

中華民國證券商業同業公會
委託專題研究

我國證券商國際化的障礙與條件
— 亞洲區域證券商之研究

執行單位：財團法人中華經濟研究院

中華民國 105 年 4 月

我國證券商國際化的障礙與條件

— 亞洲區域證券商之研究

計畫主持人： 吳中書

共同計畫主持人： 林蒼祥

吳明澤

研究人員： 林柏君

林谷合

鄧天強

研究助理： 郭盈男

莊凱婷

毛哲文

目次

目次.....	III
表次.....	V
圖次.....	VI
第一章 緒論.....	1
第一節 研究動機與目的.....	1
第二節 研究範圍.....	3
第三節 研究架構與章節安排.....	4
第二章 亞洲各潛在市場概況分析.....	6
第一節 總體經濟環境.....	6
第二節 金融發展概況.....	15
第三節 證券市場發展概況.....	19
第四節 各國經營環境概況.....	26
第五節 小結.....	29
第三章 我國與各國證券業相關法令規範.....	33
第一節 我國對於證券商佈局亞洲之相關法令.....	33
第二節 各國對外來直接投資相關法令.....	46
第四章 東南亞各國已有發展實績之證券商個案分析.....	60
第一節 國際佈局當地經營理論基礎.....	60
第二節 東南亞投資之外國代表性證券商個案分析.....	67
第三節 東南亞投資之本國證券商個案訪談分析.....	73
第四節 小結.....	77
第五章 我國證券商進行東南亞佈局之 SWOT 分析.....	81
第一節 我國證券商在東南亞佈局之優勢.....	81
第二節 我國證券商在東南亞佈局之劣勢.....	85
第三節 我國證券商在東南亞佈局之機會.....	89
第四節 我國證券商在東南亞佈局之威脅.....	92

第五節 SWOT 交叉分析	94
第六章 結論與建議.....	100
第一節 結論	100
第二節 建議	102
參考文獻	105
期中報告意見回覆表	107
期末報告意見回覆表	111

表次

表 1	馬來西亞證券商排名.....	23
表 2	印尼證券商排名.....	24
表 3	越南證券商排名.....	24
表 4	柬埔寨證券商排名.....	25
表 5	金管會協助金融業佈局亞洲之法規鬆綁.....	35
表 6	相關修正與新增法規整理.....	39
表 7	東南亞各國有關外國人投資證券業之持股規定.....	48
表 8	東南亞各國有關併購規定簡表.....	51
表 9	東南亞各國有關勞工雇用規定.....	54
表 10	東南亞各國有關鼓勵外人投資及有利措施.....	57
表 11	我國在東南亞各國投資統計表（單位：千美元）.....	89
表 12	我國證券商東南亞佈局之 SWOT.....	93

圖次

圖 1	研究架構圖	5
圖 2	2014 年東南亞各國 GDP(單位：百萬美元)	7
圖 3	2014 年東南亞各國總人口(單位：萬人)	7
圖 4	2014 年東南亞各國人均 GDP(單位：美元)	8
圖 5	2014 年東南亞各國儲蓄率	11
圖 6	東南亞各國網路使用率及其成長率 (%)	12
圖 7	東南亞各國行動裝置普及率與成長率 (%)	13
圖 8	東南亞各國 3/4G 上網比重 (%)	14
圖 9	清廉印象指數 (分數)	15
圖 10	東南亞各國金融與保險業佔 GDP 比重(單位：%)	16
圖 11	M2 佔 GDP 比重 (%)	16
圖 12	銀行業利差 (%)	17
圖 13	銀行不良貸款率 (%)	18
圖 14	每 10 萬成年人 ATM 數目 (臺)	18
圖 15	股票交易總額(百萬美元)	19
圖 16	股票交易總額佔 GDP 比例(%)	20
圖 17	上市公司資本額(百萬美元)	20
圖 18	上市公司家數 (家)	21
圖 19	股票周轉率 (%)	21
圖 20	證券商佈局亞洲之可能策略與模式彙整圖	34
圖 21	臺灣證券商電子式交易佔市場成交比率	84
圖 22	SWOT 交叉分析矩陣圖	94

第一章 緒論

第一節 研究動機與目的

為了使國內金融業者走出去，金管會推動金融機構佈局亞洲的打「亞洲盃」政策，已於 2014 年 8 月 20 日邀請 8 大金融業者參與佈局亞洲市場座談會，以了解業者目前在拓點或購併過程遇到的相關問題，並將進一步展開個別輔導以加速落實併購或海外佈局。前主委曾銘宗亦在會中提出建議，除了以增設分支機構的方式外，也可以海外併購子公司的方式迅速擴大亞洲的經營據點。2015 年 1 月 23 日「金融四法」(包括銀行法、保險法、國際金融業務條例與金融消保法)亦在立法院三讀通過，金融控股公司可對 50% 以上的海外子公司辦理無擔保授信，且轉投資額及投資非金融機構事業，上限總額可以以淨值 40% 計算，使得金融機構在海外佈局資金的運用更加靈活。除了法規鬆綁外，金管會亦透過監理合作、儲備人才與建置資料庫等方式，協助金融機構向海外拓展市場。

他山之石，可以攻錯。在亞洲國家中，新加坡為東協國家中發展較為成熟，且為國際化程度非常高的國家，其金融發展程度亦相當高。雖然新加坡自然資源缺乏，國內市場狹小，對一個國家的經濟發展是不利因素。但新加坡也存在許多優勢。首先，新加坡的地理位置優越，而且基礎設施比較發達，使得它成為東南亞的重要貿易中心和港口。其次，英語在新加坡廣泛使用，而英語是國際金融業中通用的語言，這些均為新加坡金融業提供最有利的發展條件。2013 年，新加坡金融業增加值佔國民生產總值的比重達 12.2%(其中，銀行業增加值佔金融業增加值的比重為 46.7%)，新加坡所管理的全球財富規模高達 2.1 兆美元，僅次於紐約和瑞士，名列全球第三。另上述東協 6 國 7 個交易所成立之東協交易平臺即是由新加坡交易所主導，建立委託單轉送系統(Order Routing)，整合後的東協交易所(ASEAN Exchanges)將囊括 3,613 家上市公司，市值

達 2.1 兆美元，為全球第八大交易所(吳敬堂，2014)，其在東協國家證券市場之地位可見一般。因此，在推動國內證券商打亞洲盃時，有必要對於新加坡的證券金融市場的經驗以供我國證券商參考。

另外，日本在國際金融市場中的地位亦是非常重要的，而如野村證券、大和證券等更是國際知名的證券公司，在世界各地均有據點，是非常成功的國際化之例。1927 年野村證券便開始在海外建立辦公室，現在美國紐約、舊金山、英國倫敦外，在奧地利、盧森堡、法國、德國、義大利等歐洲國與香港、臺灣、菲律賓、印尼等亞洲國家均有分支機構，其海外業務經營相當成功，值得我們參考。

在潛在市場開發上，亞洲最大的一個市場是中國大陸，國內多數的證券商均以在中國大陸不同地方設立辦事處等據點，或是與大陸證券商合作，但受限於兩岸服貿協議卡關，在證券市場上一直無法有效的開展其業務，這是兩岸特殊的環境使然，非屬於單純的經濟問題，而且對於兩岸證券業的分析討論報告數量已非常多，因此本研究將不以中國大陸為國內佈局的討論對象，而是以近年來快速的崛起的東南亞新興市場國家為主要討論對象。尤其是東協國家整合後，其市場規模已經大幅擴張，東協 6 國的 7 個交易所成立的東協交易平臺更是將東協各國證券市場串連起來，其規模與發展潛力均不容忽視。而且，東南亞如越南、印尼等國過去一直是臺商投資的主要地區，已有相當程度的潛在客戶存在，且透過與該些臺商的互動，較容易掌握該國實際的經濟與金融情勢，與較為迫切需要的金融業務，對於我國證券商而言，相對是較為有利的市場。因此在進行亞洲市場佈局的時候必須考量各國不同的特性，實施不同的擴張政策、資源整合與業務擴張策略，以達成最有效率的分工與整合模式。

然而，由於東南亞國家普遍發展速度較慢、基礎建設不足、法令規範複雜且執法不足、通貨膨脹嚴重、官員貪污屢見不鮮、勞工素質不一、語言與風俗文化、交易習慣差異等，造成投資風險相對較大，該些問題

在進行海外佈局時均必須加以審慎考量。在推動國內證券商佈局亞洲盃的目標下，除了需要對於亞洲地區各個國家的經濟、金融等總體環境有明確的掌握外，亦應該對於各國的證券業的發展現況有具體的瞭解，以達知己知彼之效，進而對我國證券商前往當地投資、併購與經營策略有相應的規劃與調整。

綜合上述，本研究希望以兩構面進行研究，一為公司構面，一為市場構面。在公司構面上，本研究將以主要競爭國家推動證券商國際化的政策措施與其具代表性的個案公司，且已站穩腳步之區域型證券商之進入與經營模式，供我國證券商參考。而市場構面上，則是以我國證券商國際化的潛在市場(以東南亞國家為討論對象)為主，分析其總體經濟、金融市場與證券業現況，並討論其對於外商投資當地的相關法令規範或鼓勵措施，供我國欲前往當地投資或併購者參考。當然，對於我國本身對於證券商國際化之法令限制與規範亦將進行盤點，配合我國證券商的優劣勢、當地法規與鼓勵措施與主要競爭國家成功案例，對我國證券業國際化之相關法則提出適當的政策建議。

第二節 研究範圍

故本研究計畫目的除了將借鏡新加坡、日本等發展較為先進的國家與地區的發展經驗並同時考量拓展其市場機會與挑戰外，亦將分析東南亞主要國家的證券業發展，更重要的是針對已在上述國家與地區有良好經營經驗的國際或區域型證券公司進行個案的討論，以供國內證券商拓展其市場與政府制定相關協助措施的參考。

茲將本研究範圍臚列如下：

1. 挑選較為重要的潛在市場，例如馬來西亞、印尼或菲律賓等)總體經濟環境、金融市場概況與證券業的發展進行整理與分析。
2. 盤點我國與各國證券業相關法令規範，供我國證券商佈局東南亞市場

之參考。

3. 挑選已站穩腳步之區域型證券商進行個案分析。
4. 針對本國證券商東南亞投資佈局之考量與影響因素，面對之困難進行個案分析。
5. 針對我國證券商亞洲佈局進行 SWOT 分析，並由 SWOT 分析中提出亞洲佈局之優勢策略(如進擊性策略、轉移性策略等)。
6. 針對本研究成果檢視我國開放證券業對外投資與經營業務之相關法令規範，兼顧風險控管與拓展市場的情況下，提出可行建議。

第三節 研究架構與章節安排

本研究的架構如圖 1，而本研究章節安排如下：

- 第一章 緒論
- 第二章 亞洲各潛在市場概況分析
- 第三章 我國與各國證券業相關法令規範
- 第四章 東南亞各國已有發展實績之證券商個案分析
- 第五章 我國證券商進行亞洲佈局之 SWOT 分析
- 第六章 結論

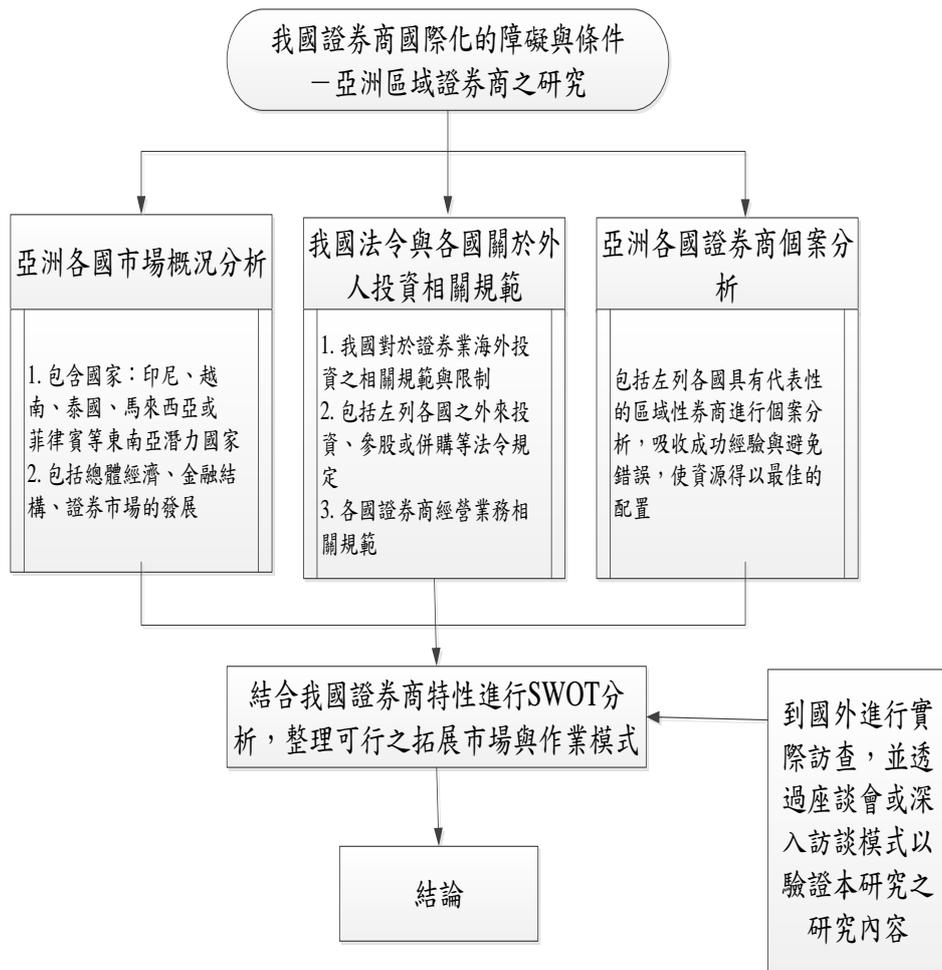


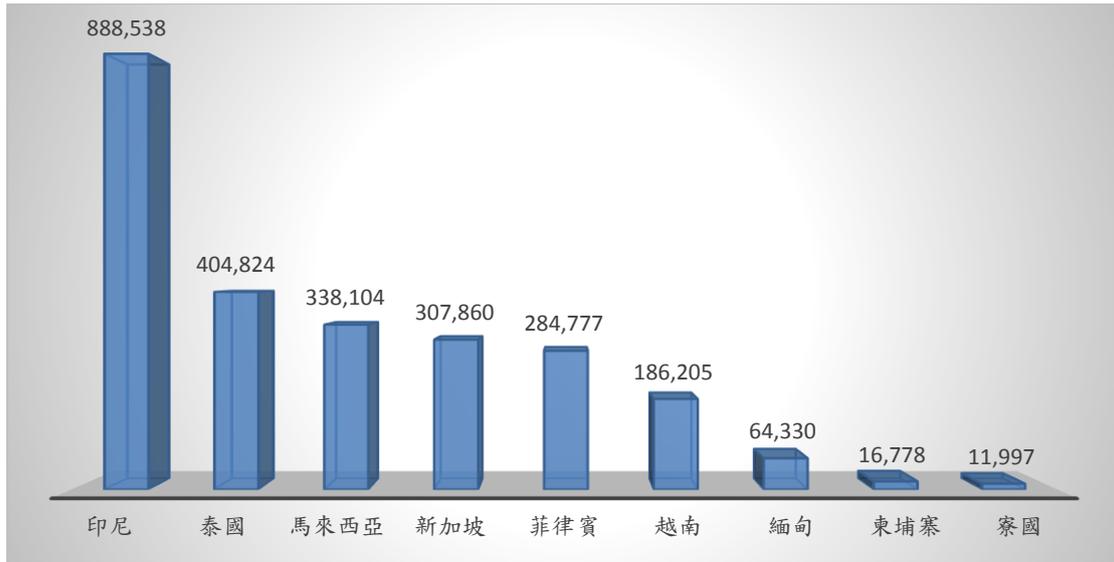
圖 1 研究架構圖

第二章 亞洲各潛在市場概況分析

由於中國大陸與香港幾乎是國內各家證券商海外投資的首要選擇，各證券商均對中國大陸市場有相當之研究，然而由於服貿協議卡關，而能否進入中國大陸市場又幾乎掌握在中國大陸是否願意對我開放，故本研究在分析亞洲潛在市場時，暫不以中國大陸為對象。另外，由於日本、韓國等資本市場相對較為開放，且不乏許多知名且非常國際化區域證券商，因此本研究的重點將集中東南亞國家市場進行分析。本章將重點介紹亞洲各潛在市場之總體經濟、金融環境與資本市場發展概況等，以供希望佈局該市場之證券商進行參考。

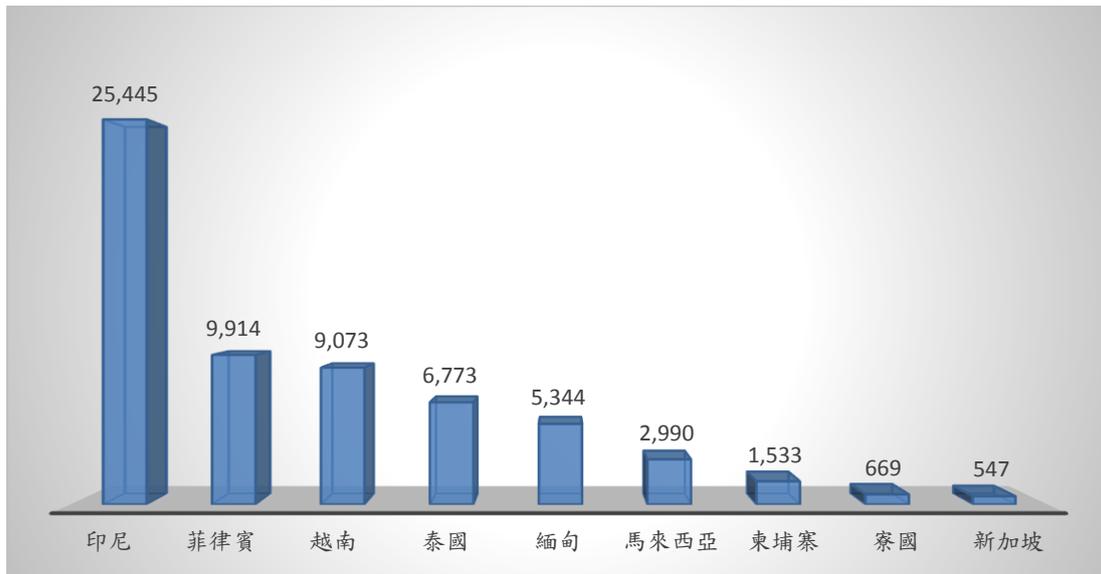
第一節 總體經濟環境

以 2014 年的 GDP 來衡量東南亞國家的經濟規模可以發現，印尼是東南亞國家中經濟規模最大的國家，其 2014 年的 GDP 為 8,885 億美元（以下同），其次是泰國的 4,048 億，之後依序是馬來西亞 3,381 億、新加坡 3,078 億、菲律賓 2,848 億、越南 1,862 億、緬甸 643 億、柬埔寨 168 億與寮國 120 億（見圖 2）。若以人口總數來看，規模最大的國家亦是印尼，2014 年底時印尼總人口數量為 25,445 萬人，為除中國、印度與美國外之第四大國；其次是菲律賓，擁有 9,914 萬人口，世界排名第 13，而越南為 9,073 萬人口，在東南亞排名第 3，世界排名 14，緊追在菲律賓後。其次分別是泰國的 6,773 萬人、緬甸的 5,344 萬人、馬來西亞的 2,990 萬人、柬埔寨的 1,533 萬人、寮國的 669 萬人，最後則是新加坡的 547 萬人（請見圖 3）。



資料來源：World Bank

圖 2 2014 年東南亞各國 GDP(單位：百萬美元)

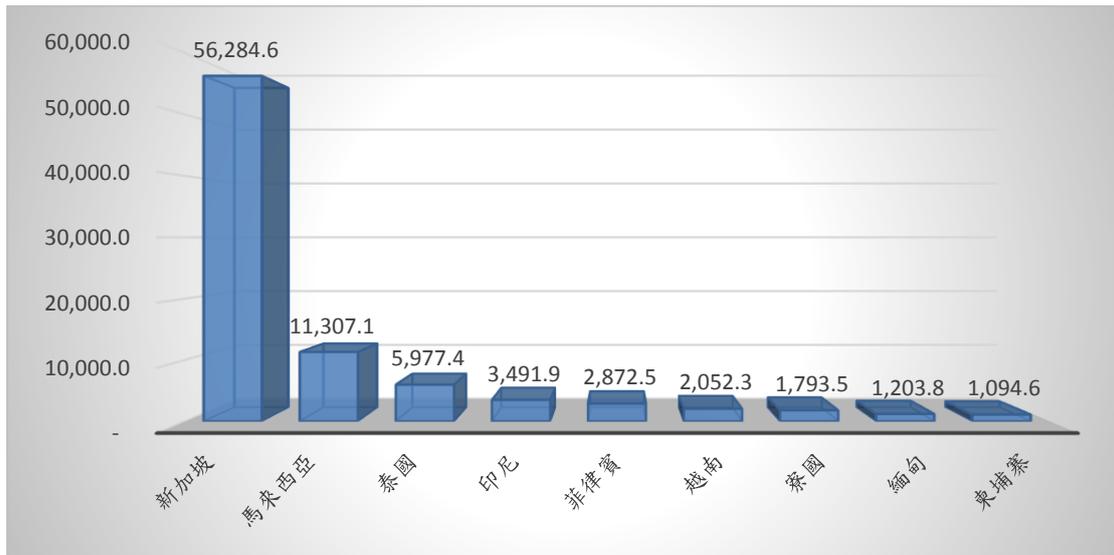


資料來源：World Bank

圖 3 2014 年東南亞各國總人口(單位：萬人)

若以人均 GDP 來看，只有新加坡所得較高，其人均 GDP 為 56,284.6 美元（以下同），其次是馬來西亞（11,307.1 美元），本研究將此兩國歸類為相對高所得國家（人均 GDP 在 10,000 美元以上）。而中高所得國家（人均 GDP 在 2,000-10,000 美元）則有泰國（5,977.4 元）、印尼（3,491.9 元）、菲律賓（2,872.5 元）與越南（2,052.3 元），而低所得國家（人均 GDP 在 2,000 美元以下）則包括了寮國（1,793.5 元）、緬

甸（1,203.8 元）、柬埔寨（1,094.6 元）（見圖 4）。



資料來源：World Bank

圖 4 2014 年東南亞各國人均 GDP(單位：美元)

若考慮東南亞國家在未來的經濟成長潛力，本研究以 Global Insight 所公布各國自 2015 年至 2045 年的經濟成長率來看（請見表 1），其中緬甸、寮國與柬埔寨三國雖然在東南亞國家中均屬於較為落後的國家，但這三國未來經濟成長率亦為東南亞國家中最高的，其中 2015 年以緬甸經濟成長率 7.6% 為最高，但之後遞減的速度也最快，至 2045 年時經濟成長率預期只有 2.7%；其次是柬埔寨，2015 年時預期 GDP 成長率為 7.3%，雖然亦在遞減，但遞減速度較慢，2045 年時仍可以達到 5.1%，顯示柬埔寨在未來 30 年中經濟可能維持較為穩定高速的成長；2015 年預期第三高經濟成長率的國家為寮國，達 6.4%，但下降速度亦相對快，2045 年時為 4.5%。

相較於上述三國，中高速成長的國家亦包括印尼、菲律賓、越南與泰國，其中印尼之 GDP 總量為東南亞國家中最高，人口亦最多，因此其人均 GDP 並不高，但 2015 年預期經濟成長率為 4.7%，表現屬中等，而且至 2045 年其經濟成長率仍有 4.3%，是屬於規模大且相當穩定成長的市場；而菲律賓 2015 年預期 GDP 成長率為 5.3%，2045 年降至 3.8%，在東南亞國家中排名第 5 位。越南 2015 年 GDP 預期成長率為 6.4

%，2045 年時降為約 5.1%，亦是表現相對高速且穩定的國家。而泰國的部分，表現亦相當平穩，雖然 2017 年以前表現不佳，多為 3% 以下，但 2018 年後則均預期保持在 3% 以上的經濟成長。之後是新加坡與馬來西亞等發展較為成熟的國家，新加坡因為已經是發展相當成熟的國家，GDP 水準已非常高，故在基數高的情況下，其經濟成長率的表現相對較低，但仍一直保持在 1-3% 的經濟成長率，2045 年時預期經濟成長率為 2.2%；馬來西亞 2015 年預期經濟成長率為 4.7%，2045 年將下降至 2.9%，相對降幅較新加坡為大。

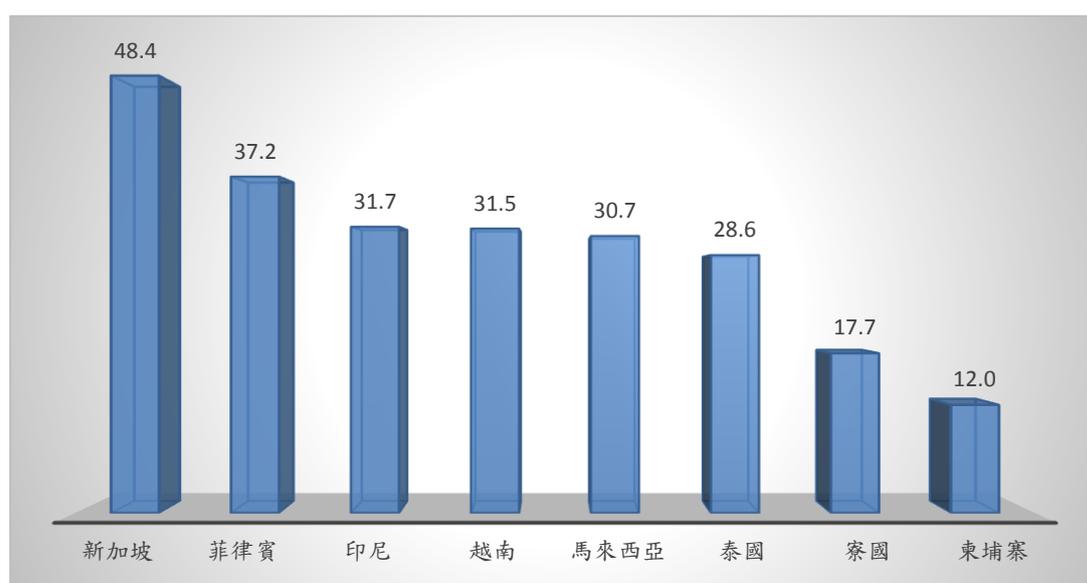
因此，以 GDP 的規模與其成長率來看，新加坡與馬來西亞是屬於發展較為成熟的國家，其整體 GDP 亦相對較高，雖然兩國之經濟成長雖然不是非常高，但相對而言相當穩定。而印尼、泰國則是整體市場規模大於東南亞其他國家，且經濟成長的表現亦略優於新加坡與馬來西亞，有龐大的市場。越南與菲律賓的經濟發展恰介於新加坡等高所得國家與寮國等落後國家之間，其經濟規模雖不若印尼大，但經濟成長的表現卻較印尼為佳，亦是一個相當有潛力的市場。而緬甸、寮國與柬埔寨則雖是落後國家，但未來仍有相當大的發展潛力，不排除有後發國家的後發優勢。

表 1 2015-2045 年東南亞各國預期 GDP 成長率 (單位：%)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045
新加坡	1.6	2.0	2.3	2.6	3.3	3.0	3.4	3.3	3.4	3.3	3.1	3.0	2.9	2.8	2.8	2.7	2.7	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	2.2	2.2	2.2
泰國	2.4	2.4	2.8	3.4	3.6	3.4	3.4	3.9	4.1	3.9	3.6	3.5	3.5	3.4	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.3	3.4	
印尼	4.7	4.4	4.7	5.1	5.4	5.3	5.3	5.4	5.4	5.2	5.1	5.0	5.0	4.9	4.7	4.4	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.2	4.2	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	
越南	6.4	6.4	6.5	6.8	6.7	5.7	5.9	6.4	6.6	6.5	6.2	6.0	5.9	5.6	5.5	5.4	5.4	5.4	5.5	5.4	5.4	5.4	5.4	5.3	5.2	5.1	5.1	5.0	5.0	5.0	5.1
馬來西亞	4.7	4.4	4.6	5.2	5.0	4.9	4.4	4.6	5.1	5.1	4.8	4.3	4.0	3.8	3.6	3.5	3.3	3.2	3.1	3.1	3.1	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	2.9	2.9	2.9
菲律賓	5.3	5.1	5.5	5.6	5.3	5.3	5.2	5.0	4.9	4.6	4.5	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	4.3	4.3	4.3	4.2	4.2	4.2	4.1	4.1	4.0	4.0	3.9	3.9	3.9	3.9	3.8
寮國	6.4	6.7	6.8	6.7	6.6	6.5	6.4	6.2	6.1	6.0	5.9	5.8	5.7	5.6	5.5	5.4	5.4	5.3	5.3	5.2	5.2	5.1	5.1	5.0	4.9	4.9	4.8	4.8	4.7	4.7	4.5
柬埔寨	7.3	7.4	7.3	7.2	7.1	7.1	7.0	7.0	6.9	6.8	6.7	6.6	6.6	6.5	6.4	6.3	6.3	6.2	6.1	6.1	6.0	5.9	5.8	5.8	5.7	5.6	5.6	5.5	5.4	5.4	5.1
緬甸	7.6	7.3	7.1	6.8	6.6	6.4	6.1	5.9	5.7	5.5	5.3	5.2	5.0	4.8	4.7	4.5	4.3	4.2	4.1	3.9	3.8	3.7	3.5	3.4	3.3	3.2	3.1	3.0	2.9	2.8	2.7
汶萊	-1.6	0.6	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9	2.0	2.1	2.2	2.1	2.1	2.0	2.0	1.9	1.9	1.8	1.7	1.7	1.6	1.6	1.5	1.5	1.4	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1

資料來源：Global Insight

與資本市場規模有關的總體經濟指標尚有社會的儲蓄傾向，當一社會儲蓄傾向愈高，對於證券（股票、債券等）的需求亦會愈高。以東南亞國家而言，以新加坡的儲蓄傾向最高，達 48.4%（請見圖 5），而新加坡的人均所得亦為東南亞國家中最高，故人均證券需求亦應最高，其次分別是菲律賓（37.2%）、印尼（31.7%）、越南（31.5%）、馬來西亞（30.7）、泰國（28.6%）、寮國（12.7%）與柬埔寨（12.0%）。

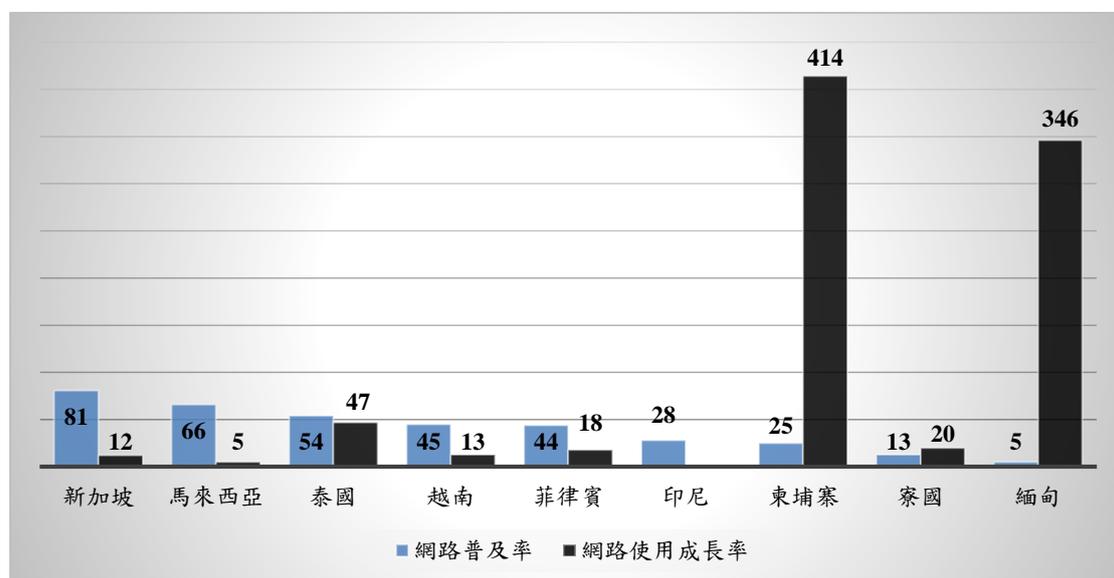


資料來源：World Bank

圖 5 2014 年東南亞各國儲蓄率（單位：%）

另外，由於金融交易科技的日益發達，未來將有相當大比重的證券交易將會使用資訊科技與網際網路進行，故在本研究進行訪談時許多證券商提及在進行市場評估時，在基礎建設上，會考量當地民眾使用網際網路與移動上網（3G/4G）覆蓋率，因為許多東南亞國家人民有使用網路與手機上網直接進行股票交易的習慣，且未來使用上網的交易對證券公司而言，也會相當程度節省營運成本，因此如果網路與手機上網的使用率和覆蓋率愈高，顯示愈可能掌握其證券市場交易的商機。根據總部設於新加坡，專門進行社群網路、行動通信服務的 We Are Social 公司所收集的資料顯示，在東南亞國家中，網路普及率數最高的國家（請見圖

6) 為新加坡 (81%)，其次是馬來西亞 (66%)，其後依序是泰國 (54%)、越南 (45%)、菲律賓 (44%)、印尼 (28%)、柬埔寨 (25%)、寮國 (13%) 與緬甸的 (5%)。而以成長率來看，最高的是柬埔寨 (414%)、其次是緬甸 (346%)，再其次是泰國 (47%)，其後依序是寮國 (20%)、菲律賓 (18%)、越南 (13%)、新加坡 (12%) 與馬來西亞 (5%)。雖然由此可知雖然柬埔寨與緬甸之網路相對落後，但其成長速度也最快，尤其是柬埔寨，其比重與印尼相去不遠，但成長速度達 414%，未來網路普及的速度會愈來愈快。而緬甸則因其基數較低，故即使成長速度達 100% 以上，比重增加亦較慢。

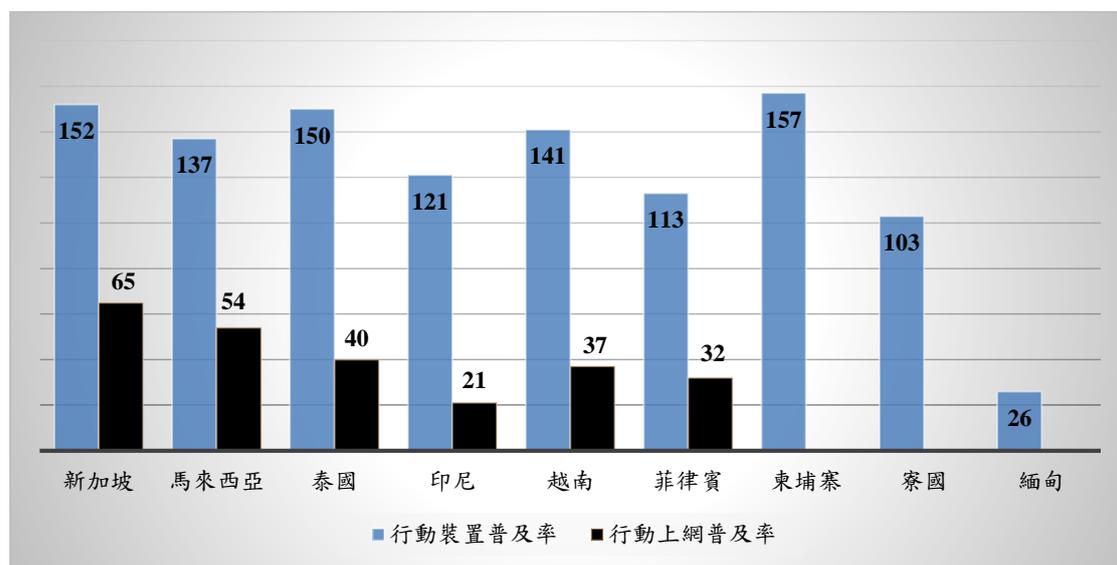


資料來源：We are social 網站”Digital, Social & Mobile in APAC in 2015”報告

圖 6 東南亞各國網路使用率及其成長率 (%)

除了網際網路的使用人數外，行動通訊上網將會是未來金融科技交易創新的重要部分，根據 We Are Social 公司之資料 (請見圖 7)，行動裝置的普及率最高的是柬埔寨，高達 157%，亦即平均每一個人有 1.57 臺行動裝置，顯示柬埔寨雖是較為落後的國家，但行動裝置普及率反較許多先進國家為高，其次才是新加坡的 152%、其後分別是泰國的 150%、越南的 141%、馬來西亞的 137%、印尼的 121%、菲律賓的 113%、寮國的 103% 與緬甸的 26%。在行動上網普及率的部分，柬、寮、緬三

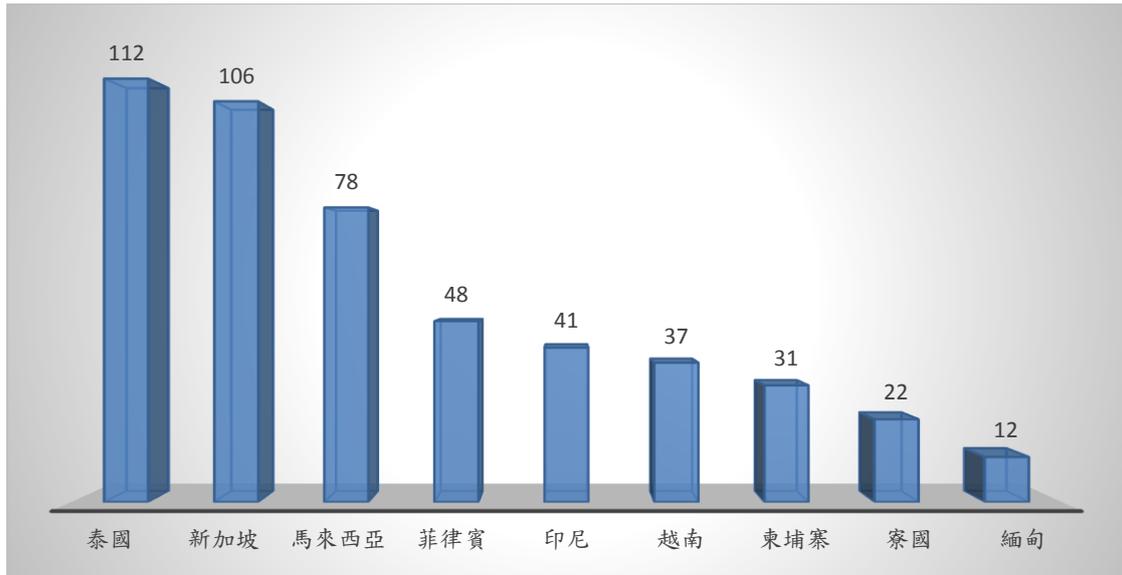
個國家無資料，其餘各國最高的為新加坡的 65%、其次是馬來西亞的 54%、泰國 40%、越南的 37%、菲律賓的 32%與印尼的 21%。



資料來源：We are social 網站”Digital, Social & Mobile in APAC in 2015”報告

圖 7 東南亞各國行動裝置普及率與成長率 (%)

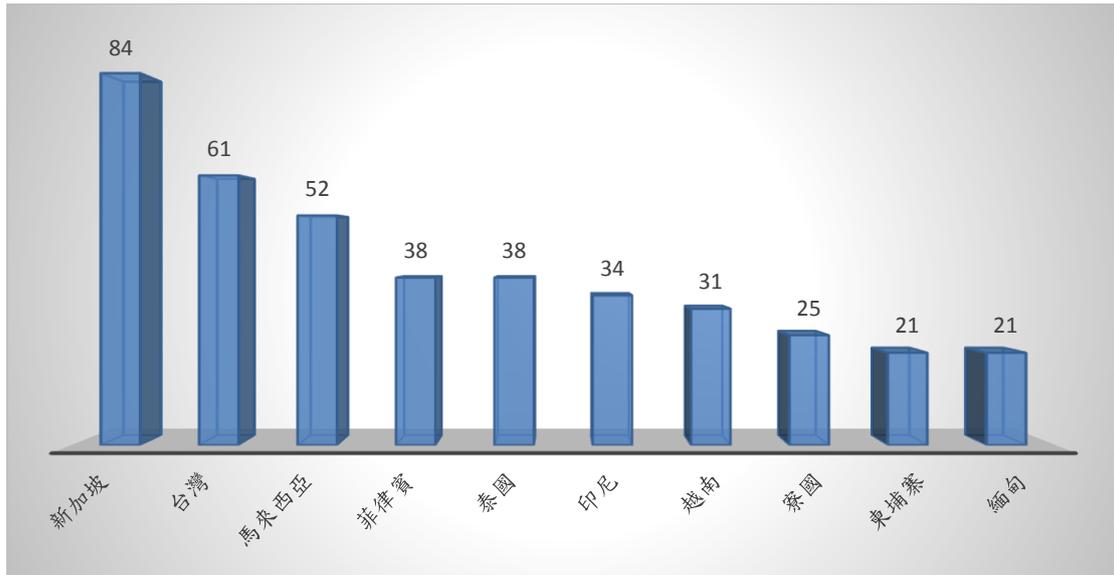
雖然東、寮、緬三個國家沒有行動上網普及率的資料（請見圖 8），但從 3/4G 行動上網之比重可以衡量該國行動上網的先進程度，在東南亞國家中 3/4G 上網比重最高者為泰國，為 112%，其次為新加坡（106%）、其後分別為馬來西亞（78%）、菲律賓（48%）、印尼（41%）、越南（37%）、柬埔寨（31%）、寮國（22%）與緬甸（12%）。整體而言，在東南亞國家中，網路、行動通訊與行動上網普及率仍以相對先進的如新加坡、馬來西亞等國家環境最優，其次是泰國、越南、菲律賓與印尼等中度開發國家，東、寮、緬三國仍屬落後，但其中柬埔寨無論是在網路、行動裝置與 3/4G 上網比重均為三國中最高，且其行動裝置普及率甚至高於新加坡，未來行動裝置的交易應較其他兩國有潛力。



資料來源：We are social 網站”Digital, Social & Mobile in APAC in 2015”報告

圖 8 東南亞各國 3/4G 上網比重 (%)

在總體環境中，除了經濟之外，政治環境也是臺灣證券業者前往投資的主要考量之一，尤其是一國貪污腐敗的情況，將會造成投資巨大的風險。本研究利用國際透明組織（Transparency International；TI）所公佈的 2014 年清廉印象指數（Corruption Perception Index；CPI）來看，全球排名中，新加坡排名第 7，分數為 84 分，而臺灣為 35 名，分數為 61 分，東南亞國家中馬來西亞排名為 50 名，分數為 52 分，其後分別是菲律賓（85 名，38 分）、泰國（85 名、38 分）、印尼（107 名、34 分）、越南（119 名，31 分）、寮國（145 名、25 分）、柬埔寨（156 名、21 分）與緬甸（156 名、21 分）。由此可見，愈落後的國家其貪腐的程度愈高，但相對而言寮國是三個較為落後國家中表現相對較好的國家（請見圖 9）。



資料來源：國際透明組織 (Transparency International)

圖 9 清廉印象指數 (分數)

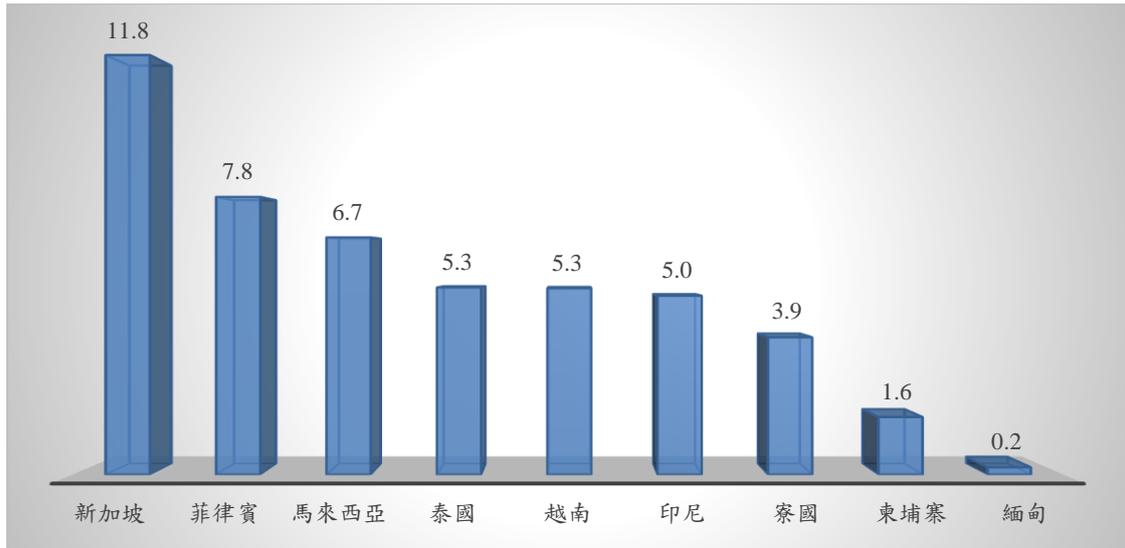
第二節 金融發展概況

本節探討東南亞各國金融業的基本概況，分別從各國金融業發展的程度、銀行利差與銀行不良貸款比率等指標進行分析討論。

一、金融業佔 GDP 比重

首先，我們來看東南亞各國金融與保險業佔 GDP 比重的發展現況，根據世界銀行的資料 (請見圖 10)，¹在東南亞國家中新加坡最高，為 11.8%、其次是菲律賓為 7.8%，再其次為馬來西亞的 6.7%，其餘依序是泰國 (5.3%)、越南 (5.3%)、印尼 (5.1%)、寮國 (3.9%)、柬埔寨 (1.6%) 與緬甸 (0.2%)。

¹各國對於金融業佔 GDP 比重的統計略有不同，如新加坡是以金融與保險業產值佔 GDP 比重、泰國則是金融中介佔 GDP 比重、柬埔寨則是金融機構佔 GDP 比重。另外除柬埔寨為 2012 年資料外，其餘均為 2014 年資料

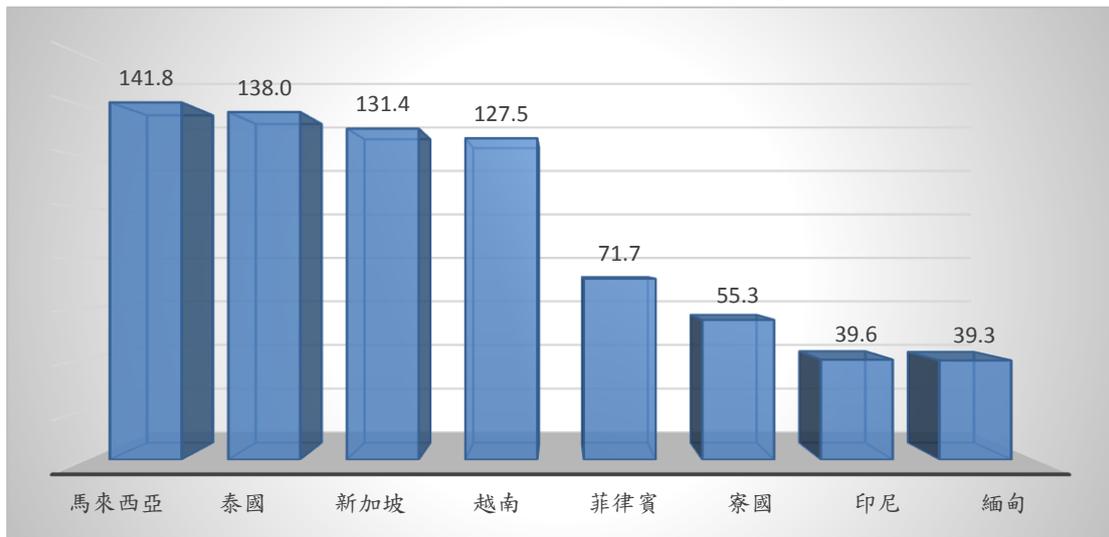


資料來源：World Bank

註：柬埔寨為 2012 年資料

圖 10 東南亞各國金融與保險業佔 GDP 比重(單位：%)

另一個衡量一國金融發展程度之指標為 M2 佔 GDP 之比重，即金融深化的指標(Mckinnon,1973)，一般而言，一國之貨幣發行量佔 GDP 比重愈高，代表金融發展程度愈高。相較於東南亞其他國家，馬來西亞的 M2 佔 GDP 比重最高，達 141.8%，其次是泰國為 138.0%，新加坡排名第三，為 131.4%，其次分別是越南 127.6%、菲律賓 71.7%、寮國 55.3%、印尼 39.6%與緬甸的 39.3%（請見圖 11）。

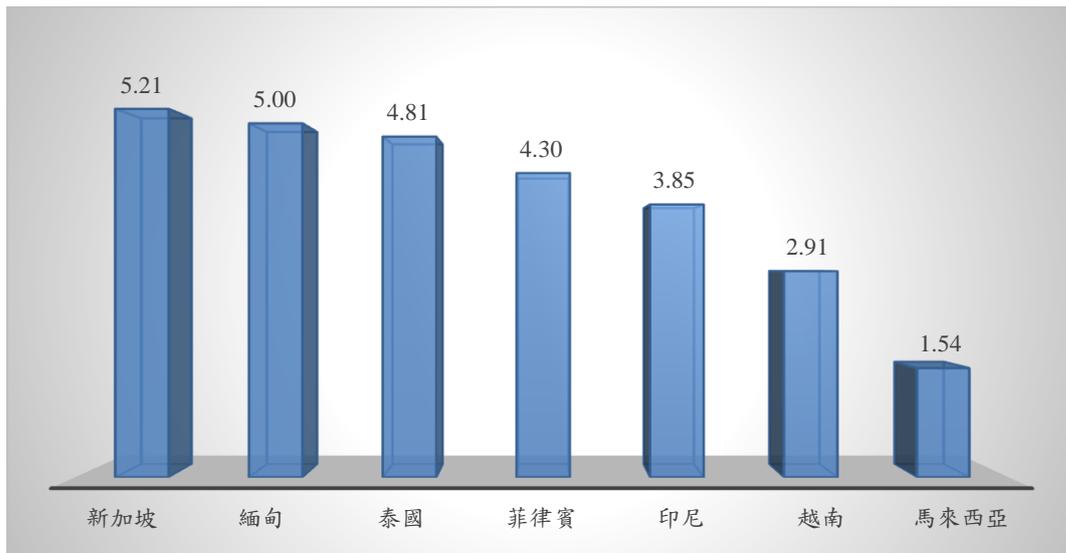


資料來源：World Bank

圖 11 M2 佔 GDP 比重 (%)

二、銀行業的經營環境

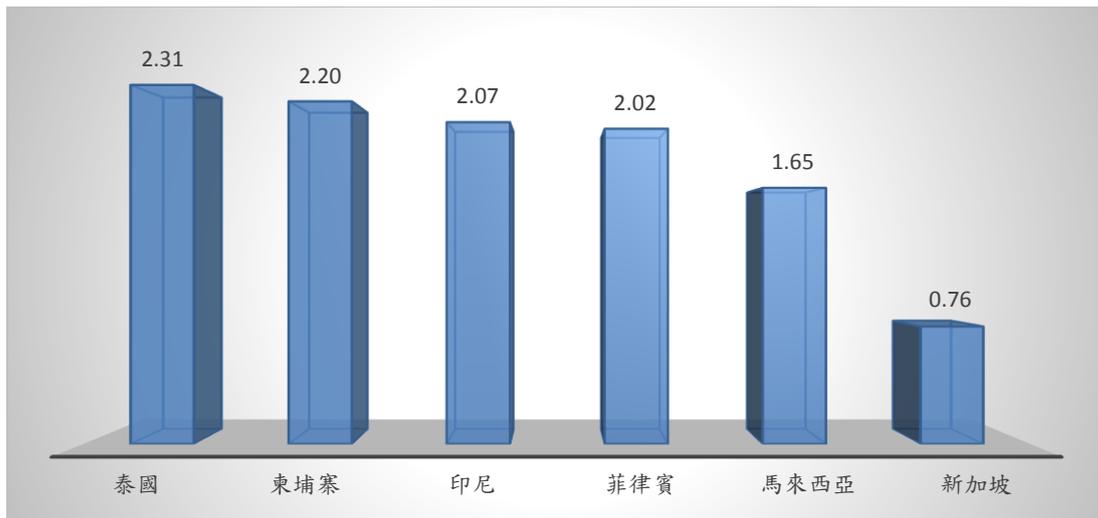
對於銀行業而言，存放款利差是主要收入來源，而一個國家的存放款利差大，有利於證券商融資融券的業務收入。2014年在東南亞國家中，除了馬來西亞(1.54%)與越南(2.91%)，其餘國家的銀行業利差都超過3%，新加坡的銀行業利差(5.21%)最大，其次為緬甸(5.00%)、泰國(4.81%)、菲律賓(4.30%)與印尼(3.85%)（請見圖 12）。



資料來源：World Bank

圖 12 銀行業利差 (%)

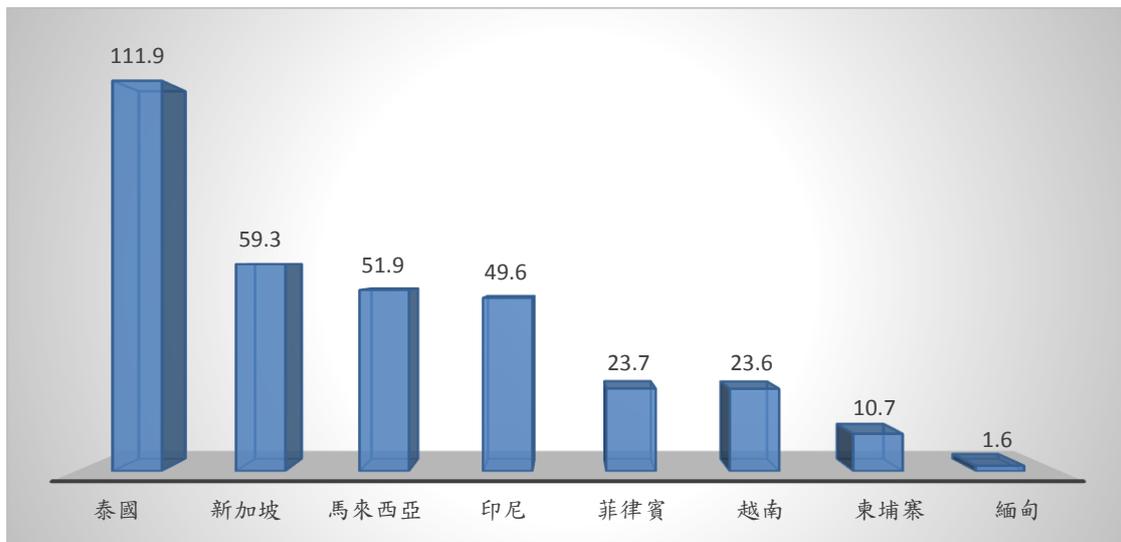
銀行業不良貸款率低可以反映該國金融監理、風險管理與整體經濟環境的狀況。2015年東南亞國家中可取得的銀行業不良貸款率，以新加坡(0.76%)最低，其次為馬來西亞(1.65%)、菲律賓(2.02%)、印尼(2.07%)、柬埔寨(2.20%)與泰國(2.31%)（請見圖 13）。



資料來源：World Bank

圖 13 銀行不良貸款率 (%)

2014年東南亞各國每10萬成年人ATM數目以泰國(111.9臺)最多，其次為新加坡(59.3臺)、馬來西亞(51.9臺)、印尼(49.6臺)，其餘國家每10萬成年人ATM數目皆低於30臺（請見圖14）。



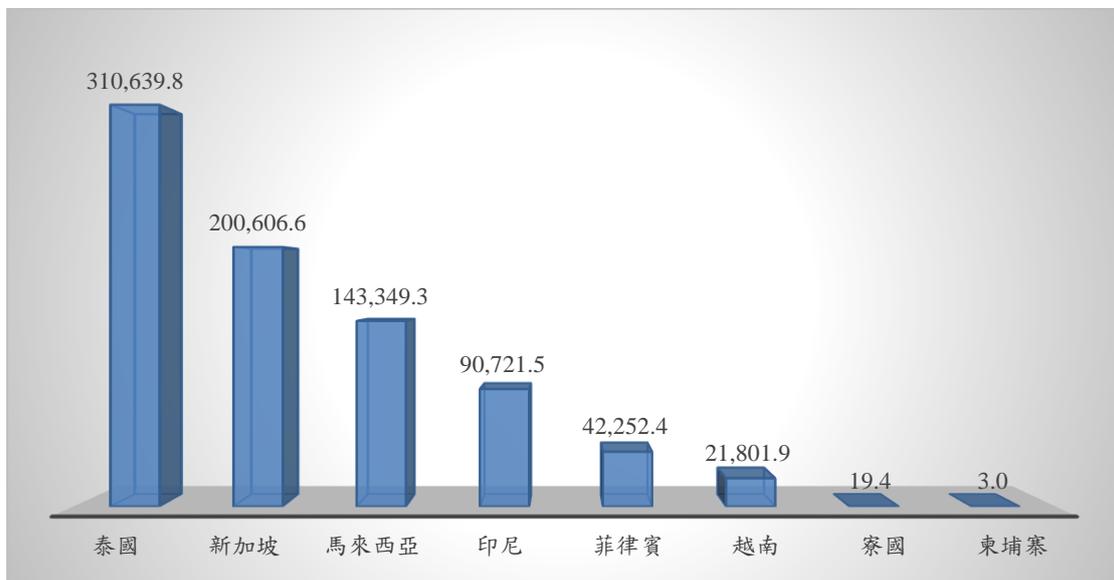
資料來源：World Bank

圖 14 每 10 萬成年人 ATM 數目 (臺)

第三節 證券市場發展概況

一、證券市場現況

證券交易的手續費收入是證券商的主要收入來源之一，因此一個國家的證券交易總額越高，代表證券交易越活絡，證券商的經紀業務收入也越高，東南亞國家於 2014 年的股票交易總額以泰國(3,106 億美元)最高，其次為新加坡(2,006 億美元)、馬來西亞(1,433 億美元)、印尼(907 億美元)，其餘國家交易總額皆低於 500 億美元（請見圖 15）。



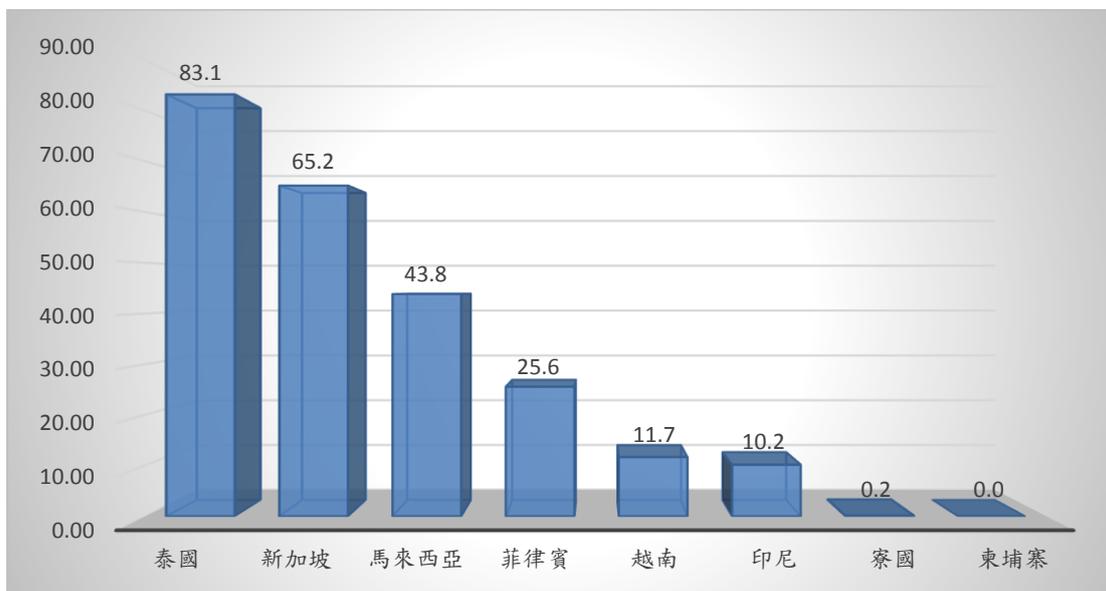
資料來源：World Bank

圖 15 股票交易總額(百萬美元)

股票交易總額佔 GDP 比例越高，代表該國的證券交易活動越活絡，在 2014 年東南亞國家中，泰國(83.1%)、新加坡(65.2%)、馬來西亞(43.8%)的股票交易總額佔 GDP 比例皆超過 40%，顯示這三國的證券業發展活絡（請見圖 16），其次為菲律賓（25.6%）、越南（11.7%）、印尼（10.2%）、寮國（0.2%）與柬埔寨（0.02%）。

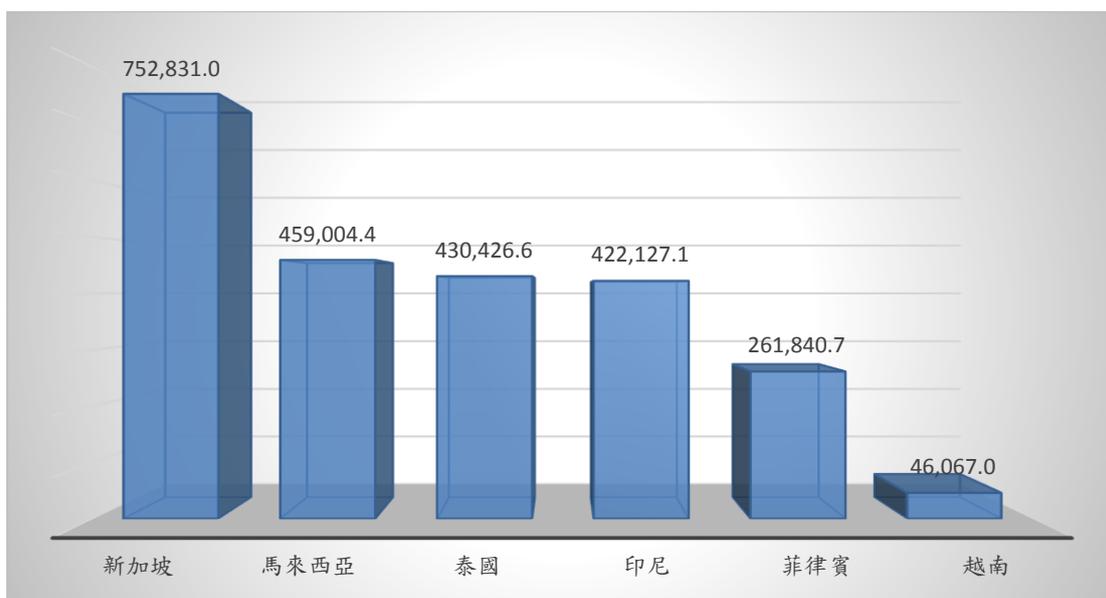
上市公司資本額越高，代表該國或國際的企業在資本市場籌資的意願高，2014 年東南亞各國的上市公司資本額以新加坡(7,528 億美元)最高，也顯示新加坡是個金融業發展成熟的國家，其次為馬來西亞(4,590 億美

元)、泰國(4,304 億美元)、印尼(4,221 億美元) (請見圖 17)。



資料來源：World Bank

圖 16 股票交易總額佔 GDP 比例(%)

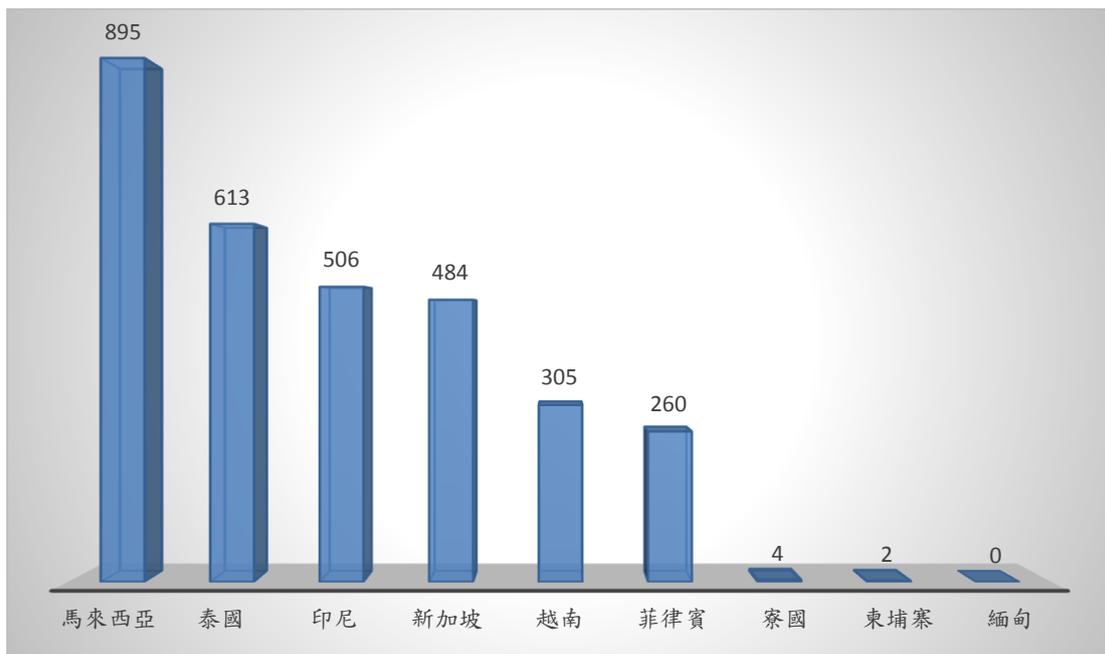


資料來源：World Bank

圖 17 上市公司資本額(百萬美元)

2014 年東南亞國家中上市公司家數，以馬來西亞(895 家)最多，其次為泰國(613 家)、印尼(506 家)、新加坡(484 家)，與上市公司的資本額交叉比較，顯示新加坡的上市公司平均資本額普遍較其他國家高 (請見

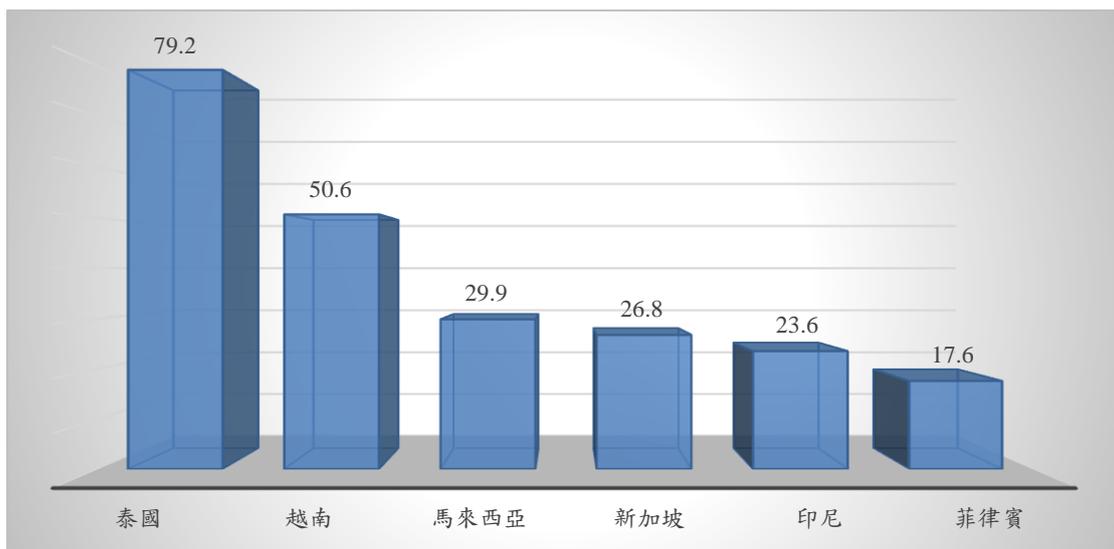
圖 18)。



資料來源：World Bank

圖 18 上市公司家數 (家)

股票週轉率高代表該國的股票交易換手率高，亦代表股票交易較為熱絡，2014 年東南亞國家的股票週轉率以泰國(79.2%)最高，其次分別為越南(50.6%)、馬來西亞(29.9%)、新加坡(26.8%)、印尼(23.6%)、菲律賓(17.6%) (請見圖 19)。



資料來源：World Bank

圖 19 股票週轉率 (%)

綜合以上指標，在泰國、新加坡、馬來西亞與印尼的股票交易狀況，比較適合證券經紀商的發展，其餘東南亞國家的股票交易總額、週轉率等指標顯示證券經紀商的利潤不高。證券承銷商則可以參考近期各國企業籌資的意願，在 2014 年以馬來西亞、泰國、印尼、新加坡的總體上市公司數較多，也是具有潛力的國家。

二、證券商發展現況

由於東南亞國家並非各國都有針對證券商進行統計，而且許多國家證券商相關資訊不完全（尤其是較為落後之國家），故本研究無法針對所有東南亞國家的證券商均進行討論，僅能就有統計或是該國證券商可以取得年報或相關市場資訊者進行討論，而如泰國、緬甸、寮國由於無法取得相關資訊，故難以進行討論。

以各別國家證券市場主要參與者來看，新加坡部分，新加坡證券交易所並沒有統計各證券商交易資料，無法進行進行排序，只能以訪談中所得到的資料說明新加坡前 10 大的證券經紀商，分別是 AmFraser Securities、CIMB Securities iTrade、Citibank Brokerage、DBS Vickers、DMG & Partners、Kim Eng、Lim & Tan、OCBC Securities、Philips Securities Singapore 與 Saxo Bank。

馬來西亞證券商中的經紀商進行排名的話，在 2016 年 1 月交易金額最大的是 Affin Hwang Investment Bank Berhad，其交易額佔全體交易額比重為 11.09%，其次是 MayBank Investment Bank Berhad，比重 10.15%，第三大是 CIMB Investment Bank Berhad，比重為 9.77%，第四家則是 Kenanga Investment Bank Berhad，比重為 9.02%，前四大證券公司之集中度為 40.03%，相對是較為寡佔的市場結構（請見表 2）。

表 2 馬來西亞證券商排名

排名	公司名稱	比重 (%)
1	Affin Hwang Investment Bank Berhad	11.09
2	MayBank Investment Bank Berhad	10.15
3	CIMB Investment Bank Berhad	9.77
4	Kenanga Investment Bank Berhad	9.02
5	RHB Investment Bank Berhad	8.79
6	Aminvestment Bank Berhad	5.30
7	Credit Suisse Securities (Malaysia) SDN BHD	5.10
8	Macquarie Capital Securities (Malaysia) SDN BHD	4.77
9	Hong Leong Investment Bank Berhad	4.16
10	TA Securities Malaysia SDN BHD	3.75
11	UBS Securities Malaysia SDN BHD	3.62
12	Public Investment Bank Berhad	2.73
13	Citigroup Global Markets Malaysia SDN. BHD.	2.57
14	CLSA Securities Malaysia SDN BHD	2.04
15	Nomura Securities Malaysia SDN BHD	1.94
16	Others	15.20
	TOTAL	100.00

資料來源：馬來西亞證券交易所

印尼部分，主要是以外資證券商為主，排名前十名的證券商有九家為外資公司，以交易金額排名，排名第一的為 Credit Suisse Securities Indonesia (瑞士)，比重約為 6.7%；第二名是 CIMB Securities Indonesia (馬來西亞)，比重為 6.1%，其次分別是 UBS Securities Indonesia (瑞士，5.9%)、Deutsche Securities Indonesia (德國，4.3%)、Macquarie Capital Securities (英國，4.2%) 等，前四大證券商集中度為 23%，相對於馬來西亞的集中度為低 (請見表 3)。

表 3 印尼證券商排名

排名	公司名稱	比重 (%)
1.	Credit Suisse Securities Indonesia	6.7
2.	CIMB Securities Indonesia	6.1
3.	UBS Securities Indonesia	5.9
4.	Deutsche Securities Indonesia	4.3
5.	Macquarie Capital Securities	4.2
6.	Mandiri Securities	3.8
7.	Maybank Kim Eng Securities	3.8
8.	CLSA Indonesia	3.7
9.	Morgan Stanley Asia Indonesia	3.2
10.	Daewoo Securities Indonesia	3

資料來源：Bondlock IDX

在越南部分，以股票與基金交易而言，排名第一的證券商為 Saigon Securities Incorporation，比重為 13.07%，第二名為 Hochiminh City Securities Corporation，比重為 11.97%，其次分別為 Viet Capital Securities Joint Stock Company (8.39%)、Vndirect Securities Corporation (5.69%) 與 Saigon Hanoi Securities Joint Stock Company (5.28%)，前四大證券商集中度為 39.12%，相對於馬來西亞的集中度為低但比印尼為高（請見表 4）。

表 4 越南證券商排名

排名	公司名稱	比重 (%)
1.	Saigon Securities Incorporation	13.07
2.	Hochiminh City Securities Corporation	11.97
3.	Viet Capital Securities Joint Stock Company	8.39
4.	Vndirect Securities Corporation	5.69
5.	Saigon Hanoi Securities Joint Stock Company	5.28
6.	MB Securities Joint Stock Company	4.82
7.	ACB Securities Company Ltd.	4.51
8.	FPT Securities Joint Stock Company	4.03

9.	BIDV Securities Joint Stock Company	3.88
10.	Baoviet Securities Joint Stock Company	3.73

資料來源：胡志明證券交易所

柬埔寨的部分，由柬埔寨證券交易所的資料，其集中度非常高，以2016年1月分之交易資料，排名第一的證券公司為 Campu Securities Plc.，而其交易金額比重達 60.38%，佔了一半以上，第二名為 ACLEDA Securities Plc.，比重為 18.43%，第三名是 SBI Royal Securities Plc. (5.00%)，而 RHB OSK INDOCHINA Securities Limited，排名第四，比重為 4.38%，而第五名則為 Cana Securities Ltd.，比重為 4.10%。雖然不同時間排名有所不同，但前兩名的證券公司幾乎不變，而後三名時有變動，尚有包括 SBI Royal Securities Plc、RHB OSK INDOCHINA SECURITIES LIMITED、Cana Securities Ltd.等（請見表 5）。

表 5 柬埔寨證券商排名

排名	公司名稱	比重 (%)
1.	Campu Securities Plc.	60.38
2.	ACLEDA Securities Plc.	18.43
3.	SBI Royal Securities Plc.	5.00
4.	RHB OSK INDOCHINA Securities Limited	4.38
5.	Cana Securities Ltd.	4.10

資料來源：柬埔寨證券交易所

最後，以寮國來看，因為寮國證券交易所成立不久，亦只有 5 檔股票交易，主要的證券公司包括 Lanexang Securities Public Company、BCEL-KT Securities Company Limited 與 Lao-China Securities Company Limited。

第四節 各國經營環境概況

本章對亞洲各潛在市場進行了包括總體經濟、金融發展與資本市場發展的討論，然因利用統計數據進行量化分析，難以質化表現各地投資與經營環境之概況。由於臺灣許多證券公司在東南亞的國家有實際佈局發展的經驗，對於東南亞各國之證券市場經營環境有一定之了解，故本節將利用研究團隊實地前往東南亞國家與在國內拜訪所獲得的第一手資訊，對於各證券商眼中東南亞各國的投資經營環境進行討論。

首先，以新加坡來看，它是東南亞國家中經濟發展程度最高、金融與證券市場亦最為成熟的國家，無論是人均 GDP、儲蓄率、金融業佔 GDP 比率、股票交易佔 GDP 比率等均是排名最高的國家之一，除此之外，亦沒有東南亞國家相當普遍的腐敗問題。此外，包括東協六個成員國、七個交易所的東協交易平臺(ASEAN Trading link)亦是由新加坡主導推動，新加坡交易所在整個東協證券市場上扮演相當重要的角色，且由於新加坡是一個開放的市場，容易接觸到世界各地的投資人。

然而，雖然新加坡是一個非常自由開放的市場，對外人投資表面上是開放歡迎的態度，但實際上在投資後，新加坡金融監管單位(Monetary Authority of Singapore；MAS)對金融監管的強度非常大，行政文書細節亦非常繁瑣，造成公司經營上非常大的困擾。另外，亦因為新加坡是一個非常開放、成熟的市場，且市場規模相對較小（2015 年日均成交量約 300 億元新臺幣），市場波動幅度亦較小，故市場競爭非常激烈。據訪談的證券公司所述，以香港與新加坡兩個相類似的市場來說，多數的證券業者還是寧可選取香港做為海外初步設立據點或當成是區域總部的國家。

其次，以馬來西亞市場而言，是東南亞國家中除新加坡外經濟發展較成熟的國家，人均 GDP、清廉指數等亦相對較高，且馬來西亞近年來大力發展成為伊斯蘭金融中心，而伊斯蘭金融規模近年來快速成長，而

據訪談臺灣證券交易所之結果，我國上市公司的公司治理與伊斯蘭金融的教義相當的吻合，亦非常希望將我國上市公司推薦給對方，可以利用此機會以本國證券公司為橋梁，涉入伊斯蘭金融市場。然而，近年來油價下跌，使馬來西亞受到相當的衝擊，而激烈的黨派之爭、種族與宗教衝突，使得其非經濟的風險大幅提高，而伊斯蘭金融雖是一個新藍海市場，但我國多數證券公司對於伊斯蘭金融並不熟悉，因此也很難以邁出第一步。

再者以泰國市場來說，本研究團隊拜訪國內在泰國經營相當成功的證券商所得資訊，該公司最早是由香港間接透過新加坡轉投資，在 1998 年即進入泰國市場。由於早期泰國的金融證券業發展並不良好，因此在進駐當時該公司曾主動協助當地的政府主管機關來制定相關的法令規章，如此除了可以協助健全其證券市場外，亦可以使該公司經營得以順利開展。客戶群的部分，機構投資人大多是全球國際型的客戶，而零售業務則是以當地泰國人為主要客群。在投資初期，語言與人才的障礙亦是該公司較為頭痛的問題，許多的表格、規章等仍是以泰文為主，存在一定的障礙。

其次是在印尼市場的部分，印尼是東南亞國家中總體經濟規模最大、人口也最多的國家，其人均 GDP 雖遠不及新加坡與馬來西亞，但相對仍屬於中段班，較越南、菲律賓等為高，且其儲蓄率在東南亞國家中亦排名中上。然而，其金融發展程度相對落後於其他國家，如其金融業產值佔 GDP 比重僅 5.05%，僅高於寮國、柬埔寨與緬甸，股票交易總額佔 GDP 比重亦屬於後段班，有六成交易集中在國際級外資證券商，而日均證券成交量僅為台股八分之一，顯示該國的金融市場仍有大幅進步的空間。另外，印尼相對政治局勢較為穩定、大量且年輕的人口、教育程度相對較高等，亦是國內證券商願意前往投資的原因。該公司在印尼市場的發展利基主要來自於其專業管理技術、風險控管能力與資訊能力，在印尼市場經營上首先著重資訊系統的建立，也重視員工的教育訓練，另

外印尼政府亦會參考該證券公司的意見進行相關法規的修訂，有利於在當地發展。雖然在外派方面的成本不低，但相對於經營效益來說卻十分顯著，可以發揮良好的成果。

以越南市場來看，越南在 2012 年起即開放外資可以 100% 持有當地證券商，本研究團隊拜訪一在越南投資的臺商，該臺商在 1993 年便進入越南投資，是一個包括總體都市規畫、造鎮、營造、土地與房地產買賣出租與金融證券投資的綜合性經營集團，提及其在越南投資證券業所遭遇的困難與挑戰，該公司認為以東南亞國家而言，越南的證券市場發展不若其他如新加坡、泰國與馬來西亞等國，無論是在股票交易總額、佔 GDP 比重與上市公司資本額等，在存在的證券交易市場（除緬甸、寮國與柬埔寨三國外）東南亞國家均是排名在末段班，市場規模小，且風險相對較大，嚴重的是其資本市場資訊相當不完全，許多證券市場或個別證券業者的公司財務報告資訊不公開不透明難以尋找。

除了資本市場資訊不透明的問題之外，語言的問題亦是進入越南市場非常大的阻礙，除了在一些證照考試都是以當地越文為主外，對於一些法律表格或表單也都是需要透過翻譯才能了解的，因此對於語言上的能力就顯得格外重要，所以也常常會發生臺灣人與越南人之間的溝通誤解。而越南如電力的基礎設施方面基礎建設與 IT 系統仍相當落後，而臺灣的 IT 系統亦不一定與越南當地系統可以整合，因此 IT 系統的協調成本亦應是我國證券商赴越南投資應特別注意的成本。

在菲律賓方面，雖然我國證券商曾在該國佈局，但後來是以失敗收場，據訪談結果指數是由於 1997-1998 年亞洲金融風暴時主管進行違法操作而造成危機，因此最終爆發而陷入危機，不得不淡出該市場，另外菲國政治貪腐的情況亦相當嚴重。而金融風暴已經過了近 20 年的時間，據新聞報導，凱基證券下一波將積極佈局印尼與菲律賓市場。

相較於上述國家，寮國、柬埔寨與緬甸由於經濟發展較為落後，資本市場在剛開始起步的階段，雖然未來的發展前景可期，且如果可以在

發展初期便進入該國市場卡位，以獲取最大的市場，未來在該國證券市場將最有機會形成該國之龍頭證券商。然而，其資本市場規模要發展到足以獲利，時間恐會相當長，而且風險會非常大，如果證券商規模足夠大、願意在當地進行長期的佈局，忍受相當時間的損失，否則在該國投資可能非我國證券商的最適決策。建議我國金控公司可先以銀行的業務進行佈局，逐漸將其他金融業務帶入，並趁其市場尚未成熟之際，先行協助當地政府部門制訂規劃出完整的金融證券法規，同時還有證券交易系統的建立，逐步的進入當地市場。

據本研究訪問證券櫃檯買賣中心（OTC）之結果，其正積極協助柬埔寨建構其相關的證券交易系統與協助完善其金融相關法規，並帶領臺灣的證券商進入當地市場，初期是以收取權利金方式經營，直至成熟後期可改以持有股份方式入主。

第五節 小結

本章針對亞洲各潛在市場進行概況分析，而將重點集中東南亞國家市場，在東協十國中由於汶萊尚無證券交易所（據媒體報導，汶萊將在2017年設立證券交易所），因此本研究討論東南亞其餘九國。

整體而言，東南亞國家中大概可以區分為三類，第一類是發展較為成熟、先進，2014年人均所得達10,000美元以上的國家，包括新加坡與馬來西亞，第二類是相對中度發展國家，2014年人均GDP在2,000美元至10,000美元之間，包括泰國、印尼、菲律賓與越南，第三類則是發展較為落後的低度發展，2014年人均GDP在2,000美元以下國家，包括寮國、緬甸與柬埔寨。

然以未來發展的前景來看，大致符合Solow-Swan成長模型的收斂假說(convergence hypothesis)，即人均所得愈高的國家，其未來經濟成長速度將會愈慢。在落後的三國中，柬埔寨雖然在短期內並非成長速度最

快的國家，但在未來的 30 年其成長相對是穩健而快速的，其他兩國雖然成長速度優於其他 6 國，但成長速度遞減的亦相當快，尤其是緬甸。在中度發展四國而言，未來可能成長速度最高為越南，其次是印尼與菲律賓，泰國成長速度相對較低。較值得注意的是印尼人口是東南亞國家最多，經濟規模相當大，而其未來經濟成長表現亦相對亮眼，未來 30 年均在 4% 以上，市場潛力非常可觀。然而，東南亞國家除了新加坡與馬來西亞外，幾乎都存在嚴重的貪腐現象，如印尼、越南與菲律賓等，另外柬埔寨、寮國與緬甸亦因發展落後，許多法制亦相當落後，亦難免有貪腐現象發生。

就金融發展程度與資本市場程度來看，亦大致符合前述三類國家之發展分類，新、馬仍是相對發展成熟的國家，但以利差而言，新加坡利差為有資料的東南亞國家中最高的，但馬來西亞卻最低，顯示銀行業的利差與經濟發展程度在此較無相關。在金融發展程度上，泰國與菲律賓的金融發展程度是除新、馬外較為成熟的國家。然而，雖然新加坡對外資表面上持開放態度，但實際上在金融監管方面仍是相當的嚴格，而馬來西亞也是對金融牌照採較嚴格的限制，而由於金融發展程度成熟，競爭亦是最為激烈。

在馬來西亞的金融發展中有一個必須特別關注的是伊斯蘭金融的部分，雖然印尼是伊斯蘭人口最多的國家，但馬來西亞打造成為伊斯蘭金融中心的企圖心與行動力卻最強，2006 年 8 月馬國政府推出馬來西亞國際伊斯蘭金融中心 (Malaysia International Islamic Financial Centre, MIFC) 計畫，因其金融體系穩定，在東協國家中具得天獨厚成為伊斯蘭金融中心之優勢，擁有吸引外商投資的良好地位，加上目前仍屬開發中國家，投資報酬率相對較高，對外商極具吸引力，已成為國際外資前進中東的跳板。馬來西亞在全球伊斯蘭金融市場的市佔率達 16%，是單一國家中市佔率最高的，且伊斯蘭銀行業務也佔全球 74% 比重 (至 2012 年 9 月底)。2008 年金融風暴以前伊斯蘭金融業規模約 7,000 億美元至 1 兆

美元，年平均成長率約 15%，在伊斯蘭金融這部分，馬來西亞的前景是相當看好的。

最後是資本市場的部分，無論以整體規模或是交易額佔 GDP 比重來看，泰國均居東南亞國家之冠，其次才是新、馬兩國，顯見泰國資本市場的發展亦非常成熟，在上市公司總資本額來看，新加坡最高，而馬來西亞、泰國與印尼差異不大，再其次是菲律賓，越南規模相對很小。而上市公司數量則以馬來西亞最多、其次是泰國、印尼與新加坡，可見新加坡上市公司平均規模較大。再以周轉率來看，泰國亦是東南亞之冠，其次是越南，之後才是新、馬。顯示泰國雖然並非經濟發展相當成熟的國家，但其資本市場發展卻相對成熟。

由於我國證券公司規模、資源與經營方式和特性均不同，因此在進行東南亞投資佈局之考量亦不相同，對於投資地點之選擇影響因素無法一概而論，因此本研究不對各國投資進行排序，而是依不同的角度去討論在何處投資可能較為具有優勢。

首先，針對國內專業證券商或是規模相對較小的證券商，建議以泰國、印尼作為首選的投資地，原因是相對而言，泰國、印尼的資本市場發展程度相對緬甸、寮國等落後國家為高，但又不若新加坡市場太過成熟而競爭過於競爭，而印尼是整體 GDP、人口規模最大的國家，市場潛力非常大。而國內專業證券商或是規模相對較小的證券商其次之建議為菲律賓與越南，雖然其人均 GDP 相對印尼、泰國為低，但相差不大，且其儲蓄率甚至較馬來西亞與泰國為高，金融市場發展亦相去不遠，但資本市場發展較不成熟，風險較高。

其次，規模較大的綜合證券商與金控集團，因為規模較大，較具有資源優勢，故可以與東南亞大型證券商或金控集團競爭，則可以考慮在新加坡與馬來西亞佈局區域總部，與世界大型證券商相同，以該地為據點輻射到東南亞其他各國，甚至做為前進中東世界的跳板。但因為新、馬的經濟、金融發展非常成熟，而競爭亦非常激烈，在此情況下國內規

模較小的證券公司恐怕難以與之競爭。

最後，雖然東、寮、緬三國之資本市場競爭較低，但其發展程度亦非常低，儘管可以先進行卡位，但待其資本市場成熟的時間可能非常長，且風險亦非常大，適合規模非常大或是金控集團以銀行等其他金融業務帶領進入，並不適合小規模或是專業證券商先行進入。

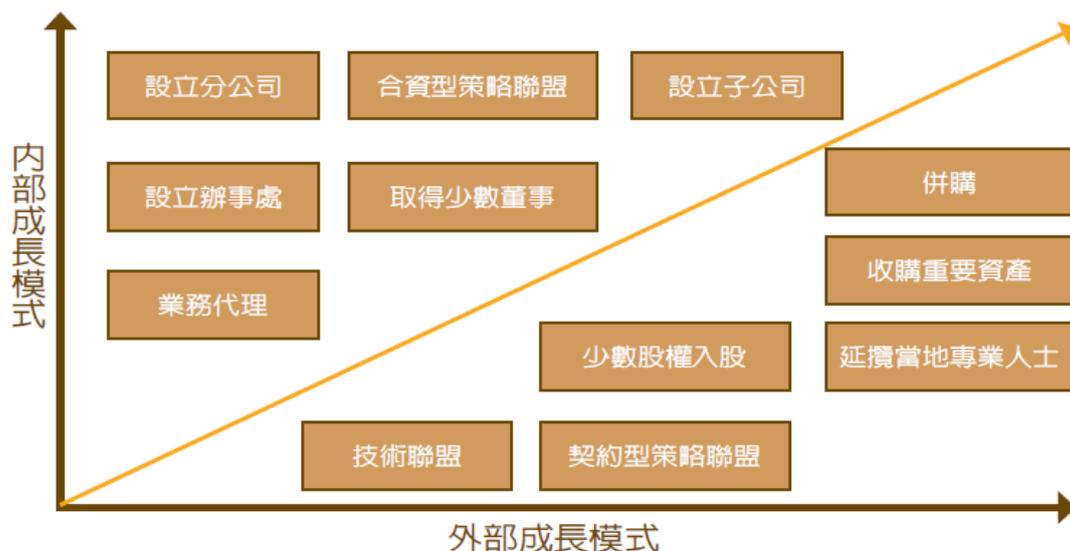
第三章 我國與各國證券業相關法令規範

第一節 我國對於證券商佈局亞洲之相關法令

檢視我國證券商近十年相關財務狀況，其中證券商總體資本額維持在新臺幣 3,200 億元至 3,400 億元之間，年度損益維繫在 200 億元與 300 億元之間，資產報酬率維持在 2% 至 3% 之間、淨值報酬率亦徘徊在 3% 至 4% 之間，代表我國證券商之發展已達某種程度的飽和與臨界線，而亞洲地區主要證券交易所市值在全世界 20 名中佔有 10 名，顯示亞洲證券市場的發展在全世界證券市場的地位已嶄露頭角，我國證券業者有必要在亞洲地區伸展據點，擴大經營。

為促進我國證券期貨業朝向國際化發展、掌握未來亞洲經濟成長契機並配合臺商產業佈局亞洲極需相關證券服務，我國政府鼓勵業者善用位處亞洲的地緣優勢，將亞洲市場列為海外拓展之重點區域，希望 3 至 5 年內，可催生 1 至 2 家亞洲區域型證券商。

針對我國證券業者而言，佈局亞洲地區相較世界其他地區的市場進入條件相對容易，而且可以促進國內證券業者競爭力的提升、改善國內證券業過度飽和的窘境、創造更多境外藍海市場、強化我國證券產業在國際上的能見度與競爭力。我國證券商佈局亞洲，可依當地市場特性與本身業者的條件，採取不同的經營方式切入，傳統上可直接設立辦事處、分公司、子公司等，不過策略上可採行多樣化進行，初期可藉助當地市場有利的外部力量成長，或是憑藉業者本身內部實力，採取不同的合作或聯盟方式測試目標市場水溫，接著再依據當地市場實際發展的情形逐步調整經營步調，其佈局發展策略與模式整理如圖 20。



資料來源：婁天威(2013)。

圖 20 證券商佈局亞洲之可能策略與模式彙整圖

我國證券商赴亞洲佈局，係依據業者內部實力成長，或是仰賴當地外部力量成長，或是採取借力使力方式，基本上，其可能的佈局模式分析如下：

(一) 依證券商內部實力成長佈局的經營方式(簡稱內部成長模式)：部分業務代理(如業務授權、共同合作等)、設立辦事處、設立分公司等。

(二) 依當地外部力量成長佈局的經營方式(簡稱外部成長模式)：延攬當地業務、財務、法務等專業人才、收購重要資產(如營業場所、重要設備、資訊軟硬體等)、併購等。

(三) 綜合主要證券商內部實力成長與局部當地外部力量的經營方式(簡稱內主外成長模式):合資型策略聯盟、取得少數董事席位、設立控股 50% 以上子公司等方式。

(四) 結合局部證券商內部實力成長與多數當地外部成長力量的經營方式(簡稱外主內成長模式): 技術聯盟、少數股權入股策略、契約型策略聯盟(如共同行銷、加盟、聯營等)等方式。

在相關的配套措施上，金管會於 2014 年 3 月 17 日依據「證券交易法」第 45 條第一項但書規定，核准證券商依「證券業辦理外匯業務管

理辦法」向中央銀行申請證券業務相關之外幣間即期外匯交易業務並取得許可者，得辦理證券業務相關之外幣間即期外匯交易業務，賦予證券業者在外幣金融產品相關之財富管理業務的空間。

自金管會積極推動金融業打亞洲盃政策以來，2014年6月證券業海外轉投資放寬，10月開放保險業投資海外相關事業，2015年1月更改銀行轉投資限制計算方式，並陸續放寬銀行、保險及證券業海外併購限制，簡化程序，相關之法規鬆綁內容請參見表6。

表 6 金管會協助金融業佈局亞洲之法規鬆綁

業別	修正法規內容
銀行業	<ol style="list-style-type: none"> 1. 2013年12月修正「本國銀行設立國外分支機構應注意事項」，簡化銀行申設國外分支機構之程序，原則上採自動核准制，以利業者及時掌握商機，展開佈局。 2. 2014年9月開放本國銀行國內營業單位得與海外分行相互協助辦理對保作業，有助臺商靈活調度資金，同時提昇銀行業服務競爭力。 3. 2015年2月修正銀行法第74條，將銀行轉投資總額及投資非金融相關事業之總額上限，改以「淨值」為計算基礎，預估將可增加銀行業海外投資併購能量約新臺幣5千億元。
證券業	<ol style="list-style-type: none"> 1. 2014年6月開放證券商得為海外子公司因業務需要而於當地金融機構融資為背書保證，以不超過淨值40%為限，有助證券商子公司資金運用彈性。 2. 2014年6月放寬證券商之外國轉投資事業間資金貸與限額由現行淨值之40%提高至淨值之100%，有助證券商之海外佈局。 3. 2015年2月修正證券商管理規則第18條及第50條，開放證券商得經本會核准將資金貸與海外轉投資事業，並得專案申請核准放寬海外轉投資限額及自有資本適足率之規定，以利證券商擴展海外業務與增加海外轉投資事業之投資金額。
保險業	<ol style="list-style-type: none"> 1. 2014年6月修正保險法第146條之4，增列保險業投資國外保險相關事業經主管機關核准之一定金額，可不計入保險業國外投資45%上限計算，增加保險業海外併購能量。 2. 2014年9月發布「新增國外保險相關事業之認定範圍」，開放保險業從事國外銀行、證券、投信、融資性租賃等事業之投

	<p>資，以提升保險業資金運用效率。</p> <p>3. 2014 年 10 月修正「保險業辦理國外投資管理辦法」，增列保險業從事國外保險相關事業投資之應符合資格條件等規範。</p>
--	---

資料來源：作者自行整理

配合金管會加強佈局亞洲市場政策，國內證券商積極到海外併購，海外子公司間、母公司與海外子公司間的財務調度需求也愈來愈高，為使證券商資金調度更有彈性，並協助證券業赴海外佈局，金管會 2015 年 6 月宣布鬆綁證券商海外轉投資之相關限制，具體措施包括只要自有資本適足率高於 200% 的證券商，得專案申請提高海外轉投資上限等 3 大項目；鬆綁措施預計有助於我國證券業者朝向國際化發展、增加對海外轉投資事業之投資金額及資金運用彈性。包括：

(一)證券商專案申請核准得超過海外轉投資限額：自有資本適足率達 200% 以上之證券商，海外轉投資如有超過淨值 40% 限額之需求，得專案向金管會申請核准。

(二)證券商得為海外子公司融資為背書保證：證券商直接及間接持有已發行有表決權之股份超過 50% 之海外子公司，有因業務需要而於當地金融機構融資者，得由國內母公司為背書或提供保證。

(三)證券商之外國轉投資事業間資金貸與限額由現行淨值 40% 提高至淨值之 100%：證券商直接及間接持有已發行有表決權股份總數達百分之百之外國轉投資事業間之資金貸與限額由現行貸與企業淨值 40% 提高至淨值之 100%。

上述第二項已於 2015 年 8 月宣布放寬，包括第一，修正證券商轉投資外國事業相關規範，放寬海外子公司間辦理資金貸與及背書保證的適用條件，原本必須是證券商持股 100% 的海外子公司才能適用，放寬為證券商持股 50% 或有實質控制力的海外子公司就可以適用。舉例來說，某證券商在香港、新加坡均有子公司，香港子公司與新加坡子公司間若要做資金貸與、或背書保證等資金調度時，原本必須是某證券商對兩家

子公司持股都要 100% 才可以，以後只要持股 50% 以上就可進行。

規定放寬後，證券商相關資金調度管道將更多更有彈性，從事海外併購也相對有利。例如證券商海外併購時，若當地主管機關不准持股到 100%，或被併購者只願賣到 90% 時，證券商持股原本可能因無法達到持股 100%，而使相關資金調度等受限，如今限制放寬後，證券商在選擇併購標的時將更有彈性。

此外，金管會也修正了證券商為海外子公司為背書保證的函令，放寬海外子公司在海外發行認購（售）權證時，證券商可提供背書保證的條件。原本需為證券商持股 100% 的海外子公司的條件放寬為持股 50% 即可進行，以利財務調度。依規定，放寬後證券商持股 50% 以上的海外子公司，在海外發行認購（售）權證時，得由國內母公司為保證或提供財產為其設定擔保，且該子公司是註冊在國際證券管理機構組織多邊瞭解備忘錄簽署會員地。

2015 年 11 月，金管會亦再次修正「證券商管理規則」部分條文，期建立公平合理之證券市場、提升證券商資金運用效率、擴大證券商業務經營利基及增加我國證券商業務競爭力。此次共計修正 12 條條文，修正重點說明如下：

1. 為建立公平合理之證券市場與保護投資人權益，爰明定證券商經營業務應以公平、合理之方式為之，收取費用應考量相關營運成本、交易風險及合理利潤等，不得以不合理之收費招攬業務。（修正條文第 5 條）
2. 考量證券商經營風險之管控機制日趨完善、證券市場違約交割之防範機制趨於完備，爰將證券商分支機構營業保證金應增提之金額，由 1,000 萬元調降為 500 萬元。（修正條文第 9 條）
3. 為利證券商亞洲佈局，使證券商資金更具彈性運用，爰增訂證券商經金管會核准者，其資金貸與他人或移作他項用途，得不以經營業務所需為限。（修正條文第 18 條）

- 4.為擴大證券商經營利基及推動國際化業務發展，爰將證券商持有任一外國公司所發行有價證券之成本總額，由不得超過證券商淨值之 10%，放寬至 20%，並規範證券商持有涉及股權性質有價證券之成本總額，不得超過證券商淨值之 10%，以避免風險過度集中。(修正條文第 19 條)
- 5.為提升證券商自行買賣外幣計價有價證券效率，並降低交易成本，爰就證券商自行買賣外幣計價有價證券交割款項及費用之支付，由原規定應以外匯存款「專」戶存撥，放寬為其由國內匯款至海外交割帳戶，或資金自國外匯回，應以於外匯指定銀行開立之外匯存款帳戶存撥之。(修正條文第 19 條之 2)
- 6.刪除有關證券商得與投資人從事衍生性金融商品交易業務範圍之列舉規定，回歸證券商櫃檯買賣中心相關規定，修正證券商申報營業月報表之時間為每月營業終了後五個營業日內。(修正條文第 19 條之 3 及第 19 條之 4)
- 7.為配合證券商實務業務發展與運作，爰刪除有關子公司管理之創業投資事業持有對方公司之股份亦納入不得擔任主辦承銷商資格之計算限額之規定。另增訂未涉及股權之金融債券亦得比照普通公司債適用有關豁免承銷商與發行公司間之獨立性限制及發行公司得擔任主辦承銷商之規定。(修正條文第 26 條)
- 8.為增加客戶交易之便利性，降低交割風險，爰增訂證券商得經客戶同意將客戶交割款項留存於證券商交割專戶，及其相關管理規範。(修正條文第 38 條)
- 9.為提升證券商之資金運用效率，增加證券商競爭力，爰增訂證券商申請投資外國事業，其自有資本適足率未達 200%者，以及證券商特殊情況而有調高負債淨值比之必要者，得專案申請核准。(修正條文第 13 條、第 50 條及第 64 條)

其他如國際金融業務條例、國際金融業務條例施行細則、國際證券

業務分公司管理辦法、證券業辦理外匯業務管理辦法之主要內容及修正部分如表 7 所示。

表 7 相關修正與新增法規整理

法規名稱	主要內容
<p>《證券商管理規則》第 5 條、第 9 條、第 13 條、第 18 條、第 19 條、第 19 條之 2、第 19 條之 3、第 19 條之 4、第 26 條、第 38 條、第 50 條、第 64 條</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. 本次修正係為建立公平合理之證券市場、提升證券商資金運用效率、擴大證券商業務經營利基及增加我國證券商業務競爭力，爰修正本規則相關規定。本次共計修正十二條條文。 2. 增訂證券商經金管會核准者，其資金貸與他人或移作他項用途，得不以經營業務所需為限。 3. 證券商持有任一外國公司所發行有價證券之成本總額，由不得超過證券商淨值之百分之十，放寬至百分之二十，並規範證券商持有涉及股權性質有價證券之成本總額，不得超過證券商淨值之百分之十，以避免風險過度集中。 4. 放寬證券商自行買賣外幣計價有價證券，除中央銀行另有規定外，其由國內以新臺幣結匯或原幣匯款至海外交割帳戶支付交割款項及費用，或資金自國外匯回，應以於外匯指定銀行依所選定幣別開立之外匯存款帳戶存撥前揭資金。 5. 證券商申請投資外國事業，其自有資本適足率未達百分之二百者，得專案予以核准，爰修正第六款，增列但書規定。惟為維持證券商之穩健經營，仍須至少達自有資本適足比率百分之一百五十之基本門檻。 6. 修正有關證券商申請轉投資證券、期貨、金融、其他事業及轉投資外國事業時，其自有資本適足比率不符規定而有特殊需要者得經專案核准之規定。
<p>《國際金融業務條例》第 22 之 6 條</p>	<p>為提升證券商國際競爭力，基於本條例境外原則自由之本旨，鬆綁國際證券業務商品銷售限制，以拓展國際證券業務市場，爰於原條文第一項增訂國際證券業務分公司辦理業務不受信託業法、證券投資信託及顧問法及期貨交易法有關規定之限制。</p>
<p>《國際金融業務條例施行細則》</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. 主要係配合「國際金融業務條例」開放證券商得經營屬證券商專業之業務範圍之修正，爰依條例第二十三條「本條例施行細則，由主管機關定之。」之規定，擬

	<p>具「國際金融業務條例施行細則」修正草案。</p> <p>2. 主要係規定OSU設立之標準及申請文件及程序，金管會將依業務之複雜度，對證券商進行分級，訂定可承作業務之標準。</p>
《國際證券業務分公司管理辦法》	<p>1. 配合「國際金融業務條例」開放證券商得經營屬證券商專業之業務範圍之修正，為健全OSU之經營，爰依條例第二十二條之六第二項規定「國際證券業務分公司有關財務、業務、資金運用、風險管理、向其他金融機構拆款或融資之期限與總餘額、與外匯指定銀行、國際金融業務分行或境外金融機構辦理外幣間買賣及其他應遵行事項之辦法，由金管會會同中央銀行定之。」之規定擬具「國際證券業務分公司管理辦法」。</p> <p>2. 本辦法主要依業務從寬及財務從嚴之精神，在財務面部分，OSU內部控制、財務比率及自有資本適足率等併入其總公司控管，以健全其經營；在業務面部分，賦予其業務彈性，比照國際市場交易實務及慣例，俾提升其國際競爭力，另基於投資人保護，規定OSU除境外客戶外，境內客戶僅限專業投資人。</p>
《證券業辦理外匯業務管理辦法》	<p>開放符合一定條件之證券商得基於證券業務相關交易之實需原則，辦理外幣間即期交易業務，OSU亦得比照辦理，經營效率大幅提升。中央銀行同時也開放符合一定條件之證券商得基於證券業務相關交易之實需原則，辦理純外幣匯率衍生性外匯商品業務，其開放內容OSU亦可比照辦理，有助於提供客戶多元化金融商品服務。</p>

資料來源：作者自行整理

雖然針對我國證券商佈局亞洲已有相當的法令開放，但目前為止仍有部分的法令限制。茲分別說明如下：

(一)投資金額限制

「證券商管理規則」第五章投資外國及大陸事業中，第 50 條規定，證券商申請投資外國事業，除法令另有規定者外，應符合下列各款之規定。但不符第一款至第五款之條件，惟其情事已具體改善，並經金管會認可者，得不受其限制：

一、最近三個月未曾受本會警告處分。

二、最近半年未曾受本會命令解除或撤換其董事、監察人或經理人職務處分。

三、最近一年未曾受本會停業處分。

四、最近二年未曾受本會廢止分支機構或部分業務許可處分。

五、最近一年未曾受證券交易所、證券櫃檯買賣中心、期貨交易所依其章則處以停止或限制買賣處置。

六、最近三個月自有資本適足比率不低於百分之二百、最近期經會計師查核或核閱之財務報告無累積虧損，且財務狀況符合第十三條、第十四條、第十六條、第十八條、第十八條之一及第十九條之規定。但前開自有資本適足比率有特殊需要經專案核准者，不在此限。

七、投資外國事業之總金額加計證券商設置國外分支機構專屬於當地營業之資金及投資大陸事業之金額，合計不得超過證券商淨值百分之四十。但有特殊需要經專案核准者，不在此限。

(二) 參股比例限制

「證券商管理規則」第 18-1 條規定，證券商轉投資證券、期貨、金融及其他事業，其全部事業投資總金額不得超過該證券商淨值之百分之四十，並應符合公司法第十三條之規定；其轉投資個別事業之範圍及相關規範，由金管會另定之。此外，證券商併購金融機構，經本會核准者，其投資總金額得不受前項之限制；其超過部分，應於併購後六個月內符合規定。

(三) 買賣外國有價證券

「證券商管理規則」第 19 條規定，證券商除由金融機構兼營者依有關法令規定外，其經營自行買賣有價證券業務者，應依下列規定辦理：

一、持有任一本國公司股份之總額不得超過該公司已發行股份總額

之百分之十；持有任一本國公司所發行有價證券之成本總額，並不得超過該證券商淨值之百分之二十。

二、持有任一外國公司股份之總額，不得超過該公司已發行股份總額之百分之五；持有任一外國公司所發行有價證券之成本總額，不得超過該證券商淨值之百分之二十，但涉及股權性質有價證券之成本總額，不得超過該證券商淨值之百分之十。

三、持有單一關係人所發行股權性質有價證券之投資成本總額，不得超過該證券商淨值之百分之五；持有所有關係人所發行股權性質有價證券之投資成本總額，不得超過該證券商淨值之百分之十。但辦理認購（售）權證及結構型商品之履約與避險操作，以及指數股票型證券投資信託基金之受益憑證及該受益憑證所表彰股票組合之避險者，不在此限。

四、持有單一證券商所發行普通公司債之投資成本總額，不得超過該證券商淨值之百分之五；持有所有證券商所發行普通公司債之投資成本總額，不得超過該證券商淨值之百分之十。

而證券商僅得就自營部位或前條第一項之轉投資方式擇一持有單一公司股份。若證券商因承銷取得有價證券，與依前項規定取得之有價證券併計，超過本會規定之限額者，其超過部分，應於取得後一年內，依「證券商管理規則」第七十五條之規定出售。

第 19-1 條規定，證券商經營自行買賣外國有價證券業務者，其持有之外國有價證券部位及衍生性金融商品交易支出之總額及其計算方式，由金管會定之。證券商經營前項自行買賣外國有價證券業務若非屬自有資金投資或避險需求者，應就涉及資金匯出入部分向中央銀行申請許可，且從事外國債券自行買賣應依證券商櫃檯買賣中心之規定辦理。

第 19-2 條規定，證券商自行買賣以外幣計價之有價證券及從事有關外國衍生性金融商品交易，其結匯事宜應依外匯收支或交易申報辦法之規定辦理。證券商自行買賣以外幣計價之有價證券，除中央銀行另有

規定外，由國內以新臺幣結匯或原幣匯款至海外交割帳戶支付交割款項及費用，或資金自國外匯回，應以於外匯指定銀行依所選定幣別開立外匯存款帳戶存撥之。

第 19-4 條規定，證券商經營衍生性金融商品交易業務，而有涉及外匯業務者，應就涉及資金匯出入部分向中央銀行申請許可。證券商經營前項業務及從事相關避險交易，其結匯事宜應依外匯收支或交易申報辦法及相關規定辦理。證券商得以客戶身分向經中央銀行許可辦理衍生性外匯商品業務之指定銀行或國外金融機構辦理避險交易。證券商經營第一項業務，有關交割款項、費用收付及提前解約或契約到期款項支付等，以新臺幣計價者，與客戶間有關交割款項及費用收付，均應以新臺幣為之；以外幣計價者，與客戶間有關交割款項及費用收付，均應以外幣為之。客戶款項之支付得自其本人外匯存款戶轉帳撥付，如需辦理結匯者，由客戶透過外匯指定銀行依外匯收支或交易申報辦法之規定辦理；客戶提前解約或契約到期時，證券商應按契約所載之計價幣別於交割日將客戶應收款項存入客戶之新臺幣或外匯存款帳戶。證券商經營第一項業務，應於每月營業終了後五個營業日內向外匯主管機關及證券櫃檯買賣中心申報營業月報表。證券商經營連結國外金融商品之結構型商品交易業務，應於每月營業終了後五個營業日內向外匯主管機關及證券櫃檯買賣中心申報連結國外金融商品之結構型商品交易業務之營業月報表。

第 22 條規定，證券商包銷有價證券者，其包銷之總金額，不得超過其流動資產減流動負債後餘額之十五倍。其中證券商國外分支機構包銷有價證券之總金額，不得超過其流動資產減流動負債後餘額之五倍。而證券商自有資本適足比率低於百分之一百二十者，前項包銷有價證券總金額倍數得調整為十倍，其國外分支機構包銷總金額倍數得調整為三倍；低於百分之一百者，包銷有價證券總金額倍數得調整為五倍，且其國外分支機構不得包銷有價證券。

第 31 條規定，證券商經營自行買賣有價證券業務，應訂定買賣政策及相關處理程序，除本會另有規定外，買賣之分析、決策、執行、變更及檢討等作業程序應納入其內部控制制度。且前項之資料應按時序記載並建檔保存，其保存期限不得少於五年。

第 31-1 條規定，證券商自行買賣外國有價證券及從事外國衍生性金融商品交易，其外國有價證券範圍、外國衍生性金融商品種類及外國交易市場，由金管會定之。

第 31-2 條規定，證券商自行買賣外國有價證券及從事外國衍生性金融商品交易，應訂定處理程序，經董事會通過後實施，修正時亦同。前項處理程序應包括下列各項：

一、交易原則與方針：應包括交易標的種類、交易或避險策略、部位限額設定。

二、交易作業程序：應包括負責層級、交易流程、相關部門權責劃分、交易紀錄保存程序。

三、風險管理措施：應包括風險管理範圍、風險管理程序、部位評估方法及頻率、部位評估報告之製作及審查、異常情形之報告與後續監督程序。

四、查核程序：應包括內部稽核及自行檢查、查核頻率及範圍、查核報告及缺失改善追蹤程序。

第 31-3 條規定，證券商自行買賣外國有價證券及從事外國衍生性金融商品交易，不得有下列情事：

一、從事信用交易。

二、與海外關係企業進行買賣或交易。但委託其買賣或交易者，不在此限。前項所稱關係企業，適用公司法關係企業章之規定。

第 31-4 條規定，證券商自行買賣外國有價證券及從事外國衍生性金融商品交易，如其自有資本適足比率連續三個月低於本會規定者，除自有資本適足比率已改善外，僅得出售或結清其持有部位，不得再行買

賣或交易。

有關我國對於證券商的相關法令規定，訪談國內證券業龍頭廠商表示，上述許多法令所規定的項目影響臺灣業者與當地或其他國外業者的競爭力，主要提及受影響較大的限制包括：

1. 借貸給在東南亞當地的子公司有期間限制，無法連續借貸；
2. 海外子公司增資需撰寫增資計劃，向主管機關申報；
3. 海外股權合併無論大小皆需向主管機關申報；
4. 目前仍有許多業務無法執行或資金上有所限制；
5. 申請相關經營業務規定手續的繁簡程度依是否已與我國簽訂MOU而定，然目前已與我國政府簽訂MOU的東南亞國家有限；
6. 於海外經營任何業務或投資，無論金額大小皆需向我國主管機關申請核准等。

由此可知，國內證券業者紛紛認為，目前至海外發展其實面臨最大的困難大多是來自於國內的法令規定。證券業龍頭廠商不約而同表示，根據他們已在海外經營的經驗，國內證券業者進行海外發展所遭遇到最大的困難不是來自於當地的政府規範，而是我國有關證券業至海外發展的經營行為大多需要經過冗長的手續及各主管機關的許可，導致資金無法迅速流通，明顯影響海外子公司的發展。其實，許多經營行為在進行海外市場開拓時有其時效性，因法規限制需經過層層申請與通報耗日費時，導致在海外拓展相關業務時無法保持原有的競爭力，許多投資機會往往因此流失，造成業者海外佈局的阻礙。相較於其他歐美國家對於證券業者的規定，我國證券業者期盼我國政府可更加信任業者的判斷，在海外發展上能以更開放的態度給予更多的支持。

第二節 各國對外來直接投資相關法令

本節依東南亞國家之外資投資限制、合資、參股比例限制、併購交易規範、勞工雇用相關規定及其它限制等，分別列示說明相關的法令規定，並針對證券業之法令規定加以說明。然相關的法令規定，在國內可取得之公開資訊有限，訪談國內已至東南亞設點之相關證券業者亦表示，東南亞國家對於外國金融或證券業者至當地經營之實際現行法令規範，多需與當地政府實際瞭解較為完整及正確，故本研究以國內可收集到之東南亞國家法令資訊為主說明之。

另，由於目前東南亞金融環境及證券業之發展，除新加坡及馬來西亞較為完備之外，其他國家仍不甚成熟，國內證券業龍頭業者皆表示，目前仍有機會可透過與當地政府合作的方式，建議其法令規範的訂定準則，共同建置與健全當地的證券市場。

一、外資證券商投資、合資及參股比例相關限制

在東南亞國家中，新加坡的法令對於外資較為開放，外資進入新加坡境內原則上不會受到任何高於該國當地企業之限制。馬來西亞亦相當歡迎外資，在外資持有當地證券公司的股權上，馬來西亞政府於 2009 年 7 月放寬股權限制，允許外資持有當地證券公司的股權由 49% 提高至 70%，同時調降在馬來西亞上市公司由馬來族人持股限制至 12.5%；此外，外國公司在吉隆坡股市上市不受配額限制，外國投資者可在馬來西亞設立 100% 全資之基金管理公司，有關外資在信託基金管理公司之股權，同樣由 49% 調高至 70%。

東南亞國家中的印尼政府為吸引外資，對外商態度亦相當友好，在證券業相關法令上，當地政府依照外國人進入身分的不同，對於持有資本額或持有股權有所管制。在持有實收資本額方面，外國非證券金融機構得持有與印尼合資證券公司(Joint Venture Securities Company)實收資本額(paid-up Capital)的比例最高為 85%，而外國證券商得持有合資證券

公司實收資本額比例最高為 99%。在持有股權方面，國內投資者或國外非金融業投資者者可 100% 持有經公開發行之印尼當地證券公司 (National Securities Company) 或合資證券公司 (Joint Venture Securities Company)。

在菲律賓，證券公司的外資比例不能超過 60%，外資共同基金的董事會則必須由菲律賓公民組成。泰國政府對外國人投資證券業的持股則無限制規定，但必須經過泰國投資促進委員會 (BOI) 審查，取得主管機關核准之有限公司或金融機構等組織型態。在許可證照核發種類上，計有 A、B、C、D 等 4 類；A 類許可證照經營項目最為完備，包含經紀、自營、承銷、投資顧問，共同基金管理、私募基金管理、有價證券借貸及創投合資事業等；B 類許可證照經營項目，包含經紀、自營、債券承銷、投資顧問及有價證券借貸等；C 類許可證照經營項目，包含經紀、自營、共同基金承銷、投資顧問，共同基金管理、私募基金管理、有價證券借貸及創投合資事業等；D 類許可證照經營項目包含經紀、自營、共同基金承銷等。

在越南，當地政府規定外國投資人可擁有現行已成立證券商的股份上限為 49%，但外國機構法人，包括銀行、證券或保險公司，若同時達到(1)購入越南證券商股份前已持續營運 2 年以上；(2)取得其越南主管機關書面核准於越南設置證券商；(3)符合越南申請設置證券商之資格條件；得擁有 100% 當地現行已成立證券商之股份。若雙方證券主管機關有簽訂單邊或雙邊之合作同意書，或目前已有管理之基金投資於越南市場，則該外國投資機構可於越南設置分公司或代表處。

在柬埔寨，當地政府對於外資投資之產業項目幾乎完全沒有限制，亦不限定外資經營之項目及金額，對於外資提供各項優惠措施及協助。針對金融業，外資銀行在東國可以 100% 持股或是建立分支機構、代表處。

在緬甸，外國人在緬甸投資委員會 (Myanmar Investment Commission,

MIC)核准下，最多可擁有 100% 股權；同時，政府允許外國人和緬甸公民、政府或組織合資，並依雙方合意訂定持股比例。然而在銀行業方面則大幅限制外資銀行的業務範圍，並規定外資銀行不得辦理零售銀行業務。而外資與緬甸公民營機構合資於限制或禁止經營項目，外資股權不能超過 80%。然而，雖然表面上東南亞各國對於外商投資證券業多持開放的態度，但進入與否與進入後的經營仍可能面對當地政府的潛規則，此在法令規範上是無從發現的，建議在投資前先與當地政府與臺商組織進行深入的討論，以免造成不必要的困擾。

整合以上各國政府對於外國人投資證券業的主要限制如表 8。

表 8 東南亞各國有關外國人投資證券業之持股規定

國家	外資持股限制
印尼	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 外國非證券商可持有實收資本額上限 85% ➤ 外國證券商可持有實收資本額上限 99% ➤ 外國非金融業者可持有公開發行或合資證券商 100% 股權
馬來西亞	➤ 外資可持有證券公司最高 70% 股權
菲律賓	➤ 外資可持有證券公司最高 60% 股權
新加坡	無限制
泰國	無限制
越南	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 外國投資人可擁有現行已成立證券商最高 49% 的股份。 ➤ 外國機構法人如符合特定條件者，得擁有 100% 現行已成立證券商之股份。
柬埔寨	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 對於外資投資之產業項目幾乎完全沒有限制。 ➤ 不限定外資經營之項目及金額，並給予各項優惠措施及協助。 ➤ 外資銀行在東國可以 100% 持股或是建立分支機構、代表處。
緬甸	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 外國人在相關主管機關核准下，可擁有 100% 股權。 ➤ 外國人和緬甸公民、政府或組織合資可依雙方合意訂定持股比例。 ➤ 外資銀行業務範圍大幅受限，外資銀行不得辦理零售銀行業務。

資料來源：本研究自行整理自各國法規

二、併購交易規範

根據本報告所蒐集之相關資訊，以下主要以各國對於併購之相關規範說明之。

在印尼，外國企業若要從事合併或收購公司事宜，必須受到印尼公司法的規範。依印尼公司規定，合併案須獲得 75% 以上股東之同意，少數股東權益也須獲得保障，特別是當涉及股份買賣時，買賣價值亦必需公平合理。

馬來西亞對於公司併購交易的主要規範則為 1998 年制定的併購法案與由外國投資委員會(Foreign Investment Committee) 所頒佈的「本國人與外國人併購條例(Guidelines on the Acquisition of Interest , Mergers and Take-Over by Local and Foreign Interests)」。根據規定，馬來西亞證券管理委員會 (Securities Commission) 必須確保併購活動不影響市場機能，且少數股東權益能受到保護。

菲律賓對於併購等商業行為則有一系列法律法規，其中《公司法》包括併購的手續和流程相關規定，《反壟斷和限制貿易的合併法》(Republic Act 3247)則明確規範因併購等行為造成的壟斷或貿易阻礙的情形及相關處罰措施。而在銀行業方面，菲律賓准許外國銀行以併購、購買或擁有現有銀行 100% 股權，且可根據菲國法律投資 100% 股權的方式設立國外銀行之子公司。此外，如無法律明文禁止，外資企業可按菲律賓國內企業收併購流程併購菲律賓企業，若合併涉及銀行、銀行業金融機構、信託公司、保險公司、公用事業、教育機構或其他由特別法律規範的特別行業，需先由相關政府機構出具推薦函，經由證券交易委員會(SEC)認定併購行為不與《公司法》或其他相關法律抵觸後，出具併購許可，併購行為就生效。在菲律賓，律師事務所或會計師事務所均可諮詢併購相關事宜。

在新加坡，有關併購時的股份相關交易必須符合新加坡收購及合併守則（Singapore Code on Take-overs and Mergers），而在當地政府對於當地企業則有鼓勵擴大營運規模的相關措施，如延長「併購優惠措施（Mergers and Acquisitions, M&A）」至 2020 年、降低申請門檻為收購目標公司佔股為至少 20%、擴大「國際化融資計畫（Internationalisation Finance Scheme, IFS）」，由政府承擔企業貸款 70% 之風險等。

泰國則沒有關於跨國併購的專門法律法規，規範收購行業的法規是《公眾有限公司法》和 1992 年頒佈的《證券交易法》。收購上市公司，必須符合《證券交易法》和泰國證券交易委員會的有關規定，而當收購量達到上市公司股份的 25%，收購者必須正式提出股權收購。

越南政府則於 2009 年公告外國投資者入股及併購越南企業股權活動機制，入股相關規定亦須符合越南企業法。依據規定，外商可以下列 3 種形式入股越南企業：(1)併購越南有限責任公司股東的入股資金；入股越南有限責任公司以成為公司之新股東；(2)併購越南兩合公司成員的入股資金，或入股該公司以成為公司之新股東；(3)併購越南無限責任公司業者資金，或入股該公司並進行公司之轉型。而外商有下列 4 種併購越南企業股權的形式：(1)購買越南股份公司首次發行之股票；(2)購買越南國營企業執行股份化首次發行之股票；(3)購買越南股份公司之屬獲准推銷股權中，或再發行的股票，或購買股份公司股東之股權。

柬埔寨為補充和施行投資法，鼓勵並管理柬埔寨籍或外籍實體在柬埔寨王國境內的投資行為，於 2005 年制定《柬埔寨王國投資法修正法實施細則》，並在其中第三章及第四章的內容中規定合格投資項目合併及合資企業等相關規範。有關合資企業的規定，合資企業可由柬埔寨實體、柬埔寨及外籍實體，或外籍實體組成。王國政府機構亦可作為合資方，股東國籍或持股比例不受限制，但不包括合資企業可擁有或擬擁有柬埔寨王國土地或土地權益。

緬甸針對外商主要投資依據法令為 2012 年 11 月通過之新外人投資

法（Myanmar Foreign Investment Law, MFIL）及相關施行細則。併購之後若要設立公司則須依循緬甸公司法（Myanmar Companies Act, MCA），外國投資人在緬甸併購設立企業的型態可包含合夥、股份有限公司、分公司及非營利社團（請見表 9）。

表 9 東南亞各國有關併購規定簡表

國家	併購相關規定
印尼	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 印尼公司法規範併購相關規定。 ➤ 合併案須獲得 75% 以上股東之同意，少數股東權益也須獲得保障。
馬來西亞	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 有關併購交易的規範，設有併購法案與「本國人與外國人併購條例(Guidelines on the Acquisition of Interest, Mergers and Take-Over by Local and Foreign Interests)」。 ➤ 根據規定，馬來西亞證券管理委員會（Securities Commission）須確保併購活動不影響市場機能，且少數股東權益能受到保護。 ➤ 特定的併購交易，除須適用前述併購條例的規定，並須取得外國投資委員會核准。
菲律賓	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 《公司法》包括併購的手續和流程相關規定。 ➤ 《反壟斷和限制貿易的合併法》(Republic Act 3247) 明確規範因併購等行為造成的壟斷或貿易阻礙的情形及相關處罰措施。 ➤ 若合併涉及銀行、銀行業金融機構、信託公司、保險公司、公用事業、教育機構或其他由特別法律規範的特別行業，需先由相關政府機構出具推薦函，經證券交易委員會（SEC）批准認定。
新加坡	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 設有新加坡收購及合併守則。
泰國	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 沒有跨國併購的專門法律法規。 ➤ 收購上市公司必須符合《證券交易法》和泰國證券交易委員會的相關規定。
越南	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 設有外國投資者入股及併購越南企業股權活動機制，適用於依據外國法律規定設立及營運的組織及其在越南設立的分支機構；於越南設立及營運而外商持公司股權 49% 以上的組織；外商持公司股權 49% 以上的證券投資公司及投資基金；非持越南國籍而在越南

	<p>或國外居住的外國人士。</p> <p>➤ 外商可以 3 種形式入股越南企業，4 種併購越南企業股權形式。</p>
柬埔寨	<p>➤ 根據《柬埔寨王國投資法修正法實施細則》設有合格投資項目合併、及合資企業等相關規定。</p> <p>➤ 合資企業可由柬埔寨實體、柬埔寨及外籍實體，或外籍實體組成。王國政府機構亦可作為合資方。股東國籍或持股比例不受限制，但合資企業擁有，或擬擁有柬埔寨王國土地或土地權益的除外。</p>
緬甸	<p>➤ 針對外商投資設有外人投資法（Myanmar Foreign Investment Law, MFIL）及相關施行細則。</p> <p>➤ 併購後設立公司須依循緬甸公司法（Myanmar Companies Act, MCA）。</p> <p>➤ 外國投資人在緬甸設立企業的型態包含合夥、股份有限公司、分公司及非營利社團。</p>

資料來源：作者自行整理自各國法規

三、勞工雇用相關規定

在勞工雇用規定方面，東南亞各國法令大多規定每日工作時間為 8 小時，每週工作時數的則為 40 小時至 48 小時不等，加班時數及最低薪資亦依各國法令有不同的規定，以下就本報告蒐集到之資訊簡要說明之。

在印尼，每星期工時為 40 小時，正常工作日每日不得加班超過 3 個小時，最低薪資標準各地方政府依各區域（各縣市內依區域亦不同）及產業類別有所不同。

馬來西亞每工作時間天不能超過 8 個小時，每週則不超過 48 小時；雇主不能讓員工一天工作超過 12 小時，且一個月內超時工作不能超過 64 小時。超時工作報酬在正常工作日為平時工資的 1.5 倍，在休假日為 2 倍，在國定假日為 3 倍。有關最低工資，馬來西亞政府訂於 2013 年 1 月及 7 月分階段實施最低基本薪資規定；西馬半島員工每月最低基本薪資為 900 馬幣或每小時 4.33 馬幣，東馬砂勞越州及沙巴州則為 800 馬幣或每小時 3.85 馬幣，以保障勞工獲得合理薪資。

菲律賓勞工工時每日以 8 小時或每週 48 小時為限，一星期工作六天，最低工資則因地區而異，目前以馬尼拉地區之最低工資為最高，2014 年 1 月起每日為 466 披索。

新加坡標準工作小時為每週 44 小時，但允許雇主彈性調整至 48 小時，惟接下來之第 2 週以不超過 88 小時為原則，加班費及休假另有規定。與其他東南亞國家較為不同的是，新加坡無法定最低工資標準，工資係由全國工資理事會提出建議，再由雇主及受雇員工依此談判結果及市場行情而議定。

泰國對於非危險性的工作，最長工作時間是每天 8 小時或每週總共 48 小時；有危險性的工作，每天工作時間不能超過 7 小時或每周工作時間共計不能超過 42 小時。而最低工資於 2013 年 1 月 1 日調高至每日 300 泰銖。

越南每日上班時間不超過 8 小時，每週不超過 48 小時，各地區最低工資自 2015 年 1 月 1 日起有所調整，以符合 2007 年加入 WTO 之承諾「在 2012 年時達到本國與外資企業薪資一致」。

柬埔寨勞工每日的工作時間為 8 小時，每週的工作時數為 48 小時，平時加班費需增加 50% 之薪資，例假日或國定假日加班需加 100%。最低工資則因地區有所不同，自 2014 年東國最低工資已調升為每月 100 美元。

緬甸一般工作，每日工作時間不可超過 8 小時或每週不可超過 44 小時，但若因技術理由，必需連續生產，則每週不可超過 48 小時；若從事較危險工作，則每日工作時間不可超過 8 小時或每週不可超過 40 小時，加班費及休假另有規定。而在最低工資方面，緬甸政府於 2015 年 9 月首次實施全國最低工資，最低工資標準為 3,600 緬元(2.8 美元)(請見表 10)。

表 10 東南亞各國有關勞工雇用規定

國家	勞工雇用相關規定
印尼	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 每星期工時為 40 小時，正常工作日每日不得加班超過 3 個小時，加班費及休假另有規定。 ➢ 各地方政府依各區域（各縣市內依區域亦不同）及產業類別而制定不同的最低薪資標準。
馬來西亞	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 正常工作時數為每天不能超過 8 個小時或每週 48 小時，雇主不能讓員工一天工作超過 12 小時，加班費及休假另有規定。 ➢ 2013 年 1 月及 7 月分階段實施最低基本薪資規定；西馬半島員工每月最低基本薪資為 900 馬幣或每小時 4.33 馬幣，東馬砂勞越州及沙巴州則為 800 馬幣或每小時 3.85 馬幣，以保障勞工獲得合理薪資。
菲律賓	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 菲國工人 1 星期工作 6 天，工時每日以 8 小時或每週 48 小時為限。 ➢ 最低工資因地區而異，以在馬尼拉地區最高（2014 年 1 月起每日 466 披索）。 ➢ 菲憲法明文規定，工人有罷工之權利，有關工會及罷工問題，宜謹慎處理。
新加坡	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 基本月薪不超過 S\$4,500 之員工，標準工作小時為每週 44 小時，但允許雇主彈性調整至 48 小時，惟接下來之第 2 週以不超過 88 小時為原則。加班費及休假另有規定。 ➢ 新加坡無法定最低工資標準，工資係由全國工資理事會提出建議，再由雇主及受雇員工依此談判結果及市場行情而議定。
泰國	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 非危險性的工作，最長工作時間是每天 8 小時或每週總共 48 小時。有危險性的工作，每天工作時間不能超過 7 小時或每周工作時間共計不能超過 42 小時，加班費及休假另有規定。 ➢ 泰國政府於 2013 年 1 月 1 日調高全國最低工資至每日 300 泰銖。
越南	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 法定工時每日上班時間不超過 8 小時，每週不超過 48 小時，加班費及休假另有規定。 ➢ 越南政府於 2015 年 1 月 1 日起調高越籍勞工基本薪資額（最低薪資額）標準，持續執行越南 2007 年 WTO 入會之承諾「在 2012 年時達到本國與外資企業薪資一致」。

柬埔寨	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 勞工每日的工作時間應為 8 小時，每週的工作時數為 48 小時，加班費及休假另有規定。 ➤ 最低工資因地區而不同。（基本工資自 2014 年調升為每月 100 美元）。
緬甸	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 一般工作，每日工作時間不可超過 8 小時或每週不可超過 44 小時，但若因技術理由，必需連續生產，則每週不可超過 48 小時。若從事較危險工作，則每日工作時間不可超過 8 小時或每週不可超過 40 小時。加班費及休假另有規定。 ➤ 緬甸政府於 2015 年 9 月首次實施全國最低工資，最低工資標準為 3,600 緬元(2.8 美元)。

資料來源：作者自行整理自各國法規

四、鼓勵外人投資相關及有利措施

由於國內可蒐集到之東南亞國家針對證券業相關鼓勵措施有限，故以下主要描述東南亞各國對於外人投資的態度及相關鼓勵措施。

觀察個別東南亞國家證券市場的表現，印尼近年來非常活躍，市場愈來愈開放，外界對印尼股市的期望值提高，近年來印尼政府為吸引外來投資，對外商態度友好，2007 年新投資法公布後，對外商之規定更盡量與本地廠商持公平待遇，2010 年以來推出各項政策吸引外商投資。

馬來西亞則曾於 2009 年放寬金融管制，以進一步促進金融發展，放寬內容包括（1）核發 9 張新的金融機構執照—伊斯蘭銀行 2 張、商業銀行 3 張、專業銀行 2 張、家庭伊斯蘭保險 2 張；（2）提高金融機構外資比率—即放寬外資在金融業資本比率之限制，包括伊斯蘭銀行、投資銀行、伊斯蘭保險及保險業之外資股權可由現行之 49% 提高至 70%；（3）增設分行--已在本地註冊之外商銀行將獲准於 2009 年及 2011 年分別設立 10 家新微型分行及 4 家新分行。

菲律賓於 2014 年公布「2014 年投資優先計畫 (Investments Priorities Plan)」，獎勵範圍包括 4 個產業領域（製造業、農產加工及漁業、服務業、公共建設及流通業）及 4 個特定活動（包括能源、住宅、醫院及

公共—私人夥伴關係（Public-Private Partnership, PPP）），以及出口業（包括產品生產製造出口、服務出口及支持出口商之相關活動）。菲律賓對於外資的態度整體上可以概括為任何經濟領域都歡迎外資進入，但是必須保持菲律賓國有資本或者說菲律賓國民個人資本所佔比重在 50% 以上。然而美國的資本在菲律賓境內則享有菲律賓國民同等的待遇，即美國資本享有比其他外資更大的自由和權利。

在新加坡，許多外來投資者並不著眼其國內市場，而在於利用星國之優勢，作為基地向外擴展業務。因此新加坡政府也推出營業總部計畫，以優惠稅率鼓勵外來投資。對於外來投資的有利投資環境包括：（1）完整的租稅協定網路：新加坡已與世界上 70 多個國家訂有租稅協定，這些協定對避免重複課稅及租稅減免均有實質的好處。（2）新加坡控股公司及海外投資所得可享較低稅賦優惠：有關海外投資所得，新加坡控股公司較我國控股公司能享有較低的有效稅率。特別是控股公司享有營業總部（OHQ）的獎勵。（3）有利的公司稅制：例如新加坡對資本利得並不課稅。在新加坡，只要股東組合無重大變更，公司的虧損皆可無限期遞延，以抵減未來年度的公司所得稅。（4）未分配盈餘可無限保留：在新加坡，未分配盈餘幾乎可以毫無限制的保留，公司可以任意擇定分配股利的時機。

泰國則自 1997 年金融危機後，曾採行各項措施，如不再讓泰銖釘住美元而採浮動匯率，放鬆外人投資限制，加強吸引外資等，拯救其經濟。為吸引外人投資，更提出各項優惠措施，例如放寬外資持股比例等。此外，泰國與東協、日本、紐澳、韓國、中國大陸、印度等國已簽署自由貿易協定。

在越南證券業市場方面，越南政府於 2006 年通過證券法，並於 2007 年公告越南證券法施行細則，規範股票初次公開發行、證券上市、設立證券商、基金管理及證券投資公司等。在金融業務方面，2007 年 1 月 1 日起越南中央銀行允許當地商業銀行、外資合資銀行、全外資銀行及外

國子銀行與企業客戶進行利率套利業務(Interest Rate swap)。整體來看，越南經濟成長率為東協區域內最佳者，並積極參與國際經貿社會，享有國際社會給予之多項優惠。在 2009 年至 2013 年經濟下滑時期，越南政府亦積極推出多項措施協助廠商，盼能延緩全球經濟下滑的衝擊。目前我國與越南亦已簽署包括國家層次之投資保障、避免雙重課稅、臺越勞工、臺越貿易及暫准通關等協定，臺、越雙邊關係發展良好，我國政府可作為我商投資之後盾。

在柬埔寨，其開放投資之產業，除農藥等有危害人體健康之虞的化學品禁止外人投資，以及特殊行業有條件限制外，其餘行業均開放外資 100% 經營。柬埔寨於 2003 年 9 月加入以低度開發國家身分加入 WTO 的國家，在該國投資設廠者輸往其他 WTO 會員國之進口關稅適用優惠關稅，此外美、日、歐盟等 29 國給予東國 GSP 優惠關稅及免配額優惠。

緬甸為鼓勵外國在緬甸投資，根據新「外人投資法」，緬甸投資委員會 (Myanmar Investment Commission, MIC) 可給予投資者租稅收減免優惠包括任何生產性或服務性企業，從開業的第 1 年起，連續 5 年免徵所得稅。而如果對國家有所貢獻，可根據投資專案的效益，繼續適當地減免稅收。此外，企業如將所得利潤作為儲備金，並在 1 年內進行再投資，其所獲得的利潤可被減免稅收 (請見表 11)。

對於東南亞市場，根據金融業者的觀察，東南亞現在對於外資大部分還是採開放態勢，但如果只是單純去做生意，不見得會受歡迎。目前，根據相關業者表示，東南亞國家希望外資業者前去發展，不光只是幫助經濟發展，也能帶來金融創新。因此，科技運用在傳統金融產品上，亦是當地政府注意的重點。

表 11 東南亞各國有關鼓勵外人投資及有利措施

印尼	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 印尼投資協調委員會 (BKPM) 推動擴大投資的重點措施包括簡化並整合投資申辦流程、積極推動吸引投資的產業項目、強化整體投資環境、推動本地企業擴
----	--

	<p>大投資等，以期達成 2019 年前吸引投資金額達 932.9 兆印尼盾(約合 753.3 億美元)的目標。</p>
馬來西亞	<p>➤ 為進一步促進金融發展，馬國於 2009 年放寬金融管制，內容包括：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1.核發 9 張新的金融機構執照—伊斯蘭銀行 2 張、商業銀行 3 張、專業銀行 2 張、家庭伊斯蘭保險 2 張； 2.提高金融機構外資比率—放寬外資在金融業資本比率可由現行之 49%提高至 70%； 3.已在本地註冊之外商銀行獲准於 2009 年及 2011 年分別設立 10 家新微型分行及 4 家新分行。
菲律賓	<p>➤ 菲國總統府於 2014 年公布「2014 年投資優先計畫 (Investments Priorities Plan)」，獎勵範圍包括 4 個產業領域 (製造業、農產加工及漁業、服務業、公共建設及流通業) 及 4 個特定活動 (包括能源、住宅、醫院及公共—私人夥伴關係 (Public-Private Partnership, PPP))，以及出口業 (包括產品生產製造出口、服務出口及支持出口商之相關活動)、法律規定的特殊產業及民答那峨穆斯林自治地區，享受投資財稅優惠。</p>
新加坡	<p>➤ 新加坡政府推出營業總部計畫，以優惠稅率鼓勵外來投資，並相繼與紐西蘭、日本、澳大利亞、美國及我國等國家簽定自由貿易協定。</p> <p>➤ 擁有完整的租稅協定網路可以利用</p> <p>➤ 控股公司及海外投資所得可享較低稅賦優惠</p> <p>➤ 有利的公司稅制</p> <p>➤ 未分配盈餘可無限保留</p>
泰國	<p>➤ 自 1997 年金融危機後已採行各項措施，放鬆外人投資限制，加強吸引外資。</p> <p>➤ 為吸引外人投資，更提出各項優惠措施，例如放寬外資持股比例等。</p> <p>➤ 泰國與東協、日本、紐澳、韓國、中國大陸、印度等國已簽署自由貿易協定。</p>
越南	<p>➤ 2006 年通過證券法，並於 2007 年公告越南證券法施行細則，規範股票初次公開發行、證券上市、設立證券商、基金管理及證券投資公司等。</p> <p>➤ 2007 年起越南中央銀行允許當地商業銀行、外資合資銀行、全外資銀行及外國子銀行與企業客戶進行利率套利業務 (Interest Rate swap)。</p> <p>➤ 積極參與國際經貿社會，享有國際社會給予之多項優惠。</p>

	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 臺、越雙邊關係發展良好，我國與越南亦已簽署多項協定。
柬埔寨	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 除農藥等有危害人體健康之虞的化學品禁止外人投資，以及特殊行業有條件限制外，其餘行業均開放外資 100% 經營。 ➤ 在該國投資設廠者輸往其他 WTO 會員國之進口關稅適用優惠關稅。 ➤ 美、日、歐盟等 29 國給予東國 GSP 優惠關稅及免配額優惠。
緬甸	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 根據新「外人投資法」，為鼓勵外國在緬甸投資，緬甸投資委員會（Myanmar Investment Commission, MIC）可給予投資者下列租稅收減免優惠： <ol style="list-style-type: none"> 1. 任何生產性或服務性企業，從開業的第 1 年起，連續 5 免徵所得稅。如果對國家有所貢獻，可根據投資專案的效益，繼續適當地減免稅收。 2. 企業如將所得利潤作為儲備金，並在 1 年內進行再投資，其所獲得的利潤可被減免稅收。

資料來源：作者自行整理自各國法規

第四章 東南亞各國已有發展實績之證券商 商個案分析

本章將針對在東南亞各國已有發展實績之證券商進行個案分析，除了討論其在東南亞國家佈局的進入模式、經營優勢與所面對到的問題之外，亦針對希望赴東南亞投資但卻尚未成行或無法成行的證券商進行訪問，瞭解其所考量進入東南亞市場之因素與面對困難。

本章將先介紹國際企業管理理論中有關國際佈局與當地經營之理論，作為本研究個案分析的理論基礎，配合本研究團隊實際赴國內外知名證券商進行訪談之結果進行整理，希望可以瞭解國內外證券商在國際佈局的行為模式，以供參考。

第一節 國際佈局當地經營理論基礎

一、多國籍企業策略

多國籍企業(multinational corporation, MNC)是一種延伸國際商務的方式，更精確的來說是「從事國外的直接投資，又可能是控制或擁有超過一國以上具有附加價值的活動」。多國籍企業的典型來說，會是在不同的國家來購入資源，並且在不同國家來創造出商品及服務，接著再將不同的商品與服務銷售到不同的國家。企業組織的國際化發展方式，大致上可以下列幾種方式來達成：進出口貿易與相對貿易、加盟與授權、直接國外投資。以出口(exporting)來說，是將一國所擁有的產品來賣給另一國，由另一國來使用或再銷售；進口(importing)則相對來說是購買另一國所擁有的產品來使用或是再銷售；而相對貿易則是適用於買方的國家無法以貨幣來支付的情況，可能是因為當地幣別不易轉換或是現金及銀行存款不足時，缺點是可能品質較差、難以公平的交換與有討價還價的空間，而優點則是不用準備足夠的金額、可以顯示彼此的商譽。授

權(licensing)的方式，通常是以法律契約的型式來擬訂，讓其它的國家地區可以來支付報酬後來使用其智慧財產(專利、商標與著作)；加盟(franchising)則是授權予其它國家地區來使用品牌名稱來進行營運，並支付報酬對價。國外直接投資(foreign direct investments, FDI)，是一種位於地主國的投資活動，可以直接控制其財產與資本，或是在當地具有公司設立。

以出口活動來說，可以是單純不規律的直接出口，又或是透過當地的代理商(agents)與批發商(distributors)等形式；而直接投資活動則是可以分成合資(joint venture)、合併與收購(mergers and acquisitions)及新創設立(greenfield)²。在多國籍企業的發展過程中，多數都是以出口活動為起始點，這可能是因為缺乏對於當地市場了解的害怕心理，想要規避不確定性，先從較為鄰近或是在貿易規則與實務上相對較為清楚的國家開始進行出口。而出口的國家也都多半是與自身心理距離(psychical distance)較低的國家，例如一些文化、語言、政治或貿易法規等情況，之後再逐漸的以代理商的方式，慢慢的變成到國外建立銷售子公司或是設立生產據點，是一種逐漸的發展鏈(establishment chain)概念。然而，在多國籍企業的發展過程中，可能會從出口模式，跳到授權加盟模式或是直接投資模式，是一種模式之間(between model)的移動方式³；但也可能會是模

²在國外直接投資的活動中，可以發現到多數公司的進入模式都是以收購(acquisitions)的模式為主，其次是合資(joint ventures)，最後才是新創設立(greenfield)。其中，設備(equipment)產業則是以合資為主，金融業與機械產業都沒有以新創設立的方式進入。Bruce Kogut, & Harbir Singh. (1988). The Effect of National Culture on the Choice of Entry Mode. *Journal of International Business Studies*, 19 (3), 頁 418-419.

³並非所有的組織發展都是依照「發展鏈」的向前邁進的方式，也可能會有縮減(retrenchment)的情況發生。瑞典的 Facit 公司最早於各國發展，都是以代理的方式開始進行，之後逐漸發展成以銷售子公司或是代理子公司，但在加拿大的發展過程中，最終仍舊是以原來的代理方式來取代已發展成銷售子公司的模式。可能的理由是組織的資源策略配適調整於其它

式之內(within model)的移動方式，例如從直接出口轉換到代理商或尋求批發商，也可能是從合資到合併收購的方式；但也有可能是採用混合模式(mixed model)來進入市場，也就是在單一的外國市場同時採用多種進入方式⁴。

因此，多國籍企業會依照上述不同的經營模式來發展。在這種漸進的策略模式下，可以分類成為四種不同狀態的演化階段，隨著時間有不同的海外發展動機與具有獨特的企業型式：(1)國際(international mentality)：是企業國際化的最早階段，管理者視其為海外發展的前哨戰，以不同的方式來支援國內母公司。其主要是源於國際的產品生命週期，產品通常於國內發展，之後才開始陸續的賣向國外，知識與科技也從母國移轉到海外營運；(2)多國(multinational mentality)：不僅僅只是將產設備、科技或產品運往國外，國外當地的競爭者與地主政府也都會加速公司的學習。管理者體認到各國的市場、環境差異，是一種依照各國不同的來彈性修正產品、策略與管理制度方式。管理者具有高度的自主性，母國運用當地的市場知識來投資，是一種可以建立當地市場的可觀成長方式；(3)全球(global mentality)：認為多國的方式是一種在設計、生產、物流、配銷等功能都是無效率的方式，為了要符合當地的消費者與法規，在許多的地區都建立廠房。因此產生了視全球都是同一個分析單位的想法，基於各國都是相同的品味偏好，在適當的成本與優良的品質下而製

國家，因而有逐漸淡出市場的跡象。

⁴在調查研究總共 679 間公司的樣本中，有 391 間(58%)的公司進入國外市場時，首先都是採用出口的方式。事後由出口直接往國外直接投資(設立銷售子公司或建立生產據點)的共有 104 間。有 20 間的公司設立銷售子公司後，也都會往設立生產據點來發展。採行混合模式的共有 36 間，其大多都是有授權方式再搭配其它的模式，而相較於採行出口搭配其它模式者，則較為少見。Timothy Clark, Derek S. Pugh, & Geoff Mallory. (1997). The Process of Internationalization in the Operating Firm. *International Business Review*, 6 (6), 頁 608-614.

造提供標準化的產品。研發、製造與決策活動都還是由總部中心來管理與決定；(4)跨國(transnational mentality)：當全球在 1970 到 80 年代都很風行的時後，在母國的出口與集中控制下，許多地主國政府開始進行管制，要求必須投資與技術移轉。消費者同時與此時開始拒絕全球化的產品，並且主張各自的偏好，期望高品質與低價格的產品，因此在兼顧回應當地的市場與政策以及全球規模的效率下，出現了跨國的策略。關鍵的資源與活動並非是集權或是分權，而是由各當地的子公司擁有自己的專業，形成一個相互依賴的連結與協調的網路，以便同時得到效率與彈性。

在國際策略(international strategy)當中，有許多的美國企業都是屬於此類的，例如 Kraft、Procter & Gamble(P&G)與 General Electric(GE)，並非有如全球公司一樣的集中與具有規模，也無法像多國公司一樣具有自主性的高度回應當地，是一種缺乏效率與彈性的策略；多國策略(multinational strategy)則是會考量不同國家的市場偏好、產業特性與法令規定，同時也會使用當地的資源來回應需求，是一種以收益面為主要考量的策略，許多的歐洲國家公司都是屬於此類，例如 Unilever、ICI、Philips 和 Nestle，是具有當地的自主性與獨立的國家單位，具有彈性來回應當地環境；全球策略(global strategy)在許多的日本企業都是使用此方式，例如 Toyota、Canon、Matsushita，因為在國家之間有高度的產品運送，最終將導致進口國政策干預的風險。同時在研發與製造上也會畫地自限；跨國策略(transnational strategy)在摘取上述三個策略的部分優點而成：全球公司傾向於資源集中，探索各活動可能的規模經濟、多國企業則是分佈資源於各不同的國家、而國際公司集中資源來發展創新。是一種同時專注於探索效率、彈性與學習的策略方式。不僅保護了核心能力，同時也具有規模經濟，其它的資源則是分權的配置於各國家，例如需要勞力密集與低薪資的來製造產品，則選則墨西哥、孟加拉；需要特殊科技的研發資源與活動，則選擇日本、德國或美國。

二、資源基礎理論

產業組織理論(Industry Organization, IO)主要是由產業經濟學所延伸而出，例如 Structure-Conduct-Performance Model, SCP 模型。主要強調廠商在面對不同的產業結構時(Structure)，會採取某些特定的行為(Conduct)，而最終對於績效(Performance)產生影響。因此廠商的行為與績效，都是受到產業結構所影響的。最著名的應用便是 Michael Porter 的五力分析(現存競爭者、潛在進入者、替代品、上游供應商、下游消費者)，除了形塑廠商的產業結構，也決定了獲利能力。

資源基礎理論(Resource Basic View, RBV)則主張面對相同環境產業之間的廠商，造成其表現績效差異的最主要原因，是因為廠商內部所擁有資源的異質性，配合了外部環境的機會，因而成就了廠商的競爭優勢。對於無論是廠商內部的有形資產或是無形資產，可供利用來進行競爭活動者，皆屬之。

在資源基礎理論(RBV)的觀點中，廠商之間的獲利差異，主要是源於廠商所持有的資源不同。透過這些獨特的資源，廠商得以發展出核心能耐，進而創造出競爭優勢。對於資源是否能帶來競爭優勢，可從三方面來評估：能提供廠商接觸到不同的管道、能使消費者體認其利益、難以被競爭者模仿。隨著時代的演進後，核心能耐主要演變成四項：具有價值、難以模仿、難以替代、稀少性。因此必須要透過複雜的資源組合，方才能使優勢資源進化成核心能耐。對於網絡中心性與網絡能耐，則可以強化廠商所持有的複雜資源組合程度。

三、網絡理論

網絡理論最早是從社會學所發展而來，說明人與人之間的人際往來關係，最初被稱之為社會網絡。在學者 Gulati(1998)的研究中，運用到廠商的層級，認為廠商與廠商之間，也會有著類似人與人之間的社會網絡關係。對於廠商在網絡當中的地位、大小，將可能會影響到廠商在未來

發展的行為。對於廠商，可以透過其所處的網絡地位，來取得原本未有的外部資源或資訊，存在於這廣泛的網絡資源當中。學者 Parise and Henderson(2001)認為，無論是有形資源或是無形資源，都視網絡資源的一種，並且強調不同位置的網絡關係，其所交換的資源也會有所不同，例如廠商可能會面對競爭者、供應商、顧客等不同的角色。學者 Allee(2000)也提出，在網絡中所使用的交易貨幣，可能是以三種形式存在的：商品或服務、知識、無形利益。而學者 Gnyawali and Madhavan(2001)也指出了網絡中心性、網絡自主性、網絡均衡性、網絡密度之間的關聯。而在對於資源的取得，又可能會受到結構洞的多寡、均衡、密度、流動等方式影響。

在網絡中的各成員聯繫，又可再分為強聯繫與弱聯繫兩種。此外，若為橋接聯繫時，表示為網絡成員當中唯一的連接橋樑，若廠商持有較多的聯繫時，則越容易為自身創造出有利的網絡位置，並且可以創造出資訊的不對稱。在強聯繫當中，組織成員之間具有高度的互動，相互依賴與互惠關係。成員之間是高度信任、緊密互動，具有相同的價值觀，促使資訊能快速流通，並對於彼此知識的吸收。除了在強弱聯繫之外，還可透過鑲嵌的概念，對於網絡成員進行劃分，主要為關係鑲嵌與結構鑲嵌。

學者 Gnyawali and Madhavan(2001)，指出了越接近網絡中心地位的廠商，所持有的網絡聯繫組合越多，越能獲得更多有價值的資源與資訊。網絡結構洞的概念，就是對於網絡中的廠商擁有越多的橋接聯繫，則會越有機會創造自己的競爭優勢與有利的資訊不對稱。Sparrowe, Liden, and Kraimer(2001)，對於互動與主導集中於少數網絡成員手中，這些成員的網絡中心性會越高，獲得相關的知識、訊息與資源，也都會相對較高，進而對於網絡產生控制力，創造競爭優勢，提生談判力量。Brass and Burkhardt(1993)則認為掌握中要資源的成員，可以降低對他人的依賴。Tsai(2001)對於組織學習的知識移轉上，若越接近網絡中心，則有越多的

管道來取得其他成員所發展出的新知識，並且運用於創新。因此，網絡中心性是廠商位於所處的網絡地位中，其他成員對於焦點成員會具有依賴性，並且具有談判能力。當廠商的網絡中心性越高，所取得的外部資源、網絡資源也會越高，對網絡其他成員的依賴性會降低，透過建立的優勢資源，則可以強化廠商談判能力。透過內化廠商的資源，創造持續性競爭優勢，主動的發起網絡競爭活動並且向中心推進。

網絡能耐(Network Competence)最早是由網絡能力(Network Ability)所演變而來的。可解釋為廠商運用網絡關係、網絡資源的效率與能力。Hakansson(1987)認為網絡能力是公司在處理網絡中與他人關係的能力，進一步調整公司於網絡中的地位，並且與其他網絡成員的互動關係。Ritter, Wilkinson, and Johnston(2002)則更進一步的認為，網絡透過發展會成為廠商對於顧客、供應商與其他網絡成員之間的互動、溝通協調與管理效率的能耐。於是網絡能耐的概念因而成形。網絡能耐的重點是在於運用的資格，若未擁有適當的資格，是可能會喪失網絡能耐的。在專業資格上，指廠商對於整體網絡的管理，並理解成員的需求與能力，通常是具有領先的廠商才符合的資格；在社會資格中，所指的是具有溝通協調網絡中各個資源衝突的分配，類似社會公證人的概念。

由於網絡聯繫是建立於雙向的發展，網絡成員之間的關係也會具有影響。對於網絡中的成本仍需加以考量，以自由下降的機會成本來說，是廠商與網絡成員之間的抵換，例如與 A 供應商的緊密關係，便可能會與 B 供應商的關係疏離；對於管理控制的成本，則可以透過管理技術、通訊技術的發展而改善。因此，要達成網絡能耐的條件，為對於整體網絡的專業知識、技術、網絡成員依賴，透過上述資源的整合，建立更多的聯繫，能更有效的取得網絡中的資訊、知識與資源。

第二節 東南亞投資之外國代表性證券商個案分析

本小節針對在東南亞已有發展實績之外國代表性證券商為分析對象，以瞭解其進入市場與當地經營之模式，以供參考。訪談對象包含了在東南亞投資的國外知名證券商、當地政府機關與大學院校，結合產、官、學界的意見進行歸納整合，同時也透過此種性質互異的組織機構訪談內容，可以相互交叉比對以增加訪談內容的信效度。

一、進入模式

首先，我們針對國際知名證券商進入東南亞市場的模式進行討論。透過訪談發現多數知名的跨國證券商在國際化的進入模式中，會偏好採用新創設立(greenfield)與合資(joint venture)來發展，接著才會是合併與收購(mergers and acquisitions)的方式。主要原因大概可以分為兩部分討論：第一，該跨國級知名證券商企業本身具有全世界的高知名度，且在世界佈局相當的完整，已經建立了一套完善的運營模式，且由於其知名度非常高，經營的範圍與模式與當地證券商亦有所區隔，故以新創設立的模式進入可以延續其知名品牌，並與其他國際佈局的據點進行協調與合作，而在非屬知名外資證券商熟悉之業務或是難以取得牌照之業務，則可以與當地證券商合資，如此可以達到一加一大於二的效果；第二個原因是在於當公司要付出資金來接手另外一家企業時，除了要承擔往後發展好壞的風險以外，同時又會擔心所支付的金額相對於市場資產評價呈現高度溢價的帳面損失情況發生。同時也發現到，這些外資證券商機構到東南亞國家的發展，也大都是選擇經濟發展情況較為成熟的國家為主，例如香港、新加坡、馬來西亞、印度。當然，都還是以原本的國家為組織的母公司(parent)，而選擇以金融經濟發展較良好的國家當成總部(headquarter)。同時因為香港是進入中國大陸市場的門戶，新加坡也都緊鄰於馬來西亞，因此這兩個國家都是優先考量進入並當成總部公司發展的國家。對於一些重大性的策略方向仍是由母公司決策，依照各地區的

法令規章或事務再由區域總部公司來指揮協調；而業務的績效報告程序上，亦由各地的分支機構，先向區域總部公司報告後，再向母公司回報。

二、經營優勢

在東南亞投資的國際級證券商認為其經營的優勢包括以下五點，一是其具有非常顯著的品牌優勢；二是具有廣大的國際通路，可以為當地投資人進行全球性的資產佈局；三是母公司資源與其他業務的強力挹注；四是國際經營的豐富經驗；五是依公司發展目標選擇客戶。尤其是品牌效應非常的重要，在其進入當地國市場時，無論是協助發行或是承銷，由於該公司已具有全球知名度，故客戶非常的信任該公司，願意接受其為該公司進行上市的發行與承銷業務。而即便是經紀業務，無論是批發或是零售業務，顧客的信任程度也是顧客選擇證券公司的重要考量，而品牌可以提昇客戶的信任程度，自然可以順利的推動其業務。

另外，國際級證券商因為在全球許多國家均有投資佈局，因此也可以提供東南亞國家顧客資金在全球佈局的服務，尤其是機構投資人，無論是因為避險或是看好其他國家的市場，通常會有將資金進行全球佈局的需求，而此時會選擇在世界主要資本市場均有據點，可以提供通路的證券商。

其次，由於資產管理業務通常需要許多其他金融業務如銀行等的支援，而母公司其他的金融業務與證券業務共同進入東南亞市場並提供強力的資源與服務的支援，可提供顧客最完整與安心的服務，亦是順利推動業務的主因之一。

再者，國際級證券商由於在全球佈局的時間較長、各主要市場均為其佈局重點，故國際經營的經驗豐富，各地的經營主管時常的輪調，也使各地主管擁有解決國際經營各種問題的能力，因此各地的經營主管可以很快的上手，推動其業務。最後是目標客戶的選擇，由於國際級證券商的優勢，較獲得國際性的客戶（尤其國際性公司與機構投資人）的青

昧，故首先針對該些客戶經營，而再視時機擴大客戶群。

也因如此，大多的國際級證券商會以發展程度較高的國家，如新加坡與馬來西亞為主要的投資區域，而後以其為區域總部，再將觸角伸入其他的東南亞國家。

最後，東、緬、寮三國雖然經濟發展落後，金融市場非常不健全，證券市場亦開始起步，但日本、韓國對於該三國的市場亦有相當之興趣，並由大型證券公司或是證券交易所帶頭協助成立該三國的證券交易所，如韓國協助寮國與柬埔寨、日本大和證券協助緬甸證交所成立等，顯示該些區域證券商亦希望以協助其成立證券交易所的方式，以搶先在當地佈局，以取得先發優勢。

三、各國外資政策

許多國家在不同時期會有不同的外資政策，因此進入該國投資的時機有時將會是左右投資成敗的重要原因。例如，馬來西亞早期是相當歡迎外資企業進入投資發展的，但因為後來害怕整體經濟大權會受控於外資企業的掌握，因此在近期又逐漸的縮減外資企業的進駐，在申請的條件上也日益嚴苛。因此，對於尚未進入該國市場的證券商將非常不利，反之對於已經入主馬來西亞當地的外資證券商而言，則是相當樂意見到政府此種緊縮的態度。又以新加坡為例，該國是一個世界金融商業重鎮，在金融界知名的跨國企業均希望在當地佔得一席之地，但同時也相對的都面臨到激烈的競爭環境，許多的證券商能順利的發展是依靠銀行的先行設立。雖然一直以來新加坡政府表面上對外資證券商進入是以開放的態度，但實際上時常在事後嚴格管控檢查。

其實無論是在馬來西亞或是新加坡，證券承做的市場量能並不大，無論是在個體散戶的股票買賣上(經紀)，或者是幫助公司企業來上市櫃都一樣(承銷)。因而提出其它的發展想法，是否不應只著重在新加坡或是香港的市場中，又或者雖然可以在當地設立分支機構，但這並不是終

極的發展目的，而是可以再繼續擴展到其它國家；否則也可以先行踏入較為次級的國家市場發展，例如緬甸、越南、印尼。除了可能會產生先行者優勢的利益之外，也不乏利用當地的臺商來相互支撐發展。

然而，由於世界各國對於其國內廠商多少都會有保護的思維，而且金融業對於各國而言多是特許行業，無論是為了保護國內企業或是避免金融動盪，各國對於外資金融機構（尤其是證券機構）都會以較為嚴格的標準來審視。

四、人力資源管理

訪談的國際性證券商針對其人力資源之管理部分，在組織的人力資源發展策略上，高階的地區執行長通常都是由總部來決定其人員的配置與調動，除了可以防止傳統大家所認知的弊端問題之外，公司最主要考量的還是透過此種不同地區的輪調方式，進而能學習到不同地區的營運事務處理。另外，對於在各子公司的營運上，是否都需要總公司派員進駐該單位，則要視每個地區而不同。例如在新加坡國際經營人才相對容易取得的情況，加上公司本身的知名度，要取得優秀人才相對較為容易，如此可能由母公司派駐人力的需求相對較低。而若是高階人才較為不足之國家，則由母公司派駐高階管理人員的需求較高。

在一般的員工聘用上，主要仍是以當地人為主，然各國的勞動法規均有不同，例如馬來西亞有特別針對當地馬來人的保護規定，當公司企業要招募員工時，首先一定要在網路上公佈資訊，如果在都沒有當地人符合資格的情況下，才可以任用國外人士。另外訪談對象之一的馬來西亞公司只有一位是新加坡人與另一位是日本人，其它則都是當地人。但其實多數的公司企業於國外發展時，到後期多半都還是會多數任用當地人為員工居多。

對於證券業來說，所要尋找的人才多半都還是要具有相關專業知識的專才，同時要能夠具備更多的經歷會更好，特別是在新加坡就比較不

會有人口種族上的任用問題。在語言的問題上，由於新加坡原本就是以英文為母語的國家，馬來西亞政府多年來也都力推英文的教育，因此是國際化程度較高的國家，但當遇到華人客戶時，對於不了解的員工可能就會有些困難，但原則上語言不會是一個徵才上的大問題。比較有個要提出說明的是，當外國人要申請到新加坡工作，VISA 的許可要等待約 2~3 個月的時間，此外該地區的物價也相對其它東南亞國家為高，這也都可能會是影響證券專業人才工作發展選擇的考量之一。

五、交易對象與業務優勢

在客群類別方面，國際級證券商大都是以承接公司企業的上市櫃發行業務為主，主要的原因是其國際性品牌形象得到該些欲上市公司的信賴，且其具有全球性通路，可以協助企業進行海外上市，故為區域證券商的主要客戶，其次才是個體散戶的證券買賣。在個體散戶的客戶中，大約有 8-9 成是以當地人為主，接著才是其它國籍者。在證券的買賣交易上，大多也都習慣使用電子線上交易系統來進行，因此便利的科技因素也是一項發展的重點。以其中一間位於新加坡發展的證券公司來說，就有專門的資訊長來負責，在 2014 年全面採行科技系統，自動化的控管其目的就是要讓客戶能有安全性的信賴保障。在新加坡的證券交易上，每位客戶都只會有一個由政府控管的帳戶系統，是其它人都無法知道只有當事人可以查看的。交易方式有點類似臺灣的融資融券方式，帳戶內不需要先有資金，客戶下單之後透過三天的契約審閱期，才會從帳戶內來結算進行交易，是一種對證券商風險較高而相對保護客戶的方式。

六、個體文化與環境

東南亞國家雖然已經成為經濟共同體，但實際上各國經濟發展、基礎建設、文化背景、交易習慣與法令規章的完備性差異非常大，以經濟發展程度而言，東南亞國家有人均所得高達 5 萬多美元的已開發國家的新加坡，亦有所得僅 1,000 美元上下的柬埔寨；而且各國宗教信仰亦大

不同，如泰國以佛教為主、印尼以伊斯蘭教為主、菲律賓多信奉天主教，因此個體文化與環境的差異亦非常大。如有許多國家對於臺灣市場來說，雖然沒有太大的競爭問題，但普遍被認為是國際化不足的地區；以緬甸為例，在網路、交通等基礎建設方面，存在著嚴重的不便問題；而有些國家雖然基礎建設完善，法令規定亦較為完備，交通便利，也沒有任何的天然災害問題(地震、颱風、洪水)，如新加坡，但其競爭卻非常激烈，而導致市場遭瓜分；而在馬來西亞中，則會有一些關於遵守穆斯林的伊斯蘭教規定，在該文化中所強調的是要保守避險、不可投機賭博與不可有利息的規定，當外資金融證券機構要進入時，要特別考慮到此點。同時其對於網路設施與費用，也不會來得比新加坡要低。對於在新加坡與馬來西亞的業務經營，要視公司所持有的證照，若不只要經營證券業務時，則也同時可能需要有期貨與選擇權之類的許可。

而在訪談的國際跨國證券商多表示證券母公司的品牌名聲在全球是否有打響招牌是一個是否能與當地證券商競爭與招攬客戶的關鍵，另外組織內部良好的協調與合作支援、為各國客戶提供多樣化的全球資產組合服務支援、過往良好的發展經驗、科技應用上效率的便利性與和客戶保持良好的售後服務關係，這些都是國外證券商在進入其它國家經營時所要考量的策略要素之一。

第三節 東南亞投資之本國證券商個案訪談分析

由於國外知名證券商規模大多非常龐大，國際化佈局歷史亦相當長，品牌效應使其在東南亞投資佈局上享有非常大的便利，與當地證券商競爭亦較有資源優勢。然而，臺灣的證券商相對於該些國際知名證券商而言規模均相當小，亦無國際知名的品牌效應，在國際佈局經營上較缺乏所謂的資源或所有權優勢，因此國外佈局的進入與當地化經營的策略是不可能完全照搬國際知名證券商的方式，因此本研究團隊亦針對本國的證券商、臺灣證券交易所與證券櫃檯買賣中心進行訪談，以瞭解國內證券商在海外(主要是東南亞國家)佈局的考量、影響因素與遭遇之困難。

一、大中華地區之投資佈局

本處大中華地區主要指中國大陸與香港。中國大陸由於具有共同的語言、種族文化及支援共享，又有廣大的 13 億人口市場，加上早年的臺灣廠商多於中國大陸設廠投資，因此，臺灣的證券業者在國外發展的開端，多以中國大陸為主。但隨著東南亞地區國家的工資低廉，因此許多的臺商也都紛紛的移廠南遷，同時對於仍存在當地的臺商來說，在證券業者經營經紀或是承銷業務上，也都會面臨到價格廝殺的問題。此外，當地同時也具有國際級的強力證券商進駐，其背後可能都有母國政府的支持幫助，而且中國大陸現在證券商規模亦愈來愈大，成長速度也相當快，臺灣證券商的優勢正逐漸消失，因此臺灣證券業者要在中國大陸佔有一席之地也相當困難。同時，也因為中國大陸對於其國內資本市場相對的保護，加上兩岸服貿協議卡關，因此在目前來說臺灣證券業者也只能在當地設立「辦事處」(office)。

中國大陸自 2013 年開始推動自由貿易試驗區(簡稱自貿區)，並於 2013 年設立上海自貿區，2015 年再設立天津、廣東與福建自貿區，以擴大對外開放的程度。四大自貿區雖有不同的功能安排，但開放與解除管制是四大自貿區共通的重點，也為國內證券業者前進中國大陸市場

打開了另一扇窗，雖然目前為止金融開放程度遠落後於其他產業。目前為止，四大自貿區中，以上海自貿區的金融改革走得較為前面。2015年10月29日中國大陸一行三會加上外匯局、商務部與上海市政府聯合發佈，《關於印發「進一步推進中國（上海）自由貿易試驗區金融開放創新試點加快上海國際金融中心建設方案」的通知》（即所謂「金改40條」），放寬外資公司在上海自貿區的持股比例。另外，福建自貿區則因負有與臺灣經濟合作的政治使命，故相對上海自貿區對外有外資開放，福建自貿區的開放相對臺灣的證券業有利，其以「研究探索」允許符合設立外資參股證券公司條件的臺資金融機構按照大陸有關規定在自貿試驗區內新設立2家兩岸合資的全牌照證券公司，大陸股東不限於證券公司，其中一家臺資合股並持股比例最高可達51%，另一家臺資合股並持股比例不超過49%、且取消大陸單一股東須持股49%的限制。

相對的，以香港而言，由於香港與中國大陸之法令不同，相對中國大陸為自由開放，法令亦較寬鬆，且著眼於香港與中國大陸的關係，臺灣許多證券商會以進入中國大陸的跳板。因無太多的法令限制，故臺灣證券業者進入香港市場大多直接成立「子公司」(subsidiary)，而除了臺灣母公司(parent)可能同時身兼為總部外(headquarter)，有些證券業者也將此處的子公司當成是大中華地區，又甚至是東南亞地區的區域總部，來控管其它國家的分部。

香港是一個較為成熟的金融市場，交易容量也較大，但也因為是亞洲最大的外匯市場與金融集散中心，所以也同樣面臨到了國際證券業者及香港本土證券業者的激烈競爭，在香港的經營亦相對的辛苦。據訪談對象指出，香港的證券商可以分為三級：第一級是國際級證券商、第二級是香港本土證券商、其他是第三級，而臺灣的證券商許多被歸類為第三級，可見經營之辛苦。但亦有訪談對象指出，香港的金控集團可以透過銀行業的優勢替證券業務來篩選客戶，降低風險。因此，當臺灣證券業者在進入香港市場時，是否應考慮以多元不同的金融商品組合與銷售

通路管道，來與其它證券業者區分客戶類群。此外，對於「滬港通」的交易模式下，利用上海交易所與香港交易所之間的結算通路管道方式；臺灣與上海是否也可成立「滬臺通」的另一交易模式來進入中國大陸地區，仍是一個值得觀注的重點。

二、 進入東南亞市場之主要影響因素

除了拜訪已在東南亞有發展實績的國際知名證券商與國內證券商外，本研究團隊亦拜訪尚未前往東南亞國家佈局的國內證券商，瞭解其未來東南亞佈局之規劃與考量因素。依照上述所討論到的，其實無論是實際進入到大中華地區，又或者是對於東南亞國家的考量，證券業者在進入之時，首先都會考量到有關於專業人才、語言、文化與所得消費的問題。另外，國內證券商對於未來在東南亞佈局均不排斥，但普遍認為東南亞佈局時機與機遇是一個重要的因素，如有些佈局東南亞國家的時機恰為 1997-1998 年亞洲金融風暴，此為得來不易的時機點，而元大併購韓國東洋證券也有相當程度的因緣巧合，未來若有類似的良好時機，國內尚未投資的證券商仍是有興趣在海外佈局。

而除了時機外，規模與是否為金控公司亦是影響前往東南亞佈局的因素之一。由於國外佈局必須同時與當地的證券公司和國際級證券公司競爭，母公司資源是否可以足夠的支持是投資成敗的重要關鍵，因此母公司之規模便是一項影響證券公司佈局東南亞的意願的一項重要因素。東南亞的證券商雖然不乏規模較小的公司，但佔市場比重較大的證券商多是附屬在大型投資銀行內，規模亦相當大，相較之下，除了金控集團外證券商的規模不一定較東南亞本身證券商為有利。另外，許多東南亞國家其金融發展程度相對較差，直接金融尚未完全成形，因此利用銀行先行進入當地市場，後攜手證券公司進入亦是一個風險相對較低的做法，如此對於金控集團而言相對較有優勢，以純粹的證券商而言，相對較難有效佈局東南亞。

除了規模等母公司內部優勢外，外部環境中影響國內證券公司東南亞佈局的主要因素是人才和語言的障礙。新加坡、菲律賓等英文較為普遍使用的國家外，其他國家普遍都存在語言的障礙。第一線與客戶交往的員工可以使用當地員工，與客戶溝通雖不是問題，但由於證券業是一個高度專業的行業，所需要的人才多需具備相當程度的金融專業知識，管理層要具備專業知能與英文能力的人才較難以取得。另外，許多金融的執照考試是以當地區域的語言，母公司外派的員工幾乎無法參加，只有當地人可以參與，母公司人員只能從事管理層的工作，而若以母公司派駐管理層，則與當地第一線員工的溝通亦是一大問題。除此之外，臺灣的企業文化與當地不同，亦必須要花相當時間適應。而國內的證券公司所希望的是可以立即上手的員工，而不希望再花費時間與資源培育當地的員工。

另一個主要考量因素為進入當地市場後可以經營的業務範圍，由於許多東南亞國家名義上對外資投資證券業是持歡迎態度，但為了保護該國的資本市場與當地證券商，且由於證券業務多為特許，對於經營業務執照多會有限制的情況，因此在當地新創設立證券公司，要獲取營業執照恐怕相對困難。

因此，在進行海外投資佈局的進入模式上，大多數的證券公司仍會以併購的進入方式為主，除了有機會承接其原有的經營業務與既有的客戶外，原企業的員工亦可以直接上手，當地的證券業者亦可以幫助了解當地的法令規定以及申請手續。而以併購方式進入，則進入的「時機」便非常重要。如前所述，一些成功進入東南亞國家發展的臺灣證券業者，多是在 1997 年的亞洲金融海嘯風暴，以對方市值較為低點時買入持股而進入當地市場。相對來說的另一個建議則是，當整體景氣較為繁榮時，則可以考慮以租借當地的執照來經營即可，以免付出的成本過高。另外，不以新創設立的方式進入東南亞市場另一個原因是，有些國家的法規根本不允許外資完全直接的進入，而必須要與當地業者合資才行。

其次，國內證券商考慮的特別因素為「法規」，除了要面對當地國家的相關規定外亦包括臺灣自己本身的法規，尤其是母公司與海外子公司的資金運作的限制，例如本研究團隊拜訪的證券商即指出該公司過去便曾被處罰。雖然目前為止，金管會為了協助國內證券商佈局亞洲打「亞洲盃」，已有相當程度的開放，但實際上仍有其一些可以再加強。例如子公司增資、子母公司的借貸交易，雖然現在已經放寬母公司可為海外子公司背書保證、資金貸與限額亦提高，並得專案申請核准放寬海外轉投資限額及自有資本適足率，但往往需要非常長時間的公文往返，例如文件由子公司提出後，要先交臺灣母公司審核，再由金融監管單位進行審查，若資料不符或需補件，再退回母公司，母公司再退回海外子公司，再重新跑一次流程，往往就會擔誤了最佳時機。因此建議政府訂定法規時可以擴大彈性，考慮由「許可制」改為「報備制」，規定一些大方向且重要的指標（如資本適足率）即可。

最後，考量進入東南亞市場的因素是當地的基礎建設，尤其是「科技」的基礎建設，除了現下的電子商務可以利用網路來讓客戶便利的下單之外，同時也可以利用各種有如第三方支付的方式來進行交割結算，這個方式在新加坡與馬來西亞的證券市場上已經非常盛行。除此之外，還可以利用海量資料(big data)，對於一些客戶需求與市場競爭來進行銷售的預測。相較於各家臺灣證券商業者的跨海實體設點，當東南亞各國之證交所進行實質整合時，利用網路科技的直接連線交易，屆時對於臺灣的證券商業者將會產生極大的衝擊與影響，臺灣證券交易所勢必考量加入的必須性。

第四節 小結

在同時訪談了國際級證券商業者到東南亞國家設立據點經營，以及國內證券商業者對於到東南亞國家發展的一些想法後，可以發現一些相同與

互異的地方。參照多國籍企業理論在發展上的策略，可以發現證券業的海外直接投資當中，於國外證券商大都是以新創設立又或是合資為第一步主要動作；但相反來說，國內證券業者大都是想先以合併或收購的方式為主。這應該是因為國外證券業者的規模夠大，且具有相當優秀的品牌效應，且在全球佈局相當完整，可以提供當地全球性的證券與資產管理服務，故可以支撐其使用新設的方式在東南亞國家成立子公司部門；相對國內證券商的考量，則是因規模相對較小，品牌尚未成為全球性品牌，且由於語言、人才、營業項目的執照等問題，會以併購為主。此外，有些國家對於外資證券商的新創設立會多有限制，通常對於外資僅允許參股合資的方式，要使用新創設立或是合併收購的方法，在可行性上不是非常高。兩者相同的是，若選擇成為海外發展的區域總部，多會選取國際性商業金融中心，經濟發展情況較優良的國家，例如香港與新加坡。在競爭激烈的香港與新加坡兩國，可以看到外資證券業者在進入的初期大多會先以銀行業進入的方式來進行；而國內證券業者可以利用與當地臺商關係，在東南亞先行服務臺商，再由臺商擴及外資企業。在網絡理論(NT)當中，所要強調的是企業廠商之間的關係，這種關係並不限於是同業之內，可能會是與本身公司的上下游具有相關。企業透過在整個總體環境的網絡當中，是否位居於中心性、與其它人的聯結的密度、頻率等情況，而能取得不同的資訊(源)、具有談判力道等益處。當然在所有的產業中的初始發展都會是同樣的適用，無法只憑一己之力而單打獨鬥來生存下去，在證券業的發展上更是如此。誠如先前訪談中的內容所提及的，金融產業是一種特許的行業，即便是東南亞當地的證券業者在證券業務的經營上，多亦先依靠銀行業來進入市場，才得以便於取得執照或客源；相同在早期於中國大陸設立辦事處的臺灣證券業者也是如此，依循著製造業臺商建廠的所在地，而來發展金融相關業務。在這些相關連繫的業別當中，都可以當做是未來臺灣證券業在跨國發展上的基石。

相較於國際級證券商而言，臺灣的證券商國際化程度相對不足，國

際級證券商在海外佈局上，語言比較不是其考量的重點，使用的員工大多是當地員工，外派的主管數量亦不多。相較於從國內證業者於海外的發展上多是以大中華地區為首選，跨足英語體系國家可能問題不大，但是英語程度不高或是非華語以外的國家，相對變得裹足不前。對於客戶與業務的問題上，在實際發展的國際級外資證券商來說，在當地的業務是以法人機構的證券承銷為主，除了有當地人外，也會有來自母國以及其它國際級的客群。相較於臺灣國內的證券市場來說，零售個人的證券經紀業務則是主要的重點。同時，利用電子線上交易的「科技」方式也很重要，當客戶感到易用性及便利性時，證券業務的成交次數便可能會增加不少。是故，在先前所提及的資源基礎理論(RBV)當中，所著重的就是公司內部獨有的資源，它可能是有形的，但也可能是無形的。也因為有著這種特殊的資源，所以導致能在日後與同樣是產業內的企業廠商有所差異，具有競爭上的優勢。就以訪談的國際級證業者來說，它們之所以能在東南亞國家新設創立起經營良好的證券據點，除了是因為本身具有雄厚的「資本」力量(有形)，同時另一方面也搭配了具有語言與專業能力的「人才」員工(有形)，以及歷久不衰的「品牌」名號(無形)。

另外，除了臺灣因為政治關係而影響到了與中國大陸之間的法律規範與經濟發展問題外，對於与其它東南亞國家也都應該要注意此種情況的發生。例如在早期可以幫助泰國來發展出較為完善的金融證券法規外，對於緬甸與柬埔寨此種才剛開始發展金融證券業的國家來說，國內證業者是否也願意主動來幫忙，參照其它國家的規定來發展出一套較適合該國的規定，或許有可能因此而得到先行者優勢的利益。國內的政府與主管機關，也應該同時檢視一下國內證業者於海外發展的一些規定是否適當。

其它還有一些各國特殊的優缺點情況：馬來西亞在僱用員工時有種族保護主義與伊斯蘭文化、香港與新加坡在證券業務市場已飽和同時也競爭激烈、越南與印度則是有基礎建設不良的問題、越南與菲律賓都同

時存在政府官員具有貪污及賄賂的文化存在、新加坡與印尼的外資證券商高達九成以上；新加坡在初期進入容易，並且交通方便無天災問題、越南平均收入不低，個體零售經紀業務可期、印尼在教育及人口都具有市場優勢。同時，企業內部單位的合作與協調，以及多元策略組合的商品與通路，都是此次國內外訪談中的證券業者同時提到的關鍵之點。對於企業於跨國直接投資的條件中，除了一些關於先前在資源基礎理論(RBV)中所提到企業自身所擁有的壟斷性資源，例如企業規模大小、管理方式、資金等。還有相較於在網路理論(NT)中，當與其它人的關係發生了有如外部市場失靈的狀況時，是可以透過自身的內部交易等方式，來減低成本。最後在訪談研究中也發現，相對於母國在國外當地市場的情況，例如新加坡的基礎建設較良好，同時也易於接觸到國際化的海外客群、泰國的所得與市場規模潛力相當強大、印尼的政治環境穩定，同時人口眾多且年輕化。這些當地相關的優越環境條件，都是對於臺灣證券業者有相對的經營吸引力而可以參考的。

於此最後，補充國內證券業者在東北亞南韓的進入案例。第一起成功的案例，該當地的證券公司發生倒閉危機後，因為發現當地員工具有相當的鬥志與士氣，經評估後才買下併購。但也因為當地文化的排他意識強烈，因此也曾經也發生過管理上的衝突。後來則是考量也尊重及低姿態的方式進行，因而受到當地的員工歡迎。同時也將當地高度發展的科技與資訊帶回臺灣，以茲應用。第二起退出市場的案例，是因為有語言上的隔閡問題，因此花了一年多的時間才能在董事會上順利進行會議。該地區國家的證券交易多利用電子系統的方式進行，前後的經營時間共有 8 年，最終是因為當地政府法令規章整併的關係(資本市場整合法)，不得不出售予具有金融控股集團身分的公司，但在出售的當下，整體業績與出售後獲利都是正向且具有盈餘的。

第五章 我國證券商進行東南亞佈局之 SWOT 分析

本章主要是針對我國證券商亞洲佈局與當地經營策略進行 SWOT 分析，並利用 SWOT 交叉分析提出我國證券商亞洲佈局的策略建議，以供我國證券商亞洲佈局之參考。以本研究之目的而言，是以借助亞洲區域證券商之個案研究配合我國證券商之特性，討論在東南亞投資佈局的策略，而主要的競爭對手仍是當地的證券商，因此在進行 SWOT 分析時，將以本國證券商與當地證券商做為比較基準，以我國證券商配合國際知名證券商之分析截長補短以討論我國證券商東南亞佈局之建議。

在本節中，我們將討論臺灣證券商在佈局亞洲的「亞洲盃」戰略中所處的現實環境，即我國證券商打亞洲盃的優勢、劣勢、機會與威脅(即 SWOT)分析，SWOT 是 1980 年代美國舊金山大學的管理學教授韋里克(Heinz Weihrich)提出，經常被用於戰略制定、競爭對手分析等場合。透過 SWOT 分析協助政府將資源與行動集中在本身具有優勢與機會的地方，而避免碰觸本身劣勢與外在的威脅，可以協助思考臺灣東南亞投資佈局的策略規劃。

第一節 我國證券商在東南亞佈局之優勢

一、具有服務中小企業與眾多散戶零售業務的經營經驗

雖然相較於國際大規模知名證券商而言，我國證券商在發行與承銷業務上可能無法與其硬碰硬的競爭，但是國際知名的區域證券商主要的客戶是相對較大型的企業，但由於臺灣企業大多為中小企業的特性，國內的證券商在協助中小企業上市、上櫃的發行與承銷業務上有相當的經驗，且較當地證券商亦有相當競爭力，因此可與國際知名證券商進行區

隔，以協助規模相對較小之企業上市與上櫃的發行與承銷業務，以取得藍海的市場。

另外，在經紀與自營的業務上，證券商的經紀業務主要為受託買賣有價證券、信用交易及複委託等服務，證券經紀商則向投資人收取手續費。近五年國內的每季上市證券成交金額約在新臺幣 9 兆至 12 兆，每季上櫃證券成交金額約在新臺幣 1.3 兆以上，相對的也影響證券經紀業務的手續費收入，自 2012 年起，受託買賣國外有價證券金額逐季成長，2015 年第二季受託買賣國外有價證券金額約新臺幣 4,500 億元。

臺灣在經紀等零售業務、散戶市場上有非常深厚的經驗，相較而言國際知名證券商則是在東南亞之經營模式則是以批發業務、機構投資者為主，因此在此方面我國證券商具有相對於國際區域證券商之優勢，當然在此業務上當地證券商的競爭壓力便相對較大。

二、具有豐富的金融商品開發與風控經驗

除了股票與債券等傳統型金融商品，為了擴展證券商業務及因應市場需求，證券主管機關陸續開放證券商承作各種衍生性金融商品，例如：1997 年 6 月開放認購權證、2003 年 1 月開放認售權證、2003 年 6 月推出臺灣 50 指數 ETF、2003 年開放證券商發行新臺幣結構型商品、2010 年 9 月開放外國股票與指數為全證連結標的、2011 年 7 月開放牛熊證等，國內證券業在開放金融商品的過程中，累積了權證、ETF、結構型商品等衍生性商品的設計經驗，也培養許多商品設計、財務工程與交易等專業人才。

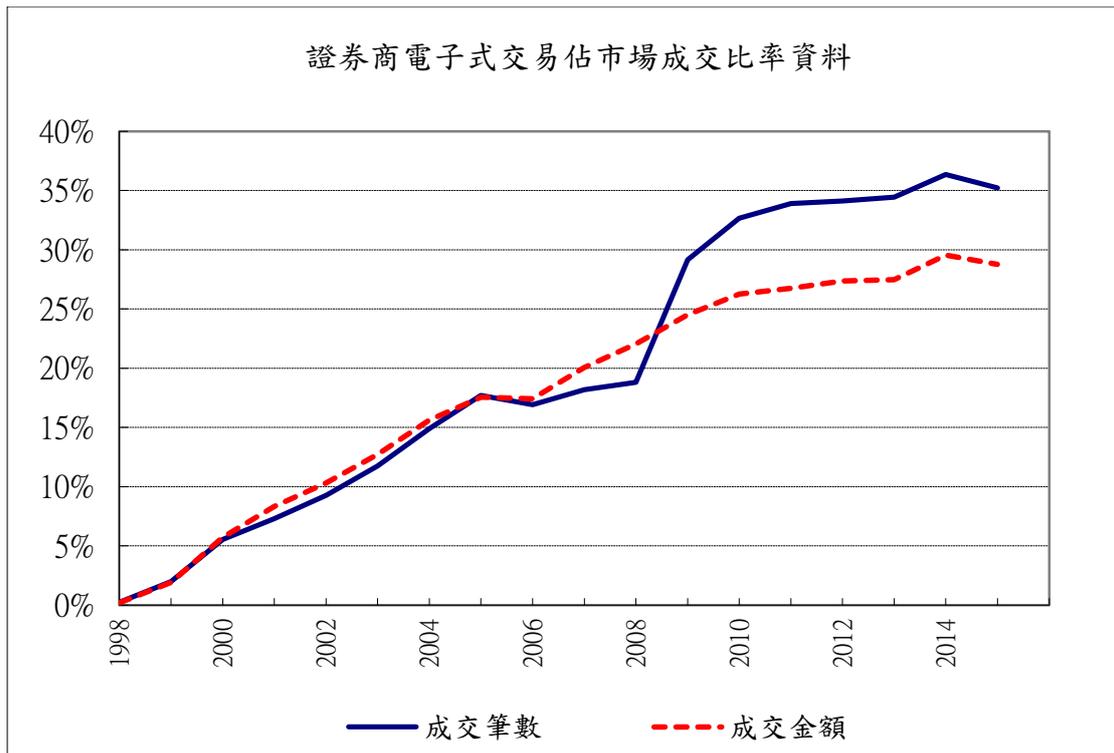
根據本研究團隊在臺灣證券交易所與證券櫃檯買賣中心的參訪內容，大多認為臺灣在衍生性金融商品包括如權證商品、ETF 等，設計與開發上相對於當地國而言仍然具有非常大的優勢。在開放證券市場的同時，證券主管機關也開始加強證券商的風險管理制度，於 1998 年修訂證券商管理規則，正式頒布證券商自有資本適足率制度，確保證券商具

備充足資本以因應未來風險損失，對於市場風險、信用風險與作業風險有明確規範，並與國際監理制度接軌。而在 2008 年經歷美國雷曼兄弟破產，引發連動債違約事件後，並未造成國內證券市場違約交割或證券商倒閉，顯示國內證券商風險管理具有一定成效，金融風暴後，證券主管機關為了加強管理境外金融商品，另訂定「境外結構型商品管理規則」，並強化衍生性金融商品規範。在開放國內證券市場多年後，國內證券主管機關與證券商累積許多風險控管的實務經驗。

三、具有電子式交易的資訊技術

傳統的證券交易方式為投資人以電話或臨櫃向營業員下單，電子式交易是指投資人以網路或電話語音進行下單交易，對於投資人具有下單方便與快速的特性，也提升證券商資訊處理能力，不必以擴張據點為主要的發展業務考量。自 1997 年證券主管機關開放網路交易以來，國內證券市場的電子交易佔市場比率逐年提升，截至 2015 年第二季電子式交易的筆數和金額佔市場比率分別約為 29% 和 35%，顯示市場對於電子交易具有實質需求（請見圖 21）。

一直以來臺灣在資訊通訊產業上在國際之間均享有非常高的評價，尤其臺灣證券業的資訊科技設計能力亦優於東南亞各國。現在國內的網路通訊與行動裝置越來越普及，未來電子式交易的市佔率可望持續成長，在市場激烈競爭之下，在功能也可望更加多元化，對於證券商而言，資訊技術的提升將是提升市場佔有率的因素之一，也是未來進軍海外市場的重要工具。



資料來源：臺灣證券交易所、證券櫃檯買賣中心

圖 21 臺灣證券商電子式交易佔市場成交比率（單位：％）

四、具有金融跨業行銷的經驗與靈活的經營能力

我國自 2001 年制定實施「金融控股公司法」後，國內金融業開始出現以金融控股公司的跨業經營方式，在金融控股公司底下的銀行、保險、證券各子公司，若經主管機關核准，也可以進行跨業交叉行銷的策略，證券公司員工可以推銷壽險、產險、基金等理財商品，銀行員工也可以推銷壽險、產險、證券化商品，滿足客戶一次購足的服務。對於無法在海外設立證券商據點的國內金控公司，如果已經取得海外當地銀行、保險等非證券的金融業執照，在當地法規許可之下，可以考慮透過國內 OSU 進行跨業行銷，在海外當地推廣資產管理、證券委託等證券金融業務。

另外，由於臺灣經濟規模小，且資本市場競爭非常激烈，能在臺灣資本市場經營的證券公司基本上都是身經百戰，且有相當的競爭力的企業，無論是面對外部的競爭或是內部的風險控管均有自己一套因應之道，

且臺灣中小企業眾多，證券公司規模亦多不大，其經營的靈活程度相當高，可以在外在瞬息萬變的環境中，調整自身的經營策略與之競爭，也是相對東南亞國家證券商的優勢。

五、相對於東南亞國家而言，我國的籌資成本相對較低

相對於東南亞國家，我國的利率相對較低，且臺灣擁有龐大的人民幣存款，規模僅次於香港，亦較新加坡為高，且中國大陸政府近來大力推動一帶一路的建設，勢必增加東南亞國家基礎建設的融資需求，且人民幣在 2016 年 10 日正式成為 SDR 計價貨幣，未來一帶一路建設使用人民幣籌資的比重將可能大幅度提高，因此臺灣在東南亞國家基礎建設的籌資上相對具有競爭力。

第二節 我國證券商在東南亞佈局之劣勢

一、證券業的規模相對較小

由於東南亞國家各國狀況不同，證券商的規模亦不同，因此臺灣證券商之規模亦是相對的概念。我國證券商中除了元大與凱基之規模較大之外，其餘的證券商規模均相對較小，尤其是相較於已在東南亞投資的國際證券商，而即便以東南亞相對發展成熟的國家而言，許多當地的證券商亦是在大型金融集團下（如馬來西亞的 Maybank），臺灣證券商的規模，除了元大與凱基之外，並沒有太大的優勢。另外，我國的證券商經營之業務大部分集中在國內的證券市場，在國外的據點數量和規模過小，且沒有如國際級證券商擁有世界的業務通路。

然而，在一些低度開發國家如柬埔寨、寮國與緬甸，我國證券商規模上可能就存在優勢。但由於該些市場尚未成熟，風險亦非常大，要取得發展先機而前往佈局，除非併購當地證券商，否則可能必須等待相當長的時間才能夠發現經營成效，我國的證券商規模亦難以在當地國家持

續燒錢等待，此在本團隊訪問本國許多證券商時均有相同的回答。

二、國內證券商的品牌知名度不高

過去國內證券商的經營重心大部分集中在國內的證券市場，整體而言，國內證券商在亞洲設置的海外據點多數集中在香港、上海等地，所設置海外據點的數量不多，規模也較小，因此國內證券商在海外的知名度普遍不高，對於海外客戶而言較難建立信任感。此品牌效應無論是與國際級證券商相比較劣勢，即使是與當地區域證券商相比亦可能無法具備優勢，因為當地證券商具備當地經營在地的優勢，其品牌的識別度可能反而較我國的證券商為高。

在本研究團隊在海外訪談中，當地的本土證券商曾表示，由於國際級證券商的品牌知名度高，海外投資人面對選擇外國證券商時，會優先選擇知名度高的外國證券商開戶或交易，對於在海外發展的國內證券商較為不利。

三、國內證券業國際化的程度與人才不足

我國於 2002 年加入 WTO 後，逐步開放國內證券發行與交易市場，有條件允許外資證券商進入國內證券市場，外資佔國內證券交易比重逐漸提升，國內證券商也開始具有能力開發衍生性金融商品。不過與國際投資銀行或證券商相比較，國內證券商在業務與人才的國際化程度仍顯不足，主要原因為過去的證券業務重心集中在本國境內。由於證券業務是具有高度專業性的業務，因此在進行國際佈局時，除了必須具備優秀的外語能力外，亦必須具有高度的專業知識與技能，而我國在 2013 年已經開放 OSU 業務，國內證券商應該趁機加強培養國際專業人才與海外當地語言人才，以因應拓展海外市場業務。

除了英語能力外，具備東南亞國家當地語言與文字的人才亦是臺灣

證券商相當欠缺的，由於在東南亞當地經營時亦必須和當地員工進行溝通，而當地員工很難同時具備良好的英文能力和金融專業知識能力，此時與當地第一線員工進行溝通時便會遭遇阻礙。只是我國金融業者亦開始積極的利用東南亞來臺就讀的外籍學生進行合作，出資培訓在學的外籍學生，畢業後直接招募，以彌補東南亞人才不足的問題。

四、海外證券市場的經營經驗不足

證券商在海外市場的發展與當地的「地緣關係」有相當大的相關性，進入海外證券市場前，證券商需要了解當地的文化背景，證券商對於當地主管機關或投資人，也需要長時間維護良好的人脈關係，本國多數證券商在海外的據點主要集中在香港、上海等中國的城市，在東協國家或其他亞洲國家的經營時間與經驗不足，不利於吸引外國投資人成為海外客戶，也不利於爭取國際型證券相關業務。例如在馬來西亞、印尼與西亞地區擁有眾多伊斯蘭教徒，經過多年發展，也逐漸在當地建構出當地的伊斯蘭金融體系，擁有當地特殊的法律規定，以符合伊斯蘭教義，其中伊朗與巴基斯坦等國實施完全的伊斯蘭金融體系，印尼、馬來西亞等國家則實施伊斯蘭金融與傳統金融並存制。

五、相關法令規定與行政文書往返的時效性

雖然金管會為了協助國內證券業者打「亞洲盃」，已經鬆綁了許多的法令限制，然而對於證券商而言，仍是有相當的改善空間。據本研究訪談得知許多的海外投資併購時機非常重要，有時亦是機遇巧合，因為可能當最有利的時機未掌握，則機會可能就此消失，或是併購價格可能會大幅的提升，故仍會造成證券商海外併購的困難。而例如證券商海外轉投資仍有淨值 40% 之需求，雖然如有超過可向金管會申請專案核准，仍可能會造成時機的擔誤。

另根據國內的「公司國外投資處理辦法」規定，本國公司從事國外投資之金額逾新臺幣十五億元者，應於投資前向經濟部投資審議委員會(投審會)申請核准，也必須取得金管會事前核准，依規定投審會須在兩個月內決定是否核准。海外投資若以發行新股或債券進行募集資金時，必須符合證券發行相關規定，另外海外投資也需要取得股東會或董事會的同意，亦可能會延誤併購的最佳時機。

在 OSU 業務方面，目前無法比照 OBU 收受境外之外匯存款、辦理境外之外幣授信、辦理境外外幣放款之債務管理及記帳業務等業務，對於本國證券商辦理境外資產管理業務，不利於吸引境外客戶。

另外，母子公司之間的資金借貸亦是證券商海外佈局較為困擾的部分，雖然金管會已經放寬海外子公司間辦理資金貸與及背書保證的適用條件，但證券商之外國轉投資事業間資金貸與限額仍需要證券商直接及間接持有已發行有表決權股份總數達 100%之外國轉投資事業，若無法擁有 100%之股權仍難以進行借貸。而且，借貸的程序亦相對複雜，據本研究團隊的訪談結果，海外子公司的借貸計畫必須先符合當地政府規定，再傳回國內由母公司開董事會同意，再交由金管會核可，才可以進行，當中若某些環節出了問題，程序必須再重來一次，造成交易成本大幅的提升。另外，母子公司的借貸，規定要有期限，無法連續借貸，增資也必須擬定增資計畫，需要經過冗長的手續及各主管機關許可。證券商在海外有股權合併的動作有任何變動也需要上報回臺灣，加上在海外合作上臺灣亦有相當多的規範，如合作對象必須有簽訂 MOU 規則才會較為簡單、合作對象必須擁有當地執照或相關牌照、眾多業務不能執行或資金上有限制（不能超過某一比例）、參加任何業務或進行投資都需上報。因此，雖然名義上是開放的，但實質上程序仍是非常繁瑣。

第三節 我國證券商在東南亞佈局之機會

一、臺灣與東南亞國家經貿關係密切

臺灣與東南亞國家一直維持相當密切的經貿關係，過去三波的南向政策（1994-1996年、1997-1999年、1999-2002年），亦使臺商大量的前往東南亞投資，雖然2002年後未再有南向政策名稱出現，但臺商在東南亞的投資亦未曾間斷。根據投審會資料，臺灣對東南亞投資之金額在1990年代開始上升，在2000年左右達到最高峰，2000年對東南亞投資金額達13.77億美元，2006年為歷史次高，達12.76億美元，之後雖時有波動，但均在2億美元以上。以投資比重而言，1990至2000年對外投資中幾乎每年均有10% - 20%的比重投資於東南亞國家，是除了中國大陸之外，我國投資的重點區域，2000年後雖然比重有所下降，但亦多在5% - 10%之間。據媒體報導，新任總統蔡英文在競選時提出民進黨執政時，將推動「新南向政策」，建立多元、多面向夥伴關係。顯示未來臺灣與東南亞國家的經貿關係有可能進一步增強，在中國大陸經濟降速、金融風險驟增的情況下，東南亞也許是臺商另一個發展的重點。而臺商在海外有投資需求也代表有潛在的籌資或企業併購需求，本國證券商亦可以扮演協助臺商資金管理的角色。

表 12 我國在東南亞各國投資統計表（單位：千美元）

年度	總計	新加坡	印尼	馬來西亞	菲律賓	泰國	越南
1990	2,301,772	72,980	3,000	1,871	91,806	662	797
1991	1,778,419	73,811	2,314	1,010	106,367	1,117	0
1992	1,461,374	187,616	672	7,684	72,355	2,399	0
1993	1,213,476	63,003	1,310	12,370	49,398	464	0
1994	1,630,717	174,672	242	9,676	33,831	2,116	0
1995	2,925,340	75,024	293	1,273	82,819	225	0
1996	2,460,836	170,961	1,165	8,456	116,616	328	0
1997	4,266,629	450,047	7,557	14,749	261,002	120	0
1998	3,738,758	239,704	104	3,579	82,854	1,048	56
1999	4,231,404	390,760	812	20,037	5,695	6,950	0

2000	7,607,755	1,296,881	1,167	68,539	463	9,538	0
2001	5,128,518	239,217	491	145,167	368	2,531	29
2002	3,271,749	211,306	1,516	76,915	408	2,277	50
2003	3,575,674	121,560	1,158	154,726	314	1,303	35
2004	3,952,148	204,700	311	113,155	1,632	3,991	389
2005	4,228,068	146,094	2,556	67,003	1,000	934	24
2006	13,969,247	951,500	31,869	280,901	6,757	3,725	985
2007	15,361,173	172,540	1,260	507,580	1,505	2,470	277
2008	8,237,114	272,085	1,508	245,428	26,833	5,428	650
2009	4,797,891	66,216	1,111	293,584	3,279	706	68
2010	3,811,565	123,474	1,065	53,083	5,217	1,961	50,311
2011	4,955,435	830,938	2,384	57,606	3,305	1,437	515
2012	5,558,981	151,533	2,131	157,292	1,315	3,863	369
2013	4,933,451	206,500	1,230	134,000	2,220	12,076	422
2014	5,770,024	458,219	2,001	188,171	3,950	1,998	357
2015	4,796,847	168,337	2,611	120,437	1,254	16,198	943
1952~2015.12	136,944,689	7,915,852	118,291	2,884,769	1,196,281	119,387	59,491
2016 01	503,289	6,333	284	3,821	49	0	68
1952~2016.01	137,447,978	7,922,185	118,576	2,888,590	1,196,330	119,387	59,559

資料來源：經濟部投審會

二、中國大陸一帶一路的商機

中國在積極推展一帶一路政策，而一帶一路的基礎建設所需的資金龐大，其所帶動各區域周邊發展的所需資金也相當可觀，將會以發行債券或融資等方式籌措所需資金，而由於臺灣金融市場的利率相對中國大陸較低，企業募資成本較低，具有競爭優勢。而且臺灣人民幣存款僅次於香港，寶島債的發行經驗也非常豐富，非常有利於爭取在臺發行與承銷一帶一路相關的人民幣債券。中國銀行於 2015 年 6 月發行 40 億美元的首筆一帶一路債券，由巴克萊、花旗集團、新加坡星展銀行、匯豐銀行與中國銀行共同擔任主承銷商，部分債券可能會在證券櫃檯買賣中心掛牌。國內證券商也可以藉由海外據點搜集情報，積極爭取參與承銷或購買高殖利率的一帶一路債券，增加海外業務收益。

三、我國與亞洲多國已簽訂投資保障協定或 MOU

根據經濟部統計，我國已經與亞洲之中國、日本、新加坡、印尼、菲律賓、馬來西亞、越南、泰國及印度等國家，簽訂投資保障協定，協定內容包含適用範圍、投資之促進與保護、投資待遇、徵收、戰爭、叛亂、暴動及損害賠償、投資資本及收益之匯出、投資爭端之解決、代位求償、協定之生效、效期及終止等，建構保障本國證券商海外投資權益的基礎。

另外，目前金管會已經與中國、日本、新加坡、泰國、菲律賓、越南、印度、馬來西亞納閩金融管理局完成金融監理合作備忘錄(MOU)之簽署，積極藉由參與 WTO、APEC、雙邊經貿談判諮商會議等國際會議場合，主動洽商其他金融監理機關，或利用金融監理機關拜會訪問之機會，強化溝通交流，協助解決我國金融業於當地金融市場發展之進入障礙。

四、金融科技的發展已蔚為趨勢

近年來金融結合科技的發展相當流行，已經成為金融產業一項革命性的發展，世界各國無不積極推動金融科技（Fintech）的發展。澳洲金融科技創投機構（H2 Ventures）與國際會計事務所畢馬威（KPMG）合作發表了一份《2015 世界百大金融科技公司》的報告，指出 2015 年全球的 Fintech 所創造的財務流量跟三年前相比，足足多了七倍，這顯示了傳統的金融業結合現代科技業的發展下，Fintech 正在成為全球產業。中國的互聯網保險產業，眾安保險，更一舉榮登 Fintech 100 的首座。另外，如丹麥政府宣布 2016 年 1 月起，進行無紙鈔交易，推動全國數位付款方式，像是在超商、服飾店、餐廳、加油站等，都開始取消收銀機，只接受使用信用卡或手機行動支付等電子貨幣服務。金融科技的發展已逐漸顛覆了傳統金融業的服務模式，臺灣在科技產業上擁有相當可觀的人才與研發能力，金融發展亦相對東南亞國家成熟，應該積極的以此機

會結合科技與金融的優勢，發揮創意，思考法規如何鬆綁，未來臺灣在金融科技上仍有可為。

第四節 我國證券商在東南亞佈局之威脅

一、亞洲各國對於開放證券市場的態度不一

亞洲各國的證券業皆是特許行業，對於外國證券商進入當地證券市場進行經營活動，也都設立許多條件與門檻。亞洲各國金融監理機關對於設置證券商訂有相關法規，但是實際上對於外國人進入當地設置證券商，當地的金融監理機關具有關鍵的裁決權，一般而言，各國會視當地的證券市場發展狀況，決定是否准許外國證券商以新設、併購或參股當地證券商等方式進入市場，或是規定外國證券商營運模式、可持有當地證券商股份的上限或設立投資金額上限等。

二、各國規定不同，亦存在貪腐的現象，具有潛在的經營風險

亞洲各國的政治體制和經濟狀況各有差異，例如：新加坡、日本與韓國是屬於金融發展較成熟的國家，其餘國家的金融市場多處於發展中，因此制度與法規等規範尚未完備，當地金融監理的透明度與執行程度不足。且除了新加坡、馬來西亞外，許多國家貪腐情況非常嚴重，而東南亞許多國家政治亦不十分穩定，投資經營有一定之風險。另外，亞洲各國對於證券商經營活動的規定也有所不同，本國證券商至海外發展前，應該先行蒐集與了解當地金融法規、稅務制度與勞工政策等經營活動的規定，並且多了解當地金融監理機關的特性，以避免產生經營風險。

三、面對各國的當地與外資證券商的競爭

本國證券商到海外拓展據點，除了必須遵守當地法規、稅制與勞工

政策等規定之外，進入當地市場後，即將面臨當地與外資證券商的競爭。在與當地證券商的競爭關係中，最直接衝擊與困難的就語言和文化的隔閡，一般而言，投資人對於證券商的首選會是當地的證券商，因此本國證券商如何克服這先天上的門檻，取得當地投資人的認同，將是一大挑戰。另外，國際證券商挾帶高知名度與純熟的證券業務能力，提供當地企業或投資人完整的投資銀行服務，也比較容易取得當地投資人的認同，這也是國內證券商在海外發展的主要競爭對手。

茲將我國證券商東南亞佈局之 SWOT 列於表 13。

表 13 我國證券商東南亞佈局之 SWOT

優勢	劣勢
<ul style="list-style-type: none"> ● 具有服務中小企業與眾多散戶零售業務的經營經驗 ● 具有豐富的金融商品開發與風控經驗 ● 具有電子式交易的資訊技術 ● 具有金融跨業行銷的經驗與靈活的經營能力 ● 臺灣籌資成本相對便宜 	<ul style="list-style-type: none"> ● 證券業的規模相對較小 ● 國內證券商的品牌知名度不高 ● 國內證券業國際化的程度與人才不足 ● 海外證券市場的經營經驗不足 ● 相關法令規定與行政文書往返的時效性
機會	威脅
<ul style="list-style-type: none"> ● 臺灣與東南亞國家經貿關係密切 ● 配合中國一帶一路的商機 ● 我國與亞洲多國已簽訂投資保障協定或 MOU ● 金融科技的發展已蔚為趨勢 	<ul style="list-style-type: none"> ● 亞洲各國對於開放證券市場的態度不一 ● 各國規定不同，貪腐情況嚴重，具有潛在的經營風險 ● 面對各國的當地與外資證券商的競爭

資料來源：本研究自行整理

第五節 SWOT 交叉分析

根據本研究針對東南亞國家之環境分析與個案訪談，配合我國證券商在亞洲佈局之 SWOT 分析，將我國證券商打「亞洲盃」之內部環境的優劣勢與外部環境的機會與威脅列出後，可以將內部與外部環境進行交叉分析，並畫出 SWOT 交叉分析圖(如圖 22)，以協助我們對於證券商亞洲佈局與經營之策略性的思考。



資料來源：作者自行繪製

圖 22 SWOT 交叉分析矩陣圖

在圖 22 中的右上角是指在達成既定目標下我們擁有內部優勢(S)，且擁有外部機會(O)的部分，此時的策略應是極大化發揮本身的優勢，也極大化的利用發展機會(Max-Max)的 SO 策略(本研究將之稱為進擊策略)，而在右下角的部分是我們雖然居於優勢，但外部環境卻對我們不利(威脅；T)，此時應採取發揮優勢以設法轉移威脅的(ST)策略，本研究稱之為轉移策略(或極大化優勢、極小化威脅；Max-Min)。而圖 22 的左上角則是內部環境雖為劣勢，但外部仍有機會，此時則應採取扭轉劣勢，掌握機會的 WO 策略，本研究稱之為轉型策略(或稱 Min-Max)策略，最後圖形的左下角是指內部環境不但為劣勢，且外部亦有威脅的情境，此時便應該採取防禦性的(WT)策略，避免威脅、消除劣勢(Min-Min 策略，或稱防

禦策略)。

一、進擊策略

● 依自身資源與優勢選擇適合之投資市場

本研究對東南亞國家進行之三大分類，一是發展程度較高的新加坡與馬來西亞，二是發展程度中等的泰國、印尼、菲律賓與越南，三則是發展落後的柬埔寨、緬甸和寮國。由於國內證券商的規模、業務重點與國際化佈局的考量均不相同，因此要對於投資佈局地點做一致的建議是困難且不切實際的，因此我國各證券商應確實盤點本身的優劣勢與國際化的整體戰略佈局，以選擇最適的投資地點。

儘管如此，本研究仍依研究之成果對於投資佈局做綜合性的建議，各證券商仍應依自身條件進行選擇。針對國內專業證券商或是規模相對較小的證券商，本研究建議以印尼、泰國為首選的投資地，其次是菲律賓與越南。而新加坡適合設定為東南亞國家之區域總部的地位，若以新加坡本身市場考量，則較不建議，因為其市場規模小、市場競爭程度高，且證券監管機構的監管程度相當高。另外，馬來西亞則適合發展伊斯蘭金融，而此亦為相對競爭程度較小的市場，適合我國有興趣之證券商前往開發的新藍海。而柬、緬、寮三國之證券市場剛開始起步，適合金控集團以銀行或其他金融服務打頭陣帶領其證券部門投入，可能取得市場先機，但其風險亦較大，回收時間長，故適合大型證券商或是金控集團之證券商。

● 把握中國大陸一帶一路之商機

中國大陸現在如火如荼的推動一帶一路之建設，其中東南亞國家亦是「一路」的重要區域，中國大陸與日本在基礎建設的競爭上，已在東南亞國家如泰國、印尼短兵相接而互有勝敗。根據亞洲開發銀行的報告，2010年至2020年間亞洲各國要維持現有的經濟成長，則內部基礎設施

投資至少需要 8.2 兆美元，平均每年 8,000 億美元，龐大的基礎建設商機也帶動當地金融市場發展，東南亞國家融資需求勢必大幅度的增加，由於臺灣利率相對較低、資金相對便宜，且臺灣擁有世界第二大的人民幣離岸存款，利率也較中國大陸為低，故在臺灣籌資相對具有優勢，因此可以搭中國大陸一帶一路之商機以發展我國證券商在東南亞的業務，如此不但可以增加我國證券業者的業務，亦可使臺灣的人民幣存款有較為高效的運用管道。

二、轉移策略

- 以臺灣在東南亞投資的眾多中小企業臺商為首要客群，逐漸發展到當地的中小企業

中小企業一直是臺灣經濟發展的主力，而赴東南亞投資的臺商亦多以中小企業為主，因此我國證券業者對於服務中小企業與眾多散戶具有非常豐富的經驗。而國際大型的證券商因為其規模與品牌優勢，故其客戶群通常會以國際級跨國企業或是當地大型企業為主。而當地的證券商亦因有地緣與本國優勢，較能獲得當地企業的清睭，因此除非我國證券商在當地是以併購的方式買下當地的證券商，否則新創的證券商可能較難獲得當地企業與民眾的信任。然而，因為東南亞有眾多的中小企業臺商，故應該積極的以中小企業服務、精緻化的服務優勢與國際證券商競爭，初期可以先以臺商中小企業為目標客群，進而推展到當地的中小企業，協助當地中小企業進行籌資、發行，進行承銷業務，甚至可以協助其來臺灣上市。

三、轉型策略

- 加強網路與科技在證券市場（尤其是跨境業務）之運用

由於金融科技(Fintech)的發展快速，使得金融業去中介化(Disintermediation)的情況日益明顯，未來金融機構不再需要再設立眾多

的據點，也無需雇用大量的服務人員，在網路或行動裝置上便可以直接享受金融的服務，例如阿里巴巴的螞蟻金服與浙江網商銀行。而阿里巴巴的支付寶亦已可服務跨境支付，中國大陸旅客在臺灣可以直接使用支付寶付費而無需換匯，可以想見未來此項科技在跨境的金融服務上會愈來愈普遍。我國在東南亞投資之威脅則有面對當地國證券商與外資證券商的競爭，因為臺灣的證券商相對規模較小，且品牌知名度不高，海外證券市場經營經驗亦較為不足，因此我們應該避免與國際性證券商或當地證券商進行硬碰硬的競爭，而設法找出藍海戰略。

因此，我們應該發揮本國資訊科技領先的優勢，並採避免與當地證券商面對面競爭的轉移策略，因此應加強資訊科技之運用，尤其是跨境交易的運用，如此未來便不必然要在國外設立許多的據點，便可以直接服務國外顧客。即使因為當地國法令必須在當地設立公司之形態，亦可以無需設置眾多的營業據點，不但可以大量節省投資成本與降低投資風險，亦可以在傳統的證券市場競爭中找到另一個獲利的空間。

- 由政府（證交所、OTC）帶領臺灣證券商集體前往東南亞佈局

在東南亞較為落後的國家如柬埔寨、緬甸與寮國，日本與韓國利用協助其成立證券交易所的方式，為日本與韓國證券商鋪上佈局的道路，尤其韓國是以政府的力量協助，值得我國政府參考。

由於我國證券商規模相對國際級的證券商較小，即使是相對於東南亞某些金控集團的證券商，國內除了凱基與元大證券外，規模亦相對不具優勢。因此，臺灣證券商可以打集體戰，由政府組織包括臺灣證券交易所、證券櫃檯買賣中心與國內各證券商，集體前往東南亞國家佈局，尤其在東南亞相對落後的國家，可以協助其進行基礎建設的完善，附帶引入國內證券商，除了可以協助建構對臺灣較為友善的金融環境外，亦可以避免個別證券商佈局的失敗風險。

雖然柬埔寨、緬甸與寮國均已經由日本與韓國協助證券交易所之成

立，但我國在針對中小企業的上櫃與興櫃的交易系統仍具有相當的競爭優勢，在本研究團隊拜訪證券櫃檯買賣中心時，指出柬埔寨對於我國證券櫃檯買賣中心的系統相當有興趣，且柬埔寨未來發展潛力非常大，而臺灣證券交易所與東南亞國家證券交易所亦有相當程度的互動，可以此為橋梁，協助我國有意願赴東南亞投資佈局的證券商跨足當地市場，建立對我國證券商有利的經營環境。

四、防禦策略

- 政府應強化事中與事後監管，減少事前的審查，以免延誤最佳投資時機

雖然金管會為了協助臺灣金融業打「亞洲盃」已經有相當多的法令鬆綁，但根據訪談結果業者普遍認為仍然會有綁手綁腳的情況，尤其是繁雜的文書往來與核准程序，常造成最佳時機的錯過或是業者的人仰馬翻。建議政府加強事中與事後監管，而放鬆事前審核，如對外投資就設定資本適足率的門檻，而放鬆淨值的管制；母子公司借貸時，在一定限額下可以無需金管會核准等。在事中與事後監管上，可以要求（半年或一年）定期將公司對外投資或母子公司借貸等業務概況提出書面資料交由金管會進行審查監管，如此在控管風險的同時，亦可以讓業者不致於因為事前的審核與繁複的程序而錯失商機。

- 政府、學校與證券業者三方合作共同培育東南亞經營人才

如前所述，在佈局東南亞國家時，一個非常大的障礙是人才與語言的問題，尤其是東南亞各國語言均不相同，除了新加坡、馬來西亞與菲律賓外，英文程度亦不是那麼好。而國內金融機構已經開始由在臺灣求學的東南亞僑生與留學生為對象，積極的進行培育，在畢業後直接招募前往東南亞母國服務，如此對於學校、金融業者和外籍學生而言均有好處，可謂一舉三得，因此政府應鼓勵學校與證券業者進行合作，甚至可

放寬外籍學生人數限制。

目前根據我國外國學生來臺就學辦法第 5 條中規定，大學及專科學校二年制（以下簡稱大專校院）、專科學校五年制、高級中等以下學校招收外國學生，其名額以各主管教育行政機關核定該校當學年度招生名額外加百分之十為限，並應併入當學年度招生總名額報各主管教育行政機關核定。但國內大學與外國大學合作並經教育部專案核定之學位專班，不在此限。雖然外國學生來臺就學辦法另有規定，大專校院於當學年度核定招生總名額內，有本國學生未招足情形者，得以外國學生名額補足。然而，當學年度未招足之情況通常在開學之前才能得知，學校要再補足外籍學生時恐怕已經延誤最佳時機。另外，目前對於外籍學生來臺留學，畢業後的輔導並沒有一套系列的規劃，若留學生在臺灣未找到工作，一段期間之後必須要離開臺灣，而回到母國亦未有繼續追綜輔導之機制，因此使得我國所教育之人才無法為我國所用。

另外，國內少子化的情況嚴重，國內大專院校普遍有招生困難的問題，因此，政府應重新檢視現有的外國學生來臺就學的制度，鼓勵大學、技職體系招收外國學生，將外國留學生招生名額與本國學生脫勾，在師資、資源與設備可及且不減少原有國內學生的招生名額下，各大學、技職院校可以依各自特色，提出增加外國留學生的申請規劃，如此除可為國內金融業者培育更多的東南亞金融人才外，亦可以解決國內大專院校招生不足之困境。再者，國內的證券商亦可以依各自國際佈局的規劃與需求，與大學、技職院校合作，進行產學合作，提供外國留學生獎學金與企業實習的機會，並從中篩選未來國際化佈局可能的人才。

第六章 結論與建議

第一節 結論

本研究以兩構面進行研究，一為公司構面，一為市場構面。在公司構面上，本研究以主要競爭國家推動證券商國際化的政策措施與其具代表性的個案公司，且已站穩腳步之區域型證券商之進入與經營模式，與本國已在或計畫在東南亞投資佈局的證券商，在進入東南亞市場佈局的考量、影響因素與遭遇之困難，供我國證券商參考。而市場構面上，則是以我國證券商國際化的潛在市場(例如馬來西亞、印尼、菲律賓等國)為主，分析其總體經濟、金融市場與證券業現況，並討論其對於外商投資當地的相關法令規範或鼓勵措施，供我國欲前往當地投資或併購者參考。

整體而言，東南亞國家中大概可以區分為三類，第一類是發展較為成熟、先進，2014 年人均所得達 10,000 美元以上的國家，包括新加坡與馬來西亞，第二類是相對中度發展國家，2014 年人均 GDP 在 2,000 美元至 10,000 美元之間，包括泰國、印尼、菲律賓與越南，第三類則是發展較為落後的低度發展，2014 年人均 GDP 在 2,000 美元以下國家，包括寮國、緬甸與柬埔寨。在落後的三國中，柬埔寨雖然在短期內並非成長速度最快的國家，但在未來的 30 年其成長相對是穩健而快速的，其他兩國雖然成長速度優於其他 6 國，但成長速度遞減的亦相當快，尤其是緬甸。

值得注意的是印尼人口是東南亞國家最多，經濟規模相當大，而其未來經濟成長表現亦相對亮眼，未來 30 年均在 4% 以上，市場潛力非常可觀。馬來西亞的金融發展中有一個必須特別關注的是伊斯蘭金融的部分，雖然印尼是伊斯蘭人口最多的國家，但馬來西亞打造成為伊斯蘭金融中心的企圖心與行動力卻最強。針對國內專業證券商或是規模相對較

小的證券商，建議以泰國、印尼為首選的投資地，其次是菲律賓與越南。因為新、馬的經濟、金融發展非常成熟，且競爭亦非常激烈，在此情況下國內規模較小的證券商恐怕難以與之競爭。另外，雖然東、寮、緬三國之資本市場競爭較低，但其發展程度亦非常低，儘管可以先進行卡位，但待其資本市場成熟的時間可能非常長，且風險亦非常大，適合規模非常大或是金控集團以銀行等其他金融業務帶領進入，並不適合小規模或是專業證券商。

若以國際級證券商與臺資證券商在東南亞佈局的情況比較，國際級證券商大都是以直接新創設立又或是合資為主，臺資證券商則大都是想先以合併或收購的方式為主。原因包括品牌知名度、全球佈局程度、規模與營業項目執照問題等。在業務上，對實際發展的國際級外資證券商來說，在當地的業務是以法人機構的證券承銷為主，除了有當地人外，也會有來自母國以及其它國際級的客群。相較於臺灣國內的證券市場來說，零售個人的證券經紀業務則是主要的重點。

本研究亦針對我國證券商東南亞佈局與當地經營策略進行 SWOT 分析，並利用 SWOT 交叉分析提出我國證券商亞洲佈局的策略建議，以供我國證券商亞洲佈局之參考。整體而言，我國證券商東南亞佈局之優勢包括具有服務中小企業與眾多散戶零售業務的經營經驗、具有豐富的金融商品開發與風控經驗、具有電子式交易的資訊技術、具有金融跨業行銷的經驗與靈活的經營能力與籌資成本相對低於東南亞國家等。劣勢則有證券業的規模相對較小、國內證券商的品牌知名度不高、國內證券業國際化程度與人才不足、海外證券市場經營經驗相對不足與相關法令規定與行政文書往返的時效性等。

在佈局東南亞的機會而言，包括臺灣與東南亞國家經貿關係密切、可以配合中國一帶一路的商機、我國與亞洲多國已簽訂投資保障協定或 MOU 與金融科技的發展等。而威脅則包括亞洲各國對於開放證券市場的態度不一、各國規定不同，貪腐情況嚴重，具有潛在的經營風險與面

對各國的當地與外資證券商的競爭等。

第二節 建議

在歸納我國證券商東南亞佈局的 SWOT 分析後，本研究進行 SWOT 交叉分析以尋求可行的策略建議，並提出進擊策略、轉移策略、轉型策略與防禦策略。本節將依對政府與對業者之建議進行分類，並配合訪談與期末報告時業者與委員所表達希望政府協助的內容供主管機關參考。

一、對主管機關或政府與企業合作之建議

- 強化事中與事後監管取代事前審查，並適度的尊重在地監理

建議政府可以針對優質的證券商（如資本適足率或核心資本適足率在全國證券商排名在多少百分比之前等指標），在對外投資的相關程序上，如對海外併購、對子公司增資與借貸行為、在當地市場進行籌資等可以事中或事後備查取代事前審查。另外，金融業在世界各國均屬於特許事業，各國對於風險的控管均非常的重視，尤其是在東南亞金融風暴與美國金融海嘯之後，在預防其金融風險上亦會有相當程度的努力。因此，政府應相當程度的尊重被投資國當地機構的監理機制，在不違反當地監理制度下進行臺資證券商之監管。

- 政府、學校與證券業者三方合作培育人才

重新檢視現有的外國學生來臺就學的制度，鼓勵大學、技職體系招收外國學生，將外國留學生招生名額與本國學生脫勾，在師資、資源與設備可及且不減少原有國內學生的招生名額下，各大學、技職院校可以依各自特色，提出增加外國留學生的申請規劃。國內的證券商依各自國際佈局的規劃與需求，與大學、技職院校合作，進行產學合作，提供外國留學生獎學金與企業實習的機會，並從中篩選未來國際化佈局可能的

人才。如此除可為國內金融業者培育更多的東南亞金融人才外，亦可以解決國內大專院校招生不足之困境。

- 由證交所、OTC 帶領臺灣證券商打集體戰，前往東南亞佈局

由政府組織包括臺灣證券交易所、證券櫃檯買賣中心與國內各證券商，集體前往東南亞國家佈局，尤其在東南亞相對落後的國家，可以協助其進行基礎建設的完善，附帶引入國內證券商，除了可以協助建構對臺灣較為友善的金融環境外，亦可以避免個別證券商佈局的失敗風險。

二、對證券業者之建議

- 依自身資源與優勢選擇適合之投資市場

針對國內專業證券商或是規模相對較小的證券商，本研究建議以印尼、泰國作為首選的投資地，其次是菲律賓與越南。大型證券商或是金控集團之證券商適合以新加坡為東南亞國家之區域總部。馬來西亞則適合發展伊斯蘭金融，有志於開發伊斯蘭金融業務者可以加以考量，柬、緬、寮三國之證券市場剛開始起步，適合金控集團以銀行或其他金融服務打頭陣帶領其證券部門投入。

- 以中小企業臺商為首要客群，再輻射到當地中小企業

東南亞有眾多的中小企業臺商，初期可以先以臺商中小企業為目標客群，進而推展到當地的中小企業，協助當地中小企業進行籌資、發行，進行承銷業務，甚至可以協助其來臺灣上市。

- 加強網路與科技在證券市場（尤其是跨境業務）之運用

加強資訊科技之運用，尤其是跨境交易的運用，如此未來便不必然要在國外設立許多的據點，便可以直接服務國外顧客。即使因為當地國法令必須在當地設立公司之形態，亦可以無需設置眾多的營業據點，不

但可以大量節省投資成本與降低投資風險，亦可以在傳統的證券市場競爭中找到另一個獲利的空間。

- 把握中國大陸一帶一路之商機

臺灣利率相對較低、資金相對便宜，且臺灣擁有世界第二大的人民幣離岸存款，利率也較中國大陸為低，故在臺灣籌資相對具有優勢，因此可以搭中國大陸一帶一路之商機以發展我國證券商在東南亞的業務，如此不但可以增加我國證券業者的業務，亦可使臺灣的人民幣存款有較為高效的運用管道。

參考文獻

1. 吳敬堂(2015)，由滬港通看臺灣未來資本市場的發展，*證券公會季刊*，104年第1季。
2. 馬來西亞投資法規、勞動法規及稅務分析，經濟部臺商全球佈局專案辦公室。
3. 婁天威(2014)，我國證券商佈局亞洲之可行性分析，*證券公會季刊*，103年第1季。
4. 顏慧欣(2013)，全球主要國家投資移民政策及法規研究，經濟部投資審議委員會。
5. Barlett, and Ghoshal. (2014). *Transnational management: text, cases and readings in crossborder management* (第 7 版). New York: McGraw-Hill Education.
6. Barlett, and Ghoshal. (2014). *Transnational management: text, cases and readings in cross-border management* (第 7 版). New York: McGraw-Hill Education.
7. Barney. (1991). Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management*, 17, 99-120.
8. Bruce, and Harbir. (1988). The Effect of National Culture on the Choice of Entry Mode. *Journal of International Business Studies*, 19 (3), 頁 418-419.
9. Daniels, and Radebaugh. (2009). *International business: environments and operations* (第 12 版). Pearson.
10. Griffin, and Pustay. (2013). *International business* (第 7 版). Taipei: Pearson Education.
11. Nomura Holdings, Inc. (2015). *Nomura Holdings, Inc. Financial Summary - Six months ended September 30, 2015*.
12. Johanson, and Wiedersheim. (1975). *The Internationalization of the Firm -*

- Four Swedish Cases. *Journal of Management Studies*, 12 (3), 頁 306-309.
13. KPMG and H2 Ventures (2015), Fintech 100, Leading Global Fintech Innovators Report 2015.
 14. Nomura Group, Group Companies, Nomura Holdings, History. (無日期). 2015年11月3日擷取自 Nomura:
<http://www.nomuraholdings.com/company/group/holdings/history.html>
 15. Nomura Holdings, Inc. (2015). Nomura Holdings, Inc. Nomura Report 2015, Nomura at 90 Years. The Road Ahead. Our Services, Asset Management. (無日期). 2015年11月4日擷取自 Nomura: <http://www.nomuraholdings.com/services/asset.html>
 16. Our Services, Retail. (無日期). 2015年11月4日擷取自 Nomura: <http://www.nomuraholdings.com/services/retail.html>
 17. Our Services, Wholesale. (無日期). 2015年11月4日擷取自 Nomura: <http://www.nomuraholdings.com/services/wholesale.html>
 18. Porter. (1979). How Competitive Forces Shape Strategy. *Harvard Business Review*, 57, 137-145.
 19. Porter. (2008). The Five Competitive Forces That Shape. *Harvard Business Review*, 86, 78-93.
 20. Timothy, Derek, and Geoff. (1997). The Process of Internationalization in the Operating Firm. *International Business Review*, 6 (6), 頁 608-614.
 21. Wernerfelt. (1984). A Resource-Based View of The Firm. *Strategic Management Journal*, 5, 171-180.
 22. World Market Intelligence. Nomura Holding, Inc. - SWOT Profile.

期中報告意見回覆表

	評審意見	團隊回應
1.	<p>有關已有實績證券商個案分析，建議就其主要業務分析經營優勢，並研究此優勢和其選擇的亞洲布局點是否有關聯性；請研究外資證券商進入東南亞國家的業務限制，已有實績之證券商選定的業務範圍是否已有取捨。請先定義我國證券商進行亞洲布局的 SWOT 分析之對象，為已有實績的證券商或是東南亞當地的證券商。</p>	<p>感謝委員意見，已在報告第四章中加入國際級證券商經營優勢與其選擇亞洲布局的關聯。</p> <p>外資證券商進入東南亞國家之業務限制與我國進入東南亞國家並無二致，其選定的業務範圍是依當地國所核准之執照與該公司之優勢決定，並沒有特別對業務有所取捨，而主要是針對目標客戶進行選擇。</p> <p>而我國證券商主要的競爭對手是當地國的證券商，但因各國資本市場環境不同，有些國家是以外資為主，有些國家則是以當地證券商為主，故本研究是以各國共同的部分進行 SWOT 分析，如以規模為例，在當地若是領導廠商，即使是 local 的證券商有許多是在大型的集團企業如 Maybank 等底下，臺灣的規模亦相對較小。</p>
2.	<p>研究報告蒐集大量的東南亞國家總體經濟環境、金融發展概況</p>	<p>感謝委員意見，期末報告已將東南亞各國介紹進行收斂，而本研</p>

	<p>及證券業發展現況，請加以收斂，並多著墨在證券市場發展及加強上述三者之關聯性。報告提出日本及韓國已有實績的證券商，然其零售業務是否成功到足以提供我國證券商做為學習，是否再加入歐美證券商布局亞洲的成功案例，並建議提出代表性的失敗案例做為借鏡，例如進入越南布局的風險很大。</p>	<p>究議題設計之初並非以業務是否成功足以提供我國證券商學習為篩選標，而是分析已有發展實績的區域證券商進行個案討論以供我國證券商進行參考。本研究團隊亦試圖針對歐美證券商進行訪談與個案分析，但著名的歐美證券商表示不願接受訪問，在約訪上有相當的困難，因而作罷。而失敗案例部分，針對訪談的結果進行補充，而失敗的原因與政府當時政策與高階管理人員人媒不臧有關。</p>
3.	<p>有關我國證券商打亞洲盃的障礙，建議研究是否受限於國內相關法規，並比較已有實績的證券商，其國家法規有無同等限制；有關我國證券商打亞洲盃的條件，建議研究已有實績的證券商如何克服進入東南亞國家布局的劣勢，例如我國可以結合幾家證券商的力量進入布局、與該國的證券商進行策略聯盟、或提供投資人參與東南亞市場的開發與投資..等。</p>	<p>感謝委員意見，本研究訪談結果，各國的法令規定事實上並非我國證券商國際佈局的主要障礙，主要仍是我國的法令規範。而由於研究議題與研究資源限制，無法針對國外是否有與我國相同的限制法規一一進行檢視。而已有發展實績的證券商表明並無明顯的劣勢，主要人才難尋與勞動法令的問題，但該些證券商指出只能配合滿足當地的法令。</p>
4.	<p>有關章節架構編排，建議將第三</p>	<p>感謝委員意見，已經將期末報告</p>

	<p>章的個案分析與第四章的法令規範對調順序，可提升報告章節間的連結性。</p>	<p>章節重新安排。</p>
<p>5.</p>	<p>圖次，圖 69 的標題似有誤，請再確認。第 11 頁，建議將各國的國民所得水準和儲蓄率做為進入證券市場的影響因子之一。第 41 頁，請確認亞洲金融風暴之年份。請再檢查報告圖型之線圖是否清晰。第 59 頁，請統一回教國家、穆斯林國家、伊斯蘭國家之用語。第 62~64 頁，請增加各圖之文字說明。第 81 頁，請改正機構英文名稱。請檢查報告提及之金額，是否已有幣別及單位。第 109 頁，選樣證券商皆為日本和韓國之國家，請加入新加坡之證券商或修正標題。第 113 頁，語意未清，請調整。建議第四章增加乙節，說明各國牽涉證券商的法令，包括法規障礙及鼓勵措施。第 197 頁，有關我國證券商的規模，建議增加相關指標，如總資產及淨值等，另建議增加比較之對象。第 199 頁，請再補充用字使文</p>	<p>感謝委員意見，由於期末報告對期中報告有較大幅度的編修，亦將東南亞各國儲蓄率納入分析，也重新對所有文字與內容進行檢視，用語亦進行修正。</p>

	<p>義更為清楚。建議第五章增加乙節，說明我國證券商亞洲布局之SWOT 分析的障礙與條件。郭仲乾委員的書面建議及意見如後附件。</p>	
6.	<p>請增加東南亞國家當地證券商的經營狀況，包括家數、獲利率、業務比重、市場佔有率、前幾大證券商各項業務之市場集中度等，及外資證券商的經營狀況(項目亦同)。</p>	<p>感謝委員之建議，但由於東南亞國家各國證券監管單位與證交所並沒有完整的資訊，證商家數、規模、獲利率、市佔率等資料難以由公開資訊取得，在本研究團隊實際的訪談到東南亞投資之證券商所得到的資訊，許多資料並無法公開取得，若證券商沒有上市更難以取得相關資料，故本研究謹利用可取得之資訊針對各國排名前幾大的證券商進行整理。</p>

期末報告意見回覆表

	評審意見	團隊回應
1.	<p>文中使用「占比」或「佔比」，請統一。文中部分圖表數據與敘述不一致或有缺漏，請更新。第二章第三節資本市場發展概況，內容僅提及交易市場經紀業務，請再敘述發行市場等業務。文中所提新創(greenfield)相關類似中英文名詞，請統一。文中所提合併(merge)相關類似中英文名詞，請統一。</p>	<p>感謝委員意見，已依委員建議將文字統一。</p>
2.	<p>第 V 頁，圖 10 請刪除「臺灣與」。第 14 頁，泰國的行動上網普及率應為「40%」，請更正。第 30 頁，東南亞的政治透明度建議委婉表達。第 83 頁，折衷理論在前面的第四章第一節的理論基礎沒有提及，請補足。第 86 頁，請再說明我國證券成交金額如何影響到證券經紀業務的手續費收入，另請補足 2003 年起迄今哪些政策有助經紀業務的成長。第 88 頁圖 21，臺灣櫃檯買賣中心請改為「中華民國證券櫃</p>	<p>感謝委員意見，已依委員建議刪除相關文字，並更正相關打字錯誤，臺灣櫃檯買賣中心一律修改為證券櫃檯買賣中心。東南亞經貿關係已補充，中小企業板用詞已改為上中小企業的上櫃與興櫃系統。</p>

	<p>檯買賣中心」。第 93 頁，請補足 2002 年起迄今臺灣和東南亞國家密切的經貿關係。第 102 頁，臺灣目前並沒有中小企業板，請更新用字。</p>	
3.	<p>第六章名稱建議改為「結論與建議」，並請加強此章節，結論部分可加強東南亞國家的法規有何障礙和條件、我國法規和證券業者有何障礙和條件，建議部分可分別對政府和業者給予相關建議，例如政府加強談判增加布局誘因、法令開放、簡化送件流程或協助業者打群體戰，業者依規模選擇布局地點、教育訓練培育人才、加強 IT 設備等。郭仲乾委員的書面建議及意見如後附件。</p>	<p>感謝委員意見，已經第六章改為結論與建議，並區分兩節，分別為結論與建議，並進行強化。</p>
4.	<p>請再斟酌數字小數點位數的使用，例如人數不用到小數位，利差、呆帳率、ROE 建議到小數點兩位，其餘到小數點一位即可。第 88 頁圖 21，建議成交筆數和成交金額兩折線分別用實線和虛線表示。建議部分，建議請主管機關尊重在地監理。</p>	<p>感謝委員意見，已經進行修改，並在建議部分建議主管機關尊重在地監理。</p>

5.	建議提出具體的法規障礙，例如證券商布局海外，從事前審查改為事後備查，以供主管機關明確了解是否有修正規範的必要性。	感謝委員意見，由於在訪談過程中每一家廠商所面臨的法規障礙均有所不同，且許多是來自於實際運用處理上才會發現的問題，囿於本研究時間與研究主旨考量，無法針對每一項障礙進行討論，但本研究團隊可作為一個平臺，業者在實際經營上遇到的法規造成海外投資之障礙需要有所修正時可以提供給團隊進行整理與研究，供主管機關進行參考。
----	--	---