

「國際資本移動對新興國家外匯市場的影響」

委託研究計畫期末報告

執行單位

國立政治大學 投資人研究中心

主持人

周行一 國立政治大學財務管理學系 教授

共同主持人

李志宏 國立政治大學財務管理學系 教授

協同主持人

徐政義 國立中央大學財務金融學系 副教授

研究助理

魏慧珊 國立中央大學財務金融學系 博士候選人

翁胤哲 國立政治大學財務管理學系 博士候選人

陳仲愷 國立政治大學財務管理學系 碩士班研究生

中華民國一百年四月

目 錄

目錄內容	頁次
第一章 序論	1
第二章 國際資本之種類與定義	4
第一節 國際資本	4
第二節 私人資本	5
第三節 官方資本	12
第三章 國際資本流動對經濟與股匯市之影響	17
第一節 對國家經濟之影響	17
第二節 對股票市場之影響	19
第三節 對外匯市場之影響	24
第四節 政策意涵分析	27
第四章 國際資本流入新興國家之概況	30
第一節 經濟成長	30
第二節 國際資本移動	34
第三節 國際資本流入對新興國家之影響	40
第五章 新興國家對外資於證券市場投資之限制	48
第一節 臺灣	48
第二節 中國大陸	49
第三節 韓國	50
第四節 馬來西亞	51
第五節 泰國	52
第六節 巴西	53
第七節 小結	55
第六章 新興國家之國際資本移動管制措施	63
第一節 美國的量化寬鬆政策與新興市場的資本管制	64
第二節 新興市場各國近期資本管制措施	67

第三節 新興國家資本管制措施對經濟體系的影響	69
第四節 小結	72
第七章 結論與建議	74
第一節 研究結論	74
第二節 政策的建議	76
資料來源及參考文獻	78

圖表目錄

圖表內容	頁次
表 2-1 不同型態的國際資本流入之潛在利益與風險	10
表 2-2 全球前十大主權基金	14
表 2-3 次級房貸危機發生後主權基金援助銀行的概況	16
表 4-1 全球實質 GDP 成長率	30
表 4-2 發展中國家淨國際資本流入	34
表 5-1 外國投資人證券所得稅率表	53
表 5-2 新興國家對於外資的管制	55
表 6-1 近期各國資本管制措施時間表	67
圖 2-1 主權基金 2010 年 Q3 的一致性需求計量指標	15
圖 4-1 全球各地區對經濟成長的貢獻度	33
圖 4-2 發展中國家淨私人資本流入將出現微弱的復甦	38
圖 4-3 亞洲若干新興國家之淨資本流入占 GDP 之比重	39
圖 4-4 亞洲若干國家和地區之淨資本流入占 GDP 之比重	39
圖 4-5 股權資本淨流入(4 周移動平均數)	40
圖 4-6 新興市場股價指數	41
圖 4-7 本文選取之新興國家的股價指數變動	41
圖 4-8 部分已開發與新興國家的匯率變動	42

圖 4-9 亞洲若干國家對美元的名目匯率變動	43
圖 4-10 本文選取之新興國家對美元的名目匯率變動	43
圖 4-11 亞洲若干國家之匯兌市場壓力	44
圖 4-12A 本文選取之新興國家的總外匯準備	44
圖 4-12B 本文選取之新興國家(不含中國)的總外匯準備	45
圖 4-13 2010 年日本與亞洲新興國家之匯率變動	46

第一章 序論

過去許多的文獻，認為外資對於新興國家的經濟發展具有正面的意義，例如 Henry (2000)與 Bekaert and Harvey (2000)的研究發現，新興國家開放其國內的資本市場之後，整體的資金成本大幅降低，對於促進國家的經濟發展具有相當高的貢獻。Huang and Shiu (2009)的研究發現，外資對於新興國家的上市公司具有監督的效果。而 French and Poterba (1991)以及 Tesar and Werner (1995)的研究認為，投資人藉著跨國投資，可以降低其投資組合的風險，但是此有可能會導致於新興國家的股匯市的系統風險上升。

由於新興國家大多屬於淺碟型的經濟體，當外資看好新興國家的未來發展前景時，一窩蜂地將資金匯入新興國家，易使當地的股匯市資產以及房地產價格膨脹，形成泡沫。一旦金融市場不穩定性增加時，外資有可能會因為看壞新興市場的未來經濟前景而選擇離開當地市場，或是被迫賣出新興市場的持股以籌措資金，匯回母國公司以彌補資金的缺口。無論基於何種原因選擇離開，外資的交易會使泡沫破滅，造成經濟狀況雪上加霜。

此外，有些國際熱錢假借外資之名，至新興國家興風作浪，使當地國家的股市與匯市價格巨幅波動，影響股價與匯率的穩定，重創經濟的發展。在 2007 至 2008 年的金融風暴之間，美國政府為了挽救經濟，實施了一連串的寬鬆貨幣政策，到了 2010 年時，由於經濟前景仍不夠明朗，美國聯準會於 2010 年 11 月 3 號宣布執行第二次量化寬鬆措施(QE2)，加上歐洲地區財政問題日益惡化，這些事件造成國際外匯市場劇烈波動，國際熱錢加速流竄，並且造成亞洲以及拉丁美洲一些國家出現資產泡沫的現象。

事實上，外資的直接投資與股權投資可為新興國家帶來成長所需的資金，降低新興市場的必要報酬率，對於新興國家的經濟成長有許多的貢獻。然而，有些熱錢假借外資之名，到處流竄，著眼於短期的匯率或資產價格的變化，這些國際投機客將熱錢匯往預期資產價格(或是貨幣價值)會大幅上升的地區，假借要進行

股權投資，卻是將資金停留在變現性較高的公債以及貨幣市場，或是購買土地等不動產，等未來幣值升值或是資產價格上漲之後，再將資金大筆匯出，賺取價差。這些熱錢對新興國家的經濟體發展不但沒有貢獻，還可能造成一些危害，包括：

- 一、外匯市場的劇烈波動：大多數的開發中國家都是靠出口來帶動經濟成長，外匯市場的劇烈波動，造成開發中國家的出口商風險大幅提高，影響廠商的穩定與生存。
- 二、資產價格的泡沫：當熱錢流至新興市場，易造成資產價格的泡沫，使土地的價格高漲，或是當地的幣值被不合理高估。一旦資產出現泡沫，對新興國家的經濟穩定形成很大的挑戰，而且還容易引起國際投機客的攻擊，使新興市場的經濟遭受更嚴重的傷害。
- 三、影響當地國家的正常經濟活動：國際熱錢的流入，使當地的幣值高估、資產價格上升，通貨膨脹的壓力上升，甚至造成資本市場交易的扭曲(例如：因貨幣與公債市場之投資工具被投機客持有，價格飆漲，影響正常的交易)。而一旦熱錢流出之後，又會造成泡沫破滅，當地資產價格暴跌。這些都會影響正常的經濟活動。

全球金融風暴之後，一些國際組織與學者認為新興國家有必要對於國際資本的移動進行管制。例如，聯合國發展計畫署亞太區域中心(UNDP Regional Centre for Asia and the Pacific)於2009年11月公布「The Global Financial Crisis and the Asia-Pacific Region」的報告指出，國際資本移動是肇致1997-1998年亞洲金融危機及此次全球金融海嘯擴散的重要原因，且國際資本移動已取代貿易型態或經濟基本面，決定了近期亞洲開發中國家的匯率變動。有鑑於國際資本快速移動所潛藏的危險，以及擾亂股匯市秩序，且不利於亞洲開發中國家經濟的健全發展，該報告建議亞洲開發中國家應檢討資本帳自由化政策，並考量新國際現實，加強對資本帳的管理。¹

我國係採行管理式浮動匯率制度，新臺幣匯率原則上由外匯市場供需決定，但是當短期資金大量進出，引起匯率大幅波動、外匯市場交易失序時，為了維持

¹ 請參考中央銀行 99/1/4 所發佈的新聞稿：
<http://www.cbc.gov.tw/ct.asp?xItem=35914&ctNode=302&mp=1>。

經濟與金融穩定，中央銀行亦會採取一些穩定的措施，以近兩年來外資進出我國資本市場為例，央行分別實施了禁止外資資金存入新臺幣定期存款、調高金融機構收受外資新臺幣活期存款準備等，防範外資假借投資我國股市之名，進行外匯炒作賺取短期匯差之實。

本研究的目的是有三：一、探討外資對於新興國家經濟的正面影響與負面影響。二、分析國際資本的移動對於新興國家股市與匯市的影響。三、新興國家為因應國際熱錢的流入所採取的因應措施為何？

本研究的架構如下：於第二章定義國際資本流動，包括私人資本之直接投資與股權投資，以及國際資本(包括國家主權基金)，第三章探討國際資本流動對經濟與股匯市的影響，第四章探討國際資本流動流入新興市場的概況，第五章蒐集了新興市場對於外資股權投資的管制與限制，這些國家除了我國之外，亦蒐集了中國大陸、南韓、泰國、馬來西亞與巴西等國家的規範。第六章探討最近新興國家因應國際熱錢的流入，對資本管制的措施。第七章提出結論以及三項的建議。

第二章 國際資本之種類與定義

當個人、企業或政府所擁有的資本超過他們所需要的數量時，他們可以透過資本市場提供給需要資金的其他個人、企業或政府。股票市場和債券市場即為最主要的資本市場之一。資本市場的存在，使得那些具有生產力的資金需求者能夠獲得足夠的資金進行生產活動，提升經濟體系的生產效率。資本市場的運作品質越好，資金需求者發行證券募集資金的成本就會越低，就越能促進投資活動的效率進而提升經濟發展；所以維持資本市場的穩定性一直是各國政府政策實施的重點之一。

第一節 國際資本

自 1970 年代開始，資本市場開始有了重大的發展。隨著精密的通訊系統進步，世界各地皆可自由自在地進行商業活動，而資金為商業活動不可或缺的一分子，因此隨著日漸頻繁的跨國貿易行為，資本市場也必須邁向國際化、全球化；在 1990 年代後期，外匯市場逐漸成為國際資本市場非常重要的一部分。

金融交易技術進步、國際資本移動性提高、金融市場自由化、總體經濟穩定帶動國家信用提升、投資國際多角化等等，這些因素都是造成國際資本在世界各國之間移動的原因。而當已開發國家的經濟成長速度趨緩和利率普遍偏低、開發中國家未來經濟前景看好等，這些因素又迫使國際資本逐漸移向開發中國家尋求更好的投資機會。雖然開發中國家能夠藉由國際資本流入提升消費和投資，但是大量的國際資本流入也可能造成該國通貨膨脹的壓力、經常帳赤字增加、貨幣升值而使得該國的出口商品喪失國際競爭力，這些影響都會讓開發中國家的總體經濟更容易受到國外因素的衝擊而產生劇烈波動。

國際資本的流入所造成的影響其實是一體兩面的，它為資本流入國帶來好處的同時也帶來了風險。經濟理論認為國際資本流入所帶來的好處主要是促進資本累積(和國內的儲蓄產生加成效果而非排擠效果)和提升經濟體系的效率(藉由改善資源配置、增強國內企業的競爭力、和人力資本產生交互作用、加深國內金融

市場和降低企業的資金成本)。而另一方面國際資本流入所伴隨著的風險主要是擴大財富損失(因為消費和生產型態被扭曲)和國際資本突然撤離時所造成的破產及產出損失。Reisen and Soto (2001)認為區分不同種類的國際資本有助於分析特定種類的資本對資本流入國的影響，讓決策者在實施相關政策時有所依據，而不會因政策選擇上的錯誤，導致國家需承擔國際資本流入的風險，卻無法享受到益處。接下來即針對國際資本的種類作介紹。

國際資本的來源主要可分為私人資本和官方資本。私人資本包括個人、企業和銀行，依照其功能性和目的可以區分為三類：外人直接投資(Foreign direct investment)、證券投資(Portfolio investment)及其它投資(Other investment)。而官方資本即代表資本來自於一國或多國之政府，包括了世界銀行和國際貨幣基金等國際金融機構提供的貸款、外國政府對他國提供的貸款和政府所成立的專門投資機構；因此官方資本主要可分成三類：官方非優惠性融資(Official non-concessional loans)、官方開發援助(Official development assistance；ODA)和主權基金(Sovereign wealth fund)。

第二節 私人資本

一、外人直接投資

外人直接投資代表某一國家的企業個體從其它國家中的經濟個體獲得持續性的利益關係。持續性的利益關係是指外人投資者和被投資企業之間長久的關係以及對管理階層有顯著的影響力。因此外人直接投資不僅包含了兩邊初始的協議也包括了雙方以及雙方的從屬企業(不論是否具法人地位)接下來所有的協議。

外人直接投資對於一國的經濟發展有實質上的幫助，特別是對於那些開發程度較低或開發中的國家。外人直接投資能夠為資本匱乏的國家(例如早期的台灣)帶來許多正面的影響，例如增加實體資本、創造就業機會、擴大生產能力、促進金融穩定、藉由科技與技術和管理上的 Know-How 的轉移來提升本國勞動力的素質和技能進而提升本國的競爭力、幫助國內經濟體系追上世界上的先進國家的

經濟水平等。而且相對於其他種類的私人資本，外人直接投資一旦確定了日後便難以撤離，也就是它具有相對低的撤離性(Reversibility)。主要原因是它具有高沉沒成本的特性(Sarno and Taylor, 1999)以及貸款者和借款者之間的資訊不對稱問題較不嚴重(Razin et al., 1999)。

然而外人直接投資並非全然為一國的經濟帶來正面的影響，它也有可能帶來負面的影響；至於是正面的影響或是負面的影響取決於外人直接投資的型態、產業、規模、投資期間、營運位置、相同產業內本國公司的數量和其它因外人直接投資間接引發的效果。畢竟外人直接投資本質上還是投資行為；利用便宜的資源(勞工與土地等)來獲取更大的財富，這才是他們最主要的目的。雖然外人直接投資能夠創造本國勞工的就業機會；相反地，他們也可以減少本國勞工的就業機會，這樣的手段包括：僱用其他國家(甚至是投資人的母國)的工作人員而不是雇用本國人、增加本國產業的競爭使得本國競爭力不足的企業因此倒閉而解散員工。前一段外人直接投資的正面影響所提到的科技和技術上的 Know-How 的轉移，也可能因為本國市場的整合程度不足，使得移轉沒有成功。而且外人直接投資在初期所造成正的資本流入，有可能因為投資人使用本國便宜的原物料和資源進行生產，最後賣出昂貴的商品給本國人，反而使得資本流入變成負的。

因外人直接投資存在造成經濟體系負面效果的風險，所以政府在面對外人直接投資時必須審慎評估並且做全方面的策略考量，尤其是當政府為了吸引外人直接投資而施行一些措施時，例如補助或稅賦方面的優惠。由於這些措施會大幅地降低政府收入，政府必須去評估，這些資源如果用來做其它投資(教育或基礎建設)所能帶給國家的經濟成長或財富累積，是否會比用來吸引外人直接投資所帶來的正面影響更為顯著。再者，外人直接投資並非僅僅是一種投資，它在經濟層面和政治層面能獲得某種程度的控制權，因此政府勢必得權衡兩者的利與弊，在做出歡迎外人直接投資的決策之前，必須有全盤考量過的經濟意涵來支撐背後的動機。

Albuquerque, Loayza and Servén (2004) 認為，驅使外人直接投資的因素可以分為全球性的因素和本國內的因素，全球性的因素能夠解釋不同國家的投資人投資在其他國家的相關性，而本國內的因素僅與本國的經濟特徵有關，只能夠解釋不同國家的投資人投資於本國的相關性，對於不同國家的外人直接投資沒有直接或間接的影響。近年來不論是在工業大國或是開發中國家的境外直接投資，全球性的因素都扮演愈來愈重要的角色；由於 1980 和 1990 年代接踵而來的金融改革和自由化造成全球資本市場整合度提高，這與全球性因素相關性的增加也息息相關。而導致境外直接投資的國內重要因素有國內生產力的成長、對外貿易開放程度、金融體系健全度、政府預算赤字和總體經濟的穩定度等等。

在外人直接投資的過程中，有時候是藉由私募股權基金來達到提供資金、專業知識或技術轉移的目的。私募股權基金是指投資在以私募方式募集資金的股權或具股權性質之證券的基金；對於剛成立且具有成長潛力卻無法藉由金融市場取得資金之企業，私募股權基金能夠滿足其資金需求或提供協助，有助於剛起步之企業發展；由於私募股權基金的私募特性，所以受到政府的管制是較少的，而且在不完全資訊揭露的情況下，資本配置效率較高，可以為投資人帶來更高的報酬。當私募股權基金取得被投資公司之所有權後，即會致力於提升被投資公司的價值，並在適當的時機選擇適合的退場機制達到獲利了結。所以不論是對資金需求者還是資金供給者，私募股權基金有其正面價值存在。

然而私募股權基金透明度不足和受到政府管制較少的特點是一體兩面的，因為私募股權基金通常會牽涉到高度的槓桿，使得被投資公司必須承擔大量的負債，提高財務危機相關成本；而且相關法令規範的不足，可能衍生出其它問題(如內線交易)。若私募股權基金著重在短期獲利，而不重視被投資公司的永續發展，亦有可能對公司甚至整個產業造成不好的影響。私募股權基金對於外匯市場也有可能產生衝擊；由其是當私募股權基金已完成退場機制時，必須將獲利的資金分配回投資人時，該筆龐大的金額經由外匯市場匯出將會造成匯率的波動。

二、證券投資

證券投資的部分包含了權益證券、債務證券(包括債券、票券與貨幣市場工具)和衍生性金融商品的投資，尤其權益證券和債務證券對於企業的外部融資扮演著舉足輕重的角色。而在這個部分我們也會特別介紹「避險基金」；因為隨著資本市場自由化和國際化之後，避險基金開始在世界各國的資本市場上尋找能夠獲利的投資機會，投資範圍包括權益證券、負債證券、匯率和利率等，由於避險基金著重短線投機和利用各種衍生性金融商品獲利，所以容易造成一國股匯市的振盪，甚至產生區域性的系統風險，故各國證券市場的主管機關無不對避險基金嚴加看管，避免避險基金破壞該國金融體系的穩定。

以下將先針對權益證券和債務證券對於一國之總體經濟影響做簡單介紹，然後再介紹避險基金。

(一)權益證券投資

外國投資人購買本國企業所發行的權益證券的方法主要有三種：第一種方法是本國企業直接到國外的股票市場進行上市，例如美國存託憑證(ADR)；本國企業可藉由發行ADR並且在美國的證券市場上交易，吸引美國的投資人購買。第二種方法是本國企業在境外發行權益連結的金融工具，例如海外可轉債，當外國投資人購買海外可轉債，等待一段時間後即可行使轉換權利而持有該企業的權益證券。然而這兩種方法通常只有在本國企業屬於國際上知名的大企業，而且該企業前景看好的情況下，外國投資人才會對持有該企業之權益證券有興趣，屬長期投資的意味較大。第三種方法即是國際資本直接流入本國的股票市場購買本國企業的權益證券。

Claessens et al. (1995) 和 Stultz (1999a)認為，國際資本流入一國的股票市場能夠降低該國企業的資金成本和減少代理成本(藉由改善公司治理)。而且根據歐美國家的經驗，健全的股票市場能提升資本配置的效率，使資本能夠從低報酬的商業活動朝向高報酬的商業活動；並且滿足新成立企業的資金需求。雖然國際

資本流入提高了股票市場流動性，也可能提高了權益證券價格的波動度；但高流動性和國際化程度高的股票市場應該抑制權益證券價格的波動度，所以 Stultz (1999b)發現，沒有任何證據顯示國際資本的流入會提高權益報酬率的波動度或造成國內的股票市場和國外的股票市場有過多的連動關係。

然而也因為高流動性和低交易成本使得流入股票市場的國際資本具有高度的撤離性(Reversibility)。若國際資本的流入屬於短期、大量且快速進出的形態，這種投機性的短期資本容易使一國的匯率、股市、貨幣供給、物價、利率等受到不利之影響，這種不穩定的資本不僅無法提升國內投資，總體經濟還可能因此受到衝擊產生波動，是政府最不樂意見到的；尤其開發中國家本身的總體經濟並非很穩定時更難以承受這種衝擊。一些研究並指出，股票市場的衰退通常和貨幣危機兩者之間有非常強烈的聯繫關係；尤其是當新興國家發行危機的時候，股票市場的崩盤和匯率制度的崩塌經常是同步化(Synchronization)的，它們被稱為雙胞胎危機。又股價和匯率的聯動經常會使一國原先就不是很穩定的總體經濟更加速惡化。

雖然有些學者贊同一個功能完善和健全發展的金融市場能夠降低金融危機的風險；主要是因為透過不同市場之間的套利行為，價格機制能消除投機攻擊(Speculative attack)的可能性並將市場價格導回到均衡水準。但 Furukawa (2009)認為，由於國際資本的流入，價格機制可能無法有效地發揮功能和穩定股票市場；因為國際資本在投資一國的股票市場前，若先經過外匯市場，該國的外匯市場可能已經先受到國際資本流入的影響，扭曲了國內資產現在和未來價值的權重，進而影響到股票市場的穩定性。外國投資人在外匯市場和股票市場之間會有策略上的考量，此時股票市場就有可能產生數個均衡水準，數個均衡水準就會引起股票市場和外匯市場同時的投機性攻擊，便造就了兩個市場同時崩塌的可能性。所以對於開放國際資本的股票市場而言，價格機制並不能保證單一均衡水準的存在。

(二)債務證券投資

在國際資本市場發展之前，企業或政府為了籌措資金所發行的債務憑證，通常只有該國投資人能夠購買，因此企業或政府無法順利籌措足夠資金的情況屢見不鮮。而資金的流動性不足會造成企業的成長速度緩慢或一國的經濟活動發展遲緩。隨著資本市場國際化，外國債券市場(Foreign bond market)和境外債券市場(Eurobond market)成為了國際資本市場重要的一部分；企業或政府不再侷限於國內的債券市場，透過國際資本將能夠滿足他們的資金需求。當企業到國外發行債券並使用當地的貨幣來計價即稱為外國債券，美國、瑞士、日本和盧森堡為主要的外國債券市場。若企業到國外發行債券但不以當地的貨幣來計價則稱為境外債券；境外債券市場能夠蓬勃發展的主要因素在於這個市場受到管制的程度相當低，且境外債券是幾乎不課稅的，再加上境外債券是以不記名的方式發行；這些因素使得境外債券市場相當程度的受到投資人和企業的喜愛。

Eaton and Gersovitz (1981) 和 Cline (1995)認為對於容易受到衝擊的國家而言，國際資本流入債務證券有助於消費平滑(Consumption smoothing)。但 Corsepius et al. (1990)卻認為，資金需求者以債務證券融資時，只需要對債權人定期還息到期還本，所以債權人跟借款者的盈餘是沒有關係的。當資金需求者是以權益證券融資時，借款者的盈餘是屬於股東的；因此權益融資反而會降低借款者消費的波動度，負債融資能讓借款者有潛在的消費甚至投資意願。由於債務證券投資相關的文獻非常少，目前較無一定之定論。

表 2-1 為外人直接投資、權益證券投資和債務證券投資的相關比較：

表 2-1 不同型態的國際資本流入之潛在利益與風險

	利益			風險	
	增加國內投資	促進經濟效率	平滑消費	擴大扭曲	高程度的撇離性
外人直接投資	強	強	強	弱	
權益證券投資	弱	強		弱	強
債務證券投資		強	強	弱	強

資料來源：Reisen and Soto (2001)

(三)避險基金

避險基金又稱為對沖基金，與一般共同基金最大的差異在於操作的手法；避險基金會同時利用多空部位的操作，來降低基金投資組合與市場的連動性，也就是規避市場風險或系統風險，以追求絕對的報酬率。由於避險基金高度投機和高槓桿的特性，加上不對外公開基金的相關訊息，各國證券市場的主管機關都對避險基金特別的注意，並禁止其對投資人進行過多的宣傳和推廣。

在 1997 年之前，許多東南亞的國家如泰國、南韓、馬來西亞等，長期透過對外資的借款來維持國際收支餘額的平衡，因此匯率偏高而且採取釘住美元的固定匯率制度。以索羅斯(Geroge Soros)管理的「量子基金」為首的一些避險基金，利用他們所擁有的大量資金首先對泰國的貨幣進行放空，造成金融體系的混亂，隨後再將目標放在其他東南亞的國家，使整個東南亞產生了金融風暴。所以對於政府而言，為了維持金融體系的穩定，在避險基金動機不明朗的情況下，必須對避險基金嚴加監督管制，以降低任何會造成股匯市震盪的可能性。

三、其他投資

沒有歸類在外人直接投資、證券投資的所有金融交易和儲備資產都屬於其他投資。儲備資產是分析一國所持有對外部位的關鍵因素，包含黃金、特別提款權(SDRs)、普通提款權(Reserve Position in the Fund)、外匯資產(包括貨幣、存款和證券)及其它所有權。

國際資本的流入能否提升資本流入國國內的投資，通常取決於外國投資人的目的、全球及該國的投資環境和該國政府的政策。我們可以簡單地考慮以下幾種不同狀況：

第一種情況是假設世界各國的利率處於較低水準且本國資金的邊際報酬相對較高，國際資本將會大量湧入本國並補充國內的儲蓄，此時國際資本和國內投資會有顯著的關係，而且關係會一直持續直到這段過渡期間(風險調整後的報酬相對較高)消失。Blanchard and Giavazzi (2002)研究顯示：當希臘和葡萄牙加入歐

洲貨幣聯盟(European Monetary Union)後，大量的資本流入提高了他們國內的投資和消費，提升了兩國的經濟成長。

第二種情況是假設本國資金的邊際報酬相對於世界各國的利率並不高，國際資本仍然可能流入本國，但可能是基於其他理由，例如達到多角化(Diversification)的目的 (Kraay and Ventura, 1999)。在這種情況下，我們可能無法推定國際資本流入促進了國內投資，尤其是對於已開發國家而言，國內缺少了投資報酬率高的機會(如基礎建設)，即使開放國際資本流入也難以提升國內投資。

因此一國之政府經常實行資本管制措施來控管國際資本流入，以避免總體經濟受到國際資本流動的影響產生大幅度地波動，並且藉由這些措施將國際資本流入導向政府所偏好的產業、市場或是特定的投資計畫，以達到促進國內投資和提升經濟成長的目標。舉例來說，政府在尋求外人直接投資時，通常希望投資在未來有前景的重要產業上(如台灣政府在 1970 年代選擇了 RCA 的 CMOS process 達到了發展半導體產業的目的)。而且資本管制的存在提高了交易成本，使得國內資本外流 (Capital flight) 的能力受到限制，增加國內投資計畫獲得資本的機會。Mody and Murshid (2005) 就認為，資本管制的重點也許可以著重在國際資本流入和國內投資的關係，不論是藉由限制國際資本的去處或是防止資本流出。

第三節 官方資本

一、官方非優惠性融資

官方非優惠性貸款主要來自於世界銀行、區域性開發銀行和不同國家政府共同成立的機構(Intergovernmental agencies)。「非優惠性」貸款的特色在於此種貸款的利率設定主要是依據目前的市場利率、契約中不包含任何的優惠性條款(例如借貸者未來必須要償還所有的貸款金額)和貸款金額中不包含任何的補助款。

二、官方開發援助

官方發展援助主要有補助款(Grants)和優惠性融資。不同機構的補助款其目

的、用途也不盡相同；如世界銀行的補助款，主要目的為幫助低收入國家復原或支撐其國家的償債能力，因此其他國家只要世界銀行認為其償債能力夠高而不至於發生違約風險，將不適用於補助款，因此只有 IDA 負責的國家有資格獲得補助款。而補助款和優惠性融資的貸款主要來自於世界銀行、區域性開發銀行和不同國家政府共同成立的機構。

世界銀行成立的宗旨是提供財務上和技術上的援助給世界上所有的開發中國家，幫助他們的政府消除貧窮並促進經濟發展；主要援助的焦點放在教育、醫療、基礎公共設施、通訊、環境保護和天然資源管理等，因此世界銀行不同於一般的金融機構是以獲利為目的，他們的目的而是為了幫助世界上最貧窮的人。世界銀行主要是由兩個發展機構所組成：International Bank for Reconstruction and Development (IBRD)和 International Development Association (IDA)，IBRD 負責援助中等收入和信用較差的國家，而 IDA 則負責援助世界上最貧窮的國家。對於借款國家所提出的借款計畫，IBRD 和 IDA 都會進行完整的審慎評估，確保該計畫在各個面向都是健全完善的，並設定計畫各個階段的績效衡量指標和撥款時間表。在計畫的執行期間，IBRD 和 IDA 都會指派專人進行嚴格的監督及審查，以確保該計畫按照當初契約簽訂時的協定。

區域性開發銀行是為了某區域之經濟發展之目的並提供投資性貸款所成立的專業銀行，主要是由該區域的成員國或非該區域的國家共同提供資本。通常只要是被認為能促進區域內的互相合作和提升經濟整合程度的計畫，區域性開發銀行就會提供支援，像是提供負債資金融資或權益資金融資、擔保、專業的管理顧問服務、相關技術的援助或贈款等方式，來支持其成員國在基礎設備、環境保護、教育制度和醫療衛生等領域的發展。目前世界上主要的區域性開發銀行包括：美洲開發銀行(IADB)、歐洲投資銀行(EIB)、亞洲開發銀行(ADB)、非洲開發銀行(AFDB)等。

三、主權基金

主權基金，又稱為主權財富基金；主要是由具有龐大外匯存底的國家或是依賴石油出口的國家所成立的專門投資機構，由政府來主導進行長期策略性的投資，在全世界尋求投資標的，來擴大外匯的收益、達到財政平衡或達到其它目的，所以不同國家的主權基金，為了配合其特殊的成立目的，所尋求投資標的的種類和性質也會有所不同；例如挪威的政府退休基金，其成立的目的為因應挪威政府未來快速增長的退休金支出，所以藉由該國龐大的石油收入，經過完善的規劃後投資於世界各國的金融資產。又例如俄羅斯的安定基金，其成立目的是為了穩定該國的金融體制，所以投資的風險容忍度非常低，投資標的多會設定在非常安定和低風險的金融工具上。若依照資產市值排名，目前世界上前十名的主權基金依序為阿拉伯聯合大公國的阿布達比投資局(ADIA)、挪威的政府退休金基金、沙烏地阿拉伯的外國資產控股公司、中國外匯管理局投資公司、中國投資公司、香港(中國)的金融管理局投資組合基金、新加坡政府投資公司(GIC)、科威特投資局、中國大陸的全國社會保障基金、俄羅斯的國家財富基金。

表 2-2 為全球前十大主權基金的國家、名稱、資產規模、創立時間、主要財富來源、Linabug-Maduell 透明度指標(指數越高代表該基金透明度越高)。

表 2-2 全球前十大主權基金

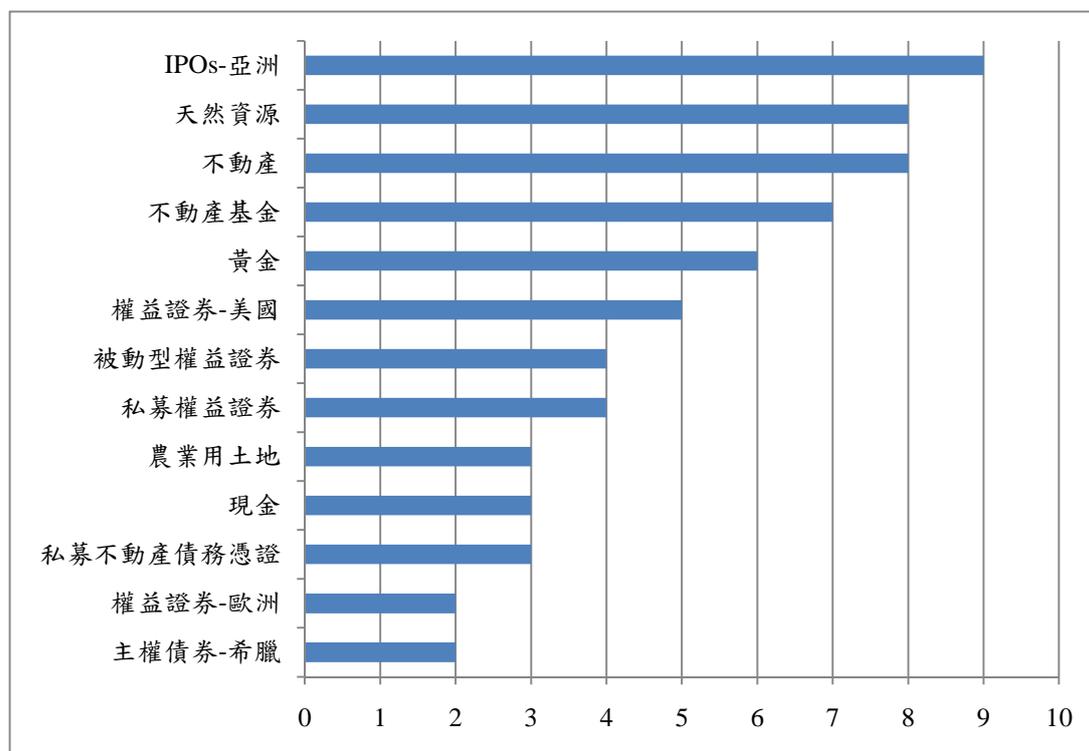
國家	名稱	資產規模 (十億美元)	創立 時間	財富來源	透明度 指標
阿拉伯聯合大公國	阿布達比投資局	627	1976	石油	3
挪威	政府退休金基金	512	1990	石油	10
拉烏地阿拉伯	外國資產控股公司	439.1	未知	石油	2
中國大陸	國家外匯管理局投資公司	347.1	1997	非原物料	2
中國大陸	中國投資公司	332.4	2007	非原物料	6
中國大陸	金融管理局投資組合基金	259.3	1993	非原物料	8
新加坡	政府投資公司	247.5	1981	非原物料	6
科威特	科威特投資局	202.8	1953	石油	6
中國大陸	全國社會保障基金	146.5	2000	非原物料	5
俄羅斯	國家財富基金	142.5	2008	石油	5

資料來源：Sovereign Wealth Fund Institute, November 2010.

主權財富基金協會(The Sovereign Wealth Fund Institute)建構了一個一致性需求計量指標(Consensus Demand Meter)，來預測主權基金未來三季對於投資資產類別的需求。這個指標能夠顯示出主權基金對於資產配置方式、資產部門的選擇和投資決策的排序。資產類別的分數越高代表越受到主權基金的青睞，所以越多的主權基金會選擇投資這類資產；資產類別的分數越低代表主權基金已經試圖在降低該類資產的持有比例，或是將資金移往其他類資產。

圖 2-1 敘述主權財富基金協會在 2010 年第 3 季所估算出的一致性需求計量指標的結果。由圖 2-1 可以發現最受注目的投資標的為亞洲企業的 IPOs，接下來受歡迎的投資標的是天然資源、不動產和不動產基金等。而分數最低的是在 2010 上半年有發生危機的希臘主權債券和歐洲的權益證券。這些分數的高低可能反映了各國主權基金對於未來各類資產報酬率的預期和成長性。

圖 2-1 主權基金 2010 年 Q3 的一致性需求計量指標



資料來源：Sovereign Wealth Fund Institute, September 2010.

主權基金對於全球金融市場能夠產生許多正面的影響，例如：增加全球資本

市場的流動性、穩定全球金融市場的運作、提供新興國家大量的資本等。例如在 2007 年美國次級房貸發行危機之後，有財務困難的銀行也希望透過主權基金的龐大資金來度過這次難關，而主權基金也確實給予援助。所以主權基金的存在確能夠穩定金融市場的運作。

表 2-3 為次級房貸危機發生後受到主權基金援助的銀行、提供援助的主權基金名稱、主權基金獲得股份、援助金額。

表 2-3 次級房貸危機發生後主權基金援助銀行的概況

被援助銀行	提供援助的主權基金名稱	獲得股份 (%)	援助金額 (百萬美元)
花旗集團	阿布達比投資局	4.9	7500
花旗集團	新加坡政府投資公司	3.7	6880
花旗集團	科威特投資局	1.6	3000
美林證券公司	科威特投資局	3.0	2000
美林證券公司	韓國投資公司	3.0	2000
美林證券公司	新加坡淡馬錫控股公司	9.4	4400
摩根史坦利	中國投資公司	9.9	5000
英國巴克萊銀行	新加坡淡馬錫控股公司	1.8	2005
瑞士信貸銀行	卡塔爾投資局	1.0	603
瑞士銀行	新加坡政府投資公司	9.8	9750
瑞士銀行	沙烏地阿拉伯外國資產控股公司	2.0	1800

資料來源：Sovereign Wealth Fund Institute, Official Press Releases, April 1, 2008.

然而顧名思義，主權基金之所以稱為主權基金即是因其具有濃厚的國家政治利益色彩，在不透明程度非常高的情況下所隱藏的不明動機以及政治力介入，將造成其他國家的安全憂慮以及引發國際金融紛擾；若一國的重要產業或天然資源產業被具有不當意圖的其他國家主權基金持有，則該國的經濟命脈將等同於操控在其他國家手中。所以主權基金的透明度已經是全球各國關注的焦點；歐美各國已經提議透過國際性的獨立組織來研擬和制定主權基金的相關準則，透過標準化的規範來提高透明度以降低主權基金可能潛藏的政治和經濟問題，讓主權基金能夠更有效率地提升全球總體經濟。

第三章 國際資本流動對經濟與股匯市之影響

外國投機者的不同經濟體中得到的評價可謂毀譽參半。另一方面，外國投資人的交易造成市場的過度波動亦常為阻撓市場自由化的理由。新興市場國家或小型開放經濟體的外匯管理當局普遍都很關注外資的動態。管理者莫不擔心外資可隨時自由撤資，造成市場資本外流以及股、匯市過度波動。

本章試圖以文獻探討的方式，分析並整理出學界研究外資對股、匯市及國家經濟發展的影響及其中的政策意涵。

第一節 對國家經濟之影響

一、經濟成長

目前已有越來越多的文獻發現開放國際資本和國家經濟成長有正向關係，如 Errunza (2001)和 Bekaert, Harvey, and Lundblad (2005)等。Errunza (2001)觀察到外人證券投資(Foreign Portfolio Investment, FPI)和當地經濟成長率的正向關係。

Bekaert et al. (2005) 的實證研究發現股票市場自由化平均而言可刺激該國實質 GDP 成長達 1%。尤其對於金融市場開發程度越高、金融機構品質優良、有良好法律系統、投資人保護較完善、會計準則較嚴格、整體投資環境較好的國家，開放市場帶來的經濟成長也會較顯著。

另一方面，外人直接投資(FDI)對經濟成長的助益也在文獻上普遍獲得理論與實證的支持。根據新古典經濟成長理論，經濟成長有賴於資本的累積。當地國除了居民的儲蓄與企業投資，外人直接投資更可為當地國帶來直接的資本投入。另一方面，外人直接投資帶來的技術移轉更可產生外溢效果，促進當地經濟成長。

在外人直接投資與當地經濟成長的實證方面，Poon and Thompson (1998)以 80 年代末和 90 年代初期日本對美洲和亞洲的直接投資，發現 FDI 和當地經濟成長呈現顯著的正相關。張銘仁和陽青隆 (2002) 以 GARCH 模型對台灣資料實證的結果也發現 FDI 有助於台灣經濟成長；且 FDI 資本的穩定性愈高，對經濟成

長貢獻愈有幫助。

一般而言，FDI 會為當地居民帶來工作機會、為該國帶來充沛的中、長期資本。此外，Görg and Strobl (2001)認為當地廠商帶來刺激的競爭效果、本土廠商的學習效果及當地員工的學習效果等，也因此帶動經濟繁榮。

然而，並非所有外人直接投資對經濟成長都有正面的影響。當前的文獻已指出 FDI 來源國、在地國的人力資本水準等都會影響 FDI 的有效性。

邵柏齊(2009)發現 FDI 來源地對當地經濟成長會有不同的影響。作者以台灣經濟追蹤資料實證發現不同 FDI 來源會對當地經濟成長產生不同影響。來自已開發國家的 FDI 所帶入之就業、技術等正向外溢效果，可能大於其所造成之技術攫取或市場攫取等負向外溢效果，使當地的經濟發展和來自己開發國家之 FDI 間呈現正向關係。反之，來自開發中國家之 FDI 的負向外溢效果則可能正向外溢效果，使此類 FDI 與當地經濟成長存有負向效果。

Borensztein, Gregorio, and Lee (1998) 指出人力資本與 FDI 的效果其實是相輔相成的。根據該研究對 70 與 80 年代 69 個開發中國家的外人直接投資實證研究，唯有在地國的人力資本達到相當水準後，外人投資才能有效地促進經濟成長。

從相反的角度來看，實施資本管制有可能阻礙經濟成長。Calvo, Leiderman, and Reinhart (1994)指出資本管制與經濟成長的負面關係。限制外國投資的結果將使得本地資本市場發展受限，長期下來將阻礙國內投資及經濟成長，甚至促進地下經濟的發展。

Grilli and Milesi-Ferretti (1995)從長期的角度觀察資本管制的經濟效果。從 61 個已開發國家和開發中國家的樣本中，作者發現資本管制多來自低所得國家、匯率管制國家和政府高度參與經濟活動的市場。而資本管制常造成當地的通貨膨脹和低利率，但對於經濟成長率的影響則沒有找到明確的證據。

二、民間投資

Henry (2000)的研究結果指出股票市場自由化可透過降低企業的資金成

本，並因此帶動當地投資與經濟成長，與 Calvo, Leiderman, and Reinhart (1994) 的研究結論相一致。

三、技術進步

Huang and Shiu (2009)對台灣上市公司的研究指出外資法人的持股和公司研發(R&D)支出有顯著正相關，也對公司當期和未來的報酬有正面影響。作者並推論外資法人可透過提供國內散戶所沒有的經驗、技術、專業以及資源給企業而對國家經濟成長有貢獻。

第二節 對股票市場之影響

國際資本流入對股票市場帶來諸多的益處，例如挹注市值並促進整體市場發展、提高資本供給並降低資金成本等。擁有本地投資人所沒有的資訊的外資加入股市還有助於資訊導入市場，刺激市場價格發現功能的運作。此外，國際投資人高度參與的市場將可使市場更為國際化。

反之，國際資本的引進亦可能對股市帶來負面的影響，例如鉅額交易可能提高市場的波動性、外國投信可能為了調節資金需求出脫本地持股，造成不必要的價格波動或扭曲等。此外，大量資金流入被投資國的市場，可能造成當地資產價格泡沫化的危機等。外國資本過度快速的撤資，甚至可能造成在地國甚至地區型的金融風暴。

本小節將國際資本對股市的影響的相關實證文獻結果整理依影響的層面分項整理如下：

一、正面影響

(一)市場開發程度提高

外資流入對當地資本市場的開發是有正面助益的。Errunza (2001)發現開放外人證券投資之後，資本市場市值對該國國民所得比例、市場交易量佔國民所得比例、週轉率和上市公司家數都呈現顯著的成長。

Clark and Berko (1996) 以 1989 至 1992 年間的資料驗證墨西哥股市外資流入和該股市報酬的關聯性。作者發現當股市市值 1% 的無預期外資資金流入將使得墨國股市市值上漲 13%。Bekaert, Harvey, and Lundblad (2002) 也發現開放市場可使本地市場市值成長 1.4%。

(二) 資金成本降低

數十年來，國際間的資金流動如何對資產報酬及其行為影響，一直是許多業界、學界、和政府管理決策者關心的議題。

開放外國資本流入而使資金成本的降低是指在預期現金流量不變下，當股市得知市場即將對外開放，該國的股價指數可能走高；同時負的淨現值投資案也有機會變為值得投資，該國的實體投資應該會增加。實體投資增加可能促使整體經濟成長，提升的經濟福祉亦成為本國投資人額外的收獲。Henry (2000) 和 Baekert and Harvey (2000) 的研究即指出市場自由化，即開放市場，與企業資金成本及股市成長的關連性。

Henry (2000) 研究 80 及 90 年代含台灣在內的 12 個開放市場新興國家，觀察到股價指數累積異常報酬自開放市場前十個月即呈現向上的趨勢。迴歸分析也證實自由化平均每月可對股票市場帶來 3.3% 的異常報酬，八個月的累積異常報酬達到 26%。

和 Henry (2000) 研究結果相符，Bekaert and Harvey (2000) 對台、日、韓等 20 個新興國家的研究發現新興國家開放其國內的資本市場之後，整體的資金成本大幅降低且當地股市則與國際市場更形接軌。自由化前市場與國際的連動性低或自由化後外資高度持股的市場將享受到更大的資金成本降低之利。

Froot, O'Connell, and Seasholes (2001) 以 1994 至 1998 年間 44 個國家的跨國樣本研究國際投資組合資金流向和該國資產報酬之間的關係；其中包含了 16 國已開發國家，及 28 國新興市場。作者發現同期間的資本流入和股市報酬呈現正向的關係，這代表了該國資金成本確實有降低。

而 Froot, et al. (2001)也發現市場開發程度會對資金流入與市場報酬之間的關係產生不同的結果。在已開發市場中，資金流入無法預測正的未來報酬；且隨著時間累積，未來報酬甚至可能趨為負。然而，在新興市場中，資金流入則可以預測正的未來報酬。正的未來報酬其實來自於過去資金流入和未來資金流入有正向的關係，而未來的資金流入又推升未來資產價格的結果。

(三)價格發現功能

周行一、游智賢和林岳喬 (2005)對我國開放外資投資期貨的研究指出，外資不論在資訊之取得或運用上常較本地投資人具有優勢。故開放外資將有助於促進市場價格機能的運作，使市場的價格發現功能更有效率，即價格能夠更迅速地反映其真實價值。觀察外資在台灣、馬來西亞和香港的期貨交易行為中，鄭麗慧 (2001)也指出若期貨市場遭受過度干預，其價格發現功能會因此受到限制。

Froot, O'Connell, and Seasholes (2001)也發現新興市場的本土投資者未必能有效掌握市場中的訊息，且跨國投資人平均而言可能比新興市場的本地投資人擁有較佳的資訊優勢。

但學術研究中也不乏外資其實是相對資訊弱勢的發現。Frankel and Schmukler (1996) 觀察到墨西哥金融危機發生時，本地投資人對於當地投資標的的買賣會影響到後續在美國紐約證交所掛牌的墨西哥封閉型基金價格。故相較於外國投資人擁有的資訊，作者認為當地投資人在金融風暴期間在資訊面上佔優勢。

(四)國際化程度

Bekaert and Harvey (2000)和 Errunza (2001) 的研究均指出國際資本流動可使當地資本市場與國際市場接軌。Clark and Berko (1996)也指出外資參與的市場可提高分散風險承擔的能量，有助於資本市場的長期發展。

二、負面影響

(一)市場波動性

雖然股市波動性是主管機關最擔心的外資負面效果，但當前實證文獻的結果尚無法認定外資是否為市場的不穩定因子。

Tesar and Werner (1995)的研究指出美國資金在外國股市的交易和當地波動性沒有明確的關聯性。Choe, Kho and Stulz (1999)以南韓 1997 年金融危機時期外資在韓國股市的交易行為以檢驗外資是否造成股票市場的不穩定。作者發現外資參與的南韓股市雖有文獻指出的追漲殺跌和群聚交易現象，但在金融風暴期間則找不到明確的相關證據。

另一方面，無論在金融風暴前和風暴期間，外資的鉅額交易僅造成韓國股市短期價格的影響。Bekaert and Harvey (2000)的研究亦指出新興市場股市波動度雖因開放外資後而提高，但多數時候並未達到統計顯著水準。在日本市場，Hamao and Mei (2001)也獲致相同的結果。

反面的證據如 Wang and Shen (1999)則發現台灣股市的研究則指出资本流入造成台灣股、匯市的波動性提高，惟股市的影響程度較輕微；而 Wang (2007)對於印尼和泰國股市的研究也發現相似的結果。此外，Wang and Shen (1999)亦指出台股的股票報酬在外資流入後不再只反映基本面，開始反映非基本面因素。

Froot, O'Connell, and Seasholes (2001)發現不論是新興市場或是已開發市場，若外資無預警的大量流入，都會對短期資產價格造成衝擊，意味著這種情況下短期波動是難免的。此外，作者還指出過去的高報酬將帶來未來高的現金流入，加上作者找到國際資本流動呈現強烈持續性的證據，代表國際投資人是趨勢追求者。

(二)撤資效果

外資可能因非當地市場因素而突然撤資。例如外國經濟情勢不穩，導致投資人有鉅額資金贖回需求時，海外基金可能出售本地國的股票以滿足其客戶需

求。如此一來，除了可能引發股票市場的無謂波動，其外溢效果還可能傷害經濟與匯市的穩定度。

從國際資本流向的動態來看，Bekaert, Harvey, and Lundblad (2002)的實證指出外資撤資時的速度遠比流入時快上許多。作者並指出者也許和拉丁美洲和亞洲金融風暴有部分關聯。就亞洲金融危機時期而言，Froot and O'Connell (2001)的結果則顯示外資在亞洲風暴時撤資的速度比起拉丁美洲和俄羅斯金融危機算是比較和緩的了。

資本管制能否有效控制外資的撤資行為並沒有明確的結論。Johnston and Ryan (1994)以 1985 至 1992 年間的資料驗證 52 個工業化和開發中國家的資本管制效果。平均而言，開發中國家的資本管制措施無法有效控制資外流，但已開發國家的管制措施是比較有效的。

(三)泡沫化與金融風暴疑慮

究竟外資的資金流入是否過度推升價格導致後續不可避免的價格反轉甚至是金融風暴是最令人好奇的問題。

Clark and Berko (1996)指出，雖然從 90 年代初期墨國的資料顯示短期的衝擊不小，但作者發現外資流入對於該國股價推升的效果是恆常的，即未來沒有反轉的趨勢；亦即外資流入不會造成造成股市泡沫化。作者認為這個現象支持投資人口擴張假說(Base-broadening hypothesis)，由於投資人口增加導致流動性增加以及市場風險分擔能力提高，故價格提高的效果是長期的。

Bowe and Domuta (2001) 試圖找出在亞洲七個國家在 1997 的金融風暴期間本地投資人與外資的預期心理對於短期股價行為的相對重要性。作者發現雖然外資對於金融風暴期間的股市報酬影響顯著，但股票報酬和各國對外資的開放程度是無關的。

第三節 對外匯市場之影響

在探討資本移動對外匯市場影響前，本研究先將當代各國之匯率制度以及政策效果進行摘要整理。此外，對於鄰近之香港成功採行的聯繫匯率制度，本研究亦對其特色予以重點式的分析。

世界各國的匯率制度可概略區分為固定匯率與浮動匯率。固定匯率係指一國貨幣以固定比率與某一外國貨幣或一籃子外國貨幣連結之匯率制度。浮動匯率制度則可再分為自由浮動匯率制度與管理浮動匯率制度。在自由浮動匯率制度下，政府不干預該國之外匯市場，匯率由市場供需決定。但在管理浮動匯率制度下，一國之匯率水準原則上由市場決定，但政府會因經濟政策需要或在有干預必要時對外匯市場進行干預。在此制度下，市場對匯率的影響力由貨幣管理當局取而代之。換句話說，只要中央銀行或貨幣管理當局握有充分的資金或外匯存底，市場的匯率可以說就是由他們所決定。

固定匯率制度與浮動匯率制度的各有擅長。固定匯率制度可使匯率保持穩定，減少國際企業貿易往來的匯差損失。而浮動匯率制度則可透過匯率浮動自動調整國際收支，另可保持貨幣政策自由度。此外，市場決定的匯率不容易因刻意高估或低估成為熱錢的狙擊的對象。

根據現有文獻如 Heller (1978)等的研究發現，小型經濟體、開放經濟體較常採用固定匯率制度，而大型經濟體或封閉型經濟體則多採用浮動匯率制度。

由於固定匯率制度、自由浮動匯率制度及管理浮動匯率制度各自具備鮮明的特色，不同資本管制的政策效果與不同匯率制度產生的火花很可能對管制的有效性產生不同的影響。

值得一提的是鄰近的亞洲金融中心-香港。香港自 1983 年起即採行聯繫匯率制度。此制度係發鈔銀行先以固定 1 美元兌換 7.8 港元之比率向外匯基金換取發行紙幣的債務憑證，再發行港元現鈔。近年來，在美元始終維持強勢貨幣的情況，開放體系的香港外匯市場與經濟得以穩健發展。

然而，隨著美國經濟動力衰退以及採行低利率和量化寬鬆政策，港元被迫複製美金的腳步調整。香港的物價相對鄰國便宜的結果，在無法以貨幣升值調整的制度下，可預期在未來可能得面臨外來需求導致的通貨膨脹。

在概略討論現代匯率制度後，本研究將文獻中對資本流動對外匯市場影響以及對外資實施資本管制的成效整理如下：

一、升值

現有的文獻對於國際資本流動和匯率水準之間關係尚未達成一致的結論。

Brennan and Cao (1997)研究國際資本流動時發現美國對於新興市場的資本流入和該國的匯率水準無直接關係。Kim and Singal (2000)則發現股市自由化不會使匯率升值。

Edwards (2000)整理拉丁美洲國家匯率與資本流量的動態效果。他觀察到資本流入和實質匯率呈現負向關係。換句話說，資本流入的增加將使得匯率升值，而資本流入減少也將伴隨實質匯率貶值。在因果關係檢定中，Edwards 發現大多數國家的例子裡，資本流入會影響實質匯率，但實質匯率則不一定會誘發資本流動。

Edwards (1999) 以 1991 至 1998 年間的月資料討論智利對該國流入之資本課稅的影響。在向量自我迴歸(Vector Autoregressive)的分析結果中，作者得到資本管制對智利與美元之間的匯率沒有影響的結論。

台灣的實證部分，吳中書(1999)分別以外人直接投資和外人證券投資代表長期和短期的資本流入，以共整合模型實證資本流入與匯率水準的關聯性。就長期效果而言，作者發現外人直接投資將使得匯率升值，但外人證券投資將使匯率貶值。

鄭芳周(2006)在金融發展與開放外資對於匯率影響的實證中發現台灣開放外資後將使得新台幣貶值。作者並建議開放外資需考慮金融體系和股票市場的發展程度。

二、波動性

在國外的文獻中，資本流動對匯率波動度的影響還是莫衷一是，是個值得繼續深究的議題。

若將資本流動視為本國經濟的外生變數的話，Claessens, Dooley, and Warner (1995)指出波動的資本流量在浮動匯率制度之下將轉化成匯率的波動，而在固定匯率制度下將轉化為官方的外匯存底。換句話說，在浮動匯率制度下，作者認為任由資本流動將會提高匯率的波動度。

在其研究開放股市之利弊的實證論文中，Kim and Singal (2000)亦紀錄了外匯市場受到的影響。除了匯率沒有顯著升值外，作者還找到匯率的波動度在開放市場後呈現降低的證據。

Edison and Warnock (2003)提出資本管制程度的指標，並將之用於經濟變數的驗證。作者並沒有發現市場自由化對匯率波動度沒有任何影響，不像 Kim and Singal (2000)記載般下跌，

在國內的文獻部份，實證結果則偏向認為資本移動對匯率波動沒有顯著影響。周行一、游智賢和林岳喬(2005)以匯率的自我迴歸模型檢驗韓國對外資開放期貨市場對匯率的衝擊。作者發現在開放外資後，匯率的波動性呈現不增反減的正面影響，甚至有穩定匯市的效果。

鄭芳周(2006)以開放外資的虛擬變數加上兩國相對利率水準、金融市場、股市發展等因子對匯率波動度進行複迴歸分析，也發現開放外資將顯著降低匯率波動度。

雖然文獻中認為國際資本移動對我國新臺幣匯率波動沒有顯著的影響，這可能有兩個原因：(1)我國對外資開放之後，由於匯市的高度流動性，因此國際資金的流動並不會匯率的穩定產生影響。(2)由於我國採行管理式浮動匯率制度，新臺幣匯率原則上由外匯市場供需決定，但是當短期資金大量進出，引起匯率大幅波動、外匯市場交易失序時，為了維持經濟與金融穩定，中央銀行亦會採

取一些穩定的措施，因此統計上找不到匯率波動度提高的證據。

三、資本管制的效果

從匯率水準來看，Dooley (1996)對於資本管制措施進行了當時完整的文獻整理。作者指出政府的資本管制對重要的經濟變數確實產生影響，但匯率水準並不包含在內。

Reinhart and Smith (2002)研究短期性的資本管制措施對經濟造成的影響中，以理論模型討論對資本流入課稅的結果。模型預期雖然短期的課稅將使得實質匯率貶值，但長期將會升值超過課稅前的水準。李宗樺(2009)也發現資本管制僅具有短期效果，且長期均衡匯率也是升值的。綜合看來，文獻的發現隱含豐富的外匯市場管理的政策意涵，我們將留待下一小節進行相關分析與探討。

而在資本管制對匯率波動性的文獻中，實證結果顯示管制效果也許有效但有侷限性。此外，不同國家的資本管制措施成效也有所不同。

Frenkel, Schmidt, Stadtmann, and Nickel (2002)以過度調整(Overshooting)模型實證指出當政府對外資課以托賓稅(Tobin tax)時，將可降低套利者對兩國匯率差距的預期彈性，提高套利者交易成本，而有效降低短期匯率的波動度。

沈琮韋(2010)將泰國、巴西與智利三國對資本管制措施區分為進出口貿易管制以及金融項目資本管制兩種，並納入課稅管制方法，實證其資本管制效果。智利的資本管制措施能有效控制名目匯率的波動，但唯有金融項目管制效果顯著。泰國於樣本期間並未採用課稅型管制，但進出口貿易管制則顯著控制匯率波動。巴西的三種管制都沒有顯著效果。

第四節 政策意涵分析

在本小節中，我們試圖從眾多資本流動與管制的文獻的結果中彙整並擷取其中的政策意涵。

在資本流動對經濟成長的文獻中，資本流入普遍被認為可帶動當地的經濟發展。不論是透過資本累積、帶動投資與技術移轉等方式，開放市場將有助於經

濟的正面發展。故政府應盡可能開放長期投資的國際資本，尤其是外人直接投資的部分。外人直接投資直接在本地設廠或取得本地企業經營權方式，對本地實體資本的累積、失業率的降低、生產技術的提升以及勞工素質的成長都會有所助益。

在外人證券投資部分，本研究建議有關當局對於非熱錢的證券投資也應採開放的政策。非熱錢的外人證券投資有利於金融市場的長期成長，除了金融業，對於整體經濟發展也有正面的外溢效果。

國際資本對股市的影響則是利弊皆有。對股市正面的影響包含資金成本的降低、資本市場成長、價格發現功能提高、提高國際化程度等。負面的影響主要來自提高市場波動性、資產價格暴漲暴跌、外資撤資導致於市場不安定等。

Ostry et al. (2010)提出新興國家管制國際資金流動的政策，當國際熱錢因為利率的差或是預期新興國家幣值升值而流入時，新興國家可以採行干預的措施，以降低因匯率的巨額變動所造成不利的影響，這些措施包括(1)財政政策，及降低政府支出來減少國際熱錢的流入。(2)貨幣政策，即降低利率，使本國與外國的利率差距減少，降低國際熱錢流入的動機。²(3)外匯市場的管理，(4)外匯市場的干預，(5)本國貨幣與資本市場的管理，(6)資本的管制。Ostry et al. (2010)認為，各種不同的措施有不同的效果，應該要謹慎為之。

國際資本對匯率水準的影響目前沒有得到一致的結論。在我國的實證文獻中沒有發現資本流入造成匯率波動提高的證據。由於固定匯率制度和浮動匯率制度的差別，資本管制政策效果對於兩種匯率制度的影響力必然有所不同。就採行管理浮動匯率制度的我國而言，央行對資本流動管制也許得以維持穩定短期匯率，但長期看來升值仍是不可避免的。

我國央行對於外匯管理政策一向積極，並採取許多穩定幣值的措施。參考吳中書(1999)的研究結果，本研究建議對於長短期的資金流入應有不同的管理方式。對於國際市場的熱錢，央行可考慮以課稅或限制投資範圍等措施加以管制，

² 但是當新興國家有很高的通貨膨脹壓力時，降低本國利率來減少國際熱錢流入的政策會有反效果。

降低其停泊於台灣債市的意願。但對於長期投資的資本，應考量其對整體經濟發展的助益而予以寬鬆管理。若幣值隨著開放市場與經濟發展長期自然升值，則不需過度干預。

第四章 國際資本流入新興國家之概況

第三章以文獻回顧方式探討國際資本流動經濟與股匯市之影響，而本章將彙整近期之市場研究報告，說明近年國際資本流入新興國家之概況與影響。首先，本章節將從世界銀行對全球經濟成長之預測，說明亞洲經濟領先復甦。接著，從國際資本流入(亞洲)新興國家之概況，進一步探討對(亞洲)新興國家在股票市場、外匯市場的影響。

第一節 經濟成長

一、全球經濟成長之概況

根據世界銀行的估計，全球 GDP 在面臨 2009 年呈現負成長之後，預計 2010 年和 2011 年將成長 3.3%，而 2012 年隨著全球更趨穩定將成長至 3.5% (參見表 4-1)。關於發展中國家，因其勞動生產率與人口成長率增長快速，故預計 2010 至 2012 年，三年內的經濟成長約維持在 6% 左右，而已開發國家的經濟成長在未來三年僅分別為 2.3%、2.4% 與 2.7%。由此可知，未來發展中國家將成為全球經濟成長的主要來源。

發展中國家若不包括中國大陸與印度，發展中國家的 GDP 預計 2010 年成長 4.5%、2011 年成長 4.4% 與 2012 年成長 4.6%；若不包括轉型中國家，發展中國家的 GDP 則預計 2010 年成長 6.6%、2011 年成長 6.2% 與 2012 年成長 6.2%。未來二年 GDP 成長率較為下降，主要乃 2009 年各國執行的財政激勵措施開始退場，而作為最大發展中國家的中國大陸，其經濟成長速度預計將更放緩，預計 2010 年為 9.5%、2011 年下降為 8.5%，2012 年再下降至 8.2%。以下，本文依世界銀行的國家與地區分類，分別說明發展中國家中各地區的預期經濟成長情況：

表 4-1 全球實質GDP成長率¹(相較於前一年度之百分比變動)

單位：%

	2007	2008	2009e	2010f	2011f	2012f
全球	3.9	1.7	-2.1	3.3	3.3	3.5
備忘項目：世界(購買力平價權數) ²	5.0	1.3	-0.4	4.2	4.0	4.3
高收入國家	2.6	0.4	-3.3	2.3	2.4	2.7
OECD 國家	2.5	0.3	-3.4	2.2	2.3	2.6
歐元區	2.7	0.4	-4.1	0.7	1.3	1.8
日本	2.3	-1.2	-5.2	2.5	2.1	2.2
美國	2.1	0.4	-2.4	3.3	2.9	3.0
非 OECD 國家	5.4	3.0	-1.7	4.2	4.2	4.5
發展中國家	8.1	5.7	1.7	6.2	6.0	6.0
東亞與太平洋地區	11.4	8.5	7.1	8.7	7.8	7.7
中國大陸	13.0	9.6	8.7	9.5	8.5	8.2
印尼	6.3	6.0	4.5	5.9	6.2	6.3
泰國	4.9	2.5	-2.3	6.2	4.0	5.0
歐洲與中亞地區	7.1	4.2	-5.3	4.1	4.2	4.5
俄羅斯	8.1	5.6	-7.9	4.5	4.8	4.7
土耳其	4.7	0.7	-4.7	6.3	4.2	4.7
波蘭	6.7	4.8	1.7	3.0	3.7	4.0
拉丁美洲與加勒比海地區	5.5	4.1	-2.3	4.5	4.1	4.2
巴西	5.7	5.1	-0.2	6.4	4.5	4.1
墨西哥	3.3	1.8	-6.5	4.3	4.0	4.2
阿根廷	8.7	7.0	-1.2	4.8	3.4	4.4
中東與北非地區	5.9	4.2	3.2	4.0	4.3	4.5
埃及	7.1	7.2	4.7	5.0	5.5	5.7
伊朗	7.8	2.3	1.8	3.0	3.2	3.2
阿爾及利亞	3.0	2.4	2.1	4.6	4.1	4.3
南亞地區	8.5	4.9	7.1	7.5	8.0	7.7
印度	9.1	5.1	7.7	8.2	8.7	8.2
巴基斯坦	5.7	2.0	3.7	3.0	4.0	4.5
孟加拉	6.4	6.2	5.7	5.5	5.8	6.1
撒哈拉以南非洲地區	6.5	5.0	1.6	4.5	5.1	5.4
南非	5.5	3.7	-1.8	3.1	3.4	3.9
尼日利亞	6.3	5.3	5.6	6.1	5.7	6.4
肯雅	7.1	1.7	2.6	4.0	4.9	5.4
備忘項目						
發展中國家						
不包括轉型中國家	8.1	5.7	3.0	6.6	6.2	6.2
不包括中國大陸和印度	6.2	4.3	-1.8	4.5	4.4	4.6

資料來源：世界銀行網站、世界銀行 2010 全球經濟展望(夏季)、本文整理

注釋：e=估計值；f=預測值。

註 1：以 2005 年美元價格衡量的 GDP 權數。

註 2：用 2005 年 PPP 權數衡量的 GDP。

(一)東亞與太平洋地區

該地區在經濟衰退中表現相對較好，預計 2010 年成長 8.7%、2011 年與 2012 年分別成長 7.8%與 7.7%，其經濟成長主要來自與中國大陸的聯繫密切，而帶動該地區(與全球)的經濟復甦。

(二)歐洲和中亞地區

為發展中國家中經濟復甦速度最為緩慢的地區，預計 2010 年經濟成長 4.1%、2011 年 4.2%與 2012 年的 4.5%。該地區成長預期較為緩慢，乃因該區 2009 年產出水準大幅下降，即使到 2012 年，許多國家的失業率仍然很高且生產力大量閒置。

(三)拉丁美洲與加勒比地區

主要以中等收入國家與大宗商品出口國為主的地區，受益於外部需求強勁回升、資本重新流入和大宗商品價格上升、庫存週期轉變與大規模貨幣與財政激勵措施大幅度推動國內需求等因素，預計 2010 年經濟成長 4.5%，2011 年與 2012 年分別成長 4.1%與 4.2%。

(四)中東與北非地區

該地區經濟主要受制於石油價格與歐盟(其主要交易夥伴)的經濟活動，隨著目前石油出口逐漸出現生機，預期未來石油收入將增加且出口產品裝船量(為對歐洲出口)上升，預計2010年經濟成長4%，2011年與2012年分別達到4.3%與4.5%。

(五)南亞地區

該地區受益於全球需求回升、激勵措施(尤其是印度、孟加拉與斯里蘭卡)與相對強勁的移民匯款流入外，亦受益於相對有活力的資本流入，其中資本流入占該區GDP的比率從2008年的3.6%提高至2009年的3.9%(參見表4-2)，這些因素皆使得該地區未來將持續成長。但另一方向，財政政策的緊縮將導致將經濟成長速度放緩，故預計2010年至2012年，經濟增長將分別為7.5%、8%與7.7%，而危機之前的2007年成長率為8.5%，仍未恢復危機前的成長水準。

(六)撒哈拉以南非洲地區

該地區於此次全球金融危機中表現相對較佳，主要乃因遭受嚴重打擊的耐久性消費品和投資商品在該地區為規模較小的經濟部門，即，該地區金融一體化程度不高，大大降低了衝擊的程度。該地區以低收入國家和大宗商品出口國家為主，預期其經濟前景受到大宗商品價格上漲和外部需求擴大的推動，將緩慢增強，2010年的經濟成長率為4.5%、2011年為5.1%與2012年為5.3%。

從上述發展中國家中各地區的未來經濟成長預期，可發現東亞與太平洋地區與南亞地區未來的經濟成長皆高於其他地區，故可預期未來亞洲地區尤其是亞洲新興地區將成為全球經濟成長的主要來源。本文接下來，進一步針對亞洲(新興)地區之經濟領先復甦作一說明。

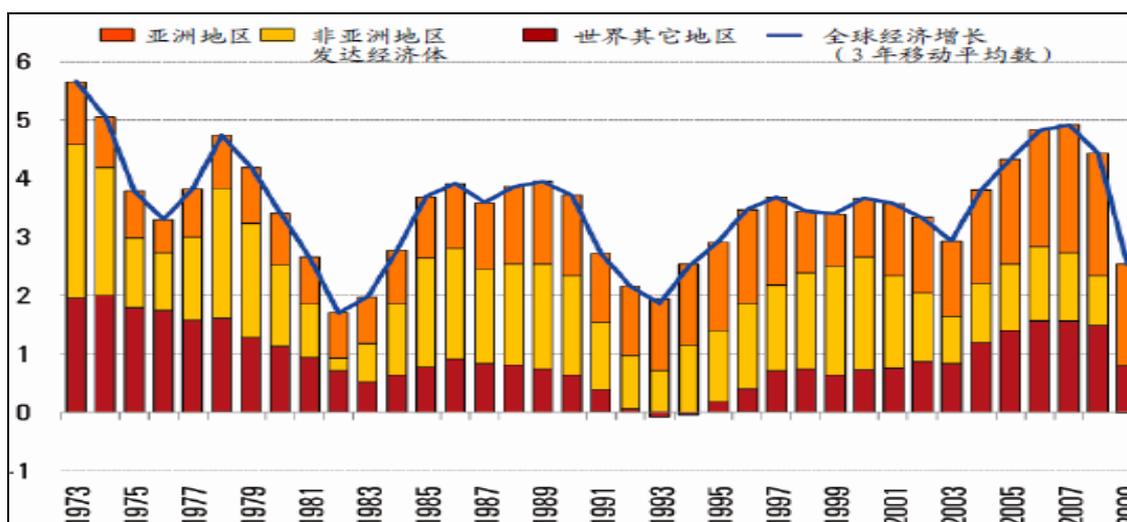
二、亞洲經濟領先復甦

全球金融危機過後的2009年至2010年中，許多新興國家與發展中國家的經濟活動快速恢復，而其中以亞洲地區復甦的速度最快。不僅中國大陸呈現高的經濟成長率，一些國內需求基礎較大的亞洲新興國家，例如印度和印尼，亦有較高的經濟成長率(參見表4-1)。雖然拉丁美洲國家和其它新興與發展中國家的部份主要國家亦出現顯著成長，例如巴西，但亞洲新興國家仍處於領先。相反地，已開發國家主要乃存在較高的失業率、低迷的銀行信貸狀況與住戶的資產負債表受損較為嚴重等因素，使得經濟復甦腳步顯得較發展中國家更為緩慢。

IMF認為亞洲國家(特別是亞洲新興國家)於本次全球金融危機後呈現的高經濟成長率，顯示與以往危機後的復甦情況有所不同，其歸納原因有三：首先，亞洲首次引領全球復甦，而在過去所有的全球性經濟衰退中，亞洲對於全球經濟復甦的貢獻度要小於其它地區(參見圖4-1)。其次，在以往的經濟危機中，亞洲地區的復甦通常是由出口驅動，但這次卻是得益於有彈性的國內需求。第三，以往淨資本返流亞洲的速度極為緩慢，而此次的淨資本流入量卻激增，此呈現出全球流動性水準較高，也說明亞洲的經濟恢復能力和經濟框架均有所改善。

圖4-1 全球各地區對經濟成長的貢獻度

單位：%



資料來源：IMF

亞洲新興國家強勁的經濟成長與已開發國家日趨擴大的利差，勢必吸引更多國際資本流入該地區。然而，雖然資本流入可為該地區帶來前景，但也可能導致某些國家出現經濟過熱，與遭受信貸和資產價格強勁上揚以及之後驟然下跌的風險。因此，2009年亞洲許多新興國家開始注意國際資本的流量與流向，並積極研議資本管制措施，以防止國際資本釀成下一波亞太金融危機。本文下一節將介紹國際資本流入發展中國家與亞洲新興國家的概況。

第二節 國際資本移動

一、國際資本流入發展中國家之概況

1990年代，工業化國家資本大量流入新興國家之證券市場投資(FPI)與直接投資(FDI)，雖然1997年爆發亞太金融危機，稍有停歇，但大致上仍呈現國際資本流入新興市場之趨勢。2000年代初期，國際資本反向流動，已開發國家反倒自石油輸出國家或新興國家吸金，其中以美國吸引國際資本回流力道最為強勁。2008年，美國的次級房貸風暴最後釀成全球金融危機，造成發展中國家大量國際資本外逃至心目中的安全之地或流回資本原屬所在地以充實資產負債表。2009年中，經濟復甦較為快速的部分發展中國家開始吸引國際資本流入。因此，本文將世界銀行於2010年公佈之發展中國家淨國際資本流入的情況整理並呈現於表

4-2，主要內容為發展中國家各區域於 2004 年至 2009 年之國際資本流入水準與 2010 年至 2012 年預期國際資本流入水準占該地區 GDP 的比率。以下，本文依世界銀行的國家與地區分類，分別說明發展中國家中各地區的國際資本流入水準與預期國際資本流入水準占該地區 GDP 的比率：

表 4-2 發展中國家淨國際資本流入

單位：10 億美元

1 淨私人與官方流入	2004	2005	2006	2007	2008	2009e
東亞與太平洋地區	127.1	184.1	193.9	291.8	178.7	136.6
歐洲與中亞地區	120.9	155.4	279.9	485.8	312.8	115.9
拉丁美洲與加勒比海地區	57.2	84.6	70.0	232.3	173.2	130.3
中東與北非地區	10.1	16.4	12.2	26.1	18.6	22.0
南亞	21.0	28.2	61.4	134.2	62.7	73.8
撒哈拉以南非洲	22.9	33.4	42.3	52.7	34.4	45.0
2 淨私人流入(股權+債務)						
東亞與太平洋地區	132.3	187.0	203.5	294.9	179.2	137.6
歐洲與中亞地區	131.2	191.4	312.5	491.2	303.9	84.0
拉丁美洲與加勒比海地區	67.3	115.8	90.1	233.1	166.5	115.4
中東與北非地區	13.6	19.4	23.1	24.8	20.1	19.3
南亞	21.4	25.3	57.9	129.5	53.2	61.9
撒哈拉以南非洲	20.6	34.5	44.8	50.3	29.4	36.0
3 淨股權流入						
東亞與太平洋地區	89.7	130.0	161.8	212.1	179.0	112.3
歐洲與中亞地區	58.7	69.6	123.9	183.3	159.0	102.2
拉丁美洲與加勒比海地區	65.1	84.1	83.3	139.0	115.3	108.9
中東與北非地區	7.5	16.2	25.9	22.9	26.5	18.8
南亞	16.6	23.3	36.4	68.4	32.9	66.0
撒哈拉以南非洲	16.6	26.7	37.5	38.1	23.8	37.7
3.1 淨外國直接投資流入(Net FDI inflows)						
東亞與太平洋地區	70.4	104.4	105.7	177.0	187.1	101.9
歐洲與中亞地區	55.3	61.6	113.8	156.8	173.6	97.2
拉丁美洲與加勒比海地區	65.7	71.8	72.1	109.4	125.0	70.8
中東與北非地區	6.8	13.8	24.9	25.0	26.1	18.7
南亞	7.6	10.9	26.0	32.3	48.7	41.4
撒哈拉以南非洲	10.0	18.5	20.7	27.9	33.1	28.3
3.2 淨資產股權流入(Net portfolio equity inflows)						
東亞與太平洋地區	19.3	25.7	56.2	35.1	-8.1	10.4
歐洲與中亞地區	3.5	8.0	10.2	26.5	-14.6	4.9
拉丁美洲與加勒比海地區	-0.6	12.2	11.3	29.6	-9.7	38.1

中東與北非地區	0.7	2.4	1.0	-2.1	0.4	0.1
南亞	9.0	12.4	10.4	36.1	-15.8	24.6
撒哈拉以南非洲	6.7	8.1	16.8	10.1	-9.3	9.4
4 淨債務流入						
東亞與太平洋地區	37.4	54.1	32.1	79.7	-0.3	24.3
歐洲與中亞地區	62.2	85.8	156.0	302.5	153.8	13.7
拉丁美洲與加勒比海地區	-7.9	0.5	-13.3	93.3	57.9	21.4
中東與北非地區	2.6	0.2	-13.7	3.2	-7.9	3.2
南亞	4.4	4.9	25.0	65.8	29.8	7.8
撒哈拉以南非洲	6.3	6.7	4.8	14.6	10.6	7.3
淨私人流入(GDP 的%)						
	2007	2008	2009e	2010f	2011f	2012f
發展中國家		4.3	2.7	3.0	3.1	3.2
東亞與太平洋地區	6.5	3.1	2.2	2.1	2.2	2.5
歐洲與中亞地區	15.8	7.8	2.6	4.0	4.2	4.1
拉丁美洲與加勒比海地區	6.4	4.0	3.0	3.5	3.2	3.3
中東與北非地區	2.9	1.9	1.8	2.5	2.8	2.6
南亞	9.0	3.6	3.9	3.4	3.2	3.4
撒哈拉以南非洲	5.9	3.0	4.0	3.6	3.8	4.2

資料來源：世界銀行網站、世界銀行 2010 全球經濟展望(夏季)、本文整理

注釋：e=估計值；f=預測值。

(一)東亞與太平洋地區

雖然該地區一開始並無直接受到全球金融危機的影響，但危機發生後，幾乎是立即產生的第二波影響，使得亞太地區的金融市場出現動盪。主要是因為國際資本大量外逃，造成股票市場與貨幣市場遭到重創，且金融機構的遭逢巨額的損失，迫使他們必需收回於各國投資的資金以充實其資產負債表，大量資金外流造成對美元的匯率也大幅貶值。2009 年，流入該地區的國際資本總額，從 2007 年 2950 億美元(占 GDP 的 6.5%)，2009 年估計下降至 1380 億美元。根據世界銀行的研究資料顯示，其下降主要在於該地區外商直接投資(FDI)流入大幅度下降 45%，從 2008 年的 1870 億美元，下降到 2009 年的 1020 億美元。全球金融危機過後，資本開始回流到東亞與太平洋地區，各國貨幣趨向穩定，預期未來資本流入水準占 GDP 比率將從 2009 年的 2.2%增加至 2012 年的 3.5%。

(二)歐洲和中亞地區

與拉丁美洲與加勒比地區和東亞與太平洋地區不同的是，歐洲與中亞地區是在高度依賴外國資本流動的情況下進入全球金融危機的，因此該地區於各發展中國家中負面影響最為嚴重，而且該地區不同國家受到的影響程度差別很大。危機對該地區的嚴重影響反映了很多國家之前存在的諸多脆弱環節，例如外資銀行支援的信貸過度擴張、巨額經常專案赤字、外債規模高與企業和家庭債務貨幣錯配嚴重等。因此，該地區極易受到經濟危機初期產生的資本回流的影響，2009年流入該地區的淨私人資本從2008年的3039億美元(占GDP的7.8%)減少至840億美元(占GDP的2.6%)，大幅減少了72%。然而，隨著經濟逐漸復甦加上，2009年第三季度，雖然銀團貸款依然非常薄弱，但是流入該地區國家的債券和股票資金開始增加，反映國際金融機構的大力支持，故預期未來資本流入水準占GDP的比率將從2009年的2.6%增加至2012年的4.1%。

(三)拉丁美洲與加勒比海地區

該地區於全球金融危機發生後，因大量資本外流導致該地區的貨幣大幅貶值，股市下跌與借貸成本大幅提高。2009年，淨私人資本流入自2008年的1665億美元(占GDP的4%)減少至1154億美元(占GDP的3%)，減少30%。然而，在全球經濟復甦之際，該地區經濟衰退已於2009年下半年觸底反彈，且外部需求比最初預期的反彈更快更強，故預期未來資本流入水準占GDP比率將從2009年的3%增加至2012年的3.3%。

(四)中東與北非地區

金融危機發生時，石油價格崩潰，加上歐佩克限產，石油收入大幅下降，影響了該地區內部的外商直接投資流動、移民匯款和旅遊收入，再加上阿聯酋過去在房地產和旅遊業過度投資，導致杜拜部分主權外債持續性問題，進一步給外國直接投資蒙上陰影。2009年，該地區淨私人資本流入自2008年的201億美元(占GDP的1.9%)減少至193億美元(占GDP的1.8%)，減少3%。目前石油出口逐漸

出現生機，預期未來石油收入增加，出口產品裝船量上升，故預期未來資本流入水準占 GDP 比率將從 2009 年的 1.8% 增加至 2012 年的 2.6%。

(五)南亞

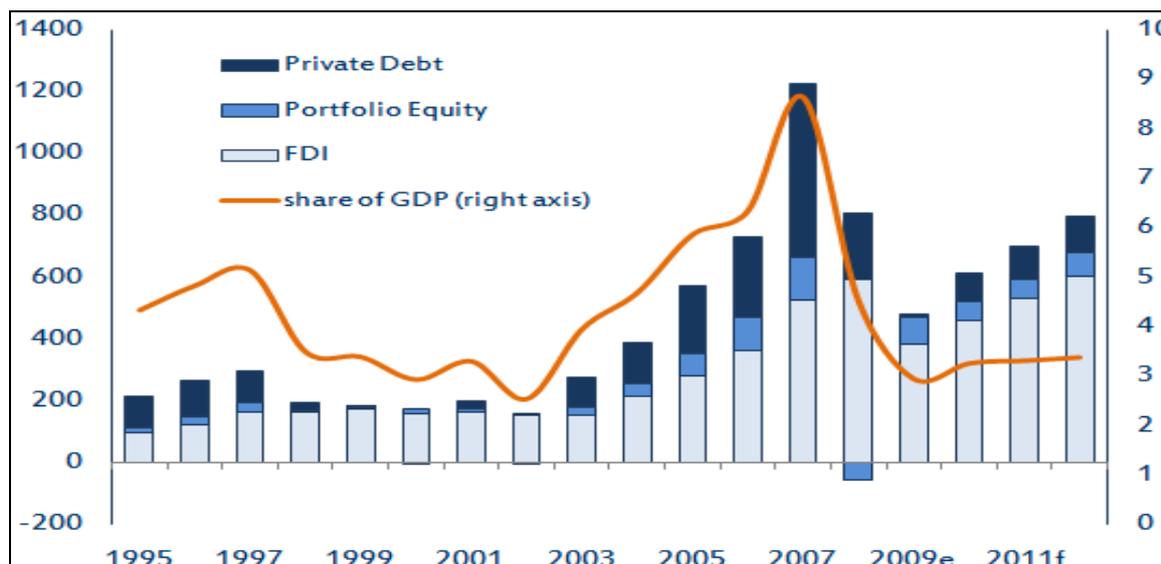
該地區較其他地區經濟體相對封閉，且外國私有資本，尤其是外國直接投資在南亞 GDP 中所占比重並不大，因此，南亞經濟活動也不像其他地區那樣集中而深受危機影響。2009 年下半年，世界貿易與產出成長反彈，南亞形勢得到改善。儘管 2009 年上半年該地區資本流入總量大幅下滑，但證券資本流入量在第三季度大幅上升，債券發行和辛迪加銀行貸款在第四季度也大幅上升，因此估計 2009 年，該地區淨私人資本流入自 2008 年的 532 億美元(占 GDP 的 3.6%)增加至 619 億美元(占 GDP 的 3.9%)。

(六)撒哈拉以南非洲

該地區以低收入國家和大宗商品出口國家為主，預計其經濟前景受到大宗商品價格上漲和外部需求擴大的推動，將持續緩慢增強，並吸引國外資金流入，估計 2009 年，該地區淨私人資本流入自 2008 年的 294 億美元(占 GDP 的 3%)增加至 36 億美元(占 GDP 的 4%)。

總結來說，全球金融危機過後，國際金融業正進行重組，意味發展中國家之後數年所獲得的金融資本金額將縮水且成本更高。因此，預期未來國際資本流入發展中國家的私人資本將呈現微弱的復甦，預計僅從 2009 年 4540 億美元(占 GDP 的 2.7%)，小幅上升到 2012 年的 7710 億美元(占 GDP 的 3.2%)(參見圖 4-2)。

圖 4-2 發展中國家淨私人資本流入將出現微弱的復甦 單位：10 億美元，%

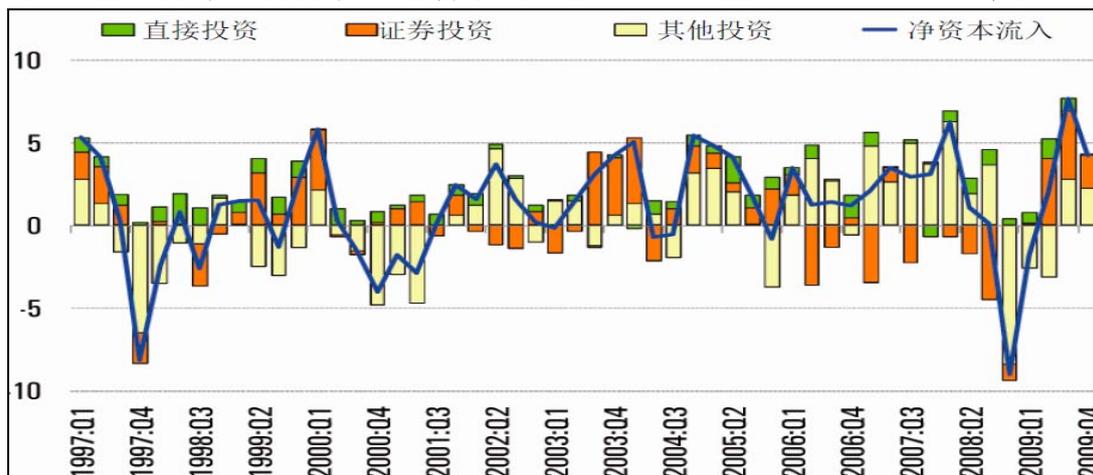


資料來源：世界銀行

二、國際資本流向亞洲新興國家

亞洲新興國家在2008年至2009年初經歷大量的國際資本外逃後，於2009年第3季度起，國際資本流入反彈至歷史新高。尤其是，證券投資與跨境銀行往來在2008年和2009年初期資本流動大量緊縮之後，開始大幅上升(參見圖4-3)。在經濟成長預期較為強勁的亞洲國家，例如中國大陸、印度與印尼，以及與中國大陸保持密切貿易往來的國家，例如韓國，2009年的淨私人資本流入量較大(參見圖4-4)。IMF根據亞洲資本流入決定因素模型所做的估計顯示，有兩個因素主要驅動亞洲地區的淨資本流入，一是相對於美國的經濟成長差異，二是全球風險規避的程度。雖然自2009年末起亞洲新興國家之資本流入有些減緩，但資本流入的前景仍然看好，且與以往大量資本流入情況的主要差別是，此次的真實的貨幣投資者占了新增資金的絕大多數，而非槓桿投資者。

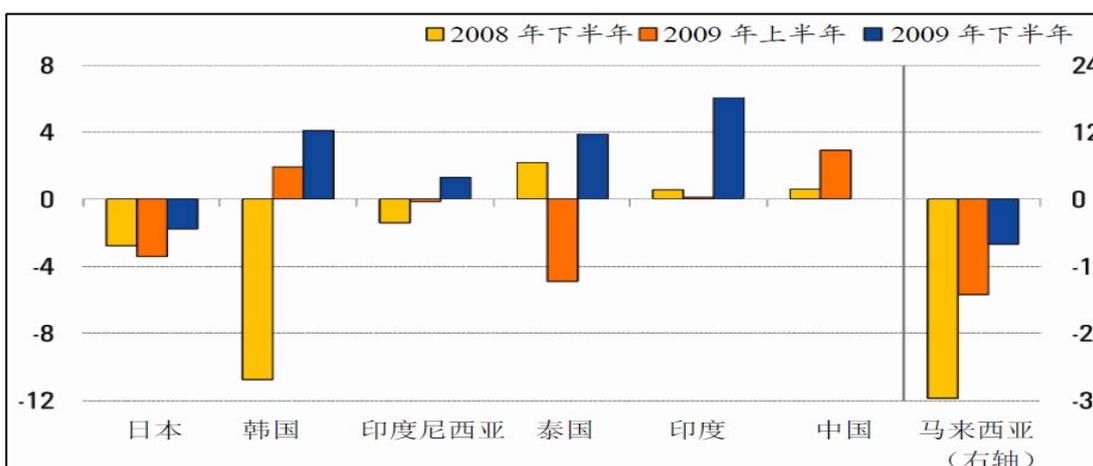
圖4-3 亞洲若干新興國家¹之淨資本流入占GDP之比重 單位：%



資料來源：IMF

註1：由於數據之局限，不包括中國大陸、越南、香港和新加坡。

圖4-4 亞洲若干國家和地區之淨資本流入占GDP之比重 單位：%



資料來源：IMF

註：中國大陸2009年下半年的數據尚未提供

第三節 國際資本流入對新興國家之影響

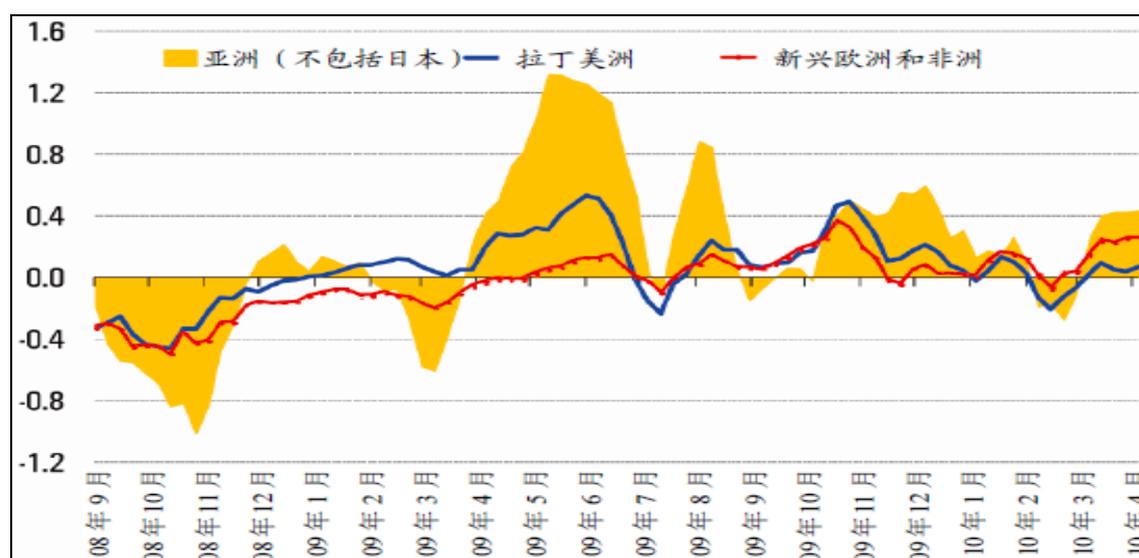
根據前面二節我們可知，全球風險偏好隨同亞洲新興國家經濟的復甦而開始恢復，大量資本再次流入亞洲新興國家，扭轉2008年底突然發生大量資本流出的現象。IMF預計2010年新興國家的經濟成長幅度和利率與已開發國家之間仍將保持很大的差異，因此，2010年仍會有資金持續流入。從許多文獻與實證結果可知，大量國際資本所到之處必引起該國的股票價格出現反彈、房地產價格呈增長趨勢等，尤其是在經濟成長較快的國家。

IMF根據過去二十年間亞洲的“大量資本流入與資產價格極度動盪”事件，研究並分析與資本流入有關的某些關鍵總體經濟指標。結果發現：一、資產市場的上漲和下跌週期在有大量資本流入事件時，此期間會持續更長。二、大量資本流入且資產價格極度動盪的事件，有較高過剩流動性的成長。三、大量資本流入且資產價格極度動盪的事件，其抑制升值採取較多的干預，故導致儲備累積額較高。四、大量資本流入事件與高通貨膨脹率相關。因此，本文以下，進一步分析近期國際資本流入對(亞洲)新興國家股票市場、外匯波動與外匯儲備的影響。

一、股票市場

相較於其它新興市場，由於亞洲國家具有較明朗的成長前景與穩定的財政狀況，2009年中之後，亞洲(不包括日本)的股權資本流入恢復迅速且強勁。另一方面，希臘的債信風暴，使得國外投資者對歐元區的主權信用惡化感到擔憂，而將資金轉往投資亞洲國家。根據IMF的資料顯示，雖然2010年初全球風險規避潮使得亞洲地區的有價證券流入量減緩，但3月時已迅速恢復(參見圖4-5)。尤其是，亞洲地區相對有吸引力的收益率和強勁的經濟基本面，2010年外國公司在亞洲地區債券市場的買入量持續快速增長中。

圖4-5 股權資本淨流入(4周移動平均數) 單位：10億美元



資料來源：IMF

2008年中全球金融危機爆發，國際資本外逃，造成新興市場股票市場遭到重創。尤其是，較依賴國際資本的拉丁美洲國家，該地區股票市場所受的衝擊最大(參見圖4-6)。2009年3月起，全球經濟逐漸復甦，其中新興國家復甦速度快於已開發國家，國際資本開始逐漸回流至新興國家，造成股票市場出現反彈，由下圖4-7本文選取若干新興國家之股價指數變動情況中可看出。此外，世界銀行的資料顯示，至2009年9月雖然只回收了最初損失的1/3至1/2，但重建全球信心的股票市場活動的復甦支持了新興經濟體中的新股的發行。新興國家首次公開發行(IPOs)的發行總額於2009年前11個月達到了980億美元，高於2008年同期的660億美元。

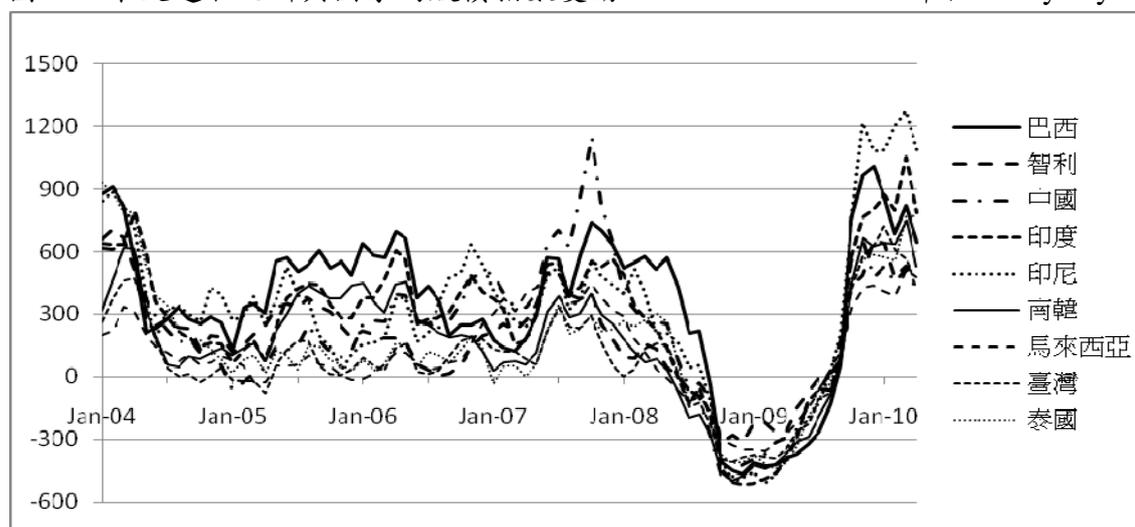
圖4-6 新興市場股價指數 (2007年1月1日=100)



資料來源：世界銀行

圖 4-7 本文選取之新興國家的股價指數變動

單位：% y-o-y

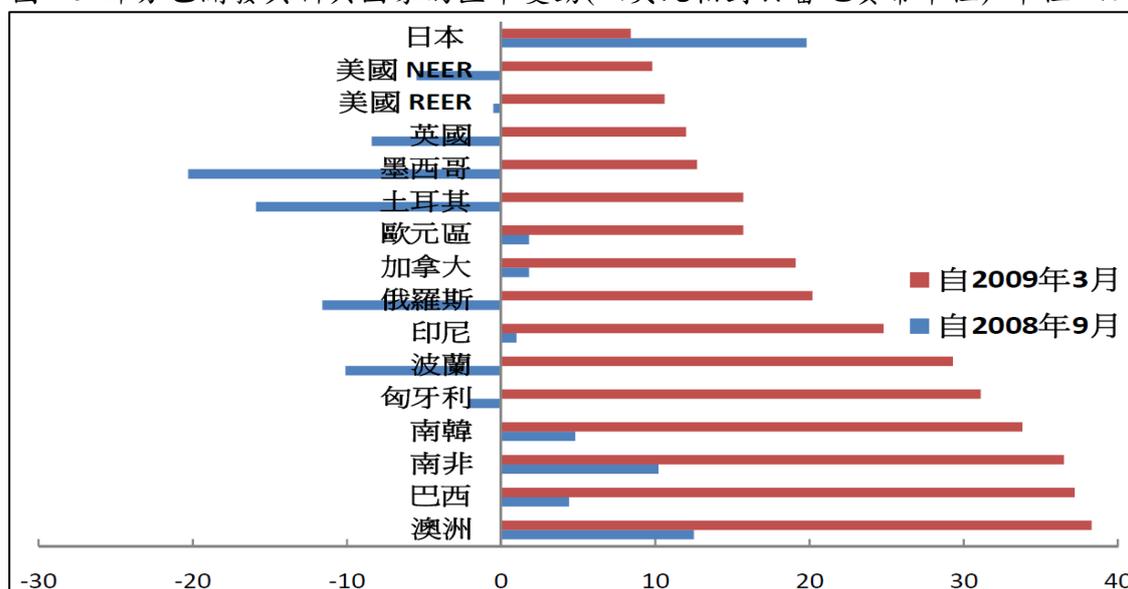


資料來源：本文整理

二、匯率波動

根據世界銀行研究顯示，新興國家由於資本的持續流入與出口的回升，約自2009年3月起，新興國家的貨幣相對於美元開始升值(參見圖4-8)。而IMF進一步表示，亞洲新興國家的匯率自2009年中之後開始升值，截至2010年，亞洲新興地區貨幣兌美元的名義匯率持續維持2009年中之後的上揚趨勢(參見圖4-9)。本文選取若干新興國家之匯率波動情況中亦呈現上述相同之趨勢，即2009年中之後，新興國家相對於美元開始升值(參見圖4-10)。

圖4-8 部分已開發與新興國家的匯率變動(以美元相對於當地貨幣單位) 單位：%



資料來源：世界銀行

圖4-9 亞洲若干國家對美元的名目匯率變動

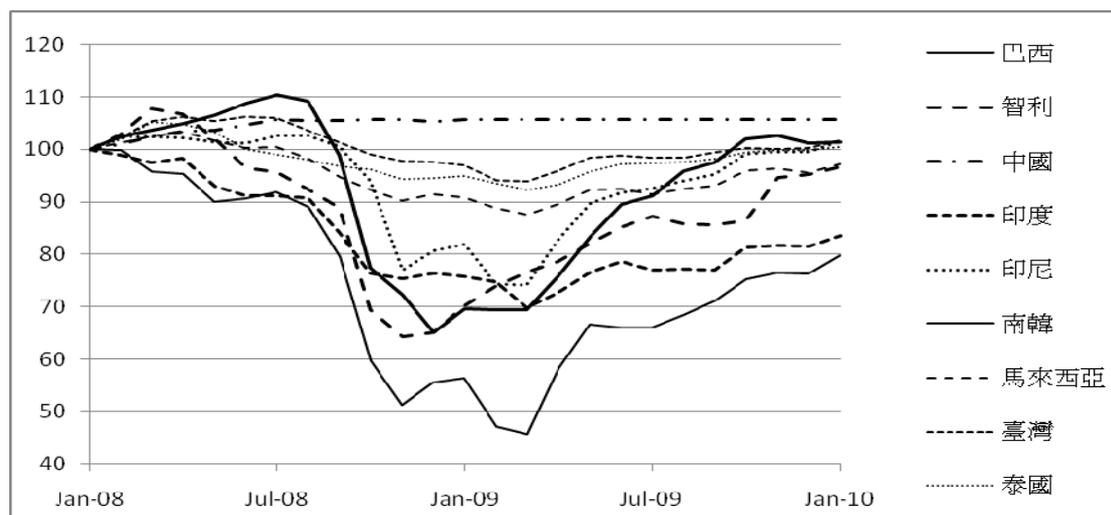
(2008年1月=100，正變化意味升值)



資料來源：IMF

圖4-10 本文選取之新興國家對美元的名目匯率變動

(2008年1月=100，正變動表示升值)



資料來源：本文整理

三、外匯儲備

根據IMF的資料顯示，亞洲國家此波的升值壓力主要由儲備積累所吸收，其中2009年亞洲國家就累積了約8,000億美元的官方儲備，儲備存量達到了5.2萬億美元，為其它新興國家外匯儲備總和的兩倍多，而其中約一半歸於中國大陸(參見圖4-11)。本文選取若干新興國家於2008年之後之總外匯儲備水準。從圖4-12A

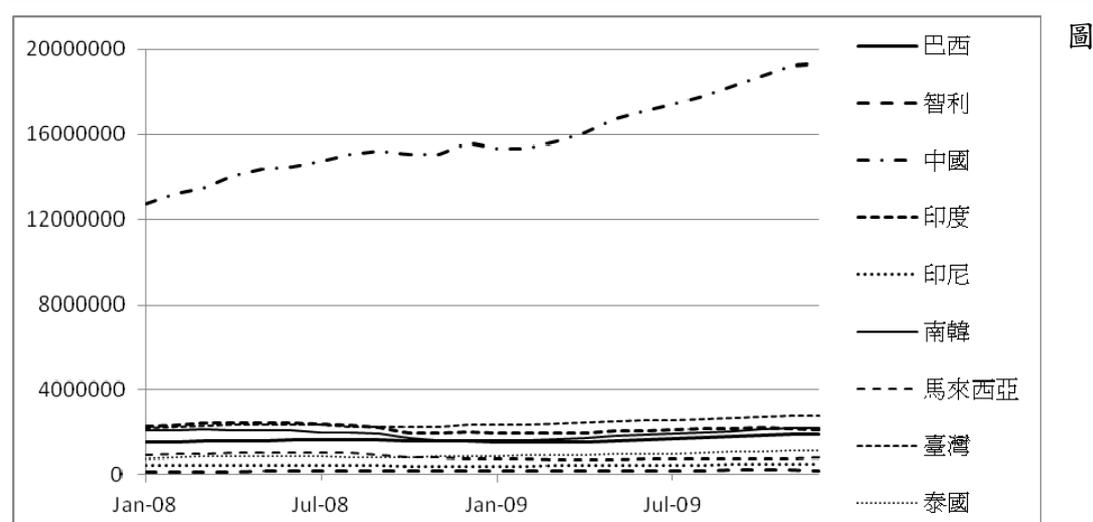
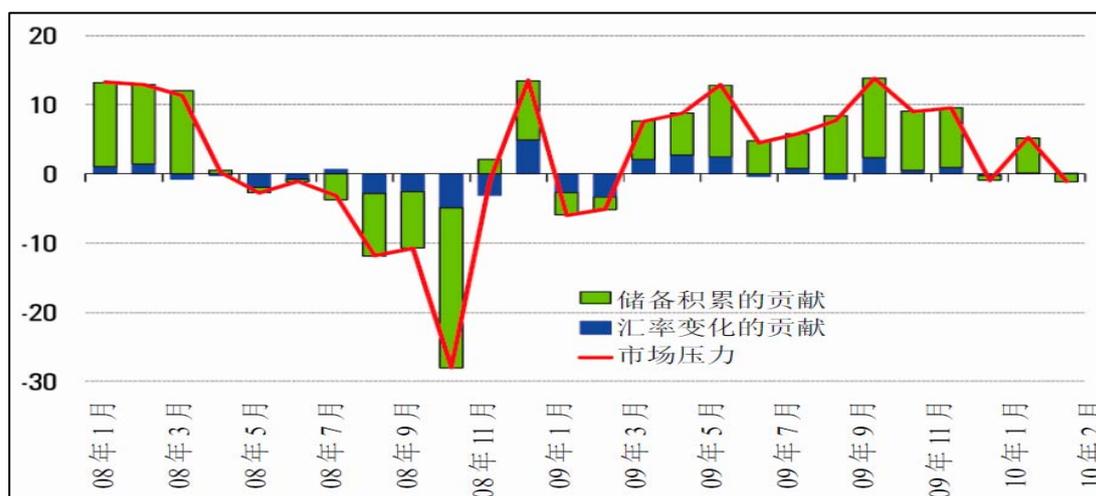
可看出，中國大陸外匯準備遠高於其他新興國家，而在不包含中國大陸外匯儲備的圖4-12B可進一步看出，在2009年中之後，亞洲新興國家的外匯儲備上升，顯示亞洲國家透過儲備積累來降低升值的壓力。然而，2010年各界預期亞洲貨幣有望進一步走強且國外資本可能持續流入，故IMF認為亞洲地區貨幣的進一步升值可以保護亞洲經濟體免受潛在產出水準迅速恢復和大量的資本持續流入對價格和金融穩定形成的威脅。

圖4-11 亞洲若干國家之匯兌市場壓力¹

單位：指數

資料來源：IMF

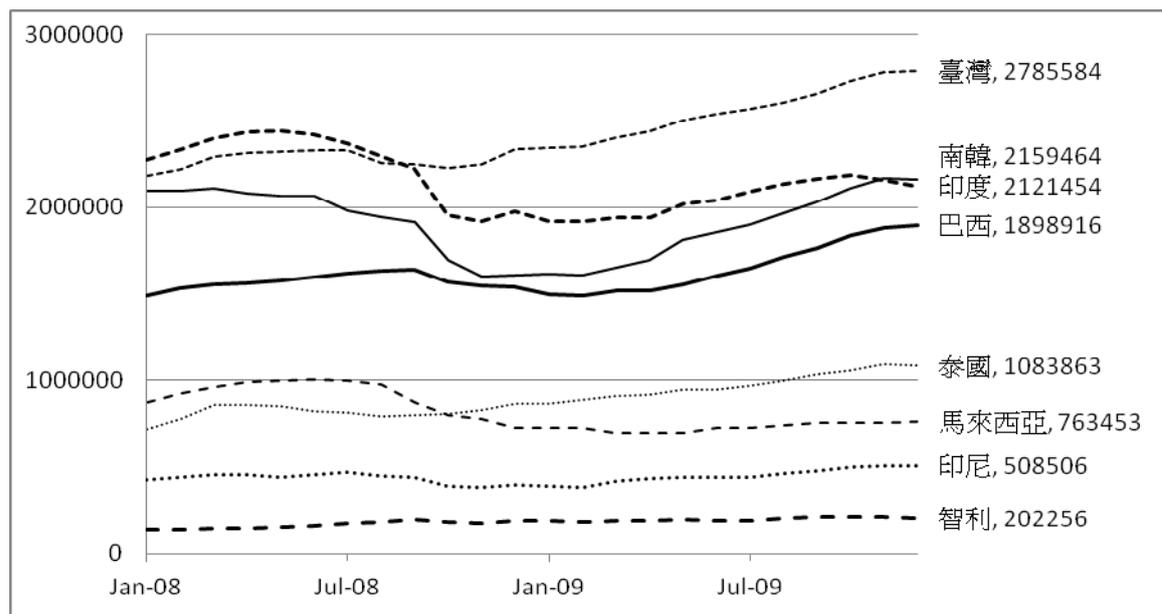
註1：匯兌市場壓力(EMP)指數的定義為：對美元名目匯率變化加上國際儲備對貨幣基礎的變化率。



4-12A 本文選取之新興國家的總外匯準備
資料來源：本文整理

單位：百萬美元

圖4-12B 本文選取之新興國家(不含中國大陸)的總外匯準備 單位：百萬美元

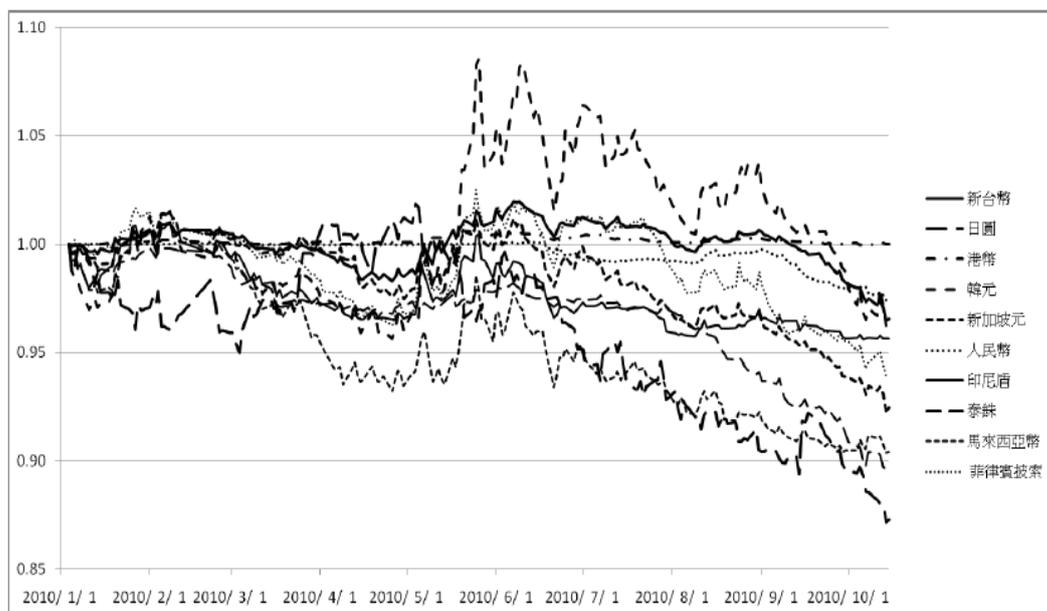


資料來源：本文整理

四、近期外匯市場動態

從圖 4-13，可看出自 2010 年 6 月之後至 10 月之間，亞洲新興國家之外匯波動非常大，許多國家升值幅度逼近 10%。而我國外匯存底自 2010 年 1 月 350,711 百萬美元，至 9 月已達 380,500 百萬美元，上升了 8.5%，其中包含自 6 月以來就上升了 5%。此波熱錢大量流入亞洲新興國家，這也促使資本管制議題在亞洲新興國家之間熱烈被討論著。因此，本文將於第五章比較新興各國對外資於證券市場投資之限制，並於第六章進一步探討近期新興各國為因應國際資本移動所實施之管制措施。

圖 4-13 2010 年日本與亞洲新興國家之匯率變動



資料來源：中央銀行，台灣時間當日 16:00 各通貨當地或全球外匯市場銀行間即期交易的即時匯率。

第五章 新興國家對外資於證券市場投資之限制

隨著新興國家的證券市場逐漸自由化和全球化，加上好的投資機會在以歐美為首的已開發國家已經不易發掘，國際資本逐漸將投資重心放在新興國家的證券市場上，藉由這些新興國家的成長潛力來獲得利益。對於新興國家而言，一方面樂意見到外資投資在國內證券市場，促進證券市場的熱絡和提升資金的流通性；但另一方面也怕外資大量且短期的進出造成資產價格大幅劇烈波動和破壞金融體系的穩定性。所以實施資本管制的目的在於維持本國投資環境對於外資的吸引力和保留外資所帶來的好處的前提之下，遏止外資其它可能造成本國經濟體系負面影響的行為。

一般而言，一國對於外資的管制可分為外資資格之認定、資金匯入與匯出的限制、外資持股比例的限制與投資金融工具種類的限制。以下本文將逐一介紹我國、中國大陸、韓國、馬來西亞、泰國、巴西等新興國家對外資於證券市場投資的管制，並請參見表 5-2 的比較。

第一節 臺灣

首先，以我國為例，外國投資人主要區分為：一、在中華民國境外，依當地政府法令設立登記之境外外國機構投資人；二、具有中國大陸地區以外之國籍，年滿二十歲持有身分證明之境外華僑及外國自然人；三、外國法人在中華民國境內設立分公司之境內外國機構投資人；四、年滿二十歲，居住於中華民國境內領有華僑身分證明書或外僑居留證之境內華僑及外國自然人，以上四類我國皆定義為「外資」。此外，我國對於外資資格之認定已由原本的審查許可制修改為登記制。

有關外資資金匯入與匯出的限制，目前我國已全面取消境外外國機構投資人與境外華僑及外國自然人的投資限額規定。但，境內外國機構投資人一年可匯入及匯出限制在五千萬美元，而境內之華僑及外國自然人一年可匯入及匯出金額則為五千萬美元。另一方面，我國除少數其他目的事業主管機關法令規定投資比例

之上市公司外，一般上市公司均已解除外資持股比例上限之限制。不過，我國對境外華僑及外國人投資國內證券之種類仍有限制，主要可投資之金融商品包括如下：一、上市、上櫃公司及興櫃股票公司發行或私募之股票、債券換股權利證書及台灣存託憑證；二、ETF；三、政府債券、金融債券、普通公司債、轉換公司債及附認股權公司債；四、受託機構公開招募或私募受益證券、特殊目的公司公開招募或私募資產基礎證券；五、認購(售)權證；六、其他經證券主管機關核定之有價證券。

此外，我國規定境外華僑及外國人投資國內證券不得從事證券信用交易、不得賣出尚未持有之證券、不得為放款或提供擔保與不得委託保管機構或證券集中保管事業以外之法人或個人代為保管證券。

第二節 中國大陸

中國大陸之合格境外機構投資者(以下簡稱合格投資者)為經『中國證券監督管理委員會』批准投資於中國大陸證券市場，並取得國家外匯管理局額度批准的境外基金管理機構、保險公司、證券公司以及其他資產管理機構。此外，合格投資者資格應當達到下列資產規模等條件：一、基金管理機構：經營資產管理業務5年以上，最近一個會計年度管理的證券資產不少於50億美元；二、保險公司：成立5年以上，最近一個會計年度持有證券資產不少於50億美元；三、證券公司：經營證券業務30年以上，實收資本不少於10億美元，最近一個會計年度管理的證券資產不少於100億美元；四、商業銀行：在最近一個會計年度，總資產在世界排名前100名以內，管理的證券資產不少於100億美元；五、其他機構投資者(養老基金、慈善基金會、捐贈基金、信託公司、政府投資管理公司等)：成立5年以上，最近一個會計年度管理或持有的證券資產不少於50億美元。

有關外資資金匯入、匯出的限制與外資持股比例的限制，中國大陸限制較其他國家更為嚴格。根據《合格境外機構投資者境內證券投資外匯管理規定》，每位合格投資者申請投資額度每次不得低於等值5000萬美元，累計不得高於等值

10 億美元。而國家外匯管理局可根據經濟金融形勢、外匯市場供求關係和國際收支狀況等對上述限額進行調整。此外，根據《合格境外機構投資者境內證券投資管理辦法》，每位境外投資者持有一家上市公司股票，持股比例不得超過該公司股份總數的 10%；所有境外投資者對單個上市公司 A 股的持股比例總和，不超過該上市公司股份總數的 20%；但策略性投資則不受上限規定。另一方面，中國大陸對於合格投資者在經批准的投資額度內可投資之人民幣金融工具仍較其他國家受限，主要包含較簡單之金融工具：一、在證券交易所掛牌交易的股票；二、在證券交易所掛牌交易的債券；三、證券投資基金；四、在證券交易所掛牌交易的權證；五、『中國證監會』允許的其他金融工具。不過，合格投資者可以參與新股發行、可轉換債券發行、股票增發和配股的申購。上海證券交易所與深圳證券交易所皆設有 10% 的股市漲跌幅限制。

在外資禁止事項中，包含禁止投資《外商投資產業指導目錄》中禁止類之產業。養老基金、保險基金、共同基金、慈善基金、捐贈基金、政府和貨幣管理當局等合格投資者，投資本金鎖定期(禁止合格投資者將投資本金匯出境外的期限)為 3 個月。其他合格投資者的投資本金鎖定期為 1 年。合格投資者的自有資金帳戶、客戶資金帳戶及其開放式基金資金帳戶之間不得進行資金劃轉，同一合格投資者多隻開放式基金資金帳戶之間也不得進行資金劃轉。而，為因應 2010 年熱錢大量流入中國大陸，最新規定禁止 QFII 額度的轉讓及租借。

第三節 韓國

南韓外國證券投資人的分類約分為自然人、一般營利與非營利法人以及政府組織等。本研究將其分列如下：一、持有外國國籍之自然人；二、於韓國居住未滿六個月以上之持外國國籍之自然人；三、一般外籍法人；四、基金或單位信託；五、國際金融組織，如 IMF 等；六、外國政府、地方政府及國營事業。

在南韓欲從事證券投資的外國人須向金融監理服務局 (Financial Supervisory Service) 登記核准，取得投資註冊證明(Investment Registration

Certificate)始可投資。而有關於外籍投資人的資金匯入與匯出之限制，在金融與經濟情況平穩的期間，南韓政府對於資金的匯入匯出並未設限。然而，南韓管理當局保留在金融與經濟不穩時介入市場的權利。在資本市場動盪時匯出資本就需要事先經由南韓財政經濟部 (Ministry of Finance and Economy)的許可。

南韓外籍投資人可投資之標的包含：一、上市、上櫃之股票、債券；二、ETF；三、股價指數期貨及選擇權；四、股票型或債券型之受益憑證；五、短期貨幣市場金融工具。而南韓的上市股市(含 KSE 和 KOSDAQ)的單日漲跌幅限制為 15%，但興櫃市場之單日漲跌幅限制為較寬鬆的 30%。另一方面，南韓管理當局針對國營事業股份設定投資上限，類似資本管制措施保留危急時幹預市場的手段。於必要時，南韓金融服務委員會(FSC)可基於公眾利益、穩定股市和產業等因素調整投資上限。若由於持有選擇權到期導致超過持股上限應於下個交易日出售持股。此外，南韓證交法要求投資人不得從事信用交易。

第四節 馬來西亞

馬來西亞曾經為了防止亞洲金融危機對當經濟的傷害，於 1998 年 9 月起實施了一年為時一年的資本管制措施。但隨著當地經濟的穩定發展，馬國對國外的投資展現了相當友善的態度，並盡可能放寬居民與非居民的投資管制措施。基本上，馬來西亞將外籍投資人分為自然人與法人，包含擁有馬來西亞居留權的外國人也屬於外籍投資人之列。以下為馬國外籍投資人的主要分類：一、持有外國國籍之自然人；二、持有馬來西亞永久居留權之外國人；三、一般外國公司或法人。

一般外籍投資人對馬來西亞的投資不需要事先申請許可。只要在當地開設投資帳戶後將資金匯入即可進行投資。有關馬國對外籍投資人的資金匯入與匯出限制，除對以色列、塞爾維亞及蒙特內哥羅等三國特別設限外，馬國對於其他國家的外國直接投資的外幣資產帳戶資金匯入匯出並沒有受到限制；外籍投資人出售馬國資產所得，包含本金、股利、孳息等需以外幣匯出。外籍投資人在馬國的證券投資需持股達一年，低於一年者於匯出資本時課以資本利得稅。

外國人在馬來西亞可投資的標的種類相當廣泛，包含股票、債券、衍生性金融商品、房地產等。馬來西亞是伊斯蘭教國家，且馬國開放外國投資人可投資伊斯蘭債券，其交易規則需遵守伊斯蘭法條的規範。以下為本研究整理之外國人在馬國的可投資標的：一、交易所掛牌之股票；二、交易所掛牌之債券；三、ETF；四、認購權證；五、期貨交易；六、伊斯蘭債券；七、房地產；八、馬幣的避險交易。而馬來西亞的股市交易分成上、下午兩盤，每盤的漲跌幅限制各為30%。當日合計之漲跌幅限制為69%。

馬國對於外籍投資人的企業持股上限，除對公共事業等特殊產業設有不同程度的持股限制外，對一般公司的持股上限則逐漸開放中。以下為本研究整理之馬國投資上限：一、持股價值達馬幣千萬元的外資需獲得外人投資委員會(FIC)的許可。二、外資對當地公司持股達1/2以上時須獲得外人投資委員會的核准。三、對於金融保險業、公共事業等產業設有持股上限。此外，馬國曾禁止投資人於證券交易放空，但已逐步開放部分股票可融券交易。但外籍投資人可向當地居民借貸以投資股市。

第五節 泰國

泰國對於外國資本證券投資的管制同樣為新興國家市場之一，相對於中國大陸，泰國對於外資的管制卻比較寬鬆，而資本管制的主管機關為泰國央行和泰國證券交易委員(SEC)。泰國對於外國投資人的定義如下：一、不具有泰國國籍或居留許可的自然人；二、總部設立於泰國境外的公司、機構、基金、金融機構或法人機構等；三、泰國法人機構位於泰國境外的分部或代理。

在泰國，若外國投資人資本移入的目的為一般商業用途，則此類外國投資人需申請的帳戶為 Non-resident Baht Account (NRBA)。若外國投資人資本移入的目的為證券投資，則此類外國投資人需申請的帳戶為 Non-resident Baht Account for Securities(NRBS)。因此泰國央行為了避免外國投資人帳戶與目的不符，在申請時外國投資人需出示相關證明文件。泰銖可以在同一類型的帳戶之間移動，但是

禁止在兩種帳戶之間移動，也就是 NRBS (NRBA)中的泰銖無法移動至 NRBA (NRBS)中。

在證券投資部分，泰國對於每一位外國投資人每天的交易總額訂有 300 百萬泰銖的上限，而且每一位外國投資人向金融機構或商業銀行的總借款金額不得超過 10 百萬泰銖。且，外國投資人從事證券投資的許可範圍包括：股票市場、債券市場、共同基金、泰國期貨交易所(TFEX)、泰國農業期貨交易所(AFET)。此外，泰國對於外國投資人投資於有價證券的課稅方式如下：一、法人投資人的資本利得須就源扣繳 15%；二、個別投資人和法人投資人的股利所得需就源扣繳 10%；三、個別投資人和法人投資人的利息所得須就源扣繳 15% 。

泰國股市的交易可以分為四個交易板(Trading Boards)：主要交易板(Main Board)、外資交易板(Foreign Board)、鉅額交易板(Big Lot Board)、零股交易板(Odd Lot Board)。外資交易板的漲跌幅限制為 60%，而主要交易板的漲跌幅限制為 30%。外國投資人若選擇在外資交易板交易，則股票可以登記在自己的名下，當公司發放現金股利或股票股利時外國投資人可以直接收到。若外國投資人選擇在主要交易板交易，則股票通常是登記在經紀商(Broker)的名下，因此當公司發放現金股利或股票股利時是由經紀商移轉交給外國投資人。

第六節 巴西

巴西為新興市場也是金磚四國之一，自然而然地成為國際資本投資的目標之一；為了避免外資的匯入匯出造成巴西資本市場以及總體經濟的不穩定，巴西政府在兼顧經濟發展的同時也對於外資的證券投資作出一系列較嚴格的外國資本管制措施，而外國資本管制措施的主管機關包括巴西央行以及巴西證券交易委員會(其職權和功能類似於我國的金管會，簡稱 CVM)。巴西對外國投資人進行證券投資基本的適用條例為 CMN Resolution 2689/2000，自 2000 年 3 月 31 日生效。

首先，巴西對於外國投資人定義如下：一、持有外國國籍之自然人；二、總部設立於巴西境外的法人、基金和其他集合投資機構等。有關外國投資人證券投

資申請程式，外國投資人將資金匯入時必須先指定當地的個人或機構作為其代理人，而代理人必須負責將外國投資人的身份證明、投資目的等相關資訊提供給央行和 CVM。此外，CVM 每一季會針對 Own Account 和 Omnibus Account 收取證券投資組合的監管費用；投資組合淨值低於 R\$4143500 時監管費用為淨值的 0.1%。投資組合淨值高於 R\$4143500 時監管費用為 R\$7872.65。投資組合的淨值則以前一年 12 月 31 號的淨值為計算基準。

巴西對外國投資人禁止買賣的標的有下列三種：一、未經 CVM 核准的股票交易所、電子系統和櫃檯買賣市場的上市公司的有價證券；二、未經 CVM 核准的櫃檯買賣市場上交易的證券；三、未公開發行公司的有價證券。而符合 Resolution CMN 2689/2000 的外國投資人，可投資的範圍與本國投資人相同，包括：股票市場、債券市場、期貨市場、指數股票型基金、巴西存託憑證(BDRs)、POP (Protected and Participative Investment)。

此外，巴西針對外資所課的稅包括：一、外國投資人將資金匯入巴西時須課徵 2% 的金融交易稅，若投資標的為固定收益證券還需課徵 4% 額外的金融交易稅。二、外國投資人證券所得稅，於符合 CMN Resolution 2689/2000 規範的外國投資人其課稅方式如表 5-1 所示；然而，若外國投資人所屬國籍之國家課徵的所得稅稅率低於 20%，則課稅方式將視同本國投資人的課稅方式，如表 5-1 所示：

表 5-1 外國投資人證券所得稅率表

投資標的	稅率	稅率 (若外資所屬之國家課徵 之所得稅稅率低於 20%)
資本利得	免稅	15%
分配的利息和股利	免稅	免稅
股權資本利息	15%	25%
公司債	15%	
公司債與交換契約： 持有期間超過 720 天 持有期間介於 360 天和 720 天 持有期間介於 180 天和 360 天 持有期間少於 180 天		15% 17.5% 20% 22.5%

聯邦政府公債	免稅	免稅
交換契約	10%	
股票型基金、期貨場外交易	10%	15%

資料來源：巴西證券交易所

第七節 小結

我們將以上六個國家的資本管制措施綜合比較(搭配表 5-2)，可以發現整體而言最為嚴格的是中國大陸；不論是外資的資格認定、資金匯入與匯出的限制、外資持股比例的限制、禁止事項、投資金融工具種類的限制等，都有相當程度的規範，尤其是在外資的資格認定上，合格的外國投資機構都必須要有一定的資產規模和成立時間，在六個新興國家之中最為慎重。巴西雖然在外資的資格認定和投資範圍並沒有明顯的規範，但是在資金匯入與匯出的限制、外資持股比例的限制、禁止事項等也有一定程度的限制，尤其是對外資的課稅上，在六個新興國家之中是最為積極的(外資只要將資金匯入巴西境內即須課 2% 的 IOF 稅)。泰國僅有在外資持股比例的限制和對外資的課稅上較為嚴格。臺灣、韓國、馬來西亞對於外資的管制在這六個國家之中則是最為寬鬆的。

表 5-2 新興國家對於外資的管制

	臺灣	中國大陸	南韓	馬來西亞	泰國	巴西
資格條件	<p>外國投資人可以區分為：</p> <p>1. 境外之外國機構投資人：在中華民國境外，依當地政府法令設立登記者</p> <p>(1) 基金型態：公司型基金、信託型基金、合夥型基金、退休型基金、共同基金、單位信託、其他型基金。</p> <p>(2) 非基金型態：銀行、保險公司、證券商、期貨商、其他。</p> <p>2. 境外之華僑及外國自然人：具有中國大陸地區以外之國籍，年滿二十歲</p>	<p>合格境外機構投資者(QFII)</p> <p>1. 基金管理機構：成立 5 年以上，資產 50 億美元以上；</p> <p>2. 保險公司：成立 5 年以上，資產 50 億美元以上；</p> <p>3. 證券公司：經營證券業務 30 年以上，資本 10 億美元以上，管理的證券資產 100 億美元以上；</p> <p>4. 商業銀行：總資產在世界排名前 100 名以內，管理的證券資產 100 億美元以上；</p> <p>5. 其他機構投資者（養老基金、慈善基</p>	<p>外國投資人定義：</p> <p>1. 持有外國國籍之自然人。</p> <p>2. 於韓國居住未滿六個月以上之持外國國籍之自然人。</p> <p>3. 一般外籍法人。</p> <p>4. 基金或單位信託。</p> <p>5. 國際金融組織，如 IMF 等。</p> <p>6. 外國政府、地方政府及國營事業。</p>	<p>外籍投資人定義：</p> <p>1. 持有外國國籍之自然人。</p> <p>2. 持有馬來西亞永久居留權之外國人。</p> <p>3. 一般外國公司或法人。</p>	<p>1. 非泰國居民(NRs) 包括以下四種：</p> <p>(1) 泰國境外的公司、機構、基金、金融機構或法人等。</p> <p>(2) 外國政府。</p> <p>(3) 泰國法人位於泰國境外的分部或代理。</p> <p>(4) 不具有泰國國籍或居留許可的自然人。</p> <p>2. 原則上對於非泰國居民投資的資格並沒有設任何的限制，也就是說任何的外國人都可以進入泰國的股票市場或債券市場進行有價證券的投資。</p>	<p>外國投資人必須符合下列資格之一：</p> <p>1. 商業銀行、投資銀行、儲貸機構、保管銀行和其他類似機構。</p> <p>2. 保險公司。</p> <p>3. 承銷商或自營商</p> <p>4. 退休金基金。</p> <p>5. 非營利機構。</p> <p>6. 投信機構。</p> <p>7. 代操基金。</p> <p>8. 其它基金或集合投資機構。</p> <p>9. 其它法人機構</p> <p>10. 居住於國外的個人。</p>

	<p>持有身分證明者。</p> <p>3.境內之外國機構投資人：外國法人在中華民國境內設立之分公司。</p> <p>4.境內之華僑及外國自然人：年滿二十歲，居住於中華民國境內領有華僑身分證明書或外僑居留證。</p>	<p>金會、捐贈基金、信託公司、政府投資管理公司等)：成立5年以上，管理或持有的證券資產50億美元以上。</p>				
是否需經核准	<p>由原審查許可制改為登記制。</p>	<p>1.經『中國證券監督管理委員會』批准。</p> <p>2.取得國家外匯管理局額度批准。</p>	<p>須向金融監理服務局(FSS)辦理登記，取得投資註冊證明(IRC)始可投資。</p>	<p>無需事先申請許可。</p>	<p>1.所有的外匯交易必須經由泰國財政部核准的商業銀行或金融機構。</p> <p>2.外資投資於有價證券或其它金融工具需申請第一種非泰國居民帳戶(NRBS)，而2006年的準備金提存制度(換匯前需提存30%</p>	<p>1.需向證券交易委員會(CVM)申請核准，而且外資持有的有價證券需由CVM或央行授權的機構保管。</p> <p>2.帳戶的型態主要分為兩種：Own Account 和 Omnibus Account；而 Omnibus Account</p>

					的外國貨幣交由央行保管)已在2008年廢除。若是與經常帳相關之其他用途則為申請另一種非泰國居民帳戶(NRBA)。	中的外國投資人又可以分為 Holder 和 Participant。
資金匯入與匯出限制	<p>1. 境外外國機構投資人：無額度限制</p> <p>2. 境外華僑及外國自然人：無額度限制</p> <p>3. 境內外國機構投資人一年可匯入及匯出五千萬美元</p> <p>4. 境內華僑及外國自然人一年可匯入及匯出五百萬美元</p>	<p>1. 每位合格投資者申請投資額度每次不得低於等值 5000 萬美元，累計不得高於等值 10 億美元。</p> <p>2. 國家外匯管理局可根據經濟金融形勢、外匯市場供求關係和國際收支狀況等對上述限額進行調整。</p>	<p>1. 無資金匯入匯出限制。</p> <p>2. 資本市場動盪時，資本匯出需事先經由南韓財政經濟部的許可。</p>	<p>1. 對以色列、塞爾維亞及蒙特內哥羅設有限制。</p> <p>2. 外國直接投資：不屬於上述三國的外國直接投資資金匯入匯出並無限制，惟出售馬國資產所得需以外幣匯出。</p> <p>3. 外國間接投資：持股不滿一年者於匯出時課資本利得稅。</p>	<p>1. 在金額上並沒有任何的限制或管制。</p> <p>2. 資金匯入以及匯出的目的必須完全符合 NRBS 和 NRBA 這兩種帳戶的條件，而且資金匯入時商業銀行或金融機構必須要求相關的證明檔。</p> <p>3. 超過 5 百萬泰銖的資金匯出時，合格的商業銀行和金融機構會要求相關證明檔。</p>	<p>1. 匯入股市需課徵 2% 的海外投資稅 (IOF Tax)。</p> <p>2. 投資固定收益證券需課徵 6% 的海外投資稅。</p>

					<p>4.法人投資人的資本利得需就源扣繳 15%。</p> <p>5.個別投資人和法人投資人的股利所得需就源扣繳 10%。</p> <p>6.個別投資人和法人投資人的利息所得就源扣繳 15%。</p>	
<p>持股上限-以被投資公司衡量</p>	<p>除少數其他目的事業主管機關法令規定投資比例之上市公司外，一般上市公司均已解除該比例限制</p>	<p>1.每位境外投資者持有一家上市公司股票，持股比例不得超過該公司股份總數的 10%。</p> <p>2.所有境外投資者對單個上市公司 A 股的持股比例總和，不超過該上市公司股份總數的 20%。</p> <p>3.策略性投資不受上限規定。</p>	<p>1.僅針對國營事業股份設定投資上限。</p> <p>2.必要時，南韓金融服務委員會(FSC)可基於公眾利益、穩定股市和產業等因素調整投資上限。</p> <p>3.由於執行選擇權導致超過持股上限應於下個交易日出售持股。</p>	<p>1.持股價值達馬幣千萬元的外資需獲得外人投資委員會(FIC)的許可。</p> <p>2.外資對當地公司持股達 1/2 以上時須獲得外人投資委員會的核准。</p> <p>3.對於金融保險業、公共事業等產業設有持股上限。</p>	<p>1.單一泰國公司發行的股份被外資持有的比例不得超過 49%。</p> <p>2.商業銀行或金融機構發行之股份被外資持有的比例不得超過 25%。</p>	<p>1.有線電視和媒體業的外資持股上限為 30%。</p> <p>2.運輸產業的外資持股上限為 20%。</p>

<p>禁止事項</p>	<p>境外華僑及外國人投資國內證券：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1.不得從事證券信用交易。 2.不得賣出尚未持有之證券。 3.不得為放款或提供擔保。 4.不得委託保管機構或證券集中保管事業以外之法人或個人代為保管證券。 	<ol style="list-style-type: none"> 1.禁止投資《外商投資產業指導目錄》中禁止類之產業。 2.養老基金、保險基金、共同基金、慈善基金、捐贈基金、政府和貨幣管理當局等合格投資者，投資本金鎖定期(禁止合格投資者將投資本金匯出境外的期限)為3個月。其他合格投資者的投資本金鎖定期為1年。 3.合格投資者的自有資金帳戶、客戶資金帳戶及其開放式基金資金帳戶之間不得進行資金劃轉，同一合格投資者多隻開放式基金資金帳戶之間也不 	<ol style="list-style-type: none"> 1.不得從事信用交易。 	<ol style="list-style-type: none"> 1.一度完全禁止放空，目前已開放部分股票可融券交易。 	<ol style="list-style-type: none"> 1.泰銖可以在同一種類型的帳戶轉換，但禁止在 NRBS 和 NRBA 之間轉換。 2.同一間商業銀行或金融機構的每位非泰國居民(NRs)，NRBS 和 NRBA 每天的交易總額不得超過 300 百萬泰銖。 3.不論到期日多長，同一間金融機構或商業銀行的每位非泰國居民(NRs)的總借款金額不得超過 10 百萬泰銖。 	<ol style="list-style-type: none"> 1.禁止投資石油相關、水力發電、核能相關、彩券等產業。 2.外國投資人禁止買賣非 CVM 核准的股票交易所、電子系統和櫃檯買賣市場的上市公司發行的證券。 3.外國投資人禁止買賣非 CVM 核准的櫃檯買賣市場上交易的證券。 4.外國投資人禁止買賣未公開發行公司的證券。
-------------	---	--	---	--	---	--

		得進行資金劃轉。 4. 禁止QFII額度的轉讓及租借。				
投資範圍	<p>境外華僑及外國人投資國內證券，其投資範圍，以下列為限：</p> <p>1.上市、上櫃公司及興櫃股票公司發行或私募之股票、債券換股權利證書及台灣存託憑證。</p> <p>2.ETF。</p> <p>3.政府債券、金融債券、普通公司債、轉換公司債及附認股權公司債。</p> <p>4.受託機構公開招募或私募受益證券、特殊目的公司公開招募或私募資產基礎證券。</p> <p>5.認購(售)權證。</p>	<p>合格投資者，投資範圍限於下列人民幣金融工具：</p> <p>1.在證券交易所掛牌交易的股票。</p> <p>2.在證券交易所掛牌交易的債券。</p> <p>3、證券投資基金。</p> <p>4、在證券交易所掛牌交易的權證。</p> <p>5、『中國證監會』允許的其他金融工具。</p>	<p>1.上市、上櫃之股票、債券。</p> <p>2.ETF。</p> <p>3.股價指數期貨及選擇權。</p> <p>4.股票型或債券型之受益憑證。</p> <p>5.短期貨幣市場金融工具。</p>	<p>1.交易所掛牌之股票。</p> <p>2.交易所掛牌之債券。</p> <p>3.ETF。</p> <p>4.認購權證。</p> <p>5.期貨交易。</p> <p>6.伊斯蘭債券。</p> <p>7.房地產。</p> <p>8.馬幣的避險交易。</p>	NRBS可投資範圍包括：股票市場、債券市場、unit trusts、泰國期貨交易所(TFEX)、泰國農業期貨交易所(AFET)。	在證券交易所交易之股票、債券、期貨、指數股票型基金、POP。

	6.其他經證券主管機關核定之有價證券。					
股市漲跌幅限制	7%的漲跌幅限制。	上海交易所與深圳證券交易所皆為10%的漲跌幅限制。	15%的漲跌幅限制。	股市交易分成上、下午兩盤，每盤的漲跌幅限制各為30%。當日合計之漲跌幅限制為69%。	1.在 Main Board、Odd Lot Board 和 Big-lot Board 交易的個股漲跌幅限制為前一天收盤價的30%。 2.在 Foreign Board 交易的個股漲跌幅限制為前一天收盤價的60%。	1.個股沒有漲跌幅限制。 2.指數跌幅超過10%時交易所會啟動暫停交易機制。

資料來源：本文整理

第六章 新興國家之國際資本移動管制措施

在第五章裡，本研究主要以法令規範研究的方式，詳細地探討了新興市場對於證券投資的規範。有別於上一章，本章以事件研究的方式討論國際間熱錢流竄頻繁的原因以及各新興國家的因應措施與管制方式。

美國在2008年與2010年為了挽救金融危機和復甦前景堪慮的經濟，分別採行了第一次和第二次量化寬鬆措施。透過寬鬆的貨幣政策，美國利率維持在非常低的水準，以刺激短期的消費支出與企業投資。然而在金融市場國際化的今日，美國釋出的大量貨幣並不會只停留在美國境內。美國境外的市場若有更高的獲利空間，這些移動快速的資金並不會輕易放棄這些短期獲利機會。

在1998年亞洲金融危機發生時，馬來西亞並沒有參考國際貨幣基金組織的經濟復甦方案，反而是實施了資本管制措施，完全違背了當時國際貨幣基金組織資本移動自由化的理念。時至今日，就連國際貨幣基金組織也逐漸贊同運用資本管制措施來抑制過多的資本流入；在2008年冰島的金融體系面臨危機時，國際貨幣基金組織就建議冰島政府執行資本管制來重建金融體系。在2010年2月，國際貨幣基金組織的官員就建議新興國家政府應藉由資本管制來對抗大量熱錢的來襲所造成的負面影響。這樣的概念並非僅有國際貨幣基金組織贊同，像是世界銀行和亞洲開發銀行也都抱持著相同的觀點。

因此新興國家政府，尤其是那些小型開放經濟體，對於如嗜血鯊魚一般的熱錢，正逐步提高其進入國內的門檻或加諸更嚴格的管制措施，以避免經濟體系受到熱錢的衝擊而產生傷害。而其他目前尚未實施較嚴格的資本管制措施的國家(如印度)，相對於已經實施資本管制措施的新興國家(如巴西、泰國等)，將更可能成為熱錢攻擊的下一個目標。

第一節 美國的量化寬鬆政策與新興市場的資本管制

一、第一輪量化寬鬆措施 (Quantitative Easing, QE1)

2008年的金融危機重創了全球資本市場的流動性也造成世界各國景氣的衰退，各國政府為了度過這次的難關紛紛祭出寬鬆的貨幣政策來壓低利率；除了解決資本市場流動性不足的問題，也希望能提升民間投資來促使經濟景氣的復甦。在2008年11月24號美國聯準會推出了首輪的量化寬鬆措施(Quantitative Easing；簡稱QE1)；Fed將會購買由房地美(Freddie Mac)、房利美(Fannie Mae)和聯邦住宅貸款銀行所發行價值1000億美元的債券及其擔保的5000億美元的資產抵押證券。QE1的短期目標為解救美國的金融體系和金融機構，並提振資本市場的信心；而長期目標為降低失業率和幫助經濟復甦。截至2010年3月止，第一輪量化寬鬆措施正式結束，美國聯準會總共購買了1.25兆美元的抵押貸款證券、3000億美元的美國國債和1750億美元的機構證券，累計1.725兆美元。

然而，當企業投資活動的資金需求沒有跟上大量增加的資金供給的情況下，反而使多出來的資金流竄到亞洲和拉丁美洲的新興國家，造成這些國家的總體經濟決策更加困難複雜。對於這些新興國家而言，大量國際資本的流入迫使他們的貨幣不斷升值，進而影響到他們出口商品的競爭力；而且其它種類資產的價格也都面臨了上漲的壓力，甚至造成該國國內短期的通貨膨脹；大量信用擴張的結果又有可能造成壞帳的產生。因此為了維持貨幣的穩定性和避免資產泡沫化，這些新興國家開始採取一些資本管制措施，以防止大量的國際資本繼續湧入。

二、第二輪量化寬鬆措施 (QE2)

就在新興國家各自忙著打擊熱錢而對國際資本進行管制的同時，卻傳出了令全球震驚的消息：在2010年11月3日，美國聯準會宣布執行第二次的量化寬鬆措施(QE2)，預計會在2011年6月前收購完六千億美元的公債。這個消息的公佈意味著貨幣的議題將會持續蔓延下去，而且短期內將會有更多的國際資本流入新興

國家市場。在新興國家同聲譴責撻伐的同時，也開始為了更多的熱錢來襲研擬更嚴格的資本管制措施；如巴西正在研究是否對外資投資於固定收益證券課徵資本利得稅、南韓當局也正考慮對外資投資於固定收益證券課徵預扣稅以及開徵銀行稅、菲律賓政府也揚言要開始管制國際資本。

為了防範熱錢流入所造成匯率的不穩定，新興國家政府將無可避免地繼續進行這場貨幣戰爭，而且在全球景氣確定復甦之前恐怕都不會結束。

三、美國宣布第二次量化寬鬆後新興國家採行的資本管制措施

(一)台灣

台灣的央行總裁彭淮南先生在2010年10月中認為停留在台灣的外資大約有3700億存在著炒匯的嫌疑，而其中2500億是購買了公債。然而台灣的公債殖利率相較於歐美的公債殖利率是較低的，因此彭淮南先生認為外資購買台灣的公債並不合理，可能僅是藉由購買公債讓資金能夠停留在台灣。

對於近兩年大量的外資流入臺灣導至於新臺幣大幅升値之現象，我國相關的主關機關採取了一些措施以穩定經濟與金融。例如中央銀行於2009年11月10日禁止外資匯入之資金存入新臺幣定期存款，2010年10月11日規定外資進行借券交易時，不得以新臺幣作為借券保證金。同年11月9日，行政院金管會宣布將華僑及外國人投資證券管理辦法第四條第二項規定「外資投資於公債、貨幣市場工具，前揭投資之總金額不得超過其匯入資金之30%。但投資買賣斷公債，其剩餘年限逾一年者，不在此限」修改，將剩餘年限逾一年以上之買賣斷公債部位也納入30%限額計算。這是金管會考量到外資大幅買斷我國剩餘年限約一至兩年之公債，但我國公債殖利率卻遠低於美元及歐元公債殖利率，外資投資國內公債並無投資利基的情況下所做出的修改，使國際熱錢減少一個合法停留的管道。而央行於2011年元月1日起調高金融機構收受外資新臺幣活期存款準備率等。央行和金管會的動作顯示出歡迎外資投資台灣的股市，但並不容許熱錢進行炒匯，破壞台灣匯率的穩定性。

(二) 中國大陸

雖然中國大陸官方宣稱沒有熱錢大規模流入的情形，其外匯管理局仍於2010年11月9日宣布了七項的外匯管制措施。本研究節錄並整理本次中國大陸外匯管制措施如下：

- 1、強化銀行結售匯的綜合餘額管理，並實施餘額下限；
- 2、調整出口收結匯聯網查核管理政策；
- 3、嚴格控管金融機構短期外債指標和對外擔保餘額；
- 4、加強外商投資企業境外出資管理；
- 5、加強境外上市募集資金調回結匯的真實性審核；
- 6、規範境內機構和個人設立境外特殊目的公司的管理；
- 7、加重對違規銀行的處罰。

中國大陸之外管局表示新措施著眼於緊盯住金融機構短期外債指標的管理，並嚴格限制銀行超出指標經營的行為。雖然這些措施整體看來並不新奇，但外管局的目的是在於警告並試圖阻止海外熱錢的流入。該局並表示還將強化對境外上市中資公司的資金調回及境外投資者境內投資的監管。

從本次的管制看來，中國大陸政府也許正擔心過高的流動性可能造成通貨膨脹和資產泡沫。事實上，中國大陸9月外匯準備暴增並突破千億美元，且新增外匯創下8個月新高，熱錢也許早已傾洩入中國大陸市場。中國大陸2010年10月的通貨膨脹率已飆升到兩年來新高的4.4%，中國人民銀行已於2010年11月10日宣布，自11月16日起調升銀行業的人民幣存款準備金率0.5個百分點。此外，市場分析師預期短期間中國大陸再升息的機會相當大。

(三) 南韓

在2010年11月18日，南韓的財政部將兩位立法委員上一週的提案退還給他們，並宣稱會在國會上仔細討論細節再決定最終版本。這個提案的內容主要是建議韓國政府實施資本管制措施：對於外資購買政府公債的利息所得課徵14%的預

扣稅(withholding tax)和20%的資本利得稅。

在2010年12月19日，南韓政府的四個金融主管機關(財政部、央行、金融服務委員會、金融監督院)宣布，將針對對國內銀行和外商銀行分支機構以外國貨幣計價的債務餘額課徵銀行稅，預計在2011年2月送至國會表決並在2011年下半年實施。這四個金融主管機關預期銀行稅能夠降低資本流動的波動性、改善境外借貸的品質和增強南韓未來因應各種危機的能力。南韓政府將要求國內銀行和外商銀行分支機構以美元來支付銀行稅，所以在面對未來的危機時這筆稅款可以用來提供足夠的外匯流動性，而在平日將會被投資在南韓境外的安全資產上。銀行稅在剛開始實施時課稅對象僅為銀行業，但之後的課稅對象將會包含所有的金融機構。

由於南韓也是個出口導向的經濟體系，外匯市場的波動可能會對於經濟成長有不利的影響。所以當亞洲各國陸續實施資本管制的時候，南韓政府也一直在觀望和規劃中。截至2010年10月底，外資對南韓債券的淨投資為21.1兆韓元，若再加上外資對南韓股市的淨投資，債券市場加股票市場的熱錢流入已達40兆韓元；一旦有任何可能的危機發生，南韓的財政部認為資金將會立刻大量流出。所以南韓政府除了要抑止熱錢持續流入，還必須做好防範資本無預警地大量外移的準備。

第二節 新興市場各國近期資本管制措施

一、 近期新興國家的資本管制措施

(一)巴西

巴西為了減緩國際熱錢的流入，在2010年10月5號宣布將針對外資購買固定收益證券課徵2%額外的交易稅(IOF)。由於外資將資金匯入巴西時就已經會被課徵2%的IOF稅，因此這2%額外的IOF稅代表外資如果購買固定收益證券將會被課徵4%的IOF稅。然而在2010年10月18號巴西又宣布將2%額外的IOF稅提高為4%；這意味著外資如果購買固定收益證券將會被課徵6%的IOF稅。在同一個月內進行了兩次資本管制措施，顯示了巴西管制熱錢的決心。

(二)泰國

而泰國政府在受不了泰銖不斷升值的壓力之下，在2010年10月13號宣布對於外資購買公債的利息所得和資本利得課徵15%的預扣稅(withholding tax)。泰國自從2005年之後便沒有再對外資購買公債的利息所得和資本利得課稅，此舉也正式宣告泰國將對於國際資本的流動進行管制。

(三)台灣

在2010年8月初，台灣的央行會同金管會將外資的借券保證金幣別限定為美元，使外資無法再以台幣或是台幣計價的有價證券做為保證金，消除了熱錢藏匿的一個手段。

二、近期各國資本管制措施彙整

本研究將新興市場自2010年8月起對於外匯資本實施管制的措施，並納入美國兩次量化寬鬆貨幣政策，彙整成時間表並呈現如下表：

表6-1 近期各國資本管制措施時間表

時間	國家	事件
2010/11/09	台灣	外資投資於買賣斷公債不得超過其匯入資金的30%額度，不論剩餘年限長短。(註：原本的華僑及外國人投資證券管理辦法第四條第二項規定，投資於公債、貨幣市場工具，前揭投資之總金額不得超過其匯入資金之30%。但投資買賣斷公債，其剩餘年限逾一年者，不在此限。)
2010/11/09	中國大陸	1.強化銀行結售匯的餘額管理。 2.加強出口收結匯聯網查核管理政策。 3.控管金融機構短期外債指標和對外擔保餘額。 4.加強外商投資企業境外出資管理。 5.加強境外上市募集資金調回結匯的審核。 6.規範設立境外特殊目的公司的管理。 7.加重違規銀行處罰。
2010/11/03	美國	美國聯準會宣布執行第二次量化寬鬆措施(QE2)，預計在明年六月前收購六千億美元的公債。
2010/10/18	巴西	巴西再次調高外資購買固定收益證券的額外IOF稅至4%，也就是外資購買固定收益證券總共需課徵6%的IOF稅。
2010/10/13	泰國	泰國政府將針對外資購買公債的利息所得和資本利

		得課徵 15%的預扣稅(withholding tax)。
2010/10/05	巴西	巴西將針對外資購買固定收益證券課徵額外 2%的 IOF 稅，也就是外資購買固定收益證券總共需課徵 4%的 IOF 稅。
2010/8	台灣	外資的借券保證金幣別限定為美元。
2010/6/13	南韓	限制國內銀行、金融機構和外商銀行分支機構所持有的外匯衍生性金融商品和遠期外匯的部位；國內銀行與金融機構不得超過權益資金的 50%，外商銀行分支機構不得超過權益資金的 250%。
2008/11/24	美國	美國聯準會宣佈將購買由房地美、房利美和聯邦住宅貸款銀行發行的價值 1000 億美元的債券及其擔保的 5000 億美元的資產抵押證券，這是自金融危機發生以來第一次的量化寬鬆措施(QE1)。短期的目標為挽救美國的金融機構和金融體系，中長期的目標為提高就業水準和增加經濟成長率。

資料來源：本文整理

第三節 新興國家資本管制措施對經濟體系的影響

為了減緩2008年年底與2009年年初金融危機對各國經濟造成的影響，許多國家的央行及美國聯邦準備理事會紛紛採以寬鬆貨幣策挽救金融市場的流動性。在美國經濟前景不明甚至可能面臨二次衰退危機的2010年年底，美國聯準會實施第二次量化寬鬆政策。至此，國際間的熱錢有如洪流般向亞洲等新興市場尋求出口。

國際熱錢的目的在於追求短期利潤。對於亞洲新興市場來說，熱錢的來臨僅為暫時的停泊，通常以購買固定收益證券的方式為之。一旦下一個熱門題材的投資標的出現，熱錢即迅速撤出該國市場。

雖然一般而言國際資本有助於經濟成長，但嚴格來說，熱錢並不在此列。理論上，資本累積與技術成長是國際資本帶來的經濟成長引擎。然而，短期甚至極短期停泊的熱錢既無助於長期資本的累積，也不帶來任何前端技術給新興市場，更遑論帶動當地產業的競爭與學習。

從投資的角度來看，熱錢對於該國的民間投資幫助相當有限，甚至小到可以忽略的程度。無論是外人直接投資或是證券投資，都應該要有謹慎的分析與規

劃做基礎。尤其對於外人直接投資而言，沒有中長期的資本投入是很難創造未來收益的。

對於新興市場股市而言，國際資本流入將有助於其市值的成長並帶動整體市場發展。股市資本的增加也有助於降低資金成本。外資的相對資訊優勢還可以促進股市的價格發現機能。

但海外基金可能為了調節資金需求出脫本地持股造成股市震盪，其他外資的交易也不無提高市場波動性的可能。熱錢流入新興國家也常造成當地的嚴重的通貨膨脹問題，甚至資產價格泡沫。熱錢的短期停留可以說僅僅提供市場上充足甚至過度的流動性。很遺憾地，過度流動性的負面外溢效果可能遠超過熱錢帶來的好處。

從新興國家匯率的觀點來看，熱錢的流入將造成貨幣升值。經濟體較小型的出口國家，如台灣，貨幣主管機關若不採取任何管制動作，將傷害到該國產品在國際市場的競爭力。在撤資時，熱錢撤出的速度可能非常劇烈，也將導致該國貨幣大幅貶值。換言之，熱錢的進出可能導致新興市場的匯市出現無謂的波動。甚至許多文獻與實務界看法都指出熱錢的撤資就是導致1997年亞洲金融風暴的元兇。因此，泰國、巴西、台灣和中國大陸於2010年底採取的固定收益證券課稅和外匯出入等管制措施就在降低該國對熱錢的吸引力，甚至帶有警告的意味。

然而實施資本管制措施也有潛在的缺點存在；因為資本管制實施的這段期間可能會排擠到其它國際資本流入(如外人直接投資)的意願；畢竟資本的流動性降低了，而且外匯市場的不確定性增加，當國際資本在選擇投資的對象時，這些因素都是他們考慮的重點。

在2010年10月14日，聯合國貿易及發展會議(UN Conference on Trade and Development；UNCTAD)針對全球外人直接投資的趨勢發表了最新的報告。報告中指出2010年的全球外人直接投資大約有1.12兆美元，比2009年成長了0.01兆美元(2009年全球外人直接投資為1.11兆美元)。然而在金融海嘯發生之前，2005年

至2007年平均每年的全球外人直接投資有1.52兆美元，所以2010年的全球外人直接投資低了25%；若單看2007年，全球外人直接投資為2.1兆美元，則2010年的數字甚至低了40%，所以目前全球外人直接投資是處於較低迷的情況。

對於部分經濟成長仰賴外人直接投資的新興國家而言，既要保護本國產品在國際市場上的競爭力，又必須創造出能讓外國企業有投資意願的環境，如何適當地設計資本管制實是一大難題。

從各國目前實施的資本管制措施可以發現：泰國、巴西和台灣的外匯管制措施都是從固定收益工具著手。無論是泰國的預扣稅或是巴西的IOF都直接降低熱錢的報酬率，引導潛在的熱錢轉投他處。這種一進市場就先課稅方式的管制措施對熱錢的影響最為明顯。台灣央行的管制方式則是透過限制固定收益工具的投資比例，等於是設定熱錢在此市場的停泊上限。相較於泰國、巴西直接從口袋抽稅，進入台灣的熱錢仍可以從其他市場尋求靠岸的港口，如房地產市場等。除非配合其他政策，如打壓房地產炒作等措施，否則台灣的管制程度只能算輕微。有別於上述三國，中國大陸則從管制金融機構的角度出發；藉由對資金匯入匯出嚴加審核的傳統方式，為熱錢在中國大陸市場的流動性埋下不確定的種子，藉此降低熱錢流向中國大陸的意願。這些國家的資本管制措施目標都很明確，就是盡量在不影響其他種類資本流入的前題下針對熱錢的流入作出限制，而且穩定外匯市場的波動，以期最小幅度的排擠效果發生。

再從經濟賽局的觀點看來，當鄰國關上對熱錢的大門而自己卻門戶大開，就可能變成熱錢靠岸的港口。因此，菲律賓和從1997年亞洲金融危機後就大開市場的韓國也意跟進台灣、泰國和中國大陸的腳步。另一方面，大型經濟體的國家由於可能受創較小且保持市場自由化，也可能沒有相關動作；例如認為自身經濟體夠大、對熱錢有足夠容納量的印度則不打算進行外匯管制。

熱錢的流入將導致當地市場的資金過剩，而造成短期間高度的通膨。即便大型經濟體如中國大陸，2010年底以月計算的通貨膨脹率都達到4%以上的水

準。當地央行若欲抑制通膨，則必須減少貨幣供給。打擊通膨將造成該國利率的提高，對熱錢來說將更具吸引力。因此，新興市場央行若得以在熱錢來臨前對資本流入進行管制，將可阻絕熱錢對物價水準以及後續貨幣政策的影響。

整體看來，以小型經濟體居多的新興市場對短期國際資本的管制對經濟是利多於弊的。熱錢並無助於增加當地的資本，也無助於將技術移轉給開發中國家，故管制熱錢並不會傷害到長期經濟成長。另一方面，資本管制可使新興市場免於熱錢的不合理通膨，即便是中國大陸這種規模的大型經濟體也深受其害而採取相關的管制措施。

對於股市而言，熱錢對市值的增加、流動性的提高或資金成本的降低都只是短期效果，企業實質上無法享受到任何益處。相反地，管制措施可防止熱錢造成市場的波動程度，也可以避免熱錢的進出或撤資造成本地投資人的傷害。

從匯市的角度看來，管制措施可避免當地市場匯率不正常的升值，以維持匯率的穩定。對於如台灣等出口導向的市場而言，對熱錢管制尤其必要。此外，管制措施還可避免匯市增加多餘的波動度。

雖然本研究對於對短期熱錢的管制抱持正面的態度，但對於長期投資的國際資本，不論是外人直接投資、外人證券投資或其他外人投資，本研究仍建議新興國家採取開放市場的政策。

第四節 小結

由於近期市場流入亞洲的資金相當浮濫，且美國的二次量化寬鬆政策使得這個問題雪上加霜。亞洲的新興國家如中國大陸、台灣和泰國，以及南美洲的巴西均祭出資本管制措施以避免通貨膨脹與資產泡沫化等問題。

由於美國實施二次寬鬆貨幣政策，2001年諾貝爾經濟學獎得主Joseph Stiglitz認為亞洲國家確實需要以資本管制措施以管理外資的流入並穩定經濟。此外，世界銀行的官員對諸如亞洲等新興市場也做出類似的建議。

或許自由市場經濟長期而言有助於國際貿易與各國資本市場的發展，但對

於新興市場或小型開放經濟體而言，短期熱錢或非預期大量資本流入對該國的經濟發展卻是嚴重的傷害。因此，對於新興市場而言，短期的適度資本管制是有助於穩定經濟的。

第七章 結論與建議

第一節 研究結論

國際資本流入普遍被認為可帶動當地的經濟發展，不論是透過資本累積、帶動投資與技術移轉等方式，開放市場將有助於經濟的正面發展。故政府應盡可能開放長期投資的國際資本，尤其是外人直接投資的部分。外人直接投資可能直接在本地設廠或取得本地企業經營權方式，對本地實體資本的累積、失業率的降低、生產技術的提升以及勞工素質的成長都會有所助益。而關於在外人證券投資部分，本研究建議主管機關對於非熱錢的證券投資也應採開放的政策。非熱錢的外人證券投資有利於金融市場的長期成長，除了金融業，對於整體經濟發展也有正面的外溢效果。

國際資本對股市的影響則是利弊皆有。從文獻上可知，對股市的正面影響包含資金成本的降低、資本市場成長、價格發現功能提高、以及更加國際化等；然而，負面影響主要來自市場波動度可能提高、資產價格可能泡沫化、過快的撤資是導致市場不安定因子等。本研究認為採取開放的政策搭配適當的配套管理措施對資本市場的發展將最為有利。為了避免市場波動度加劇，適當的鉅額交易流程設計可使買賣單對價格的衝擊減輕至最低。每日價格波動的上下限可以保留但仍可再進一步放寬。對於劇烈震盪的股市，斷路器或暫停交易措施的採行則有助於市場穩定。

本研究比較臺灣、中國大陸、韓國、馬來西亞、泰國與巴西，六個新興國家對於外資於證券市場投資之管制。結果發現，整體而言管制最為嚴格的是中國大陸；不論是外資的資格認定、資金匯入與匯出的限制、外資持股比例的限制、禁止事項、投資金融工具種類的限制等，都有相當程度的規範，尤其是在外資的資格認定上，合格的外國投資機構都必須要有一定的資產規模和成立時間，在六個新興國家之中最為慎重。巴西雖然在外資的資格認定和投資範圍並沒有明顯的規範，但是在資金匯入與匯出的限制、外資持股比例的限制、禁止事項等也有一

定程度的限制，尤其是對外資的課稅上，在六個新興國家之中是最為積極的(外資只要將資金匯入巴西境內即須課 2% 的 IOF 稅)。泰國僅有在外資持股比例的限制和對外資的課稅上較為嚴格。臺灣、韓國與馬來西亞對於外資的管制在這六個國家之中則是最為寬鬆的。

國際資本移動對匯率水準的影響在文獻上並沒有得到一致的結論，而在我國的實證文獻中亦無發現資本流入造成匯率波動提高的證據。就管制的效果而言，短期匯率也許得以維持穩定，但長期看來升值仍是不可避免的。

根據世界銀行2010年中所公佈的資料，亞洲新興國家在2008年至2009年初經歷大量的國際資本外逃後，因領先全球經濟復甦，於2009年第3季度起，國際資本流入反彈至歷史新高。其中以經濟成長預期較為強勁的亞洲國家(例如中國大陸、印度與印尼)，以及與中國大陸保持密切貿易往來的國家(例如韓國)，2009年的淨私人資本流入量較大。本研究發現，尤其自2010年6月至10月短短5個月之間，國際資本大量流入亞洲新興國家造成這些國家的匯率波動非常大，許多國家升值幅度逼近10%。其中，以我國為例，外匯存底自2010年1月350,711百萬美元，至9月已達380,500百萬美元，上升了8.5%，而光6月至9月就上升了5%。此波熱錢大量又急速的流入亞洲新興國家，這也促使資本管制議題在亞洲新興國家之間被熱烈的討論著。

如上所述，亞洲新興國家因經濟領先全球復甦，造成去年底以來市場流入亞洲的國際資金相當浮濫，再加上最近美國實施二次量化寬鬆政策使得這個問題雪上加霜。2001年諾貝爾經濟學獎得主 Joseph Stiglitz 認為亞洲國家確實需要以資本管制措施以管理外資的流入並穩定經濟。此外，世界銀行的官員對諸如亞洲等新興市場也做出類似的建議。目前，亞洲新興國家如中國大陸、台灣和泰國，以及南美洲的巴西均紛紛祭出資本管制措施以避免通貨膨脹與資產泡沫化等問題。

第二節 政策的建議

本研究提出三點的政策建議如下：

一、短期進行適度的資本管制

自由市場經濟長期而言有助於國際貿易與各國資本市場的發展，但對於新興市場或小型開放經濟體而言，短期熱錢或非預期大量資本流入對該國的經濟發展會造成傷害。目前國際的經濟情勢顯示，熱錢的匯入與匯出的動作較正常時期高，對於匯市以及資產價格也產生一定的影響，因此國際上一些國家所採取的資本管制措施中，我們可以選擇適當的資本管制，來降低對我們外匯市場以及經濟穩定的負面影響。適當的資本管制措施包括限制外資投資於固定收益(公債或是定期存款)額度、提高金融機構收受外資新臺幣存款的計提準備率、甚至於對外資交易債券或是新臺幣存款的利率所得課徵印花稅等。

然而，外資的直接投資與股權投資是有助於經濟發展的，因此應該避免實施過強的資本管制措施，以避免對吸引外資投資產生不利的影響。

二、改善投資環境，吸引外資的直接投資

雖然大多數的國際熱錢主要目的是為了賺取短期的匯差，但是如果能夠吸引國際熱錢轉換成國際直接投資，對我們的經濟發展將更有貢獻。

根據 World Investment Report 2010的統計資料顯示，2009年我國的外資直接投資金額為28億美元，同時期韓國吸引58億美元的外人直接投資，而香港與新加坡的金額更是驚人，分別為484億與168億美元。另外，根據經濟部投審會的資料顯示，我國今年(2010年)前10月外人直接投資的金額較去年同期金額降低了約20%。上述的統計資料均顯示，我國吸引的外資直接投資金額不但偏低，趨勢也是不樂觀的，因此建議主管機關應該正視此現象。

三、健全資本市場

我國的資本市場以散戶為主，表面上看起來資金充沛，但事實上，我們的資

本市場是淺碟型的市場。過去，我國的資本市場從來沒有經歷大型的籌資活動，我們股票市場的國際IPOs亦相當缺乏，上市公司也很少具有世界級的企業在臺灣上市，新創事業的融資活動不熱絡，債券市場的活絡性不足，而外匯市場的避險工具也相當缺乏。

一個高度流動性的資本市場，可以提供給產業與世界級的企業良好的籌資平台，此舉也有利於經濟的穩定發展，以及吸引更多外資的直接投資與股權投資，匯率市場的參與者也會更多元化，國際熱錢的流動對於匯率市場的不利影響將可以降低。

綜上所述，本研究提出了三項的政策建議，包括採行短期溫和的資本管制措施、改善投資環境以吸引更多的外資直接投資、健全資本市場，以降低國際熱錢的流動對我們經濟的負面影響。

資料來源與參考文獻

一、資料來源

1. IMF 網站
2. 世界銀行網站
3. 中央銀行網站

二、中文文獻

1. 王昭琇(2006),「國外直接投資、失業率與經濟成長率：已開發國家及開發中國家之比較分析」,中國文化大學經濟學研究所未發表碩士論文。
2. 李宗樺(2009),「資本管制與匯率動態分析」,台北大學經濟學研究所未發表碩士論文。
3. 周行一、游智賢和林岳喬(2005),「開放外資參與我國期貨交易對我國金融市場之影響」,台灣期貨與衍生性商品學刊,第3期,28-38。
4. 周宜魁(2004),「國際金融」,三民書局股份有限公司。
5. 邵柏齊(2009),「FDI 來源效應與經濟成長—跨國實證分析」,高雄大學經營管理研究所未發表碩士論文。
6. 游孝元(2000),「外資進出對國內股、匯市的影響」,台灣大學經濟學研究所未發表碩士論文。
7. 鄭芳周(2006),「金融發展與外資開放對匯率的影響-台灣的實證研究」,朝陽科技大學財務金融研究所未發表碩士論文。
8. 鄭麗慧(2001),「外資介入對股市現貨市場與指數期貨市場關聯性的影響-以香港、馬來西亞、台灣為例」,中山大學財務管理研究所未發表碩士論文。

三、英文文獻

1. Albuquerque, R., N. Loayza and L. Servén (2004), “World Market Integration Through the Lens of Foreign Direct Investors,” *Journal of International Economics* Volume 66, 267-295.
2. Bekaert, G., and C.R. Harvey, (2000), “Foreign speculator and emerging equity

- markets,” *Journal of Finance* 55, 563-613.
3. Bekaert, G., C.R. Harvey, and C. Lundblad, (2002), “The dynamics of emerging market equity flows?” *Journal of International Money and Finance* 21, 295-350.
 4. Bekaert, G., C.R. Harvey, and C. Lundblad, (2005), “Does financial liberalization spur growth?” *Journal of Financial Economics* 77, 3-55.
 5. Blanchard, Olivier and F. Giavazzi, (2002), “Current account deficits in the euro area: the end of the Feldstein– Horioka puzzle?” *Brookings Papers on Economic Activity* 2, 147- .
 6. Bowe, M., and D. Domuta, (2001), “Foreign investor behavior and the Asian financial crisis,” *Journal of International Financial Markets, Institutions, and Money* 11, 395-422.
 7. Brennan, M., and H.Cao, (1997), “International portfolio investment flows,” *Journal of Finance* 52, 1851-1880.
 8. Calvo, G., L. Leiderman, and M. Reinhart, (1994), “The capital inflows problem: concepts and issues,” *Contemporary Economic Policy* 12, 54-66.
 9. Choe, H., B.-C. Kho, and R. M. Stulz, (1999), “Do foreign investors destabilize stock market? The Korean experience in 1997,” *Journal of Financial Economics* 54, 1303-1314.
 10. Claessens, Stijn, Michael P. Dooley, and Andrew Warner, (1995), “Portfolio Capital Flows : Hot or Cold?” *World Bank Economic Review* 9 (1), 153-74.
 11. Clark, J., and E. Berko, (1996), “Foreign investment fluctuations and emerging market stock returns: the case of Mexico”, Federal Reserve Bank of New York.
 12. Cline, William R., (1995), “International Debt Re-examined,” Washington, DC: Institute for International Economics.
 13. Corsepius, Uwe, Peter Nunnenkamp, and Rainer Schweickert, (1990), “Debt Versus Equity Finance in Developing Countries: An Empirical Analysis of the Agent-Principal Model of International Capital Transfers,” *Journal of Economic Literature* 28, 1827-1827.
 14. Dooley, M., (1996), “A survey of academic literature on controls over international capital transactions,” *IMF Staff Papers* 43, 639-687.
 15. Eaton, Jonathan, and Mark Gersovitz, (1981), “Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis,” *Review of Economic Studies* 48, 289-309.

16. Edison, H. and F. Warnock, (2003), "A simple measure of the intensity of capital controls" *Journal of Empirical Finance* 10, 81-103.
17. Edwards, S., (1999), "Capital inflows into Latin America: A stop-go story?" In M. Feldstein (ed), *International capital flows* 5-42. The University of Chicago Press, Chicago.
18. Edwards, S., (2000), "Capital Flows, Real Exchange Rates and Capital Controls: Some Latin American Experiences," In S. Edwards (ed), *Capital Flows and the Emerging Economies: Theory, Evidence and Controversies* 197-254. The University of Chicago Press, Chicago.
19. Errunza, V., (2001), "Foreign portfolio equity investments, financial liberalization, and economic development," *Review of International Economics* 9, 703-726.
20. Frankel, J., and S. Schmukler, (1996), "Country fund discounts, asymmetric information, and the Mexican crisis of December 1994: Did local residents turn pessimistic before international investors?" *Open Economies Review* 7, 511-534.
21. French, K. R. and J. M. Poterba, (1991), "Investor diversification and international equity markets", *The American Economic Review* 81, 222-226.
22. Froot, K., P. O'Connell, and M. Seasholes, (2001), "The portfolio flows of international investors," *Journal of Financial Economics* 59, 151-193.
23. Furukawa, Y., (2009/2), "Equity market and foreign capital," *Canadian Journal of Economics* 42, 349-358.
24. Grilli, V. and G. M. Milesi-Ferretti, (1995), "Economic effects and structural determinants of capital controls," *IMF Staff Papers* 42, 517-551.
25. Hamao, Y., and J. Mei, (2001), "Living with the "enemy": an analysis of foreign investment in the Japanese equity market," *Journal of International Money and Finance* 20, 715-735.
26. Henry, P.B., (2000), "Stock market liberalization, economic reform, and emerging market equity prices," *Journal of Finance* 55, 529-564.
27. Huang, R.D., and C.-Y. Shiu, (2009), "Local effects of foreign ownership in an emerging financial market: evidence from Qualified Foreign Institutional Investors in Taiwan," *Financial Management* 55, 529-564.
28. Johnston, R., and C. Ryan, (1994), "The impact of controls on capital

- movements on the private capital accounts of countries` balance of payments: empirical estimates and policy implications,” *IMF working paper*.
29. Kraay, A. and V. Jaume, (1999), “Current accounts in debtor and creditor countries,” *The Quarterly Journal of Economics* 115, 1137–1166.
 30. Kim, E. and V. Singal, (2000), “Stock market openings: experience of emerging economies,” *Journal of Business* 73, 25-66.
 31. Mody, A. and A. P. Murshid, (2005), “Growing up with capital flows,” *Journal of International Economics* 65, 249-266.
 32. Moore, W., (2010), “Managing the process of removing capital controls: what does the literature suggest?” *MPRA working paper*.
 33. Ostry, J.D., A.R. Ghosh, K. Habermeier, M. Chamon, M. S. Qureshi, and D.B.S. Reinhart, (2010), “Global inflows: The role of controls”, *IMF woking paper*.
 34. Razin, A., E. Sadka, and C.Yuen, (1999), “Excessive foreign direct investment flows under asymmetric information,” *NBER working paper no. W7400*.
 35. Reinhart, C., and T. Smith, (2002), “Temporary controls on capital inflows,” *Journal of International Economics* 57, 327-351.
 36. Reisen, H. and M. Soto, (2001), “Which Types of Capital Inflows Foster Developing-Country Growth,” *International Finance* 4, 1-14.
 37. Sarno, L. and M. P. Taylor, (1999), “Hot money, accounting labels and the permanence of capital flows to developing countries: an empirical investigation,” *Journal of Development Economics* 59, 337-364.
 38. Stultz, Rene, (1999a), “Globalization of Equity Markets and the Cost of Capital,” Fisher College of Business, Ohio State University, Working Paper 99-1.
 39. Stultz, Rene, (1999b), “Inernational Portfolio Flows and Security Markets,” Fisher College of Business, Ohio State University, Working Paper 99-3.
 40. Tesar, L., and I. Werner, (1995), “US Equity Investment in Emerging Stock Markets,” *World Bank Economic Review* 9, 109-129.
 41. Wang, L., and C. Shen, (1999), “Do foreign investments affect foreign exchange and stock markets the case of Taiwan,” *Applied Economics* 31, P.1303-1314.
 42. Wang, J., (2007), “Foreign equity trading and emerging market volatility: Evidence from Indonesia and Thailand,” *World Bank Economic Review* 9,

109-129.