

中華民國證券商業同業公會委託專題研究

兩岸資本市場整合與監管

主持人：廈門大學王亞南經濟研究院 洪永森 院長
廈門大學王亞南經濟研究院 鄭 鳴 教授

2009年9月

目 錄

前 言.....	1
一、研究對象.....	1
二、研究現狀.....	2
三、內容框架.....	3
第一章 海峽兩岸金融交流與合作的現狀.....	6
一、兩岸經貿發展與金融交流.....	6
二、兩岸金融交流與合作的現狀.....	9
(一) 通匯和貨幣清算.....	9
(二) 金融市場開放.....	13
(三) 金融機構合作.....	14
(四) 金融監管合作.....	15
三、兩岸金融交流與合作中面臨的問題.....	16
(一) 台灣方面.....	16
(二) 大陸方面.....	17
第二章 兩岸資本市場整合發展研究 1：銀行業.....	21
一、大陸銀行業對外資開放的現狀.....	21
(一) 大陸銀行業開放狀況.....	21
(二) 外資銀行進入後的影響.....	22
二、兩岸銀行業合作發展的契機.....	24
(一) 大陸台資企業融資偏好分析.....	24
(二) 台灣銀行進入大陸的動因分析.....	26
(三) 台灣地區銀行進入大陸的困境與優勢.....	27
三、兩岸銀行業整合的戰略構想.....	30
(一) 兩岸中小商業銀行的合作.....	31

(二) 兩岸大型商業銀行的合作.....	34
第三章 兩岸資本市場整合發展研究 2：證券業.....	36
一、大陸證券業對外資開放的現狀.....	37
(一) 大陸證券業開放狀況.....	37
(二) 外資投資銀行進入大陸後的影響.....	39
二、兩岸證券市場比較.....	40
(一) 市場體系.....	41
(二) 市場開放程度.....	48
(三) 市場主體.....	52
(四) 監管模式.....	54
(五) 資訊披露.....	56
三、兩岸證券市場整合的戰略構想.....	60
(一) 市場開放.....	61
(二) 機構的合作.....	63
(三) 市場一體化.....	64
第四章 兩岸資本市場整合發展研究 3：保險業.....	67
一、大陸保險業開放的現狀.....	67
(一) 大陸保險業對外開放狀況.....	67
(二) 外資保險公司進入後的影響.....	68
二、兩岸保險業合作發展的契機.....	70
(一) 兩岸保險業發展比較.....	70
(二) 兩岸保險業合作現狀及問題.....	71
(三) 兩岸保險業合作的優勢.....	73
三、兩岸保險市場整合的戰略構想.....	74
(一) 銀保合作.....	74
(二) 證保合作.....	76

第五章 兩岸資本市場監管合作	80
一、兩岸開展金融監管合作的現狀	80
(一) 兩岸開展金融監管合作的必要性	80
(二) 兩岸開展金融監管合作的有利條件	81
(三) 兩岸開展金融監管合作的主要障礙	81
二、區域金融監管的國際合作經驗	83
(一) 歐盟金融監管合作的經驗：完善的金融監管法律協調機制	83
(二) 東盟及 NAFTA 的經驗：參照國際基本協議	84
(三) 大陸與香港金融監管的協調經驗：由淺到深、實現定期監管交流	84
(四) 在兩岸金融監管合作方面的借鑒和運用	85
三、兩岸資本市場監管合作的目標及原則	85
第六章 兩岸銀行業監管合作	89
一、國際銀行業監管合作與協調	89
二、兩岸對外資銀行機構監管的比較	95
(一) 對外資銀行的市場准入監管	95
(二) 對外資銀行的經營監管	97
(三) 對外資銀行退出的監管	98
三、兩岸銀行業監管合作	100
(一) 兩岸銀行業監管合作的基礎	100
(二) 兩岸銀行業監管合作的關鍵問題	101
第七章 兩岸證券業監管合作	106
一、證券跨國發行與交易的監管	106
(一) 證券跨國發行	106
(二) 證券跨國上市與交易的監管	107
二、國際證券業監管合作與協調	113
(一) 國際證券業監管合作與協調的框架	115

(二) 歐洲伊斯達克 (EASDAQ) 的運作及其法律構架.....	119
(三) 內地與香港證券監管的合作與協調.....	122
三、兩岸證券業監管合作與協調.....	133
第八章 兩岸保險業監管合作.....	138
一、國際保險業監管合作.....	138
(一) WTO 框架下保險業的監管合作.....	138
(二) 國際保險業監管協會的有關規定.....	140
二、兩岸對外資保險公司監管的比較.....	143
(一) 大陸對外資保險公司的監管.....	143
(二) 台灣對外資保險公司的監管.....	146
三、兩岸保險業監管合作.....	147
參考文獻.....	150
附件 1：.....	158
附件 2：.....	168
附件 3：.....	172
附件 4：.....	182

前 言

一、研究對象

隨著兩岸經貿關係的發展，兩岸經貿合作已經對兩岸的經濟增長、產業結構調整與產業分工產生了重要影響。2008 年兩岸貿易額達 1,244.8 億美元，截至 2008 年底，大陸累計批准台商投資項目 77,506 項，台商實際投資 476.6 億美元，台灣對大陸投資位列台灣海外投資目的地的第一位。隨著兩岸貿易與投資規模逐漸擴大，互補性的垂直分工關係日益明顯，大陸成爲台灣失掉比較優勢的產業向外轉移的首選之地。而且近年來，不僅勞動力密集型製造業，而且高技術產業中的勞動力密集型生產階段也開始向大陸轉移。隨著兩岸貿易與投資的擴大，兩岸產業追求規模經濟和範圍經濟的過程和進行產業結構調整的過程就是擴大投資和進行跨境併購的過程。而這個過程就需要金融服務業的跟進，尤其是需要兩岸資本市場提供更爲完善的融資管道、更爲開放透明的市場訊息、更爲合理和趨同的資產定價以及更爲便利的資產流動性。

開放金融領域的交流與合作，是推動海峽兩岸經濟關係向著深層次發展的一個重要內容，也是有利於海峽兩岸經濟共同繁榮的重要措施。目前，兩岸金融交流與合作在積極推進的過程中面臨許多問題，比如人民幣與新台幣計價結算、兩岸金融機構合作模式和兩岸金融監管機制等。這些問題的解決，不僅需要兩岸加強溝通交流和制度創新，在政策層面進行積極嘗試，更需要構建兩岸金融未來的合作一個前瞻性的發展框架。

根據 WTO《服務貿易總協定》有關金融服務業的條款及附件，金融市場開放包括：

一、市場准入：要求各締約方應在條件待遇等方面給國外服務和服務提供者與其承諾義務計畫安排表中列名的同等待遇。

二、國民待遇：按照烏拉圭回合最終協議，各成員方承諾義務協定的附件規定，每一參加方應該允許在其境內已設立機構的其他參與方的金融服務供應商，進入該國的由公共機構經營的支付和清算系統或部門，利用正常的商業途徑參與官方的資金供給與再籌集。

三、透明度：根據服務貿易總協定的要求，任何談判簽字方都必須把影響服務貿易措施的有關法律、行政命令及其他決定、規則和習慣做法（無論是中央政府或地方政府做出的，還是由非政府的有權制定規章的機構做出的）生效之前予以公佈。

四、最惠國待遇：服務貿易總協定提出，每一簽約方給予另一簽約方有服務或服務提供者的待遇，也應立即無條件地給予其他任何簽約方的業務供應商。

而與《服務貿易總協定》有關金融服務業的條款及附件一起構成 WTO 關於金融開放法律框架的《金融服務貿易協定》中對金融市場開放進一步細化為：1、各締約方同意對外開放銀行、證券、保險和金融資訊市場；2、准許對外國在國內建立金融服務公司並按競爭原則運行；3、外國公司享受同國內公司同等的進入市場的權力；4、取消跨邊境服務限制；5、准許外國資本在投資項目中比例超過百分之五十。

金融市場的開放導致的全球資本市場融合已經成為全球經濟一體化的發展的必然趨勢。2007 年 4 月紐約證券交易所與巴黎的泛歐交易所進行了成功的合併，新交易平台的交易時間從原來的 8 小時延長到 13 個小時，大大加強了整個市場的資本量和流通性，而且新交易平台橫跨兩個世界上最大的貨幣--美元和歐元。企業可以選擇在紐約證券交易所掛牌上市，也可以選擇在歐洲市場掛牌上市，極大促進了全球性的資訊、資金和人才融合。

兩岸資本市場的整合也就是兩岸金融一體化的過程。區域金融一體化具有兩層含義：一是金融服務業的開放，即金融服務部門相互享有市場准入和國民待遇；二是金融市場的相互開放。兩者之間是密切聯繫的，一方面，金融服務業開放加速資金跨地區流動，提高作為資本流動的市場--金融市場的開放程度；而金融市場的開放需要金融業者提供適宜的金融服務；另一方面，金融服務業的開放雖然不一定要求金融市場的開放程度的同步，但是不同的金融服務提供方式，會帶來不同模式的跨境資本流動，必然會推動金融市場的進一步開放。

本課題主要研究兩岸資本市場的整合趨勢和監管合作模式，即立足於兩岸資本市場的發展現狀比較，以金融服務業的開放為線索，從銀行業、證券業和保險業三個方面對兩岸金融市場開放、金融機構合作和金融體系融合進行研究，對未來整合趨勢進行系統性分析，並對兩岸金融監管合作框架提出政策性建議，為海峽兩岸金融合作的尋找經濟效益結合點和最佳的合作模式。

二、研究現狀

關於海峽兩岸金融合作發展的研究，通常研究思路主要圍繞海峽兩岸貨幣兌換與清算、兩岸金融機構合作以及現階段閩台金融合作的現狀和未來發展趨勢等問題進行的。

在貨幣合作方面，諶坤（2004）分析了海峽兩岸貨幣還沒有直接的兌換關係，交往的規模也較小的低層次合作現狀，提出了以現實的經濟利益為主，以民間交往為先，促進兩岸加強貨幣合作的觀點。鄭航濱（2005）考察了新台幣流入流出規模、管道等問題，概述兩岸人民幣流通使用狀況和發展趨勢，在此基礎上提出了拓展銀行新台幣收兌業務地域網點並完善

定價機制、擴大海峽兩岸貿易投資和旅遊領域人民幣流通使用範圍並提高限額、建立海峽兩岸貨幣清算機制等建議。在金融機構合作方面，傅仲珩（2004）提出了海峽兩岸商業銀行往來存在著未實現直接通匯以及資訊不對稱等問題，原因主要是台灣當局現行的大陸政策的障礙以及海峽兩岸在金融發展水準、金融制度、會計制度存在的差異，並提出了海峽兩岸金融從業人員加強交流與來往等建議。衣長軍（2007）從台商大陸融資管道存在困境問題出發，考察了海峽兩岸金融生態環境與台商融資管道，對強化海峽兩岸金融合作機制提出了閩台金融產業對接、拓寬閩台金融合作領域、建立海峽西岸金融合作特區等建議。朱磊（2007）通過分析 2000 年後掀起投資大陸熱潮，大量台灣的銀行、保險、證券等金融機構在大陸設立代表處，但卻因各種障礙始終未能取得突破性進展，指出了海峽兩岸金融加強交流的瓶頸之所在--台灣政治的幹擾，並提出了充分利用香港的協調作用，逐步放開海峽兩岸的金融業務往來的觀點。在海峽兩岸監管合作方面，歐陽衛民（2003）把台灣的金融改革問題作為切入點，對海峽兩岸金融體系做了一個全面的比較，在此基礎上提出了海峽兩岸監管當局加強對話，相互借鑒金融改革取得的成功經驗等建議。程憲平（2004）比較了海峽兩岸金融監管的異同，台灣以金融監督管理委員會為中心對台金融業進監管，而國內以保監會、銀監會和證監會為監管主體，實行分業經營分業監管，提出海峽兩岸應當在金融監管、資本帳戶開放和外匯管理制度上加強交流，共同防範金融風險。

長期以來，海峽兩岸經濟金融合作一直是學術界研究的焦點問題，也取得了一定的研究成果，但是隨著海峽西岸政治經濟形勢新的發展，我們有必要重新審視海峽兩岸金融合作發展的前景，為兩岸資本市場進一步整合及早進行相關的研究與規劃。

三、內容框架

第 1 部分：兩岸資本市場的發展現狀

本部分第一章主要對目前兩岸金融交流與合作做了一個全面回顧，就兩岸金融交流發展的障礙和突破的關鍵進行了分析。指出實現兩岸資本市場整合是一個循序漸進、逐層遞進的過程，應遵循從市場開放、機構合作到市場一體化的基本演化路徑。

第 2 部分：兩岸資本市場整合的框架設計

在第 1 部分比較研究的基礎上，本部分著重以金融服務業的開放為線索，從銀行業、證券業和保險業三個方面對兩岸金融市場開放、金融機構合作和金融體系融合進行研究，對兩岸資本市場整合的框架進行設計。

第二章主要研究兩岸銀行業合作的戰略構想，以關聯式融資理論為視角，重點探討了台資企業融資偏好與兩岸銀行業合作的關係，並提出在兩岸銀行業的市場開放應利用兩岸銀行業的比較優勢，選擇局部區域試點，然後逐步推進；在兩岸銀行業的機構合作上應側重兩岸中小銀行、非銀行機構的開放與合作，選擇合適的機構，通過股權併購或管理等模式進行。

第三章主要研究未來兩岸證券市場的整合，即以證券為媒介的兩岸資本突破地域的限制，實現證券資本跨地區自由流動，推動創業投資和多層次資本市場的構建，逐步實現證券市場一體化的進程。證券市場一體化具體包括四層含義：第一，證券發行的一體化，即兩岸的企業、金融機構在一定的規則下自由選擇不同方式在兩地的證券市場上發行證券進行融資；第二，證券交易的一體化，即兩岸的投資者、投資機構可以自由投資於兩岸證券市場上的證券並進行交易；第三，證券商及仲介機構業務的一體化，即允許兩岸證券經營者以及從事會計、法律、諮詢、評估的證券仲介服務機構自由從事兩岸證券業務；第四，證券監管的一體化，即借鑒運用國際通行的國際慣例和規則，並且通過兩岸證券監管機構的合作與協調來共同完善對證券市場的管理。

第四章研究的是兩岸保險業的合作，在兩岸金融機構的合作中，保險業走在銀行和證券的前面，兩岸保險業存在一定的合作基礎。近年來隨著大陸保險行業的快速發展和保險資金規模不斷增大，混業經營成爲了保險業發展的一個必然趨勢。而台灣保險業在混業經營上有著豐富的經驗優勢，因此，兩岸保險業主要合作進程首先應該是以保險業務合作爲契機，通過保險仲介、保險業代爲查勘定損和再保險等業務協作提升兩岸保險業交流合作水準的實質性；在此基礎上，透過兩岸金融機構資本運作，引入金融控股公司制，通過金融機構的參股、控股等多種形式進一步強化兩岸保險業的實力。

第 3 部分：兩岸資本市場的監管合作

本部分著重以國際區域金融監管合作的經驗爲線索，通過分析兩岸金融監管合作的現狀和困境，規劃在新形勢下兩岸資本市場監管合作機制的目標與原則，以及銀行業、證券業和保險業的監管合作模式。

第五章主要是提出兩岸資本市場監管合作的目標與原則，以及在國際監管合作協定框架下逐步完善兩岸資本市場監管合作體系。研究認爲兩岸資本市場的監管對象涉及範圍廣，需要針對不同的金融市場和市場參與者的不同性質設定不同的監管原則。在“放鬆市場准入，強化風險防範，有效溝通協調”的基本原則上，根據現有監管條件和金融市場結構演變情況，確立銀行業、證券業和保險業三個方面兩岸監管合作模式。同時，還指出兩岸資本市場監管合作體系應特別加強了對內幕交易、混業經營和跨境融資活動中的不當行爲的預

防、監督和懲處。

第六章研究的是兩岸銀行業的監管合作問題，參照美國和香港對外資銀行管理的經驗，從市場准入、市場經營及市場退出三個方面入手，比較兩岸外資銀行監管制度，並提出兩岸的銀行業監管合作的框架。

第七章研究的是兩岸證券業的監管合作問題，參照目前國際間證券雙邊監管合作與協調模式（司法互助協定和諒解合作備忘錄）以及歐洲伊斯達克（EASDAQ）的運作及其法律構架，結合內地與香港證券監管的合作與協調的經驗，就兩岸證券業監管合作提出具體運作和法律構架。

第八章研究的是兩岸保險業的監管合作問題，從國際保險業監管合作的經驗研究入手，通過借鑒 WTO 金融服務業開放下的金融監管協調機制和，從兩岸保險市場的發展程度和監管的基本條件出發，透過國際保險業監管協會監管合作框架規範雙邊監管協調與運作，進而實現兩岸保險業監管的合作。

第一章 海峽兩岸金融交流與合作的現狀

1987 年台灣當局開放了大陸探親，兩岸結束了長達 30 多年的隔離狀態，兩岸在政治、經濟、社會生活等各個領域開始發生深刻的變化。而隨著大陸於 1988 年頒佈了“鼓勵台灣同胞投資的規定”，大陸對台商逐步開放市場，兩岸經貿交流日益增加，台商投資大陸開始成形，經貿關係逐步升溫，並隨之逐漸開展金融領域的交流與合作。

本章主要是對兩岸經貿關係的發展狀況以及兩岸金融交流與合作的現狀做了一個全面回顧，對兩岸金融交流與合作發展過程中的主要障礙進行了分析。

一、兩岸經貿發展與金融交流

台灣方面對兩岸經貿的政策在 2008 年之前大致上可分為下列四個階段。第一階段(1949-1987)“禁止台商赴大陸投資與交流”階段；第二階段(1987-1995)“逐步開放台商赴大陸投資與交流”階段；第三階段(1996-2000)“戒急用忍”階段；第四階段(2000-2008)“積極開放、有效管理”階段。而兩岸經貿關係也相應地經歷了一個逐步發展的過程。我們以此為線索，對兩岸經貿關係的發展做一個簡單回顧。

(1) 禁止交流期(1949-1987)

雖然政治形勢趨於敵對，但兩岸在經濟方面也有一定程度的交流。在間接投資、勞務合作等方面都已初具規模，但兩岸在經濟方面的接觸始終沒有得到很大程度的展開。除了 1980 年大陸單方面向台灣產品開放市場而主動派出採購團到港採購台灣產品，1980 年規範大陸與台灣漁民的小額貿易之外，兩岸的貿易關係始終較為冷淡。在 1987 年以前，每年的貿易總額均沒有超過 10 億美元。兩岸貿易僅侷限在民間的小額貿易，在金融領域的交流更顯匱乏，主要是大陸中國銀行沿海分行辦理新台幣收兌業務，受理兩岸居民之間一些小額的貨幣兌換業務。兩岸間接金融合作處於萌芽狀態。

(2) 逐步開放期(1987-1995)

1987 年台灣當局開放大陸探親，儘管海峽兩岸政府之政治意識型態仍持續對立，但由於兩岸貿易與台資登陸的機會大增，民間經貿交流活動遂有逐漸開放的趨勢。台灣當局於 1985 年提出了兩岸間接轉口貿易原則，1988 年宣佈兩岸間接貿易合法化，只要求台商符合三原則，即不直接由大陸通商口岸出航、不直接與大陸進行通匯、不直接由台灣公司進行接觸，

並推出了《大陸地區物品管理辦法》，允許大陸物品進口和《對大陸地區間接輸出貨品管理辦法》(1990)。台灣當局在1990年實行“直接不准、間接有條件許可”的政策，意在限制台商投資於大陸，後於1993年又提出“南向政策”，意欲將台商投資引入東南亞地區，並將兩岸來往限制在單向、間接的民間層次。儘管台灣當局將兩岸交流限於民間，兩岸還是在投資、貿易往來等經濟領域的合作取得了很大突破。

兩岸經貿的快速增長主要歸功於兩會商談機制的建立，在成立後經過商談即達成了多項協定，有力帶動了台商大陸經貿熱的興起。1992年，大陸海協會與台灣海基會達成“九二共識”。隨後兩會會長又於1993年4月在新加坡會談，達成的多項協議帶動了兩岸的經貿熱進一步升溫。兩岸在投資、貿易往來等經濟領域的合作取得了很大突破。早在1989年底，在大陸投資的台資企業就達到2,000餘家，協定金額約15億美元，經香港的轉口貿易金額累計達110餘億美元。1991年至1993年期間，台商投資大陸數量成倍增長，分別達到109.9%、125.5%、198.7%；在貿易方面，三年的增長速度也達到了43.3%、23.9%、94.3%。1993年，貿易總額已達144億美元，首次突破100億美元。

在這段時期，兩岸在金融領域的交流主要通過間接方式，以兩會商談達成的協議為基礎，在貿易形成的貨幣兌換、台商投資形成的通匯往來等業務方面展開交流，金融機構之間也未進行直接的合作，這些交流均停留在單嚮往來階段，大陸金融機構無法在台灣開展金融業務。在金融業務方面，兩岸交流主要集中在通匯往來業務上，1990年，台灣當局開放金融機構辦理大陸間接匯出、匯入業務，允許台灣民眾由“央行”指定的外匯銀行或郵政儲金匯業務，經由香港和大陸以外的第三地外資銀行將資金間接匯到大陸；在金融機構方面，兩岸金融機構的合作也通過各種管道建立起來，如台灣華信銀行通過併購美國遠東銀行，利用其在北京的代表辦事處為台商提供融資服務。同時，中國人民保險公司1994年開始以間接方式承接台灣保險公司簽單的再保險業務。

(3) 冷淡疏遠期(1996-2000)

隨著兩岸政治形勢的惡化，兩岸經貿關係也日漸疏遠。特別是台灣當局提出了針對大陸投資的“戒急用忍”政策，旨在降低兩岸的貿易增長速度以及台商投資大陸的熱潮，並相繼出台了一系列限制兩岸經貿交流的措施，包括限制台灣大企業、大專案到大陸投資，增加對大陸投資的審批程式等。台灣相關部門相繼推出各種限制措施，要求把對大陸的貿易增長率限制在6%到15%之間。這極大地破壞了兩岸關係，使得兩岸人民在經貿、交通等各方面的交流受到了極大限制，兩岸經貿關係發展雖然有進一步發展，但增速變緩。兩岸經貿規模的增速出現了下降趨勢，但絕對貿易金額依然趨於上升。1993年兩岸經貿增幅達到近94%的高點

之後，隨後幾年增速逐漸下降，到1998年已經降至3.3%，但貿易總額卻首次突破200億美元。兩岸的經貿依存度仍然趨於上升，金融機構之間的合作還是有了一定程度的發展。台灣銀行、證券、保險等金融機構敏銳地感覺到大陸的巨大的市場機會，開始趕赴大陸以搶得市場先機。繼台灣協和銀行於1995年在寧波設立並營業以來，華一銀行也於1997年在上海設立了代表處，在成立當年便贏得了統一、旺旺、捷安特等重要客戶，為以後在大陸站穩腳跟奠定了堅實基礎；作為台灣第一家進入大陸的台灣證券機構，群益證券公司於1997年在上海設立代表處，率先在大陸開展證券業務，而前台灣最大的證券商京華證券也於1997年獲得了批准，在大陸設立了代表處；在保險業方面，台灣國泰人壽率先在大陸設立代表處，在大陸開展壽險業務。

（4）緩慢加速期(2000-2008)

2000年陳水扁先生上台執政後，竭力推行“台獨”標誌的兩岸政策，在改善兩岸關係方面少有作為，兩岸經貿關係的發展由於政策的不確定性而進入一個緩慢加速期。儘管台灣經濟的衰退迫使台灣當局於2004年不得不將“戒急用忍”改為“積極開放，有效管理”政策。但是也應該看到，台灣當局對台商赴大陸投資的新審查機制在很大程度上限制了兩岸經貿關係的擴大和發展。雖然新審查機制簡化了大陸投資產業分類，將原來的“禁止類”、“許可類”及“專案審查類”簡化為“禁止類”及“一般類”；項目審查機制的標準也有所放寬，取消大陸投資個案金額上限規定，調整大陸投資累計金額及比例上限，但仍然保留相應的一些限制性規定，基本的政策傾向仍是希冀通過政策強制，使得台資企業在大陸的投資收益能夠回流台灣。兩岸經貿交流的基調仍為緊縮政策，加大對台商投資大陸的審查力度，並暫停擴大兩岸銀行、保險等服務領域業往來，暫停原已放寬的大陸商務人員赴台、引進大陸高科技人才等政策。兩岸相繼加入WTO後，客觀上經濟的全球化使得兩岸的經貿關係進一步發展，自2001年底開始大陸躍升為台灣最大的出口市場，台灣對大陸投資不降反升，以2002年上半年為例，台灣對海外投資同比減少39.4%，但對大陸投資卻增長12.86%。根據表1-1的統計資料，接下來幾年，兩岸貿易金額屢創新高，2003年突破500億美元，2006年突破1,000億美元，2007年更是達到1,244億餘美元。

經貿往來的擴大，同時帶動了金融服務業的往來。據台灣“金管會”統計，截至2008年11月底，兩岸金融業務往來金額已突破3,000億美元，達到3,170億美元，兩岸金融合作提供的服務也獲得了許多突破。據大陸商務部統計，2007年兩岸貿易額已達到1,292.2億美元，同比增長3.8%。台灣金鼎證券的一份研究報告顯示，自2001年11月開放國際金融業務分行（OBU）及海外分支機構辦理兩岸金融業務以來，OBU及海外分支機構已成為海外及大

陸台商的主要資金調度管道。2007 年全年 OBU 及海外分支機構辦理兩岸匯款及進出口外匯業務合計承兌金額達 2,098 億美元，比 2006 年增長 27%，而 2004 年到 2007 年的年平均成長率則達 41%。可見隨著兩岸經活動日益密切，台商及民眾對金融服務的需求很大，但由於台灣方面的政策限制，兩岸無法進一步開展各項金融業務往來。

在台灣金融界及商界人士的呼籲下，台灣當局被迫放鬆了對兩岸金融合作的嚴格管制，兩岸金融合作重新進入了啓動階段。台灣當局自2000年起開始調整台灣地區金融機構赴大陸投資的政策。具體包括：

第一，開放證券業。2000年9月，台灣“財政部”修正《臺灣地區與大陸地區證券及期貨業務往來許可辦法》，正式開放台灣證券業赴大陸設立辦事處。2004年，台灣當局“陸委會”通過決議，開放淨值70億元新台幣以上的證券商赴大陸開設子公司。2005年2月，經修正的《兩岸證券期貨業務往來許可辦法及證券商管理規則》生效，意味著台灣證券商赴大陸投資名正言順。3月，台灣“經濟部”修正《在大陸地區從事投資或技術合作服務業經營項目》，將證券業由“禁止赴大陸投資類”改列“一般類”。

第二，開放保險業。2000年底，台灣當局開放台灣保險業赴大陸設立辦事處。2002年8月，台灣“經濟部”修正《在大陸地區從事投資或技術合作服務業經營項目》，正式開放台灣保險業赴大陸設立分公司或子公司。2003年10月，台灣“立法院”對《兩岸關係條例》進行第8次修正，對於兩岸交流放棄先前“原則禁止、例外許可”的規範架構，調整為“原則許可、例外禁止”。

第三，開放銀行業。2001年6月，台灣“財政部”修正《臺灣地區與大陸地區金融業務往來許可辦法》，正式開放台灣銀行赴大陸設立代表處。2006年11月台灣當局通過“臺灣地區與大陸地區人民關係條例第36條條文修正草案”，解除台灣銀行業與相關金融機構投資大陸限制，修正條文規定，經“金管會”許可，台灣金融機構可以與大陸地區事業單位直接業務往來；台灣銀行業與金融機構投資大陸，不受第35條規定限制；相關施行細則由“金管會”訂定。

在金融機構合作方面，台灣當局於2001年6月發佈實施《臺灣地區與大陸地區金融業務往來許可辦法》修正案，在滿足一定條件之下開放台灣銀行赴大陸設立代表處，根據統計資料顯示，2002年大陸批准了台灣7家銀行的申請（表1-2）；在保險機構方面，自台灣當局於2000年初允許保險公司來大陸設立代表處，截至2009年8月，已有14家保險公司在大陸設立了18個代表處及合資保險公司（表1-3）；在證券機構方面，大陸2006年6月出台《外資參股證券公司設立規則》之後，台灣“金管會”也發佈規定，允許台灣證券公司申請到大陸投資證券公司，截至2009年8月，已有13家台灣證券公司的25個代表處在大陸設立（表1-4）；在台

資企業上市融資方面，大陸2001年底就允許外資企業（包括台資企業）在大陸發行A股並上市，台資控股企業甚至是台商獨資企業在大陸A股市場上市籌集資金也沒有了政策障礙，如浙江國祥製冷股份有限公司於2003年獲證監會批准發行A股股票並掛牌上市，深圳成霖潔具於2004年後獲准發行A股並上市；在金融業務合作方面，台灣當局2002年開放台灣銀行的外匯指定銀行(DBU)直接通匯業務，2003年8月起首次允許台灣銀行境外金融業務分行(OBU)開設人民幣相關業務，2005年10月份台灣當局核准臺灣銀行、土地銀行等6家金融機構在馬祖和金門開放人民幣單向兌換業務，並將每人每天的兌換上限定為2萬元人民幣以試辦該業務；大陸方面也於2002年經中國人民銀行批准，中國銀行、工商銀行等陸續與台灣多家銀行在通匯、押匯、託收等方面簽訂了直接代理行協定並開展對開信用證業務。同時，對於是否開放台灣銀行赴大陸設立分行、建立兩岸金融監理等問題，也在台灣“經續會”（經濟永續發展會議）提上了議事日程。

二、兩岸金融交流與合作的現狀

2008年5月份馬英九先生上台執政後，兩岸關係得到了緩和，兩岸經貿交流的步伐加快，金融服務業的開放步伐也明顯加快，兩岸的金融關係開始走上一個新的台階。2008年6月兩會復談，簽署了《兩岸包機會談紀要》和《海峽兩岸關於大陸居民赴臺灣旅遊協議》，並就今後兩會制度化交流和未來協商議題規劃達成許多共識。而2008年11月第二次陳江會談，又簽署了《海峽兩岸空運協定》《海峽兩岸海運協定》《海峽兩岸郵政協定》和《海峽兩岸食品安全協定》，同時也確定第三次會談的重點是解決兩岸金融合作、共同打擊犯罪等問題。

兩岸“三通”後，經貿關係的發展將邁入了嶄新的時期：兩岸貿易規模的持續壯大，在旅遊、農產品貿易、產業轉移等項目上取得突破。而兩岸金融合作與交流也進入一個新時期。在銀行業方面，繼台灣富邦金控2008年3月正式參股廈門商業銀行以來，台灣國泰世華銀行、合作金庫銀行和中國信託商業銀行也已準備收購福州市商業銀行的部分股份，臺灣銀行業進駐大陸市場“暗潮”湧動，將繼設立大陸代表處之後迎來又一個高潮；在保險業方面，續2005年台灣國泰人壽與東方航空、2007年新光人壽與海航集團相繼在大陸設立合資保險公司之後，台灣人壽與廈門建發股份籌建合資壽險公司的申請也於2008年初得到保監會的批准將成為內地第一家台資人壽保險商，國泰世紀產物保險也在大陸開設合資公司並已於2008年初在上海開始營業；在證券市場方面，目前台灣證券商還只能在大陸設立代表處，客戶還是以需要融資的台商為主，但台灣“金管會”於2008年6月通過了放寬資本市場限制的多項政策，包

括開放台灣證券商間接參股大陸證券商、取消不含陸資聲明、放寬境外基金投資陸港股的限制等，台灣和大陸民眾均可以通過香港掛牌的ETF相互購買陸資企業和台資企業的股票，將對兩岸資本市場的開放交流產生深遠的影響；在貨幣兌換業務方面，自2008年6月份台灣“行政院會”通過開放台灣金融機構雙向兌換人民幣業務方案以後，台灣“中央銀行”已核准臺銀、土銀、合庫等14家商業銀行的1,200多家分行辦理人民幣兌換業務，每人每次上限為2萬元人民幣。

我們針對目前兩岸金融交流與合作的現狀，從通匯和貨幣清算、金融市場開放、金融機構合作和金融監管合作四方面對其進行評述。

（一）通匯和貨幣清算

兩岸通匯和貨幣清算是兩岸金融各項業務中最早遇到的問題，也是最基本的問題。

台灣方面，由於兩岸資本還不能實現自由流動，台灣當局通過發展國際金融業務分行（OBU）為台商資金調度中心，方便在大陸的台資資金回流。2001年6月及11月行政院修正公告《臺灣地區與大陸地區金融業務往來許可辦法》，准許OBU可以與大陸銀行海外分支機構，及海外大陸法人、團體及其它機構，再加上外銀在大陸分支機構，大陸當地金融機構，以及大陸法人、團體與其他機構等進行通匯。2002年2月及8月再開放OBU對台商辦理放款及應收賬款收買業務。2007年，為了提升OBU（國際金融業務分行）與海外分支機構的國際競爭力，台灣當局除了開放辦理大陸地區境內交易產生的外幣應收賬款收買業務，也將授信業務的對象擴大到外商企業在大陸地區的分支機構，但並未開放大陸企業使用台灣地區銀行OBU，且對大陸台商的授信設上限。

大陸方面，2002年7月初，中國人民銀行正式批准大陸地區銀行與台灣地區銀行開展直接通匯業務。同年7月11日，中國工商銀行宣佈全面受理公司客戶和自然人與台灣地區銀行各類結算通匯業務。與此同時，中國銀行、中國建設銀行、中國農業銀行等先後與台灣多家銀行簽署代理協定，建立直接通匯關係。7月13日，工商銀行廈門分行與台灣彰化銀行率先完成一筆台商向台灣的直接匯款業務，這是海峽兩岸50餘年來第一次直接通匯業務，改變了過去海峽兩岸的匯款和貿易結算均採用經第三地銀行轉匯的間接通匯局面。

局部的兩岸直接通匯實現後，台灣方面成為最大的受益者。兩岸匯款總額已從2001年6月的5.82億美元，增至2008年2月的167.05億美元，7年間大幅增長了27倍。對銀行業而言，匯款收入也增長了27倍。截至2007年底，共有31家台灣地區銀行和16家外資銀行承做兩岸匯

款與進出口外匯業務，全年金額為2,098億美元，較上年增長了27%，OBU與海外分支機構辦理大陸台商授信的總餘額也達到了10.35億美元。對民眾而言，更是大大縮短了海峽兩岸之間通匯時間，節省了中間環節的手續費，還可方便台商節稅與資金調度。每筆通匯手續費節省15~20美元，一年總計節省費用超過5,000萬美元。

同時也應看到，這種局部直接通匯仍存在很大侷限：首先是兩岸間的直接通匯限於貿易和非貿易項下，不包括直接投資、有價證券投資或未經許可事項為目的的匯款，非商品與勞務匯款金額仍受相關限制；其次是通過OBU通匯的企業或個人，必須在OBU內設有帳戶，才能進行兩岸直接通匯，台灣地區其他廣大企業及個人則無法通過OBU直接通匯；再次是已經獲批的OBU直接通匯的銀行僅占台灣地區銀行的50%左右；最後是局部直接通匯只能使用外幣，這給台資企業及往來兩岸民眾帶來貨幣兌換損失和結算成本升高，這種狀況是因為兩岸通匯目前還停留在銀行之間交換密碼的初級階段，雙方尚未互相開立帳戶、建立同行關係，後端的匯款和清算業務仍須取道外國銀行進行。

在兩岸隔絕的40年間，大陸使用人民幣，台灣當局發行和流通新台幣，雙方互不承認對方的貨幣，也不存在貨幣兌換問題。隨著兩岸經濟交流的開展，貨幣兌換問題也逐漸浮現。2008年，台灣當局開放人民幣在本島的兌換業務。此次開放的具體規定是，人民幣兌換每次以2萬元人民幣（約8.8萬元新台幣）為限。操作上人民幣等同外幣，每筆結售金額超過等值新台幣50萬元，就必須申報。

台灣開放人民幣在台雙向兌換後，兩岸民眾的貨幣需求雖然得到部分滿足，但因兩岸尚未建立貨幣清算機制，各銀行進口的人民幣現鈔幾乎都靠香港滙豐和美國銀行專案進口，貨源並不是很充足，不能完全保證人民幣供應量。大陸方面目前也存在新台幣的拋補與結算機制單一的問題。中國銀行是唯一一家獲批可以辦理新台幣兌入和部分兌出業務的大陸銀行，主要依靠定期將兌入新台幣押送境外賣出的單一管道，新台幣業務的資金籌措、運用管道較為匱乏。而且中國銀行的新台幣業務功能單一，沒有開辦設立新台幣帳戶、辦理新台幣存款、國際結算等業務。此外，大陸對新台幣的管理與外匯不同，僅將其視為表外記帳貨幣，不公開掛牌兌換，價格缺乏彈性，也需尋求改進辦法。從通匯角度看，由於人民幣和新台幣未建立清算機制，後端的匯款及清算作業仍須取道外商銀行，借用美元清算。目前兩岸已有不少專家學者以及地方政府提出建立兩岸貨幣清算機制的具體構想。本研究不再將貨幣清算問題作為重點，但附上課題組前期研究成果，供參考。（附件1：《海峽兩岸貨幣清算機制設計與效應分析》，《臺灣研究》，2009年第2期）

（二）金融市場開放

兩岸資本市場在兩岸政治關係及市場自身發展進程的影響下，長期以來都沒有向對方開放，這一狀態直到近兩年才有所改變。

大陸資本市場向台灣企業及投資者開放狀況為，1990年到2003年，台灣企業獲准上市大陸B股。1993年，廈門燦坤成爲第一家在大陸深市B股上市的台灣企業。這段時期有部分台灣投資者參與大陸股票市場的投資，但總體而言並不成功。2003年迄今，台灣企業獲准上市大陸A股。截至2008年7月底，大陸滬、深兩市有國祥製冷、漢鐘精機、晉億實業、深圳信隆等8家台資企業成功上市。2006年9月，大陸頒佈《合格境外機構投資者(QFII)境內證券投資管理辦法》後，大量台資成爲QFII進入大陸股市。

但是，長期以來，台灣當局一直以安全爲由嚴防大陸資金進入台灣地區，包括進入台灣資本市場。不但嚴格禁止大陸資金直接投資台灣股市，且要求QFII須提交不含大陸資金聲明，還以各種規定嚴格限制台灣基金對大陸與港澳股市的投資規模。

2008年馬英九先生執政後，台灣當局開始積極籌畫鬆綁兩岸資金往來，逐步對大陸開放台灣地區資本市場，並允許台灣地區資金涉入大陸股市。6月起推出"調整兩岸證券投資方案"等一系列將陸續實施的舉措：一是開放大陸資金間接進入台灣股市。規定"外資機構"（含基金與非基金）申請投資台股時，不必出具"不含陸資聲明書"，這意味著陸資可以通過基金形式間接投資台灣股市。二是放寬台、港資本市場間的資金流動。三是允許部分香港上市企業在台籌資。四是放寬基金投資大陸與港澳股市。五是放寬台灣證券商投資大陸證券期貨業。

雖然兩岸資本市場的開放已經起步，但是與兩岸貿易相比，實質性的進展仍顯緩慢。

首先是大陸資金進入台灣資本市場受到台灣方面的政策侷限。在台商蜂擁投資大陸的同時，大陸企業赴台投資的專案和金額卻微乎其微，幾近於零，這種不正常的經濟局面主要是台灣當局的限制性政策所致。出於利用大陸資金促進台灣地區經濟發展的需求，以及面對兩岸加入WTO的壓力，台灣當局進入21世紀後開始考慮如何分行業、分步驟、漸進地放寬大陸企業赴台投資。2008年台灣"大選"前，陸資入台問題又被國、民兩黨候選人提出，台相關政府部門也重新討論具體操作辦法，這讓人們重新看到開放的曙光。大陸方面是歡迎和鼓勵實現陸資赴台投資的。2008年9月，大陸方面明確表示，願推動大陸企業參與台灣地區經濟建設專案，希望兩岸企業在共同開發油氣資源、共同開拓國際市場等方面攜手合作。將在兩岸協調一致情況下，優先鼓勵優質、有實力、能與台灣經濟融合的大陸企業，赴台參與"愛台十二項建設"。但由於台灣相關部門一再以配套設施尚未完備爲由不肯真正開放，使有意

赴台投資的大陸企業迄今不得其門而入。

陸資赴台投資的障礙主要是台灣當局的政策限制，因其本身的敏感性和台灣地區政治的複雜性，台灣當局對該領域的開放一直非常謹慎。即使在開放方向已定的形勢下，仍會採取先政策規劃、再風險評估、後法律修改，接著小幅度、小範圍地漸進式開放做法。開放領域可能以競爭激烈、利潤小且不易發展的產業為主。具體包括房地產業、餐飲、商業、交通、旅遊，以及金融證券等服務業。以房地產業為例，台灣地區多數人認為房地產業應成為開放陸資入台的第一個行業，但限制一直較多。目前，大陸企業在台灣地區市場佈局主要是餐飲與商業為主，如大清花餃子館、四川譚魚頭、內蒙古小肥羊、北京全聚德烤鴨店、北京同仁堂等，均已在台灣地區投資設店與佈局。總之，陸資赴台投資的供給和需求都有很大潛力，只要台灣當局能夠儘快著手取消限制性規定，其發展速度和市場規模都會相當可觀。

（三）金融機構合作

不同經濟體之間的匯兌、融資、結算、投資都涉及金融機構的互設問題。2001 年兩岸先後加入 WTO 前後，隨著大量台灣製造業企業投資大陸，台灣金融服務業也對投資大陸有很高的熱情，兩岸均出台開放台灣金融機構在大陸設立代表處並開辦相關業務的政策。

大陸迄今共批准 7 家台資銀行在大陸設立辦事處，13 家台資證券公司在大陸設立 25 個辦事處，14 家保險公司在大陸設立了 18 家辦事處、1 家獨資公司與 4 家保險合資公司。台灣當局長期以來對大陸金融機構進入台灣地區態度謹慎，迄今未批准已獲大陸官方批准的浦東發展銀行、工商銀行香港子公司（工行亞銀）、福建興業銀行與深圳招商銀行等 4 家銀行提出赴台設立辦事處的申請。

台灣地區銀行若在大陸設分行，可直接以台灣母行名義來調度資金，在資金成本上較易與大陸地區銀行或外資銀行競爭。不過，目前彰化銀行、國泰世華銀行、土地銀行、第一商業銀行、合作金庫銀行、中國信託商業銀行、華南銀行等 7 家已在大陸設辦事處的台資銀行，均因自身原因或兩岸未簽署金融監管協議而未能將辦事處升格為分行。台灣符合大陸要求資產超過 100 億美元的銀行多達 21 家，一旦政策放行，中大型上市銀行幾乎全都有資格參與。

近年來，兩岸銀行機構不斷在現有政策框架下創新業務合作模式，包括簽訂兩岸銀行業務代理協定、建立策略聯盟等方式。這些合作的開展在一定程度上滿足了兩岸經貿往來、企業投資、人員交流的金融服務需求，但是兩岸銀行所開展的合作業務也還無法根本解決近來金融危機背景下台資企業融資難的問題。這是因為台資企業既具有中小企業特性又具有外資

企業特性，在融資方面也就存在對台資銀行的融資偏好。

2008年3月，台灣行政當局宣佈開放台灣地區銀行通過海外子銀行間接參股大陸銀行，但持股上限不得超過20%。隨後，香港富邦銀行公告稱，已與廈門市商業銀行簽訂股份認購協議，以2.3025億元人民幣購入廈門市商業銀行新發行的9,995萬股，占廈門市商業銀行總股本的19.99%。這成為台資銀行以參股方式進入大陸市場的首例，也標誌兩岸銀行業合作與開放進入新的發展階段。

（四）金融監管合作

總體而言，兩岸金融合作的落後客觀上導致了兩岸金融監管合作的滯後。陳水扁先生執政期間，台灣在政策上的限制一度是兩岸金融往來的主要障礙，使得兩岸金融交流長期滯後於兩岸經貿的發展。兩岸金融交流的落後主要表現為兩岸互設金融機構以及兩岸貨幣兌換問題上。截至目前，台灣在大陸僅有7家銀行開設辦事處，13家證券公司開設辦事處，14家保險公司開設辦事處與1家兩岸合資壽險公司。與之相對應的是，迄今為止還沒有一家大陸金融機構在台灣設立了代表處。由於台灣當局過去的種種政策限制，人民幣與新台幣不能直接兌換，只能通過第三種貨幣如美元、港幣等兌換。至今年6月底，雖然台灣已經放開人民幣雙向兌換，但兩岸的通匯仍然只能使用外幣通匯。從台灣的銀行要匯款到大陸，必須先將新台幣兌換成美元，才能夠匯到大陸的銀行；然後再將美元兌換成人民幣。大陸的銀行要匯款至台灣也同樣需經歷“兩次匯兌”。這種匯兌方式增加了兌換成本，嚴重制約了兩岸經貿往來的進一步發展。由於兩岸金融合作的落後，兩岸金融監管合作暫時沒有技術性對接工作，處於較低層次的初級階段。

雖然兩岸金融合作還處於初級階段，但是由於兩岸經貿活動的日益頻繁，兩岸金融往來仍然不可忽視。截至2006年底，兩岸金融業務往來交易額突破2,000億美元。金融業務往來不可避免衍生出諸多風險，比如台資企業的“地下金融”問題。大陸金融機構由於不能完全把握台資企業的資信情況，因而不願意開展對台金融業務，台灣金融機構對大陸的台資企業也存在同樣顧慮。因此台資企業在大陸融資、回台灣融資均存在一定困難，地下金融應運而生。台灣“經濟部”投資審議委員會今年5月的資料顯示，台灣“經濟部”和中國大陸商務部統計的台商赴大陸投資分別為12.92億美元、22.92億美元。這意味著，接近一半的投資在台灣“經濟部”控制之外，金融監管的迫切性上升。再如兩岸建立貨幣清算機制問題、互設金融機構的跨區監管問題、金融市場的混業經營問題、兩岸金融業務往來中糾紛解決的問題、地

下錢莊問題、加強反洗錢合作等等都迫切需要兩岸進行監管合作。

目前，台灣新執政當局已經意識到開放兩岸金融往來對於台灣地區金融業與台灣經濟發展的重要性，因此在兩岸金融合作問題上持比較積極的態度。從台灣開放人民幣雙向兌換、放寬基金型之境外投資機構免出具聲明書、開放台港 ETF 相互掛牌、有限度開放香港交易所掛牌企業來台第二上市(櫃)、放寬基金投資涉大陸股之海外投資限制，以及開放赴大陸投資證券期貨業等政策可以看出台灣金融鬆綁步伐明顯加快、力度明顯加大。在政策鬆綁的絕好機會下，台灣金融業由於台灣地區市場容量有限，經營利潤十分有限，必然會通過各種管道搶佔大陸市場。可以預見，兩岸金融合作交流將進入一個快速發展的新局面，兩岸金融監管合作也有望加快深入發展。

三、兩岸金融交流與合作中面臨的問題

(一) 台灣方面

台灣當局的限制性策略，尤其是台灣地區政治勢力的對立導致在兩岸金融交流合作中的立場衝突，是兩岸金融交流與合作的主要障礙。

目前兩岸金融交流與合作主要仍是“單向、間接”的形式。所謂“單向”是指由於台灣當局部分人爲限制的設定，使得兩岸的合作存在一定的不平衡性，大陸對台灣地區金融機構和金融業務的開放程度相對要高於台灣對大陸的情況，而台灣當局在市場開放、互設金融機構方面等方面對大陸都有較強的限制。所謂“間接”是指現階段兩岸金融業務直接往來還僅僅是邁出了第一步，在某種程度上尚未真正擺脫過去間接往來的模式。以通匯爲例，台灣銀行的 OBU 雖然與其總行同址營業，但其會計帳戶是獨立的，系辦理境外金融業務，以境外客戶爲往來對象，與當地金融體系是相分離的，因此，台灣銀行的 OBU 與大陸銀行往來，形式上兩岸直接通匯了，但實質上仍含有通過“境外”的間接意義。而且只有投資大陸的台灣企業與個人，在 OBU 內設有帳戶，才能進行兩岸直接通匯，台灣地區其他廣大的企業及個人則仍要間接通匯。另外，“兩岸金融業務往來許可辦法”也規定“各款業務限於台灣地區及大陸地區貨幣以外之幣種”。

兩岸的交流也是雙向的，互利的合作才能獲得共贏的結果。兩岸交流的不對稱一定程度上使台灣喪失了潛在的合作機會，例如通過接納大陸金融機構入台開展針對兩岸經貿交流的業務合作，爲台灣與大陸人員往來提供個人金融業務支援，爲同時在台灣和大陸設立的台灣

企業集團提供金融服務等，這些業務合作都能為台灣地區金融市場帶來潛在利潤。在 2006 年底銀行業全面開放的背景下，大陸金融市場開始有序地對外開放，眾多外資銀行和其他金融機構通過不同的方式加緊在大陸金融市場佈局，但具有文化、地緣優勢的台灣金融機構進入大陸的發展步伐卻進展緩慢，對於台灣地區金融行業的發展是不利的。

台灣當局應該在“雙贏互利”的指導原則下，進一步放鬆政策限制，加強雙方的溝通，加快資本市場開放的步伐，為兩岸資本市場的共同發展提供一個良好的契機。

（二）大陸方面

從某種意義上說，大陸金融體制相對滯後和金融法規的不完善，也給兩岸金融往來的進一步發展帶來一定的影響。目前大陸在兩岸金融交流方面沒有專項立法，在金融市場上也未掛牌新台幣與人民幣的兌換匯率，所以，就大陸方面而言，也尚缺乏現實的兩岸金融交流的管道和法律保障。台灣在大陸設立金融機構和從事業務經營活動，適用《中華人民共和國商業銀行法》以及一些涉外法規，有許多問題比照對外資金融機構的規定，這就很難有的放矢地解決台灣金融機構在大陸經營過程中面臨的具體問題，也不能適應兩岸金融交流與發展的現實需要。

兩岸的金融發展水準、金融制度和會計制度相異以及金融市場國際化和市場化的進程不一致也是兩岸金融交往的另一障礙。大陸市場經濟起步較晚，在很多方面依然帶有計劃經濟的色彩。台灣的市場開放較早，市場成熟度也較高，金融自由化、國際化都走在大陸的前面。因此如果要改變原先兩岸的合作以民間自發的、短期的、分散的形式為主的狀況，走向有計劃的、規範化的合作，就有賴於大陸加快體制改革。

此外，兩岸金融監管當局的監管準則、貨幣政策的制定和實施依據、對金融市場的調節和干預力度都有所不同，金融作業標準、程式和制度環境也存在不小的差距。

所以，大陸雖然在總體政策上對兩岸金融往來一向持開放立場，但還需要進一步採取更加積極具體的法律措施加以配合落實。儘管大陸入世後，難以繼續對台商採取一些特殊優惠政策，主動加強對台金融關係的政策著力點相對減少，但是只要從思想觀念上真正明確發展兩岸金融與經貿關係的重要性，在不違反 WTO 規則下，仍是有很大積極作為的彈性空間。例如，在審批台資銀行的代表處、分行程式中，仍可適用“同等優先”原則，加快審批效率；在兩岸金融業務往來、貨幣兌換等問題上，採取更加務實、靈活、變通的措施，積極探索兩岸金融合作的新模式。

從發展趨勢看，兩岸的金融合作趨勢不可阻擋，在直接合作方式遇到障礙時，可以充分發揮香港地區在兩岸金融合作中的橋樑作用，促使香港成爲兩岸金融合作的重要中轉站。台灣的金融機構可以通過香港進入大陸市場，大陸的金融機構可以通過台灣金融機構在香港的分支機構瞭解在大陸的台資企業的經營狀況，以便更好給予資金支持和融資便利。還應當積極鼓勵兩岸的金融機構進行金融創新，在規避有關管制的同時更好地促進兩岸的金融合作，例如可以通過金融工具的創新，利用信用保證機構和工具，將台灣的銀行對台資企業母公司的資信資源延伸到大陸的子公司，也可以通過金融機構的重組和創新，吸引台商資金參與地方金融機構的增資擴股和重組，促進兩岸的金融合作。

另外，還可以充分區域經濟組織的平台，在現有政策範圍許可的情況下，加強合作。比如，2003年9月5日APEC財長會議中，合作金庫、大陸國家發展銀行、中國銀行香港分行、香港渣打、滙豐、日本國民生活公庫、日本中小企業銀行、韓國開發銀行、馬來西亞及新加坡銀行公會、泰國中小企業發展銀行及越南工商銀行等十二家銀行，簽署合作備忘錄，將以聯貸方式協助中小企業融資，並交換資訊及人員交流。這說明，兩岸監管合作需要更多的創新，需要更多的變通。

附表：

表1-1 兩岸貿易額與貿易依存度（1984-2007）（貿易依存度和順差爲台灣地區對大陸）

年份	貿易總額		大陸對台出口額		大陸自台進口額		貿易依存度（%） （順差/億美元）
	金額	同比（%）	金額	同比（%）	金額	同比（%）	
1984	5.5	123	1.3	42.2	4.3	169	1.06（3）
1985	11	99.1	1.2	-9.4	9.9	131.8	2.17（8.7）
1986	9.6	-13.3	1.4	24.1	8.1	-17.7	1.49（6.7）
1987	15.2	58.7	2.9	100.7	12.3	51.3	1.38（9.4）
1988	27.2	79.5	4.8	65.7	22.4	82.7	2.47（17.6）
1989	34.8	28	5.9	22.5	29	29.2	2.94（23.1）
1990	40.4	16.1	7.7	30.4	32.8	13.2	3.32（25.1）
1991	57.9	43.3	11.3	47.1	46.7	42.3	4.16（35.4）
1992	74.1	23.9	11.2	-0.6	62.9	34.7	4.83（51.7）
1993	144	94.3	14.6	30.5	129.3	105.6	8.88（114.7）
1994	163.2	13.4	22.4	53.2	140.8	8.9	9.15（118.4）
1995	178.8	9.5	31	38.4	147.8	5	8.31（116.8）
1996	189.8	6.1	28	-9.6	161.8	9.5	8.69（133.8）
1997	198.4	4.5	34	21.2	164.4	1.6	8.39（130.5）
1998	205	3.3	38.7	13.9	166.3	1.1	9.49（127.6）
1999	234.8	14.5	39.5	2.1	195.3	17.4	10.96（155.8）
2000	305.3	30.1	50.4	27.6	254.9	30.6	13.82（204.5）

2001	323.4	5.9	50	-0.8	273.4	7.2	10.24 (223.4)
2002	446.7	38.1	65.9	31.7	380.8	39.3	15.05 (314.9)
2003	583.6	30.7	90	36.7	493.6	29.7	16.62 (403.6)
2004	783.2	34.2	135.5	50.4	647.8	31.2	18.72 (512.3)
2005	912.3	16.5	165.5	22.2	746.8	15.3	20.04 (581.3)
2006	1078.4	18.2	207.4	25.3	871.1	16.6	25.3(663.7)
2007	1244.8	15.4	234.6	13.1	1010	16	26.71(775.6)
2008	1292.2	3.8	258.8	10.3	1033.4	2.3	25.98(774.6)
累計	8559.6	-	1514	-	7045.9	-	(-5532.2)

資料來源：中華人民共和國商務部台港澳司。(單位為億美元)

表1-2 台灣銀行業投資大陸統計表

	銀行名稱	所在城市	進入時間
代表處	彰化商業銀行	昆 山	2002年4月
	國泰世華商銀	上 海	2002年5月
	合作金庫銀行	北 京	2002年11月
	華南商業銀行	深 圳	2002年11月
	第一商業銀行	上 海	2003年3月
	中國信託商銀	北 京	2003年3月
	台灣土地銀行	上 海	2003年4月

資料來源：本研究整理，截止2009年7月。

表 1-3 台灣保險業投資大陸統計表

	公司名稱	公司性質	所在城市
獨資機構	國泰財產保險	財險	上海
合資機構	新光人壽、海航集團	壽險	北京
	台灣人壽、建發股份	壽險	廈門
	國泰世紀、上海國泰	財險	上海
	國泰人壽、東航集團	壽險	上海、北京等5家分公司
代表處	國泰人壽	壽險	成都、北京
	新光人壽	壽險	上海、北京
	富邦人壽	壽險	北京
	中國人壽	壽險	北京
	台灣人壽	壽險	北京
	臺灣產物	財險	上海
	新光產物	財險	蘇州
	明台產險	財險	上海
	友聯產險	財險	北京
	中央產險	財險	上海、廣州
	富邦產物	財險	北京、上海
	華南產物	財險	深圳
	兆豐產物	財險	上海
新安東京海上產物	財險	上海	

資料來源：本研究整理，截止2009年7月。

表 1-4 台灣證券業投資大陸統計表（不分先後）

	證券商名稱	所在城市
代表處	富 邦 證 券	上海、廈門
	群 益 證 券	上海
	寶 來 證 券	上海、北京、廣州
	永 豐 金 證 券	上海
	日 盛 證 券	上海
	中 信 證 券	上海、深圳
	大 華 證 券	上海
	元 大 證 券	北京、上海
	元 富 證 券	上海、深圳
	金 鼎 證 券	上海、北京、深圳、成都
	統 一 證 券	上海、廈門
	兆 豐 證 券	上海、深圳、北京
	台 証 證 券	上海

資料來源：中華民國證券商業同業公會，截止2009年7月。

第二章 兩岸資本市場整合發展研究 1：銀行業

2006 年 12 月大陸加入 WTO 屆滿五年，根據加入 WTO 的承諾，需對外資大幅開放金融市場，允許外資承做一般民眾的人民幣業務；因此，外資在大陸將走入新經營模式，而外資與大陸本地銀行亦形成新的競爭與合作關係。

面對加入 WTO 開放銀行業市場的嚴峻挑戰，近年來大陸已對原有銀行體系進行大幅改革，並已獲相當成效。在 2004 及 2005 年，分別動用 450 億美元及 150 億美元的外匯存底，供中國銀行、建設銀行及工商銀行打銷呆帳並完成注資後，四家國有銀行存貸比已降至 9.5%，且四大國有銀行除農業銀行外，皆已完成股份制改造，其中建設銀行、中國銀行及工商銀行已在香港和大陸完成 A+H 上市；除此之外，大陸已有 11 家中小股份制商業銀行在 A 股市場上市，並有多家中小股份制商業銀行有海外上市的計畫。

在此同時，外資金融機構亦積極搶進大陸，至 2007 年底，已有 47 個國家和地區的 193 家銀行，在大陸的 25 個城市設立 440 家營業性機構及 242 家代表處，總資產由入會前的 450.9 億美元上升至 1,252.5 億美元；此外，更有 27 家外資金融機構入股 20 家中資銀行，並多已派員進入董事會，深入參與中資銀行的經營，或在未來極具發展的業務簽訂合作計畫；因此，外資銀行與大陸銀行的關係也轉為競爭與合作共存的局面。

本章主要通過分析大陸銀行業對外資開放的現狀，同時指出台灣銀行業的發展困境和優勢，結合在大陸的台資企業的融資難問題，提出利用兩岸銀行業的比較優勢，選擇局部區域、先行先試、先易後難、循序漸進地推進兩岸銀行業的合作是當前新形勢下兩岸銀行業整合的一條可行途徑。

一、大陸銀行業對外資開放的現狀

(一) 大陸銀行業開放狀況

大陸資本市場目前仍以銀行業為主，約占全部金融資產九成，至 2007 年底，大陸共有各類銀行 3 萬多家，主要包括：3 家政策性銀行，5 家國有商業銀行，12 家股份制商業銀行，124 家城市商業銀行，42 家城市信用社，8,348 家農村信用社，130 家農村合作（商業）銀行等，村鎮銀行 19 家。

大陸加入 WTO 後，雖然對中資銀行帶來極大競爭壓力，但也促使中資銀行積極提高競爭力。加入 WTO 前，四大國有銀行的不良貸款餘額高達 1.77 萬億人民幣，占全部貸款的 25.37%，目前比例已降至 2.81%；而建設銀行 2007 年不良資產比率甚至降為 2.6%，而股東權益回報率（ROE）接近 20%。而股份制商業銀行的不良貸款比，亦由入會前的 16.6% 降至 1.51%；其中招商銀行和交通銀行更已先後在香港成功上市。至於城市商業銀行在近五年亦有極為耀眼的表現，據大陸銀監會統計，2008 年城市銀行的不良貸款率為 2.33%，較入 WTO 前下降近 70%；資產總額亦突破 4 萬億人民幣，是入會前的近十倍。

為應對加入 WTO 後外資銀行的衝擊，大陸採取五年分階開放市場（見表 2-1）。在加入 WTO 同時，放寬外資銀行承做人民幣業務對象至外資企業及個人；至 2003 年進一步放寬至中資企業；而預計 2006 年底，外資銀行服務對象將放寬至大陸個人，且取消所有地域限制。前二者對大陸並未造成外資在大陸金融市場重大變化，但若大陸維持原先承諾允許外資金融機構得對個人經營人民幣業務，而不加新的限制，這將使得外資銀行不論在資金來源及使用面都有很大突破，勢必對大陸金融市場有較大衝擊。就資金來源而言，外資因可吸收一般居民存款，這意味著外資取得人民幣資金來源將可有很大突破，不必侷限於大陸同業以外幣兌換，必將減少來自人民銀行（中央銀行）及中資銀行兌換人民幣的掣肘，因此營業規模易有更大擴張；而在資金使用面，則使得外資得以跨入人民幣的零售業務，進軍如信用卡、個人消費性貸款及個人資產管理等有潛力業務。若外資金融機構被允許跨入這些極具發展潛力的業務，對中資銀行而言，將產生更為直接的競爭壓力。故大陸於 2006 年 11 月修訂了《外資銀行管理條例》並發佈了《實施細則》，重新規範及壓縮外資銀行獲得人民幣業務的資格條件及人民幣業務的經營範圍。

表 2-1 大陸開放外資銀行承做人民幣業務之時間及地域表

時間	人民幣業務營業地域範圍	人民幣業務範圍	外匯業務範圍
加入 WTO 前	試點開放上海、深圳	限外資企業	限外資企業
加入 WTO 後	開放上海、深圳、天津、大連	限外資企業及個人	沒有限制
入會三年後	開放昆明、北京、廈門	包含中資企業	沒有限制
入會五年後	取消所有地域限制	包含大陸地區個人	沒有限制

（二）外資銀行進入後的影響

目前為止，已有 21 個國家和地區的 71 家銀行，在大陸的 25 個城市設立 197 家營業性

機構及 242 家代表處，資產總額占大陸銀行業金融機構資產總額約 2%，且主要集中在深圳、上海及北京等三大城市（外資銀行的數量及業務量占外資總數量及資產的近 80%）。至於在業務經營上，外資的外匯貸款額占大陸全部外匯貸款總額的 20.97%，人民幣貸款則占全體總額的 0.55%。雖然外資銀行的佔有率並不高，但業務發展非常迅速，近年來其資產、存款和貸款的增長速度均在 30%以上，且在許多重要城市和重要業務領域佔據重要地位，市場影響日益擴大。

為求更快速擴張，近年亦隨大陸開放本地銀行引進外資策略性夥伴政策，快速入股大陸金融機構，目前已有 27 家外資金融機構（皆為世界知名金融機構），參股 20 家中資商業銀行，總投資金額達 200 億美元以上（見表 2-2）。其中新加坡淡馬錫不但參股三家中資銀行，還買下在大陸已有十餘家分支行並成功參股渤海銀行的香港渣打銀行 12% 股權；美國銀行為了爭取參股，不惜關閉在大陸的三家分支機構，換取參股建行的機會。而參股對象除三大國有銀行及股份制商業銀行外，更擴大到城市商業銀行，甚且地方信用合作社聯合社。而外資持股的比率都已逼近《外資銀行管理條例》規定的單一機構及所有外資機構參股中資銀行不得超過 20% 及 25% 比例的上限。

表 2-2 外資金融機構入股中資銀行情況

	中資銀行	外資金融機構入股情形
國有銀行	中國建設銀行	美國銀行（9%）；淡馬錫（5.1%）
	中國銀行	蘇格蘭皇家銀行（5%）；美林、李嘉誠基金會（4.48%）；瑞士銀行、亞洲開發銀行（5%）；淡馬錫（5%）
	中國工商銀行	高盛（7.9%）；美國運通（2 億美元）；德國安聯集團（2.56%）
股份制商業銀行	交通銀行	滙豐銀行（19.9%）
	上海浦東發展銀行	花旗銀行（4.62%）
	民生銀行	國際金融公司（1.6%）；淡馬錫（4.55%）
	深圳發展銀行	新橋資本基金（17.89%）；GE 金融集團（7.11%）
	光大銀行	亞洲開發銀行（1.9%）
	興業銀行	恆生銀行（15.98%）；國際金融公司（4%）；新加坡政府投資公司（5%）
	華夏銀行	德意志銀行（14%）；薩爾·奧彭海姆銀行（4.5%）；新加坡磐石基金管理（6.9%）
	渤海銀行	渣打銀行（19.9%）
城市商業銀行	南京市商業銀行	法國巴黎銀行（19.7%）
	杭州市商業銀行	澳洲聯邦銀行（19.9%）
	杭州聯合銀行	荷蘭合作銀行（14.9%）；國際金融公司（10%）
	北京銀行	荷蘭國際集團（19.9%）；國際金融公司（5%）
	上海銀行	國際金融公司（5%）；香港滙豐銀行（8%）；香港上海銀行（7%）
	西安市商業銀行	加拿大豐業銀行（12.4%）；國際金融公司（12.5%）

	平安銀行	滙豐銀行（19.9%）
	濟南市商業銀行	澳大利亞聯邦銀行（11%）
	天津商業銀行	澳新銀行（19.9%）
	南充商業銀行	德國投資與開發公司、德國儲蓄銀行（13%）

資料來源：本研究整理。

雖然因為大陸對外資持股比例的限制，外資金融機構無法在中資銀行取得控制性股權，但外資金融機構多數通過特殊約定來取得特定利益的優先權。除要求積極進入董事會或實質介入經營，以掌握公司狀況外，主要是透過特定項目的合作來參與和掌握參股銀行的發展。如滙豐銀行便向交通銀行派出 1 位高級管理人員和 2 名董事，並分別加入審計委員會和人事薪酬委員會；花旗銀行選派了亞太地區的公司和投資銀行執行長，擔任上海浦東發展銀行的董事；新橋公司在深圳發展銀行派出了外籍的董事長和行長，以加強該行風險管理工作。除派出董事及參與經營外，蘇格蘭皇家銀行、美國銀行和滙豐銀行亦在入股中資銀行時，便宣佈雙方合作重心在信用卡業務；而花旗銀行與浦東發展銀行、德意志銀行和華夏銀行、恒生銀行和興業銀行、滙豐銀行和交通銀行亦已簽訂協定，將在政策允許時，成立合資信用卡公司，以便在未來能在這些具有較大潛力的業務上獲得獨家合作的優勢。

外資積極參股大陸商業銀行，除讓原先與大陸商業銀行的競爭關係，轉為更多的既競爭又合作的關係外，雙方也獲得許多好處。就中資銀行而言，由於外資在風險管理、新產品開發等，具有領先優勢，因此，外資進入董事會或參與經營，會改善銀行風險控管能力及透明度，有助於中資銀行提升競爭力及國際形象。比如外資入股中國銀行、建設銀行後，對其在海外上市產生極大幫助。而外資銀行則可借助中資銀行擁有龐大客戶群及遍佈各地的營業網點，快速拓展客戶群，並建立與大陸官方的密切關係。但是，由於多數外資金融機構在大陸也設有營業網點，因此，在業務開展和爭取客戶方面仍然會產生一定的利益衝突，這將是今後外資金融機構和參股大陸商業銀行的主要矛盾。

二、兩岸銀行業合作發展的契機

（一）大陸台資企業融資偏好分析

近年來，大陸台資企業的數量與規模與日劇增，但這些台資企業多以中小型規模為主（平均投資規模約 350 萬美元），約占大陸台資企業總數的 95%。大陸台資企業既具有中小企業特性又具有外資企業特性。因此，大陸台資企業在融資方面有其特殊困難和偏好。在融資管

道方面，銀行信貸仍然是台資企業主要融資手段，資本市場融資所占比例較小。以珠三角地區台資企業為例，僅有 40 多家台資企業在香港上市、3 家台資企業在大陸上市。在銀行類型方面，台資企業主要融資來源並非大陸銀行機構，也不是外資銀行，而是台灣銀行機構。

《台商在中國面臨的問題調查報告》（陳明璋，2004）中指出，在台資企業融資來源方面，58.8%來自台灣銀行機構，28.8%來自大陸銀行機構，13.2%來自外資銀行機構。

台資企業融資偏好之所以呈上述特徵，大致原因有：第一，台資企業與大陸銀行之間資訊不對稱現象更加嚴重。一方面，作為中小企業，本身就缺乏良好抵押品、完善的財務制度和經營穩定性保證；另一方面，由於兩岸尚未簽訂金融監管備忘錄，缺少專業的、審慎的監管制度安排和資訊共用機制，從而增大了大陸銀行機構對台資企業提供信貸融資的風險性。第二，台資企業與台資銀行存在特殊關係，在資訊瞭解、文化、習慣等方面具有比較優勢。關聯式融資理論認為，這些比較優勢可以大大降低資訊不對稱程度，從而降低台資企業融資成本、降低抵押品要求、增加融資便利性。故此，台資企業更願意選擇台資銀行提供信貸融資。而作為台資銀行而言，依靠自身對台資企業資訊優勢，也更願意為台資企業提供融資。第三，大陸銀行為台資企業提供融資的便利性較差。調查發現，35.9%的台資企業認為大陸銀行服務的便利性趨於惡化，36%的台資企業認為便利性保持不變，僅有 28.1%認為便利性有所改善。在市場經濟中，商機稍瞬即逝，融資便利性已成台資企業選擇銀行的重要考量方面。第四，兩岸金融往來政策障礙逐漸鬆動，便利了台資銀行為台資企業服務。2001 年 6 月 26 日，台灣“財政部”修正《臺灣地區與大陸地區金融業務往來許可辦法》，開放台灣地區銀行的國際金融業務分行（OBU），經主管機關許可，可與外資銀行在大陸地區的分支機構、大陸地區金融機構的海外分支機構、大陸地區法人等進行金融業務往來，具體業務範圍包括存款、通匯、代收付款項、進出口外匯等業務。過去，這些業務需經第三地，通過外資銀行間接服務模式改為 OBU 直接服務大陸台資企業模式，大幅縮小兩岸銀行業務往來的操作時間和成本，提升了台資銀行在服務客戶方面的優勢。由表 2-3 可以看出，台資銀行機構（包括 OBU 和 DBU）為大陸台商提供的融資比重高達 60%之多，遠遠高出大陸銀行機構提供的信貸融資比重 1 倍有餘，外資銀行及其他金融機構僅占 10%左右。

表 2-3 大陸台資企業的融資來源比較

台商地區 \ 資金來源	台灣銀行 DBU	台灣銀行 OBU	大陸銀行	外資銀行	其他機構	合計
長三角	18.8%	13.3%	19.1%	6.4%	1.0%	58.6%
非長三角	21.1%	8.6%	8.4%	2.0%	1.3%	41.4%

合 計	39.9%	21.9%	27.5%	8.4%	2.3%	100.0%
-----	-------	-------	-------	------	------	--------

資料來源:本研究整理。

綜上所述，大陸台資企業融資困難明顯突出，既有自身原因，也有兩岸銀行業開放合作滯後原因。但是，最根本原因在於：台資企業有其獨特的融資偏好，即更偏好於選擇台資銀行作為貸款銀行，但是由於台灣地區自我設限，導致台灣地區銀行業難以直接參股、設立分支機構等方式直接進入大陸市場。從另一個角度來看，台資企業融資偏好也正好是台資銀行進入大陸市場的微觀基礎。

(二) 台灣銀行進入大陸的動因分析

關於台灣地區銀行業進入大陸市場動因分析，有兩個研究視角較為突出：一是宏觀視角，即從兩岸經貿往來、台商投資、人員交流等宏觀因素，解釋台資銀行進入大陸市場的客觀必然性。二是中觀視角，即從台灣銀行業自身發展規律和未來方向，注重對台灣地區銀行業發展現狀和未來方向，以及兩岸銀行業互補性的分析，並以此作為解釋台灣地區銀行業進入大陸市場的經濟動因。目前關於台灣地區銀行業進入大陸市場的動因分析缺乏從微觀視角進行研究，而銀行業的發展與其微觀基礎（即客戶群類型、偏好及銀企關係）有著緊密聯繫。一般地，企業更偏好選擇來自相同地區的銀行提供服務。由此，需要提出新的理論範式和研究視角，理解台資銀行進入大陸市場的更深層次動因。下麵我們借鑒關聯式融資理論，對這一微觀動因給出理論解釋，從一個微觀層面解釋了台灣地區銀行業進入大陸市場的動因。

根據青木昌彥的定義，關聯式融資是指銀行為了能夠在未來獲得租金，而在一系列難以合約化的狀態下提供額外融資的一種融資方式。在這種制度安排下，銀行憑藉與企業長期往來關係而獲取企業或所屬行業的專有資訊（又稱“軟資訊”）作為銀行貸款決策的參考依據。與交易型融資制度相比，這種融資制度不依賴於企業財務報表、抵押品、資信報告等資訊，在一定程度上，大大降低了銀企間資訊不對稱。但是，它依賴於銀企間密切的往來關係。因此，在地理位置上，要求貸款銀行與貸款企業距離相近，以便銀行信貸員及時偵查企業動態資訊。作為企業而言，與貸款銀行保持緊密關係，在融資便利性、融資規模、融資抵押品要求等方面具有好處。所以，現實中，大多數企業更願意將各種業務集中於同一家本地銀行。

那麼，作為台資銀行在進行關聯式融資的過程中，也可以獲取豐厚的經濟租金：一是信息租金。台資銀行通過與台灣地區台資母公司長期業務往來而建立起密切聯繫。在此過程中，台資銀行可以獲取該企業及其所屬行業的私有資訊。由於這些私有資訊具有不易傳播的

專有特性，因此台資銀行再與該公司或其子公司進行融資業務時，具有資訊優勢。比如，台資銀行同時管理客戶的支付帳戶、結算帳戶等，則可以通過對各帳戶實施監控，能夠從中挖掘出企業較完整和真實的產能資訊、財務資訊、盈利能力資訊等，並可較準確地評估該企業再融資的風險水準。二是跨期優化所產生的租金。根據企業生命週期理論，台資企業在“創業”時期，運營風險較高，此時獲取貸款較難。而在企業“成熟”時期，運營風險較低，此時則是銀行難獲得該企業的業務。如果台資銀行和台資企業能夠一直保持密切的業務往來關係，便可以平滑掉不同時期的銀企衝突。作為銀行，也可以從中獲得較豐厚與穩定的租金。三是聲譽租金。無論對台資企業還是對台資銀行而言，關係融資交易都向市場傳播著一種資訊：即企業信用良好、運營正常；銀行信譽良好。假如台資企業破壞長期合作承諾，突然向其非關係銀行申請貸款或新業務，則容易遭到非關係銀行質疑，認為該企業信用和經營出了某些問題。相反地，對銀行而言，也不能隨意在關係企業出現財務困境時，不給予救助，否則其他企業會認為該銀行缺乏長期合作的信譽。所以，在台資企業與台資銀行的長期合作基礎上，他們不會隨意中斷合作關係。

基於上述理論分析，台資企業偏好選擇台資銀行進行融資，以及台資銀行更願意為台資企業提供融資，背後有其深刻的經濟規律性。隨著台資企業在大陸投資的數量、規模、行業領域不斷擴大，必然帶來融資需求日益劇增，也加大了對台資銀行的客觀需求。另一方面，台灣產業外移，導致台灣地區銀行業的潛在客戶也隨之外流，勢必要求台資銀行追隨其客戶，進行國際化擴張，而決定其國際化戰略方向選擇便是其台資企業投資動向。

（三）台灣地區銀行進入大陸的困境與優勢

台商赴大陸投資的熱潮下，必然衍生出台資企業強勁的匯款結算、信貸融資、資產管理等金融服務需求，再加上大陸經濟的持續高增長，促使台灣地區銀行機構積極籌畫赴大陸設分支機構，以滿足大陸台資企業金融服務需求，並尋求自身新的利潤增長點。目前，除華一銀行和協和銀行外，台資銀行仍以設立辦事處為主要方式進入大陸市場。2001年7月，台灣當局修訂《臺灣地區與大陸地區金融業務往來許可辦法》，允許合格的台資銀行赴大陸設辦事處。次年3月，中國人民銀行正式核准台灣世華銀行、彰化銀行在大陸設立辦事處，同年9月，合作金庫銀行、華南銀行也被核准設立辦事處；12月，土地銀行、第一銀行、中國信託銀行成為第三批被核准在大陸設代表處的台資銀行。迄今為止，共有7家台資銀行在大陸設立辦事處，具體分佈狀況見表2-4。

表 2-4 台資銀行在大陸設辦事處的分佈狀況

	上海	北京	深圳	昆山
銀行名稱	國泰世華銀行 台灣土地銀行 第一商業銀行	合作金庫銀行 中國信託商業銀行	華南商業銀行	彰化商業銀行

資料來源：本研究整理。

由於台資銀行辦事處並不是一個真正的業務機構，僅從事商業資訊收集、客戶服務等職責，所以難以滿足台資企業金融服務需求和提升自身競爭力。近年，一些兩岸銀行機構合理利用政策，不斷創新業務合作模式，包括簽訂兩岸銀行業務代理協定、建立策略聯盟等方式。在一定程度上，滿足了兩岸經貿往來、企業投資、人員交流的金融服務需求。但是，從表 3-4 中可以發現，兩岸銀行“策略聯盟”所開展的合作業務還僅侷限於兩岸經貿往來、台商投資所需要的基礎業務，同時還受到規模、範圍及影響力的限制。隨著兩岸經貿往來、台商投資的擴大化和正常化，這種模式必將難以適應形勢的發展。

表 2-5 台資銀行與大陸銀行策略聯盟狀況一覽表

台資銀行名稱	策略聯盟	合作業務
中國信託商業銀行	民生銀行	大陸應收賬款保證及融資
永豐銀行	華一銀行	保證業務及信用貸款為主；北京辦事處做業務轉介，可辦理兩岸四地當地貨幣業務。
台新銀行	德意志銀行上海分行	洽談保證及應收賬款合作
	渣打銀行	
兆豐國際商業銀行	華一銀行	保證業務、人民幣融資及外匯業務
	上海浦東發展銀行	
國泰世華銀行	招商銀行上海分行	應收賬款融資、聯合貸款
	農業銀行蘇州分行	
台北富邦銀行	中國銀行	應收賬款保證、融資
第一銀行	香港永亨銀行	以貿易融資為主
遠東銀行	德國商業銀行上海分行	以保證業務為主
	DBS 銀行上海分行	
新竹商業銀行	香港東亞銀行	以保證業務為主

資料來源：本研究整理。

外資銀行紛紛搶進大陸市場，且大陸本地金融機構競爭力也快速提升，隨著台資銀行在大陸的先天優勢的快速流失，台灣金融機構將逐漸處於不利地位。因為條件較優的大陸銀行多已被外資紛紛入股，台資銀行可選擇的空間已愈來愈少。更有甚者，近來隨著台資銀行遲不開放，台灣金融人才也紛紛被外資和大陸銀行挖走，造成優秀金融人才的流失。原本因為大陸市場開放而極具發展潛力的台灣金融產業，可能就在時機、人才流失中，而失去了機會。

近年來，隨著台灣廠商紛紛赴大陸開工廠，銀行對企業放款的存貸比急遽下跌。台灣銀行盲目發展消費類信貸，造成信用卡風暴。目前保守估計，台灣的銀行體系至少有 4.2 萬億新台幣的閒置資金，而金融機構也出現拒收大額存款的事情，若資金氾濫的現象不解決，極易造成銀行經營的潛在危機。與此同時，大陸台商在多年經營後，也面臨擴大規模或轉型而資金不足的情況，甚至有因經營不錯，而希望能掛牌上市卻沒有相應途徑的窘境。所以台資銀行登陸，不但有助於更有效地利用台灣資金，及時掌握大陸台商資金使用流向，還可協助台商提升在大陸的競爭力。台灣金融業的生產值占台灣地區 GDP 比率已超過 10%，若金融業能順利發展，對台灣經濟發展將有極大的正面效應。此外，台灣地區市場太小，一定要向外發展，但台灣金融機構競爭力同歐美國家金融機構相比仍處劣勢，從近年來台灣金融機構海外盈利的情形，可見一斑。

據統計，2005 年台灣銀行的海外分行的稅前利潤占整體獲利高達 42.7%，其中又以提供海外台商借款服務的 OBU 業務，表現最為搶眼，2003 年至 2005 年 OBU 的海外純利潤占總體比例，分別達 25.7%、10.3%及 28.0%（表 3-5）主要多為台商貢獻。而就海外分行獲利的區域而言，則以服務台商為主的香港及越南最搶眼，單是港、越兩地稅前盈利在 2005 年即達 46 億元，約占全體海外的獲利高達 40%，而香港更是耀眼，2005 年香港平均每家分行獲利 2.82 億台幣，為海外各地區獲利之冠；其部分原因即在於因兩岸金融尚未開放，故台資銀行多利用在香港的據點，間接服務大陸台商。由此可見台資金融機構能在海外賺錢，主要仍是服務海外台商。因此，擁有大量台商的大陸，絕對一個是台資金融機構可逐利的地方。

表 2-6 台灣銀行業 OBU 及海外分行獲利情況（單位:億）

	全體海外		OBU		海外分行	
	稅前利潤	占收入比例	稅前利潤	占收入比例	稅前利潤	占收入比例
2001	15,191	26.3%	9,579	16.6%	5,612	9.7%
2003	19,713	39.1%	12,956	25.7%	6,757	13.4%
2004	25,079	16.2%	15,946	10.3%	9,133	5.9%
2005	33,593	42.7%	22,055	28.0%	11,538	14.7%

資料來源：台灣金管會網站

除有大量台商的基礎外，先天上存在語言、文化相同及對社會結構的掌握也是台資金融機構在大陸發展的良好基礎。除此之外，大陸市場對台灣金融業的另一層意義在於大陸是一個可以提供台資金融機構逐步培養國際競爭力的地方，由於大陸監管機制的落後，故對風險較高或較複雜的金融產品不會貿然快速開放，使得台資金融機構得以台灣發展已相當成熟且

具競爭力的產品，與大陸及外資金融機構在大陸市場競爭，並隨著大陸對金融產品開放，逐步增強國際競爭力。另外，據台灣金管會估算，若台灣符合大陸對總資產要求的 13 家銀行，皆赴大陸開設一家分行，總投入資金也僅占台灣全體本國銀行淨值的 0.3% 到 1.5%，不會影響台灣金融體系資金結構的安全，不存在開放金融業赴大陸會加速台灣資金外流的問題。

由於兩岸金融監管備忘錄（MOU）尚未簽訂及台灣當局自我設限，致使台資銀行進入大陸市場開展業務還停留在非常低端、初級的階段。透過第三地進入大陸市場，就是目前一個較為成功的模式。2008 年 3 月 12 日，台灣行政當局宣佈開放台灣地區銀行通過海外子銀行間接參股大陸銀行，持股上限不得超過 20%。2008 年 6 月香港富邦銀行公告，與廈門市商業銀行簽訂股份認購協議，以 2.3025 億元人民幣購入其新發行 9,995 萬股（占總股本的 19.99%）。這成為台資銀行以參股方式進入大陸市場的首例。相信隨著兩岸關係進入“和平發展”新時期，兩岸銀行業開始走入新的合作時期。

三、兩岸銀行業整合的戰略構想

從融資偏好角度分析，大陸台資企業更傾向於與台資銀行進行業務往來，憑藉彼此間長期業務往來關係建立起堅實互信基礎，形成了一種關聯式的融資模式。在這種融資模式下，台資企業可以獲得融資便利性、融資規模、融資抵押品要求等方面優惠政策。而銀行可以獲得資訊租金、跨期優化所產生的租金和聲譽租金的超額利潤。這種優惠和租金來自於銀企間因資訊不對稱程度降低而帶來的資訊成本和風險成本的節約。而於台資企業與台資銀行的特殊融資關係，使得台資銀行為台資企業提供金融服務具有比較優勢。在台資企業大規模“西進”的趨勢下，台灣地區銀行業進入大陸市場動機強烈。

兩岸銀行業的合作，通過各自的比較優勢，取長補短，可以達到互利共贏的效果。但是當前兩岸銀行業的合作尚面臨許多法律法規的限制，打破這些制度障礙需要兩岸當局政策的相互協調。比如資本准入限制，考慮到台資銀行當前的資產狀況，大陸應適當降低台資銀行在大陸設立分支機構的資本准入條件、擴大准入範圍；同樣，在大陸銀行赴台方面，也需要台灣當局對大陸的金融機構入台限制的不斷放寬，這些都需要大陸和台灣當局給予必要的政策上的支援，力求更好地推進兩岸銀行業的合作。

在此對等開放的原則基礎上，根據兩岸銀行業自身發展的特徵，選擇局部區域、先行先試、先易後難、循序漸進地推進兩岸銀行業的合作，摸索出成功的經驗後再在全國範圍內加以推廣。大陸地區對台灣地區銀行業開放可以遵循以下思路。

在金融機構類型選擇方面，更加側重兩岸中小銀行機構、非銀行機構的開放與合作。根據上述分析，台資銀行在為台資企業提供關聯式融資方面具有比較優勢，這也是其進入大陸市場的微觀動因。而關聯式融資理論認為，中小型銀行機構因其組織結構扁平化，更利於資訊傳遞，更適合發展關聯式融資。故此，在金融機構類型選擇上，應該加強兩岸中小銀行機構，甚至是非銀行機構的開放與合作。

在區域選擇方面，更加側重發展長三角、珠三角和閩南等台商投資密集區的兩岸銀行業開放與合作。關聯式融資發揮資訊優勢的一個重要作用機制是與貸款企業保持近距離，這樣對當地的中小企業資信、經營狀況比較瞭解，也容易獲取台資企業的軟資訊。目前，大陸台資企業主要分佈以昆山、上海為主的長三角地區，以深圳、東莞、廣州為主的珠三角地區，以及閩南地區。因此，上述經濟區域可以作為兩岸銀行機構開放與合作的先行區。

在合作模式選擇方面，可以依據不同的銀行規模和經營特點開展合作。因為，台灣銀行業發展的過程中呈現一個重要特徵是金融控股公司的出現。台灣在“二次金改”後一共成立了 14 家金融控股公司，整合了 50 多家銀行、證券、保險和金融周邊機構。截止到 2007 年 12 月，台灣一共有 41 家本地銀行，其中資產排行前 10 的銀行全部為金控公司所控制，對於不同規模的銀行而言，其經營效率與風險控制能力都是有差異的。一般來說，非金控銀行普遍存在規模較小，抗風險能力較弱的缺點，金控銀行的總體效率優於非金控銀行。因此，針對兩種不同類型銀行，採取不同的合作模式是很有必要的。

對於具體合作機制設計，可以從以下幾個方面先行先試，探索出成功的模式：

（一）兩岸中小商業銀行的合作

對於兩岸中小商業銀行的合作，可以採取先易後難、循序漸進的方式分兩個階段進行。

1· 建立策略聯盟

策略聯盟¹是現代企業組織關係的一種嶄新制度安排。隨著兩岸金融行業對外的全面開放，中小商業銀行面臨越來越大的生存壓力。實施策略聯盟在一定程度上可以幫助銀行創新管理體制、改善財務狀況、降低風險、增強核心競爭力，另外考慮到兩岸金融業交流與合作比較落後，兩岸中小商業銀行互相瞭解程度較低，採取策略聯盟的合作模式可以使合作雙方較少投入資金，以原有的經驗互相開展業務，從而降低合作雙方的投資風險，是兩岸中小商

¹指兩個或兩個以上的企業間或職能部門間，為實現某種共同的戰略目標，通過公司協定或聯合組織而結成的一種聯合體。

業銀行初期合作的理想模式。兩岸中小商業銀行實施戰略聯盟的經濟效益在於：結成戰略聯盟可以形成規模效應，通過管理、經營以及財務的協同效應，提高雙方的管理水準和運作效率。再者，從銀行自身狀況來看，中小商業銀行普遍存在規模較小，分支機構較少的問題，許多業務的開展僅限於某個區域。通過策略聯盟，可使中小銀行突破地域限制，使一些金融產品的可以通過對方的管道相互推廣銷售，創造更多的業務量，從而提高銀行的盈利水準。此外，當前兩岸銀行業的合作還存在許多制度性障礙，其中包括許多法律法規的限制，通過建立策略聯盟這種寬鬆性的合作模式，可以繞開這些限制。

兩岸中小商業銀行建立策略聯盟具體的操作方式可以從策略聯盟所包含的兩種形式中選擇，策略聯盟包含業務職能之間的聯盟和管理聯盟。由於兩岸銀行業交流與合作比較落後，兩岸中小商業銀行互相瞭解的程度不夠，在雙方建立聯盟初期，應該選擇聯盟程度較低的業務職能聯盟。這是因為，在業務職能聯盟的操作上，銀行成本結構具有特殊性，即整個勞動系統的成本基本固定，不隨各種業務量的增減而大幅度變化。因而在不引起邊際交易成本變化的情況下盡可能地擴大業務規模，成爲了提高兩岸中小商業銀行經營效率的一種戰略思路。兩岸中小商業銀行通過結成業務策略聯盟，在不引起邊際交易成本的情況下，可以在專項領域共同拓展業務，比如消費金融、財富管理、信用卡業務等，盡可能衍生出新產品，開闢新市場，由此擴大銀行的收入來源。特別是針對中小企業的融資服務，應當成爲兩岸中小商業銀行業務合作的重點，當前很多外資銀行也推出了中小企業的融資服務，但是由於外資銀行對大陸的中小企業市場不熟悉，在辦理貸款業務時有較爲嚴格的要求，業務發展緩慢。而台資銀行業務本來就大多來源於中小企業，擅長與中小企業往來，在中小企業市場上積累了豐富的經驗，加上兩岸有著共同的文化基礎，因此在發展中小企業融資業務上，台資銀行比大陸銀行和外資銀行都更具有競爭力。利用台資銀行在中小企業業務上的比較優勢，通過業務策略的聯盟，可以幫助大陸緩解中小企業融資難的問題。

總的來說，策略聯盟的合作模式具有許多優勢，兩岸中小商業銀行在業務策略聯盟框架下，幾乎所有的業務都可以合作。跟業務職能聯盟比起來，管理聯盟則是一種更高層次的合作，它意味著兩岸的中小商業銀行在企業自身的各項管理工作中進行廣泛的合作，具體包括：銀行日常管理協調、業務流程的一體化、客戶服務的標準化以及人員的共同培訓等等各個方面進行廣泛的合作。

2· 股權的合作

兩岸中小商業銀行在通過策略聯盟合作，增進合作雙方瞭解，有了一定的合作基礎之後，可以根據需要，步入第二階段的股權合作。在股權合作模式下，兩岸中小商業銀行可以

以產權為紐帶，實現聯盟主體間的產權融合，形成更為緊密的合作關係。股權合作的合作模式的經濟基礎在於：首先，新資本的注入可以增強資本實力、擴大業務規模、建立更多的營業網路，實現跨越式發展；其次，通過股權合作可以共用對方先進的技術、金融產品和管理經驗，提升自身的金融創新能力和經營管理水準；再者，可以通過合作方在當地的網路資源與品牌效應，積極開展自身的各種優勢業務，拓展合作雙方的發展空間。股權合作模式在現階段也存在一些障礙：從大陸來看，單一外資銀行參股同一國內銀行的股權上限為 20%，全部外資參股不能超過 25%，台灣銀行比照外資銀行辦理；而台灣方面，直接參股大陸銀行也需要獲得台灣當局的行政許可。但是考慮兩岸當前和諧的政治局面，這些管制的鬆動也是可以預期的，比如富邦金控參股廈門市商業銀行的成功就是最好的例證。

股權合作的具體操作方式可以包括三種形式：合資新設、單方入股和互相參股。從合資形式來看：中國加入 WTO 之前，合資設立新的銀行是中資與外資銀行合作的主要形式。合資銀行大多成立大陸經濟體制轉軌時期，當時銀行業對外開放剛剛起步，應該說，在當時的經濟環境下，合資銀行通過資源分享、優勢互補基本達到了合作預期的目標，對合作雙方而言都有著積極的意義。但是隨著大陸銀行業對外的逐步對外開放，同業競爭也日趨激烈，合資銀行先天性的企業文化差異與發展戰略上的衝突在競爭中被強化，最終導致某些合資銀行合作模式的轉變，比如 2003 年中國工商銀行將其持有的上海巴黎國際銀行 50% 的股份轉讓給合資方法國巴黎銀行，這個案例說明合資新設已經不適合當前的歷史背景。從單方入股的形式來看：在中國加入 WTO 後，外資銀行為了在未來銀行業的全面開放中佔據有利的競爭地位，紛紛單方面參股大陸商業銀行。對中資銀行而言，外資銀行的單方入股不僅能迅速補充資本金，並且帶來了先進的管理理念和技術，在短期內可以實現經營效率和管理水準的提高。因此，這種合作模式很快成為中資與外資銀行合作的主流形式。單方入股在短期內確實可以為中資銀行帶來一定的利益，但是從長期來看，卻不利於大陸銀行業的可持續性發展。首先從外資合作方來看，外資銀行只是看重中國內地巨大的國內市場，想在未來銀行業的競爭中佔據有利的地位，並非是想培養一個強勁的競爭對手，所以中資銀行並不一定能獲得自己最需要的先進技術和管理經驗。其次，以“市場換技術”的代價高昂。建設銀行和中國銀行上市後，入股的外資銀行短期內獲得巨額投資收益引起了對國有商業銀行是否被賤賣問題的爭論。

綜合考慮，在兩岸銀行業的股權合作中，合資與單方入股從長期來看均不是最佳的合作模式，對於相互參股的方式，國內雖沒有相似的案例可供參考，但是卻值得我們重點考慮。首先，互相參股解決了兩岸銀行業合作存在的不對等問題，互相參股是一種你中有我、我中

有你的合作方式，正好能解決不對等問題。其次，在合資和單方入股的合作模式下，大陸商業銀行可能無法獲得台資銀行的核心技術，雖然這是我們合作的初衷。而通過互相參股合作，兩岸的合作銀行可以發揮各自的比較優勢，形成一個一贏俱贏，一損俱損的利益共同體。在這種平等互利的合作方式下，台資銀行更有動力向大陸合作銀行引進先進的技術與灌輸先進的管理經驗。

（二）兩岸大型商業銀行的合作

對於兩岸大型商業銀行的合作來說，同樣可以分成兩個階段：

1· 設立代表處或互相參股

兩岸中小商業銀行，由於規模較小，抵抗風險的能力較弱，如果單獨設立分行的話會帶來較高的監管成本，從成本收益的角度來說，兩岸中小商業銀行的合作應當採取先策略聯盟後股權合作的模式。而對兩岸間一些大型商業銀行來說，比照外資銀行在國內的發展現狀，初級合作模式如果以策略聯盟的形式則很難滿足合作雙方的需求，顯得不合時宜。兩岸大型商業銀行間可以在兩岸互設代表處，進行前期的市場瞭解和研究，聯繫客戶資源，為以後升級成分行做準備。

以上是台資銀行在大陸各地設立的代表處，大陸大型商業銀行雖然早在 2003 年就有 4 家銀行提出申請赴台設立代表處，但迄今為止還沒有一家獲台灣當局批准。台灣當局應當儘早就大陸銀行赴台設立代表處一事做出正面回應，以便兩岸能有更多的銀行可以互設機構，增進瞭解，尋找合作機會。

除互設代表處外，互相參股也是兩岸大型商業銀行合作初期可供選擇的合作模式，比如富邦金控參股廈門市商業銀行的案例。互相參股的合作模式有助於兩岸銀行機構間合作在一開始就結成緊密的合作關係，通過雙方的優勢互補，達到互利共贏。另外，與銀行本身的資產規模相比，參股所投入的資金有限，能有助於控制風險。對於台資銀行來說，設立代表處與參股大陸商業銀行都有成功的案例可以參照，只需擴大設立的範圍；而對大陸銀行來說，則需要台灣當局在兩岸銀行業互相開放問題上持更為積極的態度。

2· 獨資與併購

獨資模式指兩岸銀行機構互相在對方設立全資的分行或者子行，它主要是針對第一階段以代表處形式作為進入方式而言的。在兩岸銀行機構互相在對方設立代表處之後，可以根據合作的需要和政策的允許，在適當的時機將代表處升級為分行或者子行，它是兩岸銀行業互

設代表處的合作發展到一定階段的必然產物。在這種合作模式下，母行對分行和子行有完全的控制權，可以根據自身的發展規劃來安排分支機構的規模和佈局，在經營理念、發展戰略以及服務內容上跟母行保持一致。但是這種合作模式也存在一些制度性障礙。根據大陸的法律，外資銀行（台灣銀行比照外資銀行辦理）申請在大陸設立分行，母國總公司資產不得少於 200 億美元（若經由香港 CEPA 安排，則降低到 60 億美元），分行營運資金不少於 1 億元人民幣，且在中國境內已經設立代表機構 2 年以上等等；除去資本規模限制，獨資設立分行或子行，在享有分行或子行全部收益的同時也承擔了全部的風險。

併購模式是針對第一階段參股式合作模式而言的，通過第一階段的參股合作，兩岸大型商業銀行可以熟悉當地的市場並加深對合作銀行的資質狀況瞭解。在此基礎上，根據未來發展的需要和雙方的意願，還可以進一步進行以併購為手段的一些資本運作。特別是對大陸商業銀行而言，考慮到台灣的銀行機構過度擁擠的現狀，通過併購的手段在台設立自己的分支機構，一方面可以利用目標企業在當地的品牌效應、營業網點、客戶資源快速切入台灣市場；另一方面對台灣銀行業來說，大陸商業銀行對台資銀行的併購可以減少台灣銀行機構的數量，改變由於銀行機構過剩帶來的惡性競爭的局面，提高行業整體盈利水準。此外，兩岸有著共同的語言與文化，併購整合也比其他外資銀行更容易成功。

在具體操作方式上，獨資模式比較簡單，只需台資銀行在大陸設立的代表處達到規定的年限和盈利要求，就可以向大陸人民銀行提出申請，把代表處升級為分行或子行。對於併購模式而言，可以利用大陸商業銀行的資本優勢，優先併購合作中具有先進技術和管理經驗的台資銀行。對台資銀行來說，雖然大陸對外資銀行參股大陸商業銀行有參股上限的規定，但是也有花旗銀行收購廣東發展銀行 86% 股權的成功案例。另外，還可以參照富邦金控參股廈門市商業銀行的模式，向合作方派遣管理層，雖然富邦金控對廈門市商業銀行沒有控股權（富邦金控僅持有廈門市商業銀行 19.9% 的股份），卻擁有銀行的實際控制權。對於獨資與併購合作模式在現階段還存在一個很大的障礙--兩岸還沒有簽署金融監管備忘錄（MOU），針對兩岸在簽署 MOU 問題上的僵持局面，一條可行的解決途徑是繞道香港。因為繞道香港不僅可以回避兩岸沒有簽署 MOU 的問題，同時還可以借助香港與大陸簽署的 CEPA 協議，降低進入大陸銀行業的門檻，富邦金控參股廈門市商業銀行就是通過富邦金控旗下富邦銀行（香港）有限公司繞道香港進入的，不過即便是這種方式，仍需獲得政策的許可。

第三章 兩岸資本市場整合發展研究 2：證券業

由於台灣當局 8 年來奉行的“戒急用忍”政策，使兩岸金融合作不僅嚴重滯後於兩岸經貿合作，而且呈現嚴重的不對稱現象。台灣證券業雖然是對外開放，但對於大陸來說則基本上是隔絕的，兩岸證券市場的交流合作基本上處於單向、間接、低層次的初級階段。在證券投資方面，進入台灣市場的基金均須向台當局出示不含陸資的申明；而台灣基金投資 B 股和香港市場 H 股和紅籌股亦有比例限制。目前兩岸間相互投資的唯一中轉地在香港，目前香港市場有台灣 ETF（交易所交易基金，一般為以股市指數為買賣標的），而台灣市場亦有香港指數基金買賣，同時香港上市公司可在台灣發行存託憑證（TDR，台灣存託憑證）。在互設金融機構方面，大陸一直對台資金融機構到內地設立分支機構持積極支持和歡迎的態度，台灣已有 13 家證券公司在大陸設立了 25 個代表處，而台灣當局對大陸金融機構進入台灣市場基本採取禁止的做法。

台灣新任領導人馬英九先生上任後，兩岸關係迅速改善，尤其是海協會與海基會的恢復商談併達成兩項重要經濟協議。在兩岸經貿關係取得突破的同時，台灣方面加快了開放兩岸資本市場與金融合作的步伐。台灣行政當局 2008 年 6 月 26 日通過 5 項放寬兩岸金融業務政策，包括開放台港 ETF（指數股票型基金）相互掛牌，有限度開放香港交易所掛牌企業赴台第二上市（櫃），基金型態的境外投資機構免出具聲明書、放寬基金投資涉及大陸股票的海外投資限制、開放赴大陸投資證券期貨業等，這些政策的鬆綁標誌著台灣當局朝開放資本市場的方向又向前邁進了一步。

針對兩岸關係發展的新形勢，我們認為兩岸證券市場的整合已經開始顯露端倪。兩岸證券市場的整合就是以證券為媒介的兩岸資本自由流動，即兩岸證券市場主體突破地域的限制，實現證券資本跨地區流動，從而能夠使兩岸證券市場互相融合，互相滲透，逐步成爲一個“一體化”的證券市場的進程。兩岸證券市場的整合是資本流動國際化背景下兩岸經貿發展的必然結果，是一個循序漸進、逐層遞進的過程。從目前兩岸金融合作的現狀來看，兩岸證券市場整合的最主要障礙在於目前大陸沒有統一的、單獨的涉台金融法規，使进一步深化金融合作和交流缺乏法律依據，兩岸遲遲沒有簽署貨幣清算協議和金融監管備忘錄(MOU)。

大陸證券市場經過改革開放以來近三十年的發展，市場規模不斷壯大，制度日趨完善。但作為新興經濟體，尚存在證券市場層次單一、融資結構失衡、債券市場發展滯後、機構投資者力量不足、市場創新機制和資訊披露機制有待增強等問題；台灣證券市場雖已建立了較

完備的多層次市場體系，具備了較強的競爭優勢，但是受制於台灣地區經濟形勢和市場資源的限制，發展前景也不容樂觀。兩岸證券市場存在的差異和互補性，恰可為兩岸證券市場的整合提供很好的契機。兩岸金融合作與資本市場的開放，不僅有助於兩岸經貿關係的發展與資本的融合，更有助於海峽兩岸區域功能性金融中心的形成；不僅可以在一定程度上避免台灣經濟被邊緣化的危機，還可以在兩岸區域經濟互補和產業結構調整中發揮巨大的作用。

本章主要通過分析大陸證券業對外資開放的現狀，比較兩岸證券市場的結構性差異和互補性，同時分析了台灣證券業的發展困境和優勢，提出利用兩岸證券業的比較優勢，在“循序漸進、安全可控、競爭合作、互利共贏”的基本原則下，循序漸進地推進兩岸證券業的合作和證券市場的整合。

一、大陸證券業對外資開放的現狀

世界貿易組織（WTO）對金融服務業的對外開放並沒有非常具體的規定，各成員國可以依據《服務貿易總協定》（GATS）和《金融服務協定》（FSA）有關條款，同時結合本國實際情況向外資開放金融、保險和證券等有關服務性行業市場。WTO 主要從證券市場自由化和證券市場管理定位兩方面對成員國證券市場對外開放施加制度性的影響，加快證券市場自由化的進程。大陸加入 WTO 時，就證券市場對外開放提出了具體承諾，包括：允許外國證券機構通過在交易所設立的特別席位直接交易 B 股；鼓勵更多的大陸優質企業境外發行上市；逐步允許符合標準的外資企業來中國內地發行股票並上市；成立中外合資證券公司與基金管理公司；在適當時機，允許外資有控制、有步驟地進入中國大陸證券市場。從已兌現的情況來看，大陸證券市場開放度與現階段證券業發展狀況及資本市場成熟度是基本相適應的。

（一）大陸證券業開放狀況

外資進入大陸證券業受到 2002 年 7 月 1 日起生效的《中華人民共和國外資參股證券公司設立規則》的規範。據大陸證監會資料顯示，截至 2008 年 4 月底，證監會已批准設立 7 家中外合資證券公司和 31 家中外合資基金管理公司，其中 15 家合資基金公司的外資股權已達 49%。上海、深圳證券交易所各有 3 家特別會員，分別有 41 家和 19 家境外證券經營機構直接從事 B 股交易。

大陸還主動實施合格境外機構投資者（QFII）制度和合格境內機構投資者（QDII）制

度。目前，QFII 投資額度已提高至 300 億美元，截止 2009 年 7 月，86 家境外機構獲得 QFII 資格，另有 5 家外資銀行獲准開展 QFII 託管業務。QDII 方面，有 26 家基金管理公司和 9 家證券公司取得 QDII 資格，9 只 QDII 基金產品和 1 只 QDII 集合資產管理計畫獲得批准，獲批投資額度已達 375 億美元。

大陸還允許符合條件的境內企業到境外上市。自 1993 年起，大陸政府支援符合條件的境內企業到境外上市，擴大融資管道，參與國際競爭。截至 2008 年 4 月底，共有 150 家境內公司到境外上市，籌資總額 1,104.84 億美元，其中有 55 家企業同時發行 A 股。大陸企業境外上市地主要有：香港主板、香港創業板、美國紐約證券交易所、美國納斯達克、新加坡交易所、英國證券交易所、德國證券交易所等，境外上市可採取 H 股模式或紅籌股模式。其中，企業申請發行 H 股，需經由證監會會同發改委等審核企業是否符合國家產業政策、利用外資政策以及有關固定資產投資立項規定，經過初步審核後，函告公司是否同意後，方可向境外證券交易所申請上市。紅籌上市模式一般是大陸企業在境外（如百慕大、開曼群島）註冊一個殼公司，將境內企業的資產跨境注入境外殼公司（常用方式是股權併購），境外企業在境外證券交易所上市，境外上市公司再將募集資金調回境內投資。

同時，自 2001 年起，證監會也允許符合條件的外商投資股份有限公司可以在境內市場發行股票和上市，迄今已有超過 100 家外商投資企業在境內發行股票和上市。此外，外國投資者還可以根據《外國投資者對上市公司戰略投資管理辦法》等規定對 A 股市場的上市公司進行戰略投資。

證監會還支持境內證券期貨經營機構“走出去”，允許境外證券交易所設立駐華代表機構。目前，中國內地已批准 10 家證券公司、6 家期貨公司在香港設立分支機構，31 家境內企業獲准從事以套期保值為目的的境外期貨交易。2007 年 7 月，《境外證券交易所駐華代表機構管理辦法》實施，目前已有紐約交易所、倫敦交易所等 7 家境外證券交易所獲准設立駐華代表處。

大陸針對證券業的開放舉措從方向上來看主要延續了加入 WTO 時的承諾：入世三年內，外資證券公司可以建立合資證券公司（外資占比不超過 1/3），承銷並交易 B 股和 H 股以及政府與公司債券；入世後外資證券公司還可以直接跨國界交易 B 股。

大陸實際上提前兌現了加入 WTO 時的全部承諾，只是由於 2004 年開始的證券公司綜合治理工作導致了對證券公司經營牌照審批的暫停。這次同意恢復審批包括合資證券商在內的證券公司經營牌照是在合適的條件下恢復了當初的承諾。同時，大陸還在 WTO 沒有明確承諾的情況下，同意合資證券商開展經紀業務、自營業務和資產管理業務。這使得合資證券

商實際上已經可以擁有全牌照，今後合資證券公司將與國內證券公司擁有相同的待遇。

（二）外資投資銀行進入大陸後的影響

2006 年以來大陸證券業的競爭格局已經比較穩定，經紀業務和投資銀行業務的市場份額集中度也達到了相對較為滿意的水準。截至 2008 年底，大陸證券商 108 家，其中綜合證券商 85 家，上市證券商 9 家(中信、國金、海通、國元、宏源、東北、西南、長江、太平洋)，經紀收入前十名市占約 50%，承銷收入前五名市占約 80%，大者恒大趨勢明顯。

但是外資投資銀行的進入，仍對大陸證券商各項業務產生了一定的衝擊。目前大陸證券業經紀業務的火爆主要來源於大量個人投資者進入股票市場，而個人投資者服務正是大陸證券公司相對於合資證券商在經紀業務領域的強項。由於開展個人經紀業務往往需要較大的前期投入（營業網點數量、交易系統開發和安裝、相關人員的招聘和培訓等）而且運作時間相對較長，因此對於在機構客戶和高端個人客戶領域擁有競爭優勢的合資證券公司來說，進入個人經紀業務的成本和門檻較高，目前爭奪的目標被定位在少數極高端客戶上，對大陸證券商的衝擊較小。

自營業務由於主要是證券公司使用自有資本進行投資，因此各家證券公司在這塊業務上的盈利水準主要取決於投資決策、風險控制等因素。合資證券商希望獲得開展自營業務資格的主要動機應該是希望通過投資國內股票市場分享高成長帶來的高收益。

資產管理業務在 2005 年開始對創新類證券公司開放，目前已有 14 家證券公司發行了 22 個集合理財產品。一旦合資證券商獲准開展資產管理業務將對證券公司現有的競爭格局構成潛在威脅，但是由於合資證券公司在營業網點數量、個人投資者客戶基礎等方面的劣勢，短期內很難對大陸證券公司的資產管理業務產生實質性影響。

總的來說，我們認為目前外資進入對大陸證券公司短期影響將十分有限、長期將構成一定威脅。

短期影響：

（1）已有合資證券公司對大陸證券公司形成的威脅有限。到目前為止大陸一共批准過 7 家合資證券公司，其中中金公司和中銀國際證券由於特殊的歷史原因和背景使得其運作性質更接近於陸資證券公司。除這兩家證券公司外，其他證券公司的業務範圍僅限於投資銀行業務。而從歷史情況來看，其他 4 家成立於 2003~2004 年間、專注於投資銀行業務的合資證

券公司的市場份額始終較為有限，並沒有給大陸證券公司帶來實質性的威脅。

(2)大陸證券公司合作意願的減弱將成為外資證券商進入的主要障礙。在 2003 至 2005 年期間，由於大陸證券行業的持續不景氣，許多大陸證券公司紛紛尋求與外資證券商的合作，期間共成立了長江巴黎百富勤證券、華歐國際證券、高盛高華證券和海際大和證券 4 家合資證券公司。

2006 年以來證券市場的迅速走好使得證券公司實現大幅度盈利，這也使得大陸證券公司在尋求合作的時候更加謹慎，主要是由於合資證券公司的外資股東尋求控制經營權的意願都較強。而 2006 年長江巴黎百富勤證券的正式終結也顯示大陸證券公司與外資證券商合作的意願正在迅速減弱，這使得外資證券商通過合資進入大陸證券行業的難度加大。

長期影響：

(1) 外資證券商在人力資源方面慷慨的投入將吸引大量人才。由於目前大陸證券公司在人力資源領域的制度與國際先進水準相差較遠，使得其在薪酬待遇方面的競爭力與外資證券商相差較遠。大陸證券公司整體薪酬制度仍需要較長時間才能逐步向國際先進制度轉變。

(2) 外資證券商在投資銀行業務領域將向大陸證券公司發起強有力的挑戰。由於目前大陸大型項目的承銷仍然帶有較強的政策性特徵，因此外資證券商在短期內較難與大陸頂尖證券公司直接競爭。但是隨著大陸市場化、國際化進程的推進，外資證券商在專業化程度、國際化運作經驗等方面的優勢將慢慢顯現，給大陸證券公司帶來新的挑戰。

(3) 外資證券商較好的風險控制能力是大陸證券公司普遍缺乏的。儘管經過 3 年的熊市使得大陸證券公司的風險控制意識已經大大提高，但是由於大陸證券市場產品的單一，使得大陸證券公司在風險控制領域仍有很長的路要走，尤其是衍生品的不斷豐富將極大地考驗大陸證券公司的風險控制能力。

(4) 外資證券商在產品創新領域的豐富經驗將給大陸證券公司帶來巨大挑戰。目前大陸創新品種仍然十分匱乏，這使得大陸證券公司在產品創新方面的能力和經驗十分有限，面對今後日益複雜的證券市場，大陸證券公司不得不面對在產品創新領域經驗豐富的外資證券商。

二、兩岸證券市場比較

兩岸經貿合作已經對兩岸的經濟增長、產業結構調整與產業分工產生了重要影響。2007 年兩岸貿易額達 1,244.8 億美元，大陸累計批准台商投資項目 74,327 項，台商實際投資 450.4

億美元，台灣對大陸投資位列台灣海外投資目的地的第一位。隨著兩岸貿易與投資規模逐漸擴大，互補性的垂直分工關係日益明顯，大陸成為台灣失掉比較優勢的產業向外轉移的首選之地。而且近年來，不僅勞動力密集型製造業，而且高技術產業中的勞動力密集型生產階段也開始向大陸轉移。隨著兩岸貿易與投資的擴大，兩岸產業追求規模經濟和範圍經濟的過程和進行產業結構調整的過程就是擴大投資和進行跨境併購的過程。而這個過程就需要金融服務業的跟進，尤其是需要兩岸證券市場提供一體化的證券產品及服務，包括更為便捷的上市融資管道，更為開放透明的市場訊息、更為合理和趨同的資產定價以及更為便利的證券流動性和更為豐富的證券投資品種。

我們從市場體系、市場開放程度、市場主體和監管模式四個方面對兩岸證券市場進行比較，指出兩岸證券市場存在的結構性差異和互補性，這是未來兩岸證券市場整合的基礎。

（一）市場體系

多層次證券市場體系是指根據金融產品風險特徵和投資者風險偏好程度的不同，在證券市場中細分形成的多個具有遞進或互補關係的不同層次的市場體系。國外比較成熟的證券市場均建立了多層次市場體系，這既是證券市場逐步健全市場功能以更好地適應和服務於社會經濟發展的需要，也是不同層次市場競爭發展的結果。根據交易組織形式及金融工具風險特徵的不同，可以將證券市場分為證券交易所市場與場外交易市場兩個層次，同時，在場外交易市場內部，又根據上市標準及交易形式的不同可將其分為眾多不同的市場層次，如台灣有櫃檯買賣中心與興櫃市場兩個層次。本文從交易所市場與場外交易市場這兩個層次對兩岸的證券市場體系進行比較，分析兩岸不同層次證券市場的異同點，以促進兩岸證券市場的發展與交流。

（1）兩岸交易所市場比較

從總體規模上看，據臺灣證交所提供的數字，截至 2008 年 7 月底，在臺灣證券交易所掛牌的上市公司共計 700 餘家，總市值超過 18 萬億新台幣。臺灣證券交易所是台灣地區規模最大、層次最高的交易所，自 1962 年正式開業起到目前為止，一直是台灣唯一的證券集中交易場所，主要業務是提供場地設備及服務、供證券商競爭買賣上市證券等，交易的品種除了公司股票，還有存託憑證、受益憑證、認購權證、政府公債、公司債券等多個種類的證券上市交易。與台灣不同的是，大陸有上海、深圳兩個交易所，且根據中國證監會提供的資料顯示，截至 2009 年 2 月底，滬深兩市上市公司家數 1,604 家，交易的股票數近 1,700 種，

總市值達 13 萬餘億元。儘管大陸股市由於歷史原因，存在著諸如一股獨大、股權分置等弊端，但隨著 2005 年股權分置改革的開展及相應法律法規體系的完善，大陸證券市場現已逐步進入健康發展的軌跡，並且交易品種也日益豐富，現有股票(A 股、B 股)、國債、企業債券、可轉換債券、權證及 ETF 等證券上市交易。

從發行上市制度上看，由於大陸實行的是發行核准制，規定了股票的發行資格，對業績、規模等方面作了條件限制。而台灣在證券發行方面，採用公開原則與實質管理並重的做法，主要法律法規包括《證券交易法》和《公司法》(尤其是有關證券發行部份)。依據台灣《公司法》採用授權資本制度的規定，發行新股是指股份有限公司設立後，就第二次以後所發行的股份而言，主要包括公司設立後發行新股和公司增加資本後發行新股兩種情形。在台灣股票發行通常分為公開發行和非公開發行兩種方式，公開發行是由發行公司通過證券承銷商或投資銀行，將證券分別銷售給不特定的投資人，非公開發行則是發行公司將證券由原有股東及員工認購或整批直接銷售給一個或數個特定投資人，亦稱為私募發行。辦理證券公開發行的股份有限公司需依循台灣《公司法》和《證券交易法》的規定，辦理有關審核發行程式。就股票而言，公開發行只是股票上市前必經的一種發行審核程式，並不一定每一次的公開發行都伴隨有公開募集股票的行為。股票公開發行後，發行人可以申請上市，也可以不申請上市，申請上市或上櫃與否由公司自行決定。反之，公司股票若要申請上市或上櫃就必須完成公開發行的手續，使大眾能充分瞭解公司業務和財務狀況，以作為其投資判斷的依據，因此，發行公司需要根據法律規定要求依法辦理或基於自身需要辦理公開發行程式，申請股票上市公司之前未辦理公開發行程式，需先行申請補辦公開發行，包括公司就原已發行的股份辦理公開發行和發行新股同時辦理公開發行兩種情況，後者通過證券市場發行新股實現融資。

兩岸上市制度比較見表 3-1，由表中內容，我們需要強調的是，台灣規定首次上市股票需在興櫃股票櫃檯買賣滿六個月以上，還將股權分散作為上市的一個強制條件(《臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則》第 4 條)，而大陸則已取消了證券商 1 年輔導期的要求，沒有這方面的規定。

表 3-1 兩岸交易所證券上市發行制度比較

集中交易市場	交易所性質	上市程式	法律法規
臺灣證券交易所	公司制非自律性組織	上市的股票一般先在櫃檯交易市場滿 6 個月方可申請上市，再由證交所書面審查申請者各種材料並在審查完畢後擬審查報告交證交所董事會決議，通過決議後與證交所簽訂上市契約並	《證券交易法》 《臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則》 《臺灣證券交易所股份有

		連同審查報告報請主管機關核准，經主管機關核准後方可正式辦理上市相關手續	限公司審查上櫃公司股票轉申請上市作業程式》
滬、深證券交易所	會員制自律性組織	發行人董事會應就具體方案提請股東大會批准，在股東大會通過決議之後再由保薦人保薦並向證監會申報，證監會受理申請並審核發行申請，發行人應自核准發行之日起 6 個月內發行股票	《證券法》 《首次公開發行股票並上市管理辦法》 《滬、深證券交易所股票上市規則》

資料來源：本研究整理。

在股票的上市標準方面，大陸在財務指標、經營狀況以及上市程式等方面都制定了較為嚴格的條件。企業上市地可以選擇深圳和上海證券交易所。其中，發行股本在 1 億股以上的一般在上海證券交易所上市，發行股本在 1 億股及以下的在深交所中小企業板上市。企業上市的流程分為以下 6 個步驟：(1) 企業改制設立股份有限公司；(2) 仲介機構盡職調查與輔導；(3) 上報申請材料；(4) 證監會審核申報材料；(5) 路演、詢價與定價；(6) 發行與上市。正常情況下，從籌畫改制到設立股份公司需 3—6 個月，規範的有限責任公司整體變更為股份公司時間可以縮短，外資企業整體變更需商務部審批需要增加 1—2 個月。盡職調查和製作申請文件需 3-4 個月，證監會審核到發行上市需 3-4 個月，總體時間為一年半左右。相比之下，台灣在上市條件方面的規定相對較高，且對公司的資本額、設立年限及獲利能力等都有所規定，上櫃條件的規定則相對較寬鬆，具體比較見表 3-2。

表 3-2 兩岸證券交易所上市標準比較

集中交易市場	上市標準			
	資本金額	財務狀況	經營年限	股權分散程度
臺灣證券交易所	申請上市時之實收資本額達新台幣6億元以上	合併財務報表營業利益及稅前純益符合下列標準之一，且最近一個會計年度無累積虧損者：1. 營業利益及稅前純益占年度決算之財務報告所列示股本比率，最近二個會計年度均達6%以上者；或最近二個會計年度平均達6%以上，且最近一個會計年度之獲利能力較前一會計年度為佳者。2. 營業利益及稅前純益占年度決算之財務報告所列示股本比率，最近五個會計年度均達3%以上者。	申請上市時已依公司法設立登記屆滿3年以上	記名股東人數在1,000人以上，公司內部人及該等內部人持股逾50%之法人以外之記名股東人數不少於500人，且其所持股份合計占發行股份總額20%以上或滿1,000萬股者
滬、深證券交易所	公司股本總額不少於	最近3個會計年度淨利潤均為正數且累計超過人民幣3,000萬	持續經營時間在三	公開發行股份比例應達總股本

易所	5,000萬元人民幣	元，淨利潤以扣除非經常性損益前後較低者為計算依據	年以上	25%以上，股份總額超過人民幣4億元的，應達10%以上。
----	------------	--------------------------	-----	------------------------------

資料來源：本研究整理，列台灣有價證券通用上市標準，科技事業公司低於此標準；列滬、深證券交易所主板的上市標準，深圳中小企業版財務盈利條件目前與主板相同。

由深圳證券交易所負責運營的創業板今年將正式開設，大陸從 2007 年提出創業板的推出條件已經成熟，同年 8 月，《創業板發行上市管理辦法》(草案)獲得國務院批准，並進入積極籌備策劃階段。但由於 2008 年股市低迷，創業板遲遲無法推出，直到 2009 年 6 月，深圳證券交易所發佈《深圳證券交易所創業板股票上市規則》正式生效，並已開始接受企業申報。大陸創業板的上市標準低於滬深主板市場：“最近兩年連續盈利，最近兩年淨利潤累計不少於一千萬元人民幣，且持續增長；或者最近一年盈利，且淨利潤不少於五百萬元人民幣，最近一年營業收入不少於五千萬萬元人民幣，最近兩年營業收入增長率均不低於百分之三十”，預計 11 月初將有第一批公司掛牌上市。

兩岸的證券交易所法律地位相似，如大陸規定：“證券交易所是指為證券集中交易提供場所和設施，組織和監督證券交易，實行自律管理的法人”(《證券法》第 102 條)，台灣《證券交易法》第 11 條也規定：“證券交易所是依本法之規定，設置場所及設備，以供給有價證券集中交易市場為目的之法人”，可見，兩岸證券交易所是自律性和非自律性的企業法人組織，兩岸交易所職能許可權存在著差別，如在暫停與終止上市的職權上，臺灣證交所只享有報告權與建議權，而最終的核准權由金管會享有(《證券交易法》第 144、147、156 條)。大陸證交所關於暫停與終止證券上市的職權，比臺灣證交所的職權要大，依據修訂後的《證券交易所管理辦法》，大陸證券交易所所有權決定上市公司股票的暫停、恢復或者終止上市。又如在在上市申請的審核批准權上，台灣地區的上市申請由發行人向臺灣證券交易所申請，並報請台灣金管會核准(《證券交易法》第 139、141 條等)。大陸的上市申請由中國證監會核准，它可以授權證券交易所依照法定條件和法定程式審核，《證券法》第 48 條規定：“申請證券上市交易，應當向證券交易所提出申請，由證券交易所依法審核同意，並由雙方簽訂上市協議”。另外，在制定證券交易規則、制定證券商行為規則、監管上市交易情況、監管上市公司的資訊披露、管理交易賠償基金、依證券交易所的章程和規則對違規的證券商以及有關人員進行處理等方面，兩岸證券交易所擁有的職權大體相同。

(2) 場外交易市場比較

場外交易市場是指在證券交易所以外進行的各種證券交易活動的總稱，又稱“店頭市場”

或“櫃檯市場”，通常是指在交易所外由證券買賣雙方當面議價成交的市場，它沒有固定的場所，其交易主要利用電話進行，交易的證券以不在交易所上市的證券為主。近年來，一些場外交易市場大量採用先進的電子化交易技術，使市場覆蓋面更加廣闊，市場效率有很大提高，這些市場為暫時無法上市的中小企業和新興公司提供融資途徑和成長空間，是對主板市場的有效補給，在資本市場中佔據著重要的位置。

從台灣證券市場的發展歷程來看，先出現店頭市場，後有集中交易市場；在集中交易市場產生後，店頭市場曾顯萎縮並被禁止；此後，店頭市場復又呈現發展的必要，最終逐漸形成一個層次分明的資本市場體系。其間，儘管監管部門嚴格控制資本市場的設立，但是也及時回應市場的需求，建立起多層次互補的資本市場體系。

台灣的股票店頭市場起源於 20 世紀 40 年代末，直到 1960 年台灣證券管理委員會成立，1961 年臺灣證券交易所股份有限公司成立並於 1962 年正式開業，才標誌著台灣股市進入了有組織的發展階段。臺灣證交所成立後，為發展集中交易市場，曾一度禁止股票店頭交易，一直到 1968 年台灣《證券交易法》頒佈，股票交易市場才開始明確劃分為兩個層次：一是在證交所進行股票買賣，屬於集中交易市場，採取競價的方式成交；二是在證券商的營業櫃檯進行的買賣，屬於非集中交易市場，採取議價的方式成交。自此，台灣的場外非集中的股票交易才獲得了合法地位。

目前台灣證券市場大致可劃分為 4 個層次。第一層次是集中交易市場，即公司制的臺灣證券交易所的集中交易市場；第二層次是櫃檯市場，即財團法人制的台灣證券櫃檯買賣中心市場；第三層次是興櫃市場，為未上市上櫃公司股票交易的市場，由櫃檯買賣中心管理。第四層次是盤商市場，未上市（櫃）的股票通過“盤商”仲介交易，在台灣屬於不合法，所以對這一類交易既無監管又無統計，也游離於學者研究之外。但根據一些台灣學者的估算，台灣大多數股票的交易是通過盤商市場實現交易的，儘管在盤商市場買賣股票的流通性差、交易成本高、融資效果也不免受到限制，但以地下“盤商”為仲介的非公開股票市場確實是台灣中小企業籌集資本的一個來源。從市場發展歷程和狀況看，大陸過去一直嚴格禁止非法證券公開發行及交易，目前也尚未有統一監管下的場外交易市場，而台灣場外交易市場的發展起步更早，市場建設也更為成熟，在上述 4 個層次中，櫃檯市場與興櫃市場在台灣同屬合法的“店頭市場”。

櫃檯市場主要承擔輔助上櫃股票轉為上市股票的任務，被視作上市股票的“預備市場”。1988 年開始籌辦櫃檯交易服務時，其目的是為公開發行但尚未上市的公司開拓股票流通管道。櫃檯中心為財團法人制，其資金來源最早是證券商業同業公會的捐助，而後又有經營的

盈餘積累。櫃檯中心的交易模式以競價制度為主、做市商制度為輔。截至 2008 年 5 月初，在櫃檯買賣中心掛牌的公司有 788 家（不包括曾在櫃檯買賣中心掛牌，規模壯大後轉到證券交易所上市或因經營管理不善而摘牌公司），總市值已超過 24,000 億元新台幣。

興櫃市場屬於新開發的股票市場，目的是取代以“盤商”為仲介的未上市上櫃股票的交易所，將未上市上櫃股票納入制度化管理，為投資者提供一個合法、安全、透明的交易市場。所謂的“興櫃股票”，就是指已經申報上市或上櫃輔導契約之公開發行公司的普通股股票，在還沒有上市、上櫃掛牌之前，經過櫃檯中心依據相關規定核准，先在證券商營業處所議價買賣的股票。興櫃市場由櫃檯中心管理，只有一種交易方式，就是在證券商的營業處所議價。投資者買賣興櫃股票，可以透過合法的證券商進行交易，並享有發行公司資訊公開、交易市場訊息透明及給付結算作業安全便利的多重保障。目前，在興櫃市場掛牌的公司近 300 家（不包括已經轉到證券交易所、櫃檯買賣中心上市或上櫃的公司）。

相比較而言，大陸場外交易市場的起步則要晚得多，在 20 世紀 80 年代中後期的第一輪企業股份制改造浪潮中，產權交易所的出現使得場外交易市場初具雛形。在滬、深證券交易所成立後，為支持一批基本達到上市條件而又未爭取到上市指標的改制企業的股權流動，一些地方出現了區域性的證券交易中心（20 世紀 90 年代中期前後曾擁有數十隻上櫃交易的股票）。後來大陸政府出於防範金融風險的考慮而關閉了涉及產權拆細交易和股權交易的證券櫃檯市場和產權市場，同時 1990 年底成立的 STAQ（即全國證券交易自動報價系統）和 1993 年開通的 NET（中國證券交易系統有限公司）兩家法人股市場也於 1999 年 9 月令其停止交易。2001 年 6 月，為瞭解決原 STAQ 和 NET 系統掛牌公司的遺留問題，中國證券業協會發佈了《證券公司代辦股份轉讓業務試點辦法》，並於 7 月成立了“代辦股份轉讓系統”（也有被稱為“三板市場”），對 11 只原 STAQ 和 NET 系統掛牌公司的股票及某些由滬、深證券交易所退市的公司進行集中競價交易，截止 2009 年 7 月為止，共有 86 家企業參與試點，其中已掛牌和通過備案企業 57 家，正在備案企業 10 家，年底掛牌企業預計將超過 80 家。中國證監會根據多層次資本市場建設的要求：主板-創業板-場外市場，在創業板推出後，場外市場的建設已被重點提上日程，並基本確定以代辦股份轉讓系統為依託、構建全國統一監管下的場外市場。我們對照台灣櫃檯市場、興櫃市場的掛牌標準與大陸代辦股份轉讓系統進行了比較，具體見表 3-3。

表 3-3 兩岸場外交易市場規範制度比較

	場外交易市場	交易模式	掛牌標準	法律法規
台	櫃檯買賣中心	議價交易	依法設立登記滿 2 個完整會計年	《財團法人中華

灣		系統與電子競價撮合成交系統並行的交易模式	度，實收資本額不低於新台幣 5,000 萬，最近 1 年合併稅前純益不低於新台幣 400 萬，且合併稅前純益不予考量少數股權純益(損)對其之影響，並占股東權益比率符合下列標準之一：1) 最近 1 年：4%，無累積虧損。2) 最近 2 年：均達 3%或平均達 3%且最近 1 年較前 1 年為佳。	民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券審查準則》
	興櫃市場	投資者與推薦證券商議價交易模式	無營業利益、稅前純益、資本額、設立年限、股東人數等規定，只須符合下列條件：已為公開發行；已與證券商簽訂輔導契約；經二家以上證券商書面推薦並檢送最近一個月對該公司之“財務業務重大事件檢查表”；在櫃檯中心所在地設有符合規定條件之專業股務代理機構或股務單位辦理股務；募集發行之股票及債券，皆應為全面無實體發行。	《財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣興櫃股票審查準則》
大陸	代辦股份轉讓系統	投資者委託指令以集合競價方式配對成交	成立滿三年股份有限公司，尚無其他具體要求	《證券公司代辦股份轉讓業務試點辦法》

資料來源：本研究整理。

從市場進入制度看，台灣股份有限公司不一定是與大規模企業相對應的組織形式，中小企業同樣可以設立股份有限公司，且資本金門檻也較低，實收資本額無最低要求，而且明確規定，只要是股份有限公司均有權申請公開發行股票，台灣當局還針對實際情況專門設立了不同層次的場外交易市場。而在大陸，設立股份有限公司的最低實收資本額為一千萬（《公司法》第 78 條），這無疑是大多數中小企業難以企及的門檻。同時，公開發行股票必須報經國務院證券監督管理機構核准（《證券法》第 11 條），准入條件非常嚴格，即使成立了股份有限公司，公開發行股票也絕非易事。兩岸場外交易市場的規範制度比較具體見表 3-3，由表可見，台灣的場外交易市場體系具有層次性，且相應的各種制度也較為完整，法律規章制度也較為規範。

從市場管理制度看，台灣在場外交易市場的建設過程中，批判地吸收了西方國家多層次資本市場建設的經驗。在櫃檯買賣中心這個層次，採取“平入嚴督”的方式對其進行管理，即櫃檯買賣中心上櫃公司的准入標準較臺灣證券交易所的“嚴入”標準低很多，但又比興櫃股票

市場要高，而“嚴督”則體現在對承諾事項的追蹤、對重大資訊的披露等方面。在興櫃股票市場這個層次，則採取“寬入嚴督”的方式進行管理，即准入標準十分寬鬆，沒有營業利潤、稅前利潤、沒有資本額等的限制，只須符合已經申報上市(櫃)輔導及有兩家以上證券商書面推薦等條件（《財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業所買賣興櫃股票審查準則》第 6 條），而“嚴督”指的是其受到的監管比櫃檯買賣中心更為嚴格。同時，台灣不僅制定了約 60 部相關的法律法規為依法治市奠定了基礎，還由 2004 年 7 月成立的金管會將場外交易市場的監管也被納入其中，集中統一對場外交易市場進行監管；相比較而言，制度建設滯後是大陸經濟改革的通病，這一點在場外交易市場建設方面表現得尤為突出，至今仍缺少統一的場外交易市場法律法規體系。現行修訂後的《證券法》，也沒有對場外交易市場進行規範管理的條款，櫃檯市場的交易行為難以得到法律的保護。即使從地方層面看，改革以來各省市儘管出台了許多與場外交易市場相關的管理條例，但條例紛繁雜亂，配套性極差，嚴重制約了大陸統一場外交易市場的發展。

（二）市場開放程度

台灣證券市場的開放採取的是一條間接投資先行、機構投資先行和逐步放寬管理的路徑。從 50 年代開始，台灣的金融體制就受到海外的影響，模仿美國等國家的管理體系，證券市場管理體制也深深打上了西文現代化體制的烙印。台灣地區證券市場對外資開放始於 1967 年 5 月 29 日“行政院”發佈的《華僑及外國人投資證券實施辦法》，但直到 1982 年台灣《引進僑外資投資證券計畫》出台，外資投資台灣地區證券市場的整體管理規範及架構才最終確定，其後台灣證券市場經過了三個階段的開放歷程：

第一階段，允許外資以間接方式參與台灣地區證券市場，即允許台灣的投資信託公司向海外投資募集資金投資台灣證券市場，外資通過該投信公司實現間接投資。1983 年 8 月至 1986 年 4 月，先後核准成立了國際、光華、建弘及中華四家內外合資的證券投資信託公司，這四家公司在美國、歐洲等地發行了“台北基金”，外資通過購買證券投資信託公司在海外發行的受益憑證間接投資於台灣股市。

第二階段，允許外國專業機構投資者直接參與台灣證券市場。繼 1990 年 12 月修正了“華僑及外國人投資證券市場及其結匯辦法”後，台灣在 1991 年正式實施 QFII 制度，允許合格的境外機構投資者直接入市投資，但在資格條件、持股比例、投資額度、資金匯出入及投資對象方面均存在不同程度的限制，之後逐步放寬直接投資的規定和限制。

第三階段，完全開放海外自然人投資台灣證券市場，全面開放海外證券在台灣的發行與交易，解除對國外資本流動的限制。1996年3月，台灣通過了“證券投資信託事業管理規則”修正案，該案規定境外華僑及外國人均可直接投資台灣股市，實行GFII制度，但是投資額仍受到一定限制；2003年9月，取消QFII制度，外國投資人可依是否在本國境內及身分別予以區分為“境外外國機構投資人”、“境外華僑及外國自然人”、“境內外國機構投資人”及“境內華僑及外國自然人”等四類，且取消境外機構投資人之投資額度規定，此外華僑及外國人投資國內證券亦由原審查許可制改為登記制，簡化相關申請程序。

可以看出，自1991年台灣實行QFII制度以來，分階段逐步放寬對外資證券商的投資限制，並從1996年起逐步實現證券市場對境外法人與自然人的完全開放，全面開放“境外華僑及外國人直接投資”，實行GFII制度。相比之下，大陸證券市場開放較晚，根據加入WTO之後資本專案開放的要求，至2002年才開始實施QFII制度，而且從一開始即採用直接投資的形式，並規定了嚴格的QFII資格條件和資金管理政策。與台灣漸進性、階段性、謹慎性的開放進程相比，儘管大陸對QFII資格及資金管理均實行了較為嚴格的條件，但大陸資本市場的開放仍體現出了較為激進的一面，一開始就採用直接投資的形式准許外資機構投資於大陸股市，各種制度建設及監管體系均未能跟上步伐，兩岸的規範體系比較見表3-4。

表 3-4 兩岸證券市場開放制度規範體系比較

地區	頒佈時間	規章制度
台灣	1967年	《華僑、外國人投資證券實施辦法》
	1982年	《引進僑外資投資證券計畫案》
	1983年	《證券投資信託事業管理規則》、《證券投資信託基金管理辦法》、《華僑及外國人投資證券及其結匯辦法》-（SITE實施）
	1990年	《華僑及外國人投資證券及其結匯辦法》修正-（QFII實施）
	1990年	《華僑及外國人申請投資國內證券說明資料》（期后多次修訂）
	1996年	《證券投資信託事業管理規則》修正-（GFII實施）
	1999年	《華僑及外國人投資證券管理辦法》修正（原名稱：《華僑及外國人投資證券及其結匯辦法》，期間多次修訂）
	2003年	《華僑及外國人投資證券管理辦法》修正-（取消QFII制度）
大陸	2002年	《合格境外機構投資者境內證券投資管理暫行辦法》

資料來源：本研究整理。

證券市場開放的一個主要特徵即體現為QFII制度的實行，正式伴隨著QFII資格要求、投資比例及資金匯出入管制的不斷放寬，才促進了金融監管水準的提高，也進一步規範了證券市場訊息披露等各方面制度的建立。QFII機制的運作涉及三個核心問題，即合格機構的資格認定、投資範圍及額度、資金匯出入。兩岸在這幾個方面的規定均存在著一定程度的差

別：從合格機構的資格認定上看，台灣對於機構投資者的類別、規模及經營年限的要求均是逐年放寬，以保險公司為例，其經營年限從最初的 10 年，逐漸放寬到 5 年和 3 年；市場開放初期，兩岸都僅允許資信優良的投資機構進入證券市場，但大陸在資產規模、世界排名上遠遠高於台灣地區的要求，可見其對合格機構的資格審查更為嚴格。

從合格機構的投資範圍及比例上看，台灣 QFII 制度運行初始時，自台灣地區 QFII 制度運行以來，只限於投資貨幣市場工具和股票，1998 年允許投資期貨市場，2000 年允許投資可轉換債券與金融證券，到目前為止，華僑與外國人投資對象包括股票、債券、期貨、期權及權益憑證(《華僑及外國人投資證券管理辦法》第 4 條)。而在大陸，除了《外商投資產業指導目錄》限制的以外，QFII 投資對象即可以是二級市場上的 A 股、國債、可轉換債和企業債，也可以是一級市場上增發、配股、新股發行和轉換債發行的申購，還可以投資封閉式基金和開放式基金，這比台灣的規定相對要寬鬆。另外，在限制境外機構的持股比例上，兩岸都對境外機構持有單個上市公司的股份比例和單個機構持有上市公司比例作了規定。台灣由最初的 10%、5%放寬到 50%、50%(《華僑及外國人投資證券管理辦法》第 5 條)，直至 2000 年底徹底取消了境外投資者投資台灣上市公司的股份比例。而在大陸方面，《辦法》第 20 條規定：“合格投資者的境內證券投資，應當遵守下列規定：(一)單個合格投資者對單個上市公司的持股比例，不超過該上市公司股份總數的 10%；(二)所有合格投資者對單個上市公司的持股比例總和，不超過該上市公司股份總數的 20%”。

從合格機構的資金匯出入上看，台灣最初規定 QFII 必須在核准後 3 個月內匯入資金，匯入資金滿 3 個月才可匯出，其收益必須在一年以後才能匯出。後來台灣逐步放鬆了對資金匯出入的限制，1996 年取消了本金、收益匯出期間的限制，2000 年將本金匯入限制放寬到兩年，將迴圈匯入延長為 1 年(《華僑及外國人申請投資國內證券說明資料》第 7 條)。而大陸地區的規定則要求資金匯入後滿 1 年或 3 年以上方可匯出本金和利息，且每次只能匯出本金的 20%，相鄰兩次匯出的時間間隔不得少於 3 個月(《辦法》第 26、27 條等)。通過比較，我們不難發現，大陸對資金匯出的限制要嚴得多，這與大陸管理部門為鼓勵長期投資，借助外資改善上市公司治理結構的意圖是分不開的。

表 3-5 兩岸 QFII 制度主體資格比較

地區	台灣					大陸
時間	1991	1993	1995	1996	2003	2002
機構範圍	銀行、保險公司、基金管理機構	外資券商、台灣地區擁有控股權的海外券商	外國政府投資機構、養老基金	共同基金、投資信託、單位信託		基金管理機構、保險公司、證券公司、商業銀行

資格條件	銀行總資產排名前500名以內且持有證券資產總額在3億美元以上；保險公司從事保險業務10年且持有證券資產在5億美元以上；基金管理機構成立滿5年，且經營證券投資基金資產總額在5億美元以上	銀行總資產排名前1000名以內，且具有國際金融、證券、信託業務；保險公司經營年限不少於5年，且持有證券資產3億美元以上；基金管理機構成立滿3年，且經營證券投資基金資產總額3億美元以上	外國政府投資機構、養老基金經營年限不少於2年；保險公司經營年限不少於3年，且持有證券資產3億美元以上；基金管理機構經營證券投資基金資產2億美元以上	共同基金、投資信託、單位信託經營年限不少於3年，且管理資產2億美元以上	取消了資格申請條件中對境外機構資產規模的限制	基金管理機構經營基金業務5年以上，保險公司經營保險業務、證券公司經營證券業務30年以上，商業銀行總資產排名前100名，且境外機構管理的證券資產均不少於100億美元
投資額度	境外機構投資總額度不超過25億美元，單個機構投資額度為500—5,000萬美元	境外機構投資總額度不超過30億美元，單個機構投資上限為1億美元	取消了對境外機構投資總額度的限制，單個機構投資上限為4億美元	單個機構投資上限為12億美元	取消了單個機構最高投資額度30億美元的限制	單個機構申請的投資金額不得低於等值5,000萬美元的人民幣，不得高於等值8億美元的人民幣
法律法規	《華僑及外國人投資證券管理辦法》第4、5條 《華僑及外國人申請投資國內證券說明資料》第7、8、9條				《合格境外機構投資者境內證券投資管理暫行辦法》第6、18、25條等	

資料來源：本研究整理。

台灣的證券市場對外開放道路，通常被視為新興市場開放的成功範例，無論是在開放的漸進性方面，還是在規章制度及監管體系的建設方面，都值得大陸在對外開放的過程中值得借鑒。台灣的對外開放遵循了間接投資--機構投資--逐步放寬管理的原則，在整個過程中做到了有計劃、分階段、漸進地開放，對資金的出入也進行了由嚴格到寬鬆的管制，這些都無疑很好地穩定了開放過程中的市場。更為重要的是，證券市場的法制建設、市場建設及逐步到位的監管體系都為市場開放的順利實施和過渡奠定了堅實的基礎，在這一點上，大陸在與市場開放相應的法制建設與市場監管方面做得還遠遠不夠，需要逐步完善起來。

（三）市場主體

雖然目前大陸證券公司資本實力和盈利狀況都有了明顯提高，業務運營趨於規範，但業務競爭力並未得到實質性提高。受制於資本市場發展水準，證券公司在市場准入、市場運行、產品和業務放行，及創新業務種類和規模方面都受到監管上的嚴格限制，其收入高度依賴傳統業務，具有很強的波動性。另外，證券公司的整體資本實力仍然偏弱，經紀業務集中度偏低；證券商的公司治理也還有待提高，風險管理技術和風險管理能力還處在發展的初級階段，對公眾的資訊披露也有待進一步完善。台灣證券公司起步較早，擁有人才和經驗優勢，尤其是在收購兼併、財務顧問、資產證券化以及金融產品創新方面。而且在經營模式上，台灣證券商更為靈活高效。2000年《金融機構合併法》和2001年《金融控股公司法》通過後，台灣已相繼成立了14家金融控股公司，整合了90多家銀行、證券、保險等金融機構，通過兼併收購，構建內部資本市場，實現了優勢互補和資源整合，提高了資源運用效率。

作為證券市場上聯結投融资雙方的紐帶，證券商在整個資本市場中的作用是毋庸置疑，證券商的業務能力及發展水平直接關係到整個市場的興衰，如何發揮證券商的積極仲介作用關係已成為證券市場乃至金融市場的全局性問題。縱觀大陸證券公司的發展歷程，已走過了將近二十個年頭，整個行業經歷了壟斷暴利、惡性競爭、規範發展等幾個階段，至今已走上了良性發展的道路。與大陸發展歷程相似的台灣證券商，起步時間也不是很長，90年代以前基本上由十來家證券公司壟斷經營，在實施證券市場自由化以後才得以迅速發展，目前已形成較為完備的結構體系，在國際化的進程上也得到了很大進展，各證券公司紛紛設立了海外分支機構。在這個背景下，針對兩岸證券商的具體情況進行比較，不僅可以互相借鑒有無，而且在當前金融混業經營模式盛行的情況下，台灣金融控股公司的發展能夠為大陸提供很好的範例，進一步促進兩岸證券市場體系的完善。

我們對兩岸證券商的具體情況進行比較，如證券商類別、設立標準、業務情況等，再對投資銀行業另一盛行的發展模式--金融控股公司進行分析。

（1）兩岸證券公司比較

兩岸證券主管機構在證券商的設立上，實行了不同制度，大陸採用特許制，即對證券商的設立在審批時限制了許多實質性條件，相關規定見《證券法》；而台灣已由特許制向許可制轉變，開放了證券商申請條件，並制定了《證券商設置標準》、《證券商管理規則》，這二項法令成為證券商申請及管理事項的重要規範。如在證券商設立的資產規定方面，兩岸在資本金上均有最低要求，但大陸的規定明顯比台灣的門檻要高得多，但大陸沒有對證券商的營

業保證金要求進行，具體見表1。除此之外，台灣《證券交易法》第49條規定：“證券商之對外負債總額，不得超過其資本淨值之規定倍數；其流動負債總額，不得超過其流動資產總額之規定成數”，大陸《證券法》也有相似規定：“證券公司對外負債總額不得超過其淨資產的規定倍數，其流動負債總額不得超過其流動資產總額的一定比例”（第124條）。

表 3-6 兩岸證券商的比較

地區	證券商類別	設立標準	經營業務	法律法規
大陸	綜合類證券商	註冊資本額人民幣五億元	證券經紀、自營、承銷業務	《證券法》第六章
	經紀類證券商	註冊資本額人民幣五千萬元	證券經紀業務	
台灣	證券承銷商	實收資本額四億元新台幣、營業保證金四千萬元	證券商營業範圍較少受到限制，實施綜合證券商制度，證券商可同時經營證券承銷、自營及經紀業務，也可以專營某項業務	《證券交易法》第三章 《證券商設置標準》第二章 《證券商管理規則》第二、三章
	證券自營商	實收資本額四億元新台幣、營業保證金一千萬元		
	證券經紀商	實收資本額二億元新台幣、營業保證金五千萬元		

資料來源：本研究整理。

在證券商的業務規定上，主要集中於證券商分類、從業人員、證券商業務等方面的規定。從證券商分類上看，大陸分為綜合類和經紀類兩大類證券商，並對經營業務作了嚴格規定，如經紀類證券商只能從事證券經紀業務，台灣方面的規定則相對寬鬆，儘管將證券商分為三類，但證券商仍可從事承銷、經紀、自營等基本業務，這在相關法規中都有所體現。從從業人員的規定上看，兩岸均對從業人員的資格作了一定的要求，如均需要求獲得從業資格（大陸《證券法》第 122 條、台灣《證券交易法》第 54 條）。從證券商業務的規定上看，除了均要求業務分離之外（大陸《證券法》第 132 條、台灣《證券交易法》第 46 條），大陸的綜合類證券商和台灣綜合性質的證券商業務範圍基本相同，最大的區別在於台灣證券商較早地開展了融資融券業務，而大陸則還遲遲沒有開展這項業務。台灣的融資融券制度比較完善，通過調整融資比例和融券保證金成數來調節股市，抑制投機，其措施包括資格限制、融資比率、融資融券限額和時間期限、以及證券商對客戶融資的總金額不得超過其淨值 100%、對客戶融券的總金額不得超過其淨值 50%，這些都值得大陸在推出該項業務時很好地借鑒。所以，雖然台資證券商在規模上較難與大陸證券商競爭，但在新金融商品的開發、服務品質、內部控制、信用交易市場的經驗等較具優勢。

（2）兩岸金融控股公司比較

台灣金融控股公司的發展，可以追溯到上世紀90年代，台灣在大力推進金融自由化的過程中，相繼頒佈一系列法規允許銀行等金融機構從事其他金融業務，並由此產生金融控股公司。在2001年6月通過《金融控股公司法》，鼓勵金融機構轉型為金融控股公司，使經營不善的金融機構退出市場，並促進金融機構合併走向大型化，同時通過金融監管三法草案，構建出金融混業監管機制。截至2004年底，台灣地區的50家綜合證券商50家中已有13家加入金融控股公司，到2006年，台灣地區資產總額前十名的集團中金控集團占了九個。這些金控公司屬於純粹意義上的金融控股公司，《金融控股公司法》規定：“金融控股公司應確保其子公司業務之健全經營，其業務以投資及對被投資事業之管理為限”（第36條第1項），可見其自身並不經營具體業務，而由控股子公司負責運營。

（四）監管模式

台灣地區金融監管採取一元化機制，即通過金融監督管理委員會進行金融市場統一監管。金融監督管理委員會主管金融控股公司、金融重建基金、銀行、證券、期貨及保險業的管理、監督、檢查及調查業務，並與“中央銀行”及“財政部”建立溝通聯繫機制，進行協調。金管會主要掌握：金融制度及監理政策；金融法令的擬訂、修正及廢止；金融機構的設立、撤銷、廢止、變更、合併、停業、解散、業務範圍核定等管理及監督；金融市場之管理及監督；金融機構及其關係人與公開發行公司之調查及檢查；金融涉外事項；違反金融相關法令之取締、處分及處理；金融監督、管理及檢查相關統計資料之搜集、匯整及分析。

大陸地區原本實施金融監管一元化，人民銀行是唯一監管機關。1998年6月開始，大陸地區金融業正式實施分業經營、分業監管，人民銀行、證監會及保監會等三大監管機關，分別負責銀行、證券及保險業監管業務，各職所司，彼此分工合作，以實現人民銀行之貨幣政策與銀行、證券、保險業監管分離的目標。目前大陸地區金融業實行分業經營、分業管理的原則，使得監管體系形成“三足鼎立”的監管格局，這種嚴格的分業經營和多元化監管，產生了許多負面影響，首先是監管效率低落，監管的耗費成本較高，其次是限制了金融業務發展空間，再者不符合國際金融業發展和監管趨擴。雖然由於大陸金融業一直實行分業經營模式，目前並不存在嚴格意義上規範的金融控股公司。儘管如此，大陸當前仍存在數量眾多的“准金控公司”，主要包括三種形式：一是在金融機構基礎上形成的金融控股公司，如中信集團；二是國有商業銀行為規避《商業銀行法》禁止銀行投資的限制，通過海外註冊非銀行公

司，使子公司在國內獨資或合資成立的金融控股公司，如中銀國際、國際金融有限公司；三是由企業集團或企業集團公司為主體而成立的金融控股公司，如海爾集團、寶鋼公司等。這些“准金控公司”的出現符合世界金融業的發展潮流，也是大陸金融業發展的必然趨勢。同時大陸加入WTO以後，外資金融機構大量湧入，它們也將從事金融混業經營，這對大陸地區金融監管將帶來很大的挑戰，因此從未來發展的角度看，大陸地區金融混業經營、統一監管已成必然趨勢，以在現有的監管架構與模式，已不足以應付未來金融業的監督與管理。

兩岸監管模式的差異性體現在對金融控股公司的監管上。在金融控股公司的監管方面，台灣借鑒了美國與日本對金控公司立法的經驗，於2001年6月通過了《金融控股公司法》，並於同年11月正式實施，其目的在於發揮金融機構綜合效益，強化金融跨業經營的合併監管。《金控法》及配套法規的頒佈不僅使台灣金融機構朝集中化、大型化經營有了法源依據，更為重要的意義在於使金融監督管理法制不斷完善。2004年7月1日，台灣公佈發《金融監督管理委員會組織法》，標誌著其金融監管體制由多元監管轉向一元化監管，並在金融控股公司的監管方面逐漸構建起具有自身特色的監管模式，其中，“金管會”為最高監管機構，並與銀行局、證券期貨局、保險局及檢查局等四大單位實施對口監管，體現了傘式監管和功能監管的結合。這種監管模式避免了資金、資訊的不合理流動，切斷風險傳遞以保證集團整體的安全穩健，同時通過股東資格審查、大額風險申報等方式促進金融控股公司持股結構合法化，有關金控公司的監管內容具體見表3-7。

而大陸金融業在分業經營模式下，金融法律制度主要由《中國人民銀行法》、《商業銀行法》、《證券法》、《證券投資基金法》、《保險法》及《信託法》等法律、法規和部門規章構建而成，但卻對金融控股公司卻沒有任何規定，使金融控股公司長期處於法律的灰色地帶。因此，儘管“分業監管”模式使得銀監會、證監會和保監會各司其職，分別對銀行業、證券業和保險業實施監管，從而在不同的金融行業之間設立“防火牆”以隔離不同金融行業之間的風險傳遞，但金融控股公司卻實質性地衝破了現有的監管體制。這是由於，現在各監管機構的監管對象主要是金融控股公司的子公司，而對集團公司的監管，卻面臨著複雜的控股關係和混亂的內部交易，監管機構無法準確判斷和區分一個集團成員所面臨的真實風險，使得對金融控股公司的監管弱化，甚至處於零監管狀態。

表 3-7 台灣金融控股公司的監管內容

	監管內容	相關規定	其他法規	監管機構
准入條件	財務業績及經營能力、資本充足性、對金融市場競爭程度及能力	《金融控股公司法》第9條	《金融控股股份有限公司條例	金融監督管理委員會、銀行

資本充足	銀行業資本充足率不得低於8%、保險業自由資本與風險之比率不得低於200%、證券業資本充足率最低要求為150%	《金融控股公司法》第40條	例》 《金融控股公司設立之申請書件及審查條件要點》 《金融監督管理委員會組織法》	局、證券期貨局、保險局、檢查局
業務範圍	銀行業、票券金融業、信用卡業、信託業、保險業、證券業、期貨業、創業投資事業、經主管機關批准的外國金融機構、其他與金融業務相關的業務	《金融控股公司法》第36條		
風險監控	金控公司的子公司不得從事無擔保授信、控制內部關聯交易、披露大額金融交易等	《金融控股公司法》第44、46條		

資料來源：本研究整理。

（五）資訊披露

資訊披露制度是證券市場制度的核心，它是保障證券交易安全、維護投資者信心和合法權益以及證券市場秩序的最重要的法律手段。

一般而言，資訊披露包括兩個方面內容：在有價證券的發行階段，發行人必須提供充分的資訊，以便使投資人作出是否購買該證券的決定；在有價證券的交易階段，基於持續資訊公開的要求，上市公司必須持續披露公司的相關資訊，以便投資者決定是否買賣證券。

證券發行階段的資訊披露，也即上市公司的首次資訊披露，是指公司公開發行證券時進行的資訊披露。從國際上看，上市公司首次披露資訊的形式以招股說明書和上市公告書為主，兩岸的《公司法》、《證券法》（台灣地區為《證券交易法》）以及相關規章制度均對首次資訊披露作了相關規範，兩岸的資訊披露規範體系比較見表3-8。

與大陸上市公司的首次資訊披露要求相比，台灣地區除了要求公開說明書（大陸為招股說明書）、上市公告書之外，還要求召開上市前業績發表會。對比兩岸在首次資訊披露上的法律法規，我們可以發現，大陸與台灣地區在證券發行階段的資訊披露內容上基本相似。儘管台灣另外要求公司在上市前業績發表會中披露一些事項，但披露內容卻是在公開說明書規定範圍之內。因此，兩岸上市公司在發行層面的披露內容方面，差別不是很大，具體披露內容的比較見表3-9。

表3-8 兩岸證券市場首次資訊披露規範體系

地區	披露形式	法律	具體規章
大陸	招股說明書	《公司法》第86條 《證券法》第64條	《公開發行證券的公司資訊披露內容與格式準則》第1號

	上市公告書	《證券法》第53、54條	《公開發行證券的公司資訊披露內容與格式準則》第7號
台灣	公開說明書	《證券交易法》第30、31條	《發行人募集與發行有價證券處理準則》第6條；《公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則》；《臺灣證券交易所股份有限公司初次申請有價證券上市用之公開說明書應行記載事項準則》
	上市公告書	《公司法》第252、273條	《發行人募集與發行有價證券處理準則》第9條
	上市前業績發表會	—	《臺灣證券交易所股份有限公司股票初次上市前業績發表會實施要點》

資料來源：本研究整理。

表 3-9 兩岸證券市場首次資訊披露內容比較

披露形式	大陸	台灣
招股說明書（公開說明書）	經營業績、財務資料、盈利預測、重大事項、法律意見書等附表、審計報告等備查檔	公司組織、公司經營與財務資料、公司資本與股份、特別記載事項決議等
上市公告書	公司概況、股東結構、重要事項、財務資料、關聯企業與交易等	公司概況、重要事項、經營狀況、財務資料、盈利預測、重大事項決議等
上市前業績發表會	—	公司概況、經營與財務狀況、承銷商的綜合報告等

資料來源：本研究整理。

證券交易階段的資訊披露，也即上市公司的持續資訊披露，主要以定期或臨時發佈的各種報告形式披露。這些報告是上市公司編制以供證券管理部門監督管理、投資者作出理性決策的重要依據，同時也是上市公司自身經營業績、財務狀況以及承擔社會責任的表現形式。按照報告編制的時間，可將其分為定期報告與臨時報告兩大類：

（1）定期財務報告比較

定期財務報告是股票發行人定期向投資者披露其財務狀況和經營業績的法定形式，主要以資產負債表、利潤表（損益表）、現金流量表三大報表的形式披露。大陸《公司法》規定，上市公司必須按照法律、行政法規的規定，定期公開其財務狀況和經營情況，在每會計年度內半年公佈一次財務會計報告（第156條），即只需披露年度報告、中期報告；而在台灣地區，《證券交易法》對發行有價證券之公司應公告並申報的財務報告作了規定，依據規定，除了年度報告和中期報告，上市公司還應披露季度報告和月度報告（第36條）。從法律規範體系看，兩岸的《公司法》和《證券法》（台灣地區為《證券交易法》）均對定期財務報告

的披露作了要求，且均以法律形式規定了年報和中報的披露；但季報和月報（大陸不披露），大陸地區只是以規章制度的形式作了要求，而台灣地區則以法律的形式進行了規定，其層次更高。

表3-10 兩岸上市公司定期報告披露內容比較

報告種類		大陸	台灣
年報	披露內容	三大財務報表、關聯方情況、近三年的財務資訊摘要、管理部門對公司業績的分析、重要事項、財務狀況說明書等	營業報告書、資產負債表、財產目錄、盈餘分配議案及會計師復核報告等
	披露時間	每一會計年度結束之日起4個月內	每一營業年度終了後4個月內
	審計要求	經註冊會計師審計並出具審計報告	應經(1)會計師查核簽證、(2)董監事通過、(3)監察人承認，請予核對。
中報	披露內容	財務報告、重要事項、公司發行在外股票變動情況等	財務報告、會計師復核報告、重要核查說明書等
	披露時間	每一會計年度的上半年結束之日起2個月內	每半營業年度經終了後2個月內
	審計要求	可以不經審計，證監會另有規定的除外	應經(1)會計師查核簽證、(2)董監事通過、(3)監察人承認，請予核對。
季報	披露內容	財務報告、重要事項等	財務報表、會計師核閱報告等
	披露時間	會計年度前3個月和9個月結束後的1個月內	第一季、第三季季報應於每年四月、十月底以前申報並公報
	審計要求	無須審計，證監會另有規定的除外	經會計師核閱
月報	披露內容	—	月份營運情況
	披露時間	—	每月10日以前公告並申報

資料來源：本研究整理。

由於兩岸地區在經濟發展水準、證券市場完善程度上的差別，造成大陸與台灣地區上市公司在財務報告披露內容的側重點、傾向上均有所差異，具體見表3-10：在定期報告披露的內容方面，除了三大財務報表，大陸還要求編制財務狀況變動表、財務情況說明書等附表（《公司法》第175條），台灣則要求編制營業報告書、財產目錄等（《公司法》第228條），涵蓋內容非常廣泛；在定期報告披露的時間方面，兩岸證券市場對於年報、半年報和季報的披露時間要求相同，但在台灣市場特有的月報披露時間上，其《證券交易法》規定為每月10日以

前（第36條）；在定期報告的審計要求方面，大陸僅對年報審計作出強制要求，而台灣證券市場對年報和半年報均要求會計師審計並出具審計報告，季度報告要求會計師核閱，月報則不需要會計師審計或核閱。可見，台灣證券市場對於財務報告審計方面的要求相對更高。

（2）臨時報告比較

臨時報告是根據相關法律法規的規定，上市在發生重大交易事項時需向投資者和社會公眾披露的資訊，也是公司持續資訊披露體系的重要組成部分。兩岸的《證券法》（台灣為《證券交易法》）均對臨時報告的資訊披露作了要求，同時為了規範臨時資訊披露，都制定了相應的具體規章制度。

表 3-11 兩岸臨時報告披露具體比較

地區	披露事項	重要性標準	及時性標準
大陸	經營狀況重要變化、重大投資行為、重要合同訂立、公司高層及股東顯著變化、重大債務與虧損等	對股票交易價格產生較大影響	在發生無法事先預知的重大事項後一個工作日內，向證監會作出報告，同時向所在交易所及時報告
台灣	股東會承認財務報告與申報的報告不一致事項、對股東權益及證券價格產生重大影響的事項	對股東權益或證券價格產生重大影響	應於事實發生之日起2日內公告，並向主管機關申報

資料來源：本研究整理。

在臨時報告的具體內容披露上，大陸列舉了較為具體的披露事項，而台灣地區則未作具體規定，兩岸臨時報告披露的具體比較見表3-11。從表3-11的比較，我們可以發現，從臨時報告披露涉及到的兩個標準來看，即重要性標準與及時性標準，兩岸既有相同的地方，也存在著一定的差異。具體表現在：在重要性標準方面，大陸《證券法》第62條規定：“發生可能對上市公司股票交易價格產生較大影響的重大事件，投資者尚未得知時，上市公司應當立即將有關該重大事件的情況向國務院證券監督管理機構和證券交易所報送臨時報告，並予以公告，說明事件的起因、目前的狀態和可能產生的法律後果”。在台灣地區，《證券交易法》第36條規定：“發生對股東權益或證券價格有重大影響之事項，應於事實發生之日起二日內向主管機關申報”。可見，兩岸證券市場對於重要性判斷的標準均採用了股價敏感標準；另外，在及時性標準方面，大陸規定在發生重大事件後一個工作日內向證監會報告，而台灣則為事實發生之日起二日內向主管機關申報，可見大陸對於臨時報告的及時性要求更高。

作為證券市場整個資訊披露體系的有機組成部分，法律責任在維護證券市場的公平性、有序性、公正性等方面起著不可或缺的作用。上市公司資訊披露制度的法律責任主要有以下三種，即刑事責任、行政責任和民事責任。刑事責任和行政責任主要體現為“懲罰”，通過打

擊和遏制違法犯罪行為以恢復正常的社會秩序，而民事責任則主要體現為“懲罰”，意在消除違法行為的後果，使當事人之間因違法行為造成的利益失衡得以恢復原狀。在違反證券市場訊息披露制度的情況下，兩岸的法律責任具體差異在於：第一，從法律規範體系看，兩岸的《公司法》和《證券法》（台灣為《證券交易法》）均對資訊披露的法律責任做出規定；第二，從法律責任的種類看，兩岸資訊披露的法律責任均有行政責任、刑事責任和民事責任3種，且對違反資訊披露的法律責任均作了明確規定。但在實踐中，中國（大陸）對於民事責任的重視還不夠，雖然有民事責任方面的規定，但缺乏具體操作方案和損害賠償計算方法；第三，從處罰力度上看，儘管大陸對上市公司資訊披露不實等情況的監管及處罰力度在不斷加大，但其與台灣相比，處罰力度仍顯不夠。

三、兩岸證券市場整合的戰略構想

雖然台灣證券市場已建立了較完備的證券交易管理機制和法律體系，並累積了長期的市場運作經驗，而其多層次的證券市場體系也凸現較強的競爭優勢。但由於近年來台灣地區在總體經濟環境上，囿於兩岸政治關係不明、經濟發展不如預期、台灣地區企業陸續移往大陸及東南亞發展等不利因素的影響，加上台灣地區證券行業競爭過度（專業證券商目前有 93 家，兼營證券商 58 家）、市場規模侷限性和上市資源匱乏、發展潛力不足等都使得台灣證券市場原有的優勢漸漸消失。尤其是大陸證券市場逐漸開放以後，吸引已在大陸投資設廠的台商直接在 A 股市場上市掛牌交易（目前已有 9 家在大陸的台資企業實現在 A 股上市），這將進一步導致台灣地區產業空洞化速度加快，並使得台灣證券市場的發展陷入了困境。而兩岸開放資本市場及進行兩岸金融合作，允許兩岸資本自由流動，不僅有助於資金回流台灣，還可以利用台灣金融業目前的相對發展優勢，促進台灣區域性金融資產管理中心的形成。

根據金融市場一體化的發展規律，參照歐盟證券市場一體化進程的經驗，兩岸證券市場一體化應該是一個對資本及市場管制的各種壁壘逐漸消除的過程，其實現的基本條件主要有四個方面：（1）資本管制和市場准入限制的消除促使資本的自由流動，跨境的投融資活動日趨活躍；（2）不同地區市場間的市場准入和國民待遇準則，以及金融機構交易、結算、資訊披露、會計準則等標準的趨同；（3）金融監管規範、法規的協調和統一；（4）金融市場自身的趨同，即在不同市場上，同類資產收益率趨同。

所以，我們認為未來兩岸證券市場“一體化”具體包括四層含義：第一，證券發行的一體化，即兩岸的企業、金融機構在一定的規則下自由選擇不同方式在兩地的證券市場上發行證

券；第二，證券交易的一體化，即兩岸的投資者、投資機構可以自由投資於兩岸證券市場上的證券並進行交易；第三，證券商及仲介機構業務的一體化，即允許兩岸證券經營者以及從事會計、法律、諮詢、評估的證券仲介服務機構自由從事兩岸證券業務；第四，證券監管的一體化，即借鑒運用國際通行的國際慣例和規則，並且通過國際間證券監管機構的協調共同完善證券市場管理。

從兩岸證券市場合作的過程來看，應該是在“循序漸進、安全可控、競爭合作、互利共贏”的基本原則下，走一條由易到難、逐步放開的道路。所以，兩岸證券市場的整合也將是一個循序漸進、逐層遞進的過程，遵循市場開放--機構合作--跨地上市交易三個相互聯繫而又逐層遞進的發展階段。

（一）市場開放

兩岸證券市場的整合首先是要開放兩岸證券市場，透過兩岸證券市場的雙向投資。活躍兩岸證券市場交易，帶動和加速兩岸金融機構的交流與合作。

1·大陸方面

首先，大陸應該放寬對台資的 QFII 資格，加緊引入台灣機構投資者。

QFII 作為一種過渡性制度安排，是貨幣沒有自由兌換、資本項目未完全開放的新興市場國家或地區，實現有序、穩妥開放證券市場的特殊通道，也是允許合格的境外機構投資者投資當地證券市場，並可將資本得利、股息匯出的一種市場開放模式。引入台灣機構投資是兩岸證券市場整合的基礎，這不僅有利於兩岸證券市場強化資訊的交流和規則的相互熟悉，而且在引入競爭的同時，也有助於提升大陸證券市場機構投資者的素質。

但是大陸證券市場現有的 QFII 制度對境外機構投資者的資格條件要求相當苛刻，要求所有類型合格境外機構投資者管理證券資產的規模均不小於 100 億美元，投資額度的要求也十分嚴格，而且因為人民幣不可以自由兌換，所以還存在外資資金匯出匯入的管制問題。從台灣的基金公司、投信公司的資金規模來看，直接申請得到 QFII 資格困難比較大。目前台灣本土基金公司還沒有一家有 QFII 資格的，資金主要通過現在已經取得 QFII 資格的國外資產管理公司間接進入大陸。目前大陸的市場規模是台灣的 300 倍，大陸機構投資者的發展速度也很快，但是境外投資者進入大陸證券市場的相對速度卻低於台灣同期的水準，市場份額預計在 2%-3% 左右徘徊。所以，應該儘快修改 QFII 制度，給予其更大的靈活性。可喜的是，第二次中美戰略經濟對話後，QFII 的額度從 100 億美元提高到 300 億美元。這種改變是適

應市場發展需要的體現，也是制度靈活性的體現。所以，大陸監管當局應當有針對地給予台資相應政策傾斜和優惠，適當地降低投資門檻，加快引入台灣機構投資者。

其次，加快跨市場產品的開發，特別透過香港市場向台灣投資者推出滬深指數 ETF。

ETF (Exchange Traded Fund) 即“交易型開放式指數基金”(又稱交易所交易基金)，是一種在交易所上市交易的開放式證券投資基金產品，交易手續與股票完全相同。ETF 管理的資產是一籃子股票組合，這一組合中的股票種類與某一特定指數，如上證 50 指數，包涵的成份股票相同，每只股票的數量與該指數的成份股構成比例一致，ETF 交易價格取決於它擁有的一攬子股票的價值，即“單位基金資產淨值”。

在國外 ETF 一般採取“種子基金”的方式發行設立，即在基金的初次發行期間，由參與證券商“湊齊”一籃子股票後基金即成立，並在交易所上市。也有一些 ETF 採取 IPO 的方式發行設立，香港的盈富基金就採取這種模式發行，以達到政府減持金融危機中買入的大量港股的目的，具有其特殊性。

目前大陸證券市場上已有上證 50ETF、上證紅利 ETF、上證 180ETF、深證 100ETF、深證中小板 ETF 五支 ETF。大陸證券商或投資信託公司可在香港採取“種子基金”的方式發行設立基於滬深股市指數的 EFT 供台灣投資者投資，使台資可以更方便的間接投資大陸證券市場。

2·台灣方面

長期以來，台灣當局一直限制大陸資本投資台灣證券市場，甚至規定海外資金投資台灣證券市場前，必須出具“不包含中國大陸地區的資金證明書”。但是，大陸資本仍通過參與國際基金等方式間接投資於台灣證券市場。比如，大陸建設銀行發行投資的信安亞太高息基金與東亞銀行投資的基金寶中，投資台股比重分別占兩支基金的 12.5%與 21%。

馬英九先生上台後，採取務實開放的大陸經貿政策。台金融主管部門正式開放包含陸資的海外基金投資台灣證券市場，為未來大陸居民投資台股打開了一個視窗。具體投資途徑包括，一是海外基金投資台股包括陸資成分，未來不必出具含有陸資的聲明書，即大陸資金可以通過參與國際基金投資台股；二是開放台港指數型基金 ETF 雙向掛牌(采現金結算，不能換成股票)，為大陸民眾間接投資台股帶來機會。台灣投資信託公司到香港發行指數型基金 ETF，大陸境內合格機構投資者(QDII)可以購買投資，等於實現了“准台股直通車”。未來若能進一步開放大陸 QDII 投資台股，並允許個人投資，即可實現“台股直通車”。另外，還開放了香港證券交易所掛牌企業到台灣上市，進行再融資。

但是目前台灣對大陸投資仍有許多程式性的限制，需要進一步放寬。比如，依台灣現行

規定，大陸資金持有單一上市（上櫃）公司股權超過 10%時，必須做大股東申報；50 天內買進單一公司股權超過 20%時，要做公開收購；大陸資金購買金融股持股超過 5%時，應申請大股東“適格性審查”。

（二）機構的合作

證券交易的一體化必然要求兩岸證券商及仲介機構業務的整合，即允許兩岸證券經營者以及從事會計、法律、諮詢、評估的證券仲介服務機構自由從事兩岸證券投資業務及企業上市融資業務。證券投資方面，目前台灣證券商主要通過在香港設立據點，與港澳及海外合作以基金方式投資大陸股市。典型的模式是“上海基金”模式，即外資銀行在台分行發起組成以大陸股市為主要投資對象的基金，在台灣及港澳地區募集資金，由發行銀行的香港企業負責基金的操作，投資大陸、台灣與香港股市，其保管銀行是在海外的外資銀行。這一“封閉型”基金為世界首創的大陸--台灣--香港投資型態，並在香港聯合證券交易所掛牌上市。因為兩岸的證券監管機構之間尚未簽訂合作諒解備忘錄，合作方面還有很多外部環境的制約，台灣證券商僅能在大陸設立代表處，從事諮詢、聯絡與市場調查等非經營性活動。兩岸證券業機構合作主要限於客戶資源的共用和業務經驗的交流，以技術援助、培訓及諮詢顧問等服務為主。

表 3-12 大陸及台灣對外資參股證券商的法規及限制比較

大陸：《外資參股證券公司設立規則》及修訂案		台灣：《臺灣地區與大陸地區證券及期貨業務往來許可辦法》	
准入條件	資本額5億人民幣，經營年限5年以上	證券商資質	證券商淨資產需高於70億新台幣且最近3個月內資本充足率高於200%
參股方式	1) 合資成立新公司 2) 依法受讓、入股	投資限額	參股投資限額不得超過證券商資產淨值10%；(已放寬為20%)
持股比例	1) 合資設立：外資持股不得超過1/3 2) 入股方式：為上市證券商外資持股不得超過1/3；上市證券商單一外資持股比例應低於20%，全體外資持股比例低於25%	持股比例	參股持股比例不得低於該大陸證券商已發行股份總額的25%(已取消)

資料來源：本研究整理。

根據 WTO 的有關協定，大陸開放外資設立中外合資的基金管理公司，從事國內證券投資基金管理業務，外資比例在加入 WTO 時不超過 33%，加入 WTO 後 3 年內不超過 49%。加入後 3 年內，允許設立中外合資證券商，從事 A 股承銷、B 股和 H 股以及政府和公司

債券的承銷和交易，外資比例不超過 1/3。台灣監管當局對台資金融機構參股大陸證券商也有許多限制，具體的法規及限制比較見表 3-12。

兩岸金融機構的合作必然導致證券業結構的進一步調整和資源重新優化配置，這就為兩岸證券商併購提供了更為廣闊的空間。與歐美日等國家和地區的證券商相比，台灣證券商在與大陸證券商合作方面不僅具有同種同文易於溝通整合方面的優勢，而且台灣證券商實力相對較小，雙方合作有利於發揮互補優勢，雙贏互利。大陸對台灣證券業應秉持“同等優先，適度放寬”的原則，積極開展廣泛合作。

合作方式可以有三類：

(1) 技術合作，包括資訊技術、業務指導、管理諮詢和人員培訓等內容。

(2) 管理合作，大陸方面讓出部分或全部管理權，直接聘用台方職業經理人員，建立新的管理和經營機制。

(3) 股權合作，股權合作就是組建合資證券商，是一種更加緊密的、深層次的合作。

根據合資層次的不同，股權合作可進一步劃分為三種方式：總公司層面的合資，即引進外資股東，增加公司的註冊資本金和資金實力；單項業務層面的合資，即證券商分拆一部分業務及相關資產，與外資共同組建一家新的具有獨立法人地位的證券商；組建全業務合資子公司。

一般而言，先進行技術和管理方面的合作後進行股權合作較為合適。因為一是需要待政策明朗；二是雙方瞭解與磨合需要一個較長時間。而進行單項業務合資更為可行和有利，如果在總公司層面上引進股權比例超過 25% 的台資股東，由於目前大陸證券商的股權較為分散，不少證券商最大股東的股權比例不超過 20%，很難獲得大陸股東的認可；如果組建全業務合資子公司又必將導致母公司與合資公司之間同業競爭，且投入的資金較大，風險較高。

(三) 市場一體化

兩岸證券市場一體化，不但可以加速兩岸間資本相互流動、轉移，促進兩岸產業結構調整經濟發展，而且可以促進兩岸證券市場的國際化進程，加速與國際市場的對接，從而拓寬兩岸企業融資管道，加大對外開放程度，實現兩岸證券市場一體化。

兩岸證券市場一體化的第一個目標就是跨地交易，這就需要建立的一個以兩岸的證券交易所為基礎的證券市場體系，也就是建立一個跨市場間的交易平台。通過打破目前各交易所間的壁壘，形成一個兩岸的國際化證券交易系統。其目標是把各個交易所用電子手段連接起

來，使人們可以在提供最好服務的證券交易所交易。這樣一個市場間的聯絡將能極大地提高兩岸證券交易所的市場深度和市場流動性。兩岸證券交易一體化的基礎是建立一個統一的電子資訊交換系統，即“交易所間資料交換系統”(Inter-Bourse Data Interchange System, IDIS)。IDIS 的目標是在兩岸建立一個把各有形證券交易所聯繫起來的系統，傳送兩岸跨地上市證券的價格資訊。這個系統也用來傳送證券買進價與賣出價、交易確認書和標準格式的結算指令等。該系統從三個基本方面構成了證券市場一體化的技術基礎：(1)重要市場資料和公司資訊的收集、傳播；(2)發展、操作一個自動通訊網絡，把所有的證券交易所、交易所的會員公司和第三方(如市場監管機關)即時連接起來；(3)自動收集指令、執行指令和確認書、自動執行清算指令和程式的設施。

兩岸證券市場一體化的第二個目標就是跨地上市，要實現兩岸跨地區上市，必須規範統一的上市制度，以保證跨地區上市在實際運作中的公平性、安全性和合理性。規範統一上市制度，主要包括以下幾個方面：

(1) 制訂共同的上市標準。由於兩岸證券市場的發育成熟程度不同，相關的法律、法規完善程度不同，也就造成了現階段，各自上市標準還存在一定的差異。尤其是關於在考察上市公司指標體系的設計和最低要求上，差別比較明顯。因此，必須盡可能的從公平、公正的角度來規範統一的上市標準，使得符合跨地區上市條件的發行公司在兩岸三地可任意選擇上市，促進兩岸三地間的資本的自由流動。

(2) 規範統一的上市程式。大陸與台灣地區實行的是核准制上市程式，即在資訊公開的基礎上，對申請上市的公司進行資格審核的上市制度。

(3) 規範上市審核機構。必須規範兩岸的上市審核機構設置，以確保採用同樣的標準、尺度來衡量、判別申請公司的條件，檢驗申請公司資本經營的品質，保證同等條件下的申請公司得到公平的待遇。

(4) 統一上市收費制度。現階段，兩岸上市公司收費標準還存在著很大的差別，在未來設計收費制度時既要考慮到申請公司競爭的公平性，又要考慮到兩岸各自的產業調整狀況，靈活變通。

鑒於目前兩岸證券市場的結構性差異和互補性，跨地上市交易應首先在創業板市場層面實行。因為大陸的證券市場結構單一，對企業上市的要求嚴格，很多中小企業無法滿足基本的上市條件，而台灣創業板市場(二板和三板)具有豐富的管理經驗和靈活的交易機制。這樣，既可以利用台灣優勢同時也最大程度上解決兩岸中小企業，尤其是高新科技企業融資難問題，提升兩岸的產業結構。所以，可以率先構建兩岸證券交易商協會(The Cross-strait

Association of Securities Dealers, CSASD), 並由該協會提供財務及技術支援, 構建自動報價系統 (CSASD Automated Quotation, CSASDAQ)。

“兩岸證券交易商協會”的正式會員資格對所有參與小型公司股票發行、交易和分析的公司和組織開放, 准會員資格對所有與協會活動有商業或政策關聯的公司和組織開放, 而且可以不限於兩岸, 可以吸引歐美日等國風險投資機構加入。通過兩岸簽署的金融諒解備忘錄理順“兩岸證券交易商協會”和 CSASDAQ 之間的關係, “兩岸證券交易商協會”負責有關 CSASDAQ 會員的全部監管責任, 批准經紀商和交易商的職業標準, 批准會員公司的加入和開除, 批准發行人的准入規則和披露規則。CSASDAQ 的目標是: 聯合的市場, 如共同路演; 統一市場規則, 特別是在上市、披露要求以及交易程式方面; 在市場間建立聯繫, 推動聯合交易和資料共用等。

CSASDAQ 的資金來源一部分可以是會員繳納的會費, 一部分可以從國際資本市場上募集, 可以爭取 CSASDAQ 在海外上市, 即可以擴大影響, 而且還可募集足夠資本金。未來 CSASDAQ 還可以和 NASDAQ 達成了跨地上市的協定, 引入 NASDAQ 的先進經驗, 同時也讓兩岸中小企業有更多的融資選擇。CSASDAQ 的上市條件應更加寬鬆: 最低資產和淨資本的要求要比現有水準更有吸引力; 可以吸引兩岸更多的投資者關注和投資 CSASDAQ 上掛牌公司, 擴大投資者範圍, 提高流通性和促進股價提升, 活躍交投; 而資訊披露應更為簡便, 報告的財務資訊可以符合國際會計準則(IFRS), 或者符合美國會計準則(GAAP)即可; 公司上市的責任由上市保證人(sponsor)承擔, 保證人在公司公開發行股份前後是公司的主要顧問; CSASDAQ 可以選擇香港作為結算系統的所在地, 可以為投資者提供更為便利的資金融通和流動性; 為提高市場交易流動性, CSASDAQ 可以引入與主板不同的差異化的交易機制, 設立海外交易終端; CSASDAQ 本身必須獨立自主地發展它自己的監管系統。CSASDAQ 通過和兩岸證券監管當局的合作, 依靠其自律機制, 有權就會員資格、監管等問題, 直接與其他國家的有關團體達成協議。

第四章 兩岸資本市場整合發展研究 3：保險業

自中國加入世貿組織之後，眾多世界著名保險公司紛紛進入大陸保險市場。根據入世承諾，大陸於 2004 年底全面對外開放保險市場，受此影響，外資保險公司以更快的速度和更大的範圍在大陸開設分支機構。據中國保監會統計，截至 2007 年，共有 49 家外資保險公司在華設立了 132 家總分支機構，在數量上已超過中資保險公司。台灣新一屆政府上台後，兩岸保險業的合作面臨新的機遇。首先，兩岸關係的緩和為兩岸保險業合作提供良好的外部環境；其次，2004 年底大陸保險業實現了全面對外開放，為台灣保險業進入大陸市場創造了機遇，兩岸日益頻繁和密切的貿易、投資和人員往來，直接和間接地刺激了兩岸保險需求；再者，大陸在十一五規劃中提到未來幾年要大力發展保險市場，台灣保險業在大陸發展潛力巨大。因此，在以上基礎上，兩岸保險業存在著巨大的合作空間。

一、大陸保險業開放的現狀

2009 年 1 月，大陸市場保險業的保費收入達 1147.6 億元，相比 1999 年 1 月僅 88.5 億元的保費收入，增長了近 12 倍，而自 1998 至 2007 年底，台灣的保險業資產僅增長了 4.2 倍，可見，大陸保險市場正處在高速增長階段。根據 2006 公佈的《中國保險業發展十一五規劃綱要》，到 2010 年，全國保險業務收入將比 2005 年成長一倍，突破 1 萬億人民幣，保險業總資產規模達到 5 萬億人民幣，保險滲透度與保險密度達到 4%(2007 年為 2.67%)與人民幣 750 元(2007 年為 533 元)。巨大的市場潛力，吸引了眾多外資保險公司的眼光。

(一) 大陸保險業對外開放狀況

大陸自加入 WTO 以來，對外資保險機構采循序漸進的開放政策，截至 2008 年底，大陸共設立了 30 家中外合資壽險公司，17 家外資財險公司。在已成立的合資壽險公司中，除中保人壽外，均為有限責任公司，中外股東各 1 位，基本上採取 50：50 的持股比例。其中，中方股東大多是大型企業集團，且擁有一定的市場支配力，外方股東為綜合性保險集團，部分已分別進入大陸多個金融領域，甚至實業領域，如 ING 集團等。在現有的外資財險公司中，除中意財險是由中石油與義大利忠利保險有限公司各出資 50%外，均為外方獨資。幾乎所有的中資保險公司，現在都有了境外戰略投資者。截至 2008 年底，共有 27 家外資機構

參股了 20 家中資保險公司，有 3 家中資保險公司完成海外上市。從資本角度看，大陸保險業引入的外資資本中，通過市場准入形式進入的為 117.54 億元，占 41.1%；通過參股中資保險公司和投資中資保險公司海外上市股份等方式進入的為 168.42 億元，占 58.9%。

外資積極進入大陸保險業的目的，一是希望多管道進入大陸保險業市場，積極謀求控制權；二是國際金融集團積極謀求在大陸的綜合經營；三是企圖超越現有開放承諾的各種安排，如通過設立亞太區或中國區總部等，凌駕於中外合資或外資參股的保險企業之上，控制公司的經營管理。同時，要求中方承諾允許其未來增持股份或著力開展某些業務，以及在經營過程中通過各種安排以實現對合資公司的實際控制。

目前外資保險公司在華的業務開展情況，從市場份額看，外資保險公司在全國的市場份額還不高。但一是在對外開放較早的上海、廣州等地，市場份額較高；二是保費增長速度較快。從業務拓展看，財險公司由於外資不能涉及車險，也沒有經營房貸險，主要業務是責任險、貨運險以及本國外資企業的企財險。壽險公司繼續發揮其總公司或母公司在資金運用方面的經驗和優勢，在投連保險市場上具有較為明顯的市場優勢。從經營管理看，外資保險公司整體上，一是重視 IT、培訓的投入；二是充分利用中方股東優勢，積極開展與中資機構的合作；三是以銀行保險為主，積極開拓個人代理；四是產品創新活躍；五是積極進行地域擴展，重視區域統籌發展。

（二）外資保險公司進入後的影響

首先，大陸保險業對外開放最核心的問題，是大陸保險業的市場、法律基礎等還不完善，影響了對外開放的安全與效果。國內的法律法規還不完善，不能對新產品的開發起到良好的法律支持和指導作用。保險市場還相當不規範，惡性競爭較為嚴重。在當前的市場與法律環境下，保險機構的行為將產生一定程度的扭曲，不得不進行同質惡性競爭在這種環境下對外開放，雖然有助於推動保險業宏觀環境的改革，但如果宏觀環境在相當長時期內沒有得到根本改善，或者說改革壓力沒有轉化為改革現實，反而會成為市場發展的不利因素。市場競爭的加劇將會使市場主體降低對風險的約束，追求規模擴張。國際經驗表明，保險業的國內市場競爭越充分，越有序，法律等基礎設施越完善，對外開放就越能促進本國保險業的良性發展，就越能在保證金融安全的基礎上發揮保險保障等功能。

其次，保險業開放的保護政策面臨挑戰。保險業對外開放的一個重要保護政策，就是外資進入大陸壽險行業，只能採取合資模式，且外資股權不得超過 50%。這種合資模式，

較有效地減緩了外資在大陸壽險行業的擴張速度，在一定程度上保護了中資壽險公司，但也產生了大量的中外股東之間的衝突。更重要的是，50：50 的股權結構，在限制外方控制權以及實現引進外資先進技術方面，效果有限。自大陸保險業開放以來，除了最初的個人代理制度和小部分產品的創新外，外資在推動大陸保險市場的專業技術和管理經驗發展方面，並沒有太多作為。此外，還出現部分合資壽險公司利用中方股東的特殊地位，取得超常規發展。如中意人壽、國泰人壽、海爾紐約人壽等取得的股東團險大單。

第三，部分外資保險機構存在違法違規、侵害合資夥伴的現象保險業對外開放以來，總體上看，外資保險機構的違法違規行為較少，較規範經營，但近年來仍出現不少違法違規和侵害合資夥伴的現象。存在外資保險公司存在利用技術手段規避監管的現象。存在部分外資保險公司利用向境外母公司支付管理費、技術支援費等方式，向境外轉移利潤。有的公司通過再保險方式，甚至通過賬目技術處理、為非保險企業墊付資金等辦法，造成盈利不足，從而進行利潤非法轉移，逃避應納稅款。有的外資保險公司存在超業務範圍及區域經營的問題，如變相經營團體險和機動車輛第三責任險，或者通過中資保險公司出單做異地保險業務。個別外資保險公司的資金運用有違規行為，超出了《保險法》允許的投資管道。損害合資夥伴的合法權益。

第四，中資保險機構的競爭能力有待進一步提高。2002 年以來，中資保險機構，尤其是國有保險機構進行了股份制改造，部分保險機構還在境內外上市，治理機制、內控、資訊披露等有了很大的改善。但到目前為止，保險公司的法人治理結構和風險內控機制仍不完善，挪用保費等風險事件時有發生。資本金嚴重不足，機制僵化，人才短缺，精算能力不足，經營陷於費率、備金等價格戰之中，銷售誤導、理賠困難仍是市場的常態，產品創新和服務能力的提高有限。

外資保險機構的股東資本實力強大，大部分在國外都是綜合經營的金融集團，在保險領域的競爭力相當強。未來一段時間，外資保險機構對大陸保險市場的潛在威脅，主要集中在兩點：一是利用多個監管部門分別准入的現實，進入大陸多個金融行業，形成事實上的綜合經營，尤其是海外管理總部的模式，由於大陸對其多個金融機構的整體缺乏有效監管，可能潛伏巨大風險。二是強大的資本實力和競爭能力，對大陸現有的對外開放政策造成巨大壓力。如合資壽險公司已經出現部分中方股東無法持續增資，不得不更換或者思考其他變相方法。在反壟斷法等不完善的情況下，外資保險機構發展到一定程度後，會對大陸保險市場造成一定衝擊。

大陸保險業採取開放政策的同時，為保護本土保險業發展，必然會密切關注並適當控制

單個外資保險機構的市場份額。密切關注每類單家外資保險機構的大陸和各地區市場份額，以確保保險市場業務不過分集中於少數幾家外資保險機構手中。在條件適當時候，還可能推動反壟斷法的出台和實施，在一定程度上限制單個機構的市場影響力。而且考慮到外資保險公司分支機構的過快擴張，當前還有可能對中資保險機構造成過大衝擊，仍有必要適當控制外資保險公司分支機構的審批速度。同時，也會加大對外資保險機構跨境往來的監控，限制保險機構將保險資金轉移至國外。

提高大陸保險市場的安全，關鍵還是要提高內資保險機構的競爭力。而引入台資保險公司參股大陸保險公司，可以進一步補充大陸保險公司的資本金，提高清償能力，引入先進管理模式和經驗，推動大陸保險公司的公司治理機制改革，將有助於提高內資保險機構的競爭能力。

二、兩岸保險業合作發展的契機

（一）兩岸保險業發展比較

大陸的保險業發展快速，但相對世界先進國家來說，總體水準仍然落後，在 2006 年的保險滲透度（保費收入占 GDP 的比重）僅有 1.7%，保險密度（每人平均保費支出）僅 34.1 美元，均落後於發達國家水準，但是有一點應該看到，大陸的保費收入每年呈倍數成長，未來的發展空間巨大。2006 年 10 月頒佈的《中國保險業發展十一五規劃綱要》中提到，2010 年中國大陸保險業務收入要比 2005 年成長一倍，突破一萬億人民幣，保險滲透度要達到 4%。大陸目前壽險公司可以開展的外幣保單，主要限於投保人為境外法人或駐華機構，且受益人為境外自然人的；或是境內自然人購買的境外人身意外及醫療的保險。而財險公司能夠承保的外幣業務通常也是一些涉外的保險標的，監管機構只允許保險公司開展少量短期外幣業務。根據表 4-1，可以看出，跟其他國家和地區相比，大陸的保險市場仍有巨大的開發潛力。

表 4-1 2006 年中國（大陸）與其他國家與地區的保險業比較

市場	人壽保險			非人壽保險		
	保費（百萬美元）	保險滲透度	保險密度	保費	保險滲透度	保險密度
中國	45,092	1.7	34.1	25,713	1.0	19.3
美國	533,649	4	1,789.1	636,452	4.8	213.2
日本	362,766	8.3	2,829.3	97,495	2.2	760.4
韓國	72,298	7.9	1,480	28,881	3.2	591.2

香港	17,482	9.2	2,456	2,361	1.2	331.6
台灣	41,245	11.6	1,800	10,318	2.9	450.3

資料來源：Swiss Re

相比較而言，台灣的壽險業保費收入成長率在 1992 年達到高峰後，成長已經趨緩。台灣地區在 2004 年保險密度(保費收入，總人口)為 1909 美元，全球排名第 20 位，保險深度(保費收入/GDP)僅次於南非，達到 14.13%。而台灣壽險業的競爭日趨白熱化，市場開拓極其困難，台灣保險市場投保率高達 140%，市場已經進入相對飽和狀態。2005 年 2 月穆迪評級公司發表的台灣保險業年度報告顯示，台灣傳統儲蓄型保單市場已經飽和，使得壽險公司開始向投資型公司轉型，例如發展利變型年金、投資型保單、分紅保單等商品。標準普爾評級公司在 2004 年也發佈報告指出，台灣地區保險業營運環境過於嚴峻，表現為激烈的競爭、價格壓力以及投資市場高度波動。台灣當局在 2000 年就意識到本地區“保險產能”過剩問題，並鼓勵“保險產能”向外地轉移。向外拓展是台灣保險業的必然選擇，而大陸巨大的市場前景，為台灣保險業向外拓展的提供了廣闊的發展空間。

(二) 兩岸保險業合作現狀及問題

長期以來，大陸對台資銀行、保險、證券等金融機構來大陸設立分支機構一直持開放的態度，對於台灣保險公司赴大陸設立分支機構的問題上，與港澳地區及其他外資保險公司一樣，享受同等待遇，沒有其他的規定和限制。台灣保險業對大陸的開放始於 20 世紀 90 年代，台灣“財政部”於 1994 年 9 月 30 日發佈《臺灣地區與大陸地區保險業往來許可辦法》(以下簡稱《許可辦法》)，開放兩岸保險業的業務往來。2000 年台灣“財政部”兩次增訂和修訂《許可辦法》，正式開放台灣保險業赴大陸設立辦事處。2002 年 8 月 2 日，“財政部”又進一步明確訂定台灣地區保險業赴大陸設立子公司或分公司的資格條件和配套管理措施，開放台灣地區保險業直接赴大陸地區設立分公司、子公司。2003 年 6 月 20 日，台灣“財政部”發佈《許可辦法》修正案，開放兩岸再保險業務直接往來，及保險經紀人、代理人赴大陸設辦事處。2004 年 4 月 19 日，台灣“財政部”修正發佈《許可辦法》，開放台灣地區保險業以持股比例低於 25% (非設立分支機構) 的參股投資方式投資大陸保險公司。

2000 年底台灣當局批准台灣保險業赴大陸設立辦事處，2002 年 8 月台灣進一步允許本地保險公司在大陸設立分支機構，而第一家台灣保險公司與大陸合資組建的保險公司即國泰人壽於 2005 年 2 月在上海開業。2006 年，大陸保監會新批兩家台灣保險公司—臺灣產物和新安東京海上產物在上海設立辦事處，截至 2009 年 4 月，大陸已批准設立 3 家台資壽險公

司、2 家台資產險公司以及 14 家台灣保險公司的 18 個代表處。2008 年 2 月，廈門建發股份和台灣人壽保險股份共同投資 2.4 億元人民幣合資設立人壽保險公司，雙方各持股 50%。

表 4-2：台灣保險業在大陸設立辦事處一覽表

業務類型	公司名稱	設立地區	設立時間
壽險	國泰人壽	北京、成都	2001/01、2002/12
	新光人壽	北京、上海	2001/01、2004/12
	富邦人壽	北京	2002/04
	台灣人壽	北京	2003/09
	中國人壽	北京	2005/08
產險	富邦產物	北京、上海	2001/01、2002/12
	中央產險	廣州、上海	2002/12、2004/12
	明台產險	上海	2001/12
	友聯產險	北京	2002/08
	新光產物	蘇州	2004/12
	臺灣產物	上海	2006/05
	新安東京海上產物	上海	2006/05
	華南產物	深圳	2007/06
	兆豐產物	上海	2007/08

資料來源：本研究整理，截止 2008 年 8 月。

當前兩岸保險業合作也存在著許多問題：

首先，兩岸保險業合作呈現明顯的單向不對稱性。目前台灣保險業已經在大陸設立 3 家台資壽險公司、2 家台資產險公司以及 14 家台灣保險公司的 18 個代表處；而大陸保險公司尚無一家在台灣設立分支機構。

其次，兩岸保險業合作存在許多政策性障礙。比如大陸對外資保險公司設立分公司的根據大陸的外資保險業管理條例中所謂的“五三二條款”，即外資保險公司，不論產險或壽險，都要同時符合 3 個條件才能申請在大陸設立子公司：母公司資產規模至少 50 億美元；要在原地區經營保險公司超過 30 年；要在大陸設立辦事處超過 2 年。台灣最大的產險公司富邦產險資產規模都不到 20 億美元，所以符合這個條件的保險公司不多，僅有國泰人壽、新光人壽與富邦產險等 3 家公司，因此台灣保險公司只能以合資模式在大陸經營業務。

第三，台資保險公司在大陸尋找合作夥伴難度較大。台資保險公司希望在大陸成立合資壽險公司，儘管在選擇合作夥伴上對行業，或該企業在行業的地位沒有硬性要求，但找大陸合作夥伴很難，台資保險公司傾向於與內地的大型保險企業合作，但是有實力的內地企業覺得自己可以成立獨資保險公司，不需要跟台資保險公司合作；而實力弱一點的，台資保險公司又擔心他們將來無法提供持續的資金，畢竟壽險行業要較長投入期，短期無法迅速盈利，

而且需要根據發展階段多次注資。

最後，兩岸保險業的交流合作面臨技術性障礙。從兩岸保險業對外開放的進程來看，台灣早在 20 世紀 90 年代中期就實現了保險市場的全面對外開放，相比較而言，大陸到了 2004 年底才實現全面對外開放，落後台灣將近 10 年。加上兩岸三地保險業長期的隔絕，因而不僅在發展階段和發展水準上存在差距，而且在保險法規、監管政策、實務操作、保險統計、會計標準、專業術語等方面也不盡相同。這些因素致使相互之間的合作面臨技術性障礙。

（三）兩岸保險業合作的優勢

兩岸保險業合作，台灣保險業具有相對其他外資的優勢在於由於文化認同和生活習慣的相似，可以更好地適應大陸市場，更好地開展業務。

首先，兩岸保險業合作的優勢就在於兩岸保險市場存在的共性，包括：

（1）社會保障體系不完善和節儉的傳統，以及中國人對儲蓄的偏好形成傳統的高儲蓄率，對帶有儲蓄性質的壽險業務的偏好；

（2）社會保障體制面臨改革，養老和醫療保障體系還有待進一步完善；

（3）人口老齡化已成為一個嚴重的社會問題；

（4）保險市場監管的重點發生改變。為了和國際保險市場進一步接軌，大陸、台灣和香港正致力於完善各項保險法律、法規，制定適合國際規則的相關條例。

其次，台灣保險業國際化發展的經驗是兩岸保險業合作的基礎，也是大陸保險業希望和台灣保險業合作的出發點。相對大陸保險業而言，台灣保險業的國際化優勢在於：

（1）保險業務國際化。台灣保險業在經驗、管理、服務上逐步向國際保險業先進管理模式靠近，在產品創新、服務升級、資金運用，核保和理賠等領域，都具有相當國際水準。

（2）同業合併，整合人力、物力資源，達到經濟規模與綜合效率。通過組建金融控股公司，產壽險跨業經營，銀保合作混業經營等模式整合保險服務資源。

（3）先進的保險產品和管道創新。台灣保險業建立了高效率的經營組織與作業系統，實行客戶導向的新產品研發或包裝，取代價格競爭，如各項專業責任險、傷害險及產壽險整合型產品；建立新型態的保險行銷網，包括多元化的行銷網，例如 ATM、郵局金融機構、加油站、便利超商等；發展電子商務(E-Commerce)，例如 B2C 線上投保及電子保單等。

（4）保險技術及國際化專業人才。台灣保險公司重視損防、精算及核保專業技術，通過開放經營“保險資金集合管理運用帳戶”(指內部基金)，培育了大量包括資產管理、核保、

理赔、商品研發及精算師等方面的國際化專業人才。

三、兩岸保險市場整合的戰略構想

在兩岸金融機構的合作中，保險業走在銀行業和證券業的前面，兩岸保險業存在一定的合作基礎。在當前兩岸新形勢下，兩岸保險業應該如何先行先試，把合作向更深的層次發展。筆者認為，兩岸保險業的合作不應該僅僅侷限於保險業同業之間的合作，近年來隨著保險行業的快速發展和保險資金規模不斷增大，混業經營成爲了保險業發展的一個主流趨勢。因此兩岸保險業合作先行先試的重心應該放在混業經營的模式上。在“二次金改”後，台灣誕生了 14 家金控公司，其中台灣最大的三家保險公司國泰人壽、新光人壽與富邦產險都是金控公司下屬的子公司。台灣保險業在混業經營上有著豐富的經驗，並且隨著兩岸保險行業的快速發展，同業之間的競爭也日趨激烈，混業的經營方式同樣也是兩岸保險業發展的主流趨勢。在這個趨勢下，兩岸的保險公司迫於壓力，要想在激烈的競爭中脫穎而出戰勝對手，只有從兩個方面加以改進。一是提高自身業務領域的服務品質，加強行銷，增加單一金融服務產品的銷售；二是進行差異化競爭，增加金融服務產品的種類，設計多種金融產品的組合投資，提供競爭對手所沒有的差別化服務，如銀行、證券、保險業務的交叉組合。因爲從客戶需求角度分析，現在客戶的要求越來越高，單一的金融服務產品越來越難以吸引客戶。面對這種新的發展趨勢，保險公司設計出跨行業的金融產品組合對保險公司來講無疑是提高競爭力的重要手段，而且從保險業跨行業合作的基礎分析，銀行、證券、保險等金融業務相互之間都有交叉點，大陸的各類金融機構都在尋求金融混業或合作的機會。兩岸保險業的跨行業合作在實際經營中還處於萌芽階段，具有廣闊的發展空間，兩岸保險業在混業經營上的先行先試合作方式，主要通過銀保合作以及證保合作來實現，未來兩岸保險業的整合目標是構建保險聯盟，應對國際保險業市場的競爭。

（一）銀保合作

在經濟全球化和金融國際化的宏觀背景下，國際金融業的兩大支柱--銀行和保險聯手合作、相互滲透的趨勢日漸明顯。主要表現爲銀行業務與保險業務的交叉，銀行產品與保險產品工具融合，形成了銀行與保險之間的合作。

大陸的銀保合作始於 1996 年，當時只有少數幾家保險公司與銀行合作開展業務，到了 2000 年，大陸銀行保險之間合作發展快速，2001 年銀行保險之間合作實現業務收入 50 億元，

2004年迅猛增長到的795億元，增長接近16倍。目前大陸銀行保險之間的合作模式主要是銷售協定和戰略聯盟，大部分情況下，一家保險公司和多家銀行簽訂銷售協定，利用多家不同規模商業銀行的巨大銷售網路銷售保險公司產品。這兩種發展模式是銀行保險之間合作的初級和鬆散的模式。對於台灣地區來說，根據Advisers雜誌統計，自2000年到2005年，台灣銀行保險之間合作的業務的比率由1.5%上升到38%，六年成長了近25倍，保費收入由28億新台幣暴增到2035億，六年成長將近73倍。從發展模式看，台灣銀保合作主要以金融控股公司的模式為主，其發展水準、成熟程度遠遠領先於大陸。

銀行與保險的融合主要有幾種方式：(1)協定合作模式。由銀行與產險公司簽訂兼業代理協定，由銀行代為銷售保險公司的產品。(2)戰略聯盟模式。由銀行與保險公司實現戰略合作，業務範圍由“協議合作”階段的銀行櫃檯銷售擴展到共同開發產品，並建立統一的操作平台。(3)合資公司模式。由銀行與保險公司之間共同出資新建銀行保險公司，開發和銷售保險產品。(4)兼併收購模式。(5)直接進入模式。由銀行組建自己的保險公司或者保險公司組建自己的銀行。考慮到兩岸銀行保險發展現狀，筆者認為，兩岸間銀行保險之間的合作可以根據這三種合作模式，分三個階段由易到難、循序漸進地逐步推進。

1· 協定合作的模式

這種合作模式下，銀行只是充當保險公司的代理仲介，銀行通過向保險公司收取手續費而涉足保險業，銀行與保險公司純粹是銷售合作關係。聯繫兩岸銀行保險的實際狀況，兩者之間的協定合作是指台灣的保險公司跟大陸的商業銀行或者大陸保險公司跟台灣的商業銀行間簽訂合作協議，銷售對方的保險產品。雙方協定合作同樣可以分層次進行。第一步，兩岸的銀行與保險公司共同確定業務合作發展層次。其從低到高依次可分為：櫃面業務、理財櫃業務、信用卡(消費信貸和電話銀行)、資料庫行銷、資料庫加主動行銷。在此基礎上形成金字塔結構的業務戰略框架，以簡單的分紅產品為基礎，意外險、消費信貸、健康險等產品為中間部分，金字塔的最高端是能帶來更多利潤的投資連接類產品。這樣一來兩岸的銀保雙方對未來利益能有一個正確的認識，逐步走向一對一排他性合作的發展階段。第二步，在現有的法律框架下，簽訂業務合作協定，開展代理業務，不涉及股權。通過與當地的商業銀行簽訂代理協定，由商業銀行代理銷售保險產品，兩岸的保險公司可以拓寬產品銷售管道、擴大業務範圍、佔領市場份額。兩岸的商業銀行可借此獲得保險公司協商利率的大額定期存單及資金拆借便利。對於合作雙方來說，是一種共贏的結果。

2· 戰略聯盟的模式

目前，大陸各大保險公司與包括國有商業銀行在內的十幾家銀行都建立了業務合作關

係，其中，大多數保險公司(銀行)都有一個以上的合作夥伴。多家代理易造成保險公司在代理費用方面的惡性競爭，不利於銀行保險之間合作向更高層次發展。隨著兩岸銀行保險之間合作的不斷深入，兩岸銀行保險可以上升到第二階段戰略聯盟的合作。這種合作模式下，銀行與保險公司的合作不僅僅侷限於代理銷售，雙方可以通過合作共同開發一些與銀行傳統業務大相逕庭的複合產品，雙方合作程度進一步加深，並且銀行通過合作開始全面介入保險業。台灣的保險公司通過跟大陸的商業銀行結成戰略聯盟或者大陸保險公司通過跟台灣的商業銀行結成戰略聯盟，雙方可以共同開發產品，共用對方的客戶資源。通過結成一對一的戰略聯盟，合作雙方關係不再是建立在短期利益上，而是關注為客戶提供親和、便利、專業的服務，這樣兩岸的銀行和保險公司才能真正達到合作雙贏。在“信任、協作、互利”的準則下，銀行可以通過保險公司豐富保險產品和專業的理財能力，不斷提升對客戶服務的附加價值和客戶的忠誠度，保險公司可以利用銀行的研發能力開放新的複合產品，通過銀行的銷售網路擴大業務規模。戰略聯盟的高級階段還包括股權的合作，通過相互參股，實現保單利潤共用，穩固合作關係。在第一階段順利完成後，兩岸的銀行和保險公司都應該考慮從長遠的發展來挑選合作夥伴，除了考慮對方的資金等實力外，還必須考慮到合作夥伴的企業文化、工作風格、技術水準、產品創新能力、客戶定位等。選定一家合適的合作夥伴後，通過相互參股形式實現保單利潤共用，進一步穩固合作關係。

3. 金融控股公司模式

金融控股公司的模式是指銀行保險公司為了應付金融業日趨激烈的競爭，採取各種資本運作手段，如新設、併購、合資等等，組建金融控股公司，通過金融控股公司的組織形式促進旗下的銀行與保險公司進行全面的合作。兩岸的銀行和保險，也可以通過各種有效資本運作手段，成立金融控股公司。因為當銀行與保險之間的合作發展為戰略聯盟的股權合作關係時，經營管理也相應變得很複雜。這樣，成立金融控股公司統一管理可以很好地解決問題。銀行或者保險公司可以出面以大股東身份成立控股公司，開始集團化管理銀行保險的市場。

(二) 證保合作

保險業作為金融行業的三大支柱產業之一，在國民經濟構成中是一個獨立產業，但是它與資本市場卻有著天然的、割捨不斷的聯繫，保險業對資本市場發展與完善具有不可替代的作用，資本市場的發展與完善反過來促進保險業的發展，為保險業的發展提供平台。國際經驗表明：一國或地區的保險業的發展與其經濟發展和資本市場的完善成正相關關係。換言

之，發達的保險業必定有完善的資本市場作依託，完善的資本市場離不開發達的保險業的支撐，兩者相輔相成，相得益彰。兩岸保險業與資本市場的融合，不僅有利於兩岸保險業的發展，更有利於兩岸資本市場的完善，保險業的良好發展與資本市場的完善對於大陸建立一個健全金融體系，有著重要的意義。兩岸保險業與資本市場的合作，具體來說可以從以下三個方面逐步開展合作：

1· 拓寬兩岸保險資金運用管道

兩岸保險業與資本市場的合作，根據保險行業自身的特徵，第一步可以從拓寬保險資金的運用做起。由於保險承擔著風險分攤和損失補償等的職能，保險資金有著強烈的投資衝動。這也是保險市場與資本市場走向融合的原始動力。從國外保險行業的經營狀況看，大多數國家的保險公司的保險業務本身都是虧損經營的，它們都是通過預期投資收益來彌補直接承保業務的損失。而資本市場是保險公司投資的最重要場所之一。當前針對保險資金運用監管的核心內容主要有兩個：一是確定保險資金運用的寬度，即確定資金運用管道的寬窄；二是確定保險資金運用的深度，即確定資金運用的規模和某個品種的額度或比例限制。兩岸保險業在拓寬保險資金的運用上，首先要對保險資金的運用擬定適度的投資比例，拓寬保險資金運用管道，投向收益相對較高的資本市場。從現實情況來看，受制於各種條件，大陸保險資金運用方式和範圍較窄，但保險資金運用總量增長較快。而台灣保險公司保險資金運用既不同於英美，也不同於日本，最大的特點是銀行存款占的比重比較大，一直在 50%左右，股票投資只占 10%左右。另外，台灣保險公司投資不動產的比重明顯高於其他國家，特別是在 1990 年前後，投資房地產的資金占保險資金的比重達到 30%，但是台灣地域範圍有限，加上保險業已經度過了高速成長期，因此台灣保險資金運用總量的增長緩慢。2008 年 6 月 26 日台灣行政當局通過 5 項放寬兩岸金融業務政策，包括開放台港 ETF（指數股票型基金）相互掛牌，有限度開放香港交易所掛牌企業赴台第二上市（櫃），基金型態的境外投資機構免出具聲明書、放寬基金投資涉及大陸股票的海外投資限制、開放赴大陸投資證券期貨業等。這些政策的鬆綁為兩岸保險業投資對岸的證券市場提供了良好的外部環境，拓展了保險資金的投資空間，從而為兩岸保險業與證券市場的合作提供了良好的契機。

2· 開發投資型保險產品

投資連結保險 20 世紀 50 年代產生於歐洲。1956 年荷蘭率先開辦 Fraction 保險，開投資連結保險之先河。此後，英國、德國、法國、義大利、美國等也相繼開發了類似的險種。不論名稱如何，它們都有一個共同點：保單的保障因素和投資因素相分離。保障因素以保險精算為基礎，提供合同約定的純風險保障權益；投資因素則根據保戶意願，依據共同基金的

原理，由保險公司代為運作，保戶承擔投資風險。保險業的發展歷程表明，投資型保險產品的出現和發展，帶動了整個保險業資產規模的飛速發展，並形成了一批資產規模巨大、資金實力雄厚的綜合性金融保險集團。隨著大陸金融市場和保險市場的發展，居民的投資意識和保險意識不斷提高，對兼具保險和投資雙重特徵的投資型保險產品的市場需求也越來越大。1999年10月23日，中國平安保險公司在上海率先推出了“世紀理財投資連結保險”，這是中國第一代投資連結保險產品，隨後其他壽險公司紛紛跟進，雖然產品的結構比較簡單，但開闢了兩岸保險市場與資本市場融合的新路徑。兩岸保險公司利用投資型保險具有保障和投資雙重功能開發新型的投資型的保險產品，必然會引發大陸保險業的經營方式和競爭方式的轉變，將保險業的競爭引向深入，其中最明顯的是各保險公司的經營理念發生了顯著變化，各保險公司已從原來單一的價格、市場份額的競爭轉向企業制度、管理水準、投資策略、服務手段及人才等深入的、高層次的全面競爭，有助於增強大陸保險業的國際競爭力。對台灣保險公司來說，可以借助開發新型的投資型的保險產品，在大陸的保險市場佔據更大的市場份額，增加業務量，為本土保險公司的發展提供更為廣闊的空間。

3·保險證券化

兩岸保險業與資本市場的合作的高級模式是保險的證券化，保險證券化是指保險人或再保險人通過資本市場，創造和發行金融工具，將承保風險轉移到資本市場的一種風險管理技術。兩岸保險市場競爭激烈，一方面近十年來巨災頻頻發生，存在巨大的保險需求，另一方面保險公司也不得不考慮自身的償付能力和經營的穩定性。兩岸保險公司在承保巨災風險獲取豐厚利潤的同時，又要面臨可能出現的現金流失衡的風險，一次大的自然災害或意外事故可能使保險公司失去償付能力，傳統的再保險人也面臨相同的問題，狹窄的資本來源已經明顯地制約了巨災保險和再保險的發展。因此，如何將兩岸保險市場與資本市場融合起來，即將巨災風險轉移到資本市場，這是一個急需解決的新問題。

兩岸保險證券化可以採取巨災風險的證券化，作為保險證券化的核心內容之一，巨災風險的證券化產品一般也稱為保險連結證券。巨災風險證券化源於銀行業的資產證券化，但也有所不同。後者是將銀行業流動性較差的資產轉換成流動性較好的證券，而前者所包裝的是保險公司承保的巨災風險，是保險公司的負債，與之相對應，可以稱之為保險公司負債的證券化。其興起於20世紀90年代，是保險人處理自己承保的巨災風險的一種新的風險管理技術，這種技術儘管具有再保險的風險轉嫁的特點，但轉嫁的方式和對象都有本質的不同。

兩岸保險公司在推行巨災風險證券化過程中，可以採取兩種基本方式：一是巨災風險融資，巨災風險承保的現金流向改變而大小不變，現金流轉化為可交易的金融證券，如本金和

利息保全的可延期巨災債券等；二是巨災風險轉移，巨災風險承保的現金流向和大小都改變，巨災風險通過可交易的金融證券轉嫁到資本市場，如可免除部分或全部本金和利息的巨災債券或者其他金融產品。在一定程度上可以認為，巨災保險的證券化是兩岸保險市場與資本市場融合的一條很好的路徑。借助巨災風險證券化具有的風險融資和風險轉嫁的雙層功能，兩岸保險業和資本市場的可以很好地銜接在一起，一方面可以促進兩岸保險行業的健康發展，另一方面豐富了兩岸資本市場的投資產品，推動金融創新，進而推動整個金融體系健康發展。

第五章 兩岸資本市場監管合作

一、兩岸開展金融監管合作的現狀

隨著兩岸關係的緩和，台灣逐漸意識到開放兩岸金融往來有利於台灣地區金融業與台灣經濟發展，因此在兩岸金融合作問題上持比較積極的態度。從台灣放開人民幣雙向兌換、放寬基金型之境外投資機構免出具聲明書、開放台港 ETF 相互掛牌、有限度開放香港交易所掛牌企業來台第二上市(櫃)、放寬基金投資涉大陸股之海外投資限制，以及開放赴大陸投資證券期貨業等政策可以看出台灣金融鬆綁步伐明顯加快、力度明顯加大。在政策鬆綁的絕好機會下，台灣金融業由於台灣地區市場容量有限，經營利潤十分有限，必然會通過各種管道搶佔大陸市場。可以預見，新形勢下的兩岸金融合作交流將進入一個快速發展的新局面，因而更需要兩岸金融監管當局進行合作。

(一) 兩岸開展金融監管合作的必要性

雖然兩岸金融合作還處於初級階段，但是由於兩岸經貿活動的日益頻繁，兩岸金融往來仍然不可忽視。截至 2006 年底，兩岸金融業務往來交易額突破 2000 億美元。金融業務往來不可避免衍生出諸多風險，比如台資企業的“地下金融”問題。大陸金融機構由於不能完全把握台資企業的資信情況，因而不願意開展對台金融業務，台灣金融機構對大陸的台資企業也存在同樣顧慮。因此台資企業在大陸融資、回台灣融資均存在一定困難，地下金融應運而生。台灣“經濟部”投資審議委員會今年 5 月的資料顯示，台灣“經濟部”和中國大陸商務部統計的台商赴大陸投資分別為 12.92 億美元、22.92 億美元。這意味著，接近一半的投資在台灣“經濟部”控制之外，金融監管的迫切性上升。再如兩岸建立貨幣清算機制問題、互設金融機構的跨區監管問題、金融市場的混業經營問題、兩岸金融業務往來中糾紛解決的問題、地下錢莊問題、加強反洗錢合作等等都迫切需要兩岸進行監管合作。

兩岸實施金融監管合作最重要的是可以促使兩岸達到金融監管的目標，更好的維護各自金融業的安全與穩定、保護公眾的利益以及維持金融業的運作秩序和公平競爭。其次可以克服獨立監管的侷限性，尤其是對跨境金融機構的監管，如果僅由大陸或台灣單方的監管，監管肯定存在風險和漏洞。最後，兩岸監管合作也可以克服兩岸金融監管的摩擦。兩岸由於長

期沒有進行實質性的金融交流，金融制度以及監管準則有所不同，對金融機構進行監管時，可能由於準則不同存在監管摩擦，所以兩岸有必要建立監管合作協商機制。兩岸監管合作的可以通過降低危機成本而相對提高被金融機構的收入水準，通過加強資訊披露與突發事件的管理、增加透明度，更好的保護投資者的利益；通過避免系統性風險的出現使金融體系的總收入提高；通過保護合法競爭、防止欺詐、減少尋租以及穩定秩序使社會總體福利水準提高根據 90 年代以來發生的金融危機後各國的監管實踐，可以明確金融監管合作是絕對必需的。

（二）兩岸開展金融監管合作的有利條件

目前，兩岸開展金融監管合作最有利的條件便是宏觀政策制度層面的放開。兩岸金融交流受台灣當局 8 年來“戒急用忍”政策的限制和影響，一度陷入低迷狀態。這是兩岸金融監管合作止步不前的最主要原因。但兩岸關係進入新局面以來，台灣當局為改善兩岸經濟關係、拉動台灣經濟增長，推動兩岸金融合作的速度明顯加快，政策因素轉而成為兩岸進行金融監管合作的積極促進因素。

其次，國際上已有較多的國際慣例可以作為兩岸金融監管合作的參考。由於經濟全球化的發展衍生出跨國跨地區金融合作與金融監管合作的問題，國際上已有許多通用的國際慣例可以為兩岸金融監管合作提供指引。比如兩岸分別於 2001 年加入 WTO，如果雙方不引用排除條款，則兩岸金融往來以及監管合作均可遵照 GATS 的規範。又如目前國際上對於跨地區的銀行監管一般是以巴塞爾委員會的《有效銀行監管的核心原則》為標準。再如大陸與台灣均已加入證券委員會國際組織（International Organization of Securities Commissions，以下簡稱“IOSCO”），兩岸進行證券監管合作可以參照其制訂的《證券監管目標和原則》。

此外，兩岸資本市場的資訊披露、會計準則等技術層面標準的趨同為兩岸實行金融監管合作提供了較好的基礎。比如，台灣自 1982 年發表的“財務會計準則公告”（SFAS）正式接受“公認會計準則”（GAAP）。大陸方面，為向國際會計準則靠近，打通接軌國際資本市場的平台，於 2006 年制定了與國際財務報告準則相趨同的新企業會計準則，並於 07 年 1 月 1 日正式實施。兩岸技術層面標準的趨同，有利於資訊的公開披露，有利於投資者對市場訊息的理解，也更有利於兩岸金融監管合作。

（三）兩岸開展金融監管合作的主要障礙

政策因素仍然是兩岸金融合作的最大障礙。目前，兩岸政策較大程度的鬆動對促進兩岸

金融以及監管合作具有積極作用。除政策障礙之外，兩岸開展金融監管合作的還存在一些技術層面的障礙。首先，兩岸實行金融監管合作最大的問題即在於不能簽訂 MOU (Memorandum of Understanding，以下簡稱“MOU”)。其次，兩岸缺乏金融監管資訊交流的平台，雙方金融資訊及監管資訊無法進行及時全面的交流。第三，兩岸金融監管體制不一致。大陸實行“一行三會”的單元多頭的分業監管體系，實行分業監管，嚴格限制金融業務的範圍。台灣的金融業則是由金管會集中監管，下設銀行局，證券期貨局，保險局等四大部門分別對各行業實施監管。所以涉及跨行業的金融事務尤其是金融控股公司時，由哪家監管機構、哪個監管部門監管合作不太好確定，可能就會產生“監管真空”和“監管摩擦”的問題。第四，由於兩岸長期缺乏金融合作，客觀上導致帶來兩岸金融法規、監管準則、金融作業標準，程式和制度環境存在差異。第五，兩岸對金融機構以及金融從業人員的資格認定不能互相認可，對金融機構的設立造成障礙。總體而言兩岸開展金融監管合作政策方面的因素是決定性的，技術障礙可以通過正式協商與合作予以解決。主要技術障礙問題中，前兩個問題又處於最重要的位置。解決了這兩個問題，則後幾個問題則迎刃而解。比如對於監管摩擦與監管真空問題，可以通過資訊交流平台的協調機制加以解決；對於金融法規、監管準則、金融作業標準存在差距，亦可以在兩岸金融業的交流與合作中逐步改善；對於兩岸對金融機構以及金融從業人員的資格認定可由資訊交流平台舉辦統一的資格考試，為兩岸相關從業人員提供“通行證”。

除了上述技術層面的障礙外，由於兩岸特殊的政治背景，法域不同，使得兩岸司法和檢查制度存在許多差異，如台灣的檢察機關屬於司法行政機關，大陸的檢察院屬於司法機關，檢察機關是法律監督機關。兩岸的檢察制度在設置、職能、性質等諸多方面不同，使得兩岸司法合作還存在很多問題，如大陸的司法人員到台灣金融機構查詢資金往來情況、嫌犯引渡、司法互助等，涉台的有關法律問題目前還有待解決，兩岸司法機關長期缺乏直接聯繫等等，這些均會影響兩岸金融業準司法檢查權建立、執行、合作與互助。但隨著兩參與國際司法合作的空間，相互間不斷地交往、溝通，存在的司法合作障礙會逐漸消除，兩岸的金融業在共謀合作發展的前提下，求大同、存小異，為金融業領域的司法合作尋求出一條解決司法障礙的最佳途徑。2009年4月，海協會和海基會簽署了《海峽兩岸共同打擊犯罪及司法互助協議》，內容包括兩岸共同打擊經濟犯罪，涵蓋了民商法和刑法的全部過程，這一協定的簽署，使兩岸司法界可以逐漸建立了直接、全面、深度的合作關係，有利於維護兩岸人民的司法權益和兩岸交流交往的正常秩序，意味著兩岸司法機構更深層次合作的開始。

兩岸資本市場的監管合作，由於雙方市場發育情況不同，監管當局認識存在差異，因而

在不同領域的監管合作也必然存在差異。比較而言，由於保險業無簽訂金融監管備忘錄的問題，因此，台灣保險業進入大陸市場，只要符合“五三二”條款，並找到合適的合作夥伴，即可順利開展業務。而證券業的監管合作，大陸監管當局的態度積極開放，兩岸可以採用彈性方法來簽訂 MOU，關鍵環節僅在於雙方對名稱上仍無共識。而銀行業的監管合作，除了在監管備忘錄名稱上雙方仍有歧見外，對於以白手套方式可否達成實質監管合作，大陸銀監會仍有疑慮。

監管合作的有效性方面，根據金融區域主義理論，全球性金融監管合作對於保證主要工業化國家之間的政策一致性可能是必要的，但是宏觀經濟政策對發展中世界的鄰國(甚至在歐洲內部)產生的外部效應是沒有效率的；與此形成鮮明對比的是，金融監管的區域合作具有強烈的針對性，因而在遭遇金融風險侵襲的時候能夠迅速地決策和實施，其效果也就較為顯著。因此，金融監管區域合作相較於不合作情況可以降低成本，更有效的實現監管目標。因此兩岸金融監管合作應該參照區域金融監管的國際合作經驗，尤其是大陸和香港的金融監管合作，以此為基礎，提出兩岸金融監管合作的目標和原則，為兩岸未來的談判提出框架性的建議和意見。

二、區域金融監管的國際合作經驗

(一) 歐盟金融監管合作的經驗：完善的金融監管法律協調機制

現行諸多區域組織在金融監管合作方面積累了大量的經驗。其中效果最好、監管合作力度最大的是歐盟（EU）。根據有關學者的理解，單一市場的建立是監管合作的基礎，統一的金融監管法規是金融監管合作機制建立的前提，可持續的、相近的金融監管理念推動准監管聯盟的產生。歐盟的監管合作即可概括為在統一的金融監管理念下進行建立單一市場以及統一的金融監管法規。

歐盟的金融監管協調合作機制主要體現為在完善的金融監管法律協調機制基礎上，成員國之間以及成員國與歐盟機構間簽訂的一系列雙邊和多邊協定或諒解備忘錄。截止到 1999 年歐盟各成員國僅在銀行領域簽定的 MOU 就多達 90 個之多。歐盟的金融監管法律協調體系主要是基於拉姆法路西框架的監管體系。該框架涵蓋了證券市場、銀行、保險業監管的立法協調。由成員國各監管當局、歐盟相關機構等高級代表組成歐洲銀行業監管者委員會、保險和職業養老金監管者委員會、證券監管者委員會等加強成員國監管當局的合作，保證框架

性立法、技術性問題的解決。

(二) 東盟及 NAFTA 的經驗：參照國際基本協議

其他區域經濟組織的一體化程度都不及 EU，他們的金融監管合作程度也較低。其中最具有代表性的就是東盟（ASEAN）以及 NAFTA（北美自由貿易區）。由於這些區域內部成員國之間的金融水準參差不齊，金融市場的一體化面臨重大困難，為區域內的金融監管合作製造了較大的困難。因此區域內部金融監管合作較為鬆動靈活，主要通過召開定期或不定期會議探討監管合作問題。如果成員國之間金融監管法規不協調，則通過傳統的國際法途徑或者借助 WTO 框架予以解決。如 NAFTA 的金融服務貿易協定就明確規定將巴塞爾審慎監管標準作為成員國銀行監管的普遍參考點。

因此，東盟與 NAFTA 主要借鑒的是國際上已有的協定進行監管合作。當前世界金融監管領域，主要以國際貨幣基金組織(IMF)、世界銀行(WB)、世界貿易組織(WTO)、巴塞爾銀行監管委員會(BCBS)為支柱。其中 IMF 構建了全球貨幣合作與監管體系，WB 則致力於為成員國及其企業提供長期低息貸款。WTO 從貿易著手，對金融領域的影響主要體現在市場准入和非歧視待遇方面。這三者是最重要的全球性國際經濟組織，其基本協定成為國際金融合作與監管的直接成果與依據。巴塞爾銀行監管委員會在銀行監管領域具有不可置疑的權威，其發佈的各項銀行監管權為各國銀行立法普遍遵循。

(三) 大陸與香港金融監管的協調經驗：由淺到深、實現定期監管交流

大陸與香港間的金融監管合作經歷了一個由淺到深、由點到面逐漸深入的過程。2003 年 6 月 29 日大陸與香港簽署了《內地與香港關於建立更緊密經貿關係的安排》(CEPA)。為了使金融監管合作與金融合作同步，同年 8 月香港金融監管當局與內地銀監會簽署諒解備忘錄，就加強雙方監管合作、資訊交流進行初步規定。2007 年 3 月 30 日香港證監會與中國證監會簽署的《監管合作備忘錄》附函，標誌著兩地金融監管上升到一個新階段。據有關部門不完全統計，香港回歸十年來，兩地證券監管機構間的定期會議、監管協作工作會議舉行了 20 多次，執法機構間的協作包括案件調查也達 100 次之多，這還不包括雙方高層不定時開展的業務交流、人事交流等近乎全方位的監管交流活動。

（四）在兩岸金融監管合作方面的借鑒和運用

綜合上述區域監管合作的國際經驗，兩岸金融監管合作可以由淺到深，最終實現全面的監管合作。從借鑒國際基本協定及國際慣例，定期或不定期舉行監管合作議題會議開始，待時機成熟，可以建立統一的金融監管法律協調機制，在兩岸司法合作障礙逐漸消除前提下，界定和賦予金融監管方面準司法檢查權，以達成金融監管合作。鑒於兩地的監管標準的差異，在大陸與台灣地區無法開展直接金融監管合作下，通過香港金融管理局與台灣金融監管局簽訂監管備忘，進行間接監管合作。目前兩岸監管合作機制應從組織體系、資訊交換、風險預警和轉移、協調制度、危機處理等方面進行構建。

三、兩岸資本市場監管合作的目標及原則

兩岸資本市場監管合作的目標就是建立全局性金融監管體系，實現保護兩岸投資者、保證兩岸資本市場的公平、效率和透明、降低區域金融體系的系統風險。

具體地說，“保護投資者”就是使兩岸投資者免受誤導、操縱、欺詐、內幕交易、不公平交易和資產被濫用等行為的損害。資訊披露是保護投資者的重要手段。資訊披露的關鍵是會計和審計報告要符合規範、品質高並參照國際標準，由兩岸雙方認同一致的規則。另一個重要方面是兩岸監管機構在合作與協調中設定的規則應當具備雙方認同法律效力和權威；投資者有權通過中立機構如法院或其他仲裁機制向仲介機構因其不當行為而導致的虧損取得賠償。

“保證市場的公平、效率和透明”包含數層意思，主要指監管機構在合作與協調中，通過恰當地設立交易制度來保障交易的公平，使投資者都能夠平等地進入兩岸資本市場、使用市場資源和獲得市場訊息。監管制度應當保證交易價格形成的公平性。監管制度應當發現、防止和懲罰操縱市場者和其他導致市場交易不公平的行為。為保證市場的有效性，監管者應當保證市場訊息的即時公佈、廣泛傳播和有效反映於市場價格中。監管者應當推進市場的有效性。市場透明度指“在公眾中即時傳播的有關某項交易的在交易前後的信息量”。監管者應當保證市場高透明度。

“降低系統風險”指監管者應當通過設定對市場仲介機構的資本充足率和內部控制要求等措施降低投資者的風險。一旦金融機構出現財務危機，監管者應當儘量減輕危機對整個市場造成的衝擊。為此，監管者應當要求仲介機構滿足資本充足率和一定的運營條件以及其他

謹慎要求；當仲介機構倒閉時客戶可以免遭損失或者整個系統免受牽連。但是，承受風險是投資的必然要求，也是市場活躍的基礎，監管者不能也沒有必要試圖消除風險。它應當鼓勵人們進行理性的風險管理和安排。監管者應當做的是要求投資者將風險承擔限制在能力範圍之內，並且監控過度的風險行爲。

上述三個監管合作的目標是相輔相成的。有助於保證市場公平、效率和透明的監管措施通常也有助於保護投資者利益和降低系統風險，有助於降低系統風險的措施實際上就是在保護投資者。應當注意的是，過度監管也會導致負面效應。監管的終極目標是推動資本形成和經濟增長。爲此，維護一個自由的競爭市場以使其能發揮有效引導社會資源的功能是至關重要的。監管的濫用有時會阻礙市場競爭的形成，從而限制市場的發育和促進經濟增長作用的發揮。因此在實施監管時應當創立與經濟增長相融的“監管環境”。這種環境包括：(1)對進入和退出市場沒有設立不必要的障礙；(2)將市場准入條件儘量降低以使市場能夠開放給最廣泛的參與者；(3)監管者在設定規則時應充分考慮對市場造成的衝擊；(4)作出財務承諾的所有市場參與者應當承受同等的被監管責任。

監管合作的原則就是高效性與一致性，需要從以下幾個方面考慮監管合作機制的構建。

1、完善的組織體系

兩岸金融監管合作需要一個健全的組織體系作爲支撐，這一組織體系中包含了兩岸監管當局建立的統一協調組織（兩岸金融監管合作小組）、金融仲介機構的自律組織（同業公會，如銀行業協會、證券業協會等）和市場管理組織（如交易所等）。

在這一體系中，應對兩種關係給予足夠的重視：一是監管統一協調組織與兩岸監管當局的關係，監管統一協調組織在監管工作中應充分運用監管當局的力量，可以節省監管成本；二是監管當局的監管與金融機構內部控制的關係，金融機構內控機制的完善有利於監管當局將監管重點由合規性監管向風險監管轉換。

2、科學的資訊交換體系。

資訊是發揮金融監管職能的紐帶，科學的資訊決策體系是金融監管的有效保障。從廣義上講資訊交換的不完全性與金融風險有著本質聯繫，金融監管合作中資訊交換的非對稱性是金融風險難以防範和化解的根本原因。在金融監管合作的資訊交換體系中，包含兩岸監管當局、兩岸金融機構自身的資訊交換，監管當局與政府、金融機構以及不同金融機構之間的資訊交換，各類金融機構與社會仲介和社會公眾的資訊交換。由於資訊交換的多重性，同一類資訊在與多方進行交換時，有可能因爲各種主客觀原因造成資訊的不一致，如金融機構爲了某種利益向不同的監管機構報送不同的報表。資訊交換體系的建立就是要從體制上限制這種

資訊不一致的發生，保證資訊交換的及時性和一致性。標準化的交換資訊指標在資訊交換體系中也具有重要的作用。

3、金融風險預警和轉移體系。

金融監管合作的監管重點應該是由合規性監管向風險監管轉換，這樣就會直接面對一體化資本市場中各類中小法人金融機構出現的金融風險。為此，首先必須建立危機預警系統，可設立由有關金融專家組成的危機評估機構，與監管責任部門配合，監測區域內外各種風險、危機對本區域內各金融機構的影響，進行追蹤分析、預測，建立警報發佈機制，對各類較大的金融危機的危害程度進行評估，並提出應對措施，供決策層參考。金融風險轉移體制的的作用就是及時轉移和化解個別金融機構出現的風險，防止危機的蔓延。由於宏觀上的風險轉移體系（如存款保險制度、貸款證券化等）不是金融監管合作所能解決的問題，而金融風險的轉移機制又是金融監管合作中必不可少的部分，因此兩岸金融監管合作中應結合區域內金融機構的實際情況，建立起適合本區域的金融風險轉移體系。

4、完備的協調制度體系。

協調制度體系是金融監管合作必不可少的部分，需要在現有的金融監管法律、法規上進一步細化為兩岸金融監管協調合作的規章、條例，應積極構建兩岸司法部門與金融監管機構等各主管部門之間資訊共用和合作機制，加強兩岸司法合作和準司法檢查權等途徑，充分發揮司法互助條約在國際金融監管合作中的應有作用，以促使兩岸金融市場整合在法制化、規範化、國際化的軌道上穩步前進。協調制度體系的重要作用就是規範金融監管體系內各方面的行為。一是對兩岸金融監管行為的規範，通過制度明確各自的監管職責、工作程式、工作要求，防止出現監管真空和監管混亂；二是通過細化的制度對各金融機構進行約束，規範其經營行為。

5、有效的危機處理體系。

危機處理體系是區域金融監管模式中很重要但目前又是十分欠缺的一部分。危機處理體系最直接的作用就是在金融體系的某一部分出現嚴重問題時，對其實施“外科手術”，避免危機的蔓延。根據金融危機程度的高低，危機處理體系主要通過兩種方式發揮作用：一類是救助性的，主要是針對經救助後有可能繼續維持經營，並能逐步化解風險的金融企業，救助的方式主要有股東注資、新募股、債轉股等自我救助方式，以及收購、兼併、政府注資、央行再貸款等外部救助方式。另一類是處置性的，主要針對危機嚴重惡化、救助成本極大、或雖經救助仍可能無法繼續經營的金融企業，處置的方式主要是有條件破產，如兌付個人存款後行政關閉、兌付個人存款後託管、清理完債權債務後清盤破產等。

6、兩岸金融從業人員資格認證體系

參照大陸與香港 CEPA 框架下相關檔，如《內地與香港關於建立更緊密經貿關係的安排——與證券及期貨人員資格有關的安排》等，就簡化兩岸金融從業人員資格認證問題達成相關協定。基於對等原則，兩岸已取得金融從業資格的從業人員只要通過對方附加的相關法規考試，即可獲得雙方認可的、由相關行業協會（如中國證券業協會或中國期貨業協會等）頒發的從業資格。通過該途徑取得從業資格的專業人員，雙方將認可其作為高管人員的任職資歷要求，如持有香港代表牌照，將等同取得內地一般的從業資格。

雙方監管部門將定期互相通報有關情況，如經過上述互認途徑取得執業資格或牌照人員名單的變更，以方便雙方對有關人員的管理。由於名單並不涉及敏感資料，可直接進行交換資料。此外，雙方監管部門定期通報經上述互認途徑取得執業資格或牌照人員所涉及的違規個案，如有需要，也可就個別個案即時作出通報。但由於違規個案(特別是正在處理的個案)涉及敏感資料，有關通報只可在兩地證監會之間進行。

雙方監管部門將還將定期召開會議：根據監管合作備忘錄舉行定期會議，有關經上述互認途徑取得執業資格或牌照人員的監管及通報重大違規個案，可加入該會議議程，以便定期檢討有關安排及成效。如經上述途徑取得執業資格或牌照的人員出現違規情況，其所在地的監管部門可向另一方的監管部門要求就調查提供協助。有關協助的請求，可在相關的監管合作備忘錄中提出。此外，經上述互認途徑取得執業資格或牌照的人員如在異地執業時涉及違規行為，當地監管部門可就個案採取紀律行動，並應將有關行動通報另一方的證監會。在收到有關資料後，獲通報的一方可將有關資料紀錄存檔，並根據所在地的法律及法規決定是否能夠或需要採取相應的紀律行動。如決定採取行動，也須將行動的資料向另一方通報。

第六章 兩岸銀行業監管合作

在世界金融自由化和國際化浪潮的推動下，台灣地區金融環境出現了複雜變化，其中較為顯著的就是允許外資銀行進入台灣地區市場參與競爭。隨後台灣金融業的開放進程逐步推進，在台灣加入 WTO 後，來自外資銀行機構的競爭進一步加劇，各類金融創新層出不窮。大陸在加入 WTO 後也加快了對外資銀行機構的市場開放，截至 2005 年 10 月末，已有 40 個國家和地區的 173 家銀行在大陸 23 個城市開設了 238 家代表處，其中外資銀行分行 181 家。

作為利用外資的一種重要方式，外資銀行的發展既滿足了大量直接投資的跨國公司對國際銀行業務的巨大需求，又帶來了大量新型金融工具和金融服務技能，擴大了當地金融市場的交易規模，豐富了交易品種，有助於金融業的現代化、國際化。但由於外資銀行資金實力雄厚，資產負債比例合理，擁有先進的管理經驗和金融技術，其融資網路也遍佈世界各地，在銀行業競爭中明顯處於優勢地位。如果不加強對外資銀行的監督管理，無論是對處於轉軌機制中的大陸金融業，還是對於發展空間、規模偏小的台灣金融市場來說，均會帶來巨大的壓力。

本章在分析國際銀行業監管合作與協調發展趨勢的基礎上，從市場准入、市場經營及市場退出三個方面入手，比較兩岸外資銀行監管制度，並提出兩岸的銀行業監管合作的框架。

一、國際銀行業監管合作與協調

隨著金融全球化和銀行國際化進程的加快，金融風險跨國轉移和擴散的趨勢不斷增強。金融全球化使全球範圍內的金融監管合作變得十分重要。為維護跨國銀行穩健經營、防範行業風險和保護存款人，國際社會作出了巨大努力。各國不斷探索在跨國銀行監管方面的雙邊合作，區域性監管組織的區域性多邊合作方面發揮協調者的作用，相關領域的國際性組織的合作也頗有成效，跨國銀行監管的國際合作呈現出多元化的發展趨勢。

1. 監管對象

國際銀行業監管合作的對象是跨國銀行。所謂“跨國銀行”是指在兩個或兩個以上的國家或地區設有實體，從事存款、貸款、抵押與擔保、投資融資等國際業務，所有的實體在一個有實際控制權的機構的決策下經營，通過經營政策的調整在整個體系中實現風險的轉移，並

通過股權或其他形式緊密聯繫的一個銀行群。《對銀行國外機構監管原則》將從事國際業務的以下幾類銀行屬於跨國銀行監管當局的監管對象：分行，屬於無獨立法律地位的業務實體，是在外國的母銀行的一部分；附屬機構，屬於法律上獨立的湘啣，全部或大部分為附屬機構所在國以外的銀行所擁有；合資銀行或國際財團，有兩個以上母機構控制、在其主要業務所在國建立並具有獨立法律地位的機構，以及其他一些具有國外業務性質的非銀行持股公司、非銀行公司以及銀行國外業務中的一些參股也應當受到關注。

2· 監管中的難題

目前，對跨國銀行監管的立法還遠遠跟不上跨國銀行的發展，而跨國銀行的國際金融活動也使監管責任難以分清。儘管《對銀行國外機構監管原則》要求：母國監管者負責對國際性銀行或銀行集團在全球範圍內從事的包括銀行海外機構的業務活動在內的所有業務在綜合並表的基礎上予以監管；東道國監管者負責對其境內經營的外國銀行機構在單一的基礎上予以監管。但是，跨國銀行複雜的資產結構使其能夠通過混淆在不同國家的金融資產故意迷惑監管者、逃避有效監管。由於缺乏與銀行監管國際機制的有效鏈結，各國中央銀行對銀行的監管原則、指標和技術口徑寬嚴不一，監管法規和措施的參差不齊造成國際銀行業特殊的監管套利；發展中國家監管當局水準有限，對跨國銀行在其他國家的業務難以實施有效監管。

依據確定管轄權的屬地原則，跨國銀行的母行、分行、附屬機構、合資銀行所在的國家有對跨國銀行不同部分的監管權。並表監管將這些國家劃分為母國和東道國。母國和東道國原本是國際投資法中的概念：母國代表向海外進行資本輸出的國家或地區，而東道國則代表接受外來資本投入的國家和地區。具體到跨國銀行監管中，母國是指在海外開設分支機構、從事國際金融業務並形成控制權的銀行即母行或總行所在國家或地區，東道國則是具有控制權的銀行的海外分支機構即州於、附屬機構、合資銀行或國際財團的所在國。金融集團出現後，在海外從事其銀行、證券、保險中任意的一種業務的機構所在國家或地區也應是東道國。

雖然世界各國已依據巴塞爾相關協議各自建立了比較完備的跨國銀行監管法律制度，但與其他國家監管機構的合作日益成為各國日益有效的銀行監管機制的重要部分。這主要是因為：儘管大多數國家意識到，給予外資銀行較為寬鬆的經營環境，有利於對外擴張、對外開放換得同等待遇，有利於加強金融業務競爭，刺激銀行提高效率增力時紐潤。但基於政治經濟發展水準的不同，各國態度會有差異。發達國家以此作為擴張的工具，而新興國家和發展中國家則將其作為一種金融戰略。這必然導致各國監管政策和法律制度的不同，使各國監管當局對跨國銀行監管的內容不一，而且各國對銀行監管的法規疏密不一，極易造成跨國銀行的各部分處於不同強度的監管之下，一方面導致跨國銀行集團利用監管真空從事違規違法的

金融活動，另一方面也導致監管鬆散的地區發生金融風險的幾率增大。

這就需要通過區域性金融監管合作組織來進行協調，克服巴塞爾體制下國際合作只是母國東道國之間狹隘的合作的弊端。良好的區域性金融監管框架以經濟強國為經濟板塊的核心，帶動其他成員國的監管制度完善，從而在區域監管框架下提高區域內各國整體的監管水準。歐洲銀行監管者協會 CEBS 是最典型的例子，雖然 CEBS 不直接從事對銀行每日的例行監管或通過實踐安排構建達到這類監管目的的制度框架，但卻可以在促進與其他區域的的合作中扮演重要的角色。CEBS 成立於 2003 年，包括來自歐洲 25 個國家的 46 個組織成員以及 3 個觀察員，是歐盟法律框架下的一個促進銀行監管實踐趨同化和歐洲銀行監管者合作的研究機，其主要工作是促進銀行監管當局之間的合作以及監管資訊的交流，這項工作可以通過對歐盟的銀行政策事務特別是在歐盟法的相關方面提出建議來完成。CEBS 是歐盟金融監管一體化進程中的產物，通過歐盟所確立的監管原則和標準在歐盟成員國內具有普遍的約束力。

3· 監管合作模式

跨國銀行監管的國際合作屬於對金融活動的協調。而金融活動協調的方式又歸結為兩類：規則性協調和相機性協調。所謂規則性協調，是指通過制定明確的規則(包括原則、協定、指南等)來指導各國的國內政策，從而達到國際間協調和合作的目的。跨國銀行監管合作以規則性協調為主，第三國對國際性監管監管條約的吸收、國家間的簽署監管合作協定以及巴塞爾相關協定的實施，都是屬於這類合作方式。而相機性協調則是指相關國家根據金融市場的變化趨勢和各國經濟發展的具體情況，在沒有明文規定的情況下，通過一定的方式(如召開會議、主持論壇等)針對特定事件或情況確定各國應採用的政策組合和共同行動措施。銀行危機發生後，特定的國家或監管合作組織為遏制危機蔓延的臨時性合作，屬於相機性協調。

(1) 第三國對國際性監管監管條約的吸收

第三國通過立法的形式，將國際性監管檔的相關原則和某些條款轉化為在國內實施的法律。最典型的就是各國對巴塞爾系列協定的採納。由於巴塞爾檔在國際金融領域的絕對權威，各國銀行從事國際銀行業務如果沒有遵循巴塞爾委員會的有關決議，就會失去國際競爭力，無法在國際金融市場立足。同樣各國監管機構若不參照巴塞爾系列協定進行立法，也會被其他國家所排斥而自閉於國際金融市場之外，因而巴塞爾相關協定中的許多內容被這些國家以立法的形式確立下來適用於各自國內。《新巴塞爾資本協議》誕生之後，十國集團國家、歐盟的成員國，都被要求在 2007 年初按期實施新資本協議，而其他一些發達國家或地區，

如澳大利亞、新加坡、香港，爲了保持各自的競爭力，已紛紛表示會同步實施新資本協議。而發展中國家，如南非、韓國等也都決定會實施新資本協議。

(2) 雙邊合作

東道國和母國簽訂雙邊監管合作協議是目前國家與國家之間最主要的雙邊合作方式。因爲，雙邊監管協議的簽訂可以使監管合作無論從形式還是從內容上都更具約束力，雙方關於協議的談判過程和對協定內容的具體規定，還可以消除巴塞爾監管合作模式中的缺陷。在目前的合作水準上，簽署雙邊監管合作協議還有助於各國銀行監管機構不斷完善雙邊監管合作機制、提高跨境銀行監管水準，有利於與有關國家、地區的金融監管當局進行資訊溝通和交叉核實，及時瞭解互設機構的經營情況，及時發現問題或不良發展趨勢，做到及時預警、及時懲戒，從而促進雙邊互設機構的合法穩健經營。

截至 2006 年 8 月底，中國銀監會按照巴塞爾銀行監管委員會確定的跨境銀行監管原則，積極主動推進與境外銀行監管機構建立正式的監管合作機制，已先後與 22 個國家和地區的金融監管當局簽署了監管合作諒解備忘錄或雙邊監管合作協定，內容主要涉及資訊交換、市場准入和現場檢查等方面的合作。

(3) 多邊合作

區域性監管合作組織對銀行業的監管具有超國家權力的特徵，往往是根據多邊的協定成立專門的機構行使監管職能。2003 年歐洲銀行監管者協會 CEBS 成立後，主要負責促進銀行監管當局之間的合作以及監管資訊的交流，2005 年，CEBS 發佈了《東道國監管者與並表監管者合作的指導方針》，分准入程式、風險的識別和評估、安排監管措施、實施監管工作、評價和安排下一步監管工作六個步驟，爲“母行—子行”、“總行—分行”兩類跨國銀行的監管搭建了合作框架，並對東道國和母國間進行的資訊交流提出了具體的實施標準，這些原則通過對歐盟的銀行政策事務特別是在歐盟法的執行方面提出建議在成員國實施。而歐洲貨幣聯盟（歐盟中央銀行）不負責執行監管，只研究宏觀監管問題，並就影響金融市場穩定問題向歐盟提出意見。歐盟的指令具有約束力，歐盟成員國有義務使其法律符合歐盟的指令。

4· 國際監管合作的權利義務

國際監管合作權利義務的劃分是整個跨國銀行監管國際合作的核心，是所有的監管合作協議安排、合作制度構建的終極目標。巴塞爾監管體制是目前對全球範圍內的活躍銀行實行有效監管的合作理茹出。1983 年的《對銀行國外機構監管原則》提出，母國當局對銀行集團在世界範圍的全面業務負有總體監管責任，而東道國當局只負責對在本國領土上作爲單個機構經營的外國銀行進行監管，具體而言：分行的清償能力母國監管當局負責監管，而劉流

動性的監管責任則主要在東道國；附屬機構的清償能力由東道國和母國當局共同監管，而流動性的監管責任則主要由東道國承擔；對合資銀行的清償能力的監管一般由東道國當局承擔主要責任，但當一家銀行成為支配性股東時，則應由東道國和母國當局共同承擔，對流動性的監管責任主要在東道國。此後的所有巴塞爾檔都是按照該原則對跨國銀行的國際監管合作中的權利義務進行分配，只是依據各檔強調內容的不同，在具體的權利義務上略有差異。

（1）母國

母國在監管時，一般會將海外銀行作為更大一個的銀行集團的一部分，由監管機構在國際銀行(總行或母行)及其跨國機構(子行、分行、合資銀行、該銀行所屬的非銀行金融機構)的合併財務報表的編出上，以銀行集團內部在資金、人員、技術、業務等方面存在的關聯險為監管的基準，採取一系列持續性的監管手段，對銀行在世界各地的所有業務，特別是其外國分行、附屬布時勾和合資機構的各項業務，在國際金融業務層面上進行充分的監測。

母國監管者實現上述監管的前提是具備必要的監管能力，即充足的監管方法和充分的監管權力，以獲取所需要的資訊，從而有效地實施並表監管。在理想狀態下，充分的監管能力表現為：母國監管機構有嚴密的程式和多樣化的管理手段監控跨國銀行的全球業務；母國監管機構能在掌握豐富的資訊資源的編出上全面地評估跨國銀行的總體運作情況；母行或總行銀行的財務報告必須在並表的基礎上提供；母國監管機構須具有甄別銀行財務報告真偽的能力；母國監管機構的工作人員能在需要時對母行或總行海外分支機構實施現場稽查。《有效銀行監管的核心原則》更是從制度上賦予母國監管機構分享東道國必要的監管資訊的權利。

（2）東道國

東道國負責對本國領土上作為單個機構進行經營的外國銀行進行監管，側重於准入審查，對外國銀行設立時的資格、資本充足率、流動資金、總資產以及母國的法律環境等都有嚴格的要求，並通過對電子銀行的資格認可與存貸款、衍生工具、財務資料披露、以及人事的持續監管，對外國銀行在其領土內的經營活動進行全面的監管，以確保外國銀行遵守當地的法律規章，按照東道國國內金融機構所遵循的高標準從事當地業務，且當地金融市場的完整性不因外國銀行的介入而受到損害。《有效銀行監管的核心原則》從制度上要求東道國監管機構配合母國監管當局實施有效的並表監管，即在對等級資訊保密的條件下為外國監管機構交流外國在當地業務的資訊，提供在法律範圍之內准許母國監管者對其當地的分支機構或子公司顯示現場檢查的機會，保證其國內的法律沒有阻礙與母國在跨國銀行監管方面的合作及資訊的分享。因此，東道國須以有利於當地市場的合理方式對其管轄範圍內外國銀行的運作實行管理和控制，同時保證東道國的監管措施有足夠的透明度，以便母國監管者對外國銀

行是否有能力支援其分支機構在東道國管轄範圍內的運作做出合理的判斷。

5· 國際監管合作的趨勢

跨國銀行監管資訊的交流是監管國際合作的基礎。加強合作與資訊共用可以確保跨國銀行集團所有的組成均處於充分的監管之下，並且有利於有關潛在風險的資訊得到適當的傳播。資訊共用可以帶來有助於提高透明度的國際進程，是市場經濟和健全監管的重要創新，因此，未來的跨國銀行監管合作的發展必然是以資訊共用為重點，而資訊共用的發展主要表現為監管合作主體之間共用資訊類型的突破和資訊共用方式的突破。《新巴塞爾資本協定》為有效實施新協議而促進各國監管當局之間更加緊密、有效的合作，特別將加強資訊交流作為國際監管合作應當遵守的原則之一，向在多個國家從事重要跨境業務的銀行集團，盡可能地闡明母國和東道國監管當局各自的作用。從巴塞爾委員會對資訊交流的強調可以看出，單純依靠母國與東道國間以協定方式確定的資訊交流，無法滿足未來國際監管合作發展要求。

目前，各國主要採用諒解備忘錄或相互法律協助協定的形式，具體明確各自期望獲得資訊的種類、範圍以及資訊的提供方式。而母國監管當局為瞭解整個國際銀行集團所面臨的信用風險、市場風險和其他金融風險以及內部控制體制的有效性，必然會要求擁有充足的監管資訊資源，即不僅需要獲取整個銀行組織的品質資訊，包括銀行分支機構在他國從事的業務活動資訊，而且還應獲取某些“數量”資訊，包括為計算銀行資本充足率、大額風險或法定貸款限額以及資金和存款集中等所必需的資料，其中大部分海外機構的監管資料都是由東道國提供的。但東道國監管當局卻無法從母國獲得同等數量的監管資訊。

未來，通過國家和區域性監管合作組織之間、區域性監管合作組織和國際銀行監管者協會之間的諒解備忘錄或法律協助協定是資訊共用法律化的重要途徑，國家通過讓渡金融安全的部分主權，賦予區域性監管合作組織並最終賦予國際銀行監管者協創目應的監管權力，為新型的監管合作提供了法理基礎。忘錄或協定的簽訂主體的變化將資訊共用分為兩個層次：

第一，監管合作中共用的資訊類型和國際標準，由巴塞爾委員會結合當前銀行業的發展狀況統一制定，對各區域性監管合作組織都具有約束力；各區域性監管合作組織有權結合本區域的經濟、金融一體化水準以及監管合作開展的具體情況，制定本區域的區域最低標準(共用資訊的類型不得改動)，並應徵得到全球性監管合作組織的同意；在所有的區域最低標準得到之後，全球勝監管合作組織設定各區域的一級參數，用於各區域監管資料比較時的換算；經全球性監管合作組織通過的區域性最低標準對區域內各成員方有約束力，各成員方的相關指標不得低於該標準，由區域性監管合作組織對區域內各國設定二級參數，用於區域內各國監管資料比較時的換算。

第二，根據成員方提交的境內所有銀行得監管資料，區域性監管合作組織建立區域內銀行特別是各跨國銀行及其分之機構的資料庫，通過細緻分析，定期在區域內發佈本區域的監管資料動態，並呈報全球性監管合作組織；全球性監管機構才良據各區域監管合作組織提交的資訊，建立跨國銀行或金融集團的全球資料庫，相應的區域性監管監管合作組織的成員方可以通過本區域的資料庫查看區域內相同集團的跨國銀行的監管狀況，也可以在全球性監管合作組織的銀行資料庫中查到本國境內的跨國銀行所屬集團的情況。

二、兩岸對外資銀行機構監管的比較

(一) 對外資銀行的市場准入監管

市場准入的監管是防範銀行系統性風險的第一道防線，也是各國對外資銀行監管的重要內容之一。它可應對由資訊不對稱引的外資銀行逆向選擇問題，將資產狀況不佳、高風險的外資銀行擋在市場之外，這樣做的重要意義在於，它將市場經營監管和市場退出監管的成本大幅降低，從而有效地防範了系統性的銀行風險，尤其在大陸和台灣等金融市場欠發達地區，市場准入監管是唯一重要的監管內容和行爲。一般而言，市場監管制度的內容包括了准入形式、准入條件、准入範圍的限制等內容，兩岸的外資銀行市場准入監管重點有所不同，具體比較見表 6-1。

表 6-1 兩岸對外資銀行市場准入監管內容的比較

監管內容		大陸		台灣	
		具體規定	法律法規	具體規定	法律法規
准入形式	新開設機構的組織形式	外商獨資銀行、中外合資銀行、外國銀行分行、外國銀行代表處	《中華人民共和國外資銀行管理條例》第 2 條	外國銀行分行、外國銀行代表處	《銀行法》第 116、117 條
	參股或併購國內銀行	單個境外金融機構投資入股比例不得超過 20%、多個境外金融機構投資入股比例合計達到或超過 25%	《境外金融機構投資入股中資金金融機構管理辦法》第 8、9 條	—	—
准入條件	最低資本金、總資產	十億元（獨資、合資銀行）、一億元（分行）人民幣或者等值的自	《中華人民共和國外資銀行管理條例》第 8 條	一億五千萬元新台幣	《外國銀行分行及代表人辦事處設立及管理辦法》第 3、7 條

准 入 條 件		由兌換貨幣			
	經營管理 水準	—	—	分行經理人應具 備金融專業知識 及從事國際性銀 行業務經驗等	《外國銀行分行 及代表人辦事處 設立及管理辦 法》第 2 條第 4 項等
	母國金融 當局的有效監管	—	—	母國金融主管機 關合作分擔銀行 合併監督管理義 務	《外國銀行分行 及代表人辦事處 設立及管理辦 法》第 2 條第 5 項等

資料來源：本研究整理。

從市場准入形式上看，外資銀行進入大陸市場的形式較台灣地區來說豐富許多，不僅能通過設立外商獨資銀行、中外合資銀行、分行及代表處等方式新設機構進入，而台灣則只允許外資銀行以分行或代表處的形式在台灣地區經營金融業務。另外，從 2003 年 12 月 31 日起，大陸允許外資銀行通過參股或併購控股中資銀行，但對外資參股比例有明確規定：單個境外金融機構向中資金融機構投資入股比例不得超過 20%，所有外資機構持股比率不得超過 25%。以恒生銀行、國際金融公司和新加坡政府直接投資有限公司參股興業銀行為入股比例最高的交易為例，3 家外資股東持股比例為 24.98%。即使不超過 25% 的上限，外資銀行控股中資銀行也很容易變成現實。

從市場准入條件上看，大陸的監管比較重視資本金、資產規模等硬體要求，而忽視了內控機制、管理水準等軟體要求。比如《外資銀行管理條例》第 8 條規定：“外商獨資銀行、中外合資銀行的註冊資本最低限額為 10 億元人民幣或者等值的自由兌換貨幣。外商獨資銀行、中外合資銀行在中華人民共和國境內設立的分行，應當由其總行無償撥給不少於 1 億元人民幣或者等值的自由兌換貨幣的營運資金。外商獨資銀行、中外合資銀行撥給各分支機構營運資金的總和，不得超過總行資本金總額的 60%。”另外，還規定了諸如申請開設外國銀行分行，申請者提出設立申請前 1 年年末總資產不少於 200 億美元，最低註冊資本為 3 億元人民幣等值的自由兌換貨幣等硬性條件(《外資銀行管理條例》第 12 條)。相比之下，台灣在外資銀行的經營管理水準、母國金融當局的有效監管等方面都作了一定的規範要求。台灣地區在 1997 年修訂《銀行法》，重點強化了對銀行負責人的管理，而《外國銀行分行及代表人辦事處設立及管理辦法》在與外資銀行母國金融主管機關合作監管方面也明確規定：“母國金融主管機關及總行對其海外分行具有合併監理及管理能力。經母國金融主管機關核可前來大陸設立分行並同意與大陸主管機關合作分擔銀行合併監督管理義務。”(第 2 條)

(二) 對外資銀行的經營監管

對於全面的銀行監管而言，僅有市場准入監管是不夠的，即使是獲得經營資格的外資銀行，也無法在今後的經營運作中合規經營。如果缺乏約束和管制，銀行可能就會一味追求高風險以期獲得高收益，從而陷入經營困境，給東道國金融體系帶來動盪甚至造成破壞。大陸與台灣地區對外資銀行的經營監管基本上採用了與商業銀行相同的措施，如資本充足率、流動性、貸款集中度及風險監管等，但大陸還採用了並表監管這一特別措施(《外資銀行並表監管管理辦法》)，具體比較見表 6-2。

表 6-2 兩岸對外資銀行市場經營的監管比較

監管內容	大陸		台灣	
	具體規定	法律法規	具體規定	法律法規
資本充足性管理	資本充足率不得低於 8%	《商業銀行法》第 39 條 《外資銀行管理條例》第四十條	資本充足率不得低於 8%	《銀行法》第 44 條
流動性管理	流動性資產餘額與流動性負債餘額的比例不得低於 25%	《外資銀行管理條例》第四十三條	未確定具體比例	《銀行法》第 43 條
貸款集中度管理	對同一借款人的貸款餘額與商業銀行資本餘額的比例不得超過 10%	《商業銀行法》第 39 條	新台幣部分不得超過其授信總餘額 10%或新台幣十億元孰高者、外幣部分不得超過其總行淨值 25%	《外國銀行分行及代表人辦事處設立及管理辦法》第 14 條
業務範圍管理	除定期存款外的大部分人民幣業務，經央行批准可經營結、售匯業務等	《外資銀行管理條例》第二十九、三十一條等	未作明確規定，與台灣地區銀行業務相同	《銀行法》第 43、121 條
風險防範及風險預警制度	內部控制系統、風險管理系統、財務會計系統、電腦資訊管理系統等	《外資銀行管理條例》第五十四條	內部控制制度、稽核制度等	《銀行法》第 45 條

資料來源：本研究整理。

在資本充足率的要求上，兩岸的監管法律均將最低資本充足率定在 8%，儘管達到了巴塞爾協議的要求，但從國際上看，這一比率的規定是比較低的，國外對外資銀行資本充足率的要求一般會達到 12%以上，而且對於大多數跨國銀行集團來說，一般都已經達到 8%的資

本充足率，使得從某種程度上此規定形同虛設。另外，兩岸的現行規定沒有按照巴塞爾協議有關資本分類的要求，對資本的組成、分類、資產的風險加權計算均未作出明確的說明，在實踐中也缺乏指標管理和可操作性。

在流動性的要求上，大陸主要採取硬性比例管理的方法，除規定了流動性資產餘額與流動性負債餘額的比例外，還在《外資銀行管理條例》中規定外國銀行分行營運資金的 30% 應當以國務院銀行業監督管理機構指定的生息資產形式存在（第 44 條）。而台灣地區則沒有給出硬性規定和固定比例，《銀行法》第 43 條明確規定：“為促使銀行對其資產保持適當之流動性，中央銀行經洽商‘中央主管機關’後，得隨時就銀行流動資產與各項負債之比率，規定其最低標準。未達最低標準者，‘中央主管機關’應通知限期調整之”。

在業務範圍的規定上，依據入世承諾，大陸金融市場逐步實現對外資開放，並在《外資銀行管理條例》（第二十九、三十一條等）作了具體規定。隨著 2006 年底居民個人的人民幣零售業務對外資銀行開放，目前外資銀行業務範圍已在一定程度上與中資銀行實現“並軌”，可以經營定期存款之外的幾乎所有業務，同時，在經央行批准的情況下，還可以辦理結匯、售匯業務。而台灣在外資銀行業務範圍上並未具體限定，《銀行法》第 121 條規定：“外國銀行得經營之業務，由主管機關洽商中央銀行後，於第七十一條及第一百零一條第一項所定範圍內以命令定之。其涉及外匯業務者，並應經中央銀行之許可”。因此，外資銀行經營業務的彈性較大，基本上與台灣地區銀行的經營業務相同。

在風險防範及風險預警制度上，大陸和台灣均在相關法規中也作了相應的規定，但缺乏相應具體的風險評價指標體系。比如大陸在《外資銀行管理條例》第 54 條中明確規定：“外商獨資銀行、中外合資銀行應當設置獨立的內部控制系統、風險管理系統、財務會計系統、電腦資訊管理系統”；而台灣方面，《外國銀行分行及代表人辦事處設立及管理辦法》規定：“外國銀行分行應就經營業務範圍制定風險管理準則，報經主管機關備查，其內容至少應包括信用風險、市場風險、流動性風險、作業風險及法律風險。”（第 19 條），但未建立一套科學詳盡的風險評價體系。

（三）對外資銀行退出的監管

外資銀行是東道國銀行體系不可分割的組成部分，它的破產也會使整個金融體系的安全和穩定受到衝擊，因此必須不斷完善外資銀行的市場退出監管，將外資銀行納入東道國的監管體系。作為金融安全網的最後一道防線，外資銀行市場退出監管機制是任何一個東道國都

必須面對的問題，一般而言，市場退出監管機制主要包括三個方面的內容：存款保險制度、最後貸款人和危機處理。

表 6-4 台灣地區對外資銀行市場退出的監管

監管內容	相關規定	法律法規
存款保險制度	若無法被其他機構併購或重組，必須設立過渡銀行存續經營，期間不適用《破產法》規定	《存款保險條例》第 30、35、37 條
危機處理	因財務狀況惡化或經營不善，在停業整頓後仍未好轉的，應實行解散或清理等市場退出機制	《銀行法》第 62、65 條等
市場退出方式	合併或變更引起終止、勒令停業、決議解散、清算破產等	《銀行法》第 58、59、61、66 條等

資料來源：本研究整理。

由於台灣對外資銀行市場退出的監管基本上借鑒了美國的監管模式，實行的是獨立法人制度，任何外資銀行在台灣設立的經營性分支機構或代表處在解散時，與國內銀行機構一樣實行獨立的清算，即使是專門針對外資銀行監管的法規《外國銀行分行及代表人辦事處設立及管理辦法》，也並未對外資銀行作出專門的市場退出監管規定。由表 6-4 可以看出，台灣在對外資銀行市場退出進行監管時，對出現危機的銀行主要依照存款保險制度進行處置，通過設立過渡銀行進行管理，其法規依據是《存款保險條例》。如果無法通過過渡銀行進行處置，則實行解散、清算等市場退出機制，盡可能地穩定公眾對銀行的信心，保護金融體系的安全。

而在大陸地區，針對外資銀行市場退出的法律法規比較分散，並且缺乏系統性，在法律監管制度方面亟待整合。銀行市場退出是確保金融體系穩健、增進金融效率的重要保障措施之一，但大陸在外資銀行的市場退出監管環節，即無存款保險制度，也缺乏具體的金融危機應急措施。目前大陸對外資銀行的終止與清算制度儘管有所提及，但並沒作出深層次的規定，缺乏具體的約束與處理機制，以 2006 年出台的《外資銀行管理條例》為例，第五十九條規定：“外資銀行營業性機構無力清償到期債務的，國務院銀行業監督管理機構可以責令其停業，限期清理。在清理期限內，已恢復償付能力、需要復業的，應當向國務院銀行業監督管理機構提出複業申請；超過清理期限，仍未恢復償付能力的，應當進行清算”；又如第六十條中，其規定如下：“外資銀行營業性機構因解散、關閉、依法被撤銷或者宣告破產而終止的，其清算的具體事宜，依照中華人民共和國有關法律、法規的規定辦理”，具體依據的法律法規並未明確，也沒有列示具體的處理程式。

三、兩岸銀行業監管合作

通過上述對大陸和台灣地區外資銀行監管內容的比較，我們可以發現，儘管大陸在外資銀行市場准入條件、經營業務範圍等都作了較為詳細的界定，而且要求也較台灣為嚴格，但相較台灣的外資銀行監管體系，大陸還存在著一定差距。比如在與外資銀行母國的資訊交換、外資銀行的市場退出方式上均未有相應明確的規定，並且在監管中對於外資銀行內控機制、管理水準等軟體的規範，這也顯示了當前大陸在對外資銀行監管上的薄弱環節。總之，從現行監管外資銀行的法律法規來看，大陸已初步形成了對外資銀行監管的法律法規體系，但遠不如金融業發達國家的監管體系，仍顯得較為簡單薄弱。

台灣銀行業來大陸發展並不存在法律方面的障礙，台灣地區銀行可以比照《外資銀行管理條例》和《境外金融機構投資入股中資金融機構管理辦法》的有關規定，提出其在大陸設立代表處、分行、子行或參股大陸商業銀行的申請。但由於銀行業是特殊行業，是以吸收公眾存款為基礎的高負債、高風險的行業，銀行經營不善可能引發擠兌，並波及其他銀行機構，從而引起金融業的系統性風險，危機整個金融領域。因此，在兩岸銀行業監管當局還沒有建立有效監管合作機制的情況下，台灣地區銀行直接在大陸設立經營性機構，或參股大陸商業銀行確實還存在一定的困難。要使兩岸銀行業合作取得實質性突破，首先要解決監管合作機制的設計問題，這是保證兩岸銀行業在合作中穩健發展的前提條件。

（一）兩岸銀行業監管合作的基礎

目前國際上通行的金融監管機構合作機制就是巴塞爾規則所確定的關於國際銀行的監管合作框架。巴塞爾委員會圍繞國際銀行監管這一核心問題提出的一系列原則、制度和措施統稱巴塞爾規則，其實質是銀行經營的安全性問題和效率性問題。現行的巴塞爾規則主要包括巴塞爾協定、修改後的巴塞爾協議、巴塞爾報告、巴塞爾建議和巴塞爾核心原則五個檔。巴塞爾規則的特色在於它主要針對國際性的金融監管協同，不是追求統一各國有關監管的法律和政策，而是在各國不同的法律框架之間建立協調與溝通。它包含了以下三方面的工作：改善對國際銀行監管技巧和效能；提出任何對國際銀行業具有影響的問題；為了改善全世界銀行業監管工作，同世界各國監管機構交換資訊和意見。在金融立法方面，巴塞爾規則也確立了一些原則精神，這些原則精神不僅適用於銀行，也適用於整個金融業，為國際性的金融監管合作起了重要指導作用。巴塞爾規則的重要影響在於它開創了國際金融監管協同的先

例，巴塞爾規則的確立標誌著建立國際金融監管協同機制的開端。巴塞爾規則雖然只是針對銀行業的國際監管，但其影響絕不限於國際銀行業本身，為將來對國際金融市場進行更加廣泛、全面的協同監管創立了一個良好的開端。由於巴塞爾委員會的存在不具有任何國際法上的依據，它也一直十分審慎地表明它是一個發佈非法律性聲明的機構，因此巴塞爾規則不是國際法上的正式條約。但由於巴塞爾規則為許多國際社會成員以立法的形式自動引進並在監管實踐中普遍採用，從而使其具有國際慣例的性質。

2004年6月公佈的巴塞爾新協定的正式文本，從不同的方面對銀行統一監管做出了規定，是目前跨國銀行統一監管中最重要文件。巴塞爾新協議框架延續以資本充足率為核心，以信用風險控制為重點、突出強調國家風險的風險監管思路，提出銀行風險監管的最低資本金要求、外部監管、市場約束三個支柱的原則，進而提出了衡量資本充足比率的新的思路和方法，以使資本充足比率和各項風險管理措施更能適應當前金融市場發展的客觀要求。

值得注意的是，在銀行業的跨國監管合作中，巴塞爾新協議框架特別強調各國監管機構根據其實際情況進行靈活監管，加強跨國界合作的重要性。由於不同國家的具體金融環境和進入體制的差異，各國監管機構在結合各國銀行業的實際風險對其銀行進行靈活監管的同時，應當承擔更大的責任，即基於平等互惠的原則，在三個方面加強跨國合作：

(1) 母國和東道國監管者應考慮協調對資訊要求的切實途徑；

(2) 母國或東道國任何一方如已根據巴塞爾新協定所要求事項完成對跨國銀行的監管工作，並通過適當途徑回饋，那麼各國監管者應避免在同一事項上做出多餘的重複確認，以節約監管的實施成本；

(3) 強化資訊披露，要求建立銀行資訊披露制度，對銀行的資本結構與應用範圍、風險狀況與評估、管理過程及資本充足狀況等關鍵資訊提交定性和定量的資訊報告。

兩岸銀行業的監管合作應該以巴塞爾新協定為基礎框架，首先互相確定雙方監管的許可權和義務，然後建立協調資訊溝通的正式途徑，最後還要確定包括核心資訊和附加資訊的資訊披露的統一標準。

(二) 兩岸銀行業監管合作的關鍵問題

1. 監管合作的前提

巴塞爾監管協作監管模式要發揮作用，也就是說兩岸銀行業的監管合作的前提在於：

(1) 兩岸雙方監管機構要能夠獲知有關銀行互設分支機構經營的資訊；

(1) 東道方監管機構對在其境內的外資銀行能夠適當地履行監管職責。

這兩個前提取決於監管資源(包括基礎設施、人員、資金和技術)、監管當局主動性、國內監管政策、監管經驗等其他因素。

2· 監管合作的關鍵問題

兩岸銀行業的監管合作要注意到的關鍵問題是“單獨監管”和“監管伸延”問題，最後貸款人問題和地方保護主義問題。

所謂“單獨監管”是指，當東道國當局認為母國監管不足時，可以取代母國監管機構的監管責任，獨自對在其境內的外資銀行實施監管。相似地，“監管伸延”是指在母國認為東道國對其境內的母國銀行監管不足時，母國監管機構可以將其監管許可權適用於該銀行。1991年國際商業信貸銀行因涉及欺詐、洗錢等犯罪活動而被關閉，該案揭示了國際銀行監管的不完善，尤其是並表監管制度的漏洞。其教訓是，必須制定為雙方所認可的共同的監管準則。避免同一事項重複和差異化監管，但由於對東道國和母國的監管情況缺乏獨立的評價機構，仍有可能產生監管許可權的衝突和監管準則的不一，結果東道國與母國監管機構之間會產生互不信任，從而阻礙監管協同的進行。

巴塞爾規則雖強調界定東道國和母國監管機構的責任，但仍在很多情況下導致了監管重合的發生，因為它一方面指定某國監管機構為有關外資銀行的主要監管者，另一方面又要求另一國監管者亦有責任監管同一個銀行。在這一架構下，巴塞爾國際銀行監管協同模式只是對清償力(包括資本充足率)、流動性和外匯頭寸的責任在東道國和母國之間進行了分配；而對謹慎監管的其他方面未作責任分配。東道國和母國之間模糊的監管責任分配將會產生監管重合和監管漏洞，而且監管標準衝突的存在還增加了被監管銀行的負擔、增加了協同成本。

另外，巴塞爾銀行監管委員會至今未對最後貸款人的責任分配做出明確規定。其中的原因一方面是因為可能會產生道德風險問題，致使銀行會更多地從事輕率的冒險活動。另一方面原因是東道國不願意對在其境內的本國銀行和外資銀行都承擔最後貸款人的責任。所以

由於巴塞爾協議不是國際條約，其本身不具有法律約束力，兩岸在適用巴塞爾規則的過程中，可能存在某方單方面把自己認為適當的內容吸收進本國的法律和法規中，採取了一種地方主義的態度傾向，這樣就容易導致監管合作中的法律爭端。

3· 監管合作機制的設計

根據各方金融體系的具體情況是設計協調機制的重要考慮因素。由於各國國情的不同，因此國內監管的側重點就不同，相應地，雙方合作的具體安排也有所差別。但是，合作機制的目標是一樣的，即實施統一的監管標準，避免出現監管真空和重複監管，降低被監管機構

的執行成本，創造公平競爭的環境，從而維護整個銀行體系的穩定、效率和競爭力。監管合作協調機制需要從四個方面進行：

(1) 通過法律的強制力保證合作機制的運作

無論是發達市場的美國、英國，還是新興市場的韓國，對於跨國銀行機構的監管合作都對各自監管機構的職責劃分有明確的界定，通過法律的強制力來確保協調合作機制的正常運作。法律之外輔以備忘錄或合作協議，避免法律成爲一紙空文。另外，在法律修改方面的協同也維護了法律的嚴肅性。不少國家的諒解備忘錄都規定，當某一方監管機構的政策變化涉及到另一方機構的職能時，應事先向對方通報並徵求意見，以保持雙方所制定的法律、出台的政策協調一致。

(2) 成立專門的機構執行溝通職能

成立專門的機構執行溝通職能是保持合作機制高效運轉的前提，因此各國通過成立協調機構來執行專門的溝通職能。

(3) 資訊收集實行分工與資訊的高度共用

雙方的監管機構達成資訊收集實行分工與資訊的高度共用的協定，明確何種資訊由誰收集及如何交流與共用。從多數國家的安排來看，金融機構的資料和資訊通常都是由專門的監管機構收集，中央銀行則通過在金融市場和支付系統的活動中收集相應的資料和資訊。在確定了資訊由誰收集之後，雙方重點考慮的是建立高效的資訊交流和共用機制，以使各方的資料需求都能以低成本的方式實現。其中，採用統一的資訊系統能大大提高資訊共用的效率。通過建立了統一的報表格式和要求，避免因重複收集而增加被監管機構的負擔，同時還共用檢查、調查報告及其與金融機構的往來檔。

(4) 聯合檢查與委託檢查相結合

雙方的監管機構通過聯合檢查和委託檢查等形式的協同檢查，並根據報告提出採取糾正措施的建議。這樣可以避免對同一監管對象實施同樣內容的檢查，使得檢查更有效率和震懾力，同時也節約監管合作的成本。

4· 關於兩岸雙向直接投資的監管

按照國際收支專案劃分，跨境直接投資包括外商直接投資和境外直接投資。從國際經驗來看，一個經濟體先期主要通過吸收外商直接投資發展經濟，此時對外直接投資雖然也有一定的數量，但規模還比較小。只有當經濟發展到一定階段，對外直接投資才會快速增長。從美國、日本和歐盟等發達國家或地區跨境資本流動的歷史來看，都遵循這一規律。兩岸經濟發展軌跡也反映出上述發展規律，並呈現出明顯的階段性特徵。

1996年12月1日，大陸接受國際貨幣基金組織協定第八條款義務，實現了人民幣經常專案可兌換。對於人民幣的資本項目可兌換，則本著“先流入後流出，先長期後短期”的原則，循序漸進地推動資本專案可兌換。目前，外商直接投資項下已基本實現可兌換，對外直接投資則接近基本可兌換程度。自實施上述可兌換的戰略以來，大陸跨境直接資本流動規模持續增加。根據央行國際收支平衡表顯示，2007年跨境直接資本流動規模達到1685.49億美元，比1985年增加72倍多；2007年跨境直接資本流動占當年國內生產總值（按當年末的匯率折算）的比例達到4.89%，而1985年該比例僅為0.81%。其中，2007年大陸對外直接投資189.25億美元，比1985年增加29倍多；外國來華直接投資1,496.24億美元，比1985年增加89倍多。

隨著近年來國際投資的快速發展以及對人民幣匯率升值預期的顯著增強，外商投資企業外匯資本金結匯已經成為近年來大陸國際收支大額順差和外匯儲備大幅增長的重要因素之一。部分異常資金亦通過外商直接投資的管道流入大陸境內，幹擾了跨境資本流動秩序並對大陸涉外經濟金融的安全帶來一定的影響。

與此同時，近幾年，大陸對外直接投資儘管規模還不是很大，但增長幅度較高，必須考慮如何通過對外直接投資充分利用“兩個市場、兩種資源”，為經濟平穩較快增長創造條件。因此，對外直接投資也是形成大陸跨境資本雙向流動格局的重要組成部分，是實現跨境資本均衡管理的一個方面，有利於促進國際收支的基本平衡。

但是，大陸現行的跨境直接投資管理手段已明顯落後於跨境直接投資迅速發展的現狀。在跨境直接投資基本實現可兌換後，資本流動速度日益加快，而現行的管理手段仍主要依靠各級政府及相關部門行政審核和手工操作，且企業以及專案的審核與實際資金的流動未有機地結合考核，造成企業辦理跨境直接投資的相關手續繁雜，效率有待提高，而管理當局尚不能及時地瞭解和掌握跨境資金流動的全面真實情況。監測管理手段仍主要依賴於逐級統計監測，數據資訊處理基本依靠簡單的匯總，無法適應瞬息萬變的複雜情況和交易手段不斷翻新的情況。統計的時滯性以及準確程度和覆蓋程度已經成為現實統計監管的一個不可回避的問題。同時，在跨境直接投資管理方面還未完全改變以前“寬進嚴出”的模式，尚未適應對跨境資本流動均衡管理的現實需要。嚴格地說，目前，大陸還不能較全面及時準確地掌握跨境直接投資的完整資訊。對跨境直接投資的“家底”不太明晰，存量、增量、流向以及分佈資料資訊不全，統計監測的管道以及口徑標準均亟待規範和完善，特別是部門之間的資料資訊共用更是滯後於形勢的發展。

未來，隨著兩岸金融合作的深入，兩岸由於相互直接投資導致的跨境資本雙向流動必然

會成爲兩岸銀行業監管合作將面臨的重要問題。未來兩岸在雙向直接投資方面的監管合作主要依託電子資訊手段，共同構築對兩岸直接投資外匯流動統計監測管理體系。

面對領域不斷擴大、速度不斷加快、交易方式不斷多樣化的兩岸直接投資發展現狀，以及規模不斷增加、結構更加豐富的直接投資項下資本跨境流動形勢，兩岸監管部門應與時俱進，主動對相關業務的處理流程進行改革，加快網路化、資訊化的進程，從根本上統一跨境直接投資管理與統計的標準和手段，以促進投資便利化並更全面、及時、準確地瞭解和掌握直接投資項下資金跨境流動的情況，在保障相關政策與制度有效實施的同時，提高對直接投資項下資金跨境流動的統計監測和分析預警能力。

大陸國家外匯管理局於 2008 年 5 月 1 日起在全國上線運行了直接投資外匯管理資訊系統（以下簡稱“直投系統”）。其設計和開發以完善外匯管理手段、提升外匯監管與服務水準爲出發點，全面覆蓋直接投資項下各項外匯業務，包括外商直接投資、境外投資、企業投資年檢及統計分析等四個功能模組。直投系統實現了外匯局與銀行、企業和會計師事務所之間的資料即時交換；用 IC 卡取代了原來的紙質外匯登記證和業務核准件，實現了真正意義上的無紙化；在業務辦理上，審核流程更加清晰、規範；強化了網上資訊登記，提高了統計分析預警水準。

未來兩岸可以在此系統的基礎上，共同構建對兩岸雙向直接投資外匯流動統計監測管理體系，實現直接投資外匯業務的資料交流和資源分享，借助系統的業務邏輯和規範化流程，增強監管當局、銀行、會計師事務所及企業等各方相關主體的辦事效率、合作意識和規範程度，促進兩岸雙向直接投資更加理性和可控，保障兩岸的金融穩定。

第七章 兩岸證券業監管合作

在兩岸證券市場整合的過程中，需要兩岸不斷交流和溝通，不僅從交易所層面上規範交易制度和市場准入規則，而且需要透過一定的管道和平台對市場監管進行協調。兩岸證券市場監管協調機制的構建應該借鑒大陸與香港金融監管合作的成功經驗，在 WTO 金融服務業相關協定和國際證監會組織監管協調機制的框架下，從兩岸證券市場監管合作的可行性、基本條件出發，以交易所對交易所簽署備忘錄模式，統一規範兩岸證券市場制度，透過國際監管合作平台規範雙邊監管協調與運作，進而實現兩岸證券市場監管的一體化。

本章從證券跨國發行與交易的監管研究入手，分析了國際證券業監管合作與協調發展趨勢，著重分析了歐洲伊斯達克市場的監管框架以及內地和香港在證券市場監管合作的發展過程，透過 WTO 框架下國際證券業監管合作的狀況解析，提出兩岸證券業監管合作的目標和原則、以及相應的框架。

一、證券跨國發行與交易的監管

兩岸證券發行與交易的一體化，不但可以加速兩岸間資本相互流動、轉移，促進兩岸產業結構調整和經濟發展，而且可以促進兩岸證券市場的國際化進程，加速與國際市場的對接，從而拓寬兩岸企業融資管道，加大對外開放程度。

證券跨國發行與交易就是國際資本的雙向流動，一個成熟的資本市場必定是同時實現了本國公司在境外上市和外國公司在境外上市。證券跨國發行與交易不僅要有完善的證券立法，而且要有有效的監控手段，才能保持穩健的金融體系。由於外國公司在本國發行證券不僅影響本國的國際收支平衡，而且關係到本國居民的經濟利益，因此，各國對外國上市公司均實行嚴格的管制。這種管制主要表現在兩個方面：一是外國證券的“准入”制度，即在發行環節，由證券主管部門實行嚴格的把關，對外國上市公司資質進行考核；二是後續監管制度方面，通過交易所對外國上市公司在履行持續責任方面進行監督，確保其能夠及時、真實、充分地披露資訊，防止內幕交易，保護本國投資者利益。為了保證上市證券的品質，各國證券交易所還對上市公司是否滿足持續上市條件進行復核，對不滿足條件的公司實施停牌或者摘牌的處理。

（一）證券跨國發行

證券跨國發行分爲境外直接上市和境外間接上市兩種。前者是指國內企業直接以自己的名義向外國的證券主管機構申請在該國證券市場掛牌上市，具體又可分爲股票首次公開發行上市模式和存託憑證上市模式，其中，存託憑證上市模式也被稱爲第二上市。境外間接上市是指國內企業借助境外公司，以非中國企業身份的過渡形式達到上市目的。其主要方式有買殼上市、分拆上市、控股公司上市等模式。

境外直接上市的一大優點是公司以自己的名義在境外上市，可以非常有力地提高公司在世界範圍內的知名度，爲國外投資者瞭解國內企業的形象提供了平台。更重要的是，原公司所屬國能夠清楚地瞭解到本國企業的資金需求狀況，便於宏觀調控，同時，可以有效地進行外匯方面的監管。因此，各國對企業境外直接上市持鼓勵態度，而對境外間接上市進行嚴格的監管。當然，企業要到境外直接上市，既要符合本國法律，又要符合上市地的法律，但上市公司所屬國和上市地國對跨境上市監管的側重點不同：上市公司所屬國對本國企業境外融資監管的重點在於外匯監管，而上市地國對跨境上市監管的重點在於強化外國公司資訊披露方面的要求，保護本國投資者利益。

我們在此主要分析境外直接上市的監管，從 IPO 模式和存託憑證模式，考察上市地國對外國上市公司監管特徵。

1 · IPO

IPO 模式中，外國上市公司在其所屬國並未上市或者上櫃，其資質未經審查過濾，因此，上市地國爲了保護本國投資者的利益，通常對其訂定較嚴格的上市標準。

（1）香港證券市場

作爲世界第七大交易所，亞洲第二大交易所，香港證券市場在國際證券市場上扮演者重要的角色，其主要國際金融中心的地位，成爲各國企業理想的融資場所。香港證券市場從建立至今，一直致力於完善證券市場的相關法律法規，加強對上市公司的監管，保護投資者的利益。在上市公司的監管上，聯交所和香港證監會形成有效的分工。聯交所負責監察上市公司之於聯交所《上市規則》的合規情況，但無權對上市公司進行調查，當出現問題時，證監會擁有法定執行權。從主板方面來看，其監管強調同時以監管機構評審和公司自行資訊披露爲本。從創業板市場看，其以資訊披露爲本，強調投資者風險自負和上市保薦人的持續責任。在 08 年香港創業板改革之前，在創業板市場上市原則上不做實質性審查，其以合規性審查爲主，主要依靠保薦人的審查和品質擔保。從 2007 年起，經過一年多的市場諮詢，香港創

業板定調，其發展方向是成爲二板市場，成爲中小企業到主板掛牌的“踏腳石”。新規則於 2008 年 7 月 1 日生效，創業板引入新的數量化資格要求，持續上市責任將進一步向主板看齊。但創業板的交易機制維持不變。

目前，在香港上市的公司主要遵循的是香港聯交所證券上市規則和證券及期貨條例，而在《上市規則》中，專門針對海外發行人單列一章並作了特殊的規定。另外，對內地公司也做出了針對性的要求。以香港主板爲例，在主板《上市規則》第 19 章中對海外發行人做了一些附加規定。與一般上市相比，該規定主要體現在上市資格上。

首先，如果港交所未能確信海外發行人的註冊或成立司法地區爲股東提供的保障至少相當於香港提供的保障水準，交易所有權拒絕海外發行人的證券上市請求；其次，海外發行人必須在其證券在港交所上市期間，委任並授權一名人士代表其在香港接受向其送達的法律程式檔及通知書。除非港交所同意，只有在香港股東名冊上登記後才可在本交易所進行買賣。

中國的法律制度並非以普通法制度爲基礎，因此，香港主板《上市規則》第 19 章 A 制定了若干附加規定及豁免若干條文，使中國發行人可獲准並維持其證券在本交易所上市。

首先，只有在下列情況下，港交所才會考慮中國發行人在港交所上市的申請：發行人是在中國註冊成立的股份有限公司；港交所認爲，港交所與中國的有關證券監管機構有足夠的聯繫和合作安排；港交所認爲，適用的中國法律和中國發行人的公司章程提供足夠的股東保障予 H 股的持有人。

其次，保薦人需確信中國發行人的董事瞭解“港交所的上市規則”及適用的法律及法規對他們的要求；若港交所認爲保薦人或合規顧問未能充分履行應負責任，港交所可要求中國發行人終止其對保薦人或合規顧問的委任，並儘快委任新的接替人。

最後，中國發行人的公司秘書不一定要通常居於香港，但必須能符合主板《上市規則》第 8.17 條的其他規定；中國發行人至少須有一名獨立非執行董事通常居於香港。

（2）美國證券市場

在 20 世紀 30 年代以前，美國的證券監管奉行以監管機構評審爲本的許可審核制度，但這種監管方式存在較大的弊端，不可能全面而詳盡，因此實際上未能阻止大量本質上屬於詐騙的招股計畫。1929 年股災的發生直接促成了美國《證券法》的推出，建立了以披露爲本的監管體系。1934 年“證券交易法案”設立了一個強有力的聯邦證券監管機構，其負責審閱註冊表，審核重點只在確保公司披露所有應披露的專案，同時，SEC 不會就發行人其後的披露提供意見，堅持由發行人自己決定，自己負責。但是，SEC 還是被賦予了較大的權利，包括聽證調查、行政糾正程式的實施，確保證券市場具備有力的執行機制。隨後，經過若干

次的修訂，形成了較為完善的證券監管法律體系。《證券法》要求公司向投資者披露所有能影響投資者決定是否購買該股票的重要事實和資訊；《證券交易法》要求上市公司持續不斷地向公眾披露公司真實的業務運作、財務和管理狀況。2002年起安然等一系列公司醜聞的出現，引起美國證券監管當局在公司治理等方面的反思，並推出《薩班斯-奧克斯利法案》，該法案的推出更是使美國證券市場成為公司治理方面的典範。

美國證券市場在對首次公開上市的審批和監管上，要求非常嚴格。外國公司和美國公司一樣，必須向美國證券交易委員會和投資者披露同等的資訊，保持公司狀況的透明。表 4 列出了紐約證券交易所和 Nasdaq 市場對非美國上市公司在這兩個市場第一上市的監管：

表 7-1：美國證券市場對非美國上市公司的監管

	紐約證券交易所	Nasdaq 市場
註冊登記	向 SEC 註冊並提交“招股說明書”等註冊檔	
首次資訊披露要求	與美國本土公司基本一致，包括公司過去 5 年的業務、風險因素、財務狀況等內容	
上市條件	對國內發行人和國外發行人區別對待，對國外發行人要求更高，體現在股票市值、盈利、有形資產淨值、公眾股東人數等方面	為非美國上市企業提供了兩套上市標準，與一般上市標準相比，在稅前收入、流通股市值等方面有所降低，但要求美國股東不少於 400 人
會計原則	允許外國公司既可採用美國的會計準則，也可採用國際財務報告準則編制財務報告	
持續資訊披露	按《美國證券交易法》的規定定期向 SEC 報告，但允許外國上市公司的資訊披露標準低於美國公司，放寬內容主要包括現金流動聲明、中期報告及零星資料的報告等	
會計報告公佈頻率	上市的外國公司必須在財務年度結束後 6 個月之內呈交按照 20-F 檔編制的年度報告；如果在所在國公佈中期報告，那麼同時它們也需在美國被公佈；美國國內公司要每三個月提供一次報告，外國公司可以每半年提供一次	
內部交易限制條款	薩賓法案第 306 (a) 條規定禁止公司管理層和董事會成員在養老基金管制期間進行內部交易，外國公司在這個條款上享有一定的豁免	
公司治理	對外國公司基本上採取了一視同仁的做法，要求按照薩賓法案執行嚴格的內部控制和公司治理	

資料來源：本研究整理。

在上市條件和持續披露要求方面，成熟的證券市場對外國發行人一般都實行國民待遇，但會加以一定的調整。一方面給予外國公司一定的便利以吸引外國公司來本國上市，另一方面又有比本國公司更高的要求以更好地保護本國的投資者。為了爭取更多的上市資源，各國交易所在上市門檻方面做出了一些讓步，比如在審查境外公司的上市資料時，不再一味地堅持適用本國的會計準則。儘管有些國家會適當降低外國公司的披露標準，但還是以不危害本

國投資者的利益為出發點。在上市門檻降低的同時，並沒有弱化對上市後發行人的責任要求。

2· 存託憑證模式

存託憑證 (Depository Receipts) 是指在一國證券市場流通的代表外國公司有價證券的可轉讓憑證。根據存託憑證發行或交易地點的不同，可分為美國存託憑證 (ADR)、全球存託憑證 (GDR) 和歐洲存託憑證 (EDR) 等。主要以美國存託憑證 (ADR) 形式存在，即主要面向美國投資者發行並在美國證券市場交易。下麵分別從美國存託憑證和台灣存託憑證考察上市地國對存託憑證的監管：

(1) 美國存託憑證

在美國，法律為了保護國內投資者的利益，一些機構投資者是不能購買外國股票的，如美國退休基金、保險公司，但是它們卻可以購買在美國上市且向美國證管會登記的美國存託憑證，ADR 可以視同為美國證券。根據發售方式的不同，可以將 ADR 分為有保薦的 ADR 和無保薦的 ADR。無保薦的 ADR 是由投資銀行或者證券商根據對市場的分析或者投資人的要求，在境外直接購買已發行的基礎證券，存入專門的保管銀行，再委託另一存託銀行發行的存託憑證，在這一過程中，發行基礎證券的外國公司並不介入。目前，無保薦的 ADR 由於無法控制計畫執行過程及難以核算隱匿成本而逐漸被淘汰。有保薦的 ADR 是由發行基礎證券的外國公司與存託銀行簽訂協定，在存託銀行的協助下發行存託憑證，這種情況下，同樣需要將基礎證券存入保管銀行。有保薦的 ADR 根據其不同的籌資能力，交易處所以及註冊登記要求等，又可進一步分為一級 ADR、二級 ADR、三級 ADR 及根據 Rule 144A 私募發行的 RADR 四個細類。

美國存託憑證的相關法律和規則包括《1933 年證券法》和《1934 年證券交易法》為主體的聯邦證券法、美國證券交易監管委員會頒佈的相關規定以及各交易所的上市及交易規則。對於一級 ADR，SEC 根據 1934 年證券交易法制訂了第 12g3-2 條規則 (SEC Rule 12g3-2)，規定了其審核標準。二級和三級 ADR 則按照 1933 年證券法規範 F-1 號和 1934 年證券交易法規範 20-F 號對本國證券的要求進行註冊。私募 ADR 則根據 SEC 在 1990 對註冊進行修改以後的規則 S (Regulation S) 和 Rule 144A 的規定在私募的合格機構購買者市場 (Private Qualified Institutional Buyer) 進行私募發行和交易，同時免除了對私募 ADR 進行註冊的義務。

美國證監會 1990 年採納的 144A 條例允許將此種 ADR 出售給合格機構投資人，而不需履行證券法的披露義務。但與 144A 條例關聯的交易必須符合基本條件：(1) 該證券必須只能出售給合格機構投資人；(2) 證券發行時，該證券不能與在美國的任一證交所交易或是在

如納斯達克的證券商詢價系統報價的證券屬同一種類；(3) 賣家和未來的買家必須有權利獲得發行公司的一些從公眾管道尚未得知的資訊；(4) 賣家必須確認，買家知道賣家可以依據 144A 條例來免除證券法的登記要求。144A 條例還規定了合格機構投資人的條件。合格機構投資人通常包括美國銀行、信用社和註冊證券商。三個級別的有保薦 ADR，由低到高，發行的地點逐漸增多，籌資能力由無到有，但是，相應地，SEC 對發行人資訊披露的要求逐漸嚴格。

表 7-2 ADR 分類及監管比較

	無保薦 ADR	有保薦的 ADR			
		第一級	第二級	第三級	RAD R
註冊要求	按 1933 年《證券法》以表 F-6 註冊登記	按 1933 年《證券法》以表 F-6 註冊登記	按 1933 年《證券法》以表 F-6 及按 1934 年《證券交易法》以 20-F 表註冊登記	按 1933 年“證券法”以表 F-6、專供首次公開上市用的 F-1 表、以及按 1934 年“證券交易法”以 20-F 表註冊登記	無註冊要求
資訊披露檔規範	較寬鬆 12g3-2(b) 豁免	較寬鬆 按 1934 年《證券交易法》12g3-2 (b) 的豁免申請書呈報報告	較嚴格 每年報 20-F 表格，財務清單必須部分的符合美國的公認會計準則 GAAP	最嚴格 每年報 20-F 表格，財務清單必須完全符合美國的 GAAP	無資訊披露檔規範
交易場所	OTC 公告牌或粉紅色報價單	OTC 公告牌或粉紅色報價單	紐約股票交易所 (NYSE) 美國股票交易所 (AMEX) NASDAQ	紐約股票交易所 (NYSE) 美國股票交易所 (AMEX) NASDAQ	POR TAL
籌資能力	無	無需升級	無需升級	有	有
公開發行	否	否	否	是	否
發行時間	短	短	較長	長	較短

資料來源：本研究整理。

(2) 台灣存託憑證

從世界範圍來看，目前存託憑證的交易發行最為活躍的地區還是以歐美為主，如美國存託憑證(ADR)，其發行交易量遙遙領先於世界其他國家和地區。而在亞洲各國和地區證券市場，發行存託憑證的規模遠遠不及歐美，日本的東京證券交易所曾是亞洲地區最吸引外國公司掛牌交易的地方，但在 1992 年後隨著經濟的下滑而逐漸喪失了對外資的吸引力。台灣也不例外，儘管台灣自 1995 年即開始著手準備台灣存託憑證 (TDR) 的法律法規制訂工作，

至 1997 年，基本完成了對《證券交易法》的修改，並通過了《外國發行人募集與發行有價證券處理準則》等一系列針對外國公司發行有價證券(包括台灣存託憑證)的規章制度。但自 1997 年首只 TDR--新加坡福雷電在台灣發行上市後，此後臺灣證券交易所及台灣櫃檯交易市場很長時間并無境外公司的 TDR 上市交易。顯然，這與台灣地區在 90 年代以來經濟出現滑坡是密切相關的，導致其證券市場對外國公司的吸引力也相應地大打折扣。台灣地區在存託憑證推出後市場發展有限，規模目前也無法與歐美一些發達國家和地區相比，截止 2009 年 7 月，包括 2009 年掛牌的旺旺(9151)、巨騰(9136)，共有 6 檔 TDR 在台上市。儘管數量有限，但是在存託憑證的監管制度建設上，有關 TDR 的管理監督機制卻比較健全，與之相應的法律法規體系也較為完善。無論是監管當局頒佈的法律，還是臺灣證券交易所、台灣證券櫃檯買賣中心出台的法規，均制定了針對存託憑證的相應規章制度，確保了存託憑證市場發展的規範有序。

台灣“金管會”於去年 9 月份宣佈，為鼓勵海外台商及外資企業來台第二上市(發行台灣存託憑證，TDR)，將在資金進出、申請程式及獲利門檻等方面放寬條件，取消了外國發行人股票應在交易所上市滿 6 個月方可來台發行 TDR 的規定。同時，還新增了香港、韓國交易所作為可以來台第二上市的交易所，至此，已經開放的可赴台發行 TDR 的交易所數目達到 16 個。另外，台灣“行政院”會還通過了“海外企業赴臺上市鬆綁及適度開放陸資投資國內股市方案”，取消了第二上市有關陸資持股超過 20%或為主要影響力股東的公司不得赴台上市的資格限制，以及放寬了發行人在台募集資金不得用於大陸投資的限制。”

表 7-3 台灣存託憑證監管的相關規定

監管內容	上櫃條件	上市條件	交易監管	處罰措施
具體規定	存託憑證單位在一千萬個以上或市值不低於新台幣一億元、股東權益折合新台幣二億元以上、最近一會計年度無累計虧損、股權分散等	存託憑證單位在二千萬個單位以上或市值不低於新台幣三億元、所表彰股票上市滿一年、設立登記已逾三個完整會計年度、股東權益折合新台幣十億元以上、最近二個會計年度稅前純益均為正數且無累積虧損、股權分散等	存託憑證升降幅度同上市股票規定、交易單位元為一千單位、買賣委託限為限價委託、不得操縱市場價格等	對於違反有價證券交易法律法規的行為，應承擔刑事責任、行政責任或民事責任
法律法規	《財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心外國有價	《臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則》第 26	《臺灣證券交易所股份有限公司存託憑證買賣辦法》、《財團法人中華	《證券交易法》相關規定

	證券櫃檯買賣審查準則》第二十四、二十七條等	條等	民國證券櫃檯買賣中心櫃檯買賣存託憑證買賣辦法》	
--	-----------------------	----	-------------------------	--

資料來源：本研究整理。

相較而言，雖然台灣相繼放寬了來台發行存託憑證的相關條件限制，也在一定程度上鼓勵了非台灣企業(含陸資持股企業)來台第二上市，但對於 TDR 的監管仍較為嚴格，其發行及上櫃上市條件也仍有待放寬，有關資格條件及監管法規見表 7-3。

相較上櫃條件，TDR 的上市條件要嚴格得多，在總市值、股東權益、獲利能力及股權分散等方面，所作出的准入門檻均要高出許多。以獲利能力的要求為例，存託憑證的上市條件不僅要求其近兩年均盈利，且稅前股東權益收益率平均達到百分之六以上或最近兩年的稅前收益均達新台幣四億元以上(《臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則》第 26 條)，而存託憑證的上櫃條件則只要求收益率百分之二或稅前收益達新台幣一億元以上(《財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心外國有價證券櫃檯買賣審查準則》第二十七條)。而在交易監管上，除對交易單位元及買賣委託上與上市股票有所差別之外，其他方面幾乎完全依據《證券交易法》的相關規定，包括違規交易行為的限定、證券商仲介行為規定等。同樣地，對於存託憑證的違規交易及其他行為，也是遵照《證券交易法》的規定進行處罰，視情節嚴重程度分別承擔刑事責任、行政責任及民事責任。

對於存託憑證的發行，由於台灣實行的是註冊申請制，並沒有相關具體的條件限制，但這並不意味著不對存託憑證的募集與發行進行監管。對於募集與發行相關的資訊披露、存託契約載明事項及保管事項等，均在專門的法規《外國發行人募集與發行有價證券處理準則》中作了明確規定(第 13-26 條)，如第 19 條對存託憑證發行的公開說明書應記載事項作了具體規定：“募集與發行台灣存託憑證，應備置公開說明書，其內容除依外國發行人所屬國及上市地國法令規定編制外，並應記載下列事項...其他重要約定或本會規定應記載之事項”。值得注意的是，在存託憑證的募集發行應披露的財務報告上，台灣出台了專門的法規進行規範，對外國發行人財務報告的復核程式、復核報告應記載內容均作了具體規定(《募集與發行臺灣存託憑證外國公司財務報告復核要點》第 3、6 條等)，以消除外國發行人與台灣的財務報告體系差異。

(二) 證券跨國上市與交易的監管

證券跨國發行與交易行為的監管主要有 4 種形式。

(1) 通過國內法進行規制

七十年代以來，世界各國政府為達到國內經濟發展的某一特定目的，在其證券市場國際化的發展過程中，均採取過臨時性的或是較為長久性的不同程度、不同形式的規制措施。

在國內證券進入國際資本市場方面，大多數國家均依法逐項審批或以行政法規的形式規定其進入的條件。如澳大利亞、芬蘭、德國、義大利、愛爾蘭法律規定均需審批。西班牙法律規定，電影和信息工業的國內股票不允許在海外發行。比利時法律規定，當局反對以比利時法郎作為在海外發行的股票的計價幣種。

在本國居民購買外國證券方面，許多國家皆採取了一些限制性措施。如義大利對本國居民購買國外證券實行抵押金制度，以限制資金外流並且促進國民購買國內證券。法國則在1968年-1969年下達了一項禁令，禁止居民購買外國證券。

在外國居民購買本國證券方面，絕大部分國家法律對外國居民持有本國公司股份的比例做了上限規定。如根據澳大利亞《銀行（持股法）》規定，外國人單獨或聯合持有澳銀行的股份不得超過100%，在無線電和電視轉播行業的外國投資的直接或間接控股不得超過20%。菲律賓法律對於外國投資參股具體限制的項目有：銀行機構（70%）、儲蓄和信貸機構（60%）、公用事業（60%）、金融公司（60%）、沿海貿易（75%）。

(2) 通過司法互助協定進行監管合作與協調

司法互助協定（簡稱 mlats）是各國通過外交途徑簽訂的，具有法律效力的雙邊協議。mlats 一般都包括下列一些內容：司法協助的種類、司法協助請求必須滿足的條件、請求執行的方法、允許使用已調取信息的範圍以及拒絕司法協助請求的情形。世界上第一個有關證券的 mlats 是由美國和瑞士在1973年簽訂的。到1996年底，美國已同瑞士（1973）、土耳其（1979）、荷蘭（1981）、義大利（1982）、加拿大（1985）、英國（1986）、墨西哥（1987）、巴哈馬（1988）、阿根廷（1990）、西班牙（1990）等十幾個國家簽署了司法互助協定，其他國家之間也相繼簽署了有關證券的 mlats。這些協定為締約國一方證券法在域外適用時獲得外國有關當局的協助帶來了極大的便利，從而有利於締約國之間攜手共同打擊證券違法犯罪活動與過度投機行爲。

(3) 通過諒解備忘錄進行監管合作與協調

證券監管者之間國際合作與協調的一個重要途徑是簽訂雙邊的諒解備忘錄（簡稱 mous）。與司法互助協定不同的是，諒解備忘錄僅是雙方就某些特定類型的案件所作的一種無法律上約束力的意向聲明，且大多數主要針對內幕交易。由於這些諒解備忘錄是各國對證券市場負有直接監管責任的監管部門之間達成的，因此它在獲取有關證券違法和犯罪的情報

方面比司法互助協定更為有效，更具有預見性。世界上最早的諒解備忘錄是美國與瑞士在 1982 年達成的。到 1994 年底，美國監管者已與加拿大、英國、挪威、阿根廷等 41 個國家簽訂了雙邊諒解備忘錄。其他國家的情況是：法國，17 個；英國，15 個；西班牙，11 個；義大利，7 個。九十年代初期，一些新興市場的監管者也開始談簽有關證券資訊共用網路、適用法律、行政與技術合作等方面的諒解備忘錄。也許是未來發展方向的一個標誌，近來證券監管合作性安排開始向跨地區的新興市場之間發展。例如，1994 年 4 月，利馬的 bolsa de valores 與曼谷的對應機構簽署了一個諒解備忘錄，第一次將秘魯成長中的小型資本市場與東南亞一個較成熟的交易所聯繫起來，兩家交易所同意進行信息交換以及日常統計資料互遞，包括交易量和價格變化。

(4) 通過多邊協定進行監管合作與協調

隨著證券市場全球化向縱深發展，一般性的雙邊諒解備忘錄很難滿足日益變化的市場監管要求。因此，世界各國又通過簽訂多邊性監管合作協議來加強對證券跨國發行與交易行為的法律監管。目前，多邊性監管合作協議大多以聯合聲明的形式出現。1995 年 5 月，16 個不同國家的監管機構在英國的溫莎召開會議，發出了一份有關跨境監管世界各主要期貨及期權市場的聯合聲明（即《溫莎宣言》），他們一致同意，加強交易間的合作，努力保護客戶頭寸資金和資產；澄清和加強違約過程管理；在緊急情況下加強監管合作。1996 年 3 月 15 日，49 個交易所和清算所、14 個監管機構在期貨產業協會的年會上簽署了《國際資訊共用協定》和《國際期貨交易所和清算組織合作與監管宣言》，該協議和宣言允許交易所、清算所和監管當局共用成員的市場和金融信息，以更為有效地合作監管和處理證券市場上的風險和各種違法犯罪行為。

二、國際證券業監管合作與協調

(一) 國際證券業監管合作與協調的框架

1. WTO 框架

隨著全球以金融自由化、國際化、證券化為特徵的金融變更的不斷發展，各國法律制度對金融立法同樣經歷了從嚴格管制到放鬆管制的立法變化。但問題在於，一些新興國家在接受了這種概念後，把放鬆法律管制錯誤地理解為放鬆甚至取消金融法律監管。實際上，放鬆法律管制要求的是利率自由化和國內金融市場的開放，在這個基礎上強調的是有效監管。加

強法律監管是對放鬆法律管制的補充，兩者是相輔相成、並行不悖的。因此，英美等發達國家近年來在證券業自由化的同時，建立起了一整套十分嚴密的監管法律制度和監管法律體系，從而充分保障了其證券市場的有序發展與規範運作。

正是因為金融自由化利益的實現需要以監管為條件和保障，WTO 有關規則允許成員國在削減金融服務貿易壁壘和逐步實現金融自由化的同時採取審慎監管措施。自由化與監管是 WTO 在金融領域的兩大支點，GATS 及其附件《金融服務的附件》和《全球金融服務協定》等多邊規則都在宣導包括證券業在內的金融業自由化的同時，賦予各國強化金融（證券）監管的權力，那就是通過必要和適度的證券監管，使證券業自由化符合成員方宏觀經濟政策和金融安全、金融穩健目標，進而有益於國際金融秩序的穩定和證券業自由化的穩定推進。除了 GATS 序言中對成員方就金融服務例外的總括性例外安排外，《GATS 關於金融服務的附件》第 3 條則專門就金融監管作出了審慎例外（prudential carve-out）的規定。

GATS 及其後達成的金融服務貿易多邊規則，其目標均在於推進金融證券服務業的自由化，而並不在於統一全球監管證券服務業的法律制度。但是，從客觀上而言，GATS 及其後達成的金融服務貿易多邊規則對國際證券的監管合作與協調起到了巨大的推動作用。具體而言，主要通過以下幾方面的規定與措施來推進證券業的監管合作與協調。

（1）國民待遇原則（National treatments）

GATS 的核心之一是市場准入和國民待遇。允許外國服務提供者進入本國市場，並且在經營條件方面保障非歧視待遇是服務貿易自由化的必要條件。至於每個成員的自由化應達到何種程度，即選擇在什麼具體服務部門做出什麼樣的市場准入和國民待遇的具體承諾，各成員享有自由裁量權。GATS 第 45 條²和《關於金融服務承諾的諒解》第 6 條³分別就服務貿易及金融服務貿易中的國民待遇作了具體規定，而上述有關國民待遇原則的規定，有力地推動了國際證券業的監管合作與協調。

（2）最惠國待遇原則（Most-favored national treatments）

最惠國待遇原則是 WTO 最重要也是影響最廣的原則之一，屬於 GATS 中的一般義務

² GATS 第 45 條第 4 款的規定，對於列入具體承諾減讓表中的證券業，在遵守其中所列任何條件和資格的前提下，每一成員在影響證券業服務提供的所有措施方面給予任何其他成員的證券業服務和服務提供者的待遇，不得低於其給予本國同類服務和服務提供者的待遇。也就是說，在滿足其所列任何條件和資格的前提下，一國應該對在其國內從事證券服務業的本國和外國證券經營機構實施相對統一的待遇（監管）標準。

³ 《關於金融服務承諾的諒解》第 6 條第 7 款的規定，如一成員為使任何其他成員的證券經營機構在與該成員的證券經營機構平等的基礎上提供證券服務，而要求參加、參與或進入任何自律組織、證券或期貨交易所或市場、清算機構或任何其他組織或協會，或如果該成員直接或間接地向此類實體提供在提供證券服務方面的特權或優勢，則該成員應保證此類實體對在其領土內的任何其他成員的證券經營機構給予國民待遇。即成員方應能使外國證券經營機構不受歧視地參與或進入任何自律監管組織、證券或期貨交易所或成為上述機構的會員；成員方應保證其自律監管組織、證券或期貨交易所給予外國證券經營機構以國民待遇。

與紀律。GATS 第 7 條⁴對最惠國待遇原則作了明確規定：該原則使成員方對在其領土內的任何其他國家的證券經營機構實施統一的監管（待遇）標準，包括准入監管標準和持續監管標準等；該原則具有將雙邊國民待遇多邊化的效用，即可以使成員方通過雙邊協商達成的一成員方給予另一成員方證券經營機構的國民待遇擴及全體 WTO 成員方，從而使雙邊監管合作與協調達成多邊監管合作與協調的效果；該原則可使證券業監管的合作與協調的多邊談判，簡化為雙邊談判，而使談判之結果更易達成；該原則可使成員方有關外國證券經營機構監管的法律、法規簡化和統一，無須依證券經營機構的國籍不同而制定不同的法律、法規。

（3）透明度（transparency）

公開性或透明度原則是 WTO 的一個基本原則和基本制度。它的主要功能是防止和消除成員政府不公開的法律、法規和行政管理所造成的歧視待遇和由此給國際自由貿易帶來的障礙，監督成員政府執行世貿組織各項協定和履行市場開放的承諾。GATS 在其前言和第 3 條⁵中規定了透明度。透明度本身並不能避免證券法律衝突，但證券業法律、法規、規章、政令和措施的透明有助於各國證券業立法的趨同化、一體化和相互承認措施的實施。首先有關透明度的規定可以使成員方之間可以互相充分瞭解各種有關證券業的立法，為將來談判和制定統一或協調的證券業監管規則奠定了堅實的基礎。其次，各國證券業法律、法規、規章、政令和措施的高度透明，可以使新興證券市場國家全面和系統地學習與借鑒美、英等發達市場國家的先進立法，從而促進各國證券業監管法律制度的趨同化。

（4）相互承認（mutual recognition）

GATS 第 7 條和《關於金融服務的附件》第 3 條就相互承認措施作了具體規定。包括：相互承認有關證券的學歷、資歷、許可證或資格證書；相互承認各國的審慎監管措施，為跨國發行人及證券經營機構在對方證券市場從事活動提供便利，簡化了特定事項資訊披露的程式，降低資訊披露成本，同時也提高了兩國證券監管部門的工作效率和推進了兩國證券監管的合作與協調。

⁴GATS 第 7 條規定關於本協定涵蓋的任何措施，每一成員對於任何其他成員的服務和服務提供者，應立即和無條件地給予不低於其給予任何其他國家同類服務和服務提供者的待遇。

⁵GATS 第 3 條規定成員方有關證券業法律、法規、規章、政令和措施的透明度的基本義務如下：除緊急情況外，每一成員應迅速並最遲於其生效之時公佈有關或影響本協定運用的所有普遍適用的相關證券業法律、法規和措施。一成員為簽署方的有關或影響證券業的國際協定也應予以公佈。每一成員應迅速並至少每年向服務貿易理事會通知對本協定項下具體承諾所涵蓋的證券業有重大影響的任何新的法律、法規、行政準則或現有法律、法規、行政準則的任何變更。每一成員對於任何其他成員關於提供屬第 1 款範圍內的任何普遍適用的證券業措施或國際協定的具體資訊的所有請求應迅速予以答復。每一成員還應設立一個或多個諮詢點，以應請求就所有此類事項和需遵守第 3 款中的通知要求的事項向其他成員提供具體資訊。任何成員可將其認為影響本協定運用的、任何其他成員採取的任何證券業的措施通知服務貿易理事會。

(5) 共同國際標準 (common international standard)

在證券服務業領域適用共同的國際監管標準具有尤為重要的意義，它有助於克服各國現行國內法上的差異，促進各國國內法律和政策目標的一致，從而推動國際證券監管的合作與協調。儘管 GATS 沒有將相互承認規定為一項多邊義務，也沒有像 IOSCO、WFE 等國際組織一樣，為金融服務業制定具體的國際監管標準，但它卻強調了制定和採納證券業的共同國際標準的重要性和必要性。只要適當，承認即應以多邊議定的共同國際準則為依據。在適當的情況下，各成員應與有關政府間組織或非政府組織合作，以制定和採用關於承認的共同國際標準和準則，以及有關證券服務行業和職業實務的共同國際標準。

2 · WFE

國際證券交易所聯合會 (World Federation of Exchanges, WFE) 成立於 1961 年，總部設在巴黎。WFE 對會員的市場規模、法制化建設等諸方面都有嚴格的要求，因此取得會員資格被各國證券監管機構及市場參與者作為其證券市場達到國際認可標準的一種認同。WFE 的宗旨是：促進成員之間的緊密合作；為跨國證券交易和公開發售建立統一標準；宣傳交易所自律在整個監管體系中的重要性；支持新興市場的發展，使之最後達到 FIBV 的會員標準；促進全球證券市場規範化的進程。香港聯合交易所於 1986 年、臺灣證券交易所於 1989 年、上海證券交易所於 2002 年分別成為 WFE 的成員。

但是 WFE 的會員均為各國和地區的證券交易所，其非政府國際組織的法律性質，使得 WFE 不具備任何凌駕於國家之上的正式監管特權，也沒有立法功能。其制定和發佈的原則和建議等檔只是建議性的，對其會員只具有道義上的約束力，沒有法律上的強制約束力。而且 WFE 主要涉及證券交易所和證券結算方面的問題，範圍很窄，有關證券欺詐、資訊披露等諸多方面的規定尚付闕如，這也較大地限制了作用的發揮。

3 · IOSCO

國際證券監管委員會組織 (International Organization of Securities Commissions, IOSCO) 成立於 1983 年，總部設在加拿大的蒙特利爾。作為專業性國際組織，IOSCO 強調非政治原則，所有會議不懸掛國旗、不奏國歌。大陸對國際證券監管合作的態度比較積極，1995 年中國證監會正式加入了 IOSCO，成為亞太地區委員會的正式會員，上海、深圳證交所也成為了該組織的附屬會員，並於 1998 年當選為該組織的執行委員會成員，目前已經同世界上二十多個國家簽訂了證券監管合作雙邊諒解備忘錄。台灣證券暨期貨管理委員會 (原名證券管理委員會) 於 1987 年成為證監會國際組織的正式成員，其英文名稱原為“TAIPEI—CHINA”，中國證監會入會後，其英文名稱改為“CHINESE TAIPEI”。臺灣證券交易所於 1993 年成為

IOSCO 附屬會員。

IOSCO 主要通過成員機構的合作，保證在本國及國際範圍的有效監管，以維持公正和高效的市場；通過交換資訊和交流經驗，建立國際證券發行與交易的規範和有效監控；通過嚴格執法和有效稽查來保證市場的公正性。而且 IOSCO 在證券、期貨市場的國際監管與調控方面制定、通過了一系列協議、標準與準則，並為打擊國際證券與期貨領域的各種犯罪制定了有關制度規則，並且付諸了跟蹤、打擊等具體活動，對抑制和懲治證券業欺詐犯罪活動的國際合作起到了巨大的推動促進作用。

與 WFE、IOSCO 等國際組織不同的是 WTO 沒有為國際證券市場監管和各國國內證券市場監管提供統一的實體法意義上的監管標準、原則與方法，但是，WTO 卻通過國民待遇、最惠國待遇、透明度、相互承認、共同的國際標準等規定和措施，為證券監管的合作與協調提供了一個全球性的多邊程式框架。如果說 WFE、IOSCO 等國際組織是從微觀的層面為適應證券業自由化逐步推進過程中的國際金融安全和穩定做出的具體安排，制定具有較強可操作性的統一的監管原則、建議、標準和措施，那麼，WTO 則是從宏觀的高度推進了證券業監管的國際合作與協調。為證券監管的合作與協調提供了一個全球性的多邊程式框架。WTO 本身的性質及其強大的執行監督機制，使 WTO 框架下國際證券監管合作更具剛性和可執行性。

但是，WTO 沒有為國際證券市場監管和各國國內證券市場監管提供統一的實體法意義上的監管標準、原則與方法，只是規定在適當的情況下，各成員應與有關政府間組織或非政府組織合作，以制定和採用關於承認的共同國際標準和準則，以及有關證券服務行業和職業實務的共同國際標準。因此，從實體法角度而言，WTO 對證券監管的協調，最終有賴於各成員與其他有關國際組織合作制定和採用關於證券的共同國際標準和準則。

（二）歐洲伊斯達克（EASDAQ）的運作及其法律構架

歐洲伊斯達克（the European Association of Securities Dealers Automated Quotation，EASDAQ），是以 NASDAQ 為範本，根據歐盟建立統一大市場的有關法律建立起來的，以資訊技術為其交易的基礎，通過電腦網路連接的泛歐洲的一個證券交易市場。

1· 運作

EASDAQ 的成員主要來自歐洲各國和美國，根據其職能的不同，大概分為三類：第一，經紀商。經紀商的任務是代表私人客戶或者機構客戶交易在市場上報價的公司的股票；第

二，做市商（market maker）。做市商根據規則，通過交易有關公司的股票為整個市場提供流動性支援；第三，發起人。發起人的任務是幫助有關公司在伊斯達克市場上市，並對其進行持續的監督。因此，整個伊斯達克市場就主要是由這些成員從事交易，市場的運作同美國的納斯達克市場基本類似。每一個上市公司至少要指定兩個做市商。每一個做市商在從事某一隻股票交易的時候，將買入價和賣出價顯示在伊斯達克報價管理系統上，這些報價將立刻顯示在電腦螢幕上，由於所有的成員之間通過電腦網路連成一體，其他的交易商看到這些報價後，就通過電話同做市商達成交易，並將交易的情況在三分鐘之內報告，而這些已經達成並報告的交易就立刻顯示在電腦螢幕上。之後，系統進行交易的確認和清算。值得一提的是，伊斯達克系統使用瑞士國際證券清算公司作為其清算代理人，經過確認後的交易資料自動從伊斯達克系統進入瑞士國際證券清算公司進行清算，因為採用電腦技術，清算可以立刻完成，但目前的清算採用 T+3 的規則，即所有交易的清算在雙方成交確認後的第三個營業日達成。

2·法律構架

伊斯達克市場的建立在很大程度上得益於歐洲統一市場的建立及其有關的法規。由於歐盟法律的特殊性，整個伊斯達克市場的法律構架分成三個層次：歐盟法律，比利時國內法和伊斯達克市場自身的有關規則。

（1）歐盟法律。伊斯達克市場是一個泛歐洲的市場，最基本的法律基礎是歐盟的“投資服務指令”（ISD）這個指令的核心內容在於歐盟成員國的銀行或者證券投資機構只要符合其母國的有關法律，那麼就可以在歐盟的任何其他成員國營業。也就是說，只要符合了母國的有關規定，任何金融機構都可以成為伊斯達克市場的成員，而無須滿足其他任何的條件。以前的歐洲各個金融中心，比如倫敦、蘇黎世、慕尼克等都是互相分離的，歐盟法律的規定解除了金融機構跨越國界進行交易的法律限制，同時，電腦網路的連接使伊斯達克的各個成員機構無須實際進入一個有形的交易市場，而只須通過電腦和電話在自己的公司所在地就可以交易，這就極大地促進了歐洲金融市場的統一化進程。

（2）比利時國內法。雖然伊斯達克市場的交易和清算都是通過電腦網路進行，但整個市場的總部（整個系統的核心部分和有組織機構）仍然需要一個有形的場所。之所以選中比利時作為其總部理由在於：比利時的金融法規非常嚴密，比利時政府實施歐盟的“投資服務指令”非常迅速；同時，比利時的金融監管機構——“銀行和金融委員會”對於使用英語作為交易的語言態度比較靈活，不像法國和德國等國家存在語言上的障礙；此外，相對於其他金融中心而言，比利時的態度比較中立。因此，由於作為伊斯達克市場的總部位於比利時境

內，因此，必須遵守比利時的國內法。比利時有關伊斯達克市場的國內法主要以“皇家法令”的形式頒佈，有關的“皇家法令”主要有兩個：第一，1996年6月10日頒佈的“皇家法令”，這個法令主要對伊斯達克市場的有關特性作出了規定，比如它必須具有泛歐洲和國際化的性質，主要從事高速成長公司證券的交易，交易通過電腦螢幕報價進行等等；第二，1996年6月30日頒佈的“皇家法令”，主要規定了伊斯達克市場的組織管理機構及其職責。

(3) 伊斯達克市場的有關規則。伊斯達克市場的規則既有對歐盟法律的具體實施細則，也有借鑒美國納斯達克市場以及其他國際組織如國際證券業監管聯合會等制定的規則。這些規則主要包括以下幾條：第一，一般準則，它規定了伊斯達克市場的成員從事交易必須遵守的一般規則以及內幕交易等規定；第二，上市規則，它規定了申請上市的程式、條件以及其他有關義務如資訊披露等；第三，市場穩定規則，在證券上市過程中如果出現不正常的情況，發起人和做市商可以採取有關措施進行補救，穩定市場。因此該規則就主要規定了採取穩定市場措施時的有關注意事項；第四，成員資格規則，它對成員的資格條件進行了規定；第五，交易規則，主要規定在伊斯達克市場交易證券時的報價、記錄和清算等的要求和有關的處罰。這些規則同美國納斯達克市場的規則非常相似，這也反映出證券市場國際化程度越來越高。

歐洲伊斯達克市場是以美國納斯達克市場為基本模式建立起來的，兩者具有很大的相似性。歐洲伊斯達克市場的交易完全是以美國納斯達克市場為其模型的，同時有關的上市和交易的規則大部分都借鑒了美國納斯達克市場的規則和美國證監會資訊披露規則，甚至雙方在人事方面也有密切的聯繫——納斯達克的一名董事是伊斯達克的董事，這種相似性使得兩者可以達成協議，構建一個雙重交易制度，也就是說公司證券可以同時在兩個市場進行上市和交易，已經在美國上市的證券，只需要遵守額外的幾個條件就可以在歐洲上市，反之亦然。這樣，實際上不僅延長了交易的時間（一個市場關閉，另一個市場還可以繼續交易），而且使公司的股東構成全球化，可以從更廣泛的領域吸收資金，全球證券市場將更加緊密的聯繫在一起，這對於證券的監管將提出更大的挑戰。

伊斯達克市場是泛歐洲的市場，它將整個歐洲真正地聯繫在一起。伊斯達克市場實際上是歐洲下一個世紀的統一證券市場，歐洲經濟的增長將主要來源於一些新興領域的發展，主要是高科技、通訊和生物醫學技術領域，伊斯達克市場的重點就是交易這些領域公司的股票。同時由於歐盟有關法律的規定，包括上述提到的“投資服務指令”和其他有關證券招募說明書審查和發行的規定，金融機構交易證券的國界限制被取消，公司發行股票雖然仍然需要各成員國的審查，但歐盟法律也對此作出了協調，因此，可以說伊斯達克市場為歐洲證券的

發行和交易提供了一個統一完整的市場，由於納斯達克市場在美國的巨大成功（交易量已經超過了其他幾個有形的市場如紐約交易所等），可以預見，歐洲伊斯達克市場也將逐漸超過甚至取代其他幾個有形的交易市場，這就為歐洲統一市場的建立提供了一個金融的基礎。

（三）內地與香港證券監管的合作與協調

20 世紀 90 年代以來，隨著內地改革開放向縱深發展，香港、內地證券市場的良性互動也日趨深化。一方面，香港作為亞太地區的主要國際金融中心，一直擔當內地企業走向國際證券市場的視窗與橋樑。截至 2009 年 1 月底，內地企業在香港已籌集超過 12,000 億港元的資金，香港 1,262 家上市公司中，內地企業包括在主板及創業板上市的 H 股、紅籌股共 243 家，占香港上市公司的 20% 之多，總市值約為 51,248 億港元，占香港證券市場總市值的 53%，在香港上市的十大市值企業中，有 5 家是內地企業。另一方面，香港居民早在 1992 年就開始投資於內地 B 股市場，近年來則開始通過 QFII 途徑投資於內地 A 股市場。為了加強對兩地跨境證券融資和投資活動的監管，切實保護投資者的合法權益，上世紀 90 年代初期以來，內地、香港有關機構開始了證券監管合作與協調的長期而卓有成效的探索。

1· 內地企業到香港上市

內地、香港證券監管合作與協調的緣起主要是為內地企業香港上市掃除障礙。內地企業到香港上市，主要涉及三類問題：法律問題；會計問題；上市方式、交易、託管問題。

（1）法律方面

在 1993 年第一批內地企業擬到香港上市之前，中國內地尚未頒佈《公司法》，企業的股份制改造主要遵循國家體改委 1992 年 5 月 14 日發佈的《股份有限公司規範意見》。由於《股份有限公司規範意見》與香港的《公司條例》之間存在一些法律規定上的差異，內地公司到香港上市，需要彌補這些差距。雙方確定，通過內地制定三個規範性檔來彌補這些差距。《關於到香港上市的公司執行〈股份有限公司規範意見〉的補充規定》、《關於〈股份有限公司規範意見〉和〈關於到香港上市的公司執行股份有限公司規範意見的補充規定〉致香港聯交所的函》以及《到香港上市公司章程必備條款》通過以上檔，兩地法律方面存有差距的約 200 個問題基本得到瞭解決。

（2）會計方面

內地香港的會計制度在編制方式、計算方法等方面存在較大差異，這成為了內地企業香港上市的又一重大障礙。為了掃除這一障礙，內地方面進行了以下幾方面的努力：為了滿足股

份制試點企業發行的股票在香港上市的需要，1992年11月2日，財政部發佈了《關於股份制試點企業股票香港上市有關會計處理問題的補充規定》，從外幣業務、壞賬準備、存貨、長期合同工程、非常項目、長期投資、遞延稅項、借款費用資本化、股東權益、或有事項和資產負債表日以後發生的事項、子公司的會計報表等十一個方面對財政部、國家體改委（92）財會字第27號文發佈的《股份制試點企業會計制度》進行了補充規定。1993年4月27日，財政部發佈了《關於股份制試點企業股票香港上市會計報表有關項目調整意見》，規定試點企業在編制會計報表時，可以對長期投資、外幣折算、短期投資、銷貨退回、開辦費等五項項目按該《調整意見》進行調整。1993年4月28日，財政部發佈《關於香港上市的股份制試點企業執行何種會計制度等問題的通知》，規定：香港上市的試點企業，應執行財政部、國家體改委〔92〕財會字第27號檔發佈的“股份制試點企業會計制度”及其補充規定。香港上市的試點企業年度會計報表和其他財務資料需經具有資格的中華人民共和國政府批准的註冊會計師和香港會計師公會註冊的會計師進行查賬驗證，出具查賬報告。聘請的香港會計師，其工作機構應是在大陸設有常駐代表處的會計師事務所。香港上市的試點企業直接委託香港會計師進行查賬，查賬費用由委託的企業支付。

（3）上市方式、交易、託管方面

關於上市方式問題，1993年4月9日國務院證券委員會發佈的《關於批轉證監會〈關於境內企業到境外公開發行股票和上市存在的問題的報告〉的通知》規定：境內企業直接或者間接到（香港等）境外發行股票和上市主要包括以下幾種方式：境內企業直接到境外發行股票和上市；境內企業利用境外設立的公司的名義在境外發行股票和上市；境內上市的公司到境外的交易所上市交易；境內上市的公司到境外發行存託憑證（DR）或者股票的其他衍生形式。

與此同時，為促使內地企業早日在香港上市，香港方面也採取了一系列的協調措施。例如，鑒於中國內地發行人的股份可在不同證券市場買賣的情況，以及並非以普通法為基礎的中國大陸法律制度與香港法律制度存在較大的差異，香港聯交所在其《上市規則》增加了第十九A章，該章專門載列了附加規定、修訂及豁免，以使中國內地發行人可獲准並維持其證券在香港聯交所上市。

通過上述兩地多方面的措施，內地企業赴港上市的法律、會計、上市方式、交易、登記託管等問題基本得以解決。1993年6月29日，青島啤酒首次在港發佈招股說明書，7月15日在聯交所掛牌。緊隨其後，上海石化、廣州造船、北人機器在香港成功發行上市。在一個月的時間內，內地4只H股相繼發行、上市，基本行情看好，但仍存在一些問題需要進

一步研究和解決。因此，內地、香港方面進一步加強了監管合作與協調，並出台了一系列的措施與對策。

（1）當地法律的遵守

青島啤酒等四家內地企業在香港上市以後，香港證監會檢控國內個別在港機構的上市公司及其相關公司違反了香港有關證券法例的規定，並對此做出了罰款處分。這一事件影響了中資機構在海外的聲譽，進而對國內企業到海外上市產生了不利的影響。針對上述情況，國務院證券委員會於 1993 年 11 月 9 日發佈了《關於加強境內企業到海外上市遵守當地法規管理的通知》，《通知》規定，已在海外上市的內地企業應嚴格遵守上市所在地的有關法規；此外，各地正在準備申請到海外上市的企業，應認真組織有關人員學習和掌握擬上市所在地的有關法規，並作為今後審批到海外上市的一個條例，促進上市公司遵守當地的法律。

（2）外匯管理

為了積極促進國內企業通過股權方式利用外資，加強在香港等境外上市的企業外匯資金的管理，保證境外上市工作的順利進行，中國證監會、國家外匯管理局關於 1994 年 1 月 13 日聯合發佈了《境外上市企業外匯管理有關問題的通知》。該《通知》規定：境內企業到境外發行股票，其發行股票所籌資金屬於資本項目收入，經國家外匯管理局批准，可在境內開立外匯帳戶，保留現匯；境內企業在境外發行股票應當在外匯資金到位後 10 天內，將所籌外匯資金全部調入中國境內，存入經批准開立的外匯帳戶；境內企業在境外發行股票派付給境外持有人的股息、紅利所需外匯，經國家外匯管理局批准，開戶銀行可從其外匯中支付並匯出，其他用匯按有關規定辦理；境內企業在境外發行股票所籌外匯資金總額達到企業淨資產總額的 25%或以上時，可以按照《中外合資經營企業法》規定向中國對外貿易經濟合作部或其授權部門申請辦理中外合資企業有關手續，經批准作為中外合資企業的，有關外匯收支事宜，按對外商投資企業外匯管理規定辦理。

（3）上市審批程式

1993 年底以來，連續有中國大陸律師事務所向香港有關方面出具法律意見書，解釋中國大陸法規中關於境內企業到境外發行股票和上市（包括在香港收購上市公司）的審批程式，核心問題是某些特殊情況下，是否需要經證券主管機關審批。由於這些解釋未能正確反映有關程式規定的內容和要旨，因而引起了一些疑問。針對上述情況，中國證監會於 1994 年 2 月 4 日向香港證監會發送了《關於境內企業到境外發行股票和上市審批程式的函》，就有關審批程式作了說明，以便澄清這些法律意見書中的不當之處。該函明確規定：根據《國務院關於進一步加強證券市場宏觀管理的通知》（1992 年 12 月 17 日）和《股票發行與交易

管理暫行條例》（1993年4月22日）的規定，境內企業直接或者間接到境外發行股票、將其股票在境外交易，必須經國務院證券委員會審批；境內企業到境外發行股票和上市申請的審核工作，由國務院證券委的監管執行機構中國證監會負責，批准或者不予批准的決定，由國務院證券委員會作出並授權中國證監會對外答復。凡境內企業申請到境外發行股票和上市，應當向中國證監會提交申請申報材料。

1994年8月4日，國務院發佈了《關於股份有限公司境外募集股份及上市的特別規定》，在發行要求和安排、股票形式、會計制度、資訊披露、爭端解決等方面對內地企業赴境外發行、上市H股、N股等作出了具體規定。尤值一提的是，《特別規定》第四條專門規定了“國務院證券委員會或者其監督管理執行機構中國證券監督管理委員會，可以與境外證券監督管理機構達成應諒解、協定，對股份有限公司向境外投資人募集股份並在境外上市及相關活動進行合作監督管理”。

（4）公司章程的進一步規範

為適應股份有限公司向境外募集股份和到境外上市的需要，進一步規範到香港等境外上市的股份有限公司的行為，在1993年6月10日發佈的《到香港上市公司章程必備條款》的基礎上，國務院證券委、國家體改委根據《國務院關於股份有限公司境外募集股份及上市的特別規定》第十三條，於1994年8月27日發佈了《關於執行〈到境外上市公司章程必備條款〉的通知》。《通知》明確規定，到香港等境外上市的股份有限公司（以下簡稱“到境外上市公司”），應當在其公司章程中載明《必備條款》所要求的內容，並不得擅自修改或者刪除《必備條款》的內容。到境外上市公司可以根據具體情況，在其公司章程中規定《必備條款》要求載明以外的、適合本公司實際需要的其他內容，也可以在不改變《必備條款》規定含意的前提下，對《必備條款》作文字和條文順序的變動。《必備條款》中明確規定到香港上市的股份有限公司章程所應當載明的內容，無須載入到香港以外的其他地區或者國家上市的股份有限公司的公司章程。同時，《通知》還指出，在此之前已經獲得批准到香港等境外上市公司的公司章程不符合《必備條款》規定要求的，有關公司應當在該《通知》發出後的第一次股東年會上，對其公司章程做出相應修改。

與之相對應，1994年11月11日，香港聯交所修訂了其《上市規則》附錄三並在《上市規則》中增加了附錄十三D部。附錄十三D部詳細規定了到香港上市的內地公司所訂公司章程必須包括的附加規定，即除須符合《上市規則》附錄三所載的規定外，還須包括：國務院證券委員會及國家經濟體制改革委員會發佈的上述《到境外上市公司章程必備條款》所規定的條款；除《必備條款》第36條的規定外，還須加進具有以下內容的條款：境外上市

外資股股東名冊中，有關香港聯合交易所掛牌上市的股份持有人的股東名冊正本部分，應當存放於香港；除《必備條款》第 140 條的規定外，還須加進具有以下內容的條款：發行人為其在香港聯合交易所掛牌上市的境外上市外資股持有人委任的收款代理人，應當為依照香港《受託人條例》註冊的信託公司；除《必備條款》第 104 條的規定外，還須就有關監事會的表決程式加進具有下列內容的條款：(i) 監事會主席的選舉或罷免，應當由三分之二以上（含三分之二）監事會成員表決通過。(ii) 監事會的決議，應當由三分之二以上（含三分之二）監事會成員表決通過；除《必備條款》第 148 條的規定外，還須就有關核數師（會計師）的更換、解聘和辭職的程式，增加一些條款；增加以下條款：除其他類別股份股東外，內資股股東和境外上市外資股股東視為不同類別股東。下列情形不適用類別股東表決的特別程式：(i) 經股東大會以特別決議批准，發行人每間隔 12 個月單獨或者同時發行內資股、境外上市外資股，並且擬發行的內資股、境外上市外資股的數量各自不超過該類已發行在外股份的百分之二十的；或(ii) 發行人設立時發行內資股、境外上市外資股的計畫，自國務院證券委員會批准之日起 15 個月內完成的。

2·《監管合作備忘錄》框架下內地、香港證券監管的合作與協調

鑒於內地與香港的證券市場之間關係日趨密切，有必要建立和促進兩地證券市場監管機構之間的合作，以保護投資者和維持市場穩健操作，中國證券監督管理委員會、上海證券交易所、深圳證券交易所、香港證券及期貨事務監察委員會及香港聯合交易所有限公司於 1993 年 6 月 19 日在北京簽署了《監管合作備忘錄》（以下簡稱《備忘錄》），《備忘錄》確立了各方監管合作應遵守的基本原則、監管合作的具體範圍和方式。

（1）監管合作與協調的基本原則和範圍

中國證監會、上海證券交易所、深圳證券交易所、香港證監會及香港聯交所（以下簡稱“各方”）一致承諾通過相互協助和資訊交流來加強對投資者的保護和維持公平、有序、高效的證券市場。據此，各方同意確立下述證券監管合作的基本原則：證券交易應以公平、公開、有序、高效的方式進行；投資者應得到充分、準確、及時的資訊，以便他們在充分知情的前提下對發行人及其發行的金融工具作出判斷；上市公司應完整、準確、及時地向其股東和公眾披露任何可被合理地認為可能對上市證券的市場行為或價格有實質性影響的資訊；所有證券持有者均應得到公平的對待；上市公司董事的行為應符合全體股東的整體利益；欺詐投資者、壓迫小股東、操縱市場和內幕交易等行為均應受到制止及依法制裁；上市公司的控股權如有改變，通常應以同等條件向該公司其餘所有股東發出全面收購、兼併要約；所有證券商及投資顧問均應有充分的資金來源、符合適准原則（包括具備相關經驗、資格、信譽、道德

品質以及在財務上穩健可靠）並以高效、誠實和公平的態度從事其業務。

各方同意，通過該備忘錄中所確立的機制，促進相互合作和資訊交流，以便各方有效地依法行使其各自的職能。根據上述宗旨，確定各方監管合作的範圍如下：各方將互相協助、交流資訊，確保內地或香港證券市場的證券發行人及要約人、所有上市或申請上市的公司的董事、高級管理人員、股東及公司的專業顧問，遵守所有有關法律、條例、規定及其任何補充與修訂，並有義務完整、準確、及時地披露與投資者有關的資訊。各方將執行各自的法律、條例、規定，並協助其他各方執行其任務；執行有關證券及其他金融工具的發行、交易、安排、管理和諮詢服務的法規；推廣證券商和投資顧問的適准原則，確保證券商和投資顧問具有適當的、合乎標準的業務能力和職業道德素質，促進上述人員在其從業活動中遵循高標準的公平交易原則和職業道德準則；監督證券市場及其清算交割和登記過戶活動，以及在上述活動中對有關法規的執行情況；協助調查內幕交易、操縱市場以及其他就證券交易和上市公司的活動中出現的欺詐行為，並對此採取制裁措施；通過定期聯絡和人員培訓和交流，促進互相磋商和合作；各方同意的其他事項。

（2）監管合作與協調的具體方式

為促進相互磋商和合作，根據《監管合作備忘錄》的規定，中國證監會、上海證券交易所、深圳證券交易所、香港證監會及香港聯交所建立了監管合作聯絡工作會議制度，每隔三個月輪流在京、港、滬、深召開監管合作聯絡工作會議，討論互相關注的事宜，並將各自證券市場中出現的可能影響任何他方證券高層的政策發展，通知對方、交換意見、提出解決辦法等。監管合作聯絡工作會議制度的建立，促使內地和香港證監部門，特別是具體負責監管事務的官員與工作人員之間建立起了相互瞭解、信任與諒解關係，提高瞭解決問題的效率。雙方參與定期會談的成員保持在技術和行政級別的中高層次上。這樣的陣容使得大多數跨境技術層次上的問題可以立即得以解決，即使是需要各方帶回去征得更高一級批准得問題，也由於報告、說明層次的減少而使決策過程加快。

相互提供有關證券監管資訊是內地、香港證券監管合作機制中的重要內容，《監管合作備忘錄》對相互提供有關證券監管資訊的程式、資訊的主動提供、保密及資訊的使用等做了具體的規定：

索取有關證券監管資訊的程式要求：根據《監管合作備忘錄》規定，各方可隨時向對方提出索取資訊的要求；索取資訊或提供其他方面協助的要求均須以中文或英文書面提出，遇到緊急情況時，可用概要的方式提出要求，但應在其後五個工作日內補交正式要求。

主動提供資訊：一國（地區）證券監管部門主動將自己發現的有關資訊提供給另一國（地

區) 證券監管部門，對於提高雙方合作監管的效率、增加信任具有極大的好處。因此，《監管合作備忘錄》規定，如任何一方擁有可協助他方執行其監管職能的資訊，則即使沒有任何他方提出要求，擁有資訊的一方也可主動自願地提供或安排他人提供該資訊。如提供資訊方聲明該資訊系根據《監管合作備忘錄》提供，則《監管合作備忘錄》的條款將同樣適用。中國證監會與香港證監會、香港聯交所之間就內地企業在香港“借殼上市”及涉嫌進行內幕交易等數宗案件的成功合作、協調，就是通過互相主動提供資訊而達成的。

保密及資訊的使用：各方提供資訊或協助，其目的只在於協助《監管備忘錄》簽字各方執行其監管職能。根據該《備忘錄》所提供的協助或資訊，接受方只能為執行其監管職能的目的而使用，未經提供協助或資訊一方的同意，不得向任何第三方披露該協助或資訊內容。

(3) 應要求暫停交易(停牌)或中止審核程式

合作各方能夠向對方提供的最重要的實質性協助之一，就是應對方要求暫時中止對發行、上市或註冊申請的審核程式，或借要求當事人對特定事項作出解釋而延長上述程式。此外，如一個市場的任何一方監管者認為有必要根據有關法規幹預證券的交易(如停牌)，而此舉可能涉及另一市場的一方的監督職能，則前者設法通知該有關一方並協調彼此的行動。

《監管合作備忘錄》簽訂以來，香港方面曾數次應中國證監會的要求啓用上述程式，在相當程度上阻遏了內地一些企業未經批准而逕自買殼或借殼去香港上市的勢頭。其中“裕興事件”就是一個很好的例證。1999年8月，為了實現股份全流通和設立期權制度，境內民營企業北京裕興電腦公司進行境外上市前的重組。其創始人祝維沙和公司另外一名控股股東分別購買了南美聖文森島的護照，成為持有外國永久居留權的中國華僑。然後，公司股東在英屬維京群島註冊成立了裕龍和寶龍兩家公司，裕龍和寶龍公司又在英屬維京群島註冊成立了裕興(BVI)，在百慕大註冊成立了裕興電腦科技控股有限公司，並以後者為上市主體。裕興電腦科技控股有限公司受讓了裕興(BVI)的全部股份，並通過裕興(BVI)收購了北京裕興電腦公司。之後，裕興電腦科技控股有限公司到香港創業板申請上市。但“裕興電腦”在1999年12月即將在香港創業板掛牌上市之際，香港聯交所接到了中國證監會要求暫時停止裕興電腦掛牌上市的函件，香港聯交所對中國證監會的要求給予了積極的配合。2000年1月，在“裕興電腦”及其上市保薦人認識到逃避中國證監會監管的錯誤性質並補辦了有關手續後，中國證監會最終於2000年1月17日批准其在香港創業板上市。2000年1月31日，在“遲到”一個多月以後，“裕興電腦”終於在香港創業板掛牌上市。

(4) 協助調查

一方證券監管部門應另一方監管部門的要求給以協助調查方面的合作，是實質性監管合

作與協調的精義所在，也是打擊跨境證券違反犯罪行爲的重要途徑。近年來，內地、香港證券監管機構加強了在協助調查方面的合作，並取得了顯著的成效。“歐亞農業”案便是一個成功的典範。2001年7月在港上市的內地企業歐亞農業（0932.HK），一直以高科技農業帶來高成長的美妙概念吸引投資者。但2002年9月底中國證監會致函香港證監會，指出歐亞農業存在涉嫌業績造假等一系列重大問題。其中最令人震驚的是營業額虛增：歐亞農業自稱在1998年至2001年中總收入達到21億元人民幣，但據中國大陸國家稅務總局調查所得，事實上連同母公司其他未上市資產在內，其總收入不足1億元人民幣。隨後，香港證監會和香港聯交所於2002年10月10日開始調查歐亞農業及其上市時的仲介機構工商東亞和安達信公司。在中國證監會等內地有關部門的大力協助下，此次跨境調查取得較圓滿結果。2004年5月20日起，停牌近兩年的歐亞農業的上市地位被香港聯交所取消（即被聯交所摘牌），成爲近年來香港股市首家被清盤的內地民營企業。

（5）發送互諒、解疑信函

除了定期的會談和磋商外，互諒、解疑信函是以法律形式解決合作各方臨時出現的疑難問題的最爲有效的手段。內地和香港證監機構即是通過書面函件的方式多次協調、相互解釋各自的工作程式並溝通處理問題的思路，爲相互之間的理解與合作，解決跨境監管中的實際問題起到了良好的作用。例如，1993年6月10日，國家體改委給香港聯交所發送《關於〈股份有限公司規範意見〉和〈關於到香港上市的公司執行股份有限公司規範意見的補充規定〉致香港聯交所的函》，對國內法規中一些不易被香港和其他境外投資者理解的條款加以說明，從而避免可能發生的誤解。又如，1993年底以來，連續有中國大陸律師事務所向香港有關方面出具法律意見書，解釋中國大陸法規中關於境內企業到境外發行股票和上市（包括在香港收購上市公司）的審批程式，核心問題是某些特殊情況下，是否需要經證券主管機關審批。由於這些解釋未能正確反映有關程式規定的內容和要旨，因而引起了一些疑問。針對上述情況，中國證監會於1994年2月4日向香港證監會發送了《關於境內企業到境外發行股票和上市審批程式的函》，就有關審批程式作了說明，澄清了這些法律意見書中的不當之處。

（6）其他方式

公司資訊發佈在各市場間的協調：某些資訊如預期可能對在內地及香港的交易所上市的證券的市場活動或價格有實質性的影響，各方將努力確保此類資訊迅速、同時向所有內地和香港市場的股東及公眾披露。各方將就適當的資訊發佈機制達成協定，以便協調與發佈公司公告、股東通告有關的事宜。上海證券交易所、深圳證券交易所、香港聯合交易所相互之間

就此事保持密切的聯絡。

收購及合併的合作處理：各方將合作處理同時影響內地及香港市場的有關收購及合併的事宜。如一個市場的任何一方認為有必要根據有關法規採取行動，而此舉可能涉及另一市場的一方的監管職能，則前者將盡一切可能設法通知該有關一方並協調彼此的行動。

金融仲介機構的監管：各方將合作監管在內地及香港從事證券業務的證券商、投資顧問和專業人員，如律師、會計師及評估師等。如一個市場的任何一方認為有必要根據有關法規幹預上述證券商、投資顧問及其他人員的業務，而此舉可能涉及另一市場的一方的監管職能，則前者將盡一切可能設法通知該有關一方並協調彼此的行動。

簽署換文：簽署換文也是內地、香港證券監管合作與協調的重要手段。例如，在取得國務院的批准後，中國證監會於 1999 年 9 月 21 日發佈了《境內企業申請到香港創業板上市審批與監管指引》。1999 年 10 月 14 日，中國證監會與香港證監會就將於創業板上市的內地公司的監管合作事宜簽署換文，換文重新確認雙方在 1993 年 6 月 19 日簽訂的《監管合作備忘錄》的有關係文，並就創業板制定新的合作安排。當中包括在監督、檢查及調查方面互相合作，以進一步執行對創業板的監管。

統一證券辭彙：為了便於各方的監管合作與協調，各方同意協力統一證券辭彙。為此，香港證監會於 1999 年出版了《英漢證券期貨及財務用語彙編》，並於 2003 年 4 月經修訂後再版。《英漢證券期貨及財務用語彙編》收錄了逾 13,800 個英文業內辭彙在大中華地區的常用對照譯法，即每一個證券英文辭彙分為內地香港共同譯法、內地常用譯法、香港常用譯法、台灣常用譯法。

3· CEPA 框架下內地、香港證券監管的合作與協調

為促進內地和香港特別行政區經濟的共同繁榮與發展，加強雙方與其他國家和地區的經貿聯繫，內地與香港特別行政區代表自 2002 年 1 月 25 日起，經過多輪磋商，於 2003 年 6 月 29 日在香港達成《內地與香港關於建立更緊密經貿關係的安排》（以下簡稱 CEPA）。

（1）CEPA 相關規定

CEPA 第十三條規定，雙方將採取多項措施，進一步加強在銀行、證券和保險領域的合作，其中措施之一是雙方要加強金融監管部門的合作和資訊共用，這就為內地香港證券監管合作與協調提供了強有力的法律依據。此外，CEPA 第十三條第五款還提出了在新形勢下兩地證券監管合作中內地證監機構的任務，即應本著尊重市場規律、提高監管效率的原則，支援符合條件的內地保險企業以及包括民營企業在內的其他企業到香港上市。

2003 年 9 月 29 日，中國大陸商務部副部長安民與香港特區政府財政司長唐英年分別代

表中央政府和香港特區政府在香港簽署了《內地與香港關於建立更緊密經貿關係的安排》的六個附件。其中附件 4《關於開放服務貿易領域的具體承諾》規定了內地對香港開放證券業的承諾：允許香港交易及結算所有限公司在北京設立辦事處；簡化香港專業人員在內地申請證券期貨從業資格的相關程式；香港專業人員申請獲得內地證券期貨從業資格只需通過內地法律法規的培訓與考試，無需通過專業知識考試。

2004 年 8 月 27 日，《內地與香港關於建立更緊密經貿關係的安排》聯合指導委員會高層會議在京召開。中國大陸商務部副部長安民與香港特區政府財政司司長唐英年簽署了《〈內地與香港關於建立更緊密經貿關係的安排〉擴大開放磋商紀要》。2004 年 10 月 27 日，聯合指導委員會高層會議在香港再次召開會議。內地商務部、財政部、海關總署、港澳辦等有關部門和香港特區政府工商及科技局、工業貿易署等有關部門的代表參加了會議。會上，安民副部長與唐英年司長分別代表中央政府和香港特別行政區政府簽署了《〈內地與香港關於建立更緊密經貿關係的安排〉補充協議》。這次簽署的《CEPA 補充協定》是 8 月 27 日簽署的《CEPA 擴大開放磋商紀要》的正式法律文本，它具體描述了內地進一步擴大對香港開放的成果。

根據《CEPA 補充協定》，內地將在證券等領域對香港進一步放寬市場准入的條件，允許香港證監會註冊的符合中國證監會規定條件的仲介機構在內地設立合資的期貨經紀公司，港資股權比例不超過 49%（含關聯方股權），合資期貨經紀公司營業範圍和資本額要求等與內資企業相同；允許香港會計師在內地設立的符合內地《代理記賬管理暫行辦法》規定的諮詢公司從事代理記賬業務。

按照 CEPA 有關規定，內地與香港特區於 2005 年 6 月啓動了在 CEPA 框架下進一步擴大開放的磋商。2005 年 10 月 18 日，《內地與香港關於建立更緊密經貿關係的安排》聯合指導委員會第五次高層會議在香港召開，中國大陸商務部副部長廖曉淇與特區政府財政司司長唐英年分別代表中央政府和香港特區政府簽署《〈內地與香港關於建立更緊密經貿關係的安排〉補充協議二》。《〈內地與香港關於建立更緊密經貿關係的安排〉補充協議二》是在 2003 年簽署的 CEPA 和 2004 年簽署的《CEPA 補充協議》基礎上，內地進一步擴大對香港開放的成果。

根據《〈內地與香港關於建立更緊密經貿關係的安排〉補充協議二》，內地和香港允許符合條件的內地創新試點類證券公司根據相關要求在香港設立分支機構，也允許符合條件的內地期貨公司到香港經營期貨業務，包括設立分支機構。各項市場開放措施將於 2006 年 1 月 1 日起正式生效。

(2) CEPA 框架下內地、香港證券監管合作與協調的具體內容

①設立香港交易所北京代表處

2003 年 11 月 17 日下午，香港交易所在北京代表處揭牌。北京代表處是該所在內地設立的首家代表機構，這是落實《內地與香港關於建立更緊密經貿關係的安排》的一項重要舉措，將為密切香港交易所與內地監管部門的聯繫、合作與協調、便利內地擬在港上市企業與香港交易所之間的溝通發揮積極作用。

②允許在內地設立合資期貨經紀公司

根據《〈內地與香港關於建立更緊密經貿關係的安排〉擴大開放磋商紀要》，內地將從 2005 年 1 月 1 日起允許香港證監會註冊的符合中國證監會規定條件的仲介機構在內地設立合資的期貨經紀公司，港資股權比例不超過 49%(含關聯方股權)，合資期貨經紀公司營業範圍和資本額要求等與內資企業相同。允許香港銀行內地分行經批准從事代理保險業務。

③允許香港會計師在內地設立的符合內地《代理記賬管理暫行辦法》規定的諮詢公司從事代理記賬業務。

《〈內地與香港關於建立更緊密經貿關係的安排〉擴大開放磋商紀要》規定，內地將從 2005 年 1 月 1 日起允許香港會計師在內地設立的符合內地《代理記賬管理暫行辦法》規定的諮詢公司從事代理記賬業務。從事代理記賬業務的香港會計師應取得內地會計從業資格證書，主管代理記賬業務的負責人應當具有內地會計師以上專業技術資格(職稱)。香港會計師在申請內地執業資格時，已在香港取得的審計工作經驗等同相等時間的內地審計工作經驗。

④對證券從業資格的互認及監管合作

為落實《內地與香港關於建立更緊密經貿關係的安排》中關於“簡化香港專業人員在內地申請證券期貨從業資格的相關程式”的承諾，中國證監會與香港證監會經協商，於 2003 年 12 月 3 日就如何落實承諾的具體安排達成了《內地與香港關於建立更緊密經貿關係的安排--與證券及期貨人員資格有關的安排》。香港專業人員只要通過內地相關法規考試，即可獲中國證券業協會或中國期貨業協會頒發的從業資格。通過該途徑取得從業資格的香港專業人員，如持有香港負責人員牌照，中國證監會將認可其作為內地高管人員的任職資歷要求，如持有香港代表牌照，將等同取得內地一般的從業資格。基於對等原則，內地專業人員也可通過簡化途徑獲得香港行業資格。經此途徑取得行業資格的內地專業人員，如擁有內地高管人員任職資格，香港證監會將視其符合香港負責人員的行業資格，如持有內地一般的執業資格，將視其符合香港代表的行業資格。

⑤監管合作與協調的具體內容：

互相通報有關情況：兩地證監會定期通報經過上述互認途徑取得執業資格或牌照人員名單的變更，以方便雙方對有關人員的管理。由於名單並不涉及敏感資料，香港證監會可直接與中國證監會或行業協會進行交換資料。此外，兩地證監會定期通報經上述互認途徑取得執業資格或牌照人員所涉及的違規個案，如有需要，也可就個別個案即時作出通報。但由於違規個案(特別是正在處理的個案)涉及敏感資料，有關通報只可在兩地證監會之間進行。

定期召開會議：兩地證監會目前已根據《監管合作備忘錄》舉行定期會議，有關經上述互認途徑取得執業資格或牌照人員的監管及通報重大違規個案，可加入該會議議程，以便定期檢討有關安排及成效。

違規及調查與處理：如經上述途徑取得執業資格或牌照的人員出現違規情況，其所在地的證監會可向另一方的證監會要求就調查提供協助。有關協助的請求，可按已簽訂的《監管合作備忘錄》提出。此外，經上述互認途徑取得執業資格或牌照的人員如在異地執業時涉及違規行為，當地證監會可就個案採取紀律行動，並應將有關行動通報另一方的證監會。在收到有關資料後，獲通報的一方可將有關資料紀錄存檔，並根據所在地的法律及法規決定是否能夠或需要採取相應的紀律行動。如決定採取行動，也須將行動的資料向另一方通報。

三、兩岸證券業監管合作與協調

兩岸證券市場的整合需要兩岸證券市場監管合作的跟進為其提供制度上的保障。兩岸證券市場監管合作及協調機制的構建可以借鑒大陸與香港監管合作的成功經驗，在 WTO 金融服務業相關協定和國際證監會組織監管協調機制的框架下，結合兩岸證券市場整合的進程，循序漸進，在實踐中找到一個適合兩岸證券市場監管合作的模式。但同時，我們不應侷限於已有的模式。與當年大陸、香港證券市場監管合作的開展相比，兩岸證券市場整合的背景已經發生了很大的改變。經過這幾年的發展，兩岸相關證券法律、會計制度的完善以及已有的實踐為兩岸證券市場的整合提供了一個更高的平台，整合的模式可能與先前大陸與香港的合作模式存在差異，同時由於兩岸的特殊政治背景，給兩岸證券監管合作提出了更大的難題。

(一) 兩岸證券業監管合作的法律依據、執法許可權與司法協助

在兩岸尚未簽署金融監管協定之前，應在首先完善兩岸證券監管國際合作與協調的法律依據。

第一，實體法方面：在證券監管國際合作與協調的實體法律依據方面，兩岸雙方應儘快制定有關證券市場國際化法律監管的專門法律及配套法規。大陸應完善相關法律制度，為

證券市場國際監管合作與協調確立法律依據。具體做法是：適時修訂《證券法》，在其中增列有關對證券跨國發行與交易行為進行法律監管的具體條文；應借鑒美國等國的相關立法經驗，儘快頒佈此方面的專門法律及配套法規，從而整體提升這些法律依據的層級與效力，更爲有效地服務於對證券跨國發行與交易行為的法律監管；清理現有分散的法律法規，廢止不合時宜的規定，修訂互相矛盾的規定。

第二，衝突法方面：兩岸當前應加快立法步伐，儘快推出比較科學、合理的證券衝突規範。具體操作上，大陸則可從以下兩方面著手：在立法體例上，根據大陸對證券定性的習慣及衝突規範的規制傳統，未來的國際私法典中如不設“公司”爲專章，則宜集中列於債權部分。當然，因大陸國際私法系統化的立法還非近期所能實現，所以，現實的做法是仿效已頒行的《海商法》、《票據法》，對《證券法》適時進行修訂，在其中增設一些關於涉外證券法律適用的衝突規範。在立法內容上，應借鑒世界各國的成功經驗，對涉外證券法律適用的主要方面予以詳列出來：證券轉讓的條件、效力、持有人與轉讓人之間及其與第三人之間的關係，適用證券所在地法；證券的法律效力，證券權利義務的產生、轉移、消滅和生效，適用發行人屬人法；證券的發行、證券資訊披露的範圍與方式，適用行為地法；國際證券有關協定(如認購協定、包銷協定等)，適用當事人選擇的法律，但所選擇的法律要與該協議有真實聯繫；證券交易所業務合同，適用交易所所在地法。

其次，應擴大雙方證券業監管機構的執法範圍和種類。隨著證券市場開放程度的提高及高科技手段的運用，跨境證券犯罪不僅數量日益增多，而且其複雜性和狡詐性日益增強，使監管機構對跨境證券犯罪的認定和處理的難度增大。各國法律的衝突障礙以及監管機構權利的限制，直接影響到對證券犯罪分子的打擊及證券市場正常運行的維護。實踐證明，增強監管機構執法的權力非常必要。

與 SEC 等境外證券監管機構的權力內容相比較，大陸證券監管機構在很多方面的授權是不足的，監管權力範圍和種類過少。必須完善《證券法》相關法律法規，賦予證券監管機構—證監會准司法權：一是強制傳喚涉案人員、當事人有意躲避即爲違法的許可權；二是申請搜查令的許可權；三是直接起訴權；四是向法院申請強制令、破產令、清算令、執行令等許可權。此外，證券監管機構協作打擊國際證券違法犯罪行為將是今後各國證券監管機構的一個重要職責之一。由於各國法律的多樣性和市場發育程度的差異性以及監管架構的地域性，在國際監管協作中，必須有大體統一的協作通道和工作程式。因此，大陸證監會還應與國際同行一起，儘快制定包括國際證券違法犯罪案件協查工作原則、調查工作指引、案卷資料移交程式、調查工作底稿編制標準、辦案人員往來與享受豁免權利等爲主要內容的工作程

式，並以重要檔形式確定下來，作為雙邊或多邊合作備忘錄的補充內容。

第三，未來在諒解備忘錄或監管合作協議的基礎上，應積極構建兩岸司法部門與證監監管機構等各主管部門之間資訊共用和合作機制，加強與兩岸司法合作等途徑，充分發揮司法互助條約在國際證券監管合作中的應有作用，以促使兩岸證券市場整合在法制化、規範化、國際化的軌道上穩步前進。

（二）兩岸證券業監管合作的模式

兩岸分別於 2001 年底、2002 年初加入 WTO，若以 WTO 金融服務業承諾表之開放進度，大陸和台灣都將對外資開放證券市場，屆時大量外資機構將進入兩岸證券市場。所以，應儘早透過 WTO 平台，拓寬兩岸證券監管合作的途徑。從目前兩岸關係發展的情況來看，兩岸監管合作機制，未來主要有三種模式可循。

（1）簽訂雙邊監管合作與協調協議

2007 年大陸和台灣都加入了 IOSCO 的多邊監管合作機制（MMOU）。所以，以 IOSCO 監管目標和原則為共識，以 IOSCO 的一系列協議、標準與準則為基礎，來規範雙方的責任與義務，簽訂雙邊監管合作與協調協議。一方面，由於 IOSCO 的非政府組織性質，可以規避一些敏感的政治話題，逐步加強兩岸證券監管機構之間的互信與合作。另一方面，可以利用雙方現有監管體制，最快實現兩岸證券監管合作，是目前最簡單可行的一種模式。

兩岸通過多邊監管合作機制進行監管合作的主要途徑應包括相互提供資訊、協助調查、聯合視察等。其中，彼此提供有關資訊是國際監管協作的重要內容之一，包括提供有關法律或其他檔資料，請求有關機構出具證明待查檔的真實性、合法性材料，以及提供有關當事人或機構在該國的有關資訊；一方證券監管機構應另一方監管機構的要求給予協助調查方面的合作，是實質性監管合作與協調的精義所在；聯合視察可以讓監管機構互相學習、分享經驗，以提升跨國監管效能，是諒解備忘錄框架下監管合作與協調的有效方法與途徑。

另外，還應以共同加入的國際性組織的法令規範，解決當前兩岸證券業監管技術標準上的差異性問題。加強兩岸三地的交易所對交易所的交流合作，並以 WFE 有關交易所運作的《市場原則》（Market Principles）的基礎上，就兩岸證券市場在組織與運作、市場准入、資訊披露、結算、技術基礎設施、風險管理以及糾紛、投訴處理及仲裁制度、投資者保護等方面廣泛開展合作，強化兩岸交易所制度上的國際化、規範化和標準化，為進一步奠定基礎。

（2）“兩岸經濟合作架構協定”框架下兩岸證券監管的合作

隨著東盟 10+3 框架的逐步確立，為了使經濟不被邊緣化，與大陸簽訂經濟合作架構協定成為台灣當局政府需要儘快解決的議題，“兩岸經濟合作架構協定”與 CEPA（“更緊密經貿

關係安排”)的定位與內容有很大不同。綜合政府各部門相關說法,“兩岸經濟合作架構協定”定位為廣義的 FTA (自由貿易協定),在國際間屬於泛 FTA 的一種,源起於印度與新加坡簽的 CECA。經貿官員解釋,FTA 歷史久遠,各國的使用名稱不太相同,最常用的就是 FTA。不過兩岸打算談判的“兩岸經濟合作架構協定”,與 FTA 仍有差異,台灣“經濟部”打算套用“東協加一模式”,先簽訂兩岸經濟合作架構協定,再以提早降稅方式,漸進式談判雙方互免關稅專案,這與 FTA 的免稅清單談妥後才簽訂不同。至於 CEPA,最大的差異在於 CEPA 的“A”是“Arrangement”(安排),並非“Agreement”(協定)。“Agreement”象徵兩個獨立對等國家(或政治實體)簽署的正式外交協定;但“Arrangement”是在“一國兩制”原則下,解決中國大陸與港、澳在世貿組織分屬於不同關稅領域的問題。

兩岸關於經濟合作架構協定剛開始接觸,推動建立具有兩岸特色的經濟合作機制,將有望為兩岸證券市場的整合奠定基礎。因為兩岸經濟合作架構協定的協商,除了要消除兩岸之間在關稅、經貿往來、雙向投資、爭端協調等議題中存在的障礙,還將深入金融合作領域,也就需要建立兩岸特色的金融監理合作機制。

考慮到兩岸簽署經濟合作架構協定所涉及層面廣泛、細節複雜,即便正式簽約,也會分階段進行。因此,兩岸經濟合作架構協定中關於金融監理合作機制的確立不可能一蹴而就,兩岸可以借鑒大陸與香港證券監管合作的經驗,通過簽訂補充協定對證券監管合作體系進行不斷地完善。

與 CEPA 協議主要是關於內地向港澳特區開放服務業相比,兩岸經濟合作架構協定更強調 WTO 框架下兩個主體之間的雙向開放與合作。因此,CEPA 中關於大陸與香港證券監管合作的協調與安排並不能直接應用到兩岸經濟合作架構協定中。但是,我們應該看到,儘管不可直接比照 CEPA,但已實施六年的 CEPA 對兩岸證券監管合作仍有重要的參考價值。

第一,可以在兩岸經濟合作架構協定中,規定雙方要採取多項措施,加強金融監管部門的合作與資訊共用,為兩岸證券監管合作與協調提供強有力的法律依據。

第二,可以在兩岸經濟合作架構協定中,對兩岸證券市場開放的進程進行具體的安排,並做出相關承諾;允許兩地證券交易所互設辦事處,為密切交易所與對方監管部門的聯繫與合作發揮積極作用。

第三,在兩岸金融合作發展到一定階段之後,允許兩岸證券仲介服務機構自由從事兩岸證券業務;簡化兩地專業人員在申請證券期貨從業資格的相關程式,實現證券從業資格的互認,推進兩岸仲介機構業務的整合。

(3) 透過 WTO 的架構,簽署相關金融監管備忘錄。

雖然諒解備忘錄是有關國家證券監管機構之間簽署的關於證券監管合作與協調的並不具強制約束力的一致性意思表示，但由於 MOU 是各國對證券市場負有直接監管責任的監管部門之間達成的，其可以充當母國和東道國監管當局之間資訊交流和促進聯合監管的基本管道，同時簽訂雙方受到“善意”的道義性約束，因而成爲各國證券監管機構首選的建立證券監管合作機制的基礎檔。因此，在 WTO 框架下，簽訂兩岸證券監管合作備忘錄，最有利於兩岸證券市場一體化和兩岸證券監管合作的開展，但是政治上的分歧也最大。

由於兩岸各自都跟很多國家簽過備忘錄，除了簽約主體等幾個特殊點之外，兩岸擬定 MOU 可以基本參照國際證監會組織發佈的《諒解備忘錄的準則》的規定。從中國證監會與境外監管機構所簽訂的諒解備忘錄看，強調的是發達市場對大陸證券市場的技術援助，而對有關證券法律實施的合作與磋商只限於原則性的規定，可操作性的規定極少。因此，兩岸在簽訂證券監管合作備忘錄時，應儘量涵蓋《諒解備忘錄的準則》中所規定的十項原則內容，同時，對諒解備忘錄中有關資訊共用的程式、使用資訊方式的許可、保密要求等問題進行具體規定，以加強其可操作性。

第八章 兩岸保險業監管合作

在台灣保險市場逐漸飽和的同時，大陸的保險市場迅速發展，對台灣保險業形成極大的吸引力。同時在大陸保險業較發達的沿海地區，由於有其特殊的地理位置和對台開放的傳統和經濟基礎，兩地的風俗、文化相近，台灣保險業的理念和運作方式比起西方保險公司的容易在大陸得到投資者的認同，台灣保險業的經驗更適合兩岸開展合作。

在兩岸保險市場整合的過程中，需要兩岸不斷交流和溝通，不僅在保險市場准入規則方面，而且需要對未來綜合經營趨勢下保險業的監管進新合作與協調。本章從國際保險業監管合作的經驗研究入手，通過借鑒 WTO 金融服務業開放下的金融監管協調機制，透過國際保險業監管協會監管合作框架規範雙邊監管協調與運作，從兩岸保險市場的發展程度和監管的基本條件出發，進而實現兩岸保險業監管的合作。

一、國際保險業監管合作

(一) WTO 框架下保險業的監管合作

在 WTO《服務貿易總協定》把金融服務定義為由成員方金融服務提供者所提供的有關資金融通方面的服務，包括所有保險及與保險有關的服務以及所有銀行和其他金融服務，並在第 1 條規定了服務貿易的四種形式，其中與保險相關的服務有：

跨境服務，指從成員方境內向任何其他成員方境內提供保險服務；境外消費，指從成員國的境內向任何其他成員方的消費者提供的保險服務；商業存在，指成員方的服務提供者到其他成員方境內建立保險機構以提供保險服務；自然人移動指成員方的保險服務提供者到另一成員方境內提供金融服務。

根據該協定在《金融服務的附錄》中的規定，保險及與保險有關的服務

內容具體包括：

①直接保險：直接保險是保險公司直接對客戶的保險利益進行承保的保險，包括壽險和非壽險兩大類別。通常基於保險所保障的對象又劃分為四種：財產保險、責任保險、信用保證保險和人身保險。

②再保險和轉分保：再保險，又稱分保，是指保險人將其承擔的保險責任，以投保的方

式，部分地轉移給其他保險人。轉分保指再保險人又將其保險責任再次投保以降低承保風險。

③保險仲介：保險代理人是指根據代理合同或授權委託書，代表保險人經營保險業務的人。保險經紀人是指從維護被保險人的利益出發，代被保險人擬定保險合同並從保險公司收取傭金的人。經紀人是投保人的代理人。

④輔助性保險服務：如諮詢、保險統計、風險評估和索賠清算。

WTO《服務貿易總協定》對加入 WTO 的國家在削減服務貿易壁壘方面做了框架性的定義和說明，就保險而一言，主要包括：

①市場准入：市場准入是指每個成員方給予其他成員方保險服務及其服務提供者的待遇，應不低於其所承諾的期限、限制和條件，是國家通過實施各種法律和規章制度對本國保險市場開放程度的宏觀控制。作為一項特定的義務，它只適用於各成員方列入承諾表的服務部門、分部門和業務，而不是適用一於所有的服務領域。

②國民待遇要求：國民待遇指每一成員方給予其他成員方保險服務及其服務提供者的待遇不應低於本國的保險服務和服務提供者。儘管各國都承認國民待遇原則，但由於保險業是涉及國計民生的行業，各國在開放過程中都或多或少地設置了不少保險服務貿易壁壘以保護本國保險業的發展。例如，很多國家規定國際貨物貿易中的運輸保險須在本國投保、規定再保險的強制分保比例以及限制外資的業務和投資範圍等。

③透明度要求：在不影響國家安全與秘密前提下，各成員方應該公佈其與保險服務貿易有關的法律、法規和行政命令以及所有與保險有關的國際協定，每年將其對保險承諾產生影響的新的立法和對原有立法的修改及其他措施進行一次通報，以及建立諮詢機構以便儘快回答其成員方的詢問。但是對於那些一旦公佈就會妨礙國家法律實施或損害公共利益和具體企業正當合法商業利益的機密資料可適當例外。

④最惠國待遇：各成員國給予另，成員國保險商的待遇，也應無條件地給予其他成員方。同時，“協定”對區域合作、與周邊國家和地區的保險服務放寬了限制，允許區域內和相鄰國家之間的優惠措施不必對其他國家適用。

⑤安全及例外：保險業作為帶有經濟效益和社會效益的服務行為，在現代經濟中扮演不可缺少的角色，而外資保險對一國保險業過渡的衝擊可能導致安全和例外措施的採用。在自由化承諾引發經濟上的動盪時，“協定”允許採取安全、保障措施，發展中國家出於對幼稚的保險產業的保護也可以採用此種措施。

⑥關於發展中國家特殊待遇問題：由於發達國家與發展中國家在保險業發展水準上相差懸殊，考慮到發展中國家發展民族保險業的需要，有關金融保險服務協定中對發展中國家的

特殊待遇也做出了相應規定：在國內政策目標上，發展中國家有權在其境內對服務業採取新的規定，以適應特殊需要；在對外競爭方面，發達國家有義務幫助發展中國家擴大服務出口，特別是提高其國內服務能力、效率和競爭力，如獲得商業技術和發達國家的市場資料等；在市場准入方面，允許發展中國家根據自身的經濟水準，適當限制一些部門、行業或業務的開放，逐步實現服務貿易的自由化。

（二）國際保險業監管協會的有關規定

國際保險業監管協會（International Association Insurance Supervisor, IAIS）成立於 1994 年，是由各國（地區）保險監管機構組成的一個國際組織，目前已有包括中國在內的成員約 180 個，其成員所監管保險市場的保費收入占世界保費收入的 97%。

從 1999 年起，IAIS 開始吸收保險公司、保險行業協會、保險專業協會等作為觀察員。目前，IAIS 已擁有 100 多個觀察員。IAIS 的宗旨是：為保護保單持有人的利益，通過合作，在各國國內並從國際層面上促進保險監管的改善，以維持保險市場的效率、公平、安全與穩定；推動良好保險市場的發展；促進全球金融穩定。IAIS 的工作內容主要有兩項：其一是制定和發佈全球保險監管的原則、標準和指引；其二是為各國（地區）保險監管提供培訓、組織召開保險監管者會議和論壇等。其中最具有影響的檔之一是國際保險業監管協會於 2002 年 10 月頒佈的《保險監管核心原則》。

《保險監管核心原則》是 IAIS 在研究各國保險監管規律、總結各國保險監管經驗的基礎上提出的，它為保險業的監管提供了一個全球公認的框架。它的推行有助於保險監管機構增強監管能力，提高監管水準。但是，對 IAIS 成員而言，《保險監管核心原則》並不具有強制約束力，IAIS 成員並無義務執行這些核心原則。然而，由於《保險監管核心原則》科學、全面、系統地總結了保險監管的基本規律，而穩健的規定集中了全球保險業的智慧，並獲得了 IAIS 成員的共識。所以，作為 IAIS 成員的各國（地區）保險監管機構在其國內履行監管職責時，多會結合本國情況，貫徹實施這些原則。

核心原則 1“任何外國跨國保險機構都不得逃避監管”。IAIS 機制下會員間的監管合作是為確保其管轄區域內的外國保險跨國機構得到有效監管；接受這一原則，並沒有消除本國和東道國在保險監管方面存在差距的可能性，兩國的保險監管在制度內容上存在差距還客觀存在；對東道國境內的跨國保險子公司與分公司的監管要求不同，跨國子公司通常接受東道國的監管，遵循東道國關於資本充足性和償付能力監管的規則。而跨國分公司原則上接受東

道國監管，但對於償付能力的監管，有管轄權的本國和東道國都可以實施，通常東道國的監管機構更願意依賴本國監管機構對跨國分公司的償付能力做的評估。

關於核心原則 2“所有的國際保險集團和國際保險人在境外設立的跨國機構都必須受到有效監管”。在該原則的解釋說明中特別強調：其一，在決定是否以及基於什麼樣的基礎向其轄區內的外國保險人發放經營執照或延長經營執照的情況時，東道國監管機構需要對該外國保險人在其本國接受監管的有效性進行詳細評估，必要時可向本國監管機構進行諮詢；其二，這種評估需要考慮 IAIS 制定的監管核心原則和標準，而外國保險人的本國保險監管機構運用制裁來阻礙合作則被視為與 IAIS 有效監管的核心原則相悖。傳統的保險監管強調的是對每一保險公司實行單獨監管，因為，對其他金融機構（如銀行）提供保險容易受到蔓延的風險的攻擊，而且保險公司很少會成為對更廣泛的金融體系帶來危害的系統風險源。其三，在母公司在其他保險公司或其他金融機構有重要的參與（如參股）的情況下，評估母公司和整個集團的財務實力、把集團的潛在額外風險考慮進去是非常重要的，如償付能力資本的雙重或重複運轉結果（effects of double gearing of capital on solvency）、集團內交易、及大額風險。有關對這些情況的謹慎對待尚在激烈討論中。對國際保險集團的監管需要結合單獨公司監管與集團範圍內的監管觀點，但這樣做並不影響在 IAIS 核心原則下，堅持以單獨監管為基礎對國際保險人進行有效監管的原則。

關於核心原則 3“跨境保險機構的設立，需由本國和東道國共同磋商”。該核心原則的解釋說明強調：其一，本國與東道國之間的監管合作始於外國保險機構向東道國第一次提出建立新機構的申請，審核和批准申請的過程為兩國監管機構的未來合作創造了良好的基礎；其二，東道國的監管機構通常希望針對申請執照涉及的某些情況向本國監管者進行諮詢，然而，東道國監管機構特別要注意審核申請人的直接公司——母公司的本國監管者在批准設立之前沒有拒絕。這樣的諮詢過程會給本國監管機構創造一個機會，即可以對該保險人在東道國申請設立分支機構的計畫不予支持，還可能會建議東道國監管機構拒絕發放執照。在核查以後，東道國保險監管機構如果沒有收到本國監管機構的肯定答復，可以選擇拒絕申請或在批准執照時增加監管力度，並將對執照申請施加任何限制或禁止向本國監管者通報。其三，在對那些本國沒有遵循對資本金實力進行審慎監管的外資企業或者沒有確定的母公司負責的合資企業進行執照申請的審核時，要特別謹慎小心。在這種情況下，對所批准的任何執照，東道國監管機構都可以對其活動施加特殊限制或要求提供特殊擔保，以對其實施有效監管。其四，關於發放執照的最後決定由東道國監管機構依據非歧視原則做出，本國監管機構應保留其管轄的所有保險公司的跨境設立名錄。

關於核心規則 4“所有提供跨境保險承保服務的外國保險人應該受有效監管約束”。該核心原則的解釋說明強調：其一，如果保險消費者可以不受任何限制向境外保險人主動購買保險，他（她）要對自己的這一行為負責。如果在允許情況下進行跨境保險產品促銷服務，東道國希望獲得關於該外國保險人從事跨境保險產品促銷服務的動機，並需要核查該保險人在其本國受到其本國保險監管機構對資本金實力方面的審慎監管情況。另一種合法的途徑是：東道國監管機構對這種跨境服務實行申請准入的特殊審批程式或採取特別保護措施以保護保單持有人的利益。其二，如果跨境保險產品促銷行為得到允許，本國監管機構仍保留確保對該保險人維持償付能力的監管責任，東道國監管機構應該對本國該保險人要從事活動的保留性或缺陷性方面的明確表述特別小心。如果該保險人不具備要求的財務能力或沒有必要的專項技術謹慎管理業務，本國監管機構有權阻止該保險人的跨境保險產品促銷活動。其三，當東道國得知一個外國保險人在其管轄內有從事跨境保險產品促銷意向時，東道國監管機構需考慮該外國保險人應該向消費者提供什麼資訊，如包括對該保險人有責任監管在授權方面的資訊。

從以上 IAIS 關於跨境保險監管的四項核心原則的基本內容可以看出，IAIS 核心原則指導的跨境保險活動涉及跨境設立保險機構和跨境提供保險服務兩種類型。內容涉及基於該兩種類型的跨境保險活動，東道國和本國保險監管機構的監管協調與合作，強調的是本國與東道國保險監管機構之間的諮詢資訊與溝通的透明度、雙方監管制度的相互承認、對 IAIS 核心監管原則的協調與合作貫徹。

隨著跨境保險活動類型的豐富和活動內容創新，IAIS 跨境保險監管的原則、標準、技術要求等方面的內容也在不斷補充和完善，特別是近幾年來金融業混業經營集團的跨境經營以及全球性的保險併購熱潮，使 IAIS 機構對於跨境保險的監管所關注和研究的課題越來越具有挑戰性。IAIS 所重視的領域從單純的市場准入和東道國經營活動的監管協調與合作，發展到對會員國監管機構共同研究探討外國保險集團及國際保險人、外國金融業混業經營集團的跨境設立與經營、跨國保險公司的跨境併購、國際性巨災和特殊風險的國際分保等引發的國際市場風險、規則和制度風險、綜合風險及系統風險等能夠進行有效防範、控制和化解的國際監管協調原則與技術標準的建立；促進技術指導與合作、國際培訓與交流範圍和內容的擴大及程度的深化。

IAIS 關於市場准入的監管主要體現在 ICP6“執照”上。ICP6 開宗明義指出：保險公司在異國經營業務，首先要經過批准，取得執照。發放執照的要求應當清楚、客觀和公開。ICP6 要求，一國保險法規應當明確規定保險公司的定義；經營保險業務必須取得執照，禁止未經

批准的保險活動；明確規定保險公司可以採取的組織形式；授權監管當局發放執照的職責。保險監管者在核發執照時應當評估該級管理人員和專業技術人員的任職資格以及股東的資質，申請者的資本金要求、風險管理、業務計畫、產品資訊，與關聯公司和外包協定有關的合同資訊等。同時在協調與合作原則中建議各保險監管機構加強互相間的聯繫與交流，並且建立資訊互享機制，進一步提高國際保險監督管理的效率。

《保險監管核心原則》對外資保險公司執照申請的審批做了具體規定：

①監管機構要求本國和外國的保險公司都服從監管。所有國際保險集團和保險公司設立的保險機構都受到有效監管。跨境設立應當有母國和東道國的監管機構進行充分協商。

②保險法規對外國保險公司在本國開展業務做出規定。開展業務可以通過設立分公司或子公司的方式進行，但必須經過批准和發放執照，或者以提供服務為基礎從事保險業務活動。

③如果外國保險公司被允許在異國開展業務，監管機構應當取得以下資料：母國監管機構出具的有關該公司有權經營其擬設立申請保險業務的確認；母國監管機構關於該保險公司符合母國償付能力標準並遵守了所有監管要求的證明；如果是分支機構：分支機構的名稱和位址；在以服務提供者為基礎的情況下，在異國授權的代理的名稱（當本地的分支或子公司不存在的情況下）；在異國通常要求的與執照發放有關的資訊和檔；上述資訊要求如果是提供服務為基礎的，也可予以豁免。

二、兩岸對外資保險公司監管的比較

（一）大陸對外資保險公司的監管

伴隨著 1995 年《保險法》的頒佈，中國人民銀行下設了保險司專門負責保險監管工作，真正意義上的大陸保險監管才開始進行。1998 年 11 月 18 日中國保險監督管理委員會成立，標誌著大陸保險監管進入了一個新的階段。保監會是大陸商業保險的主管部門，根據政府授權履行行政管理職能，依照法律、法規統一監督管理大陸保險市場，建立起了一個對內外保險機構的統一監管機構。

大陸保監會的基本職能：一是規範保險市場的經營行為；二是調控保險業的健康發展。具體分為四個方面：擬定有關商業保險的政策法規和行業發展規劃；依法對保險企業的經營活動進行監督管理和業務指導，維護保險市場秩序，依法查處保險企業違法違規行為，保護被保險人利益；培育和發展保險市場，推進保險業改革，完善保險市場體系，促進保險企業

公平競爭；建立保險業風險的評價與預警系統，防範和化解保險業風險，促進保險企業穩健經營與業務的健康發展。

20 世紀 80 年代初，由於當時大陸保險業剛剛起步，保險市場幾乎為人民保險公司這家公司獨資公司所壟斷，外資保險公司還沒有進入大陸市場，因此當時外資保險監管立法尚屬空白。1992 年第一家外資保險公司美國友邦保險公司入駐上海後，人民銀行發佈了《上海外資保險機構暫行管理辦法》指導引進外資保險公司的試點工作，拉開了大陸外資保險監管立法的序幕。《上海外資保險機構暫行管理辦法》對促進大陸保險市場的開放、維持保險市場的競爭秩序、積累監管經驗起到了積極作用，但隨著對外資開放的加快，外資保險公司數目的不斷增加，尤具足在大陸加入 WTO 後的新形勢下，這一規定越來越明顯滯後，已無法適應新形勢的新要求，而且 1995 年出台的《保險法》以及隨後頒佈的一系列規章都是僅僅從立法技術的角度在總則或附則中說明其對外資保險公司是否適用。因此大陸於 2002 年出台了《外資保險公司管理條例》，採用專項立法的形式為保監會對外資保險公司的監管提供了法律依據。同年大陸人大常委會又修改了 1995 年的《保險法》，使之更加符合大陸的入世承諾，新《保險法》於 2003 年 1 月 1 日正式實施。

新《保險法》對原保險法中 33 個條文進行了修改，新增了 6 條規定，修訂主要集中在保險業法部分，在保護被保險人利益、規範保險業經營活動、強調誠信、推進保險改革、加強監督管理等方面都做出了新的規定，更加符合 WTO 的基本原則。作為大陸保險業的最高層次的立法，它的修訂成為外資保險監管的基礎。

隨著進入大陸的外資保險機構日漸增多，外資保險機構已經成為大陸保險市場一股不可小覷的力量。1992 年的《上海外資保險機構暫行管理辦法》於 1995 年進行了修訂，在一段時期內成為大陸外資保險機構監管的主要法律依據。1999 年保監會在聽取多方面意見的基礎上，發佈了《外資保險機構駐華代表機構管理辦法》。2000 年 3 月發佈了《保險公司管理辦法》。為加強對愈來愈多的外資保險機構有效監管，在《上海外資保險機構暫行管理辦法》的基礎上，又於 2001 年 12 月 5 日發佈了《中華人民共和國外資保險公司管理條例》。

從總體上來說，外資保險機構的監管可分為市場准入監管和業務經營監管兩部分。按照當前大陸外資保險機構監管的前述法律依據，大陸對外資保險監管的實體內容如下：

① 市場准入的監管

准入的組織形式和設立條件。《中華人民共和國外資保險公司管理條例》第二條規定外資保險公司進入中國大陸可採取合資保險公司、獨資保險公司和外國保險公司分公司三種組織形式。《外資保險條例》第 7 條、第 8 條規定的設立條件是合資保險公司、獨資保險公司

的註冊資本最低限額為 2 億元人民幣或者其等值的自由兌換貨幣；其註冊資本最低限額必須為實繳貨幣資本。外國保險公司的出資，應當為自由兌換貨幣。外國保險公司分公司應當由其總公司無償撥給不少於 2 億元人民幣等值的自由兌換貨幣的營運資金。保監會根據外資保險公司業務範圍、經營規模，可以提高前兩款規定的外資保險公司註冊資本或者營運資金的最低限額。申請設立外資保險公司的外國保險公司，應當具備下列條件：母公司資產規模至少 50 億美元；要在原地區經營保險公司超過 30 年；要在大陸設立辦事處超過 2 年；所在國家或者地區有完善的保險監管制度，並且該外國保險公司已經受到所在國家或者地區有關主管當局的有效監管；符合所在國家或者地區償付能力標準；所在國家或者地區有關主管當局同意其申請；保監會規定的其他審慎性條件。

②外資保險機構的經營及財務監管。

經營範圍限定，外資保險公司按照中國保監會核定的業務範圍，可以全部或者部分依法經營下列種類的保險業務：財產保險業務，包括財產損失保險、責任保險、信用保險等保險業務；人身保險業務，包括人壽保險、健康保險、意外傷害保險等保險業務。外資保險公司經保監會按照有關規定核定，可以在核定的範圍內經營大型商業風險保險業務、統括保單、保險收務。同一外資保險公司不得同時兼營財產保險業務和人身保險業務。外資保險公司可以依法經營下列再保險業務：分出保險、分入保險。外資保險公司的具體業務範圍、業務地域範圍和服務對象範圍，由保監會按照有關規定核定。外資保險公司只能在核定的範圍內從事保險業務活動。

③費率監管

保監會發佈的《財產保險條款費率管理暫行辦法》規定：保險機構設計保險條款應遵循合法性、平等性、嚴謹性和通俗性的原則。保險機構厘定費率應遵循穩定性、適應性和公平性的原則。凡在中華人民共和國境內經營財產保險業務的保險機構，均應按照本辦法的規定將其擬定的保險條款和費率向監管機關備案。

④財務監管

外資保險公司成立後，應當按照其註冊資本或者營運資金總額的 20%提取保證金，存入保監會指定的銀行；保證金除外資保險公司清算時用於清償債務外，不得動用。保監會有權檢查外資保險公司的業務狀況、財務狀況及資金運用狀況，有一權要求外資保險公司在規定的期限內提供有關檔、資料和書面報告，有權對違法違規行為依法進行處罰、處理。外資保險公司應當接受中國保監會依法進行的監督檢查，如實提供有關檔、資料和書面報告。

⑤市場退出監管，外資保險公司分公司的總公司解散、依法被撤銷或者被宣告破產的，

保監會應當停止該分公司開展新業務。外資保險公司因分立、合併或者公司章程規定的解散事由出現，經中國保監會批准後解散。外資保險公司解散的，應當依法成立清算組，進行清算。經營人壽保險業務的外資保險公司，除分立、合併外，不得解散。外資保險公司違反法律、行政法規，被保監會吊銷經營保險業務許可證的，依法撤銷，由保監會依法及時組織成立清算組進行清算。外資保險公司因解散、依法被撤銷而清算的，應當自清算組成立之日起 60 日內在報紙上至少公告 3 次。公告內容應當經中國保監會核准。外資保險公司解散、依法被撤銷或者被宣告破產的，未清償債務前，不得將其財產轉移至中國境外。

（二）台灣對外資保險公司的監管

台灣保險市場對外開放的歷史並不長。台灣是在其保險市場發展了二十多年後才逐步對外開放的，其間經歷了 20 世紀 80 年代的初次開放和 90 年代的大規模開放兩次高潮。80 年代中期的經濟“自由化、國際化和制度化”，促進了保險業的開放進程；1990 年，台灣仍然嚴格限制進入台灣地區的外資保險公司的具體條件，防止外資進入後可能帶來的負面影響，直至 1995 年，台灣才全面開放保險市場。

儘管引入了外資保險公司，但台灣本土保險業卻能夠在競爭激烈的保險市場站穩腳跟，並取得相當可觀的成績。台灣保險市場對外開放的成功經驗，可以總結為以下幾個方面：首先，制定了一系列法律法規限制進入台灣地區保險公司的資格，對外資保險公司的進入進行嚴格審核監管，防止不合格的外資保險公司給台灣地區保險業帶來負面影響；其次，十分重視保險業的法制建設，早在開放之前，就對相關的對外開放方面的法律做了充分研究，這些規定對穩定市場開放秩序、促進保險市場平穩發展起到了十分重要的作用；再次，一直以非常謹慎的態度控制對外開放進程，使台灣地區保險業主體能夠獲得較長時間發展成熟的機會，進而得以增強自身的抗衡能力，有效地避免市場份額的流失。

根據台灣 1995 年 7 月 17 日頒佈的有關外國保險公司在台設立分支機構規定的修正案，台灣全面放寬了對保險市場的外資准入限制，取消了進入台灣的外國保險公司有關高額實收資本和高額資產淨值的“雙高”履行要求，將准入條件侷限在以下兩方面：①從業記錄良好，以往三年財務穩健；②五年內未因違法而受其母國監管當局的懲處。此外台灣還放寬了外資保險公司組織形式的限制，允許外國相互保險公司在台灣開設分公司，並取消了外國保險公司開業權的互惠限制。

三、兩岸保險業監管合作

保險的綜合經營，能夠有效整合運營保險公司自身的各種資源，帶來較大的外來效應以及共用客戶資訊，提供一站式的金融服務和實現服務價值鏈的增值服務。綜合經營對兩岸保險業監管合作提出了新的挑戰。未來兩岸可以在 WTO 框架下，參照 IAIS 的相關規則對兩岸保險業監管合作與協調進行規範。

大陸在對外資保險機構監管上存在幾個較為嚴重的問題，也是未來兩岸保險業監管合作必須克服的關鍵問題。

①疏忽了外資通過收購股份進入大陸保險市場的問題

從現有的《外資保險公司管理條例》及其實施細則規定來看，所涉及的合資保險公司或者獨資保險公司都是從新設的角度考慮的，至於對外資保險公司通過收購已經取得市場准入資格的中資保險公司部分或全部股份的問題沒有任何規定。有關保險公司的改制和上市，並試圖吸收外資保險公司的入股，外資保險公司的此種特殊准入問題應該納入外資保險公司市場准入監管法制體系中。從具體操作及各國的實踐來看，外資保險公司通過已經成立的中資保險公司的殼進入大陸保險市場，不能簡單的等同於新設立的合資公司來操作。因為其中涉及許多新問題：第一，在申請人主體資格上，外國金融機構是否有必要必須滿足諸如在中國境內從業一定年限或者設立一定機構達到一定年限的條件；第二，直接通過股權的進入，不僅僅是外資保險公司的市場准入，還關涉到保險公司因併購所帶來的各種新問題，如同業競爭等；第三，直接借助股權進入將大大減少監管當局對外資保險公司准入上的審查與核准程式，因此監管當局必須考慮如何通過從其他准入機制強化外資保險公司併購准入問題的監管。關於外資保險公司通過收購中資保險公司股份的問題，保監會 2000 年 9 月發佈了《向保險公司投資入股暫行規定》，2001 年 6 月發佈了《關於規範中資保險公司吸收外資參股有關事項的通知》。上述法律檔對申請收購中資保險公司股份的主體資格、監管部門需要審查的材料、收購程式等方面的規定還存在問題，需要進一步明確和規範。

②缺乏對跨國金融集團的監管

金融集團的存在已經是一個事實，但是大陸目前的法律法規中還沒有有關金融集團的概念，從嚴格意義上講，金融集團還沒有相應的法律法規賦予其合法的主體地位。由於有關金融集團立法的缺乏，致使大陸對金融集團的監管處於無法可依的局面。由於大陸採取的是分業監管模式，即銀監會、證監會、保監會分別是跨國金融集團的銀行業、證券業和保險業的監管機構。這種分業監管模式下銀監會、證監會和保監會三個部門鑒於監管範圍的束縛，缺

乏有針對性地監管制度安排，往往各自為政，彼此缺乏協調，容易出現監管滯後和重複監管。

③缺乏外資保險公司監管的國際合作規定

隨著國際金融一體化的加強，對外資保險公司的監管僅僅依靠東道國是不夠的，還有賴於國際監管合作。大陸《外資保險公司管理條例》只規定在大陸設立外資保險公司分支機構的申請者所在國家或地區必須有完善的金融監管制度，並提交申請者所在國家或地區有關主管當局核發的營業執照（附本）以及對其符合償付能力標準的證明和對其申請的意見書。除此沒有其他關於加強市場准入監管國際合作的明確規定。另外，作為國際保險業監管協會的成員，大陸保險執照監管與 IAIS 存在一定的差異，在保險公司內部審計師任職資格、對申請者的風險管理要求、與關聯公司及外包協定有關的合同的資訊要求等方面均未作明確規定。雖然目前大陸保監會與各國保險監督機關之間的聯繫日益緊密，但還沒有形成制度化、經常性的資訊交流與合作，由此導致不能及時發現問題和預防金融風險。

由於台資進入大陸保險市場必然會涉及到通過收購股份進入大陸保險市場問題，金融控股公司進入大陸保險市場問題，以及兩岸監管當局合作問題。所以，解決兩岸保險業監管合作的問題，大陸必須從以下幾個方面入手率先進行改革，才能為未來兩岸保險業監管合作構建良好的基礎。

①補充完善外資保險公司通過收購股份進入大陸保險市場的規定

從國外的經驗來看，外資保險公司直接通過股權方進入東道國保險公司的市場准入監管應該突出如下幾個方面的內容：1) 完善收購申請審批。在保險收購交易發生前，收購企業應向保險監管部門提出申請，還需附上收購計畫書，其中包括新股東、董事、高管的資質及商業計畫書的可行性，並提交有關收購雙方的財務情況、經營情況等材料，監管當局在收到申請材料後需要對該收購行為進行審查，審查的內容主要包括收購條件是否公平合理，是否符合有關法律法規的規定，已達到保護中小投資者的利益、維護市場上的競爭秩序的目的。2) 對外資股權佔有的最高比例進行限制。這種比例的設置，很顯然與新設的中外合資保險公司的情況不同。因為外資保險公司通過中資保險公司的外殼直接進入，不僅規避了新設程式的眾多限制，更為重要的是它可能影響到國內保險公司被侵蝕，嚴重者將直接威脅到保險業的正常競爭秩序。基於此，一些國家的立法往往對外資金進入的最高比例進行限制。3) 從競爭法的角度，限制以壟斷或者競爭為目的來收購國內保險機構的股份。另外，還應當整合《向保險公司投資入股暫行規定》和《關於規範中資保險公司吸收外資參股有關事項的通知》中對外資通過收購已設立的中資保險公司的股份准入的規定，進一步完善外資股東的資格條件，保監會的審查與批准程式以及收購比例的限制等規定。

②完善對金融集團市場准入的監管

根據國際保險業監管協會，ICP17 指出：法律規定和監管要充分考慮到集團化運營導致保險公司風險狀況的變化，確保進行足夠的集團分析，必要時，採取合適的監管措施。從國際經驗看，金融控股集團特有的金融風險一般包括：風險傳染、資本重複計算、透明度低、利益衝突等。金融集團可能產生的一系列金融風險將會給一國保險業帶來衝擊，因此，加強金融集團市場准入監管，對金融集團中業務的申請者資格、註冊資本以及業務範圍等進行規範，從源頭上消除產生金融風險的可能因素，有利於一國經濟的健康發展。

針對大陸對金融集團立法的不足，首先要逐步完善大陸金融控股公司的立法。在完善民法、公司法、銀行法、證券法和保險法等各層次中涉及金融控股公司的法律規範的基礎上，制定專門的金融控股公司法，對金融控股公司的設立、業務範圍、法律地位、監管責任等以法律的形式予以明確，使大陸金融控股公司的發展在法律規定的體系下正常進行，並且使金融控股公司的監管有充分的法律依據。其次要完善大陸外資金融機構的監管立法。大陸可在有關立法中規定，任何一家在大陸開業的跨國金融集團應當毫無例外的受到母國監管機構的監管，而且這種監管是建立在統一和綜合的基礎上，更重要的是母國的監管必須是有效的和足夠的；在國外跨國金融集團在大陸設立分支機構的程式方面，應規定必須得到大陸和母國監管當局的雙方同意。同時，應當充分利用 WTO 框架下的審慎監管措施，加強對外國跨國金融集團在大陸設立分支機構的監管。第三要完善大陸跨國金融集團的監管主體構建，確立對跨國金融集團承擔主要監管責任的主監管機構和進行資訊協調的協調員制度。

③加強兩岸在國際組織中的溝通交流

大陸應對保險市場監管國際合作的進行明確立法，賦予相關監管部門國際合作的許可權和責任。通過參加國際保險業監管協會的會議和合談，參與國際多邊保險規則的擬定，加強兩岸家保險監管機構的聯繫與合作。更重要的是，國際保險監管者協會為兩岸就某些重大問題（如監管標準、監管模式等）進行溝通、磋商和處置提供了一個半官方性質的平台，不僅兩岸可以形成制度化、經常性的資訊交流與合作，而且可以更為及時、有效合作處理兩岸保險業開放進程中的突發性事件。

參考文獻

- [1] 王曉明.廈台資金流動中值得關注的幾個問題[J].中國金融, 2008, (19).
- [2] 鄭鳴.關聯式融資制度演變的經濟學分析——日本的實踐、經驗及啓示[R].2005年“中日金融制度、金融監管和貨幣政策比較研究”國際學術研討會會議論文.
- [3] 鄭鳴,張燕.中國銀行業效率的實證研究[J].廈門大學學報(哲學社會科學版),2004,(6).
- [4] 鄭鳴,林潘穎.我國商業銀行價值創造能力研究——基於EVA的實證研究[J].廈門大學學報(哲學社會科學版), 2006, (5).
- [5] 鄭鳴、肖健.資本結構、代理成本與銀行價值[J].廈門大學學報(哲社版), 2008, (4).
- [6] 王曉明.台資企業金融需求與大陸金融服務匹配性問題研究[R].探索與思考, 人民銀行學術講座與領導幹部調研報告選(2006年度), 中國金融出版社, 2006.
- [7] 王曉明.國外金融開放與金融安全問題研究[R].中國人民銀行研究報告 2006, (6).
- [8] 王曉明,施海松等.廈門地區金融生態環境調查報告[J].金融研究, 中國人民銀行青年課題組 2006, 增刊.
- [9] 歐陽衛民,王曉明等.中國保險業可疑交易類型及監測方法研究[J].歐陽衛民主編、王曉明、柴青山等副主編, 中國洗錢犯罪類型學初探[M].法律出版社 2007, 9.
- [10] 王曉明.緩解銀行體系流動性過剩應積極發展地方直接融資[M].特區金融工作思考, 中國金融出版社 2008.
- [11] 中國人民銀行.中國金融穩定報告(2006)[M].2006.
- [12] 蔡錕銘.內部資金移轉定價在銀行經營中的地位[J].台灣第一銀行季刊, 2004(3).
- [13] 蔡錕銘.逆向抵押權住宅貸款之問題點及解決方法[J].台灣第一銀行季刊, 2008(1).
- [14] 鄧麗娟.海峽兩岸金融往來的困境及其突破探討[J].臺灣研究, 2008(1).
- [15] 章和傑.簡析兩岸金融合作的現狀與相關建議[J].臺灣研究, 2007.
- [16] 衣長軍.海峽兩岸金融合作的瓶頸與機制創新構想[J].經濟縱橫, 2007(6).
- [17] 張雲涵.台灣金融業赴大陸發展之機會與挑戰: 以銀行為主[D].淡江大學中國大陸研究所, 2007.
- [18] 郭舒萍.我國中小商業銀行戰略聯盟研究[D].江西財經大學工商管理系, 2006.
- [19] 傅仲珩.海峽兩岸銀行業往來現狀與合作構想[J].福建金融, 2004(4).

- [20] 李紀珠，簡永光.台灣銀行業赴大陸發展之機會與挑戰[J]. 國家政策論壇月刊第七期，2002.
- [21] 馮麗霞. 內部資本市場：組織、載體、交易與租金[J].會計研究，2006，(8)：37-43.
- [22] 王國剛.《運作機理：控股公司與金融控股公司》，人民出版社 2006，(1) .
- [23] 宗建雄.《兩岸銀行保險之比較研究》，淡江大學保險學系 2007.
- [24] 陳恩，張乖利.新世紀珠江三角洲台商融資問題探析[J]，武漢金融 2007，(7) .
- [25] 簡永光.兩岸銀行業之互動環境與展望[J].台灣金融研訓院 2003.
- [26] 王鵬.資訊不對稱條件下大陸台資企業融資障礙分析[J]，臺灣研究 2008，(1) .
- [27] 汪旭暉.家族公司資源配置效率與治理機制優化[J].管理科學,2003，(10).
- [28] 中國人民銀行廈門市中心支行課題組.兩岸金融交往的障礙與對策分析[J].金融研究，2001.
- [29] 程煉.歐盟金融監管：現狀、問題與趨勢[J].中國金融，2008.
- [30] 鄧麗鵠.海峽兩岸金融往來的困境及其突破探討[J].臺灣研究，2008.
- [31] 章和傑.簡析兩岸金融合作的現狀與相關建議[J].臺灣研究，2007.
- [32] 薛琦，許史金.兩岸金融監理[J].國家政策季刊，2004.
- [33] 王儷容.兩岸金融互動之困難與機會[J].經濟前瞻，2007.
- [34] 福建省發改委課題組.兩岸交流合作先行區的機制創新[J].發展研究，2008.
- [35] 吳婷婷，餘銳.金融監管邊界分析：對成本-收益分析法的質疑及新方法的提出[J].決策參考，2004.
- [36] 劉國奮.兩岸經貿交流 20 年：臺灣當局七次“降溫”行動分析[J].臺灣研究，2007,(6).
- [37] 範起興，湯佳，陳璟超.兩岸貨幣兌換與結算的政策選擇與經濟效應分析[J].上海金融，2007,(7).
- [38] 吳國培.海峽兩岸資金流動現狀與清算模式研究.金融改革研究與海峽西岸經濟區建設實踐,中國金融出版社 2008,5.
- [39] 朱孟楠，郭春松，王俊方.“中元”貨幣區的可行性研究與現實思考[J].亞太經濟,2005,4.
- [40] 杜朝運.海峽兩岸經濟金融生態優化問題研究[M].廈門:廈門大學出版社, 2007.
- [41] 黃建忠,蔡宏波:中央對閩特殊政策及其對閩台經貿關係影響的經濟學分析——兼論海峽西岸經濟區建設的政策取向[J].亞太經濟,2005,(專刊).
- [42] 黃梅波.兩岸經貿關係回顧與展望[M].北京人民出版社,2007.
- [43] 董維.台商在深圳的投資動態及其影響因素分析[J].改革與戰略, 2007,(1).

- [44] 肖文,林高榜.新一輪大陸宏觀經濟調控對利用台資的影響[J].臺灣研究, 2008, (2).
- [45] 張琦.區域經濟發展比較研究[M].北京:經濟日報出版社, 2007.
- [46] 鄭航濱.海峽兩岸產業發展現狀與金融服務業合作[J].福建金融, 2007,(4).
- [47] 李允傑, 李俊緯.兩岸簽署金融 MOU 的問題與影響[J].台灣中央網路報,2008.
- [48] 賀衛平.“澳門模式”探析[J].統一論壇.2007 (4) .
- [49] 鄧利娟.兩岸入世後金融交流與合作問題的探討[J].臺灣研究集刊,2002,(3).
- [50] 鄧利娟. 2002 年臺灣經濟形勢分析[J].臺灣研究集刊,2003 , (1).
- [51] 徐豔琳,黃影.試論近年來兩岸金融合作的新發展[J].臺灣研究集刊,2004,(1).
- [52] 楊勝剛,胡海波.臺灣地方金融發展:歷史進程與現實障礙[J].臺灣研究,2004,(2).
- [53] 朱孟楠,陳文奇,江寧.關於福建省率先建立“海峽兩岸金融合作實驗區”的設想[J].福建金融,2004,(8).
- [54] 王建民.海峽兩岸證券業的交流與合作[Z].中國網,2002,9,20.
- [55] 福建省金融學會赴臺灣金融考察團.臺灣金融業現狀及兩岸金融交往的設想[J].福建金融,2003,(3).
- [56] 張文棋.臺灣合作金融.發展與借鑒[J].亞太經濟,2006,(2).
- [57] 劉雲.兩岸金融交流與合作[J].中國金融,2004,(5).
- [58] 黃影,徐豔琳.人民幣與新臺幣兌換問題探討[J].經濟前沿,2006,(8).
- [59] 曹小衡.海峽兩岸經濟一體化的選擇與定位[J].臺灣研究,2001,(2).
- [60] 歐陽衛民主編.兩岸金融研究[M].廈門大學出版社, 2003 年,1.
- [61] 喬海曙.金融監管體制改革:英國的實踐和評價[J].金融與保險,2003,(8).
- [62] 鐘偉.論貨幣政策和金融監管分立的有效性前提[J].金融與保險,2003,(5).
- [63] 黃燕君, 樓擁勤.加入 WTO 後我國對外資銀行的監管策略研究[J].商業研究, 2002,(9).
- [64] 閻治軍.論我國中央銀行監管職能的有效發揮與完善[J].甘肅金融,2002,(10).
- [65] 傅強.完善我國銀行監管體系的思考[J].金融研究,2002,(6).
- [66] 閻慶民.金融全球化與中央銀行監管有效性分析[J].金融研究,2002,(2).
- [67] 陸磊.資訊結構、利益集團與公共政策:當前金融監管制度選擇中的理論問題[J].經濟研究, 2000 , (12) .
- [68] 蔣海,鐘探,齊潔.對金融監管理論基礎及其政策的反思[J].經濟科學,2002 , (4) .
- [69] 陳建華,程祀國.金融機構與金融監管有效性研究[J].金融研究, 2000 , (1) .
- [70] 巴曙松.金融風險監管框架發展中的巴塞爾新資本協議[J].國際經濟評論, 2003,(3).

- [71] 閻慶民.金融全球化中央銀行監管有效性分析[J].金融研究，2002,(2).
- [72] 蔣海,劉少波.金融監管理論及其新進展[J].經濟評論，2003,(1).
- [73] 項衛星,傅立文.金融監管中的資訊與激勵—對現代金融監管理論發展的一個綜述[J].國際金融研究，2005,(4).
- [74] 白欽先.20 世紀金融監管理論與實踐的回顧和展望[J].城市金融論壇, 2000.
- [75] 李非.海峽兩岸經濟合作問題研究[M].北京九州出版社，2000.
- [76] 鄒輝霞.現代商業銀行監管[M].中火民族大學出版社，2000.
- [77] 國世平主編.香港金融監管[M].中國計畫出版社，2002.
- [78] 檀江林.經濟自由化以來臺灣金融改革研究[M].合肥工業大學出版社，2005.
- [79] 王春閣.內地公司香港上市及兩地監管合作研究[M].北京大學出版社，2005.
- [80] 劉珍瑜.經濟全球化背景下的兩岸金融交流與合作研究[D].湖南大學碩士學位論文，2003.
- [81] 吳成頌.海峽兩岸證券市場效率研究的一個視角[D].河海大學博士學位論文，2005.
- [82] 簡育宗.世界貿易組織(WTO)—服務貿易總協定(GATS)下兩岸保險市場研究[D].中國政法大學博士學位論文，2005.
- [83] 肖灼基.海峽兩岸證券市場合作前景[J].經濟學家，1995.
- [84] 楊秀麗.海峽兩岸保險業的合作與前景[J].保險研究，1997.
- [85] 蘇美祥.臺灣營建亞太金融中心的前景及對閩台金融交往的影響[J].福建論壇，1998.
- [86] 謝平.金融控股公司的發展與監管[M].中信出版社，2004.
- [87] 夏斌.金融控股公司研究[M].中國金融出版社，2001.
- [88] 夏斌.金融控股公司五大宏觀風險[N].國際金融報,2002.
- [89] 吳曉靈.金融混業經營和監管現實[N].金融時報，2003.
- [90] 貝政新、陸軍榮.金融控股公司論:兼析在我國的發展[M].復旦大學出版社，2003.
- [91] 張春子.金融控股集團組建於運營[M].機械工業出版社，2005.
- [92] 熊波等.金融控股公司理論與實踐[M].經濟管理出版社，2002.
- [93] 葉輔靖.全能銀行比較研究——兼論混業與分業經營[M].中國金融出版社，2001.
- [94] 邵東亞.金融業的分與合:全球演進與中國實踐[M].北京大學出版社，2003.
- [95] 易憲容.混業經營:21 世紀全球金融業的發展趨勢[M].中國金融理論前沿，2000 .
- [96] 孫文、凌偉健.分業經營與金融控股公司的發展[J].金融研究，2002(7).
- [97] 張健華.我國商業銀行效率研究的 DEA 方法及 1997- 2001 年效率的實證分析[J].金融研

- 究,2003 (3).
- [98] 魏煜、王麗.中國商業銀行效率研究[J].金融研究,2000,(3).
- [99] 王聰、鄒朋飛.基於資本結構和風險考慮的中國商業銀行 X—效率研究[J].管理世界,2006 (11) .
- [100] 汪倩.加強金融監管的國際合作[J].武鋼職工大學學報,2001,(3).
- [101] 譚政勳,王聰.我國商業銀行效率結構與競爭力研究[J].暨南學報(哲學社會科學版), 2007 (3) .
- [102] 汪倩.加強金融監管的國際合作[J].武鋼職工大學學報,2001,(3).
- [103] 張愛寧.國際法原理與案例解析[M].人民法院出版社,2000,(7).
- [104] 溫樹英.論金融監管國際化[J].山西財經大學學報,2001,(5).
- [105] 李仁真.國際銀行的並表監管[J].經濟評論,2000,(3).
- [106] 馬傑.經濟全球化與國家經濟安全[M].經濟科學出版社,2000,(1).
- [107] 岳彩申.跨國銀行法律制度研究[M].北京大學出版社,2002,(3).
- [108] 林俊國,傅海波.金融監管國際合作的最新發展及前景展望[J].商業研究,2002,(12).
- [109] 楊雅惠.大陸金融發展與兩岸金融競合[J].兩岸經貿,2004,10(154).
- [110] 許振明.臺灣金融改革與金融發展前景[Z].赴廈門大學臺灣研究院交流稿:<http://twri.xmu.edu.cn/Article/byxx/zxtz/2005-07-03/73.htm1>,2005,(7).
- [111] 霍德明.臺灣金融政策及其借鑒[Z].赴南開大學經濟學院交流發言稿:<http://jjxy.nankai.edu.cn/xinwen/shownews.asp?id=520>,2006,(5).
- [112] 刁維仁.兩岸金融往來發展與建議[R].中國國際金融論壇發言報告.2005.
- [113] Aly,H.Y.,R.Grabowski,C. Pasurka and N. Rangan. Technical , scale and allocative efficiencies in U. S. banking : An empirical investigation[J] . Review of Economics and Statistics 72 , 1990.
- [114] Berger,A. N. , Humphrey, D.B. Efficiency of financial Institutions : International survey and directions for future re2 search[J] . European Journal of Operational Research 98 , 1997.
- [115] Leigh Drake, Maximilian J .B. Hall. Efficiency in Japanese banking : An empirical analysis[J] . Journal of Banking & Finance 27 , 2003.
- [116] Milind Sathye. Efficiency of banks in a developing economy : The case of India[J] . European Journal of Operational Research 148 ,2003.
- [117] George E. Halkos. , Dimitrios S. Salamouris. Efficiency measurement of the Greek

- commercial banks with the use of financial ratios : a data envelopment analysis approach[J] .
 Management Accounting Research 15 ,2004.
- [118] Bernardo, A. E., Luo, J., & Wang, J. J. (2006). A theory of socialistic internal capital markets. *Journal of Financial Economics*, 80(3), 485-509.
- [119] Billett, M. T. & Mauer, D. C. (2003). Cross Subsidies, External Financing Constraints, and the Contribution of the Internal Capital Markets to Firm Value, *The Review of Financial Studies*, 16: 1167-1201.
- [120] Cestone G. & Fumagalli C. (2003) .The strategic impact of resource flexibility in business groups ,*Rand Journal of Economics*.
- [121] Chevalier, Judith A. (2000). What Do We Know About Cross-Subsidization? Evidence from the Investment Policies of Merging Firms, Working Paper, University of Chicago GSB.
- [122] Elyasiani , E. and S.M.Mehdian.Anonparametric approach to measurement of efficiency and technological change :The case of large U. S. commercial banks[J].*Journal of Financial Services Research* 4 , 1990.
- [123] Gautier, A., & Hamadi, M. (2005). Internal Capital market Efficiency of Belgian Holding Companies, IRES Discussion Papers.
- [124] Gertner, R., Powers, E., & Scharfstein, D. (2002). Learning about Internal Capital Markets from Corporate Spin-offs. *Journal of Finance*, 57(6), 2479.
- [125] Grabowski,R.,N.Rangan and R.Rezvanian.The effect of deregulation on the efficiency of U. S. banking firms[J] . *Journal of Economics and Business* 46 , 1994.
- [126] Hoshi, T., & Kashyap, A. (1991). Corporate Structure, Liquidity, and Investment:Evidence from Japanese Industrial Groups. *Quarterly Journal of Economics*, 106(1), 33.
- [127] Houston, J., C. James, & D. Marcus (1997). Capital Market Frictions and the Role of Internal Capital Markets in Banking, *Journal of Financial Economics*, Vol. 46: 135-164.
- [128] Khanna, N., & Tice, S. (2001). The Bright Side of Internal Capital Markets. *Journal of Finance*, 56(4)
- [129] Murillo Campello (2002). Internal Capital Markets in Financial Conglomerates: Evidence from Small Bank Responses to Monetary Policy, *The Journal of Finance*, vol. lvII, NO. 6: 2773-2805.

- [130] Owen Lamont (1997). Cash Flow and Investment: Evidence from Internal Capital Markets, *Journal of Finance*, Vol. 52: 83-109.
- [131] Peter G. K, Marc R. S. (1998). Diversification, Organization, and Efficiency: Evidence from Bank Holding Companies, Working Paper.
- [132] Rangan,N,R.Gawbowski,H.Y.ALYand C.Pasurka.The technical efficiency of U. S. banks[J] . *Economics Letters* 28 ,1988.
- [133] Rajan, R., Servaes H., & Zingales L. (2000). The cost of diversity: the diversification discount and inefficient investment, *Journal of Finance*, Vol. LV. No.1, 35-80.
- [134] Stephen M. Miller,Athanansios G. Noulas. The technical efficiency of large bank production [J] . *Journal of Banking & Finance* 20 ,1996.
- [135] Samphantharak, K. (2003). Internal Capital Markets in Business Groups, mimeo, University of Chicago.
- [136] Scharfstein, D.S. (1998). The Dark Side of Internal Capital Markets II: Evidence from Diversified Conglomerates, NEBR Working Paper No. 6352.
- [137] Shin, H. & Stulz, R.M. (1998). Are Internal Capital Markets Efficient? *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 113: 531-552.
- [138] Whited, Toni, M. (2001). Is it inefficient investment that causes the diversification discount? *Journal of Finance*, Vol. LVL.
- [139] Perotti, E. C., & Gelfer, S. (2001). Red barons or robber barons? Governance and investment in Russian financial-industrial groups. *European Economic Review*, 45(9), 1601-1617.
- [140] Nam, and Sang-Woo. Business Group Looted by Controlling Families and the Asian Crisis[Z].ADB Institute Research Paper Series No.27.
- [141] Berle, Adolf, and Gardiner Means. *The Modern Corporation and Private Property*[M]. Macmillan, New York,1932.
- [142] Jensen, Michael, and William Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency cost and Ownership Structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 1976,(3).
- [143] William S. Schulze, Michael H. Lubatkin, Richard N.Dino, and Ann K. Buchholtz. Agency Relationships in Family Firms: Theory and Evidence[J]. *Organization Science*, 2001,(12).

- [144] Yue, P. Data envelopment analysis and commercial bank performance : A primer with applications to Missouri banks[J] .Federal reserve bank of St. Louis Review74,1992.
- [145] Meyer M.,and L.G. Zucker. Permanently Failing Organizations[M]. Sage, Newbury Park,1989.
- [146] Perez-Gonzalez, and Francisco. Inherited Control and Firm Performance[Z]. NBER, Working Paper, 2002.
- [147] Ang, Cole , and Lin. Agency Cost and Ownership Structure[J].Journal of Financial, 2000(55).
- [148] Neri Karra, Paul Tracey, and Nelson Phillips. Altruism and Agency in the Family Firm: Exploring the Role of Family, Kinship, and Ethnicity[J]. Entrepreneurship Theory and Practice,2006(30).
- [149] William S. Schulze, Michael H. Lubatkin,and Richard N. Dino.Altruism,Agency and the Competitiveness of Family Firms[J].Managerial and Decision Economics 2002(23).
- [150] Buchanan,J.M.The Samaritan's dilemma. E.S.Phelps,ed. Altruism, Morality and Economic Theory[M].Russell Sage Foundation,New York,1975.
- [151] Handler W.,Kram K.Succession in family firms: The problem of resistance[J].Family Business Review,1988(1).
- [152] Tagiuri R.,and Davis J.Bivalent attributes of the family firms[Z]. Harvard Business School,Working paper,1982.

附件 1：

海峽兩岸貨幣清算機制設計與效應分析

肖健 鄭鳴 沈菲

(本文發表於大陸學術刊物《臺灣研究》2009 年第 2 期)

入世後，海峽兩岸經貿合作與交流日趨緊密，但兩岸金融合作至今還停留在間接、單向和局部的階段。長期以來，兩岸金融合作之所以舉步維艱，其中一個重要原因是兩岸貨幣清算關係缺乏制度化。2008 年 9 月，國台辦主任王毅在第三屆海峽西岸經濟區論壇演講中表示“將要推動兩岸金融合作取得實質進展”，兩岸貨幣合作的制度障礙有望得到突破。在兩岸金融合作發展的新形勢下，若能加深兩岸貨幣合作發展的廣度和深度，探討如何設計人民幣與新台幣清算機制的問題，對推動兩岸經貿交流向縱深方向發展具有重要意義。

一、兩岸貨幣流通與清算的現狀與主要障礙

據商務部統計，2007 年兩岸貿易額已達到 1244.8 億美元，同比增長 15.4%。台灣金鼎證券的一份研究報告顯示，自 2001 年 11 月開放國際金融業務分行（OBU）及海外分支機構辦理兩岸金融業務以來，OBU 及海外分支機構已成爲海外及大陸台商的主要資金調度管道。2007 年全年 OBU 及海外分支機構辦理兩岸匯款及進出口外匯業務合計承作金額達 2098 億美元，比 2006 年增長 27%，而 2004 年到 2007 年的年平均成長率則達 41%。可見隨著兩岸經活動日益密切，台商及民眾對金融服務的需求很大，但由於台灣方面的政策限制，大陸銀行至今未能登陸台灣，更無法開展各項金融服務。

爲滿足兩岸人民的貨幣兌換需求，多年來大陸一直務實推進兩岸貨幣兌換的試點工作。早在 1988 年國家就批准福建開辦新台幣的兌入業務；2004 年 1 月 1 日又允許福建 5 個地市的中國銀行承作新台幣現鈔兌出業務。同時面對民眾與台商的迫切需求，台灣方面也於 2006 年 5 月先行在金門、馬祖開放了有條件的兩岸貨幣兌換業務。兩岸貨幣通兌的最新進展是從 2008 年 6 月 30 日起，台灣當局開始受理台灣地區金融機構及外幣收兌處申辦人民幣兌換業務，自然人持有效身份證件（台灣地區居民持身份證，遊客和外籍人士持護照）皆可兌換，且每人每次以 2 萬人民幣爲限，公司和法人戶暫不在開放之列。據中國銀行福建省分行的一份報告顯示，近幾年新台幣的兌換業務呈現如下幾個特點：1、兌換結構不平衡，以

兌入爲主。2、從客戶群體看，2005 年前以台灣人民兌換爲主，2005 年後境內居民新台幣的兌入與兌出量有所上升，尤其是開放大陸遊客赴台旅遊觀光之後，2008 年 7 月和 8 月新台幣兌出量分別是上半年月均數的 1.7 倍和 2.2 倍。3、從地區分佈上看以台資企業集中地區兌換需求量較大。同時在通匯作業方面，台灣已於 2006 年 12 月啓動了兩岸直接通匯業務，由兩岸銀行的 OBU 直接開展通匯與信用證業務，但通匯只限使用外幣，若想從台灣匯款到大陸，必須在台灣先將新台幣兌換成美元，匯至大陸後，再將美元兌換成人民幣。這種兌換與結算方式不僅增加了交易成本，也降低了效率，經營此項業務的銀行還面臨匯率變動的匯兌損失，影響了銀行效益與展業積極性。

兩岸貨幣合作進展緩慢，其中最重要的一個原因是政治層面的障礙。長期以來台灣當局出於政治利益的考慮，以所謂“台灣安全”爲由，通過嚴格的“許可”制度和嚴厲的懲罰措施，極力限制兩岸金融直接交往（劉國奮，2007）。台灣當局將兩岸貨幣兌換問題解決的前提定爲“簽訂雙邊貨幣清算協定”，並堅持該協定簽訂應屬於“官方與官方之間的公權力事務”，要求在“國家”與“國家”之間簽訂，把經濟問題政治化，喪失了談判基礎，致使兩岸貨幣合作問題的解決遲遲難有實質進展（鄧利娟，2008）。至今大陸有關部門不予認可新台幣作爲地區貨幣存在的現實，商業銀行必須獲批准才能辦理新台幣兌換業務，對新台幣收兌始終不允許公開掛牌操作，民間收兌新台幣也不受法律保護（範起興，2007）。此外，兩岸金融監管當局的監管準則、貨幣政策的制定和實施依據、對金融市場的調節和幹預力度都有所不同，特別是由於兩岸金融監管機構缺乏交流與合作，還沒有建立正式的聯絡管道，不僅使兩岸金融往來的資訊無法及時順暢溝通，也無從對兩岸間資本流動進行有效監督與控制，更談不上雙方聯手共同防範金融風險了。由於機制障礙，兩岸直接通匯也只能限於銀行間的密押交換（章和傑，2007）。

除了政治層面的障礙外，兩岸開展貨幣清算工作還存在一些技術層面的障礙。雖然 2008 年 7 月底大陸全面建成了境內外幣支付系統，但是目前只支援美元、港幣、日元、歐元、澳大利亞元、加元、英鎊和瑞士法郎 8 個幣種的支付與結算，人民幣與新台幣間的支付結算並不包含在此系統內。所以，如何採取有效措施，保障支付系統穩定運行；如何完善清算風險機制以防範信用風險、流動性風險、運行風險和系統性風險；如何加強內部審計，保證資金安全；如何加快清算速度，從目前的 T+3 日縮短至 T+0 日；如何確保業務人員高效熟練準確操作等問題有待突破解決。

二、建立兩岸貨幣清算機制的效應分析

若兩岸建立貨幣清算機制後，在宏觀方面，將有利於兩岸經貿往來的正常化和擴大化；在微觀方面，將更加便利兩岸的企業和民眾相互匯款、支付結算等，降低匯兌風險，節省匯兌成本。此外，對兩岸金融業發展也起到重要推動作用，兩岸銀行業便可以從事人民幣和新台幣的存貸款、銀行卡、財富管理等多種業務。下面從正負兩方面分析建立兩岸貨幣清算機制的綜合效應。

（一）建立兩岸貨幣清算機制的正效應

1、有利於兩岸經貿往來擴大化

根據商務部統計數位顯示，2007年兩岸貿易額為1,244.8億美元，同比增長15.4%。而2008年1至6月大陸與台灣貿易額已達680.1億美元，同比增長23.0%。其中，大陸對台灣出口為130.8億美元，增長18.9%；自台灣進口為549.3億美元，增長24.0%。台灣為大陸第七大貿易夥伴，第九大出口市場和第五大進口來源地。按實際使用外資統計，台資在大陸累計吸收境外投資中占5.7%，是大陸第四大外資來源地。然而，台商資金卻不能在兩岸之間直接流動，承擔如此龐大經貿與資金往來的貨幣是除人民幣和新台幣之外的第三種貨幣，這種“新台幣--美元--人民幣”的兩次匯兌成本高、時間長、手續繁瑣、還面臨匯率風險，制約了兩岸經貿往來。在當前美元大幅貶值的背景下，兩岸貿易往來若能改變用美元結算的習慣，允許企業自由選擇用人民幣或新台幣直接計價結算，就能大大避開美元匯率波動對兩岸投資和貿易的影響，推動兩岸經貿的進一步發展。匯率不確定性的消除，既增強了投資預期收益的確定性，鼓勵了企業跨岸投資的積極性，有利於企業規模經濟的實現，也大大降低了要素收入的不確定性，提高兩岸要素的流動性。

2、有利於兩岸人員交流往來

自從1987年台灣地區開放赴大陸探親之後，兩岸人員之間的往來就逐年遞增。據國台辦的統計，截至2007年年底，台灣人民來往大陸累計超過4,703萬人次，大陸居民往來台灣累計已達163萬人次。現在每年有超過430萬人次的台灣人民往返於兩岸，有近70萬台灣人常年在大陸工作和生活。在當前兩岸實現週末包機及開放大陸遊客赴台旅遊的有利時機下，若能實現人民幣與新台幣的自由兌換及開通銀行卡業務，在初期就能基本滿足兩岸居民互訪和遊客在兩地消費時的支付與結算，便利兩岸人員往來。

3、有利於維護兩岸金融秩序與安全

據台灣“法務部”公佈的資料：2002年到2006年五年間台灣查獲地下通匯案件數31件，占地下通匯總案件數七成以上，金額達777.8萬元新台幣，占總通匯金額的57%。由於兩岸不能直接以人民幣與新台幣進行計價結算，客觀上給以兩岸“地下通匯公司”形式存在非法兌

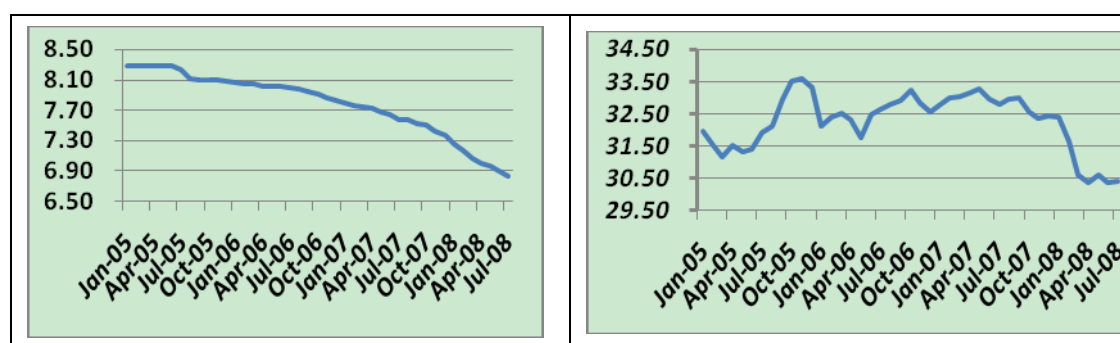
換與交易有了可乘之機，助長了“地下通匯”行爲。“地下通匯”的運作模式通常爲：在台灣直接將新台幣存入地下錢莊指定的新台幣帳戶，然後在大陸直接支取人民幣，反之亦然。而兩岸資金交易頭寸則通過貿易定價轉移方式或直接通過漁船運送現鈔來實現。所以若能夠實現兩岸貨幣的直接通匯，拉直清算關係，使在銀行系統之外流通的新台幣都轉向體內迴圈，無論對避免企業抽逃利潤、逃稅、走私、洗錢等不法行爲，還是對維護金融秩序，提高貨幣政策有效性和外匯管理的效率都具有十分重要的意義。

4、有利於平緩匯率風險，共同抵禦外部需求衝擊

新台幣對美元匯率波動不定，而人民幣對美元匯率自從 2005 年實行“有管理的浮動匯率制度”以來則一直保持漸進上升的趨勢（圖 1）。據中國人民銀行統計，截止 2008 年 6 月底，大陸外匯儲備餘額達 1.808 萬億美元，而台灣地區外匯儲備餘額也已達 2,914 億美元，但美元的大幅貶值使兩岸貨幣承受相當大的匯率風險和外匯儲備資產減值的局面。所以若能建立雙邊直接清算，兩岸貨幣與美元的匯率相互聯動，就能夠共同有效抵禦匯率風險，並有利於兩岸外匯儲備結構和管理的改善，維持外匯儲備的安全，增強外匯儲備能力，提高綜合效益。另一方面，大陸市場潛力巨大，勞動力資源豐富，在勞動密集型產業具有比較優勢；而台灣則在資訊科技和金融業等領域具有優勢，兩岸間形成了一種產業分工與合作互補性很強的經濟體。一旦兩岸貨幣實現直接兌換後，這種經濟互補性會得到進一步的加強，並有利於增強兩岸共同抵禦區外需求衝擊的能力。

圖 1：人民幣與新台幣匯率 2005 年 1 月~2008 年 7 月間變動情況

（人民幣/美元；新台幣/美元）



資料來源：中國人民銀行，台灣“中央銀行”。

5、有利於提升人民國際地位

政治和經濟互爲因果。貨幣是資金的載體，資金是經濟活動的血液，隨著大陸經濟實力不斷增強，近幾年 GDP 增長率一直保持在每年 10% 左右，成爲世界上經濟增長最爲迅速的國家之一；人民生活水準也日益提高，目前中國大陸人均 GDP 已接近 2,500 美元；人民幣

在毗鄰國家和周邊地區已被視為支付和結算的硬通貨，逐漸成為強勢貨幣。所以，一旦推行兩岸貨幣的直接兌換，必將會進一步擴大兩岸貨幣跨岸流通量，加快人民幣的區域化和國際化進程，提升人民幣的國際地位。

6、有利於兩岸和平統一進程

兩岸貨幣合作更深遠的意義在於它能有效地推進兩岸的和平統一。因為相互認可對方貨幣本身就可以從心理上增加兩岸民眾的凝聚力，使民眾（特別是台灣民眾）有更深的一個中國意識和兩岸統一感。同時按照互惠互利，漸次推進的原則，逐步實現經濟一體化、金融一體化、貨幣一體化的進程，還能促進整個中華經濟圈的向心力和對區外經濟體的吸引力。這對實現兩岸共同利益最大化、建立兩岸共同市場、加快兩岸和平統一進程都具有十分重要的戰略意義。

（二）建立兩岸貨幣清算機制的負效應

1、套匯

2008年9月7日，國台辦主任王毅授權宣佈五項促進兩岸交往的新舉措，可以預見，隨著這些措施的落實，兩岸人員交往會更加頻繁，台灣地區對人民幣兌換需求也將會急劇增加。而當人民幣與美元並存為台灣地區兩種主要的外幣之後，逐利的市場必將會有套匯的行為。套匯是指利用不同的外匯市場，不同的貨幣種類，不同的交割時間以及一些貨幣匯率和利率上的差異，進行從低價一方買進，高價一方賣出，從中賺取利潤的外匯買賣。基於兩岸目前情況，較易發生的是利息套匯，即套匯者利用兩地外匯市場的利率差異，把資金從低利率市場調到高利率市場，從而賺取利息收入。所以，建立兩岸清算機制後，還需完善監測大規模套匯資金流動，以免衝擊兩岸實體經濟。

2、洗錢

不同的國家及組織對洗錢有不同的定義。這其中巴塞爾委員會從金融交易的角度將洗錢行為定義為：“銀行或其他金融機構可能無意間被利用為犯罪資金的轉移或存儲仲介。犯罪分子及其同夥利用金融系統將資金從一個帳戶向另一帳戶作支付和轉移，以掩蓋款項的真實來源和受益所有權關係；或者利用金融系統提供的安全保管服務存放款項”。實現兩岸貨幣直接兌換後，不法分子可能利用通過購買有形資產、有價證券，然後再出售或轉手達到洗錢目的，或者利用銀行將小額鈔票換成大額鈔票的方式以及利用信用卡付款、空頭公司和假借投資名義等進行洗錢活動。因此，建立起兩岸貨幣清算機制以後，兩岸需要在反洗錢方面加大合作力度，以維護正常的金融秩序。

3.貨幣替代

在加強兩岸貨幣合作問題上，有些學者擔憂建立兩岸貨幣雙邊直接清算機制後，可能會引發貨幣替代現象。所謂貨幣替代（Currency Substitution）現象，是指一國居民因為對本幣的幣值穩定失去信心，或本幣資產收益率相對較低時發生的大規模貨幣兌換，從而外幣在價值貯藏、交易媒介和計價標準等貨幣職能方面全部或部分地替代本幣（薑波克，1999）。因為紙幣本身沒有價值，當發生通貨膨脹或者貨幣貶值時，貨幣的購買力便會降低，所以與格雷欣法則--“劣幣驅逐良幣”相反的是，此時是購買力強的良幣逐漸替代了劣幣。由於現階段人民幣相對於新台幣是強勢的，所以，的確兩岸民眾對人民幣的需求應該會大於對新台幣的需求，持有人民幣的意願會大於持有新台幣的意願。但是需要注意的是，貨幣替代發生的前提是貨幣的可自由兌換，尤其是資本項目下的自由兌換。對照來看，目前新台幣為不可自由兌換貨幣，人民幣也只是在經常項目下可兌換，資本項目下尚且不可自由兌換，所以不能滿足其發生的前提條件，也就不會引發台灣地區貨幣替代的問題，對其影響貨幣政策獨立性及引發匯率波動的擔憂也就無從談起。而且，就台灣地區對人民幣的需求而言，跟在落後國家（比如部分拉美或非洲國家）常發生的“雙貨幣現象”（dual-currency）不一樣（本幣與美元同時流通），不是因為台灣民眾對新台幣失去信心（比如因貨幣政策或財政政策不妥或政局動盪導致對本幣穩定不信任）或是對人民幣比較有信心，轉而持有部分人民幣，而是因為台灣地區整體確有對人民幣的實際需求（貿易、投資、觀光旅遊、留學等）。

4.貨幣主權性

一些學者認為，推行兩岸貨幣的自由互換挑戰了貨幣主權觀，動搖了兩個政權之下的獨立自主自治許可權。對於此種說法，筆者認為不妨從“一個市場、一種貨幣”（Emerson 和 Gros，1992）的思想去看待這個問題。他們認為隨著全球經濟一體化，市場驅動的貨幣競爭已經改變了貨幣關係的空間組成，國家的貨幣壟斷權引起了質疑。市場需要根據貨幣有效使用的範圍來形成新的貨幣層面的市場，而不是根據政治疆域來劃分貨幣市場。從本質上說，貨幣選擇應該由市場狀況，尤其是市場需求來決定，具體的貨幣空間由實際的貨幣交易網路來劃分，每種貨幣的空間就是其功能性權威的影響範圍。所以，這裏強調的是貨幣空間的功能性意義而非其物理意義。貨幣作為一種價值尺度和流通手段，其最終目的是服務於市場，服務於使用對象，人民幣在兩岸的廣泛流通和使用是市場選擇的結果，可視為需求引致的區域化，既然如此，無論這個市場有多大，涉及到多少國家或地區，只要存在一個共同的統一大市場，那麼在這個市場內實現貨幣的直接兌換就是最佳選擇。經濟學原理告訴我們在市場失靈的情況下，一項正確的措施可以減小社會福利損失以使整個社會受益，也即通過帕累託改進實現整個社會的帕累託最優。貨幣間的支付和清算一方面為金融的功能發揮提供穩定的

環境，為金融系統功能的實現提供基礎性的平台；另一方面，其效率的提高也帶來了市場交易效率的提高和交易費用的降低。

三、兩岸貨幣清算機制的框架設計

在貨幣清算機制的正負效應分析的基礎上，下面分別從清算模式、監管機制、政策協調方面，提出具體的兩岸貨幣清算機制的框架設計。

（一）兩岸貨幣清算模式設計

縱覽兩岸貨幣清算模式研究方面的文獻，大體分為以下三種意見：第一，借鑒港澳銀行人民幣業務的運作模式。其中，兌換與銀行卡業務幾乎可以完全比照目前港澳銀行人民幣業務的模式來辦理（鄭航濱，2005）。第二，兩岸可以通過海基、海協兩會協商，或是根據兩岸“春節包機”模式，以民間同業公會來協商建立兩岸貨幣清算機制（鄧岱賢，2008）。第三，在當前試點階段可以按照先易後難、先民間後官方、先間接後直接的路徑，選用大陸代理行為連接點的清算模式，同時可以借鑒大陸與周邊國家邊貿結算的經驗（吳國培，2007）。

我們在對比分析後認為，以兩岸各選擇一家本地商業銀行作為兩岸人民幣清算的指定代理行（以下簡稱清算行）的清算模式最可行。以台灣方面為例，首先，選擇一家台灣地區銀行作為指定代理行。該清算行的前提：第一，具有豐富的清算業務經驗（包括押運、處理及庫存大量現鈔的經驗）；第二，擁有完備的系統網路；第三，熟悉兩地金融管理政策法律；第四，能夠提供優質的清算服務（例如運作效率和可靠性，收費水準等等）。然後，該清算行主要負責承擔以下職能：第一，人民幣業務的清算：為參加人民幣業務的台灣銀行（以下簡稱參加行）開立人民幣清算帳戶，接受參加行人民幣的存取。在大陸指定的清算行開立清算帳戶，集中辦理本行及參加行人民幣的存取，並取得存款利息。第二，兌換：申請成為中國外匯交易中心的會員，在為參加行辦理人民幣與新台幣兌換業務的平盤後，進入中國外匯交易中心進行人民幣的買賣。第三，銀行卡：辦理台灣參加行及其附屬機構所發的人民幣銀行卡專案下消費支付的統一清算。第四，匯款：通過在大陸指定的清算行的清算帳戶辦理參加行對內地的轉匯款和未提用部分的匯回服務。第五，現鈔運送和收兌：按業務需要辦理台灣與大陸間的人民幣現鈔運送。為參加行辦理殘損人民幣的收兌。大陸方面也同樣比照這種方式操作。

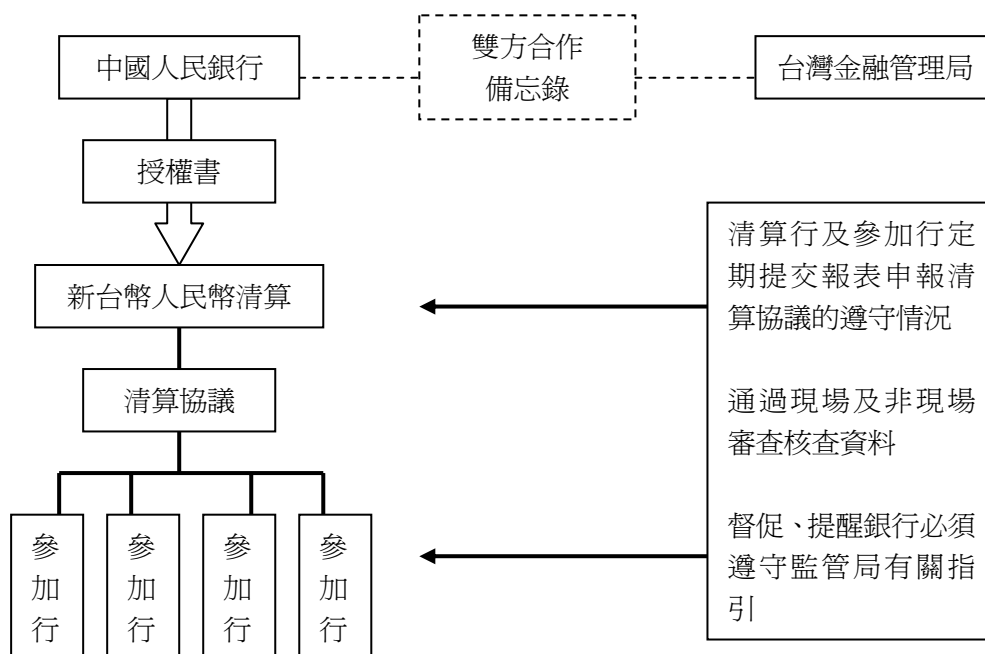
（二）監管機制設計

由於兩岸貨幣清算必然需要以兩岸金融機構業務單位為載體，所以就必然會衍生出兩岸金融監管機制的問題。在兩岸尚未簽訂金融監管備合作忘錄（MOU）之前，可以通過兩岸

金融機構合作的創新來加強兩岸金融交流與監管。例如，可以加強兩岸代理行間的資訊諮詢交流與技術合作，在互惠的原則下建立兩岸銀行客戶資訊資源庫共用機制。再如，兩岸金融機構在直接交流與合作遇到困難時，可充分利用香港這一國際金融中心的中轉站作用，台灣金融機構可通過香港進入大陸市場，大陸金融機構可通過台灣在香港設立的分支機構瞭解台灣金融機構與台資企業資信情況。此外，還可以“官方授權民間操作”的方式來實現兩岸金融監管功能。

而一旦條件成熟，就應儘快實現兩岸金融監管當局的直接監管合作，有效的金融監管一方面需要兩岸雙方共同制定金融機構設立與監管規則，另一方面也需要兩岸金融監管當局簽訂金融監管合作備忘錄（MOU），以克服資訊不對稱與管轄權力邊界限制等問題。MOU 的基本內容包括：監管當局的定期磋商機制、定期交流資訊機制、對對方在本轄區進行現場檢查的互助機制等。MOU 的簽署有助於兩地銀行機構的跨岸分行、代理機構、代表辦事處（以下統稱為分行）和附屬機構按照審慎經營的原則開展業務；有助於兩地商業銀行的總行或母行對其境外分行和附屬機構的經營情況進行充分有效的控制；並有助於兩地監管當局相互協助，對其銀行機構的跨境業務進行持續有效的並表監管（圖 2）。

圖 2：新台幣人民幣清算具體運作及監管模式



（三）貨幣清算機制的政策協調

按照先試點後推廣，先經濟後政治，循序漸進，務實推動的原則建立兩岸貨幣清算制度和簽署金融監管合作備忘錄的同時，也需要相應的政策支援與措施協調。

1、合理定位新台幣，完善人民幣和新台幣定價機制，使其更具有市場彈性。在試點區

內，允許銀行根據自身人民幣和新台幣頭寸情況，結合國際行情，以國家公佈的美元交易基準匯價為依據自行套算人民幣對新台幣的買賣價，公開掛牌人民幣對新台幣的匯率，確保市場的公開、公正、透明。

2、公開辦理新台幣兌換業務，放寬兌換地域限制和業務網點，提高涉外金融服務能力。將兌換地域從目前的福州、廈門、泉州、漳州、莆田擴大到福建省的9個地市，把兌換網點從福建省中行系統拓展到基層網點眾多的工行、建行、農行和興業銀行等，再逐步擴大到其他外匯指定銀行。同時在兩岸直航客運碼頭、包機直航機場、對台小額貿易點和台輪停靠點設立新台幣的收兌網點。8月初，國家外匯管理局批准了北京和上海兩地試點個人本外幣兌換特許業務，使非金融類商業機構也參與到貨幣兌換業務中來，更大程度地提高涉外金融服務能力，展望將來在福建也設立特許外幣兌換商，提供人民幣與新台幣的兌換服務。

3、實現兩岸互設金融機構，加強代理行聯繫，拓展銀行業務合作領域。福建省可借“海峽西岸”戰略需要先行一步，適當放寬符合金融管理條例的台資銀行、證券、保險機構在福建設立法人和分支機構的條件，鼓勵台資金融機構參股福建省地方金融機構以擴大兩岸金融業更深一層的交流往來。另一方面，敦促台灣當局抓緊落實“兩岸人民關係條例”中的承諾，開放大陸金融機構進入台灣地區。拓寬銀行經營新台幣的業務範圍，研究開發匯兌業務新品種。譬如增加受理銀行卡、開設新台幣外匯帳戶、開辦新台幣存貸款及國際結算等業務，建立人民幣與新台幣間的遠期外匯市場，開發外匯遠期、貨幣互換、期貨和期權等金融避險工具，在已實現台灣地區境外業務分行（OBU）承作人民幣無本金遠期交割遠期外匯（NDF）和無本金交割之匯率選擇權（NDO）的基礎上，再開放台灣地區銀行（DBU）開展這些業務，以切實幫助企業和個人規避人民幣匯率波動的風險。

此外，需要進一步加大力度聯手打擊外匯黑市交易、地下錢莊和非法跨岸洗錢活動以保證兩岸經貿可持續健康發展，維護兩岸正常的經濟金融秩序；建立兩岸資金流動監測制度，包括建立兩岸貨幣跨岸調運管理辦法、兩岸貨幣流通定點監測制度和定期報告制度。探索建立兩岸貨幣流動異常情況預警指標體系，並研究制定相應的應急預案，給兩岸貨幣的有序跨岸流動創造良好的現實環境；兩岸貨幣管理當局和金融機構協商建立本幣和外匯平准基金，建立兩岸貨幣政策和外匯政策的協同機制，以預防因金融市場波動和金融危機而引發的多米諾骨牌效應。

四、結 論

本文從兩岸貨幣清算機制建立後形成的綜合效應的角度出發，提出了貨幣清算機制的具

體框架構想，包括清算模式、監管機制和政策協調。我們認為必須從戰略的高度認識加強兩岸貨幣合作的意義。加強推進兩岸貨幣合作的廣度和深度，探究建立兩岸貨幣清算機制的問題，無論對深化經貿合作與人員往來，維護金融秩序，平緩匯率風險，還是對加快人民幣區域化進程，提升人民幣的國際地位，推動兩岸和平統一進程都有著重要的意義。

參考文獻：

- [1] 劉恒成：《國際金融業務分行（OBU）》（全文），金鼎證券，<http://www.tisc.com.tw/new/newreport/industry/upload/industry20080523-1.pdf>。
- [2] 劉國奮：《兩岸經貿交流 20 年：臺灣當局七次“降溫”行動分析》，《臺灣研究》，2007 年第 6 期，第 10 頁。
- [3] 鄧利娟：《海峽兩岸金融往來的困境及其突破探討》，《臺灣研究》，2008 年第 1 期，第 7 頁。
- [4] 範起興，湯佳，陳璟超：《兩岸貨幣兌換與結算的政策選擇與經濟效應分析》，《上海金融》，2007 年第 7 期，第 68 頁。
- [5] 章和傑：《簡析兩岸金融合作的現狀與相關建議》，《臺灣研究》，2007 年第 6 期，第 17 頁。
- [6] 韋伯韜，周信佑：《兩岸匯兌不通是勞民傷財》（全文），國政研究基金會，<http://www.npf.org.tw/>。
- [7] 《商務部：我國正向消費型國家過渡》，《上海證券報》，2008 年 9 月 23 日。
- [8] 五項新舉措分別是：第一，凡持有效往來臺灣的通行證及簽注的大陸居民，今後可以經金門、馬祖、澎湖往來大陸與臺灣本島。第二，首批開放赴台旅遊的大陸 13 個省市居民，今後可以赴金門、馬祖、澎湖旅遊，並經金門、馬祖、澎湖赴臺灣本島旅遊。第三，調整現行 5 年有效臺胞證的號碼編排規則，自今年 9 月 25 日起，實行臺胞證號碼“一人一號，終身不變”。第四，自今年 10 月 20 日起，增加北京、南京、重慶、杭州、桂林、深圳 6 個口岸為臺胞證簽注點。第五，從今年 10 月 20 日起，增加北京、天津、重慶市和浙江省公安機關出入境管理部門，為在大陸的臺灣居民補發、換發 5 年有效臺胞證。筆者注。
- [9] 薑波克：《貨幣替代研究》，復旦大學出版社，1999 年 6 月第一版，第 10 頁。
- [10] Emerson and Gros, *One Market One Money*, Oxford University Press, 1992.
- [11] 鄭航濱：《海峽兩岸貨幣清算機制比較和模式研究》，《福建金融》，2005 年第 5 期，第 11 頁。
- [12] 鄧岱賢：《政府應盡速開放人民幣兌換業務》（全文），國政研究基金會，<http://www.npf.org.tw/particle-4059-1.html>。
- [13] 吳國培：《海峽兩岸資金流動現狀與清算模式研究》，《金融改革研究與海峽西岸經濟區建設實踐》，中國金融出版社，2008 年 5 月第 1 版，第 291 頁。

附件 2：

廈台資金流動中值得關注的幾個問題

王曉明

（載於大陸學術刊物《中國金融》2008 年第 19 期）

隨著兩岸經貿和投資的發展，廈台資金流動的規模不斷擴大。據統計，2008 年上半年，廈台資金流動規模為 33.08 億美元，同比增長 16.81%，其中資金由廈門流往台灣地區為 18.25 億美元，由台灣地區流向廈門為 14.83 億美元，廈門對台灣地區資金淨流出 3.42 億美元。對台資金淨流出主要受廈門對台貿易收支逆差的影響。由於受台灣地區對大陸進口方面的限制，廈門對台貿易為逆差。據廈門海關統計，2008 年上半年，廈門對台貿易出口額 4.6 億美元，進口額 21.2 億美元，對台貿易逆差達 16.6 億美元。但在資本項下，台灣地區資金流入廈門呈淨流入並快速增長。

一、資本項下台資流入快速增長

據國際收支統計，2008 年上半年，台資以資本專案的方式流入的資金 3.61 億美元，同比增長 53%，淨流入 2.71 億美元，同比增長 165%。資本項下的台資流入廈門的管道以“直接投資收入”、“貿易信貸收入”和“非居民帳戶收入”為主，三項分別占資本項下台資流入總額的 32%、36%和 29%。

台灣地區通過“直接投資”流入資金快速增長。受台灣地區產業向大陸轉移的影響，2008 年上半年從台灣地區流向廈門的“直接投資收入”1.17 億美元，同比增長 72%，占同期境外來廈投資總額的 17%。

台資通過“貿易信貸”方式流入增長較快。台灣地區流向廈門的“貿易信貸收入”1.29 億美元，同比增長 117%，主要是以“企業的預收貨款”和“向境外出口商的借款”方式流入。自 2008 年 7 月 14 日之後，該種方式流入的資金必須逐筆納入“貿易項下收結匯待核查帳戶”和“外匯局與海關、商務部的貿易出口聯網核查系統”的管理以及嚴格的外債管理。此舉有助於防止境外異常資金借此通道混入境內。

台資“非居民帳戶收入”流入與上年持平。在台灣地區註冊的機構在廈門外（合）資銀行開立的“非居民法人帳戶”從台灣地區收入 8,978 萬美元；台灣地區籍個人在廈門各外匯指定

銀行開立的“非居民個人帳戶”從台灣地區收入 1,623 萬美元。該類帳戶已納入“離岸銀行業務”管理，由於資金通過銀行發生跨境流動，銀行離岸帳戶餘額（頭寸）必須納入外債管理，其大額流入規模受銀行外債規模控制。

此外，資本項下台資流入主要流向製造業和批發零售業，二者的占比達分別為 61%和 29%。

根據以上情況，我們的基本判斷是：資本項下台資流入廈門的主要原因是廈門承接了台灣地區的產業轉移，同時今年的外匯管理新政加強了對境外資金流入管道的監管，總體上台資流入廈門情況正常。然而在實際工作中，我們發現部分跨境資金規避監管的流入管道值得關注。

二、跨境資金規避監管的流入管道

以融資為目的的境外投資。廈門市出現了若干起以融資為目的的境外投資案例。其共同特點為：中方投資總額均為 1 萬港元，以現匯出資，投資地區為香港，投資行業為貿易型專案，投資主體大多以民營企業為主。據瞭解，這些項目多數採取“內保外貸”方式，直接以境外所融資金用於企業開展轉口貿易，即境內投資主體以境內人民幣質押擔保，由境外有分支機構的中外資銀行直接發放外匯資金給境外投資專案。這與傳統的境外投資專案帶動國內外匯資金流出的做法大有不同。在目前我國銀根緊縮，而國際利率走低的背景下，企業採用人民幣和外幣的組合理財產品，利用本外幣存貸款的利差以及人民幣升值的幅度空間，從中可獲取一定的利潤。而現行的境外投資外匯管理，並未對此類投資有針對性的規定，且投資目的地法律允許以象徵性的投資金額註冊成立公司，因此，這一境外投資新現象的普遍性應予關注。

利用“投注差”管理侷限性大舉借入外債。今年上半年，廈門市的短期外債一改以往借入主體以境內外資銀行為主的局面，首次出現外資銀行與外資企業借用短期外債在外資機構短期外債餘額占比接近各半的現象。造成外資企業借入外債的增加主要原因是受人民幣升值影響，部分企業生產成本提高，借入外債以補充流動資金不足；更有部分企業和銀行聯手，以人民幣質押，從境外銀行借入利率較低的外債，在境內結匯使用，以賺取利差和匯差。目前，外商投資企業借用外債的自由度很高，雖然政策層面通過“投注差”管理方式對外商投資企業借用外債進行了適當限制，但這種管理方式有很大的侷限性：一是“投注差”總量不受限制，二是投資額很容易改變，企業可以由此獲得更大的融資空間，難以形成有效的約束機制。

境外資金通過高報外商投資企業所需資本金的方式進入境內。一是企業利用關聯交易等規避支付結匯制。關聯企業之間虛構人民幣資金用途，並利用虛構的買賣合同向銀行申請結

匯。二是利用相關部門對經營範圍的規定與資本金結匯管理中的漏洞將資本金結匯成人民幣。由於相關部門在核准企業經營範圍時，對企業經營範圍規定得過於寬泛，加之 2006 年開始實施的修訂後的《公司法》取消了企業對長期投資的規模限制，不少企業以長期投資如在境內收購股權等名義申請結匯，既繞開國家對有關行業的准入限制，又達到境外資金進入的目的，支付結匯制度的管理效能不斷弱化。

外資併購境內企業或收購境內企業中方股權結匯。在外資併購中資企業的過程中，由於股權轉讓尤其是民營企業股權轉讓一般採用協定的方式，轉讓價格可高於淨資產價值，且在支付轉股對價時可一次性結匯，比資本金和外債結匯時須提供大量的人民幣用途證明要簡單得多，因此外方收購中方股權收入結匯對境外遊資而言是進入中國的“捷徑”，遊資利用此方式入境，獲利後又可以轉讓股權的方式退出。

利用關聯交易流入境內。由於外國駐華機構外匯管理相對寬鬆，跨國公司境外關聯企業以墊付形式向境內企業提供資金支援，如墊付培訓費、研發費、代攤費用，推遲或暫不向母公司匯回投資利潤，實際上應付款未付出，相當於一筆等值資金流入。

轉口貿易成爲境外資本進出的便利管道。轉口貿易進出口核銷管理漏洞體現在進出口核銷環節除“收大於支”的要求外，目前沒有其他規定；國際收支統計申報管理漏洞則體現於只有收入申報中有“轉口貿易”，而對應的涉外支出申報中沒有“轉口貿易”這種貿易方式，導致收支申報不能完整如實反映交易情況（指舊版 BOP 統計系統）。貿易價格轉移主要通過“低報進口價格、高報出口價格”的方式，少付匯多收匯，變相實現境外資金流入，而且這種操作手法十分簡單，隱蔽性極強，易於逃避監管，一旦形勢發生逆轉，流入境內的投機資本可能以“高進低出”的逆向操作方式迅速外逃。

非法攜帶外幣現鈔入境的境外資本。一些國內企業或個人利用邊境口岸人員來往頻繁，向境內轉移資金套利。攜帶外幣現鈔入境成爲境外不明資金進入境內的一種方式。個人在銀行開立外幣現鈔存款帳戶時，只需提供身份證明和資金來源證明，而資金來源證明一般均爲親友或朋友贈款，銀行很難審核其真實性。

三、加強跨境資金監管的政策建議

高度重視銀行資料源頭，確保跨境資金流動統計資料與會計核算款項基本一致，進一步提高資料準確性。嚴格實行跨境資金資料生成、登錄、匯總和傳輸的復核制度，從跨境資金收支統計資料源頭的準確性提高統計資料監測的品質效率，儘量使跨境資金流動統計監測專案和資料與金融機構會計核算中境外匯出、匯入款項基本保持一致，消除人爲和外在因素對外匯資料的影響，保持跨境外匯收支統計內容的完整性和準確性。

整合資料資訊實現資源分享，提高綜合監測分析預警水準。目前，外匯局內部已開發使用的一些業務系統之間基本上是相互獨立的，缺乏統一資訊管理平台，監管中難以按照實際需要提取相關資料資訊，實行有效監測。各業務部門統計資料的要求和口徑不一，也加大了形成具有可比性宏觀分析資料的難度。建議整合現有外匯統計資料資訊實現資訊共用和綜合利用。在不改變現有業務部門資訊系統前提下，分別建立前台業務操作和後台資訊整合分析平台，以資料綜合利用為突破口，在後台開發設計各業務部門的監測系統與之對接的分項資料整合及比較分析預警模型，最終實現全局資訊資料系統功能，既能滿足各業務部門監管的個性需求，又能滿足實現分析統計監測預警的高效利用。

借鑒國際經驗，建立國際短期資本跨境流動的統計監測系統。在跨境資金流動監測方面，韓國、巴西等經歷過貨幣危機或者債務危機衝擊的國家政策顯得更具說服力，它們所建立的跨境資金流動監測預警體系，特別是高頻債務監測預警體系和市場預期調查體系，尤為值得借鑒。建議以統一的電子資訊網路為支撐、以短期資本流動監測為核心、以非居民資產和變化為重點，以完善的制度規範為保障來建立一套跨境資金流動監測系統。加強對跨境資金從流量到存量的監管，準確瞭解現有短期國際資本流動規模，以及其在整個外匯資金和外匯信貸規模的占比，掌握資金流動的意圖，重點跟蹤大額、頻繁異常流動的資金，建立專門的外匯短期資金資訊監測網路，設置預警系統。

建立監管協調機制，實現資源分享和協同監管。跨境資金流動的管理必須充分利用政府相關職能部門的監管資訊，改變目前部門間相互分割的現狀，強調部門聯合，特別是經貿部門、工商、稅務、海關、外匯局等部門應加強協作，聯合監管，形成有效合力。

附件 3：

台灣金融控股公司內部資本市場效率實證研究

鄭 鳴

（載於大陸學術刊物《臺灣研究》2007 第 2 期）

【摘要】本文針對台灣金融控股公司 2002—2005 的半年度數據，研究其內部資本市場的運作效率。通過分析金控子公司投資額與自身現金流量、其他子公司現金流量加總、自身資產回報率以及其他子公司最高的資產回報率之間的關係，發現台灣金融控股公司確實存在內部資本市場。內部資本市場的運作對於台灣金融控股公司實現跨行業佈局，擴張規模起到了關鍵作用，體現了內部資本市場的運作效率。

【關鍵字】台灣金融控股公司；內部資本市場；面板數據

一、導言

20 世紀 70 年代以來，各國金融監管當局不斷放鬆監管，促進了國際金融業的迅速發展。金融市場集中度不斷提高，出現了一大批開展綜合經營的大型金融集團。這些金融集團主要以兩種形式展開運營：一是通過內設業務部門開展多元化金融業務的全能銀行，一是通過設立多個經營單一業務子公司進行綜合經營的金融控股公司（下文簡稱為金控公司）。

在此過程之中，台灣地區金融業經歷的發展過程非常值得借鑒。1980 年之前是台灣金融業的封閉期，該階段金融機構以公營為主，小幅開放民營金融業，政策目標重心是金融穩定，其次是金融效率。自 1980 年代後期，台灣地區銀行業開始實現民營化，包括新設民營銀行和公營行庫民營化兩種方式。1992—2000 年是開放期，在這一時期，台灣的 GDP 增長率、貿易順差和外匯儲備都處於高位。1992 年商業銀行的開放成為台灣金融業開放的起點，從 1992—1999 年，除商業銀行外，信託投資公司、保險、期貨公司等領域相繼開放。2000 年以後是混業經營時期，2001 年 6 月通過了《金控公司法》，此後相繼成立了 14 家金控公司。台灣金控公司採取純粹控股公司架構，除少數例外，母公司幾乎都是 100% 控股子公司。台灣“二次金改”更是提出了金控公司家數將由 14 家減少為 7 家、至少三家金控市場佔有率超過 10% 等目標。力圖通過金控公司模式整合金融資源，從事混業經營，以期提高台灣金融業的競爭力。

台灣金控公司經過幾年的發展後正面臨新的挑戰，雙卡風暴、陳水扁家庭弊案、力霸弊案等接踵而至，對台灣金融業發展造成沉重打擊。據台灣《經濟日報》資料：“14 家金控公司在 2006 年稅後純益總計僅 440 億元，較 2005 年的 1118 億餘元衰退 62.93%，為歷來最寒冷的冬天。2005 年金控業中，尚有國泰金控等五家金控每股稅後純益達到 2 元以上；2006 年被雙卡風暴拖累，統統掉到 2 元以下。‘雙卡’風暴重創以消費金融為主的金控，中信金去年全年提存呆賬準備達 481 億元；台新金去年增提 130 億元呆賬準備，並一次認列 100 億元出售不良債權損失。打呆造成中信金及台新金去年的每股純損各達 1.46 元、2.35 元，都是金控成立以來最大虧損。”⁶力霸弊案暴露資產掏空高達 3,000 億新台幣，導致旗下中華銀行短短幾天內遭擠兌達 500 億元新台幣以上，兆豐金控亦遭受重創，受損達 100 億元新台幣以上。“中央存保”被迫接管中華銀行，這已是“中央存保”短時間內繼接管東企（2006 年 12 月）、花企（2007 年 1 月）後接管的第三家金融機構，台灣金融業危機重重。

當此之時，更需對台灣金控公司幾年來的發展進行深入的研究，以評估台灣金控公司的發展績效，並對中國大陸金控公司的發展提供可咨借鑒的經驗教訓。本文從內部資本市場運作效率的角度針對台灣金控公司進行實證研究，其餘部分內容安排如下：第二部分文獻回顧，主要對基於內部資本市場角度的研究做一個梳理，並簡要介紹台灣金控公司研究的現狀和國內學者所做的研究；第三部分構建模型，同時分析模型的經濟含義；第四部分實證研究，並對實證結果進行分析；第五部分總結。

二、文獻回顧

對金控公司的研究目前主要集中在經營績效與風險監管方面，金控公司多元化經營的績效研究可以視為學術界關於多元化經營績效爭議的延續，該爭議主要表現為多元化是導致集團折價（conglomerate discount）還是集團溢價（conglomerate premium）。造成“折價”抑或“溢價”的原因正是在於多元化企業和聚焦企業存在某些特質上的差別。已有的研究表明其中最值得關注的一個特質性差異就是內部資本市場的存在及其發揮的資金配置作用。現有的關於內部資本市場的理論和實證研究大多支持內部資本市場無效的假說，部分研究認為內部資本市場在一定條件下有效⁷。

內部資本市場無效的一個來源是不同部門之間存在交叉補貼。Lamont（1997）的實證

⁶ 臺灣《經濟日報》：2007 年 1 月 11 日，B3 版。

⁷ Lamont, 1997; Scharfstein, 1998; Shin and Stulz, 1998; Rajan et al., 2000; Gertner et al., 2002 等研究顯示內部資本市場無效。Hoshi et al., 1991; Khanna and Palepu, 1997; Stein, 1997; Perotti and Gelfer, 2001; Khanna & Tice, 2001 等研究證明內部資本市場在一定條件下具有效率。

研究考察了 1986 年石油價格劇跌時石油企業各部門的投資變化狀況，研究發現當石油價格下降時，石油企業非石油部門投資水準也在降低。Shin & Stulz (1998) 發現企業某個部門的現金流下降會導致其他部門投資下降。Scharfstein (1998) 通過分析 1979 年 165 家多元化企業集團的資本分配，證實托賓 Q 值較高的部門對托賓 Q 值較低的部門進行交叉補貼，內部資本市場的資金分配具有“社會主義”現象。Gertner et al. (2002) 從公司分立的角度對內部資本市場的效率進行研究，通過將子公司分立前後投資額和同行業獨立企業的投資額對比，發現原母公司資金分配沒有效率。

內部資本市場無效的另一個來源在於企業內部不同部門間的權力鬥爭。Rajan et al. (2000) 從企業內部可能存在的對資源爭奪的角度出發，發現內部資本市場受到不同部門(規模和投資機會不同)的政治鬥爭而變得無效率。Billett & Mauer (2003) 指出，當不同部門投資機會的品質差異很大的時候，政治鬥爭可能是決定資源分配的唯一力量，此時可能存在更嚴重的“社會主義”現象。

Stein (1997) 指出了內部資本市場有效的可能性，他認為內部資本市場可以通過放鬆集團公司融資約束和內部的績優者挑選機制 (winner picking) 提高公司價值，內部資本市場的最優規模和範圍取決於兩個方面的權衡：一方面，更多項目的公司整體對外融資可以更大程度上緩解融資約束；另一方面，公司投資項目的增加帶來了更高的管理成本。Perotti & Gelfer (2001)，Khanna & Palepu (1997)，Khanna & Tice (2001) 等人通過對俄羅斯、印度等發展中國家⁸的研究證明這些國家的集團公司內部資本市場更有效率。還有一些研究⁹認為內部資本市場的存在固然無可爭議，但並沒有確實的證據可以顯示內部資本市場是否有效。

目前為止，對內部資本市場的研究主要集中在多元化工業企業內部，對多元化金融企業的內部資本市場鮮有涉及，更缺乏對金控公司內部資本市場的研究。實際上對金融企業內部資本市場運作的研究基於以下幾個原因而顯得更加重要：銀行等金融機構構成了現代社會的支付體系；金融機構被置於共同的、嚴格的監管和資訊披露制度之下；金融機構的效率決定了宏觀經濟政策的傳導機制和政策效果等。基於這些因素的考慮，目前有少量的對於

⁸這些國家俱有一個共同的特徵：外部資本市場受制於一系列限制條件不能得到充分發展，這些國家的企業集團必須通過內部資本市場的資金分配更好的提高有限資本的利用效率。Stein(2003) 指出現有的研究把企業集團作為孤立的對象，沒有考慮集團可能對外部其他的企業產生的影響。因此，在企業集團佔據主導地位的國家(家族企業主導，以及轉軌經濟體中的大型企業集團主導)，資本市場的分配效率將會降低。因為，集團寧願把資本投放給內部普通的項目，也不願投放到其他的收益更高的無關企業。

⁹ Houston et al (1997)、Perotti & Gelfer (2001) 和 Gautier & Hamadi (2005) 對控股公司，Khanna & Palepu (2000)、Cestone & Fumagalli (2003)、Samphantharak (2003) 對商業集團內部資本市場的研究。

美國銀行持股公司的研究。Peter (1998) 選擇 1990—1994 年多銀行持股公司樣本資料，用投資組合類比方法評估銀行持股公司多元化的效率。他通過多銀行持股公司和單個銀行的對比，發現多銀行持股公司平均持有更少的資本卻有更多的貸款，而且可以獲得足夠多的收入以抵消內部組織的行政成本，內部資本市場有效。Murillo (2002) 則從金融集團和單個銀行對貨幣政策的反應的對比中，發現金融集團的內部資本市場能緩和信用限制，進而能緩和聯邦貨幣政策對銀行借貸活動的負面影響，從而認為內部資本市場發揮了積極的作用。

國內目前對金控公司的研究主要集中在闡述當前金控公司的組織形式、發展的歷史背景、存在的若干風險以及可能的監管建議等，缺乏針對金控公司的深入的理論和實證研究。王國剛 (2006) 分析了中國金控公司的現狀、發展條件、運作機理並提出了相關政策建議，基本涵蓋了目前國內對於金控公司研究所取得的成果。馮麗霞 (2006) 嘗試對多元化和內部資本市場的關係做了分析，她認為多元化的確可以產生內部資本市場，但多元化卻不是內部資本市場產生的必要條件，但她沒有考慮金融企業的多元化與內部資本市場的關係。

台灣也有很多學者針對台灣金控公司進行過研究，劉松瑜等 (2006) 運用包絡分析法對 14 金控公司旗下子銀行和 33 家獨立銀行進行經營效率比較研究，結果顯示金控旗下子銀行無論在資源配置與運用、管理技術的提升或產品的創新上皆較獨立銀行為佳。林卓民等 (2006) 從經營成本的角度對金控旗下子銀行和獨立銀行進行了比較研究，因為樣本期間較短，金控旗下子銀行並沒有顯示出太大的優勢，可能是由於整合的時間不足，沒有能體現出成本的降低。林恩詒等 (2006) 研究了台灣金控的經營績效，許鈺珮、沈高民 (2006) 對台灣金控公司的股價波動做了研究。本文針對台灣金控公司內部資本市場運作效率進行的實證研究，拓展了針對台灣金控公司的研究視角。

三、模型構建及理論含義分析

(一) 被解釋變數的選取

現有的研究通常選擇投資作為代表內部資本市場運作效率的變數。本文也選用投資

$inv_{ik}(t)$ 作為被解釋變數，並利用 Shin & Stulz (1998) 的界定：令 $inv_{ik}(t) = \frac{I_{ik}(t)}{TA_k(t-1)}$ 。

其中： $I_{ik}(t)$ 代表金控公司 K 的第 i 個子公司在第 t 期的總投資； $TA_k(t-1)$ 代表金控公司 K 在 t-1 期末的合併總資產。

從前人研究成果看，普通工業企業的投資大多被定義為固定資產投資。但對金融企業而言，其固定資產投資在總投資中占的比重很小，用固定資產投資來代表投資並不合適。本文

認為，金融企業的投資可以定義為被運用到旨在獲利的資金支出。針對銀、證、保各子公司在所在行業披露資產負債情況的差異，以及不同年度財務資訊披露方法的差異，本文對金控公司各子公司的投資做了如下定義。銀行子公司的投資定義為短期投資、買入票券及證券、買匯貼現及放款、基金以及長期投資加總。其他子公司投資一般定義為短期投資、基金和長期投資加總。

(二) 解釋變數的選取

1. 子公司現金流量

現金流量對投資的影響是公司金融領域長久以來的研究課題，融資優序理論指出融資行為總是遵循如下順序：內部自有資金→債務→股權。現金流量代表了公司的流動性和投資能力。作為金控公司的子公司，其投資行為與獨立公司有很大的差異性：台灣金控公司大都採取的是母公司上市，子公司全部下市的做法，融資模式為金控公司整體對外融資，融通資金通過內部資本市場進行分配。同時，金控公司內部可以通過內部資本市場的運作實現子公司經營活動盈餘資金的統一調配。所以金控公司各個子公司的融資第一步驟——內部自有資金——包括金控公司整體上的所有流動性。本文認為對金控公司而言，子公司融資順序已經演變成爲“拓展的融資優序理論”：子公司自有資金→金控公司可通過內部資本市場從其他子公司調配的資金→到外部資本市場通過債權、股權融資。

如前分析，本文選取兩個解釋變數來分析金控公司的內部資本市場存在性問題：子公司自身現金流量 $cf_{ik}(t)$ 和其他子公司現金流量加總 $cfn_{ik}(t)$ ， $cf_{ik}(t)$ 和 $cfn_{ik}(t)$ 的定義如下：

$$cf_{ik}(t) = \frac{CF_{ik}(t)}{TA_k(t-1)}, \quad cfn_{ik}(t) = \frac{CFN_{ik}(t)}{TA_k(t-1)}$$

。其中， $CF_{ik}(t)$ 表示金控公司 k 第 i 個子公司第 t 期的現金流量， $CFN_{ik}(t)$ 表示金控公司 k 除第 i 個子公司之外其餘子公司第 t 期現金流量加總，用來度量第 i 個子公司可以從金控公司內部資本市場上獲得的流動性。如果內部資本市場確實存在，第 i 個子公司的投資 $inv_{ik}(t)$ 將與 $cfn_{ik}(t)$ 正相關。本文基於兩層考慮用金控公司上期總資產對現金流量進行標準化：一是爲了保持解釋變數和被解釋變數的資料量級相當，保證實證結果的可信性；但更主要的考慮還在於其經濟含義——金控公司在公司整體層面上進行資金的調配，而不是單獨進行投資決策¹⁰。

¹⁰這是本文和 Gautier & Hamadi (2004) 的一個很大區別，他們利用子公司資產對現金流進行標準化，採用的模型是 $\frac{I_{ik}(t)}{TA_i(t)} = \alpha_1 \frac{CF_{ik}(t)}{TA_i(t)} + \alpha_2 \sum_{j \neq i} \frac{CF_j(t)}{TA_j(t)} + \alpha_3 \theta_{ik}(t) + \alpha_4 \theta_k(t) + \alpha_5 \log TA_k(t) + \eta k + \varepsilon_{ik}(t)$ 。

本文對現金流量的計算作出如下界定：金控公司所有子公司現金流都按營業活動現金流量、投資活動現金流量、融資活動現金流量以及匯率影響數的實際值加總獲得。

2· 子公司資產報酬率

對金控公司內部資本市場的研究不僅要解決內部資本市場的存在性問題，還要解決內部資本市場的效率問題。內部資本市場的效率體現在“績優者挑選”，即控股公司傾向於把資金投入到投資機會更好的子公司，以前的研究很多用托賓 Q 度量企業投資機會，Chevalier (2000)、Whited (2001) 對此提出了批評，他們認為，多元化公司部門和單一化公司存在系統性的不同，多元化公司的部門投資決策實際上是內生而不是獨立的。因此，儘管托賓 Q 值可以度量單一化公司的投資機會，但用多元化公司某個部門所在行業的平均托賓 Q 來度量該部門的投資機會是不合適的。

基於該批評，本文選取如下兩個解釋變數來度量金控公司內部的投資機會： $roa_{ik}(t-1)$ 、 $roan_k(t-1)$ ，定義為子公司的稅後純益／該年資產。其中， $roa_{ik}(t-1)$ 代表金控公司 k 第 i 個子公司在第 $t-1$ 期的資產報酬率，此變數度量了該子公司在 $t-1$ 的盈利能力，可以用來度量在第 t 期的投資機會； $roan_k(t-1)$ 是 $t-1$ 期金融控股各子公司中最高的資產報酬率，度量了第 t 期金控公司內其他子公司最好的投資機會。另外，本文不選擇托賓 Q 還有實證資料難以獲取的現實原因：台灣金控公司大都採取母公司上市，子公司下市的做法，並且上市金融機構的數目不多，托賓 Q 的計算具有很大難度。

本文參照 Gautier & Hamadi (2004) 標準判別內部資本市場是否具有效率，並考慮到台灣金控公司尚處於起步階段的特點做了效率判斷的修正。Gautier & Hamadi (2004) 標準如下：(1) 子公司的投資取決於控股公司總資源；(2) 第 i 個子公司投資機會的增加導致該子公司自身投資 (I_{ik}) 增加，控股公司內其他子公司投資額 (I_{jk}) 減少。即，如果內部資本市場有效，被解釋變數 $inv_{ik}(t)$ 應該與其他子公司最好的投資機會 $roan_k(t-1)$ 負相關，與自身投資機會 $roa_{ik}(t-1)$ 正相關。

四、實證分析及結果

(一) 樣本的選取

台灣 2001 年 11 月才允許設立金控公司，本文選擇 2002—2005 年度台灣金控公司子公司半年度數據。剔除了下列公司的資料：(1) 在 2003 年後成立的金控公司，如第一金控，儘管其子公司第一銀行、第一證券和建弘投信早已成立多年；(2) 某些不能獲得全部樣本期

間資料，並且其資產相對於其他子公司或金控公司整體資產規模都很小的子公司，如國泰金控的國泰綜合證券、華南金控的華南票券等；(3) 在樣本期內發生併購，並且併購對金控公司規模造成重大影響的，如永豐金控，其於 2005 年 8 月併購的台北國際商業銀行在併購後的永豐金控資產中占 39.56%。符合上述樣本選取標準的共有 12 家金控公司 39 家子公司，從 2002—2005 年總共涵蓋 312 組觀測資料。所有資料都來自於台灣公開資訊觀測站¹¹公開的資訊。

(二) 面板資料模型的建立

根據面板資料分析的基本原理，面板資料的模型可以分為三類，分別是變係數模型、變截距模型和混合回歸模型：

第一種是變係數模型： $Y_{it} = \alpha_i + \chi_{it}\beta_i + \mu_{it}$ ；

第二種是變截距模型： $Y_{it} = \alpha_i + \chi_{it}\beta + \mu_{it}$ ；

第三種是混合回歸模型： $Y_{it} = \alpha + \chi_{it}\beta + \mu_{it}$ 。

以上三種模型的殘差平方和依次是 S_1 、 S_2 和 S_3 ，則

$$F_1 = \frac{(S_2 - S_1) / [(n-1)k]}{S_1 / [n(T-K-1)]}, \quad F_2 = \frac{(S_3 - S_1) / [(n-1)(k+1)]}{S_1 / [n(T-K-1)]}。$$

若滿足 $F_2 < F[(n-1)(k+1), n(T-K-1)]$ ，則選擇混合回歸模型對解釋變數進行回歸。若 $F_2 \geq F[(n-1)(k+1), n(T-K-1)]$ ，則不用混合回歸模型，繼續檢驗。在這種情況下，若滿足 $F_1 \geq F[(n-1)k, n(T-K-1)]$ ，則選擇變係數模型對解釋變數進行回歸；若 $F_1 < F[(n-1)k, n(T-K-1)]$ ，則選擇變截距模型對解釋變數進行回歸。其中，以上的 n 為截面數量， T 為時間序列數， k 為解釋變數個數。

因為 $S_1 = 4.54$ 、 $S_2 = 7.16$ 和 $S_3 = 49.19$ ，

$F_2 = 4.04 > F_{0.05}(190, 78)$ ， $F_1 = 0.296 < F_{0.05}(152, 78)$ ，所以用變截距模型進行估計。

據此，本文面板資料模型設定為：

$$inv_{ik}(t) = c_i + \alpha_1 cf_{ik}(t) + \alpha_2 cfn_{ik}(t) + \alpha_3 roa_{ik}(t-1) + \alpha_4 roan_k(t-1) + \varepsilon_{ik}(t)$$

其中各變數如本文第三部分所界定。

¹¹台灣公開資訊觀測站網址：<http://newmops.tse.com.tw/>。

(三) 實證檢驗結果及簡要分析

我們採用計量軟體 eviews5.0 對上述模型進行估計，回歸結果見表 1。

表 1 模型回歸結果

Dependent Variable:INV				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.275886	0.003700	74.55486	0.0000
CF	0.022883	0.190323	0.120230	0.9044
CFN	0.404078	0.091629	4.409963	0.0000
ROA(-1)	0.981791	0.177343	5.536108	0.0000
ROAN(-1)	0.223635	0.087781	2.547631	0.0115
R-squared	0.993411	F-statistic		825.6653
Adjusted R-squared	0.992208	Prob(F-statistic)		0.000000
Sum squared resid	7.156334	Durbin-Watson stat		1.576763

從回歸的整體結果來看，調整的 R 平方 (\bar{R}^2) 為 0.992208，模型的擬合效果很好。F 檢驗的相伴概率為 0，說明回歸方程高度顯著。但 D.W 值只有 1.576763，存在自相關，同時變數 $cf_{ik}(t)$ 和 $roan_k(t-1)$ 的係數不能通過顯著性檢驗。解釋變數 $cfn_{ik}(t)$ 的係數顯著為正，說明金控公司子公司投資和其他子公司現金流量加總存在正相關，這說明金控公司顯著地存在內部資本市場。 $cf_{ik}(t)$ 係數儘管不能通過顯著性檢驗，但符號仍然如理論所預期為正。從係數來看，其他子公司現金流加總對投資的邊際影響是其自身現金流邊際影響的 17.66 倍 ($\alpha_2 / \alpha_1 = 17.66$)，說明其投資對別的子公司現金流更為敏感。根據融資優序理論，投資所需資金總是首先通過自有資金實現，其次才是利用內部資本市場上的資金調配，子公司投資對別的子公司現金流的敏感程度不應該超過對自身現金流量的敏感程度。同時，為瞭解決上述回歸結果出現的自相關問題，我們嘗試引入自身現金流的滯後一期和其他子公司現金流加總滯後一期兩個解釋變數，調整之後的回歸結果見表 2。

表 2 模型克服自相關後回歸結果

Dependent Variable:INV				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.281244	0.003614	77.82527	0.0000
CF	0.657577	0.399175	1.647341	0.1011
CFN	0.588620	0.099696	5.904156	0.0000
ROA(-1)	0.452471	0.165986	2.725950	0.0070
ROAN(-1)	0.313305	0.078169	4.008031	0.0001
CF(-1)	0.785202	0.335388	2.341172	0.0203
CFN(-1)	0.029797	0.078555	0.379313	0.7049

R-squared	0.994049	F-statistic	717.5668
Adjusted R-squared	0.992664	Prob(F-statistic)	0.000000
Sum squared resid	2.910152	Durbin-Watson stat	2.045845

從表 2 的回歸結果來看，D.W 值為 2.05，解決了自相關的問題， \bar{R}^2 值也略有提高。解釋變數 $cf_{ik}(t)$ 的係數仍然顯著大於 0，同樣證明顯著地存在內部資本市場。自身現金流 $cf_{ik}(t)$ 對投資的邊際影響因數為 0.657577，超過了其餘子公司現金流量加總的邊際影響因數 0.588620。這表明金控公司通過內部資本市場的運作平台，放鬆了內部單個子公司的融資約束，使得子公司投資數量不再侷限於自身的流動性，子公司融資行為符合本文前面所提出的“拓展的融資優序理論”。同時，自身現金流變數 $cf_{ik}(t)$ 的顯著性水準也得到了顯著提高。

從表 1 和表 2 的回歸結果看，子公司投資和自身投資機會 $roa_{ik}(t-1)$ 以及其他子公司最好的投資機會 $roan_k(t-1)$ 均顯著正相關。按照 Gautier & Hamadi (2004) 的效率判斷標準， $roan_k(t-1)$ 的係數顯著為負才能證明內部市場有效。但是在本文的樣本期間內，台灣金控公司正處於發展的起步階段，此時台灣正在發展民營銀行和進行公營行庫私營化，第一批成立的 14 家金控公司的首要任務是搶佔市場，獲取有利的行業地位以期得到將來的盈利，而不是斤斤計較當前的盈利狀況。因此就可能出現儘管某個子公司的投資機會可能並不是金控公司內部最好的，其盈利能力也並不突出，但母公司仍然分配相當的投資份額給該子公司。某個子公司儘管某些年度資產報酬率很高，但母公司基於在金融行業內的佈局考慮，也未必會分配最多的資金給該子公司。資料顯示 14 家金控公司資產總額從 2002 年到 2005 年增長幅度達 53.7%，而台灣全體金融機構同期資產增幅不足 40%¹²，這印證了我們的推斷。由此可見，內部資本市場能幫助金控公司實現跨銀行、證券、保險的行業佈局，這種佈局是否能帶來將來的盈利能力增加則要拭目以待（林卓民等，2006；劉松瑜等，2006）。

五、結論和對大陸的經驗啟示

本文的實證研究發現台灣金控公司存在內部資本市場，台灣金控公司確實通過內部資本市場調配資金到各子公司的投資活動中。儘管按照 Gautier & Hamadi (2004) 的內部資本市場效率標準，不能得出台灣金控公司內部資本市場是否有效的結論，但是本文認為，Gautier & Hamadi (2004) 的標準並不適用於金控公司剛剛發展的階段。在某種意義上，金控公司通過內部資本市場的資金調配對某些現在看起來投資機會並不好的子公司進行支持，從而有

¹² 14 家金控公司資料來自公開資訊觀測站；全體金融機構資產總額來源於《“中華民國”金融統計月報》。

助於在目前並不擅長的金融領域開拓市場，也可以視為內部資本市場具有效率的體現。

爲了應對金融業全面對外開放給國內金融機構帶來的競爭壓力，“十一五”規劃指出了中國金融業要進行綜合經營，中國人民銀行《2006年中國金融穩定報告》指出，“當前中國金融業已基本具備了開展綜合經營試點的條件，但是，還不宜全面開展綜合經營，而應先行先試，穩步推進。當前適合我國國情的是金控公司模式，而不宜產業集團直接或者間接同時控股多家金融機構。同時，將允許有實力的大金融機構探索跨行業投資其他金融機構的方式開展綜合經營。”可見，由於德隆事件的影響，實業型金控公司在大陸已經日趨式微。而不久前台灣爆發的力霸弊案給台灣金融業造成的巨大衝擊也佐證了產業集團控股金融機構的巨大風險。

從內部資本市場的角度研究台灣金控公司是本文的創新之處，但本文對台灣金控公司各子公司給予了同等程度的重視，銀行由於其在支付體系的重要作用以及執行貨幣政策的特殊角色，應該給予特別的重視，這可能是本文的一個不足之處。在中國大陸當前流動性過剩的宏觀背景下，金控公司內部資本市場的運作對貨幣政策傳導會造成哪些影響非常值得關注。在當前分業監管的監管體制下，如何規避銀行業、證券業、保險業綜合經營帶來的“利益衝突”，如何實現金控公司交叉銷售、成本節約、資本配置效率等績效目標，如何加強政府對金融行業的宏觀控制能力等，都是值得進一步研究的方向。

附件 4：

關於兩岸證券市場整合與監管的探討

鄭鳴 黃光曉

（載於大陸學術刊物《亞太經濟》2009 第 2 期）

目前，兩岸證券市場交流合作基本上處於單向、間接、低層次的初級階段。隨著兩岸政治關係的緩和，台灣行政當局近期宣佈了一系列兩岸金融鬆綁政策，特別是在金融機構赴大陸開設分支機構和大陸資金赴台投資問題上有所突破。雖然目前兩岸金融合作的重頭戲，即簽署貨幣清算協定和金融監管備忘錄（MOU）方面還沒有取得實質性的突破，但是兩岸金融進一步交流合作的發展趨勢良好，為兩岸證券市場發展帶來了新的機遇和挑戰。在這種新形勢下，未來如何整合兩岸證券市場，更好的發揮兩岸證券市場的互補性為兩岸經貿發展提供更好投融資平台，成為當前兩岸關係發展不可回避的重要話題。本文從兩岸證券市場交流與合作的現狀分析著手，指出兩岸證券市場交流合作的意義和存在的障礙，並針對未來兩岸證券市場的整合趨勢和監管問題提出相應的看法和政策建議。

一、兩岸證券市場交流合作的現狀

由於台灣當局 8 年來奉行的“戒急用忍”政策，兩岸金融合作不僅嚴重滯後於兩岸經貿合作，而且呈現嚴重的不對稱現象。台灣金融雖然是對外開放，但對於大陸來說則基本上是隔絕的，兩岸證券市場的交流合作基本上處於單向、間接、低層次的初級階段。^[1]在直接投資方面，台資若直投大陸，均需通過台當局“投委會”審批額度，額度稍大則不予放行；而台商在內地投資之後，內地對其資金回流、利潤回流均無障礙。所以一般台商均會採取第三地中轉，如維爾京群島等地，來避開這一限制。在證券投資方面，進入台灣市場的基金均須向台當局出示不含陸資的申明；而台灣基金投資 B 股和香港市場 H 股和紅籌股亦有比例限制。目前兩岸間相互投資的唯一中轉地在香港，目前香港市場有台灣 ETF（交易所交易基金，一般為以股市指數為買賣標的），而台灣市場亦有香港指數基金買賣，同時香港上市公司可在台灣發行存託憑證（TDR，台灣存託憑證）。在互設金融機構方面，大陸一直對台資金融機構到內地設立分支機構持積極支持和歡迎的態度，台灣已有 13 家證券公司在大陸設立了代表處，而台灣當局對大陸金融機構進入市場基本採取禁止的做法。

在台灣新任領導人馬英九先生上任後，兩岸關係得以迅速改善，尤其是在海協會與海基會的恢復商談以及達成兩項重要經濟協議後，在兩岸經貿關係發展取得突破的同時，台灣方面加快了開放兩岸資本市場與金融合作的步伐。近期，台灣行政當局宣佈第一批五項兩岸金融鬆綁政策，標誌著台灣當局朝開放資本市場的方向向前邁進了一步。具體措施包括：擬開放證券期貨業赴大陸投資；放寬境外基金及台灣地區投信所募基金投資陸股的上限，由現行的 0.4% 上調到 1%；投資港澳 H 股以及紅籌股投資比率由目前的 10% 調整為 21%；放寬大陸資金進入台灣證券市場的限制，取消法人機構來台投資須出具資金非來自大陸的聲明；准許台灣及香港指數股票型基金（ETF）相互掛牌，開放香港掛牌企業來台上市（櫃）或發行存託憑證（TDR）。未來台灣行政當局還將進一步開放大陸合格機構投資者來台投資證券、期貨市場，投資上限初步設置為基金淨值的 3%。同時，為吸引大陸台商返台上市，擬取消在大陸的台資企業回台 IPO 和增發的限制。

針對兩岸關係發展的新形勢，我們認為兩岸證券市場的整合已經開始顯露端倪。兩岸證券市場的整合就是以證券為媒介的兩岸資本自由流動，即兩岸證券市場主體突破地域的限制，實現證券資本跨地區流動，從而能夠使兩岸證券市場互相融合，互相滲透，逐步成為一個一體化的證券市場的進程。一體化具體包括四層含義：第一，證券發行的一體化，即兩岸的企業、金融機構在一定的規則下自由選擇不同方式在兩地的證券市場上發行證券；第二，證券交易的一體化，即兩岸的投資者、投資機構可以自由投資於兩岸證券市場上的證券並進行交易；第三，證券商及仲介機構業務的一體化，即允許兩岸證券經營者以及從事會計、法律、諮詢、評估的證券仲介服務機構自由從事兩岸證券業務；第四，證券監管的一體化，即借鑒運用國際通行的國際慣例和規則，並且通過國際間證券監管機構的協調共同完善對證券市場的管理。兩岸證券市場的整合是資本流動國際化背景下兩岸經貿發展的必然結果，是一個循序漸進、逐層遞進的過程。

二、兩岸證券市場整合的意義和存在的障礙

（一）兩岸證券市場整合的意義

1、兩岸經濟發展要求兩岸證券市場提供一體化的證券產品及服務

兩岸經貿合作已經對兩岸的經濟增長、產業結構調整與產業分工產生了重要影響。2007 年兩岸貿易額達 1244.8 億美元，大陸累計批准台商投資項目 74327 項，台商實際投資 450.4 億美元，台灣對大陸投資位列台灣海外投資目的地的第一位。隨著兩岸貿易與投資規模逐漸擴大，互補性的垂直分工關係日益明顯，大陸成為台灣失掉比較優勢的產業向外轉移的首選之地。而且近年來，不僅勞動力密集型製造業，而且高技術產業中的勞動力密集型生產階段

也開始向大陸轉移。隨著兩岸貿易與投資的擴大，兩岸產業追求規模經濟和範圍經濟的過程和進行產業結構調整的過程就是擴大投資和進行跨境併購的過程。而這個過程就需要金融服務業的跟進，尤其是需要兩岸證券市場提供一體化的證券產品及服務，包括更為便利的上市融資管道，更為開放透明的市場訊息、更為合理和趨同的資產定價以及更為便利的證券流動性和更為豐富的證券投資品種。[2]

2、台灣證券市場的發展困境

雖然台灣證券市場已建立了較完備的證券交易管理機制和法律體系，並累積長期的市場運作經驗，而其多層次的證券市場體系也凸現較強的競爭優勢。但由於近年來台灣地區在總體經濟環境上，囿於兩岸政治關係不明、經濟發展不如預期、台灣地區企業陸續移往大陸及東南亞發展等不利因素的影響，加上台灣地區證券業競爭過度（截止 2009 年 7 月，專業證券商已達 93 家，兼營證券商 58 家）、市場規模侷限性和上市資源匱乏、發展潛力不足等都使得台灣證券市場原有的優勢漸漸消失。尤其是大陸證券市場逐漸開放以後，吸引已在大陸投資設廠的台商直接在 A 股市場上市掛牌交易（目前已有 9 家在大陸的台資企業實現在 A 股上市），這將進一步導致台灣地區產業空洞化速度加快，並使得台灣證券市場的發展陷入了困境。[3]所以，採取更加開放的兩岸金融政策是台灣面對現實的一種必然的選擇。

3、兩岸證券市場存在較大的差異和互補性

（1）市場結構的差異。台灣證券市場由交易所、櫃檯市場和興櫃市場構成，形成了相對較為完善、多層次的市場體系；而大陸 A 股市場則由於股權分置改革和市場政策的限制，導致創業板、OTC 場外交易機制等創新遲遲無法推出，無法形成多層次的、滿足不同投資者和融資者需求的市場體系。

（2）上市公司的差異。台灣證券交易所上市的公司總數為 698 家，以民營企業占絕大多數，且在行業分佈上科技股成分比例較大，在規模構成上相對較小的上市公司占 50% 以上。大陸 A 股市場上市公司結構存在較大的制度性缺陷，國有上市公司的比重佔據了 90% 以上的份額，民營企業較少，而且上市公司素質參差不齊，公司治理結構也不盡合理。

（3）市場開放程度的差異。台灣證券市場的開放採取的是一條間接投資先行、機構投資先行和逐步放寬管理的路徑。台灣自 1991 年實行 QFII 制度以來，分階段逐步放寬對外資證券商的投資限制，並從 1996 年起逐步實現證券市場對境外法人與自然人的完全開放，全面開放“境外華僑及外國人直接投資”，實行 GFII 制度。相比之下，大陸證券市場開放較晚，根據加入 WTO 之後資本專案開放的要求，至 2002 年才開始實施 QFII 制度，而且從一開始

即採用直接投資的形式，並對規定嚴格的 QFII 資格條件和資金管理政策。

(4) 證券商的差異。雖然目前大陸證券公司資本實力和盈利狀況都有了明顯提高，業務運營趨於規範，但業務競爭力並未得到實質性提高。受制於資本市場發展水準，證券公司在市場准入、市場運行、產品和業務放行，及創新業務種類和規模方面都受到監管上的嚴格限制，其收入高度依賴傳統業務，具有很強的波動性。另外，證券公司的整體資本實力仍然偏弱，經紀業務集中度偏低；證券商的公司治理也還有待提高，風險管理技術和風險管理能力還處在發展的初級階段，對公眾的資訊披露也有待進一步完善。台灣證券公司起步較早，擁有人才和經驗優勢，尤其是在收購兼併、財務顧問、資產證券化以及金融產品創新方面。而且在經營模式上，台灣證券商更為靈活高效。2000 年《金融機構合併法》和 2001 年《金融控股公司法》通過後，台灣相繼成立了 14 家金融控股公司，整合了 90 多家銀行、證券、保險等金融機構，通過兼併收購，構建內部資本市場，實現了優勢互補和資源整合，提高了資源運用效率。

大陸證券市場經過改革開放以來近三十年的發展，市場規模不斷壯大，制度日趨完善。但作為新興經濟體，尚存在證券市場層次單一、融資結構失衡、債券市場發展滯後、機構投資者力量不足、市場創新機制和資訊披露機制有待增強等問題；台灣證券市場雖已建立了較完備的多層次市場體系，具備了較強的競爭優勢，但受制於台灣地區經濟形勢和市場資源限制，發展前景也不容樂觀。兩岸證券市場存在的差異和互補性，恰可為兩岸證券市場的整合提供很好的契機。兩岸金融合作與資本市場的開放，不僅有助於兩岸經貿關係的發展與資本的融合，更有助於海峽兩岸區域功能性金融中心的形成；不僅可以在一定程度上避免台灣經濟被邊緣化的危機，還可以在兩岸區域經濟互補和產業結構調整中發揮巨大的作用。

(二) 兩岸證券市場整合過程中的主要障礙

根據金融市場一體化的發展規律，參照歐盟證券市場一體化進程的經驗，兩岸證券市場一體化應該是一個對資本及市場管制的各種壁壘逐漸消除的過程。目前兩岸金融合作的主要難題有三個方面：(1) 資本管制和市場准入限制，抑制了兩岸資本的自由流動和跨境的投融資活動；(2) 金融機構交易、結算、資訊披露、會計準則等標準的差異；(3) 金融監管規範、法規缺乏協調和統一。從目前兩岸金融合作的現狀來看，兩岸證券市場整合的最主要障礙在於兩岸尚未開展就諸如簽署貨幣清算協議和金融監管備忘錄(MOU)等金融市場開放議題展開協商，缺乏相應的法律依據和運作框架，無法進一步深化金融合作和交流。[4]

三、海峽兩岸證券市場整合的框架

世界貿易組織（WTO）對金融服務業的對外開放並沒有非常具體的規定，各成員國可以依據《服務貿易總協定》（GATS）和《金融服務協定》（FSA）有關條款，同時結合本國實際情況向外資開放金融、保險和證券等有關服務性行業市場。WTO 主要從證券市場自由化和證券市場管理定位兩方面對成員國證券市場對外開放施加制度性的影響，加快證券市場自由化的進程。^[5]大陸加入 WTO 時，就證券市場對外開放提出了具體承諾，包括：允許外國證券機構通過在交易所設立的特別席位直接交易 B 股；鼓勵更多的中國優質企業境外發行上市；逐步允許符合標準的外資企業來中國發行股票並上市；成立中外合資證券公司與基金管理公司；在適當時機，允許外資有控制、有步驟地進入中國證券市場。從已兌現的情況來看，大陸證券市場開放度與現階段證券業發展狀況及資本市場成熟度基本相適應。

從大陸證券市場兌現對外開放的承諾的過程來看，就是在“循序漸進、安全可控、競爭合作、互利共贏”的基本原則下，走一條由易到難、逐步放開的道路。所以，兩岸證券市場的整合也將是一個循序漸進、逐層遞進的過程，應該遵循市場開放——機構合作——兩地上市三個相互聯繫而又逐層遞進的發展階段。

（一）兩岸證券市場整合的基礎：市場開放

QFII（合格的境外機構投資者），是指允許合格的境外機構投資者投資當地證券市場，並可將資本得利、股息匯出的一種市場開放模式。QFII 作為一種過渡性制度安排，是貨幣沒有自由兌換、資本項目未完全開放的新興市場國家或地區，實現有序、穩妥開放證券市場的特殊通道。引入台灣機構投資是兩岸證券市場整合的基礎，這不僅有利於兩岸證券市場強化資訊的交流和規則的相互熟悉，而且也是開關證券交易一體化的必由之路。

但是大陸證券市場現有的 QFII 制度對境外機構投資者的資格條件要求相當苛刻，要求所有類型合格境外機構投資者管理證券資產的規模均不小於 100 億美元，投資額度的要求也十分嚴格，而且因為人民幣不可以自由兌換，所以還存在外資資金匯出匯入的問題。從台灣的基金公司、投信公司的資金規模來看，直接申請得到 QFII 資格困難比較大。目前台灣本土基金公司還沒有一家有 QFII 資格的，資金主要通過現在已經取得 QFII 資格的國外資產管理公司間接進入大陸。目前大陸的市場規模是台灣的 300 倍，大陸機構投資者的發展速度也很快，但是境外投資者進入大陸證券市場的相對速度卻低於台灣同期的水準，市場份額預計在 2%-3% 左右徘徊。所以，應該儘快修改 QFII 制度，給予其更大的靈活性。可喜的是，第二次中美戰略經濟對話後，合格境外機構投資者(QFII)的額度從 100 億美元提高到 300 億美元。這種改變是適應市場發展需要的體現，也是制度靈活性的體現。所以，有針對地給予台

資相應政策傾斜和優惠，降低投資門檻，不僅不會違背市場開放的公平原則，而且可以活躍兩岸證券市場交易，帶動兩岸證券市場的雙向投資。

（二）兩岸證券市場整合的推進：機構合作

證券交易的一體化必然要求兩岸證券商及仲介機構業務的整合，即允許兩岸證券經營者以及從事會計、法律、諮詢、評估的證券仲介服務機構自由從事兩岸證券業務。目前台灣證券商主要通過在香港設立據點，與港澳及海外合作以基金方式投資大陸股市。典型的模式是“上海基金”模式，即外商銀行在台分行發起組成以大陸股市為主要投資對象的基金，在台灣及港澳地區募集資金，由發行銀行的香港企業負責基金的操作，投資大陸、台灣與香港股市，其保管銀行是在海外的外商銀行。這一“封閉型”基金為世界首創的大陸--台灣--香港投資型態，並在香港聯合證券交易所掛牌上市。因為兩岸的證券監管機構之間沒有簽訂合作諒解備忘錄，合作方面還有很多外部環境的制約，台灣證券商僅能在大陸設立代表處，從事諮詢、聯絡與市場調查等非經營性活動。兩岸證券業機構合作主要限於客戶資源的共用和業務經驗的交流，以技術援助、培訓及諮詢顧問等服務為主。

根據 WTO 的有關協定，大陸開放外資設立中外合資的基金管理公司，從事國內證券投資基金管理業務，外資比例在加入 WTO 時不超過 33%，加入 WTO 後 3 年內不超過 49%。加入後 3 年內，允許設立中外合資證券商，從事 A 股承銷、B 股和 H 股以及政府和公司債券的承銷和交易，外資比例不超過 1/3。到目前為止，共有七家中外合資證券商獲准成立。大陸對外資金融機構的進入採取有步驟、有限度、分階段進行的政策，積極穩妥地推進證券業和資本市場對外開放。

外資的進入必然導致證券服務產業結構的進一步調整和資源重新優化配置，這就為國內證券商併購提供了更為廣闊的空間。與歐美日等國家和地區的證券商相比，台灣證券商在與大陸證券商合作方面不僅具有同種同文易於溝通整合方面的優勢，而且台灣證券商實力相當較小，雙方合作有利於發揮互補優勢，雙贏互利。大陸對台灣證券業應秉持“同等優先，適度放寬”的原則，積極開展廣泛合作。合作方式可以有三類：一是技術合作，包括資訊技術、業務指導、管理諮詢和人員培訓等內容。二是管理合作，中方讓出部分或全部管理權，直接聘用台方職業經理人員，建立新的管理和經營機制。三是股權合作。股權合作就是組建中外合資證券商，是一種更加緊密的、深層次的合作。根據合資層次的不同，股權合作可進一步劃分為三種方式：總公司層面的合資，即引進外資股東，增加公司的註冊資本金和資金實力；單項業務層面的合資，即證券商分拆一部分業務及相關資產，與外資共同組建一家新的具有獨立法人地位的證券商；組建全業務合資子公司。一般而言，先進行技術和管理

方面的合作後進行股權合作較為合適。因為一是需要待政策明朗；二是雙方瞭解與磨合需要一個較長時間。而進行單項業務合資更為可行和有利，如果在總公司層面上引進股權比例超過 25%的台資股東，由於目前大陸證券商的股權較為分散，不少證券商最大股東的股權比例不超過 20%，很難獲得中方股東的認可；如果組建全業務合資子公司又必將導致母公司與合資公司之間同業競爭，且投入的資金較大。

（三）兩岸資本市場整合的目標：證券發行的一體化

兩岸證券發行的一體化，不但可以加速兩岸間資本相互流動、轉移，促進兩岸產業結構調整和經濟發展，而且可以促進兩岸證券市場的國際化進程，加速與國際市場的對接，從而拓寬兩岸企業融資管道，加大對外開放程度。

要實現兩岸跨地區上市，必須規範統一的上市制度，以保證跨地區上市在實際運作中的公平性、安全性和合理性。規範統一上市制度，主要包括以下幾個方面：（1）制訂共同的上市標準。由於兩岸證券市場的發育成熟程度不同，相關的法律、法規完善程度不同，也就造成了現階段，各自上市標準還存在一定的差異。尤其是關於在考察上市公司指標體系的設計和最低要求上，差別比較明顯。因此，必須盡可能的從公平、公正的角度來規範統一的上市標準，使得符合跨地區上市條件的發行公司在兩岸三地可任意選擇上市，促進兩岸三地間的資本的自由流動。（2）規範統一的上市程式。大陸與台灣地區實行的是核准制上市程式，即在資訊公開的基礎上，對申請上市的公司進行資格審核的上市制度。（3）規範上市審核機構。必須規範兩岸的上市審核機構設置，以確保採用同樣的標準、尺度來衡量、判別申請公司的條件，檢驗申請公司資本經營的品質，保證同等條件下的申請公司得到公平的待遇。（4）統一上市收費制度。現階段，兩岸上市公司收費標準還存在著很大的差別，未來設計收費制度時既要考慮到申請競爭的公平性，又要考慮到兩岸各自的產業調整狀況，靈活變通。

四、海峽兩岸證券市場監管協調機制的構建

在兩岸證券市場整合的過程中，需要兩岸不斷交流和溝通，不僅從交易所層面上規範交易制度和市場准入規則，而且需要透過一定的管道和平台對市場監管進行協調。兩岸證券市場監管協調機制的構建應該借鑒大陸與香港金融監管合作的成功經驗，在 WTO 金融服務業相關協定和國際證監會組織監管協調機制的框架下，從兩岸證券市場監管合作的可行性、基本條件出發，通過兩會協商的平台，通過設立常設專門小組的形式，構建長期穩定的對話機制，同時以交易所對交易所簽署備忘錄模式，統一規範兩岸證券市場制度；進一步透過國際合作平台進行雙邊監管協調與運作，實現兩岸證券市場監管的一體化。

（一）建立兩岸證券市場監管的交流平台

目前，兩岸交流合作只能透過兩會協商平台進行。但是在目前兩會事務性協商中，還未形成制度化、常態化的機制，沒了制度化的協商管道，兩岸通航、金融監管等涉及雙方公權力的問題當然就沒辦法談。2005 年兩岸啟動的台商春節包機，曾產生過兩岸經貿事務溝通與協商的“澳門模式”，亦即兩岸通過民間行業組織溝通、雙方實務官員代表公權力以適當名義參與的模式。這種模式推動了兩岸包機的進展，但畢竟也只是權宜之計，遇到公權力涉入較深的領域或議題，如兩岸金融合作，涉及兩岸監管協定（MOU）的簽署，兩岸貨幣實現直接兌換，也需要兩岸簽署貨幣清算協定，也就無能為力了。所以，兩岸金融業交流合作需要逐步建立起制度化架構，可以在兩會制度性協商的基礎上，設立常設專門協商小組，使之成為兩岸金融監管機構日常溝通交流的管道。

（二）拓展兩岸證券交易所合作管道，規範兩岸證券市場的技術標準

國際證券交易所聯合會（World Federation of Exchanges，WFE）成立於 1961 年，總部設在巴黎。WFE 對會員的市場規模、法制化建設等諸方面都有嚴格的要求，因此取得會員資格被各國證券監管機構及市場參與者作為其證券市場達到國際認可標準的一種認同。WFE 的宗旨是：促進成員之間的緊密合作；為跨國證券交易和公開發售建立統一標準；宣傳交易所自律在整個監管體系中的重要性；支持新興市場的發展，使之最後達到 FIBV 的會員標準；促進全球證券市場規範化的進程。香港聯合交易所於 1986 年、臺灣證券交易所於 1989 年、上海證券交易所於 2002 年分別成為 WFE 的成員。

加強兩岸三地的交易所對交易所的交流合作，並以 WFE 有關交易所運作的《市場原則》（Market Principles）的基礎上，就兩岸證券市場在組織與運作、市場准入、資訊披露、結算、技術基礎設施、風險管理以及糾紛、投訴處理及仲裁制度、投資者保護等方面廣泛開展合作，強化兩岸交易所制度上的國際化、規範化和標準化，為進一步奠定基礎。但是由於 WFE 的會員均為各國和地區的證券交易所，其非政府國際組織的法律性質，使得 WFE 不具備任何凌駕於國家之上的正式監管特權，也沒有立法功能。其制定和發佈的原則和建議等檔只是建議性的，對其會員只具有道義上的約束力，沒有法律上的強制約束力。而且 WFE 主要涉及證券交易所和證券結算方面的問題，範圍很窄，有關證券欺詐、資訊披露等諸多方面的規定尚付闕如，這也較大地限制了作用的發揮。因此，需要進一步確立兩岸金融監管合作模式，為兩岸證券市場整合提供監管上的保障。

（三）兩岸證券市場監管合作模式

在金融國際化趨勢背景下，各國金融監管機構不斷加強合作，逐步在監管手段、內容和標準上形成統一的國際金融監管體系。國際證券監管合作包括三個層面。第一，各國監管當

局相互之間的雙邊國際監管合作，其形式主要是簽訂或達成諒解備忘錄（MOUs）、條約、聯合宣言等。第二，區域性國際監管合作。目前，具有實質性內容並形成的區域性合作僅存在於歐盟。第三，國際證監會組織相關協定框架下的國際合作。[6]

國際證券監管委員會組織（International Organization of Securities Commissions, IOSCO）成立於 1983 年，總部設在加拿大的蒙特利爾。作為專業性國際組織，IOSCO 強調非政治原則，所有會議不懸掛國旗、不奏國歌。大陸對國際證券監管合作的態度比較積極，1995 年中國證監會正式加入了 IOSCO，成為亞太地區委員會的正式會員，上海、深圳證交所也成為了該組織的附屬會員，並於 1998 年當選為該組織的執行委員會成員，目前已經同世界上二十多個國家簽訂了證券監管合作雙邊諒解備忘錄。台灣地區證券暨期貨管理委員會（原名證券管理委員會）於 1987 年成為證監會國際組織的正式成員，其英文名稱原為“TAIPEI—CHINA”，中國證監會入會後，其英文名稱改為“CHINESE TAIPEI”。臺灣證券交易所於 1993 年成為 IOSCO 附屬會員。

IOSCO 主要通過成員機構的合作，保證在本國及國際範圍的有效監管，以維持公正和高效的市場；通過交換資訊和交流經驗，建立國際證券發行與交易的規範和有效監控；通過嚴格執法和有效稽查來保證市場的公正性。而且 IOSCO 在證券、期貨市場的國際監管與調控方面制定、通過了一系列協議、標準與準則，並為打擊國際證券與期貨領域的各種犯罪制定了有關制度規則，並且付諸了跟蹤、打擊等具體活動，對抑制和懲治證券業欺詐犯罪活動的國際合作起到了巨大的推動促進作用。[7]而且值得一提的是，2007 年大陸和台灣都加入了 IOSCO 的多邊監管合作機制（MMOU）。所以，以 IOSCO 監管目標和原則為共識，以 IOSCO 的一系列協議、標準與準則為基礎，建立兩岸證券監管協調機制，不僅可以利用現有的國際合作平台，而且可以規避一些敏感的政治話題，加強兩岸證券監管機構之間的互信與合作。資料來源：台灣金融監管委員會網站統計資料，<http://www.sfb.gov.tw/>。

參考文獻：

- [1]衣長軍·兩岸金融合作的瓶頸與機制創新構想[J]，經濟縱橫，2007（6）
- [2]章和傑·簡析兩岸金融合作的現狀與相關建議[J]，臺灣研究，2007 年（6）
- [3]魏哲楨·台資證券業在大陸發展的機遇和挑戰，2007 年 9 月。該文系商務部主辦的第二屆海峽兩岸經貿合作與發展論壇演講稿。
- [4]鄧利娟·海峽兩岸金融往來的困境及其突破探討[J]，臺灣研究，2008 年（1）
- [5]李國安·WTO 框架下國際證券監管合作與協調[J]，法商研究 2002（4）

- [6]邱永紅·中國證券市場國際化進程中的監管合作與協調探析[N]，深交所，2008年5月
- [7]戴建國、譚雅靜、申兵·IOSCO證券監管目標和原則[J]，證券市場導刊，2006（7）