

國立政治大學東亞研究所

碩士論文

指導教授：康榮寶博士



中國企業在台上市政策之研究

研究生：陳德正

中華民國九十九年七月

謝詞

在這一本論文產生的過程其實不算是一段很長的時間。不過在東亞所偏重政治社會領域的研究來說，一本金融研究的論文算是異數。但是在台灣一片中國熱當中，金融領域及相關議題是台灣人甚至是其他外國人最有興趣的部分，所以我想藉這本論文，認知到中國企業的潛力與台灣資本市場是否能夠吸納中國以及其他國家之資本。

在過程中，康榮寶教授一直以來給我非常大的幫助，從題目的擇定、研究方向與資料的指導上，也給我莫大的幫助；口試委員林柏生老師與楊炎杰老師從其專業的觀點給我在研究上相當的指導，也使論文方向更能夠接近產業的脈動而不純粹只是一本學術論文而已。

當然在這兩年餘的碩士生涯中，體認到半工半讀的不易，雖然是一般生的名義就讀，但是工作已經成為我碩士生涯中最重要的部分，當然在這當中許多人都給我不少幫助，張姊在入學與離校之間各項手續上的幫忙，還有本屆同學與許多先進後生在學校也給我相當多的協助，在此一併致謝。

最後，感謝我的家人，願意在我大學畢業之後仍舊願意讓我繼續兩年餘的學業，並給我精神上的支持，沒有許多人的幫助，相信這本論文就不會產生，因此，除了感謝，還是感謝。

陳德正

2010年7月 木柵

摘要

隨著大中華經濟的迅速發展，許多中國企業為配合其長期追求成長之資金需求與其個別特定目的，尋求於最適地點上市籌資或再次籌資已經是其經營環境中極為重要之一環。優質的中國企業是亞洲各國極力爭取投資及招攬上市掛牌籌資的貴客，尤其在兩岸關係逐漸和緩之下，台灣資本市場如何突破目前法規架構下發展對臺灣投資環境與金融產業發展競爭力之最為有利的方式是目前政府部門努力的方向之一。

本論文將藉由探討東亞各證券市場之發展現狀與特色；以及將中國企業已在中國上市、香港上市與台灣上市之營運面與證券交易面之表現，由已上市境外企業其後財務效益，檢視東亞證券市場籌資之關聯性問題與上市決策之選擇關鍵。這項研究將有助於瞭解，從資本市場的角度來看，那個地區或區域經濟會較具競爭力，未來從資金面來得以分析台灣經濟或證券市場的相對競爭力，得以對台灣證券市場國際化方面提出具建議性建議。本論文根據資料的收集與數據的呈現顯示出製造產業適合於台灣資本市場籌資，也最能夠讓台灣發展成為「亞太金融中心」，也將有別於目前兩岸 ECFA 的經濟發展。

關鍵字：第一上市、台灣存託憑證、製造業、中國企業

目錄

第一章	緒論.....	1
第一節	研究背景與動機.....	2
第二節	研究目的與問題.....	3
第三節	研究方法與架構.....	4
第四節	研究限制.....	6
第二章	文獻探討.....	7
第一節	境外上市方式.....	7
第二節	海外上市相關理論.....	9
第三節	企業上市決策因素.....	11
第三章	海外企業在台上市.....	14
第一節	上市政策.....	14
第二節	上市法規.....	18
第三節	上市流程.....	20
第四節	中國台商的回台上市風潮.....	21
第四章	中國海外上市與台灣週邊市場比較.....	23
第一節	中國上市方式.....	23
第二節	香港.....	25

第三節	新加坡.....	31
第四節	上海、深圳.....	36
第五章	結論與建議.....	41
第一節	結論.....	41
第二節	建議.....	42
參考文獻	-----	44



第一章 緒論

在資本全球化的浪潮之下，企業藉由籌資尋求投資機會是最基本且最重要的議題。籌資方式以股權資金最具長期性，且資金成本可依公司的營運成果而決定，這種股權籌資係企業最偏好的方式。原來，證券交易所係股權籌資的主要平台，各國的證交所原屬壟斷性，且以服務本土化企業為主，在企業國際化浪潮下，各國政府均希望透過吸引更多優質企業上市，使國內的金融服務業能夠更具競爭力、企業能更具國際化特色。

隨著大中華經濟的迅速發展，許多中國企業為配合其長期追求成長之資金需求與其個別特定目的，尋求於最適地點上市籌資或再次籌資已經是其經營環境中極為重要之一環。優質的中國企業是亞洲各國極力爭取投資及招攬上市掛牌籌資的貴客，尤其在兩岸關係逐漸和緩之下，台灣資本市場如何突破目前法規架構下發展對臺灣投資環境與金融產業發展競爭力之最為有利的方式是目前政府部門努力的方向之一。其次，東協十加三，或東協共同市場迄是亞洲地區經濟最重要的發展之一，如何透過證券市場國際化，悄悄進行區域整合，強化台灣的國際經濟競爭力，是一項相當重要的議題。在這項背景下，台灣政府在2009年下半年推出海外企業來台上市的政策，勾勒台灣金融服務業國際化的發展與遠景。

本論文將藉由探討東亞各證券市場之發展現狀與特色；以及將中國企業已在中國上市、香港上市與台灣上市之營運面與證券交易面之表現，由已上市境外企業其後財務效益，檢視東亞證券市場籌資之關聯性問題與上市決策之選擇關鍵。這項研究將有助於瞭解，從資本市場的角度來看，那個地區或區域經濟會較具競爭力，未來從資金面來得以分析台灣經濟或證券市場的相對競爭力，得以對台灣證券市場國際化方面提出具建議性建議。從曾經有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，臺灣證券主管機關若是能夠利用東亞地區證券市場之特性與互補，依照台灣製造產業在全球的

競爭優勢，而發展成為「東亞地區的製造業籌資中心」，或許可為此區域經濟創造多贏之利益。因此，以馬來西亞證券市場的表現為例，本益比約四倍的藍籌績優公司不勝枚舉，若能透過台灣證券市場的高本益比、高流動性，吸引馬來西亞績優企業來台上市，將有機會形成「台灣證券市場馬來西亞板塊」，來主導馬來西亞經濟的發展。這種政策才有機會將台灣發展成為「亞太金融中心」，也將有別於目前兩岸 ECFA 的經濟發展。本文將根據亞洲地區證券市場、產業特性來探討本論文所擬探討的議題。

第一節 研究背景與動機

壹、研究背景

自 2008 年第一次江陳會之後，兩岸關係持續和緩，台灣也將發行台灣存託憑證條件中有關第一掛牌證券交易所清單加進了香港聯交所¹，不只使台商可返回台灣籌資，也使台灣資本市場向兩岸，更進一步向全世界開放，全球企業均可於台灣上市在許多人的想法之中逐漸成為可能。不過從實際層面來看，台商或海外企業必須面對經營地的法規問題、台灣與主經營地的語言文化問題、跨國稅務問題，以及其他問題，使許多企業為之卻步。面對這樣的問題，台灣證券交易所也研究出相關的比較方案，試圖在避免冗長的修法程序中，以行政命令的方式，建議政府為這些企業排除困難，不只為企業籌資，也為台灣投資者能有更多的投資標的，並順勢國際化台灣證券市場。台灣目前證券市場的國際化開放，包括第一、第二上市，是否足夠？是否在法規制度上應該更加順應國際公司理財及國際投資銀行的發展，從法規與策略面的角度來看，到底有那些需要改進，並進一步發展之處，是本研究所擬深入探討的議題之一。

貳、研究動機

在兩岸關係逐漸和緩之下，以往大膽西進的台資企業，除了在中國上市籌

¹ 香港證券交易所係目前最多亞洲地區台商上市的證券交易所，且因港交所本身具有中國經濟的意義，因此，此項政策放寬代表，台灣證券市場已進入對大陸開放的基本意義。

資的可能性之外，還有其他選擇，例如，可以選擇在香港上市，或在台灣政策開放下的回台上市，或赴新加坡，甚至美國、歐洲上市。然而，多數在大陸經營企業，由於過去根據兩岸關係條例中間接投資的組織安排，以某免稅天堂作跳板投資中國大陸，為方便計，多數選擇在香港上市。舉例說如，中國旺旺原來第一次在新加坡上市，但本益比與流動性均不符理想，便在新加坡下市，並赴香港上市，並且在 2009 年回台上市以 TDR 方式在台灣證券交易所掛牌。旺旺是 TDR 開放香港證交所上市公司來台上市的第一家公司，當時甚為轟動，不但造成 20 倍的超額認購數，還在掛牌之後連拉九根漲停板。由此顯示出台灣的資本市場長久在過度本土化下，對於國際化的企盼。相對的，由於台灣證券市場逐步開放投資者赴海外投資，包括，例如可投資香港紅籌股，代表投資者已經不再將海外投資布局侷限於傳統的複委託機制與投資海外基金，海外企業股票也是一項不錯的選擇。在這些因素下，台灣政府適時推出海外企業回台上市的政策，對台灣資本市場不啻是發展的強心針。

對於企業而言，由於證券市場本身特性，不是每一家企業都能夠在香港或是新加坡等市場上受到投資人的青睞。在中國投資的台灣企業到香港上市之後，由於台灣企業多數以製造為主，這種工業類型股大多數得不到香港投資者的喜愛，致股價與流動性也沒有良好的反應，加上香港股市對於金融、地產股、中國概念股的偏好，在以往兩岸關係不明條件下，使台資企業香港證券市場上市成為弱勢族群。隨著台灣證券市場的開放，中國及其他地區台資企業多了一項來台灣上市櫃的選擇。台灣資本市場的開放，讓許多境外企業有在台灣籌資的可能，由於上市時間效率的緣故，目前現行的境外企業在台上市部分以發行台灣存託憑證(TDR)或是興櫃交易為主。根據台資企業可以選擇在營運所在地、台灣證券市場、其他類似香港與新加坡的開放式證券市場，台資企業選擇台灣證券市場上市的主要考慮因素如何？是本研究將深入探討的議題。

第二節 研究目的與問題

在企業與資本市場多元化與全球化之下，不只是台灣的諸多企業到其他國家進行籌資，台灣的證券交易所也試著吸引全球的企業來台灣籌資，加上台灣近年來央行維持低利率政策，致游資氾濫，游資均積極尋覓投資標的，若台灣的證券主管機關能夠開放並吸引包括台商的海外企業來台灣籌資，因應台灣游資的投資需求，並且引導台灣游資從事全球化的佈局，將可有效提升台灣資本市場的全球競爭力，並建立具專業分工特色之資本市場。

綜上所述，本研究的目的是在於找出中國企業在兩岸關係和緩之後，特別是在兩岸簽署 ECFA 之後，來台上市的政策、途徑與遇到的諸多問題，並找出台灣資本市場相較於其他亞洲資本市場的特色及有利的地方。根據上述目的，本研究的基本問題如下：

1. 目前台灣證券市場針對海外企業上市/櫃的政策，及其現況如何？
2. 到底台灣資本市場擁有那些機會？有那些海外企業會有意願來台上市？
3. 在符合資格上市，或經濟較活躍地區之企業，特別是中國企業，若台灣開放具多數中資背景的境外企業來台上市，對台灣證券市場及經濟會產生那些影響？
4. 台灣資本市場適合哪些類型的中國企業上市籌資，或應發展那個專業分工角色，以利台灣發展「亞太金融中心」的目標？
5. 台灣目前海外企業來台上市的政策間，有那些值得進一步改善？

第三節 研究方法與架構

壹、研究方法

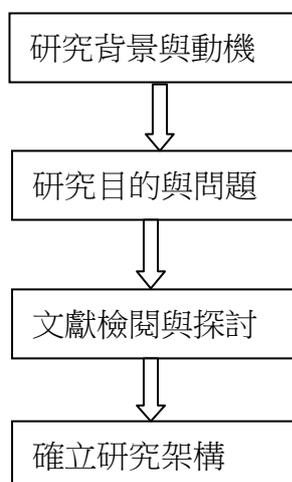
為了完善研究架構的探討，對研究問題進行解答。因此在流程上，本研究做出以下安排：首先，以文獻資料的研讀，確立本研究的研究架構；第二，釐清本研究之理論架構及背景知識，整理出本研究範圍所需的資料並進行整合；第三，結合當前證券市場之實務，理出台灣證券市場在亞洲地區籌資之誘因，在

比較分析之基礎上，對於個案之中國企業來台上市之選擇分析奠定基礎。最後，總結分析之所得，進行資料的再次整合，得出研究結果與建議，提出對於台灣證券市場向海外籌資之參考意見。

在各研究主題上，有關台北、香港、新加坡、紐約各證券市場的特色與發展現狀，本研究將採用文獻探討與實地考察相互運用的方法。在以研究文獻奠定理論基礎層面上，深入證券市場進行考察研究。有關中國企業在台上市流程的法規與諸多相關問題上，本研究將採用實證研究方式進行，對台灣證券市場的狀況進行說明。最後本研究將採用歸納分析的方法進行探討，得出本研究的結論並提出台灣證券市場因應的建議，包括台灣證券市場與其他證券市場合作的議題。

貳、研究架構

根據前人的理論研究可以得知，由於台灣經濟發展的歷史進程，使製造產業在台灣證券市場相較於其他證券市場更受到投資者青睞，也使許多境外製造業考慮到台灣證券市場掛牌加上兩岸關係逐漸和緩吸引中國企業在台上市也成為台灣證券市場引入境外企業掛牌的目標。因此探悉台北、香港、新加坡、上海與深圳各證券市場的特色以及台灣證券市場相較於其他市場的限制，可探悉中國企業來台上市的有效途徑，所以基於前人理論之研究與闡釋。本研究的架構圖如下：



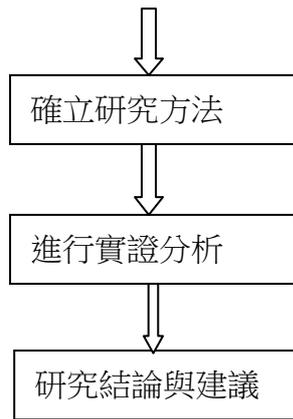


圖 1-1 研究流程圖(本研究自繪)

第四節 研究限制

本研究將試圖由文獻探討，乃至研究設計、研究方法與資料分析皆力求完整。但由於個案以及時間等因素的限制仍存在研究限制。大致分述如下：
該項個案所得的資料可能有所偏誤，其他企業並不見得認為該項個案所得的資料適用於其他個案，但還是有助於了解台灣資本市場對於中國企業的誘因。

第二章 文獻探討

第一節 海外上市模式

隨著經濟的發展與資本全球化，民間企業與政府部門的資金需求愈來愈龐大，企業與政府部門逐漸改變過去所習慣間接金融的籌資方式，而逐漸增加利用「直接金融」的方式在證券市場籌集資金。同時，各國政府也因應全球化的腳步、加上各國證券交易所在公司化浪潮下產生競爭壓力，以致逐步放寬外匯管制與外資投資該國證券市場之規範，如先開放國內市場供外國人投資²，繼而允許國人對外投資，允許類似國內企業至國際市場發行海外存託憑證

(Depository Receipts, 簡稱 DR) 以籌措資金。台灣最近所開放與證券市場國際化措施，到底對台灣證券市場有何影響？值得深入探討。其中，至其他國家證券市場發行存託憑證，藉以達到第二上市相互掛牌，突破企業上市具本土化意義的基本原則。其次，無論本國企業到其他國家上市籌資，或海外企業來台灣上市，都具有經濟國際化，或區域經濟的意涵，這些意涵最終會以投資或資金市場作為主要區隔。

許多國家不只是允許國內企業到國外發行海外存託憑證，同時也希望國外許多大型或是優質企業到該國進行籌資活動，使該國的游資進一步投向正常的生產投資活動，也使該國投資者多一項投資的選擇，因此，企業海外上市與吸引境外企業上市便是一項新興議題。邱森盈(2003)認為在企業擴張的同時，傳統信貸的方式已經不符合企業成長的需求，並加深企業還本付息的壓力，不利企業的持續擴張。因此到海外上市能夠吸納更多投資者，並且投資者多國化，也能使企業在全球佈局中，除了人才的全球化之外，使資本也能夠全球化發展。

在海外上市過程中，路徑的選擇可以有不一樣的結果：

²依據行政院 1982 年核定之「引進僑外資投資證券計畫」，我國引進僑外資投資國內證券之步驟分為三階段，逐步開放我國證券市場供僑外人投資，以期奠定我國證券市場國際化之雛形，其內容為：1.先採取僑外資間接投資國內證券之方式；2.准許僑外資專業投資機構（Qualified Foreign Institution Investors, QFII），直接投資國內證券；3.全面開放僑外資直接投資國內證券。

第一、海外直接上市也被稱為首次公開發行上市簡稱為 IPO(Initial Public Offering)是直接以國內公司名義申請到海外資本市場上市的一種模式，在中國的企業到其他國家上市都會冠上 H 股(香港上市)、S 股(新加坡上市)等等。不過這種上市方式雖然直接，卻需要面對國外證券主管機關的要求，許多時候公司的財務報表或是公司治理不見得符合國外主管機關的要求常常曠日廢時，也使許多公司打退堂鼓。

第二、為買殼上市，其基本思路為在國外買一家上市公司的全部股權並利用該上市公司的上市條件從國內公司注入資產，實現公司境外上市的目的。這在美國相當流行，以美國的那斯達克交易所為例，有數以千計的有上市卻無業務的上市公司，這些所謂的「殼」公司都成為企業海外上市的主要對象，而且在中國這都將視為企業併購的一部分，其優點在於與 IPO 相比可以免去國內繁複的法令與審核程序，進一步縮短上市的時間。

第三、造殼上市，其概念在於在各交易所所允許的國家地區設立一家控股公司，進一步以控股公司的名義申請上市。基本做法在於企業在百慕達群島、維京群島、開曼群島、澤西島等免稅天堂設立一家控股公司，並以其控股公司名義回頭收購母公司的股權並選擇一家證券交易所以控股公司名義申請上市，在台灣目前有十餘家興櫃公司為該類型的上市公司(其公司簡稱均加上 KY)。

在三種上市方式的比較中，就上市條件來說，直接上市是最為嚴格與繁複的。除了符合公司所在地國家對於海外上市的規範外，還必須符合欲上市證券交易所的相關規範，若是兩地的公開揭露資訊、稅務法規、會計原則的採用有相當大不同時，則對公司成本有相當的壓力；就上市成本來說，直接上市的成本較大，以美國資本市場為例，買殼上市通常需要五十至七十萬美元，而直接上市則需要 150 萬美元左右；就上市時間而言，買殼或是造殼上市更具時間優勢，以買殼上市為例，由於其股票早已上市交易，即使因為併購需要重新上市也不需要太久的時間，通常約三至四個月可以完成不過，若是直接上市則需要

一至兩年的時間(以中國銀行為例)。

第二節 海外上市相關理論

最後，從學術理論依據來解釋企業於海外上市或籌資的行為並歸納出企業上市的優點：

一、市場分割假說

最早學術界在解釋企業資金外移現象時，均以「移除投資邊界，降低企業的資金成本」來做為主流意見，Subrahmanyam(1975)的研究指出，打破原有的投資藩籬使得原來在本國內定價的股票變動在全球範疇內能夠有固定價格區間，國內公司可以藉由海外上市降低國際間的投資壁壘對企業經營造成的不便；Errunza 與 Losq(1985)、Alexander、Eun 與 Janakiramnan(1987)的研究指出跨國上市可以有效降低企業受到本國市場系統性風險的干擾，使本國投資人能夠因為企業外國投資人的比例增加使投資人的風險分散到全球而獲益，從而降低企業的資金成本，有助於股票價格的上漲使投資人的收益增加。

不過，「市場分割假說」在近年來卻無法解釋某些現實世界中發生的資本市場現象。Karolyi(2006)整理當前學術界針對「市場分割假說」提出的五大批評：首先，假如企業可以透過跨國掛牌消除國際間投資的藩籬，將資金成本降到最低，為何仍有許多企業依然選擇留在本國市場而不在全球其他市場上市並籌資？其次，在美國與加拿大兩大證券市場之間已經達到高度整合性，依照該假說，加拿大企業於美國跨國上市應該不會產生明顯的股價正向反應，實際上卻長期觀察到加拿大企業跨國至美國交易所掛牌而引起的正向股價反應 (Doukas、Switzer，2000)，這意味著也許仍有其他學說可以解釋企業跨國上市所產生的溢酬。第三，先前許多支持「市場分割假說」的實證研究，多半採用事件研究法來檢驗是否跨國上市的確帶來正向的異常報酬，但這些事件研究的檢

驗，樣本規模多半不大，並且所發現的正異常報酬亦不非常明顯。第四、學界認為「市場分割假說」無法合理解釋跨國上市行為在時間序列（time-series）上的趨勢。假設企業的確透過跨國上市方式籌資，獲取消除投資障礙、降低資金成本的淨利益（netbenefits），隨著企業爭相仿效的行為結果，資金成本降低的益處應該隨著時間而遞減，因此企業選擇美國作為海外上市地的件數應該會逐漸下降。然而，Karolyi(2006)卻觀察到過去十年之內，國外企業赴美國上市的案件卻是存在有增無減的現象。最後，學者批評「市場分割假說」並無法解釋為何在交易所上市的股票會具有較高的跨國掛牌溢酬（cross-listing premium）（Miller，1999），亦無法解釋Foerster 與Karolyi（1999）所長期觀察到的：在跨國掛牌並發行新股籌資相對沒有發行新股籌資的跨國上市行為具有較輕微的股價下滑情形。

二、投資人認可假說

資訊越透明，則能使投資人取得資訊成本越低，減少資訊不對稱（information asymmetry）或反向選擇（adverse selection）的風險。學者亦逐漸將研究焦點擺在企業資訊的透明度。Merton(1987)提出一項創新的假說：「投資人認可假說」（investor recognition hypothesis），該假說假設企業在跨國上市之前，可能存在一些資訊不完全或資訊不對稱的問題。企業的資訊環境（information environment）可以藉由跨國上市獲得明顯改善，可以進一步促進投資人對該企業的了解，增加投資大眾對企業品質的認同與肯定，成功拓展投資人的組成族群並對於股價有正面效應。因此，Merton 認為資訊環境的改變應為企業追求海外上市的主要考量之一。Huddart、Hughes 及 Brunnermeier (1998)則提出一個模型描述交易所之間的競爭情況，世界各大交易所為了爭取交易量，除了極力降低交易成本以提昇市場流動性之外，更極力提昇本身對掛牌

企業資訊揭露的要求，彼此進行著資訊揭露程度的競賽，以求成為最頂尖(race to the top)的交易地點。之所以學者會轉朝向資訊環境面向進行研究，主要是受到數篇較早期的學術研究作品所啟發，包括 Saudagaran (1988)、Biddle 與 Saudagaran (1989)以及 Saudagaran 與 Biddle(1992, 1995)等文獻研究。在這些重要的學術成果中，探討公司跨國上市決策的決策因素時，他們共同提及的變數便是會計制度、掛牌與相關法規管制以及自願性資訊揭露的要求，他們發現當海外市場與母國市場在這些變數上的差異性越大（亦即，會計規範越不同、法律規範差異性越大等等），企業的管理者越傾向不把該市場列為海外上市的優先選擇。此外，由於會計、法規、資訊揭露程度這些變數的在各交易市場之間差異性，將增加企業跨國上市時的困難度與上市籌備時間，提高了企業海外上市的直接與間接成本，因此這些文獻均同時指出，唯有公司市值大、外銷金額佔總銷貨金額的比率高的企業，較能負擔該項因跨國上市的額外資訊揭露的成本。

第三節 企業上市決策因素

台灣與中國的證券市場常常相互影響，因此以部分台灣企業海外上市為例，探討企業上市有哪些決策因素所左右。

曾文燦(2003)的研究以台灣企業觀點，探討其海內外上市決策過程的影響因素。其參考各相關文獻及進行個案實務訪談，歸納出研究結果為：

一、企業上市籌資，國內國外考量不同，主要差異在於：策略目標、成本結構、後續之維護成本等面的不同。

二、國內外上市之動機除了募集資金外，其較大的差異為國內上市主要考量為留住與吸引優秀人才，國外則為配合企業其他策略目標之規劃。至於在國內上市決策上，則受幾個主要因素影響，分別為掛牌條件、政策與法令、承銷

商輔導能力、企業獲利能力、企業曝光度。而國外上市則以企業曝光度及承銷商之意見與能力為其選擇海外上市之重要考量因素，此外相較於國內上市，在公司監理與會計作業方面也明顯提高許多。

三、海外上市成功的關鍵因素，主要為證券承銷商之能力、上市時機與企業獲利能力或產業前景。而海外上市未如預期而導致失敗的主要因素有三項，分別為企業獲利能力、產業發展前景及上市成本占募集資金比重的多寡。

四、關於企業上市地點之決策，台灣企業對於理想上市地點之選擇，偏好華人地區之資本市場。而且一般都偏好以其營運重心所在地，作為其申請上市之第一考量。

五、政府之資本市場政策的確會影響企業之上市決策，但效果取決於企業本身經營策略之整體利益。如影響企業回台上市之主要因素在於無法符合 40% 的投資上限門檻，對於已將經營重心轉向大陸的台商來說是不可能符合條件的，而以外銷為導向的大陸台商則可能會降低其意願，導致不少台商放棄返台上市的規劃。

六、至於上市後對企業經營策略之影響，在台上市之企業，會因國內法規限制影響其在大陸之經營策略與規劃；赴美上市之企業，會因公司治理成本問題影響其上市後之效益。

譚家典(2007)則針對企業赴海外上市決策面的三個構面進行探討並以台商為例，首先是探討企業赴海外上市前的動機為何，再者是企業如何選擇海外上市的地點，最後探討這些企業赴海外上市後的效益，也就是企業在海外上市的前、中、後三個不同階段所可能遭遇到的問題進行實務的探討。

從個案研究發現，企業赴海外上市的動機，結果是“有利於開拓海外市場”及“易招募優秀人才”的營運面動機較多；企業海外上市地點的選擇，多半因為“市場流動性及規模及本益比”及“資金運用限制”；至於企業赴海外上市後的效益，結果是“提高公司聲譽”及“有助於產品銷售”另外，並發現香港

及大陸上市後股東財富增加顯著。

最後，建議企業未來在選擇海外上市地點時，應多方面考量及評估，並非單純僅就幾個因素就決定企業海外的上市地點，應從各利害關係人的角度，去仔細思考在何處上市將是對企業最有利的。



第三章 海外企業在台上市

台灣在與中國相近的地理位置上，擁有著對於中國複雜的情緒，而這些複雜的情緒也帶動了政策的走向，近代從一開始三不政策到積極開放、有效管理進而到現在簽訂兩岸 ECFA 之後的新型式，使台灣的金融服務業在中國的客群不只鎖定在中國的台資企業，更希望與其他外資金融業一起爭食中國當地市場，贏得更大的商機，加強台灣金融服務業的競爭力。因此，當台商與韓商等勞力密集產業逐漸外逃與轉進其他國家之際，台灣的金融服務業不只要吸引台商回台上市，而是將觸角放到數量多於台商數倍的中國當地企業，吸引中國企業到台灣上市才是較好的途徑。再者，紐約、倫敦等證券交易所都大張旗鼓的吸引中國企業到該地上市，即便中國企業在當地的名氣不高，聲望也不算好，但是中國工商銀行等大型國企的上市還是吸引著全世界投資人的眼光。台灣若能利用地理與文化優勢，配合現行兩岸關係和緩的氛圍，以台灣金融服務業的活力與彈性，與其他國家競爭中國市場必然有所斬獲。

另一方面，在全球陷入中國投資熱的氛圍中，若是藉由中國企業來台上市必然使台灣多數游資移往中國企業，部分金流所衍生的收益可以留在台灣，減低香港開戶潮所帶來的衝擊，並由於中國企業的上市進一步吸引全世界其他國家企業來台進行上市，有助於台灣資本市場的國際化與台灣證券市場投資人的全球化。

第一節 上市政策

海外企業來台上市的政策從 1998 年起就已經成為台灣證券交易所的重大政策，目的就是希望台灣證券市場能走向國際，使台灣市場上的游資能夠有更多好的投資管道，順便讓市場資金能夠留在台灣資本市場，因此推動海外企業來台上市就成為台灣證券交易所努力的方向之一。不過很可惜的是，在初期 (1998-2005)，只有五家企業在台發行台灣存託憑證，其中四家均為台灣企業在

海外的關係企業³，由於政策規定其募集之資金必須用於台灣，並且第一上市的交易所未納入香港聯交所，對於已經在香港上市的台商毫無用處，另外對於中國籍資本也具備相當的限制⁴，也未能搭上中國第一波海外上市的熱潮。在 2008 年之後，隨著歷次江陳會的進行，並配合兩岸關係逐漸和緩環境之下，行政院金融監督管理委員會通過「適度開放陸資投資國內股市方案」，廢除了中國籍股東持股不得超過 20% 的規定，2008 年台灣證券交易所也把香港聯交所作為台灣存託憑證的第一上市市場，形同對在香港上市的台商開放，因此在開放之後中國旺旺(9151)與康師傅(910322)等中國台商分別來台發行台灣存託憑證，因此自開放香港交易所成為台灣存託憑證第一上市市場之後，至今的十四檔台灣存託憑證中，第一上市交易所為香港交易所即占有十二檔之多(見表 3-2)，不過根據「台灣地區人民與大陸地區人民關係條例」第 73 條規定，在中國登記的企業不得來台投資並上市(包括上市櫃與發行台灣存託憑證)，所以，依照台灣現行的法令，中國企業無法直接來台第一上市必須以在免稅天堂的控股公司名義申請來台上市。

表 3-1 2005 年之前的台灣存託憑證發行

公司名稱	上市日期	第一上市交易所	台灣所屬企業	主要業務
福雷電子(9101) ⁵	1998/1/8	美國 NASDAQ	日月光集團	IC 測試
東亞科技(9102)	2001/4/25	新加坡	東雅電子	消費性電子產品
美德向邦(9103)	2002/12/13	新加坡	向邦企業	醫療器材製造
萬宇科技(9104)	2003/1/20	南非約翰尼斯堡		電腦及週邊產品製造
泰金寶(9105)	2003/9/22	泰國	金寶(仁寶集團)	電腦及週邊產品設計製造

³ 僅餘的一家萬宇科技(9104)其經營者為台灣移居南非之僑民，現任主席還曾擔任過台灣銀行駐南非董事與南非台商協會主席

⁴ 在 2008 年修改規定之前，台灣存託憑證的發行上，中國籍股東不得超過 20%。

⁵ 福雷電子於 2008 年下市。

資料來源：台灣證券交易所

表 3-2 2005 年之後的台灣存託憑證發行

公司名稱	上市日期	第一上市交易所	主要業務
中國旺旺 (9151)	2009/4/28	香港交易所	食品業
巨騰國際 (9136)	2009/5/25	香港交易所	筆電與數位相機機殼
精熙國際 (9188)	2009/10/8	香港交易所	光電產品塑膠與金屬部件製造
新焦點 (9106)	2009/10/12	香港交易所	汽車業
越南製造 (9110)	2009/12/3	香港交易所	機車製造
陽光能源 (9157)	2009/12/11	香港交易所	太陽能部件加工
康師傅 (910322)	2009/12/16	香港交易所	食品業
聖馬丁 (910482)	2009/12/18	香港交易所	媒體娛樂產品製造
真明麗 (911868)	2009/12/22	香港交易所	LED 製造
歐聖 (910579)	2009/12/31	新加坡交易所	鮑魚加工
僑威 (911201)	2010/2/4	香港交易所	包裝印刷
華豐橡膠 (911602)	2010/2/8	泰國交易所	輪胎製造銷售
友佳國際 (912398)	2010/3/18	香港交易所	CNC 工具機製造
大成糖業 (913889)	2010/3/25	香港交易所	玉米製品製造銷售
揚子江 (911609)	2010/9/8	新加坡交易所	航運
超級集團 (911606)	2010/9/9	新加坡交易所	食品
中國泰山	2010/10/6	新加坡交易所	紡織業

(911611)			
明輝環球 (911608)	2010/10/20	新加坡交易所	海事專業服務
聯合環境 (911610)	2010/10/22	新加坡交易所	汙水處理
神州數碼 (910861)	2010/11/24	香港交易所	IT 服務
滬安電力 (911612)	2010/10/28	新加坡交易所	電纜製造

資料來源：台灣證券交易所

就以上資料我們可以發現，連同初期上市的四家企業除了已下市的福雷電子之外，所有來台灣發行台灣存託憑證的公司均以製造業為主。而第一上市市場分布，除了初期因為法令限制較為嚴格之外，從法令加入香港交易所為第一上市市場之後，即以香港交易所為大宗，今(2010)年的台灣存託憑證發行公司第一上市卻以新加坡交易所為主。

表 3-3 現行第一上市興櫃公司

公司代號	公司簡稱	興櫃日期	公司基本資料
1338	KY 廣華	2010/10/4	汽車內飾件製造
1591	KY 駿吉	2010/4/9	氣動式槍釘製造
2637	KY 慧洋	2009/8/31	國際海上運輸業務
2721	KY 楷捷	2009/12/17	遊樂園與土地開發
2724	KY 富驛	2010/1/14	飯店業
3651	KY 天鵬盛	2009/11/17	國際貿易
4139	KY 馬光	2009/10/28	保健品及醫療美容
4145	KY 繁葵	2010/4/22	醫療器具製造
4745	KY 合富	2009/5/22	醫療器材、試劑及零配件之進出口買賣
4912	KY 聯德	2009/12/17	精密金屬模具設計及生產
4924	KY 欣厚	2010/1/13	電腦及週邊設備業
4927	KY 泰鼎	2010/2/3	雙面與多層印刷電路板之製造與銷售
8411	KY 福貞	2009/12/17	馬口鐵罐製造與銷售

資料來源：台灣證券交易所

表 3-4 現行第一上櫃公司

公司代號	公司簡稱	上櫃日期	公司基本資料
3664	KY 安瑞	2010/6/24	電腦網路硬體製造

就目前已經上櫃與興櫃市場交易的公司而言，製造業的部份佔了八家(KY 安瑞、KY 廣華、KY 福貞、KY 泰鼎、KY 聯德、KY 繁葵、KY 駿吉、KY 欣厚)，服務業部分則佔了其他六家。

第二節 上市法規

壹、 第一上市

第一上市亦即外國公司選擇在台灣證券市場上市而非選擇其母國之交易市場上市交易，台灣證券交易所針對此類企業的審查機制與本國企業上市的審查有所不同，審查在於以下幾個部分：

- 一、符合「臺灣地區與大陸地區人民關係條例」相關規範，根據台灣地區與大陸地區人民關係條例第73條規定：在中國登記的企業不得投資台灣亦即不得在台灣上市籌資；另外，依據98.6.30 施行之「大陸地區人民來臺投資許可辦法」第3 條規定：大陸地區人民、法人、團體或其他機構投資第三地區之公司，且直接或間接持有該第三地區公司股份或出資總額逾30%，或對該第三地區公司具有控制能力者，不得來臺第一上市。
- 二、申請上市時，申請公司或其任一從屬公司應有三年以上業務紀錄。
- 三、公司規模應符合下列條件之一：
 - (一)申請上市時之實收資本額或股東權益達新臺幣六億元以上者。
 - (二)上市時之市值達新臺幣十六億元以上者。
- 四、最近三個會計年度之稅前純益累計達新臺幣二億五千萬元以上，且最近一個會計年度之稅前純益達新臺幣一億二千萬元及無累積虧損者。
- 五、記名股東人數在一千人以上，公司內部人及該等內部人持股逾百分之五十之法人以外之記名股東人數不少於五百人，且其所持股份總額合計

占發行股份總額百分之二十以上或逾一千萬股。

六、 經二家以上證券承銷商書面推薦者。

貳、 台灣存託憑證

海外存託憑證（Depository Receipt, DR）為企業於海外發行以當地幣值計價，並代表該企業普通股之憑證，海外存託憑證持有人擁有之權利義務與第一上市市場之普通股股東相同。發行的主要目的，在於便利企業至海外募集資金，同時，也方便投資者以間接方式來持有他國企業的股票。

在台灣，由國外企業（包括在國外上市的我國公司）發行的存託憑證則稱為台灣存託憑證（Taiwan Depository Receipt, TDR）。台灣存託憑證除了以新臺幣計價買賣外，其交易單位、價格申報、交易時間，或是升降單位與升降幅度等，均與在台灣證券交易所上市櫃的本國股票之相關規定相當。

當國外企業發行台灣存託憑證時，必須依據轉換比例提交等同數量的標的公司股票，寄放於台灣存託銀行委託之國外保管機構，並於台灣發行相等數量的 TDR，其持有人的權利義務與第一上市市場的普通股股東相同。持有人可於台灣證券市場直接交易 TDR，或要求將其 TDR 轉換為國外股票，在原股上市地點出售，上市公司也可在主管機關核准之額度內要求公司重新發行新的 TDR 或增加 TDR 的發行。

此外，根據「台灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則」規定想發行 TDR 的公司必須擁有一些基本要件：

- 一、 第一上市市場：外國發行人依據所屬國法律發行之記名股票已在經中華民國主管機關核定之證券交易所或證券市場之一交易者。其核定之證券市場有：紐約泛歐交易所集團、美國證券交易所、那斯達克證券市場、倫敦證券交易所、德國交易所集團、義大利證券交易所、多倫多交易所集團、澳洲證券交易所、東京證券交易所、大阪證券交易所、

新加坡交易所、馬來西亞交易所、泰國證券交易所、南非約翰尼斯堡證券交易所、香港交易所、韓國交易所等十六個交易市場。

二、上市買賣股數與市值：二千萬個單位以上或市值達新台幣三億元以上

三、股東權益：其經會計師查核簽證之最近期財務報告所顯示之股東權益折合新台幣六億元以上者。

四、獲利能力：最近一個會計年度無累積虧損，並符合下列三項標準之一者：

1. 稅前純益占年度決算之股東權益比率，最近一年度達百分之六以上者
2. 稅前純益占年度決算之股東權益比率，最近二年度均達百分之三以上，或平均達百分之三以上，且最近一年度之獲利能力較前一年度為佳者。
3. 稅前純益最近二年度均達新台幣二億五千萬元以上者。

五、股權分散要求：上市時，在中華民國境內之台灣存託憑證持有人不少於一千人，且扣除外國發行人內部人及該等內部人持股逾百分之五十之法人以外之持有人，其所持單位合計占發行單位總數百分之二十以上或滿一千萬個單位。

第三節 上市流程

壹、 第一上市

擁有符合法規的要件與接受證券交易所輔導並於證券櫃檯買賣中心之興櫃市場交易滿六個月之後，當然相關的文件先送台灣證券交易所進行書面審查、上市審議委員會審議與證券交易所董事會決議，在此同時也必須送請中央銀行審查，在同時取得台灣證券交易所的上市同意函與中央銀行的同意函之後，才能夠向行政院金融監督管理委員會證券期貨局申報生

效並進行股票由興櫃市場轉為上市或上櫃，整個審查的流程大約需要三至四個月的時間。

貳、 台灣存託憑證

擁有符合法規的要件之後，當然相關的文件先送台灣證券交易所進行書面審查，在此同時也必須送請中央銀行審查，在同時取得台灣證券交易所的上市核准與中央銀行的同意函之後，才能夠向行政院金融監督管理委員會證券期貨局申報生效並進行股票公開承銷與交易，整個審查的流程大約需要兩個月的時間。

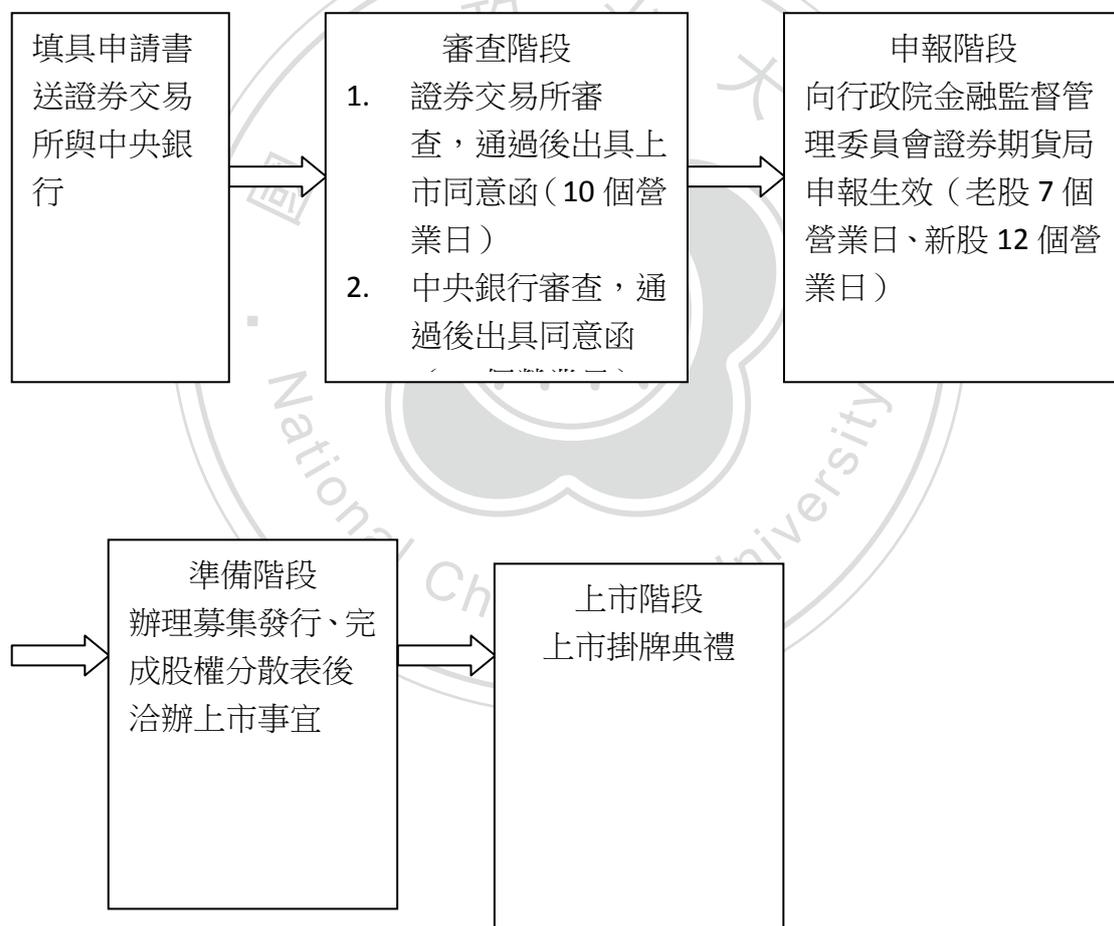


圖 3-1 發行台灣存託憑證流程圖

第四節 中國台商的回台上市風潮

在 2008 年台灣證券交易所於台灣存託憑證第一上市市場加進了香港交易

所之後，在香港、新加坡的中國台商便有部分回流台灣上市的現象，中國旺旺先馳得點於 2008 年 4 月 28 日發行台灣存託憑證，以 15.05 元掛牌交易吸引了 20 倍的超額認購，並在 20 日內連拉九根漲停板。

該年即使金融海嘯的衝擊下，台灣人對於中國投資熱仍舊持續，兩岸關係的和緩代表中國投資熱可以持續下去，部分中國台商便回台發行台灣存託憑證並取得非常好的籌資效果。即使該年熱潮些許消退，但 2008 年 12 月 16 日以 45 元掛牌的康師傅而言，至少都有一根以上的漲停板，至該年為止並沒有股票產生折價現象，顯示中國台商的回流達到初步效果也顯示台灣投資人對於中國投資熱的興趣。



第四章 中國企業海外上市與台灣週邊市場比較

在中國經濟成長與走向市場化的過程中，台灣與香港等東亞經濟體紛紛進入中國尋找投資機會，從一開始將勞力密集產業帶入中國，到金融服務業進入中國市場，當中國產業逐漸轉型，企業個體由小的個體戶轉型成為大企業，上市的需求就逐漸增加，因此香港、新加坡等就成為中國企業上市的目標。而台灣由於國內未形成共識，以致於許多中國企業未能來台灣進行上市，使台灣投資人缺少許多投資機會。因此本章將論述台灣與中國企業最常上市的市場進行比較，得出台灣對於該市場的優勢與劣勢。

第一節 中國企業海外上市

中國證券市場自 1990 年代逐漸成長，但是龐大的上市籌資需求，卻未能有效紓解，加上當時的中國政府持續希望吸收外國資本，使中國眾多國有企業紛紛往海外籌資，而民營企業部分則因為市場上籌資困難，加上根據之前通道制度的規定，要上市其實要等上非常久的時間，要是遇到行政干擾或是政策變更，則上市日期更是遙遙無期，於是中小企業往海外上市的機會就增加。截至目前為止，多數往海外上市的中國企業均往香港、新加坡或美國上市。

表 4-1 中國股市上市規定

	上海	深圳主板	深圳創業板
獲利能力	1. 最近三個會計年度的累計淨利潤超過 3,000 萬人民幣。 2. 最近三個會計年度累計淨經營性現金流入超過 5,000 萬人民幣或	1. 最近三個會計年度均為淨利潤且累計超過人民幣 3,000 萬。 2. 最近三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 5,000 萬元； 或者最近三個會計年	符合下列條件之一： 1.最近兩年連續盈利，最近兩年淨利潤累計不少於人民幣 1,000 萬元，且持續成長 2.最近一年盈利，且淨利潤不少於人民幣 500 萬元，最近一年營業收入不少於人

	累計營業收入超過 3 億元。	度營業收入累計超過人民幣 3 億元。	人民幣 5,000 萬元，最近兩年營業收入增長率不低於 30%
最低資本額或淨值	發行前不少於 3000 萬股；上市時股本總額不少於人民幣 5,000 萬元	1. 發行前股本總額不少於人民幣 3,000 萬元；發行後股本總額不少於人民幣 5,000 萬元。 2. 最近一期末無形資產占淨資產的比例不高於 20%。 3. 最近一期末無累積虧損。	1. 發行後股本總額不少於人民幣 3,000 萬元 2. 最近一期末淨資產不少於人民幣 2,000 萬元，且不存在未彌補虧損
營業紀錄期	三年以上	三年以上	三年以上
股權分散	社會公眾持股 ⁶ 至少為 25%；如果發行時股份總數超過 4 億股，發行比例可以降低，但不得低於 10%	公眾持股至少為 25%；如果發行時股本總額超過人民幣 4 億元者，公開發行股份比例不得低於 10%。	1. 公開發行的股份達到公司股份總數的 25%以上；公司股本總額超過人民幣 4 億元的，公開發行股份的比例為 10%以上 2. 股東人數不少於 200 人
其他	1. 發行人最近三年內主營業務和董事、高級管理人員沒有發生重大變化，實際控制人沒有發生變更。 2. 無不宜條款及最近三年內不得有重大違法行為。	1. 發行人最近三年內主管業務和董事、高級管理人員均沒有發生重大變化，實際控制人沒有發生變更。 2. 無不宜條款及最近三年內不得有重大違法行為，財務報告無虛假記載。	1. 發行人應當主要經營一種業務，其生產經營活動符合法律、行政法規和公司章程的規定，符合國家產業政策及環境保護政策。 2. 發行人最近兩年內主管業務和董事、高級管理人員均沒有發生重大變化，實際控制人沒有發生變更。 3. 無不宜條款及最近三年內不得有重大違法行為

⁶ 社會公眾不包括：持有上市公司 10% 以上股份的股票、上市公司的董監事、高階管理人及其關係人

即使是現在上市採取保薦制度，但符合保薦人資格者卻不多，許多證券公司仍舊希望接到大型企業的上市案以取得較為豐厚的承銷報酬，對於中型企業，由於現行制度規定下對於獲利普通但規模龐大的大型企業較為有利，而對於中型企業即使識有獲利的優勢，證券公司承銷部門意願都不強，況且在四大國有商業銀行陸續上市籌資之後所產生的資金排擠效應，也使中型企業的股價受到一定程度的壓抑，許多中型企業為了海外佈局與籌資上的方便，因此紛紛有了海外上市的計畫，使香港新加坡等地成為中國企業上市的最好選擇。台灣在 2008 年之後隨著兩岸關係和緩，對於中國企業上市也採取比較開放的態度，因此台灣市場便可與香港、新加坡等地一同爭食中國企業上市的商機。

第二節 台灣與香港市場

台灣與香港市場同屬大中華經濟圈的一環，不過香港身為近代中國對外經濟的窗口，加上英國統治之下金融業的成熟度較台灣為高。截至 2004 年為止，台灣股市的成交值與本益比都較香港突出，且當時港股直通車也未上路，在該年十月台股成交值為 6281.92 億美元，香港只有 3482.27 億美元。不過隨著該年十月底美元急貶、人民幣升值之下，香港市場成為亞洲資金避難所，在該年十一月香港股市成交量一舉放大至 486 億美元，遠超過當時台灣股市 475 億美元。因此，謝金河(2005)指出由於九零年代台灣資本市場供養高科技的優良機制逐漸消失，在此同時香港又因人民幣升值成為資金避難所，使台灣資本市場承受無限壓力，況且多年來台灣對外投資的熱潮持續不減，加上中國經濟崛起，使香港開戶團成為台灣旅遊業的後起之秀，許多金融服務業的香港分公司紛紛與台灣母公司合作吸引台灣投資人投資香港股市加深台灣資金外逃的現象，使台灣資本市場備受壓力，所以台灣與香港市場之間的競爭無可避免。

在比較香港與台灣的市場表現與優劣勢之間有幾項指標可以做為參考：

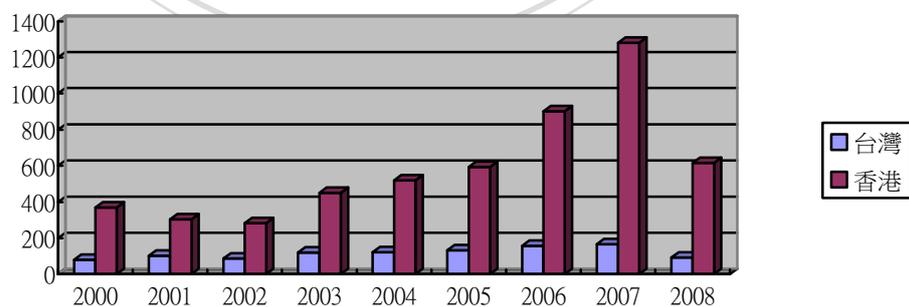
- (一) 市場發展程度：若將股票市場市值與 GDP 的比重視為該國股市的發展程度，當股市愈熱絡，則所得應會愈高。香港因為長年位居

東南亞地區金融中心，自由化與國際化程度較為發達，加上人民幣升值影響使大量資金流入香港。從 2004 年起即大幅度攀升，台灣市場發展度原本就不高，近年來外資持續投入台灣資本市場的量也較少，相較於香港變動較少。

另一方面就市值而論，香港與台灣成長幅度原本相差不多，但由於 2006 年中國銀行與中國工商銀行在香港掛牌集資金額分別高達 98.85 億美元與 26.56 億美元，使香港與台灣的市值差距越來越大，即便經過 2008 年金融風暴之後香港股市的市值仍舊高於台股甚多。

表 4-2 台灣與香港近十年市值占 GDP 比重(單位：%)

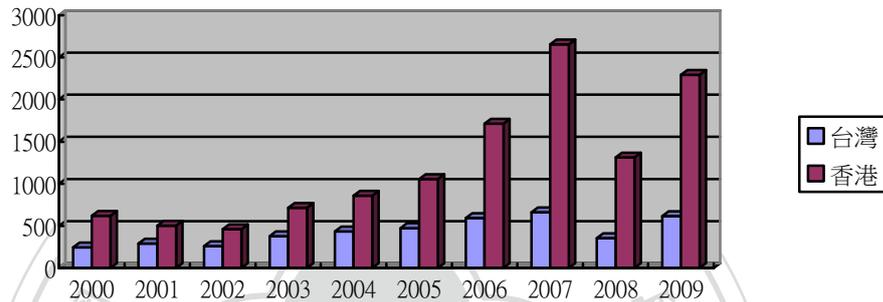
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
台灣	80.41	103.19	87.35	120.31	123.09	133.16	158.26	166.74	92.19	168.1
香港	368.66	303.77	282.7	450.57	519.27	593.36	902.61	1281.71	616.88	1094.56



資料來源：台灣證交所、香港聯交所

表 4-3 台灣與香港近十年市值比較(單位：十億美元)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
台灣	248	293	262	379	438	476	595	664	356	616
香港	623	506	463	715	861	1055	1715	2654	1314	2291



資料來源：台灣證交所、香港聯交所

(二) 成交量與成交值：股票市場的成交量與成交值越高代表有更多的資金投入該股票市場 2006~2007 年香港股市相較於台灣皆呈現大幅度成長，即使在 2008 年因為金融風暴影響，全球股市呈現交投清淡現象，至 2009 年為止，香港股市成交量與成交值均大幅度超越台灣。

表 4-4 台灣與香港股市近十年成交量(單位：百萬股)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
台灣	630,867	606,420	856,190	917,580	987,575	663,511	732,510	887,190	778,910	1,088,770
香港	2,323,792	1,488,521	1,549,014	2,359,347	3,684,707	5,733,063	9,421,391	22,913,818	26,942,745	24,497,626

圖 3-3 台灣與香港股市近十年成交量(單位：百萬股)

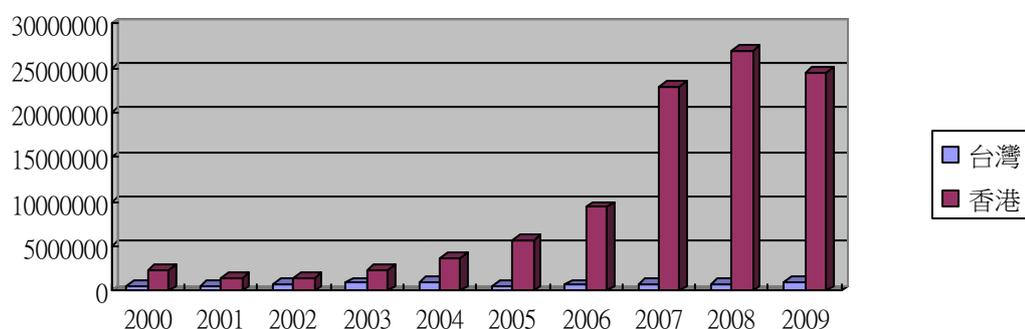
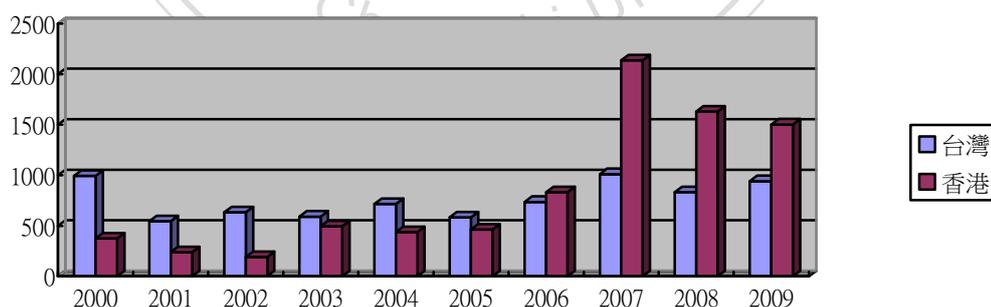


表 4-5 台灣與香港股市近十年成交值比較(單位：十億美元)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
台灣	993.3	546.1	635.2	591.9	717.1	583.2	736.5	1010.5	833.3	941.2
香港	376.7	241	194	496.4	439.6	464.3	832.4	2136.91	1629.26	1501.68

圖 3-4 台灣與香港股市近十年成交值比較(單位：十億美元)



資料來源：台灣證交所、香港聯交所

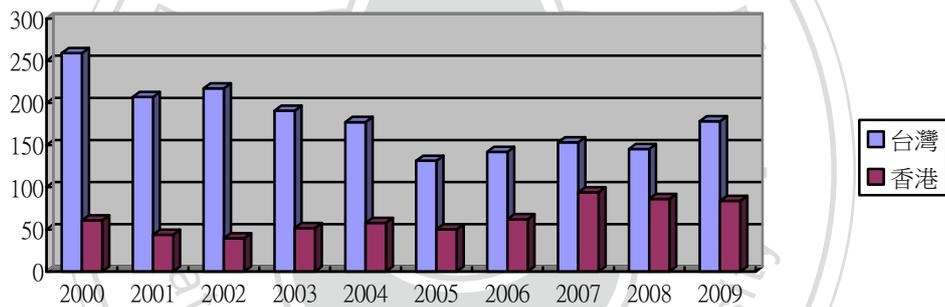
(三) 股票週轉率：由下表可知，台股持續維持相當優勢的流動性，雖然投資熱絡程度會影響籌資難易度與數量。但是台灣與香港兩個市場的投資人結構並不相同。台股是以自然人為主，而香港則是以機構

投資者為主，屬性不同，投入市場的操作手法也大不相同，對於解釋週轉率的表現而言，立足點不相同，不容易解釋其差異。

表 4-6 台灣與香港上市公司最近十年成交值週轉率比較(單位：%)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
台灣	259.16	206.95	217.41	190.82	177.46	131.36	142.19	153.28	145.55	178.27
香港	60.9	43.9	39.7	51.7	57.7	50.3	62.1	94.1	86.04	83.73

圖 3-5 台灣與香港上市公司最近十年成交值週轉率比較(單位：%)



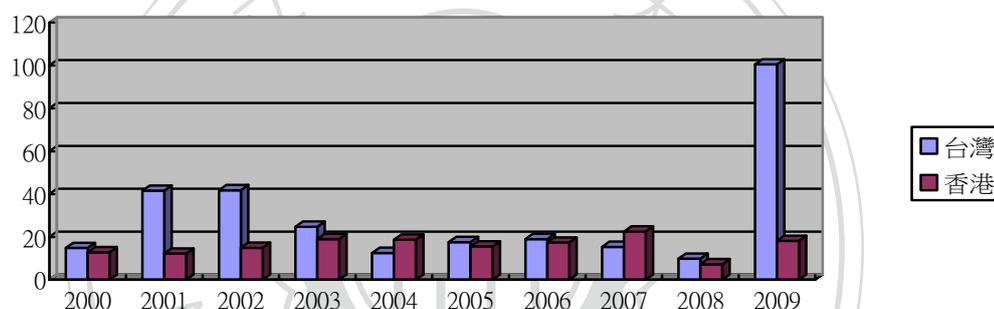
資料來源：台灣證交所、香港聯交所

(四) 本益比：本益比常被作為資本市場投資人是否介入資本市場之重點，同時也是企業決定是否進入該市場進行籌資活動之重要關鍵。在 2007 年之前台灣本益比一直較香港為高，但是在該年「港股直通車」實施後，大量中國民間資金投入香港股市，使香港股市水漲船高，進一步使本益比超越台灣，但是在 2008 年金融風暴之後，台灣本益比又超越香港。

表 4-7 台灣與香港上市公司近十年本益比比較(單位：倍)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
台灣	14.84	41.57	41.77	24.76	12.58	17.55	18.98	15.36	9.80	100.54
香港	12.8	12.18	14.89	18.96	18.73	15.57	17.37	22.47	7.26	18.13

圖 3-6 台灣與香港上市公司近十年本益比比較(單位：倍)

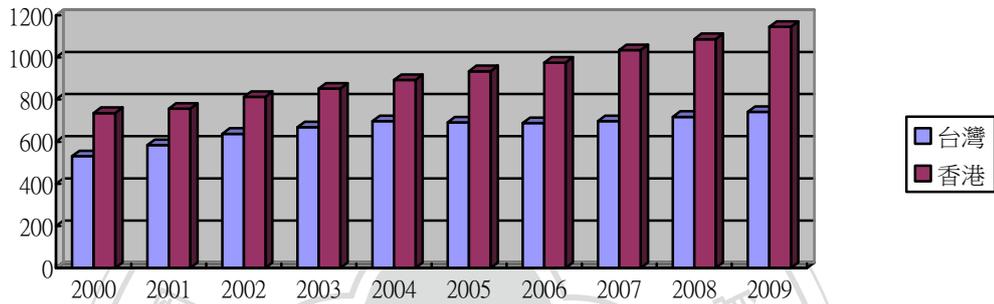


資料來源：台灣證交所、香港聯交所

(五) 上市公司數：由於香港股票市場對於公司的下市不似台灣市場如此清楚明訂，因此許多公司在業務清淡或是打算結業之際，其公司的上市資格仍會保留。這時許多海外企業或是不喜歡上市繁瑣過程的企業便會利用這樣的公司來進行上市，使這些不具備業務活動的上市公司就像美國那斯達克的許多殼公司一樣具備殼的價值，而台灣市場由於法規上的明定與限制並不擁有這項特性，況且自 2004 年之後台灣陸續出現地雷股事件，社會輿論直指上市過程的不嚴謹，致使上市審查幾乎停頓，加上有部份上市公司下市，而產生上市公司數量增減的現象，而香港的上市公司卻因為有殼公司的特型仍能在數量上持續上升。

表 4-8 台灣與香港主板上市公司最近十年家數比較(單位：家)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
台灣	531	584	638	669	697	691	688	698	718	741
香港	736	756	812	852	892	934	975	1,035	1,087	1,145



資料來源：台灣證交所、香港聯交所

第三節 台灣與新加坡市場

在比較新加坡與台灣的市場表現與優劣勢之間有幾項指標可以做為參考：

- (一) 市場發展程度：若將股票市場市值與 GDP 的比重視為該國股市的發展程度，當股市愈熱絡，則所得應會愈高。新加坡因為地理位置關係，長年處於麻六甲海峽區域金融中心，加上制度面與法制面偏向歐美一系，自由化與國際化程度較為發達，使市值占 GDP 比重長期比台灣高出許多。

另一方面就市值而論，台灣市場市值長期均較新加坡為高，但是就這近十年比較看來，台灣資本市場市值的成長幅度並不如新加坡。

表 4-9 台灣與新加坡近十年市值占 GDP 比重(單位：%)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
台灣	80.41	103.19	87.35	120.31	123.09	133.16	158.26	166.74	92.19	168.1
新加坡	164.83	134.99	113.08	159.42	198.26	212.85	276.07	323.05	145.67	264.08

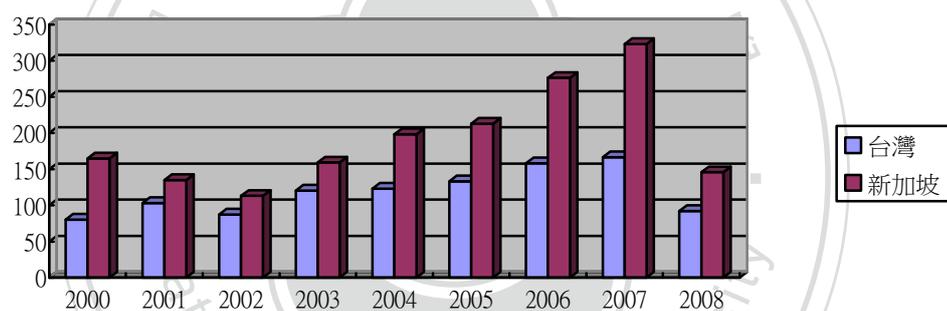
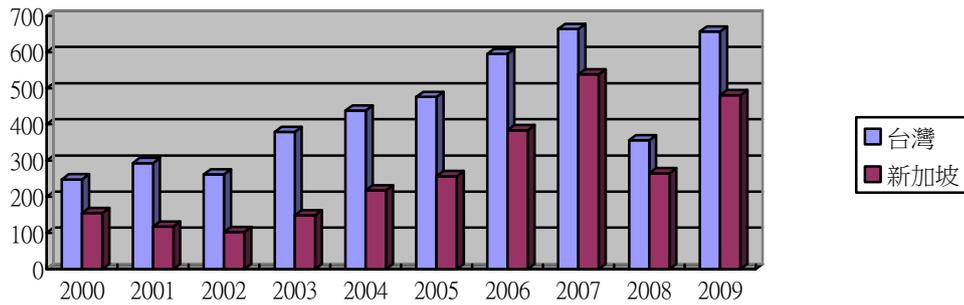


表 4-10 台灣與新加坡近十年市值比較(單位：十億美元)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
台灣	248	293	262	379	438	476	595	664	356	657
新加坡	155	117	102	149	218	257	384	539	265	481



資料來源：台灣證交所、新加坡交易所

(二) 成交量與成交值：股票市場的成交量與成交值越高代表有更多的資金投入該股票市場，長期以來台灣在成交值與成交量上均大過於新加坡，但是 2006~2007 年新加坡股市受到中國海外投資熱潮的影響，其成交值與成交量相較於台灣皆呈現大幅度成長，不過在 2008 年因為金融風暴影響，新加坡股市的成交量與成交值的下挫均比台灣股市來的強烈，至 2009 年時，台灣股市的價量已經逐漸回升，但新加坡股市成交量雖有上升但成交值卻持續下挫。

表 4-11 台灣與新加坡股市近十年成交量(單位：百萬股)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
台灣	630,867	606,420	856,190	917,580	987,575	663,511	732,510	887,190	778,910	1,088,770
新加坡	84,442	82,408	92,402	178,633	152,389	181,488	280,518	555,972	305,073	425,758

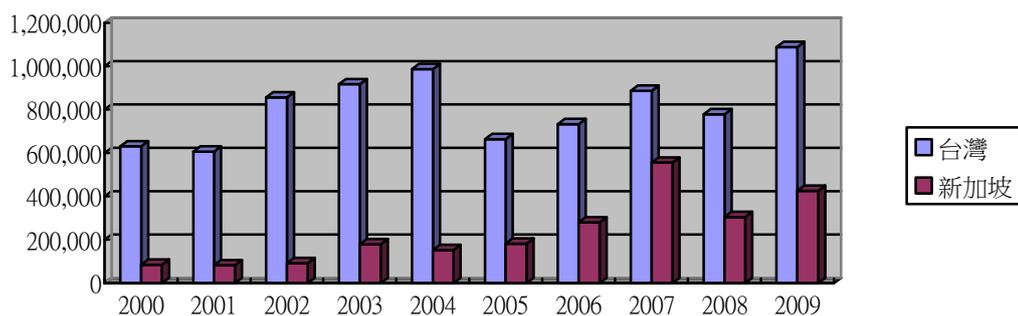
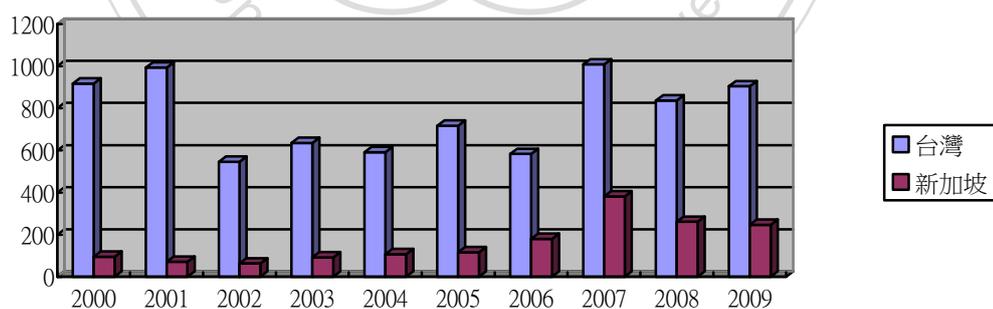


表 4-12 台灣與新加坡股市近十年成交值比較(單位：十億美元)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
台灣	917.25	993.26	546.1	635.24	591.98	717.16	583.19	1008.41	836.39	903.94
新加坡	95.15	71.09	63.05	91.93	107.3	116.46	180.24	381.29	261.27	247.07



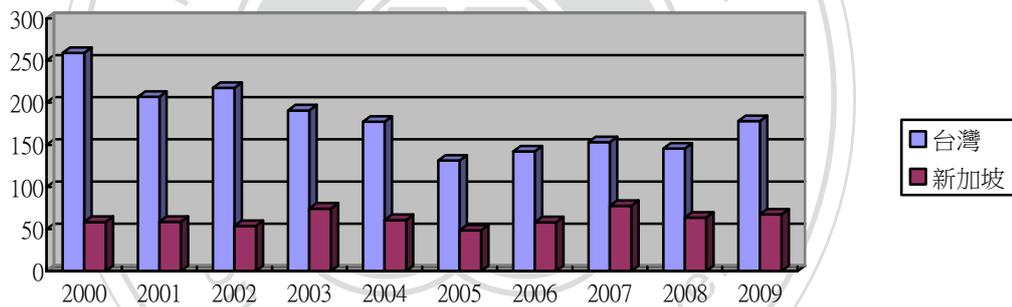
資料來源：台灣證交所、新加坡交易所

(三) 股票週轉率：由下表可知，台股持續維持相當優勢的流動性，雖說投資熱絡情況也會影響籌資難易度與數量。和上一節與香港股市的比較一樣，必須注意到兩個市場的投資人結構並不相同。台股是以

散戶、自然人為主，而新加坡則是以機構投資人、法人為主，屬性不同，投入市場的操作手法亦非相同，對於解釋週轉率的表現而言，立足點不相同，實非容易解釋其差異。

表 4-13 台灣與新加坡上市公司近十年成交值週轉率比較(單位：%)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
台灣	259.16	206.95	217.41	190.82	177.46	131.36	142.19	153.28	145.55	178.27
新加坡	58.50	58.70	53.80	74.40	60.80	48.40	58.20	77.60	63.67	67.31



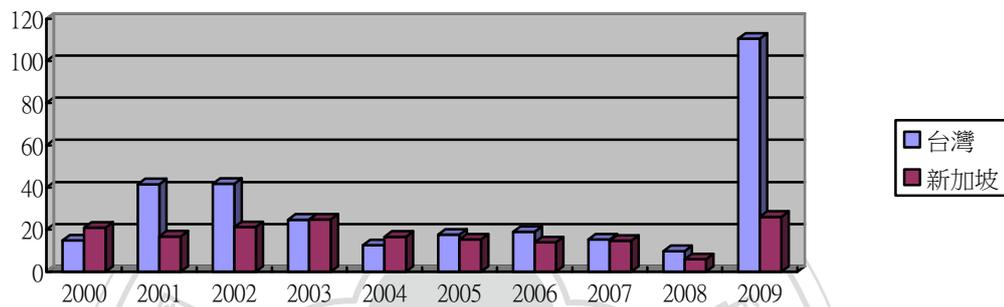
資料來源：台灣證交所、新加坡交易所

(四) 本益比：本益比常被作為資本市場投資人是否切入之重點，同時也是企業決定是否進入該市場進行籌資活動之重要關鍵。除了 2000 與 2004 年台灣因為政治性因素所造成的股票下跌而使本益比降低，剩餘年分即便是在金融風暴期間，台灣的本益比持續超越新加坡成為台灣吸引海外企業上市的重要利基。

表 4-14 台灣與新加坡上市公司近十年本益比比較(單位：倍)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
--	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

台 灣	14.84	41.57	41.77	24.76	12.58	17.55	18.98	15.31	9.80	110.54
新 加 坡	20.91	16.75	21.17	24.87	16.60	15.37	13.92	14.74	6.00	26.12

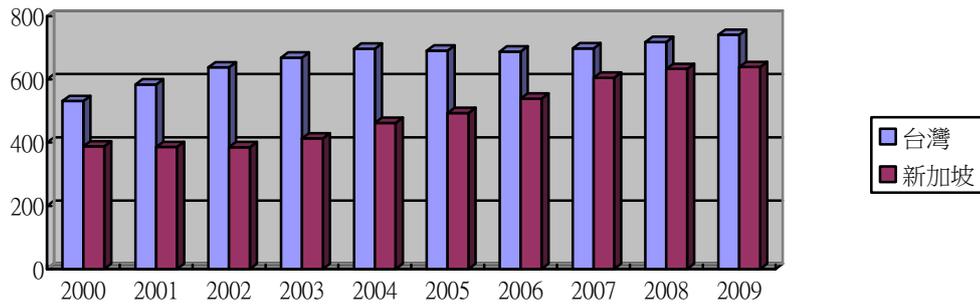


資料來源：台灣證交所、新加坡交易所

(五) 上市公司數：對於位在同一水平的證交所而言，較多的投資標的自然能得到更多的資金挹注。由下表可知，絕對數量上台灣證交所優於新加坡交易所，但若仔細觀察 2000 年後的發展，新加坡證交所上升的幅度明顯高過台灣，反映到企業選擇籌資地點時的重要參考依據之一。

表 4-15 台灣與新加坡主板市場近十年上市公司家數比較(單位：家)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
台灣	531	584	638	669	697	691	688	698	718	741
新加坡	388	386	385	413	462	493	539	605	633	639



資料來源：台灣證交所、新加坡交易所

總之，台灣相對於新加坡的優勢在於其本益比較大、週轉率較高，代表股票容易成交也容易受到投資人的追價，使企業在籌資的過程中，較為願意到台灣進行籌資。

第四節 上海、深圳

在比較上海、深圳與台灣的市場表現與優劣勢之間有幾項指標可以做為參考：

- (一) 市場發展程度：若將股票市場市值與 GDP 的比重視為該國股市的發展程度，當股市愈熱絡，則所得應會愈高。上海雖然是中國的門戶，但是市值占 GDP 卻遠遠不如台灣。

另一方面就市值而論，上海股市長期比台灣高，由於近年來金磚四國與人民幣升值題材持續發酵，中國投資熱持續加溫，上海、深圳股市市值比台灣遠遠高出許多。

表 4-16 台灣與上海、深圳近十年市值占 GDP 比重(單位：%)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
台灣	80.41	103.19	87.35	120.31	123.09	133.16	158.26	166.74	92.19	168.1
上	27.12	25.14	21.05	21.94	16.27	12.80	34.52	109.23	32.94	55.1

海										
深 圳	21.36	14.49	10.80	9.32	6.91	5.17	8.58	23.92	8.17	17.69

表 4-17 台灣與上海、深圳近十年市值比較(單位：十億美元)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
台灣	248	293	262	379	438	476	595	664	356	657
上海	325	333	306	360	314	286	918	3,694	1,425	2,705
深圳	256	192	157	153	133	116	228	785	353	868

資料來源：台灣證交所、新加坡交易所

(二) 成交量與成交值：股票市場的成交量與成交值越高代表有更多的資金投入該股票市場，長期以來台灣在成交值與成交量上均大過於上海與深圳，但是 2006 年上海與深圳股市受到中國投資熱潮的影響，其成交值與成交量相較於台灣皆呈現大幅度成長，不過在 2008 年因為金融風暴影響，上海與深圳股市的成交量與成交值的下挫均比台灣股市來的強烈，但是到 2009 年時，上海與深圳股市的成交量與成交值的上升幅度卻比台灣股市來的強烈。

表 4-18 台灣與上海、深圳股市近十年成交量(單位：百萬股)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
台 灣	630,867	606,420	856,190	917,580	987,575	663,511	732,510	887,190	778,910	1,088,770
上 海	243,766	181,995	178,109	269,274	360,773	398,660	1,028,388	2,432,535	1,631,158	3,367,962
深 圳	232,073	133,233	123,508	147,035	221,999	263,715	586,127	1,207,836	781,979	1,742,735

表 4-19 台灣與上海、深圳股市近十年成交值比較(單位：十億美元)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
台灣	917.25	993.26	546.1	635.24	591.98	717.16	583.19	1008.41	836.39	903.94
上海	434.71	290.66	211.64	255.96	322.83	238.52	736.36	4,069.49	2,586.67	5,061.99
深圳	197.0	203.07	140.66	140.29	194.46	154.25	422.64	2,103.02	1,241.75	2,774.32

資料來源：台灣證交所、新加坡交易所

(三) 股票週轉率：由下表可知，台股持續維持相當優勢的流動性，雖說投資熱絡情況也會影響籌資難易度與數量。台灣股市以散戶、自然人為主，而上海、深圳股市的散戶比例也不低。

表 4-20 台灣與上海、深圳上市公司近十年成交值週轉率比較(單位：%)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
台灣	259.16	206.95	217.41	190.82	177.46	131.36	142.19	153.28	145.55	178.27
上海	185.29	77.98	60.33	118.0	87.0	82.1	153.8	211.0	118.19	229.06
深圳	156.0	78.25	72.07	125.8	120.5	128.9	251.7	389.2	235.87	445.78

資料來源：台灣證交所、新加坡交易所

(四) 本益比：本益比常被作為資本市場投資人是否切入之重點，同時也是企業決定是否進入該市場進行籌資活動之重要關鍵。除了 2000 與 2004 年台灣因為政治性因素所造成的股票下跌而使本益比降低，剩餘年分即便是在金融風暴期間，台灣的本益比持續超越新加坡成為台灣吸引海外企業上市的重要利基。

表 4-21 台灣與上海、深圳上市公司近十年本益比比較(單位：倍)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
台灣	14.84	41.57	41.77	24.76	12.58	17.55	18.98	15.31	9.80	110.54
上海	58.22	37.71	34.43	36.54	24.23	16.33	33.30	59.24	14.85	28.73
深圳	56.04	39.79	36.96	36.19	24.63	16.36	32.72	69.74	16.72	46.01

資料來源：台灣證交所、新加坡交易所

(五) 上市公司數：對於位在同一水平的證交所而言，較多的投資標的自然能得到更多的資金挹注。由下表可知，絕對數量上台灣證交所與上海、深圳交易所相差不遠，但在 2006 年中國投資熱逐漸興起、中國政府希望國內企業在國內上市的政策之後，上海、深圳證交所在數量上升的幅度明顯高過台灣，反映到企業選擇籌資地點時的重要參考依據之一。

表 4-22 台灣與上海、深圳主板市場近十年上市公司家數比較(單位：家)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
台灣	531	584	638	669	697	691	688	698	718	741
上海	572	646	715	780	837	833	842	860	864	870
深圳	514	508	508	505	536	544	579	670	740	830

資料來源：台灣證交所、新加坡交易所

總之，台灣相對於上海深圳的優勢在於市值占 GDP 比重較大、近年本益比較高，加上台灣對於海外上市公司較為歡迎，而中國在上市規定上有著太多行政干擾以及政策上變更，使就理性而言，到台灣進行籌資是較為合適的選擇。

第五章 結論與建議

在相關的實證中，我們可以發現在亞太地區的眾多資本市場中台灣可以找到自身的利基，為台灣證券市場的國際化與投資人全球化做出貢獻。

第一節 結論

在研究結果中，我們可以了解到現在中國逐漸崛起，台灣與中國關係也和緩之際，台灣到底可以利用多少自身的利基在境外上市如此蓬勃發展的現在，台灣的金融服務業可爭取多少公司來台灣上市，促進台灣證券市場的發展與國際化。

壹、製造業類股適合在台上市籌資

在中國與亞太地區眾多企業在其他市場掛牌的同時，台灣市場已經逐步解除法規的限制，加上前述研究證明境外企業中的製造業非常適合來台上市或發行台灣存託憑證。台灣市場投資人由於對於本國市場的前景持續存有疑慮導致長期以來的資金外逃一直沒有停止，所以對於海外市場接受度高，歷年來海外基金與相關的投資商品在台灣都可以有好的銷售成績，甚至有海外債券型基金特意为台灣投資人設立單獨基金銷售，加上日前發行幾檔 TDR 均可在市場上引爆出數倍的超額認購。另一方面，就台灣市場本身結構而言，台灣證券市場擁有高流動性，上市相關費用也較鄰近國家低廉許多，即使是費用相當的新加坡，其流動性、本益比均不如台灣；另外，香港投資人長期對地產金融與紅籌股相當青睞，對於製造業等類別或是中型規模企業都不甚青睞，使得越南製造等製造業均回台發行 TDR。因此台灣資本市場對於製造業類股接受度甚高，在亞太地區的金融業佈局中，台灣市場非常適合製造業進行籌資，而目前上市公司也多以製造業為主，利用台灣市場的高流動性與高本益比對於籌資效果有很好的作用。

貳、在 EFCA 簽訂後吸引中國企業來台上市

在兩岸經濟合作架構協議簽署後，在證券期貨業部分卻僅僅只有對符合條件的臺資金融機構在大陸申請合格境外機構投資者資格給予適當便利等三項而已，雖然證券期貨業不像銀行業已經有機會在中國設立辦事機構，但是若使用「簡化臺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」等項，利用與中國當地證券公司合作的機會，由台灣當地派出從業人員到中國進行合作，仍可以進行中國企業來台上市的業務。

第二節 建議

在研究結果之下，發現到在境外企業尤其是中國企業在台灣上市會產生一些困難（尤其是在法規上的限制），而這些困難將導致外國企業來台上市意願降低，希望對於現行台灣海外企業上市政策能夠有一點點建議。而這些建議都不盡然要透過繁複的修法程序，只需要行政命令上的解釋或頒布就可以解決問題。因此像是為中國企業能夠在台灣第一上市解套的「臺灣地區與大陸地區人民關係條例」第 73 條的修正就不是本研究會建議的事項。

壹、對於中國籍股東的限制

即使兩岸關係逐漸和緩，但是在軍事國防上兩岸仍然互為假想敵，在這樣的概念下若要修改「臺灣地區與大陸地區人民關係條例」第 73 條，即使現行執政黨中國國民黨占有國會多數席次仍就困難重重。不過就大陸地區人民來台投資許可辦法第三條規定中國企業於其他國家投資的公司若間接或直接持有超過股份總額百分之三十或具備控制能力者不得第一上市的部分，可由經濟部予以放寬，使更多以中國僑外資設立的中國企業便可利用設立於免稅天堂之控股公司來台上市。

貳、台灣存託憑證與第一上市股票證交稅率應一致

根據財政部台財稅 811672688 號函規定台灣存託憑證屬於證券交易稅法第二條第二款「經政府核准得公開募銷之其他有價證券」課徵千分

之一的證券交易稅；而原股第一上市之股票卻適用證券交易稅法第二條第一款「公司發行之股票」，向出賣人課徵千分之三證券交易稅，因此將產生了投資人交易台灣存託憑證與海外第一上市櫃股票交易稅負不同的情形，雖不見得會深刻影響投資人的意願，很明顯的是，台灣存託憑證的家數(25 家)卻比海外第一上市櫃(14 家)的家數多出不少。而且就法規上而言，證券交易法第四條所規定之「公司」為依照我國公司法組織之股份有限公司，外國企業來台第一上市股票之發行人並非以我國公司法組織之股份有限公司，因此不應適用證券交易法第二條第一款「公司發行之股票」，應適用同法第二款第二款「經政府核准得公開募銷之其他有價證券」課徵千分之一的證券交易稅。

最後，台灣資本市場一直以來都是亞洲地區相當活躍的市場，隨著外國公司的發行存託憑證或是第一上市櫃，都豐富了台灣資本市場的內容，也為台灣資本市場的國際化跨出一大步，證券主管機關更應該加強吸納更多外國企業上市以提供台灣投資者更多的投資選擇。

參考文獻

一、中文部分

方瑞，台商回台發行存託憑證動機與發行決策關係之研究，中原大學企業管理研究所碩士論文，2008年。

王永康，大陸臺商企業上市決策因素分析，國立政治大學經營管理碩士學程會計組碩士論文，2004年1月。

王治宇，台灣證券市場國際化之策略與法律分析，台灣大學法律研究所碩士論文，1998年。

朱富春，臺灣資本市場的回顧與展望，頁25~28，2006年。

朱智皓，股票掛牌地選擇決策探討—以兩岸三地證券市場為例，東吳大學國際貿易所碩士論文，2002年。

江正義，企業上市動機與績效之研究—以台商在台灣或香港上市為例，國立政治大學經營管理碩士學程(EMBA)，2007年。

行政院金融監督管理委員會，推動海外企業來臺掛牌一二三計畫，2008年。

行政院金融監督管理委員會，調整放寬兩岸證券投資方案，2008年。

行政院經濟建設委員會，2015經濟發展願景第一階段三年衝刺計畫(2007~2009年)，2006年，頁21-23。

吳東憲，臺灣企業海外籌資之研究—兼論海外臺灣企業回臺籌資，國立台灣大學法律學研究所碩士論文，2007年。

吳金土，大陸台商經濟理論與實務，捷幼出版社，2007年。

吳榮義，臺灣證券交易所，臺灣資本市場優勢利基與競爭策略，證券承銷商負責人座談茶會，2008年1月23日，頁36。

吳曉求，股權分置改革後中國資本市場若干新特徵，第十屆中國資本市場論壇，2006年。

呂東英、黃敏助、柯承恩，台灣證券交易所國際競爭策略分析，台灣證券交易

所，2001 年。

沈中華、王偉芳，香港上市與台灣上市櫃的比較，證券櫃檯月刊，第 116 期，2006 年。

林玉容，由臺資企業赴港掛牌趨勢探究臺灣資本市場之競爭力，國立中山大學財務管理學系研究所碩士論文，2008 年。

林顯東，大陸臺商融資管道與融資操作模式之探討—以鴻海企業集團為例，國立中央大學企業管理研究所碩士論文，2003 年 6 月。

林志彥，上市公司赴海外資本市場募集資金之研究--企業特性與發行市場之選擇，文化大學會計研究所碩士論文，1997 年。

邱太三、康榮寶，海外台商如何在台灣上市櫃，管理雜誌，第 349 期，2003 年。

邱正仁、吳志正、林怡盈，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 年。

邱森盈，大陸台商回台上市櫃環境之研究，國立台灣科技大學工業管理系碩士論文，2003 年。

翁翠鳳，臺商在香港上市與回臺上市問題之探討，國立政治大學經營管理碩士學程碩士論文，2004 年。

康曉龍，台商回台或赴港市面觀，貨幣觀測與信用評等，2004 年 11 月。

張文毅，以色列海外公司返國重複上市對我國資本市場的啟示，證交資料 536 期，2006 年 12 月。

許雅鈞，企業跨國掛牌研究—以台灣市場為個案，國立政治大學財務管理研究所碩士論文，2007 年。

陳建宏，我國與大陸證券市場之現況比較與優勢分析，台灣證券交易所委託研究，2002 年，頁 24。

曾文燦，台灣企業海內外上市之決策分析與研究，元智大學資訊管理研究所，2003 年。

黃山、張中正、韓捷，中小企業境外及香港上市融資實務，機械工業出版社，
2006年3月。

黃逸君，中小企業臺商在大陸投資融資管道之研究，國立中央大學財務金融學
系碩士在職班碩士論文，2004年6月。

楊北辰，證券商如何因應承銷新制帶來的法令風險及其對未來經營之影響與展
望，國立政治大學經營管理碩士學程金融組碩士論文，2004年。

楊亮，中國大型企業海外上市問題的研究，北京科技大學企業管理系碩士論文，
2007年。

楊雅惠、龍嘯天，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，2004年12月。

廖鴻輝，台商選擇台灣或香港股票上市之研究，國立台灣大學金融系財務金融
組，2006年。

臺灣證券交易所，臺灣資本市場優勢利基與競爭策略，2008年。

劉穎蓁，大陸台商新上市掛牌地點研究，國立中山大學財務管理研究所碩士論
文，2007年。

歐宏傑、姚志華、賴朝陸、劉宗聖等，香港證券市場投資實務，秀威資訊科技，
2003年4月BOD一版。

戴雄山，政策大鬆綁對大陸台商企業回台上市影響之研究，國立交通大學管理
學院高階主管管理碩士學程碩士論文，2008年。

謝金河，到香港 IPO 好嗎？，今週刊，2005年，頁120-125。

證基會編，中國大陸證券暨期貨市場，2003年7月初版。

譚家興，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
政治大學經營管理碩士學程(EMBA)，2007年。

二、英文部分

James C. Brau , Stanley E. Fawcett , “Initial Public Offerings: An Analysis of Theory

and Practice” , The Journal of Finance , Vol. 6 , No 1 , 2006 .

Li-Fen Lei, Tian Jun Ji (2001), “The Effects of American 、Japan 、Hong Kong Stock Market on Electric Index in Taiwan: Application of GARCH model.

Thomas J. Chemmanur , Paolo Fulghieri , “Competition and Co-operation Among Exchanges : A Theory of Cross Listing and Endogenous Listing Standard ” , Journal of Financial Economics , Vol. 82 , No 2 , 2006 .

三、網站與資料庫部分

China Finance Online <http://www.chinafinanceonline.com>

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

上海證券交易所 <http://www.sse.com.cn>

中國安徽在線網站(中安在線) <http://finance.big5.anhuinews.com>

中國廣東落實 CEPA 網上政策諮詢會 <http://www.gddoftec.gov.cn>

中國證券監督管理委員會 <http://www.csrc.gov.cn>

中華人民共和國國家統計局 <http://www.stats.gov.cn>

中華民國證券櫃檯買賣中心 <http://www.otc.org.tw>

公開資訊觀測站 <http://newmops.tse.com.tw>

台灣證券交易所 <http://www.tse.com.tw>

行政院大陸委員會 <http://www.mac.gov.tw>

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

行政院經濟建設委員會 <http://www.cepd.gov.tw>

香港工業貿易署 <http://www.tid.gov.hk>

香港交易及結算所 <http://www.hkex.com.hk>

香港特別行政區政府財經事務及庫務局 <http://www.fstb.gov.hk>

香港證券及期貨事務監察委員會 <http://www.sfc.hk>

海基會兩岸經貿網 <http://www.seftb.org>

台灣財政部 <http://www.mof.gov.tw>

國際貿易局雙邊貿易一組 <http://www.taiwantrade.com.tw>

深圳證券交易所 [HTUwww.szse.cn](http://www.szse.cn)

搜狐財經 <http://business.sohu.com>

新華網 <http://www.XINHUANET.com>

解放網 <http://www.jfdaily.com.cn>

臺灣經濟新報社資料庫(TEJ) <http://www.tej.com.tw>



