

財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心
100 年度委託研究計畫

櫃買中心與其他華人地區主要證券
交易所間競合關係之研究

委託單位：中華民國證券櫃檯買賣中心
受委託單位：國家政策研究基金會

中華民國 100 年 12 月 31 日

櫃買中心與其他華人地區主要證券交易所間競合關係之研究

目次

第一章 緒論	1
第一節 研究目的	1
第二節 研究方法與架構	5
第二章 我國證券市場制度之探討	7
第一節 我國證券市場之現況探討	7
第二節 我國證券市場之政策	17
第三節 我國證券市場之發展趨勢	25
第三章 中國大陸、香港、新加坡證券市場之發展	34
第一節 中國大陸證券市場概況、制度與特色	34
第二節 香港證券市場概況、制度與特色	54
第三節 新加坡證券市場概況、制度與特色	76
第四章 由國際競爭力探討證券發展	100
第一節 競爭力的相關研究	100
第二節 競爭力的評比機構與方式	105
第三節 我國競爭力的表現與證券發展	123
第五章 大中華區證券市場競合關係	132
第一節 大中華區資本市場現階段發展策略	132
第二節 台灣面臨亞太資本市場區域競合發展下之策略	168
第六章 結論與建議	183
第一節 結論	183
第二節 建議	185
參考文獻	192

附錄一：第一次專家學者座談會會議紀錄197

表次

表 2-1-1 台灣證券市場發展歷程.....	8
表 2-1-2 台灣上市公司股票發行概況.....	11
表 2-1-3 台灣上櫃公司股票發行概況.....	12
表 2-1-4 台灣上櫃公司股票交易概況表.....	12
表 2-1-5 台灣興櫃公司股票概況表.....	13
表 2-1-6 台灣各類債券發行淨額概況表.....	14
表 2-1-7 台灣店頭市場認購(售)權證發行概況統計表.....	14
表 2-1-8 台灣店頭市場證券總成交值概況表.....	15
表 2-1-9 台灣店頭市場債券成交金額統計表.....	16
表 2-2-1 行政院金融監督管理委員會 100 年度施政目標重點彙整表	17
表 2-2-2 金管會 100 年度證券期貨市場重要施政計畫表	22
表 2-3-1 兩岸股市規模比較表.....	27
表 2-3-2 2010 年全球證券交易所市值排名.....	29
表 3-1-1 中國大陸A、B股市場現況.....	34
表 3-1-2 中國大陸股票市場概況.....	38
表 3-1-3 1999-2009 年中國境內企業境外上市投資情況.....	38
表 3-1-4 中國大陸對QDII資格和投資規定	41
表 3-1-5 各類機構申請中國大陸QFII資格限制.....	45
表 3-1-6 上海證交所國際化目標.....	50
表 3-2-1 香港及台灣證券市場本益比比較.....	62
表 3-2-2 台灣與香港稅率比較.....	74
表 3-3-1 新加坡交易所相關交易規則.....	77

表 3-3-2 新加坡交易所上市三項標準.....	78
表 3-3-3 新加坡上市費用表.....	80
表 4-1-1 國家競爭力定義表.....	101
表 4-1-2 鑽石模型競爭力因素.....	102
表 4-1-3 中國 2010 年大陸城市競爭力排名.....	103
表 4-1-4 企業競爭力層次.....	103
表 4-2-1 IMD競爭力指標的分類.....	106
表 4-2-2 IMD競爭力因素權重.....	110
表 4-2-3 競爭力指標變革.....	112
表 4-2-4 WEF全球競爭力指標因素.....	113
表 4-2-5 WEF規定所得門檻表.....	114
表 4-2-6 WEF規定各階段權重.....	115
表 4-2-7 IMD與WEF對競爭力定義差異.....	117
表 4-2-8 IMD與WEF對競爭力範圍差異.....	118
表 4-2-9 IMD與WEF對競爭力內容上的差異.....	119
表 4-2-10 IMD四大項目排名.....	120
表 4-2-11 WEF三大項目排名.....	121
表 4-3-1 金融中心指數五面向.....	124
表 4-3-2 各行業競爭力指數.....	125
表 4-3-3 IFCD Index的主要架構.....	126
表 4-3-4 全球金融中心指數排名.....	127
表 4-3-5 IFCD Index排名.....	128
表 4-3-6 競爭力排名.....	128
表 4-3-7 各證交所成交量與市值.....	130
表 5-1-1 1999—2010 年中國大陸股票市場一覽表.....	146

表 5-1-2 中國大陸證券交易所主板、中小企業板和創業板上市條件表	150
表 5-1-3 2010 年華人地區主要證券交易所平均市值比較	165
表 5-2-1 登陸新交所較具代表性的陸資企業名單.....	180

圖次

圖 3-2-1 香港及台灣證券市場市值佔GDP比重	57
圖 3-2-2 香港及台灣證券市場新上市公司籌資額.....	58
圖 3-2-3 香港及台灣證券市場上市公司市值總額.....	59
圖 3-2-4 香港及台灣證券市場成交值週轉率.....	60
圖 3-2-5 香港及台灣證券市場上市公司家數.....	61
圖 3-2-6 香港及台灣證券市場成交值.....	63
圖 3-2-7 香港證券市場架構.....	65
圖 3-2-8 證券及期貨事務監察委員會組織架構圖.....	67
圖 4-2-1 IMD競爭力評比架構.....	108
圖 4-2-2 IMD與WEF的評比名次.....	119
圖 4-3-1 四地經濟與股市成交量成長率	129
圖 5-1-1 中國大陸資本市場發展戰略目標	134
圖 5-1-2 中國大陸資本市場發展的基本原則.....	135
圖 5-1-3 2008 年至 2020 年中國大陸資本市場發展的戰略措施....	136
圖 5-1-4 2010 年中國大陸各類債券累計發行量比重.....	154
圖 5-1-5 2010 年中國大陸各期限債券累計發行量比重.....	154
圖 5-1-6：1997 年以來中國大陸債券發行面額及增幅.....	155
圖 5-1-7：1997 年以來中國大陸債券次數及增幅.....	155
圖 5-1-8：人民幣離岸債券發行規模與檔數.....	157

第一章 緒論

第一節 研究目的

國內政黨輪替後，兩岸政策也開始轉變，我國政府終於逐漸開始調整先前封閉兩岸的政策，此也讓兩岸的金融合作開始出現轉機，2009年11月兩岸簽訂金融合作協議瞭解備忘錄(Memorandum OF Understanding, MOU)，在金融合作領域跨出一大步，之後更在2010年簽署海峽兩岸經濟合作架構協議(Economic Cooperation Framework Agreement, ECFA)，從此兩岸經濟制度合作機制正式啟動。

ECFA早收清單機制讓台灣充滿期待。ECFA是屬於兩岸經濟合作的協議，其內容包含商品貿易、服務貿易、投資保障與爭端解決四大部分，並且設計「早期收穫清單」(Early Harvest)機制，彼此能夠先針對急迫且有共識性商品先進行開放，目前第一波的早收清單已經在2010年11月出爐¹，在製造業部分，石化、紡織與機械產品降稅項目最多，開放程度亦最高。

不過ECFA金融業早收清單不如預期，雖銀行斬獲頗多，但證券業相對較少。在銀行方面，不僅未來國內銀行赴陸在開業1年且有獲利即可對台資企業承做人民幣業務，中國大陸官方更設立「綠色通道²」與允許國內銀行設立「小企業金融服務專營部門」；但是反觀證

¹ 依據官方資訊：國內對大陸開放「研究與發展服務業」、「會議服務業」、「大陸華語與合拍電影片發行映演每年10部」、「經紀商服務業」及「電腦訂位系統」；大陸對我國開放「會計審計簿記—延長臨時審計許可證效期」、「計算機及其相關服務業之軟件實施服務與數據處理服務」、「研究和開發服務業之自然科學和工程學研究和實驗開發服務」、「會議服務業」及「取消台灣電影片進口配額限制」。

² 綠色通道是指，申請大陸中西部、東北部地區開設分行，可不以一家分行為限。

券業，在業務部份只有境外投資機構申請資格給予適當便利³。

兩岸金融業合作趨勢明確，證券市場有機會成為下一個焦點。兩岸金融業也在 ECFA 後邁向新的里程碑，從 2010 年至今已經有第一、國泰世華、土銀與彰銀等多家銀行在中國大陸的分行開業，未來此波浪潮將會逐漸向證券市場襲來，目前群益與富邦投信已經順利取得中國合資格境外機構投資者(Qualified Foreign Institutional Investor, QFII)資格，未來國內各家證券商亦有機會在中國大陸官方核准下取得營業資格，此後兩岸證券市場交流可望會更為頻繁。

而證券櫃檯買賣市場與集中交易市場同為證券流通市場之一環，完整的證券市場體系，就必須包含集中市場與櫃檯買賣市場。我國證券櫃檯買賣中心除即時發佈投資人上櫃、興櫃股票交易、債券發行及交易與衍生性商品等資訊，並建立完善的交易平台，以即時、優質、多元化之方向提昇對國內外投資大眾之服務，使國內眾多中小企業得利用資本市場募集發展所需資金，並提升產能，強化競爭能力。

在兩岸金融交流合作開展的關鍵時期，櫃買中心勢必要有更國際化的視野，以面對來自於亞洲臨近國家甚至美歐先進國家的挑戰，特別是中國大陸強勢的崛起，及其成為亞洲金融中心的潛力，加上來自於香港、新加坡以華人為主的交易市場近年亮麗的金融競爭力，這些都將是金融國際化的大門開啟後，我國馬上就要面臨的挑戰。

面對未來種種的挑戰，研究團隊希望可以透過了解、趨勢、角色與機制四大步驟，逐漸實現政策興利與除弊的目標。

³ 證券業早收清單內容：(1) 對符合條件的台資金融機構在大陸聲請合格境外機構投資者資格給予適當便利。(2) 儘快台灣證券交易所、期貨交易所列入大陸允許合格境內機構投資者投資金融衍生產品的交易所名單。(3) 簡化台灣證券從業人員在大陸申請從業人員資格和取得執業資格的相關程序。

在了解部分，研究團隊期望透過蒐集資訊與專家訪談，對於中國大陸、新加坡及香港證券交易平台的現況有更進一步的認識，尤其針我國與其他華人地區之互動、競爭與合作等層面之問題，提出具體因應方法與長期策略建言，做為我國證券櫃檯買賣中心建構國際化證券交易機制的參考依據。

在趨勢部分，透過上海交易所、深圳交易所、香港交易所及新加坡交易所等單位提出的發展報告，解析華人地區交易所的發展方向，評估各目標達成之可能性，以及對我國可能產生之影響，並進一步與我國現行政策與目標比較分析，提出我國證券櫃檯買賣中心現行交易制度之優劣與不足之處，以及相關可行的建議；其次研究團隊將整理各界針對各國的經濟情勢趨勢分析，整理全球交易制度之趨勢，描述未來證券市場發展新貌，做為策略擬定之參酌。

在角色上，研究團隊寄望透過對華人地區發展趨勢與未來經濟實力的評估，尋找我國櫃買中心的角色，並且透過中國大陸、新加坡與香港等不同證券市場的角色評析，了解未來各區域交易所的發展方向，並藉由此找尋國內證券市場發展的最適合角色與定位，甚至進一步擬定發展策略與主軸。

在機制部分，研究團隊希望透過上述的交易制度的發展趨勢與角色定位，找出最適合的發展方向，並藉由前述的發展策略，明確的點出各項合作的主要機制，並且說明各項機制可能會替台灣帶來的益處，最後建構出適合櫃買中心國際化的重要機制。

在綜上所述，研究團隊研擬以下研究目標：

一、中國大陸、新加坡及香港各交易所發展之制度、目標及發展

趨勢。

二、中國大陸、新加坡及香港各交易所間之合作與競爭現況。

三、由國際競爭力指標解析中國大陸、新加坡及香港交易所與我國櫃買中心之優劣分析。

四、中國大陸、新加坡及香港交易所與我國櫃買中心間之競爭關係與未來合作策略。

第二節 研究方法與架構

本計畫主要係針對前述議題，利用文獻分析、深度訪談及焦點座談之方法，提出未來我國櫃買中心與亞洲其他華人地區之競爭與合作建議。相關作法如下所述：

一、文獻分析

本研究將搜集將香港、新加坡及中國大陸證交所及之現況、制度及發展策略，並與我國櫃買中心現行的制度與策略進行比較與分析，同時藉由系統化及客觀性資料的彙整，作為推論的基礎，分析我國櫃買中心與其他華人地區之差異性，最後在針對我國櫃買中心不足之處研擬對策，並提出具體可行之建議。

二、深度訪談

本研究除了戮力收集文獻外，亦將拜訪相關專家學者及業界人士，瞭解其實際執行狀況、面臨問題及可行的決解措施，期能獲得寶貴的資料與意見，更全面的完善本研究。

三、焦點座談會

本研究預計將舉辦兩場專家學者座談會。邀請知名學者、金融業相關業者及相關業務執行單位舉辦座談會，使本研究案更臻周延，研究結果更具可行性。

綜上所述研究團隊研擬研究架構如下：

第一章 緒論

提出研究目的、方法與架構，明確的點出研究目的，介紹具體的研究方法及研究架構。

第二章 我國證券市場制度之探討

深入介紹我國目前證券市場的現況，分析我國證券市場之政策，並探討我國證券市場未來的發展趨勢，全面剖析我國證券市場，做為後續研究之基礎。

第三章 中國大陸、香港、新加坡證券市場之發展

本章將研析於亞洲主要華人地區香港、新加坡及中國大陸證券市場概況、制度與優勢，並提出深入分析，做為我國政策發展之比較基礎。

第四章 由國際競爭力探討證券發展

透過國際機構的競爭力相關研究，提供最客觀評析與因素，並做為華人四地資本市場優劣分析的重要因素。

第五章 大中華區證券市場競合關係

利用前四章之分析，研擬大中華區資本市場未來的發展策略，並提出台灣在亞太資本市場區域競合發展下的策略。

第六章 結論與建議

綜合所有分析與探討，提出未來我國櫃買中心具體可行之策略。

第二章 我國證券市場制度之探討

本章著重於我國證券市場的現況分析、政策及趨勢。除了討論分析我國證券市場及櫃檯買賣市場的現況外。鑒於金融為高度管制產業，主管機關的政策方針能左右證券市場的發展，是以有必要蒐整政府的金融發展政策。最後，則是由國際證券市場及我國特色研擬未來可能的發展趨勢。

第一節 我國證券市場之現況探討

壹、台灣證券市場發展歷程

證券市場為國家經濟運作的櫥窗，隨著我國經濟的發展，我國證券市場發展日益健全，在經濟發展上，台灣曾經是亞洲四小龍之首，創下令世人稱羨的經濟奇蹟，股市三次站上萬點大關。自中華民國政府遷台以來，我國證券市場發展大致可以分為四個時期，萌芽期、成長期、高峰期及目前的成熟期。

萌芽時期，台灣剛結束多年的戰爭，政府剛從中國大陸遷抵台灣，國內政治、經濟仍處於動盪不安的環境，政府積極推動多項改革。在此時空背景下，政府公佈《證券商管理辦法》，籌組建立證券市場研究小組，並成立證券管理委員會(以下簡稱證管會)，依續建立我國證券市場。

民國51年證交所成立後，我國證券市場正式開始運行，隨後民國57年政府頒布實施《證券交易法》，民國60年發布加權股價指數，民國73年重新開啟店頭市場交易，在多項政策的推動下，我國證券市場

逐步開啟，加上持續的改革政策，主管部門進行改組，整頓上市公司財務，推行電腦交易，我國證券市場在成長期打奠定厚實基礎。

民國74年至民國79年是我國證券市場高速發展的時期，不僅全面開放證券商交易、股價突破萬點大關，開放匯率管制、臺灣證券集中保管結算所成立及店頭市場開放股票交易，在多項政策管制解禁的推動下，證券市場逐步邁向高峰。

民國80年後，我國證券市場進入成熟時期，各項證券市場管制陸續開放，財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心(以下簡稱櫃買中心)及臺灣期貨交易所相繼成立，建立金融監督管理委員會，《國外期貨交易法》與《金融控股公司法》的公佈，我國證券市場已邁入穩建發展時期。

表2-1-1 台灣證券市場發展歷程

1.萌芽期 (民國 42 年-民國 50 年)	
民國 47 年	發布十九點財經改革方案，其中第二點即為籌建證券市場，充分供應建設資金。
民國 48 年	邀請有關部會代表及專家組成「建立證券市場研究小組」從事研究策劃。
民國 49 年	經濟部正式成立證管會為管理及監督證券市場的主管機關。臺灣證券交易所(以下簡稱證交所) 的籌備工作實際展開。
民國 50 年	組成「證券市場工作小組」，並依國家總動員法第十八條規定訂定《證券商管理辦法》，由行政院公布施行。
2.成長期 (民國 51 年-民國 73 年)	
民國 51 年	證交所成立，嚴禁場外交易，開啟了集中市場單一運作的時代。
民國 57 年	台灣《證券交易法》頒布實施，奠定股票發行流通管理的基礎，制約操縱市場行為。
民國 60 年	發布加權股價指數，帶動台灣股市大漲。
民國 61 年	公布「經濟部證券管理委員會組織條例」。
民國 62 年	達到高峰，隨後股市重挫。期間為刺激股市頒布信用交易制度，但只融資不融券，最終未能挽救市場。

民國 68 年	再次用融資融券辦法刺激股市
民國 71 年	對主管部門進行大幅改組，整頓上市公司財務，推行電腦交易。
民國 73 年	重新開啟店頭市場交易，為公開發行但未上市的公司拓展融資通路，進而結束了集中市場的單一操作。
3.高峰期 (民國 74 年-民國 79 年)	
民國 77 年	重新修訂證券交易法，全面開放證券商交易。
民國 78 年	宣布徵收證券交易所得稅，股價重跌。 全面開放匯率管制，新台幣自由浮動。 臺灣證券集中保管結算所成立。 店頭市場正式開放股票交易
民國 79 年	2 月起發生股災，股市跌幅 80%。
4.成熟期 (民國 80 年之至今)	
民國 81 年	放寬銀行辦理衍生性金融商品業務。 首度核准外資來台發行債券。
民國 81 年	公布《國外期貨交易法》，並自公布後六個月施行，財政部證券管理委員會自該法施行時，納入期貨交易管理業務。
民國 82 年	統一內、外資證券商業務範圍。
民國 83 年	店頭市場由「櫃檯買賣服務中心」改制為「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心」
民國 84 年	全面開放銀行承作票券業務。 逐步放鬆外資投資台股的限制。
民國 86 年	臺灣期貨交易所成立。
民國 86 年	完成組織條例修正案立法程序，將名稱改為「財政部證券暨期貨管理委員會」。
民國 87 年	推出股指期貨。
民國 89 年	再次修訂《證券交易法》，開放庫藏股，開放第二類股上櫃，開放全權委託待客操作，提高商業銀行投資股票市場比例。
民國 90 年	頒佈實施《金融控股公司法》，走向金融混業經營。
民國 91 年	成立興櫃市場，開放證券商經營新台幣利率衍生品等業務。
民國 93 年	取消 QFII，完全開放外資投資台股。 財政部依法核准金融控股公司法成立，採取一元化之跨業合併監理模式 發布「行政院金融監督管理委員會組織法」，並於 93 年 7 月 1 日將證券暨期貨管理委員會之名稱改為證券期貨局，並改隸行政院金融監督管理委員會。

資料來源：本研究自行整理。

貳、台灣證券市場現況

股票市場一直是國家證券市場發展現況的龍頭指標，過去3年，我國的股票市場出現了重大因素，首先，2008年的金融海嘯重創全球金融市場，不論是投資人或是金融機構均受到嚴重的損失，主關機關更加重視投資人的保護。

其次，2009年底及2010年中，兩岸相繼簽署「金融監理備忘錄(金融MOU)及兩岸經濟合作架構協議(ECFA)，兩岸金融合作的開啟，台灣證券市場在質與量上皆出現重大轉變，不僅反應在經濟成長上，股市成交量、企業來台上市、TDR發行等數量都出現明顯改變，透露出台灣的證券市場進入嶄新的局面。

在集中交易市場的發展上，過去3年我國上市公司家數成長回溫，2008年至2010年總計底增加了60家，與2004年至2007年幾近停滯的表現明顯不同。然而由面值總額來看，台灣股票市場的成長率明顯從2005年急速下降，除了金融海嘯所產生的影響外，國際化及多元化的開放，讓台灣集中市場已不在是國內企業唯一的籌資管道。

且由於2005年實施承銷新制度，規定新申請上市(櫃)公司須以現金增資發行新股，並由證券商執行承銷，期使承銷利益能回歸企業，同時加重承銷商與發行企業之責任，強化投資人保護，顯然新承銷制度降低舊股東推動上市(櫃)之誘因。

表2-1-2 台灣上市公司股票發行概況

年	家數	面值總額 (10 億元)	面值總額 成長率(%)	上市公司市值 (10 億元)
1999	462	3,056	12.76	11803.52
2000	531	3,630	18.78	8191.47
2001	584	4,063	11.93	10247.60
2002	638	4,410	8.54	9094.94
2003	669	4,705	6.69	12869.10
2004	697	5,031	6.93	13989.10
2005	691	5,389	7.12	15633.86
2006	688	5,494	1.95	19376.97
2007	698	5,558	1.16	21527.30
2008	718	5,690	2.37	11706.53
2009	741	5,772	1.44	21033.64
2010	758	5,811	0.68	23811.42

資料來源：台灣證券交易所。

受到前述因素影響，表2-1-3指出不論在家數、資本額及市值等數據，上櫃公司股票交易市場近幾年成長速度亦明顯放緩。表2-1-4更指出2007年是上櫃股票市場交易的高峰，成交總金額高達新台幣8.5兆元，較2006年成長超過60%，亦較2010年高出50%以上。

表2-1-3 台灣上櫃公司股票發行概況

年	家數	資本額 (10 億元)	資本額 成長率(%)	上櫃公司市 值(10 億元)
2001	333	681.44	0.63	1,412.19
2002	384	627.30	-7.95	862.25
2003	423	639.47	1.94	1,200.78
2004	466	626.10	-2.09	1,122.53
2005	503	643.18	0.12	1,312.46
2006	531	726.20	12.91	1,899.45
2007	547	714.81	-1.57	1,868.77
2008	539	703.07	-1.64	772.11
2009	546	772.73	9.91	1,914.22
2010	564	705.99	-8.64	1,984.64
2011/7	585	713.38	1.05	1,888.81

資料來源：證券櫃檯買賣中心。

表2-1-4 台灣上櫃公司股票交易概況表

年度	成交總金額 (10 億元)	成交筆數	成交股數 (千股)	累積開戶數
2002	2,794	26,331,438	101,842,418	8,834,580
2003	2,059	21,055,225	101,056,328	9,326,263
2004	3,475	31,220,771	155,732,694	9,976,366
2005	3,166	28,193,794	112,192,595	10,307,718
2006	5,129	41,913,045	154,206,252	10,687,698
2007	8,537	60,808,759	191,276,747	11,263,182
2008	3,285	32,827,314	101,994,113	11,638,421
2009	5,238	52,635,040	168,791,922	12,013,446
2010	5,633	56,638,594	155,017,866	12,609,084
2011/7	2,755	26,254,274	64,781,685	12,926,767

資料來源：證券櫃檯買賣中心。

興櫃市場是我國獨具特色的交易市場，政府為了使未上市股票交易有共同的平台及公開的報價而建立的市場，並具有上市（櫃）前之預備市場性質，其間輔助許多企業上市(櫃)，截至去年底，我國累積

興櫃掛牌家數達1087家，其中累積上櫃共計461家，上市125家，成效不俗。

表2-1-5 台灣興櫃公司股票概況表

年	家數	櫃檯買賣面值 (10 億元)	櫃檯買賣面值 成長率(%)	興櫃公司市值 (10 億元)
2002	172	94.39		271.42
2003	245	258.68	174.05	459.11
2004	350	403.18	47.23	568.68
2005	257	390.04	-2.23	740.87
2006	230	332.40	-1.21	723.40
2007	246	277.82	-1.59	595.56
2008	233	280.50	-1.59	242.86
2009	223	288.39	2.81	517.64
2010	285	345.28	19.73	808.62
2011/7	294	365.58	5.88	815.40

資料來源：證券櫃檯買賣中心。

櫃買中心除了提供上櫃、興櫃公司交易平台之外，債券市場亦是重要的業務之一。表2-1-6顯示我國債券發行量自2001年的2兆6,0344億元，成長至2011年7月的6兆5,232億元，其中以公債發行量占政府公債例最高，約占7成，公司債次之，發行量尚稱穩定，而金融債券與外國債券發行數量相對有限。

衍生性金融商品是櫃買中心的重要業務之一，而2000年以來政府對於金融市場業務的管制逐漸解除，加上國際間金融創新的浪潮席捲全球，在金融海嘯之前，我國店頭市場認購(售)權證的交易量快速成長。然而2008年美國次貸危機的爆發，各國政府發覺金融監理寬鬆所帶來的嚴重後果，大幅強化對金融機構的監理及投資人的保護。我國

政府亦加強金融監理，使得過去3年來，衍生性金商品的交易相對冷清。

表2-1-6 台灣各類債券發行淨額概況表

年	政府債券 (10 億元)	金融債券 (10 億元)	公司債 (10 億元)	外國債券 (10 億元)	總債券發 行量
2001	1,856.92	5.00	598.72	143.00	2,603.6
2002	2,212.72	129.92	756.17	142.60	3,241.4
2003	2,587.07	263.89	921.87	153.00	3,925.8
2004	2,850.67	455.05	1,052.15	116.50	4,474.4
2005	3,141.72	583.62	1,090.58	89.10	4,905.0
2006	3,382.52	741.83	1,154.12	71.00	5,349.5
2007	3,518.47	754.13	1,088.14	60.20	5,420.9
2008	3,735.17	806.20	1,133.37	45.00	5,719.7
2009	3,970.85	737.07	1,081.91	38.70	5,828.5
2010	4,334.15	765.94	1,137.58	14.70	6,252.4
2011/7	4,459.15	820.06	1,236.05	8.00	6,523.3

資料來源：證券櫃檯買賣中心。

表2-1-7 台灣店頭市場認購(售)權證發行概況統計表

年	發行人家 數	發行權證 數	市值 (億元)	成交量 (單位：千)	成交值 (億元)
2003	22	10	3.5	772,483	31.06
2004	25	6	4.0	1,554,431	56.03
2005	28	46	14.5	9,192,212	182.28
2006	29	148	37.9	18,988,148	323.45
2007	30	591	37.1	73,039,076	1,032.36
2008	29	241	11.5	41,780,245	510.54
2009	27	790	121.8	13,917,634	206.13
2010	27	1293	105.0	43,531,748	395.91
2011/7	26	1597	114.2	36,784,202	306.19

資料來源：證券櫃檯買賣中心。

表2-1-8 台灣店頭市場證券總成交值概況表

年	總成交值 (10 億元)	成長率 (%)	股票 (10 億元)	認購權證 (10 億元)	債券 (10 億元)
2001	121,295.4	65.3	2,326.9		118,968.5
2002	137,340.2	13.2	2,794.7		134,545.5
2003	137,631.2	0.2	2,059.4	3.2	135,568.7
2004	147,511.2	7.2	3,475.3	5.5	144,030.3
2005	213,517.4	30.1	3,166.5	18.2	210,332.5
2006	181,768.2	-14.9	5,129.1	32.3	176,606.6
2007	142,022.9	-21.9	8,537.4	103.2	133,382.1
2008	101,766.7	-28.3	3,285.5	51.1	98,430.2
2009	77,035.8	-24.3	5,239.0	20.6	71,776.3
2010	82,388.8	6.95	5,633.6	39.6	76,715.7
2011/7	44,060.8	-6.56	2,755.3	30.6	41,274.9

資料來源：證券櫃檯買賣中心。

由表2-1-8之台灣店頭市場證券總成交值來看，2006年後成長率明顯下滑，主要是受到債券市場成交值大幅萎縮所致，股票及認購權證在金融海嘯之前均維持不錯成長。在債券市場成交金額方面，由表2-1-9看出，有過半的成交金額是附買回交易，且在買賣斷交易中，政府債券的比重相當的高，顯示公司債、金融債券、外國債券交易並不熱絡。

表2-1-9 台灣店頭市場債券成交金額統計表

年	總成交值	附條件交易	買賣斷交易	
			總成交值	政府公債
2001	118,968.47	65,968.6	52,999.89	52,365.96
2002	134,545.48	73,740.0	60,805.46	59,613.18
2003	135,568.66	64,562.4	71,006.26	68,496.45
2004	144,030.27	69,525.1	74,505.15	71,475.48
2005	210,332.55	81,304.1	129,028.50	124,984.23
2006	176,606.62	87,945.0	88,661.60	87,092.12
2007	133,382.18	84,575.1	48,807.06	47,914.77
2008	98,430.41	66,072.5	32,357.91	31,519.12
2009	71,793.98	49,902.2	21,891.52	21,223.30
2010	76,715.76	52,989.0	23,726.62	22,761.58
2011/7	41,274.94	31,937.7	9,337.30	8,627.59

資料來源：證券櫃檯買賣中心。

第二節 我國證券市場之政策

在金管會公佈之「行政院金融監督管理委員會100年施政目標與重點」中，表示今年金融政策推動重點，仍將持續以「活力金融、永續市場」為金融監基本理念，努力達成「健全金融機構業務經營」、「維持金融穩定」及「促進金融市場發展」之長期目標，期能建立一個公平、健全、有效率的金融環境。

在健全金融機構業務經營方面，積極推動與國際接軌之金融環境與法制，提升金融業之風險管理能力及其資產品質。在維持金融穩定方面：研析國際經濟及金融情勢發展，推行金融穩定措施，協助金融業因應經濟金融環境之改變。在促進金融市場發展方面：配合國家經建計劃，引導金融業支持產業發展及重大或公共建設；尊重市場機制，持續推動金融改革；秉持實質對等之原則，循序推動兩岸金融往來及海外企業來臺上市（櫃）等政策。本年度金管會施政目標重點詳如表2-2-1。

表2-2-1 行政院金融監督管理委員會100年度施政目標重點彙整表

項次	目標	要點
一	健全金融機構業務經營	<ol style="list-style-type: none">1.與銀行公會共同成立「新巴塞爾資本協定持續研議工作小組」，配合巴塞爾資本協定之相關文件，持續檢討我國相關規定，以達成改善銀行風險管理制度之目的。2.修正「金融機構作業委託他人處理內部作業制度及程序辦法」，強化金融機構作業委外之相關規範。3.擴大證券暨期貨業業務範圍，並強化其風險控管機制。4.持續檢討放寬證券投資信託基金之投資限制，並加強境內、外基金資訊揭露及業務管理。5.督導保險業改善財務或資本結構，以強化保險業清償能力。6.督導保險業落實企業風險管理制度。

項次	目標	要點
		<p>7.持續強化銀行保險行銷通路之管理。</p> <p>8.督導保險業落實公司治理。</p> <p>9.督導保險業落實招攬核保及理賠處理制度及程序。</p>
二	促進金融市場發展	<p>1.<u>引導銀行及保險業者對公共建設及新興產業增加授信及投資金額，鼓勵金融機構加強對中小企業放款。</u></p> <p>2.<u>推動海內外優良企業上市（櫃）及無實體發行有價證券，以擴大資本市場規模。</u></p> <p>3.<u>持續強化公司治理與企業倫理。</u></p> <p>4.<u>吸引國內外科技與創新產業於我國上市（櫃）及籌資，並逐步發展成為高科技與創新產業籌資平臺。</u></p> <p>5.持續檢討保險業資金運用相關規範。</p> <p>6.為與國際會計準則接軌，推動自民國100年1月1日實施財務會計準則公報第40號等。</p> <p>7.檢討修正住宅地震保險危險分散機制實施辦法，以健全本保險制度之發展及強化本保險危險分散機制。</p> <p>8.持續檢討保險商品審查制度。</p>
三	推動金融國際化及兩岸金融交流	<p>1.<u>兩岸簽署金融監理合作備忘錄後，修正「臺灣地區與大陸地區金融業務往來及投資許可管理辦法」，增訂兩岸銀行業互設分支機構及參股投資之管理規範，協助國內銀行業者佈局大陸市場外，亦將視兩岸金融往來之發展適時檢討法規。</u></p> <p>2.<u>為協助國內銀行業者以較有利之經營條件拓展大陸市場，將配合經濟部規劃之ECFA後續服務貿易協議進程，持續與大陸方面進行協商；另依相關規定辦理大陸地區銀行設立在臺分支機構之申請案。</u></p> <p>3.<u>配合兩岸經貿發展，檢討放寬國內銀行辦理兩岸金融業務之範圍，以吸引外資及臺商利用國內銀行作為資金調度中心，擴大國內銀行之業務發展空間。</u></p> <p>4.研議與其他國家或地區進行基金相互認可或監理合作。</p> <p>5.<u>督導證券期貨周邊單位與重要國際證券期貨市場自律機構簽訂資訊交換瞭解備忘錄；並配合政府兩岸政策，持續研修兩岸證券期貨往來相關法規。</u></p> <p>6.持續積極爭取於我國主辦國際保險會議。</p>
四	鼓勵金融創新	<p>1.<u>強化證券化市場之管理。</u></p> <p>(1)<u>持續檢討不動產證券化相關規範，以鼓勵金融創新，並健全不動產證券化市場。</u></p> <p>(2)<u>研擬修正「金融資產證券化條例」及相關規範，以強化相關參與機構之規範，並因應實務運作需要及簡化審核流程。</u></p>

項次	目標	要點
		<p><u>2.推動於票券市場發行之銀行可轉讓定期存單無實體化，並建置外幣票券市場，增加短期外幣融資工具。</u></p> <p><u>3.鼓勵創新，持續督導證券暨期貨市場推出新種商品，滿足市場需求。</u></p> <p>4.配合人口高齡化及少子化社會發展，鼓勵保險業者發展保障型及年金保險商品。</p> <p>5.持續鼓勵保險業發展微型保險商品。</p>
五	維持金融穩定	<p><u>1.持續推動會計資訊與國際接軌，強化公司內部控制及會計師管理。</u></p> <p><u>2.加強投資人權益保護，健全證券期貨交易制度，落實證券期貨市場監視，維護證券期貨市場交易秩序。</u></p> <p><u>3.健全股東會委託書使用之管理，持續推動上市(櫃)公司採用通訊投票。</u></p> <p>4.持續檢討保險安定基金運作及功能，以保障保戶基本權益及維護金融秩序之安定。</p> <p>5.健全保險市場秩序並強化退場機制。</p> <p>6.提升金融檢查效能</p> <p>(1)擬訂差異化檢查機制，有效運用檢查資源</p> <p>(2)檢查報告缺失改善追蹤控管機制</p> <p>(3)考核內部稽核工作之有效性：</p> <p>(4)加強溝通聯繫機制</p> <p>(5)檢查資訊的揭露</p> <p>(6)加強不法案件之查核，以維護金融秩序</p> <p>(7)廣續檢討金融檢查制度及提升檢查專業技能</p>
六	加強消費者與投資人保護與金融教育	<p>1.強化金融教育宣導與普及金融知識，持續舉辦「走入校園與社區金融知識宣導活動」。</p> <p>2.持續檢討保險相關法令，並落實自律規範。</p> <p>3.落實強制汽車責任保險無盈無虧之經營原則，加強保障受害人權益。</p> <p>4.強化保險犯罪防制機制。</p> <p><u>5.建立金融消費者評議機制：</u>為健全保護金融消費者權益，參考英國FOS與新加坡FIDReC之體例，規劃金融消費爭議事件處理機制，並為使該機制有法律依循，擬研議相關法制規範，以有效解決金融消費爭議案件及保護金融消費者之權益，並推動設立「金融消費爭議處理機構」。</p>
七	有效運用財務資源，強化預算成本控制	<p>1.提升應收歲入款執行率，確保政府債權。</p> <p>2.強化內部控管，提升金管會所屬各局財產管理效能，藉由實地查檢核，加強督導所屬各局落實產籍管理，以提升財產管理效能。</p>

項次	目標	要點
八	建立全人觀點公務人力發展策略目標	1.建立完善人才培育機制 (1)建立公平陞遷機制， (2)機關外補職缺時採有公開甄審方式辦理 (3)將金管會及各局職缺平調及陞遷資訊轉知同仁 2.運用多元訓練方式及協助方案，激發員工潛能、強化員工應受力 (1)每年依公務人員訓練進修法第7條規定及業務需要，訂定年度訓練計畫。 (2)辦理跨機關訓練活動、數位學習課程及標竿學習 (3)辦理各項員工心理健康訓練活動及檢測、諮商活動
九	完備行政院組織改造規劃	含推動組織調整作業
十	提升研發量能	含研究經費比率及推動法規鬆綁(主管法規檢討訂修完成率)。
十一	提升資產效益,妥適配置政府資源	含各機關年度資本門預算執行率及各機關中程歲出概算額度內編報概算數
十二	提升人力資源素質與管理效能	含機關年度預算員額增減率及推動終身學習。
十三	莫拉克颱風災後重建重要措施	1.配合中央應變中心派員進駐行政院高雄縣災區服務小組，提供金融協助措施。 2.針對莫拉克颱風所引起之損失，擬定「產險業因應莫拉克風災受災保戶傷害險及健康險理賠及保全服務相關措施」、「壽險業因應莫拉克風災受災保戶理賠及保全服務相關措施」供會員公司遵循，提供受災保戶保費、保單貸款緩繳、快速理賠等相關服務措施，並規劃由產、壽險公會及其會員公司，至災區當地設置服務據點，主動提供服務。 3.於保險局網站建置「88水災保險服務」專區。 4.因應重大災害，請產壽險公會成立緊急應變小組。 5.請產壽險公會及各保險公司主動了解保戶之財產損失及人身傷害情形。 6.即時發布新聞稿，公告服務資訊，供民眾查詢使用。 7.配合相關政府機關建立聯繫窗口，俾加速重大災害所致損失之因應。

資料來源：行政院金融監督管理委員會「100年度施政計畫(核定版)」。

表2-2-1指出金管會短期的施政重點，其中「健全金融機構業務經營」、「促進金融市場發展」、「推動金融國際化及兩岸金融交流」、「鼓勵金融創新」、「維持金融穩定」及「加強消費者與投資人保護與金融教育」六項政策與證券市場發展息息相關，並點出對證券市場的指導方針。

在「健全金融機構業務經營」中，強調擴大證券暨期貨業業務範圍，並強化其風險控管機制。

「促進金融市場發展」政策中提出加強對中小企業放款、推動海內外優良企業上市（櫃）、強化公司治理與企業倫理及吸引國內外科技與創新產業於我國上市（櫃）及籌資，推動發展成為高科技與創新產業籌資平臺。

在「推動金融國際化及兩岸金融交流」上，強調兩岸金融監理合作及相關法規修正，同時強調協助我國金融業者拓展大陸業務，並配合兩岸經貿發展，檢討放寬兩岸金融業務之範圍，以吸引外資及臺商利用國內銀行作為資金調度中心，研議與其他國家或地區進行基金相互認可或監理合作。督導證券期貨周邊單位與重要國際證券期貨市場自律機構簽訂資訊交換瞭解備忘錄，並配合政府兩岸政策，持續研修兩岸證券期貨往來相關法規。

在「鼓勵金融創新」中，推動證券化市場之管理、票券市場發行之銀行可轉讓定期存單無實體化，並建置外幣票券市場，增加短期外幣融資工具，並持續督導證券暨期貨市場推出新種商品，滿足市場需求。

「維持金融穩定」政策將持續推動會計資訊與國際接軌，加強投

資人權益保護，健全證券期貨交易制度，落實證券期貨市場監視，維護證券期貨市場交易秩序，健全股東會委託書使用之管理，持續推動上市（櫃）公司採用通訊投票。

表2-2-2金管會100年度證券期貨市場重要施政計畫表

項次	重要計畫項目	實施內容
一	金融監理：建立金融消費者評議機制	1.推動「金融消費者保護法」草案完成立法。 2.建立「金融消費者評議機制」，設置金融消費爭議處理專責機構。
二	推動優良企業上市（櫃）及無實體發行有價證券，以擴大證券市場規模	1.督導證交所及櫃買中心加強業務推動及擴增案源。 2.參酌國際市場規範，持續檢討修正初次上市（櫃）、興櫃及國際債券相關規章。 3.提高上市（櫃）及興櫃公司採無實體發行有價證券之比率。 4.吸引國內外科技與創新產業於我國上市（櫃）及籌資，並逐步發展成為高科技與創新產業籌資平臺。
三	持續強化公司治理與企業倫理	1.持續檢討公司治理及資訊揭露相關規範及參考範例，並建構相關制度（如：薪酬委員會）。 2.督導證交所、櫃買中心、證基會及相關單位加強宣導公司治理及企業倫理觀念。
四	持續推動證券期貨市場國際化及兩岸證券期貨業務往來	1.督導證券期貨周邊單位與重要國際證券期貨市場自律機構簽訂資訊交換瞭解備忘錄。 2.配合政府兩岸政策，持續研修兩岸證券期貨往來相關法規。
五	擴大證券商業務範圍，並強化風險控管機制	1.增加證券商經營之業務及新種金融商品。 2.研議推動綜合證券商實施資本適足新制度。
六	強化投資人權益保護，健全證券交易制度，並落實市場監視，維持交易市場秩序	1.持續督導保護機構落實投資人保護功能。 2.健全股東會委託書使用之管理，持續推動上市（櫃）公司採用通訊投票。 3.持續規劃推動全面逐筆競價交易制度。 4.持續宣導禁止內線交易與炒作之法令規定，並落實內線交易與炒作等不法交易之查核。 5.督導證券期貨周邊單位網路整合。
七	建立與國際接軌之基金市場	1.研議與其他國家或地區進行基金相互認可或監理合作。

		2.持續檢討放寬證券投資信託基金之投資限制。 3.持續加強境內、外基金資訊揭露及業務管理。
八	推動會計資訊與國際接軌，強化公司內部控制及會計師之監理制度	1.督導會計研究發展基金會辦理國際會計準則（IFRS）中文譯稿之初審及覆審工作。 2.持續推動上市櫃公司採用XBRL申報財務報告，並持續配合國際會計準則修訂我國XBRL分類標準。 3.執行會計師事務所檢查，強化會計師監理制度。 4.健全公開發行公司內部控制機制，以落實監督管理。
九	提高期貨市場效率，擴大期貨業經營範圍及保障交易安全	1.督導期貨交易所檢討期貨交易及結算制度。 2.增加期貨業經營之業務或新種商

資料來源：行政院金融監督管理委員會「100年度施政計畫(核定版)」。

另外，金管會亦整理出本年證券期貨市場度重要施政計畫，包括以下九項政策：(1)建立金融消費者評議機制。(2)推動優良企業上市（櫃）及無實體發行有價證券，以擴大證券市場規模。(3)持續強化公司治理與企業倫理。(4)持續推動證券期貨市場國際化及兩岸證券期貨業務往來。(5)擴大證券商業務範圍，並強化風險控管機制。(6)強化投資人權益保護，健全證券交易制度，並落實市場監視，維持交易市場秩序。(7)建立與國際接軌之基金市場。(8)推動會計資訊與國際接軌，強化公司內部控制及會計師之監理制度。(9)提高期貨市場效率，擴大期貨業經營範圍及保障交易安全。詳如表2-2-2。

綜觀金管會施政目標，可以發現我國政府目前對於證券期貨市場之政策目標，其應可分為「保護投資人」、「擴大證券期貨市場」、「推動與國際接軌」、「強化(公司)管理」四大面向。除了(1)建立金融消費者評議機制及(6)強化投資人權益保護，健全證券交易制度，並落實市場監視，維持交易市場秩序。係為因應金融海嘯後，全球落實強化金融監理及投資人保護政策之趨勢外，其他六項政策均是以擴

大市場為主要目標。在ECFA簽署後，不僅是金融業者感受到國際化的來臨，主管機關亦積極推動各項與國際擴軌的政策方針，期能幫助我國金融業走向國際的大舞台。

第三節 我國證券市場之發展趨勢

過去百年來，證券市場為企業提供穩定的籌資平台，順遂經濟發展，並支應廣大投資人的流動性及資產配置需求。近20年的全球化浪潮，更使各國資本市場在競爭與合作的角力下高速成長。相較於美歐先進國家金融體系的蓬勃發展，台灣證券市場發展相對較晚，但我國證券市場的挹注，實為台灣的經濟起飛業奠定了厚實基礎。

1931年，台灣總督府在紐約發債籌資2,280萬元，使經費困窘的日月潭水力發電工程得以續建，至1934年竣工運轉，開啟台灣的工業化發展歷程。戰後，台灣歷經了1950年代的進口替代、60年代出口導向的工業化及70年代重化工業發展期，在1980年代則開始發展策略性工業，及90年代後經濟結構轉型，我國證券市場提供關鍵性資金助益，顯示證券市場對於經濟運行的重要性。面對全球化的新世紀，本研究擬蒐集歸納出我國證券市場之未來可能發展趨勢，以供主管機關參酌。

壹、兩岸證券市場深化合作

過去受限於兩岸政治的不穩定，以及中國大陸對世界各國的影響力，使得台灣在國際經貿合作的談判上始終難有關鍵性的突破。在全球各國均積極簽訂貿易協議的同時，台灣只能愈來愈「邊緣化」，各

界輿論對於鎖國政策的將削弱台灣競爭力的擔憂不斷提升。

在萬眾期待之下，過去3年來兩岸關係轉變，2010年1月16日「兩岸金融監理備忘錄(MOU)」正式施行上路，兩岸金融市場進入合作階段，證券及期貨市場之監督管理機構在信息交換、機構設立、協助調查以及人員培訓和交流等方面開展監管合作，共同維護兩岸證券期貨市場的穩定發展。

接著兩岸於2010年6月29日正式簽署兩岸經濟當合作協議(ECFA)。ECFA簽署後，兩岸金融合作之廣度與深度再次提升，金融業實質准入談判亦積極展開，我國證券市場已全面進入嶄新的發展時期。

在上述時空背景之下，指出當前台灣發展的最主要趨勢就是「兩岸合作」及「國際化」，並與金管會設定之政策目標一致。由於兩岸在文化語言、地理位置、台商投資等多項歷史背景的聯結，在加上中國大陸經濟高速成長和廣大的內需市場，以及ECFA簽署的優勢等等因素，顯示台灣國際化的第一步必然就是要拓展中國大陸市場，因此台灣證券市場未來發展的首要政策一定就是兩岸證券合作。

就兩岸股市規模來看(如表2-3-1)，大陸「總人口」為台灣的57倍，「GDP」是台灣的14倍，但「股市市值」及「股市成交值」卻僅為台

灣的4.5倍及7.5倍，也就是說台灣的股市投資密度遠高於大陸。在台灣可以看到許多菜籃族，甚至不少大學學生都有在玩股票，有線電視的頻道也每天在撥放著許多股市分析與投資，這在大陸卻是難得一見的。說明台灣的股票市場的發展程度高出大陸甚多。相較之下，大陸證券市場仍處於成長時期，急需借鏡國外發展的經驗，這將是未來兩岸共同證券市場合作發展的契機。

表2-3-1 兩岸股市規模比較表

項目 (2010年)	大陸 (滬交所+深交所)	台灣 (上市+上櫃)	大陸/台灣
上市公司家數	2063家	1308家	2.7倍
股市市值	4.027兆美元	8941億美元	4.5倍
成交值	8.06兆美元	1.08兆美元	7.5倍
GDP	6.04兆美元	4300億美元	14倍
總市值/GDP	66.67%	251.62%	0.26倍
總人口	130,000萬	2,300萬	57.0倍
成交值周轉率	滬交所：178% 深交所：344.27%	上市：136% 上櫃：306%	-

資料來源：台灣證券交易所、證券櫃檯買賣中心，本研究整理。

貳、全球交易所聯盟合作

全球化的浪潮愈演愈烈，不僅是金融市場競爭日趨白熱化，各國主要交易所除施一系列改革方案外，同時考慮透過購併、策略合作來提高本身競爭力，例如美國、日本、新加坡、德國、紐約、澳洲及倫

敦等地交易所，在過去幾年來均曾涉及一些跨境合併建議，反映全球交易所搶市場、擴大規模的發展策略。

去年來，交易所併購之新聞不斷，國際間多家主要交易所曾提出收購建議，如新加坡交易所（SGX）計劃收購澳洲證交所（ASX），但遭澳洲政府以不符合國家利益為由阻撓；東京證交所計劃與日本大交易所大阪證交所合併，後因日本發生大地震暫緩；德國交易所購併紐約泛歐交易所（NYSE Euronext），則已獲股東通過。

倫敦證交所購併多倫多證交所（TMX）遭「滑鐵盧」後，市傳有意與納斯達克交易所合併，並有消息指出港交所有意收購倫敦交易所，與新交所展開競購，但港交所否認有關消息。

上述新聞指出，未來發展的趨勢將是全球主要交易所的大合併，特別是跨洲、跨時區的合併，從而形成數個巨無霸交易所互相競爭的局面。有鑒於此，未來各大交易所排名將極有可能重新洗牌。依據世界交易所聯盟（WFE）報告顯示，截至2010年底，就上市公司總市值而言，台灣證券交易所市值約8180億美元，位居全球主要交易所的第20名，上證所、港交所、深交所及新交所排名分別為6、7、13及21名。

在兩岸四地中，上海及深圳證交所規模大，且尚處於高速成長時

期，因此並沒有馬上對外併購的急迫性，而香港與新加坡兩國的證交所併購的態度就相當明確，並極積尋找、協商可行併購案，相較之下，台灣交易所尚沒有任何併購策略消息傳出，在未來國際化的競爭上，顯得薄弱不少。

表2-3-2 2010年全球證券交易所市值排名

排名	證交所名稱	總市值 (10億美元)
1	紐約證券交易所	13,394
2	納斯達克(NASDAQ)	3,889
3	東京證券交易所	3,827
4	倫敦證券交易所	3,613
5	泛歐證券交易所	2,930
6	上海證券交易所	2,716
7	香港證券交易所	2,711
8	多倫多證券交易所	2,170
9	孟買證券交易所	1,631
10	印度國家證券交易所	1,596
11	巴西交易所	1,545
13	深圳證券交易所	1,311
20	台灣證券交易所	818
21	新加坡交易所	647

資料來源：World Federation Of Exchanges。

參、發展具特色的籌資中心

面對資本市場全球化及區域化競爭，台灣證券市場需要發展自己特色，以使與其他市場區隔。觀察亞洲鄰近市場中，香港、新加坡交

易所國際化程度雖高，但上市公司以金融地產業為主；中國大陸的上海及深圳市場雖交易熱絡，市場重心主要仍在傳統製造業或採礦產業上。相較之下，台灣證券市場科技產業集中態勢明確，大中小型各科技類股均有良好曝光率，為亞洲證券市場中科技特色最鮮明者。

台灣過去數年的經濟成長，高科技產業的發展貢獻良多，而資本市場為產業發展提供了必要的資金，也功不可沒。如今台灣已在全球IT產品生產鏈上居於關鍵地位，應可再運用本身充沛的資金，擴大發展為亞太高科技產業籌資平台。為達此目標，台灣資本市場應致力於改善市場體質，促進商品多元化，並加強跨市場交流，以提升國際競爭力，鞏固市場地位，進一步落實發展台灣成為亞太金融中心之願景。

未來當可以此為基礎，創造台灣資本市場在亞太地區的獨特定位。考量NASDAQ上市公司以大型科技類股為主，而當前國際間具發展潛力的中小科技事業，多半與我國科技、電子公司互為上中下游合作夥伴。這些外國科技事業來台上市，不僅可取得資金，亦可與性質相近公司互比評價，讓中小型科技事業在台形成媲美NASDAQ的重要科技事業聚落市場。

IT產業群聚效應及創新力為國內產業競爭優勢所在，2010年底，國內科技產業上市公司市值比重達51.8%，而上櫃市場中電子產業市值比重為57.96%，成交值比重更高達66.67%，為亞洲各證交所中科技特色最鮮明者。此項特色也反映在海外企業來台上市結構上，為吸引高科技與創新事業來台上市，行政院會已於2010年10月28日通過「高科技及創新產業籌資平台」方案，為結合產業特色及市場特色之金融發展計畫，以六大新興產業及十大服務業等產業為優先吸引對象，並評估適度放寬大陸機構來台投資限制等。

綜上所述，台灣產業具有科技產業群聚發展的優勢，台灣是全球科技業的重鎮，科技產業鏈完整，且依據WEF(World Federation of Exchanges)全球競爭力報告，台灣產業群聚發展指標，2007年至2009年連續3年排名全球第一。且因長年科技產業的發展，我國匯集眾多的產業分析師，投資人對科技產業也相當熟悉。是以在此優勢之下，我國應積極建構亞太高科技及創新產業籌資平台。

肆、多層次市場的發展趨勢

全球主要國家多建立了多層次的資本市場體系。如日本有東京、大阪、名古屋、福岡、札幌、JASDAQ等6個證券交易所，其中JASDAQ交易所主要的服務對象是新興企業；加拿大有多倫多證券交易所及加拿大風險交易所(canadian venture exchange,CDNX)，CDNX是該國第二大證券交易所和最大的創業板市場；巴西有里約熱內盧證券交易所和聖保羅證券交易所兩個證券交易所等等。在金融市場競爭愈演愈烈的時期，全球證券交易所除了向外擴張，同時也向國內發展，提供國內企業更為多元化的業務，讓各類型企業籌資管道，亦滿足不同風險偏好投資人的需求。「多層次市場」是全球證券交易所的發展重點之一。

進一步以美國為例，美國證券交易所依其規模及業務對象約可分成四級。第一級是規模最大的全國性交易所，包含紐約證券交易所及納斯達克(NASDAQ)全國市場，主要是提供大型企業融資服務。而二版市場的主要服務對象為中小型企業和高科技企業，上市門檻要較全國性的集中市場低，同時還設計出幾套不同的標準，公司可依自身規模、特性選擇發行市場，其以納斯達克(NASDAQ)小型資本市場及美

國證券交易所為首。

第三級是由波士頓股票交易所、芝加哥股票交易所、太平洋股票交易所等所組成的地方性股票交易所，它們構成了區域性交易所市場，主要交易區域性企業的證券，同時有些在全國性市場上市的公司股票，也會在區域性市場交易。

第四級是由OTCBB和Pink Sheets等組成的市場，向實力暫時達不到前三級市場的小型企業提供融資的非交易所平台，其基本取消了上市的規模、盈利等條件，把市場監管的重點從企業上市控制轉移到以充分信息、披露為核心，以管理從業券商為主要手段，以會員製為主要形式，以券商自律為基礎的監管模式。

綜上所述，可發現美國資本市場體系龐大、功能完備、層次多樣。既有統一、集中的全國性市場，又有區域性的、小型地方交易市場，使得不同規模、不同需求的企業都可以利用證券市場進行融資，而多個不同類型的證券交易系統同時存在，有利於資本市場的競爭和提高市場效率，證券市場的多元化及高效率是支持美國經濟的創新與增長的重要因素。

目前我國已有「上市-上櫃-興櫃」之多層次市場之架構，且近年來櫃檯交易市場在櫃買中心努力轉型與扶植新興企業，扮演「經濟活力的推手、創新企業的搖籃」的角色，培育新創或具發展潛力企業之最佳市場，且具多層次之交易市場之功效，可滿足不同規模企業發展所需。

而興櫃股票市場，自2002年迄2008年底累積登錄家數已達927家，其中順利申請上櫃或上市成功的公司高達510家，興櫃市場成功

扮演上櫃（市）之預備市場。

不過與美歐先進國家體系龐大、功能完備且層次多樣的交易系統相比，我國未來應還有許多其他拓展空間，除了時有所聞的創新版，專責提供小企業融資等第三級或甚第四級的交易系統，亦也是我國證券交易所可考慮推動的業務，用以輔助更多的企業獲得資金，健全我國證券交易市場，進而達成推動我國經濟成長之目標。

第三章中國大陸、香港、新加坡證券市場之發展

第一節 中國大陸證券市場概況、制度與特色

壹、中國大陸證券市場概況

1990年代，中國大陸證券市場快速蓬勃發展。1990年上海和深圳證券交易所正式成立，交易方式是實行集中市場由電腦撮合競價交易，依價格和時間先後順序進行交易。隔年，中國大陸為吸引國際投資者，推出人民幣特種股票（簡稱B股）或稱境內上市外資股，允許境外法人或自然人來大陸投資，交易型式以人民幣標明面值，以美元或是港幣來認購或交易。1993年，中國大陸境內企業被允許能在香港上市，帶動中國大陸在海外市場發展。不僅國外投資者踴躍投資，也促使中國境內企業除在香港上市外，也逐漸在美國、新加坡等國際市場發展。影響所及，不僅拓展中國大陸境內企業的融資管道，也大幅提升其國際知名度和競爭力。國外投資銀行也開始接觸中國大陸境內市場，大幅提升國外投資者投資中國市場的意願（表3-1-1為A、B股市場現況）。

表3-1-1 中國大陸A、B股市場現況

	A股市場現況	B股市場現況
交易對象	中國大陸境內機構、組織或個人，但不包含台灣、香港及澳門	外國、台灣、香港及澳門地區的自然人、法人及其他組織，定居在國外的中國公民
投資組成	大陸當地自然人為主，因此波動較大	本地人居多、香港次之，台灣、美國、日本佔少數
交易幣別	人民幣	上海-美元，深圳-港幣

交易股數	100 股	上海-1000 股，深圳-100 股
交易時間	週一~週五 AM9:30~11:30 PM1:00~3:00	週一~週五 AM9:30~11:30 PM1:00~3:00
漲跌幅限制	10%	10%
市場特性	類股選擇性多，流通性佳	公司股本不大，數量少，每日交易量清淡，流通性較差
類股特性	傳統、生化、高科技、網路股皆有	以傳統產業為主

資料來源:本研究整理。

在此期間，隨著中國大陸證券市場開放，為有效控制和管理，國務院證券管理委員會和證監會在 1992 年正式成立，象徵中國大陸資本市場已由最原始地區性的階段逐步進入到全國統一監管框架。1994 年中國實施雙元匯率並軌後，實行以市場為基礎、單一管理的浮動匯率制度，另外建立銀行間外匯市場，由外匯指定銀行在外匯市場買賣多餘的外匯資金部位。對中資企業而言，中國大陸實行強制結匯，當他們有經常項目下的外匯需求時，貿易項目下可憑交易憑證到外匯指定銀行兌付；至於非貿易的用匯則需要國家主管部門批准。對外資企業而言，中國大陸允許保留現匯。1995 年，證監會成為國際證監會組織（IOSCO）的正式成員，更在 1996 年取消對經常項目中非貿易、非經營交易的匯兌限制和放寬對因私用匯的匯兌限制，並將外商企業納入銀行結售匯體系。另外，按照經常項目可兌換的要求修改付匯、結匯和售匯管理辦法，並接受國際貨幣基金組織協定第八條款，實現人民幣經常項目的可兌換，形成經常帳項目自由兌換，金融

帳項目仍是嚴格管制的外匯管理體制。

至 1998 年底，B 股共籌資 616.3 億元人民幣，除促進中國大陸經濟活絡外，也大幅促進資本市場發展。

(1) 促進公司按照國際慣例運作，B 股公司為了向境外投資人籌資，必須按照國際案例來公佈其財報等；

(2) 改進中國資本市場的會計、法律以及交易結算制度；

(3) 解決企業籌資或生產資金短缺問題。

為了在法律型式確認資本市場地位，中國《證監法》在 1998 年底頒布，並於隔年實施，此即意味著大陸資本市場走向高程度發展，對資本市場國際化有著深遠影響。中國大陸接著在 2001 年加入世界貿易組織 (WTO)，加速促進資本市場開放，實現部分項目漸進式開放。截至 2009 年底，中國已全部履行加入世界貿易組織時有關證券市場對外開放的承諾：

(1) 外國證券機構可以直接從事 B 股交易。

(2) 取消禁止購匯提前還貸規定。

(3) 外匯資本金結匯推行授權管理方式。

(4) 允許向外商轉讓上市公司國有股和法人股。

(5) 批准交通銀行、上海浦東發展銀行、招商銀行和深圳發展銀行四家商業銀行，進行離岸銀行業務試點。

- (6) 改革國內外匯貸款管理方式。
- (7) 取消境外外資匯回利潤保證金制度。
- (8) 外國證券機構駐會代表處可以成為所有中國證券交易所的特別會員。
- (9) 允許外國提供服務者設立合資公司，從事國內證券投資基金管理業務，外資比例得不超過 33%，中國加入 WTO 組織三年內外資比例不超過 49%。
- (10) 合資公司可以不通過中方中介從事的 A 股承銷，B 股、H 股及政府與公司債券的承銷和交易。

中國大陸於 2002 年發布《外資參股證券公司設立規則》和《外資參股基金管理公司設立規則》，並在上海和深圳分別發布《境外特別會員管理暫行規定》。此外，在人民幣資本項目下未實現完全自由兌換下，中國在同年年底實施允許經批准的境外機構投資者於中國證券市場的 QFII 制度下投資，透過該制度境外機構的投資者可在境內投資包含股票、債券和基金等多種人民幣標準的金融工具。QFII 制度持續發展有利於改善基金業的競爭格局，並提高中國資本市場的國際影響力。2004 年，保監會和人民銀行聯合發布《保險外匯資金境外運用管理辦法》，允許保險公司和保險資產管理公司以自有的外匯資金進行境外投資，以拓寬保險公司資金運用的通路並期能分散投資風險。總計至 2010 年，中國大陸共有 106 家證券公司，34 家中外合資基金公司，託管基金銀行共 18 家。表 3-1-2 是中國大陸股票市場近年情況，表 3-1-3 則是中國境內企業境外上市近年投資情況。

表3-1-2 中國大陸股票市場概況

	2005		2006		2007		2008		2009	
	上海	深圳	上海	深圳	上海	深圳	上海	深圳	上海	深圳
上市公司總數	833	544	842	579	860	670	864	740	870	830
上市證券總數	1069	708	1126	768	1125	868	1184	964	1351	1165
總成交金額(億元人民幣)	49776	13276	91912	38738	380015	187646	271842	99388	441875	198734
上市股票總數	878	586	886	621	904	712	908	782	914	872
A股上市股票總數	827	531	832	566	850	657	854	727	860	818
B股上市股票總數	54	55	54	55	54	55	54	55	54	54
股票市價總值(億元人民幣)	23096	9334	71612	17791	17791	57302	97252	24114	184655	59284
股票成交金額(億元人民幣)	19240	12424	57817	32652	305434	155121	180430	86682	346512	189475
股票成交股數(億股)	3987	2637	10284	5861	55278	12078	62111	7819	55231	17427

資料來源：中國證監會，本研究整理。

表3-1-3 1999-2009年中國境內企業境外上市投資情況

單位:億元人民幣

年份	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
籌資額	47.1	562.1	73.0	192.3	537.3	647.7	1691.3	3136.7	921.5	317.3	1041.4

資料來源：中國證監會，本研究整理。

除 QFII 制度外，中國大陸也在 2006 年實施允許經批准的境內機構投資於境外證券市場的 QDII 制度。自 2006 年起，總計共有 15 家證券投資基金管理公司和 5 家證券公司獲得 QDII 資格。QDII 制度引入，使得中國大陸境內的投資人更有機會進入國際資本市場。

最後，中國大陸積極推動大型國營企業在境外上市，促使在境外上市的融資額逐年上升，H 股、紅籌股成為香港資本市場重要組成部分之一。

在制度管理層面方面，證監會也與境外證券期貨監理機構、國際證監會組織（IOSCO）和其他國際組織等交流，加強彼此間的合作。截至目前為止，證監會和 33 個國家或地區的證券期貨監理機構簽署 37 個雙邊合作備忘錄，促使中外監理機構互相交流資訊，彼此互相做研究交流的合作，並且提供跨境調查協助。

貳、中國大陸證券市場制度

一、中國大陸 QDII 及 QFII 制度

中國大陸過去管制證券投資帳戶較為嚴格，而 QFII 制度和 QDII 制度實施象徵初步嘗試放鬆對證券投資子帳戶資本流出和流入管制。由於 QDII 制度能為國內居民的外匯存款提供更多投資通路的選擇，而 QFII 制度又能加速中國大陸經濟發展，兩項制度對討論中國大陸資本開放議題十分重要。

(一) 合格境內機構投資者 (Qualified Domestic Institutional Investors, QDII) 制度

QDII 制度是在一國金融帳未完全可兌換前，有限度允許符合條件的境內機構投資者從事對外金融投資的開放措施，2006 年 4 月正式在中國大陸實施。QDII 制度的主要功用和目的可歸類如下：

(1) 國內居民的外匯存款提供更多的投資通路：實行 QDII 制度，投資國際市場有助於減輕銀行外匯存款的付息壓力。

(2) 透過中國概念股帶動香港市場經濟：伴隨著利用中國大陸概念股，實行 QDII 制度可帶動香港證券市場發展，進而提升香港經濟。

(3) 有利於中國大陸證券業與投資者接受國際化投資理念，減少單一市場系統風險：透過實行 QDII 制度，可以實現全球資本市場的資產配置，分散單一市場的系統風險。

(4) 減少人民幣升值壓力：由於中國大陸不願利用人民幣匯率來調整進出口貿易和經常性收支，故要減少國際收支順差，必須要透過減少金融帳順差來實現。透過 QDII 機制可以引導資本外流，減少金融帳順差，調整國際收支平衡，有助於減少人民幣升值的壓力。

(5) 有利於人民幣資本項目基本可兌換：透過 QDII 制度可以促使人民幣在資本項目基本可兌換情形更加深化，加速其發展。

上述境內投資機構類型主要包含境內商業銀行、基金等證券經營機構和保險機構三大類，有關境內投資機構類型，表 3-1-4 將有詳盡說明。根據 QDII 制度的規定，⁴獲得 QDII 資格的境內機構，隨著機構種類不同，以下列方式來進行對外投資：⁵

(1) 具 QDII 資格的銀行可以收集境內投資者資金，即與客戶簽訂「代客理財業務契約」，由銀行代替客戶從事境外資金運作，在一定額度內投資境外固定收益產品。

(2) 具 QDII 資格的基金公司等證券經營機構在一定額度內集合境內機構和個人自有外匯，用在境外進行包含股票在內的組合來進行證券投資。

(3) 具 QDII 資格的保險機構可買匯投資在固定收益產品和貨幣市場，而買匯額度則依照保險機構資產的一定比例做限制。

對於申請機構資格和投資規定，整理於表 3-1-4。

表3-1-4 中國大陸對QDII資格和投資規定

QDII 機構	資格認定	投資額度	目標市場	投資品種和比例限制
銀行	境內商業銀行	166 億美元	境外市場：投資股票目前限於香港、英國、新加坡、日本、美國、韓國和澳大	投資種類：境外固定收益類產品、股票及其結構性產品、金融類衍生性產品(僅限於規避風險的目的，嚴禁用於投資或放大交易)；不得投資於商品類衍生產品、對沖基金以及國際公債信評機構評等為 BBB 以下的證券

⁴ 人民銀行公告(2006)第5號。

⁵ 參見尚鳴(2006)，「央行新政『藏匯於民』」。

			利亞這七個市場	
證券公司	要求申請機構投資者的證券公司，各項風險控制指標符合規定標準；淨資本不低於8億元人民幣；淨資本與淨資產比例不低於70%；經營集合資產管理計畫業務超過一年以上；在最近一季的資產管理規模不少於20億元人民幣或等值外匯資產。同時，具有3年以上境外證券市場投資管理相關經驗的人員不少於3名。	50億美元	境外市場，投資股票僅限於特地地區(指目前已與中國證監會簽署雙邊監管合作備忘錄的33個國家和地區)	投資種類：境外的銀行存款、可轉讓存單、銀行承兌匯票、銀行票據、商業票據、回購協議、短期政府債券等貨幣市場工具，債券、公募基金、結構性投資產品，還可以投資境外股票、期權和期貨等金融衍生性商品；不得購買不動產、貴重金屬或代表貴重金屬的憑證、實物商品，且不得參與未持有基礎資產的放空交易，不得從事證券承銷業務等。 比例限制：券商 QDII 產品投資比例靈活，當市場風險大時，股票配置比例可低至25%，市場較好時，股票投資比例可高達95%，其中港股可高達85%。 投資最低門檻：10萬元人民幣或等值外幣。
信託公司	註冊資本不低於10億元人民幣或等值可自由兌換貨幣，連續2年監管評等為良好以上，最近2年連續盈利，最近2年未受監理部門的行政處罰等	尚無	和證券公司相同	和證券公司相同。
保險機構	財務穩健，償債能力充足率和風險監控指標符合中國保監會有關規定，且近3年沒有重大違法、違規紀錄；公司的高階管理者從事金融或者其他經濟工作10年以上。	144.007億美元	部分境外市場，目前主要為香港市場。	投資種類：境外銀行存款、商業票據、銀行票據、大額可存讓存單、債券、貨幣市場基金、債券型基金、股票、股票型基金，股權型產品等。 比例限制：獲批准的保險機構可以不超過上年末總資產的15%
基金管理公司	申請機構投資者資格的基金管理公司，其淨資產不少於1億元人民幣；經營基金管理業務達兩年以上	285億美元	境外市場，投資股票限於特定地區(指目前已與中國證監	投資種類：境外的銀行存款、可轉讓定單、銀行承兌匯票、銀行票據、商業票據、回購協議、短期政府債券等貨幣市場工具，此外還有債券、公募基金、結構性投資產品、境外股票和期權和期貨等金融衍生產品；不得

	<p>在管理人員方面，要具有 5 年以上境外證券市場投資管理經驗和相關專業的中級以上管理人員不少於 1 名；具有 3 年以上境外證券市場投資管理相關經驗的人員不少於 3 名。</p>		<p>會簽署雙邊監管合作備忘錄的 33 個國家和地區)</p>	<p>購買不動產、貴重金屬或代表貴重金屬的憑證、實物商品，不得參與未持有基礎資產的放空交易，不得從事證券承銷業務。</p> <p>比例限制：單只基金、集合計畫持有同一家銀行的存款不得超過基金、集合計畫淨值的 20%，在基金、集合計畫淨值的 20%，在基金、集合計畫托管帳戶的存款可以不受上述限制；單只基金、集合計畫持有同一機構(政府、國際金融組織除外)發行的證券市值不得超過基金、集合計畫淨值的 10%，指數基金可以不受上述限制；單只基金、集合計畫持有境外基金的市值合計不得超過基金、集合計畫淨值的 10%，持有貨幣市場基金可以不受上述限制；同一境內機構投資者管理的全部基金、集合計畫持有任何一只境外基金，不得超過該境外基金總份額的 20%。</p> <p>投資最低門檻：1000 元人民幣或等值外幣。</p>
--	---	--	---------------------------------	---

註：在基金管理公司方面，最新的修改方案對基金公司要求將有所放寬：淨資產要求調整為「不低於 1 億元人民幣」，200 億元人民幣管理規模則取消，只要符合其他條件，管理規模不做限制。不過對管理團隊要求依然苛刻，需要滿足「3+X」條件。對 QDII 投資團隊的高要求，實際上也是一種人才門檻。QDII 管理如何，團隊水準至關重要。但是要挖掘符合條件人才，本身就具有難度。

資料來源：本研究自行整理。

對 QDII 監控和管理則由銀監會、證監會、保監會和外匯局四部門聯合監管，職責範圍如下：

(1) 證監會：負責 QDII 發起人、管理人資格認定，規定 QDII 投資範圍，協同香港證監會負責監督 QDII 的投資與管理，決定 QDII 上市交易地。

(2) 國家外匯管理局：許可國內居民用自有外匯購買 QDII，許可 QDII 運用籌資的外匯資金投資香港股市。

(3) 保監會：負責管理保險公司包含投資地點和投資產品範圍的相關規定，並對投資金融衍生商品的避險也有其規定。

(4) 銀監會：與(3)相似，但其對象最主要為銀行單位。

(二) 合格境外機構投資者 (Qualified Foreign Institutional Investors, QFII) 制度

在 1990 年代初期，QFII 制度在南韓、印度和巴西等國家與地區即已設立並實施，台灣也使用這樣的制度，中國大陸則在 2002 年底開始使用，有限度開放符合條件的境外機構投資者投資本國資本市場。其中，境外投資機構包含境外基金管理機構、保險公司、證券和其他資產管理機構。這些機構需委託境內商業銀行作為託管人來託管財產，並需要委託境內證券公司等管理機構辦理在境內的證券交易活動。此制度主要由證監會和外匯管理局監理，管制的法律則源自於《合格境外機構投資者境內證券投資管理辦法》。

QFII 申請流程分為三個步驟：

(1) 申請人應透過託管人（保管銀行）分別向證監會及國家外匯局報送申請文件。

(2) 取得證券投資業務許可證的合格投資者可以委託託管銀行在證券登記結算機構申請開立證券帳戶和資金帳戶。

(3) 合格投資者在經批准的投資額度內，投資證監會批准的金融商品。

針對申請機構的資格，中國大陸主要是依據兩點審核：

(1) 申請機構的財務體質需穩健良好，需在 3 年來未受所在國家或地區監理機構的重大處罰。

(2) 申請機構所在國家或地區之證券監理機構已與證監會簽訂 MOU 並保持有效監理合作關係。

不同種類的機構其申請資格限制，可參見表 3-1-5。

表3-1-5 各類機構申請中國大陸QFII資格限制

機構型態	成立或經營年限	資產管理額度	其他規範
基金管理機構	經營資產管理業務 5 年以上	最近一會計年度管理之證券資產不少於 50 億美元	無
保險公司	成立 5 年以上	最近一會計年度管理之證券資產不少於 50 億美元	無
證券公司	經營證券業務達 30 年以上	最近一會計年度管理之證券資產不少於 100 億美元	實收資本額不少於 10 億美元
商業銀行	無	最近一會計年度管理之證券資產不少於 100 億美元	總資產在世界排名在前 100 名內
其他機構投資者	成立 5 年以上	最近一會計年度管理或持有之證券資產不少於 50 億美元	無

資料來源：本研究自行整理。

帳戶管理可分證券帳戶管理和資金帳戶管理，兩者的管理細節如下：

(一) 資金帳戶管理

(1) QFII 需於託管人處為自有資金或客戶資金開立外匯帳戶和對應的人民幣特殊帳戶。

(2) QFII 設立開放式中國基金，每一基金應單獨開立外匯帳戶和對應的人民幣特殊帳戶。

(二) 證券帳戶管理

(1) QFII 應委託託管人向中國證券登記結算公司(簡稱中證登)開立多個證券帳戶。

(2) QFII 得開立自身名義帳戶、為其他客戶開立名義持有人帳戶及以所管理之基金名義申請開立帳戶。

對於投資目標的規範，中國大陸允許境外投資機構在 QFII 制度下，在中國大陸證券交易所掛牌上市並以人民幣計價的金融投資工具皆可以進行投資：

(1) 交易所掛牌股票，但不包含在國內上市的外資股(即 B 股)。

(2) 交易所掛牌債券，其中包含公司債券和可轉換債券。

(3) 交易所掛牌權證。

(4) 證券投資基金。

(5) 獲得中國證監會認可的金融商品。

在 QFII 制度下，境外投資機構得參與新股發行、可轉換公司債

發行、股票增發和配股申購。為避免外資法人取得絕大多數中國企業股份，中國大陸就持有投資標的比例或額度都有限制：

(1) 投資單一上市公司股票不得高於該公司發行股數的 10%。

(2) 所有公司投資單一上市股票不得超過該公司發行股數的 20%。

(3) 單一 QFII 申請投資額度每次不得低於 5,000 萬美元，累計不得高於 10 億美元。

(4) 在每次投資額度獲准之日起六個月內匯入投資本金，且不得少於 2,000 萬美元。

(5) 除開放式中國基金外，其他 QFII 得於鎖定期結束後申請匯出投資本金與已實現收益。鎖定期結束後，開放式中國基金每次淨申購金額不超過 5,000 萬美元，可由託管人直接辦理相關手續後向當地外匯局備案。若超過 5,000 萬美元，需提前 10 日採書面方式向當地外匯局申請。

(6) 投資額度獲准後，1 年內不得再次提出增加額度申請。

(7) 不得轉讓或轉賣 QFII 投資額度。

同時，QFII 對本金停留和匯出也有限制。對專門管理中國的封閉式基金公司，給予 3 年停留期，每次最多可匯出 20%，但相隔兩次的匯出時間需在一個月以上。對於其他種類的合格境外機構投資者，則給予 1 年停留期，每次最多可匯出 20%，而相鄰兩次的匯出時間需在三個月以上。

最後，QFII 在稅務規範和其他規範上也都有其規定整理如下：

(1) QFII 投資有價證券的資本利得免收營業稅，但在利息所得、紅利或股利等所得，需繳交企業所得稅 10%。

(2) 合格的境外機構投資者若是代為投資，需將實際投資者的投資資訊於每季結束後 8 個工作天內報告證監會和交易所。

截至 2010 年 10 月為止，共計有 103 家公司通過中國大陸 QFII 資格。

二、國際化政策、目標及原則

資本市場國際化所採用政策可分為三大類：全面直接開放、激進式有限制開放、漸進式有限制開放，而開發中國家主要是以後兩者為主要政策。其中，激進式和漸進式開放差異為對證券市場從局部開放到全面開放時間進行分類，5 年以上屬於漸進式，而 5 年以下則屬於激進式。

(1) 全面直接開放：允許境外投資者不受投資比例和範圍限制投資本國證券市場，本金和收益自由匯入和匯出。此外，允許境內投資者在本國證券市場購買外國證券或到境外證券市場進行投資和融資活動。

(2) 激進式有限制開放：取消境外投資者投資本國證券市場限制，允許境外投資者持有本國上市公司 100% 的股份，國際證券資本可以自由進出該國證券市場。不過整個金融市場體系架構若不完全，

實施此種制度吸引許多國際投機者進入，恐造成資本市場動盪。

(3) 漸進式有限制開放：可分為「正向開放」和「逆向開放」政策。前者係指對國際資本流入較無限制，但對資本流出則有嚴格管控；而後者則和正向開放政策相反。無論是正向或逆向開放政策，兩者特點就是逐步放鬆對證券投資的各項限制，以漸進式方式推進資本市場開放。

基本上，中國大陸開放順序是優先放鬆或開放資本流入，限制資金流出較為嚴格，係屬於正向漸進式開放政策。目前中國大陸已實現人民幣經常項目可兌換，但對資本項目實行一定管制，主要原因是制度面和整個資本市場發展都尚未成熟。正因為如此，中國大陸目前採取漸進式有限制開放正向政策，而B股市場、QFII和QDII制度即是在此政策原則下所使用的制度。若未來市場發展成熟，中國大陸在5~10年內不排除全面開放。⁶

漸進式開放政策也讓中國大陸解決不少在經濟改革開放初期面臨到的資金短缺，因而帶動整體經濟起飛。不過中國大陸嚴格控制資本流出，恐影響金融體制改革，間接影響金融市場發展。是以我們未來可以想見中國大陸也將逐漸放鬆資本流出限制，朝向漸進式正逆向並行的開放政策。

在金融帳開放過程中，首要目標即是確保經濟穩定，才能引進國外資本流入。從上海證交所設定的國際化目標可知，中國大陸開放資本項目方針是平穩推進資本項目有序開放，為金融市場逐步提供外來助力。良好的國際化政策便是需要做好良好的風險管理政策，設計適

⁶ 此為上海證交所在2006年所設定目標。

宜的安全保障措施並和國際標準接軌，來增加未來面對風險的彈性。是以漸進式正向開放政策便是中國大陸在資本市場長期以來的國際化政策，其可以避免在經濟動盪時，大量外資撤離導致的不利影響。表 3-1-6 列出上海證交所未來國際化的目標。

表3-1-6 上海證交所國際化目標

	資本市場開放	證券服務業開放	國際化發展	國內配套
2011-2014 全方位開放	1.取消對 QFII 和 QDII 的額度限制 2.積極推動國內機構走向國際資本市場	1.允許設立外資獨資的證券公司和基金管理公司	1.上市資源和交易種類國際化 2.交易所和境外交易所建立戰略聯盟 3.國內證券公司全面進入國際資本市場發展業務	1.人民幣基本實現在資本項目的自由兌換 2.交易所轉變會員制，進行公司化改造
2015- 完全開放	1.國際投資者自由進入 2.國內金融機構自由在國際市場投資	1.中介機構全球化	1.收購境外證券交易所	1.市場整合，成立交易所集團

資料來源：上海證交所，本研究整理。

參、特色及挑戰

中國大陸金融體系還不夠健全，特別是證券市場規模、流動性和訊息透明度和結構上存在一些缺陷。當有大規模短期資金流動時，可能會使金融市場發生問題，其具體細節如下：

(1) 市場體制不健全難以抵抗國際資金衝擊風險。舉例來說，中國大陸的金融衍生性商品市場尚不成熟，當有大規模國際資金進入時，會加劇市場波動，使得投資者暴露在風險中，無法有效利用避險

工具來避險。

(2) 上市公司訊息揭露不完全，市場透明度有待進一步提高。市場透明度完整是保護投資者和證券市場國際化的重要前提，市場若不夠透明，也會影響國際投資的短期行為。當市場出現不理性投資行為，由於訊息揭露不充分，可能會吸引大量國際資金進入，使得股價逐漸脫離基本面，最終將導致市場泡沫化，而使得金融市場不穩定。

(3) 中國大陸證券市場存在高本益比和高週轉率的現象。中國大陸證券市場的年週轉率一直居高不下，最高時甚至超過 900%，而成熟市場年平均週轉率都在 60% 左右。若平均週轉率一直居高不下，當有國際資金流入時，若無完整配套措施，中國大陸證券市場必然存在更大風險。

(4) 債券市場發展明顯落後。債券市場發展與企業關係密切，是成長中企業快速發展的重要融資管道之一。同時，也為投資者提供風險相對較低、收益相對穩定的投資產品。因此，未來中國大陸若想促進資本市場迅速發展，積極發展債券市場刻不容緩。

(5) 中國大陸金融業實行分業監理，由證監會、銀監會、保監會和人民銀行等部門分別管理，卻缺乏有效協調及分工機制。一旦有外資大量進駐並實施多角化經營時，若缺乏有效協調管控，將會大幅降低對外資的監理能力。

最後，我們可將中國大陸資本市場特色及相關管制措施歸納如下：

(1) 中國大陸本土金融機構絕大部分還是以單一業務經營為主體，此與國際性金融機構以多角化業務經營有很大差異。但新修訂《商業銀行法》和《商業銀行設立基金管理公司試點管理辦法》，允許商業銀行在符合條件下，可以申請試點成立基金管理公司，中國工商銀行和交通銀行也據此經批准直接投資設立基金管理公司。面對銀行業跨業經營的全球趨勢，中國大陸如何面對，值得關注。

(2) QDII 和 QFII 制度逐漸開放。中國大陸原先就希望以 QFII 和 QDII 做為過渡性制度，除可保護國內機構投資者外，政府也能有效監管資本規模及流向。不過，隨著中國大陸經濟快速發展，中國大陸對於 QFII 的額度和 QDII 制度都有所放寬。如 2010 年新 QDII 管理辦法中，針對基金管理公司提出的「最近一個季度末資產管理規模不少於 200 億元人民幣」高門檻將不復存在，只要符合其他條件，管理規模便不做限制。而在 QFII 方面，中國大陸也逐漸放寬，如額度由 100 億美元增加到 300 億美元等等，皆可顯示中國大陸在嚴謹「雙 Q 制度」下的改變。

(3) 中國大陸相較於香港及新加坡，對企業訊息披露程度明顯不足，這將對中國大陸資本國際化產生很大影響。因為上市企業若訊息不夠公開，則會因投資風險增高，而降低投資意願。有鑑於此，中國大陸政府要求各家公司應嚴格按照《證券法》、《上市公司信息披露管理辦法》等規定，履行在訊息披露事務中各自職責。在內線訊息依法披露前，不得利用該訊息進行內線交易。此外，為加強對重大信息流轉過程監控，上海證交所於 2009 年起，從規範上市公司重大重組入手，推行上市公司重大資產重組內線訊息知情人登記制度，強化上市公司內線訊息管理意識，推動上市公司完善自身內線訊息管理辦

法。

(4) 雖然中國大陸衍生性商品市場交易量有大幅提升，然而中國大陸現階段衍生性商品市場在商品種類方面仍尚未成熟。隨著金融國際化速度加快，投資種類增加勢必能吸引更多投資者進入。中國大陸已於 2010 年 5 月適度開放，首度允許合格境外機構投資者參與部分衍生性商品交易。然而，合格境外機構投資者只被允許投資股指期貨，而非商品期貨。同時，大連、上海和鄭州三大商品期貨市場，目前對於境外機構仍是尚未開放。

第二節 香港證券市場概況、制度與特色

壹、香港證券市場概況

一、發展歷程

香港從 1841 年開埠後，商業漸興，英商透過發行股票集資的金融概念也隨之引入香港，而英商主要商業活動多與貿易有關，隨著經濟實力迅速壯大，日漸活躍的經濟活動吸引更多企業集資及股票買賣。港英政府遂在 1890 年代初期即倡議立法，建立香港股票制度。1989 年 9 月開放認股權證基金設立、10 月認可 T+2 為中央結算及交割系統的交割期、1990 年期交所推出利率期貨、1993 年推出期權產品，促使香港證券市場漸趨成熟。

其後，中國大陸與香港簽署 CEPA 關係及中資企業注入，以及中國政府落實改革開放政策，香港與內地經貿往來更加頻繁，而因部份中資企業與國營企業發展需要資金，香港股市的效率及風險管理制度均屬全球最佳之一，擁有全球相對活躍及流動性高的證券市場，對資金流動不設限制，也無資本增值稅或股息稅，讓香港迅速躍居世界五大資金集散中心。

1999 年為提高香港市場競爭力及迎接市場全球化挑戰，全面改革香港證券及期貨市場，將香港聯合交易所（聯交所）與香港期貨交易所（期交所）實行股份化，並與香港中央結算有限公司合併，由單一控股公司香港交易所擁有，當時聯交所會員共有 570 家公司。2000 年 3 月 6 日，三家機構完成合併，香港交易所於 2000 年 6 月 27 日以每股 3.88 元在聯交所上市，而後因市場發展需要，「香港聯合交易

所有限公司」、「香港期貨交易所有限公司」以及「香港中央結算有限公司」成為「香港交易及結算所有限公司」(香港交易所)的子公司。

從 2000 年以來，香港證券市場成長為全球化證券市場，為修補自由市場交易不足，透過立法加強監管及投資人保護等法律制度，為香港資本市場奠定良好根基。此外，透過一連串新產品創新及技術改革，不斷更新及自我完善促使香港成為亞太地區最重要的金融中心之一。在 2003 年，香港簽訂 CEPA (Closer Economic Partnership Arrangement) 後，香港享有許多經貿優惠，大幅提升香港經貿地位，也使得證券市場更加蓬勃發展。

2008 年 5 月 26 日開始實施收市競價交易時段(俗稱 U 盤交易)，2009 年 3 月 23 日起中止港股收盤集合競價交易時段，收盤集合競價交易乃國際市場公認的常規機制，全球主要交易所大都採用，但自港交所引入後一直「水土不服」，國際大鱷屢次在競價時段利用個股圖利，引發市場爭議，迫使港交所隨後作出中止競價交易決定，某種程度是因為採用競價交易沒有相關配套措施及管制所致。2009 年 5 月，台灣與香港證交所以附函換文方式，開放雙邊指數型股票基金 (Exchange Traded Funds, ETF) 相互掛牌上市，提供國內投資人多樣化投資選擇，香港也是台灣第一個開放的境外 ETF 市場。

二、交易平台

香港證券市場包括主板和創業板兩個交易平台，為不同類型、不同資金需求的公司提供多元化集資市場。主板正式成立於 1891 年，主板上市公司規模較大、成立時間較長，歷經股市驚濤駭浪震盪起

伏，具備一定盈餘或符合規定，在主板上市行業主要包括金融、房地產、公用事業及工商業等公司。至於創業板設立於 1999 年 11 月，為不同行業、不同規模、具成長機會的公司提供另外的集資平台，並不規定公司必定要有盈餘才能上市，運作理念是「買者自負」，風險由投資者自行承擔。

三、證券指標

依據世界證券交易所聯合會（World Federation of Exchanges，WFE）2009 年報告書，香港在亞洲地區 2009 年的表現可說明如下：

（1）股票市場市值對 GDP 比重：一般將股票市場市值占 GDP 比重視為衡量一國證券市場發展程度的重要指標。當股市愈熱絡，所得應越高；一般而言，因金融資產證券化發展較為成熟，已開發國家市值總額占 GDP 比例高於發展中國家。由 2009 年股票市場市值占 GDP 比重來看，香港 617%而排名世界第一，明顯優於台灣 91.1%，顯示香港股市發展程度佳，交易異常熱絡。

圖 3-2-1 顯示，香港國際化程度較大，受來自世界各地資金影響，波動幅度也較大。股市市值自 2000 年以來呈現正成長，尤其是自 2006 年起受中國大型國營企業紛紛至香港掛牌以及香港企業國際化影響，市值更是大幅成長。直至 2008 年受金融海嘯影響，市值占 GDP 比重才出現大幅下滑，但 2009 年底復甦力道明顯，已經快回到 2007 年底尚未發生危機前的水準。相較之下，台灣實施國際資金移動管制，促使波動幅度較小，成長幅度亦小。

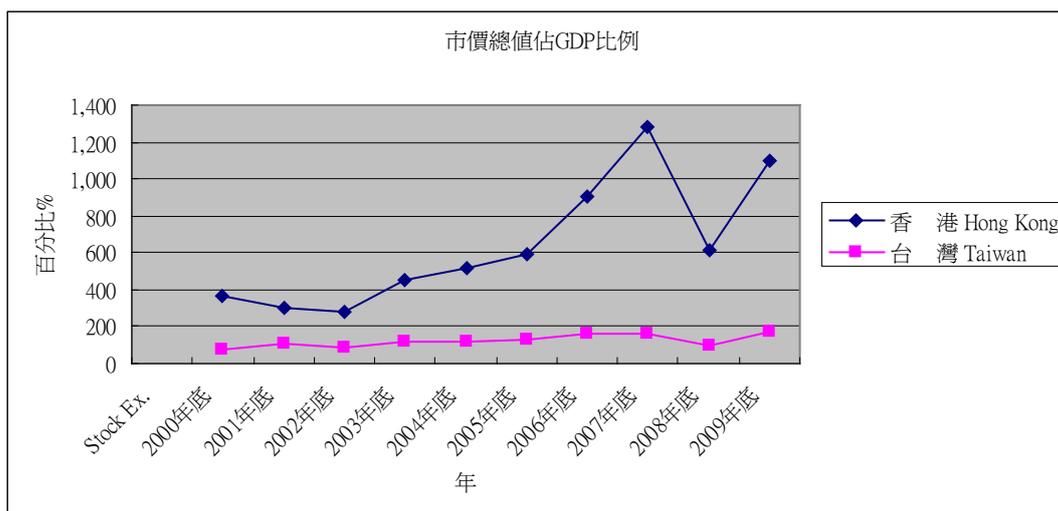


圖3-2-1 香港及台灣證券市場市值佔GDP比重

資料來源：World Federation of Exchanges (WFE)。

(2) 新上市籌資金額：IPO 金額是攸關企業選擇何處上市的重要因素，台灣以資金豐沛著稱，但 IPO 籌資額卻仍遠不及港股，發行 IPO 時，除公司財務需求外，大環境趨勢（如總體經濟表現與資金成本高低等）均會影響籌資決策（相關數據可參見圖 3-2-2）。就 2009 年集資能力來看，香港全球排名第 5，在亞太地區排行第 2 僅次澳洲，成長幅度較 2008 年增加 48%，雖然不如東京交易所成長近 4 倍，但相對其他主要市場仍具競爭力，集資額仍大幅領先東京。台灣則為全球第 17、亞太第 7。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，在亞洲僅次於澳洲，差異不大。

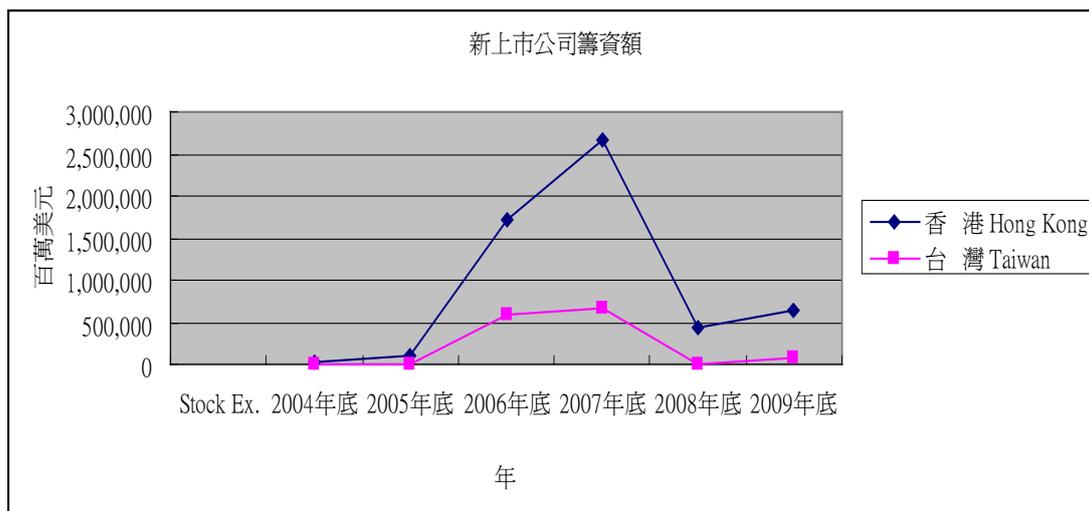


圖3-2-2 香港及台灣證券市場新上市公司籌資額

資料來源：World Federation of Exchanges (WFE)。

(3) 股票市值大小：股票市值是衡量證券市場發展的重要指標。就市值而言，全球排行前 3 名為紐約 NYSE Euronext (US)、東京 Tokyo SE Group 以及 NASDAQ OMX，香港排名世界第 7，2009 年市值較 2008 年成長 73.5%；台灣則為全球第 21，落於東京、上海、香港、印度、深圳、韓國之後。就交易金額而言，香港排名全球第 10、在亞洲排名第 5，落後於上海、東京、深圳、韓國。圖 3.3 顯示，香港自 2000 年以後受惠於中國大型國營企業紛紛至香港掛牌而大幅成長，2008 年受全球金融海嘯影響，市值蒸發一半，但在 2009 年成長 118%，迅速回復近 2007 年底市值，股價起伏雖大，但也反映香港市場自由化與國際化程度高，受國際因素影響大，市場反彈驚人，台灣則因國際化較小，波動幅度也較小。



圖3-2-3 香港及台灣證券市場上市公司市值總額

資料來源：World Federation of Exchanges (WFE)。

(4) 股票週轉率：週轉率主要代表股票流通性，數字愈高即市場成交越熱絡，亦反映投資人追逐短線心理，且會導致股價暴漲暴跌。從 2009 年股票週轉率來看，台股周轉率 168.1% 高於香港 66.9%，持續維持優勢的流動性，投資熱絡情況會影響籌資難易度與數量。台灣與香港市場的投資人結構不同，台股是以散戶與自然人為主，香港則以機構投資人與法人為主，投資者屬性不同，操作手法亦不同，對於週轉率表現解釋也出現迥異結果。圖 3.4 顯示，台灣的週轉率相對高於香港，近年來，隨著股市逐漸成熟及開放，週轉率也有明顯下降。



圖3-2-4 香港及台灣證券市場成交值週轉率

資料來源：World Federation of Exchanges (WFE)。

(5) 上市公司數：上市公司家數與市值的關係未必如一般人認為呈現正向關係，但對屬於相同層級的證交所而言，多元化投資標的自然能得到更多資金挹注，而上市公司家數也是反映一國經濟發展及衡量股票市場規模的指標。香港自 1999 年起呈現穩定緩慢成長，至 2009 年底止上市家數已達 1,319 家，高於台灣上市家數 755 家，2009 年香港扣除下市公司後，淨增加 58 家上市公司，多於台灣增加的 33 家上市公司，顯示 2009 年香港市場規模以及集資能力較台灣佳。就亞洲地區來看，香港排名第 2，排名第 1 為深圳，較 2008 年增加 90 家上市公司。圖 3.5 顯示，自 2003 年以後，香港上市公司成長幅度相較台灣拉大，代表香港投資標的每年呈現一定幅度正成長。反觀台灣則呈現緩慢停滯不前現象，原因可能是近幾年亞洲新興市場崛起而產生資金排擠效應，以及赴大陸投資上限遲不鬆綁，造成許多產業外移，降低在台掛牌籌資意願及需求。

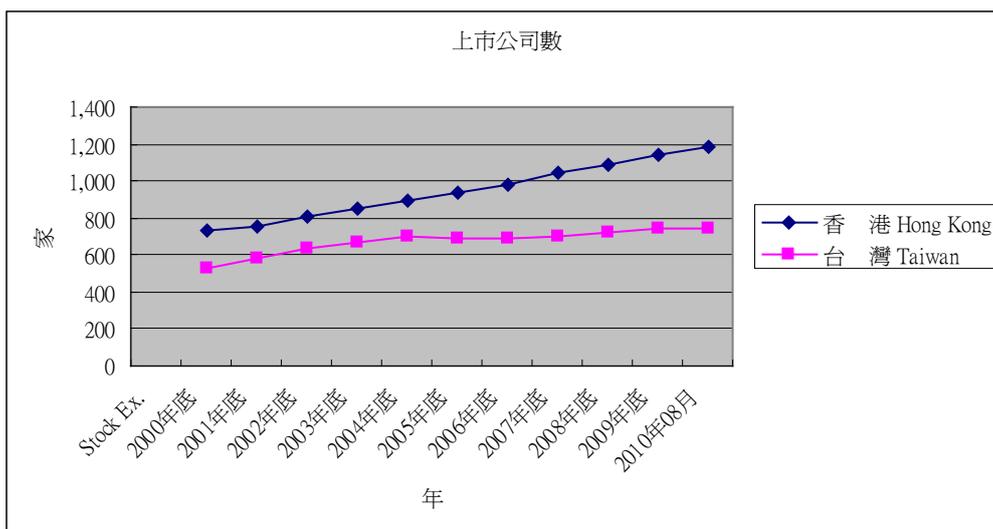


圖3-2-5 香港及台灣證券市場上市公司家數

資料來源：World Federation of Exchanges (WFE)。

(6) 本益比高低：本益比常被投資人做為評估是否投資該市場標準，也是企業用來評估是否進入該市場籌資的重要關鍵。表 3.7 顯示，自 2000 年起台灣與香港股市本益比互有領先，2008 年金融海嘯發生，台灣本益比大幅下滑為 9.8，但仍高於香港的 7.3，主要係因香港國際化程度高，受金融風暴影響較台灣大，本益比下降幅度也較大。

表3-2-1 香港及台灣證券市場本益比比較

	香 港	台 灣
2000 年底	12.80	14.84
2001 年底	12.18	41.57
2002 年底	14.89	41.77
2003 年底	18.96	24.76
2004 年底	18.73	12.58
2005 年底	15.57	17.55
2006 年底	17.37	18.98
2007 年底	22.47	15.31
2008 年底	7.26	9.80
2009 年底	18.13	110.54

資料來源：World Federation of Exchanges (WFE)。

(7) 市場成交值：成交金額代表股市活絡程度。香港在 2009 年交易值呈現衰退現象，而鄰近的中國資本市場則呈現大幅上升情況，上海及深圳交易值成長幅度高達一倍，顯示香港交易市場資金已有移轉至上海及深圳的趨勢，台灣雖仍落後於香港等市場，但仍成長 14%。在衍生性金融商品交易方面，2009 年香港交易金額雖較 2008 年衰退 25.2%，但交易金額仍然排名世界第 1，顯示香港衍生性金融商品市場具有不可忽視的市場吸引力。圖 3.6 顯示，自 2006 年以後，大陸高經濟成長帶來外匯存底增加，以及引起人民幣升值預期心理，吸引不少當地及海外資金湧入。由於香港國際化程度佳，造成熱錢不斷湧入香港，股市亦應聲高漲，而台灣自 2006 年成交金額則呈現漲

跌互現、停滯不前的情形。

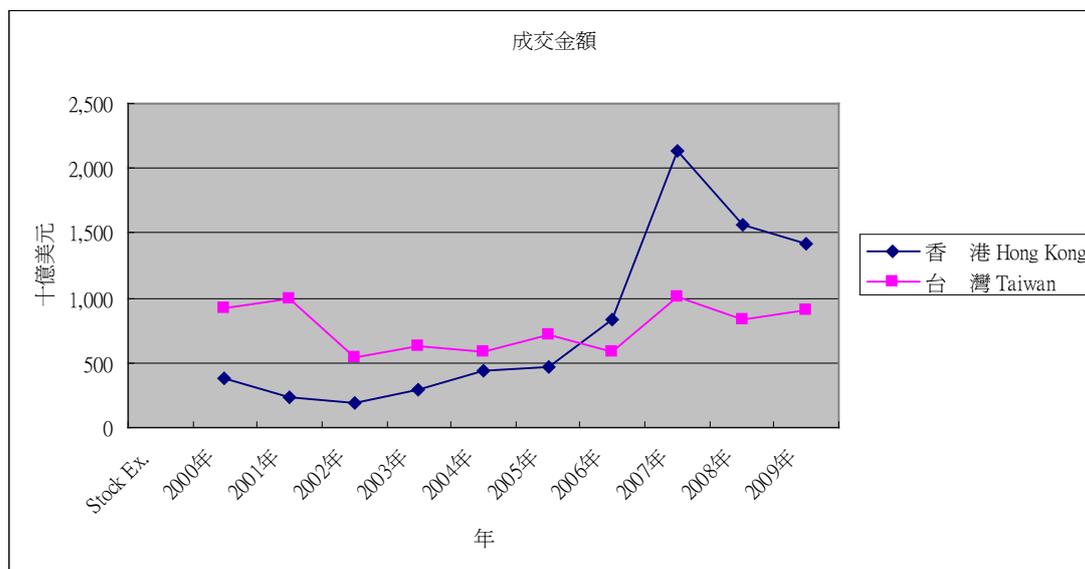


圖3-2-6 香港及台灣證券市場成交值

資料來源：World Federation of Exchanges (WFE)。

(8) 上市成本：企業在香港上市，除需繳納首次上市費用以及每年的維持費外，還需支付承銷商、保薦人、會計師及律師等專業人士的承銷費、佣金、審計費用、法律顧問費、印刷費用及公關費用等等，費用多寡須視企業規模、經營狀態、內部營運體制、財務制度設置的健全程度等而定。平均來說，至香港申請上市所需費用約為台灣的 3~4 倍，一般小型企業會因上市費用高昂而對至香港上市望之卻步。

貳、香港證券市場制度

一、證券交易市場架構

香港的證券市場主要包括了香港聯合交易所(下稱聯交所)、香港期貨交易所(下稱期交所)，而結算公司則有香港中央結算有限公司(下稱香港結算公司)，聯交所期權結算所有限公司(下稱期權結算公司)，香港期貨交易結算有限公司(下稱期貨結算公司)，而證券市場的主管機關則為香港證券及期貨事務監察委員會(下稱香港證監會)。2000年3月6日現有會員制之香港聯合交易所、香港期貨交易所，以及香港中央結算有限公司、期權結算公司及期貨結算公司等三家結算所進行合併，並歸併在單一之控股公司——香港交易及結算所有限公司(Hong Kong Exchanges and Clearing Limited 下稱“香港交易所”)之下。實施合併後，聯交所和期交所及香港中央結算公司成為控股公司的全資附屬公司，而期權結算公司及期貨結算公司則分別是聯交所及期交所的全資附屬公司。

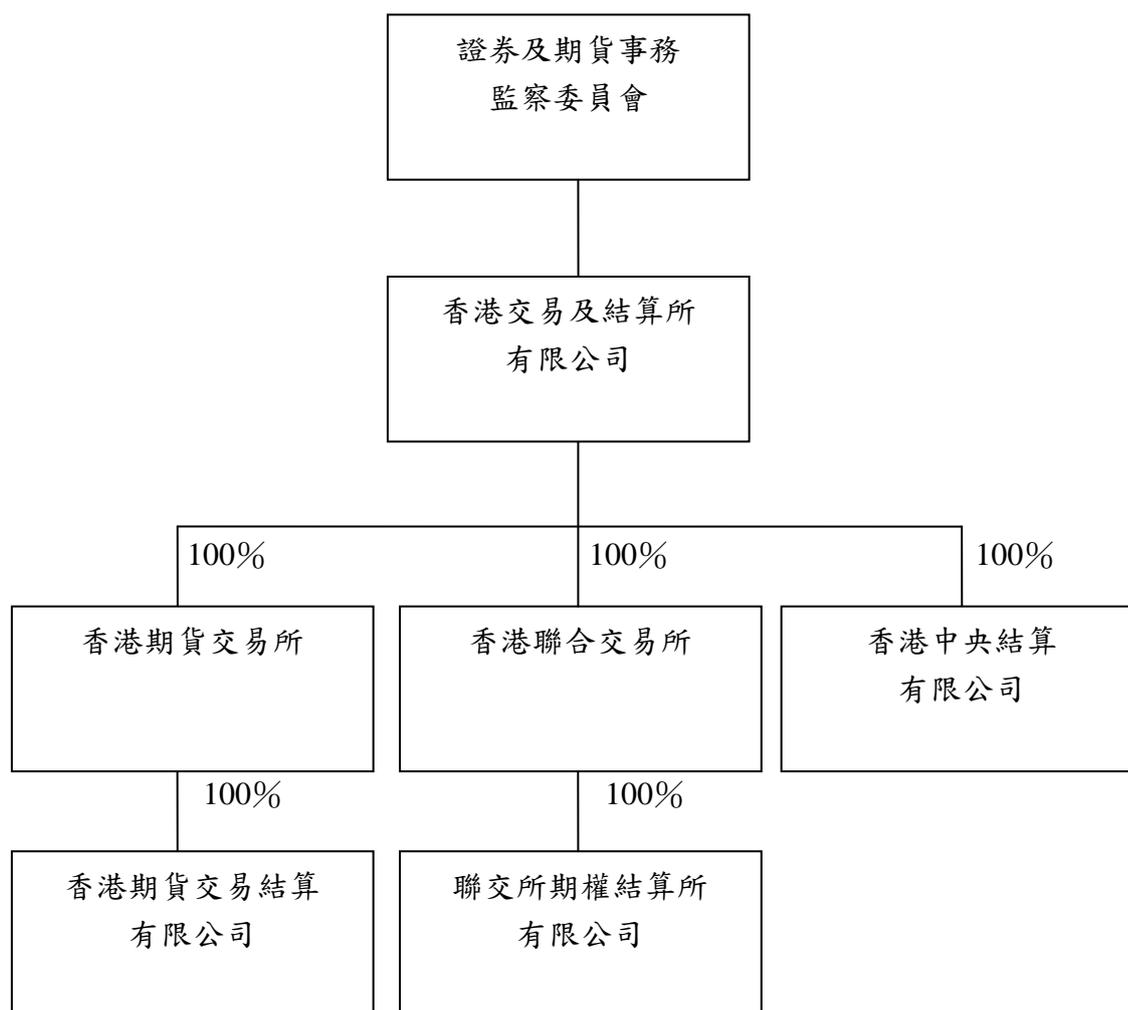


圖3-2-7香港證券市場架構

二、證券相關機構組織功能及運作

香港的市場的主要監管機構是證券及期貨事務監察委員會（證監會），為獨立的法定組織，負責執行市場法例，促進和推動市場發展。香港交易所則負責營運，香港的證券及衍生產品市場以及兩個市場的結算所，亦擔負上市公司監管之責任。

各監管機構分述如下：

1. 證券及期貨事務監察委員會

證券及期貨事務監察委員會（證監會）是 1989 年依據《證券及期貨事務監察委員會條例》（《證監會條例》）成立的獨立法定監管機關，其獨立於政府公務員架構之外，負責監管香港的證券期貨市場之運作。《證監會條例》及另外九條涉及證券期貨的條例已整合為《證券及期貨條例》。該條例自 2003 年 4 月 1 日起生效。

證監會的職能是執行規管證券及期貨市場的條例及促進並鼓勵證券及期貨市場的發展。《證券及期貨條例》中明訂，證監會的規管目標為：

- 維持和促進證券期貨業的公平性、效率、競爭力、透明度及秩序；
- 提高公眾對證券期貨業的運作及功能的了解；
- 為投資於或持有金融產品的公眾提供保障；
- 盡量減少在證券期貨業內的犯罪行為及失當行為；
- 減低在證券期貨業內的系統風險；
- 採取與證券期貨業有關的適當步驟，以協助財政司司長維持香港在金融方面穩定性。

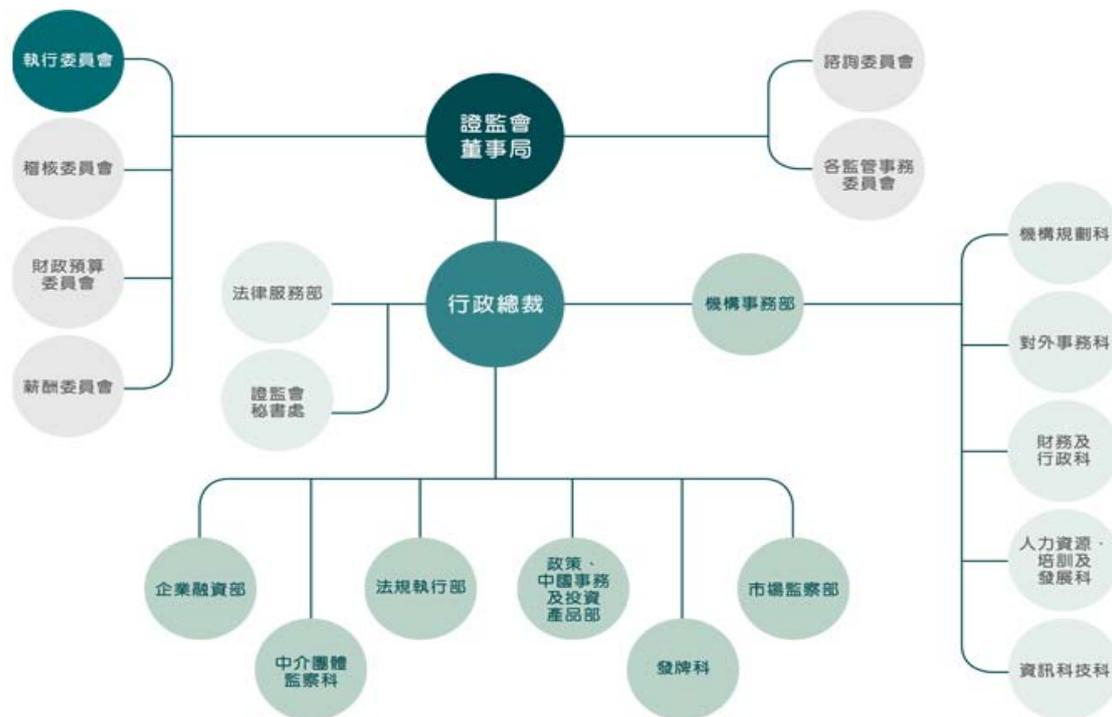


圖3-2-8證券及期貨事務監察委員會組織架構圖

2. 香港交易所

香港交易所屬《證券及期貨條例》所指的認可控制人。1999 年開始，香港聯合交易所有限公司（聯交所）與香港期貨交易所有限公司（期交所）實行股份化，並與香港中央結算有限公司（香港結算）合併，成立單一控股公司—香港交易所。

香港交易所於 2000 年 3 月香港的證券及期貨市場完成合併之後，於同年 6 月 27 日，香港交易所的股份以介紹方式於香港聯交所正式上市，股票代號為 388，並於 2006 年 9 月 11 日，成為恆生指數成分股。由於其為香港唯一經營股市及期貨市場之機構，因此香港政府特別規定，任何個人或機構，若未取得證監會諮詢財政司司

長後給予的書面核准，皆不得成為香港交易所之「次要控制人4」。截至 2009 年 12 月底為止，香港證監會僅核准 6 名（2008 年 5 名）次要控制人，共持有香港交易所已發行股本之 67%（2008 年 56%）。

香港交易所的業務運作分由多個專責部門執行，由管理層和董事會直接領導及監察。董事會是最高決策機關，負責制定香港交易所的目標、使命、策略、政策和業務規劃，並監察管理層的執行工作。

香港交易所是香港中央證券及衍生產品市場的營運機構兼前線監管機構，職責範圍包括：監管上市發行人；執行上市、交易及結算規則；以及主要在機構層面向交易所及結算所的客户提供服務。交易所及結算所的客户包括發行人及直接服務投資者的中介人，例如：投資銀行或保薦人、證券及衍生產品經紀、託管銀行和資訊供應商等。而交易所及結算所提供的服務則包括交易、結算及交收、存管及代理人以及資訊服務。

（一）香港聯合交易所有限公司（聯交所）

香港交易所旗下全資附屬公司聯交所屬《證券及期貨條例》所指的認可交易所。聯交所負責營運及維持香港股票市場，是監管聯交所、參與者交易事宜的主要監管機構，亦是於聯交所主板及創業板上市的公司的主要監管機構。

(二) 香港期貨交易所有限公司(期交所)

香港交易所旗下全資附屬公司期交所屬《證券及期貨條例》所指的認可交易所。期交所營運及維持香港期貨市場，是監管期交所參與者交易事宜的主要監管機構。

(三) 結算所

香港交易所旗下全資附屬公司香港結算、聯交所期權結算所及期貨結算公司均屬《證券及期貨條例》所指的認可結算所。香港結算及聯交所期權結算所分別提供證券及股票期權交易的結算及交收服務，包括在聯交所進行或須受聯交所規則所規範的買賣及交易；期貨結算公司則提供於期交所進行的交易的結算及交收服務。

三、市場監管

1. 立法架構

香港的證券及期貨業的法源為《證券及期貨條例》。《證券及期貨條例》整合並修訂 10 條規管證券及期貨業的條例，其主要及附屬條例均已於 2003 年 4 月 1 日生效。

2. 買賣業務資格取得

根據前述條例，任何人士於香港經營證券買賣業務，或經營期貨合約買賣業務，均須取得證監會的執照（發牌）又或符合其中一項發牌豁免規定，並取得有關交易權。

交易權賦予持有人可於有關交易所或透過其設施進行買賣的權利，且聯交所及期交所交易權分別由聯交所及期交所按各自不時訂定的程序有償發出。另有意人士亦可依規定向現有的交易權持有人購入有關交易所的交易權。取得執照及交易權之後，有關人士尚須根據有關交易所的規則（包括須遵守一切有關法例及監管規定的規則）註冊為交易所參與者，始可經營證券買賣業務。

3. 上市規管

香港交易所旗下的聯交所與證監會在上市規管方面有極為密切的合作，由於兩者皆有其上市監管的角色，為減少兩者之間的利益衝突，並清楚界定各自的權責，聯交所與證監會簽署了多份「上市事宜諒解備忘錄」，以避免監管過程出現任何重複或真空的情況。而聯交所及證監會的合作規管在香港稱為「雙重存檔制度」。

權責方面，聯交所負責所有擬上市及上市公司的前線監管，其監管包括審查擬在香港市場上市的公司，並於上市後持續日常的監察工作，以管理市場風險並保護投資大眾的權益，並確保香港市場是公平、有秩序且資訊揭露完整的。

聯交所涉及上市事宜的權責由上市科及上市委員會執行，並可分為兩大類：

- (a) 制定及發布規則（《上市規則》）以為上市申請人及上市發行人訂明上市規定；
- (b) 公正無私地執行《上市規則》。

不過聯交所在制訂有關修改《上市規則》的建議時，會在適當情況下諮詢市場(包括證監會)的意見，所有就《上市規則》所作的修訂及會強制執行或應用範圍廣泛的政策決定，均須獲證監會批准。

根據雙重存檔制度，聯交所於辦理上市審查時，會將由上市申請人遞交的資料的副本送交證監會。假如證監會認為有關的上市資料內所作的披露看來載有虛假或具誤導性的資料，證監會可以否決有關的上市申請。此外，聯交所可全權負責調查任何涉嫌違反《上市規則》的個案，在適當情況下，得展開正式的紀律行動。若某個案關乎有人涉嫌違反刑事或民事法，香港交易所便會將事件轉給合適的法定機構跟進，並且會應有關方面的要求而給予協助。

香港證監會則具有行使法定調查及執法的權力，尤其是在涉及企業失當行為方面，例如證監會有理由相信某家上市公司的管理層涉及虧空公款、欺詐、不法行為或其他對股東不當的行為，或某家上市公司呈交存檔的文件內載有在要項上屬虛假或具誤導性的資料等。在適當情況下，證監會會將有關事件轉介其他法定團體或相關的執法機構處理。此外，證監會亦具備監督香港交易所履行其與上市事宜有關的職能及職責之法定責任，證監會會定期稽核聯交所在規管與上市有關的事宜方面的表現。

4. 保薦人及獨立財務顧問的規管

香港交易所作為市場營運機構，負責制訂及執行適用於保薦人及獨立財務顧問的《上市規則》的規定，包括關於盡職審查的應用指引。

證監會作為法定監管機構，負責就履行保薦人及獨立財務顧問工作的企業融資顧問進行資格評估、持續監督、紀律處分及採取執法行動。證監會並獲《證券及期貨條例》賦權就保薦人及獨立財務顧問制定有關準則、進行實地視察、調查失當行為及施加紀律制裁。

參、香港證券市場特色

香港是全球最活躍及流動性高的證券市場之一，其發展優點及缺點可分述如下：

一、優點

(1) 籌資能力佳：企業在香港市場上市的融資能力高於其他較不具國際知名度之證券市場，且平均籌資額較高。企業上市 6 個月後就可進行新股融資，對大型企業而言，是較理想的融資平臺，因籌資金額大，也較能促進企業發展。

(2) 國際知名金融中心：依據聯合國貿易和發展會議《2009 年世界投資報告》，香港的外來直接投資存量約為 3,358 億美元，居亞洲首位。由於香港市場國際知名度高，且市場資金能自由移動，是以吸引許多國際投資者到香港市場投資，許多企業透過在香港上市，籌措所需資金，並能達到宣傳、提昇企業國際知名度的效果。

(3) 國際機構投資者比例相對高：香港市場是國際投資者聚集的市場，尤其主板市場大多屬大型且穩定企業，股東來源以法人投資的比例較高，而這類機構投資者操縱的資金通常具有全球性調度的特點，有助於證券發行人建立國際化運作平臺。

(4) 可提升公司治理能力：香港交易所的《上市規則》力求符合國際標準，要求上市公司充分揭露訊息。對公司治理要求嚴格，確保投資者能夠從發行公司獲取適時及透明的資料，以評價公司狀況及前景。對在香港上市的公司而言，將能提升管理水準，而推向國際化市場，對公司治理的提升及技術方面的改善，較具實質參考意義。

(5) 貼近中國市場：隨著大陸近年來發展迅速，許多外資到大陸設廠，大量需求資金，而香港正好作為大陸與國際投資者的窗口，在語言方面也較新加坡市場具有優勢，在國際化方面也較鄰近的上海市場更具國際化。尤其在沙賓法案通過後，中國政府支持企業到港上市，促使許多鄰近的中國企業選擇至香港上市。

(6) 對投資人保護高：1974年，香港政府為保護投資人權益，著手制定證券交易法，具體條文頒佈則有《證券條例 8》(securities Ordinance) 及《保障投資者條例》兩項。香港證券市場監理架構強調資訊充分揭露，上市公司進行重大決策，包括增資、併購及進行關聯交易等，如取得股東大會同意並公告週知時，通常聯交所並不干預，交由投資人自行判斷風險，充分尊重市場機能。香港聯交所特別重視保護少數股東權利，對董事和主要大股東交易、確實施行公司治理等環節著力甚深。

(7) 賦稅法制簡單，稅負對資本及人才相較具吸引力：依據福布斯《2009年稅負痛苦指數》，香港排名第3，台灣排名第8，香港稅制的特點是稅率低，稅制簡單明確，公司所得稅率最高16.5%，個人所得稅率最高僅為15%，對國外企業及專業人才極具吸引力（相關稅率說明可參見表3-2-2）。

表3-2-2 台灣與香港稅率比較

稅率	台灣	香港
股利所得稅	0~40%	0%
利息所得稅	0~40%	0%
營利事業所得稅	0~17%	0~16.5%
個人綜合所得稅	0~40%	0~15%
遺產稅	10%	0%

資料來源：沈中華等人（2008），東南亞與台灣資本市場（發行面）制度特色比較，本研究整理。

二、缺點

（1）非熱門產業或市值過小公司易被忽略：香港上市公司有越來越大趨勢，難免發生資金排擠效果。當資本或市值太小公司到香港上市，容易被忽略，是以公司若非熱門產業且市值過小，股價表現也會較差，一般而言，香港主板成功但創業板較不成功。

（2）上市費用過高：香港證券市場的上市費用繁複，除首次上市費及每年維持費外，包括聘請承銷商、保薦人、會計師及律師等專業人士均需額外付費，明顯高於鄰近市場如大陸、新加坡、台灣、泰國、越南等。以上市成本來說，香港並不吸引外國企業上市，當公司資本額不夠大，上市費用可能會對企業造成龐大負擔，促使現在香港上市的公司規模具有一定程度，而中小型公司會傾向往新加坡或大陸其他地區證券市場掛牌。

(3) 來自大陸內地市場的威脅：隨著中國經濟崛起，上海作為中國境內的金融中心，正在加速追趕香港，目前香港雖然顯著領先上海的國際金融中心地位，但上海追趕腳步聲越來越響。尤其是 2009 年 3 月 25 日溫家寶提出，要在 2020 年將上海發展為與中國經濟實力和人民幣國際地位相適應的國際金融中心，加快發展現代服務業和先進製造業，可見中國欲將上海建設為國際金融中心的決心不容小覷。

香港股票市場特色為：政府監理嚴格、對投資人保護較高、資訊揭露透明、國內外資金自由移動、國外資金匯集、多元化國際金融商品具優異實力、市場交易實行 T+0 期交割、無漲跌停板限制、靈活的放空機制；在稅率方面，企業及個人稅制簡單且稅率低；在香港上市費用較高，但上市時間週期較短，再融資方便。

。

第三節 新加坡證券市場概況、制度與特色

壹、新加坡證券市場概況

新加坡股票交易是由新加坡證券交易所（SGX-ST）負責。⁷新加坡交易板塊主要以主板（SGX Mainboard）、凱利板（Catalist）為主，其他交易板塊為自動撮合國際股市（CLOB International）、SGX Xtranet等等，可交易證券包括股票、債券、公司認股權證、券商認股權證、不動產投資信託（REITS）、基建信託、船泊信託、ETF、GDR 等等，金融衍生產品則有利率期貨/選擇權、指數型期貨/選擇權及商品期貨等。茲將上述四大交易板塊說明如下：

（1）SGX Mainboard：此係新加坡主要的股票交易板塊，成立於 1970 年代，截至 2010 年 11 月止，有 653 家公司上市。

（2）Catalist：成立於 2007 年 12 月 17 日，是專門為當地和國際成長型企業而設立，並由保薦人監督的上市平台，前身為自動報價板（SESDAQ）二板市場，此係依據英國 AIM 市場而成立，為快速成長的企業提供充滿活力的市場。在 Catalist 申請上市過程只需 5~6 週，而這市場特色是原本由交易所監督公司的模式改由保薦人監督，而保薦人名單於 2008 年第一季公告，原在 Catalist 掛牌公司得在名單公告後兩年內尋找保薦人。截至 2010 年 11 月止，有 131 家公司上市。

（3）CLOB International（Electronic Order-Book System）：成立於 1990 年，為自動撮合國際股市，使在新加坡投資者得以投資在國

⁷ 管理新加坡交易所的機構為新加坡金融管理局(MAS, Monetary Authority of Singapore)，是新加坡的中央銀行及證券業協會(SIC, Security Industry council)。

外上市的證券。截至 2010 年 11 月止，自動撮合國際股市提供 19 個國際證券的報價。

(4) SGX Xtranet：成立於 2001 年 5 月，提供結構性商品 (structured products) 交易，如指數型基金 (ETF)，提供掛牌基金 (Exchange Traded Funds, ETF) 等綜合金融產品交易，「2001 年新加坡交易所與美國證券交易所合作引進 5 檔於 AMEX 掛牌上市的 ETF，並在 2002 年推出追蹤新加坡海峽指數的 ETF—STI ETF100 緬部的相關交易規則可參見表 3.8)。⁸

表3-3-1 新加坡交易所相關交易規則

交易所與個別交易板塊	新加坡交易所	
	1.SGX Mainboard	
	2.Catalist(原 SESDAQ)	
	3.CLOB International	
	4.SGX Xtranet	
交易時間	上午盤 09:00~12:30 下午盤 14:00~17:00 共六個半小時	
證券面值	新加坡於 2005 年修正公司法，廢除公司法定股數及面值，因此新加坡上市的公司目前是無面值。但非新加坡公司掛牌的證券仍有面值。	
面值幣別	因廢除面值所以無面值幣別	
買賣幣別	到新加坡交易所上市，一般是以新加坡元交易，但上市公司可向新加坡交易所申請以外幣交易買賣。目前交易的幣別有美金、日圓、港元、澳元等	
漲跌幅限制	無	

資料來源：台灣經濟新報資料庫 (TEJ) 本研究整理。

⁸資料來源：台灣經濟新報資料庫(TEJ)。

無論在新加坡本地或外國註冊，企業要在新加坡交易所做第一上市或第二上市，只需滿足以下三項標準其中一項：(1) 最近三年的累計稅前利潤超過 750 萬新幣，同時該三年每年的稅前利潤均超過 100 萬新幣；無上市資本值限制；有 3 年的業務經營紀錄和管理層連續服務年限。(2) 最近一年或兩年的累計稅前利潤超過 1,000 萬新幣；無上市資本值限制；不需要業務經營紀錄，管理階層 1 或 2 年視情況而定。(3) 沒有稅前利潤的要求，但根據發行價格，在公開發行時的資本總市值至少為 8,000 萬新幣，且不需要業務經營紀錄和管理層連續服務年限的限制。表 3.9 是新加坡上市三項標準：

表3-3-2 新加坡交易所上市三項標準

	標準一	標準二	標準三
獲利能力	過去最近3年的累計稅前利潤超過750萬新幣，同時該三年每年的稅前利潤均超過100萬新幣	過去最近一年或二年的累計稅前利潤超過1,000萬新幣	無
市值	無	無	根據發行價格，在公開發行時的資本總市值至少為8,000萬新幣
股權分散	1. 公司市值少於3億新幣，最少需有25%的股份由至少1,000名公眾股東持有； 2. 公司市值介於3億新幣與4億新幣之間，最少需有20%的股份由至少1,000名公眾股東持有； 3. 公司市值介於4億新幣與10億新幣之間，最少需有15%的股份由至少1,000名公眾股東持有； 4. 公司市值高於10億新幣，最少需有12%的股份由至少1,000名公眾股東持有。		

鎖股期	上市發起人的全部股份在上市後6個月內不得出售。		上市發起人的全部股份在上市後6個月內不得出售，而在其後的6個月內，則最少為原持股量的50%
業務經營記錄	3年	無	無
管理層連續服務年限	3年	1或2年視情況而定	無
會計準則	依循新加坡、美國或國際會計準則		
持續上市義務	有	有	有
	如果同時亦在其他國際認可的交易所上市，企業可以在國際交易所的上市義務為準。		

資料來源：新加坡交易所網站及蔡松棋（2008），上市櫃直通車：兩岸三地暨新加坡上市實用指南。

當企業被批准在交易所首次掛牌，以及當已上市企業發行新股時，企業應該要支付首次上市費用以及審閱費。另外，上市企業每年也需要支付上市年費。表 3.10 是企業在新加坡上市所需費用表（包括主板與凱利板），當股票價值小於等於 5 億新幣時，首次主板上市費用為 50,000 新幣，當市值小於或等於 10 億新幣時，必須繳交 25,000 新幣的年費，還有最低 3,000 新幣的審閱費，是以在新加坡主板上市最少需要支付 78,000 新幣（相當於 168 萬台幣）。⁹

⁹ 主要參考蔡松棋（2008），上市櫃直通車：兩岸三地暨新加坡上市實用指南。

表3-3-3 新加坡上市費用表

主板			
費用（新幣）		金額	標準
首次上市費	最低	50,000	市值 ≤ 5 億新幣
	最高	200,000	市值 ≥ 20 億新幣
	變動匯率/百萬新幣	100X(市值/百萬)	5 億新幣 < 市值 < 20 億新幣
年費	最低	25,000	市值 ≤ 10 億新幣
	最高	100,000	值 ≥ 40 億新幣
	變動匯率/百萬新幣	25X(市值/百萬)	10 億新幣 < 市值 < 40 億新幣
審閱費	最低	3,000	按各案複雜性計算
	最高	10,000	
凱利板			
		首次上市費	年度上市費
最低收費（新幣）		30,000	15,000
最高收費（新幣）		100,000	50,000
變動收費（每百萬新幣）		100	25
增發證券的上市費（每次，新幣）			8,000

資料來源：蔡松棋（2008），上市櫃直通車：兩岸三地暨新加坡上市實用指南。

貳、新加坡證券市場制度

一、證券交易市場架構

（一）新加坡證券交易所（SES）

新加坡證券交易所由三個主要機構監理：（1）證券業委員會（SIC），負責實施《證券業法》和《接管及合併法》，為金融管理局

的顧問機構，國家管理證券市場主要是通過證券業委員會發揮作用；

(2) 新加坡金融管理局，主要對交易所進行監理；(3) 交易委員會為自律性機構，直接管理新加坡證券交易所，由 9 名委員組成而為「九人委員會」。

自 1975 年以來，新加坡證券交易所分為第一交易部和第二交易部。在第一交易部掛牌交易的公司須符合下列條件：發行股本不低於 500 萬新幣、股東不少於 500 人、每年至少要有 25 萬股股票或實收資本的 5% 上市交易、前三年每年最少要有 5% 的股息或 10% 的總收益、公司須符合交易所的上市規定以及財務事項公開規定。如不符合上述條件，則應歸入第二交易部交易。

在新加坡證券業的第二個五年計劃（1978~1983）中，新加坡證券交易所設立證券金融公司，開設保證交易，並設立由電腦控制的中央票據清算所，所有會員公司均透過該清算所交易，降低成本而提升交易效率。政府債券和公司債也在新加坡證券交易所上市交易，但新加坡民營企業幾乎不發行公司債，政府債券交易也很少。儘管政府債券發行量很大，但大多數被金融機構持有至到期。換句話說，公共債務吸收資本市場的大部分資金，但在證券交易所活躍的卻是民營企業股票，債券交易不活躍是新加坡證券交易所的弱項。為促進債券次級交易，政府採取一系列措施，如新加坡金融管理局和中央公積金參與政府債券買賣、降低政府債券交易的佣金率、降低每次交易的最低金額等。

1977 年 2 月，SES 引入期權交易，成為亞洲第一個有組織的期權交易市場。1984 年，新加坡證券交易所又在亞洲最先引入金融期貨交易。外國公司證券也可在新加坡證券交易所上市，但須滿足一定

條件，外國公司申請上市證券須已經在其註冊國的證交所上市。如果未在本國上市交易，則須符合下列條件方可在新加坡上市：持有 100 股以上股票的股東數不得少於 2,000 人、公眾擁有股票數量必須超過 200 萬股、在世界各地有形資產淨值應在 5,000 萬新幣以上、過去三年累計稅前收入應在 5,000 萬新幣以上；或在過去三年中任一年稅前收入在 2,000 萬新幣以上。

新加坡上市公司共分為工商業、金融業、旅館業、房地產、種植業、礦業等六類，其中以工業股為主。目前上市的證券種類主要有普通股、政府證券、公司債券、公司信用債、認股權證等。至於新加坡股價指數主要有二：《海峽時報》集團公佈的《海峽時報》工業指數，這一指數包括 30 種股票，每天按簡單算術平均數法計算兩次；另一個是 SES 計算的 SES 股票指數，這一指數除計算所有上市股票的總指數外，還計算工業、金融業、旅館業、不動產業、種植業、礦產業的股價指數。此外，華僑銀行公司還計算華僑銀行公司指數，包括 55 種股票按市價總值加權。¹⁰

（二）SESDAQ 市場

1987 年 2 月 18 日，新加坡證券交易所的「交易與自動報價系統」（Stock Exchange of Singapore Dealing and Automated Quotation System，SESDAQ）開始運行，此係新加坡第二證券市場即場外交易市場（二板市場），為成長中的中小企業提供融資管道，其標準比新加坡證券交易所低。自動報價系統設立之初只對在新加坡註冊的公

¹⁰ 主要參考：MBA 智庫百科(<http://wiki.mbalib.com/wiki/>)。

司開放，但自 1997 年 3 月起，自動報價系統也向外國公司開放，並且引進美國造市者 (market-making) 制度。1988 年 3 月，SESDAQ 與美國的「全國證券交易商自動報價系統」(NASDAQ) 聯成網路系統，使新加坡投資者可在國內購買在美國 NASDAQ 上市的股票。1990 年 3 月，共有 13 家新加坡公司股票在 SESDAQ 市場交易，同時 SESDAQ 也可對 NASDAQ 上市證券進行交易。

(三) 新加坡國際金融交易所 (SIMEX)

新加坡國際金融交易所 (Singapore International Monetary Exchange Ltd., SIMEX) 成立於 1984 年，是亞洲第一家金融期貨交易所，也是一家國際性交易所，交易商品涉及期貨和期權合約、利率、貨幣、股指、能源和黃金等交易。

1986 年新加坡國際金融交易所搶先推出日經 225 (Nikkei-225) 指數期貨交易，成為國際金融機構進行日經 225 股指交易的主要場所，開創以別國股價指數為期貨交易標的物之先例。雖然兩年後日本也推出同類產品，但始終未能奪回指數期貨的主導權，交易量也只有新加坡市場的一半。1997 年，新加坡國際金融交易所又推出摩根臺灣指數期貨，臺灣期貨交易所隨後也推出同類產品。1998 年，新加坡國際金融交易所推出摩根香港指數期貨，其產品與香港期交所的恆生指數期貨有 99.995% 的相關性，而在成本、交易時間方面都更有優勢，隨後又推出新加坡海峽時報指數期貨等。

1989 年新加坡國際金融交易所成為亞洲第一家能源期貨交易市場，並與東京國際金融期貨交易所、倫敦國際金融期貨期權交易所

內的世界有影響的交易所建立合作關係，其 80% 的交易客戶來自美、歐、日和其他國家，從產品和業務範圍來看，已經涵蓋北美及歐洲市場。是以新加坡國際金融交易所於 1989、1992、1993 年被英國《國際金融評論》(International Financing Review) 評為年度最佳國際交易所，也是亞洲唯一獲選的交易所。1999 年，新加坡國際金融交易所被《資產》雜誌 (The Asset) 和 assetasia.com 投選為亞洲最佳衍生商品交易所。2000 年，SIMEX 獲得《AsiaRisk》雜誌頒發的「2000 年最佳衍生商品交易所」榮銜，新種類股票指數期貨繁榮擴大區域資本市場廣度和活力，而多種類對沖工具出現提高國際投資者對其他有關股市的興趣，反過來又不斷增進股指期貨市場深度和流通性，並拓展與國際市場的聯繫。

新加坡國際金融交易所所有 35 個清算會員 (Clearing member，即 SIMEX 的股東)，一個清算會員應擁有 1 股股票和 3 個交易席位。除了這 35 個清算會員之外，SIMEX 還有 472 個非清算會員機構交易席位和 147 個非清算會員個人交易席位。¹¹

(四) 自動撮合國際股市 (CLOB International)

自動撮合國際股市成立於 1990 年 1 月 2 日，為投資者提供海外證券交易的場外市場，且僅在交易所中提供報價，未在交易所掛牌。直至 1990 年 3 月底，共有 144 家公司股票在這個市場上市，其中有 131 家馬來西亞公司、12 家香港公司、1 家菲律賓公司。截至 2010

¹¹ 主要參考：MBA 智庫百科(<http://wiki.mbalib.com/wiki/>)。

年 11 月，自動撮合國際股市提供 19 個國際證券的報價。¹²

(五) 新加坡交易所 (SGX)

1999 年 12 月 1 日，新加坡證券交易所與新加坡國際金融交易所合併成立新加坡交易所 (Singapore Exchange, SGX)，成為亞太地區第一個整合股票及衍生金融商品交易所，其管理新加坡交易所的機構為新加坡金融管理局 (Monetary Authority of Singapore, MAS)。2000 年 11 月 23 日，新加坡交易所掛牌上市，發行普通股 10 億股，發行價為 1.10 新幣。新加坡交易所是繼 1998 年澳大利亞證券交易所和 2000 年 6 月香港聯交所上市後，亞太地區第三家上市的交易所。¹³

二、國際化政策

新加坡市場作為亞洲金融中心，近年來實施一連串積極改革政策，促使國外公司紛紛前來尋求上市。¹⁴

(1) SGX 與 FTSE 的合作：2006 年 11 月，SGX、FTSE 及 SPH (海峽指數計算公司)，合作發展一組代表新加坡的指數，2007 年 10 月 5 日，這一組共 19 支的指數開始試用，並於 2008 年 1 月 10 日正式啟用。這一系列的指數以海峽時報指數為主，其家族指數還包含 4 支海峽系列指數，13 支產業指數及 1 支主題指數。

¹² 資料來源：台灣經濟新報資料庫(Taiwan Economic Journal；以下簡稱 TEJ)。

¹³ 主要參考：MBA 智庫百科(<http://wiki.mbalib.com/wiki/>)。

¹⁴ 資料來源：台灣經濟新報資料庫(TEJ)。

(2) SGX 積極推動中國公司到新加坡上市：S 股即是在中國營運作業，但在新加坡交易所上市掛牌的股票。新加坡在吸引中國公司到新加坡上市，一向採取極積極態度。在2007年底推出 FTSE ST 系列指數中，其中的主題指數為 FTSE China Index，而這支指數的成份股是由在新加坡上市的中國公司所組成。2008年7月7日 SPH、SGX 與 FTSE 又成立 FTSEST China Top Index，其成份股為中國公司在 SGX 上市的前 20 大公司股票，此新指數成份股的公司必須擁有 30% 中國的所有權，或至少從中國取得 50% 的收入，由此可看出 SGX 吸引中國公司到新加坡上市的積極的程度。

(3) Watch-List 名單啟用：2008年3月1日，SGX 在交易所公布 Watch-List 名單。Watch-List 名單是在 SGX 的 Mainboard 上市，不包括投資型基金、REITs、企業信託、GDR、在交易所二次上市的公司。若上述公司在 3 個會計年度的報表有稅前損失，且在過去 120 個交易日內沒有短期或長期暫停交易，或其一整天的交易被視為是短期或暫停交易，平均每日市場資本額低於 4,000 萬新幣，交易所即會將其列在 Watch-List 名單。之後，若發行者最近完整的會計年度報表有稅前利潤，且在過去 120 個交易日內沒有短期或長期暫停交易或其一整天交易被視為是短期或暫停交易，平均每日市場資本額超過 4,000 萬元，就會將它自 Watch-List 移除。若發行者被列在 Watch-List 名單上滿 24 個月而沒能自 Watch-List 名單 125 中移除，則交易所可能會將它從公開市場中剔除，或發行者上市證券長期暫停交易後自公開市場下市。

三、法規¹⁵

1974 年新加坡政府頒佈《證券業法》(Securities Industry Act, SIA)，奠定政府管理證券市場的基礎，1990 年新加坡開設國際店頭市場 (CLOB International，或稱自動撮合國際股市)，以引進外國企業股票在新加坡買賣。新加坡證券市場之基本法規包括：《證券業法》、《公司法》(Company Act)、《證券業規則》(Securities Industry Regulations) 與《新加坡證交所規則》(Rules and By-Laws Regulation of Stock Exchange of Singapore)。2001 年 5 月新加坡國會通過金融管理局提出《證券暨期貨法案》，該法首次將原有的《證券業法》、《期貨交易法》、《交易所法》以及《公司法》部份條文，併入同一全新之法律—《證券暨期貨法》(Securities and Futures Act, SFA)，以因應全球化、科技趨勢及創新發展而重新調整的監理架構。

新加坡證券交易市場管理者主要為新加坡交易所，市場監督機構為新加坡金融管理局，新加坡交易所亦接受證券業協會指導。該交易所轄下有五個子公司，分別為新加坡證券交易公司、中央托收私人有限公司、新加坡衍生商品交易所、新加坡衍生性商品結算所以及科技服務私人有限公司。茲將相關監理原則說明如下：

(一) 為反映資本市場發展需要而新增法規

(1) 重新定義證券市場及應受規範之營業活動範圍。以集中交易方式並提供場地及設施做為證券買賣及期貨契約交易之市場即應受金融管理局核准及監管。

(2) 對電子交易系統 (Alternative Trading Systems, ATS) 應事

¹⁵ 參見蘇慧芬 (2010)，新加坡證券及期貨法之整合對我國金融監理之省思。

先取得金融管理局核准始得營業，另招攬新加坡人前往投資海外交易所，限於經金融管理局賦予為認可之交易所。

(3) 對於境外交易行為預期可能有重大影響新加坡金融市場者，新加坡金融局對該境外交易行為擁有治外法權，以符合國際慣例。

(二) 建立彈性監理架構管理中介機構，提昇競爭力及降低遵行法規成本

(1) 由於證券及期貨商品的性質愈趨複雜，兩者的衍生性金融商品分野愈來愈模糊，且證券期貨業所提供服務種類亦難明確區隔，為使金融業提供服務業務項目有彈性，遂廢除多種證照核發制度，引進證券暨期貨中介機構之單一發證架構 (Capital Market Services license)，使單一證照可執行證券交易及期貨交易、外匯交易、公司理財之諮詢顧問、基金管理公司之融資及證券保管服務等，並依證券或期貨業者業務曝險程度，要求其資本額及應符合法規要求。

(2) 未來中介機構只須持有單一證照，就可從事執照上登記之各項業務，並特別規定財政部長得隨時以發佈政府公報方式，增加各中介機構得從事業務範圍。

(三) 對資本市場活動提供周延管理規章

(1) 將公司法有關募資規定悉數改列於證券期貨法。

(2) 允許外國基金在符合特定條件下，直接向新加坡投資人公開募集。

(3) 允許對專業機構投資人發行之集合資計劃，並可豁免應提

供公開說明書之規定，並得適用較寬鬆之法律規範。

(四) 強化以揭露為基礎之管理原則

(1) 發行公司之公開說明書需先在 MAS 網站公布二個星期，如無重大遺漏或誤導情事，始得發行證券，新加坡金融管理局如發現該公開說明書有不符揭露規定之處、誤導等，或違反公益時，得予拒絕或中止公司發行證券。倘發行公司經金融管理局中止公司發行證券或嗣後更正或補充重要書件時，已認購之投資人得要求公司退回認購款項，以保障投資人權益。

(2) 要求投資人於投資或認購股份後，成為上市公司之重要股東以及未來持股發生變化時，應於二日內通知新加坡證券交易所。以取代二階段申報作業—即由股東向公司申報，再由公司向證券交易所申報。

(3) 將公司法併購規定移入證券期貨法，並制定有關錯誤宣布併購消息之罰則。

(五) 強化對結算及交割業務之管理架構

(1) 首次規範所有從事證券及期貨之結算交割之機構，均應獲得金融管理局核准始得營業，並須接受金融管理局監管。

(2) 結算交割會員發生無法償付問題時，提供管理機制確保順利交割，以符合國際金融市場作業方式，並降低該類事件對市場之衝擊。

(六) 採取強化內線交易管理

(1) 對獲悉具有影響市場價格及市場參與人權益之重大消息者，不管其與公司是否具有內部人等關係，皆不得在市場有交易行為。在過去係以涉案被告與公司的關係及其共謀人為起訴之對象；新法則著重任何知悉未揭露之價格敏感資訊者，除非擁有足夠反駁之具體事實，否則對所有董事及關係人，一律假設其知道所擁有之資訊係非公開且價格敏感之內部資訊。此規定有助於加強任何獲有非公開資訊人員之紀律及責任。

(2) 內線交易規範亦適用於股票期貨及選擇權，以及包含有內線交易嫌疑股票之股票指數期貨及選擇權契約，以符合國際慣例。

(3) 金融管理局對市場詐欺、操縱、刊登虛偽誤導之資訊、在交易背信及欺騙等行為，除可處以刑事罰外，亦得向法院起訴，請求對上述罪行予民事罰判決請求賠償之處罰。被告亦對受害之投資人須負擔民事賠償責任。

(4) 增加內線交易、市場操縱、傳播不實資訊及詐騙或錯誤等不法交易相關罰責為原罰責之五倍，對累犯者，則加重處罰百分之十，另加重對公司處罰為個人罰責之兩倍。

(5) 強化金融管理局調查權，可要求取得調查所須之資訊及記錄，並可命令被調查人提供文件、記錄。在法院同意下並可進行搜索、扣押並錄製口供。

(七) 賦予金融管理局對跨境行為管轄權

(1) 在新加坡境內從事境外之證券及期貨契約交易行為。此規

範為避免新加坡成為不法交易的犯罪天堂。

(2) 在新加坡境外從事境內上市證券及期貨契約交易行為。此規範使金融管理局具有治外法權，並透過與他國所簽署之雙邊合作備忘錄之國外資訊及調查協助，以確保新加坡對境外犯罪之執法能力。

(八) 明確規範業者訴願程序

規定各業者對所有金融管理局之措施有異議時，須向財政部長提出。金融管理局並將提供由產業代表、律師等所組織之顧問團，公正客觀提供建議，協助財政部長處理業者之訴願問題。

參、新加坡證券市場特色

新加坡做為亞洲金融中心的優點可說明如下：

(一) 優良投資環境

新加坡政府在 1991 年發表「Living The Next Lap」一書，推動商業總部計畫、海外投資計畫、成長三角計畫等，用意在於吸引外資到新加坡成立區域營運總部 (ROHQS)，並使新加坡成為輸出服務基地。在政府推動下，新加坡逐漸邁向國際化、自由化、高科技化以及發展成為國際性金融中心，加上採取親商策略，允許資金自由進出，吸引許多跨國企業前來新加坡，促使新加坡與世界經濟同步脈動。¹⁶

新加坡為國際金融中心，亦是世界上第二繁忙港口，且多次被外國研究機構評定為投資最有保障的國家，也被譽為亞洲地區之世界級

¹⁶ 參見黃敏雯 (2004)，台、港、星、荷營運總部計畫租稅優惠之比較分析。

全球商業中心。其政治穩定、完善基礎設施和高效率服務水準、和諧勞資關係、完善的吸引外資及獎勵制度、人民教育水準高、工人素質世界第一等，凡此都是吸引外資投入的誘因。外來投資者對新加坡經濟發展具有信心，亦是新加坡投資項目的主要來源。

（二）優越的地理位置

新加坡位處麻六甲海峽東南端，扼控太平洋和印度洋通道，為北美航線、歐洲航線及地中海航線的最初裝貨港、最終卸貨港，且位處東南亞國家之中心及遠東地區各近洋航線必經港口，使其貿易事業興盛，也帶動金融業發展。此外，新加坡有時區的優勢，比倫敦早七個小時，在新加坡金融市場收盤後，剛好是倫敦金融市場開始營業時間，可接續倫敦金融市場進行相關金融操作，也就是新加坡在一天內，可與大多數國際金融中心直接進行外匯交易。如果能有效利用上述諸多優越條件，必能以低成本和高效率，擴大以新加坡為營業總部之亞太地區經營規模，並做為企業進軍全球的支援地。

（三）完善便捷的基礎建設

新加坡電信（Singapore Telecom）建立亞洲最先進的資訊通信系統之一，裝配有世界最先進的衛星和海底電纜系統，藉著位於聖淘沙（Sentosa）、武吉知馬（Bukit Timah）和實裏達（Seletar）的地面衛星接收站和世界各地聯絡。1994年9月，新加坡全國電話網路已完全數位化，國內27個交換站皆已由光纖相互聯結。此外，行動通訊訂閱率在2010年9月已達141.4%，更有612萬的訂戶使用無線寬頻

網路，幾乎每個家庭和個人都享有寬頻和無線網路所帶來的便利。¹⁷

在網際網路建構部分，新加坡於 1997 年 6 月 9 日推出稱為 Singapore One 的高速寬頻網路 (broadband network) 建設計畫，該網路係全世界首創，可提供每一新加坡居民最先進的資訊互動、多媒體運用等服務。現在全島超過 99% 已經連網，全國人民都能享有大量資訊和多媒體傳遞。此外，新加坡的家戶寬頻訂閱率在 2010 年 9 月已達 180.7%。

不論陸上運輸、海上船運或航空運輸，新加坡的交通設施十分便捷，尤其擁有 160 年豐富的港口和船運經驗，而成為今日國際船運中心，更奠定其成為國際金融中心的重要基礎。陸上運輸方面，新加坡擁有公路全長 3,122 公里，包括全長 150 公里的 8 條高速公路，並於 1990 年完成全長 83 公里，由東西和南北兩條路線所組成的大眾捷運系統，每日平均載客量達 98 萬人，1997 年興建東北線捷運，全線長 20 公里，已於 2002 年完工。在海上船運方面，新加坡是世界最忙碌的港口之一，除係全能的船運中心、倉儲和發貨中心外，還是重要的轉口港和海上貨物集散站。其港口設備為因應海上運輸方式和貨物處理需求，目前共有六個碼頭，處理各種貨物。新加坡位處西亞產油國和日本油輪航行必經地，因而發展成重要港口和造修船中心。在航空運輸方面，新加坡樟宜機場是亞太地區所有機場中飛行網最廣的機場，成為國際航空公司的營運基地。再就國際載客和載貨量而言，樟宜機場也是世界上最忙碌的十大機場之一。¹⁸

由上述可知，新加坡的基本建設完善、道路和高速公路四通八

¹⁷ 資料來源：新加坡的資訊通訊發展局 IDA (Infocomm Development Authority)。

¹⁸ 參見吳人寬(2002)，上海發展金融中心之研究-以新加坡金融中心為借鏡，文化大學碩士論文，頁 38-39。

達、港口設備現代化、機場服務質量及速度優越，再加上先進的通信設備及信息傳遞系統、良好的居住條件和生活水準、高素質的國民文化等，都使得外國私人資產管理機構人員在此開展業務非常輕鬆。企業能以合理費率，利用金融和商業所需設備，促使新加坡不僅成為製造中心，也是適合各種企業的商業中心。¹⁹

（四）著重國際市場

新加坡國內市場狹小，大部分外來投資者並不著眼其國內市場，而是利用新加坡諸多優越條件，作為基地向外擴展業務，是以許多跨國公司皆以新加坡為區域營業中心。新加坡製造業總產值中，出口約佔 70% 左右。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。新加坡相繼與紐西蘭、日本、澳大利亞、美國等國家簽定自由貿易協定，均有助於在新加坡企業擴大對外貿易。另外，新加坡、馬來西亞及印尼政府同意合作共同促進新加坡、馬來西亞柔佛州（新山）、印尼峇淡島及民丹島之經濟發展，顯現成長三角經濟區具發展潛力。

新加坡相當重視中國大陸廣大市場，除積極鼓勵並協助業者赴大陸投資開發市場外，新加坡與中國大陸於 1986 年簽署「避免雙重課稅」及「獎勵暨投資保障協定」，並於 1996 年 7 月底修訂「避免雙重課稅協定」，修改後的協定對 1991 年 7 月 1 日以後從中國大陸所得的收入有追溯效力，是以新加坡可說是赴中國大陸投資的跳板。²⁰

（五）法制完備，吏治清廉，治安良好

¹⁹ 參見沈中華等人（2009），台灣推動成為亞洲金融中心之策略研究-以香港、上海、新加坡及韓

²⁰ 資料來源：經濟部全球台商服務網。

新加坡承襲英國法治系統，法律規定明確，公務員依規定行使各項職權，准駁之間完全依法，簡單明瞭不必關說，也無特權份子存在。外商從申請公司登記、申租廠房、人員居留、資金進出，與稅署往來等所有申請案件，與各主管機關直來直往即可，不必耗費時間精力與金錢進行關說活動。

資金流動性建立在良好的政經環境，政治和經濟穩定尤為重要。新加坡目前仍實施內部安全法，社會安定治安良好，無須擔心黑社會份子恐嚇勒索取財，廠商經營不必向黑社會繳交保護費。在新加坡發生商業糾紛或倒閉案件，直接訴諸法庭即可。簡易商業仲裁法庭辦事效率甚高，公司倒閉清算一般均判由律師執行破產清算事宜。

新加坡政府清明廉潔舉世推崇，尤其在世界著名且具公信力的研究機構，如瑞士洛桑國際管理發展學院（IMD）或總部設在柏林的國際透明度機構等，對於新加坡政府的廉潔程度排名評比結果，均名列前茅。

由於新加坡政府清廉，再加上新加坡政府機構的特點：（1）部門少，權力集中；（2）政務官與事務官相區隔，公務員不受政府內閣人事變動影響，保證公務員的穩定性與業務素質提高；（3）行政部門與執行部門相分離，有利行政部門集中權力，執行部門充滿機動性等因素，使得新加坡行政效率在各項世界性評比中，亦居領先地位，頗受世界各國讚譽。

（六）勞力密集、低附加價值、污染性行業不受歡迎

新加坡勞力短缺，勞動成本逐年攀升，勞力密集產業不適合在新加坡投資。政府環保要求標準很高，故舉凡污染控制不易行業，不宜

在新加坡投資。由於新加坡資源有限，使用各種資源成本均不低，不適合低附加價值行業前來投資。惟前述勞力密集產業若置於鄰近之柔佛州、峇淡島及民丹島等地，而以新加坡為經營據點，此一型態則為新加坡所歡迎。²¹

（七）新加坡提供有利之租稅環境

租稅是一國重要的財政收入，租稅收入越多，越能增加其財政實力或改善財務狀況；但對廠商或金融業而言，租稅係經營成本的一部分，越低廉的租稅環境，其經營成本越低，自越能增加其競爭實力。是以優惠（或至少符合國際慣例）的租稅減免措施，是建構國際金融中心的重要成因與指標。不論各主要國際金融中心的租稅條件，就「避稅天堂」的開曼群島、百慕達群島和巴哈馬群島而言，即以優厚（乃至免稅）的租稅條件吸引各國資金進入，以成就其國際金融中心的形成。

在新加坡整體環境上，新加坡採取下列改革：

（一）監理模式方面

新加坡金融法規過去以嚴謹著稱，金融監理非常嚴格。為達成亞洲風險管理中心，新加坡當局重新調整其監理風格，從過往強調管制市場，轉為以揭露為本（disclosure based）之監理模式，並鼓勵金融創新，允許金融機構在規則範圍內自行進行風險評估，在取得獲利機會和承擔風險中尋求平衡，監理機關只著重防範系統風險。1998年，時任新加坡金融管理局主席李顯龍先生便指出，應讓金融機構評估及檢視自身的風險，新加坡金融管理局的職責並非將金融機構內部風險

²¹ 資料來源：經濟部全球台商服務網。

管控工作攬在自己身上，甚至應減少不當干預金融機構，事實上無論進行多少金融檢查也無法完全杜絕不法或不當金融行為，是以監理者僅在提供原則方向，並要求金融機構董事會及經營階層自行控管、評估並揭露風險，以減少不當金融事件發生。

新加坡雖然調整監理風格，實際成效並未很顯著，依據2010年9月台灣證券交易所統計，新加坡資本市場本益比12.74（本益比=市價/每股稅後純益）與週轉率4.5%（週轉率=總成交值/總市值）皆低於台灣資本市場本益比15.37與週轉率12.29%。由此可知，新加坡在監管上市公司相對台灣嚴格，導致新加坡股市市值不如台灣。過於嚴格管制，確實會妨礙股市活絡，導致多家國際企業在新加坡上市後，因股價本益比太低，最後選擇下市離開新加坡股票市場。

（二）投資稅務方面

為將新加坡打造成「東方瑞士」，新加坡政府採取親商政策，依賴市場力量允許資本自由移動，並鼓勵外國投資。新加坡為歡迎外國投資者，也已提供有利外資的租稅環境及一系列投資獎勵措施，包括外匯進出並無管制，資金自由進出、外商在新加坡貸款可向新加坡本國及各外商銀行或金融財務公司辦理，管道相當眾多且順暢、允許外國人在新加坡設立的信託享有免稅等。新加坡交易所與新加坡金融管理局商議諮詢後，縮短上市公司現金增資所需時間，以方便上市公司於目前信貸緊縮市場環境中，能更及時快速募集資金，相關規定於2009年1月實施。

（三）個人稅務方面

新加坡對所有非「常駐個人」的海外收入，以及利用金融工具在

新加坡的投資收入均免徵賦稅。另外，在2004年修改稅法吸引更多海外資金，居民的海外所得不必課稅，非居民只要在新加坡中央銀行註冊的金融機構存入五百萬新幣，就可申請為新加坡居民。在新加坡透過股票或其他金融工具的投資收益也不必課稅。

新加坡財政部長尚達曼於2008年2月15日在國會報告新年度財政預算案時，宣佈取消遺產稅，以吸引亞洲各地富裕人士把資產放在新加坡，發展新加坡的財富管理業務。另外，新加坡金融管理局宣佈自2008年10月16日起至2010年12月31日止，將保證個人與非銀行客戶之所有新幣與外幣存款。此項保證將適用於所有新加坡執照銀行，包括花旗銀行新加坡有限公司和花旗銀行新加坡分行。在此保證下，新加坡的所有儲蓄存款、活期帳戶、定期存款帳戶及輔助退休計劃（Supplementary Retirement Scheme）銀行帳戶均由新加坡政府保證，確保新加坡在此充滿挑戰時期繼續保持作為金融中心的競爭力，強化新加坡執照銀行在本地和海外本已非常強健的體質。

新加坡具備成為國際金融中心的要件，但也有許多潛在缺點：

- （1）馬來西亞軍事威脅。
- （2）中國經濟迅速發展，新加坡在外匯交易和投資銀行的競爭力逐漸被香港及上海取代。
- （3）物價昂貴、勞動工資及房租皆高。
- （4）資本市場周轉率低。
- （5）腹地狹小因而無法發展製造業，整體國家發展過度依賴金融、貿易等服務業，風險過度集中。

(6) 反保密協定漸成為國際主流，降低富有人士至新加坡從事
隱蔽財富之財富管理意願。

第四章 由國際競爭力探討證券發展

第一節 競爭力的相關研究

競爭力一詞出自「競爭」，完整概念出自生物學。達爾文在 1859 年《物種源起》提出²²，生物彼此之間會相互競爭資源，而且當需求資源越相近，生物間的競爭就越激烈，生物必須擁有絕對優勢，才能在競爭當中勝出，此種「物競天擇，適者生存」的想法，被後人廣泛運用在其他學科，其中社會達爾文主義更改變了社會與政治的思潮。

經濟學則是在市場的架構下，含有競爭的概念。從亞當斯密的《國富論》中，可見到其提倡自由競爭與經濟自由，隨後李嘉圖更在《政治經濟學及賦稅原理》當中，說明比較利益法則，兩者對於市場機制的想法，讓經濟學內的競爭概念更為具體，到最後逐漸發展出「競爭優勢」與「競爭力」等理論。

競爭優勢在 1960 年代逐漸受到外界討論。Ansoff 在 1965 年表示，競爭優勢為產品與市場的獨特性，給企業的強勢競爭地位；隨後在 1980 年代波特(Porter)提出《競爭論》，也對競爭優勢進行說明，認為競爭優勢是，透過競爭策略所產生有利於競爭且支持性高的態勢條件，不同經濟學家的看法雖然不同，但其主要精神在於，競爭過程中要導致對自己有利的結果，自己一定要擁有優勢。

競爭優勢理論的發展，也讓「競爭力」的討論受到關切。由於相關理論的發展快速，使得想法被學術人士廣泛運用，所以可以從學術文獻見到多項競爭力評比，如品牌競爭力、區域競爭力、財務競爭力、

²² 該書完整書名為《依據自然選擇或在生存競爭中適者存活討論物種起源》。

質量競爭力等等，雖然相關名詞不盡相同，不過可以從該詞彙認知其所比較基礎，例如品牌競爭力即為，比較不同品牌間的競爭能力。

傳統上競爭力的評比有四大項目，分別為國家、產業、城市與企業競爭力。首先在國家競爭力部分，學術界對於國家競爭力得探討最多，而且定義也最為多元，其中以波特、瑞士洛桑管國際管理學院 (International Institute for Management Development, IMD)與世界經濟論壇(World Economic Forum, WEF)的定義最為清楚，詳述如表 4-1-1。

表4-1-1 國家競爭力定義表

	波特	IMD	WEF
定義	一個國家在某一產業國際的競爭過程中，是否能創造一個良好的商業環境，使得該國企業獲得競爭優勢的能力。	一個國家在其經濟與社會結構之中，透過操控原有的稟賦，和創造附加價值的程序，也透過對內之吸引力與對外開拓力，以國內型與國際型經濟，來增加其附加價值，並進而增加國家財富的能力。	一個國家能夠於未來持續達到高經濟成長的能力。

資料來源：羅旭華，《全球化趨勢中服務業競爭力之探求》，本研究整理。

波特、IMD 與 WEF 的定義中，彼此著重角度多所不同。波特的國家競爭力定義著重在商業環境，並且以該國企業競爭能力為重點，但是 IMD 與 WEF 的主要則以國家的角度切入，IMD 強調的是透過要素稟賦，增加國家財富的附加價值能力，WEF 則認為國家競爭力是維持持續創造經濟成長的能力。

其次在產業競爭力部分，著重在產業面對國際市場狀況。產業競爭力主要描述特定產業面對全球自由市場競爭時，該產業所提供的服務與產品被國際市場接受的程度。其中最為外界所熟知的是波特提出

的「鑽石模型」，透過「生產要素」、「國內市場需求」、「相關支援產業」與「企業策略、結構和對手」等四大因素探討國際競爭力，詳如表 4-1-2。

表4-1-2 鑽石模型競爭力因素

因素	生產要素	國內市場需求	相關支援產業	企業策略、結構和對手
內容	人力資源、資本資源、知識資源、天然資源與基礎建設等。	國內市場規模、國內市場特性。	該產業是否有上下游產業，或是相關支援產業。	企業的策略與結構，在產業內的競爭，形成不同的競爭型態。
觀點	1. 環境是否擁有要素上的特點，讓該產業擁有優勢。 2. 後天培養的人力資本特性，較天然資源優勢重要。	1. 國內市場大則可讓產業擁有規模經濟。 2. 部分國內市場特性則可有助產業發展。	1. 產業的上下游發展，則可以順利整合發展優勢。 2. 各產業互動會帶來外溢效果，影響產業發展。	1. 產業內對手使用策略會影響該產業競爭力。 2. 產業結構會造成競爭力的改變。

資料來源：本研究整理

鑽石模型主要是透過四大因素決定產業競爭力。四大因素之間會相互影響，所以觀察該產業競爭力，不能朝單向思考，如國內的產業結構會影響生產要素情況，假設該產業競爭激烈，廠商只能取得正常利潤或是損益兩平，此情況則無法有多餘資金培育人才，強化人力資本水準。所以觀察產業競爭力必須從多面向切入觀察。

第三在城市競爭力部分，則常與國家競爭力一起分析。波特教授提出定義，認為城市競爭力是指「城市創造財富與收入的能力」，概念與國家競爭力相似，另外也有部分機構認為²³，城市競爭力是「比較城市經濟的優勢，優勢會決定在市場佔有、配置與生產要素三部分」，雖然不同機構定義不同，不過競爭力的重點仍置於財富與經濟

²³ 引用《2001年上海經濟發展藍皮書》說明。

能力。

城市競爭力評比中，以中國城市競爭力報告最受外界關注。該份報告由中國社會科學院進行評比，除了綜合城市競爭力指標外，也對城市的各面向進行比較，具體項目有經濟規模、經濟效率、發展成本、收入水準與幸福感等，依據 2011 年比較結果，中國大陸城市排名分別為香港、上海與北京，該評比前十名排名詳述表 4-1-3。

表4-1-3 中國2010年大陸城市競爭力排名

名次	城市名	名次	城市名
1	香港	6	廣州
2	上海	7	天津
3	北京	8	高雄
4	深圳	9	大連
5	臺北	10	青島

資料來源：中國城市競爭力報告

最後在企業競爭力部分，主要說明企業獲取資源的能力。企業競爭力指在競爭過程中，透過企業本身能力獲取資源，實現本身價值的能力。蘭德公司(Rand)研究發現企業競爭力分為三層次，分別為產品層、制度層與核心層，其中最重要的是核心層，是決定該企業是否有競爭力的關鍵，詳細說明見表 4-1-4。

表4-1-4 企業競爭力層次

層次	產品層	制度層	核心層
地位	表層	支持平台	最核心
內容	企業產品、內容行銷與研發能力。	企業支援關係、運作與規模品牌。	企業理念、價值與文化。

資料來源：本論文整理

企業競爭力三層次中，表層主要是商品特色以及研發等表現能力，而制度面因素則是企業內部的運作方式，以及該公司品牌等能力，最後在核心層的是，企業文化與理念，其中企業文化為企業理想、價值與理想的總合，該文化一旦成形，就會對企業的經營管理能力造成影響，進而影響競爭力。

本研究的重點在於透過對各項競爭力的了解，評析資本市場的發展。資本市場並不可以獨立探討，因為其牽涉面向廣泛，如資本市場活動，不僅和當地經濟活動有關係，也和法規與主管單位的政策相關，所以從不同觀點切入，可以發現不同的市場面向，下節將從不同機構編撰的評比出發，探討競爭力相關想法。

第二節 競爭力的評比機構與方式

本節將透過不同機構評比模式，觀察競爭力指標的成形。傳統權威的競爭力評比報告為 IMD 與 WEF 的全球競爭力報告，不過雙方對於競爭力定義不同，所以使得指標與計算的方式有差異，如 WEF 認為國家競爭力是持續維持該國經濟成長的能力，由於各國經濟發展程度不同，所以也會讓各項指標計算方式不同。故本節將會從指標選擇、計算架構與評比模式等不同面向，進行分析說明，以下先從 IMD 進行說明。

壹、IMD 競爭力指標評比

洛桑國際管理發展學院在每年五月會發布世界競爭力年報 (World Competitiveness Yearbook, WCY)，內容公佈主要國家競爭力評估結果²⁴，並且對國家進行排序。該報告評估對象主要為經濟合作與發展組織 (Organization for Economic Co-operation and Development, OECD) 成員國與主要的新興工業化國家，隨著國際經濟情勢轉變，未來將會有更多新興國家加入評比名單。

IMD 的競爭力評比過程嚴謹全面，難以對全部數據詳盡介紹，以下將以因素、架構與方式三面向進行說明。

一、IMD 採用的各項因素

IMD 評估國家競爭力的變數多樣。2010 年評估資料當中，共使

²⁴ 2010 年評比報告共對 58 國家進行評比。

用 327 個變數評估，其中主要四大評比類別，分別為經濟表現、政府效能、企業效能與基礎建設，其中每類當中又有 5 項子因素，而在因素當中又有不少為數眾多的變數，主要項目詳參表 4-2-1。

表4-2-1 IMD競爭力指標的分類

競爭力因素	經濟表現	政府效能	企業效能	基礎建設
子因素	國內經濟	公共財政	生產力	基本建設
	國際貿易	財政政策	勞動市場	技術建設
	國際投資	制度架構	財務	科學建設
	就業	商業法律	管理實踐	健康及環境
	物價	社會架構	態度及價值觀	教育

資料來源：競爭力年報

經濟表現因素中，有國內經濟、國際貿易、國際投資、就業率與物價，主要是總體經濟變數，其中包括 76 項變數；政府效能部分，則包含財政相關變數與法律、社會資料，其中對於制度變數多是調查資料；企業效能部分則為勞動市場變數與勞工相關調查數據；另外基礎建設多為建設資料與人力資本數據，而且此項所包括的變數最多，共有 113 項，佔總變數的 3 分之 1 以上。

IMD的資料架構是在 2000 年後才逐漸完備，之前主要是由 8 大項目構成，分別為國內經濟、國際化程度、政府效能、金融實力、基礎建設、企業管理、科學技術與人力資源，其中人力資源與國際化程度所佔比重最高，顯示先前較重視此兩項因素²⁵。

²⁵ 2000 年前 IMD 指標的權數，國內經濟 12.6%、國際化程度 15.8%、政府效能 14.5%、金融實力 8.2%、基礎建設 13.2%、企業管理 11.7%、科學技術 8.3%與人力資源 15.7%。

二、IMD 評估架構

IMD 的評估架構主要有三部分，分別為資料、標準化與排序，流程詳見圖 4-1。首先在資料部分，資料分為 131 項統計資料與 115 項調查資料，其中調查資料是來是該機構每年針對企業中高階經理人，進行問券調查而得出來的結果，由於調查資料所造成的不確定因素較大，所以給予評比的權重相對較低。

在標準化部份，由於原始變數的差異性大，相對缺乏相互比較的基礎，所以 IMD 會透過標準化的程序，找出變數在評比對象中的位置，以此轉換為競爭力比較基準，由於變數當中的性質不同，所代表的方向即不同，如預算赤字則是越低越有競爭力，可是生產力卻是越高越有競爭力，所以一般是透過排名顯現不同國家競爭力。

在排名部分，在取得 IMD 各項指標的比較基準後，即必須透過排序來進行比較，排序主要有三部分，其一為對個別變數進行排序，其次為對所有指標進行排序，最後則針對不同的重要項目進行排名，其中最受外界關注的部分為，總排名情況，2010 年 IMD 排名為台灣取得最佳名次。

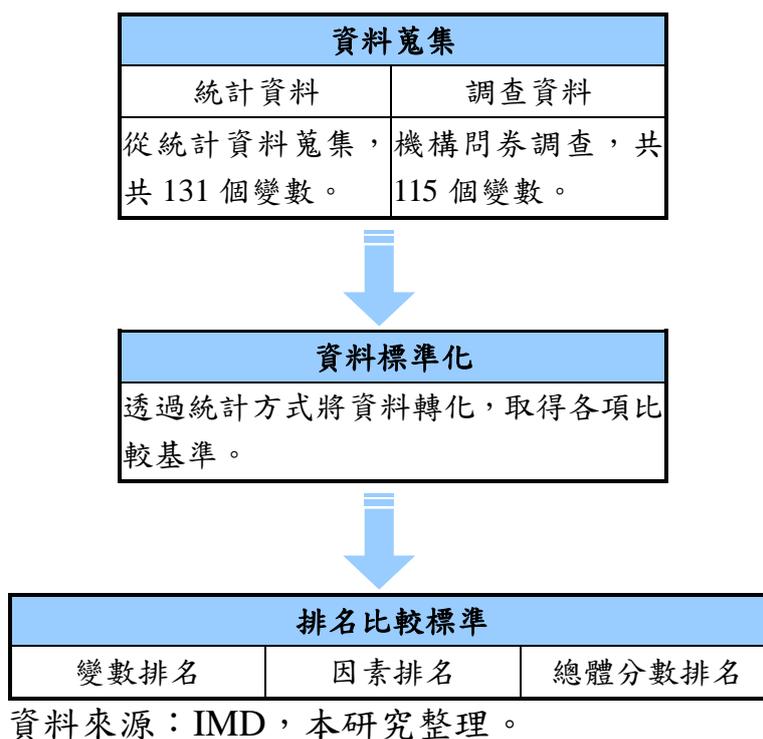


圖4-2-1 IMD競爭力評比架構

三、IMD 競爭力計算方法

IMD 計算競爭力評比的計算方法可以分為六步驟，分別描述如下。

1.原始資料轉化為標準差

將所取得的原始資料進行標準化。下列公式中，X 指的是原始資料， \bar{x} 則為所有國家在該項數據的平均值，N 則為所有比較對象數目，資料取得後，帶入下列公式，則可取得標準差數據。

$$S = \sqrt{\frac{\sum(x-\bar{x})^2}{N}}$$

2.將標準差資料轉換標準值

將標準差資料計算出來後，再將原始資料帶入下列標準值公式，則可取得該評比對象對此項目的位置。

$$(\text{STD value})_i = \frac{x - \bar{x}}{s}$$

3.問券資料之轉換

問券資料共分為 6 等份級距，IMD 會利用下列公式，轉換為 10 等份的級分，並以此作為原始資料，再將計算成標準值。

$$(X * 2) - 2$$

4.共同計算項目分數

取得問券資料與統計資料的標準值，即可取得個別國家子因素分數，計算公式如下，其中經濟資料權重為 1，調查資料的權重則為 0.55。

$$A_{kj} = \sum_{i \in H} S_{ij} + 0.55 \sum_{i \in S} S_{ij}$$

5.競爭力因素分數

求得 4 項競爭力因素分數，只要將上述的個別變數的分數加總，則為該子項目的排序分數，再將分數乘上權重，則為因子表現比較的分數，再以此標準作為排序的基準，如經濟表現內國內經濟、國際貿

易等皆是 5% 權重，各項目的權數分數詳如表 4-6。

表4-2-2 IMD競爭力因素權重

因素	經濟表現	政府效能	企業效能	基礎建設	權重
子因素項目	國內經濟	公共財政	生產力	基本建設	5%
	國際貿易	財政政策	勞動市場	技術建設	5%
	國際投資	制度架構	財務	科學建設	5%
	就業	商業法律	管理實踐	健康及環境	5%
	物價	社會架構	態度及價值觀	教育	5%
權重	25%	25%	25%	25%	100%

資料來源：競爭力年報

6. 整體國家競爭力排名

國家競爭力分數主要是透過權數加總，由於 IMD 給予 4 大項目相同權數，故只需要對該數據分數加總，並以此進行排序即可。

貳、WEF 競爭力指標評比

世界經濟論壇每年會定期出刊年度競爭力報告。報告內容會針對大部分國家進行競爭力評比，2010 年評比對象共有 133 個國家，顯示不僅成熟國家，各式新興工業化國家亦在其評比之列，此外由於其對於競爭力看法較為動態，所以對於評估的方式也較 IMD 多元。

由於 WEF 與 IMD 的發展過程不同，其介紹方式異於 IMD，下面將分為演進、因素、結構與計算四部分進行說明。

一、WEF 競爭力指標的演進

WEF 對於競爭力指標的評估曾經力過多次的變革，目前採用的

2007 年的最新版本，由Xavier Sala-i-Martin與Elsa V. Artadi²⁶共同合作完成。目前評比的指標被稱之為「全球競爭力指標」(Global Competitiveness Index, GCI)，該版本與 2005 年評估指標類似，只有針對部分指標小幅改版。

從 2000 年後，該指標曾經歷三大時期，各指標變革參表 4-7。首先在 2000 年時期，當時 WEF 評比指標為成長競爭力指標(Growth Competitiveness Index)與當前競爭力指標(Current Competitiveness Index)，其中成長競爭力指標主要結構是從經濟創造力、金融實力與開放程度三方面進行評估，當前競爭力指標則是關注公司營運與策略成熟度和商業環境品質。

其次在 2001 年該評比結構進行改變。其中成長競爭力評估結構改變較大，該評估轉而由科技、公共政策與總體經濟環境三面向出發，其中公共政策部分是原先架構酌墨較少的部分，另外先前的當前競爭力指標則是改為「商業競爭力」指標，不過內容評估方式仍舊大同小異。2003 年評估內容有進行小幅改版，其中總體經濟環境面向中，增加對國家信用評等與政府浪費等項目的關注。

最後更新版本是 2005-2007 年部分。目前競爭力報告只針對全國競爭力指標進行評比，指標主要分為三個面向，分別為基本需求、效率增強與創新因素，顯示其制度重新進行改變，2007 年效率因素更新增不同面向，商品、勞動與金融各市場皆是新考量因素。

²⁶ Xavier Sala-i-Martin 與 Elsa V. Artadi 分別任教為哥倫比亞與哈佛大學。

表4-2-3 競爭力指標變革

年份	2000 年	2001 年 2003 年	2005 年 2007 年
指標	成長競爭力	成長競爭力	全球競爭力
	當前競爭力	商業競爭力	

資料來源：本研究整理

二、WEF 競爭力指標因素

WEF 目前競爭力指標的架構有 3 部分，分為為基本需求（basic requirements）、效率增強（efficiency enhancers）與創新和先進因素（innovation and sophistication factors）。其中 3 部分又包含 12 個小項目與 117 個變數，各主要因素詳參表 4-8。

首先在基本需求部分，此部分有體制、基礎建設、總體環境與「健康與初等教育」四部份，此部分主要是描述資源情況與經濟條件等因素，其中亦包含總體環境等背景變數，其中以體制所佔的變數最多，WEF 共選取 21 個變數，但是其中四個所佔的影響力皆相同。

其次在效率增強部分，共有「高等教育與訓練」、商品市場效率、勞動市場效率、金融市場發展、技術準備度與市場規模 6 項，其中強調的是使用資源的情況程度，如高等教育與訓練即可提升國家運用資源效率，指標也包含多樣市場成熟度與效率情況。

最後在創新及先進因素中，則包括企業成熟度與創新，顯示此部分描述技術進步的情況，此部分越來越被外界關注，其中包括研究發展能力、產學合作情況與每人專利數等等，另外在先進因素上，則有生產過程、供應商數量與品質和價值鏈等項目。

表4-2-4 WEF全球競爭力指標因素

類別	項目	細項指標數	類別權重
基本需求	1.體制	21	25%
	2.基礎建設	9	25%
	3.總體環境	6	25%
	4.健康及初等教育	10	25%
效率增強	5.高等教育及訓練	8	17%
	6.商品市場效率	16	17%
	7.勞動市場效率	10	17%
	8.金融市場發展	9	17%
	9.技術準備度	8	17%
	10.市場規模	2	17%
創新及先進因素	11.企業成熟度	10	50%
	12.創新	8	50%

資料來源：WEF

三、WEF 競爭力指標評估結構

WEF 的競爭力指標是描述持續經濟成長的能力，所以在計算上和 IMD 不同，以下分資料、轉換與比較三部分進行說明。

首先在資料上，資料主要分為量化與調查資料兩部分，首先在量化資料上，包括OECD、IMF、UNESCO²⁷與世界銀行等正式數據，其次在調查資料部分，則是該機構每年針對 15,000 位企業的中高階主管，進行資料調查的動作，其中給予評分從最低 1 再到 7 之間。其中 WEF 的資料當中，共有 7 成屬於問券調查的資料，3 成屬於統計資料。

其次在轉換上，由於不同國家的發展程度，會讓國家計算的方式

²⁷ 聯合教科文組織簡稱 UNESCO，全名為 United Nations Educational, Scientific and Cultural Organization。

有所差異。所以要求得競爭力，必須先分辨該國的發展程度屬於哪個階段，依據 WEF 的定義，全球發展程度可以分為 3 階段與 2 個過渡時期，其中三階段分別為因素、效率與創新拉動，其中第三創新階段發展程度最高。

階段應該如何分類，主要判斷的依據有兩項，其一為天然資源產品出口，只要其比重超過 70%，則屬於第一階段，經濟依賴天然資源，另外上述比例低於 70%，則必須以每人國民生產毛額決定，主要關卡為 2,000、3,000、9000 與 17,000 美元，詳細分類如表 4-9。

表4-2-5 WEF規定所得門檻表

經濟發展階段	階段名稱	重點因素	每人國民生產毛額(美元)
第一階段	因素拉動	基本需求	<2,000
第一到第二階段	過渡階段		2,000~3,000
第二階段	效率拉動	效率增強	3,000~9,000
第二到第三階段	過渡階段		9,000~17,000
第三階段	創新拉動	創新及先進因素	>17,000

資料來源：WEF，本研究整理

不同的階段顯示不同的發展程度，也會透露出不同的重點。其中第一階段的重點在於基本需求，第二階段的部分強調效率所以效率增強因素是重點，第三階段是創新拉動，強調創新及先進因素。因為階段強調不同重點，因素的權重也有所不同，如因素拉動階段的重點在於基本需求，其權重即高達 60%，表 4-10 詳述不同階段權重。

表4-2-6 WEF規定各階段權重

	基本需求	效率增強	創新及先進因素
因素拉動	60	35	5
效率拉動	40	50	10
創新拉動	20	50	30

資料來源：WEF，本研究整理

最後在比較部分，得知權重之後，即可以透過轉換的分數進行評比，在 WEF 的比較重點在於 3 個層次，首先對於各國的綜合分數，其次對於三大類別的評比，即所謂基本需求、效率增強與「創新及先進因素」，其次則為表 4-8 所列的 12 個小項目。

四、WEF 競爭力指標計算

WEF 的競爭力指標的求算較為單純，主要可以分為 4 步驟。

1.原始資料轉化為變數分數

由於各項資料的比較基礎不同，所以必須先將量化資料透過下列公式，轉化為該變數的分數。若該變數為負向，即必須採用負向公式，如通貨膨脹即為負向變數，分數最高分者為 7，最低分者為 1。另外在調查資料部分，由於其評分原始即為 7 至 1。

$$\text{分數} = 6 \times (\text{某國分數} - \text{樣本最小值}) / (\text{樣本最大值} - \text{樣本最小值}) + 1$$

分數 = $-6 \times (\text{某國分數} - \text{樣本最小值}) / (\text{樣本最大值} - \text{樣本最小值}) + 1$

2. 分數轉化為項目分數

WEF 競爭力指標有 3 類別評比，12 個小項目與 117 個變數。計算小項目分數必須透過變數分數，並且對於各變數進行平均，其中 K 即是指該項目內的變數。

$$\text{category}_i = \frac{\sum_{k=1}^K \text{indicator}_k}{K}$$

3. 項目分數轉換為類別變數

3 大類別分數則是透過項目分數進行求取，其中各項目權重如表 4-8。如基本需求有 4 項目，每個項目各佔 25%，即會成為該類別的分數。

4. 國家分數的求算

各國國家權重分數，則必須辨認階段取得權數再進行求算。如該國家屬於因素拉動階段，則基本需求的權重將有 60%，各權重詳如表 4-10，整理各項分數求算公式如下。

$$\text{GCI}_{ij} = w_{j1} \times \text{Basic}_i + w_{j2} \times \text{Efficiency}_i + (1 - w_{j1} - w_{j2}) \times \text{Innovation}_i$$

參、IMD 與 WEF 競爭力的比較

IMD 與 WEF 探討競爭力的方式不同，所以也讓彼此結果有所差異。以下將分兩部分進行說明，首先會對兩者定義與評比過程差異說明，再對評比的結果進行比較。

一、IMD 與 WEF 評比過程中的差異

兩間機構對於競爭力的差異，可以分成 3 層次進行討論，其一為機構對於競爭力定義衍生出的差異，其次為機構對於評比結構與範圍帶出的差異，其三為機構對於內容上的差異。

首先在定義上，IMD 與 WEF 對於競爭力的定義不同，IMD 認為競爭力是在靜態環境下，透過既有稟賦創造該國的附加價值的能力，不過 WEF 卻認為競爭力是國家持續追求經濟成長的能力。顯示在特點下，IMD 強調的是特定時點，WEF 則是持續追求的動態過程；另外雙邊對於目標，IMD 認為重點在於創造經濟價值，WEF 卻認為是經濟成長；最後再著重的地方上，IMD 是希望透過原有的資源增加財富，顯示其偏向發展應用的想法，不過 WEF 卻認為重點在持續成長，顯示制度等長遠因素更為重要。

表4-2-7 IMD與WEF對競爭力定義差異

	IMD	WEF
特點	靜態	動態
目標	附加價值	經濟成長
著重	原有稟賦	持續成長

資料來源：本研究整理

其次在範圍與結構上，兩者也多有區別其中在評比對象中，IMD 評估對象主要是工業化程度較高的對象，所以範圍相對較少，不過 WEF 則是評比的範圍較多，包含更多新興國家；其次在數據性質上，IMD 偏重統計數據，因為其主要目標是國家的財富創造力，重點在於數量上的稟賦資源，不過 WEF 著重在調查數據，因其追求持續成長，所以制度面的優勢競爭力為關鍵，不過該項資料不易統計；最後在變數上，IMD 評比變數有 327 個，WEF 收納變數則有 117 個，因為其主要是調查的數據。

表4-2-8 IMD與WEF對競爭力範圍差異

	IMD	WEF
對象	58	133
數據	統計數據佔 2/3 調查數據佔 1/3	統計數據 1/3 調查數據 2/3
變數	327	117

資料來源：本研究整理；註：引用 2010 年資料

其三在評比的內容上，IMD 結構強調的是各方面的情況，其所提出的四大項目，皆給予相同權重，WEF 則是針對不同情況下的重點因素，在不同情形下側重的因素皆有所不同，不過在第二、三階段，權重較高的仍為效率增強部分，顯示其確實較為關注制度帶出的長遠影響，另外創新與先進因素會隨開發程度而加重，顯示其認為創新是開發程度較高國家決勝關鍵，各項詳見表 4-13。

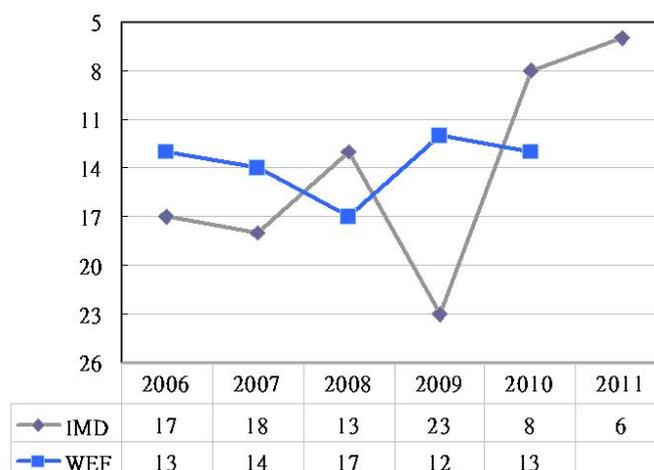
表4-2-9 IMD與WEF對競爭力內容上的差異

	IMD	WEF
過程	各方面皆是重點	不同環境因素不同
結構	經濟表現、政府效能 企業效能、基礎建設	基本需求、效率增強 創新及先進因素

資料來源：本研究整理

二、IMD 與 WEF 結果差異

IMD 與 WEF 的評比結果可以發現，兩間機構對於競爭力評比的差異頗大。首先極端值部分，6 年最佳名次部份，IMD 最佳名次為 2011 年的 6 名，其次為 2010 年的第 8 名，WEF 則為 2009 的 12 名，不過 2009 年亦是 IMD 近 6 年排名最差的 1 年；其次在趨勢上，IMD 有逐漸向上攀升的趨勢，可是 WEF 卻持續在 12 至 17 名之間整理；另外在走勢上，除了 2006 至 2007 年走勢相同的，其他的部分卻是反向，只要 IMD 向上攀升，WEF 即向下跌落，反之亦然。



資料來源：本研究整理

圖4-2-2 IMD與WEF的評比名次

其差異可以從不同的機關上觀察其原因，首先在 IMD 部分。IMD 的四大項目排名，可以發覺經濟表現與基礎建設的排名皆是起伏波動，並未有一定的方向，可是政府效能與企業效能部分，卻有排名往前的跡象，尤其在政府效能部分，從 2006 年的 23 名，排名往前進，其中除了 2009 年退步之外，可以看見走勢明顯往上，2010 年更擠進全球前 6 名，企業效能也進步至第 3 名，顯示公民營部門效能為台灣進步的關鍵，2006 至 2010 年排名詳見表 4-2-10。

表4-2-10 IMD四大項目排名

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
經濟表現	25	16	21	27	16	8
政府效能	23	20	16	18	6	10
企業效能	13	17	10	22	3	3
基礎建設	18	21	17	23	17	16

資料來源：IMD，本研究整理

其次在 WEF 部分，其所組成的三大項目當中，可以發覺近 2006 至 2010 年皆未出現大幅波動，在基本需求部分，名次只在 20 至 18 之間波動；效率增強項目則是在 18 至 15 名之間起伏；在創新及先進因素則是在 7 至 10 名之間徘徊，顯示並未有任何主要因素走升，權重最高的效率因素也未出現明顯趨勢，2006 至 2010 年排名詳見表 4-15。

表4-2-11 WEF三大項目排名

	2006	2007	2008	2009	2010
基本需求	19	19	20	18	19
效率增強	15	17	18	17	16
創新及先進因素	7	10	8	8	7

資料來源：WEF，本研究整理

兩大機構對於國家競爭力的評比差異，主要在於效率與效能相關看法上的差異，IMD 認為政府效率與企業效率改善不少，可是 WEF 卻認為此部分並未改善，不過在往細節裡觀察，可以發現其中問題點在於 IMD 政府效能的正面指標多是量化的相關變數，可是與 WEF 關心的部分，則是相對偏弱的情況。

以 2010 年兩間機構的資料為基準²⁸，IMD 政府效能主要優勢變數為消費稅率、外匯儲備與資金成本等，顯示有優勢的地方除了稅收制度之外，還有外匯存底與資金情形，二者跟國內情況關係層度較深。IMD 政府效能弱勢份則是外國人投資、額外成本、勞動市場彈性與創業天數，其中外國人投資項目是調查取得國內企業控制權的難易度，此會影響到外資投資意願，另外額外成本與勞動市場彈性則是指向政府對勞動市場的管制；創業天數則是說明政府對商業行為的管制。

依據 WEF 所進行的調查顯示，影響經商意願的項目和 IMD 弱勢項目有高度重疊，其中前三項分別為政策不穩定度、政府機構無效率與勞動市場限制，上述政策不穩定度其實和控制權有相關性，無效率政府則會反映在創業天數，勞動市場限制則和 IMD 的勞動市場管制相同。

²⁸ 由於 WEF 年度競爭力報告並在今年年底才會出爐，若用不同年度相比，恐怕會失去時間的比較基礎，故以 2010 年為基準。

WEF 對於影響經商意願的調查，政策不穩定度是最大問題。由於外資投資國內的重大案件，往往需要受到投審會等機關審核，更遑論要取得重要公司的經營權，而近年來受矚目的投資案，如南山案等風波不斷，所以才會讓投資人在觀感上出現疑慮，所以控制權難取得亦會形塑政策不確定的氛圍。

本節主要針對 IMD 與 WEF 的國家競爭力指標說明，能從整體的角度切入，觀察國內競爭力的情況。資本市場活動關係國家情況，故從整體角度觀察有其必要性，而資本市場也會影響到國家競爭力，故在 WEF 當中效率增強分類中，金融市場發展亦是其觀察重點，以下將會把焦點重新放在資本市場與競爭力的關係。

第三節 我國競爭力的表現與證券發展

競爭力與證券市場的關聯性高，不過競爭力與證券市場的表現情況則不一定相符。本節將重點置於證券市場情況，分三層次進行說明，首先會先針對金融情況所編撰的指數進行說明，其次再評析評估結果，最後則對各對象進行分析。

壹、金融競爭力評估相關指標

現今對於金融競爭力評估主要兩項指標，分別為全球金融中心指數(Global Financial Centres Index, GFCI)與新華-道瓊國際金融中心發展指標(Xinhua-Dow Jones International Financial Centers Development Index, IFCD Index)，二者評比主要是針對特定城市，觀察該城市是否擁有金融競爭力，以下將依序介紹。

一、全球金融中心指數

全球金融中心指數將對兩部分進行介紹，首先將對背景進行說明，再分析評估架構與內容。在背景部分，GFCI是由倫敦金融城公司(City of London Corporate)²⁹進行編撰，其評估始於2007年，隨後在每年的3月至9月，該公司會更持續更競爭力評比的情況。

評估的對象為各地主要城市，2010年3月最新報告，其評估對象包括75個城市，其中大中華區共有台北、香港、上海、深圳與北京5地，

²⁹ 倫敦金融城公司隸屬於Z/Yen Group企管顧問公司。

顯示其對該市場的關注程度。此外該指數希望涵蓋的範圍包括，資本市場的靈活度、發展潛力與適應性等部份，希望藉此有效捕捉全球金融中心發展的潛力。

金融中心指數的建構上，包括五大面向，分別為人才、商業環境、市場准入、基礎建設與總體競爭力等部分，詳參表 4-16。在人才部分有勞動市場變數、教育與生活環境等變數，顯示其關注重點也包括生活品質；商業環境部分則是監管情況、商業稅率與貪腐等變數；其次在市場准入部分，內容包含市場發展變數與制度變數等，發展變數有交易量、銀行信用情況等，另外制度變數則有進入機會、資本取得指數等；基礎建設則有土地價格、通訊情況等面向；總體競爭力部分則是生活成本、競爭力分數等。

表4-3-1 金融中心指數五面向

	面向	方向
1	人才	人力資源、環境與教育
2	商業環境	政府監管、效率與稅率
3	市場准入	市場狀況、金融發展
4	基礎建設	工程品質、通訊與交通
5	總體競爭力	競爭指標、生活成本

資料來源：本研究整理

全球金融中心指數分類為三部分，其一為區域金融中心的評比，如不同洲的金融中心，如歐洲主要金融中心為倫敦，北美主要金融中心為紐約；其次為離岸金融中心排名，針對各項特定免稅的區域進行排名；其三為行業分類指數，不同行業的金融業其排名為何，如表 4-17 所進行的說明。

表4-3-2 各行業競爭力指數

項目	資產管理	銀行業	政府監管	保險業	專業服務	財富管理/ 私人銀行
1	倫敦	紐約	倫敦	香港	倫敦	倫敦
2	紐約	香港	紐約	上海	紐約	日內瓦
3	香港	倫敦	新加坡	紐約	香港	紐約

資料來源：本研究整理

二、新華-道瓊國際金融中心發展指標

新華-道瓊國際金融中心發展指標在 2010 年發布。該指數主要是由新華社與CME Group Index Services LLC³⁰ 共同合作，兩間企業會在出刊的「國際金融中心發展指數報告」中公佈競爭力排名，該報告會在每年的 7 月出刊，2011 年已經是第二次公佈，目前該報告與結論已經廣泛被新華社、道瓊社與湯森路透等國際知名通訊社使用。

IFCD Index 評估對象為全球 45 個主要城市，顯示其評估對象較 GFCI 更為集中，另外其評估方向也較重視新興國家，尤其是巴西、俄羅斯、印度、中國金磚四國，不過在大中華區部份，台灣、香港、上海、北京與深圳 5 地也同時列入評比範圍，顯示其對當地之重視。

IFCD Index 資料結構共分為三層，詳參表 4-18，主要指標有三項，分別為金融市場、成長率與產業配合度。在金融市場部分，主要是資本、外匯市場變數和銀行、保險業發展情況；在成長率部分，則是資本市場成長率、經濟成長率與創新投入，其中創新投入部分主要集中在研發與科技附加價值變數；在產業配合度上，創新潛能與商業資源是主要項目，創新潛能也是指科技與研發相關變數，顯示此指標著重在創新部份。

³⁰ 新華社由其子公司 CFC 控股代表；CME Group 指芝加哥商業交易所集團，該指數服務公司以編撰道瓊指數聞名。

表4-3-3 IFCD Index的主要架構

第一級指標	第二級指標
金融市場	資本市場
	外匯交易市場
	銀行業市場
	保險業市場
成長率	資本市場成長率
	經濟成長
	創新投入
產業配合度	創新潛能
	商業環境支援

資料來源：本研究整理

在國際金融中心發展指數報告主要有四部份，其一會對評比對象中，找出發展差異，金融中心會被分類為成熟型、發展型、綜合型與區域型四種，其次會以不同的要素去分析，全球金融市場發展，第三在以區域進行說明金融中心的概況，最後會將焦點至於金磚四國的金融中心動態。

貳、金融競爭力評估結果分析

由於發展時間都不長，難以觀察長期趨勢，故此部分的以近兩年評比數據為基礎。在 GFCI 部分，研究團隊除觀察台灣的排名之外，亦對其他主要競爭對手進行說明，6 大城市中，持續呈現進步的有上海與台北，而香港與新加坡則是穩定佔據全球 3、4 名，深圳較特別，是呈現持續往下的趨勢，各項排名詳如表 4-19。

在研究團隊關注的 6 個城市當中，香港與新加坡是穩定坐領先的位置，上海、北京與深圳雖然名次有所波動，但也皆維持在台北之前，顯示若以地區的概念去排序，則分別為香港、新加坡、中國大陸與台灣。另外上海持續進步，從 2009 年的第 10 名，已經進步到與日本東京並列全球前 5 名了，未來有機會挑戰新加坡地位。

表4-3-4 全球金融中心指數排名

	Oct-09	Mar-10	Oct-10	Mar-11
香港	3	3	3	3
新加坡	4	4	4	4
上海	10	11	6	5
北京	23	15	16	17
深圳	5	9	14	15
台北	25	21	19	19

資料來源：本研究整理

在 IFCD Index 的評比當中，可以發現與 GFCI 相似的兩項結果。其一在排序部分，6 個比較對象中，香港與新加坡仍然是呈現持續領先的情況，接下來的是中國大陸地區的三個城市，最後才是台灣，顯示指標透露台灣的金融競爭力似乎已經落後至 4 地之末。其次，上海持續呈現上升的走勢，依據 2011 年排名，香港、新加坡名列 4、5，而上海則是攀升至 6，顯示其排名持續緊追在後。

表4-3-5 IFCD Index排名

	2010	2011
香港	4	4
新加坡	6	5
上海	8	6
北京	13	14
深圳	22	21
台北	41	40

資料來源：本研究整理

參、評析各項指標的關聯性

競爭力指標與金融相關指標有相關性，不過在各方面表現上卻不盡相同，以下先針對競爭力指標的排序進行說明，再對原因進行分析。

首先在競爭力指標部份，分別觀察 IMD 與 WEF 在香港、新加坡、台灣與中國大陸的排序，詳參表 4-20。IMD 與 WEF 的排序雖然不盡相同，不過整體結構上是相似的，其一香港與新加坡一直佔據 4 地的領先位置，名次雖有變但是二者仍是領先族群，其次中國大陸的競爭力卻是流於 4 地之末，不論在 IMD 或是 WEF 皆可見到此情形，所以在排序上，香港與新加坡仍舊領先，其次是台灣，最後才是中國大陸。

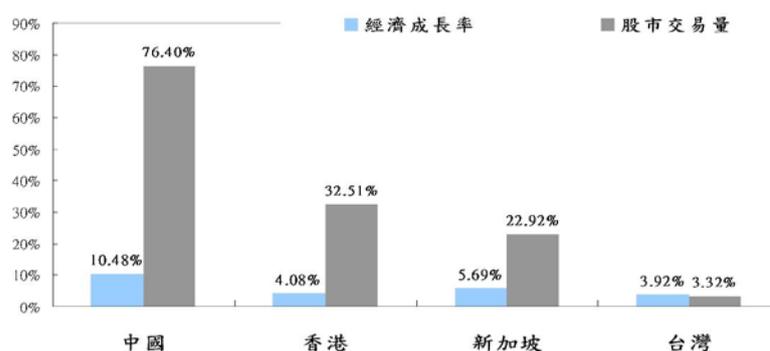
表4-3-6 競爭力排名

機構	IMD			WEF	
	2009	2010	2011	2009	2010
城市	2	2	1	11	11
香港	3	1	3	3	3
新加坡	13	8	6	12	13
台灣	20	18	19	29	27
中國大陸					

資料來源：本研究整理

在國家競爭力與金融相關指標排序中，可以發現香港與新加坡皆是在領先族群，不過之後的台灣與中國大陸卻是不同調的情況，在國家競爭力部分，台灣是領先中國大陸，不過在金融相關指標上，卻是中國大陸城市領先台北的情況，突顯台灣的整體競爭力並未完全反應在金融相關指標。

探究造成排序不同的原因主要有三部分，分別為成長、規模與地區因素。在成長部分，金融競爭力指標較著重成長性，尤其 IFCD Index 主要架構中更是包含成長發展面向，裡面所包括的經濟成長率和資本市場成長率變數，中國大陸的情況更是明顯優於其他三地。



資料來源：IMF、證交所；期間：2001-2010 年

圖4-3-1 四地經濟與股市成交量成長率

觀察經濟與股市交易量兩項，其可發現中國的確實在成長部分擁有優勢，詳參圖 4-3。在經濟成長部分，近 10 年中國的經濟成長高達 10.48%，是台灣與香港的 1 倍以上，此外在股市交易量部分，近十年中國大陸的股票市場快速發展，每年平均成交量成長率高達 76.4%，遠高於香港、新加坡與台灣，其中台灣的成交量成長率更不到 10%，顯示台

灣的股票市場發展有停滯的跡象。更進一步深究，香港與新加坡股市成交量增加，除了開放等各項制度因素外，股票市場的內容亦是關鍵，兩地證券市場近十年來增加了不少中國大陸企業，香港甚至已經成為中國企業海外發行的主要地點。

在規模部分，中國大陸的經濟規模大幅增加，目前已經成為全球第二大經濟體，此也反映在資本市場上，而 GFCI 和 IFCD Index 對此面向的著重程度，遠較國家競爭力大，所以才會讓中國大陸的排序往前，預估規模相關變數在成長率的加持下，中國大陸可望會持續擴大。

在股票市值與成交量規模部分，五個證交所中以上海表現最為突出，上海的股票市值甚至已經超越香港，甚至是台灣的 2 倍以上，新加坡的 3 倍以上，另外在成交量部分，中國大陸更是明顯高於其他地區，除了成交量最高的上海外，就連深圳也高於香港、新加坡與台灣三地。顯示在該類變數上，中國大陸確實佔有優勢。

表4-3-7 各證交所成交量與市值

	香港	新加坡	上海	深圳	台灣
股票市值	2,711	647	2,716	1,311	784
成交量	1496.441	289.31	4,496.19	3,572.53	894.99

資料來源：證交所；單位：十億美元；時間：2010 年底與 2010 年全年

最後在地區上，由於中國大陸區域的發展並不同調，沿海城市的經濟程度已經逐漸追上其他國際都會區，而金融競爭力指標，主要關注的是該地的背景變數，如全球金融中心指數的基礎建設變數是以城市分類，所以也讓中國大陸的排名往前。

中國大陸經濟發展差異性高，深圳、上海與北京等主要城市的人均所得已經逐漸逼近台灣，依據官方統計資料顯示，2010 年深圳人均 GDP 為 15,791，上海與北京則分別為 13,033、11,355 美元，雖然台灣仍保有 18,630 美元，但顯示城市間的差距已經逐漸逼近。

比較 4 地的資本市場優勢，可以發現中國大陸在規模與成長性領域，已經明顯高於其他 3 地，未來彼此資本市場競爭，有可能會出現重新洗牌的狀況。今後台灣不僅要跟香港、新加坡比資本市場制度優勢，也要跟中國大陸比成交量等資本市場內涵表現，此無疑對台灣來說是重大挑戰，以下研究團隊會將重點置於未來大中華區證券市場的競合策略。

第五章大中華區證券市場競合關係

第一節大中華區資本市場現階段發展策略

壹、中國大陸十二五計畫下的資本市場發展策略

一、十二五計劃的金融發展指導

2011年3月17日中國大陸推十二五計畫書，分成十六大篇總計62章，其中與資本市場相關的是第四十八章的「深化金融體制改革」。該章又分為「深化金融機構改革」、「加快多層次金融市場體系建設」、「完善金融調控機制」及「加強金融監管」，希望能推中國大陸全面性的金融改革、開放和發展，構建組織多元、服務高效、監管審慎、風險可控的金融體系，不斷增強金融市場功能，更好地為加快轉變經濟發展方式服務。

其中，「深化金融機構改革」強調金融機構體質的強化與革新。在金融機構的改革上，持續推動中國進出口銀行、中國出口信用保險公司、中國農業發展銀行及中國郵政儲蓄銀行等國營大型金融機構改革，完善現代金融企業制度，強化公司內部治理和風險管理，以提高創新發展能力和國際競爭力。並完善金融機構制度，建立存款保險制度、促進證券期貨經營機構規範發展，強化保險機構的創新服務能力和風險內控能力，加強保險業償付能力監管，深化保險資金運用管理體制改革，穩步提高資金運作水平。

而在「加快多層次金融市場體系建設」中，以提高直接融資比重為指導原則，依序設立「拓寬貨幣市場廣度和深度」、「深化股票審查及發

行制度市場化」、「完善債券市場」及「推動期貨和金融衍生品市場發展」之目標。

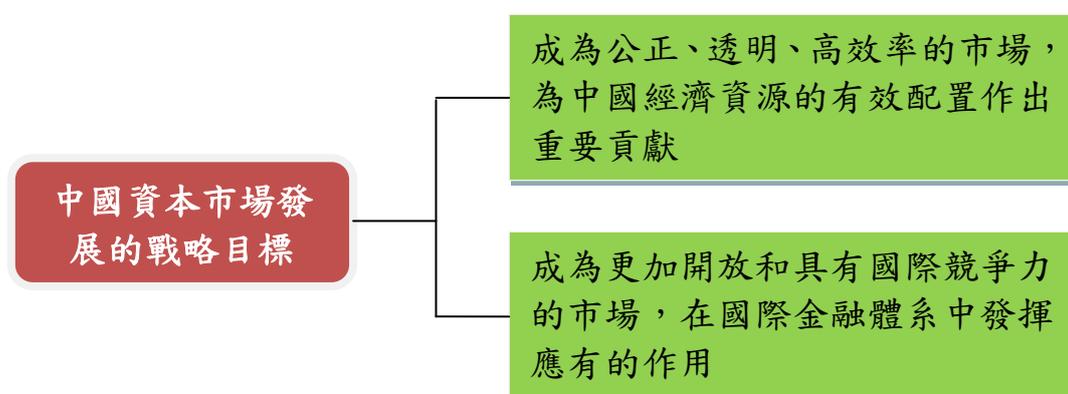
其中，證券市場發展政策提出發展主板和中小板市場，推動創業板市場建設，擴大代辦股份轉讓系統試點，加快發展場外交易市場，探索建立國際板市場。債券市場政策以完善發行管理體制，推動債券品種創新和多樣化，穩步推進資產證券化為核心。在期貨和金融衍生品市場中則以促進創業投資和股權投資健康發展，規範發展私募基金市場為主要政策。並強調市場基础性制度建設，完善市場法律法規。繼續推動資產管理、外匯、黃金市場發展。

而在「完善金融調控機制」制定了中國大陸政府對貨幣政策的指導方向，「以優化貨幣政策目標體系，健全貨幣政策決策機制，改善貨幣政策的傳導機制和環境」為核心。構建整體金融市場審慎管理制度框架，建立健全系統性金融風險防範預警體系、評估體系和處置機制。穩步推進利率市場化改革，加強金融市場基準利率體系建設。完善以市場供求為基礎的有管理的浮動匯率制度，推進外匯管理體制改革，擴大人民幣跨境使用，逐步實現人民幣資本項目可兌換。改進外匯儲備經營管理，拓寬使用渠道，提高收益水平。

最後一節「加強金融監管」之重點是「維護國家金融穩定和安全」。要求完善金融監管體制機制，加強金融監管協調，健全金融監管機構協調機制。完善地方政府金融管理體制，強化地方政府對地方中小金融機構的風險處置責任。制定跨行業、跨市場金融監管規則，強化對系統重要性金融機構的監管。完善金融法律法規。加快社會信用體系建設，規範發展信用評級機構。參與國際金融準則修訂，完善我國金融業穩健標準。加強與國際組織和境外監管機構的國際合作。

二、中國大陸資本市場發展策略

為穩步推動資本市場健全發展，中國證券監督管理委員會明確制訂資本市場中長期發展戰略目標。中國大陸資本市場發展目標是：成為公正、透明、高效率的市場，為中國經濟資源的有效配置作出重要貢獻；成為更加開放和具有國際競爭力的市場，在國際金融體系中發揮應有的作用。

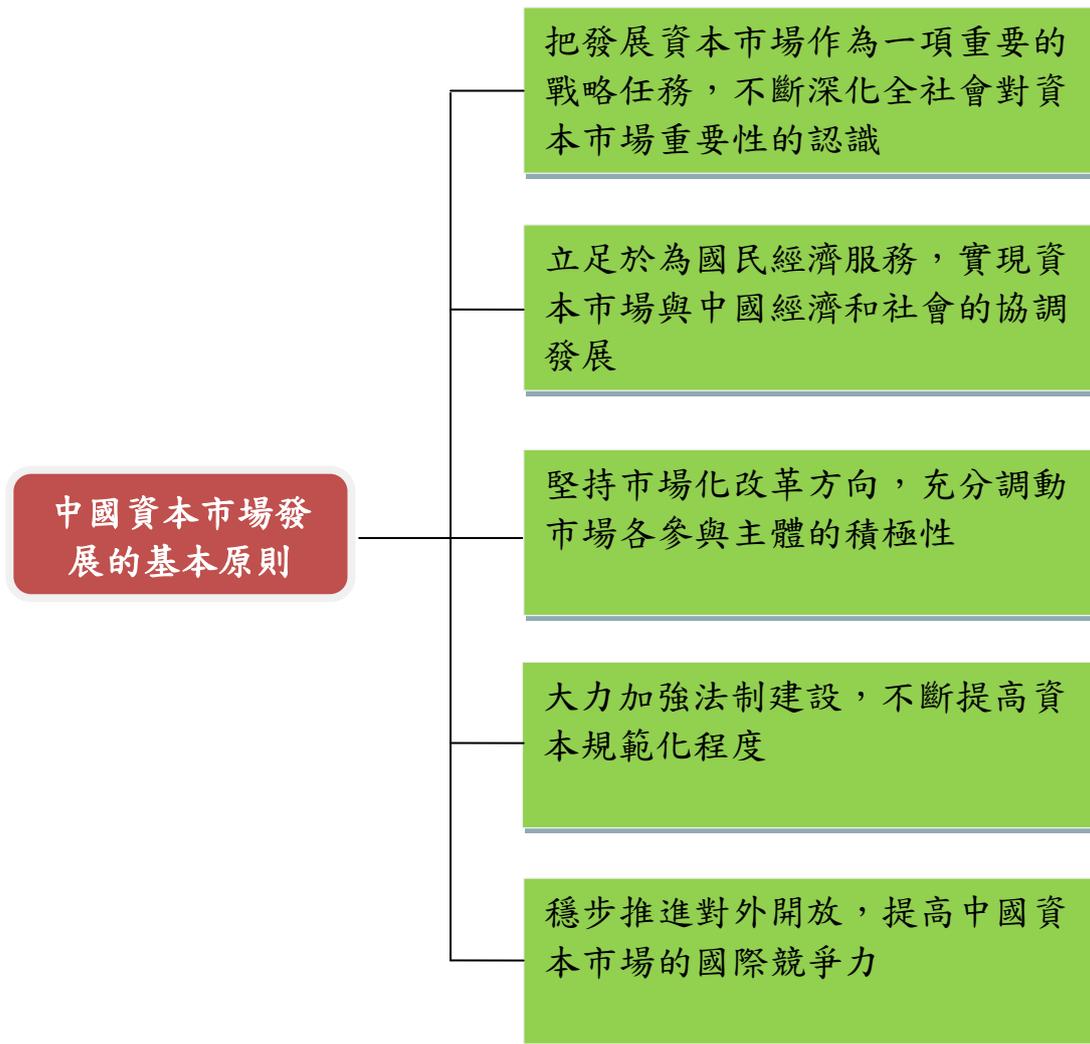


資料來源：中國證券監督管理委員會

圖5-1-1 中國大陸資本市場發展戰略目標

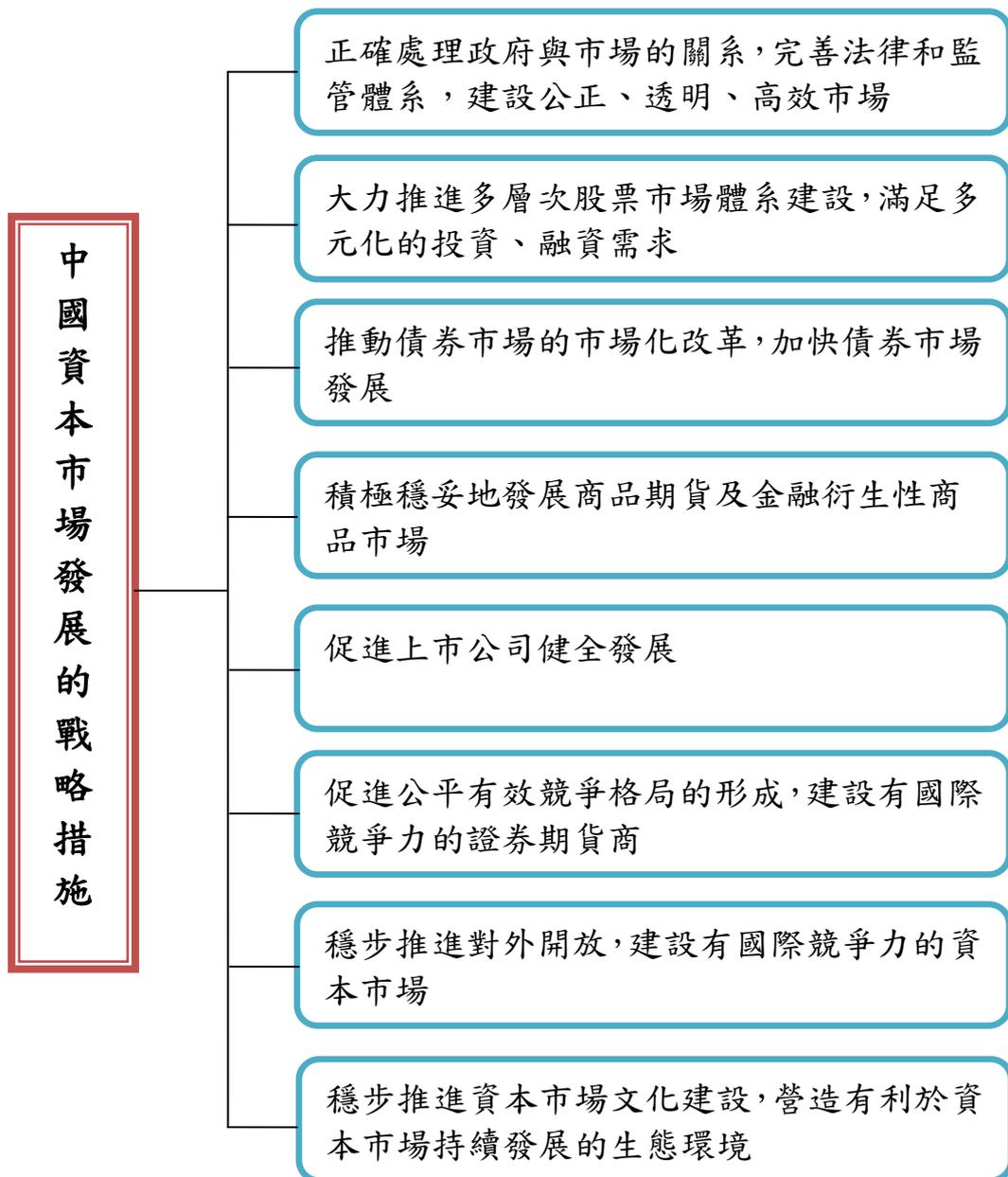
為落實資本市場發展的戰略目標，中國大陸證監會更進一步提出五大基本原則，以科學發展觀點引領資本市場改革和整體發展，進一步深入落實國務院《關於推進資本市場改革開放和穩定發展的若干意見》。³¹

³¹ 為了解決中國大陸資本市場發展的諸多問題，中國大陸國務院於2004年1月31日發佈《關於推進資本市場改革開放和穩定發展的若干意見》，將資本市場的發展提升到國家戰略任務的高度，並提出九個面向的綱要性意見，為中國大陸資本市場的改革與發展奠定基礎與指導原則。



資料來源：中國證券監督管理委員會

圖5-1-2 中國大陸資本市場發展的基本原則



資料來源：中國證券監督管理委員會

圖5-1-3 2008年至2020年中國大陸資本市場發展的戰略措施

在實際推動的措施上，證監會針對未來 2008 年至 2020 年資本市場發展，提出具體的八大戰略要點。

1.完善政府與市場關係，健全法律和監管體系，建設公正、透明、高效市場

由於政府往往同時兼具監管者和推動者的雙重責任。因此正確的政府與金融市場關係，合理界定政府職能權限，改善政府與市場之互動，是決定金融市場能否健全、持續發展的重要因素。

該要點可在細分為「簡化行政審查流程，建構市場化之發行和創新機制」、「完善法律體系，加大執法力度」、「加強監管隊伍建設，提高監管效率」及「加強監管協調，防範金融風險」五點細則。

簡化行政審查流程，建構市場化之發行和創新機制：強調政府應該隨著金融市場的發展調整職能、關係、優化金融市場結構，並減少行政審查流程以提高政府行政效能。其次，政府應該繼續深化股票發行制度的市場化改革，除了逐步實現由核准制度向註冊制轉變，更應該構建以市場為主導的創新機制，依經濟發展需求的各種需求，推出相應之金融商品，以推動資本市場的持續發展。

完善法律體系，加大執法力度：政府應依經濟發展不斷完善金融市場法律法規，建立與時俱進及具中國特色的資本市場法律體系；進一步加大資本市場的執法力度，提高違規成本；加強與公安、工商、其他金融監管部門等相關行政執法機構以及檢察院、法院等司法機關的協調合作，建立有效的執法合作體系；逐步建立並完善資本市場仲裁機制，發揮仲裁機構在資本市場中的爭議解決功能。

加強監管制度，提高監管效率：政府除了需借鑒國際市場的監管經驗，不斷深化中國大陸監管機構的改革，加強監管的獨立性，建立更加富有吸引力和靈活性的人才管理機制，使監管機構的設定和人員構成更

好地服務於資本市場的發展。同時，不斷改進資本市場的監管理念、模式和內容；落實監管重點從以審批為主之方式，轉變成以資訊披露為主，監管模式逐步實現從機構監管向功能監管轉變；加強對市場發展前瞻性問題的研究，建立科學的風險預警和防範機制；逐步完善由監管機構、自律組織、交易所共同組成的多層次監管體系，提高監管效率。

加強監管協調，防範金融風險：強化各監管機構間的協調與合作，建立和完善各種金融風險和外部衝擊的快速決策和反應機制，維護資本市場的穩健運行和國家金融安全。

2.推動多層次股票市場體系，滿足多元化的投資及融資需求

隨著中國大陸經濟的持續發展、轉型和金融體系逐步建立，企業與民間對於金融服務的需求持續提高與多元化。同時，伴隨總體經濟穩步的成長及民間財富持續的累積，各類投資需求浮現，資本市場發展多樣化的趨勢成形。因此多層次股票市場成為資本市場的重點發展策略。其可分成「發展主板市場」、「完善中小企業板」、「推動創業板」、「構建全國性的場外交易市場」、「建立不同層次市場的交易制度和轉板機制」及「完善登記、託管和結算體系」，內容簡述如下：

積極推動主板市場發展：擴大主板市場的規模，繼續鼓勵和協助代表中國經濟的藍籌公司及境外上市的中國企業和紅籌公司回到中國大陸上市；並推動各種企業併購與整合方式，推動擴大企業規模，提升上市企業家數。同時，強化企業內控機制和公司治理結構，建立和完善上市公司規範制度，並要求依法令規定披露企業資訊，同時強化對股東、經營者、主管人員及董事的監管，加大打擊違法違規行為及懲罰力度。

積極完善中小企業板發展：依中小企業特性完善各項交易制度，以擴大中小企業板的市場規模，同時提高中小企業板的流動性，建立符合中小企業特點的快速融資機制，提高中小企業板公司再融資的靈活性，持續增強廣度和深度。

加速健全創業板運作：為中國大陸創新型和高成長性企業提供融資管道，為創業資本提供退出平台，大陸積極完善創業板市場；同時，借鑒國際經驗，結合中國大陸創新型企業成長需求，在創業板推行更加市場化的發行上市制度；建立相應的交易制度和資訊披露監管制度，並防範風險，保護投資者合法權益。

建立統一監管的全國性場外交易市場：推動場外交易市場建設，進一步拓展代辦股份轉讓系統的功能，為非上市公司股份的轉讓和流通提供必要的交易管道，形成統一監管的非上市公司股份報價轉讓平臺。

建立不同層次市場的交易制度和轉板機制：根據企業和投資者的不同特點，實施差異化的交易制度，實現風險分層管理提高市場效率。建立不同層次市場間的轉板機制，逐步形成各層次市場間交流的市場體系。

完善登記、託管和結算系統：加強相關法規制度建設，以保護投資人權益為核心，進一步明確各相關主體的權利義務關係；健全風險控制機制，維護市場安全運作，不斷提高市場運行效率；借鑒國際經驗，在安全、效率和創新方面逐步達到國際一流水平。

3.推動債券市場改革，加速債券市場的發展

債券市場是資本市場最重要的一環，債券市場豐富了企業的融資管道，為投資者提供了風險較低、收益相對穩定的投資產品。此外，大力

推動發展債券市場的發展，可以達到提升直接融資比例，多元化企業籌資管道，改善中國大陸資本市場結構。是以，證監會針對債券市場的發展提出了以下政策。

完善監管體制，改革發行制度：應建立職責明確、集中統一的監管體制，制定債券發行、交易和資訊披露的有關監管規則；加快推進公司債券發行制度改革，提高發行效率，逐步建立發行利率、期限、品種的市場化選擇機制。

建立健全債券市場信用責任機制：建立發債主體的資訊披露制度，確保投資者及時、準確獲得資訊；規範債券市場中介服務機構，提高其管理和服務品質；健全債券信用評級制度，建立債券市場的市場化的管理機制；建立誠信檔案公示制度和有效的行政、民事和刑事責任追究機制；增強投資者對債券投資的風險意識，保障債券持有人的合法權益。

整合債券交易結算體制：積極推動交易所債券市場和銀行間債券市場的交流平台，建立安全、高效、統一的債券市場；並加速債券市場相關技術系統建設，提高不同登記結算機構間的轉存管效率；逐步形成由交易所市場和場外交易平台共同組成的多層次債券市場，為不同類型的投資者提供最優的交易場所和平臺。

豐富債券品種，完善債券投資者結構：建立以市場為主導的創新體制，推動債券市場產品發展；在穩步發展公債、公司債、可轉換債券等產品的同時，積極推動其他固定收益類和結構化金融產品的創新；擴大具有風險識別能力和承擔能力的機構投資者隊伍，創造有利於債券市場發展的外部環境。

4.積極穩定發展商品期貨及金融衍生性商品市場

期貨市場對各種商品市場的成熟和中國經濟的穩定發展具有重要意義，因此，要穩步推進行期貨市場發展，強化期貨及各類衍生性金融商品的制度建設，擴大規模，使期貨市場在中國大陸經濟發展中發揮應有的作用。為此證監會訂立以下政策。

完善期貨市場商品體系，穩步發展金融衍生性商品：逐步推出大宗商品期貨品種，以滿足相關企業日益增長的風險管理需要，並完善能源、金屬、農畜產品等期貨品種系列；逐步發展商品期權交易，穩步發展各類金融衍生品。

健全期貨市場交易機制：完善期貨保證金監控機制和期貨公司淨資本安全監管制度，繼續推動期貨交易所建設，完善期貨交易結算制度，維護市場穩定運行。

強化投資人結構：促進以機構投資者為主的投資者環境；在風險可控的前提下，推動適合各類機構運用的金融衍生商品，並進行風險管理；推動企業在期貨市場進行套期保值交易；推動各類金融機構參與金融衍生品業務。

5.健全上市公司發展

上市公司品質是資本市場的基石。應不斷完善上市公司監管體系和市場規範，提高公司治理水平和整體品質，穩固資本市場發展的基礎。證監會提出以下政策重點。

加強公司資訊披露：改進資訊披露的內容、格式和程式，強化資訊披露監管手段，提高資訊披露監管的有效性和權威性，加大違規披露的成

本，提高資訊披露的品質；不斷借鑒國際先進經驗，完善資訊披露的電子化平臺，提高資訊披露的即時性。

完善公司治理結構：不斷完善公司治理結構，提高公司治理水平；進一步完善獨立董事制度；督促上市公司加強內控制度建設，加強公司自我評估和外部審計檢查，提高風險防範能力；建立有效的激勵規範；鼓勵機構投資者參與公司治理。

推動併購重組市場規範發展：不斷完善公司併購重組法律法規體系，建立活躍與規範的併購重組市場，形成對公司有效的外部規範，促進上市公司發展，完善市場化的優勝劣汰機制。

完善上市公司退場機制：建立退場制度的靈活性，以適應不斷變化的市場情況；建立對有重大違法違規行為的退市公司高管人員的責任追究制度；建立有效的賠償制度，保護退市公司投資者及相關債權人的合法權益；根據《企業破產法》，建立有效的破產公司接管制度。

6. 建立公平競爭格局，促進證券期貨業國際競爭力

資本市場的效率和健康發展有賴於證券公司、證券投資基金管理公司、期貨公司和其他證券期貨經營機構的規範運作，資本市場的國際競爭力也取決於這些機構的核心競爭力。因此，營造鼓勵創新和公平競爭的環境，促進證券期貨業的發展，具有重要意義。

放鬆管制，營造有利於創新和公平競爭的環境：在風險可測、可控、可承受前提下，推動證券期貨經營機構進行各種創新和業務發展，使證券期貨經營機構成為推動創新和發展的主體；積極營造公平有效的競爭環境，完善優勝劣汰機制，使證券期貨經營機構在競爭中不斷增強核心

競爭力。同時，進一步簡化行政審查流程，逐步放鬆管制，把經營決策權更多地交給市場參與主體，繼續完善有利於創新的市場環境，形成監管機構與市場參與主體定位明確、各司其職、共同推動的創新協調機制。

完善證券期貨公司管理制度：積極推動證券公司、基金公司和期貨公司等證券期貨經營機構的內控制度發展，不斷提升公司管理水準；立足於國情，借鑒國際經驗，不斷提高證券期貨經營機構的管理水平；建立健全股權激勵機制，促進以人力資本為核心競爭力的證券期貨經營機構。

完善風險管理制度，拓寬業務範圍，提高核心競爭力：建立風險預警指標體系，完善內控制度，持續改善證券公司風險管理制度；拓寬證券期貨業務範圍，積極發展多元化經營的模式；完善併購、收購和退場機制，促進行業整合，實現優勝劣汰，永續提高證券公司國際競爭力。

創造機構投資者投資環境：創造機構投資者投資環境，吸引保險資金、社會保障資金和其他機構投資者逐步增加在資本市場的參與程度；發展證券投資基金，擴大基金規模，拓展基金公司的業務範圍和業務模式，推動基金業的產品創新、業務創新、組織創新和制度創新；繼續穩步發展具有私募性質的投資基金，形成多元化、多層次的專業機構投資環境。

培育資本市場專業人才：透過從業人員專業培訓、執業資格考試等多種手段以及市場競爭和篩選，培養與國際接軌、熟悉國際通行運作規則又了解中國國情的資本市場專業人才。

7.穩步對外開放，提升資本市場國際競爭力

遵循「積極穩妥、循序漸進，兼收並蓄、為我所用、公平競爭、互利共贏」的基本原則，以提升資本市場國際競爭力為目標，優化開放結構，提高開放品質，在不斷強化本國資本市場條件下，持續安全、有效的擴大資本市場的對外開放。

掌握對外開放時機，建立對外開放管道：放寬境外企業在中國大陸交易所上市，推動證券交易所逐步向全球企業開放，提升中國資本市場的全球競爭力；吸引國際投資者與資金，逐步加大外資投資於中國資本市場的比例和範圍；循序漸進、防範風險、保障金融安全的前提下，把握開放的程度和節奏，選擇符合中國國情的對外開放路徑，並根據市場發展的需求，逐步提高合資證券期貨經營機構外資持股的比例，擴大經營業務的範圍，創造有效的競爭格局，以提升證券期貨經營機構的國際競爭力。

持續推動兩岸四地(中國大陸、香港、澳門及台灣)金融合作。

完善「走出去」路徑：積極創造條件推動中國大陸境內證券期貨經營機構和機構投資者參與國際市場。鼓勵更多符合條件的境內證券公司、基金公司、期貨公司等，在境外設立分支機構或合資公司，有選擇性地在一些領域開展國際業務，推動內控制度良好的機構投資者投資於國際市場，透過參與國際競爭與合作，熟悉和掌握國際資本市場的規則和技術，積累管理經驗，提高國際競爭力。

加強國際監管合作：強化國際金融市場的監管協調，共同防範金融風險，強化與境外證券期貨監管機構、國際證監會組織（IOSCO）以及其他國際組織的交流與合作。

8.推動資本市場文化建設，營造持續發展環境

良好的生態環境左右資本市場未來的發展，因此，要促進健康的資本市場文化形成，營造有利於資本市場發展的環境，達成資本市場永續健全發展之目標。

加強投資人教育：加強一般中小投資者的風險教育，宣導「買者自負」的風險自擔意識，強化風險防範意識和價值投資理念，培育理性的個人投資者和規範運作的機構投資者。提高投資者對資本市場的認知和理解程度，為資本市場產品創新奠定基礎。不斷提高投資者的權益意識，加強對投資者的法制教育，使投資者學會保護自身的合法權益。

建設健全的股權文化和誠信環境：健全的股權文化和誠信環境的建設是一個整體的系統工程，其涉及多方面因素，既需要透過加強法制建設、強化執法手段、完善市場資本規範機制等措施來增加違規成本，也需要透過宣傳教育等手段推動全社會逐步認同維護股東權益等價值觀念。

三、中國大陸多層次股票市場的發展

2000年以前，中國資本市場層次單一，只有上海、深圳證券交易所兩個交易所市場，企業發行上市的標準單一，門檻較高，難以滿足處於不同階段、不同類型企業的融資需求和投資者不同的風險偏好。為豐富資本市場層次，深交所於2001年開始發展籌建創業板，並於2005年5月先行設立中小企業板。

為了妥善解決原STAQ系統³²及NET系統³³掛牌公司流通股的轉讓問題，中國證券業協會於2001年設立了代辦股份轉讓系統，此後該

³² STAQ系統全稱是全國證券交易自動報價系統，由證券交易所研究設計聯合辦公室（聯辦，現更名為中國證券市場研究設計中心）於1992年7月開辦，主要進行法人股交易。

³³ NET系統全稱是全國電子交易系統，由中國證券交易系統有限公司於1993年4月開辦，主要進行法人股交易。

系統承擔了從上海、深圳交易所下市公司的股票流通轉讓功能。2006年1月，中關村高科技園區非上市股份制企業開始進入代辦股份轉讓系統掛牌交易，該系統的功能得到拓展。中小企業板市場的推出和代辦股份轉讓系統的出現，標誌著中國在建設多層次資本市場體系方面邁出了重要的一步。

表5-1-1 1999—2010年中國大陸股票市場一覽表

年分	A股籌資 (億元)	B股籌資 (億元)	股票市價 總值(億元)	股票流通 市值(億元)	股票成交 金額(億元)
1999	893.6	3.8	26471.2	8214.0	31319.6
2000	1527.0	14.0	48091.0	16087.5	60826.7
2001	1182.1	0	43522.2	14463.2	38305.2
2002	779.8	0	38329.1	12484.6	27990.5
2003	819.6	3.5	42457.7	13178.5	32115.3
2004	835.7	27.2	37055.6	11688.6	42334.0
2005	338.1	0	32430.3	10630.5	31664.8
2006	2463.7	0	89403.9	25003.6	90469.0
2007	7728.2	0	327140.9	93064.4	460554.9
2008	3534.95	0	121366.44	45213.9	267112.64
2009	4561.92	0	243939.12	151258.65	535986.74
2010	10275.2	0	265422.59	193110.41	545633.54

資料來源：中國證券監督管理委員會

近年來中國政府為了推動多層次資本市場發展，實施了多項措施。簡述如下：

1. 股權分置改革

為因應經濟體制的變革，2005年4月中國大陸政府推出的股權分置改革(簡稱股改)試點，主要是通過非流通股東和流通股東之間的利益平衡協商機制消除A股市場股份轉讓制度性差異的過程，強化市場對上市公司的約束機制；簡言之，就是將以前不可以上市流通的國有股(包含其他各種形式不能流通的股票)拿到市場上流通。中國證監會為了啟動股

改，在中國證券市場上暫停一年所有公司 IPO 的申請(2005 年 6 月中至 2006 年 6 月中)

爲了進一步加快股權分置改革收尾進程，促使股權分置問題儘快得到全面解決，滬、深兩家證券交易所對上市股改公司採取特別的差異化制度安排，包括漲跌幅限制比例擬設爲 5%，剔除出指數樣本股、適時採取差異化的競價交易方式等，以督促未股改公司大股東、實際控制人加快啓動股權分置改革工作，防範市場相關風險。

2. 中小企業板

2004 年 5 月，深交所正式在主板市場內設立「中小企業板」，可以說是大陸「創業板」的前身，集中安排符合主板發行上市條件且規模較小的企業上市。基本上，以台商之規模而言，即較適合在中小板上市。中小板市場為中小企業搭建了良好的資本平台，對促進中小企業成長和多層次市場建設發揮了巨大作用。

中小板上市公司家數快數增加，由 2004 年僅 38 家掛牌，至今年已經突破 600 家，且每年的營業收入和淨利潤的年均成長率均有相當不俗的表現；2011 年第三季的業績快報顯示，中小板公司營業收入及淨利潤分別平均增長 26.08%及 14.84%。中小板市場的發展也為投資者帶來了豐厚回報，中小板綜合指數自 2005 年 6 月發佈以來，不到 5 年內累計漲幅接近 5 倍。

目前，中小板已成為多層次市場的重要組成，並呈現強勁增長勢頭。截至 2011 年 11 月，在中小板上市的公司達到 635 家，流通市值超過 1.64 兆元人民幣，發行總市值合計逾 3.12 兆元人民幣，占深市 A 股的比例分別為 34%和 46%。

3.創業板

創業板市場是為了因應自主創業家、創新企業及其他成長型創業企業的發展需要而設立的市場，地位次於主板市場的二板證券市場。與主板市場只接納成熟的、已形成足夠規模的企業上市不同，創業板具有上市門檻低，資訊披露監管嚴格等特點，創業版的成長性和市場風險均高於主板市場。

大陸創業板的起源最早可追溯到 1998 年，全國人大常委會成思危副委員長在當年兩會上提交了《關於借鑒國外經驗，儘快發展我國風險投資事業》提案，提出規範和發展股票主板市場，推進風險投資和創業板市場建設。1999 年起，深交所開始著手籌建創業板，2000 年 10 月之後為此甚至停止了主板的 IPO 項目，然而隨著 2001 年初那斯達克神話的破滅，香港創業板也從 1200 點跌到最低 100 多點，且大陸股市醜聞頻傳，成思危建議緩推創業板。直到 2004 年 5 月證監會同意深交所開辦中小企業板，為創業板的過度板塊，但其上市條件為主板無異。

2009 年 3 月 31 日，大陸證監會發布《首次公開發行股票並在創業板上市管理暫行辦法》，並自 5 月 1 日起實施。同年 10 月 31 日，籌備十年之久的創業板開盤交易。首日平均本益比即達 56 倍，最高達 200 倍，有 8 成、19 支股票因漲幅過大，兩度停牌。第二個交易日 28 支創業板股票有 20 支跌停。由暴漲暴跌的情況，可嗅出濃濃的投機炒作味。

就目前創業板實際狀況而言，在新股發行市場化的大旗下，創業板新股 IPO 本益比屢創新高：2009 年 10 月份首批 28 家新股最高發行本益比 82.2 倍，平均發行本益比 56.6 倍，遠高於主板二級市場平均約 23 倍的本益比；據統計，目前創業板上市公司 275 家，平均發行價約 35 元，

平均發行市盈率近 68 倍，平均招募比為 200%。高本益比、高發行價相對應的則是高額超募資金，創業板企業實際募集資金遠遠超出其招股說明書中羅列的擬投資專案所需資金。

創業板企業規模小，籌資額也小，當然上市要求條件就比主板來的寬鬆許多，但是由於其經營風險高、下市風險大，在資訊揭露方面就比主板要求更為嚴格，還必須在招股說明書上特別增加創業板市場風險提示，提醒投資人審慎投資。而創業板市場也針對投資人事先設定一定的准入要求，例如深圳證交所規定須「具有兩年以上（含兩年）股票交易經驗的自然人投資者可以申請開通創業板市場交易」，而主板則沒有投資者准入的管制。

大陸之於創業板，就如同美國之於那斯達克。創業板的開板，不僅豐富了投資人的投資管道、增加券商在直接投資、經紀、承銷等多方面業務收入，更重要的是有助於大陸創新型中小企業的成長，活絡資本市場，進一步完善資本市場體系。

但目前，大陸的創業板市場仍不夠完備，存在本益比過高、發行價格貴、資金超募的三高現象，容易造成股價操控過度炒作的行為。大陸政府應該做的，除了嚴格控制風險外，就是要加速推進更多企業上市，縮短企業發行上市的週期，積極做大市場規模，使創業板穩健發展。下表為創業板和主板、中小板的比較表。

表5-1-2中國大陸證券交易所主板、中小企業板和創業板上市條件表

條件	A股及中小企業板	創業板
經營時間	持續經營3年以上	持續經營3年以上
財務	<ol style="list-style-type: none"> 最近3個會計年度淨利潤均為正數且累計超過人民幣3000萬元，淨利潤以扣除非經常性損益前後較低者為計算依據。 最近3個會計年度經營活動產生的現金流量淨額累計超過人民幣3000萬元；或者最近3個會計年度營業收入累計超過人民幣3億元 最近一期不存在未彌補虧損 	<ol style="list-style-type: none"> 最近兩年連續盈利，最近兩年淨利潤累計不少於1000萬元，且持續增長 最近一年盈利，且淨利潤不少於500萬元，最近一年營業收入不少於5000萬元，最近兩年營業收入增長率均不低於30%。淨利潤以扣除非經常性損益前後較低者為計算依據
資產	最近一期末無形資產(扣除土地使用權、水面養殖權和採礦權等後)占淨資產的比例不高於20%	最近一期末淨資產不少於2000萬元，且不存在未彌補虧損
股本	發行前股本總額不少於人民幣3000萬元	發行後股本總額不少於3000萬元
主要經營業務	最近3年內主要營業業務沒有重大變化	發行人應當主營業務突出。同時要求募集資金只能用於發展主營業務
退市條件	<ol style="list-style-type: none"> 公司股本總額、股權分布等發生變化，不再具備上市條件，並在限期內未能消除 公司不按規定公開其財務狀況，或者對財務會計報告作虛假記載，經查實後果嚴重 公司最近三年連續虧損，在限期內未能消除 公司有重大違法行為，經查實後果嚴重 公司被解散、被行政主管 	<ol style="list-style-type: none"> 公司最近三年連續虧損，在限期內未能消除 最近一個會計年度資產為負 最近一個會計年度的財務會計報告被會計師事務所出具否定或無法表示意見的審計報告 股票連續120個交易日累計成交低於100萬股 公司股本總額、股權分布等發生變化，不再具備上市條件，並在限期內未能消除 公司不按規定公開其財務狀

	部門依法責令關閉或者被宣告破產	況，或者對財務會計報告作虛假記載，經查實後果嚴重 7.公司有重大違法行為，經查實後果嚴重 8.公司被解散、被行政主管部門依法責令關閉或者被宣告破產
董事及管理層	最近3年內沒有發生重大變化	最近2年內未發生重大變化
實際控制人	最近3年內實際控制人未發生變更	最近2年內實際控制人未發生變更
同業競爭	發行人的業務與控股股東、實際控制人及其控制的其他企業間不得有同業競爭	發行人與控股股東、實際控制人及其控制的其他企業間不存在同業競爭
關聯交易	不得有明顯有失公平的關聯交易，關聯交易價格公允，不存在通過關聯交易操縱利潤的情形	不得有嚴重影響公司獨立性或者明顯有失公允的關聯交易
成長性與創新能力	無	發行人具有較高的成長性，具有一定的自主創新能力，在科技創新、制度創新、管理創新等方面具有較強的競爭優勢
募集資金用途	應當有明確的使用方法，原則上用於主營業	應當具有明確的用途，且只能用於主營業務

資料來源：台灣經濟新報，《TEJ 中國金融市場-中國市場簡介》

四、中國大陸債券市場的發展

中國大陸債券主要交易平台有「銀行間市場」、「交易所市場」及「銀行櫃檯交易市場」。銀行間債市場是目前中國大陸債券交易的主要平台，是中國人民銀行於1997年建立，是以中央國債登記結算公司為平台，以機構投資人為主，由報價驅動的櫃檯交易市場，受到中國人民銀行管理，買賣雙方通過電子易系統進行詢價談判。2000年以來，該市場的制度建設逐步完善，債券種類和規模不斷擴大。金融機構進入銀

行間債券市場之審查方式，由審批制改為備案制，建立了短期融資券的備案管理制度。

且市場參與者逐步擴大到境外機構投資者及非金融機構，並允許國際機構發行人人民幣債券，開放企業債券進入銀行間債券市場交易。在發行商品種類上，先後推出外幣金融債券、商業銀行次級債券、證券公司短期融資券、工商企業短期融資券、商業銀行普通金融債券、商業銀行混合資本債券、債券遠期交易、信貸資產支持證券等商品。此外，該市場的交易和登記結算系統等基礎設施逐步完善，實現了券款兌付和債券交易結算的直通式處理。

「交易所市場」則是由指令驅動的市場，亦即上海證交所和深圳交易所，受中國證監會管理。交易所債券市場的債券品種和市場規模持續增加，交易方式不斷完善。2002年實行的國債淨價交易³⁴方式提高了市場的流動性和活躍性，2004年推出了買斷式國債回購交易³⁵，2005年9月，中國大陸次發行企業「證券化商品」、「聯通收益計劃」³⁶上市交易，2006年推出了可分離交易可轉債³⁷，市場登記、托管與結算業務規則尤其是國債回購業務規則進一步完善。此外，部分企業債券試行通過交易所網上公開發行，提高了發行的透明度，加強了發債主體的信息披露等。

³⁴ 淨價交易是一種在債券現券買賣時，以不含有自然增長應計利息的價格報價並成交的交易方式。也就是說，將國債成交價格與國債的應計利息分解，讓交易價格隨行就市，而應計利息則根據票面利率按天計算，從而使國債的持有人享有持有期間應得的利息收入。

³⁵ 買斷式國債回購交易是指持有人在賣出國債的同時，與買方約定在未來某一時間，以約定格價再以買方購品該筆國債的交易。

³⁶ 聯通收益計劃全名是中國聯通 CDMA 網路租費收益計劃，是以中國聯通 CMDA 網路賃收費權為基礎資產發行的證券化商品。

³⁷ 從概念上說，可分離交易可轉債是債券和股票證券的混合型證券（hybrid securities），屬於附認股權證公司債（Bond with Warrants, or Warrant Bond）的範圍。附認股權證公司債指公司債券附有認股權證，持有人依法享有在一定期間內按約定價格（執行價格）認購公司股票的权利，也就是債券加上認股權證的產品組合。是股票與債券以一定的方式結合的融資工具，兼具債券和股票融資特性。

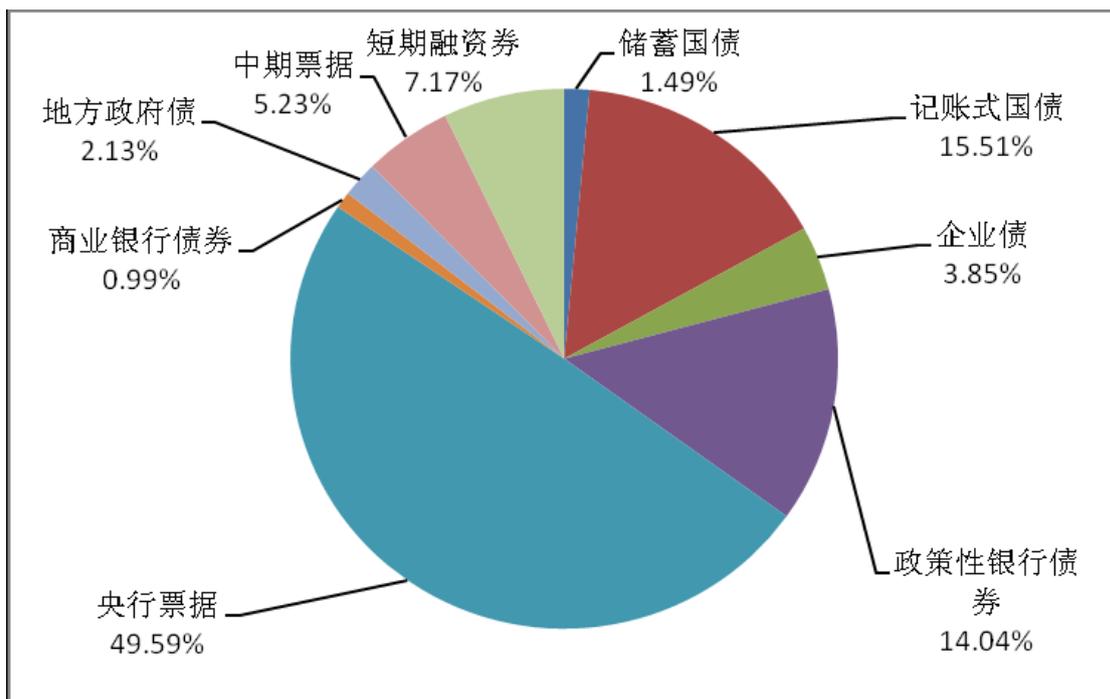
「銀行櫃檯交易市場」是銀行間債券市場的延伸，設立於 2002 年，主要是商業銀行提供個人投資者和中小企業的國債零售業務。此後，國債交易網點快速增加，個人投資者數量和交易結算量也有一定的增長。

根據中國銀行間市場交易商協會的研究統計，2011 年第三季中國債券市場交易了 54.24 兆元人民幣，其中銀行間市場交易了 43.33 兆元人民幣，佔比 87.27%，而滬深兩地的交易所成交 6.9 兆元人民幣，佔比為 12.73%，銀行櫃檯銷售比重僅 0.001%。該數據指出銀行間債券市場是目前中國大陸主要的債券交易平台，這兩年來交易所市場的比重有顯著的提升，由 2008 年前的不足 5%，提升至 2011 年第三季的 12.73%。

至 2010 年底，中國大陸債券市場各類發行債券發行結構來看，央行票據、國債和政策性金融債三類債券仍是中國債市的主要供應者，三者合計發行量占總發行量的比重超過 80%，且佔比持續增加，較 2009 年的 76%提高 4%。

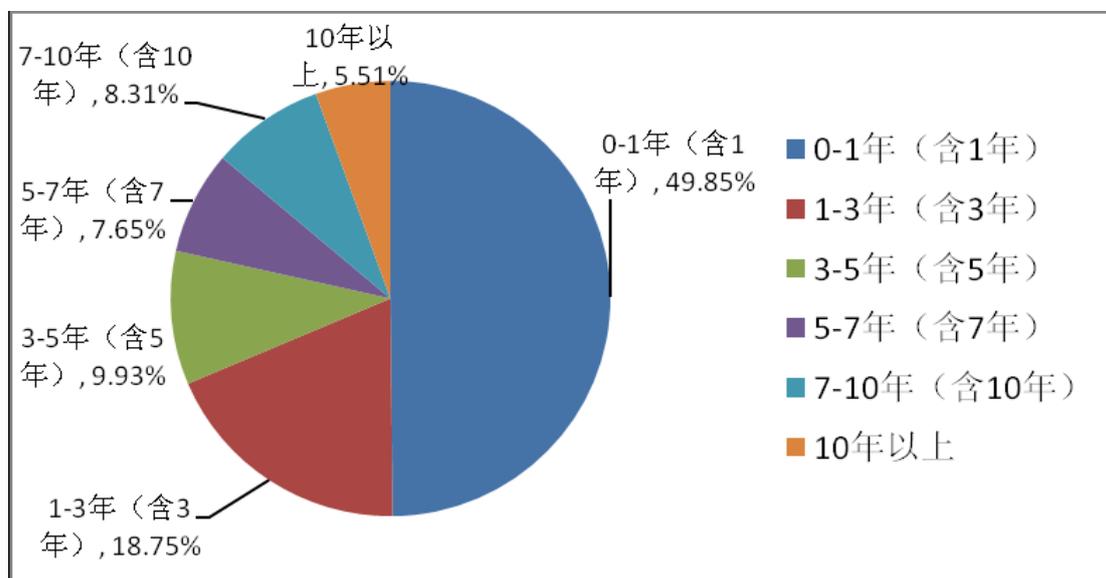
扣除央票後，2010 年政府和企業通過銀行間債券市場共籌資 4.848 兆元人民幣，較 2009 年增加 1745.62 億元人民幣，其中政府和政策性銀行籌資規模 3.107 兆元人民幣，約占 64.8%，明顯較 2009 年的 59.68%，增加 5 個百分點，企業機構籌資規模 1.7409 兆元人民幣，僅占 35.91%，較 2009 年下滑 4 個百分點至 40.32%。

以發行期限來看，發行期限愈短比重愈高，一年期以下短期債券發行規模約占 50%，較 2009 年下滑了 10 個百分點。發行量次高的是 1-3 年期的中期債券，約占 19%。而 10 年期以上的長期僅占 6%，與 2009 年相當。



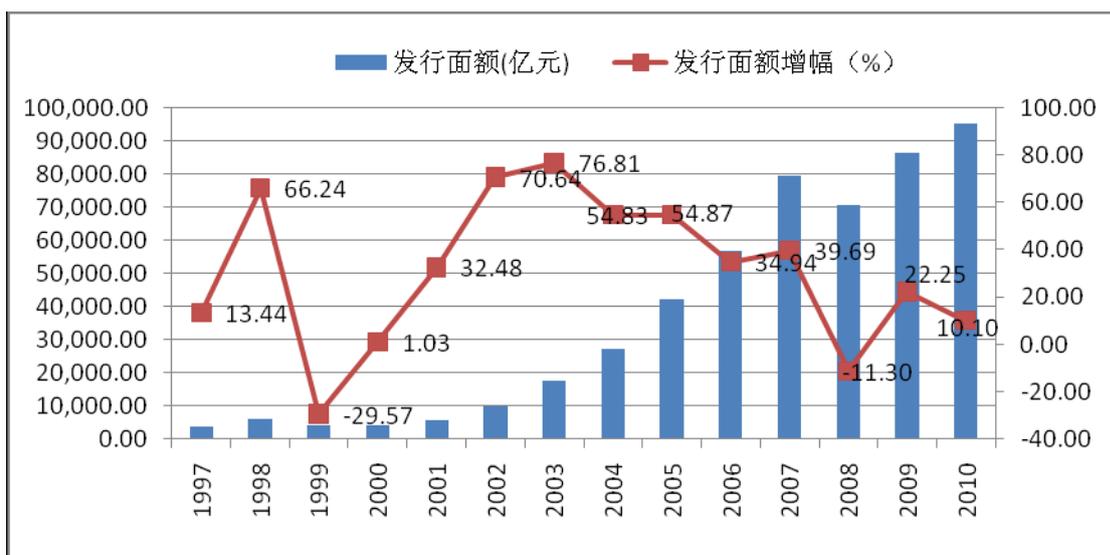
資料來源：中國債券訊息網，2010年銀行間債券市場統計分析報告

圖5-1-4 2010年中國大陸各類債券累計發行量比重



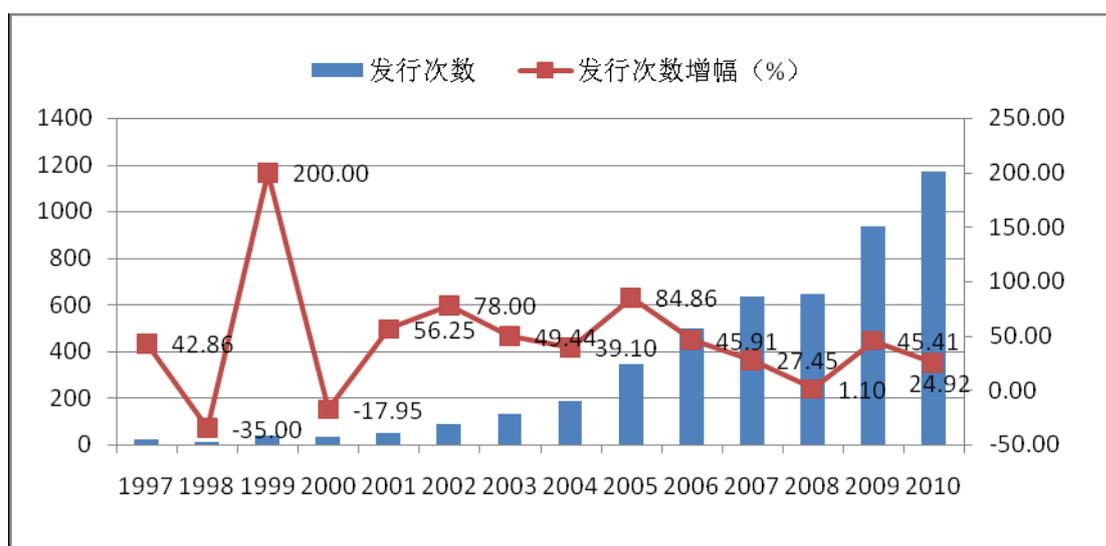
資料來源：中國債券訊息網，2010年銀行間債券市場統計分析報告

圖5-1-5 2010年中國大陸各期限債券累計發行量比重



資料來源：中國債券訊息網，2010年銀行間債券市場統計分析報告

圖5-1-6：1997年以來中國大陸債券發行面額及增幅



資料來源：中國債券訊息網，2010年銀行間債券市場統計分析報告

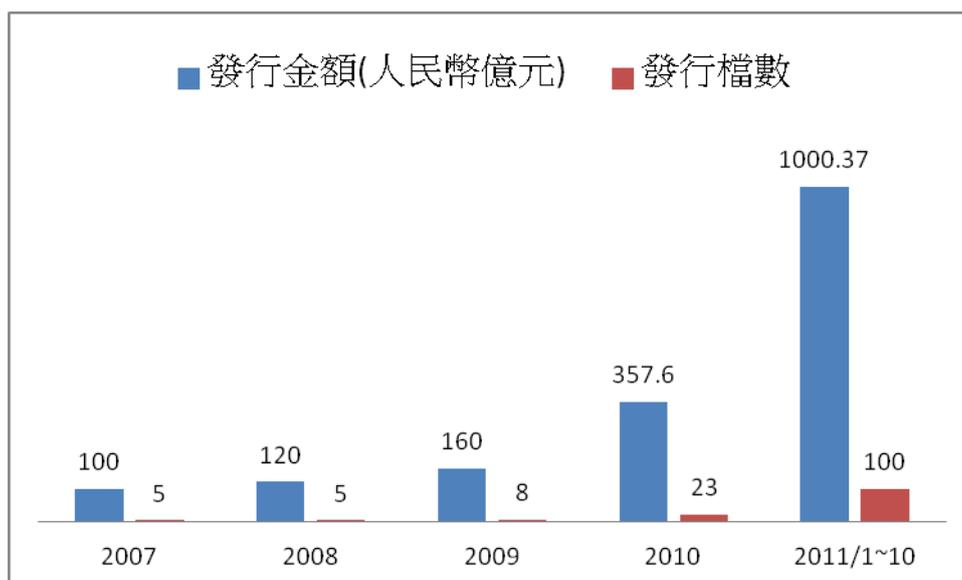
圖5-1-7：1997年以來中國大陸債券次數及增幅

貳、香港離岸人民幣市場的發展

2009 年的 6 月，中國政府為引導了人民幣交易結算計畫，拓展人民幣國際化，因此，首次允許在海外結算人民幣，但僅限於五大中國城市的進出口貿易商與其特定亞洲國家業務對象。接下來一年，北京方面推動一連串措施，穩固了香港作為離岸人民幣之都的地位，同時吸引更多中國大陸與國際企業至香港發行人民幣計價債券，即境外(離岸)人民幣債券。由於此種在國際債券市場中的分量微不足道，故又稱為點心債券 (Dim-sum Bonds)。

礙於中國大陸官方嚴格的資本管制，許多看好人民幣境外投資人無法購買中國境內發行的人民幣債券，購買點心債券則無這方面的限制。且隨著中國大陸企業在海外營運快速擴張，許多跨國企業紛紛搶進中國市場，加上 2010 年初香港放寬離岸發行人管制，投資人對人民幣升值更抱持期待，點心債券匯兌收益極具吸引力，近年來發行量大幅成長，發行人涵蓋從中國政府到國營企業（例如中石化）、超國家機構（如亞洲發展銀行）、以及跨國企業，例如機械公司開拓重工 (Caterpillar) 等。

截至今年 11 月，共有 38 家企業在海外人民幣市場發債。以發行者業務區分：307.7 億元屬於銀行、217 億元為合成人民幣債券、200.9 億元公司債、140 億元為中國財政部、18.5 億元為超國家機構。這些已發行債券，天期主要集中在兩年至三年，只有中國財政部與亞洲發展銀行的兩個十年期債券外。且今年以來離岸人民幣債券的發行市場持續熱絡，今年 1 月至 11 月到的發行量突破 1000 億人民幣大關，預估今年發行量將超過 1200 億人民幣，不但超過過去 4 年的總發行量，連續 2 年發行規模都呈現逾 100% 的成長幅度，是全球成長最迅速的債券市場之一。



資料來源：Bloomberg(彭博社)

圖5-1-8：人民幣離岸債券發行規模與檔數

一、點心債對發行人與投資人的吸引力

債券發行人對這個市場感興趣的理由並不難瞭解；對於在中國擁有大規模業務的跨國企業，如麥當勞或開拓重工來說，這提供了在中國擴張營運計畫所需的人民幣資金，並大幅降低了匯率風險。且從已發行的債券殖利率來看，對於國際的發行人來說，發行離岸人民幣債券的負債壓力亦低於在當地債券市場發行(離岸人民幣債市與海外債市的平均殖利率差約 2%)。

而對中國大陸企業與機構而言，因為政府持續藉由提高銀行存款準備率打壓通膨，傳統的銀行貸款、或是透過需監管單位核准才能申請募集的國內公司債市場，募資成本與壓力與日俱增，利率相對低的香港市場，籌資成本明顯低於中國大陸境內，發行離岸人民幣債券對中國大陸企業是極具吸引力的募集資金方式。

而對投資人而言，購買點心債，除了能賺取固定利息，還能獲得未來人民幣升值的好處，而遠期外匯市場的報價反映了人民幣未來 12 個月將會有 6% 升值空間。因此，許多投資人願意放棄較高殖利率的債券來投資離岸人民幣債券。

二、點心債發行的限制

然而中國大陸資本管制的機制，限制了點心債大規模發行可能。中國大陸監管單位批准募集所得資金匯回中國的程序，是管制離岸人民幣債券市場成長速度的最重要因素。目前中國大陸政府的態度，顯然是希望看到這個市場穩定成長，因此對於批准發債的數量仍有嚴密限制。

因此，有不少高收益評等的發行人，例如中國大陸地產開發商，選擇發行「合成人民幣債券」作為美元的離岸融資管道。以美元結算債券，但以人民幣計價，即以人民幣為計價單位，但票面利息和本金償還均以美元支付。不過合成債的發行者來說，若人民幣升值，美元計價的本金與利息付款額價值也會隨之增加，表示發行者必須償付這些增額。但發行合成人民幣債的好處是，發行合成人民幣債券不需要特別批准就能換回人民幣並匯回中國境內。

三、人民幣離岸中心的其他商機

點心債市不僅能利用香港存款帳戶的大批人民幣，也帶來不少其他重要的新舉措；首先，以人民幣計價的保險增加，看好人民幣升值的商機，香港的保險商推出以人民幣計價之保險產品，強調迅速累積，以及人民幣升值帶來的保值、保障收益效用。不過此類人民幣計價保險商品尚在萌芽階段，且由於香港離岸人民幣市場缺乏長天期債券，所以目前市面上流通的大多是短期集資的保險商品。

其次，人民幣債券基金盛行，不少香港基金公司設立人民幣債券基金，將資金投資在香港離岸人民幣市場發行的公司債上，以吸引散戶與公司主要客戶投資目光，不只提供穩定的報酬，還提供了貨幣升值的可能性。不過因為市場對此類商品的需求太大，許多投資人急欲購買人民幣債券的相關基金，造成嚴重供不應求的現象，價格的高漲提高購買成本，投資報酬率事實上往往不如預期。不過，離岸人民幣債市仍在起步階段，隨著點心債市場的擴張，未來人民幣基金的行情亦會回歸基本面。

最後一個則是人民幣計價的不動產信託基金（REITs）。今年上半年，香港首富李嘉誠旗下的長江實業集團，即將分拆在中國大陸的部份資產，再以人民幣計價的不動產投資信託基金（REITs）方式上市，成為第一宗在香港上市的人民幣首次公開募股（IPO）。提供人民幣升值題材，又滿足香港投資人對房地產投資的興趣。該商品成功的推出，提供更多香港離岸人民幣市場相關證券產品發行的空間。

四、為何國際投資人要注意香港離岸人民幣市場？

雖然許多投資人搶進這個市場，主要是受到貨幣升值題材吸引，但由於非交割遠期外匯已經存在很多年，完全可讓投資者可以押注人民幣的升值；且正如前言所述，點心債目前的殖利率相對偏低，市場中有許多更高報酬的商品，所以除了短期的貨幣題材，其背後的尚有其他因素支撐，令國際投資人應密切注意這個市場，主要有三個理由。

1. 中國大陸政府堅定推動人民幣國際化

2008 年全球金融海嘯及近期的歐債危機，中國大陸政府體認到現有儲備貨幣（亦即是美元與歐元）的脆弱性，美債及歐債危機加大了匯兌

損失的風險，直接影響了本身的外匯存底，也局限了中國大陸政府在國際談判上的空間。且讓人民幣成為國際儲備貨幣，能夠使用本國貨幣結算交易、進行海外投資，也將會對本國經濟的擴張及貿易的穩定度帶來長期的好處。

不論是什麼原因，中國大陸要推動人民幣國際化，就必須讓人民幣能在市場上自由兌換，但其背後需要一個高度發展的資本市場支持。顯然北京高層早就瞭解背後的關鍵因素，才選擇了香港做為進行海外試驗的低風險做法。所有的政策動向與政治考量都與中國過去市場改革的作法一致，慢慢地有計畫性的推動改革。因此相信離岸人民幣債券市場將會是人民幣國際化落實的第一步，也是提升中國人民幣在全球外匯交易版圖中地位的重要過程，可以預期的，未來無論是在價值還是交易量，人民幣離岸債券政策將會持續擴大，規模將會足以大幅影響亞洲債券市場，同時大陸高層將會持續以調節、培育及支持香港海外債市，值得我國資本市場持續關注。

2.離岸債市最終將與中國大陸境內債市一致

雖然離岸人民幣債市目前是獨立市場，有其殖利率曲線及匯率，但隨著中國大陸的改革開放、資本帳管制的鬆綁及人民幣的自由兌換與國際化進程，無庸置疑，未來離岸人民幣債市與中國大陸境內債市的走勢與發展將會慢慢的趨於一致。

近期，中國開始進行迷你合資格外資法人投資者（Mini QFII）的實驗性政策，基本上允許中國國內基金經理人在海外募集投資於中國本地市場的資金，這讓他們可以與利用特許 QFII 額度從事與離岸人民幣債市相

同的融資競爭。雖然該政策還在發展中，但很可能是要建立一個管道來回收部分海外人民幣資金到中國大陸境內債市。

這表示外資投資人，從香港到其他地方，都能夠藉由投資這些投資公司的基金，進入中國國內市場。預期所募集到的資金，有一大部分會因為國內債市蓬勃而必須投資於此，並有助於提升中國大陸人民幣債市的發展。

不到十年，中國債市從幾乎不存在，發展為區域巨擘，流通債券規模高達 884.1 億人民幣（135.5 億美元），已經是日本以外亞洲最大債市。其中，政策主張要分散公司籌措資金的管道，提高直接金融比重，使近年中國債市的公司債成長迅速，不再限於銀行貸款，並建立強大的國內資本市場。

至 2010 年底，公司債佔了整體債市將近三成。此外，發行種類、信用品質、殖利率曲線的差異，使得這個市場成為全球投資人眼光聚焦的市場之一。雖然現在目前中國國內債不開放給海外投資人，除了只有少數人能夠透過 QFII 資金進入這個市場，但對全球投資人的吸引力將非常可觀，如同國企股市場，已是中國經濟成長所觸發的股市商機，最容易著手投資的地方。

五、香港發展人民幣離岸市場的隱憂

對於中國大陸而言，香港蓬勃的資本市場有利人民幣債券的發行。但是就長期而言，在香港發展離岸人民幣市場，至少存在三個隱憂。首先，人民幣恐將取代港幣。香港已逐步發展成為一個龐大人民幣櫃台，人民幣需求日益提高，港幣的功能必將消失。其次，離岸人民幣市場快速的

成長，反而讓香港累積更多美元外匯準備，購買更多美國公債；最後，香港發展人民幣資本市場，恐將直接威脅上海金融中心的發展。

香港發達的金融市場是推動人民幣國際化的良好管道，但也要看香港本身是否消化得了。香港的人均 GDP 雖高，但整體經濟產值也僅有中國的 4%。如果只是香港人對於人民幣存款需求，那麼問題不大，但如果來香港換人民幣的需求，是中國數兆美元的進出口或想搶進中國市場的國際資金家，那港幣肯定會被淹沒。屆時香港要改用人民幣，那麼「離岸」的意義就不見了，到頭來人民幣國際走了半天，又回到國內來玩。

香港資本市場經過多年的發展，早已步入成熟時期，不僅充滿各種複雜的金融商品，法令、制度、規範及監理機制完備，是香港作為金融市場的最大優勢。若上海想要發展成為國際金融中心，不可能關起門來，只做中國人的生意，必須要像香港一樣自由開放，然而與香港相比，人民幣市場是最大優勢，而若香港成為人民幣的離岸資本櫃檯，絕對會打壓上海金融中心。世界主要國家之中，都只能出現一個金融中心，中國用人民幣離岸業務安撫香港的結果，就是向上海金融中心說再見。

香港沒有製造業，國際資金來到香港，是為了資金上的利益。如果香港成為人民幣兌換的主要櫃檯，那麼各國投資人都會把外幣存入香港，再換成人民幣。這樣一來，香港的外匯存底必然大增，其中更有一大部份會是美元。基於港幣與美元的聯繫關係，港幣大部份的需求都將會轉成對美元的需求，所以在香港擴張人民幣的結果，恐怕是讓香港更為依賴美元外匯準備，也就是替中國大陸買近更多美國公債。目前香港業外匯存底有一半是美國公債，當人民幣存款在香港持續的增加，香港持有的美債必將會顯著提升！如果把香港當成與中國無關的獨立經濟，

或許不是問題，但是香港的美元包袱，中國在人民幣國際化當中遲早要解決。

六、人民幣債券掛牌與發行之可行性評估

觀察香港發行人民幣離岸債券經驗指出，若要成功的推展人民幣離岸債券業務，台灣至少要先具備完善以下事項：(1)簽署兩岸人民幣清算協議(2)資本管制的鬆綁(3)國內人民幣流通市場的建立與完善。

首先，發行人民幣離岸債券的必要因素，就是該地區需要有充足的人民幣流通數量，以提供發行機構或企業籌資；然而目前兩岸尚未簽署貨幣清算協議，即我國人民幣取得的管道仍未完全順暢，即便往來於兩岸貿易的台資企業手頭上可能有不少的人民幣，但限於兩岸人民幣流通不便之阻礙，將限制台灣人民幣離岸債券市場的發展。因此，兩岸人民幣清算協議的簽署，是兩岸官方正式同意讓人民幣進入台灣市場流通的協議，也唯有貨幣清算協議的支持，人民幣才有在台灣廣泛流通的基礎。

其次，如同「點心債發行之限制」指出的限制，中國大陸監管單位批准募集所得資金匯回中國的程序，是管制離岸人民幣債券市場成長速度的最重要因素。顯然「資本管制」亦是台灣發展人民幣離岸債券市場不得不面對的問題，對於台灣而言，不僅面臨與香港相同之發行人民幣債券後資金匯回中國大陸的管制問題，對於在中國大陸廣大的台商而言，更有需要將中國大陸資金移轉回台投資的管道，不僅能提升該企業資金的運用效率，可以提高人民幣在台流通數量，有利發國內推展人民幣業務。且目前不僅是大陸的資金匯入及匯出受到嚴格管制，台灣亦對於陸資來台投資之設立嚴密的審核流程，所以台灣想發展人民幣離岸債

券市場或者是人民幣離岸中心，於資本管制上，兩岸官方都需進一步的放寬限制。

最後的關鍵則是台灣人民幣流通市場的建立。對於台灣許多想購買人民幣債券的投資人而言，國內銀行不僅需要提供人民幣存款帳戶業務，未來銀行間人民幣轉帳、匯款業務的移轉平台亦要儘早完善，唯有透過完善的人民幣流通市場，才能健全且快速的推展人民幣債券掛牌發行業務。

參、櫃買中心之優勢與劣勢

一、優勢

1. 電子產業聚落完整

不同的產業要在門當戶對的市場中掛牌才能獲得最大的效益，如香港上市的企業偏好大型企業，尤其以金融與地產為主；中國大陸市場亦多為大型企業，以內需與大型國有企業為主；新加坡以中小型企業為主；台灣則以高科技電子業與製造業為主。目前國際間具有發展潛力的中小型高科技事業多與我國高科技事業互為上、中、下游的合作夥伴，且台灣資本市場的上市成本低、交易市場週轉率高以及資訊透明度高，皆有利中小型的高科技企業掛牌。

依據櫃買中心之統計資料，目前於櫃買中心掛牌之企業中屬電子產業者，依據財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心之統計資料，其家數、市值與成交值皆約占七成左右，電子產業鏈完整，且投資人對電子產業相當熟悉，上櫃電子產業再從市場籌資容易。電子產業在櫃買中心掛牌

相較於其他華人地區證券交易所，其能見度相對較高。容易受到投資人青睞。

此外，目前臺灣高科技產業在全球扮演重要的角色，尤以 IT 產業為主，其擁有上、中、下游完整的產業鏈，成為臺灣經濟成長的主要拉動力。根據世界經濟論壇(World Economic Forum, WEF) 每年發布的全球競爭力報告 (The Global Competitiveness Report)，2009-2010 臺灣產業群聚發展指標 (state of cluster development) 高達 5.3 分 (滿分 7 分)，排名世界第六，而 2010-2011 年 WEF 全球競爭力報告，臺灣的產業群聚發展指標得分 5.4 分，排名達全球第三，今(2011)年公布的 2011-2012 年全球競爭力報告，臺灣的產業群聚發展指標得分 5.6 分，排名已達全球第一。因此，櫃買中心可以利用在全球高科技產業的生產鏈上的重要地位，建構成為一個全球高科技與創新產業的籌資平臺。

2.扶植中小型企業與創新企業的功能

依據世界交易所聯盟 (World Federation of Exchanges, 簡稱 WFE) 之統計資料，進行華人地區證券交易所之比較，以 2010 年底各證券交易所之市值與家數計算掛牌公司之平均市值，以上海證券交易所之平均市值達 30 億美元最高，其次為香港交易所、深圳證券交易所以及臺灣證券交易所皆超過 10 億美元，新加坡交易所約 8 億美元，而櫃買中心則僅約 1 億美元 (參見表 1)。

表5-1-3 2010年華人地區主要證券交易所平均市值比較

證交所名稱	項目	市值(百萬美元)	家數	每家平均市值(百萬美元)
上海證券交易所		2,716,470.22	894	3,038.56

香港交易所	2,711,316.16	1413	1,918.84
深圳證券交易所	1,311,370.08	1169	1,121.79
臺灣證券交易所	818,490.46	784	1,043.99
新加坡交易所	647,226.41	778	831.91
櫃買中心	68,435.86	564	121.34

資料來源：依據世界交易所聯盟（WFE）<http://www.world-exchanges.org>與財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心網站資料整理

櫃買中心相對於華人地區之主要證券交易所，可以發現櫃買中心之企業規模明顯較小，此亦為櫃買中心之特色，以扶植中小型企業、高科技企業以及創新企業，如生技產業或農技產業等為主，協助在其他證券交易所能見度可能極低之中小型企業在資本市場募集資金，擔任扶植中小型企業與創新企業的角色與功能。

3. 審查制度相對公正公開

過去中國大陸的資本市場發展較慢，惟近幾年其發展相當迅速，但其上市家數仍受制於政策的調控，以地區與行業決定可掛牌的企業。事實上，中國大陸符合上市條件的公司家數很多，但是並非符合上市條件者皆可獲核准掛牌。反觀，櫃買中心的上櫃審查制度相當公平、公正與公開，任何企業提出上櫃申請，櫃買中心皆是依照一般的程序進行審查，若符合上櫃條件者即可獲核准掛牌，此為目前兩邊制度最大的差異。

二、劣勢

1. 市場規模小不利吸引國外大型企業

目前在櫃買中心上櫃的企業規模相較於中國大陸、香港與新加坡的

上市公司明顯偏小，知名度不夠且臺灣資本市場規模偏小，籌資金額相對較低，不利於吸引國外大型企業來臺掛牌。

2.國際化程度相對不足

臺灣資本市場相較於香港與新加坡，其國際化程度相對不足，內需市場規模又不如中國大陸龐大。因此，對於跨國企業或以中國大陸內需市場為主的企業，吸引力相對不足。

3.資金移動相對不自由

由於臺灣對外匯進出仍未完全鬆綁，對跨國性企業而言，資金能否自由移動誠屬關鍵。因此，在考量資金自由移動的前提下，企業將選擇於香港或新加坡等無外匯管制的地區掛牌上市，增加資金運用上的彈性，如此將降低櫃買中心業務上的競爭力。

第二節 台灣面臨亞太資本市場區域競合發展 下之策略

壹、交易所的併購策略

有鑑於近年來國際交易所合併與合作的活動不斷，因此將針對此現象說明其成因、方式與國內情況，並從現存的法規制度進行探討我國合宜的因應之道。

一、國際交易所整合成因

近年來交易所整合趨勢越來越明顯，尤其在歐洲與美國各交易所無不積極尋求合作夥伴，而造成整合的原因主要因素有三項，分別為降低營運成本、收入來源多元化與業務合作的空間，以下將分別對其進行說明。

首先在降低營運成本部分，不同交易所的業務活動重疊的情況高，所以透過不同證交所交易活動的整合，可以讓重疊使用的資源進行分享，進而達到降低成本的目的，提升交易所的運作效能，如大部分交易所皆有監控交易部門，若能整合在同一平台上，監控交易部門即可精簡人力，甚至還能相互資訊交流，降低市場發生秩序異常的機會。

其次在收入來源多源化，隨著電腦化使得證券交易市場開始出現質變，現在除了一般人工下單外，電子交易已成為主流，除了越來越多人使用電子交易外，高頻交易佔總交易額的比例也大幅提升，這也讓交易所須重新檢視其交易設備是否能應付此情況，進而衍生出交易設備升級的重要性，有鑒於此各交易所無不希望透過提升設備以搶食此商機，然

而透過整合，具有系統技術優勢的交易所，不僅可以擴大上市業務範疇，亦可以在整合中，推展其交易系統或是其他資訊產品，有助於交易所其他收入擴增，例如在在亞洲韓國交易所(Korea Exchange,KRX)透過和東南亞國家的交易所合作，目的之一在於行銷其交易系統。

第三在業務合作部分，在部分交易所改為公司型態之後，其公益性質逐漸被沖淡，取而代之的是以獲利為導向，因此交易所間亦會運用合作，進而擴大其接觸族群，使其吸引更多企業來此上市，或是讓更多交易者投入市場，使交易所成為國際金融體系的重要環節。

上述說明透露出證交所合併將會帶出的正面效應，而也是在上述因素驅使下，造成證交所間尋求整併的趨勢浮現，除了出現橫跨美歐的紐約泛歐交易所之外，日本的東京與大阪交易所也在近期傳出合併的消息，此突顯出合併的氛圍已在全球發酵。

二、各國交易所的合作方式

交易所整併的風潮，使得整併的方式浮現出三種類型，由淺入深分別為策略聯盟、水平整合與垂直整合三種層次，以下將分別對其說明，並分析主要的運作方式與實例。

首先在策略聯盟部分，近期國際的證交所策略聯盟的案件不少，以芝加哥商品交易所(CME)為例，不僅和墨西哥交易所策略聯盟，對於新加坡亦有合作關係，除此之外亦持有馬來西亞與巴西交易所得股權，顯示國際競爭的金融局勢讓交易所間進行合作以提升競爭力。

策略聯盟主要有兩種方式，其一透過雙方的企業進行參股，透過雙邊證券交易所的參股可以讓業務合作更為穩固，而雙方互相參股的主要

目的是透過持股進而替併購進行開路，如先前的紐約商業交易所對 Optionable Inc. 參股主要目的即是進行合併；另外一種方式則為業務合作，不同的交易所合作推展板塊，如在 2010 年成立的 GlobalQuote，即是新加坡交易所與納使達克合作推出。

其次在水平整合部分，可以分為國內整合與國際整合兩部分，在國內整合部分有些國家的證券交易市場比重分散，故希望藉由整合而有效擴大市占率，如在未整合之前，英國本地的交易所共有二十多間，美國則更有一百間以上，但隨著近年來整合之後，英美兩地交易所已經呈現是單一證券交易所主導的局面。

在國際整合上，該項趨勢已經成為外界矚目的焦點，如紐約泛歐證交所的合併即受到媒體大篇幅的報導，但實際上尚難看到兩家交易所所有徹底合併的情況，而主要是透過兩家交易所共向相同交易平台的方式進行，並未出現特定國家交出證券交易市場運作權的情形，而在國際整合後，常會出現兩間不同交易所所有相同參與資格與清算規則的情況。

第三在垂直整合部分，則是指不同業務交易所之間的合併，如現貨市場可以跟衍生性商品市場進行合併，替投資者帶來更多元的合作方向，如新加坡股票交易所和新加坡國際金融交易在 1999 年 12 月宣布合併成立新加坡交易所，當時為亞洲第一個有證券與衍生性商品的交易所，香港也在此競爭壓力下，香港聯交所和期交所合併，顯示不同的業務範圍合併，往往可以帶出正面的合併綜效。

部分交易所為了強化其在區域市場的競爭力，也會希望透過水平與垂直的整合方式進行合併，此也突顯出未來國際交易市場間的競爭壓力將會越來越大，而國內交易所的整合壓力也會逐漸加溫。

三、櫃買中心的整合問題

國際整合的浪潮下，將會使國內交易所的整合壓力增溫，以下將從櫃買中心角度出發，評析未來是否能否進行整合，以下分參股、合作、國內合併、國外合併進行說明。

首先在參股部分，目前櫃買中心在我國的法律規範中，是屬於財團法人的型式，雖然該中心仍具有董事長等身分，但在我國現行的法律規範上，財團法人並未如同公司有股東等設計，故現行狀態下是無法和國外的交易所進行參股活動，並須經由轉換為股份制型態才可進行。

其次在合作部分，近期櫃買中心積極對外洽簽合作備忘錄(MOU)，希望能夠透過交流，建立長期合作發展機制，並且在現階段情況下，加化彼此資訊互換、人員交流，目前已經有韓國、香港與越南等地順利完成，顯示櫃買中心積極對外進行合作。

第三在國內合併部分，早在 2000 年亞洲國家交易所積極進行合併的同時，就有部分人士表示應進行四合一³⁸的組織改造，並且當時即計畫以香港交易所與新加坡交易所的經驗，設立控股公司的控股模式，透過設立控股公司持有底下四間交易單位的持股，讓我國的交易單位趨於單一組織，進而達到提升運作效率的目的。

近年合併的政策引起外界爭議，造成四合一計畫沒有具體的進展，而外界質疑主要有兩項，其一為若增設控股公司，而內部四間交易單位並未聯合運作是否能達到降低成本的目的，此令人質疑；其次在法規面

³⁸ 四合一主要指證交所、期交所、櫃買中心和集中保管結算公司。

向上，若只單純進行控股公司的設計成效有限，必須從制度、配套與法規進行全面性的修改，才能使合併的效應浮現。在爭議之下，使得國內交易所組織的改革一直陷入停擺。

第四在國外合併部分，由於櫃買中心的財團法人性質的特性，其設組織的相關規定屬於民法的範疇，突顯其鮮少可以進行運作的依據，故要單獨對外進行國外的交易所進行合併的機會不大，也突顯其獨特的定位是造成無法向外能有順利進展的重要因素之一。

內部組織設定與缺乏法源依據是其無法順利對外進行合併的重要因素，故櫃買中心仍必須先找尋其組織設定的法律定位，才能順利進行海外的合併，而此似乎突顯指出以控股方式進行將會是較為合宜的方向，而此部分亦須要主管單位進行思考。

針對合併的問題，以下提出兩項方向建議。其一若櫃買中心期望能自行向海外發展，則可考慮透過轉變組織型態，由原本的財團法人改為股份制公司制，才能有效讓海外交易所合併進入實質情況；其次若櫃買中心期望先在國內進行整合，以控股公司方式進行整合的方式將會較為合宜，之後在透過該控股公司的型態對外進行整合。

貳、櫃買中心中長期策略

櫃買中心以電子業為上櫃的重要族群，上海股市以金融業與大型國企股為主，香港以金融業、地產業為主，各有不同的發展特色，在 ECFA 簽訂後，兩岸三地產業分工的合作必定會繼續加強。

新加坡交易所合併澳洲交易所宣告失敗後，總裁拉瑪斯瓦米

(Ramaswami) 甚至表示，有意與香港交易所商討合併計劃，並且不介意作為地位較低的一方合作夥伴。顯見未來購併是驅動交易所合作、發展最主要的動力，惟櫃檯買賣中心為財團法人組織，主要捐助人為臺灣證券交易所、證券集中保管公司、證券商公會等，並非股份有限公司，欲談證券交易所購併，有先天體制上的限制，並不容易進行，且櫃買中心有自己的定位及發展策略，已如前述，如要進一步朝國際化發展，現階段應以進行業務國際合作為先，較為務實。況證券主管機關也很難在國內證券市場未整合之際，就同意櫃買中心進行國際購併之策略。因此，在兩岸關係穩定發展之前提下，可進一步聯合區域的發展，尤其是兩岸三地可進行跨市場交流合作，將兩岸三地重要的 ETF 以及大型龍頭股相互掛牌，讓各證券市場的群聚特色交流互補，且因兩岸三地語言文化互通、產業結構互補以及投資人結構相似，投資人對彼此的市場與商品都有極大的興趣，其中，香港交易所與新加坡交易所都積極整合證券、期貨業，大幅放寬業務範圍，竭力爭取各國業者進駐經營，成為國際金融中心。

中國大陸之外匯存底在 2011 年 9 月雖高達 3 兆 2 千億美元，但其資本帳仍受嚴格管制，外資無法自由進出中國大陸投資證券市場；且在中國兩大證券市場 (1)上海證券交易所 (2)深圳證券交易所 上市掛牌之公司目前尚無純外國公司在深、滬上市，嚴格而言，深、滬兩市仍屬國內市場；要談資本市場國際化還有遙遠的路要走。因此，我們認為現階段而言，我們與香港交易所與新加坡交易所是競爭多於合作，但與上海證券交易所與深圳證券交易所，則是合作多於競爭。我們建議櫃檯買賣中心未來可能先尋求與上海證交所、深圳證交所能進一步合作，相信對我國資本市場的發展相當有助益。此也必須是以中國大陸資本市場漸進開放外資投資為前提。

此外，我國櫃買中心除了辦理上櫃公司業務之外，也管理債券市場，且債券交易在櫃買中心占相當重要的地位。2010年櫃買中心之總成交值約為82兆，其中主要為債券，其成交金額約為77兆，占總成交金額93%。再加上前幾年推出的興櫃股票市場，造市商發展制度相當成功，一般企業申請股票參與興櫃買賣，並不需要類似申請上櫃的限制條件，只要符合櫃買中心的規定，即可由推薦證券商推薦，向櫃買中心登錄為興櫃股票。因此，推薦證券商扮演著極重要的角色，包括對公司的審核、推薦乃至於登錄興櫃後的造市商(Market Maker)等均擔負著重責大任。前述皆為是櫃買中心發展出來的特色，在業務多元化的情況下，櫃買中心的職能與定位也會更加明確。未來台灣證券交易所及櫃買中心兩個市場，應加強發展各自優勢領域。

參、兩岸競爭合作策略的障礙與解決

隨著 ECFA 簽訂之後，金融交流漸成為外界討論最為熱烈的話題，除了銀行登陸之外，兩岸交易所商品互掛更為外界所關注，然而在兩岸經濟開放的趨勢下，未來確實有達到商品互掛的可能性，但是就目前的金融環境是無法達到合作的可能性，主要原因有政策、制度、監理、政治與法律上的障礙。

首先在政策部分，中國大陸官方將證券市場視為國家發展的重要環節，突顯其對於證券相關產業的重視，在此情況下造成大陸對於開放的態度保守，再加上大陸本地的證券業務尚未成熟，擔憂貿然開放可能會衝擊產業發展，此皆形成兩岸證券業交流的阻力，目前兩岸證券業仍只能申請設立辦事處或是參股，而無法設立子公司或是分公司，顯示大陸官方仍希望掌握當地證券業發展的主導權。

其次在制度部分，中國大陸金融制度管制色彩濃厚，而且對於資本移動更是如此，目前大陸官方對於區域內的資金移動高度管制，此會造成兩岸合作的阻礙，兩岸的證券市場要進行合作，會衍生出資金匯流的問題，而現今大陸不僅仍未開放資本帳領域資金移動，兩岸更只有簽訂現鈔貨幣清算協議，仍未正式簽訂「貨幣清算協議」，故在資金無法順利匯流的情況下，進行資本市場合作的難度將會提升，如兩岸要進行商品互掛，可是交易資金卻無法匯往其他區域或是順利進行新台幣與人民幣的轉換，將會嚴重衝擊投資人交易意願。

第三在監管部分，國內對於證券市場的監管較銀行、保險等其他金融產業相對嚴謹，而截至 2011 年 11 月兩岸皆以銀行監理合作平台優先進行意見交換，但仍未達成具體的合作模式，未來極有可能要順利完成銀行合作模式後，再對證券監理合作平台進行談判，故在目前監理合作機制尚未完備的情況下，兩岸的交易所優先進行業務合作的可能性不高。

第四在政治部分，由於兩岸關係事涉敏感，故主權問題往往會成為雙邊彼此爭論的焦點，而在證券市場與金融活動往往皆具有主權意義的象徵意涵，而此也容易浮現爭端，如兩岸的貨幣清算協定為何不能及早簽定，其中主權問題亦是重要因素之一，故未來櫃買中心若要率先突破與大陸交易所進行合作，所受到的政治爭議將會異常重大。

最後在法令限制部份，兩岸對於證券市場的規定不同有可能造成交流上的問題，以下分證券定義、發行與交易進行說明。在證券定義上，兩岸對於證券的設定範圍不同，中國大陸的證券範圍限於股票、公司債、政府債與證券投資基金與權證，而台灣則認除了上述之外，還包括新股認購權利證書、主管機關核定之其他有價證券或以上兩部分的繳納憑證與表明權力證書，顯示我國法規對於有價證券的範圍較廣，受到證交法

規範與保護的範圍也相對較大，若兩岸的交易所要進行合作，則必須考量法律限定下保障範圍的問題。

在發行上，台灣與中國大陸的股票公開發行方式大不相同，台灣採用的是申報制，只要符合相關法令，經過主管機關審核，並遵循揭露資訊義務即可以公開發行，但是中國大陸的規範卻相對嚴格，中國大陸規定公開發行證券必須符合法律、行政法的相關條件，並且經國務院或證券監督管理委員會核准後，才可以公開發行，若兩岸交易市場合作，彼此對於公開發行的方式不同，有可能會形成市場合作上的障礙。

在交易上，兩岸對於歸入權³⁹當中的內部人範圍有所不同。在內部人規定中，台灣與中國大陸的相異點在於，大陸規定持有 5% 股東、董事會成員⁴⁰與經理人須受相關法規規範，而台灣除了董事會成員與經理人外，對於持有 10% 以上股份的股東，以及內部人⁴¹的配偶與未成年子女，顯示我國對於內部人的範圍較寬，未來若雙邊證券市場合作，必須建立資訊交流體系，並取得雙邊差異上的共識，否則容易在出現問題時橫生枝節。

綜合上列所述，在整體的制度、法律與監管體系仍未接軌的情況下，兩岸的交易所要能順利進展至業務合作的機會恐怕不大，目前中國大陸對於證券與期貨產業雖然持續朝著開放的方向發展，甚至在 2008 實施《外資參股證券公司設立規則》，鬆綁部分受限的法令規章，但是整體而言開放的腳步仍舊緩慢。

³⁹ 引用柯芳枝公司法論內容，歸入權指的是指基於公司一方之意思表示，使違反競業禁止義務而為自己或他人為行為之執行業務股東，將其由該行為所得之經濟上效果歸屬於公司之特殊權利，屬於形成權之一種。

⁴⁰ 董事會成員包括董事與監事。

⁴¹ 內部人指以上所陳述的大股東、董監事與經理人。

未來何時雙邊的交易所合作時機成熟，可以觀察兩項指標。其一兩岸的證券監理體制開始建立，目前兩岸金融談判的重點仍放在銀行，對證券領域著墨較少，而證券產業的特殊性，本來就不易在沒有監理機制的情況下開放，故監理機制建立為其中指標；另外則為貨幣清算協議部分，未來兩岸貨幣清算協議若能簽訂，則凸顯雙邊官方單位對於主權等爭議已經達成某部分共識，而且雙邊也能順利進行貨幣清算、兌換與通匯等，故交易所合作將會更容易達成。

就現今情況來說，中國大陸雖然對於證券產業的態度保守，但是由於期貨與衍生性商品制度發展仍未成熟，所以其也需要國外交易所的技術與經驗，至今年年中為止，上海證交所和其他證券期貨交易所簽屬的合作備忘錄已經多達 30 個以上，其中更包括泛歐紐約交易所與大阪交易所等，顯示大陸的交易所需要國際經驗來提升其交易體系，而此部分極有可能成為兩岸的合作交集。

目前雖兩岸交易所合作卡在外在金融環境因素，使得兩岸交易所無法順利推展，不過仍可依目前狀況，進行兩岸交易所的合作，以下依據資訊交流與金融法規兩部分說明。

首先在資訊交流部分，建議櫃買中心應與大陸交易所建立資訊交流平台，雙邊對於公開資訊、交易體系與未來發展進行資訊的交流，此不僅能建立櫃買中心與大陸交易所的關係，亦能夠協助彼此交易所在進行發展策略與制度調整上的參考，隨著兩岸金融體系的開放，交易所合作的環境也可望會慢慢成熟，屆時資訊交流體系即可成為雙邊交易所合作的重要基石。

其次在金融法規部分，建議櫃買中心或官方機構建立兩岸金融法規

資料庫，兩岸金融發展的脈絡不同，在會計、風管與制度上皆有不小的差異，未來兩岸證券市場要能順利接軌，彼此之間的差異必須要先進行了解，甚至針對特定差異進行溝通，否則可能會造成未來市場交易資訊上的混淆，目前兩岸交易所可以逐漸開始建立雙邊交流的基礎工程。

肆、櫃買中心的競合策略

以香港交易所為了因應大陸資本市場之崛起及競爭而擬訂之策略規劃方案為例港交所列3項戰略性主題：

1.內地業務的定位

在上述期間香港交易所與中國內地相關的業務取得了長足的發展，一方面吸引到眾多內地背景的企業來香港上市；另外又為投資者提供了更多與內地有關的交易產品，包括股票、衍生產品和交易所買賣基金；同時，還與內地背景的市場參與者建立並加強了合作關係。

2.業務擴展

增加產品和服務的種類，以滿足市場人士不斷提升的需求；清除妨礙市場運作的障礙；以及強化交易基礎設施。持之以恆地堅持高標準監管，不斷提高透明度，及保持穩健的風險管理。

3.改善服務

為上市發行人、交易所參與者及投資者提供的服務；進一步優化了上市監管及相關程序；並提高了資訊技術基礎設施的可靠性和處理能力。此戰略規劃的顯著特徵就在於進一步強調了中國大陸內地業務的重

要性。香港位於內地與國際的交匯點，具備極佳兼跨越不同經濟體、商品和貨幣的地緣政治優勢。其充分利用這一優勢開拓新的業務，包括吸引國際公司來港上市、增加新的資產類別，以及建立與擁有龐大資金的投資者群體連繫的渠道等。

港交所的願景相當明確，就是要結合中國市場與國際市場的優勢，使香港交易所成為全球領先的金融交易所。這些優勢包括：

1.健全的法律體系、行之有效的企業管治及市場標準；

2.先進的交易、結算技術及基礎設施；以及

3.別具特色的產品與服務，讓香港交易所得以定位為（1）全球投資者及發行人首選的中國交易所及（2）大中華區發行人及投資者首選的國際交易所。

二、新加坡交易所策略規劃

新加坡證券交易所(英文：Singapore Exchange Limited 縮寫：SEX 簡稱：新交所)，是亞洲僅次於東京、香港的第三大交易所,亞洲的主要金融中心之一。

1999年12月1日，新加坡證券交易所（SES）與新加坡國際金融交易所（SIMEX）合併，成立了目前的新加坡交易所（Singapore exchange，SGX）。

為了因應大陸資本市場之崛起及香港資本市場競爭，新加坡交易所積極對大陸企業招手，至今約有160餘家大陸中小企業在新加坡交易所上市。其中包括百度、網易、盛大、如家、攜程、暢遊等19家企業巨頭。

表5-2-1 登陸新交所較具代表性的陸資企業名單

1. 中國鋁業(601600. SH)(02600. HK) (ACH. NYSE)
2. 中國東方航空(600115. SH)(00670. HK) (CEA. NYSE)
3. 中國移動(00941 .HK) (CHL. NYSE)
4. 中國南方航空(600029. SH)(01055. HK)(ZNH. NYSE)
5. 中國電信(00728. HK) (CHA. NYSE)
6. 中國聯通(00762 .HK) (CHU. NYSE)
7. 華能國際電力(600011 .SH)(00902. HK) (HNP. NYSE)
8. 中國石油(601857. SH)(00857. HK) (PTR. NYSE)
9. 上海石化(600688. SH)(00338. HK) (SHI. NYSE)
10. 兗州煤業(600188. SH)(01171. HK) (YZC. NYSE)
11. 百度 (BIDU. NASD)
12. 攜程網 (CTRP. NASD)
13. 暢遊有限公司 (CYOU. NASD)
14. 如家酒店集團 (HMIN. NASD)
15. 深圳邁瑞公司 (MR. NYSE)
16. 網易 (NTES. NASD)
17. 盛大網路 (SNDA. NASD)
18. 無錫尚德太陽能電力 (STP. NYSE)
19. 天合光能 (TSL. NYSE)

新加坡資本市場與香港類似，本國企業之家數及規模有限，必須透過吸引外國企業至當地掛牌，以擴大其市場規模。至2010年底，新加坡交易所主版計有649家上市公司，上市企業中約有40%為外國企業，其中又以中國大陸、香港及我國之企業為主，而大陸企業選擇新加坡為上市地之原因，除新加坡交易所上市門檻較低，主要係因非屬大陸國有或大型企業之企業於香港上市，其交易一般較不熱絡，該等企業爰選擇至新加坡掛牌；另如以產業別區分，新加坡交易所前三大產業分別為製造業(41%)、服務業(17%)與商貿業(16%)。

為加強與香港交易所的競爭力，取消午休時間，全天開市共8個小時，並完成新交易系統上線，推出每秒處理一百萬宗交易的舉措。新加坡在金融市場的發展，歷來都以香港作為主要競爭對手，甚至可說是亦步亦趨，雙方都想爭做區內國際金融中心龍頭地位。

此外，新加坡國際金融交易所重點開發他國股指衍生產品。1986年9月，SIMEX推出了日經225股指期貨，搶佔日本本土股指期貨的先機。SIMEX還推出了MSCI新加坡自由指數股指期貨、道·瓊斯馬來西亞股指期貨、道·瓊斯泰國股指期貨、MSCI香港股指期貨、MSCI台証股指期貨等。國際化的產品結構使SGX吸引了一大批境外交易者。據統計，其衍生品交易約有80%以上來自美國、歐洲、日本等新加坡本土以外的投資者。SGX還與芝加哥商業交易所（CME）透過GLOBEX系統，聯合提供24小時跨時區(歐洲、亞洲及美洲)的衍生品電子交易，填補東方股市期市收盤和西方股市期市開盤之間的空缺，連接倫敦、紐約、東京的證券與期貨交易所，成為國際24小時全天候資本市場上的一個重要環節。

2000年至2003年，新加坡交易所期貨、期權交易量穩步上升。但2004年以後，兩個原因導致了其交易量的小幅下降。其一，隨著香港作為亞洲金融中心的重新崛起，新加坡面臨了強烈的競爭，不少國際大資金流向香港衍生品市場；其二，其股指期貨合約標的物所在國家或地區紛紛推出了同樣的股指期貨、期權合約影響了新加坡市場的人氣，導致資金外流比較嚴重。

新加坡交易所與新加坡報業控股及富時集團合作，2008/01/10共同推出追蹤新加坡股市表現調整後的海峽時報指數，新版海峽時報指數成分股由30檔成份股組成，由市值排名前30的公司股票組成。同時啟用18種富時海峽時報系列指數(The FTSE Straits Times Index Series)，18種富時海

峽時報指數包括5個指標指數和13個行業指數。其中包括反映在新加坡上市的龍籌股(中資股)表現的富時海峽時報中國指數，由50支中資股組成。

很顯然港交所與新交所為因應大陸資本市場之崛起及競爭，在制度、產品創新或擬訂之策略規劃方案方面，都已做足準備。兩岸三地語言文化互通、產業結構互補以及投資人結構相似，投資人對彼此的市場與商品都有極大的興趣，其策略相當值得我們參考。

根據統計，截至2011年10月底，我國證券市場上市櫃家數有1,409家，總市值約22兆元，年成交金額超過27兆元；外資看好台灣股市，積極投入資金，持有約占31%。

在今天地緣政治化日漸增加的環境下，為了吸引企業來台上市，我們認為有幾項策略可供櫃買中心借鏡的方向，包括(1)在維護市場素質的前提下，持續簡化上市櫃程序、鬆綁法規與市場標準。(2)設法提升交易動力，並要爭取擴大產品、服務的種類，以推動現有市場的增長。(3)在櫃買中心資源有限下，應專注於大中華市場的聯盟、夥伴及其他戰略關係，從而為選擇在台上櫃的公司和台灣市場的投資者提供更為獨特的價值。(4)與中國大陸的監管機構、交易所及其他機構合作，以滿足中國大陸投資者日益增加的境外投資需求。(5)為人民幣國際化作好充分準備，包括研發新的產品、拓建新的平台及基礎設施。

第六章 結論與建議

第一節 結論

香港成功扮演了中國大陸與世界接軌的角色，其不僅透過獨特定位，吸引中國大陸各項具有指標性意義的企業來港掛牌，如中國四大國有銀行皆在香港掛牌，同時香港也是外資法人購買中國大陸概念股的首選區域，此突顯出香港是中國大陸的窗口的特點，未來隨著人民幣離岸中心的業務更趨穩固，香港扮演大陸與全球接軌的角色可望會更加多元，不再單純只停留在證券交易的角色，而台灣在外在環境因素限制下，台灣與中國大陸在金融接軌角色上著墨相對有限。

不過，大中華區的資本市場有不同的特色，中國大陸著重在內需大型產業，其掛牌的企業大多是國內企業，香港則是以金融產業為主，在加上中國大陸國有銀行陸續在香港掛牌後，此金融產業地位更形凸顯，台灣的優勢則是在電子製造業完整的產業聚落，此說明了各地可以發展不同特色的資本市場，尤其台灣相對於中國大陸，在上市櫃審查相對透明且快速，未來在兩岸產業與金融發展更為開放後，可透過業務優勢進行分工，豐富國內證券交易市場的內容。

在人民幣離岸中心的議題上，研究團隊認為台灣是更好的人民幣離岸市場。香港離岸人民幣市場的建立，對於中國資本市場開放及人民幣國際化政策來說，是邁出了重要一步。而這個市場的潛力，只要看看目前香港人民幣存款所帶來的現金規模，以及目前香港離岸人民幣債市中每次發行的超額認購，就非常清楚了。但同樣顯而易見的是，不少投資人極欲搶進這個極具潛力的市場，以及不斷升值的人民幣。然而，這個市場顯然供需不平衡，進而影響到香港離岸人民幣債券的殖利率。

近年來兩岸經濟交流合作日益緊密，台灣擁有龐大的製造業，台商在中國掌控了更多的資產，這些都是吸收人民的建設性管道。新台幣是由台灣政府發行，人民幣到台灣來，取代的是對美元的需求，並不會立即引來更多的美元資金。台灣有獨立的貨幣政策，也有自的國際收支帳戶，所以可以避免人民在香港可能發生的問題。目前台灣中央銀行已經準備妥當，要為台商及人民辦理離岸人民幣業務，因此在政策上並無特別阻力。近年香港人民幣業務的利多，不管對於中國或者香港，都可說是短多長空。中國如不認清人民幣離岸業務的戰略意義，人民幣國際化可能會越走越慢，唯有慎重考慮台灣的經濟實力與金融獨立性，中國才能真正找到人民幣「國際」化的深意。

依據目前的金融情勢與法規，兩岸交易所要進行合作的困難度高，尤其大陸官方對於證券市場的態度相對保守，也增加了交易所合作的困難程度，而未來何時兩岸交易所合作的時機成熟，將有兩項指標可供觀察，其一為兩岸證券監理平台建立，該平台可以讓法令與運作問題在該平台進行溝通，其次為貨幣清算協議，兩岸貨幣必須要能順利進行兌換，其他金融活動才能順利進行。

此外，全球證交所整合併購的趨勢下，櫃買中心亦逐漸感受到競爭的壓力，故使得其積極向外洽簽合作備忘錄，但只及於資訊與人員交流層面，仍未進展至業務合作的範圍，若計畫海外交易所的合併案，在現行組織定位下進行運作的難度較高，故此也透露出交易所要進行國際整合，必須先找尋其組織的法律定位，透過公司股份制才能達到參股與合併的目的。

第二節 建議

一、既競爭又合作的華人區證券交易所

中國大陸、香港與新加坡特色各異的證券交易市場，突顯了其對於不同的業務應以不同的合作策略應對，由於中國大陸市場相對封閉，且台灣在各項金融技術上仍有領先優勢，故應該積極與其合作，透過交流建立互動的關係，隨著兩岸的開放，逐漸強化兩岸在金融領域上的合作關係，其次相對於香港與新加坡則以競爭多於合作方式應對，目前台灣在金融體制與法令規章仍無法全面和國際接軌，此須重新檢視其體制，全面提升我國證券市場的國際接軌程度，使其競爭能力超越香港與新加坡。

二、善用中國大陸發展優勢

在中國大陸的崛起的浪潮下，可以在法律規範的鬆綁政策下，櫃買中心吸引大陸企業來台進行掛牌，多元化我國證券市場的交易商品內容，其次不僅透過陸資企業吸引外國投資法人來台交易，亦可以在兩岸監理機關的逐步開放，準備好吸收中國大陸投資法人境外交易的需求，透過我國在金融法規與制度開放的優勢，扮演中國大陸與全球投資人接軌的橋梁，並且謹慎應對即將出現的人民幣境外交易中心帶來的龐大商機。

三、建立櫃買中心與大陸交易所溝通管道

繼 2009 年 11 月中旬簽署兩岸金融監理備忘錄 (MOU)、2010 年 6 月底簽署兩岸經濟協議 (ECFA) 後，證券櫃檯買賣中心近年也積極與新

加坡交易所、馬來西亞交易所、河內證交所與香港證券交易所簽署 MOU，為亞太地區與兩岸三地證券市場之交流合作再創新局。

未來這些地區的海外存託憑證及 ETF 要來台灣第二掛牌，除了證交所外，也可選擇到櫃買中心，增添彼此金融往來動能，同時也為中小企業增加融資平台。

為「續推動與亞太週邊市場簽訂 MOU」的目標，進一步拓展櫃買中心國際化，櫃買中心雖然在目前的經濟體系下，無法順利和大陸交易所進行業務合作，但是可以考慮先建立雙邊的溝通管道，做好事前準備，帶兩岸談判有所突破時，櫃買中心能掌握時效。建議櫃買中心應爭取在今（2012）年上半年與大陸上海交易所與深圳交易所簽定 MOU，雙方就股市發展議題互換資訊、人員互訪及經驗交流合作，建構台、陸股市長期合作發展機制。

由於大陸的衍生性發展仍處於初期，所以需要國際衍生性商品的發展經驗，而台灣在衍生性商品的發展經驗將會格外寶貴，也值得大陸借鏡，而台灣可以透過溝通替未來交易所合作進行鋪路，並且建構兩岸金融活動差異的資料庫，讓未來兩岸制度接軌更為順利。

若能即時把握此契機，不僅有助於奠定櫃買中心未來與他國證交所合作的基石，並將進一步擴展對境外台商的服務範圍，同時開拓櫃買中心的國際化程度。

四、兩岸合作發展多層次資本市場

台灣多層次市場的發展已具成效，在市場法制、規範、監理、制度及實務等多已進入成熟發展時期，為市場提供多元化資本市場基礎，小

中大企業籌資都有相對應的平台，且大致上能與我國民間資本和各類型企業的融資需求相適應；興櫃市場提供上市上櫃企業的進入市場前的試行平台，「興櫃→上櫃→上市」、「興櫃→上市」及「興櫃→上櫃」⁴²形成一個有序、漸進的籌資管道。

相較之下，目前中國大陸積極發展多層次股票市場，主板市場在多年的運行後，交易制度多已建構完善，但中小板、創業板及櫃檯交易尚未處於發展初期。然而我國櫃買中心在這些市場的實務運作上，有相當厚實的基礎，未來兩岸資本市場交流合作必將日益緊密，台灣的制度不僅可以做為中國大陸發展資本市場的借鑒。若未來台灣能發展成為人民幣離岸中心，或者有更多的合作協議簽署，台灣健全的上櫃、興櫃制度，必可以吸引不少大陸中小企業來台上櫃。

五、爭取台灣成為人民幣離岸中心，推動人民幣債券在台發行及交易

誠如前文所述，要推動人民幣債券在台發行及交易，首要條件就是國內要有充的人民幣，且在債券發行人在募得資金後，需有管道將資金匯回中國大陸使用。因此，研究團隊認為要先爭取台灣成為人民幣的離岸中心，才能進一步推動人民幣債券在台灣發行及交易。

由於我國有十來萬在中國大陸深耕的台商企業，其對人民幣有強烈的需求，台灣與大陸（含香港）雙邊的貿易量高達台灣整體貿易總額的三成（以2010年全年為計算基準），人民幣的存量並不少，且就目前台灣的金融體系觀之，整體金融組織架構完善，金融監管制度日益完備，

⁴² 我國興櫃市場已經發展逾10年，不僅是大型企業上市或中小型企業上櫃前的預備市場，亦提供未上市(櫃)公開發行公司的股票一個合法、安全、透明的交易市場。且台灣證券市場發展已近成熟，市場分工、企業定位日益明確，上櫃企業最終不一定會都會「上市」，不少上櫃企業即便業務發展成熟，經營規模達到上市門檻，仍選擇繼續留在上櫃市場，未申請上市。多樣化、多層次及功能性的籌資管道均顯示我國證券市場機制已趨於完善。

貨幣支付體系井然有序，加上公平的市場競爭條件以及進出相對自由的資金環境。毫無疑問的，台灣著實具備爭取人民幣離岸中心的本錢，條件也不會輸給香港及新加坡等地。

且中央銀行罕見地於 8 月 14 日發布「台灣辦理人民幣業務的說明」新聞稿，特別指出在與中國大陸政府協商的前提下，未來不排除爭取台灣成為人民幣境外中心，並將之列為努力目標。

不過，值得注意的是，由於人民幣國際化目前仍處於初步的階段，尚未成為國際流通貨幣，加上人民幣資本帳項目仍未完全開放，因此對於人民幣的取得與清算，依舊存在一定的困難。尤有甚者，兩岸目前尚未簽署貨幣清算機制，未來如何清算龐大的人民幣部位，值得商榷。據此，台灣若真要發展人民幣離岸中心，首要之務即是儘快簽署兩岸貨幣清算機制。

最後，就如同前文所述，人民幣離岸中心的設立主要取決於中國政府人為力量的主導，有沒有機會、能不能設立，都要中國政府說了算。對欲爭取人民幣離岸中心的台灣而言，與中國政府的協商勢不可免。而這，都需要政府出面與中國大陸溝通協調。為了台灣金融市場的發展，衷心期待政府相關單位的作為。

六、開放海外企業來台上市並使用外幣掛牌交易

目前海外企業來台上市，僅能以新台幣進行掛牌交易，然而香港與新加坡交易所均已經開放使用外幣進行交易，相較之下我國資本市場國際化程度相對不足。為加速與國際接軌、擴大台灣資本市場規模以及吸引外資進入國內資本市場，建議政府開放海外企業使用外幣交易掛牌，爭取海外企業來台上市，及提升我國資本市場形象都有正面助益。

香港交易所金融業為主，我國股票市場以電子業為重，而中國大陸股市以則是金融業與大型國企股居多，在 ECFA 簽署後，兩岸三地產業合作、資本市場交流必定將的愈來愈緊密。且因兩岸語言文化互通、產業結構互補以及兩岸投資人結構相似，未來應該可以聯合發展，進行跨市場交流合作，將重要或具代表性的股票指數型基金（ETF）以及企業相互掛牌，讓各兩岸資本市場的產業分工、群聚效應更加明顯，且兩岸投資人對彼此的市場與商品都有極大的興趣，故若能進一步合作將對我國資本市場發展多有助益。

七、持續強化國際交易所交流

櫃買中心近年來多次和其他交易所簽訂備忘錄，此不僅能有效強化雙邊的資訊交流，亦能夠使得櫃買中心更加了解國際間的資本市場趨勢，故未來可朝深化合作與找尋潛在交流對象兩方面進行。

在深化合作部分，針對目前櫃買中心已經洽簽 MOU 的對象中，強化彼此雙邊關係，並且從資訊以及人員訓練的交流中，找尋合宜的業務合作機會，如目前櫃買中心已經和河內證交所簽訂 MOU，除了可分享過去發展經驗外，亦可以透過此項關係，吸引已經在越南掛牌的台商回台掛牌，或是提供越南國營企業海外上櫃的管道之一。

在找尋潛交流對象部分，除了積極向主要金融交易洽簽 MOU 之外，亦可以針對大中華證券市場的主要交易所建立合作關係，除了 MOU 之外，亦可設立定期參訪考察機制，嚴密觀察其發展方向，並且尋求研擬可行之業務發展策略，尤其對於櫃買中心之優勢業務部份，針對大陸部分可參考本節建議三。

八、提升國際格局強化優勢業務

櫃買中心多元的業務型態使其擁有寬廣的發展方向，而綜觀國際趨勢與未來發展，研究團隊從國際化與強化優勢業務兩部分進行建議。

在國際化部分，隨著國際資本市場開放的浪潮，我國的資本市場法規與限制將有機會更進一步鬆綁，未來外幣交易的形態可能會在國內出現，建議主管單位與櫃買中心可考慮優先對海外營收比重高的企業開放外幣掛牌籌資，此不僅能提升我國資本市場國際化水準，亦能吸引更多海外企業來櫃買中心掛牌。

在強化優勢業務上，我國在股票市場的代表性亦不如香港與新加坡，未來債券可做為發展的方向之一，由於香港的債券發行業務比重不高，而且表現並不突出，所以我國可以在既有債券市場基礎下進行發展，透過優勢互補的策略使台灣資本市場籌資的特色更形突顯，亦有助於台灣資本市場多元發展。

有鑑於上述，研究團隊建議可朝三方向進行規劃，其一優先發展企業債，目前我國的債券市場多集中在公債與金融債，未來可透過優惠措施將發轉重心逐漸轉至以企業與金融債為主的市場；其次多元化債券市場商品，我國缺乏高收益、投資等級等多市場債券商品，也導致我國債券市場發展受限，故未來要發展債市，須多元化各項商品，建立我國債市發展基石；第三吸引國際債券交易人來台交易，再債券商品逐漸完備之後，可以積極吸引國際級的基金公司來台交易，有效活絡我國的債券市場。

政府規劃未來台灣要朝籌資與資產管理中心的方向發展，但要從哪做起，除了鬆綁法令與限制外，擁有別具特色的資本市場更是關鍵，而

此時提升我國資本市場實力，以帶動相關產業發展，不僅是櫃買中心成立的宗旨之一，更是未來中心的重要任務，期待未來櫃買中心能在創新、效率與國際的發展方向下，更形茁壯。

參考文獻

一、中文部分

丁克華(2010),《從海外台商主要掛牌市場探討台灣資本市場的國際競爭力》,中華民國證券商業同業公會委託專題研究。

中央結算公司債券信息部(2011),《2010年銀行間債券市場年度統計分析報告》。

中國證券監督管理委員會(2010),《中國資本市場發展報告》,中國金融出版社。

朱士廷(2008),「立基臺灣資本市場優勢推動外國企業來台上市」,《證券暨期貨月刊》,第二十六卷第十一期。

台灣經濟新報資料庫(2011),《TEJ 中國金融市場-中國市場簡介》,台灣經濟新報。

沈中華、王偉芳(2006),「香港上市與台灣上市上櫃的比較」,證券櫃檯月刊第 116 期。

沈中華、譚家典(2008),「企業赴海外上市之動機、地點選擇及效益之探討(以台商為例)」,國立政治大學商學院經營管理碩士學位論文。

沈中華、王儷容與顏碧霞(2008),《東南亞與台灣資本市場(發行面)制度特色比較》,台灣證券交易所委託研究計畫。

沈中華、王儷容與顏碧霞（2009），《台灣推動成為亞洲金融中心之策略研究—以香港、上海、新加坡及韓國為借鏡與分析》，行政院金管會委託研究計畫。

吳人寬（2002），《上海發展金融中心之研究—以新加坡金融中心為借鏡》，中國文化大學中國大陸研究所碩士論文（未出版），台北。

吳子儀（1999），《由大陸金融改革論上海成為國際金融中心之可行性研究》，台灣大學國際企業學研究所碩士論文（未出版），台北。

林修威、何佳、黃維喬、王文宇、劉憶如（2007），《從台商海外上市看台灣資本市場國際化》，中華民國證券商業同業公會委託研究計畫。

馬黛、黃仲涵(2008)，「台商赴海外上市之決定因素—香港、新加坡、泰國、越南及大陸之實證」，國立中山大學財務管理研究所碩士論文。

徐文章（2008），《由全球競爭力報告探討提升我國科技競爭力之策略》，行政院國家科學委員會研究報告。

黃敏助（2009），「當前資本市場改革之我見」，國際金融專家演講系列專題報告。

黃敏雯（2004），《台、港、星、荷營運總部計畫租稅優惠之比較分析》，中原大學國際貿易研究所碩士論文（未出版），桃園。

許書銘（2000），《產業國際競爭力之發展及其影響因素分析-國家競爭力觀點》，台灣大學商學研究所博士論文（未出版），台北。

張溫波（1999），「國家競爭力之意義與內涵」，《行政院經濟建設委員會

綜合計劃處專題研究》，特刊第 2 號。

張修齊（2001），《大陸金融環境與競爭力評估》，台北：台灣金融研訓院。

蔡松棋（2008），《上市櫃直通車：兩岸三地暨新加坡上市實用指南》，台北市：安侯企業管理股份有限公司。

梁國樹（1994），「發展台北成為區域金融中心之背景與做法」，《中央銀行季刊》，第 16 卷，第 2 期，頁 22-28。

游俊鴻（2008），《以 IMD 國家競爭力年報評估台灣基礎建設發展》，交通大學土木工程學系碩士論文（未出版），新竹。

葉銀華（2008），「強化台灣資本市場競爭力」，《證交資料》，第 552 期。

楊雅惠與龍嘯天（2004），《資本市場發展與台灣企業籌資之分析》，台灣證券交易所委託研究報告。

謝森中（1991），「台北成為亞洲區域金融中心之展望」，《中央銀行季刊》，第 13 卷，第 3 期，頁 5-10。

顏永斌（2002），《台北與上海發展成國際金融中心之比較分析》，義守大學管理科學研究所碩士論文（未出版）。

蘇慧芬（2010），《新加坡證券及期貨法之整合對我國金融監理之省思》，臺灣大學碩士論文。

鄒建中（2008），《臺灣與中國大陸多層次資本市場之比較探析》，朝陽學報第十三期，頁 109-127

二、參考網站

上海證券交易所網站(<http://www.sse.com.cn/>)

MBA 智庫百科(<http://wiki.mbalib.com/>)

中國人民銀行網站 (<http://www.pbc.gov.cn/>)

中國證監會網站 (<http://www.csrc.gov.cn/>)

中國債券訊息網(<http://www.chinabond.com.cn/d2s/index.html>)

中國證券監督管理委員會(<http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/>)

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

台灣經濟新報(<http://www.tej.com.tw/>)

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

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

全球證券交易所聯合會 (WFE , <http://www.world-exchanges.org/>)

香港交易所網站 (http://www.hkex.com.hk/chi/index_c.htm)

香港證監會網站 (<http://www.sfc.hk/sfc/html/TC/>)

國際清算銀行 (<http://www.bis.org/>)

新加坡交易所網站 (<http://www.sgx.com/>)

經濟部「全球台商服務網」(<http://twbusiness.nat.gov.tw/>)

附錄一：第一次專家學者座談會會議紀錄

「櫃買中心與其他華人地區主要證券交易所間競合關係之研究」座

談會會議紀錄

座談會出席人員名單

時間：2011年8月9日 15:00

地點：財團法人國家政策研究基金會 101 會議室

主席：林建甫（國家政策基金會財政金融組 召集人）

與談人：

1. 李訓民(政治大學國關中心經濟安全組 特任研究員)
2. 林英哲(中華民國證券商業同業公會 首席副秘書長)
3. 施光訓(中國文化大學財金系 教授)
4. 莊銘福(永豐金證券總經理)
5. 陳惟龍(證券暨期貨市場發展基金會 總經理)
6. 黃玻莉(台灣證券交易所 副理)
7. 聶建中(淡江大學財金系 教授)

列席人員：

研究團隊：吳孟道(國家政策基金會財政金融組 高級助理研究員)

周信佑(國家政策基金會財政金融組 助理研究員)

李俊緯(國家政策基金會財政金融組 助理研究員)

呂帛晏(國家政策基金會財政金融組 助理研究員)

彭思遠(國家政策基金會財政金融組 助理研究員)

發言人	與談重點
林建甫 主持人	<ol style="list-style-type: none"> 1. 與會專家學者介紹。 2. 座談會題綱(詳如附件)。
李訓民 特任研究員	<ol style="list-style-type: none"> 1. 面對香港與新加坡，台灣毫無優勢，須修改相關法令。新加坡及香港係金融與證券之自由港，有充份之法律授權及發展空間，而台灣之外商銀行及外資證券商相繼撤退對成立亞洲金融中心是一種退步與警訊，唯一之優勢係與大陸市場連結。 2. 兩岸證券市場互補，仍以證券商實質登陸，取得業務主導權為主，大陸證券市場發展雖晚，但規模龐大，獲得證監會核准經營業務之證券商，均為特別審批通過得進行新種業務及新商品試點之證券商。由於市值龐大，對台灣市場相對壓縮，簡而言之，大陸證券商不認為台灣市場是其互補對象，其接受大陸公民開戶，買賣股票已足矣。對台灣證券商而言，大陸市場，係其互補對象之一，故大陸之經紀、承銷及創業板之保薦收入，係我國證券商可積極受惠之處，則欲取得大陸之國民待遇。相對地，我國對大陸證券商之開放，亦應積極的進行。 3. 台灣法令應大幅度調整。對外:管理重於防弊。對內: 重新確認台灣櫃檯買賣中心及台灣證券交易所之定位問題。 4. 上海國際板上路對國內證券市場之影響，可能令櫃買中心及台灣證券交易所，屈居劣勢，毫無競爭之力，上海國際板可補足倫敦、紐約證交所因

發言人	與談重點
	<p>時差關係 開盤交易有八個小時之缺口之板塊，對全球基金經理人之下單，係無限之吸引力，香港證券交易所定位：全球企業的上市地 中國的境外集資中心</p> <p>5. 人民幣離岸中心，上海證券交易所定位：推進國際板市場在 SSC 上市 促進紅籌公司加快回歸 A 股市場 境外企業在境內發行上市，期目標成為亞洲主要資本市場，並在世界資本市場中，發揮重要作用 2020 年則將躋身全球最具影響力的交易所之列，不僅要成為全球資本交易中心之一，更要成為全球資產配置中心及風險管理中心。</p> <p>6. 人民幣離岸中心的影響由三個層面來看。(1)交易面：全力發展人民幣計價之債券、股票、基金形成一處自有區塊，比照 OBU 之概念，讓兩岸三地之投資者買賣持有(2)結算面：由櫃買中心結算所負責 人民幣計價產品之結算交割作業(3)評等面：可由兩岸之信用評等公司通力合作，評定人民幣計價產品之等級。</p>
施光訓 教授	<p>1. 台灣在金融中心競爭上，由市場透明度的角度來看。可分為三個層面司法制度、投資人保護及債權人保護。在司法制度上，台灣在法律的合理性上勝過香港和新加坡，但在司法制度的有效性、反腐敗的程度和會計一致性是落後香港和新加坡非常多。在債權人保護上也落後兩國不少，包括債權重整等制度。投資人保護則與兩國相近。</p>

發言人	與談重點
	<ol style="list-style-type: none"> 2. 相較其他三個地區，「科技金融」是我國未來發展的優勢，但我國人才還是嚴重缺乏。 3. 承銷業務是兩岸未來證券合作的重點，其中因台灣證券業對於科技產業了解，若配合 ETF 等金融商品廣，「科技產業」的承銷業務是台灣證券業的優勢。
<p>陳惟龍 總經理</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. 台灣資本市場的基礎建設並不差，流動性充足，櫃買中心的定位逐漸清楚。但仍有幾點問題，(1) 英文名字外國人不易理解，響影國際知名度。(2) 在公司組織上，要「股份化」才易與其他交易所合作。 2. 在商品與市場的定位一定要與證交所業務區隔，才有辦法走出去，並與國際交易所合作。 3. 在大陸市場的發展上，大陸證券市場是計劃經濟，兩岸合作有許多是政治上的考量。 4. 在人才培育方面，要有一定程度的業務開放，才有辦法培養或留住人才。 5. 國內薪資水平在兩岸四地中是最低的，難以留住優秀人才。
<p>林英哲 首席副祕書長</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. 因台灣市場已飽和，中國證券商來台的目的多是學經驗、挖人才，因此來台執業的動機不強。 2. 證券業是中國大陸的戰略產業，談判不易，不是僅對台灣，對全球都是嚴格管制。 3. 倫敦金融城發表的全球金融中心組織評比中，香港是第三，新加坡是第四，台灣是 21；新華道瓊國際金融中心發展指數排名，台北市落於第 41，

發言人	與談重點
	<p>倒數第 4，香港是第四，新加坡是第六。評比重點有四項指標(1)金融專業人才(2)基礎建設(3)經營環境(4)綜合的競爭能力。相較之下台灣與香港、新加坡都落後很多。</p> <p>4. 香港是以金融、地產為主，大陸以地傳統製造業為主，台灣在科技產業群聚效果，是我國最大的優勢與特色。</p> <p>5. 大陸的創業版近年來募集的缺點明顯，成交價訂高、本益比高及募集金額很大，顯示其投機氣氛濃厚，上市後多面臨跌破訂價的問題。</p> <p>6. 興櫃市場是台灣特有的制度，目前大陸發展多層次市場，櫃買中心的興櫃制度是很大的優勢。</p> <p>7. 國際版會吸引全球資金，對台灣一定會有響影。</p> <p>8. 建議政府開放綜合證券商的 OBU 業務，讓證券業先與大陸連結。</p>
黃玻莉 副理	<p>1. 香港及新加坡的競爭力確實領先台灣，不過台灣的資金流動性、公司治理與科技業的群聚效果都仍具的一定競爭力。</p> <p>2. 但科技業這幾年來的獲利成長率不如傳產業；而大陸十二五的產業計劃與台灣六大興新產業極為類似，應該是未來證券業的新契機</p> <p>3. 證交所正在推動「高新科技平台」，但台灣資金有限，需要外資提供金源。但央行的匯率政策限制了籌資管道，也是所有外資投資台灣的疑慮。</p> <p>4. 跨境的 ETF 應該是不錯的合作標的，讓兩岸三地互掛不同產業的 ETF，是未來可行的合作方向。</p>

發言人	與談重點
	<p>5. 政府應鬆綁對於金融業的限制，如韓國政府是「負面表列」，而我國則是「正面表列」，大原則的改變是需要的。</p>
<p>莊銘福 總經理</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. 香港的股票市場是相當健全的，但債券市場不好。新加坡一樣有在管制，但他們很努力嘗試各種政策。 2. 交易市場是雙面的，因為香港與新加坡國內人口有限，所以都相當在意如何吸引外資投入，如何把投資人的範圍變大。 3. 吸引金融人才也是香港與新加坡成為金融中心的重點 4. 台灣如何變成人民幣的離岸中心，因台灣對大陸大量貿易順差，累積大量的人民幣，反而比香港與新加坡更有本錢發展成為人民幣的離岸中心 5. 台灣人才對於大陸還是具有吸引力的，因為大陸快速成長高報酬的環境，使得其目前乎略很多經營的細節，一但成長走緩利潤下滑，台灣人才的經驗價值就相當的重要了。
<p>聶建中 教授</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. 大陸用高薪挖角，3月的「肥貓政策」可能造成一連串的人才流向大陸，工研院已出現人才外流的現象。 2. 國際貿易聯盟亦是重點，韓國已與歐盟等多國簽署FTA，未來台灣的科技產業是否能維持競爭力，令人擔憂。 3. 台灣的人文、文化是優勢之一，也是未來兩岸的談判的利基。

發言人	與談重點
李訓民 特任研究員	1. 櫃買中心多設一個創業版，應該是可行的。
莊銘福 總經理	<p>1. 香港的創業版是做不起來的原因是其投資管道多元，因此風險高的創業版發展有限。相較之下，大陸創業版的成功是來源於資金過多，但投資管道有限。台灣是否需要創業版，值得櫃買中心去思考。</p> <p>2. 若只是將創業版定位成「高風險、高報酬」的投資平台，那應該設計成國際的籌資平台，開放讓最喜歡風險的國際私募基金、創投基金來投資，用投資人對於風險偏好的不同來區隔市場(商品)。</p>
陳惟龍 總經理	<p>1. 大陸政府全力支持香港成為人民幣的離岸中心。由於中國大陸對於資本帳沒有開放，若未來資本帳開放，就沒有人民幣離岸中心的議題</p> <p>2. 在兩岸利差大的環境下，台灣資金可能將往香港流動。</p>
林英哲 首席副祕書長	<p>1. 除了照顧證券商之外，也要照顧台灣投資人，開放兩岸的證券投資，讓台灣人可以投資大陸證券市場</p> <p>2. 可利用談判，限制一定家數，開放兩岸企業相互掛牌，兩岸交易所約定淨額清算。</p>
施光訓 教授	<p>1. 心態的問題，台灣未來的國際化，第一步一定就是兩岸合作，這是不可避免的。</p> <p>2. 定位：台灣未來要成為什麼樣的市場，主管機關要有明確的方向。</p>

發言人	與談重點
莊銘福 總經理	1. 東協交易所協商合作的問題，若真的合作成功，台灣又將被邊緣化，主管機關要積極因應。

<附件>

櫃買中心與其他華人地區主要證券交易所間競合關係之研究

專家座談會-題綱

背景說明：

兩岸金融業合作趨勢明確，證券市場有機會成為下一個焦點。目前除了群益與富邦投信已經順利取得中國合資格境外機構投資者資格外，富邦更與中國大陸業者合資成立基金管理公司，上述事件皆一再透露兩岸證券業大交流時代已經來臨。

證券櫃檯買賣市場與集中交易市場同為證券流通市場之一環，完整的證券市場體系，就必須包含集中市場與櫃檯買賣市場。我國證券櫃檯買賣中心除了即時發佈上櫃、興櫃、債券及衍生性商品資訊外，更建立完善的交易平台，以即時、優質、多元化之方向提昇對國內外投資大眾之服務，並且協助國內眾多中小企業順利從資本市場募集發展所需資金。

在兩岸金融交流合作開展的關鍵時期，櫃買中心勢必要有更國際化的視野，以面對來自於亞洲臨近國家甚至美歐先進國家的挑戰，特別是中國大陸強勢的崛起，與其他亞洲交易中心的整合，台灣、香港、新加坡與中國大陸的華人交易市場，將會面臨全新的競和局面，未來要如何從競爭環境下取得優勢，實為國內必須面對的重要課題。

討論題綱：

- 一、香港與新加坡被外界視為亞洲主要的金融中心，台灣在哪些面向上仍落後兩地？又在哪些面向上具有領先優勢？
- 二、兩岸證券市場的差異頗大，有哪些業務是兩岸互補，適合優先發展的領域？
- 三、國內主管機關或是法令對國內證券市場的發展是否有需要調整之處？
- 四、我國櫃買中心與香港、中國大陸的創業板的各自優勢為何？中國大陸證券國際版的上路，對國內證券市場的影響為何？
- 五、香港與新加坡有機會成為人民幣離岸中心，此情況是否會影響台灣證券市場發展？