

上海证券交易所

台湾资本市场和 证券服务业开放情况研究

上海证券交易所研究中心

2006年8月



上海證券交易所
SHANGHAI STOCK EXCHANGE

台湾资本市场和证券服务业开放情况研究*

上海证券交易所研究中心 傅浩

一、开放整体情况

1、金融市场开放整体战略

长期以来，台湾曾经实行严格的金融管制，金融市场几乎完全由公营机构垄断。这种体制虽然在台湾经济的起飞阶段发挥了重要的作用，但是，随着世界经济形势的不断变化，各国纷纷放松对金融业务范围和经营地域的限制，营造更为宽松的金融竞争环境，台湾内外要求开放金融市场的呼声也随之高涨。1974年，以蒋硕杰为首的中研院6院士发表“今后台湾财经政策之研究”报告，建议政府成立货币市场、采用浮动汇率制度、建立外汇期货市场等，揭示了台湾金融自由化与国际化的方向。于是，从20世纪60年代末期起，台湾开始了漫长的金融自由化、国际化历程。20世纪80年代中期以后，随着台湾总体经济自由化方针的实施，其金融自由化、国际化的步伐迈得更大，这主要体现在五个方面：一是利率自由化；二是汇率由市场决定，基本实现浮动化；三是大力发展证券市场；四是金融工具的创新和金融业务的开拓；五是开放更多的经济主体参与金融市场的竞争。

在台湾金融改革的进程中，最重要的改革是实现了利率和汇率的自由化，从而为资本市场的对外开放打下了坚实基础。1976年成立的货币市场，建立了市场决定利率的机制，作为调整银行利率的指标。1979年和1980年，中央银行分别实施了“公开市场操作”及成立“银行同业拆款中心”，作为利率自由化的预备工作。台湾银行等9家行库成立了“银行利率审议小组”。1989年《银行法》部分条文修正生效，央行不再规定存贷款利率的上下限后，台湾基本完成了利率自由化的改革。

*本报告为中国证监会“各国(地区)资本市场国际化研究”的分课题研究成果。

20 世纪 70 年代，以美元为中心的全球固定汇率制瓦解，主要工业国家都采用浮动汇率制度。1978 年，台湾决定实行“机动“(浮动)汇率制度，并于 1979 年成立了外汇市场，从此台币汇率由市场供求关系决定。“机动汇率制”和“外汇市场”的建立，基本实现了台湾汇率自由化。1987 年 7 月，台湾修改《管理外汇条例》，大幅度放宽资本管制及解除经常帐话的外汇管制措施，从而为台湾金融市场的对外开放创造了条件。

2、金融市场开放情况

2002 年 1 月，台湾加入了 WTO，台湾的金融市场开始了全面开放。台湾银行业已经实现了较高等度的对外开放，并且实行了银行业、证券业和保险业的综合经营。

近十余年来，台湾积极推动金融自由化及国际化。1984 年，台湾放宽了本地银行增设分支机构的条件，1986 年，台湾准许外资银行可以在高雄设立第 2 家分行。1991 - 1992 年期间，台湾核准了 16 家新银行设立并开始营运，同时也核准信托投资公司、大型信用合作社及中小企业银行可申请改制为商业银行，致使商业银行数目急剧增加。在分支机构增设方面，台湾也放宽了金融机构申请设立分支机构及中小企业银行跨区设立分行的法令法规以及外资银行进入台湾市场的门槛。截至 2003 年底，台湾一般银行及中小企业银行共计 50 家，外国银行在台湾设立分行共计 36 家。银行业的开放导致竞争加剧，同时，台湾加入 WTO 后，台湾金融机构面临来自国际间跨国金融业严峻的挑战，然而银行体系普遍所面临的问题，包括银行家数过多、规模过小、同构型过高、逾放比过高等现象，都是台湾主管当局面临的重要课题。为了迎接国际强大的金融集团竞争挑战，尽速解决国内的金融问题，必须加速整合金融机构，因此早在 2001 年 6 月 27 日台湾通过《金融六法》，其中《金融控股公司法》对台湾金融业的影响甚巨，其立法目的是希望台湾金融体制朝向“股权集中化、组织大型化、经营多角化、监理透明化”方向发展，以提升金融机构的竞争力及国际化。《金融控股公司法》通过使得台湾金融业快速整合，迅速进入综合经营的时代。至今已有十四家金融控股公司成立，重整了金融版图，也影响银行的经营模式。从保险业来看，目前台湾的 55 家保险业经营机构中，共有 18 家外商分公司 3 家外商子公司，合计达到 21

家外资保险业，可以说台湾保险市场已基本属于完全开放之市场。但台湾本土保险机构仍然占据了绝大部分的市场份额。据统计，2003 年台湾财产保险业直接保单保险费收入为新台币 1094.43 亿元，其中本土公司保费收入为 1052.47 亿元占 96.20%，外资公司保费收入为 41.96 亿元，占 3.80%。2003 年台湾人寿保险业的保费收入为新台币 11326 亿元，其中本土公司保费收入为 10191 亿元，占 89.97%，外资公司保费收入 1135 亿元，占 10.03%。

3、证券服务业的开放

在台湾金融自由化、国际化的历程中，形成了便于资本市场对外开放的金融环境以及资本市场本身的转变。第一，从金融环境变化来看，台湾的经济货币化程度不断提高，金融管制逐渐放松，摆脱了金融抑制型经济；第二，从金融体系结构看，形成了较为全面的金融机构分布和金融服务范围。1961 年台湾金融机构的总分支机构仅为 1359 家，到 1998 年已达到 5348 家；第三，台湾金融工具演进趋于多元化；第四，20 世纪 90 年代以来，台湾企业间接融资下降，直接融资迅速增长。第五，台湾资本市场历经浅碟型市场，正过渡至成熟市场，其投资人结构逐渐成熟，市场规模也在迅速扩大。正是在这样的背景下，台湾开始了资本市场的渐进开放。

从证券服务业的开放来看，台湾证券服务业的开放步伐随着投资市场的开放不断加快，外国证券商主要可以通过两种方式进入台湾市场：一是设置分支机构受托买卖外国有价证券，二是投资于岛内证券商。台湾从 1989 年 6 月开始，开放外国证券商在台湾设置分支机构，但对此设置了一定的资格要求。1988 年 5 月开始，台湾颁布《证券商设置标准》，允许外资投资岛内证券商，并作出以下限制性规定：每一华侨或外国人只能投资一家证券商，且持股不得超过该证券商已发行股份总额的 10%；同一证券商所有侨外投资总额不得超过已发行股份的 40%。1989 年 6 月开始，允许外国证券商设立分支机构。对于外资证券商的设置标准，《证券商设置标准》规定：须对申请许可的业务种类具有国际证券业务经验；最近三年在其本国未曾受到证券有关机关的处分；如为设置代表人办事处，则期限为一年；最近三年总资产，在其本国证券商排名前十名内。《证券商设置标准》还对外国证券商的资产总额、实收资本额等作出了较高的要求。

1994 年后这些限制措施逐步取消，至 2000 年 5 月后全部取消，外国证券商

可以采用分支机构、合资、100%独资等任何形式进入台湾市场。

台湾 1983 年开放设立投信公司，允许外资采取管理业务，依当时《投资证券管理规则》第八条的规定，华侨及所有的国外投资人，回来投资相关的投信所持有的股份的总数合计不得超过 49%，每一华侨及外国人持有总数不得超过 25%，并以投资一家为限，该条文在 1990 年修订已删除。台湾对投信业务已完全开放。

由于事实上台湾已经对外资证券商进入台湾市场实行了全面的开放，外资证券商可以通过设立分支机构、建立合资证券商、设立独资子公司等形式进入台湾。从实际的情况来看，外资基本都选择了设立分公司的形式进入，这样在资本规模等方面都不用受当地法律的限制，可以有效地节约成本。因此本地券商对此非常不满，认为外资券商享受了“超国民待遇”。

目前，台湾对外国证券商在台湾设置分支机构的管理，主要法律依据是 2003 年 12 月 31 日修订的《证券商设置标准》。主要内容如下：

(1) 分支机构设立条件

根据《证券商设置标准》第二十八条规定，外国证券商在台湾境内设置分支机构，应具备左列条件：(1) 对申请许可业务种类，具有国际证券业务经验及财务结构健全者。(2) 最近二年在其本国未曾受证券有关主管机关之处分者。

其中第一款所称具有国际证券业务经验者，系指从事证券业务三年以上，且具有下列条件之一者：(1) 母国主管机关或自律组织或其他经本会认定之机构出具有国际证券业务经验证明者。(2) 取得除母国以外之其他国家交易所之会员或交易资格者。(3) 于母国以外设有营业据点或其经营业务扩及海外市场，具有所申请经营业务种类之海外营业收入者。第一项第一款所称财务结构健全者，系指其最近期经会计师查核签证之财务报告每股净值不低于票面金额者。

(2) 资金规定

根据《证券商设置标准》第二十九条规定，外国证券商申请设置分支机构，专拨其在台湾境内营业所用之资金，不得低于第二十一条设置分支机构最低实收资本额应增加 3000 万元新台币的规定，及其依证券商管理规则第九条、第十条、证券商办理有价证券买卖融资融券管理办法第六条及依其他规定应提存及缴存之营业保证金及交割结算基金之总额。但嗣后再申请设置分支机构者，所应提存

及缴存之营业保证金及交割结算基金，准用证券商管理规则第九条、第十条有关证券商设置分支机构所应提存及缴存金额办理。

外国证券商申请设置分支机构应在台湾境内保存资产之金额不得低于其依《证券商管理规则》第十一条、第十二条及第十四条规定应提列、提存之买卖损失准备、违约损失准备、特别盈余公积以及该分支机构资产负债表负债项下之金额。

(3) 设立分支机构的申请程序

根据《证券商设置标准》第三十一条规定，外国证券商在台湾境内设置分支机构，应向金管会提供以下文件：(1) 设置分支机构申请书。(2) 公司章程或相当于公司章程签证本。(3) 营业计划书：载明业务经营之原则、内部组织分工、人员招募、场地设备概况及未来三年之财务预测。(4) 第十一条规定之内部控制制度。(5) 其本国证券主管机关或相当机构所发证券商营业执照及证明第二十八条规定之文件。(6) 董事、经理人及持有股份达股份总额百分之五以上之股东名册。(7) 董事会对于申请在台湾设置分支机构之决议录签证本。(8) 董事及其他负责人之姓名、国籍、住所。(9) 在台湾境内指定诉讼及非诉讼代理人姓名、国籍、住所或居所及其授权证书。(10) 最近三年经会计师查核签证资产负债表及损益表。(11) 指定代理人办理申请许可及设立分支机构所签发之授权书。(12) 在台湾境内指定之诉讼及非诉讼代理人身分证明文件。(13) 已依第八条规定取得电脑连线之承诺文件。(14) 其他经本会规定应提出之文件。前项各类文件，其属外文者，均须附具中文译本。

(4) 代表机构设立条件

根据《证券商设置标准》第三十三条规定，外国证券商在台湾境内设置代表人办事处，应具备以下条件：(1) 具有国际证券业务经验者。(2) 最近一年在其本国未曾受证券有关主管机关为停业以上之处分者。

(5) 华侨或外国人投资台湾证券商

根据《证券商设置标准》第三十四条规定，华侨或外国人投资证券商者，应先申请金管会核准。

4、资本市场对外资开放

早在 1967 年，台湾就公布了《华侨及外国人投资证券实施办法》，这被视为台湾证券市场对外开放的开端。然而，由于台湾整体金融市场是封闭的，外汇管制非常严厉，这一《办法》没有发生实际的作用。1973 年 1 月，“财政部”建议“经济部”暂不受理国外汇款购买国内证券，使得证券市场对外国投资者开放仅仅流于纸面。从当时的历史背景来看，在金融市场自由化完全没有起步，外汇、汇率管制没有放开，利率也受到管制的背景下，要吸引外资进入岛内证券市场也是不可能的。

20 世纪 80 年代，台湾经济已经经历了长时间的持续增长，证券市场对外开放的呼声越来越高，市场开放终于进入了实施阶段。1980 年 5 月，台湾“行政院”修正公布《华侨回国投资条例》和《外国人投资条例》，并相应制定《华侨及外国人投资证券及其结汇办法》，确立了允许华侨及外国人投资证券的政策方针。1987 年，台湾解除“戒严”，并开始推行外汇自由化。在这样的背景下，台湾证券市场开始步入了快速开放的轨道。

台湾引进外资进入岛内证券市场的目标主要有三个：吸收国外低利资金，活跃证券市场；促使台湾企业管理及会计制度现代化，提高经营绩效；提高机构投资者在证券市场交易量的比重，促进证券市场稳定。从这三个目标来看，与大陆证券市场对外开放的目标基本相同。

台湾证券市场的开放，具有鲜明的渐进特色。尤其是在开放之初提前长期规划，对保证开放进程稳健有序起到了积极作用。根据 1982 年《引进侨外资金投资证券计划》，台湾证券市场对外资的开放采取循序渐进的方式，分为三个阶段：第一阶段首先开放侨外资金间接投资台湾证券，在积累相当管理经验后，第二阶段允许侨外专业投资机构直接投资台湾证券，而最终目标则是全面开放侨外自然人直接投资岛内证券。

第一阶段，1983 年至 1990 年，此阶段台湾主要采用开放境内投资信托公司募集海外基金投资台湾股市的间接投资方式。1982 年台湾当局制定《引进侨外投资证券市场计划》，1983 年 5 月 26 日允许侨外资间接投资台股，台湾陆续成立了国际、光华、建弘及中华四家证券投资信托公司。

具体做法是：由台湾的证券投资信托公司在海外发行受益凭证，让该证券信托公司经营。为了防范外资进出对股市的影响，台湾对证券投资信托公司的持

股比例也进行了限制：1983年5月规定，每一证券投资信托公司投资任一发行公司股票总额不得超过该公司已发行股票总额的10%；1995年7月调整为，每一证券投资信托公司投资任一发行公司股票总额不得超过该公司已发行股票总额的6%，全体证券投资信托公司投资任一公司股票总额不得超过该公司已发行股票总额的12%；1995年9月，个股持股比例和总体持股比例分别调整为7.5%和15%；此后，又经过多次调整。1996年后台币处于大幅升值走势，为避免热钱炒汇，主管机关严格控制发行额度，八年之间核准募集额度为1.56亿美元，仅占台湾证券市场市值的很小比例，因此作用不大。

第二阶段，1990年至1996年，以允许外国专业投资机构（QFII）经审查后直接投资台湾证券市场为标志，采用资格控制方式控制外国资金入市，逐步开放“外国专业投资机构”直接投资。1990年行政院通过修正了《华侨及外国人投资证券及其结汇办法》规定，允许外国机构投资者在政府的核准下投资台湾证券市场，台湾证券市场开始融入国际证券市场。

台湾对外国机构投资者限制和审查的内容主要为：资格条件、投资金额、持股比例、资金汇出汇入期限等方面。其中，资格条件是指投资主体范围及投资主体包括基金管理机构、银行、保险公司、证券商、退休基金等进入台湾证券市场的条件。投资金额包括投资总额、个别投资额度。持股比例为总持股比例、个别持股比例。资金汇出汇入期限、循环汇入。其他资金运用限制包括货币市场、期货市场、债券市场、认购权证等投资比例限制。

台湾当局对QFII的限制及逐步放开这些限制的历程具体如下：

在资格条件方面

台湾当局对QFII资格条件的限制主要包括投资机构范围以及资格要求两个方面。

1991年1月，QFII的范围仅限于银行、保险公司和基金管理公司，其中：对银行资格的要求是，总资产世界排名前500名，持有证券资产3亿美元以上；对保险公司的要求是，经营保险业务10年以上，持有证券资产金额5亿美元以上；对基金管理公司的要求是，成立满5年，经营证券投资基金资产5亿美元以上。

1993年，QFII的范围从银行、保险公司、基金管理公司拓展到外资证券商和台湾岛内证券商拥有控股权的海外证券商，同时对QFII的资格要求也有所降低，

其中：对银行的要求降低为，总资产世界排名前 1000 名，且具国际金融证券信托经验；对保险公司经营保险业务年限的要求降低为 5 年；对基金管理公司的要求更改为，成立时间满 3 年，经营投资基金资产 3 亿美元以上；对外资券商的要求是，公司净值 1.5 亿美元以上，且具国际证券投资经验；台湾证券商于海外转投资 50%以上的证券子公司。

1995 年 7 月，QFII 的范围增加台湾投信公司海外转投资 50%以上的基金管理公司。对券商的要求放宽为：台湾证券商于海外转投资 50%以上的证券子公司或其再转投资额 100%的证券公司；台湾证券商投资额 100%的海外证券子公司或其再转投资 51%以上的证券公司。

1995 年 8 月，QFII 范围又增加了其他投资机构，主要是外国政府投资机构及成立满 2 年的退休基金。对保险公司的资格要求降低为，经营保险业务 3 年，持有证券资产 3 亿美元以上；对基金管理公司的资格要求降低为，净值 1 亿美元以上且具有国际证券投资业务经验。

1996 年 2 月对其他投资机构的要求进一步放宽，增加成立满 3 年，基金资产 2 亿美元以上的共同基金、单位信托或投资信托。

在投资金额及持股比例方面

符合条件的 QFII 在直接投资台湾股市时，台湾当局对其持股比例和投资总额也作了相应的限制，且随着时机的成熟不断地放宽这些限制。

1991 年 1 月规定，每一 QFII 投资任一公司股票的总额不得超过该公司已发行股份总额的 5%；全体 QFII 投资任一公司股票的总额不得超过该公司已发行股份总额的 10%；每一投资机构投资额度限制为 500 ~ 5000 万美元，投资总额限制为 25 亿美元。

1993 年 1 月，每一投资机构投资额度限制调整为 1 亿美元。1993 年 8 月，投资总额限制调整为 50 亿美元。1993 年 11 月，每一投资机构投资额度限制调整为 2 亿美元。1994 年 4 月，投资总额限制调整为 75 亿美元。1995 年 2 月，取消了投资总额限制。1995 年 12 月，每一投资机构投资额度限制调整为 4 亿美元，且符合特殊情形标准者，每年得申请追加额度一次。

1996 年 3 月，取消了每一投资机构投资额度限制。1996 年 11 月，个股持股比例调整为 10%，总体持股比例调整为 25%。1996 年 12 月，每一投资机构投资额度

限制调整为 6 亿美元。1998 年 1 月, 个股持股比例调整为 15%, 总体持股比例调整为 30%。1999 年 3 月, 个股持股比例和总体持股比例都调整为 50%。1999 年 11 月, 每一投资机构投资额度限制由 6 亿美元调整为 12 亿美元。

为应对 2000 年台湾股灾, 2000 年 10 月, 每一投资机构投资额度限制由 12 亿美元调整为 15 亿美元。2000 年 11 月, 每一投资机构投资额度限制由 15 亿美元调整为 20 亿美元。

在资金汇出汇入期限方面

台湾当局对 QFII 资金汇出汇入期限的限制也是逐步放开的。1991 年 1 月规定, 外国投资机构于核准后 3 个月内汇入本金; 汇入本金满 3 个月内才能汇出本金; 利得每年结汇一次。1991 年 11 月, 将本金汇入期限延为 6 个月。1993 年 11 月, 规定汇入本金后 3 个月内才能再行汇入。1995 年 2 月, 本金汇入期限修改为 4 个月。1995 年 8 月汇入本金期限修改为 6 个月。1996 年 1 月取消汇出期限的限制。1996 年 12 月循环汇入延长为半年。1997 年 10 月, 循环汇入延长为一年。这些改革限制了国际游资的快进快出。

在资金运用范围方面

台湾当局对 QFII 资金运用范围的限制也是逐步放开的。1991 年 12 月, 台湾当局规定汇入资金 10% 要开设 3 个月定存户。1992 年 2 月允许汇入资金 10% 可投资 90 天以内的货币市场工具。二年后, 放松定期 3 个月的限制, 允许定存户期满时可续存 3 个月, 但以一次为限。1995 年 2 月进一步放松对资金运用的限制, 允许汇入资金可投资货币市场工具、定存及公债, 但其投资总额不得超过汇入资金 30%。1997 年 6 月投资范围逐步放宽, 允许投资现金结算型认购权证, 但不超过该上市权证单位之 10%。1998 年 7 月规定可从事避险性期货交易, 以持有现货部位为前题, 以期市值计算并入货币市场工具上限额度。1999 年 10 月改为以期货原始保证金为基础并入上限额度。2000 年 3 月, 可投资可转换公司债。

1991 年 3 月 4 日, 台湾核准第一家外国投资机构“怡富投资管理有限公司”直接投资台湾股市, 至 2002 年 2 月底止, 共计核准 615 家 QFII 直接投资台湾股市, 累积汇入净额超过 348.39 亿美元。

第三阶段, 1996 年 3 月至今, 全面开放境内外华侨及外国人 (General Foreign Institutional Investor, GFII) 直接投资。从 1996 年起, 台湾开始

允许外国自然人直接投资台股，同时全面放开投资信托业。对境内外国人投资台股没有限制，对境外外国人的限制为：自然人 500 万美金，法人 2000 万美金。境外外国人投资货币市场、定存及公债总额不能超过汇入资金 30%。1997 年 6 月对境外法人投资台股条件放松为 5000 万美金。台湾证券市场开始实现全面对外开放。2000 年开始，除个别特殊产业外，已经解除外资对上市公司的持股限制。2003 年 7 月 7 日，台湾宣布将全面放宽外资投资证券市场的限制，于 9 月 30 日修正通过了《华侨及外国人投资证券管理办法》（以下简称《管理办法》），正式废除了实行多年的 QFII 制度，迈入了证券市场全面开放时代。

从初期的谨慎开放，到 90 年代后的加速开放，台湾用不长的时间，基本实现了岛内证券市场对外资的完全开放。外资已经成为台湾证券市场最重要的参与者之一，目前外资持有台湾股票市场市值的大约 28% - 29%，外资交易量也占到整个市场成交量的三分之一以上（2006 年 4 月占到 33%）。

台湾现行外资投资岛内证券的相关规范具体如下：

法律规范

（1）《华侨及外国人投资证券管理办法》：台湾“行政院”根据《华侨回国投资条例》第八条第四项和《外国人投资条例》第八条第四项的授权，就外国投资者投资证券的管理事项制定的法规，为台湾目前管理外资的主要法律依据。

（2）外汇收支或交易申报办法：外国投资者在台湾结购或结售外汇达到一定金额以上，需要依据本办法的规定进行申报。

主管机关

（1）“行政院金融監督管理委員會證券期貨局”

（2）“中央银行外汇局”：中央银行依法监管外资资金进出资料及资金运用情况，所以央行为外国人投资证券外汇主管机关。

外资资格条件

依据《管理办法》第三条第一项规定，准许投资岛内证券的华侨及外国人可根据是否在台湾境内去分为“境内”及“境外”华侨及外国人，根据身份区分为“外国机构投资人”（法人）及“华侨及外国自然人”两类。因此，“华侨及外国人”可以去分为“境内华侨及外国自然人”、“境外华侨及外国自然人”、“境内外国机构投资人”和“境外外国机构投资人”等四类。这四类华侨及外国人的资格

条件如下：

(1) 境外华侨及外国人：指在台湾境外的华侨及外国自然人或外国机构投资者。

A、境外外国机构投资者 (Foreign Institutional Investors, 简称 FINI)：指在台湾境外，依据当地法律设立登记的机构。

B、境外华侨及外国自然人 (Foreign Individual Investors, 简称 FIDI)：指具有中国大陆地区以外的国籍，年满二十岁持有身份证明者。

(2) 境内华侨及外国人

A、境内华侨及外国自然人：华侨及外国人年满二十岁，居住在台湾境内并领有华侨身份证明书或外侨居留证者。

B、境内外国机构投资者：外国法人在台湾境内设立的分公司。

申请投资许可程序

根据《管理办法》，华侨及外国人只需要向台湾证券交易所办理登记，即可以取得投资台湾证券的资格。申请登记时，需提供申请登记表、代理人授权书或代表人指派书（境内华侨及外国人免附）身份证明文件。

投资额度

(1) 对于境外外国机构投资者，无投资额度限制；

(2) 对于境内外国机构投资，投资上限为 5000 万美元；

(3) 对于华侨及外国自然人，投资上限为 500 万美元。

资金汇出入

(1) 对于境外外国机构投资者，资金进出没有特别限制；

(2) 对于境外华侨及外国自然人，在 500 万美元额度内可以自由进出资金。

投资方式

根据《管理办法》，华侨及外国人得依下列方式投资证券：(1) 投资由国内证券投资信托事业发行并于国外销售之信托基金受益凭证。(2) 投资国内证券。(3) 投资由国内发行公司在海外发行或私募之公司债。(4) 投资由国内发行公司参与在海外发行或私募之存托凭证。(5) 投资由国内发行公司在海外发行、私募或交易之股票。

投资范围

根据《管理办法》规定，华侨及外国人可以投资的台湾岛内证券包括以下类型：(1) 上市、上柜公司及兴柜股票公司发行或私募股票、债券换股权利证书及台湾存托凭证(TDR)；(2) 证券投资信托基金受益凭证；(3) 政府债券、金融债券、普通公司债、转换公司债及附认股权公司债；(4) 受托机构公开招募或私募受益证券、特殊目的公司公开招募或私募资产基础证券；(5) 认购(售)权证；(6) 其他经证券主管机关核定的有价证券。

投资比例限制

单一外资及全体外资投资任一发行公司股票股份总额，除其他法令就地规定的投资比例领有限制外，已无比例限制。

外汇管理政策

(1) 外资每日、汇出净额一百万美元以上的，应于决定汇出入时，先以电话向央行外汇局通报；

(2) 外资资金进出资料，应于下一个营业日上午前，以网络方式向央行外汇局汇报；

(3) 在台湾境内结构或结售外汇在等值新台币 50 万元以上的，应依规定申报。申报义务人故意不申报、申报不实或受查询未于期限内提出说明或虚假说明者，处以新台币三万元以上六十万元以下罚款。

监督管理

(1) 按月申报资金运用情况

根据《管理办法》第二十二条规定，境外华侨及外国人资金运用与库存资料，应由保管机构设帐，逐日详予登载，并向外汇业务主管机关通报前一日资金汇入出情形；于每月终了十日内，编制上一月份证券买卖明细、资金汇入出情形及库存资料，向外汇业务主管机关申报，同时将资料提供予证券交易所登录。

(2) 配合主管机关提供资料

根据《管理办法》第二十三条规定，金管会于必要时，得要求境外华侨及外国人提出下列资料：一、投资资金之受益所有权人名称、资金额度、来源及其相关资料。二、汇入投资资金之运用情形、证券买卖明细及库存资料，并得检查其库存及帐册。三、于境外发行或买卖以我国公开发行公司股票为标的之衍生性商品之明细资料；或受从事衍生性商品交易人委托代为持有我国公开发行公司股票

之明细资料。四、投资国内证券之下单指令人姓名、国籍、联络方式及其相关资讯。五、其他金管会指定之资料。

(3) 不予登记或注销登记

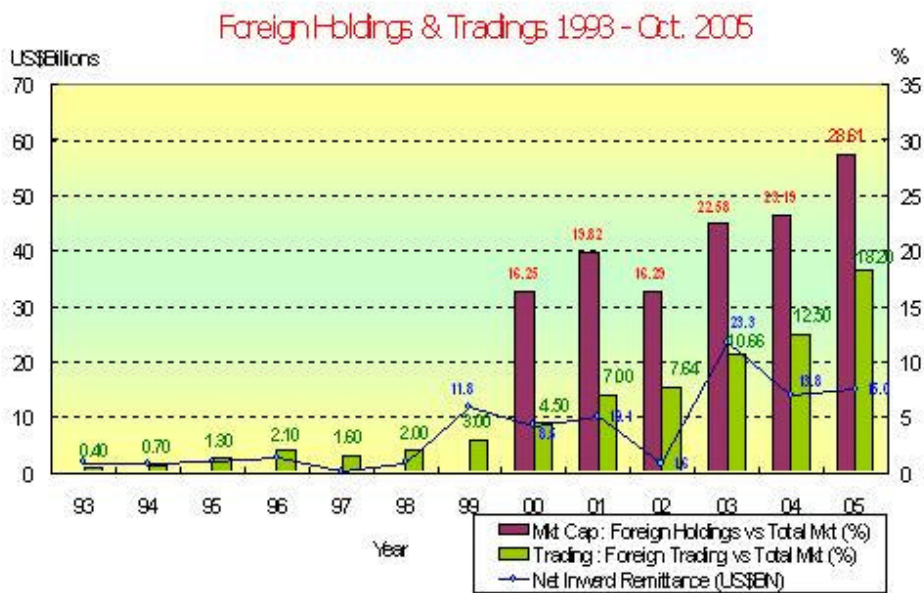
根据《管理办法》第十一条规定，华侨及外国人办理登记，有下列情形之一者，证券交易所得不予登记：一、登记书件内容或事项经发现有虚伪不实之情事。二、登记书件不完备或应记载事项不充分，经通知限期补正，届期不能完成补正。三、违反本办法或证券、期货交易管理法令，情节重大。四、依期货交易管理法令，经期货交易所注销登记。

华侨及外国人经登记后，经发现有前项各款情事之一者，证券交易所得注销其登记。

二、开放效果分析

1、台湾资本市场吸引外资取得了巨大成功

台湾开放资本市场在吸引外资方面取得了巨大的成功，通过连续三个阶段的渐进式开放进程，外资从最开始的小规模进入，通过 QFII 大量进入台湾市场，到现在大规模直接投资于台湾证券市场，已经成为台湾证券市场最重要的资金来源。从下图可以看到，无论从持股市值比重、交易量比重、外资净汇入等指标来看，外资都已经占据了巨大的市场分额。根据统计（表 1），截至 2006 年 4 月 28 日，外资持股市值已经占到台湾证券交易所总市值的 33.25%。外资对台湾证券市场的积极投资，对于台湾证券市场的快速发展，也起到了积极的推动作用。



资料来源：“证券市场自由化与国际化之台湾经验”，镇乾常，2006年5月18日。

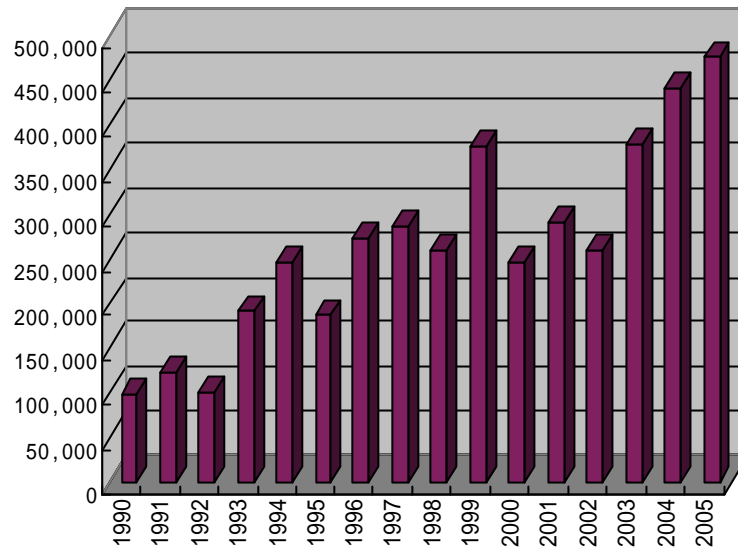
表 1：外资持股市值占台湾证券交易所总市值的比重

日期	集中市場外資持股市值比重
2003/12/31	22.58%
2004/12/31	23.19%
2005/12/30	31.73%
2006/1/25	32.28%
2006/2/27	32.78%
2006/3/31	32.90%
2006/4/28	33.25%

资料来源：“证券市场自由化与国际化之台湾经验”，镇乾常，2006年5月18日。

图 2：台湾证券市场市价总值（1990 - 2005）

Million USD



资料来源：WFE。

2、QFII 对台湾产业结构升级起到了积极的推动作用

对于新兴市场而言，外资的进入不仅带来了新增的资金，而且带来了新的投资理念和先进的管理方式，对于当地经济的发展可能起到特别的作用。从台湾的经验来看，QFII 在台湾持股中最多的行业是电子，对台湾 IT 产业的发展起到了积极的推动作用。当 QFII 开始进入台湾市场时，台湾地区是亚洲最大的 IT 硬件生产基地，电子产业成为台湾的主导产业。与美国的同业公司相比，这些台湾公司更有全球竞争力，于是海外投资者就开始购买这其股票，这些公司也就通过 QFII 扩充了公司的资本，这种相互共生的关系最终促成了台湾科技产业的腾飞，QFII 也因此回报不菲。

3、外资在稳定台湾证券市场中发挥的作用

一般认为，外国机构投资者进入新兴市场有助于新兴市场从散户市场转向机构市场，由于机构投资者投资行为更为理性，因此有助于减少市场波动，达到稳定市场的目的。对于外资的进入是否有助于台湾证券市场的稳定，存在着不同的看法。根据台湾“行政院”的评估，开放外资进入台湾证券市场，基本达到了提高专业投资机构比重以活跃及稳定市场的目的。一方面，外资成交量比重已经

居于三大法人之首，对于台湾证券市场而言已经至关重要，另一方面，外资对台湾本地散户的影响力很强，外资买卖超的时间序列数据与台湾股市走势存在互为正相关关系，而且台湾股市换手率自 20 世纪 90 年代后期以来稳定下跌，表明台湾股市投资者总体投资行为已经比过去成熟。

但也有人认为，台湾股票市场的持续增长，基本上是靠岛内老百姓自己的投资，股票市场的涨落主要取决于基本经济层面的情况，由于台湾经济在 80 年代持续增长，带来了台湾股票市场在 80 - 90 年代的暴涨，而在这一阶段外资进入台湾的规模很小，并没有发挥很大的作用。台湾证券监管机构认为通过引入外国大型的机构投资者，有助于降低市场投机，增加市场的稳定性，但实际的情况表明外资的进入并没有真正发挥这种作用。证券市场应该是政治经济形势的反映，如果政治或者经济形势不稳定，强行要求证券市场稳定是不可能的。同时，寄希望于外国机构投资者发挥稳定市场的作用也不现实。外国机构投资者本身也分为积极型投资者和消极型投资者，它们投资的目标首先是要赚钱，而不是帮助目标市场实现稳定。以台湾为例，外资往往还会利用市场的一些缺陷来操纵市场，获取暴利。最典型的例子就是外资利用在新加坡交易的 MSCI 台湾指数期货不受台湾监管的特殊情况，在股指期货与台股现货市场之间联动交易，套取暴利。

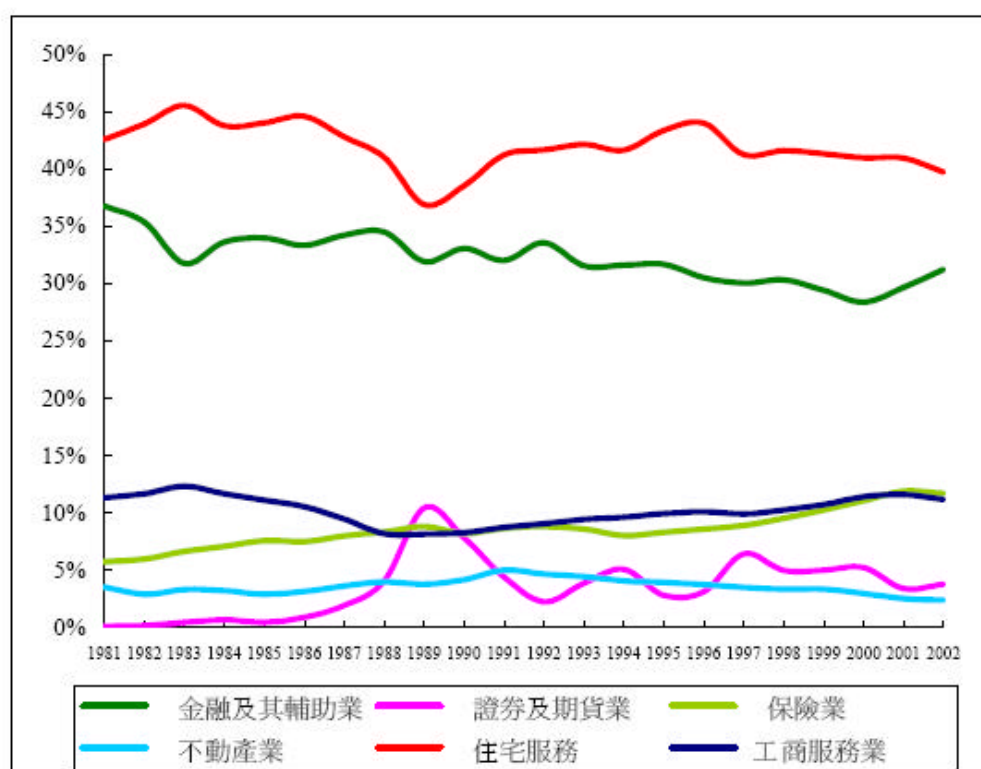
4、外资进入对于台湾市场的国际化起到了良好作用

外资的进入，提高了台湾证券市场的国际影响，推动了台湾金融市场的国际化。由于国际机构投资者不断增加对台湾市场的投资，摩根士坦利国际资本公司 (MSCI) 自 1988 年起编制 MSCI 台湾指数，反映台湾整体股市的表现。但考虑到台湾市场的发展状况及对外资的较多限制，自 1996 年 9 月 2 日起，MSCI 才将台湾股票指数纳入其各项自由指数中，其计算比重也仅为 50%。1999 年 8 月 12 日，MSCI 宣布将台湾的比重由 50% 调高至 100%，并定于 2000 年 2 月后生效。受此次调整影响，台湾股票在 MSCI 相关指数之权重也相对提高，吸引了大量国际资金投资台湾股市，对台湾市场的国际化和台湾证券市场投资者结构的改善起了重要作用。此外，2000 年开始，伦敦金融时报指数国际公司 (FTSE) 也将台湾列入其计算的全球指数。

5、证券服务业的开放对本土券商发展的影响

证券服务业的开放，对于台湾本土券商而言带来了冲击，也带来了一些积极的影响。随着证券市场的开放，台湾证券服务业整体发展很快，从下图可以看到，台湾证券及期货业产值在 20 世纪 90 年代后增长较快。

图 2：台湾金融保险工商服务业产值结构（1981 - 2002 年）



具体来看，台湾开放外资进入证券服务业的政策，实际的结果主要体现在以下几个方面：

(1) 外资券商与岛内券商直接竞争并不激烈

从 1991 年到 1995 年的 4 年间，所有 QFII 买卖均需通过本地券商执行，而本土券商多研究力量一般，QFII 所需研究报告主要由外资券商提供。1995 年台湾正式开放外资券商赴台成立分公司，由于外资券商有了 QFII 在台执行交易的牌照后，因此本土券商大多数被 QFII 所抛弃。这样一来，尽管台湾证券服务业几乎完全对外开放，但事实上形成了外资券商与岛内券商的“业务分工”：岛内的 IPO 承销完全属于岛内券商，经纪业务仍然以岛内券商为主，但 QFII 的交易 90% 都通过外资券商下单，岛内投资者投资外国证券的经纪业务则完全由外资券商占有，而岛内企业海外发行承销的 70% 市场份额为外资所有，岛内券商仅拥

有 30%。这种“分工”一方面保证了岛内券商的生存，但另一方面也限制了岛内券商的发展空间。

(2) 外资券商享受了“超国民待遇”

外资券商进入台湾证券服务业主要采取分公司的形式，这样在资本规模等方面都不用受当地法律的限制，可以有效地节约成本。因此本地券商对此非常不满，认为外资券商享受了“超国民待遇”。

(3) 台资券商的国际化程度很低

台湾证券监管机构允许台资券商到境外设置国外办事处，但由于种种原因，台资券商的国际化程度仍然很低，境外设置的办事处主要在东南亚、香港和大陆地区，业务经营的重心仍在岛内。从规模来看，由于台湾券商多数属于综合性的“金控公司”，机构规模并不小，但管理制度上还有缺陷。综合评价，台湾证券服务业的开放并没有对岛内券商走向国际资本市场带来大的促进作用。

4、总体评价

总体来看，台湾资本市场的开放有着良好的事前规划，并能根据市场发展不断调整，扩大开放范围，加快开放速度，取得了良好的效果。台湾资本市场的开放，引入了大量外国资金，先进的投资理念，但对本地券商的发展也产生了一定的压制作用。

三、经验教训及建议

1、主要经验

台湾作为新兴市场中对外开放的成功典型，其主要经验有以下几点：

(1) 提前长期规划，制定可预期的开放战略，确保开放进程有条不紊。

(2) 坚持渐进路线，控制好开放的速度和节奏。首先通过规模很小的投资信托方式引入外资，然后建立 QFII 制度，实行额度控制，在条件成熟时果断实现全面开放。

(3) 保持了资本市场开放与其他金融市场开放之间的配合和协调，特别是较早实现的利率与汇率自由化，对资本市场的开放意义重大，同时资本市场开放的进程与外汇管制的放松协调推进，确保了开放进程的稳定。

2、主要教训

(1)对外资监管存在一定不足,使得外资投资行为对本地投资者影响过大,同时制度设计的缺陷导致外资可以利用境外台股指数期货与本地现货市场联动投机牟利。

(2)证券服务业的开放准备不足,本土券商规模很小,虽然维持了本土经纪业务和承销业务的市场主导地位,但丧失了利用开放契机走上国际化经营、培育出世界级投资银行的机会。

(3)证券服务业的开放世纪上赋予了外资券商“超国民待遇”,既使得本地券商处于不利地位,也给监管外资券商带来了一定困难。

(4)为稳定市场建立的“国安基金”没有达到预期目标。

3、对大陆证券市场开放的启示和建议

(1)证券市场的对外开放一定要坚持循序渐进的基本原则,在开放过程中保持适度的控制措施,避免外资过快流入和外资机构进入对市场的冲击。

(2)证券市场的开放是整个金融市场开放的一个环节,缺少了其他金融市场领域的配套改革,资本市场的开放也难以取得满意效果,因此在开放战略的设计中要充分考虑与利率市场化改革、人民币汇率制度改革以及外汇管理体制改革的配合与协调。

(3)证券服务业开放过程中也要加强对国内证券公司的保护和扶持,努力推动国内券商在开放过程中做大做强,走向国际化经营,应避免给与外资券商实质上的“超国民待遇”。

(4)在开放过程中,必须加强对外资的监管,防止其投机行为危及市场稳定。