

中華民國證券商業同業公會  
委託研究

研究主題：

如何建立兼顧國家安全之金融國際化政策

主持人：朱浩民

協同主持人：康榮寶

中華民國九十七年十月

# 目 錄

壹、前言.....	2
一、研究目的.....	2
二、研究內容.....	3
貳、當前台灣資本市場之困境.....	5
一、市場發展停滯不前.....	5
二、資金不對稱外流.....	14
三、鄰近國家交易所的競爭.....	15
參、證券市場國際化.....	17
一、證券市場國際化文獻探討與評析.....	17
二、證券市場國際化的條件.....	26
三、亞洲鄰近證券市場國際化實例.....	32
肆、如何建立兼顧國家安全之金融國際化政策.....	56
一、我國金融國際化目標.....	56
二、具體做法.....	57
伍、結論與建議.....	72
一、結論.....	72
二、具體建議.....	73
參考文獻.....	76

# 如何建立兼顧國家安全之金融國際化政策

## 壹、前言

### 一、研究目的

金融自由化與國際化為近二十多年來國際金融市場之潮流，在資金無國界的時代，各國為吸引國際資金，壯大金融市場，紛紛進行金融改革，解除多餘管制，推動自由化措施，重新架構金融業經營機制，營造效率、公平和安全的籌資與交易環境。

為了強化市場競爭力，跟進世界潮流，台灣近年來進行了不少的金融改革，包括通過《金融控股公司法》，允許金控公司成立，希望整合銀行、證券和保險跨業經營之綜效，並成立金融監督管理委員會，建立金融監理一元化機制；鼓勵金融業整併，成立金融重建基金，改革存款保證制度，建立不良金融機構退場機制；取消 QFII 制度；建立興櫃股票市場；建立國內期貨與選擇權市場；鼓勵金融產品創新；擴大證券商經營債券相關業務，進行債券發行和交易制度之改革；推動公司治理，逐步建立獨立董監事制度；成立證券投資人及期貨投資人保護中心，保障投資人權益…等等，也得到初步的成效，然而與鄰近新興資本市場相比，台灣的腳步卻相對落後許多。

過去幾年，台灣證券市場新上市(櫃)公司家數急速減少，不僅外資企業無意來台掛牌，愈來愈多的台資企業紛紛選擇赴香港、新加坡甚至中國大陸上市籌資，台灣證券市場上市(櫃)公司總市值、成交金額、股價表現、本益比、周轉率和籌資能力等數字都較亞洲其他新興市場遜色許多，此外這幾年來台灣資金不對稱外流的情況相當嚴重，以 2007 年為例，全年居民對外證券投資(股權與債權)淨流出金額高達 397.75 億美元之多。資金外流嚴重再加上市場表現不佳，使得台

灣的金融行業已成為「艱苦行業」，金融人才當然也逐漸流失到國外。2007年10月底世界經濟論壇(WEF)發表的全球競爭力評比中，台灣的「金融市場成熟度」在一百三十一個受評國家中僅排名第五十八，顯見台灣的金融國際競爭力仍有很大的提升空間。

因此台灣的金融市場(包含資本市場)必須加速推動改革，提升競爭力並邁向國際化。推動證券相關交易所的整併，並與國外交易所結盟，檢討法令規章，鬆綁證券商業務限制，解除不必要的資金進出和投資管制，擴大債券市場動能，加速開發新金融商品，落實公司治理，加強內線交易查緝，強化市場交易紀律和投資人保護，甚至檢討調整國內租稅環境…等，以吸引國際企業籌資和投資人交易，都是未來台灣資本市場應該努力的事項。但無可諱言的，除了國內交易所的整併和台灣自身金融條件的提升之外，台灣資本市場的國際化，有相當的部份乃繫於兩岸政經環境。在兩岸特殊的政經情勢下，如何在確保國家金融安全的前提下，開放台灣資本市場成為國際化的市場，實有待深入的研究。海外台商(尤其大陸台商)的回台上市問題要如何面對解決？台灣上市(櫃)公司海外分拆上市甚至在台灣下市的趨勢如何應對？台商企業在台籌資的限制調整？台灣金融業(包括證券業)赴大陸發展的困境如何突破？台灣資金海外投資，尤其是對陸股及港股的不對稱投資金流，甚至未來陸資登台的管理，該如何鬆綁但避免不良的後遺症？以及近一段時間以來，因為美國次級房貸所引發的國際金融危機教訓下，國內金融預警與防衛制度的建立，金融人才流失到大陸的現象與國際化人才的培養…等，都是台灣資本市場國際化所不能迴避的問題，也將是本研究要探討的主要課題。

## 二、研究內容

本研究主要目的為探討我國金融國際化的相關議題，為聚焦起見，內容將以證券市場為主：我們首先以各項統計數據說明台灣資本市場當前之困境，包括市

場發展停滯不前、資金不對稱外流與鄰近國家交易所的競爭情形，也因此台灣金融市場必須積極強力作為，才能扭轉困境；接著我們探討證券市場國際化的議題，先對證券市場國際化之文獻予以評析，並以倫敦市政局的報告闡明證券市場國際化的條件，同時說明亞洲鄰近證券市場包括中國、香港、新加坡和韓國國際化實例，做為台灣證券市場國際化之參考；在進入如何建立兼顧國家安全之金融國際化政策討論中，我們先評析台灣證券市場國際化之目標，接著提出具體的建議做法，包括解除不當限制、擴大市場規模、資金自由進出、鬆綁券商業務、修(訂)定法規、建立金融預警制度與擴大國際金融人才培育七大項目；最後則是本研究的結論與建議。

## 貳、當前台灣資本市場之困境

近幾年來，台灣資本市場雖然進行了不少改革，也得到一些成果，但與鄰近新興市場相比，腳步卻相對落後許多，不僅新上市(櫃)公司家數急速減少，證券市場上市(櫃)公司總市值、成交金額、股價表現、本益比、周轉率和籌資能力等數字均不太理想，資金不對稱外流的情況也相當嚴重，市場明顯陷入困境。

### 一、市場發展停滯不前

目前台灣資本市場之困境可由下列各統計表、圖窺見端倪。表 2-1 與圖 2-1 是 2001 年以來台灣證券交易所與證券櫃檯買賣中心的新上市、櫃公司家數統計。從資料中可以看出，近幾年來國內企業的初次公開發行(IPO)家數呈現停滯的現象，2007 年下半年在證交所與櫃檯買賣中心「三年新上市(櫃)公司 250 計畫」的衝刺下，新上市、櫃公司家數才恢復了正成長。表 2-2 與圖 2-2 則是 2001 年至 2007 年亞洲臨近新興國家交易所的上市公司家數。與香港、新加坡等交易所的情況相比較，更顯示這幾年來台灣證券市場的困境。

表 2-1 台灣近年來上市(櫃)IPO 家數

上市(櫃)	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 <sup>(1-6)</sup>
上市	70	86	47	38	13	11	30	19
上櫃	97	110	83	87	56	40	40	17
合計	167	196	130	125	69	51	70	36

資料來源：證券暨期貨市場重要指標，金融監督管理委員會編印。

圖 2-1 台灣近年來上市(櫃)IPO 家數

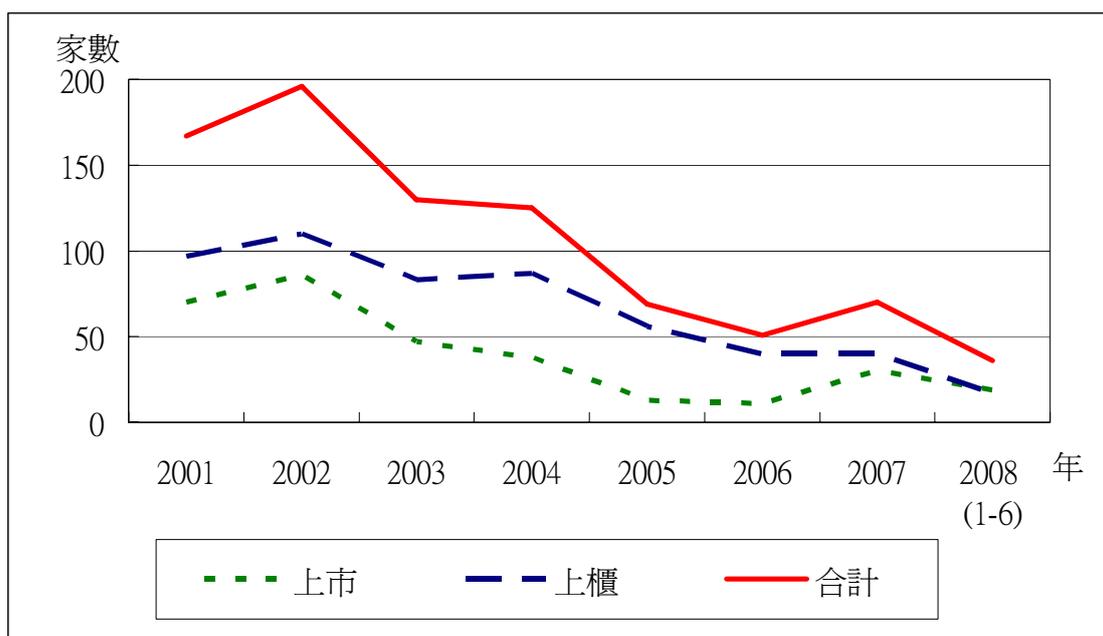


表 2-2 各交易所上市公司家數

年	上 海	深 圳	香 港	新 加 坡	韓 國	台 灣
2001	646	508	756	386	689	584
2002	715	508	812	385	683	638
2003	780	505	852	413	684	669
2004	837	536	892	462	683	697
2005	833	544	934	493	702	691
2006	842	579	975	539	731	688
2007	860	670	1,048	605	745	698
2008.6	863	723	1,065	632	760	710

資料來源：台灣證券交易所。

圖 2-2 各交易所上市公司家數

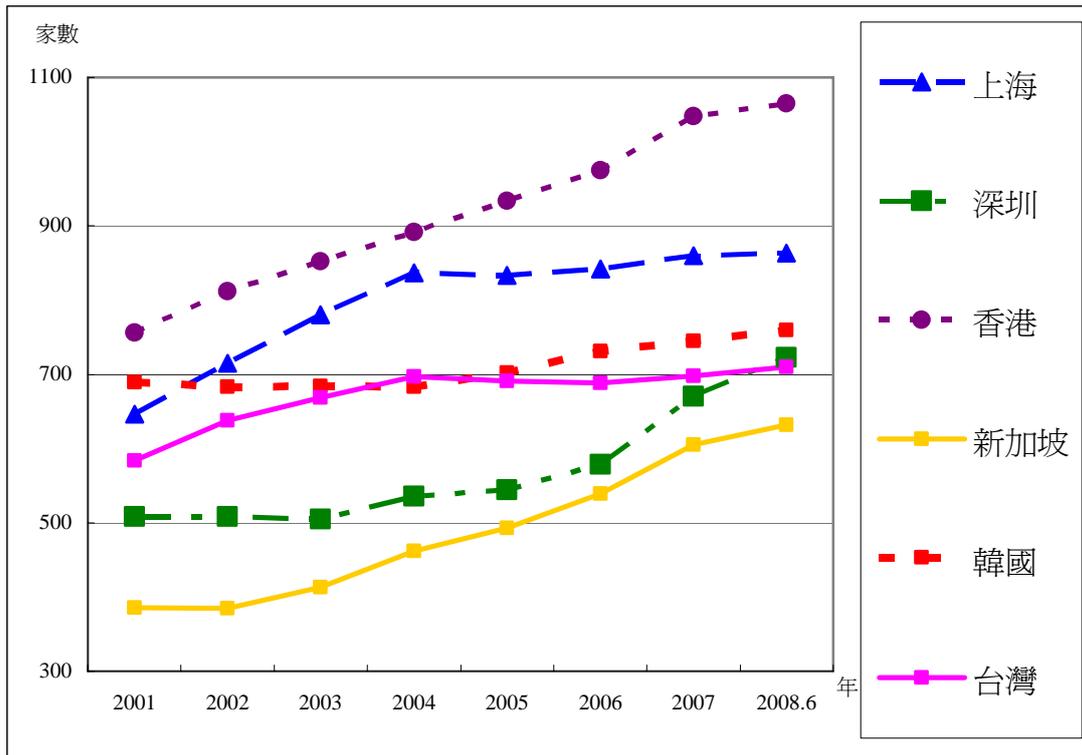


表 2-3 與圖 2-3、表 2-4 與圖 2-4 分別是 2001 年至 2007 年亞洲臨近交易所的上市公司總市值與占其本國 GDP 之比例。台灣這幾年上市公司的總市值雖然有所增加，但速度卻較其他交易所緩慢，不僅遠遠落後香港交易所，更被韓國、上海和深圳超越；就上市公司總市場占 GDP 之比例，香港、韓國、新加坡和上海都有倍數之成長，相對而言，台灣成長速度亦有所不及。

表 2-3 各交易所上市公司總市值(單位：十億美元)

年	上 海	深 圳	香 港	新 加 坡	韓 國	台 灣
2001	333	192	506	116	194	293
2002	306	157	463	100	216	262
2003	360	153	715	149	298	379
2004	314	133	861	217	399	438
2005	286	116	1,055	257	718	476
2006	918	228	1,715	384	834	594
2007	3,694	785	2,654	539	1,123	664
2008.6	2,106	489	2,096	485	898	585

資料來源：同表 2-2。

圖 2-3 各交易所上市公司總市值

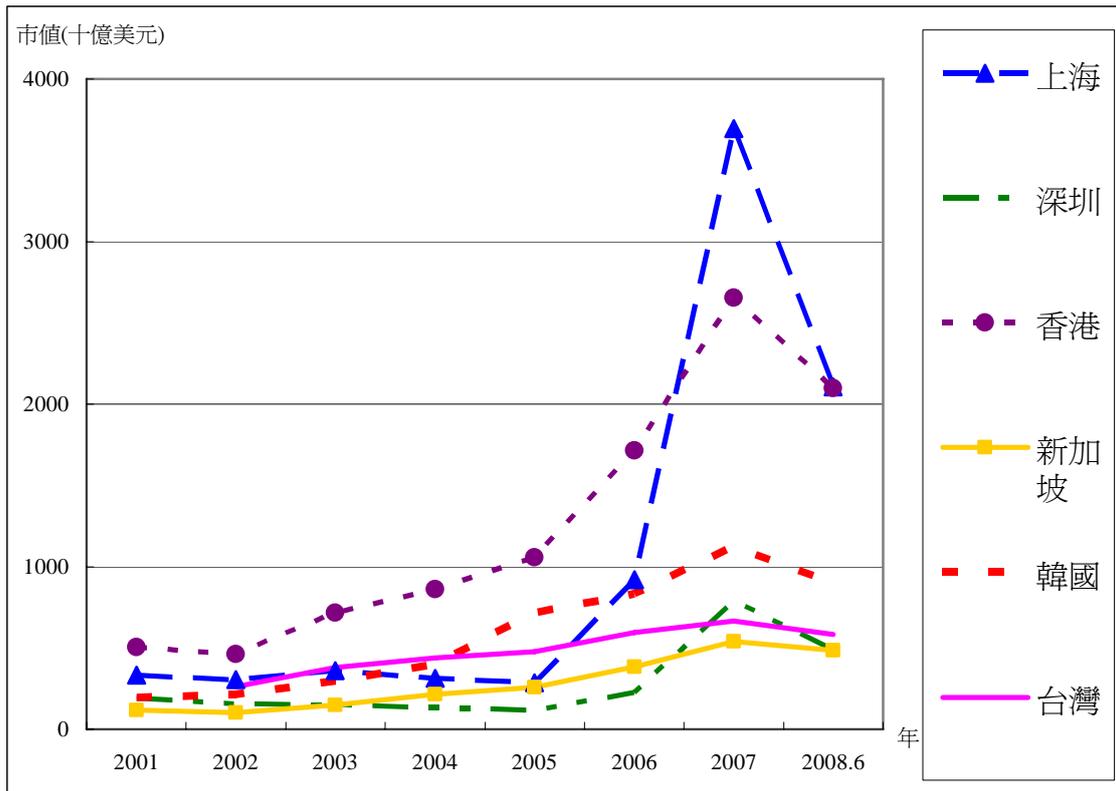


表 2-4 各交易所市值總額占 GDP 比例(單位：%)

年	上 海	深 圳	香 港	新 加 坡	韓 國	台 灣
2001	25.14	14.49	303.95	135.33	40.35	103.91
2002	21.05	10.80	282.87	113.33	39.48	88.36
2003	21.94	9.32	450.85	160.81	49.05	122.33
2004	16.27	6.91	519.58	202.51	58.53	126.42
2005	12.75	5.15	593.03	220.53	90.74	136.48
2006	34.94	8.68	904.03	290.77	93.93	162.97
2007	113.96	24.2	1,281.09	334.17	115.74	171.00

資料來源：同表 2-2。

圖 2-4 各交易所市值總額占 GDP 比例

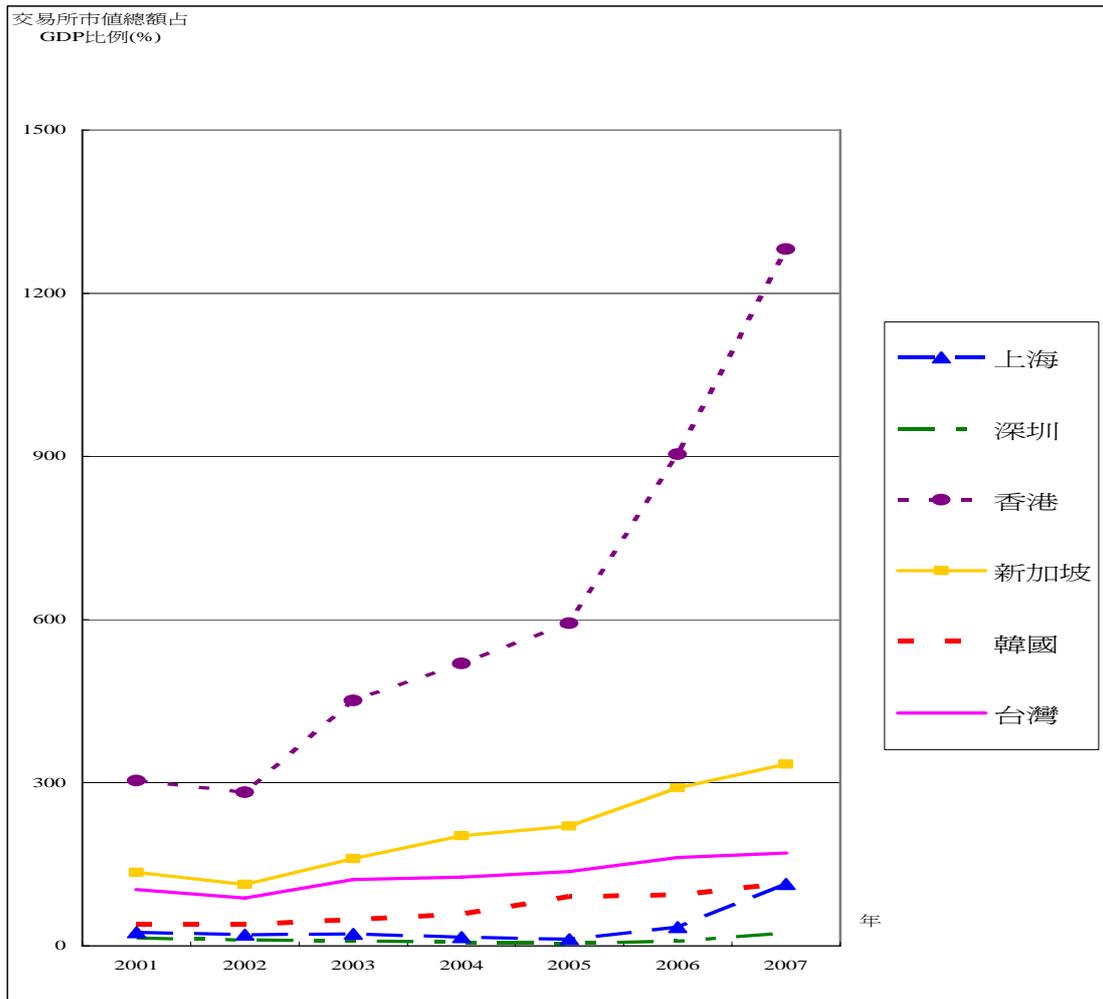


表 2-5 是 2001 年至 2007 年亞洲臨近交易所的股價指數表現。數據顯示，過去 7 年各國股價指數都呈倍數之上漲，惟獨台灣漲幅最少。

表 2-5 各交易所股價指數比較

年	上海	深圳	香港	新加坡	韓國	台灣
2001	1,645.97	475.94	11,397.21	1,623.60	693.70	5,551.24
2002	1,357.65	388.76	9,321.29	1,341.03	627.55	4,452.45
2003	1,497.04	378.63	12,575.94	1,764.52	810.71	5,890.69
2004	1,266.50	315.81	14,230.14	2,066.14	895.92	6,139.69
2005	1,161.06	278.74	14,876.43	2,347.34	1,379.37	6,548.34
2006	2,675.47	550.59	19,964.72	2,985.83	1,434.46	7,823.72
2007	5,261.56	1,447.02	27,812.65	3,482.30	1,897.13	8,506.28
2008.6	2,736.10	793.13	22,102.01	2,947.54	1,674.92	7,523.54

資料來源：同表 2-2。

股價表現不振，連帶使得交易所股票成交金額成長受到影響，表 2-6 資料告訴我們，2001 年時台灣證券交易所的股票成交金額遙遙領先亞洲其他市場，但到 2007 年，台灣卻已被除新加坡以外的市場超越，即便是新加坡，其交易所股票成交金額在 7 年間亦成長了 4 倍，台灣卻仍然與 7 年前相差不多。

表 2-6 各交易所股票成交金額比較(單位：十億美元)

年	上海	深圳	香港	新加坡	韓國	台灣
2001	602.86	398.78	376.60	95.20	556.10	993.26
2002	536.93	210.61	241.00	71.80	380.60	546.10
2003	586.26	169.62	194.00	62.80	592.80	635.24
2004	255.96	140.29	296.40	92.00	459.20	591.98
2005	322.83	194.46	439.60	107.30	488.70	717.16
2006	238.81	154.44	464.30	116.40	1,204.30	583.19
2007	4,070.08	2,102.44	2,138.69	381.34	2,010.79	1,008.41
2008(1-6)	1,621.15	784.31	963.65	159.12	810.99	530.82

資料來源：同表 2-2。

圖 2-5 各交易所股票成交金額

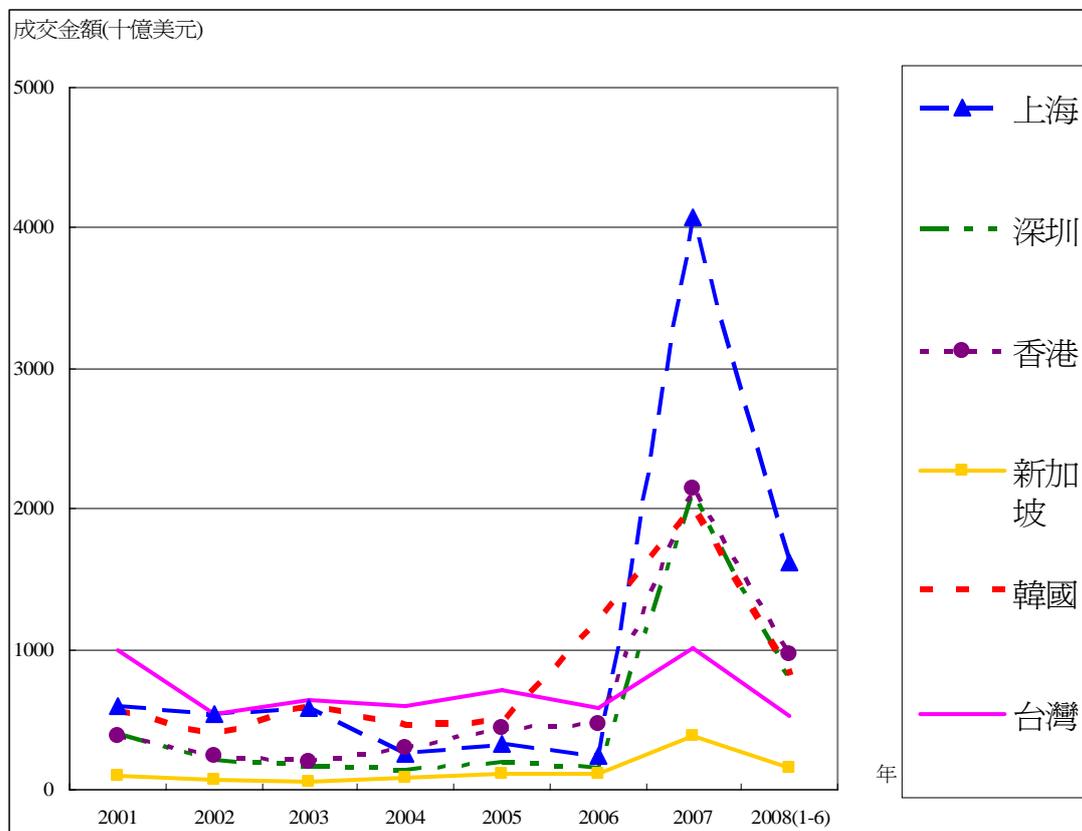


表 2-7 與圖 2-6 是各交易所的股市成交值週轉率。週轉率高代表股市熱絡、市場換手率高，台灣股市成交值週轉率一向高出其他交易所，但這幾年逐漸下降，相對地除了韓國，其他鄰近國家的週轉率卻不斷上升，此亦顯現近年來台股交易之冷淡。

表 2-7 各交易所股市成交值週轉率(單位：%)

年	上 海	深 圳	香 港	新 加 坡	韓 國	台 灣
2001	77.98	78.25	46.55	56.07	218.24	206.95
2002	60.33	72.07	42.78	59.81	254.53	217.41
2003	89.70	169.46	42.34	58.04	210.20	190.82
2004	86.16	108.19	59.19	75.81	171.41	177.46
2005	76.82	116.09	53.07	49.42	164.50	131.36
2006	122.57	192.66	56.24	54.67	207.72	142.19
2007	200.55	358.38	75.45	67.93	170.53	153.28
2008.6	11.12	21.74	6.07	6.03	15.28	10.57

資料來源：同表 2-2。

圖 2-6 各交易所股市成交值週轉率

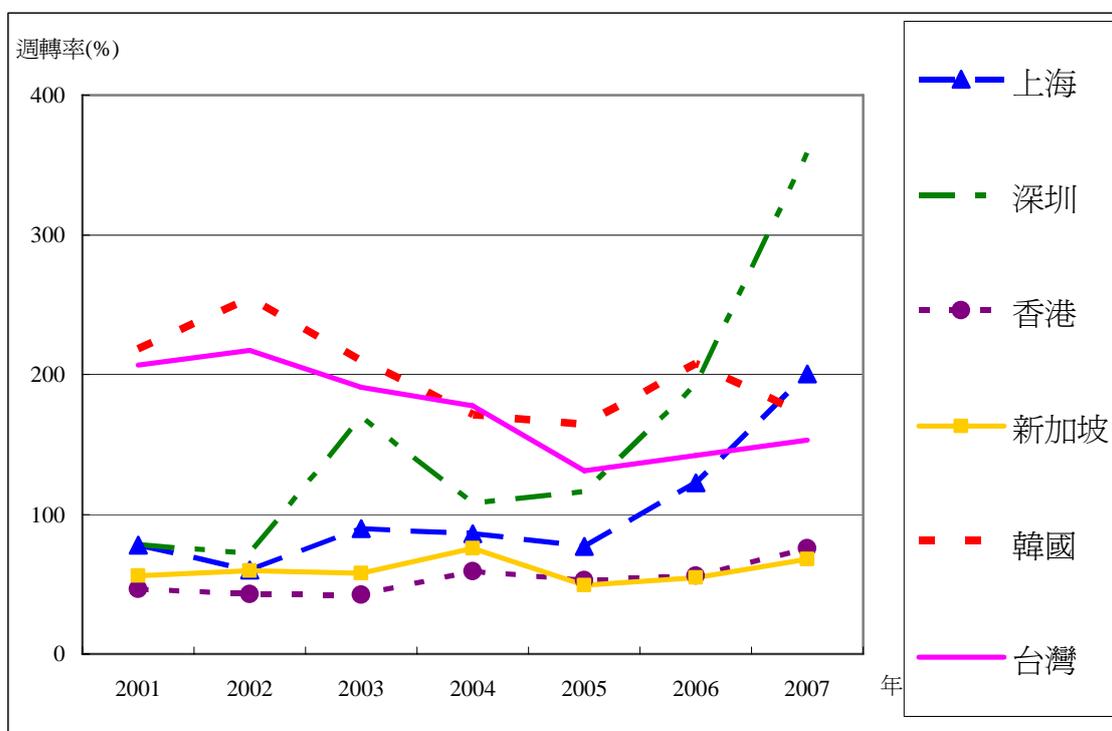


表 2-8 與圖 2-7 是各交易所的股市本益比統計。資料顯示，台灣股市之本益比在 2001 年是鄰近國家交易所中最高者，但最新的資料顯示，除了新加坡之外，台股本益比已低於其他國家的本益比，這一方面顯示，過去這幾年台股不受投資人的青睞，另一方面亦隱含如果政經環境改善，台股未來應有彈升的空間。

表 2-8 各交易所股市本益比

年	上 海	深 圳	香 港	新 加 坡	韓 國	台 灣
2001	37.71	39.79	12.18	16.75	29.29	41.57
2002	34.43	36.96	14.89	21.17	15.61	41.77
2003	36.54	36.19	18.96	24.87	10.06	24.76
2004	24.23	24.63	18.73	16.60	15.84	12.58
2005	16.33	16.36	15.57	15.37	10.98	17.55
2006	33.30	32.72	17.37	13.92	11.40	18.98
2007	59.24	69.74	22.47	14.74	16.84	15.31
2008.6	20.63	23.51	11.98	10.70	13.31	12.81

資料來源：同表 2-2。

圖 2-7 各交易所股市本益比

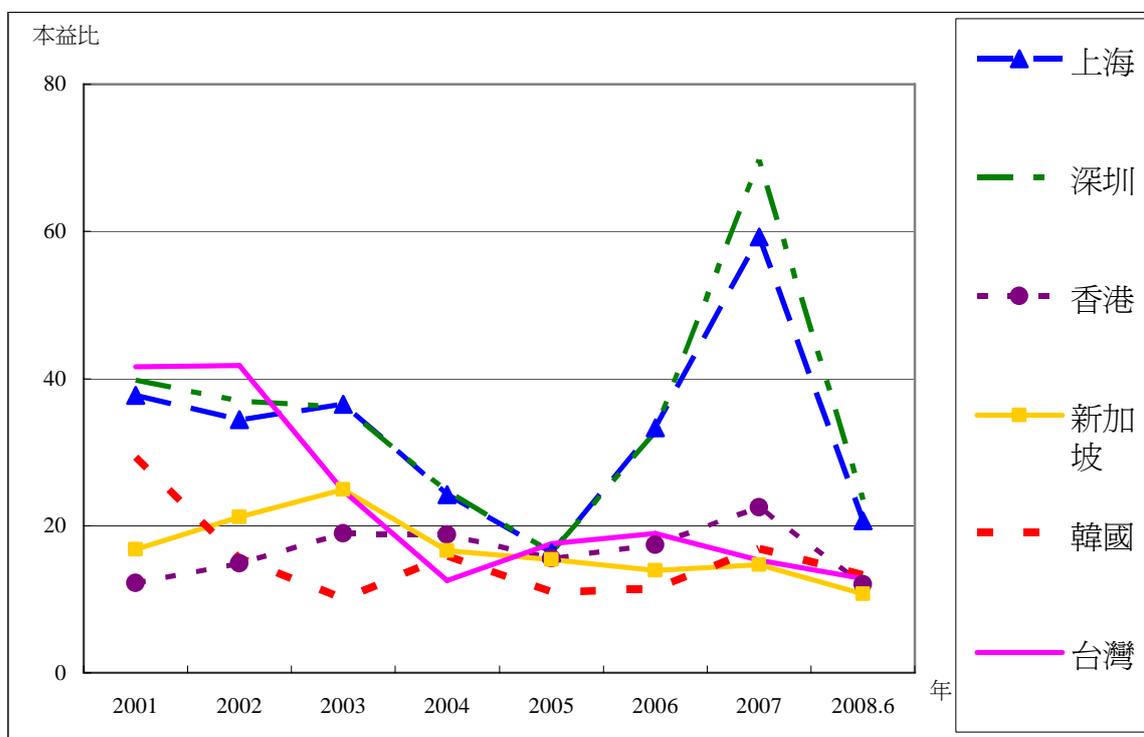


表 2-9 與圖 2-8 是各交易所上市公司初次公開發行集資金額統計。資料顯示，近年來台灣證券交易所上市公司的初次公開發行(IPO)集資金額相較於其他交易所所有不及，尤其是 2005 年以來，與香港、新加坡相比，集資金額更是遜色許多，顯見台灣證券市場對於公司上市的吸引力，必須急起直追。

表 2-9 各交易所上市公司初次公開發行集資金額(單位：百萬美元)

年	上海	深圳	香港	新加坡	韓國	台灣
2001	6455.0	0	3,297.0	857.1	3,938.5	385.9
2002	6,246.4	207.5	6,665.1	1,207.9	5,008.6	655.0
2003	5,479.1	616.2	7,598.3	1,086.7	611.7	3,456.0
2004	2,866.3	1,404.1	12,474.1	2,141.2	10,952.3	4,525.3
2005	348.9	355.6	21,291.4	3,906.8	2,182.8	170.2
2006	11,817.7	2,029.1	42,972.4	4,800.2	2,853.3	751.5
2007	57,770.0	5,670.7	37,485.9	5,159.8	3,170.0	566.1

資料來源：World Federation of Exchanges 網站 [www.world-exchanges.org](http://www.world-exchanges.org)。

圖 2-8 各交易所上市公司初次公開發行集資金額

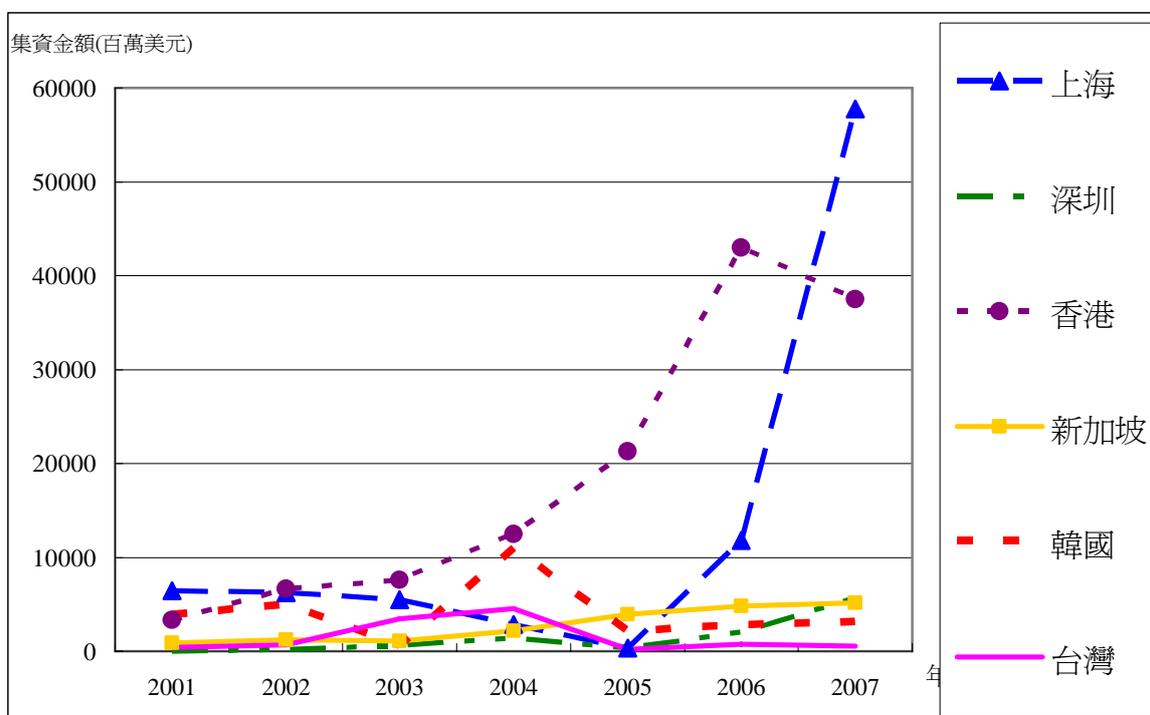


表 2-10 是歷年來國內證券櫃檯買賣中心的證券(包括股票、權證和債券)成交金額統計。資料顯示自 2005 年以後，櫃檯買賣中心的成交金額，尤其是債券市場，亦有明顯的衰退。

表 2-10 店頭市場證券成交金額統計

年	總營業金額/ 總成交值(十億元)	成長率 (%)	營業金額/成交金額(十億元)				
			股 票	認購(售) 權證	債 券		
					買賣斷	附條件	合 計
2001	121,295.4	65.3	2,326.9		52,999.9	65,968.6	118,968.5
2002	137,340.2	13.2	2,794.7		60,805.5	73,740.0	134,545.5
2003	137,631.2	0.2	2,059.4	3.2	71,006.3	64,562.4	135,568.7
2004	147,511.2	7.2	3,475.3	5.5	74,505.2	69,525.1	144,030.3
2005	213,517.4	30.1	3,166.5	18.2	129,028.5	81,304.1	210,332.5
2006	181,768.2	-14.9	5,129.1	32.3	88,661.6	87,945.0	176,606.6
2007	142,022.9	-21.9	8,537.4	103.2	48,807.0	84,575.1	133,382.1
2008(1-6)	56,717.9	-27.7	2,187.6	35.7	20,639.5	33,855.1	54,494.6

資料來源：證券櫃檯買賣中心。

註 1：債券部分 2002 年度(含)以前資料為證券商營業金額，包括證券商對同業及客戶的買進加賣出金額合計數；自 2003 年 1 月份起改採成交金額揭示，指透過證券商單邊買進(或賣出)的金額。

註 2：外幣計價國際債券交易資料未含在本表中。

## 二、資金不對稱外流

這幾年來，由於台灣政局不穩定，股、匯市表現不佳，利率也維持在較低水準，相對於其他新興金融市場的亮麗表現，顯然遜色許多，使得國人、企業與金融機構紛紛將資金匯往海外，追求較高之報酬，此外因為政府對台商赴大陸投資有不少限制，企業投資亦多呈單向往海外發展，資金不對稱外流情況嚴重。表 2-11 是 2001 年迄今台灣國際收支帳中金融帳及相關項目之統計。從表中可以看出，2002 年以來台灣金融帳的資金淨流入逐漸減少，2006 年與 2007 年資金更是大量淨流出，2008 年上半年資金流出雖已有改善，但其中證券投資項目(股權與債券)仍然是年年淨流出，顯然台灣資本市場的必須趕快改善提升，才能吸引國內、外投資人之青睞。

表 2-11 台灣資金外流情況(單位：百萬美元)

年	金融帳	直接投資	證券投資
2001	-384	-1,371	-228
2002	8,749	-3,441	-8,826
2003	7,628	-5,229	-5,197
2004	7,169	-5,247	-4,669
2005	2,302	-4,403	-2,857
2006	-19,598	25	-18,940
2007	-36,981	-2,946	-39,775
2008(1-6月)	1,788	-4,084	-10,750

資料來源：中央銀行。

註：正值表示資金淨流入，負值表示淨流出。

### 三、鄰近國家交易所的競爭

除了台灣本身證券市場停滯不前、資金外流外，鄰近國家如中國、香港和新加坡等地交易所的崛起或成長，也是台灣證券市場陷入困境、失去國際資金青睞的重要原因。中國是亞洲甚至全世界新崛起的經濟強權，挾著高速的經濟成長、低廉的生產成本及廣大的內需市場，近年來每年都吸引了五百億美元以上的外國直接投資，更由於貿易巨額順差使得人民幣不斷升值，市場資金充沛，再加上 2001 年底加入 WTO 之後金融市場大幅對外開放，合格境外機構投資者(QFII) 漸次投入大陸市場，2005 年中啟動的「股權分置」改革成功，證券市場交易熱絡並進入大多頭時期，雖然 2007 年 11 月以後股市回檔腰斬，但無可置疑的，中國證券市場已成為亞洲重要的一角，也吸引了眾多國際金融投資的眼光與投入，未來中國仍將進一步開放市場，包括擴大 QFII 額度、開放股票融資和融券業務、推出股價指數期貨、於深圳交易所成立創業板等，擴大其證券市場規模。香港經濟近年來受惠於中國大陸的成長，再加上香港金融市場本身就是國際上極為輕稅和自由化的市場，不僅是外資前進中國的踏板，同時也是中國企業(包括金融業)跨出海外的第一步，香港聯交所已成為中國企業(含 H 股與紅籌股)上市的主要場所，知名大陸公司如 2006 年 10 月中國工商銀行在港 IPO 的盛況屢見不鮮；除

了證券市場籌資之外，香港也是大陸外資企業(包括台商)的資金調度和財富管理中心，成為台灣金融業稱羨的對象。新加坡是東南亞的重要金融中心，眾多跨國企業在其交易所掛牌，同時也是亞洲地區外匯、衍生性商品的國際化市場，近年來為了迎接競爭，更加提升效率、與他國交易所策略聯盟，並且於 2007 年 11 月重新推出 Catalist 創業板，爭取各國企業掛牌。韓國證券市場向來交易熱絡，2007 年 KOSPI200 選擇權成交量全球排名第 1，上櫃 KOSDAQ 市場成交金額在全球僅次於美國 NASDAQ 市場，總市值則排名世界第四，最近更完成資本市場整合法案，試圖提升證券產業的競爭力及國際化。事實上前面表二至表九顯示，中國、香港、新加坡和韓國這些鄰近新興交易所近年來的各項證券統計數據表現多優於台灣，同時也突顯了台灣資本市場發展的滯後。

## 參、證券市場國際化

目前金管會正在積極推動台灣成為「亞太金融中心」，希望採取「人才、整合、創新、誠信、法制」五大策略，將台灣發展成為亞太地區的「資產管理中心」、「籌融資中心」和「金融服務中心」。本章首先探討與評析證券市場國際化的主要文獻，接著引用倫敦市政局(Corporation of London，簡稱為COL)(2005)對國際金融中心條件的研究報告，探討證券市場國際化的條件，最後彙整了亞洲鄰近國家包括中國、香港、新加坡和韓國4地證券市場之發展實例，作為台灣證券市場國際化之參考。

### 一、證券市場國際化文獻探討與評析

本段主要討論本研究所擬延伸及依據之國內外文獻，包括Di Noia(1999)、Shahid and Serafie(2002)及呂東英等(2001)之報告，並藉以探討台灣證券交易市場的國際化議題、國際競爭核心價值及應有策略。

#### (一)、證券交易所之國際競爭

##### 1.證券交易所之國際競合關係

Di Noia(1999)之文章主要是探討歐洲證券交易所之競合關係，該報告乃是證券交易所間競爭相關研究之濫觴<sup>1</sup>。證券交易所間的競爭可追溯到19世紀末美國證券交易所間之競爭，1885年美國聯合證券交易所(Consolidated Stock Exchange)決定將紐約證交所(NYSE)上市的股票列於該交易所上市交易，這項決定主要是基於紐約證券交易所的報價制度手續費較低且不須花費建立價格發現系統之成

---

<sup>1</sup> 資料來源為 Di Noia(1999)，"The Stock Exchange Industry：Network Effects，Implicit Mergers And Corporate Governance"，MARZO Working Paper No. 33。

本，所以將其股票列示在美國聯合證券交易所交易，會提升上市股票的交易流通性與效率<sup>2</sup>。其次，倫敦證券交易所於1986年決定採用證券市場自動報價系統 (Stock Exchange Automated Quotation，簡稱SEAQ)來交易重要的股票，此舉不僅大大提高該交易所的成交效率及成交量，也擴大了其在歐洲證券市場的市占率，使得歐洲其他國家證券交易所不得不跟進，這兩個事例是證券交易所之間相互競爭，並因此有效提升市場交易撮合之效率性之代表。Di Noia認為由於網路資訊的進步與發展，使得交易效率增加及交易成本降低，未來證券交易所之間的競合關係將會更為複雜，每個交易所都可能於網路交易平台交易其他交易所掛牌之產品。

此外Di Noia的研究也探討近年來證券交易所角色的演變。首先在石油危機時期，由於銀行融資成本大幅增加，促使企業轉向直接金融以獲得較低成本的資金，促進了1980年代以後資本市場以及證券市場的蓬勃發展。在這項背景下，投資者與企業對投資機構需求增加，同時也促成財務工具的不斷創新；與其同時，由於資訊工業的突飛猛進，在資訊技術的發展下，交易效率、資訊傳遞效率均大幅提升，投資人會從交易成本，包括交易所需資訊等因素，選擇較具競爭力之證券交易所，所以證券交易所間為了爭取企業與投資者的客戶，競爭愈加激烈，也促成證券交易所合併之浪潮。

## 2.證券交易所整合與國際競爭力

鑑於證券交易所對於提供產品之競爭力因素，包括證券交易所合併所產生的國際競爭與整合議題，Shahid and Serafie(2002)探討在這種背景下，阿拉伯證券交易所的國際競爭問題。作者認為面對全球化的競爭，阿拉伯各國證券交易所也面臨著合併或整合的壓力，長期而言，整合阿拉伯各國證券交易所成爲一個泛阿

---

<sup>2</sup> Consolidated Stock Exchange 創立於 1875 年，爲合併 The American Mining & Stock Exchange、National Petroleum Exchange、The Miscellaneous Security Board 以及 The New York Petroleum Exchange & Stock Board 所成立的交易所。

拉伯證券交易所(Unified Arab Exchange)為提升競爭力的方法，此外於整合前，各國證券交易所應將證券交易所私有化以利未來整合之進行，可見面臨歐美證券交易所的競爭，即使保守如阿拉伯國家之證券交易所亦面臨著競爭壓力，且依據El Serafie & Shahid的研究報告，證券交易所私有化及合併為提升全球競爭力之主要方法。

## (二)、台灣證券市場國際化議題

呂東英等(2001)之「台灣證券交易所國際競爭策略分析」從企業經營全球化的角度探討企業籌資的全球化議題，證券交易所則是企業籌資的基本平台，該研究對證券市場國際競爭力之探討，具有相當參考價值。該研究提到各國證券交易所為滿足企業及投資者的需求，交易所間相互競爭，提供更多的創新性商品，與更多的證券交易所相連結，提供便捷及低成本的交易方式等，提升證券交易所本身的國際競爭力。近年來在網際網路等高科技的發展下，以網路電子交易之交易量比率已愈來愈高，也因此低成本及高效率的服務已成為證券交易所的生存之道，因此自1990年代後期，全球證券交易所興起了合併風潮，例如香港於1999年結合了證券、期貨和結算所成立了香港證券暨結算控股公司，並將其股票上市，新加坡亦於1999年合併了證券期貨以及結算單位成立交易所控股公司，至於在歐美方面，巴黎證券交易所、布魯塞爾證交易所、阿姆斯特丹證交易所於2000年合併成為泛歐證券交易所(Euronext)，之後又在2002年合併里斯本證券交易所及倫敦期券期貨交易所，成為歐洲最大證券交易所及第二大金融衍生性商品市場，此外紐約證券交易所又於2007年4月完成收購泛歐證券交易所，並於2008年1月17日宣布收購美國證券交易所<sup>3</sup>，而NASDAQ則於合併倫敦證券交易所失敗後轉而於2007年4月宣布收購瑞典OMX集團。

---

<sup>3</sup> NYSE news releases 2008.1.17。

以上種種合併案例顯示，證券交易所合併已蔚為風潮且有從一國國內整併轉為國際間跨國合併之趨勢。面對此一趨勢，台灣證券交易所雖早於2001年就已感受到國際競爭壓力並委託國內學者完成此一「台灣證券交易所國際競爭策略分析」研究報告，惟迄2008年止，台灣證券交易所對於國際競爭力之提升，進展仍然有限，但就國內提升台灣證券交易所國際競爭策略之相關文獻而言，該研究報告仍是較為完整及具體，以下就略述其研究主要內容並予分析：

### 1.1990年代國際主要證券市場之變動情形

(1)美洲地區NASDAQ、NYSE、Toronto及聖保羅交易所之整合，其動機及行動綜合分析結果如下：

- ①整合動機皆為因應證券市場全球化；
- ②作法上NASDAQ、NYSE著重於國際競爭引發之國際性交易所之整合，而Toronto及聖保羅交易所則著重於國內市場之整合；
- ③除NYSE外，提升經營效率為共同動機之一。

(2)歐洲地區德國境內證券暨期貨市場之整合、德國與瑞士衍生性商品市場之整合、OM集團於瑞典及北歐地區之整合以及其他跨國性之市場整合如歐洲證券交易所(Euronext)等，其動機及行動綜合分析結果如下：

- ①因歐盟成立，各國經濟整合，交易所整合亦為自然之趨勢；
- ②受到網路科技的發達以及證券市場國際化之影響；
- ③強化本身之競爭力，整合各國間競爭的優勢以擴大市占率；

④多國性整合之目的，主要在強化本身在歐洲市場之地位及參與國際市場之競爭。

(3)亞太地區香港交易暨結算所之整合、新加坡證券交易所之整合及澳洲證券交易所之整合，其動機及行動綜合分析結果如下：

①整合之原因主要是受到歐美證券市場國際化整合之影響，以及網路科技之發達利於交易所間之整合；

②整合過程僅限於國內交易所及結算所之整合，且多由政府介入主導，跨國性之整合因政治因素尚難實現；

③整合之主要目的在於擴大交易所規模以增加跨國合作談判之籌碼，及利於與歐美國際性交易所合作，以強化區域地區之競爭力，並藉以吸引國際投資人投資。

## 2.國際主要交易所之競爭策略

### (1)組織結構調整

國際間主要之證券交易所多於成立之初採行會員制，會員本身可能是交易所的經營者又是交易所的交易者，因此容易造成會員本身利益與交易所利益之衝突，使得交易所之經營效率較低，有礙其發展競爭，因此近年來各主要交易所紛紛由會員制改為公司制，使所有權與經營權分離。據該研究報告統計，2000年全球交易所已有十一家由會員制改為公司制，因此公司制交易所為未來交易所之主流；此外各國交易所重要之變革，就是讓其股票上市，如新加坡、香港、德意志交易所皆於整併後期於交易所本身掛牌上市。

### (2)產品面之整合與創新

在橫向面產品整合上，主要是透過合併國內證券及期貨交易所來達到橫向產品整合策略，例如新加坡證券交易所與新加坡國際金融期貨交易所合併，以提供多元化之產品及低成本高效率之交易，以吸引投資人參與市場交易。

在縱向功能整合方面，則主要是透過合併方式將交易結算及資訊軟體加以整合，以減少交易成本之支出及減少資訊設備之重複投資，例如香港證券交易暨結算控股公司即是合併香港證券期貨及結算所所成立之公司，目的就是在降低業務及資訊設備重疊的成本。

交易所除採橫向及縱向整合外，尚有以組成證券百貨集團之方式來加強競爭力，其優點在於可提供投資人在同一交易所從事證券、期貨、選擇權等衍生性商品之交易，降低交易成本，而對交易所而言，則可統籌管理各交易市場及減少管理成本，如德意志交易所陸續合併法蘭克福證券交易所、德國期貨交易所、德國證券結算及德國證券數據中心公司，以降低成本提升其競爭力。

此外交易所尚有以發展新興市場為主要競爭策略，避免與大型證券交易所直接競爭，例如美國NASDAQ早期之創立是以創業板為主要訴求，以避免與紐約證券交易所直接競爭，此一策略證實相當成功，而且NASDAQ還曾經超越紐約證券交易所成為全球最大的交易所，此發展模式也成為其他地區模仿的模式，如香港證券交易所於1999年成立創業板市場「Growth Enterprise Market」，日本證券交易所亦於同年推出新興市場「Market of the High-growth and Emerging Stocks，簡寫為MOTHERS」，而我國於2000年成立之財團法人中華民國櫃檯買賣中心，主要亦以成為第二板市場為目的。

### (3) 跨國合併或策略聯盟

由於科技的進步使得網際網路發展迅速，電子交易也趁勢興起，此一發展情勢打破了過去交易所僅能為區域性或一國服務的限制，因此歐美先進國家藉著科

技發展的進步，首先採用電子交易系統，不但增加交易速度，促使成交量快速增加，也降低了交易成本；而爲了擴大市場規模，向外發展與其他國家交易所合併或策略聯盟，也成爲各國交易所擴大營運規模，強化競爭力的主要策略，例如2000年6月紐約證券交易所宣布與東京香港巴黎等十個交易所共同成立以電子交易系統相互連結的交易平台GEM(Global Equity Market)，提供投資人24小時的交易服務。

#### (4)改進交易流程

各國交易所爲了加強競爭力、增加交易量以及吸引國際投資人，主要之方式有延長交易時間、取消傳統人工喊價交易改採全面電子化交易系統以及採用電子交易網路(Electronic Communication Networks，簡稱ECNs)進行交易以提升交易效率，降低成本。

### 3.國際間交易所策略聯盟方式

近年來交易所爲加強競爭力，彼此間建立策略聯盟愈來愈多，該研究報告亦就國際間交易所策略聯盟型態進行研究，認爲主要有四種方式：

#### (1)合資

主要是由合資雙方以營業合併方式成立新公司，各自出資之母公司則以控股公司之形態合資經營，如德意志交易所與瑞士交易所各投資50%成立Eurex，而兩交易所則爲其股東。

#### (2)簽訂合約協定

主要可分爲四種協定方式：

##### ①協議雙邊上市

雙邊交易所上市之公司可以同時在兩個交易所上市交易及募資，例如香港證交所與NASDAQ於1998年12月簽訂雙邊合作協議。

### ②電子交易連線

雙邊交易所所以電子連線方式相互提供資訊，如新加坡交易所與澳洲交易所於2001年11月簽署連線備忘錄。

### ③單一交易平台

雙邊交易所使用相同介面之交易平台進行交易，如Eurex於1999年10月與CBOT簽署聯盟合約，兩家交易所之會員自2000年8月27日起可經由同一交易平台交易美國及歐洲之期貨商品。

### ④單一結算平台

為解決跨國交易日益頻繁之結算交割問題，因此建立一個跨國結算交割機構亦為交易所聯盟之方式，如Euronext合併被其合併之各國交易所結算機構，成立Euroclea。

由前述國內外文獻之探討得知，有關於交易所間競爭之起源乃來自於電子資訊科技技術之日新月異以及網際網路之興起，使得證券交易方式興起了革命性的轉變，電子交易方式打破了證券交易所區域性或單一國家專屬性之藩籬，進而開啓了證券交易所彼此間競爭之門；此外為了提升交易效率，強化競爭力，證券交易所公司化及私有化也成為證券交易所之發展的趨勢，因為私有化可以排除政治因素的牽絆，使交易所較有較大之發展空間，而公司化則可以避免會員制所造成會員既是交易所的管理者又是使用者所產生之利益衝突，使證券交易所能在較完善之公司治理下有較健康的競爭優勢；合併或策略聯盟亦是強化證券交易所之主要

策略，否則區域性或單一市場之交易所在強者愈強的國際競爭環境下，將難有生存之空間。

### **(三)、國內外文獻之評議**

綜合上述國內外與證券市場國際化議題相關之文獻分析可知，一個國家證券市場的國際化必須考慮下列因素：

#### **1.證券相關法規**

就證券相關法規而言，法規本身必須具有與其他國家證券市場相關法規可比較的法規，亦即該國證券市場的法規必須與其他未來數個可能具有競合關係的證券市場間，具有類似或相同的證券法規內容，則未來該國的證券市場在國際化的過程中，將不會因為與具競合關係的證券市場產生法規衝突或不適用的情形。例如台灣未來如果準備作為倫敦證券交易所金融產品在亞洲地區的主要交易平台，則倫敦證券交易所評估這項合作的可行性時，勢必會考慮到台灣的證券法規與其證券法規是否會產生國際間的衝突，而無法達到雙邊投資者保護的結果。

#### **2.證券交易所組織**

作為證券交易平台的證券交易所最好採用私有公司化的自律組織，在適當公司治理與市場機制下，適應國際市場的需求，並能靈活地進行調整。因此證券交易所可以透過於證券市場上市的方式籌集公眾資金，擁有適當的公司治理架構與健全財務，在考慮投資者最大利益下，進行靈活的國際化發展。

#### **3.企業國際籌資平台**

證券市場國際化往往是該國企業與產業國際化發展的部分，畢竟證券市場是企業的籌資平台。因此當企業具有國際化發展需求時，若該證券市場無法適當的

國際化，將無法滿足企業國際化的需求。尤其是台灣企業國際化程度相當高，但因為國內證券市場並未相對應地國際化，致許多企業移往香港、新加坡證券市場上市，甚至近年來台灣企業在香港上市的家數超過在台灣本土上市的家數，可見我國證券市場有進一步國際化的需求。

#### 4. 跨國證券市場產品

一個國際化的證券市場，必定存在跨國的證券市場產品，如台灣企業國際化程度相當高且台灣證券市場國際化程度也很高，則作為證券市場第二上市的TDR(台灣存託憑證)在台灣必定相當發達，然而台灣證券交易所目前只有4檔TDR掛牌，且亦未有其他跨國雙重掛牌產品(dual listing)，顯見我國證券市場的國際化尚待努力。

#### 5. 證券市場金融工具

若一個國家證券市場的國際化程度高，則其證券市場金融工具一定相當豐富，任何投資者在該國進行投資、避險、投機，均可在公平且合理的基礎上，以最方便、最低成本方式進行交易。

## 二、證券市場國際化的條件

台灣數年前成立金融監督管理委員會，作為一個獨立監管、跨金融業監管機構的成立，代表台灣的金融服務業將進入一個新的紀元。相較於四小龍的香港和新加坡證券市場，在亞洲地區均已被視為金融國際化、自由化的典範，台灣卻還停留在如何發展「亞太金融中心」的階段。其實台灣除了要擁有具獨立行使職權的金管會之外，證券市場相關法令必須要能夠提供適當的法律環境，至少應當比照鄰近香港、新加坡等證券市場，提供具有效率、創新環境和具公平性的基礎，達到符合全球標準和作業方式的適當監管環境。

根據倫敦市政局(2005)的分析探討，一個國家的證券市場若要具備國際金融中心地位，必須符合下列14項競爭因素，其中包括：

- 具備優秀人才 – 具備優秀人才及具備靈活的勞工市場
- 監管環境 – 監管機構的數目及監管理念。受訪者同時提述監管嚴格度及複雜性
- 能接觸國際金融市場 – 在地理上是否接近。受訪者同時提述商業集群
- 具備商業基礎設施 – 電訊、資訊科技基礎設施及運輸連接
- 能接觸客戶 – 客戶基礎
- 公平公正的營商環境 – 法律體制、個人誠信及違規誘因
- 政府的應變能力 – 對金融服務的支持度及政府有否就業界所關注的問題作出積極回應
- 企業稅制
- 營運成本 – 就業成本、交通時間及交通費等
- 能接觸專業服務提供者 – 例如會計師及律師
- 生活質素 – 工作與生活的良好平衡、康樂設施及文化、醫護設施、學校及書院、運輸系統及住宅物業
- 文化及語言 – 文化、世界性及對來自其他國家的人士的接納程度
- 商業樓宇的質素及供應情況 – 樓宇是否適宜用作辦公室
- 個人稅制 – 個人稅率

茲將上列14項作為國際金融中心地位的競爭因素，分別說明如下：

### (一)、具備優秀人才

就具備優秀人才而言，一個證券市場至少必須具備完整且競爭的會計師、律師、證券分析師、及其他優秀證券從業人員。同時，這些會計師、律師、證券分析師等相關證照資格、職業道德規範等，分別需要存在獨立的公會組織，每個

公會代表不同的專業領域，並且扮演自律團體的角色，例如會計師存在會計師公會，會計師的資格證照及會計師職業道德規範由會計師公會以自律規範實施之。通常會計師、證券分析師、律師等專業人才占投資者人口、公司數量之比例，可作為評估數量是否足夠的基礎，而平均收費或薪資標準可以作為該專業在執行業務時專業水準的代表。同時一個國家證券市場是否足夠國際化，從人才的角度來看，我們必須評估該證券市場是否能夠：

- 1.隨時提供金融技術；
- 2.人才外流不會削弱競爭力；
- 3.外地高技術人員受到該經濟體制吸引；
- 4.容易僱用外國人才；
- 5.隨時提供稱職的高級管理人員；
- 6.高級管理人員擁有豐富國際經驗；
- 7.勞工法律不會妨礙進行商業活動；
- 8.隨時提供資訊科技技術。

## **(二)、監管環境**

一個具有國際金融中心特性的證券市場，通常其監管架構健全並符合國際標準。基本上，我國的《公司法》、《證券交易法》、《投信投顧法》、《金融控股公司法》及其他銀行金融相關法規等，加上金管會組織、監管制度已與國際慣例看齊。同時台灣無論是公司在證券市場上市或證券交易成本均較鄰近國家為低廉，因此國際投資者在台灣股市及各大國際投資銀行在台灣經營業務均相當活躍，台灣證券市場海外投資者所占比例相當高，尤其是像台積電等國際級公司，其外資投資者所占比例甚高，可見台灣在監管與組織方面已與國際水準差異不大。唯台灣證券市場中介機構迄今由於未與中國大陸簽訂合作監管諒解備忘錄，以致無法投資中國大陸，這點在台灣證券市場的國際化活動屬遺憾之處。

在銀行業方面，台灣的監管架構符合國際標準，包括巴塞爾委員會頒布的《有效監管銀行業的主要原則》。監管程序採納以風險為本的方針，著重評估認可機構的內部風險管理系統的要素，旨在制定一套審慎的監管制度，從而在維持銀行體系大致穩定及有效運作之餘，提供可以讓認可機構作出商業決定的足夠靈活性。許多全球知名銀行在台灣均設有營運據點。

台灣的監管架構在國際間應屬健全，並具有提高競爭力的能力與機會。在國際管理發展研究所及世界經濟論壇(World Economic Forum，簡寫為WEF)的研究中，有七個項目與監管環境及政府的應變能力有密切關連，金管會也應深切注意這些與監管方面有關的發展：

- 1.法律及監管架構有助促進競爭力；
- 2.法律架構的效率；
- 3.監管嚴格但不會削弱競爭力；
- 4.對銀行業的監管不會削弱競爭力；
- 5.政府政策對經濟轉變的適應能力；
- 6.官僚制度不會妨礙進行商業活動；
- 7.政府的監管負擔並不巨大。

### **(三)、與國際金融市場及客戶間的互動關係**

除了中國大陸地區以外，台灣一向追求自由的經濟體系，各行業與國際互動自由且頻繁。台灣若要追求金融國際化，則下列數項因素必須注意並予加強：

- 1.易於接觸境外及境內資本市場；
- 2.經濟體系內的金融市場成熟度；
- 3.流出境外的直接投資占本地生產總值的百分率；
- 4.流入境內的直接投資占本地生產總值的百分率；
- 5.可易於為發展業務取得創業資金。

#### (四)、商業基礎設施及公平公正的營商環境

若台灣擬追求國際化金融市場，則在商業基礎設施及公平公正的營商環境因素必須強化並與鄰近國家比擬：

- 1.通訊科技符合業務要求；
- 2.可隨時供應手提電話以配合業務需要；
- 3.道路－網絡密度；
- 4.鐵路－網絡密度；
- 5.航空運輸的質素促進業務發展；
- 6.海上運輸符合業務要求；
- 7.司法公正；
- 8.管理人的信譽得到廣泛認同；
- 9.充分落實審計和會計慣例；
- 10.本地市場競爭的激烈程度；
- 11.市場被商家/企業支配的程度。

#### (五)、企業及個人稅制

台灣無論是以往的執政團隊或現今執政團隊，均在加強稅制改革，其中下列因素屬金融國際化較為重要的因素：

- 1.就簡明及透明度而言，稅制是否有效率；
- 2.課稅的程度和作用；
- 3.企業稅項沒有窒礙企業活動；
- 4.個人稅項沒有打擊市民的工作意欲。

此外台灣的稅制中，國際化程度仍有待加強，許多台商在免稅天堂設立控股公司進行國際租稅規劃，如果能適度調整，將使得許多企業願意以台灣作總部基

地；台灣的個人稅制採屬地主義，也有稅基流失之虞，亦是必須深思之處；而台灣的證券所得免稅，雖有助於金融的活躍性，唯許多稅制改革團體大力抨擊這項免稅措施的不正當性。

## (六)、其他因素

其餘與金融國際化有關的因素包括營運成本、生活質素、文化、語言以及商業樓宇的素質和供應，下列十個項目亦是政府必須考慮之處：

- 1.報酬與生產力彼此緊密相關；
- 2.辦公室租金；
- 3.國家文化能夠接納外來觀念；
- 4.語言能力能應付企業所需；
- 5.生活素質；
- 6.醫療基礎設施能應付社會所需；
- 7.污染；
- 8.教育制度素質；
- 9.教育制度能滿足具競爭力的經濟體系的需求；
- 10.生活指數。

此外台灣應儘速推動證券週邊單位的四合一計劃，並予公司化，降低成本，提高效率。就金融商品而言，則必須更進一步開放，與其他國家整合、互動，同時可以考慮利用台商作為金融國際化中心的起點，再延伸其他領域。

### 三、亞洲鄰近證券市場國際化實例

#### (一)、中國

##### 1. 中國大陸證券市場現況

中國大陸股票市場在 1980 年代中開始試點，1990 年 12 月上海證券交易所和 1991 年 7 月深圳證券交易所分別成立，開始了集中市場交易，1998 年 12 月中國人民代表大通過了《證券法》，並從 1999 年 7 月 1 日開始實施，根據《證券法》規定，銀行、保險與證券原則上必須分業經營，分業管理，中國證券監督管理委員會(簡稱中國證監會)是證券市場的監管機構，中國證券業協會從 2001 年開始逐漸轉型成為自律性組織。大陸公司股票分為國有股、法人股(或企業股)、個人股(或社會公眾股)和外資股四類；發行與交易股票則主要分為 A 股、B 股及在其他國家交易所掛牌之外資股。目前在上海和深圳兩交易所掛牌之 A 股僅限大陸本地人及外國之合格境外機構投資者(QFII)購買，外資股則包括上海證券交易所和深圳證券交易所上市的 B 股，前者是以美元計價、後者則是以港幣計價，目前外國人及本國自然人皆可購買投資 B 股，此外外資股尚包括在香港上市的 H 股、紐約上市的 N 股、新加坡上市的 S 股等。2001 年 12 月中國加入 WTO 之後，證券市場循序對外開放，中外合資證券公司和基金管理公司紛紛成立，同時開放合格境外機構投資者(QFII)投資大陸境內股票以及允許合格境內機構投資者(QDII)接受機構和居民個人委託，進行境外理財業務，2005 年中啓動的股權分置改革，經過一年多的試點和努力，於 2006 年底大致完成，股市也因此進入大多頭時期，但 2007 年 10 月以後因市場飆漲過多而回檔，至 2008 年 8 月底已下跌將近 65%。除了股票交易外，大陸市場還有放型股票基金、封閉型基金，交易開放式指數型基金(ETF)、上市開放型股票基金(Listed Open-end Fund，簡寫為 LOF)、股本權證(warrant)等；2006 年 8 月《證券公司融資融券業務試點管理辦法》

及相關實施細則通過，惟截至目前大陸證券融資融券交易尚未開放；2006年9月中國金融期貨交易所在上海成立，未來將推出股價指數期貨與期權交易，目前的大連、鄭州和上海3個交易所則僅交易商品期貨。

表3-1是中國大陸市場概況統計表。截至2008年6月底，大陸境內共有1,607家A、B股上市公司、109家B股公司、152境外上市公司，上市公司股票總發行股本23,888.16億股，其中流通股本僅有11,596.23億股(48.54%)，上市公司股票市價總值178,035.1億元人民幣，流通股票流通市值59,625.45億元人民幣(33.49%)，2008年6月平均每日成交金額843.12億元；資料顯示，自2008年1月至6月底止，上證綜合指數已下跌48%，深證綜合指數則下跌45.19%，目前仍繼續向下調整之中，兩地的股價市盈率(即本益比)則下降至20倍左右。

表 3-1 中國大陸證券市場概況統計

	2007年	2008年6月	比2007年底(%)
境內上市公司數(A、B股)(家)	1,550	1,607	3.68
境內上市外資股(B股)(家)	109	109	0.00
境外上市公司數(家)	148	152	2.70
股票總發行股本(億股)	22,416.85	23,888.16	6.56
其中：流通股本(億股)	10,331.52	11,596.23	12.24
股票市價總值(億元)	327,140.89	178,035.1	-45.58
其中：股票流通市值(億元)	93,064.35	59,625.45	-35.93
日均股票成交金額(億元)	1,903.12	843.12	-55.70
上證綜合指數(收盤)	5,261.56	2,736.1	-48.00
深證綜合指數(收盤)	1,447.02	793.13	-45.19
股票有效帳戶數(萬戶)	9,280.59	9,937.35	7.08
平均市盈率(上海)	59.24	20.64	-65.16
(深圳)	72.11	24.01	-66.70
證券投資基金只數(只)	346	386	11.56

資料來源：中國證券監督管理委員會網站 [www.csrc.gov.cn](http://www.csrc.gov.cn)。

## 2.中國證券市場對外開放與國際交流

雖然全球的專家一致認為，上海可能繼美國紐約、英國倫敦成爲全球第三個真正的國際金融中心，可是中國證券市場的國際化一向比較遲緩，例如迄今爲止外國投資人只能透過QFII機制投資中國A股，外資證券商要參股中國證券商、甚至設立分支機構仍存在諸多限制。但如果中國的經濟不發生危機、金融產品足夠豐富、法制足夠健全、對外資投資者及企業上市的開放足夠和不排除國際企業併購的機會，則假以時日上海有機會成爲全球繼紐約與倫敦之後的國際金融中心。台灣在這方面，可能必須重新考慮產業定位或金融專業中心的定位問題，否則在兩岸三地的競爭中，可能被模糊掉發展的焦點，更遑論亞太金融中心的發展地位。

由於中國的金融國際化與開放與中國在加入WTO時對WTO的承諾有關，因此以下乃就中國在WTO的承諾中，與證券業有關的內容予整理，並且彙總說明近年來中國證券市場對外開放與國際交流情況：

### (1)中國在證券業對WTO之承諾

中國參加方在烏拉圭回合結束時列入減讓表中的金融服務承諾在最惠國待遇基礎上與《建立世界貿易組織協定》(下稱“《WTO協定》”)同時生效，其中有關金融服務業承諾的決定如下：

①儘管有《服務貿易總協定》第21條的規定，但是在不遲於《WTO協定》生效之日後6個月終止的期限結束時，各成員有權改進、修改或撤銷其在本部門全部或部分承諾而無需提供補償。與此同時，儘管有《關於第2條豁免的附件》的規定，但是各成員應最後確定其關於本部門最惠國待遇豁免的立場。自《WTO協定》生效之日起至上述期限終止時止，《關於第2條豁免的附件》中所列的、以其他參加方的承諾水準或豁免爲條件的豁免將不適用。

②金融服務貿易委員會應監督根據本決定的規定進行的任何談判的進展情況，並應在不遲於《WTO 協定》生效之日後 4 個月就此向服務貿易理事會報告。

在中國加入 WTO 時，特別對於證券業有下列承諾：

- ①外國證券機構可以（不通過中方仲介）直接從事 B 股交易；
- ②外國證券機構駐華代表處可以成爲所有中國證券交易所的特別會員；
- ③允許外國服務提供者設立合營公司，從事國內證券投資基金管理業務，外資比例不超過 33%，加入後 3 年內，外資比例不超過 49%；
- ④加入後 3 年內，允許外國證券公司設立合營公司，外資比例不超過 1/3。合營公司可以（不通過中方仲介）從事 A 股的承銷，B 股和 H 股、政府和公司債券的承銷和交易，基金的發起。

## (2)中國證券市場對外之開放

自資本市場初創起，十多年來，中國大陸的證券市場一直採循序漸進的開放措施彙總如下：

### ①證券期貨市場對外開放

#### A、中國企業境外籌資

1992年中國上市公司開始發行B股，向境外投資者發行、募集外幣資金，並在中國境內證券交易所上市交易。1993年，中國企業可以直接到境外發行股票和上市(H股)。2007年底，共有109家B股公司在中國境內掛牌，境外上市的H股公司則有148家，其中僅發H股的公司有108家，同時發行A股和H股公司有37家，單獨在香港上市的有111家，5家在香港和倫敦兩地上市，13家在香港和紐約兩地上市，另有3家在新加坡上市。

## B、外資公司境內上市

從2001年11月開始，在中國境內註冊的外國股份有限公司可以申請在中國境內發行股票和上市，享受國民待遇，前提是必須符合中國外商投資產業政策。

## C、外國機構投資者投資中國A股市場

從2002年12月起中國開始試行合格境外機構投資者（QFII）制度。這是在資本項目下人民幣未實現自由兌換的情況下，中國有限度引進外資、開放資本市場的過渡性措施，也是在WTO承諾外中國主動採取的資本市場開放措施；QFII制度有利於改善中國證券市場的投資者結構，借鑒國外成熟的投資理念，促進資源的有效配置。截至2008年6月底，已有58家境外機構獲得QFII資格，獲准投資額度為106.7億美元，另有12家金融機構（其中包括5家外資銀行）成為QFII託管行。

## D、外資併購中國境內上市公司

2002年11月起，中國上市公司的國有股、法人股可以向外商轉讓。2006年1月開始，外國投資者對已完成股權分置改革的上市公司和股權分置改革後新上市公司可以進行中長期戰略性併購投資，首次投資完成後取得的股份比例不低於該公司已發行股份的百分之十，且三年內不得轉讓。

## E、中國國內企業參與境外期貨交易

中國嚴格控制境外期貨交易，國內企業須經國務院批准、中國證監會頒發境外期貨業務許可證後，方可從事以套期保值(亦即避險)為目的的境外期貨交易。目前有31家企業獲准進行境外期貨交易，可按照規定的條件選擇境外期貨交易所和境外經紀機構，但參與交易的品種需經中國商務部核准。

## ◎證券期貨服務業對外開放

中國加入WTO時在證券期貨服務業的承諾包括：外國證券機構可以直接從事B股交易；外國證券機構駐華辦事處可成爲所有中國證券交易所的特別會員；允許外國服務提供者設立合資公司，從事國內證券投資基金管理業務，中國加入後3年內，外資可增加至49%；允許外國證券公司設立合資公司，外資擁有不超過1/3的少數股權，可從事A股的承銷、B股和H股以及政府債和公司債券的承銷和交易、基金的發起。加入WTO幾年來這些承諾已全部兌現。2008年4月，中國大陸共有7家中外合資證券公司，31中外合資基金管理公司。此外至2008年6月已有58家境外機構獲得QFII資格，獲批額度106.7億美元；至於獲得境外理財QDII資格之17家銀行中，也有美國花旗銀行、法國興業銀行等7家外資銀行取得投資額度。

另外，中國內地對香港特別行政區和澳門特別行政區在證券期貨服務業方面的開放程度更大。根據內地與香港、澳門分別簽署的有關協議，在證券期貨業方面進一步的開放措施包括：(1) 2004年1月1日起，香港、澳門已獲得當地從業資格的專業人員在內地申請證券、期貨從業資格，只需通過內地法律法規培訓和考試，無需通過專業知識考試。(2) 2005年1月1日起，允許符合中國證監會規定條件的港澳服務提供者參股內地期貨經紀公司。(3) 2006年1月1日起，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；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。2006年3月，格林期貨、浙江永安、廣發期貨、中國國際期貨、金瑞期貨和南華期貨獲准赴港設立分支機構，中國國際期貨香港公司則是首家在香港開業的內地期貨公司分支機構。

台灣目前雖然已經開放證券商直接投資大陸證券公司，惟因兩岸尚未簽訂證券監管合作諒解備忘錄(MOU)，台灣證券商只有在大陸設置代表人辦事處，沒有

營業性據點。

### (3)中國與國際證券市場交流與合作

中國證券期貨監管機構及自律機構一貫重視與境外同行、國際組織等的交流與合作，通過加入國際組織、簽署雙邊諒解備忘錄、定期或不定期互訪、相互培訓人員、舉辦或參與國際性研討會等一系列方式，增進了相互瞭解，擴大了跨境監管合作、資訊交換和技術援助。

中國證監會、證券和期貨交易所等自律組織紛紛積極加入IOSCO等國際組織，宣傳中國證券期貨市場，學習和交流國際監管和運作經驗。中國證監會於1995年成為國際證監會組織(IOSCO)的正式成員，1998年9月以來連續四次當選為該組織的執行委員會成員，在2006年IOSCO香港年會上，中國證監會主席尚福林當選為該組織執行委員會副主席。上海、深圳證券交易所亦於1996年成為IOSCO的附屬會員；同時兩個交易所還於2002年10月成為世界交易所聯合會(WFE)的正式會員。此外中國三個期貨交易所也紛紛加入期貨業協會(FIA)、國際期權市場協會(IOMA)、國際期貨期權協會(FOA)等國際組織。

在雙邊方面，截至2007年底，中國證監會已與美國、香港特別行政區等35個國家和地區的證券期貨監管機構簽署了37個雙邊監管合作諒解備忘錄。備忘錄的內容主要包括資訊交換、協助調查、政策法規交流等。目前雙邊監管合作備忘錄已成為中國企業到境外上市、合格境外機構投資者參與中國證券市場以及外商來華參與設立合資證券公司或基金管理公司的前提和基礎。各證券、期貨交易所以及中國證券業協會、中國期貨業協會、中國登記結算公司等機構也與多個境外同行簽署了諒解備忘錄，內容主要包括資訊交流、人員培訓、合作研究等。通過簽署諒解備忘錄，中外雙方建立了聯繫的管道，促進了相互瞭解和交流。另外，中國證監會於2004年6月成立了由十余名國際金融專家和學者組成的國際顧問委

員會(簡稱IAC)，旨在汲取國際專家對中國資本市場改革和發展問題的觀點和建議，協助中國證監會更好地瞭解國際金融市場的最新動態和發展狀況。IAC原則上每年召開一次會議，2004年9月、2005年6月和2006年5月IAC已分別在北京、上海和深圳召開會議。

## (二)、香港

### 1.香港證券市場現況

香港交易及結算所有限公司(香港交易所)是於2000年3月6日由香港聯合交易所有限公司(聯交所)、香港期貨交易所有限公司(期交所)與香港中央結算有限公司(香港結算)合併而成，屬單一控股公司香港交易所擁有，並於2000年6月27日上市。截至2008年6月底，香港交易所證券市場共有1,254家公司掛牌，其中主板有1,065家，創業板有189家，其中H股有150家，上市證券總數6,555支(含認股權證及牛熊證)，總市值為163,560億港元。香港交易所證券市場提供多種工具供投資人交易，包括股本證券、衍生權證、牛熊證、股票掛鉤票據、交易所買賣基金、單位信託/互惠基金、債務證券等。在交易所上市的股票市值以金融業為最高，依序為綜合企業、工業…等，成交金額則是以工業類為最高，依序為金融業、綜合企業…等。衍生性商品交易包括股市指數產品、(個股)股票產品和利率及定息產品，股市指數產品有新華富時中國25指數期貨及期權(選擇權)、恆生中國H股金融行業指數期貨、恆生指數期貨及期權、H股指數期貨及期權、小型恆生指數期貨及期權，另有(個股)股票期貨、(個股)股票選擇權、利率及定息產品有港元利率期貨和三年期外匯基金債券期貨，此外香港商品交易所於2008年6月25日成立，並預計在2009年推出以美元結算的燃料油合約及其他商品。最後，香港交易所為爭取大陸及其他地區台商掛牌，更於2008年7月1日實施香港存託憑證(HDR)制度，積極招商。

## 2.企業在香港交易所上市的優勢

拜中國企業海外上市之利，近年來香港交易所新上市公司不斷增加，集資金額也大幅攀升，2003 年至 2005 年香港證券交易所在國家證券交易所聯會成員中，集資總金額名列前五名，2006 年更躍居第三名，尤其是 2006 年 10 月中國工商銀行在香港的初次公開發行(initial public offering)，更是全球金融市場有始以來最大籌資發行。以下為企業在香港上市優點<sup>4</sup>：

### (1)通往中國內地的門檻

香港地處高增長地區，與亞洲其他地區的貿易及業務往來頻繁，香港並且是國際公認的金融中心，業界精英雲集，交易所曾為不少亞洲及跨國公司提供集資機會。

### (2)把握中國內地經濟增長的機遇

香港為發行人提供一個理想的交易平台，藉此進軍飛躍發展的中國內地市場，隨著中國加入世界貿易組織及北京主辦 2008 年奧運會，大小企業均可藉著中國經濟起飛而獲得不少機遇。

### (3)本土市場理論

香港是中國的一部分，因此香港是有意尋求在海外國際市場上市的內地企業的首選市場。一些在香港及另一主要海外交易所雙重上市的中國內地企業，其絕大部份的成交在香港市場進行，更加可以突顯出「本土市場」理論的重要性。

### (4)健全的法律體制

香港的法律體制以英國普通法為基礎，法制妥善而健全，為籌集資金的公司提供穩妥而具吸引力的基礎，也能維持投資者的信心。

---

<sup>4</sup> 取材自香港交易所網站 [www.hkex.com.hk](http://www.hkex.com.hk)。

### (5)國際會計準則

除了《香港財務報告準則》及《國際財務報告準則》之外，在個別情況下，交易所亦會接納新申請人採用美國公認會計原則及其他會計準則。

### (6)完善的監管架構

上市規則符合國際標準，對上市發行人要求高水平的披露規定，同時對企業管治的要求嚴格，確保投資者能夠從發行人獲取適時及具透明度的資料，從而評價公司的狀況及前景。

### (7)資金及資訊自由流動

在香港資金流動不受限制，提供多項稅務優惠，貨幣可自由兌換及證券可自由轉讓，為發行人和投資者提供一個具吸引力的市場。

### (8)先進的結算及交收設施

香港以擁有健全可靠的證券及銀行業著稱，配以先進完善的交易、結算及交收設施作為後盾。此外香港金融管理局的美元結算系統，使本地金融機構能在亞洲時區即時以港元結算美元交易，而毋須等候 12 個小時後在紐約時區進行結算，有助減少因結算港元及美元的時差問題而產生的匯兌風險。

## 3.台商在港上市與大中華經濟圈

香港一直是中國大陸公司進行首次公開招股和其他集資活動的首選市場，近年，愈來愈多台商企業選擇在香港上市。就台商而言，香港具備健全的市場監管制度，有助公司建立國際知名度，以及有大量機構投資者和國際投資者；而台灣兩岸關係條例中對於企業投資大陸限制，促使愈來愈多台灣公司赴港上市，未來當台商群聚效果產生，香港投資者的認同度提升時，對於香港作為大中華地區公司的集資中心的地位將產生一定程度助益。台灣若擬發展亞太金融中心地位，這

項發展一定要特別關注，雖然以往台商在香港上市的經驗中，本益比、流動性、語言、文化都不盡人意，可是外在環境的改變下，台灣若未能有效解除這些投資大陸限制，這種情形只有越來越嚴重。

由於中國大陸的刻意培育，加上2004年年初以來所實施之CEPA，香港是大中華經濟圈中的主要門戶，擁有寬闊的國際視野，了解中國大陸的經濟與產業發展，而且與中國大陸有深厚的互動關係。在香港上市的公司可以從中得益，香港本身亦可以因此進一步發揮這些優勢，繼續吸引更多台灣公司及海外公司來香港上市，特別是以中國大陸市場為行銷對象或在中國大陸有營運活動的內向型公司。

中國大陸公司至香港上市，是近年帶動香港作為首次公開招股集資中心的成長的主要動力。在2007年1月至2008年3月期間，在香港新掛牌上市的公司中，超過六成是中國大陸公司，占首次公開招股集資金額逾八成。香港股票市場視台商企業為豐富香港市場內涵的主要來源。

近年除了中國大陸公司外，不少台灣公司也紛紛選擇在香港上市。截至2008年3月底，在香港上市的台灣公司共有54家。在2007年1月至2008年3月期間，就有10家台灣公司在香港進行首次公開招股，集資總額為206億港元，眾多中國大陸和台灣公司在香港上市，將逐漸使香港證券市場成為大中華經濟圈公司的重要集資平台。

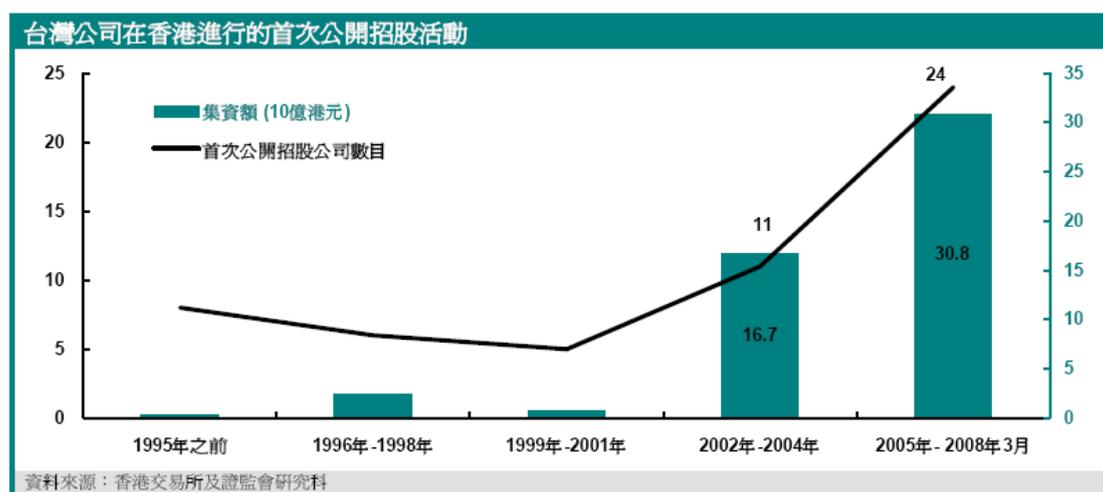
#### (1) 台商企業在港上市趨勢分析

香港證券市場對於「台灣公司」的定義包括：具有大部分股東、董事局或管理層成員是台灣人或台灣企業在香港上市公司。市場參與者在建立、追蹤於香港上市的台灣公司表現的指數時，通常亦採用類似方法，挑選有關指數的成分股。不論是否在台灣註冊成立，只要符合上述準則，有關公司便會歸類為在香港上市

的台灣公司。截至2008年3月底，在香港上市的台灣公司共有54家，當中39家在開曼群島註冊成立，14家在百慕達註冊成立，1家在香港註冊成立。

在2005年1月至2008年3月期間，在香港新上市的台灣公司有24家，較2002年至2004年期間的11家成長超過一倍，該期間的集資額亦由167億港元上升至308億港元，單是2007年1月至2008年3月期間，就有10家台灣公司在香港進行首次公開招股，集資總額為206億港元，占當期透過首次公開招股在香港股票市場上籌集的資金總額的6.3%，亦占非中國大陸公司在香港進行首次公開招股的集資額的39.8%。表3-2是近10年來台灣公司在香港進行的首次公開招股情形。

表3-2 台灣公司在香港進行的首次公開招股活動



資料來源：香港交易所及證監會。

《天下雜誌》在2007年訪問了台灣1,000大企業的行政總裁，有25.7%的行政總裁表示正考慮在海外集資，或申請他們的公司到海外交易所上市，當中大約52%的公司傾向在香港上市，而分別有大約23%、9%和5%的公司傾向在中國大陸、美國和新加坡上市，2008年3月底，在香港上市的台灣公司共有54家，這個數目亦是在新加坡、倫敦和紐約上市的台灣公司的總數的大約兩倍，顯然香港已成為台灣公司尋求海外上市的首選市場。

## (2)台灣公司到香港上市與較高本益比有關

根據統計數字，與台灣、上海和新加坡這些台灣公司上市的其他市場相比，香港在幾方面都略勝一籌。香港股票市場在報酬率、首次公開招股集資額、成交額和市值方面的表現，都比台灣和新加坡為佳（見下列附表3-3）。雖然上海證券交易所在某些方面的表現比香港更出色，但是由於資金流的限制和市場參與者都對法規有不確定之處，令有意在當地上市的台灣公司卻步。表3-3是亞洲主要證券市場比較。

表 3-3 亞洲各主要證券市場的比較(截至 2008 年 3 月底)				
	香港	台灣	上海	新加坡
2007 年 1 月至 2008 年 3 月首次公開招股集資總額 (10 億美元) (全球排名)	41.6 (4)	0.7 (27)	65.1 (2)	5.7 (15)
上市公司數目	1,244	712	861	770
市值 (10 億美元) (全球排名)	2,171.5 (7)	715.2 (20)	2,586.3 (6)	486.5 (22)
成交額 (截至 2008 年 3 月底止 12 個月內, 10 億美元)	2,345.9	1,078.6	4,320.7	388.4
股票基準指數的表現(截至 2008 年 3 月底與上年度比較的變動)	+15.4%	+8.7%	+9.1%	-6.9%
備註：成交額不包括衍生權證買賣。				
資料來源：彭博、國際證券交易所聯會、台灣證券交易所及香港交易所				

股票在市場上能夠得到較佳的企業價值，是香港吸引台灣公司上市的其中一個因素。一些在香港上市的台灣公司的本益比較其在台灣上市的母公司或聯營公司為高，股價也有較優秀的表現；有些台灣公司更考慮在包括台灣的其他交易所下市後，申請到香港上市，這些台灣公司改變上市地點的其中一個原因可能是希望股份在香港有較高的企業價值；不過另有一些上市公司，尤其是製造業，在香港則不受投資人青睞而有意回台掛牌，這些公司應列為台灣證券交易所首要的招手對象。

### (3) 台商在港上市與產品多樣化及籌資容易有關

在香港上市的公司比較能夠在資本市場上迅速籌得資金，香港擁有足夠的深度供上市公司集資，企業首次上市後的再融資便利，為企業的持續發展提供資金；在香港上市的公司，董事在獲得股東於股東大會上通過一般授權後，可於全年發行數量最高達已發行股本20%的新股，這項規定為上市公司提供靈活性，在有需要時可由董事酌情決定發行新股，而不需每次發行前先徵求股東批准，因此企業可以在香港市場透過股份配售等多種途徑，在一、兩天內籌集巨額資金，如此上市公司便可以在利多的市況下，抓緊機會及時進行集資活動，這對有迫切需要籌集資金做業務擴充、重組和併購活動的公司來說尤其有利。

### (4) 香港易作為進入中國大陸市場的門戶

以往政府規定，在台灣上市的公司投資於中國大陸的資金，不得超過資產淨值的40%，部分台灣公司因為這項規定，而決定從台灣證券交易所除牌或申請其中國大陸子公司到海外交易所上市。香港鄰近中國大陸，而且較了解中國大陸的情況，所以對以中國大陸市場為行銷對象或在中國大陸有營運活動的公司而言，是理想的上市地點。這些公司可以利用在香港籌得的資金，進一步擴展在中國大陸的業務。

### (5) 台商數個大型IPO的成功啓示其他台商

大型台灣公司在香港的首次公開招股活動，一直吸引到不少投資者的強烈興趣，一些在香港上市的台灣公司的股價和市值，都比它們在台灣的公司上升得快，這些公司的成功例子，促使更多台灣公司到香港上市。

### (6) 香港國際機構投資者多且市場基礎建設較完善

香港市場為上市公司提供一個多元化的投資社群。在2007年，來自機構投資

者的交易，占香港市場的總成交額約60%，而在台灣，有關比例在2007年大約為30%，香港亦是一個全球化的市場，匯聚了大量海外投資者。

此外香港採用的市場規則和規定、揭露要求、企業公司治理常規和會計準則都符合國際水準，同時香港擁有與國際標準看齊的健全監管制度，有助股票市場吸引海外的公司。香港的法規清晰，對於來自台灣或其他司法管轄區而又打算在香港上市的公司而言，不難掌握。在香港上市的公司可以輕而易舉地進行併購活動、以股份互換的方式收購海外公司，又可以透過股份獎勵計畫，向員工派贈認股權，許多著名的國際投資銀行、律師事務所、會計師事務所和其他有關的專業機構都在香港開設了業務，因此對台灣和其他海外公司來說，香港是一個有吸引力的服務平台。

因為擁有上述之競爭優勢，香港能夠吸引台灣和其他外資公司到香港股票市場上市。一方面來說，香港是通往中國大陸市場的門檻，由於香港鄰近中國，而且與中國大陸有長久的聯繫，因此能夠吸引來自台灣及其他地方以中國大陸市場為行銷對象或在中國大陸營運的公司到來上市；另一方面，香港的投資者包含國際投資者及機構投資者，則有助於在香港上市的公司建立國際知名度。

### (三)、新加坡

新加坡交易所(Singapore Exchange Limited, 簡寫為 SGX)成立於 1999 年 12 月，由前新加坡股票交易所(Stock Exchange of Singapore)和新加坡國際金融交易所(Singapore International Monetary Exchange)合併而成，是亞太地區第一家證券與衍生商品合併的交易所，並於 2000 年 11 月 23 日掛牌上市，成為亞太地區首家上市的交易所。交易所原分兩個市場，一個為主板市場(Mainboard)，另一個為採電子交易的小規模市場(SESDAQ)，交易商品包括股權、權證、債券等。為了吸引外國企業與擴大市場規模，SESDAQ 於 2007 年 11 月轉型為創業凱利板

(Catalist)，在凱利板上市的公司實施保薦人監督上市平台制度(sponsor-supervised listing system)，不需交易所審查，沒有最低營運紀錄、獲利和資本額的要求，上市過程快速，只需 5 到 6 個星期，而由具有豐富經驗的專業人士在公司的上市過程中及上市後的營運中提供指導，投資人則透過原 SESDAQ 電子系統交易；此外新加坡交易所 2007 年底重新修訂上市規定，試圖進一步提升市場效率與增加市場透明化。

截至 2008 年 6 月底共有 772 家(主板 623 家及凱利板 149 家)企業在新加坡交易所掛牌上市，其中包括來自 20 多個國家和地區的外國公司，行業別則涵蓋了製造、金融、商貿、地產、服務…等。在新加坡上市的外國公司共 308 家(含 30 家以 SGX 為非主要交易地的第二上市外國公司(2007 年底資料))，占總上市公司的 39%，其中在主板上市的有 269 家、凱利板 39 家，就國家別來說，外國公司最多來自中國，依序為香港、東南亞國家、台灣、日本…等，新加坡本地企業則有 464 家(61%)；上市公司的總市值約 6,612 億新元，其中本國公司總市值為 4,291 億新元(65%)，外國公司的總市值為 2,321 億新元(35%)；本國公司每家的平均市值為 9.25 億新元，外國公司每家的平均市值則是 7.54 億新元。很多外國企業在新加坡本地沒有任何業務運營，大部份只是以新加坡做為融資平臺，與本區域其他國際市場相比，新加坡的市場為最國際化之一。衍生性商品交易則是在交易所的衍生商品交易部門(SGX-DT)交易，產品包括長、短期利率期貨和期貨選擇權(option on futures)、股價指數期貨和期貨選擇權、個股期貨(single stock futures)與結構型權證(structured warrant)等，其中以日本股市為標的之 Nikkei 225 Index futures/options、台灣股市為標的之 MSCI Taiwan Index futures 和本地之 MSCI Singapore Index futures 為相當成功之商品。

為了與國際接軌並提升競爭力，新加坡交易所與多所國家交易所合作或策略聯盟，證券市場方面包括：(1)與 The American Stock Exchange(Amex®)共同推動交易所交易基金(ETFs)的掛牌與交易，目前有 5 檔在 Amex® 掛牌之 ETFs 在新加

坡交易所掛牌；(2)與 Australian Stock Exchange (ASX) 2001 年 12 月共同組成全球第一個證券共同交易連結，新加坡投資者可以在 ASX 直接交易股票<sup>5</sup>；(3)加入世界主要結算組織 Global Clearing, Netting and Central Counterparty Association (CCP12)；(4) 2007 年與阿不達比證券交易所(Abu Dhabi Securities)、越南河內證券交易中心(Ha Noi Securities Trading Centre, HASTC)、胡志明市證券交易中心(HCM City Securities Trading Centre, HoSTC)策略聯盟；(5)2007 年 6 月 SGX 接受日本東京證券交易所(TSE)入股 4.99%，SGX 並於 8 月底掛牌第一檔 TSE 的 ETF(Lyxor ETF Japan)；(6)2008 年 1 月與英國富時公司(FTSE)重編海峽時報指數 Strait Times Index 和新的 FTSE ST Index 系列指數；(7)投資菲律賓 Philippine Dealing System Holding(PDS)，擴大區域市場及共同開發衍生性商品。衍生性商品市場則包括：(1)自 1984 年即與美國芝加哥商業交易所(CME)訂有「相互沖抵安排」(mutual offset arrangement)，投資人可以在任一市場買進(賣出)，並在另一市場沖抵其部位，因此可以 24 小時交易 Eurodollar 和 Euroyen 期貨與期權；(2)與 Baltic Exchange 簽有協定，由 Baltic Exchange 提供在新加坡交易所店頭 Forward Freight Agreements (FFAs) dry bulk 和 wet tanker dirty routes 交易之結算基準價格，而有助於新加坡交易所店頭市場 FFA 商品之交易；(3)2005 年 12 月與美國芝加哥交易所(CBOT)共同出資成立 Joint Asian Derivatives Exchange (JADE)，提供商品類之衍生合約交易；(4)與多個國家和城市簽署合作備忘錄(MOU)，包括：日本東京證券交易所(TSE)、美國芝加哥交易所(CBOT)、韓國證券交易所(KRX)、泰國證券交易所(SET)、中國之遼寧省、山東省、浙江省、浙江無錫市；(5)2007 年 9 月獲得美國聯邦期貨交易委員會 CFTC 核准，允許 SGX-DT 部份會員可以接受美國客戶下單。

新加坡股票市場是亞太地區最為國際化的市場，沒有外匯管制，發行新股及舊股所募集的資金可自由流動，上市條件開放、透明、明確及靈活，企業可根據自身的特點選擇只在新加坡上市或在新加坡和其他市場同時上市，同時對於公司

---

<sup>5</sup> 可惜因為投資人需求不強，此項連結在 2006 年 9 月中止。

註冊地和業務運營地點，都不做要求，企業也可從三個會計標準，即新加坡公認會計原則、國際公認會計原則及美國一般公認會計原則，選擇其一，也可自由選擇股票交易貨幣及會計報表貨幣。此外新加坡法規體系健全，市場管理完善效率高，有利於樹立良好公司治理形象，並提升公司的知名度。新加坡交易所並提供企業上市後服務，包括定期組織投資者交流會和安排上市企業赴全球各地舉行公開說明會，推出全球首創由交易所發起的「研究計畫」，讓國際投資者更有機會認識新加坡上市的優秀企業。因此 2006/07 年世界經濟論壇 WEF 發表的全球競爭力報告中，新加坡在亞洲金融市場排名第一，於世界也名列前茅；另外新加坡在 2005 年和 2006 年亦被美國科爾尼管理諮詢公司評為世界最全球化的國家。

#### (四)、韓國

韓國交易所(Korea Exchange，簡寫為 KRX)於 2005 年 1 月成立，是由原先的韓國證券交易所(Korea Stock Exchange，簡寫為 KSE)、韓國期貨交易所(Korea Futures Exchange，簡寫為 KOFEX)和科斯達克市場((Korea Securities Dealers Automated Quotations，簡寫為 KOSDAQ)合併而成，採股份制公司架構，並於 2006 年 9 月啟動交易所上市 IPO 計畫，惟因韓國政府擬修改法令而延宕。

韓國證券交易包括：(1)韓國交易所轄下的正規市場：證券市場部門(Stock Market Division，原先的KSE)、店頭市場部門(Kosdaq Market Division，原先的KOSDAQ)和期貨市場部門(Futures Market Division，原先的KOFEX)；(2)交易所場外交易市場：韓國證券商公會(KSDA)負責的自由板市場(Free Board Market)、OTC 市場。2008年6月底，共有760家公司在KRX證券市場部門掛牌，總市值8,980億美元，其中外國公司3家；除了股票交易之外，KRX尚有權證、股權連結權證(Equity Link Warrant，簡寫為ELW)、ETF、債券、共同基金、REITs等商品，平均每日交易金額 4,665,628百萬韓圓。另根據KRX之統計，2007年底股權結構(以市值計)中，各類投資人持股比例分別為：政府機構3.16%、機構法人(包括證券商、銀行、

保險公司、投資信託公司、基金與退休基金等)21.17%、公司21.52%、自然人21.78%、外國投資人32.36%。KRX的店頭市場部門自1996年7月(原KOSDAQ)開業以來，在政府強力扶植中小風險企業和IT產業發展政策下，發展迅速，2008年6月底共有1,026上市公司掛牌，平均每日交易金額1,340,078百萬韓圓，其中半數以上是IT、BT等新成長行業，2007年之成交金額在全球僅次於美國NASDAQ市場，總市值則排名世界第四。韓國衍生性商品交易始於1997年5月的Korea Composite Stock Price Index 200 (KOSPI200)期貨和7月份開始的KOSPI200選擇權，1999年4月KOFEX成立，現在則改製成爲KRX的期貨市場部門，雖然交易時間只有10多年，但成長快速，現已成爲全球僅次於美國芝加哥商業交易所集團CME Group(含芝加哥商業交易所CME和芝加哥期貨交易所CBOT)之第2大期貨市場，2007年KOSPI200選擇權成交量全球排名第1，除此之外，KRX還有KOSTAR期貨、政府債券期貨、MSB利率期貨、日圓和歐元期貨、個股選擇權等衍生性商品交易。自由板市場則是由2000年3月成立的布告欄股票市場(OTCBB)改制而來，原先用意爲仿倣美國OTCBB設立的第三股票市場，提供未上市的中小企業或新創科技事業籌資之市場，但後來運行並不成功，遂於2005年KRX設立時重新調整組織，由韓國證券商公會經營管理，透過報價揭示系統(QDS)議價交易，強調提供未能符合KOSDAQ掛牌門檻、甚至無法達到KRX上市條件的上市企業，能在此市場裡以最少的管制自由籌資。該市場同時也對參與的小額投資人免除資本利得稅，2007年4月更增加了自由板市場轉KOSDAQ掛牌的優惠，以增加兩市場的互補性。2007年底自由板市場共有54公司掛牌，平均日成交金額爲171百萬韓圓。此外OTC市場亦提供投資人在KRX及自由板以外的市場進行零股交易。1998年5月開始，除少數國有公司外，外資持股上限限制完全解除；而除了存託憑證(depository receipt)外，2005年底開始，外國公司可以申請以原股在KRX掛牌，外國公司與本國公司上市條件一致，以符合「外國公司無歧視與平等對待之原則」(Principles of Non-discrimination against Foreign Companies and Equal Treatment)。

茲將2000年以來韓國證券市場的重要發展整理如下：

- 2000年3月：OTCBB(OTC Bulletin Board)市場推出；廢除中午股市休市時間
- 2001年1月：KOSDAQ 50 指數期貨開始交易；開放型基金問世
- 2001年12月：KOSDAQ 50 指數選擇權開始交易；KSE引進REITs
- 2002年1月：個股選擇權開始交易；
- 2002年7月：店頭市場衍生性商品開始交易
- 2002年10月：KSE推出ETFs；延長盤後交易時間(由15:10 ~15:40延長至16:00)
- 2002年12月：開辦盤前交易(7:30~8:30)；KSE批准一年期monetary stabilization bond (MSB) 利率期貨掛牌
- 2003年2月：推出Equity-linked notes (ELNs)
- 2003年3月：推出Covered warrant
- 2003年4月：ETFs於KOSDAQ掛牌
- 2003年12月：KSE推出韓國Corporate Governance Stock Price Index (KOGI)；證券交易法通過建立整合之交易所
- 2004年1月：股價指數期貨與選擇權由KSE移轉至KOFEX；推出新的KOSDAQ Star Index
- 2004年12月：宣布證券產業解除管制
- 2005年1月：整合的韓國交易所Korea Exchange (KRX)以公司型態正式成立
- 2005年5月：推出日圓與歐元期貨
- 2005年7月：自由板市場Free Board(原稱為OTC Bulletin Board)重新推出
- 2005年11月：推出KOSTAR期貨
- 2005年12月：Equity-Linked Warrant (ELW)推出；廢除KOSDAQ Index 50期貨與選擇權；外國公司可以申請以原股在KRX掛牌
- 2006年3月：一般投資人可經由券商購買外幣計價證券
- 2006年6月：提出金融投資服務與資本市場法((Financial Investment Services and Capital Market Act)交付國會審查
- 2006年12月：期貨市場引進market-maker制度
- 2007年5月：零售債券交易推出Retail-Specialized Dealer system系統
- 2007年8月：金融投資服務與資本市場法立法通過並預定2009年2月實施；允許外國金融機構成立或控制金融控股公司
- 2007年10月：第一檔海外ETF在KRX掛牌
- 2007年12月：債券報價系統Bond Quotation System (BQS)建立
- 2008年2月：策略與金融部(Ministry of Strategy and Finance)與金融服務委員會 (Financial Services Commission)成立

為躋身成為世界級的主要交易所，韓國交易所自 2008 年起推動為期 3 年的「全球 3 年經營計畫」(Global 3-yr Management Plan)，其各年目標分別是：2008

年強化全球策略、2009 年實現成爲全球交易所、2010 年成爲東亞地區之首要交易所；採取的 4 個策略爲：(1)在國際競爭中取得優勢：確立在亞洲之交易所地位、經由其他新興市場之支援擴大國外業務、建立 24 小時全球交易制度、吸引外國公司掛牌；(2)強化未來成長動能：交易商品多樣化及推展代表性產品、進入商品交易所市場、擴大指數與資訊事業、提升新一代制度之商業安排；(3)達成友善客戶政策：藉由先進系統強化客戶服務、建立並啓用新一代之電子交易系統、擴大資本市場之準則與透明度、重振企業融資功能；(4)加強創造性管理能力：重建韓國交易所企業準則、韓國交易所公開發行及上市、發展創造性的新企業文化。

韓國證券市場近年來最重大之變革是 2007 年 8 月國會立法通過並預定 2009 年 2 月實施「金融投資服務與資本市場法」，該法之目的乃爲鼓勵市場自治和創新、加強投資人保護和建立投資人信心，解除證券產業管制與提升競爭力，希望借由資本市場之整合，發展韓國投資銀行業務，擴大「範疇經濟」與經營綜效，達到世界級投資銀行之水準，或讓券商自行決定新策略，行專業化 (specialization) 之經營。該法案之主要的內容有<sup>6</sup>：

1. 金融商品由「正面表列」改採「負面表列」，以利新商品之開發。
2. 金融管理由「機構管理」(institutional regulation)改採「功能管理」(functional regulation)，避免以往同樣金融功能卻因機構之不同而有不同管理之「管理套利」(regulatory arbitrage)情形。
3. 允許金融業者以「投資銀行」(investment bank)型態經營所有投資業務、投資中介、基金投資、委託投資、投資諮詢和信託業務，擴大業務範圍。
4. 加強投資人保護：包括(1)訂定嚴格之標準，要求金融公司對客戶推介產品時要詳細說明相關風險；(2)對金融投資公司加強管理以防止誤導行銷；(3)強化監管以防止跨功能業務可能產生之利益衝突。
5. 允許韓國證券公司提供貨幣轉帳業務。

<sup>6</sup> 資料來源爲韓國證券商公會(KSDA)(2008)，2008 Securities Market in Korea。

從前述之說明可以瞭解，過去韓國證券市場除了指數選擇權之外，發展並不突出，但近年來在交易所之整併、市場開放、新商品推出等都有相當之努力與成果，在金融投資服務與資本市場法通過後與即將實施的未來，韓國證券業和資本市場預期將會有更新、更快得發展。

## (五)、小結

從以上 4 個鄰近地區交易所的發展實例可以瞭解，資金進出自由、上市條件開放靈活、交易透明、租稅輕簡、與國際接軌等都是證券市場國際化的基本要件，香港與新加坡就是明顯的例子，韓國與中國則是在近年急起直追，發展迅速；此外證券、期貨和結算交易所的整合與上市、資本市場相關法令的整合、吸引外國(含台商)企業掛牌和投資者的參與等亦是證券市場國際化的趨勢。

### 1.中國證券市場國際化經驗小結

中國證券市場的國際化原則上係以中國對外資資金需求以及中國對WTO的承諾為基調，雖然發展時間不長但變化相當快速，主要進程為：(1)中國最早國際化的部分與向外資籌資有關，亦即在上海及深圳證交所設立B股市場，不過隨著A股及其後的股權分置改革，B股市場已經逐漸萎縮，此外另有多家企業赴海外(尤其是香港)掛牌；(2)中國證券市場國際化的歷程中，受影響最深者莫過於香港。香港在1997年回歸中國之後，成為中國經濟及金融國際化的踏腳石兼模範的角色，大量H股、紅籌股在香港上市籌資；此外香港也扮演人民幣境外自由兌換地之角色，眾多中國投資者也參與香港證券市場之投資交易；(3)中國證券商開放外資不若對WTO的承諾進度；對於證券基金管理公司的外資開放，則較證券商來得前進，其背後原因與QFII的開放有關，證券商則受2003年證券商危機的影響，外資在中國證券商的著墨不深；(4)外資目前要參與中國A股市場，仍只能透過QFII，外資自然人除了QFII外，亦可以透過境內共同基金的買賣參與A股；中

國境內資金若要投資海外市場與產品，必須透過QDII機制；(5)中國證券市場的國際化許多仍透過雙邊MOU的方式來達到合作監管的目的，唯證券市場產品在跨國合作方面仍屬保守的國家。

## 2.香港證券市場國際化經驗小結

香港證券市場因承受英國殖民地影響及英國在香港證券市場所建立法規、人才及其他基礎建設，一直是亞洲地區國際化與自由化程度最高的證券市場，從歐美各大證券機構、律師事務所、資產管理公司均林立香港，積極參與香港證券市場即可見一斑。香港回歸中國之前，證券市場主要以金融、地產等類股為主，在回歸中國之後，由於中國具有國際資金及國際化需求，香港證券市場乃成為全球投資中國經濟最重要的平台，其中H股與紅籌股族群更已成為香港證券市場的最重要族群之一；2004年之後，香港與中國簽訂CEPA(更緊密經貿關係安排)，其國際金融中心地位的穩固及完整性乃在CEPA之架構下重新奠定。目前香港正積極爭取台商上市，尤其是將與製造業強項的台商企業納入，以期完整化其證券市場。總之，香港證券市場的國際化經驗主要來自英國殖民及扮演中國經濟與金融主要窗口，雖然上海、北京甚至天津都在規劃準備發展成為亞太金融中心，但短期內香港的角色在仍難以被取代，台灣未來要發展成為亞太金融中心，如何與香港競爭與設定市場區隔，乃是台灣必須考慮的課題。

## 3.新加坡證券市場國際化經驗小結

與香港證券市場類似，新加坡也受英國殖民影響，擁有類似英國倫敦證券市場或金融中心之雛形。香港擁有大中華經濟圈作為主要腹地，而新加坡傳統上係華人、印度、回教文化的交匯地，發展成為鄰近回教、印度、華人匯流的金融中心。近年來印度經濟與中國經濟的崛起，部分衝擊到新加坡扮演亞洲金融中心的角色，唯新加坡擁有較健全的金融基礎建設，短期內其國際金融中心的角色在鄰

近國家間仍難被取代。新加坡證券市場是亞太地區最爲國際化的市場，沒有外匯管制，發行新股及舊股所募集的資金可自由流動，上市條件開放、透明、明確及靈活，此外新加坡法規體系健全，市場管理完善效率高，其最大特色則爲與國際聯結緊密，約有近 4 成的上市公司爲外國公司，許多市場投資資金來自國外，良好的國際性工作環境也同時吸引了許多外國人才，同時新加坡交易所也積極與許多國外交易所建立合作關係，推出新金融商品和方便跨國性交易，成效十分良好，無怪乎世界經濟論壇(WEF)2006/07 年發表的全球競爭力報告中，新加坡在亞洲金融市場排名第一，於世界也是名列前茅。

#### 4.韓國證券市場國際化經驗小結

韓國證券市場表現原表現並不突出，但 1998 年亞洲金融風暴之後，因外債關係曾被國際貨幣組織 IMF 所接管，推動金融國際化不遺餘力，證券相關交易所重新整併，市場大幅對外開放，並推出各項新金融商品，其中 KOSPI200 股價指數選擇權更是領先全球，爲躋身成爲世界級的主要交易所，2007 年 8 月通過並預定 2009 年 2 月實施「金融投資服務與資本市場法」，並自 2008 年起推動爲期 3 年的「全球 3 年經營計畫」(Global 3-yr Management Plan)，目標是準備成爲東亞地區之首要金融中心，以韓國民族性之強悍，未來其證券市場預期將會有更更快速的發展。

## 肆、如何建立兼顧國家安全之金融國際化政策

台灣金融市場要國際化，首先必須找出與其他鄰近國家不同的競爭策略並做出區隔，同時徹底檢視修正不合時宜的限制與規範，鬆綁經貿與資金進出，方有可能達成目標。

### 一、我國金融國際化目標

依據金管會的規劃，未來台灣的金融願景是成為具國際競爭力、吸引力的「亞太金融中心」，目標定位為「資產管理中心」、「籌融資中心」、「金融服務中心」3大中心，希望從「人才、整合、創新、誠信、法制」5大策略構面打造全新的台灣金融環境<sup>7</sup>。事實上從前面第參章之討論可以得知，鄰近國家包括香港、新加坡、上海和韓國亦在積極努力發展成為所謂的亞太金融中心，其中香港和新加坡早已居於領先地位，上海因拜中國經濟成長之利快速崛起，韓國則亦有極大之企圖心迎頭趕上，未來台灣如何在已落後的情況下奮起直追甚至搶得先機，確實充滿挑戰。

如果台灣的金融國際化目標確定是要發展台灣金融市場成為「亞太金融中心」，則政府的首要任務是將流失的台商與資金找回台灣。畢竟金融發展與產業成長具有相輔相成之關係，過去由於政府產業政策之限制，造成許多台商企業與資金流失在海外，未能與台灣本土金融產業做有效聯結，台灣未來要成為國際化的金融中心，就必須將這些流落在外的台商、資金和人才招回或聯結在一起，讓台灣成為其國際布局的根據地，如此台灣的金融業也才有發展的前途。

此外，台灣如果要與臨近的對手如香港、新加坡、上海相競爭，則必須試圖找出差異化的競爭策略或與其不同之市場區隔。台灣企業的全球布局極廣，產業

---

<sup>7</sup> 見 2008 年 7 月 30 日經濟日報。

發展國際化程度高，在中國大陸更占有相當之領先地位，尤其台灣的產業發展，無論是高科技產業或傳統產業，均與製造優勢有關，因此台灣可以考慮強化製造業「供應鏈管理」的功能，由台灣來設定製造供應鏈的標準，讓全球能夠放心以台灣的製造廠商作為主要代工對象；或者台灣亦可推動綠色或道德供應鏈，因應全球在企業社會責任的發展；台灣亦可以設計配套之產業優惠措施，吸引海外台商以台灣為根據地，設立行銷型營運總部、研發型總部、資金運籌總部或其他具高附加價值特性之功能型營運總部，進行全球布局或發展全球策略。如此台灣的「亞太金融中心」政策，便可與台灣產業發展併軌結合，利用「深根台灣、布局全球」的主軸想法，以全球台商為基礎，採行與其他鄰近國家差異化之策略，並做市場區隔，成為亞太地區的金融「那斯達克」市場，如此台灣規劃的「資產管理中心」、「籌融資中心」、「金融服務中心」，未來才有成功的可能。

## 二、具體做法

為了提升台灣資本市場競爭力，達成國際化的目標，除了需厚植台灣本身經濟實力之外，政府應迅速解除不必要之經貿與金融限制，提供國內外企業在台上市(櫃)誘因，同時採取措施擴大證券市場規模，放寬資金自由進出，鬆綁券商業務，並修訂整合各項金融法規，建立金融預警制度，防範市場失序風險以及培育具國際觀之專業人才。以下我們就分項說明具體應有的做法：

### (一)、解除不當限制

台灣要發展成為金融中心，必須有除弊興利之完整配套做法，其中有關目前市場和產業之不當限制，包括證券、期貨與銀行業赴大陸發展之障礙、企業投資大陸與資金流動之限制和租稅的合理改革等，具體建議做法如下：

## 1.排除證券、期貨與銀行業赴大陸發展之障礙

近年來國內金融業經營環境不佳且競爭激烈，業者紛紛往外尋求發展機會，但對於最有潛力的中國大陸市場，卻由於先前兩岸的法令限制，仍只停留在辦事處階段，喪失營業先機。金管會雖已於 2005 年 2 月開放國內證券商可以直接赴大陸投資證券公司，復於 2008 年 8 月增列允許證券商之海外子公司亦可間接赴大陸地區投資證券公司、證券投資基金管理公司及期貨公司，但由於兩岸尚未就此議題正式協商，未來金融監理問題是否由官方機構簽署正式之監理備忘錄(MOU)或由政府委任之民間機構簽署合作協議，證券業何時能登陸發展，仍然未知，銀行業的情況亦是如此<sup>8</sup>。無論如何，政府應儘速與對岸展開協商，早日促成證券、期貨與銀行業赴大陸開展業務，爭取商機。

## 2.放寬企業投資大陸與資金流動之限制

台灣若要實現金融中心角色與功能，企業投資大陸及資金流動限制必須放寬。行政院已宣布，自 2008 年 8 月 1 日起，企業投資中國大陸的投資上限將一律提高為淨值的 60%，取得政府核可的跨國企業在台子公司及企業營運總部則不受限制<sup>9</sup>。但是由於企業營運總部規定存在最低門檻，包括至少聘任 100 位員工、至少 50 名員工必須具備大專學歷、存在實體營運總部可供至少 100 位員工的上班地點，所以這項規定是否能有效吸引原先移駐海外的企業回流台灣設立營運總部，仍待觀察<sup>10</sup>；其次原先國內之上市(櫃)公司在台灣所籌集之資金不得投資大陸之規定雖已放寬為淨值的 60%，但仍可再檢討調整；此外若台灣企業進行國際布局，除投資金額在 100 萬美元以下者可於 6 月內申報外，其餘仍需透過經濟部

---

<sup>8</sup> 2008 年 8 月 4 日金管會公布修正「台灣地區與大陸地區證券及期貨業務往來許可辦法」，除原先台灣證券商可直接投資大陸之規定外，另增列允許證券商之海外子公司亦可赴大陸地區投資證券公司、證券投資基金管理公司及期貨公司。

<sup>9</sup> 2008 年 7 月 17 日行政院會通過，自 8 月 1 日起個人赴大陸投資由原先之新台幣 8,000 萬元放寬為每年 500 萬美元，企業投資上限則一律提高為原(合併)淨值的 60%，但取得經濟部工業局核發的營運總部證明文件及跨國企業在台子公司則不受限制。

<sup>10</sup> 2008 年 9 月 26 日經濟部工業局公告修正企業營運總部認定作業要點，將企業營運總部之門檻一律減半降低。

投審會的事先核准<sup>11</sup>。上述問題對企業經營仍然多所限制，本研究之具體建議如下：

(1)除了特殊產業之外，進一步放寬企業投資中國大陸之比率上限

除了特殊產業之外，政府可進一步放寬一般企業赴大陸投資之比率上限，惟顧慮到不肖企業可能藉機掏空公司和考量國家整體經濟安全，政府可要求企業提供大陸投資計畫書，尤其是否對台灣經濟產生效益部分做較詳細的要求，主管機關包括經濟部、金管會和證交所等則加強查核，若發現其中任何與投資計畫書中承諾相異之處，企業要承擔民事賠償責任，在資訊透明化的前提條件下，給予企業更多的經營彈性。

(2)放寬甚至解除上市(櫃)公司在台灣籌集資金投資於大陸的比率限制

配合企業投資中國大陸上限提高為淨值的 60%之措施，行政院亦於 2008 年 7 月 17 日同時通過金管會「放寬國內企業募資赴大陸投資限制方案」，解除原先上市(櫃)公司在台灣募集之資金不得投資大陸之限制，改為在台灣籌集之資金得於額度 60%內投資於大陸，在海外募集之資金則不予限制<sup>12</sup>。但既然政府已訂定企業投資中國大陸之不得超過淨值 60%之總金額限制，則對於企業在台灣籌集資金之 60%額度內之限制，則可考慮放寬或甚至解除。

(3)進一步鬆綁企業投資大陸之禁止項目和審查程序

雖然政府已從 2008 年 8 月 1 日起鬆綁企業投資大陸之審查程序，但從企業

---

<sup>11</sup> 2008 年 7 月 17 日行政院會亦通過，放寬企業投資大陸的審查程序，原先投資金額在 20 萬美元以下之小額投資由事前申報改為 100 萬美元以下之小額投資在投資後 6 個月內申報，2,000 萬美元以下之簡易審查門檻調高為 5,000 萬美元以下，原超過 2,000 萬美元以上需專案審查則調高為 5,000 萬美元以上及後續增資金額累計超過 5,000 萬美元，原需經跨部會首長政策面審查之重大投資改為關鍵技術審查。

<sup>12</sup> 行政院 2008 年 7 月 17 日通過金管會之「放寬國內企業募資赴大陸投資限制方案」，國內發行人在台灣籌集之資金得於額度 60%內投資於大陸，在海外募集之資金與經工業局核准之企業營運總部及跨國企業在台子公司於國內外募集之資金則不予限制。

經營觀點，投資大陸仍然有存在核准與否之不確定性，因此未來應更進一步減少列為禁止投資大陸之產業項目和鬆綁審查程序，讓企業國際布局與資金流動更加自由。

### 3.進行合理之租稅改革

台灣要發展成為金融中心，則租稅架構、課徵方法與租稅行政都必須符合國際規定與作法。目前正在討論的租稅改革，其中焦點在所得稅稅率是否過高、贈與稅、遺產稅的重覆課稅等問題，其實台灣租稅改革相當重要的部分在於目前對企業課稅是採「屬人兼屬地主義」，使得稅基中無法有效加入企業海外所得，唯有企業以股利形式匯回台灣方予課稅，加上台灣與主要貿易對手國未簽訂租稅協定，且企業多以免稅天堂所設立的公司作國際租稅規劃，導致企業國際布局難以台灣作為根據地，發展「深根台灣、布局全球」的目標，這也是政府強調設計的企業營運總部難以實施原因之一。具體建議如下：

#### (1)權宜性設立離島免稅天堂，因應短期權宜性企業國際租稅規劃所需

既然企業國際布局所得的租稅難以課徵，且多數國際布局企業多以免稅天堂作為國際租稅規劃地點，台灣不妨可以權宜性在離島地區設立境外免稅天堂，作為短期權宜性台灣營運總部的根據地，解決短期性國際租稅問題，俟未來與主要貿易對手國簽署租稅協定或租稅改革準備好的時候，再正式實施具實質效果的企業營運總部規定。

#### (2)儘速與主要貿易國家簽署租稅協定，以利企業營運總部之實施

儘速與主要貿易對手國簽署租稅協定，在配套完備下實施企業營運總部的相關規定，實現企業根留台灣，布局全球的目標。

### (3)對個人所得稅採屬人主義

無論企業南進或西進，目前台灣至少存在逾百萬青壯人口在海外工作，其所得在就源扣繳下無法成為台灣稅基，台灣應儘快實施個人所得稅屬人主義。

### (4)調降個人及企業所得稅稅率

在上述稅基完整後，降低個人和企業所得稅稅率，提升企業國際布局的競爭力。尤其是在稅基完整條件下，由於兩稅合一的原因，若台灣正常課徵股票資本利得稅，則甚至企業的所得稅率可以趨近於零。

### (5)逐步調降甚至取消遺產稅和贈與稅

由於遺產稅、贈與稅的課徵，其原來所得已在先前兩稅合一中課徵過，因此若再課徵遺產、贈與稅，則會產生重覆課稅問題，宜逐步調降，況且如欲與鄰近對手如香港、新加坡相競爭，長期而言這兩個稅目應予取消。

### (6)儘快釐清確定海外企業回台灣掛牌之相關課稅問題

海外企業回台灣掛牌之相關課稅問題，包括證券交易所所得稅、遺產稅、贈與稅、股利分配和最低稅負等相關課稅問題，應儘快釐清確定，方有助於海外引資回台。

## (二)、擴大市場規模

從第二章的統計可知，近年來台灣證券市場的成長已大不如亞洲地區其他國家，且有許多台商選擇在海外掛牌而不願回台，因此未來除了推動本地公營事業上市外，鼓勵海外台商回台第一或第二上市、爭取外國企業來台掛牌和國外交易所證券交易商品之相互掛牌、擴大債券市場交易和開發新金融商品...等都是擴大台灣證券市場可以採行的方式。具體建議做法如下：

## 1.推動公營事業上市(櫃)

目前台灣仍有不少公營事業例如中油、台電、台船…等未在證券市場上市，主管機構宜排除公營事業上市(櫃)障礙，透過證券市場進行民營化，並擴大證券市場規模<sup>13</sup>。

## 2.鼓勵台商回台上市(櫃)

基本上會考慮選擇回台上市的海外台商有以下幾種類型：(1)在台上市(櫃)公司的海外子公司。部分在台上市(櫃)公司的子公司至海外發展，初期時子公司資金多由母公司提供，後續擴張所需資金則普遍由海外企業利潤轉投資或國內母公司供應，如果子公司欲仰賴回台上市籌措，因其註冊地在外國，故屬外國公司，若要回台上市則需以外國公司的名義來申請；(2)在台上市(櫃)公司股東個人所投資的台商企業。部分國內上市上櫃公司早期在缺乏資金、市場的條件下，由其股東個人往海外地區發展，經過競爭後存活下來者，爲了擴充其海外事業而有意回台募集資金；(3)已在其他國家地區之交易所上市，但在台無上市(櫃)母公司之台商。已在海外股票交易所（包括香港、深圳、上海等地）申請上市，但在台灣並無上市母公司之台商，希望增加上市地點以有效增加其資金的來源，故選擇回台上市(櫃)；(4)在台母公司未上市(櫃)，而在海外經營良好且有意擴張業務者。這類的台商包括在台有母公司但並未上市(櫃)或在台並無母公司，而其在海外發展已有相當的成效以後，希望進一步擴張其企業版圖而需要資本市場資金的挹注，選擇以母公司名義在台上市(櫃)或海外公司直接回台上市(櫃)。

台商回台上市(櫃)的重要障礙包括：一般上市要求、重覆課稅和其他稅負問題、在台灣募集資金投資大陸比例、投資大陸上限、財務查核等問題，尤其對大

---

<sup>13</sup> 證交所及櫃買中心於 2008 年 5 月 30 日同步宣布放寬部分不宜上市櫃條款，除放寬董事會不得由同一法人代表人掌控之限制外，也同步拿掉同集團其他上市櫃公司獲利能力要求的門檻，此對現行公營事業在大半股權皆由國家等公法人持有下，董事逾半數具有「同一公法人之代表人」之國營及公營事業上市櫃，排除了主要障礙。

陸台商回台掛牌之門檻及限制都有待相關機關協調解決。行政院則已於 2008 年 7 月 31 日通過金管會之鬆綁方案，未來在大陸投資之台商將比照一般外國企業申請回台掛牌，應有助於台商之回流<sup>14</sup>。

### 3. 鼓勵台商回台第二上市

目前在台灣第二上市、發行台灣存託憑證(TDR)的外資公司只有 4 家，鑑於最可能回台第二上市的台商多在香港交易所掛牌(2008 年 7 月底共 68 家)，金管會已於 2008 年 7 月開放香港交易所掛牌企業來台第二上市(櫃)，香港證監會亦表示「香港掛牌企業若回台掛牌，不用經香港主管機關核准，僅需報備即可」。前述行政院 2008 年 7 月 31 日通過之鬆綁方案，更進一步放寬規定，除在大陸註冊之公司外，只要是金管會核准之 19 個國家交易所掛牌之外國企業都可申請在台第二上市，因此台商回台第二上市的主要障礙已排除，未來應檢討國內已掛牌之 TDR 交易不活絡之原因，鼓勵台商回台第二上市<sup>15</sup>。

### 4. 爭取外國企業與交易所商品來台掛牌

爭取外國企業到本地交易所掛牌是各國證券交易所國際化的目標之一。資料顯示，2008 年 7 月，紐約證交所的外國企業占所有掛牌公司家數的 17.5%，香港證交所的外國企業則有 66.5%，新加坡是 39.9%，倫敦是 21.9%，而在台灣證交所之外國企業只有 4 家 TDR，僅占所有上市公司家數的 0.56%，遠遠落後其他交易所。因此除了海外台商回台上市之外，吸引外國企業以各種型式來台掛牌，也應

---

<sup>14</sup> 2008 年 6 月 28 日行政院會通過金管會之「海外企業來台上市鬆綁及適度開放陸資投資國內股市方案」，取消第一上市(櫃)原大陸投資超過淨值特定比例不得來台上市之限制，未來大陸台商可比照外國企業，以海外控股公司名義申請來台上市，募集資金也可全數投資大陸，不受投資上限拘束還可免去 25%的營利事業所得稅，惟這項鬆綁規定的適用對象，僅暫時設定在「純」大陸台商族群，凡是陸資持股超過 20%或為主要影響力的股東之企業，則將待未來政府開放陸資來台投資之時程再檢討調整。

<sup>15</sup> 前註 10 之鬆綁方案，除對在大陸地區設立登記之公司仍維持禁令外，其餘包括陸資持股比例超過 20%和踰越投資上限之公司都可以來台第二上市。

是未來國內證券市場的努力目標。

此外交易所也可與其他國家交易所合作，推動交易商品相互掛牌，例如中國目前雖無 CDR(中國存託憑證)的產品，但是上海證券交易所準備為紐約證券交易所本身的股票量身訂作在上海證券交易所掛牌 CDR；又如香港證交所與美國 NASDAQ 簽署之代理合約，將 NASDAQ 的代表性股票在香港證券交易所掛牌。2008 年 8 月 19 日金管會公告修正「境外基金管理辦法」，開放台灣和香港兩地交易所 ETF 相互掛牌，亦是很好的起步。

## 5.擴大債券市場交易

台灣債券發行雖然已有多多年，但從第二章表 2-10 中之資料可以發現，次級市場交易並不熱絡且逐年萎縮，因此在現有的債券交易平台上開發增列商品、放寬金融機構投資限制、與國外交易所交易平台連結、吸引國外機構來台發行國際債券和建置外幣債券清算系統等，都是可以努力之處<sup>16</sup>。

## 6.開發新金融商品

持續鼓勵業界和交易所開發各類新金融商品，簡化審查程序和稅負相關問題，做大市場之商品廣度和深度，都是擴大市場規模的必要方法。

### (三)、放寬資金自由進出

資金自由進出是證券市場國際化的基本要件，香港與新加坡之所以成為亞洲金融中心的原因之一，便是資金進出自由。台灣的外匯市場在 1987 年之後漸次解除管制，1990 年底起各銀行自行決定掛牌匯率，中央銀行雖然偶有干預，但基本上台灣的匯率已完全自由化，目前個人每年自由結購外匯額度為 500 萬美元，企業則是 5,000 萬美元。在證券市場方面，台灣自 1991 年開放 QFII 投資股

---

<sup>16</sup> 截至 2008 年 8 月為止，在台發行之外幣計價國際債券只有 2 檔，發行金額約新台幣 170 億元。

市，中間數度放寬限制，至 2003 年全面取消 QFII 限制，外資可自由投資台灣股市，惟其中一直為市場詬病的是，政府為擔心大陸資金擾亂台灣金融市場，要求來台的外資必須出具所謂的無「陸資」聲明，增加外資投入台灣股市的困擾。

爲了要讓台灣證券市場成爲真正的國際市場，資金自由進出必須鬆綁，尤其對於陸資投入台灣市場應該逐步鬆綁。具體的做法建議如下：

### 1.取消國外基金來台的無「陸資」聲明，鼓勵外資投入台灣股市

事實上由於現在國際資金流動便利，資金經數度移轉，已難追蹤是否含有陸資成份，而如果國外基金初次投入台灣股市確定並無陸資成份，但若後來有陸資加入該國外資金，則該已來台基金是否必須撤資或如何處理？無「陸資」聲明除了徒增政府主管機關的管理困擾之外，也會阻礙外資投入台灣市場的興趣。因此國外基金來台來台的無「陸資」聲明，應該可以儘速取消<sup>17</sup>；外資不含「陸資」聲明取消後，任何國籍之外國投資人(包括大陸境內之個人)可借由投資金融機構發行之基金(在大陸爲 QDII)間接投資台灣證券市場。

### 2.推動台灣證券所之 ETF 至海外交易所掛牌，吸引外資(含陸資之 QDII)及一般投資人購買，間接將資金投入台灣股市<sup>18</sup>。

### 3.開放大陸 QDII 直接投資台灣證券市場

在兩岸人民關係條例(第 73 條)開放外國資金投資國內市場之許可前提下，初期可仿照當年台灣開放 QFII 方式，亦即陸資以「Qualified China Institutional Investor」(QCII)方式投資國內股市或先允許投資國內 ETF，未來再視實施情況逐步擴大開放直接個股；惟根據目前大陸 QDII 境外代客理財之相關辦法，QDII

<sup>17</sup> 2008 年 6 月 28 日行政院會通過，取消基金型態的外國投資機構必須出具不含陸資聲明的規定。

<sup>18</sup> 2008 年 8 月 19 日金管會公布之「境外基金管理辦法」草案，未來香港及其他交易所之指數股票指數型基金(ETF)將來台掛牌。

投資之標的證券所在地區交易所必須與中國銀監會或證監會訂有雙邊監管合作諒解備忘錄(MOU)，因此仍有待兩岸未來進一步努力，排除此項障礙，QDII 才能直接投資台灣證券市場<sup>19</sup>。

#### 4. 放寬境內、外基金投資香港之紅籌股或國企股與陸股的限制

目前國內上架之基金投資大陸 A 股、B 股的比重不得高於基金淨值 0.4%、以及投資於香港紅籌股或國企股不得高於基金淨值 10%之限制，使得逾限之基金被迫停賣下架，但卻阻擋不了投資人經由地下管道迂迴前進港股及陸股，應該趕快取消此不合理之限制，由基金及投資人自行決定投資標的和比重；惟若擔心立即完全解除限制可能影響金融穩定，初期可參考國際知名投資機構(如 MSCI)或英國富時(FTSE)之基金建議投資權重，訂定投資上限，未來則可視實施情況逐漸調整或放寬<sup>20</sup>。

#### 5. 允許國人自由投資港股及陸股

資金自由進出是金融國際化的條件之一，不能只開放資金之自由「進」而不能「出」，因此在鬆綁國人經由購買基金間接投資港股中的國企股與紅籌股及陸股之後，未來更應允許國人直接自由投資港股及陸股，導正目前非法之地下投資管道。

### (四)、鬆綁券商業務

國內券商以往由於業務限制，再加上商品開發是採正面表列規範方式，以致券商業務與規模太小，很難與國際級全方位的投資銀行相競爭，此外各國證券相

---

<sup>19</sup> 2008 年 7 月 31 日行政院宣布開放大陸 QDII 投資台灣股市，並預定於 10 月實施。

<sup>20</sup> 2008 年 7 月 14 日金管會通過，對香港國企股和紅籌股之投資限制完全取消，並提高基金投資陸股(A 股與 B 股)之比重上限為基金淨值之 10%，但境外指數股票指數型基金經金管會核准向證券交易所申請上市或進行交易者則不受此限。

關交易所多已整合並且上市，效率提升，因此宜儘快鬆綁券商業務，並整合資本市場相關法令，以提升國內券商的競爭力。具體建議做法如下：

### 1.儘速推動交易所四合一，提升經營效率

近年來各國為提升證券市場效率，紛紛將證券、期貨相關交易所整合為一，並掛牌上市，前述第參章中我們即說明了香港、新加坡和韓國各交易所的整合情形，台灣證券市場也正在推動證券交易所、期貨交易所、櫃檯買賣中心和集保公司四合一的整合，並希望整合之後的控股公司能夠掛牌上市，此項規劃應該加緊腳步進行。除此之外，交易所也應多進行與其他國家交易所的跨國合作，提升台灣能見度，並相互掛牌交易商品，提供 24 小時交易平台，擴大市場交易；交易所更可嚐試突破法令，大膽的推出新金融商品，比如與外國機構共同編製外國股價指數，並以新編指數為基礎推出相關衍生性商品(如上海指數期貨、俄羅斯 ETF…等)，應可吸引國內、外投資人興趣，增加券商業務，並減少資金外流。

### 2.鬆綁券商業務，擴大經營範圍

在尚未完成資本市場整合法之前，應先鬆綁券商業務，2008 年 1 月新修正的信託業法已允許證券商兼營信託業務，未來應更允許證券商跨行業經營和引進仲介商(Introducing Broker，簡寫為 IB)制度，全面經營財富管理業務；對於國外交易所掛牌之有價證券(包括港股中的國企股與紅籌股)則以負面表列儘量開放，其他可銷售之海外金融商品也予放寬，以免國人財富經由地下管道繞道海外投資，既可保障投資人交易安全，增加券商業務，券商也可以快速、合法的引進及銷售海外金融商品；此外也應開放國內期貨業在合格的條件下，比照證券業經營財富管理業務；最後如本段(一)中所提，儘速與對岸協商，開放證券商(期貨商)登陸，也可將券商業務延伸至彼岸。

### 3.整合資本市場相關法規

提升券商競爭力的長遠之計為整合資本市場相關法規，讓券商能夠從事全面性的金融業務。政府應速仿倣韓國，訂定資本市場整合法，整合證券、期貨、投信投顧、信託、私募基金和外匯等相關法規，讓券商成立類似歐美的投資銀行(investment bank)或韓國資本市場整合法中之金融投資公司(financial investment corporation)，從事全方位的金融服務，如此將可加速國內證券相關業者的整併及大型化，並有利於業者國際競爭力的提升。有關資本市場相關法規之整合，將本段(五)中再予說明。

### 4.改革市場監理制度

目前國內已成立金融監督管理委員會，將銀行、證券、保險和金融檢查各業務納入委員會，但因管理法規仍未整合，委員會議功能也未能完全發揮，因此對券商業務之管理與輔導仍有橫向協調、提升整合之空間，因此未來金管會如何配合資本市場整合法之訂定，適度調整監理方式，以「功能別」取代「機構別」，並提升委員會議功能，仍有待思考規劃。此外資本市場整合法訂定之後，證券業各相關公會之重新定位與自律功能之加強，也必須一起思考調整。

## (五)、修(訂)定法規

除了前述開放市場、擴大市場規模、資金自由進出和鬆綁券商業務等目前所亟需修(訂)定之相關法規之外，國內資本市場仍然有許多法令必須檢討調整，而攸關未來市場發展之「資本市場整合法」也應迅速著手進行。具體做法如下：

#### 1.全面檢討修正市場不合宜禁令，爭取 MSCI 與 FTSE 升級台股

過去幾年雖然政府相關單位做了不少努力，修訂及解除了不少金融市場不合宜之禁令，但仍遲遲未獲美國摩根士丹利資本國際公司(MSCI)與英國富時指數公

司(FTSE)將台股升級為「已開發市場」類別，無法進一步提升外資投入台灣市場的意願，金管會宜與前述兩家重量級之國際金融機構密切溝通，徹底逐項檢視未符合兩機構要求之項目，並迅速修正相關法令，早日提升台股投資級別，吸引外資擴大投資台灣股市。

## 2.採取「原則為準」與「負面表列」精神修訂監理法令

台灣長期以來對資本市場之監理是採「法規為準」(Rules-based)與「正面表列」方式，雖然法規綿密與管理嚴格，但實際違法事件仍然層出不窮，而近年來金融創新產品與服務不斷推陳出新，法規滯後反而阻礙了市場發展，尤其是在與外資的「原則為準」與「負面表列」國際市場競爭中，更顯得綁手綁腳，雖然主管機關已漸次放寬券商業務範圍和開放新金融商品，但未來仍應在確保市場交易秩序和不犧牲投資人權益之下，加速鬆綁券商業務法規，擴大券商發展空間和推動金融創新，並強化業界自律功能<sup>21</sup>。

## 3.制訂「資本市場整合法」，整合資本市場相關法規

在全面(四)之 3 中，我們已提到提升台灣資本市場競爭力的長遠之計為整合資本市場相關法規，事實上不少國家已陸續完成此項工作，比如說英國在 2000 年制訂了「金融服務暨市場法」(Financial Services and Markets Act)，日本於 2006 年 6 月公布「金融商品交易法」(Financial Instruments and Exchange Law)，韓國則在 2007 年 7 月通過「金融投資服務及資本市場法」(Financial Investment Services and Capital Market Act)，並預計於 2009 年實施，美國則於 2007 年由金融業者、交易所代表和專家學者籌組資本市場法規委員會，研議鬆綁妨礙資本市場競爭力之法規，顯見資本市場相關法規之整合與放寬已是各國提升資本市場競爭力的必要考量。因此政府應速參考各國改革經驗，整合證券、期貨、投信投顧、信託、私募

---

<sup>21</sup> 雖然近一段時間之國際金融危機讓人懷疑「原則為準」之監理是否過於寬鬆，但應檢討的是目前金融機構的風險控管機制，「原則為準」之監理應仍是金融市場發展的前提。

基金和外匯等相關法規，訂定資本市場整合法，讓券商能從事全方位的金融服務與創新，提升國際競爭力，並可加速國內證券相關業者的整併及大型化<sup>22</sup>。

## (六)、建立金融預警制度

資本市場健全發展，有賴於市場資訊透明化，而且市場愈開放，市場波動與國際市場之連動性愈大，也較有可能遭受外來惡意之攻擊，為事先掌握陸資或任何外資在台灣之投資(機)行為，以免造成國內金融市場的動盪，則金融市場預警機制之建立，實有其必要性。國內目前已有銀行與外匯之金融預警機制，未來應繼續強化市場資訊透明化外，證券相關機構本身要做好風險控管工作，政府更應建立資本市場之預警機制，以確保國內金融之穩定。具體做法如下：

### 1.強化市場資訊透明化

資本市場健全發展，有賴於市場資訊透明化。台灣證券市場內線交易情事長久以來屢被詬病，雖然主管機關近年來推動公司治理不遺餘力，但成效仍然有限，在開放海外(包括大陸)台商回台上市(櫃)的同時，公司財務資訊之明確揭露及投資人權益之確保，更必須慎重以對。因此未來應持續推動台灣會計準則與國際接軌，檢討調整證交法之內線交易規範，將非股權之公司債納入，並應繼續強化公司治理，證交所與櫃檯買賣中心之監理能力也必須充實加強。

### 2.做好風險控管工作

引發 2007 年下半年以來國際金融危機有許多原因，其中重要禍首是金融機構(尤其是投資銀行)的槓桿倍數過大，同時低估對資產證券化等衍生性金融商品的潛在風險，國內證券相關機構必須以此次慘痛經驗為教訓，從事金融業務必須穩重為上，並建立本身之風險控管機制，防範未來自身的可能流動性風險。

---

<sup>22</sup> 新任金管會主委陳樹先生於就任時宣示希望在一年半內完成「資本市場整合法」之制定工作，證券商公會亦表示將提撥資金從事研究，協助該法儘速完成。

### 3.建立資本市場之預警與防衛機制

在金融市場全面開放之後，為擔心未來開放陸資或其他可能國際投機資金影響台灣市場之穩定，同時減輕國際金融突發事件之衝擊，如同本段(三)之 4 所提，除了在大陸 QDII 登台初期，可以 QCII 之方式逐步開放，包括對資金額度、匯出入間隔時間和對國內關鍵產業和公司之最高持股上限比例等視實施情況檢討調整，必要時可勒令立即改善之外；政府並應規劃建立全面之資本市場預警制度，對股市、匯率、資金流出入、重要關鍵公司之外資持股情況、金融機構之財務比率和海外(大陸)投資經營情況等訂定預警指標，並在必要時採行立即之防衛措施，如資金管控、限額管理、退場機制、強迫接管等，以確保市場之穩健發展。

### 4.建立金融市場之完整預警與防衛機制

金融市場牽一髮而動全身，未來應更進一步整合資本市場、外匯市場、銀行體系等相關預警機制，由金管會、中央銀行、財政部等相關部會共同建立跨市場的風險預警與管控機制，將國內匯率、利率、股市、兩岸金融等重要金融指標一起納入，並匯整資源及資訊，在金融市場出現干擾警訊時密切監視，必要時啟動防衛機制，以確保金融市場運行之順暢及穩定。

## (七)、擴大國際金融人才培育

優秀的人才是金融市場永續發展的必要條件，未來除了提供良好的經營環境吸引外國人才來台任職之外，培養語言能力良好並兼具國際觀的本土人才更是政府應持續加強的工作。目前國內的大專院校、金融研訓院和證券暨期貨發展基金會等機構已有多年的各種專業訓練，對金融市場人才培育做了相當貢獻，未來應繼續精進既有的訓練，並可仿照外貿協會之國際企業人才培訓，開辦更長訓練時間的專業人才養成班，培育全方位的金融專業人才。

## 伍、結論與建議

本研究的結論與具體建議如下：

### 一、結論

近幾年來，台灣資本市場雖然進行了不少改革，也得到一些成果，但與鄰近新興市場相比，腳步卻相對落後許多，不僅新上市(櫃)公司家數急速減少，證券市場上市(櫃)公司總市值、成交金額、股價表現、本益比、周轉率和籌資能力等數字均不太理想，資金不對稱外流的情況也相當嚴重，市場明顯陷入困境。

據金管會的規劃，未來台灣的金融願景是成為具國際競爭力、吸引力的「亞太金融中心」，目標定位為「資產管理中心」、「籌融資中心」、「金融服務中心」3大中心，希望從「人才、整合、創新、誠信、法制」5大策略構面打造全新的台灣金融環境。事實上從前面之討論可以得知，鄰近國家包括香港、新加坡、上海和韓國亦在積極努力發展成為所謂的亞太金融中心，未來台灣如何在已落後的情況下奮起直追甚至搶得先機，確實充滿挑戰。

本研究檢討現有的政府法令、企業發展、產業優勢等因素，認為台灣若要發展成為國際化的金融市場，必須要深入考慮下列問題：

- (一)、鄰近國家包括香港、中國大陸、新加坡、韓國等都極力想發展成為亞太金融中心，台灣若要具備相對之競爭力，必須考量本身的特色與資源，並做適當之市場區隔，才能在國際金融競爭中脫穎而出。
- (二)、台灣與鄰近國家相較，擁有的特殊資源就是以往因為政策限制而流失在海外的台商企業與資金，所以台灣發展亞太金融中心之首要任務，就是爭取海外台商與資金回流，政府應提供配套法規和優惠措施，讓台商有足夠的

誘因願意回台，並以台灣作為基礎根據地從事全球布局。

- (三)、台灣金融市場必須在兼顧國家金融安全下，儘速排除不適當之財金限制、鬆綁資金進出、全面開放券商業務、引進和擴大培育國際金融人才，方能成為所謂的「亞太金融中心」。
- (四)、政府應隨時觀察鄰近國家金融國際化的進展，並隨時修訂策略以符合需要。例如研究近年來鄰近國家進行金融國際化或發展亞太金融中心的策略、執行進度與發生之困難，借鏡國際經驗，建立可行的競爭策略與執行方法。

## 二、具體建議

本研究具體的建議事項如下：

### (一)、解除不當限制

- 1.排除證券、期貨與銀行業赴大陸發展之障礙。
- 2.放寬企業投資大陸與資金流動之限制：
  - (1)除了特殊產業之外，進一步放寬企業投資中國大陸之比率上限；
  - (2)放寬甚至解除上市(櫃)公司在台灣籌集資金投資於大陸的比率限制；
  - (3)進一步鬆綁企業投資大陸之禁止項目和審查程序。
- 3.進行合理之租稅改革：
  - (1)權宜性設立離島免稅天堂，因應短期權宜性企業國際租稅規劃所需；
  - (2)儘速與主要貿易國家簽署租稅協定，以利企業營運總部之實施；
  - (3)對個人所得稅採屬人主義；

- (4)調降個人及企業所得稅稅率；
- (5)逐步調降甚至取消遺產稅和贈與稅；
- (6)儘快釐清確定海外企業回台灣掛牌之相關課稅問題。

## **(二)、擴大市場規模**

- 1.推動公營事業上市(櫃)。
- 2.鼓勵台商回台上市(櫃)。
- 3.鼓勵台商回台第二上市。
- 4.爭取外國企業與交易所商品來台掛牌。
- 5.擴大債券市場交易。
- 6.開發新金融商品。

## **(三)、放寬資金自由進出**

- 1.取消國外基金來台的無「陸資」聲明，鼓勵外資投入台灣股市。
- 2.推動台灣證券所之 ETF 至海外交易所掛牌，吸引外資(含陸資 QDII)及一般投資人購買，間接將資金投入台灣股市。
- 3.開放大陸 QDII 直接投資台灣證券市場。
- 4.放寬境內、外基金投資香港之紅籌股或國企股與陸股的限制。
- 5.允許國人自由投資港股及陸股。

## **(四)、鬆綁券商業務**

- 1.儘速推動交易所四合一，提升經營效率。

2.鬆綁券商業務，擴大經營範圍。

3.整合資本市場相關法規。

4.改革市場監理制度。

#### **(五)、修(訂)定法規**

1.全面檢討修正市場不合宜禁令，爭取 MSCI 與 FTSE 升級台股。

2.採取「原則為準」與「負面表列」精神修訂監理法令。

3.制訂「資本市場整合法」，整合資本市場相關法規。

#### **(六)、建立金融預警制度**

1.強化市場資訊透明化。

2.做好風險控管工作

3.建立資本市場之預警與防衛機制。

4.建立金融市場之完整預警與防衛機制。

#### **(七)、擴大國際金融人才培育**

## 參考文獻

- 中華民國證券商業同業公會(2008)，台灣資本市場發展白皮書，2008年3月。
- 中華經濟研究院編(2006)，2006年赴中國大陸投資事業營運狀況調查分析報告，經濟部投資審議委員會委託研究。
- 台灣證券交易所(2002)，提昇本公司跨國交易競爭力之具體策略，2002年4月。
- \_\_\_\_\_ (2007)，「韓國證券市場相關制度」，2007年世界主要證券市場相關制度，2007年7月。
- 左峻德(2002)，「我國產業如何因應對中國大陸大幅貿易順差之研究」，台灣經濟研究院研究報告，2002年11月。
- 江丙坤(2004)，台灣經濟發展的省思與願景，台北：聯經出版社。
- 朱浩民(2007)，「中國加入 WTO 後，證券市場建設與最新發展」，中共研究，第41卷，第9期，54-72。
- 行政院金融監督管理委員會(2008)，「推動海外企業來台掛牌一二三計畫」簡報，2008年3月5日。
- 吳榮義(2007)，「台灣資本市場優勢利基與競爭策略」，台灣證券交易所主辦上市公司負責人座談會，2007年11月，台北。
- \_\_\_\_\_ (2008)，「證券交易所角色的轉變與台灣資本市場發展分析」，2008行為學暨新興市場理論與實證研討會，2008年1月5日，台北。
- 吳當傑(2008)，「發展台灣成為亞洲籌資中心的策略思維」，發展台灣成為亞洲籌資中心座談會，2008年7月21日，台北。
- 呂東英、黃敏助、柯承恩(2001)，台灣證券交易所國際競爭策略分析，台灣證券交易所研究報告，2001年12月。
- 林仁傑(2002)，兩岸證券市場之競爭力比較，世新大學經濟學系碩士論文。
- 林修葳((2007)，從台商海外上市看台灣資本市場國際化，中華民國證券商業同業公會委託研究報告。
- 施眉曲(2005)，台資企業赴大陸上市方式的研究，國立成功大學高階管理碩士在

職專班碩士論文

香港證券交易所(2006),「香港作為亞洲一個首要的金融中心」,市場監察部研究科研究報告。

\_\_\_\_\_ (2008),「來港上市的台灣公司增多有助鞏固香港作為大中華地區的集資平台的角色」,市場監察部研究科研究報告。

美國商會(2008),2008年台灣白皮書,2008年5月。

陳茵琦(2006),「日本金融管理法制改革新趨勢--日本金融商品交易法簡介與啓發」,證券暨期貨月刊,第24卷第8期,44-55。

\_\_\_\_\_ (2007),「亞洲各國證券法規之最新發展與規範」,台灣集中保管結算所月刊,第162期,25-42。

張廷碩(2008),「日本證券市場簡介」,貨幣觀測與信用評等,第71期,57-73。

黃敏助(2008),「如何進行台灣資本市場改革」,台灣金融與經濟情勢研討會,2008年5月30日,台北。

康榮寶(2001),深入中國股市,台北:天下文化出版社。

\_\_\_\_\_ (2003),台商企業就地上市因應策略之研究,台灣證券交易所研究報告。

陳潔瑩(2003),外商在中國併購市場之研究,國立政治大學國際貿易學系碩士論文。

經濟部技術處(2007),2007產業技術白皮書。

賴虹文(2003),台商企業國際化與證券市場的關係,國立政治大學國際貿易學系碩士論文

Armanious, Amir Nasry Rofael(2003),“Globalization Effect On Stock Exchange Integration”, from [www.humanrights-observatory.net/revista5/articulos10/AMIR%20NASRY](http://www.humanrights-observatory.net/revista5/articulos10/AMIR%20NASRY)。

Corporation of London(2005),The Competitive Position of London as a Global Financial Centre, from [www.cityoflondon.gov.uk/economicresearch](http://www.cityoflondon.gov.uk/economicresearch)。

Di Noia(1999),“The Stock Exchange Industry : Network Effects , Implicit Mergers And Corporate Governance”, MARZO Working Paper No. 33。

Korea Securities Dealers Association(2008),2008 Securities Market in Korea。

Shahid, Shahira F. Abdel and Hebatalah O. El Serafie(2002), “World Stock Exchanges are Integrating/Consolidating/Merging: What Could be Done by Arab Exchanges? ”, Cairo & Alexandria Stock Exchanges Working Paper Series No. 2 °

大陸台商經貿網 [www.chinabiz.org.tw](http://www.chinabiz.org.tw) °

中央銀行網站 [www.cbc.gov.tw](http://www.cbc.gov.tw) °

中國證券監督管理委員會網站 [www.csrc.gov.cn](http://www.csrc.gov.cn) °

中華民國統計資訊網 [www.stat.gov.tw](http://www.stat.gov.tw) °

中華民國證券櫃檯買賣中心 [www.otc.org.tw](http://www.otc.org.tw) °

台灣證券交易所 [www.twse.com.tw](http://www.twse.com.tw) °

行政院大陸委員會網站 [www.mac.gov.tw](http://www.mac.gov.tw) °

行政院主計處「國民所得統計」 [www.dgbase.gov.tw](http://www.dgbase.gov.tw) °

行政院金融監督管理委員會網站 [www.fscey.gov.tw](http://www.fscey.gov.tw) °

行政院經濟建設委員會網站 [www.cepd.gov.tw](http://www.cepd.gov.tw) °

全球台商服務網 <http://twbusiness.nat.gov.tw> °

香港交易及結算所有限公司 [www.hkex.com.hk](http://www.hkex.com.hk) °

新加坡交易所 [www.sgx.com](http://www.sgx.com) °

經濟部投資業務處 [www.dois.moea.gov.tw](http://www.dois.moea.gov.tw) °

經濟部國貿易局經貿資訊網 <http://cweb.trade.gov.tw> °

經濟部統計處 [www.moea.gov.tw](http://www.moea.gov.tw) °

聯合新聞網 [udn.com](http://udn.com) °

韓國交易所 [www.kse.or.kr](http://www.kse.or.kr) °

NYSE Euronext [www.nyse.com](http://www.nyse.com) °

Nasdaq [www.nasdaq.com](http://www.nasdaq.com) °

World Federation of Exchanges [www.world-exchanges.org](http://www.world-exchanges.org) °