

## 第五章 臺商在兩岸三地上市掛牌之比較分析

臺商於企業持續追求發展過程中，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。現今已少數臺商在中國大陸深、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<sup>1</sup>)，其於兩岸三地掛牌後之股價表現及營運績效為何?本文擬透過期後數據分析探討，並與其當地同業或在臺聯屬公司做比較，究竟於兩岸三地之異地上市是否有較佳表現，以供臺商籌資參酌。

### 5.1 臺商在兩岸三地上市之決策分析

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。茲分述如下：

5.1.1. 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/程式 6. 證券監管制度等構面 7. 本益比 8. 股票流動性。

#### 5.1.1.1 政治經濟環境

臺灣自 2000 年政黨輪替後，政爭不斷，影響政治安定與投資信心，此為多數臺商於海外打拼同時對臺灣最為憂慮之處，在勞動成本提高而產業轉型結構未隨之提升下，經濟成長力道大不如前。香港於 97 後依「基本法」維持港人治港之表面安定，並受惠全球對中國情愫之影響及CEPA之助益，政經環境相對穩定。中國大陸在新領導班底安定就位後，續由「十五<sup>2</sup>」計劃進到「十一五」計畫，經濟持續成長，不斷吸引外來投資，外匯累積留存位居全球之冠。

#### 5.1.1.2 產業鏈

臺灣多項產業鏈完整，尤其非屬農、工、礦之電子製造業上中下游之群聚效應為臺灣創造近 20 年之經濟貢獻，惟外銷導向產業下游因生產競爭力因素已多數外移，逐漸牽動中上游體系跟進，以就近供應。服務業雖佔 GNP65%以上，但迄未有龍頭公司或完整服務產業之整合，國際競爭力不足，即便是成型之金融控股公司其競爭力亦有待努力。香港本土產業以金融服務業(銀行、保險、證券)為主並具國際競爭力；電子業及一般製造業並不興盛，大抵

<sup>1</sup>臺灣存託憑證(Taiwan Depositary Receipts)係指由外國發行公司或其有價證券持有人，委託存託銀行(Depositary Bank)發行為彰外國有價證券之可轉讓憑證，存託憑證持有人的權利義務與持有該發行公司普通股之投資者相同，所表彰之有價證券則由存託銀行委託國外當地保管銀行代為保管。

存託憑證之種類，依發行地不同可區分為海外存託憑證及臺灣存託憑證，前者如全球存託憑證(簡稱GDR，於全球發行的存託憑證)、美國存託憑證(簡稱ADR，於美國發行的存託憑證)，後者為在臺灣發行的存託憑證，簡稱TDR。

<sup>2</sup>中國大陸制定關於國民經濟和社會發展計劃之第十個五年計劃(2001—2005)及第十一個五年計劃(2006—2010)，該計劃始自第一個五年計劃(1953—1957年)。

均為外來產業。中國大陸近十年雖快速發展，惟幅員遼闊，僅有大型農工原料製造業、基礎建設業(交通、電力、電信)、能源及國有銀行等壟斷性或寡占性及政策性產業，且各省市地方政府之諸侯經濟特性，整體尚無產業鏈可言。

### 5.1.1.3 資金供給

「臺灣錢、淹腳目」，遊資多，但本地投資信心不足，是臺灣近年來資本市場之寫照。近年來大型可吸引投資項目有越來越少之趨勢，臺商若能掌握此時機，當可為其創造更佳營運績效與規模。香港在國際性資金及中資不斷注入下，具市場指標性公司之籌資往往吸引極龐大金額之超額認購，資金供給不是問題，惟募資標的之市場吸引力關鍵才是臺商籌資考慮重點。中國大陸民眾儲蓄率高，但對證券投資知識薄弱，投資風險很高，且證券商舞弊、上市公司弊案不斷。又，外匯留存雖高，但銀行打呆之效益不彰，再再影響股市資金投入。

### 5.1.1.4 法令限制

臺灣轉投資大陸以淨值 40%<sup>3</sup>為限制，不利廠商對外擴張；且上市集保規定<sup>4</sup>遠高於香港，影響資金流動及再籌資之需求，此兩項重要關鍵因素為臺商在臺籌資之緊咒箍，且資產與股權調整回臺時，相關出資證明若不完備，存在補稅或行政罰鍰之風險。然，香港為眾所皆知之資金自由港，法令簡明而戮力執行，惟臺商常面臨無法取得合法大陸土地使用權之證明檔或在港紙上公司曾有逃漏稅賦情節。中國大陸於股份改制與公開發行作業耗時、且股權分置之影響仍需時間消化。在行政指導常優於法令修改，法制觀念與落實執行時有落差。臺商不諳法令、好走偏門之道，往往令臺商陷入不可自拔深淵。

### 5.1.1.5 上市時效/程式

臺灣在上市程式與申請時效已有些許改進，並已廢除需耗時一年之輔導期程式，但從準備公開發行到掛牌上市約需時 1.5-2 年，就主管機關審議到掛牌時間仍未如香港快速，尚有改善空間。香港從重組控股架構到掛牌上市約需時 9 個月到 1 年，但近期由於中資公司籌資密集及投資人申訴事件增加，審議(聆訊)時間有加長現象。中國大陸證監會雖聲稱已徹底掃除臺資上市政策障礙，允許臺資企業在大陸 A 股上市。然，從準備公開發行到掛牌上市約需時 2-3 年，若再遇行政干擾或對臺商政策冷處理，則其時效將無法預期。

### 5.1.1.6 證券監管制度

臺灣證券金融監管制度過於繁雜，在整體的金融管理制度一元化下，使單一機關能夠合併金融、證券、期貨及保險業加以監理，是否有效執行仍待觀察。惟，投資人保護制度已逐漸落實執行。香港證券監管制度為兩岸三地最佳者，對投資人保護執行亦不遺餘力，保障投資安全與充分資訊揭露之公平性。中國大陸證券監管制度及對投資人保護制度甫建立，

<sup>3</sup>依經濟部發布「在大陸地區從事投資或技術合作審查原則」對大陸投資累計金額或比例上限 (一)個人及中小企業：八千萬元；(二)實收資本額逾新臺幣八千萬元之企業：A.淨值五十億元以下者，投資累計金額以淨值之百分之四十或八千萬元(較高者)；B.淨值逾五十億元，一百億元以下者，投資累計金額以淨值之五十億元部分適用百分之四十，逾五十億元部分適用百分之三十；C.淨值逾一百億元者，投資累計金額以淨值之五十億元部分適用百分之四十，五十億元以上未逾一百億元部分適用百分之三十，逾一百億元部分適用百分之二十。該金額計算以原始投資額計之，若有投資獲利可免將獲利再增資之金額計入。

<sup>4</sup>雖已取消永久集保規定，但維持兩年集保仍高於香港 3-6 個月之規定。

尚待落實執行與觀察。

### 5.1.1.7 本益比

兩岸三地在產業特性、營運規模、掛牌板別不同，本益比存在極明顯差異化，市場平均本益比為期後市場供需之結果。惟一般 IPO 定價之本益比會較市場平均本益比為低，以吸引認購投資人興趣。兩岸三地以 2005 年底市場平均本益比而言，臺灣上市部分為 17.55、上櫃部份為 27.81；香港主板為 15.57、創業板為 22.94；上海 A 股為 16.38、B 股為 12.4，深圳 A 股為 16.96、B 股為 9.11。臺灣與香港就本益比之比較上出現一個共同現象，即流動性相對較弱之上櫃部份、創業板部分，歷年其本益比大多較上市部分或主板部分為高，此乃因其流動性相對較弱，每股盈餘低，且市值規模較低，所形成股價之僵固性，並非市場給予較高評價。另，部分臺商會受到 2004 年臺灣上市本益比創近 10 年最低紀錄，轉而期望在香港上市以得到較高評價本益比之傳聞不斷。惟細究其歷年狀況分析得知(如表 5-1-1-7)，兩岸三地以香港較接近國際證券市場水準，近 10 年本益比以 1998 年 10.7 最低；1999 年 26.7 最高，上下波動幅度為 2.5 倍；而臺灣以 2004 年 12.6 最低，1999 年 47.7 最高，上下波動幅度為 3.8 倍；而中國大陸以深圳於 1995 年最低 9.4，2000 年 56 最高，上下波動幅度高達 6 倍。IPO 定價本益比在一般投資銀行承銷時會視個別廠商獲利能力、市值規模、產業特性、未來成長展望等因素，作為評價綜合參考，未可一概而論。故而，本益比之評估並非全然由企業外部因素決定，企業內部因素所產生之市場期望也是影響關鍵。

表 5-1-1-7

#### 本益比

單位：倍

交易所 名稱	1995 年	1996 年	1997 年	1998 年	1999 年	2000 年	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年
臺灣上市	21.3	29.0	27.0	26.1	47.7	14.8	41.6	41.8	24.8	12.6	17.6
香港主板	11.4	16.7	12.1	10.7	26.7	12.8	12.2	14.9	19.0	18.7	15.6
上海 A 股	15.7	31.3	41.2	33.0	37.1	58.2	37.7	34.4	36.5	24.2	16.4
深圳 A 股	9.4	35.4	39.9	30.6	36.3	56.0	39.8	37.0	36.2	24.6	17.0

資料來源：中國深、滬交易所、臺灣證交所、香港交易所 / 本研究整理

### 5.1.1.8 股票流動性

臺商擬掛牌上市一方面除了為公司營運需要而上市籌資外，另一目的也是希望以上市作為原始股東投資回收方式之一，包括後續專業機構投資者對股票流動性亦非常重視，流動性不佳之標的或市場，往往阻卻投資者之興趣，難買亦難賣。然，此項因素並非全然為企業外部因素，個別廠商企業內部因素亦是市場評估重點。兩岸三地在 2005 年股票流動性分別為：臺灣成交值平均週轉率為 131.4%。香港成交值平均週轉率為 44.2%，然大型股與中小型股差異很大。中國大陸含流通、非流通總市值計之成交值平均週轉率為 97.6%，在完成股權分置後預期平均週轉率將提高。兩岸三地歷年整體股票流動性以臺灣流動性最高，中國大陸次之，而香港流動性相對最低，此乃因其投資人結構中專業機構投資法人約佔 60%，為兩岸三地法人投資結構最高者。

表 5-1-1-8

## 成交值週轉率

單位：%

交易所名稱	1996 年	1997 年	1998 年	1999 年	2000 年	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年
臺灣	243.4	407.3	314.1	288.6	259.2	207.0	217.4	190.8	177.5	131.4
香港	41.0	90.9	61.9	50.6	63.0	46.6	42.8	42.3	59.2	44.2
中國大陸	216.7	175.3	120.7	118.3	126.5	88.0	73.0	94.8	114.2	97.6

資料來源：中國深、滬交易所、臺灣證交所、香港交易所 / 本研究整理

5.1.2. 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。

### 5.1.2.1. 經營模式

臺商欲回臺上市者須調整其營運架構以臺灣為營運總部或運營主體者為主，法規上雖允許投資控股公司上市，但由已上市公司轉型為產業投資控股公司者，市場吸引力仍不足。臺商之主要生產基地在海外或中國大陸，有中國概念股者，在香港上市以控股為運營主體或集團型企業之次集團分工與分拆上市居多。在中國大陸上市者由於大陸政策保護本土公司，臺商截至目前僅 3 家公司掛牌，但其經營模式一般以主要生產基地在中國大陸或銷售市場以大陸內地為主者。

### 5.1.2.2. 籌資成本

IPO 定價本益比為影響廠商籌資直接成本。然，籌資間接成本影響因素亦應納入評估範圍。籌資間接成本估計合理評估，應包括從調整營運模式、調整投資架構、公開發行(香港無)、上市申請審議、上市承銷及掛牌後維持上市資格增加之管理成本等，所發生之新增稅賦費用、給付會計師財務簽證費用、律師專案法律意見及投資銀行承銷和財顧費用等等。由於個別臺商營運模式現狀不同，各當地服務供需變化很大及籌資規模大小亦有很大差異，個案未可一概而論。惟一般以給付投資銀行、會計師、律師等估計為主，則臺灣 IPO 籌資成本約 1,000 萬新臺幣、SPO 依籌資額 1-3% 或不低於 5 百萬新臺幣。香港 IPO 約 1,200 萬港幣、SPO 依籌資額 1-3%。中國大陸 IPO 約 800-1,200 萬人民幣。以本研究接觸過程中，部分因應調整營運模式、調整投資架構所發生新增稅賦費用往往超過前述成本，故臺商宜審慎評估此項成本與擬籌資規模比較。籌資成本為籌集資金之減項，對當期損益不致有影響，但營運模式、投資架構一旦調整後，新增稅賦費用仍可能重複發生而且具不可還原性，否則追溯課徵稅賦風險極高。

### 5.1.2.3. 吸引人才

臺商擬於臺灣上市對吸引本土人才有幫助。但對大陸幹部則因其無法持有臺灣員工認股權，對大陸幹部效果不佳。即便是臺灣幹部此效果在員工認股權納入課稅範圍後，預期激勵效果將大不如前。香港上市對吸引在中國沿海之人才有幫助，員工認股權計畫相當受歡迎，具激勵效果。中國大陸上市對吸引中國內地人才有幫助，員工認股權計畫效果尚不明顯，兩岸三地臺商籌資評估之研究—許坤源

蓋因中國大陸一般民眾投資知識與認知上，相對未若其對國家公債或國庫券之興趣。

#### 5.1.2.4. 管理制度

臺灣上市符合臺灣文化之管理制度較易建立與執行。香港需建立符合國際型企業之管理制度，對中小型公司而言成本相對高。在中國大陸上市可移植臺灣管理精神，但須融入各當地特有民情，另政黨活動對企業管理仍有相當程度之涉入，並非全然臺灣管理模式。

#### 5.1.2.5. 品牌策略/知名度

臺商在臺上市對消費性品牌可提昇知名度。香港上市對大陸華南地區消費性品牌可提昇知名度。臺商於中國大陸上市往往期望對大陸內地消費性品牌可提昇知名度。

非消費性產品以上市作為提升知名度之效益一般其效果並不明顯。值得注意的是越來越多國際大廠或大型客戶在評選商品或材料供應商時，往往要求須具備已上市公司資格者為優先考量，其目的有二；一為已上市公司管理水準和賠償能力一般較未上市公司要高，二則可由其公開財務資訊掌握供應商成本結構，作為其殺價之參考。故而，臺商因此為擠入合格供應商之列而提昇知名度之上市考量者，亦不在少數。

#### 5.1.2.6. 財務風險

非集團型公司或無根臺商海外融資較不易，在臺灣相對籌資容易。惟所籌資金匯出受到管制(如 TDR)，或對大陸投資設有總額限制，此為大部分臺商回臺籌資之最大障礙。集團型公司若母體或旗艦企業已在臺灣上市者，其聯屬公司或可分散籌資風險於海外，香港當為臺商海外掛牌之首選。臺商以大陸內銷型公司為主者，為因應人民幣及利率受到經濟成長推升時，於中國大陸內地掛牌可降低財務風險。

#### 5.1.2.7. 租稅規劃

臺灣除符合營運總部或部分獎勵科技事業外，企業最高所得稅率為 25%。且境內外所得均適用課徵範圍，但已於海外繳納者可於當年度抵繳，但不得逾越加計海外所得後之稅額。另，臺灣需課徵股利或利息所得稅。在香港僅課徵來源於香港當地利潤的利得稅 17.5%，無股利或利息所得稅、資本利得稅。中國大陸除各地政府給予稅賦優惠如兩免三減半外，企業最高所得稅率為 33%(中央 30%+地方 3%)。且境內外所得均適用課徵範圍，但已於海外繳納者，可於 5 個年度分年抵繳，抵繳條件較臺灣寬鬆。另，利息所得稅一率為 20%。

近年來兩岸三地有關租稅規劃另一重點為移轉訂價之安排；過往臺商未上市前多以最低稅賦為著眼點，將多數利潤留存於境外之紙上公司。然，兩岸三地稅捐單位自 2004 年後加強查核之現象越來越多，而當臺商於兩岸三地任一市場掛牌後，知名度、財務資訊更透明的情形下，其被鎖定查核之目標會更明顯。儘管兩岸三地目前尚未就移轉訂價查核事項進行資訊交換之聯合聲明，但在 WTO 架構下總會面對此問題，且資訊交換對各方查稅均有好處，故其協調性將高於任何政治協商議題。臺商宜針對個別經營模式制定合理移轉訂價之安排以為因應，否則掛牌上市目標更明顯後，被查察之機率應更高。

綜上，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。

茲將前述決策評估因素彙總臚列於下，以便參酌。

決策評估因素		上市地點		
		臺灣	香港	中國大陸
企業外部環境	1. 政治經濟環境	自 2000 年政黨輪替後，政爭不斷，影響政治安定與投資信心，經濟成長力道大不如前。	97 後依「基本法」維持港人治港之表面安定，受惠全球對中國情愫及 CEPA 之助益。	新領導班底安定就位後，續由「十五」計劃進到「十一五」計劃，經濟持續成長，不斷吸引外來投資，外匯累積留存位居全球之冠。
	2. 產業鏈	多項產業鏈完整，惟外銷導向產業下游因生產競爭力因素已多數外移，逐漸牽動中上游體系跟進，以就近供應。	本土產業以金融服務業(銀行、保險、證券)為主，電子業及一般製造業並不興盛，大抵均為外來產業。	近十年雖快速發展，惟幅員遼闊，僅有大型農工原料製造業、基礎建設業(交通、電力、電信)、能源及國有銀行等壟斷性或寡占性及政策性產業，尚無產業鏈可言。
	3. 資金供給	遊資多，但投資信心不足。	國際資金及中資不斷注入。	民眾儲蓄率高，但對證券投資知識薄弱，風險高。證券商弊案不斷。外匯留存雖高，但銀行打呆之效益不彰，再再影響股市資金投入。
	4. 法令限制	轉投資大陸以淨值 40% 為限制，不利對外擴張。上市集保規定遠高於香港。影響資金流動及再籌資之需求。	自由港。法令簡明而戮力執行。惟臺商常面臨無法取得合法大陸土地使用權之證明檔或在港紙上公司曾有逃漏稅賦情節。	股份改制公開發行耗時、股權分置之影響仍需時間消化。行政指導常優於法令修改，法制觀念與落實執行時有落差。
	5. 上市時效/程式	已廢除需耗時一年之輔導期程式。從準備公開發行到掛牌上市約需時 1.5-2 年，惟就主管機關審議到掛牌時間仍未	從重組控股架構到掛牌上市約需時 9 個月到 1 年。	從準備公開發行到掛牌上市約需時 2-3 年，若再遇行政干擾或對臺商政策冷處理則無法預期。

決策評估因素		上市地點					
		臺灣		香港		中國大陸	
		如香港快速。					
6. 證券監管制度		證券監管制度過於繁雜，金融管理制度一元化後，是否有效執行仍待觀察。投資人保護制度已逐漸落實執行。		證券監管制度為兩岸三地最佳者對投資人保護執行亦不遺餘力，保障投資安全與充分資訊揭露之公平性。		證券監管制度及對投資人保護制度甫建立，尚待落實執行與觀察。	
7. 本益比		上市 17.55 上櫃 27.81 2005 年底	主板 15.57 創業板 22.94 2005 年底	上海 A 股 16.38 B 股 12.40 深圳 16.96 9.11 2005 年底			
8. 股票流動性		成交值平均週轉率為 131.4%(2005 年)。		成交值平均週轉率為 44.2%(2005 年)，然大型股與中小型股差異很大。		含非流通總市值計之成交值平均週轉率為 97.6%(2005 年)，在完成股權分置後預期平均週轉率將提高。	
企業內部環境		1. 經營模式		以臺灣為營運總部或運營主體者為主。		生產基地在海外或中國大陸，有中國概念股者，以控股為主體或集團型企業之次集團分拆與分工。	
		2. 籌資成本		IPO 約 1,000 萬新臺幣、SPO 依籌資額 1-3%或不低於 5 百萬新臺幣。		IPO 約 1,200 萬港幣、SPO 依籌資額 1-3%。	
		3. 品牌策略/知名度		對消費性品牌可提昇知名度。		對大陸華南地區消費性品牌可提昇知名度。	
		4. 吸引人才		對吸引本土人才有幫助。但對陸幹則因其無法持有臺灣員工認股權，對陸幹效果不佳。即便是臺幹此效果在員工認股權納入課稅範圍後，預期效果將大不		對吸引在中國沿海之人才有幫助。員工認股權計畫相當受歡迎，具激勵效果。	

決策評估因素	上市地點		
	臺灣	香港	中國大陸
	如前。		
5. 管理制度	符合臺灣文化之管理制度較易建立與執行。	需建立符合國際型企業之管理制度，對中小型公司而言成本相對高。	移植臺灣管理精神，但須融入各當地特有民情，另政黨活動對企業管理仍有相當程度之涉入，並非全然臺灣管理模式。
6. 財務風險	非集團型公司或無根臺商海外融資較不易，臺灣相對籌資容易。惟所籌資金匯出受到管制。	集團型公司已在臺灣上市可分散籌資風險於海外。	在大陸內銷型公司因應人民幣及利率受到經濟成長推升時，於內地掛牌可降低財務風險。
7. 租稅規劃	除符合營運總部或部分獎勵科技事業外，企業最高所得稅率為 25%。且境內外所得均適用課徵範圍，但已於海外繳納者可於當年度抵繳，但不得逾越加計海外所得後之稅額。需課徵股利或利息所得稅。	僅課徵來源於香港當地利潤的利得稅 17.5%。無股利或利息所得稅、資本利得稅。	除各地政府給予稅賦優惠如兩免三減半外，企業最高所得稅率為 33%(中央 30%+地方 3%)。且境內外所得均適用課徵範圍，但已於海外繳納者，可於 5 個年度分年抵繳。利息所得稅 20%。
客觀因素綜合評估+經營者主觀判斷因素+企業策略			

## 5.2 臺商在兩岸三地上市之概況

### 5.2.1. 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式，依本研究接觸過程中，確實存在一定數量臺商擬於深、滬兩地交易所申請上市，為避免對尚未被核准掛牌者造成莫名困擾，姑隱其名。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<sup>5</sup>。依上市先後次序分別為廈門燦坤電器(閩燦坤B股)、浙江國祥製冷

<sup>5</sup>依兩岸媒體非正式統計，應有超過百家臺商已在進行中。  
兩岸三地臺商籌資評估之研究—許坤源



工業(國祥製冷)、深圳成霖潔具(G<sup>6</sup>成霖股份)三家。如表 5-2-1。

表 5-2-1

大陸上市臺資企業一覽表

上市公司	證券代號	類別	上市地點	上市時間	資本額 (百萬人民幣)
閩燦坤	200512	電器機械及 器材製造業	深圳證券交易所 B 股	1993/6/30	148
國祥製冷	600340	電器機械及 器材製造業	上海證券交易所 A 股	2003/12/30	100
G 成霖股份	002047	金屬非金屬類	深圳證券交易所 A 股	2005/5/31	224

資料來源：臺灣經濟新報(TEJ)，本研究整理

### §廈門燦坤電器(閩燦坤)

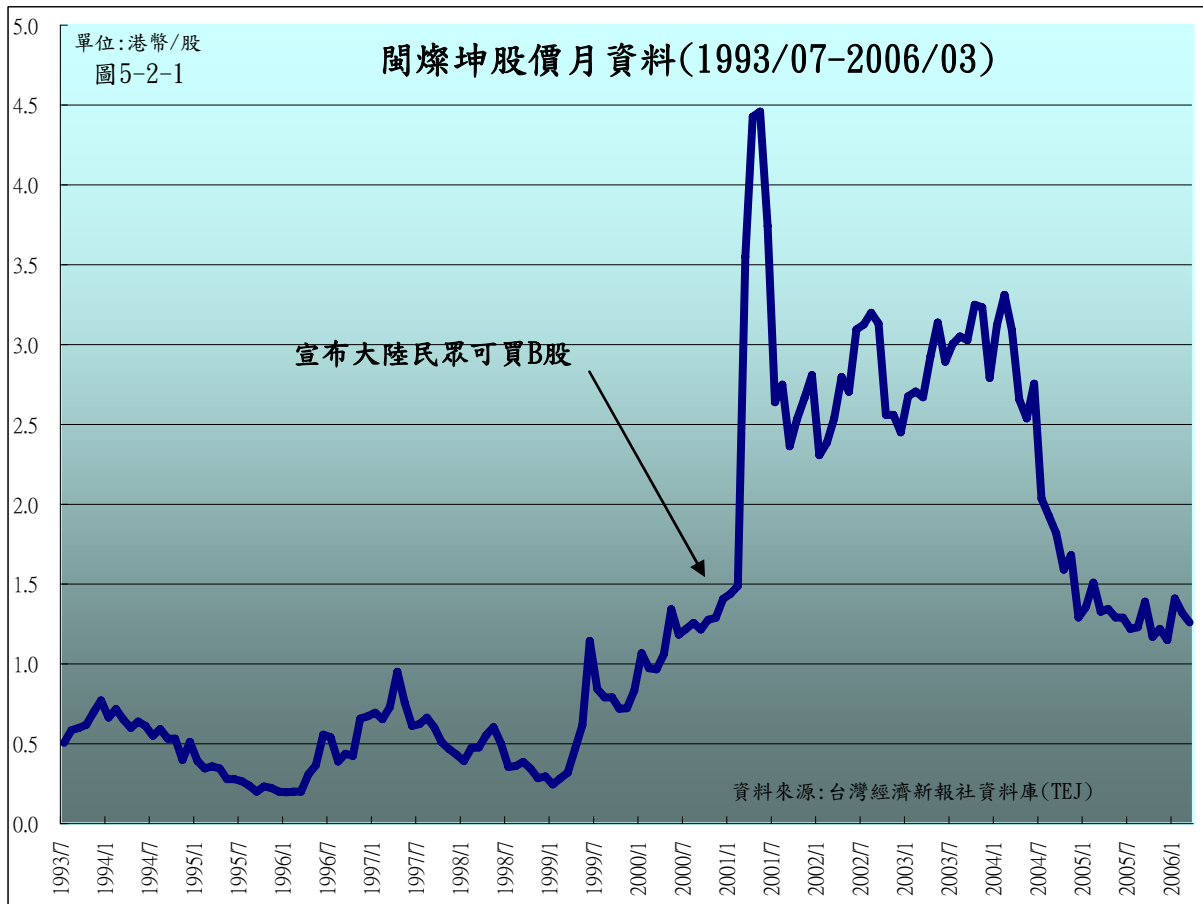
以小家電製造起家的燦坤，現今的生產流程為臺灣接單、臺灣或日本設計，再交由大陸生產，而位在廈門湖裏工業區的廈門坤燦為主要生產基地。該公司於 1993 年由廈門燦坤電器有限公司(成立於 1988 年)改組而成。成立之初，1989 年，開始設計其本身的產品以供出口市場。1990 年，年生產能力擴展至約 980,000 臺，並獲廈門市政府頒發「外商投資企業出口創匯銀獎」。1991 年，開始生產主要配件以配合其加工及組裝業務且生產能力約達 2470,000 臺。當年度創匯約 28,000,000 美元，躍身為廈門市創匯大戶之一。1992 年生產能力增至 4,600,000 臺，並被福建省政府評為「省外商投資企業出口先進單位」<sup>7</sup>。1992 年廈門燦坤建廠初期面臨極大的資金壓力，時急需資金擴建廠房以應付訂單需求，惟卻苦於無法向大陸的銀行取得貸款資金，而此時正值中國大陸正在尋找一家外資上市的「試點企業」。因此，廈門燦坤在大陸有過人政通人和之處，於 1993 年 3 月開始進行股份制改組，將原公司淨資產折算為 1.08 億股發起人股(B 股)。1993 年 5 月至 6 月，公開發行 4,000 萬股境外公眾股，1993 年 6 月 30 日，「閩燦坤 B」在深圳證券交易所上市交易，發行價 4.78 元港幣，募集資金合約新臺幣 7.6 億元，上市時資本額為 1.48 億人民幣，為目前唯一在深圳以 B 股掛牌上市的臺商。值得注意的是，當時大陸的上市條款中尚未設有「企業必須連續三年盈利」的規定，因此，閩燦坤事實上是是一家以虧損企業的身份上市發行，惟此一情況現在已無再現之可能。

廈門燦坤在 2001 年初中國大陸公佈，開放有外匯帳戶的本地人買賣 B 股後，曾短暫飆升，成為許多臺灣及大陸投資人搶進的熱門標的(如圖 5-2-1)。臺灣母公司燦坤於 2005 第三季底仍持有閩燦坤 62%之股權。

<sup>6</sup> G 代表已完成股權分置，股份全流通。

<sup>7</sup> 資料來源於臺灣經濟新報社資料庫(TEJ)

兩岸三地臺商籌資評估之研究—許坤源



### §浙江國祥製冷工業(國祥製冷)

在近年來大陸逐步完善外商企業直接上市的相關法令後，外資企業方可循正常管道申請 A 股上市。其中，臺資企業浙江國祥製冷工業股份有限公司甫於 2003 年 7 月獲得大陸證監會審查通過，成為繼日資企業寧波東睦新材後第二家獲得 A 股上市資格的外資公司，但卻早於寧波東睦新材掛牌，箇中當有原委。

國祥製冷是臺灣最大的工業冷凍、空調設備製造商——國祥冷凍機械的轉投資事業，2001 年與其他四家中資企業(包括浙江上風實業<sup>8</sup>25%、浙江春暉集團 20%、浙江上虞上浦金屬加工廠及浙江上虞上峰壓力容器廠合計佔 10%；即中資共持有 55%。)共同合資組建「國祥製冷股份有限公司」，改制後註冊資本額為 6,000 萬人民幣。其生產的「王牌」空調設備是長江三角洲第一品牌，在江蘇、浙江、上海的市場佔有率約為 20%。<sup>9</sup>

國祥製冷經大陸浙江省人民政府企業上市工作領導小組及中國大陸國家對外貿易經濟合作部外經貿批准，由原浙江國祥製冷工業有限公司整體變更設立為外商投資股份有限公司。由臺商陳和貴以自然人身分、浙江上風實業股份有限公司、浙江春暉集團有限公司、上虞市上浦金屬加工廠、上虞市上浦金屬加工廠、上虞上峰壓力容器廠共同發起設立。2001 年 1 月，經浙江省人民政府企業上市工作領導小組及對外貿易經濟合作部外經貿的批准，浙江國祥製冷工業有限公司以截止 2000 年 12 月 31 日經浙江天健會計師事務所審計的淨資產

<sup>8</sup>深圳 A 股掛牌公司，證券代號 000967

<sup>9</sup>李佳貞，臺資企業在大陸上市問題之探討，2004。

<http://www.cepd.gov.tw/upload/ECON/EcoResearch/Annual/8@724561.9083958012@.pdf>

兩岸三地臺商籌資評估之研究—許坤源

6,000 萬元人民幣，按 1:1 的比例折為總股本 6,000 萬元人民幣，整體變更為浙江國祥製冷工業股份司召開了創立大會，2001 年 7 月 19 日公司在浙江省工商行政管理局進行了變更登記，公司註冊資本 6,000 萬元人民幣，同時進行了臺港澳投資企業變更登記。發行 A 股 40,000 仟股，發行價格每股人民幣 7.3 元，募集資金 2.92 億元人民幣。於 2003 年 12 月 30 日於上交所掛牌上市，雖是第一家以 A 股掛牌的外資企業，但過程亦歷盡千辛萬苦，耗時最少四年(從 2000 年資產評價至 2003 年底掛牌)。

自從中國大陸宣佈開放外資在大陸 A 股上市，排隊的外資企業不下數十家，除了為數不少的臺商外，日商、港商的數目也都不低。排在國祥製冷之前，至今尚未掛牌的不在少數。然而，這樣的結果，不僅外界跌破眼鏡，連國祥製冷創辦人陳和貴都直呼意外。箇中原因倒也簡單，或許就像陳和貴說的，「中國人當然會幫中國人的忙」。但更有趣的是，國祥製冷的上市消息，並非來自中國證監會，而是透過國臺辦記者會對外發布，中國大陸用那隻經濟之手向臺商頻頻示好的意圖，不言可喻<sup>10</sup>。不管國祥製冷的上市，是不是如外界所擔心的只是個樣版，但大陸對「祖國臺灣企業」的高度關注，讓臺商甜在心裡，卻是個不爭的事實，對於積極深耕大陸的臺商更是個無形的巨大引力。一來一往，一熱一冷，冷暖自在臺商心頭。誠如，紹興市上市辦主任夏九英認為，讓國祥製冷通過第一個外資企業掛牌原因主要有兩個<sup>11</sup>，一是，外資控股的上市公司要做一個範例，說明其政策是一視同仁的；二是，考慮到對外引資的因素，外資控股企業上市能更好吸引外資。另外，國祥製冷股權的分散性，不存在一股獨大的問題，也符合大陸對外資企業的政策方向，這才是其能出線拔頭籌之主因。

此一情況透露出中國證監會在核准外資企業直接上市方面所抱持謹慎小心的態度，因此，對於大型外資企業的股權結構、關聯交易等行為較為複雜，在跨境監管上也有一定的難度，而且優良外資企業境內上市也存在一定程度對其境內企業上市之排擠效果，可能必須待大陸證券監管部門逐步累積對中小型外資公司上市的監管經驗後，大型知名外資企業在大陸上市的可能性才會提高。

## §深圳成霖潔具

成霖潔具是經原中國對外貿易經濟合作部及深圳市對外貿易經濟合作局批准，由深圳成霖潔具有限公司整體變更而成的股份有限公司，於 2001 年 12 月 31 日在深圳市工商行政管理局登記註冊，註冊資本為 1.5 億元人民幣<sup>12</sup>，為臺灣上市公司成霖企業之在大陸轉投資之子公司持股 57.45%。成霖潔具 1993 年成立，是成霖集團五金零件生產基地，約佔整體出貨量 9 成，以生產水龍頭為主，年產能 1,300 萬件、衛浴掛具 130 萬件、花灑 120 萬件，為亞洲最大的水龍頭專業生產之衛浴五金製造商；成霖潔具原以外銷市場為主，北美地區佔營運比重 92%，歐洲 3%、大陸市場 2.5%，客戶群包括 Home Depot、KOHLER 及 TOTO 等國際大廠，為積極拓展大陸內銷市場，以高寶自有品牌行銷，故，成霖潔具選擇在大陸 A 股掛牌，主要是

<sup>10</sup>江今葉，臺商冷暖在心頭，經濟日報 2003-12-31

<sup>11</sup>翁海華，「中國華爾街」襁褓巨嬰的想像空間，新浪網財經縱橫網，2003 年 12 月 27 日  
<http://china.sina.com.tw/finance/roll/20031227/1610580495.shtml>

<sup>12</sup>同揭註 7。

考量深耕中國大陸內銷市場，上市籌資只是掛牌的因素之一<sup>13</sup>。

自 1993 年開始進行製程垂直整合，6 年的時間內，在 1999 年完成全製程垂直整合，擴大生產規模及獲利能力。在上市掛牌的規畫上，自 2001 年進行股份制改組，為中國 A 股上市掛牌進行準備，亦經過長達 4 年努力，終於在 2005 年 5 月獲中國證監會通過核准發行，成為第一家同時在臺灣及中國大陸 A 股掛牌的企業。也是繼臺資企業浙江國祥製冷工業股份有限公司在上海證券交易所 A 股市場上市，另一家臺資企業深圳成霖潔具公司在深圳證券交易所中小企業板上市，成為第二家赴大陸 A 股市場上市的臺資企業。

成霖潔具發行前每股淨資產 2.2 元人民幣，上市發行五千一百萬公眾股，每股面值一元，發行價格每股 8.6 元人民幣，以本益比 20.1 倍上市，超額認購超過 100 倍，籌得 4.386 億人民幣的資金，對臺灣母公司每股淨值增加 3.2 元，成霖每股淨值由 16.8 元增至 20 元，由於成霖持有成霖潔具 8,600 萬股，以每股 8.6 元人民幣上市價格推算，成霖持有潛在市值達 28 億元，有助於該集團未來資金來源及營運架構更加多元化，且對集團的實質貢獻將更高。

成霖潔具於媒體表示募集資金將用於精品潔具生產、鑄造和機械自動化技改、研發中心技改、模具中心技改等項目，顯示臺商後續投資除產線擴張外，也逐漸將技術改良及研發移轉至中國大陸，此點亦為臺灣股東及政府部門所憂慮的，臺商企業在臺灣如何轉型以及剩下什麼。

然，成霖潔具上市掛牌也可說是一波三折，長跑達 4 年，從 2001 年進行股份制改組為上市準備，2004 年 5 月原已通過中國證監會發行審核，但因證監會實施 IPO 詢價制度，延後掛牌時程，經過近 1 年證監會重開掛牌大門後，才得以躋身首批詢價上市名單中，但掛牌地點由上海轉至深圳中小板，為臺資企業首家在深圳 A 股掛牌的公司，其過程曲折之處，應有讓臺商日後擬於中國大陸上市掛牌者瞭解與學習之處。

不論是國祥製冷或成霖潔具都經歷至少 4 年的努力與波折才能成功掛牌，其中困難問題和大陸政策主導「明為開放，實為封閉」之外資企業上市政策，表露無疑。單一臺商上市尚且如此困難，更遑論中國大陸政策會開放形成「臺商板塊」，即便中國大陸加入 WTO 屆滿五年後的 2007 年起，其保護境內企業優先上市之政策仍無改變之跡象。

政治大學會計系副教授康榮寶博士<sup>14</sup>及李佳貞<sup>15</sup>兩位曾分別指出，臺資企業欲循大陸相關法規上市，且符合臺灣法令規範者，僅有直接以 A 股或 B 股上市的途徑<sup>16</sup>。而此一方式除可能遭遇大陸審批過程中的障礙外，尚可能面臨困難的問題有：一、上市資格規定的問題二、

<sup>13</sup>陳賜政，成霖潔具選擇大陸 A 股掛牌以深耕內銷市場為考量，東森新聞報，2005/05/30

<sup>14</sup>康榮寶，大陸發行市場專題，政大大陸金融與證券市場課程講義，2005

<sup>15</sup>同揭註 9。

<sup>16</sup>根據臺灣「在大陸地區從事投資或技術合作許可辦法」第四條第一項規定，臺灣地區人民、法人、團體或其他機構在大陸地區可創設新公司或事業、對當地原有之公司或事業增資、取得當地現有公司或事業之股權，但不包括購買上市公司股票。因此，依法臺資企業並不得透過股權協議轉讓的方式在大陸借殼上市。

「在大陸地區從事投資或技術合作許可辦法」：

第四條 辦法所稱在大陸地區從事投資，係指臺灣地區人民、法人、團體或其他機構在大陸地區有下列行為之一者：

- 一、創設新公司或事業。
- 二、對當地原有之公司或事業增資。
- 三、取得當地現有公司或事業之股權。但不包括購買上市公司股票。
- 四、設置或擴展分公司或事業。

臺灣地區人民、法人、團體或其他機構直接或間接投資第三地區公司，並對該公司之經營具有支配影響力，而該公司有前項各款行為之一者，亦屬本辦法所稱在大陸地區從事投資。

兩岸三地臺商籌資評估之研究—許坤源

退出機制的問題三、申請時效不確定性的問題，茲分述如下：

## 一、上市資格規定的問題

### (一)改制為股份有限公司的困難

一般臺商在大陸設立企業時，通常是以三資企業<sup>17</sup>的方式成立，本質上屬於「有限公司」。因此，一旦準備上市，就必須改制成「股份有限公司」。然而，公司改制必須經過層層關卡，包括需取得原企業所在地方政府的審批機關、外經貿部及工商管理管理局的核准。由於大陸行政程式的不透明，使得臺商改制的過程增添許多困難。此外，由於許多臺商當初成立三資企業時，如前所述憑藉著小聰明，好走偏門與大陸地方政府套交情蒙混過關，並未全然符合大陸中央的政策規定，例如：土地租用、業務性質不符合大陸產業政策等問題。當臺商企業欲申請上市而必須辦理公司改制時，即可能因為不符大陸中央的規定而無法完成。再者，稅務導向而未有依《外商投資企業會計制度》編制報表是臺商普遍的現象，不少臺商都存在兩套帳的問題，這使得企業在規劃上市整理帳目時，耗費極大的成本。

### (二)關聯交易及同業競爭的問題

為了避免上市公司利用關係企業移轉帳戶利潤，編制不實財務報表，大陸在「關於擬發行上市企業改制進行調查的通知」中規定，改制後的公司不得與控股股東從事相同產品的生產經營，嚴格禁止同業競爭。此外，欲上市的股份公司應有獨立的產銷系統，嚴禁存在不正當的關聯交易。而2003年9月公佈的「關於進一步規範股票首次發行上市有關工作的通知」，對於關係人交易的要求，更訂定了具體的規範。這對於臺商於兩岸三地分工並將利潤留存境外控股公司之經營模式的跨國集團企業而言，欲達到此一要求，勢必經過一番耗時費力的調整過程。此外，多數的臺商企業進軍大陸市場時，或出於規避稅賦相關規定，或方便報批投資項目的考量，往往採取分散投資的方式，在數個地方設立合資或獨資公司，生產相同或類似的產品。例如，成霖潔具透過吸收合併成霖實業而改制是屬較單純的；惟如統一企業在大陸的轉投資高達四十多個，在各省、區主要的投資項目都是食品類，因此，除非其透過重組同類企業的方式，整併上市，否則無法符合大陸有關不得存在同業競爭的規定。然而，在投資分散的情況下，整合這些資產將面臨許多困難，畢竟在不同地方設立的外資公司，都是當地政府透過減免稅賦之優惠政策吸引外商投資的成果，若進行整併將涉及各地方政府的稅收利益問題及對地方政府的承諾，不易平擺；且按照「合資企業法」、「合作企業法」的規定，整合其附屬同類企業還必須獲得合資、合作企業中方夥伴的同意，重組的過程曠日費時。

## 二、退出機制的問題

為了保護債權人的利益，大陸公司法依2005年修正後條文第142條規定，「發起人持有的本公司股份，自公司成立之日起一年內不得轉讓。公司公開發行股份前已發行的股份，自公司股票在證券交易所上市交易之日起一年內不得轉讓。公司董事、監事、高級管理人員應當向公司申報所持有的本公司的股份及其變動情況，在任職期間每年轉讓的股份不得超過其所持有本公司股份總數的百分之二十五；所持本公司股份自公司股票上市交易之日起一年內不得轉讓。上述人員離職後半年內，不得轉讓其所持有的本公司股份。公司章程可以對公

<sup>17</sup>三資企業係指：獨資企業、合資企業及合作企業。  
兩岸三地臺商籌資評估之研究—許坤源

司董事、監事、高級管理人員轉讓其所持有的本公司股份作出其他限制性規定」。大陸當局此種做法雖賦予控股股東對公司營運上一定程度的義務與責任，可防範控股股東藉上市將股票脫手套現、牟取暴利，似無可議，惟卻易同時將原始股東的資金凍結，造成退出機制上的極大限制與併購的障礙。然，無獨有偶，兩岸三地證券市場中臺灣也有類似規範，不同處在於臺灣尚無對高級管理人員轉讓其所持有股份作出其他限制性規定。

### 三、申請時效不確定性的問題

由於大陸目前尚有許多急需募資的國有企業等待掛牌上市，若讓優良外資企業大幅在大陸股市上市，勢將造成對中國大陸境內龐大的吸金效應與排擠效果，導致其國有企業乏人問津。因此，儘管大陸當局已訂定外資企業上市相關法規，但實質上對於外資企業上市仍持較為保守的態度，並未有明確的時間表，因此，臺商若欲在大陸上市恐仍需漫長等待。

另，大陸學者也曾分析臺外商在大陸上市不足，一拖再拖的原因在於，A股市場是發育不完全的封閉市場，原有2/3的國有股和法人股不流通、人民幣不能自由兌換、股市沒有做空機制、銀行利率處於中國大陸建國以來最低點、一般民眾缺乏有效投資管道等種種因素，造成A股市場股價遠遠高於其實際價值。在監管制度不足時，若倉促地允許大量臺外資透過大陸A股市場上市來融資，可能會對中國大陸資本市場乃至整個大陸經濟造成莫大的衝擊；並且大陸證券市場限制較多，正如前文獻探討所言，大陸證券市場對外資上市設定了較為嚴苛的限制條件，門檻過高，限定了臺商企業在大陸的上市規模。

由於臺灣主管當局對上市公司轉投資大陸有以淨值40%的上限，也對企業直接或間接透過第三地轉投資大陸有所限制，所以臺商在中國大陸的上市也是受到臺灣政策的有條件限制的，而透過迂迴方式規避臺灣法令規範者，難保日後不被臺灣證管單位追究之風險<sup>18</sup>。

### 5.2.2. 臺商企業在香港上市之狀況

臺商參與香港上市濫觴於湯臣集團於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如第四章所述集中在金融、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>19</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

<sup>18</sup>瑞智精密案、燦坤案、和艦案都隱約見到此現象。

<sup>19</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。

富士康，次為寶成集團轉投資的裕元，及頂新集團的康師傅。如表 5-2-2-1 所示。

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)、晶門科技(原屬所羅門、現屬廣達集團)、美亞控股(美亞鋼管)、勤美達(勤美集團)、佳邦環球(佳鼎集團)、友佳國際(友嘉實業集團)、精熙國際(佳能集團、亞洲光學)等。

另外，冠捷科技在香港上市時，以引進中國大陸內地戰略投資者京東方的入股 26% 的股權為其上市策略，這如果在臺灣上市的話，依現階段臺灣法令規範是不會允許中國大陸內地企業或個人入股在臺灣上市的臺資企業的。

CEPA 對臺商在香港上市的企業，透過這層關係可望享有大陸內銷配額權優惠，整體稅負會下降很多，對長年在海外或大陸深耕的臺商來說，是很大的吸引力。這一波臺商赴港上市行動聲勢浩大，估計將在 2008 年前達到高峰。若此間臺灣仍無法修正或解除臺商對大陸轉投資限制，屆時在港掛牌上市的臺資企業將突破 100 家以上，而成了臺資企業海外的家，或可能在香港形成「臺商板塊」。

從臺商在香港掛牌先後次序來看(如 5-2-2-2)，可以明顯發現臺資產業類股上市脈動軌跡。1992-1996 年在製鞋業龍頭公司裕元國際帶頭上市後，緊接著耐力國際、信星鞋業、新禮集團、永恩國際、創信國際。裕元甚至透過行銷通路之策略結盟，帶動設計及製造男士、女士及兒童的運動服的鷹美(國際)上市，共 7 家公司，形成一個鞋業關聯產業之群聚效果。

唯冠國際為臺商在香港第一個上市的電子相關類股於 1997 年掛牌，間隔二年後才有全球電腦監視器大廠且市值較大的冠捷科技加入，其後 1999-2002 年是一連串小型創業板上市的資訊通路商、電子元件、電腦產品、商務軟體應用開發商，不但市值規模較小，有軟體應用，有硬體開發製造而且產業關聯性也不高，僅勉強可名為科技股吧，尚難形成一個類似鞋業關聯產業之群聚效果。科技類股直到 2005 年初臺商旗艦公司終於出現-富士康國際，隨後精熙國際、凹凸科技等晶片公司連同較早掛牌之晶門科技在內，於此時，電子業屬上游的晶片設計公司、中游系統整合開發的整合系統廠，到下游電子通路商之關聯產業，稍具雛型。惟要形成群聚效果，一如臺灣完整電子產業鏈，預期尚需假以時日，屆時，產業群聚效果之吸金能量將不可限量。由冠捷科技引入中國內地京東方集團企業之戰略範例，則未來臺商於香港籌資就不僅僅依靠來自臺灣或國際的資金，大型卓越的臺資電子科技股在無臺灣法令可管轄的香港，其受到中資或陸資專業投資機構或戰略性法人的青睞應可預期。

其他一般工業製造業如水泥業、化工業、金屬加工、汽車部件；民生消費品如食品業、木業傢俱等，則零星分佈歷年均有新增掛牌臺商。惟此兩大類尚無明星級或旗艦型之具國際競爭力之龍頭公司引領，且掛牌數量尚且不足而分散，要形成產業群聚之吸引力可能尚不如科技類股來得快。

但是，香港上市對中小型臺資企業而言，IPO 費用不菲，輔導承銷上市費用動輒上千萬元港幣，有些臺資企業獲利能力都未如此一籌資成本，故亦嚇退不少臺商；並且，臺商在港上市往往只是一次性籌資，上市後就銷聲匿跡，欠缺後續募資動能。故後續擬投入香港籌資行列的臺資企業，宜如前所述，審慎評估在香港上市決策評估因素，並注意香港股市之特性，以免付出高昂上市籌資代價。

殷鑑不遠，遠東集團旗下遠東化工主要業務為產銷 PET 切片、滌綸長絲、滌綸短纖兩岸三地臺商籌資評估之研究—許坤源

維及染整聚酯紡織產品，2000年1月31日在香港創業板上市，當時上市價格為4.68港元，上市市值曾高達19.2億港幣。然，掛牌不到五年，遠東化工於2005年11月21日向香港交易所申請以每股2.2港元買回股份，將遠東化工改為私有化並撤銷在創業板上市。

大型企業團尚且如此，更何況其他中小型臺商，屆時有無能力買回股份私有化，或像是英普達資訊、艾克國際、福方國際等因營運不佳及其他構成停牌規定<sup>20</sup>，在後續改善方案無著而未能得到香港交易所恢復上市買賣核准，而被逕行處以除牌之下場。

值得一提的是，香港對執法的效力與效率絕對強過臺灣，臺資企業擬於香港上市籌資，不可忽略此一重要差異與認知。

---

<sup>20</sup>上市規則有關停牌、復牌、除牌及撤回上市之規定如下：

**9.01** 如本交易所認為必需保障投資者或維持一個有秩序的市場，則無論是否應發行人的要求，本交易所均可在其認為適當的情況及條件下，隨時暫停或指示恢復任何證券的買賣或將任何證券除牌，否則本交易所通常會發出上市批准。

**9.04** 根據《創業板上市規則》第9.01條無論是否應發行人的要求，本交易所在任何情況下均可暫停發行人的證券的買賣，包括：(1)發行人被接管或清盤；或(2)本交易所認為公眾人士所持有的證券數目不足（參閱《創業板上市規則》第11.23條）；或(3)本交易所認為發行人進行的業務活動不足以保證其證券可繼續上市；或(4)本交易所認為發行人或其業務不再適合上市；或(5)出現違反《創業板上市規則》的情況，而本交易所認為其嚴重程度足以導致停牌（並不影響本交易所根據《創業板上市規則》可採取的任何其他行動）；或(6)市場的完整性及聲譽已經或可能會因買賣發行人的證券而受損；或(7)發行人的上市證券的價格及成交量出現未有解釋的不尋常變動，同時未能即時聯絡發行人的授權代表，以確定發行人並不知悉任何有關或可能有關該等證券不尋常價格或成交量變動的事情或事態發展，又或當發行人延遲發出《創業板上市規則》第17.11條所規定形式的公告；或(8)市場上就有關股價敏感資料出現不公平的發佈或洩漏，令發行人的上市證券的價格或成交量出現不尋常的變動。

附註：1 如本交易所認為有人不恰當地利用未公佈的股價敏感資料，則不管是發行人的關連人士或其他人士，本交易所將會毫不猶疑地採取停牌行動。本交易所或會要求發行人詳細解釋哪些人可能取得未經公佈的資料，及為何未能做好保密工作。如本交易所認為調查結果支持該等行動，則會公佈其結果。本交易所相當重視上市發行人的董事的責任，不單只要確保未經公佈的股價敏感資料得到適當保密，同時要確保有關資料以適當而公平的方式披露，符合市場的整體利益，而非特定某一個人或個人的利益。2 如本交易所相信上市發行人或其顧問容許有關發行新證券的股價敏感資料在其正式公佈前外洩，則本交易所一般不會考慮有關證券的上市申請。3 根據法定規則的規定，本交易所會通知證監會有關停牌及復牌的事宜。此外，本交易所會按證監會根據法定規則作出的指示將某隻股份停牌。

**9.14** 根據《創業板上市規則》第9.01條，本交易所可在任何情況下（包括但不限於《創業板上市規則》第9.04條所載者）及於發行人的證券已持續停牌一段長時間而發行人並無採取足夠措施令證券復牌的情況下，取消發行人的上市地位。（除牌規定）



表 5-2-2-1

臺資企業在港掛牌簡表

證券代號	上市日期	名稱	註冊地	市場	市盈率(倍) 2005年底	市值 2006/6/15 (HK百萬)	產業分類
0258	1990/3/1	湯臣集團	開曼群島	主板	10.51	2,530	地產
0551	1992/7/2	裕元工業(集團)	百慕達	主板	13.66	33,934	鞋業
0660	1993/2/5	耐力國際集團	開曼群島	主板	n.a.	126	鞋業
0636	1993/11/8	富邦銀行(香港) 原港基國際銀行	香港	主板	13.96	3,399	銀行
0990	1994/1/25	榮暉國際集團	百慕達	主板	n.a.	140	綜合企業
1170	1994/9/29	信星鞋業集團	百慕達	主板	6.41	563	鞋業
1223	1995/3/1	新濠集團	百慕達	主板	6.70	1,715	鞋業
0210	1995/11/3	永恩國際集團	開曼群島	主板	25.92	7,330	鞋業
0322	1996/2/5	康師傅控股	開曼群島	主板	25.23	24,450	食品製造
0676	1996/10/11	創信國際控股	百慕達	主板	40.00	775	鞋業
1041	1996/12/27	福邦控股	百慕達	主板	n.a.	147	木製品
0334	1997/6/18	唯冠國際控股	百慕達	主板	20.55	672	電腦產品
1136	1997/10/6	台泥國際集團	開曼群島	主板	18.08	943	水泥
1225	1998/12/18	隆成集團(控股)	百慕達	主板	41.73	390	製造業
0903	1999/10/8	冠捷科技	百慕達	主板	8.75	14,171	電腦產品
1163	1999/11/11	瑩輝集團	百慕達	主板	5.82	275	照明產品
8013	1999/11/26	松景科技控股	百慕達	創業板	7.55	136	電子消費品
8015	1999/12/17	乾隆科技國際控股	開曼群島	創業板	22.63	65	軟件
8012	2000/1/31	遠東化工 (2005/10/31停牌)	百慕達	創業板			化學品
8041	2000/7/7	大陽精密科技集團	開曼群島	創業板	n.a.	62	電子元件
8043	2001/6/28	年代資訊影視	開曼群島	創業板	n.a.	30	娛樂
0885	2001/7/12	福方國際控股 (2004/5/14停牌)	開曼群島	主板	n.a.		汽車部件
8150	2001/8/10	東光集團	開曼群島	創業板	n.a.	9	鐘錶
0931	2001/10/24	宏遠集團控股	開曼群島	主板	n.a.	110	電腦部件分銷
8179	2001/11/5	艾克國際控股 (2005/07/27 除牌)	開曼群島	創業板	n.a.		解決方案供應商
8159	2002/1/4	輝煌科技(控股)	開曼群島	創業板	3.83	80	電腦產品
8077	2002/1/8	英普達資訊科技 (2005/06/05 除牌)	開曼群島	創業板	n.a.		網絡解決方案
1129	2002/1/17	天廈電腦集團控股	開曼群島	主板	n.a.	98	電腦產品
0157	2002/3/28	自然美生物科技	開曼群島	主板	16.54	1,320	零售
0915	2002/5/10	林多集團	百慕達	主板	7.81	927	綜合企業
8226	2002/7/19	上榮國際控股	開曼群島	創業板	3000.00	98	電子消費品
2317	2003/6/27	味丹國際(控股)	開曼群島	主板	21.67	1,386	食品製造
2368	2003/8/22	廣美(國際)控股	開曼群島	主板	6.00	743	工業
0699	2003/12/12	嘉新水泥(中國)控股	開曼群島	主板	1250.00	1,177	水泥
2878	2004/4/8	晶門科技	開曼群島	主板	8.22	5,587	晶片設計
1116	2004/6/21	英亞控股	開曼群島	主板	800.00	228	金屬加工
0319	2004/12/31	勤美達國際控股	開曼群島	主板	17.35	2,983	金屬加工
2038	2005/2/3	富士康國際控股	開曼群島	主板	35.58	114,808	電訊產品
0360	2005/2/28	新嘉點汽車技術控股	開曼群島	主板	19.24	1,091	汽車部件
0482	2005/5/12	聖馬丁國際控股	百慕達	主板	7.86	916	影音產品
0462	2005/6/10	福茂控股	開曼群島	主板	3.20	219	解決方案供應商
0471	2005/10/10	佳邦環球控股	開曼群島	主板	7.46	1,075	電子元件
3336	2005/11/3	巨騰國際控股	開曼群島	主板	6.88	1,660	工業
0531	2005/11/17	順誠控股	開曼群島	主板	11.88	10,557	保險
0425	2005/12/1	敏實集團	開曼群島	主板	18.51	4,440	汽車部件
2398	2006/1/11	友佳國際控股	開曼群島	主板	3.84	210	工業機械
2788	2006/2/6	精際國際(開曼)	開曼群島	主板	9.63	2,262	電子元件
0457	2006/3/2	凹凸科技	開曼群島	主板	n.a.	2,365	晶片設計
合計						246,202	

資料來源：香港交易所 <http://www.hkex.com.hk> / 本研究整理

※1. 遠東化工因私有化主動於2005/08/23申請停止買賣，並於2005/10/31停牌下市。

※2. 福方國際由於該公司較早前向 Scania CV Aktiebolag 出售於台灣從事汽車服務中心業務，但仍為香港、澳門、深圳及珠海之 Scania 產品經銷商並於2004年5月14日停牌至今。

※3. 艾克國際控股該公司股份由2004年2月5日起停牌。聯交所於2004年11月30日宣布擬行使其除牌權力，取消該公司股份於聯交所的上市地位。該公司獲給予六個月的期限（至2005年5月29日止），以提交有效的復牌建議並就該等引致聯交所擬行使其除牌權力的事宜作出補救，以及該公司須於該六個月期限屆滿前最少十個營業日（定義見《創業板上市規則》）提交該復牌建議。由於該公司未能按有關要求提交有效的復牌建議，創業板上市委員會決定根據《創業板上市規則》第9.14條取消該公司股份的上市地位。

※4. 英普達資訊科技經聯交所宣布，由2005年5月6日上午9時30分起，該公司股份的上市地位即根據《創業板上市規則》第9.14條予以取消。由於到了下述限期結束之日，該公司仍未能提交有效的復牌建議，因此，聯交所將根據《創業板上市規則》第9.14條取消該公司股份的上市地位。



控股公司，然後再以控股公司在臺灣上市，其中需歷經合法投資審議過程及投資限額規劃與過渡性融資或稱過橋融資<sup>22</sup>(Bridge Loan)之安排，又需考慮對過往非合宜投資之稅賦風險考慮等等架構重整，可能花費時間較久。且接觸過程之臺商企業對投資控股公司在臺灣證券交易市場之投資取向不明，目前尚無以此控股型態在臺申請初次上市者(IPO)。

第二種管道是在臺成立營運總部或有實質營運母體之臺灣公司，一般會以業務中心、研發中心或管理統籌中心(包括財務調度與規劃、採購)為主，再把大股東所持海外或大陸子公司如前所述投資控股公司納回臺商大股東所持海外或中國大陸企業股權或資產在內之方式，回臺灣以營運母體的方式直接上市。不同於前者之處為，營運模式不同；前者申請上市主體是以投資為專業並無實質營運；後者申請主體在臺是有實質營運的。惟其將大股東股權或資產移轉回臺灣母體仍是非常耗時而費力的，但已掛牌公司或進行中者有一定數量是以此方式為之的。本研究因有所顧慮，故不舉例說明之。另以本研究稱「以營運母體的方式直接上市」取代「以營運總部的方式上市」係因設立營運總部之法規門檻很高，而且對臺商回臺上市申請並無優惠條款，故實例中，臺商仍以一般公司依一般申請上市條件申請上市。

第三個管道是臺商在目前臺灣已允許的 18 個國際資本市場<sup>23</sup>之一資本市場，上市滿六個月後，再以發行臺灣存託憑證(TDR)第二上市的方式回臺上市。但特別一提的是臺商青睞的香港交易所尚未被列入名單。截止 2005 年底僅有 5 家臺資企業<sup>24</sup>以此方式回臺上市。然其交易方式稍不同於一般上市櫃公司，僅能以現貨交易為之，尚不能如同一般上市櫃公司符合一定條件下可以信用交易，在不能融資融券交易條件下，其上市後流動性不佳亦為臺資企業回臺上市所顧慮因素之一。

原為吸引外國績優企業到臺籌資，加強臺灣成為國際資本市場的政策用途，不但可以提高國家國際知名度；擴大股票市場規模，加速市場國際化；吸收國外經驗與人才，提升國內金融資訊與技術；加速臺灣成為國內外企業從事金融交易、籌資及財務調度中心；並促使跨國企業來臺成立營運據點，加速臺灣成為全球運籌管理據點之政策目標。到現在卻成為臺商回臺上市之衍生模式之一，主因在臺灣限制籌資資金之用途只能用於投資臺灣，雖然經輿論反應修正為只有真正國際知名企業<sup>25</sup>所籌資金可以匯出，但國際知名企業何以需要到臺灣

<sup>22</sup>藉由在臺公司先向特定金融機構貸款，所得資金以之向大股東買回大股東所持海外股權或資產，納入公司控制名下，大股東再以其出售海外股權或資產所得價金，向投審會申請回臺對在臺公司現金增資，在臺公司於辦理現金增資所得價款，再返還借款之金融機構清償貸款，完成整個大股東在海外之所持股權或資產移轉回在臺公司名下之過程。其中海外資產大過臺灣者，由於有以淨值投資限額之規範，需分次移轉調整，無法一步到位完成整個交易。由於現行法令尚未准許對大陸公司以股換股之併購方式，此為常用實務操作方式之一。

<sup>23</sup>依 2004 年 03 月 05 日修正臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則補充規定第 23 條：本準則第二十六條第一項第二款、第二十七條第一項第二款及第二十七條之一第一項第三款所稱證券交易所或證券市場名單如下：

1. 紐約證券交易所(美國)。2. 美國證券交易所(美國)。3. 那斯達克證券市場(美國)。4. 倫敦證券交易所(英國)。5. 德意志證券交易所(德國)。6. 泛歐巴黎證券交易所(法國)。7. 義大利證券交易所(義大利)。8. 泛歐阿姆斯特丹證券交易所(荷蘭)。9. 多倫多證券交易所(加拿大)。10. 澳大利亞證券交易所(澳大利亞)。11. 東京證券交易所(日本)。12. 大阪證券交易所(日本)。13. 新加坡證券交易所(新加坡)。14. 吉隆坡證券交易所(馬來西亞)。15. 泰國證券交易所(泰國)。16. 南非約翰尼斯堡證券交易所(南非)。17. 泛歐布魯塞爾證券交易所(比利時)。18. 泛歐里斯本證券交易所(葡萄牙)19. 經主管機關核定之其他證券交易所。需特別注意香港交易所、漢城交易所尚未被允許。

<sup>24</sup>其中萬宇科技為在南非落地生根的老華僑，其後代回臺釋股。現任主席曾任臺灣銀行駐南非董事及南非臺商協會主席。

<sup>25</sup>對臺商持股在 20% 以下者的外國企業；或臺商持股在 20% 以上，但公司成立年限已滿 5 年者，均可依外資方式前來臺籌資，並將資金匯出。但仍規範資金匯出不得投資大陸。

籌資呢？

目前僅有新加坡福雷電子、新加坡東亞科技、百慕達商美德向邦醫療國際、南非萬宇科技以及泰金寶科技等5家公司來臺發行臺灣存託憑證(如表5-2-3-1)，共籌集資金約新臺幣105億元。其中，泰金寶科技係臺商國外子公司回臺籌資首例，其餘4家均屬臺資背景或華僑淵源的外國企業；至於純正外國企業以原股申請來臺上市部分，目前仍無進展。

來臺發行 TDR 其中僅以福雷電子、泰金寶科技市值規模稍大，其餘都尚且未如一般上市櫃公司。

公司名稱	證券代號	上市日期	每一 TDR 所表彰普通股之權利	第一上市地	所屬在臺集團企業	市值 2005 年底 (新臺幣億元)	主要業務
福雷電子	9101	1998/01/08	每八十單位 TDR 表彰普通股一股；金額單位：美元	NASDAQ (美)	日月光集團	26.1	IC 測試
東亞科技	9102	2001/04/25	每一單位 TDR 表彰普通股二股	新加坡證交所	東雅電子	1.5	喇叭單體、揚聲器、家用音訊、套裝家庭劇院系統)設計製造與銷售；DVD 專用顯示器、電子音響、商業用電子音響等設計製造與銷售；網路家電、MP3 播放機、網路音訊機等設計製造與銷售。
美德向邦	9103	2002/12/13	每一單位 TDR 表彰普通股四股；金額單位：美元計價	新加坡證交所	向邦企業	3.6	醫療耗材製造與銷售、配送及被服租賃等醫療系統後勤管理服務、代理銷售醫療器材。
萬宇科技	9104	2003/01/20	每一單位 TDR 表彰普通股一股	南非約翰尼斯堡證交所		0.9	桌上型電腦，筆記型電腦，伺服器，印表機，傳真機，網路產品及其他相關週邊設備。
泰金寶科技	9105	2003/09/22	每一單位 TDR 表彰普通股一股	泰國證交所	金寶(仁寶)集團	35.4	電腦週邊產品、列表機、Webpad、IA 等之設計製造加工買賣業務。無線通訊產品、手機之設計製造加工買賣業務。視訊影像產品、TFT-LCD、CarPC 等之設計製造加工買賣業務。

資料來源：臺灣證券交易所 / 本研究整理

然而這三種途徑對於吸引臺商回臺上市仍顯乏力。其原因，整理如下(表 5-2-3-2)所示：

表 5-2-3-2 發行 TDR、投資控股公司和設立營運總部之不利因素

投資控股公司	設立營運總部	發行 TDR
<p>1. 投資控股公司的註冊地必須在臺灣，將失掉與香港證交所競爭的機會(允許設在免稅天堂)。</p> <p>2. 大陸投資金額無法符合經濟部規定限額，而喪失回臺上市資格。</p> <p>3. 租稅障礙，擔心政府當局追究過去在海外獲利的稅捐，導致稅負的加重。</p>	<p>1. 申請回臺上市的大陸臺商以區域型營運總部形式要件為例</p> <p>①. 營運活動：設立於國內之公司，其營運範圍至少具備統籌區域地區各營運據點之經營策略、資金調度、財務管理、國際採購、市場行銷、後勤支援、人力資源、研發設計、工程技術或高價值生產等三項營運活動。</p> <p>②. 國內員工數目：應高於 100 人(含 50 位大專以上畢業人員)。</p> <p>③. 國內年營業收入淨額：應高於新臺幣 10 億元。</p> <p>④. 國內年營業費用：應高於新臺幣 5000 萬元。</p> <p>⑤. 區域佈局規模：國外關係企業分佈於至少二個國外地區或國家。</p> <p>⑥. 區域年營業收入淨額：應高於新臺幣 15 億元。</p> <p>對大多數成長中的臺商仍有門檻過高之歎。</p> <p>2. 臺商若已在臺設立營運總部，將全球佈局高附加價值的營運活動留在臺灣，宣示「根留臺灣」決心，仍將面臨經濟部投審會對企業赴大陸投資不得超過公司淨值一定比率的限制。</p> <p>3. 營運總部每年申請一次，會提高臺商營運活動移回臺灣之風險。</p> <p>4. 租稅障礙，擔心政府當局追究過去在海外獲利的稅捐，導致稅負的加重。</p> <p>5. 空有一堆義務，卻無上市優惠條款。</p>	<p>1. 不管是以發行新股或以出售原股東持股方式，必須是第二上市，即該臺商必須在與臺灣證券交易所簽訂合作監管備忘錄的 18 個交易所上市，其中不包括香港證券交易所。而大陸臺商在香港上市甚多，這直接影響了其選擇此途徑回臺上市的可能性。</p> <p>2. TDR 資金須全數在臺灣使用，與其籌資資金再投資大陸之用途衝突，亦使此回臺上市模式喪失實質效益。</p> <p>3. 比起一般上市櫃公司之交易條件，無法採用信用交易，亦大大影響投資者之意願而造成流動性不佳之疑慮。</p>

資料來源：本研究整理

綜觀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式，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。

### 5.3 臺商在兩岸三地上市掛牌表現之期後實證比較分析

本節擬以臺資企業分別在兩岸三地不同證券市場掛牌之期後營運面及證券交易面實證分析，無論就個別臺資企業對照掛牌當地類似產業族群公司或對照在臺母體企業或對照在臺類似產業族群公司，均嘗試以此瞭解由事後數據，是否可說明其在兩岸三地各當地掛牌符合其預期效果與否。

比較分析資料來源，限於客觀及時間因素並未一一實地訪察，大抵採用臺灣經濟新報社資料庫、兩岸三地證券交易所網站資料及本研究之評論，其結果非關個別採樣公司之良莠，實乃本研究者能力有限所致。

由於上市掛牌表現之效益評量不易，亦非僅由少數評量指標即可完全解釋，復以本研究礙於主客觀因素未能實地逐一參訪被評量臺資企業，故僅以證券市場角度評量其上市之財務效益是否得以彰顯為主要之期後實證比較分析。

#### 5.3.1. 臺商企業在大陸上市掛牌表現之期後實證比較分析

自 2001 年中國大陸宣佈對包括臺資企業在內的外資企業開放上市以來，截止 2005 年底，僅有三家臺資企業獲得成功上市，其中尚且包括未開放前的外資試點企業—廈門燦坤（閩燦坤）在深圳以 B 股掛牌。以下個別分析三家臺資企業在中國大陸掛牌之財務效益。

##### § 閩燦坤

閩燦坤在中國大陸因緣際會與政通人和雙重條件下被選定為臺資企業在中國大陸上市試點的代表。自 1993 年掛牌迄今，在其努力經營下，營收由人民幣 5.09 億元(1993)到 67.798 億，成長了 13 倍，摒除 2005 年稅後淨利為虧損外，歷年均獲利且淨值報酬率(ROE)亦曾高達 20.9，惟閩燦坤總市值卻增加有限，僅在 2001 年中國大陸剛開放其境內民眾得以其擁有外匯存款購買 B 股時，曾短暫飆昇 2.4 倍外，其餘年度大抵均無法反映其營收與獲利而增加總市值，主要原因當為流動性不足，且其歷年本益比無論相對深圳交易所 B 股或 A 股均屬偏低，惟值得日後再觀察之處是從 2003 年起，其本益比首次超越深圳交易所 B 股平均及

逐漸接近深圳交易所 A 股平均(如表 5-3-1-1 所示)。由閩燦坤在深圳交易所掛牌 13 年其營收、稅後淨利、淨值報酬率成交值週轉率及本益比個別相對總市值之統計相關係數均不高而言，閩燦坤擬藉由經營績效成長表現，增加總市值即帶給股東價值增加，或日後籌資增益，似乎效果並不明顯。

表5-3-1-1

閩燦坤 B 上市掛牌財務效益分析

百萬元 年	營業收入 淨額	稅後淨 利	淨值報 酬率	週轉 率%	公司總市 值	本益比	深圳交易所		
							A股	B股	平均
1993	509.1	69.7	16.5	15.5	969.5	13.9	44.2	20.1	42.7
1994	571.9	65.5	15.7	9.9	621.9	9.5	10.7	7.0	10.4
1995	784.9	36.6	8.9	24.6	232.9	6.4	9.8	6.0	9.4
1996	967.6	54.2	6.7	53.5	803.8	14.8	38.9	14.1	35.4
1997	1,152.0	85.4	17.5	26.0	514.1	6.0	42.7	10.7	39.9
1998	1,321.5	88.1	15.6	4.5	352.1	4.0	32.3	5.7	30.6
1999	1,774.0	140.3	20.9	14.9	989.2	7.1	37.6	10.4	36.3
2000	2,511.8	177.6	19.7	20.6	1,663.3	9.4	58.8	13.1	56.0
2001	2,827.9	166.2	16.8	102.1	3,319.4	20.0	40.8	25.3	39.8
2002	3,501.3	234.7	20.0	14.2	2,897.7	12.3	38.2	17.5	37.0
2003	4,235.9	134.1	10.0	22.0	3,313.2	24.7	37.4	20.9	36.2
2004	6,779.8	60.2	4.2	17.6	1,530.4	25.4	25.6	12.9	24.6
2005	4,231.1	-243.0	-18.2	12.0	1,334.0	n.a.	17.0	9.1	16.4
與總市值之相關係數	0.570	0.396	0.074	0.442	1	0.690			

資料來源：臺灣經濟新報社，深圳交易所 / 本研究整理

依營運面顯示閩燦坤之營收規模高於滬深兩地該電器類股之同業平均水準，但與大型同業如國美、美的、格力、蘇寧等在營收規模、稅後淨利、股東權益投資報酬評比下皆落後許多。更不待言，在證券交易面中無論市值、成交週轉率、本益比之評比均不如大型同業(如表 5-3-1-2)，以此競爭狀態要獲得中國大陸境內資金及 QFII 之青睞，恐仍需更加努力。因觀察連營運規模及獲利都未如閩燦坤者如德賽、許繼等，其市值成交週轉率及本益比均較閩燦坤受到市場喜好，顯示對一個外來企業而言，除非其營運規模很大，否則就品牌知名度、投資人認知，似難與其境內當地同業相比，畢竟中國大陸仍以散戶投資人為主，一般自然人投資所能取得上市公司之資訊相對有限，故而，在營運規模未如大型同業且知名度有限的情況下，不易獲得多數中國大陸散戶的認同與投資的。

在中國大陸掛牌臺資企業，據悉其投資人一般為當地臺灣民眾居多(如 5-3-1-1A)，或期望臺灣本土遊資，但遠水能否救近火，尚需評估其有多大誘因。就閩燦坤在營收、獲利之營運面及成交週轉率與本益比上均不如臺灣燦坤之表現(如表 5-3-1-2)，理性臺灣投資人應較會選擇投資效益較佳的臺灣燦坤而非閩燦坤。對於 QFII 而言，其投資判斷亦同。

表5-3-1-1A

閩漳坤上市前後股權結構變化

1995/6/30大股東持股 持有人名稱	持股 比例(%)	持股數量 (萬股)	股本性 質	2005/12/31大股東持股 持有人名稱	持股 比例(%)	持股數量 (萬股)	股本性 質
香港優柏工業投資有限公司	29.19	4,320.0	境外發 起人股	香港優柏工業投資有限公司	29.19	32,468.6	境外發 起人股
香港福馳發展有限公司	29.19	4,320.0	境外發 起人股	香港福馳發展有限公司	29.19	32,468.6	境外發 起人股
香港僑民投資有限公司	14.59	2,160.0	境外發 起人股	香港僑民投資有限公司	14.59	16,234.3	境外發 起人股
TEMPLETON CHINA WORLD FUND INC	3.94	583.4	B股流 通股	TIMMERTON CO INC	1.30	1,450.6	B股流 通股
TIMMERTON CO INC	1.30	193.0	B股流 通股	京華山一 CORE PACIFIC-YAMAICHI INTERNATIONAL (H.K.) LIMITED	1.13	1,254.6	B股流 通股(臺港 資)
BOBL-CHINA INVESTMENT TRUST PLC	1.27	187.8	B股流 通股(承 銷股)	MORGAN STANLEY INT'L (CHINA)-FIRM	0.57	638.0	B股流 通股-QFII
TEMPLETON INSTITUTIONAL EMERGING-MARK SERIES	1.03	152.0	B股流 通股(承 銷股)	凱基亞洲(中信) KGI ASIA LIMITED	0.51	570.0	B股流 通股(臺港 資)
TEMPLETON CANADA EMERGING MKTS FUND	1.02	151.4	B股流 通股(承 銷股)	群益證券(香港)有限公司 CSC SECURITIES (HK) LTD.	0.41	459.8	B股流 通股(臺港 資)
NOMURA BK LUX/TEMPLETON ASIA FUND	0.96	142.0	B股流 通股(承 銷股)	TSAI SHU HUI	0.39	429.4	B股流 通股
NBL/TEMPLETON EMERGING ASIA	0.95	140.6	B股流 通股(承 銷股)	陳雅雅 CHEN YAYA	0.26	289.5	B股流 通股

China Finance Online <http://www.chinafinanceonline.com> , 台灣經濟新報社(TEJ) / 本研究整理

表5-3-1-2

臺商赴中國大陸上市財務效益分析

證券 代號	幣別	IPO 年度	營運面						證券交易面						
			營收 (百萬元)		稅後盈餘 (百萬元)		股東權益報酬 率(ROE)%		市值 (百萬元)		成交週轉率 (%)		本益比		
			2000	2005	2000	2005	2000	2005	2000	2005	2000	2005	2000	2005	
閩漳坤B	200512	HK	1993	2,512	4,231	178	-243	8.3	-18.2	1,663	1,334	20.6	12.0	9.4	n.a.
臺灣漳坤	2430	NT\$→RMB	1997	4,314	12,777	167	401	8.3	19.7	1,060	3,324	263.9	62.7	6.4	8.3
國美H	0493	HK	1992	9	17,959	-6	499	-9.5	51.9	70	8,623	0.7	0.5	n.a.	17.3
G 德業	000049	RMB	1995	28	676	15	24	9.6	16.6	2,382	779	246.1	173.5	157.4	32.0
G 許繼	000400	RMB	1997	981	1,866	199	161	15.1	8.6	7,668	1,702	153.6	211.9	38.6	10.6
小天鵝A	000418	RMB	1997	2,738	3,294	195	48	10.0	4.1	5,001	1,066	78.6	85.9	25.7	22.4
美菱電器	000521	RMB	1993	1,332	2,023	6	7	0.4	0.8	2,939	950	234.7	121.5	531.9	133.8
G 美的	000527	RMB	1993	8,813	21,363	432	637	22.9	22.2	6,493	3,322	231.8	79.3	15.0	5.2
萬家樂A	000533	RMB	1994	1,170	996	14	-11	1.1	-1.9	5,820	1,526	261.4	76.3	403.4	n.a.
佛山照明	000541	RMB	1993	688	1,219	160	221	10.5	9.7	3,936	3,395	116.6	89.5	24.6	15.4
G*ST靖煤	000552	RMB	1994	254	96	33	23	14.2	30.9	2,887	631	172.2	21.0	87.0	27.7
G 格力	000651	RMB	1996	6,200	18,533	254	517	19.0	20.0	5,520	5,568	60.0	38.2	21.8	10.8
華東科技	000727	RMB	1997	277	215	105	-39	13.4	-3.5	5,139	873	202.9	153.1	49.1	n.a.
G 銀河	000806	RMB	1998	284	804	86	75	25.8	5.3	5,135	1,675	69.3	119.9	59.4	22.5
廣州冷機	000893	RMB	1998	139	620	-141	20	-29.7	5.6	2,384	704	159.5	94.2	n.a.	35.4
G 綠亭	002024	RMB	2004	9,469	16,848	190	373	35.1	37.3	4,304	6,708	88.0	50.7	22.6	18.0
G 思源	002028	RMB	2004	201	557	51	93	20.9	23.0	1,299	1,430	155.6	278.9	25.7	15.3
小天鵝B	200418	RMB	1996	2,750	3,302	199	40	9.9	3.5	5,001	1,066	102.1	55.6	25.1	26.7
皖美菱B	200521	RMB	1996	1,286	2,031	-28	4	-2.1	0.7	2,939	950	86.7	74.4	n.a.	221.1
粵照明B	200541	RMB	1995	696	1,223	180	215	11.1	9.4	3,936	3,395	41.7	59.4	21.9	15.8

1. 本益比之計算係依年底市值除以稅後純益, 未依各交易所公告之計算方式及其本益比。

2. 各幣別匯率換算, 為分析方便, 選依RMB:NT=1:4, 未考慮匯率變動因素及其影響因子。

3. 資料來源: 台灣經濟新報社(TEJ) / 本研究整理



§國祥製冷

國祥製冷為臺資企業在中國大陸 2001 年開放外資企業上市後，第一家於上海交易所所以 A 股掛牌的臺資企業。國祥製冷是臺灣最大的工業冷凍、空調設備製造商—未上市之國祥冷凍機械以其企業主陳和貴個人名義出資與其他四家中資企業(包括浙江上風實業<sup>26</sup> 25%、浙江春暉集團 20%、浙江上虞上浦金屬加工廠及浙江上虞上峰壓力容器廠合計佔 10%；即中資共持有 55%，其上市後股權結構如表 5-3-1-3A。)共同合資而成。由此之故，中國大陸境內投資人對其熟悉度當較閩燦坤獨資為高。這或許可以顯示在國祥其營收、獲利、股東權益投資報酬率之營運面均未如中國大陸之同業如安源、江蘇春蘭，而在成交週轉率及本益比表現上卻毫不遜色(如表 5-3-1-3)。故而，國祥採與中資合資而非獨資型態，對中國大陸擬以其為示範作用，當不言可喻；其能較閩燦坤獲得較高成交週轉率與本益比，亦緣由於此。國祥藉由此優勢上市籌資之財務效益相對應高於閩燦坤。

惟國祥自 2003 年上市，迄今時間尚短，其財務效益是否得以持續彰顯，仍待有日後研究繼續追蹤評估。

表 5-3-1-3 臺商赴中國大陸上市財務效益分析

證券代號	幣別	IPO 年度	營運面						證券交易面					
			營收 (百萬元)		稅後盈餘 (百萬元)		股東權益報酬 率(ROE)%		市值 (百萬元)		成交週轉率 (%)		本益比 <sup>1</sup>	
			2000	2005	2000	2005	2000	2005	2000	2005	2000	2005	2000	2005
冷凍機械	中位數		1,119	1,953	160	-25	7.5	-1.3	4,634	1,415	111.7	93.0	32.3	9.8
國祥製冷	600340 RMB	2003	176	111	22	-4	8.6	-1.0	896	388	23.9	96.1	41.4	n.a.
東元	1504 NT\$→RMB	1974	7,092	9,305	376	461	4.0	5.6	7,728	4,540	331.7	55.0	20.5	9.8
安源股份	600397 RMB	2002	411	675	48	-55	6.4	-7.1	1,764	840	146.3	89.8	37.1	n.a.
江蘇春蘭製冷	600854 RMB	1994	1,826	3,232	273	-46	16.7	-1.5	7,505	1,990	77.1	152.5	27.5	n.a.

1. 本益比之計算係依年底市值除以稅後純益，未依各交易所公告之計算方式及其本益比。
2. 各幣別匯率換算，為分析方便，選依 RMB:NT=1:4，未考慮匯率變動因素及其影響因子。
3. 資料來源：台灣經濟新報社(TEJ) / 本研究整理

表 5-3-1-3A 國祥製冷上市前後股權結構變化

2003-12-31 大股東持股				2005-06-30 大股東持股			
持有人名稱	持股比例(%)	持股數量(萬股)	股本性質	持有人名稱	持股比例(%)	持股數量(萬股)	股本性質
陳和貴	27.00	2,700.0	個人股	陳和貴	27.00	2,700.0	個人股
浙江上風實業	15.00	1,500.0	境內法人股	浙江上風實業	15.00	1,500.0	境內法人股
浙江春暉集團	12.00	1,200.0	境內法人股	浙江春暉集團	12.00	1,200.0	境內法人股
浙江上虞市上浦金屬加工廠	3.00	300.0	境內法人股	浙江上虞市上浦金屬加工廠	3.00	300.0	境內法人股
浙江上虞市上峰壓力容器廠	3.00	300.0	境內法人股	浙江上虞市上峰壓力容器廠	3.00	300.0	境內法人股
吳惠霞	0.46	44.7	A股流通股	上海龍港投資諮詢	1.16	115.6	A股流通股
董廣	0.13	12.8	A股流通股	上海深水港商務諮詢	0.35	35.2	A股流通股
林文遠	0.13	12.7	A股流通股	王崢	0.25	24.9	A股流通股
佛山市助民擔保服務	0.10	10.6	A股流通股	上海福達生物製品	0.20	20.4	A股流通股
王月英	0.10	10.3	A股流通股	張敏穩	0.18	18.0	A股流通股

China Finance Online <http://www.chinafinanceonline.com>, 台灣經濟新報社(TEJ) / 本研究整理

§成霖潔具

<sup>26</sup>為深圳交易所上市公司。

成霖潔具為亞洲最大的水龍頭專業生產之衛浴五金製造商—臺灣成霖，在中國大陸投資設立；成霖潔具原以外銷市場為主，為積極深耕中國大陸及拓展大陸境內內銷市場，於2005年在大陸以A股掛牌，成為繼國祥製冷後第二家臺資企業以A股掛牌者，且為深圳交易所第一家以A股掛牌之臺資企業，有別於閩燦坤以B股掛牌。但申請期間也是幾經波折，申請上市地點亦有原來擬議之上海交易所被要求轉往深圳交易所，由此可見，其政策示範作用再次顯現。其被標榜為深圳交易所第一家臺資企業以A股掛牌。如此，滬、深兩地各有一家臺資企業以A股掛牌之指標作用，中國大陸以政策領導市場機制之特徵再次表露無遺，後繼臺資企業申請者宜妥為思量與因應。

成霖潔具在營收、獲利與股東權益投資報酬之營運面相較金屬製品之同業屬中上水準，雖未如大型同業如中集集團(含有貨櫃集散業務)、鑄管、中集B股，但仍高於其他同業，且其市值、成交週轉率及本益比就剛掛牌第一年之表現(如表5-3-1-4)，大抵應視為優於同業表現的。由中國境內一般法人、投信基金和中實戶對其持股偏好(如表5-3-1-4A)可以顯示成霖潔具上市之成功。且對臺灣母體市值增加亦有正面貢獻效果，顯示其上市之財務效益應已初步達成。

如同國祥製冷，其上市時間尚短，能否持續得到當地市場認同，增益日後再籌資效益，仍待有日後研究繼續追蹤評估。

表5-3-1-4

臺商赴中國大陸上市財務效益分析

證券代號	幣別	IPO年度	營運面						證券交易面						
			營收 (百萬元)		稅後盈餘 (百萬元)		股東權益報酬 率(ROE)%		市值 (百萬元)		成交週轉率 (%)		本益比 <sup>1</sup>		
			2000	2005	2000	2005	2000	2005	2000	2005	2000	2005	2000	2005	
金屬製品業 中位數			538	1,262	74	35	13.2	9.3	4,077	1,075	123.2	101.0	53.9	17.5	
G 成霖	002047	RMB	2005	1,286	1,353	98	54	34.0	10.2		1,228		148.2		22.6
臺灣成霖	0934	NT\$→RMB	1999	612	2,430	49	65	19.4	4.8	110	388	175.7	31.2	2.2	6.0
中集集團	000039	RMB	1994	8,969	31,176	545	2,818	29.3	33.3	6,639	14,940	121.1	326.3	12.2	5.3
G 方大A	000055	RMB	1996	432	438	73	2	7.2	0.4	4,077	1,075	76.0	224.9	56.2	588.0
金德發展	000639	RMB	1996	55	157	4	9	5.0	7.7	1,372	1,180	186.9	48.0	360.9	132.1
G 鑄管	000778	RMB	1997	2,076	9,709	293	617	19.2	18.2	6,222	3,493	135.1	70.6	21.2	5.7
G 法爾勝	000890	RMB	1999	658	1,617	75	35	13.3	3.7	4,762	844	115.6	160.9	63.1	24.2
G 福星	000926	RMB	1999	391	2,085	81	165	14.1	16.4	4,379	1,531	114.9	99.9	53.9	9.3
G 威達	002026	RMB	2004	295	281	34	35	12.5	8.4	747	587	172.2	177.8	22.0	16.7
G 華帝	002035	RMB	2004	770	979	28	34	13.1	10.6	634	560	123.2	303.9	22.5	16.5
中集B	200039	RMB	1994	9,007	31,144	549	2,948	28.8	34.4	6,639	14,940	58.9	72.6	12.1	5.1
方大B	200055	RMB	1995	464	646	75	7	7.4	1.3	4,077	1,075	109.2	69.9	54.5	158.5
大西洋	600558	RMB	2001	451	1,172	29	33	10.0	6.1	1,739	595	150.0	77.9	59.4	18.3
新華股份	600782	RMB	1996	256	831	27	32	10.6	10.2	2,060	676	148.6	102.1	76.6	21.4

1. 本益比之計算係依年底市值除以稅後純益，未依各交易所公告之計算方式及其本益比。

2. 各幣別匯率換算，為分析方便，選依RMB:NT=1:4，未考慮匯率變動因素及其影響因子。

3. 資料來源：台灣經濟新報社(TEJ) / 本研究整理

表5-3-1-4A

成霖潔具上市前後股權結構變化

2005-05-30 大股東持股 持有人名稱	持股 比例(%)	持股數量 (萬股)	股本性質		2005-12-31 大股東持股 持有人名稱	持股 比例(%)	持股數量 (萬股)	股本性質
GLOBE UNION INDUSTRIAL (BVI) CORP	42.90	8,636.5	外資法人股		Globe Union Industrial (BVI) Corp	38.53	8636.5	外資法人股
慶津有限公司	29.89	6,017.7	外資法人股		慶津有限公司	26.85	6017.7	外資法人股
武漢市台漢義生工貿有 限公司	1.25	252.6	一般法人持股		武漢市台漢義生工貿有 限公司	1.09	245.4	一般法人持股
廣發證券股份有限公司	1.00	201.5	A股流通股(承 銷股)	⇒	深圳市兆富投資股份有 限公司	0.31	70.3	一般法人持股
深圳市兆富投資股份有 限公司	0.31	63.1	一般法人持股		廣東海峽企業發展有限 公司	0.28	63.1	一般法人持股
廣東海峽企業發展有限 公司	0.31	63.1	一般法人持股		中信紅利精選股票型證 券投資基金	0.22	50.0	A股流通股
南方證券有限公司	0.20	41.1	A股流通股 (承銷股)		王娟	0.22	49.3	A股流通股
招商銀行股份有限公司 — 中信經典配置證券投 資基金	0.07	14.0	A股流通股 (承銷股)		王宏	0.16	36.7	A股流通股
鴻陽證券投資基金	0.07	13.9	A股流通股 (承銷股)		楊暉	0.14	30.3	A股流通股
中國工商銀行—天元證 券投資基金	0.07	13.9	A股流通股 (承銷股)		王桂雲	0.13	30.0	A股流通股

China Finance Online <http://www.chinafinanceonline.com> , 台灣經濟新報社(TEJ) / 本研究整理

根據成功大學會計學研究所教授邱正仁等對臺商大陸投資兩岸三地財務績效之實證研究<sup>27</sup>指出：臺灣母公司與大陸子公司之關係人交易及合併財務報表的編製範圍，雖對大陸子公司的財務績效沒有顯著影響，但卻對第三地區控股公司之財務績效有顯著影響，顯示臺商有利用第三地區控股公司操控赴大陸投資績效之嫌，故在分析探討大陸財務資訊時，應將第三地區控股公司的財務資訊一併列入考量，方能真實地剖析臺商赴大陸投資之績效。惟本研究礙於主客觀因素並未將第三地區控股公司之財務資訊納入考量，實有缺憾，但兩岸三地稅捐部門對臺商企業移轉訂價報告價之查核，日益趨緊，未來臺商企業擬以過往利用第三地區控股公司操控赴大陸投資績效之情事，將越來越不容易，故本研究未將第三地區控股公司之財務資訊納入考量，亦緣由於此。惟後續研究者若能以子公司在中國大陸上市對在臺母體與整體集團之財務效益做進一步評估，或可對在臺灣之企業集團分拆子公司於大陸上市之評估有所助益。

綜合前述三家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。

<sup>27</sup>邱正仁（國立成功大學會計學研究所教授）、吳志正（靜宜大學企業管理學系副教授）、林怡盈（國立成功大學會計學研究所碩士），臺商大陸投資兩岸三地財務績效之實證研究，中國大陸研究，2002

### 5.3.2. 臺商企業在香港上市掛牌表現之期後實證比較分析

自 1990 年第一家臺資企業—湯臣集團在香港上市，迄今（2005 年底）15 年餘，已有 48 家臺資企業掛牌（包括已下市的 4 家），在港掛牌臺資企業總市值達 2,500 億港幣。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份股<sup>28</sup>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的股票。準此，擬從臺商股族群整體之營運面及證券市場交易面之表現，檢視已掛牌臺商股族群相對非臺商股族群是否有卓越突出之處，並進一步列舉檢視部份個股之表現。擬由其中嘗試找出臺商股吸引投資之處，是個股表現或類股表現較易吸引投資目光，以供後繼臺資企業在香港申請上市之參酌。

由 2000 年 2005 年短短五年期間，已掛牌臺商股之每家平均資產總額、股東權益總額、稅後淨利總額，在規模上相較非臺商股每家平均為小；但由 2000 年的佔非臺商股的 20% 成長至 2005 年的 40%，成長力道強勁，近五年已成長近一倍，臺商股每家平均營業額更於 2005 年首度超越非臺商股，臺商股每家平均營業額達到約 51 億元港幣（如表 5-3-2-1 所示）。故而，就營運規模而言，臺商股是有越來越吸引人之趨勢。

<sup>28</sup>恆生指數是香港股市價格的重要指標，指數共有 33 隻成份股（即藍籌股）市值計算出來的，代表了香港交易所所有上市公司的 70% 市值，恆生指數由恆生銀行屬下恆指服務有限公司負責計算。恆生指數成份股隨著各成份股的市值轉變而作出調整，由於需要維持 33 隻成份股的數量，每加入一隻成份股便需要剔除另一隻成份股。由 2006 年 3 月 6 日起恆生指數成份股包括：0001 長江實業、0002 中電控股、0003 香港中華煤氣、0004 九龍倉集團、0005 匯豐控股、0006 香港電燈、0008 電訊盈科、0011 恆生銀行、0012 恆基地產、0013 和記黃埔、0016 新鴻基地產、0017 新世界發展、0019 太古股份公司 A、0023 東亞銀行、0066 地鐵公司、0083 信和置業、0101 恆隆地產、0144 招商局國際（紅籌股）、0179 德昌電機、0267 中信泰富（紅籌股）、0291 華潤創業（紅籌股）、0293 國泰航空、0330 思捷環球、0494 利豐、0551 裕元集團（臺商股）、0762 中國聯通（紅籌股）、0883 中國海洋石油（紅籌股）、0906 中國網通（紅籌股）、0941 中國移動（紅籌股）、0992 聯想集團（紅籌股）、1038 長江基建、1199 中遠太平洋（紅籌股）、2388 中銀香港（紅籌股）。

表5-3-2-1 臺商與非臺商營運規模比較

港幣： 千元	年度	類別	樣本 家數	資產總額		股東權益總額		營業總額		稅後淨利	
				金額	相較非 台商之 比率%	金額	相較非 台商之 比率%	金額	相 較 非 台 商 之 比 率%	金額	相 較 非 台 商 之 比 率%
平均 規模 / 每家	2005*	台商成分股	21	3,659,392	40%	1,843,831	37%	5,114,665	102%	321,146	40%
		非台商成分股	851	9,249,711	100%	4,921,416	100%	4,992,726	100%	796,352	100%
	2004	台商成分股	36	2,045,856	29%	973,327	26%	2,572,461	71%	219,281	46%
		非台商成分股	1,066	7,100,277	100%	3,687,863	100%	3,605,234	100%	479,929	100%
	2003	台商成分股	36	1,538,526	25%	704,123	22%	1,562,615	55%	107,889	37%
		非台商成分股	1,070	6,213,094	100%	3,145,615	100%	2,850,538	100%	292,365	100%
	2002	台商成分股	34	1,182,471	20%	584,888	19%	1,187,297	50%	67,095	28%
		非台商成分股	1,035	5,901,263	100%	3,080,295	100%	2,367,468	100%	240,726	100%
	2001	台商成分股	27	1,219,065	21%	579,972	19%	1,109,706	50%	65,886	30%
		非台商成分股	969	5,699,444	100%	3,066,445	100%	2,202,527	100%	218,247	100%

\*2005年尚有多家未公佈 (US/\$/N/RMB/HKD=7.8/5.0/0.95/1)

資料來源：台灣經濟新報資料庫 / 本研究統計整理

由於臺商在兩岸三地之分工經營模式，且個別地區關聯企業規模大多不夠大到足以單獨申請上市，故以控股型態在香港掛牌者居多；在控股架構下之合併報表中之關係人交易情形相較非臺商股則明顯少很多；然而，此舉並未將控股旗下各公司間彼此交叉交易顯現出來，財務報表之透明度反而是不高的；相對的，非臺商股卻能明顯揭示其關係人交易情形，提高投資人對其營運內容的解析與信任。國際專業機構投資法人對上市發行公司財務資訊的透明度在美國恩隆(Enron)案後，對企業盈餘操縱與公司治理之重視，更為凸顯。關於此點，仍有待臺商股之營運規模大到足以單一企業個體而非控股型態之申請上市時才有改善之可能。其各項明細數據如表 5-3-2-2 所示。

表5-3-2-2 臺商與非臺商關係人交易情形比較

港幣： 千元	年度	類別	樣本 家數	進貨外包 加工一關 係人	費用業 支出 一關 係人	應收帳 款票據 一關 係人	應付帳 款票據 一關 係人	應收借 支一關 係人	應付融 資一關 係人	財 產 交 易 一 關 係 人	交 益 損 一 關 係 人	產 易 失 關 係 人	利息收 入一關 係人	利息支 出一關 係人
平均 規模 / 每家	2005*	台商成分股	21	37,704	5,847	15,511	1,903						194	
		非台商成分股	851	1,730,616	158,346	86,831	847,186	62,240	153,996				24,850	76,881
	2004	台商成分股	36	267,926	16,695	14,645	45,040						3,822	2,372
		非台商成分股	1066	872,587	92,150	116,949	78,524	703,070	199,665				15,035	43,747
	2003	台商成分股	36	143,403	15,026	11,481	41,980		579,173				230	1,647
		非台商成分股	1070	735,960	107,563	78,191	71,204	451,783	166,502				20,385	27,595
	2002	台商成分股	34	110,958	5,288	54,746	32,203		194,360				334	1,817
		非台商成分股	1035	631,805	132,453	95,570	104,710	40,232	130,106				15,557	25,753
	2001	台商成分股	27	80,957	7,991	186,261	22,747		216,657					4,320
		非台商成分股	969	511,238	151,614	90,736	67,795	104,748	89,406	20,691	4,084		18,785	26,904

\*2005年尚有多家未公佈 (US/\$/N/RMB/HKD=7.8/5.0/0.95/1)

資料來源：台灣經濟新報資料庫 / 本研究統計整理

由表 5-3-2-3 可看出，臺商股之營運效率及成長力道相較非臺商股要佳；由於臺商兩岸三地臺商籌資評估之研究—許坤源

股每家平均稅後淨利率近五年來均比非臺商股高，且資產報酬率、淨值報酬率均呈大幅領先，顯示臺商股之經營效率是該受到肯定與重視的；在營收成長力道上臺商股略勝一籌，但在獲利率成長上臺商股之表現雖仍呈成長，惟有趨於和緩之勢，非臺商股有逐步追趕之趨勢；在資產與淨值運用效率上，臺商股仍有長足領先之勢。至於雇用員工數於 2005 年首次超越非臺商股，顯示臺商逐步以大型製造加工業取代過往以服務貿易或中小型製造加工業為主的不同經營型態。此一趨勢正足以反映臺商股之營收成長力道遠超過獲利成長力道。對臺商企業正處於利用中國大陸生產腹地大幅擴張之際，似無可厚非；惟若長此以往，當中國大陸廉價勞力不再而臺商未能提升以技術或資本或品牌行銷優勢賺錢時，則不免令人憂慮。從鞋業生產由臺灣生產移至大陸華南生產再複製至越南生產，如此逐水草而居之經營模式若未能改變則難以改變獲利模式與競爭模式。

表5-3-2-3 臺商與非臺商營運效率與成長力之比較

港幣： 千元	年度	類別	樣本 家數	資 產 報 酬 率 ( 稅 後 前 )%	淨 值 報 酬 率 ( 稅 後 )%	稅 後 淨 利 率 %	營 收 成 長 率	稅 後 淨 利 成 長 率	總 資 產 報 酬 成 長 率	淨 值 報 酬 成 長 率	總 資 產 週 轉 率 ( 次 )	員 工 數 ( 人 )
平均 規模 / 每 家	2005*	台商成分股	21	8.98	13.68	11.20	18.66	1.50	0.94	2.39	1.01	6,170
		非台商成分股	851	1.17	0.55	6.37	16.01	25.05	5.25	2.22	0.90	5,993
	2004	台商成分股	36	8.17	13.76	3.20	30.02	19.24	7.92	2.21	1.09	4,841
		非台商成分股	1066	1.19	0.82	3.69	21.59	36.02	6.00	2.09	0.90	5,173
	2003	台商成分股	36	6.10	15.76	6.49	32.25	48.30	7.17	2.25	1.07	4,016
		非台商成分股	1070	-1.25	2.19	-4.61	13.29	26.23	4.05	2.18	0.85	4,618
	2002	台商成分股	34	3.85	8.31	-2.05	4.17	-2.74	2.37	2.00	1.04	3,799
		非台商成分股	1035	-1.87	0.70	-8.76	9.86	8.43	4.79	1.80	0.89	4,586
	2001	台商成分股	27	5.80	19.20	10.58	9.24	5.05	1.55	2.25	1.03	3,713
		非台商成分股	969	-0.49	0.99	-5.92	10.74	-2.48	-1.29	2.19	0.87	4,426

\*2005年尚有多家未公佈 (US/SIN/RMB/HKD=7.8/5.0/0.95/1)

資料來源：台灣經濟新報資料庫 / 本研究統計整理

綜觀臺商於香港上市之企業在營運規模上有朝大型化經營規模之趨勢，經營效率與效能強過非臺商股是受到肯定的，惟追求營收成長的同時，獲利成長卻顯相對不足，經營獲利模式如同在臺灣一樣。對於在一個激烈競爭國際資金投資的環境—香港證券市場而言，國際投資資金錢進錢出非常快速，不似臺灣尚有外匯管制及人情文化可緩衝，若未能保持長期經營獲利競爭能力，被香港證券市場淘汰之壓力將強過臺灣證券市場。

臺商股在香港上市雖歷經多年之增加，但就整體臺商股在成交總值及總市值上佔香  
兩岸三地臺商籌資評估之研究—許坤源

港整體證券市場之份量仍是相當微小的，如表 5-3-2-4 所示，截止 2006 年初仍不及 2%，故要形成臺商板塊尚有很大空間必須填補或替代。

表 5-3-2-4 在港掛牌臺商股與非臺商股之成交金額與流通率之比較  
單位：家；港幣百萬元

年度	類別	掛牌家數	成交		流通在外	
			金額	%	市值	%
2000	臺商股	17	11,947	0.47%	23,595	0.52%
	非臺商股	640	2,513,496	99.53%	4,540,691	99.48%
	小計	657	2,525,443	100%	4,564,286	100%
2001	臺商股	18	5,777	0.33%	28,920	0.27%
	非臺商股	729	1,769,253	99.67%	10,749,317	99.73%
	小計	747	1,775,030	100%	10,778,237	100%
2002	臺商股	22	13,132	0.91%	45,936	0.54%
	非臺商股	802	1,434,572	99.09%	8,505,769	99.46%
	小計	824	1,447,703	100%	8,551,705	100%
2003	臺商股	27	32,145	1.48%	71,320	0.58%
	非臺商股	911	2,144,259	98.52%	12,289,941	99.42%
	小計	938	2,176,404	100%	12,361,261	100%
2004	臺商股	29	27,288	0.84%	74,505	0.59%
	非臺商股	963	3,215,390	99.16%	12,568,263	99.41%
	小計	992	3,242,678	100%	12,642,768	100%
2005	臺商股	36	35,320	1.04%	117,715	0.77%
	非臺商股	1010	3,359,315	98.96%	15,123,787	99.23%
	小計	1,046	3,394,634	100%	15,241,502	100%
2006	臺商股	41	30,622	1.59%	265,148	1.64%
	非臺商股	1051	1,895,848	98.41%	15,875,042	98.36%
	小計	1,092	1,926,471	100%	16,140,190	100%

[註]2006年資料結止至2006/04/24

[資料來源]:臺灣經濟新報 TEJ資料庫;本研究整理

儘管整體臺商股在香港證券市場所佔比重仍小，惟若拆解不同族群每家平均之成交金額、流通市值、週轉率，當以簡單平均計算時，臺商股遠小於非臺商股，如表 5-3-2-5 上半部所示；但當以中位數計算時，在成交金額及週轉率上雖仍未如非臺商股，但差距不像以簡單平均計算時那樣大，且平均每家臺商股流通市值尚且超過非臺商股，如表 5-3-2-5 下半部所示；此一差異正反映非臺商股如第四章所表述香港證券市場之特色—集中化與兩極化之現象所致。

由此可說，當個別臺商若在其他條件相當下，能以高於 5-3-2-5 中位數之流通市值 10 億港幣平均水準申請上市，則其能見度應相較其他非臺商股要高。

表5-3-2-5 臺商股與非臺商股之交易市況比較\_分不同計算  
以簡單平均計 單位(港幣百萬元)

年度	類別	掛牌家數	成交金額	流通市值	報酬率 %	週轉率 %
2000	臺商股	17	703	1,388	-9.1%	78.4%
	非臺商股	640	3,927	7,095	-11.8%	136.7%
2001	臺商股	18	321	1,607	19.0%	27.2%
	非臺商股	729	2,427	14,745	8.6%	76.6%
2002	臺商股	22	597	2,088	3.8%	27.2%
	非臺商股	802	1,789	10,606	-12.4%	67.6%
2003	臺商股	27	1,191	2,641	59.9%	38.7%
	非臺商股	911	2,354	13,491	63.2%	71.9%
2004	臺商股	29	941	2,569	8.2%	33.0%
	非臺商股	963	3,339	13,051	26.0%	93.2%
2005	臺商股	36	981	3,270	12.4%	43.3%
	非臺商股	1010	3,326	14,974	13.0%	82.7%
2006	臺商股	41	747	6,467	24.5%	17.2%
	非臺商股	1051	1,804	15,105	35.1%	29.9%

以中位數計

年度	類別	掛牌家數	成交金額	流通市值	報酬率 %	週轉率 %
2000	臺商股	17	194	445	-35.3%	20.4%
	非臺商股	640	369	362	-19.3%	47.3%
2001	臺商股	18	135	441	-2.8%	17.5%
	非臺商股	729	119	369	-10.0%	26.3%
2002	臺商股	22	127	540	3.9%	20.5%
	非臺商股	802	93	265	-20.4%	26.8%
2003	臺商股	27	259	840	38.2%	26.2%
	非臺商股	911	105	359	39.5%	34.0%
2004	臺商股	29	238	859	-8.8%	23.5%
	非臺商股	963	145	409	1.4%	29.9%
2005	臺商股	36	164	789	-9.1%	17.9%
	非臺商股	1010	138	415	-4.8%	25.2%
2006	臺商股	41	68	1,015	16.9%	9.6%
	非臺商股	1051	76	618	18.5%	11.7%

[註]2006年資料結止至2006/04/24

[資料來源]:臺灣經濟新報 TEJ資料庫;本研究整理

將臺商股族群與非臺商股族群之流通市值前十大公司排列比較，如表 5-3-2-6 所示，流通市值最大的臺商股—富士康國際比非臺商股族群之流通市值第十大公司—恆生銀行都尚有一段差距，顯示臺商股由於先天條件所限不易如中資企業或當地港股以市值規模吸引投資人。

以臺商股族群與非臺商股族群之成交金額前十大公司排列比較，如表 5-3-2-7 所示，成交金額最大的臺商股—富士康國際比非臺商股族群之成交金額第十大公司—中國海洋石油其差距也很大，顯示臺商股之吸金能量不易如中資企業或當地港股那般。

臺商股族群新龍頭富士康國際之吸金能量都尚且如此，更遑論其他中小型臺商股；中小型臺商赴港籌資宜審慎明辨此特徵，否則其所得效益可能不及所付出代價。



表5-3-2-6

臺商與非臺商流通市值前十大公司

單位：港幣百萬元

類別	排名	證券 碼	公司 簡稱	名目收盤價 (2006/04/24)	成交金額	報酬率 %	週轉率 %	流通市值	佔整體 市場%
臺商股	1	2038	富士康國際	16.60	9,179	31.2%	9.6%	115,504	0.72%
	2	0551	裕元工業	23.05	2,326	8.6%	6.1%	37,335	0.23%
	3	0322	康師傅控股	5.15	1,399	36.9%	5.5%	28,802	0.18%
	4	0903	冠捷科技	8.25	4,057	8.6%	24.2%	15,776	0.10%
	5	0531	順誠	4.33	1,464	21.8%	12.9%	11,937	0.07%
	6	2878	晶門科技	3.30	3,482	7.0%	38.8%	8,287	0.05%
	7	0210	永恩國際	4.98	1,213	27.6%	15.2%	8,149	0.05%
	8	0425	敏實集團	5.95	752	98.3%	17.5%	4,939	0.03%
	9	0636	富邦銀行香港	3.03	330	16.1%	9.6%	3,546	0.02%
	10	0319	勤美達國際	3.33	428	52.9%	14.3%	3,450	0.02%
小計(截止2006/01/01~2006/04/24)								237,723	1.47%
非臺商股	1	0005	匯豐控股	132.10	187,625,747	8.1%	12.6%	1,502,399	9.31%
	2	0941	中國移動	44.85	81,721,237	22.2%	10.6%	891,104	5.52%
	3	0939	建設銀行	3.33	120,385,986	23.1%	15.9%	747,091	4.63%
	4	0945	宏利金融	500.50	759,372	10.3%	0.2%	395,745	2.45%
	5	0013	和記黃埔	77.60	74,380,789	5.1%	23.2%	330,838	2.05%
	6	0883	中國海洋石油	6.65	42,260,593	26.7%	16.4%	273,014	1.69%
	7	2888	渣打銀行	197.40	1,199,396	15.9%	0.5%	260,542	1.61%
	8	0016	新鴻基地產	89.10	42,767,384	19.1%	22.2%	213,989	1.33%
	9	0001	長江實業	88.45	45,392,861	11.2%	23.8%	204,865	1.27%
	10	0011	恒生銀行	100.10	15,221,774	0.8%	7.8%	191,375	1.19%
小計(截止2006/01/01~2006/04/24)								5,010,962	31.05%

表5-3-2-7

臺商與非臺商成交金額前十大公司

單位：港幣百萬元；百萬股

類別	排名	證券 碼	公司 簡稱	名目收盤價 (2006/04/24)	成交金額	佔整體 市場%	報酬率 %	流通在 外股數	流通市值
臺商股	1	2038	富士康國際	16.60	9,179	0.48%	31.2%	6,958	115,504
	2	0903	冠捷科技	8.25	4,057	0.21%	8.6%	1,912	15,776
	3	2878	晶門科技	3.30	3,482	0.18%	7.0%	2,511	8,287
	4	0551	裕元工業	23.05	2,326	0.12%	8.6%	1,620	37,335
	5	2788	精熙	3.43	2,110	0.11%	55.7%	830	2,843
	6	0531	順誠	4.33	1,464	0.08%	21.8%	2,760	11,937
	7	0322	康師傅控股	5.15	1,399	0.07%	36.9%	5,593	28,802
	8	0210	永恩國際	4.98	1,213	0.06%	27.6%	1,638	8,149
	9	0258	湯臣集團	2.43	1,109	0.06%	16.9%	1,302	3,157
	10	0334	唯冠國際	1.57	978	0.05%	89.6%	646	1,015
小計(截止2006/01/01~2006/04/24)					27,317	1.42%			
非臺商股	1	0005	匯豐控股	132.10	187,626	9.74%	8.07%	11,373	1,502,399
	2	0939	建設銀行	3.33	120,386	6.25%	23.15%	224,689	747,091
	3	0857	中國石油股份	8.95	82,151	4.26%	43.66%	21,099	188,835
	4	0941	中國移動	44.85	81,721	4.24%	22.21%	19,869	891,104
	5	0013	和記黃埔	77.60	74,381	3.86%	5.08%	4,263	330,838
	6	2628	中國人壽	10.65	66,832	3.47%	55.47%	7,441	79,249
	7	0001	長江實業	88.45	45,393	2.36%	11.19%	2,316	204,865
	8	0386	中國石化	5.40	44,205	2.29%	40.26%	16,780	90,615
	9	0016	新鴻基地產	89.10	42,767	2.22%	19.06%	2,402	213,989
	10	0883	中國海洋石油	6.65	42,261	2.19%	26.67%	41,055	273,014
小計(截止2006/01/01~2006/04/24)					787,723	40.89%			

[註]2006年資料截止至2006/04/24

[資料來源]:臺灣經濟新報 TEJ 資料庫;本研究整理

在個股投資報酬率表現上以 2006 年初至四月止，臺商股投資報酬率前十名相較非臺商股之差距以倍數計，如表 5-3-2-8 所示；同樣地，臺商股成交值周轉率前十名相較非臺商兩岸三地臺商籌資評估之研究—許坤源

股之差距仍以倍數計，如表 5-3-2-9 所示；此結果彷彿顯現香港證券市場是「贏者通吃、輸者全賠」的競爭狀態。再再顯示臺商股在香港證券市場仍屬相較弱勢階段，尚有待優質而大型之臺資企業加入行列。

表 5-3-2-8

臺商與非臺商報酬率前十大公司

單位：港幣百萬元

類別	排名	證券碼	公司簡稱	名目收盤價 (2006/04/24)	成交金額	報酬率 %	週轉率 %	流通市值
臺商股	1	0360	新焦點	2.65	56	134.5%	8.0%	1,060
	2	0482	聖馬丁國際	1.86	17	132.5%	2.7%	946
	3	0425	敏實集團	5.95	752	98.3%	17.5%	4,939
	4	0334	唯冠國際	1.57	978	89.6%	105.3%	1,015
	5	0660	耐力國際	0.47	3	78.8%	2.3%	125
	6	8159	輝煌科技	0.31	4	70.3%	4.4%	99
	7	0471	佳邦環球	1.15	271	59.7%	21.8%	1,438
	8	2788	精熙	3.43	2,110	55.7%	72.2%	2,843
	9	0319	勤美達國際	3.33	428	52.9%	14.3%	3,450
	10	8015	乾隆科技	0.38	2	52.0%	2.4%	80
非臺商股	1	1189	永安旅遊	0.93	133	1424.6%	37.6%	407
	2	0616	亞洲聯盟	3.95	48	875.3%	76.9%	141
	3	8206	神州資訊	1.70	105	566.7%	22.5%	897
	4	8108	匯盛	0.21	4	556.2%	24.4%	36
	5	0585	意馬國際	10.20	515	549.7%	40.7%	2,490
	6	0943	意科控股	0.08	34	412.5%	21.4%	159
	7	0855	中國水務	1.93	3,319	394.9%	368.9%	1,593
	8	1224	確利達國際	0.45	197	383.7%	17.0%	1,753
	9	1166	榮盛科技國際	1.07	304	342.1%	117.6%	420
	10	0690	聯康生物科技	1.90	13	341.0%	2.8%	1,026

表 5-3-2-9

臺商與非臺商週轉率前十大公司

單位：港幣百萬元

類別	排名	證券碼	公司簡稱	名目收盤價 (2006/04/24)	成交金額	報酬率 %	週轉率 %	流通市值
臺商股	1	0334	唯冠國際	1.57	978	89.6%	105.3%	1,015
	2	2788	精熙	3.43	2,110	55.7%	72.2%	2,843
	3	1129	天鷹電腦	0.10	81	-52.8%	60.6%	101
	4	2878	晶門科技	3.30	3,482	7.0%	38.8%	8,287
	5	0258	湯臣集團	2.43	1,109	16.9%	31.6%	3,157
	6	1041	福邦控股	0.02	50	20.0%	30.9%	166
	7	2398	友佳	1.08	92	-4.4%	26.7%	302
	8	0903	冠捷科技	8.25	4,057	8.6%	24.2%	15,776
	9	0462	福茂	0.72	50	-4.0%	22.5%	216
	10	0471	佳邦環球	1.15	271	59.7%	21.8%	1,438
非臺商股	1	0855	中國水務	1.93	3,319	394.9%	368.9%	1,593
	2	1033	儀征化纖	2.18	10,427	29.5%	367.9%	3,045
	3	0412	漢基控股	0.03	529	-28.9%	312.4%	193
	4	0038	第一拖拉機	1.49	1,458	40.6%	290.5%	499
	5	0397	康健醫療科技	0.12	390	19.6%	286.2%	141
	6	2324	德泰中華投資	0.90	196	26.8%	247.3%	88
	7	0358	江西銅業	8.90	17,170	142.2%	226.0%	12,349
	8	3378	廈門港務	2.03	3,922	32.4%	211.0%	1,998
	9	1051	信用卡防盜	0.37	314	6.4%	201.2%	876
	10	2369	中國無線	1.92	1,691,097	47.7%	193.8%	957

[註]2006年資料截止至2006/04/24

[資料來源]：臺灣經濟新報 TEJ 資料庫；本研究整理

總括臺商於香港上市之企業在證券交易面表現上與非臺商股族群之表現仍有很大距離，兩岸三地臺商籌資評估之研究—許坤源

離，但個別臺商股表現或可超越臺商股族群，這是因為整體臺商股尚屬較弱勢之一群，預期此一競爭趨勢不易在短期有明顯變化。

以鞋業類股為例，此類股大多為臺商企業，而此類之龍頭公司—裕元集團，無論在營收、獲利能力、股東權益投資報酬之營運面表現和在市值、成交週轉率、本益比之證券交易面上之表現均較鞋業類股平均為佳，尤其在被納入香港恆生指數成分股後，總市值暴增，如表 5-3-2-10 所示，且對母體臺灣寶成在市值貢獻上也很大，可說是臺商股的典範代表。裕元之表現，再次顯示在香港證券市場「贏者通吃」的優勢。

表 5-3-2-10

臺商赴香港上市財務效益分析

證券代號	幣別	IPO 年度	營運面						證券交易面						
			營收 (百萬元)		稅後盈餘 (百萬元)		股東權益報 酬率(ROE)%		市值 (百萬元)		成交週轉率 (%)		本益比 <sup>1</sup>		
			2000	2005	2000	2005	2000	2005	2000	2005	2000	2005	2000	2005	
鞋類	中位數		798	1,090	24	82	9.8	15.7	199	673	11.5	19.7	9.0	8.5	
裕元	0551	HK	1992	1,691	3,155	210	316	24.4	17.1	9,549	35,068	14.0	25.8	45.4	111.1
寶成	9904	NT2->HK	1990	3,603	37,701	560	2,480	13.1	14.5	7,129	12,394	176.5	35.2	12.7	5.0
永恩國際	0210	HK	1995	1,014	2,623	-48	256	-11.0	40.1	172	6,388	62.5	57.1	n.a.	24.9
南華工業	0413	HK	1987	1,945	3,972	-51	234	-6.3	26.0	170	414	2.3	1.4	n.a.	1.8
港台集團	0645	HK	1993	962	113	-38	6	-12.7	15.4	170	211	5.3	21.7	n.a.	35.6
耐力國際	0660	HK	1993	354	298	-44	-52	-16.2	-30.5	201	70	4.3	0.0	n.a.	n.a.
創信國際	0676	HK	1996	173	141	16	2	15.4	2.4	613	760	2.0	1.7	37.4	308.0
利信達集團	0738	HK	1992	347	568	27	70	6.4	16.0	197	431	19.3	6.6	7.3	6.1
新怡環球	1094	HK	2002	259	43	22	-58	122.5	-62.9	54	137	442.0	107.6	2.5	n.a.
信星鞋業集團	1170	HK	1994	976	1,432	128	88	36.3	13.1	719	819	9.1	17.8	5.6	9.3
美麗寶國際	1179	HK	1996	530	748	42	76	23.5	18.9	178	585	6.9	6.8	4.2	7.7
新澧集團	1223	HK	1995	635	1,853	36	236	5.8	20.2	382	1,715	264.1	32.3	10.6	7.3

1. 本益比之計算係依年底市值除以稅後純益，未依各交易所公告之計算方式及其本益比。

2. 各幣別匯率換算，為分析方便，逕依HK:NT=1:4，未考慮匯率變動因素及其影響因子。

3. 資料來源：台灣經濟新報社 (TEJ) / 本研究整理

食品類股為傳統中資企業與香港當地企業之天下，而於 1995 年赴港掛牌之康師傅，在營收規模雖未如食品類龍頭公司—華潤創業和中國糧油國際，但在獲利能力、股東權益投資報酬之營運面表現上，僅次於華潤創業，卻優於其他同業許多，如表 5-3-2-11 所示；在市值與本益比之證券交易面比較上亦屬相對優於其他同業，僅成交週轉率未如其他同業之平均。另其獲利及市值增加，相對並未反映在臺灣味全，是因為兩者並無投資關係而係股東個人投資行為，故無連結增益作用。有別於裕元之於臺灣寶成之母以子貴之效應。

表5-3-2-11

臺商赴香港上市財務效益分析

證券代號	幣別	IPO年度	營運面						證券交易面						
			營收 (百萬元)		稅後盈餘 (百萬元)		股東權益報酬率(ROE)%		市值 (百萬元)		成交週轉率 (%)		本益比 <sup>1</sup>		
			2000	2005	2000	2005	2000	2005	2000	2005	2000	2005	2000	2005	
食品類	中位數		847	732	31	92	11.5	11.2	590	1,183	33.4	18.3	8.0	11.8	
康師傅	0322	US2->BK	1996	5,882	14,765	332	1,364	8.7	20.4	5,033	21,392	7.7	14.0	15.1	15.7
味全	1201	NT	1962	4,131	4,338	-1	76	0.1	8.0	955	1,183	156.9	99.0	n.a.	15.6
合興集團	0047	BK	1988	847	677	20	-10	3.7	-2.4	108	96	1.0	1.2	5.3	n.a.
合和實業	0054	BK	1972	1,572	678	175	1,999	1.3	12.8	2,650	17,475	21.4	31.1	15.1	8.7
四洲食品	0060	BK	1992	711	540	33	38	16.7	11.2	114	249	54.1	8.9	3.4	6.5
聖安娜控股	0192	BK	2000	430	569	25	59	16.5	29.3	139	427	6.1	12.2	5.6	7.2
亨泰	0197	BK	2001	362	920	28	106	118.4	26.3	225	1,098	99.6	55.5	8.0	10.3
華潤創業	0291	BK	1973	16,810	53,584	2,454	2,618	22.8	15.4	19,760	30,792	92.4	35.2	8.1	11.8
維他奶國際	0345	BK	1994	1,885	2,380	130	126	12.0	10.1	1,033	2,859	21.5	13.1	7.9	22.6
上海實業控股	0363	BK	1996	2,961	6,025	1,234	1,256	10.7	7.9	12,560	15,622	77.7	25.1	10.2	12.4
四洲集團	0374	BK	1993	924	1,562	56	92	11.5	15.3	679	1,119	7.5	2.1	12.2	12.2
南順香港	0411	BK	1972	1,876	2,054	-175	66	-14.6	7.1	344	669	1.4	5.6	n.a.	10.2
中國糧油國際	0506	BK	1988	1,298	17,588	92	489	6.5	10.9	1,129	6,067	50.5	52.0	12.3	12.4
金源米業	0677	BK	1991	1,074	732	75	-6	8.9	-0.6	448	425	41.5	8.9	5.9	n.a.
大眾食品	0708	BK	2002	3,174	7,667	430	737	65.5	22.2	6,063	5,652	2.5	0.9	14.1	7.7
中國綠色食品	0904	BK	2004	76	471	31	183	88.9	25.3		1,564		18.3		8.5
第一天然食品	1076	BK	2002	120	433	42	113	41.6	17.1	500	436	209.7	23.4	11.9	3.8
福記食品服務	1175	BK	2004	75	455	13	165	25.7	38.9		5,620		66.0		34.0
中盛糧油	1194	BK	2004	314	3,640	12	-312	23.8	-71.7		280		83.9		n.a.
味丹國際	2317	BK	2003	164	258	9	8	0.9	3.4	2,467	1,431	25.2	25.6	260.1	180.1
華園控股	2349	BK	2003	190	208	18	10	44.2	7.3	65	44	44.9	16.7	3.5	4.3
中國蜂蜜集團	8156	BK	2002	9	189	1	31	7.7	20.5	433	665	94.5	62.3	412.4	21.7
閩博控股	8212	BK	2002	3	34	-1	-12	-7.1	-87.5	155	1,726	4.9	6.2	n.a.	n.a.

1. 本益比之計算係依年底市值除以稅後純益，未依各交易所公告之計算方式及其本益比。  
 2. 各幣別匯率換算，為分析方便，逕依USD:HK:NT=1:8:32，未考慮匯率變動因素及其影響因子。  
 3. 資料來源：台灣經濟新報社 (TEJ) / 本研究整理

水泥類股中臺商股掛牌者為臺泥國際與嘉新水泥，兩者在營收規模屬中間水準，在獲利與股東權益投資報酬之營運面表現上僅嘉新水泥平於同業平均水準，在市值、成交週轉率、本益比之證券交易面上之表現則互有優劣，如表 5-3-2-12 所示，此兩者與在臺灣母體之表現，判若兩人，應係受到對大陸轉投資規模限制所影響，而未能大幅投資擴張所致。由於水泥產業是資本投資密集的產業，若未達規模經濟，則相對獲利能力往往較弱，若再碰到如中國大陸對該產業實行宏觀調控則無異雪上加霜。由於臺泥國際與嘉新水泥之營運規模現階段僅屬中間水準，故各項營運面與證券交易面的表現較難凸顯是有以致之的。

表5-3-2-12

臺商赴香港上市財務效益分析

證券代號	幣別	IPO年度	營運面						證券交易面						
			營收 (百萬元)		稅後盈餘 (百萬元)		股東權益報酬率(ROE)%		市值 (百萬元)		成交週轉率 (%)		本益比 <sup>1</sup>		
			2000	2005	2000	2005	2000	2005	2000	2005	2000	2005	2000	2005	
水泥	中位數		639	714	115	26	6.4	2.2	610	850	56.6	12.8	3.5	16.2	
台泥國際集團	1136	BK	1997	315	418	339	52	33.9	4.5	1,215	850	181.3	4.8	3.6	16.2
嘉新水泥中國	0699	BK	2003	639	714	115	1	7.7	0.1	1,383	1,029	35.6	10.3	12.1	1280.3
台泥	1101	NT2->BK	1962	7,081	15,521	359	1,851	2.3	11.2	9,074	16,579	233.9	84.7	25.3	9.0
嘉泥	1103	NT2->BK	1969	1,616	2,473	-103	75	-3.3	2.2	1,224	2,175	41.1	54.9	n.a.	28.8
越秀投資	0123	BK	1992	3,381	3,955	520	2,884	7.9	32.7	2,283	5,214	114.0	69.5	4.4	1.8
中國誠通發展	0217	BK	1986	177	254	87	-54	6.4	-14.6	290	329	88.6	14.9	3.3	n.a.
陸氏實業集團	0366	BK	1987	133	313	-669	26	-59.3	2.4	236	540	41.3	10.1	n.a.	21.1
華潤水泥控股	0712	BK	2003	853	1,684	201	17	44.0	1.4	610	462	41.4	12.8	3.0	27.4
安徽海螺水泥	0914	BK	1997	1,324	10,826	119	555	6.3	10.4	199	4,137	56.6	120.7	1.7	7.5
上聯水泥	1060	BK	1994	66	349	-334	-33	-107.4	-10.7	148	142	78.8	6.0	n.a.	n.a.
昌興國際控股	8139	BK	2001	116	160	17	11	43.6	-201.6	16	25	7.4	10.6	1.0	2.2

1. 本益比之計算係依年底市值除以稅後純益，未依各交易所公告之計算方式及其本益比。  
 2. 各幣別匯率換算，為分析方便，逕依HK:NT=1:4，未考慮匯率變動因素及其影響因子。  
 3. 資料來源：台灣經濟新報社 (TEJ) / 本研究整理

金屬加工類中臺資企業計有勤美達國際與美亞控股於 2004 年接連先後在港上市，然此兩家在營運面之規模相對掛牌同業尚屬中小規模，即使將兩者在臺灣母體勤美和美亞與香港之金屬加工類同業比較，亦僅為中間規模，如表 5-3-2-13 所示；故而，此兩者在香港掛牌所能吸引國際投資人目光，應屬有限。依前所述「贏者通吃」之香港證券市場特性，此兩者在證券交易面之表現，僅勤美達國際之本益比尚優於同業平均及臺灣母體，美亞則並未有特別表現；換言之，兩者在香港上市對在臺母體之市值增加仍屬有限。而兩者會如此大費周章及高成本赴港上市，其原因亦如同水泥類的臺泥與嘉泥一般，為突破臺灣對其轉投資中國大陸之限制，而不得不為之財務策略，雖非最佳解，而是找到較適解。短期雖未必符合投資應以能增加股東權益投資報酬為前提之理論，但處處顯現臺商為尋求長遠生存機會與競爭力，即使犧牲短期財務效益，亦無可厚非。況且，此兩者在港掛牌時間尚短，財務效益之彰顯，仍待日後研究繼續追蹤。

表 5-3-2-13

臺商赴香港上市財務效益分析

證券代號	幣別	IPO 年度	營運面						證券交易面					
			營收 (百萬元)		稅後盈餘 (百萬元)		股東權益報酬 率(ROE)%		市值 (百萬元)		成交週轉率 (%)		本益比 <sup>1</sup>	
			2000	2005	2000	2005	2000	2005	2000	2005	2000	2005	2000	2005
金屬品生產, 加工	中位數		863	1,525	12	71	0.9	9.6	323	605	139.3	33.6	6.4	7.0
勤美達國際	0319 BK	2004	692	851	139	176	19.1	16.8		2,257		26.7		12.8
美亞控股	1116 BK	2004	175	147	-5	-29	-2.2	-12.8		208		5.2	n.a.	n.a.
勤美	1532 NT2->BK	2000	824	2,892	76	250	10.7	12.6	404	1,167	184.1	119.6	5.3	4.7
美亞	2020 NT2->BK	1993	933	2,747	31	-5	9.1	-0.6	202	590	102.3	73.4	6.4	n.a.
寶威控股	0024 BK	1989	2,602	3,697	6	79	1.0	9.9	629	619	163.2	78.9	104.2	7.9
首長寶佳	0103 BK	1992	169	593	3	62	0.9	9.3	182	380	35.3	50.2	57.4	6.1
龍記集團	0255 BK	1993	986	1,899	162	246	26.4	23.1	606	3,718	12.9	12.8	3.7	15.1
馬鞍山鋼鐵	0323 BK	1993	8,186	32,083	100	2,951	0.8	16.8	641	4,159	245.7	278.0	6.4	1.4
鞍鋼新軋鋼	0347 BK	1997	10,746	26,397	598	2,117	8.2	20.1	632	3,716	532.2	333.9	1.1	1.8
東方網庫	0430 BK	1993	1,281	1,151	-139	11	-58.9	3.3	79	74	277.0	3.0	n.a.	7.0
瑞源國際	0476 BK	1996	119	182	-66	-5	-75.3	-14.1	177	62	134.7	4.0	n.a.	n.a.
大同集團	0544 BK	1989	244	97	38	-73	29.7	-20.9	219	267	41.8	36.6	5.7	n.a.
展鴻控股	0572 BK	2003	118	471	30	93	50.7	23.9	254	266	110.0	43.2	8.5	2.9
渝港國際	0613 BK	1993	772	436	-40	-10	-2.7	-0.5	592	925	145.5	30.7	n.a.	n.a.
和成國際	0651 BK	1998	121	10	-189	-52	-81.4	-41.9	160	85	147.1	1567.1	n.a.	n.a.
首長國際	0697 BK	1991	2,212	4,570	-318	333	-36.1	17.1	436	2,467	34.3	67.0	n.a.	7.4
亞洲鋁業	0930 BK	1998	1,748	3,411	181	263	20.0	9.0	1,218	2,175	144.0	24.3	6.7	8.3
高力集團	1118 BK	1994	1,121	2,278	59	57	17.0	13.5	145	148	53.7	13.5	2.5	2.6
五礦資源	1208 BK	1994	1,443	3,333	-226	203	-38.5	11.6	337	3,206	152.7	17.9	n.a.	15.8
海域集團	1220 BK	1997	901	3,045	-7	139	-1.2	10.8	499	763	539.4	30.4	n.a.	5.5
United Metal	2302 BK	2003	100	187	18	10	40.3	6.1	218	110	28.9	1.0	11.8	10.6
北亞策略	8080 BK	2000	180	860	-7	-10	-28.7	-141.3	310	89	2.0	587.4	n.a.	n.a.

1. 本益比之計算係依年底市值除以稅後純益，未依各交易所公告之計算方式及其本益比。

2. 各幣別匯率換算，為分析方便，選依HK:NT=1:4，未考慮匯率變動因素及其影響因子。

3. 資料來源：台灣經濟新報社 (TEJ) / 本研究整理

自 1997 即在香港上市的臺資企業唯冠國際是全球排名前五大的顯示器企業，其營運規模超越顯示器同業甚多，惟其獲利能力、股東權益投資報酬率卻無法隨營收同步成長，而兩岸三地臺商籌資評估之研究—許坤源

呈逐步下滑趨勢，致使營收由 2005 年較 2000 年增加近二倍，市值僅增加約一倍，並不相稱，如表 5-3-2-14、5-3-2-14A 所示；對照臺灣同業奇美電子，營收由 2005 年較 2000 年增加近 1.5 倍，市值卻增加約 3.5 倍；顯然營運規模大僅為必要條件，而獲利能力之成長是市值增長之關鍵。2005 年唯冠國際受到日立的專利權訴訟案亦不無影響，雖稍後於 2005 年底雙方達成和解後，市場對其營運風險之疑慮稍可解除，另港聯交所公佈唯冠國際於 2005 年第四季二度更換<sup>29</sup>董事會秘書，是否存在其他公司治理之議題而引發市場憂慮，或許可留待日後研究繼續追蹤。

表5-3-2-14

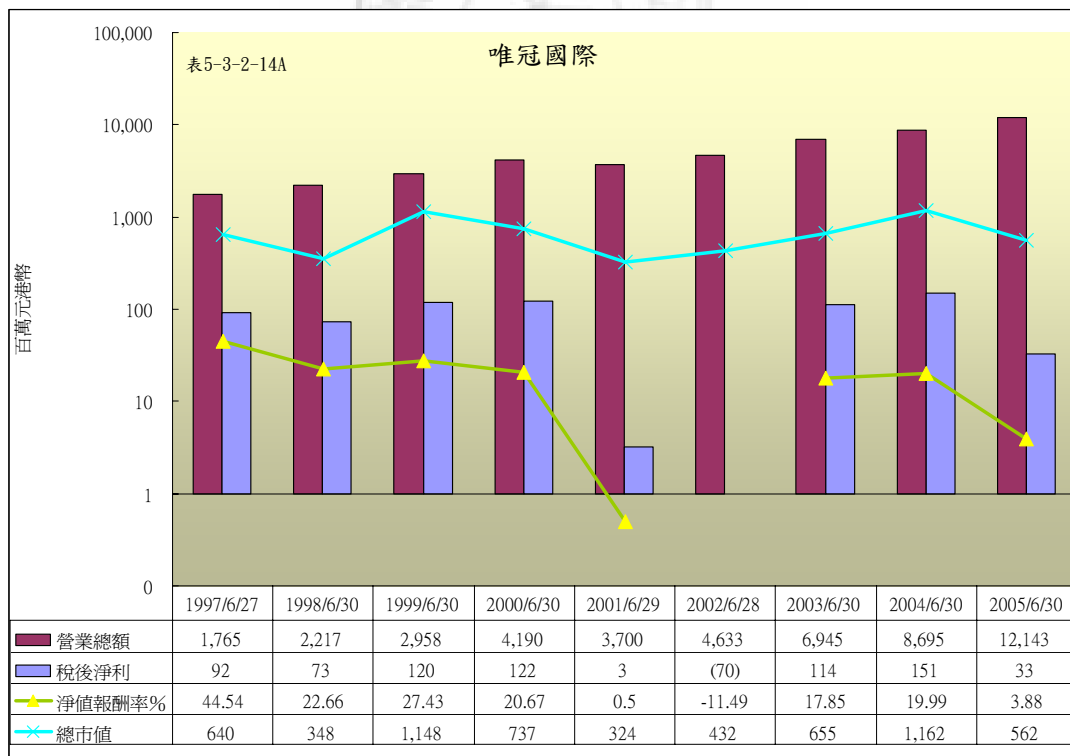
臺商赴香港上市財務效益分析

證券代號	幣別	IPO 年度	營運面						證券交易面					
			營收 (百萬元)		稅後盈餘 (百萬元)		股東權益報酬 率(ROE)%		市值 (百萬元)		成交週轉率 (%)		本益比 <sup>1</sup>	
			2000	2005	2000	2005	2000	2005	2000	2005	2000	2005	2000	2005
電腦顯示器, 監視器	中位數		962	4,574	80	37	20.7	5.5	971	1,806	44.7	99.4	10.0	16.6
唯冠國際	0334 HK	1997	4,191	12,143	122	33	20.7	3.9	286	542	27.7	128.4	2.3	16.6
奇美	3009 NT <sup>2</sup> ->HK	2002	14,919	40,055	1,127	2,007	13.5	5.5	13,320	62,229	44.7	217.2	11.8	31.0
精電國際	0710 HK	1991	1,255	1,980	206	-204	16.8	-14.4	2,063	1,806	53.7	99.4	10.0	n.a.
信利國際	0732 HK	1991	712	4,574	80	702	10.6	42.0	1,235	4,605	10.0	17.7	15.4	6.6
中國水務	0855 HK	1999	367	48	57	-31	48.6	-112.0	176	210	63.0	100.3	3.1	n.a.
冠捷科技	0903 HK	1999	962	5,054	33	151	30.9	23.9	971	12,951	30.3	60.4	29.2	85.8
J. I. C. Tech.	0987 HK	1994	279	458	28	37	45.4	25.8	44	317	82.2	10.9	1.6	8.5

1. 本益比之計算係依年底市值除以稅後純益，未依各交易所公告之計算方式及其本益比。

2. 各幣別匯率換算，為分析方便，逕依HK:NT=1:4，未考慮匯率變動因素及其影響因子。

3. 資料來源：台灣經濟新報社 (TEJ) / 本研究整理



<sup>29</sup>香港聯交所 2005/09/21 唯冠國際控股有限公司公司秘書變更—唯冠國際控股有限公司 (「本公司」) 董事會宣佈梁維柱先生將於二零零五年九月二十日辭任本公司之公司秘書，而曹敏威先生亦於同日起獲委任為本公司之公司秘書。2005/12/30 唯冠國際控股有限公司公司秘書變更—董事會宣佈曹先生已辭任本公司之公司秘書，並於二零零五年十二月三十一日生效。董事會於同日委任鍾先生為本公司之公司秘書。

在電子元件類股中晶門科技由前臺灣所羅門集團旗下轉售于廣達集團企業主之個人投資後，2004年於香港上市，在營運規模上屬中小規模，但其獲利能力、股東權益投資報酬率相當高，如表5-3-2-15所示，而且在富爸爸效應下，市場對其營運效能寄予厚望，故而，掛牌後市值增加快速，惟並未對臺灣廣達市值增加有所助益，實乃因晶門科技為廣達大股東個人投資與公司並未連結所致。

表5-3-2-15

臺商赴香港上市財務效益分析

證券代號	幣別	IPO年度	營運面						證券交易面					
			營收 (百萬元)		稅後盈餘 (百萬元)		股東權益報酬 率(ROE)%		市值 (百萬元)		成交週轉率 (%)		本益比 <sup>1</sup>	
			2000	2005	2000	2005	2000	2005	2000	2005	2000	2005	2000	2005
電子元件, 零件, 部件	中位數		657	802	36	35	18.8	6.8	363	355	49.3	22.7	5.7	6.9
晶門科技	2878 HK	2004	38	394	3	76	1.3	39.7		8,078		142.0		105.9
廣達	2382 NT <sup>2</sup> ->HK	1999	20,686	119,805	2,180	1,276	26.9	4.3	34,482	37,333	64.6	61.4	15.8	29.2
新威國際	0058 HK	1999	1,094	956	101	28	13.7	3.1	571	218	156.2	4.9	5.6	7.9
長城科技股份	0074 HK	1999	6,385	14,925	345	625	11.9	18.4	1,157	667	544.4	70.0	3.4	1.1
兩儀控股	0094 HK	1988	1,775	393	-325	-6	-70.8	-3.3	330	110	121.6	1.4	n.a.	n.a.
億都國際	0259 HK	1993	321	387	4	192	2.3	37.4	396	730	3.7	1.3	88.1	3.8
先思行	0595 HK	1996	958	2,287	22	210	15.5	53.8	129	247	220.5	94.0	5.8	1.2
通達集團	0698 HK	2000	357	1,112	63	124	51.3	29.7	447	488	2.0	40.6	7.1	3.9
先科國際	0724 HK	2000	192	554	31	43	48.4	17.2	29	411	4.9	39.6	0.9	9.6
CEC 國際	0759 HK	1999	271	554	42	20	26.3	6.0	515	106	52.5	5.8	12.3	5.4
東方實業控股	0978 HK	1997	2,039	2,636	71	28	22.8	6.0	260	191	44.1	7.1	3.7	6.9
光星電子	2310 HK	2003	279	649	27	26	22.2	7.5	313	298	46.1	22.7	11.7	11.6
TCL 通訊	2618 HK	2004	2,167	5,664	329	-1,896	83.2	-242.5		585		22.8		n.a.
矽威科技	8083 HK	2000	32	67	-40	-100	-27.0	-151.2	172	7	40.8	10.1	n.a.	n.a.

1. 本益比之計算係依年底市值除以稅後純益，未依各交易所公告之計算方式及其本益比。

2. 各幣別匯率換算，為分析方便，選依HK:NT=1:4，未考慮匯率變動因素及其影響因子。

3. 資料來源：台灣經濟新報社 (TEJ) / 本研究整理

綜觀前述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？

## 5.3.3. 臺商企業回臺上市掛牌表現之期後實證比較分析

自開放外資企業來臺上市籌資，迄今尚無純正外國國際企業來臺上市，僅衍生海外臺商利用此途徑回臺上市，但受到臺灣政策與法令之規範，所籌資金用途只能用於國內之限制，此策略之招商效果有限，應不難理解。

迄今以 TDR 回臺已上市之臺資企業有分屬集團型與非集團型之臺資企業。第一家掛牌的福雷電子屬日月光集團，最晚掛牌一家泰金寶屬金寶（仁寶）集團，兩者營運規模雖未若在臺母體，但獲利能力、股東權益投資報酬較母體為佳，亦享有較高本益比，並增加在臺母體之市值，如表 5-3-3-1 所示。其中，尤以泰金寶效益最明顯，流動性亦較佳，可謂為臺資企業以 TDR 型態回臺掛牌之典範。其餘東亞科技、美德向邦、萬宇科技因在臺發行單位不多，顯現之市值小，除美德向邦之流動性與本益比稍佳外，要吸引投資人目光可能不易。

其他以海外資產（包括中國大陸在內）重組回臺，以一般企業申請上市模式之案例尚多，由該企業轉投資大陸比例很高或獲利主要來源，源自中國大陸轉投資公司者，均屬之，惟諸多考量，故未列入本研究之分析。

表5-3-3-1

臺商回臺以TDR掛牌財務效益分析

	證券代號	幣別	IPO年度	營運面						證券交易面					
				營收 (百萬元)		稅後盈餘 (百萬元)		股東權益報酬率(ROE)%		市值 (百萬元)		成交週轉率 (%)		本益比	
				2000	2005	2000	2005	2000	2005	2000	2005	2000	2005	2000	2005
福雷電	9101	NT	1998	15,309	13,832	3,727	-1,166	17.9	-6.4	3,714	2,612	288.5	63.0	7.8	n.a.
日月光	2311	NT		50,893	84,036	7,338	-5,555	13.4	-10.1	60,269	137,373	154.3	145.2	8.2	n.a.
泰金寶	9105	NT	2003	25,014	47,414	1,277	1,427	22.5	8.8	1,029	3,540	74.7	486.3	7.1	18.3
金寶	2312	NT		29,506	64,576	1,198	1,277	8.0	6.1	12,779	19,044	394.5	160.1	10.7	14.9
東亞科技	9102	NT	2001	5,389	269	232	-32	12.9	12.9	462	148	731.61	154.93	5.9	n.a.
美德向邦	9103	NT	2002	1,508	2,290	60	23	6.5	1.9	330	364	74.21	300.72	5.5	15.5
萬宇科技	9104	NT	2003	13,866	13,989	428	396	20.1	16.7	318	88	496.68	18.09	6.5	14.2

1. 本益比之計算係依各TDR母體之合併報所列每股盈餘，以每單位TDR換算約當每普通股股價除之，有別於原股之本益比。

2. 資料來源：各TDR母體公司網站及公開之母體合併財報，台灣經濟新報社（TEJ） / 本研究整理

近來臺灣輿論反應及主管機關有意規劃開放在香港上市之企業來臺發行 TDR，以落實新修正臺灣資本市場國際化之一環，取代原國際板之規劃，然無論任何方案若仍限制來臺籌資用途或對中國大陸轉投資不得超過淨值 40% 之限制，則可知又是一個無效開放、有效緊縮的政策，不可行臺資企業最清楚。真正解決之道就是全面開放。任何針對單一企業或產業或身分（國內、國外）開放都將達不到政策管理效果，臺資企業已在中國大陸、香港上市多年而且眾多案例證明管制是無效的，惟有全面開放才能面對問題，讓臺商企業依市場機制與競爭法則才能顯現企業強勁生命力與國際競爭力。臺灣主政者擔心所謂臺商出去會活不了，難道留在臺灣就會活下嗎？臺商留下，就能留下資金，創造就業嗎？答案或可存在每人心