

中華民國證券商業同業公會委託專題研究

離境證券業務(OSU)開放下 券商從事股權相關新金融商品的業務機會

計畫主持人：周德璋

共同主持人：吳壽山、蔡蒔銓

研究人員：葉淑玲、陳雅苓

研究助理：吳欣芸、游豐進、廖柏茵

2014年6月

財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會

目錄

第一章 緒論	1
第一節 研究動機與目的	1
第二節 研究方法與範圍	2
第二章 亞太地區離境股權相關新商品發展之探討	5
第一節 日韓港星離境證券與資本市場發展現況	5
第二節 日韓港星離境股權相關新商品發展現況	556
第三章 OSU 從事離境股權相關新金融商品業務之發展利基	74
第一節 OSU 離境業務相關法規架構及業務發展現況	74
第二節 OSU 可從事之離境股權相關新金融商品範圍探討	81
第三節 OSU 從事離境股權相關新金融商品業務之利基與效益分析	84
第四章 OSU 從事離境股權相關新金融商品業務衍生問題探討	88
第一節 運作模式	88
第二節 租稅問題	90
第三節 會計處理問題	90
第四節 相關配套措施分析	932
第五章 結論與建議	95
參考文獻	100
附錄一、「離境證券業務（OSU）開放下，券商從事股權相關新金融商品的業務機會」座談會會議紀錄	1042

表目錄

表二-1 香港人民幣存款金額.....	10
表二-2 外幣 RTGS 系統.....	12
表二-3 新加坡 ACU 資產規模.....	19
表二-4 亞洲美元市場：資產與負債.....	21
表二-5 日本離境市場（JOM）特殊國際金融交易帳戶資產負債表.....	34
表二-6 各國境外金融中心特色與概要.....	38
表二-7 香港衍生性商品場內與場外交易統計.....	41
表二-8 香港外匯市場的每日成交金額（以工具分類）.....	42
表二-9 香港外匯市場的每日成交金額（以幣別分類）.....	43
表二-10 ACU 與 DBU 的資產規模與成長率.....	45
表二-11 ACU 占商業銀行與商人銀行總資產比例.....	45
表二-12 日本衍生性商品市場之規模.....	49
表二-13 日本 2013 年店頭衍生性商品交易規模.....	50
表二-14 日本 2013 年店頭衍生性商品交易幣別及對象.....	51
表二-15 日本 2013 年短中長期店頭衍生性商品交易規模.....	51
表二-16 按標的資產國內場外衍生性商品交易量.....	55
表二-17 按標的資產國內場外衍生性商品餘額（BALANCE）.....	55
表二-18 各類別受規管活動獲發牌或註冊而須符合之規定.....	59
表二-19 香港衍生性商品規模(集中市場 V.S.店頭市場).....	60
表二-20 香港各類產品所佔百分比（持倉）.....	62
表二-21 日本股權衍生性商品市場規模.....	71
表二-22 各國發展離境股權相關衍生性商品—股權交換(EQUITY SWAP)、股權選擇 權(EQUITY OPTION)比較.....	72
表三-1 我國國際券業務分公司概要及股權相關衍生性商品業務規範.....	79
表三-2 我國 OTC 股權商品歷年交易金額數量.....	84

圖目錄

圖一-1 研究流程圖.....	3
圖二-1 香港銀行同業拆款定價與港元匯率的差異.....	11
圖二-2 香港的多幣種支付及交收系統.....	11
圖二-3 新加坡 ACU 資金來源與運用情形.....	20
圖二-4 近半年 OTC 市場的交易商品比率.....	40
圖二-5 全球外匯衍生性市場的交易量.....	42
圖二-6 新加坡店頭市場衍生性金融商品之交易結構（2012 年）.....	46
圖三-1 我國國際金融業務條例修正概要.....	75

第一章 緒論

第一節 研究動機與目的

為爭取外流星、港的台灣與外國高淨值客戶回籠，並發展台灣媲美星、港的區域金融中心，擴大我國金融就業，「國際金融業務條例」業已於 102 年 6 月 19 日修正發布，開放證券商申設國際證券業務分公司（Offshore Securities Unit, OSU）辦理國際證券業務，相關子法於 102 年第 4 季陸續出爐，行政院長江宜樺 3 月 5 日宣布，「國際證券業務分公司」（OSU）即日起開張，是金融業納入自由經濟示範區的最新創舉。金管會主委曾銘宗也宣示，在第 1 季、最慢 6 月底會一口氣開放 26 項措施，金融開放程度「一年抵十年」。政府此一開放政策有助於金融產業與國際接軌，增加競爭力。

依據修正後之「國際金融業務條例」，OSU 得辦理之業務範圍主要包括：對境內外客戶的外幣有價證券的行紀、居間及代理業務；對其他金融機構及境外客戶的外幣有價證券買賣；境外有價證券承銷業務以及境內、外客戶財富管理等。而為鼓勵證券商開辦 OSU 業務，金管會規劃將比照銀行 OBU，提出租稅優惠，包括經營境外客戶業務免徵營所稅、營業稅、印花稅及 OSU 給付境外客戶利息免扣所得稅，若提供境內客戶，則無上述優惠，避免造成境內業務移轉，並擬訂定租稅優惠施行期間以為限制。

為滿足多元化的客戶需求，並爭取已在港、星進行財富管理的國內、外高淨值客戶，重新以台灣做為理財投資的重點標的，未來 OSU 在商品設計上，應更為彈性開放，俾能吸引客戶青睞，例如不排除提供風險較高之衍生性金融商品，即為可考量的作法之一。以 102 年 1 月至 12 月，櫃買中心所統計證券商交易衍生性商品的成交金額觀之，

交易總金額約新台幣 6,327 億元，其中股權交換為 3 億元，股權選擇權則有 35 億元。未來，如能開放證券商 OSU 承作股權衍生性商品，將可為券商帶來極大的商機。

目前探討 OSU 證券業務較為充分並且已有雛型的有外幣債券發行與交易、複委託及境外承銷等業務，至於股權衍生性商品則較少著墨。本研究擬藉由探討分析香港、新加坡、日本及南韓離境股權相關商品之業務發展，並分析探討現行我國 OSU 架構下，券商從事股權相關新金融商品的業務發展利基，可行的運作模式與待突破的困難點，並探討其相關之會計處理與租稅問題，以作為主管機關及證券業者對離境證券業務的發展之重要參考依據。

第二節 研究方法與範圍

壹、研究方法

一、資料蒐集

本研究將蒐集國內外相關書籍、期刊、報導與網路資源等資料，以進行歸納、分析與探討。

二、召開座談會

為配合本研究計畫之進行，於 103 年 1 月 6 日召開「離境證券業務（OSU）開放下，券商從事股權相關新金融商品的業務機會」座談會，邀請學界、業界、會計師事務所、主管機關、臺灣證券交易所與證券櫃檯買賣中心代表參與座談，針對以下議題進行研討：證券商在 OSU 從事股權衍生性商品業務之運作模式以及遇到之困境為何？證券商在 OSU 從事股權衍生性商品業務所遇到之租稅問題為何？在會計處理上的問題為何？為能發揮證券商在 OSU 從事股權衍生性商品

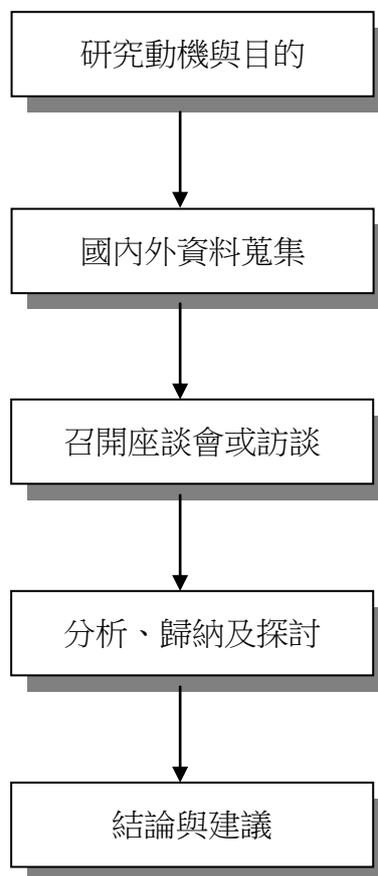
的效益，除了租稅優惠及會計處理方面，是否尚有其他相關配套措施的建議？

三、訪談證券業者

為配合本研究計畫之進行，研究人員於研究期間訪談證券公司參與相關業務之從業人員。

四、研究流程

本研究計畫之研究流程如下：



圖一-1 研究流程圖

貳、研究範圍

本研究計畫擬由在亞洲金融中心名列前茅之香港與新加坡發展境外證券及資本市場業務之模式與經驗，了解其離境證券業務中，與股權相關新金融商品之發展情況，以作為我國證券商於 OSU 辦理股權相關新金融商品業務之參考，並就相關業務發展之利基、業務運作可能模式、租稅及會計處理等面向，以及其所可能衍生的問題加以分析，期能由本研究之勾勒出券商 OSU 在股權相關新金融商品的業務機會。

茲將本研究主要研究範圍臚列於下：

1. 香港、新加坡、日本及韓國等發展離境股權相關新金融商品現況或概況介紹。
2. 探討 OSU 從事離境股權相關新金融商品業務之發展利基，與可能產生之效益分析。
3. OSU 從事離境股權相關新金融商品業務可行的運作模式，所衍生的租稅、會計處理，以及現行相關法規之適用等問題之探討。

第二章 亞太地區離境股權相關新商品發展之探討

第一節 日韓港星離境證券與資本市場發展現況

壹、各國境外金融中心源起及發展現況

根據 2013 年 10 月「國際金融中心指數」(Global Financial Centres Index, 簡稱 GFCI) 排名，香港位居第三、新加坡位居第四、日本東京位居第五、而南韓首爾位居第十，皆落於前十大金融中心之列¹，顯見亞洲的金融中心在全球金融市場中相當活躍，經驗足以成為我國借鏡。

一、香港

香港最早的證券交易所，可追溯到 1891 年時的香港經紀協會，這也是香港交易所的前身，於 1914 年時正式改名為香港交易所。一開始的交易活動並不熱絡，二次大戰結束時，因為交易費用昂貴，也沒有相關規則的設立，可說是乏人問津；直到 1960 年代時交易市場開始越來越活絡，許多公司開始上市，恒生指數也在 1969 年推出。到了 1970 年代，隨著相關條例逐漸完備，以及商品交易條例的設立下，黃金、棉花、黃豆等期貨開始進行買賣，此時香港的交易活動正式步上軌道。由於這段時期許多亞洲國家開始發展，加上中國大陸的改革開放，且看到美國、新加坡等國發展離岸金融中心的成功例子，促使香港決定轉型往金融產業發展，也開始了一連串的開放措施。而香港政府這一連串的開放與改革收到很大的成效，更奠定其國際金融中心的地位。近年來，香港仍繼續施行自由化的方針。例如 2000 年

¹ 根據 The Global Financial Centres Index 13 報告，前十大金融中心排名依序為：倫敦、紐約、香港、新加坡、蘇黎世、東京、波士頓、日內瓦、法蘭克福、以及首爾。

時，取消了 7 日內定存利息的上限，並放寬存款利率的規定；2004 年正式開放銀行經營人民幣業務；到了 2009 年時，人民銀行決定調寬人民幣的國際結算業務，讓離岸人民幣可以更順利的發展。

香港的金融業，是由市場的需求及成熟的金融體制所架構而成，政府的法律規範只是輔助，希望藉由市場的自然運作，來促進金融業務的發展。香港的金融業之所以能夠發展得如此迅速，有三個原因。第一個是因為多國貿易有結算上的需求，許多國家因此在港設立金融機構，讓香港商業銀行的數目在後來得以超越新加坡；第二個是在香港，貨幣的流通是相當自由的，加速了金融商品的創新，對於往後離岸金融中心的發展功不可沒；第三個是由於資本的大量累積，讓香港的股票、黃金、外匯交易的發展更為快速，整體金融市場的體系也越趨完善。此時，香港的金融業發展可謂相當成功，從 1978 年的開放，到 1990 年代的迅速發展，讓香港在國際上的地位迅速提升，甚至能與當時全球的金融中心—倫敦相提並論。

香港同時受到國際貨幣基金(International Monetary Fund, IMF)、稅務公義權利組織的金融保密指數(Financial Secrecy Index, FSI)與經濟合作暨發展組織(Organization for Economic Co-operation and Development, OECD)等三個機構指派成為境外金融中心，可見香港的境外金融中心相當受到關注。在 2011 年時，時任國務院副總理的李克強更親訪香港交易所，支持香港成為人民幣的離岸中心，以及進一步的發展。

(一) 香港金融中心特色與概要

1. 設立時間

1978 年後逐漸放寬限制。1978 年的 3 月，香港政府廢除了禁令，

願意再度發行銀行牌照給外資銀行，不過需符合以下三個條件：

- (1) 申請銀行的原註冊地必須要有完善的監管制度
- (2) 申請銀行其資產總額必須超過 30 億美元
- (3) 申請銀行的註冊地必須給予香港的銀行某種形式上的優惠

而後在 1982 年 2 月，香港撤銷了外幣存款需課 15% 利息稅的制度；到了 1983 年 10 月取消了港幣存款的利息稅，在 1989 年更是免除了所有的利息稅。除了利息稅之外，香港政府在 1987-1994 年之間逐漸調降稅率，使得標準稅率最後降至 15%，公司所得稅最後降至 16.5%。

2. 申請資格

香港的離岸金融中心，其申請資格為所有體系(包括持牌銀行、限制持牌銀行、接受存款公司)皆可辦理；在 2013 年 1 月時，中國監證會主席郭樹清在亞洲論壇時，更表明願意將人民幣業務的申請資格擴大至非本地的金融機構。

3. 市場結構

在市場結構方面，不同於鄰國新加坡的內外分離型，香港決定採行內外一致型的結構模式，國內金融與境外金融混合為一，資金可在境內外市場間自由流通，且境內與境外的租稅優惠及金融管理措施是相同的。由於香港的整體經濟較為自由，搭配上內外一致型的境外金融中心，可讓經濟與金融互相協調，更有利於香港的發展。

4. 交易幣別限外幣

5. 交易對象無境內外限制

6. 租稅優惠

在香港，境內境外皆免稅。且不分境內外，課稅皆採「屬地主義」，也就是以業務所得是否來自香港做為判斷依據。只要是來自香港以外的地區就可豁免繳稅，若所得來源地為香港，則須繳納 16.5% 的利得稅。雖然如此，16.5% 的利得稅仍為世界各國最低的稅率。

7. 營運資金

在香港的離岸金融市場，境內與境外的業務是合在一起的，香港對於離岸金融中心並沒有專門的帳戶，因此對於營運資金的要求並沒有特別的限制。

(二) 香港境外金融中心經營現況

香港金管會在 2012 年推出多項優惠化措施，以求進一步推展人民幣業務。首先在 2012 年 2 月，對於法定流動資產比率的計算做出調整，將可計入較多的人民幣資產；同年 5 月，認可機構可在詢問過金管局後，自行設定內部人民幣未平倉的淨額上限；第三，原先機構必須要有 25% 的人民幣風險管理限額，改為 25% 的人民幣流動資產監管比率，使人民幣與其他貨幣的風險管理可更為一致；同年 6 月，金管局還推出了人民幣流動的資金安排，提供人民幣的流動資金給那些認可的機構，以防短期可能出現的人民幣流動資金短缺之情形。8 月時，金管局更要求所有認可機構必須制訂人民幣的風險管理及應變政策，讓金管局能夠更完善的管理人民幣流動性風險。

香港的境外金融中心，其人民幣業務在 2012 年有了重大的進展，包括了人民幣的貿易結算、融資及財富管理業務都有明顯的增長；在 6 月 25 日時，人民幣即時支付結算系統(RTGS)將運作時間延長至每日 15 小時，也就是從早上 8:30 至晚上 11:30，這項新的改良方案可提供歐洲與北美地區有更長時間的運作窗口；而場外衍生工具交易的

資料儲存資料庫也於 12 月正式開始運行。且中央政府在 6 月推出一系列的措施，包括了財政部、內地銀行與企業繼續在香港發行人民幣債券，支持第三方利用香港來辦理人民幣的投資結算，提高合格的境外機構投資者其人民幣額度，擴大機構的範圍及放寬投資比例限制等。在 2012 年時，經香港銀行處理的人民幣貿易其結算金額達到 26,325 億人民幣，比起 2011 年成長了 37%；而香港銀行自 8 月開始，非香港居民的個人客戶也可享有人民幣業務的服務。到了年底時，非居民個人客戶的帳戶數目約為 29,000 個人民幣帳戶，存款金額超過了 40 億人民幣，可見人民幣業務受到投資人極大的重視。

除此之外，人民幣的融資業務也繼續的成長，2012 年香港發行的人民幣債券，其未償還金額為 2,372 億人民幣，比起 2011 年增加了 6 成；同年，香港銀行提供的人民幣貸款餘額高達 790 億人民幣，比起去年成長超過 1 倍。除了傳統的人民幣業務，在人民幣相關的金融工具及產品也越趨增加，包括人民幣股票、人民幣期貨等。根據 2012 年 12 月的資料顯示，人民幣即時支付結算系統(RTGS)每日處理的交易金額高達 2,640 億人民幣，其中有 9 成的交易來自離岸市場，可見離岸市場對於人民幣交易占有相當重要的地位。

截至 2012 年 12 月底，香港共有 155 間持牌銀行、21 間有限制持牌銀行、24 間接受存款公司，以及 14 名核准貨幣經紀。同年還有 4 間境外銀行領取到銀行牌照、1 間境外銀行領取到有限制銀行牌照。有關於申請銀行牌照的規定，機構必須符合其持有客戶的存款必須不少於 30 億元、總資產不得少於 40 億元等規定。且擬定透過本地註冊的公司其分行、有限制持牌銀行及接受存款公司在香港經營不少於 3 年的規定已經刪除。

表二-1 香港人民幣存款金額

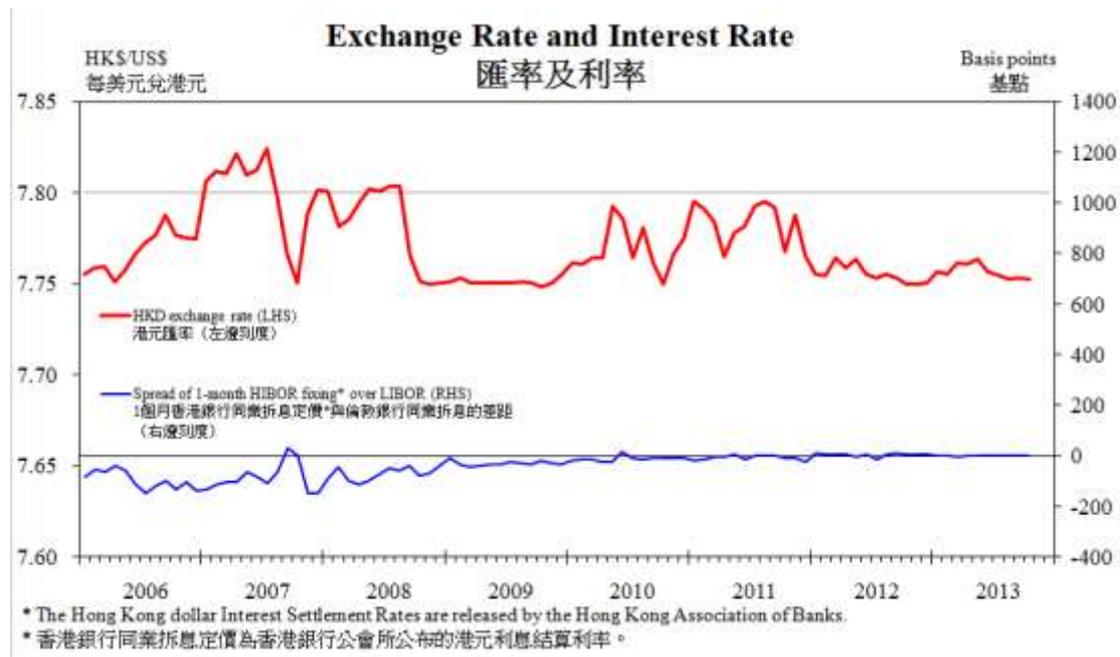
單位：百萬人民幣

年份	活期及儲蓄存款	定期存款	總計	經營人民幣業務的認可機構數目
2004	\$5417	\$6710	\$12,127	38
2005	\$10,620	\$11,966	\$22,586	38
2006	\$12,228	\$11,175	\$23,403	38
2007	\$22,539	\$10,861	\$33,400	37
2008	\$38,118	\$17,942	\$56,060	39
2009	\$40,662	\$22,056	\$62,718	60
2010	\$117,573	\$197,365	\$314,938	111
2011	\$176,398	\$412,132	\$588,529	133
2012	\$123,542	\$479,453	\$602,996	139
2013	\$142,522	\$639,102	\$781,624	143

資料來源：香港金融管理局「金融數據月報」2013年12月第232期。

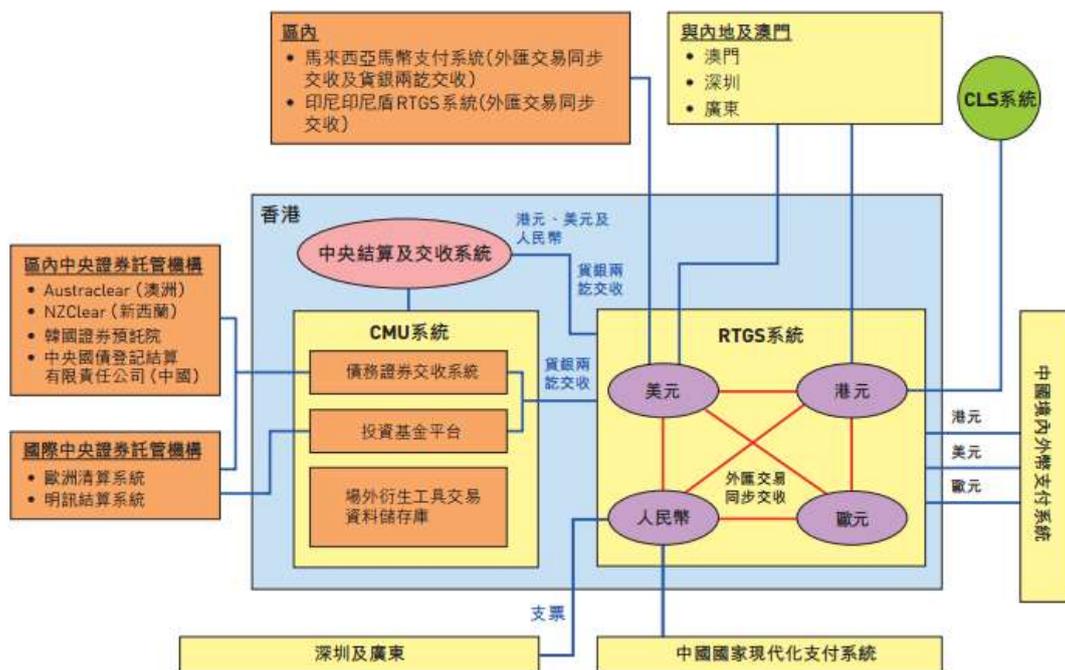
從上表中的人民幣存款金額，可發現存款總額與認可機構的數目呈現增加的趨勢，存款總額更是每年成長，到了2013年已高達7800多億的人民幣；2013年10月的資料顯示，在經營人民幣業務的認可機構中，目前開設的人民幣活期及儲蓄存款的帳戶有3,442,827個，而人民幣定期存款的帳戶有873,290個。香港最近的放寬措施及調整政策，已成功吸引更多投資者前來投資人民幣商品，近期香港推出的人民幣股票、人民幣期貨，加上相關的衍生性商品，將繼續帶動人民幣業務的成長。

2013年6月，財資市場學會推出人民幣香港銀行同業拆款定價(CNH HIBOR fixing)，其行政總裁劉卓衡指出，QE政策使得全世界貨幣劇烈膨脹，但中國的人民幣相對之下發展較為溫和，將會得到投資人及市場的關注，未來會加強投資在人民幣上；且最重要的地方在於，人民幣香港銀行同業拆款定價能反應整體市場的需求及資金流向，因為香港的金融體系是完全市場化的，可從貨幣利率看出市場的供需情形，這也能讓人民幣的投資市場更為透明化。



圖二-1 香港銀行同業拆款定價與港元匯率的差異

資料來源：香港金融管理局「金融數據月報」2013年12月第232期。



CLS系統 — Continuous Linked Settlement系統
 CMU系統 — 債務工具中央結算系統
 RTGS系統 — 即時支付結算系統

圖二-2 香港的多幣種支付及交收系統

資料來源：香港金融管理局「金融數據月報」2013年12月第232期。

表二-2 外幣 RTGS 系統

RTGS 系統	推出日期	結算機構或清算行	截至 2012 年底的參與機構數目	2012 年平均每日交易金額	2012 年平均每日交易宗數
美元	2000 年 8 月	香港上海匯豐銀行有限公司	直接參與：92 間 間接參與：130 間	164 億美元	15,404 宗
歐元	2003 年 4 月	渣打銀行(香港)有限公司	直接參與：33 間 間接參與：19 間	5818 億美元	432 宗
人民幣	2007 年 6 月	中國銀行(香港)有限公司	直接參與：174 間	2137 億元 人民幣	4600 宗

資料來源：香港金融管理局「金融數據月報」2013 年 12 月第 232 期。

二、新加坡

新加坡境外金融中心的設置是為了便利跨國企業集資的融資管道。為了防止龐大境外資金流動對新加坡國家經濟造成衝擊，1986 年 10 月，美國商業銀行（The Bank of America）在其新加坡分行設立第一個「亞洲通貨單位」(Asia Currency Units, ACU)帳戶，以專門帳戶接受外國貨幣存款，提供外匯交易以及資金借貸等業務服務，以此隔離亞洲美元交易與當地貨幣交易，區隔國內外金融市場。

新加坡境外金融中心的形成是有其時空環境之契機的。1968 年，在一戰後穩定國際金融局勢的「布列敦森林體系」(Bretton Woods system) 正處搖搖欲墜之際，自由浮動匯率制逐漸成形，歐洲國家經濟實力逐漸復甦，相較之下，美元則正處越南戰爭與「大社會」(Great Society) 福利計劃內外壓力激增的雙赤字困境之中而顯得經濟實力相對下降。1971 年，美國總統尼克森 (Richard M. Nixon) 強制實行美元貶值政策，宣布美國不再承擔用黃金兌換他國央行所持有美元的義務²，正式宣布國際金融進入自由浮動匯率的時代。自由浮動匯率制使許多貿易商保留美元，以避免浮動匯率所造成的匯兌損失，跨國公司也帶動跨境流動美元在歐洲金融市場出現。另外，歐洲美元市場能

² Paul R. Krugman, Maurice Obstfeld, 林柏生、林淑芳、芳誠編譯，2000-2001，【國際經濟學】，臺北市：華泰，頁 726。

快速形成、興盛還可歸功於美國在當時所採取的存款利率上限政策³，使大量美元不願回流美國，同一時間，西歐各國也放寬外匯管制，種種國內外政經因素皆促成歐洲美元市場的快速發展。其後，1960年，隨著東亞地區經濟成長與資金快速累積，美國銀行策畫仿照歐洲美元市場模式，在亞洲地區以提供租稅誘因的方式吸收資金。

（一）新加坡境外金融中心之發展沿革

1968年至1979年間為新加坡境外金融中心的成立與奠基時期，諸多相關之重要機構與制度一一於此時時期建立，如1970年成立金融管理局（Monetary Authority of Singapore，MAS）、1973年成立新加坡證券交易所（Singapore Exchange，SGX）、1975年利率自由化、1978年外匯管制完全解除與新加坡黃金交易所成立等，均為今日亞洲通貨單位（Asian Currency Unit，ACU）的快速成長奠基了良好的基礎。然而，70年代中後期，也是新加坡被迫退出馬來西亞聯邦獨立、面臨國家存亡危機的艱鉅時刻。獨立後的新加坡面對英國撤軍所導致的失業問題⁴、海島經濟缺乏資源稟賦、經濟腹地困窘等不利條件，新加坡亟需在短時間內找尋經濟發展利基。

1960年代運輸及通訊科技日益發達，使跨國公司的生產型態得以出現而紛紛到海外設廠以降低生產成本。新加坡政府洞察這股新潮流，認為其地理位置優越、接近馬來西亞廣大的消費市場且曾受英國殖民而人民具備雙語能力與國際視野，這些獨特的優勢都是吸引西方已開發國家投資的有利條件，因此新加坡政府便快速確立其國際化發

³ 歷經1929年的大蕭條，美國政府為恢復金融秩序並戰後經濟復甦，頒布了「Q條例」。規定銀行不得對活期存款(30天以下)公開支付利息，並對儲蓄存款和定期存款的利率規定了2.5%的上限機制。

⁴ 1968年，英國決定於1971年以前撤離蘇伊士運河以東的所有駐軍。當時，英國駐軍為新加坡帶來四萬個工作機會、佔國民生產總值15%。

展策略，積極致力國外招商。⁵ 跨國公司必須衡量商業風險，其大多選擇政治、經濟、金融穩定且擁有良好勞資關係的國家作為投資據點。新加坡為了能有更優越的條件吸引外資，於 1961 年 8 月成立經濟發展局（Economic Development Board, EDB），提供外國投資者一站式服務窗口，對外協助其快速了解新加坡的投資環境，對內促成國內各種產業發展，以規避單一產業蕭條的可能性。

歐洲美元市場的興起是新加坡的另一個契機。當時除了美國本土之外，只有倫敦從事境外美元交易活動。然而，美國與倫敦之間存有時差，各大國際銀紛紛往亞洲尋找適合地點補足交易時段的缺口，使美元交易能 24 小時進行。亞洲地區符合境外金融交易條件者有三：東京、香港與新加坡。東京因日本採取嚴格的外匯管制措施而遭剔除；香港認為其對外國企業所課徵的賦稅已是最低，不同意取消海外通貨交易（Offshore currency transactions）15% 的利息所得稅，而無意再減稅；新加坡則是屬於對資金流動必須實行外匯管制的英鎊區，三者都有其優缺點而使國際銀行家們無法有一致的決定。⁶ 1968 年，美國商業銀行促請新加坡政府解除外匯管制以爭取亞洲美元的境外金融業務，新加坡政府欣然接受，願意解除新加坡同非英鎊區國家和地區之間所有貨幣交易的一切外匯管制措施，並且承諾免除亞洲美元存款的利息所得稅，企圖以租稅減免為誘因促成 ACU 制度順利運作。

進入 1980 年各國紛紛提供租稅優惠、鬆綁法規限制，投入金融中心的競爭之中。1981 紐約設立境外金融中心、1982 年香港取消利息所得稅、1986 年日本設立東京境外金融中心、1990 年上海成為中

⁵ 曾振木（Chan Chin Bock）等著，戴至中譯，2004，【心耘：一群經濟精英打造新加坡成為第一的關鍵歷程】，臺北市：麥格羅·希爾，頁 91。

⁶ 行政院經濟建設委員會經濟研究處編，1980，【亞洲美元市場的發展】，臺北市：行政院經濟建設委員會，頁 3-4。

國經濟特區以外第一個獲准設立外資金融機構的城市。這些發展皆使新加坡境外金融中心備感壓力。1982 年中期以後，新加坡的亞洲美元市場不增反減的趨勢，主因即是境外美元開始自新加坡流到香港。⁷新加坡金融中心為了鞏固其獨佔一時的競爭地位，除了持續針對亞洲美元業務、金融市場活動給予稅務減免的獎勵措施之外，還致力於開發資產管理業務、發行債券以擴大債券業的發展，並促成金融業的各種便利化服務。

1981 年的預算案中，貿易和工業部長提出一系列的減稅辦法，包括部分印花稅的免除以及其他相關單一稅率的減免，以達成新加坡金融中心的目標，將黃金市場交易稅率由 40% 降為 10%，以促進黃金市場的發展與成長；1983 年 4 月宣布凡是亞洲通貨單位在新加坡的放款符合標準者，其所得一律享有免稅優待；同年 9 月起，亞洲通貨單位資金投資者所賺的境外所得免稅；1984 年財政部長又擴大境外聯貸的免稅範圍，並且為了促進金融期貨的發展，給予新加坡國際貨幣交易所（Singapore International Monetary Exchange, SIMEX）五年免稅優待，其會員公司與個人所得也降低稅率。⁸這一連串的減稅措施是接續 1986 年推動金融中心的成立而一貫施行的減稅政策，主要目的都是扶植新加坡金融市場的發展，吸引銀行、投資者在新加坡金融中心活動。除了削減稅徵辦法，新加坡金融中心也努力開發新的金融服務領域。

1981 年新加坡政府投資公司（Government of Singapore Investment Corp., GIC），管理金融管理局和貨幣局有關政府機構的

⁷ 行政院經濟建設委員會經濟研究處編，1983，【開發中國家的境外金融中心】，臺北市：行政院經濟建設委員會，頁 34。

⁸ 行政院經濟建設委員會經濟研究處編，1990，【新加坡金融市場與金融機構】，臺北市：行政院經濟建設委員會，頁 14。

海外投資和不動產。新加坡政府投資公司是政府獨資擁有，任務是通過國際投資為所掌管的國家資產取得良好的長期報酬，以增強國際化實力。新加坡政府投資公司的成立有助於資產管理業的發展，成為帶動私人投資管理業務的領頭羊。1983年9月，新加坡政府宣布對亞洲通貨單位海外基金管理業務予以租稅減免的獎勵措施，鼓勵私人資產管理業的設置。1987年，新加坡政府投資公司管理新加坡貨幣局的儲備金，並同時兼顧金融管理局的長期資產，增加其管理項目以擴大管理金額，並使新加坡政府的盈餘得以有效投資、再生產。新加坡政府作為金融中心所有參與者的導航，在債券業中也如法炮製。早在1971年12月新加坡發展銀行（Development Bank of Singapore，今星展銀行）首先發行亞元債券，新加坡政府便作其保證人，開始推行亞元債券交易。為了使債券交易更為便利，1987年5月新加坡政府債券市場重組，由銀行間資金轉移處理系統服務，以推行無票債券交易。其他，例如1985年銀行業引進銷售點的電子基金轉移（EFTPOS），1986年新加坡儲蓄銀行、本土銀行合作推出電子轉帳系統，1991年金管局推出金融管理局網絡服務，方便金融機構透過網絡呈遞申報表和其他報告，而成為金融業通訊樞紐和資訊來源。1996年又再擴大金管局的網絡服務平台，提供包括最新新聞快訊、股票與期貨價格，及金融管理局刊物等電子化服務。種種便利化措施除了歸功於新加坡政府積極維護新加坡金融中心的決心，也歸因於當時電腦、資訊產業的發達，使其能將資訊技術運用在金融業，造成電子交易系統的興起，金融業務處理技術因此而有長足的進步。

1997年東亞金融危機造成的後果在1998年顯現，因為亞洲大多數國家經濟衰退進一步加深，使新加坡的外部需求也跟著下降，區域貨幣的大幅貶值也造成新加坡成本競爭力下降，使出口跌幅增大，再

加上全球電子業生產力過剩造成製造業不景氣，使新加坡經濟在 1998 年成為負成長。其後，2001 年，新加坡再次遇到經濟負成長，主因為全球電子需求量大幅下跌，世界主要經濟體如美國、歐盟、日本經濟成長也放緩，造成新加坡經濟衰退。由此可知，新加坡受國際經濟因素的影響很大。

(二) 新加坡境外金融中心之發展現況

亞洲美元交易既以亞洲通貨單位 (ACU) 記帳，經營亞洲通貨單位業務的銀行就稱為亞洲通貨單位銀行。ACU 的相關營運規則是由新加坡負責管理與監督金融業的金融管理局所制訂，於銀行法第 77 條明定成立 ACU 之相關法源，並訂定亞洲通貨單位營運規則(Asian Currency Unit Terms and Conditions of Operation)。依據新加坡銀行法規定，目前商業銀行及商人銀行(Merchant Bank)均得申請辦理 ACU 帳戶。至 2013 年 3 月止，領有 ACU 執照的銀行為 161 家，其中 120 家為商業銀行，41 家為商人銀行。⁹

新加坡自 1978 年解除外匯管制後，ACU 之交易對象擴及居民，亦即目前境內或境外之公司戶或個人戶皆屬 ACU 之營業對象。目前 ACU 運作仍限非新加坡幣之外幣，不限制交易對象，係以較低的金融管制與稅賦優惠引導銀行將外幣交易登載於 ACU 帳戶，解以形成境內外區隔之金融體系。¹⁰ 依據新加坡金融管理局訂定之「亞洲通貨單位營運規則」，ACU 得經營之業務範圍包括下列各項：¹¹

1. 可接受新加坡幣以外各種幣別之存款(含儲蓄存款及支票存款)及

⁹ MAS, 2013, 「新加坡金融管理局 2012/2013 年報(MAS Annual Report 2012/2013)」, 表 B.1, 頁 106 http://www.mas.gov.sg/annual_reports/annual20122013/index.html

¹⁰ 黃阿旺、宋秋來、黃寶霞, 2010, 「新加坡發展資產管理中心經驗暨亞洲通貨單位(Asian Currency Unit, ACU)規範及運作」, 中央銀行出國考察報告, 2010 年 2 月。

¹¹ MAS, 2007, 「亞洲通貨單位營運規則(Asian Currency Unit Terms And Conditions Of Operation)」

- 借入新加坡幣以外的借款。
2. 經由 MAS 洽商同意後可發行固定利率或浮動利率之美金存單。
 3. 可辦理新加坡幣以外之存款。
 4. 可辦理與新加坡幣無直接關係之外匯買賣業務。
 5. 可辦理非新加坡幣之信用狀開發、通知及押匯業務。
 6. 可辦理新加坡幣以外之保證或類似業務。
 7. 可辦理新加坡幣以外票據之貼現與承兌業務。
 8. 可辦理新加坡幣以外證券發行之經理、承銷商或銷售商。
 9. 可辦理新加坡幣以外證券之買賣、中介及投資業務。
 10. 可辦理新加坡幣以外之投資基金管理。
 11. 可提供財務方面之顧問服務。

新加坡為發展境外金融中心，提供優惠的租稅條件並鬆綁金融管制幅度，相關優惠措施彙整如下。¹²

1. 降低金融管制

- (1) ACU 投資於單一公司或計畫，不受資本 2% 之限制
- (2) ACU 投資單一不動產，不受資本 20% 之限制
- (3) ACU 不受流動性與最低存款準備之限制
- (4) ACU 除其總行所在國法律及金融主管機關規定應提之呆帳準備外，免提呆帳準備。¹³

2. 租稅優惠措施

相較於境內金融單位 (Domestic Banking Unit)，目前 ACU 免徵

¹² 沈中華、陳惟龍等，2012，「我國證券商辦理離境證券業務之可行性研究」，財團法人中華民國證卷暨期貨市場發展基金會，頁 33-34。

¹³ 參閱「Offshore Banking Singapore, Asian Currency Unit, ACU, DBU」，<http://www.offshorebankingtoday.com/offshore-banking-singapore-asian-currency-unit-acu-dbu/>，及江瑋，「跨國企業以境外金融中心作租稅規畫之研究—台灣、新加坡境外經融中心案例研討」，銘傳大學財務金融學系碩士論文，2004 年。

營業稅、印花稅、免予扣繳利息所得稅，並於新加坡所得稅法(Income Tax Act)第 43A 條針對 ACU、基金經理及證券公司的特許稅率加以規範，並據以發布第 10 號規則，針對 ACU 的所得訂定特許稅率，其中營利事業所得稅減為 10%。

亞洲美元市場成立之初市場規模僅 3 千 1 百美元，1971 年金融管理局成立之後，業務大幅成長，1974 年即突破 1 百億美元，1978 年金加坡解除外匯管制，從此居民可以自由參加亞洲美元市場交易，資產規模更迅速在 1982 年突破 1 千億美元大關。近十年間，自 2004 年資產規模由 5 千 8 百億成長至 2008 年 9 千 1 百億美元，到金融海嘯後 2009 年小幅下滑至約 8 千 7 百億，後又持續站穩成長腳步，至 2013 年第一季度即有逾 1 兆美元（見表二-3），足見其資產規模呈現上漲趨勢。

表二-3 新加坡 ACU 資產規模

單位：百萬美元(million USD)；%

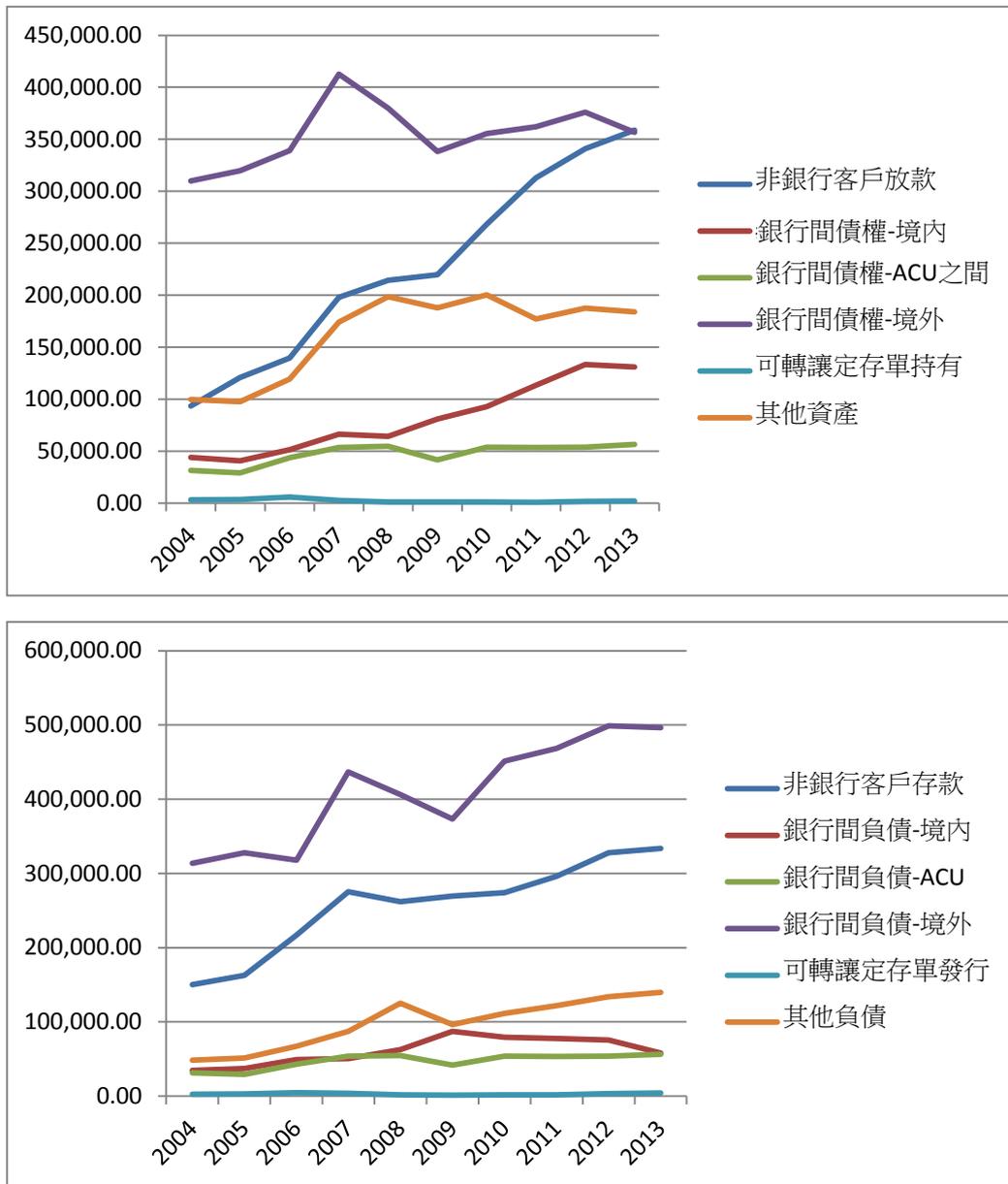
年度	資產	成長率
2004	581,562.5	--
2005	611,377.4	5.13%
2006	698,648.5	14.27%
2007	906,991.0	29.82%
2008	912,739.4	0.63%
2009	869,399.6	-4.75%
2010	971,299.4	11.72%
2011	1,019,532.3	6.68%
2012	1,093,263.8	--
2013	1,088,577.2	--

資料來源：MAS，2013，MAS Annual Report 2012/2013，表 I.1，頁 119

http://www.mas.gov.sg/annual_reports/annual20122013/index.html 本研究整理。

進一步分析近十年ACU之資產與負債結構，由圖二-3可以發現新加坡ACU之資金來源與運用情形(見表二-4)。ACU之資金運用以銀行間債權為主，佔總體資產五成左右，其中又以境外銀行債權資金為大宗。由圖B-1可以發現，近十年ACU之資金運用的非銀行客戶放款成

長率均大於其他各項，而境外銀行間債權則略有下滑趨勢。在資金來源方面，亦以境外銀行負債為主，非銀行顧客居次。



圖二-3 新加坡 ACU 資金來源與運用情形

資料來源：繪自 MAS，2013，MAS Annual Report 2012/2013，表 I.1，頁 119
http://www.mas.gov.sg/annual_reports/annual20122013/index.html

表二-4 亞洲美元市場：資產與負債

單位：百萬美元(million USD)

資產	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
非銀行客戶放款	93,494.2	120,865.5	139,499.6	197,823.1	214,381.9	219,614.4	268,081.7	312,814.0	340,914.0	358,584.4
銀行間債權	385,302.2	389,485.1	434,022.9	532,674.6	498,669.6	460,726.4	501,891.4	528,823.2	562,970.6	543,991.1
新加坡境內	43,932.1	40,766.4	51,409.5	66,398.3	64,140.5	80,941.5	92,715.5	113,361.8	133,171.6	130,956.9
ACU 之間	31,428.3	29,102.0	43,628.2	53,610.7	54,620.3	41,678.4	53,762.1	53,383.9	53,768.7	56,501.0
新加坡境外	309,941.8	319,616.7	338,985.2	412,665.5	379,908.9	338,106.5	355,413.7	362,077.5	376,030.3	356,533.2
可轉帳定存單持有	3,187.4	3,367.2	5,790.8	2,520.4	1,052.5	1,187.7	1,111.3	686.1	1,745.6	2,044.8
其他資產	99,578.7	97,659.5	119,335.2	173,972.9	198,635.4	187,871.2	200,215.0	177,209.5	187,633.5	183,956.9
負債										
非銀行客戶存款	150,354.2	162,834.2	216,818.1	275,256.9	262,162.1	269,370.2	273,980.3	296,376.6	327,854.6	333,685.2
銀行間基金	379,900.0	394,080.5	409,878.0	540,688.3	523,690.5	502,232.6	584,218.2	599,568.3	628,117.9	610,742.4
新加坡境內	34,771.1	37,337.3	49,139.6	50,438.6	62,600.9	87,208.3	79,206.4	77,629.4	75,466.9	57,858.4
ACU 之間	31,457.9	29,067.8	42,971.6	53,670.1	54,848.7	41,778.1	53,812.3	53,603.0	53,934.8	56,425.6
新加坡境外	313,671.1	327,675.4	317,766.8	436,579.6	406,240.9	373,246.2	451,199.5	468,335.9	498,716.2	496,458.5
可轉讓定存單發行	2,679.4	2,952.4	4,733.1	3,652.1	1,593.9	1,416.2	1,780.4	1,686.8	3,572.8	4,355.7
其他負債	48,628.9	51,510.2	67,219.2	87,393.7	125,292.9	96,380.6	111,320.5	121,901.1	133,718.6	139,793.8
總資產/負債	581,562.5	611,377.4	698,648.5	906,991.0	912,739.4	869,399.6	971,299.4	1,019,532.3	1,093,263.8	1,088,577.2

註：表內數值為年底統計值。2013 年統計至該年 3 月止。

資料來源：MAS，2013，MAS Annual Report 2012/2013，表 I.1，頁 119 http://www.mas.gov.sg/annual_reports/annual20122013/index.html

由於新加坡是易受國際經濟影響的小國經濟體，故長久以來便投注極大心力改善其經濟與金融條件。1990 年代，新加坡致力發展知識經濟，積極地培養基金管理人才，以加強新加坡金融中心在財富管理上的知識與技術，促使新加坡金融中心朝向全球財富管理中心（wealth management）與房地產投資信託（REIT）邁進。金管局不斷調整、強化吸引資金的優惠政策，吸引全球 30 大主要私人銀行來新加坡成立總部，包括瑞士銀行（UBS）、花旗銀行、法國興業、荷蘭銀行、匯豐銀行、瑞士信貸、顧資銀行（Coultts）、富通銀行（Fortis）等，國際投資機構如美林、摩根士坦利、JP 摩根大通、高盛的私人資產管理部門也在此設置了財富管理部門。¹⁴研究機構 WealthInsight 的數據表明，按照到 2020 年管理的資產規模計算，新加坡將取代瑞士成為全球最大的離岸財富中心。普華永道（PwC）對財務顧問所做的另一項調查稱，從聲譽看，新加坡今年將超過瑞士。財務顧問公司 Z/Yen 今年 3 月將香港和新加坡列為排在倫敦和紐約之後的全球四大金融中心城市。和其它任何一座城市相比，新加坡被提到可能成為全球頂級財富管理中心的頻率更高。¹⁵

三、日本離境市場（Japan Offshore Market; JOM）源起及發展現況

日本的金融市場自十九世紀以來，經過多年發展，歷經七零年代的利率自由化、八零年代外匯管制的取消、到九零年代的金融大改革，日本已建立起一套完整的金融市場體系，包括貨幣市場、外匯市場、股票市場、金融衍生性商品市場、以及商品期貨市場等，而交易的金融商品則涵蓋了國際上主流的各種金融工具，現今在全球的金融市場中已占有一席之地；而其在離境金融市場的發展，二十幾年來在法規

¹⁴ 譚雷，2005，〈新加坡向全球財富管理中心邁進〉，〈〈聯合早報〉〉，2005 年 6 月 21 日。

¹⁵ Sarah Krouse / Mike Foster，2013，〈新加坡將取代瑞士成為全球財富管理中心〉，〈〈華爾街日報〉〉，2013 年 5 月 8 日。

的逐步鬆綁開放下已躍升成為全球主要離岸中心之一。

（一）日本離境市場發展沿革

日本自 1970 年代開始，隨著企業的國際競爭力提升，日本企業不斷大規模進軍海外市場發展，使得國際貿易量大增，自始踏上了國際化發展的道路，不僅日本商業銀行積極至海外設立分支機構、代表處、在倫敦設立證券業務法人，壽險公司也開始投資於海外股市，一邊強化海外支點，一邊亦利用投資外債等方式進行國際化的資產運用，而證券公司也增加了對國債、地方債、公司債等的投資，因此打開了國際市場對日元債券（武士債）的需求，促成了 1980 年代金融市場邁向國際化舞台的開端。在此時期因日元國際地位逐漸提高，歐洲日元市場（Euro-Yen Market）便得以迅速發展，所謂歐洲日元市場其內涵即指日本以外的存款機構所持有的日元存款，屬歐洲市場的一部分，而交易範圍則涵蓋了倫敦、紐約、香港、新加坡等地，其中以倫敦為最重要的歐洲日元市場，交易占了六成以上。在此市場的管制措施和交易規則皆較國內寬鬆許多，如無法定準備金要求、利率管制、免扣利息預扣稅等，而貸款亦無期限的限制，可由交易雙方共同協商，亦無需提供擔保品，種種優惠條件促使了歐洲日元市場的蓬勃發展。

而在日本積極拓展海外市場的同時，外資銀行也在 1980 年後大量進駐日本，與日本國內銀行相互競爭。當時雖然銀行的海外貸款及海外業務量急速增長，但國內並無充足的外匯資金可供調撥使用，僅能在倫敦等歐洲市場募集所需外匯資金，且另一方面，由於日本國內經濟成長遲緩，使得外國銀行在日本國內的貸款規模停滯不前而未能募集充足的日元資金。為了使日本金融機構能順利募集海外資金並擴大其業務，日本在 1980 年 12 月針對海外市場大幅放寬外匯管理自由

化，而為了解決國內停滯已久的日元貸款需求，讓外商銀行能順利募集日元資金，日本大藏省（現為財務省）於 1982 年廢除了對非居民設立之日元貸款僅能由貿易金融機構或國際金融機構投資的限制，開放了日元貸款的自由化，因此日元債券的交易更顯活躍，當時東京市場已成為全球主要資本市場重鎮之一。在此背景下，雙雙促使了日本政府開始策劃在東京建立離境金融市場的構想。

當日本邁向金融國際化的同時，在國際金融市場的舞台上，美國早於日本在 1981 年 12 月於紐約成立國際金融業務單位(International Banking Facilities, 簡稱 IBF)，成為首例在貨幣發行國境內開展離境金融交易的離境金融市場，主要目的在吸引存放於國外金融機構的美元存款回流，屬於內外分離型的離境金融中心。IBF 可辦理美國非居民的美元存放款業務，但不得發行可轉讓定期存單(NCDs)、銀行承兌匯票(Banker's Acceptance, B/A)及其他無記名信用工具，帳務處理上必須有獨立帳冊記錄非居民的存放款業務；稅務優惠上，IBF 的交易所得可免除州稅及市稅（聯邦稅除外），資金不受法定存款準備率、存款利息上限、存款保險制度的限制，而貸放資金也不受融資限制，唯不得超過銀行自有資金 10%。

為了順利募集充足外匯資金，加速金融市場的國際化及自由化從而將日元推升至國際貨幣市場，日本政府效法美國 IBF 經驗，自 1985 年 3 月起即展開一連串日元國際化的討論及推動作業，於 1986 年 12 月根據日本外匯及外國貿易法(Foreign Exchange and Foreign Trade Act)在東京正式設立了境外金融中心，稱為日本離境市場(Japan Offshore Market, 簡稱 JOM)，藉此與國內金融市場作一區隔，而符合申請資格的設立機構初期為經過日本大藏省（現為財務省）批准的授權外匯銀行，透過外匯經紀人來完成交易，現今只要經財務省核准的

特定金融機構如銀行、保險公司等，皆可設立境外中心從事跨境交易業務¹⁶。在 JOM 市場從事國際性的金融交易可享受特定的稅賦優惠待遇，且金融法規限制也較寬鬆，與美國 IBF 同屬內外分離型，參與者必須專門設立一離境帳戶，名為「特殊國際金融交易帳戶（Special International Financial Transactions Account）」¹⁷，簡稱 JOM 帳戶，與國內金融帳戶區隔開來，屬於「外—外型」的金融交易原則，即離境帳戶的交易對象僅限於非居民（如外國法人、外國政府、外國地方政府及國際機構）、其他離境帳戶（如日本銀行的海外分行）、以及總行的國內帳戶，不論是資金籌措或貸放運用等跨境交易，對象皆限於此三者；至於資金籌措來源主要為非居民、其他離境帳戶及總行的存入或借入的非結算性存款¹⁸，而資金運用方式主要也以非居民的貸款、匯向其他離境帳戶、海外金融機構及總行的存款等面向為主，採取資金取之於外並用之於外的概念。在存款金額限制上，一般外國法人每筆存款金額須達一億日元（或等值外幣）以上，外國政府及金融機構則未加以限制；至於存款期間限制，一般外國法人每筆存款須兩日以上，外國政府（含地方政府）及國際機構或日本銀行之海外分行須隔夜以上¹⁹。日本初期規定在此 JOM 帳戶的存款可免提存款準備金、免存款利息所得稅、不受日本銀行利率管制（即銀行與存戶可自由協議利率水準）、亦無存款保險金要求，但仍需繳納地方稅及印花

¹⁶依日本「外匯及外國貿易法」(Foreign Exchange and Foreign Trade Act; FEFTA)第 21 條第 3 項，及「外匯內閣令」(Cabinet Order concerning the Foreign Exchange and Foreign Trade Act; COFEFTA)第 11 條之 2 第 1 項，符合規定之金融機構有：銀行、長期信用銀行、信用金庫、信用金庫聯合會、農林中央金庫、株式會社商工組合中央金庫、符合保險法第 2 條第 2 項規定之日本保險公司及同條第 7 項之外國保險公司、以及金融商品交易法 (Financial Instruments and Exchange Act; FIEA) 第 2 條第 9 項及第 28 條第 1 項第 1 號所規定可從事某些證券交易之第一類金融商品交易業者。

¹⁷依日本「外匯及外國貿易法」(FEFTA)第 21 條第 3 項。

¹⁸日本離境帳戶不設置結算性現金存款科目，原因為對離境帳戶核算的交易及債權債務的結算必須經由國內帳戶進行，避免資金出現滯留問題。

¹⁹依日本「外匯及外國貿易法」(FEFTA)第 21 條第 3 項，及「外匯內閣令」(COFEFTA)第 11 條之 2 第 3 項第 2 號。

稅，且 JOM 帳戶不得承做債券業務、證券及期貨交易，而是以存放款為主要業務，後來在經過一連串的金融改革下才逐步開放金融商品的交易範圍，並對地方及稅及印花稅的繳納也有所減免。

在離境帳戶籌措幣別方面，美國設立 IBF 市場旨在吸引海外美元資金回流，因此允許美元成為離境市場的交易貨幣，而日本成立 JOM 市場的動機與 IBF 十分接近，因此除了外幣可在離境金融市場交易外，日元亦可為交易幣別，與其他境外金融中心僅限美元交易有著極大差異。

日本特殊國際金融交易帳戶的運作以及會計處理方式，是將來自於符合資格之非居住民的存款/拆入款(deposit contract/call money)²⁰、有價證券(securities)²¹、其他衍生自存款及有價證券的衍生性商品交易(derivative transactions)²²以及借款(borrowed money)等列入 JOM 帳戶的負債方，而對非居住民的貸款(loans)、有價證券²³、存放於其他離境帳戶的存款/拆款(deposits/call loans)²⁴以及其他衍生自存款及有價證券的衍生性商品交易²⁵等列入 JOM 帳戶的資產方，結算時比較兩者餘額用以判斷是否違反「入超」限制，並據此判別是否符合租稅特別措置法規定的免稅條件標準²⁶，即銀行或金融機構在離

²⁰依日本「外匯及外國貿易法」(FEFTA)第 21 條第 3 項，及「外匯內閣令」(COFEFTA)第 11 條之 2 第 3 項。

²¹依日本「外匯及外國貿易法」(FEFTA)第 21 條第 3 項，及「外匯內閣令」(COFEFTA)第 11 條之 2 第 4 項，有價證券種類包含外國法人發行的公司債、外國政府或地方政府發行的公債、國際機構發行之債券、以及其他經財務省核准發行的有價證券。

²²依日本「外匯及外國貿易法」(FEFTA)第 21 條第 3 項，及「外匯內閣令」(COFEFTA)第 11 條之 2 第 5 項第 1 號及第 2 號。

²³同「外匯內閣令」(COFEFTA)第 11 條之 2 第 4 項。

²⁴同「外匯內閣令」(COFEFTA)第 11 條之 2 第 3 項。

²⁵同「外匯內閣令」(COFEFTA)第 11 條之 2 第 5 項。

²⁶依日本「租稅特別措置法」(Act on Special Measures Concerning Taxation)第 7 條，特殊國際金融交易帳戶針對非居住民的存款及借款所支付之利息，免課徵利息所得稅(Income Tax)，或稱就源扣繳所得稅(Withholding tax)。第 67-11 條，針對非居住民之貸款利息、存放於其他外國帳戶之存款利息，免課徵公司所得稅(Corporation Tax)，或稱營利事業所得稅。

境業務負債方（經由 JOM 帳戶所吸收之存款及拆入款）所支付的利息，不課徵利息所得稅，但若出現入超情形，在該違規事項發生月份所屬之境外借款利息的計算期間，交易對手即不得享受利息所得稅免稅之優惠，違規金融機構須代償該部分利息所得稅，並加計「不納付加算稅」與「滯納稅」。訂定「入超」的目的在使日本國內的離境市場能避免受到大量外來資金的衝擊，因此日本外匯省嚴格規定了離境帳戶的資產、負債限額，超過該限額即為入超。

日本離境金融中心早期嚴格將境內及境外業務分開，時至今日雖仍屬內外分離型，但境內與境外之間的資金在法規逐步放鬆下已可有限制的進行調度，如 1989 年 4 月在放寬對 JOM 市場諸多限制的其中一項，即是放寬境內與境外市場之間資金移轉的限制，也就是放寬前述「入超」限額的二項規定：一是「日超」，規定每個工作日終了時，由離境帳戶移轉到國內帳戶之資金餘額（淨資產移轉上限）不得超過「當月每日資金移轉限額」（即前月份離境帳戶運用於非居民之月平均資產金額的比例由 5% 提高為 10%；前月份的月平均資產金額未達一百億日元者，以一百億日元計之）；二是「月超」，每月由離境帳戶移轉到國內帳戶的資金總額，不得超過由國內帳戶移轉到離境帳戶的資金總額（即離境帳戶資金運用方的月合計額（資產餘額）不得超過資金來源方的月合計額（負債餘額））²⁷；此外境內及境外帳戶互轉時，所有金額必須兌換為日元。由境外移轉至境內的資金流動有較嚴格限制，但國內市場進入離境市場的資金，只要離境帳戶資產和負債能達平衡，基本上不受限制。

1989 年除了資金往來限制放寬外，另外還放寬了市場參與者（非

²⁷ 依「外匯內閣令」（Cabinet Order concerning the Foreign Exchange and Foreign Trade Act; COFEFTA）第 11 條之 2 第 8 項，有關離境帳戶資金移轉的入超規制。

居民)的申請資格認定方式、資金僅限由交易對手運用的確認方式，如外國政府欲借款亦可以企業報告或企業計畫書作為確認文件等，顯見日本透過逐步放鬆管制來展現其發展離境市場的決心，另伴隨著國內短期金融市場自由化的加速，歐洲日元交易也跟著蓬勃發展起來。日本藉由歐洲日元市場以及境內 JOM 兩個離境市場的建設來逐步將日元推向國際化，更加強了境內與境外市場之間的聯繫，兩市場逐漸相互滲透。

(二) 日本離境市場發展現況

日本離境市場自 1986 年 12 月設立後，在其優惠的租稅減免措施下吸引了大量國內銀行的海外資產，以及各地離境金融中心如香港、新加坡等資金的大量移轉，不論是以日元或外幣計價的金融業務皆大量開展起來，根據 Kiyotaka Sato (2001)整理 1986 年至 2000 年 JOM 帳戶資產負債表交易餘額，1986 年 12 月開業當月，各地移轉至東京離境市場的資金 (inter-office account) 達 710 億美元，市場規模 (指離境帳戶資產餘額) 為 937 億美元；到了 1988 年底資產餘額已達 4,142 億美元，當時規模之大已超越了香港、新加坡及紐約等地，成為僅次於倫敦的國際第二大離境市場。爾後雖然受到國際清算銀行 (Bank for International Settlements; BIS) 有關規定的影響，但到 1995 年底時，資產餘額也已達到 9,287 億美元的規模，其中各地移轉到 JOM 市場的資金為 4,965 億美元，占了一半以上。

表二-5 整理 1996 年至 2013 年日本離境帳戶的資產負債表，配合 Kiyotaka Sato (2001) 整理 1986 年設立初期的數據，可以得出以下幾點推論：第一，就交易類別而言，存款/短期同業拆款 (inter-bank transactions; deposits/call) 以及總行分行帳戶 (inter-office accounts)

兩者占了資產及負債相當大的比重，而放款(loans)及借款(borrowed money)的比例則相當低，反映出日本離境市場主要是以銀行間資金存放款交易為核心業務，而其中所募集到的日元資金，大多數是經由總行分行帳戶交易而來；另外有價證券(securities)交易的部分，資產方自1998年始有交易量產生，初期比重雖未及1%，但隨著日本金融改革的腳步加速，金融商品的交易量也連年提升，到了2005年時離境市場的金融商品交易量比重已達22.5%，2013年9月時的比重更高達43.9%，交易量為329.92千億日元；有價證券商品交易量大幅提升，被取而代之的則是銀行之間的存款/短期同業拆款，交易比重逐年縮減，1996年占總資產37.2%，到了2013年9月底止僅占5.5%，交易量僅剩41.25千億日元。

第二，就交易對象而言，不論是有價證券、放款、借款、及總行分行帳戶等，交易對象皆為非居民，而存款/短期同業拆款則有居民及非居民的交易，但也是與非居民進行的交易比重占多數。

第三，就交易幣別來看，1980年代後期日元對美元匯率不斷升值，使國際市場對日元的需求日益增大，使日本離境市場自1986年12月底開設以來，第一個月移轉至東京離境市場的歐洲日元就達到204億美元，由Kiyotaka Sato (2001)整理的數據即可得出，其交易量占離境帳戶總資產21.8%，而1987年底比重更達到39.9%，此時東京的離境市場日元資產占總資產已達三分之一；此外，當時日元在海外市場的交易已頗具規模，經由歐洲日元市場的蓬勃發展促使日元比重逐年上升，到了1990年代已大幅成長達70%左右，可說是占了離境金融市場的絕大部分，逐漸成為該市場上主要的結算貨幣，達成日本當初欲透過離岸市場推升日元成為國際貨幣的目標，並帶動日本經濟的發展；而到了2000年後，因離境市場的金融商品交易熱絡，該交易大

多以外幣計價，因此離境帳戶的外幣交易量逐漸超越日元，截至 2013 年 9 月底，日元資產僅占東京離境市場 19%。另外在負債方，除了借款是以日元計價占多數，其他交易類別則是以外幣交易為主。

四、韓國

(一) 韓國境外金融中心之發展

韓國自 1987 年開始，為促進金融機構國際化，開放外匯銀行從事境外業務，且避免對國內金融造成衝擊，規定必須設立與國內帳戶分離的境外金融帳戶，並享有免提存款準備金以及租稅上的優惠，資金的來源與運用僅限於非居民或其他境外金融帳戶，在境外金融之發展則與臺灣類似，但為達成外匯自由化目標，韓國允許證券公司和保險公司參與銀行間的外匯市場，且只要符合一定條件，韓國所有金融機構通過登記，都可以辦理外匯業務。

和東京、新加坡及香港等亞洲金融中心相較，韓國處於相對劣勢，但發展金融中心的企圖卻相當明顯，韓國自 2001 年起每年召開「建構東北亞金融中心」研討會，規劃三大政策藍圖：(1)建構健全金融體系(2)成為東北亞地區資產管理、企業重建及衍生性金融商品等市場之龍頭地位(3)強化韓國金融產業全球網路。

首先是設定要發展成為東北亞金融交易的樞紐，並在其科學技術學院 (Korea Advanced Institute of Science and Technology) 成立金融研究所，2008 年 3 月頒布建立及發展金融中心相關法規、2009 年 1 月選定首爾和釜山發展金融中心、2009 年 2 月通過金融投資服務及資本市場法 (Financial Investment Services and Capital Market Act)，並

於同年 9 月建立單一金融平台機構「韓國金融樞紐」(Financial Hub Korea)，負責統一處理外來金融投資及全球金融人才招募事宜。

然而韓國金融中心發展的現況並不理想，據韓國金融監督院(Financial Supervisory Service, FSS)，的調查結果顯示，以 2012 年末為準，進軍韓國的外籍銀行數量為 39 家，比 2002 年(40 家)少了一家。同期，銀行分行和辦事處從 79 個減至 62 個，減少了 17 個。最近出現了外籍金融機構紛紛離開韓國的跡象。滙豐銀行(Hongkong and Shanghai Banking Corporation, 簡稱 HSBC)2013 年 7 月宣佈在韓國市場上撤銷零售銀行業務後，渣打銀行(Standard Chartered Bank, 簡稱 SC)更宣佈要將韓國國內的分部數量減少 100 個。荷蘭保險公司(Internationale Nederlanden Groep N.V., 簡稱 ING)和英國保險公司英傑華集團(Aviva PLC, 簡稱 AVIVA)也著手撤離韓國市場。韓國政府為象徵金融中心政策而推進建設的首爾汝矣島首爾國際金融中心(Seoul International Finance Centre, 簡稱 SIFC)目前因沒有金融公司入駐，整個建築處於閒置狀態。

世界經濟論壇在 2013 年的報告中也指出：「金融市場是韓國國家競爭力的三大弱項之一，對企業競爭力等其他領域競爭力造成阻礙。」金融產業的發展水平也是原地踏步。韓國最大的金融公司(KB Financial Group Inc, 簡稱 KB).金融集團在全球銀行中的排名僅為第 68 位，和 2002 年相同。而 2001 年和 KB 資產(1337 億美元)相當的英國籍銀行渣打銀行則在 10 多年裏迅速成長，資產去年達到 6365 億美元，是 KB(2634 億美元)的兩倍以上。因此，原本相差無幾的排名大幅拉開，變成第 33 位(SC)和第 68 位(KB)²⁸。

²⁸朝鮮日報 (2013.11.19)。

同時目前在 IMF 報告中也並未將韓國所發展之境外金融中心視為是「境外金融中心」的司法轄區，主要是韓國在境外中心所需要之政府低管制、優惠稅率、勞工等要件，都無法與其他對手競爭，如新加坡與香港，特別是高個人與企業所得稅率的部分，韓國稅率分別高於香港和新加坡 15~18%，對人才與外國資金進入韓國金融市場形成很大阻礙²⁹。根據現有的資料可以看到，韓國境外金融中心其申請資格僅限外匯交易銀行；交易的形態上也很嚴格，本地人開立境外金融帳號、進行境外金融活動都是不被允許的，故以目前現況而言，韓國當局應屬尚未正式發展境外金融中心，故相關的制度、法規資料及交易數據並不齊全。

(二) 韓國境外業務相關規範

韓國央行為促進金融機構國際化，同時為了不影響國內總體經濟，在 1987 年開始允許外匯交易銀行 (Foreign Exchange Banks) 從事境外銀行業務 (Offshore Banking Business)，主管機關為金融監督委員會，簡稱 FSC(Financial Services Commission ,South Korea)。

從事境外銀行業務之申請主體僅限於外匯交易銀行，相當於臺灣的外匯指定銀行，欲申請為外匯交易銀行者，所有的商業銀行包括外國銀行分支機構或特殊目的銀行都必須向 FSC 註冊為外匯交易銀行，得以進行 FSC 及外匯交易法管理之外匯相關業務。

外匯交易銀行得經營的業務範圍包含境外金融交易的外幣資金可向非居民或其他境外金融帳戶借入、收受非居民或其他境外金融帳

²⁹ 參閱 Yoon-shik Park, “Developing an International Financial Center to Modernize the Korean Service Sector”, October 2011, http://www.keia.org/sites/default/files/publications/park_developing_intl_finance_center.pdf

戶之存款，以及於國外發行外幣計價之有價證券。外匯交易銀行可運用外幣資金於存放款，但交易對象僅限於非居民或其他境外金融帳戶，其他用途還包括承銷及買賣由非居民發行的外幣有價證券。

韓國的境外金融設計完全不允許本國人開設境外金融帳號與進行境外金融活動，並規定外匯交易銀行經營境外金融交易，均必須設立一個獨立於國內帳戶之境外金融帳戶（Offshore Financial Accounts），同時國內帳戶與境外帳戶兩者之間的資金移轉不得超過境外資產的10%，而其優惠措則是外匯交易銀行設立之境外金融帳戶，不須提列存款準備，也無須繳納營利事業所得稅。

表二-5 日本離境市場 (JOM) 特殊國際金融交易帳戶資產負債表

單位：千億日元(100 Billion Yen)

	資產餘額(Assets)							負債餘額(Liabilities)						
		總餘額 Total Balance		以外幣計價 Denominated in Foreign Currency		以日元計價 Denominated in Yen			總餘額 Total Balance		以外幣計價 Denominated in Foreign Currency		以日元計價 Denominated in Yen	
		對非居住者 To non- residents		對非居住者 To Non- residents		對非居住者 To Non- residents			對非居住者 To Non- residents		對非居住者 To Non- residents		對非居住者 To Non- residents	
1996	存款/短期	306.70	146.58	73.95	40.75	232.75	105.83	存款/短期	398.07	236.92	207.70	174.34	190.37	62.58
1997	同業拆款	308.65	162.24	96.42	52.35	212.23	109.89	同業拆款	366.65	220.02	203.64	159.74	163.00	60.29
1998	Deposits/	191.78	86.88	55.78	29.31	136.00	57.56	Deposits/	237.08	132.51	111.29	85.32	125.79	47.19
1999	Call Loans	156.64	86.65	48.01	33.13	108.63	53.51	Call Money	124.57	55.58	51.73	36.78	72.85	18.80
2000		192.19	127.90	78.56	54.02	113.64	73.88		137.48	73.41	79.27	54.67	58.21	18.74
2001		121.57	79.51	68.53	44.99	53.04	34.51		117.76	76.40	87.45	64.08	30.31	12.32
2002		73.83	33.60	36.73	17.63	37.10	15.97		94.75	54.68	55.14	35.81	39.61	18.87
2003		77.00	38.94	50.10	30.40	26.91	8.53		89.55	51.50	47.52	27.83	42.03	23.67
2004		85.63	49.21	52.29	32.84	33.34	16.37		90.51	54.38	48.96	29.81	41.55	24.57
2005		66.93	44.26	36.22	24.36	30.71	19.90		69.84	46.95	41.08	29.02	28.76	17.93
2006		85.82	52.86	47.55	25.53	38.27	27.33		77.26	45.38	51.91	29.88	25.35	15.51
2007		183.47	163.26	61.79	53.71	121.69	109.55		67.74	49.55	40.66	32.58	27.08	16.96
2008		129.50	100.89	86.49	62.99	43.01	37.90		65.74	37.55	48.79	25.69	16.95	11.87
2009		88.16	71.88	47.15	36.22	41.00	35.67		53.31	37.08	35.75	24.90	17.56	12.18
2010		77.38	64.79	36.00	28.36	41.39	36.43		43.38	31.05	31.03	23.56	12.35	7.49
2011		73.51	59.10	38.93	29.09	34.57	30.01		41.96	27.90	32.07	22.57	9.89	5.33
2012		53.22	37.46	30.11	21.41	23.11	16.05		51.54	36.00	37.63	29.05	13.91	6.95
2013		41.25	35.10	22.16	19.08	19.10	16.03		54.60	48.55	44.10	41.02	10.50	7.53
1996	有價證券	-	-	-	-	-	-	有價證券	-	-	-	-	-	-
1997	Securities	-	-	-	-	-	-	Securities	-	-	-	-	-	-
1998		2.23	2.23	2.22	2.22	0.01	0.01		-	-	-	-	-	-
1999		1.34	1.34	1.33	1.33	0.01	0.01		-	-	-	-	-	-
2000		3.61	3.61	3.24	3.24	0.37	0.37		-	-	-	-	-	-

	資產餘額(Assets)							負債餘額(Liabilities)						
	總餘額 Total Balance	以外幣計價 Denominated in Foreign Currency		以日元計價 Denominated in Yen		總餘額 Total Balance	以外幣計價 Denominated in Foreign Currency		以日元計價 Denominated in Yen					
		對非居住者 To non- residents		對非居住者 To Non- residents			對非居住者 To Non- residents		對非居住者 To Non- residents		對非居住者 To Non- residents			
2001		9.82	9.82	9.41	9.41	0.41	0.41	-	-	-	-	-	-	
2002		18.93	18.93	18.85	18.85	0.08	0.08	-	-	-	-	-	-	
2003		30.12	30.12	30.04	30.04	0.09	0.09	-	-	-	-	-	-	
2004		50.80	50.80	50.18	50.18	0.62	0.62	-	-	-	-	-	-	
2005		106.41	106.41	104.97	104.97	1.44	1.44	-	-	-	-	-	-	
2006		140.81	140.81	137.69	137.69	3.12	3.12	-	-	-	-	-	-	
2007		123.69	123.69	111.46	111.46	12.23	12.23	-	-	-	-	-	-	
2008		80.66	80.66	69.34	69.34	11.33	11.33	-	-	-	-	-	-	
2009		185.70	185.70	157.98	157.98	27.71	27.71	-	-	-	-	-	-	
2010		181.97	181.97	153.15	153.15	28.82	28.82	-	-	-	-	-	-	
2011		184.72	184.72	155.86	155.86	28.86	28.86	-	-	-	-	-	-	
2012		277.09	277.09	263.50	263.50	13.59	13.59	-	-	-	-	-	-	
2013		329.92	329.92	317.43	317.43	12.49	12.49	-	-	-	-	-	-	
1996	放款	19.09	19.09	11.78	11.77	7.31	7.31	借款	26.21	26.14	11.99	11.92	14.22	14.22
1997	Loans	19.49	19.43	12.80	12.74	6.69	6.69	Borrowed	30.43	30.32	10.75	10.63	19.68	19.68
1998		20.27	20.15	13.60	13.48	6.67	6.67	Money	44.70	44.33	15.06	14.73	29.64	29.61
1999		15.29	15.23	9.24	9.18	6.05	6.05		57.39	57.15	14.89	14.70	42.49	42.46
2000		11.23	11.22	6.69	6.69	4.53	4.53		58.55	58.53	16.05	16.03	42.50	42.50
2001		10.07	10.04	6.78	6.75	3.29	3.29		56.06	56.06	16.57	16.57	39.49	39.49
2002		8.39	8.39	5.71	5.71	2.68	2.68		61.06	61.06	11.48	11.48	49.58	49.58
2003		5.94	5.94	4.05	4.05	1.89	1.89		57.83	57.83	13.62	13.62	44.22	44.22
2004		4.61	4.61	2.96	2.96	1.65	1.65		59.30	59.30	15.54	15.54	43.76	43.76
2005		4.53	4.53	3.16	3.16	1.37	1.37		57.65	57.65	18.78	18.78	38.87	38.87
2006		4.70	4.70	3.16	3.16	1.54	1.54		71.72	71.72	33.10	33.10	38.61	38.61
2007		4.91	4.91	3.55	3.55	1.36	1.36		75.66	75.66	36.04	36.04	39.62	39.62
2008		4.48	4.48	3.59	3.59	0.89	0.89		84.72	84.72	26.87	26.87	57.85	57.85
2009		6.38	6.38	4.96	4.96	1.41	1.41		78.28	78.28	24.38	24.38	53.90	53.90

	資產餘額(Assets)							負債餘額(Liabilities)						
		總餘額 Total Balance		以外幣計價 Denominated in Foreign Currency		以日元計價 Denominated in Yen			總餘額 Total Balance		以外幣計價 Denominated in Foreign Currency		以日元計價 Denominated in Yen	
			對非居住者 To non- residents		對非居住者 To Non- residents		對非居住者 To Non- residents			對非居住者 To Non- residents		對非居住者 To Non- residents		對非居住者 To Non- residents
2010		6.51	6.51	5.22	5.22	1.29	1.29		69.11	68.84	18.26	18.09	50.85	50.75
2011		7.66	7.66	6.41	6.41	1.26	1.26		60.68	60.33	14.71	14.36	45.97	45.97
2012		9.18	9.18	7.80	7.80	1.38	1.38		58.63	58.41	16.86	16.74	41.77	41.67
2013		13.11	13.11	11.78	11.78	1.33	1.33		55.64	55.54	16.25	16.25	39.38	39.28
1996	總行分行	499.06	499.06	154.75	154.75	344.31	344.31	總行分行	78.34	78.34	50.91	50.91	27.43	27.43
1997	帳戶	643.68	643.38	224.08	224.08	419.30	419.30	帳戶	98.78	98.78	62.02	62.02	36.76	36.76
1998	Inter-Office	625.87	625.87	281.59	281.59	344.29	344.29	Inter-Office	62.31	62.31	48.03	48.03	14.28	14.28
1999	Accounts	363.21	363.21	150.29	150.29	212.92	212.92	Accounts	72.19	72.19	58.59	58.59	13.61	13.61
2000		274.37	274.37	113.94	113.94	160.43	160.43		110.61	110.61	96.55	96.55	14.06	14.06
2001		348.73	348.73	145.64	145.64	203.09	203.09		154.31	154.31	124.04	124.04	30.27	30.27
2002		378.45	378.45	147.96	147.96	230.49	230.49		170.21	170.21	144.40	144.40	25.80	25.80
2003		291.16	291.16	125.05	125.05	166.11	166.11		136.42	136.42	121.45	121.45	14.97	14.97
2004		271.02	271.02	123.05	123.05	147.97	147.97		133.62	133.62	118.40	118.40	15.22	15.22
2005		295.88	295.88	118.60	118.60	177.28	177.28		132.23	132.23	123.76	123.76	8.47	8.47
2006		261.39	261.39	127.33	127.33	134.06	134.06		109.55	109.55	101.25	101.25	8.30	8.30
2007		334.08	334.08	126.64	126.64	207.44	207.44		87.22	87.22	80.75	80.75	6.47	6.47
2008		381.90	381.90	170.25	170.25	211.66	211.66		72.11	72.11	68.51	68.51	3.60	3.60
2009		217.04	217.04	97.39	97.39	119.65	119.65		71.41	71.41	71.15	71.12	0.29	0.29
2010		227.62	227.62	108.31	108.31	119.31	119.31		75.59	75.59	75.14	75.14	0.45	0.45
2011		277.57	277.57	158.21	158.21	119.36	119.36		86.98	86.98	85.35	85.35	1.63	1.63
2012		313.34	313.34	190.55	190.55	122.79	122.79		133.60	133.60	132.99	132.99	0.60	0.60
2013		367.32	367.32	257.09	257.09	110.23	110.23		143.62	143.62	143.05	143.05	0.57	0.57
1996	資產合計	824.85	664.71	240.48	207.27	584.37	457.45	負債合計	502.63	341.40	270.60	237.17	232.02	104.23
1997	Total	971.52	825.06	333.29	289.17	638.22	535.89	Total	495.86	349.12	276.42	232.39	219.44	116.73
1998	Assets	840.16	735.13	353.19	326.60	486.97	408.53	Liabilities	344.09	239.15	174.38	148.07	169.71	91.08
1999		536.49	466.43	208.88	193.94	327.60	272.49		254.15	184.93	125.21	110.07	128.94	74.86
2000		481.40	417.10	202.43	177.89	278.96	239.21		306.63	242.54	191.87	167.25	114.76	75.29

	資產餘額(Assets)							負債餘額(Liabilities)						
	總餘額 Total Balance		以外幣計價 Denominated in Foreign Currency		以日元計價 Denominated in Yen			總餘額 Total Balance		以外幣計價 Denominated in Foreign Currency		以日元計價 Denominated in Yen		
		對非居住者 To non- residents		對非居住者 To Non- residents		對非居住者 To Non- residents			對非居住者 To Non- residents		對非居住者 To Non- residents		對非居住者 To Non- residents	
2001	490.19	448.10	230.36	206.79	259.83	241.30		328.13	286.78	228.07	204.70	100.07	82.08	
2002	479.59	439.37	209.25	190.15	270.34	249.21		326.01	285.94	211.02	191.69	114.99	94.25	
2003	404.22	366.15	209.23	189.54	194.99	176.61		283.80	245.75	182.59	162.90	101.21	82.86	
2004	412.06	375.64	228.48	209.03	183.58	166.61		283.57	247.44	183.04	163.88	100.53	83.55	
2005	473.87	451.20	263.07	251.21	210.80	199.98		259.74	236.85	183.61	171.55	76.13	65.30	
2006	492.67	459.71	315.68	293.67	176.99	166.05		258.53	226.64	186.24	164.20	72.29	62.45	
2007	646.17	625.95	303.45	295.37	342.72	330.58		235.92	217.73	162.74	154.66	73.19	63.07	
2008	596.56	567.95	329.68	306.18	266.88	261.77		240.77	212.58	162.36	139.25	78.41	73.33	
2009	497.27	480.99	307.49	296.55	189.78	184.44		219.11	202.88	147.34	136.50	71.77	66.38	
2010	493.49	480.89	302.69	295.05	190.80	185.84		203.71	191.11	140.04	132.41	63.67	58.71	
2011	543.46	529.05	359.41	349.41	184.05	179.48		216.45	202.05	158.93	149.08	57.53	52.96	
2012	653.31	637.56	492.45	483.75	160.87	153.80		277.06	261.30	220.76	212.06	56.30	49.24	
2013	751.61	745.46	608.46	605.38	143.15	140.08		324.81	318.66	274.35	271.27	50.46	47.39	

註：2013年資料統計至該年9月底止。

資料來源：日本財務省(Ministry of Finance; MOF)。

表二-6 各國境外金融中心特色與概要

	台灣	香港	新加坡	日本	韓國 ³⁰
名稱	國際金融業務分行 Offshore Banking Unit (OBU)及 國際金融業務分公司 Offshore Securities Unit (OSU)	由市場需求及成熟的金融 體制自然形成，非由政府 制定法規推動	亞洲通貨單位 Asian Currency Unit (ACU)	日本離境市場 Japanese Offshore Market (JOM)	目前在 IMF 的報告中仍不 屬於境外金融中心
設立 時間	1983 年通過並施行國際 金融業務條例	1978 後漸開放	1968 年核准美國商業銀 行設立亞洲通貨單位，發 展亞洲美元市場	1986 年 12 月設立	1987 年開放外匯銀行從事 境外業務
申請 資格	本國及外國商業銀行、 綜合證券商	所有銀行體系(持牌銀行、 限制持牌銀行、接受存款 公司)皆可辦理	商業銀行(全執照銀行、批 發銀行、境外銀行)及商人 銀行	所有經財務省核准的金 融機構(包含銀行、保險公 司、券商)皆可辦理	僅限外匯交易銀行 (相當台灣的外匯指定銀 行)
經營 型態	組織型態採分行、分公 司組織，一家銀行或券 商僅限設立一家		為金融機構的一個記帳 單位	為該金融機構的一個業 務單位	申請為外匯交易銀行始可 經營相關業務
市場 結構	外內分離型 境內境外加以區隔	內外一致型 資金可在境內外市場間自 由流通	內外分離型 境內境外加以區隔	內外分離型 境內境外加以區隔	完全不允許本國人開設境 外金融帳號，也不能從事 境外金融活動
帳務 處理	獨立會計分隔經營 1.設立一獨立會計帳 戶，帳列國際金融業 務分行或分公司 2.免提呆帳準備 3.營業年度終了時，應 將營業報告書、資產	無	獨立會計分隔經營 設有一 ACU 帳戶	獨立會計分隔經營 設有一「特殊國際金融交 易帳戶」，簡稱 JOM 帳 戶	進行境外金融交易必須另 設帳戶，與國內帳戶獨立。

³⁰目前韓國當局尚未正式發展境外金融中心，因此相關的制度與法規資料並不齊全。根據現有的資料可以看到，韓國境外金融中心其申請資格僅限外匯交易銀行；交易的形態上也很嚴格，本地人開立境外金融帳號、進行境外金融活動都是不被允許的；帳戶上，境外金融的帳戶必須另外設立，與其他國家獨立會計分隔經營的情形是一樣的。

	台灣	香港	新加坡	日本	韓國 ³⁰
	負債表及損益表，報請主管機關備查，但資產負債表免予公告				
交易幣別	限外幣	限外幣	限外幣	外幣或日元均可作為交易以及記帳單位	限外幣
交易對象	以境外為主，境內對象限制為符合金管會規定之專業投資人	無境內外限制	無境內外限制，個人及法人均可 以境外享有租稅優惠及減少金融管制來加以區隔	限非居住者（外國法人、外國政府(含地方政府)、國際機構）、日本銀行之海外分行	以境外為主
租稅優惠	境外免稅，境內課稅 境外免徵營業稅、印花稅、利息及結構型商品交易所得稅(公司債利息非居民就源扣繳) 營利事業所得稅 境外免徵	境內外完全相同皆免稅 不分境內外，免徵營業稅、印花稅、利息所得稅 營利事業所得稅(屬地要徵) 境外原則免徵。採「屬地主義」，以業務所得是否來自香港判斷，若所得來源地為香港則需繳納利得稅 16.5%	境外可享優惠 境外免徵營業稅、印花稅、利息所得稅， 營利事業所得稅(要徵) 境外減為 10% (境內為 17%)	境外免稅，境內課稅 境外免徵印花稅、存款利息所得稅 營利事業所得稅 境外免徵(依租稅特別措置法第 7 條及第 67-11 條)。	N/A
營運資金	經特許設立之 OSU，應專撥最低營業所用資金二百萬美元	無規定	無規定	無規定	N/A
境內外資金往來限制	OBU 及 DBU 之資金往來，除不得辦理涉及新台幣之交易外，無其他資金往來限制	無境內與境外之區別，資金可在境內外市場間自由流通	允許金融機構在特定的資金用途下，給指定的幣種按若干額度在兩類帳戶之間調撥資金	設有每日及每月境內外資金往來餘額限制(由 JOM 帳戶移轉至其他帳戶)	國內與國外帳戶之間資金移轉不得超過境外資產的 10%。

資料來源：本研究整理

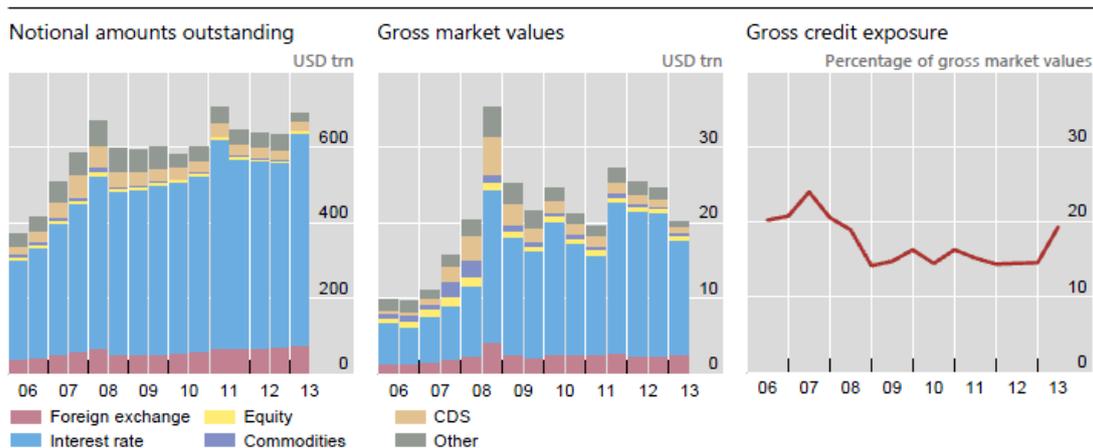
貳、各國離境資本市場發展現況

根據國際清算銀行(BIS)近半年的資料顯示，目前在全球的 OTC 市場中，利率衍生性商品的比重最高，其次為外匯衍生性商品、信用違約商品、其他類型商品及股權衍生性商品。

Semiannual survey of OTC derivatives positions

By data type and market risk category

Graph 2



圖二-4 近半年 OTC 市場的交易商品比率

資料來源：國際清算銀行 BIS。

在利率衍生性商品方面，2007 跟 2010 的每日交易量分別為 170 及 180 億美元。而 2013 年表現良好，不但達到了 280 億美元的金額，占全球總交易量的 1%，排名也位居全球為第 11 名，可說是歷年來成績最好的一年。

至於股權衍生性商品，根據國際清算銀行的定義可分為三種，分別為外幣股權遠期契約、股權報酬交換與股權選擇權。外幣股權遠期契約是定好一特定價格、特定日期，在未來以此價格來交換股權或一籃子股權；股權報酬交換是指合約中的一方或雙方，其收入與股權或股權指數的表現有所關聯，這包含了股權或股權指數報酬與另一個股權或股權指數報酬的交換，或是股權或股權指數報酬與浮動利率或固定利率之間的交換；股權選擇權是給與選擇權一個權利，讓其在未來

可以以某特定價格來交付或接收股權或一籃子股權。截至 2013 年 6 月為止，全球 OTC 市場的股權衍生性商品約為 7 兆美元，由於 2012 的下半年跟 2013 股價反彈 15%，所以市值也跟著增加，目前為 7,070 億美元。

一、香港

(一) 香港衍生性商品市場發展及規模

根據 2013 年進行的全球外匯及場外利率衍生工具市場的額度調查，香港為全球第 5 大外匯交易中心，包含場外利率衍生工具時則為第 6 大交易中心。平均每日外匯成交額為 2,746 億美元，成長 15.6%；場外利率衍生工具成交額為 279 億美元，增加 51.1%。各種利率衍生商品中又以利率交換的買賣最為活躍，每日 1.4 萬億美元；其次為遠期利率協議，每日有 0.8 萬億美元。

從香港的參與者統計數據中來分析（表二-7），此處場外交易為 OTC 市場，場內交易為集中市場。不論是成交金額或是交易數量，OTC 市場的規模都遠大於集中市場的規模；然而台灣卻是 OTC 市場規模小於集中市場規模，由此發現香港的情形與我國相反。

表二-7 香港衍生性商品場內與場外交易統計

年份/月份	成交金額(港幣百萬元)					交易宗數				
	場內交易		場外交易		總數	場內交易		場外交易		總數
2013 年 1 月	4,614	0.27%	1,712,183	99.73%	1,716,797	64,976	0.29%	26,364,057	99.71%	22,699,033
2013 年 2 月	3,301	0.27%	1,213,441	99.73%	1,216,742	35,854	0.23%	15,608,224	99.77%	15,644,078
2013 年 3 月	3,773	0.26%	1,437,330	99.74%	1,441,103	40,795	0.21%	19,772,603	99.79%	19,813,398
2013 年 4 月	2,671	0.23%	1,162,751	99.77%	1,165,422	32,862	0.18%	17,817,492	99.82%	17,850,354
2013 年 5 月	2,484	0.20%	1,259,961	99.80%	1,262,445	38,006	0.20%	19,105,491	99.80%	19,143,497
2013 年 6 月	2,254	0.17%	1,292,834	99.83%	1,295,088	40,811	0.20%	20,223,905	99.80%	20,264,716
2013 年 7 月	2,247	0.20%	1,130,024	99.80%	1,132,271	37,423	0.20%	18,413,203	99.80%	18,450,626
2013 年 8 月	2,351	0.21%	1,138,776	99.79%	1,141,127	37,893	0.21%	18,259,966	99.79%	18,297,859
2013 年 9 月	2,599	0.22%	1,183,758	99.78%	1,186,357	39,495	0.22%	18,002,893	99.78%	18,042,388
2013 年 10 月	3,047	0.25%	1,213,212	99.75%	1,216,259	50,830	0.26%	19,179,363	99.74%	19,230,193
2013 年 11 月	3,209	0.25%	1,290,159	99.75%	1,293,368	46,477	0.24%	19,519,372	99.76%	19,565,849

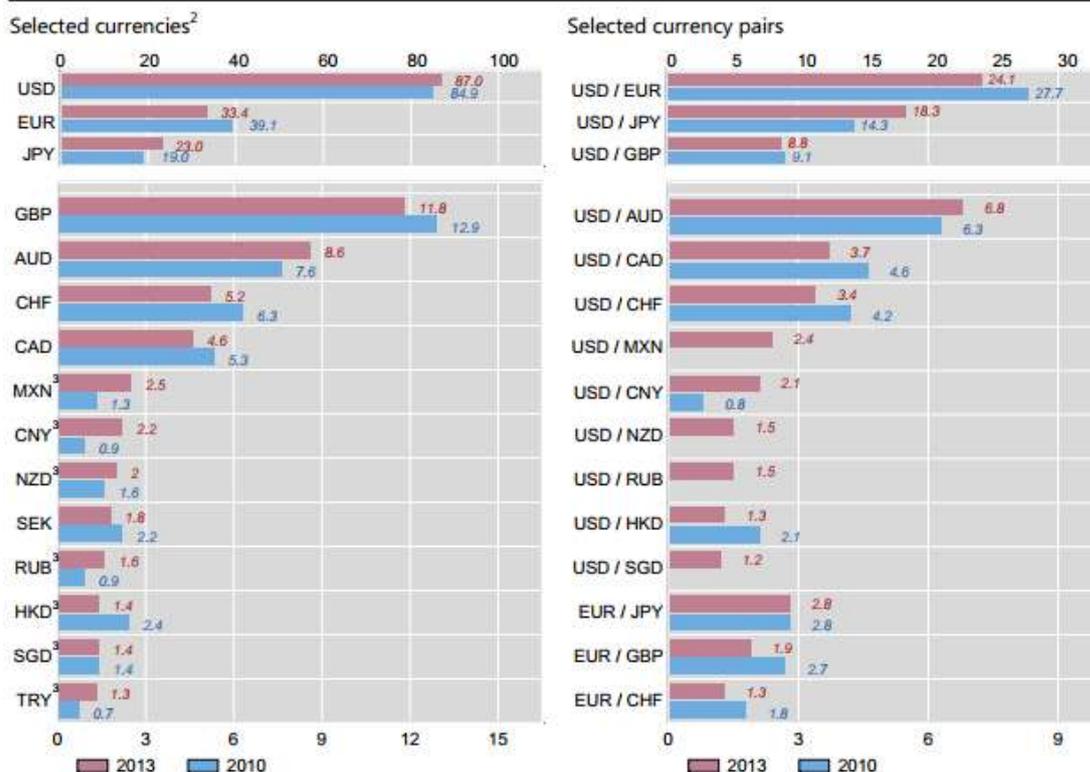
資料來源：香港交易所，統計數據及研究之「參與者數據統計」。

從下圖中可看到香港的外匯衍生性商品其交易量情形，在 2010 年時每日交易量占全球的 2.4%，而 2013 年為 1.4%。雖然有下降的情形，但香港的外匯衍生性商品在全球排名仍相當不錯，在 2013 年交易量為全球第 13 名。

Foreign exchange market turnover by currency and currency pairs¹

Net-net basis, daily averages in April, in per cent

Graph 1



圖二-5 全球外匯衍生性市場的交易量

資料來源：國際清算銀行 BIS。

表二-8 香港外匯市場的每日成交金額（以工具分類）

單位：十億美元(Billion USD)

	香港成交額			全球成交額	
	4/2013	4/2010	%增減	4/2013	4/2010
即期交易	51.2	43.8	16.9	2459	1829
單純遠期	37.3	32.0	16.5	816	558
外匯掉期	174.1	147.0	18.4	2931	2352
貨幣掉期	2.5	7.0	-64.1	68	57
場外期權及其他場外商品	9.5	7.7	23.3	397	246
外匯交易總額	274.6	237.6	15.6	6671	5043

資料來源：香港金融管理局「金融數據月報」2013年12月第232期。

表二-9 香港外匯市場的每日成交金額（以幣別分類）

	平均每日成交額				
	4/2013	所占比率(%)	4/2010	所占比率(%)	%增減
美元	3.5	12.5	3.5	18.8	0.5
歐元	0.9	3.3	0.5	2.8	79.7
日圓	2.4	8.6	0.1	0.5	2328.4
港元	1.8	6.4	3.2	17.4	-44.6
其他	19.2	69.1	11.2	60.5	72.1
其中：英鎊	0.1	0.3	0.4	2.2	-81.1
澳元	7.3	26.4	1.7	9.2	331.5
人民幣	2.0	7.3	0.8	4.5	145.1
一離岸	0.1	0.2	n.c.	n.a.	n.a.
一在岸	2.0	7.1	0.8	4.5	138.7
韓圓	4.1	14.8	4.7	25.6	-12.9
印度盧比	2.0	7.2	n.c.	n.a.	n.a.
泰銖	1.5	5.4	n.c.	n.a.	n.a.
其他	2.1	7.6	3.5	18.9	-39.3
所有貨幣	27.8	100	18.4	100	50.7
其他場外衍生工具	0.1		0.02		
場外利率衍生工具交易總額	27.9		18.5		51.1

註：1. n.c.指沒有收集有關數據

2. n.a.指不適用

資料來源：香港金融管理局「金融數據月報」2013年12月第232期。

二、新加坡

（一）新加坡離境資本市場之發展

新加坡的金融機構主要可分為商業銀行、商人銀行、資本市場中介機構(Capital Market Intermediaries)、財務顧問公司(Financial Advisers)、財務公司(Finance Companies)、保險公司、信託公司(Trust Companies)以及外幣兌換及匯款業務公司(Money-Changing and Remittance Businesses)等。其中僅有商業銀行與商人銀行得以申請ACU帳戶辦理離境業務。³¹至2013年3月止，領有ACU執照的銀行為161家，其中120家為商業銀行，41家為商人銀行。

³¹ 沈中華、陳惟龍等，2012，「我國證券商辦理離境證券業務之可行性研究」，財團法人中華民國證卷暨期貨市場發展基金會，頁47-48。

新加坡的商業銀行一所經營之業務範圍又可分為全業銀行(Full Banks)、批發銀行(Wholesale Bank)與境外銀行(Offshore Banks)等三類。其中，全業銀行可提供銀行法所核准之全部銀行業務；批發銀行除新幣零售銀行業務外之其他全業銀行業務均可承作；境外銀行則可承作全業銀行、批發銀行以 ACU 帳戶交易之所有業務。截至 2013 年 12 月為止，共有 33 家全業銀行，54 家批發銀行，及 37 家境外銀行。³²

商人銀行可承作包括企業金融、發行股權及債券、併購、投資組合管理、管理諮詢等。截至 2013 年 12 月止，新加坡共有 41 家商人銀行。

要了解新加坡境外資本市場的發展與潛能，可以從比較亞洲美元市場 ACU 帳戶資產與境內 DBU 資產規模與成長狀況著手。從表二-10 可以看出，ACU 在 2012 年資產規模為 1 兆零 9 百億美元，為 DBU 在 2012 年的 127 億美元的 85 倍，足見其在新加坡金融中心的資產貢獻。再由表二-11 細看近十年商業銀行與商人銀行的資產結構，商業銀行 ACU 占總資產比在 2006 年攀到最高峰 12.48%，2010 年起下滑至 8.85% 後，2013 年 3 月止來到 4.17% 佔比，可推知全球金融環境緊縮對商業銀行 ACU 交易帶來的負面影響。在商人銀行方面，2004 年 ACU 占總資產比一度來到 24.26%，2007、2008 年金融海嘯前，也都還有 23.23%、19.08% 的水準，然而至今年 3 月止亦下滑至 5.75%。

³² 新加坡金融管理局網站，” Number of Financial Institutions and Relevant Organizations in Singapore (Last updated as at 28 Dec 2013)”，<https://secure.mas.gov.sg/fid/>。

表二-10 ACU 與 DBU 的資產規模與成長率

單位：百萬美元(million USD)；%

		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
ACU	資產	581,562.5	611,377.4	698,648.5	906,991.0	912,739.4	869,399.6	971,299.4	1,019,532.3	1,093,263.8	1,088,577.2
	成長率	-	5.13%	14.27%	29.82%	0.63%	-4.75%	11.72%	4.97%	7.23%	-
DBU	資產	6,731.0	6,157.3	7,379.6	8,337.8	8,795.5	10,210.2	11,430.4	12,137.2	12,758.7	13,455.0
	成長率	-	-8.52%	19.85%	12.98%	5.49%	16.08%	11.95%	6.18%	5.12%	-

註：表內數值為年底統計值。2013 年統計至該年 3 月止。

資料來源整理自 MAS，2013，MAS Annual Report 2012/2013，表 E.2 及 I.1，頁 115、119 http://www.mas.gov.sg/annual_reports/annual20122013/index.html

表二-11 ACU 占商業銀行與商人銀行總資產比例

單位：百萬美元(million USD)；%

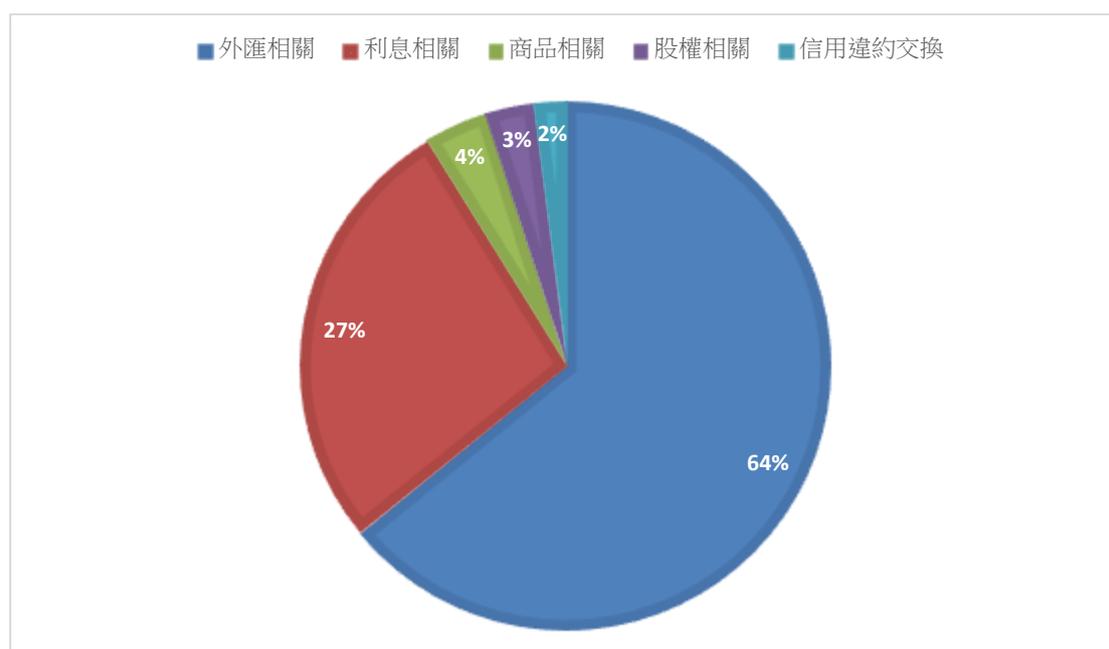
		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
商業 銀行	ACU	42,998.9	51,023.1	63,476.1	58,945.9	73,134.5	87,208.0	69,152.1	62,125.1	44,061.6	39,360.6
	占總資產比	10.80%	12.00%	12.48%	10.11%	10.94%	12.34%	8.85%	7.26%	4.84%	4.17%
商人 銀行	ACU	14,372.7	14,189.8	15,049.0	20,688.9	13,853.3	7,153.9	5,097.9	4,615.0	5,300.3	5,417.2
	占總資產比	24.26%	21.88%	19.29%	23.23%	19.08%	9.37%	5.68%	5.25%	5.74%	5.75%

註：表內數值為年底統計值。2013 年統計至該年 3 月止。

資料來源：整理自 MAS，2013，MAS Annual Report 2012/2013，表 C.1 及 E.1，頁 108、114 http://www.mas.gov.sg/annual_reports/annual20122013/index.html

(二) 新加坡衍生性商品市場之發展及規模

新加坡擁有亞洲地區數一數二的金融服務產業及國際標準的法規環境。在整體店頭市場衍生性金融商品業交易中，新加坡金融中心排名全球第 8 位，交易金額約 9 兆星幣(約 7.11 兆美元)，占比為 5%，其中，外匯(Foreign Exchange)相關與利率(Interest Rate)相關商品更排名全球第 4、5 名，交易金額分別約為 4.55 兆與 1.92 兆美元。新加坡店頭買賣外匯相關衍生性金融商品交易排名亞洲第 2，僅次於日本，交易金額約為 2,844 億美金；股權相關衍生性商品交易金額約為 2,133 億美金，占全國比例為 3%。新加坡有 87% 的衍生性商品交易不涉及新加坡幣匯兌過程，有利其作為國際交易平台。



圖二-6 新加坡店頭市場衍生性金融商品之交易結構 (2012 年)

資料來源: Celent 依據國際清算銀行(BIS)、新加坡外匯市場委員會(Singapore Foreign Exchange Market Committee)、新加坡金融管理局之分析

近來，新加坡在商品相關衍生性商品(Commodity Derivatives)方面積極發展，例如能源交換(Energy Swap)、原油、天然氣等，是由於中國、印度等已開發國家對這類型商品的需求成長快速，促進各類相

關避險商品的出現與蓬勃發展。2012 年，鄰近國家如泰國、印尼、馬來西亞、印度等對天然橡膠的需求增加，商品相關衍生性金融商品交易在新加坡金融中心大幅成長，高過其他類型衍生性商品的成長幅度，也使新加坡成為亞太地區最重要的石油與橡膠商品交易中心。為了把握這項趨勢，新加坡積極地向商品相關衍生性金融商品交易商 (Commodity Derivative Traders, CDT) 提出 5% 的優惠稅率。在 2010 年，新加坡商品期貨交易所 (Singapore Mercantile Exchange, SMX) 正式成為亞太地區第一個複合式商品相關衍生性金融商品交易中心。同年下半，新加坡交易所 (Singapore Exchange, SGX) 及其附屬機構新加坡商品交易所 (Singapore Commodity Exchange, SICOM) 進行交易平台整合，以鞏固其領導地位。新加坡管理當局期望在 4 至 5 年內，主要針對利率與商品相關之衍生性金融商品，推廣店頭買賣市場的集中交易對手 (Central Counterparty, CCP) 結算制度，以提高店頭衍生性金融商品的集中結算比例。此外，新加坡雖不屬於 G20 的成員，亦同意在不影響現行店頭市場衍生性金融商品結算制度集中化的目標下，逐步推動 G20 店頭市場衍生性金融商品改革計畫 (G20 OTC derivative reforms)，期能在兼顧市場穩定成長的同時與全球交易準則接軌。³³

三、日本

(一) 日本離境資本市場之發展

日本 1970 年代歐洲日元市場發展迅速，主要的交易有二：一是由非居民流入歐洲日元市場的日元資金，以存款為主；二是由歐洲日元市場流向非居民的日元資金，以歐洲日元信用違約交換 (Credit Default Swap; CDS)、歐洲日元貸款、歐洲日元債券為主，且自 1984

³³ Celent Securities & Investments Team, 2013, "The Asian OTC Derivatives Markets", 頁 34-35。

年實施日元自由化、1985 年解除歐洲日元債券的管制後，自此歐洲日元市場的規模便迅速擴張。

日本成立離境金融市場（JOM）後，從 1984 年實施日元自由化到 1989 年放寬境內境外資金調度限制等，皆是為了境內外市場能由內外分離型相互滲透而達成內外一體型的願景，但由於日元自由化的實施僅針對海外市場，國內金融市場的自由化相較之下發展緩慢，大量的金融業務便流向了海外。就債券市場而言，大型企業會選擇在倫敦的金融市場發行公司債而非選擇在費用較高、手續較繁瑣的東京市場，使得日本國內的債券市場（武士債）交易量多年來未能有所突破，反倒是帶動了非居民歐洲日元債券的蓬勃發展。

歐洲日元債券之所以迅速成長，除了受到日本對離境市場放寬管制的影響外，還受到金融創新的推波助瀾。日本的金融市場在初期尚未發展成熟，金融商品以日元結算的機會極少，為了使外國的貿易伙伴及金融機構能在日本市場募集充足資金並加以運用，日本便開始積極地發展短期金融市場，在金融衍生性商品上投入開發和研究，為需求者提供了豐富多樣化的金融投資商品。1985 年日本大藏省允許發行雙元貨幣債券（Dual Currency Bond）、零息債券（Zero Coupon Bond）、深貼現債券（或稱高折扣債券）（Deep-Discount Bond）、浮動利率債券（Floating Rate Notes; FRNs）等，這些金融商品大多經由投資人透過貨幣交換（Currency Swap）方式來達成避險及降低籌資成本的目的，因此發行量極大。而在利率衍生性商品方面，日本 1994 年放寬國內對遠期利率協議（Forward Rate Agreement; FRA）及利率交換（Interest Rate Swap; IRS）在離境市場上的交易，使日元在離境市場更加活躍，利率衍生性商品交易量也明顯提升，為日本匯集了來自國際金融市場上的巨額資金。

(二) 日本衍生性商品市場之發展及規模

日本衍生性金融商品的交易市場分為集中交易市場 (exchange-traded) 及店頭市場 (over-the-counter; OTC) 兩者，在集中市場交易的衍生性金融商品種類有期貨及選擇權，而在店頭市場交易的金融商品則除了選擇權外，還有遠期及交換。因應衍生性商品種類日益複雜，店頭市場採用個別交易與結算，能提供符合客戶需求的客製化金融商品予投資者，因此交易量大幅成長，規模遠超過集中市場。表二-12 整理自日本銀行 (Bank of Japan; BOJ) 所公佈之《定期衍生品市場統計報告》，1998 年店頭市場衍生性金融商品交易金額為 132,911 億美元，占比為 57.77%，到了 2013 年交易金額已大幅成長達 498,800 億美元，占全衍生性商品市場的 92.82%。

表二-12 日本衍生性商品市場之規模

單位：十億美元(Billion USD)；%

	集中市場		店頭市場(OTC)		合計	
	金額	比重(%)	金額	比重(%)	金額	成長率(%)
1998	9,717.59	42.23	13,291.11	57.77	23,008.69	-
1999	10,865.35	44.20	13,717.14	55.80	24,582.49	6.84
2000	8,553.90	39.08	13,331.54	60.92	21,885.44	-10.97
2001	6,626.85	35.59	11,995.40	64.41	18,622.25	-14.91
2002	7,675.15	37.15	12,982.60	62.85	20,657.75	10.93
2003	9,157.64	38.54	14,605.90	61.46	23,763.54	15.03
2004	4,925.39	22.65	16,824.74	77.35	21,750.13	-8.47
2005	6,626.89	28.59	16,550.80	71.41	23,177.69	6.56
2006	8,460.28	30.00	19,736.32	70.00	28,196.59	21.65
2007	6,462.95	20.32	25,344.36	79.68	31,807.30	12.81
2008	5,918.45	17.04	28,813.48	82.96	34,731.93	9.19
2009	3,946.11	10.07	35,251.18	89.93	39,197.29	12.86
2010	4,382.04	8.59	46,636.34	91.41	51,018.38	30.16
2011	3,196.08	5.66	53,313.02	94.34	56,509.09	10.76
2012	3,465.15	6.72	48,126.15	93.28	51,591.30	-8.70
2013	3,856.07	7.18	49,879.89	92.82	53,735.96	4.16

註：2013 年資料統計至該年 6 月底止。

資料來源：整理自日本銀行 (BOJ) 「定期衍生品市場統計報告」。

根據 2013 年 9 月日本銀行所公佈之《定期衍生品市場統計報告》，截至 2013 年 6 月底，日本金融機構透過店頭市場 (OTC) 方式交易

的衍生性商品合約餘額為 498,800 億美元（見表二-13），其中占最大比重的商品為單一貨幣的利率衍生性商品合約，交易金額為 422,699 億美元，占 84.74%；其次為外匯衍生性商品合約 64,107 億美元，占 12.85%；信用衍生性商品合約為 10,610 億美元，占 2.31%；股權衍生性商品合約為 1,181 億美元，占 0.24%；而交易量最少者為原物料商品合約，交易金額為 202 億美元，僅占 0.04%。

表二-13 日本 2013 年店頭衍生性商品交易規模

單位：十億美元(Billion USD)；%

衍生性商品類別	交易金額	比重
外匯衍生性商品	6,410.68	12.85
外匯遠期及外匯交換(Forwards and forex swaps)	3,155.51	6.33
貨幣交換(Currency swaps)	1,949.16	3.91
外匯選擇權(Forex Options)	1,306.01	2.62
利率衍生性商品	42,269.92	84.74
遠期利率協議(Forward rate agreements)	2,450.93	4.91
利率交換(Interest rate swaps)	35,687.75	71.55
利率選擇權(Interest rate options)	4,131.23	8.28
股權衍生性商品	118.06	0.24
股權遠期及交換(Forwards and swaps)	24.33	0.05
股權選擇權(Equity options)	93.73	0.19
原物料衍生性商品	20.23	0.04
遠期及交換(Commodity forwards and swaps)	11.66	0.02
原物料商品選擇權(Commodity options)	8.57	0.02
信用衍生性商品	1,061.01	2.13
信用違約交換(Credit event / default swaps)	1,055.26	2.12
總報酬交換(Total return swaps)	0.54	0.00
信用價差商品(Credit spread products)	0.13	0.00
信用連結商品(Credit-linked notes)	4.87	0.01
其他	0.20	0.00
合計	49,879.89	100

註：2013 年資統計至該年 6 月底止。

資料來源：整理自日本銀行（BOJ）「定期衍生品市場統計報告」。

從產品結構來看，單一貨幣利率衍生性商品合計占全 OTC 衍生性商品交易量的 84.74%，其中交易量最大者為利率交換契約（Interest rate swaps; IRS）占 71.55%，利率選擇權占 8.28%，遠期利率協議（FRA）占 4.91%。外匯衍生性商品中，外匯遠期及外匯交換占 6.33%，其次為貨幣交換契約占 3.91%，外匯選擇權占 2.62%。信用衍生性商品中，

大多為信用違約交換 (Credit event / default swaps)，占全 OTC 衍生性商品的 2.12%，而其他的信用衍生性商品交易量則非常少。股權衍生性商品中，屬股權選擇權的交易較多，交易金額為 937 億美元，占整體 OTC 衍生性商品的 0.19%，而股權遠期及股權交換交易金額為 243 億美元，僅占 0.05%。

表二-14 日本 2013 年店頭衍生性商品交易幣別及對象

單位：十億美元(Billion USD)；%

	交易金額	幣別比重			
		美元(USD)	日元(JPY)	歐元(EUR)	其他
外匯衍生性商品	6,410.68	43.07	30.10	8.84	17.99
申報交易商(reporting dealers)	4,448.10	44.07	29.98	9.12	16.83
其他金融機構	1,229.12	40.73	23.86	7.90	27.51
非金融顧客	733.47	40.95	41.24	8.78	9.04
利率衍生性商品	42,269.92	21.50	49.07	19.90	9.54
申報交易商(reporting dealers)	21,154.47	15.49	65.45	11.51	7.54
其他金融機構	18,857.23	29.44	26.36	31.52	12.67
非金融顧客	2,258.22	11.37	85.16	1.40	2.07
股權衍生性商品	118.06	4.74	66.15	19.81	9.30
申報交易商(reporting dealers)	81.31	4.00	72.29	22.57	1.14
其他金融機構	27.13	8.46	41.46	13.73	36.34
非金融顧客	9.62	0.52	83.92	13.61	1.95
信用衍生性商品	1,055.26	54.64	8.77	35.88	0.71
申報交易商(reporting dealers)	885.35	56.45	8.28	35.20	0.07
非申報交易商	169.92	45.23	11.33	39.40	4.03

註：2013 年資統計至該年 6 月底止。

資料來源：整理自日本銀行 (BOJ)「定期衍生品市場統計報告」。

表二-15 日本 2013 年短中長期店頭衍生性商品交易規模

單位：十億美元(Billion USD)

	遠期及交換			選擇權			合計		
	1 年以下	1 到 5 年	5 年以上	1 年以下	1 到 5 年	5 年以上	1 年以下	1 到 5 年	5 年以上
外匯衍生性商品	3,411.57	1,322.73	370.37	871.81	349.16	85.04	4,283.37	1,671.89	455.41
利率衍生性商品	11,905.97	16,747.53	9,485.18	917.61	1,815.62	1,398.01	12,823.57	18,563.14	10,883.19
股權衍生性商品	7.42	7.99	8.93	36.11	39.21	18.41	43.52	47.20	27.34

註：2013 年資統計至該年 6 月底止。

資料來源：整理自日本銀行 (BOJ)「定期衍生品市場統計報告」。

表二-14 及表二-15 整理了日本各類衍生性商品的交易對象、幣別及短中長期交易規模，外匯衍生性商品合約中，美元及日元合計即

占了 73%，交易對象中以申報交易商（reporting dealers）為主，占了 69%，而以到期日來看，不論是遠期、交換或選擇權，到期期限在一年以下的短期商品交易量最大，占 66.8%。利率衍生性商品合約中，以日元交易占大多數，比重為 49.07%，美元占 21.5%，有一半的交易對象為申報交易商，占 50.05%，另外，到期日在一到五年的中長期利率合約占 43.92%。股權衍生性商品合約半數以上為日元交易，占 66.15%，其次為歐元 19.81%，美元僅占 4.74%，交易對象仍以申報交易商之間的交易為多數，占 68.87%，而到期日在一年以下的短期股權衍生性商品及一到五年的中長期商品交易金額相差不大，占 36.86% 及 39.98%。

四、韓國

韓國店頭市場的買賣，可追溯到 1955 年「證券買賣規約」的設立，在隔年 11 月成立了大韓證券交易所，然而此時交易情形還不熱絡，直到 1962 年才逐漸增加。在法規上因為扶植資本市場法、公營事業誘導法等條文的設立，使得上市公司得以擴展，未上市公司也有機會公開發行。到了近代，1997 年的亞洲金融危機對韓國影響甚劇，為了防止類似事件再度發生而造成傷害，當局立刻展開金融改革，金融監理委員會(Financial Supervisory Committee, FSC)也就在此時設立。韓國當局在 2003 年計畫統整相關金融法規，以成為東北亞的金融中心為目標，且已於 2009 年正式啟動。

（一）韓國金融中心特色與概要

根據 2013 年 2 月國際金融中心的列表，目前韓國的境外金融中心只受到金融保密指數(Financial Secrecy Index, FSI)的認可，國際貨幣基金國際貨幣基金(International Monetary Fund, IMF)及經濟合作暨發

展組織(Organization for Economic Co-operation and Development, OECD)都不認為韓國符合境外金融中心的資格。

韓國的國際金融中心(International Financial Center)於 2007 年 1 月 16 號設立，以濟州特別自治道(省)形成的基礎來進一步發展，目標是成為整個東北亞的金融中心。目前他們也透過研究與諮詢，預計將推行濟州成為離岸金融中心，在 2008 年的 7 月 27 日，國際金融中心召開研討會「國際金融中心與濟州離岸金融中心所扮演的角色」，讓大眾知道在內地設立濟州離岸金融中心的必要性，惟目前仍沒有進一步的發展。

由於目前韓國當局尚未正式發展境外金融中心，因此相關的制度與法規資料並不齊全。根據現有的資料可以看到，韓國境外金融中心其申請資格僅限外匯交易銀行；交易的形態上也很嚴格，本地人開立境外金融帳號、進行境外金融活動都是不被允許的；帳戶上，境外金融的帳戶必須另外設立，與其他國家獨立會計分隔經營的情形是一樣的。

(二) 韓國衍生性商品市場之發展及規模

表二-16 是韓國國內場外衍生性商品交易量的部分，外匯及利率的衍生性商品就佔了市場的大部分，例如 2012 年的第二季，光是外匯衍生性商品就有 2.59 兆韓元，佔了整個市場交易量的 81%。因為韓國的經濟特性對國外貿易的依賴度是較高的，所以在國內的場外衍生性商品市場中，外匯衍生性商品的交易量是最高的，而利率衍生性商品居次。

另外表二-17 是國內場外衍生性商品的餘額(balance)，跟交易量最大的不同點是，交易量以外匯商品為大宗，所佔比例均有 70% 以上，

利率商品其次，約有 20% 左右；然而在餘額方面則變成利率商品比重最高，穩定維持 60% 以上的水準，外匯商品其次，佔了餘額中的 30%。

依據韓國金融投資協會「場外衍生性商品的市場趨勢」的報告中，當局擁有股權相關的數據資料，因此更能看出其變化的情形，本研究收集自 2011 年到 2013 年股權相關衍生性商品的交易量及餘額。在 2011 年第一季時，股權相關衍生性商品的交易量佔整個場外衍生性商品的 1.53%，相當於 52 兆韓元，在 2011 年第二季達到高峰，交易量來到 95.7 兆韓元，比率有 2.98%，隨後交易量開始下滑，原本於 2011 年底還有 74.6 兆韓元，但到了 2012 年初只剩 50.6 兆韓元，短短一季之間減少了 24 兆韓元，下跌的速度非常驚人，到了該年年底更僅剩 37.4 兆韓元，與前一年年底相比，交易量只剩當初的一半。隨後 2013 年維持平穩，在 34 到 37 兆韓元之間穩定波動，該年股權相關衍生性商品佔整體市場平均有 1.125%。

而從場外衍生性商品的餘額 (balance) 看到，股權相關的衍生性商品佔整個場外衍生性商品約 1 到 2%，與交易量相同的是，股權相關衍生性商品的餘額也是在 2011 年達到高峰，該年第三季有 141 兆韓元的規模，但下一季卻驟降到只有 97.8 兆韓元，下跌了 43.2 兆韓元的金額。在 2012 年第四季為最低點，餘額只有 74.6 兆韓元，但隨後有上升的趨勢，在 2013 年第二季來到 91.3 兆韓元，已逐漸回歸正常的水準。

表二-16 按標的資產國內場外衍生性商品交易量

單位：十億韓元

	股權	金額	利率	金額	外匯	金額	商品	金額	CDS	金額	總計
2011 Q1	1.53%	52,035	26.86%	911,500	71.43%	2,423,793	0.11%	3,788	0.06%	2,021	3,393,137
2011 Q2	2.98%	95,739	24.16%	777,394	72.67%	2,337,925	0.13%	4,135	0.06%	2,052	3,217,235
2011 Q3	2.28%	77,327	20.94%	711,136	76.55%	2,599,207	0.10%	3,368	0.13%	4,411	3,395,449
2011 Q4	2.55%	74,658	18.39%	539,194	78.91%	2,314,315	0.09%	2,505	0.07%	2,040	2,932,712
2012 Q1	1.68%	50,592	18.58%	558,635	79.35%	2,385,538	0.07%	2,143	0.31%	9,415	3,006,322
2012 Q2	1.31%	41,930	17.33%	554,103	81.02%	2,590,811	0.15%	4,834	0.21%	6,871	3,197,549
2012 Q3	1.15%	37,391	24.41%	795,651	74.27%	2,420,610	0.05%	1,743	0.11%	3,694	3,259,090
2012 Q4	1.27%	33,922	19.09%	510,622	79.41%	2,124,309	0.15%	3,995	0.08%	2,224	2,675,071
2013 Q1	1.07%	34,821	23.49%	763,310	74.70%	2,427,241	0.07%	2,403	0.66%	21,449	3,249,224
2013 Q2	1.01%	35,280	24.85%	866,462	73.67%	2,568,188	0.20%	7,069	0.27%	9,264	3,486,264

資料來源：韓國金融監督院。

表二-17 按標的資產國內場外衍生性商品餘額 (Balance)

單位：十億韓元

	股權	金額	利率	金額	外匯	金額	商品	金額	CDS	金額	總計
2011 Q1	1.54%	107,582	68.18%	4,752,108	30.07%	2,096,280	0.07%	5,093	0.13%	9,242	6,970,305
2011 Q2	1.86%	128,849	67.82%	4,694,418	30.07%	2,080,986	0.10%	7,142	0.15%	10,170	6,921,565
2011 Q3	1.95%	141,412	65.30%	4,735,351	32.46%	2,354,204	0.09%	6,837	0.19%	14,078	7,251,883
2011 Q4	1.42%	97,841	66.45%	4,587,411	31.86%	2,199,648	0.09%	6,510	0.18%	12,436	6,903,846
2012 Q1	1.38%	94,850	64.90%	4,458,838	33.24%	2,283,849	0.07%	4,781	0.40%	27,484	6,869,802
2012 Q2	1.16%	80,011	63.81%	4,410,426	34.49%	2,383,947	0.12%	8,557	0.42%	28,888	6,911,828
2012 Q3	1.16%	81,342	66.40%	4,664,115	31.84%	2,236,739	0.16%	11,575	0.44%	30,639	7,024,409
2012 Q4	1.10%	74,647	68.60%	4,645,157	29.70%	2,011,402	0.12%	8,370	0.47%	32,081	6,771,657
2013 Q1	1.03%	75,197	66.76%	4,857,884	31.02%	2,257,205	0.09%	6,814	1.09%	79,668	7,276,768
2013 Q2	1.19%	91,292	66.75%	5,106,552	31.35%	2,398,149	0.14%	10,830	0.57%	43,496	7,650,319

資料來源：韓國金融監督院。

第二節 日韓港星離境股權相關新商品發展現況

據大和證券非日本亞洲區資本市場部(Daiwa Capital Markets in Asia ex-Japan)經理亞當·庫柏韋(Adam Cowperthwaite)分析，亞洲股權相關衍生性金融商品市場發展可分為三段歷程。第一階段在 2006 至 2007 年以前，以香港與新加坡為首，引導結構型基金(Structured funds)在亞洲市場逐漸成形，同時民營銀行也紛紛投入股權連結債券(Equity-linked notes, ELN)市場以及權證市場(warrant market)的發展。第二階段，隨著各式特殊型態的衍生性資產商品化，相關商品之投資交易量快速累積竄升。由於此階段市場波動性相對平穩，投資人願意承擔更多的風險，獲益頗豐，熱絡的市場也促使更多民營金融機構投入，市場競爭激升。同一階段，結構型商品的交易熱潮逐漸由股權連結結構型基金轉向結構型債券，證券市場也持續發展。而第三階段後金融海嘯時代，股權相關衍生性商品的高風險特性使投資人態度趨向保守，對於特殊型態衍生性商品的風險性評估更加嚴謹審慎，權證以及結構型基金商品市場交易因而又重新熱絡起來，這是此時值得注意的趨勢³⁴。

壹、香港

一、香港股權相關衍生性商品的發展及法規概要

根據香港稅務局在 2010 年發布的稅務條例釋義及執行指引第 43 號，對於利得稅及豁免離岸基金繳付利得稅有明確的定義。稅務條例在「指名交易」中，包含離岸基金在香港進行的各類典型的交易。共有六類行為屬於指名交易，包括：(1)證券的交易；(2)期貨合約的交易；(3)外匯交易合約的交易；(4)並非以放債業務的形式作出存款的

³⁴ Hubbis(HK) Ltd.，”Product Briefing—Equity Derivatives”，頁 1-2。

交易；(5)外幣的交易；及(6)在交易所買賣的商品的交易。而其中也提到香港當局對於證券交易的範圍，「證券」的定義為：

- (1)任何團體(不論是否屬法團)或政府或市政府當局的或由它發行的股份、股額、債權證、債權股額、基金、債券或票據；
- (2)在(1)段所述各項目中的或關乎該等項目的權利、期權或權益(不論以單位或其他方式描述)；
- (3)在(1)段所述各項目的權益證明書、參與證明書、臨時證明書、中期證明書、收據，或認購或購買該等項目的權證；
- (4)在集體投資計劃中的權益；及
- (5)通常稱為證券的權益、權利或財產，不論屬文書或其他形式，但不包括《公司條例》(第 32 章)第 29 條所指的私人公司的股份或債權證，或在該等股份或債權證中的或關乎該等股份或債權證的權利、期權或權益(不論以單位或其他方式描述)。

針對以上的論點，香港稅務局指出「場外股本資產掉期、總回報掉期、掉期期權(一個或多個股本)」符合證券定義的第(2)項，所以這是屬於證券的交易。而指名交易的六個種類中，也包含證券交易這個項目。所以代表，在香港的股權相關衍生性商品是屬於「指名交易」中的「證券交易」。只要是非居港者，或是此人並無在香港經營任何涉及指明交易及附帶交易以外交易的行業、專業或業務，就能取得豁免的資格，無須就得自指明交易的利潤繳納利得稅。

在法規上，香港金管局在 2013 年 9 月提出幾點建議，首先是新增兩類受規管活動，為第 11 類及第 12 類，前者將涵蓋交易商及顧問的活動，後者則是涵蓋結算代理的活動；同時，也有意願擴大第 7 類及第 9 類受規管活動的範圍，第 7 類將自動化交易服務的定義多增加

了場外衍生工具交易的部分，第9類將涵蓋場外衍生工具交易投資組合的管理。香港當局建議，新增的第11類受規管活動其初步範圍應包括進行場外衍生工具，以及就相關交易提供意見，並應將下列任何一項涵蓋在定義內：(1)訂立或要約訂立場外衍生工具交易；(2)誘使或企圖誘使另一人訂立或要約訂立場外衍生工具交易，及(3)就應否訂立場外衍生工具交易、應訂立哪些場外衍生工具交易、應於何時訂立場外衍生工具交易、應按哪些條款或條件訂立場外衍生工具交易提供意見或發出報告或分析。

至於新增的第12類受規管活動，應涵蓋在以下情況提供的結算及交收服務：(1)涉及場外衍生工具交易；(2)透過中央交易對手結算所（不論本地或境外）提供；及(3)代表另一人提供。新增第12類受規管活動的範圍在任何情況下，均不應涵蓋僅結算本身（自營）交易的人士所進行的結算及交收活動。此外，若該等活動與結算及交收另一人的交易相關，香港當局的意向為，新增第12類受規管活動的初步範圍不應只涵蓋身為中央交易對手結算所成員的人士的活動，還應涵蓋在中央交易對手結算所成員與該宗交易的任何交易對手之間擔任中介人的人士的活動，因此亦包含身為中央交易對手結算所間接結算成員，並為另一人的交易提供結算服務的人士的活動。他們的最終目標，是要涵蓋在提供場外衍生工具交易的結算及交收服務的過程中處理客戶資產的人士因此，第12類受規管活動的初步範圍，應包含以下兩類人士的活動：(1)身處香港並身為中央交易對手結算所成員的人士（不論該中央交易對手結算所是本地中央交易對手結算所或境外中央交易對手結算所）；及(2)身為香港中央交易對手結算所成員的境外（即香港境外）人士。最後是外匯的管制，香港的自由經濟體制之下，對於外匯並無管制，以任何的幣別支付、資本移轉或是匯兌至

任何國家時不須得到事前核准。

表二-18 各類別受規管活動獲發牌或註冊而須符合之規定

	第11類受規管的活動新申請人	第12類受規管的活動新申請人	第9類受規管的活動新申請人	第9類受規管的活動持有牌現人註冊人	第7類受規管的活動新申請人
持牌法團	在香港取得兩年經驗	在香港或取得兩年經驗，或在海外兩年經驗，聯屬公司結算交易均獲認可	在香港取得兩年經驗	作出通達知進大受規管活動至負於年或得年經驗，並有名員六港取兩年經驗	在香港取得兩年經驗
代表負責人員	無在香港取得兩年經驗	無在香港或取得兩年經驗，或在海外兩年經驗，結算交易（聯屬公司交易）均獲認可	無在香港取得兩年經驗	無過去六年港取兩年在海外或在得驗	無在香港取得兩年經驗
註冊機構	不適用（在現行受管下局規管）	不適用（在現行受管下局規管）	在香港擁經	作出通達知進大受規管活動最主於年或得年經驗，並有名員六港取兩年在海外或在得驗	不適用（在現行受管下局規管）
相關個別人士	不適用（在現行受管下局規管）	不適用（在現行受管下局規管）	無	無	不適用（在現行受管下局規管）
主管人員	不適用（在現行受管下局規管）	不適用（在現行受管下局規管）	在香港取得兩年經驗	過去六年港取兩年在海外或在得驗	不適用（在現行受管下局規管）

資料來源：香港金管局「有關香港場外衍生工具制度的聯合補充諮詢總結——對新增／經擴大受規管活動的範圍及對具系統重要性的參與者的監管監察的建議」頁15。

二、香港店頭市場（OTC）股權相關衍生性商品規模

據香港金融管理局的季報資料，從 2008 年 12 月至 2013 年 6 月，可看出在機構的持倉數據中，他們持有店頭市場的衍生性商品其規模均占 9 成以上，甚至有持續增加的情形，可發現香港不論國內還是國外的機構，幾乎都以店頭市場的衍生性商品為主要的目標。一開始在 2008 年時，機構在店頭市場的持倉比例佔整體的 91.1%，約是 41 兆港幣，隨後幾乎都呈現成長的趨勢，在 2013 年 6 月達到最高峰，持倉比例佔整體的 97.5%，金額有 60 兆港幣；相對的，機構持有集中市場的衍生性商品卻逐年減少，從 2008 年的 4 兆港幣，到 2013 年只剩 1.5 兆港幣。

表二-19 香港衍生性商品規模(集中市場 V.S.店頭市場)

單位：十億港幣(Billion HKD)

	交易所買賣的衍生工具(集中)	金額	場外衍生工具(店頭)	金額
2008/12	8.9%	4019.69	91.1%	41145.32
2009/06	3.9%	1372.37	96.1%	38816.63
2009/12	3.4%	1203.46	96.6%	34192.54
2010/06	3.9%	1633.94	96.1%	40262.06
2010/12	5.1%	2483.14	94.9%	46205.86
2011/06	5.1%	2815.40	94.9%	52388.60
2011/12	3.2%	1730.40	96.8%	52344.60
2012/06	2.9%	1703.46	97.1%	57036.54
2012/12	2.4%	1376.28	97.6%	55968.72
2013/06	2.5%	1547.18	97.5%	60339.83

資料來源：香港金融管理局。

而從香港各類產品的百分比，因為表中沒有股權相關的項目，所以將其歸類在「其他」。表中顯示 2008 年的比例是最高的，佔整體的 8.9%，也就是 4 兆港幣，然而之後卻出現下滑的情形，從 2011 年 6 月之後的期間，機構在「其他」項目的持倉比例皆不到 1%，最近的資料是 2013 年 6 月，比例為 0.6%，約等於 3710 億港幣。最後依據香港金融管理局 2013 年 12 月的季報，當局為配合建議制度中的強制

性結算，香港交易及結算所有限公司已設立本地結算所，也就是「香港場外結算有限公司」。該公司於 2013 年 11 月開始提供場外衍生工具的合約結算服務，我們認為這將提高認可機構的意願，往後在股權相關的衍生性商品其持倉比例及金額應會有所增加。

貳、新加坡

一、新加坡股權相關衍生性商品的發展及法規概要

1.新加坡衍生性金融商品課稅方式

根據新加坡所得稅法(Income Tax Act)第 134 章第 10 條第 23 項定義，外國投資人(Foreign investor)是指非新加坡居民之自然人，或非設立於新加坡之公司法人，且若其股東人數低於 50 人，則其所發行股份及相關收益之獲益者不為新加坡居民者；若股東數高於 50 人，則其所發行股份之 80% 不為新加坡居民所持有者。

一般而言，新加坡境內之年所得稅率，依據所得稅法第 134 章第 43 條之 1，(1)新加坡居民或法人為 17% (2)非新加坡居民或法人為 20% (3)其他非居民之財產受託者稅率 17%。但根據同法第 43D 條之 1(c)，特別針對於新加坡證交所或其附屬機構交易之境外交易所得，包含衍生性商品，擁有 10% 的優惠稅率。另外，新加坡不課徵資本利得稅，故來自任何資產處分的收益，包含衍生性商品交易利得均不需扣資本利得稅³⁵。

2.新加坡店頭市場（OTC）現況及衍生性商品清算平台

新加坡的店頭市場是由數個政府核可的金融中介機構商提供交

³⁵ Inland Revenue Authority of Singapore, "What is Taxable Income", <http://www.iras.gov.sg/irashome/page04.aspx?id=440>

表二-20 香港各類產品所佔百分比 (持倉)

單位：十億港幣(Billion HKD)

	所有受訪認可機構												
	場外衍生工具(店頭)										交易所買賣的衍生工具(集中)		總額
	遠期合約	金額	掉期合約	金額	期權合約	金額	信用衍生工具	金額	其他	金額	比例	金額	總額
2008/12	26.3%	11878.40	50.8%	22943.82	11.3%	5103.65	1.9%	858.14	0.8%	361.32	8.9%	4019.69	45165
2009/06	25.2%	8867.63	61.1%	25100.48	6.0%	2111.34	2.1%	738.97	1.7%	598.21	3.9%	1372.37	35189
2009/12	23.7%	8388.85	61.9%	21910.12	5.2%	1840.59	1.9%	672.52	3.9%	1380.44	3.4%	1203.46	35396
2010/06	28.1%	11772.78	56.5%	23671.24	6.4%	2681.34	1.6%	670.34	3.5%	1466.36	3.9%	1633.94	41896
2010/12	25.1%	12220.94	60.1%	29262.09	5.7%	2775.27	1.2%	584.27	2.8%	1363.29	5.1%	2483.14	48689
2011/06	24.7%	13635.39	60.4%	33343.22	6.8%	3753.87	1.0%	552.04	2.0%	1104.08	5.1%	2815.40	55204
2011/12	27.9%	15086.93	60.9%	32931.68	6.7%	3623.03	0.9%	486.68	0.4%	216.30	3.2%	1730.40	54075
2012/06	28.6%	16799.64	59.4%	34891.56	7.8%	4581.72	0.8%	469.92	0.5%	293.70	2.9%	1703.46	58740
2012/12	28.6%	16400.67	61.5%	35267.18	6.6%	3784.77	0.7%	401.42	0.2%	114.69	2.4%	1376.28	57345
2013/06	29.4%	18194.78	58.4%	36142.01	8.5%	5260.40	0.6%	371.32	0.6%	371.32	2.5%	1547.18	61887

資料來源：香港金融管理局。

易與清算平台，例如 MarkitSERV³⁶以及 E-Bond³⁷，Goldman Sachs, JPMorgan Chase, and Morgan Stanley 等，待政府核可後亦將提供類似的交易平台服務³⁸。同時，新加坡交易所(SGX)將以成為亞洲區店頭衍生性商品之多類型資產結算中心(multi-asset class clearing hub for OTC derivatives in Asia)為目標，其下的新加坡衍生性商品結算公司(Singapore Exchange Derivatives Clearing Ltd，簡稱 SGX-DC)已在新加坡衍生性金融商品交易中扮演關鍵的集中交易對手(CCP)角色，結算來自集中市場與店頭市場交易之衍生性商品，並依循 G20 的改革計劃，協助店頭衍生性金融市場建立強制性的標準結算制度。於 SGX-DC 結算之商品來源分別有三：1.於 SGX-DT 交易之衍生性商品 2.店頭市場交易之商品相關衍生性商品 3. 企業使用(industry-used)目的之店頭市場衍生性金融商品³⁹。

參、日本

一、日本股權相關衍生性商品的發展及法規概要

1.資本市場改革--金融商品交易法

因應全球愈來愈多元化、複雜化之金融商品的出現，日本為了強化其金融市場的競爭力，促進多元化商品的發展，同時避免市場再受金融海嘯衝擊，除了放寬前述一系列的有關規定外，於 2004 年底開始便著眼於資本市場改革，研議進行一連串的法規整合，於 2006 年 6 月通過了日本金融商品交易法（日本稱金融商品取引法 Financial Instruments and Exchange Act; FIEA），並於 2007 年 9 月 30 日開始實施。金融商品

³⁶ 美商銀行，總部位於美國紐約。

³⁷ 新加坡金融管理局(MAS)於 2005 年 7 月設立之電子交易平台，目的是為了提高新加坡政府公債之價格透明度、促進市場交易活動。

³⁸ Celent，2012，”OTC Derivatives and Trading Platforms in Singapore”，頁 15、16。

³⁹ International Monetary Fund，2013，”Assessment of Observation of the CPSS-IOSCO Principle for Financial Market Infrastructures”，頁 13、14、17。

交易法是由原先之證券交易法改名而來，另將原先之金融期貨交易法、信託法、抵押品證券法、商品基金法等內容涵蓋進去，同時保留了銀行法、保險法、不動產特定共同事業法、商品交易所法，廢除了金融體系改革法、特定目的公司法、特定目的公司整備法、總括清算法等 4 部法律，配合修訂其他 89 部相關金融法規⁴⁰，意即日本現行之金融商品交易法中包含了各類有價證券及各類衍生性商品，主要目的即是在於「一致性規範金融商品交易業者」，透過金融法規的整合，提供以功能別、跨行業性質整合的彈性架構規範。

金融商品交易法的整合其內涵有三：一是行業整合，將各個金融商品的交易業整合成為統稱之金融商品交易業者（Financial Instruments Business Operator, FIB）；二是業務整合，將金融業務分為四大類：1. 第一類金融商品交易業務（Type I FIB），指高流動性、高波動性的有價證券之銷售、招攬與承銷，以及店頭衍生性金融商品交易；2. 第二類金融商品交易業務（Type II FIB），指低流動性、低波動性的有價證券之銷售與招攬，以及集中市場衍生性金融商品交易；3. 投資顧問暨代理業務（Investment Advisory and Agency Business）；4. 投資管理業務（Investment Management Business），包含全權委託業務；第三是擴大業務範圍，也就是擴大有價證券範圍（除了原先之政府公債、地方公債、公司債、股票及投資信託等，另包含了信託受益證券、集合投資受益證券）以及衍生性商品交易範圍（增加各種統計數據到衍生性商品交易所用的財務指標內，如 GDP）⁴¹。日本金融商品交易法改革重點在於強化金融商品銷售以及投資人保護機制，鼓勵將儲蓄導入金融商品的投資並制訂能與國際接軌的金融制度，期以一套橫跨各領域的投資人保護規範

⁴⁰ 謝學如(2009)，「日本金融大改革及對我國之啟示」，行政院經濟建設委員會經濟研究第 9 期。

⁴¹ 日本金融廳「金融商品取引法制の政令・内閣府令等の概要」，

<http://www.fsa.go.jp/news/19/syouken/20070731-7/34.pdf>

之架構，達成保護投資人的目標，同時又可因應各種不同金融商品業務的需求。

日本金融商品交易法中所稱的有價證券，涵蓋多種金融商品包括衍生性商品在內，而衍生性商品市場又分為國內集中市場、店頭市場、以及外國市場⁴²三種，依據前一節的分析，日本店頭市場的衍生性商品之交易金額遠勝於集中市場，其中最活絡之衍生性商品為利率衍生性商品，其次為外匯衍生性商品，其餘才為信用衍生性商品以及股權衍生性商品，而股權衍生性商品的交易大多為股權選擇權，但成交量占日本整體店頭市場衍生性商品比重卻非常小。

2. 衍生性商品交易規則

日本證券業協會（JSDA）為配合金融商品交易法的施行，修正了相關自律規範，如：有價證券承銷規則、承銷配售規則、外國有價證券交易規則、金融商品仲介業者規則等，而針對從業人員的相關規範則有以下：

（1）協會會員之內部管理責任者相關規則

規則第4條，協會會員之雇員與從業人員(包含店頭衍生性商品交易會員、經核可從事特定店頭衍生性商品交易之公司員工或從業人員)於執行業務等、投資勸誘等營業活動時，應遵守「金商法」及其他法律規則之規定，而為客戶管理之適當行為。協會會員負內部管理統籌責任者，必須負起指導、監督之責，並於發生違反「金商法」及其他法律規則之事件發生時，即應參照「金商法」及其他法令之規定，而為適正之處理。

⁴² 依日本「金融商品交易法」(Financial Instrumental and Exchange Act)第2條第20項有關衍生性商品交易、同條第21項市場衍生性商品交易、同條第22項店頭衍生性商品交易、以及同條第23項外國市場衍生性商品交易之定義。

(2) 金融商品仲介業者相關規則

規則第24條，協會會員、個人金融商品仲介業者、及其外務員，不得為下列禁止行為：以不存在之帳戶名義，為自己計算而從事信用交易、有價證券有關之衍生性商品交易、店頭市場衍生性商品交易、有價證券有關之金融期貨交易等行為（第4項）。使用自己或關係人或具有特別關係之他人名義與住所，而為客戶之有價證券受託買賣以外之其他交易行為，或利用有價證券相關衍生性商品交易與他人交換憑證（名義書）（第7項）。

(3) 協會會員的從業員管理規則

規則第7條第1項，(1) 證券商內部人員禁止以任何人名義，委託同業（含其他證券商及已登記經營證券業之金融機構）買賣股票或其他衍生性商品（如期貨、選擇權...）。(2) 禁止接受同業內部人員以任何人名義，委託買賣股票或其他衍生性商品。但如交易者已事先取得書面核准交易「金融商品交易法」第163條第1項規定之特定有價證券以外之有價證券者，不在此限。此外，從業員所交易者如屬「金商法」第33條第2項第3款及第4款所規定之有價證券（如：日本政府公債及在本國或外國之投資信託公司所進行之信託憑證交易），即不需書面核准。

(4) 協會會員倫理守則：制定相關利益衝突防止之細部規則，以規範從業人員個人不法行為；

(5) 協會會員之投資勸誘、客戶管理等相關規則；

(6) 為防止不公正交易而訂定買賣管理體制相關規則；

(7) 分析師報告取得與使用等相關規則。

3. 日本衍生性商品課稅原則及會計處理方式

根據券商公會2010年「如何健全我國店頭市場股權衍生性商品之發展—就稅負問題之研究」報告指出，日本早期針對衍生性金融商品之交易需課徵交易稅，但自1999年4月1日後即宣布廢除證券交易稅，且對期貨及選擇權等衍生性金融商品之交易亦免徵交易稅。而針對資本利得稅的部分，日本不同於香港及新加坡，而是與美國、英國等先進國家相同，衍生性金融商品的交易皆需課徵資本利得稅(本質同我國課徵財產交易所得稅)，目前做法是將金融商品併入所得中再予以扣所得稅；但不同於美國以交易動機(避險或投機)來區分，日本針對衍生性商品在課稅及會計處理方面，是沿用一般稅制規定，以交易人身分(營利事業法人或個人)做為區別，有不同之課稅規定及損益認列方式，而損失分別由一般所得或其他所得項下扣除。

日本的資本利得係採分離課稅的方式，即金融商品交易之所得與其他所得分離，並依一定的稅率由納稅人申報課稅，2008年以前個人稅率為7%(若兼有本地居民收入稅，則為10%)，自2009年後稅率提高為15%(若兼有本地居民收入稅，則為20%)，但可選擇作為綜合課稅或分離課稅。

針對衍生性金融商品的評價及會計處理方式，日本公司稅法(Japanese Corporation Tax Law)自2000年起規定，對於遠期合約、期貨、選擇權、利率、股權等衍生性金融商品的課稅，原則上皆於年底採用市價結算法評價，並在當年度認列市場變動之損益。此做法之優點在於使各種衍生性金融商品課稅方式一致，財務會計及稅務會計有相同處理方式，稅制極為簡化。

(1) 日本針對名目本金(SWAP)合約之課稅規定

進行交換合約之一方，若因交換合約而有所給付時，可視為權利金

支付方之資產，該給付部分在報稅時視為可減除之費用；若收到交換合約之給付時，可視為權利金收取者的負債，該收取的給付應視為課稅所得。日本稅法規定未結清之交換合約，原則上採用市價結算法作為期末評價方法，在年底結算後的價格漲跌，一方面應調整資產或負債之帳面價值，另一方面也應在當年度認列市價變動之損益；但若發生合約過期未執行、合約轉讓、合約因到達某些特定條件而被執行時，應將帳面價值轉列為課稅所得。

若交換合約被作為避險工具時，則應視被避險項目為何而有不同之損益認列時點。若被避險項目為資產或負債，則交換合約之交易損益以及年底按市價結算法評價之損益，都應遞延到被避險目（資產或負債）的損益實現（出售、結算）時一併認列；若被避險項目為證券，則該證券當年底按市價結算法評價的損益金額，在交換合約之交易損益和評價損益的金額限額內，應在當年度立即認列為損益。

（2）日本針對擇權合約之課稅規定

選擇權的課稅方式與交換合約相同，亦採用年底市價結算法評價，當選擇權之賣方收到權利金時，應視為遞延負債而非賣方當期收入，一旦發生選擇權過期未執行、進行現金結算、轉讓時，則應將選擇權負債之帳面價值轉列為課稅所得之加項。相反的，當選擇權之買方支付權利金時，應視為買方之資本支出而非認列為費用，一旦發生選擇權過期未執行、進行現金結算、轉讓時，才應將選擇權之帳面價值轉列為費用之加項。

二、日本店頭市場（OTC）股權相關衍生性商品交易規模

根據日本銀行《定期衍生品市場統計報告》歷年統計資料，自 1998 年至 2013 年 6 月，股權衍生性商品不論是在集中交易市場或店頭市場，整體交易量皆逐年成長（表二-21），從最初的 137.39 億美元，到了 2013 年已達 2,474.56 億美元，之間雖然在 2001 及 2002 年交易量萎縮，但自 2006 年日本通過金融商品交易法後，股權衍生性商品整體交易量皆有明顯的增量，尤其是店頭市場股權商品 2007 年時由 238.09 億美元增加到 761.46 億美元，成長了三倍，而集中交易市場的股權商品也成長了兩倍之多。

以股權衍生性商品的交易市場來看，不論是遠期及交換、或是選擇權等商品，除了 2002 年到 2004 年外，其餘店頭市場的交易量大多超過集中市場，且占全部交易金額的一半以上。股權衍生性商品在集中市場交易的有期貨及選擇權，近五年來股權選擇權在集中市場的交易金額已超越了期貨，在 2012 年 12 月底已達到 820.21 億美元之規模；而在店頭市場交易的股權衍生性商品則有股權遠期、股權交換及股權選擇權等，其中股權選擇權的交易量亦占多數，在 2012 年底的交易規模為 1,107.42 億美元。另一方面，店頭市場股權衍生性商品的交易對象中，股權遠期與股權交換、以及股權選擇權商品，均以申報交易商的交易金額占比重最大，其次為其他金融機構，而非金融顧客的交易金額較少，但三者交易規模近年來都有明顯的增加。

肆、韓國

一、韓國股權相關衍生性商品的發展及法規概要

根據韓國在 2012 年所修正稅法的解釋書第 97 頁，衍生性商品的課稅與利息或股息的課稅是不同的，從衍生性商品產生的利益不屬於所得稅的課稅對象，因此股權相關的衍生性商品不必課所得稅，但仍會課徵千分之三的證交稅。

二、韓國店頭市場（OTC）股權相關衍生性商品規模

依據韓國金融投資協會「場外衍生性商品的市場趨勢」的報告中，當局擁有股權相關的數據資料，因此更能看出其變化的情形，本研究收集自 2011 年到 2013 年股權相關衍生性商品的交易量及餘額。延申自上一節表二-16 及表二-17，在 2011 年第一季時，股權相關衍生性商品的交易量佔整個場外衍生性商品的 1.53%，相當於 52 兆韓元，在 2011 年第二季達到高峰，交易量來到 95.7 兆韓元，比率有 2.98%，隨後交易量開始下滑，原本於 2011 年底還有 74.6 兆韓元，但到了 2012 年初只剩 50.6 兆韓元，短短一季之間減少了 24 兆韓元，下跌的速度非常驚人，到了該年年底更僅剩 37.4 兆韓元，與前一年年底相比，交易量只剩當初的一半。隨後 2013 年維持平穩，在 34 到 37 兆韓元之間穩定波動，該年股權相關衍生性商品佔整體市場平均有 1.125%。

而從場外衍生性商品的餘額（balance）看到，股權相關的衍生性商品佔整個場外衍生性商品約 1 到 2%，與交易量相同的是，股權相關衍生性商品的餘額也是在 2011 年達到高峰，該年第三季有 141 兆韓元的規模，但下一季卻驟降到只有 97.8 兆韓元，下跌了 43.2 兆韓元的金額。在 2012 年第四季為最低點，餘額只有 74.6 兆韓元，但隨後有上升的趨勢，在 2013 年第二季來到 91.3 兆韓元，已逐漸回歸正常的水準。

表二-21 日本股權衍生性商品市場規模

單位：億美元(100 million)；%

	集中市場				店頭市場(OTC)											合計	
	金額	比重	期貨	選擇權	金額	比重	遠期及交換			選擇權			金額	成長率			
							申報交 易商	其他金 融機構	非金融 顧客	申報交 易商	其他金 融機構	非金融 顧客					
1998	10.90	7.93	7.96	2.94	126.49	92.07	67.51	2.92	60.53	4.06	58.98	49.20	8.02	1.76	137.39	--	
1999	62.39	32.56	41.74	20.65	129.24	67.44	84.07	2.68	75.13	6.26	45.17	30.54	11.97	8.09	191.63	39.48	
2000	52.65	27.18	44.93	7.72	141.08	72.82	89.49	3.94	77.03	8.52	51.57	23.15	14.54	13.90	193.73	1.10	
2001	19.26	30.18	9.34	9.92	44.56	69.82	4.41	3.14	1.04	0.23	40.15	15.41	16.00	8.74	63.82	-67.06	
2002	25.35	66.19	18.35	6.99	12.95	33.81	1.69	0.67	0.72	0.30	11.26	3.21	2.24	5.81	38.30	-39.99	
2003	199.49	77.20	42.94	156.56	58.91	22.80	6.49	5.42	0.76	0.31	52.42	19.78	12.68	19.96	258.40	574.67	
2004	395.82	89.93	82.23	313.59	44.30	10.07	2.10	1.73	0.37	0	42.20	27.05	8.74	6.41	440.12	70.33	
2005	136.94	48.18	103.03	33.91	147.30	51.82	7.86	1.99	2.68	3.19	139.43	85.31	31.13	24.83	284.24	-35.42	
2006	154.69	39.38	108.36	46.33	238.09	60.62	14.61	6.55	3.24	4.82	223.48	138.97	71.77	12.74	392.78	38.19	
2007	316.75	29.38	177.04	139.72	761.46	70.62	212.32	138.84	25.86	47.62	549.14	437.19	88.23	23.72	1,078.21	174.51	
2008	281.04	25.85	148.45	132.59	806.05	74.15	271.80	175.12	32.83	63.85	534.25	416.20	81.98	36.07	1,087.09	0.82	
2009	669.47	30.64	207.58	461.89	1,515.49	69.36	351.95	170.93	109.84	71.18	1,163.53	869.42	248.90	45.22	2,184.96	100.99	
2010	779.98	30.63	289.69	490.28	1,766.74	69.37	358.11	171.27	114.93	71.92	1,408.63	914.58	439.05	55.01	2,546.72	16.56	
2011	685.32	25.21	185.65	499.66	2,033.66	74.79	281.37	111.57	90.27	79.53	1,752.28	1,192.30	497.23	62.75	2,718.98	6.76	
2012	1,055.49	42.82	235.29	820.21	1,409.73	57.18	302.32	125.26	101.72	75.34	1,107.42	763.13	298.17	46.12	2,465.22	-9.33	
2013	1,293.97	52.29	250.60	1,043.38	1,180.59	47.71	243.32	121.44	73.46	48.42	937.27	691.63	197.86	47.77	2,474.56	0.38	

註：2013年資統計至該年6月底止。

資料來源：整理自日本銀行(BOJ)「定期衍生品市場統計報告」。

表二-22 各國發展離境股權相關衍生性商品—股權交換(equity swap)、股權選擇權(equity option)比較

	香港	新加坡	日本	韓國
人員	香港「證券及期貨條例」中有十類受規管活動，從業人員必須取得第一類(證券交易)牌照。	從事「證券及期貨法」所規管活動之從業人員必須取得代表人(representative)證照。	從事「金融商品交易法」所規管第一種金融商品交易活動(含店頭股權衍生性金融商品之應募勸誘、交易、媒介、代銷、代理)之從業人員，應取得第一類業務人員資格。(金融商品交易法第 64-7 條)	N/A
商品	屬場外衍生性工具(店頭市場衍生性金融工具)。與法人間交易簽 ISDA、CSA，採整戶維持率控管風險	屬場外衍生性工具(店頭市場衍生性金融工具)。與法人間交易簽 ISDA、CSA，採整戶維持率控管風險	屬場外衍生性工具(店頭市場衍生性金融工具)。	屬場內衍生性工具(店頭市場衍生性金融工具)。
業務	主要客戶為法人及專業投資人	主要客戶為法人及專業投資人	1.將客戶區分為一般投資人與具備專業金融知識的特定投資人 2.禁止以不存在之帳戶名義，為自己計算而從事店頭市場衍生性商品交易行為(金融商品仲介業者相關規則第 24 條)	N/A
監理	目前場外衍生性工具目前非受規管活動，承作後無須向證監會申報(證券及期貨條例修正草案將對滿足特定條件的場外衍生性交易納入監理，初期未包含股權交換)	2012/11/15 修正之「證券及期貨法」將滿足特定條件的場外衍生性交易納入監理，初期未包含股權交換	1.第一種金融商品交易業者經營此業務需具備一定資格及財務條件，並符合主管機關(金融廳)之登錄要件 2.訂定內部管理責任相關規則	N/A
稅制	無資本利得稅 在香港的股權相關衍生性商品是屬於「指名交易」中的「證券交易」。只要是非居港者，或是	無資本利得稅 特別針對於新加坡證交所或其附屬機構交易之境外交易所得，包含衍生性商品，擁有 10% 的優惠稅率，場外	無資本利得稅 ⁴³ 只要沒有被定義成所謂的”Permanent Establishment”，境外投資人就能取得豁免的資格，不受日本稅法所規管。	無資本利得稅 根據韓國在 2012 年所修正稅法的解釋書第 97 頁，衍生性商品的課稅

⁴³ Ernst & Young Newsletter: Impact of the Fiscal 2008 Tax System Reform on International Tax Affairs.

	香港	新加坡	日本	韓國
	此人並無在香港經營任何涉及指明交易及附帶交易以外交易的行業、專業或業務，就能取得豁免的資格，無須就得自指明交易的利潤繳納利得稅。	衍生性交易納入監理，但初期未包含股權交換。		與利息或股息的課稅是不同的，從衍生性商品產生的利益不屬於所得稅的課稅對象，因此股權相關的衍生性商品不必課所得稅。
境內證券交易所所得	免徵 證券交易所所得：出售有價證券構成在香港從事業務之一部分，且在香港之證券交易所進行買賣，須課徵利得稅；不構成在香港從事業務之一部分，依據稅務條例第 14 條之規定，免徵利得稅。	免徵 新加坡不課徵資本利得稅，故來自任何資產處分的收益，包含衍生性商品交易利得均不需扣資本利得稅。	要徵 需課徵資本利得稅(本質同我國課徵財產交易所得稅)。衍生性金融商品的交易皆需課徵資本利得稅，無證交稅(區分交易人身分，併入所得再予以扣所得稅)。	局部課徵 符合規範的大股東要徵，小股東幾乎免徵。
外匯管制	香港無外匯管制，以任何幣別支付、資本移轉和匯兌至任何國家不需得到事前核可	新加坡無外匯管制，以任何幣別支付、資本移轉和匯兌至任何國家不需得到事前核可	1998 年金融大改革，修改外匯法，實現外匯交易完全自由化	韓國有外匯管制，結匯須依據外匯交易法

資料來源：本研究整理。

第三章 OSU 從事離境股權相關新金融商品業務之發展利基

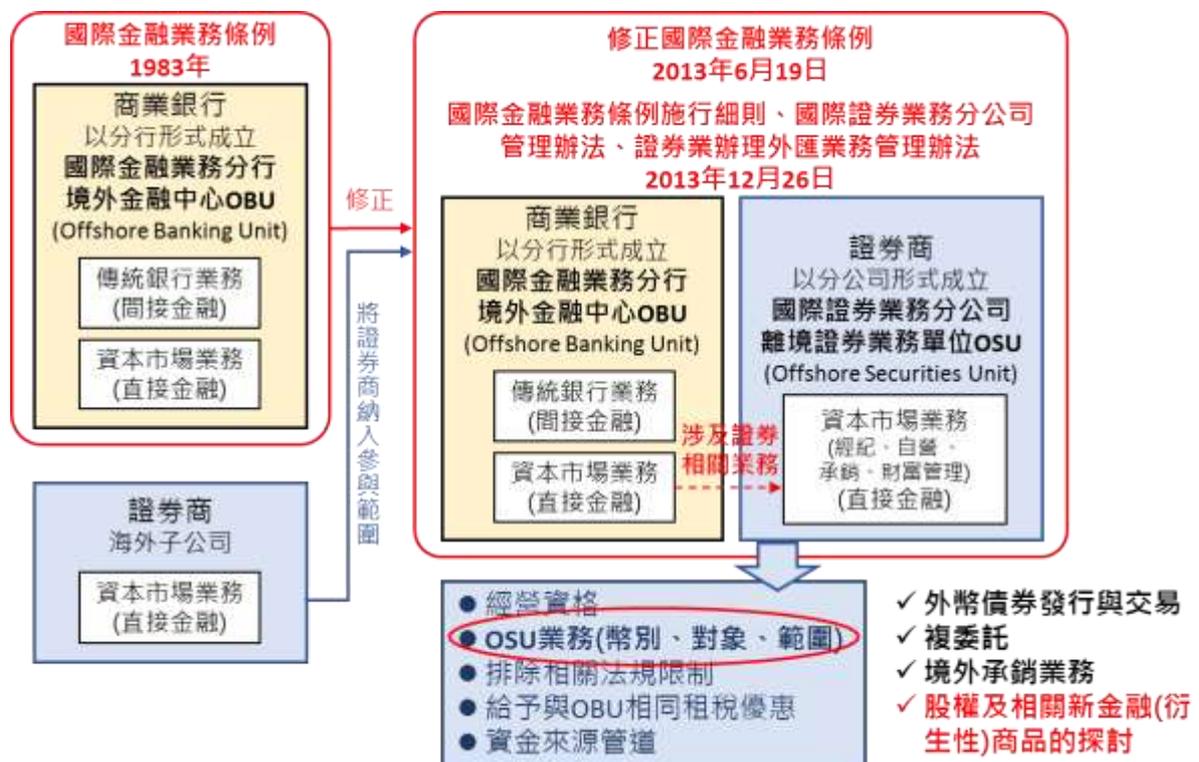
第一節 OSU 離境業務相關法規架構及業務發展現況

隨著金融商品推陳出新腳步加遽，發展境外金融中心早已成為各國邁向國際化舞台之重要關鍵，尤其美國、英國、香港、新加坡、日本等國家，其金融活躍程度早已位居世界前十大首要金融中心之一，而我國同樣為加強國際金融活動，政府於 1980 年代即開始規劃建立區域性金融中心，並於 1983 年底制定了「國際金融業務條例」，特許銀行業在我國境內設立國際金融業務分行（Offshore Banking Unit; 簡稱 OBU），即一般所謂之境外金融中心，以分行形式專門辦理境外金融交易，除減少金融及外匯管制外，另提供免營利事業所得稅、營業稅、印花稅及利息所得稅等稅減免措施。

一直以來國際金融業務條例僅限於銀行業者辦理國際金融業務，券商是被排除在外的，只能以海外子公司形式拓展海外業務，其不論資本規模及信用評等皆不如母公司，在法規及稅制上都相當受限，但依據「國際金融業務條例」第 4 條之規範，國際金融業務分行得經營之業務範圍中，除傳統銀行業務外，尚包含「辦理外幣有價證券或外幣金融商品買賣之行紀、居間及代理業務（第 4 條第 1 項第 4 款）」、「辦理外幣有價證券或外幣金融商品之買賣（第 4 條第 1 項第 6 款）」、「辦理境外有價證券之承銷業務（第 4 條第 1 項第 7 款）」以及「保管、代理及顧問業務（第 4 條第 1 項第 9 款）」等屬於證券商較為擅長之業務項目，根據沈中華等（2012）「我國證券商辦理離境證券業務之可行性研究」之報告內容，目前我國國際金融業務分行營運現況，其主要業務內容仍為傳統銀行業務，而屬證券商較擅長領域之業務量仍較無發展。相較於其他國家如香港、新加坡及日本等，其不論為商

業銀行、商人銀行或券商等均可申請辦理境外金融業務，而我國僅開放商業銀行申請辦理 OBU 業務，開放程度顯見與其他國家落差甚大。

基於此，金監督管理委員會於 2010 年起積極推動「國際金融業務條例」修正案，擴大申請主體包括符合一定規模、財務健全與完整內部控制制度之綜合證券商，讓其仿照銀行 OBU 之模式，設立會計獨立之國際證券業務分公司(OSU)，在台灣地區從事離境證券業務，經營券商專業之業務範圍。該修正案業於 2013 年 5 月 31 日經立法院三通過，並於 2013 年 6 月 19 日公布施行，其相關子法「國際金融業務條例施行細則」、「國際證券業務分公司管理辦法」以及央行發佈之「證券業辦理外匯業務管理辦法」等皆於 2013 年 12 月 26 日陸續公布施行。



圖三-1 我國國際金融業務條例修正概要

修正後之「國際金融業務條例」、「國際金融業務條例施行細則」以及「國際證券業務分公司管理辦法」，規範了證券商經營 OSU 的各項業務內容、交易對象、交易幣別、及課稅處理原則等，茲將重點分述如下並整理於表三-1。

一、國際證券業務範圍

依「國際金融業務條例」第 22-4 條第 1 項內容，OSU 得經營之國際證券業務有：

1. 銷售其總公司發行之外幣公司債及其他債務憑證（境內外之個人、法人、政府機關或金融機構）；
2. 辦理外幣有價證券或其他經主管機關核准外幣金融商品買賣之行紀、居間及代理業務（境內外之個人、法人、政府機關或金融機構）；
3. 辦理該分公司因證券業務之借貸款項（境內金融機構及境外個人、法人、政府機關或金融機構）及外幣有價證券或其他經主管機關核准外幣金融商品之買賣；
4. 辦理中華民國境外之有價證券承銷業務；
5. 辦理與前列各款業務有關之帳戶保管、代理及顧問業務（境內外之個人、法人、政府機關或金融機構）；
6. 辦理委託之資產配置或財務規劃之顧問諮詢、外幣有價證券或其他經主管機關核准外幣金融商品之銷售服務（境內外之個人、法人、政府機關或金融機構）；其中資產配置依「國際金融業務條例施行細則」第 18 條，得以全權委託方式為之，該國際證業務分公司之總公司應先經金管會許可兼營全權委託投資業務，並經央行許可辦理外幣全權委託投資業務；

7. 經主管機關核准辦理之其他與證券相關外匯業務。

二、交易對象

OSU 辦理國際證券業務之交易對象，配合上述第 22-4 條所列之業務範圍，境外不限個人、法人⁴⁴、政府機關或金融機構，但境內則僅限專業投資人。「國際證券業務分公司管理辦法」第 10 條即規定，所稱之中華民國境內之個人及法人，應符合金管會規定專業投資人之資格條件⁴⁵。鑒於境外交易市場及商品較為複雜且資訊取得不易，為保障一般投資人權益，爰規定國際證券業務分公司辦理業務不得接受境內非專業投資人之客戶⁴⁶。

三、交易幣別

「國際證券業務分公司管理辦法」第 12 條第 2 項及「證券商辦理外匯業務管理辦法」第 4 條第 2 項皆明定，國際證券業務分公司經核准辦理外幣衍生性金融商品業務後，對於個別外幣衍生性金融商品之辦理，除經主管機關核准者外，計價幣別不得為新台幣，連結標的不為新台幣匯率、新台幣利率指標或新台幣計價商品，且投資標的組合

⁴⁴ 依「國際金融業務條例施行細則」第 17 條及第 11 條，所稱中華民國境外之個人，指持有外國護照且在中華民國境內無住所之個人；所稱中華民國境外之法人，指依外國法律組織登記之法人，但經中華民國政府認許在中華民國境內營業之分支機構不在其內。

⁴⁵ 依「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則」第 5-1 條，本規則所稱專業客戶，係指法人與自然人，符合以下條件之一者：

一、專業機構投資人：係指國內外之銀行、保險公司、票券金融公司、證券商、基金管理公司、政府投資機構、政府基金、退休基金、共同基金、單位信託、證券投資信託公司、證券投資顧問公司、信託業、期貨商、期貨服務事業及其他經主管機關核准之機構。

二、最近一期經會計師查核或核閱之財務報告總資產超過新臺幣五千萬元之法人或基金。

三、同時符合以下三項條件，並以書面向證券商申請為專業客戶之自然人：

(一) 提供新臺幣三千萬元以上之財力證明；或單筆交易金額逾新臺幣三百萬元，且於該證券商之投資往來總資產逾新臺幣一千五百萬元，並提供總資產超過新臺幣三千萬元以上之財力證明書。
(二) 客戶具備充分之金融商品專業知識或交易經驗。(三) 客戶充分了解證券商與專業客戶進行衍生性金融商品交易得免除之責任，同意簽署為專業客戶。

四、簽訂信託契約之信託業，其委託人符合第二款或第三款之規定。

⁴⁶ 依「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則」第 5-2 條，本規則所稱一般客戶，係指符合第五條之一專業客戶條件以外之客戶。

內容亦不得涉及新台幣計價商品，而各款外匯業務涉及外國有價證券或境外基金者，亦不得以新台幣計價、不得涉及新台幣匯率及貨幣市場利率指標，意謂 OSU 交易業務僅限外幣計價之金融商品。

四、辦理程序

依「國際證券業務分司管理辦法」第 12 條第 3 項至第 5 項，經金管會核准辦理外幣衍生性金融商品之 OSU，其辦理程序將依主管機關針對該外幣衍生性金融商品開放與否，而有不同程序。

1. 辦理總公司業經中央銀行核准或備查之外幣衍生性金融商品，僅需檢附核准或備查文件向金管會報備，並副知中央銀行。
2. 辦理金管會已開放之外幣衍生性金融商品，除經主管機關另有規定者外（如外幣間匯率衍生性外匯商品業務），於申請書件、商品特性說明書、法規遵循聲明書及風險預告書等文件函送金管會，並副知中央銀行之次日起十五日內，金管會及央行未表示反對意見者，即可逕行辦理。但不得於前揭期間內辦理所申請之商品。
3. 辦理金管會尚未開放之外幣衍生性金融商品，應向金管會申請，並由金管會逐案洽商中央銀行後准駁之。

五、租稅減免措施

修正後之「國際金融業務條例」第 22-7 條，國際證券業務分公司可享有同國際金融業務分行之租稅減免措施，即 OSU 經營國際證券業務之所得，境外免予扣繳營利事業所得稅；經營國際證券業務之銷售額免徵營業稅；經營國際證券業務所使用之各憑證免徵印花稅；支付金融機構、中華民國境外個人、法人或政府機關利息及結構型商品交易之所得，免予扣繳利息所得稅；上述免稅施行期間為十五年。

表三-1 我國國際證券業務分公司概要及股權相關衍生性商品業務規範

	內容	法條
從業人員	<ol style="list-style-type: none"> 1. 證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務，應具備一定資格條件且事先向主管機關申請執照。 2. 從事衍生性金融商品推介或銷售人員，應符合證券商業務人員資格，並具備明定之專業條件。 3. 證券商經營連結國外金融商品之衍生性金融商品交易業務時，其交易與風險控管人員應具備曾經從事所連結標的市場之相關工作經歷。 4. 國際證券業務分公司之經理人資格須符合證券商負責人與業務人員管理規則相關規定，並應具備國際金融專業知識或外匯業務之經驗。 	<p>財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則第 6 條、第 10 條。 同上第 57 條。</p> <p>國際證券業務分公司管理辦法第 13 條。</p>
業務交易對象	<ol style="list-style-type: none"> 1. 將境內客戶區分為專業客戶與一般客戶。 2. 對於一般客戶應於契約文件對商品條件及風險等作充份揭露。 3. 證券商不得與關係人從事台股股權相關之衍生性金融商品交易。 4. 國際證券業務分公司辦理業務，境內僅限符合金管會規定之專業投資人資格條件之客戶，不得接受境內非專業投資人。 	<p>財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則第 5-1 條、第 5-2 條。 同上第 15-1 條至第 15-3 條。 同上第 53 條。</p> <p>國際證券業務分公司管理辦法第 10 條。</p>
商品標的	<ol style="list-style-type: none"> 1. 屬證券商營業處所得經營衍生性金融商品中之股權衍生性商品。 2. 股權衍生性商品係指其價值衍生自股票、股價指數、指數股票型基金之衍生性金融商品。 3. 證券商與交易相對人從事股權衍生性商品交易，其標的須符合經營衍生性金融商品交易業務規則附件三證券商經營結構型商品連結標的資產範圍中股票、股價指數、指數股票型基金等股權相關標的之規定。 4. 股權屬外匯業務中之衍生性外匯商品業務其中一款。 5. 股權屬證券商辦理匯率以外之衍生性外匯商品業務之一，股權衍生性外匯商品為股權選擇權、股權交換及股權遠期契約，其連結標的以下列為限： <ol style="list-style-type: none"> (1) 外國股票、股價指數或指數股票型基金。 (2) 以外幣計價，標的涉及國內股票、股價指數或指數股票型基金。 (3) 標的股權不含本國股價指數於國外交易所掛牌之商品。 	<p>財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則第 14 條。</p> <p>財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則第 42 條。</p> <p>證券商辦理外匯業務管理辦法第 4 條第 1 項。 證券商辦理外匯業務管理辦法第 29 條第 1 項。</p>

	內容	法條
	<p>6. 規定符合專業客戶條件之交易相對人才能為股權選擇權的賣方，或經營外幣計價或連結國外標的之股權衍生性金融商品交易業務。</p> <p>7. 股權選擇權交易契約之存續期間除專業客戶外，自成交日起算應為一年以下，且承作總股數不得超過一定上限。</p>	<p>財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營業務規則第 43 條。</p> <p>財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營業務規則第 44 條、第 9 條。</p>
辦理程序	<p>1. OSU 辦理總公司業經央行核准或備查之外幣衍生性商品，僅需向金管會報備，並副知央行。</p> <p>2. OSU 辦理金管會已開放之外幣衍生性金融商品，除主管機關另有規定者外（如外幣間匯率衍生性外匯商品業務），於函送金管會申請之次日起 15 日內，金管會及央行未表示反對意見者，即可逕行辦理。</p> <p>3. OSU 辦理金管會尚未開放之外幣衍生性金融商品，應向金管會申請，並由金管會逐案洽商央行後准駁之。</p>	國際證券業務分公司管理辦法第 12 條。
履約方式	<p>1. 連結台股之股權衍生性商品除法令另有規定外，得由雙方約定採現金結算或由證券商及其他經主管機關核准採實務交割之機構以給付連結標的證券方式為之。</p> <p>2. 證券商給付連結標的證券為國內上市櫃股票時，須以結構型商品避險專戶之部位依「臺灣集中保管結算所股份有限公司業務操作辦法」之相關規定辦理。</p> <p>3. 連結外國股權商品之股權衍生性商品履約方式，得由雙方約定採現金結算或依其市場實務採行實物交割。</p> <p>4. 股權衍生性商品標的為股價指數時，應採現金結算。</p>	<p>財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營業務規則第 45 條。</p> <p>準用同上第 33 條第 2 項。</p> <p>同上第 45 條。</p> <p>同上第 45 條。</p>
計價幣別	<p>1. 國際證券業務分公司經核辦外幣衍生性金融商品業務後，對於個別外幣衍生性金融商品之辦理，除經主管機關核准者外，計價幣別不得為新台幣，連結標的不得為新台幣匯率、新台幣利率指標或新台幣計價商品，且投資標的組合內容亦不得涉及新台幣計價商品。</p> <p>2. 各款外匯業務涉及外國有價證券或境外基金者，該外國有價證券或境外基金不得以新台幣計價，且不得涉及新台幣匯率及貨幣市場利率指標。</p> <p>3. 證券商與櫃買中心登記之境外華僑及外國人從事連結台股之股權衍生性商品交易，須採外幣計價並以外幣結算，不得涉及台股現貨之實物交割。</p>	<p>國際證券業務分公司管理辦法第 12 條。</p> <p>證券商辦理外匯業務管理辦法第 4 條第 2 項。</p> <p>財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營業務規則第 45 條。</p>
避險	<p>1. 經營股權衍生性商品交易業務，證券商為股權選擇權之買方、股權交換及股權遠期交易時無須避險；但為股權選擇權之賣方，則應設立專戶避險。</p> <p>2. 證券商基於穩定標的證券之價格，得於相關交易了結後將避險專戶內連結標的股票撥轉</p>	財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營業務規則第 46 條、第 34 條至第 39 條。

	內容	法條
	至自營帳戶。	
內控 監理	<ol style="list-style-type: none"> 1. 經營股權衍生性商品業務應就避險作業訂定嚴謹內部控制規範及加強內部稽核。 2. 國際證券業務分公司應依金管會訂定之證券暨期貨市場各服務事業建立內部控制制度處理準則(參考證券商設置標準第11條及證券商管理規則第2條)訂定內控制度。 3. 主管機關得隨時派員，或委託適當機構檢查情形。 4. 國際證券業務分公司應併入其總公司淨值、財務比率及自有資本適足比率，並應維持金管會規定之比率。 5. 國際證券業務分公司辦理外幣拆款或融資之期限及總餘額應符合主管機關規定。 	<p>財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則第35條。</p> <p>國際證券業務分公司管理辦法第3條。</p> <p>國際證券業務分公司管理辦法第4條。</p> <p>國際證券業務分公司管理辦法第7條。</p> <p>國際證券業務分公司管理辦法第8條第1項。</p>
課稅	<ol style="list-style-type: none"> 1. 國際證券業務分公司經營國際證券業務，境外免徵營業事業所得稅、營業稅、印花稅，支付利息免扣繳所得稅。境內皆須課稅。 2. 國際證券業務分公司經營結構型商品交易之所得，境外免扣繳所得稅， 3. 免稅施行期間為十五年。 4. 股權衍生性商品屬國際金融業務條例第22-4條第1項第7款之範疇，“為經主管機關核准辦理之其他與證券相關外匯業務”。 5. 國際證券業務分公司經營股權衍生性商品業務之所得，境內個人課徵財產交易所得稅，即資本利得稅，境外尚不明確。 	<p>國際金融業務條例第22-7條。</p> <p>國際金融業務條例第22-4條。</p>
外匯 管制	<ol style="list-style-type: none"> 1. 證券商經營衍生性金融商品交易業務，而有涉及外匯業務者，應就涉及資金匯出入部份向中央銀行申請許可。 2. 國際證券業務分公司辦理股權衍生性商品業務，除國際金融業務條例另有規定者外，不受管理外匯條例及證券交易法有關規定之限制。 	<p>財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則第5條。</p> <p>國際金融業務條例第22-6條。</p>

資料來源：本研究整理。

第二節 OSU 可從事之離境股權相關新金融商品範圍探討

一、股權衍生性金融商品在離境證券業務中之定位

所謂股權衍生性商品之定義，依據「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則」，係指其價值衍生自股票、股價指數、指數股票型基金之衍生性金融商品，種類包括股權遠期、股權交換及股權選擇權等。股權商品在「國際金

融業務條列」中之定位，可歸屬於第 22-4 條第 1 項 OSU 得經營之國際證券業務中之第 7 款“經主管機關核准辦理之其他與證券相關之外匯業務”，且「國際證券業務分公司管理辦法」第 12 條中亦提及“國際證券業務分公司辦理外幣衍生性金融商品業務...”，另搭配央行公佈之「證券業辦理外匯業務管理辦法」第 4 條第 1 項第 4 款及第 29 條第 1 項內容，股權屬於券商得辦理之匯率以外之衍生性外匯商品業務範圍其中一項⁴⁷，因此可認定外匯衍生性商品(含股權衍生性商品)已納入國際證券業務範圍內，為 OSU 可經營之業務項目，且該 OSU 可經營之衍生性商品業務，已非屬國內衍生性商品業務範圍，因此得不受櫃檯買賣中心「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則」之規範。

至於股權衍生性商品之連結標的，依據「證券業辦理外匯業務管理辦法」第 29 條第 1 項第 1 款，明定股權衍生性外匯商品為股權選擇權、股權交換及股權遠期契約，且連結標的以下列為限：

- (一)外國股票、股價指數或指數股票型基金；
- (二)以外幣計價，標的涉及國內股票、股價指數或指數股票型基金；
- (三)標的股權不含本國股價指數於國外交所掛牌商品。

二、可從事股權相關新金融商品範圍探討

國外對於股權相關的衍生性商品是不課資本得稅的，但國內卻不是如此，高達 40% 的所得稅率將會使國外法人卻步，轉而向鄰國的 OSU 投資。歸究其原因，在於鄰國將股權相關的衍生性商品定位為「證券」，且對於非本國居民有豁免利得稅，此為他們發展的利基，而我國將其定義為「契約」，造成課稅的問題產生，此為差異所在，

⁴⁷ 另可參照中央銀行 2012 年 12 月 24 日所發佈之新聞稿：證券商辦理與證券相關之外匯業務範圍，其中包括股權選擇權及權權交換及其結構型商品。

也是本節要探討的地方。

對於我國而言，目前 OSU 對於個別外幣衍生性金融商品業務的辦理確實有所限制。在商品計價上，除經主管機關核准者外，計價幣別不得為新台幣，若標的涉及國內股票、股價指數或指數股票型基金等商品，計價幣別則須以外幣為限；在連結標的上，不得連結新台幣匯率、新台幣利率指標或新台幣計價的商品；而在投資標的的組合內容上，亦不得涉及新台幣計價商品，另標的股權不含本國股價指數於國外交易所掛牌之商品。

在以上的限制中，我國仍可針對幾個方向進行發展。第一個方法是於集中市場及店頭市場，成立以美元計價的國際板。此方法的優勢在於掛牌成本較低，且或許能解決契約模式的問題，同時排除證券交易法的適用，這樣 OSU 也不用去國外掛牌，若掛牌成本能低於其他國家，像是盧森堡等，就能吸引更多國外交易的衍生性金融商品來台掛牌。

第二個方法為爭取發行類受益憑證(beneficiary certificate)，可以將憑證包裝成海外外幣計價的有價證券，雖然這會牽扯到上市程序與國際版的問題，但這是將產品從「契約」跨向「證券」的一大步，交易功能可獲得足夠的合法性，也能創造對於未來的發展制度與基礎。另外，國外有些市場其結構性商品甚至會利用有價證券募發程序，在證券交易所掛牌，只要有相關公開募集發行的程序，財政部就可以將之視為有價證券，這樣就只需要課千分之一的證交稅。

第三個方法是從現行的某些產品下手，現在經主管機關核准者外且涉及新台幣計價或新台幣利率的金融商品有三個，分別是境外基金、以外幣交割之無本金新台幣利率交換，以及以台幣計價之新台幣級別

之多幣別基金，目前開放除了外幣計價之外，本國貨幣計價商品亦可的國家只有日本。我們建議可用例外的方式，如以新台幣計價可連結台股標的之股權商品。在這三個方法之外，我國禁止「台幣計價，台股連結」之商品，但若從另一個角度出發，改成「外幣計價，台股連結」，或許也是一個可行的方法。

第三節 OSU 從事離境股權相關新金融商品業務之利基與效益分析

以我國櫃買中心所統計歷年證券商交易股權衍生性金融商品的金額來看，股權遠期一直以來未有交易金額，而股權選擇權及股權交換之交易金額，占整體店頭市場衍生性商品交易量之比重仍低，皆不到 1%，對於國內證券商而言，我國在 OSU 開放後，券商未來在 OSU 承作股權衍生性商品業務預期將有很大之發展空間，將為我國離境證券業務交易帶來豐厚商機。

表三-2 我國 OTC 股權商品歷年交易金額數量

單位：新台幣千元

	股權遠期		股權選擇權		股權交換	
	百分比	金額	百分比	金額	百分比	金額
2007 年	0%	0	0.00%	0	0%	0
2008 年	0%	0	0.28%	3,505,415	0.01%	84,000
2009 年	0%	0	0.28%	2,297,607	0%	0
2010 年	0%	0	0.48%	4,180,277	0%	0
2011 年	0%	0	1.77%	11,441,443	0%	29,500
2012 年	0%	0	0.63%	3,537,936	0%	5,000
2013 年	0%	0	0.56%	3,536,585	0.05%	300,000

註：百分比為該商品交易量占整體 OTC 衍生性商品交易量之比重。

資料來源：我國證券櫃檯買賣中心統計資料。

我國的 OSU 在的業務上主要有兩大問題，第一為「商品是否具有獨特性」？哪些商品是只有台灣才有，而別人沒有的？第二為「價格

的競爭力」。台灣的競爭環境較難勝過香港與新加坡，因此將重點放在「商品的獨特性」，連結台股的股權相關衍生性商品會使我們更有特色，因為我們涉及台股的避險部位綜效比別人好，會更具有競爭性，但目前因法令的限制無法開放。如此一來我國 OSU 的開放範圍會比香港及新加坡來得小，不容易吸引國外投資人，加上我國 OSU 的發展歷史不如這兩國，基礎建設也較不完善，將難以與鄰國抗衡。因此連結開放台股標的才是我們的利基，因為操作上較熟悉，且交易上的成本也會比外商低，這樣的情況下才較有發展的空間。

此外在稅制的部分，許多高淨值投資人在香港開戶，其原因是因為海外所得申報的比率很低，而今天我國 OSU 交易狀況較透明的情形下，課稅及管理容易，對於投資人不利。建議在 OSU 的範圍下，對於個人及自然人身分的投資人可以適度放寬，例如用產品別來區分，像是保本型商品的門檻是否可以調整，而不只限於專業投資人。這樣能夠讓投資人透過 OSU 的一站式服務進行海外交易，資產配置上較可以有更多的組合，OSU 的吸引力也能提升。此外，也建議對於國外投資人來開放連結台股標的。

高淨值客戶是否會回流，也是一個很重要的問題。在 OSU 發展之後，勢必要有一個台灣自己獨特的商品，這也可以是跟人民幣或是中國連結的，這樣我國仍有機會超越韓國、日本，甚至與香港及新加坡來競爭，高淨值的客戶也有動機來我國的 OSU 投資，若只是開放其他國家也有的商品或市場，實在沒有動機讓高淨值客戶回流。

就主管機關及業者觀點而言，中央銀行為了維護匯率穩定度，透過 OBU 及 OSU 對境外投資人提供金融商品，基本原則是不得涉及台幣，即不開放與台灣利率、匯率，以及台幣計價商品連結的金融商品，其

考量是可以理解的，但對於開放國內 OSU 承做連結新台幣計價商品，是否會對國內匯率波動程度增加新的影響？建議主管機關應仔細評估開放的可行性。

金融商品與外匯息息相關，這也是中央銀行謹慎考量金融開放項目的主要因素之一，但如果金融操作的結果對外匯的影響程度相近，則不宜因外資或本土券商之身分別不同而有不平等之限制。另外，由於目前中央銀行並未禁止外資操作連結台股之店頭衍生性商品交易，而國內目前經核准可辦理 OSU 業務之券商，卻無法承做以台幣計價可連結台股之標的之股權衍生性商品。若以目前外資進出我國金融市場的金額而言，其對匯率的影響程度都仍在中央銀行可允許的範圍內，因此因而影響國內匯率波動程度之影響是有限的，若未來開放國內券商 OSU 業務得承作連結台股之新台幣計價之股權衍生商品，其金額及影響相對應是小很多。

最後，我國高資產淨值客戶透過至海外開立帳戶進行交易，並委託外資券商協助操作方式已有十年以上歷史，而在這波開放我國 OSU 政策下，若未能開放我國券商可承做連結台股之新台幣計價的股權衍生性商品，則國內券商不僅將喪失機會，亦將影響國內稅基與業者競爭力。

因此建議可考慮開放 OSU 承做連結台股之新台幣計價商品，不但可提昇我國 OSU 業務之特色與金融競爭力，在提昇交易透明度方面，也能透過券商交易申報及主管機關查核，清楚瞭解衍生商品連結標的與內容，對央行及主管機關而言，更容易達到管理的功能與目的，同時也可減少假外資的問題。

綜觀此節，我們認為我國 OSU 的利基就在於「連結台股」，唯有開放此條件才能讓我們不同於其他國家，造就所謂的「獨特性」，當國外投資人有此需求時，他就只能在台灣的 OSU 交易，這樣才能有助於我們 OSU 的發展及獲利，也才有機會超越韓國、日本。當高淨值客戶看到我國 OSU 發展的契機，且具有別國沒有的商品，才有可能放棄在香港或新加坡投資，轉而回到台灣。根據以上論點，開放「連結台股」是我國 OSU 發展中極為重要的一環。也許在 OSU 中股權相關衍生性商品所佔的比例不高，但鄰國在這方面的金額卻是遠遠超越台灣的 40 億台幣，例如日本高達 2,470 億美元，香港也有 1.5 兆港幣，由此看來，台灣有很大的發展契機。

第四章 OSU 從事離境股權相關新金融商品業務衍生問題探討

第一節 運作模式

券商承作股權衍生性金融商品時，尤其是股權交換，係將國內股票未來報酬（價差加上股息）交換對手支付期間利息，好比將資金借予對手購買國內股票，對境外法人及個人將具有極大吸引力，可預見 OSU 開放後券商對於股權衍生性商品將有極大的利基，若證券商能適當地進行避險，風險也可控制至可接受水準。面對國際證券業務分公司的避險需求，將涉及 OSU 本身之資金規模大小，根據「國際金融業務條例」第 22-3 條第 2 項及「國際金融業務條例施行細則」第 16 條，國際證券業務分公司應專撥最低營業所用資金二百萬美元，但實際運作上，券商避險有龐大之資金需求，其專撥之營業所用資金恐無法支應。

一、OSU 承作權衍生性商品舉例說明

假設 OSU 與境外法人 CSFB 承作連結宏達電之股權交換，名目本金 3,500 萬美元，為期三個月，雙方約定三個月後：OSU 支付 CSFB 宏達電在這三個月的報酬乘上名日本金的金額；而 CSFB 支付 OSU 約定利率（假設為 1%）乘上名日本金的金額。另，OSU 同時也可借款給 CSFB 作股權交換的部分保證金，或收較少保證金但較高利息，在此先不計算。

情況一：若 3 個月後宏達電上漲 10%，則 OSU 需支付 CSFB 341.25 萬美元 $(3,500 \text{ 萬美元} \times 10\% - 3,500 \text{ 萬美元} \times 1\% \times 3/12)$ ；

情況二：若 3 個月後宏達電下跌 10%，則 CSFB 需支付 OSU 358.75 萬美元 $(3,500 \text{ 萬美元} \times 10\% + 3,500 \text{ 萬美元} \times 1\% \times 3/12)$ 。

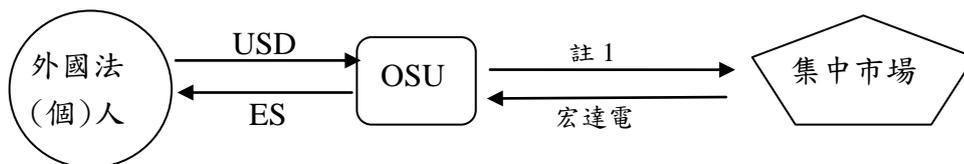
假設美元兌台幣匯率 30，宏達電股價 140，在這個例子當中，若 OSU 不避險，則宏達電漲 10% 會產生 341.25 萬美元的虧損，跌 10% 則會有 358.75 萬美元的獲利，因此 OSU 需買進宏達電 7,500 張 (美金 3,500 萬 \times 30 \div 140,000) 做避險：

情況一：在宏達電上漲 10% 時可由避險部位賺進 350 萬美金，扣掉支付 CSFB 的 341.25 萬美元後，OSU 損益為 8.75 萬美元；

情況二：相反地，在宏達電下跌 10% 時避險部位會虧損 350 萬元，在加計由 CSFB 收到 358.75 萬元後，損益為 8.75 萬美元。

二、OSU 與境外法人、境外個人承作股權交換的兩種避險模式

(一) 在 OSU 承作股權交換，在 OSU 中買賣宏達電股票避險



註 1：OSU 需開立台股買賣帳號

存在問題：1. 若 OSU 承作約當 3,500 萬美元的股權交換，則需要有 3,500 萬美元 (約當台幣 10.5 億元) 買台股，多做幾檔後，OSU 專撥營業所用資金恐無法支應。2. 為買賣台股避險需求，OSU 需將美元換成台幣，將會占央行規範之年度結匯額度。

(二) 在 OSU 承作股權交換，但在 DSU 中買賣宏達電避險 (申設獨立帳號，例如 8888-9 等，該帳號損益均歸屬 OSU)



此做法之優點，即可解決 OSU 專撥營業所用資金不足的問題。

由上述例子可知，OSU 與交易對手承作多少名日本金的股權交換契約就需要買多少股票做避險，若 OSU 承作 1 億美元股權交換，就需要買 1 億美元(約當台幣 30 億元)股票，OSU 可能無如此龐大的資金，但此買股票的行為係為了避免 OSU 損益過大而產生的避險行為，應考慮是否得不計算入此條專撥營業資金，而由總公司代為避險，並將該避險損益歸 OSU。

第二節 租稅問題

從各國在境外金融中心的租稅進行比較；香港屬內外一致型的金融中心，因此不以境內境外的標準來課稅，而是「屬地主義」，當局以業務所得是否來自香港作為判斷依據，只要利潤是從香港產生的，或是自香港取得的一律都要繳納 16.5% 的利得稅；只要不是從香港取得的利潤，即使將其匯入香港也不須繳稅。印花稅的部分，根據香港稅務局的《稅務條例釋義及執行指引第 27 號修訂本》，獲稅務局局長認可的場外交易市場上上市的任何債券或股本證券，是可以免印花稅的；新加坡的部分，境外 ACU 比起境內 DBU 享有更多的優惠，包括免徵營業稅、印花稅、利息所得稅，在營利事業所得稅也有所減免，境內 DBU 的稅率為 17%，而境外 ACU 則減為 10%。在日本方面，與新加坡有許多地方是相似的，境外同樣可以享有許多優惠，免課利息所得稅及營利事業所得稅，但境內就需要繳納這兩項稅款。

比較上述三個國家後，可發現我國的租稅措施也相當具有吸引力，類似新加坡及日本，我國也是「境外免稅，境內課稅」，但我們的免稅項目更多，包括免課徵營利事業所得稅、營業稅、印花稅及利息所得稅；但跟新加坡及日本不一樣的地方是，這兩個國家的免稅優惠是

適用於很多金融商品的，反觀台灣的法令只有提到利息及結構型商品可以享有免利息所得稅優惠，對於其他的衍生性商品沒有明確的規定。此外，財產交易所得稅的部分也是影響很大的一個部分，國外一般而言，買賣股票有課資本利得稅，但承作股權交換(equity swap, ES)不課所得稅，所以股權交換很活絡；但在國內卻相反，買賣股票幾乎不課所得稅，作股權交換要課所得稅，稅率很高，個人最高稅率甚至可高達 40%，所以證券商目前幾乎無法承作股權相關衍生性商品(股權交換、股權選擇權)，因為交易所得必須計入營利事業所得稅；交易對手也必須扣繳所得稅。在台灣的利基不如國外的情形下，再課財產交易所得稅會使大部分的投資人卻步，導致我國 OSU 難以發展，克服財產交易稅的問題是迫在眉睫的。最後，台灣也需要積極的與外國簽立租稅協定，讓我國支付到外國的避險成本 (hedge cost) 可以免扣繳。在解決以上三個問題後，我國的 OSU 相較於鄰國在租稅上將具有相同條件，將租稅障礙排除是吸引外國投資者到我國 OSU 進行交易之首要任務。

第三節 會計處理問題

境外金融中心的結構會導致會計處理的不同，在類別上主要分為兩類，第一類是「內外分離型」，帳務上將會境內與境外加以區隔，是為獨立會計分隔經營，新加坡及日本都是採用此種方式。新加坡的商業及商人銀行均有資格設立 ACU 帳戶，日本經財務省核准的金融機構得設置特殊國際金融交易帳戶，以區隔境內與境外的會計項目；第二類是「內外一致型」，境內與境外金融中心沒有區隔，帳務上同樣也不分境內境外，資金得以自由流通，採取此種類型的金融中心有香港。

一、獨立會計分隔經營

根據修正之「國際金融業務條例」第 22-3 條 1 項：「證券承銷商、證券自營商及證券經紀商者，得由其總公司申請主管機關特許，在中華民國境內，設立會計獨立之國際證券業務分公司，經營國際證券業務。」；此外「國際金融業務條例施行細則」第 10 條，所謂會計獨立之國際金融業務分公司，指該分公司應使用獨立之會計憑證，設立獨立之會計帳簿，並編製獨立之會計報表，不得與其他總公司或其他分公司相混淆。因此可知我國 OSU 係採取「內外分離型」的結構。

我國雖與新加坡及日本同為內外分離型之境外金融中心，但仍有些許地方不同。在經營型態上，該兩國的 OSU 是金融機構底下的一個記帳、業務單位，但我國則是分行、分公司的組織型態；而會計準則上仍與此兩國相同，為「獨立會計分隔經營」，欲經營的銀行及券商得設立一個獨立的會計帳戶，其帳務必須列在國際金融業務分行或分公司的底下。

1. 國際證券業務分公司帳務處理

在分公司的帳務處理上，根據「國際金融業務條例」第 17 條，國際證券業務分公司與國際金融業務分行相同，除其總公司所在國法律及其金融主管機關規定應提之呆帳準備外，OSU 是免提列呆帳準備的；此外，於每屆營業年度終了時，應將營業報告書、資產負債表及損益表報請主管機關備查，但其資產負債表則免于公告（國際金融業務條例第 20 條）。

2. 受委託分公司帳務處理

依修正後之「國際金融業務條例」第 22-5 條，OSU 得將其第

22-4 條所規範之各項業務，委託予同一證券商經央行同意辦理證券相關外匯業務之分公司（即受委託分公司）代為處理，受託分公司處理時亦應帳列國際證券業務分公司；其可代為處理之業務範圍，包含經主管機關依「台灣地區與大陸地區人民關係條例」許可辦理之兩岸證券業務。受託分公司代為處理 OSU 之各項業務時，向 OSU 收取合理對價以支應其營業費用者，該收入應列為受委託分公司之所得，並依規定申報繳稅；若未向 OSU 收取對價者，其代為處理各項業務之費用，不得以費用列支。

二、避險專戶的規劃

在會計獨立的情況之下，可能會有避險專戶的問題產生，如同第一節所述，建議主管機關允許證券商在 DSU 開立一個避險專戶，由總公司專門對於 OSU 部分來做避險。在開立避險專戶後，會計上也要有所調整。第一點，DSU 與 OSU 之間經營共同業務產生的相關成本及費用，應該要有合理的比例分攤；第二點，OBU 在分攤完成本及費用後，會按照所得稅的最低稅負 12%，將 OBU 的收入重新計算後再對銀行進行課稅，而 OSU 應該也要有相同的制度。我國未來在開放更多股權相關衍生性商品之後，避險成本及營運成本也必須有更清楚的分攤及規劃。

第四節 相關配套措施分析

股權衍生性金融商品的業務機會牽涉層面甚廣，除了在國際上，國內稅賦法規要具競爭力外，國內有關該項產品之交易相關配套措施同等重要，參酌國內專家已撰文探討之文章，本文將針對較迫切之面相提出探討，分別說明如下：

一、發行面：發行的產品種類以及其特色需定位清楚，找出台灣發展股權衍生性商品之優勢所在；

二、交易面：如果交易量不大，政府稅收也不好，交易的設計應傾向便民及簡化流程；

三、結算交割面：主要是沒有集中交易平台及集中結算平台；

四、稅務面：是在這個探討議題裡最重要的部分，賦稅主管機關認定股權衍生性商品非屬有價證券範疇，而是一種契約模式，故於OTC交易之股權衍生性商品應視為財產交易所得，須課徵財產交易所得稅，且損益不能互抵，與周邊多個金融中心多稅賦設計不同；

五、投資人保護面：交易平台愈透明，投資人可蒐集資訊越多，保護也就越好；

六、監理面：監理機關除了監督交易機制外，對於商品設計也予以審核，注意風險控管固然對投資人提供保護的功能，但亦須考慮到推廣該項產品的時效性。

第五章 結論與建議

根據本研究分析，台灣在離岸資本市場中的整體租稅政策與鄰近幾個國家，包含日、港、星、韓相比較，並不會不具競爭力，但對於某些衍生性商品而言，國內稅務相關法規明顯與其他金融中心有所落差，綜合而言，本研究建議如下：

壹、財產交易所得稅問題

股權交換等衍生性新金融商品的挑戰與業務機會癥結點在於，境內針對股權衍生性商品交易的課稅方式與鄰近金融中心不同，台灣對有價證券課稅的對象與範圍為：公司發行之股票、公司發行之公司債；另外為經政府核准公開募銷之其他有價證券，包括：認購新股權利證書、增資配發股權利證書、各種證券價款繳納憑證。賦稅主管機關認定股權衍生性商品非屬有價證券範疇，而是一種契約模式，故於 OTC 交易之股權衍生性商品應視為財產交易所得，須課徵財產交易所得稅，且損益不能互抵，並不適用證券交易稅率以及證券交易所得稅等相關規定。另外，現行法規於離岸市場對於國際證券業務分公司之租稅減免措施項目中，針對 OSU 經營國際證券業務所支付金融機構、中華民國境外個人、法人或政府機關可免扣繳所得稅之項目僅有利息及結構型商品交易之所得，而對於其他衍生性金融商品則未明確說明。

鄰近的金融中心將此商品定位為「證券交易」或「衍生性商品交易」之一，因此交易所得適用證券(資本)交易所得稅或是衍生性商品交易所得稅，例如：香港及日本明確定位股權交換衍生性新金融商品為「證券交易」或「有價證券」性質，而在離岸資本市場中，免扣繳交易所得稅。⁴⁸

⁴⁸ 請參考本研究 p. 56-57。

建議思考方向 1:

考量提升本國離岸金融中心之競爭力，建請主管機關解釋股權交換等衍生性新金融商品在境外之定位，考慮將 OSU 股權交易部分比照其他鄰近金融中心明訂為有價證券交易，釐清稅賦課徵標準，以推展 OSU 業務。

建議思考方向 2：

將股權衍生性商品之交易契約證券化掛牌上市，以課徵證交稅代替財產交易所得稅(比照國內權證做法)。

建議思考方向 3：

針對「國際金融業務條例」第 22-7 條第 4 項，爭取解釋所得稅範圍應包括股權衍生性商品（股權交換及股權選擇權）。

貳、辦理程序(國際證券業務分公司管理辦法第 12 條)方面

OSU 辦理總公司業經央行核准或備查之外幣衍生性金融商品，僅需向金管會報備，並副知央行。

OSU 辦理金管會已開放之外幣衍生性金融商品，除主管機關另有規定者外(如外幣間匯率衍生性外匯商品業務)，於函送金管會申請之次日起 15 日內，金管會及央行未表示反對意見者，即可逕行辦理。

OSU 辦理金管會尚未開放之外幣衍生性金融商品，應向金管會申請，並由金管會逐案洽商央行後准駁之。

建議思考方向:

上述「逐案洽商央行後准駁之」，是否有可能更彈性開放，如：(1)審核時間有無再縮短的可能性；(2)鬆綁針對專業投資人銷售的金融商品；(3)負面表列或進行原則審核。

參、業務及交易對象方面

面對國際證券業務分公司的避險需求，將涉及 OSU 本身之資金規模大小，根據「國際金融業務條例」第 22-3 條第 2 項及「國際金融業務條例施行細則」第 16 條，國際證券業務分公司應專撥最低營業所用資金二百萬美元，但實際運作上，券商避險有龐大之資金需求，其專撥之營業所用資金恐無法支應。另外，OSU 辦理業務，境內僅限符合金管會規定之專業投資人資格條件之客戶，不得接受境內非專業投資人（OSU 管理辦法第 10 條）。

建議思考方向 1：

建議進一步鬆綁開放證券商對海外子公司資金貸與之規範，俾能善用母公司之資本與信用，提升海外子公司之營運動能。包括開放證券商得對海外子公司進行資金貸與，鬆綁海外子公司之間從事資金貸與之規範。

建議思考方向 2：

可考慮在 OSU 條件範圍下，以產品別作為區分，對交易對象為自然人身份的投資人限制適度放寬，開放部分商品予境內一般客戶（如風險小的商品），而非僅限專業客戶。（如新加坡境內外交易對象不限，以優惠稅來做區隔）

肆、可從事離境股權相關新金融商品範圍方面

OSU 經核辦理外幣衍生性金融商品業務後，對於個別外幣衍生性金融商品之辦理，除經主管機關核准者外，計價幣別不得為新台幣，連結標的不得為新台幣匯率、新台幣利率指標或新台幣計價商品(ADR 可)，且投資標的組合內容亦不得涉及新台幣計價商品。（國際證券業務分公司管理辦法第 12 條）

建議思考方向 1：

集中市場及店頭市場成立以美元計價之國際板，除有較低的掛牌成本，也能解決契約模式問題，亦可排除證券交易法的適用，有利於推動衍生性商品交易。

建議思考方向 2：

爭取發行類受益憑證(beneficiary certificate)，但又牽涉到上市程序，也與國際版相關，可將憑證包裝成海外外幣計價有價證券。

建議思考方向 3：

現行“經主管機關核准者外”且有“涉及新台幣計價商品或新台幣利率”之金融商品有三：境外基金、以外幣交割之無本金新台幣利率交換、以台幣計價之新台幣級別之多幣別基金。建議思考開放以新台幣計價可連結台股標的之股權商品之可能性，例如：連結上市(櫃)個股、股價指數或指數股票型基金等。

綜合上述討論，股權相關新金融商品在離岸市場的業務機會，其所牽涉的層面甚廣，若與鄰近幾個金融中心做比較，每個金融中心主客觀環境不同，並無法直接相比較，例如：星、港及日並無外匯管制，但台灣有很明確的外匯管制政策，在此大方向下，許多金融相關管理辦法自是不同。惟近幾年，台灣政府在全球化的趨勢下，挑戰日益升高，區域經濟的整合腳步亦未停止過，面對各國走向開放國內市場及面對國外競爭的趨勢與聲音，跟過去比起來，有過之無不及。因此，在這個研究報告裡，雖然可以羅列出鄰近幾個金融中心在股權新金融商品在其資本中心所扮演的角色與其競爭特色，台灣相關當局可深入思考我們的金融政策到底需要開放的什麼程度？台灣的優勢何在？在座談會裡，多位專家坦言，台灣應該及早建構開放且健全的資本市場，方得以吸引外國人投資，並將海外的高淨值專業

投資人吸引回台，金管會周邊幾個相關金融體系，包含證交所、期交所、集保中心及櫃買中心，在明確開放的政策下積極拓展業務，將台灣資本市場推向國際。至於本研究的研究重心，雖有很大一部分與稅制的設計有關，但追根究底，另有一部分則是在探討潛在的業務機會，惟這個業務機會卻與法令設限有相當的直接關係(國際證券業務分公司管理辦法第 12 條；證券商辦理外匯業務管理辦法第 4 條第 2 項)，若法令沒有討論的空間，那潛在的業務機會發揮有限。政府對於法令的堅持，固然有其穩定金融秩序之立場，但其堅持是否能達到其原法令所欲達成的目的，仍可深入探討或跨部會釐清之，惟法令是否得討論而改變之，已超過本研究之研究重點，特於文末呼籲相關當局重視證券業未來發展對策與金融政策之檢視。

我們也期望在政府逐步開放 OSU 相關業務過程中，能夠透過適當的管理，在維持台灣金融市場穩定的前提下，儘可能讓衍生性商品交易透明化、金融商品多元化，同時也能讓金融業者在平等、自由、合法的環境中，創新及強化 OSU 相關業務，提供客戶一站式購足的多元化金融商品服務，並可與國際上其他境外金融中心及投資銀行競爭。

參考文獻

一、中文部分

Paul R. Krugman, Maurice Obstfeld, 林柏生、林淑芳、芳誠編譯，2000-2001，「國際經濟學」，臺北市：華泰。

Sarah Krouse / Mike Foster, 「新加坡將取代瑞士成為全球財富管理中心」，華爾街日報，2013 年。

香港金融管理局 2012 年報，2013 年。

香港金融管理局「有關香港場外衍生工具制度的聯合補充諮詢總結——對新增／經擴大受規管活動的範圍及對具系統重要性的參與者的監管監察的建議」，2013 年 9 月。

<https://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/consultation/conclusion?refNo=12CP2>

香港金融管理局「金融數據月報」第 232 期，2013 年 12 月。

<http://www.hkma.gov.hk/media/eng/doc/market-data-and-statistics/monthly-statistical-bulletin/T030302.xls>

香港「2013 年證券及期貨(修訂)條例草案」委員會第三次會議記要，2013 年 10 月 15 日，

<http://www.legco.gov.hk/yr12-13/chinese/bc/bc12/minutes/bc1220131015.pdf>

香港「稅務條例釋義及執行指引第 27 號修訂本」，2010 年 6 月，
http://www.ird.gov.hk/chi/pdf/c_dipn27.pdf

證券公會季刊 101 年第四季，民國 101 年 11 月。

證券公會季刊 102 年第三季，民國 102 年 8 月。

「亞洲美元市場的發展」，行政院經濟建設委員會研究報告，1980 年。

「開發中國家的境外金融中心」，行政院經濟建設委員會，1983 年。

「新加坡金融市場與金融機構」，行政院經濟建設委員會，1990 年。

「細說當年」，香港交易及結算所有限公司，2011 年 5 月。

「香港發展離岸人民幣金融中心各地經驗堪作借鏡」，商薈，2010 年 10 月。

王婷，「東京離岸市場的發展經驗對香港人民幣債券市場發展的借鑒意義」，鵬元資信 2013 年第 3 期。

江瑋，「跨國企業以境外金融中心作租稅規畫之研究—台灣、新加坡境外經融中心案例研討」，銘傳大學財務金融學系碩士論文。

沈中華、陳惟龍等，「我國證券商辦理離境證券業務之可行性研究」，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，2012 年 11 月。

俞明德、陳惟龍等，「研議放寬證券商業務人員專任限制之可行性及範圍」，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，2012 年 11 月。

許耕維，「境外金融中心之租稅誘因機制比較」，當代財政第 33 期，2013 年 9 月。

黃阿旺、宋秋來、黃寶霞，「新加坡發展資產管理中心經驗暨亞洲通貨單位 (Asian Currency Unit, ACU) 規範及運作」，中央銀行出國考察報告，2010 年 2 月。

張雅萍、王建武，「從賦稅角度看如何健全我國股權衍生性商品之發展」，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，證交資料第 587 期，頁 67 至頁 93，2011 年 3 月。

曾振木 (Chan Chin Bock) 等著，戴至中譯，「心耘：一群經濟精英打造新加坡成為第一的關鍵歷程」，臺北市：麥格羅·希爾，2004 年。

葉疏、王瑄等，「如何健全我國店頭市場股權衍生性商品之發展-就稅負問題之研究」，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，2010 年 12 月。

潘雅慧等人，「我國對外商銀行管理妥適性之檢討及建議」，中央銀行金融監理與風險管理選輯，2006 年 3 月。

謝學如，「日本金融大改革及對我國之啟示」，行政院經濟建設委員會，經濟研究第 9 期，2009 年。

譚雷，「新加坡向全球財富管理中心邁進」，聯合早報，2005 年。

二、英文部分

Akihiro Wani, Reiko Omachi, and Hirofumi Taba, 2009, Investment opportunities for professional investors in Japan, *Capital markets law journal* 4(2), 179-200.

Celent Securities & Investments Team , 2013 , ”The Asian OTC Derivatives Markets”

Celent , 2012 , ”OTC Derivatives and Trading Platforms in Singapore”.

Ernst & Young Newsletter: Impact of the Fiscal 2008 Tax System Reform on International Tax Affairs.

International Monetary Fund , 2013 , ”Assessment of Observation of the CPSS-IOSCO Principle for Financial Market Infrastructures”.

MAS , 2013 , 「新加坡金融管理局 2012/2013 年報(MAS Annual Report 2012/2013)」 ,

<http://www.mas.gov.sg/About-MAS/Reporting/Annual-Reports.aspx>

MAS , 2007 , 「亞洲通貨單位營運規則(Asian Currency Unit Terms And Conditions Of Operation)」 ,

<http://www.mas.gov.sg/regulations-and-financial-stability/regulations-guidance-and-licensing/merchant-banks/guidelines/2008/asian-currency-unit-terms-and-conditions-of-operation.aspx>

MAS , ” Number of Financial Institutions and Relevant Organizations in Singapore (Last updated as at 28 Dec 2013)” ,

<https://secure.mas.gov.sg/fid/>

Sato, Kiyotaka, 2001, Japan’s Financial Intermediary and the Role of the Yen in East Asia, Working Paper Series vol. 2001-38.

三、網頁部分

MBA 智庫百科-Q 條例

<http://wiki.mbalib.com/zh-tw/Q%E6%9D%A1%E4%BE%8B>

香港外資銀行市場准入制度 ,

http://www.pbc.gov.cn/publish/goujisi/754/1123/11233/11233_.html

香港交易所網站 , 統計及數據研究 ,

http://www.hkex.com.hk/chi/stat/epstat/floorstat/2013floorstat_c.htm

日本金融廳 : <http://www.fsa.go.jp>

日本財務省 : <http://www.mof.go.jp/index.htm>

日本銀行 : <http://www.boj.or.jp>

日本證券業協會 : <http://www.jsda.or.jp/index.html>

韓國稅務局（National Tax Service）：

http://www.nts.go.kr/info/info_04_03.asp?minfoKey=MINF6920080211211627&top_code=&sub_code=&type=LR&isSearch=0&mbsinfoKey=MBS20120327092009633#

韓國金融投資協會 2011 年到 2013 年的場外衍生性商品的市場趨：

http://www.kofia.or.kr/brd/m_52/list.do

http://www.kofia.or.kr/brd/m_52/down.do?brd_id=www_default&seq=194&data_tp=A&file_seq=1

http://www.kofia.or.kr/brd/m_52/down.do?brd_id=www_default&seq=166&data_tp=A&file_seq=1

Inland Revenue Authority of Singapore ， ”What is Taxable Income” ，

<http://www.iras.gov.sg/irashome/page04.aspx?id=440>

韓國金融中心（International Financial Center）

http://www.jejunu.ac.kr/html/eng/jnu/org_5_view.jsp?pid=108

韓國證券市場相關制度：

<http://libsvr.sfi.org.tw/torica97web/download/Korea99.pdf>

附錄一、「離境證券業務（OSU）開放下，券商從事股權相關新金融商品的業務機會」座談會會議紀錄

日期：103 年 1 月 6 日 下午 2 時 30 分

地點：本基金會 9 樓會議室

主持人：師範大學管理研究所周德璋所長

出席者：金融監督管理委員會證券期貨局許科長耕維、師範大學管理研究所蔡教授蒔銓、臺灣大學財務金融系胡教授星陽、淡江大學財務金融學系林教授蒼祥、證券櫃檯買賣中心陳副理德鄉、元大寶來證券股份有限公司林副總經理象山、凱基證券股份有限公司林副總經理志宏、富邦證券股份有限公司郭副總經理永宜、永豐金證券股份有限公司陳副總經理宗熙、資誠會計師事務所吳會計師偉臺、資誠會計師事務所張副總經理冠彬

列席者：中華民國證券商業同業公會翁組長玉貴、劉資深協理金龍、本基金會葉處長淑玲

記錄：吳欣芸、游豐進、陳雅苓

壹、主席致詞（略）

貳、背景說明（略）

參、討論議題

議題一：證券商在 OSU 從事股權衍生性商品業務之運作模式以及遇到之困境為何？

議題二：證券商在 OSU 從事股權衍生性商品業務所遇到之租稅問題為何？

議題三：證券商在 OSU 從事股權衍生性商品業務在會計處理上的問題為何？

議題四：為能發揮證券商在 OSU 從事股權衍生性商品的效益，除了租稅優惠及會計處理方面，是否尚有其他相關配套措施的建議？

肆、與會人員發言摘要

● 周所長德璋

本次研究計畫之背景主要聚焦在券商從事股權相關新金融商品的業務機會，包含股權相關的衍生性商品如股權選擇權及股權交換等。政府已於去年（102 年）6 月 19 日頒布修正後之「國際金融業務條例」，而後續之「國際金融業務條例施行細則」修正條文、「國際證券業務分公司管理辦法」、以及「證券業辦理外匯業務管理辦法」等，也剛於 12 月 26 日發布，今日座談會將請教各位專家及學者，針對股權相關金融商品的業務發展，在法規面及實務操作面面臨何種限制與挑戰？另外在租稅方面，本計畫所參考之其他標竿國家日、韓、港、星針對金融商品皆有免稅項目（如營業稅、印花稅、交易所得稅等），反觀台灣現行法令只明確提到利息與結構型商品是免稅的，而就其他的衍生性金融商品則需課稅，且在集中市場及店頭市場課的稅率也不一致。基於上述這些問題，本次邀集各位專家學者，針對研究團隊初步所擬之議題，請各位發表高見。

● 林副總經理象山

股權衍生性商品本身在 DSU 的交易量就很少，現在又開放 OSU，但問題在於國際金融業務條例中，免稅的部分只有利息所得稅而非財產交易所得稅，且股權商品在 OSU 中並沒有明文規定免課利息所得稅，此部分有待釐清。即使股權商品在 OSU 是免稅，也僅與香港、新加坡等國家免稅相同，也未把我國的劣勢轉為優勢，因為我們的競爭對手並非國內 DSU，那麼客戶為何要來台灣？我們起步較晚且基礎工作並未優於其他國家，但也並非不能做，因此重點是要知道我們的優勢在哪？才能吸引客戶的資金來台。需朝幾個方向去探討，1.我們的商品是否具有獨特性？像債券方面就有寶島債，是屬於台灣自己的商品，客戶非來台灣買不可，且利息免稅所以在 OSU 會比 DSU 好，而股權商品是否有哪些是我們有而別人沒有的？2.價格的競爭力，我國競爭環境較差，不敢說可以成為像香港、新加坡等一流的金融中心，但要想成為二流的金融中心，問題在我們要憑什麼去爭取客戶，

讓他們把資金移入台灣。說到商品的獨特性，仔細想想我國似乎是沒有，於是衍生到另一個議題，就是之前業者有提到希望能把台股納入範圍，我們涉及台股的避險部位綜效比別人好，在這方面會比較有競爭性，但要做台股又會另外牽涉到兩個問題，一個是跟 OSU 法令的精神不一致，二是會涉及到外匯的進出，但基本上和前述所提的商品獨特性及競爭力的精神是一樣的。第三點，我覺得台灣的大股東也要有先虧損三年的認知，雖然有虧損但可先將客戶拉入，但現在大股東對於 OSU 的認識還不深，還需要再多宣導，就如去大陸投資，券商也知道會先虧損三年，但仍有許多投資人前仆後繼的去，因為他們已經知道風險在哪、獲利在哪了，但 OSU 畢竟剛推出，很多大東股對此還不清楚，觀念上仍待溝通。

● 林副總經理志宏

附和林副總的意見，在開放 OSU 的過程中主要的客源有二，部分是國內客戶，部分是國外客戶；後者不管是在香港或透過新加坡 ACU 做股權相關的金融商品都是免稅，但在台灣卻有稅賦上的問題，例如，境外法人要做 OTC option，在國內面臨的是 20% 的財產交易所得稅，且所有獲利是不能互抵的，因此沒有誘因透過 FINI 進來跟 DSU 做任何的衍生性金融商品。現在 OSU 開放後，雖然已免稅，但根據現行「國際金融業務條例」相關子法中的「國際證券業務分公司管理辦法」第 12 條，規定了三不政策，其中一項是不能包括新台幣計價商品，在這情況下我國 OSU 開放的範圍也比新加坡和香港來得少，原因在於香港和新加坡都是採負面表列做法，而我們仍是採用正面表列的模式，因此就產品的多樣化而言，我們只是香港和新加坡的一個 subset，這樣別人為何要來跟我們 OSU 做交易？另就獨特性而言，我國也沒有獨特性，產品和香港及新加坡相同，稅也沒有比較優惠，因此就國外投資人而言，連結台股標的這部分若不開放，他們來台灣的利基並不大；再加上國外投資銀行在海外已經營許久，要打敗他們也不容易，因此在產品的競爭性方面，對境外投資人而言，連結開放台股標的可能對我們比較有利基，不僅操作上熟悉且整體交易成本相對較外商低，因此這部分比較有發展空間。

國內投資人的部分，目前 OSU 國內的開放對象只有國內專業投資人。若以他們的角度來看，似乎也找不到他們要透過 OSU 來交易的利基。現行很多高淨值客戶都在香港開戶，理論上也是要將海外所得併入最低稅負制來申報，但實際上申報的比率是非常低的；反觀 OSU 部分，並非稅制不合理，而是假設在現行與在香港開戶條件相同的狀況下，因 OSU 交易比較透明，主管機關容易管理及課稅，不利投資人，所以在 OSU 條件的範圍下，針對屬個人、自然人身份的投資人限制是否能適度放寬，建議可用產品別區分，例如保本型商品的門檻是否只能限於專業投資人？而不保本商品的限制是否可調整？調整後就可讓很多本來無法至香港開戶的台灣投資人，透過 OSU 提供一站式服務做海外交易，進行不同的資產配置，提昇 OSU 整體的吸引力。另外目前台灣的法人不論在 OSU 或在外商銀行的香港分行交易，都是併入營利事業所得稅申報且稅率相同，對法人並無太大區別，因此建議 OSU 可針對產品別及自然人的交易對象進一步放寬，而針對國外投資人，則考量是否開放連結台股標的。

● 陳副總經理宗熙

根據過去在 DSU 中推動股權相關衍生性商品的經驗，主管機關認為股權交易是一種契約行為，而非屬證券交易，但若是證券交易就不會有併入財產交易所得稅的問題。最早開放券商承做股權商品時，國內前幾大券商都有承做，但一兩年後才發現賦稅署對股權商品的交易認定是一種契約交易，需併入其他所得項下成為財產交易所得，因此針對股權衍生性商品的交易，建議應與稅賦主管機關溝通，確認為證券交易行為而非契約交易，才能避開個人 40% 最高稅負的問題，這部分若不解決，OSU 開放後券商一樣會面臨此問題。

● 郭副總經理永宜

需探討兩個問題，1. 客戶從哪裡來？現行是國內及國外客戶都有，首先是國外客戶，先排除歐美人士，他們來這邊掛牌交易的機會本來就不大；再來是陸客，他們可以選擇的有香港、新加坡等，何以會選擇我國 OSU？接下來是到海外投資

的台灣投資人（具有外籍身份的海外台商）；最後一個是台灣本地的專業投資人。務實來看，我們較著重的會是海外台商以及台灣本地的專業投資人。台灣本地專業投資人現行在海外原來就有交易，但透過本地的複委託平台，一年約只有五千億的海外股票交易量來看，我們現行連海外股票複委託交易都不容易推展，如要推展股權衍生性商品將更是困難。

2.這些買海外複委託的客戶也買了境外的結構型商品，聽說現行境外結構型商品要改成逐檔審查，這樣會有困難性。商品審查時，商審主管除了兩位董事，還要有風控主管、財務主管、法務主管。一檔商品要報價，要把商審主管找來，過一會可能客戶又有條件、標的要換，又要把商審主管找來。這部分如果能夠針對商品類型，在個別的條件上給予券商一定的彈性，才有辦法做。

● 吳會計師偉臺

要討論的重點有三方面，1.在於稅，稅是非常重要的要素，其重要程度取決於是否影響交易成本，如所得稅、withholding tax、印花稅等，答案會差很多，withholding tax 會直接影響到價格且影響很大，但對投資人來說，雖然剛才提到個人要繳 30%到 40%的稅，但他到美國交易也要繳很多稅，紐約的稅甚至到 50%，但他們還是會在紐約做交易，因此討論的重點在於，雖然稅有千百種，直接稅、間接稅、香港還有 stamp duty 等，但到底何種稅會造成交易的障礙？這也不能說是租稅優惠，因為我們也只是把障礙排除掉而已，並非優惠。2.台灣已在海外投資的高淨值客戶真的會回流嗎？個人持有相當大的疑問，我們若想把 OSU 做大，終歸還是要有一套屬於台灣自己獨特的商品，包括人民幣或跟中國連結的商品，這樣或許我們還能跟香港及新加坡競爭，也可能比韓國及日本強，若單純只是開放和其他國家相同的市場，那麼要那些客戶將資金回流是很困難的。3.我們在討論 OSU 時，有些部份或許可以當做 OBU 來談，因為 OBU 已行之有年了，有些經驗也可給 OSU 參考，OBU 嚴格說起來是外國客戶在台灣的国际金融業務分行開戶，且不能從事有關新台幣交易，但實際上，OBU 的客戶至少有七、八成都是台商的關係

企業，因此我們是否能以 OBU 做為一個藍本，給那些境外台商、高淨值客戶一個除了 OBU 以外更好的服務，除了傳統商業銀行的服務外，還能給他們更多直接金融的服務，讓 OBU 和 OSU 做更好的結合。以目前的狀況看來，同一家金控的 OBU 和 OSU 是連不起來的，這現象有些奇怪，要想讓流出國外的資金回流，單純開放一個 OSU 是做不到的，而是要將所有離境的銀行及離境的金融交易做一個更好的連結，若能達到，稅的問題就好解決。股權連結商品在中華民國來源所得的認定上並沒有一個明確的邏輯，若產品在國內交易就變成中華民國來源所得，或是因為投資人為台灣人所以也視為中華民國來源所得，究竟是依據人還是產品的所在地？要想跟香港和新加坡競爭，先前所提的障礙都必須排除，並先將有特色的產品以及能掌握的對象挑出來。

● 陳副總經理宗熙

事實上國內幾家大銀行做 OBU，大部分的獲利來源都是做外幣的借貸，客戶大多為台資背景，根據 2012 年統計數字，幾家大銀行可能有 25% 到 35% 甚至 40% 的獲利是來自於 OBU，其中又有超過六成五、七成是借貸方面的業務。我們金控內部也研究過，是否該讓 OBU 及 OSU 去做連結，但發現這條路是被切斷的，若 OSU 的產品被限制不能連結有關台幣或台股的標的，那麼並無利基，因為 OBU 的客戶大多都跟台灣很有連結，他們要做美股就去美國做，要做港股就去香港做，我們的利基就是我們最熟悉的台股，但現行卻無法和台幣及台股做連結，這條路是斷掉的。

● 吳會計師偉臺

現行台灣的 OBU 除了外幣，還有很多人民幣部位，這部分也是要協助解決，例如元大的 OSU 卻沒辦法跟元大的 OBU 借錢，等於強迫他要去跟匯豐借錢，這就失去了金融的原意，既然都是離境業務，應該要連得起來，假設有客戶跟元大 OBU 借錢，那元大也可提供證券的服務才對，但現行法規卻連不起來。若要提升金融業的 ROE，這方面是否能再放寬，而且全部都是外幣交易，應不會對台幣有

影響。

● 郭副總經理永宜

針對此問題，若站在 OBU 的角度，OBU 不一定會兼顧 OSU。OBU 開放 11 種商品，而 OSU 只開放 7 種，多的 4 種商品有貸款、進出口貿易融資等，此部分相當程度就會吸收到法人企業的業務，法人企業在這方面的業務不會流到 OSU；另一方面，券商近 1~2 年才開始做財富管理與信託的業務，其經驗及各方面相對於銀行的競爭力較弱，銀行在這方面已做了十幾年，資源及經驗較豐富，OBU 會連帶企業老闆與大股東的個人財富管理業務一起包辦。目前對券商有利的機會在於現行國內所做的境外結構型商品有很多是以海外股票或指數為標的，以匯率為標的的反而不多，這是券商的機會，但若以 OBU 商品主管的角度，是選擇同一金控下券商的海外股票連結商品，還是選擇其他國際級境外券商（如巴克萊、美林等）所提供的商品？也就是說，將 OBU 和 OSU 結合看起來是一個好的切入點，但實際以 OBU 的立場，因自身有商品資訊的需求及獲利壓力，其商品選擇不限於自家金控下的券商，依目前的情況 OBU 和 OSU 合作未必能夠做到。

● 林副總經理志宏

將國內券商和國外投資銀行相較，近期凱基剛好有些交易，相關基金都是香港的連結性商品，因為連結的是台股，所以並不能說完全沒有利基，櫃買中心有關股權選擇權交易統計數據為 35 億元，其中約有三分之二是來自於凱基證券，若今天要去跟別人比港股或美股，我們的交易成本會提高，事實上是非常難切入的，真正有優勢的還是連結台股標的。現行我國所提倡的金融創新、發展新金融商品業務等，意義都不大，因為國際投資銀行的商品還是比較多，我們只能對連結台股標的多加著墨。

另外，有關稅的問題當然也有解決的方式。衍生性商品最主要有兩種模式，一是契約模式，二是掛牌模式，國外交易的衍生性金融商品有很多是在盧森堡掛

牌，因為掛牌費非常低，這就可以解決我們剛提到契約模式的問題，但若是 OSU 跑去盧森堡掛牌也頗奇怪，所以建議集中市場或店頭市場是否能成立一個國外板的模式，讓 OSU 的衍生性金融商品能在此交易，且甚至有比盧森堡更低的掛牌成本，如此一來也許能解決契約模式的問題，且賺錢的人不怕繳稅，怕的是損益不能互抵，剛提到財產交易所得稅及 withholding tax 的問題，若是 withholding tax，那麼賺的部分都要課稅，賠的部分卻不能抵稅（毛額直接繳稅），會產生比較大的問題。

● 林教授蒼祥

如同凱基證券林副總所說，證交所、期交所和 OTC 應該要成立一個國際板，例如上海自貿區擬推出國際板，他們的期交所已經成立了一個國際板來做為石油的交易平台，而我國 OSU 和自由經濟示範區的關係非常密切，最主要就是在法規的鬆綁，建議金管會可參考上海、新加坡等做法，新加坡亦是境內外區隔，他們的商品大多是境外的，包括我國摩台指也是在新加坡的境外期貨市場交易，而屬於自己新加坡幣的商品則嚴格把關，建議我國可成立一個國際板來推動衍生性商品交易，證交所和 OTC 在國際板上的角色是可以互通的，那麼我們的商品在國際板上掛牌即成為證券交易所所得而非財產交易所所得，以交易所為火車頭來帶動衍生性商品發展會較迅速。

其次，談到財政部有關租稅優惠的落日條款，我國是訂十年落日，建議應如同新加坡及香港的優惠稅制一樣訂十五年，才能與之競爭，新加坡在去年底已落日，但也另有針對離境業務的配套措施。另外，我國若想藉由法令鬆綁的 OBU、OSU 及自經區來成立財富管理中心、學習各國經驗並引進人才，我國離境業務一定要有一套跟以往不同的做法，否則多年後 OBU 仍然會像國內一樣，百分之七十到八十都還是以借貸業務為主，產品交易只占一小部分。

最後有關開放證券業經營信託業務的問題，建議目前信託業法中有一大部分

業務是證券業無法承作的，銀行局及證期局就信託業的角度是相同的，況且很多產品的交易業務，銀行不如券商內行，若可開放券商承做信託業務，也可將之帶入 OSU 業務中以發展財富管理業務。最後如同管中閔主委所說，一項商品進入市場要經過三道手續：產品、市場以及策略，其中策略所指的就是法規的鬆綁，稅制的方面要與香港及新加坡看齊，至少不能落後於上海自貿區，而產品，不能完全把台股排除在外，財政部立場希望把海外業務拉回避免流失至海外避稅，也就是 OSU 要進行避險，但這跟能不能以台股做為標的是不同的，產品必須要有很好的設計，建議金管會在與財政部溝通時，要強調我們的兩個特色，一是吳博士所提與人民幣有關的商品，另一是台股的標的，透過辦理 OSU 業務要如何避免國內業務流失海外避稅，可再思考如何取得適當的均衡點，而非把台股完全排除。

● 陳副理德鄉

櫃買中心有一點要先釐清，我們目前是證券商國內衍生性商品業務的管理單位之一，但將來的 OSU 衍生性商品業務，並非屬國內衍生性商品業務範圍，也不需要遵守櫃買中心規定。

另外剛才各位先進提到國際證券業務希望能連結台股，是很好的建議，但建議研究團隊可以先研究現行的法令規定，是否能夠符合所謂國際證券業務的定義。根據「國際金融業務條例」第 22-4 條規定，裡面提到的銷售、行紀、居間、代理、承銷及財顧等業務，其交易標的全部都是外幣有價證券，主管機關在現行的法律授權範圍內，是否有將台股認定為外幣有價證券的解釋空間，或是應該思考朝修法的方向努力，所以各位先進所提的建議，實際執行上還是要考慮目前法令的現況。

有關稅務部分，衍生性商品雖然不在第 22-4 條有關國際證券業務的六大項內，但可歸屬在第 7 款「經主管機關核准辦理之其他證券相關外匯業務」。另外，參照主管機關公布的「國際證券業務分公司管理辦法」第 12 條規定，實際上也已經把外幣衍生性金融商品納入國際證券業務範圍，因此證券商的外幣衍生性商品即可

視為「國際金融業務條例」第 22-4 條第 7 款所列其他經主管機關核准辦理的業務範圍，如此一來就可以解決證券商稅務的問題，以證券商擔任營業人的角度來看，即可免除證券商的營利事業所得稅、印花稅、營業稅，以及證券商支付勞務所得或利息給外國人時，也不須代為扣繳 withholding tax 等。

有關如何避免財產交易所得稅部分，剛剛各位先進提到是否能把交易契約證券化然後掛牌，以課徵證交稅代替所得稅的可行性。根據過去的經驗，主管機關會考量「是否為公開募集發行的有價證券？」，因衍生性商品多為針對客戶需求而量身訂做的契約型商品，銷售對象僅是一對一或少數投資人，很難符合有價證券公開募集發行的框架。例如有價證券的公開募集與發行必須要有公開說明書及一定的銷售規範，許多證券化商品還須符合金融資產證券化條例或不動產證券化條例等法律規範等，並不見得對業者有利。另外，也可參考國外有些市場，其結構型商品是可以依有價證券募發程序，然後在證券交易所掛牌交易，就像權證，雖然也是衍生性商品，但其募集及發行經向主管機關申報生效後，符合公開募集發行的程序(募集發行的程序簡化可再設計)，使財政部可把權證視為有價證券或其他有價證券，只需課千分之一的證交稅，此做法是有例可循的。(註證交法第 22 條第 1 項規定：「有價證券之募集及發行，除政府債券或經主管機關核定之其他有價證券外，非向主管機關申報生效後，不得為之。」)

● 林副總經理志宏

剛提到若在 OSU 成立一個國際板，事實上是排除證券交易法的，國際上的做法是把很多各式各樣的存託憑證 (certificate) 在盧森堡掛牌，但也可按照權證一樣的方式公開發售，這兩件事是不互相抵觸的，所以既然已排除證交法了，是否有空間可讓券商做發行的動作可以掛牌，值得探討。

● 周所長德璋

「國際金融業務條例」第 22-6 條規範：“國際證券業務分公司辦理第 22-4 條第一項各款業務，除本條例另有規定者外，不受管理外匯條例及證券交易法有關

規定之限制”，因此是有空間可以去努力的。

● 林副總經理象山

權證有公開說明書，但未公開募集。掛國際板是一個好的方式，至少交易資訊是公開透明的，商品既然掛牌了，每天就會有報價，所以不一定要有公開發行的步驟，權證現在也沒有公開募集發行，這問題應該是可以克服的。

● 劉資深協理金龍

首先要感謝主管機關對國際證券業務 OSU 開放所做的努力，也謝謝在座各位先進利用今天這個機會，集思廣益討論如何為 OSU 從事股權相關衍生性商品的業務找到可行的出路。剛才很多同業先進從國際板、稅務及客戶等不同面向提供許多真知灼見，大家的共識是認為我們 OSU 從事股權相關衍生性金融商品的業務機會與利基點，在於連結台股標的相關商品，建議是否能從法規面來尋求機會。依據 102 年 12 月 26 日公佈的「國際證券業務分公司管理辦法」第 12 條第 2 項「除經主管機關核准者外，計價幣別不得為新臺幣，連結標的不得為新臺幣匯率、新臺幣利率指標或新臺幣計價商品，且投資標的組合內容亦不得涉及新臺幣計價商品。」，何謂“除經主管機關核准者外”？據瞭解目前應該是有三項商品是經主管機關核准而例外的：包括「境外基金」、以外幣交割之無本金新臺幣「利率交換」、以及國內投信所發行的以新臺幣計價的新臺幣級別之「多幣別基金」，目前這三項金融商品之標的涉及新臺幣計價商品或新臺幣利率，是否能從這個角度切入，建議主管機關開放外幣計價的結構型商品或 OTC Option 能連結台股標的。

● 許科長耕維

OSU 在過去一整年積極的推動下終於過關，財政部在稅的部分給予 15 年的優惠而非 10 年，而央行也於 102 年 12 月 26 日發佈了「證券業辦理外匯業務管理辦法」，開放券商承做有價證券相關的外匯業務。剛才林教授提到金控法第 45 條的部分、財富管理指定集合管理運用及商品連結台股等部分，部分屬於金管會的職

掌，部分涉及中央銀行在監理新臺幣的政策，未來將朝法規鬆綁及自由化的方向繼續思考，如何凝聚共識爭取更多的機會。

● 胡教授星揚

剛才有先進提到針對業務的許可範圍之規範，應是採取負面表列的方式，但目前央行所發佈的「證券業辦理外匯業務管理辦法」，仍是採用正面表列的方式，這是一個可以努力的方向，因為新的商品層出不窮，主管機關沒辦法跟上速度，如果在這部分多做調整，至少在新臺幣以外的商品，爭取自行尋找出路，開發新種商品業務。另外在金融業的發展上，不論是國際評比或是金融中心的比較，產品及業務量的多寡固然是重要的因素，但在法治面及政策一致性方面也相當重要，過去主管機關可能因為特定人、特定商品而改變原來立場，或因特定原因花很多時間討論，這方面時效令人擔心，若要跟國際市場競爭，這部分也要調整。最後，有關很多先進提到我們的利基在於新臺幣產品，若新臺幣產品真的無法承做，我認為還有另外一個利基點在於人，雖然很多高淨值客戶都在國外有帳戶，但外在環境可能改變，例如 2008 年以後很多人的錢也是回流國內，當然稅也是一個因素，但若因外在環境改變而導致投資人資金放在國外不放心，資金也可能回流，因此若國內開放的範圍較廣，也許客戶會認為可以回到國內操作，而不必將多數資金放在國外，這也是一個可以考慮的方向。

● 吳會計師偉臺

補充一點，新加坡在亞洲國家中一向是走在資產管理的前端，他們是透過資產管理來帶動證券發展，而不是靠證券來帶動，我國的證券公司也有所謂的投信投顧，不論他們如何做產品結合，包括股權商品連結到大陸、連結到臺灣等，最重要的是有資產管理的能力，才能吸引大型客戶長期發展，達成高淨值客戶資金回流的目標，這方面要從國家整體經濟政策納入考量，由 OSU 來帶動資產管理。

● 林副總經理志宏

其實資產管理就會牽涉到資產配置，也就是產品要多元化，最終還是回到原先討論的，唯有負面表列方式才能提升資產管理及資產配置的能力。

● 林教授蒼祥

央行這次發佈的「證券業辦理外匯業務管理辦法」做了很大的突破，但為發展 OSU 投資銀行，尤其是財務管理業務，則在第 4 條提到外匯業務範圍，也就是針對證券業放寬的業務，建議應該增加非特定單獨的部分，因為目前已開放特定單獨管理運用金錢信託，而非特定的部分是否應該也要開放，請教一下翁組長的想法。

● 翁組長玉貴

資產管理指定集合帳戶是券商的利基，這麼久以來都只有銀行在做，但銀行比較沒有自己開發產品的能力，指定集合帳戶的部分，證期局其實在兩年前就開始向銀行局爭取。

● 林教授蒼祥

指定集合帳戶這部分是銀行局不願意開放，為什麼銀行兼營可以做此業務，但證券商卻不能做？將來也要考慮第一階段如果施行，有關這種特定單獨的信託、金錢的管理，也就是「證券業辦理外匯業務管理辦法」第 4 條第 12 款，應盡量加快考慮開放其他信託業法施行細則的部分，讓證券商可以來做信託業務，也就是開放金錢信託的業務。目前只開放特定單獨，但特定有兩種，以個人來講有單獨跟集合，如果以範圍跟方法來講，則有指定跟不指定，但現在只有特定單獨，因此建議央行為了發展 OSU 的財務管理業務，應該要在第二階段的外匯管理辦法中加快實行。

● 翁組長玉貴

這次的研究案將 OSU 的議題縮小，最主要目的是希望探討證券商在 OSU 業務的利基部分是不是能有比較大的突破。之前櫃買中心的統計數據資料是統計

到 7 月或 8 月，而目前更新到 12 月，合計已經有 6000 多億，但股權相關的金融商品只有 40 億，實在是太少。另外大家一直努力跟央行溝通爭取開放外匯業務，券商也花了很多的心力，很驚訝央行這麼快就公佈「證券業辦理外匯業務管理辦法」，但遺憾的是，實際開放內容不如想像的爭取到那麼多。目前母法及子法的規定，各方都有很多種不同的解釋，所以才會有各種期望、各種可能的想像空間，所以才會造成管理辦法公布後，普遍認為沒有符合大家原來期望的結果。

回歸本研究案，公會主要是希望加強券商的發展機會，今日專家及業者先進們都提出很多可能的做法，這些做法基本上就是機會，除了國際板之外，是否還有其他可能的機會，因為 OSU 相關子法公布後，短時間內大概不太會再去修改。另外就看是否能再找到解釋的空間，比如說業者跟客戶都是用外幣，但因契約的設計，使得外幣商品實際上可以連接台股，雖然台股以新臺幣計價，但並不涉及臺幣，實際上還是歸屬外幣商品，此種連結台股的外幣契約商品是否有發展機會？本研究案的重點即在探求這些機會，而最後結果就是剛剛所提到的業務開放，否則一年半後，不但業務未達到 9 倍的成長，反而變成沒有人要做的業務。央行在意的是外匯有沒有管理，但券商所做的業務不大，比起 OBU 的外匯交易，其實是很小的一塊；至於財政部在意的稅收損失倒是可以體會，因此希望各位能針對券商的業務機會多多發想，或許可以跳出框架，提出好的建議。

● 周所長德瑋

謝謝翁組長的補充，這的確是我們研究團隊在這個專案所面臨到的挑戰，研究題目開宗明義所提到的重點就是業務機會，各位先進所提的意見都非常好。究竟我們產品利基為何？就算今天我們把所有的法規都訂得跟鄰近的金融市場，譬如新加坡、香港、日本都一樣，那麼海外高淨值投資人就會回來嗎？這是第一個議題，另外剛才先進提到我們券商的利基可能台股，如果投資人有需要的話，券商在台股、人才上面就可以扮演一個利基的角色。除此之外，是否能再從另外一個角度來探討我們的業務機會能不能打開，關於這部份，從我們過去這段時間

觀察的數據提供一個補充報告，像日本、新加坡、香港這幾個先進的金融機構，在整個 OTC 的衍生性商品業務，包含利率、外匯、股權等，他們股權相關的業務量占整體 OTC 比重均不到 4%，譬如新加坡、韓國等都只有 2~3%，新加坡、香港他們整個業務量最大的是外匯衍生性商品，其次是利率商品；而日本則是相反，日本以利率商品為最大宗。扣除這些剩下不到百分之五才是股權及其他相關的商品；所以另一個思考點就是券商有沒有可能往商品方面的衍生性金融商品來做開發，因為像新加坡它可以占到 4%，而台灣我們剛剛用 40 億除上 6,000 億，占比很少，不到 1%，就算我們努力擴充，而跟鄰近國家的金融市場相比，除了法規都已經相當開放外，起步也比我們早，但也不過只有占市場交易量的 2~3%，所以是否有可能從券商其他方面的業務著手，例如商品、能源或農產品的衍生性金融商品，但這部分台灣的量好像也是比較少，不過這是從數據上來看，所以假設金管會、財政部、央行等如果在 OSU 各方面都能夠開放，以鄰近國家的金融市場的現況看來，我們可以迎頭趕上過去不足的部分，至少也要能達到跟他們一樣的程度。

● 翁組長玉貴

我認為只看百分比下結論很容易被誤導。通常在講百分比的時候同時要把絕對金額寫進來，別的國家做其他方面的衍生金融商品遠比我們六、七千億要大得多。所以如果一定要用百分比來看的話，是否可以把絕對數字揭露出來。另外其他國家為何跟股權相關的成交金額比較少，也可能因為許多實際交易狀況並沒有列入紀錄，是在解釋上要非常小心，有時候百分比會誤導我們。為什麼這些國家股權衍生性商品交易的部分少，會不會是因為其他方面開放做得很大？

● 林教授蒼祥

報告裡面有一個部分是不是能再多加討論，就是對於外幣的有價證券的探討，ECB 它連結標的是台股但是用外幣計價，能不能算是外幣有價證券？

● 吳會計師偉臺

有另外一個法律，包括發 ADR、ECB 等，其實是臺灣公司到海外發行有價證券的另外一個管理辦法。

● 林教授蒼祥

現在做的這種外幣有價證券，建議可以探討一下國內法令及新加坡是怎麼解釋的，因為最主要就是法規鬆綁，否則一直困在自己國內法規的框架會很難做，所以除了國內法規要探討，也要探討新加坡，譬如有價證券目前國內有哪些法令，建議也看一下新加坡的作法。

● 周所長德瑋

我們目前在蒐集日、韓、港、星資料的過程中，韓國是最難的，甚至找了三個韓國來臺灣的交換生，請他們打電話回去韓國主管機構問，主管機構聽到離境業務都說不太清楚，所以在執行過程還需要再加把勁。再來各位先進提到在法規上能不能找一些可以擴大解釋的部分，讓這個業務層面更廣。可以針對建議政府採用負面表列方式這點去著墨，彈性較大。因負面表列的原則，我們就能夠在法規未著墨處稍微去擴大它的解釋，來增加股權相關金融商品的業務商機，研究團隊日後會再努力。

● 郭副總經理永宜

剛才提到匯率的衍生性商品的量會比股權的大很多，是很自然的，因為進出口廠商出口或進口時會有入帳匯率的要求，出口通常三個月後才會拿到錢，進口則三個月後才付錢，三個月後會跟今天入帳匯率比較，所以必須用外匯衍生性商品避險，自然而然量就會很大，但買股票沒有這個壓力，所以業務量跟會計實務有關係。

● 周所長德瑋

從數據上看來，股權相關商品空間還很大，交易金額在期中報告裡會提供。股權相關商品還有很多空間，這是我們的一個方向。

● 林副總經理志宏

就整體衍生性商品的部分來看，現在看來股權衍生性商品的比例的確比較低。外匯部分因為應收帳款跟應付帳款的關係，產生很多遠期外匯的業務量；利率部分因為金融機構間所有的利率交換本金都很大，像 IRS 等，所以才會看起來比例很大。事實上對散戶投資人來講，股權衍生的金融商品是最容易解釋的，彈性也比較大，比起外匯衍生的金融商品多是 8 種主要貨幣換來換去，彈性其實非常小，但股權商品因全世界有上萬個、十幾萬個不同的股權，來隨意創造出不同的商品，這就是證券公司的利基，所以雖然看起來比例不大但對一般投資人而言，在資產配置時的選擇較多，尤其是散戶的投資人，相對來說在資產配置上面，對股票還是比較熟悉。

● 吳會計師偉臺

我們應該思考國際機構金融條例的立法意旨，背景應是參考日本早期 OBU 的制度，只是因後來日元變成全世界可轉換貨幣，所以他們有沒有這個就沒影響了，因此與其跟央行溝通，我們應更有技巧去想，我們和香港的 fundamental 本來就不一樣；第二個，新加坡也不是完全自由開放，除非是非新幣的部分。所以剛剛討論很多有關台幣的部分，包括日本，日元本來就是國際轉換貨幣，所以如果把這三個國家當成範例去跟央行溝通一定行不通，橘子與蘋果不能相比。我剛從自貿區回來，其實自貿區拚命在研究臺灣的很多東西，因為自貿區想參考台灣的一些做法，但是我剛才所說的一個 fundamental 最不一樣的地方是，台幣永遠不可能是國際可轉換貨幣，因為我們國家特殊的關係，但是 RMB 是要變成國際可轉換貨幣的，所以即使持續跟央行溝通下去也很難達到預期的效果，因此我們要換個角度，不能因為日本或香港如何我們就怎麼做。大陸現在是參考台灣，北京的國稅局其實是看台灣金融的解釋令怎麼做，現在自貿區包括 QFII 稅法上怎麼課徵都是參考台灣，但是 fundamental 又回到剛才說的，他們最終還是要成為國際轉換貨幣的。我們反而要很有技巧的跟央行說，只要不碰台幣的部分是不是可以全面性開放，

配合參考其他國或是參考日本做法，台股能否做起來我們不知道，我上次有跟韓國討論有沒有類似的東西，他們說有，但是他們做不太起來，所以我認為在討論標竿國家時需要格外小心。

● 周所長德璋

吳博士這個論點其實我們也有思考過，但本研究加入日、韓，當初我們在講新加坡跟香港的時候，就知道利基點是不一致的。但券商公會的立場可能希望把所有的資訊都揭露，所以我們就儘可能地收集資訊，但在策略上就如同吳博士說的，因為利基本來就不一致，再加上各位先進所提的一些策略面，我們會去思考如何有技巧的在法規面多開一扇門，讓業務量得以增加。

議題二的租稅議題我們已探討許多，補充說明集中市場上股權相關衍生性金融商品是課交易稅，但在櫃買中心卻是課個人所得稅，針對不同的稅制，我們希望法規盡量能夠一致。至於議題三是會計處理上的問題，我們離境證券業務之所以用分公司組織為限，主管機關是希望不要以子公司或附屬公司的形式來成立，所以必須設一個獨立的會計帳戶，這做法跟其他國家比較一致。而議題四則是除了租稅優惠及會計處理方面，有沒有其他可以擴大我們業務的一個配套或者其他相關措施？

● 吳會計師偉臺

議題二又是蘋果與橘子不能互比的問題，OSU 的業務範圍是要做境外的、外幣的有價證券，也就是說你有一個 OSU，你的客戶可能是來自境外，原則上先不討論台股部分，在這樣的情況下你就不能把台灣的個人最高稅率把它放在這裡，因為法規就不允許你跟台灣人這樣對做，OSU 只能跟境外做，我個人認為現在目前 OBU 第 22-7 條其實某種程度上已經很足夠了，因為稅也都免了，唯一可能有的小問題是，我們 OSU 在管理邏輯上是用境外 offshore 這個字，在交易上有 OBU 和 OSU，但實務上稅法是不是真的是 offshore 這是不明確的，因為看到「國際金

融業務條例」立法第一條“為加強國際金融活動，建立區域性金融中心，特許銀行及證券商在中華民國境內，分別設立 OBU 跟 OSU”，重點還是在中華民國境內，雖然原則上都是講 offshore，但只怕哪一天國稅局或財政部說，因為立法開宗明義是說中華民國境內，所以要開始徵稅。

第二，中華民國的稅法目前針對衍生性金融商品的課徵方法等其實也不明確，連 DSU 都不清楚又何況 OSU。其實臺灣的衍生性商品、結構型商品、包括剛剛討論到的股權連結商品等，其實都是不明確的。臺灣有一個很大的根本問題，在於中華民國稅法都不是寫得那麼清楚，只能說現行衍生性金融商品如總報酬交換、股權交換等的交易，實務上跨國在做的時候是沒有人在扣繳的，但是中華民國稅法上沒有一條說不用扣繳。

● 林副總經理志宏

事實上 OBU 裡面有這樣的機制，DBU 跟 OBU 中間其實是可以委託避險的，因此證券商的建議作法是在 DSU 開一個台股避險帳戶，這個帳戶其實就是針對 OSU 的避險來做，所有產生的損益是屬於 OSU 的；此外 OBU 跟 DBU 之間也有規定一個合理的分攤方式，因此 DSU 與 OSU 依規定也是要按一定合理的比例分攤。

● 吳會計師偉臺

若 OSU 開放台股，可能要看證交所或業界有沒有辦法讓 OSU 變成 FINI，讓它直接可以 hold 台股的部分，因為現在台股的部分只有外國華人跟外國自然人才可以拿到 FINI，但是 OSU 是中華民國券商虛擬的一張桌子及一台電腦，沒有辦法變 FINI。

● 林副總經理志宏

在此提一下不可行的原因，要有 FINI 就要有由美金換成台幣，但央行不會同意。我們當初提這建議案本來是要利用 DSU 的一個優勢，但為了要將會計帳戶獨

立出來，和權證同樣，權證其實有一個避險專戶，未來為了因應降稅，從千分之三降到千分之一，現在則必須把其他的部位像 OTC、結構型商品的避險部位分到權證避險專戶的外面來避險。

- **林教授蒼祥**

場內的交易金額匯進匯出，淨值 net 還是可能超過 5000 美金。

- **吳會計師偉臺**

OBU 和 DBU 之間國稅局每年都會查，因為大家會想辦法把利潤塞到 OBU，只是現在的問題是在於避險的部分。另外從會計的角度來講，大家都是同一家公司，其實合併報表都一樣，只是要看你的部門績效會衍生出另外一個問題，就是以後每個券商對於他的 product control 越精簡越好。

- **林教授蒼祥**

請教一下，如果還有另外一個商品帳戶，但理論上應該跟現有的股票一起避險，綜效才會出來，那現在又分開等於沒有綜效，只是交易成本比較低而已。因為之所以建議開放連結台股商品的原因就是因為可以跟其他避險部位綁在一起產生綜效。

- **吳會計師偉臺**

若可以操作連結台股商品，那衍生出來的問題會更多，要是不連結台股的話，現在的第 22-7 條其實在很大的程度上已經可行。

- **林教授蒼祥**

其實 OSU 並非一定要連結台股，因為最後還是會去連結操作外國股票，只是在尋找優勢而已，就像香港不會只做港股、新加坡也不會只做新加坡股票，而是全世界的股票都在做。相信將來也會做到其他國家的股票，只是希望政府在一開始政策上可以給多一點空間。

● 吳會計師偉臺

我也非常同意。至於跨國的部分很多該扣繳卻沒有扣繳的，是因為包括日本、新加坡都有簽訂很多租稅協定，包括台灣也適用，比如臺灣要付到境外的 hedge cost 其實是免扣繳的，因為臺灣和新加坡之間有簽租稅協定，所以日本、新加坡、香港有這些西方的國家積極在簽署這些協定，台灣現在還不到 20 個，但今年香港就會破 30 多個，所以有租稅協定的部分通常都沒有扣繳，但臺灣付到美國就要扣繳，這個就是不確定性。

● 周所長德瑋

看起來議題三牽涉的業務及法規比較複雜，因有關外匯的部分央行會阻擋，所以在實務上的做法就是兩個帳戶，剛才吳博士解釋得非常清楚，這個對業務上的擴展限制就會多了一點。

● 陳副理德鄉

請教剛才所提切割兩個帳戶的問題，上次所得稅法第 24-1 條已經修過了，權證避險帳戶的股票損益已經可以和權證的損益做扣抵，另外權證避險專戶也會與衍生性商品避險操作獨立出來，權證帳戶下的避險股票賣出時可適用千分之一的證券交易稅；但是另外一塊衍生性商品避險操作部分，雖然也有所得稅法第 24-1 條的法源，可是施行細則目前為止尚未訂定標準，實務上是否還是不能扣抵？例如證券商與客戶承作 equity swap 交易，因為避險買進了股票，到期股價下跌了結 equity swap 契約，這時證券商現貨部位(股票)的處分損失屬於證券交易損失，但 equity swap 契約的利益為營利事業所得，證券商是否面臨一方面須認列營利事業所得，另一方面又因證券交易損失而無法扣抵營利事業所得的困境。

● 張副總經理冠彬

所得稅法第 24 條的收入費用配合原則，收入要分應稅收入跟免稅收入，剛剛提到的權證在同法第 24 條之 2 的解釋也是符合此概念，簡單說就是把免稅收入擺

一邊，相關免稅成本費用也要歸納在一起。因為 OSU 條例已經通了，概念符合 OBU，因為經營所謂 OSU 的業務，既然免所得稅，當然經營 OSU 業務相關的成本及費用也要一併歸納，雖然所得稅第 24 條之 2 目前只講到權證，但當初為何權證在第 24 條之 2 要特別寫出來，其實就是 follow 24 條的成本收入費用配合原則，在相同的概念之下，法規可能不會新增，可是原則會相同，即今天因為避險，就算把避險部位掛在 DSU 帳戶，成本要劃分到 OSU 的收入之下計算所得，放到 OSU 之下要考慮兩個問題，第一，所得稅法裡，如果銀行 OBU 設立之後，因為同址共同營業，或者是經營共同的業務產生的相關成本費用，也要做合理的分攤，以我們的例子是分攤到 OSU 去，另外，全部分攤完畢後，必須依所得稅法的最低稅負，銀行在課徵最低稅負時，必須把 OBU 的收入加回去重新計算，目前稅率是 12%，相同概念也一樣會套用到 OSU 身上，所以如果將來要做台股的股權連結相關商品，避險成本及營運成本該如何分攤均須特別注意。

- **周所長德璋**

今天吸收了非常多寶貴的意見，日後若有不了解之處，再去拜訪各位，也請不吝給予指導，協助我們把產學案做得更好。

- **許科長耕維**

前面所提到的證券業辦理外匯業務管理辦法、國際證券業務分公司管理辦法等建議方向，金管會將繼續依循法規鬆綁及自由化的方向研議，謝謝。

- **周所長德璋**

今天非常謝謝各位先進參加座談會！