

從滬港通跨境交割模式探討集保結
算所因應跨境交易之交割保管作業

召 集 人：張秀珍

研究人員：秦嗣悌、范惠緣、林上婷、張惠婷
李克恭、王筑郁、林佳儀、林欣賢
吳宓穎

臺灣集中保管結算所股份有限公司
2016 年 12 月

目 錄

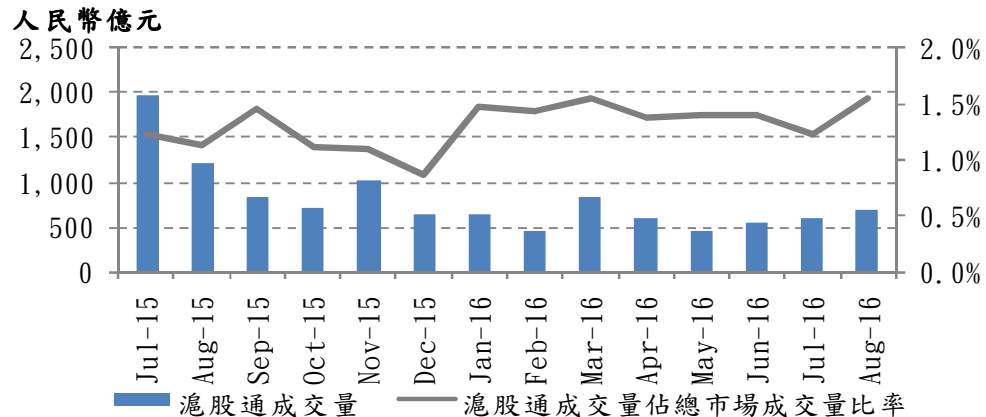
第一章 緒論.....	1
第二章 滬港通交易、保管及款券交割服務概況.....	4
第一節 滬港通南向交易.....	8
第二節 滬港通北向交易.....	26
第三節 滬港通法制作業.....	46
第四節 滬港通交易、保管及交割制度彙總.....	62
第三章 國內跨境交易、款券交割及保管服務概況.....	70
第一節 外資及陸資投資我國資本市場現況.....	70
第二節 證券商受託買賣外國有價證券服務現況.....	91
第三節 專業投資機構買賣外國有價證券之交易、交割、保管作業 現況.....	132
第四節 國內跨境交易、交割及保管制度彙總.....	151
第四章 集保結算所提供跨境保管及款券交割服務之發展方向 .	153
第一節 滬港通模式與其他連結模式進行比較分析.....	153
第二節 探討我國仿滬港通直接連結模式下之交割結算、保管面及 股務事件的因應方式	157
第五章 結論與建議.....	163
參考文獻.....	176

第一章 緒論

全球化的經濟發展趨勢，連帶影響資本市場也朝向國際化發展，藉由許多交易所及結算所間合作，可以增加跨境投資便利性，並降低跨境交易風險及複雜度，以刺激資本市場活絡發展，2014年11月推出之滬港通即為近期由兩市場之交易所及結算保管機構合作完成跨境連線之成功案例。新的跨境交易連線對中國大陸及香港資本市場國際化產生正面影響，包括：

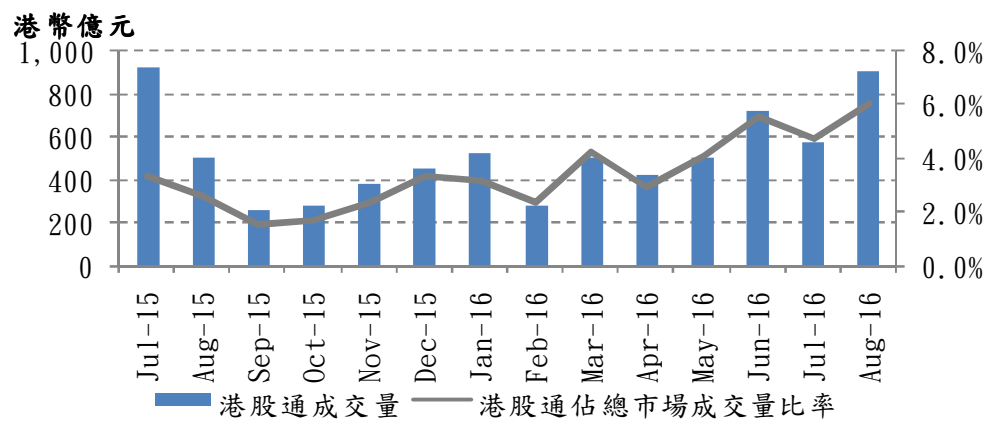
- 一、吸引國際資金流入及企業上市：國際資金可由此一方式投資滬股，資本市場之逐步開放有利於吸引企業掛牌上市。
- 二、加速兩地資本流動：中國大陸境內資金可投過此一方式投資港股，加深中國大陸與香港兩地資本流動自由度。
- 三、降低跨境交割風險：透過雙方結算保管機構之連結，將雙方市場之結算交割作風險作區隔，並降低證券商直接從事跨境交易之成本。

圖 1-1 滬股通成交量及佔比



資料來源：聯交所、上交所、本研究整理

圖 1-2 港股通成交量及佔比



資料來源：聯交所、上交所、本研究整理

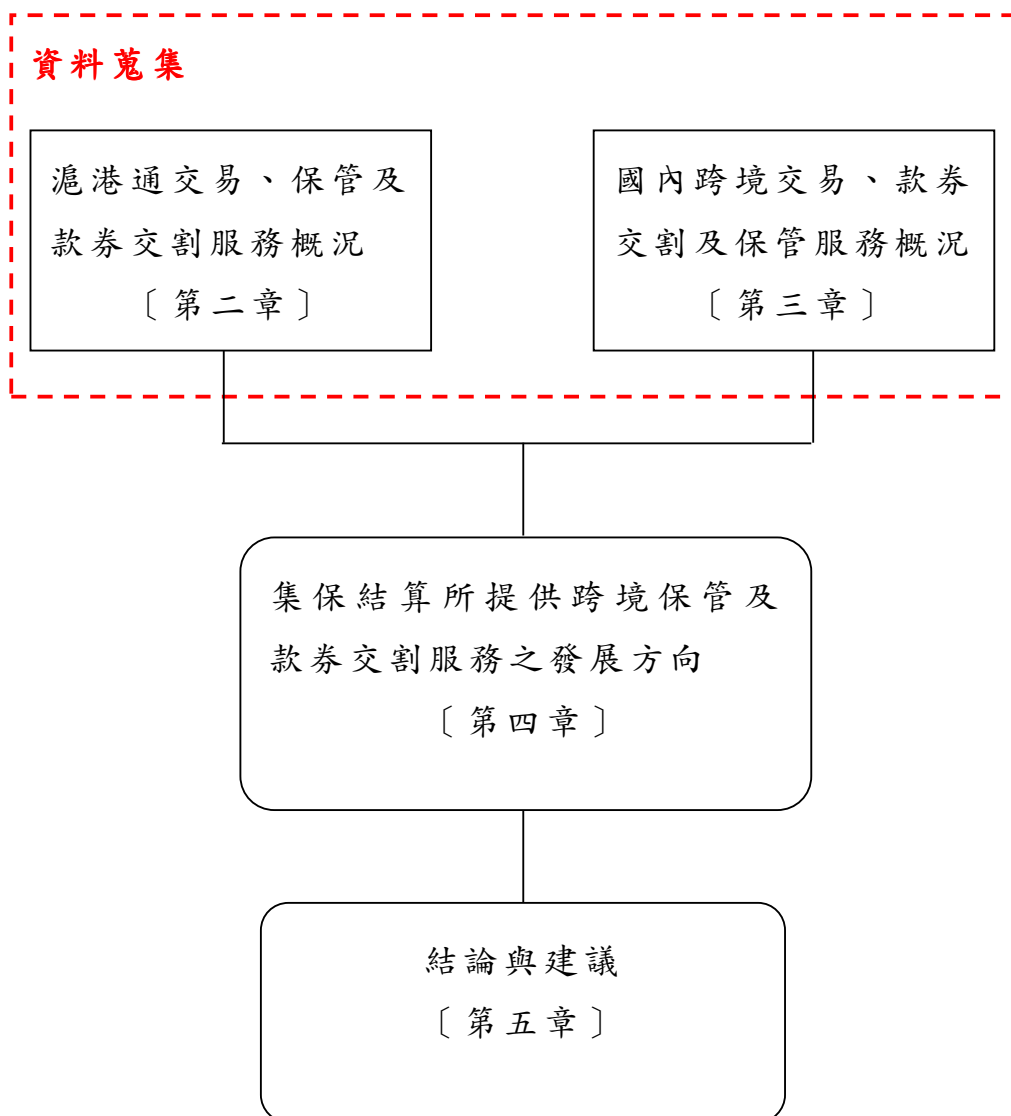
為提升我國資本市場國際化、並協助中小型業者增加參與國際金融市場之機會，本研究報告針對各種跨境交易型態之實務交易及後台作業模式進行分析，探討集保結算所於跨境交易可提供之服務。

本研究報告共分五章。本研究第二章針對滬港通南向及北向交易之交易、交割、服務、及法律架構進行資料蒐集，並分析其模式成功之主要因素；而本研究第三章針對外國人投資台股 (inbound) 及國內自然人、法人投資境外證券 (outbound) 之各種通道及相關作業進行資料蒐集，並分析針對不同情境及多跨境市場投資之可行方式。

本研究第四章「集保結算所提供跨境保管及款券交割服務之發展方向」則針對第二章及第三章之分析，歸結出交易所及結算保管機構互相連線之可行架構，及因應多市場

連線需調整之部分。

最後，以目前各項跨境實務作業及集保業務之基礎進入本研究核心。第五章「結論與建議」以第二章到第四章所分析，歸納出的脈絡為依，推導未來集保結算所在面臨跨境交易之因應措施，形成建議，作為未來業務規劃參考。茲以下圖表示本文第二章至第五章之研究架構。



資料來源：本研究整理

第二章 滬港通交易、保管及款券交割服務概況

2014年4月10日，中國證券監督管理委員會（以下簡稱中國證監會）和香港證券及期貨事務監察委員會（以下簡稱香港證監會）發佈《中國證券監督管理委員會 香港證券及期貨事務監察委員會 聯合公告》，決定原則批准上海證券交易所（以下簡稱上交所）、香港聯合交易所有限公司（以下簡稱聯交所；香港交易所全資附屬公司）、中國證券登記結算有限責任公司（以下簡稱中國結算）、香港中央結算有限公司（以下簡稱香港結算；香港交易所全資附屬公司）開展「滬港股票市場交易互聯互通機制」試點（以下簡稱滬港通）。

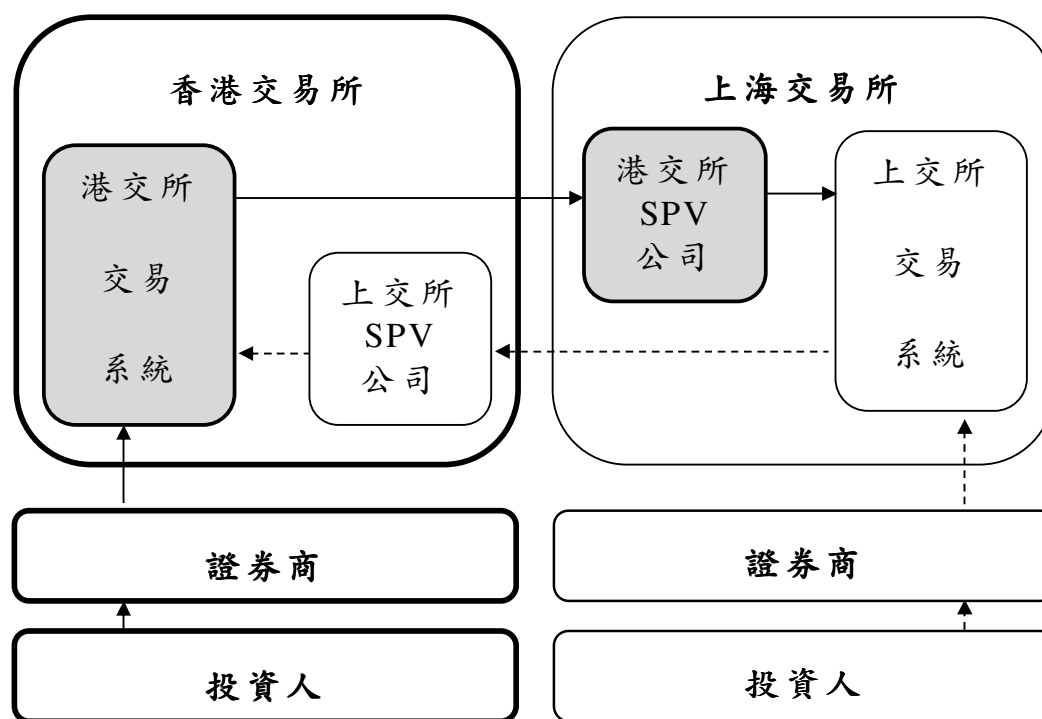
中國大陸於2014年11月17日啟動滬港通，其包括滬港交易通與滬港結算通，由香港交易及結算所有限公司（香港交易所）、上交所與中國結算在中國大陸與香港兩地證券市場建立的交易及結算互聯互通機制，旨在實現兩地投資者直接進入對方市場的目標。滬港通與現行既有的QFII/RQFII制度相較，在投資者資格條件、投資商品範圍、資金額度及管制等差異，不僅吸引國際資金流入及企業上市、推動資本市場逐步開放、加速兩地資本流動，並利於推展人民幣國際化；再加上滬港兩地股市具有全球證券市場交易量首位的優勢，滬港通對於全球資本市場版圖勢必產生重大且深遠之影響。

在滬港通項目下（包括滬股交易通與港股交易通），聯交所與上交所建立市場間買賣盤傳遞技術設施，從而讓各自

市場的投資者能夠通過聯交所與上交所分別設立的獨資子公司買賣在對方市場上市的特定範圍股票。

其中，滬股通是指投資者委託香港經紀商(即聯交所參與者)，通過聯交所設立的證券交易服務公司 (SPV)，向上交所進行申報，買賣規定範圍內的上交所上市股票。港股通則是指投資者委託中國證券公司(即上交所會員)，通過上交所設立的證券交易服務公司 (SPV)，向聯交所進行申報，買賣規定範圍內的聯交所上市股票。

圖 2-1 交易所於對方市場設置交易服務公司示意圖



—> 香港對上海交易所下單之交易流程

----> 上海對香港交易所下單之交易流程

資料來源：聯交所、上交所、本研究整理

在結算方面（包括滬股結算通與港股結算通），香港結算與中國結算相互成為對方的結算參與人，負責為各自市場參與者及投資者透過滬港通之交易進行結算、交割並提供包括登記保管和代理人/名義持有人等相關服務。

透過雙方交易所及結算所互聯，滬港通之交易、交割保管及風險控管皆在封閉的環境下進行，其制度之主要特點如下：

- 壹、滬港通業務充分借鑒了市場互聯互通的國際經驗，採用較為成熟的訂單路由技術和跨境結算安排，為投資者提供便捷、高效的證券交易服務。
- 貳、滬港通業務實行雙向開放，中國大陸投資者可以通過港股通買賣規定範圍內聯交所上市的股票，香港投資者則可通過滬股通買賣規定範圍內上交所上市的股票。
- 參、滬港通業務實行雙向人民幣交割制度，中國大陸投資者買賣以港幣報價的港股通股票並以人民幣交割，香港投資者買賣滬股通股票以人民幣報價和交易。
- 肆、在試點初期，滬港通實行額度控制，即中國大陸投資者買入港股通股票有總額度和每日額度限制，香港投資者買入滬股通股票也有總額度和每日額度限制。
- 伍、兩地投資者通過滬港通可以買賣的對方市場股票限於規定的範圍。

本章將於第一節詳細討論滬港通南向交易（中國大陸投資人投資港股）之制度細節，並於第二節分析滬港通北向交易（香港及外國投資人投資滬股）之制度，第三節則包含中

國大陸及香港雙方主管機關、交易所、結算所為滬港通調整之法規及相關規定。綜合上述討論，第四節將分析滬港通之設計特色及其可為我國未來承作跨境投資交易交割保管作業之借鏡。

第一節 滬港通南向交易

壹、港股通交易制度

一、交易投資參與者資格

港股通投資者應有滬市人民幣普通股票帳戶，同時，在試點初期，需滿足香港證監會關於參與港股通的中國大陸投資者僅限於機構投資者及證券帳戶及資金帳戶餘額合計不低於人民幣 50 萬元的個人投資者的規定。在實際操作中，港股通業務實施投資者適當性管理，由證券公司根據中國證監會與香港證監會在聯合公告中明確的准入資格標準，以及上交所《上海證券交易所滬港通試點辦法》及《上海證券交易所港股通投資者適當性管理指引》的規定，核定參與港股通投資者的資格，並要求投資者在簽署風險揭示書的前提下簽訂委託協定。

證券公司應根據上交所港股通投資者適當性管理的要求，對個人投資者的資產狀況、知識水準、風險承受能力和誠信狀況等方面進行適當性評估，評估個人投資者是否適合參與港股通股票交易。個人投資者在通過港股通投資者適當性管理的評估後，買賣港股通股票前，應當簽署風險揭示書，並與中國大陸證券公司簽訂港股通委託協定。

此外，港股通投資者不能進行 IPO 申購港股。

二、交易時間

投資者買賣港股通股票的交易時間具體按聯交所規定執行。綜合整理如下表所示：

表 2-1-1：港股通交易時間

聯交所交易時段	聯交所交易時間	交易所參與者 若南向訂單的時段
開市前時段 (集合競價)	9:00-9:30	1. 輸入買賣盤時段： 9:00-9:15 2. 僅透過競價限價盤申報，且只能撤銷訂單而不可以修改訂單
持續交易時段 (連續競價) -早市	9:30-12:00	1. 港股通投資者可透過增強限價盤在該時段申報或撤銷申報，但不得修改訂單
持續交易時段 (連續競價) -午市	13:00-16:00	2. 港股通投資者可在12:30-13:00 撤銷上午未成交的申報

資料來源：聯交所、本研究整理

聯交所開市前時段是在早上開市前增設的交易時間，用以確定開市價。在開市前時段，買賣盤累積到一段時間後，會在預先設定的撮合時段中撮合。也就是買賣盤會以買賣盤類別、價格及時間等優先次序按「最終參考平均價格」順序撮合。在開市前時段，港股通投資者只可以輸入「競價限價盤」。

每個交易日的 9:30 至 12:00、12:00 至 13:00 以及 13:00 至 16:00 是聯交所的持續交易時段。其中，12:00 至 13:00 為延續早市時段，只適用於指定證券，而港股通股票不包括在內，在持續交易時段，一方面，交易系統會按照價格優先、時間優先

的原則成交；另一方面，交易系統只接受「限價盤」、「增強限價盤」及「特別限價盤」，惟港股通投資者僅可輸入「增強限價盤」。在此時段，輸入交易系統的買賣盤價格應當遵循聯交所的報價規則。

此外，由於香港地處颱風和黑色暴雨的多發地，香港市場在處理颱風和黑色暴雨對交易的影響上形成一套既定的成熟做法，即按照八號及以上颱風和黑色暴雨警告（以下簡稱警報）發出時間為開市前時段之前、開市前時段期間以及持續交易時段期間等三個不同時段有不同的應對措施。具體安排如下：

表 2-1-2：港股通颱風警報交易情形

警報發出時點	警報解除時點	交易情形
早於開市前時段	9:00至11:00	上午交易取消，13:00開始交易
	11:00至11:30	上午交易取消，13:30開始交易
	11:30至12:00	上午交易取消，14:00開始交易
	12:00以後	全天停止交易
開市前時段期間		如果是颱風警報，則開市前時段結束後停止交易，按照上述「早於開市前時段發出警報」中第3-6情形欄（藍色）規定的解除警報情形恢復交易；如果是黑雨警報，則正常交易。
持續交易時段期間		如果是颱風警報，那麼在發出警報後15分鐘後停止交易，按照上述「早於開市前時段發出警報」中第3-6情形欄（藍色）規定的解除警報情形恢復交易；如果是黑雨警報，則正常交易

資料來源：聯交所、本研究整理

三、交易方式

(一)、交易單位

港股交易以「手」為買賣單位，一手的股數由各發行人自行決定，可以是每手 100 股、500 股或 1000 股不等。每個買賣盤最大為 3000 手，同時，最大股數限制是 99,999,999 股。

少於一手，即少於一個完整買賣交易單稱作「碎股」(即零股)，聯交所的交易系統不會為碎股提供自動撮合交易，而是在系統內設有「碎股/特別買賣單位市場」供碎股交易。目前，碎股買賣在聯交所透過半自動撮合的方式進行，價格通常有所折讓。港股通投資者持有的碎股只能透過聯交所半自動撮合碎股交易系統賣出，不能買入。此外，碎股/特別買賣單位市場不接受輸入價高於或等於完整買賣單位最低價下限(如股票為 0.01 元)且股數等於或超過一個完整買賣單位(即一手)的買賣盤來進行半自動撮合。此外，價格低於港幣 0.01 元的證券即使屬於完整的一手，但是因為價格已低於完整買賣單位市場中的最低按盤價(nominal price；即市價)，也在「碎股/特別買賣單位市場」交易。舉個例子，如果一檔股票的按盤價已低至港幣 0.01 元，那麼投資者在碎股市場輸入的買賣價仍然可以低至系統設定的最低輸入價：港幣 0.001 元。不過，當一檔股

票的按盤價已低至港幣 0.01 元，那麼有關證券的輸入價上限同樣不得偏離按盤價 9 倍或以上。為提高市場透明度，聯交所會發佈碎股/特別買賣單位市場的即時資料給資訊供應商。

(二)、競價方法

1、自動撮合交易：價格優先，時間優先，等價成交

2、報價規則

首先，在每個交易日，首次輸入交易系統的買盤和賣盤是受開市報價規則監管。按照此規則，在開市前時段內做出的開市報價不得偏離上個交易日的收盤價(如有)的 9 倍或以上，也不得低於上個交易日的收盤價(如有)九分之一或以下。

在持續交易時段：

- (1) 如果第一個掛牌是買盤，其價格必須高於或者等於上個交易日收市價下 24 個價位的價格。
- (2) 如果第一個掛盤為賣盤，其價格必須低於或者等於上個交易日收市價格之上 24 個價位的價格。此外，無論是買盤或賣盤，首個掛盤在任何情況下都不得偏離上個交易日收市價 9 倍或以上，也不得低於九分之一或以下。
- (3) “價位”是指證券交易所可允許的最小價格變動單位。

其次，非首次輸入交易系統的買盤或賣盤報價規則為：買盤或賣盤的價格不得偏離按盤價 9 倍或以上，也不得低於九分之一或以下。

競價限價盤是有指定價格的買賣盤，適用於開市前時段。其中，指定價格應等於最終參考平均價格，或者較最終參考平均價格更具有競爭力的競價限價盤（也就是指定價格 \geq 最終參考平衡價格的買盤，或者指定價格 \leq 最終參考平衡價格的賣盤），或者可按照最終參考平均價格進行撮合。競價限價盤(limit order)能否成交取決於交易對手方是否有足夠可以配對的買賣盤。

在開市前時段，競價限價盤會根據價格及時間優先次序按最終參考平均價格順序撮合。在開市前時段結束後，任何未完成且輸入價不偏離按盤價 9 倍或以上，也不低於按盤價九分之一或以下的競價限價盤，都將自動轉至持續交易時段，並且均被視為限價盤存於所輸入價格的輪候隊伍中。

增強限價盤則適用於持續交易時段，投資者可以其指定或者更優的價格買入或賣出股票。增強限價盤可以同時與 10 條輪候隊伍進行配對，也就是輸入賣盤可以較最佳買盤價低 9 個價位，輸入買盤可以較

最佳賣盤價高 9 個價位。配對後，任何未能成交的買賣盤餘額將按此前輸入的指定限價轉為一般限價盤，存於所輸入價格的輪候隊伍中。

3、交易貨幣：港股通交易以港幣報價，中國大陸投資者通過港股通買賣港股實際支付或收取人民幣。

4、無股價漲跌幅限制。

5、無交易熔斷措施。

四、交易標的

根據《聯合公告》，在試點期間，港股通股票範圍為恒生綜合大型股指數、恒生綜合中型股指數成份股以及不在前述指數成份股內但有股票同時在上交所和聯交所上市的發行人的 H 股。但是下列港股未納入為港股通股票：

- (一)、在聯交所以港幣以外貨幣報價交易的股票
- (二)、同時有股票在上交所以外的中國大陸證券交易所上市及買賣的 H 股
- (三)、上交所上市 A 股為風險警示板股票的 A+H 股上市公司的相應 H 股不納入

此外，具有上交所認定的其他特殊情形的股票不納入。

若一家中國公司尋求在上交所（作為 A 股）及聯交所（作為 H 股）同時上市，則相關 H 股將在 A 股及 H 股通過相關監管機構或交易所規定的價格穩定期（按其招股章程所述）之後獲接納為港股通股票。若有上交所掛牌公司的 A 股不獲接納為滬股通

股票而尋求 H 股於聯交所上市，則其 H 股將在香港證監會規定的任何適用價格穩定期（按其招股章程所述）期滿之後，方獲接納為港股通股票。若有聯交所掛牌公司的 H 股不獲接納為港股通股票而尋求 A 股於上交所上市，則其 H 股將在 A 股通過上交所規定的價格穩定期之後獲接納為港股通股票。若港股通股票的相應 A 股在上交所暫停買賣，中國大陸投資者仍可繼續買賣相關的港股通股票。

港股通股票將在以下幾種情況下被暫停買入（但允許賣出）：

- （一）、其不再屬於有關指數成份股。
- （二）、該等港股相應的 A 股不再在上交所掛牌買賣或被實施風險警示。
- （三）、其相應的 A 股隨後在上交所以外的中國大陸交易所上市；相應適用情況。

上交所和聯交所可不時商議並經雙方同意及有關監管機構批准後修改滬股通股票及港股通股票的範圍。

五、額度控管

試點初期，對人民幣跨境投資額度實行總量控制，並設置每日額度。遵循有序可控的原則，港股通總額度為 2500 億元人民幣，略小於滬股通總額度的 3000 億元人民幣，此總額度限額後續於 105 年 8 月 17 日取消。同時，港股通的每日額度為 105 億元人民幣，略低於滬股通的每日額度即 130 億元人民幣。

交易期間，上交所證券交易服務公司在其指定

網站暫定每分鐘更新當日額度餘額顯示資訊。如果港股通當日額度餘額使用完畢而停止買入申報，上交所證券交易服務公司將在其指定網站予以披露。投資者應關注網站登載的相關額度餘額資訊。

在額度控制機制方面，由上交所證券交易服務公司對港股通交易每日額度的使用情況進行即時監控，並在港股通交易日終對港股通交易總額度的使用情況進行監控。上交所證券交易服務公司於交易結束後在其指定網站公佈額度使用情況。在額度統計標準方面，以投資者於交易階段發生的如申報、成交金額等，以其作為計算依據進行港股通額度控管。其支付交易手續費、公司派發現金紅利、利息等非交易事項的資金流量均不佔用額度。

(一) 港股通交易當日額度餘額的計算公式如下：

當日額度餘額=每日額度-買入申報金額+賣出成交金額+被撤銷和被聯交所拒絕接受的買入申報金額+買入成交價低於申報價的差額。

該公式中的買入申報金額、賣出成交金額、被撤銷和被聯交所拒絕接受的買入申報金額、買入成交價低於申報價的差額，按照中國結算每日交易開始前提供的當日交易參考匯率，由港幣轉換為人民幣計算。

當日額度控制機制在不同的交易時段安排如下：

1. 在聯交所開市前時段內，當日額度用盡的，上交所證券交易服務公司將暫停接受該時段後續的買入申報，且在該時段結束前不再

恢復，但仍然接受賣出申報；

2. 聯交所持續交易時段內，當日額度用盡的，上交所證券交易服務公司停止接受當日後續的買入申報，但仍然接受賣出申報。在上述時段停止接受買入申報的，當日不再恢復，上交所另有規定的除外。

(二) 港股通總額度餘額的計算公式如下：

總額度餘額=總額度-買入成交總金額+賣出成交對應的買入總金額。

該公式中的買入成交總金額、賣出成交對應的買入總金額，按照中國結算每日交易結束後提供的當日交易結算匯率，由港幣轉換為人民幣計算。其中，賣出成交對應的買入總金額是指對賣出成交的股票按其買入的平均價格計算的總金額。

上交所可以根據市場需要，對總額度的計算方式進行調整。

總額度控制機制安排如下：

如果總額度餘額少於一每日額度，那麼上交所證券交易服務公司自下一港股通交易日起停止接受買入申報，但仍然接受賣出申報。總額度餘額達到一個每日額度時，上交所證券交易服務公司自下一港股通交易日起恢復接受買入申報。

六、相關費用

投資者在進行港股通交易時，主要支付交易稅費、結算及交割服務費用、證券託管和代理人服務費用。具體費用明細如下表所示：

表 2-1-3：港股通費用明細

類別	項目	繳付對象	收費/計算標準
交易稅費	印花稅	印花稅署	雙邊，按成交金額的 0.1%計收（取整到元，不足一元港幣按一元計）。
	交易徵費	證監會	雙邊，按成交金額的 0.003%計收（四捨五入至小數點後兩位）。
	交易費	聯交所	雙邊 0.005%（四捨五入至小數點後兩位）。
	交易系統使用費		雙邊，每筆交易 0.5 元港幣。
結算及交割服務	股份交割費	香港結算	雙邊，按成交金額的 0.002%計收，每邊最低及最高收費分別為 2 元港幣及 100 元港幣（四捨五入至小數點後兩位）。
保管及公司行為服務	證券組合費	香港結算代理人	根據持有港股的市值設定不同的費率

資料來源：聯交所、本研究整理

七、股票借貸

雖然香港市場有提供股票借貸業務，港股通之股票借貸於上路初期尚未開放。

貳、港股通結算交割模式及有價證券保管作業

一、對帳作業

港股通部分，香港結算在 T 日 17:00 根據成交數據進行淨額清算，形成 PCS（臨時結算表）。在 PCS 中，以中國結算為單位，對每一證券計算一個待收或待付的數額，以及一個與其對應的應付或應收資金金額。到 T+1 日 14:00 再發送 FCS（最終結算表），對每一證券分配一個唯一的交割金額代碼 SPN，同時增加“股份交割費”數據。交割當日中國結算可通過中央結算系統（The Central Clearing And Settlement System, CCASS）系統查詢各 SPN 狀態，確認是否完成交割。

二、交割作業

（一）、沖抵方式：兩級結算、淨額收付；採人民幣結算與交割。

（二）、交割時點：T+2 日

（三）、款券交付方式

1、券項：

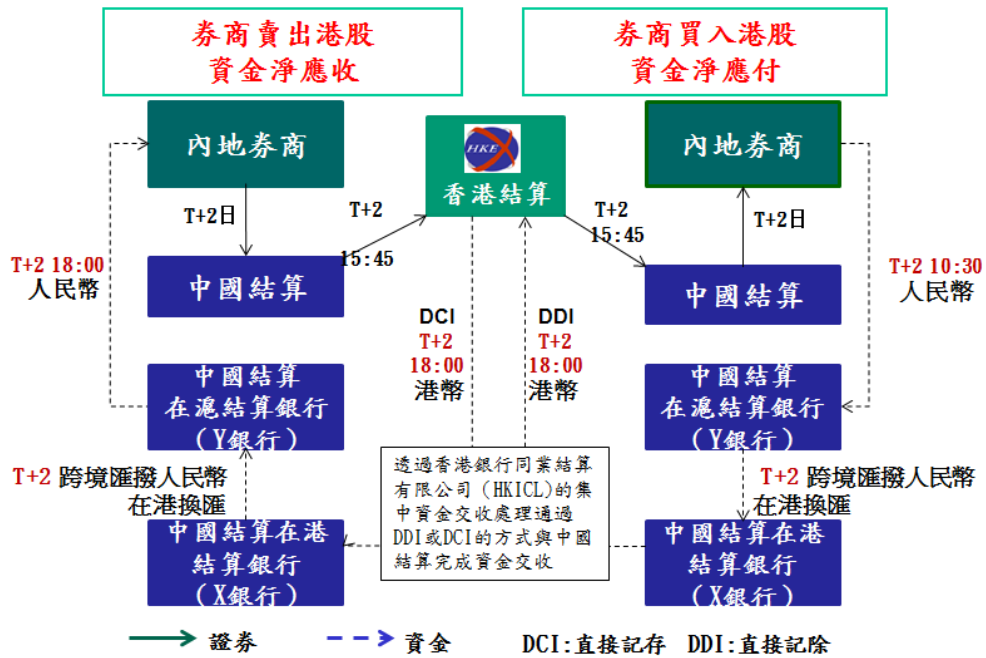
每個交割日 10:30-15:45，香港結算 CCASS 系統通過四個批處理（“BSR”）進行證券交割。先收後付，CCASS 系統內的證券能否順利交割，要視證券交付方參與者是否有足夠的證券。每一次批處理完成的交割都是終局性交割。

2、款項：

中國結算透過結算參與人的結算備付金帳戶上直接貸（借）記完成其不可撤銷

的資金交割。T+2 日 10：30 前，結算參與人將應付人民幣資金匯入中國結算開立在上海結算銀行的港股交易結算專用存款賬戶。結算銀行將人民幣資金跨境匯入中國結算在香港結算銀行開立的帳戶，香港結算銀行根據 T 日確定的換匯匯率，記減中國結算人民幣帳戶資金，記增相應港幣帳戶資金。18：00 香港結算通過日終集中資金交割收付港幣資金。T+3 日客戶資金才可匯出。

圖 2-1-4：港股通結算交割架構圖



資料來源：聯交所、本研究整理

(四)、違約交割之處理

採風險相對隔離、互不傳遞的原則。與

聯交所互不繳納保證基金/結算保證金，不分擔對方市場參與人的違約損失。惟中國結算需以人民幣向香港結算繳付風控資金，主要包括差額繳款、保證金、集中保證金，T日晚上計算，T+1日16:00交割，以避免可能產生款項交付不足情形。

參、港股通有價證券股務作業

一、港股通股東名冊架構

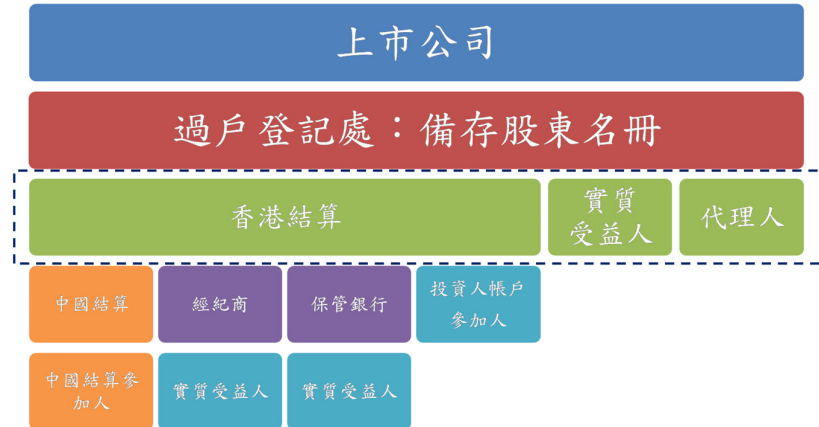
就港股股務部分(含港股通)，首先由處理所有於聯交所上市之證券買賣結算交割保管之香港結算，提供所有於 CCASS 保管之股票名義人及相關服務，包括以下股務事件：各類權益的分派，例如股票股利、現金股利；供股/公開發售(現金增資)；公開收購；股票合併、分拆(分割)。

由於目前港股股票仍有實體股票，仍須辦理過戶手續及驗證實體股票，故於香港上市之公司宣布股務訊息時，會同時宣布停止辦理過戶手續，上市公司會以停止辦理過戶手續期間的任何一日作為其公司行為的股權登記日(Issuer Record Date)。停止辦理過戶手續的前一個工作日，即最後交回過戶表格至股份過戶登記處的日期(Last Registration Date)，就是股東可享有相應公司行為權利的最後過戶日期。最後交回過戶表格至股份過戶登記處的日期(Last Registration Date)的前一個工作日為除權日(Ex-dividend date)。於這天及之後買入股份不能享有該次權益。上市公司的股務訊息公告，會在港交所披露易網站(hkexnews)上發佈。

現行香港證券市場股東名冊架構如下，股東名冊上只會呈現香港結算及香港市場的實質受益人、代理人。實質受益人須透過經紀商、保管機構或於開設直接帳戶於香港結算。於滬港通架構下，由香港結算做為股東名冊登記名義人，中國結算、經紀

商、保管機構作為香港結算之參加人，不會出現在股東名冊上。

圖 2-1-5：港股通股東名冊架構



資料來源：聯交所、本研究整理

二、中國結算就港股通服務訊息處理情形

港股通之有價證券服務作業，係由中國結算提供香港市場之參加人及投資人透過滬港通進行的交易結算、交割並提供帳務、服務及名義人相關服務。

港股通之股票目前以電子方式登載於中央結算系統，不涉及實體股票之轉移，為確保中央結算系統之參加人及其客戶之股東權益，中國結算係以當事人身份對香港結算負責。

就港股通部分，按「滬港股票市場交易互聯互通機制試點登記、存管、結算業務實施細則」第 23 條：「本公司提供的名義持有人服務包括現金紅利派發、送股、股份分拆及合併、投票、公司收購及出具持有證明等。本公司不提供新股發行認購服務。」

本公司依照有關法規、規章或規範性檔的相關規定，辦理額度內供股、額度內公開配售和以股息權益選擇認購股份的服務，暫不提供超額供股和超額公開配售的服務。」

《滬港股票市場交易互聯互通機制試點登記、保管、結算業務實施細則》亦針對現金紅利、股票之配發、股份分拆及合併(即股份分割、合併)、投票及公開收購事件為詳細規範。例如中國結算辦理現金股利配發，係於收到香港結算或上市公司派發的外幣股利資金後三個港股通交易日內，進行換匯、清算發放等業務處理¹；至於股票股利之配發，根據香港結算入帳時間，於收到股票股利之當日或次日進行處理，須於次一港股通交易日，始得買賣該股票股利²。

股票合併、分割之處理，依聯交所及香港結算的業務規則，結合上交所交易之安排，進行股份代碼轉換處理，調整帳戶持有數量³。

有關投票部分之處理，係由中國結算彙總於投票期間內港股通投資人之投票意願後，向香港結算提交。若投資人之投票票數總額超過投票登記日或香港結算投票截止日持有數量，則中國結算將以實際持有數量為準按比例分配⁴。

¹ 請參閱《滬港股票市場交易互聯互通機制試點登記、保管、結算業務實施細則》第 25 條

² 請參閱《滬港股票市場交易互聯互通機制試點登記、保管、結算業務實施細則》第 26 條

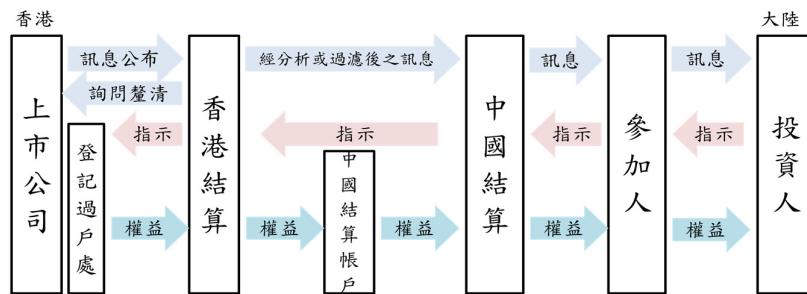
³ 請參閱《滬港股票市場交易互聯互通機制試點登記、保管、結算業務實施細則》第 27 條

⁴ 請參閱《滬港股票市場交易互聯互通機制試點登記、保管、結算業務實施細則》第 28 條

有關公開收購股務事件，於強制型公開收購事件，中國結算將依據香港結算指示，圈存港股通投資人申請收購之相應股份並註銷。於非強制型公開收購事件，則根據收購期間內港股通投資人之參加意願，圈存港股通投資人申請收購之相應股份並註銷。如該收購事件未達成收購條件，則依據香港結算指示，將相應股份退回申請收購之港股通投資人⁵。

故中國結算提供港股通客戶供股、併櫃交易(例如更改交易單位導致畸零股、公司分割合併等)、公司吸收合併等其他影響投資人權益之重大訊息，及於客戶所持有之含權股數內之供股(具認股權之現金增資)、公開配售及以股息全意選擇認購股份(即股息再投資)之服務，已如上所述。惟不含以超過其所持有之認股權、或所得認購之股票認購之服務，亦不含新股發售認購之服務。

圖 2-1-6：港股通股務訊息傳遞程序



資料來源：聯交所、本研究整理

⁵請參閱《滬港股票市場交易互聯互通機制試點登記、保管、結算業務實施細則》第 29 條

第二節 滬港通北向交易

壹、滬股通交易模式

一、交易投資參與者資格

聯交所接納所有香港及海外投資者參與滬股通買賣滬股通股票。

二、交易時間

北向交易按照上交所的交易時間。但聯交所將於中國大陸市場早市及午市開市前五分鐘起接納交易所參與者的北向訂單。

表 2-2-1：滬股通交易時間

上交所交易時段	上交所交易時間	交易所參與者 落北向訂單的時段
開市集合競價	09:15 – 09:25	09:10 – 11:30
連續競價 (早市)	09:30 – 11:30	
連續競價 (午市)	13:00 – 15:00	12:55 – 15:00

資料來源：上交所、本研究整理

三、交易方式

(一)、交易單位

所有滬股通股票買盤每手均為 100 股 (必須以整手落買盤)。僅賣盤可接納碎股，而所有碎股必須以單一賣盤出售。因此，完整買賣單位的買盤訂單與碎股賣盤相撮合形成碎股交易的情況亦屬常見。與香港市場不同，上交所收到的完整買賣單位的訂單與碎股訂單是在同一交易平台撮合，並在同一

價位競價。滬股最大買賣盤為 100 萬股，最低上落價位劃一為人民幣 0.01 元。

(二)、競價方法

1、集合競價：9:15至9:25接受委託，9:25以集合競價開盤。9:15至9:20可接受新增及撤銷申報，9:20至9:25可接受新增，但不可以撤銷申報。集合競價規則：

- (1)、可實現最大成交量的價格；
- (2)、高於該價格的買入申報與低於該價格的賣出申報全部成交的價格；
- (3)、與該價格相同的買方或賣方至少有一方全部成交的價格。
- (4)、兩個以上申報價格符合上述條件的，使未成交量最小的申報價格為成交價格；仍有兩個以上使未成交量最小的申報價格符合上述條件的，其中間價為成交價格。按成交原則達成的價格不在最小價格變動單位範圍內的，按照四捨五入原則取至相應的最小價格變動單位。

2、連續逐筆競價：盤中及收盤採行。成交價格的確定原則為：

- (1)、最高買入申報價格與最低賣出申報價格相同，以該價格為成交價格；
- (2)、買入申報價格高於即時揭示的最低賣出申報價格的，以即時揭示的最低賣出申報價格為成交價格；

(3)、賣出申報價格低於即時揭示的最高買入申報價格的，以即時揭示的最高買入申報價格為成交價格。

(三)、前端監控

中國大陸投資者只可出售前一天日終時其股份戶口持有的 A 股。根據投資者的持股量，若投資者戶口並無足夠股份，上交所將拒絕相關賣盤訂單。就滬股交易通而言，聯交所將對所有滬股交易通賣盤訂單施行類似的交易前檢查，確保單一交易所參與者並無超售其持有股份的情況發生。

1、滬股通上路初期之前端監控模式

於滬股通上路初期，若該日累計賣盤股數超過其開市時的持股量，相關賣盤將被拒絕。因此，下賣出委託單時，投資者必須確保其於交易所參與者(作為賣盤經紀)開立的戶口有足夠股份。若股份存於另一交易所參與者或託管人的戶口，投資者必須先於 T-1 日或透過 T 日早上交割指示將股份轉移至相關賣盤交易所參與者，以便於 T 日出售股份。

T 日早上將增設交割指示時段，容許託管人或全面結算參與者(非交易所參與者)為交付股份一方轉移滬股通股票。隨後滬股通股票的可出售數量將予更新，以便進行交易前檢查。

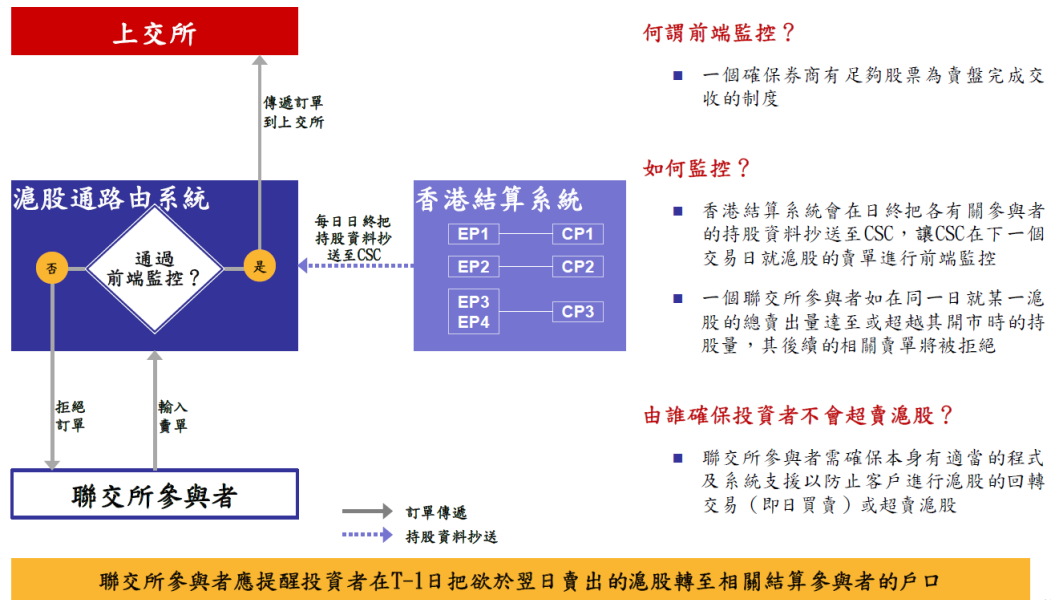
2、2015 年 3 月 30 日後之前端監控模式

為方便投資者出售存放於託管商的上交所證券時無需預先把股票從託管商交付給經紀，聯交所於 2015 年 3 月 30 日推出優化前端監控模式。在此模式下，若投資者的上交所證券存放於託管商(包括託管商參與者及非交易所參與者之全面結算參與者)，可要求其託管商於中央結算系統開立特別獨立戶口 (SPSA) 以存放其上交所證券。中央結算系統會為每個 SPSA 分配一個投資者識別編號。投資者可以向最多 20 名交易所參與者授權為其執行賣盤指令時使用其投資者識別編號。

中央結算系統會把託管商名下 SPSA 內的上交所證券持股量複製到 CSC 進行前端監控。當受托的交易所參與者為其客戶輸入賣出指令時必須同時輸入該投資者的識別編號。當賣出指令被傳送至上交所前，CSC 會檢查該交易所參與者是否受托經紀及該投資者是否有足夠的持股量。通過檢查的賣盤會被接受，否則會被拒絕。

這種模式下，投資者於交易達成後才需把有關股票從 SPSA 轉移至指定的經紀帳戶，而毋需在下單前進行。

圖 2-2-2：滬股通 SPSA 監控機制



資料來源：上交所、本研究整理

(四)、委託類型：

滬股通股票全日只接受限價訂單（上交所限價訂單可於指定價格或更優價格撮合）。

(五)、股價漲跌幅限制

就滬股通股票而言，上交所目前實行的價格限制一般為不超過前一日收市價的±10%（被納入風險警示板的滬股（即ST股票及*ST股票）的價格限制為±5%）。

所有滬股通股票訂單的價格必須在價格限制範圍之內，否則訂單會被上交所拒絕。價格限制的上下限在一天之內不會變動。

(六)、交易標的

1、納入滬股通的一般原則

在各類滬股中，初始階段僅有 A 股獲納入滬港通。其他產品類別如 B 股、交易所買賣基金、債券以及其他證券將不包括在內。

在初始階段，香港與海外投資者可買賣上交所市場上市的滬股通股票，包括上證 180 指數的成份股、上證 380 指數的成份股，以及不在上述指數成份股內但有 H 股同時在聯交所上市及買賣的上交所上市 A 股，但不包括下列股票：

- (1)、所有以人民幣以外貨幣報價的滬股；
- 及
- (2)、所有被實施風險警示的滬股。

任何滬股因被納入風險警示板而在滬港通初期推出時暫不納入為滬股通股票，該等滬股如日後從風險警示板剔除，但仍屬於有關指數成份股或其相應的 H 股仍在聯交所掛牌買賣（如適合）將被接納為滬股通股票。

2、只供賣出的滬股通股票

滬股通股票將在以下幾種情況下被暫停買入（但允許賣出）：

- (1)、該等滬股不再屬於有關指數成份股；
- 及/或
- (2)、該等滬股被實施風險警示；及/或
- (3)、該等滬股相應的 H 股不再在聯交所掛牌買賣；相應適用情況。

3、有關 A+H 股

若一家中國大陸公司尋求在上交所（作為 A 股）及聯交所（作為 H 股）同時上市，則相關 A 股將在 A 股及 H 股通過相關監管機構或交易所規定的價格穩定期（按其招股章程所述）之後獲接納為滬股通股票。

若有聯交所掛牌公司的 H 股中國大陸公司尋求 A 股於上交所上市，則其 A 股將在通過上交所規定的價格穩定期之後獲接納為滬股通股票。

若有股份不在聯交所上市的上交所掛牌公司尋求 H 股於聯交所上市，則其 A 股將在 H 股通過香港證監會規定的任何適用價格穩定期（按其招股章程所述）期滿之後方獲接納為滬股通股票。

若滬股通股票的相應 H 股在聯交所暫停買賣，投資者可繼續買賣在上交所仍可買賣的相關滬股通股票。

香港及海外投資者可收取滬股通股票發行人的股份或其他類型的證券作為權益：

- (1)、若權益證券為滬股通股票，則香港及海外投資者可透過滬股通買賣此權益證券；
- (2)、若權益並非滬股通股票但為以人民幣交易的滬股，香港及海外投資者

可透過滬股通賣出權益證券，但不可買入該權益證券；及

- (3)、若權益證券並非滬股，香港及海外投資者不可在上交所買賣權益證券。香港結算現正研究另作安排處理此情況，並將在適當時候向結算所參與者提供最新資料。

滬股通股票名單已載於香港交易所網站，並將不時更新。

四、相關費用

香港與海外投資者透過滬港通買賣滬股通股票須繳納上交所現行的交易相關費用（如經手費、證管費等）以及中國結算及香港結算現行的結算相關費用（如過戶費）。部分中央結算系統費用將仍然適用於滬股通股票，包括與交割指示相關的股份交割費用以及款項交割費用。另外，香港結算將提供保管及代理人服務代其結算參與者持有滬股通股票。香港結算對此服務推出「證券組合費」。證券組合費將按月以港幣收取。

此外，國家稅務總局就上交所交易所收取的稅項，包括印花稅及股息稅，亦將適用於北向交易及透過滬港通買入的滬股通股票。就國家稅務總局規定的其他稅項（如適用），香港交易所將與國家稅務總局進一步磋商。

表 2-2-3：滬股通相關費用

費用	稅率	收費方
經手費	雙邊成交金額的 0.00487%	上交所
證管費	雙邊成交金額的 0.002%	中國證監會
過戶費	雙邊成交金額的 0.002%	中國結算
	雙邊成交金額的 0.002% (香港結算豁免 100%有關中央結算系統一般規則修訂之過戶費約六個月至 2016 年 2 月 12 日。 自 2016 年 2 月 15 日起，香港結算豁免 50%有關中央結算系統一般規則修訂之過戶費約六個月至 2016 年 8 月 12 日。)	香港結算
交易印花稅	只收取賣方成交金額 0.1%	國家稅務總局

資料來源：上交所、本研究整理

五、當沖交易

中國大陸 A 股市場不允許當沖交易。因此，香港與海外投資者於 T 日買入滬股通股票後僅可於 T+1 日或之後賣出。

六、保證金交易(香港稱為：孖展買賣)

在符合相關條件下，交易所參與者可進行滬股通股票保證金交易。

香港及海外投資者不能參與上交所的融資融券，但根據上交所規定，可使用滬股通交易所參與者及透過滬股通交易所參與者為客戶買賣滬股通股票的聯交所登記交易所參與者(Trade-through 交易所參與者)所提供的資金，透過任何形式的證券保證金融資安排經滬港通購入滬股通股票。

目前，中國大陸投資者僅可對合資格 A 股(即

按照現行上交所制度可進行融資融券的 A 股) 進行保證金交易。香港及海外投資者要在香港就滬股通股票進行保證金交易，這限制同樣適用。上交所不時釐定可進行保證金交易的證券名單將登載於香港交易所網站以供投資大眾查閱。名單上只載列透過滬港通可同時買入及賣出的滬股通股票。

按上交所的相關規則，若有個別 A 股的保證金交易交投超出上交所訂定的上限，上交所可能會暫停該 A 股的保證金交易活動。當保證金交易交投降低於規定比例時再重新接受保證金交易。如遭暫停或恢復保證金交易的是名列可進行保證金交易證券名單的滬股通股票，聯交所將透過香港交易所網站通知交易所參與者及投資者。該 A 股通過滬股通進行的保證金交易活動將相應地暫停或恢復。

上交所有權要求在傳遞至上交所系統的買賣訂單中特別標示為保證金交易訂單。此項規定在滬股交易通推出初期將不會實施；聯交所將事先就實施時間向交易所參與者發出通知並給予充足時間確保參與者作出必要的準備。

七、股票借貸

滬股通股票的股票借貸可在以下情況進行：

- (一)、依據《交易所規則》進行賣空：投資者借入滬股通股票，再經滬股通交易所參與者透過滬股通在上交所出售；及
- (二)、使滬股通交易所參與者的客戶能出售其持有但未能及時轉至相關中央結算系統股份帳戶，以符合《交易所規則》所載前端監控規

定。

滬股通股票的股票借貸將受上交所訂定的限制規限（有關內容將納入聯交所的《交易所規則》內），包括：

- （一）、以賣空為目的的股票借貸協議不可超過一個曆月；
- （二）、以符合交易前檢查的股票借貸協議不可超過一日（不可續期）；
- （三）、股票貸方只限於上交所釐定的若干類別人士；
- （四）、股票借貸行為將需向聯交所提交報告。

供賣空用的股票借貸將限於透過滬港通可同時買入及賣出的滬股通股票，即不包括只可賣出的滬股通股票。

為符合交易前檢查要求而進行的股票借貸將涵蓋所有滬股通股票，包括透過滬港通只可賣出的滬股通股票。

八、假期安排

在滬港通推出初期，投資者只可於兩地市場均開放交易且兩地市場的銀行於相應的交割日均開放服務的工作日在對方市場進行交易。此安排將確保兩地市場投資者及經紀可在相關結算日通過銀行收發相關款項。

表 2-2-4：滬股通假期安排

	內地	香港	滬股通是否開放？	
第一天	營業日	營業日	開放	
第二天	營業日	營業日	不開放	款項交收日香港市場不開市
第三天	營業日	假日	不開放	香港市場不開市
第四天	假日	營業日	不開放	內地市場不開市

資料來源：上交所、本研究整理

若某一滬股交易通的交易日為香港市場的半日市，滬股交易通將繼續開放至上交所市場收市。滬股通交易日期皆會登載於香港交易所網站。

貳、滬股通結算交割模式及有價證券保管作業

根據中央結算系統規則，以下類別的中央結算系統參與者可申請成為北向交易結算及交割的參與者（中華通結算參與者）：

- 一、直接結算參與者；及
- 二、全面結算參與者。

直接結算參與者及全面結算參與者進行北向交易之結算交割作業前須先符合以下登記條件：

- 一、內部後勤系統及營運程序（包括內部程序、監管程序及文檔系統）以處理中華通證券及相關交割程序
- 二、能初步於香港營業日經香港銀行同業結算有限公司操作的即時支付結算系統(RTGS)進行人民幣交割
- 三、順利完成香港結算指定的市場演習/測試及/或向香港結算證明其系統及營運已為進行及/或結算中華通證券交易作好準備
- 四、向香港結算確認其已為遵守香港結算且為任何規定、指令或限制作好準備。

香港結算向中國結算申請成為結算參與人，就香港投資人達成之滬股通交易對中國結算承擔交割責任。

作為中國結算的參與人，香港結算將代表其中華通結算參與者與中國結算在上海交割滬股通證券交易。另一方面，香港結算將根據中央結算系統「持續淨額交收」機制在香港與其中華通結算參與者交割相關交易。

一、交割時點

(一)、券項：T 日

(二)、款項：T+1 日

二、款券收付方式

(一)、券項：

香港結算於 T 日 16:30 及 18:00 分二批次與其結算參與人完成，於 T 日 18:00 前與中國結算完成。

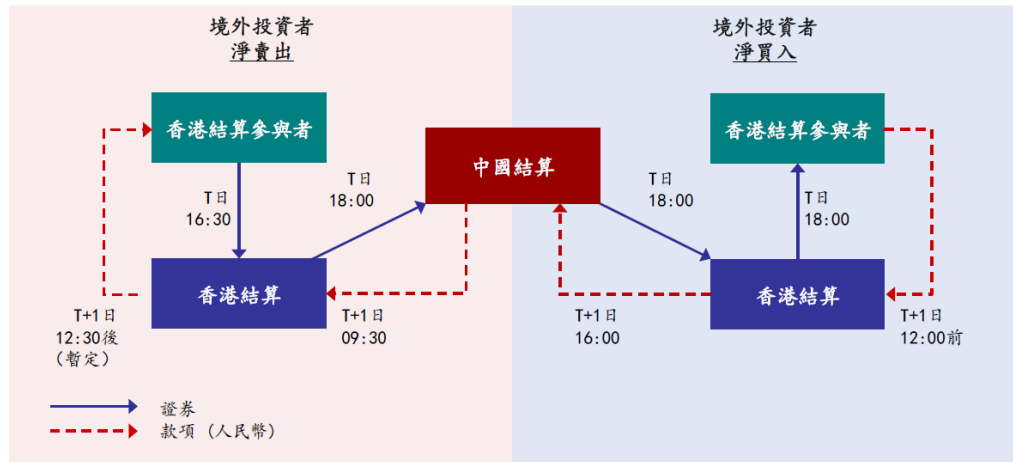
(二)、款項：

香港結算於中國結算開設證券帳戶，於中國結算指定保管機構開設資金帳戶，並需對中國結算繳納客戶證券結算保證金，但不需繳證券結算保證金。

香港結算需於 T 日 18:00 前與中國結算完成券項交割(結算參與人則分別於 16:30 及 18:00 二批次交割)，於 T+1 日中午左右完成款項交割(皆以人民幣交割)。

滬股通因有賣出前端控管，所以不致發生券項交割不足情形。

圖 2-2-5：滬股通證券及款項交割圖



- 按內地市場的規則：在T日進行股票交收；在T+1日進行款項交收
- 如香港結算為淨賣出，香港結算將從中國結算及淨買入的參與者收取人民幣，以支付人民幣予淨賣出的參與者
- 如香港結算為淨買入，香港結算將從淨買入的參與者收取人民幣，以支付人民幣予中國結算及淨賣出的參與者
- 投資者需自行預備人民幣資金以便進行交收

資料來源：上交所、本研究整理

三、款項違約處理

- (一)、向中國結算指定相當違約金額之證券或提交擔保品。
- (二)、中國結算就不足部分依交易日買入成交順序，自後往前依次扣券。香港結算於違約次日仍無法補足違約金額本金、利息、違約金時，由中國結算賣出所扣證券。
- (三)、香港結算為香港證券市場提供結算、交割和保管服務，是香港證監會根據《證券及期貨條例》第 37(1)條認可的「認可結算所」。除提供結算服務，香港結算亦作為中央證券存管處及證券結算系統，提供保管、代理人、證券及交割服務，有關角色載於經香港證監會批准的《中央結算系統一般規則》內。除

香港證監會認可外，香港結算亦是其他國際機構（包括國際貨幣基金組織）接納認可的中央結算對手方、證券結算系統和中央證券存管處。香港結算亦已向歐盟旗下歐洲證券市場管理局(ESMA)申請認可為歐洲市場基礎設施監管規則(EMIR)下的「第三國家中央結算對手」，並已於最近更新其申請，以包括滬港通各項要點在內。

參、滬股通有價證券股務作業

一、滬股通股東名冊架構

滬股股東名冊架構為實際持有人(即投資人)以自己的名義直接登記在發行人的證券登記簿上。惟於滬港通架構下，配合香港市場實務，採取名義持有人之方式，由香港結算在中國結算開立綜合帳戶(Omnibus account)，為其參加人持有滬股，故股東名冊上只會呈現香港結算綜合帳戶、及原滬股市場之中國大陸投資人。滬股股票保管於參加人之中央結算系統帳戶中，投資人必須透過券商或保管機構等香港結算參加人之名義持有股票。(如下圖)

圖 2-2-6：滬股通股東名冊架構圖



資料來源：上交所、本研究整理

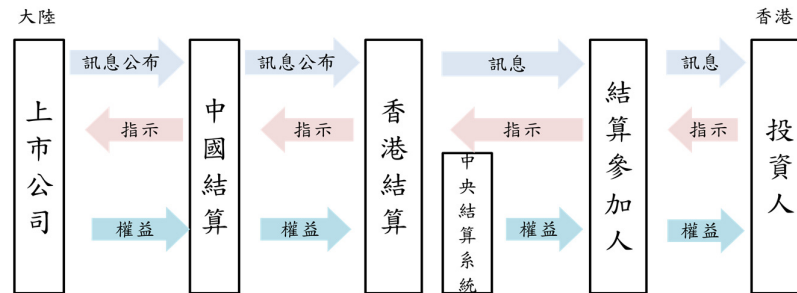
二、香港結算就滬股通股務訊息處理情形

香港結算為提供滬股通之參加人在中央結算系統中保管之滬股通股票提供服務。香港結算從上交所網站蒐集股務事件相關訊息，提供予結算參加人，再由結算參加人通知其客戶(即投資人)，但滬

股通股票的回覆期間最短可能只有一個工作天。

若滬股通之股務事件需要投資人回覆，則由結算參加人彙總後，交由香港結算透過上交所或中國結算之回覆平台，回覆該彙總後股務事件指示。滬股通之發行公司可選擇經由上交所的平台或是中國結算之平台回覆指示。目前，多數滬股通發行公司係選擇經由上交所之回覆平台接收股務事件之回覆。

圖 2-2-7：滬股通股務訊息傳遞程序



資料來源：上交所、本研究整理

滬股通常見的股務有股票股利、現金股利及股東會投票；較不常見的有公開收購及現金增資，就須回覆之股務事件，中央結算系統參加人(即證券商或保管機構)會指定投資人之回覆期限及相關回覆方式，投資人若欲參與滬股通股票之股務事件，須遵守相關規定。以下就滬股通股務事件之處理流程分述之。

(一)、現金股利

以現金股利為例，相關股務作業流程為香港結算會及時為中央結算系統參與者收

取並派發滬股通股票的現金股利。在配發日收到現金股利後，香港結算將在同日將現金股利發給有關的中央結算系統參加人。

(二)、股東會及投票通知

關於股東會及投票通知，香港結算將通知中央結算系統參加人，所有滬股通股票股東會詳細資訊，例如舉行日期、時間及決議案數目等。香港及海外投資者於記錄日期(Record date)在中央結算系統參與者持有相關股份可透過中央結算系統參與者進行投票。香港結算會整合中央結算系統參與者的投票指示，透過指定網絡投票平台遞交一份綜合投票結果（包含贊成及/或反對的股數和棄權及/或累積投票的股數）予相關的滬股通股票發行人。

另外，由於香港結算作為上海交易所上市公司股東名冊上的股東，並以其作為投資人滬股通股票之名義人，香港結算可以股東身份參與滬股上市公司之股東會。只要該公司章程並無明文禁止其股東委任代表參加股東會，香港結算於收到委派書後，將按該委派書安排委任一名或多名投資人作為代表出席相關公司的股東會。並根據中央結算系統規則，持有達到中國大陸法規及上市公司章程規定股份門檻之投資人，可以經中央結算系統參加人由香港結算向上市公司提交股東會議案。香港結算亦會協助股東提出

相關議案予該公司。

(三)、公開收購

由香港結算通知中央結算系統之參加人滬股通股票的公開收購詳情，例如收購價格及收購期間。公開收購可以現金或股票作收購。收購期間一般約三十天。透過中央結算系統參加人持有股份之投資人於收購期間可透過中央結算系統參加人提出收購申請。香港結算彙整參加人之收購指示後，透過指定電子平台將彙整後之收購指示提供予滬股通股票發行公司。當收到現金或股票後，香港結算將於同日將現金或股票發給相關的中央結算系統參加人。

(四)、現金增資

香港結算將通知中央結算系統參加人滬股通股票的現金增資詳情，例如認購價及認購期間。認購時期一般約一星期，但也可能短至一個工作日。投資人於基準日透過中央結算系統參加人持有相關股份將收到相關配股或是認股權，並得於認購期間透過中央結算系統參加人認購股份。該配股或認股權不得交易且不提供額外認購。香港結算於彙整中央結算系統參加人的認購指示後，將透過指定電子平台提供遞交彙整後之認購指示予相關的滬股通股票發行公司。當收到配股後，香港結算將於同日將股票配發予相關的中央結算系統參加人。

第三節 滬港通法制作業

中國大陸推動滬港通，係遵循上海及香港兩地市場現行的交易結算法律法規和運行模式，另根據兩地規定的差異，做出協調性的安排。

滬港通法規體系主要可分為以下三個層面：

壹、兩地證監會聯合公告

中國證監會和香港證監會為共同推動滬港通試點，於2014年4月10日發布《聯合公告》，確立滬港通所需遵循的原則，主要內容包括滬港通的基本概念、業務模式、積極意義、制度要點、跨境監管和執法合作、對口聯絡機制等，並預計於6個月完成相關制度之準備後再正式啟動。此外，為保護兩地投資者合法權益，於2014年10月17日共同簽署《滬港通專案下中國證監會與香港證監會加強監管執法合作備忘錄》，以建立滬港通跨境監管合作制度。

貳、中國證監會發布規定

在滬港通啟動前之準備期間，中國證監會制訂規定如下：

- 一、2014年6月13日發布《滬港股票市場交易互聯互通機制試點若干規定》(以下簡稱《滬港通試點若干規定》)，為市場各方參與滬港通活動的重要依據，主要內容包括：

- (一)、一般性規定

確立相關定義，包括：滬港通、滬港通、
港股通等），以及相關活動適用法律法規的
原則。

(二)、市場主體的職責

規定證券交易所、證券交易服務公司和
結算機構的職責；對中國境內證券公司開展
相關業務提出原則性的要求。

(三)、交易結算安排

對異常交易處理、禁止暗盤交易、外資
持股比例限制、名義持有人下各方權利義務、
清算交收原則、交收貨幣等重大事項作出規
定。

(四)、其他事項

對監管執法及跨境合作作出了原則性規
定；要求上交所、深交所、中國結算完善配
套業務規則；明確了各方的資料保存義務及
生效時間等。

二、2014年10月10日發布《關於證券公司參與滬港通
業務試點有關事項的通知》，明確訂定證券公司參與
滬港通試點有關事項，以保護投資者合法權益。

三、2014年10月17日發布《關於港股通下香港上市公
司向境內原股東配售股份的備案規定》，基於對等原
則、監管信賴原則和不顯著增加上市公司額外負擔
原則，就港股通下香港上市公司向境內原股東配售
股份事項作出規定。

四、2014年11月4日會同中國人民銀行發布《關於滬
港股票市場交易互聯互通機制試點有關問題的通

知》，規範有關滬港通資金流動與相關帳戶之開立與管理。

五、2014年11月17日會同財政部、國家稅務總局發布《關於滬港股票市場交易互聯互通機制試點有關稅收政策的通知》，訂定滬港通有關之稅收政策。

參、兩地交易所及結算機構增修業務規則

於滬港通正式啟動前，各市場主體訂定或修訂與滬港通交易、結算業務相關的業務規則，主要包括：

一、上交所

於2014年9月26日公布規定以下：

(一)、制定《上海證券交易所滬港通試點辦法》，詳細規定了滬港通交易業務的基本模式和具體要求。為上交所對滬港通業務進行規範的主要規則，規定了滬港通交易業務開展的基本模式和具體要求，主要內容包括：

1、滬股通交易方面

規定聯交所證券交易服務公司須申請取得上交所交易參與人資格；滬股通標的股票的范围、調入調出規則；交易方式、訂單類型、保證金交易和擔保賣空等特別制度安排；額度控制公式及達到額度上限時的處理方式；達到持股比例限制時的措施等。

2、港股通交易方面

規定了投資者參與港股通交易的適當性要求及方式；會員參與港股通業務的方

式和要求；港股通股票的範圍、調入調出規則；額度控制公式及達到額度上限時的處理方式；指定交易、保管、資金和證券進行前端控制等與境內 A 股交易相同的安排。

3、交易異常情況處理

參考上交所市場現有的異常情況處理規則，考慮到滬港通業務中的跨境交易技術風險等因素，對滬股通、港股通可能發生的交易異常情況的處置措施、市場公告等事項作出了規定。

4、自律管理

針對滬港通可能出現的違規交易行為及其他違規行為，明確了交易監控、違規行為調查、協助對方交易所調查、提請對方交易所採取監管措施、對對方交易所證券交易服務公司和上交所會員的監管與紀律處分等內容。

(二)、制定《港股通投資者適當性管理指引》用以規範上交所會員對港股通投資者適當性管理的評估標準和要求，並具體規定投資者教育及風險揭示等事項。

(三)、制定《港股通委託協議必備條款》、《港股通交易風險揭示書必備條款》，明確訂定上交所會員與投資者簽署的港股通委託協定及要求投資者簽署的風險揭示書中必須具備的條款內容。

(四)、修改《交易規則》，聯交所證券交易服務公司並非上交所會員，為使其取得上交所「交易參與人」資格，爰刪除交易參與人需取得席位的相關規定，並新增交易參與人的交易申報事項及對其監督管理事項，並修改《參與者交易業務單元實施細則》規定為交易參與人設立交易單元後，方可參與上交所的證券交易。

另於 2014 年 11 月 10 日公佈《香港中央結算有限公司參與滬股通上市公司網路投票實施指引》、《關於加強滬港通業務中上海證券交易所上市公司資訊披露工作及相關事項的通知》。

二、中國結算

於 2014 年 9 月 26 日發布《滬港股票市場交易互聯互通機制試點登記、保管、結算業務實施細則》，用以規範滬港通登記、存管、結算業務。

三、聯交所

修訂《交易所規則》，其中新增「第十四章中華通服務」、「第十四 A 章中華通服務—上海」，自 2014 年 11 月 17 日實施。

四、香港結算

修訂《中央結算系統一般規則》及《中央結算系統運作程序規則》，自 2014 年 11 月 17 日起生效。

滬港通各方主體為推動滬港通，彼此間建立之契約架構，可分為以下三個層面：

一、四方協議

2014年9月4日由上交所、聯交所、中國結算、香港結算共同簽署，該協議係根據中國證監會與香港證監會發布的《聯合公告》提出的原則予以制定，內容涵蓋滬港通主要基本業務細節，用以確立四方主體對滬港通股票交易、結算、保管、市場監察業務的各項權利及義務。協議主要內容為：

- (一)、聯交所與上交所同意將為各自市場的投資者提供下單資訊傳輸及相關技術基礎設施，讓雙方買賣在對方市場上市的股票；香港結算與中國結算同意將為中國大陸及香港的投資者提供交易清算、及交割安排，以及保管、名義持有人和其他相關服務。
- (二)、上交所和聯交所同意將根據公平對等的原則平均分享因滬港交易通以交易費用方式產生的收入；中國結算和香港結算同意將根據相同原則平均分享因滬港結算通以結算費用方式產生的收入。
- (三)、滬股交易通向上交所提交的或在上交所執行的所有訂單，應遵守上交所的業務規則、作業程序及中國大陸適用的法律規定；透過港股交易通向聯交所提交的或在聯交所執行的所有訂單，應遵守聯交所的規則、作業程序及香港適用的法律規定。
- (四)、上交所和聯交所為實行滬港交易通，需要在遵守適用法律和獲得必要批准的前提下，各自在其規則和程序中修訂及新增所有必要

的條款。

(五)、上交所、聯交所將分別督促上交所子公司、
聯交所子公司遵守適用法律、本協議。

二、滬港交易通協定及結算通協定

上交所、上交所子公司、聯交所、上交所子公司和聯交所子公司將進一步協商定並簽署滬港交易通協定，其中包括滬港交易通各項具體事宜的運行安排；中國結算和香港結算將進一步協商定並簽署滬港結算通協議，其中包括滬港結算通清算交割、登記保管等服務安排。

三、證券商與投資人之委託協定

上交所與中國結算共同制訂《港股通委託協議必備條款》、《港股通交易風險揭示書必備條款》，要求中國內地證券公司應在其與客戶簽訂之港股通委託協定中載明必要條款，內容提醒投資人注意兩地市場之差異、買賣股票範圍、交易額度限制、滬港通交易日等，以保障投資人權益。

兩地證監會基於於滬港通之交易結算、額度管理等相關業務規則、操作方案、技術系統及監管安排等之法制架構均告確定，於 2014 年 11 月 10 日公告，滬港通自 2014 年 11 月 17 日起正式啟動。

滬港通制度具有以下特點：

一、規則適用的主場原則

依《聯合公告》第三點(一)及《滬港通試點若干規定》第 3 條規定，滬港通遵循兩地市場現行的交易結算法律法規，相關交易結算活動遵守交易結

算發生地的監管規定及業務規則，上市公司遵守上市地的監管規定及業務規則，證券公司或經紀商遵守所在國家或地區監管機構的監管規定及業務規則，本規定另有規定者除外。是以，滬港通是在「本地原則為主，主場規則優先」架構下，原則遵循現行機制及投資者交易習慣原則。

二、滬港通為雙向直通交易

(一)、雙向交易

中國大陸曾於 2007 年 8 月 20 日公布「開展境內個人直接投資境外證券市場試點方案」（簡稱「港股直通車」），在天津市試點，中國境內投資者可直接投資香港聯交所公開上市交易的證券，屬跨境交易，惟僅限中國大陸投資者「單向」投資香港股市所有股票，實施不久即因中國大陸政府於考量相關法律監管未完成、金融體系穩定度及投資人風險意識不足等因素後，自 2007 年 11 月起無限期暫停。「滬港通」依《聯合公告》第一點及《滬港通試點若干規定》第 2 條規定，「滬港通」是指上交所與聯交所建立技術連接，使中國內地與香港投資者可以透過當地證券公司或經紀商買賣規定範圍內對方交易所上市的股票，為滬港兩地之雙向交易，包括滬股通和港股通兩部分。

(二)、直連式交易及結算

1、採用交易所直連的模式

「證券交易服務公司」模式是滬港通交易機制的重要制度設計，依《滬港通試點

若干規定》第 5 條及第 6 條規定，滬港兩家交易所分別在對方所在地設立證券交易服務公司提供訂單路由服務，接收當地投資者買賣對方交易所股票的訂單，並傳遞至對方交易所。滬股通由聯交所證券交易服務公司-「港盛信息服務（上海）有限公司」申請成為上交所的交易參與人並取得參與者交易業務單元，為投資者及證券公司提供滬股通交易的訂單路由服務；港股通則由上交所證券交易服務公司-「中國投資資訊有限公司」申請成為聯交所的特殊交易所參與者，為投資者及證券公司提供港股通交易的訂單路由服務。

2、採用直連跨境結算模式

依《聯合公告》第三點(二)及《滬港通試點若干規定》第 7 條規定，「中國證券登記結算有限責任公司」與「香港中央結算有限公司」採取直連的跨境結算方式，相互成為對方結算機構的結算參與人，為滬港通提供相關的結算服務，並分別作為當地投資者透過滬港通買入股票的名義持有人。投資者依法享有通過滬港通買入的股票權益。中國結算作為名義持有人，以自己的名義，透過香港結算行使對該股票發行人的權利。中國結算代表投資者行使股東權利前，應透過中國大陸證券公司事先徵求投資者的意見，並按照其意見辦理。

中國結算出具的股票持有記錄，是港股通投資者享有該股票權益的合法證明。香港投資者透過滬股通買入股票達到資訊披露要求的，應當依法履行報告和資訊披露義務。基於互不傳導結算風險的原則，對於透過港股通達成的交易，由中國結算承擔清算交收責任；對於透過滬股通達成的交易，由香港結算承擔清算交收責任。兩地結算機構應當以風險相對隔離、互不傳遞的原則，互不參加對方市場互保性質的風險基金安排。投資者透過滬港通買賣股票，應當以人民幣與證券公司或經紀商進行交割。

三、標的股票選取制度

(一)、投資標的範圍

依《聯合公告》第三點(三)規定，試點初期，滬股通股票範圍為上證 180 指數、上證 380 指數的成份股，以及在上交所上市的 A+H 股公司股票；港股通股票限於恒生綜合大型股指數、恒生綜合中型股指數的成份股和同時在聯交所及上交所上市得 A+H 股公司股票。依上交所《滬港通試點辦法》第 16 條規定，被實施風險警示的 A 股(即 ST、*ST 股票和退市整理股票)及對應 H 股、以人民幣以外貨幣報價交易的滬股和以港幣以外貨幣報價交易的港股等，不納入滬港通標的股票範圍。

(二)、投資標的之調整

投資者透過滬港通買賣的股票存在一定的範圍限制，交易所可以調整滬港通股票名單滬股通股票的範圍，並由其證券交易服務公司透過其指定網站公佈滬港通股票名單，相關股票調入或者調出滬股通股票的生效時間，以證券交易服務公司於指定網站上公佈的時間為準。對於被調出的滬港通股票，自調整之日起，投資者將不得再行通過港股通買入，但可以賣出。

四、共同交易日原則

(一)、依《聯合公告》第三點(一)規定，滬港通僅在滬港兩地均為交易日且能夠滿足結算安排時開通。因港股通交易日與內地 A 股或者香港市場交易日並不完全相同，投資者可以通過交易所證券交易服務公司的指定網站查詢滬港通的交易日。交易時間按當地交易所的規定執行。

(二)、如果發生上交所證券交易服務公司認定的特殊情形，導致或者可能導致港股通交易服務無法正常進行的，上交所證券交易服務公司可以調整港股通交易日、交易時間並向市場公佈。

五、額度管理制度

(一)、依《聯合公告》第三點(一)規定，試點初期，對人民幣跨境投資額度實行總量管理，並設置每日額度，實行即時監控。其中，滬股通

總額度為 3,000 億元人民幣，每日額度為 130 億元人民幣；港股通總額度為 2,500 億元人民幣，每日額度為 105 億元人民幣。雙方可根據試點情況對投資額度進行調整。

- (二)、由交易所證券交易服務公司對滬港通交易每日額度的使用情況進行即時監控，並在港股通交易日日終了對港股通交易總額度的使用情況進行監控。交易所證券交易服務公司透過網站公佈的港股通交易每日額度及總額度的使用情況等。如果總額度或每日額度用罄時，將拒絕或停止買單申報，並視情形調整投資額度。此外，實行即時監控，避免資金瞬間大量流動。

六、港股通投資者適當性制度

- (一)、依《聯合公告》第三點(一)規定，試點初期，參與港股通的境內投資者僅限於機構投資者及證券帳戶及資金帳戶餘額合計不低於人民幣 50 萬元的個人投資者。聯交所接納所有香港及海外投資者（包括機構、個人）參與滬港通買賣滬股通股票。
- (二)、依《滬港通試點若干規定》第 12 條規定，比照境外機構投資者中國境內證券投資的相關監管規定，要求中國境外投資者的境內股票投資，應當遵循關於持股比例限制的相關規定，即單一境外投資者對單一上市公司的持股比例，不得超過該上市公司股份總數的 10%；所有境外投資者對單一上市公司 A

股的持股比例總和，不得超過該上市公司股份總數的 30%。境外投資者依法對上市公司戰略投資的，其戰略投資的持股不受上述比例限制。中國境內有關法律法規和其他有關監管規則對持股比例的最高限額有更嚴格規定的，從其規定。

滬港通開通後，因應兩地交易所交易制度之變動，曾修正相關規定，主要如下：

- 一、上交所於 2014 年 12 月 4 日修正《交易規則》於第四章中增加第五節「指數熔斷」，自 2016 年 1 月 1 日起實施。聯交所修訂交易所規則，明訂透過滬港通的滬股通買賣 A 股須受上海證券交易所熔斷機制規限之修訂。
- 二、聯交所於 2016 年 6 月 27 日發佈了《有關在證券市場實施收市競價交易時段之修訂》，自 2016 年 7 月 25 日起於香港市場實施收市競價交易，為此，上交所對《滬港通試點辦法》進行了修訂，自 2016 年 7 月 25 日起實施，主要內容如下：
 - (一)、收市競價交易時段模式從 2016 年 7 月 25 日開始實施，適用範圍為恒生綜合大型股及中型股指數成分股、有相應 A 股在中國內地證券交易所上市的 H 股，以及所有交易所買賣基金。
 - (二)、根據聯交所交易規則的修改，在港股通交易日的交易時間中相應增加收市競價交易時段。收市競價交易時段容許競價限價盤，不

容許增強限價盤，且港股通暫不使用競價盤。所稱競價限價盤，係指聯交所《交易所規則》規定的一種適用於聯交所開市前時段和收市競價交易時段的可以指定價格或者更優價格成交的買賣盤。

(三)、投資者參與聯交所自動對盤系統交易，在聯交所開市前時段和收市競價交易時段應當採用競價限價盤委託，在聯交所持續交易時段應當採用增強限價盤委託。

(四)、當日額度在聯交所持續交易時段或者收市競價交易時段使用完畢的，上交所證券交易服務公司停止接受當日後續的買入申報，但仍然接受賣出申報。在上述時段停止接受買入申報的，當日不再恢復，上交所另有規定的除外。

三、2016年8月16日中國證監會和香港證監會發佈的《聯合公告》，滬港股票市場交易互聯互通機制取消滬港通雙向之總額度限制，並於公告之日起即時生效，每日額度限制的規定繼續執行，並配合修訂上交所《滬港通試點辦法》、《港股通投資者適當性管理指引》、《港股通交易風險揭示書必備條款》、《關於啟動滬港通試點有關事項的通知》等相關規定。

2016年8月16日，深港通經中國國務院批准，中國證監會修訂《滬港股票市場交易互聯互通機制試點若干規定》，並更名為《內地與香港股票市場交易互聯互通機制若干規定》。其內容大部分沿用2014年6月發佈《滬

港股票市場交易互聯互通機制試點若干規定》的法律法規適用原則、各市場主體的權利義務和職責等大部分內容，主要修改內容如下：

一、適用範圍擴大至滬港通和深港通

主要是增加了「深股通」、「深港通下的港股通」、「滬港通下的港股通」等定義；增加了深交所、深交所證券交易服務公司、香港聯交所在深圳設立的證券交易服務公司等規範主體；同時將交易所、結算機構、證券交易服務公司、證券公司等市場主體的主要職責也擴大至滬港通和深港通等。

二、增訂滬港通和深港通投資者的適當性管理要求

增加“投資者遵守其委託的證券公司或經紀商所在地的投資者適當性監管規定及業務規則”的規定，確立了投資者通過互聯互通機制參與滬港通、深港通交易，應按照屬地管理的原則，分別遵守內地和香港監管機構及交易所制定的投資者適當性規定和業務規則。

三、為未來貨幣兌換機制預留空間

原規定內地與香港股票市場交易買賣股票，應以人民幣與證券公司或經紀商進行交收，增訂「有關主管部門認可的其他貨幣進行交收的，另行規定。」賦予主管部門可視市場未來需求就增加其他認可的交收幣種另行做出規定，為條件成熟時投資者使用除人民幣以外的其他幣種參與滬港通和深港通交易。

中國證監會將陸續發佈《關於港股通下香港上市公司向境內原股東配售股份的備案規定》、《上市

《公司股東大會規則》、《上市公司章程指引》和《證券基金經營機構參與內地與香港股票市場交易互聯互通指引》等公告，分別對港股通下香港上市公司向境內原股東配售股份、證券登記結算機構作為名義持有人參與上市公司股東大會的投票規則、內地證券基金經營機構參與互聯互通等進行規定。深圳證券交易所、上海證券交易所和中國證券登記結算公司也將同步發佈最新制定或修訂的《深圳證券交易所深港通業務實施辦法》、《上海證券交易所滬港通業務實施辦法》和《內地與香港股票市場交易互聯互通機制登記、存管、結算業務實施細則》等相關配套規則。

第四節 滬港通交易、保管及交割制度彙總

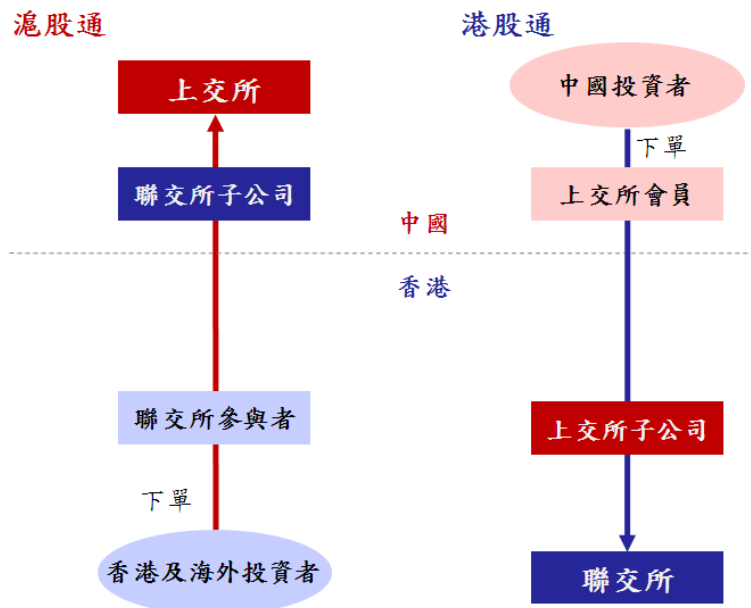
綜觀上述討論，歸納滬股通及港股通之比較如下：

壹、交易作業

從交易面而言，不論滬股通或港股通，聯交所及上交所皆採用設立子公司，並由其申請成為對方之交易會員之方式進行。其作業上有以下特色：

- 一、**交易架構對稱**：南北向交易皆由投資者下單至證券商，再下單至聯交所/上交所之子公司，最後再下單至交易所。
- 二、**當地交易規則優先**：交易時間及相關交易規則依據當地規則辦理。
- 三、**收入平均分配**：上交所、聯交所、中國結算、與香港結算於『四方協議』中約定滬港通之收入平均分配之原則，建立四方合作之基礎。

圖 2-4-1：滬港通交易作業比較圖



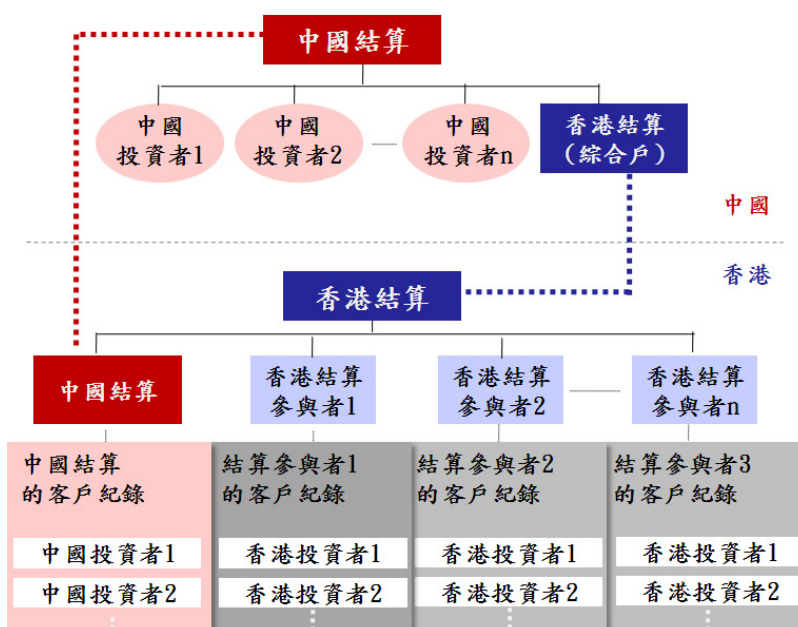
資料來源：聯交所、上交所、本研究整理

貳、保管帳戶架構

有關保管帳戶架構，滬股通係由香港結算於中國結算開立綜合帳戶，明細帳由香港結算參與者維護；港股通係由中國結算於香港結算開戶，並自行維護明細帳。其架構上有以下特色：

- 一、**帳戶架構對稱**：南北向交易皆由結算所互相申請成為對方市場之直接參加人，並開立綜合帳戶。
- 二、**依據當地帳戶架構為原則，並配合 ID 制與非 ID 制市場作適度調整**：中國大陸市場原為 ID 制市場，即中國結算下之帳戶為每一 ID 一個帳戶，為配合滬股通，由香港結算開立綜合帳戶，保管所有香港投資者之有價證券。
- 三、**前端風險控管**：於下單前預先檢核券項餘額，以免發生券項交割不足之情形。

圖 2-4-2：滬港通交割保管帳戶架構比較圖



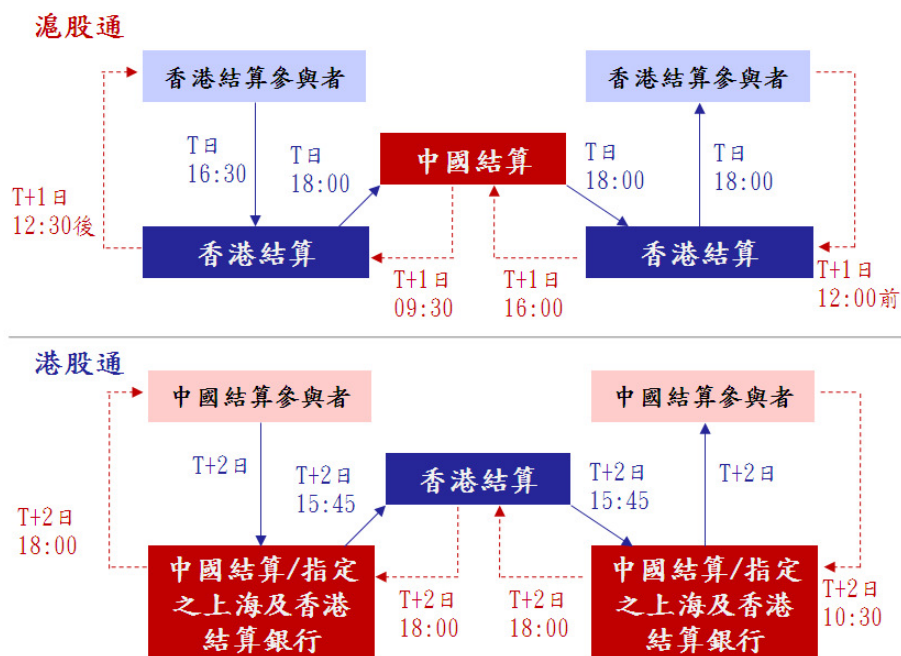
資料來源：聯交所、上交所、本研究整理

參、交割作業

有關滬港通交割作業架構，其設計有以下特色：

- 一、交割架構對稱
- 二、依據當地交割規則：滬港通之交割週期及相關交割作業係依當地既有交割規則為原則。
- 三、淨額結算，最小跨境流動：雙方結算所就當地委託單買賣互抵後，再以淨額向對方市場作結算，以達到最小跨境流動之目的。
- 四、結算交割過程封閉，風險全面監控：滬港通之交割結算係透過雙方結算所進行，即相關交易之結算交割皆於全面監理之下。

圖 2-4-3：滬港通交割作業比較圖



註 1：實線表示券項流程，虛線表示款項流程。

註 2：關於款項交割，滬股通中由香港結算參與者自行準備人民幣；港股通中中國結算參與者給付人民幣，再由中國結算委託在上海及香港之結算銀行進行換匯。

資料來源：聯交所、上交所、本研究整理

肆、非交易性服務

透過滬港通買入之股票，仍可透過非交易性作業進行移轉，然基於風險監控之考量，非交易性作業之範圍仍較一般滬港股可承作範圍小，詳細之比較如下：

表 2-4-4：滬港通非交易性服務比較

	港股	港股通	滬股	滬股通
非交易性移轉	0	¹ 0	0	² 0
股票質押	0	0	0	0
股票借貸	0	×	0	有限制開放 ³

註 1：範圍包括因繼承、法人資格喪失、投資者向慈善團體捐贈及經國家有權機關批准等情形涉及的港股通股票非交易移轉業務。

註 2：範圍包括因股票借貸、交易所參與者與客戶之間的轉移以修正錯誤交易、基金經理向不同基金／子基金【分配股份】(Post-allocation of shares)、繼承、法人資格喪失、向慈善團體捐贈及協助任何法院、檢控官或執法機關採取執法程序或行動。

註 3：限以 1)滬股通賣空為目的，且借貸期間不能超過一個月，或 2)該投資人出售其持有但未能及時撥轉至前端控制相關中央結算系統股份帳戶，且借貸期間不能超過一天。

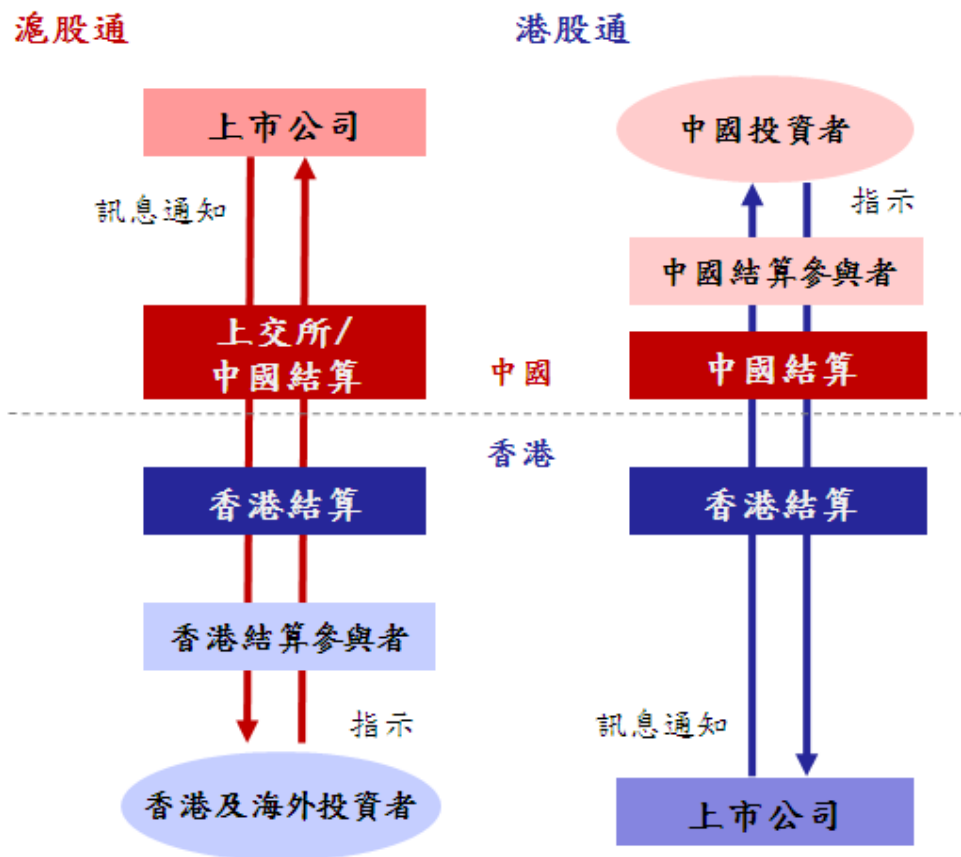
資料來源：聯交所、上交所、本研究整理

伍、股務作業

滬港通之股務訊息係由香港結算及中國結算於對方之股務訊息公佈平台收及資訊後，通知各自之結算參與者，再由參與者通知投資人。其作業上有以下特色：

- 一、**股務訊息傳遞流程對稱**：均由結算所通知結算所參與者，再由參與者通知投資人。
- 二、**依據當地股務規則**
- 三、**股務訊息無語言隔閡（皆使用中文）**：滬股及港股之股務資訊皆提供中文版本，故雙方交易所於股務資訊揭露平台蒐集資訊時，並沒有語言隔閡的問題。

圖 2-4-5：滬港通股務作業圖



資料來源：聯交所、上交所、本研究整理

滬港通若由投資人直接回覆股務訊息，將造成跨境作業複雜度上升，故其股務訊息係由香港結算及中國結算作為代理人代為回覆。其作業上有以下特色：

- 一、依當地規則為原則，並配合跨境交易作業做適度調整：中國大陸市場雖為直接行使模式，但於滬股通建立以香港結算為代理人間接行使。
- 二、雖然香港結算於中國結算開立綜合戶，但透過法律制度設計使實際權益所有人仍為香港及外國投資人：於滬股通中，中國結算相關規定明訂香港結算僅以名義持有人身分持有滬股通股票，而其持股按照規定記錄在中國結算及上市公司的名冊內，另上交所相關規定明確規定由投資者依法享有通過滬股通買入的股票之權益，及最終投資人仍為實際權益擁有人。

表 2-4-6：滬港通股務回覆作業比較圖

	港股	港股通	滬股	滬股通
保管名義人	香港結算 參加人	中國結算	投資人	香港結算
股東名冊上名稱	香港結算	香港結算	投資人	香港結算
權利行使流程	投資人 ↓ 香港結算 參加人 ↓ 香港結算	投資人 ↓ 中國結算 參加人 ↓ 中國結算 ↓ 香港結算	投資人 ↓ 中國結算	投資人 ↓ 香港結算 參加人 ↓ 香港結算 ↓ 中國結算

資料來源：聯交所、上交所、本研究整理

陸、中國大陸市場外資管理

在滬股通上路前，外資可透過申請 QFII 或 RQFII 的方式投資中國大陸市場。滬股通上路後，其為額外增加之管道，與 QFII 及 RQFII 等其他外資投資管道互相獨立。相關比較如下：

表 2-4-7：中國大陸外資管理比較圖

	滬股通	QFII	RQFII
投資者身分	聯交所參與者及其客戶 (無身分限制)	依機構類型有成立年份、資本額、及管理資產總額限制	針對申請者之財務、內控等設有相關限制
投資標的	上證 180 指數成份股 上證 380 指數成份股 A+H 股上市公司的 A 股	上市 A 股 政府債券 公司債券 可轉換債券	人民幣計價之金融產品，且中國證監會及人民銀行可針對投資比例及投資標的類型作出規定
額度	總額控制	個別額度控制	個別額度控制
跨境資金匯出入	由香港結算辦理	個別辦理，且有資金停留期與匯出額度限制	個別辦理，由人民銀行及國家外匯局進行監控及管理

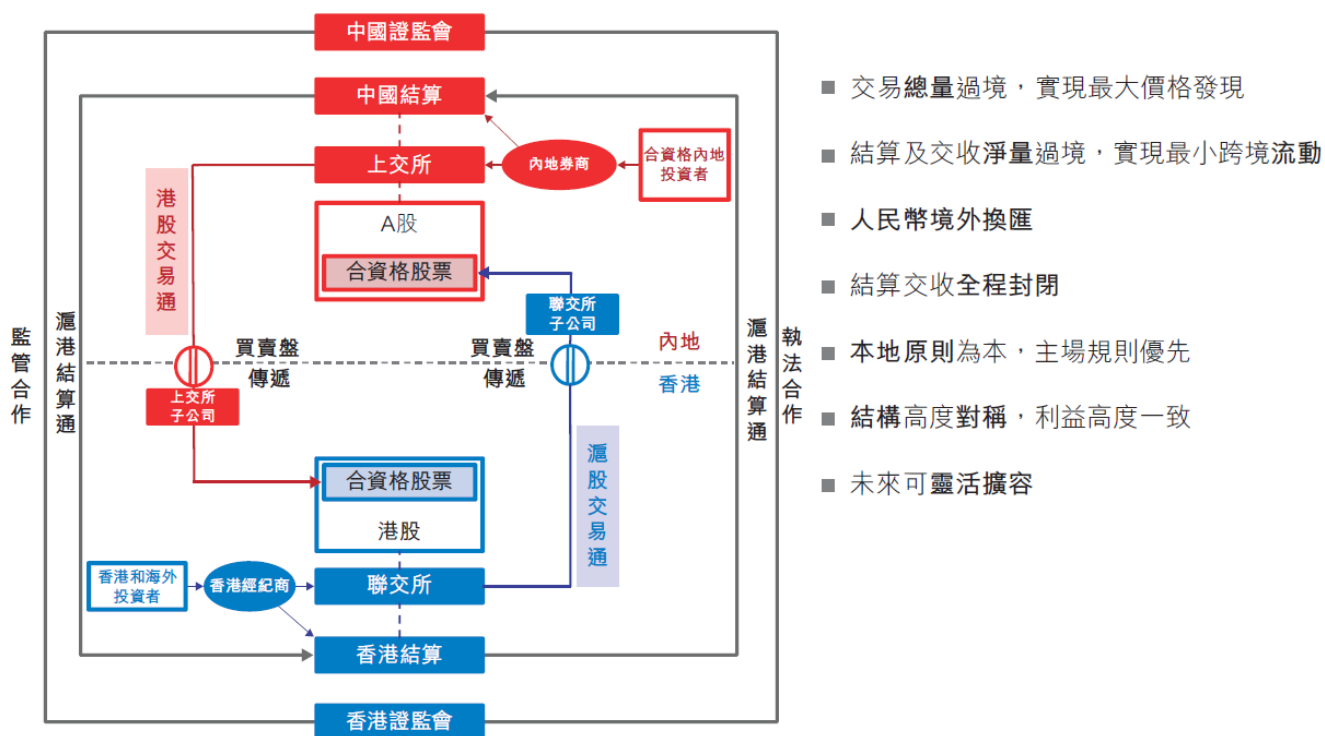
資料來源：聯交所、上交所、本研究整理

柒、小結

綜合上述討論，滬港通為一成功的跨境交易連接模式，其主要特色如下：

- 一、市場規模相當，收入平均分配
- 二、交易/交割/帳戶/股務結構對稱
- 三、依據當地規則為原則，為配合跨境作業作適度調整
- 四、交易前端控管，結算交割過程封閉，風險全面監控
- 五、無語言隔閡，股務訊息完整傳遞

圖 2-4-8：滬港通特色示意圖



資料來源：聯交所、上交所、本研究整理

未來我國從事跨境連接交易中，集保結算所如何參考滬港通成功之主要因素，規劃後台作業模式及架構，將於第四章詳細討論。

第三章 國內跨境交易、款券交割及保管服務概況

滬港通之制度設計主要依現行滬股及港股之制度，並配合跨境交易之特性作適度調整，參考此一模式，我國規劃跨境連接交易時，必須參考我國既有之制度。於本章將於第一節討論現行外資及陸資投資我國(inbound)之現況，並於第二、三節討論現行我國自然人與機構法人投資外國資產(outbound)之現況及模式。

第一節 外資及陸資投資我國資本市場現況

壹、法源依據

一、我國外資投資規定

我國引進外資投資國內證券，主要係依據行政院於 71 年核定之「引進僑外資投資證券計畫」採取逐步開放之三階段作法，分述如下：

(一)、第一階段

行政院於 72 年 5 月 26 日發布「證券投資信託事業管理規則」，開放國內證券投資信託事業可至海外募集基金，投資國內證券市場。

(二)、第二階段

行政院於 79 年 12 月 28 日修正公佈「華僑及外國人投資證券及其結匯辦法」，開放外國專業投資機構(Qualified Foreign Institutional Investor，簡稱 QFII)直接投資國內證券市場。

(三)、第三階段：

行政院於 85 年 3 月 1 日修正「華僑及外國人投資證券及其結匯辦法」，進一步開放一般境外法人及自然人(簡稱 GFII 或 Non-QFII)直接投資國內證券。

以上三階段開放外資投資之歷程，使得參與我國證券市場投資之外資大幅成長，外資投資金額占我國證券市場市值比重逐年增加，考量採取 QFII 制度，外資來台投資需事先取得核准，其便利性不足，影響外資投資意願，行政院於 92 年 9 月 30 日修正發布「華僑及外國人投資證券管理辦法」，於同年 10 月 2 日正式廢除我國實施十餘年的 QFII 制度，原 QFII 及 GFII 法人部分統稱為「境外外國機構投資人」(Foreign Institutional Investors，簡稱 FINI)，將原 GFII 自然人部分稱為「境外華僑及外國自然人」(Foreign Individual Investors，簡稱 FIDI)兩類，並將原本外資投資國內證券之審查許可制，改為「一次登記，永久有效」之登記制度，使我國證券市場對外資的開放進入了一個新的里程。

於 QFII 制度廢除前，已陸續放寬外資投資之各項限制，包括：放寬外資資格條件、簡化申請程序、擴大投資範圍、多次提高投資額度後取消額度上限、多次提高持股比例上限後除特殊產業外全面取消、多次放寬資金匯出入期限後全面取消等。於廢除 QFII 制度後，現行「華僑及外國人投資證券

管理辦法」對外資之管理規定如下：

(一)、資格條件

外國投資人依其身分別及是否在本國境內區分為以下四類：

- 1、境外外國機構投資人：在中華民國境外，依當地政府法令設立登記者。
- 2、境外華僑及外國自然人：設籍於中國大陸以外地區，年滿二十歲者。
- 3、境內外國機構投資人：外國法人在中華民國境內設立之分公司。
- 4、境內華僑及外國自然人：指居住於中華民國境內領有華僑身分證明書、持有僑居身分加簽之護照或外僑居留證者。

(二)、申請程序

因行政院已不再就外資應具備之資格條件進行審查，依據「華僑及外國人投資證券管理辦法」第 10 條及「臺灣證券交易所股份有限公司營業細則」第 77 條之 4 規定，華僑及外國人投資我國證券首先須向證券交易所辦理登記，完成登記後始得檢具相關規定文件向證券經紀商辦理開戶買賣有價證券。境外華僑及外國人應委託國內代理人（通常即為國內保管銀行、證券商）或代表人申請辦理登記，並指定我國國內保管機構，委託辦理後續交易確認及交割等相關事宜。

(三)、投資限額

原本境外華僑及外國自然人(FIDI)投資額度為5百萬美元，97年10月金管會取消其限額。自此，境外投資人(包括FINI及FIDI)投資國內證券已無投資限額之規定，而境內之外國機構投資人、華僑及外國自然人則比照國人依「外匯收支或交易申報辦法」之規定辦理，即境內外國機構投資人一年可匯入及匯出5,000萬美元；境內華僑及外國自然人一年可匯入及匯出500萬美元。至於單一外資及全體外資投資任一發行公司股票股份總額，除其他法令對於少數特定產業之投資比例另有限制者外，已無比例限制。

(四)、投資方式

華僑及外國人得依下列方式投資證券：

- 1、投資由國內證券投資信託事業發行並於國外銷售之證券投資信託基金受益憑證(以下簡稱國外受益憑證)。
- 2、投資國內證券。
- 3、投資由發行公司在國外發行或私募之公司債(以下簡稱海外公司債)。
- 4、投資由發行公司參與在國外發行或私募之存託憑證(以下簡稱海外存託憑證)。
- 5、投資由發行公司在國外發行、私募或交易之股票(以下簡稱海外股票)。

(五)、投資範圍

境內華僑及外國人投資國內證券，除其他法令另有規定外，其範圍不受限制；境外華僑及外國人投資國內證券，其投資範圍採正面表列方式規範，惟自開放外資投資國內證券以來已陸續放寬，目前得投資證券範圍與國內投資人幾已無太大差異，97年進一步開放外資得與國內證券商及銀行從事股權衍生性商品交易及結構型商品交易；同年配合我國推動外國企業回臺上市，再開放外資投資第一上市(櫃)公司、第二上市(櫃)公司及興櫃公司所發行之有價證券。惟為避免境外外資投資額度上限取消後，外資匯入大量資金卻未用於投資國內證券市場，並考量外資有短期調度資金之需求，爰依僑外資管理辦法第4條第2項規定，訂定境外外資匯入資金尚未投資於國內證券者，得投資於公債、定期存款、貨幣市場工具、貨幣市場基金及從事避險性期貨、選擇權、新台幣利率衍生性金融商品交易；惟該等投資總額度不得超過其匯入資金之30%，但投資買賣斷公債其剩餘年限逾一年者，不在此限。

(六)、禁止行為

華僑及外國人匯入之投資資金直接投資國內證券，並應遵守下列規定：

- 1、不得從事證券信用交易。
- 2、不得賣出尚未持有之證券。

- 3、不得為放款或提供擔保。
- 4、不得委託保管機構或證券集中保管事業以外之法人或個人代為保管證券。

二、我國陸資投資規定

行政院為擴大我國證券與期貨市場之規模、增加新動能及提升國際化程度，並帶動我國金融服務業之繁榮發展，以利我國進一步發展成為亞太籌資中心，於 97 年 7 月 31 日第 3103 次院會通過「適度開放陸資投資國內股市方案」，金管會爰依該方案及「臺灣地區與大陸地區人民關係條例」第 73 條第 3 項之授權，並參考「華僑及外國人投資證券管理辦法」及「華僑及外國人從事國內期貨交易應行注意事項」之相關規定，於 98 年 4 月 30 日訂定發布「大陸地區投資人來臺從事證券投資及期貨交易管理辦法」，相關規定如下：

(一)、開放大陸投資人，以下列為限：

- 1、經大陸地區證券主管機關核准之合格機構投資者。
- 2、上市或上櫃公司依法令規定核給有價證券與在大陸地區設有戶籍之員工。
- 3、依照外國法律組織登記之法人，其股票或表彰股票之憑證於證券交易所或櫃檯買賣中心上市或上櫃買賣者，其在中國大陸地區依法組織登記或設有戶籍之股東。

2 及 3 所列之人，依法得認購或獲配有價證券，並依規定辦理登記，但其在臺投資

專戶僅能賣出不得買進。

(二)、中國大陸境內合格投資者之投資範圍及限額

1. 投資範圍

原則比照僑外資，但不得投資興櫃有價證券及店頭衍生性商品，且不得借券、標借、信用交易及開立綜合交易帳戶。

2. 投資限額

(1)、加計僑外資投資數額，不得違反各目的事業主管機關其所訂之僑外資持股比率上限或禁止投資規定如下：

- ①、公用天然氣事業：單一及全體大陸地區投資人不得達 10%。
- ②、經濟部直接投資事業：單一及全體大陸地區投資人不得達 10%。
- ③、海運服務業：單一及全體大陸地區投資人不得達 8%。
- ④、金融業：單一大陸地區投資人不得達 5%、全體大陸地區投資人不得達 10%。
- ⑤、民用航空運輸業、航空貨運承攬業、證券期貨集中交易、結算業、保全業、建築開發業、營造業及不動產經紀業、廣播電視業、廣播電視節目供應事業、電信業、電影事業、出版事業：禁止投資。

(2)、單一大陸地區投資人單次或累計投資取得 10%以上股份，視為直接投資，

應事先取得目的事業主管機關核准。

- (3)、投資證券之限額由金管會會商中央銀行定之；金管會於 99 年 1 月 15 日發布大陸地區投資人投資臺灣地區證券限額，其中全體 QDII 匯入投資臺灣地區證券之資金，不得超過 5 億美元，另 QDII 之保管機構須事前向臺灣證券交易所股份有限公司申請匯入額度，每家 QDII 申請限額為 8000 萬美元，由證券交易所核發匯入額度核准函，並由保管銀行控管匯入額度；嗣為因應市場狀況，於 99 年 12 月 27 日提高每家 QDII 申請限額為 1 億美元。

貳、市場現況

目前外資投資國內有價證券，係依據金管會訂定之「華僑及外國人投資證券管理辦法」，另金管會已於 92 年 10 月 2 日廢除我國實施十餘年之 QFII 制度，改採「一次登記，永久有效」之登記制度，自此華僑及外國人投資國內證券之程序更為簡便，僑外資僅須於初次投資前向證券交易所完成外資登記，取得投資我國證券之外資身分編號，即可據以向證券商辦理開戶投資並向中央銀行申請匯入資金。

由於金管會不再就外資具備之資格條件進行審查，僑外資身分簡化為「外國機構投資人」(FINIs)及「華僑及外國自然人」(FIDIs)，並依其所在地為境內或境外，區分為「境外外國機構投資人」、「境外華僑及外國自然人」、「境內外國機構投資人」及「境內華僑及外國自然人」等四大類。

一、外資於我國股市買賣概況

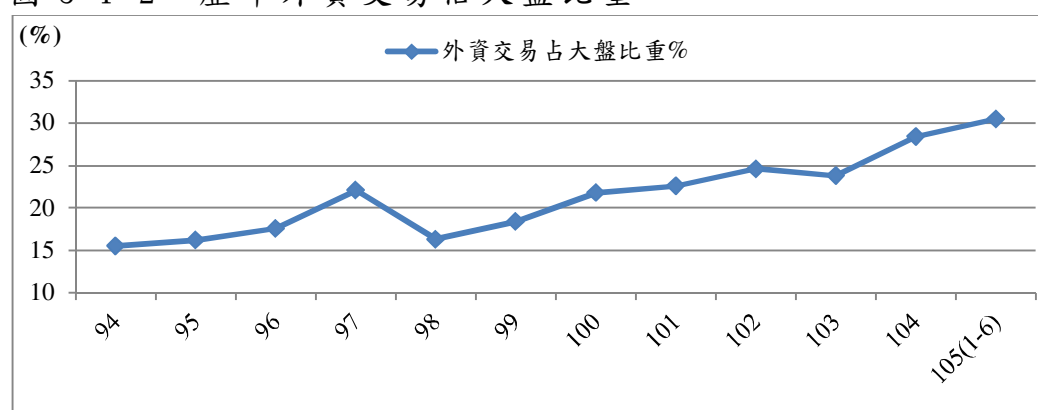
外資於上市交易之比重逐漸上升，105 年前半年占成交值約 30.5%，歷年成交值及大盤成交值比重如下：

表 3-1-1：歷年台股成交金額不同投資人身分佔比

年份	本國法人		僑外法人		本國自然人		外國自然人	
	金額 (億元)	百分比 %	金額 (億元)	百分比 %	金額 (億元)	百分比 %	金額 (億元)	百分比 %
98	69,854	11.6	98,280	16.3	433,993	72.0	236	0.0
99	78,416	13.6	106,520	18.4	392,563	68.0	211	0.0
100	83,413	15.4	117,598	21.8	338,726	62.7	178	0.0
101	63,829	15.4	93,817	22.6	257,918	62.0	207	0.0
102	63,409	16.2	96,603	24.6	231,942	59.2	113	0.0
103	80,264	17.4	109,512	23.8	270,943	58.8	146	0.0
104	82,592	18.3	127,643	28.4	239,767	53.3	100	0.0
105 (1-6)	33,347	17.4	58,524	30.5	99,689	52.0	37	0.0

資料來源：證期局、本研究整理

圖 3-1-2：歷年外資交易佔大盤比重



資料來源：證期局、本研究整理

二、外資持股比率

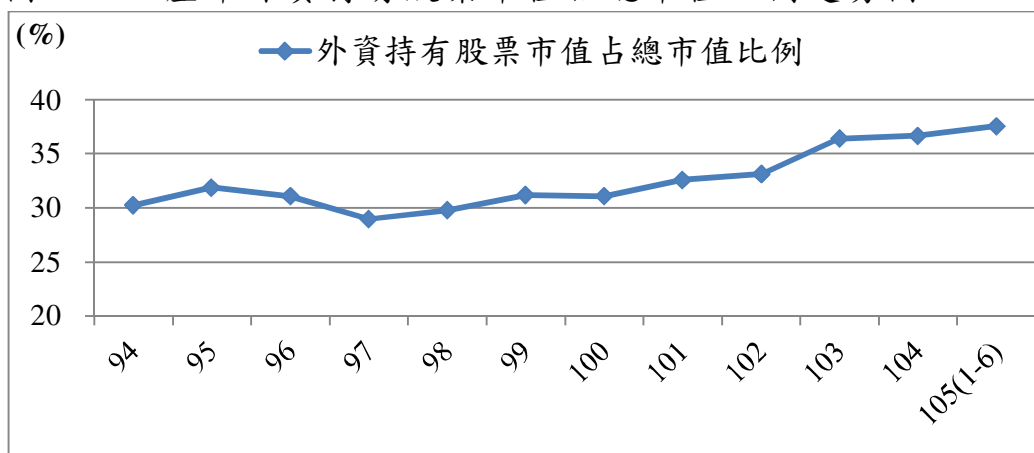
現行除屬其他目的事業主管機關法令規定投資比例之上市公司外，一般上市公司均已解除該比例限制，105年6月底外資於國內持股比重占成交值約37.58%，歷年統計如下：

表 3-1-3 歷年外資持有股票市值佔總市值比例

年份	外資持有股票市值佔總市值比例(%)
94	30.25
95	31.90
96	31.10
97	28.98
98	29.80
99	31.19
100	31.10
101	32.62
102	33.14
103	36.43
104	36.69
105(1-6)	37.58

資料來源：證期局、本研究整理

圖 3-1-4 歷年外資持有股票市值佔總市值比例趨勢圖



資料來源：臺灣證券交易所、本研究整理

參、交易模式

一、外資投資我國證券市場之投資範圍如下：

- (一)、上市、上櫃公司及興櫃股票公司發行或私募之股票、債券換股權利證書及臺灣存託憑證。
- (二)、公募或私募證券投資信託基金受益憑證。
- (三)、政府債券、金融債券、普通公司債、轉換公司債及附認股權公司債。
- (四)、受託機構公開招募或私募受益證券、特殊目的公司公開招募或私募資產基礎證券。
- (五)、認購(售)權證。
- (六)、其他經證券主管機關核定之有價證券，如：
初次上市前承銷之認購(售)權證、公開招募或私募之不動產投資信託及資產信託受益證券、初次上市(櫃)前承銷、現金增資承銷股票、國際金融組織來台發行之新臺幣債券、上市或上櫃公司發行之特別股及外國企業來臺第一、第二上市(櫃)、興櫃公司發行之有價證券、外國企業來臺第一上市(櫃)公司及第二上市(櫃)公司上市(櫃)前承銷之股票或臺灣存託憑證，以及前揭公司現金增資承銷股票或再次發行之臺灣存託憑證、及外幣計價國際債券。

二、大陸地區投資人投資國內有價證券相關規定請參考前述第一節壹之規定。

肆、結算交割模式及有價證券保管作業

一、外資開戶作業

依證券交易所營業細則第 77 條之 4 規定，辦理華僑及外國人投資我國證券首先須向證券交易所辦理登記，境外華僑及外國人應委託國內代理人（通常即為國內保管機構、證券商）或代表人申請辦理登記，並指定我國國內保管機構，委託辦理後續交易確認及交割等相關事宜。

大陸地區投資人投資臺灣地區證券，應指定經金管會核准得經營保管業務之銀行擔任保管機構，辦理有關證券投資之款券保管、交易確認、買賣交割及資料申報等事宜。

外國證券商以複委託方式投資台股時，可以「外國機構投資人」身分於我國國內保管機構下開戶，以辦理後續交易確認及交割等相關事項。

外國保管、劃撥、或結算機構可為集保結算所直接參加人（例：Clearstream），或於保管機構下開立客戶帳（例：Euroclear）。Clearstream 雖採取直接開戶模式，但其帳戶授權由德意志銀行代為管理。

二、外資交割作業

（一）、法人對帳作業

集保結算所於成交日提供證券商與保管機構對帳服務，證券商毋須提供成交單予

保管機構。

(二)、外資透過證券經紀商買賣，交割作業如下：

1、外資賣出時

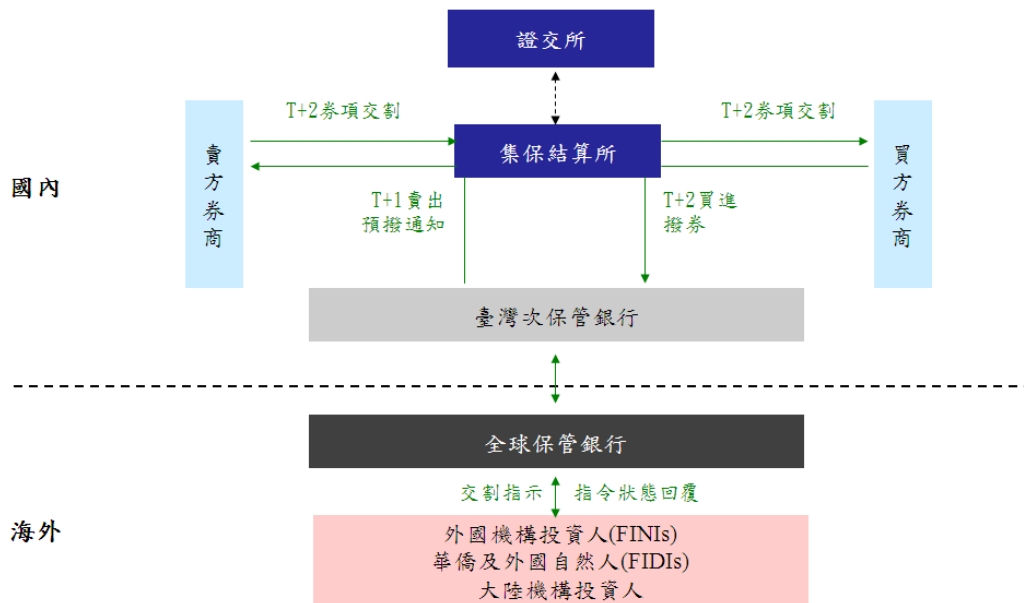
由外資將交割券項由保管機構撥入證券商保管劃撥帳戶，再由證券商將交割券項撥入證券交易所交割專戶。

集保結算所於成交日次一營業日提供保管機構預撥交割券項之功能，確保外資賣出之券項可順利完成交割作業。

2、外資買進時

由臺灣證券交易所將交割券項撥入證券商保管劃撥帳戶，再由證券商將交割券項撥入保管機構保管劃撥帳戶。

圖 3-1-5：外資券項交割作業



資料來源：本研究整理

三、延遲交割作業

證券經紀商向證券交易所申報境外華僑及外國人與大陸地區投資人遲延交割，應依證券交易所訂定之「證券經紀商申報委託人遲延交割及違約案件處理作業要點」規定辦理，並應依其約定通知保管機構。

(一)、遲延交割申報及撤銷作業

1、委託人為境外華僑及外國人與大陸地區投資人，未依時限完成交割且證券經紀商未申報違約者，證券經紀商應將遲延交割資料於成交日後第二營業日上午十一時前通知證券交易所。

2、經證券經紀商向證券交易所申報遲延交割在案者，委託人就賣出證券或買進、賣出證券價金相抵後之應付價金，在成交日後第三營業日下午六時前，如期履行交割義務者或經證券經紀商申報錯帳者，證券經紀商應即向證券交易所申報撤銷遲延交割之紀錄。

(二)、遲延交割處理作業

1、證券經紀商申報委託人遲延交割，如遇委託人應屆交割日，則應代辦交割手續，其因代辦交割所受之證券或代價，應於委託人如期履行交割義務時，將證券返還代辦交割時之借券，至代價則抵充代辦交割支付之價款。

2、證券經紀商因遲延交割產生之借券、代付款項及其他相關費用時，委託人應於如期履行交割義務時一併返還證券商。

伍、有價證券股務作業

一、陸外資投資台股之股務通知流程

關於台股之股務訊息，上市（櫃）、興櫃公司應依公司法第 172 條之規定，每屆召開股東會時，於規定期限前將開會通知寄發予各股東；另依股務處理準則第 42 條之規定，每屆發放股利時，應將發放之日期、地點，分別通知各記名股東。據此，投資人會接獲由其投資之上市（櫃）、興櫃公司主動寄發之股東會開會通知或股利發放通知等部分之股務訊息。

而外國機構投資人受限於我國法令規定，需委託國內保管機構為代理人處理證券投資相關業務，因此其持有之股份係登載於國內保管機構名義之下，發行公司係將各項股務訊息寄發予該保管機構，再由保管機構依據其與全球保管機構之委託契約，以及與外國機構投資人簽訂之股務資訊服務契約，俟接獲發行公司通知之股務訊息後，將這些訊息傳遞給相關之外資基金經理人或外國經紀商客戶。

然而我國有關股東權益之股務訊息，基本上多屬被臺灣證券交易所或證券櫃檯買賣中心列為重大訊息或需作資訊公告之事項，故保管機構於接獲發行公司寄發之股務訊息通知時，都會再確認該訊息是否已經發送給外資客戶，或是訊息內容是否有變動或更新，經過反覆接收訊息、確認訊息內容後，才會將最新的公告資訊再傳送給外資客戶知悉，俾利客戶做出正確的投資決策。

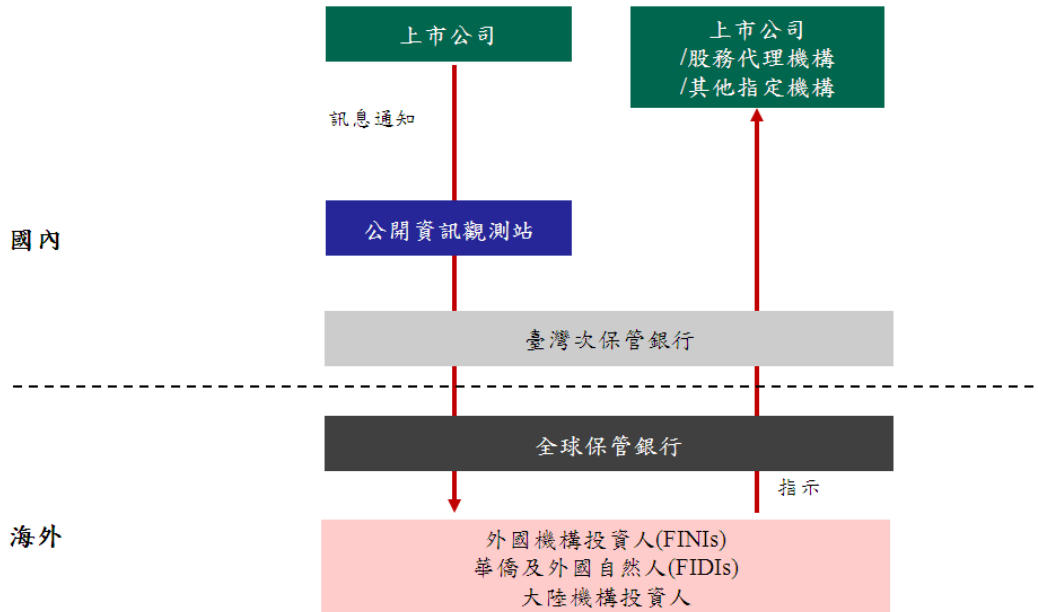
鑑於投資決策對於股務事件之時效相當敏感，

發行公司如需取得投資人的認同與支持，尤其屬自願性股務事件（voluntary event），例如現金增資認購、可轉債之轉換、贖回期限等，均須客戶於設定之期間內回覆發行公司，因此國內保管機構無不絞盡腦汁，希望在最短時間內將蒐集到的正確公告訊息傳遞給外國客戶，俾有足夠的時間使該客戶知悉股務訊息並作出相對應之回覆，才能積極表達是否參與公司的股務事件。此類股務訊息均需外資客戶在指定期間內回覆指示，因此，對於外資客戶能否在最短時間內獲取此類事件之正確資訊並回復指示，對於國內保管機構是一項極具挑戰的任務。

我國之上市（櫃）、興櫃公司透過「公開資訊觀測站」辦理公告申報股務訊息後，這些訊息即成為市場資訊，而且時效性往往比正式發送之股東會、除權（息）等通知為早，例如股東會前 72 天即有發佈股東會日期及主要議案，俗稱「一次公告」，另於股東會 40 天前，公司又再次針對股利分配發佈訊息，俗稱「二次公告」，如投資人不主動蒐集或閱覽，就無從得知或獲取這些訊息。因此，擔任外國機構投資人中介機構之保管機構，如欲為其客戶獲取上開股務資訊，公開資訊觀測站即為最主要獲取訊息的管道。

此外，集保結算所提供的「電子佈告欄」也是機構法人蒐集資料來源之一，惟集保結算所之資訊來源係由股務單位於集保結算所規定之時限內輸入系統，其有關股票方面資訊之時效性較公開資訊觀測站為晚。

圖 3-1-6：陸外資股務訊息通知及指示



資料來源：本研究整理

擔任外國機構投資人之國內保管機構，根據基於與外國機構投資人客戶簽訂服務契約之內容之精神，通常必須於在知悉股務訊息公告之 24 小時內，將該訊息完成通知其外資客戶，而外資保管機構主要以人工處理方式，透過「公開資訊觀測站」、集保結算所之「電子佈告欄」蒐集相關股務訊息，亦有部分保管機構會瀏覽臺灣證券交易所、證券櫃檯買賣中心網站或服務代理證券商網站等，俾獲取所有客戶持有之標的公司之股務訊息，經過人工判斷、全文閱讀並截取主要數字型態之資訊，經鍵檔、比對確認後，透過自行輸入私有系統編譯轉製成 ISO15022 訊息格式，並透過系統自動化比對持有該標的證券之外國客戶資料，再透過 SWIFT (Society

for Worldwide Interbank Financial 發送至全球
保管機構轉傳至其外國客戶知悉。

二、陸外資投資台股之股利分派

有關台灣股務之股利分派，例如股票股利、現金股利等，有關相關資訊之傳輸，為使股務資訊傳遞符合資通安全與個資要求，並建立我國市場股務資訊標準化與自動化的處理機制，目前集保結算所發行作業平台之「C.A.Net 股務資訊網」提供國內保管機構有關分派股利之資訊。由發行公司或股務單位上傳標準化格式之分派股利資料及保管機構客戶之受配資料至集保結算所 C.A.Net 股務資訊網，保管機構即可接獲集保結算所電子郵件通知，登入股務資訊網後操作交易下載外資股東除權（息）資料。

至於實際將該股票股利或現金股利配至投資人帳戶部分，外國機構投資人與國內投資人處理方式相同，股票股利部分，由集保結算所依據發行公司及股務單位提供之配發有價證券名冊電腦媒體，進行股票之配發，配至外國機構投資人於國內保管機構開設之保管帳戶。現金股利部分，則由發行公司及股務單位自行將款項撥付至外國機構投資人帳戶。

三、陸外資投資台股之行使表決權及參與股東會

有關陸外資如何行使表決權、參與股東會部分，依據我國公司法股東會之參與方式，有以委託書委託代理人出席股東會、親自出席及以電子方式行使

表決權，且視為親自出席股東會。故外國機構投資人委託我國保管機構參與股東會之方式亦有以上三種。惟集保結算所於 103 年底開始，已規劃建置跨國投票直通處理 (STP, Straight Through Processing)，與處理臺灣市場之外資機構法人跨國投票服務逾 8 成之國際投票平台公司 Broadridge 合作，由集保結算所接收 Broadridge 之外資股東投票資料，建立跨國投票作業單一窗口機制。處理外資股東之投票資料，並將外資之投票資料轉入集保結算所營運之電子投票平台(股東 e 票通)或產製指派書及投票指示明細表予國內保管機構，其再自行列印交給被指派人，辦理後續相關作業。

外資股東透過跨國投票直通處理服務，將有更充裕投票時間，較現行作業增加 2 到 4 天；同時大幅提升保管銀行投票處理效率，降低作業成本與風險。

第二節 證券商受託買賣外國有價證券服務現況

近年，隨著法令開放，理財商品與管道的國際化日漸受到投資人的重視，也成為證券商發展的重要目標。其中，以複委託方式進行外國有價證券之買賣成長快速，我國投資人目前可透過「證券商複委託」或是「台星通」兩種模式，委託證券商完成外國有價證券之買賣。以下將介紹此二模式之交易、交割保管、股務、及法源相關資訊。

壹、法源依據

一、現行證券商複委託業務

為增加國人投資管道並落實我國金融國際化及自由化策，金管會於 80 年 1 月 7 日依證券交易法第 44 條第 4 項規定，訂定公佈「證券商受託買賣外國有價證券管理規則」，開放證券商得辦理受託買賣外國有價證券業務，得以受託買賣之外國市場為主管機關指定之外國證券交易所或外國店頭市場，得以受託買賣之標的包括股票、債券、境外基金、外國 ETF、境外結構型商品、認股權證、存託憑證、選擇權契約及受益憑證等商品。依其規定，證券商受託買賣外國有價證券及其對委託人委託買入有價證券權益之行使，應依該規則、各交易市場當地之法規、交易所及自律機構之規章及與委託人之約定為之。

中華民國證券商業同業公會亦針對此發佈「中華民國證券商業同業公會會員受託買賣外國有價證券及承銷或再行銷售有價證券業務查察辦法」、
「中華民國證券商業同業公會會員辦理受託買賣

外國有價證券業務風險揭露一致性規範」、「中華民國證券商業同業公會證券商受託買賣外國有價證券場地及設備標準」、「中華民國證券商業同業公會證券商受託買賣外國有價證券管理辦法」、「中華民國證券商業同業公會證券商辦理外國有價證券複委託買賣業務作業辦法」等自律規範。

國內證券商辦理證券商受託買賣外國有價證券主要係受金管會訂定之「證券商受託買賣外國有價證券管理規則」（以下簡稱管理規則）及證券商業同業公會訂定之「中華民國證券商業同業公會證券商辦理外國有價證券複委託買賣業務作業辦法」（以下簡稱作業辦法）、「中華民國證券商業同業公會證券商受託買賣外國有價證券管理辦法」（以下簡稱管理辦法）等規定之規範。

現行我國有關證券商受託買賣外國有價證券業務之『複委託』架構，係依據『證券商受託買賣外國有價證券管理規則』第5條第6項所訂之『中華民國證券商業同業公會證券商辦理外國有價證券複委託買賣業務作業辦法』，因此，若證券商具備於外國證券交易所之會員或交易資格者，得直接為委託人於外國證券交易市場進行有價證券之買賣；若不具備前述之條件者，亦得以直接或間接方式委託具備外國證券所會員或交易資格之金融機構，於證券商與複受託證券商間，進行就外國有價證券買賣之委(受)託行為，此即為複委託。

現行受託買賣模式在法律關係上為行紀關係，投資人係先於國內證券商處開戶，再由國內之證券

商以自己之名義於國外證券商處開戶代為買賣外國有價證券，因此，國外證券商之客戶係國內之證券商，而非國內之投資人。投資人欲透過國內證券商買賣外國有價證券者，須先至國內證券商處開戶，而其申請開戶時須先與國內證券商簽訂「受託買賣外國有價證券契約」，且為保障投資人，證券商於開戶前應指派業務人員向其說明投資風險，並交付風險預告書。且其就經核准受託買賣外國有價證券市場，應依各該市場當地主管機關風險揭露之規定，備置書面說明文件，以供客戶參考。投資人開戶完成後，須以既定格式之委託書指示證券商代其買進或賣出外國有價證券，而委託方式可包含當面、電話、書信、電報、網際網路以及其他電傳視訊方式等，證券商接獲委託後，應代客戶執行買進或賣出外國有價證券，並於交易完成後做成買賣報告書交付委託人。交割款項得以新臺幣或外幣由證券商指定之銀行轉撥，或由委託人直接將外幣匯至證券商於各交易市場所在地指定之銀行交割帳戶辦理交割，並得以書面約定買賣餘額得持續運用於買賣貨幣型基金或債券型基金。有價證券部份，除專業投資機構外，應由證券商以其名義或複受託證券商名義寄託於交易當地保管機構保管，並詳實登載於委託人帳戶及對帳單上，以供委託人查對。換言之，該有價證券並不會直接交付予投資人。該帳戶應標明係客戶證券專戶，並於保管契約載明係受託買進並為客戶之利益送存保管之意旨，但無須出示客戶姓名及其個別買賣紀錄。是故，證券商於受委託買

賣外國有價證券後，係以自己之名義為投資人買進或賣出該外國有價證券，惟最後之利益則歸屬於投資人。

自 1991 年開放受託買賣外國有價證券業務，金管會為市場管理與政策考量，歷經數次修正，現行規定如下：

(一)、複委託交易市場

1、「證券商受託買賣外國有價證券管理規則」

第 5 條第 1 項規定，證券商受託買賣外國有價證券，除本會另有規定外，應於金管會指定之外國證券交易所或外國店頭市場為之。前項所稱金管會指定之外國證券交易所，依同條第二項指任何有組織且受該國證券主管機關管理之證券交易市場，且除應經中華民國證券商業同業公會轉報金管會指定為證券商得受託買賣者外，並應具備下列條件：

- (1)、證券商接受非專業投資人委託買賣外國有價證券時，該外國證券交易所當地之國家主權評等，應符合規定信用評等機構評定達一定等級以上。
- (2)、該外國證券交易所之主管機關已與本會簽署監理合作協議。

2、專業機構投資人經其目的事業主管機關核准投資外國有價證券者，證券商接受其委託買賣外國有價證券之外國證券交易所，

不受前點之限制。

3、99年9月14日前業經金管會核准證券商受託之外國證券交易所，不受第一點第二款限制。

4、金管會指定之外國證券交易所名單，由中華民國證券商業同業公會彙整公告。

5、依中華民國證券商業同業公會105年3月29日中證商業字第1050001856號函，「證券商受託買賣外國有價證券管理規則」第5條第1項所稱主管機關指定之外國證券交易所名單，共計有49個國家、74個交易所，其中包含中國大陸之上交所及深交所、香港之香港交易所，及新加坡之新加坡交易所等。

(二)、複委託交易標的

1、依「證券商受託買賣外國有價證券管理規則」第6條規定：

(1)、證券商受託買賣之外國有價證券，其範圍以下列各款為限，並應符合金管會所定條件：

①、金管會指定外國證券交易所交易之股票、認股權證、受益憑證、存託憑證及其他有價證券。

②、經金管會認可之信用評等公司評等為適當等級以上之債券。但受託賣出之外國債券，不在此限。此一債券不得以新台幣計價。

③、經金管會核准或申報生效在國內募集及銷售之境外基金。

④、其他經金管會核准投資之有價證券。前項第二款之債券不得以新臺幣計價。

(2)、受託買賣本國企業經金管會同意赴海外發行之有價證券，應以已於金管會指定之外國證券交易所或外國店頭市場交易者為限，且不適用前揭②之規定。

(3)、專業機構投資人如經其目的事業主管機關核准投資外國有價證券，證券商得接受其委託買賣之有價證券，除(2)所列外，不受(1)之限制。

2、依金管會函令，證券商受託買賣外國有價證券之外國證券交易市場（包含本會指定之外國證券交易所及外國店頭市場）範圍及標的規範如下：

(1)、證券商受託買賣外國有價證券管理規則第6條第1項第1款所稱之「受益憑證」範圍，以指數股票型基金（Exchange Traded Fund，以下簡稱ETF）為限，且委託人為非專業投資人者，限受託買賣以投資股票、債券或商品（限黃金）為主且不具槓桿或放空效果之ETF。

(2)、證券商受託買賣外國有價證券，委託

人為非專業投資人者，不得涉及大陸地區證券市場之有價證券。

- (3)、證券商受託買賣外國中央政府債券，委託人為非專業投資人者，發行國家主權評等應符合達一定等級以上信用評等機構評定；委託人為專業投資人者，發行國家主權評等應符合達一定等級以上信用評等機構評定。
- (4)、證券商受託買賣前款以外之外國債券（含可轉換公司債及附認股權公司債），委託人為非專業投資人者，該外國債券發行人或保證人之長期債務信用評等及外國債券之債務發行評等應符合達一定等級以上信用評等機構評定；委託人為專業投資人者，該外國債券發行人或保證人之長期債務信用評等或外國債券之債務發行評等須符合達一定等級以上信用評等機構評定。
- (5)、證券商受託買賣外國證券化商品，委託人為非專業投資人者，外國證券化商品之債務發行評等應符合達一定等級以上信用評等機構評定，且不得為再次證券化商品及合成型證券化商品；委託人為專業投資人者，外國證券化商品之債務發行評等須符合達一定等級以上信用評等機構評定。

- (6)、證券商受託買賣外國有價證券，委託人為專業投資人者，不以次級市場取得者為限，證券商並應訂定防範利益衝突之機制，且應注意不得違反證券交易法第 22 條之規定。
- (7)、證券商接受全權委託投資帳戶委託買賣境外基金，該帳戶之客戶為符合證券投資信託及顧問法第 11 條第 1 項及境外基金管理辦法第 52 條第 1 項條件者，得不以經金管會核准或申報生效在國內募集及銷售之境外基金為限。
- (8)、證券商受託買賣外國證券交易所交易債券 (Exchange Traded Note，以下簡稱 ETN)，委託人為非專業投資人者，限受託買賣以投資股票、債券或商品 (限黃金) 為主且不具槓桿或放空效果之 ETN。
- (9)、證券商受託買賣境外 ETF，辦理申購或買回時，不得持有(2)所定有價證券成分股。

3、金管會 105 年 9 月 7 日函令放寬證券商與專業機構投資人及高淨值投資法人於營業處所買賣外國債券範圍，金管證券字第 1050025435 號令，指定得為櫃檯買賣之有價證券如下：

- (1)、美國財政部發行之各期政府公債。
- (2)、證券商於依證券商管理規則第 19 條

之 1 第 1 項及第 31 條之 1 規定自行買賣之外國債券範圍內（含買賣斷及附條件交易），得與境外結構型商品管理規則第 3 條第 3 項所定之專業投資人為櫃檯買賣，惟交易標的不包括：

①、外幣計價之結構型債券。但交易對象屬境外結構型商品管理規則第 3 條第 3 項所定之專業機構投資人及高淨值投資法人者，交易標的得為境外結構型商品管理規則第 17 條所定證券商得接受專業投資人委託買賣外幣計價之結構型債券。

②、證券商受託買賣外國有價證券管理規則第 6 條所定證券商接受專業投資人委託買賣外國債券範圍以外之債券。

4、依前揭規定，台灣投資人可透過複委託投資滬股通，惟目前僅開放專業投資人參與滬股通。

二、台星通業務

為深化我國資本市場國際化，臺灣證券交易所與新加坡交易所於 2014 年 09 月 10 日正式簽定意向書，雙方合作發展兩地股票市場的交易連結。臺灣證券交易所百分之百持股之子公司國際通證券公司籌備處於 2015 年 4 月 29 日正式成立，專營證

券經紀業務，定位為本國與外國交易所辦理跨境交易的特殊目的仲介機構（SPV），推動與外國交易所跨境交易，可增進投資人跨境投資便利性及降低投資風險、並協助證券商簡化流程及降低成本。

據統計，目前有申請辦理複委託的券商有 42 家，但前 10 大券商佔超過 90% 市佔率。臺灣證券交易所申請設立國際通證券公司，可在前端提供複委託跨境交易的公版模式，協助中小型券商開辦複委託相關業務時能簡化流程及降低成本，除了使我國投資人投資海外市場更便利，也可吸引國外投資人透過此管道投資台股。

臺灣證券交易所、新加坡交易所與國際通證券股份有限公司（以下簡稱「國際通證券」）三方於 2016 年 1 月 27 日共同簽署策略夥伴合約（Strategic Partnership Agreement），除闡明國際通證券取得新加坡交易所之遠端交易會員（Remote Trading Member）資格，將提供我國投資人與證券商傳送交易單至新加坡市場、處理當地交割、結算及保管完整服務的跨境交易平臺，大幅減輕券商需各自串接或經由當地券商轉單之負擔。未來三方在該合約的基礎架構下，就資訊中心連線、市場資訊傳輸、商品跨境上市及市場教育及行銷等合作項目組成委員會，以加強彼此間之聯繫及合作關係。新加坡交易所於 2016 年 03 月 21 日下午發布新聞稿，宣佈即日起國際通證券成為新交所第 27 家證券市場交易會員，並且是新交所證券市場第一家遠端交易會員。在此架構下，將可提供我國投資

人與證券商傳送交易單至新加坡市場、處理當地交割、結算及保管完整服務的跨境交易平臺，大幅減輕券商需各自串接或經由當地券商轉單之負擔。

鑒於臺灣證券交易所推動跨境交易成立「國際通證券股份有限公司」，僅接受證券商申報買賣外國有價證券，不接受投資人委託買賣外國有價證券，中華民國證券商業同業公會於「證券商及證券交易輔助人受託買賣外國有價證券營業處所場地及設備標準」增訂第 9 條訂定其係以經營跨境交易業務為主，僅接受證券商申報買賣外國有價證券，不接受投資人委託買賣外國有價證券之證券商，其營業處所場地及設備除（一）應設置辦公處。（二）前款辦公處應設置具有即時取得外國證券市場之投資資訊設備。（三）設置或遷移場地及設備應依第 7 條第 1 項規定辦理外，得不適用本標準其餘規定，該規定於 104 年 9 月 9 日公告施行。

有關後台作業部份，國際通證券股份有限公司委託集保結算所辦理買賣外國有價證券之券項帳務暨股務處理作業，雙方簽訂「委任契約書」，另雙方因應國際通業務各自訂定業務規則。

貳、市場現況

一、複委託

2015 年證券商受託買賣外國有價證券成交總金額為 1.68 兆新台幣。

(一)、依產品

以產品別觀之，股票占比金額最高，達 6,523 億新台幣，占總成交金額 38.79%；境外基金金額次之，為 6,081 億新台幣，占總成交金額 36.17%；其後依序為 ETF、債券、存託憑證、境外結構型商品、認股權證和其他有價證券，分占總成交金額的 21.09%、2.75%、0.59%、0.50%、0.09%和 0.02%。

表 3-2-1：2015 年證券商受託買賣外國有價證券交易商品統計表

交易商品		小計(新台幣元)	佔比
集中市場	股票	652,260,916,879	38.79%
	ETF	354,685,919,050	21.09%
	認股權證	1,442,418,510	0.09%
	存託憑證	9,836,391,717	0.59%
	其他有價證券	336,616,773	0.02%
店頭市場	債券	46,301,500,690	2.75%
	境外結構型商品	8,477,163,322	0.50%
境外基金		608,093,408,720	36.17%
總計		1,681,434,335,660	100.00%

資料來源：券商公會、本研究整理

1、境外基金

透過證券商受託買賣之境外基金超過

95%為登計於盧森堡之境外基金，其餘主要市場分別為香港、美國、愛爾蘭、及英國。

表 3-2-2：2015 年受託買賣境外基金(依國家別佔比)

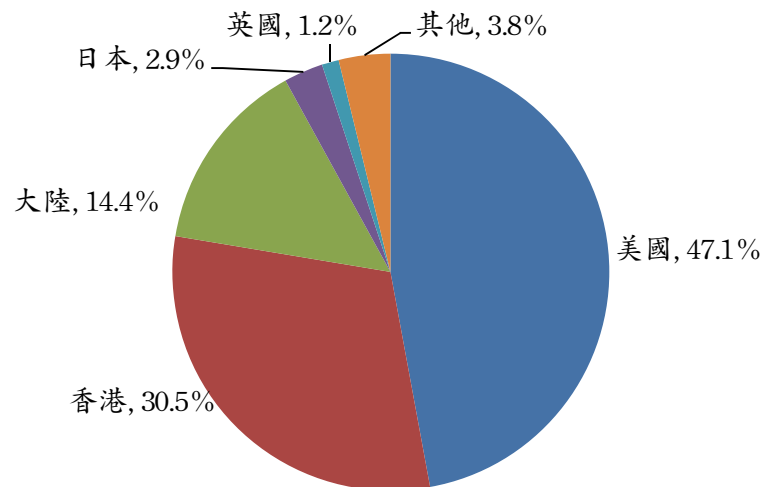
國家	佔比
盧森堡	96.4%
香港	1.4%
美國	1.1%
愛爾蘭	1.0%
英國	0.01%
其他	0.001%

資料來源：券商公會、本研究整理

2、股票

國人透過複委託購買之外國股票，主要集中於美國及香港市場，分別佔 47.1% 及 30.5%之成交金額；中國大陸市場從 2015 年 11 月開放滬股通後，躍升為第三大市場，佔總成交金額的 14.4%。

圖 3-2-3：2015 年受託買賣外國股票(依國家別佔比)

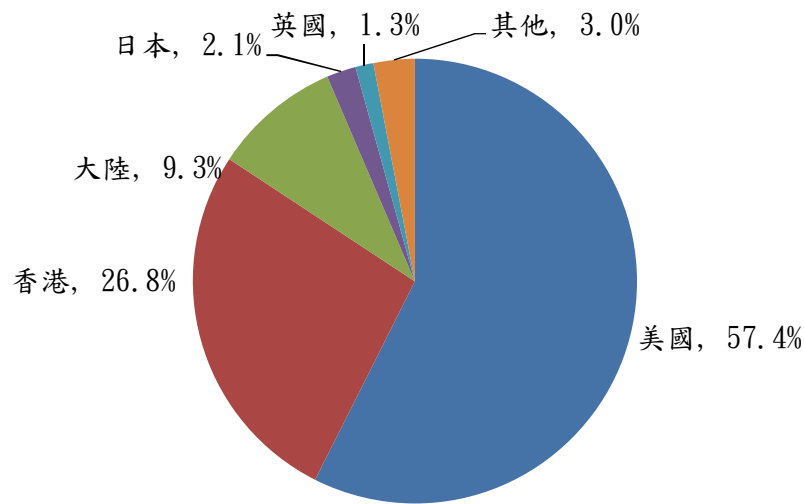


資料來源：券商公會、本研究整理

3、ETF

國人透過複委託購買之 ETF 也主要集中於美國、香港、及中國大陸市場，由於美國之 ETF 市場較為發達，將近 60% 之 ETF 為掛牌再美國市場之產品。

圖 3-2-4：2015 年受託買賣外國 ETF(依國家別佔比)



資料來源：券商公會、本研究整理

(二)、依證券商

又依券商別來看，本土券商總和成交金額為 9,338 億新台幣，占總成交金額 55.54%；富達成交金額為 5,127 億新台幣，占總成交金額 30.49%；其後依序為遠智、新加坡瑞銀、東亞、摩根和摩根士丹利，分占總成交金額的 5.54%、5.42%、2.41%、0.57% 和 0.02%。

表 3-2-5：2015 年證券商受託買賣外國有價證券成交金額統計表（依成交金額排序）

（幣別：新台幣 單位：元）

證券商	小計	佔比
本土券商	933,835,181,307	55.54%
富達	512,730,074,918	30.49%
遠智	93,216,156,362	5.54%
新加坡瑞銀	91,091,412,103	5.42%
東亞	40,590,469,103	2.41%
摩根	9,635,924,100	0.57%
摩根士丹利	335,117,767	0.02%
總計	1,681,434,335,660	100.00%

資料來源：券商公會、本研究整理

而本土券商現從事複委託業務者共 25 家，前三大券商囊括近半市場，成交金額占本土券商總成交金額 52.93%，前 5 名年成交值均大於 900 億元新台幣，服務 75% 市場，餘 20 家年成交值小於 700 億元新台幣者，則瓜分 25% 的市場。

表 3-2-6：2015 年本土證券商受託買賣外國有價證券成交金額統計表（依成交金額排序）

序號	證券商	總計(新台幣元)	佔比
1	元大	199,963,329,687	21.41%
2	國泰	174,705,547,123	18.71%
3	富邦	119,645,095,947	12.81%
4	永豐金	103,505,278,363	11.08%
5	凱基	98,310,372,138	10.53%
6	元富	63,868,316,008	6.84%
7	群益金鼎	48,440,115,365	5.19%
8	日盛	38,322,954,717	4.10%
9	兆豐	26,023,391,871	2.79%
10	玉山	14,594,506,731	1.56%
11	國票	13,934,981,714	1.49%
12	第一金	10,920,326,473	1.17%
13	統一	8,901,692,827	0.95%
14	中國信託	5,189,998,793	0.56%
15	華南永昌	3,824,223,474	0.41%
16	康和	2,913,499,494	0.31%
17	大昌	361,945,242	0.04%
18	宏遠	215,365,207	0.02%
19	大眾	83,867,806	0.01%
20	德信	49,301,691	0.01%
21	台灣工銀	42,316,126	0.00%
22	大慶	12,813,729	0.00%
23	合庫	2,538,684	0.00%
24	高橋	1,717,063	0.00%
25	大展	1,685,034	0.00%
	總計	933,835,181,307	100.00%

資料來源：券商公會、本研究整理

再以複委託業務非機構投資人有效開戶數觀之，截至 2015 年底止，非專業投資人為 1,019,792 戶，專業投資人 4,308 戶，共

1,024,100 戶。

如同國內有價證券之買賣，從事複委託業務證券商亦提供下單、款交割、券交割、保管、股務等服務。下單方面包括透過人工/電子下單、研究報告之提供、對帳單之提供等；款交割方面包含換匯、款項之交割、資金之調度、購買力之計算等；券交割方面包含券項之交割、券項餘額之對帳、非交易性轉帳等；保管則有證券基本檔之建立和券項之保管等服務，股務方面包含股務訊息通知、配股訊息、自願性股務活動等服務。

二、台星通

國際通證券為新加坡交易所證券市場第 1 家遠端交易會員，於 105 年 6 月 20 日開始辦理台星通南向交易業務。證券商可透過國際通證券的整合服務平臺，協助客戶傳送交易單至新加坡市場，並處理當地交割、集保、股務等相關作業，除有效提升投資流程效率、大幅增加投資人直接參與新加坡股票市場的便利性外，更降低跨境交易風險。

台星通參與券商包括中國信託證券及玉山證券，透過台星通交易的投資人包括專業機構投資人及散戶投資人。

根據我國證券商同業公會統計，國際通證券 105 年第 2 季受託買賣新加坡有價證券新台幣 88,917,032 元，105 年第 3 季則為 155,125,537 元。

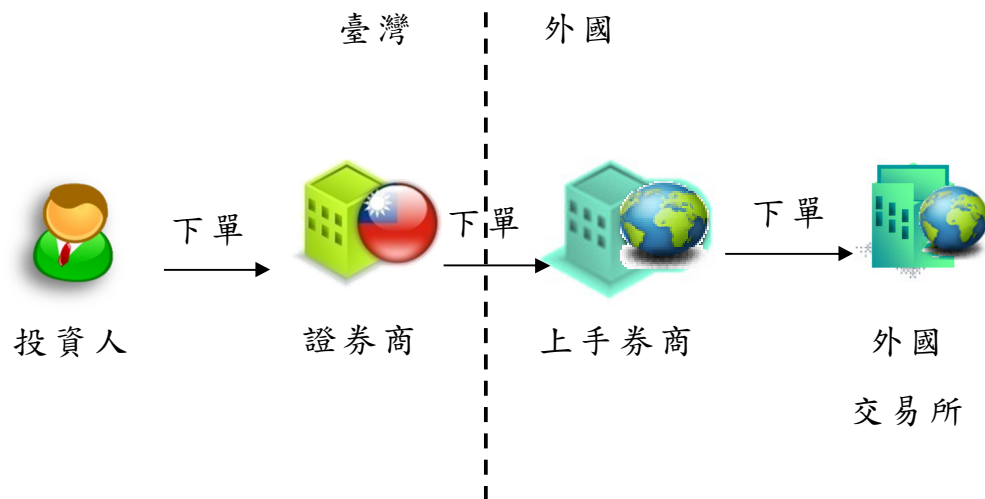
然而由於只有新加坡單一市場，成交量不大，難以支撐國際通證券營運，臺灣證券交易所於 105 年 10 月 18 日宣布國際通證券預計於 105 年年底結束營業。

參、交易模式

一、複委託

目前國內之證券商辦理複委託之交易模式，是由委託人透過網路或人工，於複委託證券商處下單，再由複委託證券商向合作之國外上手證券商下單，於海外市場交易所買進所委託之商品。

圖 3-2-7 複委託交易架構圖



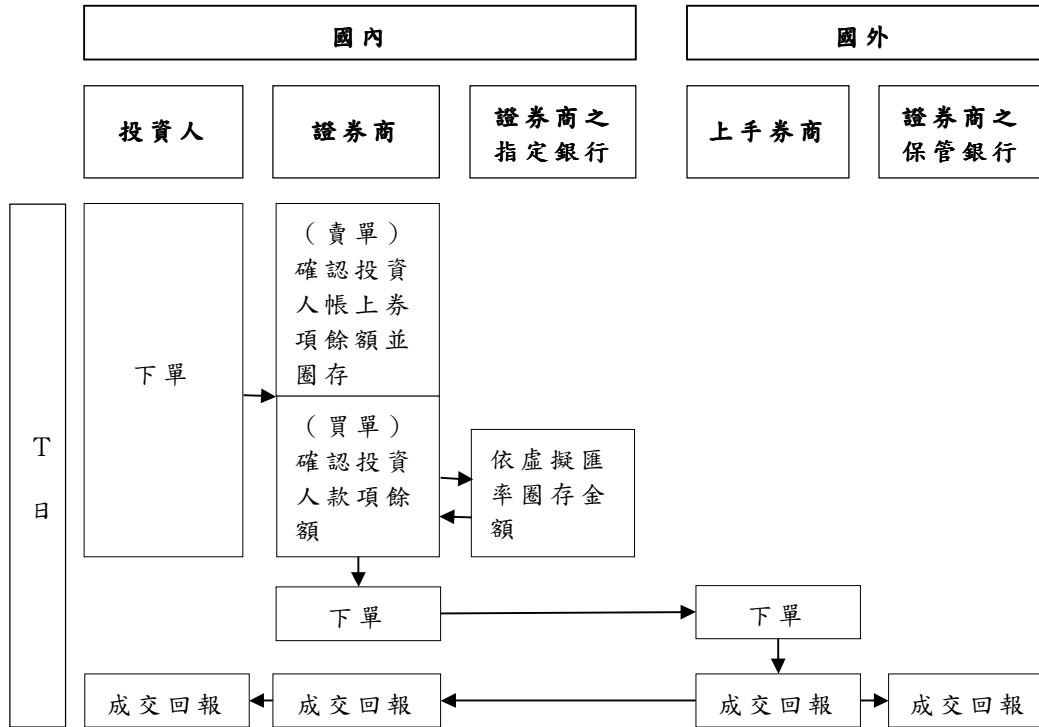
資料來源：本研究整理

而在證券商作業端，則可能由於委託人屬於自然人或法人有所不同，以下僅就兩類型投資人之交易模式進行簡述。

(一)、自然人

實務上，自然人之複委託交易，係由國內證券商、國內交割銀行、上手證券商以及國內券商於國外之保管機構所協力完成。

圖 3-2-8：自然人複委託交易流程圖



註：只有當上手券商與證券商之保管銀行有合作時，才會向證券商之保管銀行發成交回報。

資料來源：本研究整理

如上圖所示，於交易日（T日）時，國內證券商接獲投資人下單後，會分別就買賣單之性質，在賣單時確認投資人帳上券項餘額並進行圈存；在買單時，則會向國內交割銀行確認投資人款項餘額，並依照虛擬匯率進行圈存。實務上，決定圈存金額之虛擬匯率是依照各銀行前一日賣出價之收盤匯率加上一定加碼所形成。

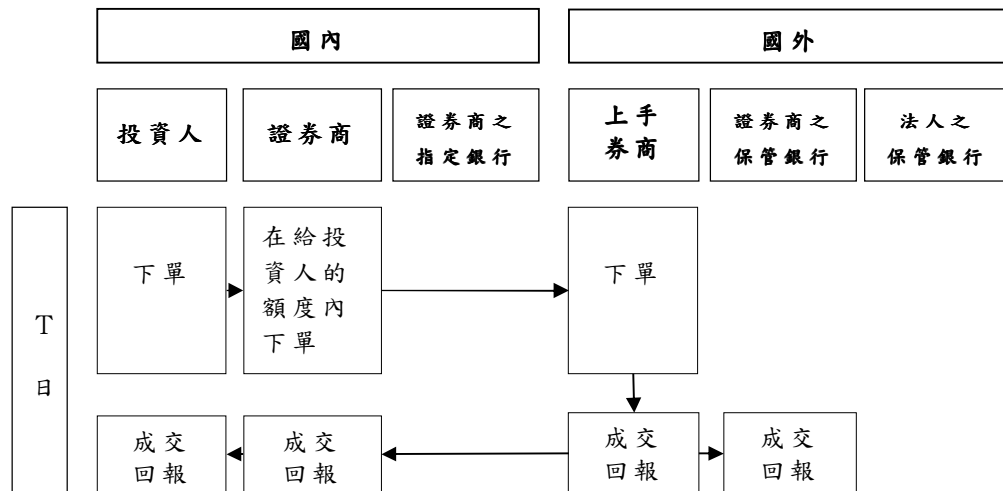
一旦完成上述作業後，國內證券商即會

向國外證券商下單，國外之上手證券商完成交易後，即向證券商於國外之保管機構與國內證券商成交回報，國內證券商再通知國內投資人交易已經成交。

(二)、法人

法人之交易流程與自然人差異不大，差別在於自然人交易時，證券商會對投資人之款券預先進行圈存作業，而對於法人客戶，由於其款券多保管在其保管機構，證券商於下單時無法確認餘額，故多是依各券商預先核給之下單額度進行控管，詳見下圖。

圖 3-2-9：法人複委託交易流程圖



註：只有當上手券商與證券商之保管銀行有合作時，才會向證券商之保管銀行發成交回報。

資料來源：本研究整理

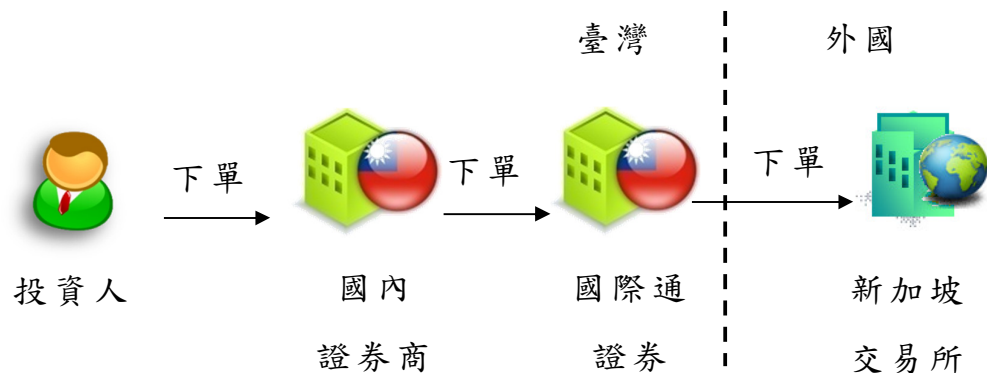
如圖所示，於交易日（T日）時，國內證券商接獲法人下單後，只要在下單額度之

內，證券商即會向國外之上手證券商下單，國外之上手證券商完成交易後，即向證券商於國外之保管機構與國內證券商成交回報，國內證券商再通知國內投資人交易已經成交。

二、台星通

為推動證券市場國際化，我國證券交易所與新加坡證券交易所，共同推出「台星股市直通車」，透過雙方連線機制，提供投資人跨境買賣有價證券服務，該服務由臺灣證券交易所籌設國際通證券，負責辦理跨境交易與交割作業，並由國際通委託集保結算所辦理帳務及股務作業。國際通證券規劃先開辦南向交易，由其向新交所申請成為遠端交易會員辦理直接下單，詳見下圖。

圖 3-2-10 台星通交易流程圖



資料來源：本研究整理

如圖所示，於交易日（T日）時，國內證券商接獲投資人下單後，國內證券商會委請國際通證券

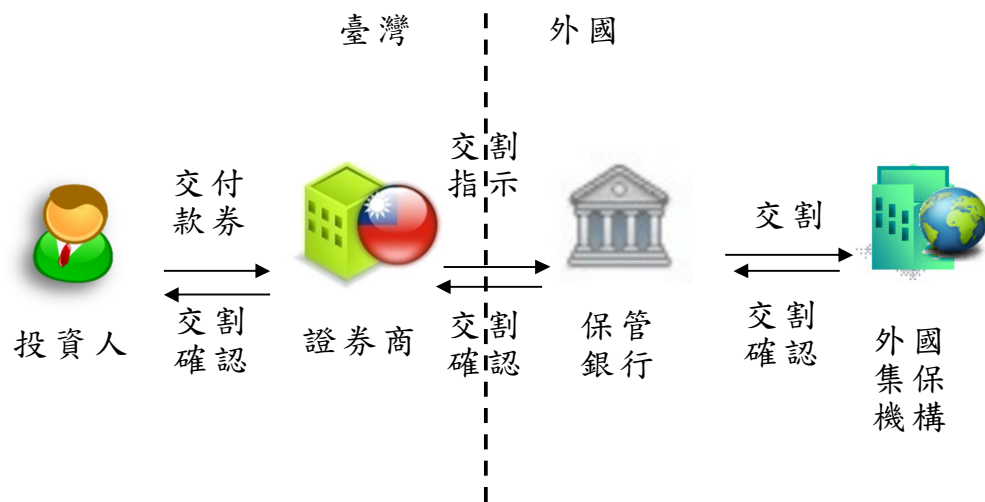
向新交所下單，新交所完成交易後，即向國際通證券回報成交，國際通證券再向國內證券商回報，由證券商向投資人回報成交。

肆、結算交割模式及有價證券保管作業

一、複委託

複委託業務之結算交割及保管作業多委託外國保管機構或上手券商辦理。大型複委託證券商由於交割量及保管量較高，為了資產安全考量及作業之一制性，多選擇委由保管機構保管；小型複委託證券商由於未具經濟規模，多選擇保管於上手證券商；另國內證券商於香港市場之上手證券商多為同集團之子公司，故多直接委由上手證券商從事結算交割及保管作業。

圖 3-2-11 複委託交割架構圖



資料來源：本研究整理

(一)、自然人

1、結算

每日交易時間結束之後，國外上手證

券商即會編制每日交易明細資料以及每日每檔證券成交彙總，提供國內證券商及其國外保管機構進行相關作業。

國內證券商收到資料後，首先將先對未成交之部位進行解圈存作業，並比對每筆交易與每檔證券之成交彙總資料，結算出對國外上手證券商之每檔股票原幣淨收付金額，依格式向國外保管機構發出交割指示。

國內證券商另依照成交明細資料，結算對投資人之淨收付金額及每檔證券之應收應付數量，編製買賣報告書予投資人。

若投資人選擇使用台幣交割，證券商需將收到的台幣換匯成原幣後，再付給上手證券商，故證券商會結算需買賣匯之原幣金額，並向往來銀行進行換匯。

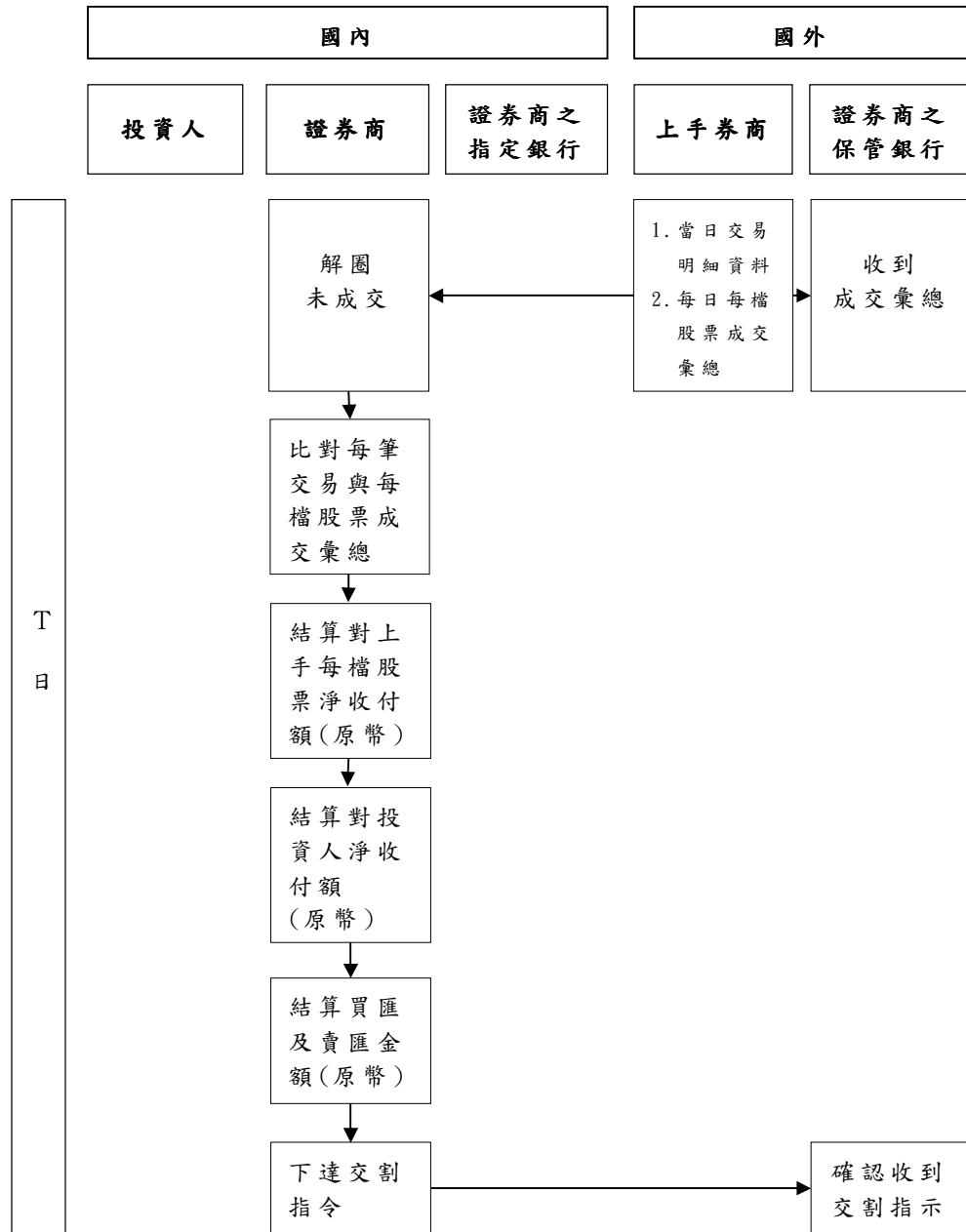
2、交割

(1)、款項收取

證券商向指定往來銀行(實務上多於交易日次日)敲定匯率替台幣買入的投資人進行換匯，並依據敲定之匯率更新買賣報告書之應收付金額，再次通知投資人。

投資人依據買賣報告書之應付金額，將款項在證券商規定之付款截止時間前匯入投資人於證券商指定銀行開設之款項帳戶。證券商會於指示指

圖 3-2-12：自然人結算作業流程圖

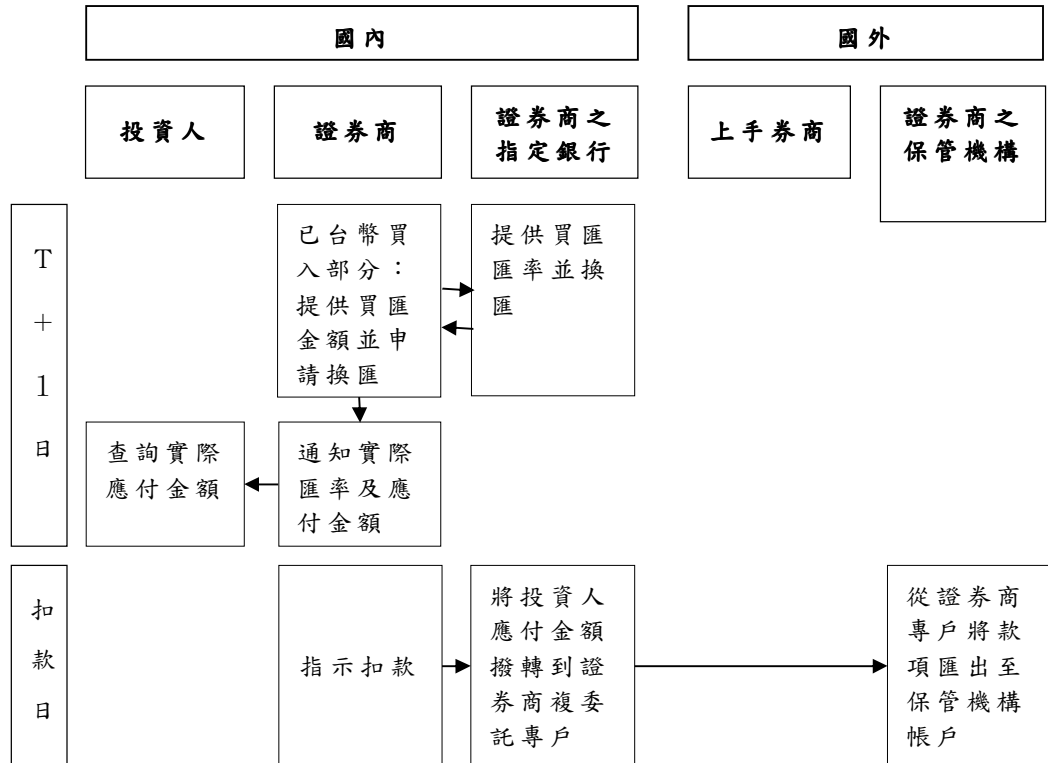


註：只有當上手券商與證券商之保管銀行有合作時，才會向證券商之保管銀行發成交回報。

資料來源：本研究整理

定銀行（實務上可能是交割前一不等）將應付款項從投資人帳戶撥轉至證券商開設在指定銀行之之複委託專戶，匯出至證券商之國外保管機構。

圖 3-2-13：款項收取作業流程圖



資料來源：本研究整理

(2)、款券交割

保管機構收到交割指示後，會將交割指示送往當地的次保管機構，再送到當地的集保機構處理；保管機構並會依次保管機構之通知更新交割指令的狀態，例如：若當地市場提供交

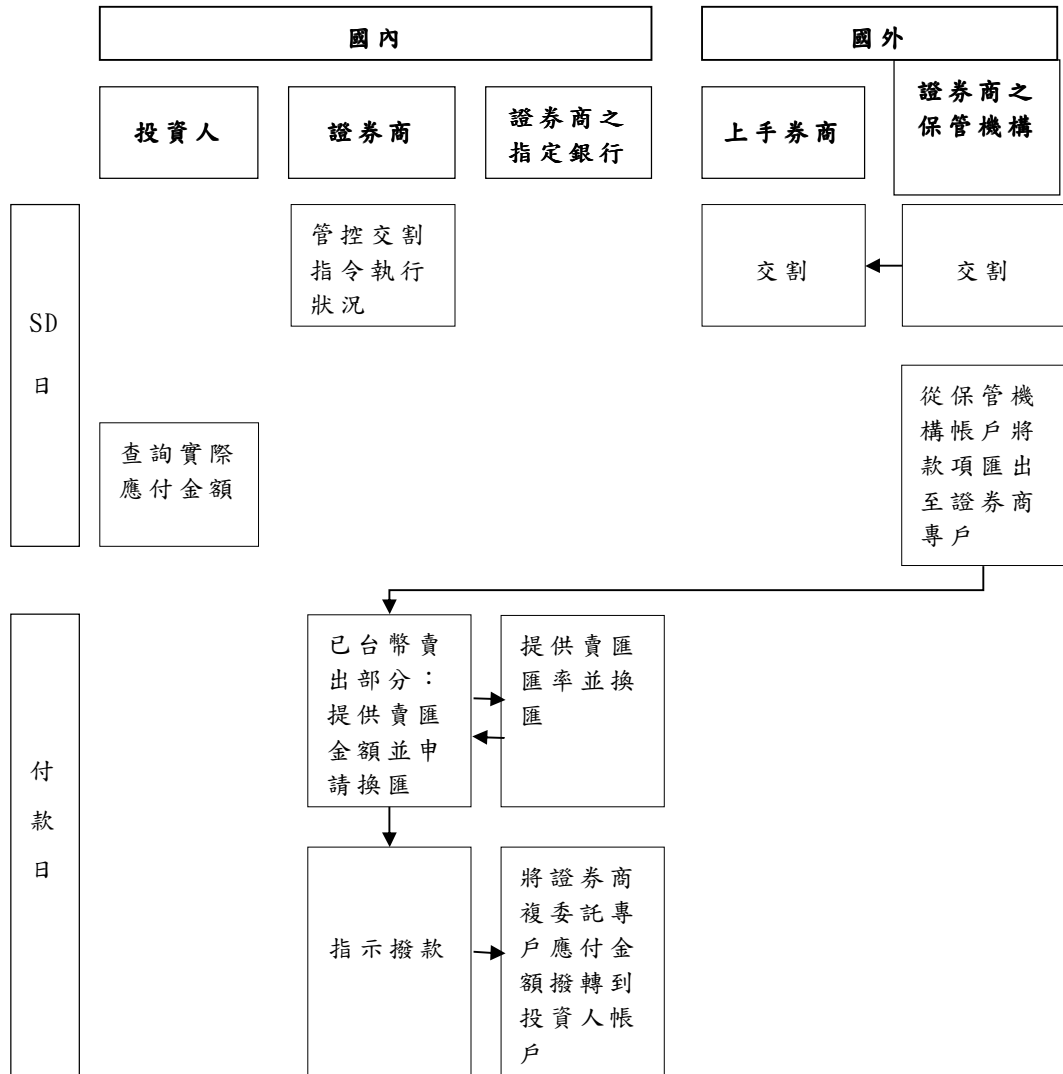
割前預先比對之機制，保管機構會更新比對的狀態，以避免交割失敗。證券商於交割日前則會監控交割指令之狀態，當可能發生交割失敗時，證券商便通知客戶或上手券商處理。

於交割日，次保管機構收到交割結果後轉知保管機構，保管機構再更新交割狀態予證券商。

(3)、款項支付

證券商會於完成交割後，將淨賣出款項匯回國內指定銀行之複委託交割專戶。若淨賣出投資人選擇台幣交割，則由國內券商與國內交割銀行完成換匯作業，並匯入國內投資人帳戶。

圖 3-2-14：款券交割及款項支付作業流程圖



資料來源：本研究整理

(4)、核帳作業

為確保證券商內部系統庫存餘額與保管機構帳戶餘額之一致性，實務上會透過每日自動或人工的對帳，透過國外保管機構每日提供之餘額資料，匯入證券商自身內部系統進行比對。

(二)、法人

在法人的情形，由於多半擁有自身的國外保管機構帳戶，因此需先將應付之款券撥轉至證券商保管機構帳戶後，再向市場交割。即國內證券商需通知法人客戶成交彙總，並請客戶對其保管機構下達交割指示，此外證券商亦需對其國外保管機構下達交割指示，以便與客戶之保管機構間完成交割。

二、台星通

於台星通業務中，國際通證券係委託新加坡花旗進行新加坡證券之結算、交割、與保管業務，另委託集保結算所進行帳務暨股務處理作業。

(一)、結算

台星通之每日結算作業與複委託作業類似，國際通證券於收盤後依成交明細編製買賣報告書予國內證券商，再由其轉知國內投資人。

於新加坡市場部分，國際通委託當地市場之新加坡花旗代為辦理與新加坡集保之結算作業。

(二)、交割

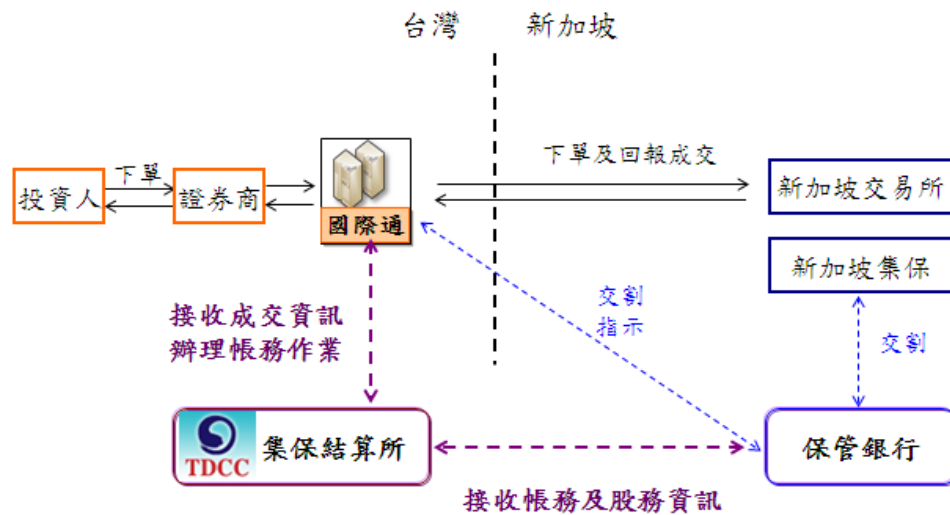
國際通同時傳送交割明細予集保結算所，由其編置交割清單。國際通證券另依成交彙總發送交割指示予保管機構，再由其轉

送新加坡集保辦理交割。

有關款項收取部分，由證券商向投資人收取後，再由國際通負責新加坡市場之交割。

於交割日，保管機構將交割結果通知國際通後，再由其轉知集保結算所。集保結算所依國際通通知進行相關帳務記載。

圖 3-2-15 台星通結算交割保管架構圖



註：國際通向新交所申請成為遠端交易會員

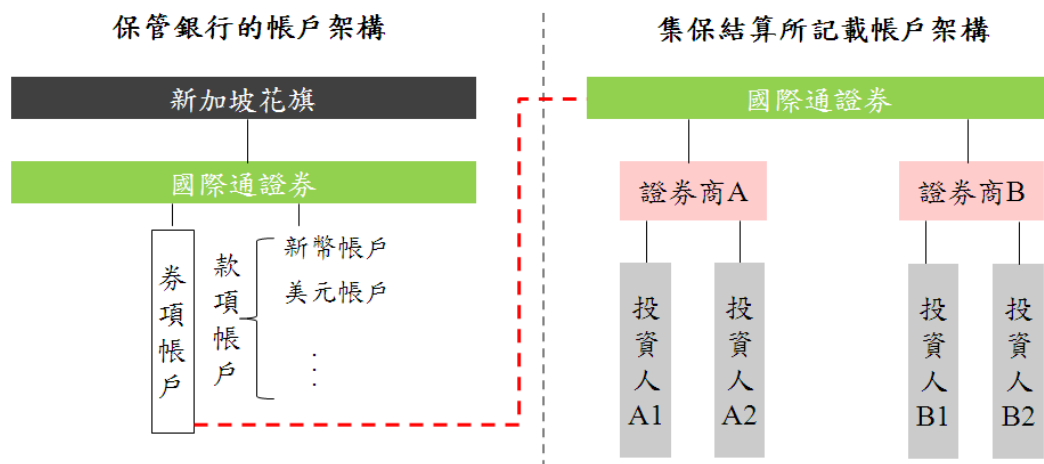
資料來源：本研究整理

(三)、帳務記載

國際通於保管銀行僅開立一綜合帳戶作為保管新加坡證券之用，個別投資人帳戶明細係委託由集保結算所記載，故有關帳戶明細彙總與保管機構之核帳作業，亦由集保

結算所負責。集保結算所每日接收保管機構通知之國際通帳戶券項餘額資訊，並將其與內部系統資料作比對，再將比對結果通知國際通公司。此外，集保結算所亦每日傳送每個投資人之帳務明細資料，供國際通於次日作下單控管之用。

圖 3-2-16 台星通帳戶架構圖



資料來源：本研究整理

(四)、非交易性帳務移轉

臺灣市場之投資人若有非交易性股票異動之需求（如：繼承、贈與等），因其不涉及國際通證券於保管機構帳戶餘額總數之異動，故由集保結算所辦理相關帳戶記載異動即可。

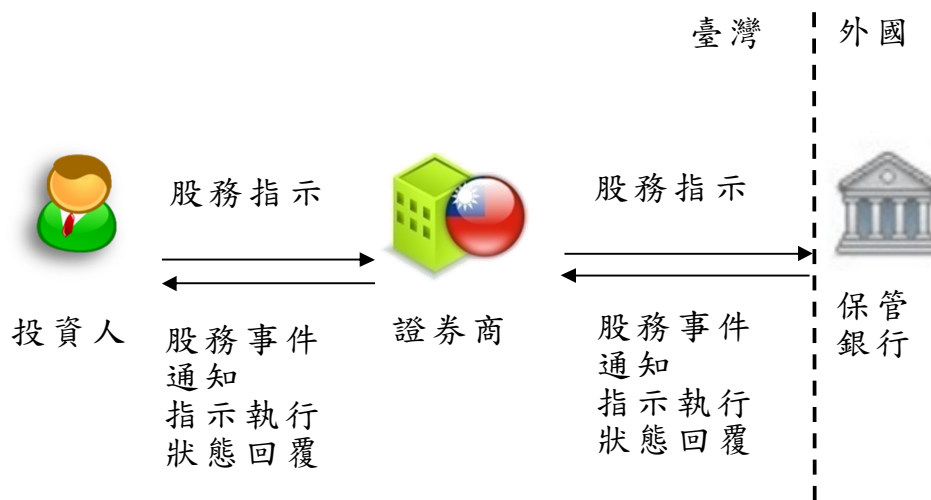
投資人向證券商申請後，由證券商通知國際通證券，國際通證券再轉知集保結算所辦理相關之帳務異動。

伍、有價證券股務作業

一、複委託之股務作業架構

- (一)、次保管機構於當地市場蒐集股務訊息後，通知保管機構，再由其轉知證券商，再通知投資人。
- (二)、投資人於證券商規定之截止時間前，向證券商回覆股務訊息之意思表示，證券商彙總其所有客戶之回覆後，在保管機構規定之截止時間前，一併回覆予保管機構。
- (三)、保管機構將指令轉送次保管機構，由其代為執行，次保管機構後續依執行狀況回覆保管機構。

圖 3-2-17 複委託股務作業架構圖



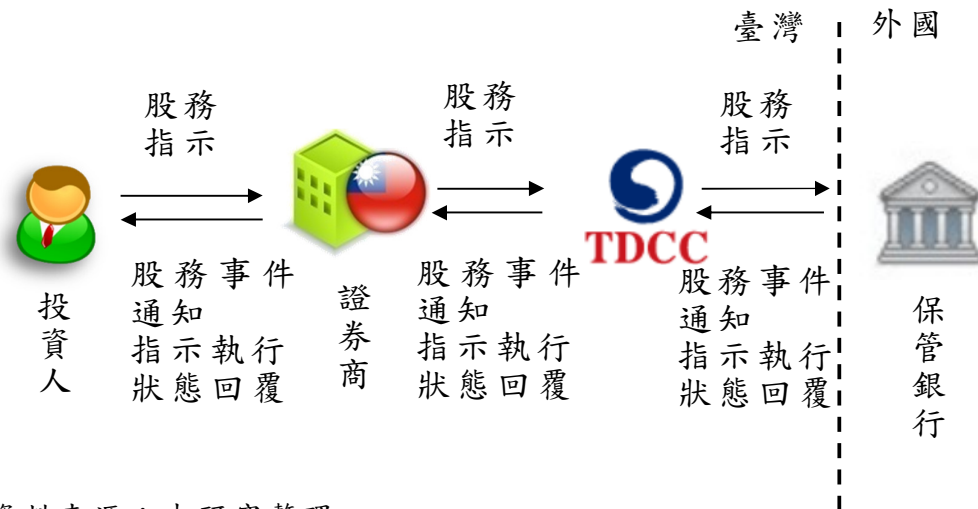
資料來源：本研究整理

二、台星通之股務作業架構

台星通之股務作業係由國際通證券委託集保結

算所辦理，其相關流程和現行複委託證券商之股務作業類似，即集保結算所接收保管機構股務事件通知，並轉知證券商；證券商收集投資人回覆後，將彙總結果通知集保結算所，再由其代國際通證券向保管機構發送股務指示；股務指示之執行結果亦由保管機構通知集保結算所，集保結算所即依通知進行相關券項之帳務記載。惟集保結算所僅就券項部分受託處理台星通之股務，款項部分(如配息等股務事件)仍由國際通處理相關款項之撥付。

圖 3-2-18 台星通股務作業架構圖



資料來源：本研究整理

三、現行投資人投資外國市場之股務作業，由於可交易之股票有多國市場，股務類型跟國內相比也更多更複雜，依 SMPG 之分類，可分為強制型股務事項(Mandatory)、可選擇型股務事項(Mandatory with option)、非強制型股務事項(Voluntary)，下面就常見之股務事件，證券商之作業流程作一介紹：

(一)、強制型股務事件

1、配息

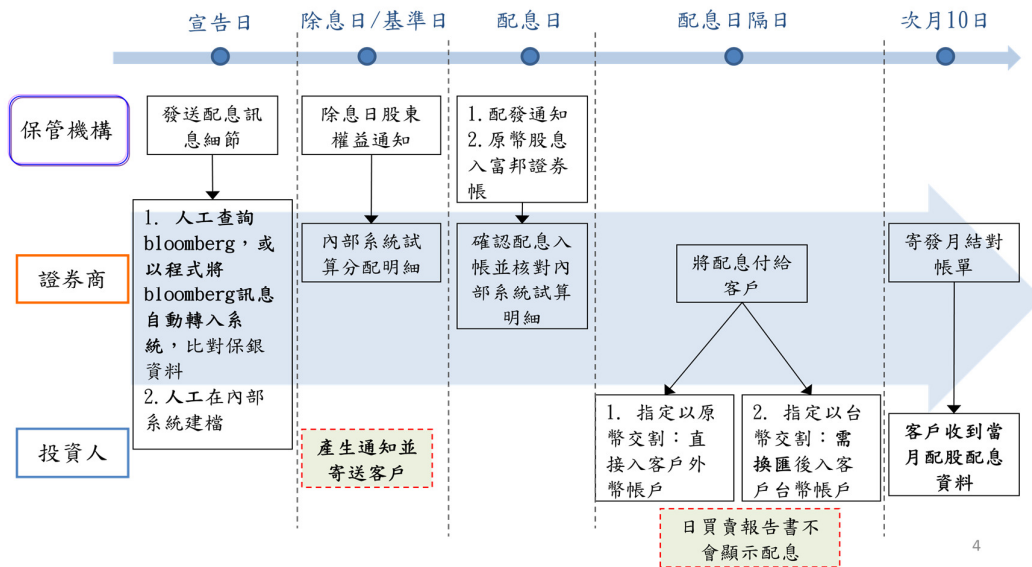
配息事件之週期分為宣告日、除息日/基準日、配息日，宣告日意指保管機構將該股務事件詳細內容發送予證券商之日期。除息日/基準日指確定股東權益之部位後，保管機構通知之日期，配息日係指保管機構將配發通知及配息金額配發之日。就各日期證券商作業流程分述如下：

- (1)、宣告日：證券商於收到保管機構股務事件通知後，會與市面上提供市場資訊之廠商，例如彭博資訊，進行資料比對。比對如正確，將人工於內部系統建檔，該日並不會將訊息通知其客戶。
- (2)、除息日/基準日：於除息日及基準日，接收保管機構之股東權益部位通知後，由內部系統試算分配明細。若屬系統建置較為完備之證券商，於該日會將訊息及客戶之含權部位通知客戶。惟市場上之證券商，並非全部皆會發送該通知給客戶。
- (3)、配息日：於配息日接收保管機構的配發通知及配息金額，確認配息入帳，並核對內部系統試算明細。於配息日隔日將配息付給客戶，若客戶指定以原幣交割，便可以直接將原幣匯入客

戶的外幣帳戶。若客戶指定以外幣交割，則需辦理換匯於換匯後匯入客戶台幣帳戶。

除上述日程外，後續證券商將股息配發後，客戶之電子下單系統會顯示餘額，但書面明細需待次月 10 日收到月結單始記載。證券商配息作業流程圖示如下圖：

圖 3-2-19：證券商配息作業流程圖



資料來源：本研究整理

2、股票分割

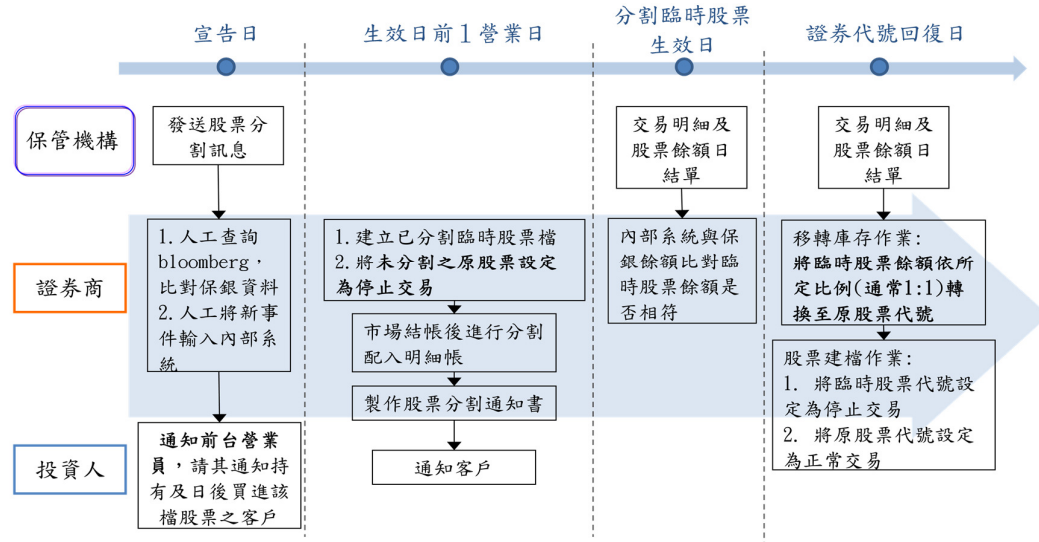
此處以複委託大宗市場：香港市場之股票分割為例，其特色為股票分割之轉換期間不停止交易，轉換期間約五周，並有股票代號變動情形。周期分為宣告日、生效日及證券代號回復日，股票代碼之變動

發生於分割生效日及轉換期間結束之證券代號回復日。於分割生效日後，將產生臨時股票代碼，並以臨時代碼進行交易。轉換期間結束後，臨時股票代號消滅，剩下分割完成後股票代碼。

- (1)、宣告日：由於股票分割事件將導致原本一股會於生效日後分割為多數股，又香港股票分割不停止交易，將影響股價，對股東權益影響重大，故於收到股票分割事件之訊息後，生效日之前即通知客戶。
- (2)、生效日：接收保管機構之交易明細及每日庫存餘額帳表，比對內部系統與保管機構餘額之臨時股票餘額是否相符。
- (3)、證券代號回復日：待轉換期間結束後，接收之交易明細及每日庫存餘額帳表，將臨時股票代碼支庫存餘額，依事件訊息載明之特定比例，轉換至原股票代號。且將該檔臨時股票代號設定為停止交易，避免錯買錯賣。

股票分割事件週期證券商作業流程如下圖：

圖 3-2-20：股票分割事件週期證券商作業流程圖



資料來源：本研究整理

(二)、可選擇型股務事件：現金增資

國外之現金增資事件不同於我國市場之處，再於其可能發行認股權(rights)供認股，國外認股權之特色在於權利有價值，可於一定期間內供買賣、且有獨立 ISIN code、交易期間結束後，持有認股權利之股東可決定是否認購股票，若未認購，則權利喪失價值。

現金增資事件週期分為兩個階段：一為認股權(rights)配發之階段、二為認股完畢後配發原股票階段

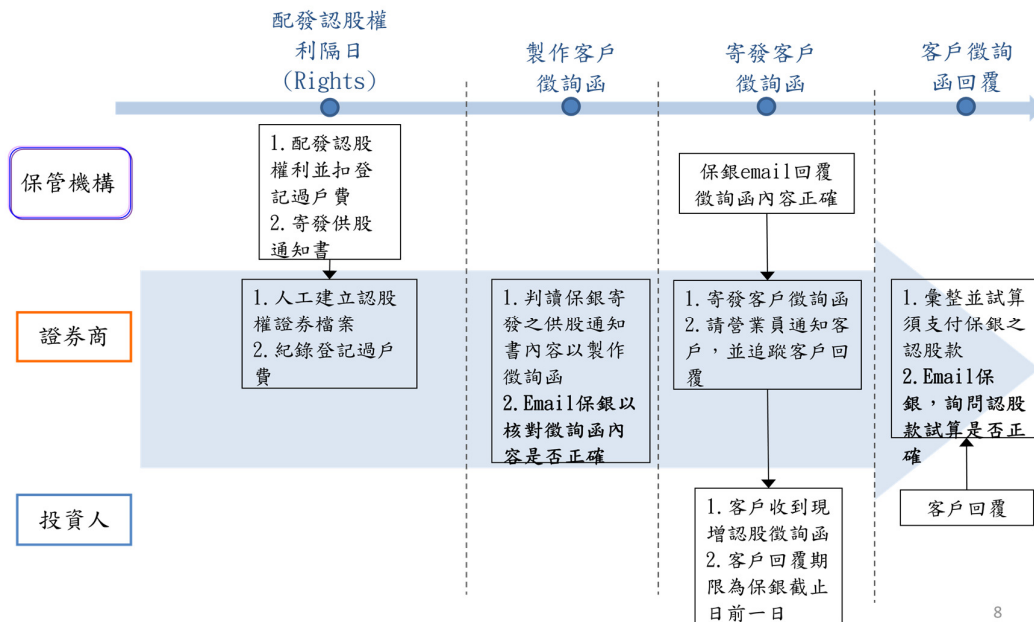
1、宣告日：如同強制型股務事件，保管機構會有一股務事件訊息通知該事件之內涵，證券商處理方式同前。

2、除權日/基準日：如同強制型股務事件，保

管機構會有權益部位通知訊息，證券商處理方式同前。

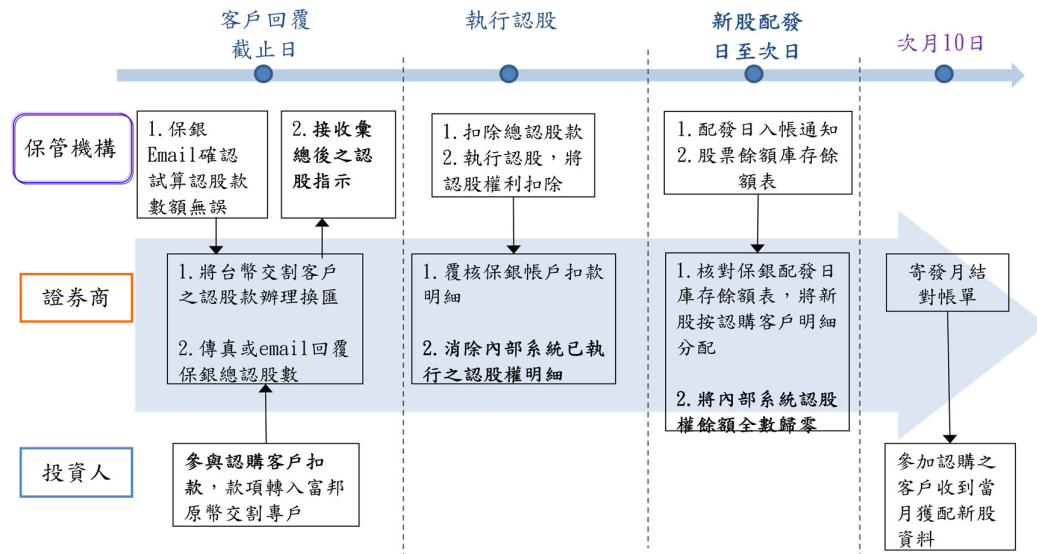
- 3、配發認股權利(Rights)日及認股權買賣期間：保管機構寄發供股通知書，配發認股權利並扣登記過戶費。於認股權利配發之後，證券商會人工建立該證券之基本資料，惟證券商為簡化作業，有可能不提供客戶認股權在市場買賣之服務，但仍會提供客戶選擇是否認股，即依保管機構寄發之通知書，製作客戶徵詢函，並請營業員通知客戶，追蹤客戶之回覆。上述流程如下圖：

圖 3-2-21：現金增資事件之訊息通知及投資人回覆流程圖



資料來源：本研究整理

圖 3-2-22：證券商現金增資配發新股 4-6 流程之作業流程圖



資料來源：本研究整理

- 4、客戶回覆截止日：客戶回覆後，證券商彙總客戶之回覆，試算須支付保管機構之認股權是否正確，並再次與保管機構確認客戶認股款數額後，傳送指示予保管機構。同時當日從客戶款項帳戶中扣除執行認扣權之客戶認購款項。
- 5、執行認股日：保管機構會於執行認股之日同時扣除總認股數及扣款，證券商收到保管機構扣認股權及扣款通知後，覆核保管機構帳戶扣款明細，並消除內部系統已執行之認股權明細。
- 6、新股配發日：與強制型股務事件相同，收到保管機構之配發日入帳通知，核對保管機構配發日庫存餘額表，將新股按認購客戶明細分配，並將內部系統認股權餘額全

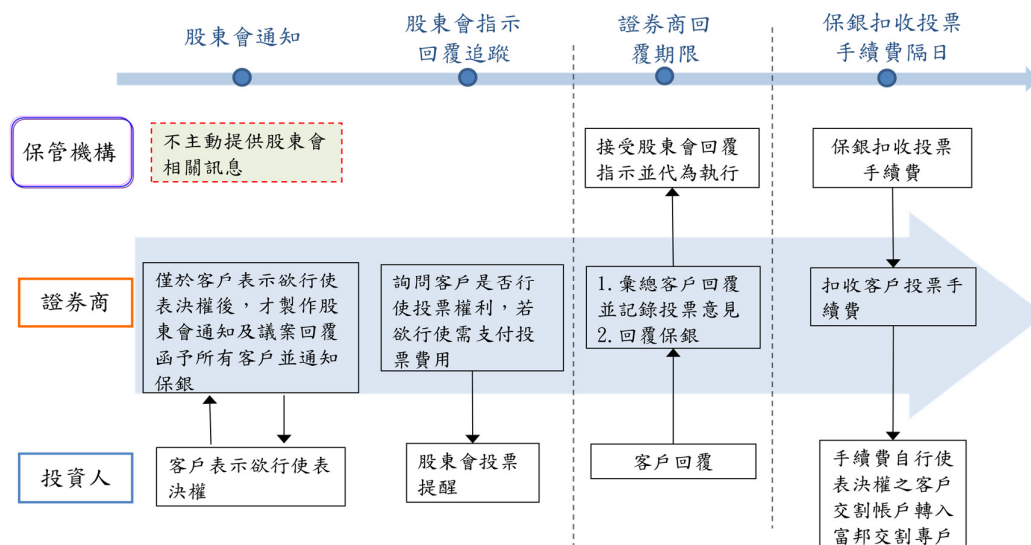
數歸零。

除上述日程外，後續證券商將明細於次月 10 日寄發月結對帳單，參加認購之客戶將收到當月獲配新股資料。證券商現金增資 4-6 流程之作業流程如上圖。

(三)、非強制型股務事件：股東會

複委託架構下，客戶無法參與國外發行公司之股東會，股東會表決權行使也不是客戶首要考量。故有些證券商會於與客戶之契約中明定免除股東會通知之責，僅於客戶表示欲行使表決權後，才製作回覆函發送客戶。且因為不常發生，所以本事件之通知、回覆皆以人工進行，並轉嫁投票手續費予欲參與投票之客戶。證券商股東會之作業流程如下圖所示：

圖 3-2-23：證券商股東會之作業流程圖



資料來源：本研究整理

第三節 專業投資機構買賣外國有價證券之交易、交割、保管作業現況

壹、法源依據

1991年1月7日，主管機關為增加國人投資管道並落實金融國際化及自由化的政策，遂依證券交易法第44條第4項規定，訂定發佈「證券商受託買賣外國有價證券管理規則」，正式開放證券商得辦理受託買賣外國有價證券業務。而根據委託人性質的不同，分為非專業投資人、專業投資人及專業機構投資人，證券商受託買賣外國有價證券之外國證券交易市場範圍及標的將有所不同。

依「證券商受託買賣外國有價證券管理規則」第3條規定，所稱專業投資人、專業機構投資人及非專業投資人，應適用境外結構型商品管理規則第3條第3項及第4項規定，其中專業機構投資人即包含國內外之銀行、保險公司、票券金融公司、證券商、基金管理公司、政府投資機構、政府基金、退休基金、共同基金、單位信託、證券投資信託公司、證券投資顧問公司、信託業、期貨商、期貨服務事業及其他經本會核准之機構。

金管會考量國內金融業國外投資金額甚鉅，其中保險業已逾新臺幣10兆元，多透過香港、新加坡等地金融機構進行交易，若能拉回在國內金融機構進行交易，將可增加在台金融機構業務、擴大國內金融市場規模，並對國內金融人才培養及就業有所助益。金管會乃於2014年3月成立金融進口替代專案小組，研議各項法規調整及開放措施。其中為引

導保險業逐步將海外資產移回國內保管機構保管，於 2015 年 8 月 14 日修正發布「保險業辦理國外投資管理辦法」第 7 條、第 16 條及第 19 條，修正內容如下：

- 一、鼓勵保險業將國外有價證券委由國內保管機構保管者，得增加其投資國外公司債額度，爰增訂保險業符合一定比例之國外有價證券委由國內保管機構保管者，得增加國外信用評等機構評定為 BBB+ 級至 BB+ 級之公司債、非本國企業發行可轉換公司債及附認股權公司債之投資額度。
- 二、增列保險業所委託之保管機構應符合之資格條件，即保管機構應為集保結算所，或符合下列標準之金融機構：
 - (一)、成立滿三年以上，在我國境內設有分公司或經核准辦理保管業務之子公司。
 - (二)、最近一年經國內外信用評等機構評定信用評等等級為 A- 級或相當等級以上。
 - (三)、最近一年資產或淨值排名居全世界前五百名以內之銀行或所保管之資產達 5,000 億美元以上之機構。但本國機構不在此限。
- 三、為進一步強化監理機關對於保險業國外投資相關資產內容監理之即時性及有效性，以提升相關監理效能，並兼顧差異化管理之精神，增列資本適足率未達法定標準保險業，即保險業最近一期自有資本與風險資本之比率未達百分之二百者，應於修正施行後半年內，將國外資產委由集保結算所或最近一期自有資本與風險性資產之比率符合法定標準之本國金融機構及外國金融機構在臺分支機構保管。但報

經主管機關同意者，得延長之。

- 四、為配合金管會現階段推動之金融進口替代政策，扶植國內金融機構發展保管銀行業務，爰增列保險業投資國內證券市場上市或上櫃買賣之外幣計價股權或債權憑證，應依有價證券集中保管帳簿劃撥作業辦法進行保管。

貳、市場現況

就買賣外國有價證券而言，現行專業投資機構中之保險業、銀行業及基金管理公司(加計總代理人銷售)為市場主要參與者。因此，本章節將以這三種專業投資機構為研究對象，進行探討分析。

根據統計，我國保險業、銀行業及基金管理公司(加計總代理人銷售)之國外投資現況分別為：

一、保險業

目前我國保險業總計共 28 家，其中前五大(國泰、南山、富邦、新光及中國人壽)約占全市場八成以上。保險業因其資金特性，九成以上投資國外長期債券⁶，以 2015 年我國保險業之國外投資金額加總計算，約達新台幣 98,000 億元。

二、銀行業

銀行業之國外投資主要是銀行信託部以特定金錢信託投資國外有價證券為主，其投資類別以境外基金為最大宗，約佔 70%以上，次為債券約為 10%，股票投資則比重甚微。參考中華民國信託業商業同業公會統計 104 年底特定金錢投資國外有價證券金額總計為 29,904 億元⁷。

三、基金管理公司(加計總代理人)

針對基金管理公司部分，根據中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會統計，國內投信含總代

6 根據《中央銀行季刊》第三十卷第一期，民國 97 年 3 月。

7 中華民國信託業商業同業公會之 104 年第四季信託業務統計資料。參考網址：<http://www.trust.org.tw/statistics/WebStatistics1.asp?Action=Search&no=40>

理人投資境外基金，截至 2016 年 3 月底止，其投資人之受益人型態屬法人者之投資境外基金金額共計約新台幣 38,688 億。

因此，保險業、銀行業及基金管理公司(加計總代理人銷售)之國外投資以保險業為首，佔比約達59%，故海外投資以保險業為最大宗。

參、交易模式

專業投資機構進行國外投資的交易模式可因投資種類不同而有不同的交易模式，以下就投資境外基金及投資股票及債券分別說明：

一、投資境外基金

截至 2016 年 3 月底止，金管會總共核准 45 家總代理人、78 家境外基金機構、1,024 檔境外基金，總計國內投資人持有境外基金金額共達約 30,218 億元。

以基金的受益人型態來看，自然人直接持有境外基金僅有 516 億元新台幣，法人以綜合帳戶持有者高達 12,505 億元，法人以非綜合性帳戶持有約 17,196 億元。所謂綜合帳戶部分，意指透過銀行信託部以特訂金錢信託申購、透過證券商通路申購、或透過集保結算所之國內申購平台購買基金。而非綜合帳戶部分，則是直接向基金管理公司購買，通常專業機構法人，多採用此一途徑，進行投資境外基金。

表 3-3-1 國內投資人投資境外基金金額

分類	細項		國內投資人持有金額 (單位：新台幣元)	
依 受 益 人 型 態	自然人		51,601,916,977	
	法人	非綜合帳戶	1,250,579,620,202	
		綜合帳戶	特定金錢信託	1,634,866,644,840
			證券商受託買賣	45,449,583,233
			其他	39,342,957,084
		綜合帳戶小計		1,719,659,185,157
	法人小計		2,970,238,805,359	
依受益人型態合計			3,021,840,722,336	

資料來源：投信投顧公會網站(截至 2016/03)

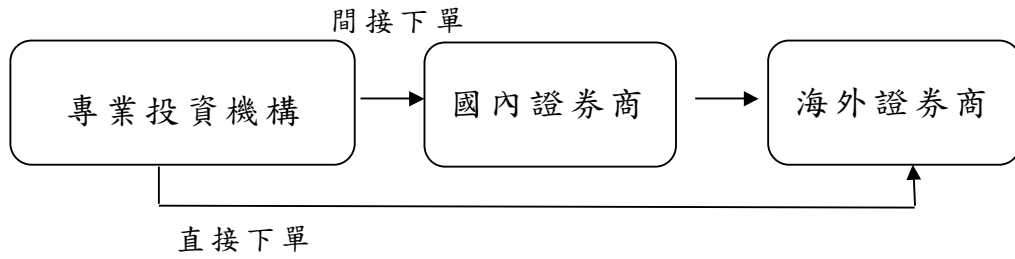
二、投資國外股票及債券

就專業投資機構而言，無論是投資國外的股票或債券，都透過向券商開戶。資產規模大的機構，資格條件較佳，可以選擇直接與海外券商開戶，進行全球市場的股、債投資。若是中小型資產規模之機構，也可向有開辦複委託業務的國內券商開戶，再由該券商與上手(海外)券商對投資標的進行橋接下單。

以投資的市場而言，股票部分以美國、歐洲(即英、法、德)、日本及香港(含滬港通)較熱門，包含個股、指數型基金(ETF)和存託憑證。債券則以投資美債及歐債為主。專業投資機構之投資股、債之交

易模式如非直接向投資市場之券商開戶外，往往透
由複委託方式進行交易。交易流程圖示如下：

圖 3-3-2 專業投資機構投資外國有價證券交易流程圖



資料來源：本研究整理

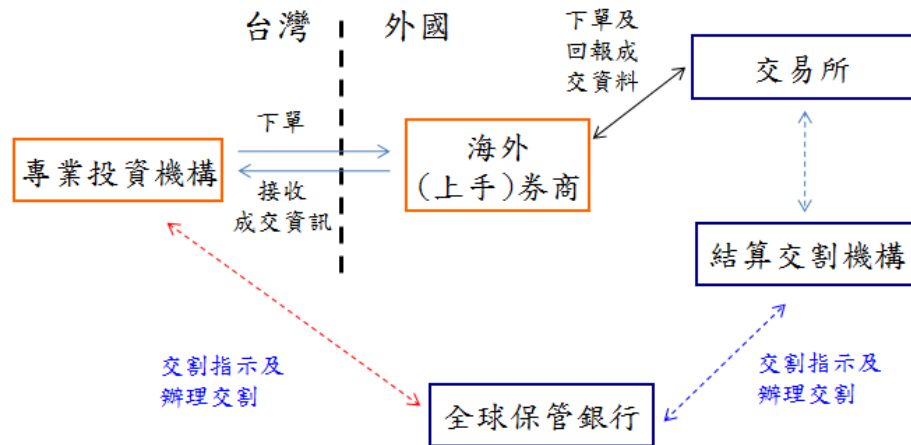
肆、結算交割模式及有價證券保管作業

針對專業投資機構投資境外基金部分，由於多屬於直接向基金公司(總代理)申購，並且由基金公司委託保管機構進行保管，故無需論述後續之結算交割及保管作業。因此，就結算交割模式及有價證券保管作業，將僅就股票及債券類型說明。

一、交割結算模式

股票的部分，透過海外證券商接單後，再與投資標的之當地市場交易所進行交易下單撮合，成交後透過當地市場之交割結算機構進行後續處理，示意圖如下：

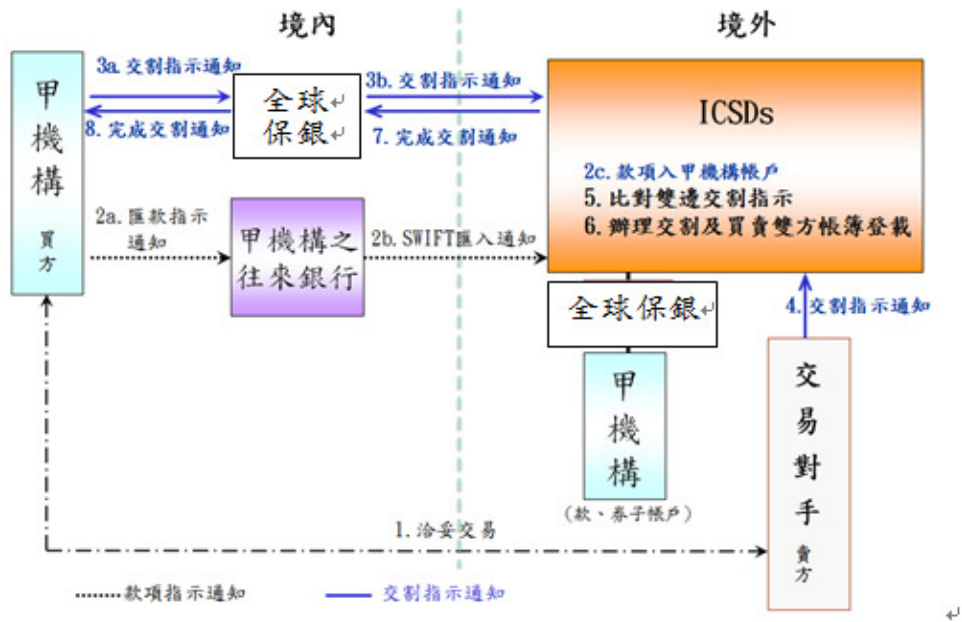
圖 3-3-3 專業投資機構投資外國股票交割流程圖



資料來源：本研究整理

債券之交割並非集中交割，而是由買賣雙方協商交割日期及交割機構，一般而言，債券類有價證券多可在 Euroclear 或 Clearstream 交割，但部分債券依發行市場規定，僅可於當地結算交割機構（例：Fedwire）辦理交割。買賣雙方依約定之交割細節，發送指令予保管機構，再由其傳送至指定的交割機構執行交割。

圖 3-3-4 專業投資機構投資外國債券交割流程圖



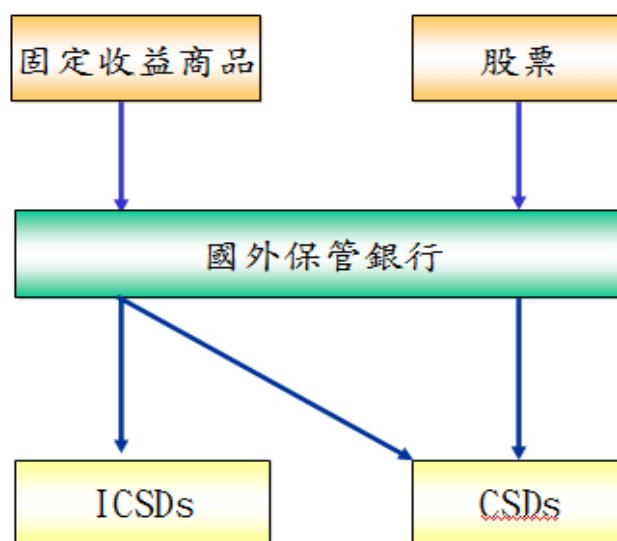
資料來源：本研究整理

另外專業投資機構因屬法人身分，往往會要求在交割時，享有契約交割(contractual settlement)的條件。所謂契約交割則是專業投資機構所委託之保管機構在交割日當天根據已交割之指示，將交割未到位之款項優先墊款於客戶帳戶。因此契約交割背後即是代表強大的資金調度能力。

二、有價證券保管作業

專業投資機構之國外投資，其有價證券保管方式請見示意圖如下：

圖 3-3-5 專業投資機構投資外國有價證券保管架構圖



資料來源：本研究整理

實務上，專業投資機構現行進行國外投資時，多是委託全球保管機構進行有價證券保管作業。一般保管之帳戶架構可分為集合帳戶型(Omnibus Accounts)及個別型帳戶(Segregated Accounts)。

集合帳戶即以名義人為首，但帳戶以下所開立之分戶無法得知；反之個別型帳戶即將帳戶直接以分戶設帳，因此每個帳戶可清楚介分。以股票來說，全球保管機構通常會在與投資標的之當地次保管機構合作，以利辦理該標的之相關保管作業。

保管機構除了配合買賣 DVP 之交割結算作業、券項/款項保管及帳務等相關報表之外，另外亦提供會計/投資組合管理之服務、現金管理服務、市場網絡訊息管理、退稅及相關公司行動服務：

(一)、會計/投資組合管理服務

所謂會計之管理為保管機構系統可以依客戶持有目的區分會計方法，如備供出售或持有到期等。另外，多種投資組合管理服務即可將客戶之投資標的進行分類管理，如可分為上市股票及債券、共同基金、衍生性商品或私募基金等。

(二)、現金管理

現金管理包含存款利率、日中透支及 Black Value 允許或由主/從帳戶間結款設定 (Auto Sweeping)。

(三)、市場網絡訊息管理

即是透過對市場訊息的掌握協助客戶進入市場。舉例來說，對於當地市場的交易所及監管機關的資訊掌握、就交易流程、貨幣政策、法規稅務及即時訊息通知之了解與掌握、另針對配合之當地次保管銀行機構的作

業品質、專業程度、財務狀況、信評等定期
檢視與實地查核。

(四)、退稅申請

可分為事先取得免就源扣繳資格與事後
退稅處理。

(五)、公司行動

包含債之債息、本金、到期贖回收取管
理，或股票之股務作業、及遇有股東會之代
理投票(proxy voting)等之處理。

此外，外匯交易、借券、法令遵循及擔保品
服務都是保管機構會額外提供之加值服務。

伍、有價證券股務作業

專業投資機構所持有之股票部位小於固定收益，且
部分資產規模大的機構，資格條件較佳，可以選擇直接
與海外證券商開戶，進行全球市場的股、債投資。若是
中小型資產規模之機構，也可向有開辦複委託業務的國
內證券商開戶，再由該證券商與上手(海外)證券商對投
資標的進行橋接下單，已如前所述。故其處理流程與證
券商實務類似，但專業投資機構係為其本身持有，故不
須通知下游投資人，其股務作業較證券商複委託作業簡
單。故在此不一一贅述，請參考前節證券商股務作業實
務部分。

目前本公司與全球保管銀行合作，可提供專業投資
機構於海外之資產保管及股務相關處理，處理流程與台
星通受國際通委託處理股務作業類似，此部分已於前開
肆、伍、二、台星通之股務作業架構敘明。惟有關股務

款項部分，亦由本公司併同處理股務款項(例如配息、公開收購等股務事件)之配發及撥付。

陸、集保結算所提供跨境保管及款券交割服務

一、服務緣起

集保結算所於 1991 年，始與國際清算保管機構 Euroclear 及 Clearstream（以下簡稱 ICSDs）合作連線，並自 2006 年起透過該機制辦理國際債券相關業務，已累積國際保管有價證券相關經驗。因金融進口替代之政策需要，集保結算所延伸保管業務之範疇，並參考「保險業辦理國外投資管理辦法」第 5 條規定，將保險業資金得投資之十一種國外有價證券，納入集保結算所規劃保管範圍，種類明細如下：

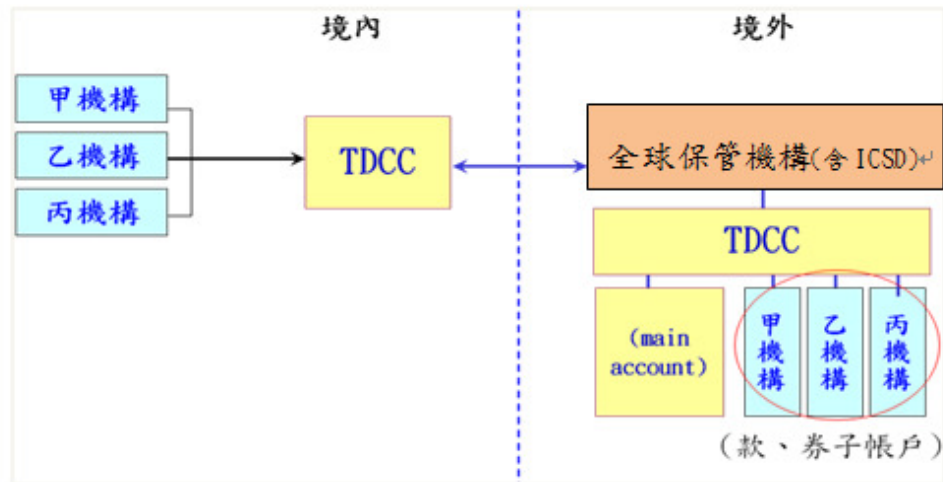
- (一)、外國政府發行之公債、國庫券
- (二)、外國銀行發行或保證之金融債券、可轉讓定期存單、浮動利率中期債券
- (三)、本國企業或銀行發行以外幣計價之公司債、金融債券
- (四)、以外幣計價之商業本票
- (五)、外國證券集中交易市場或店頭市場交易之股權或債權憑證
- (六)、國外表彰基金之有價證券
- (七)、資產證券化商品
- (八)、國外政府機構發行之債券
- (九)、國際性組織所發行之債券
- (十)、國內證券市場上市或上櫃買賣之外幣計價股權或債權憑證
- (十一)、其他經主管機關核准之有價證券

2015 年 8 月集保結算所建置完成跨境保管系統，

該新系統透過與 ICSD 連結保管國外有價證券，且將集保結算所保管的有價證券之範圍不再受限於原有的國際債券。此外，為了滿足專業投資機構多樣化標的之投資需求，集保結算所於 2016 年進一步與全球保管機構合作，希望藉由全球保管機構遍佈全球之次保管網絡機制，將所有專業投資機構所投資之有價證券皆得以透過跨境保管系統提供服務。

集保結算所之跨境保管服務項目包含有：有價證券之保管、交割款(券)到位之 DVP 資訊傳輸、交割款項收付資訊傳輸、交割及帳務報表提供、公司行動、優惠稅率及退稅之申辦服務等，其他如資產評價、借券及換匯等服務，也可依專業投資機構需求提供。該系統並提供中文化之服務介面，便利使用者操作；且透過與全球保管機構(含 ICSDs)之自動化傳輸，讓所有資訊達到效率與安全，保障專業投資機構之資產。集保結算所跨境系統之帳戶架構為集保結算所於全球保管機構(含 ICSDs)之帳戶下設立子帳戶，憑以辦理各專業投資機構國外有價證券保管作業(如下圖)。

圖 3-3-6 提供專業投資機構款券交割及保管服務之帳戶架構圖



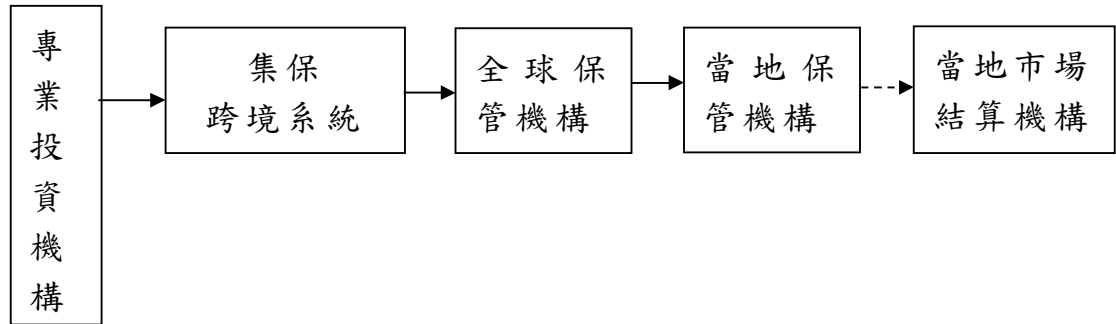
資料來源：本研究整理

二、交割模式、保管模式及帳務作業

(一)、交割結算及保管模式

集保結算所之跨境保管業務之交割方式(含 DVP、RVP、DF 及 RF)為專業投資機構透過集保結算所之系統進行交割指令之執行，以股票為例，集保結算所系統收到專業投資機構之交割指示後，再傳送至全球保管機構，再由全球保管機構送達當地保管銀行後，由當地保管銀行轉送當地結算機構進行交割。因此，透過全球保管機構可以處理的股票類商品更多元，因此，專業投資機構透過集保結算所之跨境保管業務可進行完整的全球投資。示意圖如下：

圖 3-3-7 提供專業投資機構券項交割流程圖



資料來源：本研究整理

有價證券之保管，一般而言都是保管在當地集保機構。集保結算所透過合作之全球保管機構與當地次保管銀行連結，將專業投資機構的資產，以保管機構名義(全球保管機構或當地次保銀管機構)保管在當地集保機構。因此，專業投資機構於下單買賣成交後，將與交易對手互換 SSI (Securities Settlement Instruction，中譯：有價證券交割指示書)，並敘明交割地 PSET (Place of settlement) 以或保管地 PSAFE (Place of safekeeping) 等交割保管資訊。

(二)、帳務作業

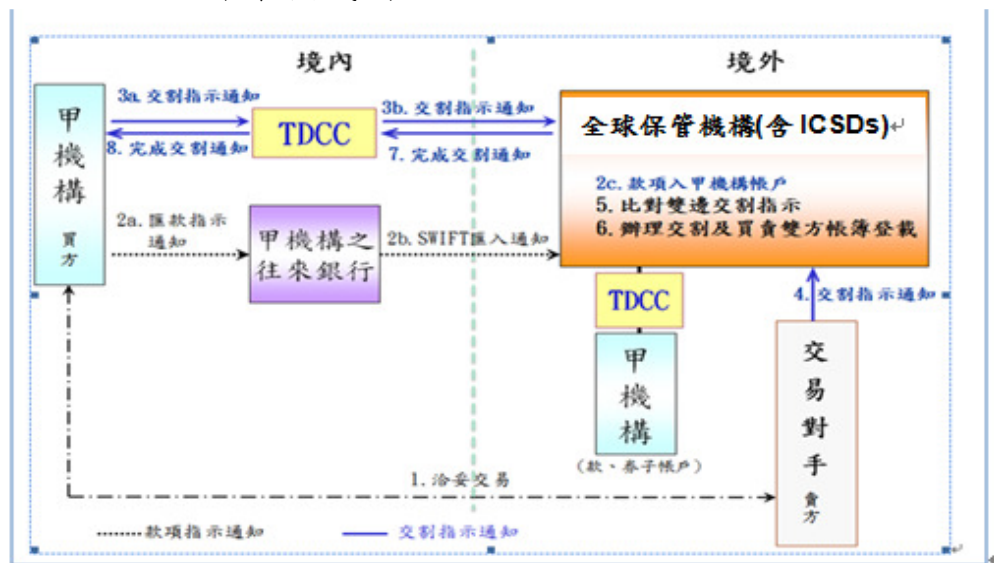
有關專業投資機構之交割及保管等帳務作業，集保結算所之跨境系統透由與全球保管機構(含 ICSDs)的連結，依照 SWIFT 指示之收、發及比對作業後，進行系統交割處理結果及帳務資料更新。款、券之作業模式(請參考下頁

圖)：

專業投資機構可透過集保結算所跨境系統之保管帳戶管理功能，查詢待交割明細表、交割明細表、交易明細表及庫存餘額表等資訊。此外，專業投資機構買進之有價證券如有配股、配息等相關公司行動，以致帳務資料更新時，集保結算所將會依據全球保管機構(含 ICSDs)提供之 SWIFT 指示進行處理。

集保結算所之跨境保管服務，從保險業出發，拓展至銀行、證券業，並持續配合主管機關金融替代政策，以增加在台金融機構業務、擴大國內金融市場規模，並對國內金融人才培養及就業有所助益。

圖 3-3-8 提供專業投資機構款券交割及保管服務之交割作業模式圖



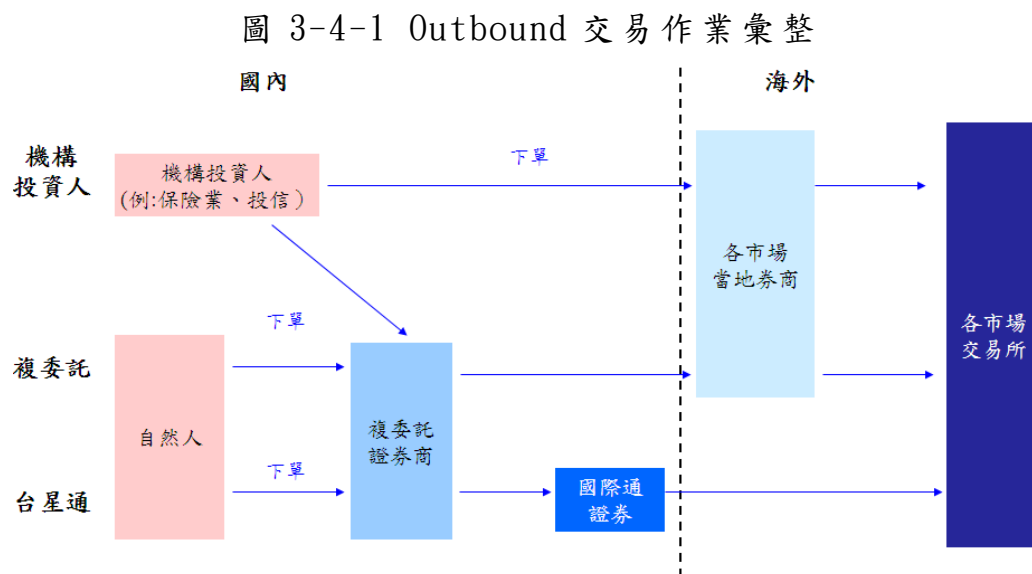
資料來源：本研究整理

第四節 國內跨境交易、交割及保管制度彙總

比較第一節我國現行 Inbound 之作業及第二、三節現行 Outbound 之作業，可歸納主要之特色如下：

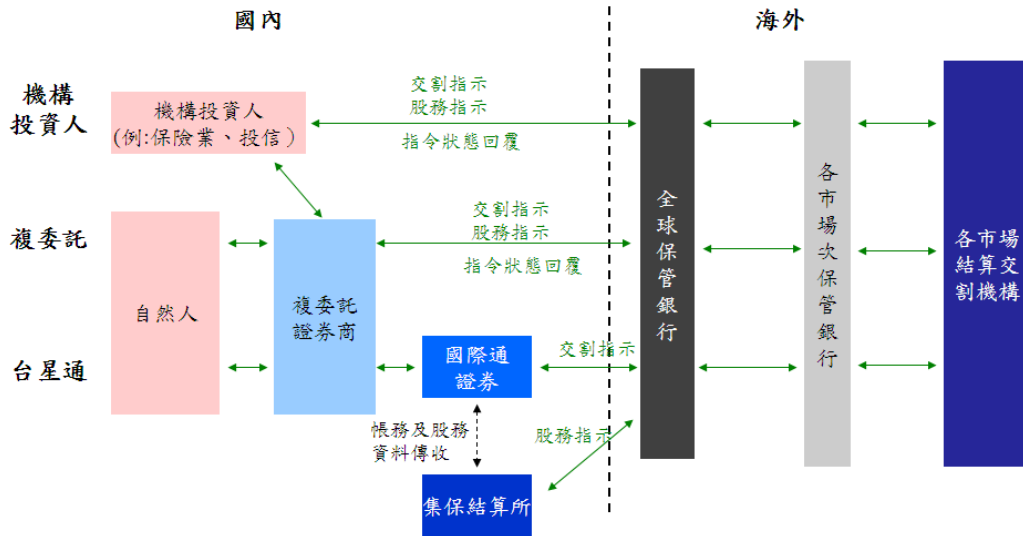
- 壹、現行 Outbound 投資市場繁雜，並非僅投資單一市場。
- 貳、於交易面直接透過當地交易會員完成下單，於交割、保管、及股務面則透過保管銀行間接完成後續作業。
- 參、不論 Inbound 及 Outbound，全球保銀扮演重要角色，提供各市場後台作業之統一窗口及一致性服務介面。

未來我國從事跨境連接交易中，集保結算所、對方市場之結算所及對方市場之集保公司如何參考目前我國現有之跨境作業機制，規劃後台作業模式及架構，將於第四章詳細討論。



資料來源：本研究整理

圖 3-4-2 Outbound 交割及股務作業彙整



註：除透過全球保管銀行保管外，亦可透過其下單之當地券商保管於當地，唯考量安全性，市場現況為透過全球保管銀行為大宗。

資料來源：本研究整理

第四章 集保結算所提供跨境保管及款券交割服務之發展方向

滬港通成功滿足上海與香港兩地之投資需求，同時也為跨國(跨市場)連結建立新的處理模式。配合政府積極推動我國證券市場國際化政策，集保結算所陸續提供境外 ETF、國際債券等跨國保管及款券交割帳簿劃撥服務，本章節將就滬港通模式與其他可行之跨境連結模式進行比較分析，另外亦參考滬港通模式探討我國與其他市場以類似模式連結時，於結算、交割保管及股務事務處理之因應方式。

第一節 滬港通模式與其他連結模式比較分析

近十年來，由於網路科技的蓬勃發展，全球資訊的取得越來越便捷，投資人在進行跨國投資時，也相對熱絡。很多交易所為了節省本地市場投資人的跨國成本以及擴大該市場之知名度暨鼓勵國際資金投入，多會建置跨國連結。連結方式一般概分為兩類，其中一種為直接連結模式，另外一種為間接連結模式。

直接連結模式是指直接至對方市場取得交易、結算、保管之會員或直接參與者的資格，俾利在連結時，提供更有保障的連結關係。滬港通，是近期內相當成功的直接連結模式，不僅雙邊市場交易需求相當，且交易量具一定規模，以 2016 年 8 月為例，滬股通交易金額達 695 億，港股通交易金額達 779 億，可見兩邊市場具有相對稱的需求熱度。此外，滬港通亦因兩市場具有特殊之政治性，促使兩個市場以高度意願配合調整法規制度等相關作業，因此成就此成功之直接連結

模式。

另一個跨國的模式為間接連結模式，間接連結模式即是透過對方市場的交易會員、結算會員及保管會員或有別於會員制之其他規範，將帳戶設置於對方市場既有之參與者下，進行連結。跨國之間接連結模式因不需要雙方市場大費周章調整交易、結算、保管之作業架構、法規等細節，即能達到連結的效益，也是跨國連結時，最常用的連結方式。舉凡我國集保結算所因應市場需求透過保管機構之間接連結模式橋接香港市場，使得香港掛牌之恆中國、恆香港等 ETF 標的，得在台灣市場掛牌交易，或是韓國結算所(KSD)也為複委託之市場需求，透過間接連結模式，設帳開戶於全球保管銀行，便利韓國市場跨境投資之進行，都是保管面之間接連結模式的具體實例。除此之外，保管面之間接連結模式尚有由新加坡交易所主導的東協中六個會員國暨七家交易所成立之東協交易平台（ASEAN Trading Link）以及新加坡交易所與澳洲交易所成立之新澳連結（SGX-ASX co-trading link）。東協交易平台是由新加坡、馬來西亞、泰國、印尼、越南、菲律賓等六個國家，其中越南有河內、胡志明市二個交易所，共計七個交易所進行連線，而連結之保管由德意志銀行擔任。新澳連結則是透過花旗銀行及紐約銀行分別擔任新交所及澳交所指定之保管銀行，但因交易量低迷，該連結於 2006 年已宣告終止。由此可知，跨境交易是各市場在積極拓展市場上的佈局模式，而間接模式往往是測試市場需求水溫的前哨戰，實務上多為市場利用。

直接連結模式雖可以為投資人跨境交易提供最直接便利的管道，惟相對成就條件較為複雜且連結成功的重要關鍵乃是雙邊市場的需求熱度，因此尚不多見。另在實務上，往

往跨境連結常發生與多個市場進行橋接，故有關直接連結模式及間接連結模式之比較表彙整如下：

表 4-1-1 連結模式比較彙整

比較項目 \ 連結模式	直接模式 (滬港通)	間接模式 (外資 /Euroclear 於 我國)
雙邊市場經濟規模與需求熱度	高	低
資產安全性	高	低
成本	高	低
法規調整程度	高	低
作業調整	高	低

資料來源：本研究整理

比較表由五個項目進行檢視：(1)雙邊市場經濟規模與需求熱度、(2)資產安全性、(3)成本、(4)法規調整程度，(5)作業調整。無論是成本或者法規、作業調整作業，直接模式都屬於成本最高及調整幅度也最大者。因此，倘若建立連結之兩個市場間，無高度的市場需求支撐，恐怕無法成功連結。除上述兩種主要模式之外，亦有折衷之方式，如 Clearstream 為集保結算所之直接參加人，故於保管面來說，與我國屬於直接連結。但實務作業上，Clearstream 透過簽署委外授權 (PAO)，由我國本地之服務機構處理連結後之作

業細節。因此可以是折衷於直接與間接開戶的變形模式，既可降低成本，又降低作業調整的幅度。

經比較直接與間接連結模式之差異及優缺點，尤其考量未來多國市場之連結可能，間接連結模式較符合我國市場實務需要；此外，我國目前提供之跨境服務，包括台星通作業及集保結算所提供之跨境保管服務，亦是在保管面採用全球保管機構(含 ICSDs)合作之間接連結模式，故未來跨境服務建議仍以間接連結模式為優先。

然而，未來如有任何市場具特殊條件，能與台灣市場創造出類似滬港通之經濟規模與需求熱度時，兩市場間方可進一步討論如何調整雙邊之制度與規定，並在雙方具備相當默契與共識下，採用直接連結模式進行跨國連結。本報告將在下乙節，進一步探討未來採用直接連結模式時，在結算、交割保管及股務層面上處理架構，以及探討直接與間接連結模式在結算交割、保管及股務之差異。

第二節 探討我國仿滬港通直接連結模式下之結算、交割保管及股務事務因應方式

在滬港通模式下，「本地原則優先」是作業設計面上重要原則。所謂「本地原則優先」意指，因應跨國(跨市場)之兩地參與者在進入對方市場時，須採用對方市場之既有體制為優先。針對跨國投資之交易、結算及交割保管架構，現行市場實務可分為三種類型如下：

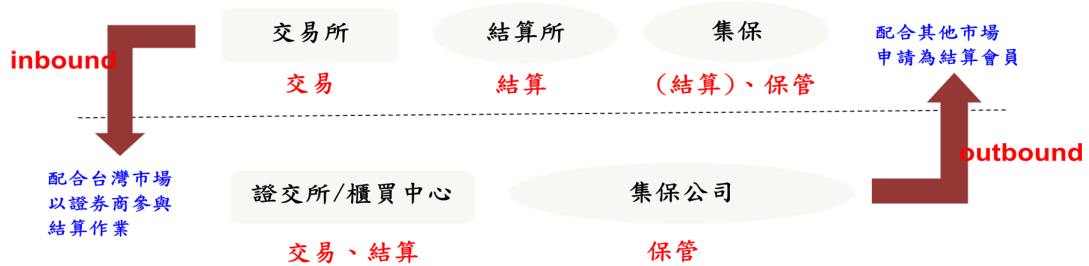
類型	說明	採用市場(舉例)
類型一	交易、結算、交割保管各別分開	多數歐洲
類型二	交易、結算及交割保管分開	上海及香港
類型三	交易及結算、交割保管分開	臺灣

由此可知，當雙方市場進行跨國連結時，如果彼此市場的架構不對稱，將會使連結設計上，更加複雜。以下將就交易結算、交割保管及股務事務之因應方式探討。

壹、交易結算之因應方式

臺灣市場沒有獨立的結算機構，而是由交易所一併擔任交易與結算主體，而交易所再委託集保公司進行後續之交割作業。探討雙方市場連結時，可以再細分為我國至對方市場(outbound)以及對方來我國市場(inbound)連結兩個面向(如下圖)。

圖 4-2-1 臺灣市場及外國市場之交易、結算、交割保管比較



資料來源：本研究整理

一、我國至對方市場(outbound)

- (一)、當雙方市場採用間接連結模式參與當地市場結算作業時，考量我國市場係由交易所擔任結算的角色，因此應由交易所或其指定機構委託當地結算會員辦理結算。
- (二)、當雙方市場採用直接連結模式參與當地市場結算作業時，亦是應由交易所或其指定機構擔任對方市場之結算會員。

二、對方來我國市場(inbound)

- (一)、當雙方市場採用間接連結模式參與結算作業時，因我國市場係由證券商參與結算作業，並未有結算會員之設計，因此須由外國交易所或其指定機構於我國證券商下開戶，參與結算。
- (二)、當雙方市場採用直接連結模式參與結算作業時，亦是應由外國交易所或其指定機構申請成為我國證券商後，向交易所辦理交易與結算作業。

由此可知，因臺灣市場特殊的結算架構設計，當與上述類型一或二之市場採用直接連結模式時，在「本地原則優先」的概念下，須了解對方之結算制度之規範，以及申請成為對方之結算參與者應具備之條件。另外，亦可參考滬港通模式，由中國結算另外為香港結算增訂特別規範，使其得以適用而成為中國結算之參加人。

貳、探討交割保管之因應方式

針對交割保管之連結，亦可從 outbound 及 inbound 角度討論。無論是 outbound 或 inbound，在間接連結模式下，都是透過委託當地之保管機構保管；而直接連結模式下，即集保結算所成為外國集保公司之參加人，且外國集保公司成為集保結算所之參加人。當採用直接連結模式時，與結算面之因應相同，雙方集中保管機構必須具備符合對方市場之集中保管機構參加人之資格，如不符合時，則雙方市場就需調整本地市場規定或增訂特別規範使對方適用。此外，保管架構以 outbound/inbound 相互對稱考量為原則，惟保管架構之對稱相對交易與結算作業之影響較低，故可依實際情況調整，不以絕對對稱為必要。

在探討保管連結時，亦需進一步討論設帳方式。設帳方式可分為：一、以個別客戶帳戶設帳保管，二、以綜合帳戶設帳保管。中國與台灣相同，係將投資人以個別帳戶設帳保管之市場。香港，則是承襲英國市場的制度，以綜合帳戶的方式設帳，即香港結算之各參加人分別管理屬於自己的客戶帳。換句話說，在採用綜合帳戶設帳的市場，發行公司的股東名簿上，將以證券商、銀

行等之名義股東呈現，甚至如香港市場採集中擬制人制度-Central Nominee，發行公司股東名簿僅揭露到香港結算。反觀以個別帳戶設帳的市場，實質投資人則呈現在發行公司的股東名簿上。

由於中國與香港市場之設帳方式不同，因此滬港通模式在保管設帳上，出現了「本地原則優先之例外」。雖然中國結算至香港開立保管帳戶時，配合香港的本地原則，採綜合帳戶。然而，香港結算至中國開立保管帳戶時，卻沒有按中國結算的當地架構，而仍保留了綜合帳戶開立方式。

為此「本地原則優先之例外」情況，中國證監會與中國結算特別新增相關法規，建立綜合戶(名義持有人)持有股票權益之合法性及其最終投資人仍為股票實際權益擁有人，並延伸相關股務權利執行由綜合戶之名義持有人代為處理，以及在非交易性轉帳時，以綜合戶名義執行之背後，最終投資人取得或扣除持有部位等規範。在我國亦有類似的情況，例如海外證券商來台開戶時，交易所亦無區分該券商戶之自有帳或受委託部位，皆以證券商名義(即綜合帳方式)受理開戶。

綜上所述，跨境作業時，綜合戶設帳方式多為採用，雙方設帳之名義人(即集中保管機構)再自行管理各別客戶明細帳戶。因此當我國未來與其他市場進行直接連結時，在參考滬港通模式經驗可知，綜合戶設帳方式及建立綜合戶權益執行之配套法規調整，為優先建議採用的模式。

參、探討股務事務之因應方式

針對交割保管的連結方式，另一個延伸的探討，即是股務事務之因應。滬港通模式在保管因採直接連結模式，故股務資訊直接由雙方市場之交易所或集保機構取得，又因滬港兩地都是中文市場，所以針對股務事件的解讀及處理上，作業門檻相對降低。

然而，股務資訊的取得與篩選，並非完全自動化。以臺灣為例，所有發行公司之資訊，皆需透過交易所的公開資訊觀測站公告，但是股務資訊之公告，卻未獨立分類，導致目前台灣的股務資訊無法以電腦自動化的機制進行進一步分類及格式化處理。雖然有些如新加坡或澳洲等市場，已將股務資訊以獨立分類方式提供，但並非每個市場都有相同的設計，因此，股務資訊的取得與篩選仍然是跨境連結時的挑戰。加上直接連結背後之資訊橋接，也可能面臨每個市場各自的檔案及介面設計，故在進行與多市場連結時，造成資訊處理不一致性且提高作業風險。此外，股務資訊在取得與篩選之後續，需要辦理的股務處理，在直接連結模式時，雙方市場除了需了解當地股務事務(事件)之規則，並需配合當地規範辦理後續之股務事務通知、回覆。

當採用間接連結模式時，股務事件的取得、通知及後續作業，都經由當地保管機構事先處理。當地保管機構負責股務資訊篩選、通知翻譯並接收辦理股務事務回覆的角色。因此，間接連結模式將大幅降低連結所產生的建置成本。倘若市場語言不同時，直接連結模式所需付出的人力及所需的專業度，亦再提高作業成本及風險。

綜上所述，滬港通模式在股務資訊處理上，因有強烈市場需求為基礎，加上雙邊市場皆使用相同語言而降低了作業障礙；而股務訊息，亦由雙方交易所進行篩選後提供，因此滬港通已將一般直接連結模式所慣見之問題及作業風險，降到最低。然而，股務事務處理如涉及與多國市場連結時，間接連結模式無論在資訊篩選及收集完整性，或是因應不同類型股務作業之處理來看，較能降低作業風險、提高作業效率。

第五章 結論與建議

因應不同的跨境投資需求而衍生之相關跨國交易、結算交割保管等模式，應該都要以創造投資人交易安全、作業效率為最高原則。本篇文章從滬港通跨境模式談起，切入交易、結算及交割保管之探討，接著檢視國內從事跨境保管之作業架構及我國的外資管理。最後再透由對滬港通模式之學習了解，分析未來集保結算所面對跨境交易之交割保管作業需要的準備工作。

壹、滬港通交易、保管及款券交割模式

一、滬港通之作業模式

為實現滬港兩地投資者直接進入對方市場的目標，中國大陸於 2014 年 11 月 17 日啟動滬港通，即滬股通及港股通之合稱。由香港交易及結算有限公司（香港交易所）、上交所與中國結算在中國大陸與香港兩地證券市場直接連結，建立交易及結算互聯互通機制。香港聯交所及上交所各自均設立證券交易服務公司（SPV），成為對方交易所參與人。中國結算、香港結算相互成為對方的結算參與人，提供滬港通相應的結算、交割保管服務。

滬股通是指香港投資者委託香港證券商，通過香港聯交所設立的證券交易服務公司（SPV），向上交所進行申報、買賣規定範圍內的上交所上市股票，包含上交所上證 180 指數、上證 380 指數的成份股，以及上海證券交易所上市的 A+H 股公司股票。港股通則是指上海投資者委託中國證券公司（即上交所

會員)，通過上交所設立的證券交易服務公司(SPV)，向聯交所進行申報、買賣規定範圍內的聯交所上市股票，包含聯交所恒生綜合大型股指數、恒生綜合中型股指數的成份股和同時在聯交所、上交所上市的A+H公司股票。

二、滬港通之法制架構

中國大陸推動滬港通，係由聯交所、香港結算、上交所、中國結算訂立四方協議，並遵循滬港兩地市場現行的交易結算法規，另根據兩地規定的差異，做出協調性的安排。滬港通之法制架構，首先由中國證監會和香港證監會發布聯合公告，確立滬港通所需遵循的原則。中國證監會根據《證券法》和其他相關法律、行政法規，制定《滬港通若干規定》，規範滬港通作業之相關重大事項、明訂市場主體之職責與義務、禁止性規定及相關制度安排。另就業務規則面來說，上交所發佈《上海證券交易所滬港通試點辦法》和《上海證券交易所港股通投資者適當性管理指引》並修改《上海證券交易所交易規則》及《上海證券交易所參與者交易業務單元實施細則》。相關調整及新增規定，如下表：

上交所	
新增	『滬港通試點辦法』及『港股通投資者適當性管理指引』
	『關於加強滬港通業務中上海證券交易所上市公司資訊披露工作及相關事項的通知』
	『港股通委託協議必備條款』及『港股通交易風險揭示書必備條款』
修正	『上海證券交易所交易規則』及『上海證券交易所參與者交易業務單元實施細則』
中國結算	
新增	『內地與香港股票市場交易互聯互通機制試點登記、存管、結算業務實施細則』
聯交所	
新增	『交易所規則』第 14 章『中華通服務』、第 14A 章『中華通服務—上海』
香港結算	
新增	『中央結算系統一般規則』第 824 條『中華通證券的託管服務』、第 41 章『中華通結算服務』、第 8 節 8.10、8.10A、8.11A 條規定中華通證券相關股務事件處理規則

三、滬港通之特點與成功要素

- (一)、滬港通充分借鑒市場互聯互通的國際經驗，採用較為成熟的訂單路由技術和跨境結算安排，為投資者提供便捷、高效的證券交易服務。交易以總量過境，實現最大價格發現，結算及交割淨量過境，實現最小跨境流動。

- (二)、滬港通業務實行雙向開放，中國大陸投資者可以通過港股通買賣規定範圍內聯交所上市的股票，香港投資者則可通過滬股通買賣規定範圍內上交所上市的股票。
- (三)、人民幣境外換匯。滬港通業務實行雙向人民幣交割制度，中國大陸投資者買賣以港幣報價的港股通股票並以人民幣交割，香港投資者買賣滬股通股票以人民幣報價和交易。
- (四)、在試點初期，滬港通實行額度控制，即中國大陸投資者買入港股通股票有總額度和每日額度限制，香港投資者買入滬股通股票也有總額度和每日額度限制。總額度之控管，今年已於 105 年 8 月取消。
- (五)、本地原則為本，主場規則優先。使滬港兩地因連結所需之法規制度調整，控制在有限的範圍內。
- (六)、結構高度對稱，利益高度一致。兩地之交易、結算在架構對稱下，不僅作業程序順暢便捷，易於了解，亦為收入平均分配建立基礎，增加兩地合作之密合度。

貳、國內跨境投資及交割保管作業

針對我國外資投資國內有價證券(Inbound)及國內投資人買賣外國有價證券(Outbound)之重要機制歸納如下：

一、外資管理採用登記制

我國外資管理分為「外國機構投資人」(FINIs)

及「華僑及外國自然人」(FIDIs)，並依其所在地為境內或境外，區分為「境外外國機構投資人」、「境外華僑及外國自然人」、「境內外國機構投資人」及「境內華僑及外國自然人」，另針對陸資有大陸機構投資人(QDII)這幾種類型。其中外資之法源依據為華僑及外國投資證券管理辦法，陸資則依大陸地區投資人來台從事證券投資及期貨交易管理辦法。目前外資來台投資，採用申請登記制，境外投資人如FINIs 須依當地政府法令設立登記，向臺灣證券交易所申請辦理投資登記，並取具中央銀行外匯局同意函，投資無額度限制。另外，QDII 匯入投資臺灣地區證券之資金，總額不得超過 5 億美元，且 QDII 之保管機構須事前向臺灣證券交易所股份有限公司申請匯入額度。另針對有關外資的開戶、交割及保管作業，需指定國內代理人或代表人辦理登記後，指定我國國內保管機構委託辦理交易確認、交割及保管相關事宜。陸、外資投資國內證券之持股比例限制，將依各目的事業主管機關法令規定辦法申請核准。

二、跨境投資以間接連結模式為主流

(一)、Inbound 部分

外資投資國內有價證券之開戶保管架構，目前除了 Clearstream 於集保結算所以集保直接參加人的方式設帳保管外，其他外資(包括 Euroclear)都是以間接模式，透過保管機構連結設帳。惟 Clearstream 亦透過簽署委外授權(PAO)，由我國本地之服務機

構處理連結之作業細節。因此是折衷於直接與間接連結模式的變形方式。

股務作業部分，外國機構投資人受限於我國法令規定，需委託國內保管機構為代理人處理證券投資相關業務，因此，發行公司係將各項股務訊息寄發予該保管機構，再由保管機構依據其與全球保管機構之委託契約，俟接獲發行公司通知之股務訊息後，將這些訊息傳遞給外資。

(二)、Outbound 部分

為增加國人投資管道並落實我國金融國際化及自由化策現行國內投資海外證券之模式，金管會訂定「證券商受託買賣外國有價證券管理規則」，開放證券商得辦理受託買賣外國有價證券業務，得以受託買賣之外國市場為主管機關指定之外國證券交易所或外國店頭市場，得以受託買賣之標的包括股票、債券、境外基金、外國 ETF、境外結構型商品、認股權證、存託憑證、選擇權契約及受益憑證等商品。目前證券商複委託業務係依據『證券商受託買賣外國有價證券管理規則』第 5 條第 6 項所訂之『中華民國證券商業同業公會證券商辦理外國有價證券複委託買賣業務作業辦法』，因此，若證券商具備於外國證券交易所之會員或交易資格者，得直接為委託人於外國證券交易市場進行有價證券之買賣；若不具備前述之條

件者，亦得以直接或間接方式委託具備外國證券所會員或交易資格之金融機構，於證券商與複受託證券商間，進行外國有價證券買賣之委(受)託行為。

現行受託買賣模式在法律關係上為行紀關係，投資人係先於國內證券商處開戶，再由國內之證券商以自己之名義於國外證券商處開戶代為買賣外國有價證券，因此，國外證券商之客戶係國內之證券商，而非國內之投資人。投資人欲透過國內證券商買賣外國有價證券者，須先至國內證券商處開戶。投資人開戶完成後，須以既定格式之委託書指示證券商代其買進或賣出外國有價證券，而委託方式可包含當面、電話、書信、電報、網際網路以及其他電傳視訊方式等。於交易完成後，證券商需做成買賣報告書交付委託人。交割款項得以新臺幣或外幣由證券商指定之銀行轉撥，或由委託人直接將外幣匯至證券商於各交易市場所在地指定之銀行交割帳戶辦理交割。另針對保管，國內投資人除了可以自行與全球保管銀行開立帳戶保管海外有價證券資產外，因國外證券商亦可提供保管服務，因此，也有許多複委託之有價證券，是透過國外證券商進行保管。

台星通作業為台灣證券交易所與新加坡交易所雙方合作發展之兩地股票市場交易連結。因此，就交易面而言，由台灣證券

交易所設立之子公司(國際通證券)直接成為新加坡交易所之遠端會員，進行交易連結。但就保管而言，國際通證券仍於當地委託新加坡花旗銀行處理有價證券之保管以及後續相關之股務作業。

因此，國內跨境投資及交割保管，無論是 inbound 或者 outbound，仍以間接連結模式(含開戶、設帳保管等)為主流。此外，以 outbound 而言，投資市場繁雜，並非僅投資單一市場，於交易面上，即使透過當地證券商或交易會員直接下單，於交割保管、股務作業則仍多透過保管銀行間接完成後續處理。因此，無論 inbound 或者 outbound，全球保管機構皆扮演重要角色，提供各市場後台作業之統一窗口及一致性服務介面。

參、結論與建議

在參考滬港通跨境交割模式及檢視國內跨境投資之作業後，思考集保結算所未來之規劃方向，分別敘述如下：

一、以間接連結模式為主軸，配合市場及政府政策發展，協助跨國投資之保管及設帳管理機制

滬港通模式為近期全球市場發展連結模式上的重大里程碑，雙邊市場採用直接連結模式。然而，這樣成功的連結模式，屬於特殊個案。成功的直接連結模式，是基於雙邊市場規模之相當性、雙邊市場需求熱度、以及市場連結的設計如對稱架構、收

入均分等基礎條件之成就。因此，雙邊市場必須具備完整的基礎條件，作為決定採用直接連結模式之前提。台灣市場在尋找適合之連結對象時，可借鏡滬港通為參考，將雙方市場之基礎條件及合意內容，列為重要的考量關鍵，方能進一步確認直接連結模式能得否採用於雙方市場。

集保結算所為台灣資本市場的後台機構，必需配合政府政策發展及市場需要，協助跨國投資之保管及設帳管理。就集保結算所目前跨境保管業務為透過全球保管機構(含保銀及 ICSDs)，已建立間接連結之基礎。該間接連結模式與近年來國際間之跨境連結之保管架構，如韓國 KSD 之複委託業務、東協交易平台 (ASEAN Trading Link) 以及新加坡交易所與澳洲交易所成立之新澳連結 (SGX-ASX co-trading link) 等均採相同做法，由此可知，各市場在積極拓展連結業務之佈局時，間接連結模式往往是主要的作業模式，實務上多為市場利用，因此集保結算所仍將以間接連結模式為發展主軸。

二、倘有條件適合之市場，與我國採用直接連結模式時，集保結算所應有的準備工作

針對有直接連結模式合作之市場產生時，保管層面相關之設帳作業以及保管延伸的股務服務，都是集保結算所必需提前預備及提出設計配套的課題，準備工作可再區分為以下兩類：

(一) 設帳及保管

由滬港通模式，我們得知無論原市場之設帳架構為何，以集中保管機構名義至對方市

場設立綜合帳戶的方式，可以降低因雙方市場之帳戶設置管理不同，造成的作業困難度。而集保結算所擔任此名義人時，需要針對合作市場之帳戶架構、法規以及其帳戶管理的作業模式進行了解，以維持我國投資人在權益行使之保障。

另外，以集中保管機構名義的保管架構下，集保結算所需要掌握對方市場資產安全之管理作業以及處理與前台交易串接和非交易性帳務撥轉，才能提供完整後台帳務登載之機制以保障綜合帳戶下之實質投資人權益。

(二) 股務處理

股務處理可以從股務資訊及股務作業兩個面向來準備。參考滬港通股務資訊運作模式，股務資訊由對方集中保管機構或交易所提供，因此集保結算所可就股務資訊傳檔格式之處理技術，以及股務資料庫建立方式進行研究。另外，針對股務作業面而言，了解該市場之股務事件與作業方式之外，也需要就股務事件處理之即時性管理設計配套機制。

綜上，集保結算所可利用目前與其他集保機構之交流機會，將不同市場進行分類、且分階段地訂定優先研究順序，再以各市場連結的保管設帳方式及股務事務(事件)與作業細節進行研究及風險評估。就股務資訊之取得、篩選及提供進行分析，以因應未來與任何市場建立直接連結時，有效率提供

後台保管應有的服務。

三、積極拓展跨境保管業務，提供國內專業投資機構安全、效率之保管服務

有鑑於跨國投資之連結服務，除了配合市場推動外，提供保管等後台相關服務將創造另一個建立連結之契機。集保結算所於 1991 年，始與國際清算保管銀行 Euroclear 及 Clearstream 合作連線，並自 2006 年起透過該機制辦理國際債券相關業務，已累積國際保管有價證券相關經驗。因金融進口替代之政策需要，集保結算所自 2015 年 8 月起，延伸保管業務之範疇，並參考「保險業辦理國外投資管理辦法」規定，將保險業國外投資標的，納入集保結算所規劃保管範圍。

目前集保結算所之跨境保管服務項目包含有：固定收益證券之保管、交割款(券)到位之 DVP 資訊傳輸、交割款項收付資訊傳輸、交割及帳務報表提供、公司行動(即股務作業)、優惠稅率及退稅之申辦服務等，其他如資產評價、借券及換匯等服務，也可依保險業等專業投資機構之需求提供。為了完整提供國內專業投資機構之需求，集保結算所亦積極開發權益證券之服務，將以美、英、港、日等成熟市場優先提供，陸續再挑選市場需求較熱絡的新興市場作為後續推出之進度。在服務對象上，除保險業外，也逐步延伸至證券商、銀行及國內投信發行海外基金之保管銀行等機構。

股務作業亦是跨境保管業務之重要項目，尤其是權益證券之股務事件處理較固定收益證券多元且

複雜。因此，針對各個市場之股務事件類型、作業模式以及投資人權益行使等處理，集保結算所因應服務市場的增加，將繼續建構股務事件模組化作業，未來並朝向更完整、全自動化之股務處理服務。

四、延伸跨境保管業務之廣度，研擬借券、擔保品管理等資產管理服務

參考全球保管機構所提供之服務內容，除了保管資產相關提供之服務外，以衍生性金融商品延伸出的擔保品管理服務、借券服務等相關作業，亦是跨境保管業務的重點項目。尤其歐洲因近期法規之修正，使得衍生性金融商品之交易必須增加交付擔保品之要求，因此未來投資人進行跨境之衍生性金融商品交易時，也將需配合相關規範。由於專業投資機構在進行跨境有價證券買賣時，如可以藉由持有之有價證券，提供作為借券之券源或運用擔保品管理機制，參與衍生性金融商品之交易，將可增加其投資之彈性及增加收益機會。集保結算所作為提供保管服務之機構，將考量市場作業之需求，為延伸跨境保管業務之廣度，將持續研擬借券、擔保品管理等資產管理之服務可行性。

整體而言，集保結算所之帳簿劃撥機制已提供我國證券市場完整之券項交割服務及部分商品之款項收付機制；在跨國投資服務方面，集保結算所將繼續著重在外國有價證券之保管及保管標的所需之服務服務，且亦將致力於拓展借券及擔保品管理服務之提供。當台灣市場尚在尋找適合之連結對象時，滬港通機制，提供集保結算所另一個連結方式的思

考，但更重要的是，集保結算所用積極的態度，面對跨國服務的需求，將各種連結模式之所學經驗，予以應用，以提供最安全、有效率且完善的跨國保管服務。

參考文獻

- 一、金融監督管理委員會：<http://www.fsc.gov.tw/>
- 二、中央銀行：<http://www.cbc.gov.tw/>
- 三、中華民國證券商業同業公會：<http://www.csa.org.tw/>
- 四、證券暨期貨市場發展基金會：<http://www.sfi.org.tw/>
- 五、元大證券：<http://www.yuanta.com.tw/>
- 六、富邦證券：<http://www.fubon-ebroker.com/>
- 七、凱基證券：<http://www.kgieworld.com.tw/>
- 八、永豐證券：<http://www.sinotrade.com.tw/>
- 九、花旗銀行：<http://www.citigroup.com/>
- 十、渣打銀行：<https://www.sc.com/>
- 十一、摩根大通銀行：<https://www.jpmorgan.com/>
- 十二、道富銀行：<http://www.statestreet.com/>
- 十三、明訊銀行網站：<http://www.clearstream.com/>
- 十四、Euroclear Bank 網站：<https://www.euroclear.com/>
- 十五、中國證券監督管理委員會：<http://www.csrc.gov.cn/>
- 十六、香港金融管理局：www.hkma.gov.hk/chi/
- 十七、香港交易所：<http://www.hkex.com.hk/>
- 十八、上海交易所：<http://www.sse.com.cn/>
- 十九、上海交易所滬港通業務投資者教育專區
<http://edu.sse.com.cn/col/shhkconnect/download/faq/>
- 二十、中國證券登記結算有限責任公司：
<http://www.chinaclear.cn/>
- 二十一、臺灣證券交易所網站：<http://www.tse.com.tw/>
- 二十二、Oliver Wyman(奧緯諮詢公司)：
<http://www.oliverwyman.com/>