

中華民國證券商業同業公會委託計畫

兩岸證券業發展與整合的契機

研究計畫主持人：

劉玉珍教授 國立政治大學財務管理學系
李怡宗教授 國立政治大學會計學系

研究員：

許佩茹 國立政治大學財務管理研究所碩士班
毛海戎 北京大學光華管理學院金融系碩士
謝姍旆 北京大學光華管理學院金融系碩士

研究期間 民國 98 年 1 月至 6 月

目錄

第一章 緒論	1
第一節 研究背景與動機	1
第二節 研究主題	4
第三節 研究方法與範圍	6
第四節 研究結論	7
第二章 台灣證券業發展	8
第一節 台灣證券業發展	8
第二節 台灣證券商分析	14
第三節 台灣證券商登陸現況	17
第三章 大陸證券業發展	23
第一節 大陸證券市場發展與現況	23
第二節 大陸證券業發展與現況	39
第三節 大陸證券業對外開放	47
第四章 文獻整理與探討	54
第一節 進入模式選擇探討	54
第五章 台灣證券商進入大陸市場分析	62
第一節 合資證券商分析	62
第二節 大陸證券成長區域分析	73
第三節 台灣證券商進入之模式	93
第六章 結論與建議	101
第一節 結論	101
第二節 建議與展望	105
參考文獻	107
附件	109

表目錄

表 1.	2008 年台灣主要證券商基本資料	9
表 2.	台灣主要證券商 2008 年營業收入百分比	12
表 3.	台灣證券商於大陸及港、澳佈局現況	19
表 4.	2004-2008 大陸股份流動性彙表	27
表 5.	亞洲各國證券商與證券交易比較	30
表 6.	大陸證券市場主要指標	31
表 7.	大陸上市公司境內 IPO 與 SEO 總金額	34
表 8.	2008 年大陸證券商業務營收表	43
表 9.	變數的衡量彙表	68
表 10.	中資合作夥伴與合資券商或基金公司表現之關係：OLS 線性回歸	69
表 11.	影響合資企業顯著因素總表	70
表 12.	OLS 線性迴歸模型	75
表 13.	固定效應模型回歸表	76
表 14.	隨機效應模型回歸表	77
表 15.	影響證券業發展模型顯著因子	78
表 16.	珠江三角洲主要經濟指標	81
表 17.	珠江三角洲國民經濟主要統計指標占廣東省比重	82
表 18.	珠江三角洲 2008 年證券商證券交易額／營業據點與歷年交易成長率	84
表 19.	珠三角城市證券商歷年 ROE 表現	86
表 20.	2007 年長三角省份經濟指標占全國比值	87
表 21.	長江三角洲 2008 年證券商證券交易額／營業據點與歷年交易成長率	89
表 22.	長三角城市證券商歷年 ROE 表現	92

圖目錄

圖 1.	兩岸證券商歷年 ROE 走勢圖	10
圖 2.	歷年台灣境內、外承銷案件成長率	12
圖 3.	2008 年台灣主要證券商營業收入與稅前純益率	13
圖 4.	兩岸三地股票市值佔 GDP 比值	32
圖 5.	兩岸上市公司家數趨勢圖	33
圖 6.	兩岸證券市場成交金額	33
圖 7.	大陸 IPO 佔總籌資額百分比	34
圖 8.	2004-2008 年中國大陸企業境內、外上市籌資分布圖	35
圖 9.	2007 年大陸股票市場投資者市場份額	37
圖 10.	兩岸證券成交值週轉率	37
圖 11.	2008 年中外合資證券商財務表現	65
圖 12.	大陸六大區域變數趨勢圖	79
圖 13.	大陸證券商營業部集中密度圖	80
圖 14.	珠江三角洲證券商營業據點集中程度	83
圖 15.	珠江三角洲主要證券商分布	85
圖 16.	長江三角洲證券營業據點分佈	88
圖 17.	長江三角洲主要證券商分佈	90

第一章 緒論

第一節 研究背景與動機

證券市場除了扮演著企業與一般民眾、投資機構資金流動的重要平台與企業融資的重要渠道之外，證券市場的波動、整體表現亦為反映了一個國家經濟狀況、資本市場情形，同時也為反映產業發展的、政府經濟政策的重要指標。

台灣的證券市場，自 1962 年起開立，迄今 40 餘年，累計至 2008 年底，目前證券市場有 718 家企業上市。大陸證券市場從 1990 年開展，雖至今十餘年，但其開放的腳步之快加上快速經濟成長的帶動，使得大陸的總體經濟、證券市場的走勢成為亞太區甚或全球的關注焦點。2008 年上半年，大陸國際收支交易總規模為 2.4 萬億美元，國家外匯儲備達到 1.8 兆美元，較上年同期多增 143 億美元。外國來華直接投資大幅增長，淨流入 741 億美元，同比增長 27%，顯示大陸市場對外資有龐大吸引力。

大陸近年在金融市場的逐漸開放與發展，包括於 2001 年末加入 WTO、2002 年頒佈合格外資投資者（QFII）相關規定、2003 年與香港簽定「內地與香港關於建立更緊密經貿關係的安排」（CEPA）降低香港金融業進入大陸市場的障礙、2004 年公佈第十一五經濟發展五年計畫中提到放寬外資參股銀行持股上限。自從 2006 年大陸新證券法和公司法的實施、股權分置的改革以來，整個證券市場從原本的管制轉為鼓勵發展的方向；2007 年上海證券交易所的股份市值規模更是超越了香港，成為日本以外亞洲第一大股票市場。從此以後，大陸證券市場在國際上扮演越來越重要的角色。

至於台灣方面，自 1992 年政府通過「台灣地區與大陸地區人民關係條例」，正式准許台商赴大陸投資以來，兩岸經貿、投資關係密切。台灣金融業赴大陸投資設點，最早由 1997 年證券業開始，接著 2000 年保險業跟進，而銀行業在 2001 年才獲准赴大陸設立代表辦事處。根據行政院大陸委員會資料，截至 2008 年 2 月，共有 10 家台資銀行、13 家台資證券商與 14 家產、壽險公司，分別在大陸設立 48 個代表處；並已核准 7 家保險公司赴大陸投資，其中已有 3 家保險公司

獲准在大陸地區設立子公司。

按大陸當局對外資證券業准入規定，若以合資方式進入大陸證券業市場，其持股比例不得超過 33%。若投資基金，則單一外資持股比例不得超過 20%，全體外資不得超過 25%，持股比例低，無法實際掌握經營權。外資證券商之業務範圍也受到限制，在經紀部分，可從事除 A 股外之股票經紀；在承銷部分則沒有限制；在自營方面，則是除 B 股外均能自營。然而，在兩岸政治因素考量下，雙方金融監理機構尚未簽訂兩岸金融監理備忘錄，此舉使台灣證券業進入大陸市場受到相當的限制。

台商企業西進大陸數十年，隨著業務版圖的增加與發展，對資金與併購平台的需求日漸擴大，康師傅、鴻海集團的富士康前後於香港掛牌，看好香港資本市場擁有較高的彈性，同時備有拓展大陸業務所需的策略平台使得香港成為台商融資的主要管道。在台灣證交所與櫃買中心推動下，於 2008 年 3 月通過「推動海外企業來台掛牌一二三計劃」提倡台商企業回台上市，替台灣證券商帶來額外的商機。

兩岸雖由於政治、經濟背景的不同，造就了兩岸股票市場不同的風格，在政策、制度與經營模式上也都存在著相當的差異性。然而，兩岸承襲的文化差異相較於歐美證券商來得小，佐以語言相通，在公司管理、事物應對方面，具有相對的優勢。當前兩岸開放包機直航及大陸觀光客來台，人民往來數量增加，兩岸貿易往來密切。隨著台灣新政府的上台，亦為兩岸金融擴大了溝通的橋梁，台灣證券商未來該如何走向競合，尋求優勢與合作契機，必將成重要的議題。本研究將透過了解台灣證券商自身優勢，根據過去中外合作經驗之分析，提供台灣證券商未來進入大陸市場佈局為思考面向。

面對大陸經濟起飛及龐大市場規模效應之下，兩岸三地由於全球化的衝擊，形成一個競爭、合作共生的經濟圈。同樣的，大陸證券市場的崛起與開放，國際企業相繼的湧入大陸市場，台灣的證券商該如何及時地做適當的因應措施，進一步加速兩岸的合作以極大化整體價值是為此研究的目的之一。台灣企業逐漸轉進大陸的趨勢，倘若能促使台資證券商加速登陸，提供台灣企業於大陸當地的金融服務，創造出相輔相成的經濟脈絡，對於台灣企業亦能產生相當助益。本研究將

針對區域性的證券市場活動，例如珠江三角洲、長江三角洲的證券商生態，區域證券成長率與市占率的關係、證券商分支機構的分佈加以分析，以作為台灣證券商參與大陸市場的參考。

第二節 研究主題

本研究主要透過資料的收集和調查，針對大陸和台灣的證券業市場進行分析和研究。透過與現有環境和未來趨勢的必較，以證券經紀業務為核心提出建議的發展方向。本研究探討的重點包括以下數項：

一、 台灣證券業發展與分析

台灣的證券業大約從西元 1961 年左右開始發展，也從 1996 年全面開放外資投資台股¹。本研究將整理台灣證券業的發展歷程，分析台灣證券商整體的現況，證券商的主要營業項目與競爭態勢。透過 SWOT 分析了解台灣證券商的優劣勢，透過證券商內在的條件評量與外在環境的分析，提供台灣證券商進入大陸市場的前完整的檢視。分析目前台灣證券商登陸狀況，兩岸金融業交流的程度與法令架構的規範下，台灣證券商於香港佈局的發展現況，提供未來台灣證券商進入大陸市場發展的基礎。

二、 大陸證券業發展與分析

本研究整理分析大陸證券業過去的發展歷程與重要的證券市場改革，透過兩岸證券市場的比較，分析大陸證券市場目前總體狀況與未來的發展趨勢，提供台灣證券商登陸前的資訊取得與策略擬定的參考依據。此外，了解大陸證券業逐步對外開放的過程，配合法律架構的限制下外資於大陸佈局的模式與經營現況，擷取其經驗以提供台灣證券商為借鏡。

三、 大陸證券業發展因素探討與區域證券商態勢

蒐集國內、外文獻為分析架構，探討影響大陸證券業發展的核心因素，進一步以經紀業務分析大陸未來證券發展前景看好的區域以提供台灣證券商未來佈局參考。以珠江三角洲經濟區與長江三角洲經濟區的證券商分佈態勢，探討兩岸證券商合作的發展空間與模式。

¹ 1983 年公佈「華僑回國投資條例」第 18 條：本條例施行前，依照鼓勵華僑及旅居港澳人士來臺舉辦生產事業辦法、自備外匯輸入物資來臺舉辦生產事業辦法及華僑回國投資辦法來臺投資之華僑及其所舉辦之事業，適用本條例之規定。其為間接開放外資投資台灣證券業。

四、 兩岸證券商合作模式

以過去文獻為根據，探討在兩岸法律開放程度不同的架構下，兩岸證券商合作的模式。評估不同進入模式的佈局以及合作對象選擇的核心因素，作為台灣證券商尋找合作對象的建議，併納入過去中外合資的經驗，尋找兩岸證券業合作的可行模式。

第三節 研究方法與範圍

壹、 研究方法

本研究透過次級資料分析法(Secondary Analysis Approach)，蒐集兩岸證券商相關資料，包含了文獻資料之整理與探討、專業期刊、政府部門法令條文、公司公開說明書、財務年報、報章新聞評析與政府公佈相關數據資料，以及與證券商訪談等進行評估分析與歸納，做出相關結論。利用比較研究法(comparative Approach)分析兩岸證券商現況與發展，透過SWOT分析找出台灣證券商進入大陸市場的契機。

貳、 研究範圍

本文主要研究對象為兩岸證券商過去發展歷程與現況，並以台灣證券商進入大陸市場為角度做分析探討。大陸市場在證券市場自營方面具有相當的獨特性，其法令政策對股市有相當程度的影響；與大陸當地的政商關係為主要影響承銷業務的因素，對於台灣證券商初入大陸市場可能不具有優勢。因此，本研究以大陸證券商經紀業務為主要分析面向，以地理省份分區作為實證分析之單位，探討珠江三角洲與長江三角洲兩個經濟區，作為台灣證券商進入佈局的建議。

第四節 研究結論

台灣證券市場發展相對大陸證券市場早，過去的市場經驗與證券市場法令規範與監理架構皆師法於台灣。台灣證券商過去對市場風險控管的知識、證券商網點管理建設、金融產品創新發展能力與輔導企業承銷等優勢，提高台灣證券商進入大陸市場談判能力。台灣產業西進佈局籌資管道受到限制，未來兩岸證券商交流下，台灣證券商可提供適時的財務諮詢協助以扶持台資產業與台灣證券商相互成長。

本研究對大陸證券市場的發展因素進行探討，顯示大陸證券業發展受到區域經濟成長、區域金融仲介發展程度與區域人口增長率影響。在高經濟成長、金融仲介發展完善與人口密集度較高的地區有較好的證券業發展，例如大陸的華東地區與中南地區省份，提供台灣證券商佈局的參考。

分析珠江三角洲與長江三角洲區域的證券商態勢，發現兩經濟區內的證券商存在省級證券商與大型證券商林立的狀況，其證券商的證券交易量集中且有較好的獲利表現，並以長江三角洲地區的上海市與杭州市更為明顯。因此台灣證券商在進入上述經濟區域佈局時，應以證券商密集程度較小的城市做切入點，例如：溫州市、舟山市、肇慶市與鎮江市等，以免受到大型證券商壟斷的威脅。

從台灣證券商知識技術、兩岸政策鬆綁、大陸不確定性降低與其龐大的市場成長潛力等因素考量，台灣證券商會以偏向全資模式方式進入市場。合資模式的目標對象選擇以市占率、業務相關性、市場經驗、國家持股比例額所影響。本研究發現大陸證券商的市占率、業務相關性與國家持股比例對合資公司的表現有負面影響；市場經驗對公司表現有正面影響。台灣證券商在選擇合作對象時，應以低市占率、雙方業務互補性高、國家持股比例低的大陸證券商以及市場經驗豐富的大陸證券商為優先順位考量。

總結過去中外合資的經驗，雙方政府應積極的解除兩岸法令架構的限制，爭取台灣證券商得以用較大權限模式進入佈局，透過證券商自身公司組織文化與策略的考量，在大陸提供實質的業務服務，建立良好關係以奠定長期佈局之基礎。

第二章 台灣證券業發展

第一節 台灣證券業發展

壹、 發展歷程

台灣證券業務源自於 1953 年政府實施「耕者有其田」政策，政府為徵收土地，以實務土地債券搭配台泥、台紙、農林及工礦四家公營公司股票補償地主，該股票流通於市面後，開始了買賣的需求進而產生了各式待客買賣的商號，此為證券經紀商的前身。1968 年公佈實施「證券交易法」，證券商分為承銷商、自營商及經紀商三種，證券商的設立採特許制，以分業經營為原則。

1980 年臺灣實行自由貿易化，科技資訊的發展，隨著經濟的競爭環境，進一步推動金融自由化和金融國際化方面，也累計了相當多的管理經驗，有一個逐步開放的過程，使國內的證券商，提升競爭力，人整個國際化的衝擊降到最低點。綜合看來，外資證券商在金融商品的開發，投資研究和國際承銷業務方面取得領先趨勢，主要從事自營操作、受託買賣外國有價證券與受託外資買賣國內的證券。1989 年修正證交法，開放新設證券商申請，將原訂的特許制改為許可制，經由證管會許可並發放許可證照。同時，逐漸放寬外國證券於國內設置分支機構，准許證券商辦理有價證券買賣融資融券業務，加上配合綜合證券商制度的實施，證券商可同時經營自營、承銷、經紀三種業務。

1989 年 7 月，台灣證券市場開始處於多頭行情，全民參股熱烈形成股市熱潮，證券商因獲利豐厚快速興起。由於其後數年股市市場交易量逐漸萎縮，證券經紀商營運受到影響而虧損，應而採取解散、營業轉讓、合併的方式退出市場。政府推動證券商合併，大型化證券商以改善財務結構，加強經營能力以提高競爭優勢，元大證券於 2000 年合併京華證券，更名為元大京華證券為綜合證券商間合併之首例，富邦證券及寶來證券分別相繼展開大規模合併事件，證券商朝大型化發展。

台灣證券商以全方位的投資銀行導向發展，放寬證券商的投資範圍，例如允許證券商輔導公司的證券發行、私募，開放顧問事業，並開放證券商經營以外的

業務。台灣證券產業加速整合，至 2008 年年底證券商總家數為 151 家，其中專營證券商 95 家及兼營證券商 56 家，專營證券商包含綜合證券商 50 家與專業證券商 45 家。

其中本國證券商 2008 年 12 月成交金額市占率列名前 20 大者共 13 家，最近四年合計市占率分別為 62.69%、63.87%、64.65% 為 53.87%，其前十大證券商皆為本土證券商蟬聯，以元大、富邦穩居前一、二名。台灣證券商未來朝向營運大型化、經營精緻化與業務商品多元化發展，積極提高證券商國際化程度。

貳、 證券商整體現況

綜合證券商為構成台灣證券產業的主體，截至 2008 年 12 月止，共有綜合證券商 50 家，依「證券商設置標準」第三條規定證券商之最低實收資本額，承銷商為新台幣四億元，自營商為四億元，經紀商為二億元，綜合經營以上三種業務按其經營種類併計。過去幾年來，台灣各證券商透過進行企業併購、營業受讓或是策略聯盟，以拓展證券市場版圖。在 2002 年企業合併法、金融控股公司法實施之後，改善證券商經營績效不佳與高風險等問題。

表1. 2008 年台灣主要證券商基本資料

	實收資本額(千元新台幣)	市占率(%) ²	營業據點
元大	43,679,388	11.13	142
富邦	13,755,000	5.24	66
寶來	21,385,195	4.16	46
永豐金	13,969,020	4.27	48
台証	13,255,044	4.19	56
日盛	11,572,127	3.81	47
群益	16,107,860	3.70	43
凱基	25,380,862	3.63	34
元富	13,988,726	3.30	44
統一	11,857,062	3.20	34

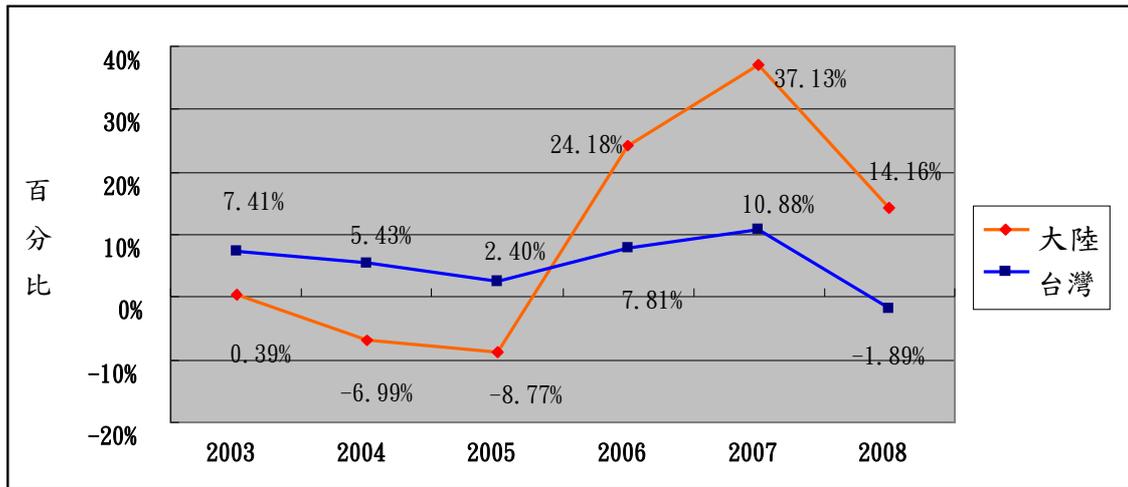
資料來源:公開資訊觀測站，台灣證交所，研究整理

截至 2008 年，台灣主要證券商平均資本額為 184 億元新台幣，其經紀業務總成交金額佔市占率佔國內成交金額一半以上，平均營業據點為 55 家，主要分

² 證券商與自營商交易金額市占率。

布在台灣西部，以元大證券 142 家據點為國內之首。台灣證券商據點的分佈數據，顯示台灣證券商境內的龐大網點設置的整合能力，建立健全客戶管理系統與縝密的監管架構，對於未來進入大陸市場佈局可提供相關的技術管理協助。相對的，多數的營業據點分佈顯示出台灣境內證券業的高度競爭，應加速於進入大陸市場以尋求更大的成長空間。

圖1. 兩岸證券商歷年 ROE 走勢圖



資料來源：台灣行政院金融監督管理委員會、wind 資料庫，研究整理

分析兩岸過去證券商的獲利表現。從圖 1. 可知，兩岸證券商過去的 ROE 走勢於 2003 年為下降趨勢，大陸證券商受到大陸境內股市連續四年股市重挫影響，加上大陸證券商爆發挪用投資戶資金等財務問題，使其營收受到衝擊，其證券商 ROE 平均為負值，於 2005 年更下跌為-8.77%。台灣股價指數於 2002 年至 2005 年從 4,452.45 點上升至 6,548.34 點，尚未表現於台灣證券商的獲利狀況，顯示出台灣股市對證券商表現沒有明顯直接影響。大陸證券商歷經重組，其證券市場的逐漸成熟與投資人的簇擁，2005 年到 2007 年大陸證券商 ROE 從負值逆勢轉上至 38.29%，這段期間大陸股市的大漲使證券商獲得龐大利潤，以經紀業務為營業主要收入來源的大陸證券商受到股市波動影響極大，反觀台灣證券商的獲利指標於小區間波動，相較於大陸證券商績效的巨幅變動，台灣證券商對於處理股市波動的彈性較高，具有較好的風險管理能力。台灣證券商的激烈競爭與市場相對大陸市場式微壓力下，大陸新興的證券市場提供台灣證券商發展的潛在機會，兩岸法令開放逐漸明朗化促使台灣證券商積極參與對岸市場耕耘，以豐富的經驗與知識管理優勢加強進入大陸市場以開拓更大的證券利基。

參、 台灣證券商營業項目

證券商經營經紀業務的營收項目，包括受託買賣股票的手續費收入、期貨交易的佣金收入，自辦信用交易的融資利息收入，構成證券商營收的穩定來源，也是證券商動用資源最龐大的業務體系。經紀業務為綜合證券商最大宗業務領域，以市場滲透策略提高顧客交易頻率以提高市占率，利用增加營業員、推廣網路證券商平台、增加據點、整合集團資源擴大其業務通路。在眾多證券商價格競爭，台灣投資人投資教育程度成熟背景下，證券商維持經紀手續佔營收的一定比重為營運目標之一。

在產品線延伸策略部份，致力開拓期貨交易轉介業務，擴大投資人融資融券營運項目。證券商受託買賣股票的投資人，除了一般自然人散戶外，證券商積極爭取大戶，包括市場的中實戶、機構法人的銀行財務部、壽險公司的投資部、投信公司的股票型基金、投信公司受託代操的政府機構基金、投顧全權代操的資金、上市上櫃公司及其關係帳戶、外資專業投資機構等市場主力參與者，以多角化經營證券商的業務服務目標。

在承銷業務方面，輔導國內企業上市、櫃，以及於證券市場上再次籌資管道，以取得規模經濟為營運策略。在債券初級市場承銷方面，證券商期望成為品牌領導，承作優質企業債權籌資，取得營收規模經濟。綜合證券商持有業務自營執照者可依操作標的不同，概分為股票自營、債券自營及期貨自營三種。期貨自營執照應另依專則規定申請核准，提撥營運資金新台幣四億元，國內主要證券商已具備此項執照，並積極操作以追求絕對績效為策略導向。

就台灣證券業發展的現況來看，朝營運規模大型化、通路經營精緻化、與業務發展多元化，已成發展趨勢。業務多元化的過程中，過去與國際投資銀行策略聯盟學習國際經驗，可轉換公司債資產交換商品與信用連結債券等衍生性的金融商品的創新開發，財富管理業務成長將可提供大陸資本市場穩健發展的經驗。

從 2008 年國內主要前十大證券商的營業收入（表 2）可得知，國內證券商以經紀業務為主要收入來源，其平均達 44.27%。由於台商西進大陸市場，於國內掛牌上市的案件逐年下降，2000 年後台灣證券商參與海外承銷案件的發行，在海外可轉債發行數量上升有助於台灣證券商於大陸市場籌資。由圖 2. 可知，

2003 年後，國內、外承銷案件皆逐年下降，於 2008 年與自營業務收入占總營業收入不到百分之五。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。寶來集團以開發金融衍生性商品市場為公司策略，與凱基證券在衍生性商品利益收入項目比例較高。

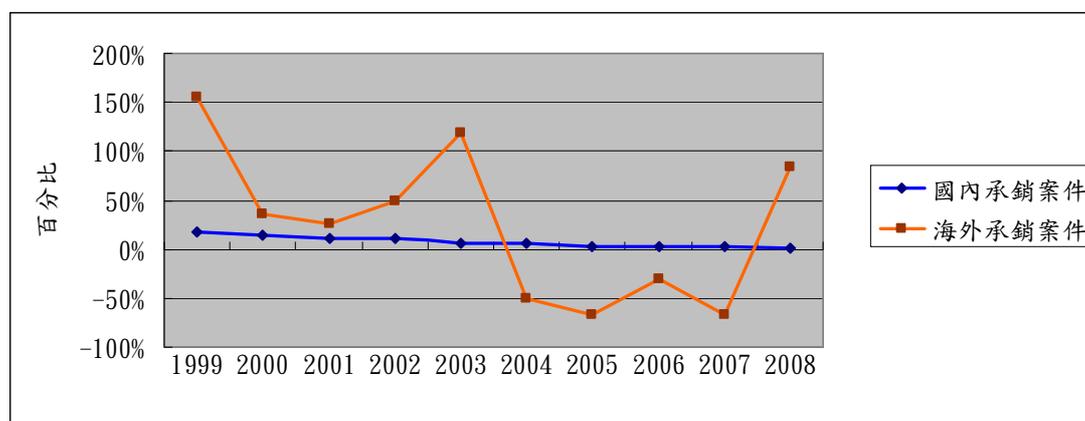
表2. 台灣主要證券商 2008 年營業收入百分比

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	1.90	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：公開資訊觀測站，研究整理

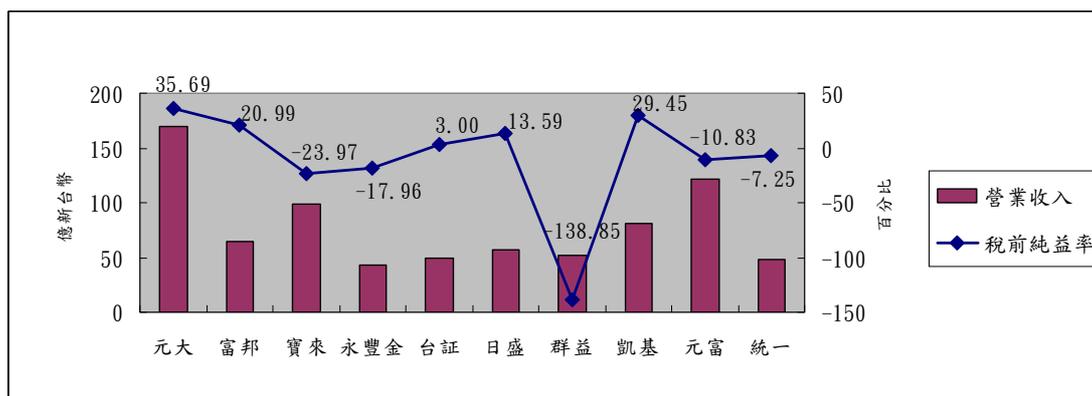
圖2. 歷年台灣境內、外承銷案件成長率



資料來源：台灣行政院金融監督管理委員會，研究整理

由圖 3. 可知台灣主要證券商營業收入與稅前純益率關係圖。台灣股票指數從 2007 年到 2008 年底，由八千五百點下跌至四千五百點，跌幅高達 46%，直接反應在證券商績效數字的表現，以元大證券的營業收入與單位獲利能力亦居為首位。富邦證券、日盛證券與凱基證券的稅前純益率表現較好，顯示出證券商於成本控管的能力。群益證券及寶來證券等因投資 CBO 及雷曼兄弟債券所提列的大幅損失。

圖3. 2008 年台灣主要證券商營業收入與稅前純益率



資料來源: 公開資訊觀測站，研究整理

第二節 台灣證券商分析

針對台灣證券商以 SWOT 分析四個面向探討，作為進入大陸市場前概括性的了解。

優勢 (Strength) :

1. 擁有股市興衰歷史經驗

台灣資本市場發展較早，其過去的經歷與大陸股市有許多相似之處。如台灣 80 年代中後期經歷過泡沫經濟時期，曾在五六年的時間內歷經不足千點上漲至萬點，再大幅跌到 2000 多點的歷史。當時台股面臨的經濟環境與大陸股市有許多相似之處，如本幣大幅升值、鉅額貿易順差、熱錢大量流入、儲蓄率遠高於投資率造成流動性過剩等等，風險信用控管及管理經驗的台灣機構投資者可截取其成功案例加以運用複製於大陸市場。

2. 公營事業民營化之經驗

大陸上市公司於 2005 年底進行股權分置改革，透過股換股方式釋出未流通國有股以增加流通股比例，提高股票的流動性將有助於資本市場健全的發展。在未流通國有股流通後，國有企業民營化為未來的發展趨勢，台灣公營事業歷經二次民營化過程，成功推動中華工程、中鋼、中石化、臺北銀行、交通銀行、台灣肥料、中華電信等近 20 家公營事業移轉民營化，國有企業民營化過程將面臨出售股份、從業人員工作保障等相關問題，台灣的過去的案例可提供大陸公營事業民營化相關的經驗分享。

3. 提供台商服務管道

台灣產業長期於大陸耕耘，其台灣對大陸的貿易順差呈正成長，台商於大陸融資的管道受限，在擁有相同企業文化與地緣關係的優勢下，臺灣證券商登陸能提供融資諮商，在未來計畫的金融開放下，輔導台商上市能讓台企融資更為直接，有利於台商在大陸發展，降低其融資成本。藉由台商的網絡資源，擴大證券商開發新客戶來源的可能性，台商與證券商的相輔相成可為進入大陸市場開闢較廣的道路。

4. 台灣優勢資源

台灣證券業對於產品設計、行銷策略訂定、人才培訓與豐富國際化經驗等優勢可藉由兩岸的合作相互交流，以精緻準確的服務品質及客戶導向為核心，紮根於廣大的大陸市場。目前大陸證券業者引入外資主要係致力於投資銀行業務的開展。有別於國際大型投資銀行，台灣證券業者朝利基型態之專業投資銀行發展，強調專業、獲利及經營彈性，憑藉資產管理之技術，客戶開發與維護之能力，金融商品設計與包裝之專業，發展為利基型投資銀行。

5. 台灣金融控股架構

大陸加入世界貿易組織後，在分業監管的框架內已經逐步進行了綜合經營的試點，先後有銀行系的基金公司、租賃公司成立，結合相關的銀行業務的控股公司的經營形式，對於未來保險業、證券業及其他金融業的綜合經營提供經驗的累積。台灣金融分業經營、混業管理的方式，產品交叉行銷的概念較為大陸市場成熟健全，台灣金控架構的設立為大陸未來金融產業發展的方向之一，透過台灣國際化的經驗，加上以本土國情為基礎的修正，相較於香港、新加坡直接導入國外經驗，台灣過去的案例更能夠有效提供大陸引進國外經驗，建立規劃境內制度。

劣勢 (Weakness)

1. 台灣證券商規模較小

證券商擁有的資本規模為影響其彈性運作的重要因素，相較於大陸省籍、沿海都市證券商的龐大規模，無法透過合資方式取得絕對主導權，降低合作談判能力。國際大型投資銀行擁有資金來源與經驗豐富的優勢，相對壓縮台灣證券商進入大陸市場的空間。

機會 (Opportunity)

1. 大陸對外開放與龐大市場

大陸於 2001 年末加入 WTO 開始鬆綁外資證券機構進入大陸市場投資限制，逐漸允許其承作部份相關業務及，奠定對外開放基礎。大陸經濟體的發展與龐大的市場成長潛力提供證券業發展動能，為台灣證券商進入佈局的機會點。

2. 兩岸金融法規逐步開放與完善

2008 年新政府上任，加速兩岸金融交流，兩岸金融監理備忘錄的簽訂為雙方政府積極討論的議題，主要項目包括，雙方市場准入及優惠措施、資訊交換及保護、平時聯繫、協助請求、及雙方舉行會議等實質約定。台灣於 2008 年 7 月公佈提高台商登陸投資比例至 60%，證券業者提出放寬赴大陸投資僅於淨值之 20% 的限制。8 月開放證券商直接投資大陸基金管理公司、期貨公司及間接投資大陸證券商，同時公告取消持有大陸被投資公司以發行股份至少 25% 限制。

2009 年台灣政府提出「兩岸經濟合作架構協議」(ECFA)，建議大陸對台灣全面開放金融市場，在證券業方面希望大陸能夠開放全資全照，即不限制合資對象、合資比例及參股對象須為上市公司的限制，業務範圍也應包括，經紀、融資融券、自營、資產管理、財務顧問等。

威脅(Threat)

1. 進入時間點落後

國際企業於 2001 年末開始進入大陸市場佈局，國際經驗豐富的投資銀行掌握先機提早建構境內客戶網絡；大陸與香港簽訂 CEPA 優惠條款，放寬香港金融相關產業進入市場法規限制，擁有國際化經驗的香港同時取得同文同種的優勢，台灣大陸兩岸法規尚未開放大大延後台灣證券商進入時間表，在境內客戶取得與地區佈局受到相當的威脅。

2. 對台灣證券商的需求降低

大陸開放外國經驗進入，提供管理知識（例如上海），不用經過兩國公司合作的方式取得所需的 Know-How。外資主動提供免費管理訓練課程、財務諮詢等服務，縮減台灣證券商擁有管理經驗的談判能力。大陸本土證券商從 2002 年開始與外資證券商合作交流，競爭力的累積與生存能力的提昇壓縮台灣證券商進入優勢。

第三節 台灣證券商登陸現況

壹、 兩岸金融業交流現況

2008 年台灣新政府的上任，開啟兩岸金融交流新的里程碑。中華民國證券商業同業公會於 2008 年 3 月 28 日發表「台灣資本市場發展白皮書」，藉由提出十項建言改善資本市場的體質以提升證券業的競爭力，其中提出與兩岸證券業發展合作相關要點。2009 年 4 月 26 日，台灣與大陸簽署的「海峽兩岸金融合作協議」，根據海峽交流基金會網站公布的金融合作協議內容，金融合作方面，兩岸同意將協助履行金融監管及貨幣管理職責，將針對銀行、證券及期貨、保險業等合作事宜，作出具體安排。包括同意先由商業銀行等適當機構，通過適當方式辦理現鈔兌換、供應及回流業務，在現鈔防偽技術等方面開展合作，逐步建立兩岸貨幣清算機制；也同意就兩岸金融機構准入及開展業務等事宜進行磋商。雙方同意在協議生效後，由兩岸金融監管機構考量互惠原則、市場特性及競爭秩序，儘快推動雙方商業性金融機構互設機構；至於金融機構赴對方設立機構或參股的資格條件等，由雙方監管機構另行商定。

以下針對 2008 年後，兩岸金融交流要點做主要探討：

一、適度解除台灣與大陸雙向投資的限制

目前政府基於國家安全考慮，嚴格限制國內企業對大陸直接投資之上限，限制在初期或能產生一定之控制金流效果，但在長期實施後卻已經造成明顯的負面效果，導致台商企業多以放棄在台上市籌資，已上市公司目前為規避這項規定而有意下市等情形。

行政院於 2008 年 7 月表示將放寬台灣企業登陸投資之上限，包括「台灣大型企業登陸投資上限，提升為 60 %」、「中小企業投資上限改為新台幣 8,000 萬元或是淨值 60 %」、「個人投資上限，由 8,000 萬新台幣提升為 500 萬美元」以及「台灣企業併購大陸企業，其投資額，不納入 60 % 之投資限額」³，證券期貨

³鄧欣怡，放寬兩岸投資限制的影響以及因應措施，國政評論。

局已把台灣證券商投資大陸證券商比重上限，從淨值的 10%提高到 20%⁴。

行政院於 2009 年 4 月 30 日發佈「大陸地區投資人來台從事證券投資及期貨交易管理辦法」，正式開放陸資來台進行財務性投資，大陸合格境內機構投資人(QDII)在兩岸尚未簽訂金融監理合作備忘錄(MOU)之下，投資上限為其資金總額的 3%，即最大投資額為新台幣 72 億元，兩岸簽署 MOU 後，投資上限可達 10%。限制大 QDII 投資國內上市櫃公司單一或累計投資持股不得超過 10%，且不得投資興櫃有價證券及店頭衍生性商品。

同時，金管會考慮開放台資投資大陸股市，未來台灣資金投資大陸有價證券限制比例可望由 0.4%擴大到 1%以上。此外，將開放台灣證券商間接投資大陸證券商；吸引大陸台商返台上市及台灣公司在大陸上市，逐步擴大到大陸公司在台資本市場上市等等。台灣證交所董事長薛琦於 2009 年 4 月 19 日提出兩岸三地資本市場合作的三步驟：兩岸洽簽金融監理備忘錄，證交所已與上海交易所互換 MOU 草稿；合編兩岸三地 ETF 指數，ETF 交互掛牌；建構交易平台，各自推薦 30 到 50 檔股票到此平台流通交易⁵。

二、鬆綁證券業在大陸的發展

政府限制證券業者赴大陸投資，除要求資產淨值須高於新台幣七十億元，淨值也須大於實收資本額外；投資大陸的金額最高不得超過淨值的百分之十，且要求對大陸證券商的持股比例不得低於與其合作之大陸證券商已發行股份的百分之二十五⁶。2008 年 8 月開放證券商直接投資大陸基金管理公司、期貨公司及間接投資大陸證券商，同時公告取消持有大陸被投資公司以發行股份至少 25%限制。

台灣證券業者曾和中國證監會接觸，並提出希望台灣證券商在大陸未來能以全資、全照的「準國民待遇」⁷設點營運。全資是指台灣證券商在大陸辦事處升格子公司或分公司後，台灣母公司仍可 100%持股；全照則是營業範圍不要受限，可以比照當地證券商。辦事處以「準國民待遇」的方式升格子公司或分公司；台

⁴ 經濟日報，2008/11/25。

⁵ 經濟日報，2009/04/20。

⁶ 台灣證券同業公會季刊 2008 年第一季，p5。

⁷ 依據現在大陸證券法規，台灣證券商比照外資證券商，目前僅允許參股現有的大陸證券商，持股比例最高不能超過 33%，不允許外資證券商設立分公司或子公司。

灣證券商可以參股大陸證券商；相互同意對方的證券商業務人員，可以加考證券法規來互相承認其執業資格；雙方自然人可投資對方證券市場等⁸。在政府積極推動台灣證券業進入大陸市場的時間點，期盼開放台灣證券商承作大陸境內的實質業務，本研究將於之後章節分析台灣證券商進入佈局之建議以供參考。

證券公會海峽兩岸委員會進一步提出開放大陸證券市場的建議有利台灣證券商於大陸之佈局，其列表如下：

1. 臺灣地區證券商或其海外子公司，在大陸地區投資證券商、證券投資基金管理公司及期貨公司投資總金額不得超過台灣地區證券商淨值百分之六十。
2. 放寬證券自營商投資範圍包含香港聯交所掛牌之有價證券，買賣陸資成分股
3. 開放國內證券商得以投資入股大陸已設立之商業銀行。
4. 開放國內企業於大陸成立創投公司，並得以投資大陸地區創業投資企業。
5. 開放國內證券商之海外子公司得以投資大陸證券商並開放證券商及其海外子公司得以轉投資大陸地區之證券投資信託公司。

貳、 台灣證券商在大陸及港澳佈局

在兩岸法規限制下，大陸證券市場成長潛力與台灣境內證券業競爭激烈，台灣證券商依然循其他管道拓展大陸市場版圖，截至 2009 年 2 月初，台灣證券商經中國證監會批准共設有 24 家代表處，主要分布在上海市 13 家，北京市、深圳市各 4 家，以及廣州市、成都是和廈門市各 1 家。

表3. 台灣證券商於大陸及港、澳佈局現況

證業者	現況
富邦	<ul style="list-style-type: none"> ● 設立香港證券子公司與上海代表處 ● 與銀河證券策略聯盟 ● 結合銀行業 <ol style="list-style-type: none"> 1. 收購香港港基銀行，設立香港子公司—富邦（香港）銀行 2. 持有廈門銀行 19.99% 股權

⁸ 經濟日報，2008/12/03。

元大	<ul style="list-style-type: none"> ● 成立元大證券（香港）子公司與金英證券（香港）子公司 ● 成立上海、北京代表處 ● 退出京華山一⁹證券
元富	<ul style="list-style-type: none"> ● 設立元富證券香港子公司 ● 設立上海元富投顧公司、香港元富上海、深圳代表處 ● 設立上海元富投資顧問公司（結合投顧業）
凱基 ¹⁰	<ul style="list-style-type: none"> ● 設立香港凱基證券 ● 設立上海、深圳代表處
金鼎	<ul style="list-style-type: none"> ● 1995年與香港力寶亞洲集團合資設立香港子公司 ● 成立上海、北京、深圳及成都代表處 ● 曾與萬國證券策略聯盟
寶來	<ul style="list-style-type: none"> ● 同時設立香港子公司、分公司及上海、北京、廣州代表處 ● 與道富環球資產管理公司進行大中華區域策略聯盟
群益	● 設立香港群益證券子公司與上海代表處
大華	設立香港大華證券子公司與上海代表處
日盛	<ul style="list-style-type: none"> ● 設立上海日盛代表處 ● 香港成立日盛嘉富證券子公司
台証	<ul style="list-style-type: none"> ● 設立香港台証證券子公司（隸屬台新金控） ● 上海代表處
永豐金 ¹¹	設立上海建華代表處及投資諮詢公司
兆豐	設立上海、北京及深圳代表處及香港子公司
統一	設立上海、廈門代表處及香港子公司

資料來源：沈俊宏(2005)，研究整理

一、 代表處

由於兩岸法規的限制，代表處無法承作實質證券業務，主要從事業務範圍限於：

⁹ 京華山一源自臺灣京華證券，京華證券商是臺灣三大綜合證券商之一；1993年京華證券進入香港市場，成立京華證券國際有限公司；1997年亞洲金融風暴時，京華證券國際有限公司以約9000萬美元收購日本山一證券株式會社在香港的子公司，之後公司定名為京華山一國際(香港)有限公司。

¹⁰ 2008年KGI中信證券正式更名為KGI凱基證券。

¹¹ 2006年建華證券改為永豐金證券；同年倍利國際證券改為兆豐證券。

- 蒐集市場相關資訊與研究
- 大陸金融法規與產業經濟政策的研究
- 了解大陸資本市場運作與人脈的建立
- 扮演協助台商融資與當地財務諮詢機構

例如元富辦事處協助其香港子公司從事大陸市場證券 B 股發行之專案評估，如粵華包、杭州汽輪機、山東魯泰、京東方等。協助香港子公司擔任海通食品、新疆新科澳、福州華映光電、龍鳳食品公司等財務顧問。其中擔任海通食品公司改制發行上市的全程獨家財務顧問，已成功推動海通食品 A 股上市，成為外資證券商出任 A 股發行上市財務顧問的首例¹²。

二、 策略聯盟與合資協議

外資金融業進入大陸市場初期採取策略聯盟模式以了解當地市場。台灣證券商在兩岸法令限制下，彈性運用策略聯盟模式於大陸境內打下基礎，例如日盛證券透過香港日盛嘉富國際公司與大陸湘財、天同、海通、國泰君安等證券策略聯盟進行橫向合作¹³。

福建省出臺的「十一五閩台產業對接專項規劃」提出，鼓勵成立閩台合資保險公司和合資證券商，並提倡臺灣投資基金來閩開展創業投資業務。閩台金融業界透過建立聯盟關係進行證券產品開發與業務開拓，以期待閩台合作後的證券市場擺脫 A 股市場和臺灣市場的局限。此規劃鼓勵臺灣企業與福建企業之間併購重組的業務合作、兩地企業到香港或其他資本市場上市的合作，閩台業界亦可進行股權投資，比如臺灣證券商的香港子公司可以參股福建省內的證券商¹⁴。

廣發華福證券指出，在取得中國證券監管機構同意的前提下，將積極與台灣金融證券機構洽談成立基金管理公司、期貨經紀公司等具體事宜，商談兩岸證券商業互設分支機構、共同開發金融產品等合作；支援符合條件的海西經濟區各類企業和台資企業進行 IPO、私募融資等直接融資，為企業的資本運作提供全方位的投資銀行服務。在海峽經濟區高層研討會上，中國國務院參事提出兩岸先行先試

¹² 元富證券官方網站：<http://www.masterlink.com.tw/index.htm>。

¹³ 台灣證券商業赴大陸投資問題之研究，陳勸仁，淡江大學大陸研究所碩士論文。

¹⁴ 2008/09/18，國際商報。

建立金融合作試驗區¹⁵。

三、 香港地區設立子公司或設立香港分公司¹⁶

香港金融高度自由化，穩定的監管架構及低稅負等優勢，成為銀行及證券業有利的發展環境，世界主要金融與證券機構幾乎都在香港設有據點。台灣證券商挑選香港成為拓展大陸內地市場版圖上的跳板，目前大多數的台灣證券商採取此方式間接轉進大陸證券市場，以輔導台灣企業於大陸投資與籌資或上市掛牌等業務為主，多家證券商香港子公司已成功協助台商在香港掛牌。於香港地區設立子公司主要目的為從事台灣人投資香港股票經紀以及企業在香港或其他海外交易所上市等業務。主要業務內容包含：與認可證券交易所進行經紀業務；大中華區財富管理業務、大中華區投資銀行業務、資產管理業務、股票自營業務與 QFII 業務。

元大證券透過轉投資香港金英證券，承作業務以法人經紀、公司理財、股票投資及地產投資為主，協助國外與大陸企業赴香港股市掛牌上市。寶來證券以衍生性商品經紀等為主要業務範疇，利用與道富集團合作的機會，共同進軍大陸的指數股票型基金市場。建華證券初期以經營港股經紀業務，推動國外投資人參與台股，同時協助台資企業至海外募資，或在香港及東南亞地區上市，發行海外可轉換公司債、海外存託憑證，在港扮演次級市場造市者角色。統一證券由 C 級證券商晉升到 B 級證券商，同時取得香港期貨商執照，獲准承作期貨業務。元富證券香港子公司以財務顧問及證券經紀等業務為主要著力業務。

四、 於大陸以外國家設立子公司

台灣大型證券商以佈局亞洲區域性為策略，與其他國證券商進行策略聯盟或入股、設立分支機構或成立子公司，希望以外資角色進入大陸市場。例如元大證券截至 2006 年底，元大持有新加坡金英控股之股權已逾 28% 為其單一最大股東，金英控股在新加坡的市占率約 10%，為新加坡第二大證券商，2007 年 1 月，參與越南第一證券增資，佔第一證券增資後股權 28.1%¹⁷，透過海外版圖擴張腳步以尋求進入大陸市場的管道。

¹⁵ 2009/5/22，經濟日報。

¹⁶ 台灣證券商於香港地區投資現況請參照附件一。

¹⁷ 元大證券官方網站。

第三章 大陸證券業發展

第一節 大陸證券市場發展與現況

壹、 證券市場發展

一、 證券市場發展歷程

大陸證券市場的萌生始於 1978 年的大陸改革開放，大陸農村出現了家庭聯產承包責任制，部分地區居民辦了合股經營的股份制鄉鎮企業，為最早的股份制經濟雛形。隨著經濟體制改革的推進，城市內的國有企業開始了股份制度，以面額發行股票，其中具有債券保本保息分紅、到期償還的性質，在沒有承銷商的狀況下多為企業自行發行，發行的對象以內部職員和地方公眾為主。1981 年重新開始發行國債，並分別於 1982 年和 1984 年開始企業債與金融債的發行，增加企業籌資管道。1984 年政府提出了開放城市集體企業與國營企業政策，選擇於北京、廣州與上海等城市進行試點。1986 年國務院頒發了「關於深化企業改革增強企業活力的若干規定」，指出各地可以選擇少數有條件的全民所有制大中型企業進行股份制試點。

隨著證券發行增加與投資者的湧入，證券流通需求日漸增加，股票的櫃檯交易陸續於全國各地出現，1986 年瀋陽市信託投資公司為首家開始代客買賣股票與債券、企業債券抵押融資業務。1987 年大陸第一家專業證券商—深圳特區證券商成立，1988 年中國人民銀行注入資金於各省設置 33 家證券商，財政系統亦成立一批證券商，其早期證券商主要業務為國債經營業務。1990 年底前後成立上海證券交易所、深圳證券交易所¹⁸，上海市政府發布「上海市證券交易管理辦法」，深圳市政府於 1991 年發布「深圳市股票發行與交易管理暫行辦法」，1992 年發布「深圳市股份有限公司暫行規定」。兩交易所並於 1991 年開始發布綜合指數，1996 年實行漲跌幅 10% 限制。全國統一監管的框架基礎始於 1992 年，成立國務院證券管理委員會與大陸證券監督管理委員會，實施區域性試點，1993 年股票發行試點正式由上海、深圳推廣至其他城市省份，證券市場由此開始全國性

¹⁸ 交易所早期會員主要為信託投資公司或其證券業務部和證券商。

的發展。

1992 年成立中國人民銀行證券管理辦公室，為最早證券市場實施統一監管機構，同年成立國務院證券委和中國證監會，並公佈了「關於進一步加強證券市場宏觀管理的通知」以確立中央政府對證券市場統一管理的基礎架構。1993 年前後頒布多項法令，規範資本市場的法律架構也紛紛出籠，「股票發行與交易管理暫行條例」對於股票發行、股票交易與上市公司收購等活動加以規範；「公開發行股票公司信息披露實施細則」以法令規定上市公司對於信息披露的標準與內容；「禁止證券欺詐行為暫行辦法」與 1996 年頒布的「關於嚴禁操縱證券市場行為的通知」等對於禁止性交易作法令上的規範。1994 年實施「公司法」，對於公司的設立條件，組織機構與股份的發行與轉讓、破產清算程序和法律責任有具體的法源根據，有限責任公司和股份有限公司之法人治理結構加以規範，奠定股份制企業發展的基礎。同年前後頒布「證券經營機構股票承銷業務管理辦法」及「證券經營機構證券自營業務管理辦法」，1998 年 12 月頒布了「證券法」，為大陸第一步規範證券發行與交易行為的法律，並於 1999 年 7 月實施。

2001 年開始，大陸股票指數大幅下跌，發行新股與上市公司再融資的可能性縮減，企業資金來源缺乏無法即使紓困；證券商產生了重大違規事件，紛紛出現經營困難退場的狀態。2001 年至 2005 年，市場進入了調整階段，證券業呈現連續四年虧損。為了加速資本市場的改革與優化其秩序，2004 年首度發布了「關於推進資本市場改革開放和穩定發展的若干意見」，開啟了資本市場改革的序幕，完善各項基礎性制度，包括股權分治的改革、對證券商綜合治理、發行制度改革、健全上市公司體質、機構投資者的發展等，並於 2005 年修定「證券法」。

大陸資本市場多層次體系的建立以充分發揮其功能，中小板市場與代辦股份轉讓系統的推出為重要的轉捩點；債券市場規模的擴增，交易系統與託管系統的建立，逐漸成熟的交易規則使債券市場得到相當的發展；期貨市場再次啟動，衍生性商品交易日漸開放，並於 2007 年修定「期貨交易管理條例」，其中尤期貨商品擴展到金融期貨與期貨交易；證券化商品的設計推陳出新，例如：可轉換公司債券、資產證券化商品、企業或證券商發行的集合收益計畫產品與權證等。大陸證券市場發展時間表請參照附件二。

二、 證券市場重要改革

1. 股票上市與退場機制

大陸股票發行制度的變化經過了三個階段：第一階段是自 1990 年至 2001 年 3 月實施的是行政審批制¹⁹；第二階段是自 2001 年 3 月至 2004 年 2 月實施的核准制²⁰；第三階段是 2004 年 2 月開始實施的保薦制²¹。

早期的新股發行審批制，地方政府或各部委及證券監管機構掌有額度分配的權力，企業是否能上市主要取決於地方政府和相關部門而非企業本身體質好壞，證券商不承擔承銷風險。核准制時期逐步市場化，在限額分配的背景之下，競爭力較強的大型證券商保留大型承銷案件，繼而放棄許多質地優良規模小的專案，造成證券商重視承銷數量而非品質的扭曲。保薦制實施後，作為保薦機構的證券商的責任幾乎覆蓋了上市全過程，並延續到上市後的一段時間，包括上市前輔導、發行和上市指導、上市文本製作，指導上市公司真實、完整、及時和準確地披露資訊，與證監會和交易所及時溝通、指導上市公司建立規範的法人治理結構等。

在保薦制下，證券商要為發行人由於資訊披露的虛假性、誤導性和遺漏性而給投資者造成的損失承擔賠償責任，公司內部審核制度將成為證券商對專案風險評價的最後一道防線，其作用的發揮直接關係到證券商發行和承銷業務的品質和長期生存能力。保薦制將使證券商負有一定的連帶擔保責任，其最大的特點是將證券發行責任落實到了保薦人，即企業發行上市需要證券商擔任保薦機構進行保薦，以及具有保薦代表人資格的從業人員具體負責保薦工作²²。

在上市公司退場機制方面，1998 上海及深圳交易所對於財務狀況或其他狀況異常的上市公司，其股票交易以 ST(Special Treatment)為標記，股票的漲跌幅限制也從 10%降至 5%。1999 年，廈海發因連續兩年財務虧損而成為首家 ST 公

¹⁹審批制是完全計畫發行的額度控制模式，即公司擬公開發行股票時必須經過地方政府或中央企業主管部門和證券監管機關等行政管理部門的審核同意，發行股票的數量和價格也由相關管理機構審核確定。

²⁰核准制是指發行人在發行股票時，不需要各級政府批准，只要符合證券法和公司法的要求即可申請發行和上市。但是發行人要充分公開企業的真實狀況，證券主管機關有權否決不符合規定條件的股票發行申請。

²¹保薦制是指由保薦人負責發行人的上市推薦和輔導，核實公司發行檔與上市檔中資料是否真實準確完整，協助發行人建立嚴格的資訊披露制度，承擔風險防範責任。

²²「我國證券商的發展與創新研究」，羅慶忠，天津大學博士論文。

司。1999 年證券法正式實施後，深滬交易所發布對於連續三年財務虧損的公司暫停上市規定，實施特別轉讓股制度，簡稱 PT (Particular Transfer)，轉為特別轉讓股後三年中有轉虧為盈狀態可申請恢復上市交易，若呈現連續三年虧損狀態，即終止上市。中國證監會於 2001 年取消 PT 制度，連續財務虧損三年的公司即立刻停止交易，暫停交易後第一個會計年度仍呈現虧損狀況，直接終止上市。

2. 股權分置

股權分置始於 A 股市場上市公司的股份為兩種類型：社會大眾購買的公開發行股票，其可以在證券交易所掛牌之流通股；另一類為上市公司公開發行前股東所持有的股份，以國有股為多數，只能通過協議方式轉讓為非流通股。有鑒於大陸證券市場發展前期對當時國有股的缺乏需求下所造成的現象。在相關法令中²³對國有股的轉讓加以限制，上市公告書中說明指出：在法律法規的規定和中國證監會的核准股票發行通知，公司公開發行前股東所持有的股份，包含國家股、法人股、外資股與自然人股等皆暫時不上市流通。此外，對於上市公司的配股亦根據原始股份是否可流通劃分為流通股與非流通股，造成大陸證券市場特有的股權分置現象。

在實施股權改革前，大陸已於 1999 年提出國有股減持政策，以陸家嘴協議回購國有股為首例，同年底大陸嘉陵與黔輪胎開啟向公眾配售國有股方式進行國有股減持試點。國務院於 2001 年發布「減持國有股籌集社會保障資金管理暫行辦法」，提出國家擁有股份的已上市和擬以上市公司(包括境外上市公司)向公共投資者首次發行和增發股票時，應照融資額 10%比例出售國有股，其轉股定價以市場定價為主，國有股存量出售收入納入全國社會保險基金。

截至 2004 年底，大陸上市公司總股本為 7149 億股，其中非流通股份暫 64%，其大陸有股份占非流通股份的 74%，在 2005 年 4 月證監會頒佈「關於上市公司股權分置改革試點有關問題的通知」正式啟動股權分置改革，深滬交易所與大陸證券登記結算公司發布「上市公司股權分置改革試點業務操作指引」，三一重工、紫江企業、金牛能源與清華同方等四家為首批股改試點的上市公司。隨後，國務

²³ 「股份有限公司規範意見」規定：國家股、外資股的轉讓需按國家有關規定進行；「股票發行與交易管理暫行條例」中指出，國家擁有的股份轉讓必須經國家有關部門批准，其具體辦法另行規定。

院國有資產管理委員會發布「關於國有控股上市公司股權分置改革的指導意見」，第二批共有 42 家上市公司進入股權分置改革試點。同年 8 月，中國證監會頒佈「上市公司股權分置改革管理辦法」，股權分置改革向全國全面推進。2005 年年底，深圳交易所中小企業版 50 家上市公司完成股改；2006 年實施「上市公司證券發行管理辦法」，啟動完成股權分置改革之上市公司再融資管道；2007 年年底，滬、深兩市共 1298 家上市公司完成或者已進入股改程式，占應股改公司的 98%；未進入股改的上市公司僅 33 家，股權分置改革在兩年的時間中基本完成；2008 年年底，滬深兩市尚有 31 家公司未完成股改²⁴。

股權分置改革改善了國有股、法人股與流通股利益分置與價格問題，使各個股東享有同樣的上市流通權與股價受益程度，股票以市場統一定價為機制，奠定大陸資本市場發展改革與資源配置市場化的基礎，妥善處理政府與市場的聯繫關係，穩定市場預期為其主要核心目標²⁵。

表4. 2004-2008 大陸股份流動性彙表

單位：億股

時間	股份總數	尚未流通股						已流通股				
		合計		發起人股	定向募集法人股	內部員工股	其他	合計		境內上市人民幣普通股	境內上市外資股	境外上市外資股
		總額	百分比 (%)					總額	百分比 (%)			
2004	7149	4542	63.54	4177	345	8.94	11	2577	36.46	1993	197.	388
2005	7629	4714	61.80	4079	407	3.97	223	2914	38.20	2281	218.	416
2006	14897	9259	62.16	52214	115	2.46	3920	5637	37.84	3301	229	2108
2007	22416	12085	53.91	8153	49	0.66	3881	10331	46.09	4839	251	5242
2008	24522	11944	48.71	NA	NA	NA	NA	12578	51.29	NA	NA	NA

資料來源：中國證監會，研究整理

由表 4 可知，於 2004 年股份改革制度實施前非流通股數占總上市股數的比例為 63.54%，2005 年全面實施股改政策，非流通股比例僅為小幅度的下降，因

²⁴大陸資本市場走在歷史新起點上，證券日報，2008/11/13。

²⁵股權分置改革以來頒佈的有關規章制度請參照附件三。

原先之未流通股在股改方案實施日起 12 的月內不得上市交易或轉讓規定，直到 2007 年底非流通股數與流通股數接近平衡，2008 年底，大陸上市股份流通股數大於非流通股數，進一步提高大陸股票流通性。

3. 大陸證券法增修

1990 年上海證券交易所的開幕，揭開了大陸證券市場的序幕。於 1992 年證券法起草，1998 年宣告正式通過並在隔年開始實施，證券市場在立法、監管、規範等面向有了正式的法治規定。有鑒於大陸資本市場發展創新，現存的證券法與當前的國內外經濟、金融環境有出入，加入國際貿易組織後進一步對外開放的情勢要求不相匹配，中國政府當局於 2005 年修改證券法，加強法規的完整性與適當性。其中提出對於發行人和上市公司品質，證券商綜合治理，投資者的保護，發行、交易、登記結算和監管制度，法律責任和訴訟機制六大方面改革²⁶。擴大證券法的調整範圍，將證券衍生性商品的發行、交易納入其範圍，以下為增修主要項目：

- 提供金融服務發展混業經營的可能性

在證券法修訂銀行法明文規定「分業經營、分業管理、機構分類」，新增修的證券法在商業銀行法的基礎上加了「國家另有規定的除外」²⁷，放寬證券業、銀行業、信託業、保險業相互融合的制度，證券方面透過交易所和造市者的層次合作，逐漸轉向分業體制下的混業操作。

- 奠定金融商品多元發展

修改原訂證券法第三十五條，於新證券法第四十二條規定，除了以現貨交易亦增加了以國務院規定的其他方式進行交易，對於未來金融期貨等信用交易存在了開放的契機。新證券法第一百四十二條規定，證券商為客戶買賣證券提供融資融券服務，應當按照國務院的規定並經國務院證券監督管理機構批准。融資融券有利於增加市場的流動性，提供資金利用率，建立嚴謹的風險管理的監管措施，為日後實施期貨、選擇權等衍生性商品交易奠定基礎²⁸。

²⁶ 許坤源，「兩岸三地台商籌資評估之研究」，政治大學經營管理碩士論文，p. 65。

²⁷ 證券法第六條。

²⁸ 2006 年，中國證監會發布「證券商融資融券業務試點管理辦法」和「證券商融資融券業務試

- 籌資管道的發展

創新中小企業交易制度提高市場流動性，率先完成股權分置制度，首次公開發行的公司不需要區分上市和暫不上市流通股份，以全流通機制，並且提供退出管道，有利創業投資、高科技企業與資本市場間的良好互動機制。

- 健全上市公司監管制度

根據新修訂證券法第十一條，建立了證券發行的保薦制度和發行申請前預先批露資訊制度，進一步要求發行人的品質，提高發行透明度以防範發行人騙取發行上市，同時也對於證券交易、結算交易制度規範其市場秩序，增加上市公司控股股東或實際控制人、上市公司董事、監事、高級管理人員誠信義務的法律責任。

- 加強對證券商監管

健全證券商內控制度，保證客戶資產安全，對於證券商高級管理階層任職資格管理制度作明確規範，增加對證券商主要股東的資格要求以完善對證券商的監管措施。

4. 融資融券

2006年7月中國證監會發佈了「證券商融資融券業務試點管理辦法」和「證券商融資融券業務試點內部控制指引」，同年8月，滬深證券交易所的「融資融券交易試點實施細則」公佈實施，中國證券登記結算公司發佈了「融資融券試點登記結算業務指引」，實施正式啟動了大陸證券市場的融券業務。

證券商融資融券業務按照試點先行的原則進行，根據證券商淨資本規模、合規狀況、淨資本風險控制指標和試點方案準備情況，擇優批准首批符合條件的試點證券商，之後將根據試點情況，逐步擴大試點範圍，試點單位的範圍包括不同類型和不同地區的證券商。試點期間只允許證券商利用自有資金和自有證券從事融資融券業務，並且融券業務的標的證券為證券商長期持有的股票。試點工作取得成效後，融資融券業務將成為證券商的常規業務。

截至2007年底，大陸證券商均已實施客戶資金第三方存管，到2008年8

點內部控制指引」，正式開始實施資本市場融資融券活動。

月，證券商客戶證券帳戶和資金帳戶的清理規範工作基本實現既定目標。第三方存管和帳戶規範工作的完成，提高了客戶帳戶與資產的真實安全程度和證券業務流程的規範性，為融資融券業務奠定了良好的管理基礎。2008年4月，國務院常務會議審議通過公佈了「證券商監督管理條例」，第四十八條至第五十六條對證券商的融資融券業務進行了具體規定，建立融資融券交易制度提供了法律依據，與證券商融資融券業務相關的其他工作也取得重大進展。

表5. 亞洲各國證券商與證券交易比較

國家 交易成本	台灣	大陸	香港	新加坡	韓國	馬來 西亞	菲律賓	泰國	印尼
所得稅	2 % 營業稅； 25 % 所得稅	5 % 營業稅； 33% 所得稅	16% 或 17.5% 的所得稅	實行寬 鬆的稅 制	27.5% 資本利 得稅和 利息稅	9%CTF 稅；15% 所得稅	統一適 用 20% 所得稅	15 % 資 本利得 稅和所 得稅	20 % 資 本利得 稅和利 息稅
回購市場	成熟的 回購市 場	計畫設 立中	成熟的 回購市 場	成熟的 回購市 場	不發達 不能做 空	不發達 不能做 空	不發達 不能做 空	不發達 不能做 空	不發達 不能做 空
是否可融資	可	可	可	可	可	可	可	可	可
是否可融券	可	否	可	可	可	否	否	可	可
是否可賣空	可	否	可	可	可	否	否	否	否

資料來源: 研究整理

綜合以上大陸證券市場重要改革歷程，大陸上市公司制度由審批制到保薦制度提高上市公司的資訊透明度，同時更顯證券商於輔導上市的重要性。台灣證券商對於企業會計制度與風險監理控管之上市資訊輔導已累積相當經驗，在大陸上市制度發展之際可提供相關諮詢。大陸政府針對證券市場發展修訂其證券法，針對股權改革、金融業務混業經營、融資融券與新金融商品創新開發等項目提供基礎法源，再次顯示未來兩岸證券業開放後台灣證券商的無限商機。

貳、 證券市場現況

大陸公司股票分為國有股、法人股(或企業股)、個人股和外資股。國有股和法人股原則上不能上市流通，僅有個人股和外資股可供人交易。外資股即一般所稱的B股，則需具備外國人身份才可以買賣，其中上海的B股是以美元、深圳則

是以港幣計價交易；相對的，國內 A 股則只限本國人才能買賣。因為交易身份的區隔與權利的不同，A、B 股間存有相當大的價差。除了 A、B 股之外，大陸股票尚有在香港上市的 H 股²⁹，美國掛牌的 N 股與紅籌股³⁰等。

根據中國證監會的統計(表 6)，截至 2008 年 12 月為止，於大陸境內上市企業數為 1,625 家，股票總市值高達 121,366 億元人民幣，總股本為 24,522 億股，總成交金額 23,588 億元人民幣，總籌資額為 3,657 億元人民幣，大陸股市投資人開戶數已達 10,450 萬戶。從 2004 年到 2007 年，大陸證券市場規模呈正面成長，於 2005 年大陸政府分別修訂證券法與提出股權改革方案，證券市場的制度優化帶來股市快速的成長，2006 年與 2007 年的總市值分別增加了 1.75、2.65 倍，投資者開戶數也呈現增加趨勢。2008 年全球金融海嘯襲擊，世界經濟成長焦點的大陸受到考驗，大陸證券市場總市值縮水了 62.9%，投資人信心受到影響，籌資額與投資者開戶數皆受到衝擊，呈負面走勢。

表6. 大陸證券市場主要指標

單位: 億元人民幣

	境內上市公司數 (A、B 股)		總市值		總股本 (億股)		總籌資額		總成交金額		投資者 開戶數 (萬戶)	
	家數	變動額	金額	變動額	股數	變動額	金額	變動額	金額	變動額	戶數	變動額
2004	1377	6.99%	37056	-12.72%	7149	11.22%	1510	11.25%	42334	31.82%	7211	2.65%
2005	1381	0.29%	32430	-12.48%	7630	6.71%	1883	24.67%	31664	-25.20%	7336	1.73%
2006	1434	3.84%	89404	175.68%	14898	95.26%	5594	197.17%	90469	185.71%	7854	7.06%
2007	1550	8.09%	327141	265.91%	22417	50.47%	8680	55.16%	460556	409.08%	13887	76.81%
2008	1625	4.84%	121366	-62.90%	24522	9.39%	3657	-57.87%	23588	-94.88%	10450	-24.75%

資料來源: 中國證監會，研究整理

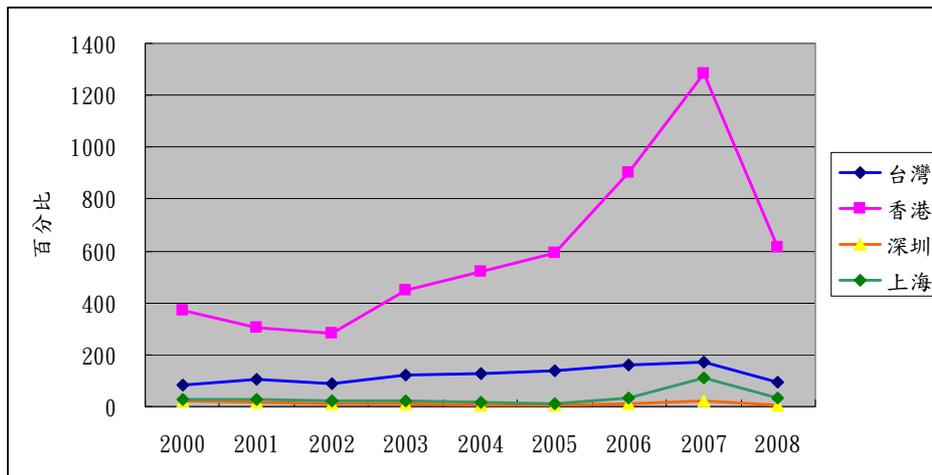
股市總市值佔 GDP 比值可判定市場價值的水準，反映國家金融化的深度並間接反映國家證券市場的發展潛力。根據圖 4，台灣的總市值佔 GDP 比值歷年來接在 100% 上下波動，有穩定上升的趨勢。大陸股票市值總市值佔其 GDP 比率於 50%

²⁹ H 股指在大陸境內註冊，獲得證監會批准得以在香港交易所上市，又稱為國企股。

³⁰ 紅籌股指在大陸開展業務具有中資背景的企業，於香港或境外免稅天堂上市的公司股票，股票面額以人民幣以外的其他貨幣計算，其發行股份皆為流通性股份，與恆生香港中企指數相對應。

上下波動，由於 2001 年開始長達四年的股票熊市使其比率下降，到 2006 年才恢復成長趨勢。身為亞洲金融中心的香港，資本市場擁有較高國際化的優勢，大陸於 2001 年陸續對外開放市場，大多數外資選擇香港作為進入大陸的基礎，反應出 2002 年後比率大幅成長的趨勢。

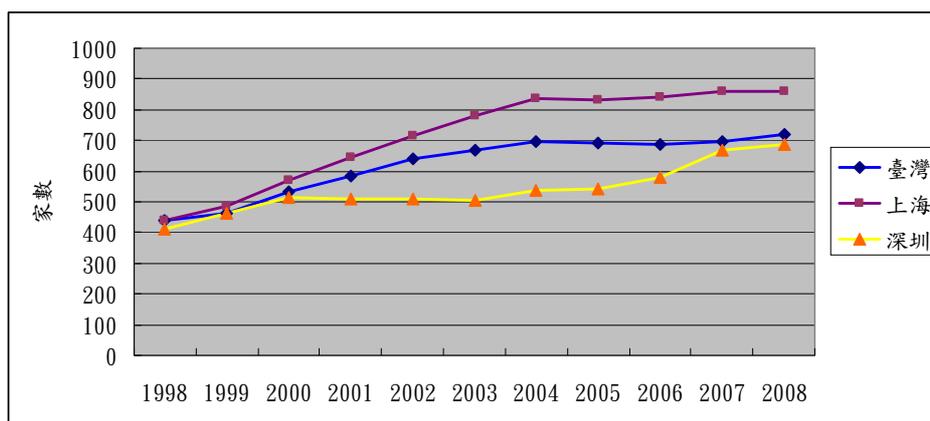
圖4. 兩岸三地股票市值佔 GDP 比值



資料來源:台灣證券交易所

透過兩岸證券市場的上市公司家數來衡量企業透過股票市場籌資的熱絡程度。由圖 5. 可知，台灣、上海以及深圳證券交易所於 1998 年的上市公司數水準相當，十年來皆為平穩成長趨勢，上海證券交易所的上市公司數目成長較為明顯。台灣證交所上市公司數在 2005、2006 年皆呈現負成長的衰退，究其原因有可能為亞洲新興市場的蓬勃發展，台灣產業外移現象使得資金產生排擠效應，兩岸投資法令限制下企業的拓展窒礙難行，因而導致企業普遍籌措資金的情形有所減少。深滬交易所其發展時間相對晚，上市公司家數皆持續的成長，由於大陸法令逐漸鬆綁，新興市場吸引了大量的資金，使得大陸證券市場規模擴張的相當迅速。台灣證券商輔導企業上市的歷史與經驗，輔以大陸證券籌資的成長潛力，以期待兩岸證券商的未來的合作。

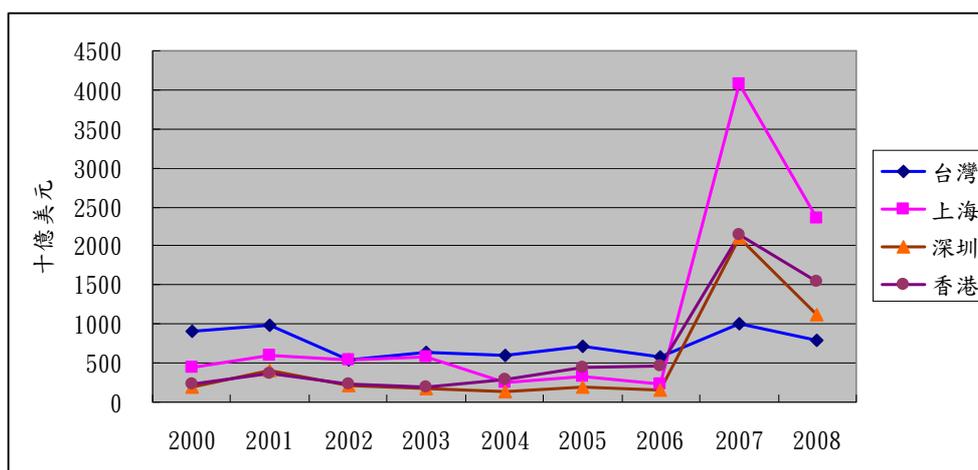
圖5. 兩岸上市公司家數趨勢圖



資料來源：台灣證券交易所

圖 6. 顯示兩岸證券交易金額。臺灣證券交易金額於小幅動波動，相對於大陸證券市場的於 2005 年後的大幅成長，顯示出大陸證券市場交易的活躍。大陸的經濟起飛與外匯存底的快速增加，人民幣匯率升值的預期心理造成股市的成長，加上大陸政府對證券市場發展推進，投資者紛紛進入大陸市場以搶得先機。面對台灣證券業市場的競爭與逐漸飽和，大陸證券市場的成長性為吸引台灣證券商積極登陸的主要原因。

圖6. 兩岸證券市場成交金額³¹



資料來源：台灣證券交易所

³¹ 2008 年之成交金額累計截至當年 11 月止。

一、大陸證券市場籌資分析

● 境內籌資

中國大陸上市公司境內籌資額從 2005 年到 2007 年呈現上漲趨勢，於 2007 年高達 7722.99 億元人民幣，其中以發行 A 股為主要首次籌資方式，IPO 金額佔總籌資金額一半以上。由於大陸資本市場籌資管道的發展與企業發展前景看好，上市公司再籌資金額比例上升，並以現金增資為主要再籌資模式。

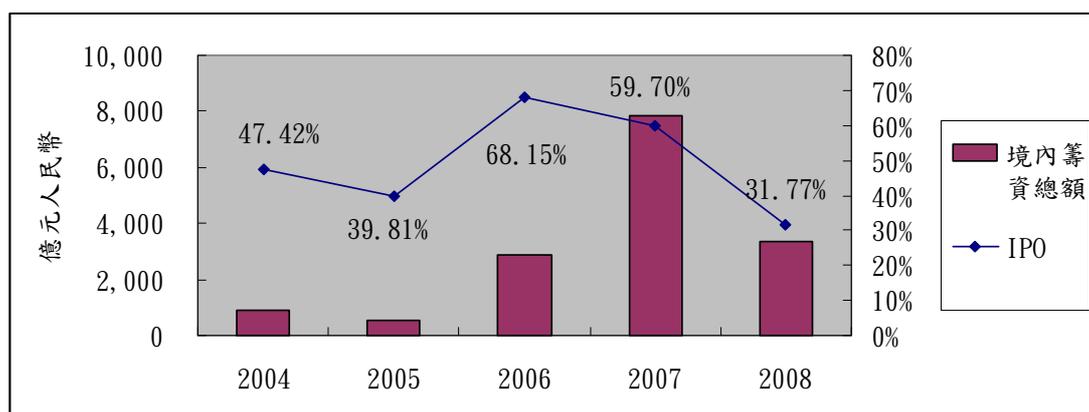
表7. 大陸上市公司境內 IPO 與 SEO 總金額

單位：億元³²

	籌資合計	首次籌資(IPO)			再籌資(SEO)				
		A 股	B 股	H 股	A 股			B 股	H 股
					增發	配股	可轉債		
2004	862.75	353.42	3.28	78.17	168.66	104.49	209.03	0	0
2005	338.13	56.74	0	153.22	278.77	2.62	0	0	36
2006	2463.7	1572.24	0	375.96	847.1	4.32	40.04	0	18.94
2007	7722.99	4590.62	0	95.30	2850.09	227.68	54.60	0	30.34
2008	3336.41	1036.52	0	38.09	2092.71	151.57	55.60	0	7.5

資料來源：中國證監會，研究整理

圖7. 大陸IPO佔總籌資額百分比



資料來源：中國證監會，研究整理

● 境外籌資

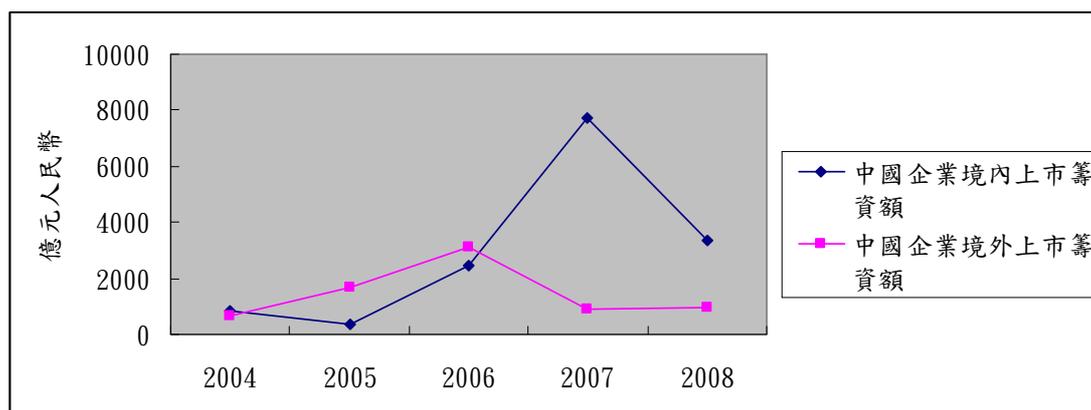
大陸國有企業於海外直接上市地點不同可分為香港證交所的 H 股、美國那斯

³² A 股以人民幣計價；B、H 股以美元計價；籌資合計額度為人民幣計價，由 B、H 股各年底人民幣兌美元匯率轉為人民幣計價。

達克上市與紐約證交所的 N 股、新加坡證交所的 S 股以及日本東京證交所掛牌的 T 股，青島啤酒於 1993 年在香港掛牌首開先例。1999 年開始，中國境內大型企業於海外上市數量逐漸增加，在香港、新加坡、美國、倫敦等海外融資額為境內融資額的倍數成長，其中以香港上市的 H 股與紅籌股為主要的焦點。如中國工商銀行於 2006 年 10 月在香港掛牌時募集的金額高達 160.81 美元，為當時全球資本市場有最大的 IPO 發行案件。截至 2008 年年底，境外上市公司總數共 153 家，總籌資額為 930.29 億人民幣，其中香港、美國、新加坡三個主要海外上市地共有 115 家大陸企業上市掛牌。

圖 8. 顯示 2004 年到 2008 年中國企業海外上市與境內上市消長態勢主要分為兩部份，以 2006 年為轉折點。2004 年到 2006 年呈現成長趨勢，2005 年與 2006 年之海外上市融資分別為 1691.3 億元人民幣與 3136.7 億元人民幣，其為國內上市籌資額的 5 倍及 1.27 倍。2007 年中國企業於境內上市籌資額大幅增加，高達 7722.99 億元人民幣，為境外籌資額的 8.4 倍；2008 年境內上市籌資額依然領先境外上市籌資額有 3.6 倍之多。造成上市地區生態消長的可能原因為大陸證券市場對於上市籌資法律及其運作架構的完善，建立多元的資本市場以供企業有效率取得資金。加上大陸股市由熊市轉為牛市，證券市場活絡促使企業對於上市籌資更有信心，趨向於境內掛牌上市。

圖 8. 2004-2008 年中國大陸企業境內、外上市籌資分布圖



資料來源：中國證監會

二、 建構多層級市場³³

³³各國多層級市場參照附件四。

近年來，大陸政府致力於多層次資本市場建設，對於拓展中小企業融資渠道，完善資本市場結構，推進創新型國家戰略的實施，適應了促進經濟增長與經濟結構調整的需要。創業板的啟動，有利于發揮資本市場的資源配置功能，引導社會經濟資源向具有競爭力的創新型高成長企業、新興行業聚集，有利於改善企業的發展環境。

中國證監會於 2009 年 3 月公佈「首次公開發行股票並在創業板上市管理暫行辦法」，於同年 5 月起實施。大陸創業板將偏好「兩高」、「六新」型企業，即高科技、高成長性、新經濟、新服務、新農業、新能源、新材料、新商業模式企業。

創業板提供中小創新型企業的直接融資需要，拓寬創業投資的退出渠道，使創業投資、私募股權投資、銀行及其他信貸、擔保機構以及地方政府等資金，進一步匯集和投入到中小企業，創新型中小企業的綜合性金融支持體系將逐步形成，國家的中小企業融資體系建設將更加完善。創業板同時增加民間投資機會，可能成為擴大內需的重要力量。

三、 金融商品的發展

資本市場的發展增加了居民的投資管道，由早期單一的儲蓄，擴展到股票、國債、企業債、可轉換公司債、證券投資基金、權證、期貨等多種理財工具³⁴，豐富了居民理財的方式，投資帳戶由 1992 年的 835 萬戶上升至 2007 年底的 1.4 億戶，投資者可藉由投資資本市場分享大陸經濟的成長，也帶動了消費及相關服務業的發展。

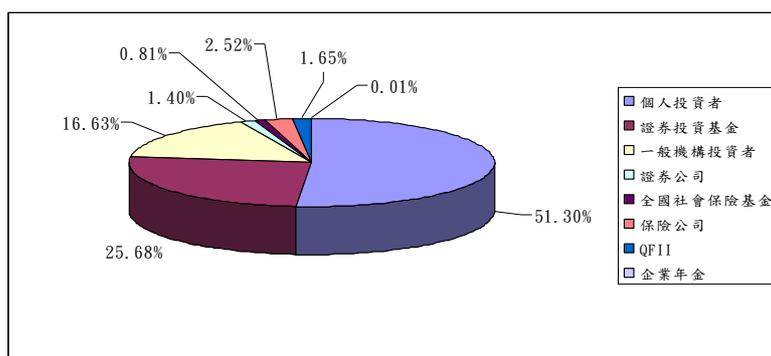
四、 投資者結構

- 中小個人投資者比例偏高，機構投資者規模有待改善

從圖 9. 可以發現大陸股票市場以個人投資者為主，於 2007 年底佔總市場份額的 51.30%，以證券投資基金與一般機構投資者位居於後。至 2009 年 4 月，投資者開戶數達 6776.49 萬戶。其中個人投資者為 6744.33 萬戶，占 99.53%，機構投資者 32.16 萬戶，占 0.47%。

³⁴參照附件五：世界主要交易所產品比較。

圖9. 2007年大陸股票市場投資者市場份額



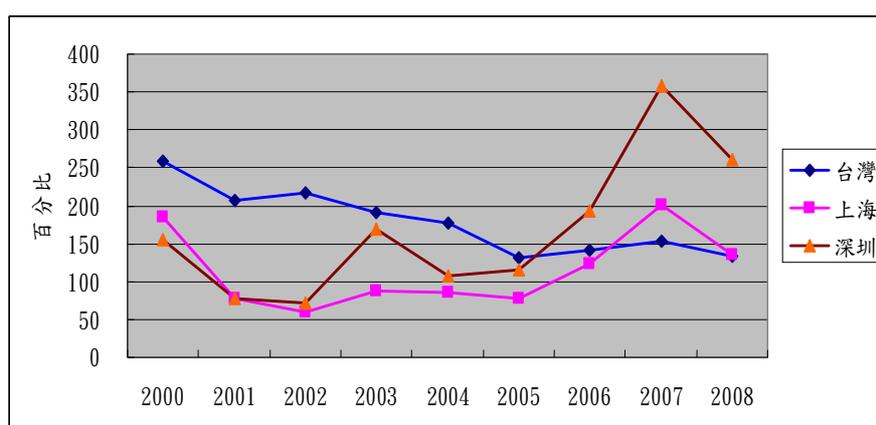
資料來源：中國證監會

由於機構投資者近年來的發展，大陸資本市場的機構投資者以投資基金為主，社會保障制度的發展滯後以及保險基金投資於資本市場的額度偏低，其保險基金、養老基金的投資規模為總體投資額之少數，機構投資者參與資本市場的程度受到其影響。近年來，隨著機構投資者特別是證券投資基金的快速發展，投資者結構有所改善。

● 投資者轉手率偏高

大陸股票市場投資者目前仍然主要以短線投資為主，缺乏真正的長期投資者，其中個人投資者的資金週轉率為機構投資者的兩倍以上，100萬元以下的個人投資者資金週轉率更高，並呈現逐年遞增趨勢。

圖10. 兩岸證券成交值週轉率³⁵



資料來源：台灣證券交易所

³⁵ 成交值週轉率為當月各種股票成交金額之合計數除以月底之總上市市值，成交值週轉率年資料為當年度之每月週轉率的加總，2008年之成交值週轉率累計截至當年11月止。

分析兩岸證券市場的成交值周轉率（圖 10.），可看出大陸證券市場投機風氣盛行，許多投資人熱切追求短線價差。台灣證券交易週轉率明顯呈現下降趨勢，顯示出台灣投資人在證券市場發展的架構下，有相對較佳的投資態度。亦可推論過去的大陸證券市場的投資者對於上市公司績效表現賦予較低的信心，大陸上市公司的監理制度與風險控管降低了證券市場的穩定性。

第二節 大陸證券業發展與現況

壹、大陸證券商發展

一、證券商發展歷程

大陸股市以推動國有企業改革政策而起源，政府為其最大股東。配合中央級地方政府的施政計畫，證券市場發展從審批國有企業上市到上市後配合政府再籌資，並以其作為施政績效評量目標之一。公司上市的主要目的為配合計劃經濟政策，與其他市場經濟體以企業籌措未來營運發展為目標不同。

自 1985 年 1 月 2 日大陸第一家專業性證券商—深圳特區證券商成立以來，大陸證券市場不斷發展，證券商的數量與規模不斷擴大，1992 年華夏、南方、國泰三家全國性證券商分別藉由中國工商銀行、中國農業銀行與中國建設銀行注資成立。證券商的背景以銀行、地方政府為主，其進行業務包括證券經紀、承銷、自營。信託投資公司同時兼營證券業務，商業銀行亦可承銷國債和承作自營業務。截至 1995 年，全國專業證券商達到 97 家，總資產達 832 億人民幣。

1996 年到 2001 年為大陸證券商蓬勃發展時期，在股市看好的投資環境下，證券商的盈利大幅成長，同時促使了企業參股證券商的熱潮。地方性證券商因具有優良資產、高度經營彈性與管理知識成熟等優勢，快速擴張其規模，出現專營證券商與信託投資公司、財務公司與融資租賃公司兼營的態勢。截至 1998 年底，證券專營公司有 96 家、信託投資公司與財務公司分別為 243 家與 69 家，證券營業部總數高達 2440 家。1999 年大陸證券法開始正式實施，法律規範了大陸金融業分業經營的模式，加速證券業、銀行業、信託業與保險業分業經營，衍生出由信託、證券交易中心重組的證券商。

二、證券商改革與重組

有鑒於大陸證券業體制的缺陷，證券商挪用客戶交易結算資金與證券，佔用股東資金和違規理財等現象，加上 2001 年開始長達五年的股市熊市，使證券商於 2004 年前後爆發支付危機，大陸證券業受到嚴峻的考驗。2004 年起，中國證監會展開了針對證券商的綜合治理工作，將全國 130 多家證券商劃分為 A、B、C、

D 四類。A 類為創新類，A 類證券商在通過審批的前提下有資格從事各項創新活動；B 類為規範類，有資格參與股票詢價發行、開展資產管理等業務；C 類為高度風險類；D 類為處置類。C 類和 D 類是證監會的重點治理對象。改善大陸證券商主要模式為下：

1. 託管與併購

在 2001 年之前處置有問題證券商是個案處理的方法，以合併模式為主。1996 年 7 月，上海申銀證券商與因國債期貨事件面臨破產的上海萬國證券商于合併組建申銀萬國證券商。1999 年 8 月國泰證券商與問題嚴重的君安證券商合併。銀河證券是由華融信託投資公司、長城信託投資公司、東方信託投資公司、信達信託投資公司、人保信託投資公司的證券部門在 2000 年 8 月合併而成。2004 年，在中國證監會主導下，大約 40 家經營不善的證券商被其他經營狀況較好的證券商接管。

2. 引進境外證券商

根據 WTO 協定，大陸金融業逐步向外資開放，基於證券業開放不如預期，外資證券透過其他的管道參與大陸證券業市場。1999 年，中銀國際出資 9 億元填補港澳信託證券業務的虧損，並將收購原港澳信託下屬的 20 家證券營業部，進而取得在國內開展證券業務的牌照。2004 年 12 月，美國高盛公司以約 5.1 億元人民幣償還海南證券商挪用股民的投資保證金缺口，成立高盛高華證券商。2005 年 9 月，瑞銀證券出資 19 億元重組北京證券，其中的 14 億用來償還北京證券的經營債務，取得獲得重組後的北京證券商 20 % 股份。

3. 注資重組

2001 年 11 月中國證監會發佈了「關於證券商增資擴股有關問題的通知」，證監會明確宣佈不再對證券商增資擴股設置先決條件。2005 年 6 月，中央匯金公司準備出資對銀河證券進行重組的消息正式公佈，同年 8 月，中國銀河金融控股有限公司正式成立，註冊資本為 70 億元，其中 55 億元來自匯金公司。2005 年開始，建銀投資先後對申銀萬國、國泰君安等 8 家證券商實施了重組。

4. 成立證券投資者保護基金

2005年6月，國務院批准中國證監會、財政部、人民銀行發佈「證券投資者保護基金管理辦法」，同意設立國有獨資的保護基金公司，並批准了公司章程。2005年8月，保護基金公司在國家工商總局註冊成立，由國務院出資，對於被撤銷、關閉或破產的證券商或被中國證監會採取行政接管、託管經營等強制性監管措施時，可按照國家有關政策向債權人給予補償。

5. 分業經營、分類管理

中國證監會利用1999年開始的信託業第五次整頓的契機，要求信託業與證券業分業經營。信託投資公司可以根據自身請款選擇從事信託業務或者改組成為證券商，不能兼營信託和證券業務。

2006年8月，中國證監會發布「關於從事相關創新活動證券商評審暫行辦法」，並批准中金、中信和光大等3家證券商進行創新試點。證監會有關創新類證券商的規定在促進證券商規範、守法經營，減少道德風險有著一定積極意義。對於註冊資金不足的證券商則限制經營範圍，大部分轉為專門的證券經紀公司，不能再從事自營投資的業務和股票發行等投資銀行類業務。2006年10月證監會發布通知，對證券商設立集合資產管理計畫、開展集合資產管理業務的具體操作及監管事宜進行了詳細的規定。

6. 實行結算資金第三方存管

2007年8月中國證監會發布通知，要求證券商規範證券商帳戶管理，實行股票帳號實名制，全面推進客戶交易結算資金第三方存管工作，證券商只負責客戶證券交易、股份管理和清算交收等事宜，存管銀行負責管理客戶保證金，以有效防範非實名開戶、違規套取現金等行為，促進證券經營機構的合法經營³⁶。

三、 證券商設立子公司

順應證券商集團化、專業化經營管理的需要，規範證券商設立子公司的行為及其與子公司的關係，促進證券商的創新發展和證券行業的對外開放背景下，配合已存在個別證券商通過控股子公司進行集團化經營的情況，中國證監會於2007年發布「證券商設立子公司試行規定」。隨著證券商綜合治理工作的結束，

³⁶檀江來，大陸有問題證券商的處置和證券業規範整治的研究，「世界經濟情況」，2008年8月。

中國證監會將恢復受理合資證券商的設立申請，還將逐步擴大其業務範圍。合資證券商作為證券商的子公司同樣適用「證券商設立子公司試行規定」，體現證券商相關法規政策適用的一致性原則。

「證券商設立子公司試行規定」的適用範圍包括兩種情形：一是證券商設立的經營證券業務的子公司；二是證券商通過受讓、認購股權等方式控股其他證券商。對於證券商控股證券投資基金管理公司、期貨公司、證券投資諮詢機構、財務顧問機構、直接投資機構等公司，法律、行政法規和規章有規定的，適用其規定；沒有規定的參照本規定執行。

證券商申請設立子公司有兩種形式：一是設立全資子公司；二是與符合「證券法」規定的證券商股東條件的其他投資者共同出資設立子公司，若為境外股東投資者應當符合「外資參股證券商設立規則」規定的條件。

試行規定第五條對證券商設立子公司規範謹慎性要求，證券商在風險控制指標、淨資本、經營管理能力、市場影響力、治理結構、風險管理、內部控制機制等方面制定標準，規定最近一年淨資本不低於 12 億，最近十二個月風險控制指標符合要求，設立子公司經營證券經紀、證券承銷與保薦或者證券資產管理業務的證券商，其最近一年經營該業務的市場佔有率不低於行業中等水準。

子公司申請擴大業務範圍，應當防範證券商與子公司之間的利益衝突和風險傳遞，有利於專業化經營和持續健康發展，包含符合持續經營五年以上，信譽良好，最近三年無重大違法違規記錄，最近十二個月各項風險控制指標持續符合規定標準，具有持續盈利能力和較強的經營管理能力，最近一年主要業務的市場佔有率不低於行業中等水準等審慎性要求。試行規定以包含外資參股證券商申請擴大業務範圍，但必須在大陸對外開放承諾的範圍內。

貳、大陸證券商現況

根據大陸證券業協會數據，截至 2009 年 1 月證券會員包含 106 家證券商、61 家基金管理公司、95 家投資諮詢公司與 3 家資產管理公司。經過十多年的發展以及近幾年的綜合治理，大陸證券商進入快速發展時期。2006 年，證券商扭轉連續四年虧損的局面，歷史遺留問題也得到有效化解。以下列出目前大陸證券商之問題現象：

1. 盈利模式同質

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期，各證券商的經營品種基本限於傳統的經紀業務、新股發行和自營業務，大陸證券商現有業務中經紀業務在盈利中占比過高，直接投資、併購諮詢等業務尚未有效開展，部分證券商經營模式單一。

表8. 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(%)
手續費及佣金淨收入	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	1,406,661.22	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 ³⁷	-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	14,552,589.97	100%

資料來源:wind 資料庫，研究整理

由表 8 可知，大陸證券商主要收入來自於手續費及佣金項目佔總收入的 83.12%：其中以證券經紀業務為主佔 66.58%，承銷業務佔 5.31%，受託資產管理收益 1.57%；自營投資收益佔總收入的 22.46%，利息收入、公允價值變動額、匯兌收益與其他業務收入分別佔 10.38%、-17.50%、-0.22%和 1.76%。大陸證券商營收的結構來看，著重於傳統的經紀業務，以手續費為主要收入，自營投資收益為第二主要收入來源，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。投資銀行業務收入佔總收入比值相對少，顯示大陸證券商在理財服務、財務顧問等項目有很大的發展空間。

2. 證券商治理結構和內部控制機制不完善

證券商的股權結構不合理，造成證券商產生問題的潛在威脅，當證券商股權

³⁷ 市值變動所造成的價值增減額。

結構較為單一，多數股權掌握於高層管理人員，造成少數人掌握公司決策的現象；當證券商股權結構過於分散，股東會、董事會對管理層的監督控制不足，易產生內部人控制的問題。當證券商治理結構尚不完善，缺乏落實內部控制流程的執行，尚未發揮其作用。一些公司的部門之間沒有形成有效的相互監督和制約關係，公司總部對各分支機構對於違背法規的事件發生時，缺乏嚴格、有效率的管理與危機處理能力。大部分證券商尚未建立股權激勵機制，在缺乏有效的激勵約束機制的背景下，證券高級人才缺乏，頻繁的人才流動減弱證券商的發展動能，使得公司管理層行為短期化，以追求短期利益為目標而有害公司整體利益，更削弱以人力資本為核心的證券行業之整體競爭力。

3. 整體創新能力不足

有鑒於大陸資本市場處於發展階段，政府對法規的建立與新金融商品交易的引進採取謹慎逐步開放態度，目前證券商在產品創新、業務創新、組織創新方面受到較多限制，整體創新能力不足，證券商相對缺乏各自業務經營特色。在外在環境與國家體制的影響下，證券商創新活動受到一定的制約，不確定性因素較多，影響了證券商對於創新動力的投入；此外，在風險控制管理能力的缺乏下，證券商在創新活動中未能有效控制所產生的風險，增加一定程度的額外成本。大陸證券商長期以來缺乏創新經營意識，因而在面對產品豐富、市場競爭力強的國外證券商的競爭時，就在市場的佔有和客戶的開拓上處於不利的地位。

參、大陸證券商未來發展

大陸證券商以經紀、承銷業務為主要營收來源，在投資環境的逐漸發展與成熟下，財務諮詢顧問與金融商品創新等服務提供未來證券商發展的方向。

證券商理財產品與其他金融機構理財產品之間存在著競爭的同時，也具有互相合作的空間。銀行龐大的網路與客戶資源以及固定收益產品投資管理經驗都是證券商不可比擬的，信託公司在股權投資、信貸資產投資方面優勢明顯，但相對缺乏證券商、基金公司擁有的高風險權益類證券投資產品開發和投資運作能力。證券商通過與銀行及信託公司的合作，為其理財產品提供高風險投資組合的投資管理諮詢和顧問服務，在一定程度上分享其行銷網路與客戶資源。對於有參股基金管理公司的證券商而言，可以在理財產品設計、投資管理、重點客戶開發以及

理財產品推廣銷售等方面與旗下基金公司展開深度合作³⁸。

1. 經紀業務創新

證券商的經紀業務創新為低成本和差別化的實現，在業務概念，在金融分業經營制度下，經紀業務分銷系統提供證券類產品，通過細分客戶來開發增值服務，成為當前公司層面的創新選擇。此外，代理保險類產品分銷，開發銀行類的中間業務產品亦為可行的思路。在業務介面主要涉及營業部的業務創新以及各種虛擬介面和人力介面的功能整合創新。流程系統的創新可有利於提升活動價值，降低成本。當前涉及經紀業務系統的高級系統流程的主要創新包括集中化的證券交易系統、客戶關係管理系統、資訊配送系統、證券客戶綜合服務系統等。

2. 資產管理業務創新

證券商最主要的投資選擇空間是金融資產，即股權類產品、債權類產品、匯市產品及其衍生產品，以及銀行類產品與保險類產品。證券商受託的資源主要有資金、金融資產、實物資產乃至無形財產等。資產管理的運作方式基本上可分為基金、私人專戶管理和事業型經營三種方式。證券市場上的資金管理可分為基金和私人帳戶理財，其中私人帳戶理財又可劃分為增值帳戶理財和特別帳戶理財。

2008年7月，「證券商定向資產管理業務實施細則」的實施，證券商接受單一客戶委託，與客戶簽訂契約，根據其約定的方式、條件、要求及限制，通過客戶的帳戶管理客戶委託資產的活動。隨著證券商定向資產管理業務和基金公司專戶理財業務的開展，在高端理財產品市場，形成了證券商、公募基金、私募基金乃至私人銀行等多個金融機構並行競爭格局。證券商定向理財業務相對於集合理財業務投資範圍進一步放開，取消單個集合計畫持有一家公司發行證券不得超過集合計畫資產淨值10%的限制，有利於更好地發揮證券商對於行業和公司的研究優勢。

同時「證券商集合資產管理業務實施細則」的正式實施，集合類理財產品中，證券商集合理財產品的投資範圍可以是股票、債券、證券投資基金、央行票據、短期融資券、資產支持證券、金融衍生品以及證監會認可的其他品種，專注於證

³⁸朱有為，包學誠，證券商資產管理業務發展的機遇、定位與路徑分析，「證券與保險」2008第8期，p37-39。

券市場商品之投資。在分業經營、分業監管的金融行業競爭框架下，證券商最大的優勢在於高風險收益特徵的產品，如股票、封閉式基金等的投資研究與投資管理以及衍生品的定價與交易，而證券商集合理財產品的投資管理應當充分表現在權益類產品和衍生品等高風險產品和組合上的優勢和特色。

3. 投資銀行業務創新

以業務概念角度，主要就顧問諮詢、資產證券化、CDR、企業債券市場、商業票據市場、風險投資領域等未來的投資銀行業務概念來進行分析，這些業務概念投資銀行進入了新的基礎產品市場空間，也使投資銀行業務鏈得到延伸。業務介面即客戶資源範圍空間，主要分析因政策開放而擴大了的服務物件如民營企業、三資企業、跨國公司、中小型企業、海外上市國企對投資銀行業務的需求，這種需求使投資銀行進入了新的客戶市場空間。

對於台灣證券商進入大陸市場而言，受到資金、規模、業務、地域、政策等諸方面因素的制約，透過因地制宜，以組織化和專業化為證券商主要發展策略。利用密集性市場佈局策略，把全部力量集中在某個或幾個細分市場上，實現高度專業化的生產和銷售，達成區域性的證券商網絡。

第三節 大陸證券業對外開放

壹、 大陸金融業對外開放歷程³⁹

一、 加入世界貿易組織(World trade organization ; WTO)

有鑒於大陸的社會文化與經濟體制背景，大陸在 2000 年前對外開放採取保守態度，直到 2001 年末簽署 WTO 開啟對外開放的里程碑。藉由加入世界貿易組織，希望透過會員國間多邊諮商以建立商業交易規範，降低會員彼此之間關稅與非關稅的障礙，在金融服務業方面的定義外資企業、規範設立分支機構原則以及自然人入境停留資格等。對金融市場承諾事項主要如下：

1. 對外開放銀行、保險、證券和金融資訊市場
2. 允許國外機構在遵守競爭原則下，於大陸境內建立金融服務公司
3. 允許外國資本投資超過半數投資比例
4. 外國公司可享有等同於國內公司市場進入之權力

對於外資證券機構相關承諾事項如下：

1. 外國證券機構可直接跨境經營 B 股業務
2. 外國證券機構代表辦事處處於入會時可為證券交易所特別會員⁴⁰。
3. 外國服務業者得以合資企業方式經營本地證券投資基金管理業務，但外資比例不得超過 33%，入會三年後，外資比例不得超過 49%
4. 入會三年後，允許外國證券機構設立合資公司，從事外國證券機構得以少量持股不超過三分之一的合資企業方式，直接經營 A 股、B 股、H 股、公債、公司債的承銷及交易業務，以及基金的發行與管理業務
5. 核准經營金融業務之條件僅依審慎原則而訂，執照的發給無需經濟需求測試或數量限制

二、 合格外資機構投資者(Qualified Foreigner Institutional Investors ; QFII)

中國證監會與中國人民銀行於 2002 年 12 月聯合發布「合格境外機構投資者境內證券投資管理暫行辦法」，對申請人的資產規模、投資額度、投資品種、託

³⁹ 大陸對外開放時間表參照附件六。

⁴⁰ 中國的證券交易所採取會員制，必須為交易所會員才能從事證券經紀業務，外國證券商可以申請為特別會員，權限較一般普通會員受到限制。

管人資格等作出規定。同時，國家外匯管理局制定「合格境外機構投資者境內證券投資外匯管理暫行規定」，規定包括託管人管理、投資額度管理、帳戶和匯兌管理以及監督管理等內容。上海證券交易所與深圳證券交易所發布各自的「合格境外機構投資者證券交易實施細則」。

合格外資機構投資者係指經過主管機關核准，在一定規定和限制境外募集之外匯資金轉換為人民幣，投資大陸A股市場，其資本利得、股息等經批准後可轉為外匯匯出的一種市場開放模式。

2003年3月大陸政府放寬申請人與投資品的範圍，投資人範圍從境外基金管理公司、保險公司、證券商擴展到境外信託機構和政府投資機構；投資種類從證券交易所掛牌交易的A股股票、國債、可轉換債券、企業債券等擴展到基金且無比例限制，已可參加股票增發、配股、新股發行和可轉換債發行的申購。

同年五月，瑞士銀行有限公司、野村證券株式會社成為中國證監會批准的合格境外機構投資者資格。2006年，大陸政府對於QFII投資額度提高至300億美元⁴¹，截至2008年底共有76家境外機構獲得QFII資格，獲准投資額度約128億美元。

三、 內地與香港關於建立更緊密經貿關係的安排（Closer Economic Partnership Arrangement；CEPA）

大陸金融改革為了學習香港、澳門的國際化經驗，於2003年6月簽訂「內地與香港關於建立更緊密經貿關係的安排」，並於2004年正式實施。採取漸近式簽訂協議，對於原產香港的進口貨物實施零關稅與開放服務業進入大陸市場，截至2006年以香港為原產地的貨品均可享有零關稅優惠進入內地市場，並向部分在大陸設廠的港商授予內銷權，可在大陸內地市場出售。2008年1月正式擴大內地市場對香港的開放，新增11個貿易服務領域，原本以開放的17個領域在承諾開放的基礎上，分別採取了取消股權限制，降低註冊資本和資質條件門檻，放寬經營範圍和經營地域限制。此外，增加了金融合作、促進貿易投資便利化和推動專業人員資格互認工作的內容。

⁴¹2008年6月舉行中美戰略經濟對話，提高QFII投資總額度至三百億美元，中方同意境外保險機構、政府和貨幣當局、共同基金、養老基金、慈善基金和捐贈資金等QFII及其發起的開放式大陸基金的投資本金鎖定其降低為三個月。

2002年12月，大陸加入WTO之後的第一家中外合資證券商—華歐國際證券有限公司，由法國里昂證券與大陸湘財證券共同注資5億元人民幣成立，持股比例各為33%與67%；第一家中外合資基金管理公司—招商基金管理有限公司，則是於2003年1月由招商證券股份有限公司和荷蘭國際集團(ING)等共同成立，註冊資本1億元人民幣，其中招商證券持有40%股權，荷蘭國際集團持有30%股權，中國電力財務有限公司、中國華能財務有限責任公司、中遠財務有限責任公司各持有10%股權。在期貨方面，2006年銀河期貨經紀有限公司與荷蘭銀行合資成立第一家合資期貨公司。

截至2008年6月，允許4家境外證券機構的駐華代表處成為上海、深圳證券交易所特別會員，並分別許可41家和19家境外證券機構經營在上海、深圳證券交易所直接從事B股交易。修訂「外資參股證券商設立規則」，於同年6月15日宣佈，由方正證券和瑞士信貸合資成立的瑞信方正證券終於獲批。華歐國際亦接續獲證監會核准許可，限在長江三角洲區域開展證券投資諮詢業務和證券經紀業務。2009年1月底，大陸境內合資公司共有8家。

在基金公司方面，2008年6月中旬先後批准設立31家合資基金管理公司，同年年底，大陸基金業者共61家，共發行108檔基金，QDII基金家數為27家，其中10家已發行基金，獲批准額度為375億元；共計有31家中外合資基金管理公司，並有15家合資基金公司的外資股權已達49%⁴²。中國證監會加強與境外證券期貨監管機構、國際證監會組織(IOSCO)及其他國際組織的交流與合作，截至2008年年底，中國證監會已與33個國家及地區的證券期貨監管機構簽署37個雙邊合作備忘錄⁴³。

自從2003年香港特區與中央政府簽署CEPA以來，香港與內地的經貿合作得到了一股很大的推動力。大陸內地企業到香港上市，直接刺激了香港股市的成交額，同時提升了證券市場的總市值。儘管CEPA可能促成了更多內地企業來港掛牌上市，對於香港傳統證券商的助益相對無法得到大規模的展現。內地的大企業在海外上市集資，保留大部分股份配售予大型基金以及國際投資銀行，僅分配有極小比例的股份讓與投資大眾，其承銷案件亦為大型投資銀行所主導承辦。

⁴² 2008/11/25，聯合晚報。

⁴³ 金融監理備忘錄主要包含訊息交換、實地檢查合作、資訊保護與雙方平時連繫等項目。

簽訂 CEPA 給予香港金融從業員帶來的受惠程度有限。CEPA 規定凡已在香港證監會登記的從業員，需通過法規條例的考試即可在大陸境內執業，然而大陸相關法條規定，參與大陸境內執業之業務員須註銷香港證監會的資格，法令配套的無效率使得金融從業員無法因 CEPA 得到實質的利益⁴⁴。基於上述分析，在台灣大陸兩岸金融相互開放的過程中，需討論開放後雙方可實質受惠的程度，提高業務運作的彈性，落實雙方金融交流的根本意涵。

貳、 外資企業進入大陸市場

一、 外資企業於大陸證券市場上市

大陸政府外資企業於大陸上市籌措資金採取保守態度，目前尚無外資企業直接於大陸證券市場上市案例，外資企業無法以百分之百獨資方式申請上市。因此外資企業申請在大陸上市必須以符合大陸公司法相關規定為前提，並符合以下條件：

1. 進行股份改造以成立外商投資股份有限公司
2. 成為在大陸註冊的外商投資公司
3. 連續三年獲利
4. 遵循相關資產重組規定上市
5. 擬上市公司必須經過一年的上市輔導期
6. 符合國家產業規定

外資企業可透過以下三種方式於大陸證券市場發行股票

1. 申請發行 A 股上市

大陸資本市場對外開放限制，即使許多外資企業或中外合資企業符合 A 股上市條件，目前尚無順利上市個案，加上大陸公司法有關股份公司發起、改制與公開發行規定與改革皆為針對大陸境內國營企業，外資企業要掛牌 A 股上市仍遙遙無期。外資透過對大陸企業的直接投資形式進入內地市場，申請 A 股上市，以外資為發起人身分主導 A 股發行為主要替代方式。

2. 申請發行 B 股上市

⁴⁴張華峰，CEPA 與港中小型證券商角色。

B 股市場開放外境投資者與境內投資者買賣，外資企業可以直接用募集設立的方式，設立外商投資股份有限公司，並可同時申請股票的發行。發起人於持股滿三年後，即可流通於 B 股市場。目前外資透過受讓股權成為上市公司的大股東。

3. 中國存託憑證(Chinese Deposit Receipt)

CDR 為外國企業所發行代表該企業的股票憑證，以供大陸境內居民持有。大陸政府對 CDR 的推動有效的提升資本市場水準，刺激大陸證券市場的國際化，為對外資企業進入市場的突破。

二、 外資證券商進入大陸市場模式

隨著大陸資本市場基础性制度改革的積極推進和市場的持續發展，證券商的財務狀況和治理水準顯著改善，境外金融類機構和其他投資者參股的意願也明顯增強。為適應大陸資本市場改革開放的新形勢，積極穩妥地自主推進證券商對外開放。以下介紹外資證券商主要進入大陸市場模式

1. 設立代表處

外資證券商依據「外國證券類機構駐華代表機構管理辦法」申請至大陸地區申請設立代表機構，從事諮詢、聯絡、市場調查等非經營性活動。申請法人機構設立與負責人應符合證監會審核批准之必備條件，另外規定在大陸境內已設立三個以上（含三個）代表處的外國證券類機構，可申請設立總代表處。經批准設立的代表處，應由證監會頒發批准證書，以六年為有效駐點期限。

2. 參股境內證券商

中國證監會於 2002 年頒布「外資參股證券商設立規則」規定，同意開放外資證券商參股大陸的證券商。為了符合証券業對外開放的實際需求，配合證券法與公司法的相繼修改，於 2007 年底修定其規定以保持一制性與完善其制度，放寬外資參股證券商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；對於外資參股證券商境外股東的條件，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十年以上降低為五年以上；取消了外資參股證券商組織形式為有限責任公司的限制；明確了境外投資者參股上市內資證券商的合法途徑、股東資格和持

股比例。規則內容與適用範圍簡要如下：

I. 外資參股證券商定義

- 境外股東與境內股東依法共同出資設立的證券商。
- 境外投資者依法受讓、認購內資證券商股權，內資證券商依法變更的證券商。

II. 營業範圍

開放外資股與債券（包含政府債券、公司債券）的經紀業務，從事股票（包含人民幣普通股、外資股）和債券（包含政府債券、公司債券）的承銷與保薦。政府債券、公司債券的自營業務及證監會批准的其他業務。

III. 股東資格

- 所在國家或者地區具有完善的證券法律和監管制度，已與中國證監會或者中國證監會認可的機構簽定證券監管合作諒解備忘錄，並保持著有效的監管合作關係。
- 在所在國家或者地區合法成立，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商股權。
- 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；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構的要求。
- 具有完善的內部控制制度與良好的聲譽和經營業績。

IV. 股東持股規定

- 境外股東持股比例或者在外資參股證券商中擁有的權益比例，累計（包括直接持有和間接控制）不得超過 1/3。
- 境內股東中的內資證券商，應當至少有 1 名的持股比例或者在外資參股證券商中擁有的權益比例不低於 1/3。

- 內資證券商變更為外資參股證券商後，應當至少有 1 名內資股東的持股比例不低於 1/3。

外資證券商參股大陸境內證券商的途徑主要分為以下兩種⁴⁵：

I. 境外投資者可以依法通過證券交易所的證券交易，持有上市內資證券商股份。在此情況下，境外投資者直接持有和間接控制上市內資證券商股份達 5% 以上（含 5%）的，應當按照法律、法規以及中國證監會的規定，履行報告、暫停交易等義務。中國證監會依據證券法第 129 條的規定，對境外投資者持有證券商 5% 以上股權的股東資格進行審查。股東資格未獲得中國證監會批准的，境外投資者應當在規定期限內將其持有的上市內資證券商的股份降低至 5% 以下。

II. 境外投資者與上市內資證券商建立戰略合作關係，並經中國證監會批准持有上市內資證券商股份。上市內資證券商在外資依法參股後，其經批准的業務範圍不變。在控股股東為內資股東的前提下，上市內資證券商不受至少有一名內資股東的持股比例不低於三分之一的限制。單個境外投資者持有（包括直接持有和間接控制）上市內資證券商股份的比例不得超過 20%，全部境外投資者持有（包括直接持有和間接控制）上市內資證券商股份的比例不得超過 25%。

綜合外資進入大陸市場的現況⁴⁶來看，外資證券商僅能以合資方式進入當地市場，無法全面承做 A 股證券業務。設立營運分支機構以合資企業為限，目前多數證券商已代表辦事處方式存在，無論在基金管理或是證券承銷業務只能以合資方式經營，無法取得多數股權。根據大陸開放外資進入的經驗，台灣證券商在進入大陸市場之際希望爭取開放多權限的業務運作，以達到進入大陸市場的長期穩定發展目標。

⁴⁵ 中國證監會機構部負責人就修改《外資參股證券商設立規則》和制定《證券商設立子公司試行規定》答記者問，中國證監會網站。

⁴⁶ 外國證券商投資大陸地區之項目及經營內容表參照附件七。

第四章 文獻整理與探討

第一節 進入模式選擇探討

壹、 進入模式理論探討

根據 Ping(2003)探討歸納多國籍企業相關文獻，對於多國籍企業進入模式選擇主要有三種理論。交易成本分析 (Transaction cost analysis) 為多國籍進入模式運用最廣泛的理論。以下將分別探討三種理論與進入模式間的關係，進而衍生台灣證券商登陸模式的選擇。

一、 交易成本理論

交易成本分析理論主張多國籍企業基於交易成本最小化進入海外市場。交易成本，包含適應成本(cost of adaption)、績效監督和投機行為的監督(safeguard against opportunistic behavior) 等。當交易成本較高時，外資會偏向內部控管制度，也就是 WFOE (wholly foreign-owned enterprise) 高度控管進入方式。

過去的相關文獻解釋了交易成本理論於合資企業的合理化，即為交易成本與生產成本最小化，其中包含成本的控制、控制與監督產品品質、供應商和關係網路的建立，產品的行銷與售後服務、資訊的取得與使用等等。Beamish 和 Banks 提出，合資為降低交易成本的合適運作模式。總括而論，股權合資公司會偏向取得所有經營權或是取得多數所有權以保護和運用所有權的優勢。以下分別討論影響進入模式的主要因子。

1. 個別公司 Know-how

當公司在轉移特定的知識技能，例如知識技術、行銷 know-how 或品質控管等相關特定技術等，視為把此 know-how 傳授與合資伙伴。專業技能為公司的智慧財產包含了核心資源與能力的基礎，其為多國籍企業最主要長期競爭優勢，因此，公司企業不願意把公司的核心能力等專業知識技能與其他公司分享。在有投機行為風險下，公司傾向取得完全控制權，管理高層可運用職權防止或制止投機行為的發生。新加坡多國籍公司認知到投資大陸市場的知識技能傳播風險，偏向

選擇例如全資持有高比例所有權進入模式 (Rajan and Pangarkar 2000)。大陸過去有侵害智慧財產權的案例，因此，有傳播公司專有知識技能之相關風險為多國籍企業進入大陸市場主要考量的因素 (Ding 1997)。

2. 品牌與聲譽

影響進入模式的公司資產為品牌名稱與聲譽。當地公司對於失去品牌所承受的風險小於進入公司，因此公司會取的控制權以防止品牌受到他公司的傷害。由於大陸對於智慧財產權保護尚未健全，大陸合夥人成為搭便車的可能性較大，因此多國籍企業會選擇全資模式進入。多國籍企業受到大陸合夥人製造低品質產品以享有短期利益，品牌聲譽的降低的威脅，為了降低此威脅與維持聲譽，多國籍企業偏好選擇完全控制模式進入市場

3. 全球策略需要

當企業在架構其全球策略時，只有完全掌控所有權才能與總部協調合作 (central coordination)。股權投資的共享所有權模式可能成為整合策略的障礙，並且經常與合資公司的動機不一致。研究發現，多國籍企業偏好以全資模式進入以加強企業能力，確認各個子公司對策略的執行與全球策略有一致性，再者，全資模式的投入可使整體企業全力追求自我目標，避免與當地合夥公司有利益衝突。

二、 議價能力理論

議價能力 (bargaining power) 理論，說明進入模式的選擇為企業與進入當地國協議的結果，多國籍企業運用自我的優勢當作談判的籌碼，當地國擁有開放進入市場的掌控權。多國籍企業偏好與外國政府協議較高的控制權進入模式，藉由穩健的支持能力使得以領導市場與保護財產技術。然而，政府法令與干預使得外資企業需採用低所有權模式進入市場。

總體而言，若當地政府高度吸引外國投資者並且鬆綁其投資環境，或多國籍企業對當地資源需求小時，其外資企業選擇持有多數所有權模式進入市場。政府政策的改變、國家風險與需求狀況為議價能力理論中的討論因素。

1. 當地國議價能力

- 投資政策鬆綁 (deregulated investment policies)

當地國對外國投資機構所持有的政策為主要影響進入模式要素之一。當政府限制外資企業取的所有權，股權合資為外資企業偏好的模式。大陸政府政策鬆綁的過程，多國籍企業起初由股權合資的模式逐漸轉變為全資子公司進入，有利於其企業全球策略一致性。因此，股權合資為在外在因素干擾下第二優先的進入模式選擇；相對的，在沒有外在因素干擾下，全資子公司為外資企業偏好的進入模式。

- 外部不確定性的降低 (decrease external uncertainty)

進入模式的另一個主要因素為當地國家的風險。公司無法控制外部不確定性的發生，通常又稱為國家風險，例如政治穩定性、經濟波動性與匯率穩定性。在高度政治風險的國家，由於過高的轉換成本與失去策略彈性等威脅，多國籍企業應降低其與當地企業間承諾程度。從 1990 年代開始，大陸的國家風險隨著政治發展而降低，吸引多國籍企業進入大陸投資，鬆綁法律對於利潤轉回母公司、掌有多數所有權的約束與合約強化皆為吸引外資進入的誘因，政策的提倡為緩和多數國籍公司對外部不確定性疑慮主要原因。大陸的投資環境從高風險與不確定性市場轉逐漸轉為對外資企業持有友善的態度，外資以全資模式進入數量應逐漸上升。

- 市場需求的增加與潛力 (increased market and demand and potential)

市場機會 (market opportunity) 與需求為進入模式的另一考量點。市場機會為目標市場的規模與國家經濟發展與績效。隨著國民所得與消費指數的上升，人民幣升值，加入世界貿易組織加速經濟發展動能，出口貿易額領先全球，證明大陸市場看好的發展潛力，當市場潛力與需求有顯著增加時，企業增加對海外投資的金額且全資持有子公司的數量上升。

2. 外資企業議價能力

外資議價能力來自於產品多樣性、資金注入當地國家以及投資當地承諾的期限。外資投資長期的基礎建設與通訊產業計畫於開發大陸家可為較強的議價優勢；當地政府擁有地區開放的議價優勢，對當地企業擁有內地市場通路的議價優

勢。

- 產品多樣化

公司提供多樣化產品是取得所有權的主要優勢，Gatignon 和 Anderson 於 1988 年提出品牌為商品差異化的主要資產。當外資承諾給予位於發展大陸家的合資企業其所建立的品牌，當地公司可從中取得知識技能，外資可以取得一定的所有權可有效率的管理控制以防損害其品牌。

- 資本投入規模

擁有充沛資產的公司相對於所有權取得有優勢，通常指能為合資公司注入較多期初資金。當外有能力提供較多期初資本於合資公司時，提高其持有所有權的議價能力。

三、 組織能力理論

組織能力為公司專有的基本能力與資源，公司如何運用此能力取得競爭優勢。組織能力的特性和經驗為了解多國籍企業國際活動的重要來源，尤其是其進入模式選擇。公司擁有強大的知識背景會偏好選擇高控制進入模式以達到競爭優勢。根據理論，公司會偏好可運用現有資源與能力的進入模式。以下將討論兩種個別公司能力：

1. 增加當地國經驗 (increased host country experience)

多國籍企業在進入外國市場，對於國外的規範與價值、立法程序以及其他要求存在一學習曲線。隨著經驗增加，外國公司將退出學習曲線，減少對當地公司知識的依賴性 (Kogut 1991)。許多外資公司起初以尋找合資夥伴模式進入市場，經過一段時間，外資企業透過取得大陸合夥人的資產以全資公司形式繼續經營。最主要的原因為大陸合夥人為初期增加價值的重要來源，隨著時間的經過，外國公司可以從當地企業取得足夠的知識。部分股權合資為中間轉換模式策略，透過選擇權的運用，在未來達到預期績效可買下其他股份已持有全部所有權。總而言之，當多國籍企業取得較多國家特有的知識時，偏向以全資模式進入市場。

2. 負面的股權合資經驗 (Negative EJV experience)

公司前期的部分股權合作或獨資經驗為影響進入模式選擇的因素。成功的案

例會增加相同進入模式的可行性並且選擇為未來的進入參考，負面的案例會漸少未來的使用考量。研究發現，在 90 年代以部份股權投資模式進入大陸市場的公司績效表現普遍不佳，無法達到外國投資者預期績效上升的問題在短期內無法解決。導致部分股權合資模式失敗的主要因為雙方管理階層無法對公司每個理念達到共識，以至於無法做決策。股權合資的負面案例使外資公司偏好選擇獨資方式進入大陸市場。

貳、 外資進入大陸市場績效表現

Yigang Pan. & Peter S. K. CHI (1999)，研究外資企業進入大陸市場的時間、進入模式、市場佈局與地點優勢四個變數對財務績效與存活的影响。

早期進入大陸市場的外資企業擁有較高的動機與讓步(concessions)。有鑒於早期投入投機性高的大陸市場，對其門戶開放政策的信任換取大陸政府對外資企業的投資規模、環境保護的需求等較有彈性調整的空間，對於稅負、土地使用以及供應能源與材料、市場通道取得的開放也持有正面態度。

大陸對於外資企業進入投資，採取分別產業的控制開放，個別產業的投資上限和與當地企業潛在合作對象的限制等，配合與大陸政策開放期間進入為外資企業擴展大陸版圖的最佳機會。

研究發現，較早進入的企業有較高的績效表現，股權合資模式較以全資子公司進入者有高的財務績效；可用地緣優勢者有較好的表現。此外，股權合資模式與全資子公司設立比營運合作有較高的存活率。在北京、上海及天津等沿海城市設點的公司的績效表現較於經濟特區設點的公司佳。

參、 股權合資探討

Yadong Luo (1997) 提到，合作目標的選擇大致可分為兩種：任務或關係營運和合夥人或關係合作。關係營運選擇條件與合作對象的策略特性相關，例如：吸收能力、產品相關性、市場定位與產業經驗。關係合作的選擇條件則與組織特性有關，例如過去與他人合作的經驗、外國經驗、組織形式與規模。合作對象策略特性影響營運技術和所需資源取得，合作對象的組織特性影響其效率性與公司間合作的效率，公司雙方只有相符合的策略特性會造成公司不穩定；相對的，雙

方只有符合組織特性而策略面無法相互配合會對績效造成損害。

一、 公司策略

1. 吸收能力 (Absorptive capability)

吸收能力指企業取得、吸收、整合與開發利用知識與技巧的能力。這些能力預期影響雙方策略與組織結構的合適程度，同時影響公司的財務與營運綜效。因此當地公司的吸收能力為決定未來合資公司獲利能力與銷售成長的因素之一。吸收能力於資本密集或技術密集的產業為關鍵因素之一，在大陸當地市場擴張為銷售成長的主要因素。

2. 市場能力 (market power)

市場能力指產業與企業的背景、市場地位與行銷與分配網路的建立。市場能力使公司減少產業限制，增加議價能力與提供經濟範疇的優勢。市場能力的增加將強股權合資公司與當地市場擴張優勢，多國籍企業可減少出口業務占總收入的比例。

3. 產品相關性 (product relatedness)

雙方公司的產品差異化程度影響合資公司的經濟規模、經濟範疇與交易成本。產品的相關性影響合資公司於已存在的工廠設施、分售管道、產品形象、產業經驗等的運用，對於未來商品的開發與銷售有絕對的影響程度。經濟收入來自於經濟規模，也就是當地合作公司相關產品的已存在的銷售通路、行銷技巧、顧客忠誠度與產品設施的壯大。由於大陸產業環境、競爭者、上下游廠商與多樣的政府法規限制使合作雙方產品的相關性成為未來發展重要因素之一。

4. 市場經驗 (market experience)

當地公司過去市場經驗與強大的背景所帶來的良好商譽與高信用度，市場經驗來自於地方公司所建立的市場版圖與通路的脈絡，投資在新興國家需要與當地企業合作以取得市場通路，增加與當地政府的關係，取得文化上的知識與必要的資源。大陸市場擁有關係導向的文化背景，當地公司與政府和當地企業有良好的關係者可幫助合資企業在大陸市場的運作更順暢。因此，與擁有豐富市場經驗的當地公司可提高公司的競爭優勢與經濟效率，並且提高降低風險的能力。法令的

開放與優惠降低了外資投資經濟特區和特定開放城市（open cities）的風險。地方特殊法令的頒布與優惠實施會增加外資與地方企業合作的誘因。再者，外資企業會尋找有獲利能力的公司合作以跟進大陸快速成長的市場，對於經濟特區與特別開放城市等國有程度較低的企業合作也是外資目標對象。

二、 公司組織

1. 組織型態(organization form)

當地公司的組織型態影響合資企業成立的背後動機以及對其營運的承諾度與貢獻度的高低。有鑑於大陸經濟結構擁有市場結構不健全、財產權保護尚未完善與政府嚴重干預等特色，國有企業在資源取得、資金籌措與資訊流通擁有絕對的進入優勢。國有企業相對私人企業擁有產業經驗、市場能力與產品和研發設施等優勢，再者，國有企業有取得國家特有分配管道優勢。因此，國有企業對合資企業在當地市場擴張有較大的貢獻程度。民營企業擁有較少的限制，有彈性的制定策略，大陸的市場潛力與利基提供民營企業成長的機會，簡單的組織架構與小規模的特色使企業可以快速的對市場態勢變化作反應以取得先行者優勢。相對的，國有企業自我動機與營運自發性的缺乏，沒效率的營運方式使公司績效受到影響。

近年來即使大陸國有股的比例逐漸下降，國有股依然在大陸國民生產毛額中扮演重要角色。對於合資公司而言，多數的潛力大陸合作對象為國有企業，這些國有企業直接、間接受到政府的控管。因此，外資企業與當地政府的關係為進入大陸市場重要影響因素之一。

2. 員工人數 (number of employees)

員工人數為經濟規模、市場能力、研發與組織形象的影響因素之一，同時影響股權合資公司進入市場的能力，亦是合資公司未來獲利能力與市場成長的影響因素與未來綜效的程度。員工人數對於與大陸地方政府間的談判能力有正面的影響(Luo, 1995)，有助於風險的減少。

3. 國際經驗(international experience)

由於大陸信用制度薄弱與投機風氣盛的背景下，當地企業透過進出口業務或

與外國投資者營運計畫合作等國際經驗，以取得較成熟的知識、技巧與價值的管理概念。與外資企業的合作可提高在國際環境的競爭敏感度，長期與外國市場交流的經驗可增加品質維持標準的能力、顧客的反應能力與產品的研發能力。大陸與外國投資者共事的經驗增加，從中得知如何建構一個完善與健全的投資環境，因此，豐富國際經驗的當地企業對合資公司的當地財務報酬、銷售成長擴展有正面幫助，並有效降低風險。

4. 組織合作 (organizational collaboration)

合作夥伴間的接觸可建立專業的技巧與過程以適應未來的改變，其中包含了合作對象組織結構與組織營運，以及其員工的能力。股權合資公司的營運與管理包含了每天的互動，雙方公司能夠正確的了解彼此的優點與缺點有助合資公司的整合。夥伴間過去與現存的長期關係建立在過去的進出口經驗、投資等項目，提供資產的經濟效率與出口的成長。因此，雙方過去的互動經驗提供降低風險的基礎。

在台灣證券商選擇股權合資模式進入大陸市場，影響股權比例的取得的可能影響因素主要可分為兩個面向：公司策略與公司組織，前者包含吸收能力、市場能力、產品相關性與市場經驗，後者包含組織型態、員工人數、國際經驗與組織合作。

第五章將針對合資公司作更進一步的探討。分析大陸證券商的背景，例如：市占率與網點的佈局建立以提供市場能力指標；個別了解台灣證券商與大陸證券商產品與服務的互補性、行銷管道與顧客管理等項目；分析大陸證券商組織架構背景，依照國有控股程度高低分析兩岸證券商合作的可能性；透過過去大陸證券商的國際經驗，探討兩岸合作的利基點。

第五章 台灣證券商進入大陸市場分析

第一節 合資證券商分析

壹、 中外合資證券商⁴⁷

大陸證券業對外開放與境內證券市場的波動相關，2002 年成立了華歐國際證券為入世後第一家中外合資證券商，大陸證券市場開始長達三年的股票熊市，截至 2004 年年底，大陸本土證券商處於全行業虧損的態勢。同時在此三年中，前後成立了長江巴黎百富勤、海際大和合資證券商，被稱為大陸資本市場的第一輪開放。2004 年，在大陸證券業出現行業性疲軟的背景下，高盛集團和瑞銀集團兩家外資投資銀行，分別通過參與重組危機證券商，成立高盛高華證券與瑞銀證券，進入大陸證券市場。

高盛與瑞銀集團透過管理權的取得，實現了全牌照經營。華歐國際、長江巴黎百富勤、海際大和 3 家合資證券商，因為持股比例有限、架構先天不足、文化差異等原因，並沒有充分表現出合資證券商的優越性。2007 年 1 月，法國巴黎銀行將其持有的長江巴黎百富勤證券商的 33.33% 股權全部轉讓給長江證券，宣佈中外資合作結束。

2007 年 5 月，中美第二次戰略經濟對話在華盛頓舉行，中方承諾重新開始按照「外資參股證券商設立規則」，審批合資證券商的設立申請。同年 12 月，納斯達克的駐華代表處與紐約證券交易的駐華代表處相繼在北京開業，並展開第三次中美戰略經濟對話在北京舉行。中國證監會主席尚福林多次在公開場合表示將恢復審批合資證券商，對外資採取子公司的模式，主要在投資銀行進行合資，外資對全牌照的證券商可以採取參股的方式。

面對 2008 第一季 A 股大幅下跌，以經紀業務為主要營收方式的大陸境內證券業的生存問題受到關注。同時，大陸政府重新開啟中外合資證券商的審核，前後於 2008 與 2009 年批准瑞信方正證券與中德證券成立。

⁴⁷ 中外合資證券商總表參照附件八。

以下各別敘述主要中外合資證券商的成立：

一、 高盛高華證券

2004年12月，高盛證券取得中國證監會批准，成立高盛高華證券有限責任公司，其中高盛取得合資證券商的33%股權，高華證券擁有67%股權。高盛證券利用股權與對高華證券個人股東貸款的管道，成為高盛高華證券的控股人，享有大陸境內證券商全照經營權。

二、 瑞銀證券

瑞銀證券有限責任公司為重整北京證券架構下，於2006年12月成立的證券商，此重組模式採取三個面向：將北京證券原有的27家營業部轉讓其中21家與招商證券；由中國建銀投資有限責任公司出資14億元人民幣成立一家資產管理公司-北京國祥資產管理公司，再由建銀投資與資產管理公司分別掌有67%、33%股權成立瑞銀證券，其註冊資本為人民幣14.9億元。瑞銀證券承接了北京證券的相關優質資產，資產管理公司收購北京證券的不良資產。中國證監會批准建銀投資將其持有瑞銀證券的部份股權轉讓給瑞士銀行有限公司、中國糧油食品公司、國家開發投資公司與國際金融公司，分別為20%、14%、14%與4.99%。瑞銀集團持股20%成為北京證券的第一大股東，未違反單一股東持股比例為20%的政策規定。

三、 瑞信方正證券

方正證券前身為浙江證券，成立於1988年，由央行浙江省分行出資，為首批專業證券商之一。2002年北大方正集團對其控股重組，北大方正集團最終控制人為中國教育部，持有方大證券80%股權。2003年更名為方正證券，現為綜合類證券商。中國證監會於2008年6月批准同意方正證券有限責任公司與瑞士信貸（Credit Suisse）共同出資設立瑞信方正證券有限責任公司，註冊資本為8億元人民幣，方正證券有限責任公司出資5.336億元，占比66.7%；瑞士信貸出資2.664億元，占總股本33.3%。

四、 中德證券⁴⁸

⁴⁸ 2009/03/04，僑報網 <http://www.usqiaobao.com>

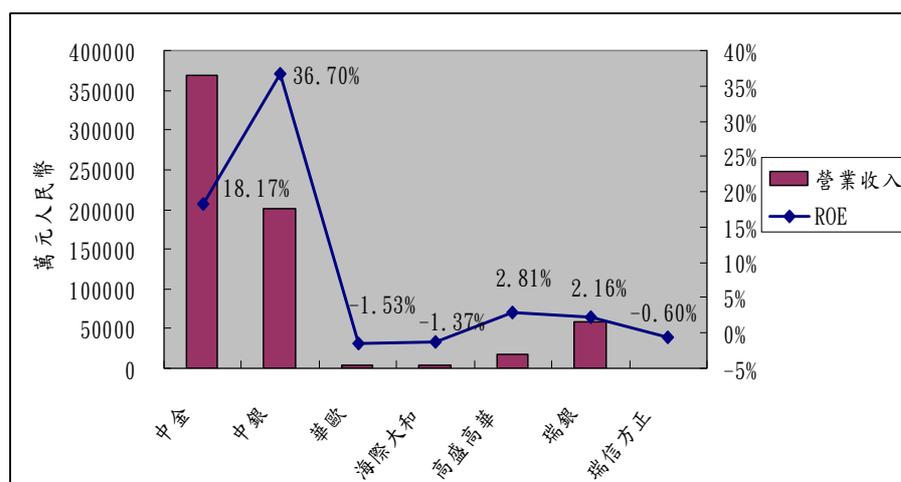
山西證券是首批證券商之一，於 1998 年改制為山西證券有限責任公司，註冊資本 2 億元。2001 年，該公司與省內五家信託公司證券類資產與合併重組並增資擴募，註冊資本金增加至 10.25 億元人民幣，股東增加到 14 家，成為山西省內唯一一家綜合類證券商。山西證券分別於 2006 年及 2007 年取得規範類證券商資格與創新試點證券商資格。2008 年初，山西證券整體變更為股份有限公司，註冊資本達到 20 億元，股東變更的山西省國信投資(集團)公司、太原鋼鐵(集團)有限公司、山西國際電力集團有限公司、山西海鑫實業股份有限公司、中信國安集團公司等 12 家山西大企業公司。地區性的領導位置、足夠的資本規模與股東背景優勢，為外資選擇成立合資證券商的主要標的。

德意志銀行於 1872 年在上海設立首間辦事處，並於 2008 年 1 月在北京正式註冊成立法人銀行，把原德意志銀行北京和廣州分行改制為德銀中國分行，新設上海分行，並保留原德意志銀行股份有限公司上海分行從事外匯批發業務。德意志銀行宣佈提高嘉實基金管理公司的股份至 30%，同時增持華夏銀行 2.67 億股 A 股普通股，持股比例上升至 13.7%，成為華夏銀行第三大股東。

2009 年 1 月，德意志銀行與山西證券宣佈，雙方已獲得中國證監會批准，設立一家新的合資證券商—中德證券有限責任公司。中德證券註冊地和總部將設於北京。根據協議條款，山西證券和德意志銀行分別持有該公司 66.7%和 33.3%的股份。透過新成立的合資公司，其經營範圍包括股票(人民幣普通股、外資股)和債券(政府債券、公司債券)的承銷與保薦，以及中國證監會批准的其他業務，德意志銀行將能夠積極參與大陸的證券市場，支援市場發展。

同年 2 月，湖南華菱鋼鐵集團與澳大利亞第三大礦業公司 Fortescue Metals Group(FMG)在大陸香港簽署了股權合作協議，德意志銀行為此交易中華菱集團的財務顧問，華菱集團將出資 11.85 億澳元，以現金方式收購 FMG 發行後的 16.48% 股份，成為 FMG 的第二大股東。

圖11. 2008 年中外合資證券商財務表現⁴⁹



資料來源:wind 資料庫

從圖 11. 為 2008 年中外合資證券商的營業收入與財務指標表現圖。中金證券與中銀證券為大陸國有背景券商，擁有 A 股經紀業務經營權，主要營業收入來自於經紀業務，在 ROE 指標也有較好的表現。高盛高華證券與瑞銀證券為參與大陸證券商重整而成立並取得 A 股的經紀業務權，整體營業收入較其他中外合資證券商高，有正的財務績效。華歐證券、海際大和證券與瑞信方正證券的營收項目受限，呈現負的財務表現。因此，在大陸證券商業者績效受到股市波動影響大的背景之下，經紀業務經營權以及承銷個案取得為中外合資證券商未來成長的基礎。

貳、 其他外資與大陸證券商合作協議

一、 摩根士丹利與華鑫證券⁵⁰

2007 年 12 月初，摩根士丹利與華鑫證券簽署戰略合作協議，並同時宣佈準備出售自己持有的中國國際金融公司的全部股權。根據摩根士丹利與華鑫證券簽署的戰略合作協議，摩根士丹利希望在監管者許可的情形下持有華鑫證券 33% 的股份，並全面控制華鑫證券的經營權。

報導指出⁵¹，華鑫證券尚未滿足「證券商設立子公司試行規定」的要求⁵²，加

⁴⁹ 中德證券商於 2009 年初成立，故不列入圖表。

⁵⁰ 2008/06/17，21 世紀經濟報。

⁵¹ 2008/06/16，上海證券報。

⁵² 證券商設立子公司，包括設立合資子公司均須滿足兩項規範：1. 根據最近一年淨資本不低於 12

上摩根士丹利擁有中金公司股權因素，在合資證券商必須滿足相關法律、法規的要求的規範下，雙方成立合資公司進度受到限制。

二、 麥格理與恆泰證券⁵³

恆泰證券與澳大利亞最大的投資銀行麥格理簽訂了諒解備忘錄，計畫成立一家專事投行業務的合資證券商，其中麥格理占 33% 的股份。麥格理計畫將把整個大陸區的投行業務團隊與恆泰證券投行業務人員作整合以融入未來的合資公司。所成立的合資公司註冊資本為 5 億元，主要將從事股票和債券承銷等投行業務。

恆泰證券商前身為內蒙古證券有限責任公司，2008 年 9 月經中國證監會批准，公司增資改制並更名為恆泰證券股份有限公司，北京金融街建設集團通過增資 14.6 億元成為恆泰證券第一大股東。註冊地為內蒙古呼和浩特市。

2008 年，恆泰證券共從事了三筆承銷業務，分別是兩筆股票定向增發和一筆可轉債。定向增發的兩筆分別為瀋陽化工和舒卡股份，共募集 19.06 億元。其中恆泰證券為舒卡股份的上市推薦人。可轉債為五年期的海馬轉債，發行規模為 8.2 億元，票面利率 1.5%，補償利率為 2.8%。

三、 花旗集團與中原證券⁵⁴

參股上市證券商，雖然有助於外資投資銀行介入全牌照業務，由於當前入股大陸境內上市公司成本過高且難以獲得實際控制權，多數傾向於選擇與未上市的中小型本土證券商聯姻。

中原證券是經中國證監會批准，在河南財政證券商、安陽市信託投資公司證券營業部合並重組的基礎上聯合其他公司增資組建而成。公司於 2002 年 11 月在河南註冊，註冊資本逾 10 億元，是首批規範類證券商之一。截至 2006 年底，中原證券實現淨利潤 19.64 億元，較 2005 年下降 7.58%；淨資產收益率為 20.82%，較 2005 年下降 8.62%。中原證券股東共有 9 家，以許繼集團為公司大股東，持股 40.62%；河南省經濟技術開發公司為第二大股東，持股 35.17%；河

億元人民幣；2. 具備較強的經營管理能力與風險控管，設立子公司經營證券經紀、證券承銷與保薦或者證券資產管理業務的，最近一年公司經營該業務的市場佔有率不低於行業中等水準。

⁵³ 2008/12/16，財經網。

⁵⁴ 2008/01/28，中證網。

南省建設投資總公司、安陽鋼鐵集團為並列第三大股東，持股均為 9.67%。

2008 年 1 月，花旗集團與中原證券在鄭州簽署合作協議，擬申請成立合資證券商，從事投資銀行業務。這是中國證監會發布「關於修改〈外資參股證券商設立規則〉的決定」，合資證券商審批工作重新啟動以來，中外證券商簽訂的第三份合作協議⁵⁵。

四、 野村證券

野村證券透過 2008 年三季度收購雷曼兄弟的亞洲業務進入大陸市場，在 2009 年 2 月，野村證券在大陸境內積極擔任財務顧問角色，中鋁公司宣佈與全球第三大鐵礦石廠商力拓(Rio Tinto)達成協議，將用 72 億美元以認購可轉債方式增持力拓股份，以約 123 億美元入股力拓有關鐵礦石、銅和鋁資產的部分股權，並分別成立合資公司，交易總額達到了大陸企業海外並購創紀錄的 195 億美元。

參、 股權合資分析

一、 股權合資目標選擇

近來由於兩岸積極推動金融監理備忘錄的簽訂，一旦簽訂兩岸 MOU 後，台灣證券商可以外資的角色參股大陸證券商。合資對象的選擇關係未來合資所帶來的正面綜效規模。

本研究根據第四章節之文獻探討為基礎，截取中國證券市場的中外合資券券商與中外合資基金公司共 35 家合資企業的 2005 年至 2007 年財務資料，分別探討吸收能力、市場佔有率、業務相關性、市場經驗、組織型態、國家持股比例、員工人數、外資持股比例、註冊資本額、大陸證券商營運據點、主要業務比重等因素對合資公司的財務表現、風險與企業成長幅度與效率影響關係，以提供未來台資券券商以股權合資模式進入中國市場之參考。

參考國外期刊研究之方法，本文透過 OLS 的線性回歸檢驗各個引數對於應變數的影響：

$$Y_n = B_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_{12} X_{12} + E$$

⁵⁵前兩份協議分別為：瑞信集團與方正證券簽約，計劃成立合資公司從事投行業務；摩根士丹利與華鑫證券簽署戰略合作協議。

其中， Y_n 是各個應變數，也就是衡量中外合資券商或基金公司表現的變數；而 X_i 是各個自變數，也就是合資前中資合作夥伴的戰略特徵和組織特徵。透過此線性回歸分析，可以看出各個引數對於應變數的影響是否顯著，以及其影響的方向。

表9. 變數的衡量彙表

變數	衡量或計算方法
應變數	
平均 ROA	淨利潤/總資產
風險	淨利潤的標準差
淨利增長率	(本期淨利潤 - 上期淨利潤) / 上期淨利潤
人均淨利	淨利潤/員工數
策略特徵:	
吸收能力	碩士學歷以上員工占全部員工數的比例
市占率	營業收入占整體行業營業收入的比例
業務相關性	虛擬變數：1 為證券公司；0 為其他
市場經驗	合資形成之前的執業年數
組織特徵:	
組織型態	虛擬變數：1 為具有國家持股；0 為不具有國家持股
國家持股比	國家持股占公司全部股份的比例
員工人數	公司的員工總人數（單位：千人）
外資持股比	外資持股占合資公司全部股份的比例
註冊資本額	公司的註冊資本額（單位：10 億人民幣）
據點數	公司的總共營業據點數（單位：1000 家）
主業務占比	主要業務的收入占公司整體收入的比例
ROA	公司的淨收入/總資產

表10. 中資合作夥伴與合資券商或基金公司表現之關係：OLS 線性回歸

變數	平均 ROA	風險	淨利增長率	人均淨利
截距	1.82 +	0.97	1.34	0.85
策略特徵				
吸收能力	-0.21	-1.03	-0.97	-0.47
市占率	0.24	2.00 +	-0.82	-0.32
業務相關性	-2.48 *	-0.89	-2.44 *	-1.97 +
市場經驗	-1.86 +	-0.77	-1.25	-0.10
組織特徵				
組織型態	1.53	1.15	0.83	1.50
國家持股比	-2.42 *	-0.83	-1.08	-1.86 +
員工人數	0.17	1.01	-2.70 *	0.64
外資持股比	3.00 **	0.46	1.48	1.49
註冊資本額	-0.37	-1.81 +	0.50	-0.25
據點數	-0.05	-0.31	3.04 **	-0.73
主業務占比	-1.15	0.52	-0.21	0.04
ROA	-2.06 +	-0.73	-1.04	-0.05

註：+ p < 0.10、* p < 0.05、** p < 0.01、*** p < 0.001

研究發現，中資合夥企業的市占率與合資證券商的風險，兩者之間為負向的關係，可能原因為證券商和基金公司的收入受到總體經濟和證券市場走勢的影響而波動，市占率高的證券商其受到的影響和波動其實比市占率小的證券商來得明顯。業務相關性對於合資證券商或基金公司的財務表現、合資企業成長幅度與合資企業效率表現為負向關係。在證券產業經紀業務競爭激烈下，發展多元的金融商品為證券商未來成長的動能之一，台灣證券商在衍生性商品的創新優勢，提供未來合資證券商的業務互補性以期待合資企業的成長表現。

中資合作夥伴的國家持股比例越高，對於中外合資證券商或基金公司的財務表現和效率都有負面的影響，可能的解釋為國有股成分高的當地證券商受到政府的舊有組織架構限制，在證券市場中的應變彈性受到考驗，與國有持股高的中資公司合作帶來的正面綜效應持保留態度。相同的，中資合作夥伴的員工人數對於合資公司淨利增長率成反向關係，在大陸市場中，較小規模的企業有較快的應變能力，容易抓住機會，擁有較大的未來成長機會。

合資公司的外資持股比與其財務表現呈現正相關，透過實質經營權的掌握以

較有效率的執行公司策略，運用其經營方針擴展版圖，以追求較高的財務表現。在營業據點數方面與合資公司的成長幅度為正面關係，中資合作夥伴擁有的廣大營業據點和業務管道，有助於合資證券商或基金公司較快的推展業務，營業據點多的大陸證券商為台灣證券商未來選擇合作對象的建議考慮。

表11. 影響合資企業顯著因素總表

影響因素	財務表現	風險	企業成長	企業效率
市占率		2.00 +		
業務相關性	-2.48 *		-2.44 *	-1.97 +
市場經驗	-1.86 +			
國家持股比	-2.42 *			-1.86 +
員工人數			-2.70 *	
外資持股比	3.00 **			
註冊資本額		-1.81 +		
據點數			3.04 **	

註：+ $p < 0.10$ 、* $p < 0.05$ 、** $p < 0.01$ 、*** $p < 0.001$

以合資公司的財務表現、風險、企業成長與企業效率四的面向討論，外資持股比例為合資公司財務表現主要影響因素，外資持股比例越高使合資公司財務表現越好。雙方業務相關性與大陸證券商營業據點數為影響合資企業成長的主要因素，並以大陸證券商營業據點數之影響最大。業務相關性與大陸證券商國有持股比例皆明顯影響合資企業的效率。故台灣證券商選擇以股權模式進入大陸市場，應對合作對象之市占率、業務相關性、市場經驗、國家持股比例與據點數以及合資公司之外資持股比例加以考量。

二、 中外合資證券商經驗

由過去的中外合資證券商經驗，總結其合作的可能因素與影響如下：

- 高盛證券經營權的取得與合資下可能因素：
 1. 高華證券的六大股東持有高華證券 75% 股權，其出資額來自於高盛證券集團的商業貸款，高盛運用此參股模式已取得合資後的經營主導權。
 2. 高盛證券積極協助大陸政府處理問題證券商，策略性地注入 6200 萬美元予

海南證券以受到大陸政府的支持。在未來中國證監會取消外資持股上限，高盛集團可以透過債權轉換取得海南證券的經營權。

● 瑞銀集團經驗對往後合資證券商的影響：

1. 瑞銀集團持股瑞銀證券的 20% 股權，成為第一家合資證券商中外資為第一大股東的先例，由於當時大陸的公司法尚未明定控股股東必須持有一半以上（含一半）股權，瑞銀集團可掌控瑞銀證券董事會一半以上席次，對管理階層任用有主導權。
2. 瑞銀證券承接了原北京證券的所有業務資格，成為綜合類證券商，可從事 A 股經紀業務與其他合資公司具備相同的投資銀行業務，包含買賣與分銷國內次級市場的債券與股票等經紀業務，提供境內個人投資管理諮詢服務，擴大外資在大陸境內的業務範圍。
3. 瑞銀集團為中國證監會首度批准的合格境外機構投資者，取得首家投資大陸 A 股的外資企業，參與北京證券重組的過程中，前期出售大部分營業據點的動作可知，瑞銀集團對於進入大陸市場，採取長期漸進式發展策略，穩健地建立自我平臺。

● 瑞信方正取得合資證券商成立可能因素：

1. 瑞士信貸曾分別擔任建設銀行、工商銀行、中國人壽等在香港市場上市的主承銷商，在大陸證券市場上展現相當的實力。此外，瑞士信貸分別參與農業銀行與光大銀行的股份改革，對於未來大陸境內國有企業輔導上市取得優先地位。
2. 瑞信與方正證券獲得批准成立合資證券商的時間點為第四次中美戰略經濟對話之際，有可能加速計畫中的合資證券商案獲得突破，承諾大陸金融業對外開放的腳步⁵⁶。
3. 瑞信方正取得合資證券商資格同時有摩根士丹利與花旗集團兩家美國投資銀行與大陸境內證券商洽談合作協議，其與中方證券商談判中提出希望取得合資證券商外資比例至 49%。在雙方持股比例未達到共識之下，加上摩根

⁵⁶ 2008/06/15，財經網。

士丹利持有中金公司之 34.4% 股權尚未處理，花旗集團受次貸影響所造成的財務損失皆可能為尚未取得進一步合資授權的原因。

● 中德證券取得合資證券商成立可能因素：

1. 德意志銀行於 1872 年開始在大陸開展業務，致力於參與跨國投資銀行業務、銷售與交易業務，提供金融交易業務與貿易融資等企業銀行服務，以及從事私人財富管理、資產管理與零售銀行業務。在大陸領土的長期深根，使其取得成立合資證券商的因素。
2. 德意志銀行於 2006 年承辦大陸工商銀行 A 股和 H 股同期首次公開發行，2007 年與華夏銀行合作成立了信用卡中心，至今已發出 52 萬張信用卡，過去的承銷經驗與境內通路的掌握替德意志銀行取得成立合資證券商的優勢。

第二節 大陸證券成長區域分析

壹、大陸證券業成長因素分析

國家的經濟狀況可藉由證券市場的指標取得相關訊息，包含證券市場的制度、規模、流動性、波動性、與國際整合程度等，同時成為觀察證券產業發展、政府經濟政策決定的重要參考數據。過去許多相關文獻提到國家的經濟成長、金融仲介發展與證券業發展間的關係。

根據探討金融仲介發展、證券市場發展對經濟成長的影響的文獻，Atji 和 Jovanovic(1993)透過實證研究證明經濟成長與證券市場成長之間存在顯著的正相關性；Kyle(1984)、Levine(1991)、Holmstrom 和 Tirole(1993)、Bencivenga、Smith 和 Starr(1996)的研究發現了股市的高流動性對經濟成長的重要性；Singh(1997)的研究說明了證券市場成長與長期的經濟成長之間存在著正向且穩健的關係。Demirguc-Kurt 和 Levine (1996b) 檢驗發展中國家證券市場發展與金融仲介發展之間的關聯性，發現多數的證券市場指標與金融仲介之間存在了高度的相關性，證券市場發展良好的國家通常傾向於擁有發展良好的金融仲介；Demirguc-Kurt 和 Maskimovic(1996)指出開發中國家的證券市場發展帶動銀行融資量的增加，因此金融仲介與證券市場兩者為互補的關係。

綜觀上述學者們的研究，可以發現經濟成長與金融仲介發展對證券市場的影響，本研究將建立在先前學者們研究的結論，參照 Levine 和 Zervos(1998)、Beck 和 Levine(2004)設定的測度指標、研究方法，探討大陸經濟成長與金融仲介機構對證券業發展的關係。Levine 和 Zervos(1998)提出的四個衡量證券市場發展的指標，市場的規模、流動性、波動性以及與國際整合的程度，分別以總市值、交易額、換手率、股票報酬率的變化等做為實證衡量的標準，在 Levine 和 Zervos(1998)的基礎上，設定了本研究衡量的指標，以地區交易額與 GDP 的比值做為衡量地區股市業務的發展程度、以人均實質收入做為衡量經濟成長的指標、以金融機構貸款與 GDP 的比值做為衡量金融仲介的指標，並設立了本研究的假說，希望能夠透過實證的分析瞭解區域經濟成長及區域金融仲介的發展對區域股市業務的發展是否有顯著性的影響。本研究對大陸 31 個省份地區，1995 年

到 2007 年的數據進行實證分析，探討影響大陸證券業成長的因子。資料來源自 1995 年到 2008 年的中國統計年鑒與中國金融年鑒、上海證券交易所、深圳證券交易所、Sinofin 與 Wind 資料庫等。

一、 最小平方法回歸模型

本研究運用最小平方法(The method of Least Squares Algorithm:OLS)估計線性回歸模型的結果，應變數為地區交易額與 GDP 的比值，在回歸方程中，自變數包含金融仲介發展與經濟持長測度的指標，本研究還將陸續城鄉居民儲蓄、固定資產投資、通貨膨脹與人口成長率等，做進一步的探討。

實證結果發現(表 12)，僅以代表經濟成長的人均實質收入與代表金融仲介發展的金融機構貸款的回歸方程，兩個變數對交易額都有顯著且正面的影響，當人均實質收入增加 1%，交易額與 GDP 的比值將增加 1.3848%；當金融機構貸款與 GDP 的比值增加 1%，交易額與 GDP 的比值將增加 1.2387%，經濟成長因素對證券交易量有較大的影響能力。實證的結果符合了 Atji 和 Jovanovic (1993) 透過實證資料證明的經濟成長與證券市場成長之間存在顯著的相關性與 Levine、Zervos(1998)與 Beck、Levine(2004)提出股市的流動性與經濟成長是存在正的相關性。

參考 Garcia 和 Liu(1999)探討影響證券市場發展的宏觀經濟因素的文章，加入儲蓄與投資變數後，結果發現經濟成長與金融仲介發展對股市業務的發展是具有顯著且正面的貢獻，結果分別如回歸方程(2)與回歸方程(5)所示：城鄉居民儲蓄的多寡對區域股市業務發展沒有顯著性的影響；固定資產投資的變動對地區股市業務的發展呈顯著負面的影響，即當固定資產投資與 GDP 的比值增加 1%，成交額與 GDP 的比值反而會減少 1.12%，也就是說當固定資產投資增加時會削弱地區股市業務的發展，我們可以直觀的理解，當手上所擁有的資產是固定不變的情況下，每增加對固定資產的投資，也就意味可用於股市活動的資產會相對減少，因此，在回歸結果中，其所相應的係數呈負數。

以人口成長率為變數加入回歸方程式，從結果中可以看出，人口成長率的增加對股市發展為正面影響，即人口成長較快的地區，經濟活動成長的空間較大，進而帶動證券市場的活絡。

表12. OLS 線性迴歸模型

自变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
人均实质所得	1.3848 (10.48)**	1.3953 (10.58)**	1.2102 (7.71)**	1.3914 (10.61)**	1.6544 (12.72)**	1.2973 (9.22)**	1.6528 (12.81)**
金融机构贷款	1.2387 (7.63)**	0.9602 (4.08)**	1.0762 (4.48)**	0.9058 (3.85)**	1.4291 (9.27)**	1.6698 (10.87)**	1.3989 (9.11)**
城乡储蓄存款		0.4920 (1.63)	0.4233 (1.40)	0.5333 (1.77)			
固定资产投资					-1.1270 (-6.51)**	-1.4635 (-8.28)**	-1.1417 (-6.64)**
CPI 变动率			6.1881 (2.14)*			14.7447 (5.35)**	
人口增长率				3.9259 (2.05)*			4.1377 (2.32)*
常数项	-13.0784 (-10.92)**	-12.9826 (-10.86)**	-11.4178 (-8.19)**	-12.9619 (-10.90)**	-16.5000 (-13.36)**	-13.7614 (-10.72)**	-16.5314 (-13.50)**
R-squared	0.4055	0.4111	0.4209	0.4200	0.4848	0.5335	0.4947

注：应变量为交易额/GDP，数据范围为 31 个省份地区 1999 年到 2007 年
括号中为 T 统计量，** 与 * 分别表示满足 1% 与 5% 的显著水平

二、 固定效應模型

從表 13. 中的回歸方程(1)可以看出，濟成長對股市發展是有顯著影響，人均實質所得增加 1% 時，股市業務將增加 1.0201%。在後續的幾個回歸方程中，代表經濟成長的人均實質所得，在不考慮通貨膨脹的情況下，其所對應的係數都在 1.18 左右波動，而在考慮通貨膨脹的情況下，其所對應的係數則是在 0.46 左右波動，其係數皆為顯著。再次證明經濟成長對股市業務的發展有顯著的影響，此結果與第一節 OLS 估計回歸模型到的結果相符。

金融仲介發展對證券發展的影響，在固定效應模型下，卻得到了不一致的結果。在基本方程中與考慮固定資產投資的方程中，金融機構貸款對成交額的影響是不顯著的，但在考慮城鄉居民儲蓄的方程中，其金融機構貸款對成交額的係數在 1.42 左右波動，這些係數都是顯著的。這也就意味著在固定效應模型中，考慮城鄉居民存款的情況下，金融仲介對證券業成長的影響是顯著的，而在考慮固定資產投資的情況下，沒有足夠多的證據可以證明金融仲介對證券業成長有影響。

考慮儲蓄與投資變數，在固定效應模型中顯示，城鄉儲蓄存款對證券業發展為顯著負相關，係數於 2.67 左右波動，也就是當城鄉居民儲蓄與 GDP 的比值每增加 1% 時，成交額與 GDP 的比值將減少 2.67% 左右。當手上的資產固定不變時，

儲蓄的增加將使得手上可用於股市活動的資金相對的減少，因此當城鄉居民儲蓄增加時，對於股市業務的發展會產生負面的影響。此外，在固定效應模型下，考慮固定資產投資的方程(5)到方程(6)中，所有相應的係數都呈現的不顯著的狀況，在此模型下，固定資產投資對股市業務的影響並不顯著。

加入控制變數人口成長率進行討論，其回歸結果如回歸方程(4)與(7)所示，人口成長率的變化對成交額與 GDP 的比值為顯著且正向，亦及人口成長率的增加對證券業發展為正面影響。

表13. 固定效應模型回歸表

自变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
人均实质所得	1.0201 (7.33)**	1.1891 (8.86)**	0.4817 (2.82)**	1.1993 (9.03)**	1.1166 (5.58)**	0.4457 (2.05)*	1.2069 (6.10)**
金融机构贷款	0.1058 (0.34)	1.4262 (3.80)**	1.5007 (4.28)**	1.3473 (3.62)**	0.1305 (0.41)	0.2915 (0.98)	0.1622 (0.52)
城乡储蓄存款		-2.7722 (-5.70)**	-2.6473 (-5.83)**	-2.5817 (-5.31)**			
固定资产投资					-0.1802 (-0.67)	-0.3162 (-1.25)	-0.2932 (-1.10)
CPI 变动率			14.3134 (6.09)**			15.2118 (6.07)**	
人口增长率				3.7950 (2.57)*			5.2026 (3.36)**
常数项	-9.7263 (-7.69)**	-12.3219 (-9.66)**	-6.0606 (-3.85)**	-12.3723 (-9.81)**	-10.7570 (-5.40)**	-5.0048 (-2.40)*	-11.7163 (-5.94)**
R-squared	0.1922	0.2869	0.3810	0.1136	0.1937	0.2993	0.3670

注：应变量为交易额/GDP，数据范围为 31 个省份地区 1999 年到 2007 年
括号中为 T 统计量，** 与 * 分别表示满足 1% 与 5% 的显著水平

三、 隨機效應模型

從隨機模型實證結果發現(表 14)，人均實質所得對證券市場成長率為正面影響，當人均實質所得增加 1%時，成交額與 GDP 的比值將增加 1.1784%，這項係數是顯著不為零。加入其他變數的回歸方程結果顯示出人均實質所得所相對應的係數都皆顯著的不為零，經濟成長對股市業務發展是有顯著影響，是顯著成立的。

以金融機構貸款為金融機構成長指標的變數模型中，實證結果亦為顯著，當金融機構貸款與 GDP 的比值成長 1%時，成交額與 GDP 的比值將成長 0.7217%，加入其他變數後得到相同的顯著不為零結果。故在隨機效應模型下，金融仲介發展對股市業務發展有顯著的影響是成立的。

從表 14 回歸結果中的回歸方程(2)到回歸方程(4)中可以看出，城鄉居民儲蓄所相應的係數都顯著的負的 1.26 左右波動，而在回歸方程(5)到回歸方程(7)中可以看到，固定資產投資的係數也都顯著的在負的 0.81 左右波動，即城鄉居民儲蓄與固定資產投資的變動對股市業務的發展存在著負相關性。如前所述，可以直觀的理解，當企業或個人的資產固定時，儲蓄的增加或對固定資產投資的增加，將使得企業或個人可運用的資產減少，此也意味著可以用於參與股市活動的資金減少了，因此當城鄉居民儲蓄或固定資產投資增加時，是不利股市業務的發展的。

表14. 隨機效應模型回歸表

自变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
人均实质所得	1.1784 (9.12)**	1.2409 (9.64)**	0.6637 (4.05)**	1.2495 (9.83)**	1.5518 (10.07)**	1.0551 (6.13)**	1.5783 (10.34)**
金融机构贷款	0.7217 (3.04)**	1.3725 (4.38)**	1.5701 (5.15)**	1.2830 (4.14)**	1.0290 (4.97)**	1.2021 (5.79)**	0.9899 (4.82)**
城乡储蓄存款		-1.2623 (-3.08)**	-1.4154 (-3.57)**	-1.1079 (-2.72)**			
固定资产投资					-0.7259 (-3.46)**	-0.9431 (-4.52)**	-0.7644 (-3.68)**
CPI 变动率			12.8209 (5.28)**			13.9508 (5.52)**	
人口增长率				4.4548 (2.89)**			5.2638 (3.33)**
常数项	-11.1863 (-9.51)**	-12.2394 (-10.14)**	-7.2442 (-4.86)**	-12.2940 (-10.32)**	-15.2083 (-10.07)**	-11.0887 (-6.83)**	-15.5229 (-10.36)**
R-squared	0.3963	0.3079	0.2876	0.3291	0.4722	0.5197	0.4800

注：应变量为交易额/GDP，数据范围为 31 个省份地区 1999 年到 2007 年
括号中为 Z 统计量，** 与 * 分别表示满足 1% 与 5% 的显著水平

最後，我們將控制變數放入回歸方程中進行探討。人口成長率的回歸結果如表 14 回歸方程(4)與回歸方程(7)所示，當人口成長率增加 1%，在考慮儲蓄與投資的情況下，成交量與 GDP 的比值會增加 4.86%左右，此結果與本文在設定變數時所預期的相同，即人口較多的地方其經濟活動應該也會比較活躍，相對的，參與證券市場活動的情況也會比較多，因此回歸結果顯示人口成長率的變化對成交額與 GDP 的比值為顯著且正向的情況是合理的。

總和上述的回歸模型結果，對證券業成長有正面顯著影響的變數為人均實質所得、金融機構貸款、CPI 變動率與人口增長率。從回歸模型的係數可知，經濟成長率相較於金融仲介成長率有較高的影響程度，加入人口增長率後，其對證券業成長有較大的影響力。

在不同回歸模型下(表 15)，影響證券業發展的顯著因子為實質人均所得、金融機構貸款、城鄉儲蓄存款與人口增長率；其中以前兩者因素為顯著程度高影響因子，並以實質人均所得影響程度較大。顯著程度較低的考量角度下，以人口增長率對證券業發展有最大的影響。

表15. 影響證券業發展模型顯著因子

	OLS 回歸模型	固定效應模型	隨機效應模型
實質人均所得	1.3914 (10.61)**	1.1993 (9.03)**	1.2495 (9.83)**
金融機構貸款	0.9058 (3.85)**	1.3473 (3.62)**	1.2830 (4.14)**
城鄉儲蓄存款	0.5333 (1.77)	-2.5817 (-5.31)**	-1.1079 (-2.72)**
人口成長率	3.9259 (2.05)*	3.7950 (2.57)*	4.4548 (2.89)**

資料來源：本研究整理

結論

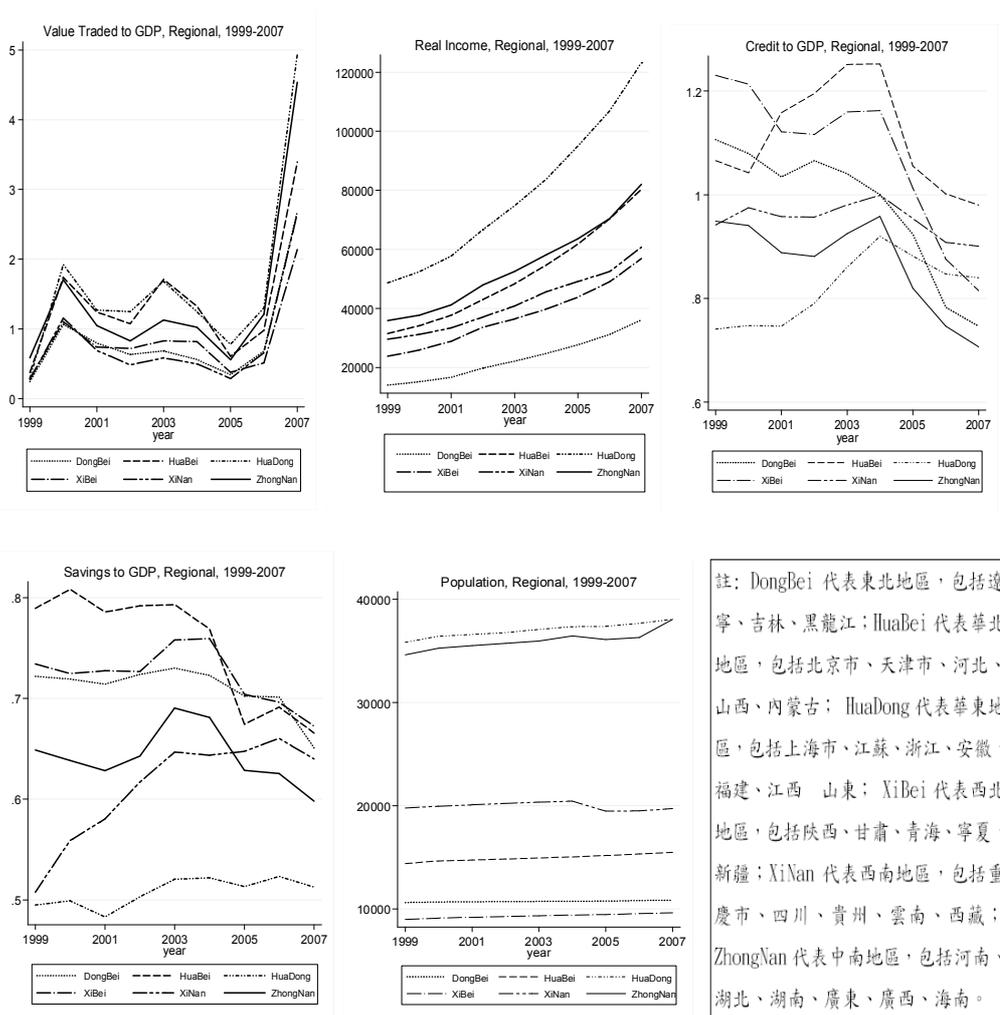
透過大陸 31 個省份地區 1999 年到 2007 年的資料，以地區成交額做為衡量地區股市業務發展的指標、以實質人均所得做為衡量經濟成長的指標、以地區金融機構貸款做為測度金融仲介發展的指標，透過實證研究的結果，得到如下的結論：(1)在多數的模型與回歸方程中，區域經濟的成長對區域證券業成長有顯著且正面的影響；(2)在多數的模型與回歸方程中，區域金融仲介的發展對區域證券業的發展有顯著且正面的影響；(3)在多數的模型中，城鄉居民儲蓄對區域證券商成長的發展有顯著但負面的影響；(4)在考慮固定資產投資與區域股市業務發展的關係時，多數的模型都沒有足夠的證據可以證明固定資產投資與區域證券商發展的關係。

根據以上影響大陸證券業發展因素，依大陸地理位置劃分為六大區塊，分析大陸各區域性的證券發展潛力，其中包含華北地區的北京市、天津市、河北、山西、內蒙古；東北地區的遼寧、吉林、黑龍江；華東地區的上海市、江蘇、浙江、安徽、福建、江西、山東；中南地區的河南、湖北、湖南、廣東、廣西、海南；西南地區的重慶市、四川、貴州、雲南、西藏；西北地方的陝西、甘肅、青海、

寧夏、新疆。

從圖 12. 可以看出六大地區其在交易額、人均收入與金融機構貸款的趨勢。從交易額與 GDP 比值趨勢圖可知，2001 年開始長達四年的大陸股市熊市背景下，比值在 2 以下波動，並在 2005 年開始往上攀升趨勢，於 2006 年反轉急上，顯示出大陸股市看好帶動投資人交易額，並以華東地區和上海為首。

圖12. 大陸六大區域變數趨勢圖



資料來源: 研究整理

實質人均所得的部分，整體為穩定上升趨勢，以由沿海省分構成的華東地區與華南地區為首。根據實證分析，人均實質所得與證券業發展為高度正向關係，可推論在華東地區與中南地區的證券業成長率為大陸境內表現最好地區。過去以華北地區的儲蓄佔 GDP 比例最高，西南地區比例最低。從 1999 年到 2007 年，在

人均實質所得上升，儲蓄佔 GDP 比例下降與股票交易額佔 GDP 的發展上升趨勢正好相反，顯示出大陸民眾的對所得的運用從過去的儲蓄轉為投資，比值趨於一致。根據實證分析，城鄉儲蓄率與證券業發展為顯著負向關係，因此可推論儲蓄佔 GDP 比值最低的華東地區位來證券發展會有較正面趨勢。從地區人口數量來看，成長趨勢不明顯，以華東地區人口最多，中南地區人口數有較明顯的成長趨勢。綜合以上影響證券業發展因素，以華東地區、中南地區的證券業具有發展潛力，未來開放台灣證券商以全資全照資格登陸可著重兩區塊佈局。

貳、大陸經濟區域證券商分析

台商投資大陸 20 年來，其投資主要集中在大陸東部沿海。目前台商在東部沿海省市的實際投資金額占總額的 81% 左右，主要集中在江蘇、福建、廣東、山東、浙江和上海等省份；而台商在中西部的投資占總額的 19% 左右，其中以江西、湖南較多，占總額的比重分別為 2.8% 和 2.5%。

從投資的先後順序看，福建是台商最早集中投資的地區；廣東隨後成為台商投資相對集中的地區，但近年來增長趨緩；後來江蘇、浙江、上海所在的長三角地區逐漸成為台商投資的新熱點⁵⁷。本研究根據影響證券業成長因素，分別探討珠三角、長三角經濟區域證券業未來成長趨勢，配合區域內證券商的市占率分佈，檢視大陸證券商的態勢，以提供未來台灣證券商進入為參考。

圖 13. 大陸證券商營業部集中密度圖



資料來源：偉海證券諮詢

⁵⁷ 2008/04/11，新華網。

截至 2008 年年底大陸證券商營業部總計 3108 家，由圖 13. 可知營業部多數分佈於沿海地區，以省級城市來看，以廣東省、上海市分別 482 家及 456 家為證券營業部集中最密集的區域，以經濟區域角度則集中於珠江三角洲、長江三角洲以及渤海灣經濟區。

一、 珠江三角洲經濟區

珠江三角洲經濟區由珠江沿岸廣州、深圳、佛山、珠海、東莞、中山、惠州、江門、肇慶 9 個城市組成的區域，面積為 4.17 萬平方公里，約佔全省面積的 23.2%。2007 年，珠三角地區常住人口 4724.96 萬人，約佔全省常住人口的 50.0%。地區生產總值 25450.23 億元，比上年增長 15.7%，三次產業比重為 2.5:51.3:46.2。全社會固定資產投資和社會消費品零售總額分別達到 6898.66 億元和 7811.78 億人民幣元，佔全省的 71.8%和 73.7%。2008 年 GDP 總值達 29745.58 億元人民幣(4342.843 億美元)，占全國 10%。2009 年 1 月，國務院發佈《珠江三角洲地區改革發展規劃綱要(2008-2020)》。綱要提出，至 2012 年，珠江三角洲地區率先建成全面小康社會，人均地區生產總值達到 8 萬元人民幣；到 2020 年，率先基本實現現代化，人均地區生產總值達到 13.5 萬元人民幣。

表16. 珠江三角洲主要經濟指標

指 標	2006	2007	成長率(%)
城鎮人口數(萬人)	3652.15	3681.74	0.8
地區生產總值(億元人民幣)	21425.63	25415.5	16.2
人均生產總值(元人民幣)	49155	57154	13.9
地區生產總值指數(%)	116.9	116.2	16.2
人均生產總值指數(%)	115.3	113.9	13.9
出口總額(億美元)	2887.45	3540.85	22.6
進口總額(億美元)	2181.97	2560.28	17.3
實際外商直接投資額(億美元)	130.86	151.88	16.1
中外資金融機構本外幣存款 (億元人民幣)	37367.68	42555.31	13.9
中外資金融機構本外幣貸款 (億人民幣元)	23613.32	27982.87	18.5

資料來源:2008 廣州統計年鑑

2007 年，實現進出口貿易總值 6101.25 億美元，增長 20.4%，佔全省的比重

達到 96.2%。其中，出口 3540.9 億美元，增長 22.6%，佔全省比重 95.9%；進口 2560.33 億美元，增長 17.3%，佔全省比重 96.7%。珠三角地區仍然是外商在廣東投資較為集中的地區。2007 年，外商直接投資珠三角地區的合同額 299.41 億美元，實際額 151.88 億美元，分別比上年增長 42.3%和 16.1%，佔全省外商直接投資合同總額和實際額的比重分別為 88.2%和 88.7%⁵⁸。

表17. 珠江三角洲國民經濟主要統計指標占廣東省比重

單位:百分比%

	2006	2007
城鎮人口	62.8	63.1
地區生產總額	79.8	79.7
出口總額	95.6	95.9
進口總額	96.9	96.7
實際外商直接投資	90.2	88.7
中外資金融機構 本外幣儲蓄	80.7	80.3

資料來源:2008 廣州統計年鑑

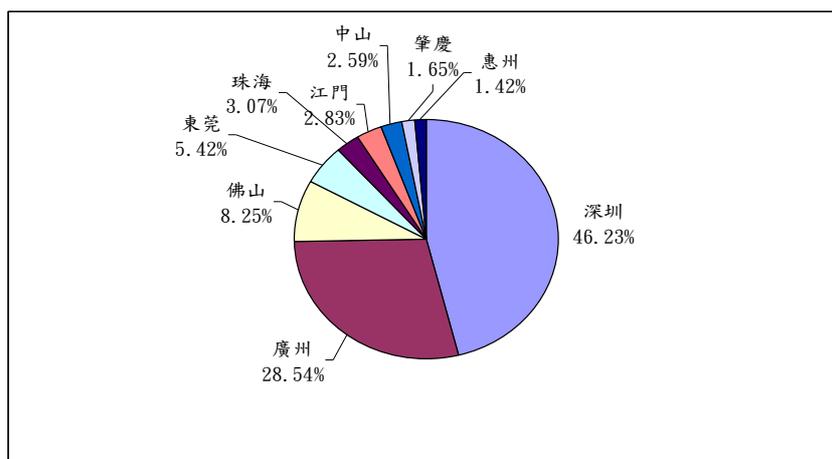
從表 17 可知，珠江三角洲區域的城鎮人口數超過為廣東省人口數總額一半以上，2007 年此區域之城鎮人口占全省城鎮人口的 62.8%，比上年上升 0.3 個百分點，城鎮人口分佈繼續向珠江三角洲地區集中。地區生產總額佔全省將近 80% 比例，進、出口額皆集中於此區域，金融機構儲蓄佔全省比例亦高達 80% 以上。基於大陸證券業發展受到人民所得、人口數與金融機構成長影響，從以上數據可推論珠江三角洲內的證券商具有高發展動能，在未來開放台灣證券商以獨資模式登陸的前提下，於珠江三角洲經濟區域佈局為一值得考量方向。

截至 2008 年，廣東省境內共有 482 家證券營業部，占全大陸的 15.51%，其中珠江三角洲經濟區九個城市內共有 424 家，占全廣東省的 87.97%，集中程度相當密集。針對珠三角經濟區域之城市細分(圖 14)，密集度最高前三城市分別為深圳市 196 家佔全區 46.23%、廣州市 121 家的 28.54%與佛山市占全區 8.25% 的 35 家營業部，三個城市共計有全區 83.02% 的證券商營業部林立⁵⁹。

⁵⁸ 廣東年鑒電子版，2009/01/22。

⁵⁹ 詳細珠江三角洲區域證券營業部分布數據參見附件九。

圖 14. 珠江三角洲證券商營業據點集中程度



資料來源：偉海證券諮詢

表 18 呈現了珠江三角洲境內的證券商證券交易額占營業據點比值與證券商歷年證券成長率。珠江三角洲的交易額占營業據點總平均為 2.62 百萬元人民幣，其中以深圳市、東莞市與廣州市的單位營業據點承作較高交易額，分別為 2.92、2.65、與 2.62 百萬元人民幣；珠海市、中山市與肇慶市的單位營業據點承作相對少的證券交易額，分別為 1.93、1.90 與 1.00 百萬元人民幣，低於區域總平均值。

從歷年交易成長量分析，2006、2007 年大陸股市上漲帶來的成長交易額，珠三角經濟區總平均分別為 105.24%、423.96%。2007 年中，以佛山市、東莞市、肇慶市的交易成長率高皆於平均成長率，分別為 500.92%、493.41%、452.76%；2006 年以珠海市、廣州市、肇慶市與東莞市於珠三角經濟區內表現較佳，分別為 188.97%、151.08%、131.86%與 124.70%。交易成長率總平均為正成長的 2004、2006 與 2007 年當中，以肇慶市、東莞市皆高於平均值表現較好，珠海、深圳表現於 06、04 年高於平均值。結合單位營業據點承作的交易額與歷年交易額成長率來看，肇慶市與珠海市的營業據點分布各為 7 家與 13 家，使得其單位營業據點承作較少證券交易額，兩城市內的證券商競爭態勢較其他城市和緩，並且擁有高交易成長率特質，對於台灣證券商進入珠三角經濟區，選擇已存在證券商承作證券營業據點程度分散的地區以避免受到境內證券商壟斷經紀業務威脅，城市內證券交易量成長率高，替台灣證券商於區域佈局提供未來發展的基礎。

表18. 珠江三角洲 2008 年證券商證券交易額／營業據點與歷年交易額成長率

	深圳	廣州	佛山	東莞	珠海	江門	中山	肇慶	惠州	平均
營業據點(家)	196	121	35	23	13	12	11	7	6	47
交易額 (百萬元人民幣)	569	317	70.7	61	25.1	26.9	20.9	7.00	13.5	123.46
交易額(百萬元人民幣) ／營業據點	2.90	2.62	2.02	2.65	1.93	2.07	1.90	1.00	2.25	2.62
	交易額成長率(%)									
地點 時間	深圳	廣州	佛山	東莞	珠海	江門	中山	肇慶	惠州	平均
2008	-46.82	-34.37	-46.03	-43.52	-42.95	-37.59	-38.53	-55.39	-43.98	-43.24
2007	308.40	417.13	500.92	493.41	420.89	411.02	410.54	452.76	400.58	423.96
2006	114.75	151.08	91.23	124.70	188.97	18.22	24.05	131.86	102.26	105.24
2005	-33.70	-21.52	-38.04	-25.00	-35.51	63.27	-41.11	-62.79	4.56	-21.09
2004	55.93	-3.85	-3.66	42.70	37.63	-8.70	9.96	88.27	28.41	27.41

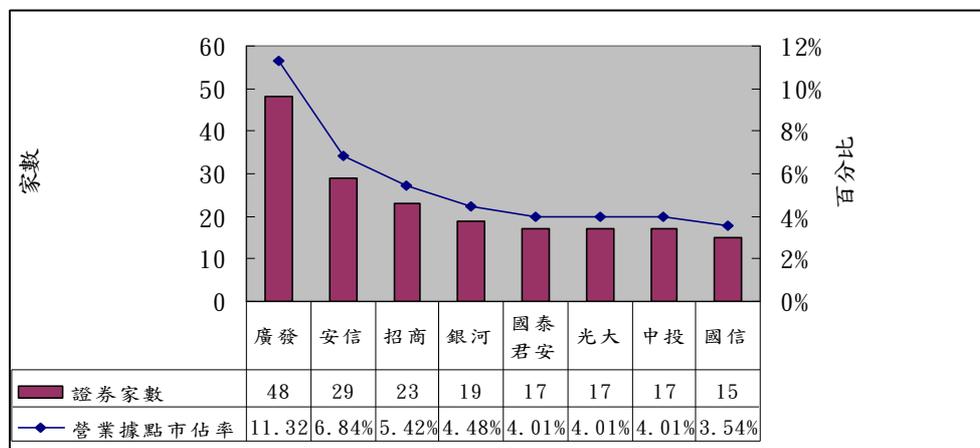
資料來源:wind 資料庫, 研究整理

進一步分析珠三角經濟區內的證券商分佈。從圖 15 可知, 2007 年位於珠三角區域境內以廣發證券、安信證券、招商證券、銀河證券為前四大證券商, 國泰君安證券、光大證券、中投證券並列第五大證券商, 其營業據點市占率分別為 11.32%、6.84%、5.42%、4.48%、4.01%。廣發、銀河、國泰君安、光大與中投證券皆為大陸政府持有證券商, 具有龐大證券商資本額與高度全國佈點數。安信證券由大陸證券投資者保護基金有限責任公司與深圳市投資控股有限公司共投出資於 2006 年成立, 截至 2007 年全國有 95 家營業部。招商證券前身為招商銀行證券業務部, 於 1994 年接獲中國人民銀行批准成為招商銀行獨資成立專業證券商, 截至 2007 年全國有 71 家營業部, 主要分布於廣東地區, 其淨資本額為大陸前十大證券商。

有鑒於珠江三角洲經濟區境內存在領導證券商, 其多為國有背景證券商。在考量證券商的資本規模與經紀業務量的因素, 台灣證券商即使以獨資模式進入此

區域的未來業務成長受到壓迫可能性極大。

圖 15. 珠江三角洲主要證券商分布



資料來源：偉海證券諮詢

表 19 提供珠三角區域中其他城市證券商歷年的 ROE 表現，從 2004 年與 2005 年大陸境內股市表現不佳，全國整體證券商之 ROE 呈現負值，分別為 -6.99%、-8.77%，珠三角境內城市證券商的 ROE 表現顯示大致優於全大陸證券商表現，長城證券仍然有正收益的表現。2006 年與 2007 年受到大陸境內股市蓬勃上揚影響，珠三角區域城市證券商的績效表現由負轉正，尤其在 2007 年多數證券商的獲利表現皆高於大陸平均值，可能解釋原因為城市證券商多為民營化，相較於國營背景的證券商，城市證券商的組織架構清楚與較高的經營效率。2008 年受到全球金融海嘯影響證券商獲利大幅減少，大陸證券商全國平均 ROE 為 14.16%，珠三角境內多數證券商表現較全國平均差⁶⁰。

相對大陸證券商，台灣證券商於 2004 年到 2007 年的 ROE 表現皆為正值，獲利指標於小區間浮動，在股市指數上升時所能獲得的利潤受到市場規模較小而壓縮。由於台灣證券商過去彈性處理股市的經驗與風險控管的能力，避免與領導型證券商直接競爭，提供台灣證券商進入珠江三角經濟區佈局參考。

⁶⁰ Wind 資料庫提供財務數字指出，2008 年大陸證券商表現較全國平均佳的多數為國有背景證券商，例如：中銀證券、中信金通證券、中國建銀證券等。

表19. 珠三角城市證券商歷年 ROE 表現⁶¹

單位：百分比(%)

	2005	2006	2007	2008
中山證券	-17.20	7.08	34.85	2.32
廣州證券	-4.61	10.41	47.68	16.75
聯訊證券	NA	32.43	62.56	24.54
金元證券	0.47	12.28	39.86	0.13
英大證券	NA	2.55	37.09	2.06
東莞證券	-14.55	21.03	78.20	2.93
華林證券	-3.44	3.90	33.06	8.51
第一創業	-4.70	13.22	51.49	6.78
五礦證券	-12.59	-3.01	10.02	-11.63
銀泰證券	NA	1.80	39.37	2.00
萬聯證券	-14.42	17.95	53.38	3.55
長城證券	29.52	68.47	28.47	11.39
航空證券	NA	NA	29.50	1.57
台灣證券商	2.40	7.81	10.88	-1.89
大陸證券商	-8.77	24.18	37.13	14.16

資料來源：台灣行政院金融監督管理委員會、wind 資料庫，研究整理

利用台灣證券商持有的優勢，尋找城市證券商合作可為折衷考量點，短期內運用雙方證券商的證券業務互補性尋找合作對象，增加台灣證券商了解當地證券生態文化經驗，擴大台灣證券商在區域內的市場，以盼未來取得絕對掌控權，奠定台灣證券商於大陸境內長期發展之基礎。

二、 長江三角洲經濟區

長三角地區為大陸目前經濟發展速度最快、經濟總量規模最大、最具有發展潛力的經濟板塊。長三角區域所包含城市：上海、蘇州、無錫、常州、鎮江、南京、揚州、泰州、南通、徐州、連雲港、淮安、鹽城、宿遷、嘉興、湖州、杭州、紹興、台州、寧波、舟山、溫州與馬鞍山，並以上海為首

⁶¹ 城市證券商資料取得為 wind 資料庫，NA 表示資料不完整。

的江蘇省與浙江省之經濟帶。根據江蘇 2008 年統計年鑑數據，2007 年長三角地區人口為 8368.3 萬人，占全國 6.33%；地區生產總值為 46676.8 億元人民幣，占全國的 16.93%。進出口總值為 7341.3 億元人民幣，為全國的 33.77%，金融機構貸款餘額為 55314.8 億元人民幣占全國的 19.92%。

長江三角洲快速聚集國際資本和民間資本，日漸龐大的規模推動此地區的經濟快速發展。在長三角擁有經濟發展主力軍的企業，集中全大陸近半數的經濟百強縣，聚集著近 100 個年工業產值超過 100 億元的產業園區，還有包括萬向集團、金山石化、揚子乙烯、大眾汽車、上海貝爾、東方通信等在內的數千家巨人型企業。長三角地區同時吸引國際大企業進入，世界 500 強企業已有 400 多家於此落戶，顯示出長江三角洲已變成一個吸引國際資本與技術的強大磁場。

表20. 2007年長三角省份經濟指標占全國比值

單位：百分比%

	上海市	江蘇省	浙江省	總和
城鎮人口	2.78	6.83	4.87	14.48
人均實質所得	5.94	4.03	5.14	15.11
出口總額	11.81	16.73	10.53	39.07
進口總額	14.55	15.27	5.08	34.89
金融機構本 外幣貸款	7.77	8.38	8.99	25.14

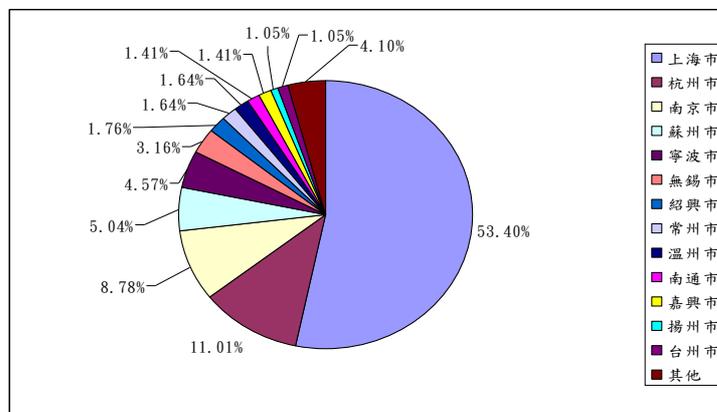
資料來源：2008 中國統計年鑑、2008 江蘇統計年鑑

由表 20 可知長江三角洲區域的上海市、江蘇省與浙江省的城鎮人口占全國的 14.48%，三個地區的人均實質所得占全國比值 15.11%，金融機構本外幣貸款佔全國比值為 25.14%。人民所得、人口數與金融機構貸款額為影響大陸證券業發展的顯著因素，由於長三角區域的三個變數占全國相當的比重，因此，我們推論長三角區域的證券商具有未來發展性，提供台灣證券商未來進入佈局參考區域。

截至 2008 年年底(圖 16)，長江三角洲的證券營業據點共計 854 家，佔全國的 27.48%。其中以上海市、杭州市、南京市、蘇州市、寧波市與無錫市為最密集，分別為 456、94、75、43、39 與 27 家，佔長三角區域的 53.40%、11.01%、

8.78%、5.04%、4.57%與 3.16%，分佈相當密集於六個城市，總共占 85.95%⁶²。

圖 16. 長江三角洲證券營業據點分佈



資料來源：偉海證券諮詢

由表 21-1 可知，長江三角洲內的紹興市、溫州市、舟山市、南通市、台州市、徐州市、杭州市等城市的單位營業據點承作交易額皆高於長江三角洲平均值。以營業據點面向而言，其中以杭州、上海境內營業據點多，證券商競爭；紹興、溫州與舟山的營業據點相對少，尤其以舟山市僅有一家華寶證券，證券交易額較高，城市內的競爭較於和緩。進一步對證券交易額成長率分析。2004 年與 2005 年大陸股市為下降趨勢導致證券交易總額縮減，長江三角洲內證券交易額成長率受到影響不大，於 2004 年平均值為正值的 46.70%，2005 年為-5.29%，顯示出此區域的證券活動活絡。2006 年到 2007 年的股市大漲造成交易額大幅上升，區內平均值分別為 134.01%與 461.21%。依長三角內的城市交易量成長率來分析，溫州市、舟山市與台州市在區內皆有好的表現，並以溫州市皆高於全區平均的表現最優異。結合營業據點競爭程度與證券交易成長率，溫州市、舟山市擁有營業據點較分散、證券交易量成長率高特徵，提供台灣券商進入長三角佈局時的建議城市。

⁶²詳細長江三角洲區域證券營業部分布數據參見附件十。

表21. 長江三角洲 2008 年證券商證券交易額／營業據點與歷年交易額成長率

21-1

	紹興	溫州	舟山	南通	台州	徐州	杭州	常州	嘉興	上海	平均
營業據點 (家數)	15	14	1	12	9	7	94	14	12	456	42.45
交易額 (百萬元 人民幣)	71.8	61.9	4.14	46.8	32.9	24.3	284	40.3	32.6	1220	115.65
交易額/ 營業據點 (百萬元 人民幣)	4.79	4.42	4.15	3.90	3.66	3.47	3.02	2.88	2.72	2.68	2.88
交易額成長率(%)											
地點 年份	紹興	溫州	舟山	南通	台州	徐州	杭州	常州	嘉興	上海	平均
2008	-30.96	-28.93	-14.94	-31.18	-44.43	-21.10	-36.47	-32.95	-35.45	-37.11	-32.29
2007	494.29	737.50	377.03	476.27	587.39	393.27	386.93	436.61	562.49	287.23	461.21
2006	298.80	280.23	123.58	33.85%	205.63	163.87	114.49	105.32	179.12	51.36	134.04
2005	-28.48	9.36	11.90	58.82	-25.90	-10.03	-26.33	-17.63	-36.90	-20.24	-5.29
2004	5.57	52.56	126.53	-10.87	104.38	105.65	17.61	-25.61	87.24	-9.78	46.70

資料來源:wind 資料庫, 研究整理

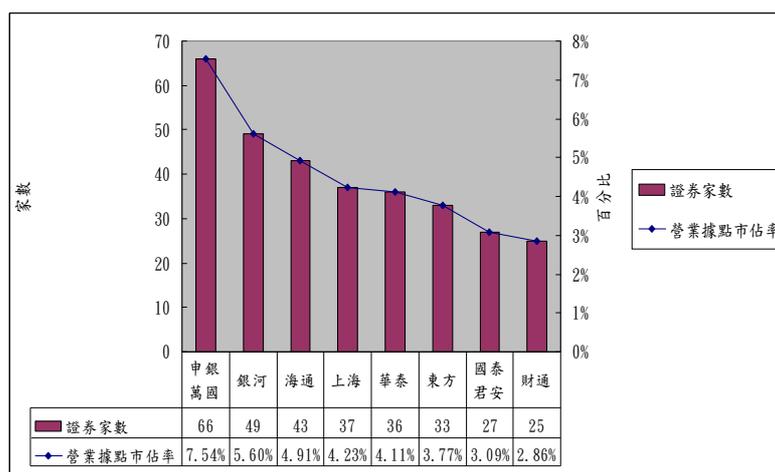
表 21-2 針對單位營業據點承作交易額最低的城市加以分析。長江三角洲境內的蘇州市、鎮江市與揚州市的單位營業據點承作交易額最低，比值分別為 1.92、1.86 與 1.86，其營業據點分佈為 43、7 與 9 家，顯示此鎮江市與揚州市的營業據點分佈較分散。鹽城市與鎮江市於 2004 年到 2007 年數據中證券交易成長率高於全區平均，其中以鎮江市於全區交易額成長為負值時呈現正成長表現最好。結合單位營業據點所承作交易額的多寡與交易成長率，鎮江市擁有單位營業單位據點承作較少證券交易額與高交易成長率特質，對於台灣證券商進入長江三角洲而言，應選擇已存在證券商承作證券據點分佈程度分散的地區可避免受到其對經濟業務壟斷之威脅，地區的證券交易量的高成長率亦可替台灣證券商未來業務發展提供來源。

21-2

	寧波	南京	鹽城	淮安	無錫	湖州	連雲港	蘇州	鎮江	揚州	總平均
營業據點 (家數)	39	75	4	3	27	5	3	43	7	9	42.45
交易額 (百萬)	101	188	9.89	7.02	59.3	10.8	6.21	82.4	13	16.7	115.65
交易額/ 營業據點 (百萬)	2.59	2.51	2.47	2.34	2.20	2.16	2.07	1.92	1.86	1.86	2.88
交易額成長率(%)											
地點 年份	寧波	南京	鹽城	淮安	無錫	湖州	連雲港	蘇州	鎮江	揚州	總平均
2008	-48.47	-25.98	-39.69	-30.53	-34.84	-32.92	-15.41	-25.09	-45.38	-33.99	-32.29
2007	538.44	371.24	552.55	335.82	414.12	459.19	415.46	423.81	579.77	394.74	461.21
2006	93.08	83.33	203.78	48.96	106.01	105.41	99.97	137.27	194.60	52.23%	134.04
2005	-30.57	-21.18	-13.20	70.46	-36.83	-24.60	-6.03%	-40.20	40.31%	41.51%	-5.29
2004	-12.60	11.68	82.48	-31.64	4.62	36.21	281.50	-11.90	183.67	-63.23	46.70

資料來源:wind 資料庫, 研究整理

圖 17. 長江三角洲主要證券商分佈



資料來源: 偉海證券諮詢

分析長江三角洲境內主要證券商, 如圖 17, 以申銀萬國、銀河證券、海通證券、上海證券、華泰證券等為主要證券商, 其設立營業據點分別為 66、49、43、37 與 36 家, 營業據點市占率分別為 7.54%、5.60%、4.91%、4.23% 與 4.11%。

區域內較高市占率的證券商皆為國有證券商與大型證券商分佈，其證券商資本額皆排名全國前十大，交易規模亦處於全國之首。

上海證券為上海國際集團有限公司和上海國際信託有限公司共同出資，經上海市人民政府與中國證監會批准，由原上海國際信託投資公司證券部和原上海財政證券商合併組建，截至 2007 年淨資本 27.31 億元人民幣，為大陸證券商排名第 24 名。華泰證券為江蘇省證券商前身，於 1990 經中國人民銀行總行批准設立，1997 年，註冊資本增至 40 億元人民幣，同時更名為江蘇證券有限責任公司。2005 年 3 月，華泰證券獲得創新試點資格，截止 2007 年末公司擁有聯合證券、長城偉業期貨、華泰金融控股（香港）、北京蘇信達投資顧問、信泰證券等五家子公司，淨資本額為 63.59 億人民幣，排名第 11 的大陸證券商。

東方證券由申能(集團)有限公司、上海外灘房屋置換有限公司作為發起人，通過收購撫順證券商及受讓上海浦東發展銀行和上海城市合作銀行所屬證券經營機構，並以增資方式設立的有限責任公司。2004 年度獲得創新試點證券商資格。截至 2007 年資本額為 75.55 億元人民幣，為大陸前十大證券商之一，全國共有 57 家證券營業部。

財通證券前身為浙江財政證券商，經中國證監會批准，由浙江省財務開發公司、嘉興市財茂經濟發展有限公司、台州市城市建設投資公司、江山市國有資產經營公司、溫州市財務開發公司等共同投資組建，註冊資本為 5.008 億元人民幣。2006 年 10 月以零價格吸收合併天和證券商的全部股權，截至 2007 年共設有 25 個證券營業部及 7 個證券服務部，淨資本額為 11.83 億元人民幣，為大陸證券商排名第 59 名。

以台灣證券商進入長三角佈局的角度而言，長江三角中大型證券商分佈林立，主要證券商皆為省級證券商背景，以獨資模式進入存在業務承作管道取得之威脅。分析長三角境內其他主要證券商（表 22），在 2004 年到 2005 年全國證券商 ROE 為負值表現下，境內證券商表現較全國證券商獲利表現佳，2006 年到 2007 年境內主要證券商的表現也較全國證券商平均 ROE 亮眼，2008 年以南京證券、中信金通證券、愛建證券表現較佳，顯示此區域主要證券商有領先全國證券商趨勢。台灣證券商在 2004 年到 2007 年的 ROE 表現在小區間浮動且皆為正值，台灣

證券商獲利受到在股市指數波動影響較大陸證券商小，顯出台灣證券商目前從事的業務性質多元，相較於大陸證券商以經紀業務為主的營業項目可做更多彈性的應變。在進入長江三角區佈局時，應考量台灣證券商自身在業務多元發展的優勢，避免與區內主要證券商直接競爭，以精緻化的產品與服務拓展境內版圖。

表22. 長三角城市證券商歷年 ROE 表現⁶³

單位：百分比(%)

	2005	2006	2007	2008
東方證券	-1.74	33.97	48.81	-13.48
上海證券	-5.64	17.99	43.67	3.11
華鑫證券	NA	9.56	51.32	3.32
南京證券	0.73	9.00	46.75	15.39
國聯證券	4.17	11.99	64.47	2.11
東吳證券	-10.45	36.37	62.51	7.43
浙商證券	NA ⁶⁴	20.17	39.21	14.53
中信金通證券	NA ⁶⁵	114.08	76.52	39.95
財通證券	-19.42	11.88	46.50	11.25
愛建證券	NA	-41.80	30.99	18.30
國元證券	-6.34	23.46	43.77	-20.00
華安證券	NA	46.77	40.02	10.93
東海證券	0.38	17.99	54.66	11.92
台灣證券商	2.40	7.81	10.88	-1.89
大陸證券商	-8.77	24.18	37.13	14.16

資料來源：台灣行政院金融監督管理委員會、wind 資料庫，研究整理

⁶³ 城市證券商資料取得為 wind 資料庫，NA 表示資料不完整。

⁶⁴ 當年淨利潤與股東權益皆為負值，不予採計。

⁶⁵ 同上註解。

第三節 台灣證券商進入之模式

在大陸加入 WTO 之後，大陸的證券市場逐步開放，外資得以參股的方式進入大陸證券市場。然而，在兩岸現行的政策規範和互動狀況下，臺灣的證券業可望於 2009 年與大陸簽署金融合作監理備忘錄，台灣證券商於大陸設立辦事處歷經十幾年，期盼在未來可於大陸境內實際承做業務。以下透過兩岸法令開放程度兩個構面探討兩岸合作模式。

壹、 兩岸法律尚未完全開放下

1. 與大陸證券商策略聯盟

從過去外資企業進入大陸的經驗歷程來看，在大陸尚未對外開放的環境下，經常先以技術合作的模式進入，提供產業的知識與技術人員。以雙方相互瞭解做為進一步合作的基礎，等待大陸政府對市場的開放，再以合資方式進行投資。由於雙方的政策限制因素，短期內透過策略聯盟方式取得合作機會，以技術合作協議或經營契約選擇權方式，提供台灣證券商在產業的優勢，例如金融專業人才的培訓、金融商品創新、分公司網點管理知識與客戶資料庫建立與資源整合能力、台灣過去證券市場歷史經驗的分享等。面對中外合資證券商與大陸證券商於大陸境內處於相互競爭態勢下，台灣證券商可以較開放的角度提供協助。

2009 年台灣證交所提出將和香港以及上海交易所共同編纂以大中華市場為主的新指數，再依據指數發行 ETF 互相掛牌，建立兩岸三地交易所的共同平臺，各自挑選一些優質公司在這個平臺上，提供投資人交易。台灣證券商擁有指數化管理的技術面成熟的經驗優勢⁶⁶，配合 ETF 於大陸境內穩定成長的趨勢，雙方證券商合作共同開發大中華地區指數，相互提供指數化投資策略與 ETF 發行要件等之必要協助，以拓展雙方大中華地區指數化投資合作，尋求 ETF 最大市場效應，以技術為核心、區域為平臺、客戶為導向、商品為媒介之核心策略發行 ETF。

2. 與金融相關產業合作

⁶⁶寶來投信於 2008 年前後與新加坡證券交易所及星展銀行 (DBS) 敲定海外掛牌事宜，再與中銀國際英國保誠資產管理有限公司簽訂合作協議，雙方在指數化投資策略聯盟，相互發揮彼此在台灣、香港的發展經驗，共同拓展大中華指數化商品市場。

大陸金融業發展從分業經營、分業管理趨向於分業經營、綜合管理，透過產品交叉銷售有效利用資源的經營模式。大陸政府於 2009 年 4 月開放銀行業參股保險業，奠定未來金融控股架構的基礎。有鑒於台資證券業登陸的法令限制與時間點落後，與銀行、保險業者的相互合作為進入大陸市場選項。2008 年富邦金控透過富邦銀行香港子公司持有廈門銀行 19.99% 股權，著手與大陸銀行業者合作提供管理優勢，以盼未來進入大陸市場廣面的業務發展。

3. 收購港、澳證券商或持有證券商執照之銀行

在香港與大陸簽有 CEPA 的優勢下，台灣證券商利用與港澳證券商或持有證券商資格執照的銀行合作，搶先佈局進入大陸市場的機會。在選擇港、澳銀行的策略上，已進入大陸設點為主要合作目標。富邦金控於 2004 年掌握香港港基銀行股權，並陸續收購更名為富邦銀行子公司，港基銀行同時取得證券商經營執照為進入大陸市場打下根基。

4. 與外資證券商合作或策略聯盟

台灣證券商相較外資證券商進入大陸市場佈局，擁有兩岸同文同種的優勢，台商西進大陸多年經驗與台灣證券商關係的建立，可成為與外資證券商合作的機會。藉由與外資證券商的合作，透過策略聯盟模式引薦台商與外資證券商往來取得海外籌資計畫。台灣證券商因提供客源取得外資業務學習的機會，有助於台灣證券商與台商累積國際經驗，擴大證券商業務發展。

兩岸法規尚未完全開放下台灣證券商可行業務：

1. 海外上市承銷業務合作

香港證券商專門進行保薦上市和股票承銷工作，台灣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；大陸證券商負責與當地證券機關協調海外掛牌事宜

2. QDII 業務合作

台灣行政院於 2009 年 4 月通過並公佈「大陸地區投資人來臺從事證券投資及期貨交易管理辦法」，開放經大陸地區證券主管機關核准之合格境內機構投資者(簡稱大陸合格境內機構投資者，即 QDII)等得來臺從事證券投資與期貨交

易，其中界定大陸地區合格投資人範圍⁶⁷；大陸法人來台開戶必須向台灣證交所登記檔，才能在台灣國銀申請開戶，投資盈餘匯出則依外匯相關法規辦理。大陸法人若不在台灣，必須在台灣委託一代理人下單交易，代理人可為自然人或法人。投資範圍原則比照僑外資，但不得投資興櫃有價證券及店頭衍生性商品，且不得借券、標借、信用交易及開立綜合交易帳戶。

政府積極開放陸資來台投資加強兩岸證券市場交流，對於證券交易成長有正面影響，對台灣證券商在經紀業務量承作有絕對的正面訊息，以盼未來兩岸證券市場合作，有效提高交流所帶來的價值提升。

3. 輔導台商回臺上市

大陸發展具有相當規模的台資企業因受限於台灣對投資條件的諸多規定，無法在台灣順利掛牌取得資金。在政府積極推動台商回台上市下，台灣證券商協助台商解決稅務風險、內控制度、兩岸會計差異等問題，現在扮演企業順利回臺上市櫃的輔導承銷角色。

根據台灣證交所數據，截至 2009 年 5 月已申報回台上市輔導契約的 13 家海外企業，以群益證券取得四家最多，輔導的台商包括新寶科技、楷捷國際、三希科技、世芯科技等，其次為富邦證券及元大證券各輔導兩家，其餘五家海外企業則分由元富證券、中信銀證券、寶來證券、第一金證券及宏遠證券各輔導一家。群益證券協助台商解決回台投資過程時面臨的各項問題，目前已順利推動首案—台驊國際回臺上市，充分扮演企業與主管機關之間的溝通平臺。

4. 兩岸產業合作的財務諮詢

大陸企業的發展趨勢從吸引外資逐漸轉變為積極到境外收購公司，進行兩岸企業併購與策略聯盟，成為台商產業與台灣證券商機會與挑戰。由於大陸公佈與

⁶⁷第三條 大陸地區投資人來臺從事證券投資或期貨交易，以下列各款之人為限：

1. 經大陸地區證券主管機關核准之合格機構投資者（以下簡稱機構投資人）。
2. 上市或上櫃公司依法令規定核給有價證券與在大陸地區設有戶籍之員工（以下簡稱大陸籍員工）。
3. 依照外國法律組織登記之法人，其股票或表彰股票之憑證於臺灣證券交易所股份有限公司（以下簡稱證券交易所）或財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心（以下簡稱證券櫃檯買賣中心）上市或上櫃買賣者，其在大陸地區依法組織登記或設有戶籍之股東（以下簡稱大陸籍股東）。
4. 其他經主管機關許可者。

外資併購有關的法規因估價體系、併購方式與國際間有差異，需國內外仲介機構的配合，可以專案合作或其他顧問的方式來進行。台灣證券商運用自我優勢，提供管理技術之協助，奠定未來進入大陸市場的基礎。

寶來金融集團於 2005 年 1 月協助正隆收購大陸 A 股上市公司山鷹紙業公司百分之十二股權併購案，使正隆成為山鷹紙業國有股之外第一大民營股東，實現兩岸首次以優勢互補的產業整合案，同時也為第一家台灣上市公司以戰略投資人方式投資大陸 A 股上市公司的案例。

貳、 兩岸法律進一步開放：

在假設兩岸法律鬆綁的架構下，台灣證券商可選擇以全資模式、股權合作模式、策略合作等模式進入大陸佈局，以下分別探討影響選擇進入模式的因素。

1. 個別公司的知識技術：

知識技術外移為多國籍企業以全資模式進入大陸的主要原因，台灣證券商擁有豐富的過去經驗與管理知識的優勢，在進入大陸市場之際會偏向採取全資模式，保護自我資源提高合作議價能力，奠定擴張市場的核心要素。

2. 品牌與聲譽

過去大陸證券商經歷挪用客戶交易結算資金與證券，佔用股東資金的違規理財現象，證券監管制度的缺乏對於其品牌與商譽受到嚴重威脅，在台灣證券商採取長期佈局大陸市場態度之下，致力於自我品牌建立與聲譽的維護，會偏向以全資為主要進入模式。

3. 政策鬆綁

過去在兩岸證券業開放政策鬆綁地法令不確定下，台灣證券商要以全資模式進入大陸市場想法短期內窒礙難行。然而，2008 年開始加速推動兩岸金融合作議題，積極提倡兩岸證券業開放與合作發展，提高台商登陸投資比例至 60%，開放證券商直接投資大陸基金管理公司、期貨公司等。台灣政府同時提出「兩岸經濟合作架構協議」，建議大陸對台灣全面開放金融市場，希望台灣證券商能以全資全照模式登陸，更期盼未來能簽訂兩岸金融監理備忘錄，為台灣與大陸之間搭起實質合作的橋樑基礎，階段性的政策逐漸開放，台灣證券商登陸實質可持有的

股權比例主要受到兩岸政治、法令規範的影響。

4. 外部不確定性的降低

對於台灣證券商進入大陸市場而言，逐漸降低的國家風險與兩岸法令開放的改善，階段性的提出區域性產業經濟合作以利雙方交流，增加未來以全資模式進入可能性。

5. 市場需求的增加與潛力

大陸股票市場逐年成長的趨勢，從 2004 年到 2007 年，大陸股票市價總值從 3.7 兆人民幣跳升到 32.7 兆元人民幣，總交易金額亦從 4.2 兆元人民幣上升到 46 兆元人民幣，截至 2008 年年底，投資者開戶數高達一億戶。龐大的投資需求市場為台灣證券商登陸的核心原因，近年來大陸政府建設多層資本架構，債券與創新金融商品的發展，提供擁有過去相關經驗優勢的台灣證券商以全資登陸的機會。

6. 增加當地經驗

對於台灣證券商而言，持有證券商專業知識與相關技能為進入大陸市場主要優勢，然而，在注重企業與大陸政府關係的特有文化下，台商以獨資進入可營運項目與收益來源可能因為無法取得相關的管道而受限制，因此初期可以透過尋找合資伙伴了解當地市場，相互運用雙方優勢穩定佈局，建立當地品牌，進而採取全資模式。

7. 負面的股權合資經驗

在過去的中外合資證券商案例來看，大陸尚未開放中外合資證券商從事 A 股經紀業務，在承銷案件上政府機關的批准具有濃厚政治色彩，加上受到 2008 年金融海嘯的影響，綜合各種因素，中外合資證券商的過去表現不如預期使台灣證券商對於合資模式失去信心，偏好以獨資方式進入市場。

8. 雙方證券商背景因素

大陸大型的證券商存在政府持有多數股權背景，管理階層的權力掌控程度大，加上政府掌權以控制國內資金流動的可能性，對於開放外資證券商的進入完採取較保守態度。台灣證券商在選擇進入模式應多重考量雙方組織架構，面對大

型證券商採取策略聯盟、股權合作模式，規模較小的城市級證券商可採取掌有較高股權的進入模式。

背景的差異性使台灣證券商對於進入大陸市場採取不同的態度，企業文化與公司制度關係進入模式的選擇，高度不確定避免程度為背景的證券商偏向保守態度，以採取策略聯盟或合作方式進入市場；不確定避免程度低的證券商傾向以全資模式進入，同時承擔較大風險與享有廣泛彈性運用資源優勢。

以下根據上一小節討論為基礎，分別對台灣證券商以獨資模式與股權合作模式進入大陸市場做探討。

1. 獨資模式

面對大陸龐大的市場與經濟體規模，開放台灣證券商擁有全資全照進入大陸市場為大家引頸期盼的事件。由於大陸證券市場特殊環境，境內股市已 A 股為主，可承作境內 A 股經紀對證券商而言為主要利基。根據本研究前述分析，大陸證券業發展受到區域經濟成長、區域金融仲介發展、城鄉居民儲蓄與人口增長率影響。數據顯示區域經濟成長、區域金融仲介發展與人口增長率與證券業發展有顯著且正面影響，即經濟成長高的區域看好其證券業未來成長，金融仲介發展健全的區域的證券業發展較好，人口增長率高的區域替證券業發展提供來源基礎。

因此，觀看大陸整體區域指標，以沿海華東地區，包含上海市、江蘇、浙江、安徽、福建、江西、山東與中南地區的河南、湖北、湖南、廣東、廣西、海南省份具有相較全國高經濟成長、金融仲介發展健全與人口密集等現象，對於證券業發展有相當的助益。對於台灣證券商以獨資模式進入大陸佈局，在考量長期成長策略下，可選擇具有相同經濟指標特徵的地區奠定業務版圖基礎。

本研究針對珠江三角洲、長江三角洲區域分析其證券商生態。在兩區域相對其他省份高度經濟發展下，證券產業的成熟度亦相較其他省份高。在珠江三角洲經濟區，主要證券商營業部集中在深圳市與廣州市，其單位證券營業據點所承作的交易量密度較高，對於未來台灣證券商進入取得經紀業務承作來源處於相對弱勢；肇慶市與珠海市同時擁有單位營業據點承作較少證券交易額與高交易成長率特質，顯示出兩城市之證券商承作證券交易量程度分散。從證券商獲利能力來看，珠三角境內的主要證券商受到股市波動的影響較台灣證券商來的大，說明台

灣證券商風險控管的處理能力較佔優勢。

在長江三角洲區域，以上海市與杭州市為證券商營業部集中最密集城市，其單位營業據點承作的證券交易額高於珠江三角洲區域城市，顯示出長江三角洲區域的證券商擁有較集中的證券交易額，加上區域內的主要證券商多為省級背景，過去的獲利表現皆高於全大陸平均值，提高台灣證券商以獨資模式進入長江三角洲所受到的擠壓程度。因此，台灣證券商在考量進入珠江三角洲與長江三角洲經濟區域時，應以證券商密集度較小的城市為考量，例如珠江三角洲經濟區的肇慶市與珠海市，長江三角洲區域的溫州市、舟山市及鎮江市等。台灣證券商應衡量自身優勢，嘗試發展多元化業務以建立在證券業自我定位，提供台灣證券商的知識技術，提高區域內證券發展的水平。

2. 股權合資

大陸在加入 WTO 後，逐漸開放外資與中資證券成立證券合資公司，股權合資成為外資證券商進入大陸的主要模式。在兩岸未來簽訂金融監理備忘錄的期盼下，台灣證券商可以取得以合資方式進入大陸，在合作對象的選擇及成為主要商討的議題，以期未來合資公司發揮綜效效應。

合作對象之市占率、業務相關性、市場經驗、國家持有股份比例為影響其合資公司表現的主要因素。中資合夥企業的市占率與合資證券商的風險為負向的關係，證券商和基金公司的收入受到總體經濟和證券市場走勢的影響而波動，市占率高的證券商其受到波動其實比市占率小的證券商來得明顯，因此台灣證券商可運用過去股市控管經驗優勢尋找合作目標。

業務相關性對於合資證券商或基金公司的財務表現、合資企業成長幅度與合資企業效率表現為負向關係，因此台灣證券商應以業務互補性的證券商為合作對象的選擇。在證券產業經紀業務競爭激烈下，發展多元的金融商品為證券商未來成長的動能之一，台灣證券商把握在衍生性商品的創新優勢尋找合適的合作大陸證券商，提供未來合資證券商的業務互補性以期待合資企業的成長表現。

大陸證券商的國有背景因素與公司故有的組織架構影響合資證券商績效表現。中資合作夥伴的國家持股比例越高，合資公司的財務表現和效率越不理想。因此，台灣證券商在選擇合資伙伴時應予國有持股比例較低的證券商為優先考

量。台灣證券商在選擇合作對象所考量的因素中，以合作對象的公司組織文化層面的共識為核心因素之一。僵化的組織結構影響合資公司的彈性運作與創新能力，在變動快速的金融產業影響尤甚。相同的，中資合作夥伴的員工人數對於合資公司淨利增長率成反向關係，在大陸市場中，較小規模的企業有較快的應變能力，容易抓住機會，擁有較大的未來成長機會。合資公司的外資持股比與其財務表現呈現正相關，透過實質經營權的掌握以較有效率的執行公司策略，運用其經營方針擴展版圖，以追求較高的財務表現。然而，國有背景的證券商規模大於本研究樣本蒐集的證券商規模，因此台灣證券商應尋找中小型之大陸證券商為合作對象。從過去的中外合資經驗來看，中外證券商雙方持有股權程度的共識為影響合資公司成立的關鍵因素之一，在合資公司取得營運策略主導權程度的取捨下，勢必為與大陸證券商股權合作架構下核心研議的因素。

總結過去中外合資的經驗，外資證券商長期深耕大陸市場，積極參與大陸境內金融體系的相關政策改革，適時提供協助以完善大陸金融市場的發展，以專業知識扮演財務諮詢角色，輔導大陸境內主要國有企業的上市，以提高大陸政府核准成立合資證券商的機會。有效運用大陸政府經濟政策開放時間點，積極取得合作機會，架設與其它金融相關機構合作平台，尋找雙方營運互補的利基以發展金融產業多樣面向的業務，以成熟的知識技術整合客戶資源，有效提高金融產業的交流與整合。

第六章 結論與建議

第一節 結論

壹、 兩岸證券商分析

大陸於 2001 年加入 WTO 以來，加速對外開放金融市場。大陸證券市場近年來成熟發展，上市公司數目、上市市值與證券交易額等數字指標說明其資本市場發展的無限潛能。

台灣證券市場發展相對大陸證券市場早，在市場經驗與法令規範的架構皆為大陸學習對象。台灣證券商擁有豐富的歷史漲跌經驗，對於股市波動的風險控管有自身建立的防範機制，證券商的嚴謹的監理制度與資訊高度透明化的特徵，皆為大陸證券商精進之項目。台灣過去公營事業民營化的經驗，提供大陸未來企業民營化發展的學習典範，使台灣證券商進入大陸市場取得知識傳授的優勢。台商西進大陸市場多年替台灣證券商未來佈局提供拓展市場管道取得之基礎，未來台灣證券商順利進入大陸境內市場可提供台商籌資相關服務，透過兩者的相輔相成於大陸市場奠定成長動能。

台灣證券商擁有產品開發創新與金融人才之優勢，對於衍生性商品剛起步的大陸提供健全的知識技術。台灣證券商致力於營業據點的管理知識亦為大陸積極學習的方式，金融控股的組織架構與營運模式引起大陸金融業未來發展的可能趨勢。總結以上的優勢，台灣證券商進入大陸市場有一定的談判能力，在政府積極促使下期待未來台灣證券商能以最快的速度拓展大陸市場版圖。

貳、 兩岸證券商整合

台灣證券商在承銷與自營業務經驗豐富，有鑒於在證券自營方面，大陸市場具有相當的獨特性，其政策對股市具有相當程度的影響；在承銷方面，當地的政商關係為主要影響因素，對於台灣證券商初入大陸市場可能不具有優勢。因此，本研究以大陸證券商經紀業務為主要分析面向，總結兩岸證券商整合項目如下：

一、 區域佈局

1. 區域經濟的成長、區域金融仲介的發展與區域人口增長率對證券業的發展有顯著且正面的影響，大陸以沿海華東地區與中南地區為證券業發展領先區域，提供台灣證券商佈局的參考。
2. 在珠江三角洲經濟區，主要證券商營業部集中在深圳市與廣州市，其單位證券營業據點所承作的交易量密度較高，對於未來台灣證券商進入取得經紀業務承作來源處於相對弱勢；肇慶市與珠海市同時擁有單位營業據點承作較少證券交易額與高交易成長率特質，顯示出兩城市之證券商承作證券交易量程度分散。從證券商獲利能力來看，珠三角境內的主要證券商受到股市波動的影響較台灣證券商來的大，說明台灣證券商風險控管的處理能力較佔優勢。
3. 在長江三角洲區域，以上海市與杭州市為證券商營業部集中最密集城市，其單位營業據點承作的證券交易額高於珠江三角洲區域城市，顯示出長江三角洲區域的證券商擁有較集中的證券交易額，加上區域內的主要證券商多為省級背景，過去的獲利表現皆高於全大陸平均值，提高台灣證券商以獨資模式進入長江三角洲所受到的威脅程度。
4. 結合營業據點競爭程度與證券交易成長率，溫州市、舟山市擁有營業據點較分散、證券交易量成長率高特徵，提供台灣券商進入長江三角洲佈局時的建議城市。
5. 鎮江市擁有單位營業單位據點承作較少證券交易額與高交易成長率特質，對於台灣證券商進入長江三角洲而言，應選擇已存在證券商承作證券據點分佈程度分散的地區可避免受到其對經濟業務壟斷之威脅
6. 台灣證券商在考量進入珠江三角洲與長江三角洲經濟區域時，應以證券商密集度較小的城市為考量，例如珠江三角洲經濟區的肇慶市與珠海市，長江三角洲區域的溫州市、舟山市及鎮江市等。台灣證券商應衡量自身優勢，嘗試發展多元化業務以建立在證券業自我定位，提供台灣證券商的知識技術，提高區域內證券發展的水平。

二、 整合模式

1. 在兩岸雙方的法律限制下，台灣證券商目前以提供財務諮詢為主要工作，透過香港子公司服務台灣企業海外上市，尋找大陸證券商策略聯盟。
2. 在考量台灣證券商特有知識技術、證券商品牌與聲譽、兩岸政策鬆綁、大陸外部不確定性降低、大陸市場需求成長潛力因素與過去負面的股權合資經驗，台灣證券商會偏向以全資模式進入市場；然而面對大陸證券商在區域性佈局的態勢與其複雜的組織背景，台灣證券商採取不同承諾程度的進入模式，其關鍵因素為雙方對合資成立的共識與企業文化的融合度。
3. 研究發現，中資合夥企業的市占率與合資證券商的風險，兩者之間為負向的關係，可能原因為證券商和基金公司的收入受到總體經濟和證券市場走勢的影響而波動，市占率高的證券商其受到的影響和波動其實比市占率小的證券商來得明顯。業務相關性對於合資證券商或基金公司的財務表現、合資企業成長幅度與合資企業效率表現為負向關係。在證券產業經紀業務競爭激烈下，發展多元的金融商品為證券商未來成長的動能之一，台灣證券商在衍生性商品的創新優勢，提供未來合資證券商的業務互補性以期待合資企業的成長表現。
4. 中資合作夥伴的國家持股比例越高，對於中外合資證券商或基金公司的財務表現和效率都有負面的影響，可能的解釋為國有股成分高的當地證券商受到政府的舊有組織架構限制，在證券市場中的應變彈性受到考驗，與國有持股高的中資公司合作帶來的正面綜效應持保留態度。相同的，中資合作夥伴的員工人數對於合資公司淨利增長率成反向關係，在大陸市場中，較小規模的企業有較快的應變能力，容易抓住機會，擁有較大的未來成長機會。
5. 合資公司的外資持股比與其財務表現呈現正相關，透過實質經營權的掌握以較有效率的執行公司策略，運用其經營方針擴展版圖，以追求較高的財務表現。在營業據點數方面與合資公司的成長幅度為正面關係，中資合作夥伴擁有的廣大營業據點和業務管道，有助於合資證券商或基金公司較快的推展業務，營業據點多的大陸證券商為台灣證券商未來選擇合作對象的建議考慮。

三、 整合機會

1. 外資於大陸市場的長期耕耘提供成立合資證券商的基礎，積極參與金融改革的協助建立良好形象，引進新金融業務以求擴大業務發展。合資證券商的雙方股權比例的取得、與大陸政府關係的建立為合資個案成功關鍵。
2. 2008 年台灣新政府的更替開啟兩岸證券商合作的嶄新機會，陸續解除兩岸投資限制，積極提倡架構兩岸的金融市場合作，爭取台灣證券商以全資全照的方式登陸。台灣證券商透過法令開放的時間點，在內地提供相關金融服務，深化與大陸的交流，奠定未來台灣證券商於對岸的長期穩健成長之基礎。
3. 大陸證券發展的文化背景與過去對外開放證券業入境的態度，初期以開放小區域、全照為基礎，建立雙方實質合作關係；中長期應以各證券商策略考量配合法令的鬆綁調整其佈局。

第二節 建議與展望

壹、 建議

多數台灣證券商期待大陸開放台灣證券商以全資、全照方式進入，並可以取得絕對的控制權與 A 股經紀業務承作的執照；若以合資的模式希望可取得一半股權為基礎。在大陸設置的辦事處可直接升格為全資分公司，有利台灣證券商於大陸境內的業務發展。結合本研究結論與透過實際訪談台灣證券商，總結對台灣證券商之建議為以下幾點：

1. 大陸境內全大區域的佈局的風險大，省級以上的大陸證券商規模龐大無法有效進入，期盼法令開放小區塊，提供多權限的方式在業務分論架構下談利潤分享，以地區性佈局為短期進入立足點。本研究以珠江三角洲與長江三角洲為分析區塊，建議以證券商密集度較小的城市為切入點以降低區內領導證券商的威脅。
2. 以台商為主要客源為佈局思考取代全國性佈點，利用台商在當地所建立的管道，承作台商買賣大陸股票、大陸人買賣台灣股票等經紀業務、台商募集海外資金業務（QFII）。
3. 參考過去外資證券商與大陸證券商成立合資券商的經驗，外資證券商在中國政策開放時間點取得合機會。2004 年大陸實施股份轉讓制度，台灣證券商是否可透過其政策參與大陸證券商股權取得進入大陸市場為一考量點。
4. 台灣證券商選擇以股權模式進入大陸市場，應對合作對象之市占率、業務相關性、市場經驗、國家持股比例與據點數以及合資公司之外資持股比例加以考量。此外，選擇合作對象時以無形的經營理念為長期合作的主要考量，財務健全、可承作全面性證券相關業務與發展前瞻性亦為另外考量因素。
5. 在兩岸對於金融產業合作的法令限制與證券商實際資本規模的差異下，是否存在台灣證券商與大陸其他非金融產業合作的可能性，以取代現行法令下兩岸證券商合作的困境。

貳、 展望

本研究以經紀業務為主要探討面向，透過大陸省級的總體資料分析與沿海經濟區域的證券商歸納，提供台灣證券商進入大陸市場的建議。大陸近年來積極推動各省建設發展，經濟成長動能以提供未來研究區域標的的選擇。

隨著兩岸政府的積極推動，輔導企業於大陸掛牌、衍生性商品發展與創投事業的開放程度，在承銷業務與自營業務面向的發展亦為未來台灣證券商進入大陸市場可研究之議題。

參考文獻

英文

- Deng, D.Z.(1997).Control, conflict and performance. *Journal of International Marketing*, 5(3)
- Hofstede, Geert.Management scientists are human. *Management Science*,40(1)
- Kogut, B. (1991). Joint ventures and the options to expand and acquire. *Management Science*, 37(1)
- Luo, Y.(1995).Business Strategy, Market Structure and Performance of International Joint Ventures:The case of Joint Ventures in China, *Management International Review*, 35
- Pan, Y & Tse, D.K.(1996).Cooperative strategies between foreign firms in an overseas country. *Journal of international business studies*, 26(5)
- Pan, Yigang(1996).Influences on foreign equity ownership level in joint ventures in china , *Journal of international business studies ; first quarter*
- Rajan, K.S.& N.Pangarkar(2000).Mode of entry choice:An empirical study of Singaporean multinationals, *Asia Pacific Journal of Management*,17
- Yadong Luo (1997). Partner selection and venturing success: the case of joint ventures with firms in the People's Republic of china, *Organization science*, Vol.8, No.6, November-December
- Yigang Pan, Xiaolian Li(1998). Alliance of foreign firms in equity joint ventures in china , *International business review* (7)
- Yigang Pan.& Peter S.K. CHI(1999). Financial performance and survival of multinational corporations in china , *Strategic management journal*

中文

- 王正元，兩岸證券業發展趨勢及比較，東華大學企管碩士論文，2002
- 羅慶忠，我國證券商的發展與創新研究，天津大學博士論文，2004
- 沈俊宏，兩岸簽署證券合作備忘錄對台灣證券商影響，國立政治大學經營管理碩士學程碩士論文，2005
- 吳裕群，「證券業管理之鬆綁與業務開放」，證券櫃檯月刊，118期，2006
- 許坤源，「兩岸三地台商籌資評估之研究」，政治大學經營管理碩士論文，2006
- 馮裕健，我國證券商的現狀與發展問題研究，北京城市學院學報，2006（3）
- 藍慧敏，外資證券商投資大陸證券商之決策分析，淡江大學國際貿易系國際企業學碩士論文，2006
- 李禧宜，大陸證券體系發展與台灣證券商登陸策略之研究，台灣大學國際企業學

研究所碩士論文，2007

陳勸仁，台灣證券業赴大陸投資問題之研究，淡江大學大陸研究所在職專班碩士論文，2007

傅德偉等編著，期權：應用與監管，中國財政出版社，2007

朱有為，包學誠，證券商資產管理業務發展的機遇、定位與路徑分析，證券與保險，2008（8）。

檀江來，大陸有問題證券商的處置和證券業規範整治的研究，世界經濟情況，2008(8)

2008 年上半年大陸國際收支報告

2008 年中國資本市場發展報告

2008 年廣州統計年鑑

網站

公開資訊觀測站 <http://newmops.tse.com.tw/>

台灣證券交易所 <http://www.twse.com.tw/ch/index.php>

中華民國證券商業同業公會 <http://www.csa.org.tw/>

行政院金融監督管理委員會 http://www.sfb.gov.tw/intro_index.asp

大陸證券監督管理委員會 <http://www.csrc.gov.cn/n575458/index.html>

香港證券交易所 http://www.hkex.com.hk/index_c.htm

上海證券交易所 <http://www.sse.com.cn/sseportal/ps/zhs/home.html>

深圳證券交易所 <http://www.szse.cn/>

巨潮資訊網站 <http://www.cninfo.com.cn>

大陸國家外匯管理局 <http://www.safe.gov.cn>

財經網 <http://www.caijing.com.cn>

中證網 <http://www.cs.com.cn>

僑報網 <http://www.usqiaobao.com>

大陸證券網 <http://www.cnstock.com/>

偉海證券諮詢 <http://www.weihai.com.cn/default.asp>

附件

附件一 臺灣證券商於香港地區投資現況

證券商	型態	投資現況	備註
元富	子公司	元富證券(香港)、元富代理人(香港)公司	透過元富應屬維京群島有限公司持有
永豐金	子公司	建華證券(香港)	2006年由建華證券更名為永豐金證券
元大	子公司	元大證券(香港)公司	由元大證券亞洲金融有限公司100%持有的元大證券(香港)子公司。
		金英證券(香港)公司	元大透過持有新加坡金英控股28%股權，為單一最大股東於香港設立子公司。
富邦	子公司	富銀證券(香港)有限公司	
群益	子公司	群益證券(香港)公司、群益(香港)公司(證券承銷、自營等業務及其他依香港當地法律規定可經營之證券業務)、群益財務有限公司、群益金融服務公司(證券經紀業務)、群益期貨(香港)公司(期貨經紀業務)、群益亞洲有限公司(企業金融及投資諮詢服務)	透過群益國際控股有限公司轉投資群益財務有限公司、群益(香港)有限公司、群益(香港)有限公司。另外透過群益(香港)有線公司轉投資群益金融服務有限公司、群益(香港)有限公司、群益亞洲有限公司。
金鼎	子公司	金鼎證券(香港)	由金鼎綜合證券(維京)股份有限公司轉投資金鼎證券(香港)有限公司
日盛	子公司	日盛嘉富國際公司	隸屬日盛金控子公司，該子公司為日盛證券購併香港嘉富成立

兆豐	子公司	倍利證券(投資顧問業務, 香港)、倍利浩昌證券商(有價證券經紀業務)、倍利國際資產管理公司(資產管理)、倍利全球資產管理公司(資產管理)	2006年8月國際證券更名為兆豐證券, 隸屬於兆豐金控子公司。透過英屬維京群島成立倍利控股有限公司, 轉投資倍利證券(香港)有限公司、倍利國際資產管理公司、倍利全球資產管理公司。
統一	子公司	統一證券(香港)、統一期貨(香港)	由統一證券與統一證券(維京群島)有限公司億同設立統一證券有限公司(香港); 另由統一證券(維京群島)有限公司轉投資統一期貨(香港)有限公司。
大華	子公司	Grand Cathay Securities(Hong Kong)Limited(經紀、承銷、協助企業海外併購業務), Grand Cathay Securities(Hong Kong) Nominees Limited	隸屬開發金控子公司透過英屬開曼群島 Grand Cathay Holding Ltd 持有。
寶來	子公司	寶來證券(香港)、漢宇資本(證券初級市場承銷及輔導業務)、漢宇財務有限公司(衍生性金融商品規劃及交易)	唯一一家台灣證券商在香港同時設有子公司及分公司之證券商。透過寶來控股(開曼)有限公司轉投資寶來證券(香港)有限公司、漢宇資本(亞洲)有限公司、漢宇財務有限公司
	分公司	香港分公司	
凱基	子公司	凱基證券(香港)	1997年凱基證券(香港)開業, 於1999年收購海裕證券有限公司及海裕期貨有限公司
台証	子公司	台証證券(香港)	隸屬台新金控子公司。1992年設立台証證券(香港)有限公司(台灣證券商第一家轉投一海外公司先例), 由台証證券百分之百轉投資一新控股公司, 再由開控股

			公司百分之百持有台証證券(香港)有限公司
台灣工銀	合資公司	香港敬威證券	2003年透過台灣工銀控股(維京群島)有限公司,與日本瑞穗集團旗下新光證券及香港東亞銀行合作轉投資
康和	子公司	康和證券(香港)、康何財務管理顧問(香港)有限公司(財務規劃)	透過康和證券(開曼群島)有限公司轉投資康和證券(香港)有限公司,再由該公司轉投資康和財務管理顧問(香港)有限公司
太平洋	子公司	量太証券(香港)公司	透過量太投資(開曼)有限公司持有
宏遠	子公司	大信證券(香港)公司、大信商品(香港)公司(期貨經紀及自營)、大信代理人(香港)公司、達新財務(香港)公司(經營融資業務)	2006年由吉祥證券改名為宏遠證券。透過英屬維京群島設立大信國際控股有限公司轉投資大信證券(香港)有限公司、大信商品有限公司、大信代理人有限公司。
華南永昌	子公司	華南永昌證券(香港)公司	隸屬於華南金控子公司,透過華南永昌證券控股有限公司(維京)持有。

資料來源：研究整理

附件二 大陸證券市場發展時間表

時間	事件
<p>萌發時期： 70-80年代</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 1978 年大陸改革開放，國內企業開始以面額自行發行股票，資本市場開始萌生。 ● 1981 年開始發行國債。 ● 1982 年開始發行企業債。 ● 1984 年頒布「相關發行股票暫行辦法」，並開始金融債的發行。 ● 1986 年第一個證券櫃檯交易於上海成立，深圳市人民政府頒布「國營企業股份化試點暫行規定」；國務院頒發了「關於深化企業改革增強企業活力的若干規定」。 ● 1987 年深圳特區證券商成立為大陸第一家專業證券商。 ● 1988 年中國人民銀行撥與資金成立 33 家證券商。
<p>奠定時期： 90年代</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 1990 年先後成立上海證券交易所、深圳證券交易所 ● 1991 年大陸證券協會成立，B 股試點。 ● 1992 年國務院證券管理委員會及大陸證券監督管理委員會成立，STAQ⁶⁸系統正式成立。 ● 1993 年股票發行試點正式由上海、深圳推廣至全國，並於北京試行全國電子交易系統⁶⁹。 ● 1994 年公司法誕生。 ● 1995 年深滬交易所實施 T+1 交易。 ● 1996 年恢復股市漲跌幅限制。 ● 1997 金融體系確定銀行業、證券業、保險業分業經營、分業管理原則，並頒布「證券投資基金管理暫行辦法」。 ● 1998 年國務院證券委員撤銷，中國證監會成為全國證券期貨市場監管部門。 ● 1999 年正式實施證券法。
<p>發展期： 2000年後</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 2000 年允許香港 H 股回大陸內地發行 A 股。 ● 2001 年開放境內區民進行 B 股交易，大陸證券業協會設立代辦股份轉讓系統。 ● 2003 發佈「證券投資基金法」、「證券發行上市保健

⁶⁸ STAQ 系統為大陸證券交易自動報價系統(Securities Trading Automated Quotations System)，仿美國 NASDAQ 報價系統，主要進行法人股交易。

⁶⁹ 全國電子交易系統，又稱 NET 系統為大陸證券交易系統有限公司開辦，主要進行法人股交易。

	<p>制度暫行辦法」。</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 2005 年於深圳交易所成立中小企業版。 ● 2005 年開始股權分制改革，修改並發佈新「證券法」。 ● 2006 年重新啟動 IPO 與 SPO。融資融券方面，中國證監會前後發佈「證券商融資融券業務試點管理辦法」、「證券商融資融券業務試點內部控制指引」，滬深證券交易所公布實施「融資融券交易試點實施細則」。實行「上市公司證券發行管理辦法」，恢復完成股權分置改革的公司可再融資。 ● 2007 年頒布「證券商設立子公司試行規定」。 ● 2008 年公佈「證券商監督管理條例」。
--	--

資料來源: 研究整理

附件三 股權分置改革以來頒佈的有關規章制度

法規名稱	主要內容
證券發行與承銷管理辦法	建立發行效率，加強市場約束，重視發行公平性與成熟市場接軌。
合格境外機構投資者境內證券投資管理辦法	擴大證券市場資金來源，改善投資者結構以及投資者理念與行為。
公開發行證券的公司信息披露內容與格式準則	規範上市公司信息披露。
證券市場禁入規定	建立責任和權力相統一的制度，進一步治理和規範證券上市公司高層、保薦人等行為。
首次公開發行股票並上市管理辦法	進一步規範上市公司 IPO。
上市公司股權激勵管理辦法	建立上市公司股權激勵制度，促使管理層更注重股東利益和公司股價的市場表現。
國務院批准證監會關於提高上市公司質量意見通知	提高上市公司質量，重點解決大股東占款問題。

資料來源: 中國證監會

附件四 各國多層次市場

	臺灣	大陸	日本	韓國	美國
主板市場	臺灣證券交易所	深滬證券交易所（含深交所中小企業板）	東京、大阪證券交易所等	韓國交易股票市場	NYSE、AMEX等交易所
創業板市場	櫃檯買賣中心	創業版	JASDAQ： 上市板塊東交所 Mothers： 大阪交易所 Hercules	KOSDAQ	NASDAQ
未上市公開發行公司股票轉讓市場	櫃檯買賣中心： 興櫃股票市場； 盤商市場	未上市公開發行公司股票轉讓市場；代辦股份轉讓系統	JASDAQ：未上市板塊	櫃檯交易市場 KOTCBB	OTCBB （NASDAQ 監管下的市場） Pink Sheets （市場無監管者）
私募證券轉讓市場	盤商市場	北京中關村股票報價轉讓系統	—	—	PORTAL（限合格投資 QIB 參與）

資料來源：大陸證券市場產品創新研究，陳煒，研究整理

附件五 世界主要交易所產品比較

	台灣	中國	香港	東京	韓國	孟買	倫敦	瑞士	德國	泛歐	斯德哥爾摩	赫爾辛基	雅典	華沙	多倫多	澳大利亞	紐約
股票	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
外國股票	*		*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
債券	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
可轉債	*	*	*	*					*	*	*						
投資基金	*	*	*					*		*					*		
房地產 信託基金	*			*	*												
ETF	*	*	*	*	*	*		*	*	*	*				*	*	*
債券回購/ 逆回購	*				*												
股票借貸 /回購	*	*							*				*				
權證	*	*	*		*	*		*	*	*	*		*	*	*	*	*
認股權證	*	*	*					*	*	*	*		*	*	*		
商業票據	*																
存單	*	*															
期貨	*	*	*	*	*	*		*	*	*	*		*	*		*	
股票期貨	*	*	*			*			*	*			*	*			
股指期貨	*		*	*	*	*			*	*			*	*			
債券期貨	*		*	*					*	*							
利率期貨	*		*						*	*							
貨幣期貨										*			*	*			
商品期貨	*	*								*							
選擇權	*		*	*	*	*	*	*	*	*	*		*	*		*	
股票選擇權	*		*	*	*	*	*		*	*			*			*	
股指選擇權	*		*	*	*	*			*	*			*	*		*	
債券選擇權			*	*					*	*							
利率選擇權			*						*	*	*						
期貨選擇權									*	*							
結構化	*		*					*		*							

衍生品																			
-----	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--

資料來源:傅德偉等編著。「期權：應用與監管」，大陸財政出版社，2007年；研究整理

附件六 大陸對外開放時間表

時間	事件
90年代	<ul style="list-style-type: none"> ● 1993年大陸境內企業青島啤酒於香港及海外上市。 ● 1995年試辦中外合資投資銀行，1995年日本五十鈴自動車與伊藤商事協議購買北京北旅25%股權，為外商協議購買法人股並成為大陸上市公司大股東的首例。 ● 1997年頒布「證券投資基金管理暫行辦法」，並開放境內企業於香港、紐約、倫敦和新加坡等海外上市。
2000年以後	<ul style="list-style-type: none"> ● 2001年開放中外合資設立證券投資基金管理公司；發佈「關於上市公司涉及外商投資有關問題的若干意見」，批准中外合資公司上市；12月加入WTO。 ● 2002年前後頒布「外資參股證券商設立規則」、「外資參股基金管理公司設立規則」、「關於向外商轉讓上市公司國有股和法人股有關問題的通知」，QFII正式實施。 ● 2004年與香港共同簽訂「內地與香港關於建立更緊密經貿關係的安排」。 ● 2006年頒布「外國投資者對上市公司戰略投資管理辦法」⁷⁰，開放外匯管制使符合規定的金融機構可以購買境外金融商品。 ● 2008年修定「外資參股證券商設立規則」，並頒佈「證券商設立子公司試行規定」。

資料來源：研究整理

⁷⁰ 於2006年1月底開始准許外國戰略投資者購買A股，其限定於完成股改的特別股票，投資者可透過協議轉讓、上市公司定向發行新股或依其他法令規定取得A股。首次投資所取得股份不得低於該公司已發行股份的10%，並在三年內不得轉換其股份。

附件七 大陸地區外國證券商投資項目及經營內容一覽表

開放項目	法規依據	內容
外資證券商至大陸大陸申請設立代表機構	外國證券類機構駐華代表機構管理辦法(1994)	從事諮詢、聯絡、市場調查等非經營性活動。
經國務院證券監督管理機構審查批准外資設立證券商	中國證券法(1997)	<ul style="list-style-type: none"> ● 綜合類證券商 經營證券經紀業務、證券自營業務、證券承銷業務、經國務院證券監督管理機構核定之其他證券業務，要求最低資本額為人民幣五億元。 ● 經紀證券商 經紀類證券商專門從事證券經紀業務，最低資本額為人民幣五千萬元。
外資參股證券商	外資參股證券商設立規則(2002)	<ul style="list-style-type: none"> ● 股票(包括人民幣普通股、外資股)和債券(政府債券、公司債券)的承銷。 ● 外資股的經紀。 ● 債券括政府債券、公司債券)的經紀和自營。 ● 證監會批准的其他業務。
以機構投資者參與證券商重整與股權收購	境外金融機構投資入股中資金融機構管理辦法(2003)	<ul style="list-style-type: none"> ● 單一外資金融機構之持股比例不得逾 20%。 ● 多家外資金融機構對非上市中資金融機構之合計持股比例在 25%以上者，對該非上市中資金融機構按照外資金融機構實施監督管理。 ● 多家外資金融機構對上市中資金融機構之合計持股比例在 25%以上者，對該上市中資金融機構仍按照中資金融機構實施監督管理。
境外證券商於大陸境內設立子公司	證券商設立子公司試行規定(2007)	<ul style="list-style-type: none"> ● 最近十二個月各項風險控制指標持續符合規定標準，最近一年淨資本不低於 12 億元人民幣。 ● 具備較強的經營管理能力，設立子公司經營證券經紀、證券承銷與保薦或者證券資產管理業務的，最近一年公司經營該業務的市場佔有率不低於行業中等水準。

		<ul style="list-style-type: none"> ● 具備健全的公司治理結構、完善的風險管理制度和內部控制機制，能夠有效防範證券商與其子公司之間出現風險傳遞和利益衝突。 ● 中外合資證券商應另外符合「外資參股證券商設立規則」規定的條件。
--	--	--

資料來源：藍慧敏（2006），研究整理

附件八 中外合資證券商總表

合資證券商	成立時間	註冊資本	各家持股比例	備註
大陸國際 金融	1995/06	1.25 億 美元	<ul style="list-style-type: none"> ● 中國建銀投資:43.35% ● 中國投資擔保:7.65% ● 摩根史丹利國際 (美):34.30% ● 新加坡政府投資 (新):7.35% ● 名力集團控股(港): 7.35% 	
中銀國際 證券	2002/03	15 億人民幣	<ul style="list-style-type: none"> ● 中國石油天然氣集 團:21% ● 國家開發投資:12% ● 中國通用技術集團:6% ● 玉溪紅塔煙草集團:6% ● 上海國有資產經營:6% ● 中銀國際控股(港): 49.00% 	為中國人民銀行 100% 投資
華歐國際 證券	2003/04	5 億人民幣	<ul style="list-style-type: none"> ● 財富證券:66.67% ● 里昂證券(港):33.33% 	最早為湘財證券與里昂 證券資本市場有限公司 (香港)共同成立,2006 年湘財證券將所擁有 66.67%股份全數轉讓予 湖南華菱鋼鐵集團。同 年 8 月,華菱鋼鐵與財 富證券簽訂參股協議 書,把所有股權轉讓給 財富證券。
長江巴黎 百富勤證券	2003/03-2007/01	1 億人民幣	<ul style="list-style-type: none"> ● 長江證券:66.67% ● 法國巴黎銀行集團: 33.33% 	前身為長江巴黎百富勤 證券,2006 年長江證券 受讓法國巴黎銀行持有 的 33%股權,於 2007 年 變更登記為長江證券承 銷保薦有限公司,同年 6 月公司註冊資本由 6 億人民幣縮減至 1 億人 民幣

海際大和證券	2004/07	5 億人民幣	<ul style="list-style-type: none"> ● 上海證券:66.67% ● 大和證券 SMBC 株式會社: 33.33% 	由上海證券與大和證券 SMBC 股份有限公司共同出資
高盛高華證券	2004/12	8 億人民幣	<ul style="list-style-type: none"> ● 北京高華證券:67% ● 高盛(亞洲): 33.00% 	高盛配合中國證監會對境內證券商整頓的機會，注入資金於海南證券，取得大陸政府對於後來合資公司成立的重要關鍵。高盛利用國際商業貸款 8 億人民幣注入北京高華證券下子公司的註冊資本，為大陸各人借用國際商業貸款首例。
瑞銀證券	2007/03	14.9 億人民幣	<ul style="list-style-type: none"> ● 國際金融: 4.99% ● 中國糧油: 14% ● 國家開發投資公司: 14% ● 國翔資產管理公司: 33% ● 大陸建銀投資公司: 14% ● 瑞士銀行: 20% 	瑞銀證券於 2006 年 12 月正式成立，由中國建銀投資與北京國翔資產管理公司共同出資建立。重整北京證券，建銀投資將持有部分股份轉給瑞士銀行
瑞信方正證券	2008/06	8 億人民幣	<ul style="list-style-type: none"> ● 方正證券: 66.7% ● 瑞士信貸: 33.3% 	
中德證券	2009/01	10 億人民幣	<ul style="list-style-type: none"> ● 山西證券: 66.7 % ● 德意志銀行: 33.3 %。 	

資料來源:各家證券商財務年報，研究整理

附件九 2008年廣東省證券商營業部狀況

城市	家數	百分比	累計家數	累積百分比
深圳市轄區	196	40.66%	196	40.66%
廣州市轄區	120	24.90%	316	65.56%
東莞市	23	4.77%	339	70.33%
汕頭市轄區	18	3.73%	357	74.07%
佛山市轄區	16	3.32%	373	77.39%
珠海市轄區	13	2.70%	386	80.08%
中山市	11	2.28%	397	82.37%
佛山市順德區	10	2.07%	407	84.44%
江門市轄區	9	1.87%	416	86.31%
佛山市南海區	6	1.24%	422	87.55%
惠州市轄區	6	1.24%	428	88.80%
湛江市轄區	6	1.24%	434	90.04%
茂名市轄區	5	1.04%	439	91.08%
肇慶市轄區	5	1.04%	444	92.12%
汕尾市轄區	3	0.62%	447	92.74%
揭陽市轄區	3	0.62%	450	93.36%
韶關市轄區	3	0.62%	453	93.98%
潮州市轄區	3	0.62%	456	94.61%
江門市開平市	2	0.41%	458	95.02%
梅州市轄區	2	0.41%	460	95.44%
清遠市轄區	2	0.41%	462	95.85%
廣州市增城市	1	0.21%	463	96.06%
雲浮市羅定市	1	0.21%	464	96.27%
雲浮市新興縣	1	0.21%	465	96.47%
雲浮市轄區	1	0.21%	466	96.68%
江門市鶴山市	1	0.21%	467	96.89%
佛山市三水區	1	0.21%	468	97.10%
佛山市高明區	1	0.21%	469	97.30%
佛山市禪城區	1	0.21%	470	97.51%
陽江市轄區	1	0.21%	471	97.72%
河源市龍川縣	1	0.21%	472	97.93%
河源市轄區	1	0.21%	473	98.13%
梅州市五華縣	1	0.21%	474	98.34%
梅州市興寧市	1	0.21%	475	98.55%

揭陽市普寧市	1	0.21%	476	98.76%
湛江市廉江市	1	0.21%	477	98.96%
肇慶市四會市	1	0.21%	478	99.17%
肇慶市德慶縣	1	0.21%	479	99.38%
韶關市樂昌市	1	0.21%	480	99.59%
潮州市潮安縣	1	0.21%	481	99.79%
潮州市饒平縣	1	0.21%	482	100.00%
總計	482	100.00%		

資料來源：偉海證券諮詢

附件十 2008年長江三角洲證券商營業據點分佈表

上海市證券商營業部狀況

城市	家數	百分比	累計家數	累計百分比
浦東新區	73	16.01%	73	16.01%
徐匯區	50	10.96%	123	26.97%
長寧區	48	10.53%	171	37.50%
虹口區	47	10.31%	218	47.81%
黃浦區	43	9.43%	261	57.24%
楊浦區	36	7.89%	297	65.13%
普陀區	31	6.80%	328	71.93%
盧灣區	25	5.48%	353	77.41%
靜安區	24	5.26%	377	82.68%
閔行區	22	4.82%	399	87.50%
開北區	17	3.73%	416	91.23%
寶山區	13	2.85%	429	94.08%
南匯區	6	1.32%	435	95.39%
金山區	5	1.10%	440	96.49%
嘉定區	5	1.10%	445	97.59%
松江區	3	0.66%	448	98.25%
青浦區	3	0.66%	451	98.90%
崇明縣	3	0.66%	454	99.56%
奉賢區	2	0.44%	456	100.00%
總計	456	100.00%		

資料來源：偉海證券諮詢

江蘇省證券商營業部狀況

城市	家數	百分比	累計家數	累計百分比
南京市轄區	75	35.89%	75	35.89%
蘇州市轄區	32	15.31%	107	51.20%
無錫市轄區	21	10.05%	128	61.24%
常州市轄區	13	6.22%	141	67.46%
南通市轄區	11	5.26%	152	72.73%
揚州市轄區	8	3.83%	160	76.56%
徐州市轄區	7	3.35%	167	79.90%
鎮江市轄區	5	2.39%	172	82.30%
無錫市江陰市	4	1.91%	176	84.21%
泰州市轄區	4	1.91%	180	86.12%
鹽城市轄區	4	1.91%	184	88.04%
蘇州市常熟市	4	1.91%	188	89.95%
淮安市轄區	3	1.44%	191	91.39%
蘇州市張家港市	3	1.44%	194	92.82%
連雲港市轄區	3	1.44%	197	94.26%
無錫市宜興市	2	0.96%	199	95.22%
蘇州市吳江市	2	0.96%	201	96.17%
鎮江市丹陽市	2	0.96%	203	97.13%
南通市如皋市	1	0.48%	204	97.61%
泰州市靖江市	1	0.48%	205	98.09%
常州市溧陽市	1	0.48%	206	98.56%
揚州市儀征市	1	0.48%	207	99.04%
蘇州市太倉市	1	0.48%	208	99.52%
蘇州市昆山市	1	0.48%	209	100.00%
總計	209	100.00%		

資料來源：偉海證券諮詢

浙江省證券商營業部狀況

城市	家數	百分比	累計家數	累計百分比
杭州市轄區	92	43.81%	92	43.81%
寧波市轄區	34	16.19%	126	60.00%
紹興市轄區	13	6.19%	139	66.19%
溫州市轄區	11	5.24%	150	71.43%
嘉興市轄區	9	4.29%	159	75.71%
台州市轄區	5	2.38%	164	78.10%
金華市義烏市	5	2.38%	169	80.48%
金華市轄區	5	2.38%	174	82.86%
湖州市轄區	4	1.90%	178	84.76%
衢州市轄區	3	1.43%	181	86.19%
台州市溫嶺市	2	0.95%	183	87.14%
寧波市余姚市	2	0.95%	185	88.10%
寧波市慈溪市	2	0.95%	187	89.05%
麗水市轄區	2	0.95%	189	90.00%
金華市永康市	2	0.95%	191	90.95%
金華市東陽市	2	0.95%	193	91.90%
台州市玉環縣	1	0.48%	194	92.38%
台州市臨海市	1	0.48%	195	92.86%
寧波市奉化市	1	0.48%	196	93.33%
舟山市轄區	1	0.48%	197	93.81%
杭州市富陽市	1	0.48%	198	94.29%
杭州市臨安市	1	0.48%	199	94.76%
金華市蘭溪市	1	0.48%	200	95.24%
溫州市鹿城區	1	0.48%	201	95.71%
溫州市里安市	1	0.48%	202	96.19%
溫州市樂清市	1	0.48%	203	96.67%
湖州市德清縣	1	0.48%	204	97.14%
嘉興市平湖市	1	0.48%	205	97.62%
嘉興市桐鄉市	1	0.48%	206	98.10%
嘉興市海寧市	1	0.48%	207	98.57%
衢州市江山市	1	0.48%	208	99.05%
紹興市上虞市	1	0.48%	209	99.52%
紹興市諸暨市	1	0.48%	210	100.00%
總計	210	100.00%		

資料來源：偉海證券諮詢