

我國外幣債券市場之發展與展望

財團法人台北外匯市場發展基金會委託研究報告

中華民國 108 年 3 月

我國外幣債券市場之發展與展望

受委託者：國立政治大學

研究主持人：謝淑貞教授

協同主持人：江彌修教授、胡昌國助理教授

財團法人台北外匯市場發展基金會委託研究報告

中華民國 108 年 3 月

目次

第一章、緒論	9
第一節 研究動機	9
第二節 研究目的	9
第三節 研究架構	11
第四節 研究成果	12
第二章、我國外幣債券市場現況	13
第一節 我國外幣債券市場發行現況	13
第二節 我國外幣債券發行之相關規範	18
第三章、他國外幣債券市場分析	30
第一節 香港外幣債券市場	30
第二節 韓國外幣債券市場	58
第三節 英國外幣債券市場	78
第四節 新加坡外幣債券市場	100
第五節 盧森堡外幣債券市場	118
第六節 日本外幣債券市場	121
第四章、登錄外國債券市場	125
第五章、規範建議	138
第六章、外幣債券市場的展望	143
第一節 金融創新	143
第二節 金融科技	150
第三節 金融規範	160
第七章、焦點座談分析	161
第一節 焦點座談與會人員介紹	161
第八章、結論	164
參考文獻	167

表次

表 2-1-1	外幣債券歷年發行量	15
表 2-2-1	本國發行人資格及可發行債券種類	22
表 2-2-2	外國發行人資格及可發行債券種類（一般板）	23
表 2-2-3	外國發行人資格及可發行債券種類（專業版及 OBU/OSU 板）	24
表 2-2-4	外幣計價國際債券交易方式	28
表 3-1-1	各監管部門的監管職能	31
表 3-1-2	申請資料	34
表 3-1-3	財務條件	35
表 3-1-4	核准費用	36
表 3-1-5	稅務規定	37
表 3-1-6	上市資格	38
表 3-1-7	上市發行人資格	39
表 3-1-8	上市文件	40
表 3-1-9	香港人民幣業務之實際操作安排	43
表 3-1-10	會計準則	44
表 3-1-11	香港外幣債券之市場數據	46
表 3-1-12	香港外幣債券之市場數據	49
表 3-1-13	台港外幣債券之市場數據	57
表 3-2-1	監管機構	59
表 3-2-2	上市費用	62
表 3-2-3	上市條件	64
表 3-2-4	上市文件	66
表 3-2-5	韓國交易所各組織之職責	67
表 3-2-6	債券結算	69
表 3-2-7	防止市場濫用規定	70
表 3-2-8	與會計相關的義務	71
表 3-2-9	韓國外幣債券之市場數據	72
表 3-2-10	台韓外幣債券之市場數據	77
表 3-3-1	歐盟三指令	79
表 3-3-2	主板市場與專業證券市場之規範	80
表 3-3-3	英國債券市場監管架構	82
表 3-3-4	倫交所債券公開說明書內容	85
表 3-3-5	上市費用表—歐洲債券、金融機構和公司（超國家機構發行人除外）	87
表 3-3-6	上市費用表—超國家機構發行人	87

表 3-3-7	英國結算交割相關規定	92
表 3-3-8	英國債券上市後持續性義務	93
表 3-3-9	我國與英國核准之比較	98
表 3-3-10	我國與英國上市之比較	99
表 3-4-1	新加坡交易所債券收費表	104
表 3-4-2	新加坡國內與外國發行人上市要求	107
表 3-4-3	新加坡結算交割相關規定	109
表 3-4-4	新交所財務資訊披露規定	111
表 3-4-5	人民幣批發債券各票面利率檔數	113
表 3-4-6	我國與新加坡核准之比較	115
表 3-4-7	我國與新加坡本國發行人債券上市之比較	116
表 3-4-8	我國與新加坡外國發行人債券上市之比較	117_Toc4377184
表 3-5-1	公開說明書內容	119
表 3-5-2	上市費用	120
表 3-6-1	日本交易所債券交易機制	124
表 4-1	國際債券與登錄外國債券相關規範比較	125
表 4-2	櫃買中心登錄外國債券年度、發行人國籍及發行地	127
	(截至 2018 年 11 月)	127
表 4-3	櫃買中心登錄外國債券幣別、類型 (截至 2018 年 11 月)	128
表 4-4	櫃買中心登錄外國債券、年限及票面利率(截至 2018 年 11 月)	129
表 4-5	外國政府債券國家主權評等、債券發行人、保證人或債券評等	132
表 5-2-1	金融科技應用於債券市場的最近趨勢整理	156
表 5-2-2	債券區塊鏈參與者所扮演的功能一覽	159
表 6-1-1	第一次焦點座談與會人員	161
表 6-1-2	第二次焦點座談與會人員	162
表 6-1-3	第三次焦點座談與會人員	162
表 6-1-4	第四次焦點座談與會人員	163
表 7-1-1	國際債券市場政策建議	165
表 7-1-2	登錄外國債券交易市場政策建議	166

圖次

圖 2-1-1	我國外幣債券發行檔數	15
圖 2-1-2	我國外幣債券發行金額（單位：百萬美元）	16
圖 2-1-3	我國外幣債券發行幣別	16
圖 2-1-4	我國外幣債券發行年期	17
圖 2-1-5	我國外幣債券發行票面利率	17
圖 2-2-1	外幣債券發行人資格	21
圖 2-2-2	債券上市流程（一）	25
圖 2-2-3	債券上市流程（二）	26
圖 3-1-1	金融機構發行金融債核准流程	32
圖 3-1-2	中央管理企業發行非金融債核准流程	33
圖 3-1-3	地方企業發行非金融債核准流程	33
圖 3-1-4	外國發行人發行非金融債核准流程	34
圖 3-1-5	香港交易所參與者架構	41
圖 3-1-6	香港交易所參與者架構	42
圖 3-1-7	票面利率	47
圖 3-1-8	到期年限	48
圖 3-1-9	各年度發行數量	48
圖 3-1-10	發行債券類別	50
圖 3-1-11	發行幣別	51
圖 3-1-12	票面利率	52
圖 3-1-13	到期年限	53
圖 3-1-14	各年度發行數量	54
圖 3-2-1	韓國監管架構	59
圖 3-2-2	核准流程	60
圖 3-2-3	外國人核准流程	61
圖 3-2-4	韓國交易所架構	68
圖 3-2-5	票面利率	73
圖 3-2-6	到期年限	74
圖 3-2-7	各年度發行數量	75
圖 3-3-1	英國債券核准流程圖	83
圖 3-3-2	結算交割流程圖	91
圖 3-3-3	主板市場英鎊計價與外幣計價債券比例	94
圖 3-3-4	主板市場檔數排名前十的外幣計價債券	95
圖 3-3-5	專業市場英鎊計價與外幣計價債券比例	96
圖 3-3-6	專業證券市場各外幣債券檔數	96
圖 3-4-1	新加坡債券核准流程圖	102

圖 3-4-2	新元計價與外幣計價之批發債券比例	112
圖 3-4-3	各計價幣別批發債券檔數	112
圖 3-4-4	新交所 2014-2018 年債券募集金額 (百萬美元)	113
圖 3-4-5	新交所外國發行之上市債券檔數與比例	114
圖 5-1-1	外幣債券市場每月成交金額	147
圖 5-2-1	全球加密貨幣總市值與市占率	152
圖 5-2-2	區塊鏈技術演進流程圖	153

摘要

回顧台灣外幣債券市場多年之發展，其市場規模與國際化之程度日益完善，而伴隨此國際競爭力的提升，無可避免的是更多所需面臨的契機與挑戰。在本研究中，我們以台灣外幣債券市場為出發點，探究本國市場之發行現況及相關之法規制度面。藉由比較分析歐洲市場及亞洲市場的六個國家，包含英國、盧森堡、香港、韓國、新加坡以及日本，本研究分別從其債券上市前核准流程，以及上市後及交易相關法規做歸納整理，探究台灣外幣債券市場於商品發行機制上相較於各國的優劣差異。展望未來，我們提出因應新種商品以及金融科技衝擊之下台灣外幣債券市場所需適應的制度及法規，以銜接數位化交易平台於未來發展之契機。

第一章、緒論

第一節 研究動機

自94年政府積極建立我國「國際債券市場」之法規架構並推動其交易機制以來，首檔外幣計價國際債券於95年11月1日上櫃掛牌，截至105年1月底，外幣債券整體流通在外餘額已達598.9億美元。此市場規模相較101年底的8.06億美元流通在外餘額，大幅成長了73.3倍。而至107年7月份在資本市場流通的外幣債券基金更已超過十檔，彰顯出台灣外幣債券市場充分的發展潛力。在如此日益提升的國際競爭力中，如何為台灣外幣計價國際債券市場更進一步地建構一個充分國際化的法規環境和一個多元且透明的交易平台與機制，是今日金融科技衝擊下台灣金融產業的當務之急。

第二節 研究目的

本研究的目的是希望透過對現行的外幣債券市場，進行分析與評估之後，釐清實務上會面臨的交易缺失以及現行法規的漏洞之後，提出一個完整的解決方案，作為政府訂定政策上的參考，同時也讓有興趣的投資人或業者，有個方向上的依循，以期待一個蓬勃發展的外幣債券市場。

本研究主要分為三大主題，第一主題是現況的了解，有關於我國外幣債券的現況，先做簡單的介紹，這部分分成四部分，分別是：1.市場參與者的情形，我們關心的市場參與者，包括外幣債券的發行者、需求者、以及交易平台的提供者與維護者。2.交易平台的介紹，提供一個有效率的交易平台，對市場的參與者是很有幫助的。3.商品的介紹，外幣債券的種類很多，目前流通的主要是以美元計價和以人民幣計價的債券。4.法規的介紹與回顧，要提供與國際接軌的外幣市場交易環境的規範，對現行法規的了解是不可或缺的。有關先行法令的不足與缺失，

先作詳盡的整理，提供給法規制定當局者，日後擬訂新的法規時的參考。新的交易模式，牽涉到的法令與規定，都必須與時俱進，這樣市場上的參與者，才能放心地進行交易。

研究的第二大主題是比較與建議，探討各國市場的法規面及市場面的現況，從法規規範及市場掛牌交易資料，從法規面我們可以知道各國進行債券的核准、上市、交易及須履行義務與台灣的不同，針對這四個面向，我們進行各項目得比較，做個歸納式的整理，接著再擷取幾個重點的方向來做建議，我們使用市場交易的資料，分別針對發行人、發行幣別、各年度票面利率與到期殖利率、各年度到期期限及各年度的發行數量，得知近五年的交易現況，與台灣相比，可以幫助我們合理預測市場未來的變化。

研究的第三大主題是挑戰與展望，針對現行的交易環境，評估可能的缺失，並且提出一些未來的可實施的發展方向，首先是收集各大先進國家，包含中國，有交易外幣債券的各國對不同交易層次的規範，並與我國的現行規範做比較，針對與其他國家的不同之處，找出原因並進而提供適合我國交易制度的規範。除了與國際接軌之外，面對科技進步的日新月異，外幣債券市場自不能置身事外，無法應用最新科技來達到創新的目的，是註定要被時代淘汰的，因此接下來是介紹現今在外幣債券市場應用的最新科技---區塊鏈，透過應用區塊鏈，可以提供兼具隱私和中央控管的外幣債券市場的交易平台，這樣的平台，可以達到活絡交易活動，並且保護所有交易人的隱私，這是值得努力鑽研的一塊。

第三節 研究架構

本研究共分為八章，以下簡要說明各章節所包含的內容：

第一章為緒論，說明研究背景與動機、台灣國際債券市場之發展概況、研究目的及研究架構。

第二章為台灣外幣債券市場發行現況，首先整理債券發行市場數據，接著介紹我國債券發行之相關規範。

第三章為他國外幣債券市場的分析，分別針對香港、韓國、英國、新加坡、盧森堡、日本之六個國家，整理上述國家債券發行之市場數據及相關規範。

第四章為我國登錄外國債券市場之介紹

第五章為規範建議，在比較台灣與其他國家現行法規之不同後，為了活絡國際債券的市場及增加國際債券的交易量，將規範建議分為四大項目(核准、上市、交易及持續性義務)、發行面及投資面說明現況、適用法規及建議。

第六章為外幣債券市場的展望，主要以金融創新、金融科技、金融規範這三大面向，探討未來發展的趨勢與挑戰。

第七章為焦點座談分析，記錄了總共四次的焦點座談中所有與會人士。

第八章為結論，總結了本計畫針對國際債券市場與登錄外國債券市場的政策建議。

第四節 研究成果

在債券核准發行之階段，我們提出了三項建議，分別是核准文件送件網路化、放寬更多公開說明書得使用之語言選項，以及建議中央銀行放寬限制、允許發行浮動利率計息之國際債券。

接著在債券上市階段，建議取消上市年費，以降低發行人上市成本。以及適度放寬上市發行人資格，增列替代方案，以接納更多發行人。

再來，債券在市場交易買賣之階段，建議適度放寬投資人財力標準之限制。最後，關於交易後發行人所承擔之持續義務，則建議法規保護投資人在投資本國發行人發行之國際債券時有額外的優惠，以縮小發行人在競爭上的優勢差距。

而針對商品發行之條件，建議加碼發行利率，延長可贖回期限。同時，為因應這項國際金融監理規範，總損失吸收能力 (Total Loss Absorbing Capacity, TLAC) 債務工具，已成為國際金融機構發行債券之重要趨勢。建議限定發行與投資的資格條件，並加強 TLAC 債券資訊揭露。

第二章、我國外幣債券市場現況

本章將從交易面及規範面探討我國外幣債券市場的現況，交易面整理過去五年至今發行的外幣債券發行內容，研究發行市場在發行檔數、利率、年限以及發行金額及發行幣別等條件。而規範面則從發行人資格、發行所需提供之資料，發行流程，交易方式及上市後發行人之持續義務作介紹。

第一節 我國外幣債券市場發行現況

一、我國外幣債券發行歷程及現況

我國外幣債券市場正式開始發展可溯源至 2004 年，當時我國金融監督管理委員會為了建立完整的國際化資本市場，於當年度開始籌畫並建立我國外幣債券市場之相關法令規範及交易機制，並於隔年 2005 年 10 月正式建立我國外幣計價債券的國際市場。同時德意志銀行於 2006 年 11 月在台灣發行首檔以美元計價之外幣債券。然而，自政策開放以來，發行案件數量及規模並不如預期擴大，截至 2012 年以前，我國僅發行了 7 檔外幣債券，分別為 4 檔美元計價債券以及 3 檔澳幣計價債券，且這七檔債券的發行金額合併以美元計算只有約 18 億美元的規模，由此可見當時我國外幣債券市場並不活絡¹。

一直到了 2013 年，我國外幣債券市場發展邁入第十年之際，為了改善投資人對於此類商品的發行及交易意願，並促進市場活絡，金管會於 2013 年建立「國際債券分級管理制度」，其管理機制係以投資人屬性為分類主軸，將國際債券市場分為專業投資人及非專業投資人兩大類，而櫃買中心則將國際債券依不同銷售對象，對其發行人訂立差異化之掛牌上櫃條件要求。當時在上櫃條件上針對市場發行人做出了許多上櫃要求的修改，其中如部分債券商品免除債券期信用評等之

¹ 證券暨期貨月刊第三十四卷第三期，我國國際債券市場十年發展里程與展望

提供、以及簡化申請流程等相關規定。當時櫃買中心基於專業投資人具有較佳之價值評估與風險承擔能力之考量，對發行國際債券銷售予專業投資人之發行人，採取較為寬鬆的發行規定，也放寬諸多條件限制，因此增進當年度外幣債券市場的發行量，在當年度一共有 14 檔外幣債券之發行。且隨著中國經濟的崛起，市場有更多人民幣的投資需求，進而帶動 14 檔新發行的債券中，共有 13 檔以人民幣計價發行，當年度的合計發行總額以美元換算到達了約 17 億美元，足足等同於國際債券自發行十年以來累積的總發行量。

而外幣債券發行量更在 2014 年大幅的增加，當年度政府放寬保險業投資國際債券不計入其國外投資限額後，國際債券發行市場開始蓬勃發展，2014 年發行量較前年成長 13 倍，從新台幣 531 億元擴增至 7,196 億元，國際債券在外流通餘額也從 2010 年底的 8 億美元成長至 2014 年底的 578 億美元。而後政府更透過放寬國際債券交易時間與交割期限彈性、建立寶島債券殖利率曲線，發布寶島債券指數等措施，展現其欲加速我國國際債券市場蓬勃發展的野心。而其政策成果使截至 2017 年我國累積發行之外幣債券達到了 580 檔，合計之發行額度更增加至約 1500 億美元²。

² 櫃買中心，債券發行與交易實務作業與管理-外幣計價國際債券（寶島債券）

表 2-1-1 外幣債券歷年發行量

外幣債券 (發行量)	人民幣	美元	南非幣	日幣	澳幣	紐幣	合計 檔數	合計發行金額 (美元等值)
	檔數	檔數	檔數	檔數	檔數	檔數		
101 年以前	-	4	-	-	3	-	7	18.23
102 年	13	-	-	1	-	-	14	17.89
103 年	31	57	1	-	1	-	90	236.68
104 年	53	102	-	-	7	-	162	343.16
105 年	12	159	1	-	2	1	175	493.73
106 年	3	126	-	-	-	3	132	413.05
合計	112	531	2	1	13	4	580	1522.75

資料來源：債券發行與交易實務作業與管理－外幣計價國際債券（寶島債券）

（2017 年），櫃買中心

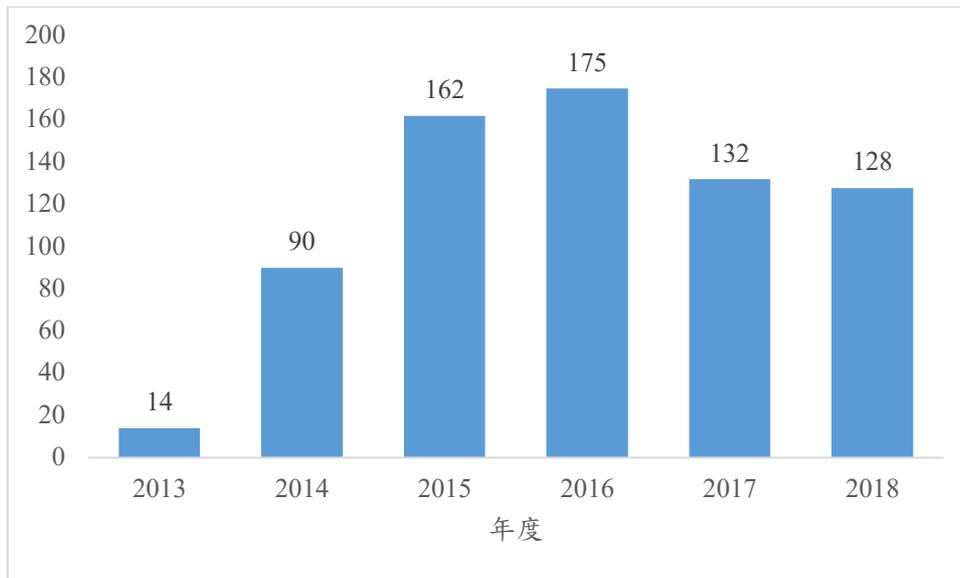


圖 2-1-1 我國外幣債券發行檔數

資料來源：櫃買中心



圖 2-1-2 我國外幣債券發行金額 (單位：百萬美元)

資料來源：櫃買中心

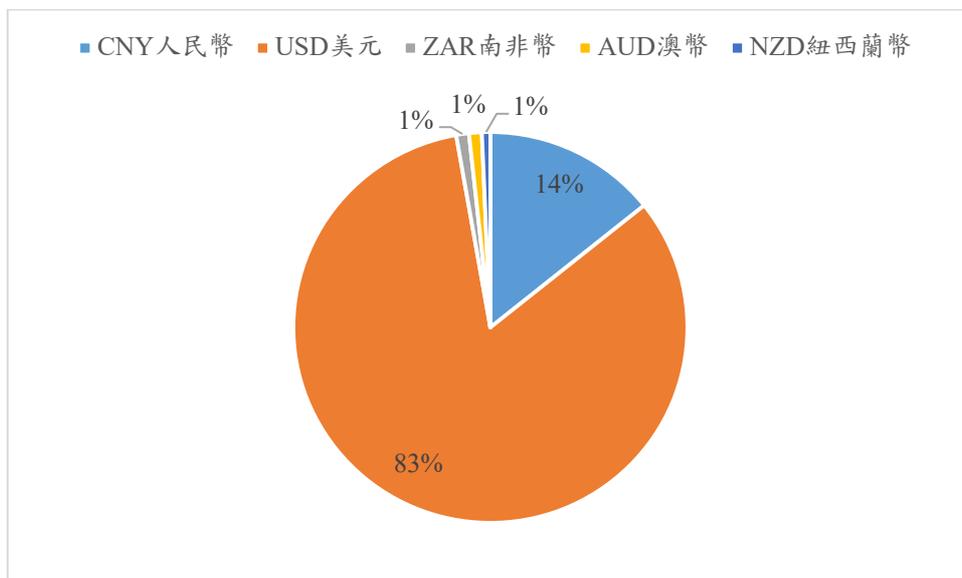


圖 2-1-3 我國外幣債券發行幣別

資料來源：櫃買中心

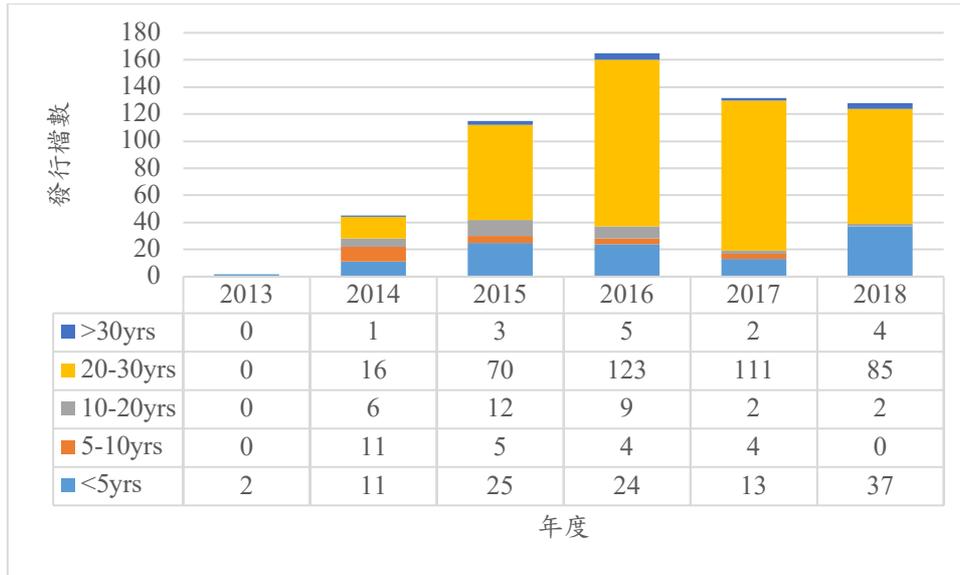


圖 2-1-4 我國外幣債券發行年期

資料來源：櫃買中心

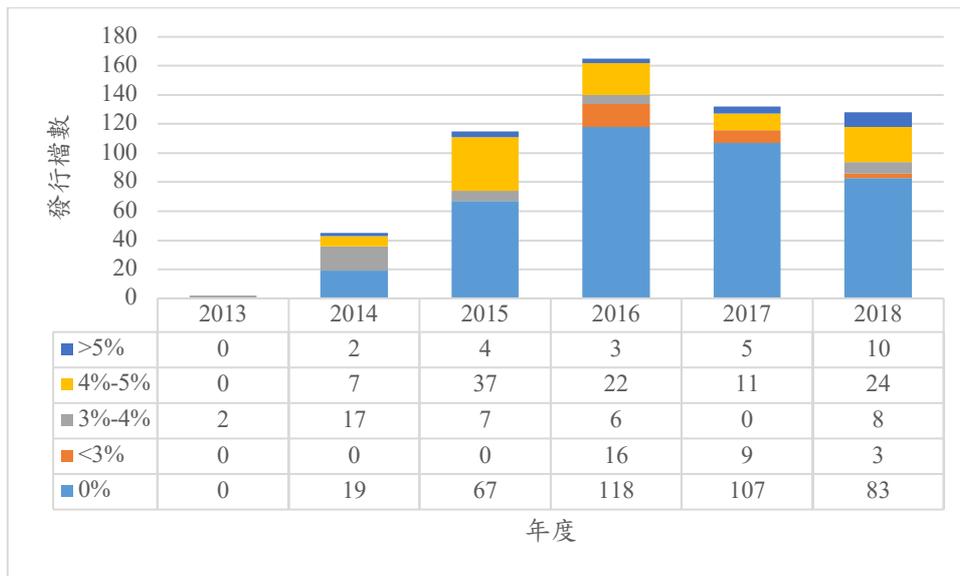


圖 2-1-5 我國外幣債券發行票面利率

資料來源：櫃買中心

第二節 我國外幣債券發行之相關規範

本節將介紹目前我國外幣債券從發行到交易乃至於上市後發行人應遵守的義務等，在發行面的部份，將會提及發行人資格、債券上市前申請流程，以及其所需提供的相關資訊。

一、上市前審查

(一) 發行人資格³

我國發行外幣債券的發行人，主管機關將其分類為以下幾種：本國發行人、外國發行人（非陸資企業）及外國發行人（陸資企業）

其中主管機關規定本國發行人得於國際債券專業板及一般板發行債券，而外國企業若非陸資企業則可於專業板、一般板以及 OBU/OSU 版發行，最後若企業屬陸資企業，則被歸納在外國發行人的分類中，且其僅被允許在專業板進行發行。

1、本國發行人（初級市場之銷售對象含有非專業投資人）

在本國發行人的部分，若其發行之外幣債券於初級市場中，得銷售予非專業投資人時，則依規定，國內上市（櫃）公司、興櫃公司、金融機構、及未上市、櫃之公開發行公司皆有資格發行。同時允許各發行人得發行之國際債券種類如下表，有普通公司債、轉換公司債、金融債券、海外轉換公司債等等。而在我國曾經發行的國際債券中，以金融機構發行為大宗，如國泰世華銀行、第一銀行、彰化銀行、凱基銀行等都曾經發行過美元計價之外幣債券。

³ 櫃買中心，外幣計價國際債券市場問與答，2014

2、本國發行人（發行僅銷售予專業投資人之國際債券）

若發行債券之銷售對象僅有專業投資人時，在發行人資格之部分，允許我國上市（櫃）公司、興櫃公司、及未上市、櫃之公開發行公司皆有資格發行，然而其得以發行之債券種類，僅限普通公司債。由於銷售對象為對投資市場及投資工具有相對高程度之了解的專業投資人，故主管機關與櫃買中心透過大幅縮減申請（報）書件內容，以提升發行人辦理時效，且發行人不需取得債券信用評等，亦不需指定報價證券商。

因此，相對於一般板所發行之外幣債券數量較少之現象，本國發行人於專業板之參與發行顯得踴躍許多。其中，台灣各大銀行都有相關之發行紀錄，如富邦商業銀行、台新國際商業銀行、臺灣中小企業銀行、永豐商業銀行、臺灣土地銀行、合作金庫商業銀行等，都曾經發行以美元計價之外幣債券。

3、外國發行人（初級市場之銷售對象含有非專業投資人）

在一般板的外國發行人中，又以是否需要在發行及申請上櫃的流程中，向主管機關申報使得以生效之規定不同而區分為兩大類：

（1）得豁免向主管機關申報之外國發行人

此類外國發行人資格包含國際組織、取具金管會核准或認可之信用評等機構長期信用評等 AAA 級評等，且為該國政府 100% 持股或該債券為該國政府 100% 保證者以及其發行標的之信用評等不低於我國主權評等者。而此類發行人得發行之債券類別為外幣計價之普通公司債。

（2）須向主管機關申請使得生效之外國發行人

此類外國發行人之資格又細分為兩大類，第一類為股票來台第一上市（櫃）

之外國發行人，得依外國發行人募集與發行有價證券處理準則發行普通公司債、海外普通公司債、轉換公司債、海外轉換公司債、附認股權公司債以及海外附認股權公司債。第二類包含外國發行人之股票或表彰股票之有價證券已在經核定之國外證券市場掛牌交易，而其有價證券來台第二上市（櫃）者，以及外國金融機構分支機構、他公司之從屬公司，其可發行之債券種類有外幣計價普通公司債，若已來台發行 TDR 者，得發行普通公司債、轉換公司債，以及附認股權公司債。

實務上，由於我國一般板債券之發行檔數遠遠不及專業板，故外國發行人所發行之外幣債券並不常見於一般板，目前市面上仍流通可交易的外幣債券，其發行人有法國興業銀行、法國巴黎銀行、法國外貿銀行以及高盛集團等機構。

4、外國發行人（發行僅銷售予專業投資人之國際債券）

外國發行人在專業板發債時，我國主管機關將其區分為陸資企業及非陸資企業，上述兩者在發行流程上皆可豁免申請生效之規定，同時在債券發行的種類上規定其可發行外幣計價普通公司債。

實務上，此類發行人占專業板發行人大宗，不論是陸資企業或非陸資企業，皆有許多機構在台灣發行不同幣別計價的外幣債券。陸資企業方面，包含中國建設銀行、大陸商交通銀行、中國銀行等機構皆有在台發行以人民幣計價之債券，也就是我國所稱之寶島債。而非陸資企業在專業板的發行更是活絡，包含國際知名的德意志銀行、美商花旗集團、英國巴克萊銀行等許多國際機構都有在我國的外幣債券市場進行發行，可見我國外幣債券市場在近幾年來，其發展已逐漸走上國際化之道路。

5、外國發行人（於境外發行並由 OBU 或 OSU 全數銷售）

此類發行人資格及債券種類，僅限非屬第一上市（櫃）公司及興櫃公司之外國發行人於境外發行，並由中華民國境內國際金融業務分行（以下簡稱「OBU」）或國際證券業務分公司（以下簡稱「OSU」）全數銷售之普通公司債。而目前實務上，近幾年來我國外幣債券市場上並無此類商品之發行與流通。

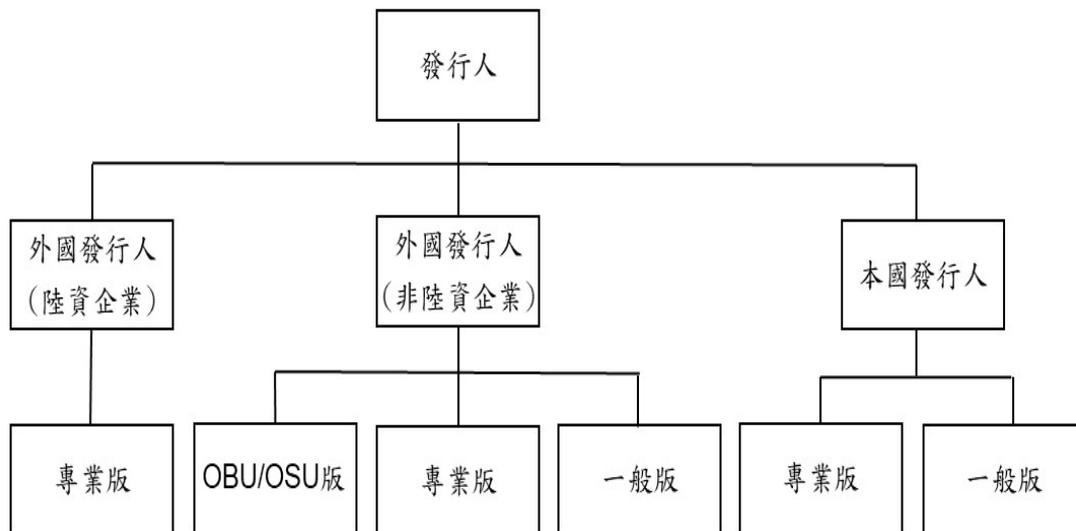


圖 2-2-1 外幣債券發行人資格

資料來源：整理自櫃買中心

表 2-2-1 本國發行人資格及可發行債券種類

發行人資格	可發行之國際債券種類
上市（櫃）公司、興櫃公司	普通公司債、轉換公司債（CB）、附認股權公司債（WB）、海外普通公司債、海外附認股權公司債（EWB）、海外轉換公司債（ECB）
金融機構	金融債券、轉換金融債（CB）、附認股權金融債（WB）、海外金融債券、海外轉換金融債（ECB）、海外附認股權金融債（EWB）
未上市、櫃之公開發行公司	普通公司債、轉換公司債（CB）、附認股權公司債（WB）、海外普通公司債、海外附認股權公司債（EWB）、

資料來源：外幣計價國際債券市場問答集，2014，櫃買中心

表 2-2-2 外國發行人資格及可發行債券種類（一般板）

一般板國際債券（得豁免申報生效）		
發行主體	1.國際組織 2.外國發行人取具金管會核准或認可之信用評等機構長期信用評等 AAA 級評等，且為該國政府 100% 持股或該債券為該國政府 100% 保證者 3.國家主權評等等級不低於我國等及之外國中央政府	
發行債券種類	外幣計價普通公司債	
一般板國際債券（須向主管機關申報生效）		
發行主體	第一上市（櫃）公司	1.第二上市（櫃）公司 2.外國金融機構分支機構 3.他公司之從屬公司
發行債券種類	外幣計價普通公司債、海外普通公司債、轉換公司債、海外轉換公司債、附認股權公司債以及海外附認股權公司債。	1.外幣計價普通公司債 2.已來台發行 TDR 者，得發行普通公司債、轉換公司債，以及附認股權公司債

資料來源：林家璋、李岳霖（2016 年 3 月），我國國際債券市場十年發展與展望，證券暨期貨月刊

表 2-2-3 外國發行人資格及可發行債券種類（專業版及 OBU/OSU 板）

專業版國際債券（得豁免申報生效）		
發行主體	陸資企業： 1. 大陸地區政策性銀行、國有商業銀行、股份制商業銀行，及該等銀行之海外分行或子行 2. 臺灣金融機構於大陸地區設立之子行 3. 發行人註冊於大陸地區，為股票已於臺灣證券交易所或本中心掛牌交易者之從屬公司	非陸資企業： 依照外國法律組織登記之法人，或符合主管機關所定條件之金融機構分支機構。
發行債券類別	外幣計價普通公司債	
OBU/OSU 板國際債券		
發行主體	非屬第一上市（櫃）公司及興櫃公司之外國發行人	
發行債券種類	外幣計價普通公司債	

資料來源：外幣計價國際債券市場問答集（2014 年），櫃買中心

（二）外幣債券發行流程⁴

我國外幣債券發行流程上，以普通公司債為例，對於一般板的本國發行人及外國發行人、以及專業板的本國發行人，大致要求其必須進行下圖所表示之步驟。使得在我國發行債券。首先，由於發行外幣計價債券牽涉到貨幣數量及流通相關

⁴ 櫃買中心，外幣計價國際債券市場問與答，2014

問題，故發行人首先必須取得中央銀行之核准，並且向金融監督管理委員會證券期貨局申報，然若發行人為本國發行人者，且其所募資金以外幣保留或全部以換匯或換匯換利 CCS 交易方式兌換為新臺幣使用者，則無須向中央銀行申請核准在央行核准後，發行人必須再向櫃買中心申請同意函，在此步驟上，若發行人為本國發行人者，亦可豁免其遵守此項規定。而後則必須向主管機關申報後，始得申請上櫃並在我國外幣債券市場上掛牌交易。

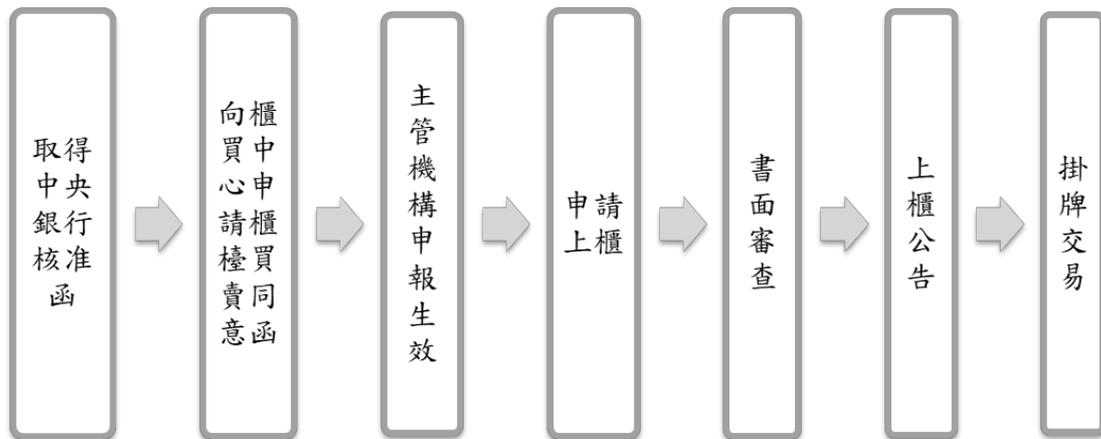


圖 2-2-2 債券上市流程（一）

資料來源：外幣計價國際債券市場問答集（2014 年），櫃買中心

至於對於專業版外國投資人的規定則於前述流程無太大差異，要求其檢附預訂發行辦法、發行人基本資料及資金用途等資料事先報備中央銀行外匯局並副知櫃買中心，其後免除向主管機關申報生效程序，可直接向櫃買中心申請掛牌上櫃，但若外國發行人屬陸資企業則仍應於向中央銀行報備前先向櫃買中心取具該債券得為櫃檯買賣之同意函。

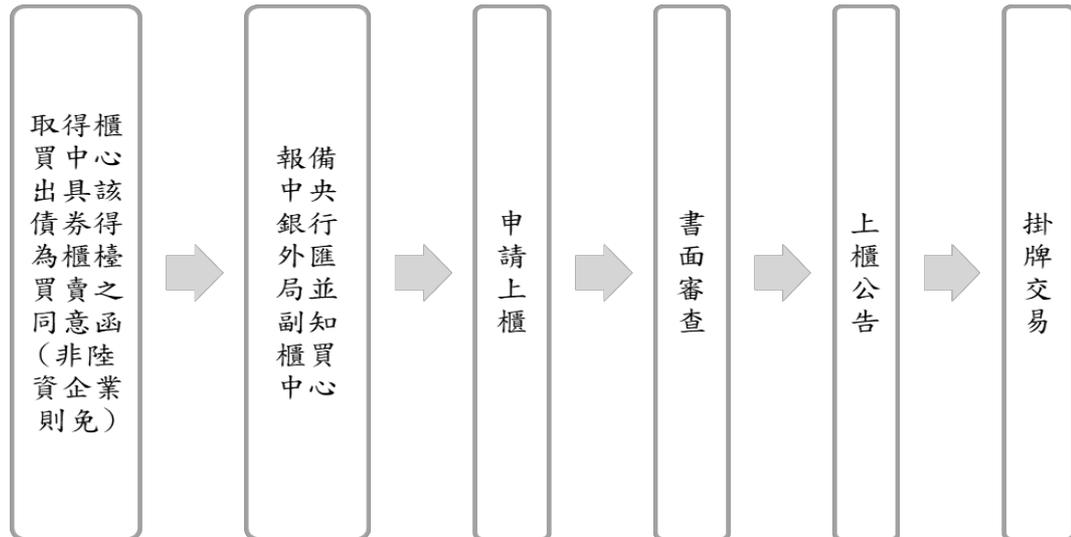


圖 2-2-3 債券上市流程（二）

資料來源：外幣計價國際債券市場問答集，2014，櫃買中心

（三）發行相關資料之提供⁵

1、公開說明書

本國發行人於一般板發行國際債券時，規定其需檢附以下文件：

- （1）發行人基本資料、發行辦法及資金用途。
- （2）最近三年度及最近期簡明資產負債表及綜合損益表。
- （3）與債信有關之風險事項。
- （4）證券承銷商總結意見。
- （5）證券承銷商出具之聲明書，聲明承銷手續費之收取不以其他方或名目補償或退還予發行人或其關係人或前二者所指定之人等。

而本國發行人若於專業板發行國際債券時僅須提供前列之（1）、（2）、（5）項資訊即可。

⁵ 櫃買中心，外幣計價國際債券市場問與答，2014

外國發行人於專業板發行國際債券時，櫃買中心要求其必須符合我國「外國發行人募集與發行有價證券處理準則」第五十條之相關規定提供所要求之資料，而若外國發行人於一般板發行國際債券時，則要求其照國際金融市場慣例編制公開說明書。

2、信用評等

在一般板國際債券之發行，依發行之債券是否含股權作為提供信用評等的依據，若本國或外國發行人募集與發行未含股權之普通債券（普通公司債、海外普通公司債）於申請櫃檯買賣時，除非該債券經我國境內金融機構提供保證，或發行人已提供信用評等等級達 BBB 級以上之發行人信用評等報告，否則該類含股權債券之發行，其債券之信用評等等級須達 BBB 級以上。而若外國或本國發行人募集與發行含股權之債券（CB、WB、ECB、EWB），於申請櫃檯買賣時，則無債券信用評等規範。

在專業版的國際債券發行，目前我國對於本國及外國發行人，皆無要求提供信用評等之相關規範。

二、交易方式⁶

外幣計價國際債券於櫃買中心掛牌後，櫃買中心提供兩項次級市場交易管道，分述如下：

- （一）透過櫃買中心外幣計價國際債券交易系統交易：比照公債等殖交易電腦議價系統方式，證券自營商間得透過本交易系統從事買賣斷及附條件交易。

⁶ 櫃買中心，外幣計價國際債券市場問與答，2014

(二) 於證券商營業處所議價交易：

1、除外幣計價國際債券交易系統外，證券自營商間亦得於其營業處所進行外幣計價國際債券之買賣斷及附條件交易。

2、證券商與客戶間得於其營業處所進行買賣斷及附條件交易。

表 2-2-4 外幣計價國際債券交易方式

項 目	外幣計價國際債券交易系統
交易型態	自營商間買賣斷及附條件交易
交易方式	電腦議價交易
交易幣別	以交易標的之發行幣別交易
交易時間	買賣斷：營業日 9：00am~1：30pm 附條件：營業日 9：00am~1：30pm 及 2：00pm~3：00pm
附條件交易	利率報價，升降單位為萬分一個百分點（0.0001%） 1、5、10 個營業日三種，賣還日不得跨還本付息日前五天
買賣斷 交易單位	1、以美元、澳幣或歐元為計價單位者，以面額十萬貨幣單位為一交易單位。 2、以日圓為計價單位者，以面額日圓一千萬元為一交易單位。 3、以人民幣為計價單位者，以面額人民幣一百萬元為一交易單位。 4、以其他貨幣為計價單位者，由櫃買中心另訂之。 其單筆輸入申報買賣之數量至少為一交易單位或其整倍數，以不超過九交易單位為限。
買賣斷 報價方式	百元報價，升降單位為百分之一元（0.01 元）

資料來源：外幣計價國際債券市場問答集（2014 年），櫃買中心

三、上市後義務⁷

國際債券之發行人於債券發行上市，並在市場上進行交易後，仍有相關規定必須遵守，其中最主要的義務為資訊申報，提供投資人對於該商品無論是發行人或商品本身之狀態，能有清楚的追蹤，而我國櫃檯買賣中心外幣計價國際債券管理規則中便清楚的規定發行人定期及非定期須申報之訊息，以下便列出各別須提供的資訊。

(一) 應以中文或英文定期申報之資訊

- 1、每月應提供上月份之發行資料異動情形
- 2、每年提供會計報表之年報，發行人如為外國金融機構分支機構或他公司之從屬公司者且未編製年報者，應申報其總機構或他公司之年報

(二) 不定期申報之資訊

- 1、發行人依其所屬國及股票交易地法令規定，應即時申報之重大訊息；
外國金融機構分支機構或他公司之從屬公司並包含其總機構或他公司所屬國及股票交易地法令規定，應即時申報之重大訊息。
- 2、債券之發行、期滿、買回、或有依規定核給股份之情事者。
- 3、發行人或債券信用評等有所變動者。
- 4、流動量提供者之相關資訊。
- 5、其他對債券之價格或價值有重大影響之情事。

⁷ 櫃買中心，外幣計價國際債券市場問與答，2014

第三章、他國外幣債券市場分析

本計畫針對各國的制度面及市場面做介紹，共有九個國家，分別是香港、韓國、新加坡、英國、盧森堡及日本。

第一節 香港外幣債券市場

一、 香港發行外幣債券之規定

香港發行外幣債券的規模逐年上升，法規也日益寬鬆，增加債券流通性，在發行量及發行利率方面相較台灣有更多樣的商品可供投資人選擇，加上與中國市場相近，香港也成為了企業主要募集資金的來源，本主題專門討論有關於以人民幣作為發行及結算的點心債，點心債比起美元債收益率來得更高，相較於合成債風險來得更低，適合作為良好的募資工具，點心債分為二種，由金融機構發行的金融債，以及非金融機構發行的非金融債，在審核方面及資金流向有明顯的差異，對金融債有較嚴格的規定，對非金融債的發行限制反而少了許多，有利於海外企業至香港發行。

(一) 核准

點心債因發行主體不同而有不同的審核標準，本主題分為五個主題來討論點心債的核准程序，介紹主管機關的職責、核准過程、核准所需的資料、核准所要求的財務條件及核准所要支付的費用。

1. 主管機關

發行以人民幣發行及結算之點心債，主要由中國人民銀行、國家發展和改革委員會(發改委)及外匯管理局負責進行監管，其各監管部門職責如下，中國人民銀行負責審核發債資格，國家發展和改革委員會負責批復外債規模，外匯管理局分為總局及地方分局，總局負責對所籌資金進行統計監測，地方分局負責辦理債券資金登記，對發行人兌付債券本息進行核准⁸。

⁸ 請參見洪永淼、鄭鳴(2013年2月)，「海外人民幣債券市場之研究」，中華民國證券商業同業公會。

表 3-1-1 各監管部門的監管職能

監管部門	職能
中國人民銀行	審核資格
國家發展和改革委員會 (發改委)	批復規模
外匯管理局總局	進行資金統計監測
外匯管理局地方分局	辦理登記，核准發行人兌付本息

資料來源: 洪永淼、鄭鳴(2013年2月), 「海外人民幣債券市場之研究」, 中華民國證券商業同業公會。

2. 核准流程

點心債分為金融債與非金融債，境內金融機構發行金融債，其核准流程為向中國人民銀行繳交申請資料，並繳交給發改委，中國人民銀行和發改委依法進行審核，並繳交給國務院，外匯管理局總局依法對所籌的資金進行登記和統計監測，外匯管理局地方分局對境內金融機構兌付債券本息進行核准，經中國人民銀行核准後，債券必須於60個工作日內發行債券，未能於期限內完成發行，核准文件將自動失效。境內非金融機構，即在中華人民共和國境內註冊登記的具有法人資格的非銀行機構，發行非金融債，其核准流程應上繳至國家發改委核准，中央管理企業向發改委提出申請，地方企業向註冊所在地的省級發改委提出申請，經地方發改委審核後，上繳給國家發改委核准，國家發改委受理申請後，會徵求各方面之意見，自受理之日起60個工作日內審核完畢，境內非金融機構自核准日起60個工作日內進行發債，其核准文件有效期限為1年，須在期限內完成發行，在發行工作結束後10個工作日內，將發行情況以書面報

告國家發改委⁹，外國發行人(如McDonald)的核准流程，發行人會提交文件，由香港交易所審議發行人的上市資格，於收到申請後的五個營業日內發出上市資格函件，發行人於有效期間一年內發債。

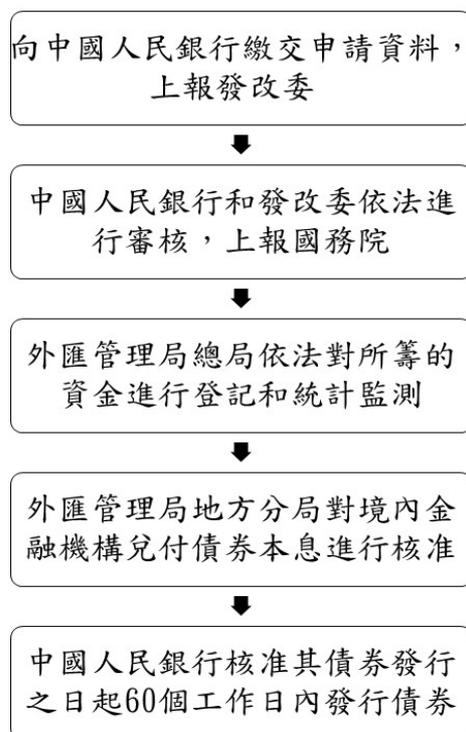


圖 3-1-1 金融機構發行金融債核准流程

資料來源：孫彬彬、涂波、孫倩倩、周岳、高志剛(2015年9月22日)，「境內主體香港發債研究 海外債券觀察專題研究之一」，招商證券。

⁹ 請參見孫彬彬、涂波、孫倩倩、周岳、高志剛(2015年9月22日)，「境內主體香港發債研究 海外債券觀察專題研究之一」，招商證券。

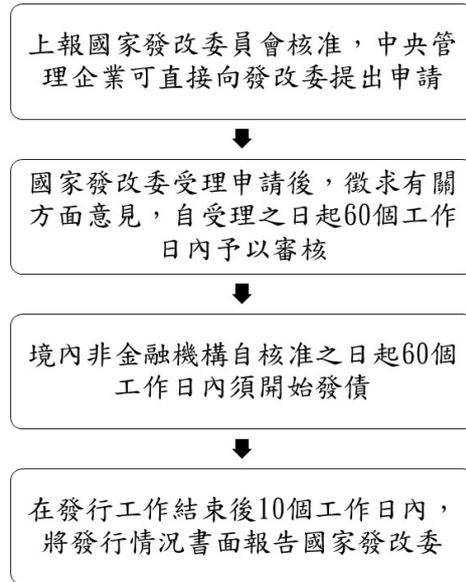


圖 3-1-2 中央管理企業發行非金融債核准流程

資料來源: 孫彬彬、涂波、孫倩倩、周岳、高志剛(2015年9月22日), 「境內主體香港發債研究 海外債券觀察專題研究之一」, 招商證券。

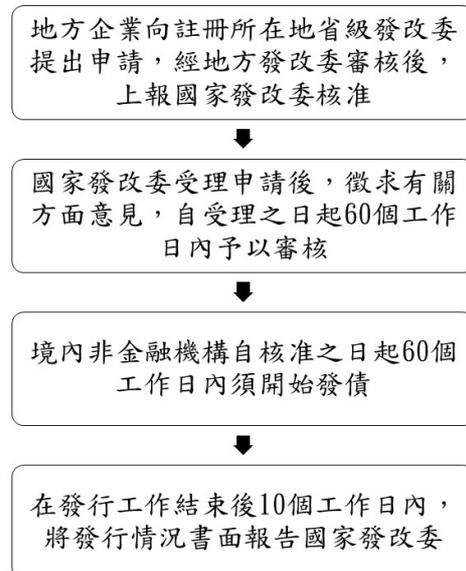


圖 3-1-3 地方企業發行非金融債核准流程

資料來源: 孫彬彬、涂波、孫倩倩、周岳、高志剛(2015年9月22日), 「境內主體香港發債研究 海外債券觀察專題研究之一」, 招商證券。

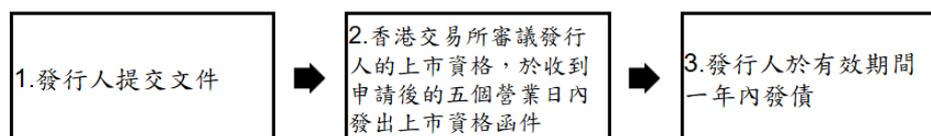


圖 3-1-4 外國發行人發行非金融債核准流程

資料來源:香港交易所

3. 申請資料

金融機構發行金融債比起境內非金融機構發行非金融債的申請資料來得複雜，金融機構與非金融機構皆須繳交相關協議文件、募集說明書及法律意見書，但在財務揭露上，金融機構必須繳交近3個會計年度的財務報告及審計意見全文，非金融機構只須繳交會計師同意函，由此可見，針對相同事項的審查有明顯的輕重之分，且金融機構須繳交營業執照及許可證，對於金融機構的資格審查有更嚴謹的把關過程¹⁰。

表 3-1-2 申請資料

境內金融機構	<ol style="list-style-type: none"> 1. 相關協議文件 2. 募集說明書 3. 法律意見書 4. 近 3 個會計年度的財務報告及審計意見全文 5. 《企業法人營業執照》(副本)影本 6. 《金融許可證》(副本)影本 7. 人民銀行要求提供的其他文件
境內非金融機構	<ol style="list-style-type: none"> 1. 相關協議文件

¹⁰ 請參見洪永淼、鄭鳴(2013年2月)，「海外人民幣債券市場之研究」，中華民國證券商業同業公會。

	2. 募集說明書 3. 法律意見書 4. 會計師同意函 5. 受託人協議
--	---

資料來源:洪永森、鄭鳴(2013年2月),「海外人民幣債券市場之研究」,中華民國證券商業同業公會

4. 財務條件

金融機構與非金融機構在條件上,皆有最近3年沒有重大違法行為之規定,但金融機構在條件上有許多數量化的條件,例如資本充足率不低於4%及最近3年連續盈利,反之非金融機構多以原則性的規定為主¹¹。

表 3-1-3 財務條件

	金融機構	非金融機構
監管條文	《境內金融機構赴香港特別行政區發行人民幣債券管理暫行辦法》	《國家發展改革委關於境內非金融機構赴香港特別行政區發行人民幣債券有關事項的通知》
發行主體條件	1.良好的公司治理 2.資本充足率不低於4% 3.最近3年連續盈利 4.貸款損失準備計提列充足 5.風險監管指標符合規定	1.良好的公司治理且履約能力和信任程度良好 2.具有較強的盈利能力 3.募集資金主要用於固定資產,符合國家政策 4.已發行的債券或者其他債務未處於違約或者

¹¹ 請參見孫彬彬、涂波、孫倩倩、周岳、高志剛(2015年9月22日),「境內主體香港發債研究海外債券觀察專題研究之一」,招商證券。

	6.最近3年沒有重大違法行為 7.中國人民銀行規定的其他條件。	延遲支付本息 5.最近3年無重大違法行為
--	------------------------------------	-------------------------

資料來源: 孫彬彬、涂波、孫倩倩、周岳、高志剛(2015年9月22日), 「境內主體香港發債研究 海外債券觀察專題研究之一」, 招商證券

5. 核准費用

費用分為三個類別, 分別為與證監會有關費用、與香港交易所有關費用及與經紀有關費用, 與證監會有關費用包含證監會徵費及投資者賠償徵費, 與香港交易所有關費用包含交易費或交易所費用及交易系統使用費, 與經紀有關費用為經紀佣金¹²。

表 3-1-4 核准費用

類別	費用
與證監會有關費用	證監會徵費 投資者賠償徵費
與香港交易所有關費用	交易費／交易所費用 交易系統使用費
與經紀有關費用	經紀佣金

資料來源: 「如何成為交易所參與者」, 香港交易及結算所有限公司(2014年4月)

(二) 上市

本主題就上市流程, 分為四個項目作介紹, 從課稅及上市費用說明點心債正式發行時所需支付的項目, 從發行對象不同(分為一般大眾及專業投資人)及發

¹² 請參見「如何成為交易所參與者」, 香港交易及結算所有限公司(2014年4月)。

行人之上市資格，說明香港交易所對發行人上市的細項規定。

1. 稅務規定

記名債券的買賣雙方須按成交金額課印花稅給香港政府。利息收入無須預扣稅額。無須繳付資本利得稅，只有在香港從事債券交易有獲利的法人才須課資本利得稅，此項一般適用於金融機構（包括證券經紀公司）以自己的名義進行的買賣所獲得的利得進行課徵¹³。

表 3-1-5 稅務規定

稅目	課稅依據
印花稅	記名債券的買賣雙方須按成交金額課稅
利息收入	不課稅
資本利得稅	不課稅，除法人外

資料來源：「如何成為交易所參與者」，香港交易及結算所有限公司(2014年4月)

2. 上市費用

上市發行人須預付一次性上市年費，申請上市時一次繳清7,000 港元至90,000 港元，沒有上市年費¹⁴。

¹³ 請參見「如何成為交易所參與者」，香港交易及結算所有限公司(2014年4月)。

¹⁴ 請參見香港交易所 官方網站。

3. 上市資格

若發行對象為公眾投資者，可根據上市規則第二十二章至第三十六章上市的債務證券之規定。若發行對象為專業投資者而不提供給公眾投資人，可根據上市規則第三十七章上市的債務證券之規定。專業投資者為有豐富經驗的投資者，能判斷上市文件是否已提供所需資料，以便作出投資決定。《證券及期貨條例》附表一第一部定義的專業投資者，包括認可財務機構、保險公司及持有價值不少於指定金額投資組合的高資產淨值個人或公司。

上市資格方面，發行人如要銷售給一般大眾，則規定較為嚴苛，對於財務狀況、股東權益及發行面額，甚至是付款的保證機制皆明文列在法條，表示對於此債券的安全性最為重視，與專門銷售給專業投資人的資格相比，皆有可自由轉讓的規定，確保其流動性¹⁵。

表 3-1-6 上市資格

上市資格	
一般大眾	<ol style="list-style-type: none">1. 編製三個會計年度財報2. 股東資金總額至少須為100,000,000港元3. 發行面值至少須為50,000,000港元4. 債券必須可自由轉讓5. 在香港必須設有付款代理機構，至所有債券已贖回為止
專業投資者	<ol style="list-style-type: none">1. 債券必須可自由轉讓2. 資產淨值達一億港元3. 備有兩年經審核的帳目4. 債券最低面值至少為 500,000 港元或同等價值的外國貨幣

資料來源: 上市規則第二十三章、第三十七章、香港交易所 官方網站

¹⁵ 請參見香港交易所 官方網站。

4. 上市發行人資格

上市發行人為在香港註冊成立的股份有限公司，經香港證券及期貨事務監察委員會註冊，為《證券及期貨條例》可進行第1類(證券交易)受監管活動之持牌法人，並持有香港聯合交易所有限公司（聯交所）交易權，且財務狀況良好及符合誠信財政資源要求，公司遵守《證券及期貨（財政資源）規則》及符合交易所規定的最低資本、流動資金及其他財務資源要求¹⁶。

表 3-1-7 上市發行人資格

交易所參與者	聯交所參與者(從事債務證券交易者)
法律地位	為在香港註冊成立的股份有限公司
證監會註冊	根據《證券及期貨條例》可進行第1類受監管活動之持牌法人
交易權	持有聯交所交易權
財務狀況	良好財政狀況及誠信
財政資源要求	符合《證券及期貨（財政資源）規則》及交易所規定的最低資本、流動資金及其他財務資源要求

資料來源: 「如何成為交易所參與者」，香港交易及結算所有限公司(2014年4月)

5. 上市文件

上市文件需要繳交給香港交易所，分為兩個階段，第一，申請上市資格時，除了符合上市資格外，可以另外提交列舉有別於一般債券的條款或提出豁免申請，但前述兩項文件非必要繳交，第二，正式上市時，須繳交申請表及相關證明文件(在香港交易所上市公司、國家機構、國營機構及超國家機構不須提交證明文件)，以及上市文件擬稿、上市通告擬稿，處理時間因發行人不同而有

¹⁶ 請參見「如何成為交易所參與者」，香港交易及結算所有限公司(2014年4月)。

區別，發行人為香港交易所上市公司，處理時間為一個營業日，其它發行人為兩個營業日，銷售給專業投資人的債券，其上市文件會分發給獲配售的專業投資人，但因為非公開發售，上市文件不一定會在香港交易所發佈，專業投資人須聯絡發行人以取得上市文件。

表 3-1-8 上市文件

時點	文件
申請上市資格	1.符合上市資格 2.有別於一般債券的條款 3.豁免申請
正式申請上市	1.申請表及相關證明文件 2.上市文件擬稿 3.上市通告擬稿

資料來源:香港交易所 官方網站

(三) 交易

香港交易所為點心債首次發行市場，也是點心債交易最為活絡的市場，交易程序的介紹上，首先簡介香港交易所架構，再來談論從買債券到賣債券整個流程，及香港交易所如何維護市場正常交易行為。

1. 交易平台—香港交易所

本專題討論外幣計價債券所屬產品類別為債務證券，債務證券在香港交易及結算所有限公司（香港交易所）旗下全資附屬公司香港聯合交易所（聯交所）上市的債務證券包括債券及票據¹⁷。

¹⁷ 請參見香港交易所 官方網站。

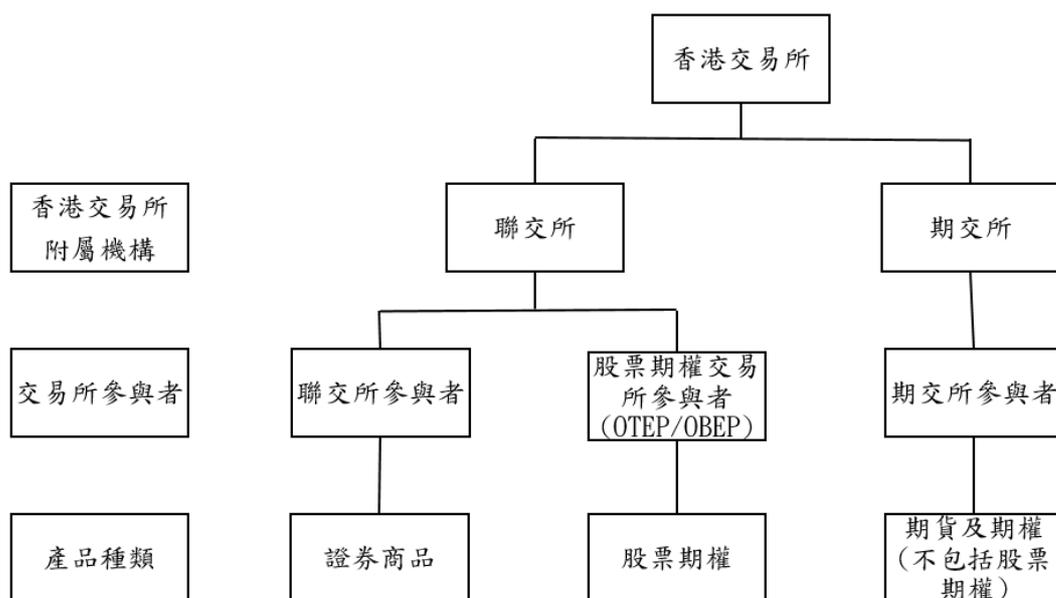


圖 3-1-5 香港交易所參與者架構

資料來源: 「如何成為交易所參與者」, 香港交易及結算所有限公司(2014年4月)

2. 交易手續

一般大眾須透過交易商進行外幣債券的買賣, 如果交易商有在香港官方註冊, 則可直接使用交易設備與交易商做買賣, 交易商的名冊可於香港交易所的官方網站查詢, 如有開戶或其他交易的需求, 一般大眾皆可直接聯繫交易商, 銷售給專業投資人之債券為非公開發行。為限制一般大眾進入專業債券市場, 銷售給專業投資人之債券的每手交易單位較高, 至少為500,000 港元, 銷售給專業投資人之債券可在香港交易所買賣, 發行後專業投資人通常會與其它專業投資者在場外交易, 上市後在交易所的流通量有限¹⁸。

3. 結算

本專題之外幣計價債券由香港中央結算有限公司(香港結算)為證券市場之結算所, 結算系統為中央結算及交割系統, 交割方式分為二種, 一種是透過

¹⁸ 請參見香港交易所對「公眾人士該如何透過香港交易所購買債務證券」信件內容、香港交易所官方網站。

中央結算系統，另一種是買方和賣方與各自的經紀商去安排結算金額，如債券面額的貨幣不同於結算的貨幣，此結算只適用銷售給一般大眾之債券，大部份銷售給專業投資人之債券沒有納入中央結算系統進行結算及交收，根據發行人在上市文件內所訂明，透過中央結算系統以外的指定機構進行結算及交收。在進行買賣前，專業投資人會詢問中介人有關結算及交收安排¹⁹。

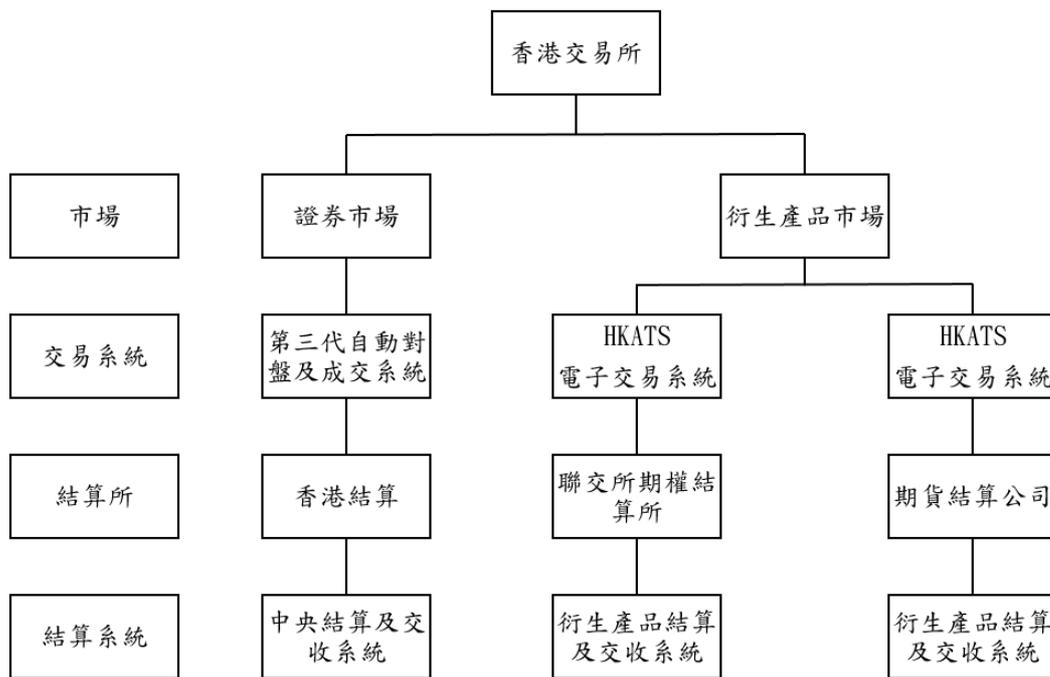


圖 3-1-6 香港交易所參與者架構

資料來源: 「如何成為交易所參與者」, 香港交易及結算所有限公司(2014年4月)

4. 防止市場濫用規定

境內金融機構赴香港發行人民幣債券，募集資金強制性回流到大陸在岸市場，境內非金融機構赴香港發行人民幣債券，募集資金若要回流到在岸市場需要經過審批機構的審批²⁰。

¹⁹ 請參見香港交易所 官方網站。

²⁰ 請參見洪永淼、鄭鳴(2013年2月), 「海外人民幣債券市場之研究」, 中華民國證券商業同業公會。

依據《香港人民幣業務的監管原則及操作安排的詮釋》之規定，監管原則有
 二大重點，第一，在香港人民幣資金如要輸入至內地需要內地有關當局核准，
 第二，只要交易不涉及人民幣，可依照香港當地的法規辦理²¹。

表 3-1-9 香港人民幣業務之實際操作安排

業務	規範
存款	限制資金進出內地
兌換	按相關規定辦理
匯款	資金以人民幣匯款至內地，由內地監管當局和銀行負責審核
貸款	遵守審慎信貸原則
人民幣債券	可按現行規則為客戶提供開戶、買賣、託管和融資等服務。 內地主體到香港發行人民幣債券，須遵守內地法規
支票及信用卡 服務	可按現行規則向企業客戶提供該等服務，如涉及進出內地的 跨境支付，則須要符合相關規定

資料來源: 孫彬彬、涂波、孫倩倩、周岳、高志剛(2015年9月22日)，「境內主體
 香港發債研究 海外債券觀察專題研究之一」，招商證券

(四) 履行的義務

本主題會針對發行人義務—資訊揭露，作為探討主軸，公司內部與外部的
 表現，藉由財務報表及市場數據公開可以讓債券市場的交易更加透明化。

1.會計準則

在中國註冊的發行人及會計師事務所得依照規定採用內地會計準則編製

²¹ 請參見孫彬彬、涂波、孫倩倩、周岳、高志剛(2015年9月22日)，「境內主體香港發債研究
 海外債券觀察專題研究之一」，招商證券。

財務報表及提供相關服務，但如果中國公司在香港註冊，得依規定使用《香港審計準則》或《國際審計準則》編製報表，且必須要由香港會計師公會註冊之會計師事務所負責審計²²。

表 3-1-10 會計準則

會計準則	
相關規定	《諮詢文件》
各項建議	(a) 准許內地註冊發行人採用內地會計準則編製財務報表 (b) 經中國財政部（財政部）及中國證券監督管理委員會（中國證監會）認可的內地會計師事務所為發行人提供服務時，採用內地審計準則 (c) 准許在內地上市的香港註冊公司採用《香港財務報告準則》（「HKFRS」） / 《國際財務報告準則》（「IFRS」）來編製財務報表，財務報表可由在香港會計師公會(HKICPA)註冊的香港會計師事務所按照《香港審計準則》或《國際審計準則》來審計

資料來源：「有關接受在香港上市的內地註冊成立公司採用內地的會計及審計準則以及聘用內地會計師事務所的諮詢總結」，香港交易及結算所有限公司(2010年12月)，第1頁。

2.市場數據

香港交易所之市場數據經由「香港交易所領航星市場數據平台」(OMD)發

²² 請參見「有關接受在香港上市的內地註冊成立公司採用內地的會計及審計準則以及聘用內地會計師事務所的諮詢總結」，香港交易及結算所有限公司(2010年12月)，第1頁。

布，OMD提供一系列市場數據產品於證券市場(OMD-C) 及衍生產品市場(OMD-D)，OMD-C發布所有在香港聯合交易所上市的證券產品的交易數據，包括股本證券、權證、房地產投資信託基金、債務證券、交易所買賣基金、單位信託／互惠基金、股票掛鈎票據、衍生權證、牛熊證等。OMD-D發布所有在香港期貨交易所及香港聯合交易所股票期權市場的衍生產品的交易數據，包括股票期貨及期權產品、股票指數期貨及期權產品、利率和固定收益產品、商品期貨產品等²³。

二、 香港發行外幣計價債券之市場面探討

香港針對銷售對象不同，分為公眾人士及專業投資人，香港交易所的現貨市場交易研究調查指出2016年現貨市場成交金額，本地個人投資者成交金額占15.9%高於外地投資者的6.9%，外地機構投資者成交金額占33.3%高於本地投資者的20.1%，我們可以從中了解，專售給公眾人士的交易以中國內地個人投資者居多，偏好低風險的政府公債，專售給專業投資人的交易以國外的機構投資者居多，偏好高風險的外幣債券²⁴。

(一) 一般投資人

在香港交易所流通的專門銷售給一般大眾的外幣債券共有42筆，只有中國財政部發行的以人民幣計價的政府債券，在商品上缺乏多樣性，但也因為其籌措資金必須強制回流至中國，因此許多外國企業在資金流動性的考量上，大多選擇銷售給專業投資人。本章節分為四個面向，發行人及發行幣別、利率、到期期限及各年度的發行量分段探討，以下圖表簡單整理四個面向的重點。

²³ 請參見「如何成為交易所參與者」，香港交易及結算所有限公司(2014年4月)。

²⁴ 請參見現貨市場交易研究調查 2016(2017年7月)，香港交易所。

表 3-1-11 香港外幣債券之市場數據

項目	香港
銷售對象	公眾人士
市場流通數量	42檔
債券種類	政府公債(占100%)
發行貨幣	人民幣(占100%)
票面利率	3%-4%(占60%)
到期年限	5年(占24%) 9年(占21%)

資料來源:香港交易所 官方網站

1.發行人及發行幣別

專門銷售給一般大眾的外幣計價債券共42檔，皆由中華人民共和國財政部發行，只發行人民幣，我們可知專售給公眾人士的交易以中國內地個人投資者居多，偏好低風險的政府公債。

2.利率

市場上有較多的折價債券，選擇折價溢價有稅務上的考量，若股息課稅級距比起資本利得稅來得高，選擇折價債券較為有利，經前面探討得知一般大眾不須課徵資本利得，因此基於稅務上的優惠，投資人選擇折價債券較多，市場的票面利率及到期殖利率以3%到4%為主，近年來發行利率不高，但比起台灣給的票面利率高出許多，因此有很多外商喜歡在台灣籌資，到香港投資債券，利用兩地的利率差，賺取報酬。

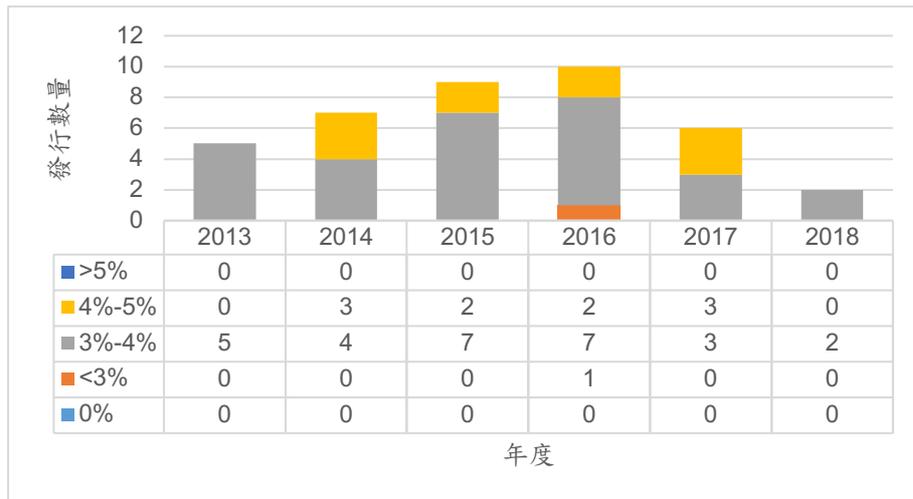


圖 3-1-7 票面利率

資料來源:香港交易所 官方網站

3.到期年限

外幣債券以十年期以上之長期債券最多，最長年限可至30年之久，但依期限長短來討論，則以五年期為最多，近幾年發行短天期為主的外幣債券為趨勢，長天期的債券則愈來愈少發行量，短天期的債券因為到期期限較快，風險相較長天期低，專門銷售給公眾人士的債券市場因為商品種類少，票面利率不高且到期期限短，能夠操作的空間不大，因此較不吸引外國投資人來投資人，因此專門銷售給公眾人士的債券主要的買家為內地投資人。

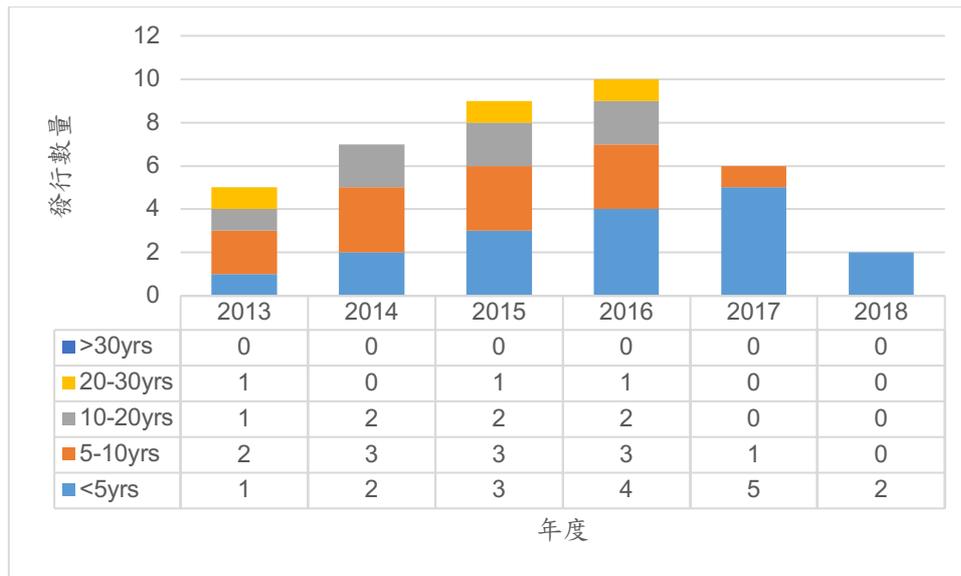


圖 3-1-8 到期年限

資料來源:香港交易所 官方網站

4.各年度發行數量

四十二檔債券皆由中華人民共和國財政部，這裡做綜合性的比較，看各年度發行的變化趨勢，中華人民共和國財政部近期發行數量有在減少，在2016年來到最高發行量，在2018年的發行量來到近幾年最低，但平均發行金額有穩定增加趨勢。

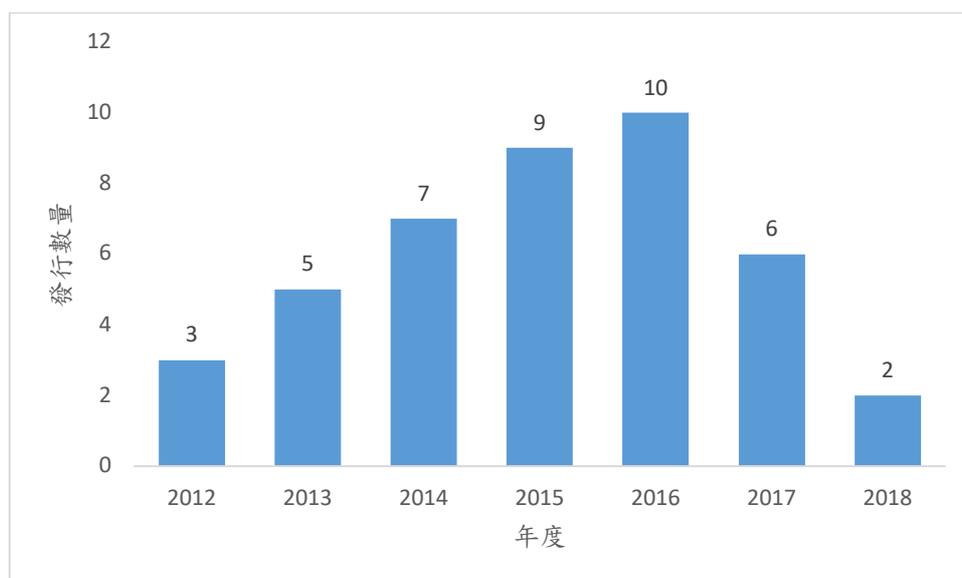


圖 3-1-9 各年度發行數量

資料來源:香港交易所 官方網站

(一) 專業投資人

香港交易所專門銷售給專業投資人的債券，比起銷售給一般大眾，貨幣的種類更加多元，但也隱含著外匯風險也跟著更高，本主題的數據資料來自香港交易所，截止至2018年10月11日前的交易資料，依發行額金額大小排出共1006檔做資料分析。本章節分為四個面向，發行人及發行幣別、利率、到期期限及各年度的發行量分段探討，以下圖表簡單整理四個面向的重點。

表 3-1-12 香港外幣債券之市場數據

項目	香港
銷售對象	專業投資人
市場流通數量	1006檔
債券種類	公司債(占86%)
發行貨幣	美元(占93%) 人民幣(占4%) 歐元(占2%)
票面利率	3%-4%(占32%) 4%-5%(占24%)
到期年限	5年(占30%) 3年(占28%)

資料來源:香港交易所 官方網站

1. 發行人及發行幣別

發行人以發行公司債為最多，其次是金融債，及少部分政府公債，發行人的行業以金融服務業為最多，其中有很高的比例是來自房地產業，大多數的發行人主要是來自中港地區的公司，也有來自避稅天堂的控股公司，發行幣別大多是以美元為主，有不少的中港企業選擇在香港交易所發行美元債，香港發行的債券種類多樣，有美元債、點心債、合成債、伊斯蘭債券、各國政府來香港發行的長天期政府公債，選擇性相較台灣更加多元，在香港發行的貨幣種類多，以美元債發行量為最大，目前未有新台幣計價掛牌上市的外幣債券，但香港市場已經吸引不少台灣的企業來香港發行美元債。

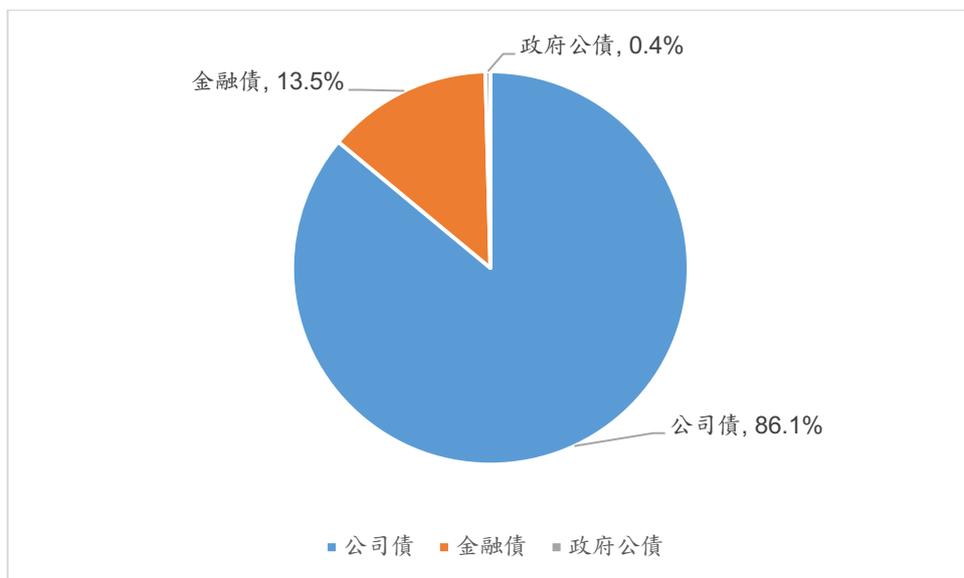


圖 3-1-10 發行債券類別

資料來源:香港交易所 官方網站

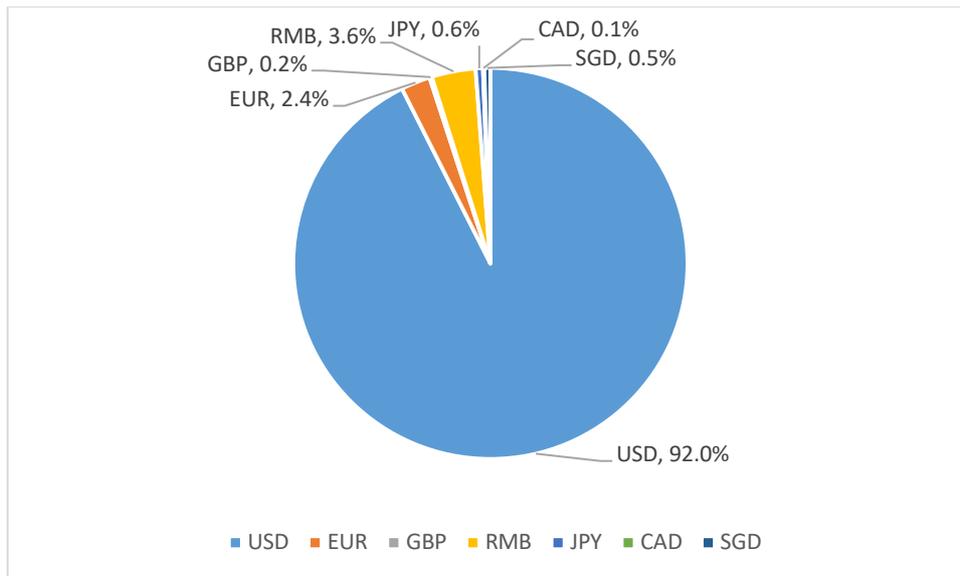


圖 3-1-11 發行幣別

資料來源:香港交易所 官方網站

2.利率

專業機構投資人大多以投資折價債券為最多，在利率分布上，比起一般大眾可以在市場上獲得更高的票息，但相對風險也跟著提高，香港交易所未要求每位發行人都要申請信用評等，審核寬鬆，且大多數的發行人為投資公司，公司的資料也未全然透明，風險不確定更高，目前香港交易所未開放一般大眾投資，票面利率主要分布在4%左右，到期殖利率則分布在8%左右，近年來發行的票面利率有發行高票面利率的趨勢，反之，低票面利率的債券發行量逐年減少，這意謂著市場持有的投機動機將會增加，香港市場債券給的票息高且種類也多，加上各種稅務優惠，使得香港相對於台灣，屬於低稅負區，容易吸引外國投資人來投資。

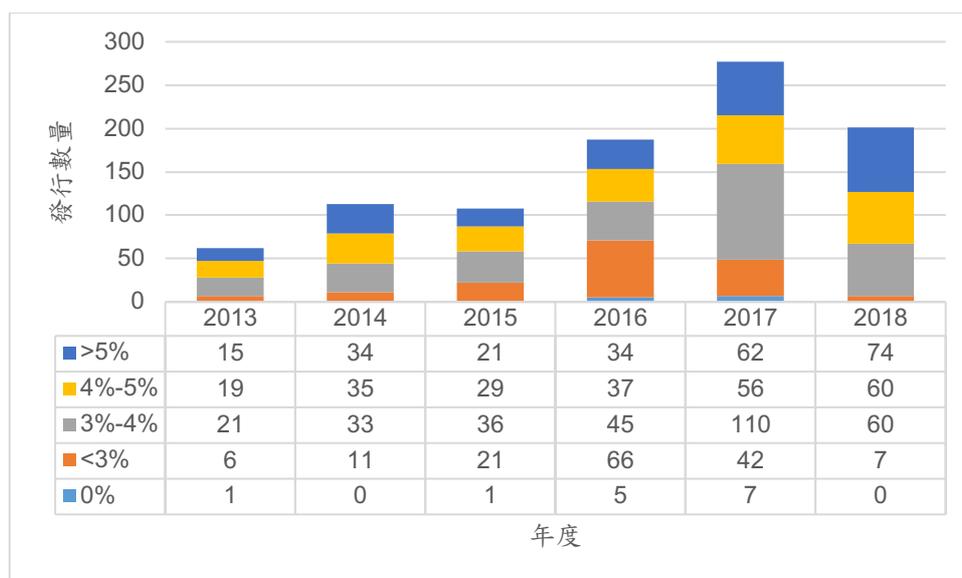


圖 3-1-12 票面利率

資料來源:香港交易所 官方網站

3.到期年限

香港外幣債券市場主要以中長期債券(1年到10年到期)為最多，到期期限短至1年內到期，長至無限期，近年來短天期債券發行數量增加許多，長天期則有下降的趨勢，情況與專門銷售給公眾人士相同，市場上的發行人傾向發行短天期債券，短天期債券價格容易受市場價格影響，投資人會藉由買賣價差獲利，而非以長期持有為目的，香港專門銷售給專業投資人的市場吸引了許多外國機構投資人來投資，可見其市場獲利高，市場發行量也跟著年年增加。

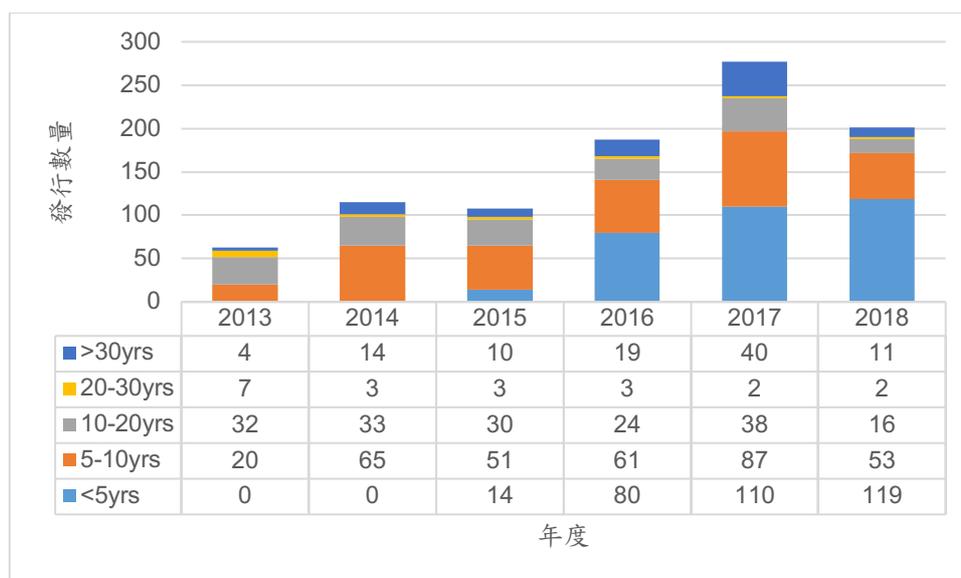


圖 3-1-13 到期年限

資料來源:香港交易所 官方網站

4.各年度發行數量

外幣債券以美元作為標的最多，2018年為近年來發行的外幣債券最多的一年，香港一直以來提供給投資人相當多的租稅優惠，及低標準的審核資格，使得市場日益蓬勃，吸引許多外國投資人來投資，賺取超額報酬，但今年香港開始實施反避稅的相關措施，此市場是否能持續吸引投資人來挹注資金有待時間的觀察。

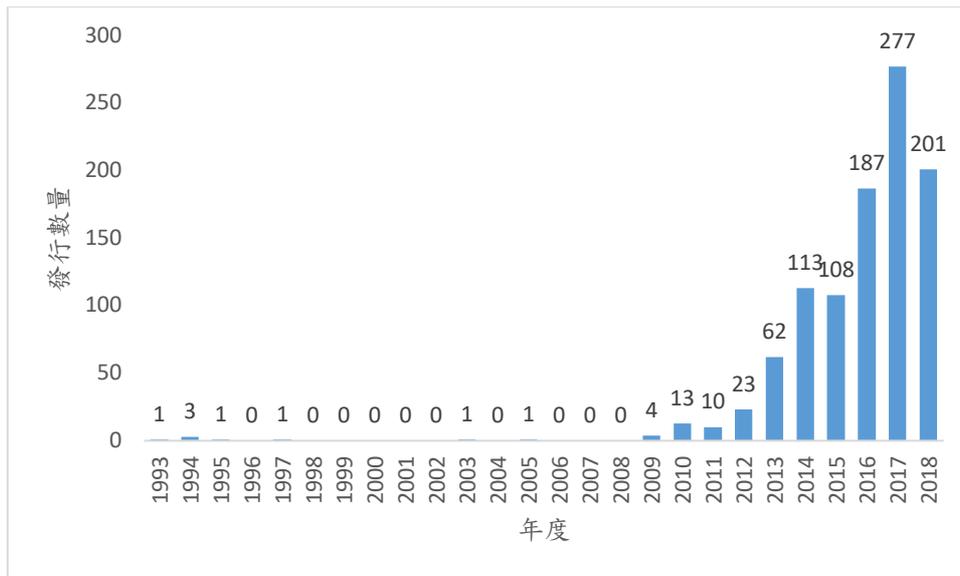


圖 3-1-14 各年度發行數量

資料來源:香港交易所 官方網站

四、香港與台灣制度面之比較

核准方面，香港的規定較為嚴格，無論是本地企業或是外國企業皆須繳交相關文件給中央機構(發改會)審核，反之，台灣本土有符合一些特殊條件(所募資金以外幣保留或全部以換匯或換匯換利交易方式兌換為新臺幣使用)無須向中央銀行申請核准且無須向櫃買中心申請買賣同意函，外國企業的申請方式比本土企業更為寬鬆，例如專門銷售給專業投資人的債券，外國企業只須向中央銀行報備即可，因此台灣在核准流程上比香港更有彈性。

上市方面，課稅上，香港比台灣提供的租稅優惠來得更多，台灣仍須針對利息所得進行課稅，且銷售對象不同，課稅方式也不同，反之，香港一律免利息所得稅，上市費用的部分，香港一次性繳納上市年費，之後無須再繳納，台灣每年須繳交年費，上市資格上，台灣對專門銷售給專業投資人之外國企業，沒有明確的條件規定，香港對專門銷售給專業投資人之外國企業仍在諸多條件規範。

交易方面，香港在區分公眾人士與專業投資人可行的交易，其規範較可保護公眾人士，台灣在法條上規定公眾人士是不能透過證券商營業處所議價交易，但無論是香港或是台灣皆未強制公眾人士不能買專門銷售給專業投資人之債券，香港方面，公眾人士買此債券，其手續費比專業投資人來得高，且發行人的資料很難在公開網站上取得，大部分都是私下聯絡交易商取得相關資料，香港交易所並不鼓勵公眾人士購買專門銷售給專業投資人之債券，台灣則未對此作為有相關的規範。

履行義務上，香港由披露易揭露資訊，公眾人士可從此網站得到公司資訊，反之，專業投資人難以從公開網站得到公司資訊，甚至不少公司是轉投資公司，來自開曼群島或維京群島，其訊息量更少，台灣的發行公司較能查到相關資訊，於櫃買中心的市場數據有一欄位列出相關資訊的網址，在市場資料的取得上台灣較為方便。

在綜合比較上，香港給予的彈性較台灣高，發行人稅務優惠比台灣多且規範不比台灣來得複雜，香港上市公司有為人熟知的阿里巴巴、騰訊等大企業，也有眾多房地產公司、投資公司，整體而言，香港投資風險比台灣高，對投資人的保護較少，但報酬相對較高。

五、香港與台灣交易面之比較

香港在外幣債流通數量遠大於台灣，但唯一可惜的是，香港的公眾人士在選擇外幣債只有政府部門發行的人民幣政府公債可選，台灣銷售給公眾人士的外幣債，只有一檔是公司債，其餘皆為金融債，公眾人士投資外幣債的選擇相較於專業投資人少了許多，發行貨幣，香港有七種，台灣則有四種，台灣有美元、人民幣、澳幣及紐西蘭幣，澳幣及紐西蘭幣因為不是國際主要通行貨幣，風險也相對較高，香港則有美元、歐元、英鎊、日圓、人民幣、新加坡幣及加拿大幣，香港的公眾人士可買到的外幣債，其票面利率多分布在3%到4%，香港的專業投資人則可買到高於10%的高收益債券，台灣無論是銷售給公眾人士還是專業投資人皆以零息債券為最多，香港及台灣銷售給公眾人士的債券以中長期債券最多，銷售給專業投資人則以長期債券為主，發行數量可看出，香港仍是穩定在增加市場發行的外幣債數量，台灣則是有小幅下降的趨勢。

表 3-1-13 台港外幣債券之市場數據

項目	香港		台灣	
	公眾人士	專業投資人	一般投資人	專業投資人
市場流通數量	42檔	1006檔	16檔	560檔
債券種類	政府公債 (占100%)	公司債 (占86%)	金融債 (占94%)	公司債 (占51%)
發行貨幣	人民幣 (占100%)	美元 (占93%) 人民幣 (占4%) 歐元(占2%)	美元(占69%) 人民幣 (占13%)	美元(占84%) 人民幣 (占15%)
票面利率	3%-4% (占60%)	3%-4% (占32%) 4%-5% (占24%)	0%(占56%)	0%(占68%)
到期年限	5年(占24%) 9年(占21%)	5年(占30%) 3年(占28%)	20年(占25%) 5年(19%) 6年(19%)	30年(占70%) 5年(占13%)

資料來源:香港交易所 官方網站、台灣櫃買中心 官方網站

第二節 韓國外幣債券市場

一、 韓國發行外幣債券之制度面探討

韓國相較於香港或是台灣的外幣債券市場較不活絡，上市外幣債只有10檔，且只有一種外幣-美元，韓國在制度上規定比起香港更加繁雜，以下針對核准、上市、交易及相關義務上做介紹。

(一) 核准

韓國交易所主要由三個主管機關負責審核，金融服務委員會(FSC)負責制定法規，金融監督服務院(FSS)負責檢查作業，韓國交易所負責監視作業，在作業流程上分為對本國發行人的核准流程及對外國發行人的核准流程，對比兩個不同類型的發行人，對外國發行人的規定較為含糊，相關條件由雙方商討決定。

1. 主管機關

韓國交易所(KRX)的債務證券市場受到金融服務委員會(FSC)、金融監督服務院(FSS)、韓國交易所(KRX)之監管，金融服務委員會(FSC)審查申請文件，必要時會要求提交其他報告，負責進行調查並實施制裁。韓國交易所(KRX)制定與首次公開發行、資訊披露及業務運營相關的法規，金融服務委員會(FSC)負責調查可疑交易活動和處理會員間爭議²⁷。

²⁷ 請參見 Wonhyung Kim and Hyerin Roh, Yoon & Yang LLC(2016年4月1日)，「Debt capital markets in South Korea: regulatory overview」。

表 3-2-1 監管機構

監管機構	職責
金融服務委員會 (FSC)	1. 制定法規: 金融政策制定、洗錢防制、草擬並修改金融相關法令 2. 發放金融證照 3. 管理跨境金融活動
金融監督服務院 (FSS)	1. 檢查作業: 有價證券發行人登記、申報、公開發行公司和上市公司之管理、市場買賣交易之監督 2. 政府委託辦理之業務
韓國交易所 (KRX)	1. 監視作業: 證券商之查核 2. 發展市場的法規

資料來源: 台灣證券交易所(2017年7月), 韓國證券市場相關制度

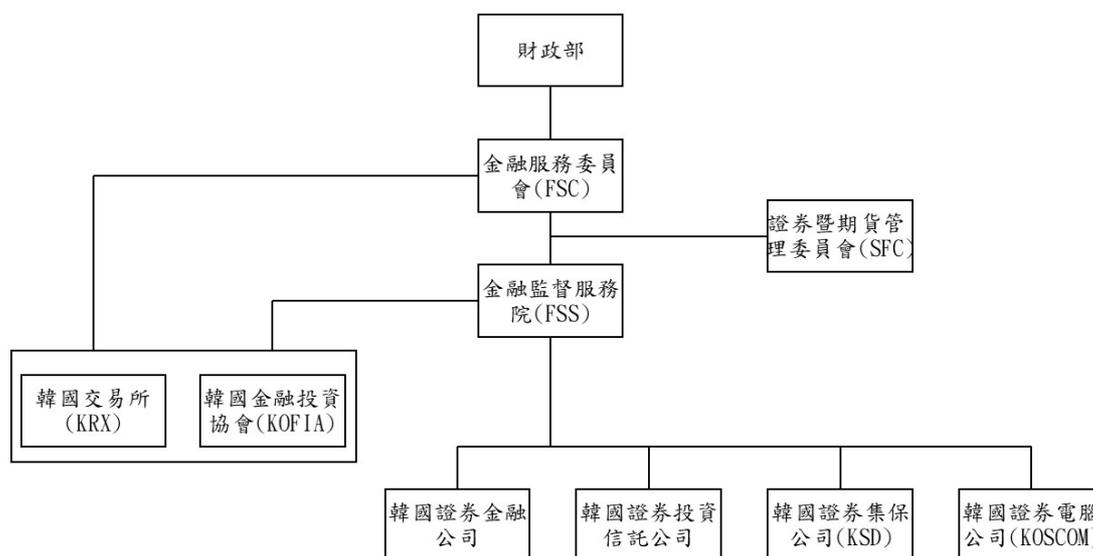


圖 3-2-1 韓國監管架構

資料來源: 台灣證券交易所(2017年7月), 韓國證券市場相關制度

2.核准流程

(1) 一般核准流程

對於公開發行的無抵押公司債券，債券必須由承銷商全數收購並在韓國證券集中保管公司註冊，在截止日前，選擇承銷商並協商簽發條件，經董事會決議，與承銷商簽訂協議，進行公司盡職調查，其內容必須記載在註冊聲明，請信用評級機構進行的信用評級，根據利率和其他建議，評估債券的需求，簽訂代理債券認購協議以支付本金和利息以及銷售金額的協議。到截止日期時，向金融服務委員會提交註冊聲明和向公眾提供債務證券的指導通知，截止日期後，申請在韓國交易所上市並在韓國證券集中保管公司註冊，揭露登記聲明的生效日期以及投資說明書，在韓國交易所認購證券以上市證券，提交發布後報告給金融服務委員會²⁸。

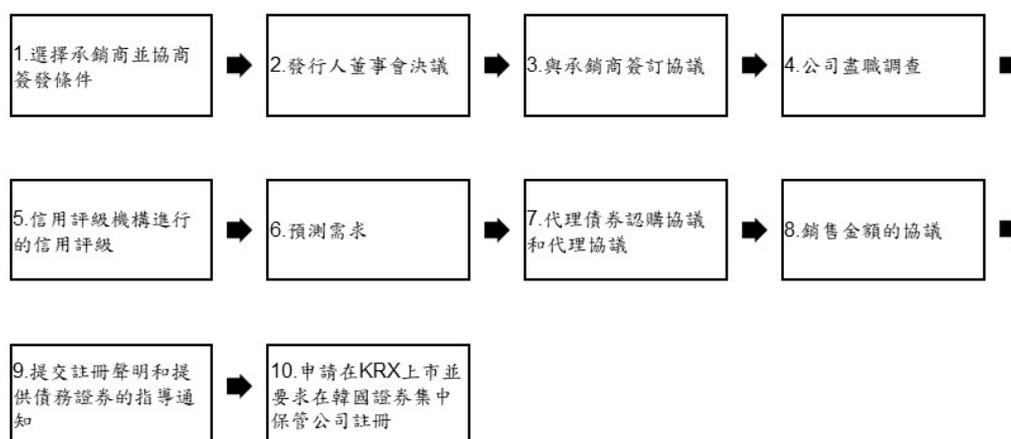


圖 3-2-2 核准流程

資料來源: Wonhyung Kim and Hyerin Roh, Yoon & Yang LLC(2016年4月1日), 「Debt capital markets in South Korea: regulatory overview」

²⁸ 請參見 Wonhyung Kim and Hyerin Roh, Yoon & Yang LLC(2016年4月1日), 「Debt capital markets in South Korea: regulatory overview」。

(2)外國人核准流程

提交上市資格審查申請的前一個月，外國申請人必須與KRX進行協商，並提交公司章程、法律意見和審計報告等資料。在初步審查期間，KRX工作人員可能會對申請人提供的原始文件進行檢查，確保其真實性，將審查結果提交上市委員會，作出是否上市之決定²⁹。

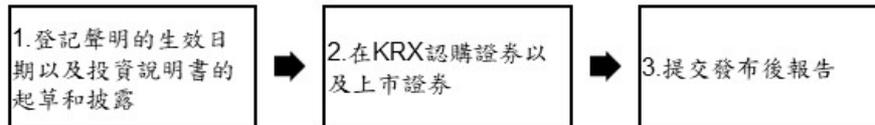


圖 3-2-3 外國人核准流程

資料來源:韓國交易所 英文版官方網站

3. 公開說明書

投資說明書必須包含與註冊聲明相同的信息，且不得遺漏任何重要事實（FISCMA第123（2）條）。

註冊聲明分為二個部分（FISCMA執行法令第125（1）條;第2-6條，發行和披露條例）：

- (1)提供有關公開發售和銷售的事項
- (2)提供有關發行人的事項

4. 核准費用

上櫃審查費用100萬韓圓，不需負擔任何其他費用³⁰。

(二) 上市

韓國對比香港市場最大的不同在於有註冊債券的存在，註冊債券為已註冊但尚未發行的債券，香港交易所若未在規定期限內發行，生效文件將會失效，

²⁹ 請參見韓國交易所 英文版官方網站。

³⁰ 請參見台灣證券交易所(2017年7月)，韓國證券市場相關制度。

此時不會有「註冊債券」的出現，基於這樣的特殊地位，韓國交易所特別的規範，韓國交易所要求信用評等的揭露，香港交易所則無，本次主題分為國內債券(本國發行人發行)與外債證券(外國發行人發行)來討論。

1.稅務規定

依據印花稅法規定，沒有針對發行和上市公司債券徵稅，但簽發公司債券時要課印花稅，每張400韓元，如債券沒有實際發行（註冊債券），則不課印花稅。

2.上市費用

上市費在上市申請時依面值決定支付上市金額。

表 3-2-2 上市費用

面值	上市費用(韓圓)
不到 10 億韓元	100000
不到 20 億韓元	150000
低於 20 億韓元，低於 50 億韓元	300000
不到 50 億韓元，不到 100 億韓元	700000
不到 100 億韓元，不到 150 億韓元	1000000
不到 150 億韓元，不到 250 億韓元	1200000
不到 500 億韓元	1300000
500 億韓元或更多，不到 1000 億韓元	1400000
超過 1000 億韓元，不到 2000 億韓元	1500000
低於 2000 億韓元，低於 5000 億韓元	1600000

元	
超過 5000 億韓元	1700000

資料來源:韓國交易所 官方網站

3.上市條件

國內債券由本國公司，也就是韓國公司，發行債券，外債證券由外國公司發行，在資本要求上，本國公司為5億韓元，外國公司則為100億韓元，且要求外國公司已有上市的經驗，面額要求上，本國與外國無太大差異，信評要求外國公司發行的債券必須為投資級的債券，與其他國家最大的不同在於外國公司可以與韓國交易所協商上市的相關條件且必須判一名韓國籍的代表與交易所交涉，韓國交易所對於外國公司上市要求顯然較國內公司條件複雜許多，可能會成為外國公司上市很大的一項挑戰³¹。

³¹ 請參見 Wonhyung Kim and Hyerin Roh, Yoon & Yang LLC(2016年4月1日)，「Debt capital markets in South Korea: regulatory overview」。

表 3-2-3 上市條件

	國內債券	外債證券
發行人	本國公司	外國公司
適用法規	KOSPI 市場上市規則第 88 條	KOSPI 市場上市規則第 95 條 KOSPI 市場上市規則第 94 條 KOSPI 市場上市規則第 14 條
上市條件	<ol style="list-style-type: none"> 1. 發行人的資本存量必須為 5 億韓元或以上 2. 已透過公開募股或轉手交易發行 3. 已發行債券的總面額必須為 3 億韓元或以上 4. 未兌現債券的總面額必須為 3 億韓元或以上 5. 必須在統一證券證書上簽發 6. 可轉換債券必須是註冊債券（未實際發行但有註冊的債券）。 7. 對於非標準 ABS(非標準資產證券化)，必須滿足以下所有要求： (1)資產所有者是 KOSPI 市場上市規則規定的人 	<ol style="list-style-type: none"> 1.最近一個財政年度末的資本金額必須為 100 億韓元或以上，公司不得有資本減值 2.註冊人必須是以下任何一種： (1)證券在外國發行並在外國交易所上市 (2)證券在國外發行並在韓國證券市場(KOSPI 市場部)或韓國店頭市場 (KOSDAQ 市場部)上市的公司 (3)已透過公開募股或轉手交易發行證券 1. 已透過公開募股或轉手交易發行債券 2. 已發行債券的總面額必須為 3 億韓元或以上 3. 在外流通的債券的總面額必須為 3 億韓元或以上

	<p>(2)至少獲得兩個信用評級機構評定為 AAA 級信用評級</p> <p>(3)資產轉讓方法遵守資產證券化法第 13 條的規定</p> <p>(4)已發行債券的總面值不超過已轉讓證券化資產的總價值</p>	<p>4. 發行的債券必須註冊</p> <p>5. 發行的債券必須已從信用評級機構獲得 BBB 級或以上的評級</p> <p>6. 在提交證券上市申請之前，外國公司可以與韓國交易所 (KRX) 協商上市程序和期限</p> <p>7. 必須指定一名有韓國戶籍的人作為代表</p>
--	--	--

資料來源: Wonhyung Kim and Hyerin Roh, Yoon & Yang LLC(2016年4月1日), 「Debt capital markets in South Korea: regulatory overview」

4.上市申請資料

上市申請人必須提交上市申請，申請時未提交的所附文件可於發行後3日內提交，文件分為本國發行人及外國發行人，外國發行人如果有提交有效證券報告的副本，免繳公司章程、信託協議、相關合同、資深代表人合同副本、審計報告及信用報告副本³²。

³² 請參見韓國交易所 官方網站。

表 3-2-4 上市文件

發行人	上市文件
本國發行人	<ol style="list-style-type: none"> 1. 債券沒有實際發行（註冊債券），只需要提交一次 2. 信託協議，購買合同或銷售合同，托運合同 3. 業務手冊 4. 過去三個年度的財務報表 5. 審計報告 6. 證明支付金額的文件 7. 其他
外國發行人	<ol style="list-style-type: none"> 1. 公司章程 2. 信託協議，購買合同或銷售合同，托運合同 3. 資深代表人合同副本 4. 審計報告 5. 信用報告副本 6. 其他

資料來源:韓國交易所 官方網站

(三) 交易

韓國交易所與台灣櫃買中心在交易流程上差異不大，唯獨韓國交易所歷經不同交易平台的整合過程，外幣債券與證券的買賣皆在韓國交易所完成交易，反之，台灣交易所將外幣債券與證券的交易分別在櫃買中心及證券交易所完

成，韓國交易所的整合過程及交易效率上明顯比台灣高，本主題介紹交易所架構及外幣債券從持有或放空到交割的整個過程。

1.交易平臺—韓國交易所

依韓國的金融投資服務及資本市場法第373條，韓國交易所之設立目的為維護公平價格之形成、提升交易之穩定性及效率性。2005年1月韓國證券交易所（KSE）、店頭市場（KOSDAQ）、期貨交易所（KOFEX）整合成為韓國交易所（KRX）³³。

表 3-2-5 韓國交易所各組織之職責

組織	職責
KOSPI 市場部 (前韓國證券交易所 (KSE))	集中市場，交易股票、債券等有價證券
KOSDAQ 市場部	店頭市場，電腦撮合系統，採競價方式交易
韓國證券集中保管公司 (KSD)	股票、債券等有價證券之結算及保管業務
韓國證券電腦股份有限公司 (KOSCOM)	交易及結算系統

資料來源:台灣證券交易所(2017年7月)，韓國證券市場相關制度

³³ 請參見台灣證券交易所(2017年7月)，韓國證券市場相關制度。

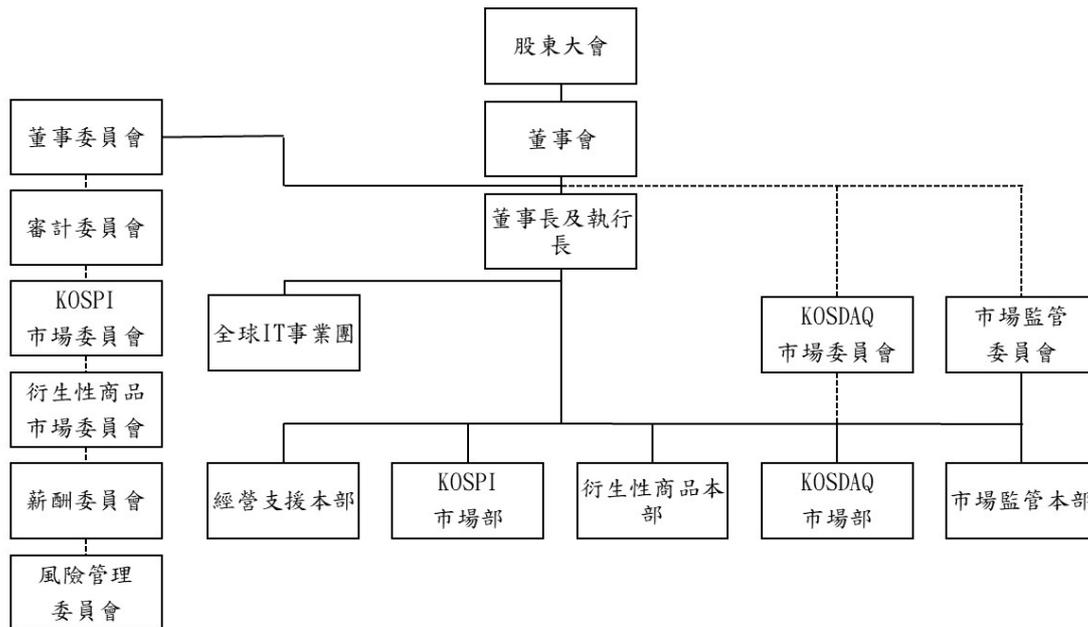


圖 3-2-4 韓國交易所架構

資料來源:台灣證券交易所(2017年7月), 韓國證券市場相關制度

2. 交易手續

一般投資人須委託有投資經紀業務執照之金融投資公司, 才能在KRX買債券, 投資人要購買外幣債券, 券商會要求投資人要開戶, 並接受服務同意書的內容, 投資人買賣債券時, 券商會向投資人收取交易保證金³⁴。

3. 結算

債券的結算主要由韓國證券集中保管公司負責結算交割作業, 採當日交割, 交割方法為外幣債票券款券同步交割 (Delivery Versus Payment, DVP), 一手交錢、一手交貨, 降低信用風險, 台灣也是採此制, 但韓國是T + 0交割, 台灣則是到T + 3交割, 但外幣債券交割必須轉換成韓圓交割, 而不是以外幣進行交割³⁵。

³⁴ 請參見洪櫻真(2003年3月), 韓國證券市場交易保證金制度, 證交資料第491期、台灣證券交易所(2017年7月), 韓國證券市場相關制度。

³⁵ 請參見台灣證券交易所(2017年7月), 韓國證券市場相關制度。

表 3-2-6 債券結算

項目	債券
結算參加人	證券公司
結算所	韓國交易所
交割機構	韓國證券集中保管公司
交割方法	多邊互抵
交割期限	T + 0 (交易日當日完成交割)
交割銀行	中央銀行(Bank of Korea) 辦理帳簿劃撥
交易幣別	韓圓，外幣計價債券的價格必須轉換為韓圓並以韓圓支付

資料來源:台灣證券交易所(2017年7月)，韓國證券市場相關制度

4.防止市場濫用規定

對於資訊未誠實揭露，由金融服務委員會負責審查，上市發行人尚未提交或未誠實揭露資訊，將會面臨到民事、刑事、行政處罰並易科罰鍰，金融服務委員會就公開發售金額的3%範圍內徵收罰鍰，若發行人未能提交定期報告，則金融服務委員會有權暫停該公司之交易，直到提交定期報告為止（KOSPI市場上市規則第153條），但未能在截止日期後十天內提交定期報告，可將上市債券強制退出市場（KOSPI市場上市規則第92條）³⁶。

³⁶ 請參見 Wonhyung Kim and Hyerin Roh, Yoon & Yang LLC(2016年4月1日)，「Debt capital markets in South Korea: regulatory overview」。

表 3-2-7 防止市場濫用規定

事項	法源根據	違規事由	處罰
招股說明書	FISCMA 第 132 條 FISCMA 執行 法令第 138 條	尚未提交或未誠實揭露	公開向大眾揭露並且暫停或停止交易
業務報告	FISCMA 第 164 條		

資料來源: Wonhyung Kim and Hyerin Roh, Yoon & Yang LLC(2016年4月1日), 「Debt capital markets in South Korea: regulatory overview」

(四) 履行的義務

韓國交易所的會計制度不像台灣櫃買中心要求使用國際財務報告準則 (IFRS), 韓國則提供發行人三種不同會計準則, 但財務報表在制度的的分歧, 容易造成投資人在判斷上的麻煩, 且一經選定的會計準則不得更改, 以下說明韓國對資訊揭露的相關規範。

1.會計準則

韓國上市公司可從韓國國際財務報告準則、美國公認會計準則與國際財務報告準則選擇其一當作編製自家財報的準則, 但此時容易因同業使用不同會計準則, 導致投資人不容易做比較, 韓國對申請上市的公司要求提交相關財務報表及具會計師簽證的審計報告, 且要求建立內部會計管理系統, 並選任管理人定期報告及定期對該系統進行審查³⁷。

³⁷ 請參見 Wonhyung Kim and Hyerin Roh, Yoon & Yang LLC(2016年4月1日), 「Debt capital markets in South Korea: regulatory overview」。

表 3-2-8 與會計相關的義務

項目	內容
適用會計準則	1.韓國國際財務報告準則 (K-IFRS) 2.美國公認會計原則 (US GAAP) 3.國際財務報告準則 (IFRS) 上市後不得變更已選定之會計準則
提交審核報告	1.提交《上市預審申請書》或《證券備案申請書》 2.申請上市的外國企業提交最近 3 個財政年度的財務報表的審計報告，在店頭市場(KOSDAQ)申請上市的企業則是提交最近 1 個財政年度的審計報告 3.如有需要，韓國交易所(KRX)會要求提交該財政年度的半年財務報表的審閱報告
建立內部會計管理系統	1.建立內部會計管理系統，至少運營超過 3 個月 2.編制內部會計管理規章制度並進行管理，指定常務董事擔任內部會計管理系統管理人 3.管理人須定期評估該系統的運營狀態並撰寫報告，並向董事會、常務理監事以及理監事委員會進行報告 4.外部審計機構須對該系統進行審查，並提交相應的審查報告

資料來源: Wonhyung Kim and Hyerin Roh, Yoon & Yang LLC(2016年4月1日)，「Debt capital markets in South Korea: regulatory overview」

2. 市場數據

韓國證券電腦股份有限公司 (KOSCOM) 負責發展及維護證券市場之各項

交易買賣、成交確認及資訊揭露等電腦系統作業³⁸。

二、韓國發行外幣計價債券之市場面探討

韓國的外幣債券相較於其他國家較不發達，只有四家本土企業發行美元債，就前面探討的制度面，可知韓國對外國發行人的上市要求比本國發行人多，造成如今韓國外幣債券市場並不發達的原因之一，本主題以韓國官方網站所提供的資料來進行分析，統計共十檔債券，四家發行人，截止至2018年10月9日以前的市場資料，從市場數據來分析，其市場主要由金融業發債為主，且多以短期操作為主。本章節分為四個面向，發行人及發行幣別、利率、到期期限及各年度的發行量分段探討，以下圖表簡單整理四個面向的重點。

表 3-2-9 韓國外幣債券之市場數據

項目	韓國
市場流通數量	10 檔
債券種類	金融債(占 100%)
發行貨幣	美元(占 100%)
票面利率	3%-4%(占 100%)
到期年限	2 年(占 50%)

資料來源:韓國交易所 英文版官方網站

(一) 發行人及發行幣別

韓國發行外幣債券，只有4家發行人，4家皆為韓國當地企業，分別是新韓金融集團、韓國開發銀行、JB Woori Capital及韓國進出口銀行，其中以新韓金融集團發行7種不同的美元債為最多，債券發行十檔皆為金融債(100%)，4家發行人行業皆在金融服務業，發行幣別只有美元。

³⁸ 請參見台灣證券交易所(2017年7月)，韓國證券市場相關制度。

(二) 票面利率

十檔美元債的票面利率皆在3%到4%，差異不大，其中票面利率最高的為韓國進出口銀行發行的金融債，票面利率為3.85%，票面利率最低的為新韓金融集團發行的公司債，票面利率為3.48%，近幾年發行量在2017年來到新高，但在2018年後無任何發行量，從圖中可知外幣債券的報酬低，很難吸引投資人來投資，因此韓國的掛牌外幣債券市場相當冷清。

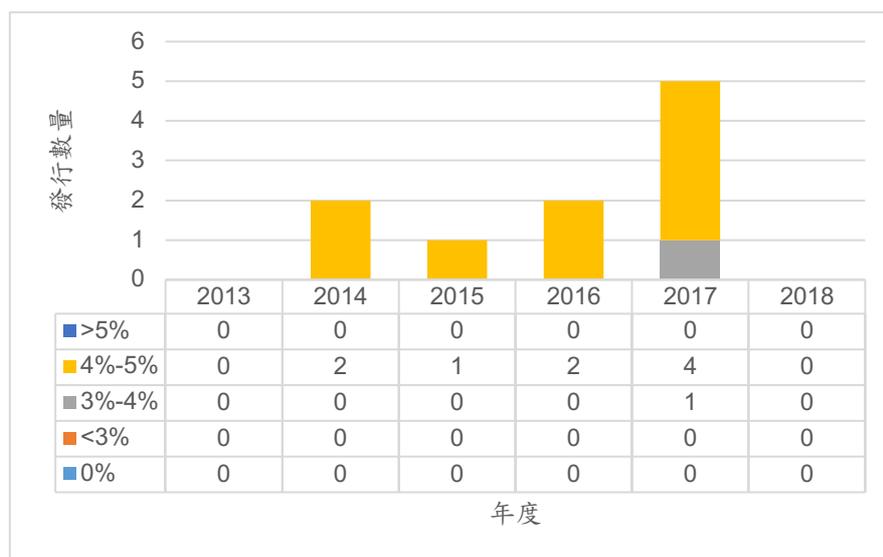


圖 3-2-5 票面利率

資料來源:韓國交易所 英文版官方網站

(三) 到期年限

到期期限分布較廣，有一年多到期，也有十年才到期的美元債，十年到期的皆為金融債，分別由韓國開發銀行和韓國進出口銀行發行，有三檔美元債一年多到期，皆由新韓金融集團所發行，美元債發行以短期為主，近來年韓國的到期年限有在短期化的趨勢，2014年發行十年至二十年的長天期債券，到2017年發行不到五年到期的短天期公債，且短天期比長天期發行量來得多，因此我們認為市場的投機動機會增加，藉此可增加外幣債券市場的流動性。

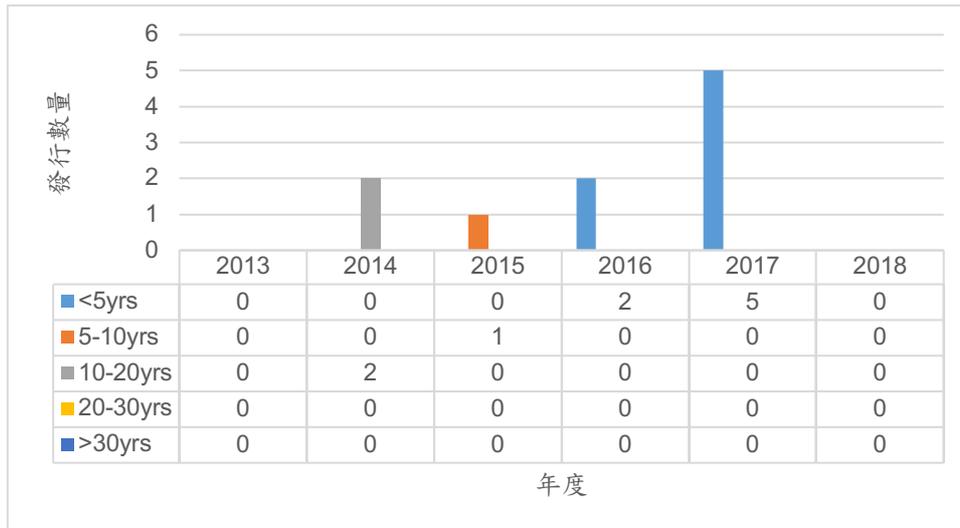


圖 3-2-6 到期年限

資料來源:韓國交易所 英文版官方網站

(四)各年度發行數量

發行金額以金融債為最多，韓國開發銀行和韓國進出口銀行發行金額分別為2億韓元及2.2億韓元，其金額為其他美元債最低發行金額的10倍之多，可看出美元債在發行金額上相當懸殊。韓國外幣債券每年發行數量在四年來有所成長，但其成長主要來自於新韓金融集團在2016年發行二檔美元債，在2017年發行四檔美元債，其市場並不能算是有實質上的活絡，發行人仍以韓國企業為主，相較各國，外幣債券市場競爭較為薄弱。

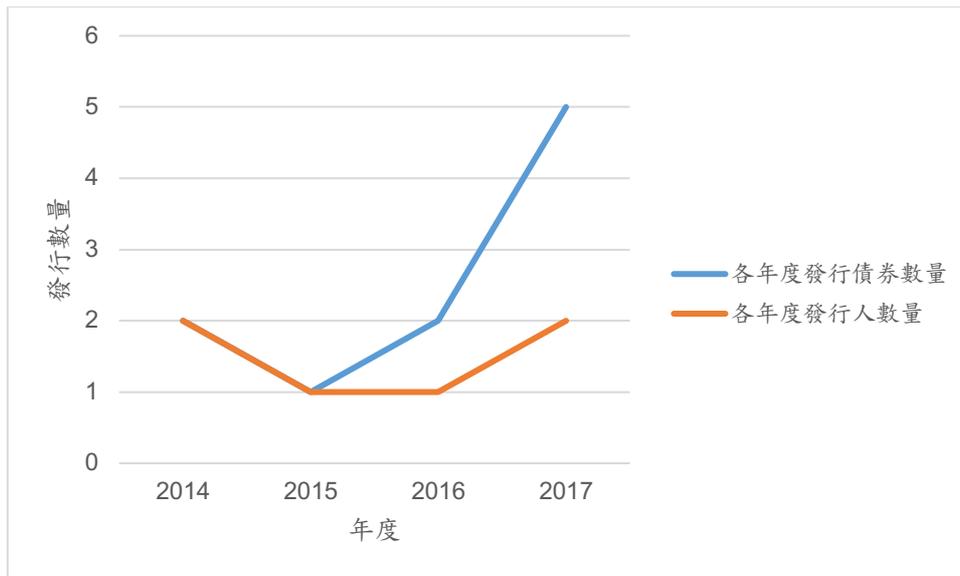


圖 3-2-7 各年度發行數量

資料來源:韓國交易所 英文版官方網站

三、韓國與台灣制度面之比較

核准方面，韓國未依銷售對象不同特別立法作為企業上市的區別，除了公開發售(銷售給一般大眾)和私募(銷售給專業投資人)有監管差異外，兩者之間沒有結構差異，只在法規規定專業投資者是指能夠根據其擁有的專業知識，能夠承擔投資風險的投資者，包括韓國政府，韓國銀行，金融機構和股票上市公司（FISCMA第9（5）條），非專業投資者是指除專業投資者以外的任何投資者（FISCMA第9（6）條）。台灣針對買方及賣方的不同，分為至少四種組合方式，對法規規定上，台灣比較完整，韓國的外幣債券如果是專門銷售給專業投資人，則不需要公開說明書，台灣則都需要。

上市方面，韓國的稅務優惠比台灣多，韓國不須課利息所得稅，但上市資格，韓國對外國企業有較為嚴格的限制，反之，台灣對外國企業有較多的優惠，韓國對外國發行人的規定多而複雜，企業需要有韓國籍的代理人與交易所商談，且要求的文件不限於法規上名列的項目，對信用評等也有要求BBB級以

上，台灣則放寬對於外國發行人的限制，也無信用評等的要求。

交易方面，韓國只能將外幣換成韓圓進行買賣，台灣則是以該發行貨幣進行買賣，韓國在外匯風險上顯然較台灣高，也連帶影響韓國交易所的外幣債券市場只有美元一種，韓國的交割時間為T+0(交易日當日完成交割)，台灣則為T+3，韓國交割效率較高，韓國發行AA級或以上公司債券占所有公司債券的77%，韓國債券市場偏好低風險資產³⁹，但也降低在債券市場獲利的機會。

履行義務上，韓國在會計制度有三種選擇，台灣為了與國際接軌，選擇使用IFRS會計準則，投資人在辨別上比較不會產生負擔，韓國要求發行人要建立內部會計管理系統，並定期提交報告，發行人在會計處理上多了不少維護管理的成本，韓國要求發行公司必須每年提交業務報告和重要事實報告，台灣則規定有重大事實才必須揭露，其程序不像韓國多而繁瑣。

總體來看，台灣的外幣債券市場比韓國的外幣債券市場更為熱絡，台灣法規定立也比韓國完善，但台灣仍有可以向韓國學習之處，韓國交易所於2005年將資本市場與店頭市場合併，但目前台灣證交所與櫃買中心並未合併，韓國的外幣債券市場偏向保守，雖然相較之下較為安全，但其市場也難以藉此吸引外資進駐。

四、韓國與台灣交易面之比較

以市面上流通的外幣債券來看，台灣數額遠大於韓國，兩者發行人主要以金融業為主，且發行貨幣皆以美元為主，票面利率上，韓國利率分布範圍小，主要在3%到4%，台灣外幣債券的票面利率以零息債券最多，其次4%到5%，

³⁹請參見 Wonhyung Kim and Hyerin Roh, Yoon & Yang LLC(2016年4月1日)，「Debt capital markets in South Korea: regulatory overview」。

韓國以短期債券為主，台灣外幣債券的到期年限較長，專門銷售給一般投資人的外幣債以中長期為主，專門銷售給專業投資人的外幣債以長期為主，韓國發行人皆為當地金融業，發行數量的成長幅度有限，台灣的發行數量則有下降的趨勢，一般投資人可買的債券數量仍然較少，反之專業投資人可買的債券數量種類多元，每年仍有多達100檔外幣債券發行。

表 3-2-10 台韓外幣債券之市場數據

項目	韓國		台灣	
	一般投資人	專業投資人	一般投資人	專業投資人
市場流通數量	10 檔		16 檔	560 檔
債券種類	金融債(占 100%)		金融債 (占 94%)	公司債 (占 51%)
發行貨幣	美元(占 100%)		美元(占 69%) 人民幣 (占 13%)	美元(占 84%) 人民幣 (占 15%)
票面利率	3%-4%(占 100%)		0%(占 56%)	0%(占 68%)
到期年限	2 年(占 50%)		20 年(占 25%) 5 年(占 19%) 6 年(占 19%)	30 年(占 70%) 5 年(占 13%)

資料來源:韓國交易所 英文版官方網站、台灣櫃買中心 官方網站

第三節 英國外幣債券市場

世界四大交易所之一的倫敦證券交易所針對債券設有主板市場（Main market）及專業證券市場（Professional Securities Market，PSM），發行人可以透過在該交易所上市提高公司的形象與知名度，而主管機關所訂定的上市標準也有利於增加投資者的信心。本主題以下將分別自債券相關規範、市場數據統計的角度切入，以了解英國的債券市場。

一、倫敦證券交易所之債券規範

由於主板市場與專業證券市場所適用之規範略有不同，以下會先對此說明，接著再把債券規範分為——核准、上市、交易及持續性義務四大項探討。

（一）適用規範

主板市場是指受到歐盟監管的市場，必須遵守《歐盟金融市場工具指令》（Markets in Financial Instruments Directive，MiFID）的規定，該法律框架始於2007年，於2011年、2014年分別修訂了一次，目的在於完善市場的功能，促進交易市場的透明，加強投資者的保護，適用於所有歐盟成員國的金融性質公司，當然也包含債券的經紀商。因此，在英國未正式脫離歐盟之前，仍需遵守《歐盟金融市場工具指令》，若未來英國不再是歐盟的成員國，則該法律框架將不再適用於主板市場⁴⁴。

除了範圍較全面性的《歐盟金融市場工具指令》外，主板市場亦適用《公開說明書指令》（Prospectus Directive）、《市場濫用指令》（Market Abuse Directive）、《透明度指令》（Transparency Directive），其中前二項於2003年通過，最末項為

⁴⁴【2018 外匯交易】歐盟 MiFID II 新規有哪些具體措施？對外匯及 CFD 經紀商有何影響？CM Money，<https://www.cmoney.tw/notes/note-detail.aspx?nid=93778>

2004 年通過，其中《公開說明書指令》是為確保所有受歐盟監管的市場，都具有適當且效果相等的披露標準，也因此在一歐盟監管市場所批准的公開說明書（指記載關於公司主要業務、財務結構、流通證券等的法律文件），能適用於整個歐盟市場；《市場濫用指令》因出現新的交易平台與技術而被《市場濫用規則》和《新的市場濫用指令》取代，加強監督管理，特別是發生利益衝突時的處理措施；而《透明度指令》則要求在歐盟監管市場內的發行人需定期公布某些訊息，包含：年度和半年度的財務報表、投票權的重大改變、可能影響證券價格的臨時內幕消息等。

專業證券市場設立於 2005 年 7 月，為受交易所監管的市場，目的在於滿足發行人的特定需求，透過向專業投資人發行債券、存託憑證以籌資，由於不適用前述歐盟《公開說明書指令》對披露資訊的要求、《透明度指令》定期公布訊息的規定，與主板市場相比規範相較彈性且寬鬆，例如：發行規模不足十萬歐元的債券亦能採取批發發行⁴⁵；無需準備半年度的報告；以及發行人可按照母國會計準則（Generally Accepted Accounting Principles, GAAP）編製財務報表，對於無法導入國際會計準則（International Financial Reporting Standards, IFRS）的海外公司實有助益⁴⁶。

表 3-3-1 歐盟三指令

公開說明書指令	確保所有受歐盟監管的市場，都具有適當且效果相等的披露標準。
市場濫用指令	加強監督管理，特別是發生利益衝突時的處理措施。
透明度指令	在歐盟監管市場內的發行人需定期公布財報等訊息。

資料來源：整理自歐盟執行委員會

⁴⁵ 批發發行：主板市場債券面額達十萬歐元或等值外幣方可採取批發發行的方式，而在專業證券市場則無面額限制。

⁴⁶ 請參見國際證券市場簡訊 534，

<http://www.tse.com.tw/staticFiles/product/publication/0002000059.pdf>

表 3-3-2 主板市場與專業證券市場之規範

	主板市場	專業證券市場
	歐盟監管	倫敦交易所監管
歐盟規範	《公開說明書指令》、《公開說明書規則》、《透明度指令》、 《市場濫用規則》	《市場濫用規則》
英國規範	《2000 年金融服務及市場法令》、《上市規則》、《披露及透明度規則》、《准入及揭露標準》	《2000 年金融服務及市場法令》、《上市規則》、《披露及透明度規則》中的前三章、《准入及揭露標準》

資料來源：整理自 A comparison of listing regimes for debt securities, October 2016, 高偉紳律師事務所

(二) 核准

以下就債券核准依序分成監管及核准機構、核准程序、公開說明書來說明。

1、監管及核准機構

英國債券市場的監管架構分為三個層次，最高層次的監管為歐盟委員會中的歐洲證券及市場管理局（European Securities and Markets Authority, ESMA），前身為歐洲證券監管委員會，是獨立的歐盟管理局，透過立法進行監管，制定一套受歐盟監管的市場所統一適用之債券規範，如《公開說明書指令》、《透明度指令》、《市場濫用規則》等，加強對投資者的保護，促進金融市場的穩定和有序，致力於確保歐盟金融系統的穩定性；它在各國監管機構層面起著日益重要的作用，包括採取調解程序，試圖解決國家監管機構之間可能出現的爭議，開展同行審查分析等。

第二層次原為金融服務局 (Financial Services Authority, FSA)，已於 2013 年分拆為審慎監管局 (Prudential Regulation Authority, PRA)、金融行為管理局 (Financial Conduct Authority, FCA)，其中審慎監管局負責對英國金融業進行日常監管 (day-to-day supervision)，並制訂重要審慎規範等職責，包括制訂各別銀行的資本及流動性標準；它著重於評價判斷 (judgement-focused)，以引導商業模式禁得起挑戰，並可立即辨認風險，且迅速採取行動以維持金融穩定。金融行為管理局為獨立專責機構，負責消費者保護的職能，並以更嚴格的標準規範金融服務業執行業務之行為，制訂強制性規定以提振對金融服務業的信心與透明度。

第三層則為行業自律，為債券次級市場上各類行業協會所進行的監管，例如：證券和期貨管理局 (Securities and Futures Authority, SFA)、個人投資局 (Personal Investment Authority)、投資管理規範組織 (Investment Management Regulatory Organization, MRO) 以及倫敦交易所，自律性的監管並不寬鬆，若違反規定將受罰款等處罰⁴⁷。

在此監管架構之下，債券上市的核准直接涉及金融行為監管局下轄之英國上市管理局 (UK Listing Authority, UKLA) 與倫敦證券交易所兩單位，前者負責核准債券加入官方名單 (Official List)，後者負責核准進入交易所交易 (Admission to trading)。

⁴⁷ 請參見英國公司債券市場，

http://big5.mofcom.gov.cn/gate/big5/www.mofcom.gov.cn/article/zt_chanyejishu/other/201201/20120107924936.shtml

表 3-3-3 英國債券市場監管架構

監管層次	監管單位	涉及債券之職責
最高層次	歐洲證券及市場管理局	制定《公開說明書指令》、《透明度指令》、《市場濫用規則》等歐盟所適用之統一規定。
第二層次	審慎監管局、金融行為管理局 (英國上市管理局)	核准債券加入官方名單
第三層次	行業自律 (倫敦證券交易所)	負責核准進入交易所交易

資料來源：整理自產業技術專題－英國公司債券市場

2、核准程序

無論債券發行人選擇於主板市場或者專業證券市場上市，都必須同時向英國上市管理局及倫敦交易所提出申請，由英國上市管理局審核其公開說明書等上市文件，獲准加入官方名單，且由倫敦交易所准入交易才得以於倫敦交易所正式掛牌交易。其中專業證券市場雖然不受《公開說明書指令》規範，但由於英國上市管理局的《上市規則》中在三方面都訂有最低要求，包含證券上市許可、上市細節的內容和公布、上市後發行人的持續義務，且其中的第四節便是特別針對不受到《公開說明書指令》規範的市場而訂定，因此，發行人仍需準備關於上市細節的文件方通過審核的可能，讓債券得以加入官方名單，上述相關流程大致上如圖 3-3-1。

英國上市管理局會依造透明且明確的時程表行事，然而申請上市交易所需要的時間會視實際情況而有所不同，例如：若是第一次申請或者交易較複雜者，則上市文件至少應於預計上市日前 20 個營業日提交；專業證券市場雖借鑒歐盟公開說明書指令的規定，但披露要求相對寬鬆，實際上經常可於一週之內就完成上市。倫敦交易所為確保上市流程能夠順利進行，會與英國上市管理局保持密切聯繫，避免因監管單位之間的溝通不良而延宕債券上市的時程。此外，倫敦交易所也有提供財務、法律方面的諮詢，協助公司簡化債券發行流程。

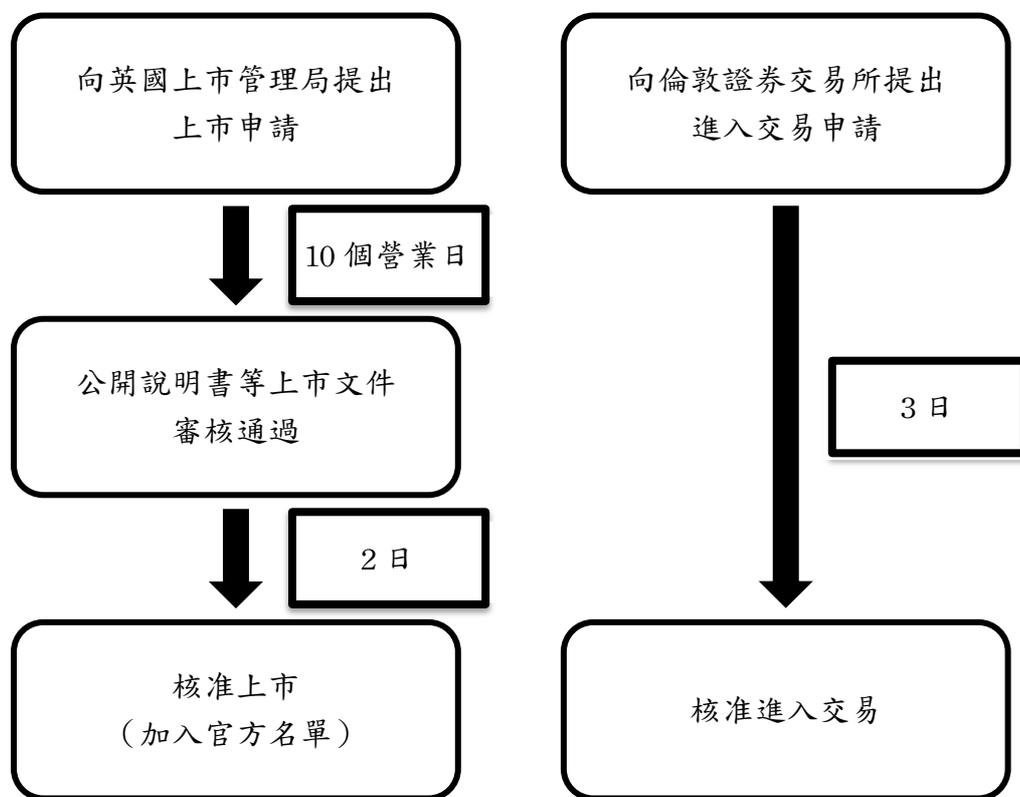


圖 3-3-1 英國債券核准流程圖

資料來源：整理自倫敦證券交易所

3、公開說明書

若要於倫交所上市債券，除非適用豁免規定，否則均須提交公開說明書，由英國上市管理局負責審核，而公開說明書內容的要求係載於《公開說明書規則》（Prospectus Regulation）中，大致上必須包含歷史財務訊息、趨勢性訊息、重大改變、專家報告等，其他部分則視是否採取批發發行的方式而有所不同，如表 3-3-4。其中歷史財務訊息為至少兩年經過審計的年度財務報表，且至少去年的財報必須和下次將公開的年度財報以相同的格式和基礎編製；趨勢性訊息為除了資產擔保債券外，所有會對債券前景或細節產生重大影響或造成重大不利變動的因素；重大改變包含自最近公布財報以來發行人的財務、交易部位或前景發生的重大變化，以及任何重大法律或仲裁程序的詳細情形（包括在過去 12 個月內待判決和受到威脅的程序）；專家報告則指獨立會計師事務所或專家為公開說明書或上市細節之目的而準備的報告，專家需同意納入公開說明書中並對該部分表示負責⁴⁸。

⁴⁸ 請參見 Listing in London，A guide to a listing of debt，資誠聯合會計師事務所，<https://www.pwc.ru/en/capital-markets/assets/guide-to-listing-debt.pdf>

表 3-3-4 倫交所債券公開說明書內容

市場	主板市場		專業證券市場
	零售發行	批發發行	批發發行
歷史財務訊息	兩年經審計財務報表		
期中財務訊息	若自上次經審計財報 後才公布		
	若從年末起超過 9 個 月		
趨勢訊息	任何對債券有重大影響之因素		
重大改變	都必須揭露		
獲利預期訊息	假設聲明		
	由審計人員報告		
		由發行人聲明已適當預測，並以一致的會計 準則呈現	
專家報告	獨立會計師事務所或專家為公開說明書撰寫之報告		
引用訊息	若訊息是由英國上市 管理局或發行人主管 當局提供，則可透過 引用加入文件		

資料來源：資誠聯合會計師事務所報告

(三) 上市

1、稅務規定

根據英國稅法規定，所得稅一般須預先扣繳英國來源之利息的 20%，稱為預扣稅（Withholding Tax，WHT），旨在避免逃稅或未來無力償還的可能，而所謂英國來源之利息通常指英國註冊發行人或非英國註冊發行人的英國分支機構所支付款項，故可能屬於支付該項利息的債券發行人，通常會確保發行的債券適用於英國預扣稅之豁免。廣義而言，英國預扣稅之豁免包含：由公司發行且繼續於被認可的證券交易所，如主板市場、專業證券市場上市之債券；自發行日起，贖回日期小於一年之債券等。

根據 1986 年財政法第 78 條，多數固定與浮動利率債券都符合豁免貸款資本，就債券的發行或轉讓免於支付印花稅(Stamp Duty Tax)及印花保留稅(Stamp Duty Reserve Tax，SDRT)⁴⁹。

2、上市費用

關於上市費用方面，英國上市管理局針對公開說明書的審核均收取 2,000 英鎊（約 8 萬新台幣），而倫敦證券交易所的收費則取決於債券面額，其中對歐洲債券、金融機構和公司的收費至少為 3,125 英鎊（約 12.5 萬新台幣），上限為 5,250 英鎊（將近 21 萬新台幣）；而針對超國家機構⁵⁰發行人收費則可低達 375 英鎊，上限為 4,560 英鎊，如下表 3-3-5、表 3-3-6。此外，倫敦證券交易所針對上市的債券並無收取年費，利於計畫長期上市的債券，可以大幅降低籌資成本。

⁴⁹ 請參見 Debt capital markets in UK (England and Wales):regulatory overview，[https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/7-525-4130?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true&comp=pluk&bhcp=1](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/7-525-4130?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true&comp=pluk&bhcp=1)

⁵⁰ 超國家機構：由主權國家彼此約定成立的法律實體，如歐洲復興開發銀行。

表 3-3-5 上市費用表—歐洲債券、金融機構和公司（超國家機構發行人除外）

面額（百萬英鎊）		費用（英鎊）
大於或等於	小於	
0	50	3,125
50	100	5,000
100	100 以上	5,250

資料來源：倫敦證券交易所—[上市費和年費](#)

表 3-3-6 上市費用表—超國家機構發行人

超國家機構發行人		
面額（百萬英鎊）		費用（英鎊）
大於或等於	小於	
0	25	375
25	50	2,185
50	100	3,375
100	500	4,500
500	500 以上	4,560

資料來源：倫敦證券交易所—[上市費和年費](#)

3、上市要求

倫敦證券交易所對於上市的要求載於《上市規則》中第 18 章第 2 節，其中債券上市主要的要求有以下⁵¹：

(1)發行人必須是根據法律註冊成立的公司，並依照公司章程運作。

(2)債券必須符合發行人註冊地的法律，根據章程正式地獲得授權，且具有任何必要的法定或其他同意。

(3)債券必須可以自由轉讓。

(4)一般情況下，債券總市場價值須達為 20 萬英鎊（或等值外幣）。

(5)所有同類債券都要上市。

（三）交易

債券交易主要分為場內、場外兩大類，場內交易的買賣雙方透過向經紀商報價，於場內公開競價，場外交易則以自營商買賣為主，亦有經紀商，自營商可直接與投資者議價交易，經紀商則是接受投資人的委託與其他投資者進行議價交易，唯場外交易價格之透明度不高。自 1986 年英國通過金融服務法(Financial Services Act 1986)，廢除「最低固定佣金」、「證券經紀商與自營商功能必須分離」、「會員不得為公司組織」等制度⁵²，被稱為「金融大改革 (Big Bang)」，此後，證券商便可身兼證券自營商與交易經紀商雙重身分。以下分為交易平台、結算交割流程兩部分作說明：

1、交易平台

⁵¹ Debt capital markets in UK (England and Wales): regulatory overview , <https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/7-525->

⁵² 證券交易市場之回顧、演進與展望(上)，證券暨期貨月刊 第二十九卷 第十期

TS S.p.A 公司為發行人、初級市場交易商和次級市場提供電子固定收益交易服務，分為 MTS Cash、MTS Repo、MTS BondVision、MTS Credit、MTS Bondpro 等市場⁵³，其中 MTS BondVision 是在英國金融行為管理局監管下的多邊交易設施、義大利的受監管市場，亦為於美國金融業監管局（The Financial Industry Regulatory Authority，FINRA）及美國證券交易委員會（United States Securities and Exchange Commission，SEC）註冊之另類交易系統(Alternative Trading System，ATS)，滿足包含 MiFID II 及其他適用法規，該平台藉由連結用戶與線上 31 家簽約的流動性提供商，以確保政府債券與債券等信用產品的優惠價格，支援多種幣別之交易，包含歐元、英鎊、美元、丹麥克朗、挪威克朗、瑞典克朗等⁵⁴。而 MTS Bondpro 為在美國證券交易委員會註冊的另類交易系統，適用於美國、英國、瑞士、保加利亞、馬爾他之合格機構，每天營運 22 小時，每日定價超過 15,000 檔債券，可透過網頁與 Bloomberg TOMS 及 TSOX 連結，支持美元與各種非美元計價的公司債券和新興市場債券之交易⁵⁵。

倫敦交易所為因應散戶投資人對債券的需求，於 2010 年 2 月推出零售債券訂單（Order Book for Retail Bonds，ORB），是第一本電子零售債券訂單簿，由做市商負責持續對平台上之債券定價，透過平台之交易可直接於帳簿上執行，接著進到 CREST 電子化交割系統處理。目前只有以英鎊計價之債券方能於平台上交易，已有提供金邊債券⁵⁶、超國家機構債券、公司債，允許散戶投資人如同買賣股票一樣輕鬆地交易債券，也為發行人帶來更大的靈活性，因為零售債券的規模可依造發行人的特殊需求而定，發行規模從 2000 萬英鎊至 3 億英鎊不等，這對

⁵³ Company Overview of MTS S.p.A，

<https://www.bloomberg.com/research/stocks/private/snapshot.asp?privcapId=6760949>

⁵⁴ MTS BondVision 官方網站，<https://www.mtsmarkets.com/products/mts-bondvision/about-mts-bondvision>

⁵⁵ MTS Bondspro 官方網站，<https://www.mtsmarkets.com/products/mts-bondspro>

⁵⁶ 金邊債券：由於公債普遍信譽良好，又英國最初的公債帶有金黃色的邊，被稱為「金邊債券」。後來用以泛指所有中央政府發行的債券，意即國債。

於資金需求不到 5 億英鎊的發行人而言是有利的⁵⁷。

2、結算交割流程

倫敦證券交易所會員可自行選擇要經由 LCH Clearnet、SIS x-clear 或 EuroCCP 進行結算，以 LCH 為例，其為全球第二大債券、附買回證券結算機構，為一獨立之機構，不受任何交易平台及交割機構之支配，提供結算會員安全、效率之結算及集中交易對手（Central Counterparty，CCP）服務。LCH 將於收到交易資料後進行結算，由英格蘭銀行進行款項交割，每一結算會員都需在倫敦開設各幣別之款項收付系統帳戶，以利帳款之收付，而在倫敦及美國各約有將近十家的銀行登記為款項收付系統之銀行，LCH 會於結算後對 CREST 下達交割指令。

CREST 為一多國貨幣之電子化交割系統，由 Euroclear 營運，允許債券持有人以電子形式持有債券，亦為電子交易之確認系統，提供英國及愛爾蘭政府債券、公司債之即時款券同步交割（Delivery Versus Payment，DVP）服務，亦可連結到歐洲、美國的交割系統，標準交割時限為 T+3 日倫敦時間早上 6:00 到下午 4:35，結算會員可同意採用另外不同的交割週期，從當天到 25 天不等，海外交易的證券可透過國際集保公司（international CSD）完成交割⁵⁸。

若 LCH 作為集中交易對手，為降低所涉及的風險，對於結算會員有一定要求，會員包括主要投資銀行、經紀交易商等，且於交易執行後會收取初始保證金與變動保證金。

⁵⁷ Debt capital markets in UK (England and Wales):regulatory overview，
[https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/7-525-](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/7-525-4130?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true&comp=pluk&bhcp=1)

4130?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true&comp=pluk&bhcp=1

⁵⁸ 英國證券市場相關制度，臺灣證券交易所，2016 年 7 月

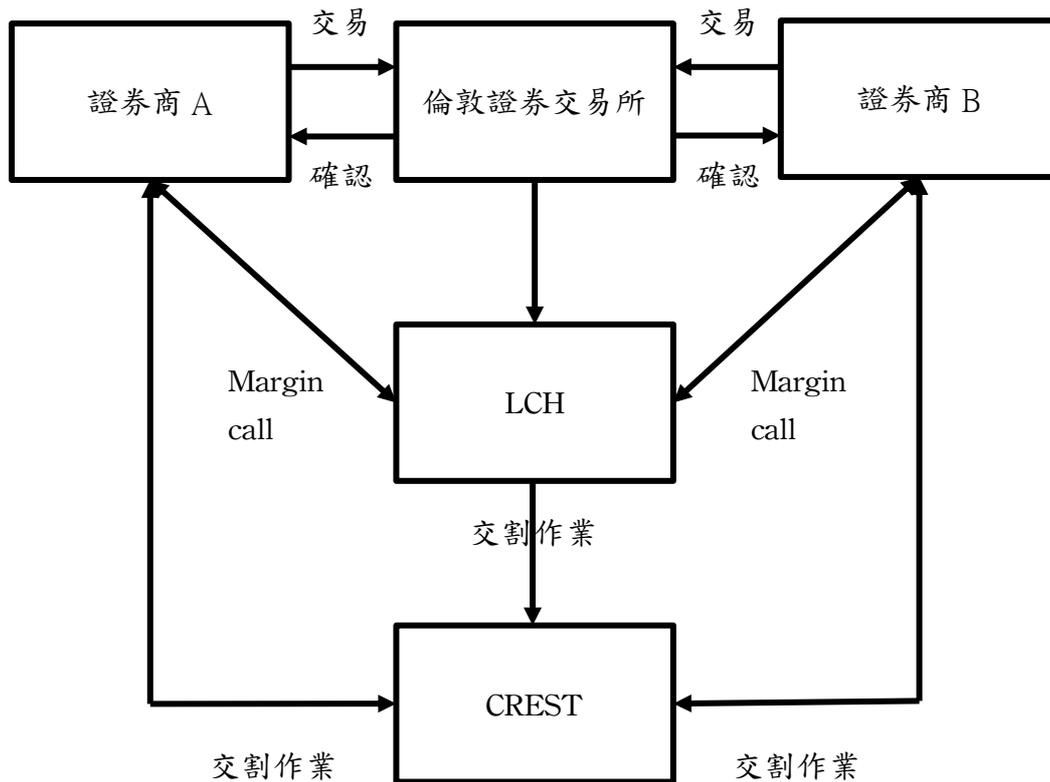


圖 3-3-2 結算交割流程圖

資料來源：英國證券市場相關制度，臺灣證券交易所，2016 年 7 月

若為非 CCP 之交易，英國並沒有強制得透過 CREST 系統交割，亦可自行結算交割，當交易雙方配對成功後，可於成交日將約定之結算日輸入到 CREST 系統，可為 T+10、T+20 等，通常最多不超過 T+25 日，彈性較 CCP 交易來得大；交易雙方透過電子方式向 CREST 提交交易細節以確認交易，若配對失敗（如：資料不正確），則 CREST 將此資料退回買賣雙方，結算會員應立即通知結算機構，等待更正資料⁵⁹。

⁵⁹ 英國證券市場相關制度，臺灣證券交易所，2016 年 7 月

表 3-3-7 英國結算交割相關規定

結算機構	LCH Clearnet、SIS x-clear、EuroCCP
券項交割機構	CREST 系統
款項交割機構	英格蘭銀行
交割時限	標準：T+3 日
沖抵方式	總額交割 / 餘額交割

資料來源：整理自國證券市場相關制度，臺灣證券交易所，2016 年 7 月

3、防止市場濫用規定

《市場濫用規則》賦予金融行為管理局預防和檢測之權責，該局把防止、檢測及懲罰市場濫用視為優先要務，實現《市場濫用規則》保護投資人、提高市場誠信及促進競爭的法定目標顯得特別重要，該局亦與金融機構、執法機構和其他監管單位合作打擊市場濫用和相關金融犯罪，而公司及個人依法須通知該局以下事項：可疑交易和訂單報告、負責管理責任人員之通知、延遲披露之內幕消息及買回交易和穩定活動通知；針對違反市場濫用規則的行為，可處以無限額的罰款，又如內線交易、市場操縱之刑事制裁更可能會被判處長達 7 年的監禁和無限額的罰款，其中 1993 年刑事司法（Criminal Justice Act 1993）即禁止內線交易⁶⁰。

（五）持續性義務

一旦債券上市之後，為保護債券投資人，發行人有以下必須持續履行之義務，詳細規定記載於《披露及透明度規則》（Disclosure Guidance and Transparency Rules）第 4 章、《市場濫用規則》第 17 條。其中《披露及透明度規則》規定提交定期財務報告，財務報告係指每財政年度（financial year）結束的 4 個月內提交並發布年度報告（包含經審計的財務報表，管理報告和責任聲明），並於財政年

⁶⁰ Market Abuse, FCA, <https://www.fca.org.uk/markets/market-abuse>

度前半年結束後 3 個月內提交半年度報告（包含簡明的財務報表，一份期中管理報告和一份責任聲明）；《市場濫用規則》規定必須盡快向市場披露有關發行人之內幕消息及重大交易。此外，《上市規則》第 17 章第 3 節適用於毋須遵守《披露及透明度規則》定期財務報告要求的批發債券發行人，內容為對於編制和提交年度報告的要求，不必準備半年度報告，以零售發行的債券與批發發行的債券相比，前者所要求的持續性義務較繁重，見表 3-3-8。

表 3-3-8 英國債券上市後持續性義務

零售發行債券	批發發行債券
<ul style="list-style-type: none"> • 《披露及透明度規則》第 4 章 • 《市場濫用規則》第 17 條 	<ul style="list-style-type: none"> • 《上市規則》第 17 章第 3 節
<ol style="list-style-type: none"> 1.於財政年度結束後 4 個月內經過審計之年度財務報表 2.財政年度前半年結束後之 3 個月內提交半年報 3.即時向市場披露重大消息 	<ol style="list-style-type: none"> 1.於財政年度結束後 6 個月內提交經過審計之年度財務報表 2.無須半年報 3.其它規定另載於《市場濫用規則》第 22 條、《披露及透明度規則》第 6 章第 3 節

（整理自 Debt capital markets in UK (England and Wales):regulatory overview , Practicallaw）

二、倫敦證券交易所之市場概況

倫敦證券交易所作為全球歷史悠久、信譽良好的上市地點，發行人可以選擇讓債券於主板市場或專業證券市場進行交易，二者之相關規範已於第一部分說明，無論是在哪一個市場上市，都得經過倫敦證券交易所的核准，整體而言，主板市場的規範較專業證券市場來得嚴格，對上市債券訂有較高的要求，而專業證券市場係建立起豁免於歐盟《公開說明書指令》的市場，讓發行人能更有彈性地籌資。

（一）主板市場概況

在以保護投資人為重要考量的歐盟監管下，倫敦交易所的主板市場目前歸類於非訂單簿部分的債券多達 12,231 檔，39 種計價幣別，其中有 8,214 檔是以外幣計價發行的債券，佔了高達 66.67%，如圖 3-3-3 所示；而在外幣債券當中檔數最多的前十名分別是以美元、歐元、瑞典克郎、澳元、挪威克郎、人民幣、日圓、港幣、加拿大元及墨西哥比索計價的債券，佔了所有外幣計價債券檔數的 96.47%，如圖 3-3-4，另外，在主板市場還能找到其他 28 種幣別計價的債券。

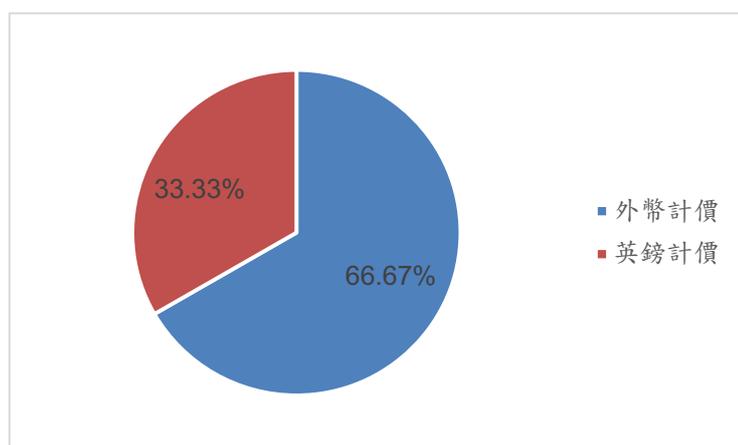


圖 3-3-3 主板市場英鎊計價與外幣計價債券比例

資料來源：整理自倫敦證券交易所，2018 年 8 月市場數據

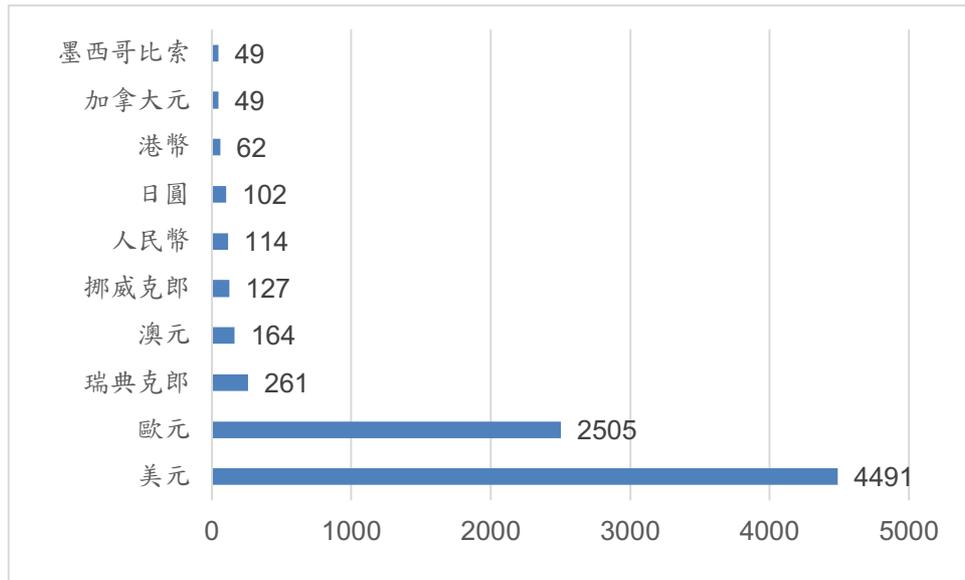


圖 3-3-4 主板市場檔數排名前十的外幣計價債券

資料來源：整理自倫敦證券交易所，2018 年 8 月市場數據

發行人若能在倫敦交易所主板市場上市便能通往歐洲最深的資本池，債券將能夠觸及非常廣泛的機構和零售投資者，而投資者亦能在規範完善的主板市場找到非常多元的債券。

(四) 專業證券市場概況

在專業證券市場上市的債券發行人不會受到《歐盟金融市場工具指令》的規範，債券只會售予專業投資人，此市場上目前歸類於非訂單簿部分的債券有 434 檔，12 種計價幣別，其中有 356 檔是以外幣計價發行的債券，佔了高達 82.03%，如圖 3-3-5 所示；而在外幣債券當中檔數最多的是美元計價債券有 195 檔，佔了所有外幣計價債券檔數 54.78%，其次為日圓計價債券有 75 檔，佔比 17.28%，接著依依上市檔數多寡排名依序為：歐元、瑞士法郎、澳元、人民幣、港幣、加拿大元、瑞典克郎、印度盧比、挪威克郎計價之債券，如圖 3-3-6。

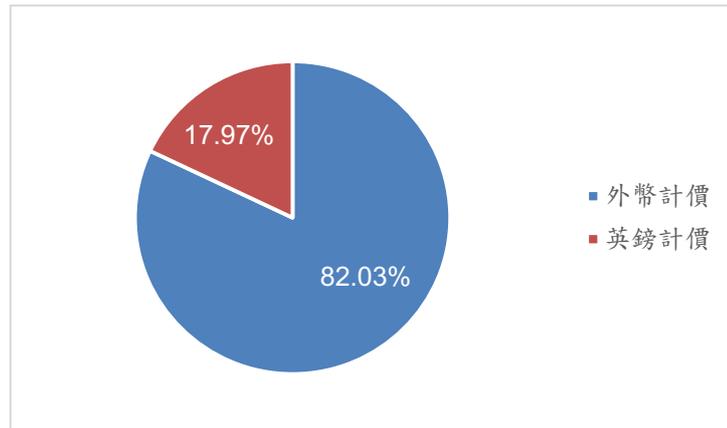


圖 3-3-5 專業市場英鎊計價與外幣計價債券比例

資料來源：整理自倫敦證券交易所，2018 年 8 月市場數據

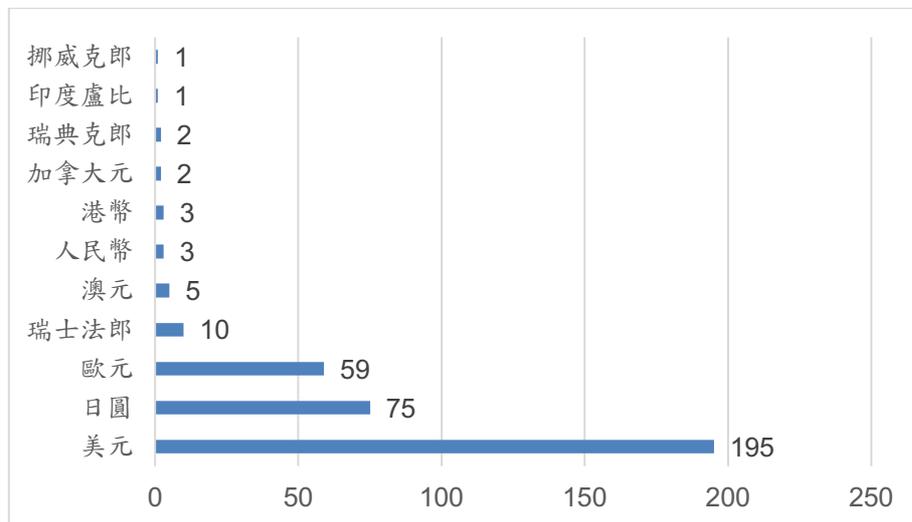


圖 3-3-6 專業證券市場各外幣債券檔數

資料來源：整理自倫敦證券交易所，2018 年 8 月市場數據

專業證券市場允許任何面額下的債券採取批發發行，這有利於尋求上市的發行人，且其乃全球性之上市地點，能夠吸引到的不只是英國，也有許多來自歐洲、亞洲、美洲以及澳洲等世界各地的專業投資人。

三、台灣與英國制度面之比較及建議

下文將說明我國與英國於債券核准及上市制度之比較，關於核准方面，英國須同時向英國上市管理局申請加入官方名單，且被倫敦證券交易所核准進入交易才算正式完成核准程序，和台灣的核准程序沒有相差太多，特別值得注意的是英國為了保持核准流程的暢通，兩機構會保持密切聯繫，避免資訊不對稱而影響行政效率，且耽擱發行人募集資金的時程，值得我國效法。關於上市方面，我國對於非專業板債券若無本國境內金融機構保證，則發行人或該債券之信用評等須達BBB級以上，係為保護一般散戶投資者，然英國無論於主板市場並無相關規定，給予發行人較大彈性，也供投資者自行選擇，我國應考量信評等級要求之必要性；此外，我國櫃買中心收取的上市費用相較倫交所便宜，但須收取年費，對於計畫長期上市的債券將是一筆需要考慮的成本。

表 3-3-9 我國與英國核准之比較

國家	英國		台灣－本國發行人		台灣－外國發行人	
債券	批發債券	傳統路經之零售債券	專業板債券	非專業板債券	專業板債券	非專業板債券
主管機關	英國上市管理局 倫敦證券交易所		中央銀行 櫃買中心	中央銀行 金管會 櫃買中心	櫃買中心	同本國發行人
核准流程	向英國上市管理局 申請上市 向倫交所申請進入 交易		(取得央行核准函，)向金管會證期局申報，向櫃買申請	(取得央行核准函，)向證期局申報，向櫃買申請	取得櫃買同意函，報備央行並附知櫃買，向櫃買申請	取得央行核准函、櫃買同意函，向證期局申報，向櫃買申請
財務報表	兩年經審計財務報表		最近三年度及最近期簡明資產負債表及綜合損益表			
倫交所 / 櫃買中心 審查期間	3 個		3 個			

表 3-3-10 我國與英國上市之比較

國家	英國	台灣—本國發行人		台灣—外國發行人	
		專業板	非專業板	專業板	非專業板
上市要求	<ol style="list-style-type: none"> 1. 為註冊公司 2. 債券必須符合發行人註冊地的法律，根據章程正式地獲得授權，且具有任何必要的法定或其他同意 3. 債券必須可以自由轉讓 4. 一般情況下，債券總市場價值須達為 20 萬英鎊（或等值外幣） 5. 所有同類債券都要上市 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 國內上市或在證券商營業處所買賣滿三年 2. 近年度之財務報告，淨值不低於新臺幣五億元 3. 未有重大違約或延遲支付利息之事實，或曾有重大違約或延遲支付利息之事實已了結且超過三年 		非陸資企業： <ol style="list-style-type: none"> 1. 發行僅銷售專業投資人之外幣計價普通公司債 2. 金融監督管理委員會證券期貨局 103 年 6 月 26 日金管證發字第 1030023000 號令 3. 依外國發行人募集與發行有價證券處理準則第三條第一款之規定為依外國法登記之法人 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 外國發行人為國際組織者 2. 外國發行人有 AAA 級評等，且有該國政府 100% 持股或 100% 保證 3. 外國發行人如有該國中央政府持股 100% 或對其債務達 100% 保證、且發行人或發行標的之信用評等不低於我國主權評等
信用評等	未強制規定	未強制規定	BBB 級以上	未強制規定	BBB 級以上
上市費用	<ul style="list-style-type: none"> • 處理費 2,000 英鎊 • 上市費—至少 3,125 英鎊（是面額而定） • 無年費 	<ul style="list-style-type: none"> • 處理費—債券發行總面值×（3 / 萬）元新台幣 • 上市費 15,000 元新台幣 • 視當年度流通在外餘額收取年費 			

第四節 新加坡外幣債券市場

新加坡交易所作為亞洲的金融中心之一，成立於1999年12月初，為亞太地區第二家上市的交易所。新交所是亞洲國際化程度最高及連接性最強的交易所，擁有亞洲領先的市場基礎設施，享有良好聲譽，深受大眾信賴，相當有利於資金的流動，為亞洲國際債券極佳的上市地點⁶¹。本主題以下將分別自債券相關規範、市場數據統計的角度切入，以了解新加坡的債券市場。

一、新加坡交易所之債券規範

以下將債券規範分為核准、上市、交易以及上市後必須持續履行的義務四大項說明。

（一）核准

以下就債券核准依序分成監管及核准機構、核准程序、公開說明書作說明。

1、監管及核准機構

新加坡交易所為一家上市交易所和一線監管機構，屬於自律組織（Self-Regulatory Organization，SRO），與新加坡金融管理局（Monetary Authority of Singapore，MAS）合作，承擔監管職責，監管機構組織下有八個監管部門，各司其職，其中由發行人監管部制定債券上市要求並視市場變化調整，亦負責審查上市之申請⁶²。

2、核准程序

核准程序將因債券面額而有所不同，可分為批發債券與零售債券，其中批發債券指以較大面額向機構和合格投資者發售，並於場外市場交易，適用公開說明

⁶¹ 請參見公司簡介，新加坡交易所官方網站

⁶² 請參見市場監管，新加坡交易所官方網站

書豁免條例，其發行人毋須滿足《證券和期貨法》(Securities And Futures Act)中對於公開說明書之要求；而零售債券則是指以較小面額向大眾(包含散戶投資者)發售，可如同股票一樣在新交所交易，其發行人有三種發行方式，包含：傳統路徑，即提交公開說明書於新交所上市，及符合規定條件之發行人可透過「豁免債券發行人架構(Exempt Bond Issuer framework)」或「債券穩妥架構(Seasoning framework)」發行，即在沒有公開說明書的情況下發行零售債券⁶³。

若非適用公開說明書豁免條款者，係指零售債券且股票未在新交所上市之發行人，則必須向新加坡金融管理局提交公開說明書，並且在註冊前至少 7 天公開披露，此公開披露期為 7 至 21 天，該局亦可能將其延長至 28 天⁶⁴。此外，必須向新加坡交易所發行人監管部提出上市申請，由其負責審核與批准，發行人可以透過電子提交系統(e-Submission system)提出申請，該線上平台 24 小時都開放，申請人可隨時追蹤申請狀態。交易所將於一個營業日以內回覆批發發行債券的申請，而零售債券則是在收到上市申請相關文件後的約 5~10 個營業日內予以回覆⁶⁵，如圖 3-4-1。發行與上市債券的時間長度取決於諸多因素，若債券是在現有計畫下發行的，大多會於一至二週內完成發行，這與零售或者獨立發行時，監管單位介入較多的情況形成明顯對比⁶⁶。

⁶³ <https://www2.sgx.com/zh-hans/fixed-income/listing-debt-securities>

⁶⁴ 請參見 Debt capital markets in Singapore: regulatory overview, Practicallaw, [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/7-634-7850?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true&comp=pluk&bhcp=1](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/7-634-7850?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true&comp=pluk&bhcp=1)

⁶⁵ 請參見新加坡交易所官方網站

⁶⁶ 請參見 Debt capital markets in Singapore: regulatory overview, Practicallaw, [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/7-634-7850?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true&comp=pluk&bhcp=1](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/7-634-7850?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true&comp=pluk&bhcp=1)

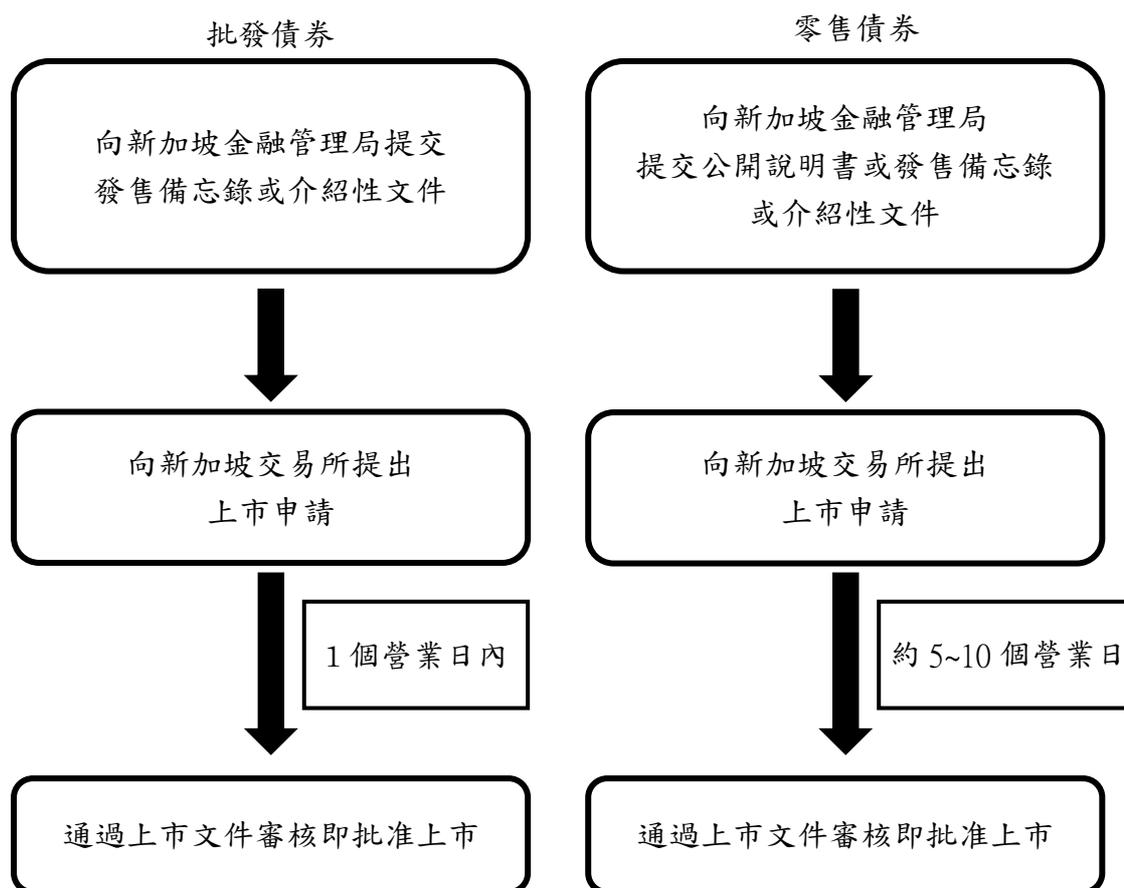


圖 3-4-1 新加坡債券核准流程圖

資料來源：整理自新加坡交易所

3、公開說明書

若欲於新加坡交易所上市，且非適用豁免條例者，針對公開說明書內容的規定係載於證券及期貨法第 29 章第 243 條、2005 年證券及期貨（投資要約）（股份及債權證）規則⁶⁷、《新交所證券上市手冊》（SGX Listing Manual）第六章第二部分，包含：

- (1) 發行人、董事、主要管理人員等及公司所有權之相關訊息。

⁶⁷ 請參見 Securities and Futures (Offers of Investments) (Shares and Debentures) Regulations 2005

- (2) 最近3年經審計之備考損益表（或綜合損益表）、最近的期中財務報告及所採取的會計政策；以及若會計政策發生重大改變，應提供此改變的原因及對發行人財務結果的影響⁶⁸。
- (3) 發行人業務前景的資訊，包括任何已知的趨勢信息和利潤預測。
- (4) 有關發行人的審計人員、註冊商和其他代理人的訊息。
- (5) 發行人信用評級。
- (6) 有關任何具利害關係的人之交易，以及專家、承銷商和財務顧問利益的訊息。
- (7) 關於稅務、債券的收益用途、風險考慮因素的訊息。

發售備忘錄或介紹性文件的要求簡明，必須提供足夠詳細的訊息，使投資者能夠充分且了解申請人的業務、財務狀況、前景及風險。

（二）上市

1、稅務規定

根據新加坡所得稅法規定，任何與債務相關之利息或其他款項應視為來自新加坡的收入，當付款給非新加坡居民時，通常須支付預扣稅，稅率為非居民公司17%、非居民個人22%；若收款人之收入非來自貿易、商業、專業或職業，則稅率可降至15%。其中若符合合格債務證券（Qualifying Debt Securities, QDS）計劃，作為非新加坡居民的投資人可以免稅，包含預扣稅⁶⁹。

⁶⁸ 請參見《新交所證券上市手冊》，

http://rulebook.sgx.com/en/display/display_viewall.html?rbid=3271&element_id=5037

⁶⁹ 請參見 Debt capital markets in Singapore: regulatory overview, Practicallaw, <https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/7-634->

2、上市費用

關於上市費用方面，新加坡交易所收費方式如表 3-4-1，自 2007 年 12 月起債券即無需繳納年費，可降低債券發行成本，一般而言，除了 10,000 新元的上市申請處理費外，通常還需支付 15,000 新元的上市費，若同一發行人一次上市超過 5 檔獨立債券，稅前的上市總費用最高為 75,000 新元，發行人若為新加坡註冊實體則需課徵 7% 的商品和服務稅 (Goods and services tax)⁷⁰。

債券收費表	處理費用	上市費用
獨立發行債券	10,000 新元	15,000 新元
債務證券計劃	10,000 新元	15,000 新元
按計劃分批發行	不適用	不適用
按計劃規模每次增發	10,000 新元	不適用
已在新交所上市的系列債券 重新發行	10,000 新元	不適用

表 3-4-1 新加坡交易所債券收費表

資料來源：新加坡交易所

3、上市要求

新加坡交易所對於債券上市的要求載於新加坡上市手冊 (SGX Listing Manual) 第 3 章第 2 部分的 303 條與第 3 部分的 304 條，主要要求有以下：

- (1) 對於已於新加坡證券交易所上市的當地發行人，要求其所發行的債券本金須達 75 萬新元 (或等值外幣)。
- (2) 對於未於新加坡證券交易所上市的當地發行人，要求滿足以下其中一項：

⁷⁰ http://www.sgx.com/wps/portal/sgxweb/home/listings/listing_fees

- a.發行人必須達到上市手冊中第 210 條對股票上市的要求，且所發行的債券本金須達 75 萬新元（或等值外幣）。
- b.債券本金須達 75 萬新元（或等值外幣），其中至少 80%由指定投資者認購。
- c.發行人為新加坡政府機構。
- d.債券的信用評等為投資級以上。

(3)對於未符合上述任何要求的當地發行人，要求滿足以下其中一項：

- a.由已於新加坡證券交易所上市的任一實體擔保，且所發行的債券本金須達 75 萬新元（或等值外幣）。
- b.由符合上市手冊中第 210 條要求的實體擔保，且所發行的債券本金須達 75 萬新元（或等值外幣）。
- c.由新加坡政府機構擔保。

(4)對於外國發行人，要求滿足以下其中一項：

- a.為超國家機構。
- b.是政府機構或由政府機構擔保。
- c.股票已於新加坡證券交易所上市之實體。
- d.為一家符合上市手冊中第 210 條對股票上市的要求的公司。
- e.過去三年的累計綜合稅前利潤至少為 5,000 萬新元（或等值外幣）。
- f.三年中任一年之最低稅前利潤達 2,000 萬新元（或等值外幣），且合併有形資產淨值至少為 5000 萬新元（或等值外幣）。

g.或為滿足以上任一項之實體擔保的公司。

h.所發行的債券至少 80%由指定投資者認購。

i.債券的信用評等為投資級以上。

j.發行人或擔保人符合 2016 年證券及期貨（投資要約）（直接債券要約豁免）規則⁷¹的豁免準則，或者符合上市手冊第 3 章第 6 節的標準。

以上新加坡交易所上市手冊對於當地與外國發行人的規定，除了有擔保、豁免情況外，內容如表 3-4-2，可明顯看出對於外國發行人的要求較為彈性。

⁷¹ (SECURITIES AND FUTURES (OFFERS OF INVESTMENTS) (EXEMPTION FOR OFFERS OF STRAIGHT) DEBENTURES REGULATIONS 2016)

表 3-4-2 新加坡國內與外國發行人上市要求

發行人	已於新加坡證券交易所上市	尚未於新加坡證券交易所上市	外國發行人
	當地發行人		
要求 (滿足其中一項即可)	債券本金至少 75 萬新元 (或等值外幣)	債券本金至少 75 萬新元 (或等值外幣), 且符合股票上市要求	為股票已於新加坡證券交易所上市之實體, 或符合股票上市要求的公司
		債券本金至少 75 萬新元 (或等值外幣), 且 80% 由指定投資者認購	至少 80% 由指定投資者認購
		發行人為新加坡政府機構	發行人為超國家機構或政府機構
		債券的信用評為投資級以上	債券的信用評等為投資級以上
			過去三年的累計綜合稅前利潤至少為 5,000 萬新元 (或等值外幣) 三年中任一年之最低稅前利潤達 2,000 萬新元 (或等值外幣), 且綜合淨有形資產至少為 5000 萬新元 (或等值外幣)

資料來源：整理自 Debt capital markets in Singapore: regulatory overview，

Practical Law

（三）交易

債券交易主要分為場內、場外兩大類，由政府公債（government securities）、民間體系債券（private sector bonds）和亞洲貨幣債券（Asian dollar bonds）所組成；次級市場上以場外交易為主，目前約有 13 個主要交易商進行雙向報價為市場注入流動性⁷²。

1、交易平台

新交所於 2015 年 12 月推出 SGX Bond Pro 電子批發債券交易平台，為其子公司下轄經認可之市場營運商，該平台支持超過 5000 檔 G2 亞洲和特定新興市場債券及新加坡公司債之交易，可為參與者提供獨立且中立的一般交易對手，能透過交叉配對，連結匿名之買賣雙方，提供交易協商，滿足其流動性需求。

2、結算交割流程

新加坡交易所買賣債券和股票都需要兩個帳戶，一是新交所的交易帳戶，二是中央存保（The Central Depository，CDP）的帳戶。CDP 成立於 1987 年，作為所有於新交所交易平台的配對交易及私下協商提交給 CDP 的交易之中央交易對手（Central counterparty，CCP），擔任買方清算會員的賣方角色、賣方清算會員的買方角色，因此將同時承擔買方的信用風險及賣方的交付風險，消除市場參與者結算之不確定性。

在新交所執行之交易須於 T+3 日進行現金結算交割，CDP 將透過記帳式電子系統完成券項交割，賣方將券項交付清算所以換取現金付款，清算所向買方交付券項以換取現金付款，若賣方在 T+3 中午 12:00 前沒有足夠的交割份額，CDP 將在當天下午進行買入以履行賣方的交付義務⁷³，會員公司須給付相關款項與罰款，

⁷² 請參見新加坡證券市場相關制度，台灣證券交易所，2017 年 7 月。

⁷³ 交易清算，新加坡交易所官方網站

再由會員公司自行向投資人求償。而款項交割係由新加坡境內具有營業執照並受 MAS 管理之交割銀行負責，目前有大華銀行、星展銀行、匯豐銀行、渣打銀行、花旗銀行、華僑永亨銀行及中國銀行股份有限公司新加坡分行七家⁷⁴。

表 3-4-3 新加坡結算交割相關規定

結算機構	CDP
券項交割機構	CDP
款項交割機構	大華銀行等境內合規銀行
交割時限	標準：T+3 日
沖抵方式	總額交割 / 餘額交割

資料來源：整理自新加坡證券市場相關制度，台灣證券交易所，2017 年 7 月

3、防止市場濫用

新交所致力於提供高度可信的市場，保護市場參與者的利益，以公平一致的方式管理，以維護市場的完整性。新交所的市場監督部門採用最新科技的實時市場監控系統，當價格和交易量異常時系統發出警示，將由分析師評估是否為內線交易或有市場操縱行為⁷⁵。

(四) 持續性義務

債券上市後，發行人需持續履行之義務載於在新加坡交易所上市手冊第 3 章第 7 部分，主要義務有以下：即時向新加坡交易所披露任何可能對其債券價格或價值產生重大影響，或對足以投資者交易決策的訊息。此外，發行人亦應即時宣布利息支付細節（除了固定利率債券外）、委託替代受託人，以及每當債券的贖

⁷⁴ 新加坡證券市場相關制度，台灣證券交易所，2017 年 7 月。

⁷⁵ 請參見市場監管，新加坡交易所官方網站

回或註銷達本金的5%時。除非另有說明，發行人係透過SGXNET發布。

財務資訊披露的部分，若債券發行人或其任何擔保人有在新加坡交易所上市的股票，則務必依上市手冊關於此類股票規定的時間表，透過SGXNET公布自己和擔保人的綜合損益表及資產負債表。然而，若滿足以下所有條件，則債券發行人無須公布任何非股票發行實體之綜合損益表和資產負債表：

- 1、債券有一位以上之擔保人。
- 2、擔保是完整的且無附帶條件的。
- 3、若有多於一位擔保人，則擔保人為連帶擔保人。
- 4、已根據新加坡交易所上市手冊第220條合併發行人及非股票發行人的綜合損益表及資產負債表。
- 5、發行人根據新加坡證券交易所上市手冊中有關其股票的時間表，通過SGXNET公布與股票發行人的綜合損益表及資產負債表。

若債券發行人及任何擔保人都沒有在新交所上市股票，則須向新交所提交對財務披露安排之提案，以利批准，而新交所所批准之安排將透過要約文件向大眾披露。以上關於財務資訊披露之要求不適用於只提供給特定投資者且以最低每手買賣單位200,000新元（或等值外幣）交易之債券⁷⁶。

⁷⁶ 請參見 Debt capital markets in Singapore: regulatory overview , Practicallaw , <https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/7-634->

表 3-4-4 新交所財務資訊披露規定

債券發行人或擔保人在新交所有上市股票	若滿足以下所有條件： <ul style="list-style-type: none"> • 債券有一位以上之擔保人，若多於一位則為連帶擔保人 • 保證是完整且無附帶條件 • 已依法合併發行人及非股票發行人的綜合損益表及資產負債表 • 已依時間表公布與股票發行人的綜合損益表及資產負債表 	債券發行人或擔保人在新交所都沒有上市股票
依時間表公布債券發行人和擔保人的綜合損益表及資產負債表。	無須公布任何非股票發行實體之綜合損益表和資產負債表	向新交所提議對財務披露安排

資料來源：整理自 Debt capital markets in Singapore: regulatory overview，

Practicallaw

二、新加坡交易所之市場概況

新加坡交易所約有 70% 上市債券來自新加坡以外的地區，債券發行方來自 34 個不同國家，有著 19 種不同幣別計價的債券，所募集資金超過 8,000 億美元。其中批發債券共有 3,839 檔，外幣計價之債券占九成，外幣計價債券中以美元為最大宗，共有 2,948 檔，其次為歐元，共有 131 檔，再來是人民幣，有 122 檔，另有其他 11 種計價幣別，如圖 3-4-2、圖 3-4-3。此外，人民幣計價之批發債券票面利率多落在 4 到 5% 之間，有一票面利率高達 10.75% 為中國的寶龍地產控股有限公司所發行為期 3 年之債券，已於去年 9 月到期，如表 3-4-5。

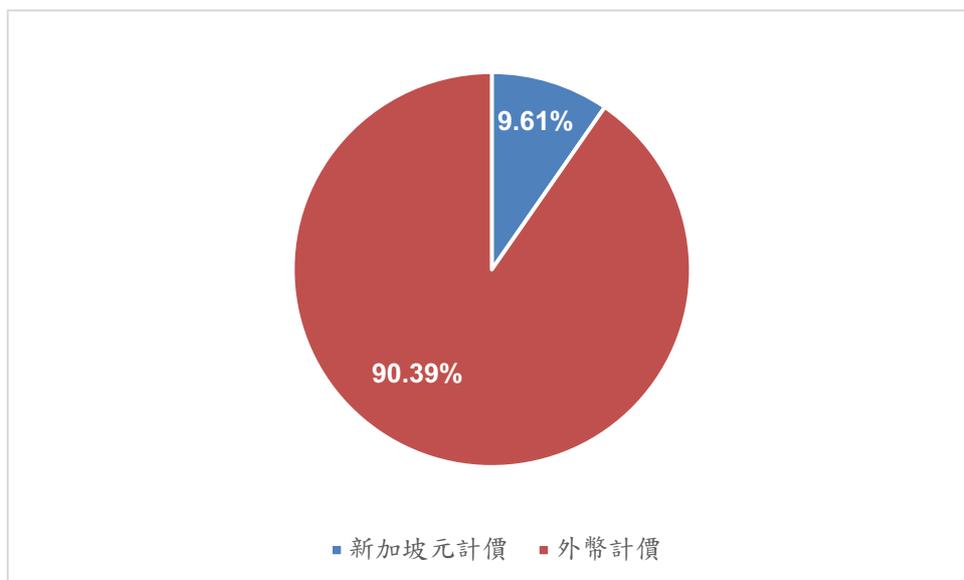


圖 3-4-2 新元計價與外幣計價之批發債券比例

資料來源：整理自新加坡交易所，2018 年 10 月

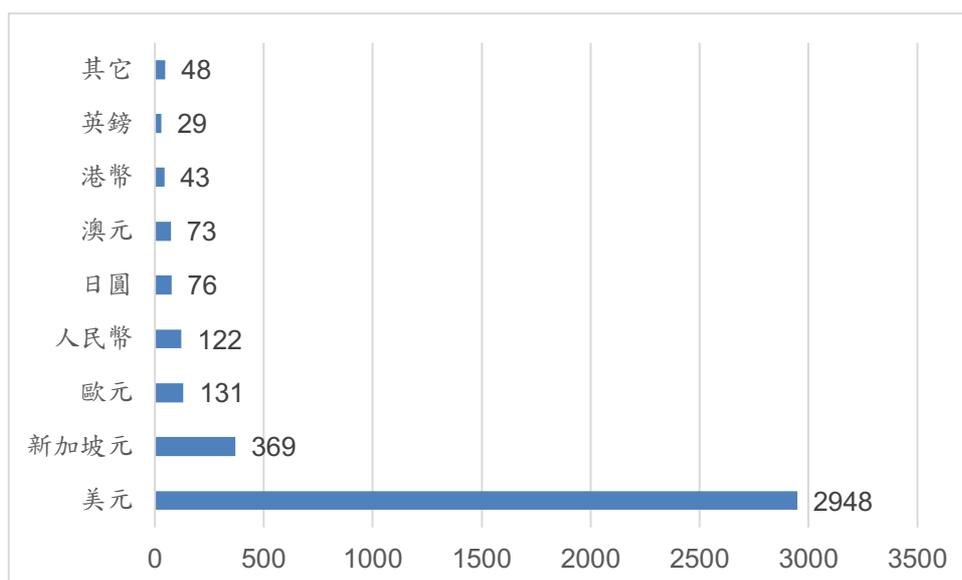


圖 3-4-3 各計價幣別批發債券檔數

資料來源：整理自新加坡交易所，2018 年 10 月

表 3-4-5 人民幣批發債券各票面利率檔數

[3%,4%)	[4%,5%)	[5%,6%)	[6%,7%)	[7%,8%)	[9%,10%)	10.75%
14	81	15	4	6	1	1

資料來源：整理自新加坡交易所，2018 年 10 月

根據新交所 2014 到 2018 年 9 月統計資料顯示，債券募集資金於去年達到 4960 億美元，為近 4 年內最高，其中以外幣發行之債券比例亦逐年增加，去年達到 88.7%之多。

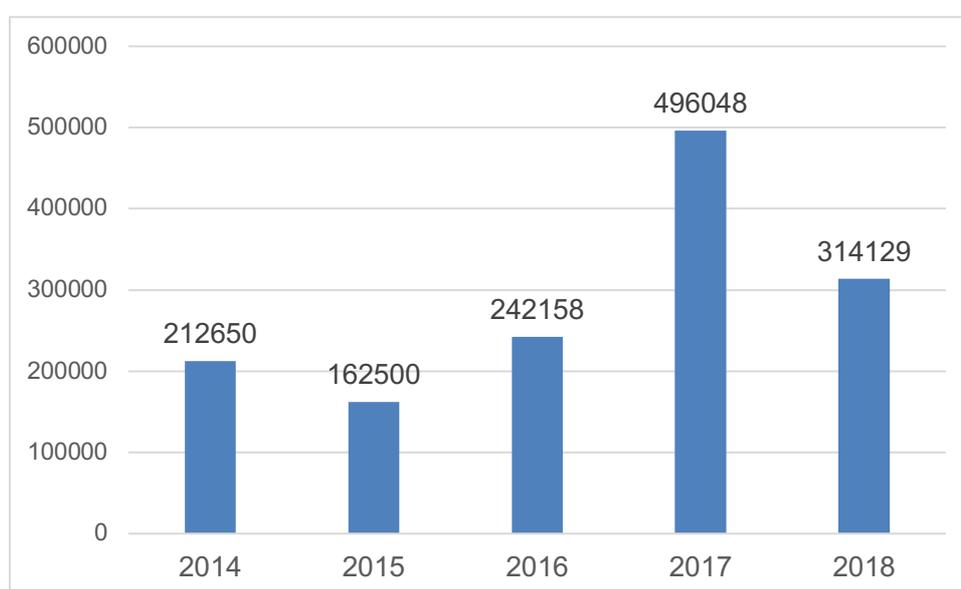


圖 3-4-4 新交所 2014-2018 年債券募集金額（百萬美元）

資料來源：整理自新加坡證券交易所，統計至 2018 年 9 月

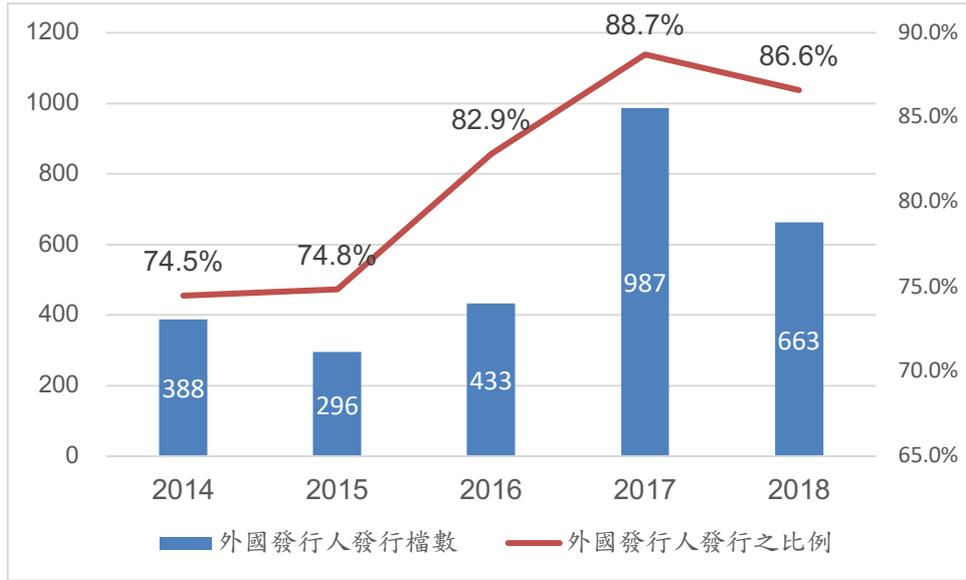


圖 3-4-5 新交所外國發行之上市債券檔數與比例

資料來源：整理自新加坡證券交易所，統計至 2018 年 9 月

四、台灣與新加坡制度面之比較及建議

下文將說明我國與新加坡於債券核准及上市制度之比較，關於核准方面，外國發行人於我國發行債券時須通過較多道程序，櫃買中心審核期間為3個營業日，而新加坡交易所對於批發債券審核的速度極為迅速，只需要1個營業日，我國櫃買中心與之相比即無優勢。關於上市方面，新加坡對於發行人的規定較為彈性，有多條路徑可以選擇，反觀我國訂定諸多條件，應效法星國略作調整，莫使規定過於僵化。關於上市方面，新交所雖有提及信用評等之相關規定，但為多條路徑之一，給予發行人較大彈性，我國應考量信評等級要求之必要性，建議可效法星國採取信評揭露獎勵措施；此外，我國櫃買中心收取的上市費用相較新交所便宜，但須收取年費，不利於計畫長期上市債券之發行，處理費與上市費、年費應予以適當比重。

表 3-4-6 我國與新加坡核准之比較

國家	新加坡		台灣—本國發行人		台灣—外國發行人	
債券	批發債券	傳統路經之零售債券	專業板債券	非專業板債券	專業板債券	非專業板債券
主管機關	新加坡金融管理局 新加坡交易所		中央銀行 櫃買中心	中央銀行 金管會 櫃買中心	櫃買中心	同本國發行人
核准流程	向金管局提交上市文件，再向新交所申請		(取得央行核准函，)向金管會證期局申報，向櫃買申請	(取得央行核准函，)向證期局申報，向櫃買申請	取得櫃買同意函，報備央行並附知櫃買，向櫃買申請	取得央行核准函、櫃買同意函，向證期局申報，向櫃買申請
新交所 / 櫃買審查期間	約 1 個	5~10 個	3 個			

資料來源：整理自新加坡證券交易所、台灣櫃買中心，統計至 2018 年 9 月

表 3-4-7 我國與新加坡本國發行人債券上市之比較

國家	新加坡—本國發行人	台灣—本國發行人	
		專業板	非專業板
上市要求	<p>滿足其一即可：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1.債券本金至少 75 萬元或等值外幣)，且符合股票上市要求 2.債券本金至少 75 萬元，且 80%由指定投資者認購 3.發行人為新加坡政府機構 4.債券的信用評為 BBB 級以上 	<ol style="list-style-type: none"> 1.國內上市或在證券商營業處所買賣滿三年 2.近年度之財務報告，淨值不低於新臺幣五億元 3.未有重大違約或延遲支付利息之事實，或曾有重大違約或延遲支付利息之事實已了結且超過三年 	
信用評等	未強制規定 但不滿足其他上市資格時須達 BBB 級以上	未強制規定	BBB 級以上
上市費用	<ul style="list-style-type: none"> • 處理費 10,000 新元 • 上市費 15,000 新元 • 無年費 	<ul style="list-style-type: none"> • 處理費—債券發行總面值×(3/萬)元新台幣 • 上市費 15,000 元新台幣 • 視當年度流通在外餘額收取年費 	

資料來源：整理自新加坡證券交易所、台灣櫃買中心，統計至 2018 年 9 月

表 3-4-8 我國與新加坡外國發行人債券上市之比較

國家	新加坡－外國發行人	台灣－外國發行人	
		專業板	非專業板
上市要求	<p>滿足其一即可：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1.為股票已於新加坡證券交易所上市之實體，或符合股票上市要求的公司 2.至少 80%由指定投資者認購 3.發行人為超國家機構或政府機構 4.債券的信用評為 BBB 級以上 5.過去三年的累計綜合稅前利潤至少為 5,000 萬新元 6.三年中任一年之最低稅前利潤達 2,000 萬新元，且綜合淨有形資產至少為 5000 萬新元 	<p>非陸資企業</p> <ol style="list-style-type: none"> 1.發行僅銷售專業投資人之外幣計價普通公司債 2.金融監督管理委員會證券期貨局 103 年 6 月 26 日金管證發字第 1030023000 號令 3.依外國發行人募集與發行有價證券處理準則第三條第一款之規定為依外國法登記之法人 	<ol style="list-style-type: none"> 1.外國發行人為國際組織者 2.外國發行人有 AAA 級評等，且有該國政府 100%持股或 100%保證 3.外國發行人如有該國中央政府持股 100%或對其債務達 100%保證、且發行人或發行標的之信用評等不低於我國主權評等
信用評等	未強制規定，但不滿足其他上市資格時須達 BBB 級以上	未強制規定	BBB 級以上
上市費用	<ul style="list-style-type: none"> • 處理費 10,000 新元 • 上市費 15,000 新元 • 無年費 	<ul style="list-style-type: none"> • 處理費－債券發行總面值×(3/萬)元新台幣 • 上市費 15,000 元新台幣 • 視當年度流通在外餘額收取年費 	

資料來源：整理自新加坡證券交易所、台灣櫃買中心，統計至 2018 年 9 月

第五節 盧森堡外幣債券市場

根據 PWC 在盧森堡的分公司於 2014 年做出的調查報告⁷⁷指出，盧森堡交易所是在歐洲國家中發行國際債券排名第一的國家，同時全球有超過 70 個國家發行於盧森堡交易所發行至少一檔以上的主權債券，並且在盧森堡交易所的市場上總計超過 26000 檔的債券發行。由以上這些數據及其規模不難發現，盧森堡在債券市場發行的活躍程度，究其原因，除了穩健安全的政經環境之外，快速的發行程序更吸引市場上的發行人到這裡來進行籌資的動作。因此我們將透過債券上市前相關審查作業、上市流程、交易方式、以及上市後發行人的持續義務四個面向，來探討盧森堡交易所的債券發行特色，並且從中吸收其優點，作為台灣外幣債券市場未來發展學習的方向。

壹、 上市前相關程序

在盧森堡交易所發行的債券商品，其發行人可以自行選擇要在 Bourse de Luxembourg(BdL Market)或是 Euro Multilateral Trading Facility (MTF Market)上市發行，其中 BDL Market 是受到歐盟監管的市場，必須遵守《歐盟金融市場工具指令》（Markets in Financial Instruments Directive, MiFID）的規定，而 MTF Market 則是受到盧森堡交易所的監管，雖然仍需遵守《歐盟金融市場工具指令》，但該指令於 2003 年新增的《公開說明書指令》（Prospectus Directive）、以及 2004 年通過的《透明度指令》（Transparency Directive）對於 MTF Market 並無強制規範，也因此相較於 BdL Market，發行人在 MTF Market 所受到的規定相對較寬鬆一些。以下將針對發行人在兩個不同市場所必須遵守的發行規則做詳細說明。

⁷⁷ PWC, The Luxembourg Stock Exchange-A prime location for listing

1. 公開說明書審查⁷⁸

在整個債券發行過程中，發行人提供的公開說明書給予審查者據以判斷是否能上市的依據，為了保護市場投資人，發行人也必須依交易所規定提供相關財務報告，待確認其符合相關法規後，才能進一步送審主管機關。下表依市場不同，整理出發行人在提供公開說明書時需涵蓋之內容。

表 3-5-1 公開說明書內容

市場	盧森堡交易所 BDL 市場	盧森堡交易所 MTF 市場
主管機關	盧森堡金融監管委員會 (CSSF)	盧森堡交易所
公開說明書內容	根據相關規範提供公開說明書，若債券每單位最低面額高於 10 萬歐元，則說明書內容可以較簡略	根據相關規範提供公開說明書，若債券每單位最低面額高於 10 萬歐元或符合歐洲債券之規定，則說明書內容可以較簡略
公開說明書語言	英文、德文、法文、盧森堡語	
歷史財務狀況	兩年歷史財報	
半年財報資訊	如果年度會計帳超過 9 個月或者發行人已經公佈了半年度會計帳則必須提供（如果債券的單位面額至少為十萬歐元，則不需提供）	如果年度會計帳超過 9 個月則必須提供（如果債券的單位面額至少為十萬歐元，則不需提供）
季報資訊	需要提供(如果債券的單位面額至少為十萬歐元，則不需提供)	不需要提供
會計準則	IFRS	IFRS/ GAAP

⁷⁸ 參考自盧森堡交易所

資料來源:Listing of bonds on the Luxembourg Stock Exchange，2017，

Loyens & Loef

貳、 上市流程⁷⁹

1.發行程序

盧森堡交易所作為債券發行成熟且具規模的金融市場，其中一項重要的因素莫非是其快速的審查及發行流程，透過交易所內設計的文件送審系統 Financial Instruments Reporting Services Tool(FIRST)，發行人可以透過線上繳交發行相關資料，節省龐大文件傳送流程。在發行資格符合標準後即可送交相關主管機關作上市申請及取得同意。上市後，若要揭露債券相關資訊或於特定要求之時間發佈財報，也能夠透過 FIRST 系統完成，對於發行人及審理機關都節省了許多行政程序上的繁瑣過程，也讓籌資的意願大幅提升。

2.上市費用

在盧森堡上市的債券受到最低發行額度 20 萬歐元的規定，同時在發行前必須繳交公開說明書簽證費用，及交易所上市費用，債券發行後，於市場流通期間內，也必須按發行金額繳交年度維護費用。相關詳細金額如下表所示。

表 3-5-2 上市費用

市場	盧森堡交易所 BDL 市場	盧森堡交易所 MTF 市場
最低發行額度	EUR200,000	
公開說明書簽證費	EUR 5,000 (levied by the CSSF)	EUR 2,500 (levied by the LuxSE)
交易所一次性上市費用	EUR 1,200	
年度維護費 (根據發行金額增加)	EUR 500 起(發行金額小於等於 5 億歐元)	

⁷⁹參考自盧森堡交易所

資料來源:

Listing of bonds on the Luxembourg Stock Exchange, 2017, Loyens & Loeff

參、 上市後持續義務⁸⁰

為了保護市場上交易者能夠持續對已發行之債券的發行人狀況有所了解，規定發行人必須定期提供財務報告書，且須公布債券贖回及還款的資訊，若發行單位內部有重大變革，則需發布相關消息，如債券持有人權力變更等。

第六節 日本外幣債券市場

日本的債券市場 TOKYO PRO-BOND Market 為根據 2008 年修訂的「金融商品交易法」時引入“面向專業投資者市場制度”而設立的新型債券市場。

其市場特色有以下幾點：⁸¹

1. 在確保向投資者所提供信息質量的前提下，大幅簡化發行債券時所需的披露文件，提高發行手續的效率，從而可以根據市場環境的變化機動、靈活地發行債券。
2. 以往發行武士債時需要使用日文進行信息披露，在 TOKYO PRO-BOND Market 僅使用英文即可。
3. 除日本會計準則外，還採用國際會計準則（IASB IFRS）、美國會計準則，並且可以使用日元以及其他多種貨幣發行。

⁸⁰ 參考自盧森堡交易所

⁸¹ 參考自日本交易所集團網站

4.該市場制度適用之債券:日本國內和海外企業發行的公司債券及政府類機構發行的債券均適用該制度。

壹、 上市相關規定

(一)可上市之債券⁸²

1. 日本國內法人或外國法人發行的公司債券
2. 日本國內法人或外國法人依據特別法律發行的債券
3. 投資法人債券
4. 外國投資證券中相當於投資法人債券的證券
5. 日本國內或外國發行的地方債證券
6. 日本國內法人或外國法人發行的特定公司債券
7. 特定目的信託的受益證券中，就信託期限內的資金分配，接受事先規定的金額分配的種類
8. 外國發行的特定目的信託的受益證券
9. 外國發行的國債

(二)上市申請⁸³

利用 TOKYO PRO-BOND Market 機制發行債券時，需要先在 TOKYO PRO-BOND Market 上市。初次上市申請時，需要向東京證券交易所提交相關資料，該程序可以理解為是以往需要向財務局提交資料的程序的替代程序。同時，初次上市的申請人（發行者）在債券上市時（發行），需要提交並公佈特定證券信

⁸² 參考自日本交易所集團網站

⁸³ 參考自日本交易所集團網站

息。

(三)上市資格要求⁸⁴

該公司債券等必須已經獲得了信用評級機構的評級，此處的評級公司是指在國際上被認可的的評級公司及被日本投資者認可的評級公司等。且承接債券新上市業務的主承銷商必須在東京證券交易所的“主承銷商名單”中登記在案。主承銷商名單中列出的證券公司是在日本或海外擁有承銷公司債經驗的有實力的證券公司。

貳、 上市後持續義務⁸⁵

(一)即時訊息揭露

及時披露事項包括解散、破產、拒付等情況。與股票上市相比，該制度下的及時披露的對象事項極為有限。對股票在日本國內金融產品交易所上市的企业不產生額外的披露負擔。

(二)財務狀況揭露

上市債券的發行者要每年至少提交、公佈1次發行者信息。發行者信息相當於有價證券報告書。如果發行者是在日本持續披露的公司，則不需要披露其他額外資料；如果是在海外上市的公司，則可以直接使用在海外上市時的披露信息

參、 交易方式

在 TOKYO PRO-BOND Market 上市的債券可以在 OTC 進行交易。

⁸⁴參考自日本交易所集團網站

⁸⁵ 參考自日本交易所集團網站

TOKYO PRO-BOND Market 建立了交易所交易機制，其概要如下。但是，並非必須在交易所內進行交易

表 3-6-1 日本交易所債券交易機制

交易時間	中午 12 點半到下午 3 點
交易成立方法	採取時間優先及價格優先原則，僅限連續競價
報價單位	日元計價債券每 100 日元為一錢，外幣計價債券每 100 點為 0.01 個點

資料來源:日本交易所集團網站

第四章、登錄外國債券市場

隨著我國經濟的快速發展，金融政策順應金融市場需求，逐步推動金融自由化，而金融商品更加多元的重大方向。政府為提升證券商的國際競爭力，擴大債券市場規模與債券融資管道，並推動證券商的業務多元化，於 2013 年開放證券商於營業處所自行買賣已登錄之未上櫃外國債券。而後，為進一步擴大市場參與並提高市場流動性，主管機關逐年在登錄外國債券市場放寬限制，如 2014 年對國內買賣登錄外國債券進一步鬆綁，兼營債券自營業務之銀行、票券金融公司與中華郵政公司亦得開辦此項業務。2017 年更放寬銀行辦理外國債券自營業務之附條件交易限額。2018 年金管會為增加投資人外幣投資管道並促進登錄外國債券市場之活絡性，增加非專業投資人可投資風險性低的登錄外國債券，並放寬專業投資人買賣外國債券的範圍。

我國櫃買中心所稱登錄之外國債券，一般係指本國人或外國人於我國境外發行之外幣債券，和於櫃買中心發行與掛牌的國際債券規範不同，二者差異要點比較如下表 4-1。

表 4-1 國際債券與登錄外國債券相關規範比較

債券 項目	國際債券	登錄外國債券
法律規範	外幣計價國際債券管理規則	證券商自行買賣外國債券交易辦法
申請核准	櫃買中心上櫃掛牌	櫃買中心登錄核准
交易地點	營業處所或國際債券交易平台	證券商營業處所

資料來源：櫃買中心，經本研究整理。

一、外國債券登錄現況

根據櫃買中心已登錄之外國債券資料，截至 2018 年 11 月止，共計登錄有 2498 檔外國債券。首先是近年登錄外國債券檔數，從 2013 年以來近乎每年倍數成長，可看出我國登錄外國債券市場具有相當的發展潛能；其次發行人幾乎為外國人，本國發行者僅有 5 檔；而發行地涵蓋全球數十個市場，其中最多者為美國 (520 檔)，其次為英國、澳洲、香港和法國 (分別為 145 檔、132 檔、128 檔和 127 檔)，如表 4-2；債券計價幣別和國際債券市場相同，亦是以美元計價者居多，高達 81% (2035 檔)，其次為澳幣計價 (186 檔) 與人民幣計價 84 檔，此顯示國內投資人仍以利率較高者為考慮因素；再來是外國債券種類最多者為普通債券 (2375 檔)、結構型債券 (104 檔) 和可轉換債券 (19 檔)；債券年限以中期較多，如 3 至 5 年期的有 652 檔，5 至 7 年期的有 648 檔，其次為 1 至 3 年期的有 342 檔，而 30 年期以上的有 201 檔。最後，票面利率的部分，零息債券有 222 檔，有過半外國債券的票面利率介於 2% 至 5% 之間 (占約 62%)，而高於 9% 者有 18 檔，其中最高票面利率為 25%，如表 4-4。

表 4-2 櫃買中心登錄外國債券年度、發行人國籍及發行地

(截至 2018 年 11 月)

債券基本資料	分類	檔數
登錄年度	2013	4
	2014	47
	2015	136
	2016	365
	2017	621
	2018/11	1325
發行人國籍	本國人	5
	外國人	2493
發行地	美國	520
	英國	145
	澳洲	132
	香港	128
	法國	127
	日本	98
	歐盟	96
	德國	58
	盧森堡	34
	南非	14
	新加坡	10
	台灣	5

資料來源：櫃買中心，經本研究整理。

表 4-3 櫃買中心登錄外國債券幣別、類型 (截至 2018 年 11 月)

債券基本資料	分類	檔數
幣別	美元	2035
	澳幣	186
	人民幣	84
	歐元	73
	南非幣	35
	英鎊	22
類型	普通債	2375
	結構債	104
	轉換債	19

資料來源：櫃買中心，經本研究整理。

表 4-4 櫃買中心登錄外國債券、年限及票面利率(截至 2018 年 11 月)

債券基本資料	分類	檔數
年限	1 年 ~ 3 年	342
	3 年 ~ 5 年	652
	5 年 ~ 7 年	225
	7 年 ~ 10 年	648
	10 年 ~ 15 年	185
	15 年 ~ 30 年	245
	30 年 以上	201
票面利率	0%	222
	0% ~ 2%	111
	2% ~ 3%	426
	3% ~ 4%	600
	4% ~ 5%	516
	5% ~ 6%	254
	6% ~ 7%	149
	7% ~ 8%	105
	8% ~ 9%	38
	9% ~ 25%	18

資料來源：櫃買中心，經本研究整理。

二、交易規範與限制

我國於 2004 年起開放證券商自行買賣外國有價證券，初步開放的標的包括股票、認股權證、受益憑證、存託憑證和外國證人交易所上市且交易之債券。隨後為擴大資本市場流動性，並促進金融市場國際化之發展，於 2008 年發佈「證券商自行買賣外國債券交易辦法」作為外國債券交易規範依據。至 2018 年歷經 11 次的修正，最新條文為 2018 年 11 月 12 日證櫃債字第 1070051221 號發佈增訂修正與實施(依 2018 年 11 月 8 日金管證券字第 1070117306 號函令辦理)，其規範內容要點整理如下。

(一) 基本定義

- 1、法源：證券商管理規則第十九條之一第二項，證券商自行買賣外國有價證券業務，若非屬自有資金或避險需求者，應就涉及資金匯出入部分向中央銀行申請許可，且從事外國債券自行買賣應依證券櫃檯買賣中心之規定辦理。
- 2、外國債券：係指本國人或外國人於我國境外發行之外幣債券。
- 3、專業投資人：係指境外結構商品管理規則第三條第三項所定之投資人，包括專業機構投資人，如銀行、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、投信投顧、信託業、期貨商等；向受託或銷售機構申請為高淨值投資法人，財報經會計師查核淨資產逾新台幣 200 億元，但境外法人免經會計師查核，具有投資專責單位並配置專業人員；向受託或銷售機構申請為專業投資人之法人與基金，其財報經會計師查核總資產逾新台幣五千萬元，唯境外法人免經會計師查核，經授權交易之人具備充分金融商品專業知識與交易經驗；三千萬以上財力證明且具充分金融商品專業知識與交易經驗之自然人；簽訂信託契約之信託業。
- 4、非專業投資人：係指前款專業投資人以外之投資人。

(二) 證券商資格

證券商經營自行買賣外國債券業務者，應檢具申請書件向本中心申請同意，於申請書送達櫃買中心之次日起五日內未有反對意見者，即可逕行辦理該業務，證券商資格應符合下列規定：

1、具備證券自營商資格，實收資本額新台幣四億元(「證券商設置標準」第三條)。

2、符合下列條件之一：

(1) 最近六個月自有資本適足率不得低於百分之一百五十。

(2) 期貨商兼營證券業務最近六個月淨資本額比率每月均不得低於百分之四十。

(3) 銀行總行及票券兼營證券業務最近六個月資本適足率不得低於百分之八。

(4) 中華郵政股份有限公司最近一年決算後淨值達新台幣二百億元以上。

(三) 登錄後始得買賣

證券商自行買賣外國債券，應先向櫃買中心辦理外國債券登錄申請，並於核准登錄後，始得於證券商營業處所或櫃買中心交易系統買賣該外國債券，但該外國債券已經其他證券商辦理登錄者不在此限。外國債券登錄事項應包括發行人、發行地、國際證券代碼、長期信評、計價幣別、發行日、到期日、付息日、票面利率、還本付息條件及其他提前買回或賣回條款等。

政府於2014年開放銀行業等金融機構申請兼營證券商外國債券自行買賣業務，其同證券商之規定於登錄核准後始得買賣。

(四) 交易標的與市場範圍

證券商自行買賣外國債券，得為買賣斷或附條件交易。證券商於營業處所買賣外國債券之交易對象以專業投資人為限，但承作附條件交易者不在此限。另外，為保障非專業資人，證券商與非專業投資人承作外國債券附條件交易，其標的債券信用評等要求相對較高，各信評機構對應評等如應符合下 3，此外，另須滿足下列二個條件：

- 1、不得為結構型債券、具股權性質債券或次順位債券。
- 2、計息方式為固定利率(含零息)或正浮動方式計息。

表 4-5 外國政府債券國家主權評等、債券發行人、保證人或債券評等

信用評等機構名稱	信用評等等級
A.M. Best Company, Inc.	bbb+
DBRS Ltd.	BBB(high)
Fitch Ratings Ltd.	BBB+
Japan Credit Rating Agency, Ltd.	BBB+
Moody' s Investor Services, Inc.	Baa1
Rating and Investment Information, Inc.	BBB+
S&P Global Ratings	BBB+
Egan-Jones Rating Company	BBB+
Kroll Bond Rating Agency	BBB+
Morningstar, Inc.	BBB+

資料來源：櫃買中心，經本研究整理。

(五) 持有部位總額限制

證券商持有外國債券部位，應遵守主管機關所定證券商持有外國有價證券部位總額之限制。依據「證券商管理規則」(2017年12月5日發佈)第十九條第一項第二款之規定，持有任一外國公司所發行有價證券之成本總額，不得超過該證券商淨值之百分之二十，但涉及股權性質有價證券不得超過該證券商淨值之百分之十。

另外，銀行申請兼營債券自行買賣業務，則依據金管銀外字第 10600093200 號函規定，銀行應檢具營業計畫書及董事會同意向金管會申請該業務，經核准後依「證券商設置標準」規定，申請並取得兼營債券自行買賣許可。銀行應指撥之資本額應符合「證券商設置標準」規定，指撥營運資金之數額，證券自營商最低實收資本額為新台幣四億元。並依「銀行法」第二十八條第一項及「銀行經營信託或證券業務之營運範圍及風險管理準則」第五條規定辦理銀行兼營本業務之投資部位，本國銀行納入「商業銀行投資有價證券種類及限額規定」一併辦理，並符合「銀行法」第七十四條之一規定；外國銀行在台分行則納入報經金管會核准之投資限額規定內予以控管。2017年9月金管會放寬銀行辦理外國債券自營之附條件交易限額，銀行兼營證券商自行買賣外國債券業務，若以附買回條件賣出之外國債券交易餘額，由原來的不得超過指撥營運資金一倍，變更為不得超過該銀行前一年度決算後淨值百分之三十，而以附賣回條件買入之外國債券交易餘額則免計入限額。

三、現行問題與未來發展建議

政府近年來加強推動亞洲金融發展的「亞洲盃」戰略，期能學習香港、新加坡的成功經驗，發展成為亞洲未來的「區域金融中心」。在面對國際金融環境市場化、自由化與透明化的趨勢潮流時，主管機關修正不合時宜的金融規範，以能與國際接軌為目標，近年來相關規範已逐年放寬限制。然而國際金融市場競爭劇

烈，金融創新日益躍進，使得某些金融規範不能滿足市場多元需求，因而失去龐大商機。我國金融機構在現行規範下，對國內投資人提供外國債券服務時仍具有許多束縛，此將不利其國際化之發展。最後，以發展我國金融產業並推向國際市場為目標，檢視目前金融法規是否符合金融實務多元需求，並兼俱市場自由競爭之公平原則，進而思考我國金融機構在外國債券業務推展上，可能面臨下述的幾個問題，並提出建議的解決方案，使我國的外國債券市場能有更好的擴展。

(一) 現行規範下實務運作面臨的問題

我國銀行在開拓國際金融市場時，首先面對的挑戰即是外國銀行的強大競爭優勢，提升我國銀行具有外國銀行的服務利基，才能增加銀行國際化成功的機會。但我國銀行兼營證券商銀行辦理外國債券相關業務時束縛過多，以下列出銀行辦理外國債券相關業務時，從初級市場取得到次級市場買賣可能面臨的難處。

1、市場面規範限縮銀行業務空間

(1) 初級市場承銷

現行法規下我國銀行兼營證券商不得辦理境外承銷業務，而國際金融分行(OBU)辦理承銷之銷售對象亦不得為國內投資人。相較之下，外國銀行無受此部分限制。

(2) 初級市場認購

依據「證券商管理規則」(2017年12月5日發佈)第十九條第一項第二款之規定，持有任一家外國公司所發行有價證券之成本總額，不得超過該證券商淨值之百分之二十，但涉及股權性質有價證券不得超過該證券商淨值之百分之十。目前銀行兼營證券商買賣外國債券業務仍受限於適用證券商屬性之規範，但我國銀行實收資本遠高於證券商，而可承做業務之風險承擔亦和證券商不同，雖是以指撥營運資金方式兼營證券業務，但銀行較有能力承做大額客戶的投資需求。依現

行法規銀行國際金融業務分行不得對境內投資人提供服務，且其認購及出售外國債券須辦理公告，使交易程序較為繁鎖。相較之下，外國銀行在交易對象和額度的部分皆未受法規限制，且其認購取得不需公告，故外國銀行在承做國內大額投資需求時較具優勢。

(3) 次級市場自行買賣

此部分同上款之規定，銀行在次級市場自行買賣外國債券時，同樣受限於適用證券商淨值 20% 的限制，而其國際金融業務分行亦不得對境內投資人提供服務，同樣會導致實務上無法滿足國內大額投資人的需求，而這部分的利基同樣落入外國銀行可承做的業務範圍。

(4) 次級市場代理買賣

銀行若以代理方式受客戶委託買賣外國債券，其實質上仍為國內投資人與境外承銷機構之交易，並非銀行具有自行買賣之能力，且此代理業務的限制亦較多。

2、登錄制度可能降低證券商積極引入外國債券之誘因

目前未於櫃買中心掛牌之外國債券需登錄核准後，始得自行買賣。然銀行為擴展國際金融市場，長期投入大量人力資金成本布局海外，經營國際金融市場關係，故積極尋找條件適合我國投資人需求的外國債券於國內銷售，以提高我國資本市場國際化程度。但目前依規定證券商自行買賣外國債券須先於櫃買中心登錄申請，登錄的資訊包含發行人、債券國際代碼、發行地、幣別、票面利率、期限等詳細內容，使外國銀行和國內金融機構不需海外業務成本，便能輕易分食商機，此舉將造成國際化程度較高的銀行擴展外國債券業務的誘因大幅降低。另外，相較於外國銀行則不需登錄程序即可辦理，故外國銀行在此登錄制度下比我國銀行具不對稱的資訊優勢。因此，如何兼顧資訊公開保障投資人權益和首家登錄外國債券銀行營運成本，尋求適合的解決方案，才能創造出國內外外國債券最適合的

發展空間。

(二) 我國未來活絡發展外國債券市場之建議

考量目前銀行辦理外國債券自行買賣適用兼營證券商模式下，實務運作有上述諸多問題，為創造我國銀行有利的國際化發展環境，打造與外國銀行對等且公平的競爭利基，擬針對我國銀行辦理外國債券買賣業務，在營業資格、持有規模、銷售對象和登錄程序等規範提出以下幾點建議。

1、營業資格

考量銀行之屬性，如資本規模、營運目標、市場規模及實際業務，依「銀行法」及「國際金融業務條例」設立之銀行，得直接辦理國內外債券業務，無須取得兼營證券商資格，亦不須適用證券商買賣外國債券之業務規範。

2、持有規模

銀行辦理各種債券業務之單一或總量限額，應考量各銀行資本規模與風險承擔能力，不須侷限於證券商淨值比例之規範，以保留因應市場多變且多元化需求的彈性。

3、銷售對象

為與外國金融機構在辦理境內外債券業務時，具有對等公平的利基，應開放國際金融業務分行得對境內投資人提供債券業務，以提升其金融業務國際化之競爭力。

4、登錄程序

為提高金融機構積極導入外國債券於國內銷售，以提高我國債券市場國際化程度，可給予首家登錄外國債券金融機構具有適當的銷售保留期間，即該金融

機構向櫃買中心申請自行買賣外國債券，經由櫃買中心核准後即可銷售該外國債券，並於銷售保留期間結束後始登錄公開。此舉兼顧金融機構積極尋求海外債券於國內銷售之誘因與登錄外國債券市場資訊公開性，創造一個平衡且多贏的外國債券市場發展環境。

第五章、規範建議

一、國際債券之規範建議

台灣現行法規與國際有諸多的不同，為了活絡國際債券的市場及增加國際債券的交易量，將規範建議分為四大項目(核准、上市、交易及持續性義務)、發行面及投資面說明現況、適用法規及建議。

(一) 核准

核准的建議分成三個重點，送件網路化、公開說明書語言及商品計息型態。

1. 送件網路化

(1) 現況

目前在債券上市前的發行申請及主管機關回覆，發行商所需準備的文件量多且雜，若有遺漏、缺誤等狀況則可能使得發行流程耗時、延宕。

建議

(2) 建議

參考盧森堡交易所的資訊服務系統(FIRST)，發行者將文件直接上傳網路資訊平台並獲得主管機關審核，大幅降低上述所提之成本。

2. 公開說明書語言

(1) 現況

目前我國外幣債券發行時得視發行對象不同提供中文或英文公開說明書。

(2) 適用法規

發行人募集與發行有價證券處理準則、外國發行人募集與發行有價證券處理準則、發行人募集與發行海外有價證券處理準則、金融監督管理委員會證券期貨局 103 年 6 月 26 日金管證發字第 1030023000 號令、銀行法及銀行發行金融債券辦法。

(3) 建議

可以放寬更多公開說明書得使用之語言選項，促進他國到台灣發國際債的意願。

3. 商品計息型態

(1) 現況

中央銀行現行口頭規定國際債券僅能以固定利率發行。

(2) 適用法規

發行人募集與發行有價證券處理準則、外國發行人募集與發行有價證券處理準則、發行人募集與發行海外有價證券處理準則、金融監督管理委員會證券期貨局 103 年 6 月 26 日金管證發字第 1030023000 號令、銀行法及銀行發行金融債券辦法。

(3) 建議

英國、日本、香港及新加坡等國，均未對發行債券之計息型態有所設限，因此

建議中央銀行放寬發行人得發行浮動利率計息之國際債券。

(二) 上市

上市建議有二個重點，上市費用及上市發行人資格，各國適用的規定不同，為了減輕發行人的負擔，提出以下建議。

1. 上市費用

(1) 現況

目前除了本國或外國政府發行債券、中央存保受託發行債券外，櫃買中心針對當年度債券流通在外餘額收取年費，然香港、英國、新加坡、盧森堡等地均無須繳納年費。(舉例而言：發行餘額總面值為一百萬元，則將酌收所 210~300 元之費用。

(2) 適用法規

財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心有價證券上櫃費費率標準。

(3) 建議

取消上市年費，以降低發行人上市成本。

2. 上市發行人資格

(1) 現況

針對外國發行人發行非專業板債券訂有較他國嚴格的信用評等或擔保規定，如下須滿足其一

◎外國發行人為國際組織者

◎外國發行人有 AAA 級評等，且有該國政府 100% 持股或 100% 保證

◎外國發行人如有該國中央政府持股 100% 或對其債務達 100% 保證、且發行人或發行標的之信用評等不低於我國主權評等

(2) 建議

適度放寬上市發行人資格，增列替代方案，以接納更多發行人。

(三) 交易

各國對一般投資人進入專業債券市場的看法不同，以增加交易量及保障一般投資人為目的，針對台灣現況做出以下建議。

1. 非專業投資人交易

(1) 限制非專業投資人之自然人進入專業債券市場之法規比較

香港:銷售給專業投資人之債券為非公開發行，限制一般大眾進入專業債券市場，銷售給專業投資人之債券的每手交易單位較高，至少為 500,000 港元。

台灣:提供新台幣三千萬元以上之財力證明。

(2) 建議

台灣以財力證明作為判斷依據會抑制專業版債券市場的發展，香港以手續費調高作為手段，相較台灣，比較不會抑制一般大眾投資，為了專業版債券市場的發展，台灣應該適度放寬財力標準或學習香港的做法。

(四) 持續性義務

稅額為重要的交易成本，決定投資人是否是投資台灣國際債券市場的考量因素之一，以下介紹利息所得，以促進國際債券交易量為目的，提出建議。

1. 利息所得

(1) 現況

投資國際債券，台灣利息所得的課徵方式，投資人購買外國發行人的國際債券，享有較低的稅率，且台灣適用稅率遠高於香港、新加坡等國，本國與外國投資人不願意購買本國發行人所發行的國際債券。

(2) 適用法條

所得稅法第 14 條之 1(適用本國發行人)、所得稅法第 88 條(適用外國發行人)。

(3) 建議

外國發行人發放利息所得被視為非屬中華民國來源所得，故不課徵稅額，但此規定造成本國發行人在國際債券市場處於弱勢，建議投資人投資本國發行人發行之國際債券有額外的優惠，縮小發行人在競爭上的優勢差距。

(五) 發行面

1. 發行利率及可贖回期限

(1) 現況

市場缺少國際投資人

(2) 可提前贖回的債券不受國際投資人歡迎的原因

① 選擇權價值不易計算

② 台灣零息債的年利率比國際市場合理行情低 10~30bps (0.1%~0.3%)

③ 長天期發行人(國內以外商比重最多)少支付的龐大利息成本，但投資人(國內大部分為保險業者)有龐大的潛在損失

(3) 相關法規

《保險業辦理國外投資管理辦法》:發行條件包含發行人於一定期限屆至後得贖回債券者，自發行日起至該一定期限屆至日止之期間，不得低於五年。

(4) 建議—加碼發行利率，延長可贖回期限

① 法規的現況

目前 1x1 的合約已改成 5x1，但比起國際盛行 10x1 的合約，外商在臺有動機以短期資金進出來進行套利，而非長期來臺投資。

② 待解決的問題

利率下降，被執行贖回機率高，保險業的保單時間長，保險業面臨再投資風險。

③ 建議

延長可贖回的年限會使得發行成本提高，外商投資受阻，但可幫助保險業降低再投資風險。

(六) 投資面

1. 投資上限

(1) 現況

資金外流，國內投資人錯失機會。

(2) 保險業在台灣的困境

- ①找不到好的投資標的
- ②外幣投資額度幾乎用滿
- ③議價能力相對外商弱勢
- ④短期績效投資

(3) 相關法規

《保險法》第 146-4 條、《保險業辦理國外投資管理辦法》

保險業資金依規定辦理國外投資總額，由主管機關視各保險業之經營情況核定之，最高不得超過各該保險業資金百分之四十五。

現行保險業海外投資額度可大致分為 10%、25%、30%、35%、40%以及 40%至 45%六大類，根據新制，加計國際板債券後的投資金額不得逾已核定國外投資額度的 145%。

(4) 待解決的問題

國際板加國外投資金額不得逾已核定國外投資額度的 145%，使國內 3 家壽險公司立即不得再買國際板債。

(七) TLAC

1. TLAC 債券發行納管

(1) 現況—TLAC 債券發行已成國際重要趨勢

為強化國際銀行資本結構的穩定性，2010 年出台的 Basel III 提高資本適足率要求，並於 2013 年開始分階段實施，2019 年進入全面實施。因應這項國際金融監理規範，總損失吸收能力 (Total Loss Absorbing Capacity, TLAC) 債務工具，已成為國際金融機構發行債券之重要趨勢。

(2) 建議—限定發行與投資的資格條件，並加強 TLAC 債券資訊揭露

各國針對 TLAC 發行工具之架構或有不同的法令涵釋，導致 TLAC 債券的發行主體可能有所不同，故建議將 TLAC 發行人資格範圍擴大，以利涵蓋所有可能的發行主體。

投資 TLAC 債券有其特殊風險，不建議開放應急可轉債 (Contingent Convertible Bonds, CoCo Bond) 避免令投資人承受巨額的潛在損失，且投資人應以專業投資人為限。

TLAC 債券發行是否滿足國際金融監管的一概要求條件，且觸發條款是否於合約中清楚註明，

這些 TLAC 債券的發行資訊應要求發行方清楚揭露。

二、外國債券之法規建議

外國債券的法規建議以市場交易為重點，活絡外國債券市場為目的，說明台灣與國際法規的差異及提出建議。

(一) 現況—我國銀行兼營債券自行買賣業務者限制多

1. 初級市場承銷

(1) 不得辦理境外承銷業務。

(2) OBU 辦理承銷之銷售對象不得為境內投資人。

2. 初級市場認購

(1) OBU 認購及出售外國債券須辦理公告，使交易程序繁複。

(2) 我國銀行實收資本較證券商高出許多，承做業務之風險承擔亦和證券商不同，然適用為證券商屬性之規範。

3. 次級市場自行買賣

(1) 適用證券商淨值 20% 的限制。

(2) OBU 不得對境內投資人提供服務。

4. 次級市場代理買賣

本質上仍為國內投資人與境外承銷機構之交易，且代理買賣業務限制多。

(二) 反觀外國銀行

1. 交易對象和額度均未受法規限制。

2. 認購取得不需公告，導致實務上無法滿足國內大額投資人的需求，而此利基便落入外國銀行可承做的業務範圍。

(三) 建議

1. 營業資格

考量銀行之屬性，彈性適用證券商買賣外國債券之業務規範。

2. 登錄程序

給予首家申請登錄外國債券之金融機構優先銷售，於期間結束後始登錄公開。

3. 持有規模

考量各銀行資本規模與風險承擔能力，彈性適用證券商淨值比例之規範，得以專案核准為之。

4. 銷售對象

開放 OBU 對境內投資人提供債券業務，以取得與外國金融機構在辦理境內外債券業務對等公平之利基。

第六章、外幣債券市場的展望

本章主要是整理未來我國的外幣債券市場可能發展的趨勢，並就三個方向來討論。第一節是金融創新，主要介紹與債券相關且近年來方興未艾的新金融商品；第二節是金融科技，探討如何將尖端金融科技導入並改善國際板的交易系統；第三節是金融規範，針對尖端金融科技導入所面臨的現行法規挑戰進行論述。透過上述三節的觀察與分析，期冀本研究將能裨益我國外幣債券市場穩健達成邁向國際化的目標。

第一節 金融創新

一、債券 ETF 與 ETN

股市是經濟的櫥窗，而債市則是資金的避風港，股市與債市間的市場籌碼流動，向來有著錯綜複雜的交互關係。因此，其他新興的衍生性金融商品未來可能對外幣債券市場所造成的衝擊將不容忽視。縱觀目前台灣的證券市場，與債券的特色相仿或是具有固定收益性質的商品，不動產投資信託基金（Real Estate Investment Trust, REITs）可以說是替代債券的理想商品之一；然而，REITs 自從 2005 年 3 月台灣第一檔富邦 1 號掛牌上市至今，市場上也不過發行了 9 檔而已，顯見 REITs 在台灣尚不普及，對於外幣債券市場可能帶來的影響微不足道。

反觀債券 ETF 自 2017 年再次推出後未滿兩年，已有 27 檔在櫃買中心掛牌，並且還在陸續增加當中，之所以這類穩健的投資的標的會如此受到市場青睞，乃是因為國內壽險業為去化帳上過多的現金部位而大舉買進，故壽險業既是外幣債券市場中最活躍的參與者，又是債券 ETF 最主要的投資人，同為固定收益商品，債券 ETF 對外幣債券市場的影響力自然不容小覷。而另一款即將在

台灣上市的新金融商品：指數投資證券（Exchange Traded Notes, ETN），其商品本質類似於公司債，但與 ETF 一樣追蹤指數報酬，不過卻相較 ETF 多了降低投資成本的優勢而受到投資人高度的期待。所以不論是債券 ETF 還是 ETN，兩者與外幣債券市場的競合關係都是相當值得深入探討的議題。

（一）債券 ETF

自從 2003 年台灣首檔 ETF 元大台灣 50（0050）上市掛牌以來，ETF 在台灣的證券市場愈來愈普及，尤其在歷經資產泡沫化危機、金融海嘯的襲擊之後，投資人對於穩健報酬的追求更加速了近年 ETF 商品發行檔數的成長。就以債券 ETF 為例，2011 年寶來投信發行以「台灣指標公債指數」為追蹤標的之國內首檔債券 ETF，雖因次級市場流動性不佳而於 2013 年 5 月停牌，使得債券 ETF 市場一度乏人問津，但就在 2017 年 1 月以「元大美債 20 年」為首的債券 ETF 再度問世之後，短短不到兩年的時間，櫃買中心與集中市場中的債券相關 ETF 的掛牌數就增加至將近 30 檔，發行規模佔我國的整體 ETF 市場超過 25%，掛牌速度甚至居於所有類型 ETF 之冠。

觀察我國目前在證券市場上流通的債券 ETF 類別，不論是在櫃買中心掛牌的國外成分債券 ETF，還是在證交所上市的槓桿型 ETF，其追蹤標的皆與海外的債券指數掛鉤，對於擁有龐大資金部位的壽險業而言，投資債券 ETF 不計入保險法所規範的海外投資限額，卻可以實質獲得比國內商品報酬率更佳的海外固定收益，相當於獲得一條更加方便的海外投資管道；再加上 2016 年 12 月 16 日，立法院三讀通過《證券交易稅條例》修正案，令公司債及金融債券的證交稅再停徵 10 年至 2026 年 12 月 31 日止，此項措施連帶讓債券 ETF 受惠，使得海外固定收益投資的資金成本降低，也等同鼓勵了壽險業大舉投資，因而造就國內債券 ETF 市場現今的榮景。

（二）ETN

ETN 可以說是比較廣義的 ETF，也就是交易所交易商品（Exchange-traded products, ETP）的一種類型，主要是由於後金融風暴時期危機四伏，加上區域衝突不斷、重商主義興起，在世界各國政經局勢的不確定因素籠罩之下，股票市場的氛圍波詭雲譎，令投資人操作困難、進退維谷，因此被動式管理的投資策略又再度引起投資人的熱烈關注。其中，ETF 可以說是最廣為人知的代表商品，不過 ETF 受制於法令規範，使 ETF 發行方必須追蹤標的指數而產生了追蹤誤差的成本，除此以外還有管理費與手續費，對於追求指數報酬的投資人來說較為不利。為了改善 ETF 的缺點，許多投資銀行與投資管理公司曾致力於開發其他種類的指數化商品，企圖滿足在 2000 年網路泡沫化危機後，國外資本市場的投資人對於原物料市場指數熱烈的投資需求，而 ETN 就是在這波浪潮之下應運而生。

2006 年，英國巴克萊銀行(Barclays Bank)在美國的證券市場發行了世界上第一檔 ETN。它如同債券一樣具有到期日，並由發行人承諾在到期後支付投資人相當於追蹤指數在該持有期間的報酬，相當於是一款具備 ETF 架構卻又富有債券特色的金融商品。對投資人而言，雖然要承擔發行人的信用風險，但不像 ETF 會產生追蹤誤差的成本，而且根據國家或地區的不同，甚至可能享有減稅或免稅，因此 ETN 對於降低投資成本具有極大的優勢，讓 ETN 在國際的金融市場上大放異彩。

根據鉅亨網 2018 年 2 月 27 日報載，美國已發行 207 檔 ETN，英國、法蘭克福、巴黎等泛歐交易所都有 ETN 上市；亞洲地區包括日本、韓國、新加坡等也已經有 ETN 商品，韓國尤其成長相當迅速，短短 3 年間便從 10 檔大幅成長到 130 檔。為求跟上各國交易所推廣 ETN 上市的進程，我國主管機關亦於 2018 年 2 月研擬開放國內券商申請發行 ETN，終於在 9 月 10 日宣布實施指數

投資證券買賣辦法等一連串相關的法規，隔年 4 月 29 日系統正式上線，開啟指數化投資的新猷。

然而，對於外幣債券市場而言，股票市場投資管道的多元化所帶來的既是機遇也是挑戰。觀察近幾年外幣債券市場成交量變化的脈絡，可以歸納出影響外幣債券市場成交量的兩大因素：

1. 國內外經濟環境的因素

例如 106 年第一季，美元計價的外幣債券成交金額佔當季各幣別外幣債券總成交金額達 94.7%，而當季發行的外幣債券更是 100% 為美元計價，主因是市場強烈預期美國即將升息，促使許多國外機構搶在升息之前以較低廉的資金成本舉債，造成全球許多新興市場的發債量都達到前所未有的高峰。

相對的，當壽險業需要去化的資金部位很大時，也會推升對外幣債券的需求，導致外幣債券市場成交量增加，例如 106 年第 3 季，新台幣兌美元呈現強勁的走升格局，各家壽險公司積極向客戶力推美元保單，使壽險業持有的美元風險部位大增，導致對美元的避險需求增加，吸引外國機構來台發行外幣債券，進而促使當季美元計價債券的成交量較上季成長 30.95%，發行量則增加 111.27%。

2. 國內金融政策的因素

103 年第四季，由於主管機關開始推動金融進口替代政策，故決議放寬保險業投資限制，外幣債券的頭寸不計入保險業海外投資的上限，導致外幣債券的市場需求突然暴增，促使國外機構競相來台發行外幣債券，當季發行餘額較上季相比也足足成長了 474.96%。

然而，近年壽險業投資外幣債券總額合計佔整個市場的比例高達9成以上，導致外幣債券市場產生流動性不足的問題，再加上全球金融風險的提升，壽險業不僅每年匯損嚴重，甚至有惡化的趨勢。為了降低壽險業的風險，保險局決定再度修正保險法，要改將外幣債券的投資額度重新納入海外投資限額，且合計金額佔可運用資金比重不得超過保險局核定的海外投資額度之1.45倍，預計2018年10月底法案正式上路之後，將會有部分壽險業者需要立即調整外幣債券的持有部位，至於此舉是否可以壓低壽險業者的風險並促進外幣債券市場的流動性增加，則有待日後的觀察。

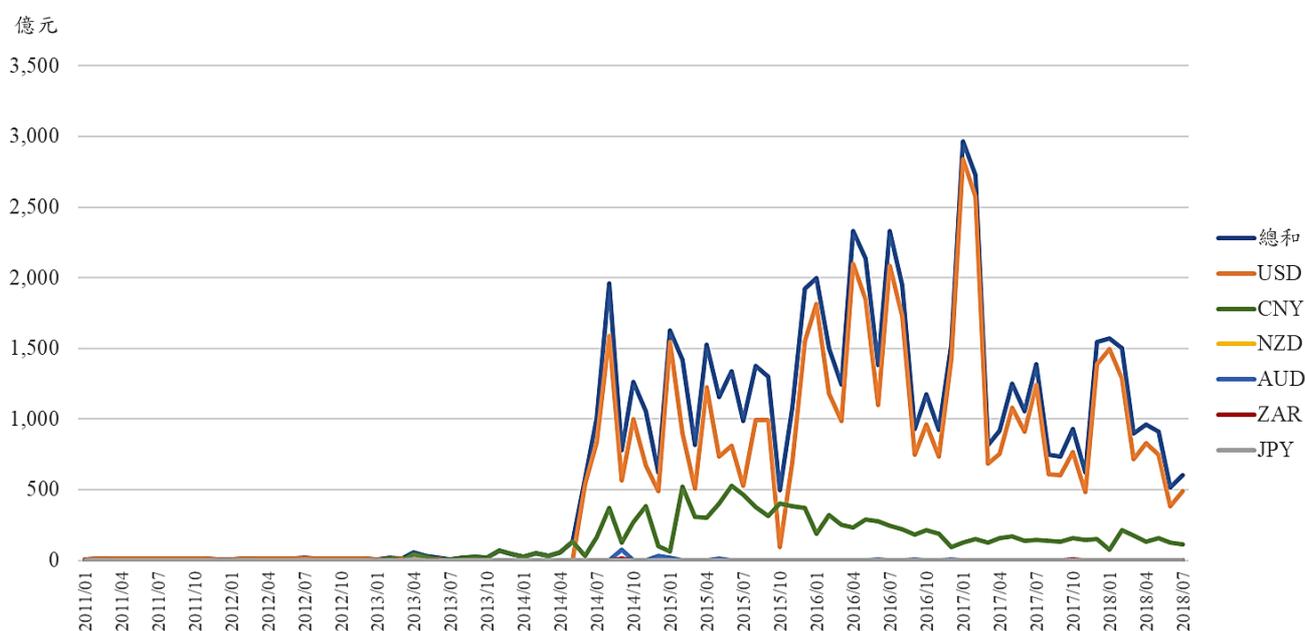


圖 5-1-1 外幣債券市場每月成交金額 (附條件與買賣斷交易合計)

(單位：新台幣)

資料來源：證券櫃檯買賣中心，本研究整理

綜上所述，外幣債券市場的流動性既與國內外整體的金融環境休戚相關，主管機關所擬定的金融政策方針亦是不容忽視的一大關鍵。正因如此，從外幣債券市場的角度出發，債券ETF的蓬勃發展與ETN的開放不僅豐富了股市的指數化商品內涵，讓投資人可以更靈活地運用投資工具、使股市更加活絡，也

同時象徵著台灣的金融市場愈發地邁向國際化、國際能見度也相對提升，有助於帶動海外法人來台投資與募資的意願，對於我國的外幣債券市場而言，興許會帶來正面的規模效益。

但另一方面，債券 ETF 的投資熱潮源自於壽險業尋找外幣債券替代商品的需求，近日通過的保險法修正條例更促使部分壽險業者為了符合最新法令要求，而減少外幣債券的部位改以債券 ETF 代替。換言之，債券 ETF 對外幣債券產生了替代效果，長此以往恐將導致外幣債券市場買方需求的萎縮；相對地，除了債券 ETF 以外，待未來 ETN 的市場成熟之後，ETN 可能也會依照 ETF 的發展進程，在主管機關的監理之下逐步開放 ETN 追蹤其他國外的指數標的，屆時 ETN 的投資潛力將不可限量，但也就意謂著金融進口替代政策實施的層面將更加深入，在有限的國內資金下可能會產生投資的排擠效果。

因此，主管機關藉由開放債券 ETF、ETN 這些創新的金融商品以創造次級市場流動性、擴大投資人參與的同時，對於它們可能造成外幣債券市場的潛在威脅不僅要審慎評估，更要化危機為轉機。

舉例而言，主管機關可以基於外幣債券市場的債券來編製我國的外幣債券指數，同時鼓勵券商發行相關的債券 ETF 或債券 ETN，藉此來取代海外的債券指數；如此一來，壽險業即便將部分資金從外幣債券市場撤離，都還是可以利用債券 ETF 或債券 ETN 商品再投資於外幣債券，不僅減少對外幣債券市場的衝擊，甚至有望透過一般投資民眾的參與而提升外幣債券市場的交易量；除此之外，債券 ETF 或 ETN 的架構可以降低單一債券的信用風險，對於壽險業以及一般投資大眾都多了一層保障，相較於現行制度底下，為求保護投資人而將外幣債券市場劃分出國際板與一般板的藩籬，改用債券 ETF 或 ETN 來降低風險的做法則顯得更富有彈性，不僅讓一般投資人有機會參與海外固定收益的投資機會，亦有助於證券市場與外幣債券市場共同追求穩健發展。

二、綠色債券

2015年12月，聯合國195名成員國為了共同對抗全球暖化所造成的氣候變遷，決議簽署巴黎協定（Paris Agreement），期許將全球的年均溫控制在工業革命時期水準以上攝氏2度之內的升幅，並努力追求不超過攝氏1.5度；為了達到這項目標，巴黎協議也呼籲各締約國要鼓勵金融活動對於低碳排放、環境友善的經濟發展項目予以支持，於是「綠色金融」這個概念愈來愈受到重視，如2003年由花旗等國際知名銀行制訂的赤道原則（Equator Principles, EPs），乃是希望銀行於此自律性規範下，藉由授信的手段有效制約有資金需求的企業負起環境社會責任。像這樣透過金融市場的力量來引導實體經濟轉型，可說是奠定綠色金融發展的重要基石，並且隨著金融創新的趨勢，綠色金融的內涵也愈加豐富，例如綠色金融商品（綠色債券、綠色ETF、綠色保險等）的出現，讓綠色金融的參與者從商業銀行擴大到專業投資機構，甚至連一般的投資大眾也有機會接觸到，成為近年來全球資本市場中新一代矚目的熱門投資題材。

在目前這些綠色金融商品之中，綠色債券不僅發展得最早，也能夠最直接推動綠色經濟發展，投資人透過綠色債券，對企業中長期的綠色投資計劃或是金融機構的綠色投資放款予以資金挹注，是資本市場中支持綠色金融相當重要的一項金融工具。國際資本市場協會（ICMA）為此擬定了一套綠色債券準則（Green Bond Principles, GBP），就是為了協助具高度環保意識的投資人辨認出真正的綠色債券，並要求採用GBP的綠色債券發行人應該充分揭露綠色債券之用途，其目的在於提升綠色債券市場的公信力，促進投資人一同關注環境保護項目投資，也讓需要綠色融資的企業藉此良好管道獲得穩定的中長期資金。

第二節 金融科技

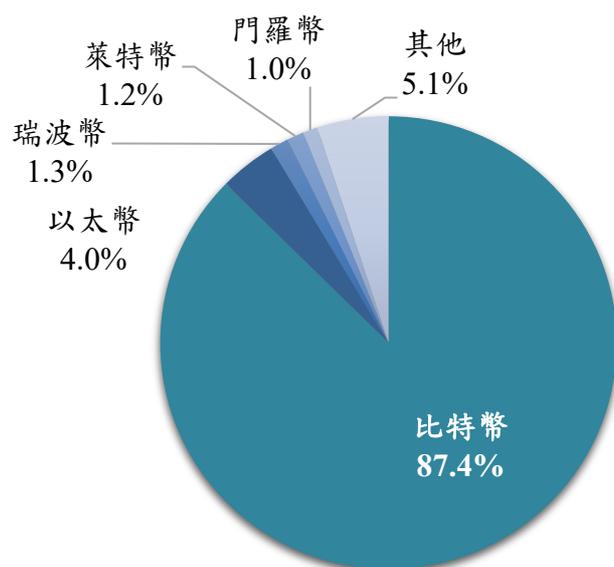
一、金融科技的介紹

進入 21 世紀後，隨著網路普及化與半導體產業快速崛起，資訊技術的發展呈現了飛躍性的成長，能夠應用的領域也日益廣泛，不僅有許多科技業龍頭正致力於鑽研人工智慧的潛能，以求帶給使用者更精彩的生活體驗，在商業場合也開始有愈來愈多的企業利用大數據進行機器學習，透過演算法來分析、預測消費者的購買行為來達到精準行銷，就連金融圈也開始吹起了這股科技化的風潮，例如行動支付、P2P 借貸平台、零售基金等，2015 年 5 月的《經濟學人》雜誌更以「金融科技革命」為題，揭示了新興金融科技將對整體金融服務產業的生態，以及金融監管機構的監管機制帶來巨大的改變。

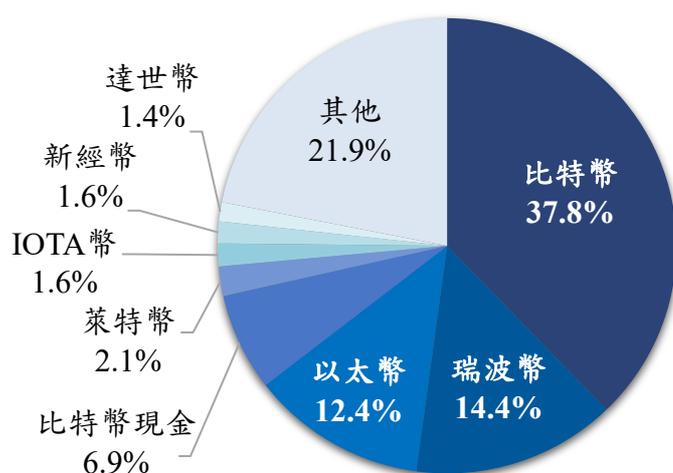
在世界經濟論壇（World Economic Forum, WEF）2015 年 6 月公布的報告當中，也廣邀了諸多領域的專業人士與高階主管共同針對支付、保險、存放款、籌資、投資管理、市場資訊供給等金融服務的六大面向，就未來金融科技可能造成的影響進行全盤的深入探討，足見金融科技的潛力實在不容小覷。其中，支付無疑是普羅大眾最容易接觸到金融科技的部分，在 WEF 的這份報告裡也特別提及加密貨幣（Cryptocurrency）未來發展的藍圖，並指出了現今的價值轉移系統（value transfer system）仍需倚賴第三方中介機構，導致跨國匯款的效率不彰、手續費高；相對地，加密貨幣雖有潛在的交易風險，但交易成本極低、有加密協議保護、近乎實時結算等劃時代的突破，這也令加密貨幣依然蘊藏著作為跨境支付工具的潛力。

於是就在這股金融科技浪潮以及比特幣狂熱的推波助瀾之下，各式各樣的加密貨幣如同雨後春筍一般，紛紛在市場上推陳出新，根據 CoinMarketCap 平台在 2018 年 10 月 17 日的數據，加密貨幣的種類已經增至 2,085 種，比全世界

流通的實體貨幣還要多出 12 倍以上。加密貨幣市場的總市值自從 2016 年突破 100 億美元之後也隨著首次代幣發行（Initial Coin Offering, ICO）的興起，不斷地創下歷史新高，在 2018 年 1 月更達到 8,200 多億美元；不過受到日本相關的監管單位加緊洗錢防制的措施，以及美國證監會（SEC）駁回比特幣 ETF 上市申請等影響，加密貨幣的總市值又從歷史高點之後蒸發了約 75%。



2017/01/01
總市值：180 億美元



2018/01/01
總市值：6,006 億美元

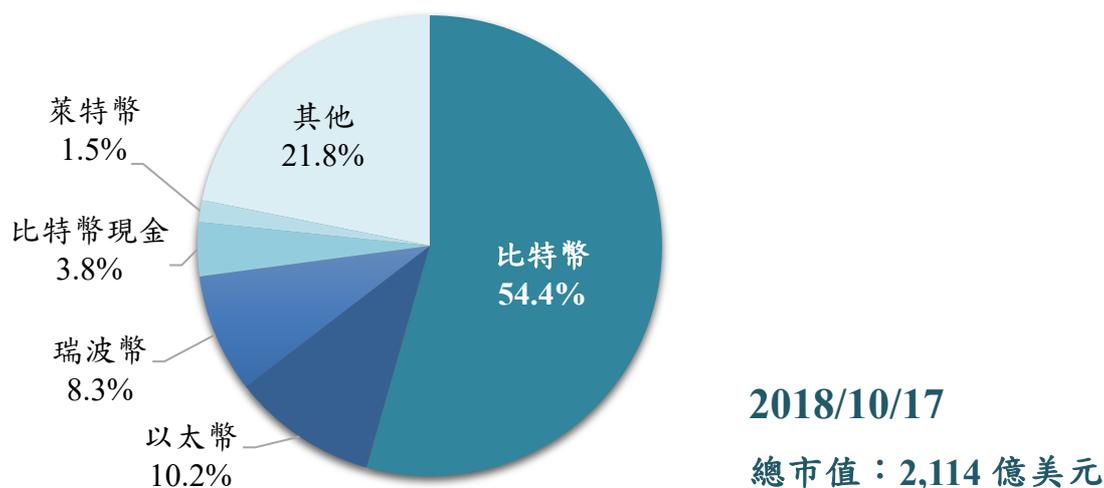


圖 5-2-1 全球加密貨幣總市值與市占率

資料來源：CoinMarketCap，本研究整理

儘管加密貨幣的發展不斷受到法律監管問題的挑戰以及人為炒作的質疑，但是加密貨幣之所以能夠受到今日各界的熱烈矚目，其中一個重要的推手就是加密貨幣在底層關鍵技術上使用了一種有別於以往的資訊網絡模式，也就是所謂的區塊鏈（Blockchain）。區塊鏈基於去中心化的分散式帳本技術（Distributed ledger Technology, DLT），將網路中的每個節點（Nodes）都當作一個資料庫，用以記錄交易資訊，若以比特幣的區塊鏈為例，當這個網路的參與者發出了新的交易後，任何節點都可以嘗試對該筆交易進行驗證，驗證的方式就是不斷地去運算一道複雜難解的雜湊（hash）函數，最快解出正確數值解的節點將可以獲得優先的權利，把包含這個交易訊息的區塊（Block）存入網路之中，與既存的區塊進行鏈接（Chain）形成區塊鏈，而這個新的區塊鏈就會同步記錄在所有的節點上，所以每個節點都會有比特幣自誕生以來所有交易紀錄的完整備份，採用加密演算法也確保帳本不易遭到竄改，雙雙保障了資料存儲的安全性以及資料回溯的正確性。

這些技術優勢使區塊鏈的潛力無窮，最初由比特幣與其他加密貨幣興起而聲名大噪的區塊鏈技術，跳脫出加密貨幣的底層框架，開始作為一項獨立的新金融科技，在其他應用情境有了新的發展。2015年9月，新創公司R3成立了區塊鏈聯盟，陸陸續續吸引了超過40間國際知名銀行參與，目的在於結合跨國的大型金融機構，以區塊鏈技術搭建一個全球規模的交易系統，實現跨國際的實時清算結算，銀行可以不必經由傳統的SWIFT系統電匯轉帳，節省了成本支出，跨境匯款所需時日也從原本的三至四天大幅縮短至數分鐘以內。同年12月30日，美國那斯達克私募市場的區塊鏈交易平台Linq上，迎來了首次的公司股份發行，同樣的也大幅地提升了效率，將原本需要花費3天的交割時程縮短到10分鐘左右，結算風險更降低了許多。不論是銀行業在R3的主導之下結成區塊鏈聯盟，還是那斯達克區塊鏈私募股權平台Linq上路，都為金融市場的去中心化寫下了一個新的里程碑，也宣示了區塊鏈2.0新時代的到來。



圖 5-2-2 區塊鏈技術演進流程圖

二、智慧合約於證券市場的運用

區塊鏈 2.0 所強調的就是智慧合約 (Smart Contract) 的運用，智慧合約是由學者尼克·薩博 (Nick Szabo) 於 1994 年提出的概念，他希望可以將交易雙方的資產轉移過程代碼化，不需要一個第三方中介機構，就可以透過互聯網自動執行交易。但當時技術並不成熟，直到區塊鏈誕生之後，這樣的觀念才終於有機會實現，只要事先將交易協定用程式語言編寫成智慧合約，並存儲於區塊鏈的分布式帳本當中，那麼每個節點就會依照相同的程序執行並留下完整的交易紀錄，從而建立起雙方可以互信的機制，讓雙方可以直接進行交易而不用中間機構扮演風險中介與對帳的角色。因此，目前有許多大型證交所正緊追在那斯達克之後，致力於將智慧合約嵌入後台的結算與清算服務，終極目的就是要實現股票市場的自動化交易結算以提升交易速度，並降低成本、營運風險與作業風險。

除了股票市場交易後台的清算服務以外，近年也開始出現將智慧合約應用於有價證券或是貨幣市場票券的發行，這意味著未來區塊鏈的版圖可能將變成一條龍，橫跨初級與次級市場。事實上在 2018 年 8 月 28 日，世界銀行就已經委由澳洲聯邦銀行發行了一款名副其實的區塊鏈債券 Bond-i，它是全球第一檔從創建、提撥、移轉、乃至於集保，全部都採用區塊鏈技術的債券，並由澳洲聯邦銀行的區塊鏈卓越中心 (CBA's Blockchain Centre of Excellence) 專門設計與開發 Bond-i 的區塊鏈平台。儘管這次發債規模只有 1.1 億澳幣，相較於當年度世界銀行發行的其他債券規模明顯較小，但這項創舉已經吸引了許多國際投資人的目光，市場也相當期待未來這項成功的突破可以繼續引領區塊鏈技術創新的未來潮流。

正當世界各先進大國都如火如荼的展開區塊鏈在金融市場應用的研究時，俄羅斯聯邦儲備銀行 (SBERBANK) 亦於 2018 年 5 月 17 日，比世界銀行早一

步發行了區塊鏈債券，整個債券的生命週期也同樣是基於區塊鏈的智慧合約；就連泰國也不落人後，泰國債券市場協會（TBMA）預計要在年底前，推出債券註冊服務的區塊鏈平台以縮短債券發行時間。在區塊鏈技術正式跨進毫秒級高頻交易的股票市場之前，債券市場成為了各國市場組織與民間企業搶先試驗的目標，為之後全體金融市場鋪設區塊鏈基礎建設的遠景，奠定了重要的第一步。由此可見，區塊鏈技術進軍金融市場不僅是世界趨勢，更是環亞太地區的共同藍圖，對我國的外幣債券市場而言，現在正是站在金融發展分歧點的關鍵時刻，若要招徠更多願意來台募資的國外企業，構築一個區塊鏈的發行與交易平台既是一個值得耕耘的目標，也是為了讓市場走向國際化的一條必經之路。

表 5-2-1 金融科技應用於債券市場的最近趨勢整理

美國	<p>摩根大通 (JPMorgan Chase)</p> <ul style="list-style-type: none"> ◇ 2018 年 4 月，摩根大通與加拿大國家銀行共同在區塊鏈平台 Quorum 測試發行了 1.5 億美元的一年期浮動利率揚基定期存單 ◇ 高盛資產管理、輝瑞製藥、美盛集團也都是這次項目的合作夥伴 ◇ 摩根大通從 2013 年開始探索區塊鏈領域，2016 年自行內部開發以太坊開源區塊鏈項目 Quorum，歷時一年推出該平台以解決跨境支付問題
俄羅斯	<p>俄羅斯聯邦儲備銀行 (SBERBANK)</p> <ul style="list-style-type: none"> ◇ 2018 年 5 月，為俄羅斯三大電信品牌 MTS 發行了基於區塊鏈技術的 7,500 億盧布六個月期債券。從初始募集到債務履行，整個債券的生命週期都是以區塊鏈的智慧合約完成 ◇ 使用俄羅斯國家結算機構 (NSD) 提供的專有區塊鏈平台
泰國	<p>泰國債券市場協會 (TBMA)</p> <ul style="list-style-type: none"> ◇ 2018 年 7 月，獲得泰國證監會同意建置債券註冊服務的區塊鏈平台，並宣布要在年底前應用於監理沙盒，未來更計畫要在該私有區塊鏈上創造基於債券幣 (Bond coin) 的結算與清算系統 ◇ 預計發行債券所需時間可以從目前的 7 至 15 日縮短為 3 至 4 日，最終目標是 2 日，官方希望可以藉此促進次級市場的成長
澳洲	<p>澳洲聯邦銀行 (Commonwealth Bank of Australia, CBA)</p> <ul style="list-style-type: none"> ◇ 2018 年 8 月，世界銀行授權澳洲聯邦銀行發行 1.1 億澳幣兩年期固定利率區塊鏈債券 Bond-i，成為了全球第一檔從創建、提撥、移轉、集保，全部都採用區塊鏈技術的債券 ◇ 採用私有的以太坊區塊鏈平台，由澳洲聯邦銀行的區塊鏈卓越中心做專門設計與開發，並邀請微軟合作，對區塊鏈平台的架構、安全性和彈性進行獨立審核

三、區塊鏈技術導入我國外幣債券市場的未來藍圖

對於區塊鏈技術實際應用於我國外幣債券的初級與次級市場時，將會如何改變現今的發行架構，茲將以債券的生命週期依序進行說明：

1. 創建初期

當發行人決定要發行債券時，也一併在架構好的區塊鏈平台上創設一個新的私有的聯盟鏈。所謂的聯盟鏈，並非所有節點都會像比特幣公有鏈一樣同時具有讀取與寫入的權限，只有預先經過資格驗證並受邀加入聯盟鏈的特殊成員才能夠參與記帳。發行人還需要在這個聯盟鏈上要求增設監管機構的節點，得到監管當局審查同意債券發行之後，監管機構就會成為聯盟鏈上的一個監管節點。

2. 發行前的作業流程

債券正式上市之前，仍然需要其他中間機構的參與，例如：信評機構、承銷券商、信託機構、會計師事務所、法律顧問等，在傳統的債券發行架構之下，由於參與的組織眾多而複雜，容易導致資訊傳遞速度拖慢。若以我國的外幣債券市場來看，本國發行人在專業板掛牌約需 4 至 10 個營業日，而外國發行人約 3 個營業日，大陸地區註冊法人則用時一個月左右，仍然還有進步改善的空間。故發行人應將其認可的中間機構加入聯盟鏈的節點當中，這樣就可以藉由分散式帳本讓節點上的中間機構共同簽署文件，不僅對發行人來說節省了業務往復的發行成本，也讓發行後的監管也可以即時而到位。

3. 發行上市

監管單位檢查所有必需的法律文件以及資訊揭露事項是否符合規定，確定通過並批准上市之後，這個私有鏈就可以開放給投資人認購債券，而

投資人可能需要符合一定的資格條件（例如：我國目前規定專業板的應募人及次級市場交易對象，應以專業投資人為限），或是經過 KYC 機制（Know Your Customer）檢查之後，才能允許被加入這個區塊鏈當中。至於投資人於該區塊鏈上購入的債券，將會以代幣（Token，或稱「令牌」）來表彰該投資人所擁有的權益單位。

4. 交割結算與債權服務

原本由集中保管結算公司來進行的證券交割結算，改由區塊鏈的智慧合約來取代，所有參與共識的節點來對交易進行驗證，使交易結算可以自動化，不僅能提升交易速度，還可以降低成本，同時也減少營運風險與作業風險。除此以外，債息發放、債券贖回、可轉債的選擇權行使、債權人投票等債權相關的服務，也都可以透過區塊鏈的智能合約技術來執行。

5. 留存交易紀錄

區塊鏈上會留存從上市至今以來的所有交易紀錄，如果發行方需要應主管機關要求而揭露財報，那麼發行方的財務狀況也會一併被記錄下來，這些資訊可以供監管當局進行統計分析，進行即時的風險監控。而當債券到期，或是被提前贖回、發行人清算，終於要結束上市時，區塊鏈記載的交易紀錄將會成為完整的副本，讓發行人、監管單位、中介機構都可以各自留存。

故由區塊鏈債券的生命週期來看，倘若我國外幣債券市場未來導入區塊鏈技術，可能帶來的優勢有以下幾點：

1. 簡化發行前的作業流程可以讓債券更快發行上市，促使募資效率提升
2. 交易的結算與清算皆透過智慧合約來取代傳統作業方式，不僅增快交易速度、降低成本，也減少了營運風險與作業風險

3. 區塊鏈運用分散式帳本技術，因此不會因為局部的節點遭受駭客攻擊而導致整個交易系統崩潰，資訊安全可以獲得保障
4. 區塊鏈上的所有交易紀錄都會被保留，因此可以追蹤、查詢任何債券的交易活動，而且其不易竄改的性質，也保證了資訊的準確性
5. 主管機關可以透過區塊鏈上的資訊，即時且自動化地監控外幣債券市場的交易情形、壽險公司的投資額度等重要的市場數據

表 5-2-2 債券區塊鏈參與者所扮演的功能一覽

節點	動作	權限
發行人	創建債券、發行代幣、增加中介機構	讀取/寫入
監管機構	撤銷交易、增加節點	讀取/寫入
中介機構	生成文件或契約、參與共識決、交易結算	讀取/寫入
區塊鏈管理者	增設投資人的節點、參與共識決、發揮造市功能、代幣清算	讀取/寫入
債券投資人	發出交易要求、行使債權人的權利	讀取

資料來源：

不過在享受便利的新金融科技的同時，仍然不能忽視區塊鏈的技術風險。2018年2月，有6位新加坡國立大學計算學院、耶魯—新加坡國大學院等校的學者建立 Maian 這項工具，針對近百萬份基於以太坊的智慧合約的進行分析，發現其中有 34,200 份智慧合約有安全性漏洞，若遭到不肖駭客竊取代幣、凍結資產甚至刪除合約，將會帶來難以預期的後果。因此，為了保障智慧合約機制安全運行，勢必要有專業的資安團隊開發安全性驗證的分析工具支持整體區塊

鏈債券市場體系，區塊鏈交易平台也應該要納入法律監管之下，監管單位才能在相關的法源依據之下阻止不法情事。

第三節 金融規範

將新金融科技引進我國外幣債券市場之目的，在於吸引更多外國企業來台發行債券，讓市場的交易更加活絡，從而使這個市場可以健全地成長。為此，針對新金融科技的導入可能帶來的潛在威脅與挑戰，也應該重新檢視現行法規與監理制度的不足。目前幾個金融科技領先國家的監管機構，正在審慎地分析區塊鏈、分散式帳本這些新技術在金融業的各種應用是否應該納入監管體系、應該如何更改監管框架、是否有需要另立新法。

以美國為例，美國證監會（SEC）針對 ICO（Initial Coin Offering，首次代幣發行）經過數個月漫長的研究與討論後，終於在 2017 年 7 月公布了一份具有重大意義的調查報告，裡面明確表示了 SEC 對於 The DAO（Decentralized Autonomous Organization，分散式自治組織）發行代幣之商業行為，採取 1946 年美國聯邦最高法院經典判例所使用的 Howey Test，來檢驗該項投資之標的於實質上是否符合「證券」的概念。

第七章、焦點座談分析

第一節 焦點座談與會人員介紹

第一次焦點座談舉辦日期為 10 月 3 日早上 11 點至中午 12 點，參與人員有業界人士 1 位，希望透過與業界人士的深度交流，可以在外幣債券市場的金融科技應用層面得到更廣泛的觀點。參與人員請參見下表所示：

表 6-1-1 第一次焦點座談與會人員

編號	姓名	單位	職稱	屬性
1	謝淑貞	國立政治大學國際經營與貿易學系	教授	計畫人員
2	江彌修	國立政治大學金融學系	副教授	計畫人員
3	胡昌國	真理大學財務金融學系	助理教授	計畫人員
4	邱靖惠	國立政治大學國際經營與貿易學系	研究獎助生	計畫人員
5	王宜馨	國立政治大學國際經營與貿易學系	研究獎助生	計畫人員
6	曾馨儀	國立政治大學國際經營與貿易學系	研究獎助生	計畫人員
7	林展源	國立政治大學國際經營與貿易學系	研究獎助生	計畫人員
8	林昱豪	第一創投投資部	經理	業界人士

第二次的焦點座談舉辦日期為 10 月 24 日早上 11 點至中午 12 點，參與人員有業界人士 1 位，希望透過與業界人士的深度交流，可以在外幣債券市場的市場交易層面得到更廣泛的觀點。參與人員請參見下表所示：

表 6-1-2 第二次焦點座談與會人員

編號	姓名	單位	職稱	屬性
1	謝淑貞	國立政治大學國際經營與貿易學系	教授	計畫人員
2	江彌修	國立政治大學金融學系	副教授	計畫人員
3	胡昌國	真理大學財務金融學系	助理教授	計畫人員
4	邱靖惠	國立政治大學國際經營與貿易學系	研究獎助生	計畫人員
5	王宜馨	國立政治大學國際經營與貿易學系	研究獎助生	計畫人員
6	曾馨儀	國立政治大學國際經營與貿易學系	研究獎助生	計畫人員
7	林展源	國立政治大學國際經營與貿易學系	研究獎助生	計畫人員
8	許銘傑	法商東方匯理銀行	協理	業界人士

第三次的焦點座談舉辦日期為 10 月 29 日下午 4 點至 6 點，參與人員有業界人士 1 位，希望透過與業界人士的深度交流，可以在外幣債券市場的金融創新商品層面得到更廣泛的觀點。參與人員請參見下表所示：

表 6-1-3 第三次焦點座談與會人員

編號	姓名	單位	職稱	屬性
1	謝淑貞	國立政治大學國際經營與貿易學系	教授	計畫人員
2	江彌修	國立政治大學金融學系	副教授	計畫人員
3	林展源	國立政治大學國際經營與貿易學系	研究獎助生	計畫人員
4	許銘傑	法商東方匯理銀行	協理	業界人士

第四次的焦點座談舉辦日期為 11 月 8 日下午 2 點至 4 點，參與人員有業界人士 1 位，希望透過與業界人士的深度交流，可以在外幣債券市場的法規監管層面得到更廣泛的觀點。參與人員請參見下表所示：

表 6-1-4 第四次焦點座談與會人員

編號	姓名	單位	職稱	屬性
1	謝淑貞	國立政治大學國際經營與貿易學系	教授	計畫人員
2	江彌修	國立政治大學金融學系	副教授	計畫人員
3	胡昌國	真理大學財務金融學系	助理教授	計畫人員
4	許俊仁	中國信託銀行	全球資本 市場執行長	業界人士

第八章、結論

本研究透過文獻分析法（document analysis）蒐集我國與香港、南韓、英國新加坡、盧森堡、日本等七個外幣債券市場的法令條文，用以比較我國與各大先進國家在外幣債券市場規範之異同，並針對我國與他國的不同之處找出原因並進而提供適合我國交易制度的規範；對於我國登錄外國債券的相關規範亦經現況分析之後，針對市場實務上所面臨的難題與挑戰，提出規範修正的建議。至於外幣債券市場的未來展望，則搭配焦點訪談的研究方法，尋求具有豐富經驗的業界人士提出看法與建議，並加以整理分析。

首先是關於我國與其他國家/區域的國際債券市場在發行面與交易面的法令，茲針對上市條件審查、稅賦與費用、交易與結算場域、揭露資訊義務這四個面向，提供下表 7-1 的國際債券市場政策建議。

其次是登錄外國債券交易市場，將以營業資格、持有規模、銷售對象和登錄程序這四部分提出數點建議如下表 7-2，期盼未來我國的外幣債券市場可以更具國際競爭力，並為我國銀行創造有利的國際化發展環境。

表 7-1-1 國際債券市場政策建議

<p>上市條件審查</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. 盡量簡化繁瑣的債券上市審核流程，讓本國發行人在專業板的募資效率不落於外國發行人之後；並減少非專業板所需知會的各級主管機關，讓非專業板的外幣債券不再因手續龐雜而乏人問津 2. 降低對發行人的財務狀況要求，讓其他淨值尚不足五億元但獲利能力佳的企業不因此被拒於門外，讓他們也有機會在外幣債券市場上籌資 3. 放寬非專業板的信評限制，建議只需要取得信評而不強求通過門檻，意即將承擔違約風險的選擇權利交還給投資人自行判斷 4. 非專業板開放以其他語言編寫公開說明書，簡便外國發行人的上市手續
<p>稅賦與費用</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. 在外幣債券市場的資本利得應設計長短期差別課稅的機制，讓長期投資的投資人可以享有較低的稅率或是稅賦上的減免，吸引他國投資人前來投資，營造公平競爭的交易環境
<p>交易與結算場域</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. 將外幣債券市場從櫃買中心整併到證券交易所，以求提高我國外幣債券市場的國際知名度 2. 讓交易公開透明，促進市場效率
<p>揭露資訊義務</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. 統一使用 IFRS 會計準則，與國際接軌 2. 公開資訊的揭露於同一平台，讓資訊傳遞更加有效率

表 7-1-2 登錄外國債券交易市場政策建議

營業資格	依「銀行法」及「國際金融業務條例」設立之銀行，得直接辦理國內外債券業務，且無須取得兼營證券商資格，亦不須適用證券商買賣外國債券之業務規範。
持有規模	銀行辦理各種債券業務之單一或總量限額，應考量各銀行資本規模與風險承擔能力，不須侷限於證券商淨值比例之規範，以保留因應市場多變且多元化需求的彈性。
銷售對象	為與外國金融機構在辦理境內外債券業務時，具有對等公平的利基，應開放國際金融業務分行得對境內投資人提供債券業務，以提升其金融業務國際化之競爭力。
登錄程序	為提高金融機構積極導入外國債券於國內銷售，以提高我國債券市場國際化程度，可給予首家登錄外國債券金融機構具有適當的銷售保留期間，即該金融機構向櫃買中心申請自行買賣外國債券，經由櫃買中心核准後即可銷售該外國債券，並於銷售保留期間結束後始登錄公開。

參考文獻

(一) 中文部分

台灣櫃買中心 官方網站

洪永森、鄭鳴(2013年2月)，「海外人民幣債券市場之研究」，中華民國證券商業同業公會。

孫彬彬、涂波、孫倩倩、周岳、高志剛(2015年9月22日)，「境內主體香港發債研究 海外債券觀察專題研究之一」，招商證券。

「如何成為交易所參與者」，香港交易及結算所有限公司(2014年4月)。

香港交易所 官方網站。

交易所對「公眾人士該如何透過香港交易所購買債務證券」信件內容

「有關接受在香港上市的內地註冊成立公司採用內地的會計及審計準則以及聘用內地會計師事務所的諮詢總結」，香港交易及結算所有限公司(2010年12月)，第1頁。

現貨市場交易研究調查2016(2017年7月)，香港交易所。

藍一鴻(2018年1月)，租稅各論，正志光出版社。

台灣證券交易所(2017年7月)，韓國證券市場相關制度。

洪櫻真(2003年3月)，韓國證券市場交易保證金制度，證交資料第491期、台灣證券交易所(2017年7月)，韓國證券市場相關制度。

柏威(2017年10月)，稅務法規，首席文化出版社

財稅法典(106年7月)，一品法學苑。

所得稅制優化方案(107年9月)，財政部中區國稅局雲林分局。

全民稅改(106年10月)，財政部中區國稅局豐原分局。

證券暨期貨月刊第三十四卷第三期，我國國際債券市場十年發展里程與展望
債券發行與交易實務作業與管理-外幣計價國際債券(寶島債券)，2016，櫃買中

心

外幣計價國際債券市場問與答，2014，櫃買中心

日本交易所集團網站，<https://www.jpx.co.jp/>

盧森堡交易所網站，<https://www.bourse.lu/home>

【2018 外匯交易】歐盟 MiFID II 新規有哪些具體措施？對外匯及 CFD 經紀商有何影響？CM Money，<https://www.cmoney.tw/notes/note-detail.aspx?nid=93778>

國際證券市場簡訊 534，

<http://www.tse.com.tw/staticFiles/product/publication/0002000059.pdf>

英國公司債券市場，

http://big5.mofcom.gov.cn/gate/big5/www.mofcom.gov.cn/article/zt_chanyejishu/other/201201/20120107924936.shtml

Listing in London，A guide to a listing of debt，資誠聯合會計師事務所，

<https://www.pwc.ru/en/capital-markets/assets/guide-to-listing-debt.pdf>

證券交易市場之回顧、演進與展望(上)，證券暨期貨月刊 第二十九卷 第十期

Company Overview of MTS S.p.A，

<https://www.bloomberg.com/research/stocks/private/snapshot.asp?privcapId=676094>

[9](#)

MTS BondVision 官方網站，<https://www.mtsmarkets.com/products/mts-bondvision/about-mts-bondvision>

MTS Bondspro 官方網站，<https://www.mtsmarkets.com/products/mts-bondspro>

英國證券市場相關制度，臺灣證券交易所，2016 年 7 月

Market Abuse , FCA , <https://www.fca.org.uk/markets/market-abuse>

新加坡交易所官方網站 ,

http://www.sgx.com/wps/portal/sgxweb/home!/ut/p/a1/04_Sj9CPykssy0xPLMnMz0vMAfGjzOKNHB1NPAYcDSz9wwzMDTxD_Z2Cg8PCDANdjYEKIoEKDHAARwNC-sP1o8BK8JhQkBthkO6oqAgAzDYPQQ!!/dl5/d5/L2dBISEvZ0FBIS9nQSEh/

新加坡交易所新官方網站 ,

<https://www2.sgx.com/zh-hans/>

Debt capital markets in Singapore: regulatory overview , Practicallaw ,

[https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/7-634-](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/7-634-7850?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true&comp=plu)

[7850?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true&comp=plu](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/7-634-7850?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true&comp=plu)
[k&bhcp=1](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/7-634-7850?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true&comp=plu)

《新交所證券上市手冊》 ,

http://rulebook.sgx.com/en/display/display_viewall.html?rbid=3271&element_id=503

7

新加坡證券市場相關制度 , 台灣證券交易所 , 2017 年 7 月。

(二)英文部分

Wonhyung Kim and Hyerin Roh, Yoon & Yang LLC(2016 年 4 月 1 日),「Debt capital markets in South Korea: regulatory overview」。

韓國交易所 英文版官方網站。

PWC, The Luxembourg Stock Exchange-A prime location for listing

Listing of bonds on the Luxembourg Stock Exchange, 2017, Loyens & Loeff

Debt capital markets in UK (England and Wales):regulatory overview,

<https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/7-525->

4130?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true&comp=plu
k&bhcp=1