

中華民國證券商業同業公會委託專題研究

# 大陸證券公司業務活動 發展趨勢之研究

計畫主持人 林蒼祥

共同主持人 陳惟龍

諮詢顧問 魏寶生

研究人員 葉淑玲

陳恩儀

簡淑芬

2012年1月

財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會

# 目 錄

<b>第一章</b>	<b>緒論</b> .....	<b>1</b>
第一節	研究動機與目的.....	1
第二節	研究方法與範圍.....	4
壹、	研究方法.....	4
貳、	研究範圍.....	5
<b>第二章</b>	<b>中國大陸證券業經營現況之探討</b> .....	<b>8</b>
第一節	證券市場發展沿革.....	8
壹、	中國大陸證券市場發展階段.....	8
貳、	中國大陸證券市場的重大改革措施.....	12
第二節	證券產業趨勢與競爭分析.....	20
壹、	中國大陸證券產業發展歷程.....	20
貳、	中國大陸證券產業競爭分析.....	21
第三節	證券公司主要業務活動與市場規模.....	22
壹、	證券公司設立與經營重要規範.....	23
貳、	證券公司主要業務活動與市場規模.....	27
第四節	中外合資證券公司發展概況.....	43
第五節	小結.....	49
<b>第三章</b>	<b>中國大陸證券業發展趨勢之探討</b> .....	<b>51</b>
第一節	政府監管政策對證券業之影響分析.....	53
壹、	中國大陸證券行業監管政策.....	53
貳、	中國大陸證券監管特色.....	55
第二節	證券業對外開放政策分析.....	56
壹、	加入世界貿易組織(WTO)相關承諾.....	57
貳、	「外資參股證券公司設立規則」及「證券公司設立 子公司試行規定」相關規範.....	57
參、	合格境外機構投資者(Qualified Foreigner Institutional Investors；QFII).....	61
肆、	合格境內機構投資者(Qualified Domestic	

	Institutional Investors ; QDII) .....	62
第三節	十二五規劃對證券業之影響.....	64
	壹、多層次資本市場建置.....	65
	貳、多元金融產品發展.....	70
第四節	證券業務活動之趨勢分析.....	76
	壹、經紀業務.....	78
	貳、承銷業務.....	82
	參、自營業務.....	85
	肆、融資融券業務.....	86
	伍、資產管理業務.....	89
第五節	小結.....	90
<b>第四章</b>	<b>從大陸證券公司業務發展趨勢看台灣證券商之機會.....</b>	<b>91</b>
第一節	台灣證券商前進大陸SWOT分析.....	92
第二節	ECFA 對我證券業發展之影響.....	95
	壹、兩岸金融開放政策.....	95
	貳、借重CEPA 中證券業准入之相關經驗... ..	98
	參、海峽西岸經濟區政策.. ..	101
第三節	台灣證券商前進大陸可行策略分析.....	103
第四節	小結.....	109
<b>第五章</b>	<b>結論與建議.....</b>	<b>111</b>
<b>參考資料.....</b>		<b>117</b>
<b>附錄</b>	<b>財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會召開</b>	
	<b>「從大陸證券業務發展趨勢看國內證券業者之機會與布局」</b>	
	<b>座談會會議紀錄.....</b>	<b>119</b>

## 表目錄

表 2-1: 中國證券市場萌生階段大事紀.....	9
表 2-2: 中國證券市場初步發展階段大事紀.....	10
表 2-3: 中國證券市場進一步規範發展階段大事紀.....	11
表 2-4: 股權分置改革大事紀.....	14
表 2-5: 證券公司之分類與風險管理能力.....	16
表 2-6: 2005 年「公司法」修訂的主要內容.....	19
表 2-7: 2005 年「證券法」修訂的主要內容.....	19
表 2-8: 2010 年度證券公司代理買賣證券業務淨收入前 20 名.....	29
表 2-9: 近三年證券公司經紀業務收入概況.....	30
表 2-10: 證券公司承銷家數與金額變動表.....	31
表 2-11: 2010 年度證券公司股票及債券承銷排名.....	31
表 2-12: 2010 年度證券公司承銷與保薦、併購重組等財務顧問業務的淨收入前 20 名.....	32
表 2-13: 近兩年證券公司自營業務收入情形.....	34
表 2-14: 滬、深證交所融資融券餘額變動表.....	36
表 2-15: 2010 年度證券公司受託管理資金本金總額前 20 名.....	40
表 2-16: 2010 年證券商受託客戶資產管理業務淨收入前 20 名.....	40
表 2-17: 中國大陸中外合資證券公司一覽表.....	46
表 2-18: 中國大陸中外合資證券公司營運概況.....	47
表 3-1: 中國大陸證券業各階段重要行業政策.....	54
表 3-2: 國際板有關大事紀.....	68
表 3-3: 2010 年承銷收入占比 15% 以上的證券公司.....	83
表 4-1: 兩岸證券商規模比較.....	94
表 4-2: 台灣與中國大陸證券之開放狀況比較.....	96
表 4-3: 大陸與香港 CEPA 證券期貨業的具體承諾.....	99

## 圖目錄

圖 1-1:研究流程圖.....	5
圖 3-1:新三板掛牌情形.....	67
圖 3-2:2010 年債券發行結構.....	71
圖 3-3:2005-2010 年債券發行總量.....	71
圖 3-4:2005-2010 年債券發行總額.....	72
圖 3-5:中國大陸股指期貨成交金額.....	76
圖 3-6:中國大陸證券行業總資產及營業收入.....	77
圖 3-7:中國大陸 2007-2010 年證券行業營業收入結構.....	78
圖 3-8:中國大陸證券公司營業收入前十名盈利結構圖.....	78
圖 3-9:中國大陸 2010 年證券行業業務與收入結構圖.....	79
圖 3-10:中國大陸上市證券公司股票佣金率變化.....	79
圖 3-11:新增營業部數量與佣金率關係圖.....	80
圖 3-12:美國證券行業經紀收入占營業收入比重.....	81
圖 3-13:中國證券行業經紀收入規模及占營業收入比重.....	81
圖 3-14:承銷收入占比在 15%以上證券公司數量.....	82
圖 3-15:自營業務收入與二級市場走勢關係.....	85
圖 3-16:滬深兩市融資與融券餘額.....	86
圖 3-17:台灣融資融券餘額.....	87
圖 3-18:中國大陸融資交易額占 A 股市場交易額比例.....	87
圖 3-19:台灣融資融券交易額與市場交易額比例.....	88
圖 3-20:證券公司集合理財產品募集數量與規模.....	89

# 第一章 緒 論

## 第一節 研究動機與目的

大陸股票市場成立時間很短，但卻發展迅速。2000 年底，上海與深圳上市公司市值總額達 5,810 億美元，首次超越台灣；2009 年底，滬深 A 股市場總市值已達 24.27 兆元人民幣，超越日本成為名列美國之後的全球第二大市場。而中國證券業近年來亦脫胎換骨：歷經股權分置改革<sup>1</sup>、建立保證金的第三方存管制度、證券商分類分級管理等改革<sup>2</sup>，各方面均長足進步。以 2010 年底大陸整體證券業的經營情況來看，106 家證券公司全體營業收入為人民幣 1,911 億元、獲利 776 億元，其中代理買賣證券業務淨收入 1,075 億元（56.3%）、承銷與保薦及財務顧問業務淨收入 272 億元（14.2%）、投資收益（含公允價值變動）207 億元（10.8%）。由上數據，可略見其業務發展概況：大陸證券公司營收結構中，仍著重於傳統經紀業務，以 2009 年前五大證券公司為例，經紀淨手續費仍佔其營收比重 60-80% 不等<sup>3</sup>。2010 年承銷及保薦收入人民幣 163.4 億元，為 2009 年 56.09 億元的三倍，佔營收比節節高升，主要原因是 2009 年 7 月新股上市重新啟動，以及同年 10 月創業板市場的設立，為投資銀行業務注入新活力。至於自營業務，自 2008 年以來，證券公司因自營業務的虧損，曝露了許多證券公司風險管理

---

<sup>1</sup> 「股權分置」是指A股市場上市公司的股份被分為兩種類型：一類是社會大眾購買的公開發行股票，可以在證券交易所掛牌交易，稱為流通股；另一類為上市公司公開發行前股東所持有的股份，以國有股居多，僅能透過協議方式轉讓，為非流通股。非流通股的形成與早期的股份制改造具有試驗性質，以及當時國有股缺乏上市流通的內在需求等歷史背景有關。相關法令中對國有股的轉讓加以限制，公司公開發行前股東所持有的股份，包括國家股、法人股、外資股與自然人股等皆暫時不上市流通。此外，對於上市公司的配股，亦根據原始股份是否可流通，劃分為流通股與非流通股，造成大陸證券市場特有的股權分置現象。

<sup>2</sup> 謝明霖，「台資證券商進入大陸市場的省思」，載於證券公會季刊99年第四季，2010年10月，頁20。

<sup>3</sup> 蔡鎮遠，「大陸證券業的經營與發展機會」，載於證券公會季刊99年第四季，2010年10月，頁4。

問題，故證券公司的自營業務現階段處於整頓期。簡言之，目前大陸證券公司經營方式單一、盈利模式同質性高，主要以收取手續費的經紀業務為大宗，當市場競爭激烈時，則不免淪為殺價競爭、看天吃飯的行業。至於融資融券、直投等創新試點業務，僅限於創新類證券公司方可從事，換言之，大陸證券公司的業務活動，仍侷限於較為傳統、專業化程度較低的內容，因此在財務顧問(如併購諮詢等)、財富管理；甚而衍生性金融商品等新種業務範疇內，仍有很大的發展空間。

研究大陸證券公司業務之發展趨勢，可從幾個面向觀察：首先必須了解「十二五」規劃中資本市場未來的藍圖為何？中共對金融市場的開放採取如何態度？今(2011)年初，中國人行副行長暨國家外匯管理局局長易綱表示：將放寬跨境資本交易限制，逐步推動人民幣資本帳可兌換業務，此環節若能打通，市場即可朝國際化發展，在此前提下，台灣資本市場從限制到開放的國際化歷程，或可供大陸參考。其次，儘管兩岸證券市場各有特色且具相當差異<sup>4</sup>，但卻意味著兩岸證券業有多重的合作機會，例如合作承銷企業赴對方市場發行股票或存託憑證；或協助大陸證券業者從事金融產品創新等，本研究重要目的之一，便是從大陸證券業務的發展趨勢中找到國內證券商利基。事實上，自1997年開始，國內證券商就在大陸設立辦事處，目前共計13家證券商在大陸設立25個辦事處，雖然兩岸經濟合作架構協議(Economic Cooperation Framework Agreement，以下簡稱ECFA)早收清單中未將證券業列入，但隨著兩岸正式步入實質合作發展階段，在經合會持續磋商下，若相關市場准入限制得以突破，我證券業者仍有相當大的機會與商機。

---

<sup>4</sup> 台灣高科技公司多且規模小，市值中約有一半屬於該等領域；反之，大陸股市則呈「二八現象」，亦即上市公司總數約20%的金融、能源、資源等大型企業佔市值比例卻高達80%。

2011為中國「十二五」期間（2011~2016）開局之年，就資本市場規劃，有關專家指出：「顯著」提高直接融資比重可望寫入規劃綱要草案之中，亦即在十一五提出「建立多層次市場體系」的基礎上，十二五規劃綱要草案可能提出加快多層次資本市場體系之建設；而日前中國證監會尚福林前主席對監管亦提出八大重點<sup>5</sup>：其中第五點---深入推進市場創新，增強市場發展活力。包括引導證券公司持續提升專業服務能力，鼓勵證券投資顧問業務發展，加快經紀業務轉型升級。拓寬基金銷售渠道和支付模式，促進獨立銷售機構發展。研究規範私募基金的制度安排。穩步發展融資融券業務，逐步將融資融券轉為證券公司常規業務，推出轉融通業務。推進條件具備的商品期貨上市，穩妥推進期貨品種和業務創新。以及第七點---穩步擴大對外開放，深化國際交流合作，即研究制定國際板制度規則，支持境內企業境外直接或間接上市。深入推進證券公司、基金公司香港子公司在境外募集資金進行境內證券投資業務試點等。已約略窺見十二五規劃下的資本市場藍圖，並勾勒出證券業務發展的未來政策走向。有道是：知己知彼，方能百戰百勝。我業者在尋找機會之先，必須全盤掌握大陸證券業務的發展現況與未來可能軌跡，本研究擬針對大陸證券市場各類商品與業務經營的開放條件綜合評估，以便使我證券商了解大陸證券業的經營環境，以及各項創新試點業務的實際運作模式，如此一來，我證券業者可依據自身的條件與優勢，規劃出未來的可能合作模式。

---

<sup>5</sup> 2011年1月14日中國於北京召開全國證券期貨監管工作會議，前主席尚福林從八個方面對2011年，證券期貨監管重點工作做出了具體部署，詳參  
[http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/bgt/xwdd/201101/t20110114\\_190561.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/bgt/xwdd/201101/t20110114_190561.htm)

## 第二節 研究方法與範圍

### 壹、 研究方法

- 一、 資料蒐集：蒐集兩岸相關書籍、期刊、報導與網路資源等，內容包括大陸證券市場的歷史沿革、開放措施、證券公司之業務內容以及未來趨勢等，進行歸納、分析與探討。
- 二、 召開座談會：配合本研究計畫之進行，於2010年7月20日召開「從大陸證券業務發展趨勢看國內證券業者之機會與布局」座談會，邀請學界、業界、主管機關、中華民國證券商業同業公會、台灣證券交易所與櫃檯買賣中心代表參與座談，針對大陸資本市場、證券業特色、主要業務內容的發展與轉變、十二五多層次資本市場的建置，以及兩岸ECFA簽訂後，台灣證券業者的商機等議題進行研討。(座談會會議紀錄請參見附錄)
- 三、 中國參訪與訪問相關業界人士：研究期間適逢本基金會舉辦「2011年中國大陸金融市場海外研習團」(2011.8.26~9.2)，參訪中國證監會、上海證監局、上海證交所、中國金融期貨交易所等機構，研習主題包括中國大陸經濟發展與十二五規劃、中國證券市場發展與前景、中國大陸資產管理市場，以及MOU與ECFA簽訂對兩岸金融業影響，皆與本案研究內容相關，為提升研究品質，研究人員亦隨同前往，並趁隙拜訪中信證券交易與衍生品業務部執行總經理劉慶平先生、資深副總裁盧幸怡小姐、資深副總裁陳冠宏先生，上海元富證券首席代表翁基能先生、日盛嘉富證券首席代表成自龍先生以及代表許恭銘先生，提供本案諸多寶貴意見，相關內容散見各章節，並無另行整理談話實錄。
- 四、 研究流程：本研究計畫之研究流程請參見下圖。

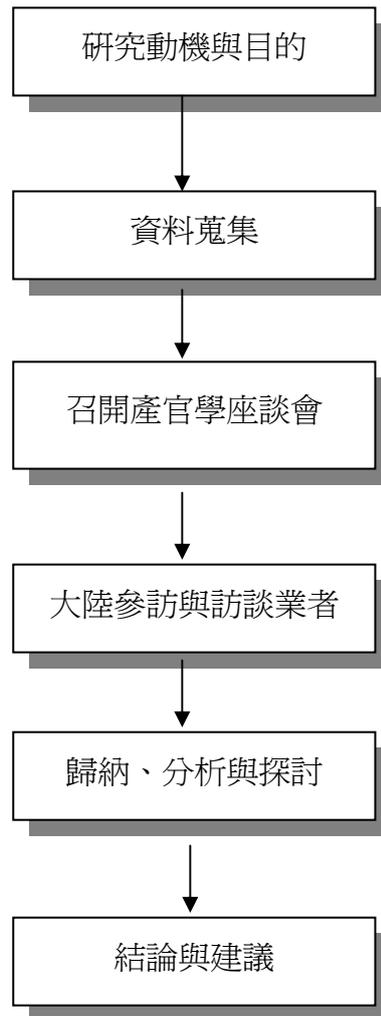


圖1-1 研究流程圖

## 貳、 研究範圍

本研究擬從大陸證券市場的總體環境與證券業的競爭情況加以探討：股權分置的改革使非流通股釋出，大量投資人湧入證券市場，帶動證券市場蓬勃發展；同時，證券公司的經營模式也產生顯著變化，包括行銷與服務意識覺醒、營業據點數量的快速增加、證券公司組織架構的重整與交易方式及服務創新等，這部份探討有助於了解中國大陸證券業務競爭環境之發展與現況。再者；兩岸關係在金融監理MOU順利簽署後已朝正面發展，這對我證券商業務拓展無疑為一大福音，

然兩岸證券業無論在資本實力、主要業務內容與經營模式等均有不同，如何透過兩岸證券商競爭態勢的比較分析，找出我國證券商可發揮的利基業務，雙方在優勢互補的合作條件下，共創雙贏局面，乃為本研究最終目的。

茲將本研究主要研究範圍臚列於下：

1. 中國大陸金融市場的開放、變遷與發展。從大陸證券市場的沿革中，介紹證券業過去的發展歷程與重要的市場改革；並根據中國十二五規劃對資本市場建構的藍圖，以宏觀角度分析大陸證券市場目前總體情勢與未來可能趨勢。
2. 探討現行大陸證券業務的種類與主要內容，包括各項業務的法令規範、經營條件與市場現況，透過對市場各類商品的發展條件與交易規模比較檢視，使我方業者更能掌握大陸證券業務的全貌；此外，針對創新試點項目，基於我證券商在金融產品的創新能力、管理經驗與風險概念優於大陸業者，研究是否能在大陸業務多元開放的階段找到利基市場。
3. 大陸證券市場正處於高速成長階段，是全球業者爭相進入的舞台；而其市場發展模式，充份參考了台灣經驗，透過 ECFA 的洽簽，我業者好比取得了入場券，但該如何發揮本身優勢，與大陸本地證券公司以及外資證券商合作與競逐，是值得關注的課題，本研究擬從大陸證券業務的發展趨勢中找出現階段台灣證券商的可能機會，以及未來可能進入模式，並從中歸納與分析出未來合作模式供業者參考。

本研究報告共分為五章，茲將各章內容簡要說明如下：

第一章：包括研究動機與目的，以及研究方法與界定本研究之範圍。

第二章：說明大陸證券業經營的現況，涵蓋中國證券市場的發展沿革、證券產業趨勢與競爭分析等，此外，從證券公司目前所從事的業務內容與市場規模，亦可推知未來可能的發展趨勢，因此，按經紀、承銷、自營、融資融券、資產管理、國際與其他創新業務為區分，加以闡釋，冀對大陸證券行業的輪廓有一認識。而中外合資證券公司的現況，也可反應大陸當局對外開放的態度，故於本章另闢一節探討之。

第三章：探討大陸證券業的發展趨勢，包括從宏觀與微觀角度加以分析，所謂宏觀面係指證券行業的監管政策、對外開放政策、十二五規劃下對證券業產生的影響，而微觀角度則是從個別業務活動探討下一階段的可能發展。

第四章：本研究除了介紹大陸證券業務的發展與未來趨勢外，更重要的是為國內證券業者找尋可能機會，雖然全資全照尚未被採納，但不表示未來沒有突破的可能性，至於兩岸證券業的合作，該從哪些地區、何種業務、甚至如何選擇合作對象，都必須加以討論，以求最大公約數作為我方與對岸磋商的基準。

第五章：綜合前述幾章，歸納本研究之研究結果，並提出相關建議供主管機關及業者參考。

## 第二章 中國大陸證券業經營現況之探討

### 第一節 證券市場發展沿革

中國大陸從 1970 年代末期開始實施改革開放政策，啟動中國大陸經濟的轉型，從計劃體制轉向市場體制。在轉型的過程中，需要加以搭配的金融制度，證券市場應運而生。依據中國證券監督管理委員會出版的「中國資本市場發展報告」，將中國大陸的證券市場發展區分為萌生、初步發展與進一步發展三個階段，並進一步規劃 2008~2020 年中國資本市場發展的戰略措施，以下將分別介紹。此外，因中國大陸證券市場於 2004 年後歷經多項重大的變革，並開始蓬勃發展，另將近年來中國大陸證券市場的重大改革措施加以彙整說明。

#### 壹、中國大陸證券市場發展階段

##### 一、證券市場的萌生(1978-1992 年)

自 1978 年 12 月中國大陸召開十一屆三中全會起，經濟建設成為國家的基本任務，改革開放成為中國大陸的基本國策。隨著經濟體制的改革，企業對資金的需求日益多樣化，中國大陸證券市場開始萌生，將此階段的重要發展沿革彙整於表 2-1。在發展初期，證券市場處於一種自我演進、缺乏規範與監督的狀態，並且以分隔的區域性試點為主。深圳「8·10 事件」<sup>6</sup>的發生，曝露了前述發展模式的弊端，讓主管當局體認到證券市場須加以規範管理，且有集中統一監管的必要。

---

<sup>6</sup> 1992年8月10日，在深圳有關部門發放新股認購申請表的過程中，因申請表供不應求，加上組織不嚴密與一些舞弊行為，申購人群採取了遊行抗議等過激行為，此為中國大陸政府決定設立全國性證券監督機構的直接原因之一。

表 2-1 中國證券市場萌生階段大事紀

時間	事項
1980年代初期	城市一些小型國有和集體企業開始進行多樣的股份制嘗試，最初的股票開始出現。此時期股票一般按面值發行，且保本、保息與保分紅，到期償還，具有一定債券的特性。發行對象多為內部職工和地方公眾，發行方式多為自辦發行，沒有承銷商。
1981年7月	重新開始發行國債 <sup>7</sup> 。
1982年	少數企業開始自發地向社會或企業內部集資並支付利息，最初的企業債開始出現。
1984年	銀行開始發行金融債。
1986年	股票與債券的櫃檯交易陸續在全國各地出現。
1987年3月	國務院為了規範企業債的發行，頒布「企業債券管理暫行條例」，規定企業債的發行須經中國人民銀行審批，並由中國人民銀行會同國家計劃委員會 <sup>8</sup> 與財政部制定每年全國企業債券發行總額度。
1988年4月	批准7個城市開展個人持有國債的轉讓業務，6月此種轉讓市場延伸到54個大中城市。
1990年	政府允許在有條件的大城市建立證券交易所。上海證券交易所、深圳證券交易所於1990年12月先後開始營業。

資料來源：中國證券監督管理委員會編撰「中國資本市場發展報告」，本研究整理。

## 二、全國性證券市場的形成與初步發展(1993-1998 年)

1992 年 10 月國務院證券管理委員會（以下簡稱國務院證券委）以及中國證券監督管理委員會（以下簡稱中國證監會）成立，使中國大陸證券市場開始逐步納入全國統一監管的框架，由區域性試點推向全國，全國性證券市場開始形成並逐步發展。其後，在監管部門的推動下，發布一系列相關的法律法規以及規章制度，促成證券市場快速發展，將此階段的重要發展沿革彙整於表 2-2。不過，因體制與機制之缺陷所產生的問題也陸續發生，迫切需要進一步的規範與發展。

<sup>7</sup> 1954-1958年，中國大陸政府連續5年發行國家經濟建設公債，總額人民幣35.54億元。

<sup>8</sup> 為目前國家發展和改革委員會之前身。

表 2-2 中國證券市場初步發展階段大事紀

時間	事項
1992年10月	設立國務院證券委以及中國證監會；12月，國務院發布「關於進一步加強證券市場宏觀管理的通知」，確立了中央政府對證券市場統一管理的體制。
1993年	中國證監會陸續發布一系列證券期貨市場法規與規章，包括於4月頒布「股票發行與交易管理暫行條例」；6月頒布「公開發行股票公司資訊披露實施細則」；8月發布「禁止證券欺詐行為暫行辦法」等。
1997年11月	召開的全國金融工作會議確定了金融體系中銀行業、證券業以及保險業分業經營與分業管理的原則。
1998年4月	國務院證券委撤銷，其全部職能及中國人民銀行對證券經營機構的監管職能同時劃歸中國證監會。中國證監會成爲全國證券期貨市場的監管部門，吸收全國各地的證券管理辦公室與期貨管理辦公室，在全國設立了36個派出機構，建立了集中統一的證券期貨市場監管體制。

資料來源：中國證券監督管理委員會編撰「中國資本市場發展報告」，本研究整理。

### 三、證券市場的進一步規範與發展(1999-2007 年)

「中華人民共和國證券法」於 1998 年 12 月頒布並於 1999 年 7 月實施，以法律形式確認了證券市場的地位。在此階段，中國大陸圍繞完善社會主義市場經濟體制與全面建設小康社會進行持續改革，隨著經濟體制的深入改革，國有與非國有股份公司不斷進入證券市場。2001 年 12 月中國大陸加入世界貿易組織，經濟走向全面開放，金融改革不斷深化，證券市場的深度與廣度日益拓展。國務院於 2004 年 1 月發布「關於推進資本市場改革開放和穩定發展的若干意見」，代表中央政府對證券市場發展的高度重視。股權分置改革等一系列基礎性制度建設使證券市場的運行更加符合市場化規律；合資證券經營機構的出現以及合格境外機構投資者等制度的實施進一步推動中國大陸證券市場的對外開放與國際化進程。將此階段的重要發展沿革，整理彙整於表 2-3。

表 2-3 中國證券市場進一步規範發展階段大事紀

時間	事項
1998年12月	頒布「中華人民共和國證券法」，並於1999年7月實施。
2000年9月	中國證監會為進一步加強證券期貨市場的稽查辦案工作，設立天津、瀋陽、上海、濟南、武漢、廣州、深圳、成都以及西安等9個稽查局，負責調查轄區內證券期貨違法違規案件。
2002年	中國證監會增設專司查處市場操縱以及內幕交易的機構，亦即稽查二局。原稽查局更名為稽查一局，負責調查欺詐發行證券、虛假陳述與違法違規案件。
2002年12月	實施QFII制度，允許經批准的境外機構投資者投資中國大陸證券市場。
2004年1月	國務院發布「關於推進資本市場改革開放和穩定發展的若干意見」。
2004年	中國證監會改變跨區域監管體制，實行按行政區域設監管局，同時加強監管局的監管職責，初步建立與地方政府協作的綜合監管體系。
2006年5月	實施QDII制度，允許經批准的境內機構投資於境外證券市場。
2007年	中國證監會為適應市場發展的需要，再度改革證券執法體制，建立集中統一指揮的稽查體制，設立中國證監會行政處罰委員會、首席稽查辦公室與稽查總隊，並增加各地證監局的稽查力量。
2010年3月	公布首批6家融資融券試點證券公司名單

資料來源：中國證券監督管理委員會編撰「中國資本市場發展報告」，本研究整理。

#### 四、資本市場發展之戰略措施(2008-2020年)

規劃上共計分為八大點，條列如下：

- (一)正確處理政府與市場的關係，完善法律和監管體系，建設公平、透明、高效的市場。執行細項包括：1.進一步簡化行政審批，培育市場化發行和創新機制；2.完善法律體系，加大執法力度；3.加強監管隊伍建設，提高監管效率；4.加強監管協調，防範金融風險。
- (二)大力推進多層次股票市場體系建設，滿足多元化的投融資需求。執行細項包括：1.大力發展主板市場；2.繼續推進中小企業板建設；3.加快推動創業板建設；4.構建統一監管下的全國性場外交易市場；5.建立適應不同層次市場的交易制度和轉板制度；6.完善登

記、託管和結算體系。

(三)推動債券市場的市場化改革，加快債券市場的發展。執行細項包括：1.完善監管體制，改善發行制度；2.建立健全債券市場主體的信用責任機制；3.建立統一互聯的債券交易結算體制；4.豐富債券品種，完善債券投資者結構。

(四)積極穩妥地發展商品期貨及金融衍生品市場。執行細項包括：1.完善期貨品種體系，穩步發展金融衍生品；2.健全期貨市場交易機制；3.優化投資者結構。

(五)促進上市公司健康發展。執行細項包括：1.加強公司信息披露；2.完善公司治理結構；3.推動併購重組市場規範發展；4.完善上市公司退市制度。

(六)促進公平和有效競爭格局的形成，建設有國際競爭力的證券期貨業。執行細項包括：1.進一步放鬆管制，營造有利於創新和公平競爭的環境；2.完善證券期貨經營機構的治理結構；3.完善風險管理制度，拓寬業務範圍，推動證券公司提高核心競爭力；4.繼續大力發展機構投資者；5.培養資本市場專業人才。

(七)穩步推進對外開放，建設有國際競爭力的資本市場。執行細項包括：1.堅持對外開放，把握好對外開放的節奏；2.在風險可控的前提下，有選擇性地探索走出去的路徑；3.加強國際監管合作。

(八)推進資本市場文化建設，營造有利於資本市場持續發展的生態環境。執行細項包括：1.加強投資者教育；2.建設健康的股權文化和誠信環境。

## 貳、中國大陸證券市場的重大改革措施

自 2001 年起，中國股票市場進入持續低迷狀態，一些結構性矛

盾日益顯現，為解決前述問題，中國國務院於 2004 年 1 月 31 日發布「關於推進資本市場改革開放和穩定發展的若干意見」(以下簡稱「若干意見」)，其主要內容包括發展證券市場的意義、發展證券市場的原則與方針，並提出了證券市場改革開放與穩定發展的任務，也確立了尊重市場規律解決股權分置問題的基本原則。其後，中國大陸證券市場進行了一系列的改革，主要包括實施股權分置改革、提高上市公司質量、對證券公司綜合治理、股票發行體制改革、基金業市場化改革及機構投資者發展等。並著手修訂與證券市場監管相關的法規與規章，修定後的「公司法」與「證券法」於 2006 年開始實施，以下就近幾年中國證券市場的重大改革加以說明。

## 一、股權分置改革

股權分置是指 A 股市場上市公司的股份被分成兩類性質，一類是社會公眾購買的公開發行股票，可以在證券交易所掛牌交易，稱為可流通股；另一類是上市公司公開發行前股東所持股份（其中絕大多數為國有股），只能通過協議方式進行轉讓，稱為非流通股。非流通股的形成與早期的股份制改革具有試驗性質以及當時國有股缺乏上市流通的內在需求等歷史背景有關。

公司於上市時在其「招股說明書」或者「上市公告書」中承諾，「根據法律、法規的規定和中國證監會的核准股票發行通知，本公司公開發行前股東所持股份（國家股、法人股、外資股、自然人股等）暫不上市流通。」同時，公司上市後，通過配股所獲得的股份，仍然依據其原始股份是否可流通劃分為非流通股與流通股。因此，形成了股權分置的格局。股權分置在諸多方面限制了中國證券市場的發展以及國有資產管理體制的變革，隨著新股發行上市的不斷累積，其對證券市

場改革開放與穩定發展的不利影響亦日益突出。若以股權分置改革前的 2004 年底資料進行分析，中國大陸上市公司總股本為 7,149 億股，其中非流通股份 4,543 億股，占 64%，國有股份在非流通股份中占 74%。因此，2005 年 4 月 29 日證監會宣布「關於上市公司股權分置改革試點有關問題的通知」，啟動股權分置的改革，將中國大陸股權分置改革的重要歷程列示於表 2-4。

**表 2-4 股權分置改革大事紀**

時間	改革情形
2005/04/29	中國證監會發布「關於上市公司股權分置改革試點有關問題的通知」，啟動股權分置改革試點。
2005/05/08	上海、深圳證券交易所與中國證券登記結算公司發布「上市公司股權分置改革試點業務操作指引」，隨後，三一重工、紫江企業、金牛能源以及清華4家公司成爲第一批改革試點公司。
2005/06/10	三一重工的改革方案獲得高票通過，成爲成功實施股權分置改革的第一家上市公司。
2005/06/16	中國證監會發布「上市公司回購社會公眾股份管理辦法（試行）」，爲上市公司股權分置改革營造良好的市場環境。
2005/06/17	國務院國有資產管理委員會（簡稱國資委）發布「關於國有控股上市公司股權分置改革的指導意見」。
2005/06/19	第二批股權分置改革試點工作正式啓動，42家上市公司進行試點名單。
2005/08/23	中國證監會、國資委、財政部、中國人民銀行與商務部聯合發布「關於上市公司股權分置改革的指導意見」，中國證監會發布「上市公司股權分置改革管理辦法」，股權分置改革全面推進。
2005/09/06	上海、深圳證券交易所與中國證券登記結算公司聯合發布「上市公司股權分置改革業務操作指引」。
2005/09/12	40家上市公司宣布進入改革程式，股權分置改革穩妥推進。
2005/11/05	中國證監會與商務部聯合發布「關於上市公司股權分置改革涉及外資管理有關問題的通知」，規範外商投資上市公司的股權分置改革。
2005/11/22	深圳證券交易所中小企業板50家上市公司完成股權分置改革。
2006/05/08	「上市公司證券發行管理辦法」施行，對完成股權分置改革的上市公司恢復再融資。
2006/05/24	中工國際工程股份有限公司發布招股說明書，成爲「新老劃斷」 <sup>9</sup> 後的首例新股發行，市場融資功能全面恢復。
2007/12/31	已完成或進入股權分置改革程式的上市公司市值占應改革上市公司總市值的比重達到98%，股權分置改革基本完成。

資料來源：中國證券監督管理委員會編撰「中國資本市場發展報告」。

<sup>9</sup>「新老劃斷」係指股權分置改革基本完成後，新上市的股票實施全流通，不再做流通股與非流通股的區分。

## 二、提高上市公司質量

為全面提高上市公司的質量，中國國務院於 2005 年 11 月批轉中國證監會「關於提高上市公司質量的意見」，從 2006 年 3 月起，中國證監會進行一連串加強上市公司治理、提高上市公司質量的措施。包括完善上市公司監管體制、強化資訊揭露、規範公司治理<sup>10</sup>、解決上市公司「清欠」問題<sup>11</sup>、建立股權激勵機制以及推動市場化併購重組等。

## 三、證券公司綜合治理

過去中國大陸的證券公司隨意挪用客戶交易結算資金與證券、違規理財以及股東與關係人佔用資金等違法違規現象屢有發生。中國證監會為加強對證券公司的治理，從 2004 年 8 月起，將全國 130 多家證券公司劃分為 A、B、C、D 四類，A 類是創新類證券公司，在通過審批的前提下有資格從事各項創新活動；B 類是規範類證券公司，有資格參與股票發行詢價、開展資產管理、通過銀行間市場融資等業務；C 類為高度風險類證券公司；D 類為處置類證券公司，其中 C 類與 D 類證券公司是綜合治理的重點對象。

此外，主管機關另實行客戶交易結算資金等三方存管制度、改革國債回購、資產管理、自營等基本業務制度，建立證券公司財務資訊揭露與基本信息公示制度，完善以淨資本為核心的風險監控與預警制

---

<sup>10</sup> 為完善公司治理，中國證監會陸續制定相關規章，包括「上市公司章程指引」、「股東大會規範意見」、「上市公司治理準則」等，並引進獨立董事制度。在股權分置改革開始後，中國證監會修訂了「上市公司股東大會規則」、「上市公司章程指引」等規章，使上市公司治理結構的框架與原則基本確立。

<sup>11</sup> 為有效解決業已存在的嚴重影響上市公司健康發展的大股東及其關係人侵佔上市公司資金問題，中國證監會制定嚴格限制控股股東及其他關係人佔用上市公司資金的規定，實行「以股抵債」試點，同時於「刑法」中亦增加「侵佔上市公司資產罪」的規定，加重對大股東與實際控制人侵佔上市公司資產行為的責任追究。

度，加強對證券公司高階人員與股東的監督等。2007年7月中國證監會依據證券公司風險管理能力評價計分的高低，將證券公司分為A（AAA、AA、A）、B（BBB、BB、B）、C（CCC、CC、C）、D、E等5大類11個級別。將前述五類證券公司及其相對應的風險管理能力，以表2-5加以列示。

表 2-5 證券公司之分類與風險管理能力

類別	風險管理能力
A	風險管理能力高，應對市場變化的能力強，在新業務、新產品方面具有較強風險控制能力的證券公司。
B	風險管理能力較好地覆蓋其現有業務規模，應對市場變化能力較強的公司。
C	風險管理能力與其現有業務規模基本匹配，應對市場變化能力一般的公司。
D	風險管理能力低，潛在風險可能超過公司可承受範圍的公司。
E	潛在風險已經變為現實風險，已被採取風險處置措施的公司。

資料來源：中國證券監督管理委員會編撰「中國資本市場發展報告」，本研究整理。

#### 四、股票發行體制改革

1990年到2000年期間，中國證券市場處於建立與發展初期，股票發行實行審批制，2001年3月新股發行正式實施核准制，同時股票發行定價制度由行政主導轉變為市場主導。其改革的歷程包括：

##### (一)發行審核制度透明化

2004年2月中國正式實施「證券發行上市保薦制度暫行辦法」，建立了保薦機構與保薦代表人責任機制，規定股份有限公司首次公開發行股票與上市公司發行新股、可轉換公司債券均需保薦機構與保薦代表人保薦。保薦代表人由滿足一定條件與資格的證券從業人員擔任。凡具有兩個以上保薦人，並具有推薦企業發行上市資格的證券公司可成為保薦機構。

## (二)證券發行的市場約束機制得到強化

2006年中國先後推出「上市公司證券發行管理辦法」、「首次公開發行股票並上市管理辦法」、「證券發行與承銷管理辦法」及相關配套措施，形成了全流通模式下的新股發行體制，包括引進上市公司市價增發機制與配股發行失敗機制、嚴格保薦責任、取消輔導期限一年的強制要求、改進融資方式與工具創新、推出可分離交易的可轉換公司債、實施新股詢價、向戰略投資者定向配售、境內境外市場同步發行上市、超額配售選擇權試點、非公開發行與股本權證等制度安排。

## (三)發行定價機制逐步市場化

中國證監會於2004年底發布「關於首次公開發行股票試行詢價制度若干問題的通知」，對股票發行價格取消核准，實行詢價制。2006年9月發布的「證券發行與承銷管理辦法」進一步規範首次公開發行股票的詢價、定價以及股票配售等環節，使詢價制度更為完善，並加強對發行人、證券公司、證券服務機構與投資者參與證券發行行為的監管。

## 五、基金業市場化改革及機構投資者發展

從2000年起，中國證監會提出「超常規發展機構投資者」，並將其作為改善證券市場投資者結構的重要措施。其重要的改革與發展過程包括：

### (一)基金業市場化改革

2002年中國證監會改革基金審核制度，簡化審批程式，引進專家評審制度，使基金產品的審批過程漸趨制度化、透明化、專業化與規範化。2003年以後將審核制度進一步簡化，逐步與國際市場通行的註

冊制接軌。

## (二)對外開放穩定發展，形成有效競爭格局

中國大陸於 2002 年 12 月建立合格境外機構投資者(Qualified Foreign Institutional Investor, QFII)制度，允許經批准的境外機構投資者投資中國證券市場。另於 2006 年 5 月建立合格境內機構投資者(Qualified Domestic Institutional Investor, QDII)制度，允許經批准的境內機構投資者投資於境外證券市場。此外，於 2002 年 7 月開始施行「外資參股基金管理公司設立規則」。

## (三)其他機構投資者的發展

隨著證券市場的發展，保險、社保基金以及企業年金等機構投資者逐步進入證券市場，初步改善證券市場的投資者結構及各類機構投資者發展不平衡的局面。

## 六、證券市場法律體系逐步完善

1994 年實施的「公司法」與 1999 年實施的「證券法」是規範中國大陸證券市場的兩部重要法律，惟隨著金融體制的不斷改革以及社會主義市場經濟的發展，兩部法律已不能完全符合市場的需要，而有修訂的必要。故於 2005 年 10 月全國人大修訂公布「公司法」與「證券法」，並於 2006 年 1 月 1 日開始實施，該次兩部法律的主要修訂內容參見表 2-6 與表 2-7。

**表 2-6 2005 年「公司法」修訂的主要內容**

- 修改公司設立制度，廣泛吸引社會資金，促進經濟發展與擴大就業。
- 完善公司法人治理結構，健全內部監督制約機制，提高公司運作效率。
- 健全股東合法權益與社會公共利益的保護機制，鼓勵投資。
- 規範上市公司治理結構，嚴格上市公司及其有關人員的法律義務與責任，推進資本市場的穩定健康發展。
- 健全公司融資制度，充分發揮資本市場對國民經濟發展的推動作用。
- 調整公司財務會計制度，滿足公司營運與監督管理的實際需要。
- 完善公司合併、分立與清算制度，在保護債權人合法權益的基礎上，為資本重組與流動提供便利。
- 強調公司的社會責任，確立有關人員的誠信準則，促進社會信用制度建設，維護市場經濟秩序與社會公共利益。
- 建立職工與公司管理層的溝通管道，切實保護職工利益。
- 允許設立一人有限責任公司。

資料來源：中國證券監督管理委員會編撰「中國資本市場發展報告」。

**表 2-7 2005 年「證券法」修訂的主要內容**

- 擴大「證券法」的調整範圍。將證券衍生品的發行、交易納入調整範圍。
- 放寬分業經營限制，在堅持分業管理的前提下，放寬對證券業與銀行業、信託業、保險業相互融合的限制。
- 完善證券發行、交易與登記結算制度、規範市場秩序。明確界定公開發行行為，為打擊非法發行行為提供法律依據，為建立多層次資本市場體系留下空間。
- 完善上市公司的監管制度，提高上市公司質量。提高發行審核透明度，建立證券發行上市保薦制度，增加上市公司控股股東或實際控制人、上市公司董事、監事、高級管理人員誠信義務的規定與法律責任。
- 加強對證券公司監管，防範與化解證券市場風險。健全證券公司內控制度，保證客戶資產安全，明確證券公司高級管理人員任職資格管理制度，增加對證券公司主要股東的資格要求，補充與完善對證券公司的監管措施。
- 加強對投資者特別是中小投資者權益保護。建立證券投資者保護基金制度，明確對投資者損害賠償的民事責任制度。
- 完善證券監督管理制度，增加執法手段，擴大監管權力，明確相應責任。
- 強化證券違法行為的法律責任，打擊違法犯罪行為。明確規定證券發行與交易中的賠償責任，追究控股股東或實際控制人的民事責任與行政責任，增加證券公司的責任規定，加大上市公司、證券公司有關高級管理人員與直接責任人員的責任，規定證券市場禁入制度。

資料來源：中國證券監督管理委員會編撰「中國資本市場發展報告」。

此外，配合「公司法」與「證券法」的修訂，全國人大、國務院各部委對相關法律法規與規章進行調整。全國人大通過了「刑法修正

案（六）」，進一步明確上市公司、證券期貨經營機構嚴重違法行為的刑事責任，加重對市場操縱行為的懲處。同時修訂「中華人民共和國企業破產法」規範企業的破產行為，保護各方當事人利益。中國證監會推動與「公司法」、「證券法」相銜接的行政法規的起草與制定工作，整合相關規章、規範性文件與自律規則，陸續頒布「中國證券監督管理委員會凍結、查封實施辦法」、「上市公司治理準則」、「上市公司股東大會規則」、「上市公司章程指引」、「上市公司非公開發行股票實施細則」、「證券公司董事、監事和高級管理人員任職資格監管辦法」、「證券結算風險基金管理辦法」等規章與規範性文件。

## 第二節 證券產業趨勢與競爭分析

### 壹、中國大陸證券產業發展歷程

在中國大陸證券市場的萌生階段，隨著證券發行的增加以及投資者人數的擴大，證券流通的需求亦日漸強烈，股票的櫃檯交易陸續於全國各地出現。1986年瀋陽市信託投資公司率先開辦代客買賣股票與債券、企業債券抵押融資業務。同年9月，中國工商銀行上海市信託投資公司靜安證券業務部首先對其代理發行的飛樂音響公司與延中實業公司的股票開展櫃檯掛牌交易。

1987年9月，大陸第一家專業證券公司—深圳特區證券公司成立。1988年為推廣國債的轉讓，中國人民銀行撥出資金於各省設置33家證券公司，財政系統亦成立一批證券公司，此為中國大陸最早的證券公司，其主要業務為國債的經營。

隨著全國性市場的形成與擴大，證券仲介機構也隨之增加。1992年9月起，由中國工商銀行、中國農業銀行與中國建設銀行聯合發起組

建國泰、華夏與南方三家全國性證券公司。其後，證券公司數量急速增加，其股東的背景基本上為銀行、地方政府與有關部委，業務包括證券經紀、承銷與自營等業務。隨著股票交易日趨活絡，成交金額由1992年的683億人民幣，至2000年達約6兆元人民幣，證券公司家數亦於2000年達100家，至2004年底達133家。

從2002年初到2005年底，中國大陸證券市場處於低迷的環境，證券公司亦歷經連續四年整體虧損的局面。此外，證券公司在發展過程中，同時累積許多的矛盾與問題，例如一些證券公司隨意挪用客戶交易結算資金與證券、違規理財以及股東與關係人佔用資金等違法違規現象屢有發生。前述問題於2004年前後充分暴露，嚴重影響證券產業的生存與發展。因此，中國證監會於2004年制定創新類與規範類證券公司的評審標準，進行全面的證券公司綜合治理，積極處置多家風險顯露、自救無望或嚴重違規的高風險證券公司，並推動證券公司的併購與重組。至2005年底，證券公司家數減少為116家。直到2006年，證券公司才扭轉了連續四年整體虧損的局面。

## 貳、中國大陸證券產業競爭分析

若以證券產業間的競爭角度觀察，中國大陸證券公司數量眾多，集中度不高，且業務種類相對單一，收入主要來自經紀、承銷、自營和資產管理業務，創新業務占收入比率仍然較低，盈利模式差異化尚不顯著，行業同質化競爭非常激烈。在證券公司綜合治理結束後，眾多證券公司已通過收購兼併、增資擴股、發行上市等方式迅速擴大資本規模，提升競爭力。在發行上市方面，截至2011年6月底中國大陸證券公司計有106家，計有15家上市證券公司，其中九家（太平洋證券、西南證券、中信證券、國金證券、海通證券、光大證券、招商證

券、華泰證券以及興業證券)於上海證券交易所上市，其餘六家(宏源證券、東北證券、國元證券、廣發證券、長江證券以及山西證券)於深圳證券交易所上市。

若以證券產業與其他金融產業間的競爭角度觀察，中國大陸資本市場的逐步開放，商業銀行、保險公司和其他非金融機構向證券業務的滲透，亦提高證券產業間的競爭。如在承銷業務方面，2010年債券主承銷金額排名前十名中，商業銀行佔八席，而證券公司只有中信證券和中金公司分列第8和第9位。另在資產管理業務方面，商業銀行憑藉資本和據點優勢，理財產品發行規模遠超過證券行業集合理財發行規模<sup>12</sup>。

此外，若與國際大型金融服務機構相比，中國大陸證券公司的規模仍然普遍偏小，在產品創新、業務創新、組織創新等方面受到較多限制，整體創新能力不足，核心競爭力仍有待提升。

### 第三節 證券公司主要業務活動與市場規模

中國大陸目前對證券公司設立與經營的法規，主要包括2005年修訂公布的「中華人民共和國證券法」、2001年發布的「證券公司管理辦法」、2008年公布的「證券公司監督管理條例」以及其他針對各項業務分別發布的相關規範。本節除介紹中國大陸證券公司設立與經營重要規範外，並就目前證券公司的業務種類區分為經紀、承銷、自營、融資融券、資產管理、國際業務以及其他創新業務等，針對個別市場現況加以介紹。

---

<sup>12</sup> 參閱中信證券股份有限公司2010年年度報告。

## 壹、證券公司設立與經營重要規範

### 一、證券公司業務範圍

依據「中華人民共和國證券法」第一百二十五條規定，目前中國大陸證券公司可以經營的業務包括證券經紀、證券投資諮詢、與證券交易、證券投資活動有關的財務顧問、證券承銷與保薦、證券自營以及證券資產管理等<sup>13</sup>。

### 二、證券公司的分類管理

依據中國證監會於 2001 年發布的「證券公司管理辦法」，對證券公司實行分類管理，將證券公司分為經紀類證券公司和綜合類證券公司，並按照其分類頒發業務許可證。其中經紀類證券公司僅能從事證券經紀業務，綜合類證券公司除經紀業務外，還可從事自營、承銷、投資諮詢、財務顧問、受託投資管理等業務。證券公司可以是有限責任公司或股份有限公司，經中國證監會批准，證券公司可以變更公司形式。

### 三、最低資本

依據「中華人民共和國證券法」第一百二十七條規定，證券公司經營證券經紀業務，其註冊資本最低限額為人民幣五千萬元。經營承

---

<sup>13</sup> 「中華人民共和國證券法」第一百二十五條：

經國務院證券監督管理機構批准，證券公司可以經營下列部分或者全部業務：

- (一) 證券經紀；
- (二) 證券投資諮詢；
- (三) 與證券交易、證券投資活動有關的財務顧問；
- (四) 證券承銷與保薦；
- (五) 證券自營；
- (六) 證券資產管理；
- (七) 其他證券業務。

銷、自營與證券資產管理其中一項業務者，註冊資本最低限額為人民幣一億元；若經營前述業務中兩項以上者，註冊資本最低限額為人民幣五億元<sup>14</sup>。

#### 四、設立規範

##### (一)經紀類證券公司

設立經紀類證券公司，其證券從業資格的從業人員不少於十五人，並有相應的會計、法律、電腦專業人員；並須符合中國證監會規定的電腦資訊系統、業務資料報送系統<sup>15</sup>。

##### (二)專門從事網上證券經紀業務的證券公司

設立專門從事網上證券經紀業務的證券公司，除應符合設立經紀類證券公司相關規範外，尚須符合下列條件：

- 證券公司或經營規範、信譽良好的資訊技術公司出資不得低於擬設立的網上證券經紀公司註冊資本的百分之二十。
- 有符合中國證監會要求的網路交易硬體設備和軟體系統。
- 有十名以上電腦專業技術人員並能確保硬體設備和軟體系統安全、穩定運行。
- 高級管理人員中至少有一名電腦專業技術人員<sup>16</sup>。

---

<sup>14</sup> 「中華人民共和國證券法」第一百二十七條：

證券公司經營本法第一百二十五條第（一）項至第（三）項業務的，註冊資本最低限額為人民幣五千萬元；經營第（四）項至第（七）項業務之一的，註冊資本最低限額為人民幣一億元；經營第（四）項至第（七）項業務中兩項以上的，註冊資本最低限額為人民幣五億元。證券公司的註冊資本應當是實繳資本。

國務院證券監督管理機構根據審慎監管原則和各項業務的風險程度，可以調整註冊資本最低限額，但不得少於前款規定的限額。

<sup>15</sup> 參見中國證監會發布的「證券公司管理辦法」第六條。

<sup>16</sup> 參見中國證監會發布的「證券公司管理辦法」第七條。

### (三)綜合類證券公司

設立綜合類證券公司應規範業務分開管理制度，確保各類業務在人員、機構、資訊和帳戶等方面有效隔離；具備相應證券從業資格的從業人員不少於五十人，並有相應的會計、法律、電腦專業人員；且須符合中國證監會規定的電腦資訊系統、業務資料報送系統<sup>17</sup>。

### 五、證券從業人員管理

依據中國證監會發布「證券公司管理辦法」之規定，證券公司從業人員從事證券業務必須取得相應的證券從業資格。其中申請證券從業資格的條件須年滿 18 歲；具有大學專科以上學歷，或高中畢業並有二年以上工作經歷；並通過中國證監會或其認可機構組織的資格考試。

此外，中國證監會對證券公司高級管理人員實行任職資格管理，須取得一種證券從業資格，並從事證券工作 3 年以上；或未取得證券從業資格證書者，應從事證券或證券相關工作 5 年、或金融工作 8 年或經濟工作 10 年以上<sup>18</sup>。

### 六、內部控制

依據「中華人民共和國證券法」第一百三十六條規定，證券公司應當建立健全內部控制制度，採取有效隔離措施，防範公司與客戶之間、不同客戶之間的利益衝突。證券公司必須將其證券經紀業務、證券承銷業務、證券自營業務和證券資產管理業務分開辦理，不得混合操作。

另依據「證券公司管理辦法」第二十七條規定，證券公司應當建立獨立董事制度，且若證券公司之董事長與總經理為同一人，或內部

---

<sup>17</sup>參見中國證監會發布的「證券公司管理辦法」第八條。

<sup>18</sup>參見中國證監會發布的「證券公司管理辦法」第二十、二十一、二十三條。

董事占董事人數五分之一以上時，獨立董事人數不得少於董事人數的四分之一。其中，獨立董事是指不在公司擔任除董事外的其他職務，並與公司及公司主要股東不存在可能妨礙其獨立性關係的董事。此外，依據「證券公司治理準則（試行）」第三十條規定，內部董事不得超過董事人數的二分之一。其中，內部董事是指在證券公司同時擔任其他職務的董事。

## 七、風險管理

依據「證券公司管理辦法」第三十三條規定，證券公司必須遵守下列財務風險監管指標：

- (一)綜合類證券公司的淨資本不得低於兩億元。經紀類證券公司的淨資本不得低於兩千萬元。
- (二)證券公司淨資本不得低於其對外負債的百分之八。
- (三)證券公司流動資產餘額不得低於流動負債餘額（不包括客戶存放的交易結算資金和受託投資管理的資金）。
- (四)綜合類證券公司的對外負債（不包括客戶存放的交易結算資金和受託投資管理的資金）不得超過其淨資產額的九倍。
- (五)經紀類證券公司的對外負債（不包括客戶存放的交易結算資金）不得超過其淨資產額的三倍。

其中淨資本是指證券公司淨資產中具有高流動性的部分，有關淨資本的計算規則另由中國證監會於2006年7月20日發布「證券公司淨資本計算表」和「證券公司風險控制指標監管報表」予以規範。

## 八、禁止從事行為

依據「中華人民共和國證券法」規定，證券公司禁止從事的行為主要包括以下四項：

#### (一)禁止全權委託

證券公司辦理經紀業務，不得接受客戶的全權委託而決定證券買賣、選擇證券種類、決定買賣數量或者買賣價格<sup>19</sup>。

#### (二)禁止承諾收益或者損害賠償

證券公司不得以任何方式對客戶證券買賣的收益或者賠償證券買賣的損失作出承諾<sup>20</sup>。

#### (三)禁止場外接受客戶委託

證券公司及其從業人員不得未經過其依法設立的營業場所私下接受客戶委託買賣證券<sup>21</sup>。

#### (四)禁止欺詐客戶

禁止證券公司及其從業人員從事損害客戶利益的欺詐行為<sup>22</sup>。

## 貳、證券公司主要業務活動與市場規模

### 一、經紀業務

---

<sup>19</sup> 參見「中華人民共和國證券法」第一百四十三條。

<sup>20</sup> 參見「中華人民共和國證券法」第一百四十四條。

<sup>21</sup> 參見「中華人民共和國證券法」第一百四十五條。

<sup>22</sup> 「中華人民共和國證券法」第七十九條：

禁止證券公司及其從業人員從事下列損害客戶利益的欺詐行為：

- (一) 違背客戶的委託為其買賣證券；
- (二) 不在規定時間內向客戶提供交易的書面確認檔；
- (三) 挪用客戶所委託買賣的證券或者客戶帳戶上的資金；
- (四) 未經客戶的委託，擅自為客戶買賣證券，或者假借客戶的名義買賣證券；
- (五) 為牟取佣金收入，誘使客戶進行不必要的證券買賣；
- (六) 利用傳播媒介或者通過其他方式提供、傳播虛假或者誤導投資者的資訊；
- (七) 其他違背客戶真實意思表示，損害客戶利益的行為。

欺詐客戶行為給客戶造成損失的，行為人應當依法承擔賠償責任。

經紀業務為目前中國大陸證券公司的主要業務，由 2010 年度代理買賣證券業務淨收入前 20 名(參見表 2-8)證券公司來看，經紀業務淨收入占其營業收入之比率幾乎皆超過五成，且往往高達七、八成。若以全體市場進行分析，證券經紀業務淨收入占全體證券公司總營業收入之比率仍有 55.86%。其中，2010 年證券經紀業務淨收入排名第一的銀河證券之市占率為 5.24%，前十大證券公司的市占率為 39.82%，若與臺灣前十大證券商之市占率超過五成相比，中國大陸證券公司在經紀業務方面仍不至於過度集中於前幾大證券公司。

另由最近三年度中國大陸全體證券公司在經紀業務的淨收入，與全體證券公司營業收入進行比較，可以發現經紀業務淨收入占營業收入之比率自 2008 年至 2010 年分別為 71.65%、69.59%與 55.86%，呈逐年下降之趨勢。若進一步與最近三年之全體市場股票成交金額加以比較，發現於 2008 年受全球金融海嘯影響下，股票成交金額萎縮至約 26 兆元人民幣，較 2007 年約 46 兆元人民幣減少達 43.48%。但是，於 2009 年證券市場反彈，股票成交金額增加超過一倍，約達 54 兆元人民幣，惟證券公司經紀業務淨收入卻僅增加 62.02%，甚至於 2010 年在股票成交金額增加的情況下，證券公司經紀業務淨收入竟然下跌約 24.67%(參見表 2-9)。探討其原因，主係近年來中國大陸證券公司以降低佣金方式爭取客戶，平均佣金水準愈來愈低所致。

有鑑於此，中國證券業協會於 2010 年 10 月 7 日發布「關於進一步加強證券公司客戶服務和證券交易佣金管理工作的通知」，要求經紀業務採取全成本核算方式測算服務成本，規範佣金收取行為，並允許建立差別化的分類佣金收取標準。藉此導正目前部分證券公司以低於成本的證券交易佣金水準--「零佣金」方式招攬客戶，又在客戶不知

情的情況下隨意調高證券交易佣金收取標準等不當行為<sup>23</sup>。

**表 2-8 2010 年度證券公司代理買賣證券業務淨收入前 20 名**

單位：人民幣萬元

序號	證券公司	代理買賣證券 業務淨收入	營業收入	占營收 比率(%)	市占率 <sup>24</sup> (%)
1	銀河證券	564,245	758,926	74.35%	5.24%
2	國泰君安	504,087	745,140	67.65%	4.68%
3	國信證券	488,594	769,227	63.52%	4.54%
4	廣發證券	472,024	1,018,783	46.33%	4.39%
5	海通證券	457,556	791,355	57.82%	4.25%
6	申銀萬國	436,316	621,733	70.18%	4.05%
7	中信建投	349,655	555,289	62.97%	3.25%
8	華泰證券	348,273	531,184	65.57%	3.24%
9	招商證券	332,496	597,953	55.61%	3.09%
10	齊魯證券	331,819	411,494	80.64%	3.08%
11	安信證券	280,802	391,930	71.65%	2.61%
12	中投證券	267,926	397,237	67.45%	2.49%
13	光大證券	258,339	443,414	58.26%	2.40%
14	中信證券 <sup>25</sup>	208,971	1,908,559	10.95%	1.94%
15	華西證券	179,548	220,865	81.29%	1.67%
16	方正證券	179,291	260,142	68.92%	1.67%
17	華泰聯合	176,684	332,369	53.16%	1.64%
18	宏源證券	172,492	320,173	53.87%	1.60%
19	長江證券	165,032	296,866	55.59%	1.53%
20	中信金通	151,720	178,961	84.78%	1.41%
市場總計		10,761,159	19,265,270	55.86%	100%

資料來源：中國證券業協會 <http://www.sac.net.cn>，本研究整理。

<sup>23</sup> 依中國證券業協會估計，在日均交易額為1000億人民幣時，目前小型證券公司營業部保本佣金率為萬分之五，大中型證券公司營業部在萬分之三至萬分之四。

<sup>24</sup> 市占率的計算是以個別公司代理買賣證券業務淨收入除以全體證券公司代理買賣證券業務淨收入之總和。

<sup>25</sup> 依據中信證券2010年年度財務報告，其營業收入中來自於投資收益的金額為人民幣1,361,868萬元，占營業收入的71.36%。

表 2-9 近三年證券公司經紀業務收入概況

單位：人民幣萬元

項目	年度	2008 年	2009 年	2010 年
股票成交金額(萬元)		2,671,126,400	5,359,867,400	5,456,335,400
經紀業務淨收入(萬元)		8,817,433	14,286,129	10,761,159
營業收入(萬元)		12,306,455	20,527,942	19,265,270
經紀業務淨收入占營收比率		71.65%	69.59%	55.86%

資料來源：中國證券業協會 <http://www.sac.net.cn>，本研究整理。

## 二、承銷業務

目前中國大陸證券公司經營承銷業務除須遵照「中華人民共和國證券法」的規範外，主要仍須依照「證券發行與承銷管理辦法」辦理相關業務。

若以近幾年中國大陸承銷市場中，證券公司承銷股票及債券的主承銷家數以及承銷金額進行比較，可以發現除 2008 年受金融海嘯影響在承銷家數與承銷金額皆下滑外，基本上呈現遞增之趨勢(參見表 2-10)。承銷家數由 2007 年的 407 家增加至 2010 年的 817 家，承銷金額則由 2007 年約 9,993 億元人民幣增加至 2010 年約 1 兆 5,853 億元人民幣。其大幅成長的原因，與 2009 年 7 月重新啟動 IPO 審查以及深圳證券交易所於 2009 年推出創業板等必定有關聯。

另以 2010 年股票及債券承銷金額進行排名，其前十大證券公司依序為中信證券、中金公司、中銀國際、國泰君安、瑞銀證券、平安證券、銀河證券、中信建投、海通證券以及招商證券，前十大證券公司之總承銷金額約為 9,358 億元人民幣，占市場總承銷金額之 59.03%，接近六成。惟相較於近幾年前十大證券公司之承銷業務集中度，如 2008 年約為 67.18%；2009 年約為 60.55%，由此可以發現近幾年中國大陸的承銷市場業務集中度呈下降趨勢。此外，因中大型證券公司過

去將主力放在大型的 IPO 案件，中小型公司的儲備案件較少，惟由於創業板的設立與迅速發展，使得中小型證券公司在承銷業務得以大幅發展(參見表 2-11)。

此外，依據中國證券業協會針對 2010 年度證券公司承銷與保薦、併購重組等財務顧問業務的淨收入進行排名，前三名依序為中金公司、平安證券以及中信證券，其淨收入皆達 24 億元人民幣以上(參見表 2-12)。

**表 2-10 證券公司承銷家數與金額變動表**

項目 \ 年度	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
股票及債券 主承銷家數	407	326	544	817
股票及債券 承銷金額(億元)	9,993.41	6,346.64	10,061.62	15,853.40
承銷金額變動率	--	-36.49%	58.53%	57.56%

資料來源：中國證券業協會 <http://www.sac.net.cn>，本研究整理

**表 2-11 2010 年度證券公司股票及債券承銷排名**

單位：人民幣萬元

序號	公司	股票 主承銷家數	股票 主承銷金額	股票及債券 主承銷家數	股票及債券 承銷金額
1	中信證券	30	9,818,578.70	56	17,805,691.75
2	中金公司	22	10,478,231.79	33	13,760,601.79
3	中銀國際	6	5,094,537.80	17	12,151,388.54
4	國泰君安	11	4,868,183.52	27	9,424,321.77
5	瑞銀證券	9	4,711,229.68	19	7,855,529.68
6	平安證券	48	4,996,818.68	58	7,574,909.59
7	銀河證券	6	2,634,133.28	19	7,256,296.03
8	中信建投	16	2,862,374.64	36	6,281,742.40
9	海通證券	26	5,035,062.92	34	5,971,700.29
10	招商證券	27	2,791,686.65	36	5,501,266.25
	市場總計	544	88,602,916.82	817	158,533,951.59

資料來源：中國證券業協會 <http://www.sac.net.cn>，本研究整理

表 2-12 2010 年度證券公司承銷與保薦、併購重組等  
財務顧問業務的淨收入前 20 名

單位：人民幣萬元

序號	證券公司	證券承銷與保薦、併購重組等財務顧問業務淨收入
1	中金公司	246,571
2	平安證券	240,579
3	中信證券	240,522
4	國信證券	173,754
5	華泰證券	147,452
6	招商證券	134,022
7	海通證券	106,343
8	中銀國際	101,719
9	中信建投	98,040
10	廣發證券	92,348
11	中投證券	72,905
12	銀河證券	72,759
13	安信證券	68,667
14	國泰君安	66,852
15	國金證券	62,497
16	宏源證券	57,104
17	瑞銀證券	52,903
18	光大證券	48,038
19	西南證券	43,694
20	民生證券	40,052

註：本表數據係以合併基礎列示，其中華泰證券與華泰聯合證券合併計算。

資料來源：中國證券業協會 <http://www.sac.net.cn>

### 三、 自營業務

依據「證券公司監督管理條例」第四十一條規定，證券公司從事證券自營業務，限於買賣依法公開發行的股票、債券、權證、證券投資基金或者國務院證券監督管理機構認可的其他證券。惟隨著中國大陸境內市場上的金融產品不斷推陳出新，中國證監會為符合證券公司投資現行規定範圍以外的金融產品需求，於今(2011)年 5 月 6 日公布「關於證券公司自營業務投資範圍及其有關事項規定」，擴大並明確證券商自營可投資的三大項目，同時明確證券公司通過設立子公司投資其他金融產品的監管政策，並自今年 6 月 1 日起施行。

### (一)可投資範圍

依據「關於證券公司自營業務投資範圍及其有關事項規定」，證券公司從事證券自營業務，限於買賣「證券公司證券自營投資品種清單」所列證券。前述清單所列示的項目為：

- 1.已經和依法可以在境內證券交易所上市交易的證券。
- 2.已經和依法可以在境內銀行間市場交易的以下證券：
  - (1)政府債券；(2)國際開發機構人民幣債券；(3)央行票據；(4)金融債券；(5)短期融資券；(6)公司債券；(7)中期票據；(8)企業債券。
- 3.依法經證監會批准或者備案發行並在境內金融機構櫃檯交易的證券。

### (二)投資其他金融產品重要規範

依據「關於證券公司自營業務投資範圍及其有關事項規定」第四條規定，證券公司可以設立子公司，從事「證券公司證券自營投資品種清單」所列品種以外的金融產品等投資。且前述規定對於證券公司及其子公司亦規範相關的監管，包括在母子公司之間實行法人隔離，明確禁止證券公司為從事其他金融產品投資的子公司提供融資或擔保，以防止子公司的風險傳遞給證券公司。此外，根據中國證監會關於證券公司風控指標計算的規定，在計算證券公司淨資本時，對其子公司的股權投資按 100%的比例扣減。

### (三)證券公司自營業務現況

若以目前中國大陸已上市的 15 家證券公司進行探討，2010 年全體上市證券公司的自營業務收入約達 104 億元人民幣，較 2009 年成長 15.31%。惟雖全體上市證券公司的自營業務收入成長，但其中有八家

證券公司其自營業務收入較 2009 年減少，甚至有兩家呈虧損的狀況，顯示自營業務收入雖與證券市場表現有關，但仍取決於證券公司本身的操作績效。近兩年證券公司自營業務收入以中信證券公司最高，分別約達 49 億元人民幣與 32 億元人民幣，其次則為廣發證券，兩年皆約達 10 億元人民幣（參見表 2-13）。

表 2-13 近兩年度證券公司自營業務收入情形

單位：人民幣萬元

排序	名稱	2010 年自營業務收入	2009 年自營業務收入	變動率
1	中信證券	492,920	317,612	55.20%
2	廣發證券	95,983	99,233	-3.28%
3	長江證券	89,606	66,466	34.81%
4	海通證券	74,378	77,022	-3.43%
5	宏源證券	66,139	35,821	84.64%
6	華泰證券	55,154	43,690	26.24%
7	西南證券	47,080	71,379	-34.04%
8	招商證券	38,152	32,766	16.44%
9	國元證券	26,204	12,354	112.11%
10	興業證券	17,715	43,794	-59.55%
11	山西證券	17,394	6,509	167.23%
12	東北證券	10,350	36,304	-71.49%
13	國金證券	5,047	14,245	-64.57%
14	太平洋證券	-220	15,606	-101.41%
15	光大證券	-986	25,788	-103.82%
上市證券商合計		1,036,122	898,589	15.31%

註：本表數據係以合併基礎列示。

資料來源：本研究整理

#### 四、融資融券業務

隨著中國大陸資本市場的發展，相關制度亦不斷地變革，證券公司開展融資融券業務進入試點階段。自 2005 年 10 月 27 日，十屆全國人大常委會第十八次會議審議通過了新修訂的「中華人民共和國證券法」，其中第一百四十二條規定「證券公司為客戶買賣證券提供融資融券服務，應當按照國務院的規定並經國務院證券監督管理機構批准」，

為中國大陸證券市場的融資融券業務提供了法源基礎。

其後，中國證監會陸續於 2006 年 6 月 30 日發布「證券公司融資融券業務試點管理辦法」；2008 年 4 月 23 日經國務院常務會議審議通過公布「證券公司監督管理條例」，其中第四十八條至第五十六條對證券公司的融資融券業務進行了具體規定。

中國大陸證券市場融資融券業務的推動係以「試點先行、逐步推開」的原則進行，根據證券公司淨資本規模、合規狀況、淨資本風險控制指標和試點方案準備情況，擇優批准首批符合條件的試點證券公司。之後，將根據試點情況，逐步擴大試點範圍。

中國證監會於 2010 年 1 月 22 日發布的「關於開展證券公司融資融券業務試點工作的指導意見」，明確申請首批試點的證券公司條件，主要須符合最近 6 個月淨資本均在 50 億元以上；最近一次證券公司分類評價為 A 類；具備開展融資融券業務所需的自有資金和自有證券，自有資金占淨資本的比例相對較高；已開發完成融資融券業務交易結算系統，並通過了證券交易所、證券登記結算公司組織的全網測試等條件。

中國證監會於 2010 年 3 月 19 日公布首批融資融券試點的證券公司名單，包括國泰君安、國信證券、中信證券、光大證券、廣發證券、海通證券等六家證券公司。2010 年 3 月 31 日首批 6 家融資融券試點證券公司上線交易，讓股市告別長達 20 年的「單邊市」的時代。

其後，中國證監會適當降低試點准入門檻，陸續增加證券公司開展融資融券試點。目前已批准 25 家證券公司承做融資融券業務，滬、深兩交易所融資融券餘額持續增加，截至今（2011）年 6 月底止，融資融券餘額約達 274 億元人民幣。由於試點階段融資融券業務的資金和證券來源為證券公司的自有資金和自有證券，且因目前證券公司資

產項下貨幣資產比例較高，證券資產數量較少，而其中又僅「可供出售金融資產」科目下的標的證券才可用於融券業務，所以現階段融資規模遠大於融券規模（參見表 2-14）。

**表 2-14 滬、深證交所融資融券餘額變動表**

單位：人民幣萬元

時間	項目	上海證券交易所		深圳證券交易所		滬、深融資融券餘額合計
		融資餘額	融券餘額	融資餘額	融券餘額	
2010年3月底		582.48	2.41	67.08	7.09	659.06
2010年4月底		23,552.64	255.15	14,591.69	82.48	38,481.97
2010年5月底		62,983.75	1,034.36	39,657.81	556.39	104,232.31
2010年6月底		90,852.11	824.79	57,513.93	606.61	149,797.45
2010年7月底		155,285.55	1,103.84	95,393.16	1,273.33	253,055.88
2010年8月底		230,704.14	1,011.32	145,230.12	1,185.95	378,131.53
2010年9月底		284,690.86	575.77	183,901.47	1,032.38	470,200.48
2010年10月底		429,699.05	847.13	265,407.60	1,467.77	697,421.55
2010年11月底		593,656.62	1,339.19	344,508.77	1,535.76	941,040.35
2010年12月底		842,748.67	410.31	433,309.61	690.89	1,277,159.48
2011年1月底		958,391.09	1,571.56	479,876.04	1,584.96	1,441,423.64
2011年2月底		1,088,693.63	1,710.06	563,665.71	4,987.06	1,659,056.46
2011年3月底		1,338,981.40	6,293.54	739,273.47	6,257.33	2,090,805.75
2011年4月底		1,548,935.27	7,793.97	847,131.35	7,600.59	2,411,461.19
2011年5月底		1,643,832.69	8,223.65	914,527.38	9,693.56	2,576,277.28
2011年6月底		1,712,428.11	13,130.04	1,000,862.76	13,480.78	2,739,901.69

資料來源：上海證券交易所、深圳證券交易所，本研究整理。

## 五、資產管理業務

中國證監會為了加強證券公司的監督管理，規範證券公司的行為，根據「證券法」等法律和國務院的有關規定，於 1999 年 3 月 16 日提出「關於進一步加強證券公司監管的若干意見」，其中規定綜合類證券公司經批准除可從事經紀類證券公司業務外，還可以從事證券的自營買賣、證券的承銷和上市保薦、證券投資諮詢、資產管理、發起設立證券投資基金和基金管理公司以及中國證監會批准的其他業務。

其後，為規範證券公司受託投資管理業務，保護受託投資管理業務當事人的合法權益，於 2001 年 11 月 28 日發布實施「關於規範證券公司受託投資管理業務的通知」，對於受託投資管理業務的界定、業務資格、受託人與委託人的權利義務以及業務運作與監督管理等加以規範。惟先後有招商證券、國泰君安、國信證券、長江證券、湘財證券等多家證券公司，推出實質屬於集合性受託投資管理業務的「銀證合作理財」產品，向特定或不特定的投資者募集資金。且前述「銀證合作理財」產品，既未設計如基金商品的持有人大會，且作為託管人的銀行對證券公司的投資行為亦無有效的監控手段，加上幾乎每個銀證合作的受託理財產品都明示或暗示了最低保底收益，違背了中國證監會發布的「關於規範證券公司受託投資管理業務的通知」。於是中國證監會於 2003 年 4 月 29 日發布「關於證券公司從事集合性受託投資管理業務有關問題的通知」，明確提出於新辦法公布前，證券公司不得向特定或不特定的多數投資者募集資金設立集合投資計畫，從事集合性受託投資管理業務；凡已開展這項業務的證券公司，應在指定日期內，將與集合投資計畫有關的合同、產品說明書、宣傳材料等報送證監會審查。

中國證監會遂於 2003 年 12 月 18 日公布「證券公司客戶資產管理業務試行辦法」，並自 2004 年 2 月 1 日起施行，同時廢止「關於規範證券公司受託投資管理業務的通知」以及「關於證券公司從事集合性受託投資管理業務有關問題的通知」。該試行辦法規範證券公司從事客戶資產管理業務，應當依照規定向中國證監會申請客戶資產管理業務資格。其資格須符合綜合類證券公司、淨資本不低於人民幣兩億元等條件。證券公司可以從事的客戶資產管理業務範圍包括：為單一客戶辦理定向資產管理業務、為多個客戶辦理集合資產管理業務以及為客

戶辦理特定目的的專項資產管理業務。其中集合資產管理業務，可以分為限定性集合資產管理計畫和非限定性集合資產管理計畫<sup>26</sup>。依據該試行辦法第二十九條規定，證券公司辦理定向資產管理業務，接受單個客戶的資產淨值不得低於人民幣一百萬元。又依據第三十條規定，證券公司設立限定性集合資產管理計畫的，接受單個客戶的資金數額不得低於人民幣五萬元；設立非限定性集合資產管理計畫的，接受單個客戶的資金數額不得低於人民幣十萬元。

中國證監會另於 2004 年 10 月 22 日發布「關於證券公司開展集合資產管理業務有關問題的通知」，對設立集合資產管理計畫、開展集合資產管理業務的具體操作及監管事宜進行了詳細的規定，僅允許已通過評審、成為可從事相關創新活動試點的證券公司試行辦理此項業務。前述通知亦制定了設立集合資產管理計畫申報材料的內容與格式、集合資產管理計畫說明書主要內容、集合資產管理合同內容指引等，讓證券公司期待已久的集合資產管理業務試點正式宣告啟動。

於 2008 年 4 月 23 日經國務院常務會議審議通過公布「證券公司監督管理條例」，其中第四十五條至第四十七條對證券公司的證券資產管理業務亦進行了具體規定。此外，中國證監會於 2008 年 5 月 31 日公布「證券公司集合資產管理業務實施細則（試行）」以及「證券公司定向資產管理業務實施細則（試行）」，並自 2008 年 7 月 1 日施行，以規範證券公司資產管理項下定向資產管理和集合資產管理兩項業務。

---

<sup>26</sup> 「證券公司客戶資產管理業務試行辦法」第十四條：

「證券公司辦理集合資產管理業務，可以設立限定性集合資產管理計畫和非限定性集合資產管理計畫。

限定性集合資產管理計畫資產應當主要用於投資國債、國家重點建設債券、債券型證券投資基金、在證券交易所上市的企業債券、其他信用度高且流動性強的固定收益類金融產品；投資於業績優良、成長性高、流動性強的股票等權益類證券以及股票型證券投資基金的資產，不得超過該計畫資產淨值的百分之二十，並應當遵循分散投資風險的原則。

非限定性集合資產管理計畫的投資範圍由集合資產管理合同約定，不受前款規定限制。」

要求證券公司應了解客戶身份、財產與收入狀況、證券投資經驗、風險認知與承受能力和投資偏好等，據以推薦與客戶風險承受能力相匹配、適當的產品或者服務，引導客戶審慎投資。另要求證券公司須製作風險揭示書。此外，證券公司於行銷活動中必須向客戶全面、準確地講解資產管理合同內容和業務規則，對集合資產管理客戶須介紹集合計畫的產品特點、投資方向、風險收益特徵，以及客戶投資集合計畫的操作方法。

截至 2011 年 7 月，中國大陸計有 69 家證券公司取得證券資產管理業務許可，已發行並存續的集合理財商品計 216 支，其中限定性的集合資產管理計畫計 33 支，非限定性的集合資產管理計畫計 183 支<sup>27</sup>。

依據中國證券業協會之統計資料，2010 年度證券公司受託管理資金本金總額前三名依序為中信證券、中金公司以及國泰君安，其受託管理資金本金總額皆超過百億元人民幣。若以受託客戶資產管理業務淨收入進行排序，前三名依序為東海證券、光大證券以及中信證券（參見表 2-15 與表 2-16）。

---

<sup>27</sup> 參閱基金頻道—基金資訊平台--金融界網站(<http://fund.jrj.com.cn/action/qsjhlc.jspa>)

**表 2-15 2010 年度證券公司受託管理資金本金總額前 20 名**

單位：人民幣萬元

序號	證券公司	受託管理資金本金總額
1	中信證券	4,419,569
2	中金公司	2,303,688
3	國泰君安	1,154,819
4	光大證券	934,185
5	招商證券	933,289
6	華泰證券	920,813
7	東海證券	870,180
8	海通證券	869,928
9	東方證券	785,528
10	安信證券	630,545
11	國信證券	485,185
12	華融證券	479,187
13	長江證券	418,627
14	浙商證券	392,932
15	東北證券	360,982
16	東興證券	344,443
17	廣發證券	339,112
18	興業證券	302,152
19	申銀萬國	297,726
20	中銀國際	288,082

資料來源：中國證券業協會 <http://www.sac.net.cn>

**表 2-16 2010 年證券商受託客戶資產管理業務淨收入前 20 名**

單位：人民幣萬元

序號	證券公司	受託客戶資產管理業務淨收入
1	東海證券	28,609
2	光大證券	18,797
3	中信證券	16,895
4	浙商證券	16,580
5	華融證券	15,626
6	國泰君安	12,839
7	華泰證券	12,828
8	中金公司	11,119
9	廣發證券	8,483
10	長江證券	8,387
11	國信證券	7,544
12	招商證券	7,166

序號	證券公司	受託客戶資產管理業務淨收入
13	東北證券	6,021
14	東方證券	5,900
15	宏源證券	5,809
16	興業證券	5,593
17	東興證券	4,567
18	安信證券	3,905
19	申銀萬國	3,837
20	銀河證券	3,125

註：本表數據係以合併基礎列示，其中國泰君安與國泰君安證券資產管理公司、華泰證券與華泰聯合、東方證券與東方證券資產管理公司合併計算。

資料來源：中國證券業協會 <http://www.sac.net.cn>

## 六、國際業務

### (一)合格境外機構投資者 (Qualified Foreign Institutional Investors, 簡稱 QFII) 方面

中國大陸於 2001 年末加入 WTO 開始鬆綁外資證券機構投資中國大陸市場限制，於 2002 年 11 月 5 日與中國人民銀行聯合發布「合格境外機構投資者境內證券投資管理暫行辦法」，對申請人的資格條件、審批程序、託管、登記與結算、投資運作、資金管理以及監督管理等各方面加以規範。其後，於 2006 年 8 月 24 日發布「合格境外機構投資者境內證券投資管理辦法」，並自 2006 年 9 月 1 日起施行，同時廢止前述暫行辦法。

依據「合格境外機構投資者境內證券投資管理辦法」第六條針對申請資格條件之規定，申請人所在國家或者地區有完善的法律和監管制度，其證券監管機構已與中國證監會簽訂監管合作諒解備忘錄，並保持著有效的監管合作關係。致臺灣業者一直無法符合申請資格，直到 2009 年與中國大陸簽訂金融監理備忘錄後，才得以向中國大陸申請 QFII 資格。截至 2011 年 6 月，計有 113 家境外機構投資者經批准具備 QFII 資格，包括富邦投信、群益投信、寶來投信、國泰投信以及復華投信等五家臺灣證券投資信託公司。另依據中國大陸國家外匯管理

局截至 2010 年底之統計資料，已核准 197.2 億美元之 QFII 額度。

## (二)合格境內機構投資者 (Qualified Domestic Institutional Investors, 簡稱 QDII) 方面

中國證監會於 2007 年 6 月 18 日發布「合格境內機構投資者境外證券投資管理試行辦法」，並自同年 7 月 5 日施行。其後，為明確證券公司開展境外證券投資定向資產管理業務的法律適用，證監會於 2010 年 8 月 16 日公布「『合格境內機構投資者境外證券投資管理試行辦法』第四十六條證券公司開展境外證券投資定向資產管理業務的適用意見」使具 QDII 資格之證券公司得以辦理境外定向資產管理業務，提供客戶一對一境外證券投資管理<sup>28</sup>。

依據中國大陸國家外匯管理局截至 2010 年底之統計資料，共有 88 家機構獲批 683.61 億美元的 QDII 額度。其中銀行 25 家，獲批額度 82.6 億美元；基金管理及證券公司 35 家，獲批額度 406 億美元；保險公司 25 家，獲批額度 189.01 億美元；信託公司 3 家，獲批額度 6 億美元。

## 七、其他創新業務

目前中國大陸的證券公司主要的營業收入來源仍來自於包括經紀、自營、承銷等傳統業務，另因集合資產管理業務的開放，其證券公司可以發行集合理財商品，近年來資產管理業務亦大幅成長。

在其他創新業務方面，中國證監會於 2007 年 4 月 20 日公布「證券公司為期貨公司提供中間介紹業務試行辦法」，以規範證券公司為期

---

<sup>28</sup> 因為 2007 年 6 月發布的「合格境內機構投資者境外證券投資管理試行辦法」的規定主要是針對基金、集合計畫等募集資金的理財產品，部分規定無法適用於定向資產管理業務，於是就證券公司辦理定向資產管理業務，運用所管理的資金投資於境外證券市場如何參照執行「合格境內機構投資者境外證券投資管理試行辦法」提出適用意見。

貨公司提供中間介紹業務活動，並針對資格條件與業務範圍、業務規則與監督管理等加以規範。其後，2009年中國金融期貨交易所正式開展滬深300指數期貨，證券公司更積極投入股指期貨IB業務的推動。

此外，中國證監會於2007年9月針對直接投資業務進行個案試點，允許中信證券股份有限公司、中國國際金融有限公司開展直接投資業務試點。次年試點公司範圍擴大，到2009年4月試點條件進一步放寬，同時證監會發布「證券公司直接投資業務試點指引」。2011年7月8日中國證監會發布「證券公司直接投資業務監管指引」，宣布將券商直接投資業務由試點轉入常規監管，故除現有的34家試點公司外，其他證券公司只要符合條件即可申請開展直接投資業務。惟由於2009年創業板推出後，前幾批企業普遍以超高的本益比發行，此階段亦是證券公司直接投資等機構突擊入股擬上市公司非常集中的時期。此種保薦與直接投資併行的經營模式和在創業板企業中的突擊入股現象，廣受輿論批評。因此，新的監管規範於「證券公司直接投資業務監管指引」規定，證券公司擔任擬上市企業的輔導機構、財務顧問、保薦機構或者主承銷商的，自簽訂有關協議或者實質開展相關業務之日起，公司的直接投資子公司、直接投資基金、產業基金及基金管理機構不得再對該擬上市企業進行投資。前述規範的主要目的，即在於杜絕直接投資公司在自家保薦項目上市前突擊入股的做法。

#### 第四節 中外合資證券公司發展概況

在中國大陸加入WTO之前的中外合資證券公司，包括中國國際金融有限公司（簡稱中金公司）以及光大證券等。其中，中金公司係於1995年由中國建設銀行、摩根士丹利公司（Morgan Stanley）、中國投資擔保公司、新加坡政府投資公司、名力集團控股共同成立的中外

合資證券公司。光大證券的外資方股東其實為其海外事業單位，本質上並非中外合資證券公司。

中國大陸於 2001 年 12 月加入 WTO 後，宣布證券業逐步對快開放。於 2002 年 6 月 1 日中國證監會發布「外資參股證券公司設立規則」和「外資參股基金管理公司設立規則」<sup>29</sup>，對外資參股證券公司、基金管理公司的設立條件、程式等作出規定。依據「外資參股證券公司設立規則」第十條規定，境外股東持股比例或者在外資參股證券公司中擁有的權益比例，累計（包括直接持有和間接持有）不得超過三分之一。另依據第五條規定，中外合資證券公司可以經營的業務範圍包括：

- 股票（包括人民幣普通股、外資股）和債券（包括政府債券、公司債券）的承銷；
- 外資股的經紀；
- 債券（包括政府債券、公司債券）的經紀和自營；
- 中國證監會批准的其他業務。

其後，中國證監會陸續批准了中銀國際、華歐國際<sup>30</sup>(2008 年 6 月取得 A 股經紀業務資格)、長江巴黎百富勤證券<sup>31</sup>、海際大和證券、高盛高華證券、瑞銀證券、瑞信方正證券、中德證券、華英證券、第一創業摩根大通證券以及摩根士丹利華鑫證券等中外合資公司。截至 2011 年 6 月底止，經中國證監會批准的中外合資證券公司共計 12 家

---

<sup>29</sup> 此項規則後因中國證監會於 2004 年 9 月 16 日發布「證券投資基金管理公司管理辦法」，並自 2004 年 10 月 1 日起施行時廢止。

<sup>30</sup> 華歐國際證券有限責任公司於 2008 年 6 月取得 A 股經紀業務資格，並於 2009 年 12 月 2 日更名為財富里昂證券有限責任公司。

<sup>31</sup> 長江巴黎百富勤證券有限責任公司外資方法國巴黎銀行於 2006 年 12 月 8 日將所持 33% 的股權全部轉讓給長江證券有限責任公司，長江巴黎百富勤證券有限責任公司成為長江證券有限責任公司的全資子公司，並更名為長江證券承銷保薦有限公司，由中外合資變為中資。

(參見表 2-17)。其中，中金公司和中銀國際證券由於特殊的歷史原因和背景使得其運作性質更接近於中資證券公司。另中銀國際與光大證券雖然被歸屬於「中外合資」證券公司，但中銀國際與光大證券的外資方分別為中銀國際控股有限公司與中國光大控股有限公司事實上皆屬中資背景。此外，華英證券、第一創業摩根大通證券以及摩根士丹利華鑫證券等三家合資證券公司之成立時間皆在 2010 年底，營運時間尚短，因此僅就中金公司、財富里昂證券、海際大和證券、高盛高華證券、瑞銀證券、瑞信方正證券以及中德證券等七家中外合資證券公司的營運狀況進行分析探討（參見表 2-18）。

表 2-17 中國大陸中外合資證券公司一覽表

序號	公司名稱	境外股東	設立時間	主要股東持股比率	註冊資本
1	中國國際金融有限責任公司	摩根士丹利國際公司	1995 年 4 月	中國建銀投資：43.35% 摩根士丹利國際：34.30% 中國投資擔保：7.65% 新加坡政府投資：7.35% 名力集團控股：7.35%	1.25 億美元
2	光大證券股份有限公司	中國光大控股有限公司	1999 年 6 月	中國光大(集團)總公司：33.92% 中國光大控股有限公司：33.33%	34.18 億人民幣
3	中銀國際證券有限責任公司	中銀國際控股有限公司	2002 年 1 月	中銀國際控股：49.00% 中國石油天然氣集團：21% 國家開發投資：12% 中國通用技術集團：6% 玉溪紅塔煙草集團：6% 上海國有資產經營：6%	15 億人民幣
4	財富里昂證券有限責任公司	法國里昂證券資本市場公司	2002 年 12 月	財富證券：66.67% 里昂證券：33.33%	5 億人民幣
5	海際大和證券有限公司	日本大和證券公司	2004 年 6 月	上海證券：66.67% 大和證券 SMBC 株式會社：33.33%	5 億人民幣
6	高盛高華證券有限公司	高盛集團	2004 年 11 月	北京高華證券：67% 高盛(亞洲)：33%	8 億人民幣
7	瑞銀證券有限責任公司	瑞士銀行有限公司	2007 年 3 月 <sup>32</sup>	國翔資產管理公司：33% 瑞士銀行：20% 中國糧油食品：14% 國家開發投資公司：14% 大陸建銀投資公司：14% 國際金融：4.99%	14.9 億人民幣
8	瑞信方正證券有限責任公司	瑞士信貸	2008 年 6 月	方正證券：66.7% 瑞士信貸：33.3%	8 億人民幣
9	中德證券有限責任公司	德意志銀行	2008 年 12 月	山西證券：66.7 % 德意志銀行：33.3 %	10 億人民幣
10	華英證券有限公司	蘇格蘭皇家銀行	2010 年 11 月	國聯證券股份有限公司：66.7% 蘇格蘭皇家銀行：33.3%	8 億人民幣
11	第一創業摩根大通證券有限責任公司	摩根大通	2010 年 12 月	第一創業證券有限責任公司：66.7% 摩根大通(香港)：33.3%	8 億人民幣
12	摩根士丹利華鑫證券有限責任公司	摩根士丹利國際公司	2010 年 12 月	華鑫證券有限責任公司：66.7% 摩根士丹利(亞洲)：33.3%	10.2 億人民幣

資料來源：中國證券監督管理委員會網站，劉玉珍、李怡宗「兩岸證券業發展與整合的契機」，各家證券公司財務報告，研究整理。

<sup>32</sup> 瑞銀證券於2006年12月正式成立，由中國建銀投資與北京國翔資產管理公司共同出資組建。於2007年3月經證監會批准中國建銀投資有限責任公司將其持有瑞銀證券部分股權分別轉讓給瑞士銀行有限公司29,800萬股權（占註冊資本的20%）、國際金融公司7,435.1萬股權（占註冊資本的4.99%）、中國糧油食品（集團）有限公司20,860萬股權（占註冊資本的14%）和國家開發投資公司20,860萬股權（占註冊資本的14%）。

表 2-18 中國大陸中外合資證券公司營運概況

幣別：人民幣

	中金公司	財富里昂	海際大和	高盛高華	瑞銀證券	瑞信方正	中德證券
經營範圍	投資銀行業務、客戶資產管理業務、證券自營業務及經紀業務 <sup>33</sup> 、證券投資諮詢業務等。	股票(包括人民幣普通股、外資股)和債券(包括政府債券、公司債券)的承銷；外資股的經紀；債券(包括政府債券、公司債券)的經紀；人民幣普通股經紀業務(限定長江三角洲區域)；證券投資諮詢業務 <sup>34</sup> 和中國證監會批准的其他業務(涉及行政許可的，憑許可證經營)。	證券(限股票、上市公司發行的公司債券)承銷與保薦；中國證監會批准的其他業務。公司沒有設立證券營業部。	股票(包括人民幣普通股、外資股)和債券(包括政府債券、公司債券)的承銷與保薦；外資股的經紀；債券(包括政府債券、公司債券)的經紀和自營；以及證監會批准的其他業務。	證券經紀 <sup>35</sup> 、證券投資諮詢與證券交易、證券投資活動有關的財務顧問，證券承銷與保薦，證券自營，證券資產管理業務。	股票(包括人民幣普通股、外資股)和債券(包括政府債券、公司債券)的承銷與保薦及證監會批准的其他業務。	股票(包括人民幣普通股、外資股)和債券(包括政府債券、公司債券)的承銷與保薦及證監會批准的其他業務。
總資產(百萬元)	26,146.46	550.01	432.85	3,121.94	3,110.66	982.13	1,173.04
營業收入(千元)	3,971,467.38	161,251.78	51,957.47	751,201.64	880,380.50	309,819.27	264,199.81
手續費及佣金淨收入(千元)	3,786,617.04	148,040.11 其中 證券承銷業務：88.68% 財務顧問服務：7.10% 保薦業務服務：4.22%	39,024.28 其中 證券承銷業務：50.43% 財務顧問服務：35.51%	821,889.51 其中 投資銀行項目諮詢服務 <sup>36</sup> ：89.96% 證券承銷業務：7.87%	832,785.28 其中 證券承銷業務：52.3% 代理買賣證券業務：18.38%	296,585.93 其中 證券承銷業務：82% 財務顧問服務：11.26% 保薦業務服務：6.74%	243,390.91 其中 證券承銷業務：78.34% 財務顧問服務：15.7% 保薦業務服務：5.96%

<sup>33</sup> 截至2010年12月31日，中金公司經證監會批准已成立共計11個證券營業部，另有4個證券營業部已獲得批准尚在籌建過程中。

<sup>34</sup> 財富里昂證券於2010年末尚未正式開展人民幣普通股經紀業務和證券投資諮詢業務，亦無證券營業部等分支機構。

<sup>35</sup> 截至2010年12月31日，瑞銀證券計有5家證券營業部持續經營，包括北京1家、上海2家、廣州1家以及深圳1家，另杭州營業部尚處於籌備階段。

<sup>36</sup> 投資銀行項目諮詢服務收入是依據高盛高華證券與高盛(亞洲)簽訂的證券承銷和投資銀行服務協議，向高盛(亞洲)收取的服務費。

	中金公司	財富里昂	海際大和	高盛高華	瑞銀證券	瑞信方正	中德證券
稅後淨利(千元)	711,770.80	8,477.45	820.52	29,898.46	55,169.98	52,510.26	1,757.77
負債比率	82.10%	8.76%	1.90%	67.06%	54.31%	13.08%	12.85%
淨資產收益率	16.05%	1.70%	0.19%	2.95%	3.96%	6.35%	0.17%

資料來源：各家證券公司 2010 年度財務報告，研究整理。

由表 2-18 可以看出，於 2010 年前述七家合資證券公司之營業收入主要皆來自於手續費及佣金收入，除海際大和證券外<sup>37</sup>，其餘六家合資證券公司之手續費及佣金收入占營業收入之比重皆達九成以上。此外，因為目前僅有中金公司、瑞銀證券以及財富里昂證券（限定長江三角洲區域）可以從事 A 股經紀業務，故其餘合資證券公司之手續費及佣金收入來源主要係來自於證券承銷業務，其次為財務顧問業務。依據 2010 年度之資料，除高盛高華證券外，其餘合資證券公司包括財富里昂、海際大和、瑞信方正以及中德證券，前述兩項業務占其手續費及佣金收入皆約達九成。

在進行分析的七家合資證券公司中，中金公司不論是在資產規模，營業收入、稅後淨利以及淨資產收益率皆遠勝於其他合資證券公司。在負債比率方面，因為中金公司的負債科目，包括接近半數為代理買賣證券款，故負債比率相對較高。因此，合資證券公司中除中金公司外，其餘合資證券公司的淨資產收益率皆未達 2010 年末全體證券公司的中位數 12.63%<sup>38</sup>。

中外合資證券公司的營業項目受限，尤其是不能經營 A 股經紀業務，加上外資因持股比例限制無法掌握主導權，亦不願意投入太多資源，以及大股東之間的文化差異等原因<sup>39</sup>，易致中外合資證券公司的

<sup>37</sup> 海際大和證券於 2010 年之營業收入中，投資收益占兩成以上。

<sup>38</sup> 參閱中國資本證券網 <http://www.ccstock.cn/stock/gupiaoyaowen/2011-05-03/A446535.html>

<sup>39</sup> 參閱謝明霖，「台資證券商進入大陸市場的省思」，證券公會季刊99 年第四季，2010 年。

外資方以出脫持股結束合作關係。如長江巴黎百富勤證券有限責任公司外資方法國巴黎銀行於 2006 年 12 月 8 日將所持 33% 的股權全部轉讓給長江證券有限責任公司；以及 2010 年摩根士丹利公司轉讓 34.3% 的「中金公司」股權予其他機構投資等。

## 第五節 小結

中國大陸證券市場於 2004 年後歷經多項重大的變革，主要包括股權分置改革、提高上市公司質量、對證券公司綜合治理、股票發行體制改革、基金業市場化改革、機構投資者發展以及證券市場監管相關法規的修訂等，證券市場開始蓬勃發展，亦帶動證券產業的發展，目前中國大陸證券公司計有 106 家。

目前中國大陸證券公司數量眾多，集中度不高，且業務種類相對單一，收入主要來自經紀、承銷、自營和資產管理業務，創新業務占收入比率仍然較低，盈利模式差異化尚不顯著，行業同質化競爭非常激烈。

經紀業務為目前中國大陸證券公司的主要業務，若以全體市場進行分析，證券經紀業務淨收入占全體證券公司總營業收入之比率達 55.86%。惟由最近三年度中國大陸全體證券公司在經紀業務的淨收入，與全體證券公司營業收入進行比較，可以發現經紀業務淨收入占營業收入之比率呈逐年下降之趨勢。

在承銷業務方面，因 2009 年 7 月重新啟動 IPO 審查以及深圳證券交易所於 2009 年推出創業板等因素，近幾年不論在承銷家數或承銷金額方面皆大幅成長。且因創業板之設立，讓中小型證券公司在承銷業務得以大幅發展，故近幾年中國大陸的承銷市場業務集中度呈下降趨勢。

在自營業務方面，目前允許證券公司可以設立子公司，從事「證券公司證券自營投資品種清單」所列品種以外的金融產品等投資。由近兩年的數據顯示，自營業務收入雖與證券市場表現有關，但仍取決於證券公司本身的操作績效。

此外，融資融券業務以及資產管理業務皆已進入試點階段，目前已批准 25 家證券公司承做融資融券業務，計有 69 家證券公司取得證券資產管理業務許可。

在國際業務方面，計有 113 家境外機構投資者經批准具備 QFII 資格，且已核准 197.2 億美元之 QFII 額度；共有 88 家機構獲批 683.61 億美元的 QDII 額度。

在其他創新業務方面，隨著中國金融期貨交易所正式開展滬深 300 指數期貨，證券公司更積極投入股指期貨 IB 業務的推動。此外，值得注意的是中國證監會發布「證券公司直接投資業務監管指引」，宣布將證券公司直接投資業務由試點轉入常規監管，對於中國大陸證券業的發展應具有正面效果。

截至 2011 年 6 月底止，經中國證監會批准的中外合資證券公司共計 12 家，由於中外合資證券公司的營業項目受限，尤其是不能經營 A 股經紀業務，故除中金公司外，其餘中外合資證券公司之經營表現皆不如預期。

### 第三章 中國大陸證券業發展趨勢之探討

探討中國大陸證券業發展趨勢之先，必須先了解中央對資本市場戰略性的發展規劃以及金融市場的開放態度，十二五計畫七大戰略新興產業及人民幣離岸市場之發展，將是影響中國資本市場未來幾年發展的兩股主要力量<sup>40</sup>。

首先，「十二五」計畫將「深化金融體制改革」專章列於第四十八章，並以加快多層次金融市場體系建設當作具體目標，主要包括建立創業板、擴大代辦股份轉讓系統試點、場外交易市場、促進產業基金<sup>41</sup>、創投業與股權投資之發展，探索建立國際板，此方向將促使直接金融成長速度高於銀行融資等間接融資。

再者，人民幣離岸市場發展過程是先跨境貿易，接著是離境直接投資等有關境外人民幣資本賬之業務開放。人民幣跨境貿易結算業務是人民幣離境市場自2009年5月開辦，2010年5月擴大辦理，帶來龐大境外人民幣存款規模<sup>42</sup>。人民幣存款在港劇增，但境外人民幣計價金融商品嚴重不足，十二五計畫最後一年，高盛投行預估人民幣存款將增至3.5兆元，占香港存款總額三分之一，龐大人民幣在港存款、與港陸兩地高利差等市場力量將推波助瀾，加速證券國際板之催生、小QFII投資滬深股市及境外三類金融機構投資內地銀行間債券市場等離岸人民幣業務市場之開放。

---

<sup>40</sup> 林蒼祥，「戰略性新興產業融資與中國資本市場商機」，載於亞洲金融季報，2011.10。

<sup>41</sup> 產業基金之設立需由國發委批准，十二五計畫產業基金功能為大型創投基金，相當於1990年代中華開發工業銀行與行政院開發基金，扮演民間創業者投資戰略性新興產業之領頭羊，目前基金數很少，各基金規模也不大，如綿陽、渤海、中船，但十二五計畫列為重點政策項目，估計各省與直轄市將爭取成立一或數家，每家規模估計將大幅增為一至數百億人民幣。

<sup>42</sup> 香港2009年人民幣存款900億元，2010年5月跨境貿易人民幣結算境內試點擴大到20個省份，不再侷限於境外地域，業務擴大至跨境貨物貿易、服務貿易和其他經常專案人民幣結算，同年底香港人民幣存款為3,600億元，今(2011)年8月已達6,090億元，占全香港總存款8%。

在前述背景下，本章擬從以下幾個層面探討大陸證券業的發展趨勢：第一、政府監管對證券業的影響，由於大陸人治色彩濃厚，行政干預常凌駕法律之上，許多中大型證券公司的高階主管皆為官派，講求公平效率的資本市場機制往往受到限制。此外，相較於先進成熟市場，大陸證券監管有其獨到特色，此特色亦指導證券行業的發展，故將其特色整理於本章第一節。第二、觀察大陸證券市場的對外開放歷程，從加入WTO，以至QFII、QDII的開放，皆為逐步推進，而從中外合資證券公司概况來看，不難想見其可能發展路徑：設立代表處→成立合資公司→逐步放寬合資企業股權比例→設立全資子公司，此模式或許可做為下一階段的開放預測。第三、中國大陸的五年計畫指導國家的戰略發展，以金融業而言，「十五」時期，因應加入世界貿易組織，重點在於國有金融機構的體制改革，以便提昇金融機構的對外競爭力；「十一五」時期，則致力於提高金融機構的對內服務能力，積極進行服務與產品創新，然而，近年來卻發生金融體系發展相對落後的問題，因此，「十二五」時期的金融改革，應著重推動「體系完善」，即逐步實現從以銀行為主的間接金融體系，向銀行、證券市場和創業資本等並重、直接金融與間接金融相結合的金融體系之轉變，此變化會對證券業務發展產生實質影響，因此探討在十二五規劃下，從建立多層次資本市場以及發展多元產品兩個面向，試圖分析對證券業產生的影響。第四、大陸證券業務活動下一階段的趨勢，是本研究最關心的議題，目前大陸證券業正歷經轉型期，其上一輪成長(2006~2007)主要源自於市場規模的擴張，股改帶來的制度紅利是根本的驅動因素，目前儘管滬深股票總市值已躍居世界第二位，但並未改變大陸以間接融資為主導的融資體系；再者，證券業主營業務量雖有所增長，但佣金率加速下滑，證券業為能有下一階段發展，行業轉型是大勢所趨，如

今大陸資本市場的市場體系和產品結構過於單一，場外市場、企業債券市場和金融衍生品市場都剛起步，這也意味著大陸證券行業可能面臨第二輪的成長，這次的驅動因素可能就是創新了，包括市場結構創新、金融產品創新，以及業務模式創新等，這不僅將推動證券公司業務規模的快速增長，也將帶來證券行業盈利模式的根本性變革。

## 第一節 政府監管政策對證券業之影響分析

### 壹、中國大陸證券行業監管政策

改革開放以來，中國的證券監管體制經歷了無實體監管部門階段(1981~1985年)、監管體系形成階段(1986~1992年)、監管體制的發展階段(1993~1998年)，以至於集中統一型監管體制階段(1999年迄今)。經由多年來證券監管法律制度的建立、監管組織體系的調整，以及證券行業自律組織的發展，政府證券監管的能力得到極大提升。

「行業政策」向來是影響證券業發展最重要的外在大因素，大陸證券市場從成立之初就帶有政策印記，而證券業每次的變革都與政策密切相關。從政策變化的方向上來看，證券業的行業政策歷經「推動」、「規範」、「完善」和「改革」等階段，由於大陸證券業起步較晚，主管機關最初對證券業的監管目標係定位在推動與規範方面，在規範階段，監管單位對證券業的態度偏向平穩發展，避免市場大起大落，一方面制定相關法規規範市場行為，一方面採取行政審批手段調控市場走向。當相應的監管政策皆已齊備後，主管機關的政策便朝向完善證券市場發展邁進，包括擴大投資者範圍、增加投資工具、籌建多層次資本市場等。2004年，當中國大陸證券市場發展到一定階段後，漸漸發生原有制度阻礙證券市場發展的問題，例如法人治理結構與市場行

為不規範，市場結構不合理、功能不健全等，於是改革政策成為監管單位的核心議題。以下將中國大陸證券業歷來各階段的重要行業政策彙總如表3-1。

**表3-1 中國大陸證券業各階段重要行業政策**

政策類型	政策內容
推動	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 1991年鄧小平提出：金融是現代經濟的核心，是經濟的根本，為證券市場的發展提供了重要的思想指導，政府深化股份制改革，擴大公開發行股票試點城市。</li> <li>● 1993年十四大提出：積極培育包括債券股票等有價證券的金融市場。</li> <li>● 1995年十四屆三中全會提出：積極穩妥地發展債券和股票市場融資。</li> <li>● 1996年國務院領導提出股市要「穩步發展，適當加快」的重要指示。</li> </ul>
規範	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 1991年第一個股票市場監管條例「深圳市股票發行與交易暫行辦法」出台。</li> <li>● 1992年國務院證券委和證監會成立。</li> <li>● 1993年在股票發行中第一次採用額度制辦法，嚴格控制股票發行，出台一系列有關發行與交易、信息披露、禁止詐欺等一系列法規及「公司法」，證券監管體系基本確立。</li> <li>● 1996年重啓漲停板制度。</li> <li>● 1998年「證券法」頒布，使中國證券市場從此走向依法“治市”，不斷規範的新時期。</li> </ul>
完善	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 1998年，證券投資基金正式出現，可轉換債券也正式登台，增加了證券市場中的機構投資者。</li> <li>● 1999年，國有企業、國有資產控股企業可以投資二級市場，投資者範圍進一步放寬，保險公司可以購買證券投資基金，間接進入證券二級市場。</li> <li>● 2000年，證監會提出要加快創業板市場的籌建，開放式基金已進入技術準備階段。</li> </ul>
改革	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 2004年，國務院發布「國務院關於推進資本市場改革開放和穩定發展的若干意見」，為資本市場今後的發展方向提出指導意見，證監會開始對高風險證券公司進行清理，實行客戶交易結算資金第三方存管制度。</li> <li>● 2005年，國務院批轉了證監會「關於提高上市公司質量的意見」，指出上市公司質量是促進資本市場健康穩定發展的根本，證監會指導推動股權分置改革，旨在消除大陸資本市場由於歷史原因造成的非流通股與流通股之間流通制度的差異；深圳交易所推出中小企業板。</li> <li>● 2006年，中關村高科技園區非上市股份制企業開始進入代辦股份轉</li> </ul>

政策類型	政策內容
	<p>讓系統，場外市場進一步完善。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 2007年，證監會以證券公司風險管理能力為基礎，結合公司市場影響力對證券公司進行重新分類，進一步規範大陸證券公司的發展。</li> <li>● 2009年，創業板市場正式推出。</li> <li>● 2011年十二五規劃明確提出「大力發展金融市場，繼續鼓勵金融創新，顯著提高直接融資比重」以及「加快多層次金融市場體系建設」。</li> </ul>

## 貳、中國大陸證券監管特色

- 一、 多級監管主體：雖然1998年國務院撤銷證券委，確立中國證券監督管理委員會為國務院直屬機構，是全國證券期貨市場的主管部門，但證券市場的監管主體除證監會外，尚包括人民銀行、財政部、國家計委等，對於證券市場的諸多措施，並非證監會可獨立決定，特別涉及與國家整體戰略有關的重大政策，例如：新金融衍生品的開放、國際板的推出等，往往國務院才是最終決定機構。
- 二、 以審批制為主：審批政策是大陸對證券行業監管的重要手段，舉凡證券行業准入、業務拓展以及網點的設立等均採行審批制。此不同於歐美先進市場，以註冊制為監管主要手段，此兩種制度對創新業務的開展產生不同效果，創新業務開展主要係因應市場與投資者需求，大陸當前的創新是”由上而下”，在審批政策的推動下一步步加以實現，不同於成熟證券市場係推動”由下而上”的創新模式，以現階段而言，大陸證券業仍屬於高度管制的行業。
- 三、 行政手段使用頻繁：大陸證券市場在發展過程中受到政府的強烈干預，亦即行政手段使用過於頻繁，因此表現出濃厚的政府監管色彩，當政府監管卻無相應的法律規範，市場機制可能無從發揮，此現象或許影響證券產業的發展。

- 四、 新業務推展採區域試點：中國大陸幅員遼闊，各省市、自治區的金融環境條件迥異，投資人對金融知識的理解程度差異很大，當推行嶄新證券業務時，政府當局的監管策略通常會採行區域性試點的作法，而非驟然開放，待市場與投資人皆能充分了解與接受時，才可能推展至全國，此作法對證券產業導入正軌，具有正面影響。
- 五、 以扶植國內證券公司為主：從大陸證券業的發展歷程觀之，經過數年整頓清理，直到2007年後許多制度才漸上軌道。在金融行業中，證券公司的體質較為薄弱、競爭力較差，數量偏多，規模偏小，因此，中共當局對證券產業的發展策略，仍以先壯大國內證券公司為主，因此，在對外開放的腳步上，首要考量者仍會是國內證券行業的保護與利益，除非該政策對扶植國內證券公司有利，倘若造成國內外證券公司競爭，應在禁止之列。

## 第二節 證券業對外開放政策分析

中國大陸資本市場雖然很年輕，但對外開放步伐並未停歇，早在九〇年代證券市場設立之初，便推出針對境外投資者的B股市場，允許內地企業赴境外發行上市等政策。而對於WTO承諾，中國政府到2003年11月已全部兌現，先後批准設立12家合資證券公司、34家合資基金管理公司、允許4家境外證券機構的駐華代表處成為滬、深證券交易所特別會員，並分別許可41家和19家境外證券經營機構在滬、深證券交易所直接從事B股交易。除此之外，QFII與QDII的實施也是一系列對外開放的制度安排。

在中美戰略經濟對話啟動後，中國又批准6家境外證券交易所在華設立代表處、提高QFII投資額度至300億美元、修定「外資參股證券公司設立規則」，恢復審批合資證券公司的設立；發布「證券公司設立子公司試行規定」，允許符合條件的合資證券公司擴大業務範圍、允許符合條件的外商投資公司發行人民幣計價的股票，積極推動國際板建置。以下分別就相關政策簡要說明之。

#### 壹、加入世界貿易組織(WTO)相關承諾

2001年11月，中國大陸加入世界貿易組織，成為WTO第143個會員國，大陸對於證券業的減讓承諾包括：

- 一、 外國證券機構可不透過中方中介直接從事B股交易。
- 二、 外國證券機構駐華代表處可成為所有中國證券交易所的特別會員。
- 三、 允許外國服務提供者設立合資公司，從事國內證券投資基金管理業務，外資比例不超過33%。加入WTO後三年內，外資比例不超過49%。
- 四、 加入WTO後三年內，允許外國證券公司設立合資公司，外資比例不超過三分之一，合資公司可不透過中方中介從事A股、B股、H股、公債、公司債的承銷及交易業務，以及基金的發行與管理業務。

貳、「外資參股證券公司設立規則」及「證券公司設立子公司試行規定」  
相關規範

大陸加入WTO後，中國證監會於2002年6月公佈「外資參股證券公司設立規則」(以下簡稱「設立規則」)，截至目前為止，該設立規則僅在2007年12月28日修正過一次，主要將外資方股東條件由「必須具備證券從業資格，經營金融業務超過十年」，放寬為「至少其中有一個經營滿五年的合法金融機構」，至此，已有中金國際、瑞銀證券和財富里昂三家合資證券公司拿到A股經紀牌照。於此同時亦相應公佈「證券公司設立子公司試行規定」(以下簡稱「試行規定」)，主要係為配合證券公司集團化與專業經營管理的需要，規範證券公司設立子公司的行為及其與子公司的關係，並促進證券公司的創新發展與對外開放。

「設立規則」規定的准入形式有二：第一種是由境外股東與境內股東依法共同出資設立的證券公司，亦即由中資方將投行業務牌照剝離與外資方進行合資新設。第二種是由境外投資者依法受讓、認購中資證券公司股權，也就是由外資方參與公司重組或作為戰略投資者。在外資參股證券公司設立規則的要求之下，無論是合資新設、參與重組、作為戰略投資者都必須從既存的境內證券公司所衍生，因此證監會所公佈的「試行規定」就變得格外重要，此二法規成為准入關鍵，以下針對重要部份簡要說明之：

#### 一、業務範圍

依照「設立規則」第五條規定，外資參股證券公司得以經營的業務範圍包括：

- (一)股票(包括人民幣普通股、外資股)和債券(包括政府債券、公司債券)的承銷與保薦；
- (二)外資股的經紀；
- (三)債券(包括政府債券、公司債券)的經紀和自營；
- (四)中國證監會批准的其他業務。

依前規定，合資新設的中外合資證券公司經營業務範圍限於A股承銷、B股和H股以及證券與公司債券的承銷和交易以外的牌照進行分割，僅作為上市證券公司的戰略投資者，不會改變該上市證券公司的經營業務範圍。

## 二、持股比例

「設立規則」<sup>43</sup>的持股比例限制，採取合資新設、參與重組兩種方式的外資方股東持股不得超過三分之一，同時必須保持一個境內股東持股超過三分之一，在控股股東為境內股東的前提下，戰略投資者進入市場者，單一境外股東持股不超過20%，合計外資股東持股不得超過25%。

## 三、競業禁止條款

「試行規定」第三條規定，證券公司與其子公司、受同一證券公司控制的子公司之間不得經營存在利益衝突或者競爭關係的同類業務。此項競業禁止條款將會影響中資證券公司的合資意願，外資方必須提出更有利的條件才能找到合適對象。

## 四、審慎性要求

依照「試行規定」第五條，證券公司設立子公司，應當符合下列審慎性要求：

(一)最近12個月各項風險控制指標持續符合規定標準，最近一年淨資本不低於12億元人民幣；

---

<sup>43</sup> 「設立規則」第10條規定，境外股東持股比例或者在外資參股證券公司中擁有的權益比例，累計(包括直接持有和間接控制)不得超過三分之一。境內股東中的內資證券公司，應當至少有一名的持股比例或者在外資參股證券公司中擁有的權益比例不低於三分之一。內資證券公司變更為外資參股證券公司後，應當至少有一名內資股東的持股比例不低於三分之一。

(二)具備較強的經營管理能力，設立子公司經營證券經紀、證券承銷與保薦或者證券資產管理業務的，最近一年公司經營該業務的市場佔有率不低於行業中等水準；

(三)具備健全的公司治理結構、完善的風險管理制度和內部控制機制，能夠有效防範證券公司與其子公司之間出現風險傳遞和利益衝突；

(四)中國證監會的其他要求。

上述風險控制、償付能力、業績排名、公司治理等要求，基本上可看出中國證監會只允許體質好，實力強的證券公司進行子公司的設立，其中包括與外資方設立合資證券公司，外資方在合資談判的過程，除本身資本實力和證券業務要強大之外，可能還必須佐以證券業務以外的其他品牌價值、願景與優勢作為輔助條件，合資案比較容易談成。

## 五、合乎審慎性原則之子公司業務範圍之擴大

「試行規定」第七條規定指出，經中國證監會批准，符合下列審慎性要求的子公司，可以申請擴大業務範圍：

(一)持續經營五年以上，信譽良好，最近三年無重大違法違規紀錄；

(二)最近12個月各項風險控制指標持續符合規定標準；

(三)具有持續盈利能力和較強的經營管理能力，最近一年主要業務的市場佔有率不低於行業中等水準；

(四)具備健全的公司治理結構、完善的風險管理制度和內部控制機制；

(五)中國證監會的其他要求。子公司符合本條規定要求者，可由其股東申請另設子公司經營增加證券業務。

有關中外合資證券公司的發展狀況與營運情形，詳細請參閱本研究報告第二章第四節之內容。

參、合格境外機構投資者(Qualified Foreigner Institutional Investors ; QFII)<sup>44</sup>

1998年以來，中國證監會及有關專家學者經由參考其他市場作法(特別借鏡台灣經驗)，開始研究QFII制度在大陸實施的可能性，提出應允許QFII有限度地投資大陸A股證券市場。2002年11月5日中國證監會與人民銀行聯合發布「合格境外機構投資者境內證券投資管理暫行辦法」，並於2002年12月1日起實施，由此開啟QFII在大陸進行證券投資的序幕。在法規體系方面，除「合格境外機構投資者境內證券投資管理暫行辦法」，尚包括「合格境外機構投資者境內證券投資外匯管理暫行規定」以及「中國證券登記結算有限責任公司合格境外機構投資者境內證券投資登記結算業務實施細則」、上海、深圳證券交易所「合格境外機構投資者證券交易實施細則」等相繼出台，為QFII制度的運作提供完善的法律環境。

截至今(2011)年6月底止，獲QFII資格的機構投資者總數達113家，而6月份有三家新獲核准的境外機構投資者，分別是台灣的國泰證券投資信託股份有限公司、復華證券投資信託股份有限公司以及法國的杭簡資產管理公司。

小QFII(或稱人民幣QFII)，是指境外人民幣透過香港中資證券及基金公司，有限度地投資大陸A股市場，將不分流現有QFII額度，而擁有自己額度，可成為海外人民幣回流內地市場的一個途徑。中國證監會主席尚福林於今(2011)年初，參加亞洲金融論壇時表示，將推出在香港募集人民幣投資境內證券業務的試點，並支援香港發展人民幣

---

<sup>44</sup> QFII制度是在資本項目尚未完全開放的國家或地區，實現漸進開放證券市場的特殊管道，在該制度下，QFII被允許將一定額度的外匯資金匯入並兌換為當地貨幣，透過嚴格監督管理的專門帳戶投資當地證券市場，包括股息及買賣價差等在內各種資本所得，經審核後可轉換為外匯匯出，實際上是對外資有限度地開放本國證券市場。

債券市場，鼓勵境內企業在港發債<sup>45</sup>。截至2010年底，中國內地已有18家證券公司、10家基金公司以及6家期貨公司在港設立分支機構；此外，近年香港人民幣存款暴增，小QFII可望成為境外人民幣投資渠道的新出路。而此與外資機構募集美元獲批准後，再轉換為人民幣直接投資A股的QFII不同，小QFII的推出是為了讓境外人民幣有管制地回流，此舉將有利於擴大人民幣貿易結算的廣度與深度。

#### 肆、合格境內機構投資者(Qualified Domestic Institutional Investors；QDII)

合格境內投資者(QDII)制度，是指在資本帳尚未完全開放的情況下，有限度地允許內地投資者往海外進行投資的一種管道。「合格境內機構投資者境外證券投資管理試行辦法」已於2007年4月30日經中國證監會第二十七次主席辦公會議審議通過，自同年7月5日起實施，允許境內合格的機構投資者，包括銀行、基金管理公司、保險公司等金融機構，集合境內機構或個人的人民幣資金購匯，投資於境外固定收益商品、股票證券及貨幣市場工具。

試行辦法對QDII業務經營設定了明確的標準，包括基金公司淨資產不少於人民幣2億元、經營證券投資基金管理業務達兩年以上，並且在最近一個季度末資產管理規模不少於人民幣200億元或等值外匯資產。2007年9~10月，首批4支QDII基金(南方全球精選配置、華夏全球精選、嘉實海外中國股票、上投摩根亞太優勢)正式成立，各別募集人民幣300億元。

首批QDII基金始成立便遭逢百年一遇的金融海嘯，加上中國QDII基金缺乏海外投資經驗，最大跌幅達六成多，嚴重打擊投資者信心，

---

<sup>45</sup> 2011.1.18廣州日報

儘管2008年仍有新QDII基金發行，但規模已大不如前，甚至2009一整年皆無新QDII基金的發行，進入2010年後，全球市場出現震盪局面，隨著2009年QDII基金業績回升和全球基金行業的回暖，2010年中國QDII基金的發行數量激增，全年共成立18支QDII基金，數量超過2007~2009年成立的QDII基金的總和，然而由於投資者對投資QDII基金更加謹慎，QDII基金每支發行規模縮減至平均5億元人民幣，而此階段QDII在產品設計上出現些許創新，指數化投資開始被採用，也出現債券類QDII，例如富國基金發行首支債券型QDII基金，銀華基金發行首之抗通膨QDII基金等。

從中國政府的角度來看，大陸證券業能到目前的開放程度已相當不錯，雖然相較於銀行以及保險業，證券業對外開放的腳步較慢，探其原因，主要是證券業屬較為典型的規模收益遞增行業，與外國大型證券公司相比，中國證券公司的數量偏多、規模過小、實力單薄，證券市場如果和保險業、銀行業一樣全面對外開放，恐怕數量龐大的國際資本會過快過多地進入。因此，目前中國證券市場處於發展初期，具有明顯的「新興加轉軌」特徵，既要透過對外開放推動國內證券市場的完善，又要維護國家金融安全與穩定，不難想見其開放策略係採逐步推進方式，而大多數發展中國家在准入形式的開放問題上，一般均以代表處為先導，鼓勵外資以合資形式進入證券業，待時機和條件成熟，再逐步放寬合資企業的股權比例，最終才允許外資設立全資子公司，或許此模式可做為中國大陸下一步開放的預測。

### 第三節 十二五規劃對證券業之影響

中國大陸的經濟發展，主要採用經濟計劃工具，改革開放前是「指令性計劃」，改革開放後逐步發展成「指導性計劃」。十二五與十一五規劃綱要不同於中國大陸過去曾頒布執行的十個五年計劃，主要在於有明確的發展目標體系，並分為預期性指標和約束性指標，兩者之區別在於是否一定要達成，後者是一定要達成之目標，而前者則根據市場發展決定之。

1980年後，中國大陸在發展過程中，出現經濟結構性矛盾，2009年3月5日大陸總理溫家寶在政府工作報告中指出：「...我們正面臨前所未有的困難和挑戰...是長期制約我國經濟發展的體制性，結構性矛盾依然存在...消費需求不足，**第三產業發展滯後**，自主創新能力不強，能源資源消耗多，環境污染重，城鄉區域發展差距仍在擴大。」其中提到的第三產業即指農業、工業以外的服務業，金融產業則屬於生產性服務業，儘管大陸的金融業在改革開放後有很大發展，但主要是以國有銀行為主導的金融產業，股票、債券的發展相對落後。因此，十二五規劃第四十八章，特別將「深化金融體制改革」列為一節，並以加快多層次金融市場體系建設當作具體目標，內容為：「大力發展金融市場，繼續鼓勵金融創新，顯著提高直接融資比重。拓寬貨幣市場廣度和深度，增強流動性管理功能。深化股票發審制度市場化改革，規範發展主板和中小板市場，推進創業板市場建設，擴大代辦股份轉讓系統試點，加快發展場外交易市場，探索建立國際板市場。積極發展債券市場，完善發行管理體制，推進債券品種創新和多樣化，穩步推進資產證券化。推進期貨和金融衍生品市場發展。促進創業投資和股權投資健康發展，規範發展私募基金市場。加強市場基礎性制度建設，

完善市場法律法規。繼續推動資產管理、外匯、黃金市場發展。」，明確點出幾大重點，無論從多層次資本市場架構，抑或產品面，皆與證券業務活動發展趨勢密切相關，以下從市場面與產品面加以闡釋。

## 壹、多層次資本市場建置<sup>46</sup>

「中共中央關於完善社會主義市場經濟體制若干問題的決定」、「國務院關於推進資本市場改革開放和穩定發展的若干意見」、「“十一·五(2006~2010)”規劃綱要」等文件皆明確提出要建構中國多層次資本市場，此表明對建立多層次資本市場體系已形成共識。中國大陸主板、中小板以及創業板市場皆已成立就緒，以下就規劃中的新三板和國際板市場介紹之。

### 一、新三板市場

在多層次資本市場架構下，新三板市場有許多特點，相較於滬深證券交易市場，是屬於標準較低、風險較高的場外市場；相對於以大宗產權、固定資產、土地等非標準化產品為交易對象的產權交易所，新三板則是以標準化的基礎性金融工具(主要是股票)為交易對象的市場。因此，對於達不到或暫時達不到主板和創業板上市要求的企業來說，新三板市場則為其提供一個選擇機會，使其依自身發展需要及時得到資金支持，待時機成熟，可望晉升到創業板或主板市場掛牌，故新三板市場成為中國多層次市場體系的一個重要組成，是主板和中小

---

<sup>46</sup> 通常認為，多層次資本市場體系主要由以下幾部分組成：1. 主板市場，即證券交易所市場，指在有組織交易所進行集中競價交易的市場，主要是為大型、成熟企業的融資和轉讓提供服務。2. 二板市場，又稱為創業板市場，指與主板市場相對應，在主板之外，專為處於發展階段中後期和產業化初期的中小企業及高科技企業提供資金融通的股票市場。3. 三板市場，即場外交易市場，主要解決企業發展過程中處於初級階段中後期和幼稚階段的中小企業在籌集資本性資金方面的問題。

板市場的基礎和前台，未來資本市場的理想模式，便是從新三板市場到中小板市場，或者創業板市場，再到主板市場的金字塔形狀<sup>47</sup>。

「新三板」市場乃指北京中關村科技園區非上市股份公司轉讓報價系統，是專門為科技園區的非上市股份公司股份轉讓提供的平台，是證券公司代辦股份轉讓系統的組成部分。2007年9月26日國務院批准，經證監會正式批復同意設立，作為科技園區非上市股份有限公司進入三板市場進行股份轉讓試點，在此之前，三板市場僅限於處理歷史遺留下的法人股，以及主板市場退市企業的股份流通等問題，並無接納新公司股份「上市」功能，試點啟動之初，為三板市場注入新活力，進而成為全新市場，由於其不隸屬於滬深市場的主板和中小企業板，同時在股份轉讓模式上，又接近一些證券公司提供的股權轉讓服務，為與原先的三板區別，故稱為「新三板」市場<sup>48</sup>。

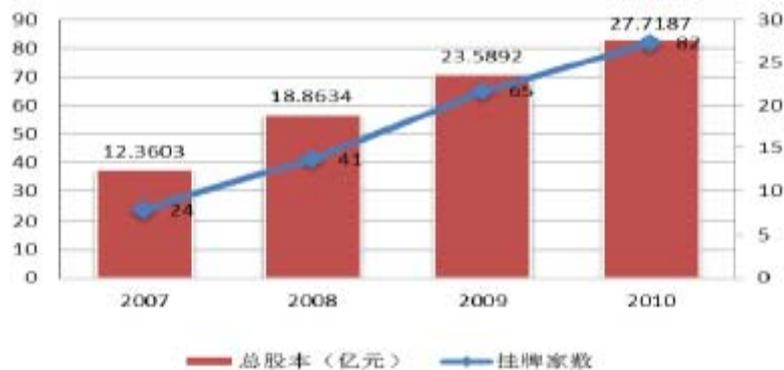
中國證監會、北京市政府和科技部等有關部門，經過兩年多比較選擇，慎重推出中關村科技園區非上市股份有限公司進行報價轉讓試點，主要係因中關村擁有近兩萬家高科技企業，2009年企業總收入約達人民幣1.3兆元，成為全中國經濟規模最大的高科技產業基地，另根據深交所的分析報告中指出，中關村科技園區符合中小企業板後備資源標準的企業共有358家，完全具備上市能力的企業亦高達182家，此說明中關村科技園區完全具備作為新三板試點園區的條件。

---

<sup>47</sup> 周茂清、尹中立(中國社會科學院 金融研究所)，「新三板市場的形成、功能及其發展趨勢」，載於當代經濟管理第33卷第2期，2011年2月，頁75~77。

<sup>48</sup> 新三板與三板市場的原有業務在設立目的、交易方式、上市條件等均有差異：三板市場原定位為STAQ、NET<sup>48</sup>系統掛牌公司，以及滬深證券交易所的退市公司在此進行股份轉讓，股份轉讓以集合競價方式配對搓合，股份轉讓價格實行5%的漲跌幅限制。反之，中關村高科技企業進入三板進行股份報價轉讓試點，主要目的係為解決高科技企業原始投資的退出管道問題，為主板和中小企業板培養上市資源，交易方式由買賣雙方向主報證券公司報價，之後買賣雙方直接交易，不設漲跌幅限制。

從圖3-1可看出新三板掛牌企業數量與規模，2006年至2010年，新三板掛牌企業數量分別為10家、14家、17家、26家和19家，掛牌總數在2010年底達到82家，呈現穩定上升趨勢。其中，世紀瑞爾、久其軟件、北陸藥業、佳訊飛鴻四家公司成功轉板，分別登陸創業板或中小板。



資料來源：中國證券業協會，東興證券研究所

圖3-1 新三板掛牌情形

新三板市場未來的發展，有賴相關制度的配套，以下分別說明之：

(一)造市制度：造市制度是國際上場外市場普遍採用的一種制度，目前新三板採取的交易方式為投資者與主辦證券公司簽定代理報價轉讓協議，委託主辦證券公司代理買賣，或透過主辦證券公司履行交易手續及流程的成交確認委託，主辦證券公司只是被動地接受委託進行買賣，本身不參與交易，此作法某程度限制了股權轉讓交易的順利進行。為使場外市場交易活絡，造市制度的採行是關鍵因素，目前具有主辦證券公司資格者有19家，監管單位未來可能選擇業務量較大的幾家主辦證券公司當作造市商，例如：申銀萬國、國泰君安、國信證券、廣發證券、上海證券、西部證券等。

(二)轉板機制：新三板企業規模小，持續盈利時間短，與創業板及中小板的上市標準仍存在一定差距，目前有關轉板的設計尚有待討論，倘若能建立完善的轉板機制，新三板的吸引力將更加提升。

## 二、國際板市場

以中國資本市場中長期規劃來看，國際板的建置，目標是在上海建立類似紐約證交所上市條件較為嚴格的國內外大公司主板；而在深圳，建立類似納斯達克那般上市條件相對寬鬆的創業板。國際板的相關研究已啟動，到目前為止的大事紀如表3-2。

**表3-2 國際板有關大事紀**

時 間	大 事 紀
2007年5月	上海證券交易所「07年市場質量報告」提出要加快大型企業境內上市步伐，在條件成熟時允許外國公司在內地上市，在境內開設國際板，以提高股市的流動性和效率。
2007年12月	中國證監會主席尚福林公開表示，將鼓勵H股公司和境外公司自主選擇到A股市場發行上市。
2008年1月	上海證券交易所研究中心主任稱能否推國際板取決於監管層決心，目前已經沒有太多技術障礙。
2009年3月	人民銀行「08年國際金融市場報告」進一步研究紅籌企業回歸A股市場以及推進國際板建設的相關問題。
2009年4月	國務院發布上海建設國際金融中心和國際航運中心文件，提出在2020年，上海要建成國際金融中心。
2009年5月	上海證券交易所總經理張育軍表示，上交所將紮實推進國際板建設，吸引海外企業上市。
2009年9月	上海市政府金融服務辦公室主任方星海表示，上交所將成立國際板，明年初的某個時機有一兩家境外公司上市。

資料來源：工銀瑞信基金管理有限公司(ICBCCS)

「國際板」是指境外企業在中國A股發行上市的市場，中國政府希望將上海建設成國際金融中心，而國際金融中心意味著交易市場向國際開放，因此，在上海開設國際板是其成為國際金融中心很重要的一步。事實上，許多國際知名企業到中國上市的意願強烈，例如：可口

可樂、聯合利華(Uniliver)、匯豐銀行、渣打銀行等，此類企業在中國上市享有兩項好處：其一是提高中國市場的知名度；另一則是該企業可直接獲得人民幣資金，並為在當地擴展業務提供支援。據資料顯示，上交所規劃的「國際板」，傾向於直接發行A股，並以人民幣作為交易貨幣，預估推出初期，國際板在A股募集的人民幣將用於該企業在中國投資，如此則不至於涉及貨幣兌換問題，且境外公司在境內的業務拓展也得以規避外匯風險。

然而時至今日，國際板的推出仍屬未定之天，其中爭論最主要是---推出國際板對人民幣國際化的影響：持正面態度者認為，在人民幣尚不能自由兌換、資本項目仍然嚴格管制的環境下，國際板的推出，屬於變相資本管制鬆綁，亦即人民幣在資本項目下，變相地「可兌換」；此外，國際板實行人民幣交易規則，於國際板上市的境外公司將獲得人民幣融資，所有參與次級市場交易的機構(包括外資機構)，也必須以人民幣交易與清算，國際板的推出，有助於促成人民幣作為儲備貨幣與全球流通貨幣之目標。然而，反對者則表示，企圖以國際板作為推動人民幣國際化的作法完全本末倒置，渠等認為只有當人民幣可以成為(部分)取代美元的儲備貨幣或結算貨幣時，才能透過印刷人民幣紙鈔換取外國企業股權。

儘管日前據報載，證監會前主席尚福林表示：“我們離「國際板」越來越近了”，甚至傳聞聲稱，國際板細則即將出台，上市條件包括：境外上市滿三年、發行前六個月平均總市值不低於300億元人民幣、三個會計年度淨利潤不低於30億元人民幣等<sup>49</sup>，但國際板何時設立，決定權並不在證監會，而係在國務院。以長期發展而言，國際板有其必要，但以現階段情況看來，創業板推出的時間不長，市場容量不大，

---

<sup>49</sup> 2011.7.27 中國日報

尚屬初期發展，應致力建設創業板，至於推出國際板的時機尚未成熟，困難點在於貨幣政策與資本市場的協調尚未解決。

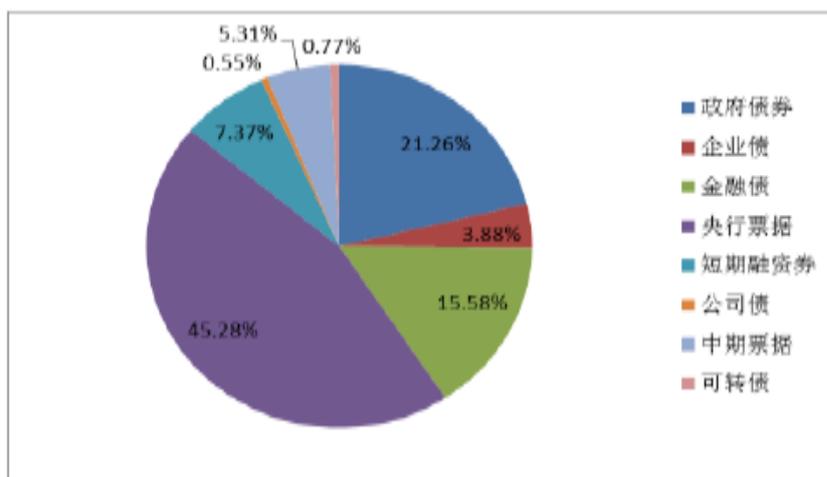
## 貳、多元金融產品發展

### 一、積極發展債券市場<sup>50</sup>

目前大陸債券市場突顯兩個特徵，即債券市場總體容量較小，以及國債和央票在債券市場中份額較大，因此從企業融資的角度來看，企業從債券市場獲得融資總量和在債券市場中的份額仍舊很小。近年來，儘管債券市場籌資額逐步提高，但在債券市場結構中，政府債券和央行票據仍占絕對份額，2005年大陸債券市場的籌資額為人民幣44,799.93億元，2010年籌資額增長至人民幣93,524.85億元，增長108.76%，從圖3-2可看出，2010年債券發行結構中，央行票據和政府債券占比超過60%，企業債占比僅為3.88%，公司債券占比僅為0.55%，因此未來企業債權融資將成為股權融資外的另一籌資重要渠道，企業債券與公司債券有較大的增長空間。

---

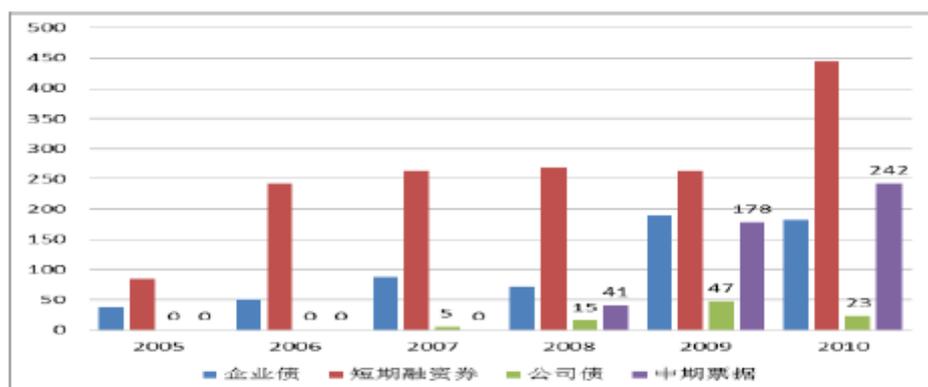
<sup>50</sup> 中國於1981年7月重新開始發行國債，而最初的企業債出現於1982年。1984年為治理嚴重的通貨膨脹，中國實行緊縮貨幣政策，在此宏觀背景下，一些由銀行貸款的在建項目出現資金不足，銀行開始發行金融債以支持這些項目的完成。1987年國務院頒布「企業債管理暫行條例」，1992年企業債當年發行總量近700億元人民幣，企業債發行過熱情況下，部份企業出現兌付危機，1993年後企業債發行進入一個較長的低迷期。



資料來源：東興證券研究所

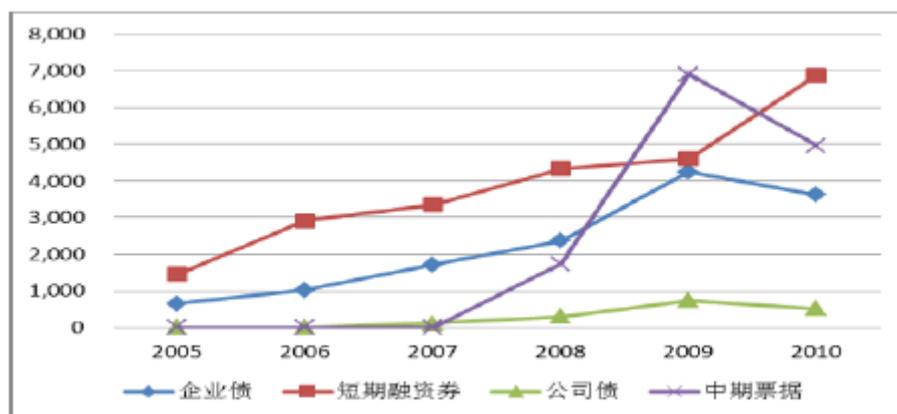
圖3-2 2010年債券發行結構

企業從債券市場獲得融資受到兩方面的限制，首先，企業透過債券融資的工具較少，2005年以前，企業只能經由發行企業債獲得融資；另一方面，有關部門對企業債的發行審核較為嚴格。2005年短期融資券試行推出，2007年五家公司首發公司債，2008年首批中期票據正式招標發行，至此，債券市場上形成短期融資券、中期債券、公司債和企業債等較為完善的企業融資債券市場體系，2010年四類債券發行總額為人民幣1.6兆元，相較於2005年的人民幣2,107萬元，增長了近七倍，有關2005年至2010年債券發行總量與發行總額詳參圖3-3與圖3-4。



資料來源：Wind，東興證券研究所

圖3-3 2005-2010年債券發行總量



資料來源：Wind，東興證券研究所

圖3-4 2005-2010年債券發行總額

比較國際債券市場與股票市場的相對規模，日本、德國和美國都在1.4倍到1.7倍之間，而中國大陸的債券市場僅佔股票市場的27%，此表示債券資產規模小，直接融資比重偏低，因此債券市場發展是重中之重。

未來發展債券市場可從豐富產品種類著手，如試點發行市政債，繼續推動非金融企業(特別是中小企業)債務融資工具創新，研究推出資產支持票據等新的債務融資工具，不斷完善債券市場制度，研究建立交易商協會監管制度，加強債券市場基礎建設，提高市場流動性，推動關鍵期限國債定期滾動發行，完善基準收益率曲線。

## 二、 私募股權投資

近年來私募股權投資在中國金融體系中扮演愈來愈重要的角色，成為僅次於銀行貸款和公開上市發行的主要融資手段。據不完全統計，目前從事私募股權投資的各類機構約五千家，私募股權投資基金佔GDP比重約為0.5%左右<sup>51</sup>，投資領域涉及國民經濟的諸多方面，成為亞洲最為活躍的私募股權投資市場，尤其2010年以來，政府方面

<sup>51</sup> 在歐美等先進國家，私募股權投資基金是資本市場中重要組成部分，其每年投資額約佔GDP4%~5%。

出台一系列穩定金融、發展股權投資的政策，有利於私募股權投資之發展。而公司法、合夥企業法、信託法、「創業投資企業管理暫行辦法」、「外國企業或者個人在中國境內設立合夥企業管理辦法」等一系列法律的修訂和管理辦法的出台，為中國大陸私募股權投資的建置提供良好的法律環境；另外，各地地方政府亦爭相出台促進私募股權投資發展的優惠措施，以便吸引國內外股權投資機構在當地註冊和設立分支機構，如2009年以來，上海浦東新區發布「上海市浦東新區設立外商投資股權投資管理企業試行辦法」，天津市發布「天津市促進股權投資基金發展辦法」，北京市發布「在京設立外商股權投資基金管理企業暫行辦法」，均鼓勵外國投資者在當地設立外商投資股權投資管理企業。

私募股權投資基金(Private Equity Fund)<sup>52</sup>主要是投資於未上市企業的股權，其根據投資方式與操作風格不同，可分為三種類型：第一種是風險投資基金(Venture Capital Fund)，專門投資於創業期的企業；第二種是成長型基金(Growth Oriented Fund)，主要投資於成長階段的未上市企業的股權；第三種則是收購基金(Buy in/out Fund)，專門投資於成熟企業的上市或未上市股權。其中成長型基金又稱為狹義私募股權投資基金，因此，私募股權投資基金將伴隨企業成長階段和發展過程培養公開上市的企業資源。

長期以來，大陸中小企業一直存在著融資困難的問題，在間接融資方面，由於各種制度性的安排，中小企業獲得銀行貸款的難度遠甚於國有企業，就直接融資而言，無論是發債抑或上市，各種資源皆有利於大企業而非中小企業，在此種環境之下，私募股權基金若能迅速

---

<sup>52</sup> 私募基金(Private Fund)的特點是，銷售與贖回皆透過基金管理人與投資者私下協商進行，但必須注意，「私募證券投資基金」與「私募股權投資基金」在資本市場上的作用不同，私募證券投資基金主要投資於已上市證券，這一類基金包括對沖基金，因投資於上市證券而對活躍證券次級市場發揮較大作用。

壯大，對中小企業的推動將不可限量，以大陸知名企業蒙牛或哈葯為例，皆由於私募基金的投資，而從成長型企業發展為企業集團。此外，私募股權基金可促進多層次資本市場的建置，首先有助於增加直接融資在整體金融結構中之比重，減少信貸擴張壓力；其次可減緩股市房地產領域的泡沫生成壓力，有利於防止證券市場、房地產市場泡沫化，進而有效防範金融風險。最後，可培育更多更好的上市企業，提供投資者公眾選擇，使投資者透過可持續投資高收益來分享中國經濟的高成長，並可推動大陸創業板與中小企業板市場的發展<sup>53</sup>。

2010上半年中國大陸私募股權市場共計投資案件75起，投資總額22.17億美元，案件數量較2009年同期的43件，增加74.4%，投資活躍度大幅上升，然而投資金額卻較同期下降62.3%，主要原因在於2009年上半年有較大金額投資上市公司PIPE (Private Investment in Public Equity)的案例出現，另一方面也反應出投資者對國內私募股權投資市場仍持謹慎保守態度，單筆交易投資規模尚未恢復<sup>54</sup>。在投資行業方面，較為熱門者為生物技術和醫療行業，2010上半年，在生物技術和醫療健康方面共有投資案例11件，位居各行業案件數量排名第一，占所有投資案件總數14.7%，而在投資金額方面，由於中國政府從投資拉動經濟轉向消費拉動經濟的政策引導，連鎖及零售行業拔得頭籌，共獲4.62億美元投資。

2010上半年，共有41支私募股權投資基金從投資項目中退出，其中透過以IPO方式實現退出的案例共39筆，另外兩筆則以股權轉讓方式退出。從IPO市場的選擇來看，境外市場仍是私募股權投資基金退出地點的首選，其中香港主板仍位居榜首，佔所有退出案件的25.6%，

---

<sup>53</sup> 王圓圓(四川大學經濟學院)，「論我國私募股權投資基金現狀與前景」，載於經濟金融觀察第368期，2008.5，頁29-31。

<sup>54</sup> 王穎(首都經濟貿易大學 北京)，「私募股權投資：現狀、機遇與發展建議」，載於理論探索第186期，2010.10.8，頁68-71。

在大陸境內市場方面，2009年10月深圳創業板開設，第四季即有11家私募股權投資機構支持的企業在創業板上市。在深圳中小板，上半年共有7家私募股權投資機構退出的案例，超過2006年至2009年該板塊私募股權投資退出案件數量的總和。

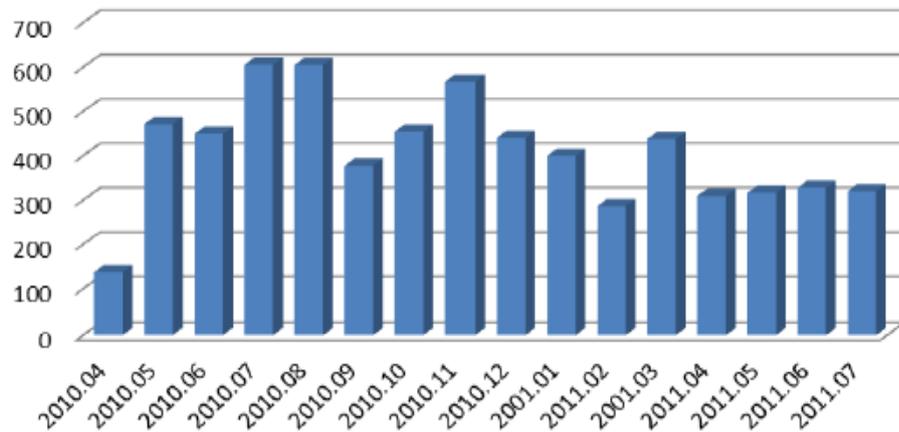
### 三、金融衍生品之發展

二十世紀末期由於市場經濟基礎條件不成熟，使得中國金融衍生品的實踐並未成功，甚至在投機、詐欺等方面對市場造成負面影響。2001年3月以後，大陸商品期貨市場已步入正軌，到了2005年6月後，才陸續開展品種稀少的場外金融衍生品試點，2006年2月中國金融期貨交易所（以下簡稱中金所）獲准籌建，2010年4月，滬深300股價指數期貨和融資融券正式推出，代表著大陸證券市場做空機制形成。

股指期貨屬於創新業務，由於槓桿交易，因此風險較大，為防止市場出現大幅波動，監管機構對股指期貨的投資准入做出較嚴格的限制，除了個人投資者，機構投資者參與股指期貨業務仍受到相當程度的限制。股指期貨業務開展以來，監管部門已批准證券公司、證券投資基金開展股指期貨交易，2011年5月4日，證監會發布「合格境外機構投資者參與股指期貨交易指引」，明確QFII可從事套期保值交易，投資主體的進一步放開是股指期貨業務獲得發展的重要催化劑。

大陸股指期貨正式啟動已超過一年時間，總體而言，股指期貨市場發展平穩，並沒有出現大起大落情況，圖3-5則為股指期貨推出以來每月成交金額狀況。

單位:人民幣(百億元)



資料來源：中金所，東興證券研究所

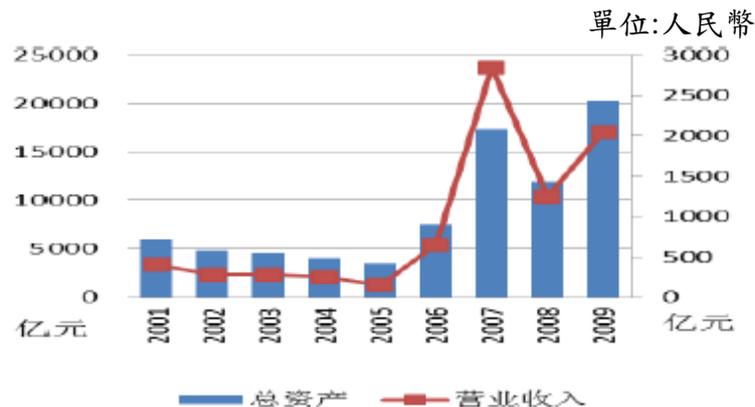
圖3-5 中國大陸股指期貨成交金額

股指期貨對於證券公司盈利的影響主要包括兩方面：一是IB業務的手續費收入，二是自營業務的收益。目前，股指期貨業務的手續費一般為萬分之1到萬分之1.5，其中萬分之0.5歸中金所，其餘手續費收入由期貨公司和證券公司按比例分成，期貨公司與證券公司就手續費的分成沒有統一的規定，而是由兩類公司之間協商確定，分成比例通常與證券公司和期貨公司的股權關係有緊密關係，如果期貨公司由證券公司全資擁有，則證券公司可能從中抽取的手續費比例較低，如果證券公司只是在一定比例上絕對或相對控股，則抽取分成比例可能較高。

#### 第四節 證券業務活動之趨勢分析

中國大陸證券市場的擴張，為證券行業的經營規模與營業收入帶來爆發式的成長，由圖3-6顯示，從2006年起，證券行業的資產規模快速上升，2007年一躍升至歷史高點，達到人民幣17,313億元，2008年

受金融海嘯影響資產規模下降，但2009年又再度快速反彈，來到人民幣20,274億元的歷史最高點，相較於2001年翻了兩番。證券行業總營業收入的發展趨勢和資產規模水準保持一致的路徑：證券業營業收入於2007年達於頂峰，2009年全行業營業收入為人民幣2,050億元，約為2001年的五倍。

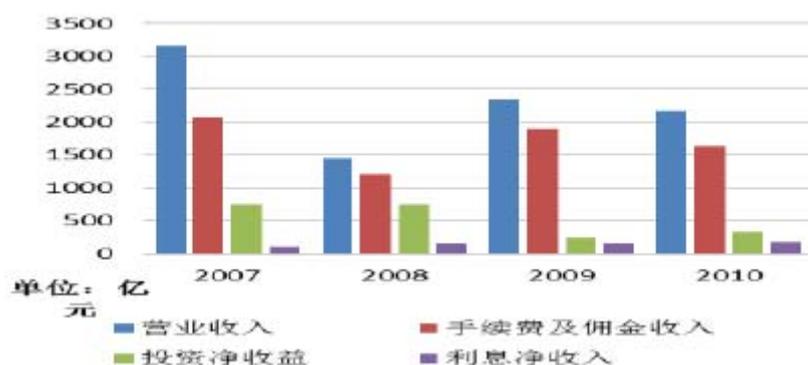


資料來源：中國證監會，東興證券研究所

圖3-6 中國大陸證券行業總資產及營業收入

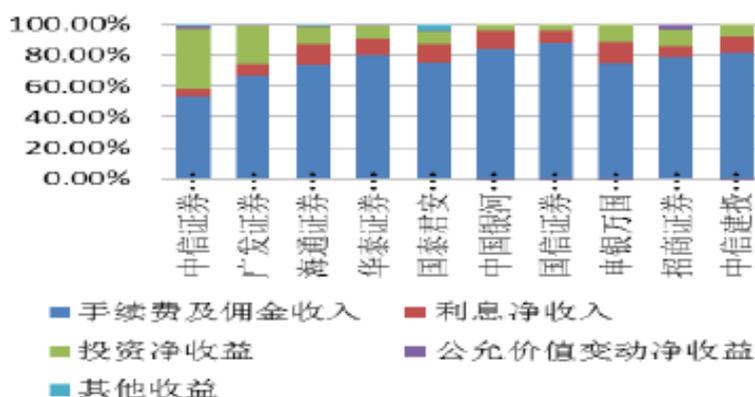
在證券行業資產規模與營業收入增長的同時，證券業發展瓶頸也逐步顯現，參閱下圖3-7及3-8發現，盈利模式雷同是亟需突破的現狀，從證券業務活動的結構方面觀察，目前證券公司業務主要集中在經紀、承銷與自營三項傳統業務上，其中經紀業務主要以代理買賣證券為主，投行業務集中在股票融資上，自營業務佔比仍相對較低，至於資產管理業務發展緩慢，部分證券公司獲得開展融資融券，股指期貨IB以及直接投資等創新業務資格。業務同質性高使證券公司間缺乏有效競爭，價格幾乎成為唯一的競爭手段，此現象不利證券行業的健全發展。

單位:人民幣



資料來源：Wind資訊，東興證券研究所

圖3-7 中國大陸2007-2010年證券行業營業收入結構



資料來源：Wind資訊，東興證券研究所

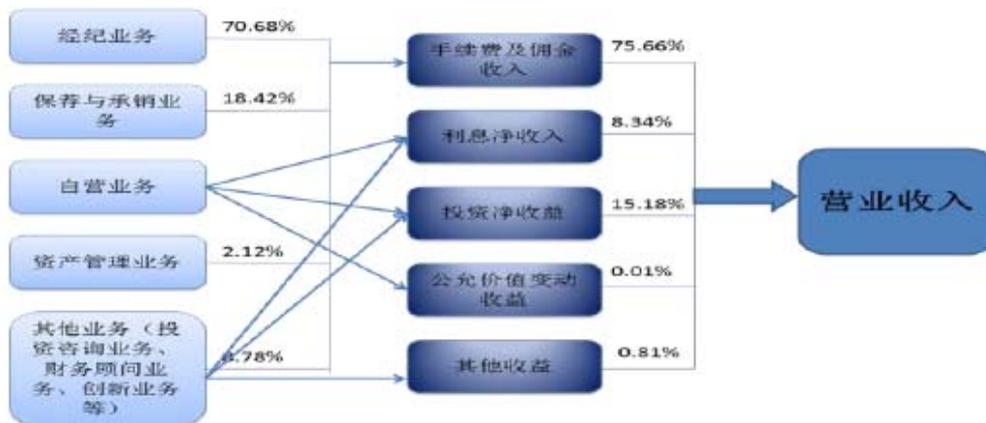
圖3-8 中國大陸證券公司營業收入前十名盈利結構圖

以下將證券業務活動區分為經紀、承銷、自營、融資融券、資產管理等部分，進一步分析各該業務的發展趨勢。

### 壹、經紀業務

證券公司營業收入單一依賴經紀業務是證券行業發展的另一瓶頸，從2010年證券行業業務與收入結構圖(圖3-9)來看，手續費及佣金收入佔比高達75.66%，其中經紀業務的貢獻率高達70.68%，目前經紀業務係以代理買賣有價證券為主，以交易額與佣金率計算佣金收入，

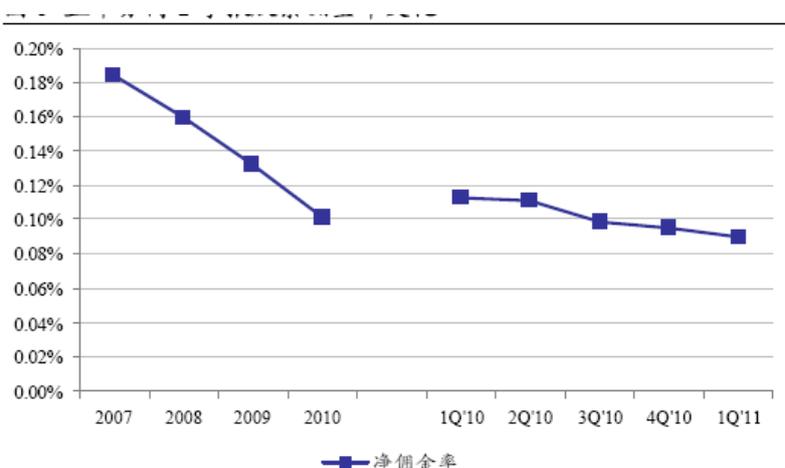
因此經紀業務的佣金收入，受制於市場活躍程度以及佣金費率，如此使證券業成為看天吃飯的行業，但危機亦是轉機，這也意味著大陸證券業務面臨轉型之契機。



資料來源：東興證券研究所

圖3-9 中國大陸2010年證券行業業務與收入結構圖

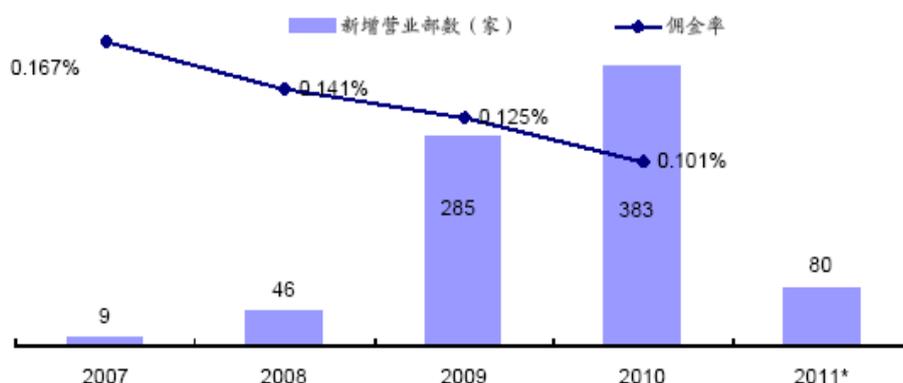
由於手續費殺價競爭導致佣金率下滑情況嚴重，為此，中國證券業協會於2010年第四季出台「關於進一步加強證券公司客戶服務和證券交易佣金管理工作的通知」，並於今(2011)年1月實施，爾後地方證券業協會積極跟進，並有多個地區規定了佣金下限，從圖3-10看來佣金率下滑幅度的確趨緩。



數據來源：國泰君安證券研究

圖3-10 中國大陸上市證券公司股票佣金率變化

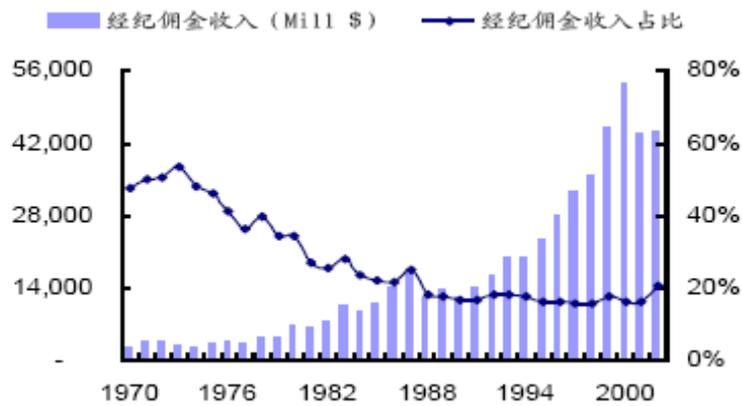
儘管佣金率下滑幅度趨緩，然而造成佣金率下降的原因尚包括營業部的增加和新開戶數的減少，2009年營業部開放以來，網點年複合增長率為17.66%，2010年新增營業部383個，截至2011年2月底則新增80個營業部，在經紀業務服務體系尚未完成建設前，佣金價格戰實難以停歇，從圖3-11可看出新增營業部家數與佣金率之間呈反比關係。



資料來源：Wind 資訊

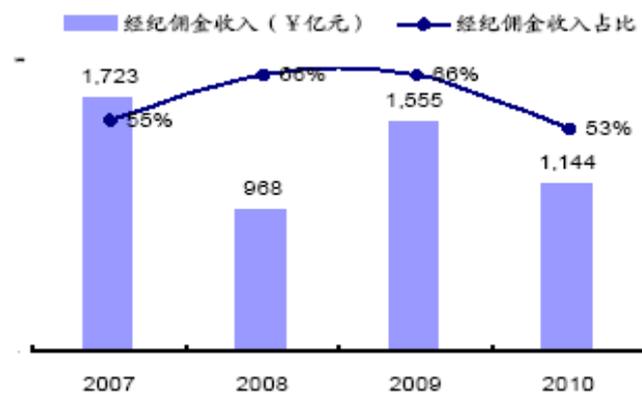
圖3-11 新增營業部數量與佣金率關係圖

從美國證券發展的經驗來看，在1975年實施佣金自由化改革後，由於其他業務發展迅速，經紀收入在營業收入中的占比持續下降，從1970年的48%降至2002年的21%(參圖3-12)，而經紀業務收入占比下降意味著證券行業有轉型可能，目前大陸佣金率的下降幅度雖有放緩，但佣金率降至成本線附近是大勢所趨，因此可預測未來大陸經紀業務收入占比會持續下降，證券業處在目前改革的轉捩點上，轉型需求強烈。



資料來源：SEC，國信證券經濟研究所

圖3-12 美國證券行業經紀收入占營業收入比重



資料來源：Wind資訊，國信證券經濟研究所

圖3-13 中國證券行業經紀收入規模及占營業收入比重

事實上，美國在1975年也面臨和中國大陸目前極為類似的情況，從美國投資銀行的發展經驗來看，經紀業務的深化是佣金戰後證券公司應該採取的策略。所謂經紀業務的深化，在於改變當前單純依靠“通路業務”的狀況，以減少市場波動及佣金率變動對經紀業務收入的影響，而致力發展收費業務是轉型關鍵，在經紀業務的範疇內，投資顧問業務是典型的固定收費業務，主要係提供客戶涉及證券及證券相關產品的投資建議服務，輔助客戶做出適當投資決策的一種服務形式，並架構在原有代理買賣證券業務基礎上，對客戶提供更細緻的服務。

投資顧問業務對經紀業務的深化具有重大意義，一方面投資顧問業務是以服務為收費的依據，隨著服務方式的增加以及服務程度的深入，投顧業務有廣闊的收入來源，不必受制於市場狀況，有助於改變經紀業務“靠天吃飯”的現狀；另一方面，投資顧問業務沒有統一的業務模式，有利於實現業務的差異化，因此，投資顧問業務的異質化是未來證券公司經紀業務競爭力的關鍵。

## 貳、承銷業務

承銷業務是2010年證券業的最大亮點，受益於中小企業的快速發行與資金超募，股票承銷業務價量雙升，從圖3-14也可看出，2006到2010年大陸證券公司的業務活動之結構出現了變化，部分證券公司在投行業務上獲得突破。



資料來源：Wind資訊，東興證券研究所

圖3-14 承銷收入占比在15%以上證券公司數量

2010年經濟逐漸從次貸危機的沖擊中恢復，2009年創業板市場的開放以及政策對直接融資的鼓勵，企業上市或發行債券的熱情高漲，直接提高了證券公司的投行業務量，2010年承銷收入占比在15%以上的證券公司共有17家(以綜合類證券公司為對象)，營業收入排名以及承銷收入占比詳參表3-3。

表3-3 2010年承銷收入占比15%以上的證券公司

營業收入 排名	證券公司名稱	承銷收入占 比 (%)	營業收 入排名	證券公司名稱	承銷收入 占比 (%)
4	華泰證券有限責任公司	16.57	26	西南證券股份有限公司	18.28
7	國信證券股份有限公司	22.26	35	國金證券股份有限公司	37.29
9	招商證券股份有限公司	18.88	40	山西證券股份有限公司	15.99
10	中信建投證券有限責任公司	15.43	46	民生證券有限責任公司	24.26
14	中國建銀投資證券有限責任公司	17.98	57	第一創業證券有限責任公司	31.39
15	安信證券股份有限公司	15.41	61	財富證券有限責任公司	17.20
16	平安證券有限責任公司	62.56	67	華林證券有限責任公司	33.33
17	華泰聯合證券股份有限公司	32.71	68	太平洋證券股份有限公司	18.06
22	中銀國際證券有限責任公司	40.16			

除了總量上的增加，2010年的數據亦呈現出以下特點：

#### 一、大型證券公司承銷收入占比提高

從2006至2009年，承銷收入占比在15%以上的證券公司多為中小型證券公司<sup>55</sup>，但在2010年，華泰證券、國信證券和招商證券等大型證券公司也晉身其中，承銷收入比重明顯提高。

#### 二、大陸國內證券公司投行業務競爭力增強

根據各證券公司2010年報顯示，承銷業務收入占比在15%以上的證券公司達到22家，其中合資證券公司共4家(均為專門從事承銷業務的證券公司，因此沒在上表中列出)，國內證券公司18家(其中一家為長江證券承銷保薦有限公司)，一改過去合資證券公司占據大半江山的局面，原因在於：相對於合資證券公司，大陸國內證券公司對於境內企業，尤其是中小企業的業務有更深入的了解，因此對於投行業務的開展有較大優勢，因此可預測的是，隨著大陸中小企業上市意願增強和上市數量增加，大陸國內證券公司投行業務獲得量會有更大突破。

<sup>55</sup> 綜合近幾年數據觀察，部份中小型證券公司在投行業務領域獲得突破，包括中銀國際、平安證券、華林證券以及第一創業證券。同時專門從事承銷業務的證券公司也不斷增多、包括長江證券保薦承銷、中德證券和海際大和證券等。

十二五規劃明確提出「顯著提高直接融資比重等」，對資本市場地位、融資功能的認識更加深化，隨著多層次資本市場的建立與政策刺激，在十二五期間，投行業務的擴張將成為證券公司業務結構轉變的重要突破口<sup>56</sup>。

綜合國內外證券公司業務的發展，中國大陸在未來五到十年內，證券業務結構的分化是必然趨勢，預測未來投行業務在業務格局中的比重可能產生以下幾點轉變：

- 一、受益於IPO業務的擴張，大陸證券公司的投行業務獲得較大發展，投行業務收入占比普遍提高，2015年可望達到15%以上<sup>57</sup>，其中大型證券公司和部分地區性證券公司在獲取項目上更有優勢，但是經紀業務收入占比偏高的情況仍不會迅速改變。
- 二、部份中小型證券公司將完成業務轉型，投行業務成為主營業務，承銷收入占比在50%以上。由於中小型證券公司的經紀業務基礎不像大型證券公司那般雄厚，營業部數量較少，分布也相對集中，另外，中小型證券公司的業務結構相對靈活，未來在投行業務需求增加的情況下，原先在投行業務就具有較明顯優勢的證券公司，如平安證券、中銀國際等，就可抓住融資市場擴張的機會，透過快速拓展投行業務實現業務結構的根本性轉變，當然，這類證券公司不會放棄經紀業務，但是投行業務的發展速度應該會大於經紀業務，以至於兩者占營業收入的比重發生根本性變化。
- 三、以承銷業務為主的合資證券公司將不斷增加。目前專門從事保薦與承銷業務的證券公司，除長江證券承銷保薦外，其他均是由國

---

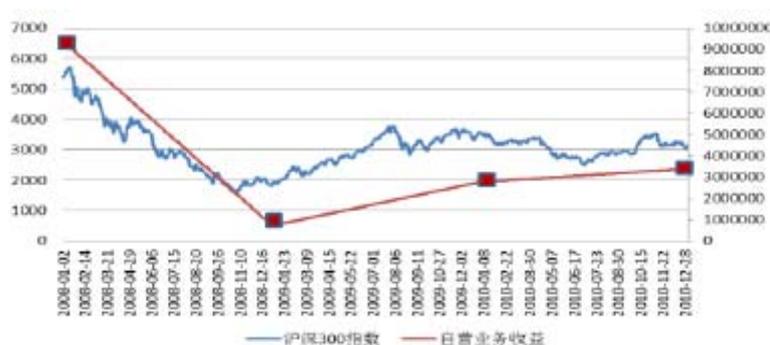
<sup>56</sup> 劉家偉，「處改革節點，轉型突破並進」---東興證券股份有限公司行業深度證券研究報告，2011年8月19日，頁21。

<sup>57</sup> 同前註，頁21。

內證券公司與國際投行合資成立，未來預計將會有更多的國際金融機構以合資公司方式進入大陸資本市場。

### 參、自營業務

自營業務是證券公司的傳統業務之一，但長期以來皆處於收入占比小、資產組合與投資手段單一的階段，若將投資收益與公允價值損益都當作是自營業務的收益，從圖3-15可明顯地看出自營業務的收益與二級交易市場的收益有明顯的正相關。



資料來源：Wind 資訊，東興證券研究所

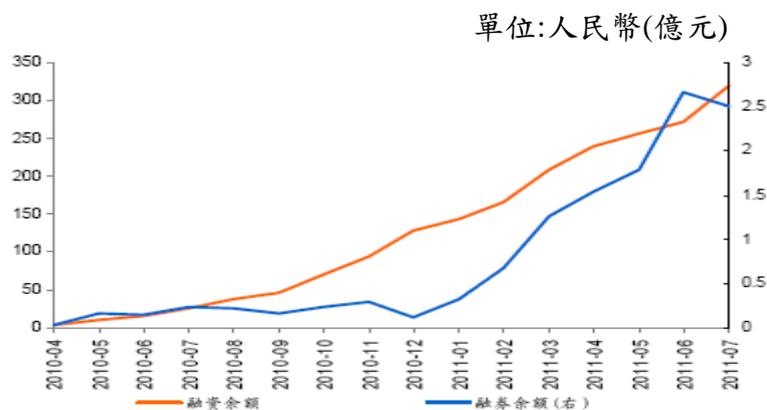
圖3-15 自營業務收入與二級市場走勢關係

證券公司積極參與市場交易是未來轉型的一個方向，依循此方向，自營業務將獲得較快發展並體現在兩方面：一是自營規模將不斷擴大；二是衍生工具將廣泛地應用於自營資產組合中。對於證券公司而言，自營業務發展需要兩個條件，首先得不斷地擴充資本金，資本愈充裕，公司自營空間愈大。另一方面是資產的靈活配置，資產組合及投資手段單一是目前自營業務波動大的主要原因，因此，自營業務的穩健發展，需配合公司根據市場行情對資產組合進行及時調整，同時，在自營資產組合中，積極運用衍生工具，可達風險調控的目的。2011年4月頒布的「證券公司參與股指期貨交易指引」，明定證券公司

的自營業務、部分資產管理業務可以參與股指期貨交易，並且在一般情況下，自營業務只能以套期保值(避險)為目的從事股指期貨交易，當證券公司以套期保值為目的參與股指期貨交易，可有效對沖市場單邊下跌帶來的損失，控制自營業務風險，對自營業務成為證券公司穩定的收入來源意義重大。

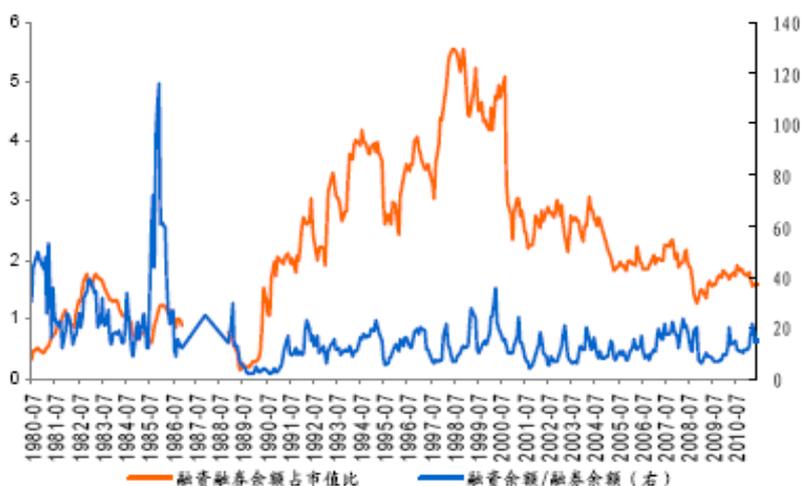
#### 肆、融資融券業務

2010年3月31日，融資融券交易試點正式啟動，截至2011年3月底，融資融券業務正式開展一年。滬深兩市融資與融券餘額情況可參圖3-16，2011年7月29日，融資業務餘額為人民幣317.99億元，為2010年3月31日人民幣649.56萬元的4895倍；融券業務餘額為人民幣2.5億元，為2010年3月底數額的2634倍，以絕對數值來看，大陸融資融券業務發展快速。



資料來源：Wind資訊，齊魯證券研究所

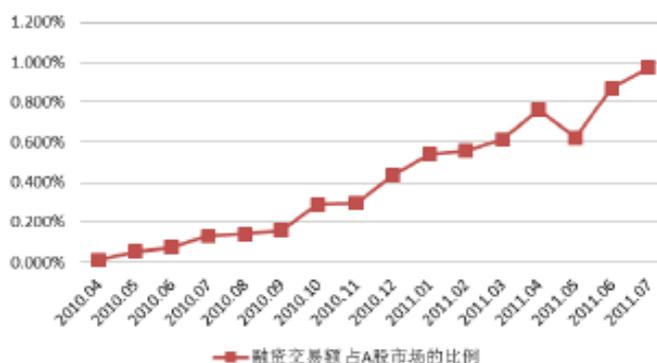
圖3-16 滬深兩市融資與融券餘額



資料來源：Wind資訊，齊魯證券研究所

圖3-17 台灣融資融券餘額

然而從相對數值來看，融資融券業務占市場交易的比重仍然偏小，2011年7月，融資交易占整個A股市場的比例為0.97%，融資餘額占融資融券業務餘額的99.4%，與台灣信用交易市場相對照，大陸融資融券業務的拓展仍有很大空間。



資料來源：上交所，深交所，東興證券研究所

圖3-18 中國大陸融資交易額占A股市場交易額比例



資料來源：上交所，深交所，東興證券研究所

圖3-19 台灣融資融券交易額與市場交易額比例

融資融券業務規模之所以偏小，主要原因在於准入門檻高與缺乏轉融通使然，尤其目前標的證券只有90支，僅為A股數量的4.1%，解除管制應是下一步發展的重點，基於此，中國證監會已將融資融券業務常規化與轉融通作為今年工作重點之一。

目前融資和融券的利率分別為8.85%和10.85%，而2010年證券業ROE為13.55%，若證券公司單純靠資本金開展融資融券業務，則難以有效提升資金利用效率，而轉融通制度正是證券公司透過槓桿手段開展融資融券業務，提升資金利用效率的前提。相較於美國、日本和台灣的融資融券業務的授信模式與目前融資融券業務的開展，據相關研究報告指出，大陸採用台灣雙軌模式的可能性較高，即轉融通公司一方面為具有開展融資融券業務資格的證券公司進行融資、融券，另一方面可為不具有開展業務試點資格的證券公司代理進行融資融券業務，轉融通公司的設立，使融資融券業務的開展能突破證券公司自有資金和自有證券的限制，據中國證監會有關部門表示，轉融通公司已進入設計階段，但何時推出仍不得而知，但可以肯定的是，轉融通公司的推出是融資融券業務常規化的關鍵措施。

## 伍、資產管理業務

證券公司集合理財業務始於2005年，2009年獲得爆發式的增長。2005年，集合理財產品新發數量為10支，實際募集金額為人民幣99.15億元，到了2010年，證券公司集合理財產品新發數量達到100支，實際募集金額為人民幣854.72億元，募集數量為2005年的10倍，募集金額接近9倍，2011上半年，證券公司集合理財產品仍保持著較高的增長態勢。

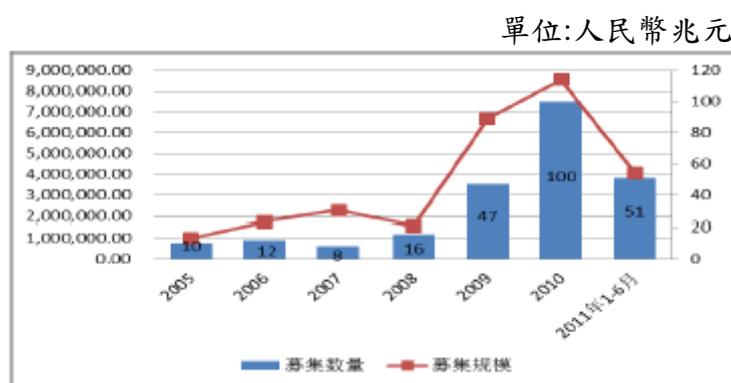


圖3-20 證券公司集合理財產品募集數量與規模

目前資產管理業務某程度上出現瓶頸，除證券公司必須進一步提升產品業績，政策鬆綁對資產管理業務的發展同樣重要。依據監管層的認知，證券公司發行集合理財產品，是作為公募基金的一個補充，性質上接近私募，但從投資方法和管理上，非限定性集合理財產品與公募的性質更為接近，但由於宣傳和投資門檻的限制<sup>58</sup>，使得證券公司集合理財產品與公募基金的競爭明顯處於劣勢。其次，證券公司結合理財產品投資範圍僅限於股票、債券、基金和股指期貨，但不允許

<sup>58</sup> 2008年實施的「證券公司集合資產管理業務實施細則(試行)」中，明確禁止透過電視、報刊、廣播及其他公開媒體推廣集合計畫，並規定接受單一客戶參與資金不得低於證監會規定的最低限額，其中限定性理財產品的最低限額為人民幣5萬元，非限定性集合理財產品的最低限額為人民幣10萬元。

回購，產品選擇較少，相對於公募基金來說，產品創新的空間更為狹窄。最後，從監管上來看，證券公司集合理財產品在發行商採取審核制，雖然審核時間已明顯縮短，但對於創新類產品的審核期間則更長。

在通路業務收入逐步下降的背景下，收費型業務才是證券公司穩定收入來源的重要手段，資產管理業務的興起與發展，符合目前投資者理財需求的增長，倘若政策部分能加以鬆綁，對於進一步推動資產管理業務的發展將有助益。

## 第五節 小結

大陸證券行業起步於二十世紀八〇年代，伴隨著證券市場的發展而逐步壯大，歷經起步、探索與調整階段，特別是在2005年以後，在證券公司綜合治理、股權分置改革和上市公司治理等一系列整治措施之後，證券市場也獲得爆發性的增長。

從證券行業發展的困境顯示出：證券行業的發展正處於一個改革的轉捩點上，盈利模式阻礙了證券行業的發展，轉型和突破是必然，從國際投資銀行的發展路徑可知，證券行業必須突破單純的資本市場中介的角色，一方面得深化中介功能，另一方面要積極參與市場交易，豐富業務模式，擴大收入來源，從前述各項業務的分析，可得知大陸證券行業已經或正在進行轉型，業務格局以及創新業務獲得突破。

## 第四章 從大陸證券公司業務發展趨勢看台灣證券商之機會

台灣證券市場自1962年開始，至今剛好屆滿50周年，而證券商從1988年開放設立以來，1990年曾達到總公司384家的最高紀錄，但隨著國內證券市場逐漸趨於成熟、飽和的完全競爭狀態，證券商家數持續減少；反觀大陸證券市場，從1990年開展迄今僅20年，近年由於積極開放加上快速經濟成長的帶動，使得大陸證券市場的走勢成為亞太區甚或全球的焦點，而大陸證券公司的家數和台灣相去不遠，約略一百家上下，未來基於大型化與國際競爭，證券公司數目持續下降的可能性仍高<sup>59</sup>。

兩岸雖由於政治、經濟背景的不同，造就證券市場不同的風格，在政策、制度與經營模式上也存在相當差異；然而，兩岸承襲的文化、思考模式、語言差異相對於歐美證券商來得小，再加上大陸發展證券市場的路徑，充份參採台灣經驗，佈局大陸市場，國內證券商仍具有某方面的優勢。

事實上，國內證券商從1997年開始，就在大陸設立辦事處，目前共有13家證券商在大陸設立25個辦事處，過去因兩岸並無簽署MOU而無法投資或經營業務，只能從事研究和資訊蒐集，MOU簽訂後，則預表兩岸金融合作將進入實質階段，但有關市場准入，仍需透過進一步的協商與談判，值此之際，我證券商如何釐清現狀並以自身優勢參與大陸證券市場的發展，是主管機關與業者必須攜手合作的重要課題。

---

<sup>59</sup> 整體來說，大陸金融體制仍以計劃經濟為主，新申請的證券公司均採取嚴格的審批制度，若無極特殊的情況，核可的機率相當低，導致證券公司的家數始終無法快速成長，此外，幾年前大陸股市仍處於長期的熊市階段，證券公司的經營環境相當艱困，加上證券從業人員的弊端相當多，導致許多證券公司瀕臨倒閉，因此，近年來大陸管理層鼓勵體質較佳的證券公司合併較差的證券公司，加上政策有意讓每個省都有一家大型證券公司，並鼓勵每個省的證券公司合併為一，以利國際性競爭。參何博明，兩岸券商大不同，載於證券公會季刊，99年第一季，頁47。

## 第一節 台灣證券商前進大陸SWOT分析

### 一、優勢(Strength)

#### 1. 兩岸同文同種、證券市場發展軌跡類似

大陸證券市場在最近十年才迅速發展，有關管理法規和發展階段規劃都與台灣市場極為近似，加上兩岸同文同種、語言、思考模式接近，甚至連投資人習性也類似，台灣過往的經驗可成為大陸發展的鑑戒，例如台灣80年代中後期曾經過泡沫經濟時期，在五、六年的時間內歷經不足千點上漲至萬點，再大幅跌到2千多點的歷史，當時台股面臨的經濟環境與大陸股市有許多相似之處，包括貨幣大幅升值、鉅額貿易順差、熱錢大量湧入等等，台灣當時的處置經驗與成功案例可供大陸參考。

#### 2. ECFA簽訂帶來新契機

兩岸於2009年11月16日完成金融合作協議與三項備忘錄簽署後，雙方已進入「市場准入」協商，我方若希望拿到較其他外資優惠的待遇，最好的模式則是在經濟合作架構協議(Economic Cooperation Framework Agreement, ECFA)下進行協商，否則難免會遭其他WTO會員國以獨厚台灣為理由加以挑戰。ECFA最大的好處，就是可先就雙方有共識、對雙方都有利的項目進行協商，有了協議後，就可將其訂為早期收穫條款，納入先期實施項目，就此角度而言，我證券業者可將有利於雙方證券業務發展的項目訂為優先協商項目，一旦達成共識，就可先行實施。

#### 3. 以經紀業務起家，細緻的營銷模式

台灣證券商歷經證券產業的成長、高峰、谷底及成熟期的循環，許多證券商的管理階層對證券公司的經營十分有經驗，因此，台灣證券商的管理經驗優於大陸證券商，特別是台灣證券商因以傳統下單為主，與客戶間有深厚關係，不僅行銷經驗豐富，也能確實掌握客戶需求，因而發展出較為細緻的營業銷售模式。反觀大陸，過往證券商由於以網路下單為主，業務員對客戶的掌握度不高，目前全國證券商的營業部(分公司)約有三千多家，其中一半集中於沿海大城市，這些區域的營業部已趨於飽和，以往客戶自動上門的情況愈來愈少，若不積極開發與服務新客戶，客戶流失會加速，而台灣證券商正可把握此機會，將客戶關係管理的經驗輸出。

#### 4. 協助台商當地籌資

近年來台灣企業赴大陸投資情況極為熱絡，且台商規模不斷擴大，在當地籌資的需求亦日益增加，台灣證券商登陸可提供融資諮詢，若能輔導台商上市，則有利於台商在大陸發展，降低融資成本，另一方面，藉由台商的網絡資源，可擴大證券商開發新客戶來源，台商與證券商的攜手合作，可為進入大陸市場開闢另一條康莊大道。

## 二、劣勢(Weakness)

### 1. 相較於大陸證券商，台灣證券商規模小

台灣證券商不僅在資本規模上和大陸證券商相去甚遠，從表4-1也可看出，在總盈餘以及全體淨資本額方面，兩岸證券商也存在著極大差異。如此一來，無法透過合資方式取得主導權，合作談判能力勢必降低；此外，從交易規模來看，大陸機構的分行家數與規模，使其電腦設備可處理500~600萬筆交易下單量，而我業者大

概處理100~200萬筆交易下單量即顯得相當吃力，在成本效益的考量下，若要與陸資證券公司一拼高下，有其實際上的困難。

表4-1 兩岸證券商規模比較

2009年	大陸	台灣	大陸/台灣
證券商總公司	106家(9家合資)	86家(17家外資)	1.2倍
分公司	3,288家	965家	3.4倍
從業人員	81,000人	30,000人	2.7倍
總盈餘	4,374.4億元	389.6億元	11.2倍
全體淨資本額	17,971億元	3,316億元	5.4倍
平均每股盈餘	2.43元	1.18元	2.1倍

## 2. 缺乏國際級投資銀行之經驗

以大陸證券業的發展定位來看，朝國際級投資銀行邁進是大陸證券公司未來的目標，因此中外合資證券公司的外資方，基本上都是國際知名的大型投資銀行，台灣證券業的發展經驗無從提供這方面的需求。

## 3. 人脈關係不及大陸業者，IPO案送件成功機率小

目前大陸有近萬家企業排隊等著上市，預估未來十年將擴充近五倍，儘管如此，因台灣證券商不諳當地的行政作業程序，加上在大陸當地的人脈關係不及大陸業者，送件核准上市的成功機率遠不及當地業者。

## 三、機會(Opportunity)

### 1. 龐大的市場與商機

大陸近五年的經濟成長率為8%~13%，高速的經濟成長使民間投資活動和資本市場都驚人發展，2009年，大陸股票首次公開發行的籌資金額約為台灣的100倍，滬深市場股票成交值約為台灣的7.2

倍，大陸證券市場正值蓬勃發展階段，台灣證券市場已趨於飽和，大陸廣大的市場是國內證券商的新機會。

## 2. 兩岸金融限制逐步放寬

2008年馬政府上任，兩岸金融交流加速進行，台灣於2008年7月宣佈將台商登陸投資比例放寬至60%，同年8月開放證券商直接投資大陸基金管理公司、期貨公司及間接投資大陸證券商公司等，一連串金融管制的取消，讓國內證券商登陸的障礙愈來愈小。

## 四、威脅(Threat)

### 1. 進入時間點落後

國際企業早於2001年末開始進入大陸佈局，經驗豐富的投資銀行掌握先機提早建構大陸境內的客戶網絡，大陸與香港簽訂CEPA優惠條款，放寬香港金融相關產業進入市場法規限制，擁有國際化經驗的香港同時取得同文同種的優勢，因此，台灣證券商在大陸境內客戶取得與地區佈局方面，受到相當大的威脅。

### 2. 台灣證券商的優勢降低

大陸開放外國經驗進入，外資主動提供免費管理訓練課程、財務諮詢服務等，陸資證券商從2002年開始與外資證券商合作，競爭力的累積與生存能力的提升，皆壓縮了台灣證券商進入大陸的優勢。

## 第二節 ECFA對我證券業發展之影響

### 壹、兩岸金融開放政策

## 一、WTO

有關兩岸金融開放的項目，基本上分為：大陸已於WTO中開放者，以及尚未於WTO中開放者，後者即為在ECFA下所給予，將比大陸在WTO開放清單下更高的優惠待遇，亦稱「WTO-plus」項目<sup>60</sup>。大陸已於WTO中開放者，於兩岸個別金融MOU簽訂後，可立即適用於我業者，即按照大陸管理規定，台灣證券商和投資基金可比照大陸對外資證券商和外商投資規定進入大陸證券業；至於WTO-plus項目，除早期收穫清單下所開放者，更進一步開放部分需待後續ECFA協商方可得，例如我方業者希望可經營A股經紀業務、將QFII或QDII之資格要求降低、參股上限提高等。

倘若比較兩岸在WTO中對於證券期貨之開放承諾，可發現：我方目前或在WTO下之金融開放程度均遠大於陸方，因此，雙方若僅皆達到「WTO待遇」，則我業者在大陸所享受之待遇，將遠低於大陸業者所能在台灣享受之待遇，表4-2可說明兩岸目前金融開放之狀態。

表4-2 台灣與中國大陸證券之開放狀況比較

	台 灣		中國大陸
證券商參股比例上限	陸資	大陸證券或期貨機構參股國內證券商及期貨機構，若是上市櫃部份，單一參股上限5%，合計參股上限10%；非上市櫃部份，單一上限10%，合計參股上限15% <sup>61</sup> 。	中國大陸對外資投資證券商參股比例仍設有20%上限限制。
	外資	無限制	
合資證券公司持股上限		---	境外股東持股比率上限不得超過三分之一
業務限制	陸資	---	合資企業無須透過大陸中介機構，可直接從事承銷A股，及承
	外資	無限制	

<sup>60</sup> 王儷容、沈中華，「ECFA兩岸金融開放對我證券暨期貨業之影響」，中華民國證券商業同業公會委託研究，2010年8月，頁39。

<sup>61</sup> 2010.3.16公佈施行之「臺灣地區與大陸地區證券期貨業務往來及投資許可管理辦法」第三十七條。

	台 灣	中國大陸
		銷與交易B股及H股、政府公債與公司債、基金發行等相關業務。合資企業無法承做A股經紀業務、股票自營買賣，及財富管理。
高層人事限制	無限制	證券公司與基金公司的主要經營高層多由官方派任或指定人選
其他	明定單一大陸地區證券、期貨機構或陸資證券、期貨機構之家數，以一家為限，且僅得由大陸地區證券、期貨機構或其陸資證券、期貨機構擇一為投資。	

資料來源：王儷容、沈中華，「ECFA兩岸金融開放對我證券暨期貨業之影響」，2010.08

以證券業務而言，大陸證券公司若比照在我國境內外資之情況，其投資台灣市場將有超國民待遇，如台灣對外資證券商參股比例、承做業務均無限制，然而為提高我方談判籌碼，2010年3月16日金管會發布「臺灣地區與大陸地區證券期貨業務往來及投資許可管理辦法」，增訂大陸證券期貨業來台設立辦事處及參股投資的管理規定，其中對陸資證券商參股比例已有所限制，而且規定陸資證券期貨業及其海外子公司，僅得擇一來台。另一方面，台灣證券商投資中國仍有嚴格限制，如：中國大陸對外資投資證券商參股比例仍設有20%上限，且規定無法承做A股經紀業務、股票自營買賣及財富管理。

為達成兩岸對談時一向強調之公平對等，以及讓我業者享受陸方較大之開放優惠，ECFA之諮商談判需導引至雙方目前給予對方待遇之直接比較，而非比較是否給予超出WTO之待遇，換言之，我方要爭取的是：兩邊的待遇必須力求接近，即朝「我方給予陸方的待遇、陸方需同樣給予我方」邁進。

## 二、兩岸經濟合作架構協議(Economic Cooperation Framework Agreement, ECFA)

兩岸於2010年6月29日正式簽署ECFA，在率先實施之早期收穫項目中，與證券期貨有關者包括：

- (一)對符合條件的台資金融機構在大陸申請合格境外機構投資者資格給予適當便利。
- (二)儘快將台灣證券交易所、期貨交易所列入大陸允許合格境內機構投資者投資金融衍生產品的交易所名單。
- (三)簡化台灣證券從業人員在大陸申請從業人員資格和取得執業資格的相關程序。

從大陸開放內容來看，ECFA的承諾僅僅相當於大陸與香港CEPA的最初水準，至於我證券業者企盼直接投資部份，目前早收清單並無進一步開放措施，如此一來，與CEPA相似的第三項---簡化我方人員申請流程的優惠待遇，對我方預計登陸之業者，將無法產生立即效益，甚至可能導致台灣人才外流至大陸證券商。

台灣證券業者關注的「全資全照」業務，是否能在後續的ECFA談判中加以開放，則牽涉到兩個問題：一是倘ECFA超越CEPA內容，則牽涉大陸與香港、大陸與澳門CEPA內容是否擴展或升級，二是超越對整體外資的開放水準，需要進行風險和影響評估，也可能改變大陸既定的開放步驟，以現階段來看，可能性較小<sup>62</sup>。

## 貳、借重CEPA<sup>63</sup>中證券業准入的相關經驗

---

<sup>62</sup> 「兩岸證券業准入及未來發展政策研究」期末報告，劉震濤(中國清華大學臺灣研究所所長)、李保明(中國清華大學臺灣研究所副教授)主持，中華民國證券商業同業公會委託研究，頁30。

<sup>63</sup> CEPA主要架構是針對三個領域的開放，分別為「貨物貿易」、「服務貿易」以及「貿易投資便利化」。

大陸與香港簽署CEPA協議，是在WTO對外開放的「大門」之外，又開了一扇「小窗」，對來自香港的產品和服務給予更為優惠的稅率和更大的開放空間，CEPA協議內容及執行狀況，可作為大陸對台灣業者開放的方向指標，具有參考價值。

在大陸和香港都加入WTO後，為建立雙方更緊密之經貿往來，兩地於2003年商談並簽署「內地與香港關於建立更緊密經貿關係的安排」（Closer Economic Partnership Arrangement，簡稱CEPA）協議，並於2003年9月29日簽署六份附件，其後根據CEPA第三條，藉由不斷擴大相互間的市場開放措施，增加和充實CEPA的內容，自2003年之後，共計簽署七次補充和修訂協議，其中與證券期貨合作有關部份，除CEPA本文外，尚包括補充協議一、四、六、七，詳細彙總如表4-3：

表4-3 大陸與香港CEPA證券期貨業的具體承諾

類別	日期	內容
CEPA本文	2003.06.29 簽署 2004.01.01 實施	1.允許香港交易及結算所有限公司在北京設立辦事處。 2.簡化香港專業人員(指持有香港證監會牌照的香港永久性居民)在內地申請證券期貨從業資格的相關程序。香港專業人員申請獲得內地證券期貨從業資格，只需通過內地法律法規的培訓與考試，無需通過專業知識考試。
CEPA補充協議1	2004.10.27 簽署	3.允許持有香港證監會牌照並符合中國大陸證監會規定條件的仲介機構在內地設立合資的期貨經紀公司，香港持牌仲介機構擁有的股權比例不超過49%(含關聯方股權)，合資期貨經紀公司營業範圍和資本額要求等與內資企業相同。
CEPA補充協議4	2007.06.29 簽署	4.允許經中國大陸證監會批准的內地基金管理公司在香港設立分支機構，經營相關業務。 5.內地證券公司在香港設立分支機構，其完成香港註冊程序的時限，由六個月延長至一年。
CEPA補充協議6	2009.05.09 簽署 2009.10.01 實施	6.允許符合外資參股證券公司境外股東資質條件的香港證券公司與內地具備設立子公司條件的證券公司，在廣東省設立合資證券投資諮詢公司。合資證券投資諮詢公司作為內地

類 別	日 期	內 容
		證券公司的子公司，專門從事證券投資諮詢業務，香港證券公司持股比例最高可達到1/3。
CEPA補充協議 <sup>7</sup>	2010.05.27 簽署 2011.01.01 實施	7.深化內地與香港金融服務及產品開發的合作，同意適時在內地推出港股組合ETF(交易行開放式指數基金)。

綜上所述，CEPA內容中，大陸證券業對香港證券商與投資者超越WTO承諾的部份包括：

- 一、 兩地證券業人才相互承認<sup>64</sup>，方便香港證券人才到大陸執業，有利於香港證券商在大陸合資經營。
- 二、 允許香港證券商在廣東省內，與內地證券公司合資設立證券投資諮詢公司<sup>65</sup>。
- 三、 在大陸推出港股組合ETF，增加香港證券商在大陸發展的機會和優勢。
- 四、 允許香港證券商與大陸證券商合資成立期貨經紀公司，超出對一般外資證券商開放的內容。

雖然大陸與香港CEPA中，關於商品貿易和一些服務貿易的協定超越大陸WTO承諾很多，但在證券業方面，大陸並沒有對香港開放很多，香港證券商進入大陸的「資金比例」、「業務範圍」方面的限制沒有降低；儘管如此，不可諱言地CEPA已為香港金融業帶來許多政策優惠與先行先試效應，特別是大陸支持符合條件的內地企業到香港上市，使得香港證券市場更為活躍。總體來看，大陸證券業對香港證券

<sup>64</sup> 香港證券專業學會設立的第一個內地辦事處，於2008年5月22日在深圳正式開業，該會大陸辦事處為內地金融業人士提供證券、期貨、基金管理等金融專業知識和管理經驗等方面的諮詢及培訓服務，為內地金融業人員開辦“香港證券及期貨從業人員資格考試”。

<sup>65</sup> 依據CEPA內容，香港證券商可以與大陸內資證券商在廣東省內設立合資證券諮詢公司，為內地投資者提供市場訊息、市場資料、推薦投資品種，據了解已有多家香港證券商與內地證券商商談成立合資證券投資諮詢公司事情，只因價格談判，暫時還未達成協議。

商的准入限制依然嚴格，但是香港證券商介入大陸市場的熱情和期盼很高，希望能為大陸內地投資者提供投資香港證券市場的諮詢和開戶等服務，拓展業務空間，期待在後續的CEPA談判中增加實質開放內容。

### 參、海峽西岸經濟區<sup>66</sup>政策

十二五規劃綱要第十四篇「深化合作，建設中華民族共同家園」，包括第57章「保持香港、澳門長期繁榮穩定」和第58章「推進兩岸關係和平發展」，其中第三節則是支持海峽西岸經濟區建設，具體作法包括充分發揮海峽西岸經濟區在推進兩岸交流合作中的先行先試作用，努力構築兩岸交流合作的前沿平台，建設兩岸經貿合作的緊密區域，兩岸文化交流的重要基地和兩岸直接往來的綜合樞紐，發揮福建對台交流的獨特優勢，提升台商投資區功能，促進產業深度對接，加快平潭綜合實驗區開發，推進廈門兩岸區域性金融服務中心建設，支持其他台商投資相對集中地區經濟發展。

2009年5月，中共國務院出台「關於支持福建省加快建設海峽西岸經濟區的若干意見」(以下簡稱「若干意見」)，意味著海西特區建設已從區域戰略提升至國家發展戰略，對於促進海西特區的快速發展與兩岸交流合作具有重要指導意義。大陸國家主席胡錦濤在2010年春節期間，在福建深入了解海西發展形勢，並廣泛接觸台商在福建發展狀態和訴求，提出加快海西發展戰略，2010年3月大陸兩會政府工作報告中，第一次明確提出“支援海峽西岸經濟區在兩岸交流合作中發揮先行先試作用”，由此可看出海西發展面臨著許多機遇：大陸繼續鼓勵東部地區率先發展和支援福建加快海西建設的兩個歷史性機遇；國家部

---

<sup>66</sup> 海峽西岸經濟區以福建為主體，涵蓋浙江、廣東、江西三省的部份地區，截至目前海峽經濟區擴張，包括福建福州、廈門、泉州、漳州、龍岩、莆田、三明、南平、甯德以及福建周邊的浙江溫州、麗水、衢州；江西上饒、鷹潭、撫州、贛州；廣東梅州、潮州、汕頭、揭陽共計20市。

委與央企等多方關注支持海西建設的有利機遇；兩岸關係和平發展的難得機遇，以及兩岸金融合作與發展在海西先行先試的機遇<sup>67</sup>。

根據「若干意見」第九章第31條”賦予對台先行先試政策”中的幾個重點：「積極推動海峽兩岸雙向投資」，「探索進行兩岸區域合作試點」。積極推動建立兩岸金融業監管合作機制，在此機制下，優先批准台資銀行、保險、證券等金融機構在福建設立分支機構或參股福建金融企業，支持設立兩岸合資的海峽投資基金，進一步擴大兩岸貨幣雙向兌換範圍，逐步建立兩岸貨幣清算機制，海西經濟區將成為兩岸金融合作的先行試點區域。

為貫徹落實國務院「關於支持福建省加快建設海峽西岸經濟區的若干意見」，福建省提出實施意見，其具體措施主要包括以下五點：

- 一、擬建立兩岸區域性金融服務中心，推動兩岸金融合作邁出實質性步伐；
- 二、積極推動開辦對台離岸金融業務，逐步建立兩岸資金清算中心；
- 三、加快海峽產權市場建設，探索引入台灣上櫃和興櫃交易機制；
- 四、推動設立兩岸合資的海峽投資基金；
- 五、推動閩台金融業機構雙向互設，相互參股，支援台資企業上市融資，引進台灣金融服務仲介機構等內容。

此外，依據「廈門市金融服務產業集群 2009-2015 年發展規劃」，廈門將打造海峽兩岸區域性金融服務中心和兩岸金融合作試驗區，規劃到 2015 年，實現金融業增加值 350 億人民幣左右，年均增長約 16.8% 在第三產業增加值中比重達 20% 左右，在全市 GDP 中比重達 10% 左右，並對新設金融機構總部、業務總部或營運中心給予獎勵，並對辦公用

---

<sup>67</sup> 參「海西特區與台灣證券(期貨)市場之整合」，中華民國證券商業同業公會委託研究，廈門大學王亞南經濟研究院洪永淼院長、鄭鳴教授，2010年9月，頁31。

房、土地地價等給予補助或優惠，以及稅收返還政策。另一方面，廈門正積極推動設立兩岸金融合作試驗區，力爭成為實施 ECFA 協定的試點城市，金融合作試驗區方案以及具體細節已上報待批，為台灣金融業者進入海西和兩岸合作爭取先行政策。

### 第三節 台灣證券商前進大陸可行策略分析

從本章第一節台灣證券商前進大陸 SWOT 分析中得知，目前台灣證券商的規模小，再加上缺乏國際級投資銀行經驗，想要在一線城市爭取一席之地較為困難，但也並非全然沒有機會，由於大陸地區幅員遼闊，儘管證券公司的營業部有一半集中在沿海大城市，如北京、上海、深圳、廣州等，但另外一半的營業部則分佈在廣大的內陸地區，許多縣(面積如台北市般大)也只有 1~2 個營業部；或根本沒有營業部，因此，若以大陸的營業部的經營環境而言，沿海與內地的差異很大，沿海地區已處於短兵相接的巷戰場景(大陸稱為行商)，但在內地的營業部基本上仍處於壟斷市場(大陸稱為坐商)，因此，國內證券同業在佈局時，應衡量市場競爭與自身經濟潛力，在赴陸設點時，選擇珠江三角洲、海西及渤海經濟區等三地的二線城市，可能是較為務實的作法。

另外，從大陸證券監管的特色中可知，目前仍屬於人治色彩濃厚的階段，許多政策的形成與開放仍掌握在國務院手中，故此，台灣證券商要前進大陸，不可避免的必須了解大陸對台的政策走向，目前除十二五規劃外，大陸對台政策上有兩項重要的法令，其一為 1994 年 3 月「中華人民共和國台灣同胞投資保護法」及 1999 年 12 月國務院所制定的「保護法」實施細則，此等法令的主要精神就是「同等優先、

適當放寬」原則，再加上某些經濟特區(如海西)採取的「先行先試」政策優惠，這些政策方向應為我方與大陸討論 ECFA 時，要求大陸讓利及證券業於大陸佈局的主要思考重點。

以目前大陸證券業發展趨勢、中外合資證券公司概况及相關法令，約略可觀察出其可能的發展模式為設立代表處→成立合資公司→直接收購大陸合適方，因此，台灣證券商具體的切入方式，依雙方合作的緊密程度，或許可考慮以下模式：技術合作與教育訓練 → 策略聯盟→合資→併購/新設專業子公司，以下就可能的合作模式與進行的業務項目，析述如下：

## 一、合作模式

### (一)技術合作

包括資訊技術、業務指導、管理諮詢和人員培訓等內容，主要目的在於交流學習。

### (二)管理合作

中資方讓出部分或全部管理權，直接聘用台籍經理人員，建立新的管理和經營機制，聘請台方代為經營各項業務。

### (三)股權合作

設立中外合資證券公司，是屬於一種更加緊密、深層的合作，但以台灣證券商的實力而言，現階段可能以單項業務合資較為可行。具體作法即中資方證券公司將部分業務分別獨立出來，與台資方共同設立一家新的、具有獨立法人地位的證券公司，目前大陸證券公司的股權較為分散，不少證券公司最大股東的股權比例一般都不超過 20%，因此，如果中資方在總公司的層次引進股權比例超過

25%的外資股東，很難獲得中資方股東的認可，但如果組織單項業務的子公司，此問題則得到解決；另外，大陸金融業向來是牌照管理，組建全業務合資子公司，將導致中資方母公司與合資公司之間的同業競爭，因此，中資方母公司勢必要放棄同一業務的牌照，而且所需投入的資金較為龐大。

在雙方合作初期，可視彼此關係，透過技術合作或管理合作深化雙方關係及了解公司概况，一方面需待政策明朗，另一方面是雙方了解與磨合需要一段較長時間，當然最後仍以組建全業務的合資公司為終極目標，以現階段中國大陸各項法令狀況看來，要取得經營主導權的機會不高，但隨著大陸對外資法令持續開放，未來取得經營主導權的機會增加。

## 二、可行業務項目

台灣證券商前進大陸，應根據自身優勢和經營風格，擬定重點發展、特色經營的戰略，並根據各項業務的進入成本與投資回報，相應調整不同業務領域的投入，力求達成最佳利潤收入。以下依據業務分類，就台灣證券商未來可能從事的項目加以建議。

### (一)經紀業務

從前述第三章之內容可知，大陸證券經紀業務正面臨轉行的挑戰，隨著佣金自由化、機構投資者逐漸居於主導地位、IT行業的介入等一系列變化，必須一改傳統殺價競爭的手法，進而發展更為專業的服務。

台灣證券商的實際操作，可與合宜之大陸證券公司協議在其單個營業網點或多個網點，安排由台資方指導及授意的管理人員或員

工，承接網點的日常業務開展與管理，在此過程中，嘗試將台資方的經營理念與制度，適時導入資訊系統及風險管理系統，從而實現台資方對營業網點的業務掌控。其優點在於能夠有效貫徹台資方的經營規劃，提早以業務先行方式介入大陸證券市場，為未來合資控股經營謀得先機；但此方式的缺點則是，在人員、資訊、資金、客戶等方面均需有所投入，另外由於台灣與大陸監管制度的差異，在某些投入的安排方面，存在相應的法律風險，這是不得不審慎考量的因素。

## (二)承銷與保薦業務

在承銷業務方面，大陸實施國際上絕無僅有的個人保薦制度，使得投行業務的人力成本高昂；而已成立的中外合資證券公司，績效亦非亮眼。因此，台灣證券商在承銷與保薦業務的介入上，可利用核心客戶的資源，如策略創投所成立的人民幣基金，與策略證券公司一起從事創投、承銷等業務，就企業特性選擇中港台市場 IPO，並可與新近回台上市業務加以結合，以企業上市為主體，投資顧問為重心，採一級養二級策略，以台資核心客戶與優質陸資民企為主要爭取目標。

## (三)財富管理業務

大陸投資顧問公司可從事的業務範圍非常廣泛，除公開的股票推薦無法從事外，一般的資產管理及信託方式的代操功能均具備。因此，可試圖以投資顧問公司為主體，從事財富管理業務，包括推廣與營銷財富管理產品或代銷基金等。

#### (四) 證券投顧業務

根據大陸法規，境內機構投資者可委託符合條件的投資顧問公司進行境外證券投資，境內證券公司在境外設立的分支機構擔任投資顧問者，可不受經營時間(經營資產管理業務五年以上)和資產管理規模(100 億美元或等值貨幣)的限制，如此，可嘗試與大陸證券公司合作，擔任其台灣市場資產配置的投資顧問，在此模式下，香港子公司和台灣投顧公司可成為大陸 QDII 產品的境外投資顧問，負責該 QDII 產品香港和台灣投資部份的投資管理；或者香港子公司和台灣投顧公司可自行設計投資在香港和台灣市場的金融產品，以滿足陸資資產全球配置的需求。

#### (五) 金融衍生品業務

台灣在金融衍生品的經驗超前大陸，有關金融衍生品的教育訓練與仿真交易設計，是台灣證券商可加以著墨之處，包括權證、股指期貨、QDII 衍生的投顧業務與新商品規劃等。

再者，台灣證券業者佈局大陸，從談判監理的層次考量，主管機關與證券業應先形成共識，本研究建議如後：

- 一、開放台灣證券商可合資大陸證券投資諮詢公司及合資期貨經紀公司。配合此建議，對現行「證券商管理規則」第十八條須作相關調整，亦即將證券商運用自有資金，從事財務性投資及策略性投資之規範及限額分開規定，並配合「臺灣地區與大陸地區證券期貨業務往來及投資許可管理辦法」第五條及「證券商管理規則」第五十條第八款規定，放寬證券商轉投資外國籍大陸事業，或轉投資經金管會核准一定比率之證券、期貨、金

融等相關事業之投資限額，改以淨值為計算基礎<sup>68</sup>。

二、以循序漸進方式，向大陸主管機關爭取以下證券業務開放

- (一) 放寬我國證券商(不限香港證券商)得在大陸地區(不限省份)設立合資證券投資諮詢公司；爭取放寬我國證券商(不限香港及澳門仲介機構)得設立合資期貨經紀公司。
- (二) 放寬我國證券商申請成為 QFII 之資格。
- (三) 爭取我國證券商(含海外子公司)在大陸地區設立代表處滿一年者，可申請設立分公司，業務範圍建議準用大陸規定，從事與內地證券商相同的業務。
- (四) 爭取大陸開放我證券商參股大陸證券商得承作全執照的證券業務。
- (五) 擴大我國證券商合資新設證券商之對象，建議放寬我國證券商之大陸合資對象於特定地區或專案核准設立子公司，得免適用大陸「證券商設立子公司試行規定」第五條第一項第二款之規定。

---

<sup>68</sup> 證券商管理規則第十八條建議修正條文以及第十八條之一建議新增條文如下：

第十八條 證券商之資金，除由金融機構兼營者另依有關法令規定辦理外，非屬經營業務所需者，不得貸與他人或移作他項用途，其資金之運用，以下列為限：一、銀行存款。二、購買政府債券或金融債券。三、購買國庫券、可轉讓之銀行定期存單或商業票據。四、專營證券經紀業務之證券商購買經本會核准一定比率之上市(櫃)有價證券。五、其他經本會核准之用途。

證券商依前項第四款及第五款運用之資金，其原始取得成本總額，不得超過該證券商淨值之百分之二十。

本規則中華民國00年00月00日修正實施前，證券商不符前項規定者，嗣後僅得賣出，不得買入。

第十八條之一 證券商轉投資外國及大陸事業，或轉投資經本會核准一定比率之證券、期貨、金融等相關事業，除經本會核准者外，其全部事業轉投資總金額加計前條第二項實際投資金額不得超過該證券商淨值之百分之六十。

證券商併購金融機構，經本會核准者，其投資總金額得不受前項之限制；其超過部分，應於併購後六個月內符合前項規定。

專營證券經紀業務之證券商僅得依前條第一項第四款或本會核准之轉投資方式擇一持有單一公司股份。

#### 第四節 小結

大陸證券業對外開放的政策，比銀行業、保險業都來的嚴格，仍不許外資證券商在大陸設立分公司、子公司。而大陸法令的施行步驟往往是先行先試，而後徵求意見稿，再增加試點，而後總結經驗全面推廣。

雖然腳步緩慢，但自從中國大陸加入WTO後，仍不斷漸進開放，以香港為例，藉由CEPA給予的優惠，香港金融機構自2003年起，便得以較其他外資優惠的條件進入中國市場，甚至還可提早進入，儘管坊間有個說法，CEPA是由中國內地與香港簽署的協議，但主體卻一直是粵港，這是因為有三分之一的措施是在廣東「先行先試」，但不容否認地，香港資本市場卻是因此而蓬勃。

2009年11月16日，兩岸金融監管合作備忘錄順利完成簽署，代表著兩岸金融監管機構將據此建立合作監管機制，而2010年6月ECFA的簽定，更為兩岸的經濟合作創造商機。以香港經驗觀之，如果以廣東或整個珠三角為對香港政策的實驗田，那未來海西很可能是大陸對台政策的試點區域<sup>69</sup>。2011年4月14日中國新聞網報導：在中國大陸十二五規劃綱要中，加強兩岸金融服務業合作，推動建立兩岸貨幣清算機制，被列為未來五年大陸全面深化兩岸經濟合作的重要內容，至於處在兩岸交流合作最前沿的福建，將金融服務業列為十二五現代服務業發展的十大領域之一，而推動閩台金融合作更是福建金融服務業發展的突出亮點。人民銀行福州中心支行、福建銀監局、福建證監局、福建保監局等機構最近聯合提出推進閩台金融合作的一系列舉措，包括：推動閩台兩岸銀行、證券、保險等金融機構雙向互設；

---

<sup>69</sup> 翁基能，「淺談我國證券商登陸之佈局及業務商機」，載於證券公會季刊，民國99年第四季，頁10。

支持台資企業上市融資；引進台灣金融服務仲介來閩設立機構；爭取國家政策支持，借鑒台灣上櫃和興櫃模式，在省內探索建立台資企業及中小企業股權櫃台交易市場(或海峽股權交易所)，為中小企業、大陸台資企業融資提供服務。因此，我方與大陸討論 ECFA 時，要求大陸讓利及證券業於大陸布局時，應多瞭解彼岸政策，運用對方政策，借力使力、站穩腳跟，再徐圖前進會是一個較好的策略。

## 第五章 結論與建議

依據前述各章之論述，綜合歸納結論與建議如後：

- 一、 中國大陸近年來資本市場的發展已引起全球關注，2009年底滬深A股市場總市值首次超越日本，成為名列美國之後的全球第二大市場。2005年股權分置改革扮演關鍵角色，另輔以中外合資證券公司的設立、合格境外機構投資者等制度等的一連串對外開放與國際化進程，造就大陸股市的蓬勃發展。
- 二、 中國大陸採用計劃經濟，有關國家重大發展方向深受五年計畫的影響。1980年後，大陸在發展過程中出現經濟結構性矛盾，第三產業(指農業、工業以外的服務業)發展落後，金融產業屬生產性服務業，儘管大陸金融業在改革開放後有大幅發展，但主要係以國有銀行為主導的金融產業，至於股票、債券的發展相對落後，因此，十二五計畫第四十八章，特別將加快多層次資本市場之建設當作具體目標，此目標將促使直接金融成長速度高於銀行融資等間接融資。
- 三、 人民幣離岸市場也是牽動未來資本市場發展的重要力量，自2009年5月開辦人民幣跨境外貿易結算業務以來，境外人民幣存款規模劇增，但目前境外人民幣計價的金融商品嚴重不足，此趨勢將加速國際板催生、小QFII投資滬深股市及境外三類金融機構投資內地銀行間債券市場等離岸人民幣業務市場之開放。

四、大陸證券公司經營方式單一、盈利模式同質性高，以收取手續費的經紀業務為主，專業化程度較低，上一階段(2006~2007)由於市場規模擴張，確實帶來了成長，然而，並未改變大陸以間接融資為主導的體系；再者，證券業主營業務量雖有所增長，但佣金率加速下滑，為期待下一階段的發展，行業轉型是大勢所趨，若要驅動證券業第二波的成長，「創新」是關鍵因素，包括市場結構創新、金融產品創新，以及業務模式創新等，如此將帶來證券業盈利模式的根本性變革。

五、將證券業務活動區分為經紀、承銷、自營、融資融券、資產管理，分析各該業務的發展趨勢：

#### (一) 經紀業務

2010年證券業收入結構中，手續費及佣金收入佔比高達七成五，其中經紀業務的貢獻率達70.68%，而經紀業務的佣金收入，受制於市場活躍程度及佣金費率，為防止殺價競爭，雖然中國證券業協會出台相關規範限制佣金下限，然而，佣金率下降的原因尚包括營業部的增加和新開戶數的減少，在經紀業務服務體系未完成建設前，佣金價格戰實難以停歇。

以美國經驗來看，1975年實施佣金自由化改革，造成經紀業務收入占比下降，此現象亦促成證券業的轉型，而經紀業務的深化是佣金戰後證券公司應採取的策略。所謂經紀業務的深化，在於改變當前單純依靠「通路業務」的狀況，以減少市場波動及佣金率變動對經紀業務收入的影響，而致力發展收費業務是轉型關鍵，主要係提供客戶涉及證券及證券相關產品的投資建議服

務，輔助客戶做出適當投資決策的一種服務形式，並架構在原有代理買賣證券業務基礎上，對客戶提供更細緻的服務。

## （二）承銷業務

2010年承銷收入占比在15%以上的證券公司共計17家，除總量增加外，尚包括兩個特點：1.大型證券公司承銷收入占比提高；2.相較於合資證券公司，國內證券公司的投行業務競爭力增強，主要原因在於國內證券公司對境內企業(特別是中小企業)有更深入的了解，可預測的是，隨著國內中小企業上市意願增強和上市數量的增加，國內證券公司投行業務量將有更大突破。

預測未來五到十年內，投行業務的比重可能會有幾點轉變：1.證券業收入結構中，投行業務占比將有增加的趨勢，但經紀業務收入占比偏高的情況仍不會迅速改變；2.部份中小型證券公司將完成業務轉型，以投行業務為主營業務，收入占比將達五成以上；3.以承銷業務為主的合資公司將不斷增加。

## （三）自營業務

證券公司積極參與市場交易是未來轉型的方向，依循此方向，自營業務將獲得較快發展並體現在兩方面：一是自營規模將不斷擴大；二是衍生工具將廣泛地應用於自營資產組合中。

## （四）融資融券業務

融資融券業務規模之所以偏小，主要原因在於准入門檻高與缺乏轉融通使然，因此，解除管制應是下一步發展的重點。相較於美國、日本和台灣融資融券業務的授信模式與目前融資融券

業務的開展，據相關研究報告指出，大陸採用台灣雙軌模式的可能性較高。轉融通公司的設立，使融資融券業務的開展能突破證券公司自有資金和自有證券的限制，據中國證監會有關部門表示，轉融通公司已進入設計階段，但何時推出仍不得而知，但可以肯定的是，轉融通公司的推出是融資融券業務常規化的關鍵措施。

#### （五）資產管理業務

目前資產管理業務的發展出現瓶頸，依據監管層的認知，證券公司發行集合理財產品，是作為公募基金的補充，使得證券公司集合理財產品與公募基金的競爭明顯處於劣勢。其次，證券公司結合理財產品投資範圍僅限於股票、債券、基金和股指期貨，產品選擇較少；再者，從監管層面來看，證券公司集合理財產品在發行商採取審核制。在通路業務收入逐步下降的背景下，收費型業務才是證券公司穩定收入來源的重要手段，資產管理業務的興起與發展，符合目前投資者理財需求的增長，倘若政策部分能加以鬆綁，對於進一步推動資產管理業務的發展將有助益。

- 六、大陸證券業務的發展深受政府監管政策的影響，由於大陸人治色彩濃厚，行政干預常凌駕法律之上，許多中大型證券公司的高階主管皆為官派，講求公平效率的資本市場機制往往受到限制。此外，相較於先進成熟市場，大陸證券監管有其獨到特色，主要包括：1.多級監管主體；2.以審批制為主；3.行政手段使用頻繁；4.新業務推展採區域試點；5.以扶植國內證券公司為主。

- 七、大陸證券市場正處於高速成長階段，是全球業者爭相進入的舞台，以現階段來看，雖然台灣證券商規模較小、進入時間點較晚、也缺乏國際級投資銀行的經驗，但兩岸承襲的文化、思考模式、語言差異相對於歐美證券商來得小，再加上大陸發展證券市場的路徑，充份參採台灣經驗，佈局大陸市場，國內證券商仍具有某方面的優勢。特別在兩岸洽簽ECFA後，以及十二五規劃綱要第十四篇第58章第三節(支持海峽西岸經濟區發展)找到契機。
- 八、台灣證券業者佈局大陸，從談判監理的層次考量，主管機關與證券業應先形成共識，建議以下業務項目的開放：
- (一) 開放台灣證券商可合資大陸證券投資諮詢公司及合資期貨經紀公司。
  - (二) 放寬我國證券商申請成為QFII之資格。
  - (三) 爭取我國證券商(含海外子公司)在大陸地區設立代表處滿一年者，可申請設立分公司，業務範圍建議準用大陸規定，從事與內地證券公司相同的業務。
  - (四) 爭取大陸開放我證券商參股大陸證券公司得承作全執照的證券業務。
  - (五) 擴大我國證券商合資新設證券商之對象，建議放寬我國證券商之大陸合資對象於特定地區或專案核准設立子公司，得免適用大陸「證券商設立子公司試行規定」第五條第一項第二款之規定。
- 九、國內證券同業佈局大陸，應衡量市場競爭與自身經濟潛力，在赴陸設點時，選擇珠江三角洲、海西及渤海經濟區等三地的二線城

市，可能是較為務實的作法。另外，從大陸證券監管的特色中可知，目前仍屬人治色彩濃厚的階段，許多政策的形成與開放仍掌握在國務院手中，故此，台灣證券商要前進大陸，不可避免的必須了解大陸對台的政策走向，借鏡CEPA經驗，未來海西可能是大陸對台政策的試點區域。至於具體切入方式，依雙方合作的緊密程度，或許可考慮以下模式：技術合作與教育訓練 → 策略聯盟 → 合資 → 併購/新設專業子公司。

## 參考資料

### 一、中文部分

「中國資本市場發展報告」，中國證券監督管理委員會編撰。

「中信證券股份有限公司 2010 年年度報告」

王穎，「私募股權投資：現狀、機遇與發展建議」，理論探索第 186 期，2010 年 10 月。

王圓圓，「論我國私募股權投資基金現狀與前景」，經濟金融觀察第 368 期，2008 年 5 月。

王儷容、沈中華，「ECFA 兩岸金融開放對我證券暨期貨業之影響」，中華民國證券商業同業公會委託專題研究，2010 年 8 月。

何博明，「兩岸券商大不同」，證券公會季刊 99 年第一季，2010 年 4 月。

林蒼祥，「戰略性新興產業融資與中國資本市場商機」，亞洲金融季報，2011 年 10 月。

周茂清、尹中立，「新三板市場的形成、功能及其發展趨勢」，當代經濟管理第 33 卷第 2 期，2011 年 2 月。

洪永森、鄭鳴，「海西特區與台灣證券(期貨)市場之整合」，中華民國證券商業同業公會委託專題研究，2010 年 9 月。

翁基能，「淺談我國證券商登陸之佈局及業務商機」，證券公會季刊 99 年第四季，2010 年 10 月。

蔡鎮遠，「大陸證券業的經營與發展機會」，證券公會季刊 99 年第四季，2010 年 10 月。

劉家偉，「處改革節點，轉型突破並進」---東興證券股份有限公司行業深度證券研究報告，2011 年 8 月。

劉玉珍、李怡宗，「兩岸證券業發展與整合的契機」，中華民國證券商業同業公會委託專題研究，2009 年 6 月。

謝明霖，「台資證券商進入大陸市場的省思」，證券公會季刊 99 年第四季，2010 年 10 月。

## 二、網站部分

中國證券監督管理委員會：<http://www.csrc.gov.cn>

中國證券業協會：<http://www.s-a-c.org.cn>

中國資本證券網：<http://www.ccstock.cn>

上海證券交易所：<http://www.sse.com.cn>

深圳證券交易所：<http://www.szse.cn>

財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會

召開「從大陸證券業務發展趨勢看國內證券業者之機會與布局」

座談會會議紀錄

時間：100年7月20日(星期三)下午2時30分

地點：本基金會會議室(臺北市南海路3號9樓)

共同主持：吳董事長壽山

林教授蒼祥

出席人員：王教授文杰、林教授蒼祥、劉教授玉珍、行政院金融監督管理委員會證券期貨局張副局長麗真、臺灣證券交易所股份有限公司楊副總朝榮、財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心林主秘瑛珪、中華民國證券商業同業公會林首席副秘書長英哲、凱基證券股份有限公司魏董事長寶生、富邦綜合證券股份有限公司史副董事長綱、中國信託資本市場事業總處張經理智傑

列席人員：中華民國證券商業同業公會企劃組曾專員珮珊、羅主任秘書清安、葉處長淑玲、簡副研究員淑芬、陳副研究員恩儀

記錄：陳恩儀

壹、背景說明(略)

貳、主持人致詞(略)

參、討論題綱

議題一、大陸資本市場、證券公司以及證券業務的特色為何？與台灣證券市場的發展軌跡相比，有何異同？

議題二、大陸證券業務活動之主要項目與市場規模為何？倘若以經紀、自營、承銷、融資融券、國際及新金融商品業務為證券業務粗略的劃分，其各項業務之發展現況如何？主管機關未

來有可能開放的業務有哪些以及順序為何？國內業者可否從中找到利基？

議題三、在十二五框架下，中國將積極發展多層次資本市場，如此會對大陸證券業務的發展產生如何之影響？

議題四、ECFA洽簽對兩岸證券業務的發展有何契機？台灣證券業者可以如何之模式與大陸業者合作？

#### 肆、與會人員發言摘要

##### ●吳董事長壽山

- 一、今早召開兩岸三地證交所競爭力的比較分析座談會，結果顯示中國大陸下一階段的發展十分關鍵，這不僅牽涉到交易所的競爭，也牽動證券商新種業務的發展，因此將兩個主題併同召開座談會，我們也會將上午的會議紀錄也一併分送給各位。
- 二、透過今天的座談會，希望從大陸證券業務的發展趨勢中，找出證券商可經營的業務項目，排列優先順序，甚或列舉具體行動計畫，使證券商有更大的發展生存空間。
- 三、經由各位討論，目前看來證券商直接進入大陸好像困難重重，倘若透過金控下銀行端先進去，似乎是比較可行的渠道，但可能會產生金控體系下的證券商比較有機會的情況。根據先前討論，全資全照僅限於海西特區，我方無法接受，但如果加入天津、上海，就不是區域化，或許在談判上較可接受。
- 四、早上券商公會黃理事長提到，台商全球分布有 60% 在中國大陸，20% 在東南亞，20% 在大陸與東南亞以外的地區，倘若我們先不討論證券商 60% 在大陸發展的機會，國內券商是否注意到大陸以外的機會？

## ● 張經理智傑

- 一、從大陸去(2010)年金融業整體表現的情況來看，上市證券商ROE為11.1%、保險業為14.8%，而銀行業則是18.2%。大陸證券業經營傳統經紀業務而獲有暴利的情況已逐漸消失，故引發他們思考下一步該何去何從。過去幾年間，大陸證券商主要仍以經紀業務為主，但這個情況在去年已產生變化：從所有券商整體來看，經紀業務占比約為52%~53%(前兩年則在65%~70%以上，但這可能和2007是大牛年有關，券商只要一開門就賺錢)，上市券商經紀業務約占44%，而大陸最大證券商——中信證券的經紀比重不到四成，就連較小型證券商(如海通)的經紀業務也降到四成以下。以投行業務來看：占整體券商的業務比重約為11%，占上市券商為14%，而中信證券的比重則高達兩成。在自營部份：占整體券商業務比重為16%，占上市券商約兩成左右，投資比重最大比例還是自營部分，也就是股票買賣，另外最近幾年開放直接投資，即直接投資未上市股票(類似VC概念)，該業務已從試點到確定開放。近期開放的滬深300股價指數期貨，券商可承作指數套利部分，但額度有限制，依現行法規，證券商僅能因避險目的，而從事滬深300股價指數期貨交易。
- 二、從大陸證券業務的發展趨勢觀察，和台灣的軌跡有些許類似，大多數證券商都在思考下一步該如何進行，目前最明顯的趨勢，還是著重在衍生性商品部份，除滬深300股價指數開放外，中國金融期貨交易所也積極規劃指數選擇權，此外，還有權證部分，嚴格說來，目前大陸尚未開放證券商發行權證，先前僅開放「創設權證」，亦即2005年大陸股改後，允許公司大股東發放company warrant，這些權證在市場上掛牌後，權證價格飆漲，主管機關為

抑制泡沫產生，才允許AA級創新類的券商發行創設權證，也因此引發大家關注，大陸投資人對選擇權商品還不太熟悉，再加上權證可以當天買賣（股票是今天買明天才能賣），經常淪為短期投機商品。許多證券商對於權證仍抱持很大希望，目前期貨已開放，接下來應是選擇權的開放，可能會是指數；或是權證，因此證券業務未來的趨勢應著重於衍生性商品。

- 三、與大陸主管機關或交易所互動可發現，基本上皆採取開放態度，但一開始都是小規模試點，速度也不快。反觀台灣，主管機關的心態則希望一體適用，這是兩岸不同之處。因此，在開放新業務之時，是否可先以小範圍額度讓業者嘗試新產品或業務的推動，將風險控制在這些範圍的額度內。
- 四、大陸證券業務與產品的發展趨勢，明顯朝國際投資銀行看齊，以從業人員的角度來看，近來也不斷感受到對岸挖角態勢之凶猛，對台灣業者而言，人才的流失是很大隱憂。

## ● 史副董事長綱

- 一、針對今天主題，以個人在富邦負責大陸證券業務開發的經驗與大家分享。事實上，在談機會與布局前，有個很大的問題，就是證券業根本進不去，所以先進去才是比較務實的作法。雖然大陸證券業的利潤不如以往，但和台灣相比，商機仍大，儘管手續費殺到萬八（萬分之八），但配合大陸的市場規模（約台灣十倍以上），對台灣證券商仍有吸引力。
- 二、依大陸規定，所有外資（包括港資）皆不得經營A股經紀業務，台灣證券商要進去很困難，除非入股上市公司20%，不過上市公司的價格都非常貴，規模也很大，以台灣券商能力評估，現金併購並

不容易，目前也不容許換股。因此大部份外資都集中在非上市公司的談判上，而非上市公司的規定很明確，僅能入股三分之一，並非我們所希望的「全資」，另外也不能經營A股經紀業務，亦非我們所希望的「全照」，因此我們業者冀盼全資全照，但他們給的是入股三分之一的非A股經紀業務，因此雙方差異很大。

三、就外資而言，歐美大型券商主要是以投行業務為主，在WTO談判時就沒有涉及零售業務，但台灣不一樣，台灣是以retail brokerage起家，所以談判時，當然以這塊業務為主，但目前看來很難突破。這兩三年我們也談了很多證券商，即使我們願意做投行業務，要一個優質的證券商將投行業務切割出來成立子公司，也是非常難，礙於現實，只能找次級證券商合作，就算對方願意將投行業務切割出來成立子公司，一開始也不能做，必須將實力培養到一定程度，但要達到這一步要花費很高成本，歐美券商有這種實力，但對台灣券商卻是一大挑戰，光是保薦人一年的薪資就要上千萬台幣。

四、大陸證券商可從事資產管理業務，並對特定人發行私募基金，若屬創新類券商，還可做直接投資(類似創投)，基本上，其業務內容廣泛，就像是歐美的投資銀行，和台灣證券商的定位迥不相同，國內券商在本國就無法從事私募業務，遑論赴大陸從事該業務。

五、所謂新三板的商機，可能有三個層面。第一、在交易所方面，由於我們興櫃市場蓬勃，對岸一直想找櫃買中心合作，其次，就是承銷的商機，但沒有證券商業務何來承銷，最後就是先去投preIPO，也就是私募基金，但依我國現行法令，唯一能去設創投的只有工業銀行，金控也不行。

六、就海西特區、CEPA與ECFA等議題，個人的看法如下，大陸證監會是個執行單位，並非政策單位，如眾所週知大陸是人治社會，向證監要政策是緣木求魚，以我們和對方互動的經驗，能成功基本上都要「裡應外合」，也就是我們的partner很熟裡面的人，另外我們在政治上要符合台辦的條件。回到海西的問題，大家都認為海西是地區性的，屬於國家與省的不對等層級，但以業者角度來說，要的就是一張執照，無論是在青海、新疆、上海、天津、福建取得都是一樣，所以給你海西的執照，到哪都可以做生意，因此，我認為大家應該靜下心來，好好考慮海西，因為海西符合我所說的裡應外合，所謂「裡應」，是指福建有這個政策，而他也有心去跑國務院、證監會，我們每次拿著海西特區的國務院批文去證監會要政策，證監會的回應是國務院每省都發批文，沒有太大實質意義，但由福建省省長、書記去跑就不一樣了，確實也有些成果，但接下來，我們的主管機關是否承認仍是問題，個人認為還是應該務實點，正視海西這個區塊。

七、大陸未來很重要的金融發展就是人民幣國際化，台灣證券商如果想在香港作一些生意，人民幣國際化業務是一定要做的，因為人民幣很顯然是外匯貨幣的一部分，其實大陸債券市場、國際債券市場是未來的重要市場，當然要開放必須審慎做好各項配套。

#### ● 劉教授玉珍

一、以直接金融取代間接金融，是十二五規劃在資本市場中確定的方向，在此架構下，台灣證券業是否能在五年內有所突破，對長期發展具有關鍵影響。以人才而言，全球投資銀行都在亞洲獵人頭，我們北京光華大學畢業生的起薪有三分之一以上都超過五十萬人

民幣，次年隨即超過一百萬人民幣，這些人才都進入國際投行，因為這些人了解大陸的人治、法制，對做生意來說非常重要。

二、接下來五年對台灣券商很重要，在ECFA洽談時，如果能把天津加入則有優勢，因天津是國務院批准的特區，我認為在台灣人理解政治的issue上，可能會得到緩衝，另外天津是市政府，對金融方面非常積極，可成為二線城市中的主戰場，而北京在未來五年的金融發展肯定正面，天津非常接近北京，也算攻佔戰場的重點城市，若ECFA能將天津放入會是很理想的政治選擇。

三、大陸人對台灣的看法有以下幾點：(一)非常歡迎台灣金融機構，認為台灣金融機構有優質的品質、良好法制規範等；(二)台灣金融業規模太小，若企圖主導則不切實際；(三)在談判協商過程，以利益交換角度，除構思希望對方承諾什麼，也必須想想我們能給對方什麼，所以必須思考優勢互補，讓事情可以順利進行。因此，ECFA談判時除非有些互補謀略性的討論，否則對證券業而言，想要全資全照，真是困難重重。

四、個人建議有幾個方向可以進行：

(一)以賣方市場來看，在場外多層次市場建設中，事實上，台灣對中小企業的扶植有多年經驗，無論創投或造市的經驗，都是中國大陸目前所缺乏的，如何利用我們的優勢，與對方互補，是可以發揮關鍵影響。

(二)以買方市場來看，各位可能很難想像，過去五年大陸基金市場的發展已非常蓬勃，但最近兩三年，私人理財產品的發展截至上個月(2011.6)為止，已遠超過基金市場的十倍，倘若業者能從金控角度思考，在金控子公司間相互搭配連結，在理財產品設計、推廣，

或財富管理業務加以著墨，在這段等待期間增加曝光率，也是一個可以思考的方向。

(三)在大陸多層次市場的架構下，對台灣證券商最有機會的應是「新三板」，目前大陸有百分之五十的創投在新三板IPO或定向增資，若能在金控架構之下，先進去布點，將來市場開放後，較有可能爭取到IPO或金控相關業務。

(四)VC和PE的確是在證券商全資全照尚未開放前，讓台灣券商參與大陸市場的機會，以中央對新三板建設來看，大陸主要券商對於造市業務並沒有興趣，再加上新三板無轉板機制的誘因，而此時或許就是國內券商具有優勢互補的地方，此外，地方股權交易所或高新園區的發展也是我們的機會。

## ● 王教授文杰

一、首先談談業界准入問題，台灣目前無證券業獲准進入中國，因此，我贊成先進所提，先進去再說，證券業是個特許行業，不是想進去就能進去。從大陸證券市場的發展來看，2000年以前，中國大陸的證券業完全沒有對外開放，和保險業及銀行業不盡相同，即使雙方簽訂MOU，目前銀行獲准6家設立分行，但證券商卻無一家。2000年以後，由於加入WTO，對於外資證券商進入中國作了三項承諾，亦即可設立中外合資證券業以及基金管理公司，儘管如此，截至2009年只有7家被允許的中外合資證券商公司，19家基金管理公司，顯示市場允許外資進入的數量並不多。以中國大陸客觀的法律形勢來看，並沒有允許全資全照的外資進入中國，雖然銀行可以設立獨資子公司進入中國，但證券商則必須以合資型態進入，由此看出，外資准入中國是有限制。另

外在資金准入方面，2002 年就開放 QFII，金額從 100 億放寬到 300 億。

- 二、金融業進入中國證券市場，大家關注的焦點多放在商業銀行，但廣義的中國金融業務並不限於商業銀行，有很多類型可以進入，只是型態不一，因此是否可考慮如劉教授所提，有些外圍的證券業務先加以放寬，讓國內業者藉此進入中國市場。
- 三、與其透過數據檢視中國大陸證券業的發展，更重要的是了解中國主管機關的想法，中國大陸證券業從 90 年代發展開始，目前有 106 家證券商，無一不是國有資本轉制而來，因此對於證券商業務的理解，除數字分析外，可能得考慮來自壟斷與政府授予的專斷經營權的政策作用，但整個具體環境也在變化，例如外資參股證券公司及基金公司的相關規範，在 2007 年 12 月也作了大幅修正，因此，現有環境下，只能考量用 joint venture 方式進入。而且證券業務的範圍，很大一部分還是掌控在行政指導機關的手中，非由業者創造，這是中國大陸獨特的現象。

#### ● 魏董事長寶生

- 一、即使像凱基這種已在台灣佔有領導地位的大型券商，現階段要進入大陸市場也是困難重重，除了兩岸間的投資限制外，就算我們投資某一大陸券商，受限大陸證券期貨業務母子公司競業禁止的規定，對方也不可能將部分業務切割出來，自己不做而給我們做。儘管過去大陸在證券法制方面，很多都仿效我們，但近年吸收國際經驗，在許多方面已超越我們。以投行業務來說，最重要的是要能延伸到參與上游的直接投資，發掘好的公司後，以自有資金參與，輔導上市，一直到未來的經紀業務，這是一系列的服

務增值過程，從事直接投資業務也是歐美日大型投資銀行向來的重點業務，目前大陸的創新類券商早在多年前就已獲開放從事直接投資業務，但目前台灣證券商則仍未獲開放，又如何談臺灣證券商赴大陸發展。

二、 然而站在經營者立場，不可能放棄這個市場，只能從邊陲找機會，個人認為可透過香港，CEPA 主要是在南方(開放到廣州東莞)，以條件來看，ECFA 是不可能超越 CEPA，若能在 CEPA 的條件下，參與大陸證券業的經營，也許是可行的管道。在業務方面，較可行是與小券商合作，投資優勢互補的證券商，由對方放棄部分業務交由我方承作，例如「投資諮詢業務」，因為無論在經紀或投行業務，研究都很重要，因此，可能在 CEPA 架構下，找到願意承讓投資諮詢業務的合作對象，是目前可考慮的機會之一。

三、 以目前困境，若一時之間無法前往大陸發展，另一考量則是朝區域發展，由於各大券商在香港都已耕耘好長一段時間，或許是可發展的機會。但台灣主管機關在證券監管日益走向國際化、區域化發展的證券商，要作為台灣證券業務走向「區域發展」的最佳後盾，監管思維也需提升到以亞太資本市場甚或區域金融中心的高度來看待問題，並與外國監理單位合作，避免台灣券商海外轉投資事業除須依當地國監理規範，還受母公司的台灣主管機關以另一套標準重複管制；例如，台灣母公司赴香港轉投資設立子公司，若該子公司以外資身份投資台灣，仍可能被主管機關認為是「假外資」，其實很多是因當地客戶為避險而有購買台灣股票需求，證券商海外轉投資事業也有其本身的獲利壓力，也需要以區域投資佈局的角度在各國市場間尋找獲利機會，或進行跨國跨市

場多空部位操作，這在香港、新加坡等金融中心的外資圈是很普遍的事，以台灣券商海外員工的角度，若過去任職 Goldman Sachs 交易員時可以從香港或新加坡將自營部位跨國投資於台灣，為何一旦轉到凱基香港任職時就不能做，而在交易上也要受很多限制。另外，就是 OBU 業務，假設證券商也能有從事 OBU 業務的機會，透過 OBU 參與香港人民幣或公司債業務，這也是業者很期待的業務，新加坡 ACU 制度開放商業銀行及商人銀行申請，其商人銀行的業務範圍基本上與台灣券商的承銷、債券及新金業務重疊，但我國 OBU 制度仿效 ACU，卻只開放給銀行辦理，所以建議要發展我國投資銀行業務，提升國家整體競爭力，也需立法開放證券商從事 OBU 業務，將原本券商只能透過海外轉投資事業在海外辦理的業務，直接拉回到台灣來承作，透過台灣母公司的 Credit 及資本規模，一方面更容易與國際交易對手間爭取有利的業務承作條件，也能增加台灣的就業機會，進而豐裕國庫，例如，讓台灣券商直接就可以協助台商在香港發行人民幣債券，又可將人民幣匯入中國，支應台商在大陸當地擴充業務所需，對證券商來說，也是個商機，透過在香港的學習，可能有機會進入中國。

- 四、如果 ECFA 談出來的條件能和 CEPA 一樣，對業者而言，當然最便利，也是對我方政府的尊重，但在尚未達成前，假設透過 CEPA 有機會，主管機關是否也能以券商長期經營為考量，允許先行。
- 五、證券商在直接投資方面一直希望能有突破，亦即自行設立創投，直接以自有資金完全透明的參與，進而輔導其上市。目前做法則是，當我們碰到一些好的案子，自己無法投資，但這些公司缺乏資金，也只好介紹給創投公司，如此過程，有可能發生一些未能

站在證券公司立場，衍生的個人利益輸送弊端；再以目前承銷實務上僅能採行的餘額包銷制來說，券商等於只是過水，五年前券商公會曾委託律師事務所做過研究，如果券商能夠以一個價格包銷下來，用什麼價格賣給誰則由券商決定，在兩價制的觀念下這個錢我們自己就可賺，反觀現在承銷商很慘，承銷手續費就只有同業間至少要收 500 萬元的自我期許目標，去簡報時，客戶還嫌貴，所以實際也只能收到 500 萬元，所以承銷業務向來難有穩定的收入來源，連帶影響人員的穩定與業務輔導品質，這是我國發展投資銀行業務要設法克服的障礙。反倒是若開放直接投資，讓券商在目前經紀、自營、承銷及新金業務外，創造一個與股市景氣循環不直接相關的業務項目，解決券商向來「看天吃飯」的困境，並由證券商自負投資風險，整體證券業務可能會有正向的發展。

- 六、目前很多外國企業從東南亞來台上市或發行 TDR，尤以新加坡、馬來西亞、泰國、香港居多，反而這種承銷的價格比較好。
- 七、台灣債券市場目前是很困難的時候，理由是資金太氾濫，理論上，證券商在債券市場應作為銀行或保險公司的上手，但現在無法發揮功能，主要因為券商能使用的工具太少，或許可在香港幫台商發行公司債，但還是有很多限制。

#### ● 楊副總經理朝榮

- 一、國內大型券商在大陸設點都有好長一段時間，也都等著開放，他們表示長期下來所累積經營成本愈來愈高，若不能實際從事一些業務，的確是龐大負擔，故對其能儘早爭取到大陸市場重要業務，個人表示樂觀其成。

- 二、QDII開放後，個人也去拜訪幾檔基金經理人，他們的基金規模都很大，除非其中有台灣的經理人，否則對台灣市場並不熟悉，且知名度遠不如香港，因此在爭取業務過程中，如何同時行銷台灣市場，亦是個重要課題。
- 三、上證與深證比我們交易所成立約晚三十年，雖然近幾年來其市場規模發展迅速，但我們亦須注意其在市場產品多元化、市場監理、公司治理方面等尚有大幅改善空間，在此方面我們應可提供相關經驗。

● 林主任秘書瑛珪

- 一、 十二五計畫中的多層次市場架構下，有新三板的設計，這和我們的興櫃市場十分類似，若其建置完成，恐將對我們吸引台商高科技或高新產業也有排擠作用。不過我們的興櫃和 IPO 是相互連結的，也就是要 IPO，必先興櫃市場一段時間，這也是我國獨有，而新三板目前因風險考量尚無轉板機制。
- 二、 由於大陸是人治色彩濃厚的國家，產業的發展皆依循政府政策，目前看來證券業務就是不對外開放，證券商也無從進入。或許可嘗試從十二五計畫積極建置的國際板切入，藉由海外企業赴大陸上市需要有推薦、引薦制度，思考證券商是否可扮演此角色，無論是與國際證券商或國內券商的海外據點合作。
- 三、 剛才也有先進提到人才部分，個人擔心業務不開放，人才又不斷流失，對證券商的發展很不利，因此如何讓人才培育與公司制度銜接，會是很重要的課題。

● 張副局長麗真

- 一、 證券商在國內投資創投的持股比例不可超過 25%，因此證券商的相關經驗可能須審酌。
- 二、 各位證券業者的心聲，我們充分知悉，關於證券業 ECFA 的早收清單和大家的預期差異很大，我們亦感失望，但這其中牽涉到兩岸政策居多。
- 三、 金管會對金融業的協助，會從各業衡平的角度，主委也指示各局針對 ECFA 服務貿易協議繼續努力；另外由於證券、銀行與保險業皆已簽訂 MOU，盼望能建立監理合作平台，透過此平台能將彼此想法進一步溝通。
- 四、 2011.2.21 金管會已邀集周邊單位、三大公會成立兩岸協商推動小組，3 月 2 日及 3 月 8 日亦與幾個公會詳細研討，已將業者需求以及可能的推動方案排列優先順序，只要時機可行，主管機關會盡可能地與對岸協商。
- 五、 大陸證監會對證券期貨業的開放係審慎且保守，蓋由於大陸證券業開放後也曾歷經一些不法事件，2004 年訂定證券公司綜合監理方案，經過一番整頓後始較健全，故對證券業的監理非常慎重，不僅外資證券商部分，就算內資也未增加新的牌照。此外，證監會也關注投資人問題，因此，其可能在證券商整頓落實公司治理後，始談開放問題。
- 六、 政府對兩岸往來的基本原則，是在國家安全以及人民有利的前提下循序漸進開放。以 2008 年以來開放外國企業來台上市為例，目前對在大陸註冊公司的第二上市尚未開放，而第一上市則對陸資超過 30% 亦未開放，因此對兩岸投資係先透過間接方式，未來再循序開放。
- 七、 以金管會立場，除監理工作以外，也有輔導業者推展業務的義

務，而務實推動是第一要務，故除了 ECFA 後續協商外，剛才幾位先進所提，只要該項業務對業者有利基，並有相關配套措施，是可考慮開放的，但前述開放如牽涉大陸政策、外匯政策以及與其他金融業的衡平性問題時，就可能須多溝通處理。因此，建議可針對幾項可行有利基的業務排定優先順序，並擬具週延配套措施及風險控管機制後循序推動；其次，有許多業者在大陸已耕耘很久或已與合作對象簽訂合作意向書，建議亦可多管道發揮影響力，使兩岸證券往來能順利進行，共同努力。

### ● 林首席副秘書長英哲

- 一、中國大陸證券市場，是社會主義體制下的市場，與一般市場經濟體制下的資本市場不同，完全操控在政府手上，包括大型證券商的主要經營者都是由官方指派，雖然在 WTO 下，政府承諾開放，但實際上將證券業當作戰略性產業，因此，對外十分保守謹慎，尤其在亞洲金融風暴時，一些避險基金狙擊香港，中國看在眼裡是不會輕易開放外資；再加上證券商是近幾年才加以茁壯，也必須先扶植自己。儘管香港與中國簽訂 CEPA，但香港證券商仍感歎，中國透過 CEPA 所開放的項目，也非港資券商所想要，何況在 ECFA 下對國內證券商的開放也可想而知。
- 二、外資進入中國市場有幾種模式：代表處、合資公司、全資子公司或分公司，目前，台灣是以代表處的模式進入，但對國內券商而言，沒太大實質作用，是否有可能將現在的二十多個代表處，升級為全資子公司或分公司，先有據點後再談如何進行業務。
- 三、個人也是贊成先從邊陲業務開始進行，由於各省都在發展股權交換中心，甚或是新三板業務，大規模利用地方資金支持地方事

業，或許可由此想出國內證券商可著力的部份。

- 四、現階段要進入中國，是困難重重。個人提供一個觀念，是否可行，亦即由交易所，與對方交易所洽談，協商相互掛牌事宜，例如各自圈選各自市場掛牌的幾十支股票，有人稱之為「海峽板」，主管機關也相互監理，而交易所從事淨額結算，這個新想法供大家參考。

### ● 林教授蒼祥

- 一、中國大陸十二五金融改革重點是在多層次資本市場的發展，鼓勵直接金融，大陸證券業務收入結構和台灣仍有很大不同，台灣證券商利息、融資融券收入比重高，超過五成。
- 二、「准入」和「營業」是兩個階段，連准入都無法，更別談營業。兩岸雙方對「全照」的看法不同，大陸方面是從投資銀行的角度思考，而台灣方面則分業較細。其次，縱使大陸業務開放給我們，以目前證券商的規模來看，要以淨值的四成投資，也不容易。
- 三、若能透過 CEPA 借力使力會是一個很好的通道，廣東在 2008 年 12 月經國務院批准為第一個建立以金融為主的國家試驗區，並有個長達十二年的計劃，現階段若無法透過 ECFA，可考慮在 CEPA 下從事一些業務。
- 四、目前開放銀行承作人民幣 OBU 業務，但仍受到限制，也就是大陸有個「大池子」與「小池子」的觀念，亦即不讓境外小池子的人民幣流回中國大陸這個大池子，有許多限制，這就必須透過 ECFA 的談判爭取。提供一個數據給大家參考，2009 年 7 月人民幣離岸業務試點，2009 年年底，香港人民幣存款為 900 億，2010 年則擴大試點，不限海外據點，內地擴大到 25 個省份，2010 年

已到 3,600 億，其中百分之八十是因跨境貿易，而到今(2011)年 6 月已衝到 5,400 億，高盛估計 2015 年會到 3.5 兆，而國務院也很清楚定調，國際板就是要讓小池子的錢能回流的機制，因此可想見，人民幣離岸業務會有很多產品出來。

五、大陸多層次資本市場的發展，非常值得我們關注，我舉個例子，大陸民營企業最發達的兩省—浙江與廣東，浙江約有 220 家上市公司，民間企業有 53 家，而北京、上海掛牌的則以央企為多，浙江省赴海外掛牌的企業也有一百多家，大陸政策認為金融市場仍為服務企業而存在，十二五計畫中七大新興產業就是希望透過直接金融達到產業升級，以改變過去二十年以央企與銀行為主的狀況，這主要也是參考台灣經驗。另外也以大規模的產業基金帶動創投，在這個時機，是否也該給國內證券業者 private equity 或 venture capital 的機會，因為這部份不需要證券主管機關的批准。

散會