

從台商海外上市看台灣
資本市場國際化
專題研究報告

研究單位：世界綜合研究中心股份有限公司

研究期間：2006年7月20日至2007年1月31日

研究團隊

計畫主持人：	林修葳 教授
研究人員：	何 佳 教授
	黃維喬 教授
	王文宇 教授
研究顧問： (不支薪)	劉憶如 教授
研究助理：	黃嘉偉
	周秀娟

目 次

第一章 緒論.....	1
第二章 台商海外上市現況.....	7
第一節 海外上市企業之產業結構.....	7
第二節 小結.....	17
第三章 台商海外上市原因.....	18
第一節 根本原因：投資環境問題.....	18
第二節 直接原因：對中國大陸投資政策.....	22
第三節 法律環境因素：台灣金融法律環境尚待加強.....	26
第四節 小結.....	29
第四章 台灣對大陸投資限制分析及鬆綁建議.....	30
第一節 企業赴大陸投資金額上限與相關限制.....	31
第二節 國內各產業實際受限情況分析.....	35
第三節 放寬大陸投資限制之相關法律修正案說明.....	37
第四節 小結.....	41
第五章 台灣與各國證交所比較.....	42
第一節 台灣與全球證交所比較.....	42
第二節 亞太證交所比較.....	47
第三節 小結.....	53
第六章 本研究會議、訪談及問卷資料綜合整理.....	54
座談會實錄摘要整理(一)『台商為何赴香港上市』座談會.....	57
座談會實錄摘要整理(二)『台商為何赴新加坡上市』座談會.....	64
本國證券業與外資證券業訪談綜合整理.....	71
第七章 結論.....	85
附錄 『台商為何赴香港上市』研討會議程表.....	91
參考資料.....	92

第一章 緒論

台灣證券市場上市企業總家數於 2005 年首度出現負成長警訊後便一路下滑，初次申請上市家數自 2003 年來銳減的速度亦令人觸目驚心，對照近來台資企業紛紛赴海外亞洲鄰近國家上市的熱潮，顯示台灣資本市場已亮起紅燈。對此，行政院於去年(2006)提出一系列「金融市場套案計畫」，其中特別針對提升國內股市規模與結構定下多項目標，我們看見政府的重視與努力，卻看不見對的方向與策略，面對國際競爭的時間壓力，台灣若不趕緊急起直追，恐怕錯失更多良機。

企業上市的目的在籌措資金，其選擇在何處掛牌上市的考量因素很多，通常包括該證券市場之本益比、市值、上市成本、法律稅務及文化環境熟悉度等，但對多數企業而言，經由上市所籌得的資金是否能自由流通與運用，恐怕更是考量的重要關鍵。籌募資金主要在為企業發展所用，即使一家企業能以低成本的花費快速在某證券市場上市，且有效率的籌得許多資金，但若籌得的資金無法全數配合企業做全球佈局的運用而受限於一地，則募集再多的資金亦無用武之地，也失去了上市的意義。

隨著中國大陸地區經濟與市場的發展，全球企業均將該地視為企業佈局之重要據點，台資企業亦不能自免於外，有些企業需要搶攻其龐大的消費市場；有些企業需要該地所能供應之原物料；有些企業則著眼於當地成本低廉的勞力資源。然而再繁密的經貿往來需求，也無法改變兩岸確實存在特殊政經關係，台灣目前對於企業赴大陸投資仍設有許多限制，包括投資金額、投資項目與赴該地設立分行等限制，企業在台灣股市籌得的資金無法完全供應大陸分公司所需，乾脆選擇到鄰近的亞洲國家上市，讓資金的使用更靈活，此現象實為大勢所趨。

台灣若希望找回對台資企業甚至外資企業的吸引力，思考如何透過政策方向的調整與開放，加速台灣資本市場的自由化與國際化，提供國內外企業更靈活的籌資平台，應為首要之務。

● 台商赴海外上市現象持續加溫

近年來台商赴海外上市現象持續加溫，目前在亞洲鄰近國家中以到香港掛牌為最多，總計 48 家(1 家已下市)，其中由富士康成功案例所引發的群聚效應不可小覷；其次為新加坡、泰國，都在 10 家以上，在新加坡上市的有旺旺集團、奐鑫控股、東亞科技、美德向邦醫療等，在泰國上市的有巴都化學工業、聚亨企業集團(泰國)、TPT 石化、金寶電子(泰國)等。其他如越南、印尼、日本，也都有台商前往上市。

● 台商依產業需求不同選擇至不同國家上市

雖然目前台商赴海外上市以香港最多，但本研究實際比較目前在各國證交所上市台商之產業結構發現，台商並非一窩蜂跟進集中至某地區上市，台商赴海外上市係依產業需求不同而選擇至不同地區上市，例如赴香港上市台商以電子產業 16 家為最多，佔所有當地上市台商的 34%；其次為紡織業的 9 家佔 18%。其中紡織業至其他地區上市企業並不多，只有 2 家，而單是香港就有 9 家；電子業之分佈比例則較為一致。這或許可以說明，傳統產業之一的紡織業出走是以中國為主要對象，而電子業的分佈相對而言佈局較為平均。

● 並非赴海外上市的台商都有理想表現

然而，台商是不是赴海外上市就一定都會有理想的收穫？答案恐怕是否定的。據國際投資月刊¹報導，並非所有台資企業在香港上市都有很好的表現，以香港台資企業上市後 6 個月股價表現來看，漲幅在一倍以上的企業比比皆是，但跌幅超過五成的企業也不在少數，從 1990

¹ Financial World 國際投資月刊, 2007 年 1 月

年至今，更有 4 家台資企業因長期股價表現不佳而遭到港交所下市或停牌的命運。既然如此，我們不禁要問，為何赴海外上市的台商有增無減？到底是什麼原因讓台商寧願承擔風險仍義無反顧赴海外上市？

● 台商赴海外上市根本原因：台灣整體投資吸引力過低

Pagano, Roell 與 Zechner 在 2002 年 *Journal of Finance* 發表的一篇論文²中指出，雖然目前各國企業至海外上市已蔚為風潮，但對於其赴海外上市的原因並無學界實證上的研究成果。Pagano 等人的論文因此針對各種可能的不同原因加以嚴謹的探討分析，包括「海外上市」是否是為了得到較低廉的資金；或是為海外企業購併預作準備；或是為了企業在上市當地能夠提升知名度等等問題。他們針對歐美各國的個案進行實證研究，發現在各種原因之間，最關鍵影響企業赴海外上市的其實是因為企業本身「赴海外投資及銷售」的比例增加。簡言之，當一個企業成為多國籍企業，例如台商在大陸、在越南的投資愈多，便愈有誘因在當地上市。這也說明若台灣近年來「對外投資」持續增加，但「外人來台投資」卻持續衰退時，「台商赴海外上市」就成為一股自然的趨勢。因此，如何改善台灣整體投資環境，吸引本國投資及外人投資，仍是最根本，也是最困難的吸引台商回台上市之必要條件。

● 台商赴海外上市政策原因：對大陸特殊投資限制迫使企業出走

由於兩岸存在特殊政經關係，政府對於台灣企業赴大陸投資之金額、種類、標的及項目等皆設下許多法令限制，除了規定一般企業投資大陸金額不得超過淨值之 40% 外，對於製造業、高科技產業、服務業、農業及基礎建設等亦以負面表列的方式訂定許多禁止項目。對照國際企業紛赴大陸地區進行全球佈局、搶佔其龐大市場，台資企業各

² Marco Pagano, Ailsa A. Roell, and Josef Zechner, 2002.12, The Geography of Equity Listing: Why Do Companies List Abroad?, *The Journal of Finance* • vol. LVII, No.6.

方面的發展空間卻明顯受到限縮，只好選擇出走。

籌資市場的自由化與國際化程度決定企業是否能夠有效配置資金以供應全球佈局之運用，市場設定的限制若過多，對企業而言該市場便不具吸引力。對照國際間各市場莫不努力減少限制與國際接軌，台灣對企業赴大陸投資嚴格設限顯然與國際潮流背道而馳，若無法獲外資企業的肯定，又無法吸引本國企業，則遑論要促進台灣資本市場的國際化。若我們再不儘速凝聚各界共識積極採取行動，等到有些極具指標意義的大企業決定自台灣連根拔除時，可能會對台灣形成難以承受的衝擊。

● 台商赴海外上市制度原因：台灣資本市場成熟度及靈活性不足

如前述，香港是台商赴海外上市最多的市場，台商在當地上市後雖然並非都表現良好，但仍阻不斷後來者的躍躍欲試。在沈中華、王偉芳的研究³中即指出，香港在市場成熟度、制度法規完善度等方面確有可觀之處。以 1995-2004 年的相關數據定出 10 項指標，對台灣與香港的證交所表現進行評比，結果台灣僅有「股市周轉率」一項優於香港，其他 9 項，包括股市發展程度、新上市上櫃籌資額、本益比、上市上櫃公司數、市場交易集中度、證券市場評價、內線交易評價、投資人保護評價、金融體系法治評價等，香港的評價都高於台灣。這些指標涵蓋了股市交易數據、資本市場發展程度以及法制體系，這些是資本市場所賴以運作的重要層面，顯示在客觀評比下，台灣資本市場之成熟度仍有待加強。

● 本國證券業首當其衝，台灣市場距國際化越來越遠

綜合上述原因，國內無法提供台商良好的投資環境，對企業赴大

³ 沈中華、王偉芳，2006.02，香港上市與台灣上市上櫃的比較，證券櫃檯月刊第 116 期。

陸投資的嚴格限制更進一步限縮了台商的企業發展與全球佈局，台灣資本市場成熟度及金融法制環境又不具競爭優勢，種種不利因素導致台商企業只好出走。企業是金融服務業主要服務的對象，在國內企業為了進行全球佈局紛紛進軍至大陸、香港等其他地區的時，國內金融服務業卻因受限於種種法令限制只能留在國內坐困愁城。況且一般而言，台資企業赴海外上市的輔導承銷業務多交由外資券商與當地券商承做，本國券商在規模與國際化程度上往往無法與之競爭，國內會計師亦必須將主辦會計的角色拱手讓給當地會計師，而只能扮演台資企業與當地會計師事務所的溝通橋樑。隨著國內證券市場的大幅萎縮、台商紛赴海外上市的負面發展，我國金融業必然受到很大的影響，本國證券業恐怕更是首當其衝。

另外，企業來台上市的意願低落直接造成的影響是證券交易量萎縮及金融商品多元化發展的限縮，最終將導致台灣資本市場距離國際化越來越遠，若不儘速探究其因並尋求改善之道，未來台灣證交所面臨全球證券交易所的整併風潮，恐將遭到無情吞噬。

其實對台商而言，不論是法律、稅務的瞭解；語言、文化及環境的熟悉度；抑或台灣市場所具備的高度資訊效率，台灣市場的可選擇性理應不輸給其他國家，但是我們看到的結果卻是台商在考量種種因素後，如對大陸投資 40% 上限及其他相關政策法令的限制等，決定放棄台灣，而轉至香港及新加坡等地上市。事實上，對大陸投資上限 40% 的限制無法阻止台灣的企業出走，但卻降低了國際資金來台投資的意願，也對國內金融產業造成傷害。本研究旨在探討台商赴海外上市原因，進而針對各層面之原因提出具體建議，並據以分析如何促進台灣資本市場國際化。

■ 本研究架構

本研究共分為七章，第一章緒論外；第二章說明目前台商赴海外各地上市現況；第三章分析台商赴海外上市原因；第四章探討目前台灣企業赴大陸投資相關限制並提出建議；第五章對台灣與亞洲鄰近各國證券交易所進行分析比較；第六章整合本研究舉辦之座談會、研討會、問卷調查以及本國外資券商訪談等相關研究成果；第七章結論將整合各章研究結果針對本研究主題提出分析建議。

第二章 台商海外上市現況

近年來台商海外上市以到香港的為最多，計有 48 家，其他如新加坡、泰國、印尼、越南及日本也都有台商前往上市。從其產業分布來看，電子業占 35%，傳統產業裡以紡織業最多，占 11%。從企業在香港上市後的股價來看，其表現漲跌參半。本章將探討海外上市企業的產業分布與性質，並分析對其在港上市的股價表現以及所必須面對的挑戰，闡述台商海外上市現況。

第一節 海外上市企業之產業結構

近年來台商海外上市以到香港的為最多，計有 48 家（表 2-1），其次為新加坡、泰國，都在 10 家以上，在新加坡上市的有旺旺集團、奘鑫控股、東亞科技、美德向邦醫療等，在泰國上市的有巴都化學工業、聚亨企業集團（泰國）、TPT 石化、金寶電子（泰國）等。其他如越南、印尼、日本，（表 2-2）也都有台商前往上市。

雖然目前台商海外上市以香港最熱門，但是依據本研究單位與中華財經法案研究協會共同舉辦的「台商為何赴香港上市」座談會整理指出，目前除了香港、新加坡之外，日本也成為台商的考慮對象之一。有幾個案例顯示，到日本掛牌的成本甚至比香港還低，證券業者發現有幾個原本計畫到香港掛牌的公司，已移到日本去了。⁴目前在日本上市的有趨勢科技。趨勢科技於 1998 年成為台灣第一家在日本成功掛牌上櫃的軟體公司，2000 年於日本東京證交所上市，公司目前市值約為 1367.6 億元新台幣。

另外，有些在越南經營有成的台資企業，選擇直接在越南掛牌上

市。首家在胡志明市交易中心掛牌的台資企業，是主打越南內銷市場的大亞電纜，它同時也是越南第 1 家外資上市公司。接下來又有東光鋁門窗、大同奈磁磚，以及與越資聯營的皇家飯店等陸續上市。

表 2-1 香港上市台資企業

公司名稱	股票代碼	產業別	上市日期	公司名稱	股票代碼	產業別	上市日期
湯臣	258	房地產	1990.03.21	林麥集團	915	零售百貨	2002.05.10
裕元集團	551	製鞋	1992.02.07	上聲國際	8226	電子	2002.07.19
瀚智集團	516	綜合	1992.09.03	味丹國際	2317	食品	2003.06.27
大中華實業	431	投資控股	1992.09.16	鷹美國際	2368	運動服裝	2003.08.22
富邦銀行	636	金融	1993.11.08	嘉泥(中國)	699	水泥	2003.12.12
港台集團	645	製鞋	1993.12.22	中芯國際	981	電子	2004.03.18
榮暉國際	990	服飾	1994.01.25	晶門科技	2878	電子	2004.04.08
信星集團	1170	製鞋	1994.09.29	美亞控股	1116	鋼鐵	2004.06.21
新豐集團	1223	製鞋	1995.03.01	華潤上達	597	半導體生產	2004.08.13
永恩國際	210	製鞋	1995.11.03	勤美達	319	金屬模具	2004.12.31
康師傅控股	322	食品	1996.05.02	富士康集團	2038	電子	2005.02.03
創信國際	676	製鞋	1996.11.10	新焦點汽車	360	汽車零件	2005.02.28
福邦控股	1041	木製品	1996.12.27	聖馬丁國際	482	通訊	2005.05.12
唯冠國際	334	電子	1997.06.18	福茂控股	462	工程系統承包	2005.06.10
台泥國際	1136	水泥	1997.10.06	佳邦環球	471	電子	2005.10.10
隆成集團	1225	嬰兒車	1998.12.18	巨騰國際	3336	電子	2005.11.03
冠捷科技	903	電子	1999.08.10	順誠控股	531	家具	2005.11.17
瑩輝集團	1163	照明產品	1999.11.11	敏實集團	425	汽車零組件	2005.12.01
松景科技	8013	電腦	1999.11.26	友佳國際	2398	工具機	2006.01.11
乾隆科技	8015	電子	1999.12.17	精熙	2788	電子	2006.02.10
恒富控股	643	成衣	2000.03.13	凹凸科技	457	電子	2006.03.02
福方國際	885	汽車	2001.07.12	富陽控股	352	房地產	2006.07.05
天鷹電腦	1129	電子	2002.01.17	瀚宇博德	667	電子	2006.10.06
自然美	157	生物科技	2002.03.28	遠東化工	8012	化工產品	(已下市)

整理製表：本研究團隊

資料來源：香港證交所、香港雅虎

⁴ 中華財經法案研究協會，2006，台商為何赴海外上市座談紀錄。

表 2-2 其他海外上市台資企業

公司名稱	產業別	公司名稱	產業別
新加坡台資		泰國台資	
旺旺集團	食品	巴都化學工業	化學
奐鑫控股	印刷電路板	Food & Drinks 食品	食品
艾來得科技	LCD 顯示器	聚亨企業集團（泰國）	五金
東亞科技	影音家電	TPT 石化	石化
亞憶	影音家電	金寶電子（泰國）	電子
美德向邦	生技醫療	台達電子（泰國）	電子
AA 集團	製鞋	泰合泉工業（泰國）	吊扇
聯康電子	無線通訊設備	聯誠股份有限公司	皮革加工
儲科電子	固態記憶	汎新木業	家具
勇利航業	航運	華豐橡膠（泰國）	橡膠
優康電子	印刷電路板	Oishi Group	食品
寰邦科技	半導體測試	凱基證券股份有限公司	證券
中漁集團	漁業	泰陸仕企業	動物飼料
冠捷科技	LCD 顯示器	印尼台資	
聯測科技	半導體測試	PT.EVER SHINE TEX	紡織
大朋電子	電子	ARONA BINA SEJATI	家具
和通宗控股		越南台資	
日本台資		東光工業	鋁製建材
趨勢科技	軟體	大亞（越南）電線電纜	電線電纜，漆包線

整理製表：本研究團隊

資料來源：駐泰國越南等台北經濟文化辦事處經濟組、外貿協會、寶來投信

以下分別從產業結構以及上市後的表現，分析海外上市台資企業的現況。

● 台商海外上市電子業占 35%

從產業結構來看，在亞洲各地上市的台商，以電子業最多，有 28 家，占 35%，傳統產業裡的紡織業次之，有 11 家，占 13%，兩者加起來接近全部半數。其他各種產業，從傳統的食品、與銀行相關的金融業，到新興科技的代表生技產業等各種產業，都在這裡占有一席之地，其產業分佈大致為電子 35%、傳產 60%、金融 4%。(表 2-1、圖 2-1)

再分別從各交易所來看，到香港上市的台商，同樣以電子業最多，有 16 家，占 34%，紡織業有 9 家，占 18%，兩者相加占全部一半以上，較亞洲各地之和為高。其中的差別在於紡織業到其他證交所上市的企業不多，只有 2 家，而香港則有 9 家；電子業方面所占比例則比較一致，分別為 35%、34%。這或許可以說明，傳統產業之一的紡織業出走是以中國為主要對象，而電子業的分布相對而言布局較為平均。(表 2-2、圖 2-2) 香港也是金融業台商上市最多的交易所，目前有大中華實業及富邦銀行 2 家公司上市。目前香港台資企業的產業分佈大致為電子 34%、傳產 62%、金融 4%。(表 2-2、圖 2-2) 根據香港交易所資料顯示，截至 2006 年 6 月底止，香港台資企業總市值約為 11,370.43 億元新台幣，占港股比重已超越 4%。⁵

⁵ 寶來投信，2006，寶來亞洲台資企業基金 Q & A。

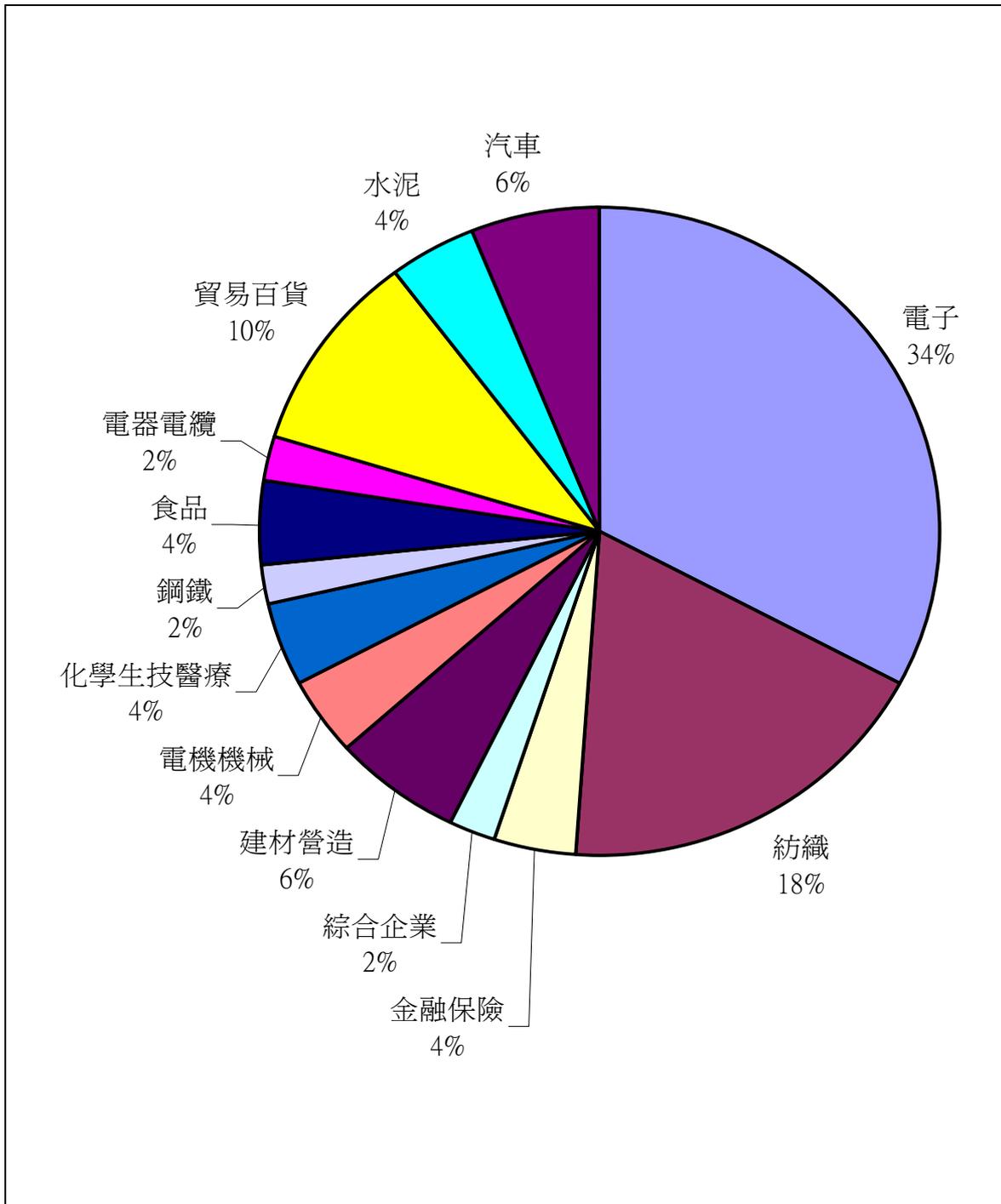


圖 2-2 香港上市台資企業產業結構

整理製圖：本研究團隊

資料來源：香港證交所、香港雅虎

新加坡同樣以電子業最多，占 17 家裡的 9 家，超過一半，其他有紡織、生技、食品、航運等。泰國的 13 家台資企業大多為傳統產業，其中有 2 家電子業，還有香港之外唯一一家海外上市的金融業。在印尼上市的台商為紡織業與家具業者，在越南上市的台商為建材業者，屬傳統產業。

● 在港上市漲跌參半，與台灣同期上市者相比平均較差

海外上市台商以香港最多，本部分以其為觀察標的來看台商在海外上市的股票表現。香港的台資企業股票本來少被聞問，在 2005 年 2 月鴻海富士康掛牌創下佳績後，開始受到廣泛注意，於是 2005 年上市掛牌 8 家，達到歷年新高，2006 年也有 5 家上市。

雖然富士康推出後表現搶眼，但是據國際投資月刊⁶報導，並非所有台資企業在香港上市都有很好的表現，以香港台資企業上市後 6 個月股價表現來看，漲幅在 1 倍以上的企業比比皆是，但跌幅超過 5 成的企業也不在少數，(表 2-3) 從 1990 年至今，更有 4 家台資企業因長期股價表現不佳，而遭到港交所下市或停牌的命運。

表 2-3 香港台資企業上市後 6 個月股價表現

漲幅	家數	跌幅	家數
漲幅 0~10%	3	跌幅 0~10%	0
漲幅 10~30%	1	跌幅 10~30%	8
漲幅 30~50%	4	跌幅 30~50%	5
漲幅 50~100%	3	跌幅 50~99%	5
漲幅 1 倍以上	7		

資料來源：Financial World 國際投資月刊, 2007.01

⁶ Financial World 國際投資月刊，2007.01。

從廖鴻輝 (2007)⁷對 2005 年至 2006 年在台港上市的台資企業股票與台灣同期掛牌公司之 250 日平均成交量及平均本益比所做的比較 (圖 2-4)，可以看出，除了富士康兩項評比皆優於台灣之外，其餘與台灣新上市櫃股比較並不出色，在成交量方面，只有佳邦環球優於台灣表現，其餘均不如台灣，在本益比方面，在香港掛牌的電子類股本益比不如台灣新上市櫃股票的成績。

表 2-4 2005 年後於香港上市股票與台灣之比較

日期：2006 年 12 月 5 日 單位：港幣元；仟股

公司名稱	股票代碼	產業別	上市日期	是否優於台灣 平均成交量 1,138	是否優於台灣 平均本益比 17.58
富士康集團	2038	電子	2005.02.28	是	是
新焦點汽車	0360	汽車零件	2005.02.28	否	否
聖馬丁國際	0482	通訊	2005.05.12	否	是
福茂控股	0462	工程系統承包	2005.06.10	否	—
佳邦環球	0471	電子	2005.10.10	是	否
巨騰國際	3336	電子	2005.11.03	否	否
順誠控股	0531	家具	2005.11.17	是	否
敏實集團	0425	汽車零組件	2005.12.01	否	是
友佳國際	2398	工具機	2006.01.11	否	否
精熙	2788	電子	2006.02.10	否	否
凹凸科技	0457	電子	2006.03.02	否	是
富陽控股	0352	房地產	2006.07.05	否	—
瀚宇博德	0667	電子	2006.10.06	否	否

整理製表：本研究團隊

資料來源：香港證交所、香港雅虎、廖鴻輝 (2007)

⁷ 廖鴻輝，2007.01，台商選擇台灣或香港股票上市之研究。

● 到港、星上市的局面與局限

根據寶來投信估計⁸，2008年前有意赴港上市之台資企業超過20~30家，其中中大型企業超過10家(表2-5)。如果這些企業陸續成功掛牌，在香港股市將形成具有群聚效應的台資勢力新局，對我國股市的衝擊不在言下。

表 2-5 預計赴港上市之台資企業一覽表

產業	台資企業	母集團公司	主要營業項目	預計上市時間
電子	鴻勝科技	鴻海	軟性印刷電路板	2006
	多普達 Dopod	宏達電	Smartphone	2006
	光寶中國轉投資事業	光寶科	--	2007
	達創	台達電子	電源供應器	--
	中環香港子公司及南通廠	中環	光碟	--
	瑞萬	瑞智	壓縮機	--
傳產	亞洲水泥	亞泥	水泥	2006
	三陽(越南公司)	三陽	汽機車	2006
	統一(中國)	統一	飲料	2007
	大潤發	潤泰全球、潤泰新	超市大賣場	2007
	大洋百貨	益航	百貨	2007
	元祖	元祖	食品	2008
	大成長城國際	大成	飼料	--
	國產中國轉投資企業	國產	水泥	--
	東森媒體	東森集團	媒體	--

資料來源：元富證券；寶來投信整理；資料日期：2006/10

⁸ 寶來投信，2006.11，寶來亞洲台資企業基金。

雖然想要前往海外上市的台商如今所在多有，但是到香港、新加坡上市也有其局限所在，因此要面對諸多考量。以下即說明此局限。

1. 上市前的抉擇：在港上市常須改變企業結構

在香港掛牌有一個規定，就是必須與原來的公司完全分開，成為真正兩家不同的公司，也就是產品、客源都都要分開。然而把整個公司變成兩家小的公司，價值就減少了，因此上市公司可能會把子公司賣掉一部份，再讓成長最快部分的移到香港去，留在台灣的只做業務。而小型企業的本益比總是比大型企業公司低，資金成本則相對地高，要是把一家企業分成兩塊，一塊在香港掛牌，一塊在台灣掛牌，反而變成兩家比較沒有價值的公司。

2. 上市後的挫折：香港股市不利科技股、小型股

目前有 48 家企業在香港上市，其中 27 家已跌破承銷價，而且距離承銷價跌了 8、9 成⁹，所以若不是在全球具有競爭力的公司，在香港掛牌不一定會成功。香港整體大環境較利於大企業進駐，特別是房地產與金融業，在香港都能得到非常正面的發展，而台灣最具優勢的電子科技股，香港市場或投資大眾並不容易接受，除了富士康吸引住外資的目光而成功之外，其他例如嘉新、奇美達，上市之後都面臨挫折。

3. 上市後的停滯：新加坡監管嚴格，股票交易常被鎖住

新加坡在監管方面比較嚴格，妨礙股市活絡，導致多家國際企業在新加坡上市後，因為股價波動太小，最後選擇下市，離開新加坡股市市場。目前前往新加坡掛牌上市的公司，已經發現除了因為資訊公開，帶來一些商機之外，並沒有太大的好處。因為股票交易幾乎都被鎖住，其中 2、3 家發行 TDR 的企業，上市後也發現交易幾乎呈靜止狀態。

⁹ 中華財經法案研究協會，2006，台商為何赴香港上市研討會紀錄。

第二節 小結

台商海外上市的國家在香港、新加坡、泰國、印尼、越南、日本都有，其中以香港最多，達 48 家，且後續尚有多家企業預計前往掛牌。就產業結構而言，電子業占 35%，傳統產業裡的紡織業次之，占 11%，且大多集中在香港。於香港上市的台資企業，上市後漲跌參半，且在成交量與本益比方面，並不比同期在台灣上市股票的平均表現好。同時，在港上市要面對上市前是否分拆企業的抉擇、上市後面對港股不利小型股及科技股的挫折，對企業來說是一大挑戰。然而這也不能使台商赴港上市的熱潮退燒，據寶來投信預估，於 2008 年之前在港上市的業者有 2、30 家之多。下面幾章將從各方面探討台商海外上市的原因，分析台灣資本市場國際化應該面對及改進的方向。

第三章 台商海外上市原因

台商到外國上市，以香港為最大宗。以香港為例，從表 2-1 可以看出，1990 年起，就陸續有少數台商到香港上市，2003 年首次一年新增 5 家，但這都無損於在台上市家數的成長。在 2005 年之前，台灣每年的新上市家數一直都在 30 家以上。2005 年，首次出現逆轉，亦即台商在港上市新增家數為 8 家，創下新高，而在台上市新增家數則為 13 家，寫下不到 30 家的新低紀錄。2006 年，台灣新上市家數也只有 11 家，香港台資企業新增 5 家。¹⁰

台商赴港上市，是在 2005 年 1 月富士康在港上市的成功經驗之後蔚成趨勢，自此共計新增 11 家，占全數赴港上市家數 48 家的近 1/3，此外到新加坡上市的台商也已有 17 家。然而企業到外國上市，要配合當地的法令、賦稅等諸多限制或負擔，而且台資企業在港上市後的股價表現，整體而言雖不見得理想，但台灣新上市家數卻也不見回升。

企業上市主要是為募資。台商為何開始傾向選擇不在台灣上市，也就是不在熟悉的台灣募資，而要另闢戰場，是必須正視的議題。為了進一步了解這種現象，本研究團隊進行多場訪談、座談及研討會，以下即綜合座談等結果及相關研究，從投資環境之根本原因、對中投資政策帶給香港優勢之直接原因，以及金融法律環境之重要性等層面，來探討台商到外國上市原因。

第一節 根本原因：投資環境問題

企業赴外上市，無論是因為在台發展陷入瓶頸或是以外國為主要市場，由於是企業自身對其發展目標設定以國外當地為主要或內需市

¹⁰ 台灣證券交易所、香港證券交易所、香港雅虎網站。

場，則在當地上市自然更有利其企業發展。進一步從我國近年來對外與來台直接投資的走勢來看，其數據顯示投資能量下滑。再從相關研究來看，企業的投資地點與其是否到國外上市有關。因此改善投資環境，使台商（以及外商）在台直接投資，才能促使其在台上市，而台商到海外上市的根本原因即在於台灣投資環境問題。本節將從海外上市企業類型、對外與來台直接投資走勢，來探討投資地點與上市地點的關係，說明投資環境為台商赴海外上市的根本原因。

● 企業經營目標設定向海外發展

台商為何選擇不在台灣上市，而要另闢戰場，除了與台灣近年股市表現不佳有若干關係之外，大體而言原因在於企業自身發展方向的選擇與相關法令造成的上市障礙或對企業的限制。以下從企業經營角度，將海外上市企業分為三類，來探討台商到海外的原因。

1. 企業經營限制：投資中國之資金運用不自由（40%上限問題）

在台灣掛牌的企業會受到金管會證期局的管控，投資中國的資金不可超過公司資金的 40%，可是這幾年台灣到中國發展的企業數目不斷提高，很多公司均已面臨投資上限，例如藍天公司投資中國資金已達 38%，目前為了在中國擴展據點、增加內需市場，面臨必須增加投資的壓力。這種因為在台灣掛牌而有的限制，對企業而言限制了資金的流通，連帶也影響其回台上市的意願。

40%上限的問題，對於大型企業與中小企業的意義不盡相同。由於大企業外資持股均佔相當比重，40%上限依實際面而言，對其影響不大。以台塑、台積電等大型企業為例，其資金充沛，即便有 40% 的限制，其得以投資之金額仍十分龐大，40% 的限制並不足以使其轉至海外上市，真正箝制住這些企業投資意願的因素，反而是政府諸多的投資項目限制。

相對而言，對於資金有限、必須在國內進行募資行為的中小企業，卻影響極大。因為當企業大量移轉中國之後，台灣母公司的成長速度遠不及在中國的子公司，子公司龐大的資金需求已非母公司僅提供 40% 的投資額度所能滿足，倘若此一限制無法放寬，自然會逼使部分企業轉而以海外上市集資之方式，彌補資金缺口。

2. 企業發展瓶頸：在台發展陷入瓶頸，以子公司轉往外國上市

產業外移並非都是因為政府限制之故。以水泥業為例，目前至少有台泥、亞泥、嘉泥三家公司以子公司名義在香港上市，其主要原因並非資金需求之限制，而是水泥業在台灣陷入發展瓶頸。台灣缺乏經營水泥的礦產資源，企業自然必須往礦產資源豐富的中國市場前進，這是自然環境使然，與政府政策並無絕對關聯。不過如果政府容許台灣企業 100% 持有中國子公司之股份，則或許企業即毋須耗費成本到海外上市。

3. 企業目標設定：企業直接在國外發展，以國外當地為主要市場

例如有些在越南經營有成的台資企業，選擇直接在越南掛牌上市。首家在胡志明市交易中心掛牌的台資企業，是主打越南內銷市場的大亞電纜，它同時也是越南第 1 家外資上市公司。接下來又有東光鋁門窗、大同奈磁磚，以及與越資聯營的皇家飯店等陸續上市。

綜上所述，台商到海外上市，從企業經營角度而言有三種類型，即受限於投資中國 40% 上限、企業在台發展陷入瓶頸，以及企業以國外為主要市場。然而一言以蔽之，就是這些企業的投資對象在國外，既然如此，在國外上市也是自然的事情。

● 對外直接投資增加，來台直接投資減少

從近幾十年來對外與來台直接投資金額趨勢來看（圖 3-1），1990 年對外直接投資為 52 億美元，來台直接投資為 13 億美元，其差距有

39 億美元之多。1991 年，對外直接投資金額為 21 億美元，來台直接投資金額為 13 億美元，差距拉小到 8 億美元。之後從 1991 到 2002 年間，對外直接投資與來台直接投資金額的走勢一致。然而從 2002 年到 2006 年第三季，對外直接投資與來台直接投資金額出現背離的趨勢，亦即對外直接投資增加而來台直接投資減少，對外直接投資減少而來台直接投資卻增加。2003 年到 2006 年第三季，來台直接投資金額從 5 億美元到 46 億美元，增加為 9 倍。到 2006 年年底，雖然這個趨勢有所改變，但來台直接投資的增加主要是來自國際私募資金，其影響未必是正面的。

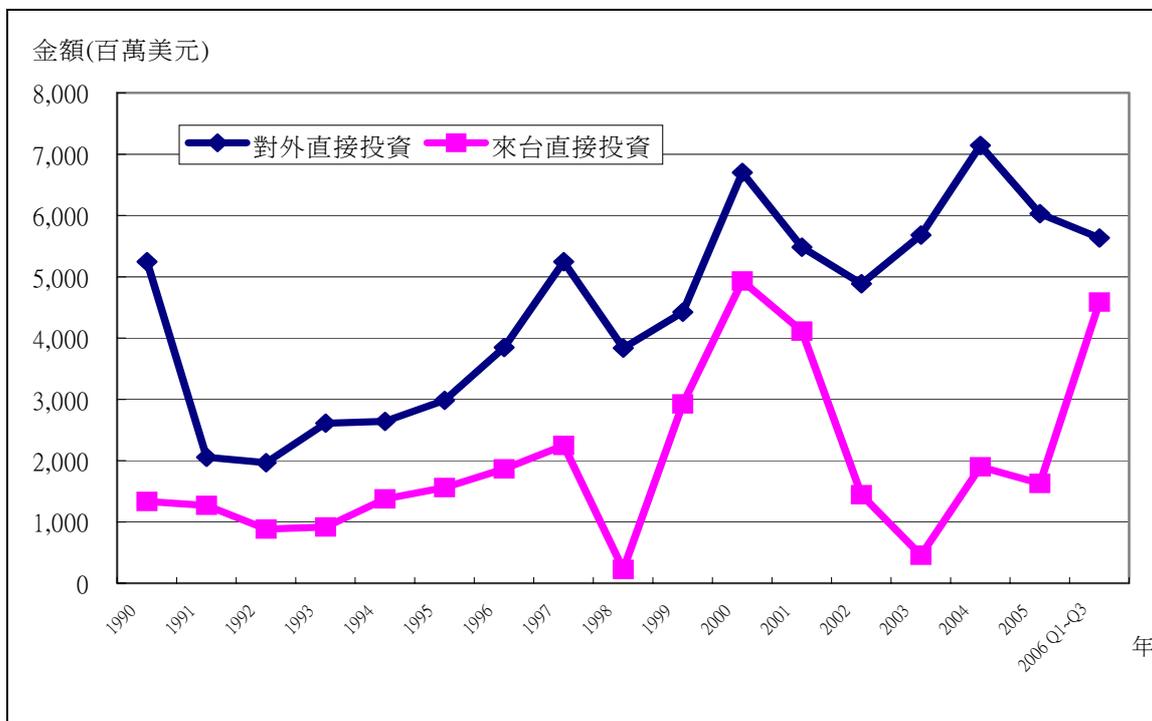


圖 3-1 1990-2006 對外與來台直接投資金額走勢圖

整理製圖：本研究團隊

資料來源：中央銀行

● 研究分析：赴海外投資及銷售增加促使赴外投資

Pagano, Roell 與 Zechner 在 2002 年 *Journal of Finance* 發表的一篇論文¹¹中指出，雖然目前各國企業至海外上市已蔚為風潮，但對於其赴海外上市的原因並無學界實證上的研究成果。Pagano 等人的論文因此針對各種可能的不同原因加以嚴謹的探討分析，包括「海外上市」是否是為了得到較低廉的資金；或是為海外企業購併預作準備；或是為了企業在上市當地能夠提升知名度等等問題。他們針對歐美各國的個案進行實證研究，發現在各種原因之間，最關鍵影響企業赴海外上市的其實是因為企業本身「赴海外投資及銷售」的比例增加。簡言之，當一個企業成為多國籍企業，例如台商在大陸、在越南的投資愈多，便愈有誘因在當地上市。這也說明若台灣近年來「對外投資」持續增加，但「外人來台投資」卻持續衰退時，「台商赴海外上市」就成為一股自然的趨勢。因此，如何改善台灣整體投資環境，吸引本國投資及外人投資，仍是最根本，也是最困難的吸引台商回台上市之必要條件。

第二節 直接原因：對中國大陸投資政策

目前企業申請赴中國投資的企業，上市公司 688 家中有 488 家，上櫃公司 532 家中有 350 家，合計目前上市櫃公司中共有 7 成企業赴中國投資，截至 2006 年第 3 季，這 838 家企業總淨值為 6 兆 9 千億元，已投資中國金額累計則為 5 千 9 百億元。至 2006 年第 3 季，上市櫃公司投資中國金額已超過法定上限者合計有 50 家，另外也有 74 家，投資中國金額占法定上限比例已達 90% 以上。然而政府對於台灣企業赴中國投資之金額、種類、標的及項目等皆設下許多法令限制，除了規定一般企業投資大陸金額不得超過淨值之 40% 外，對於製造業、高科技

¹¹ Marco Pagano, Ailsa A. Roell, and Josef Zechner, 2002.12, *The Geography of Equity Listing: Why Do Companies List Abroad?*, *The Journal of Finance* • vol. LVII, No.6.

產業、服務業、農業及基礎建設等亦以負面表列的方式訂定許多禁止項目。

企業之所以掛牌上市，是為了募集資金。一般企業除了自有資金之外，外部資金主要來源為銀行借款以及向一般大眾募集資金。目前到香港或新加坡上市的台商，是想在中國拓展事業，但是在政府的兩岸政策限制之下，無法從台灣的銀行取得貸款到中國投資，在中國則因政商關係不足，也難以順利借得資金；而在向一般大眾募資方面，也就是掛牌上市，國內對於投資中國同樣有所設限，因此台商各尋途徑赴外上市，以求自由運用募得的資金。

台商到海外上市以香港最多，與上述背景有很大的關係。以下即從台商角度及客觀評比，探討香港有何優勢，為何吸引台商前往上市。

● 從台商角度看香港優勢：投資中國之資金運用自由

既然台商在香港掛牌不見得必然成功，為什麼仍然吸引台商前進？香港資本市場本就具有國際機構投資人參與度高，以及法治功能、自由度、機動性高等特點，而且自 2003 年中國企業加入之後，也吸引對中國有興趣的外資。在這樣的背景之下，對台商而言，赴香港掛牌上市有下面幾點好處。

1. 資金進出方便、運用自由

首先是資金進出沒有管制，匯入匯出自由。企業與投資人在乎的就是自由與安全，就自由的角度而言，香港儼然成為兩岸三地資金調撥中心，並且在兩岸沒有直航的情況下，也成為台商進出中國門戶。此外，與台灣相比，香港在程序及法律方面較為開放。台灣有投資中國上限 40% 的限制，籌得的資金只能用在馬來西亞、越南等地，不能用在中國；香港則沒有這方面的限制。

2. 香港股市貼近中國市場

相較於台灣，香港資本市場更貼近中國，在香港上市有助其與香港及中國金融機構建立長期關係，因而將成為前進中國市場者事業發展必經之路。事實上，企業選擇上市地點時，傾向於選擇企業主要營運地點，因此台資企業如營運主體在台灣，自然以低成本、高流通性之台灣資本市場為首選；然若營運主體位在中國，或以經營中國內需市場為主，則企業本就會以中國股市為優先考量，但因現階段在中國上市不易，而香港股市既貼近中國市場又同受中國管轄，因此以中國為發展目標的台資企業易於選擇在香港上市。

3. 未來投資彈性大

除了不必受投資中國上限的限制、貼近中國市場之外，不少台商也放眼未來，在香港上市則未來或許可以併購一些中國的公司，甚至二次籌資。就企業本身而言，主要市場若在兩岸三地，如果可以併購的話，成長會比較快。此外，這對於發給中國員工股票紅利也比較方便。

4. 市場運作規則靈活度

香港資本市場制度，不論申請上市條件、程序及審查時程、股票交易制度，或是外匯資金管制及籌資用途之審查及監管均已臻成熟，且其周邊建設包括律師、會計師及配售之通路平台等配合度，亦具備先進國家水準，遠較台灣、大陸等東南亞股市領先。

就申請掛牌到上市所需時間而言，一家企業欲在香港掛牌，平均只要3到6個月，在台灣則要1年以上，時間顯然過長，承銷商在輔導企業掛牌上市時，委實難以預測一年後的上市股價，沒有誘因讓券商願意承銷企業上市上櫃，除非企業基本面很好，如寶來證券所輔導成功的英業達，承銷商才有承作的意願。於此情況下，企業基本面未能令承銷商全盤掌握的，則無形中喪失或延緩上市的機會及時機。

目前有些大型企業前往香港掛牌後發現，其實有些資訊的透明度還

可以再高一點，掛牌上市後的結果可能也不如預期。對台商而言，也許香港不是最好的，但是卻提供一個平台，讓企業所募集的資金可以用在中國投資。另一方面，當在香港上市對在中國發展的台商較有利時，則香港市場運作規則的靈活度，更增加其吸引力。

● 客觀評比香港優勢：市場成熟度較高

台商到外國上市以香港 48 家最多，台商在當地上市後雖然並非都表現良好，但仍阻不斷後來者的躍躍欲試。事實上，在 2004 年 10 月份以前，在香港上市並不具有特別優勢，因為台股成交值、本益比都比香港突出。沈中華、王偉芳的研究¹²指出，當時台股成交值達 6281.92 億美元，香港只有 3482.27 億美元，台股成交值比港股多出幾乎 1 倍(圖 2-4)。不過接著美元急貶，人民幣升值，香港成了投機資金避難所，港股成交量放大，投機力大增，2004 年 11 月香港股市成交 486 億美元，超過台股的 475 億美元，香港股市成交量首度超越台灣。另一方面，過去香港股市本益比一直都比台灣低很多，但到了 2004 年 5 月，港股本益比首度超過台灣。台股本益比愈降愈低，股價成交量愈來愈小，逐漸陷入惡性循環，此時一般散戶投資人因為沒有差價可圖，退場觀望者眾，有些投機的資金則是轉戰香港。

香港除了因應時局打開股市新局之外，其市場成熟度、制度法規完善度等方面也有可觀之處。在沈中華、王偉芳的研究¹³中，以 1995-2004 年的相關數據定出 10 項指標，對台灣與香港的證交所表現進行評比(表 3-1)，結論是僅有「股市周轉率」一項優於香港，其他 9 項，即股市發展程度、新上市上櫃籌資額、本益比、上市上櫃公司數、市場交易集中度、證券市場評價、內線交易評價、投資人保護評價、金融體系法治評價，香港的評價都比台灣高。這些指標涵蓋了股市交易數據、資本市場發展程度以及法制體系，這些是資本市場所賴以運作的重要層

¹² 沈中華、王偉芳，2006.02，香港上市與台灣上市上櫃的比較，證券櫃檯月刊第 116 期。

面，亦即在客觀評比下，香港的資本市場成熟度較高。

表 3-1 台港證交所總和評價比較

評比指標	台灣	香港
股市發展程度	▽	▲
新上市上櫃籌資額	▽	▲
股市周轉率	▲	▽
本益比	▽	▲
上市上櫃公司數	▽	▲
市場交易集中度	▽	▲
證券市場評價	▽	▲
內線交易評價	▽	▲
投資人保護評價	▽	▲
金融體系法治評價	▽	▲

註：▲ 表示較佳，▽ 表示尚待努力

資料來源：沈中華、王偉芳，2006.02，香港上市與台灣上市上櫃的比較，證券櫃檯月刊 116 期

第三節 法律環境因素：台灣金融法律環境尚待加強

從上述台港證交所的評比來看，香港的金融法律環境優於我國，而從客觀的事實來看，2007 年初發生的力霸案所引發的一連串金融弊案，也正凸顯了台灣相關法律規範的不足，以及相關單位執法效率的低落。在 JP Morgan 於 2005 年對各證交所所做的評價比較¹⁴裡，也可以看出我們在這方面還有待努力。以下即分別從力霸案的啟示以及國際評比來闡述法律環境在投資市場裡所扮演的角色及其重要性。

¹³ 沈中華、王偉芳，2006.02，香港上市與台灣上市上櫃的比較，證券櫃檯月刊第 116 期。

¹⁴ JP Morgan, 2005, Equity Markets Overview。

● 從力霸案看金融法律環境

良好的金融環境需要明確的法律環境來維持，2007 年初發生的力霸集團金融風暴，可以進一步看出我國法律環境對金融產業造成的若干問題與影響。

在法制層面，力霸案牽動的公司法、銀行法、金融機構合併法以及金融監理協定，都是金融業界重要的法條。在公司法方面，公開發行公司資本額下限、加強關係人利益輸送之取締、將關係人交易納入控制股東之規範、改革法人董事之機制等的重要性，已昭然若揭。在銀行法方面，如何公開揭露呆帳大戶資訊、修補銀行法漏洞、加強公司治理規定，也顯示出其必要性。在金融機構合併法方面，呆帳應妥善列入淨值計算方式裡，允許五年攤提，不符合國際會計原則，會出現帳面淨值為正的假象，應盡速完成修法。在金融監理協定方面，金管會無法管理如安利銀行之在外國註冊的私人銀行，因此應努力促成台灣與國際間之金融監理協定，始能有效嚇阻企業經營者不當之商業行為。

在執法層面，則牽涉到事前是否有效稽核、事後是否迅速處理並建立民眾信心。力霸集團的財務問題長達 10 年，公股債權銀行、金融監理單位卻都沒有發現，顯示執法的概念、決心、魄力都尚須加強。藉由此案，更凸顯了健全的金融法律環境對上市企業以及投資人保障的重要性。

● 從國際評比看上市相關法令成熟度

JP Morgan 在 2005 年對資本市場的觀察報告¹⁵裡以 13 個指標對證交所的上市條件加以評比（表 3-2），從其中可以看出，台灣與香港的差別不是很大，差別之一是對投資人的保護僅為「中等」，然而與美國

¹⁵ JP Morgan, 2005, Equity Markets Overview。

相較，其上市條件要求與資訊揭露要求的評等都是「嚴格」，投資人保護、上市成本與費用、國際市場露出的評等都是「高」。相較之下，美國的高標準並沒有讓企業退避三舍，反而是趨之若鶩，也就是說，上市掛牌成本的高低並非選擇上市的重要因素，成長機會才是廠商願赴該地上市的重要關鍵，這也是為何眾多外國公司願意支付高額代價到美國上市的原因。

表 3-2 台港美證交所上市條件評價比較

評比指標	台灣	香港	美國
交易所	TSEC	HKEX	NYSE、NASDAQ
適用法	台灣法令規章	香港法令規章	US securities law & SEC regulations
股票轉手程度	易	易	易
目標投資者	全球機構投資者	全球機構投資者	全球機構投資者
投資人保護	中等	高	高
預期機構流動性	中等	高	高
預期零售流動性	高	高	低
研究涵蓋範圍	中	高	高
上市條件要求	合理	合理	嚴格
上市成本與費用	中等	中等	高
資訊揭露要求	合理	合理	嚴格
國際市場露出	高	高	高
潛在投資者的選擇	高	高	高

資料來源：JP Morgan, 2005, Equity Markets Overview, p21

在與世界最佳的資本市場美國相比之下，台北與香港的發展程度仍只是次一級的，然而金融市場要能夠蓬勃發展，除了發行者、投資者之外，制度架構乃至於遊戲規則的確立更是關鍵。在力霸案之後，我們更應積極加強上市條件規範、資訊揭露等方面增強競爭力，避免金融風暴的發生，這不僅對於增進國際評價具有正面的意義，也是提升金融環境、吸引本國及外國資金的必要作為。

第四節 小結

從企業經營的角度來看，如果投資、營運目標在外國，則在國外上市本是再自然不過的事，在 Pagano, Roell & Zechner (2002) 的相關研究裡也得到赴海外投資及銷售增加促使企業赴外投資的結論。也就是說，台商海外上市的根本原因在於投資環境的問題。然而要改善這個狀況，要靠長期的努力，無法立竿見影。

從在海外上市的台商以香港最多來看，目前到海外上市的企業以投資目標在中國的最多，其直接所面臨是 40% 投資上限等對中投資政策的問題，他們要求的是資金運用的自由度，這正是香港提供給他們的。從法律的角度來看，在上市相關法令方面，香港的效率及彈性也優於台灣。因此，資金運用的自由度與法律環境的健全與否，也是這類台商赴外上市的直接原因，而這兩點是改變政策就可以做到的。

第四章 台灣對大陸投資限制分析及鬆綁建議

由於兩岸存在特殊政經關係，政府對於台灣企業赴大陸投資之金額、種類、標的及項目等皆設下許多法令限制，除了規定一般企業投資大陸金額不得超過淨值之 40% 外，對於製造業、高科技產業、服務業、農業及基礎建設等亦以負面表列的方式訂定許多禁止項目。對照國際企業紛赴大陸地區進行全球佈局、搶佔其龐大市場，台資企業各方面的發展空間卻明顯受到限縮。

企業選擇在何處掛牌上市的考量因素很多，若用本益比、市值、上市成本、資訊效率等幾項客觀條件檢視國內證券市場，我們會發現台灣並不輸給其他亞洲鄰近國家，尤其對台商而言，不論是對法律、稅務的瞭解；語言、文化及環境的熟悉度，台灣都沒有道理被排除在選項之外。

然而我們從近年數據看到的結果卻是許多在國內經營有成或在海外市場征戰多年的台商放棄在台灣證券市場掛牌上市，選擇到鄰近國家掛牌籌資，台灣證券市場不但無法獲得外資企業的青睞，對於台資企業也逐漸失去了吸引力。探究其因，透過台灣股市所募得之資金台資企業無法自由運用，且無法配合企業在大陸發展所需，是台資企業最終選擇赴海外上市籌資的關鍵考量之一。

限制企業赴大陸投資原是為了控管國家風險並保護國內金融市場安定，但兩岸政策過度緊縮的結果，卻反而造成台資企業出走、國內資本市場衰退以及金融產業萎縮等負面衝擊，面對國際競爭的壓力，如何在顧及國家安全的基礎上適度調整放寬兩岸政策，重新定位台灣在國際競爭舞台的位置，需要透過各界儘速凝聚共識。

本章於第一節彙整目前國內對於企業赴大陸投資金額上限之相關規定；第二節進而分析目前國內各產業實際受限情形；第三節說明目前提出放寬企業赴大陸投資限制之相關法案進度。

第一節 企業赴大陸投資金額上限與相關限制

● 企業赴大陸投資限制截至 2001 年「經發會」始緩步放寬

兩岸經貿政策至今已歷經多個階段的演變，從最開始「三不政策」到 1996 年「戒急用忍」，台灣對於企業赴大陸投資限制尚處於非常嚴格保守的情況，旨防止企業在大陸過度擴張投資。直到 2001 年，為因應全球化趨勢及兩岸加入 WTO 的新情勢，“經濟發展諮詢委員會議”遂決議將「戒急用忍」調整為「積極開放，有效管理」，採用「深耕台灣、佈局全球」的總體經濟新思維，經濟部並於同年 12 月依據國家發展會議朝野達成之共識：「政府應對國內企業赴大陸投資，作政策規劃，循序漸進；對於大型企業赴大陸投資，須審慎評估，合理規範」，訂定大陸投資新規範，其中重要放寬項目包括¹⁶：

1. 簡化大陸投資產業分類：將現行「禁止類」、「許可類」及「專案審查類」簡化為「禁止類」及「一般類」。
2. 放寬個人及企業資金運用限制：個人及中小企業赴大陸投資累計金額上限由新台幣 6,000 萬元放寬為 8,000 萬元；上市、上櫃公司發行及募集有價證券不得逾越赴大陸投資累計投資金額 20% 之上限規定，放寬為 20% 至 40%；自海外資本市場籌募資金用以轉投資大陸限額由 20% 放寬為 40%。
3. 准許未經核准赴大陸投資廠商補辦登記：准許未經核准赴大陸投資廠商補辦登記，其補辦登記之範圍、條件等，正進行細部規劃。同時將積極研議未經核准（或以股東名義）已赴大陸之投資，回歸公司並補辦登記之可行性。
4. 開放直接投資：准許企業直接赴大陸投資，毋需在第三地成立子公司，以利企業財務能夠更透明。

● 2006 年轉為「積極管理，有效開放」

2006 年政府對於兩岸經貿政策又做了新的定調，由「積極開放，有效管理」轉為「積極管理，有效開放」，行政院大陸委員會宣布在大陸投資審查機制中增加「重大投資案」等級，並增列「政策面審查」新程序，授權主管機關可依法約談企業主，並要求簽署登陸查核同意函，但對於業界最關心的赴大陸投資 40% 的上限比例問題，在這次調整中卻沒有得到回應，一般認為這次調整是在開兩岸政策開放的倒車。

目前關於企業赴大陸投資相關規範，主要規定於「臺灣地區與大陸地區人民關係條例」第三十五條(一般企業)及第三十六條(金融業)，再由此母法授權相關主管機關訂定各項審查原則及許可辦法。

● 國內企業赴大陸投資上限為淨值之 40%

「臺灣地區與大陸地區人民關係條例」第三十五條規定：臺灣地區人民、法人、團體或其他機構，經經濟部許可，得在大陸地區從事投資或技術合作；其投資或技術合作之產品或經營項目，依據國家安全及產業發展之考慮，區分為禁止類及一般類，由經濟部會商有關機關訂定項目清單及個案審查原則，並公告之。但一定金額以下之投資，得以申報方式為之；其限額由經濟部以命令公告之。

經濟部則依此訂定「在大陸地區從事投資或技術合作審查原則」對於個人及企業赴大陸投資金額限制做出更明確的規範：在個人與中小企業部分，對大陸投資金額上限為新台幣八千萬元。在實收資本額超過新台幣八千萬元的企業部分，淨值五十億元以下者，對大陸投資金額上限為淨值的百分之四十或八千萬元（較高者）；淨值在五十億元以上，一百億元以下者，對大陸投資金額上限，五十億元部分適用百分之四十，超過五十億元部分適用百分之三十；淨值超過一百億元

¹⁶ 資料來源：行政院大陸委員會網站，本研究團隊整理分析

者，對大陸投資金額上限，五十億元部分適用百分之四十，五十億元以上未逾一百億元部分適用百分之三十，逾一百億元部分適用百分之二十。

● 高科技產業受高度管控，「積極管理，有效開放」後更趨嚴格

高科技產業除了要受企業赴大陸投資金額上限的規定；並在製造業部分共有 102 項產品項目以負面表列的方式被設定為禁止類項目外，「在大陸地區從事投資或技術合作審查原則」中，另特別針對高科技業做出進一步規範：投資大陸投資涉及主管機關公告之核心產業科技有關產業，都屬重大投資案件，須由主管機關依專案審查項目以書面會商相關機關意見外，並由相關機關首長組成跨部會審查及監督小組，進行政策面審查，就該投資案對總體經濟及相關產業之影響及其他重要政策事項進行審查。

「核心產業科技有關產業」依經濟部去年(2006 年) 12 月 25 日最新公告函令規定包括：1.八吋以下(矽)晶圓鑄造(以在大陸地區投資晶圓廠審查及監督作業要點規定為限)；2.封裝測試(限鐳線型式)；3.四吋以下薄膜電晶體[TFT]液晶顯示器面板模組中段製程(切割、裂片及灌液晶製程)。

在 2006 年政府宣布「積極管理，有效開放」後，新增「政策面審查」措施，在原有的審查機制上，增列「重大投資案」等級，投資超過一定金額、金額龐大、或涉及敏感科技等「重大投資案」會被列入「政策面審查」新程序，也就是在提送投審會審查之前，須先邀請企業負責人及經理人，針對財務計畫、技術移轉、輸出設備、在台相對投資等要項進行協調，以確定業者的具體承諾，並由業者出具同意接受必要時進行大陸投資事項「實地查核」的承諾書。由於據過去資料顯示，龐大金額的投資多屬光電與半導體等高科技產業，表示高科技產業未來所受到的控管將更趨嚴格。

● 金融業被列為禁止赴大陸投資產業

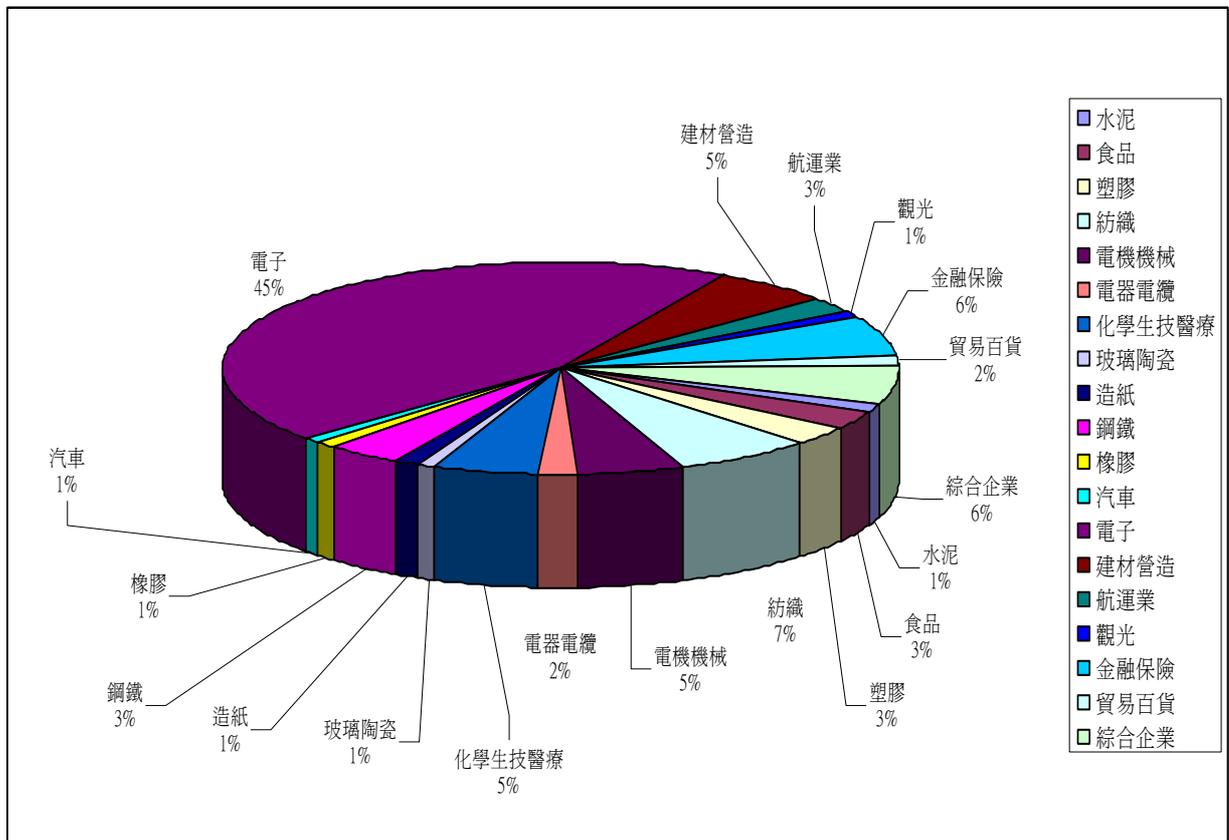
在金融業部分，「臺灣地區與大陸地區人民關係條例」第三十六條規定，臺灣地區金融保險證券期貨機構及其在臺灣地區以外之國家或地區設立之分支機構，經財政部（現應為金融監督管理委員會）許可，得與大陸地區人民、法人、團體、其他機構或其在大陸地區以外國家或地區設立之分支機構有業務上之直接往來。臺灣地區金融保險證券期貨機構在大陸地區設立分支機構，應報經財政部許可；其相關投資事項，應依前條規定辦理。

目前「金融及其輔助業」仍列為服務業禁止類經營項目，因此國內銀行業完全不能赴大陸投資，但其中特別規定證券期貨業及保險業得分別依「臺灣地區與大陸地區保險業務往來許可辦法」及「臺灣地區與大陸地區證券及期貨業務往來許可辦法」規定辦理赴大陸投資，但投資金額限制仍較一般企業嚴格，如在證券及期貨業部分，依據「臺灣地區與大陸地區證券及期貨業務往來許可辦法」規定，符合規定的臺灣地區證券商投資大陸上限不得超過證券商淨值百分之十，且與其投資外國事業之金額合計，不得超過淨值百分之二十。

第二節 國內各產業實際受限情況分析¹⁷

● 台灣股市產業結構電子股為大宗

目前台灣股市上市公司共有688家，依產業別分為19種類股，其中以電子產業為最大宗，佔全部上市公司家數比例達45%；排名第2的為傳統產業的紡織業佔7%；依序第3名為屬服務業的金融保險類佔6%、第4名為其他綜合產業佔6%、第5名為屬營建業的建材營造類佔5%。除電子業比例特別高外，其他產業比例則都在3%上下。(見圖4-1)



資料來源：台灣證券交易所

整理暨製圖：劉憶如委員國會辦公室提供

圖4-1 台灣上市公司各產業比例

¹⁷ 本節分析主要依據劉憶如委員國會辦公室計算之資料為依據。

◆ 上市櫃企業達七成赴大陸投資

目前企業申請赴大陸投資者，上市公司688家中有488家；上櫃公司532家中有350家，合計目前上市櫃公司中共有七成企業赴大陸投資，截至2006年第3季，這838家企業總淨值為6兆9千億，已投資大陸地區金額累計則為5千9百億。

若以赴大陸投資上市櫃公司之企業規模來看，淨值在50億以下者為632家；50億至100億者為90家；100億至1,000億者為116家，其中有七成以上為50億以下之中小型企業。

◆ 傳統產業受40%上限限制程度最高

至2006年第三季，依據劉憶如委員國會辦公室提供之計算資料，上市櫃公司投資大陸金額已超過法定上限者合計有50家；另外，也有74家，投資大陸金額占法定上限比例已達90%以上。若分別將赴大陸投資之上市櫃企業以產業分類後，計算各產業目前已赴大陸投資金額占依法可投資的法定額度比例，並進行排名後可以發現，目前國內受大陸投資上限40%影響最大的產業，並非外界誤以為的技術高密集產業，反而主要是傳統產業受限最多。受限前五大行業依序是玻璃、紙業、食品、橡膠及水泥業；最不受影響的則是內需型的觀光業及運輸業，這些內需型的產業因比較不需要全球布局，所以受40%的衝擊相對較小。

◆ 屬傳統產業的食品工業受限情況名列前茅

屬傳統產業的食品工業在赴大陸投資受限排名中名列前茅，其中較為一般大眾所熟悉的企業包括統一企業、聯華食品、愛之味及味全公司等。食品工業在上市企業部分淨值規模總計1,000多億元，實際累計赴大陸投資金額為204億，2家已超過法定投資上限、3家投資金額佔法定上限已超過七成、1家在五成以上，其他10家則均在五成以下，雖然16家中只有2家超過上限，但整個食品工業投資金額佔法定上限額度比例之加權平均卻高達70%。

◆ 屬高科技產業的電子工業亦高度受限

屬高科技產業且佔我國股市產業結構最大宗的電子工業雖然在皆未進入上市上櫃企業受限排名的前3名，但也分別高居第5、第6名，其中包括大家耳熟能詳的廣達、台積電、華碩、英業達及華新科技等，電子工業在上市企業部分共266家，淨值規模達3.6兆元，實際累計赴大陸投資金額為2,700億；上櫃企業部分共255家，淨值規模達4,400億，實際累計赴大陸投資金額為687億。上市櫃合計超過法定投資上限者則為29家，整個電子工業投資金額佔法定上限額度比例之加權平均達40%以上。惟目前高科技產業除受到投資金額限制外，如前第一節所述，政府還另外針對投資項目及技術做多項禁止之規定，因此高科技產業實際受限情況恐遠高於此處所示。

第三節 放寬大陸投資限制之相關法律修正案說明

如前第二節所述，目前受限於法令而無法赴中國大陸投資的產業，除了經常被大家討論的高科技產業外，事實上很多傳統產業也面臨同樣施展不開、進退兩難的窘境，像是台灣極為老字號的統一企業，在中國的擴展即因40%上限，而受到極大的限制，統一過去幾年對大陸的投資雖緩慢但仍持續加碼，然而大陸這幾年成長得出乎意料的快速，轉眼間統一在大陸已被後生之犢頂益企業超越。在「不擴展則被淘汰」的壓力下，只好「上有政策、下有對策」，像是知名的天仁茶葉，只好採用私人大股東的名義前去投資。

● 讓企業自由發展才能創造雙贏

有些產業投資大陸金額逾限，主要是因淨值減少，使得可投資空間減少，有些則是投資金額逾限。舉例而言，一家公司淨值有100億元，全球布局下，在台灣投資40億元、在東南亞投資10億元、大陸投資50億元。如果全球布局結果讓這家企業淨值成長三倍變300億元，其中可以放在台灣的投資金額，就會變為120億元，但如果不准

企業出去，結果淨值可能萎縮成 50 億元，在台灣的投資金額可能就變成 20 億元，因此，要讓企業自由走出去發展，才有可能雙贏。

● 放寬赴大陸投資 40% 限制是企業真正需求

2007 年 1 月 18 日，台灣證券交易所董事長陳樹在工業總會演講，坦言本來他認為一年新增 25 家掛牌上市公司只是很「謙卑」的目標，沒想到會變成這麼困難的目標，而會變得這麼難，一定是因為大環境的因素，他分析近年國內首次上市案件減少，主要是受到櫃轉市審查作業流程變化、上市資本條件變更、新股承銷新制、承銷商責任加重、企業整併活動頻繁、資金用途限制，及部分上市條件不符國際發展趨勢等因素影響。¹⁸但是工總理事長陳武雄則表示，產業界尤其是製造業一再反應要政府對登陸投資上限解禁，希望能有明確回應。¹⁹工總副理事長林伯豐指出，每個公司狀況不同，政府應以公司別或產業別重新思考登陸投資上限問題，否則至少要將投資上限一律提升至 40%，不然根本是對大公司的懲罰，非常不公平。²⁰亞洲水泥財務處協理施岳明則指出，50 億以內 40%、51-100 億 30%、101 億以上 20%，40%，只對中小企業足夠，對大型企業完全不可能。²¹

● 經續會分組會議登陸上限問題無疾而終

在 2006 年 7 月台灣經濟永續發展會議中，曾對主題「發展台灣成為區域籌資及資產管理中心」進行討論，金管會提出開放金融業大陸投資腹案，建議凡符合特定條件之企業，例如營運總部及研發中心在台灣、資金匯回達一定比率、公司治理達一定條件等，轉投資大陸的限額可不受淨值 40% 的限制；另外，建議取消企業自海外市場投資用於大陸的限制以及企業公司治理達規定條件者，國內募資可以一定比

¹⁸ 中國時報，2007 年 1 月 19 日。

¹⁹ 企業登陸不放 工總再噙聲，中國時報，2007 年 1 月 18 日。

²⁰ 登陸投資 40% 上限未鬆綁 陳樹拉上市業績 工總不買帳，中國時報，2007 年 1 月 19 日。

²¹ 工總企業疾呼：40% 投資上限不公，中央廣播電台，2007 年 1 月 18 日。

率用於大陸投資。

這些工商業界最關心的議題，卻因觸碰兩岸政策的敏感神經，最後終於在與會人士各持正反意見的僵局下無疾而終，可見以目前國內的政經局勢，要達到兩岸投資限制鬆綁還很困難。事實上，台灣的經濟要永續發展、要與國際競爭，就必須儘速在顧及國家安全安定的前提下，對政策做務實的開放調整，才能追上香港及新加坡的自由化、國際化，否則台灣的企業沒有全球佈局的舞台、金融業更沒有國際競爭的籌碼。在重要政策的方向上，台灣內部若缺乏溝通協調達成共識的能力，要成為國際性籌資中心的目標，將越來越遙遠。

● 立法院劉憶如、洪奇昌等立委已提案放寬 40% 投資上限²²

2006年11月初立法院立委劉憶如分別與洪奇昌委員聯手提出兩個放寬幅度不同的法律修正案，修訂「臺灣地區與大陸地區人民關係條例第35條」，為企業登陸的資金需求解套。(見表4-1)經濟部現行的行政命令規定，對實收資本額逾新台幣8,000萬元的企業赴大陸投資金額上限，依企業淨值分設三段關卡：淨值50億元以下為40%；淨值超過50億元到100億元部分30%；超過100億元部分20%。在劉憶如委員的提案中，一個是將現行40%上限部分提高至60%；30%及20%部分提高至40%；另一個則只將前述的30%及20%部分提高至40%。

兩案皆主張在顧及國家安全及經濟穩定的前提下，應儘速適度放寬企業赴大陸投資限制，打造台灣更自由更國際化的投資環境，讓企業有更多全球佈局與成長的空間，以找回台灣國際競爭優勢。

²² 資料來源：立法院劉憶如委員辦公室提供

表4-1 放寬大陸投資上限法律提案版本比較表

版本	法令	大陸投資上限規定
行政院版 (現行規定)	「在大陸地區從事投資或技術合作審查原則」 (行政命令)	<ul style="list-style-type: none"> ● 個人及中小企業：8,000萬 ● 實收資本額逾新台幣八千萬元之企業： 淨值50億以下：40%或八千萬元（較高者） 淨值50億~100億：50億元部分適用40%，逾50億元部分適用30% 淨值100億以上：50億元部分適用40%，50億~100億元部分適用30%，100億元以上部分適用20%
劉憶如版 (60%)	「臺灣地區與大陸地區人民關係條例」 第三十五條	<ul style="list-style-type: none"> ● 個人：8,000萬 ● 企業： 淨值50億以下：60%或八千萬元（較高者） 淨值50億以上：50億元部分適用60%，50億元以上部分適用40%
劉憶如、 洪奇昌版 (40%)	「臺灣地區與大陸地區人民關係條例」 第三十五條	<ul style="list-style-type: none"> ● 個人：8,000萬 ● 企業：淨值之40%或八千萬元（較高者）

劉憶如指出，一些應該可以成為龍頭企業的台灣企業，都因為大陸投資上限而受限，例如統一企業在大陸的發展輸給了康師傅，就是因為投資上限的規定，讓企業沒有足夠的資本去競爭。把20%、30%的投資上限提升到40%，是要讓大企業在做全球布局時，可以有公平競爭的機會，我們不應該綁住企業的手腳，讓他們去廝殺。

洪奇昌則表示，對淨值超過100億元的大企業，規定20%的投資上限實在過於嚴苛，對中大型企業規定30%的投資上限亦太低，因此他認為應將20%、30%的上限提升到40%。²³

即便此法律修正案在立法院一提出後就獲得其他立委的大力支持，並在一天內達到連署門檻的上限，得以進入院會一讀，最後獲得破百位立委的連署，但直至立法院本會期結束(2007年1月19日)，都因

持續遭民進黨團退回，而無法順利進入委員會進行專業討論與實質審查，連爭取溝通協調的空間都非常困難。

第四節 小結

籌資市場的自由化與國際化程度決定企業是否能夠有效配置資金以供應全球佈局之運用，市場設定的限制若過多，對企業而言該市場便不具吸引力。對照國際間各市場莫不努力減少限制與國際接軌，台灣資本市場對於企業赴大陸投資設置的許多限制顯然違背國際潮流，若無法獲外資企業的肯定，又無法吸引本國企業，則遑論要促進台灣資本市場的國際化。

目前國內企業受40%資金上限限制影響最大為傳統產業；高科技產業因種種投資產品項目被列入禁止，即使投資金額未達上限亦動彈不得；金融業則完全被列為禁止類經營項目，無法隨著台商的腳步到對岸為企業提供服務，只能眼看客戶逐漸流失到當地或外商金融機構手中，坐失競爭力。

對國內企業種種限制規範已迫使台商走向香港、新加坡，也使有意返台掛牌的企業裹足不前，若我們再不儘速凝聚各界共識積極採取行動，等到有些極具指標意義的大企業決定自台灣連根拔除時，可能會對台灣形成難以承受的衝擊。

²³經濟日報，2006/11/24。

第五章 台灣與各國證交所比較

股票市場的蓬勃發展，有賴於股市規模的擴大、產品質量的增加，這是證券交易所的重要功能之一。而資本市場要國際化，除了本國企業在證交所上市之外，也應吸引外國企業前來上市，全球排名在前面的交易所例如納斯達克、香港等即因此擴大股市規模。本章從證交所的角度出發，以了解從全球、亞太地區來看，台灣的表現如何，以期對於資本市場國際化的差距有更明確的認識。

第一節 台灣與全球證交所比較

證交所市值可以反映股市規模，而集資能力則反映其吸收各地資本的能力，包括本國與外國資金，因此本節從證交所市值與集資能力來看全球各證交所的表現。

● 台灣證交所市值排名全球第 20、集資能力第 28

世界證券交易所聯合會（World Federation of Exchanges, WFE）在全球共有 60 個會員，其中亞太地區的證交所會員有 18 個。綜觀 2006 年 1 月到 8 月的表現，就市值而言，全球排行前 3 名為紐約、東京、納斯達克，亞太地區排行前 3 名為東京、大阪、香港，台灣則為全球第 20、亞太第 8（表 5-1）；就集資能力而言，全球排行前 3 名為倫敦、紐約、盧森堡，亞太地區排行前 3 名為香港（2006 年 7 月一度躍為全球第 3）、澳洲、東京，台灣則為全球第 28、亞太第 11。（表 5-2）²⁴

²⁴ Focus Monthly Statistics, World Federation of Exchanges, 2006.10; WEF 2005 Annual Report, World Federation of Exchanges, 2006.04.27。

表 5-1 證交所市場規模比較 (2006 年 8 月底)

單位：十億美元

證交所	市值 (2006 年 8 月底)	排名 2006	排名 2005	排名 2004
NYSE	143,552.55	1	1	1
Tokyo SE	45,147.76	2	2	2
NASDAQ	35,527.19	3	3	3
London SE	34,612.74	4	4	4
Euronext	33,288.54	5	6	5
Osaka SE	30,201.08	6	5	6
TSX Group	16,991.00	7	7	8
Deutsche Borse	14,050.40	8	8	7
HK Exchange	13,287.58	9	9	10
BME Spanish Exchange	11,049.19	10	10	9
Swiss Exchange	10,954.71	11	11	11
Borsa Italiana	9,380.98	12	14	12

證交所	市值 (2006 年 8 月底)	排名 2006	排名 2005	排名 2004
Australian SE	9,330.16	13	12	13
OMX	8,973.66	14	13	14
Korea Exchange	7,588.30	15	15	17
Bombay SE	6,435.47	16	16	18
JSE	6,187.44	17	17	15
Sao Paulo SE	5,800.96	18	20	20
National Stock Exchange India	5,970.33	19	18	19
Taiwan SE Corp	4,926.16	20	19	16
Shanghai SE	4,637.19	21	21	21
Singapore Exchange	3,059.29	22	22	22
Shenzhen SE	1,600.52	23	23	23

註：灰底為亞太地區交易所。

整理製表：劉憶如委員國會辦公室

資料來源：1. Focus Monthly Statistics, World Federation of Exchanges, 2006.10。

2. WEF 2005 Annual Report, World Federation of Exchanges, 2006.04.27。

表 5-2 證交所集資能力比較 (2006 年 1-8 月)

單位：十億美元

證交所	集資金額 (2006 年 1-8 月)	排名 2006	排名 2005	排名 2004	證交所	集資金額 (2006 年 1-8 月)	排名 2006	排名 2005	排名 2004
London SE	579.89	1	3	6	Osaka SE	86.25	15	15	16
NYSE	575.75	2	1	1	Tel Aviv SE	79.06	16	26	21
Luxembourg SE	351.24	3	22	18	Borsa Italiana	68.36	17	7	9
TSX Group	287.30	4	4	3	Deutsche Borse	62.90	18	19	26
HK Exchange	279.94	5	5	5	Korea Exchange	43.91	19	20	11
Australian SE	239.31	6	6	8	Athens Exchange	42.91	20	18	37
BME Spanish Exchange	182.88	7	12	4	OMX	41.87	21	16	17
Tokyo SE	167.29	8	6	7	Singapore Exchange	40.05	22	17	24
Oslo Bors	139.18	9	21	31	Shanghai SE	26.39	23	23	15
Euronext	134.59	10	2	2	Cairo&Alexandria SEs	21.81	24	29	35
Wiener Borse	117.25	11	14	19	Shenzhen SE	19.22	25	41	27
Sao Paulo SE	104.04	12	10	20	Thailand SE	18.96	26	25	28
JSE	106.13	13	8	13	Irish SE	18.25	27	35	29
New Zealand Exchange	98.52	14	34	30	Taiwan SE	12.97	28	31	14

註：灰底為亞太地區交易所。

整理製表：劉憶如委員國會辦公室

資料來源：Focus Monthly Statistics, World Federation of Exchanges, 2006.10; 2. WEF 2005 Annual Report, World Federation of Exchanges, 2006.04.27

● 股市市場規模與集資能力呈正相關

再以股市市場規模與集資能力綜合比較來看(圖 5-1),可看出股市市場規模與集資能力的相關性。以紐約交易所股市市值與集資金額的比例 250:1 為基準,多數交易所比值都等於或優於 250:1,兩者呈正相關。部分集資能力極強的交易所,則有更優異的表現,例如倫敦、多倫多、香港及澳洲等交易所,市值與集資金額的比例差距大幅縮小,分別為 60:1、60:1、48:1、40:1。集資金額與股市市值比例低於 250:1 的交易所也有,例如東京、大阪和台灣,不過台灣股市市值也遠低於東京、大阪。

在這層意義上縮小範圍來看,以香港與台灣做比較,香港股市市值為台灣的 2.7 倍,集資額為 21.5 倍,香港的股市市值與集資金額比為 48:1,台灣則是 380:1,差距為 7.9 倍。

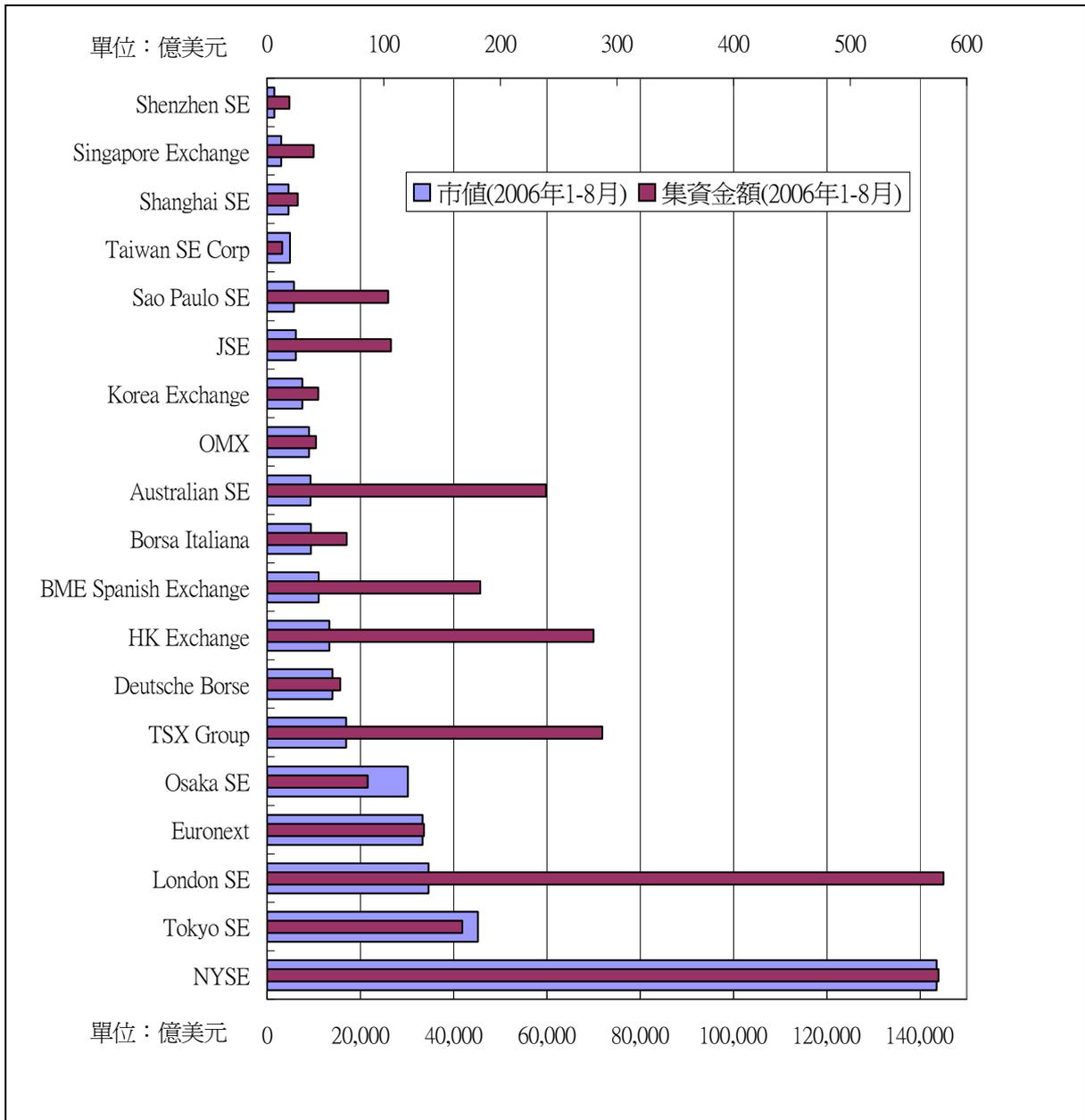


圖 5-1 證交所市場規模與集資能力相關性比較

整理製圖：劉憶如委員國會辦公室

資料來源：Focus Monthly Statistics, World Federation of Exchanges, 2006.10; WEF 2005 Annual Report, World Federation of Exchanges, 2006.04.27

第二節 亞太證交所比較

近年來台灣的股市規模或股市現金集資額表現都逐年衰退，與亞太地區其他國家相較，也有所退步。以下從市值、集資額以及上市家數、成交值、本益比等數據，來比較台灣與其他亞太各國證交所的股市規模。

● 台灣股市市值上升幅度小、集資額相對最低

以香港、新加坡、南韓、上海等證交所做為比較對象，在股市市值方面，目前台灣仍超過新加坡與上海，金額也微幅上升，不過從圖 5-2 可看出，上升幅度與其他 4 個交易所相比，都顯然較低。而在集資能力方面，從圖 5-3 可看出，目前台灣集資額不僅與香港相差甚遠，而且也低於其他 4 個交易所。因此，不管是在股市規模或集資金額方面，台灣努力的空間很大。

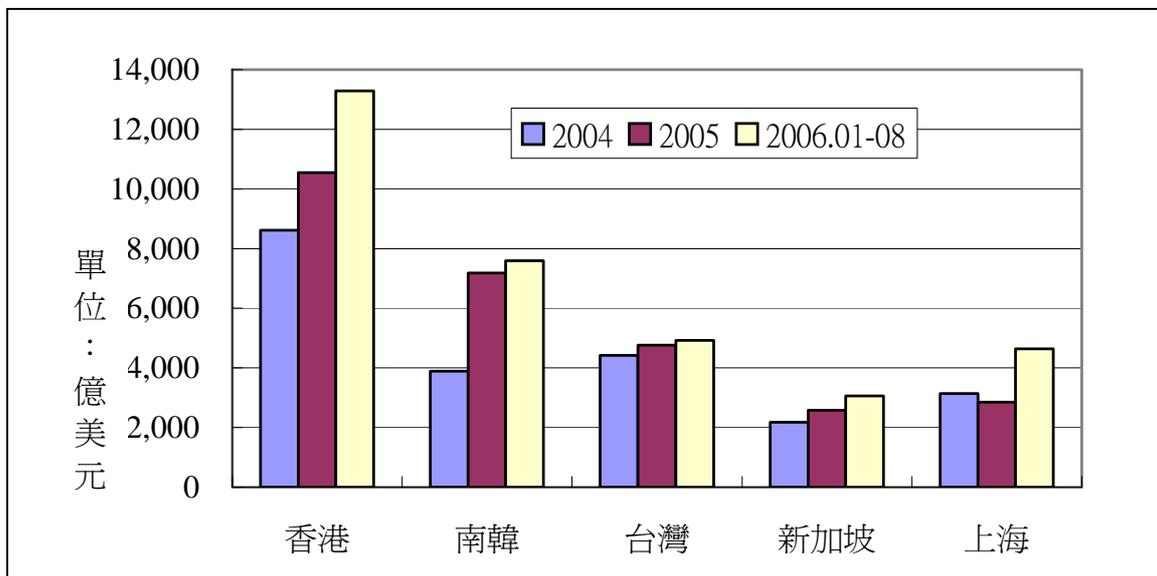


圖 5-2 台灣與亞太地區國家股市市值規模比較（2004 – 2006 年 8 月）

製圖：本研究團隊

資料來源：Focus Monthly Statistics, World Federation of Exchanges, 2006.10; WEF 2005 Annual Report, World Federation of Exchanges, 2006.04.27

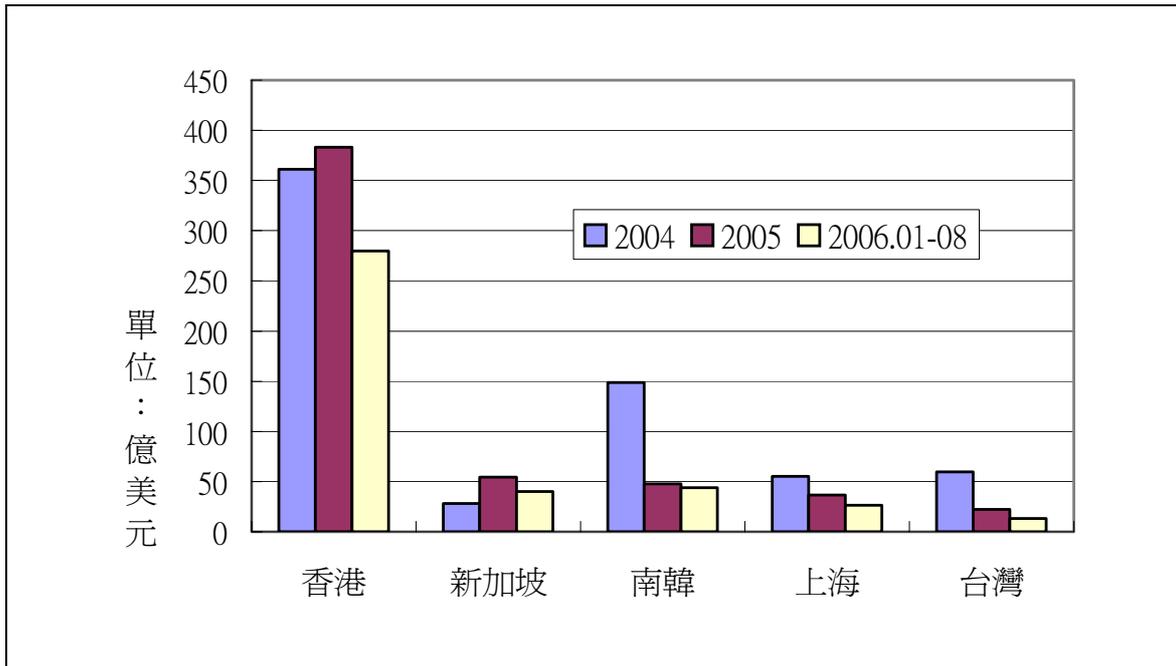


圖 5-3 台灣與亞太地區國家股市集資能力比較 (2004 - 2006 年 8 月)

整理製圖：本研究團隊

資料來源：Focus Monthly Statistics, World Federation of Exchanges, 2006.10; WEF 2005 Annual Report, World Federation of Exchanges, 2006.04.27

由以上可知，我國無論在市場規模或集資能力方面，都尚有很大的進步空間。環顧亞太地區，香港股票市場已晉身為全球第五大集資中心，且為亞洲第一大。(表 5-1) 另一方面，新加坡政府透過各種不同的優惠措施，逐步發展為亞洲主要的金融中心之一，今年初更在銀行家雜誌 (The Banker) 中被評選為 2005 年表現最佳的金融中心，一舉拿下全球及亞太地區的雙料冠軍。兩國均已成為國際性金融重鎮。

● 台港星股市規模比較

再從上市家數、市值、成交值與本益比於 2001 年到 2006 年 11 月的變化，來比較台灣、香港與新加坡的股市規模，可以看出，在上市家數方面，新加坡一直保持微幅成長；香港在 2005 年之前為成長狀態，2006 年底則退回到 2002 年的家數；台灣在 2005、2006 年家數皆下滑。市值與成交值方面，香港股市，成交值穩定成長，市值則成長快速，

2005、2006 年更大幅成長，超越台灣；新加坡兩項皆保持微幅成長；台灣市值優於新加坡，呈微幅成長，成交值則起落不定，但原本一直保持領先狀態，到 2005、2006 年之際，為大幅成長的香港所超過。本益比方面各國起落頻見而歸於趨近，台灣自 2002 年起大幅滑落，2004 年為四國裡最低的，2005 年開始回升，回到三者中最高的位置；新加坡自 2003 年即逐年下滑；香港則在 2004、2005 年逐漸下滑，到 2005、2006 年之間則呈持平狀態。(圖 5-4~5-7)

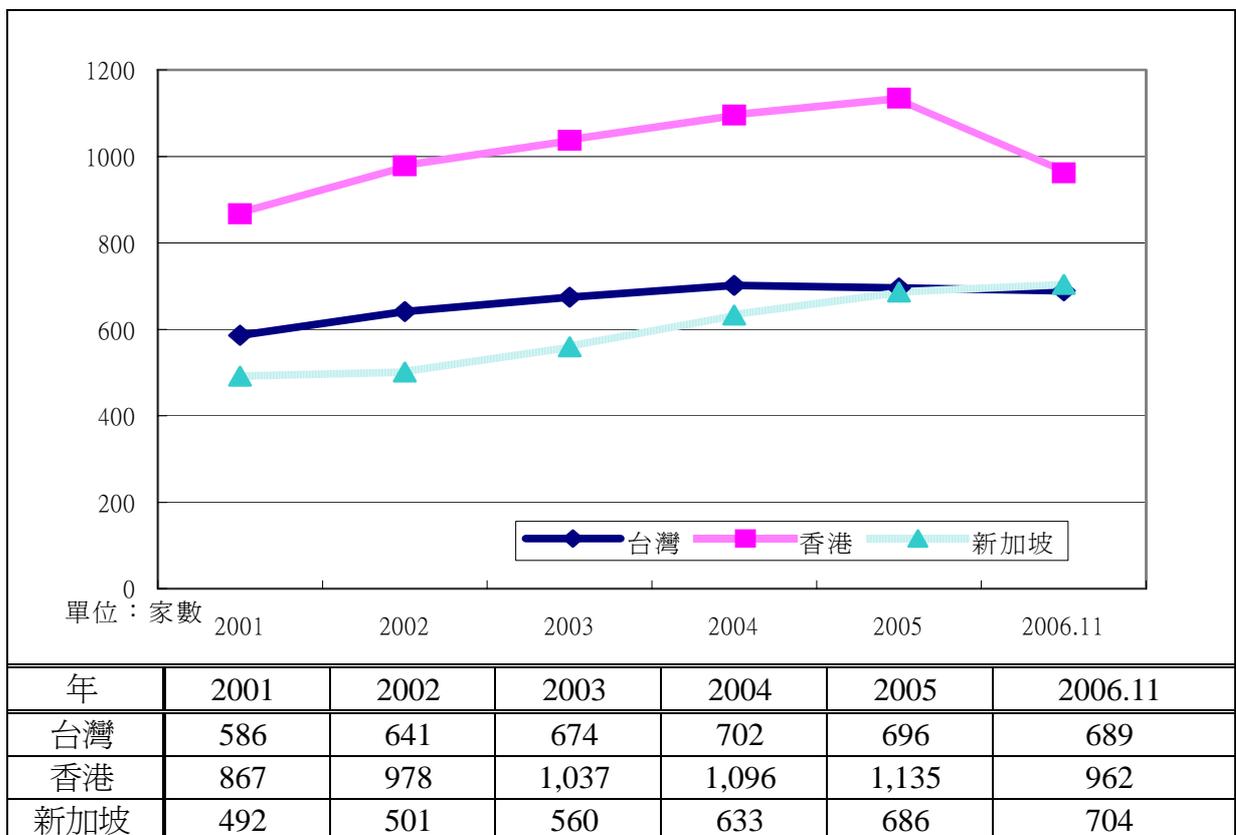


圖 5-4 台港星上市家數比較

整理製圖：本研究團隊
資料來源：台灣證券交易所

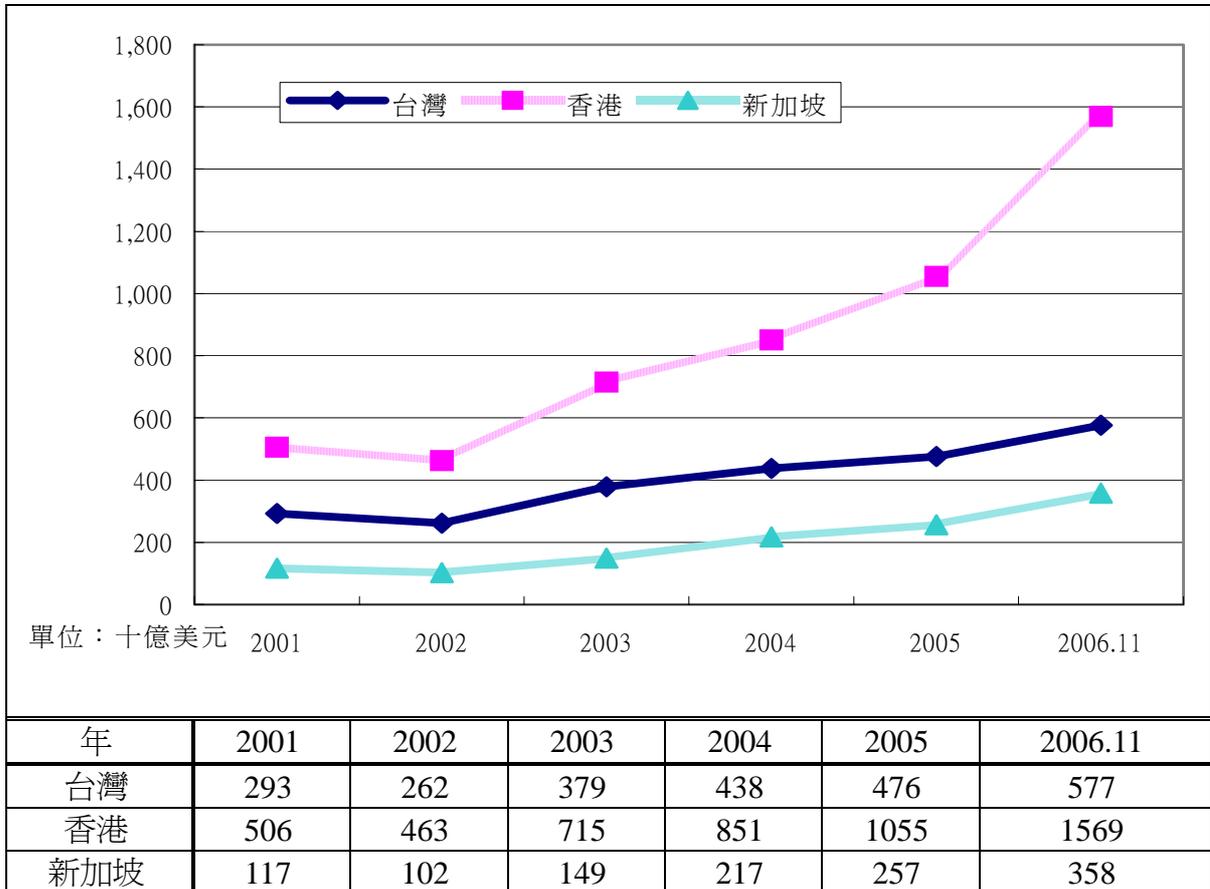


圖 5-5 台港星股市市值比較

整理製圖：本研究團隊

資料來源：台灣證券交易所

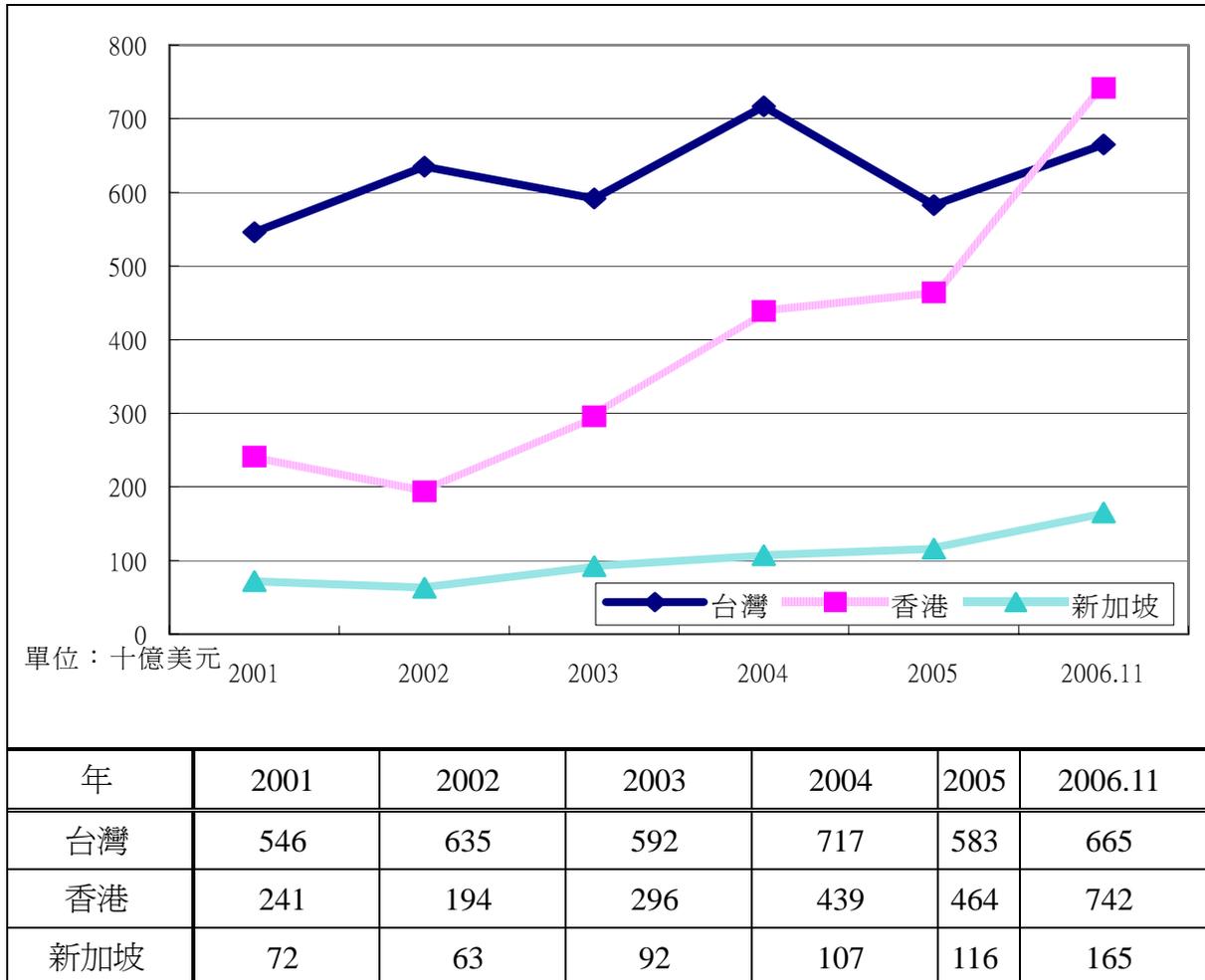


圖 5-6 台港星股市成交值比較

整理製圖：本研究團隊
資料來源：台灣證券交易所

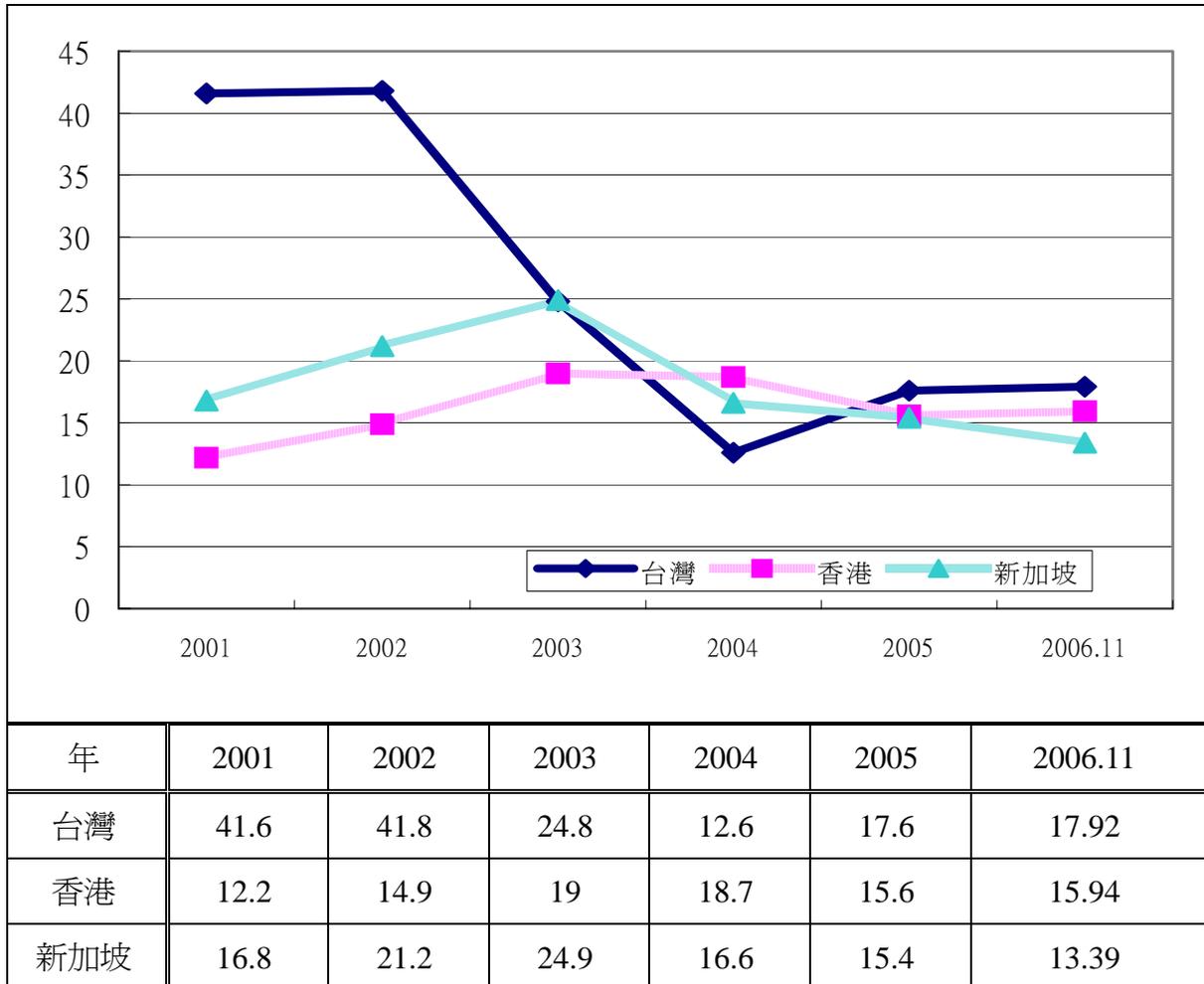


圖 5-7 台港星股市本益比比較

整理製圖：本研究團隊

資料來源：台灣證券交易所

綜合言之，目前在所謂台港星三個交易所中，台灣的本益比回到最高；家數剛被新加坡超過，為最少；市值微幅成長居次；成交值因漸下滑且被香港超過也居次。

第三節 小結

以股市規模與集資金額來看證券交易所的表現，就全球而言，台灣股市市值排名第 20，集資能力為第 28，就亞太而言，台灣股市市值排名第 8，集資能力為第 11。此外，台灣的股市市值與集資金額比例遠低於多數證交所。比較台港星三個交易所的表現，香港股市市值一直大幅成長而居領先，新加坡穩健保持低調，台灣的市值自 2002 年穩定成長，成交值起伏頗大，目前處於有所回升，本益比開始提高，上市家數稍減而沒有太大變化。

從一般證所交股市市值與集資金額比例約為 250:1，而台灣卻為 380:1 來看，一方面台灣股市市值不夠高，另一方面集資額也低於一般水準，因此要成為國際資本市場，吸引力還要再提高，所需者不僅是本國企業投入本國市場，也應吸引外國業者前來投資。

第六章 本研究會議、訪談及問卷資料綜合整理

為使研究成果能夠更切合國內資本市場實際脈動，本研究除透過相關文獻探討、網站資料彙整及市場資訊統計分析等基本研究方法進行外；另針對研究主題舉辦大量研討會及座談會；對台資企業與券商進行問卷調查；並分別與本國證券商及外資券商高階主管進行深入訪談，獲得產官學研各界學者專家針對政策法令面、學理面及實務面提供許多寶貴意見，具高度參考價值。

► 大型研討會：

2006年10月30日本研究於台北國際會議中心舉辦「台商為何赴香港上市？～考量因素？上市途徑？」研討會，為一百人盛會，分別邀請產、官、學各界學者專家共同探討台商赴港上市情況，分析台商不願回台上市的原因，以及在香港上市的失敗與成功條件。

研討會共分為二場次，第一場次討論：「台商赴香港上市考量因素為何？」，由立法委員、台大財金系兼任教授劉憶如主持，行政院金管會證期局吳當傑局長、台灣證交所陳樹董事長、花旗環球證券董事總經理谷月涵及財訊文化事業謝金河執行長與談，由政策法令面分析台商選擇在香港上市的考量因素，以及該如何解套重新找回台灣的競爭力？

第二場次討論：「台商赴香港上市途徑為何？」，由台大國企系系主任林修葳主持，與談人包括：勤業眾信會計師杜啟堯、政大會計系教授康榮寶及寶來證券副總劉丹陽，從實務面瞭解台商如何赴香港上市，成功失敗案例為何？原因何在？

➤ **座談會：**

本研究針對台商赴香港及新加坡上市原因分別舉辦二場次各 3 小時之座談會，分述如下：

- (1) 2006 年 7 月 27 日舉辦「台商為何赴香港上市？」座談會，由劉憶如委員主持；與會者包括台大國企系主任林修葳教授、元大京華證券研究中心經理魏建發、富邦綜合證券承銷部協理林宜霖及承銷部經理黃靖樺、寶來金融集團資本市場處副總經理劉單陽及資本市場處經理何雅惠。(依單位筆畫序)
- (2) 2006 年 8 月 3 日舉辦「台商為何赴新加坡上市？」座談會，由劉憶如委員主持；與會者包括大華證券承銷部經理柯宗輝、里昂證券分析師許蕙蕙及勤業眾信會計師事務所賴冠仲會計師。(依單位筆畫序)

(座談內容整理如後)

➤ **問卷調查：**

本研究針對企業之產業別、公司規模、營收總額及上市櫃現況等條件設計不記名問卷，期望調查統計不同規模類別企業在台上市上櫃意願與赴海外上市規劃情形。本研究以網路及傳真方式大量對企業界發放問卷。惟因企業對上市櫃意願之表示持保留態度，致問卷回收率不高，不足以作為統計分析基礎。但其中仍有幾家代表性企業之意見具參考意義，本研究已納入訪談紀錄綜合整理。

➤ **與本國證券業及外資證券業高階主管進行深入訪談：**

- (1) 2007 年 1 月 26 日本研究團隊與某國內知名證券公司二位業務專案經理進行訪談，分享其輔導企業赴海外經驗、對台商赴海外上市看法及分析本國證券業所受衝擊。

- (2) 2007 年 1 月 29 日本研究團隊與某全球性大型外資證券業者高階部門主管進行訪談，瞭解台灣在外資中如何被定位、台灣邁向國際化與自由化還需要麼努力及對未來台灣資本市場發展看法。

(訪談內容會同問卷調查結果綜合整理如後)

■ 座談會實錄摘要整理(一)：

『台商為何赴香港上市？』座談會

主 題：台商為何赴香港上市？

時 間：2006年7月27日

主辦單位：世界綜合研究中心

主 持 人：劉憶如 立法委員/台大財金系兼任教授

與會人員：林修葳 台灣大學國際企業系主任、所長

元大京華證券 魏建發/元大研究中心經理

富邦綜合證券 林宜霖/承銷部協理

富邦綜合證券 黃靖樺/承銷部經理

寶來金融集團 劉單陽/資本市場處副總經理

寶來金融集團 何雅惠/資本市場處經理

(單位依筆畫序)

討論題綱：

1. 目前台商赴香港上市情況？未來趨勢將如何發展？
2. 台商為何不願回台上市？是否只因「上市上櫃公司投資大陸不得超過公司淨值40%上限」的限制？或另有其他原因？
3. 如何看香港市場的吸引力？其客觀條件是否真較台灣為優？
4. 台灣受到的衝擊為何？金融證券業如何因應？
5. 台灣該如何找回國際競爭力、突破邊緣化危機？

會議實錄整理：

香港股市一片熱絡，企業趨之若鶩，紛紛前往掛牌上市，相形之下的台灣，卻顯然已急遽喪失外資及台商回台上市的吸引力，不論從股票指數、上市公司數量或股市市值去比較，都證明「港股上、台股下」的趨勢。

到底是因為台灣資本市場本質確實不佳？還是因為金融政策不明確所導致？本座談會期待透過學術理論及金融實務的交流，為台灣的經濟，特別是股市找到問題的癥結及困難所在。

座談會主要就目前台商赴香港上市情況？未來趨勢將如何發展？我們當如何看待香港市場的吸引力？香港的客觀條件是否真較台灣為優？台商為何不願回台

上市？是否只因「上市上櫃公司投資大陸不得超過公司淨值 40% 上限」的限制？或另有其他原因？在這種情況下台灣受到的衝擊為何？金融證券業如何因應？座談會最後以「台灣該如何找回國際競爭力、突破邊緣化危機？」為整個座談會舉辦的目的定調。

<數字會說話>

率先發言的元大證券研發中心經理魏建發坦言，在台掛牌上市上櫃公司的家數的確驟降，從以往每年的家數成長率 14.4% 左右，近三年已降至 2.6%。

就九十四年而言，台灣掛牌上市的有十二家，上櫃含新櫃有五十七家。香港當年第一季上市有五十七家，上櫃公司則有十三家，以香港那麼小的市場，上市上櫃公司數目竟和台灣一樣，的確是很不平等的數字，可見台灣市場不斷在縮小，台商往香港掛牌上市的確比以往高出滿多。

<台商為何捨台灣就香港>

一、基本面不佳

台灣的 GDP 成長率 2000 年以前平均是 4%，但近年來不斷往下修正。對一個已開發國家而言 GDP 至少要到 6% 以上，才會步入比較正常的成長率，若台灣的股市要呈現大多頭的情況，台灣也至少要 6%，目前整個大盤是十年線被壓在下面，只要一突破就被壓下來，但其原因何在？總歸一句是基本面不佳所致。

二、資金動能受限

其次，資金動能亦影響台商為何不在台灣掛牌，從去年（2005）開始就對承銷商限制，只要一上市一掛牌，承銷商必須付款一個月，意謂不能隨便跌破承銷價，若掛牌時大盤不佳，承銷商虧損就大，在只能獲得少數手續費卻要冒著資本損失的大風險，當然影響承銷商輔導企業上牌上市意願。

三、40% 上限妨礙企業發展

當然 40% 上限亦是其中影響的重要因素，在台灣掛牌的企業會受到很大的管控，只要投資大陸超過公司資金的 40%，就會受到金管會盯上，但是您若在香港或大陸掛牌，根本沒有這項限制，可是這幾年統計，每年台灣到大陸數目不斷提高，很多公司均已面臨投資上限，像藍天公司，投資大陸資金已達 38%，但目前

為了在大陸擴展據點，增加內需市場，卻面臨必須增加投資的壓力，這種因在台灣掛牌而受到的限制，也會影響台商回台上市的意願。另外就是因 40% 的投資上限所致使的法令端的疊床架屋也迫使企業裹足不前。富邦承銷部經理黃靖華直言：為什麼企業在台灣無論海內外所籌到的資金，不能用到大陸投資？什麼政府要規範資金用途？對於海外部份規範，則是募集資金一年內不能兌回，對企業而言也形成資金流通性的限制。

雖說台灣的政策面，已經從重量改為重質，問題是所強調的「重質」當中，那些已到香港掛牌上市的大型優質公司會不會回來？法令的限制是否也是影響這些公司返台的重要因素？

台灣與香港，兩邊市場會如何發展，其實已是呼之欲出、不言可喻的現象，畢竟對對投資人來說，資金流動率及環境的安全性是最首要的兩大考量，設若一個經營者發現：他的投資創新高，市值卻創新低，怎能不影響到他往後投資的規劃？

<香港客觀環境是否較台灣為佳>

一、香港政治干預少

然而台灣投資環境是否這麼悲觀？尚有待觀察。但企業無法看清大環境時，資金一樣不敢進來，這是為什麼大家目前都持觀望態度的緣故！究其事實，著實因為台灣政治因素的影響，遠超過基本面的呈現，基本面沒有辦法成為股市的櫥窗，本益比無法反應公司未來的成長，自然無法形成良性的循環。在資金面又相對於香港外資、法人、基金等資金不斷湧入的現況，台灣股市相對的比較沒有那麼踴躍。

二、香港法令規範少

香港法令方面和台灣相形之下處於開放，很多公司若沒有 IPO 的意願，那麼在台灣籌資就被迫只能用在馬來西亞、越南等地，但是不能用在大陸。而且香港在程序及法律面都相對的容易，一般被台灣企業所採用的員工配股方式，台灣已飽和但在香港卻吸引到比較優秀的員工。

這些法令台灣有關部門已在進行修正，但卻相當牛步化，必須更加快速反應市場及企業的需求，如今正是台商資金需求最殷切的時候，但法令卻讓台灣的銀

行無法適時服務台商，迫使台商轉向大陸銀行求助，一旦等台灣法令修正完成，台灣的銀行已經失去先機了，根本無法和大陸的銀行競爭。

三、香港掛牌時間短且資訊透明度高

當然，到香港掛牌上市費用成本，至少是台灣的五倍以上，估計至少要一千五百萬港幣以上，在台灣則一千萬台幣，甚至八百萬元以內即可完成；而且香港股市基本上，對傳產和金融較有興趣，對台灣主要的電子科技股較持保守態度，不少企業也發現掛牌之後成交量卻急劇萎縮，且二度投資不易。

但香港由於高度自由化的結果，上市時間只要三個月到六個月即可掛牌，且資訊透明度高，又沒有法令上多如牛毛的規範，這是誘使台商前往掛牌上市的因素。

四、香港掛牌資金流通快

一家企業欲在香港掛牌，平均只要三到六個月，在台灣則要一年以上，時間顯然過長，承銷商在輔導企業掛牌上市時，委實難以預測一年後的上市股價，沒有誘因令券商承銷企業上市上櫃，除非企業基本面很好，如寶來證券所輔導成功的英業達，承銷商才有承作的意願。於此情況下，企業基本面未能令承銷商全盤掌握的，則無形中喪失或延緩上市的機會及時機。

目前有些大型企業前往香港掛牌後發現，其實有些資訊的透明度還可以再高一點，掛牌上市後的結果可能也不如預期，無論如何就企業本身而言，主要市場在兩岸三地，如果可以併購的話，成長會比較快，也許香港不是最好的，卻提供一個平台，讓企業所募集的資金可以用在大陸投資，去從事併購，甚至二次籌資等，畢竟企業想要快速成長，併購可能是最可行的唯一方法。其次，企業在台灣上市後，台灣客觀大環境不能提供上市後發展的機會，但香港至少有希望，眾所周知，CEO 最擔心的是中國大陸市場的掘起，IBM 在香港股市所採取的積極手法，亦震驚了全球，然而 IBM 絕不會想要任何一家台灣上市公司的股票，因為它錢一進來就出不去了，中國利用香港這個平台，發展的狀況是前所未有的大。

只要中國對香港的定位沒有改變，到香港上市的趨勢就不會改變，外資敢進去因為他是一個自由市場，全世界的資本市場都在搶好的公司，也可以預見將來比較優質透明的公司往香港跑，香港的充份自由化、高度資本化，讓很多企業在競爭中找到一絲希望。

<40%上限是否為關鍵因素>

對此喧嚷已久的議題，與會金融業者均表示：40%其實是個指標，象徵意義遠大於實質意義，其中意謂著：政府對兩岸關係是否有開放的腳步？比如說，台積電無法前進大陸，並非他們無意願，而是該企業本身所從事的晶圓代工，被法令綁住了，目前只有八吋廠才能到大陸投資設廠。若 40%上限能開放，就意味著政府前進的腳步已跨出去。

由於大企業外資持股均佔相當比重，40%上限依實際面而言，對他們影響不大，相對的對資金有限，必須在國內進行募資行為的中小企業，這也是台灣目前最中流砥柱的一環，卻影響極大，在透過此項限制，把他們綁在台灣之際，其實也就是限制他們的發展，讓這些基本產業無法躍升為大型企業，無法具有世界競爭力。

<台灣如何找回國際競爭力？>

一、改善股市基本面

根據統計，這幾年台灣的資金走向，流出大約 30%，在大陸開放 CEPA 之後，原先香港觀光和房地產市場，特別是香港的豪宅，原先較台灣差一倍，但出現後至少差五倍，對台灣所形成的衝擊可見一斑。

但在 2008 的預期心理下，台商的資金已有回流的現象，此點由台北房地產，尤其是豪宅價格不斷攀升可以窺見，業者預期在 2007 年的七月之前，台灣的營建股和觀光股都會反應出 2008 現象。

台灣目前募資困難，並非資金不足，相反的本土資金極為寬裕，但大環境的不安全，促使投資人對資金投入持觀望態度，目前台灣股市，成交量平均七、八百億，也讓股市疲弱不振。一旦股市上萬點，成交量除了會提升至一千五到兩千億，本益比將可由目前的 17.21 倍，躍升至卅倍，自然會帶動企業掛牌上市的意願。

無可諱言的，1980 台灣企業依靠日本，1990 靠美國，未來中國大陸必然是台商的主要機會所在及發展市場，觀照這幾年中國大陸的 GDP 平均已達 11.3%，這項內需的成長，可以了解台商已經跨進去，執政當局是依然要綁住他們，來影響

到股市的基本面，還是有正面的因應之道，來提振台灣股市，民間及企業的期待自然是後者。

可以歸結，執政當局若不做適當開改，台灣的基本面是不會有很大的改善的。只要基本面一旦改善，台商返台上市的意願亦會被強力帶動。

二、因應需要加速修法

中國大陸強勁的經濟實力，可以台灣邊緣化是遲早的事，對台灣而言，大好的環境已經過去了。目前台灣有幾家大型金控公司，希望朝向投資銀行的方向發展，但如果金控的資源只能受限於台灣，不能把餅做大，那麼面對國際競爭是相對弱勢，換句話說，要培養台灣金控的世界競爭力，必須經由政府適當的扶持，而非想辦法規範。

相對的，有些深耕於國內及香港的證卷業者，則更加需要政府在法令限制上的放寬，特別就 IPO 公司必須維持一個月的均價，不能跌破承銷價的規範加以適度修正。讓證券商有更強的意願輔導中小企業，讓更多願意留在台灣發展的企業有更好的體質，並順利的掛牌上市，自然有助於台灣股市的熱絡。

國外卻已經以充份揭露為主流，但對沒有扮演好一定的誠信的專業金融機構，卻懲罰嚴重。但現今國內仍習慣於定出法令，針對字面條文上一視同仁的管理，綜觀台灣歷經了博達事件等，對投資人造成莫大的虧損，卻沒有任何一家專業投資銀行受到處罰，因而如何透過機制建立，提供投資人及外資，一個真正成熟的環境，可說是找回台灣國際競爭力的先天環境的因素之一。

三、提升承銷商的獲利

2008 看似很近，但為期一年多的金融市場變化，卻變幻莫測，尤其是台灣的高科技產業趨勢，走了就很難再回頭，台灣主管機關並非有預測到台灣處於一種負面的循環，亦有極大的壓力，但沒有做完整的規劃，比如說最近有一項法令頒布，從定價到掛牌只給承銷商一個月的時間，沒有考慮到承銷商的學習及因應能力，時間過度倉促，期待主管機關在制定法令時，能適度給金融業者預留一些空間，此外，像承銷手續，國內以五百萬元為下限，國外卻明文規定 2.5% 的手續費，甚至更高，若能改善券商的收費機制，提升券商的承作意願，必然某種程度帶動

資本市場活絡，增大基本利得的空間，這樣才能實質保障投資人獲利的權益。

<香港化或菲律賓化？>

2008 不但被台商寄予厚望，就整個經濟走向而言，也是重大的關鍵點，往後台灣究竟要香港化還是菲律賓化？

如果香港化的話，一面倒向中國大陸，走向極度資本主義市場，只要有能力的人就可以賺到錢，但可能沒有照顧到其他弱勢族群，台灣中產階級就會全部消失。菲律賓化的話，就是台灣整體經濟向下沈淪，所有的人都不好，這是大家所最不樂見的。

而避免台灣菲律賓化的癥結，在於提高股市的本益比，就此林修葺做出三項歸納：首先，要使投資者有個心理層面的預期，中央要給予成長性正面的指標；其次是風險管控，降低對未來發展的疑慮，最後必須加強會計的透明程度，以維持金融市場的秩序。亦對金融業者提出，強化連動型商品品質的建議，期待透過目前對散戶實際權利的保障，促使大型企業願意將上市案件委託國內金融業的意願。

■ 座談會實錄摘要整理(二)：

『台商為何赴新加坡上市？』座談會

主 題：台商為何赴新加坡上市？

時 間：2006年8月3日(四)

主 持 人：劉憶如 立法委員/台大財金系兼任教授

與 會 者：大華證券 柯宗輝/承銷部經理

里昂證券 許蕙蕙/分析師

勤業眾信會計師事務所 賴冠仲/會計師

(依單位筆畫序)

討論題綱：

1. 目前台商赴新加坡上市情況？未來趨勢將如何發展？
2. 台商為何不願回台上市？是因為「上市上櫃公司投資大陸不得超過公司淨值40%上限」的限制？還是有其他原因？
3. 新加坡市場的吸引力何在？其客觀條件是否真較台灣為優？
4. 台灣受到的衝擊為何？金融證券業如何因應？
5. 台灣該如何找回國際競爭力、突破邊緣化危機？

會議實錄整理：

近幾年來台商企業赴新加坡上市家數持續增加，新加坡交易所亦主動出擊至中國大陸台商聚集處爭取優質台商，面對「中型企業到新加坡上市；大型企業到香港上市」的新趨勢，台灣整體大環境究竟孰令致之？是那些因素迫使台商們有家歸不得？我們應該如何因應？重新找回利基？讓已前往掛牌上市的台商重回台灣懷抱？本座談會邀集立法委員劉憶如、勤業眾信會計師事務所的會計師賴冠仲、大華證券承銷部經理柯宗輝以及里昂證券分析師許蕙蕙，期待就金融業實務層面的角度，深入探討資金40%上限的問題，如果解禁，是不是也已經來不及？台灣有何誘因，讓台灣返台上市？

<新加坡掛牌狀況若何？>

首先，到底目前台商至新加坡上市情況如何？大華證券承銷部經理柯宗輝，出示了一份由新加坡交易所提供的資料顯示，新加坡的外國企業一共有239家，台商佔百分之6-7，而今年初來台招商的新加坡官員言及，新加坡計劃開放類似台

灣新櫃股票的新市場時，主要的訴求即是台灣執政當局的 40% 上限問題，可以想見新加坡未來對台商將形成更大的吸引力，若不適當因應，可能帶來另一波出走熱潮。

<掛牌台商之類別>

綜觀至新加坡掛牌上市的台商，大致可分為三波。第一波可稱之為「無根台商」，他們是中國大陸還未開放前，就已經跑到東南亞去的，目前有十七家在新加坡上市的台商，都可以歸納為「無根台商」類，他們早期到東南亞去後都發展得很好，後來就直接到新加坡上市，在台灣初期就只留下一些辦公室，從事採購等業務，這批台商和台灣的連繫已經比較小，早期資金出去的安排政府管不到，自然談不上所謂「課稅」與否，因而要分析台商至新加坡上市問題時，可以把他們先排除，因為不會回來了。

第二波，赴新加坡上市的，則明顯的以有根台商為主，有根台商是指不論去那裡，主體還是留在台灣的台商，如果夠能將這些已經出去上市，進行全球佈局的吸引回來台灣上市的話，對台灣的經濟面會有正向催化的作用。這一波在外國掛牌而想回台灣的企業，大多會希望台灣的交易市場活絡性比較好，設若要吸引他們返台的話，這是可以努力的目標，但明顯的我們的 TDR 這幾年都做得不好，幾乎也是一片死寂。

至於第三波即將或說有意要到新加坡掛牌的，有一部份屬於無根台商，另一波則是受到 40% 限制的有根台商，他們希望透過這樣的方式將資金分散出去，使用上也可以更活絡，其中最使這群台商受到鼓舞的案件，自然是鴻海到香港掛牌把富士康分散出去的成功，受到鼓勵帶動，進而開始進行的案子並不少。

<台商赴新掛牌因素分析>

第二波台商是在研究這項議題時，最可做為依準的，從他們為何會捨台灣而就新加坡？可了解台商實際上的需求及新加坡與台灣兩地金融市場之差異，進而尋求破解之道。

大華證券承銷部經理柯宗輝業者表示：這些台商之所以會選擇赴新上市，主要因素並非 40%，而在於業務層面的考量。有些國際大廠和他們進行交易時，都會希望他們是：上市、資訊公開，認為這樣的交易才會比較有保障，換言之，新

加坡國際化的程度，相較於台灣政治干預過多、資訊不透明的情況，的確獲取了許多國際企業的信任，致令企圖全球佈局的台商，前往掛牌上市。

第二個因素則是眾所周知的 40% 的資金投資上限問題，這項因素對有意去大陸投資的台商尤其構成強烈的吸引力，而且實際上目前不提資金 40% 上限的話，台商會特別跑去新加坡掛牌的誘因不大。

再來，就是資金流通的方便性，台灣畢竟限制還是稍多一點；最後就是稅賦不同，新加坡以往的稅率並不低，但這幾年一直在降，而且赴新加坡上市沒有輔導期限，政府效率更讓人放心，值得注意的是，近來新加坡政府所展現的積極善意，可以花大量的時間說服優質企業前往掛牌，這樣政策面多元化的調整，都讓新加坡逐漸形成一個國際市場的效果，而台灣這方面的努力明顯的還有一些空間。

<新加坡掛牌優劣分析>

目前前往新加坡掛牌上市的公司，已經發現除了資訊公開、有一些因而帶來的商機及案件之外，並沒有太大的好處，而且股票交易幾乎都被鎖住，其中二、三家有發 TPR，然而上市後卻發現，他們的交易幾乎呈靜止狀態。這自然會影響企業前往掛牌的規劃，畢竟上市並非上市即可，上市的義意基本上就是希望籌資，幫助公司變大，成交量和市值均大，而是從資本市場獲取資金。

<中國香港之黑洞效應>

整體而言，台商若有選擇性的話，會選擇固定在香港，而優於新加坡，因為新加坡真的管制比較嚴格。以台商角度來看無論到那裡只要上市，如果可以的話還是希望在台灣，畢竟是比較熟悉的環境，被逼得不得已跑到香港去，是第二選擇，但即若如此他們還是希望找有台商背景的企業配合，但這種優勢據業者評估只有五年，一旦他們內化之後，比如說管理階層越來越多當地人，這項優勢即不復存在。

中國大陸開放後，企業紛紛移往大陸或前往香港掛牌，不只是台灣獨有的現象，其實在東南亞已形成一種類似「黑洞」效果，把原先散布東南亞的無根台商都吸引進去了，致使東南亞已經空洞化了。

目前台灣可做的，除了強化利基，把優質企業留在台灣之外，還希望鼓勵那

些東南亞的無根台商，在選擇到亞洲其他地方掛牌時，能夠重新回來選擇台灣，但目前發現除了香港、新加坡之外，還有一個競爭對手就是「日本」，有幾個案例顯示到日本掛牌的成本甚至比香港還低，業者亦發現有幾個原本計劃到香港掛牌的，已移到日本去了。

可見爭取優質企業前往掛牌上市的，是全球各地的期待，香港整體大環境是首選，新加坡政府展現大量的善意，日本東京亦採鴨子伐水方式穩紮穩打進行，台灣只要急起直追，仍大有可為，時機永遠不嫌遠。但時機亦不會永遠等在那裡，一旦企業盡被吸納過去，大勢抵定，再回來台灣掛牌的可能性微乎其微，那時台灣再做任何因應都會事半功倍。

<香港較利大型企業>

和新加坡兩相比較之下，香港整體大環境，較利於大企業進駐，特別是房地產以及金融業，在香港都能得到非常正面的發展，反觀台灣最具優勢的電子科技股，當地市場或投資大眾並不容易接受。里昂證券分析師許蕙蕙表示：富士康於香港上市時 IPO 的價格是很低的，對原始股東而言並不算是一個成功的上市案件，但它往後之所以能夠成功，導因於外資對電子科技股熟悉，市場夠大，能夠吸引外資的眼光進而投資購買。要不然到香港掛牌後遭遇挫折的公司比率相當高，像嘉新、奇美達，上市之後都面臨到同樣的問題。

香港上市手續費比較貴，也是一個有利於資金充裕的大型企業，又有一份所謂的優先名單，對中型企業而言等排到可以掛牌上市時，大環境的改變很難預測，因而並不利於中小型企業。若台灣能提供一個同樣具吸引力、競爭力的環境，台商沒有理由不回台掛牌的，因為相同語言、相同環境，溝通也會比較順暢，因而效率也應該是會比較高的，但政治操作如一隻看不見的手，操控了市場的自由運作。

<稅改能吸引台商返台掛牌嗎？>

台商賺了錢為什麼要回來？台商賺了錢對台灣有什麼好處？這些台資企業在大陸賺錢後，我們從稅的收入上面得到什麼？勤業眾信會計師事務所賴冠仲會計師表示：目前稅賦第一個改的是間接效果，以前是保留盈餘降低 10%，按照投資收益是等錢匯進來再繳稅，現在是投資國外子公司賺的錢，按照它投資比例由台

灣課稅，以前這塊是課不到稅的，對很多台商來說，這 10% 的成本不算什麼，如果他繼續在台灣運作並且一切都很順利的話，他不在乎繳 10% 的稅，因為他可以都不做股東的分配，這樣只要他負擔百分之十的成本就可以把錢留在公司做運用，這是比任何國家的稅都低的，這個區塊是以前政府課不到 10% 稅，現在則可以課到稅，這項改變受益的公司有之，受損的亦有。

很多受損的公司就決定只要我繳百分之十，政府就不要管我了；受益的如一些美商企業，他們把賺的錢留在台灣，只要繳百分之十的成本，不用回美國繳稅，於是拿台灣當基地再繼續投資，但台灣有沒有損失？沒有。問題是單就稅賦改革，是否能把因 40% 上限所形成的限制相抵銷？答案可能是否定的。

<40% 影響企業大陸擴展>

40% 上限開放問題，談了那麼多年還就談，就表示這種趨勢是存在的，但相對於香港、新加坡強大的吸引力，企業會不會一直等下去？許蕙蕙坦言：一個很現實的問題是，如果一個台灣公司在大陸所擴充的產能，已經遠超過於在台灣本地的產能，以簡單的加減邏輯來看，當他們必須選擇的時候，要捨那個？就那個？已不言可喻。

目前受限於法令無法赴大陸投資的，大家都只聚焦於高科技產業，像是說幾吋晶圓廠上面，但很多傳統產業也面臨同樣施展不開、進退兩難的窘境，像是台灣極為老字號的統一，在大陸的擴展即因 40% 上限，而受到極大的限制，過去幾年緩慢但不斷的加碼投資，只是沒想到大陸這幾年成長得出乎意料的快速，統一在大陸已經被後生之犢頂益企業超越。

在「不擴展則被淘汰」的壓力下，只好「上有政策、下有對策」，像是知名的天仁茶業，只好採用私人大股東的名義去大陸投資。但在香港就沒有這個問題，企業一旦上市就是在法令全方位透明公開的狀態下上市的。

<40% 背後的迷思>

就緊綁住台商返台的 40% 上限問題，台灣某部份人士就有這樣的迷思：認為這些資金都是台灣本土的，台灣的錢就等於台灣的人的錢，但實際上資金是會流動的，它可以在台灣，也可以流出去，光以法令設限根本不是辦法。

台灣好像一個慢性病患，問題慢慢在形成，但因屬於慢性病，無法下重藥，但反過來說，如果一個社會要形成某種共識，就要大家一起慢慢去經歷去形成，如同信用卡利率太高的問題，呼籲很多年要採取分級制之後，均沒有引起太大的迴響，一直到卡債問題爆發，利率分級制立刻完成。

今天 40% 資金設限，也讓外資百思不解：台灣的公司要出去賺更多錢，為什麼政府要如此限制？一般所謂正常的國家 FDI 出去，短期內可能形成傷害，至少稅方面有收獲，長期是期待它在那邊成長後，它可以再反投資回來。

第一線承銷人員在與國外客戶接觸時，很多客人表示我喜歡中國，但我不相信中國的企業，因而他們比較願意與台灣企業交易，但台灣政府卻等於伸出雙手把外資給趕出去，還有很多外國公司是希望台灣的管理階層及研發團隊，去協助他去管理大陸，有一家瑞典廠商想購買台灣一家全世界數一數二的傳產企業，希望能重用該公司原先的管理團隊，並計劃由台灣轉投資大陸，沒想到政府竟以 40% 為由出面干預，瑞典廠商不解的表示：我從國外匯錢進來，再轉由台灣拿錢出去投資大陸，為什麼也要受限於此資金上限？我都要在台灣繳稅了你還不要我？本來在台灣還有一個研發團隊，但政府極為堅持，最後這個由外資買下的傳產企業整個遷往大陸，連「根」都不留在台灣，台灣兩頭落空。

目前 40% 資金上限這項規範已迫使台商走向香港、新加坡，並致令有意返台掛牌之企業裹足不前，今天我們若不積極採取行動，等到有些極具指標意義的大企業決定自台灣連根拔除時，就對台灣會形成極大的衝擊。再下一步引發外資的行動時，那就有可能搖撼這群堅持 40% 的上限的主張。

執政當局並非對 40% 上限所形成的狀況不了解，從本次經續會亦可看見方向上有點解禁的意思，但限制的力量仍在，致令沒有得到具體而明確的結果。

<大環境影響返台掛牌意願>

除了法令多如牛毛的層層規範之外，大環境不佳也致令有意返台掛牌的台商裹足不前，就台灣大環境而言，失業率攀升、內需緊縮均影響股市的活絡性，企業期待透過上市而募集資的目的，不易達到。

因企業出走、資金流向海外，台灣空洞化的過程中失業率很高，失業率可說

是一種產業結構的問題，五、六〇年代台灣提供的屬於廉價勞工，當然就業率很高，但當台商轉到大陸投資後，是否有將原先員工帶去？如果都帶去的話自然沒有所有失業率的問題，加上隨著時代轉變，台灣勞動人口的成本變高了，產業轉型，但台灣從教育面就沒有跟著調整，也沒有完備的教導以致失業人口居高不下。

因應產業結構轉變，政府曾經想做些轉型，但均告失敗或說無疾而終，目前像鴻海集團這種全球性企業，在台灣的廠已經都關掉了，只有 5% 業務員是專屬於台灣的，台灣接單大陸生產，雖然帳面上產值仍屬於台灣，但無法提供就業人口也是事實。

近幾年儘管台灣人都覺得經濟不佳，但整體經濟每年的成長是正向的，但整個大環境氛圍致令人們對未來不看好，不敢花錢，內需緊縮，卻造成了惡性循環，致令台灣經濟愈發蕭條疲弱。即便是專業的金融業者，都難以置信，台灣最引以為傲的電子出口，只佔台灣 GDP 的兩成，遠比我們想像中的為低，GDP 當中有六成是內需的產業，很明顯的，股市的表現主宰了我們對經濟的看法，以致於上市公司的組成代表和台灣 GDP 實質面產生差距，感覺電子股亮麗的表現受益者可能只有台北及新竹一小群人，但有 89% 的人日子是越來越不好過，因為內需不斷萎縮，因而台灣的錢越存越多，但大家都沒有信心，不敢花，這是造成台灣今天經濟很大的傷害。

在企業出走，資金流向海外後，另一場海外掛牌風潮逐漸興起，台灣的資本市場正在遭受劇烈的挑戰中，香港、新加坡以及正虎視眈眈的日本，台灣經濟面的明天究竟向上提升抑或向下沈淪，全民拭目以待執政掌權的衰衰諸公。

■ 本國證券業與外資證券業訪談綜合整理：

時間：2007年1月26日、1月29日

受訪單位：某外商證券股份有限公司、某國內證券股份有限公司

訪談對象：部門主管、業務專案經理

訪談人員：本研究團隊

為實地瞭解台商選擇海外市場掛牌上市的原因，本研究團隊訪談了兩家具有輔導台商海外上市經驗的證券商，一為知名外商證券業者，一為國內證券業龍頭。希冀透過不同證券商的觀察角度來解釋台商出走台灣的原因，並可比較外商證券商與本土證券商在面對政府的管制政策時所遭遇的不同困境。茲以訪談記錄方式，陳述如下：

問題一：

近年來台商紛紛赴香港、新加坡、大陸等地掛牌上市，請問經貴公司輔導過的企業大多是到海外哪些地方掛牌上市？

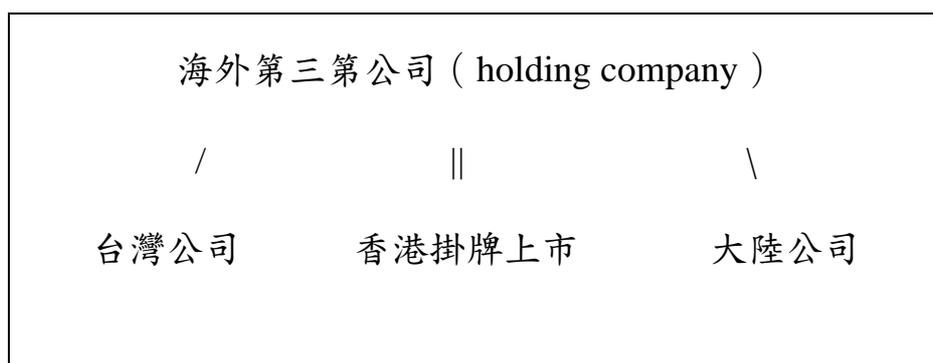
回答整理：

所謂的海外掛牌上市應分為二種類型：一為已在台上市的公司，轉而到其他國家上市，例如：台積電已在台掛牌，同時也在美國上市。另一種則是在台灣並未上市，而選擇直接到海外掛牌上市；例如：HIMAX、CMOS 選擇直接在美國上市。依貴團隊的研究目的而言，應是著重於後者。又由於目前政府的政策使然，形成了「無根台商」的特殊現象，許多透過境外公司直接或間接投資在中國大陸地區的子或孫公司的台商，雖然經營有成、且為數眾多，無奈礙於法令無法回台，通稱為「無根台商」。

關於輔導企業至海外掛牌上市，外商證券業者多以輔導企業至美國、香港兩地上市為主，而國內證券業者則以香港與大陸為其輔導企業的主流選項。由於香港鄰近大陸市場，證券交易制度亦較健全，大部分的台商都想去香港掛牌，少部分公司選擇新加坡；上海對於欲上

市的台商而言，則相對較難；亦有企業選擇在日本、倫敦上市。

在進一步回答企業選擇到哪些地方上市之前，首先我們應該要瞭解的是，為什麼企業要選擇掛牌上市？如果公司資金充沛的話，根本沒有必要選擇掛牌上市，以台塑為例，並不需要在大陸、香港上市即有充沛的資金得以運用。企業之所以會選擇掛牌上市，主要原因即為「資金需求」。一般企業除了自有資金外，外部資金來源主要有二：一為銀行借款，一為向一般大眾募集資金。而台商在政府兩岸政策的限制之下，台商無法順利從台灣的銀行取得貸款至大陸投資；在大陸，台商在台灣的人脈、交情到了大陸一點也派不上用場，因為政商關係不足使得台商在大陸亦難以順利向銀行借得資金，台商囿於現實考量、為求生存，只得以第三地公司投資大陸企業，透過設置「三角公司」間接持有大陸資產，而隨著台商在大陸的企業成長擴張、資金需求益加龐大，母公司挹注子公司的資金已經不夠，為滿足資金需求，公司只好就近於香港以第三地公司上市、或由大陸子公司自行掛牌上市以募得資金（如下圖）。



以電子股為例，多透過三角公司，在香港、新加坡掛牌上市，吸收資金後轉而挹注大陸公司。亦有企業選擇直接以大陸子公司名義在大陸掛牌上市，如楠梓電，然前提是該企業在大陸之政商關係十分良好始有機會，否則在大陸多所限制下，上市機會遠較其他國家難。

問題二：

根據貴公司的承銷經驗，企業赴海外上市的考量因素有哪些？其中又以何者最為重要？(資金運用的自由程度、資訊透明度、法令限制等)

回答整理：

1. 集資能力（本益比）

對於企業而言，選擇上市的最重要因素莫過於是「資金需求」，此因素之影響力遠比任何其他因素來的重要，倘若無法提供足夠的資金，再多的其他誘因都無法吸引企業在當地上市。而外商證券業者所輔導上市的企業之所以大多選擇美國、香港上市，也正是因為這兩個地方的市場夠大，資金充裕；香港一直是亞太地區集資能力最強的市場、甚至是全球資金流量最大的市場，尤其近幾年中國大陸的資金不斷流入，使得在香港上市的公司本益比更高，雖然中國大陸實施外匯管制措施，但流入香港市場的資金仍不容小覷。

以各地的集資能力作比較：美國、香港市場較大、資金充裕，但在美國上市成本較高，倘本益比夠高的話，可以抵銷成本；而香港的本益比高、市值大、交易量大，其資金募集效率高，深受國際投資人喜愛。

2. 法令規章

以各地證券交易相關法令規章而言，美國與香港的證券法規相對較為完備；而新加坡對於公司上市之限制較少，上市較為容易。大陸

以前區分 A、B 股，並不利於外資公司上市，現已修正為亦可發行 A 股，然欲在大陸上海、深圳上市難度仍較高。

相較之下，台灣的證券交易相關法令規章尚未完備、交易環境有待改善，尤其台灣政府對於台商的管制太多，以台商投資大陸為例：若台商投資大陸未向投審會申報，一旦回台即會面臨處罰；又以台灣上市公司再籌資的審核程序為例，在台灣從送件到上市，通過證期局的審核要兩三個月，在香港卻只要兩、三個禮拜。

3. 群聚效應

過去台商到大陸發展多是傳統產業，因此台商在香港設立的海外公司亦多以傳統產業為主，使得香港證券市場裡鮮有電子產業，然近幾年電子產業似有增多的趨勢，如 TPV、富士康等公司，一旦具有指標性的公司到海外上市往往會引領相同產業中其他企業相繼至海外上市，形成群聚效應。甚至連經營家具業之台昇國際亦選擇至香港上市，反觀台灣，上市公司裡一家家具業都沒有。

4. 成本

包含上市費、承銷費用、稅捐費用、律師費、會計師費用、時間成本...等等，以美國成本最高，香港次之，新加坡再次之，台灣的上市成本幾乎是最便宜的。

5. 公司治理

公司治理有時亦為公司考量是否至海外上市之因素，然對國內經營者而言似乎鮮少有因為此一因素而放棄海外上市之機會；誠言之，集資能力仍為公司選擇是否前往海外上市的最重大原因。以各地對於公司治理方面的要求作比較，台灣的要求相對較為寬鬆。

6. 政治因素

按照一般公司經營的情形而言，政治因素不應該是公司選擇是否至海外上市的考量因素，然而在兩岸的特殊政治態勢下，此一原本應該是最不相關的因素，卻成為了影響最大的因素。以台灣高鐵為例，即便有再高的資金需求，也不可能（或者該說是不敢）去香港、大陸掛牌上市。

問題三：

綜合前述對於台商選擇到海外上市的考量因素分析，台灣相較於其他國家難道沒有競爭力、沒有吸引力嗎？

回答整理：

其實以前述幾項指標來看，選擇在台灣上市的成本是最低的，對於公司治理的要求也相對較低，但是因為政府的「大陸政策」使然，從當初的戒急用忍政策至今，兩岸的敵對意識使得政府多所限制，企業在不得已的情況下，只好成立海外公司以投資大陸，然而台商投資大陸的獲益卻無法完整呈現於母公司之財務報表上，導致台灣企業顯示出的本益比低落、其投資價值普遍被低估，投資吸引力自然降低，當然無法吸引企業在台上市。事實上，資本市場講求的就是「資金自由流通」，台灣政府 40% 的投資限制，使得台商無法充分將資金投入大陸，倘若政府能開放企業得 100% 持有大陸資產，則企業之實際價值將能完整呈現於公司財務報表之中。

問題四：

目前對大陸投資 40% 的限制是否成爲促使企業海外上市的重要原因之一？其重要性如何？

回答整理：

1. 40%限制並非大企業決定赴海外上市之原因並非關鍵因素

對大陸投資 40%的限制當然是促使部分企業海外上市的原因之一，但並非唯一關鍵因素。以台塑、台積電等大型企業為例，其資本額龐大，即便有 40%的限制，其得以投資之金額仍十分龐大，40%的限制並不足以使其轉至海外上市，真正箝制住這些企業投資意願的因素，反而是政府諸多的投資項目限制。或許政府基於國家安全考量，而有許多投資標的的限制，但就商業角度而言，這些限制確也造成了許多大型企業無法投資大陸，賺取更多利潤。

2. 40%限制影響中小企業甚鉅

當然，除大型企業外，許多中小企業在大陸投資者，或許的確有開放 40%的需求，因為當企業大量移轉大陸之後，台灣母公司的成長速度遠不及在大陸的子公司，子公司龐大的資金需求已非母公司僅提供 40%的投資額度所能滿足，倘若此一限制無法放寬，自然會逼使部分企業轉而以海外上市集資之方式，彌補資金缺口。

3. 缺乏天然資源，迫使台商出走

此外，並非所有產業外移均因政府之限制使然，如以水泥業為例，目前至少有台泥、亞泥、嘉泥三家公司以子公司名義在香港上市，其原因恐非資金需求之限制，而係水泥業本身於台灣即陷入發展之瓶頸，台灣缺乏經營水泥的礦產資源，企業自然必須往礦產資源豐富的大陸市場前進，此為自然環境使然，與政府政策並無絕對關聯，不過，倘若政府得容許台灣企業 100%持有大陸子公司之股份，則或許企業即毋須耗費成本於海外上市。

4. 台灣限制過多阻礙時效

再者，台灣法令的諸多限制迫使企業界不得不尋求海外上市，以擺脫政府的管轄，原因在於商業活動的競爭瞬息萬變，企業不可能為

了等待政府法令政策的通過而任由公司獲利減少、客戶流失、市場競爭力降低，而台灣法令的修改、政策的制訂又曠日廢時、甚至是朝令夕改，充滿不確定性的法律環境，無法滿足企業所要求的時效性，為了追求企業自身利潤最大化，企業自然選擇以其他方式拓展在大陸的投資。

5. 40%之申報難以落實

又以形式而言，已在台上市的台商一定符合 40%的限制，因為一旦不符合 40%的投資比例限制，即會遭受投審會的處分。尤其去年修正兩岸人民關係條例後，要求只要母公司投資子公司，而子公司投資超過 20 萬美金或持股超過 5%，則母公司必須代子公司合併申報，使得台商投資超過 40%的機率大增。但就實質而言，欲落實此項規定的要求有其現實上的難度，以個人投資為例，依投審會的標準，個人投資有 8000 萬台幣的限制，假設個人將資金投入 google 公司，而 google 公司又投資大陸，則按兩岸關係人民條例之規定，個人必須代 google 為申報，然個人股東豈有能力得知 google 公司之資金流向，進而代為申報？

簡言之，在兩岸都可以快速成長的大企業，其資本額龐大，政府 40%的限制並不影響其營運，反而是經營項目的限制造成企業諸多困擾；但如果是在台灣已經沒有發展空間的中小企業，40%的限制就嚴重影響了公司的營運，為求生存，企業只好以不同方式出走。政府限制投資大陸的結果是：會去大陸投資的公司還是會去，只是換個方式而已。就台灣目前政治生態而言，欲開放台灣投資大陸、讓資金從台灣流入大陸，依現今朝野氛圍為斷，恐非易事。既然政府不能容許台資流入大陸，那何不考慮開放中資購買台灣股票，以香港股市為例，引進中國大陸資金將提高整體市場的本益比。當然，若基於國家安全考量等重大因素，可設部分限制，如單一持股不得超過 10%等限制。至少會比目前中資完全不得投資台灣來得好。

問題五：

目前貴公司手上正在輔導海外上市公司家數較之前多嗎？多為何種產業？

回答整理：

近幾年輔導台商海外上市的案子的確變多，尤以香港、美國居多。許多外商證券業者的利基就是在輔導企業海外上市，因為在國內的承銷業務外商較難與本土證券業者競爭。以產業別而言，台商海外上市還是以傳統產業與電子業為主。但因為產業的不同，企業在海外上市後的後續情形亦有不同。如傳統產業，旺旺、康師傅等企業，在大陸投資生產之產品可直接銷售於大陸，自然容易落地生根，進而繼續留在大陸募集資金，甚至幾乎成為土生土長的大陸公司；而電子產業，即便在大陸生產製造，在香港募集資金，然其銷售對象仍為國際市場，從另一個角度觀察，對原本出資的台商而言，其成立之第三地公司轉而亦成為其競爭對象。

問題六：

不同的產業對於在不同國家上市是否有不同的考量因素？或產業的偏好？

回答整理：

依據不同的產業特性，企業會選擇自己在當地最具發展潛力的市場募集資金，舉例而言：遊戲軟體業就可能會選擇在日本上市、高科技產業會選擇美國 Nasdaq、而傳統產業就有可能選擇新加坡，如旺旺。

以亞太地區而言，仍是以香港為主，因為其資金市場是全球最大的。尤其香港原本即為台商設立第三地公司以投資大陸的跳板，一旦出現資金需求，在香港就地掛牌上市是最方便的。近年來台商相繼選

擇在大陸上市，如「燦坤」、「國祥冷凍」與「信隆車業」等企業，均是因為大陸的本益比日益攀升，甚至已經超越香港，IPO 時可達 20~30 倍，持續的本益比高達 50~60 倍；相較之下，香港 IPO 約 10 倍上下，但上市成本高，需要 1000~1500 萬港幣及 2.5% 的承銷費用，而在大陸上市的費用只要香港的一半，不過在大陸上市的審核時間較長，受到國家經濟政策的影響很大，不確定性很高。然而，以亞太經濟趨勢而言，會有越來越多台商在大陸 A 股上市。

問題七：

台商在海外上市，會遇到哪些問題？

回答整理：

1. 上市失敗的風險

台商之所以會選擇到海外上市，通常都是因為在台灣已經無法取得足夠的資金，或者是取得的資金不能投資大陸。但選擇海外上市的公司仍然要面臨「上市失敗」的風險，以台商至香港上市為例，台商到了上市公司數龐大的香港交易市場，其投資人以法人居多，一旦公司規模太小，在香港可能完全被法人投資人所忽略，淹沒在成千上萬家的上市公司數中；另一種型態的上市失敗，則可能出現在中國大陸，雖然中國大陸資金充沛，然而囿於中國大陸政府的審查過程充滿了不確定性，很可能無法在公司需要資金時許可上市募資，能否及時補足公司資金缺口、配合公司發展，往往需要一點運氣。

2. 政府規章限制：

由於台灣政府的諸多投資限制，迫使企業必須重新架構其企業組織，有些公司選擇以分割的方式，將企業分割為台灣公司與香港公司（或大陸公司），以避免觸法，例如：鴻海切割子公司，分開在香港、大陸上市，但台灣投審會的態度仍讓台商提心吊膽，動輒得咎。亦有

企業選擇以個人投資的方式挹注大陸公司，但自從中芯集團張汝京事件之後，台商個人投資似乎也受到投審會的限制。

3. 大陸資產價值驗證後必須繳稅

一開始台商到大陸創業時，大陸的法律未明，台商也沒有考慮到之後會產生的法律成本。近年來中國政府意識到台商在大陸的資產價值是一塊龐大的稅收來源，因此課稅的問題逐漸在大陸受到重視，台商稅賦的負擔勢必日益沈重。

4. 員工支薪問題

台商在大陸開設子公司，其所派任之台籍員工如由台灣公司支薪，則為台灣公司之成本，但其工作績效表現卻呈現在大陸公司的財務報表上，造成台灣母公司成本支出提高，獲利卻並未增加的現象，台灣母公司之投資價值自然易被低估，

5. 關聯交易

香港證交所在規範關聯交易上很嚴格，避免母、子公司互為銷貨、進貨，而有虛增交易的現象；並進一步規範母子公司業務應獨立、財務獨立。

6. 市場競爭

因為產業的不同，市場的競爭亦有影響。如傳統產業，旺旺、康師傅等企業，在大陸投資生產之產品可直接銷售於大陸，對於在台灣之母公司而言並不構成威脅；而電子產業，即便在大陸生產製造，然其銷售對象仍為國際市場，相對而言，對原本出資的台商而言，即有衝突競爭關係。

問題八：

台商除以海外上市之方式投資大陸之外，似乎尚有以外商併購的方式，轉披外商公司之外衣，從證券商業界的角度來觀察，這一連串的海外上市、外資併購對於台灣經濟是一個警訊嗎？

回答整理：

台商以各種不同方式爭取在國際市場參與競爭的機會，並非壞事。以日月光在台下市為例，日月光的資本額龐大，政府 40% 的投資限制並不影響其在大陸的發展，不至於成為其選擇下市的主因，應係單純併購之商業活動；換言之，企業的上下市應非重點，重點在於公司是否完全遷離台灣，倘其工廠運作、客戶經營均在台灣，亦提供台灣人民工作就業機會，其不過只是成為外商在台的公司，股東換成外國人罷了，應該樂觀其成。而這些股東不願意留在台灣的因素很複雜，有可能是因為稅負、法令制度、政治因素，甚至是為了取得第三國的國籍，不能全然歸咎於政府的諸多投資限制。更何況以台灣企業特殊的經營權結構而言，倘非自願被併購，沒有人可以強迫企業主交出經營權。

問題九：

根據貴公司的經驗，什麼樣的努力可以提高企業在台上市的意願？

回答整理：

台灣已進入另一經濟環境，台灣卻成長太慢，且大量倚賴大陸市場，但資金卻無法流出，導致惡性循環。一方面台灣的母公司無法提供充足的資金亦挹注大陸子公司，另一方面大陸子公司的資金需求卻又與日遽增，而政府不允許台灣企業投資大陸，或是以各種法令限制投資金額，當然會迫使台商以其他方式將資金轉至大陸，例如：以第三地公司名義在香港、大陸上市等，這是一個很自然的商業現象。政府如果真的想要吸引台商在台上市，活絡台灣資金，當然必須消除這

些將台商推出台灣的推力，具體建議如下：

1. 開放台灣公司直接持有大陸資產

使台灣企業毋須透過第三地公司間接持有，台灣企業在大陸投資的損益也可直接反應在台灣公司的財務報表之上，真實呈現台灣企業的投資價值。

2. 開放證券承銷商業務範圍

台灣的證券承銷商和日本承銷商相同，只能作承銷業務，不能像歐美的投資銀行作綜合性的金融業務，限縮了證券業發展；倘欲提升台灣金融業之國際競爭力，政府應考量開放證券業投資本業以外的項目，適度擴張證券業的利基，否則在政府管制下，外商投資銀行可以投資，台灣的券商卻只能作承銷業務，無法與外商投資銀行競爭，進而失去獲利的機會。長久下去，不但台灣企業無法在國際間競爭賺取利潤，政府無稅可收，更進一步，也將逼使大量優秀的金融人才流向外商公司，政府實可謂是「人財兩失」。

3. 應檢討「戒急用忍政策」，不要有那麼多限制

除了 40% 的投資限制外，許多基於「國家安全」理由的投資項目限制亦應予以檢討，就商業角度而言，資金的流通越是自由，越能使企業獲得最大的利潤，換言之，越多的限制，自然會使企業的投資意願低落，更遑論在台上市了；倘無法消弭諸多的營運限制，即使讓台商回台掛國際板、發行 TDR 亦無意義。

4. 解除外匯管制，資金自由流通

金融業最重視的就是資金流通，一旦資金不能自由流通，再多的誘因恐怕也是枉然。以先前推動的 TDR 國際板為例，企業在台灣募集到的資金不能流出去，不能到大陸運用，限制公司的資金僅能在國

內流動，但全球市場的時代早就來臨了，限制資金外流就等同於限制了企業的發展，企業怎麼可能願意回台灣呢？台灣市場集資能力原本即有限，又充滿了諸多投資限制、外匯管制、市場亦不開放，在國際投資人眼中，台灣市場幾乎與越南、馬來西亞等非主流地區性證券交易市場相當；更與國際化的證券市場如香港、新加坡等地背道而馳，難與國際接軌。

5. 適度開放中國大陸資金投資台灣

前述是台商遭遇到「錢出不去」的困境，另一個困境則是「錢進不來」。中國大陸近幾年來經濟發展迅速，已是全球第三大經濟體，龐大的資金在民間流動、尋找投資標的，全球各國無不極盡所能搶食這塊大餅，舉例而言，前陣子中國某家公司 IPO，竟然瞬間凍結了資金 1.6 兆人民幣等著要投資，其集資能力已超乎台灣政府所能想像，但是偏偏台灣政府限制中資不能投資台灣、亦不能持有台灣資產，這無異是台灣政府拿著掃把將中國資金趕出去，實在是不可思議。以目前在大陸上市集資的台商經驗看來，在大陸募集資金幾乎是保證絕對不會失敗，因為大陸資金實在太多，一定能集資成功，其資金熱絡之程度，多到連投資人找券商開戶都必須排隊，可見一般。

6. 兩岸關係影響商業活動甚深，大陸政策是重點

誠言之，以台灣的投資環境而言，其上市成本最低、上市的法令要求也不高，台灣的資金市場亦十分龐大，雖然本益比相較於亞太其他國家似乎稍低，但本益比較低乃是肇因於台灣企業投資價值無法完整呈現；追根究底，影響台商不願在台上市、而選擇至海外上市的重點仍在於台灣的「大陸政策」，倘政府的兩岸政策不能使企業安心投資經營，此不確定因素的存在恐難以提升企業在台上市之意願。

問題十：

國內證券商除了在台灣辦理承銷業務、協助台商海外上市之外，從另一個角度觀察，國內證券商其實也是台灣地區性金融產業的一份子，與台商面臨相同的處境，請問政府的政策是否也影響了國內證券商的營運發展？

回答整理：

台灣政府的種種限制常常會讓業者誤以為政府根本不希望金融業發展。因為其他產業或許還能有條件地往中國大陸發展，而金融業則是完全不行。政府不准金融業前進大陸的理由，是因為金融業監理困難。但是對證券業者而言，金融產業的項目並不相同，證券業的監理遠比銀行業容易，且有市場機制作調控，與銀行業並不相同，但是政府卻將兩者視為同樣的產業，一律禁止券商前往大陸發展一般業務；更矛盾的是，如果金融業因為監理困難而不允許至大陸經營的話，為什麼政府又同意保險業可以到大陸經營？

諸如此類對於證券業的經營限制，導致台灣券商無法在中國大陸從事業務，只能成立代表處，變相替台商服務，甚至連發票也不能開立；或是在香港成立子公司，僅在香港從事證券業務，間接從事大陸的業務。但是政府可曾想過：當全球各地的證券商、投資銀行都能自由地在中國大陸市場進行承銷、輔導上市，甚至投資業務的同時，台灣的證券業卻只能透過迂迴地與大陸券商合作或與外商合作等方式接洽業務，對於客戶而言，在便利與信任的考量下，台灣券商幾乎沒有生存的空間。消極來說，倘政府堅持不願意開放證券業至大陸經營，那麼至少在國內應該給予證券業營業稅或營所稅降低等優惠措施，讓業者得以喘息。

第七章 結論

台灣證券市場近三年來浮現衰退警訊，同時期對照於台商赴海外亞洲鄰近國家上市的風潮，台灣資本市場距離國際化似乎越來越遙遠。對此，政府提出一系列計畫期望提升台灣資本市場競爭力，但政策調整是否對症下藥，政府與產業、藍綠朝野間是否能夠凝聚共識帶領台灣突破現有框架，都令人不得不上問號。

本研究認為台商赴海外上市原因可分為三個層面探討：(I)總體面根本原因在於台灣整體投資吸引力過低；(II)政策面原因在於台灣對大陸特殊投資限制迫使企業出走；(III)制度面原因在於台灣資本市場成熟度及靈活性不足。

造成台灣總體面投資吸引力偏低的因素非常複雜，且非短期所能解決之問題，雖然是導致台商赴海外上市的根本原因，本研究點出後便不再多加著墨。但其下之政策面與制度面原因，只要透過社會凝聚共識、政府政策調整及加強市場制度國際化即可在一定時間內獲得改善，面對國際競爭的時間壓力，台灣還是應該針對目前能夠掌握的負面因素，加緊改進急起直追，否則恐怕錯失更多良機。

● 台商海外上市熱潮未退

近年來台商海外上市以到香港的為最多，計有 48 家，其次為新加坡、泰國，都在 10 家以上，在新加坡上市的有旺旺集團、奐鑫控股、東亞科技、美德向邦醫療等，在泰國上市的有巴都化學工業、聚亨企業集團(泰國)、TPT 石化、金寶電子(泰國)等。其他如越南、印尼、日本，也都有台商前往上市。從產業結構來看，在亞洲各地上市的台商，以電子業最多，有 28 家，占 35%，傳統產業裡的紡織業次之，有 11 家，占 13%，兩者加起來接近全部半數。其他各種產業，從傳統的食品、與銀行相關的金融業，到新興科技的代表生技產業等

各種產業，都在這裡占有一席之地。

雖然不少台商已經或打算在香港上市，但是其上市後的表現漲跌參半，且在成交量與本益比方面，並不比同期在台灣上市股票的平均表現好。同時，在港上市要面對上市前是否分拆企業的抉擇、上市後面對港股不利小型股及科技股的挫折，對企業來說是一大挑戰。然而這也不能使台商赴港上市的熱潮退燒，據寶來投信預估，於 2008 年之前在港上市的業者有 2、30 家之多。在這種趨勢之下，台灣資本市場國際化無疑尚待努力。

● 台商海外上市三大原因

台商海外上市三大原因包括投資環境之根本原因、對中投資政策帶給香港優勢之直接原因，以及金融法律環境之不完備。

企業赴外上市，無論是因為即在台發展陷入瓶頸或是以外國為主要市場，由於是企業自身對其發展目標設定以國外當地為主要或內需市場，則在當地上市自然更有利其企業發展。進一步從我國近年來對外與來台直接投資的走勢來看，其數據顯示投資能量下滑。再從相關研究來看，企業的投資地點與其是否到國外上市有關。因此改善投資環境，使台商（以及外商）在台直接投資，才能促使其在台上市，而台商到海外上市的根本原因即在於台灣投資環境問題。

再從直接原因來看，目前到香港或新加坡上市的台商，是想在中國拓展事業，但是在政府的兩岸政策限制之下，台商只有各尋途徑赴外上市，以求自由運用募得的資金。對台商而言，赴香港掛牌上市有下面幾點好處：1. 資金進出方便、運用自由，2. 香港股市貼近中國市場，3. 未來投資彈性大，4. 市場運作規則靈活度佳。對台商而言，也許香港不是最好的，但是卻提供一個平台，讓企業所募集的資金可以用在中國投資。另一方面，根據研究指出，在客觀評比下，香港的資本市場成熟度較高，因此當在香港上市對在中國發展的台商較有利

時，則香港市場運作規則的靈活度，更增加其吸引力。

在法律環境方面，從客觀的事實來看，2007年初發生的力霸案所引發的一連串金融弊案，正凸顯了台灣相關法律規範的不足，以及相關單位執法效率的低落，進而對金融產業造成若干問題與影響。從 JP Morgan 於 2005 年對各證交所所做的評價比較裡，也可以看出，以美國為例，上市條件要求與資訊揭露要求等方面的嚴格要求，是規模較大的股市應有的規格，而我們在這方面還有待努力。

● 對中國大陸投資限制的鬆綁建議

籌資市場的限制若過多，對企業而言該市場便不具吸引力。對照國際間各市場莫不努力減少限制與國際接軌，台灣資本市場卻不斷自我設限，若無法獲外資企業的肯定，又無法吸引本國企業，則遑論要促進台灣資本市場的國際化。

國內企業受 40% 資金上限限制影響最大為傳統產業；高科技產業因種種投資產品項目被列入禁止，即使投資金額未達上限亦動彈不得；金融業則被列為禁止類經營項目，無法隨著台商的腳步到對岸為企業提供服務，只能眼看客戶逐漸流失到當地或外商金融機構手中，坐失競爭力。

目前立法委員劉憶如已於 2006 年 11 月初在立法院提出兩個放寬幅度不同的法律修正案，為企業登陸的資金需求解套。即便此案在立法院提出的第一天內就達到連署門檻上限，得以進入院會一讀，最後獲得破百位立委的連署，但直至立法院本會期結束(2007 年 1 月 19 日)，都因持續遭民進黨團退回，而無法順利進入委員會進行專業討論與實質審查。

對國內企業種種限制規範已迫使台商走向香港、新加坡，也使有意返台掛牌的企業裹足不前，若我們再不儘速凝聚各界共識積極採取

行動，等到有些極具指標意義的大企業決定自台灣連根拔除時，可能會對台灣形成難以承受的衝擊。

● 台灣證交所市值排名亞太第 8、集資能力第 11

股票市場的蓬勃發展，有賴於股市規模的擴大、產品質量的增加，這是證券交易所的重要功能之一。而資本市場要國際化，除了本國企業在證交所上市之外，也應吸引外國企業前來上市，全球排名在前面的交易所例如納斯達克、香港等即因此擴大股市規模。

以股市規模與集資金額來看證券交易所的表現，就全球而言，台灣股市市值排名第 20，集資能力為第 28，就亞太而言，台灣股市市值排名第 8，集資能力為第 11。此外，台灣的股市市值與集資金額比例遠低於多數證交所。比較台港星三個交易所的表現，香港股市市值一直大幅成長而居領先，新加坡穩健保持低調，台灣的市值自 2002 年穩定成長，成交值起伏頗大，目前處於有所回升，本益比開始提高，上市家數稍減而沒有太大變化。

一般證所交股市市值與集資金額比例約為 250:1，而台灣卻為 380:1 來看，也就是說，一方面台灣股市市值不夠高，另一方面集資額也低於一般水準，因此要成為國際資本市場，吸引力還要再提高，所需者不僅是本國企業投入本國市場，也應吸引外國業者前來投資。

● 座談訪談參與人士的意見

為使研究成果能夠更切合國內資本市場實際脈動，本研究針對研究主題舉辦一場百人大型研討會及二場次座談會；另對台資企業與券商進行問卷調查；並分別與本國證券商及外資券商高階主管進行深入訪談，獲得產官學研各界學者專家針對政策法令面、學理面及實務面提供許多寶貴意見，具高度參考價值。

經由上述會議、問卷及訪談資料，本研究團隊簡單歸納出業界對於台商選擇海外掛牌上市的原因如下：

1. 台灣市場的集資能力不若香港、大陸
2. 台灣相關證券交易法令規章不夠完備
3. 相關產業有群聚效應於特定市場掛牌
4. 在台上市之時間成本及不確定性太高

以及影響最大，形成最大的推力迫使台商在海外上市的因素：

5. 政治因素及其因運而生的諸多限制

又台灣政府對於台商投資大陸 40% 的投資上限，因應產業別的不同、企業資本額的不同而有不同的影響力，不應一概而論：

1. 40% 的限制對於大企業並非唯一關鍵限制
2. 40% 的限制影響中小企業甚鉅
3. 部分產業係因台灣缺乏天然資源而出走
4. 40% 的限制縱有其政策目的，其於實務之運作亦難落實

再者，台商在海外上市亦面臨許多問題，非如想像中順遂：

1. 海外上市集資失敗的風險，兩頭落空
2. 台商在海外的投資仍受投審會的規範，動輒得咎
3. 大陸資產價值驗證後的課稅問題
4. 設置第三地公司所衍生關聯交易與市場競爭的問題

最後，政府應有實際的作為以吸引台商回留台灣：

1. 開放台灣公司得以直接持有大陸資產
2. 開放國內證券承銷商業範圍，以利國際競爭
3. 解除外匯管制，務使資金自由流通
4. 有條件開放中國大陸資金投資台灣
5. 重新檢討「戒急用忍政策」，適度放寬各項限制
6. 兩岸關係影響商業活動甚深，大陸政策是重點

我國資本市場要國際化，根據上述相關訪談以及學理、實證上的研究，要面對三大原因，也就是投資環境之根本原因、對中投資政策帶給香港優勢之直接原因，以及金融法律環境之不完備。從企業經營的角度來看，如果投資、營運目標在外國，則在國外上市本是再自然不過的事，而在投資地點與上市地點的相關研究裡，也得到赴海外投資及銷售增加促使企業赴外投資的結論。台商海外上市的根本原因在於投資環境的問題，然而要改善這個狀況，要靠長期的努力，無法一蹴而成。從目前在海外上市的台商以香港最多來看，其直接所面臨是40%投資上限等對中投資政策的問題。從法律的角度來看，在上市相關法令方面，台灣也較香港不足。因此，資金運用的自由度與法律環境的健全與否，是這類台商赴外上市的直接原因，而這兩點依本研究的建議，則是改變政策就可以做到的。

總而言之，要使資本市場國際化，應先從改善三大原因裡的對中國大陸投資政策以及國內相關法律環境著手，使投資環境在短期內即有所改變，同時更要進一步思考從根本改善台灣的投資環境。

『台商為何赴香港上市？』研討會議程表

01:30~2:00	報 到
第一場次 台商赴香港上市考量因素為何？	
02:00~3:10	<p>主持人：劉憶如 (立法委員、台灣大學財金系兼任教授) 與談人：吳當傑 (金管會證期局局長) 谷月涵 (花旗環球證券董事總經理暨研究部主管) 許仁壽 (台灣證券交易所總經理) 謝金河 (財訊文化事業執行長)</p>
	<p>■ 題綱：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 為何引發台商赴香港上市風潮？香港市場的吸引力何在？香港之客觀條件是否真較台灣為優？ 2. 台商為何不願回台上市？是因為「上市上櫃公司投資大陸不得超過公司淨值 40% 上限」的限制？還是有其他原因？ 3. 台灣受到的衝擊為何？金融證券業應當如何因應？ 4. 未來台資企業赴香港上市情況是否將更為熱絡？台灣該如何找回國際競爭力、突破邊緣化危機？
03:10~3:20	<i>Q & A</i>
03:20~03:40	<i>coffee break</i>
第二場次 台商赴香港上市途徑為何？	
03:40~04:50	<p>主持人：林修葳 (台灣大學國企系教授兼系主任、所長) 與談人：杜啟堯 (勤業眾信會計事務所會計師) 康榮寶 (政治大學會計學系教授) 劉丹陽 (寶來證券資本市場處副總經理)</p>
	<p>■ 題綱：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 為何引發台商赴香港上市風潮？香港市場的吸引力何在？香港之客觀條件是否真較台灣為優？ 2. 目前台商赴香港市場上市情況？成功與失敗案例各有哪些？ 3. 如何赴香港上市？其申請程序為何？成本與費用較台灣有何不同？ 4. 赴香港上市需具備什麼條件？哪些企業適合？哪些企業不適合？
04:50~05:00	<i>Q & A</i>

主辦：中華財經法案研究協會、世界綜合研究中心
時間：2006 年 10 月 30 日 (一) 下午 2:00 至 5:00
地點：台北國際會議中心 102 會議室 (台北市信義路五段 1 號)

參考資料

Financial World 國際投資月刊, 2007.01

JP Morgan, 2005, Equity Markets Overview

Marco Pagano , Ailsa A. Roell, and Josef Zechner, 2002.12, The Geography of Equity Listing: Why Do Companies List Abroad?, The Journal of Finance · vol. LVII, No.6

World Federation of Exchanges, 2006.04.27, WEF 2005 Annual Report

World Federation of Exchanges, 2006.10, Focus Monthly Statistics

中華財經法案研究協會，2006，台商為何赴香港上市座談紀錄

中華財經法案研究協會，2006，台商為何赴新加坡上市座談紀錄

沈中華、王偉芳，2006.02，香港上市與台灣上市上櫃的比較，證券櫃檯月刊第 116 期

康曉龍，2004.11，台商回台或赴港上市面面觀，貨幣觀測與信用評等

廖鴻輝，2007.01，台商選擇台灣或香港股票上市之研究

寶來投信，2006.11，寶來亞洲台資企業基金

寶來投信，2006 年，寶來亞洲台資企業基金 Q & A

外貿協會

駐泰國台北經濟文化辦事處經濟組

駐泰國台北經濟文化辦事處經濟組

World Federation of Exchanges <http://www.world-exchanges.org/>

中央銀行網站

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

行政院大陸委員會網站

香港雅虎 <http://hk.yahoo.com/>

香港證交所 http://www.hkex.com.hk/index_c.htm

泰國交易所 <http://www.set.or.th/en/index.html>

新加坡證券交易所 <http://www.sgx.com/>

中國時報

經濟日報

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