

國立交通大學

管理學院經營管理學程

碩士論文



我國金融業開發兩岸投資銀行
之策略及可行性分析

研究生：彭嘉雋

指導教授：承立平 教授

中華民國一百年六月

我國金融業開發兩岸投資銀行之策略及可行性分析

研究生：彭嘉雋

Student : Chia-Chun Peng

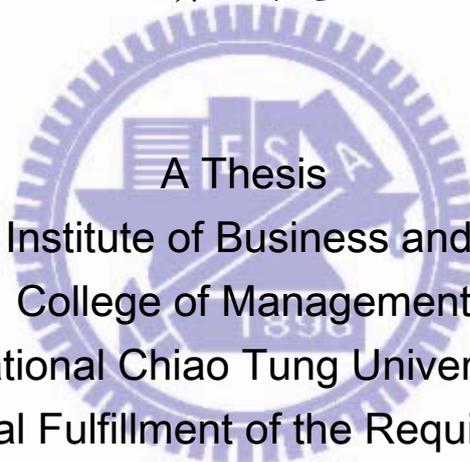
指導教授：承立平

Advisor : Li-Ping Cheng

國立交通大學

管理學院經營管理學程

碩士論文



A Thesis

Submitted to Institute of Business and Management
College of Management

National Chiao Tung University

In Partial Fulfillment of the Requirements

For the Degree of

Master

In

Business Administration

June 2011

Taipei, Taiwan, Republic of China

中華民國一百年六月

我國金融業開發兩岸投資銀行之策略及可行性分析

學生：彭嘉雋

指導教授：承立平

國立交通大學管理學院經營管理學程

摘要

綜觀近幾年中國經濟之迅速更迭，跳躍式的經濟發展，於法令規範、資本增長、人力素質、技術經驗等各種週邊要素，幾乎跟不上市場發展的需要，再加上快速的社會結構變遷，中國在許多層面上都出現了斷鏈或其缺口的現象。

本篇研究採邏輯推衍之策略分析，以中國大陸中小企業融資問題為起點，探討兩岸資本金融發展歷程及現況，依循大陸經濟規劃及未來兩岸資本市場趨勢為依標，採以 SWOT 作為分析架構，經由過去三十年間兩岸資本市場間不同之發程歷程，勾勒出其相對之互補性，繼而發展我國投資銀行業務為目標的可行性分析。此外，本文參酌承立平所提出市場(Market)、制度(Institutions)、技術(Technology)即 M-I-T 之模式論點，作出歸納，著重於以證券商作為發展投資銀行為主體，論述台灣金融產業於中國大陸資本市場發展中，對於不同情境下所採行之策略予以建議。

關鍵字： 投資銀行、資本市場、中小企業、兩岸

Feasibility analysis of on development strategies for investment banking and across Taiwan Straits

Student : Chia-Chun Peng

Advisor : Li-Ping Cheng

Institute of Business and Management
College of Management
National Chiao Tung University

Abstract

This thesis focuses on logical analysis for the capital markets between two sides of Taiwan Strait over past 30years and explores investment banking model and strategies for Taiwan. Financing problems of small and medium enterprises in the Mainland China is a key starting point to explore the capital market and potential investment banking on both sides. The thesis makes use of SWOT analytical framework as basic methods for analyzing the trend development of China economic policy and capital market,.

According to Cheng's M-I-T Model of Market-Institution-Technology, this thesis makes inductive reasoning and focuses on security market as developing investment banking. The discussions on development strategies for Taiwan financial industry facing China capital market are followed by conclusion and recommendations.

Keywords : Investment Banking; Capital Market; Small and Medium Enterprises; SWOT; Taiwan Strait

致謝

兩年的研究所生涯匆匆於穿梭兩岸機場、台灣百年古蹟的台北校區及返家的路途中暫時劃下句點；同窗好友們於課間熱絡討論地景象及師長們無私的授課內容及揮汗如雨的教學熱誠，亦經常迴盪在我腦海中，成了永不磨滅的美好回憶。

本篇研究得以順利付梓，首要感謝指導老師承立平教授的包容與耐心指導，雖然總困擾於相關議題及文獻之搜尋，但老師始終能讓我在一次次研討中，擺脫渾沌不清的研究方向並激發了多層面向的思考，使我對於研究邏輯概念之啟迪，著實受益匪淺。另外，口試老師們之悉心審閱與惠賜意見，亦使得本篇研究更臻完善，均讓學生銘感於心。此外，同窗好友們的關心與鼓勵，由衷之感謝實難以筆墨形容。

最後，謹呈本篇論文，獻給我日夜遙想的雙親及對我無限的支持家人，一起分享我的學習成果與喜悅。

嘉雋 謹誌於

國立交通大學管理學院經營管理學程

中華民國一百年六月

國立交通大學	i
摘要	ii
Abstract	iii
致謝	iv
表目錄	viii
圖目錄	viii
第一章 緒論	10
1.1 前言	10
1.2 投資銀行業務定義及範圍	12
1.3 研究背景與動機	13
1.4 研究目的與範圍	15
1.5 研究方法與流程	16
1.6 預期成果	17
第二章 文獻探討	18
2.1 中國大陸資本市場發展沿革	18
2.1.1 1978~1992 資本市場萌芽階段	18
2.1.2 1993~1997 發展資本市場雛型	19
2.1.3 1998~至今 進階資本市場規範	20
2.1.4 小結	21
2.2 中國大陸金融產業架構	22
2.2.1 銀行業	23
2.2.2 證券業	24
2.2.3 保險業	26
2.2.4 相關金融機構	27
租賃	27
信託	28

農村信用社及城市信用社	-----	29
民間	-----	30
2.2.5 小結	-----	31
2.3 中國大陸 IPO 融資與資本市場發展	-----	32
2.3.1 小結	-----	39
2.4 我國資本市場發展沿革	-----	40
2.4.1 我國資本市場發展歷程	-----	40
2.5 我國 IPO 融資與資本市場發展	-----	44
2.6 我國發展兩岸金融版圖之契機	-----	47
2.6.1 中國大陸中小企業融資現況	-----	49
影響中小企業融資限制因素	-----	51
2.6.2 我國中小企業融資發展及現況	-----	53
2.7 以證券商發展兩岸投資銀行為主體之理由	---	56
2.7.1 小結：我國發展投資銀行主要障礙	-----	58
2.8 本章小結	-----	61
第三章 研究方法	-----	63
3.1 研究架構	-----	63
3.2 M-I-T 簡介	-----	64
3.3 以 M-I-T 分析我國金融業發展兩岸投資銀行策略		64
3.3.1 市場(Market)	-----	66
3.3.2 制度(Institutions)	-----	67
3.3.3 技術(Technology)	-----	69
3.4 本章小結	-----	70
3.5 研究限制	-----	71

第四章 發展兩岸投資銀行之策略建議	72
4.1 我國拓展中國大陸金融產業之 SWOT 策略分析	72
4.1.1 證券業	72
4.1.2 銀行業	74
4.1.3 創投業	76
4.2 我國金融產業綜合 SWOT 交叉分析	77
4.3 中國大陸金融案例分析	81
4.3.1 中國大陸信託公司業務案例-地方政府融資	81
4.3.2 中國大陸信託公司業務案例-房地產業者融資	82
4.4 綜合分析	84
第五章 結論與建議	85
5.1 研究結論	85
5.2 研究建議	87
5.3 未來發展方向	87
參考文獻	89
中文部分	89
英文部分	91
網站部分	91

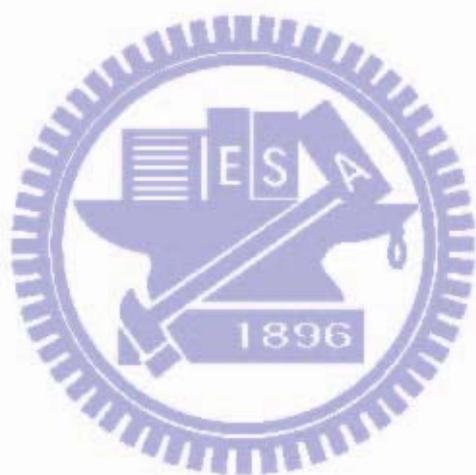
表目錄

表 1	中國四大國有銀行體質改革摘要內容	24
表 2	2008 年大陸證券商業務營收表	57

圖目錄

圖 1	投資銀行架構圖	12
圖 2	台灣對中國大陸貿易佔我外貿之比重	13
圖 3	研究流程圖	16
圖 4	中國大陸金融產業結構	22
圖 5	中國大陸資本市場架構	25
圖 6	2002~2010 年創投市場退出情況比較	33
圖 8	2002~2010 年創業投資機構募集情況比較	34
圖 7	2010 年 VC 支持企業 IPO 情況	34
圖 9	2006~2009 各類創投資本來源佔總創投資本比重	35
圖 10	2006~2010 年私募股權投資基金募資總量的同比比較	36
圖 11	2006~2010 年中國私募股權投資基金投資總量的同比比較	36
圖 12	2010 年中國私募股權投資市場一級行業投資分佈	37
圖 13	2010 年中國私募股權投資 IPO 退出市場分佈	38
圖 14	我國資本市場架構	43
圖 15	1999~2009 年各年度新設創投家數比較圖	45
圖 17	1999~2009 年各年度投資案件數比較圖	45
圖 16	1999~2009 年各年度新增資本額比較圖	45
圖 18	1999~2009 年各年度投資案件數與投資金額比較	46
圖 19	1999~2009 年各年度投資金額與實收資本額比較	46

圖 20	2004~2009 年中小企業產業部門及主要行業家數比率 ..	53
圖 21	1994~2009 年直接與間接金融比率	54
圖 22	1994~2009 年企業籌資管道之比較	54
圖 23	1994~2009 年台灣一般銀行對中小企業放款情況	55
圖 24	研究架構圖	63
圖 25	MIT 策略流程圖	64
圖 26	以 M-I-T 建立投資銀行架構圖	65
圖 27	中國大陸信託公司業務流程圖-地方政府融資	82
圖 28	中國大陸信託公司業務流程圖-房地產業者融資	83



第一章 緒論

1.1 前言

中國大陸自 1949 年實施經濟改革三十年以來，運用大量低廉人工、幅員廣大的土地及各種優惠租稅政策，計劃性的吸引海外資金的投入，藉由發展過程中不斷學習並強化國家財政收入及資產，2010 年 GDP 已達 39.8 萬億元人民幣，如今已躍升為世界第二大經濟體，更在國際間取得了具影響力的話語權，創造了社會主義結構下的新經濟。然而跳躍式的經濟發展，於法令規範、資本增長、人力素質、技術經驗等各種週邊要素，幾乎跟不上市場發展的需要，再加上快速的社會結構變遷，中國在許多層面上都出現了斷鏈或其缺口的現象。以產業發展中的資金鏈為例，中國的中小企業除自身存在諸多缺陷外，在道德誠信觀念缺乏及無法立即改變的國家既有體制下，營運資金方面的籌措，無論藉由直接融資抑或是間接融資皆存在許多困難，嚴重制約了中小企業的發展及國家之經濟動能。

一般而言，經濟發展初期，開發中國家大多以間接金融為主，而基本功能在於企業籌募經營發展的資本市場通常發展的較為緩慢。資本市場除了可使投資人得以分享企業成長的果實外，運作的良窳亦攸關一國產業與國家經濟整體發展。然而，中國的投資活動猶如野火燎原般的在中國各地迅速的展開，加上創業投資、私募股權等各類投資模式的加入，中國的資本市場踴躍上陣，並未將國內企業與資本市場結構作較妥適的區分，亦即分別按企業不同資本規模及其產業發展特性或其他相關現實樣態，建立一個有效且務實的融資平台，除少數企業符合或可能虛報財務狀況後獲得極高的本益比風光掛牌上市外，絕大多數的中小企業仍然無法藉由直接市場獲得足夠的運作資金而迫使停止營運。

借鑑投資銀行於美國 1970 年代之發展背景，由於金融產業業務發展之同質性過高而導致競爭性壓力，遂以推展金融自由化，由此擴大了金融產業之業務範圍，並藉由金融產品及客製化的多元化服務，不僅促進了資本流動的效率，更提升對於客戶全面性的金融服務範疇，金融業者亦各自發展出屬於自身利基性之業務¹，使得金融產業結構獲得均衡之發展。另外，美國企業拓展全球性業務之經濟版圖亦為促成投資銀行之發展動力之一，隨著企業遍及全球營業據點，伴隨著企業成長歷程的投資銀行，更串連了全球經濟網絡並架構起廣而綿密的銷售通路，使得美國的投資銀行對於全球資本市場之影響性至今仍難以撼動。

綜觀近幾年中國經濟之迅速更迭，因經濟成長帶動企業籌措營運資金之需求若渴，私募股權及創業投資業者之加入、資本市場掛牌案件大幅上升、民間游移資金劇增等經濟現象觀察，中國資本市場已然呈現發展投資銀行之態勢。再者，中國政府對於國家發展不協調導致多方面失衡現象，對於資本市場採行之積極計劃，在國家經濟政策十二五規劃中均已顯現其明確計劃。其中，對於提高中小企業貸款規模及擴大直接融資管道，發揮多層次資本市場融資功能，著實為投資銀行之可行性發展，已然加注背書之保證。

隨著兩岸經濟往來的密切及兩岸簽署金融監理備忘錄(MOU)、兩岸經濟合作架構協議(ECFA)之簽訂，台灣無論在資本市場、高科技發展、農業發展、人文創意等或國際化程度、人才素質、管理經驗、金融制度等方面，較於甫為發展資本市場的中國大陸，對於金融服務能力之缺乏，均具有其互補之效益，跟隨台商於中國大陸佈建的營業據點及其人脈網絡，我國金融業正面臨前所未有的機會與挑戰。藉此機會，對於向來箝制我國金融產

¹ 以承銷、併購業務著稱的為高盛證券(Goldman Sachs)、摩根史丹利證券(Morgan Stanley)，以經紀業務最具規模的美林(Merrill Lynch)，以財富管理業務最具代表的花旗銀行(Citibank)。

業發展的法令規範、同質性業務削價競爭或資本額過小等問題，一併轉化為發展投資銀行的動力，積極創造兩岸金融環境之互利及發展性。

本篇研究將從中國當前融資結構，以中小企業融資問題及資本市場為發展主題，對於我國金融業於兩岸發展投資銀行業務之可行性分析，並給予策略與建議。

1.2 投資銀行業務定義及範圍

「投資銀行」一詞源自美國，1930年代美國銀行業者的業務範圍，涵蓋商業銀行借貸利差的傳統業務、證券買賣和股票、債券的承銷業務，其為投資者與資金需求者(公司)的資金橋樑。隨著金融環境的變遷，並拓展業務範圍，從專案融資、併購、創業投資、資產管理及近十年來發行的各種衍生性金融產品，皆已成為現下投資銀行之業務內容，除了促進資金有效率之運作與流動外，其中仲介功能更是發揮的淋漓盡致。依據Robert Lawrence Kuhn的定義，我國綜合證券商大多處僅於最狹義的範疇，即初級市場的承銷業務與次級市場的經紀及自營業務。由於投資銀行在我國的發展未臻成熟，歸屬於投資銀行的業務分散於各個行業之中，例如商業銀行、綜合證券商、證券投資信託及創業投資公司或投資顧問等行業。

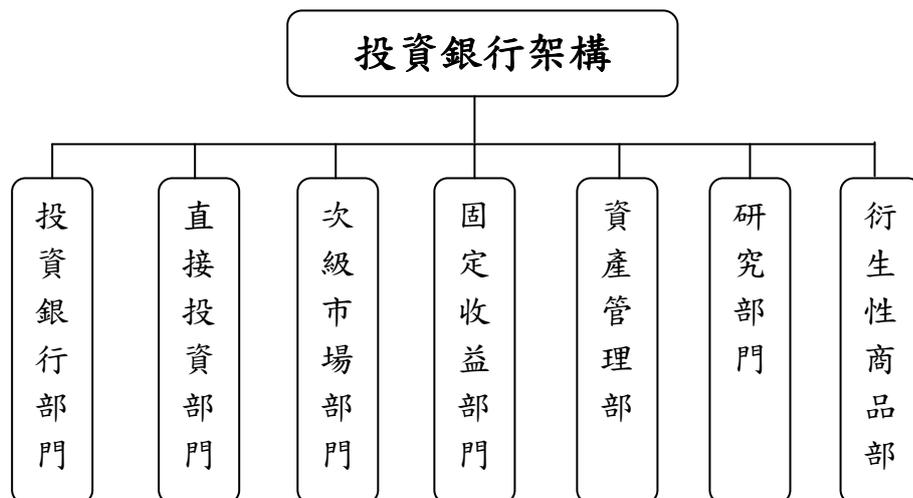


圖 1 投資銀行架構圖

資料來源：謝劍平(2010.5)。現代投資銀行。台北市：智勝文化

1.3 研究背景與動機

兩岸長期以來受到政治及國家政策因素之影響，於經貿上的往來始終混沌未明，直至雙方相繼成為 WTO 締約成員後，貿易往來的程度愈顯緊密及重要，兩岸經貿關係已呈現逐年快速發展的態勢。中國大陸經濟的崛起，無疑帶給我國許多商機，相對地對我國政府及各類產業亦形成不同層面諸多的挑戰。根據行政院陸委會的統計，我國對於中國大陸經濟貿易的依存程度正日漸攀升。

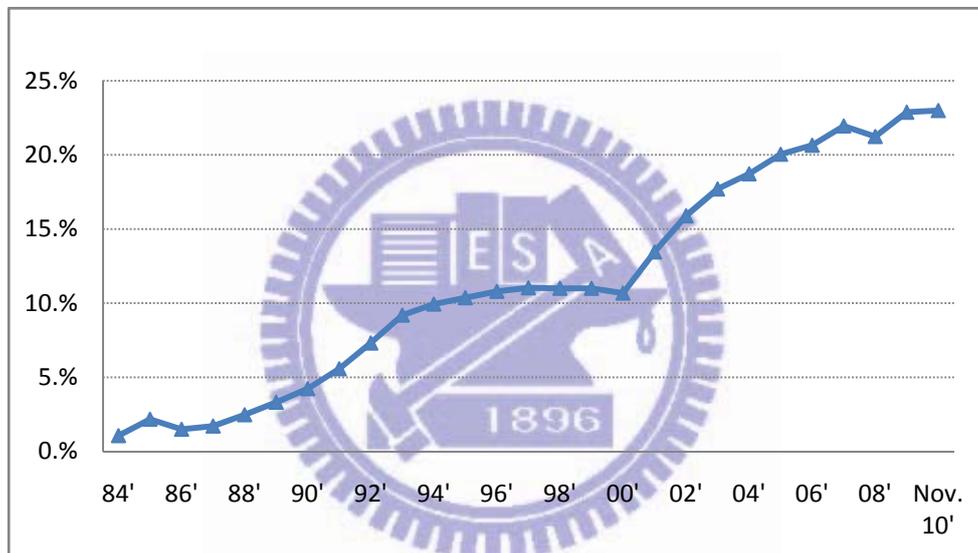


圖 2 台灣對中國大陸貿易佔我外貿之比重

資料來源：台灣海關統計 行政院陸委會

以長期觀點而言，中國大陸經濟仍呈現可持續發展性，但亦將面臨因經濟結構快速變化下而形成的社會經濟問題。例如，調節停滯性通膨的發生、不公平競爭現象到處充斥、收入分配差距過大造成的貧富不均、投資和消費關係失衡、城鄉區域發展不協調、科技創新能力不足、產業結構不合理、農業基礎發展薄弱、法令制度尚未健全、人才培育供需背離、普遍人民道德及知識文化素質不佳等各種顯性及隱性負面條件所集結的結構性失衡現象，尤其產業資金鏈缺口，造成許多中小企業融資困難，相較大

型國營企業融資額度卻極其過剩的乖離現象。礙於兩岸政治關係至今尚處於萌生階段，我國金融業目前仍舊無法直接於當地提供並支援台商於大陸的發展，在投資保障機制無以存在及難以獲得資金援助的台商，多年來於中國大陸辛苦耕耘之印記，恐怕難一語道盡。經過多年的摸索及中國政府積極發展國家經濟，台商不僅必需面對中國國有企業陸續重組更迭及當地民營企業不斷被挖掘的巨大發展潛力外，更需要與其他歐美等國企業一起競爭中國大陸這片廣大又充滿陷阱的新興市場。

以本研究探討我國金融業發展兩岸投資銀行為例，礙於中國大陸發展資本市場尚處於初級階段，對於經濟發展有著重要影響之中小企業卻因政策偏頗、金融產業結構問題、相關人員認知及專業程度不足等多重因素下而嚴重產生融資來源之缺口。相較長期以來端賴發展中小企業支持經濟的我國，金融業熟稔於中小企業之專業經營，已成為眾多亞洲國家之中鮮有之獨特利基。因此，若能藉此經驗帶進專業人才，整合我國各項金融產業之專業能力，並形成產業資金鏈之融資訊息及資金運用管理等交流平台，並於中國大陸經濟發展中佔有一定程度上的影響力或市場佔有率，積極開創兩岸間的資本市場商機，我國將有機會邁向發展投資銀行之徑。依前述中國大陸資本市場發展軌跡中，由於兩岸間制度上之不同發展而顯現出我國金融業者於兩岸資本市場發展之機會，本研究採以承立平教授提出以市場(Market)、制度(Institutions)、技術(Technology)三者間形成之交叉關係中之 M-I-T 論點，討論並且歸納出我國金融產業發展兩岸投資銀行之可行性策略分析，除拓展我國金融產業之版圖外，希冀能成為未來中國經濟發展下的重要戰略投資者。

2010 年兩岸 ECFA 完成初步簽定，給予許多台灣企業編織擴大中國大陸市場發展之願景，我國政府可參考台商於大陸發展多年之經驗、人脈及

對當地產業經營熟稔程度，分析挑揀出台灣各個產業中，相對中國大陸較為強項的軟實力並著以發揮開創產業新格局。此外，更需鬆綁箝制多年經濟發展的兩岸監理制度，內在運用政策、外在發揮談判協調的功能，予以相互合作、共謀其利發展出經濟市場，務必盡快編整出完整的經濟建構藍圖，方足以協助大陸台商落實發展並協助我國各項產業，並鋪陳未來發展之途徑。

1.4 研究目的與範圍

中國經濟處於快速發展的態勢下，為保有持續穩健發展並維護經濟市場之穩定，目前依然採行外匯管理的機制，尤其對於大型資金的往來皆有其嚴格的審批制度，無論是外資企業、台商企業及當地民營企業，隨著市場不斷變化及規模擴大等相關營運計劃，調度營運資金的靈活性成了所有企業最棘手的問題。80年代，受歐美大型企業投資中國市場的影響下，促使中國政府開始嘗試發展資本市場，除了深滬兩個證券交易所之外，近幾年在深圳又開放了中小板及創業板的交易市場。雖然已建構資本市場提供融資平台，但仍有許多尚不具掛牌能力或無意願上市的中小企業，在沒有銀行及其他融資管道支援且缺乏效率專業化管理等各種因素下，使中小企業無法順利繼續發展。

反觀我國經濟發展根源大多來自於中小企業，大多商業銀行更伴隨著許多中小企業成長茁壯。我國可運用多年來扶植中小企業發展的經驗下，予以複製及調整適用於中國大陸經濟環境下前期資本市場的融資模式，不僅能支持台商於商機無限的中國繼續發展之外，更能發掘並協助中國大陸中小企業融資道路上，開啟日後進入資本市場運作之路，使我國金融產業呈現出對於中國經濟發展的價值，更使得相關合作協定運作之效果加成。

本篇研究以中國大陸的資本市場發展進程為研究之出發點，發掘中國自經濟改革後，極具缺乏卻仍具需求的金融產業相關要素，找尋我國發展兩岸資本市場之契機，進而發展經營兩岸投資銀行之願景及相關策略。

1.5 研究方法與流程

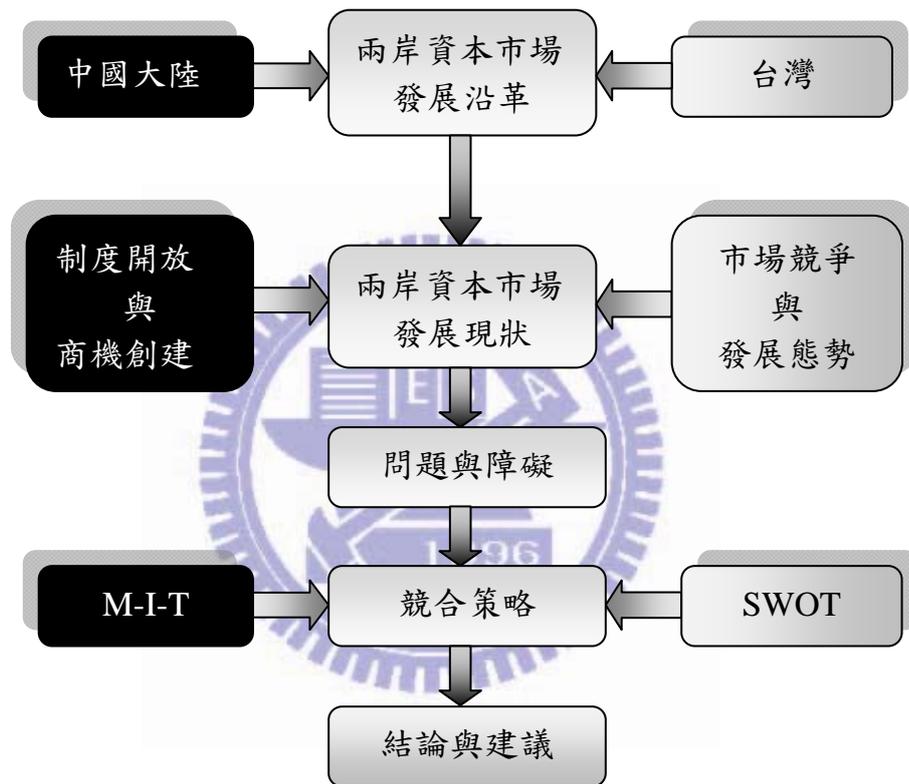


圖 3 研究流程圖

本篇研究以大陸中小企業融資問題為起點，探討兩岸資本金融發展歷程及現況，依循大陸經濟規劃及未來兩岸資本市場趨勢為依標，採以SWOT作為分析架構，再經由過去三十年間兩岸資本市場間不同之發程歷程，勾勒出其相對之互補性。此外，輔以承立平教授以市場(Marketing)、制度(Institutions)、技術(Technology) 三個面向所提出 M-I-T 之論點，依經濟環

境的變遷及三個經濟要素相互牽引之影響層面，由技術面創造市場機會²或由制度面構成市場性或以市場需求推動技術和制度之發展態勢，運用M-I-T作為策略分析，對各種不同情境歸納出各種策略的可行性或其適用性，找尋未來我國於中國大陸經濟及金融合作發展方向及策略，於中國大陸上的金融版圖上形成影響力，並留下不可抹滅的印記。

本篇研究著以當今市場為導向，論述我國金融產業於大陸資本市場上發展投資銀行業務為目標，對於不同情境下所採行之可行性策略分析。

1.6 預期成果

在兩岸政治關係和緩的情況下，預計未來將依循兩岸簽署金融監理備忘錄(MOU)及兩岸經濟合作架構協議(ECFA)之框架下，不斷修訂或新增合作方向，當今尤以金融產業之合作動向最令人引頸期盼。希冀我國政府及金融相關業者能全面加以檢討及增進對於金融專業人才國際觀及能力之培育，更為落實開放金融國際化及自由化程度，於法令規範之監管視經濟環境之變化轉化為動態管理之形態，並著以借境西方金融產業之治理與經驗發揮自身利基，進而提升我國金融產業能力，面對未來全球經濟轉變之不確定性及新興市場之經營能力。

² 近年來，衍生性金融產品的推行，技術創造市場之模式最具代表性。

第二章 文獻探討

2.1 中國大陸資本市場發展沿革

1948年12月1日，中國人民銀行於河北省石家莊市成立，並發行人民幣起，中國進入“大一統”國家銀行金融體制時期，1953年，第一個五年期經濟計劃推展，中國開始正式邁向社會主義經濟建設時期。無論任何金融機構，皆相繼裁撤或併入中國人民銀行，所有的貸款等融資計劃亦全部納入國家經濟計劃之中，全國信貸、結算、現金出納皆以中國人民銀行作為主要核心統一管理，並且取消證券市場及商業信用。1958~1978年的全民大躍進、文化革命時期，中國人民銀行所有分支機構併入財政部及其各級財政單位，金融機構功能全部喪失，直至1978年末方有所變革。

自1978年中國大陸開始實施改革開放後，開啓了中國由計劃經濟轉向市場經濟為導向之變革，參考2008年中國證券監督管理委員會出版《中國資本市場發展報告》中，將此段發展歷程大致區分為三個時期。

2.1.1 1978~1992 資本市場萌芽階段

中國共產黨於1978年12月召開第十一屆三中全會，以經濟建設為國家發展的主要任務起，改革開放變成為中國的基本國策。萌芽之初，城市之中小型國有集體企業開始出現「股票」這種闡示股份性質的權益票券產生，此一時期的股票一般按面值發行，大部份實行保證本金、利息及紅利的條件，且具有債券到期償還的特性，其發行對象大都為內部職員和地方大眾，而且發行方式為沒有承銷商的自辦方式。1981年7月中國重啓發行國債，而1982~1984年間企業債和金融債亦陸續發行。1987年9月中國第一家專業證券公司-深圳特區證券公司成立。隨後，為推廣國庫券中國人

民銀行出資在各省組建了 33 家證券公司，同時財政系統亦成立了另一批證券公司。隨著證券流通的需求日漸增強，上海及深圳證券交易所先後於 1990 年 12 月開始營運。

股份制改革的初期，由於全國缺乏股票發行統一法律規定，更沒有制定監管辦法，導致資本市場於發展的過程產生混亂的局面。深圳「8.10 事件」³的發生更突顯資本市場急需法令規範及監管的迫切性。

2.1.2 1993~1997 發展資本市場雛型

1992 年 10 月國務院證券管理委員會(國務院證券委)和中國證券監督管理委員會(中國證監會)成立，中國資本市場進入全國統一監管的架構，並於 1997 年 11 月中國金融體系確定銀行、證券、保險分業經營及管理的原則。1998 年 4 月國務院證券委撤銷，由中國證監會成為全國證券期貨市場的監管部門。中國證監會成立後分別頒發《股票發行與交易管理暫行條例》、《公開發行股票公司資訊披露實施細則》、《禁止證券欺詐行為暫行辦法》、《關於嚴禁操縱證券市場行為的通知》等一系列證券期貨市場法規和規章，使中國的資本市場發展走向規範更奠定正向基礎。關於股票發行，中國採行額度指標管理的審批制度，即將額度指標下達至省級政府或行業主管部門，由其在指標限度內推薦企業，再由中國證監會審批企業發行股票。在交易方式上，上海和深圳證券交易所都建立了無紙化電子交易平台。此外深、滬交易所交易種類由單純的股票陸續增加了國債、權證、企業債、可轉換公司債、封閉式基金等等。1997 年 11 月，《證券投資基金管理暫行辦法》頒佈，規範證券投資基金的發展。同時，對外開放進一步

³ 1992 年深圳發售新股抽籤，聚集一百多萬來自全國各地投資人參與，由於發售過程不公，導致投資人包圍深圳市政府放火燒車等滋擾事件，稱之 8.10 事件。

擴大，推出了人民幣特種股票（B股）⁴，境內企業逐漸開始在香港、紐約、倫敦和新加坡等海外市場上市；期貨市場也得到初步發展。

2.1.3 1998~至今 進階資本市場規範

中國第一部規範證券發行與交易行為的法令—「證券法」於1998年12月頒佈並於1999年7月正式實施，於2005年11月進行修訂。隨著2001年12月中國加入世界貿易組織及經濟體制不斷改革，國有及非國有股份公司不斷加入資本市場而增加了其深度及廣度。另外，為適應市場發展使證券監管體制更加完善，中國實施轄區監管責任制（即於當地成立金融機構受當地分支金融監理機關管轄），並建立與地方政府相互合作之監管體系。此外，中國證監會於各證監局設立稽核分支機構於2002年增設專為監督操縱市及內幕交易的專門機構，2007年對證券執法體系再次進行重大改革。

然而，中國資本市場的建立在於經濟轉型中產生，萌芽階段的制度設計存在許多局限且僅改革卻無配套措施，使得於市場發展初期尚未萌發的問題，隨著市場的擴大，不斷累積的遺留問題、制度上的缺陷等，卻轉變為日後發展的絆腳石。例如上市公司改制不徹底、治理結構不完備、證券公司缺乏專業使之經營無法規範。另外，市場充滿短期投資者，缺乏機構投資者的長期參與、市場產品缺乏適合大型資金投資質優標的股票、更少了固定收益類型及金融衍生之產品，而交易制度僅有多方交易，投資者無法進行避險等等。2004年1月國務院頒發「關於推進資本市場改革開放和穩定發展的若干意見」，此後，中國資本市場再次進行了一系列的改革，其主要包括2005年9月實施股權分置，提高上市公司品質、擴大發展機

⁴ 設立B股之目的在於防止外資對初步發展的股市產生干擾，上海和深圳B股分別以美元及港幣計價，自2001年起B股開放中國本地投資者交易。

構投資者參與資本市場、強化證券公司之治理、改革發行制度等。可轉換公司債券、銀行信貸資產證券化產品、住房抵押貸款證券化產品、企業資產證券化產品、銀行不良資產證券化產品、企業或證券公司發行的集合收益計畫產品以及權證等新品種出現，豐富了資本市場交易品種。此一階段，於中國設立合資證券期貨經營機構紛紛成立；合格境外機構投資者(QFII)與合格境內機構投資者(QDII)機制相繼建立；大型國有企業集團重組境外上市繼續推進；外商投資股份公司開始在境內發行上市，外資也被允許對上市公司進行戰略投資。修訂後的「期貨交易管理條例」於2007年3月發佈，將規範的內容由商品期貨擴展到金融期貨和期權交易，使得證券監管更配合的上國際資本市場之發展。此外，為銜接實施創業板的推出，2004年中小板市場的成立，雖然交易尚缺完備，但已使中國資本市場體系跨入了多層次交易市場的第一步。

2.1.4 小結

自1949起，中國大陸實行國家經濟計劃體制後，由於所有的經濟活動均被附予「計劃」而徹底扼殺了資本市場的發展，導致日後中國對於資本市場之發展概念及經驗極其匱乏與生疏，著以「摸著石頭過河」的探索式發展出具中國模式的資本市場途徑。隨著1978年的經濟改革，中國各級政府扮演了推薦企業、承銷、配銷、經紀等部份投資銀行的角色，為了與國際市場接軌，中國於2001年加入世界貿易組織(WTO)，而開放金融市場的承諾無疑帶給中國對於資本市場改革的壓力。為此，中國引進西方投資銀行之經驗，對國有企業進行注資、併購、改變股權結構、培育人才等各項變革。然而所謂「羅馬非一日所建成」，在相關法令規範、配套計劃、金融業者專業的缺乏、投資者結構的穩定性不足等種種缺陷下，即使表面上已發行了創新投資產品，其產品結構及法律保障等各種潛在風險，對於

投資者的承受能力仍有諸多尚待考驗之處。然而，兩岸長期處於政治因素之阻撓，使得我國金融業者未能即時參與成為中國金融改革開放後的首批策略投資者，如今面對歷經改革後的陸資及外資機構的競爭態勢下，我國金融業者仍可藉鏡並整理出昔日參與中國大型國有企業策略性股東的歐美投資銀行，其合資或參股後之企業文化與發展戰略上所產生之矛盾因素或衝突之緣由，找尋其中之潛藏的理由與風險因素，作為我國金融業者重要參考依據，並思考消弭進入障礙之對策。

2.2 中國大陸金融產業架構

中國大陸金融產業架構大致可分為銀行機構、相關金融機構及合作金融機構等，本節將揀選較具代表性之金融機構簡述其現況發展。



圖 4 中國大陸金融產業結構

資料來源：中國銀監會

2.2.1 銀行業

自中國改革開放起，結束了計劃經濟制度下全國金融業務由中國人民銀行集中處理的特殊金融體制。1979~1983年間，中國銀行、中國農業銀行及中國人民建設銀行(1996年改名中國建設銀行)陸續復業，1984年新成立的中國工商銀行自中國人民銀行接管辦理城市金融業務；1987年4月交通銀行重組，其他區域性及全國性股份制商業銀行先後成立；城市信用合作社財務公司於1980年代中期相繼組建；原先撤離的外資銀行亦紛紛回到中國開業，此時成為中國現代銀行業的初期發展階段。1993年12月國務院將人民銀行轉變為中央銀行，專業銀行轉變為真正的銀行後，中國人民銀行將政策性和商業性銀行業務徹底分割，於1994年3月起，國家發展銀行、中國進出口銀行及中國農業銀行三家政策性銀行成立，而中國銀行、中國建設銀行、中國工商銀行及中國農業銀行則按商業化改革要求成為四家國有獨資商業銀行，並確立自主經營管理之商業模式。

《城市信用合作社管理辦法》於1997年9月頒布後，各省級城市之信用合作社相繼整併為股份制城市商業銀行與已成立之其他股份制商業銀行市場之競爭愈顯激烈。中國於2001年加入世界貿易組織(WTO)為金融市場開放之承諾，允許國外金融機構參股中國本地銀行及開辦各項業務，由於壓力紛至沓來不得不加快內部改革。除2003年4月中國銀行業監督管理委員會(中國銀監會)承接了中國人民銀行對銀行業的監管工作外，於1998年間中國財政部發行2,700億人民幣特別國債，並成立信達等四家資產管理公司剝離四大國有商業銀行之壞帳問題，使資本適足率為8%之標準，以符合巴塞爾協定之要求。2004~2008年間中國政府再次對四大國有銀行引進美國銀行、高盛公司、瑞士銀行、美國運通、新加坡淡馬錫等國

際級投資銀行注資，並於香港、上海股市交易所掛牌募資。依據表 1 資料中顯示，除其募資額度大多突破國際記錄外，掛牌溢價幅度亦達 100% 以上，中國政府全力改善四大國有銀行體質改革結果下，如今中國四大國有銀行幾乎名列全球十大銀行排名之列。

表 1 中國四大國有銀行體質改革摘要內容

銀行名稱	注資金額	海外策略性股東	上市日程	溢價幅度
建設銀行	225 億美元	美國銀行 新加坡淡馬錫	2005.10.27	96%
中國銀行	225 億美元	蘇格蘭皇家銀行 新加坡淡馬錫 瑞士銀行	2006.6.1	118%
中國工商銀行	財政部注入 150 億美元	高盛 安聯 美國運通	2006.10.27	123%
農民銀行	財政部注入 190 億美元	無	2010.7.16	---

資料來源：陳一姍等著(2010.12)。揮旗兩岸金融大新局。台北市：天下雜誌。

除國有銀行積極改制外，股份制商業銀行亦紛紛引進國外戰略投資夥伴，進行內部公司治理和經營改革，而台灣富邦銀行亦於 2008 年 11 月取得廈門商業銀行 19.99% 的參股比例，面對始於開放的市場，煙消味早已瀰漫於整個中國。

2.2.2 證券業

1920 年代，股票市場曾於上海等地短暫活躍地存在過，但於 1957 年 7 月起，天津、北京等證券交易所停止營業後股票交易就此終止。直到改革開放後，股票市場方予以萌芽。

1980 年首家以發行股票募資成立的公司「成都市工業展銷信託股份有

限公司」向全民及集體所有制單位發行股票。初期股票市場並無存在二級流動市場，1986年8月，瀋陽市信託投資公司開辦了代客買賣股票和債券業務，於同年9月上海工商銀行信託投資公司靜安證券業務部開辦櫃檯交易始有二級流通市場之買賣。隨著1990年上海證券交易所成立、1991年深圳證券交易所成立及1993~1999年間陸續制定《公司法》、《證券法》等相關法令後，中國的證券交易有了明確的法律依據。圖4為中國大陸資本市場之組成架構，隸屬於國務院管轄的中國證監會統籌監管上海、深圳證券交易之外，另於各省區設立監管局以協助管理全國相關證券交易事務。

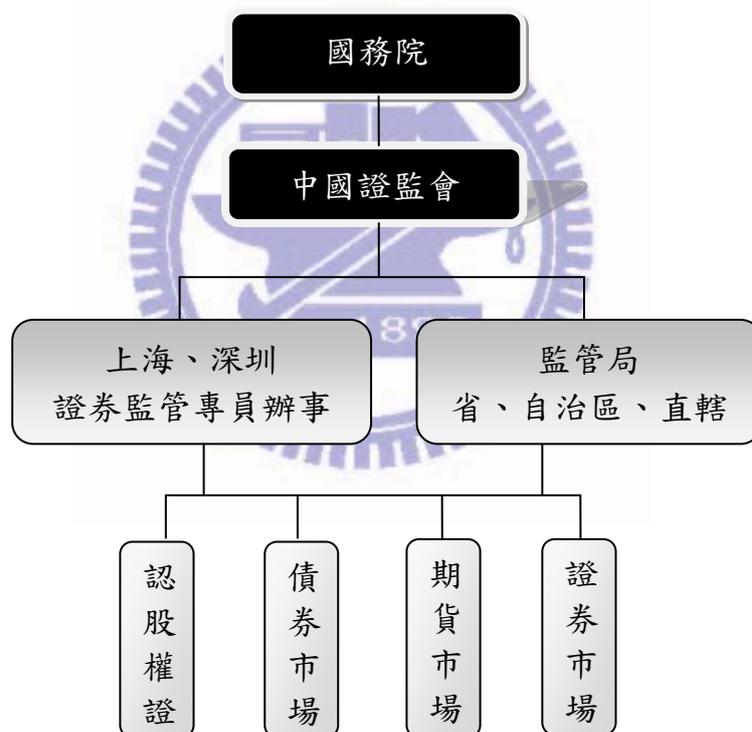


圖 5 中國大陸資本市場架構

資料來源：中國證監會

2002年12月中國開放「合格境外機構投資者」(Qualified Foreign Institutional Investor; QFII)准許外資得投資A股；又於2006年下半年核准

「合格境內機構投資者」(Qualified Domestic Institutional Investor; QDII)得以發行 QDII 基金代客投資海外市場。此外，亦開放外資得參股於本地證券公司及基金管理公司。原本以計劃經濟為主導的中國，九十年代國營企業上市時，由於企業結構性因素的影響，股票種類區分為流通股及非流通股，為保有決策的權力，國營持有非流通股佔上市資產的八至九成，而導致兩類股票股東利益的差異。歷經 1999 年、2001 年及 2005 年三次的股改，期間由於市場投資人對股權分置改革普遍不予認同，股市籠罩熊市約達五年之久，再逢證券公司違規挪用資金事件一一爆發，中國政府為平息事件擴大，與各地方政府籌集資金賠償予投資人外，並將約莫三分之一的證券商強制關閉。成功改制後的中國股市不僅市值大幅增長，一直以來股票無法充分流通的桎梏終於獲得改善。2004 年 5 月深圳交易所成立中小企業板，及 2009 年 10 月於同一交易所成立的創業版陸續加入，中國可稱已逐漸發展成多層次募資的資本市場，但以專業程度而言中國大陸之證券業者仍有其巨大之發展空間。

2.2.3 保險業

1949 年 10 月中國人民保險公司成立後，將民營保險公司陸續納入管理，而私營及外資保險公司則逐漸退出中國市場，於文化大革命時期，如同其他金融等行業一樣，保險市場亦幾乎完全停擺。1979 年中國人民銀行發出《關於恢復國內保險業和加強保險機構的通知》後，中國人民保險公司的分支機構除西藏外 28 個省份紛紛恢復營業。1984 年 9 月國務院頒發《保險管理暫行條例》成為中國第一部保險業的法令，1995 年 6 月經人民代表大會通過《保險法》於同年 10 月實施後，中國保險市場走向法制規範的時代。隨後，1998 年 11 月中國保險監督管理委員會(保監會)成立，承接了中國人民銀行的保險監管職能，2000 年 1 月中國保監會頒佈《保險公

司管理規定》、2001年11月《保險公估機構管理規定》法規接續頒佈，保險市場發展方日漸完備。

《保險法》實施後，中國人民保險公司於1995年10月改組為中國人民保險(集團)公司；1998年再分別改為中國人民保險公司、中國人壽保險公司及中國再保公司三家獨立公司；2003年7月中國人民保險公司重新註冊為中國人保控股公司並發起設立中國人民財產保險公司及中國人保資產管理公司，同年11月中國人民財產保險公司在香港掛牌交易，成為中國金融機構海外上市的第一家上市公司。除國家所設立的保險公司外，1988年4月中國人民銀行批准第一家股份制保險公司～深圳平安保險公司，該公司於1994年吸納Morgan Stanley和Goldman Sachs兩家投資銀行參股，並於2004年6月於香港交易所掛牌上市，是中國第一家以集團形式於海外上市的金融機構，它亦是首家引進外資入股的保險公司。而在平安保險海外上市的同時，中國第一家專業性股份制農業保險公司及專業養老保險公司均予以成立。外資保險公司方面，AIG於1992年10月獲准於上海經營保險業務，其為改革開放後第一家進入中國保險市場的外資保險企業；1996年11月加拿大宏利人壽經核准與外經貿信託在上海合資成立中宏人壽，成為第一家中外合資之保險公司，隨著外資保險公司加入，中國保險市場有了競爭威脅外更加添了新活力，但其相關業務內容仍有相當之規範，距保險產品多元化目標仍有相當之落差。

2.2.4 相關金融機構

租賃

金融租賃公司是以融資租賃為主要業務的金融機構，2009年9月中國共有各類融資租賃公司160餘家，其中由中國銀監會審批的金融租賃公司

17 家，商務部、國家稅務總局聯合審批的內資試點融資租賃公司 37 家，商務部審批的外商投資融資租賃公司 110 餘家⁵。中國融資租賃始於 1981 年 4 月，由中國國際信託投資公司、北京市機器設備公司和日本東方租賃公司合資設立中國東方租賃公司；同年 8 月由中國國際信託公司出資的中國租賃公司成立，該公司並於 1984 年正式取得中國人民銀行批准之牌照。2000 年 6 月《金融租賃公司管理辦法》頒佈⁶，並於 2007 年 3 月修訂實施，更完備規範之法令。

信託

1978 年中國改革開放後，經濟體制鬆綁原有單一銀行信用融資管道無法滿足社會需要，金融信託業務得以開始發展。1979 年 10 月銀行成立信託諮詢部，同年中國國際信託投資公司正式成立，此後各省市自治區和各專業銀行也紛紛成立信託投資公司，成為經濟社會另種資金利用管道。信託業發展初期由於經濟環境法令規範與人員素質等諸多因素尚未完善，當局先後將上千家信託公司進行多次整頓。

2001 年《信託投資公司管理辦法》和《信託法》陸續頒佈，信託業發展進入法制化時期；《信託投資公司管理辦法》和《信託法》分別於 2005 年 6 月及 2007 年 3 月再度修法，中國信託投資業務有了更完善的法令規範。近幾年，隨著中國金融融資結構之偏離，信託業發展快速，2004 年信託公司的信託資產總額為 1501.6 億元人民幣；2008 年 50 家公司的信託資產總額已成長為 12,284.2 億元人民幣，實現淨利潤 106.5 億元。⁷

⁵中國中央政府網站 www.gov.cn/jrzg

⁶金融租賃公司最低註冊資本為一億元人民幣

⁷信託投資公司最低註冊資本為三億元人民幣，經營外匯業務的信託投資公司其註冊資本中應包括不少於等值 1,500 萬美元的外匯

農村信用社及城市信用社

中國第一家農村信用社於 1923 年河北香河成立，1950 年代初期農村信用社各項業務迅速發展，隨後 20 餘年農村信用社走向官辦形式，影響了信用合作機制；1984 年 8 月國務院發佈《中國農業銀行關於改革農村信用合作社管理體制改革通知》，在中國農業銀行領導下，按合作金融方向並設立縣聯社；1996 年 8 月國務院在頒發《關於農村金融體制改革的決定》農村信用社與中國農業銀行脫離行政隸屬關係，農業開發政策性業務由中國農業銀行接手，農村信用社成為真正由農民入股、社員管理及為社員服務的基層合作金融組織。多年來農村信用社是農村金融的主力，但因在產權制度、管理體制等歷史包袱下，資產品質問題嚴重。2003 年 6 月國務院再發佈《深化農村信用社改革試點方案》，再度啟動農村信用社改革試點工作，主要將各地信用社、縣聯社組建以縣市為單位的統一法人機構，並提昇內部經營機制，進行產權改革，自實施以來已取得初步成果。

城市信用社的產生源於改革開放後，為滿足個體經濟與城鄉集體經濟中小企業為主要融資需求而孕育而生。1979 年城市信用社首先在河南漯河市出現，1983 年後，鄭州、瀋陽、長春、武漢等城市亦陸續開始試點；1986 年中國人民銀行頒布《城市信用社合作社暫行規定》正式將城市信用社劃歸中國人民銀行管理；1988 年中國人民銀行公布《城市信用合作社管理規定》明定城市信用社是集體合作金融組織，並將設立註冊額由 10 萬人民幣提高至 50 萬人民幣。數年後，部份城市信用社經營管理不佳導致不良資產率過高恐造成金融風險。為此，中國人民銀行於 1993 年 7 月停止城市信用社新設審批；1995 年 2 月成立領導小組開始發展城市合作銀行組建，不符合要求條件的城市信用社在進行資產核算及股權評估後，必須向城市

合作銀行入股；1997年9月《城市信用合作社管理辦法》公布實施；1998年10月中國人民銀行再度頒布《整頓城市信用合作社工作方案》，整頓後至1999年底已將近2,300家城市信用社納入90家城市商業銀行的組建體系，由於城市合作銀行已不具合作實質意義，於是城市合作銀行改名為城市商業銀行，於2008年底中國共有城市商業銀行136家，城市信用社僅剩22家⁸。

民間

由於中國宏觀調控及相關改革政策制度的緩慢，市場上普遍存在融資管道不暢通及法律規範的情況，在福建、廣東、浙江等私營經濟發達的省份，以民間融資為主的地下金融市場相當活躍，近年來，甚至成為當地中小企業融資的主要方式。融資市場有了民間資本的加入，無疑地增加了中小企業的融資管道，其具有融資速度快、資金調動方便、門檻低等優勢，但在相關制度和無明確之法律規範下，民間融資行為擴大了金融詐欺之風險。2001年12月，國家計委在中國正式加入WTO組織的當日公佈《國家計委關於促進和引導民間投資的若干意見》文件，首次明確提出放寬民間投資範圍、服務及審批融資環境的辦法，但其相關辦法的誘因仍不敵民間放貸之收益，龐大的游資仍然無法有效助於產業資金斷鏈的問題。

⁸ 資料來源：中國銀監會2008年報

2.2.5 小結

中國金融體系發展至今未逾三十載，其組成架構大致可分為銀行、合作金融機構及非銀行金融機構，而主要兩大監管單位為 1992 年前後相繼成立的「中國銀行監督管理委員會」及「中國證券監督管理委員會」。相較於全球主要經濟國家與我國金融體系近百年的發展，中國金融體系猶如仍在牙牙學語的嬰孩階段。自改革開放與加入世界貿易組織(WTO)以來，中國政府幾乎傾力以國家資源並輔以政策，協助銀行打消陳年壞帳，再以國家信用作為擔保發行國債，經由財政體系大量注資於四大國有行庫，引進國際投資銀行成為策略性股東，藉由其運作經驗轉向於資本市場募資，僅經歷約莫五年(2005~2010)的期間，便使中國國有銀行名列全球前十大銀行機構之中，而其餘相關非銀行體系之金融機構，亦於同一期間紛紛各自發展蓬勃。然而，中國大陸金融法律制度⁹由於採行分業監管方式，各監管機關大多各司其職，例如銀監局僅對於銀行體系加強監控，其他相關金融機構卻便成為資金匱乏的中小企業重要融資來源，形成了特殊的「影子銀行體系」¹⁰。例如租賃公司、信託公司、財務公司、資產管理公司甚至於民間貸款組織，由於這些非銀行體系的金融機構相較於銀行受監管的程度較為寬鬆，其平均因放貸收取的年利率大致介於 12%~40%，不合理的超高利潤及較少的監控情況下，使得影子銀行體系得以發展興旺。但令人感到矛盾的邏輯現象，其專注於中小企業放貸的業務模式，卻是符合中國政府扶持中小企業的政策之一。中國迅速卻踉蹌建立的金融體系，對於創造經濟活動佔比百分之六十的中小型企業，於銀行貸款總額卻僅占極少的比重¹¹，扭曲的金融政策使中小企業承受過高的營運成本，更可能助使中國的經濟遭受通貨膨脹威脅。

⁹ 洪永森、鄭鳴「兩岸資本市場整合與監管」第 55 頁。

¹⁰ Henny Sender, China's shadow financial world, FINANCIAL TIMES 2011.4.5

¹¹ 中國的中小企業無法取得銀行體系融資的理由，請參見本章節「2.4 中國大陸中小企業融資現況」。

長期而言，中國仍將逐漸走向健全發展資本市場的方向，而投資銀行發揮整合資本市場的功能，其經由融資貸款、併購、募集信託管理資金、資本市場承銷、公司理財、私人投資理財等一連串資本、財務整合運作業務，除了對中小企業及其產業作系統的研究及規劃營運資本融資，進而輔導上市募資，提供金融商品活絡資本之流動，同時亦可提供公司或私人的資產作多元規劃，使資本市場得以發揮市場機制，健全金融市場之發展。因此，預期投資銀行未來將於中國資本市場中扮演重要角色且存有極大的市場利基。

2.3 中國大陸 IPO 融資與資本市場發展

中國自 1984 年引入創投¹²概念至今，隨著經濟極速發展、產業結構迅速更迭的轉變下，中國私募股權的資本規模與投資總量呈現跳躍式的成長，已逐漸成為中國企業融資的另一個新模式。

1985 年，中共中央發佈《關於科學技術改革的決定》其中曾提及創投發展之概念後，國家科學技術委員會和財政部等部門便籌備了中國首家創投機構—中國新技術創業投資公司(中創公司)後，再加上大量的海外私募基金加入，中國掀起了一波波私募股權投資的熱潮，其大致可分為以下幾個階段：

1992 年改革開放後，海外創投基金與中國各部委員會合作，以投資國有企業為主要標竿。當時的中國創投制度尚未建制、過度的行政干預以及海內外皆無退出機制等因素之下，導致首批進入中國投資的創投基金，大都以撤出或解散等方式結束運作。

¹² Venture capital 創業投資，在中國大陸一般稱之風險投資。

1999年《中共中央關於加強技術創新、發展高科技、實現產業化的決定》發佈，其主要制定了私募股權投資發展方針。中國國內相繼成立了一批由政府主導的創投機構，其中以深圳創新投資集團、中科招商及中科院主導的上海聯創為最具代表性的創投公司。2000年《關於建立我國¹³風險投資機制的若干意見》，首次對於發展創業投資產業，建立了相關的制度及原則，但仍歸咎於未能提供投資者退出之管道，使得許多投資企業因而收回資金，再次宣告失敗。

2004年，隨著中小企業板正式啓動，中國的私募股權投資再次活躍，亦出現了中國首家持有國際資本控股的中國商業銀行誕生¹⁴。受全球金融風暴的影響，自2004年起，原本活躍的投資活動大幅降低，直至實施創業板的訊息公佈後，大批的資金再次重新匯集。圖6為近年來創投市場退出情況，尤其2010年創業版啟動後，創投公司於IPO積極實現退場之現象極為顯著。



圖 6 2002~2010 年創投市場退出情況比較

資料來源：清科研究中心 2011.01

¹³ 指中華人民共和國。

¹⁴ 2004年6月New bridge capital收購17.89%深圳發展銀行的股權，為當時國際併購基金中，於中國的首宗重大投資案。

若單就 2010 年中國創投公司選擇 IPO 交易市場之觀察，由圖 7 可明顯發現深圳創業版及中小企業版為其主要退出之交易市場，退出案之筆數分別達 113 筆及 109 筆。

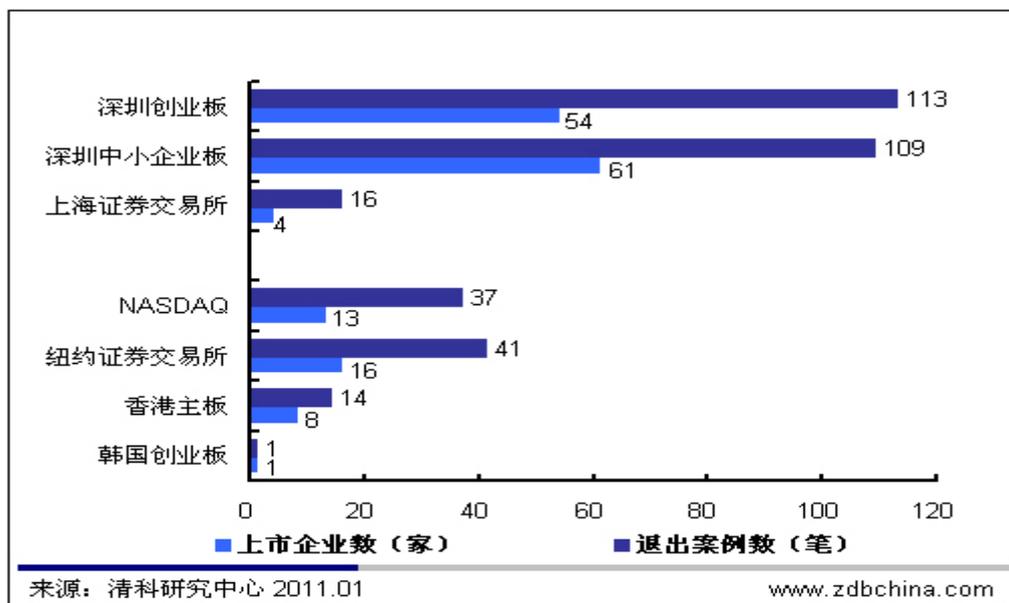


圖 7 2010 年 VC 支持企業 IPO 情況

資料來源：清科研究中心 2011.01

根據中國清科研究中心 2010 年年報中指出，中國創投及私募股權市場上無論新募基金數及募資總額均呈現大幅成長的現象。以 2010 年創投市場為例，新募基金與募集總額較前一年成長率分別為 68.1% 及 90.7%。

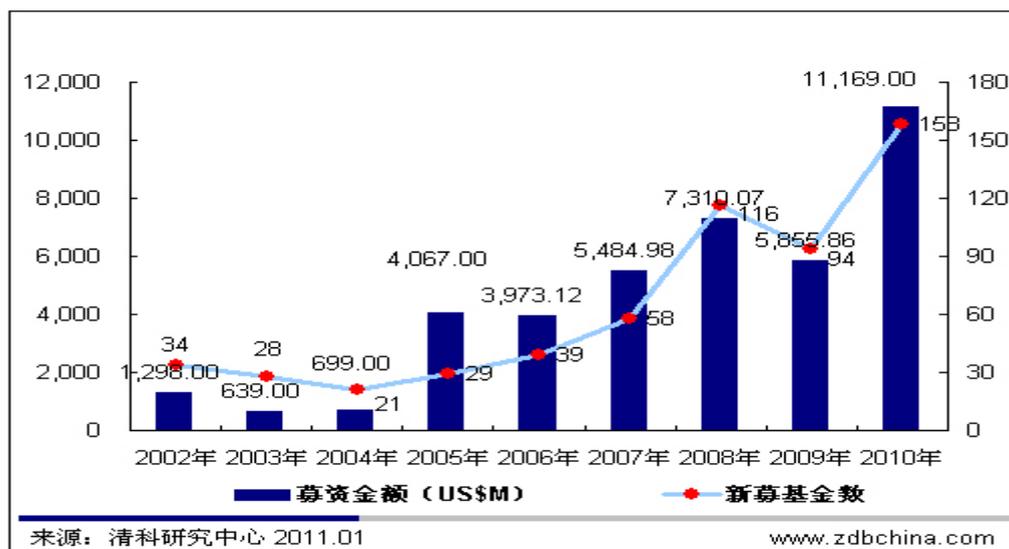


圖 8 2002~2010 年創業投資機構募集情況比較

資料來源：清科研究中心 2011.01

自 2008 年金融風暴以來，外資對於中國境內的投資速度放緩，隨著創業板之成立，中國本土創投發展更為迅速，其於 2010 年全年投資案及投資金額分別佔總投資之 64.4% 及 50.5%，且以人民幣募集之新基金共 146 支，募集金額達 68.67 億美元，其相對佔有總發行量分別為 92.4% 及 61.5%。2010 年創投藉由創業板及中小板退出投資的方式亦達到歷年來的最高峰。值得注意的是，中國大陸創投公司之資本，源於國有機構的比重佔總創投資本比重已近 50%，而源自於非國有機構及個人的比重則有逐年攀升之現象，由此可觀察出目前中國大陸之資本市場發展仍受制於國家計劃經濟中之一環，但經濟發展後所產生的龐大資金，仍需要較妥適的投資管道予以疏導並間接輔助資本市場之健全發展，因此，其已顯現未來中國大陸得以發展投資銀行業務之可行性已然呈現。

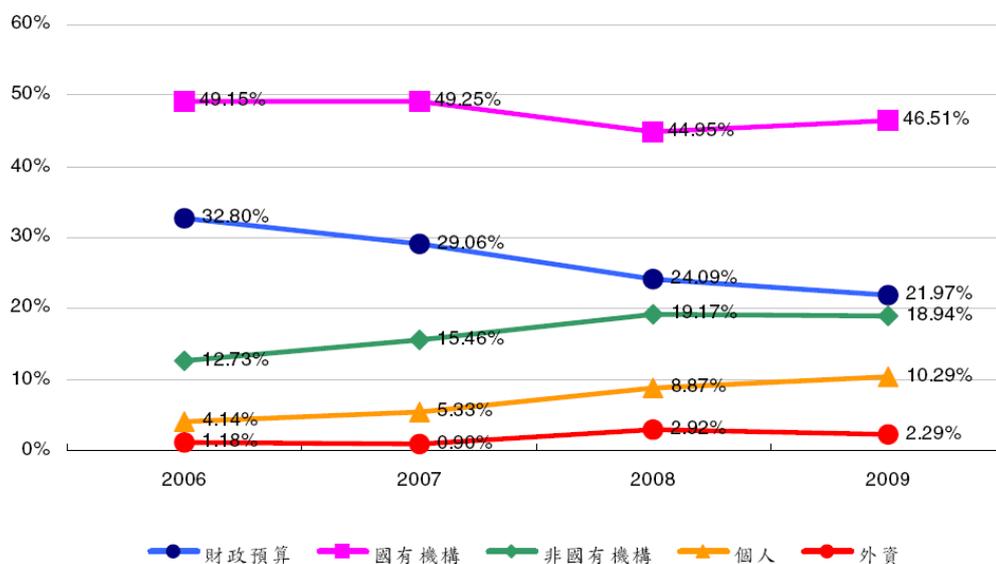


圖 9 2006~2009 各類創投資本來源佔總創投資本比重

資料來源：2010 CHINA VENTURE CAPITAL YEARBOOK

中國於 2000 年後私募股權方以逐漸發展，於全球的發展中相對較晚起步，但其發展速度卻令人驚歎不已，以私募股權佔 GDP 比重而言僅有

1.2%，相較於美國 1.4% 的比例，未來應有相當的成長空間。2010 年投資於中國大陸市場的新募資金共計 82 支，金額達 276.21 億美元，其中由本土私募股權投資機構所募集的基金數及金額，佔總發行量及金額分別為 90% 及 80%。若以交易筆數為統計，2010 年中國私募股權市場完成交易筆數為 363 筆，投資金額為 103.81 億美元¹⁵。

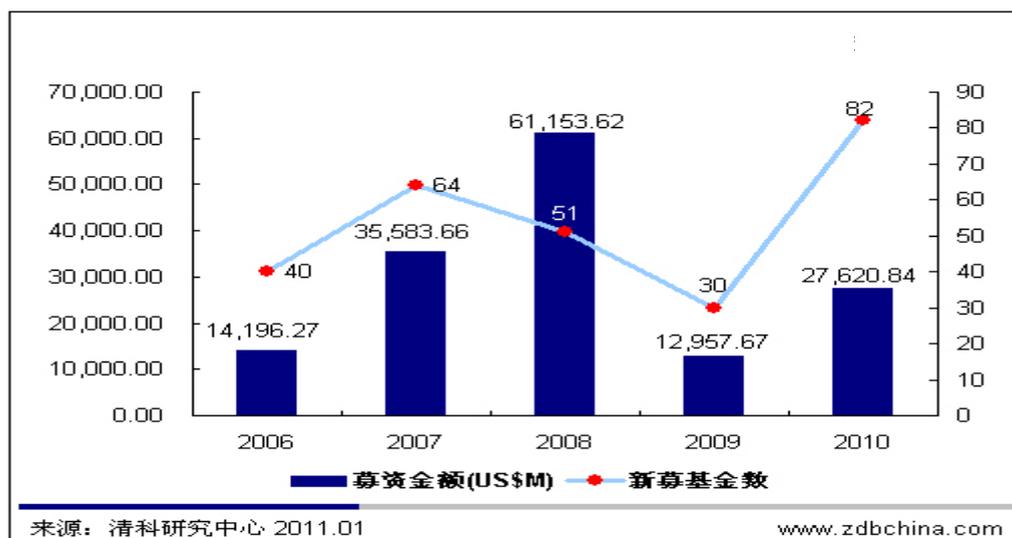


圖 10 2006~2010 年私募股權投資基金募資總量的同比比較

資料來源：清科研究中心 2011.01



圖 11 2006~2010 年中國私募股權投資基金投資總量的同比比較

資料來源：清科研究中心 2011.01

¹⁵ 參考資料：2010 年中國風險投資年鑑。

由於中國先後頒佈多項產業振興政策，因此其主要投資的產業落於生物醫療、清潔技術、機械製造、食品飲料及互聯網等，經濟政策攸關產業走向之影響之甚，由此不難窺測一二。

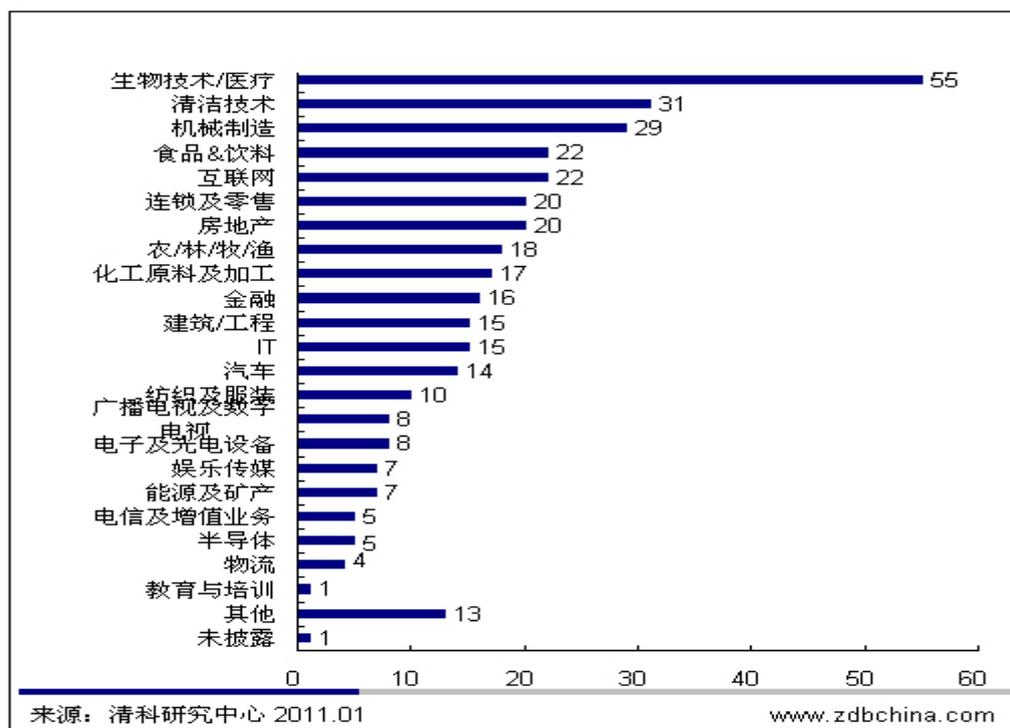


圖 12 2010 年中國私募股權投資市場一級行業投資分佈

資料來源：清科研究中心 2011.01

中國私募股權投資機構選擇香港主板為其主要退出市場，此點相當不同於本土創投。以 2010 年為例，以中國滬深兩市做 IPO 退出案量僅佔全年退出案量之 37.5%¹⁶，中國企業選擇赴美等其他國家的趨勢漸盛，主要目的為吸引國際資金及資本靈活之優越性考量趨使。

¹⁶參考資料：2010 年中國風險投資年鑑。

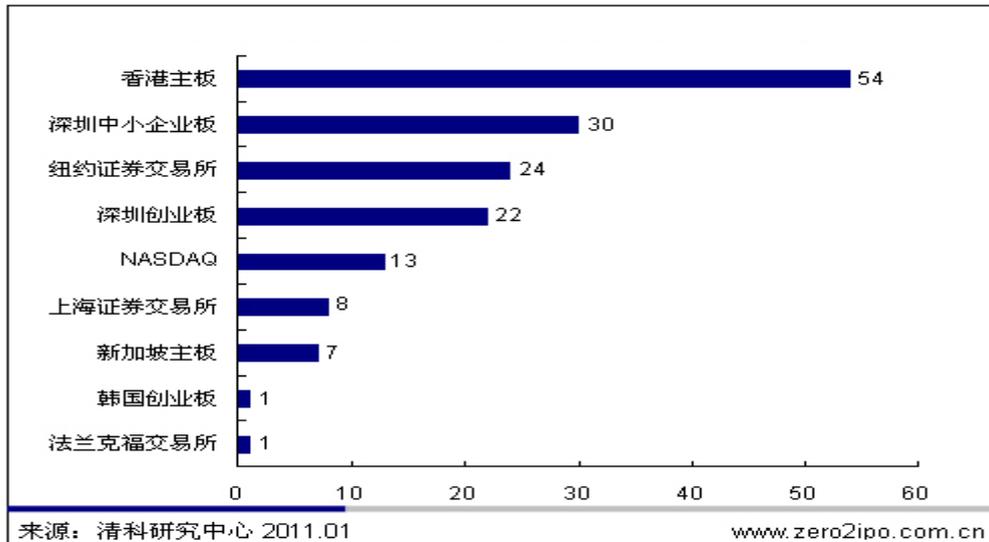


圖 13 2010 年中國私募股權投資 IPO 退出市場分佈

資料來源：清科研究中心 2011.01

就歐美資本市場發展歷程中，天使投資如同創投及私募股權基金一樣，對於中小企業及產業發展同樣亦佔有重要之角色。然而中國資本市場之發展尚不健全，無論在法令規範、道德誠信、訊息交換或投資觀念等各方面缺乏，天使投資的概念可謂尚未成形。據維基百科的記錄，2006 年以天使投資作為形態的投資金額大約僅於 5 到 10 億間(幣別未載明)，再於 2007 年大陸不同期刊文獻資料¹⁷中取得，中國天使投資佔創投的投資比例尚不足 10%，反觀中國資金供應鏈中，中小企業之發展缺乏天使投資人(或組織)之參與及認同，或許亦可視為中國資金供給為何產生斷鏈的原因之一。

¹⁷ 王敏，探析中小企業融資新出路，價值工程 2007 年第四期

徐穎，天使投與與風險投資比較分析，合作經濟與科技 2007 年 3 月號

2.3.1 小結

藉由外資成為民間企業重要策略投資人的經驗裡(例如阿里巴巴¹⁸、蒙牛乳業¹⁹等)，中國政府已全然了解，投資銀行為中小企業及資本市場，乃至於國家建設與經濟發展中，其均扮演極為重要之角色。中國政府正以積極的態度發展資本市場，例如近期，保監會已准許保險公司投資於私募股權產業或由國有企業或地方政府成立引導基金(例如深圳創新投資集團及中科招商)，通過創投公司及私募股權的方式，間接投資於具潛力發展的民間中小企業，尤其以 2009 年 10 月創業板成立後，使得 2010 年無論是新成立的私募基金、投資案件、投資金額及上市掛牌的案件，均創下歷年來最大的數量，相較於全球其他國家資本市場 IPO 寥寥可數的案件量，中國這個新興市場已成功匯聚了全球投資人的目光。為考量國家經濟與安全，中國國有企業或部份特許行業，對於外資入股的態度一向嚴格限制。因此，自 2005 年，以建設產業發展為目標的各項產業基金陸續成立²⁰，中國政府主導國家經濟走向，由創投資本來源(圖 9)及投資行業分佈(圖 12)的統計中可明顯得知，來自國有機構資金的比重幾乎高達 50%，以國家產業發展政策為投資導向的行業亦有其明顯區隔。於 2011.1.8 中國人民大學召開第十五屆中國資本市場論壇中，北京大學經濟學院金融學系主任何小鋒教授主講「中國私募股權投資基金回顧與展望」議題中樂觀的表示，在政府積極發展資本市場的企圖及中國吸引全球資金獲得資本回報與匯率升值的雙重誘因下，創投或私募的產業發展至少還有黃金十年的成長光景。然而，在一片看似前途似錦的未來下，中國的私募股權或創投市場仍然面臨諸多考驗，例如良好的法制及穩定的政策環境、過多的資金追捧有限的價值投

¹⁸ 阿里巴巴創業初期，曾獲 Goldman Sach 500 萬美元及日本軟銀集團 2000 萬美元資金投注。

¹⁹ 蒙牛乳業以成立境外公司模式，接受 Morgan Stanley 等三家國際投資機構投入 3523 萬美元並簽署「可換股文據」，間接持有蒙牛 66.7% 的股權。

²⁰ 發改委批准之產業基金為：渤海產業投資基金、上海金融產業基金、廣東核電基金、山西能源基金、綿陽高科技產業基金、中新蘇州工業園區產業基金。

資標的、資本市場結構體系尚未充份建立、稅收政策不明、管理及服務能力專業性不足、缺乏可靠性強的數據資料、長期資金來源匱乏、投資者投資經驗不成熟等問題。反觀我國金融業未來經營大陸金融市場之利基，或許可結合銀行長期經營大陸台商人脈之關係，建立起我國及中國大陸中小企業信用資訊發展成產業鏈系統，引進台灣創投的專業管理團隊對中小企業進行營運發展之協助，在兩岸簽署金融監理備忘錄(MOU)、兩岸經濟合作架構協議(ECFA)之框架下，開闢專門交易以大陸中小企業相關的企業於台灣資本市場(例如我國店頭市場)掛牌引資，除了使我國證券商發揮投資銀行之角色外，憑藉著我國金融匯率自由化、國際化的資本市場功能、台灣法令及稅負政策較為成熟的利基下，聚焦全球投資者的目光，增強資本規模較小的缺憾，並擴大促進國際資本流動之綜效。

2.4 我國資本市場發展沿革

相較於中國大陸近幾年來快速建立的資本市場結構，我國資本市場發展更顯其穩健與紮實。雖自 1895 年讓予日本為殖民地起至 1945 年間，台灣民生物品等需求日本均以配給為管控方式。因此，光復初期的台灣並無任何較具規模之民營企業，更遑論存在公開發行股票的募資模式。但國民政府遷台後，藉由土地改革等政策，將民間農業資本轉化為工業資本，並間接促成了資本市場之初步架構。

2.4.1 我國資本市場發展歷程

1949 年，中央政府遷台後，為整治經濟建設曾發行「三十八年愛國公債」此為台灣光復後證券交易之始，但由於公債期限過長及利率過低等因素，使得認購意願始終薄弱而終告失敗。1953 年台灣施行耕者有其田之土地改革政策，對於被徵收土地的地主，補償 70% 的實物土地債券外，其

餘 30% 以水泥、紙業、工礦、農林等公營事業股票部份補足，且透過肥料換穀政策直接掌握農民的生產剩餘，藉由放出四大公營企業的股份，將地主的土地資本轉換成產業資本，成功地將民間農業資本轉向工業資本，更成為台灣日後發展的主要動力。

1954 年所頒布「台灣省證券商管理辦法」並於 1963 年予以修正，其主要為防止台灣初期資本市場不正當之交易行為及對證券商之管理。1957 年，由民營機構一大同製鋼機械公司發行之優先股股票後，其他各項產業新公司亦紛紛成立並發行股票，其資本募集方式仍以私人勸募為主，並無公開發行之事實，即使已發生多種股票在市面上流通，證券市場之完整性仍尚未呈現。經過多次派員赴美、日等國考察證券市場業務，1962 年台灣證券交易所成立並開業，將原有在店頭市場交易之股票改為集中交易，此時我國之資本市場始為雛型。為健全證券交易及發揮市場自動調節功能，1970 年設立了證券金融公司後，直至 1980 年復華證券金融公司的成立，相繼開辦證券融資及融券業務，證券之信用交易制度方稱之完備。為有效防止證券商挪用客戶有價證券或滅失，於 1989 年經財政部證管會核准設立台灣證券集中保管公司，於 1993 年及 1996 年相繼成立「證券投資人保護基金」及「共同責任交割結算基金」，更保障了投資人投資的權利及其資產安全。

為使市場健全發展，提升機構法人於資本市場投資比重，我國於 1982 年制定「引進僑外資投資證券計畫」，其步驟分為三階段：（一）先採取僑外資間接投資證券之方式，例如開放信託投資公司之設立，藉由海外募集資金的方式間接投入我國證券市場。（二）准許僑外專業投資機構直接投資證券；我國於 1991 年正式實施 QFII 制度，逐步放行合格之境外機構投資者直接參與證券市場之交易。於此，我國之資本市場以法人投資佔有

較多的比重已有明顯之態勢。(三)全面開放僑外資直接投資證券。1996年我國通過「證券投資信託事業管理規則」修正案中，除投資額受到一定之限制外，已全面開放境外華僑及外國人均可直接投資於我國股市。1988年證券商設立及證券商經營業務之開放後，隨著外國券商及各地券商紛紛成立，遂使台灣金融事業更走向自由化及國際化，尤其以各大財團成立的綜合券商由於挾著會計事務所及延攬許多資深銀行放款實務之專業人才，漸漸取代信託公司及銀行之信託部門，轉而成為證券承銷市場之主力，此亦可視為我國綜合券商成為投資銀行之雛型。

1994年公佈「外國證券商在台設置分支機構辦法」中明令全面開放外國證券商在台設置分支機構、經紀、自營、融資融券、委託買賣外國證券及承銷等業務，又於1996年由財政部宣佈准許在台無住所之外國人可以委託方式開設新台幣證券帳戶，且放寬外國專業機構及非專業機構投資股市之外匯限制金額，並減化了QFII申請流程，更取消投資利得匯出之閉鎖期限。銀行承作金融商品方面，除傳統的遠期外匯、換匯交易業務外，另開放換匯換利交易(CCS；Cross Currency Swaps)、無本金交割遠期外匯(NDF；Non-Delivery Forward)及新台幣匯率選擇權交易(Currency Options)等業務。

證券方面，開放國外上市公司來台發行台灣存託憑證(TDR；Taiwan Depositary Receipt)、台灣上市公司至海外發行全球存託憑證、海外可轉換公司債等多元化國際性募資方式。另外，經主管機關核准之證券商可承作買賣除大陸地區以外之證券市場有價證券、債券、認股權證等金融投資業務，近幾年成立的指數股票型基金(ETF)、海外指數型基金及不動產證券化受益證券(REITs)等商品，除擴大了小額資金投資人的參與外，更將法人投資機構及個人投資有效結構化，使資本市場之發展更為穩定。

店頭市場發展方面，礙於尚未建立完善的交易制度，自 1982 年重新恢復債券櫃檯買賣市場及 1988 年籌辦股票櫃台買賣業務以來，交易始終未見活絡，經歷多次商討及規劃，並籌設肩負起推動櫃檯買賣市場使命為目標，「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心」於 1994 年因而成立。據櫃買中心統計資料記載，截至 2010 年底，於店頭市場之交易量及金額、上櫃公司家數、累計開戶數等數據顯示，均呈現大幅成長，顯見我國在於輔助中小企業由間接金融導向直接金融籌措資金之模式已具相當經驗及其獨特成果。

於期貨市場方面，1997 年通過「期貨交易法」並成立「期貨交易所」後隔年，台股指數期貨正式開市營運。台灣已有多家上市公司股票被納入全球重要股票觀察指數中，日漸國際化及自由度的台灣資本市場已受到國際間之重視。

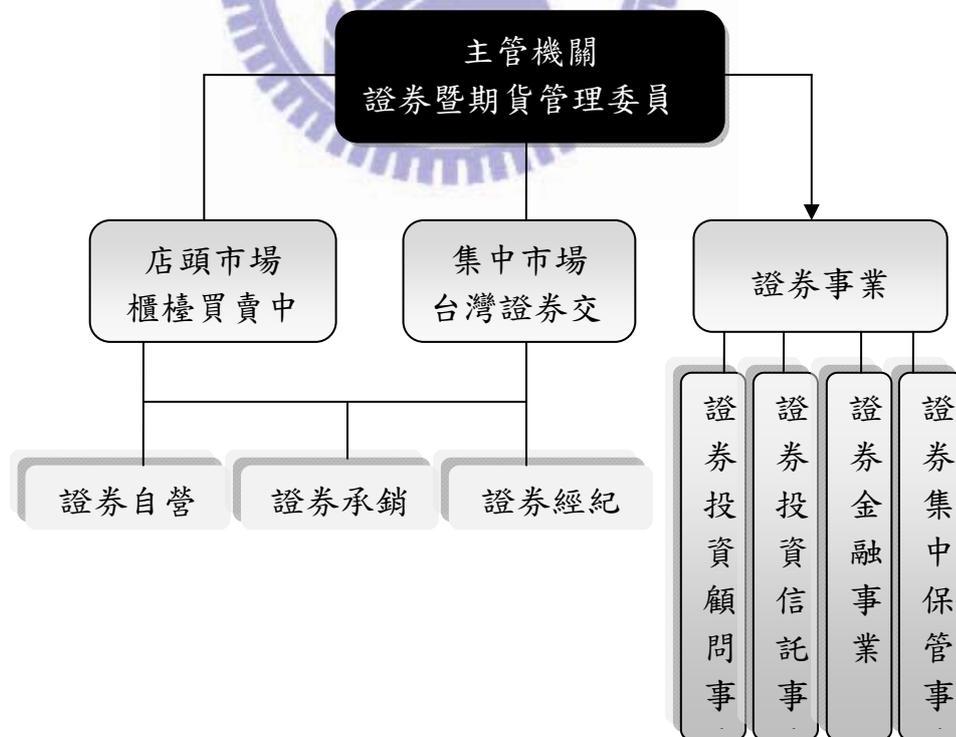


圖 14 我國資本市場架構

2.5 我國 IPO 融資與資本市場發展

我國創投事業的發想，源自於 1976 年經建會《中華民國電子工業部門發展計劃》，而 1982 年由行政院核定《改善投資環境及促進投資方案》後始於組建民營工業投資公司。隔年，行政院頒布《創投投資事業管理規則》成為創投首部法令規範後，隨著宏碁電腦及大陸工程公司創投公司的成立，台灣創投事業就此展開。

經由政府政策的推進，行政院開發基金與交通銀行共同設立創投種子基金，主要投資於海內外之創投公司，並自 1980 年代為產業轉型及提升經濟發展，引進美國創投經驗，將產業結構導向高科技產業。1994 年起，政府開放保險機構、商業銀行及綜合證券商參與投資創投事業，並放寬其投資限制，更以獎勵投資條例作為吸引民間資金參與創投事業。在政府的引導下，造就我國科技產業與創投產業的蓬勃發展，並培育出當前許多各個產業之領導者，例如台積電、宏碁、華碩、友達光電等公司。

然而，我國創投業的光景，自從 2000 年遭受網路科技泡沫化及政府頒布《促進產業升級條例》取消創投事業股東的租稅優惠及產業外移等影響，我國創投產業資金驟降、投資標的減少，亦導致新設創投公司的銳減。面臨 2008 年全球金融風暴的衝擊，「慘澹經營」正足以形容近幾年我國創投業者的現況。相較此時的中國，隨著經濟迅速發展，創投產業在政策及市場的推動下正如火如荼的展開，為另闢疆土我國創投業者亦逐漸朝向中國尋求發展。

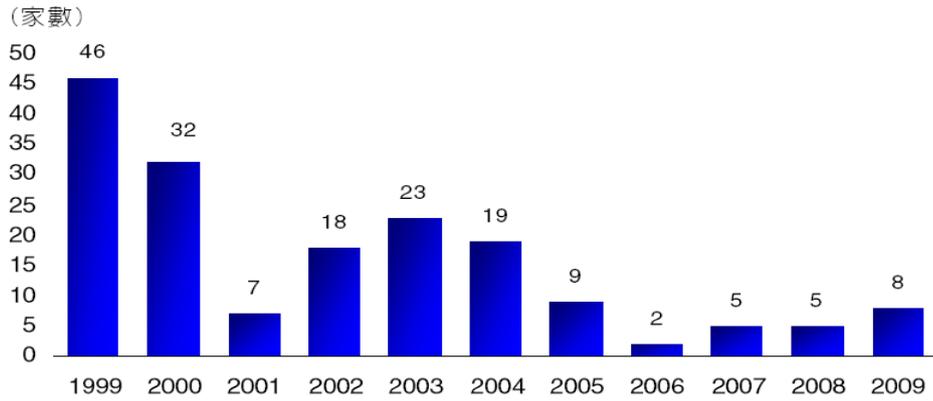


圖 15 1999~2009 年各年度新設創投家數比較圖

資料來源：台灣創投年鑑(2010)

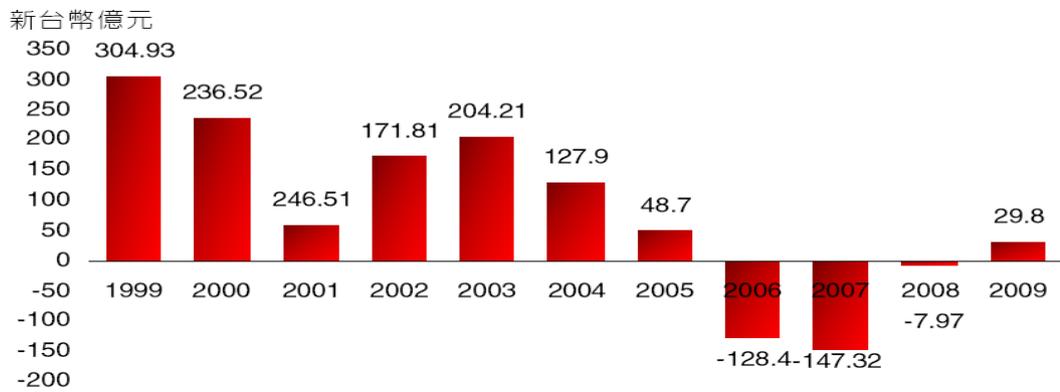


圖 16 1999~2009 年各年度新增資本額比較圖

資料來源：台灣創投年鑑(2010)

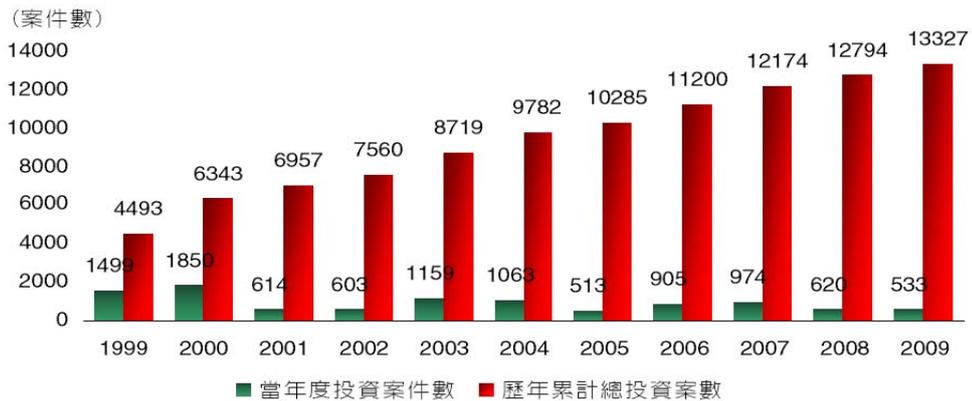


圖 17 1999~2009 年各年度投資案件數比較圖

資料來源：台灣創投年鑑(2010)



圖 18 1999~2009 年各年度投資案件數與投資金額比較

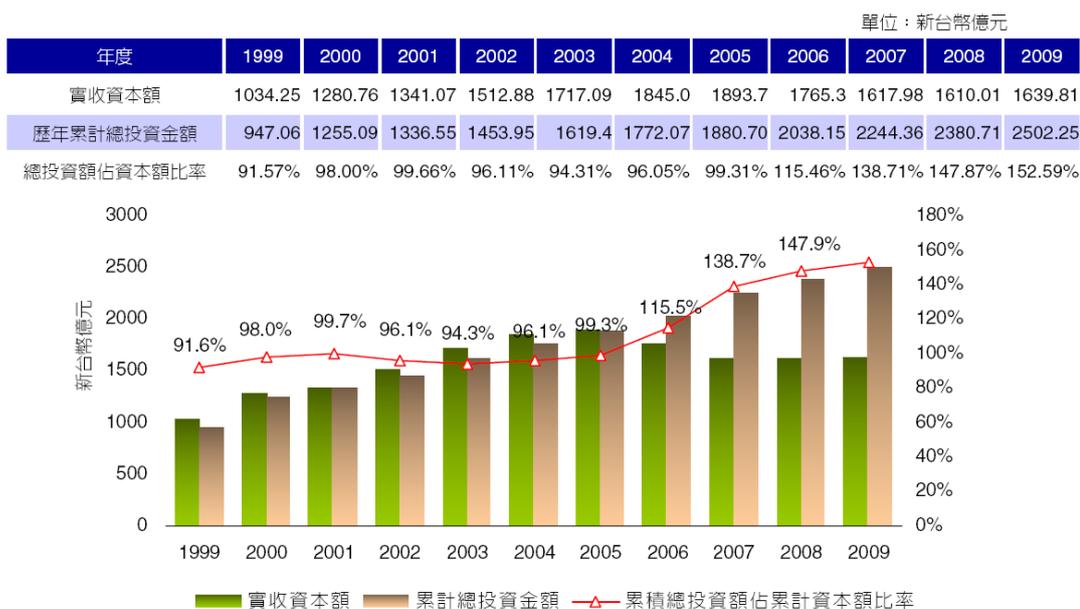


圖 19 1999~2009 年各年度投資金額與實收資本額比較

資料來源：台灣創投年鑑(2010)

中國固然擁有令人驚豔的經濟成長形成吸引資金的魔力，但其資本市場尚未健全、法律環境、市場流通性不足及施行外匯管制等限制，尤其對於外來投資者之退出規範仍具有高度的箝制性，以至於退出方式尤其迂迴，

除墊高投資成本亦可能增加其風險。相較於我國的金融環境，無論在金融市場的成熟度、法律規範的嚴謹性或國際化等制度建立下，風險成本必然較低。跟隨國際產業之變化，國內之產業結構亦日漸轉變，除了我國既有之優勢產業外，更可運用我國創投多年之投資管理經驗，結合其他相關金融產業之利基，發展出強而有力的金融團隊，重振創投產業並再次創造台灣新經濟實力。

2.6 我國發展兩岸金融版圖之契機

2009年由洪永淼、鄭鳴共同執筆「兩岸資本市場整合與監管」研究中，對於兩岸間之金融產業市場發展現況、法規差異及未來合作及金融共同監管均有其獨道之見解，並針對兩岸銀行業、證券業、保險業中，揀選兩岸於分別於資本發展過程中相對優勢之處，作為未來兩岸共同發展資本市場為目標之建議。作者認為，未來兩岸之資本市場發展應相互消除壁壘，方能健全資本流動。以歐盟證券市場一體化進程為經驗，金融監管法規的協調和統一及公平之國民待遇準則，將是日後努力之發展方向。此外，對於兩岸間「金融一體化」將其定義為，兩岸企業金融機構在一定的規則下可自由選擇不同方式在兩地證券市場上發行證券，並且兩岸投資者可自由投資交易於兩岸證券市場上的證券投資標的。至於證券商之業務經營方面，允許兩岸證券經營者從事會計、法律諮詢、評估證券、仲介服務機構等自由從事兩岸證券業務，藉由國際通行之國際慣例和規則，協調管理兩岸之證券監管。承上各項所述，與本篇研究欲勾勒兩岸資本市場發展現況之互補性，找尋未來發展之方向與建議頗有殊途同歸之處。

由「兩岸資本市場整合與監管」研究中，歸納以下支持本篇研究之各項論點：

1. 銀行方面。

中小企業融資服務應為兩岸主要合作重點，並應加強中小銀行機構及非銀行機構之開放與合作。由於台資銀行為大陸台商企業提供關聯式融資及其經驗，相較於外資及陸資銀行均俱有比較優勢，可採取策略聯盟的方式，以熟稔於中小企業往來及經營上之經驗，相互運用通路擴大業務範圍，除降低合作投資風險及成本外，能協助緩解大陸中小企業融資困難之問題。

2. 證券方面。

① 相較於兩岸之資本市場歷程，台灣相對於中國大陸對於金融法律規章等各種制度均較為完整，並且多層次資本交易體系亦發展的較為成熟，建立了中小企業多元的募資環境及管道。而中國大陸無論對於設立公司或公司掛牌上市之募資標準，皆採取相對較高或一致的標準，例如深圳中小企業板申請掛牌企業之財務盈利條件，與申請主板掛牌企業的上市標準相同，如此一來，對於中小企業募資的管道形同虛設，儘管經濟改革後陸續頒發許多相關管理條例，但卻紛亂無章，法令規章制度的滯後是大陸經濟改革後阻礙經濟發展之最大障礙，若能運用台灣多年來於資本市場之經驗，必能相得益彰。

② 受制於中國大陸資本市場發展水準，證券公司於業務發展方面，例如市場參與、金融產品、創新業務種類和規模拓增之核准，皆受到監管上的嚴格限制，因此大多僅能依靠傳統經紀業務為主要營運收入，缺乏多元性業務經營之結果，高度受到市場波動影響而產生不穩定之營收能力，此外公司治理能力、風險管理技術等能力亦僅處於初步階段，對於公眾資訊披露之定期財務審計報告要求，嚴謹程度亦不若台灣相關金融監理單位之規範。台灣證券商雖然於資本

規模方面難以與大陸證券商予以競爭，但在新金融產品開發、服務品質、內部控制、信用交易市場等軟性能力均較具其經驗優勢。

長期以來，我國於證券交易管理機制和法律體系中累積了許多市場運作經驗，多層次的證券市場體系更突顯出於兩岸間之競爭優勢。兩岸間之「金融一體化」固然為未來之願景，然而面對全球經濟及市場競爭的不斷更迭，我國金融相關行業恐怕無法等待兩岸監理制度趨於一致時方採取業務拓展之計劃。因此，本篇研究較著以我國積極主動發展兩岸資本市場為主軸之策略建議，另於保險業等與資本市場不直接相關之金融產業，於本篇研究中暫不予以討論。

2.6.1 中國大陸中小企業融資現況

由於中國大陸金融制度偏頗及多重複雜因素下，導致中小企業融資管道極其缺乏而形成產業資金斷鏈之現象，就以中小企業本身及主要融資機構而言即可歸結出幾項原因。

根據中國政府工商部門的統計，截至 2008 年年底中小企業註冊已達 450 多萬戶，個體經營戶 1000 多萬戶，佔全國企業總數達 99% 以上，而中小企業創造的最終產品和服務的價值佔國內生產總額已逾 50%，佔出口總額的 70%。無論於生產體系中或就業增長，中小企業對於當前中國經濟的持續發展顯得至關重要，但於中國銀行體系下融資的困難始終箝制著中小企業的發展。由於長期政策上的偏向，四大國有商業銀行²¹將資金主要貸放於國營相關企業或大型企業，基於商業銀行的經營機制，更減少對於中小企業貸款，再者大多數中小企業大都存在不實財務報表、欠債脫逃等缺乏信用觀念的行為下，且中國目前尚未成立及無法取得確實徵信資料的情

²¹ 中國四大國有銀行：中國銀行、中國建設銀行、中國工商銀行及中國農業銀行。

況下，使得中小企業的融資之路更顯坎坷。根據中國大陸法律出版社於2010年《敢問錢在何方》一書中分析，中國銀行無法成為主要提供中小企業融資管道的理由，可歸納以下幾點：

1. 商業銀行推行資產負債比例管理，其主要在於監控存貸比，比例愈低商業銀行提撥之貸款額度隨之減少。近年來，銀行不良貸款率持續上升貸款風險日益擴大，為保守因應放貸品質商業銀行採取謹慎態度，即使具有競爭力的中小企業，仍有許多銀行不願提供貸款。目前國有商業銀行施行集約化經營管理，為了投向於大型投資項目或效益較好的企業貸款，亦擠壓對中小企業貸放額度，而原本應為中小企業服務的縣級支行，由於缺乏貸放額度之權限，貸款業務形同虛設便無需遑論中小企業能即時獲得貸款。
2. 銀行為了確保資產安全，放貸相關程序冗長且繁複，對於中小企業緊迫的資金需求、貸款頻率高、借貸金額小，無形地增加了銀行經營成本，甚至無法補償銀行對中小企業貸款所必需承擔的高風險及成本，況且資金更無法即時到位，進而制約了中小企業貸款的機會。
3. 目前銀行審查人員專業程度不足，對於國家頒佈加大扶持中小企業的貨幣政策無法解讀，產業政策的轉變、貸款市場變化、企業經營活動趨勢亦未能洞察，除了僅局限於分析報表階段外，無法辨視虛假報表卻仍存在灰色放貸行為，非但未能減少放貸風險反而影響企業爭取貸款的權益。
4. 中國大陸商業銀行對於貸款責任上制度大多採行重罰輕賞，貸款相關人員的權力及責任存在不對稱的情況，依循國家政策指引下對國營企業或地方政府的放貸，若日後產生呆帳其責任風險較放貸予民間中小企業甚低，更造成民間企業貸款的難度。

5. 由於中小企業無論其資本額、管理制度、生產規模等各方面的條件遠不如大型企業，但對於財務融資、理財結算等方面的規劃皆需銀行較多的協助。例如承兌、保證函、信用狀等業務，但往往這些業務銀行主要的服務對象仍然以大型企業為主，中小企業難以獲得奧援。

影響中小企業融資限制因素

自 1978 年中國大陸施行經濟改革以來，企業活動的增加使得中小企業更為蓬勃發展，隨著業務及市場的開拓資金的需求則成為最大的經營考驗，檢視目前中小企業融資限制歸咎的因素大致可分為以下幾個理由：

1. 法律規管機構不健全

長期以來中國大陸對於中小企業於國民經濟發展中的定位及作用，甚至對其金融方面的協助皆認知不足，以致於至今對於制定中小企業相關法律、管理機構仍未有完整的建立，更缺乏對於中小企業的政策指標。

2. 深受國家信貸融資政策影響

在社會主義施行計劃經濟的影響下，目前中國大陸對於全力發展大型國有企業、重點企業的信貸政策依然不變，對於改革經濟後的融資需求架構的改變，僵化的制度無法與國際慣例的利益機制接軌。

3. 資金供給結構傾斜導致中小金融機構難以發展

由於中國金融體系存貸比重的 70% 仍被四大國有商業銀行所壟斷，中小型或非銀行金融機構始終處於受排擠之現象，且中小銀行的資本金較少，能提撥之準備金及經營等抗風險能力均較差，資金供給與需求的結構偏差造成資金分配運用效率極低。

4. 中小企業融資擔保品不足且尚未有信用擔保機制

目前大多數中小企業提供之擔保品大都過於陳舊無法評定價值、先前已辦理抵押無法再獲得資金，或者抵押品難以變現等問題。此外，擔保市場也缺乏有效的制度約束，更遑論採用信用擔保解決融資問題。

5. 尚未建立信用徵信系統亦無法連結直接融資管道

放貸的風險來自於貸款戶的信用風險，由於過去採行計劃經濟的中國，對於缺乏建構信用資料的概念，再加上幅員廣大的羈絆，無法在短期內建立起正確且具公信力的徵信資料，面對中小企業的資金需求，除了難以判斷風險高低之外，更無法替創業投資者提供融資訊息。

6. 中小企業財務不具規範性

由於人才的缺乏、制度不健全進而影響了對於成本分析或費用上的核算等管理機制，甚至蓄意逃稅、不願透露財富或隱匿債務或商業機密以致於帳務始終不具透明性，無法真實反應企業的經營狀況，提高銀行審核的難度。

7. 技術能力、產品品質、創新能力及管理能力的缺乏

中國中小企業大致可分為四類：a.改革開放後該階段形成的集體企業和個體工商戶、私營企業約有 2000 多萬家；b.國有企業以重組等方式改制的中小企業；c.「公司法」實施以來各類自然人或法人設立的有限公司、股份有限公司和外資企業約有 50 萬家；d.國有控股中小企業約有 150 萬家。面對經濟環境的變遷，一部份中小企業無法適應變化更少了管理的能力，於是存貨增加、利潤率大幅下降。大多數中小企業屬於鄉鎮企業、街道企業，就地取材、生產、銷售其所使用的設備或技術絕大多數來自大型企業汰換品。民營中小企業的老板大多數來自於工人、農民、小販，完全沒有

經營管理的概念，而此類許多的中小企業原本即為大型企業附屬的小企業，主要為大型企業配套生產單一產品，各地區生產同類型低階的產品同質性極高，它們與研發技術的產學業界亦少有接觸，中小企業之間也沒有相互切磋的精神，它們對於市場的變化是被動的接受者，甚至無法成為產業鏈裡的一份子，銀行無法藉由完整的產業鏈中對其發揮融資作用。

8. 信譽度參差不齊

中小企業通常具有自由資金不足、企業制度差、管理不彰、規模較小等不完美條件，再加上誠信素養不足，惡意倒債的事件屢見不鮮，使得融資更顯困難。

2.6.2 我國中小企業融資發展及現況

根據經濟部中小企業處 2010 年中小企業白皮書的統計，2009 年我國中小企業約有 123 萬 2 千家，佔全體企業家數為 97.91%，中小企業中有 80.35% 為服務業，2004 年至 2009 年台灣中小企業發展結構如下：

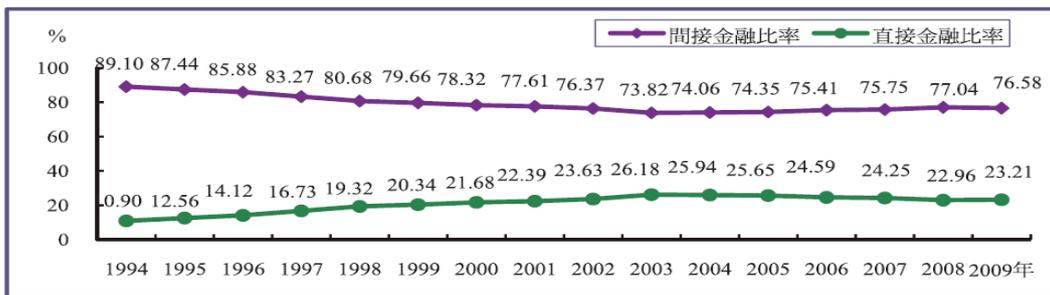
單位：家；%

項目別 \ 年 別	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
全部中小企業家數	1,176,986	1,226,095	1,244,099	1,237,270	1,234,749	1,232,025
年增率	2.60	4.17	1.47	-0.55	-0.20	-0.22
產業部門比率	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
農 業	0.91	0.91	0.88	0.87	0.89	0.90
工 業	18.24	18.11	18.13	18.79	18.83	18.75
製造業	11.31	10.94	11.64	10.77	10.68	10.55
營造業	6.76	7.01	7.34	7.37	7.47	7.51
服務業	80.85	80.98	80.99	80.33	80.28	80.24
批發及零售業	53.25	53.14	52.86	52.87	52.51	52.13
住宿及餐飲業	7.81	8.33	8.62	8.79	8.92	9.21

圖 20 2004~2009 年中小企業產業部門及主要行業家數比率

資料來源：2004~2009 財政部財稅資料中心

隨著我國資本市場體制愈漸完備，自 1994 年以來運用直接金融籌措資金的企業已漸增加，與間接金融變化呈背離之現象。直至 2000 年後兩者均無太大變化，相互維持一定的比重，但總體仍以間接金融之銀行放貸為主，足見台灣銀行對於中小企業放貸基準之成熟度及信任度迥然不同於中國大陸。



資料來源：中央銀行，《直接金融與間接金融存量分析》，2010 年 4 月。

圖 21 1994~2009 年直接與間接金融比率

資料來源：中央銀行《直接金融與間接金融存量分析》2010.04

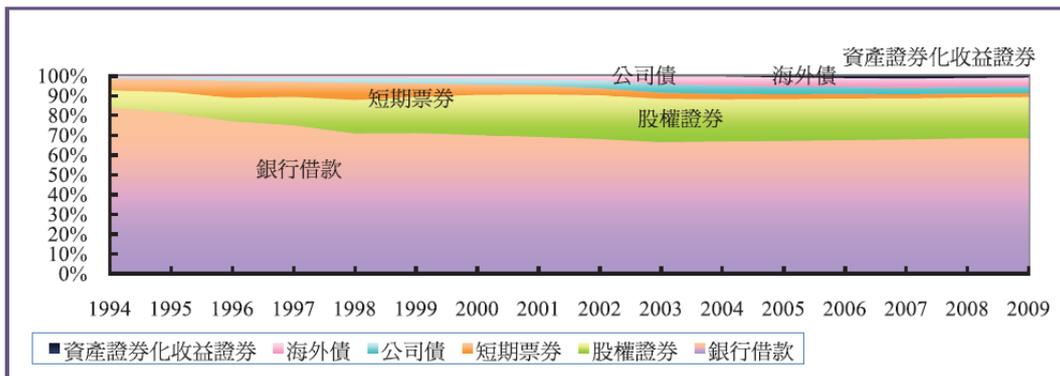


圖 22 1994~2009 年企業籌資管道之比較

資料來源：中央銀行《直接金融與間接金融存量分析》2010.04

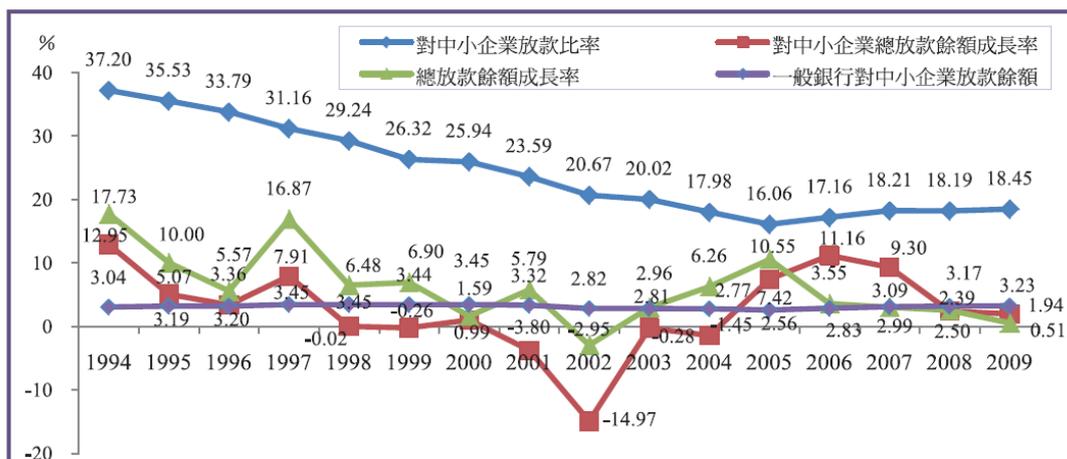


圖 23 1994~2009 年台灣一般銀行對中小企業放款情況

資料來源：行政院金融監督管理委員會銀行局，《金融統計輯要》

一直以來，中小企業為我國經濟發展的基石，但中小企業共同的問題卻是相同的，例如資訊不對稱、財會制度不健全等。金管會於 2005 年實施《本國銀行加強辦理中小企業放款方案》，信保基金亦於 2008 年推出《信保基金千金挺專案》，協助中小企業於景氣低迷時亦能取得資金繼續營運，在直接與間接金融相互支援下，促使我國金融市場發展日臻完善。近年來，隨著產業鏈的變遷，我國中小企業於中國大陸發展之趨勢早已成形，根據 2009 年洪永森、鄭鳴「兩岸資本市場整合與監管」研究中顯示，於中國大陸發展之台資企業，銀行信貸仍為其主要融資方法，由於台資企業與我國銀行存在文化、習慣及資訊了解等相關融資參考依據，因此大陸台商源自於我國銀行之融資比重高達六成以上，又據我國金管會 2005 年對我國銀行業海外分行獲利之統計，其稅前利潤佔整體獲利達 42.7%，尤其以香港及越南兩地之獲利貢獻最為顯著，足見其海外融資市場需求及其迫切已經突顯。

2.7 以證券商發展兩岸投資銀行為主體之理由

承如本章各節所述，中國大陸中小企業及台商面對籌資管道不順利之種種因素，本篇研究著以證券商為主體，於中國資本市場發展投資銀行之理由，歸結如下：

1. **加速中小企業融資問題之效率提升。**由於中國大陸之銀行體制、依循政策將資金提供予國有或大型企業、缺乏信用風險徵信系統、金融體制及法規不完善且缺乏兩岸金融法律保障等因素下，欲立即將融資政策引導至中小企業，其難度較高且難以解決中小企業燃眉之急。若藉由資本市場籌募資，不僅逐漸將中小企業體質改善並得以穩健發展外，亦可利用直接金融的融資特性使其較快獲得營運資金，提升融資效率。
2. **直接金融發展趨勢呈現。**香港普華永道會計師事務所在《2010 中國銀行家調查報告》中顯指出，中國銀行業間，除同業間彼此競爭情況激烈外，市場資金籌募方式從間接金融導向直接金融態勢已日趨明顯，著實挑戰著銀行經營能力的良窳。有百分之八十受訪的銀行家中，認為未來三年發展中小企業客戶應為主要發展業務，但由於傳統業務偏重大企業客戶，對於中小企業的服務及經驗有明顯不足。在信用風險方面而言，有百分之八十一的銀行家認為應「搭建符合中小企業特點的風險管理體系」，在金融服務方面，有百分之六十四的銀行家認為應「開發適合中小企業的產品服務」，此外，更有銀行家認為中國銀行應積極跨足投資銀行業務以增加其業務多元化及收入。據中國清科研究中心統計，2010 年大陸經 IPO 管道募集之資金達全球第一，更能說明大陸中小企業無法取得間接融資的情況下，紛紛藉由直接融資方式取得資金，已受到企業主普遍的認同。

3. 兩岸證券商業務偏向呈現互補性。由於中國大陸發展資本市場之歷程較短，於金融制度、市場成熟度、金融專業、拓展業務等創新能力皆尚未成型，同業間業務內容除同質化外，業務收入結構亦相同。基於中國一直以來黨政人脈關係對業務發展有一定程度之影響，承銷業務對能夠取得政商資源的證券商而言，近幾年來為其主要盈利方式之一。另外，市場資訊透明度尚未成熟使得自營項目亦佔證券商重要營收來源。經由多年來金融法令之開放，我國證券商之收入來源相對較為多元。近年來，經由多次併購交易後，證券商之經紀市佔率呈現明顯區隔，隨著證金公司逐漸退出市場，證券商於融資融券之利息收入方面亦有不少收獲。同以2008年營業收入做為比較，經紀業務佔44.27%，承銷及自營為3.7%，認購權證等衍生性商品發行收入約佔20%²²。顯示我國證券商於商品創新及多元化方面已有所發展。

表 2 2008 年大陸證券商業務營收表

營收項目	金額(萬元人民幣)	百分比(%)
手續費及佣金淨收入	12,096,380.40	83.12%
代理買賣證券業務	9,688,397.36	66.58%
證券承銷業務	772,717.18	5.31%
受託投資管理收益	228,604.64	1.57%
其他業務收入	1,406,661.22	9.67%
利息收入	1,510,739.77	10.38%
投資收益	3,268,076.62	22.46%
公允價值變動 ³⁷	-2,547,276.52	-17.50%
匯兌收益	-32,047.64	-0.22%
其他業務收入	256,717.33	1.76%
營業收入合計	14,552,589.97	100%

資料來源：劉玉珍、李怡宗(2009.1-6)。兩岸證券業發展與整合的契機

²² 劉玉珍、李怡宗(2009.1-6)。兩岸證券業發展與整合的契機。

4. **多層次資本市場已推動。**自 2009 年 10 月創業板於深圳證交所開板後，中國大陸資本市場發展多層次之目標更趨完整，除增加資金流動外，更引發大陸中小企業業者向資本市場募集資金之信心。然而，大陸目前尚未建立店頭市場之交易平台，對於資本額不足或營業額仍未達創業板要求之新興事業，仍無法獲得支應。我國中小企業發展蓬勃，多年來經由政策推動店頭市場交易已達到成效，若能藉此經驗及我國較具自由化之金融市場，吸引大陸中小企業或由我國銀行發掘、經證券商輔導之企業來台掛牌，為中小企業尋求全球資金，如此除能正面鼓舞企業發展之企圖心，更能擴大我國資本市場之規模。

2.7.1 小結：我國發展投資銀行主要障礙

將近發展一甲子的我國資本市場，於金融產業國際化、自由化及金融專業人才的培育相較於甫於發展中國大陸均有其優勢之處。但與鄰近亞洲國家(地區)，如新加坡或香港之政府對於金融開放之程度或管理模式皆較我國更為靈活，隨著全球經濟市場的脈動，彈性地調整產業治理的方向，亦間接影響了業者對於國際化的視野更為廣濶與長遠。我國金融業者，應當倚靠與中國同文同種、台商遍及大陸各地、熟稔中小企業營運模式等利基下，尋求產業內之轉型契機，輔以發展美國投資銀行之業務為導向，金融業者與我國政府相互對於金融環境各項之改革，均勢必應積極加快腳步並大力落實改革，以應對中國新興資本市場之各類需求及各方競爭對手的挑戰。

若依循美國以證券商為發展投資銀行歷程為依據。作者周行一「證券商參與投資銀行業務及其配套措施之研究」一文及陳春山「證券商發展為投資銀行之展望」一書中與本研究之整理，大致歸納我國發展投資銀行的

障礙分別如下所示(依影響程度排序)：

1. 政府效率及政治穩定性。

過去兩岸政治性敏感問題，總是牽動台灣資本市場的走向，雖然兩岸貿易與民間活動之往來早已密切，但仍於 2008 年，方有正式相關兩岸的經濟協定，兩岸之金融合作可望於未來幾年將有更進一步的發展。為此，台灣相關政府部門對於台灣金融改革效率務必提升，以成為大陸重要策略合作對象之一。

2. 法令政策箝制。

多年來台灣計劃成立亞太金融中心之願景，始終停留於只聞樓梯響，不見人下樓之狀態，隨著金融國際化的轉變，台灣對於金融產業的規範，著實不符合國際慣例而阻撓業務發展，並且使得業者必需承擔許多市場風險，例如承銷模式(包銷、IPO 訂價公式)、海外新金融產品投資或代理的限制，業者無法發揮其專業能力收取相對的顧問手續費，使得承銷業務僅落為送件業務。主管機關以靜態管理為主軸，鮮與國際金融發展銜接，以致於業者難以發揮特長，輪為殺價競爭換取績效的現象。

3. 人才培育不足或無法留住人才。

由於發展投資銀行業務，必需仰賴於多項金融專業經驗背景之人才，國內金融業者於薪資結構及獎勵誘因與外資券商根本無法比擬。另外，由於法令開放承作業務有限，業者對於投資銀行業務較為陌生而無從培養相關人才，並且專業人才之養成亦需業者對於發展投資銀行之認知及意願，且需投注長期之成本轉型方有發展契機。

4. 資本規模較小。

台灣金融業者資本能力較低於國際性金融業者，無力承接發行量較大的案件。目前台灣已成立多家金控公司，政府應放寬其業務規範，將相關

投資銀行業務於體系中加以整合，並可引借外資投資銀行之經驗或聘顧外資相關人才予以發揮各行業之業務，金控公司方有存在或成立之意義。

5. 海外通路及市場開發不足。

投資銀行著重設計新金融商品能力及產品配銷能力，而這些成功要素來自於資金、專業技術能力、人力素質及客戶關係等多重競爭條件所養成，台灣目前尤以前兩項及海外信譽程度及合作通路最顯為不足。

6. 加強研究能力。

以中國大陸產業為例，其複雜及多元性完全不同於台灣產業，若要擴大業務範圍，對於產業研究之廣度及深度皆需再加以努力，並且對於開發地區性的投資者屬性及習慣，應研發不同性質之投資產品予以選擇。

7. 對於投資產品課稅定義不明確。

目前台灣對於投資產品之收益大都需併入投資人之綜合所得中，進而提高負稅成本，而使其失去投資意願。日後，隨著趨勢的轉變，全面開放投資銀行的新金融產品，其稅法之合理化應有所規劃。

8. 資本市場的投資者結構不穩定。

台灣資本市場一般投資人參與熱度向來居高，雖然近幾年已有轉向法人投資者(例如投信業者等)之傾向。若以投資銀行的業務效率而言，匯集相對投資期較長且投資金額較大的法人投資者於資本市場交易，其較能達到市場效率，但短期恐難獲得成效。

2.8 本章小結

因經濟制度、金融發展歷程、專業程度、資金規模等不同因素下，兩岸於資本市場之發展，近年來似乎愈已呈現其互補性。雖然我國經濟體系相對較小，但經由多年接觸與參考歐美各國經濟發展之經驗，對於中小企業之發展尤其重視，並視其為我國經濟持續發展之主要基石；反觀中國以計劃經濟為主導，對於國有企業接連進行大規模注資或變革，而方為萌芽之中小企業之經驗及管理卻顯得極為不足，雖然中國政府已開闢相關中小企業募資平台，但絕大多數無法上市融資的中小企業或已完成募資目的卻毫無後續資金規劃的中小企業而言，並未完整達成資本市場運作機制。我國多年來之金融管理專業及經驗，正得以展現並持續協助兩岸資本市場間相互合作，發揮金融管理軟實力成為兩岸經濟發展中之重要策略伙伴。

依據本章節中相較於兩岸發展資本市場的沿革與歷程中，衍生或阻礙的種種問題，主要歸結出以下各點。

● 中國大陸方面：

1. 過去經濟體制變革為現在國際經濟體制之磨合方式倉促且時程過短，導致政府、產業、法令規章制度、人才培育等各方面進程無法配合或管理變革後所帶來的衝突與挑戰，而形成斷鏈結果。
2. 文革時期的衝擊及倚賴共產制度的慣性，人民普遍對於誠信道德與私人領域的防範仍存在不安全感，間接影響行為及態度。又因實施計劃經濟而失去功能的資本市場，尤以對信用市場視如鄙屣的態度，於短期內恐難改觀。
3. 源於各項專業與經驗的不足，政府難以管控蜂擁而至的資金，而相關金融機構及地下金融資金活絡，間接造成通貨膨脹之元凶之一。政策的高度傾斜使得中小企業承受高融資成本，而國有企業卻是游資過剩、盲

目投資，擾亂經濟發展秩序的矛盾現象。

綜合以上中國大陸關鍵因素為，經驗不足。

● 我國方面：

1.受自由民主主義之影響，我國消耗了過高政治成本，以致於政府行政效率低落、執行力薄弱，著實弱化了國際經濟之發展。

2. 缺乏國際視野的相關執法或立法人員，對於金融法令政策修整的態度躊躇不前，大大箝制了金融產業之國際發展。

3.由於開放的業務有限，在殺雞何用牛刀的心態下，業者鮮有著墨於金融專業人才的培育。

綜合以上台灣關鍵因素為，法令規範開放及效率程度不足。

對於有礙於兩岸金融產業之關鍵因素，本研究將藉由第三、四章詳以分析以尋求解決之道。



第三章 研究方法

本篇研究將從中國當前以國營企業為主要融資對象之不均衡結構，形成中小企業融資問題及資本市場為發展主題，以證券商為發展兩岸投資銀行作主體發展我國金融產業之利基，採行 SWOT 分析及承立平教授所提出 M-I-T 論點，作為分析主體。SWOT 分析將著重於證券商、銀行及創投產業三類金融產業，找尋兩岸發展投資銀行之可行性，再輔以市場(Market)、制度(Institutions)、技術(Technology)三個方向推論，提供我國發展兩岸投資銀行業務可採行之策略方向及方法。

3.1 研究架構

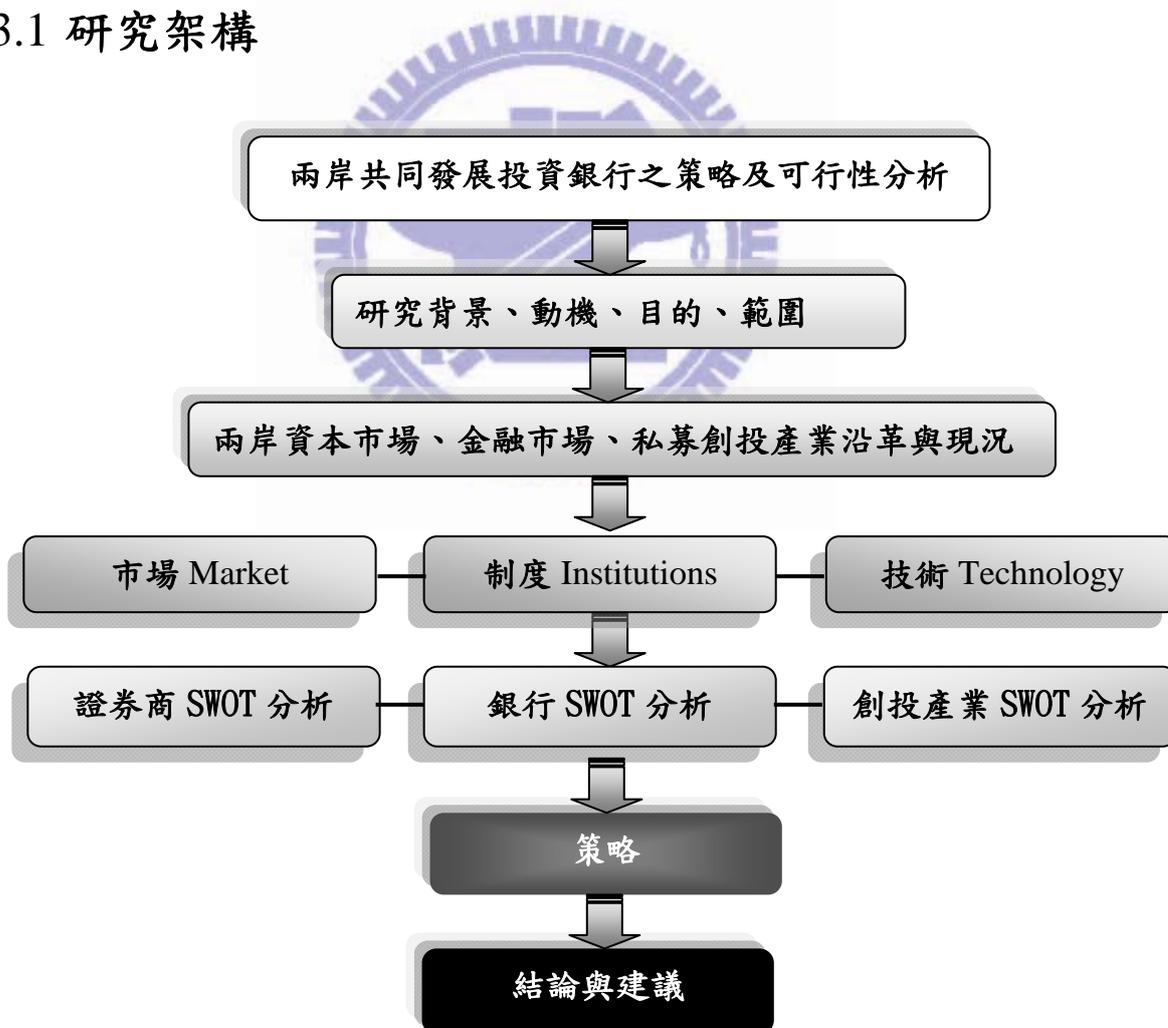


圖 24 研究架構圖

3.2 M-I-T 簡介

M-I-T 之論點為承立平教授所提出，即以市場（Market）、制度（Institutions）、以及技術（Technology），由三者間之連動關係及交互作用，謀求對產業之發展策略釐定方向。

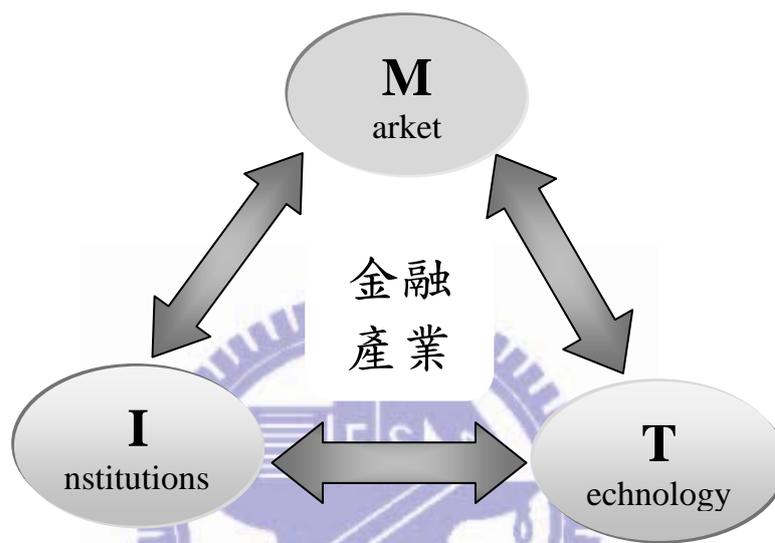


圖 25 MIT 策略流程圖

以本研究為例，由大陸中小企業融資問題為導，對於我國金融產業發展兩岸投資銀行之尋求可行性之策略。

3.3 以 M-I-T 分析我國金融業發展兩岸投資銀行策略

中國經濟改革後，創造出來的商機吸引全球投資者的目光，無論是資金、貿易往來熱絡不已，而我國始終礙於政治因素干擾下，使得國內廠商喪失許多投資及發展機會。但從另一個角度觀察，歐美先進國家前仆後繼朝向中國發展及經歷 2008 年全球金融風暴的洗禮和中國大陸極速經濟發展後，已呈現出其潛藏各種風險或衍生出其缺乏的各種能力，反而可視為新的發展契機，我國藉此機會運用他國無論於正面或負面的前手經驗，

進行多方面利基的整合與規劃，如此除了可以降低經營風險，同時亦減少許多摸索成本，可使台資企業後續發展化劣勢為優勢，雖然參與的時程較晚，但仍具後來居上的機會。

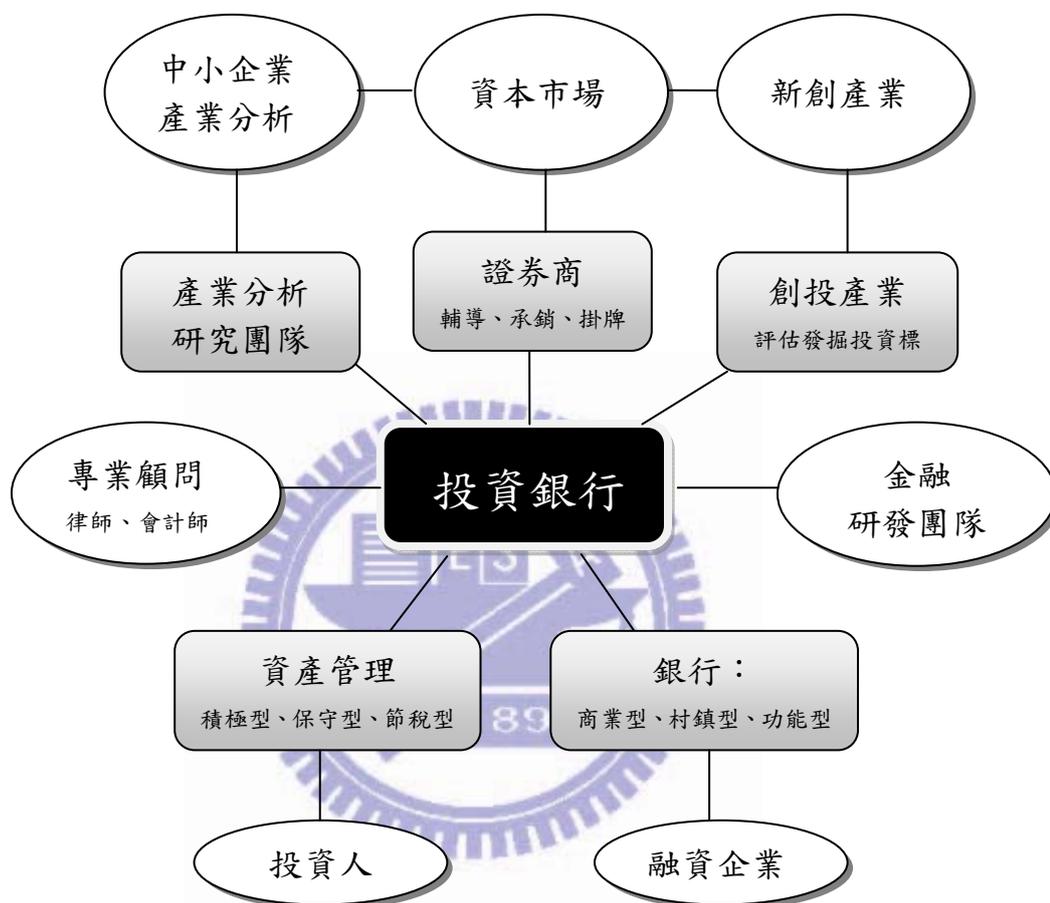


圖 26 以 M-I-T 建立投資銀行架構圖

資料來源：本研究自行整理

本節，將論述目前兩岸金融於市場(Market)、制度(Institutions)、技術(Technology)方面發展現狀，作為策略發展之基礎。藉兩岸經貿持續發展，積極採取靈活調控政策作為我國的未來經濟發展之利基，以奠定日後發展兩岸資本市場目的為使命。

3.3.1 市場(Market)

資本市場而言，發揮良好的資本市場功能更能帶動產業正向發展，九十年代我國科技產業發展成果，已可作為上述最佳解釋。面對我國金融產業參與大陸資本市場未來之發展，深入研究並發掘市場之需求並形成影響力，如何創造出我國在兩岸資本市場中之價值，為我國政府及金融產業應著以努力之目標。

1. **挖掘市場需求。**透過歷史發展之沿革、目前的經濟狀況及政府推行的政策，找尋市場的需求做為經營發展的出發點。中國經濟運作，原以國營企業為計劃單位，而私營企業並不存在。自經濟改革後，國營企業進行變革，在政策的引導下掌握並吸納大多數的經濟資源，使得融資結構嚴重傾斜，中小企業難以獲得貸款支援。隨著經濟特區之計劃，大陸沿岸經濟快速發展，遷移至沿岸城市勞動的農民成為最主要的人力來源，然而卻造成近幾年來社會結構的矛盾與偏差，根據大陸國務院農村經研究部統計，2010年大陸農村人口已達9億人，為平衡發展及維持社會穩定，振興農業經濟著實為中國政府另一項首要目標。從十二五規劃中得見，中國政府為落實三農²³政策，滿足廣大農村資金需求對於進入農村地區投資給予諸多優惠措施。

基於以上兩項市場需求，我國銀行對中小企業的經營及精緻農業的技術，得以發揮所長。例如農村經濟方面，結合我國農會、農業團體的農業技術合作，控制品質及調整產量以維持一定的利潤並建立高階精緻蔬果配銷通路，降低中間商賺取超額差價空間，與農民簽訂售後優先償還借貸成本之合作條款，減少投資人或放貸銀行之風險，農民亦可在地就業並發展地方經濟，日後發展成中小企業模式亦可至資本市場掛牌籌資，形

²³ 指農村、農業及農民。

成綠色經濟產業鏈。

2. **以需求創造產業新功能，匯集民間資本參與產業投資。**大陸的民間資金交易規模已足以影響金融市場之穩定性，若能以專業管理團隊及創投高報酬獲利，誘發民間資金的參與，能有效引導資金流向資本市場，降低地下經濟所潛藏的金融風險，可使經濟發展呈現正面的乘數效果。以歐洲天使投資網絡為例²⁴，其針對不同風險偏好之投資者，以承受風險程度給予投資標的或投資訊息，不僅滿足了投資者的需求也銜接了中小企業未達上市標準前所需之營運資金，形成了資本流動之橋樑與中介，更降低游離資金所造成的經濟問題及金融風險。
3. **發展成具影響性的產業鏈。**若以創投、銀行、證券三個產業為發展兩岸投資銀行為主體，各自憑藉著兩岸間各個產業的互補性，再聯合發展成金融產業鏈，不僅使兩岸中小企業均獲得協助，更使得我國金融產業於大陸資本市場的發展具有其正面影響力，開拓台灣金融業者更寬廣的經營市場，加惠我國經濟之增長。

3.3.2 制度(Institutions)

受到政治因素之影響，一直以來，我國對於兩岸經貿開放的政策總是無法存有明確的方向，以致於喪失許多先機，我國經濟經驗對於大陸的價值，亦隨著大陸飛快的經濟發展而加速貶值。對大陸經貿依存度日以劇增的情況下，我國對於金融業者的監管制度應以靜態轉化為動態管理，方不致於箝制業者的創新及市場經營能力。

1. **我國政府對金融監理的國際觀及兩岸經濟協定。**國際化，一直以來是我國資本市場努力發展的方向與目標，於金融產品的多元化、外匯自由化

²⁴ Clalre Munck & Chrlistlan Saublens (2004). *Introduction to business angels and business angels network activities in Europe*.

等方面，雖然相較於中國大陸仍具有較多之經驗，但在監管體制上卻不完全具有開放性。例如開放金融業跨業經營而成立的金控公司，主管機關對於金控公司對其子公司之業務經營模式均有干預或限制²⁵，開放多年以來始終無法獲得綜效。又如證券業經營國際業務，其廣度及其深度皆未能與國外券商相較之水準，除專業人才尚有缺乏外，過多法規之限制及監管機關對於國際金融環境及進程非有一定的了解，反而羈絆了業者之發展。再如兩岸金融產業之投資限制及管控，錯過參與大陸金融改革初期策略投資人之角色，反觀外資則趁勢賺取為數不小之投資報酬額，始終延宕的經濟協定及躊躇不定的兩岸政策，使業者不僅得不到裨益，反而可能再次失去商機。

2. 深入大陸各層面體制及規劃之研究。隨著 MOU 及 ECFA 兩岸間的經貿往來協定簽訂，日後雙方之經貿合作的可能性終於顯出曙光，然而囿於過去政治的因素的影響，至今我國政府官員仍然無法真實了解及體會中國過去的歷程及改革開放以來的變化及其政治或經濟改革方面的思維邏輯方式，面對各個產業的變化我國政府未能有積極性的反應或措施及面對國際對大陸崛起後之關注。政府對於兩岸的議題應更深切研究大陸相關發展動向與思維方式，除基於國家經濟等安全之原則外，兩岸協議之腳步及對我國各產業向大陸投資等相關規範限制應予以考量放寬，使業者能自行評估其對市場的風險承受度及能力，以免政策監管過當再度失去最後利基。

3. 把握中國大陸各產業及政策制度轉型期之利基。中國自改革開放以來，至今無論各產業或政策制度等方面已然面對關鍵轉型時期，例如金融產業，由於長期處於計劃經濟體制及各項制度未能即時建立之狀態下，對

²⁵ 個人資料保護法

於所有相關資本市場之基本需求功能、觀念及能力，其相關從業人員對其認知仍有相當之差距。中國大陸正面對內部及外部性等各種競爭態勢及經驗價值無可取代之情況下，我國對於兩岸間之法令限制，應採取彈性開放且積極動態性管理之機制，形成我國金融業發展為兩岸投資銀行目標之助力。

3.3.3 技術(Technology)

金融產業上「專業人才」是競爭優勢中最重要環節之一，我國在金融服務化的專業能力及國際化，目前仍為大陸金融產業學習之對象，若能將此項優點繼續精進，並在成為兩岸行業間的領導者，我國仍能有機會於亞洲資本市場上佔有一席之地。

1. **在專業能力上之創新。**我國的民主自由進程是國際間所認同的，在自由民主開放的環境下，新潮創意程度遠高於中國大陸，由2010年上海舉辦世博活動中，許多場館的建立及規劃都源自於我國的創意及製作，不僅為活動獲得好評，也為我國的創意產業奠定了發展的可能性。若能將創意產業及資本市場結合，再加上靈活的金融行銷能力，除帶給創意產業金援後盾外，更可以發展不同於傳統的新興產業。此外，針對不同財富層級之客戶提供投資、節稅、保值、傳承等各項金融服務，建立起顧客之信任與認同，對於專業程度之信賴更是我國金融產業突顯不同於大陸金融服務之最佳利器。
2. **整合資金、人力、跨業資源整合。**我國金融業對於跨業經營模式已行之多年，除監管之限制因素外，業者對於如何整合資源或業務創新皆有其規劃與經驗，倘若能完全獲得放寬規管使其自由發展，建構金融產業核心團隊，在人員專業度、資金、市場開發等多重運作下，我國金融業者

靈活程度將可與大陸集團²⁶一較高下。此外，我國金融業對較提早進入中國金融市場的外資發展現狀應作為參考指標，其亦可能成為我國金融業之競合對象，甚至共享市場發展契機。

3. 成立研究團隊建立產業資料庫及資訊交流平台共融。資訊的不對等將產生資源的浪費，若能建立起有效且明確的產業資料庫及投資訊息，例如運用台商於中國大陸發展二十來年的上下游產業鏈之配合業者之信用資訊，其將有利於投資人及金融業者作有效的運用，不僅促進資本市場活絡，更能提高投資的成功報酬率或降低投資風險。

3.4 本章小結

綜觀台灣金融產業礙於資本規模較小、失去進入市場先機等多重劣勢，若能結合各產業之優勢採以合縱連橫的模式，開拓中國大陸金融服務市場，導引地下金融地上化，成為具影響力的策略投資開發者，對於推行兩岸發展投資銀行之願景足以實現。以最廣義的角度為投資銀行下定義²⁷，我國金融相關業者²⁸於專案融資、財務顧問、創業投資、衍生性金融產品、資產管理、資產證券化、財務工程、國際金融等業務均已有涉略，論經驗及專業程度相較於多數大陸證券業者主要著重於經紀及自營²⁹業務的情況而言，仍極具發展及合作空間。

²⁶「集團」為中國大陸對於跨業(混業)經營之代稱。目前具有跨業經營之大陸業者，以平安集團、中信集團、光大集團為代表。

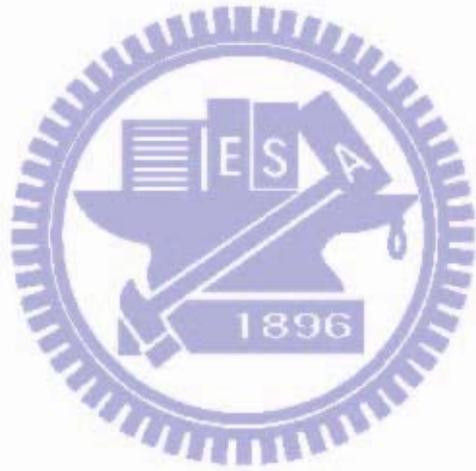
²⁷ 謝劍平(2010.05)。現代投資銀行。台北市：智勝文化。

²⁸ 本篇研究著重於證券業、銀行業及創投業。

²⁹ 少部份大型券商(大陸券商承銷表)擁有承銷能力請參見本篇研究第三章第一節之說明。

3.5 研究限制

中國大陸之資本市場發展，承如本篇研究第二章所述，由於多年採行計劃經濟的體制，所有金融相關機構皆併入中國人民銀行統籌管理，以致於資本市場功能及機制失去存在的意義，而相關金融數據更是蕩然無存。雖然近年來，已開始建立相關數據，但由於地緣廣濶且嚴重缺乏專業知識、認知程度或人為掌控等多重因素下，相關數據資料均較難取得或較為偏頗，難以獲得較公允之左證，因此本篇研究對中國大陸之金融現況，選擇以邏輯推衍之方法予以分析。



第四章 發展兩岸投資銀行之策略建議

《孫子兵法》謀攻篇，謂「知彼知己，百戰不殆」。面對中國大陸這個廣大且極具開發潛力的新興市場，每個國家及業者無不磨刀霍霍、全力以赴，然而仍有許多僅以我國過去經濟發展經驗或角度做為思維觀點，視同文同種為兩岸相互合作之最大利基。事實上，兩岸六十年以來的隔閡及相異之處甚多並且存在於各種層面上，在各自經歷不同的發展及迥然不同的國家體制下，我國長期受到西方經濟、文化、價值觀、思維甚至飲食等影響，開放國際化歷程亦較中國大陸為久，邏輯思考的方法及價值觀截然不同於甫為發展中的中國市場，若以西方資本主義的思維去判斷社會主義下的資本發展，或以小型經濟規模發展經驗為依標論述大型經濟體的發展，其實已犯了極大的謬誤。本章依據 SWOT 作出相互交叉之策略，分析未來兩岸金融發展之互補性，描繪出我國發展兩岸投資銀行之策略藍圖；再輔以中國大陸實際金融案例作為檢視方向。

4.1 我國拓展中國大陸金融產業之 SWOT 策略分析

六十年來兩岸金融產業循著不同的發展背景，呈現出當今兩者各有優勝劣勢等不同的態樣。本節將各別針對我國的證券業、銀行業及創投產業，對於開拓中國大陸市場 SWOT 分析及依據 SWOT 作出相互交叉之策略分析，勾勒出兩岸金融產業之互補性及競爭性，予以突顯我國金融產業之發展路徑。依 S-W-O-T 條件，可各分類為優勢與機會(S.O)；優勢與威脅(S.T)；優勢與劣勢(S.W)；機會與威脅(O.T)；機會與劣勢(O.W)及威脅與劣勢(T.W)六項情境，其於各業界大致策略如下：

4.1.1 證券業

受國際經貿自由化及多年經濟發展之影響，我國發展資本市場進程較

大陸早，尤其近年來我國對於證券商業務之限制逐漸鬆綁，證券商應藉由兩岸政治關係較為和緩之際，妥善規劃未來發展兩岸資本市場之方向，發掘我國與大陸證券商之互補性或相互運用資源，提升經營能力並持續培育具全方位能力之金融專業人才，將更為強化我國證券商之經營競爭力。

優勢 (Strength)	劣勢 (Weakness)
● 經營管理專業人才及實務經驗	● 資本規模較小
● 國際性及多元化的金融產品	● 無法達到相對市場佔有率
● 信用交易風險控管實務	● 對大陸主管機關、交易習性、產業結構、人力資源、公司結構、市場結構熟悉度不足
● 法人業務之規劃資金運作經驗	● 缺乏客戶來源及數量基礎
● 公司治理及企業文化成熟	● 兩岸相關合作協議無明確開放時程，利基漸失
● 我國資本市場國際化及自由度較高	● 對大陸產業熟悉度較低，研究成本相對提高
機會 (Opportunity)	威脅 (Threat)
● 中國富裕人口快速累積，財富規劃需求增加	● 外資券商較早進入，失去先機
● 企業融資方式逐漸轉變到直接金融，資本市場規模發展空間不斷擴增	● 經營業務內容受較多法令規範，業務難以推廣並發展
● 金融投資商品日趨多元，限制逐漸鬆綁	● 難以獲得大多數股權、無法取得主導權或被惡意吞併
● 新創產業及中小企業發展迅速，資本市場規模擴大	● 本土人脈資源取得不易或無法控制
● 兩岸政治關係融冰，加速資本市場相互開放及合作	● 無法控制之政治因素

SWOT 交叉策略分析－證券業

情境	策略建議
S.O	藉由我國金融專業人才、經驗、國際化、自由度等優勢提供台商及開發大陸中小企業法人，依據產業需求或特性規劃籌募資金方法(發行股票、債券或其他)及範圍(境內或境外募資)，進而提供企業主私人財富理財多元化之規劃及建議。
S.T	結合外資海外配銷管道並引導至我國店頭市場掛牌，提供台商及大陸中小企業除擴及全球市場達到籌資目的外，更藉此打開品牌知名度之機會。
S.W	運用台商人脈(光華管理學院)進用本土人才建立產業研究團隊，以現代化薪酬管理制度(類似電子業配股)，鞏固專業分析產業之能力，吸引國際資金長期投資。
O.T	處於既定及外在環境無法改變之情況下，以阻礙轉化成市場動能，開闢新發展空間。例如推動我國金融市場的改革，建立自由化、公平化、靈活性高等優質條件的國際交易平台，吸引全球投資者青睞的目光。
O.W	處於毫無利基狀態下，可嘗試發展與中國經濟往來密切之週邊國家，以外資之姿吸引大陸企業至第三國家掛牌籌資，對中國形成競爭效應。
T.W	依附或併入營業率、市佔率較高之大陸本土券商，分食其部份市場資源。

4.1.2 銀行業

在亞洲銀行業中，對於中小企業之經營模式及成果為我國銀行之經營特點，其為我國經濟發展沿革中，衍生出商業銀行下特殊性的經營模式。台資銀行應妥善利用對於中小企業的經營模式的經驗，開發出適合大陸中小企業之經營模式以利開拓業務。

優勢 (Strength)	劣勢 (Weakness)
<ul style="list-style-type: none"> ● 深耕中小企業模式及現代化經營管理經驗，靈活的放貸機制管理，顧客信賴度高 	<ul style="list-style-type: none"> ● 金融制度層面熟悉度較低或需受較嚴刻的法令規管，對業務經營內容影響甚劇

● 外匯業務服務成熟度高，信用程度已獲國際同業間認同	● 資本額較小，提撥存款準備或行政管理等相關經營成本較高
● 延續台商在台信用記錄，減少貸款程序降低融資成本	● 進入市場時機較其他外資銀行晚，失去先機
● 金控經驗運用於資源整合上，於相互交叉行銷經驗優於陸資銀行	● 服務據點不如陸資、外資銀行
● 銀行專業人才素質及服務優於陸資銀行	
機會 (Opportunity)	威脅 (Threat)
● 對於中小企業之經營，熟稔度高於陸資及外資銀行	● 陸方信用徵信資料尚未建立完善，增加經營風險
● 信用類資產等多項客製化業務尚未開發，例如應收帳款業務	● 不及外資銀行經營業務之靈活度，資本額不及本土及外資銀行
● 開立海外信用狀接受程度高，加快企業貿易收款速度	● 大陸各省習慣、市場等狀況各有不同，增加經營之複雜度及風險
● 運用經濟轉型期，發揮財富管理及個人消費金融業務拓展	● 無法控制之政治風險
● 具潛力未開發內地市場，擁有無限之發展性	

SWOT 交叉策略分析－銀行業

情境	策略建議
S.O	延續運用台資銀行經營中小企業之經驗及銀行專業人才，提供台商及大陸中小企業客製化服務，並藉此研究了解大陸各產業之結構內容，提昇經營業務之廣度及特別專利服務內容。
S.T	延續經營台資中小企業經驗及台商在大陸已形成之交易網絡，以上中下游交易往來等記錄建立企業(含大陸中小企業)之信用程度並建成資料庫，降低經營成本及風險並創造台資銀行之商業價值或影響力。
S.W	培養年輕世代顧客為主之消費金融銀行服務，效法網路交易市場運用，發展網上之多功能銀行、投資建議及投資平台之服務，藉此彌補據點不足及資本較小之缺點。
O.T	無法改變威脅因素的狀態下，反而開發中國大陸最為陌生，

	看似風險性高的信用類資產業務，藉由台商上下游關聯產業為業務切入點，建立各項產業信用資料，轉化為我國銀行在大陸經營的最大利基能力。
O.W	結合本國銀行同業，相互支援資金、訊息等相關業內情報，以台商人脈、商業網絡建立信用資料庫，並與當地政府籌建雲端服務系統增進服務效率及範圍。
T.W	依附或併入陸資或外資銀行，承接部份傳統非利基型業務。

4.1.3 創投業

在全球經濟仍處於金融風暴復甦狀態中，中國經由近十多年來引入海外資金、技術及經驗，而吸取不少經濟發展的養份下，成為全球 IPO 最活躍的市場。尤其創業板正式營運後，大陸的創投產業無不呈現欣欣向榮之景象。但對於好的項目³⁰不容易參與、礙於資金往來不便利、產業結構的差異、人脈資源較為缺乏等因素，我國創投產業於大陸的發展仍顯得路途坎坷，若能藉由我國創投產業，對高科技產業之研究及投資經驗皆較中國大陸更為熟稔之利基下，除運用在大陸經濟政策鼓勵發展高科技產業之熱潮外，更可接觸大陸更多元的產業以開拓投資視野與分散投資風險，再結合我國金融業者共同發揮所長，仍有機會開闢市場之先機。

優勢 (Strength)	劣勢 (Weakness)
● 豐富的高科技產業投資經驗	● 大陸市場發展方向受政策影響甚劇，提高投資風險
● 良好的基金管理經驗	● 可能受政治因素影響，改變協議優惠政經環境對外資稅負變更
● 扎實的研究團隊及人員專業素質	● 國際化及投資產業廣度經驗不足
	● 基金資本規模較小
機會 (Opportunity)	威脅 (Threat)

³⁰ 「項目」大陸對於投資專案或投資標的之用語。

● 中國政府扶植高新技術產業計劃，政策開放下擴大投資機會	● 產業環境及政策熟悉度，無法比擬陸資法人
● 多層次資本市場逐漸建立成熟，增加退出管道	● 挾帶大量資本、豐富投資經驗及管理技術的外資創投、私募產業
● 新興產業及新創公司發展蓬勃	● 外資退出後，匯出資金之課稅要求嚴格
	● 法律體系尚不健全，法令規範、保護機制及政府執行力不足

SWOT 交叉策略分析－創投業

情境	策略建議
S.O	發揮專業人才對高科技產業研究之熟稔度，集結大陸本土民間資金及我國資金，建立高科技專業基金管理。
S.T	聘用本土人才培養產業研究團隊，聯結地方政府開發產業或建設做策略協議合作項目，穩健建構地方稅收，開發潛在民間游離資金，開展創投的地方價值。
S.W	與外資合作 S.T 策略，一方面學習國際投資之視野及經驗，另一面共同開發大陸中小型潛在市場。
O.T	替台商或陸資尋求非中國境內之掛牌市場，例如引導至我國店頭市場掛牌交易，由於台灣投資人較熟悉科技產業，亦可將我國資本市場定位以科技掛牌為主要交易市場之發展。
O.W	與外資合作，結合 S.W 及 O.T 策略，降低政策變動、法規不完備及課徵高稅負等投資風險，我國政府可規劃優惠稅制，以吸引資金入台投資增加資本市場活絡。
T.W	依附或併入大陸國營創投背景或影響力較大之創投或私募業，管理部份資金資源。

4.2 我國金融產業綜合 SWOT 交叉分析

根據前項各產業 SWOT 交叉分析，綜合後 SWOT 交叉分析如下各項：

情境	策略建議
S.O	運用我國對高科技產業研究之熟稔度，發揮金融專業人才、經驗、國際化自由度優勢，延續台資銀行經營中小企業之經驗，提供台商及大陸中小企業客製化服務，並藉此研究了解大陸各產業之結構內容，提昇經營業務之廣度依據產業需求或特性規劃籌募資金方法及範圍，進而提供企業主私人財富理財多元化之規劃及建議，發掘大陸民間游移資金創造專業投資基金管理。
S.T	跟隨台資中小企業於大陸多年經驗、人脈及台商在大陸已形成之交易網絡，建立上中下游交易往來等記錄資料庫以供徵信及深耕產業深度作未來輔導掛牌之基礎，除降低經營成本及風險外，可創造出我國金融專業之商業價值或影響力。聘用培養本土人才產業研究團隊經營，聯結地方政府開發產業或建設做策略協議合作項目，穩健建構地方稅收，開發潛在民間游離資金，開展創投的地方價值，結合外資海外配銷管道，並爭取開放我國店頭市場掛牌，提供台商及大陸中小企業擴大至全球市場達到籌資目的。
S.W	結合外資、台商人脈等多元合作模式，學習國際投資之視野及經驗及共同開發大陸中小型潛在市場，並藉由聘顧本土人才深入了解大陸各世代層面之需求規劃發展方向，培育年輕世代顧客為主之消費金融銀行服務，效法網路交易市場運用，發展網上之多功能銀行、投資建議及投資平台之服務，藉此彌補據點不足。
O.T	開發中國大陸最為陌生，看似風險性高的信用類資產業務，藉由台商上下游關聯產業為業務切入點，建立各項產業信用資料，聘用本土人才培養產業研究團隊，聯結地方政府開發產業或建設做策略協議合作項目，穩健建構地方稅收，開發潛在民間游離資金，轉化為我國金融業在大陸經營的最大利基能力。推動我國金融市場的改革，建立自由化、公平化、靈活性高等優質條件的國際交易平台，吸引全球投資者青睞的目光。
O.W	結合本國銀行同業，相互支援資金、訊息等相關情報，結合台商人脈、商業網絡建立信用資料庫，並與當地政府籌建雲端服務系統增進服務效率及範圍。或嘗試發展與中國經濟往來密切之週邊國家，以外資之姿吸引大陸企業至第三國家掛牌籌資，對中國形成競爭效應。並搭配我國政府調降創投獲利稅負，以吸引資金入台投資增加資本市場活絡。

T.W	依附或併入影響力較大的大陸本土金融機構或外資銀行，分享其部份市場資源以得繼續經營。
-----	---

本研究以 M-I-T 分析模式及 SWOT 綜合策略解析，中國大陸中小企業融資問題起源因素及衍生性問題為經濟體制變革下，因制度、歷史進程、認知、專業能力、管理經驗不足而產生以制度為導向之發展策略為要，由於 M-I-T 三者間存在著連動關係或交互作用，因此分別不同態勢對於三者作出建議與策略。

1. 以市場為導向：

未來中國大陸仍將以發展穩健經濟為首要目標，而中小企業融資問題、三農政策及民間游資而產生的地下金融問題，正逢兩岸融冰、政治穩定之際，實為我國金融業得以介入之時機。為此建議我國金融業者，以相關金融機構體系切入大陸金融市場，例如信託業，其主管機關雖屬銀監會所管轄，但因其為週邊相關金融體系，無論其業務內容及管制較於銀行業者均較為寬鬆，且可經營之業務範圍較廣，我國金融業者可藉由金融專業及多年之經驗發行信託投資基金，如高科技產業創投基金、精緻農業技術基金等，可藉由我國發展農業經濟體系近五十年歷程及高科技產業投資之經驗，對中國大陸農業自耕作技術輔導精緻農業之規劃與發展或短期融資、專案融資、上下游產業鏈投資，甚至轉至資本市場(例如我國店頭市場)掛牌募資，對於不同投資風險偏好或偏好高回報之民間投資者形成吸引力，導引地下金融及其他過剩游資投資於產業發展。除外，亦可藉其平台業務發展之需要，建立專業研究團隊深入分析中國大陸市場特性、趨勢及各產業發展情況，再發掘潛力市場，營運初期以逐漸成為專業資產管理，結合我國金融產業如創投、銀行、證券的優勢發展出核心團隊，促使發展為兩岸投資銀行業務動能，稟棄目前大陸信託業者未經嚴格分析考察、追逐市場潮流、收取託管費用為主之低階經

營模式，突顯以金融專業為導之經營利基。於選擇標的市場方面，應著以二、三線城市為發展起點，例如武漢、重慶等人口稠密、幅員地域性廣而經濟尚屬初步發展之處，提供專業的金融服務，避開沿岸兵家必爭之地之城市，減少不利因素阻擾我國金融業之加入。

2. 以制度為導向：

若以前述之市場導向發展策略無法落實或不如成效時，我國政府對金融改革範圍更應積極擴大至亞洲經濟區域，由於箝制我國發展為投資銀行架構之關鍵因素，在於法令開放程度不足且不具國際性，若能盡快修訂法規開放業務範圍，業者勢必如魚得水般地勇於開拓市場新局。例如嘗試發展與中國經濟往來密切之週邊國家，以外資之姿吸引大陸企業至第三國家掛牌籌資，對中國形成競爭效應。我國政府必需有角逐亞洲金融影響力之決心，防止遭受其他國家對我國挾以經濟脅迫，而成為邊緣化國家之列。

3. 以技術為導向：

無論市場及制度的發展性及效率性成果為何，保有專業人才乃為最重要之環節之一，由於專業人才之培養需要一定期間的訓練，礙於利基無法持續性的理由，積極聘任資深且擁有投資銀行經驗背景之專才，協助開發市場機會並同時培訓潛力人才為當務之急外，擁有良好且極具吸引力的專業人才獎酬制度或激勵動機，應視為間接影響未來我國經濟是否仍於亞洲國家中佔有重要位置之關鍵因素之一。

由於市場具有其變動性，在經過首次市場、制度、技術推動後，而新的技術可能再發掘新的市場，而市場再推動新的制度改革，而可能又重新回到技術之議題；抑或新制度引發新的市場誕生或技術推動了市場的變革，如此循環或交錯的靈活策略，進而帶動了金融產業的生命力。

4.3 中國大陸金融案例分析

近年來，中國大陸信託行業之興起源自於經濟體制鬆綁後，單一銀行信用融資管道無法滿足社會所需而孕育而起。2001年中國人民代表大會第九屆會議通過《信託法》後，相關法規如《信託投資公司管理辦法》、《信託投資公司資金信託管理暫行辦法》相繼頒佈。由於信託公司與銀行間之業務需求，相關銀信理財合作之辦法³¹亦隨之頒發相關業務合作規定，而形成目前銀行擔任仲介信託公司融資項目及提供投資理財商品之角色與管道。以下案例分別為信託公司為地方政府融資及房地產商籌措資金而設之信託投資產品為範例，其中可能隱含之信用及投資風險，正突顯了金融專業之重要性，亦可呈現出我國金融業發展兩岸投資銀行之契機。

4.3.1 中國大陸信託公司業務案例-地方政府融資

2008年9月，美國爆發禍及全球性的金融風暴，中國沿岸如珠江三角洲、長三角等出口企業受到極大的影響，導致約6,000萬農民工失業。因此，中國政府擬定推動發行四萬億元人民幣刺激國內經濟，加速地方基礎建設，創造地方就業機會來減緩失業問題，並明令各級地方政府達成稅收績效。在幅員遼闊的中國，四萬億元人民幣絕對不足以分配全國基礎建設之經費，於僧多粥少及達成稅收目標之態勢下，各級地方政府融資對象遂即轉向民間，信託公司以發行投資基礎建設為名之信託產品則孕育而生。

³¹ 請參見《銀行與信託公司業務合作指引》。

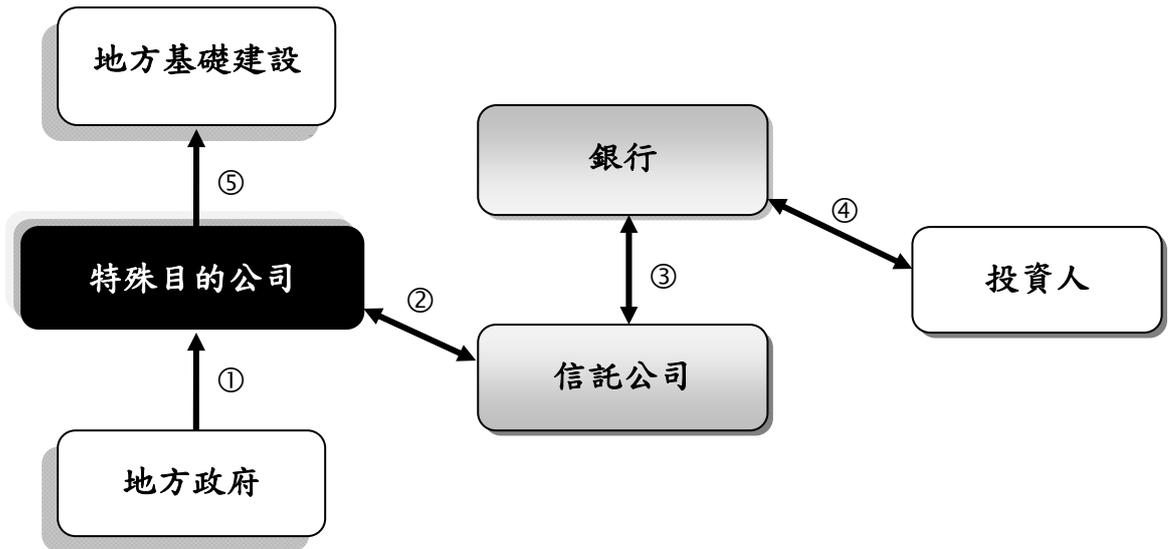


圖 27 中國大陸信託公司業務流程圖-地方政府融資

資料來源：本研究自行整理

首先，地方政府與信託公司以股權分配形式，共同成立特殊融資目的之公司，再以當地地方政府稅收作為信用加強工具以確保未來投資期間，投資人之固定收益。隨後成立信託並藉由銀信合作發行信託投資產品，以銀行作為募資管道向民間籌資，輾轉實現了中國各地方基礎建設的進行，俟融資期限終了，地方政府必需回購所有特殊融資目的公司之股權，以作為返還投資人之本金償付。

4.3.2 中國大陸信託公司業務案例-房地產業者融資

由於各地方政府為達成稅收之目的，公開標售國有土地之使用權，近年來已成為各地方政府獲取稅收之主要來源之一，而使得建築成本不斷攀高。另外，中國大陸金融機構對房地產公司通常以四證³²作為其放貸標準原則，但為了搶佔房地產市場商機，絕大多數的房產建商在未持有四證之

³²四證；即國有土地使用證、建設用地規劃許可證、建設工程規劃許可證、建築工程施工許可證，由中國大陸房地產機關，如市土地資源和房屋管理局等主管機關核發之核准證件。

狀態下，不惜提高融資利率吸引民間投資，盡快獲取營建資金為目的，因此信託公司又成為其最佳之融資管道。

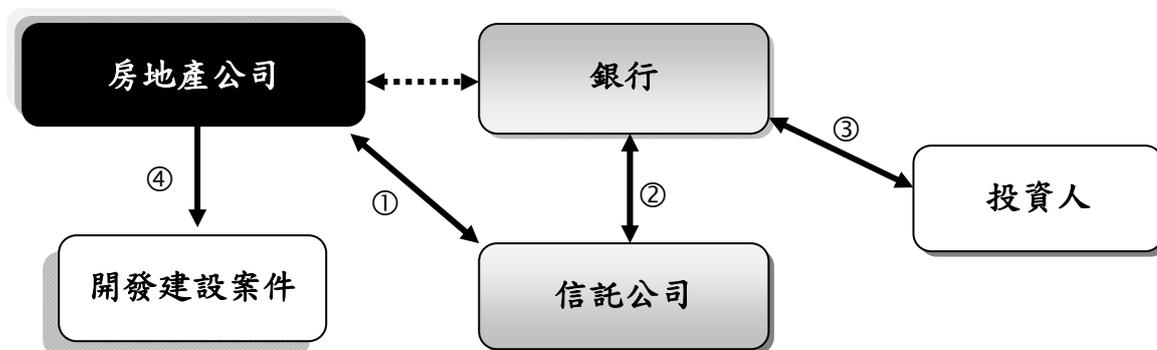


圖 28 中國大陸信託公司業務流程圖-房地產業者融資

資料來源：本研究自行整理

通常信託公司將要求房地產公司或其主要股東之個人資產，作為信託資產之擔保品後成立房地產信託產品，同樣經由銀行做為募資之管道，以高報酬為導向吸引民間投資人投資。由於建築及募資過程中成本不斷提高，中國大陸之房地產價格始終難以降溫，間接形成通貨膨脹之疑慮。

以上述兩項案例觀察出，中國大陸因制度不成熟，相關業者之金融等專業知識匱乏及急功近利的心態驅使下，嚴重缺乏風險控管之意識，例如無確實評估地方政府每年之稅收穩定程度，是否足以支應信託產品到期時本金及利息之償付能力；對於房地產商抵押之物件價值是否足夠或其開發區段之價值評估等放貸風險之考量。在中國大陸不成熟的金融制度體系下，信託公司發行之金融投資商品所受到之監管普遍較為鬆散，使其可承作業務範圍廣泛卻隱藏許多投資風險。我國金融業若能整合並憑藉專業能力，除可彌補中國大陸因資本市場發展經驗不足，而可能間接引發之金融風險外，更能導正相關金融產業之未來走向，進而藉此發展兩岸金融市場之版圖。

4.4 綜合分析

1996年7月，國科會曾發表郭震坤先生所撰「我國建立國際性投資銀行業競爭力研究」中指出，我國發展投資銀行之主要競爭要素為總體和金融環境、人力素質、資金、客戶關係及專業技術能力，本研究認為應再加上產業及市場研究能力，尤其中國大陸推動經濟之方式迥然不同於其他各國的情況下，更需要正確解讀並明瞭其每一個經濟政策下隱藏的理由、風險或商機。此外，我國大多數的金融機構其資本等規模，均不足以各別面對中國大陸廣大市場之需求。以金融產業為例，若能以銀行、證券、創業三項產業，採以合縱連橫的模式，投入開發有潛力的中國大陸中小企業及台商企業，由小額營運資金貸款、專案融資、企業財務規劃，而輔導至兩岸資本市場籌資，使之小而優、優而大為發展目的，不僅使中小企業能存續發展亦開拓了我國資本市場的生機，更朝向發展兩岸投資銀行之目標逐漸達成。

面對這個廣大、古老卻隨處可見新穎的現代化建築物的新興市場，更應以大陸思維去考量這個市場的過去歷程、現在衝擊或衍生的問題及未來發展的願景³³，尤其發掘其需求走向、而經驗卻尚有不足之處等作為發展的起點，將是面對這個新興市場該有的正面思考。

³³ 中國自1950年起，規劃以五年為基準的經濟發展計劃，至今已進入十二五規劃。

第五章 結論與建議

5.1 研究結論

回顧 1980 年代，我國的經濟發展經驗曾令大陸相關業者視為「實用且符合文化」的利基，但在中國大陸一連串引入國際專業金融機構及經濟改革後，對大陸而言，我國原有的價值利基正迅速貶值。兩岸雖已陸續簽定「兩岸簽署金融監理備忘錄(MOU)」及「兩岸經濟合作架構協議(ECFA)」，但於資本市場中扮演重要角色的證券產業卻遲遲未有明確協定內容。雖然如此，我國政府及金融業者皆必需作好開拓新市場的決心與毅力，尤其中國強大的經濟發展潛力已撼動西方各國之重視，身處亞洲一員的我們更必需有萬全的因應策略，除保有本身既有之優勢外更要挖掘潛在和開創新的利基及動能，藉由中國大陸豐沛資源及機會，予以發揮我國經濟實力並於國際間站穩一席之地。

中國大陸的金融產業結構，於表面上看來似乎已建立起完整結構，但實務操作上卻遠遠背離其應該經營之業務內容。以其金融產業主要行業之現狀，討論我國金融產業未來可行之經營方向。

- **銀行業**。由於中國銀行於改革開放前之角色，僅為國家擔任記帳之單位，對於一般商業銀行、專業銀行、農業銀行等商業行為，大部份從業人員至今僅有些許的認知，專業知識不足使其對商業銀行的經營無所適從，加上法令對於銀行業務的嚴格監管，因此造成獨厚國有企業融資之偏離現象。我國由於金融發展及與國際往來之起始較早，對於以市場導向推動的經濟市場已有多年經營經驗。對於中小企業之發展進程多有所參與並深入了解，近十幾年來，發展的各项消費金融業務，再次使我國銀行的發展進程更為完整。相較於對岸銀行仍處於摸索、

試探的情境下，我國商業銀行於中國的發展仍充滿無限機會，尤其發展中小企業相關之業務，為銀行業努力耕耘之方向。

- **相關金融機構。**目前，中國大陸相關金融機構實際執行與業務直接相關的行業，以基金公司最具代表，其餘相關金融機構如信託公司、租賃公司、財務金融公司等，大多扮演次融資金融機構之角色，為缺乏資金及欲獲取高額投資報酬的投資者搭建交易平台，幾乎完全背離金融產業中應提供之功能，此亦間接造成中國大陸通貨膨脹之推手之一。此一部份的缺陷，正好為投資銀行之核心業務發展之處。我國證券商及創業者可與銀行業者合作，延續其對中小企業之熟稔予以輔導至我國店頭市場上市融資，同時亦可提供較多元的投資機會、資產配置之建議或對其資產安全、傳承、節稅、保障等予以規劃，將民間游資滙集活絡融資市場，疏導資金形成正面的金融產業發展，對中國的金融市場產生影響，成為中國政府不可或缺的經濟策略伙伴，奠定我國於亞洲地區之重要性。

- **農業金融機構。**中國大陸的農業技術大多處於傳統耕作模式，氣候季節的變化決定了產量的多寡，許多農民為尋求穩定的生活，紛紛離鄉背井來到沿岸成為工人階級，亦導致日後社會結構大為偏離之影響。原先為農民籌設的農業信用社或銀行，由於農村人口的變遷及農業產業不發達，因此成了英雄無用武之地的絕佳代言。但農村人口佔中國總人口數的六成以上，若能妥善運用這些人力資源發展精緻農業，不但可發展農業經濟，對於就業、農業經營效率或全球糧食問題都將有正面幫助。我國可藉由多年來，農會對於農業推廣的經驗，於短期提供融資，使其研發技術予以發揮，農業銀行亦可扮演專以發展農業科技向資本市場募集資金建造高端農業設備或研發經費的政策性銀行，再開創另一個對中國具有深遠影響力的攻略模式。

5.2 研究建議

礙於現下中國大陸中央與地方政府之統計數據，經常呈現不合邏輯或資料不符的情況，其相關研究數據較難取得或可信賴程度較為薄弱，本篇研究以策略趨勢作為分析架構，但恐因缺乏量化的數據分析而有遺珠之憾，盼日後專家學者及後進，可彌補本人學識不足之處，以發展兩岸金融議題加以量化研究，使兩岸發展之策略分析更具實質參考性。

5.3 未來發展方向

伴隨著中國大陸市場的經濟及產業的發展，對於金融服務的需求更顯現其迫切性，因此大陸近幾年對於發展金融控股產業之討論，於報章、書籍、論文中處處可見。我國於金融控股方面已累攢些許經驗，雖然礙於法令規範及投資銀行方面業務能力仍有不足，至今金融控股之發展未見其成效，但對於正朝金融控股發展且擁有廣大消費金融市場的中國大陸，我國金融業正巧恭逢其盛，藉中國大陸產業結構轉型期，著以發揮我國於各方面如創新能力、管理專才、國際自由化等方面軟實力的落實。

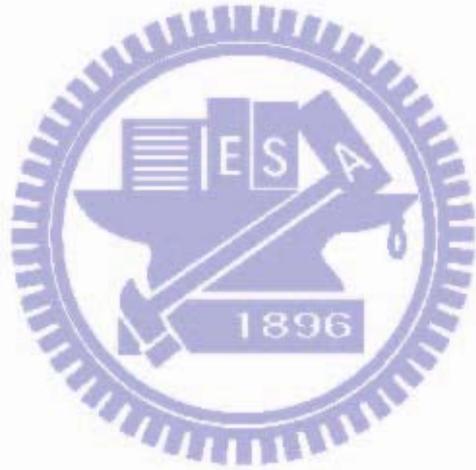
歸納對於我國金融業者未來發展投資銀行業務及對政策方面之最精要建議分別如下：

業者方面：長遠且持續性地培育人才規劃，技術性資源為所有經營策略中最為寶貴的項目之一。此外，落實金控跨業合作的成效，或結合我國同業間之力量共同策劃業務方向，推展投資銀行業務共享大陸金融契機。

政策方面：持續橫向、縱向發展兩岸合作之進程，落實開放具效益性的金融改革方案，將靜態治理的方式轉為動態開放性的作業規範，以符合國際經濟趨勢及正確解讀並熟稔對岸經濟計劃，靈活調整管理制

度，協助開拓兩岸金融產業之新契機。

面對中國大陸這片廣大的新興市場，跳躍式的經濟發展、發達的基礎建設、炫耀的新式建築的城市裡依然藏著古老的中國靈魂，其不同於各國經濟體的發展，務必深入探索過去與現在並融入當地市場人、事、物，以當地的價值觀或邏輯思考方式開拓市場新局，轉化障礙為利基消弭我國業者普遍規模不足之劣勢。大陸變遷的頻率極為快速，包括法令規章的更動、市場趨勢的動向等多個面向均需時時掌握且務必深入了解。整合各產業之專業與利基，著以採行做中學的方式，藉由不斷調整並時時觀察分析市場變化，製訂短、中、長期之發展藍圖，發現更多屬於我國的利基之處著以發揮所長。



參考文獻

中文部分

1. 丁志卿、吳彥豔(2011)，「台灣興櫃市場對大陸場外市場建設啓示」，*中外經貿實務* 2011.1.14，頁 49-50。
2. 中國證券監督管理委員會(2008)，*中國資本市場發展報告*，北京：中國金融出版社。
3. 中國人民銀行(2008)，*中國人民銀行六十年 1948-2008*，北京：中國金融出版社。
4. *中國風險投資年鑑*(2010)，深圳：中國風險投資研究院。
5. 中國銀行業協會(2010)，*中國銀行家調查報告*，北京：中國金融出版社。
6. 王宏(2010)，*敢問錢在何方*，北京：法律出版社。
7. 王敏、周豔(2007)，「探析中小企業融資新出路」，*價值工程* 2007 年第四期，頁 152-154。
8. *台灣中小企業白皮書*(2010)，台北：經濟部。
9. *台灣創投年鑑*(2010)，中華民國創業投資商業同業公會，台北：經濟部工業局。
10. 朱玲(2006)，「天使投資：創業企業融資模式的創新」，*經濟與管理* 2006 年 3 月，頁 58-60。
11. 朱浩民(2010)，*中國金融制度與市場*，台北：智勝文化。
12. 李國雄(2010)，*大陸金融實戰手冊*，台北：金融研訓院。

13. 李曉峰(2010)，中國私募股權投資案例教程，北京：清華大學出版社。
14. 何小鋒(2011)，「中國私募股權投資基金回顧與展望」，*中國人民大學第十五屆中國資本市場論壇演講稿 2011.1.8*。
15. 周煒(2008)，解讀私募股權基金，北京：機械工業出版社。
16. 周行一(2004)，國內證券商參與投資銀行業務及其配套措施之研究。
17. 范建軍(2010)，「中國發展多層次資本市場短板：做市商制度」，*重慶理工大學學報(社會科學)2010年24卷第7期*，頁 45-49。
18. 張廣利、耿仁波(2010)，「創業板建設與多層次資本市場體系」，*西部金融 2010年第一期*，頁 66-67。
19. 張紅軍(2009)，外資銀行：進入與監管，北京：社會科學文獻出版社。
20. 洪永淼、鄭鳴(2009)，兩岸資本市場整合與監管。
21. 徐穎(2007)，「天使投資與風險投資比較分析」，*合作經濟與科技 2007年3月號*，頁 62-63。
22. 陳春山(1999)，證券商發展為投資銀行之展望，台北：五南圖書出版有限公司。
23. 陳一姍、黃昭勇、張翔一、丁筱晶(2010)，揮旗兩岸金融大新局。台北：天下雜誌。
24. 曹和平、平新喬、巴曙松(2010)，中國私募股權市場發展報告，北京：社會科學文獻出版社。
25. 曾瑜(2009)，「中國與歐美國家天使投資的發展分析」，*南昌高專學報 2009年第二期*，頁 20-24。
26. 劉玉珍、李怡宗(2009)，兩岸證券業發展與整合的契機。

27. 謝劍平(2010)，現代投資銀行。台北市：智勝文化。

英文部分

1. Chow, Gregory C. (2010), *Interpreting China's Economy*. World Scientific.
2. Munck, Clalre and Chrlistlan Saublens (2004), *Introduction to business angels and business angels network activities in Europe*.
3. Sender, Henny (2011), *China's shadow financial world*, FINANCIAL TIMES 2011.4.5.

網站部分

- 1.台灣證券交易所 <http://www.twse.com.tw/ch/index.php>
- 2.證券櫃檯買賣中心 www.otc.org.tw
- 3.行政院大陸委員會 <http://www.mac.gov.tw/mp.asp?mp=1>
- 4.經濟部工業局 <http://www.moeaidb.gov.tw/>
- 5.中華民國創業投資商業同業公會 <http://www.tvca.org.tw>
- 6.中國證券監督管理委員會 <http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/>
- 7.中國銀行監督管理委員會
<http://www.cbrc.gov.cn/chinese/home/jsp/index.jsp>
- 8.清科研究中心 <http://www.zero2ipogroup.com/research/>
- 9.維基百科 <http://zh.wikipedia.org>

附錄：兩岸金融發展紀事

回顧過去約莫二十年間，兩岸對於經濟發展規劃及制度間之迥異，造成資本市場之發展歷程及經驗形成今日看來存有諸多互補之效益，亦形成本研究對於探討我國金融業發展兩岸投資銀行之可行性，以下為兩岸二十年間金融發展相關紀事之相較對應。

年度	台灣	中國大陸
1990 之前	<p>1953 耕者有其田，被徵收地主換取 70% 土地債券另補償 30% 四大公營企業股份，將民間農業資本轉向工業資本</p> <p>1954 民營機構開始發行股票</p> <p>1962 證券交易所成立</p> <p>1989 開放新銀行執照、利率自由化、台股破萬點，財政部宣佈課徵證所稅，股市連續跌停板 29 天</p>	<p>1949 所有金融機構併入中國人民銀行統籌管理</p> <p>1958~1977 全民大躍進、文化大革命金融體系功能完全停滯</p> <p>1978 鄧小平宣佈改革開放隔年於深圳、珠海、汕頭、廈門試辦特區</p> <p>1978 股份制銀行招商、交通、中信實業、深發展領取首批銀行執照</p> <p>1980 城市之中小型國有集體企業始出現「股票」權利票券的產生</p> <p>1988 發生惡性通貨膨脹</p>
1990 ↓ 1992	<p>1990 年初台股達 12,000 點</p> <p>1991 財政部核准 16 家新銀行設立，核次信託投資公司、信合社、中小企銀可申請改制商業銀行</p> <p>1992 開放保險公司執照，其後 2 年開放外商保險公司在台設立公司營運</p> <p>1994 公佈外國證券商在台設置分支機構辦法，開放 QFII 投資</p>	<p>1990、1991 上海、深圳證交所成立</p> <p>1992 鄧小平南巡，提出建立社會主義市場經濟體制加快金融體制改革組建國家開發、中國進出口、中國農業等政策性銀行並將其他國有銀行轉型為商業銀行</p> <p>1992~1996 光大、華夏、上海浦發第二批股份制銀行設立</p> <p>1992 中國國務院證委會與證監會成立</p>
1993	<p>1994 應容積率管制掀起建商搶</p>	<p>1993 發生第二次惡性通貨膨脹；</p>

<p>↓ 1996</p>	<p>建，房市處於十年低迷 1995 彰化四信及 37 家農會信用部發生擠兌 1995 提出亞太營運金融中心計劃 1996 李登輝當選第一屆民選總統； 1996 全面開放僑外資投資國內證券</p>	<p>中國人民銀行轉變為中央銀行角色 1994 國家發展、中國進出口、農業發展三家政策性銀行成立；第四國有銀行改制商業銀行 1995 中國人民銀行法、商業銀行法、保險法、票據法、擔保法通過 1995 整頓 110 家城市信用社改制為城市商業銀行 1996 人民幣實施經常項目下可兌換 1997 中國金融體系確定以銀行、證券、保險分業經營管理為原則</p>
<p>1997 ↓ 2000</p>	<p>1997 泰國匯改，泰銖急貶波及東南亞，引發亞洲金融風暴；我國政治改革凍結省級機關歸屬中央，金融機構民營化啟動 1998 爆發本土地雷股風暴，金融業進入汰弱留強階段；三商、一銀(一銀、華南、彰銀)公股降至 50% 以下 1999 實施「逾期放款催收款及呆帳管理辦法」 2000 第一次政黨輪替；通過「金融合併法」銀行、證券、保險同業合併</p>	<p>1997 因應亞洲金融風暴總理朱鎔基宣佈中國金融體制改革三年到位；香港匯率遭投機資金攻擊，中國力守港幣匯率穩定 1998 中國證委會併入證監會；保監會成立，人行不再承擔證券、保險業監管職能 1998 「中農工建」國有銀行資本額嚴重不足、不良貸款比率過高，財政部發行 2700 億特別國債，使資本適足率達 8% 1999 四大國有銀行第一次剝離壞帳資產，由信達資產管理公司處份 1999 第一部規範證券發行及交易法令〈證券法〉實施</p>
<p>2001 ↓ 2005</p>	<p>2001 「金融控股公司法」通過，至 2003 已達 14 家金控公司成立金融重建基金(RTC)十家官股銀行接管 36 家農會信合社 2002 加入 WTO 開放外國人 100% 持有台灣金融機構與櫃市場成立；加速處理開題金融</p>	<p>2001 中國加入 WTO；中國銀行業引入外資施行金融改革 2002 中共中央與國務院召開全國金融工作會議，對金融監理、國有銀行改革、農信社改革、證券市場、金融人才等制定一系列決策；中國銀聯成立；實施 QFII</p>

	<p>機構推動「一次金改」</p> <p>2004 全國農業金庫成立；金管會成立台灣進入單一監理機構；再次推動「二次金改」；發生博達掏空案，突顯證券監管體制周全性不足</p> <p>2005 「二次金改」啓動，台新銀行取得彰化銀行準經營權</p>	<p>條件式投資中國股債市</p> <p>2003 中國銀監會成立形成「一行三會」金融監管格局；中央匯金公司成立，動用外匯存底對建行、交行第二次注資 450 億美元打壞帳</p> <p>2004 香港開始承作人民幣業務；交行引入匯豐作為策略性股東</p> <p>2005 中國建行、交行於香港掛牌；人行宣佈取消 RMB 與美元掛鈎採取一籃子浮動匯率</p>
<p>2006</p> <p>↓</p> <p>2010</p>	<p>2006 發生「雙卡風暴」；中信金控惡意併購兆豐金控衍變為紅火案</p> <p>2007 力霸集團發生財務危機；中央存保接管寶華銀後售予星展銀行</p> <p>2008 美國金融風暴，影響遍及全球；中央存保接管慶豐銀行；安泰人壽等多家外商保險公司爆出退場潮</p> <p>2009 保險安定基金接管國華人壽</p> <p>2010 兩岸經濟合作架構協議 (ECFA) 簽訂台灣金融機構可於大陸設點享有優惠</p>	<p>2006 中國銀行於香港掛牌；中國工商銀行於香港、上海同步掛牌；實施 QDII 允許內地居民投資國外投票與債券(以基金模式)</p> <p>2007 香港人民幣債券開始發行</p> <p>2008 國務院批准四萬億人民幣刺激經濟活動，推動「家電下鄉」</p> <p>2010 中國農業銀行於香港掛牌；重啓人民幣重新與美元脫鈎兩岸經濟合作架構協議(ECFA)簽訂，大陸金融機構可於台灣設點</p>