交易係透過盤商仲介交易，由於發行公司資訊不明，相關財務、業務資料不能即時公開；交易資訊也沒有客觀公正的揭示管道，成交資訊更是付之闕如，導致弊端叢生。為解決上述問題，並將未上市（櫃）股票納入制度化管理，以保護投資大眾，中華民國證券櫃檯買賣中心乃依當時財政部證券暨期貨管理委員會的指示研議未上市（櫃）股票交易制度方案，並於民國 91 年 1 月 2 日正式開始議價交易。新制股票名稱定名為「興櫃股票」。

六、開放證券投資信託暨顧問事業

我國證券投資信託事業之建置，係為配合行政院民國 71 年核定之「引進僑外投資證券計劃」第一階段間接投資政策而開創。民國 72 年 5 月政府頒布「證券投資信託事業管理規則」，陸續核准國際等 4 家本國投資信託公司在海外發行受益憑證募集資金，滙入國內投資我國股市，為我國證券投資信託事業的起步。民國 72 年 10 月繼而頒布「證券投資顧問事業管理規則」，開始核准設立證券投資顧問事業。

後來，為促使證券投資信託事業及證券投資顧問事業得與國內、外其他資產管理事業公平競爭，並健全證券投資信託及顧問業務之經營與發展，以增進資產管理服務市場之整合管理，政府乃參考美、日、英等外國立法例，於民國 93 年 6 月 30 日制定並公布「證券投資信託及顧問法」，並自民國 93 年 11 月 1 日施行。

七、開放外資及陸資投資國內證券市場

為因應國內證券市場逐漸發展，以及我國證券市場走向自由化及國際化，同時擴大國內企業籌資管道，政府於是（一）採取僑外資間接投資證券之方式，（二）准許僑外專業投資機構直接投資證券，（三）全面開放僑外資直接投資證券等三階段循序漸進的方式逐步開放外資投資國內證券市場。

第一階段如前節所述採取間接投資證券方式，核准本國投資信託公司在海外發行受益憑證募集資金，滙入國內投資我國股市。

鑑於國內證券市場日俱規模且漸趨成熟，因此主管機關於民國 80 年開放外國專業投資機構（QFII）直接投資臺灣證券市場，接著於民國 85 年開放一般外國法人及自然人直接投資。為了配合我國加入世界貿易組織（WTO），政府於民國 89 年底公告，除特殊產業外，全面解除外資投資國內證券的持股限制。民國 92 年 9 月底，當時的財政部證券暨期貨管理委員會更進一步取消行之多年的外國專業投資機構制度，並將原來的審查許可制改為登記制，大幅簡化了相關申請程序，臺灣證券市場對外資的參與幾已採取完全開放的程度。

民國 97 年國內政局二度政黨輪替，兩岸發展呈現新契機，為了因應逐漸加溫的兩岸投資關係，同時提昇我國資本市場的國際化程度，行政院金融監督管理委員會於民國 98 年 4 月 30 日發布「大陸地區投資人來臺從事證券投資及期貨交易管理辦法」，開放大陸地區合格機構投資人（QDII）投資我國證券市場，以增加證券市場新動能。

八、會計師執業環境的建立與推動 IFRSs

資本市場的建置，同時提供了企業籌資及投資人理財的新管道。而市場資金的有效配置，以及市場安定的維持，則有賴於企業對外提供合理允當的財務業務資訊予股東、投資大眾、債權人、授信機構等利益關係人以及監理機關參考解讀。而企業所提供的財務業務資訊是否合理允當，則有賴外部的第三者提供公正客觀的角色，而會計師則是依法令授權扮演這公正客觀的第三者的角色。

我國主管會計師業者的主管法規—會計師法自民國 66 年 5 月 25 日修正以來，歷經 30 年未曾作大幅修正。為了因應國際環境演進以及提升會計師專業功能，主管機關自民國 89 年 9 月起開始著手研擬全盤修正我國會計師法。期間歷經博達、力霸集團等財務弊案，在會計師界等各團體彼此間努力溝通與協商下，終於在 97 年 12 月 26 日經總統公布實施。該次會計師法大幅修正的內容包括會計師養成、會計師事務所、會計師責任、會計師公會及主管機關監理五大面向，期能建構一個公平、合理、可永續發展的會計師執業環境，同時得以因應國際間之競爭。

然而，隨著金融市場逐漸演變成全球化，國際資金四處流竄，各國資本市場無不競相爭取國際資金的停泊。為因應此一全球化時代的來臨，國際會計準則已成為全球資本市場的單一準則，直接採用（adoption）國際會計準則亦成為國際資本市場之趨勢。有鑑於此，為加強國內企業及國際企業間財務報告之比較性，提升我國資本市場之國際競爭力並吸引外資投資國內資本市場，同時降低國內企業赴海外籌

資之成本，行政院金融監督管理委員會於民國 98 年 5 月 14 日宣告我國會計準則直接採用 IFRSs 之推動架構，規劃我國企業分階段採用 IFRSs 編製財務告。

九、加強投資人保護

隨著市場制度日益開放及國際化、自由化腳步未曾稍歇，提供一個公平且安全的證券及期貨市場交易環境益形重要。同時鑑於證券投資人及期貨交易人的保護，與證券及期貨市場的健全發展息息相關，我國於民國 92 年 1 月 1 日施行「證券投資人及期貨交易人保護法」，並於同年 1 月 15 日成立財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心。保障證券投資人及期貨交易人權益的機制正式啟動運作，使得我國證券及期貨市場的發展更臻健全。

十、監理機關的變更與歷任首長

政府遷臺後，重新建置的證券主管機關證券管理委員會成立於民國 49 年 9 月 1 日，起初隸屬於經濟部。民國 70 年 7 月 1 日起改隸財政部；後來由於將期貨交易納入證券管理委員會的管轄，民國 86 年 4 月該機關更名為財政部證券暨期貨管理委員會。本世紀初，金融市場興起重大變革，不同型態的金融機構藉由整合擴大規模成為金融集團，在先進國家的金融界蔚為一股潮流。此一發展趨勢，促使各先進國家金融監理機關意識到，分散式的金融監理架構可能衍生成為多頭馬車，因此紛紛改採一元化的金融跨業合併監理模式。為因應此一國際金融市場發展趨勢，我國政府於民國 92 年 7 月 23 日公布「行政院金融監督管理委員會組織法」，並於民國 93 年 7 月 1 日起設立「行政院金融監督管理委員會」，同時將財政部證券暨期貨管理委員會改隸屬行政院金融監督管理委員會，同時更名為證券期貨局。

至於歷任首長方面，自經濟部證券管理委員會第一任主任委員王撫洲主政起，至目前（100 年 9 月）為止，總計經歷 19 位首長（如下列附表）。半世紀以來，臺灣的證券市場在這些首長的主持下，歷經萌芽、成長與茁壯的過程，分別扮演著薪火相傳、經驗傳承的角色，同時也為臺灣證券市場的健全發展留下歷史的見證。

證券主管機關歷任首長名單及任期

職稱	姓名	到職年月日	卸職年月日
主任委員	王撫洲	49.09.01	53.11.09
主任委員	林崇墉	53.11.09	54.06.17
主任委員	毛松年	54.06.17	55.08.01

職稱	姓名	到職年月日	卸職年月日
主任委員	汪彝定	55.08.01	57.09.04
主任委員	袁則留	57.09.04	58.06.25
主任委員	劉師誠	58.06.25	60.03.20
主任委員	胡祥麟	60.03.20	66.04.23
主任委員	余先達	66.04.23	71.06.01
主任委員	白培英	71.06.01	73.07.06
主任委員	沈柏齡	73.07.06	77.03.01
主任委員	張昌邦	77.03.01	82.04.10
主任委員	戴立寧	82.04.10	84.02.17
主任委員	陳樹	84.02.17	85.09.05
主任委員	呂東英	85.09.05	87.07.27
主任委員	林宗勇	87.07.27	89.11.01
主任委員	朱兆銓	89.11.01	92.02.17
主任委員	丁克華	92.02.17	93.07.01
局長	吳當傑	93.07.01	97.07.28
局長	李啓賢	97.10.28	-

資料來源：證券期貨局

十一、與國際接軌

在參與國際活動方面，我國係於民國 76 年由當時的財政部證券管理委員會申請加入國際證券管理機構組織（the International Organization of Securities Commission, IOSCO）。當年 8 月證券管理委員會主任委員沈柏齡首次以正式會員身分參加該組織於巴西舉行的第 12 屆年會。從此開始，我國證券主管機關即積極參與國際證券管理機構組織所舉辦的各項會議與活動。民國 83 年 10 月 18 日，時任主任委員戴立寧出席該組織於東京舉行之年會時，成功爭取到由我國主辦國際證券管理機構組織 1997 年年會，該組織第 22 屆年會遂於民國 86 年 11 月 2 日至 11 月 7 日於台北舉行，世界各國證券主管機關及周邊單位的首長及要員齊聚臺北參與盛會，同時也提昇了我國證券市場的國際能見度。

除了積極參與國際活動外，鑒於證券市場的發展日趨國際化，跨國監理合作愈顯重要，因此我國證券主管機關也積極與國外證券主管機關簽署資訊交換瞭解備忘錄（MOU），以加強國際監理合作。自民國 83 年 6 月 20 日由當時財政部證券管理委員會與法國證券管理委員簽署第一個 MOU 以來，目前已與 25 個國外證券主管機

關簽署 MOU 或議定書 (Protocol) 等文書。民國 100 年 3 月 15 日，行政院金融監督管理委員會更獲准成為國際證券管理機構組織 (IOSCO) 多邊瞭解備忘錄 (MMOU) 的簽署國之一，進一步證明我國證券管理相關法令規章幾乎與國際監理制度接軌。

肆、結語

從民國建置到神州淪陷這段期間，因國事紛擾不斷、相關法規未臻完備，以致大陸時期證券市場的運作，或時興時斷，或暴起暴落，始終無法建立一套健全機制。直到政府遷臺後，一方面汲取大陸時期經濟、金融失策的教訓，另一方面參酌美、日先進國家的證券市場業務及管理架構，重新制定證券交易法，在臺灣建立全新的證券市場，轉眼間已逾半個世紀。五十年來臺灣證券市場的發展，從單一的證券交易所以及人工撮合交易的草創階段，到今日除了採用電腦全自動交易系統外，尚擁有包括集中市場、櫃檯買賣市場以及管理未上市 (櫃) 股票的「興櫃股票」等一套完整的交易體系，其間經歷了無數的國內、外金融風暴，政府主管機關也不斷地從中汲取經驗，制定更符合時宜的法令規章以因應多變的市場，並努力推動我國的證券市場更健全且更具競爭力。

證券市場是一個國家經濟發展的櫥窗，更是一個國家產業發展的原動力。在金融市場已然全球化，以及國際資金幾無國界的今天，如何強化證券市場相關法令規章，以提昇臺灣證券市場國際競爭力的同時，又能免受國際金融危機所引起的骨牌效應之波及，將是主管機關未來應努力的課題。

參考資料

1. 維基百科：股市，<http://zh.wikipedia.org/wiki/%E8%82%A1%E5%B8%82>。
2. 維基百科：證券交易所，
<http://zh.wikipedia.org/wiki/%E8%AD%89%E4%BA%A4%E6%89%80>。
3. 15 至 18 世紀的物質文明、經濟和資本主義 (卷二) 第一章：交換的工具，p72。
4. 大紀元電子新聞網，歷史上的今天 (6 月 6 日) ，
<http://www.epochtimes.com/b5/9/6/3/n2546387.htm>。
5. 2010 年 10 月 20 日，新民晚報，作者：張炯，復旦大學聯合市檔案館揭密，“近代上海金融史”，http://big5.xinhuanet.com/gate/big5/www.sh.xinhuanet.com/2010-10/20/content_21176791.htm。

6. 中國基金業發展簡史：集合資產+專家理財，2011年05月12日，來源：《中國証券報》，<http://finance.people.com.cn/fund/BIG5/14616749.html>。
7. 《金融史其實很有趣》選載，2011年04月21日，來源：中國經濟網，http://big5.ce.cn/gate/big5/book.ce.cn/read/finance/jrsqshyq/201104/21/t20110421_22377861_9.shtml。
8. 行政院金融監督管理委員會證券期貨局網站，機關介紹>簡介
http://www.sfb.gov.tw/Layout/main_ch/AllInOne_Show.aspx?path=620&guid=10cf8549-30c3-4aec-8ac2-2c554f217c1f&lang=zh-tw。
9. 行政院經濟建設委員會網站，查詢專區 > 經濟小辭典 > 十九點財經改革方案，
<http://www.cepd.gov.tw/m1.aspx?sNo=0012478>。
10. 臺灣證券交易所網站，歷史介紹：
<http://www.twse.com.tw/ch/about/company/history.php>。
11. 財團法人中華民國櫃檯買賣中心網站，認識櫃檯買賣市場，
<http://www.otc.org.tw/ch/about/introduction/market.php>。
12. 財團法人中華民國櫃檯買賣中心網站，櫃檯買賣股票市場基本概念，
http://www.otc.org.tw/ch/service/faq/q_and_a_01.php。
13. 中華民國證券商業同業公會網站，關於公會 > 證券公會沿革，
<http://www.csa.org.tw/A01/A013.asp>。
14. 證券市場管理之回顧與展望，戴立寧，證券市場發展季刊，財團法人中華民國證券暨期貨發展基金會。
15. 證券業併購之必要性及其衍生問題，國立中山大學企業管理學系碩士論文，呂慶林，p82~86。
16. 臺灣綜合證券商之財務預測與評價，國立臺灣大學會計學研究所碩士論文，陳昭霞，p20~22。
17. 台股風雲起，彭光治，早安財經文化有限公司，p126~129。
18. 塑造嶄新會計師執業環境—會計師法修正案，陳怡均，證券暨期貨月刊，第26卷，第6期。
19. 我國採用國際會計準則專案小組推動進程，呂弦音，證券暨期貨月刊，第29

- 卷，第 1 期。
20. 不得不的趨勢—國際會計準則壓境而來，呂弦音，證券暨期貨月刊，第 27 卷，第 2 期。
21. 臺灣證券交易所網站，關於 IFRSs，我國推動架構，
<http://www.twse.com.tw/ch/listed/IFRS/aboutIFRS.php>。

