

## 第六章結論與建議

兩岸三地臺商籌資之評估，籌資地點的選擇中國大陸、香港、臺灣，都是選項之一。由實際接觸臺資企業過程中，因為對臺灣管理模式熟悉，再加鄉情之情感因素，臺灣是上市籌資最佳解，幾無疑問；然當臺灣祭出緊箍咒對中國大陸投資設限，或所籌集資金不得再投資中國大陸時，臺資企業為求生存與發展，退而求其次找尋其他上市籌資地點時，香港、中國大陸便成為較適解之一。

於結論中將以身為投資銀行業之一份子，以業界之角度分別對兩岸三地證券市場就研究觀察所得做出評論，並於最後分別對臺資企業籌資及對兩岸三地證券主管機關作建言，以供臺商及兩岸三地證券主管機關參酌。

### 6.1 結論

#### 6.1.1 從投資銀行角度看中國大陸證券市場籌資

中國大陸在社會主義框架下，建立了有別於其他社會主義國家的施政體制，形成了所謂「具中國特色」的社會主義；在證券市場發展上，亦出現有別於其他市場經濟運作機制之「社會主義市場經濟」獨特之施行體系。

以「政策市」作為中國大陸股市最宏觀特色寫照，當不為過。由政府這隻「看得見的手」代行市場這隻「看不見的手」的職能，進行資源配置。既然是政策主導一切，則擬上市籌資或投資者應知悉切勿一味以市場法則做評估準則，否則，可能存在莫名之風險。

閩燦坤被選為台資企業在中國大陸境內上市之試點、國祥製冷以台資、中資合資條件被核定為第一家 A 股上市之外資企業、成霖潔具上市地由原申請之上海被要求改至深圳以表彰及平衡滬、深兩地均有台資企業掛牌等等實際事證，驗證中國大陸股市為「政策市」毫無疑義。

中國大陸 2005 年新公司法修改倉促，而公司法涉及的法律關係又錯綜複雜，致使此次修改難免帶有階段性修改的特點。雖然此次出臺的公司法不可能成為完美主義的公司法，但對中國大陸而言，畢竟是一部同時充滿理論創新勇氣和現實主義色彩的公司法，亦勢必對既存及擬加入中國大陸資本市場的企業在投資設立公司、設立和維持公司營運之法令依循管理成本、公司治理與監管機制、及投資或籌資風險上產生影響。

中國大陸 2005 年證券法修改，在立法指導思想上，看不到股市改革與法律修訂內在聯繫？忽視證券市場弊端的制度成因，忽視市場發展對法律制度的需求趨勢，可能犯下重導歷史覆轍的錯誤。想實現這一目標，需要構建起保障市場參與方平等地位的制度環境，通俗地說，就是要讓最佳公司能夠競爭上市，而投資者得以自由地交易所中意的公司股票。做到此點勢必要限制行政審批權力。準此，對新證券法修正持負面評價者普遍認為，新證券法之下的中國內地證券市場依然是一個制度性不平等充斥的市場！

由中國證監會主席尚福林為這次修改後的【證券法】，所下的關鍵字：“規範、發展”來看；先規範、後發展；「規範」代表著監管或法律，「發展」代表著市場或交易。前述批評者所言不無道理，此與吾人一直觀察著中國大陸要建構社會主義計畫經濟轉軌至社會主義市場經濟，所面臨資本主義市場經濟基本思維體系之變革與挑戰，是很劇烈，也是很艱困的一兩岸三地臺商籌資評估之研究—許坤源

條路，若日後能轉為“發展、規範”也許會比較符合轉軌至社會主義市場經濟的正道；一如其在大陸沿海各地開設高新科技經濟園區對外招商所做的努力與作法，先開發招商再談管理與稅收，是一個成功而且幫中國大陸創造財富與社會就業的積極策略。

證券市場更是市場經濟之具體表現，未有良性發展，何來積極規範？

再者，實施股權分置改革對台商擬在中國大陸上市申請影響不大，但對已掛牌之台資企業即有影響。國祥製冷三度延遲股權分置恢復掛牌時程，遭遇境內投資人極大壓力與反彈，顯示有外人無法理解的莫名阻礙在干擾。誠然，化解股權分置不是一個法律問題，而屬於政策問題；但是，忽視股市整體改革與法律修訂內在聯繫—看不到證券市場歷史遺留問題制度成因，看不到市場發展對法律制度需求趨勢，于立法指導思想上是危險的。應可預期不久將來，股權分置改革後對證券市場之影響，必然再對其「證券法」形成再次修法之壓力，以解決其證券市場跛腳之發展和順應國際證券市場競爭之趨勢。

在中國大陸已掛牌之台商已受新公司法、證券法修正及股權分置之影響，後續排隊等著申請上市的台資企業，或為深耕中國內地市場，或為便於吸引當地人才，但在中國大陸之政策領導一切的主軸思想下，其籌資風險是否較香港證券市場高呢？

### 6.1.2 從投資銀行角度看香港證券市場籌資

臺灣資本市場在國際化的程度上不若香港，香港在整體資本市場的環境上，相對於臺灣較具競爭力，例如在制度規章健全性、人才競爭力、政治穩定度等條件優於臺灣。香港不但是世人公認的東方明珠，其在國際間金融中心的地位也具備世界領導地位。香港經濟的優勢包括政府的自由開放、優異的地理位置、便利的交通運輸、發達的金融市場、健全的通訊網路以及多方專業人才等等，加上其身後廣大的中國腹地，都讓亞洲其他地區難以取代其國際金融、貿易、與航運中心的地位。加上香港較貼近大陸市場，對於以大陸為主要市場的臺商而言，選擇在香港證券市場上市，具有相當的便利性與發展性。香港對臺灣股市之威脅，已非一朝一夕之現象。

中國大陸與香港簽署「內地與香港建立的《更緊密經貿關係安排》」(CEPA)，至今為香港證券業帶來的直接好處不多。不過，各種開放內地經濟的措施卻似乎為證券市場帶來了相當可觀的間接利益。亦即 CEPA 中有關對香港證券業之承諾，產生對香港資本市場未來發展之直接影響雖不大，但由其間接影響香港金融環境及廣泛影響香港未來經濟的預期效果而言，將大於對證券市場的直接影響。這一點足以顯示，香港證券市場實在處於有利位置，續受惠於中國大陸內地在 CEPA 及 WTO 框架下市場的進一步開放。香港證券市場正加強其對中國大陸的價值功用。台商擬搭此順風車亦是理所當然。

香港證券市場與臺灣證券市場最顯著之差異為香港證券市場之監管架構強調資訊充分揭露，上市公司進行重大決策時，包括增資、合併收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。

值得注意的是，香港聯交所特別重視保護少數股東的權利，對於董事和主要大股東的交易、確實施行公司治理等環節著力甚深，如上市公司出現疏於揭露具備影響股價表現之消息的現象，香港訂有暫停交易處罰措施。此點與中國大陸及台灣有很大不同。

香港是中國與外商往來的重要橋樑，不但將中國物資轉運往國際銷售，也為大陸引進國際間各行業的服務專才及資金，集物流、人流、金流三流之匯集。

一方面香港中國成分股受到國際資金對中國大陸經濟成長之寄情作用；另一方面是中國兩岸三地臺商籌資評估之研究—許坤源

國大陸有計畫的吸取國際資金。1997年以來，中國大陸的企業在政策培植重點產業下，紛紛將產業中優秀或龍頭企業以紅籌股海外重組或H股原股型態分拆至香港上市，其中又以中國地區之龍頭產業為先，包括大陸中國移動、中國聯通等重量級企業，2005年又加入建設銀行、交通銀行以及2006年6月的工商銀行等超級吸金大戶，均陸續成功掛牌上市。2005年底在香港上市之H股及紅籌股份別有120及89家，其市值佔總市值分別為15.9%、21.1%，而目前香港市值最高之前50家上市公司中，中國企業便占了15家，中國大陸欲藉此引進國際資金流入中國上市企業，而全球投資者對中國企業有興趣者多從香港股市進行投資，此舉對於近年香港股市不斷推升形成一大主力，使得香港股市搖身一變成了全球焦點。

值得警惕的是，中國大陸深深領悟到香港高度國際化自由化之證券市場足以吸引全球資金投入，為其深圳、上海股市所難比擬者，如把外資入口放在香港、善用此香港資本市場將可快速為其國內產業取得國外資金，故其近年陸續將大型國有企業推至香港市場，或於香港、美國、新加坡市場三地(或加上上海、深圳股市兩地)同時上市掛牌，吸引全球投資者對中國大陸企業之關注。中資企業成功上市後再回中國大陸內地申掛A股，帶動中國大陸內地資金投入或在港資金回流。此舉對臺資企業莫不形成迫切之壓力，以往臺資企業所擁有之資金、技術及人力優勢，在中國企業跳躍式成長取得國際資金挹注、國際投資者帶入跨國合作之產品、技術及管理人力資源後，此優勢恐難於短期內瓦解，且這些大型中國企業比臺資企業更加貼近中國這個所謂的「Home Market」，更有建立自有品牌之實力，只要能從資本市場取得源源不斷之資金擴展，其與歐美大廠並駕齊驅指日可待。屆時臺商也只能憑藉製造管理之優勢，如同為歐美廠商代工般，為中國大廠提供代工服務。

故臺商眼見競爭對手成功在港掛牌募資，一步步壯大，如不跟進以尋求提升競爭力，未來不僅遭遇邊緣化甚至很容易被拋出贏者圈外。

依上市總市值面看香港資本市場，其集中化之情形非常明顯。以2005年為例，市值前5名佔總市值40.5%；市值前10名佔總市值52.0%；市值前20名佔總市值63.1%；市值前30名佔總市值70.0%；市值前50名佔總市值78.4%；市值前100名佔總市值87.6%。

由成交值比重看香港資本市場，其集中化之情形亦非常顯著。以2005年為例，市值前5名佔總市值24.4%；市值前10名佔總市值35.1%；市值前20名佔總市值44.7%；市值前30名佔總市值50.3%；市值前50名佔總市值58.2%；市值前100名佔總市值67.9%。雖未若市值比重之集中化影響程度，但仍可反映其集中之趨勢。

藉由各級距佔市場總市值比重與成交額最活躍佔總成交額比重之交叉分析，其兩者之相關係數高達0.935，顯見市值比重大者其成交額相對活躍；抑或，成交額最活躍者其市值比重亦大。由此可知，香港資本市場呈現富人(市值大)住天堂(成交額最活躍)，而窮人(市值小)住地獄(成交額相對不活躍)之兩極現象。由前交易價值按交易規模劃分可看出此一趨勢有增無減。

擬於香港籌資者宜評估自身是否符合產業龍頭或市值規模較大之企業，否則可能陷入在港籌資不易之困境，又得付出高額成本，賠了夫人又折兵。

中國大陸啟動合格的境內機構投資者(QDII)機制，既可為大陸內部豐沛的民間資金找到投資出口，提高資金投資效益；也可降低外匯存底，減輕人民幣升值壓力以及增加學習建構完善國際金融市場經營與監理的經驗等三重功效，而作為中國大陸面向國際金融市場之窗口的香港，可望成為中國大陸資金赴海外投資之首站，其受惠最多應無疑義。

短期來看，香港股市現貨市場交易量必然受惠於中國大陸QDII的加入與支持。並且兩岸三地臺商籌資評估之研究—許坤源

可將中國大陸民眾以往透過地下管道之非法投資途徑蹈入正軌合法化。以 2006 年 3 月底所有上市之 H 股和紅籌股總市值為 3 兆 6,422 億港幣(約當 4,683 億美元),依估計 QDII 總額約為 2,000 億美元,佔 H 股和紅籌股總市值 42.7%,而 2005 年中國內地投資者的交易所佔比重約在 5%,其加碼空間還很大。

一般台商在香港上市雖未必受惠 QDII,但具產業龍頭地位者之台資企業在未來受到中國大陸 QDII 吸納不無可能。

### 6.1.3 從投資銀行角度看臺商籌資

臺商於企業持續追求成長過程中,除依第二章所述其上市緣由外,當擬在兩岸三地上市籌資規劃時,依研究者接觸臺商過程中之實務累積,逐步歸納其決策評估因素。現今已三家臺商在中國大陸深、滬兩地及 44 家臺商公司在香港掛牌,並有 5 家海外臺商回臺二次上市(TDR)。

臺商於兩岸三地籌資規劃其決策評估因素除經營者主觀判斷及臺商不同經營發展策略外,客觀評估因素可分企業外部環境因素與企業內部環境因素。

企業外部環境因素包括 1. 政治經濟環境 2. 產業鏈 3. 資金供給 4. 法令限制 5. 上市時效/程序 6. 證券監管制度等構面 7. 本益比 8. 股票流動性。

企業內部環境因素包括 1. 經營模式 2. 籌資成本 3. 品牌策略/知名度 4. 吸引人才 5. 管理制度 6. 財務風險 7. 租稅規劃等構面。

臺商於兩岸三地籌資規劃其決策評估因素:包括經營者主觀判斷、臺商不同經營發展策略與客觀評估企業外部環境因素與企業內部環境因素後,選擇較佳上市地點。

臺商企業在大陸上市之狀況,自中國大陸開放外資企業可以透過股份改制上市以來,儘管兩岸媒體多次報導為數頗多臺商已報請大陸券商輔導甚至中國證監會審查程序,確實存在一定數量臺商擬於深、滬兩地交易所申請上市。然,外資企業上市門戶雖開,但也僅是開個門縫罷了。在中國大陸政策指導下,截至 2005 年底止,臺資企業在大陸掛牌上市者僅有三家樣板公司,與規劃中和進行輔導中的臺商比例,顯不相稱。

台商於中國大陸籌資雖有其特定上市目的與策略,但中國股市為政策市不僅表現在證券交易面,也深深反映在證券發行之籌資面,申請時效不確定性的問題,國祥製冷、成霖潔具在未計企業內部管理調整時間,僅計上市審批到掛牌即花了四年。當為數更多中國國有企業亟需股市資金等待上市,台資企業又算什麼,故而台資企業等待中國大陸政策網開一面容納多數台商在中國大陸上市,實緣木求魚。

臺資企業於中國大陸上市,顯示目前臺商仍受到大陸對臺政策之巨大影響,非可單依市場機制於滬、深兩地申請上市;且位居產業龍頭地位之臺商企業、或與中資合資之臺資企業改制、或有境內知名度之大型公司,較易獲得其境內機構法人及自然人投資之認同,若能具備相當流動性,合理推論其再籌資將相對有利。

臺商企業在香港上市之狀況,自湯臣集團於 1990 年以其在中國大陸內地之地產開發為主體,申請在港上市。此後十年,臺商每年申請在香港新上市之臺資企業亦不多,肇因於香港股市產業特性集中在金融、地產、綜合企業等,而臺資企業較早外移中國大陸或東南亞地區的產業,大多以勞力密集之木材、食品、紡織成衣、鞋業之製造業為主,並不受香港投資人青睞,而臺灣本地資金投資港股者亦寥寥可數。故而,至 1998 年底止,僅有 14 家臺商企業在港上市,包括鞋類製造六家、女裝、食品、木材、電腦螢幕顯示器及水泥等加工製造兩岸三地臺商籌資評估之研究—許坤源

業，上市公司數目並不多。然，97 香港回歸後，所謂「臺灣問題」即成為兩岸隔海放話之主軸，兩岸政經協商陷入僵局，大量勞力型臺商產業加速外移，但海外擴張所需資金來又難由臺灣充分支援，香港位居兩岸三地折衝要地，香港上市籌資便成為海外臺商經營課題之一環。故，自 1999 年起至 2002 年，短短四年即新增 17 家臺資企業在港掛牌，隨後自 2003 年至 2006 年第一季，以不到三年半時間即同樣新增 17 家臺資企業在港掛牌。臺商掀起一股赴港上市的高潮，截至 2006 年 3 月底已有多達 44 家<sup>1</sup>臺資企業在港上市，主板上市 37 家，創業板上市 7 家。臺資企業上市總市值約 2,500 億港幣。其中市值最大者為鴻海集團的富士康，次為寶成集團轉投資的裕元，及頂新集團的康師傅。

在香港上市的臺資企業，除了非集團型單一臺資企業居多數外，逐漸的，屬集團型臺資企業在母體於臺灣上市櫃後，旗下聯屬公司(包括子公司)為考量風險分散，分拆或分割後以境外控股方式於香港申請上市，如臺泥國際(臺泥集團)、嘉新水泥(嘉泥集團)、富士康(鴻海集團)、裕元(寶成集團)等。臺灣投資人及臺灣投資銀行對臺資企業在香港證券市場形成臺商板塊寄予厚望。

另一方面，自臺資企業裕元納入恆生指數成分股與後續上市之康師傅、富士康、精熙等的出色表現，已使香港股民開始注意到臺資企業股，臺商股或有機會在港股中形成一波新的投資主流。惟臺商板塊若要吸引在港國際性機構法人及當地投資人青睞，就必須要有勝過當地港股及中資企業之處，否則，股海茫茫，投資人當追捧能脫穎而出的投資標的；同理，臺灣投資人若會熱情跨海投資在港臺商股，無非是要尋找在臺灣無處投資之標的或相對成長潛力較在臺灣掛牌同類標的更佳之股票。

臺資企業於香港上市要能吸引投資人之必要條件為營運規模要大或為產業龍頭公司；獲利能力、股東權益投資報酬率高是充分條件；股東陣容堅強(如有富爸爸支持)是加分補充條件。有此三項要素則在港籌資當能吸引國際專業投資法人之青睞。然由前述分析可以看到存在多數臺資企業無法具備前述要件依然捨棄臺灣籌資最佳解而就香港籌資之較適解，即使付出相對較高籌資代價得到有限財務效益亦不得不選擇此籌資策略，原因無它，即受到臺灣轉投資中國大陸之限制。

近些年雖然臺灣主政者對臺商極力呼喊回臺上市與投資，然用的是請君入甕的方法只准進不准出，若此方法有效，則回來的應是內傷已重無力再出去的企業，但這是臺灣所期望的嗎？當臺商企業將海外資產重組回臺上市籌資就是期能再去海外投資，再將獲利納入母體資產，如此形成良性循環。吾人亦認為主政者當知此點，無奈意識形態與權謀作祟罷了！但當臺資企業逐漸不敢、不願、不愛回臺，寧願做沒有根的臺資企業時，「三不一沒有」，臺灣剩下什麼？

資本市場提供企業籌措股本之供需平臺，乃是直接金融中頗為重要的一環，尤其在 1980 年代因資金浮濫而導致股市狂飆，股市成為企業籌資的重要管道。而在臺灣的產業升級使科技股抬頭以來，許多科技事業更是藉由股票市場解決大部分籌資問題，股市之上市公司家數在近 20 年來以快速的成長率在增加著。高科技產業利用上市公司籌資之比例，以市值而言，超過股市總市值的四分之三，而在上櫃市場之高科技產業比例更高，超過了九成。

臺灣股市多年來一直是國內外投資者不會輕忽的一個金融城池。與世界主

<sup>1</sup>臺資企業申請上市者計有 48 家，但截至 2006 年第一季底，已有 3 家創業板(遠東化工、英普達資訊、艾克國際)及 1 家主板(福方國際)，停牌或除牌下市。

要市場相較，臺灣資本市場具有高成交值、高股價、高本益比、高週轉率的特點，吸引著大量資金挹注。

臺商回臺上市可考慮幾種可行的模式，包括有：以外國公司名義在臺灣申請發行臺灣存託憑證（TDR）、以國內一般公司上市方式在國內市場集資、成立控股公司、營運總部或運籌中心後再申請上市、以及以公開收購方式購併臺灣上市櫃公司等方式。由於符合營運總部或運籌中心條件回臺上市之門檻普遍較高，誘因不足，故以此方式回臺上市之廠商家數不多。

臺灣有關單位一再訴求臺商回臺上市，卻未能引起太大迴響，肇因臺灣只關心「進」不關心「出」—有關單位設計任何回臺方式，包括未出臺所謂「國際板」在內，讓臺商之資產或股權整併回臺，卻一點都不讓臺商以所得資金再出去投資其耕耘地—中國大陸廠，以此請君入甕的方式，想要臺商回臺上市實如緣木求魚，而不可得。此一政策思維模式越晚修正與開放，對臺灣未來經濟發展的傷害，只會越來越深。

畢竟臺商企業可以上市掛牌之處不止臺灣一地，況且競爭對手香港、新加坡、韓國漢城未曾聽聞其對回國廠商或外國公司如此對待—只能進不能出，而且前三處資本市場亦未因如此開放而有大量本土資金外逃之現象。臺灣會有如此政策規範，只能以執政者對自己管理沒有信心而非對臺商沒有信心來說明之。

觀察各主要國家對於外國企業前往該國籌資時，其審核過程與資金運用或匯出，大都未涉外匯主管機關業務。因此，有關外國企業須取具外匯業務主管機關同意函的審查程序，也與國際證券市場之情況明顯不同。如此規範彷彿更加向世界資本市場宣示：「臺灣仍為外匯嚴格管制國家」之意。如果連對外人來臺投資的 QFII 都已取消投資上限之限制，如今尚且要求外國企業來臺所募資金不得投資大陸；或是對外國企業投資大陸已超過 40% 者，須將來臺所籌資金留在臺灣使用，不但與一般企業經營概念有違，亦與國際不同；另以限制外國企業中，臺資所占比重，當作外國企業來臺籌資資金是否可匯出之依據，在企業跨國經營策略蔚為風行的時代趨勢，不但管理上亦形困難，實務上也會降低包括臺資企業在內的外國企業來臺籌資意願。

臺商面臨此種國際經營環境之挑戰，赴海外投資的腳步也逐漸加速，甚至已具規模之上市公司亦於多年前即有所佈局。臺灣存在諸多海外臺商，其中為數最多者處於中國大陸與東南亞諸國，中國大陸更為近年投資重點區域，而香港則是最佳跳板。這些成功的臺商企業，可能由於發展大陸內需市場的原因或利用大陸當地廉價勞力發展外銷，或分散政治風險與財務投資風險及其他原因可能會選擇在經營所在國上市；因而居於同文同種之鄉情與大中華地域之便的緣由，大陸與香港雖非臺資企業境外上市之最佳選擇，但成為其較適解並不為過，特別是 CEPA 協定簽訂生效後，香港股票市場基於此頻頻對臺商招手，概已成為臺商海外上市之首選。當海外臺商企業就地上市形成氣候或成一前述之群聚現象時，可能會帶來的後果是具產業關聯的企業加速出走，而投資的資金就緊跟著這些具成長潛力與競爭優勢的產業走，流向他地，致臺灣本地資本逐漸匱乏，一幅連根拔起的影像應不難想像。

## 6.2 建議

### 6.2.1 對臺商籌資評估建議

#### 一、依企業營運活動尋求籌資較適解

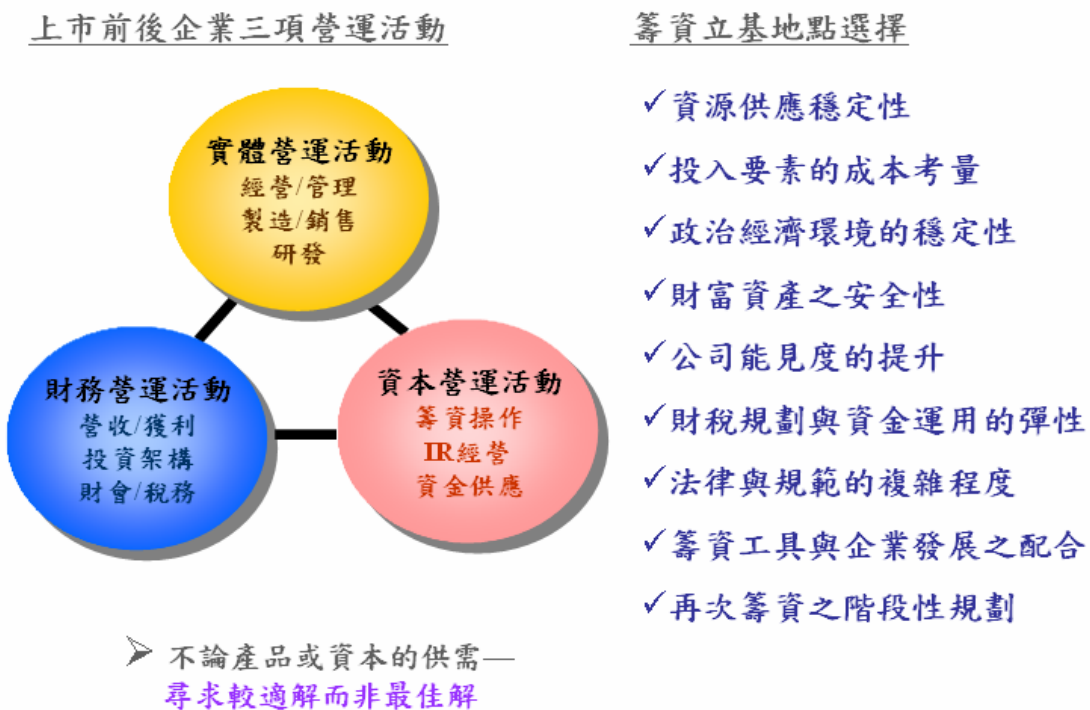
臺商於兩岸三地籌資規劃其決策評估因素除經營者主觀判斷及臺商不同經營發展策略外，客觀評估因素可分企業外部環境因素與企業內部環境因素。

企業外部環境因素包括 1. 政治經濟環境 2. 產業鏈 3. 資金供給 4. 法令限制 5. 上市時效/程序 6. 證券監管制度等構面 7. 本益比 8. 股票流動性。

企業內部環境因素包括 1. 經營模式 2. 籌資成本 3. 品牌策略/知名度 4. 吸引人才 5. 管理制度 6. 財務風險 7. 租稅規劃等構面。

依企業實體營運活動、財務營運活動及規劃之資本營運活動等三項主要營運活動綜合評估(如圖 6-2-1 所示)，選擇各階段較佳上市籌資地點。

圖6-2-1 資本市場選擇之考量



#### 二、重視產業群聚力量及產業國際競爭能力

臺商籌資更進一步要思考的是，當所有海外台資企業或在台灣的企業都對台灣抱怨，對中國大陸轉投資限制或所籌資金未能再投資中國大陸之時，研究接觸過程中，一位台資企業主表現對台灣證券市場十足的信心，讓本研究者領受了深遠的一課，其觀點是：「政治是短暫的，產業經濟競爭能力才是長久的」，「難道台灣全面解除轉投資大陸限制，所有的問題都可迎刃而解嗎」。

是的，政治的紛擾終有終結的一天，但企業面對競爭的壓力卻永無止境。台資企業隨時做好準備，才是致勝關鍵。當台灣全面解除轉投資大陸限制後，企業與產業發展之國際競爭能力就不能再有藉口，接連優勝劣敗之戰才剛要上場。

兩岸三地證券市場各有其特性與投資結構，當兩岸三地都無投資限制或籌資限制時，台商對籌資地點之選擇，首先對自身所處產業地位之競爭能力及產業群聚效果是最重要考量。一如多數國際專業機構投資者會到台灣投資科技類股，到香港投資金融股，產業群聚所形成吸金能力要超過個別明星公司之吸引力，應無疑義。

## 6.2.2 對兩岸三地證券主管機關之建議

### 一、對台灣證券主管機關之建議—有效開放、積極協助產業競爭能力

在金融市場高度國際化的今天，台灣要管制資金的流動非常困難，只會管到一些規矩的企業，限制這些企業的經營能力及資金使用效率，不利這些企業因應高度競爭與快速變化的國際環境。所以，建議台灣大幅放鬆企業赴大陸投資上限，也大幅放寬兩岸資金往來限制，如此才能使臺商靈活運用資金，因應在兩岸與國際上營運的需要。

為臺商提供一個有效率而低成本的籌資平臺，同時提供投資人一個安全而有成長率的投資平臺，不但有利企業的後續發展，亦關乎產業發展之未來競爭力。對中國大陸轉投資的限制宜儘早全面開放，讓台商籌資後能找回失去的市場或新開拓中國境內市場。

對於多年前台灣能開放赴中國大陸觀光，增加對中國大陸的了解，但觀光是純花錢，若能早日有效開放全面對中國大陸投資，則虧錢、賺錢機會都有；但不開放投資，虧錢機率較大，因企業逐漸無競爭力或市場流失被中國大陸取代。

當有效開放全面對中國大陸投資，台商產業競爭能力在吸收中國大陸之資源包括市場、人力、資金後，必能增強其產業國際競爭能力，屆時台商要不要回來籌資已非關鍵。

### 二、對兩岸三地證券主管機關之建議—建立大中華區域共同證券市場

誠如政大康榮寶博士及本研究者於「兩岸三地資本市場競合關係」一文中指出：兩岸三地是華人市場中最核心的區域，其中涵蓋中國大陸的廣大市場與豐沛人力、兼具英國殖民地文化與完全自由金融的香港，以及維持最多中國文化傳統及製造業優良管理能力的台灣，兩岸三地各具特色。從資本市場的角度來看，香港資本市場在過去英國的洗禮下，在兩岸三地間最具國際化自由化特色；台灣資本市場迄與美國市場亦步亦趨，然而市場的深度不足，屬淺碟型市場；中國大陸資本市場甫開放十多年，在2001年年底加入WTO之後，由於對WTO具有五年緩衝期的承諾，且一直從社會主義轉型，致大陸資本市場近年來可說是資本主義的試練所。

兩岸三地資本市場的競合關係，其基礎在於中國大陸所擁有的資源與市場的發展。香港與台灣的經濟發展與大陸市場、產業的發展息息相關。一般而言，一個國家或地區的產業與經濟的發展，可以用來表徵當地資金的需求，其中資本市場代表資金的供給面，這種資金需求與供給關係，可以進一步解釋兩岸三地資本市場間競合關係的基礎。

香港證券市場的核心競爭力在於，香港在兩岸三地的證券市場間最具國際化特質。中國大陸的證券市場原來在兩岸三地證券市場間的競爭力最弱，其中包括大陸證券市場對外兩岸三地臺商籌資評估之研究—許坤源



資封閉程度最高。台灣的證券市場在高科技產業的發展，以及台灣在全球間高科技製造的地位，形成一個利基證券市場。在兩岸三地資本市場中，可以利用台商企業及中資企業作為競合關係的基礎，台商企業一向縱橫全球，投資大陸的金額、家數均最多；而中資企業挾境內豐富資源之營運規模亦具國際競爭水準。

目前，從兩岸三地證券市場的發展來看，香港證券市場發展的態勢最強，中國大陸有急起直追的可能性，台灣可以說是原地踏步，只能從外資關愛的眼神來尋找台灣股市的波段，因此可以說是調整期，正在尋求未來的競爭力。

從市場、經濟強度觀之，中國大陸本來就是香港、台灣地區所賴，香港能夠成為目前兩岸三地金融中心的地位，除了本身本來就擁有英國殖民地的國際化經驗、成為中國大陸唯一與外界聯繫的窗口外，大陸的加持是最重要的因素。目前是因為大陸與台灣之間處於最大的政治矛盾期間，且大陸證券市場本身處於整軍經武的狀態。未來，只要大陸的證券市場逐步開放，挾其世界工廠的優勢、總體經濟的實力、投資者對於證券市場的熱愛、香港本屬中國大陸的一部分、上市承銷具本土化特性，現今大量中資企業以H股或紅籌股到香港掛牌，而台資企業亦經過集團分拆或組織重組到香港掛牌，均存在跨境監理之問題而兩岸三地證券管理制度存在一定差異，若能彼此合作組成「大中華區域證券市場」—雙邊掛牌機制甚或多邊掛牌，則台灣企業集團在兩岸三地間上市籌資、資金運籌就不會受制於相關兩岸三地間的利益衝突問題；具國際競爭能力之中資企業亦能吸納更多華人資金；香港投資銀行及金融之優勢可以更加發揮達到三贏之局面。

要解決這個問題，兩岸三地一定要透過銀行、證券的「兩岸三地合作監管諒解備忘錄」來達成。只要兩岸三地資本市場可以透過MOU的方式合作，台商企業在兩岸三地的資金運籌或產業競爭力都會大幅度提升，對於台灣經濟的發展也會產生顯著正面的影響。同時，MOU也能夠有效解決，兩岸三地間因台灣企業集團獨立分割獨立上市所滋生的投資者、債權人保護問題，同時中國大陸亦可減少中資企業賤賣國有資產到海外重組上市之疑慮。

兩岸三地證券市場無論從總市值、交易量及其他因素觀之，兩岸三地的結合組成「大中華區域證券市場」在全球間具有相當程度的競爭力(如表6-2-2所示)，尤其兩岸三地之間，台灣在傳統與高科技產業製造的地位、中國大陸在全球間所擁有的世界工廠美譽、香港證券市場的國際化程度及其金融中心的專業等因素為然。目前，台灣無法有效參與兩岸三地資本市場的發展，或發展成為專業化區域經濟，與兩岸的政治關係有關，建議兩岸應當摒棄政治歧見，共同發展大中華經濟圈。

紐約證交所(NYSE)於2006年6月協議以77.8億歐元(折合99.6億美元)現金加股票收購歐洲證交所(Euronext)，建立首個橫跨大西洋的證券交易市場。合併後的新公司稱作NYSE Euronext，在這個交易市場上市的公司總市值高達27兆美元，每日交易量為2.1兆美元。紐約證交所合併歐洲證交所後將建立一個跨國平台，投資人可以在美歐兩個大陸從事股票、期權、期貨、商品和公司債的交易，每天至少12個小時，大型機構投資人可能退出規模較小且收費較貴的交易市場，轉而投效NYSE Euronext。對於謀求海外上市的各國企業來說，類似NYSE Euronext這樣的跨國平台無疑是一個好消息，以後他們就可以透過一家交易所實現多國乃至跨國上市的目標。

全球交易所的合併收購蔚成風氣，若兩岸三地能整合成「大中華區域證券市場」則此一市場之市值規模與交易額可望成為全球第五大證券市場，並有機會挑戰倫敦及那斯達克證券市場成為前三大證券市場。如此中國大陸吸收世界各國直接投資之力量，再利用「大中華兩岸三地臺商籌資評估之研究—許坤源

華區域證券市場」吸收世界各國間接投資，而兩岸三地均會受到利益。

如同前述，「政治是短暫的，產業經濟競爭能力才是長久的」，若能發揮產業區域分工，互補互利的集合力量發展區域經濟，符合兩岸三地華人共同利益。

從曾傲人經濟表現的亞洲四小龍，到金磚四國的崛起，產業經濟競爭不斷在演進，臺商及兩岸三地證券主管機關如何利用兩岸三地證券市場之特性與互補而整合成「大中華區域證券市場」，或許可為此區域經濟創造三贏之利益。願以孫文先生所言「知難行易」，期勉兩岸三地證券主管機關排除政治思維，以經濟市場利益共存榮彼此合作，應可為大中華區域市場創造美好未來。

交易所名稱	上市家數	市值	市值/GDP (%)	成交值	成交值週轉率(%)	本益比
紐約	2,270	13,311	108.3	14,125.3	106.1	18.9
東京	2,323	4,573	76.2	4,426.6	96.8	47.3
那斯達克 Nasdaq	3,208	3,604	30.1	10,086.7	279.9	-
倫敦	3,091	3,058	132.5	5,673.9	185.5	14.0
Euronext	1,259	2,707	-	2,901.3	107.2	-
大中華區域*	3,505	1,974	51.8	1,539.2	78.0	16.3
德國	764	1,221	43.4	1,912.3	156.6	14.4
香港	934	1,055	519.6	464.3	44.0	15.6
韓國	702	718	58.7	1,204.3	167.7	11.0
台灣(TSE)	691	476	148.8	583.2	122.5	17.6
上海	833	286	19.0	238.8	83.5	16.3
新加坡	564	257	203.2	116.4	45.3	15.4
吉隆坡	1,019	181	154.5	51.6	28.5	13.8
泰國	468	124	70.4	95.9	77.3	9.4
深圳	544	116	8.1	154.4	133.1	16.4
台灣(OTC)	503	41	11.8	98.4	241.3	27.8

備註：一、Euronext 證交所係由法國巴黎證交所、比利時布魯塞爾證交所及荷蘭阿姆斯特丹證交所合併成立。  
 二、\*虛擬大中華區域證交所係包括香港、上海、深圳及台灣(TSE、OTC)等五個交易所。  
 三、台灣 OTC 之市值、成交值係以台灣央行年底對美元匯率 32.167 計算。  
 四、上海、深圳兩市的市值計算以流通股為準。

資料來源：WFE、台灣金管會證期局、台灣證券交易所、櫃買中心、中央銀行及本研究整理。