

中華民國證券商業同業公會委託研究

# ECFA 兩岸金融開放對我證券暨 期貨業之影響

主 持 人：中華經濟研究院台灣 WTO 中心 王儷容研究員

國立台灣大學財務金融學系 沈中華教授

民國九十九年八月



## 目 錄

第一章 前言.....	1
壹、計畫緣起.....	1
貳、研究內容.....	2
第二章 兩岸證券期貨競爭態勢.....	3
壹、兩岸證券業務差異性分析.....	3
貳、台資機構經營大陸證券業務優劣勢.....	7
參、大陸證券商來台發展趨勢.....	14
肆、兩岸證券競合展望.....	17
第三章 ECFA 兩岸證券期貨開放可能內容.....	25
壹、兩岸證券期貨政策近來之變化.....	25
貳、台灣業者赴大陸發展之限制.....	31
參、大陸業者來台發展之限制.....	35
肆、CEPA 在證券期貨之開放經驗.....	37
伍、ECFA 證券期貨協商之現況與未來.....	39
第四章 ECFA 兩岸證券期貨開放可能影響.....	51
壹、大陸證券商來台部份.....	51
貳、我證券商登陸部份.....	57
出差考察報告（一）.....	79
出差考察報告（二）.....	81
參考文獻.....	85

## 表 次

表 1	2008 年大陸證券商業務營收表.....	4
表 2	台灣主要證券商 2008 年營業收入百分比 .....	5
表 3	2009 年 1-12 月台灣前十大證券商資本利得淨收入結構.....	7
表 4	臺灣證券及期貨業登陸 SWOT 分析 .....	17
表 5	中國基金類型明細表.....	21
表 6	大陸證券期貨相關政策一覽表.....	25
表 7	在大陸設立合資證券商之條件摘要表 .....	33
表 8	CEPA 簽訂日期與類別.....	38
表 9	大陸入會承諾情形-----銀行、保險、證券 .....	41
表 10	台灣 VS. 中國大陸之證券開放現狀 .....	43
表 11	受訪機構對 CEPA 之效益的整體觀感 (2005 及 2007 年訪查).....	52
表 12	CEPA 所引動內地銀行服務業之情況.....	53
表 13	2009 年度大陸證券商股票基金交易前十大排名 .....	59
表 14	2009 年度大陸證券商股票及債券承銷前十大排名 .....	60
表 15	中國大陸 2009~2014 年 GDP 預測值 .....	61
表 16	台灣證券商在大陸分支據點.....	65
表 17	我國預測可分得經紀手續費淨收入 .....	66
表 18	我國預測可分得承銷淨收入.....	66
表 19	五大地區業務量比例.....	67
表 20	我證券商依不同等級可分得大陸證券業務比例 .....	68
表 21	我國證券商可分得經紀手續費淨收入之情境分析 .....	68
表 22	我國證券商依據點分級之經紀手續費淨收入 (1%，樂觀) .....	69
表 23	我國證券商依據點分級之經紀手續費淨收入 (1%，普通) .....	69
表 24	我國證券商依據點分級之經紀手續費淨收入 (1%，悲觀) .....	70

表 25	我國證券商依據點分級之經紀手續費淨收入（3%，樂觀） .....	70
表 26	我國證券商依據點分級之經紀手續費淨收入（3%，普通） .....	71
表 27	我國證券商依據點分級之經紀手續費淨收入（3%，悲觀） .....	71
表 28	我國證券商依據點分級之經紀手續費淨收入（5%，樂觀） .....	72
表 29	我國證券商依據點分級之經紀手續費淨收入（5%，普通） .....	72
表 30	我國證券商依據點分級之經紀手續費淨收入（5%，悲觀） .....	73
表 31	我國證券商依據點分級之承銷淨收入（1%，樂觀） .....	73
表 32	我國證券商依據點分級之承銷淨收入（1%，普通） .....	74
表 33	我國證券商依據點分級之承銷淨收入（1%，悲觀） .....	74
表 34	我國證券商依據點分級之承銷淨收入（3%，樂觀） .....	75
表 35	我國證券商依據點分級之承銷淨收入（3%，普通） .....	75
表 36	我國證券商依據點分級之承銷淨收入（3%，悲觀） .....	76
表 37	我國證券商依據點分級之承銷淨收入（5%，樂觀） .....	76
表 38	我國證券商依據點分級之承銷淨收入（5%，普通） .....	77
表 39	我國證券商依據點分級之承銷淨收入（5%，悲觀） .....	77

## 圖 次

圖 1	2009 年 1-12 月前十大證券商營業淨收入結構.....	6
圖 2	兩岸三地股價飆漲.....	10
圖 3	台灣新金融商品的發展過程圖.....	20
圖 4	中國各類型基金分配比例示意圖.....	22
圖 6	經紀手續費淨收入總和預測值及成長率（普通） .....	61
圖 7	經紀手續費淨收入總和預測值（樂觀） .....	62
圖 8	經紀手續費淨收入總和預測值及成長率（悲觀） .....	62
圖 9	承銷淨收入總和預測值及成長率.....	63
圖 10	承銷淨收入總和預測值及成長率（樂觀） .....	64
圖 11	承銷淨收入總和預測值及成長率（悲觀） .....	64
圖 12	五大地區業務量百分比.....	67

# 第一章 前言

## 壹、計畫緣起

在2009年11月16日完成兩岸金融合作協議與3項備忘錄（Memorandum Of Understanding, MOU）簽署之後，兩岸已進入「市場准入」協商。台灣若希望拿到較大陸其他外資優惠之待遇（如全資全照），則最好依照經濟合作架構協議（economic cooperation framework agreement, ECFA）之方式進行諮商；否則，若北京政府以修改法條協助台資金融機構優先進行若干業務，或者以特區試點方式優惠台資金融機構，未來皆可能遭致其他WTO會員業者之挑戰。其中原因是，中國若要獨惠台灣，將會不符合WTO最惠國待遇之原則，故須依據GATT第24條商品貿易及GATS第5條服務貿易有關經濟整合之規範，以涵蓋大多數行業（substantial sectoral coverage），以及比WTO更開放（即WTO-Plus）之方式，於自由貿易協定（Free Trade Agreement, FTA），或如本計劃討論者—台灣目前所提之ECFA之架構下，方能提供互惠。

ECFA的內容目前僅確定整體架構；兩岸雙方可先各自提出欲與對方進行諮商之項目，經過磋商後，再訂出往後真正加以執行之順序與時間表；之後，經過兩方立法機關通過後，即可就時間表及各個議題進入更加詳細之諮商，或針對已諮商完成之項目加以實施。不論如何，其主要內容必然包括兩岸互相將約定關稅減免。除此之外，ECFA最大的好處，就是可以先就雙方有共識、對雙方都有利的項目進行協商，有了協議之後，即可將其訂為「早期收穫」（Early Harvest）條款，納入先期實施項目。在此方面，就台灣而言，已經納入如石化、機械、紡織之降稅，以及金融業登陸等議題。

目前出爐之證券暨期貨「早期收穫」內容為何？又其未來影響將會有多大？未來若有更進一步之協商，吾人應再提出何種要求？本計劃將針對上述幾大課題，進行研究。

## 貳、研究內容

正如上述，本計劃將針對證券暨期貨業，進行ECFA兩岸諮商談判之研究。本計劃將包括兩大課題，分別為：

### 一、ECFA 兩岸證券期貨開放可能內容

此部分將首先納入業者之期待，與研究人員對於政府整體談判考量下之臆測。此外，依據美韓等其他國家簽署之FTA金融部份之內容，以及有鑑於我在大陸已開業保險業者之經驗，本計劃亦建議將在大陸影響力重於法律之“潛規則”(即其行政法規、紅頭文件)之規範，列為ECFA證券暨期貨部分之談判範疇。此外，由於談判諮商涉及雙向往來，故此部份分析範疇將包括我業者登陸，以及陸資業者來台兩大部分。

### 二、ECFA 兩岸證券期貨開放可能影響

此部分將透過在兩岸對我業者(包括在台母公司、多年駐大陸首席代表等)之訪談、文獻彙整，以及研究人員過往對於我業者各項業務競爭力之了解，予以分析，並針對若干可予量化(但基於某些假設)之課題，加以深入探討。範疇將包括我業者登陸，以及陸資業者來台兩大部分。



## 第二章 兩岸證券期貨競爭態勢

大陸方面證券及期貨監督管理機構代表尚福林與臺灣方面金融監督管理機構代表陳冲主委簽署之「海峽兩岸證券及期貨監督管理合作諒解備忘錄」(MOU)，已於2010年1月16日生效。兩岸證券及期貨監督管理機構將在信息交換、機構設立、協助調查以及人員培訓和交流等方面開展監管合作，共同維護兩岸證券期貨市場的穩定發展。此一MOU之簽署，為未來兩岸證券與期貨業推動進一步交流與合作，奠定了穩步邁前之基礎；雖說目前MOU之內容在處理派員檢查、敏感金融資訊可否全部或部分拒絕交換，以及在未來兩岸金融往來頻繁，可能會產生兩岸共同打擊金融犯罪合作等較為複雜之問題上，仍著墨不深，有待未來進一步加強。惟不論如何，MOU簽訂後，未來兩岸將藉著透過兩岸經濟協議ECFA，而進行實質市場准入之協商，以期達到促進兩岸證券期貨市場互利與雙贏之目標。

以下，本文將自兩岸證券業業務差異性談起，進而分析台資證券業者經營大陸證券業務之利基與風險，接著探討台灣業者赴大陸發展證券相關業務之現存限制，乃至於業者對於ECFA市場准入協商之期望。最後，即針對兩岸證券合作的契機，提出若干面向之展望。

### 壹、兩岸證券業務差異性分析

在大陸方面，由於大陸證券市場的發展時間較短，整個市場還處於不成熟的發展階段，部份證券商經營模式單一，且各證券商盈利模式同質性甚高。融資融券、直投等創新業務仍處於試點階段。目前大陸的證券公司經紀業務和自營業務的收入占比一直很高，基本保持在60%以上，在某些年份曾經高達90%。其中經紀業務占比較為穩定，維持在50%-60%之間，而自營業務收入波動很大，風險較高(李成輝，2009年12月)。

以2008年而言，中國證券業的營業收入共計1,251億人民幣，其中有882億人民幣來自於經紀業務手續費。各證券商的經營品種基本上限

於傳統的經紀業務、新股發行和自營業務。由表1可知，2008年大陸證券商主要收入來自於手續費及佣金項目，占總收入的83.12%；其中以證券經紀業務為主，占66.58%，承銷業務占5.31%；此外，自營投資收益占總收入的22.46%。換言之，大陸證券商營收著重於傳統經紀業務，以手續費為主要收入，自營投資收入為第二主要收入來源；其經紀業務在盈利中占比過高。此外，承銷業務主要由大型國有證券商輔導上市，中小型地方證券商與外資證券商能承辦的案件相對較少，其投資銀行業務收入占總收入比值相對較小，顯示大陸證券商在理財服務、財務顧問(如併購諮詢)等項目，仍有很大的發展空間；此亦將成為我業者未來可予揮灑之處。

**表 1 2008 年大陸證券商業務營收表**

營收項目	金額(萬元人民幣)	百分比(%)
手續費及佣金收入	12,096,380.40	83.12%
代理買賣證券業務	9,688,397.36	66.58%
證券承銷業務	772,717.18	5.31%
受託投資管理收益	228,604.64	1.57%
其他業務收入	1,406,661.64	9.67%
利息收入	1,510,739.77	10.38%
投資收益	3,268,076.62	22.46%
公允價值變動 <sup>1</sup>	-2,547,276.52	-17.50%
匯兌收益	-32,047.64	-0.22%
其他業務收入	256,717.33	1.76%
營業收入合計	14,52,589.97	100%

資料來源：劉玉珍與李怡宗，2009年6月。

在台灣方面，由於多年來配合法令的開放與金融商品的發展，證券業收入來源相對多元化。證券商主要獲利來源為經紀手續費收入與融資券利息收入；因獲利與大盤走勢及成交量息息相關，較不穩定也不容易預測，其中以經紀手續費收入為最主要獲利來源，但因市場競爭激烈及推廣網路下單，導致手續費收入利潤已大不如前，目前國內前十大證券商經紀市佔率近50%，且呈現大者恆大現象，目前元大金為國內經紀市佔龍頭。此外，融資券利息收入最為穩定，國內融資券

<sup>1</sup> 市值變動所造成的價值增減額。

前十大證券商市佔達66%，此塊業務較不受市場殺價競爭影響；近幾年融資券利息收入雖仍受大盤日均量影響，但仍呈現較為穩定的狀況。

由表2可知，以台灣經紀業務總成交金額市占率達一半以上之主要證券商而言，在其2008年營業收入中，經紀收入佔44.27%，承銷及自營收入佔比則僅達3.7%，而在認購權證、期貨與衍生性商品發行利益平均佔兩成以上，顯示出台灣證券商金融商品創新與多元化的發展趨勢。其中，台灣業者之承銷及自營收入佔比不高之主因，係近年來台商西進大陸市場，2003年後國內、外承銷案件皆逐年下降，導致2008年承銷與自營業務收入占總營業收入不到百分之五；此外，國內證券商受限於證券市場價格與交易量的低迷，也連帶造成承銷業務拓展不易。預期未來，發展新金融商品(或衍生性金融商品)業務，或是提供客戶全方位的財富管理服務等，以提高客戶交易金額與次數，將成為證券商提升未來營運績效的重點課題。以寶來證券為例，2007年總營收約為50億元人民幣，經紀業務僅佔整體收入來源之34%，其餘均來自於衍生性金融商品、海外複委託業務與融資利息收入等等。

表 2 台灣主要證券商 2008 年營業收入百分比

單位：百分比%

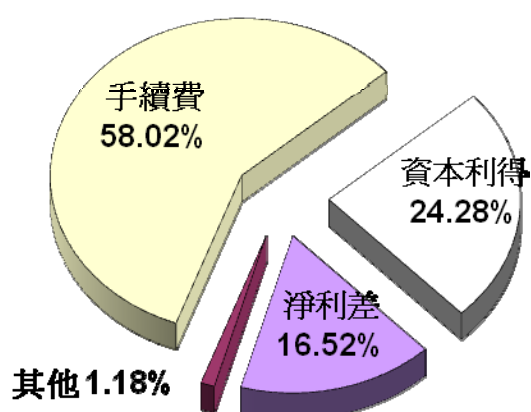
	元大	富邦	寶來	永豐金	台証	日盛	群益	凱基	元富	統一	總平均
經紀收入	45.22	55.62	26.12	61.83	32.00	53.80	52.92	47.95	19.75	47.47	44.27
承銷收入	1.43	1.64	0.47	2.59	1.31	0.80	1.83	1.05	1.00	0.40	1.25
自營收入	21.01	1.60	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.9	0.00	0.00	2.45
利息收入	5.03	23.35	10.90	22.81	15.54	22.69	27.65	18.66	11.60	21.68	17.99
營業證券評價 利益	0.00	1.24	0.47	0.00	0.15	0.69	0.00	0.08	0.00	0.00	0.26
認購(售)權證 發行利益	2.50	0.18	2.07	3.37	43.39	1.87	3.07	3.35	52.61	5.69	11.81
期貨佣金收入	1.48	0.24	0.00	0.00	0.00	0.00	1.04	0.00	0.00	0.00	0.28
衍生性金融商 品利益	3.96	1.79	53.43	3.08	0.59	13.18	6.03	19.08	13.27	14.80	12.92
其他營業收入	19.36	14.33	6.54	6.32	7.00	6.97	7.47	7.94	1.76	9.96	8.77

資料來源：劉玉珍與李怡宗，2009年6月。

以上係以兩岸證券商業務之分類，分析其收入來源。假若以證券商收入本身之性質來區分，則大致可包括三大類，即手續費、資本利

得、及淨利差。由表1可看出，大陸方面在手續費之收入上，佔比高達八成以上；相對而言，由圖1可看出，台灣方面手續費部分則僅佔不到六成之比率，另資本利得佔高達四分之一，淨利差異高達一成六以上。其中由表3可知，證券商資本利得收入來源，來自於承銷業務、自營業務、權證、期貨商品、衍生商品等，各證券商依其專業及長處，在各項商品上各有斬獲（例如寶來衍生性金融商品、元富認購權證；不過，有些顯現在轉投資公司中，因此會有所缺漏），基本上資本利得來源相當具多樣性。各證券商各有特色，除穩定收入外，各大型綜合證券商各有獨特發展利基。

就此，應可推斷我業者未來於大陸可加著墨之處；不過基本上，我業者是否可於大陸複製台灣之經營形式，並順利取得相關業務之主導權，仍須視未來兩岸針對證券與期貨市場准入之協商結果而定。



資料來源：《2009年12月證券商營業淨收入結構分析》，元大證券，2010年。

圖 1 2009年1-12月前十大證券商營業淨收入結構

表3 2009年1-12月台灣前十大證券商資本利得淨收入結構

證券商	承銷	占比%	自營	占比%	權證	占比%	期貨商品	占比%	衍生商品	占比%	其他	占比%	合計
群益	94	4.32	1,325	60.89	1,179	54.18	(22)	(1.01)	(345)	(15.85)	(55)	(2.53)	2,176
元大	384	20.19	1,353	71.14	456	23.97	(11)	(0.58)	(324)	(17.03)	43	2.26	1,902
兆豐	98	5.24	1,664	88.89	168	8.97	9	0.48	(126)	(6.73)	59	3.15	1,872
統一	133	7.49	1,389	78.25	148	8.34	88	4.96	(79)	(4.45)	97	5.46	1,775
永豐金	631	39.74	765	48.17	256	16.12	(88)	(5.54)	(47)	(2.96)	70	4.41	1,588
富邦	329	23.12	606	42.59	33	2.32	(1)	(0.07)	6	0.42	449	31.55	1,423
凱基	171	14.33	1,607	134.70	393	32.94	(164)	(13.75)	(749)	(62.78)	(65)	(5.45)	1,193
元富	184	16.10	1,494	130.71	123	10.76	(116)	(10.15)	(417)	(36.48)	(124)	(10.85)	1,143
寶來	316	29.98	1,102	104.55	500	47.44	968	91.84	(632)	(59.96)	(1,201)	(113.95)	1,054
日盛	27	2.90	874	93.98	34	3.66	(143)	(15.38)	51	5.48	87	9.35	930
平均	237	15.74	1,218	80.88	329	21.85	52	3.45	(266)	(17.66)	(64)	(4.25)	1,506

資料來源：整理自《2009年12月證券商營業淨收入結構分析》，元大證券，2010年。

## 貳、台資機構經營大陸證券業務優劣勢

在兩岸證券業之優劣勢比較方面，我證券、投資銀行業大致認為，針對大陸當地之證券市場發展，因台灣證券業者規模較小，而且在人脈關係上無法與大陸業者匹敵，故較難切入中國經紀、承銷業務；惟因我業者在證券上具有較先進之發展經驗，仍然有著特定之商機。例如在基金管理與購併（M&A）業務方面，若相關市場准入限制得以突破（於第三章分析），則因我業者擁有相當利基，故前景仍佳（王儷容與沈中華，民國98年12月）。以下針對自營、經紀與承銷各項業務，分別檢視兩岸業者之優劣勢，並分析兩岸未來合作之可能方向與作法。

### 1. 自營業務方面：

大陸幅員廣闊、政策瞬息萬變，充滿各種變數，不論是在總體或各股方面，皆甚難掌握，進行自營之風險相當之高。除非未來在市場准入方面大幅開放，譬如我業者可藉著獲准承作QFII基金業務，為全球各地投資人之資金操盤，在資金夠大而能產生顯著之規模經濟效果下，聘用陣容堅強之研究及操盤人員，而提高績效。否則倒不如盡全力繼續經營比較熟悉之台灣市場，還比較實在些。

另外，根據多家大陸證券商之經驗，長期而言，大陸股市與總體經濟表現仍有相關，尤其是機構投資人之投資行為相當看重總體經濟與政策之走向。舉例而言，2006年及2007年左右，大陸股市狂飆，大陸股市之法人比重提高；2008年金融海嘯爆發後，法人比重大減，此係由於當時股市超跌，吸引許多投機之個人進場，選擇之持股以高市盈率及投機性高之個股為主。展望未來，隨著上市公司總產值佔GDP比例之上升，大陸證券商認為大陸股市與總體經濟情勢將有越趨緊密之關係，總體經濟表現對於大陸股市之影響將越來越大。此亦為在大陸經營自營業務所最需著墨、注意之處。至於個股之選取與進出，則有待證券商分析人員之經驗與努力而定。

## 2. 經紀業務方面：

此業務靠的是證券商之擴點能力；大陸金融機構之分支據點數目動輒上萬，遠大於我大型金融機構，如兆豐、富邦等，甚至於大於我所有證券商之總和(約一千家)。以同樣等級之電腦設備系統及記憶容量而論，大陸機構之分行家數與規模使其可以處理500-600萬筆交易下單量，而我業者囿於分行家數，整體而言，大概100-200萬筆交易下單量即顯得相當吃力。在成本效益之考量下，我赴大陸證券商不見得即願意花大錢購置最先進、以及在數量上夠多之電腦設備，與陸資證券商一拼高下，更何況擴張據點尚有其他購置店面及添加人手等其他考量。因此，在此方面我業者並無競爭利基。台灣證券商若以壓低手續費方式來爭取客戶，再加上其商品多樣化、跨國投資經驗豐富等其他加值，應有若干效果，但仍應是有其限制。

眾所皆知，大陸A股經紀業務市場龐大，利潤豐厚，係台資證券商最想爭取者。2005~06年時，大陸股市成交量僅台灣之7~8成，目前則不同了：大陸股市近年來成交量約為1000億至2000億人民幣，台灣則僅為1000億新台幣。另外，比較大陸經紀費用平均可達千分之1.5，而台灣國家基金帶頭殺價至萬分之8，實有著天壤之別；兩岸經紀業務之獲利差別達十倍以上。此外，大陸違約風險小於台灣(如台灣交割為T+2，大陸為

T+1)，大陸較無作業風險(大陸99%屬電子交易，投資人自己輸入交易資訊，自負責任；台灣則交由營業員輸入成交資料)。

儘管如此，台灣證券商仍有著以下優勢：管理靈活有彈性，在行銷、員工訓練、員工薪水報酬制度、風險控管等，有著完整之系統。雖說未來若與陸資證券商合資，有著相當之風險(以往大陸有九家合資證券商，已有一家離婚，另八家則大多為怨偶)，但雙方仍是具有互補性，如在電子商務方面可以合作。

### 3. 承銷業務方面：

目前大陸內地想要上市之公司如過江之鯽，因此有關第一次公開上市（IPO）案件之供需，係供給遠大於需求，這與台灣近年來須經由業務人員努力去開發IPO案件(即供給小於需求)不同，故目前證券商對大陸在此方面之業務並不看好；再加上大陸在地之證券商因人脈關係深厚，且較知道如何與大陸承辦IPO業務相關官員溝通，在送案子之成功核准上市機率上，亦較初進大陸市場之台資證券商高。以大陸承銷冠軍證券商中信證而言，由於其係老牌國營企業，有著部級待遇，但其高層皆相當低調、保守，在力求平穩之基調下，於過去幾年中沒有出錯，故在其他同業出現狀況後，其遂脫穎而出；再加上大陸證監會偏好將諸多央企之合併案件交給此一證券商，故其遂一路增長迄今。由此可見，在大陸經營承銷業務時人脈與關係之重要性。

不過，我業者亦有可為之處，茲詳述如下。若以外資證券商來台之經驗來看，因其當初來台經營模式亦以外國公司為主，或著重本國公司到外國上市之相關業務，則台資證券商一旦登陸，亦可以相同思維，將重點放在大陸台商之相關商機上。台資企業耕耘中國市場多年，投資金額與能量相當可觀，根據經濟部統計，從1991年到2009年12月為止，台資企業赴中國投資金額總計高達815億美元，且數字於近幾年快速成長，顯見台商著力之深。事實上，中國台資企業規模逐漸成長，因應發展需要，難免出現資金飢渴，再加上近期金融海嘯，大陸銀行放款趨緊，在間接融資方面之境況日趨窘迫，被迫必須轉向直接金融即資本市場進行籌

資。近幾年來兩岸三地的IPO金額既然高居全世界之冠，籌資能力不容小覷，自圖2可明顯看出，特別是金融海嘯過後，亞洲經濟前景吸引全球資金進駐，導致股價指數上漲幅度遠高於歐美重要股市，勢必吸引更多公司尋求在亞洲掛牌。只要兩岸經濟穩步邁前，且能成功將台灣證券商的關係網絡、徵信能力，與中國內地證券商的承銷籌資專業相結合，相信定可創造相當商機。

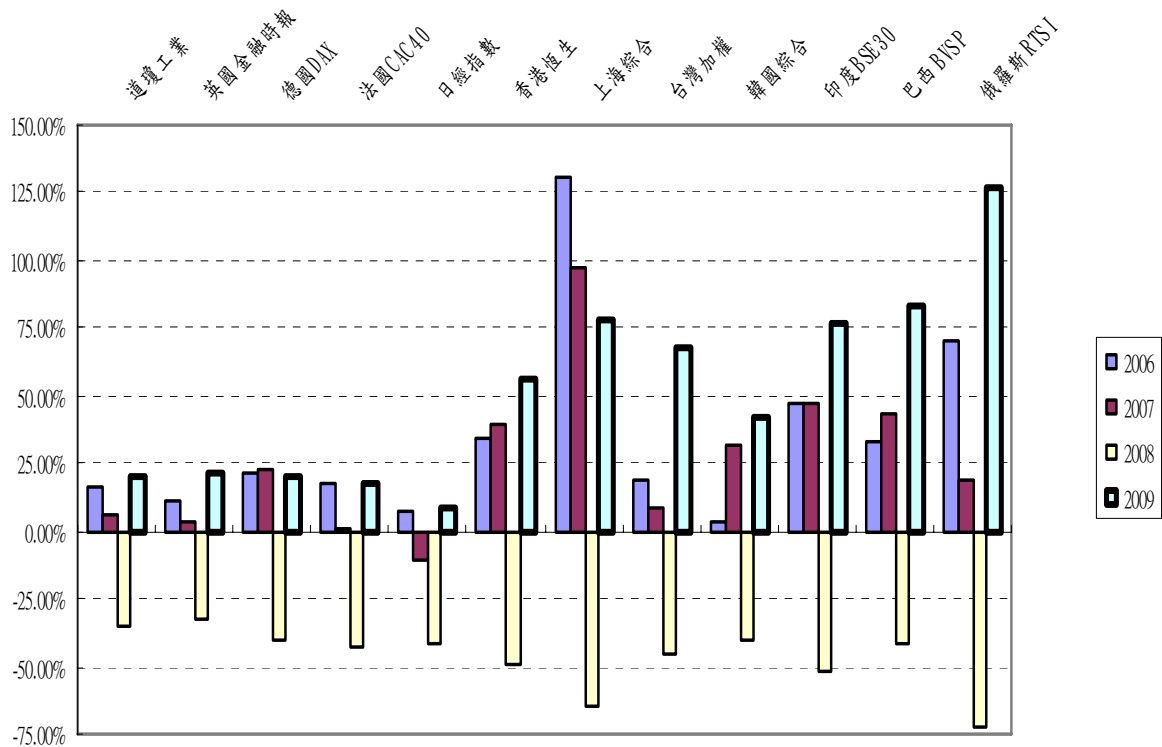


圖 2 兩岸三地股價飆漲

目前大陸股市交易規模明顯增強，雖整體流通市值占GDP比重仍偏低，但可預期在未來十年內，大陸資本市場將超常規快速發展，上市公司將可達到5,000至8,000家，投資者人數將達3~4億人，直到資本市場市值與GDP總量接近後，大陸資本市場才會進入到一個正常平穩發展的階段。此外，目前大陸交易所的上市公司家數已達1,700家，若依目標8,000家的規模，預估未來十年平均每年都有超過600家公司上市，且繼滬深主版和深圳中小版後，2009年10月又推出創業版，並將陸續推出國際版和場外電子交易平台，多層次的資本市場將初步形成，各類企業都可以在資本市場找到適合自己的融資管道，也將為證券商的IPO提供可觀的發展機會(葉公亮，2010年1月)。



基於上述競爭力分析，我證券商可考量與當地證券商合資或合作，尤其是鎖定大型國營企業，會較理想；換言之，以國企證券商之關係網絡，搭配台資證券商較佳之知識與技術，應可獲取許多商機。不過因較難完全了解國有大型證券商之背景與公司狀況，再加上大陸以黨領政商之緣故，故合資方式具有高度不確定性；若是改以合作方式進行利潤分享，則會較為單純。

總之，對承銷商而言，基本上有三大競爭要素：1. 股本要夠大，才有能力在所承銷之IPO股票賣不掉時，將剩下之股票吸收下來；2. 網絡關係要夠好，如此才有辦法讓承銷之案子過關，及作好IPO或TDR股票上市時之行銷；3. 其他管理、創新之專業能力要夠強，才能支援公司業務之發展。若將台資證券商此三大競爭要素與大陸證券商做比較，我方證券商規模不夠大、網絡關係(包括遞件時對主管單位喜好之掌握與交情)無法與當地證券商相比，海外關係與經驗則比不上外資證券商(故在海外業務部份，陸資證券商可找外資證券商合作)。台資證券商長處在於管理、創新能力以及對大陸台商之瞭解與關係：雖說我證券商基於擴大客戶群之因素，會希望不要侷限於台商，但一般而言，基於本國證券商較能保密與較了解台商運作之同鄉情誼與考量，台商應該會較偏好由我證券商來輔導其於大陸上市，故我證券商當然會積極爭取協助有潛力之台商上市。至於上市地之選取，則尚須視許多因素而定，以下分析。

事實上，有意上市櫃之企業亦會自己積極在兩岸三地、甚至於歐美其他地區，尋找理想之承銷商。有些台商基於大陸內銷市場因素，故會選擇於可提高曝光度之大陸A股上市，惟選擇於台灣股市上市櫃有以下好處：(1). 若考量承銷手續費及輔導作業費，則目前香港最高、其次為中國大陸(約為1000萬人民幣)、台灣則為最低(約為1200萬新台幣)；(2). 而且，目前台灣當局已放寬上市櫃公司在台所籌措資金之用途限制，如對IPO企業，其籌資金額可用於投資大陸之金額，自以前規定之公司淨值40%上限，現已提高為60%上限；對TDR企業則完全無限制；以及(3). 基本上，若台商已處理好自己海外所得，即不用擔心回台上市櫃財產須

被公開之問題，且回台賣股之所得亦因台灣目前仍不用課徵證券交易所得稅，故可全數落袋；再加上(4). 可以風光回台、光宗耀祖，或是基於一種落葉歸根之心理，大陸台商選擇回台上市櫃；(5). 除以上考量，亦有人基於自身產業較屬於臺灣股市上市產業大宗(如資訊光電等高科技)之群聚效果，認為如此一來，自身公司之價值較易得到彰顯；(6). 或是覺得自股市籌資而拿到的錢，因大陸環境較不安全，還是放在自己的家鄉台灣比較安心，故選擇回台上市櫃；(7). 台灣投資人對新產品之接受度較高，希望來台上市櫃。最近以TDR回台上市之台商，有很多係屬於傳統產業；事實上，以往台灣股市之傳產股其PE值大多很低，但最近回台上市之傳產股因挾著”中國概念股”，PE值卻很高，甚至於高估很多。

當然，證券商自己也會為了爭取客戶而努力遊說。惟若就同屬一家證券商母公司而分散在兩岸三地之分公司而言，通常不會互搶客戶，而會依客戶屬性及其所需，分析其上市成功機率，並提供最好之專業建議，最後依該客戶之選擇提供後續之加值服務。

#### 4. 基金管理與併購業務方面：

隨著兩岸越趨開放，肯定將會產生更多公司及企業的購併、整合機會，尤其是兩岸相互策略投資，因其業務涉及到兩岸的法規，必須靠證券商來做，其中又以私募範圍最為龐大。因此投資銀行併購業務將是未來台灣證券商到大陸發展的最大利基，當然，此須立基於大陸相關業務市場准入之開放。

事實上，投資銀行業務可謂係歐美先進金融機構之專利，原本其可在商務鼎盛之中國大陸大顯身手；可惜2008年爆發之全球金融風暴，已導致歐美諸大投資銀行非亡即傷，故此其時即為熟知華人商務習性之我業者可進入，並取而代之之絕佳時機。

此外，兩岸簽訂MOU後，可望共同開發大中華證券與基金市場。中國經濟近年來均以兩位數之速度成長，中國近年來基金與股市投資人成長快速，以股票市場為例，從2002年到2008年，中國股市開戶數足足成長了5,540萬戶，中國證券與基金業市場的結構與縱深，不僅為台灣金融

業未來可能發展之潛能市場，其大規模市場的經營經驗亦足資台灣證券與基金業者借鏡。

依照台灣的發展經驗，大陸市場隨著上市公司數量增加，未來必然伴隨著許多問題公司的浮現，並帶來併購重組的機會，根據路透社統計，2008年全球併購重組交易金額約2.89兆美元，而同年全球IPO市場規模僅0.83兆美元。而大陸2006-2009上半年上市公司併購重組交易金額為人民幣0.83兆元，遠低於同期IPO及SPO的人民幣1.44兆元的規模。代表未來隨著上市公司數量日益增加，併購重組市場將有巨大成長空間(葉公亮，2010年1月)。

最後必須提及的是，台灣自2000年以來，各大金控陸續成立，近期更處於自分業經營邁向混業經營的階段，由於多年金控公司經營的經驗，台灣證券商與基金業者對於金控旗下的跨售模式相當熟稔，未來台灣金融業者可將多年來發展之「資料庫行銷」技術運用至中國內地，創造更多跨業行銷商機。

#### 5. 資產管理與理財業務方面：

展望未來，預計大陸之理財及資產管理相關業務將會有極大之發展潛力，一來係因大陸經濟成長力位居全球前茅，連帶地其每人GNP也不斷在增長，再加上其人口眾多，故相關市場潛力驚人；其次，許多富人及富商之第二代不想如其長輩辛苦地從事生產代工事業，而亟思轉以較輕鬆之以錢養錢方式，即以從事證券投資或直接投資(如創業投資業務)方式來賺錢。不過，證券商在此方面必須面對基金管理公司及銀行之強大競爭。

目前大陸金融機構不論在銀行或證券商，在財富管理業務方面落後台灣最多，惟主要原因係大陸當局進行外匯管制，相關機構僅能投入人民幣相關股票、票據等商品，可發揮空間相當有限所致。一旦未來人民幣國際化政策越趨成熟，金融帳開放空間也將增長，將有利於大陸此方面業務之發展。在大陸，陸銀係用房地產相關業務來吸引高所得客戶，再擴延至財富/資產管理之服務，或是自證券業務擴延至財富/資產管理

業務。

## 6. 期貨業務方面：

到去年底為止，以兩岸各自前5大期貨商、前10大期貨商的資本額加總加以比較，台灣期貨商的規模都略大於大陸。雖說在股指期貨上市之後，大陸期貨商都有增資計畫，但由於在銀行、保險、證券、期貨等四大金融事業領域，就資本額和業務量而言，目前台灣期貨業者可說是四大行業中最具競爭優勢者。換言之，兩岸在期貨方面之合作、互動基礎最佳。據台灣期貨資深人士指出，台指期上市時間比大陸滬深300早將近12年，台灣期貨市場在IB、期貨自營、財務工程、系統開發、風控等也具有較佳經驗，這時候若進行兩岸合作，可達到互補效果。

台灣證券期貨業的優勢包括經營策畫、客戶服務、專業人才、國際視野、市場經驗及創新能力。像股指期貨，融資融券等大陸最近新推出的業務，在臺灣已經存在和發展了非常長的時間了。但相對於台灣，大陸的證券期貨業的優勢是網點、客戶、資金及知名度，這也是台灣業者剛進入大陸市場的初期無法相比的。

## 參、大陸證券商來台發展趨勢

大致上而言，證券商係靠天吃飯，其業務發展與整體經濟走勢無法脫鉤，在中國大陸尤其如此，因其經紀業務佔比高達70~80%，再加上以往無法做空，故上述現象更為明顯。不過，也由於這一二年中國大陸證券商之業務仍預計有高達7~8%之增長，故大陸證券商仍會將重心放在大陸。至目前為止，大陸業者對於來台發展之興趣不大，主要原因係上述之大陸業務仍舊欣欣向榮、大有可為。不過，其來台設點之可能原因有二，其一係為大型客戶經手投行及資產管理業務；其二為來台吸引台灣資金投資大陸市場。

舉例而言，上海申銀萬國證券研究所所長陳曉升2010年4月首度來台，當時曾指出，有部分申銀萬國在中國的機構投資表達願來台進行

投資之意願；而其來台主要希望將陸企上市公司的投資機會分享給台灣市場的投資者，未來視情況會進一步開發台灣市場業務。若政策允許，則會在台灣推出中國概念或紅籌概念的投資產品。

在兩岸證券投資部份，去年政府開放QDII來台投資證券市場後，已有三檔QDII向台灣證交所登記，包括大陸工銀瑞信基金於4月上旬完成登記，成為第三檔獲准來台的QDII。另外還有華夏基金及上投摩根基金，均已進場投資。根據現行規定，QDII來台投資總額上限為5億美元，每一家QDII來台上限不能超過8,000萬美元，若每檔QDII都以最高額度申請，證交所僅允許6檔QDII來台投資。由於額度有限，為避免申請到的額度空著，沒匯入資金，證交所也規定，若占用額度達1個月，該檔QDII向證交所申請的額度將會自動失效，且失效後的半年內，無法再重新提出申請。

目前QDII投入台股金額達1.25億美元，折合新台幣約39億元。多家QDII反映希望放寬投資額度，參與台股投資。若以QDII來台投資總額上限5億美元，且單一QDII上限8,000萬美元來看，可來台投資的大陸QDII約六、七家，目前只有三檔QDII來台；換言之，要觀察後續QDII來台情況，政府相關單位才會評估放寬投資額度。

事實上，中國的基金投資人，並不熱中QDII，根據中證網所做的一項調查顯示，中國的基金投資人中，有7成的比例，表示不會購買QDII產品。有42.25%的受訪者表示偏好「專注投資港股」的QDII，另有29.11%的受訪者，偏好「投資亞太市場」，還有28.64%的投資人則看好歐美市場投資。

不論如何，台灣證交所董事長薛琦今年3月表示，中國QDII是一股不容小覷的境外資金來源，尤其是中國銀行業QDII的數量與產品規模存在相當潛能，台灣當局亦將考慮逐步開放可供QDII投資的產業類別。台灣期貨交易所董事長蔡慶年也表示，兩岸金融MOU生效後，QDII已經可以來台投資現貨，但從事期貨避險還未被核准，期交所將透過主管機關、業者向大陸證監會爭取開放。

事實上，我證交所推動兩岸三地資本市場合作的經驗，第一步是去年年中起與香港證交所互相掛牌ETF，目前有三檔，其中以滬深300的市場反應最為熱烈，其次是恆中國的香港紅籌股ETF。第二步則是2009下半年起，開放大陸台商或營運以中國大陸為主的企業，到台灣發行台灣存託憑證(TDR)，接下來就是開放香港紅籌股來台發行TDR。

隨著ECFA啟動金融談判時程逼近，大陸重要省份及城市主導的訪台行程，均把參訪金融業列為重點。繼上海市長韓正訪台，促成台滬兩地簽署金融合作意向書後，由福建省長黃小晶率領的福建經貿招商團，以及廈門市長劉賜貴領軍的金融團將於5月初訪台。相關人士表示，此次廈門市長領軍的金融團，與福建省長領團的招商團密切相關。根據進一步掌握的消息指出，黃小晶率領大規模的經貿招商團5月初來台，屆時旗下將有不同的次團，兵分多路拜會不同領域的台資企業。包括廈門銀行、福建興業銀行、及中國銀行、工商銀行廈門分行等廈門當地的金融機構組成的金融團，將在廈門市長劉賜貴領軍下，拜訪台灣的金融機構，目前已確定的對象，主要有金融總會、金融研訓院等兩家半官方的機構，及國泰金、富邦金、永豐金等民營金控公司，兆豐金是目前排定唯一的公股金控公司。

據了解，此次廈門金融團所訪問的4家金控，均為對設點海西特區有高度興趣，且活躍於兩岸的中、大型金融機構；而金融總會、銀行公會在這種互訪下，在兩岸金融交流的位階也被拉高。值得注意的是，金融總會上回已代表國內15家金控為主的金融業者，與上海金融業聯合會簽署合作意向，為台灣的銀行、保險、證券，與上海展開全面交流提供協助，此次廈門金融團在劉賜貴領軍下來台，是否繼簽台滬金融合作意向書後，再與廈門簽署另份「點對點」的合作意向書，受市場高度矚目。

## 肆、兩岸證券競合展望

大陸證券龍頭某位高層曾公開表示，將台灣的證券期貨業者儘快引進中國資本市場，其影響是非常正面的。除了有利於兩岸金融交流，也可提升大陸金融機構和金融從業人員的國際視野、風險管理水準及綜合經營能力。但其亦認為，台灣的金融機構進入大陸以後，初期對中國目前的市場格局還不會帶來太大的衝擊。

以下，首先彙整台灣證券及期貨業登陸之優、劣勢、機會及威脅之SWOT分析；接著再針對兩岸相關學者之未來具體合作內容，提出探討。

### 一、台灣證券及期貨業登陸 SWOT 分析

表 4 臺灣證券及期貨業登陸 SWOT 分析

台灣證券業	
Strength 優勢	Weakness 劣勢
(1) 具有較先進之發展經驗，商品多樣化、跨國投資以及跨業行銷經驗豐富 (2) 客戶服務佳 (3) 對大陸台商較瞭解、關係較佳 (4) 承銷手續費、輔導作業費為兩岸三地中最为便宜 (5) 財富管理業務技術與經驗皆領先大陸 (6) 管理經營、策畫能力較佳。對於薪資、行銷、訓練等有較完整系統	(1) 臺灣證券業者據點少，大陸展業速度較慢，故經紀業務難以開展 (2) 人脈關係無法與大陸業者相比，故 IPO 案送件成功上市機率小，承銷業務需與大陸業者合作 (3) 海外關係與經驗輸給外資券商 (4) 知名度、客戶數、資金豐沛程度不如大陸在地券商
Opportunity 機會	Threat 威脅
(1) 大陸 A 股業務市場龐大、利潤豐厚，且風險較低 (2) 預期大陸資本市場將飛速發展 (3) 大陸多層次的資本市場將初步形成 (4) 大陸台商投資金額快速成長，需要籌資及擴展，但大陸銀行放款	(1) 大陸地域廣闊、政策多變，自營風險高 (2) 證券商登陸需承擔無法控制之風險，如證監會基本上要求：發生問題時，證券商要先攤提損失 (3) 難以找到合適之證券商合資。對大陸證券商背景不熟悉，合資方

<p>趨緊，得轉向資本市場籌資</p> <p>(5) 跨兩岸產業併購因涉及兩岸法規，必須靠兩岸證券商聯手</p> <p>(6) 全球資金進駐，引發更多公司尋求在亞洲掛牌</p> <p>(7) 金融海嘯使外資券損損失慘重，此時是我國業者進入大陸最佳時機</p>	<p>式具有高度不確定性</p> <p>(4) 海外關係網絡不及外資證券商，故陸資證券商在此領域可選擇與外資證券商合作</p> <p>(5) 若相關政策不進一步開放，我業者施展空間相當有限</p> <p>(6) 相關資訊之掌握及情勢之判斷風險將隨兩岸資金自由流動而增加</p>
<b>台灣期貨業</b>	
<b>Strength 優勢</b>	<b>Weakness 劣勢</b>
<p>(1) 臺灣期貨商規模略大於大陸期貨商</p> <p>(2) 臺灣發展期貨市場比大陸早近 12 年，經驗較為豐富</p> <p>(3) 臺灣期貨業者在 IB、期貨自營、財務工程、系統開發、風險管控等具較佳優勢</p> <p>(4) 臺灣期貨業者在經營策畫、客戶服務、專業人才、國際視野、市場經驗與創新能力皆比大陸優秀</p>	<p>(1) 我期貨商分支據點太少，法規要求客戶需至營業場所開戶；展業速度亦不可能太快，無法有效開展業務</p> <p>(2) 與大陸同業相比，缺乏知名度</p> <p>(3) 客戶數、資金比大陸同業要來得少</p>
<b>Opportunity 機會</b>	<b>Threat 威脅</b>
<p>(1) 若能進行自營或代操業務，我方在模型運用技術及經驗上具優勢</p> <p>(2) 兩岸存在許多合作空間，即陸方專長乃客戶關係之維護以及商品期貨，而我方專長則在營銷、產品、中間流程及管理之控管以及金融期貨</p> <p>(3) 客戶服務佳</p>	<p>(1) 若相關政策不進一步開放，我業者施展空間相當有限</p> <p>(2) 證監會對期貨不嫻熟，法令跟不上市場發展</p> <p>(3) 台灣期貨屬於高端部份(如程式交易、研究部、IB)之人才、技術皆已登陸</p> <p>(4) 台灣期貨有外資圈等之分野，大陸則已融合，故判斷已有相當實力</p> <p>(5) 大陸相關資訊之掌握及情勢之判斷風險，將隨兩岸資金自由流動而增加</p>

## 二、兩岸證券合作展望

有關兩岸在證券方面之合作與展望，除上述文中提及之：結合台灣證券商的關係網絡、徵信能力，與中國內地證券商的承銷籌資專業與關係，以開發台商於大陸IPO之商機外；尚包括：因兩岸開放將會產生許多公司及企業的購併、整合，尤其是兩岸相互策略投資，而因其



中業務涉及到兩岸的法規，再加上投資銀行業務規模龐大，無法由單獨一家證券商來做，故須和大陸合作。另外，2007年9月，大陸證券商直接投資業務試點已正式啟動，2009年4月發布《證券商直接投資業務試點指引》，直接投資業務資格門檻降低；目前，13家獲得直接投資業務資格的證券商都相繼成立直投子公司，積極開展直接投資業務(特別是pre-ipo投資)。直接投資業務日後有望成為大陸證券商新的利潤增長點(李成輝，2009年12月)。台灣進行pre-ipo投資之創業投資，曾經盛極一時，許多創投界菁英後來轉赴對岸發展；假若這些有經驗之老創業者能與我証券業中亦有多多年評估實戰經驗之承銷精英相結合，相信亦可吸引不少大陸業者之合作需求。

以下即針對我業者之利基，提出兩岸業者之其他具體合作內容(王儷容與沈中華，民國98年12月)：

#### (一)、融資融券與創新金融商品的導入

中國證監會於今年3月19日公佈首批6家融資融券試點證券商名單，並表示，融資融券首批試點啟動後，若運行正常，將分期擴大試點範圍；至於各界企盼的大陸滬深300股指期貨，則於今年4月16日正式上市交易。中國大陸這些引入保證金交易、賣空交易和指數期貨的做法，將可開啟一個中國大陸A股市場的新時代，讓市場多空機制更為完備，並令投資者更有效的管理市場風險。

大陸融資融券業務資格的獲取條件比較嚴格：經營證券經紀業務已滿3年的創新類試點證券商，最近6個月淨資本均在12億元以上，第三方存管方案已經證監會認可，且已對實施進度作出明確安排，而業務規模以淨資本的10倍為上限。2008年10月，大陸監管部門指定11家證券商參與融資融券業務試點(李成輝，2009年12月)。根據以往經驗，此些創新業務在短期內或許會因新交易制度的開放，因吸引更多散戶資金進入，而加大市場的波動幅度；但從中長期角度來看，則可望吸引專業機構法人等中長期資金的進駐，有助提升市場穩定度及成交量。

事實上，中國股市的波動性仍大，原本即急需避險機制的引入。

相對而言，台灣融資融券業務經驗已經相當豐富。這些業務不但為台灣證券商提供重要槓桿與避險機制之外，亦為主要獲利來源之一。未來若台灣證券商可以至中國發展，除了新推出之股指期貨交易佣金的提成，將對證券商產生最直接的影響外，融資融券業務亦將可望為台資證券商創造豐厚獲利。此外，自1997年以來，台灣也陸續開發認售權證、指數期貨、指數選擇權等新金融商品，不但可有效平衡多空雙方風險，更進一步增加金融商品線的多元性，增加證券商收入來源的可能性。

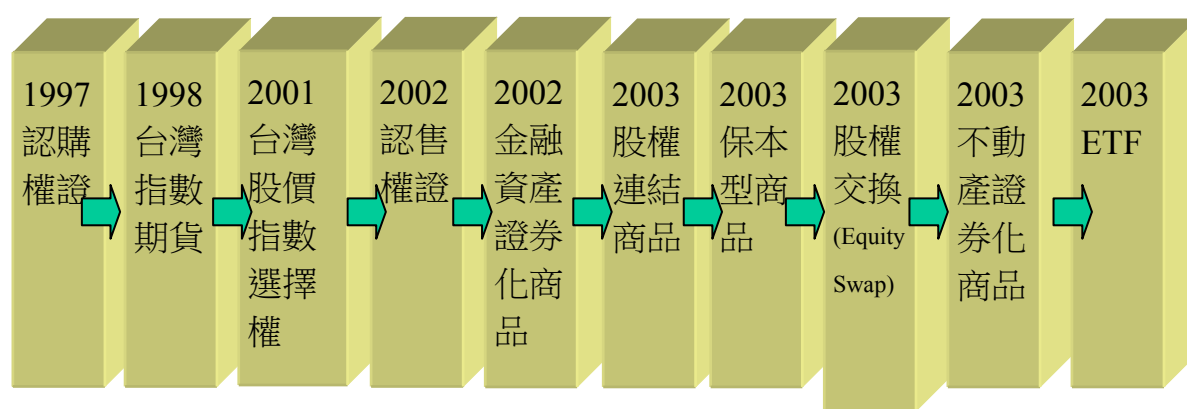


圖 3 台灣新金融商品的發展過程圖

資料來源：劉宗聖，兩岸開放對金融服務業之機會與挑戰，2009 年

## (二)、共同發展電子交易業務

由於大陸股票投資人口快速成長，為因應龐大的交易需求，電話委託與電子交易系統近期成為中國證券商重點發展業務之一。目前中國證券商的電子交易系統，多半為套裝軟體，功能大多僅限於股票交易、投資範圍仍侷限於國內，尚無法擴及海外。

而台灣許多證券商均獨立開發電子交易系統，以滿足客戶之全方位需求；就功能方面，台灣證券商電子交易系統之功能亦隨著金融商品的發展漸趨多元，目前已有股票、期貨、選擇權多合一功能之電子交易系統，此外台灣除了本地投資外，亦開發出跨國投資的電子平台，可作為台資證券商在中國爭搶市場之利器。因此，兩岸業者未來可以就此共同發展電子交易業務。

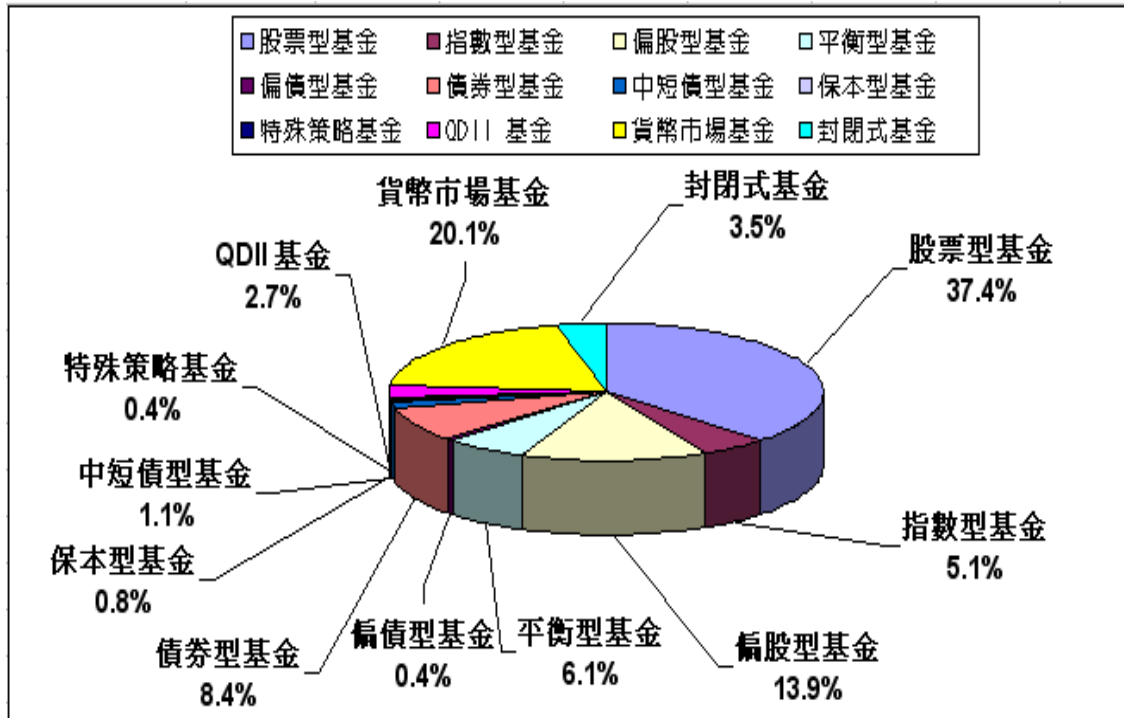
### (三)、新種基金商品市場寬廣

中國基金市場產品種類有限(見表5)，到2008年底為止，大陸基金市場僅有股票型、債券型、貨幣市場型、平衡型、指數型(指數基金與ETF)基金與QDII基金商品等種類基金商品，產品相對單純。

台灣自2000年以來，先後開放組合型基金、資產證券化基金、期貨信託基金等新種商品，近年更開發出主題型基金與計量商品等各項新型基金商品，未來新種基金商品配合中國相關法規的開放，有機會於神州大放異彩。

表 5 中國基金類型明細表

基金分類	基金數量	資產淨值(億元)	佔有率(%)	
開放型基金	股票型基金	164	7,254.31	37.43%
	指數型基金	19	984.86	5.08%
	偏股型基金	59	2,703.16	13.95%
	平衡型基金	42	1,191.63	6.15%
	偏債型基金	8	82.22	0.42%
	債券型基金	81	1,623.94	8.38%
	中短債型基金	1	213.46	1.10%
	保本型基金	5	147.27	0.76%
	特殊策略基金	3	86.33	0.45%
	QDII 基金	9	516.08	2.66%
	貨幣市場基金	51	3,891.89	20.08%
封閉式基金	31	685.52	3.54%	
合計	473	19,380.67		



資料來源：劉宗聖，兩岸開放對金融服務業之機會與挑戰，2009 年

圖 4 中國各類型基金分配比例示意圖

#### (四)、海外投資商品的合作

直至目前為止，大陸證券公司跨出去之部份相當有限，仍以香港為主，如透過QDII及其他（如中國大陸證券商在香港之分公司）方式。不過，大陸證券商認為，在QDII方面，大陸之基金管理公司做得很差；未來台灣業者在此方面有許多可著墨之處，如產品之設計等。目前中國僅有10檔QDII商品，而且績效均相當有限。

另一方面，台灣的海外投資經驗豐富。台灣自2000年後即逐漸開放證券投資之海外投資，目前國內投信共有217檔投資國際之海外基金，總規模3,783億元，為整體投信資產規模的20%左右，足證國內基金公司海外投資經驗豐富。除此之外，台灣自2006年開始實施境外基金總代理，歷經近兩年發展，境外基金不僅數量遠勝境內基金(1004檔 V.S. 526檔)，規模到2010年2月底為止，亦有 20,725.98億元之水準。憑藉台灣業者之上述經驗，未來即可協助中國同業發展海外投資商品。

## (五)、兩岸業者的合作方式與限制

比起獨資方式，大陸業者認為，台資業者應與大陸業者合資，惟業務決策權可由台商掌控。事實上，大陸證券商相當樂意與外國大證券商合作，惟因後者甚難拿到控制權，故合作意願不高；基本上，如瑞銀等外國大證券商即比較偏好與中小型大陸證券商合作。對我業者而言，也有雷同之處：有些業者則建議，在大陸證券業由無到有、由有到好、最後由好到大的各階段中，各種公司都有；惟我業者之合作對象應是目前想變好變大的公司，而非因受益於大陸宏觀經濟，而略過”好”的階段、直接跳到”大”的階段之公司；原因是，若與後者合作，很容易即遭併吞。不過基本上，由於台灣證券商之管理能力以及相關監管經驗較佳（雖說大陸證券之監管力度已經很大），故一般大陸證券商認為台灣證券業者確實值得大陸證券商好好學習，兩岸業者合作空間仍甚大。舉例而言，由於大陸證券商不會排斥從事協助台灣公司上市之承銷業務，只要是好公司，則認為我證券商應可與當地證券商合作，推動優良案件上市。

不過，兩岸業者較勁，比較棘手的是，陸資證券商即使想師法台商，也不見得需要與台商合資，而是只要重金挖角即可。另一方面，相較於大陸國有大型證券商，因其國企副總以上高層之薪資由大陸財政部封頂，故未來臺資證券商及可以高薪或分紅方式，吸引並聘用大陸證券商資深管理高層，善用其豐沛之政商關係以承攬項目。

在發展之限制方面，即使台資證券商股務管理各方面水準皆較陸資證券商高一些，但台灣之模式是否可在大陸複製、且適應良好，或是需要大幅調整，仍有待觀察。相對地，在過去幾年大陸經濟飛黃騰達之情況下，規模卻未變大之陸資證券商應是有其負面因素或負擔所致，故即使其努力跟台灣業者學習，效果也不見得會彰顯。



# 第三章 ECFA 兩岸證券期貨開放可能內容

## 壹、兩岸證券期貨政策近來之變化

### 一、大陸證券期貨相關政策

在大陸證券期貨相關政策部份，可依照重要法規改變、監管單位重要宣示或建設計畫、以及國家或重要領導人重要講話，即此三大構面予以分析(請見表6)。

表 6 大陸證券期貨相關政策一覽表

	證券產業政策 (對證券市場之定位與發展重點)	證券監理政策(主要指證券監理手段與規定)	兩岸政策(ECFA 早收內容)
證券重要法規改變	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 修改《外資參股證券公司設立規則》</li> <li>◆ 修改《證券登記結算管理辦法》</li> <li>◆ 上市公司收購管理辦法</li> <li>◆ 新制定的《證券公司設立子公司試行規定》</li> <li>◆ 同意《中國金融期貨交易所交易規則》和《滬深 300 股指期貨合約》</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 修改《證券公司風險控制指標管理辦法》</li> <li>◆ 修改《證券發行上市保薦業務管理辦法》</li> </ul>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 對符合條件的臺資金融機構在大陸申請合格境外機構投資者資格給予適當便利。</li> <li>2. 儘快將臺灣證券交易所、期貨交易所列入大陸允許合格境內機構投資者投資金融衍生產品的交易所名單。</li> <li>3. 簡化臺灣證券從業人員在大陸申請從業人員資格和取得執業資格的相關程序</li> </ol>

	證券產業政策 (對證券市場之定位與發展重點)	證券監理政策(主要指證券監理手段與規定)	兩岸政策(ECFA 早收內容)
證監會重要宣示或國家計畫(如十一五或十二五)	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 證券公司開展融資融券業務試點審批</li> <li>◆ <u>證監會公告[2010]3號—關於開展證券公司融資融券業務試點工作的指導意見</u></li> <li>◆ <u>證券公司直接投資業務試點指引</u></li> <li>◆ <u>《首次公開發行股票並在創業板上市管理暫行辦法》</u></li> </ul>	◆ <u>《證券公司分類監管規定》</u>	
國家或重要領導人重要講話(如溫家寶胡錦濤或證監會)	◆ <u>2010 證監會工作會議</u>		

在重要之證券期貨創新及具體政策方面，大陸除了2009年10月30日正式展開創業板業務外；中國證監會於今年3月19日公佈首批6家融資融券試點證券商名單，融資融券首批試點啟動後，若運行正常，將分期擴大試點範圍。接著，各界企盼的大陸滬深300股指期貨於2010年4月16日正式上市交易，其交易量由最初推出時之5萬手，逐月增加至六月初之40萬手，成長力道驚人。

以下即就大陸最近其他幾項重要會議及出台之政策，加以簡要說明：

### (一)、2010 證監會工作會議

證監會於2010/01/15召開2010年工作會議中指出，今年的工作重點，莫過於籌備多年的融資融券和股票指數期貨將要正式推出，會議中列出七大重點工作與具體措施：



1. 強化基礎性制度建設，不斷完善市場體制機制：適時推出證券公司融資融券業務試點，推動部分改制上市公司整體上市，繼續深化發行制度改革，健全上市公司退市機制等
2. 完善市場體系和功能，增強服務經濟發展的能力：穩步發展主板和中小板市場，完善併購重組市場化制度安排，支持並購融資方式創新。準確把握創業板功能定位，完善創業板發行監管規則，加快發展創業板市場。制定代辦股份轉讓係統擴大試點具體方案，加快場外市場建設。積極發展債券市場，探索境外企業在境內發行上市的制度安排。支持具備條件的證券經營機構開展跨境業務。
3. 完善期貨市場體系，拓展服務國民經濟功能：發布實施股指期貨投資者適當性制度，明確證券公司、基金公司、合格境外投資者(QFII)等參與股指期貨的政策規定，強化對證券公司從事期貨中間介紹業務的規範和監管，健全跨市場監管制度，保障股指期貨平穩順利上市交易。
4. 加強和改進日常監管，提高市場主體規範發展水平：修訂《上市公司治理準則》，推行內幕信息知情人登記制度，健全對股價異動的快速反應機制。修訂基金運作、銷售等管理規定，落實基金分類審核制度，拓寬基金銷售和支付渠道。
5. 進一步健全市場法制，引導和規範市場健康發展：配合做好《證券投資基金法》和《期貨交易管理條例》的修訂工作。推動出臺《上市公司監督管理條例》並做好出臺後的實施工作。
6. 做好維穩工作，全力維護市場安全穩定運行。
7. 加強系統自身建設，提高監管能力。

值得注意的是，「探索境外企業在境內發行上市」即所謂的國際板和「健全市場退市機制」的構想首度出現在此次證監會的重點工作之列，其中「國際板」的提出最受市場注意。但證監會何時會推出國際板，目前則尚無定論。

## **(二)、修改《外資參股證券公司設立規則》**

隨著境外金融機構和其它投資者參股大陸證券公司的意願明顯增

強，2002年6月頒布的《外資參股證券公司設立規則》已與當前的實際需要不符，大陸證監會遂於2008年1月1日起修改並實施新的《外資參股證券公司設立規則》。

修改的內容主要有幾個重點：一是將外資參股證券公司中取得證券從業資格的人數要求，從原來的不少於50人降低至不少於30人；二是放寬了外資參股證券公司境外股東的條件，從原來的境外股東限於證券經營機構，放寬到金融機構和一般機構投資者，並將境外股東持續經營年限從原來的10年以上降低為5年以上；並取消了外資參股證券公司組織形式為有限責任公司的限制；此外，境外投資者可以依法通過證券交易所的證券交易持有上市內資證券公司股份，或與上市內資證券公司建立戰略合作關係並經證監會批准持有上市內資證券公司股份。

與原規則相比，修訂後的《外資參股證券公司設立規則》規定的外資參股內資證券公司的條件更為寬鬆、參股方式更為多元、監管機制更為適當，中國證券業正循序漸進地對外開放。

### **(三)、《證券公司分類監管規定》**

2007年7月2日，中國證監會下發《證券公司分類監管工作指引（試行）》和相關通知，兩年後，證監會正式發佈施行《證券公司分類監管規定》，正式確立了以證券公司風險管理能力為基礎，結合公司市場競爭力的分類監管時代。其風險管理能力主要根據資本充足、公司治理與合規管理、動態風險監控、信息系統安全、客戶權益保護、信息披露等6類指標進行評價。

再依證券公司評價計分的高低，將證券公司分為A（AAA、AA、A）、B（BBB、BB、B）、C（CCC、CC、C）、D、E等5大類11個級別，新規定實施後，目前中國A類證券商共有30家，其中AA級證券商9家，A級證券商21家；B類證券商共計58家，C類證券商17家。其中等級最高者AA級證券商包括國信、國泰君安、申銀萬國、中信、招商、光大、

中金、海通、中銀國際等9家證券商。

#### **(四)、修改《證券公司風險控制指標管理辦法》**

中國證監會建立了以淨資本為核心的風險控制指標體系，加強證券公司風險監管，並督促證券公司加強內部控制、防範風險，於2008年修改的《證券公司風險控制指標管理辦法》，大致上與原辦法無太大差異，主要取消了第十九條第五款：證券公司必須持續符合「流動資產與流動負債的比例不得低於100%」的風險控制規定。取而代之的，將改由證券公司的業務規模直接取決於證券公司的資本規模，各類業務的風險控制指標也與淨資本規模有直接關係，如淨資本與各項風險資本準備之和的比例不得低於100%；淨資本與淨資產的比例不得低於40%等。

在新的監管體系下，以淨資本為核心的風險控制機制確立了淨資本在決定業務牌照和潛在業務規模方面的決定性作用，使得擴充資本實力已成為證券公司未來發展的當務之急，因此近年來，許多證券公司皆透過公開上市、增資等方式雄厚其資本額。

## **二、台灣證券期貨相關政策**

過去投資港股ETF，必須採用複委託機制，成本較高，但開放台港ETF相互掛牌後，可直接跨境或採用連結指數基金方式，在台股市場投資，且海外ETF不受國內ETF 7%漲跌幅度限制，投資人可享有更多操作空間，緊密連結兩岸三地資本市場。隨著兩岸政策逐步開放，未來兩岸三地陸、港、台股相互投資的空間指日可待。以下略舉數端，加以了解：

- (一). **放寬基金投資涉陸股之海外投資比率**：從97年9月12日起，放寬投資港澳H股與紅籌股比率，從原本的10%改為取消不設限；投資大陸掛牌上市有價證券比率，由現行0.4%放寬為10%，協助金融業以更有利的條件，進入並開拓大陸及港澳市場，也能滿足投資人多元化的投資需求，有利提升國內資產管理業務之國際競爭力。

- (二). 金管會近來正研擬放寬證券商受託買賣國外有價證券的限制，將開放證券商得受託、自行買賣港澳紅籌股，未來投資人不用再繞道香港開戶，在台灣就可以透過證券商複委託下單，買賣港澳紅籌股。
- (三). **放寬大陸投資金額上限及審查便捷化：**為落實「深耕台灣、連結全球」的理念，增加廠商在全球及兩岸布局的靈活彈性，行政院宣布自97年8月1日起，放寬廠商赴大陸投資上限從原本的40%至60%，個人赴大陸投資金額上限由現行新臺幣8,000萬元，放寬為每年500萬美元；並簡化投資審查程序、建立關鍵技術與資金審查機制，以上種種措施可提供廠商更彈性的資金運用空間。
- (四). **鬆綁海外企業來台上市、適度開放陸資投資國內股市：**為了鼓勵更多的海外台商及國外優良企業來台灣掛牌和籌資，行政院自97年8月14日起放寬以下限制，希望能進一步帶動金融相關產業就業機會跟增加稅收。
1. 放寬海外企業來台上市資格限制及籌資用途限制：包括取消第一上市（櫃）有關大陸投資超過淨值特定比例，及第二上市（櫃）有關陸資持股超過20%或為主要影響力的股東，不得來台上市的限制；取消外國發行人在台募集資金不得用於直接或間接赴大陸地區投資的限制。
  2. 開放大陸合格境內機構投資人（QDII）來台投資：隨著兩岸金融MOU的生效，QDII已經准許來台投資，但僅止限現貨市場，期貨市場還未被核准，期交所表示，未來將積極向中國證監會爭取開放。
- (五). **台資基金公司轉投資大陸基金公司限制已降低**
1. 原先尚未修改前之「台灣地區與大陸地區證券及期貨往來許可辦法」規定，國內投信如欲投資大陸基金公司，除須滿足淨值不低於面值、最近半年未受處分等消極資格限制外，並規定投資大陸基金公司的總金額，不得超過台灣地區投信淨值之20%；由於台灣投信業的資本額大多在10億元以下，所以可投資額度均2億元以下，可投資金額有限。另一方面，根據中國大陸《境外機構參股、參與發起設立基金管理公司暫行規定》，參股或發起設立基

金公司的境外機構，實收資本額不得少於3億元人民幣(相當於15億新台幣)。雙方對資金的規範落差相當大。

2. 不過，於2010年三月十六日修改後，新的「台灣地區與大陸地區證券期貨業務往來及投資許可管理辦法」第5條，已將我業者於大陸投資證券公司、基金公司、或期貨公司的總金額，放寬為不得超過台灣地區機構淨值之40%，故已大致可符合陸方對上述實收資本額門檻之要求。

## 貳、台灣業者赴大陸發展之限制

總合而言，在兩岸ECFA協商尚未完成前，我證券暨期貨業者赴大陸發展之限制，包括以下數端(王儷容與沈中華，民國98年12月)：

### 一、來自於陸方的限制：

#### (一)、股權的限制：

中國證券與基金市場迄今仍屬初級發展階段，兩者在中國的經營仍受大陸政府機關的高度管制；即使大陸在進入WTO之因素下，邁開許多開放步伐，惟基本上而言，其對大陸對證券商仍是高度保護。證券商與基金公司的主要經營高層也多由官方派任或指定人選，同時也嚴格限制外國資金參與股權。

#### 1.證券股權的限制

業務的限制，不允許獨資之外資證券商設立，目前外資最高持股比例僅達33%，無法掌握經營權。

#### 2.基金股權的限制

中國目前允許外資合資基金公司設立，到2009年5月底為止，中國共有61家基金公司，其中有33家便為合資基金公司，然而，合資基金公司外資最高持股比例為49%，仍然無法掌握經營權。

## (二)、兩岸仍有資本管制、市場准入限制等各種壁壘待除

與早期台灣發展進程相似處，中國目前仍有資本管制與市場准入限制，抑制兩岸資本自由流動與跨境的投資與融資。舉例而言，目前外人要投資中國，還需要取得QFII額度。但就台灣業者而言，目前國內證券公司和基金公司若想取得中國QFII額度均相當困難：

**1.基金業者：**規定經營資產管理業務五年以上，最近一個會計年度管理的資產不少於50億美元。假若有更多投信投顧業者符合此一資格，則其管理資金得直接投資A股，得開始發展中國題材基金、包裝大陸基金的，組合基金、陸股ETF等相關商品；以及代理大陸基金到台灣及其他地區銷售。

**2.證券公司：**規定必須經營證券業務三十年以上，實收資本額不少於10億美元，最近一個會計年度管理的證券資產不少於100億美元。

## (三)、准許經營之證券業務範疇仍有許多限制

在業務範圍方面，只要是外資合資證券商或外資入股之未上市證券商，就無法承作A股經紀與A、B股的自營業務，而目前中國上市證券商僅有九家(中信、海通、長江、國金、國元、宏源、東北、太平洋、西南證券)，且以上九家上市證券商市值龐大，大者恆大趨勢明顯，外資入股並不容易。再加上我業者還是希望能夠獨資經營(即所謂之”全資”)或享有控制權，故我業者希望能在簽訂MOU之後，自目前之辦事處升格為分行後，即可經營如我方目前對外資沒有限制之”全照”業務。

## (四)、兩岸對於在大陸設立合資證券公司之相關規定

兩岸對於在大陸設立合資證券公司之相關規定條件，可匯整如下：

表 7 在大陸設立合資證券公司之條件摘要表

台灣—證券商得投資大陸條件摘要	大陸—境外股東條件摘要
一、淨值高於新台幣 70 億元，且該淨值大於時收資本額。	一、已與中國簽訂 MOU，並保持有效的監管合作關係。
二、最近三個月自有資本適足率高於 200%。	二、在所在國家或地區合法成立，至少有 1 名是具有合法的金融業務經營資格的機構；境外股東自參股之日起 3 年內不得轉讓所持有的外資參股證券公司股權。
	三、持續經營 5 年以上，近三年未受到所在國家或者地區監管機構或者行政、司法機關的重大處罰。
	四、近三年各項財務指標符合所在國家或者地區法律的規定和監管機關的要求。
	五、中國證監會規定的其他審慎性條件。
第一項之投資總金額，不得超過台灣地區證券商淨值 40%。	境外股東持股比率上限： <ul style="list-style-type: none"> <li>• 合資證券商：不得超過 1/3。</li> <li>• 參股大陸上市證券公司：單一股東 20%，合計 25%。</li> </ul>

## 二、來自於我方的限制：

### (一)、設立辦事處之限制

根據「臺灣地區與大陸地區證券期貨業務往來及投資許可管理辦法」，臺灣地區證券商、證券投資信託事業、證券投資顧問事業、期貨業符合下列各款規定者，得向主管機關申請許可，由其或第三地區子公司，在大陸地區設立代表人辦事處，而其相關規定及在大陸辦事處可從事業務如下：

#### 1. 對台灣證券期貨商設立資格之限制

- (1) 設立滿三年。
- (2) 最近期經會計師查核或核閱之財務報告每股淨值不低於面額。
- (3) 最近半年內未受證券相關法令處分，或受處分而其違法情事已具體

改善並經主管機關認可。

## **2. 代表人辦事處之設立數及工作內容限制**

在管理辦法中並未對台灣證券期貨商在大陸設立代表人辦事處之數目有所限制，但在可從事業務上有相關規定，且辦事處從事業務時亦須遵照大陸地區法令規定，可從事業務如下：

- (1) 從事證券、期貨業務相關商情之調查。
- (2) 從事證券、期貨相關調查研究及資訊之蒐集。
- (3) 從事工商活動所需之各類管理及諮詢顧問服務。
- (4) 舉辦或參加與證券、期貨業務有關之研討活動。
- (5) 其他經主管機關核准事項或相關聯絡事宜。

(二)、參股投資之限制：

### **1. 對證券期貨商參股資格之限制**

欲向主管機關申請許可在大陸地區參股投資證券商之台灣業者，除符合所有類別之公司進行參股投資之規定外，依照營業類別不同，對於欲參股投資大陸公司之台灣地區業者可投資大陸證券期貨公司類型以及本身營運狀況等有不同之限制：

- (1) 臺灣地區證券商：
  - a. 可由臺灣地區證券商或其第三地區子公司，在大陸地區參股投資證券商、證券投資基金管理公司或期貨公司。
  - b. 最近期經會計師查核或核閱之財務報告淨值高於新臺幣七十億元，且每股淨值不低於面額。
  - c. 最近三個月自有資本適足比率高於百分之二百。
  - d. 在規定時間內未違反相關法規，或其違法情事已具體改善並經主管機關認可者。
- (2) 臺灣地區證券投資信託事業：
  - a. 可由臺灣地區證券投資信託事業或其第三地區子公司，在大陸地區參股投資證券投資基金管理公司。
  - b. 最近期經會計師查核或核閱之財務報告，每股淨值不低於面額。
  - c. 在規定時間內未違反相關法規，或其違法情事已具體改善並經主管機關認可者。



(3) 臺灣地區期貨商：

- a. 可由臺灣地區期貨商或其第三地區子公司，在大陸地區參股投資期貨公司。
- b. 最近期經會計師查核或核閱之財務報告，每股淨值不低於面額。
- c. 最近三個月平均調整後淨資本額不少於期貨交易人未沖銷部位所需之客戶保證金總額百分之四十。
- d. 在規定時間內未違反相關法規，或其違法情事已具體改善並經主管機關認可者。

## 參、大陸業者來台發展之限制

在ECFA正式簽署前，大陸證券期貨業者赴台投資或設立辦事處等亦有若干規定，根據「臺灣地區與大陸地區證券期貨業務往來及投資許可管理辦法」等規定，大陸業者來台發展之主要限制整理如下：

### 一、設立辦事處之限制：

目前我國對於大陸地區證券期貨商來台設立代表人辦事處須符合具國際經驗等資格，而設立代表人辦事處後，我國對其可設立之辦事處數目及其工作內容亦有規定，以下分為兩部分討論：

#### 1.對大陸證券期貨商設立資格之限制

目前大陸地區證券、期貨機構或陸資證券、期貨機構等若欲在台設立代表人辦事處，須符合若干規定如：從事證券、期貨業務五年以上、同時應取得除登記地以外之其他國家交易所之會員、交易資格或是於登記地以外之國家設有營業據點。且最近期經登記地會計師查核或核閱之財務報告每股淨值不低於面額以及最近三年度連續獲利等。

#### 2.代表人辦事處之設立數及工作內容限制

而除須符合以上資格外，我國對大陸業者在台設立辦事處之數量及工作內容亦有限制，其中單一大陸地區證券、期貨機構或陸資證券、

期貨機構在臺灣地區設立代表人辦事處僅以一處為限。而其可從事工作除主管機關另有規定外，僅得從事證券期貨相關資訊蒐集、聯絡、商情調查等非營業性活動。

## 二、參股投資之限制：

### 1.對證券期貨商規模之限制

欲向主管機關申請許可在臺灣地區參股投資證券商之大陸業者，除符合所有類別之公司進行參股投資之規定外，依照營業類別不同，對於欲參股投資大陸公司之實收資本額以及營運狀況等有不同之限制：

- (1) 大陸地區證券公司或陸資證券公司：
  - a. 實收資本額應達新臺幣五十億元以上。
  - b. 同時經營有價證券承銷、自行買賣及行紀或居間等三種業務。
  - c. 最近二年度連續取得依大陸地區證券公司分類監管規定評價為 A 類以上。
- (2) 大陸地區證券投資基金管理公司或陸資證券投資基金管理公司：
  - a. 實收資本額應達新臺幣十五億元以上。
  - b. 以公開募集方式集資投資於證券之共同基金、單位信託或投資信託之基金資產總值達新臺幣八千億元以上。
- (3) 大陸地區期貨公司或陸資期貨公司：
  - a. 實收資本額應達新臺幣四億元以上。
  - b. 最近二年度連續取得依大陸地區期貨公司分類監管規定評價為 A 類以上。

此規定使可來台投資之大陸證券期貨商限定於須具一定規模者，始得進入台灣之證券期貨市場，且除規模之限制外，對於可參股投資之大陸證券期貨業者，在「台灣地區與大陸地區證券及期貨往來許可辦法」中亦有其他資格上之規定。

### 2.對股權之限制

- (1) 上市或上櫃股票：大陸地區證券、期貨機構或陸資證券、期貨機構參股投資臺灣地區證券、期貨機構，其個別累計投資持有單一臺灣地區上市或上櫃證券、期貨機構已發行有表決權股份總數或資本總額，不得超過百分之五；全部累計投資持有單一臺灣地區上市或上櫃證券、期貨機構已發行有表決權股份總數或資本總額，不得超過百分之十。
- (2) 未上市或未上櫃股票：大陸地區證券、期貨機構或陸資證券、期貨機構個別累計投資持有單一臺灣地區未上市或未上櫃證券、期貨機構已發行有表決權股份總數或資本總額，不得超過百分之十；全部累計投資持有單一臺灣地區未上市或未上櫃證券、期貨機構已發行有表決權股份總數或資本總額，不得超過百分之十五。

## 肆、CEPA 在證券期貨之開放經驗

香港於2003年和中國大陸簽署《內地與香港關於建立更緊密經貿關係的安排》(CEPA)，其主要架構是針對三個領域的開放，分別為「貨物貿易」、「服務貿易」以及「貿易投資便利化」。

之後，自2003年簽訂CEPA至今，中國不斷開放對香港有利的服務貿易領域。服務貿易為CEPA簽署內容中的主要特色，但有待未來進一步深化方見其影響。對香港而言，簽訂CEPA後，不但使自身之服務業（包括房地產、銀行、保險業等）提前進入中國部署與卡位，外資亦因此增加對香港之投資，香港因此吸引更多的物流、資金流與人流，使其經濟獲益良多。

在2003年CEPA之本文中，大陸對香港證券期貨業之開放措施及其具體承諾，包括以下數端：

1. 允許香港交易及結算所有限公司在北京設立辦事處。
2. 簡化香港專業人員在內地申請證券期貨從業資格的相關程序。香港專業人員申請獲得內地證券期貨從業資格只需通過內地法律法規的培訓與考試，無需通過專業知

識考試。

大陸於2003年與香港簽署CEPA後，其並於2003年九月二十九日簽署六份附件。其後雙方根據CEPA第三條，通過不斷擴大相互之間的市場開放措施，增加和充實CEPA的內容。2003年之後，總計大陸與香港此兩造間共簽署了七次之補充協議，其簽署時程及內容如下表所示：

**表 8 CEPA 簽訂日期與類別**

日期	類別
2003年6月29日	CEPA 本文
2003年9月29日	主體文件的六份附件
2004年10月27日	CEPA 補充協議 1
2005年10月18日	CEPA 補充協議 2
2006年6月27日	CEPA 補充協議 3
2007年6月29日	CEPA 補充協議 4
2008年7月29日	CEPA 補充協議 5
2009年5月9日	CEPA 補充協議 6
2010年5月27日	CEPA 補充協議 7

至於上述七次補充協議之增修內容中，與證券期貨業相關之部分則如下：

第七次	深化內地與香港金融服務及產品開發的合作，適時在內地推出港股組合 ETF（交易型開放式指數基金）。
第六次	允許符合外資參股證券公司境外股東資質條件的香港證券公司與內地具備設立子公司條件的證券公司，在廣東省設立合資證券投資諮詢公司。合資證券投資諮詢公司作為內地證券公司的子公司，專門從事證券投資諮詢業務，香港證券公司持股比例最高可達到 1/3。
第四次	1. 允許經中國證監會批准的內地基金管理公司在香港設立分支機構，經營相關業務。 2. 內地證券公司在香港設立分支機構，其完成香港註冊程序的時限，由 6 個月延長至 1 年。
第一次	允許持有香港證監會牌照並符合中國證監會規定條件的中介機構在內地設立合資的期貨經紀公司，香港持牌中介機構擁有的股權比例不超過 49%（含關聯方股權），合資期貨經紀公司營業範圍和資本額要求等與內資企業相同。

由上述補充協議可知，與證券期貨業相關之內容分別出現於第一、四、六、七次補充協議。其中，於2004年CEPA 補充協議1當中，香港持牌中介機構首先被允許與大陸內地公司合資設立期貨經紀公司，惟其擁有的股權比例不得超過49%，而且合資期貨經紀公司營業範圍和資本額要求等與內資企業相同換言之，合資之公司亦不許從事自營業務，而此種業務為我業者亟想從事者。至於另一項證券方面之業務，即證券投資諮詢，則是於2003年簽署CEPA本文後之第六年方才開放，而且香港證券公司持股比例最高僅可達到1/3。第七年後即2010年，則允許在內地推出港股組合ETF。

依照上述分析可看出，CEPA對於大陸與香港之證券期貨WTO-plus開放程度，不算太多。此與六月底剛出爐之兩岸CEPA，在證券期貨方面之開放程度相較，究竟如何呢?請見以下章節進一步分析。

## 伍、ECFA 證券期貨協商之現況與未來

有關兩岸金融開放的項目，基本上可分為：對岸已於WTO中開放者，以及尚未於WTO中開放者；後者即為在ECFA下所給予、將比大陸在WTO開放清單下更高之優惠待遇，亦稱「WTO-plus」項目。大陸已於WTO中開放者，於兩岸個別金融MOU簽訂後，可立刻適用於我業者，如外國證券業者可無需透過大陸仲介商，可直接從事買賣「B股」之業務等(以下分析)；至於WTO-plus項目，除了早期收穫清單下所開放者(以下分析)，更進一步開放部分需待後續ECFA協商方可得，我方業者希望可以包括：可經營A股經紀業務、將成為QFII或QDII之資格要求降低、參股上限之提高等。

必須注意的是，之前業者向大陸主管高層提及類似開放要求時，常常遭其高層以”若給予我特殊優惠，則難對其他WTO會員交代”回應。事實上，由於我國自2002年開始已是WTO會員，必須遵守其相關規範；假若想得到中國大陸給予其他WTO會員為優之特惠待遇(此會違

反在WTO中必須對其他會員一視同仁之”最惠國待遇”原則)，又不想面對未來WTO會員可能提出之抗議、則在WTO 規範下，兩岸必須依據GATT第24條(商品貿易)、及GATS第5條(服務貿易)有關經濟整合之規範，以涵蓋大多數行業(substantial sectoral coverage)、以及比WTO更開放(即WTO-Plus) 之方式，亦即須於自由貿易協定(FTA)架構下，方能提供互惠或特惠(王儷容，2010年1月)。由於ECFA與東協跟中國簽訂之ASEAN+1 FTA性質甚為類似，故在ECFA下之協商，兩岸即可互相給予”WTO-plus”之優惠待遇，係符合WTO規範下之”最惠國待遇之例外”，故並不存在上述大陸相關高層所憂慮之問題。

以下即自大陸於WTO下之開放談起，接著針對近來大陸於ECFA下對我之開放(即2010年六月簽署之ECFA及其中涵蓋之早收清單內容)，加以分析。最後，針對ECFA未來更進一步開放內容，提出我方可端出之芻議。

## 一、大陸於 WTO 下之開放：

1999年11月，大陸與美國就北京加入WTO達成雙邊協議；2000年則與歐盟達成加入WTO的雙邊協議，並同意在入會五年後全面開放金融服務業。2001年於卡達會議中，WTO決議通過大陸入會案，大陸以非市場經濟體 (non-market economy) 身分，成為WTO會員。同年間大陸國務院頒布新版的《外資金融機構管理條例》。整體而言，直至2006年(即其WTO入會五年後)，中國大陸已依承諾陸續進行各項開放，惟其入會時WTO對其入會承諾的執行情形成立特別多邊檢視機制，進行連續8年的年度檢視，並在第10年(即2011年)作最終檢視，由於其相關金融法規適用標準不一、審批程序耗時複雜等問題尚未完全解決，在過往之年度檢視中，仍舊受到許多WTO會員之批判。

2001年大陸在金融服務方面之入會承諾，除了銀行既保險外，在證券及其他部分，其內容如下：

表 9 大陸入會承諾情形-----銀行、保險、證券

開放時程	設立條件及型態	地域及業務範圍	外資股權
證券及其他	入會時	在大陸設有辦事處之外國證券業者可成為中國大陸所有股票交易所之特別成員。外國證券業者可無需透過大陸仲介商，可直接從事買賣「B股」之業務。	
	入會3年內	合資企業無須透過大陸中介機構，可直接從事承銷A股，及承銷與交易B股及H股、政府公債與公司債、基金發行等相關業務。	外國證券業者可設立合資企業，其股份不得超過1/3。

資料來源：王儷容，「中國 WTO 入會承諾於金融業方面之檢討與影響」，2005 年 8 月。

在證券業方面，證監會在2002年發布第八號令《外資參股證券公司設立規則》，規定外資證券公司註冊門檻及營業範圍等。外資從此可以參股方式進入大陸市場；外資持股比例不得超過1/3；外資參股證券公司可直接從事承銷與經紀業務，業務範圍擴及於所有B股(以美元港元計價，面向境外投資者發行，但在中國境內上市的股票)。然而，外資進入大陸證券業務仍存在若干限制，例如外資證券公司尚無法參與A股買賣。而美國針對中國證券業之現況，曾經表示：外國證券公司必須持有資本至少3億元人民幣作為一共同風險投資商具備資格，金額高於其他國家，故認為此舉是妨礙外國公司進入市場之非貿易障礙。

假若比較兩岸在WTO場域對於證券期貨之開放承諾，可發現：我方目前或在WTO下之金融開放程度均遠大於陸方(以下詳述)。因此，雙方若僅皆達到「WTO待遇」，則我業者在大陸所享受之待遇，將遠低於大陸業者所能在台灣享受之待遇；此對我方業者既不公平，亦將引起台灣一般民眾之強烈不滿。為了達到兩岸對談時一向強調之對等，即為求公平起見，以及讓我業者享受陸方較大之開放優惠，ECFA之諮商談判需引導至雙方目前給予對方待遇之直接比較，而非比較是否給予超出WTO之待遇。換言之，我方要爭取的是：兩邊之待遇必須力求接近，即朝「我方給予陸方的待遇、陸方需同樣給予我方」之方

向努力。

以下即先就我方與陸方目前金融開放程度之差異度，進行簡單分析。此一差異度，可先自比較兩岸於WTO下承諾之整體開放程度，略知一二。根據Wang (2006)針對93個具有效資料之WTO會員所建立之liberalization index for financial services，比較得知：兩岸於WTO開放程度之排名，大致如下-----保險：台灣第11名、中國26 (美國34、新加坡23)；銀行及其他：台灣第18名、中國40 (美國23、新加坡31)；總和而言：台灣第9名、中國37 (美國28、新加坡26)。由以上可知，以我方目前高於美國及號稱區域金融中心之新加坡之金融開放程度，較諸目前排名仍遠落於我方之陸方，若雙方在ECFA協商所得市場准入結果，僅回歸至WTO待遇，恐怕國人無法接受。

以下茲以表列方式，說明兩岸目前金融開放之狀態。以證券業務而言，大陸證券商若比照在我國境內外資之情況，其投資台灣市場將享有超國民待遇，如台灣對外資證券商參股比例、承做業務均無限制；不過，為提高我談判籌碼，我方已於今年三月十六日發布「臺灣地區與大陸地區證券期貨業務往來及投資許可管理辦法修正條文」，增訂大陸證券期貨業來臺設立辦事處及參股投資的管理規定<sup>2</sup>，其中內容對台灣目前對陸資證券商參股比例，已有所限制(詳見表7)；而且規定陸資證券期貨業及其海外子公司，僅得擇一來臺。另一方面，台灣證券商投資中國亦仍有嚴格限制，如：中國大陸對外資投資證券商參股比例仍設有20%上限限制，且規定其均無法承做A股經紀業務、股票自營買賣、及財富管理。

---

<sup>2</sup> 事實上，去年八月我政府已開放國內證券及期貨業者赴大陸設辦事處或參股。



表 10 台灣 VS. 中國大陸之證券開放現狀

		台灣	中國大陸
證券商參 股比例上 限	陸資	大陸證券或保險業參股國內證券商及保險業，若是上市櫃部分，單一參股上限 5%，合計參股上限 10%；非上市櫃部分，單一上限 10%，合計參股上限 15%，且合計部分都不用將 QDII 投資額度計入。 <sup>3</sup>	中國大陸對外資投資證 券商參股比例仍設有 20 % 上限限制
	外資	無限制	
合資證券 公司持股 上限		-	境外股東持股比率上限不 得超過 1/3。
業務限制	陸資	-	合資企業無須透過大陸中 介機構，可直接從事承銷 A 股，及承銷與交易 B 股 及 H 股、政府公債與公司 債、基金發行等相關業 務。合資企業無法承做 A 股經紀業務、股票自營 買賣、及財富管理
	外資	無限制	
高層人事 限制		無限制	證券商與基金公司的主 要經營高層多由官方派任 或指定人選
其他		明定單一大陸地區證券、期貨機構或陸資證券、期貨機構投資臺灣地區證券、期貨機構之家數，以一家為限，且僅得由大陸地區證券、期貨機構或其陸資證券、期貨機構擇一為投資。	

資料來源：本研究整理

## 二、大陸於 ECFA 下對我之開放：

透過海基會與海協會，兩岸於 2010 年六月二十九日正式簽署 ECFA。其中，將於 ECFA 生效後(即兩岸國會通過後)率先實施之早期收穫項目中，與證券期貨有關者，包括：

<sup>3</sup>根據 2010 年三月十六日公佈實施之「臺灣地區與大陸地區證券期貨業務往來及投資許可管理辦法修正條文」第三十七條。

1. 對符合條件的臺資金融機構在大陸申請合格境外機構投資者(即QFII)資格給予適當便利。
2. 儘快將臺灣證券交易所、期貨交易所列入大陸允許合格境內機構投資者(QDII)投資金融衍生產品的交易所名單。
3. 簡化臺灣證券從業人員在大陸申請從業人員資格和取得執業資格的相關程序

中國國台辦發言人曾於今年三月31日在例行記者會中表示，國台辦將和相關部門協調，儘快辦理台資機構申請QFII資格的進度，以滿足台灣民眾的投資需求。正如以上章節所述，依據中國大陸規定，申請QFII的業者必須營業滿5年，並且規模在50億美元以上，台灣大致有8家業者符合這個資格。故在1月29日證券期貨局宣布可以事後報備後，包括富邦、國泰、寶來等業者都搶先向中國證監會遞件申請。但是，申請並不代表很快就能投身大陸A股市場。目前有超過70家境外投資機構正在排隊申請QFII的額度，而且中國大陸每年只核准20到25家，去年也只有14家共167億美元獲准。因此針對上述第1項證券期貨之早收承諾，即對符合條件的臺資金融機構在大陸申請QFII資格給予適當便利，將意味台資金融機構將享有某種程度之優先性。

上述另外兩項證券期貨早收項目，亦為之前我業者之訴求所在。不過，因屬於直接投資之我證券業者登陸部分，在目前早收清單中並無更進一步之加速開放措施，故與CEPA相似之優惠待遇「簡化臺灣證券從業人員在大陸申請從業人員資格和取得執業資格的相關程序」，到目前為止，對我方預計登陸之業者而言，將無法產生立即之效益。

### 三、ECFA 未來更進一步開放之芻議：

#### (一)、我證券期貨業者對開放內涵之期望

如上所述，在證券方面，依照2010年三月十六日出爐的「臺灣地區與大陸地區證券期貨業務往來及投資許可管理辦法修正條文」，台灣目前對陸資證券商參股比例有所限制，惟其係為兩岸ECFA金融談判爭

取籌碼所致。我證券業者要求大陸全面開放全資全照，即合資對象不設限、合資比例不限、參股不限上市公司等，再加上以準國民待遇赴中國大陸開業，即業務範圍可以擴大至經紀、融資融券、自營、資產管理、財務顧問等，結果如何，仍有待協商結果而定。

#### (甲)、證券公會對ECFA之期望

證券業者對開放內涵之期望目前主管機關採「審慎漸進」的開放。「台灣地區與大陸地區證券期貨業務往來及投資許可管理辦法」規範：國內證券商可赴大陸成立辦事處或進行參股，但參股上限為其淨值的40%；大陸證券商可來台灣成立辦事處或進行參股，但參股上限為單一上市(櫃)證券商的5%、單一非上市(櫃)證券商的10%。企盼主管機關在與大陸當局談判ECFA的早期收穫計畫中，應包括證券合作項目，促成簽署兩岸證券合作協議：

### 1. 首先是擴大兩岸資金互相投資對方市場

金管會已於3月2日開放投資人得委託國內證券商投資香港紅籌股(共97檔)及100%成分股為陸資有價證券之ETF(共10檔)，未來希望逐步開放香港紅籌股(H股)及大陸滬深A股。

目前大陸QDII募集資金約新台幣3,700億元，而金管會規定大陸QDII匯入台灣證券市場資金上限為5億美元(約新台幣160億元)，僅為募集資金的5%，據悉大陸證監會對QDII資金投資台灣證券市場，並沒有訂定10%的上限；如未來開放QDII資金悉數投入台股，將可增添台股資金動能。希望逐步開放兩岸機構或自然人資金，可透過中介機構買賣雙方證券市場的有價證券，最終則是開放雙方自然人可直接投資對方證券市場。

### 2. 其次是鬆綁台灣證券商參股大陸證券公司的限制

繞過「外資參股證券商設立規則」的限制，例如：將台資股東須近3年未受證券監管機構或行政司法機關重大處罰降為3個月；讓台灣證券商的合資對象不限定須有一名內資證券商；合資證券商之持股比例，由33%增加至51%以上，以確保台灣證券商之經營權。

### 3. 第三是兩岸證券開放應採「加權對等」方式

兩岸談判市場准入時，希望依相關比例決定兩岸證券市場相互開放業者進入經營業務，在業務範圍、可營業地區、參股比例及允許幾家業者進入等項目，必須依所謂的加權的方式計算，這樣才真正符合對等、互惠原則。這也就是目前金管會對外說明的「加權對等」及「實質對等」原則。加權指標可以考慮資本額、總資產和分公司家數等。

### 4. 最後是兩岸證券商以「全資、全照」的準國民待遇，赴對方市場開展業務

我國政府目前給予外資證券商國民待遇，且法令規章均對外資證券商較為優惠。但大陸對外資證券商卻有參股比例、業務範圍等諸多限制，未來雙方若在兩岸證券合作互相開放時，若要達成實質業務對等，大陸應放寬台灣證券投資大陸市場的法規，給予台灣證券商「全資、全照」的「準國民待遇」，「全資」就是資本可以完全獨資，「全照」就是各項業務都可以營運，特別是A股經紀業務、股票自營買賣、投資銀行業務及資產管理業務。

#### (乙)、期貨公會對ECFA之期望

在期貨方面，我期貨公會之會員公司對於兩岸ECFA期貨協商內涵，提出以下期望：

#### 1. 爭取台灣期貨業能以具實質控制權的持股比例參股大陸期貨公司

- (1). 全資全照：爭取設置分支機構或100%持股之子公司，並開放經營全部業務種類
- (2). ，不限區域經營。
- (3). 若合資，爭取超WTO條件，讓我方得以超越現行QFII或CEPA模式，以優於CEPA條件之51%持股比率，開放台灣對大陸期貨公司參股。
- (4). 爭取跨業合資與參股。

#### 2. 兩岸期貨交易所互相開放交易

- (1). 爭取將台灣期貨交易所納入大陸證監會認可的境外交易所，以利

將台灣期貨交易所的期貨與選擇權商品列入QDII所得投資之金融產品。

(2). 大陸期貨業及人民可以來台灣從事台灣期貨商品交易。

### **3. 請對岸承認期貨專業證照**

(1). 承認臺灣證照（爭取大陸承認我方業務員資格之取得、登錄或轉換）。

(2). 考照地點開放台灣地區。

## **(二)、ECFA 證券期貨協商之未來**

依照近來中國大陸證券暨期貨高層對ECFA議題之反應，主因其仍有來自於其他外資之壓力(以下分析)，因此判斷：即使給予台灣業者全資全照之特惠，亦僅可能在若干區域(如海西及渤海灣等地)執行，而無法於大陸之全域通行。不過，有些陸資證券商則認為，我證券商最想要到之市場開放項目為A股經紀業務，在ECFA之下有可能開放給台灣證券商，因為在ECFA屬於FTA之架構下，同樣之優惠不必對其他WTO會員開放，如此一來對大陸證券商之影響尚可以限縮至可控制之範圍。

另外，因近來大陸之證券監理越愈嚴格，參股達到若干百分比後，業務仍會受限。我業者希望即使只是參股，也要爭取到經理權。而且，目前大陸證券商價格太高(約為台灣之五倍以上)，為我台資證券商參股或合資上之一大障礙。

針對以上所提及者，即大陸監管單位不願意更積極開放證券業務之原因，可進一步分析如下：

### **1. 若在ECFA下只開放給台資證券商，會擔心歐美各國業者之抗議**

(1). 基本上，自大陸加入WTO時之金融服務承諾表內容，證券期貨之開放程度甚小，即可看出大陸對其國內證券期貨相關業務之保護心態。因此，ECFA下對台之開放，必須存在對大陸有利之處，或是有更上位者之其他考量，否則其監理單位不必為了台灣業者惹

來來自歐美各國業者之抗議，或是面對歐美希望日後比照之要求壓力。

- (2). 此處所謂大陸監理單位擔心之歐美各國業者之抗議，並非ECFA下對我之特惠開放不符WTO規範(本章以上第伍節已分析)，而是來自政治上或來自業者之遊說壓力。由於ECFA係兩岸FTA之前置作業，故大陸在ECFA之下給予台灣之特惠，如以上章節之分析，歐美無法以不符WTO之說法提出抗議，其給予大陸證券期貨監理單位之壓力乃上述之政治或金融集團壓力。

## **2. 擔心歐美證券商透過台資證券商進入大陸**

(1). 由於大陸證券市場仍尚未達到高度之開發，故大陸當局對於證券期貨仍是秉持著相當保護之政策原則，故擔心在全球化之情況下，歐美證券商有可能透過策略聯盟或其他股東關聯、透過台資證券商進入大陸，進而影響到其當地業者之競爭力。

(2). 其實此一擔心可透過其監理單位之審批(審視是否有歐美股份或歐美關聯等)，而達到某種程度之把關，惟陸方監理單位仍是寧可保守以對。

以下，針對在ECFA未來進一步之協商中，我方可提出在證券期貨方面之開放要求，提出建議：基本上，因證券業未若銀行涉及國內存款人之存款安全問題，證券業進入大陸市場(對台灣整體而言)之風險相對銀行業較低；且因其具有較高之穿透力，亦屬於大陸近年來(相對於直接金融)較為重視且積極開發之間接金融市場，故未來發展潛力極大；有鑑於屬於直接投資之我證券業者登陸部分，在目前早收清單中並無任何進一步之開放，故建議我相關單位提出有利說帖，說服對岸讓發展程度相對成熟之台灣業者登陸，與對岸業者攜手共同推展大陸早日成為國際/區域金融中心。

至於具體開放要求，則如下所列：

### **1. 證券商之合資對象至非證券業：**

即開放證券業之異業合作，此將有助於大陸證券業相關技術與業

務開展網絡之延伸。目前，根據大陸「外資參股證券公司設立規則」第二條，外資參股證券公司包括「境外股東與境內股東依法共同出資設立的證券公司」；而根據「外資參股證券公司設立規則」第八條：

外資參股證券公司的境內股東，應當具備中國證監會規定的證券公司股東資格條件。外資參股證券公司的境內股東，應當有1名是內資證券公司。但內資證券公司變更為外資參股證券公司的，不在此限。

假若我證券商之合資對象限於証券業，則因同業合作，會有業務重疊，同業競爭、容易踩線之問題，合作相當不易。再加上目前大陸證券商生意興隆，故其對於與台資證券商合資經營實在缺乏動機。上述所提之此一開放內涵及模式，類似大陸常常啟動之試點措施，符合其一貫之政策開放邏輯，即循序漸進、摸著石頭過河；此種漸進式點之開放模式，一般大陸人民已經相當習慣。只要我方對於證監會力陳此種開放模式有利於大陸証券業未來之升級與進步，何況此開放僅限於在ECFA下給予台資證券商，再加上因此種開放將會吸引許多原本拿不到證券執照之大陸人士與我證券商合主動進行合資合作，將為雙方締造雙贏。

## 2. 開放台灣之期貨公司可在大陸從事自營、CTA(commodity trading adviser，即投資諮詢顧問)、及代操業務：

根據大陸之「期貨交易管理條例」第十七條，期貨公司不得從事或者變相從事期貨自營業務，換言之，期貨自營業務尚未開放給期貨公司承作。即使ECFA如CEPA般開放期貨經紀業務給台資期貨商承作，台資期貨商亦將因網點不足(大陸法規要求期貨客戶要到現場開戶)而無法有效開展業務，更不論其中尚有合資上限及經營權有限之問題。不過，因我業者在自營及代操方面有相當之經驗，再加上對於期貨業務兩岸仍存在許多合作空間，即陸方專長在於客戶關係之維護以及商品期貨，而我方專長則在於營銷、產品、中間流程及管理之控管以及金融期貨，陸方將可因此方面之開放，有效提升大陸期貨公司之品質與競爭力。

## 3. 開放持有台胞證之台灣人士開立 A 股證券及期貨戶頭。

在此方面，我業者可為陸資合作夥伴帶進台商客戶。目前台商在大陸之法人資產部分，已可進行資產管理及操作，但在台商個人資產方面，則尚未被允許(如買A股等)。不過，此部分涉及兩岸更加自由之資金流動問題，政府之思考層面可能較為複雜，故開放相對不易。

#### 4. 開放台灣公司從事大陸海外財富管理及投資業務。

這些業務皆是台灣證券商之專長，惜皆尚未開放。不過，由於此種開放涉及大陸金融之更進一步對外開放政策，亦涉及對台政策，更涉及多個單位(如人行、外匯管理局、三會)之管理，故上述開放雖勢所必趨，但具有相當之難度。我方可說服陸方，以類似試點之方式，在ECFA下只限於先開放給台資證券商，測試水溫、循序漸進，以利大陸未來之全面開放。此外，因大陸金融對外進一步發展時亦可選擇與歐美日商合作(如若干大陸三線公司已與歐洲品牌進行合作)，但比起外資，台資證券商在合資上具有溝通較易之優點，再加上相關海外華人及台商之龐大財富及資產管理商機，不是沒有可能說服陸方就此點在ECFA下開放。



# 第四章 ECFA 兩岸證券期貨開放可能影響

## 壹、大陸證券商來台部份

### 一、自 CEPA 經驗檢視之：

兩岸簽署ECFA後，在證券期貨方面可能會對於國內產生之影響為何？吾人可先以2003年香港與大陸內地簽署之CEPA經驗，先進行了解。

有關於CEPA在整體金融方面之效應，林昱君（2009）引述中國學者之評論，其認為CEPA的開放措施最能為中國與香港兩地帶來顯著的經濟效應。黃朝翰、李江帆（2004）認為CEPA能吸引想拓展中國市場的海外金融業，積極收購香港本地公司，以快速取得「香港公司」身份。巴曙松（2003）、王一萱（2007）認為中國以CEPA支持中國銀行業，將其國際資金外匯交易中心移至香港，可以充分利用香港成熟金融市場的資訊和工具，支援中國銀行在香港以收購方式發展網路和業務活動，有利於提高中國銀行的國際競爭力，利用香港銀行已有的品牌、網點、管理制度，可以推動中國銀行業的整合，在金融改革、重組中，充分利用香港金融仲介的作用，將使香港成為中國金融改革的試點市場。

根據香港立法會工商事務委員會於2005年及2007年發布「CEPA對香港經濟的影響」，在「服務貿易」方面，於2005年參考CEPA第一階段下優先開放給香港投資者的18個服務行業的統計調查結果，從該18個服務行業中抽樣選出一些機構，收集其對於CEPA對香港的經濟、有關服務行業及相關機構帶來的影響的整體觀感；2007年則針對開放給香港投資者／服務提供者的22個服務行業的統計調查結果，從該次調查的22個服務行業選出一些機構，了解他們對於CEPA對香港經濟、所屬行業及機構本身帶來的影響的意見。以下只摘錄與金融服務業相關

之調查結果。

以表11來看，2004-2005年的調查中，受訪的金融服務業（含會計、銀行、保險及證券服務業）約有87-100%認為CEPA第一階段對香港整體經濟有利；其中，僅有銀行服務業認為CEPA第一階段對香港經濟、有關行業及受訪公司皆有利，三者占比高於90%以上，其他金融服務業則認為對業界及個別公司的業務裨益較少。在2005-2006年的調查中，會計、銀行、保險服務業皆認為CEPA對機構本身有利；而認為CEPA對香港經濟有利的之占比則較前次調查下降，以保險下降27%最多，其次為證券下降14%；認為對所屬行業有利的金融業者，也以保險業之占比下降25%為最多。

**表 11 受訪機構對 CEPA 之效益的整體觀感 (2005 及 2007 年訪查)**

受訪機構對 CEPA 第一階段之效益的整體觀感 (2004-2005 年) <sup>4</sup>			
服務行業	香港經濟 (%)	有關行業 (%)	受訪公司* (%)
會計服務	96	62	48
銀行服務	100	91	96
保險服務	87	72	59
證券服務	93	55	44

受訪機構對 CEPA 首三個階段之效益的整體意見 (2005-2006 年) <sup>5</sup>			
服務行業	對香港經濟有利	對所屬行業有利	對機構本身有利 **
會計服務***	91%	66%	100%
銀行服務	96%	88%	100%
保險服務	60%	49%	100%
證券服務	79%	42%	N/A

註：(\*)只反映從事與內地有關業務的公司的意見。

註：(\*\*)只適用於在內地有業務並認為 CEPA 對業務有影響的機構。

註：(\*\*\*)包含審計和簿記服務。

<sup>4</sup> CEPA 第一階段的研究涵蓋於 2004 年 1 月生效的 CEPA 措施，在 2004 年對香港經濟的實際影響及在 2005 年對香港經濟的預期影響。

<sup>5</sup> CEPA 的首三階段是指分別在 2004 年 1 月、2005 年 1 月、以及 2006 年 1 月生效的 CEPA、CEPA 補充協議、以及 CEPA 補充協議二的主要開放措施。

以2007年發布的「CEPA對香港經濟的影響」來看，2005年CEPA在內地的銀行服務業所引動的投資額為港幣10.8億元，2006年則下降至港幣2.4億元；在就業機會方面，CEPA為銀行服務業在內地所創造的就業機會，以非香港居民占多數，2005年及2006年的聘用人數皆明顯上升。另外，銀行服務業《證明書》<sup>6</sup>持有人當中，有60%在2005年或之前已根據CEPA於內地開設業務，2006年則有20%，而在2007年及之後則未有銀行服務業表示將在內地開業。

**表 12 CEPA 所引動內地銀行服務業之情況**

	2004 年*		2005 年		2006 年	
	香港居民	非香港居民	香港居民	非香港居民	香港居民	非香港居民
就業機會 (聘用人數)	6	87	8 (2)	115 (28)	8 (0)	155 (40)
資本投資 (百萬港元)	809		1,080		240	

已經／計畫根據 CEPA 在 內地開設 業務的機 構	證明書持有人				非證明書 持有人
	2005 年底 或之前	2006 年	2007 年及之後	總計	2007 年及之後
	60%	20%	N/A	80%	N/A

註：(\*) 2004/2005 年進行的調查結果。  
( ) 創造的新職位數目。

自以上調查結果可知，CEPA對香港金融業所帶來之益處雖不及對香港整體經濟所創益處之高，惟亦受到高度肯定。不過，CEPA所帶來之相關好處隨時間推移有下降之勢。在證券服務方面，則業者感受到CEPA帶來之好處不若銀行及保險等其他金融服務業，此或與CEPA在證券相關方面之開放程度較小有關。在CEPA主契約及之後七次之補充協議中，香港證券業獲得之優惠待遇僅包括經營期貨經紀公司、證券投資諮詢、允許香港交易及結算所有限公司在北京設立辦事

<sup>6</sup> 服務提供者要享受內地在 CEPA 下就不同服務行業所提供的待遇，必須符合載於 CEPA 附件 5 及各補充協議中有關「香港服務提供者」的定義；有關企業應向工業貿易署（工貿署）申請《香港服務提供者證明書》（《證明書》），以證明符合其定義。

處、被允許在內地推出港股組合ETF，以及香港專業人員在內地申請證券期貨從業資格相關程序之簡化，共約五項。

在另一方面，香港約330家香港中小型證券行（C組經紀行）則正面臨著生存危機，其中原因係香港本地業務不斷被登陸香港的內地證券商蠶食，因內地證券商可在香港招攬客戶投資大陸股市，而有關香港證券商去內地招攬客戶，卻一直沒有開放，導致香港當地尤其是中小型證券商之生存危機。迄今為止，大陸內地並未開放個人投資者投資境外股市，而中國證監會亦未開放香港證券商在內地為股民進行開戶；雖說香港證券商近年在內地推廣日趨活躍，並由以前集中以投資研討會形式推介，再邀請有興趣客戶到港開戶炒股，發展至在內地安排客戶簽署開戶文件，惟這些行為一直沒有被內地以及香港監管機構明確能做與否。

儘管還存在諸多限制，不過許多業者認為，CEPA已經將大陸香港兩地證券商更為緊密地聯繫在一起，雙方的合作也將更加深入。通過引進香港在金融業方面的先進經營理念和服務方式，大陸內地可以在金融業國際化道路上走得更加穩健。在補充協議六的整體框架下，預計香港和內地未來將在資本市場領域進一步深入合作，從而加速香港和內地經濟的融合進程。

另外，在已有的海外上市業務鏈模式中，香港證券商專門進行保薦上市和股票的承銷工作，而大陸內地證券商作為企業的財務顧問，負責企業的改制重組等上市前期工作。前者解決了香港業者不諳內地上市資源及企業改制重組經驗不足的問題，而大陸內地證券商則衝破原有制約，拓寬了業務空間。雙方在優勢互補的基礎上形成了默契的業務合作關係。另外，併購市場的活躍，特別是跨國併購案例的增多，正在為香港和內地證券商的合作提供新業務空間。

## 二、大陸證券商來台影響評估：

### 1. 大陸證券商來台參股對象之偏好：

至目前為止，大陸業者對於來台發展之興趣不大，主要原因係以上提到之目前大陸業務仍舊欣欣向榮、大有可為；而且，做大陸證券業務幾無風險，以融資融券為例，欲進場者須先扣款，且已多達85%之交易係由投資者自己以電子下單，幾無違約及作業風險；此外，承銷費用大陸(1000~1500萬台幣)又高出台灣(200萬上下)太多；再加上，台灣近年來股市成交量平均為1000億新台幣，大陸則為1000億至2000億人民幣。由上述多項因素可知，兩岸證券產業相當不對等，故目前大陸業者對台灣市場興趣缺缺。此自ECFA早收清單中，並未包含我方對大陸證券期貨開放項目，即可窺知一二。

不過，若陸資證券商透過參股方式進駐我市場，針對屬於金控集團下之業者，因金控組織複雜，參股難度不低，故幾乎為大陸證券商所排除；大陸證券商可能比較有興趣之對象為尚未上市/但擁有客戶之證券商。由於這些業者皆有登陸之需求，其與大陸業者如何透過合作，遂有賴業者以智慧尋求並開創雙方最大利基。

## **2. 相關業務必須進一步開放，否則影響不大：**

根據以上章節分析，大陸證券商來台設點之可能原因大致有三，其一係為大型客戶經手投行及資產管理業務；其二為來台吸引台灣資金投資大陸市場；其三為購買(或幫客戶購買)台灣一些相對透明、具有客戶關係、比較具有高端技術或市場利基之上市公司。

針對以上第一項可能原因，由香港及大陸之海外上市業務鏈模式中可看出，香港證券商專門進行保薦上市和股票的承銷工作，而大陸內地證券商作為企業的財務顧問，負責企業的改制重組等上市前期工作，雙方在優勢互補的基礎上形成了默契的業務合作關係；而由於併購市場的活躍，特別是跨國併購案例的增多，正在為香港和內地證券商的合作提供新業務空間。類似之情形未來必將於兩岸證券商間重演，亦即隨著兩岸越趨開放，肯定將會產生更多公司及企業的購併、整合機會，尤其是兩岸相互策略投資，因其業務涉及到兩岸的法規，必須靠證券商來做，因此商機無窮，其中又以私募範圍最為龐大。

不過，針對以上第二及第三項可能原因，由於目前兩岸皆尚未開放自然人至對岸投資股市，故尚難開展此兩項對陸資證券商具有吸引力之業務。尤其是，雖然大陸自然人對購買台灣股票很有興趣，但因對岸尚未開放其自然人投資海外，故我方基於尊重其監理，亦不便片面對此開放，因此此方面仍純屬業者本身之憧憬與期待。另一方面，在此情況下，我方自然也不便對大陸要求其開放擁有台胞證之台灣自然人投資大陸A股。

### **3. 我監理單位須審慎應對以免重蹈香港覆轍：**

有些證券業者認為，若監管單位未加把關，台灣證券版圖可能會走向香港之路，即被大陸大型證券商蠶食鯨吞殆盡。惟筆者以為，香港之情形與台灣不同，香港為一高度自由競爭之市場，在實施CEPA之前，已然有許多歐美大型投行進駐，當地證券商大多規模不大；而我國證券商目前相較於進駐台灣之外國證券商，在規模及市佔率各方面，卻是毫不遜色。再加上其與對岸之政治關聯情形與我大不同，故其監理單位對大陸證券商之進駐併購係採自由放任態度，因此才會產生目前之狀況。相對地，我監管單位針對上述之我證券版圖為大陸業者把持之可能性，不可能完全放任，一定會採取保守謹慎之步調與措施；而且國內許多老闆可能不願意放棄自己經營多年之事業，故判斷香港之情形應不至於在國內重演。

### **4. 我方人才若為所用不一定能夠適應**

在以往，陸資機構僅能被動地接觸到我有限、已西進之人才，惟假若陸資機構可來台，則將有許多直接機會接觸到我優秀之金融人才，進而加以爭取；而且由於目前陸資機構規模及盈餘皆遠超過我相關機構，假若其有系統且另有所圖地吸收我人才，則我方必須有更高明的因應策略迎戰，方能在兩岸未來對於金融人才之爭奪戰中，不致被挖掘殆盡。業界較擔心被挖角的是中高階人才部分，因其尚有許多施展空間；至於最高階因出路不多，則較不可能願意為中資機構效命。尤其是，因證券商與基金公司的主要經營高層多由官方派任或指定

人選，我方專業人事是否有相當之發揮空間，依照大陸若干外資銀行外來專業經理人之經驗，由於專業經理人往往無法進入最高決策組織(所謂之”黨組”)，故有時會淪為一些重要決策之橡皮圖章。因此，即使我方菁英被陸資機構以一時之高薪厚位挖走，惟其是否適應陸資機構特有之人際關係與文化，則仍有待觀察。

基於大陸資本市場之發展階段，目前大陸證券商要挖角之證券商人才，大多著重在投信人才。

## 貳、我證券商登陸部份

### 一、整體評估

#### 1. 相關業務必須進一步開放，否則台灣證券商登陸發展機會有限：

根據業者評估台灣證券商登陸發展不是沒機會，但須有以下條件：第一，大陸政策更加開放，我證券商才有機會。此自我證券商希望合資對象不要限於大陸證券商，希望期貨公司得以開放自營及代操，甚至於希望全資全照，皆可窺知一二。其次，我證券商登陸發展有學習曲線，即必須繳些學費，需投入資金及時間；再者，登陸發展證券商要承擔無法控制之風險，如人員出問題、被罰等。目前之狀況是，在大陸龐大股民之壓力下，證監會的順位是投資人最大，往往一發現有問題，則通常要求證券公司先攤提損失，之後再予調整、處理。

基本上，因台灣證券業者規模較小，而且在人脈關係上無法與大陸業者匹敵，故較難切入中國經紀、承銷業務；惟因我業者在證券上具有較先進之發展經驗，仍然有著特定之商機。例如在基金管理與購併(M&A)業務方面，若相關市場准入限制(如基金管理規模門檻降低等)得以突破，則因我業者擁有相當利基，故發展前景應仍佳。

不過，展望未來，為因應國內證券商在進軍大陸市場可能因市場開放不夠快速，而遭遇拓展之困難，則建議相關單位應以加強外國企

業來台第一、二上市櫃，來提高國內證券商之商機。

## 2. 在台未上市之台商較有在大陸上市之機會：

我證券商或期貨業者登陸之最大客戶仍在於台灣原有相關客戶或大陸台商。此自大陸首家特許之台資銀行，即華一銀行之經驗，即可得知。華一銀行有95%的客戶為大陸台商或台灣人，華一銀行行長謝泓源表示，華一最大特色，是「比中資銀行瞭解台資企業，比外資銀行瞭解中資企業」。想必我證券商及期貨業者亦有類似情況。

不過展望未來，可能會因大陸監理單位較為偏袒其本國企業或證券商，致使我證券業者即使可以承作承銷業務，亦較難將台商成功地推向上市；台商可能因此而找上大陸承銷證券商。不過，仍有大陸證券商表示，若能與台資證券商合作，共同挖掘出不錯之承銷標的，雙方仍可透過利益共享之機制，共創雙贏。此外，我證券商亦可以高薪聘用政商關係良好之資深退休人士，以”承攬項目”及分紅方式，為我業者提高送件成功之機率。

要注意的是，台商在大陸上市之最大問題在於其與台灣母公司之業務切割問題。換言之，台灣上市公司之大陸子公司很難在大陸上市；目前在大陸上市者皆為在台尚未上市者。

## 3. 台灣證券商及政府皆將增加研究大陸政經人才之聘用與訓練：

假若大陸得以開放相關自營或資產管理項目，則在此部分有相當利基之我證券商，基於業務之需，勢必得投入對於大陸相關政經局勢或走向之研究人力。這些人力或許為台灣當地人手之聘用，則將增加國內相關就業機會；若為當地人力之聘用，則將有助於大陸之就業。不論何者，相信皆為金融海嘯後苦思增加就業機會之兩岸政府及人民所歡迎者。

此外，隨著金融互動之加深，未來兩岸金融及股匯市之連動性及相互影響力也將因而提高，例如：隨著QFII及QDII之施行，與我方允許人民於台灣境內直接下單買賣紅籌股，以及兩岸三地ETF之互相掛牌，兩岸經濟金融互相間之影響，必定會跟著這些資金之自由流動而



增加。因此，未來不論業者或政府，皆需更加投入人力，以求更加確切地掌握各種資訊及研判各種情勢之變化，以利於未雨綢繆或掌握先機。

## 二、對我證券商未來大陸業務量之評估

### (一)、對大陸整體經紀、承銷未來業務量之預測

#### (甲)、資料採用標準

以下，我們將採用大陸十大經紀／承銷商之交易／承銷金額為基礎，以預測未來我證券商於大陸可分得業務之金額。

#### 1.經紀

根據中國證券業協會公佈106家證券會員公司股票基金交易總金額排名，列出經紀業務前十大公司之排名及其交易金額如下：

**表 13 2009 年度大陸證券公司股票基金交易前十大排名**

排名	公司名稱	金額(單位:百萬人民幣)
1	中國銀河證券	5,704,744.99
2	國泰君安證券	4,719,541.80
3	國信證券	4,714,334.92
4	廣發證券	4,072,261.66
5	海通證券	4,054,365.49
6	招商證券	4,017,907.51
7	華泰證券	3,749,704.27
8	申銀萬國證券	3,470,806.18
9	中信建投證券	3,358,933.81
10	光大證券	3,030,009.15

資料來源：中國證券業協會

#### 2.承銷

根據中國證券業協會公佈106家證券會員公司股票及債券承銷總金額排名，列出承銷業務前十大公司之排名及其交易金額如下：

表 14 2009 年度大陸證券公司股票及債券承銷前十大排名

排名	公司名稱	金額(單位:百萬人民幣)
1	中信證券	161,226.43
2	中金公司	104,324.17
3	中銀國際	55,941.92
4	中信建投證券	46,832.51
5	瑞銀證券	45,769.18
6	招商證券	45,438.98
7	國泰君安	41,943.85
8	銀河證券	41,234.97
9	國信證券	34,607.19
10	平安證券	31,897.15

資料來源：中國證券業協會

## (乙)、預測方法

從業者之經驗以及以往的研究資料發現，證券之經紀、承銷業務成長皆與GDP之變動呈現十分密切之關係，惟大陸因證券逐漸開放，每年之經紀手續費淨收入以及承銷淨收入與GDP之比例也依時間有所不同，故以下之預測方式，係先計算出歷史資料中各公司各年證券業務淨收入與GDP比例之平均，再乘以未來各年之GDP預測值，以得出大陸未來各年各證券商經紀、承銷手續費收入之預測金額。

接下來，我們將中國證券業未來狀況設定成樂觀、普通、悲觀三種情境。因IMF提供大陸未來GDP（至2014年）之預測，因此將以此作為大陸GDP之預測基準，在以下的分析中預測大陸的經濟發展有三種可能狀況：樂觀（IMF所預測之GDP加一標準差）、普通（維持IMF之預測值）、悲觀（IMF所預測之GDP減一標準差），其詳細數據如下表所示：

表 15 中國大陸 2009~2014 年 GDP 預測值

單位：十億美金

	一般	樂觀(加一標準差)	悲觀(減一標準差)
2009	4757.74	6,174.47	3,341.01
2010	5263.33	6,680.06	3,846.60
2011	5843.57	7,260.30	4,426.84
2012	6524.23	7,940.96	5,107.50
2013	7287.76	8,704.49	5,871.03
2014	8283.35	9,700.08	6,866.62

### (丙)、實證結果

#### 1.經紀

進行以上演算分析後，可得到大陸各證券公司之經紀手續費淨收入預測值，將其數據加總則可得知中國前十大公司經紀手續費淨收入未來幾年之總值並可求得成長率，如圖所示：

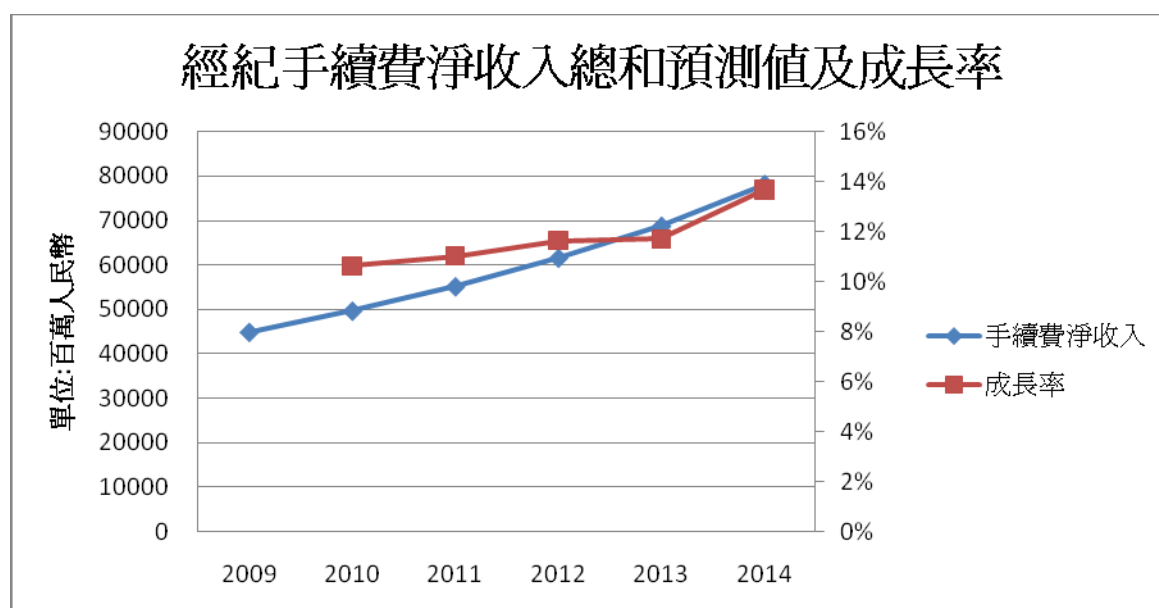


圖 6 經紀手續費淨收入總和預測值及成長率（普通）

加總之後可發現：無論是手續費淨收入亦其成長率皆呈現不斷上昇之結果，其中成長率在2011~2012趨緩，但仍呈現微幅上漲的情況，各年度成長率落在10%~14%區間，而總和手續費在2014年將有接近八百億人民幣之淨收入。

以同樣方法對於未來中國經濟成長的樂觀（GDP預測值加一標準

差)、悲觀 (GDP預測值減一標準差) 情況求出預測值，可得到預測值總和以及成長率之數據：

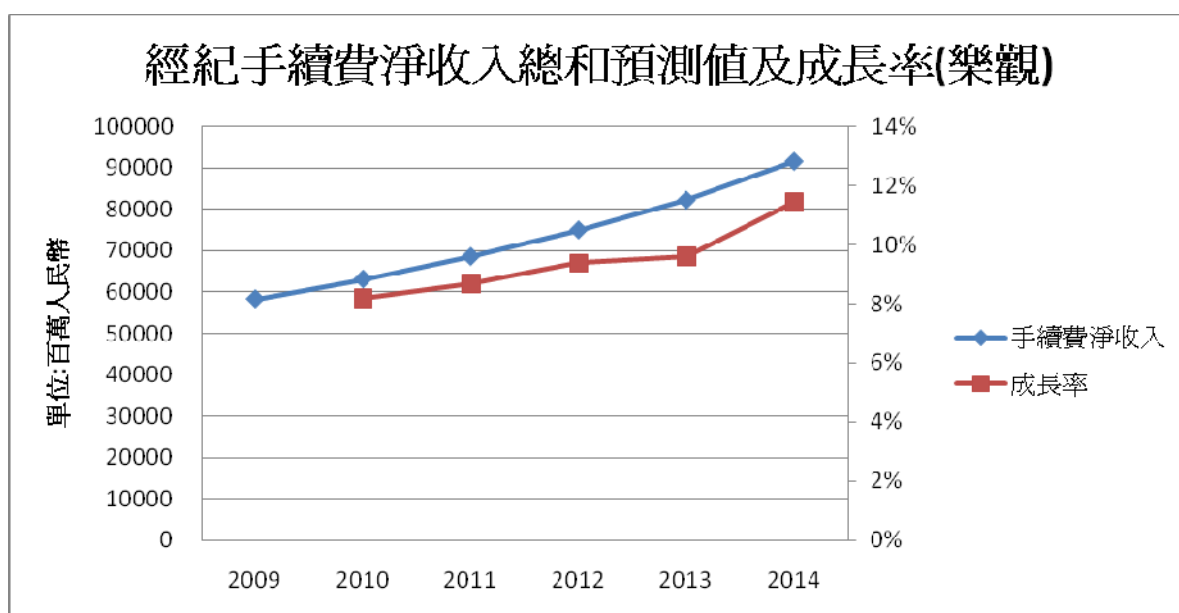


圖 7 經紀手續費淨收入總和預測值 (樂觀)

將此圖與圖6做一比較，可發現在樂觀狀況下手續費淨收入較普通狀況之預測值明顯較大，在2014年時各證券商總和可超過九百億人民幣，但各年度成長率落在8%~12%區間，與普通狀況成長率10%~14%相比略少。

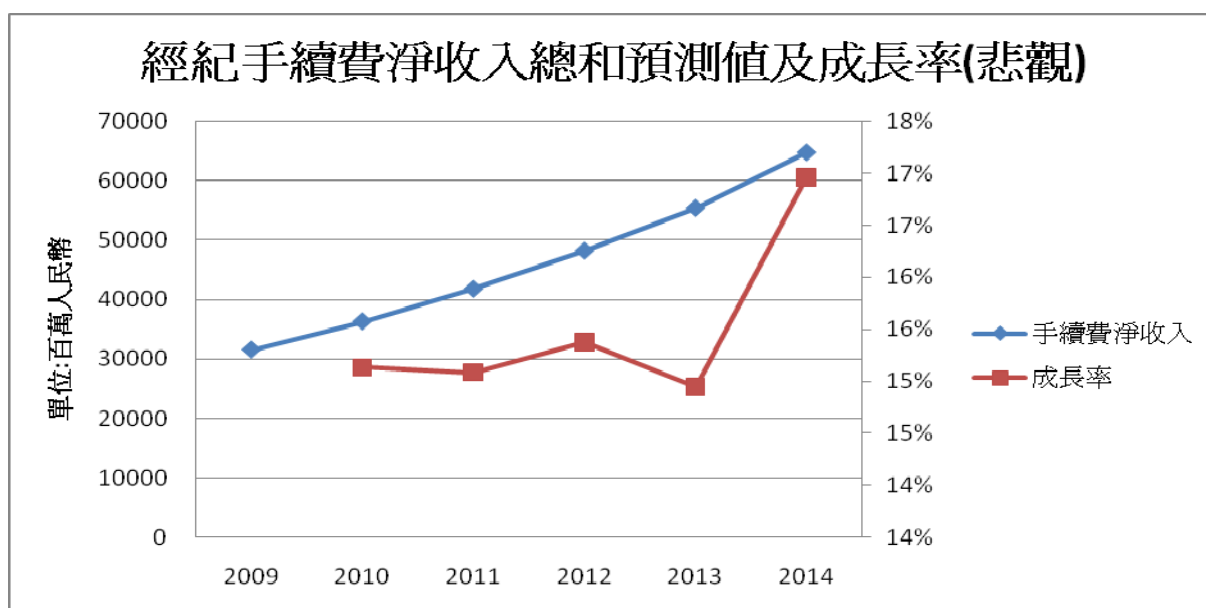


圖 8 經紀手續費淨收入總和預測值及成長率 (悲觀)

在悲觀情形下，得到較前兩情況為低之手續費淨收入，此現象亦

符合GDP與經紀手續費淨收入呈現正相關之假設，而悲觀狀況下手續費淨收入成長率則呈現相對較大的波動，在2013年時呈現小幅下跌，至2014年時又升至約17%之水準。

## 2.承銷

依上述方法亦可求出中國前十大證券商承銷之預測數據，將之加總亦可得到承銷淨收入總和預測值以及預估成長率：

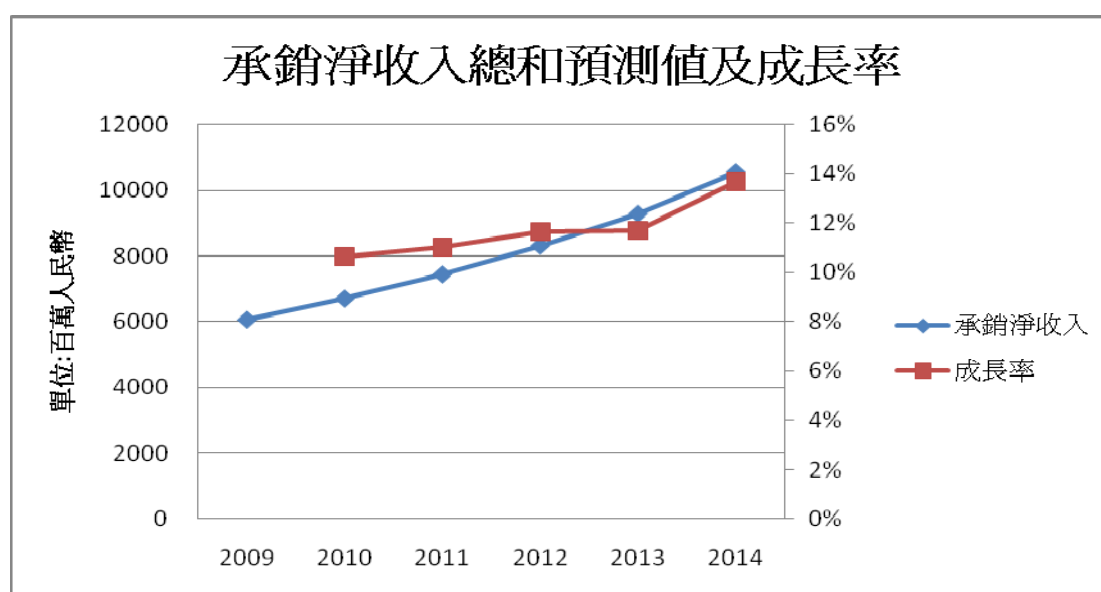


圖 9 承銷淨收入總和預測值及成長率

由此圖可見，大陸十大證券商承銷淨收入由2009年時之六十億人民幣，至2014年時預測值將超過一百億人民幣，而其成長率也在10%~14%間波動，其成長軌跡與經紀業務類似。

如同對經紀業務分析時採取對大陸經濟三種預測的方法，以下將列出樂觀以及悲觀兩種狀況，並與上述普通狀況比較之：

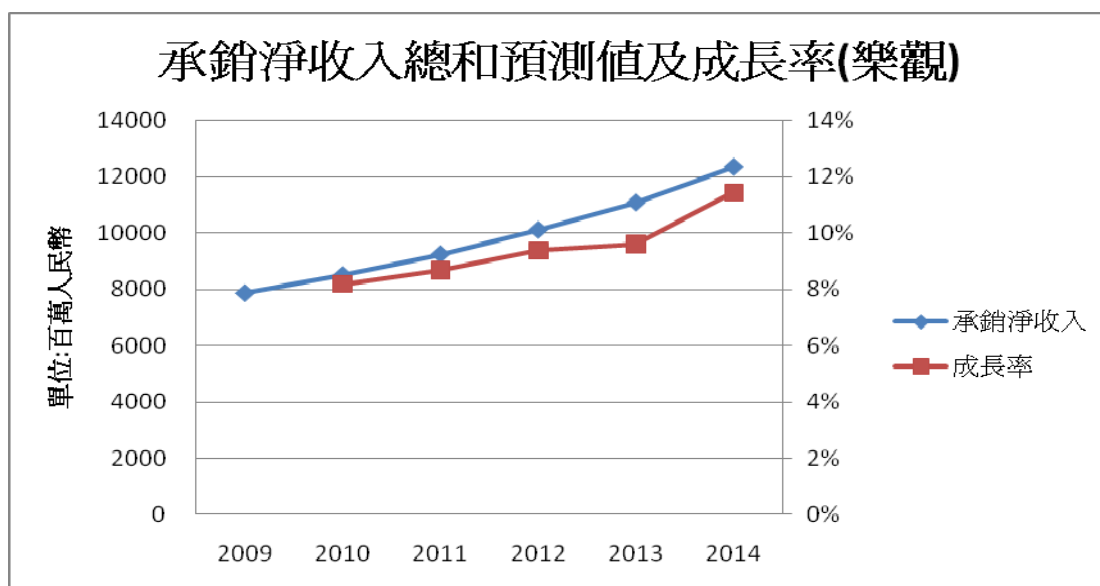


圖 10 承銷淨收入總和預測值及成長率 (樂觀)

樂觀狀況預測結果與先前預測經紀手續費收入時相似，在大陸 GDP 表現較佳時，承銷之淨收入將會提升更多，但其成長率卻低於普通狀況時，約位於 8%~12%，而十家證券商之承銷淨收入總和最高可達到超過一百二十億人民幣。

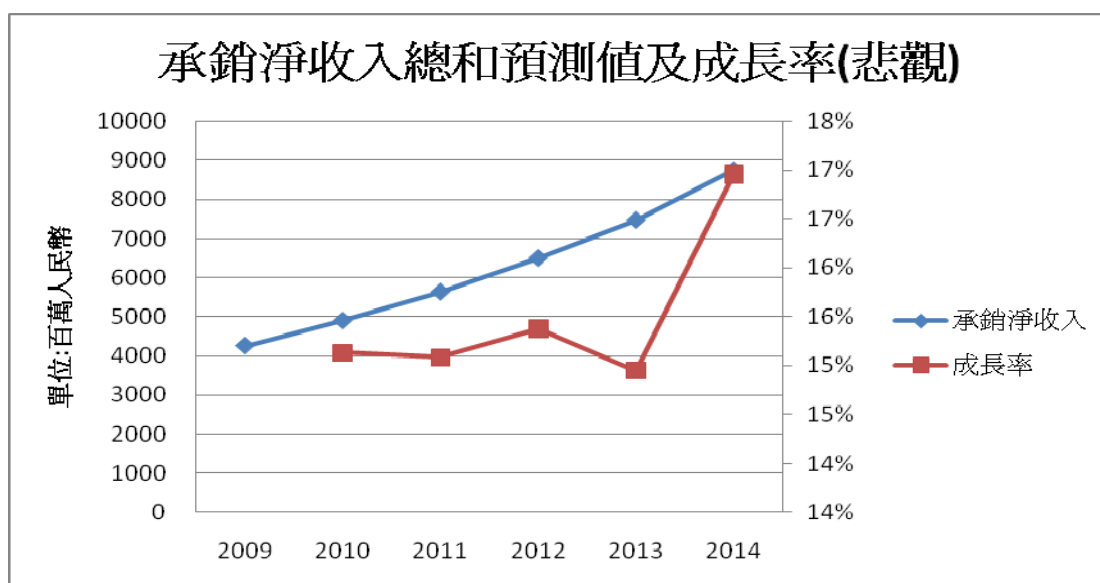


圖 11 承銷淨收入總和預測值及成長率 (悲觀)

對大陸經濟預測悲觀狀況，亦可得出類似預測經紀手續費淨收入時相似結果：相較於普通狀況時有較少的承銷淨收入總和，卻有波動性較大、數值也較高的收入成長率，至 2014 年時更有接近 17% 的成長

率，在2013年時成長率則有微幅下降的情形。

## (二)、預測國內各證券商可分得業務量

### (甲)、目前台灣證券商在大陸設點情形

根據本研究整理，目前台灣證券商在大陸設有辦事處的證券商及其據點如下：

表 16 台灣證券商在大陸分支據點

據點數	證券商名稱	地點
4	金鼎	北京、上海、深圳、成都
	寶來	北京、上海、深圳、廣州
3	兆豐	北京、上海、深圳
2	元大	上海、北京
	元富	上海、深圳
	凱基	上海、深圳
	富邦	上海、廈門
	統一	上海、廈門
1	群益	上海
	日盛	上海
	永豐金	上海
	台證	上海
	華南永昌	上海

資料來源：林佐堯(2009)。

觀察上表可知，目前證券商佈點最多位於上海，其次為深圳，此兩處同時也是大陸證券交易所所在地。最多據點之證券商則為金鼎及寶來證券，各有四處。

### (乙)、預測方法

1. 第一步先得出台灣證券商在未來開放後，所能分得大陸地區經紀、承銷業務總量：此處以上一章節得出之大陸經紀、承銷業務總量，各乘上百分之一、百分之三、百分之五，以此三種情境，作為未來相關業務開放後台灣證券商可望分得之總額<sup>7</sup>之預測。以大陸未來經濟狀況普通、我

<sup>7</sup>中國銀監會主席劉明康於 2009 年七月接見台灣兩岸金融 MOU 觀察團時表示，外資銀行當時在

國可分得業務總量為百分之五為例，台灣可分得之經紀手續費收入總額如下：

**表 17 我國預測可分得經紀手續費淨收入**

單位:百萬人民幣

年度	預測大陸手續費淨收入	我國分得金額
2009	44911.54	2245.6
2010	49684.15	2484.2
2011	55161.43	2758.1
2012	61586.64	3079.3
2013	68794.12	3439.7
2014	78192.17	3909.6

下表則為承銷淨收入台灣證券商可分得之總額：

**表 18 我國預測可分得承銷淨收入**

單位：百萬人民幣

年度	預測大陸承銷淨收入	我國分得金額
2009	6058.81	302.9
2010	6702.66	335.1
2011	7441.57	372.1
2012	8308.37	415.4
2013	9280.70	464.0
2014	10548.55	527.4

2. 第二步針對目前台商設點的五地區（廣東、上海、北京、福建、四川），找出這些地區在上海證交所及深圳證交所所記載的業務量，再算出各地區在台商目前佈設之所有據點中所佔之比重。

---

大陸信用卡市場的市佔為 32%，未來隨著市場的擴大發展，大陸方面有意將把外銀在信用卡市場的市佔調整至 10%，另外 22%，則要保留給台資銀行賺大錢。據此，文中百分之五份額即比照上述銀監會公開宣稱之對我銀行信用卡讓利份額(將近 20%)，向下予以調整而得。



表 19 五大地區業務量比例

單位：百萬人民幣

	上海證交所	深圳證交所	總和	佔五地區之比例
廣東	1116972	768264	1885236	35.05%
上海	1241485	522803	1764288	32.80%
北京	634291	334717	969008	18.01%
福建	253563	171519	425082	7.90%
四川	190586	144896	335482	6.24%
五地區加總	3436897	1942199	5379096	100.00%

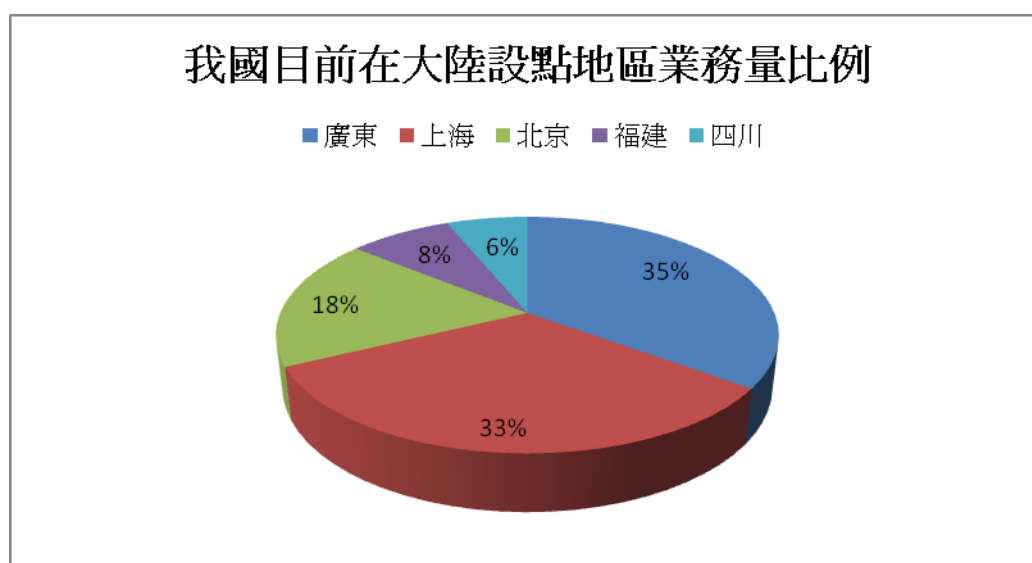


圖 12 五大地區業務量百分比

- 第三步即以第一步算出之台商可分得業務總額，依照前述算出之五地區業務比例，算出每一地區可分得之業務額；並依各地區台商據點數目予以平分，最後算出每一證券商之大致業務總額。

在不揭露個別業者之可能業務總額前提下，以下報告係根據證券商據點數目，將台灣證券商分為三種等級，亦即：在上述四地區佔有三據點以上者列為等級A，兩據點者列為等級B，僅上海一據點者設為等級C。再依上述算出之個別證券商可能業務總額，根據其所在各等級予以加總。由此，即可推估出各等級下之台資證券商可能之業務總量，以此作為預測未來我國證券商在不同佈點發展策略下可望承作之業務總額。

由以上方法得出台灣證券商依佈點情形之三個等級A（擁有三據

點或以上)、B (擁有兩據點)、C (僅擁有一據點)，所佔有之業務總額比重：

**表 20 我證券商依不同等級可分得大陸證券業務比例**

等級	家數	所佔比重	每家平均可分得比例
A	3	48.34%	16.11%
B	5	39.04%	7.81%
C	5	12.61%	2.52%

### (丙)、實證結果

依上述比例可得出處於A、B、C等級中的各證券商在大陸經濟各種預測狀況下可望分得之經紀手續費、承銷淨收入等數值。以下列將分經紀與承銷兩部分詳述之：

#### 1.經紀

我國可分得之經紀手續費淨收入，將先以三種我國證券商赴大陸營業可分得之收入結果之情境分析之，我國證券商可分得業務量預設為大陸經紀手續費淨收入總和之1% (差)、3% (普通)、5% (優)。

而設定以上情境後，再對三種情境下根據大陸未來經濟預測之結果 (樂觀、普通、悲觀) 分別求得我國各證券商依據點分級之經紀手續費淨收入。總計而言，經紀手續費收入一共可分為九種狀況：

**表 21 我國證券商可分得經紀手續費淨收入之情境分析**

1	我國可取得 1%，大陸經濟狀況樂觀
2	我國可取得 1%，大陸經濟狀況普通
3	我國可取得 1%，大陸經濟狀況悲觀
4	我國可取得 3%，大陸經濟狀況樂觀
5	我國可取得 3%，大陸經濟狀況普通
6	我國可取得 3%，大陸經濟狀況悲觀
7	我國可取得 5%，大陸經濟狀況樂觀
8	我國可取得 5%，大陸經濟狀況普通
9	我國可取得 5%，大陸經濟狀況悲觀

以下「A」欄目代表每一A等級之台灣證券商可望在不同年份分得之經紀手續費淨收入，右方「B」、「C」欄目定義雷同。將以九種情境

分析之：

情境 1、我國可取得 1%，大陸經濟狀況樂觀：

表 22 我國證券商依據點分級之經紀手續費淨收入（1%，樂觀）

單位：百萬人民幣

年度	我國分得金額	A	B	C
2009	582.85	93.90	45.52	14.69
2010	630.58	101.59	49.25	15.89
2011	685.35	110.41	53.53	17.27
2012	749.60	120.76	58.54	18.89
2013	821.68	132.37	64.17	20.71
2014	915.66	147.51	71.51	23.07

若我國可取得手續費淨收入之1%，在樂觀狀況下，我國可分得之金額總和約在五億至十億之區間內，而A等級證券商在2010可望超過一億人民幣水準，B等級證券商則在2014年有接近七千萬人民幣手續費淨收入。

情境 2、我國可取得 1%，大陸經濟狀況普通：

表 23 我國證券商依據點分級之經紀手續費淨收入（1%，普通）

單位：百萬人民幣

年度	我國分得金額	A	B	C
2009	449.12	72.35	35.08	11.32
2010	496.84	80.04	38.80	12.52
2011	551.61	88.87	43.08	13.90
2012	615.87	99.22	48.10	15.52
2013	687.94	110.83	53.73	17.34
2014	781.92	125.97	61.07	19.70

若大陸經濟為普通狀況（GDP如同IMF所預測值），A等級證券商需至2013年之淨收入才可望突破一億人民幣，相較樂觀狀況下（2010）時間較遲，此外B等級之證券商收入在2014年也降低至六千萬元左右。

**情境 3、我國可取得 1%，大陸經濟狀況悲觀：**

**表 24 我國證券商依據點分級之經紀手續費淨收入（1%，悲觀）**

單位：百萬人民幣

年度	我國分得金額	A	B	C
2009	315.38	50.81	24.63	7.95
2010	363.11	58.50	28.36	9.15
2011	417.88	67.32	32.64	10.53
2012	482.13	77.67	37.65	12.15
2013	554.21	89.28	43.28	13.97
2014	648.19	104.42	50.62	16.33

若大陸經濟預期為悲觀狀況，A等級證券商在我國可分得淨收入1%下，雖仍可望有超過一億人民幣之經紀手續費淨收入，但需到2014年才有機會達成此目標，B等級證券商則僅有接近五千萬元人民幣之水準。

**情境 4、我國可取得 3%，大陸經濟狀況樂觀：**

**表 25 我國證券商依據點分級之經紀手續費淨收入（3%，樂觀）**

單位：百萬人民幣

年度	我國分得金額	A	B	C
2009	1748.55	281.69	136.56	44.06
2010	1891.73	304.76	147.74	47.67
2011	2056.05	331.23	160.58	51.81
2012	2248.80	362.28	175.63	56.67
2013	2465.03	397.12	192.52	62.12
2014	2746.97	442.54	214.54	69.22

若我國可取得業務量3%，大陸經濟狀況優於預期，我國可分得總手續費淨收入金額約在十七億至二十七億人民幣之區間，此時A等級證券商可望之淨收入約在兩億至四億元人民幣，而B等級證券商在2014年即可超越兩億人民幣之水準，據點數較少之C等級證券商在2011年也可望有超越五千萬元人民幣水準。

**情境 5、我國可取得 3%，大陸經濟狀況普通：**

**表 26 我國證券商依據點分級之經紀手續費淨收入（3%，普通）**

單位：百萬人民幣

年度	我國分得金額	A	B	C
2009	1347.35	217.06	105.23	33.95
2010	1490.52	240.12	116.41	37.56
2011	1654.84	266.60	129.24	41.70
2012	1847.60	297.65	144.30	46.56
2013	2063.82	332.48	161.18	52.01
2014	2345.77	377.90	183.20	59.11

若大陸經濟狀況普通，此時我國證券商可分得之手續費淨收入總和約在十三億至二十三億人民幣，A等級證券商最多約達到四億元人民幣以下水準，而B證券商在預測時間內均有超過一億元人民幣的手續費淨收入。

**情境 6、我國可取得 3%，大陸經濟狀況悲觀：**

**表 27 我國證券商依據點分級之經紀手續費淨收入（3%，悲觀）**

單位：百萬人民幣

年度	我國分得金額	A	B	C
2009	946.14	152.42	73.89	23.84
2010	1089.32	175.49	85.08	27.45
2011	1253.64	201.96	97.91	31.59
2012	1446.39	233.01	112.96	36.45
2013	1662.62	267.85	129.85	41.90
2014	1944.56	313.27	151.87	49.00

在悲觀狀況下，A等級證券商仍可在2014年有超過三億人民幣之手續費淨收入，但金額略少於普通狀況，C等級證券商則僅有五千萬元以下之收入。

情境 7、我國可取得 5%，大陸經濟狀況樂觀：

表 28 我國證券商依據點分級之經紀手續費淨收入（5%，樂觀）

單位：百萬人民幣

年度	我國分得金額	A	B	C
2009	2914.25	469.49	227.60	73.44
2010	3152.88	507.93	246.24	79.45
2011	3426.75	552.05	267.63	86.35
2012	3748.01	603.80	292.72	94.45
2013	4108.38	661.86	320.86	103.53
2014	4578.28	737.56	357.56	115.37

在樂觀狀況下，我國各等級證券商可分得之金額成長則如上表所示，A等級證券商有機會於2014達到七億元以上經紀業務量水準，其餘證券商也較普通狀況時分得更多經紀業務量。

情境 8、我國可取得 5%，大陸經濟狀況普通：

表 29 我國證券商依據點分級之經紀手續費淨收入（5%，普通）

單位：百萬人民幣

年度	我國分得金額	A	B	C
2009	2245.58	361.76	175.38	56.59
2010	2484.21	400.21	194.02	62.60
2011	2758.07	444.33	215.41	69.50
2012	3079.33	496.08	240.50	77.60
2013	3439.71	554.14	268.64	86.68
2014	3909.61	629.84	305.34	98.52

依上表可發現，若為A等級（擁有三據點或以上）之台灣證券商，在2013年時分得之大陸經紀業務量即可超過五億人民幣，而B等級台灣證券商則在2014年時才有機會超越三億人民幣水準，僅在上海有據點之C等級台灣證券商則在2014年前僅能達到一億元左右水準。

**情境 9、我國可取得 5%，大陸經濟狀況悲觀：**

**表 30 我國證券商依據點分級之經紀手續費淨收入（5%，悲觀）**

單位：百萬人民幣

年度	我國分得金額	A	B	C
2009	1576.90	254.04	123.16	39.74
2010	1815.53	292.48	141.79	45.75
2011	2089.40	336.60	163.18	52.65
2012	2410.66	388.36	188.27	60.75
2013	2771.03	446.41	216.42	69.83
2014	3240.93	522.11	253.12	81.67

若處於悲觀狀況下，我國各等級證券商可分得之金額將較普通狀況時略少，A等級之證券商在2014年有超過五億元人民幣之業務量，B證券商在三億元以下，我國可分得之總量最多也約在三十億人民幣之水準。

**2.承銷**

正如上一章節預測經紀業務時所述，我國可分得之承銷淨收入亦以大陸預測總值之1%、3%、5%為預估基準。以下，「A」欄目代表每一A等級之台灣證券商可望在不同年份分得之承銷淨收入，右方「B」、「C」欄目定義雷同。以下，討論當大陸經濟預測為普通、樂觀、悲觀時各等級證券商可能分得之承銷淨收入九種情境分析：

**情境 1、我國可取得 1%，大陸經濟狀況樂觀：**

**表 31 我國證券商依據點分級之承銷淨收入（1%，樂觀）**

單位：百萬人民幣

年度	我國分得金額	A	B	C
2009	78.63	12.67	6.14	1.98
2010	85.07	13.70	6.64	2.14
2011	92.46	14.89	7.22	2.33
2012	101.13	16.29	7.90	2.55
2013	110.85	17.86	8.66	2.79
2014	123.53	19.90	9.65	3.11

在我國可取得1%承銷淨收入下，我國在大陸經濟狀況樂觀下可分得之承銷淨收入約為七千萬至一億兩千萬元人民幣，A等級證券商最

多可有接近兩千萬元人民幣收入，B等級證券商則約有接近一千萬元人民幣之收入。

**情境 2、我國可取得 1%，大陸經濟狀況普通：**

**表 32 我國證券商依據點分級之承銷淨收入（1%，普通）**

單位：百萬人民幣

年度	我國分得金額	A	B	C
2009	42.55	6.85	3.32	1.07
2010	48.99	7.89	3.83	1.23
2011	56.37	9.08	4.40	1.42
2012	65.04	10.48	5.08	1.64
2013	74.77	12.04	5.84	1.88
2014	87.44	14.09	6.83	2.20

若大陸經濟狀況普通，2014年我國可分得之承銷淨收入將超過一億元人民幣，A等級證券商在2010年即有約一千萬元人民幣之金額，而B等級證券商則約在四至八百萬人民幣之區間。

**情境 3、我國可取得 1%，大陸經濟狀況悲觀：**

**表 33 我國證券商依據點分級之承銷淨收入（1%，悲觀）**

單位：百萬人民幣

年度	我國分得金額	A	B	C
2009	42.55	6.85	3.32	1.07
2010	48.99	7.89	3.83	1.23
2011	56.37	9.08	4.40	1.42
2012	65.04	10.48	5.08	1.64
2013	74.77	12.04	5.84	1.88
2014	87.44	14.09	6.83	2.20

在我國可取得1%而大陸經濟劣於預期下，我國分得金額將在一億元人民幣以下，A等級證券商淨收入也遲至2012年才可望超過一千萬元。



情境 4、我國可取得 3%，大陸經濟狀況樂觀：

表 34 我國證券商依據點分級之承銷淨收入（3%，樂觀）

單位：百萬人民幣

年度	我國分得金額	A	B	C
2009	235.89	38.00	18.42	5.94
2010	255.20	41.11	19.93	6.43
2011	277.37	44.68	21.66	6.99
2012	303.38	48.87	23.69	7.65
2013	332.55	53.57	25.97	8.38
2014	370.58	59.70	28.94	9.34

我國若可分得承銷淨收入的3%，則在樂觀狀況下分得金額總和約在兩億至四億元人民幣區間，每一A等級證券商最多可分得接近六千萬人民幣承銷淨收入（2014），B等級證券商則可分得約兩千萬至三千萬元，據點數較少之C等級證券商也有接近一千萬人民幣之收入。

情境 5、我國可取得 3%，大陸經濟狀況普通：

表 35 我國證券商依據點分級之承銷淨收入（3%，普通）

單位：百萬人民幣

年度	我國分得金額	A	B	C
2009	181.76	29.28	14.20	4.58
2010	201.08	32.39	15.70	5.07
2011	223.25	35.97	17.44	5.63
2012	249.25	40.15	19.47	6.28
2013	278.42	44.85	21.74	7.02
2014	316.46	50.98	24.72	7.97

在預期大陸經濟為普通狀況下，A等級證券商可分得之淨收入在2014年時可望超過五千萬人民幣，B等級證券商在2013年時則有兩千萬人民幣之承銷淨收入。

情境 6、我國可取得 3%，大陸經濟狀況悲觀：

表 36 我國證券商依據點分級之承銷淨收入（3%，悲觀）

單位：百萬人民幣

年度	我國分得金額	A	B	C
2009	127.64	20.56	9.97	3.22
2010	146.96	23.67	11.48	3.70
2011	169.12	27.25	13.21	4.26
2012	195.13	31.43	15.24	4.92
2013	224.30	36.13	17.52	5.65
2014	262.33	42.26	20.49	6.61

在悲觀狀況下，我國若可分得3%之承銷淨收入則可分得總金額約在一至三億人民幣之區間，A等級證券商最多之淨收入在五千萬元人民幣以下，B等級證券商則在2014年有接近兩千萬元之水準。

情境 7、我國可取得 5%，大陸經濟狀況樂觀：

表 37 我國證券商依據點分級之承銷淨收入（5%，樂觀）

單位：百萬人民幣

年度	我國分得金額	A	B	C
2009	393.15	63.34	30.70	9.91
2010	425.34	68.52	33.22	10.72
2011	462.29	74.47	36.10	11.65
2012	505.63	81.46	39.49	12.74
2013	554.24	89.29	43.29	13.97
2014	617.64	99.50	48.24	15.56

在樂觀狀況下，我國在2014年可分得之預測承銷淨收入約六十億人民幣，同年A等級證券商可分得收入也將接近一億人民幣，B等級證券商也有接近五千萬人民幣之承銷淨收入。

情境 8、我國可取得 5%，大陸經濟狀況普通：

表 38 我國證券商依據點分級之承銷淨收入（5%，普通）

單位：百萬人民幣

年度	我國分得金額	A	B	C
2009	302.94	48.80	23.66	7.63
2010	335.13	53.99	26.17	8.45
2011	372.08	59.94	29.06	9.38
2012	415.42	66.92	32.44	10.47
2013	464.03	74.76	36.24	11.69
2014	527.43	84.97	41.19	13.29

依上表所見，可觀察承銷業務我國可分得之金額約在三億至五億人民幣間，每一A證券商在2014年承銷淨收入約可達到大約八千萬之金額，次一等級之B證券商也可獲得約四千萬之收入，至於C等級證券商在預測期間之承銷收入在2012年時可超過一千萬元人民幣。

情境 9、我國可取得 5%，大陸經濟狀況悲觀：

表 39 我國證券商依據點分級之承銷淨收入（5%，悲觀）

單位：百萬人民幣

年度	我國分得金額	A	B	C
2009	212.73	34.27	16.61	5.36
2010	244.93	39.46	19.13	6.17
2011	281.87	45.41	22.01	7.10
2012	325.21	52.39	25.40	8.20
2013	373.83	60.22	29.20	9.42
2014	437.22	70.44	34.15	11.02

在悲觀情形下，我國可分得之承銷淨收入金額在預測期間內將無法超過一億元人民幣水準，影響最大的A等級證券商在2014年預測承銷淨收入將僅有七千萬人民幣，而B證券商則約在三千萬元左右。



# 出差考察報告（一）

出國人員：沈中華

出國地區：大陸天津

出國期間：99年3月22日至3月35日

內容摘要：

主要行程：

1. 與天津南開大學經濟學院馬君如院長討論大陸宏觀經濟與證券發展之現狀與相關性。
2. 與天津南開大學商學院副院長梁琪討論大陸證券發展之問題與未來遠景。
3. 拜訪天津台商協會會長韓家宸，請教大陸台商籌資(自銀行或股債市)現況與問題，以及天津台商對於ECFA協商之看法與期盼。
4. 由天津南開大學商學院出面，邀請天津地區證券業者召開”兩岸證券交流研討會”，請教大陸當地證券發展與總體經濟之關連，以及其對兩岸證券未來合作之看法。
5. 參觀天津濱海新區，以了解其金融特區金融業者進駐現況與未來發展願景。

國外地區聯絡單位及聯絡人

天津南開大學經濟學院院長 馬君如

天津南開大學商學院副院長 梁琪

華泰證券天津營業部總經理 阮衛國

中信建設證券天津營業部總經理 楊志勇

建議事項：

1. 大陸證券之發展與宏觀經濟表現之關聯日益增高，故在兩岸金融交流與業務往來關係必將提高之際，須對大陸宏觀經濟表現作出更加密切之掌握與了解。

考察心得：

整體而言，目前大陸金融機構不論在銀行或證券商，在財富管理業務方面落後台灣最多，惟主要原因係大陸當局進行外匯管制，相關機構僅能投入人民幣相關股票、票據等商品，可發揮空間相當有限所致。一旦未來人民幣國際化政策越趨成熟，金融帳開放空間也將增長，將有利於大陸此方面業務之發展。

至目前為止，大陸證券商業者對於來台發展之興趣不大，主要原因係上述之大陸業務仍舊欣欣向榮、大有可為。不過，其來台設點之可能原因有二，其一係為大型客戶經手投行及資產管理業務；其二為來台吸引台灣資金投資大陸市場。

兩岸業者較勁，比較棘手的是，陸資證券商即使想師法台商，也不見得需要與台商合資，而是只要重金挖角即可。另一方面，相較於大陸國有大型證券商，因其國企副總以上高層之薪資由大陸財政部封頂，故未來臺資證券商及可以高薪或分紅方式，吸引並聘用大陸證券商資深管理高層，善用其豐沛之政商關係以承攬項目。

在發展之限制方面，即使台資證券商股務管理各方面水準皆較陸資證券商高一些，但台灣之模式是否可在大陸複製、且適應良好，或是需要大幅調整，仍有待觀察。相對地，在過去幾年大陸經濟飛黃騰達之情況下，規模卻未變大之陸資證券商應是有其負面因素或負擔所致，故即使其努力跟台灣業者學習，效果也不見得會彰顯。

## 出差考察報告（二）

出國人員：王儷容

出國地區：大陸廈門及上海

出國期間：99年5月30日至99年6月6日

內容摘要：

主要行程：

99/05/31 廈門商銀 行長 高朝陽

99/06/01 廈門大學台灣研究院 副院長 鄧利娟

經濟學院金融系 教授 鄭鳴

99/06/02 上午：統一證券廈門代表處 首席代表 陳隆堅

99/06/02 下午：國貿期貨經濟 董事長及高級經濟師 詹志東

國際業務總監 楊大鵬

99/06/03 上午：統一證券（香港）上海代表處 首席代表 張成德

99/06/03 下午：日盛嘉富證券上海代表處 首席代表 成自龍

代表 許恭銘

99/06/04 上午：兆豐資本（亞洲）上海代表處 首席代表 孫平

兆豐保險上海代表處 首席代表 蔡志倫

99/06/04 下午：上海社科院 部門經濟研究所所長 楊建文

建議事項：

建議未來在ECFA陸續協商下，做出以下之開放要求：

1. 開放我證券商之合資對象至非證券業，即異業合作，否則因同業合作業務重疊，同業競爭、容易踩線，合作相當不易。目前生意興隆的大陸證券商是看不上台資證券商的。上述開放內涵及模式，會吸引許多原本拿不到證券執照之大陸人士與我證券商合進行合資合作。

2. 開放台灣之期貨公司可在大陸從事自營、CTA(commodity trading adviser，即投資諮詢顧問)、及代操業務。此些業務兩岸存在許多合作空間：陸方專長在於客戶關係之維護，我方專長則在於營銷、產品、及中間之控管。
3. 開放持有台胞證之台灣人士開立A股證券及期貨戶頭。我業者可為陸資合作夥伴帶進台商客戶。
4. 開放台灣公司從事大陸海外財富管理及投資業務。

考察心得：

1. 假若主管單位不予管制，台灣會走上香港之路，即被陸資證券商購併殆盡。事實上，過去多年來，香港許多證券商已遭遇到歐美大型證券商或投行之強大競爭壓力。
2. 大陸仍有興趣購買台灣之上市櫃公司，包括證券商；但對於金控公司底下之證券商，因其組織較為複雜，故較無興趣。
3. 大陸監管單位不願意開放證券業務之原因
  - a. 擔心歐美證券商透過台資證券商進入大陸----其實此一可能性可透過其監理單位之審批(審視是否有歐美股份或歐美關聯等)加以把關
  - b. 若在ECFA下只開放給台資證券商，會擔心歐美各國業者之抗議---此一開放必須存在對大陸有利之處，否則其監理單位不必為台灣業者惹上此一麻煩
4. 大陸證券商要挖角之證券商人才，大多著重在投信人才。
5. 大陸自然人對購買台灣股票很有興趣。但對岸尚未開放其自然人投資海外，故我方不便對此開放，自然也不便對大陸要求其開放擁有台胞證之台灣自然人投資大陸A股。
6. 台商在大陸上市之最大問題在於其與台灣母公司之業務切割問題。換言之，台灣上市公司之大陸子公司很難在大陸上市；目前在大陸上市者皆為在台尚未上市者。
7. 基金公司遊戲規則最簡單，惟送件申請曠日費時(送件已達18個月，仍無下文)。



在大陸，每人只能開一個證券帳戶，基金戶則無限制。針對前者，證券商賺的是手續費，故在乎交易流量；針對後者，證券商在乎的則是資產管理上之存量。

基金公司不必很多分支點，只要有代銷處(如以銀行為通路)

8. 做大陸證券業務幾無風險，以融資融券為例，欲進場者須先扣款，且已多達85%之交易係由投資者自己以電子下單，幾無違約及作業風險。此外，承銷費用大陸(1000~1500萬台幣)又高出台灣(200萬上下)太多。再加上，台灣目前股市成交量平均為700億，大陸則為4000億。兩岸金融產業相當不對等，故目前大陸業者對台灣市場並無興趣。

9. 台灣證券商不是沒機會，但須有以下條件

- a. 政策開放，才有機會
- b. 有學習曲線(繳學費)，需投入資金及時間
- c. 要承擔無法控制之風險(如人員出問題、被罰等---舉例而言，因證監會要求，投資最大，若發現有問題則要求公司先攤提掉)

10-1. 大陸期貨優勢：

- a.大陸期貨之強項在於有著龐大之現貨部位；
- b.台灣期貨屬於高端部份(如程式交易、研究部、IB)之人才、技術皆去大陸了。
- c.台灣期貨有外資圈等之分野，大陸則已融合，故判斷已很強。

10-2. 台灣期貨優勢：

- a. 台灣做的東西較精緻化(由於市場階段、進程)
- b.可自行開發IT系統，客製化能力較強(大陸由”有”的階段，直接跳到”大’，故IT係砸大錢直接購入；而因目前大陸市場形勢大好，致其缺乏將之細緻化之動機)
- c.台灣期貨之經營策畫、客戶服務、模型能力，皆非大陸期貨可及。

10-3大陸期貨劣勢：

- 1.法令跟不上，證監會對期貨不嫻熟
- 2.目前尚未有期貨基金，產品深度有待加強

#### 10-4台灣期貨劣勢：

即使可以獨資，卻無網點(審批相當嚴格)

甲、投入營業後，新網點之申請需待6個月之後，提出申請後須再等6個月，共需至少一年時間。

乙、要求客戶需至現場(營業場所)開戶，相當麻煩

#### 11. 兩岸期貨合作可循序漸進：

a. 交流

b. 業務合作，譬如介紹客戶(如有需要大宗穀物現貨者、想進行投機交易者)給大陸期貨公司

c. 短期培訓

d. 最後則為股權合作

## 參考文獻

1. 王儷容，「中國WTO入會承諾於金融業方面之檢討與影響」，2005年8月。
2. 王儷容，《ECFA與金融業兩岸佈局》，WTO電子報【專題分析】，167期，中華經濟研究院台灣WTO中心，2009年6月19日。
3. 王儷容，「兩岸金融互動初探」，《金融機構在中國的機會與挑戰—對台灣銀行業的策略建議與提醒—Opportunities and Threats of Financial Institutions in China: Strategies and Warnings for Taiwan`s Banks》第五章，智勝文化出版社，2010年1月。
4. 王儷容與沈中華，《兩岸金融往來策略與風險管理》，台灣金融服務業聯合總會委託計畫，2009年11月。
5. 李成輝，「中國大陸證券航業發展新格局」，《第十五屆兩岸金融學術研討會》，中華經濟研究院與台北金融研究發展基金會主辦，台北市，2009年12月。
6. 林佐堯，「MOU後兩岸金融合作之發展契機」，《兩岸金融研討會---後金融海嘯之兩岸金融合作展望》，台灣大學中國大陸研究中心/台灣大學金融研究中心/台灣金融教育協會/經濟日報，台北市，2009年12月。
7. 葉公亮，「兩岸證券產業發展」，《兩岸經貿論壇》，新台灣人文教基金會，2010年1月。
8. 劉玉珍與李怡宗，《兩岸證券業發展與整合的契機》，中華民國證券商業同業公會委託計畫，2009年6月。
9. 巴曙松（2003），「香港離岸人民幣市場的發展路徑及其影響」，《經濟前沿》，2003年第10期。
10. 王一萱（2007），「個人投資港股“自由行”意味深長」，證券時報，2007年8月22日。
11. 林昱君（2009），「中國與香港CEPA協議之內涵與效應評析」，《經濟前瞻》雙月刊，第125期，頁43-48。

12. 香港立法會工商事務委員會（2005），「《內地與香港關於建立更緊密經貿關係的安排》（《安排》）對香港經濟的影響」。
13. 香港立法會工商事務委員會（2007），「《內地與香港關於建立更緊密經貿關係的安排》（《安排》）對香港經濟的影響」。
14. 黃朝翰、李江帆（2004），「CEPA對粵港經濟影響探討」，《現代城市研究》，2004年第7期。
15. 黃琴雅（2009），「入股華一銀行要北京點頭 不是寶成說了算！」，財訊332期，2009年11月4日。