

如何提升我國資本市場 直接金融比重

期末報告

委託單位：中華民國證券商業同業公會

執行單位：財團法人中華經濟研究院

中華民國證券商業同業公會

中華民國 109 年 10 月

目次

目次.....	I
表次.....	III
圖次.....	IV
名詞定義.....	1
第一章 緒論.....	2
第二章 研究方法與步驟.....	4
第一節 研究方法	4
第二節 研究步驟	4
第三章 臺灣金融環境現況.....	6
第一節 臺灣直接金融現況概覽	6
第二節 臺灣產業現況與金融環境	12
第四章 國際重點國家之直接與間接金融定義與範疇.....	22
第一節 直接金融與間接金融發展之探討	22
第二節 各國直接金融與間接金融發展之定義和範疇	27
第三節 臺灣與主要國家直接金融之比較	55
第五章 我國企業主要型態、籌資管道與多元化籌資管道方案研析.....	57
第一節 我國企業型態與籌資管道發展現況	57
第二節 我國推動活絡籌、投資市場，促進新創或中小企業參與資本市場之現況	62
第三節 檢視國內新創或中小企業進行直接金融之主要規範與條件，研析強化企業多元化籌資管道之可行方案	64
第六章 國內外直接融資新趨勢.....	80
第一節 投行參與公共建設由資金提供者轉型為專案推動者	80
第二節 私募股權基金由併購者轉為產業轉型之資產管理與價值創造者	94
第三節 眾籌、網路銀行與Fintech之興起讓直接金融可協助中小、新創與微型企業發展並降低投資門檻聚沙成塔	111

第七章 我國多層次資本市場發展與管理現況.....	116
第八章 活絡直接金融重要議題與證券商訪談意見彙整.....	124
第一節 相關結論與建議訪談議題	124
第二節 訪談實施要點與題綱	136
第三節 訪談國內業者研析相關發展限制與可行之精進措施	139
第九章 「活絡臺灣直接金融以促進產業轉型和升級」專家學者座談會.....	149
第一節 座談會實施要點與議程	149
第二節 座談會討論題綱	152
第三節 座談會主要重點歸納	157
第十章 綜合意見與後續產業發展方向.....	172
第一節 近期政策觀點與後續產業發展方向	172
第二節 中長期觀點與後續產業發展方向	179
第十一章 結論與建議.....	185
第十二章 後續研究議題.....	187
參考資料.....	189
中文部分	189
英文部分	192
網站資料	195

表次

表3- 1	直接金融與間接金融存量分析	7
表3- 2	各國直接金融和間接金融之占比彙整	9
表3- 3	已過審查之臺商回臺投資案	19
表4- 1	直接金融與間接金融之特性比較	23
表4- 2	我國與重點國家/地區之直接金融與間接金融比較	54
表5- 1	2018年我國企業家數、銷售額、及就業人數規模概況	57
表5- 2	2018 年我國企業家數及比率－按經營年數及規模別	58
表5- 3	2018 年我國企業家數及比率：按組織型態及規模別	59
表5- 4	2017年底我國大、中、小型企業之資產、負債結構與權益	60
表5- 5	國內新創、中小企業、微型企業或個人及團體透過募資平臺進行籌資之 相關規範與條件.....	76
表7- 1	國內申請上市公司標準	117
表7- 2	國內申請上櫃公司標準	121
表7- 3	國內申請興櫃公司標準	123
表8- 1	訪談業者名單	136

圖次

圖2- 1	研究步驟圖	5
圖3- 1	直接金融市場架構簡圖	6
圖3- 2	直接與間接金融之歷年占比趨勢圖	8
圖3- 3	2017年重點國家之銀行存款對國內生產毛額比率	9
圖3- 4	直接金融成長率與各類證券發行人分析	10
圖3- 5	我國上市和上櫃家數成長趨勢	11
圖3- 6	我國上市和上櫃家數增加數走勢圖（逐年）	11
圖3- 7	臺灣近年利率走勢	13
圖3- 8	歷年股票市場概況	13
圖3- 9	製造業因應中美貿易糾紛之因應策略	17
圖3- 10	製造業分散出口地與服務據點策略	17
圖3- 11	製造業與非製造業之營運狀況及利潤率擴散指數圖	21
圖4- 1	社會融資規模之分類	30
圖4- 2	中國大陸社會融資規模存量值	31
圖4- 3	中國大陸之直接金融占比	32
圖4- 4	中國大陸之私募股權基金數量和規模	33
圖4- 5	中國大陸之直接金融是否列入私募股權基金之比較	33
圖4- 6	韓國之直接金融和間接金融分類	35
圖4- 7	韓國之直接金融存量變化	36
圖4- 8	韓國之直接金融占比	36
圖4- 9	韓國機構投資人與私募股權基金之股市買進總值和占比	38
圖4- 10	韓國機構投資人與私募股權基金之股市賣出總值和占比	38
圖4- 11	香港資本市場統計	40
圖4- 12	香港直接金融占比	41
圖4- 13	新加坡銀行放款金額與授信對象	43
圖4- 14	新加坡之股市市值與債券市場	44
圖4- 15	新加坡之直接金融占比	44
圖6- 1	至2030年全球基礎建設之資金需求占GDP比重	81

圖6- 2	2008-2017年私人融資(民間參與)公共建設之金額	82
圖6- 3	不同風險、融資結構與到期日之再融資示意圖	84
圖6- 4	中租全民電廠歷次開放認購	92
圖6- 5	全球私募股權基金M&A(包含買斷與外部併購)之交易金額與案件數彙整	95
圖6- 6	全球私募股權基金分配給LP的利潤是否達募集時標準示意圖.....	96
圖6- 7	全球私募股權基金乾火藥金額--依基金類型.....	97
圖6- 8	全球私募股權基金出場機制	98
圖6- 9	建立在公司法架構下的類私募基金	101
圖6- 10	天泰能源之太陽能發展平臺	103
圖6- 11	金管會開放投信核准申請成立子公司	107
圖6- 12	金管會開放證券商/投信核准申請成立子公司架構—跨領域整合版 .	108
圖6- 13	金管會開放證券商/投信核准申請成立子公司架構--擴充版.....	110
圖6- 14	阿里小貸業務流程	112
圖8- 1	訪談題綱	137
圖9- 1	座談會實施要點與議程	150

名詞定義

金融市場：媒合資金需求者及資金供給者的場所、橋樑，依資金的流通方式可分為直接金融和間接金融。另依金融監督管理委員會組織法第二條第一款，我國金融市場包括銀行市場、票券市場、證券市場、期貨及金融衍生商品市場、保險市場及其清算系統等。

直接金融：資金需求者經由國內主管機關依法正式建制的金融市場，透過其市場之專業中介機構協助，向資金供給者媒合而得的資金。

間接金融：資金需求者透過金融中介機構媒合資金供給者，完成資金移轉的過程。

證券市場：為有價證券發行之市場及有價證券流通或買賣交易之市場。

貨幣市場：依信用工具之到期日及交易期限，可分為資本市場與貨幣市場。其中，運用距到期日在一年期以內的短期信用工具，調節短期資金供需的發行及交易市場，則是貨幣市場，例如國庫券、商業本票、可轉讓定存單等。

資本市場：依信用工具之到期日及交易期限，可分為資本市場與貨幣市場。其中，距到期日在一年期以上中、長期信用工具的發行及交易市場稱為資本市場，例如股票、債券。

期貨及金融衍生商品市場：包含期貨、選擇權、認購(售)權證。

第一章 緒論

資本市場的產生和發展與現代經濟成長緊密相連，資本市場接受未用於消費的金融資本，並且透過建立市場價格來達到供給者和需求者間的市場平衡，同時將資本導引到最可能有效的投資上，藉著資源配置效率化，資本得以運用到最有效的用途上，進而提高整個國民經濟的財富。¹直接金融意指企業直接在公開市場發行股票、債券以達到籌資目的，而透過銀行等金融機構放款取得資金，則稱為間接金融，兩種資金籌措模式所具備之特性不同，且直接金融和間接金融之發展，亦隱含一國產業結構轉變差異。經濟發展過程中需憑藉金融服務業提供資金予供需雙方間之媒合服務，使得資源得以更為有效利用，藉以促進經濟成長。綜觀國際資本市場如美、英等先進國家市場之直接金融比重常見 50%以上。2019 年亞洲四小龍中香港直接金融比重超過 75%、韓國與新加坡則有 60%，而臺灣直接金融比重約 20%左右，且從 2005 年以來迄今逐年下降，至 2019 年已演變為 17%與 83%。

因產業若以資本密集、技術密集之方向發展時，因具備較高風險和動態變化，需借助資本市場支持，讓資訊更為透明、利益及風險得以分散，且全球重點國家之金融體系朝向市場主導型發展，就我國金融發展趨勢而言則以銀行型為主，和國際趨勢並不相符。同時，國內中小企業仍有籌資和融資上之困難與挑戰，考量中小企業總數約 146.6 萬家，占企業總數比重高達 98%，故中小企業之穩定發展，對我國長遠之經濟動能具重大影響。

有鑒於此，本計畫將歸納研析國內外在直接金融與間接金融之範疇差異，進一步探討我國直接金融比重偏低之相關成因，盤點國際主要國家推動直接金融發展之制度、政策與工具，並探討我國直接金融和間接金融發展之演進與現況，歸納主要影響因素，並邀請國內外重要金融產、官、學人士，參與交流與專家學者座談會，進而研提相關政策建議。主要研究議題如下：

1. 彙整研析美洲、歐洲與亞洲重點國家直接與間接金融之定義、範疇與差異。

¹ 魏寶生（2010），「亞太資本市場之競合與展望」，《證券櫃檯》，頁 16-35。

2. 研析國際重點國家活絡籌、投資市場，促進新創或中小企業參與資本市場之政策或措施，並研提導入臺灣之可行方案。
3. 檢視國內新創或中小企業進行直接金融之主要規範與條件，研析強化企業多元化籌資管道之可行方案。
4. 檢視我國多層次資本市場發展與管理現況，並訪談國內證券商、中小型企業或新創企業以了解其相關需求、限制與可行之精進措施。
5. 訪談國內證券商、中小型企業與新創企業，了解現階段我國直接金融發展之關鍵障礙與瓶頸，並據此研提可行之行動方案。
6. 彙整前述需進階討論之議題，舉辦一場閉門座談會，邀請國內或國外重要金融產、官、學人士、證券公會代表或金管會代表，參與交流，並由中經院研究團隊進行引言，拋磚引玉發揮集思廣益之效。
7. 根據前項研究成果，中經院以智庫角色針對「提升我國資本市場直接金融比重」研提可行之先期政策建議，供施政與宣導之參考。

第二章 研究方法與步驟

第一節 研究方法

本研究將分別以文獻制度蒐集、次級資料分析、專家學者座談會議，以及深度訪談等方式進行。研究方法如下：

1. **文獻分析蒐集：**本研究將系統性蒐集和彙整與研究內容相關之國內外政府機構檔、專書、期刊、國際組織出版品數據、重要媒體報導與評論分析，以及知名智庫或研究機構與公協會之相關研析報告等，藉此掌握與歸納該主題之研究成果與最新進展，並且進行深入分析與檢驗。
2. **次級資料分析：**透過政府公開之直接金融、間接金融和上市/櫃公司家數等相關統計資料，繪製成圖表以利分析與探討，並和國際數值進行比較，做為瞭解國內直接金融現況特性和其結構差異性之參考。
3. **專家學者座談會與深度訪談：**擬透過專家訪談或舉辦焦點座談會方式，藉由整合產、學、研等相關業者之利益相關者觀點，瞭解現階段國內及未來直接金融發展和提升直接金融比重之可能方式，進而增進本研究論點的準確性與合理性，使研究觀點更為全面與客觀，亦能增進研究之分析深度。

第二節 研究步驟

資金提供者和資金需求者，可運用直接金融或間接金融方式撮合彼此的需要，讓資金的運用得以更具效率性，然而，直接金融或間接金融均有其獨自之優勢和特點，惟就國際經驗，大體上以直接金融為主，屬市場型金融體系，同時影響直接金融發展因素眾多，包含經濟發展、產業結構轉變和法制環境等。因此，本研究將運用文獻與次級資料分析法，彙整各國直接金融和間接金融之定義，同時瞭解其活絡籌、投資市場之措施，並檢視國內新創或中小企業進行直接金融之主要規範與條件，以及我國多層次資本市場發展與管理現況，進而藉由專家學者座談會與深度訪談等方式，研提「提升我國資本市場直接金融比重」之先期政策建議，規畫之研究架構如圖 2-1。

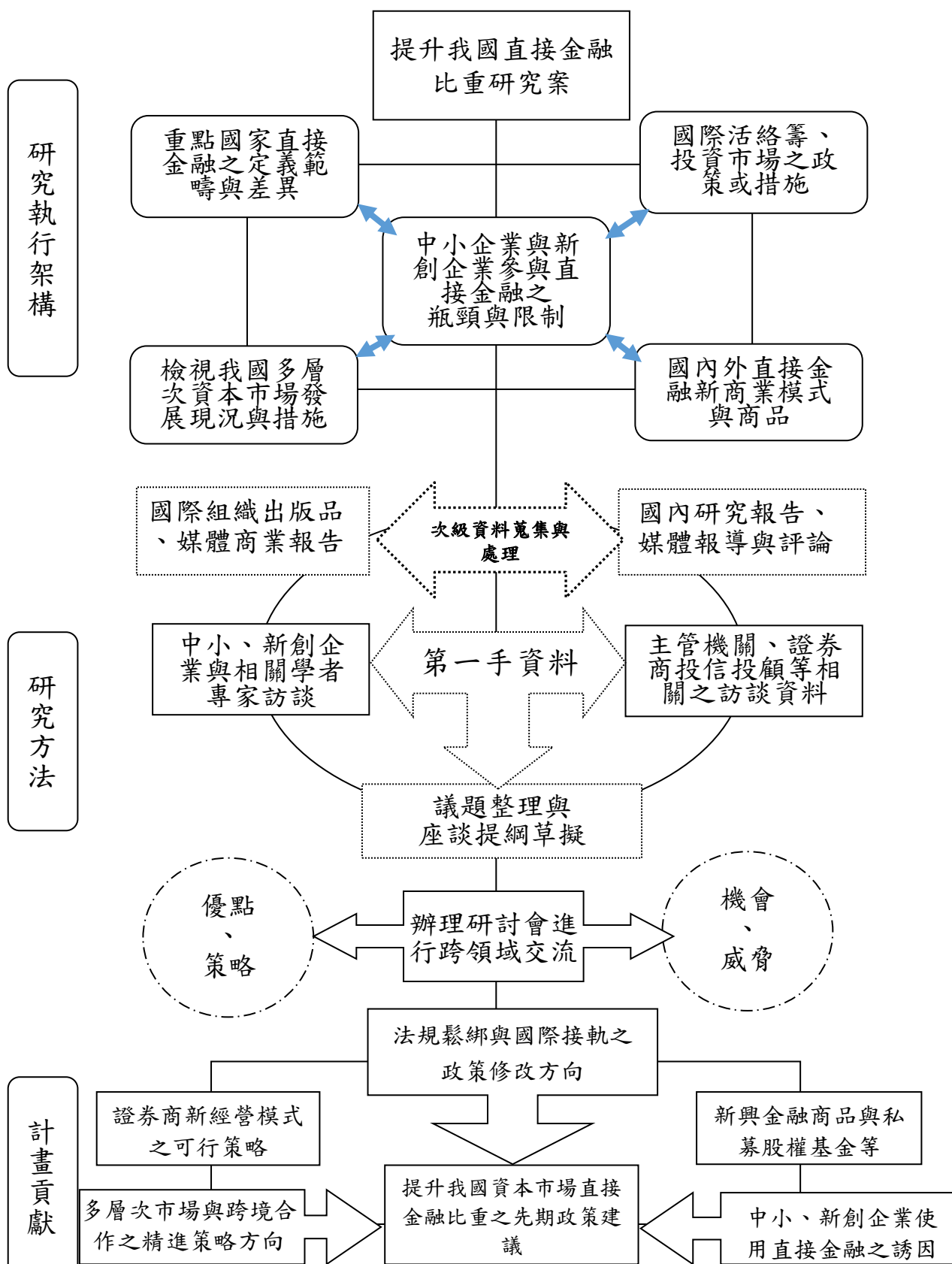
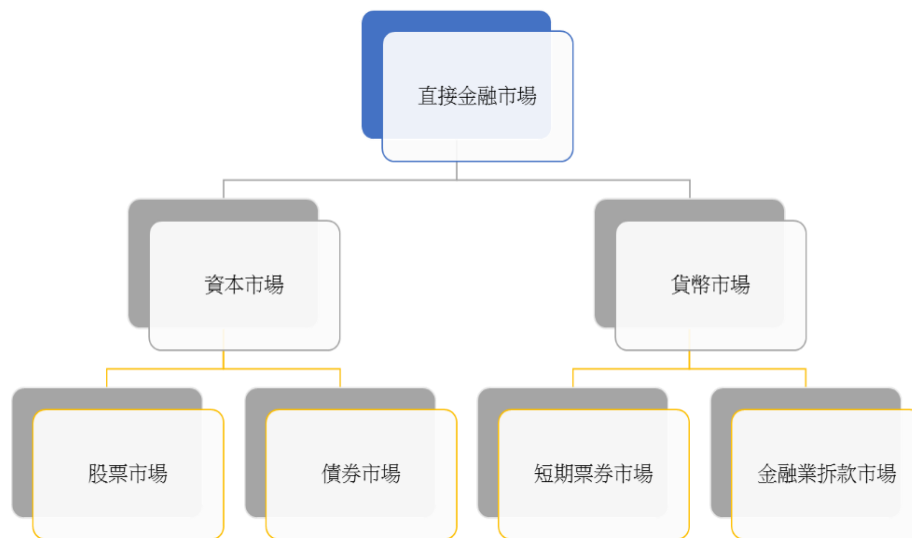


圖 2-1 研究步驟圖

第三章 臺灣金融環境現況

第一節 臺灣直接金融現況概覽

直接金融意指相對透過銀行等金融機構放款取得資金的間接金融，資金需求者或企業不透過中間機構，而直接與資金提供者籌資，常見的方式為企業直接在公開市場發行股票、債券以達到籌資目的。由於資訊不對稱等因素、缺乏專業法律、財會及資訊背景或缺乏媒合管道，企業往往透過證券承銷商、證交所或中央公債交易商，將其股票銷售給一般民眾購買（初次發行，initial public offerings, IPO），並且透過前述業者提供後續次級市場交易機會，增加流動性（次級市場）。不同於間接融資之銀行機構，證券承銷商賺取手續費，但不介入資金供需雙方之間。常見的直接金融相關機構包含票券商或證券商等，國內直接金融市場之架構則以股票市場和債券市場為主，若為資金需求期間較短者，也可透過發行票券，在貨幣市場取得資金。一般而言，資金供需期間超過一年以上，稱為資本市場（capital market），假使資金供需期間短於一年者，則稱為貨幣市場（money market），如圖 3-1 所示。



資料來源：邱怡仁（2016）、本研究自行繪製。

圖 3-1 直接金融市場架構簡圖

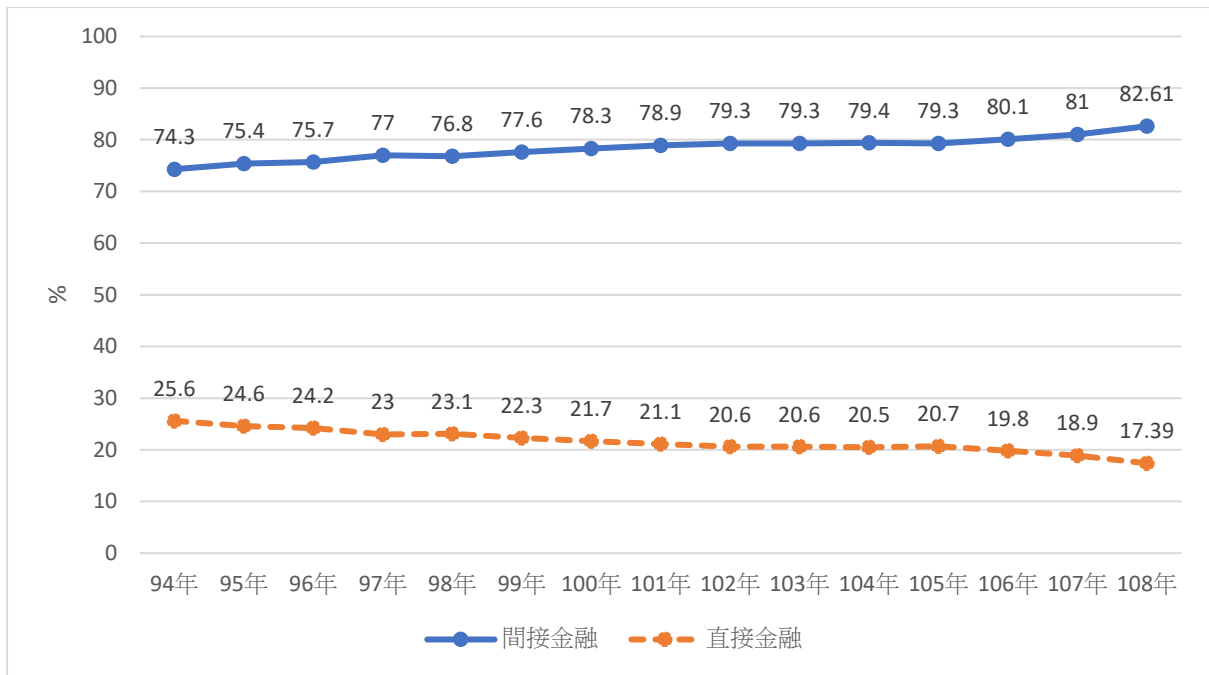
表 3-1 直接金融與間接金融存量分析

單位：新臺幣億元

年月底	金融機構 ^(a) 授信(間接金融)(1)				證券發行餘額							證券發行減金融機構 ^(a) 投資 ^(e)		全體非金融部門取得資金總額年增率 ^(f)	
	小計	放款 含催收及 轉銷呆帳	投資 ^(b)	小計	上市(櫃) 股票 ^(c)	短期票券 ^(d)	公司債	海外債 ^(d)	政府債券	資產證券 化受益證券	(直接金融) ⁽²⁾	合計			
	(1)/(3)										(2)/(3)	(3)=(1)+(2)			
94年	252,638	74.35	208,038	44,600	133,442	65,439	7,546	11,919	14,523	31,872	2,143	87,156	25.65	339,794	6.96
95年	266,215	75.40	216,244	49,971	137,861	67,502	7,256	11,514	14,068	34,097	3,424	86,878	24.60	353,093	4.00
96年	275,871	75.75	223,614	52,257	141,085	68,357	6,732	11,049	15,207	35,478	4,262	88,334	24.25	364,205	3.34
97年	287,993	77.00	230,106	57,887	144,359	69,321	6,952	11,390	14,936	38,430	3,330	86,031	23.00	374,024	2.76
98年	291,916	76.87	231,436	60,480	148,565	70,803	6,562	11,369	15,328	41,859	2,644	87,845	23.13	379,761	1.61
99年	308,680	77.66	243,862	64,818	154,174	71,224	6,923	12,141	15,975	45,743	2,168	88,781	22.34	397,461	5.48
100年	326,519	78.30	255,276	71,243	162,215	74,300	7,409	13,529	16,948	48,246	1,783	90,501	21.70	417,020	5.03
101年	343,420	78.99	263,370	80,050	172,531	76,476	10,279	15,737	17,261	51,295	1,483	91,370	21.01	434,790	4.42
102年	361,525	79.49	273,442	88,083	182,758	79,637	12,034	17,814	17,681	54,241	1,351	93,272	20.51	454,797	4.69
103年	376,188	79.52	285,927	90,261	188,989	82,100	13,111	19,232	17,637	55,702	1,187	96,914	20.48	473,102	4.14
104年	386,284	79.61	294,578	91,706	193,021	85,076	13,501	19,228	17,677	56,594	945	98,966	20.39	485,250	2.56
105年	395,310	79.38	303,666	91,644	196,258	87,128	14,842	18,978	17,379	56,953	978	102,701	20.62	498,011	2.75
106年	413,082	80.19	316,340	96,742	201,648	89,789	17,132	19,378	17,780	56,613	956	102,057	19.81	515,139	3.68
107年	431,831	81.07	330,893	100,938	204,647	91,401	17,646	20,226	18,007	56,325	1,042	100,824	18.93	532,655	3.85
r 108年	455,834	82.61	344,980	110,854	209,665	92,882	20,367	21,131	18,038	56,160	1,087	95,982	17.39	551,816	4.04

資料來源：中央銀行經濟研究處金融統計科

註：(a)金融機構包括：包含央行、其他貨幣機構及人壽保險公司。(b)金融機構配合財務會計準則第 34 號公報自 95 年 1 月 1 日起實施，自 95 年 1 月份資料起，「證券投資」其金額由原始取得成本改以公平價值為準。惟「間接金融」旨在反映金融機構實際融通資金之變動情況，不宜包括證券投資價值之變動，仍維持以原始取得成本為準。(c)股票(含金融機構發行)存量資料包括上市(櫃)公司之股票面值加現金增資溢價部分；流量資料則指現金增資及承銷部份。(d)短期票券包括商業本票及銀行承兌匯票；政府債券包括公債、國庫券及市庫券。海外債包括 GDR 及海外可轉換公司債。(e)93 年 1 月起銀行債票券附賣回投資(RS)由「證券投資」改列「放款」，直接金融之減項原應不含銀行 RS 交易餘額，惟 92 年以前銀行未填報 RS 相關資料，無法追溯，為使與 92 年比較基礎一致，因此 93 年起直接金融仍扣除銀行 RS 交易餘額。(f)本項年增率係調整上市(櫃)股票發行餘額，改按 75 年上市(櫃)面額加計歷年現金增(減)資及承銷金額之實際籌資累計餘額後計算之結果。說明：本表之數字均為過去至今的累積數，主要在觀察市場結構變化情況，適合長期分析之用。



資料來源：中央銀行、本研究繪製。

圖 3-2 直接與間接金融之歷年占比趨勢圖

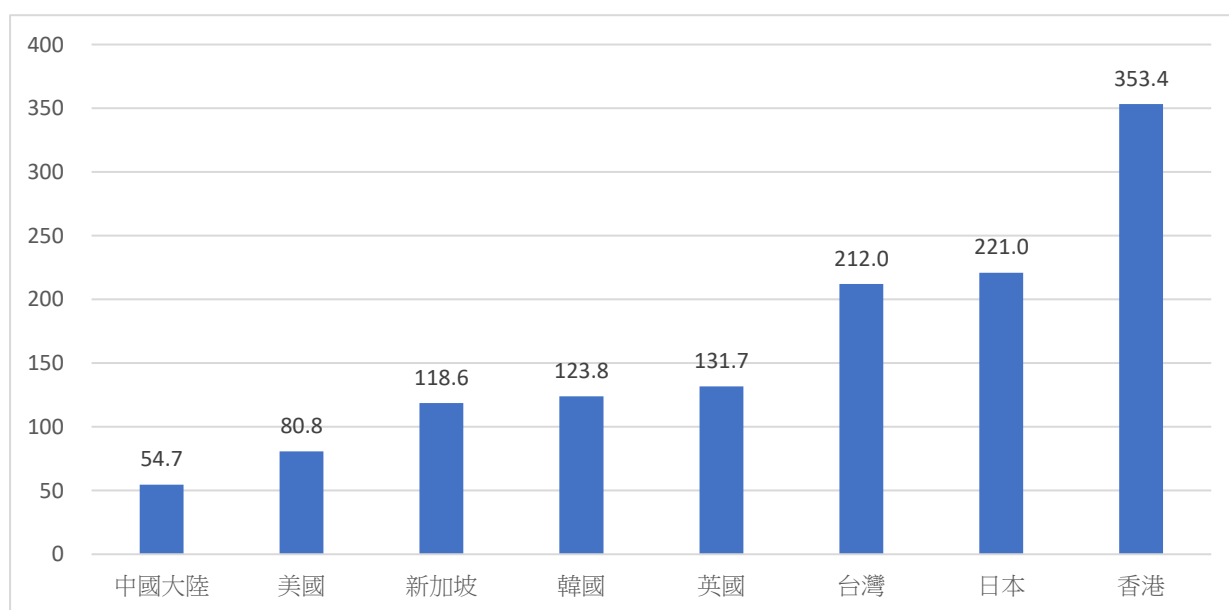
表 3-1 為中央銀行經濟研究處金融統計科發布之直接金融與間接金融存量分析。圖 3-2 則為直接金融與間接金融之歷年占比趨勢圖。根據林坤鎮（2011）的研究顯示，1954 年 1 月頒布的「臺灣省證券商管理辦法」為政府最早的證券管理辦法。1982 年 8 月證券主管機關訂定「證券商營業處所買賣有價證券管理辦法」，並於同年 10 月起重啟店頭市場。1983 年政府頒布「證券投資信託事業管理規則」，核准 4 家本國投資信託公司在海外發行受益憑證募集資金，滙入國內投資，而我國股市其後亦隨著經濟持續成長。後續為發揮市場中介功能與建立有效率的市場，配合證券交易法修正案，主管機關於 1988 年 5 月及 7 月分別訂定頒布「證券商設置標準」及「證券商管理規則」，大幅開放新設證券經紀商和放寬證券商得同時從事經紀、自營業務，自此，同時從事經紀、自營及承銷業務的綜合證券商應運而生。之後為了能汲取外國技術和經驗，再制訂「外國證券商設立分支機構要點」，並於日後在綜合證券商逐漸發揮規模經濟整合效果，促成大型證券商藉由併購或相互結合以擴大經濟規模。另一方面為促使證券投資信託事業及證券投資顧問事業得與國內、外其他資產管理事業公平競爭，並健全證券投資信託及顧問業務之經營與發展，服務市場之整合管理，政府在參採美、日、英等先進國家制度後，進一步於 2004 年 6 月制定並公布「證券投資信託及顧問法」，並於同年 11 月日施行。

觀察我國長期以來之直接金融和間接金融發展可知，我國直接金融之占比在 2003 年曾攀升至 26.18%，超過四分之一，惟自 2005 年起直接金融呈現顯著下降趨勢，由民 2005 年之 25.65%降至 2019 年之 17.39%，然而，參考表 3-2 的各國直接與間接金融之占比可知，各國市場都是以直接金融為主，美國、英國、香港、英國、新加坡與韓國之直接金融比重皆有 50%以上，亞洲四小龍中香港達 70%、韓國 67.2%、新加坡 60.5%，臺灣不僅為四小龍中直接金融最低者，其占比更為表 3-2 中各國中最低者。進一步觀察各國銀行存款對國內生產毛額之比，則可發現臺灣在亞鄰國家當中僅次於香港（353.4%）和日本（221%），遠高於中國大陸（54.7%）和美國（80.8%），如圖 3-3 所示。

表 3-2 各國直接金融和間接金融之占比彙整

國家	資料年份	直接金融	間接金融
美國	2019 年	70.4%	29.6%
香港	2019 年	79.8%	20.2%
英國	2019 年	88.7%	11.3%
新加坡	2019 年	60.5%	39.5%
韓國	2019 年	67.2%	32.8%
中國大陸	2019 年	30.8%	69.2%
日本	2019 年	37.1%	62.9%
臺灣	2019 年	17.4%	82.6%

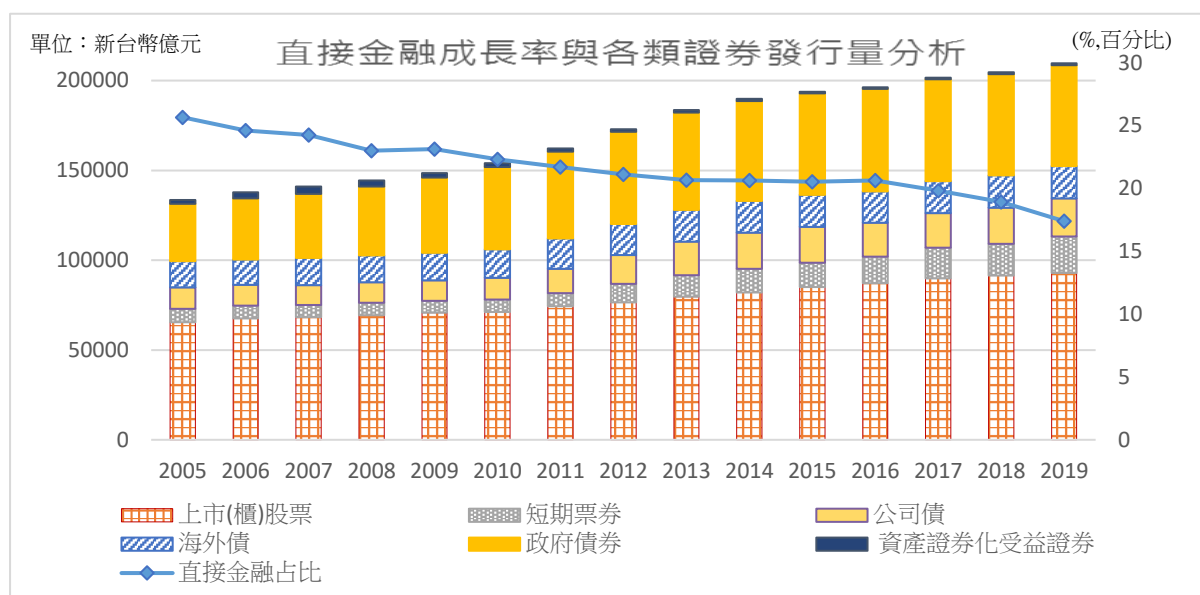
資料來源：本研究計算。



資料來源：世界銀行、聖路易聯邦準備銀行、金融監督管理委員會銀行局、本研究繪製。

圖 3-3 2017 年重點國家之銀行存款對國內生產毛額比率

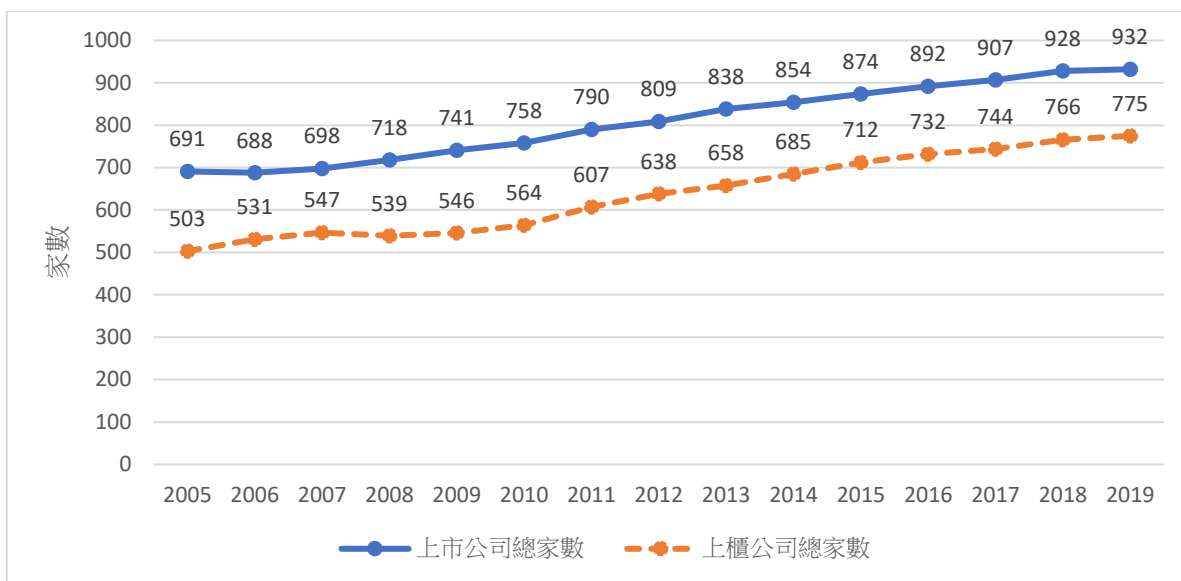
圖 3-4 為直接金融成長率與各類證券發行量分析。若從上市櫃股票、海外債、政府債券、公司債、短期票券與資產證券化受益證券類別之比較可知。直接金融的占比下降主要來自上市櫃股票之總額與占比之成長力道衰退。2002 年到 2018 年間，上市櫃股票市場之金額雖由 55,530 億元成長至 91,401 億元，但在直接金融的占比則由原先 91 年的 53.55% 下降至 44.67%，占比不到一半。但反觀海外債、政府票券、公司債與短期票券自 2002 年到 2018 年間，總金額成長約 2~3 倍，占直接金融的比例多持平在 8~9% 左右。其中，海外債占比則由 5% 左右攀升至 8.8%，政府公債更 23,945 億元增加至 56,325 億元，占直接金融比例由 23.09% 增加至 27.52%。至於資產證券化受益證券雖然占比不到 1%，96 年一度成長到 4,260 億元，惟目前 2018 年最新數據顯示仍下降至約 1,000 億元之水準。簡言之，臺灣資本市場發展已久且成熟，但卻出現不符合國際趨勢的狀況，直接金融占比從未超過 30%，且還呈現成長力道持續衰退走勢。



資料來源：中央銀行、本研究自行繪製。

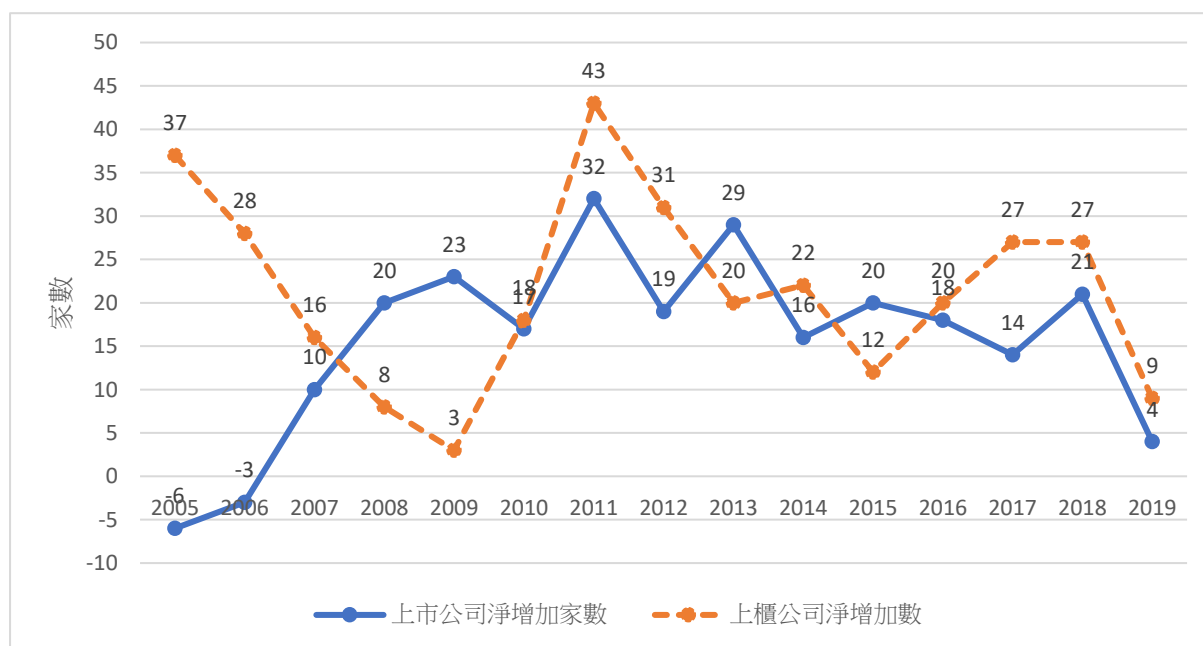
圖 3-4 直接金融成長率與各類證券發行量分析

圖 3-5 與圖圖 3-6 之「我國上市和上櫃家數成長趨勢」以及「我國上市和上櫃家數增加數走勢圖(逐年)」可知，上櫃之家數增加之家數在 100 年以前除金融風暴期間外，常見單年度增加 30~40 家，2016 年以後每年僅增加 10~20 家，雖然總上市櫃家數仍逐年增加，但增加速度趨緩。上市公司逐年增加數也滑落至低於 20 家的水準。



資料來源：證券櫃檯買賣中心。

圖 3-5 我國上市和上櫃家數成長趨勢



資料來源：證券櫃檯買賣中心。

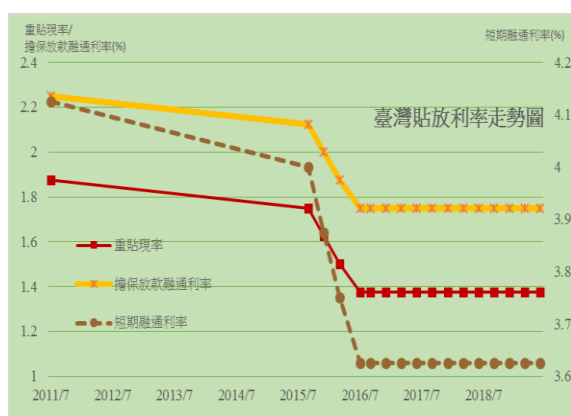
圖 3-6 我國上市和上櫃家數增加數走勢圖（逐年）

第二節 臺灣產業現況與金融環境

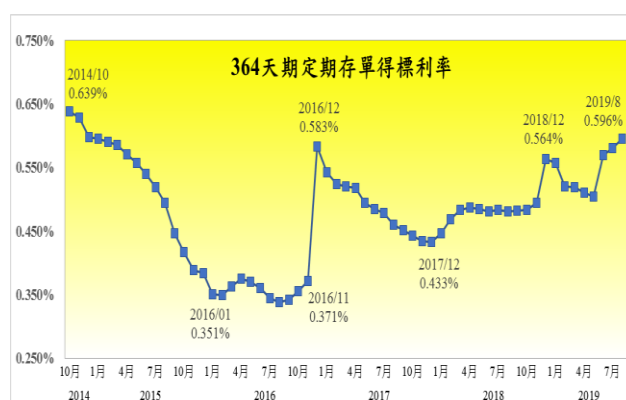
過低的直接金融可能反映臺灣近年特別的產業現況與金融環境。因此，本小節嘗試介紹可能導致臺灣直接金融過低的產業與金融現況，以及後續要推廣或提高直接金融可能需考量的臺灣產業現況與機會進行概述。

一、 市場長期呈現低利環境且股市成交量萎縮

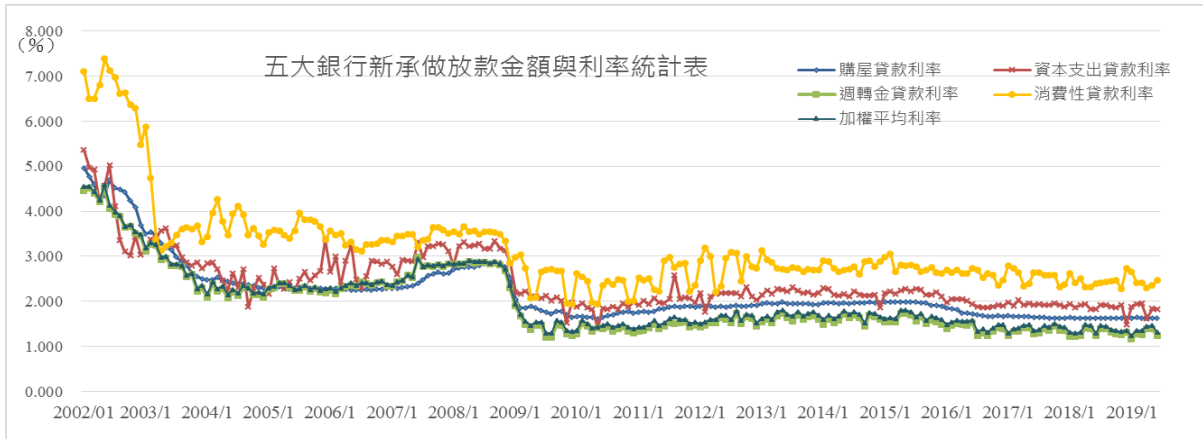
臺灣市場長期呈現低利環境，由圖 3-6 Panel A 可知，臺灣利率已來到歷史相對低點，且已連 12 凍。Panel B 中央銀行 364 天期定存單得標利率可知，2016 年 11 月一度得標利率僅 0.371%，2019 年 8 月得標利率雖回升至 0.596%，仍相對低，顯示市場資金充沛。Panel C 顯示五大銀行放款利率近年低至 1.322% 左右，資本支出貸款利率雖相對較高也僅 1.829% 左右水準。相較現金增資要看股市與投資人反應，發債需要時間、信評與後續持續揭露資訊等，一般企業若單純僅需要資金時常直接向銀行借貸，尤其是體質優良之企業需要籌資時直接找銀行，方便又快速，其借貸時的利息支出可抵稅產生稅盾且不會因股本增加而稀釋獲利。再加上市場資金充沛，若只是單純資金需求而無其他附帶考量之企業通常籌資時傾向找銀行，走間接金融管道。由本章第一節表 3-1 可知公司債發行餘額在 2005 年約 11,919 億元，到 2014 年一度增加到 19,252 億元，2016 年公司債存量下降至 18,978 億元，2018 年則上升至 20,226 億元，在直接金融的占比則持平在 9% 左右水準。近年來除了配合全球永續以及綠色環保概念之興起，個別公司因為綠色永續或品牌形象而進行綠色債券之發行，多數企業若僅有單純資金需求，在成本考量下通常會偏好選擇間接金融。



Panel A 中央銀行近年貼放利率走勢圖



Panel B 中央銀行 364 天期定期存單得標利率

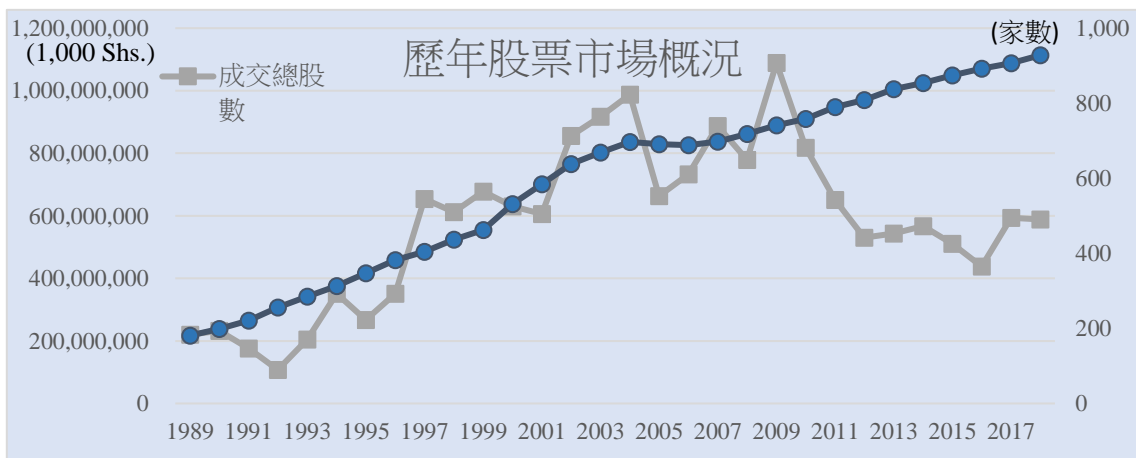


Panel C 五大銀行放款利率

資料來源:中央銀行，本研究自行繪製

圖 3-7 我國近年利率走勢

至於從上市櫃取得資金時，除了上市櫃需要時間、財報達到一定門檻與後續持續揭露報表外，有些新創或中小型企業，其財務報表可能不見得符合銀行放貸授信 5P 之標準，但要跨入上市櫃門檻由資本市場上取得資金也相對困難。再加上如圖 3-8 之顯示，儘管上市公司家數持續增加，但成交股數則持續下降，2018 年成交總股數已下降至 588,973,279 股。受到中美貿易紛爭影響 2019 年 5 月證交稅僅 81 億元，年減 18.2%，前 5 月實徵淨額也僅 350 億元，年減 76 億元，創 2013 年以來同期最大衰退金額。此外，近 15 年來臺灣股市日均量減少，周轉率從 2002 年的 217%，降到目前約 60%~70%水準，市場流動性降低影響投資人進場意願及企業掛牌籌資意願。



資料來源：證券櫃檯買賣中心、本研究自行繪製。

圖 3-8 歷年股票市場概況

簡言之，若直接金融僅提供「資金融通」的作用，在臺灣目前低利、低成交量與周轉率的金融市場狀況，直接金融相對沒有間接金融有競爭力。儘管全球各經濟體多處於低利與量化寬鬆時代，但國外直接金融與間接金融間存在有混業經營之綜合銀行（universal banking），或證券商以子公司的方式設立控股公司，同時還有活絡的投資銀行。雖然全球處於低利環境，但近年國際間金融風險波動劇烈，景氣循環期間縮短，投資銀行不僅只做證券商之發展資本仲介業務，還兼提供風險管控能力。

投資銀行（investment banking）又稱證券商或實業銀行，簡稱投行，綜合經營資本市場業務，國際間代表公司包含美林、歐洲綜合銀行、野村證券與大和證券等。在資本市場上為企業發行債券、股票，籌集長期資金並提供仲介服務，並提供公司購併與資產重組、公司理財、諮詢服務、資產管理、創業資本與基金管理等服務，甚至包含風險管理工具等創新業務。若從業務性質區分，可概分為獲利性業務與支援性業務。獲利性業務包含初級市場造市（證券承銷業務與 IPO）、次級市場買賣撮合（自營和經紀業務）、自有資金操作、資產重組以及風險管理、基金管理、諮詢等業務。其他支援性業務則包含清算、市場研究、市場評估與資訊系統等。

目前臺灣較接近投資銀行的機構，應屬綜合證券商，其主要業務亦同時兼營承銷、經紀以及自營業務。證券商公會理事長賀鳴珩提出的「大投行」，將推動證券商直接參與私募基金，讓私募、創投、承銷、財顧及管顧能夠一條龍經營，往「大投行」目標邁進，並期望證券期貨周邊單位共同創建雲端大數據平臺，協助證券業加速創新產品推出。元大證券總經理黃維誠聯手以「大財管、大投行」為核心，透過跨部門、跨子公司及跨境間整合與創新，增強業務及獲利的動能，持續推動營運績效成長，就是增加與證券商融資之附加價值。大投行的概念才能有效擴展證券商可經營之業務範疇與服務對象，並可配合國內重大建設與政策將規模做大。

二、 配合政府離岸風電發展，融資亟需直接金融與證券商協助

我國預計於 2025 年建置完成裝置容量為 5.5GW 之離岸風力發電系統，且有資格進行風場建設之開發商名單已於 2018 年 4 月底公布，總計有 7 家開發商合計共 10 個離岸風場獲得遴選。其中，需於 2020 年前完工併聯風場總裝置容量為 738MW，分別為達德能源（WPD）的允能（360MW）及上緯投控的海能（378MW）；而 2021-2025 年完工併聯風場總計為 3,098MW，其中兩間開發商台電及中鋼屬本土業者，合計取得設置量

600MW，其餘場址則由外商取得。欲建置完成 5.5GW 之離岸風場，預期所需資金和帶動投資額將達上兆元新臺幣。當電廠開發商從籌設開發、環境影響評估、規劃設計、興建施工、併網到正式發電營運，需要 3~5 年甚至 10 年左右水準，所需之龐大資金來源及籌融資策略更多元且彈性。

根據國外風電發展經驗可知，由於離岸風力的規模以及投入資金持續增加，近年綠色金融發展已不再侷限傳統能源供應者的資產負債表內融資，也不再限於單一資金來源與提供者。Thumfart (2016) 認為離岸風場建置導入專案融資將能達到降低風險的目的。為讓資金來源多樣化，且彈性依據不同資金提供者之要求報酬與風險胃納規劃不同的融資模式，從而吸引多樣的資金提供者參與計畫分攤風險，國際離岸風場建置專案多以專案融資 (project finance) 方式設立特殊目的公司 (special purpose vehicle, SPV) 進行資產負債表外融資，並因專案融資具有有限追索權特質間接設定投資者風險承擔上限。專案融資發起公司會先成立一個特殊目的具有獨立的法人資格公司，再以此專案公司進行籌資之動作，以進行風險隔離，隔離專案失敗牽連至母公司財務之風險。實務上，特殊目的公司常用於融資需要、資本市場操作、稅務規劃以及在執行併購案時透過 SPV 買進股權。

此外，專案融資可利用不同契約類型，引入多種類型資金提供者，搭配不同股權、債權與再融資結構等，讓整個離岸風場計畫融資結構更為彈性、多樣與可靠。多方合約架構專案融資之各契約融資架構複雜，需兼顧不同類型投資人之風險偏好與租稅需求。由於專案融資牽涉許多當事人，因此信用密集度高，且常運用各種金融創新工具。通常大型的投資計畫，回收年限很長，為要建立一個長期高度結構性的專案融資費時甚多，需要有國際化的銀行與成熟的資本市場來支應。

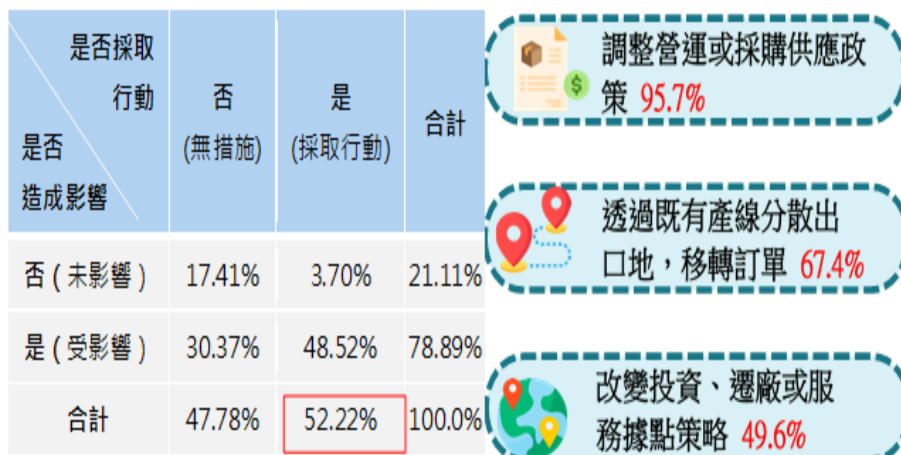
然而，目前臺灣離岸風電、綠電之資金來源主要透過本地銀行以一般商業銀行之企業融資方式，以聯貸進行，或由母公司直接提供開發商資金。然而，一般離岸風電案件主要現金流量來自躉購制度 (feed-in tariff, FIT) 或競標價，專案的回收期間常達 20 年，傳統資產負債表融資增加潛在財務風險程度，亦有可能因為專案預計投資金額遠大於本業資產負債狀況而造成企業必須進行組織重組與分割。同時，當專案達到一定規模或是開始產生穩定的現金流，國外企業常透過直接金融方式的公開發行 (IPO)、證券化甚至是眾酬方式擴大資金來源甚至作為退場機制，因此活絡且有彈性的資本市場是相當重要的一塊。

因此，證券商如何導引國內充沛的游資進入離岸風電產業或國內重大基礎建設，利用自身品牌與國內金融業人脈，結合國內證券商與金融業之資本、人才、經驗、專業知識及通路，協助開發商或企業掛牌籌資、提供財顧諮詢服務與評估風險將扮演關鍵因素。不過，目前證券商受限於僅仍以轉投資子公司方式擔任創投、私募股權基金的普通合夥人，母公司之人事、資金運用無法有效挹注，且證券商目前無法自行擔任有限合夥制私募基金普通合夥人，以提供私募基金創投管顧服務。亦無法透過設立特定目的事業（SPV），以達風險隔離效果。如何參考國外業者在承銷、管顧、創投、財顧及私募提供一條龍服務，其相關技術面與法規監理等仍有待研析。

三、 臺商資金回流臺灣以及全球供應鏈重整（東協）

圖 3- 9 為中華經濟研究院 2019 年 7 月發布之 2019 上半年臺灣採購經理人營運展望調查。調查結果顯示全體製造業約有 52.2% 受訪企業已經或計劃採行相關措施以因應中美貿易糾紛。其中，高達 95.7% 受訪企業採取「調整營運或採購供應政策」、67.4% 選擇「透過既有產線分散出口地移轉訂單」、49.6% 勾選「改變投資、遷廠或服務據點策略」。圖 3- 10 顯示在「透過既有產線分散出口地」策略部分，有 66.3% 受訪業者評估將臺灣列入選項之一，勾選比例最高；48.4% 評估移轉至東協國家。而採取「改變投資、遷廠與設服務據點策略」的業者中，則以評估至東協國家投資或設點者最高，比例高達 62.9%，評估至臺灣投資或設點者為 45.7%，列居第二。綜上所述，在全體製造業中，因中美貿易糾紛而改變投資遷廠服務據點策略，且評估回臺灣投資設點之企業比重，約佔全體製造業 11.8%。比較 2018 年下半年與 2019 年上半年調查結果可知，2019 年上半年考量「分散出口地」與「改變投資據點」至臺灣與東協的業者比例皆較 2018 年下半年增加。若進一步細看中美貿易糾紛是否促成臺商回流，調查結果顯示，全體製造業受訪企業中有 60.7% 受訪廠商在中國設廠或營運據點。其中，因中美貿易糾紛而改變投資遷廠服務據點策略，且評估回臺灣投資設點之企業約佔臺商比重 18.9%，遠高於 2018 年下半年調查之 12.3%。

全體製造業約有 52.2% 受訪企業已或計劃採行相關措施以因應中美貿易糾紛 採行相關措施廠商中，相關策略之占比(可複選)

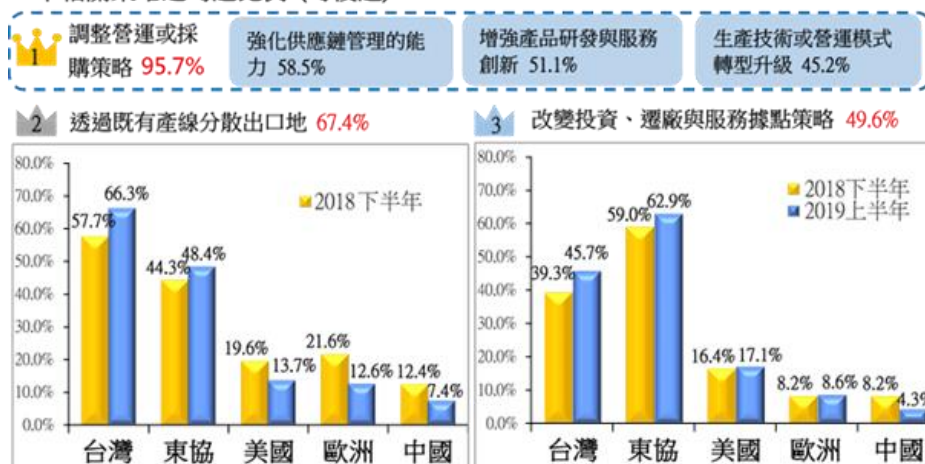


未採取相關因應措施者，包含主動選擇不採取相關因應措施，以及「無法」採行任何因應措施。業者表示在供應鏈中處於被動地位，故無法採取相關因應措施。

資料來源：王健全等(2019)，2019 上半年臺灣採購經理人營運展望調查，中華經濟研究院，國家發展委員會委託研究計劃。

圖 3-9 製造業因應中美貿易糾紛之因應策略

全體製造業約有 52.2% 受訪企業已或計劃採行相關措施以因應中美貿易糾紛，其中相關策略之勾選比例 (可複選)



2019 年 6 月在全體製造業中，因中美貿易糾紛而改變投資遷廠服務據點策略，且評估回台灣投資設點之企業比重，約佔全體製造業 11.8% (52.2%*49.6%*45.7%)。(2018 年 12 月之比重佔全體製造業 9.1%)。

資料來源：王健全等(2019)，2019 上半年臺灣採購經理人營運展望調查，中華經濟研究院，國家發展委員會委託研究計劃。

圖 3-10 製造業分散出口地與服務據點策略

表 3-3 為根據經濟部資料整理之已過審查之臺商回臺投資案彙整表，該表顯示確實有不少廠商有意願回臺投資。為爭取海外資金回臺投資龐大商機，我國亦於近期三讀通過《境外資金匯回管理運用及課稅條例》，根據境外資金匯回專法規定，匯回資金運用比例限制 5%得自由運用、25%得存入信託帳戶或證券全權委託專戶，其餘 70%需直接投資產業，或透過國內創投基金、私募股權基金投資重要政策產業。儘管臺灣早已開放金融業設立創投、私募股權基金，但幾乎沒有本土業者參與。如何藉由此機會以直接金融方式讓更多資金挹注回流臺灣，以及如何藉由資本市場使產業新南向並讓金融亞洲盃更具成功條件，是值得評估與規劃的。中國大陸已宣示擴大臺商綠色通道上市以吸引資金的現時，臺灣證券商應如何扮演大投行角色、或以何種形式參與創投與私募股權基金？有些公司由於是在海外設立，因此無法在臺上市櫃，F 股是否有其存在價值？相關監理與配套如何執行？以上都值得參考國內外經驗，並與產官學節溝通了解相關考量，評估相關機會威脅與優劣勢。

表 3-3 已過審查之臺商回臺投資案

廠商名稱	投資項目	投資金額 (億元)	占比 (%)	廠商名稱	投資項目	投資金額 (億元)	占比(%)
智邦科技	網通設備	18.08	0.43	堤維西	車燈	40	0.94
慶豐富	百葉窗、窗簾	11.43	0.27	和碩聯合科技		149	3.51
廣達電腦	伺服器	未公布	-	廣泰金屬	線材	24	0.56
南六企業	不織布	35	0.82	亞崴機電	CNC 加工中心機	23.5	0.55
崑立機電	工具機	12	0.28	敬祐科技	硬質窗簾	35	0.82
宇隆科技	車用零組件	7.83	0.18	鼎基先進材料	聚氨酯(TPU)薄膜	20	0.47
亞旭電腦	網通產品	5.31	0.12	先進光電科技	光學鏡頭	40	0.94
迅得機械	印刷電路板	9	0.21	興勤電子	保護元件	15.8	0.37
銓寶工業	塑膠製品	12	0.28	中揚光電	光學應用	7.7	0.18
康普材料	動力電池材料	20.5	0.48	合晶科技	矽晶圓	11.66	0.27
臺耀科技	銅箔基板	35.04	0.82	景碩科技	半導體	165	3.88
巨大	自行車	50	1.18	連訊通信	光纖通訊被動元件	1.6	0.04
車王電子	車用零組件	25	0.59	高鼎精密材料	聚氨酯	26	0.61
國巨	被動元件	165	3.88	永勝光學	隱形眼鏡	62.5	1.47
喬山	健身器材	8.95	0.21	緯穎科技	雲端資料中心硬體	15	0.35
東陽	汽車零組件	40	0.94	和勤精機	汽車、硬碟零組件	15	0.35
南俊	鋼珠導軌	18.05	0.42	未上市公司	--	--	
橋樑	鋅合金零組件	16	0.38	合計	--	逾 4,250	

資料來源：經濟部，中經院（2019），2019 年第 2 季臺灣經濟預測簡報，本研究更新資料至 2019 年 7 月 19 日。

四、 產業急需創新、新創與中小產業需有舞台

圖 3- 11 為根據中華經濟研究院 2019 年 6 月發布之「2019 上半年臺灣採購經理人營運展望調查」。由該圖可知自 2018 年上半年起，製造業營運狀況表現不如預期，2018

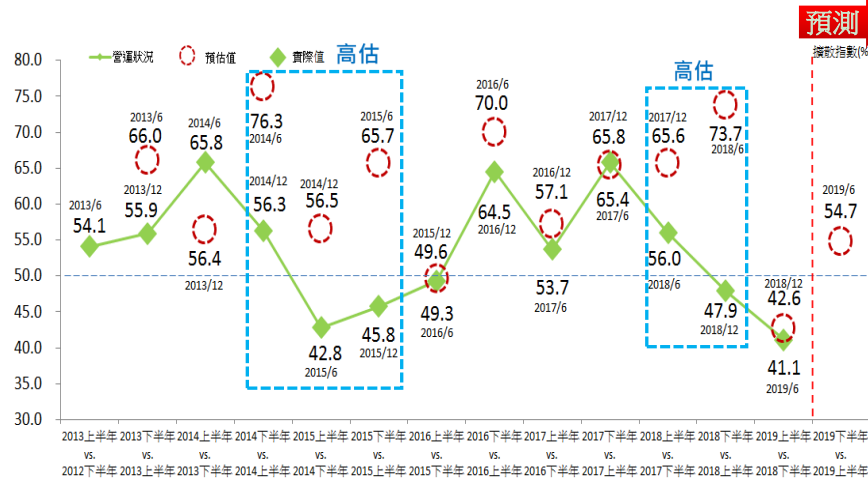
年下半年營運狀況更遠不如上半年預期，營運狀況擴散指數與 2018 年上半年預估值差距 25.8 個百分點，並於 2018 年下半年中斷連續 4 期的擴張轉為緊縮。截至 2019 年上半年營運狀況已連續 2 期緊縮，指數續跌至 41.1%。相較製造業，非製造業營運狀況擴散指數的預估與實際值差距較小。非製造業 2018 年上半年營運狀況持續好轉，然而 2018 年下半年表現已遠不如 2018 年上半年之預期。2019 年上半年營運狀況更轉為較 2018 年下半年差，指數為 49.6%。

儘管營運狀況時好時壞，但圖 3-10 Panel C 與 Panel D 顯示，自 2013 年上半年營運展望調查實施以來，製造業利潤率表現常不如預期。利潤率指數一度連續 4 期呈現下降（低於 50.0%）。2018 年上半年起，利潤率再度連續 3 期呈現下降。儘管製造業預期 2019 年下半年營運狀況將較上半年改善，但預估 2019 年下半年利潤率仍將較上半年持續下降。非製造業自 2018 年下半年起利潤率表現不如預期並轉為下降。截至 2019 年上半年，利潤率已連續兩期下降，指數僅 42.9%。

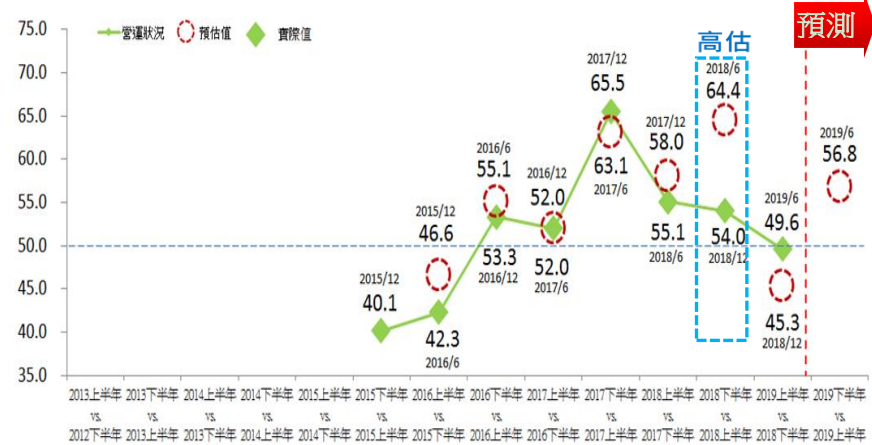
由上述可知，臺灣產業亟需創新，創新經濟是臺灣唯一的路。國內產業過去與未來發展趨勢以創新經濟、高科技產業以及中小企業為主，企業轉型、創新與成長過程需要時間、金錢、人才，不僅需負擔較大風險，更需仰賴彈性且多元的資本市場支持。以香港證交所為例，該證交所每 3 年提出戰略白皮書，就發行市場、交易市場，訂定明確發展方向，目前股票市值已達臺灣的 4 倍，顯示資本市場發展的其中一項重要力道在關鍵在於產業的成長力道及資本市場的創新管理模式。國際上也常見擴編中小型股指數並推動相關中小企業 ETF 上市，讓中小企業公開發行公司可因此獲得更多法人投資人的眼光，達到宣傳之效。另外對於新創企業，以及國際環保綠能趨勢，也常見相關指數與 ETF 的創建，為這些新創企業爭取眼光與機會，例如道瓊永續指數、Bloomberg 資訊揭露評分、Robeco 國家永續發展評比等，這些都已創造議題使相關 ETF 等都成為國際投資人決定資金配置時的重要參考。

考量國際間之直接金融發展情況與我國金融和產業現況，可知鄰近之韓、星、港與英、美等國積極運用直接金融市場作為籌資管道，中國大陸近年成長亦相當快速，為資本，故宜透過彙整國際重點國家推助直接金融發展之經驗，比較我國和各國之差異，析取相關可能方式，例如國際間促進籌、投資市場之作法，進而研議有助於提升我國資本市場直接金融比重之可行政策建議。

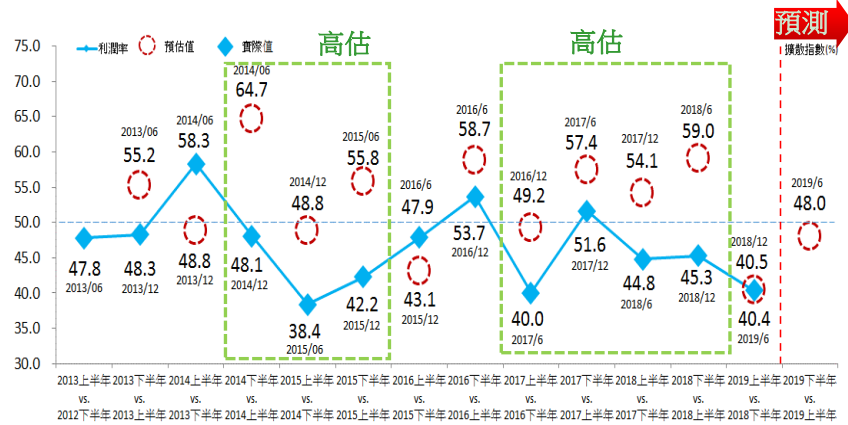
Panel A 製造業營運狀況擴散指數



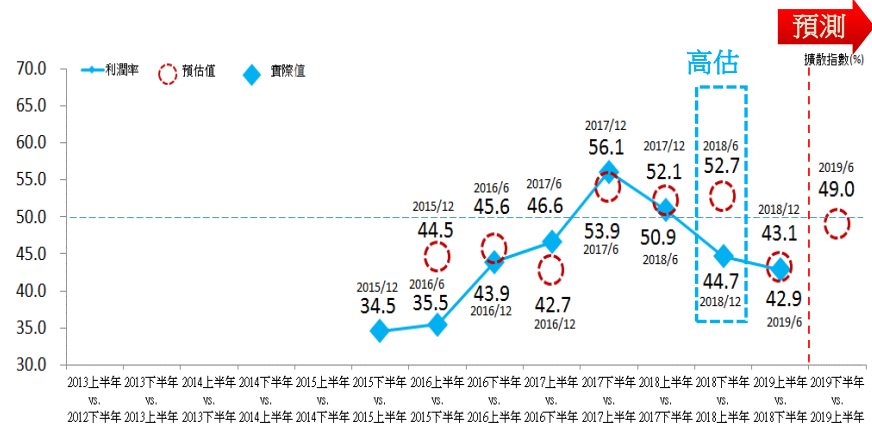
Panel B 非製造業營運狀況擴散指數



Panel C 製造業利潤率擴散指數



Panel D 非製造業利潤率擴散指數



資料來源：王健全等（2019），2019 上半年臺灣採購經理人營運展望調查，中華經濟研究院，國家發展委員會委託研究計劃。

圖 3-11 製造業與非製造業之營運狀況及利潤率擴散指數圖

第四章 國際重點國家之直接與間接金融定義與範疇

第一節 直接金融與間接金融發展之探討

依據經濟學理論，金融市場存在資金供給者和資金需求者。資金供給者以個人或家庭單位為代表，以儲蓄為目的，至於資金需求者則以企業為代表，透過籌措資金進行公司營運所需。在一經濟體中，為使閒置資金能夠有效地利用，於社會體系建立起金融制度或體系，其功能在於引導儲蓄資金能轉化為具建設性的投資。故金融制度形成之用意在於便利資金融通，達成資本形成以提升經濟發展。²易言之，金融體系是指可以撮合資金供給者之儲蓄與資金需求者的機構，並可分為金融市場（financial market）和金融中介（financial intermediary）。以美國為例，最重要之金融市場為債券市場和股票市場，能讓資金需求者藉由發行原始證券（例如股票、債券或票券），並透過市場交易（經紀或自營），撮合資金供需雙方完成資金交易，藉由金融市場促成之交易稱為直接金融（direct finance）。另一方面，主要的金融中介機構則為銀行和共同基金，可讓儲蓄者將資金間接地提供給借款者，且依循金融中介促成之交易稱為間接金融（indirect finance）。其中，金融體系因具有動員儲蓄，並將之轉化成投資的作用，因而可在過程中發揮降低交易成本、期限轉換（maturity transformation）和風險轉換（risk transformation）等功能。³

然因直接金融和間接金融均有其特點（如表 4- 1），對資金供給者和資金需求者之影響亦有所不同。例如在資金移轉過程中，透過直接金融方式，資金供給者可將資金直接轉移予資金需求者、不需透過中介機構，同時可獲得有價證券在市場上之資本利得/利息所得，惟在風險承擔上，需完全承受資金需求者可能倒帳之風險；相對地，若採間接金融模式時，資金供給者對資金需求者所知有限，獲利來源主要為與金融中介機構約定之固定收益（像是存款利息），但相關風險則由金融中介機構承擔，因此對於資金供給者而言，需視其對資金需求者之瞭解

² 吳家聲，「我國證券管理政策回顧與展望」，
<https://www.twse.com.tw/ch/products/publication/download/0001000002.htm>（最後瀏覽日期：2019年7月28日）。

³ 李榮謙，「貨幣與金融分析：第九講次—金融結構變革與金融改革」，
<http://sololee.brinkster.net/teach/analysis9.pdf>（最後瀏覽日期：2019年7月28日）。

程度、報酬和風險比值等面向，決定適宜之資金提供方式。另就資金需求者而言，則需考量己身債信條件、籌資速度、籌資成本等，選擇應透過何種方式取得資金。例如企業向金融中介機構融資時，通常需要提供資產作為擔保品，同時金融中介機構所吸收的資金需計提各項準備，並考慮給予資金提供者之利息報酬和各項營業成本，故藉由間接金融籌資時，所支付的成本可能相對高於直接金融。另一方面，信用評級機構需始終如一的監督市場和投資人參與零售市場也在直接金融中扮演重要角色。

表 4-1 直接金融與間接金融之特性比較

	直接金融	間接金融
資金移轉過程	資金供給者直接移轉予資金需求者	資金供給者透過中介機構移轉予資金需求者
對資金供給者資訊揭露程度	高，需對資金供給者充份揭露資訊，亦即資訊不對稱程度較低	低，主要為中介機構掌握資金需求者之資訊
資金供給者之獲利	較高，可獲得有價證券在市場上之資本利得/利息所得	較低，為與中介機構間約定之固定收益
資金供給者之風險	較高，需自行承擔資金需求者未能兌現承諾之風險	較低，由中介機構承擔風險
中介機構	票券商或證券商	銀行、保險、共同基金
其他	籌資時間、規模和期限較有彈性、傳播性強，有助提高企業知名度、投資者扮演著市場外部的審計角色	體質好的公司融資成本較低、容易轉換不同期限的借款、銀行擔任外部的審計角色

資料來源：Korea Financial Investment Association (2014)、陳志標和張愛卿 (2014)、王健全 (2016)、財經小學堂、本研究整理。

一般而言，直接金融比重較高時，該國之金融體系屬於市場主導式 (market-based system)，直接金融比重較低則為銀行主導式 (bank-based system) 然何謂銀行主導式或市場主導式文獻中並沒有一致的看法 (Freixas, 2005)。較簡單的定義方式，如 Allen and Gale (2000) 所提出，乃以一國銀行的資產總額占該國股市資本總額的比重來判定。依據前述之我國直接金融和間接金融發展可知，國內直接金融相對間接金融占比自 2005 年至今呈顯著下降趨勢，由 2005 年之 25.65% 降至 2018 年之 18.93%，2019 年時更降至 18% 之下，表示我國企業越加傾向透

過間接金融取得資金，相較國際主要國家，直接金融比重占比偏低，故我國金融體系為金融中介型體系，美國、英國、香港等則為市場型金融體系。

然而，影響此一發展趨勢之因素眾多，包含經濟發展、產業結構變化、法治環境和金融自由化程度等，惟借鑑國際經驗，大體上隨著經濟發展程度越高，直接金融比重持續上升，資本市場在金融體系中發揮相對大地作用，有較多的資源直接透過市場進行配置，而非藉由金融中介，亦即各國金融體系在經濟發展的過程中，逐漸向市場型金融體系演變。

就資金提供者之角度，通常隨著一國經濟持續成長、帶動人民財富和所得水準增加，當人均所得達到一定程度時，即有多餘資金可轉為儲蓄，配合教育水準提昇，致投資理財觀念進步和普及，考量運行良好之證券市場於長期下能獲得相較銀行存款利率為高之報酬率，有助於資金提供者增進直接參與證券投資的需求，進而促使直接金融發展。對於資金需求者而言，則會視籌資成本高或低，例如隨著經濟體越趨成熟，利率亦持續下降，代表資金成本減少，可能增加直接由金融機構借款方式籌措資金。

其次，產業結構轉變亦為另一影響直接金融發展因素。傳統製造業因業態相對穩定，相對能較有效地藉著銀行等中介機構的資金支持以推展公司業務。然而，創新或高科技產業則有較多的變動性，需憑藉資本市場籌資模式，和資金提供者共同分擔風險及獲利，一如先進國家之產業持續往資本密集和技術密集方向發展，需要大量資金挹注方能運行，故資本市場發展與高科技或新興產業成長具緊密關連。

此外，就法制環境面而言，因資本市場相對於銀行體系之資源配置方式更為市場化，訊息傳播和擴散範圍更加廣泛，且決策主體更加分散化，因此市場型金融體系對法治和誠信要求更高，方能保障資金提供者，同時因英美法系立法理念傾向於讓投資者受益（pro-investor）而非債權人或貸款人受益（pro-creditor），並以判例法為主，因此相對上能及時解決新的商業糾紛和問題，以及確定新的商事關係的法律規則，容易適應商業環境的快速變化，較有利於經濟金融的發展，而我國的法規環境屬於成文法的大陸法系，著重制度的穩定性，因此法規變動相對英美法系而言較為緩慢，相對不利創新和金融市場發展。

國內直接金融占比持續下降的可能成因，和國際相較，美國的存款很少，而且持續推動證券化，所以相對上較多的資金來源，至於新加坡、香港及英國，都是金融中心，資金來源也充裕，反觀臺灣的存款除以國內生產毛額比重很高，因而臺灣資金的主要來源是國內民眾多年累積下來的儲蓄，所購買的理財商品也以固定收益為主；新加坡的股票總市值及成交量都比臺灣低，可是其定位在於成為亞洲的瑞士，故管理的 AUM 很高，且香港、新加坡在 2000 年時，金融業國內生產毛額占總國內生產毛額的比重約為 8%，至今已分別達 12%、16%，臺灣則低於 7% 僅略高於韓國，而韓國主要是財團透過發股、債取得資金，此結構和臺灣不同；馬來西亞的體制則是不能收利息，很多資金並不是以放款型式借出，加上人民儲蓄不高，銀行的資金為稀少資源，因而一個國家是否有藏富於民導致資金來源不同，以及是否為金融中心等是影響直接金融占比高低的其中一個原因。

其次，如果國家當中的經濟體需向銀行借錢時並不容易，則會促使往直接金融管道籌資，如同 1997-2005 年時臺灣的利率高，2005 年之後海外資金陸續回臺投資、置產做為儲蓄之用，只是當時未能把握機會進行資產管理中心，使金融業國內生產毛額占總國內生產毛額的比重低，也因而造成當前公開發行公司的淨負債淨值比非常低約為 20%，是亞洲最低、歷史最低，企業不需要借錢，更沒有發債或發股籌資的動力。國內家計部門的金融資產規模（不含不動產）超過三兆美元，故手上資金充裕的個人或公司，實際上不太會有透過直接金融籌資的需要。

再者，國內的資金成本很低，影響使銀行的利潤，而且跟銀行借錢十分簡單、省時，若有一定財富水準，很容易向銀行籌資，相對於發行債券，特別是發行綠色債券的成本，直接向銀行借錢的資金成本更為低廉。因而從資金來源、資金運用、資金成本及籌資速度等角度而言，在國內透過間接金融取得資金的優勢遠高於直接金融。

國內外相關文獻就直接金融之發展，對一國金融體制之現代化表徵，以及與一國經濟發展、所得均等度和系統性風險因應能力具相關性。楊雅惠和龍嘯天(2004)指出，直接金融與間接金融比例的變化往往會隨著一個國家或地區金融發展與經濟發展的程序而改變，通常直接金融比例會隨著金融市場之現代化程度而提高。Shankha 和 Tridip(2006)研究市場主導式體系和銀行主導式體系對經濟成長的影響，結果指出沒有哪一種體系明確地能對經濟成長帶來較佳的效果，關鍵

在於具效率性的金融和管制機構，惟亦發現，在銀行主導式體系之下，呈現投資和人均所得較高、所得不均度較低，以及更有助於一國工業化的情況。王國剛(2014)指出，中國大陸的實體經濟運行過程中幾乎不存在商業信用和市場信用，僅餘銀行信用，故中國大陸的金融體系須迅速改變以間接金融為主的方式。

Vilma 和 Lina (2014)探討金融體制與一國經濟發展的關連，其研究發現，一國經濟發展程度較高通常伴隨著市場主導式體系，換句話說，有著混合與市場主導式體系特徵的國家，有較佳的經濟發展。KOFIA (2014)指出，在市場主導式體系中，在金融市場裡資本有較高的可能性經由短期變數加以配置，金融機構和企業更傾向為短期利潤投資，導致較高的逆選擇行為像是避免投資於有著長期風險但具潛在效率的標的。Zhibo et al. (2015)則探討金融體系對一國公司儲蓄和經常帳盈餘之影響，研究結果發現，一國之金融體系若傾向於銀行主導式，通常會產生較高的經常帳盈餘或較低的經常帳赤字；若金融體系偏向市場主導式，則一般會產生較高的經常帳赤字或較低的經常帳盈餘。經常帳盈餘通常反應出一國投資不足。

Zeynab et al. (2016)欲探討市場主導式體系和銀行主導式體系對於一國所得均等程度之影響，研究結果發現，市場主導式體系對已開發國家而言，有助於改善所得分配，而銀行主導式體系則能降低發展中國家的所得不均度。Bats 和 Houben (2017)則提及，在 2008 年金融風暴事件發生前，過往文獻對於金融結構以銀行主導式體系或市場主導式體系何者為優並無定論，但在 2008 年金融風暴事件後，多數文獻則普遍支持市場主導式體系。原因在於經濟受創較劇的國家大多為銀行主導式體系，且相對市場主導式體系，銀行在經濟蓬勃發展時更可能擴張和錯置信用，在經濟低迷時則又過於保守，故進一步研究一國金融結構和系統性風險⁴之間的關聯性，並指出銀行主導式體系相對市場主導式體系有著較高的系統性風險。亦發現一國金融結構較偏重為銀行主導式體系時會增加系統性風險，而市場主導式體系能降低系統性風險。另一方面，假使一國金融結構以市場主導式體系則主，即使銀行和市場融資提高時並不會影響系統性風險，整體而言，基於市場主導式的金融結構對系統性風險更具因應彈性。

⁴ 文中對系統性風險之定義為：金融服務的流動因部分或全部金融系統的損害，以及潛在對實體經濟產生嚴重負面影響而致中斷。

基於前述之相關探討可發現，直接金融占比增加係為一國金融體制現代化的象徵，且在已開發的市場裡，提高直接金融占比可有助於降低所得不均度，也通常代表著有較佳的經濟發展，同時在因應系統性風險上，過度依賴間接金融方式容易產生問題，直接金融方式既可以分散風險，又能使資金得到有效分配⁵，以市場為主的金融體系相對具有彈性，就資金需求者而言，在低利率的環境下或會衡量採用直接金融與間接金融籌資方式間的成本差異，以及對於帶動企業轉型及升級的可能性與推助力，就新創或風險性較高的產業經營者，透過直接金融籌資的機會相對較高，藉由國內外相關文獻可知，發展直接金融對成熟市場之正向助益甚大，故推動我國直接金融成長至關重要。

第二節 各國直接金融與間接金融發展之定義和範疇

從文獻中得知，計算直接金融和間接金融的方式主要有增量法和存量法等兩種。增量法即指融資增量，即每年或一段時間內從資本市場和銀行分別融通資金的總額；存量法則指規模和存量，即一國的金融體系中，資本市場和銀行的規模之比。黃志典(2009)指出，分析間接金融與直接金融的長期變動趨勢及相對重要性，應該以存量資料比較合適，流量資料只能反應短期的變化。祁斌和查向陽(2015)指出，每年的融資增量有更大的波動性和不確定性，而存量規模相對穩定，是國際上普遍採用存量法來描述一國金融結構的主要原因。

國際上進行跨國間之金融結構比較，以存量法加以衡量時，主要透過股市市值、債券餘額（政府與非政府）和銀行貸款餘額等項目進行計算。（Asli and Ross, 1999; 祁斌和查向陽，2015; 任澤平，2019）亦即：

$$\text{直接金融比重} = \frac{\text{股市市值} + \text{政府債券餘額} + \text{非政府債券餘額}}{\text{銀行貸款餘額} + \text{股市市值} + \text{政府債券餘額} + \text{非政府債券餘額}} \times 100\%$$

由上述公式可知，或因各國之直接金融涵蓋內容不同，因此在進行跨國比較時，主要仍以一國之股市、債市和銀行授信金額加以計算，在運算時以存量值為基礎，惟本研究於期中報告階段，主要先彙整中國大陸、韓國、香港、新加坡之

⁵ 山內靜弘，《日本的金融改革及其對中國的借鑒意義》，
<https://www.drc.gov.cn/old/ndhy/20170707/370-1314-2893909.htm> (最後瀏覽日期：2020年8月8日)。

直接金融和間接金融定義與範疇，瞭解我國與各國間之差異，並計算各國之直接金融比重，茲分述如後。

一、中國大陸

中國大陸在每五年所提出的《五年規劃》與每一屆的三中全會，是規劃中國大陸未來 5 年的經濟、社會發展目標與改革的重要措施（吳明澤，2014）。回顧過往相關規劃，中國大陸在 2001 年發布之《中華人民共和國國民經濟和社會發展第十個五年計劃綱要》裡，主要強調完善國內金融監理和治理架構，以及規範發展中小金融，著重於管理金融風險。⁶在 2006 年發布之《中華人民共和國國民經濟和社會發展第十一個五年計劃綱要》中，則特別指出加快發展直接融資，透過「積極發展股票、債券等資本市場，穩步發展期貨市場。推進證券發行、交易、並購等基礎性制度建設，促進上市公司、證券經營機構規範運作，建立多層次市場體系，完善市場功能，拓寬資金入市管道，提高直接融資比重。」顯見其開始重視資本市場之籌資功能，降低銀行體系與政策銀行的角色。⁷

於 2001 年發布之《中華人民共和國國民經濟和社會發展第十個五年計劃綱要》裡，亦持續深化金融體制改革，除了金融監理的規範外，也點出須加速建設多層次金融市場。例如在股票市場方面，推行股票發審制度改革、規範發展主板和中小板市場，並推進創業板市場、擴大代辦股份轉讓系統試點，以及加快發展場外交易市場等。在發展債券市場部分，則完善發行管理體制，推進債券品種創新和多樣化，穩步推進資產證券化，同時亦發展期貨和金融衍生品市場、創業投資和股權投資，以及規範發展私募基金市場。⁸2013 年第十八屆中央委員會第三次全體會議後，發布《中共中央關於全面深化改革若干重大問題的決定》，亦在

⁶ 中華人民共和國中央人民政府，「中華人民共和國國民經濟和社會發展第十個五年計劃綱要」，國務院公報，http://www.gov.cn/gongbao/content/2001/content_60699.htm（最後瀏覽日期：2020 年 3 月 28 日）。

⁷ 中華人民共和國中央人民政府，「中華人民共和國國民經濟和社會發展第十一個五年計劃綱要」，國務院公報，http://www.gov.cn/gongbao/content/2006/content_268766.htm（最後瀏覽日期：2020 年 3 月 28 日）。

⁸ 中華人民共和國中央人民政府，「中華人民共和國國民經濟和社會發展第十二個五年計劃綱要」，國務院公報，http://www.gov.cn/2011lh/content_1825838_12.htm（最後瀏覽日期：2020 年 3 月 28 日）。

金融體系改革部分，強調「健全多層次資本市場體系，推進股票發行註冊制改革，多管道推動股權融資，發展並規範債券市場，提高直接融資比重。」⁹

2016 年發布之《中華人民共和國國民經濟和社會發展第十三個五年計劃綱要》，對金融體制改革的重點，包含完善金融機構和市場體系，促進資本市場健康發展以提高直接融資比重，例如實施股票發行註冊制、發展多層次股權融資市場，並深化創業板、新三板改革，以及規範發展區域性股權市場，並建立健全轉板機制和退出機制。¹⁰就歷年各項總體戰略規劃上，可發現中國大陸一再重申提高直接融資比重之目標和決心，而為推動衡量金融支援實體經濟狀況以及資金鬆緊程度，中國大陸於 2010 年創立社會融資規模指標，其定義為一定時期內（每月、每季或每年）實體經濟（境內非金融企業和住戶）從金融體系獲得的資金額，主要反映金融對實體經濟的支援力度，係由人民幣貸款、外幣貸款、委託貸款、信託貸款、未貼現銀行承兌票、企業債券、地方政府專項債券與非金融企業境內股票所組成，¹¹主要可分為四大類、十個子項，如圖 4-1 所示。

⁹ 中華人民共和國中央人民政府，「中共中央關於全面深化改革若干重大問題的決定」，國務院公報，http://www.gov.cn/jrzq/2013-11/15/content_2528179.htm（最後瀏覽日期：2020 年 3 月 28 日）。

¹⁰ 中華人民共和國中央人民政府，「中華人民共和國國民經濟和社會發展第十三個五年計劃綱要」，國務院公報，http://www.gov.cn/xinwen/2016-03/17/content_5054992.htm（最後瀏覽日期：2020 年 3 月 28 日）。

¹¹ **人民幣貸款**指當地金融機構向非金融企業、個人、機關團體、境外單位以貸款、票據貼現、墊款等方式提供的人民幣貸款；**外幣貸款**指當地金融機構向非金融企業、個人、機關團體、境外單位以貸款、票據貼現、墊款、押匯、福費廷等方式提供的外幣貸款；**委託貸款**指由企事業單位及個人等委託人提供資金，由當地金融機構（即貸款人或受託人）根據委託人確定的貸款物件、用途、金額、期限、利率等代為發放、監督使用並協助收回的貸款；**信託貸款**指當地信託投資公司在國家規定的範圍內，運用信託投資計畫吸收的資金，對信託投資計畫規定的單位和專案發放的貸款。信託貸款不列入信託投資公司自身的資產負債表；**未貼現的銀行承兌匯票**指企業簽發的銀行承兌匯票未到當地金融機構進行貼現融資的部分，即當地金融機構表內表外並表後的銀行承兌匯票。統計上體現為企業簽發的全部銀行承兌匯票扣減已在當地銀行表內貼現的部分，扣減的目的是為了保證地區社會融資規模不重複計算；**企業債券**指在當地註冊的非金融企業發行的各類債券，包括企業債、中期票據、短期融資券、超短期融資券、非公開定向融資工具、中小企業集合票據、資產支援票據、公司債、可轉債、可分離可轉債和中小企業私募債等；**地方政府專項債券**指地方政府為有一定收益的公益性項目發行的、約定一定期限內以公益性專案對應的政府性基金或專項收入還本付息的政府債券；**非金融企業境內股票融資**指在當地註冊的非金融企業在境內正規金融市場獲得的股票融資；**保險公司賠償**指當地保險機構在保險合同有效期內履行賠償義務而提供的各項資金；**投資性房地產**指當地金融機構為賺取租金或資本增值，或者兩者兼有而持有的房地產，包括出資的土地所有權、持有的土地使用權、已出租的建築物等；**其他**指實體經濟從當地小額貸款公司、貸款公司等獲得的資金，主要包括小額貸款公司貸款、貸款公司貸款等。

其中，金融機構表內貸款、金融機構透過表外提供的融資屬於間接金融，且金融機構透過表外提供的融資通常被歸入影子銀行；非金融企業債券（企業債券與政府債券）及境內股票融資則為直接金融。近年來金融科技創新，互聯網金融（internet finance）在中國大陸已成為金融發展的重要趨勢，惟現階段並未將 P2P、私募股權及股權眾籌等項目列入，原因在於，此類數據無法確切統計，不符合統計的標準，加上此類項目的數值尚低，對社會融資規模造成的誤差還小，即使未計入亦不影響，同時保留未來修訂指標時，把國外投資（如外人直接投資）加入其中的空間。在 2018 年 7 月，中國人民銀行為完善社會融資規模統計，將“存款類金融機構資產支援證券”和“貸款核銷”納入社會融資規模統計，原因係存款類金融機構資產支援證券和貸款核銷都表現為信貸規模的減少，但金融體系提供給實體經濟的融資並未因發行 ABS 或核銷貸款而降低。因此若未將存款類金融機構資產支援證券和貸款核銷納入，會導致金融體系向實體經濟提供的資金規模被低估。（吳明澤，2013；吳明澤，2018；張松成，2018）

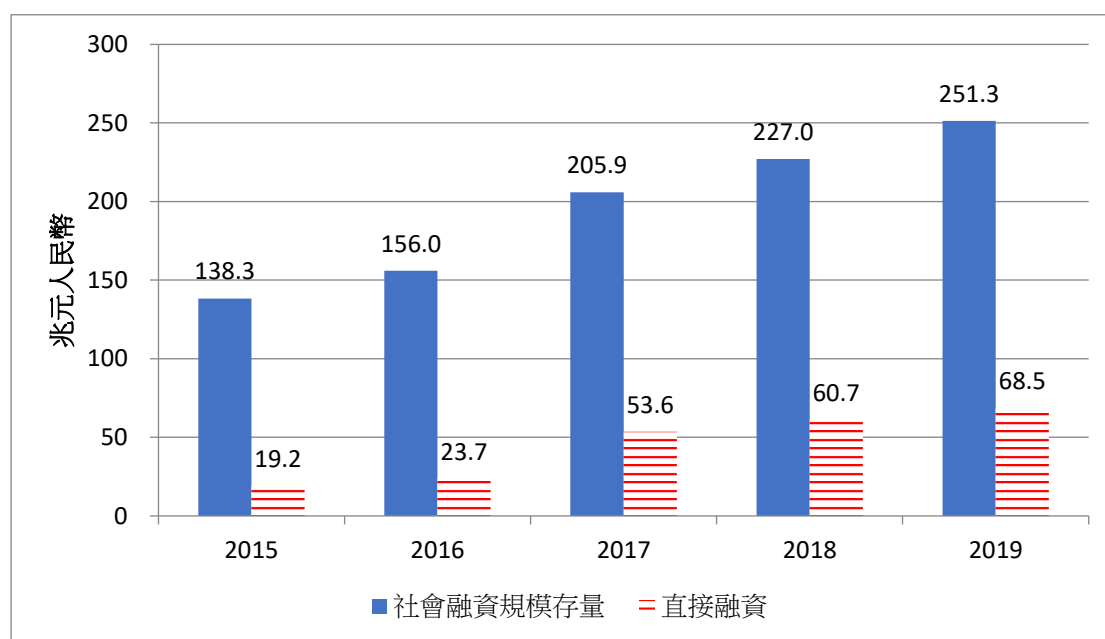


資料來源：張松成（2018）。

圖 4-1 社會融資規模之分類

本研究彙整中國人民銀行之社會融資規模存量數值發現，由 2015 年之 138.3 兆人民幣逐步增加至 2019 年之 251.3 兆人民幣，年均成長率為 16.1%，表示實體

經濟從金融體系獲得的資金持續增加，然而，依據前述之直接金融和間接金融的分類，直接融資主要包含企業債券、地方政府專項債券、非金融企業境內股票融資，在同期間之存量成長亦由 19.2 兆元人民幣增至 68.5 兆元人民幣，惟相較於其餘授信金額而言，金額依舊偏低，如圖 4- 2 所示，同時進一步計算中國大陸 2015 年至 2019 年之直接金融占比，如圖 4- 3 所示。由圖中可知，中國大陸當前仍以間接金融為主，惟直接金融占比成長相當快速，自 2015 年之 16.8% 增至 2019 年之 30.8%。其中在 2017 年時直接金融占比有較大幅度上揚，係社會融資規模存量統計中將國債和地方政府債券納入統計範疇中。



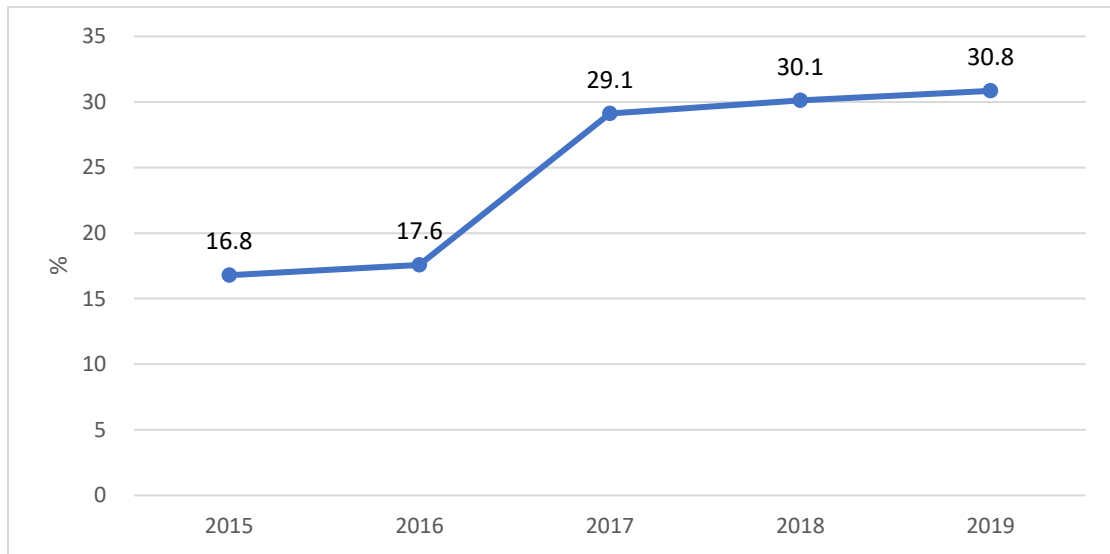
註：

1. 2019年12月起，人民銀行進一步完善社會融資規模統計，將“國債”和“地方政府一般債券”納入社會融資規模統計，與原有“地方政府專項債券”合併為“政府債券”指標。指標數值為託管機構的託管面值。歷史資料追溯到2017年1月份
2. 2019年9月起，人民銀行完善“社會融資規模”中的“企業債券”統計，將“交易所企業資產支持證券”納入“企業債券”指標。
3. 2018年9月起，人民銀行將“地方政府專項債券”納入社會融資規模統計。
4. 2018年7月起，人民銀行完善社會融資規模統計，將“存款類金融機構資產支援證券”和“貸款核銷”納入社會融資規模統計，在“其他融資”項下反映。

資料來源：中國人民銀行，取自

<http://www.pbc.gov.cn/diaochatongjisi/116219/index.html>，本研究整理。

圖 4- 2 中國大陸社會融資規模存量值



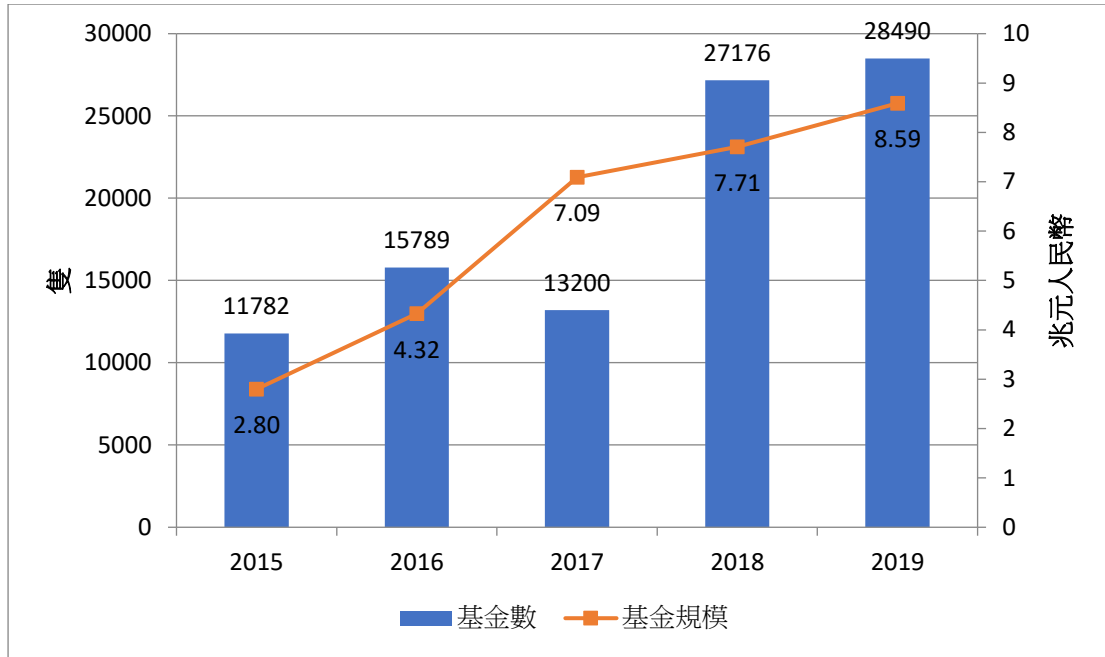
資料來源：中國人民銀行，取自

<http://www.pbc.gov.cn/diaochatongjisi/116219/index.html>，本研究整理。

圖 4-3 中國大陸之直接金融占比

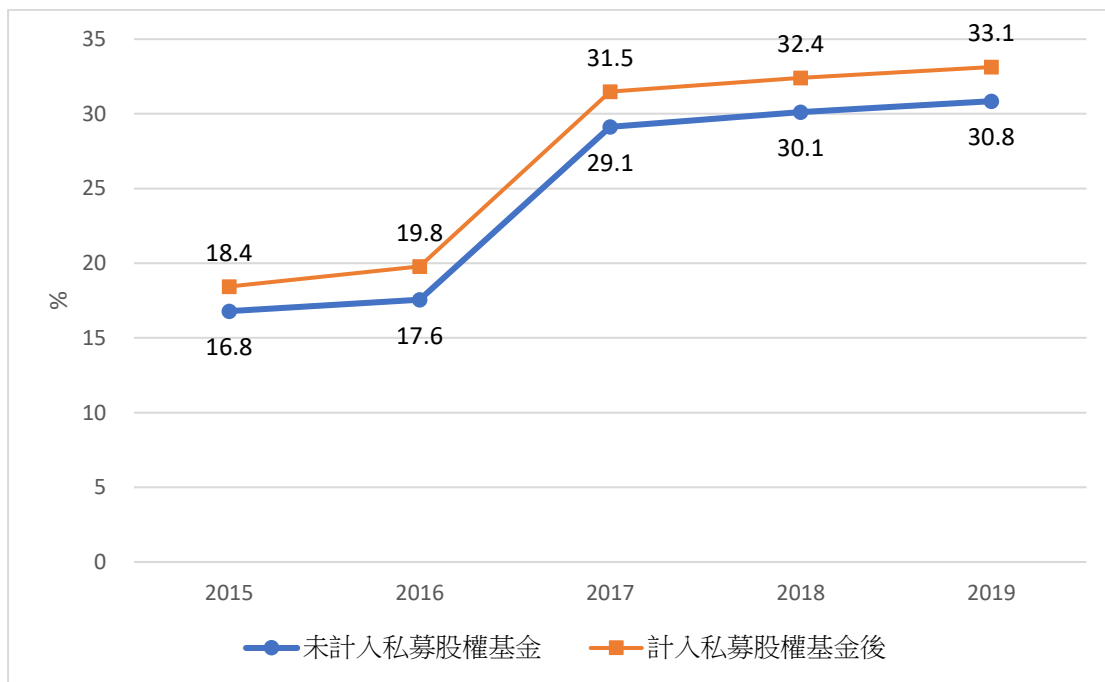
然而，如同前述所提，現今 P2P、私募股權基金等雖未列入當前中國大陸之直接金融中，未來若數據完整時仍有可能計入，加上私募股權基金為各界所關心的提升一國直接金融方式，故本研究計畫仍嘗試將中國大陸之私募股權部分加以計算，觀察對中國大陸直接金融比重之影響。根據中國證券投資基金業協會統計，截至 2015 年 12 月底，基金業協會已登記私募基金管理人 25,005 家。已備案私募基金 24,054 隻，認繳規模 5.07 萬億元，實繳規模 4.05 萬億元。其中 19,219 隻是 2014 年 8 月 21 日《私募投資基金監督管理暫行辦法》發佈實施後新設立基金，其中為私募股權基金之認繳規模約為 2.8 兆元人民幣，而至 2019 年 12 月底，私募股權基金共有 28,490 只，規模則為 8.59 兆元人民幣，於 2015 年至 2019 年間，私募股權基金成長快速，年均成長率達 32.3%，若進一步將歷年基金規模加至直接金融中，以 2019 年為例，可得直接金融占比將由 30.8% 增至 33.1%，如圖 4-4 和圖 4-5 所示。

由圖 4-5 可知，將私募股權基金規模增至直接金融當中時，大體上將推升直接金融占比約 1.6% 至 2.4%，隨著私募股權基金規模成長速度越高，對直接金融影響也越大，然而因現階段中國大陸之私募股權基金規模尚低，即使將私募股權基金之金額納入直接金融占比重新計算中，對提高直接金融之幅度仍相對有限。



資料來源：中國證券投資基金業協會，取自 <http://www.amac.org.cn/researchstatistics/report/zgsmjhhysjbg/index.html>，本研究整理。

圖 4-4 中國大陸之私募股權基金數量和規模



資料來源：本研究整理。

圖 4-5 中國大陸之直接金融是否列入私募股權基金之比較

二、韓國

據陳善昂(2007)和韓國金融投資協會(2014)之研究指出，韓國政府自 1960 年代以計畫經濟方式施行趕超型發展策略，為了籌集所需資金遂執行相關政策將資金透過銀行廣泛地引導到需要培育的行業，故韓國的金融制度原先為政府直接控制金融體系之銀行主導式體系，但在政府主導的金融體系下，金融機構的不良貸款在一系列企業破產的情況下快速累積，引發 1997 年韓國的金融危機，也因此，韓國銀行開始將獲利性列為首要考量因素，並將放款對象由企業轉向住家，這促使韓國企業利用直接金融管道籌募資金。

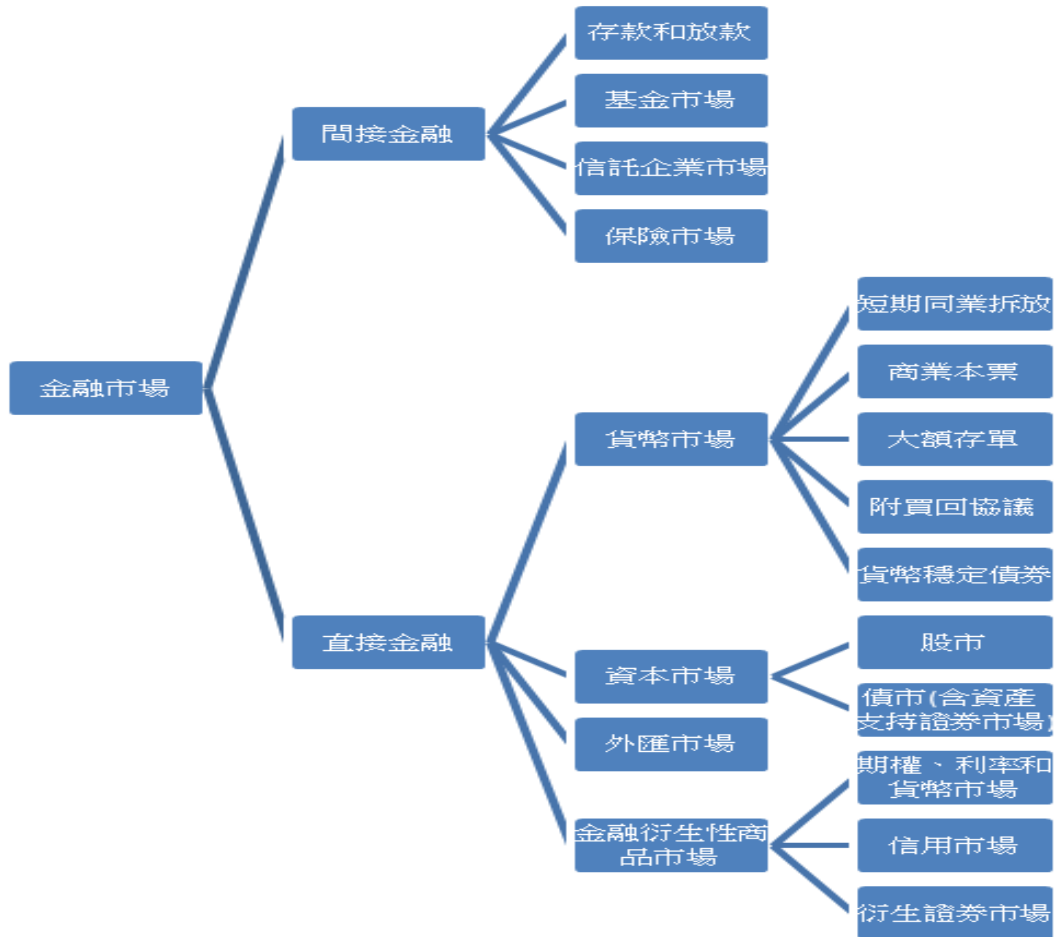
與此同時，大型金融機構開始整併、更廣泛的金融服務伴隨興起，外人資本在資本市場開放下也進入國內金融產業，新金融商品也更為普遍，現階段韓國資本市場的發展策略主要包含金融產業中的平衡成長、創新公司興起和私人持有的閒置資金透過資本市場導引至產業資本之管道，以及外人投資者更高度的直接參與債券市場。此外，韓國的銀行機構仍占金融市場大多數比重，原因在於金融產業的企業分工原則給予其保護、政府提供銀行信用保證等。

另依據韓國央行分類，¹²韓國之直接金融市場包括貨幣市場、資本市場、外匯市場和金融衍生性商品市場，間接金融則涵蓋存款和放款、基金市場、信託企業市場與保險市場，如圖 4-6 所示並摘述直接金融市場內涵如下：

- ✓ 貨幣市場-通常交易在一年內到期的金融工具以維持短期資金的供需平衡，相關工具包含包括商業本票(commercial paper, CP)，定存單(certificates of deposit, CD)，附買回協議 (repurchase agreements, RP)，貨幣穩定化債券 (monetary stabilization bonds, MSB) 和擔保票據 (cover bills, CB)。
- ✓ 資本市場-指發行和交易諸如股票和債券之類的籌集長期資金手段的市場，亦包含包括新興的資產支持證券市場。在股票次級市場又可分為韓國店頭市場 (KOSDAQ) 與自由板市場 (Free Board)；債券次級市場則分為有價證券市場 (face-to-face market) 與場外交易市場 (off-board market)。
- ✓ 外匯市場-是外幣購買者和供應商之間進行定期或連續外匯交易的場所。然而，外匯市場通常指銀行間市場，因為此一市場為確定基本匯率之場所。

¹² Bank of Korea, 「Financial Markets」, <https://www.bok.or.kr/eng/main/contents.do?menuNo=400098> (accessed on February 27, 2020).

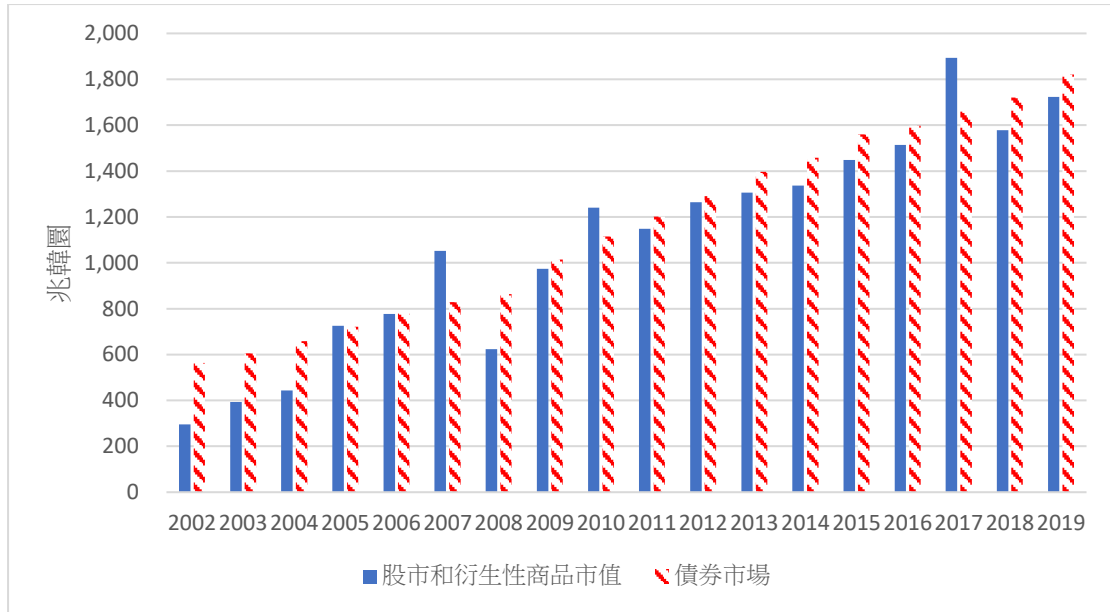
- ✓ 金融衍生性商品市場-為能降低基礎資產價值變動風險之金融衍生商品得以交易的場所，主要包括股票，利率和貨幣衍生商品市場，以及信用衍生產品市場和衍生產品相關證券市場。



資料來源：Bank of Korea，本研究重新整理繪製。

圖 4-6 韓國之直接金融和間接金融分類

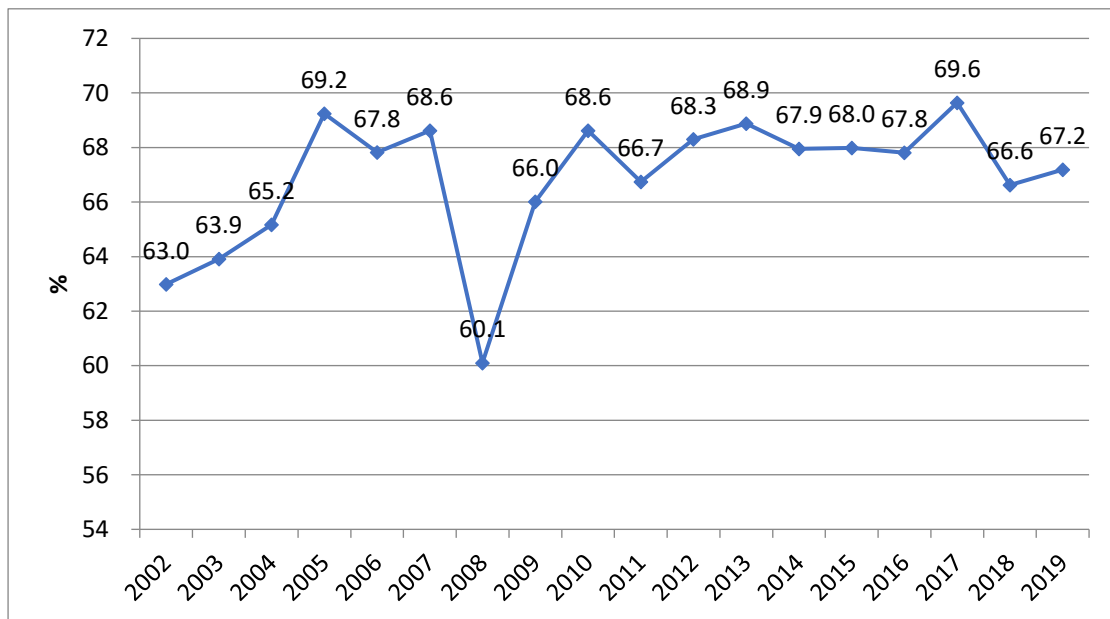
根據前述分類，本研究依韓國國家統計廳（Korean Statistical Information Service, KOSIS）之統計數據（銀行授信、股市和衍生性商品市場市值和各類債券餘額），可彙整股市和衍生性商品市場市值和各類債券餘額之歷年趨勢（圖 4-7），並進一步計算韓國之直接金融占比如圖 4-8 所示。由圖圖 4-8 可知，韓國直接金融在股市和衍生性商品市場以及債券市場（主要為政府債券）持續成長下，於 2002 年至 2019 年間直接金融比重大體維持在 60% 以上，其中於 2008 年時因美國次貸風暴引發之全球金融危機，促使股市和衍生性商品市場價值大幅下跌，導致韓國直接金融比重有較為顯著的修正。



資料來源：韓國國家統計廳，取自

https://kosis.kr/eng/statisticsList/statisticsListIndex.do?menuId=M_01_01&vwcd=M_T_ETITLE&parmTabId=M_01_01#M2_5_1.4，本研究整理。

圖 4-7 韓國之直接金融存量變化



資料來源：韓國國家統計廳，取自

https://kosis.kr/eng/statisticsList/statisticsListIndex.do?menuId=M_01_01&vwcd=M_T_ETITLE&parmTabId=M_01_01#M2_5_1.4，本研究整理。

圖 4-8 韓國之直接金融占比

就韓國之資本市場制度變革方面，依吳家興(2009)、韓國金融投資協會(2014)和 Jong et al. (2015)之研究，為了進一步發展資本市場，韓國於 2007 年 7 月 3 日

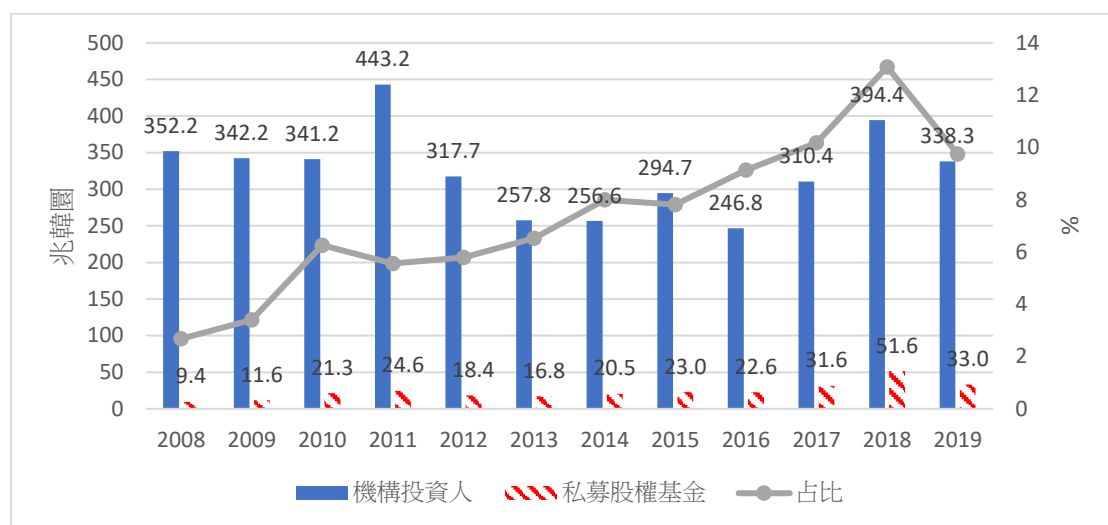
通過《金融投資服務暨資本市場法》(Financial Investment Services and Capital Markets Act, FSCMA) (通稱「資本市場整合法」), 整合原來的「證券交易法」、「期貨交易法」、「間接投資資產管理企業法」、「信託業法」、「綜合金融公司法」、「韓國證券期貨交易所法」等六部資本市場相關法律, 並於 2009 年 2 月 4 日施行。其中私募股權基金 (Private equity funds, PEFs) 係始於 2004 年「間接投資資產管理企業法」, 且成立初期大部分的有限合夥人為金融機構與退休基金 (2005 年時約有八成以上), 然而, 隨著時間經過之下, 有限合夥人的組成亦持續演變, 一般企業投入的資本逐步增加, 由 2004 年的 11% 增加到 2010 年的 30%。

傳統上, 韓國的私募股權投資活動分為兩部分: 創投基金 (venture capital) 投資早期和初創企業, 而 PEFs 則投資已建立的企業。然而, 最近, 越來越多的基金將自己重新定位為私募基金, 並投資於更成熟的企業, 特別是自 2009 年以來尤其如此。2015 年則將創投基金與 PEFs 加以劃分, 有不同的監管架構。2008 年 11 月, 韓國金融監管機構決定放寬 PEFs 必須擁有一家大型公司 10% 以上股份才能參與其管理之規定, 使 PEFs 能像其他外國對沖基金, 能夠參與對擁有少數股份公司的治理, 同時也放寬對 PEFs 的貸款規定, 以允許它們能如同對沖基金一般, 借貸高達其淨資產 4 倍的貸款。¹³

進一步觀察 PEFs 在韓國股市中的重要性, 由韓國國家統計廳之統計資料, 於股市中交易之機構投資人主要包含金融投資公司 (Financial Investment Companies)、保險公司、投資信託 (Investment Trusts)、私募股權基金、銀行其他金融機構 (Other Financial Institutions) 與退休基金, 而機構投資人於股市之買進總值由 2008 年之 352.1 兆韓圓, 降至 2019 年之 338.3 兆韓圓, 賣出總值則由別 318.3 兆韓圓上升至 332.9 兆韓圓; 而私募股權基金在這期間之買進總值由 9.4 兆韓圓升至 33 兆韓圓, 賣出總值自 8.9 兆韓圓升至 36.5 兆韓圓, 占整體機構投資人之比重則約為 2% 至 14%, 如圖 4-9 及圖 4-10 所示, 相對來說占比並不高。若以股市占韓國直接金融占比大約 30% 計算, 私募股權基金對韓國直接金融之

¹³ Song (2015), "The role of private equity in the evolving financial system", https://www.kcmi.re.kr/en/report/report_view?report_no=617; Song (2018), "Korea's PEF Regulation Overhaul and Its Implications", https://www.kcmi.re.kr/en/publications/pub_detail_view?year=2018&zcd=002001017&zno=1427&cn=5057; BusinessKorea, "Korea's Financial Regulator to Ease Rules on Private Equity Funds", <http://www.businesskorea.co.kr/news/articleView.html?idxno=25321> (accessed on February 27, 2020).

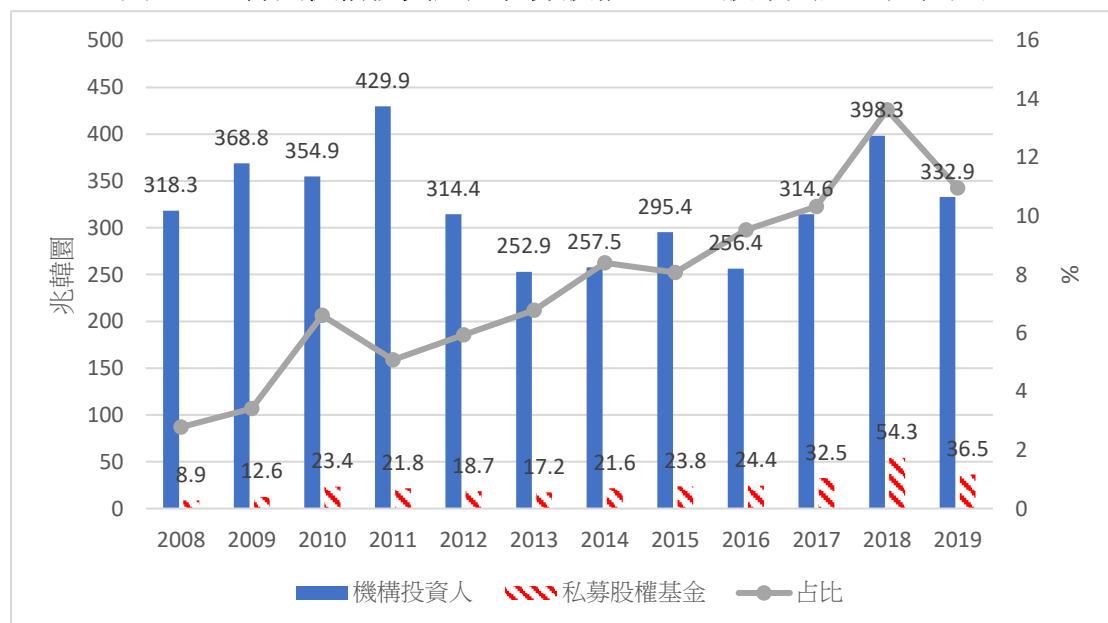
影響大約為 3%。



資料來源：韓國國家統計廳，取自

https://kosis.kr/eng/statisticsList/statisticsListIndex.do?menuId=M_01_01&vwcd=M_T_ETITLE&parmTabId=M_01_01#M2_5_1.4，本研究整理。

圖 4-9 韓國機構投資人與私募股權基金之股市買進總值和占比



資料來源：韓國國家統計廳，取自

https://kosis.kr/eng/statisticsList/statisticsListIndex.do?menuId=M_01_01&vwcd=M_T_ETITLE&parmTabId=M_01_01#M2_5_1.4，本研究整理。

圖 4-10 韓國機構投資人與私募股權基金之股市賣出總值和占比

三、香港

英國的《普通法》體系為現代資本市場運作的基礎，其法制精神、仲裁信譽

等對金融中心至關重要，¹⁴而香港承襲英國法制，就市場國際化、自由化及其作為前進中國大陸的中繼站，故能吸引各地的公司赴港上市及國際資金的進駐。(王琦樺，2009) 香港證券市場的構成主要包括股票市場、衍生工具市場、基金市場和債券市場，其中以股票市場為重要組成(許坤源，2006；臺灣經濟新報，2013)，同時香港資金流動不設限制，也沒有資本增值稅或股息稅。¹⁵

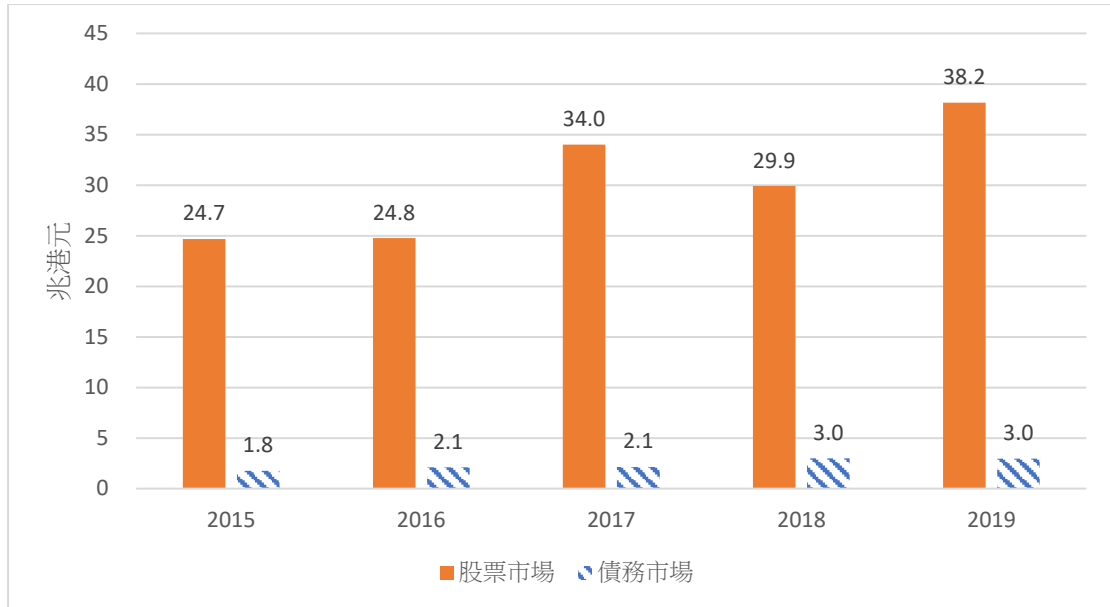
依據香港金融管理局¹⁶之統計，資本市場包含債務市場與股票市場，2015年至2019年，香港股票市值由24.7兆港元增至38.2兆港元，年均成長率為13.7%，而債務市場僅由1.8兆港元增至3兆港元，年均成長率為11.5%，如圖4-11所示，因此香港之直接金融包括股票市場與債務市場(港元債務市場、外匯基金票據及債券以外的新發行債務工具)等；在間接金融方面，則包含所有認可機構的貸款及墊款，涵蓋貨物的貸款出入口及轉口融資、香港境外的商品貿易融資、在香港使用的貸款¹⁷、其他在香港境外使用的貸款和其他使用地區不明確的貸款。

¹⁴ 陶冬，「香港的金融中心地位會動搖嗎？」，《今周刊》，2020年1月21日，<https://www.businesstoday.com.tw/article/category/154685/post/202001210019/%E9%A6%99%E6%B8%AF%E7%9A%84%E9%87%91%E8%9E%8D%E4%B8%AD%E5%BF%83%E5%9C%B0%E4%BD%8D%E6%9C%83%E5%8B%95%E6%90%96%E5%97%8E%EF%BC%9F>(最後瀏覽日期：2020年1月31日)。

¹⁵ 香港貿發局，《香港主要服務業概要》，http://info.hktdc.com/main/si/spsect_c.htm(最後瀏覽日期：2020年12月8日)。

¹⁶ 香港金融管理局是香港的中央銀行機構，主要職能有4項，分別為在聯繫匯率制度的架構內維持貨幣穩定、促進金融體系(包括銀行體系)的穩定與健全、協助鞏固香港的國際金融中心地位，包括維持與發展香港的金融基建，以及管理外匯基金。

¹⁷ 在香港使用的貸款是指對香港的經濟活動有直接影響的貸款。這一般視乎該筆貸款是否由香港提供或在香港支付，以及客戶的主要業務所在地而定。



註：

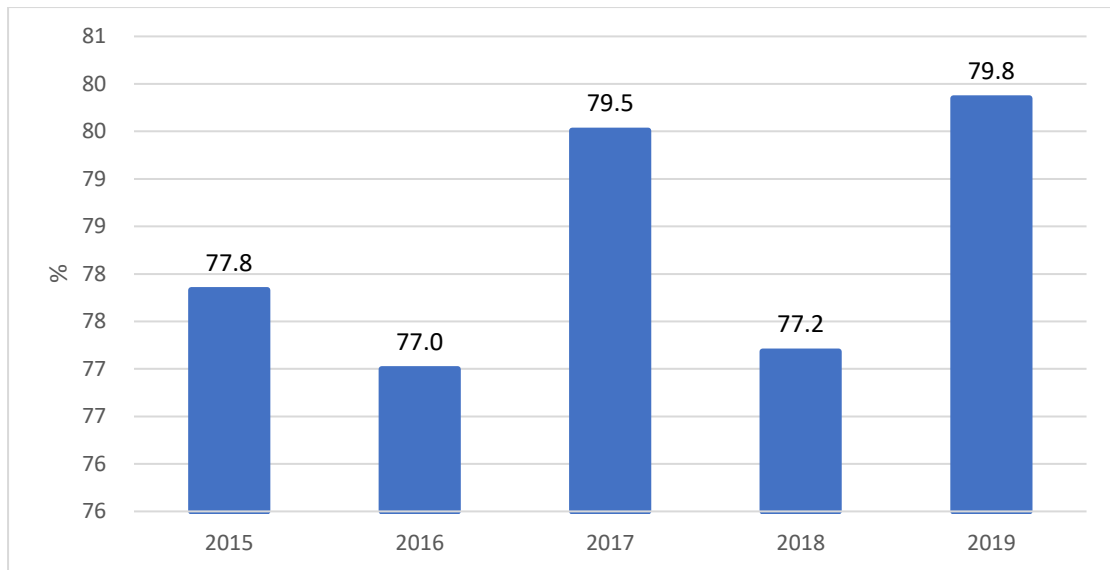
1. 債務市場包含外匯基金票據及債券¹⁸、其他債務工具與外匯基金票據及債券以外的新發行債務工具。
2. 股票市場包含主板及創業板，不包括房地產投資信託基金所籌集的資金，因其被歸納為信託基金一類。

資料來源：香港金融管理局，取自 <https://www.hkma.gov.hk/chi/data-publications-and-research/data-and-statistics/monthly-statistical-bulletin/>，本研究整理。

圖 4- 11 香港資本市場統計

進一步運用各項直接金融和間接金融數據，計算香港直接金融占比，如圖 4-12 所示。由圖中可知，香港在國際化之下，直接金融占比均在 75%以上，表示企業籌資大多利用市場進行，而非銀行機構，充分展現市場主導式之金融體系。

¹⁸ 外匯基金票據及債券是金管局發行的港元債務證券，屬於香港特別行政區政府記入外匯基金帳目內的直接、無抵押及無條件的一般負債，與政府所有其他無抵押負債享有同等權益。外匯基金票據及債券發行計劃確保市場有大量優質的港元債券，以供作為買賣、投資及流動資金管理的工具。在金管局設有港元結算戶口的銀行，可憑所持的外匯基金票據及債券(和其他合資格證券)作抵押品訂立回購協議，透過貼現窗向金管局借取隔夜港元流動資金。



資料來源：香港金融管理局，本研究整理。

圖 4-12 香港直接金融占比

其次，就推動資本市場方面，香港金管局就投資基金相關制度、基建融資、企業財資中心及綠色債券市場等面向，進一步提升香港金融平臺的競爭力，例如香港金融管理局於 2016 年成立基建融資促進辦公室 (IFFO)，建立基建融資之交流平臺；積極推動綠色金融、開拓債券和項目融資市場，香港金融管理局支持和配合特區政府發展綠色金融，除了配合特區政府籌備 1,000 億港元的政府綠色債券發行計劃，並鼓勵發行機構參與政府去年推出的綠色債券資助計劃和香港的綠色金融認證服務。另一方面，香港證監會就可持續的金融發展制訂策略框架，其中一項是與聯合交易所有限公司 (聯交所) 合作，以加強上市公司的環境資訊披露，並對非中央結算的場外衍生工具施加保證金規定，目的在於降低系統性市場風險。容許持牌或註冊證券經紀行擔任私人開放式基金型公司的保管人，並擴大私人開放式基金型公司的投資範圍至涵蓋貸款及香港私人公司的股份和債權憑證，鼓勵更多私人基金在香港成立。(香港金融管理局，2019；證券及期貨事務監察委員會，2020)

四、新加坡

新加坡自 1965 年獨立以來，整體經濟經歷持續的高速增長，特別是金融部門，在法律制度和租稅制度上亦採用英國制度。資本市場發展約自 1970 年代初期設立新加坡證券交易所後開始發展，1999 年 12 月新加坡證券、衍生性商品及交割結算等公司進行整併，成立新加坡交易所（SGX，簡稱新交所），成為亞太地區第一個整合型交易所。同時基於此一經濟情勢，新交所透過推動突顯國家優勢、與新加坡政府機構攜手建立產業生態環境、深化特定產業發展以及實現企業持續增長等四大戰略，從過往至今，亦成功推展海事、金融、房地產投資信託與醫療等產業區塊¹⁹，目前，新加坡交易所主要分為主板市場（Main-Board）、凱利板（Catalist）及 Global Quote（報價系統）。凱利板係專為中小型企業籌資需求設立，是給予一些新興的、增長性較高的企業，管理模式則是用保薦人來做監管的市場模式。（黃仁宏，2009；魏寶生，2010；莊上逸，2018；李晞禔，2020）

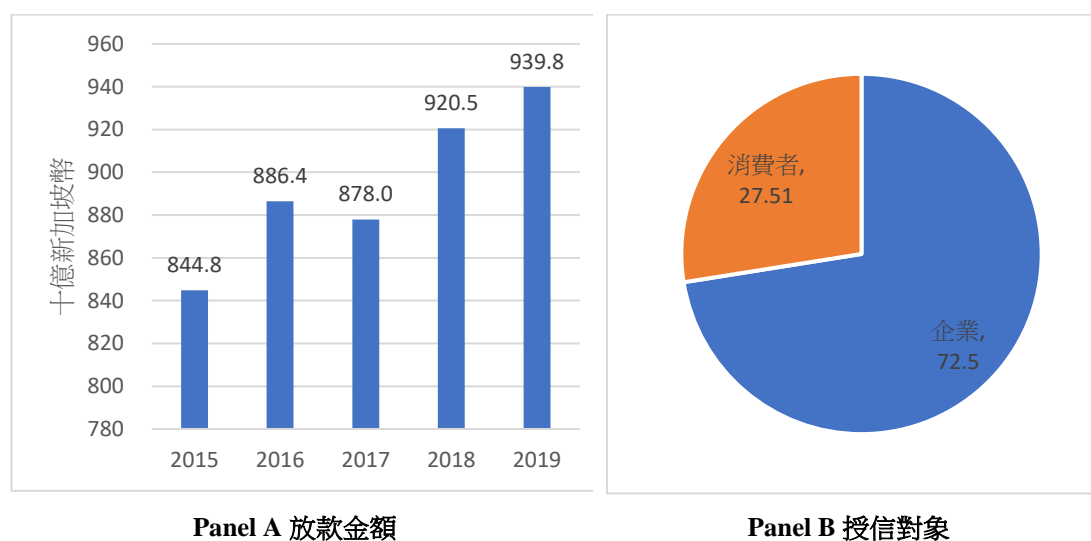
新加坡資本市場國際化程度高，在新交所掛牌的上市公司中，有四成註冊地在海外且占整體市值達五成，外國投資者參與誘因與自由程度項目突出，顯示新加坡金融環境適合外國人士投入該金融市場，現階段亦開放雙層股權（Dual Class Structure）公司上市，成為繼香港之後，亞洲第 2 家開放採雙層股權公司可申請第一上市之交易所。在與其他交易所之合作方面，2013 年新交所和中國證券監督管理委員會聯合推出直接上市框架（Direct Listing Framework），開通中國大陸境內註冊公司前往新加坡掛牌上市的管道。於 2017 年，新交所與納斯達克交易所建立共同上市協議；2018 年，新加坡交易所與美國納斯達克搭建起雙向合作機制，鼓勵科技企業在新加坡交易所先做上市融資，待逐漸壯大和時機成熟之際，再轉向美國發展。另外為提高企業於新加坡上市之誘因，新加坡金融管理局於 2019 年 2 月推出新加坡資本市場津貼（Grant for Equity Market Singapore, GEMS）計畫，於未來三年將撥款 7,500 萬新加坡幣，以吸引更多公司到新加坡上市。政府資助公司 20% 的上市費用，而新興科技領域公司則可獲得 70% 的津貼，同時也將資助股票分析師的部分薪水，以推動整個股市研究領域的發展。²⁰整體而言，

¹⁹ 張江，「新加坡資本市場如何扶持新興企業發展」，《每日頭條》，2019 年 8 月 12 日，<https://kknews.cc/finance/zp8pkrl.html>（最後瀏覽日期：2020 年 3 月 6 日）。

²⁰ 駐新加坡台北代表處經濟組，「吸引企業掛牌和上市 新加坡將撥款資助」，《經貿透視雙周

新交所鼓勵和支持符合條件的企業藉由 IPO 融資，亦接受尚未盈利和採用雙層股權結構的企業，政策主管當局也積極推動相關政策吸引企業上市。(林建甫和吳孟道，2013；莊上逸，2018；張江，2019)

另外就債券市場方面，新加坡債券市場可分為集中交易市場及店頭市場二者，由政府債券(government securities)、民間體系債券(private sector bonds)及亞洲貨幣債券 (Asian dollar bonds)所組成。過去新加坡政府發行公債，一發行就被金融機構購買，接著即持有到到期日，表示流動性並不足夠(黃仁宏，2009；臺灣證券交易所，2018)。同時新加坡政府在債券市場的基礎建設上仍有發展空間，政府計畫未來透過債務為大型基礎建設提供資金，將可推動新加坡基礎建設債券市場發展，並有助於建立基礎建設融資中心地位²¹，是故，從各項資料和新加坡金融管理局統計數據，新加坡直接金融主要包括股票市場與債券市場(特別是政府債券)，間接金融則為銀行授信。以2019年為例，銀行放款金額約為9,398億新加坡幣，相較2015年成長約11%，授信對象以企業為主，約占72%，如圖4-13所示。



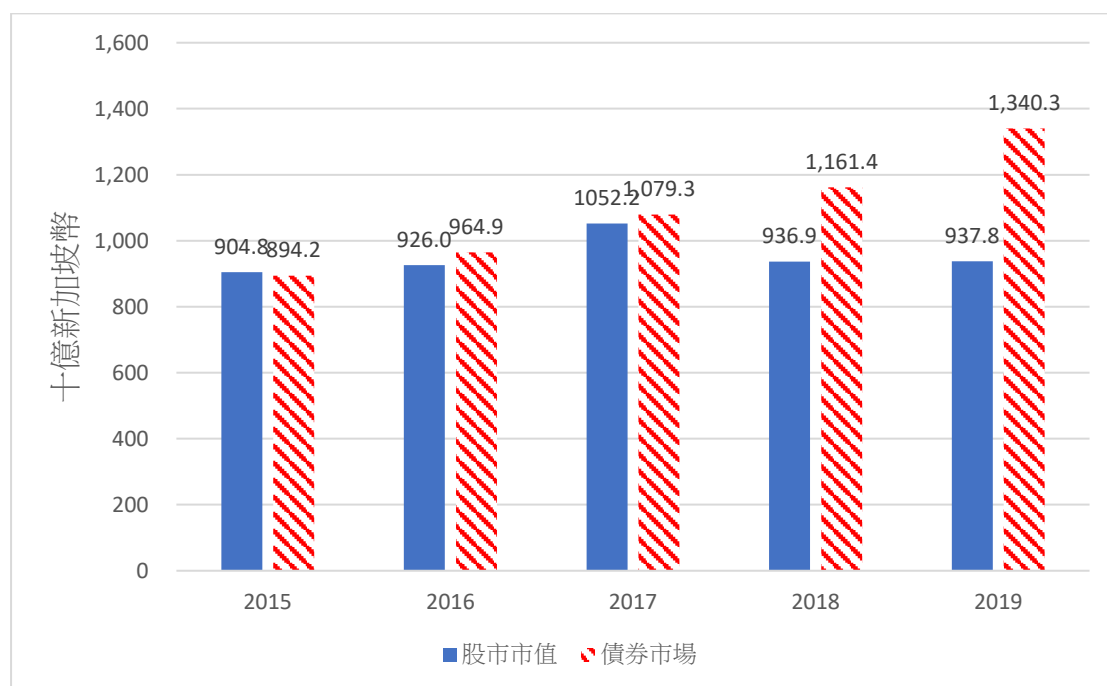
資料來源：新加坡金融管理局，本研究計算整理。

圖 4-13 新加坡銀行放款金額與授信對象

刊》，2019年1月30日，<https://www.trademag.org.tw/page/itemsd/?id=741090&no=47>(最後瀏覽日期：2020年3月6日)。

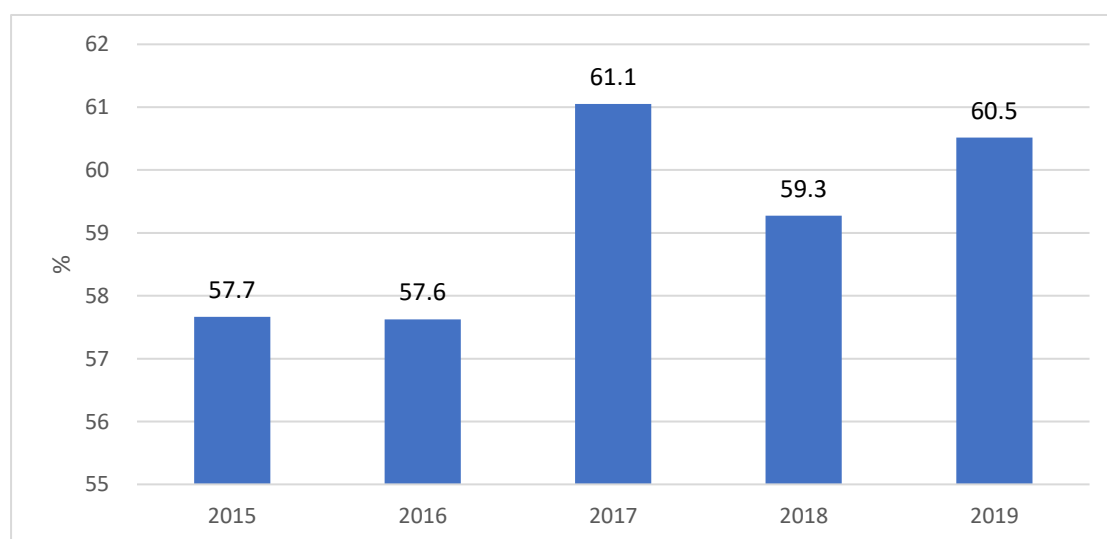
²¹ 駐新加坡台北代表處，「新加坡政府計畫透過發行債券為大型基礎建設提供資金」，《每日頭條》，2019年3月2日，<https://www.roc-taiwan.org/sg/post/21759.html>(最後瀏覽日期：2020年3月6日)。

另外在直接金融之股市和債市方面，新加坡股市市值超過 9,378 億新加坡幣，2019 年相對 2015 年成長約 3.7%，而債券市場在政府債券發行總額快速成長下，整體市值已達 1.3 兆新加坡幣，2019 年相對 2015 年成長約 5%，如圖 4- 14 所示。依據相關數值，可計算新加坡之直接金融占比如圖 4- 15 所示，大體上新加坡之直接金融占比在 60%之上。



資料來源：新加坡金融管理局，本研究計算整理。

圖 4- 14 新加坡之股市市值與債券市場



資料來源：新加坡金融管理局，本研究計算整理。

圖 4- 15 新加坡之直接金融占比

五、日本

日本的經濟發展進程係由計劃經濟朝向市場導向型經濟，於計劃經濟時期係以追趕先進國家經濟為政策目標，在此背景下，日本金融市場長久以來一直深受政府的管制，日本中央銀行（Bank of Japan）對銀行信貸體系實行窗口指導，並決定銀行應將資金貸給誰以及放款金額為何，由政府進行資源的配置和決策，也因而日本企業的融資來源主要為銀行，從其他管道籌資的比低甚低。當時唯一的自由市場為股票市場，民眾與銀行能透過股票形式投資企業，但實際上規模不大且有許多管制，例如 70 年代政府要求大企業發行股票時實施穩定分紅政策，導致股票成為近似於固定配息的證券，進而提高企業的籌資成本。²²除了銀行借款及發行股票籌資外，企業舉債亦為另一種方式，只是當時企業債被視同為銀行貸款，當企業準備發行債券，必須指定它的主要業務往來銀行（後稱主銀行”）作為債券託管公司負責監管債券抵押物，從事與債券發行有關的工作、組織債券持有者會議等，且企業債券的購買者也通常是主銀行，因而為另一形式的銀行貸款。

23

此一「護衛船隊」(envoy fleet) 式²⁴的金融政策，使企業和主銀行間的交叉持股關係密切，讓企業得以在政府的指導下透過銀行貸款取得資金，也因主銀行通常為企業的最大債權人和股東，因而有著較強的監管誘因，同時也代表著企業的資金來源無虞，此類推助經濟成長所採取的傾斜式產業發展、信用分配政策等²⁵，由此形成的間接金融依賴型結構存續至 90 年代，個人金融資產的多樣化和

²² 陳漢達（2006），「日本金融制度之研究」，公務出國報告資訊網，<https://report.nat.gov.tw/ReportFront/ReportDetail/detail?sysId=C09500111>；劉兆隆（2007），「日本企業融資與治理結構的分析」，*全球政治評論*，29(20)，25-52，[https://www.airitilibrary.com/Publication/alDetailedMesh?docid=17263786-200710-201011030068-25-51](https://www.airitilibrary.com/Publication/alDetailedMesh?docid=17263786-200710-201011030068-201011030068-25-51)；謝學如（2009），「日本金融大改革及對我國之啟示」，*經濟研究*，9，125-154，<https://www.airitilibrary.com/Publication/alDetailedMesh?docid=17263786-200710-201011030068-201011030068-25-51>；神宮健（2010），「日本資本市場開放的教訓對中國的啟示」，<https://reurl.cc/WLrX89>（最後瀏覽日期：2020年4月8日）。

²³ 山內靜弘，「日本的金融改革及其對中國的借鑒意義」，<https://www.drc.gov.cn/old/ndhy/20170707/370-1314-2893909.htm>（最後瀏覽日期：2020年5月8日）。

²⁴ 指日本政府為確保對金融機構的有效控制，在金融領域嚴格限制競爭，並對金融機構實行保護政策。

²⁵ 山內靜弘，「日本的金融改革及其對中國的借鑒意義」，<https://www.drc.gov.cn/old/ndhy/20170707/370-1314-2893909.htm>（最後瀏覽日期：2020年8月8日）；劉兆隆（2007），「日本企業融資與治理結構的分析」，*全球政治評論*，29(20)，25-

證券市場動能以及培育創投等均落後，風險過度集中於各金融機構，在日本於戰後期間的經濟動能確實受惠於該等間接金融體制，但也造成阻礙金融和資本市場健全發展的負面效果。然而，隨著經濟成長減緩、企業籌措資金需要降低，以及民眾積累的儲蓄在高度管制的金融體系下已無能滿足所需的金融服務，加上日本股市熱絡、股價上揚，也導致企業傾向透過股權融資取代銀行借貸，並且國際間亦要求日本開放市場以促進金融自由化，相關因素鼓勵日本進行金融大改革（Big Bang），進而帶直接金融發展²⁶。

據相關研究指出²⁷，日本之間接金融主要包含金融機構持有的證券，以及對非金融部門的放款，而直接金融則涵蓋貨幣市場裡的回購或債券回購協議、商業本票（CP）、可轉讓存單（CD）、融資票據（financing bills, FBs）和國庫券（Treasury bills, TB）；股票市場則由原先八個交易所，經陸續整併後現為五個交易所，且交易主要集中在東京證券交易所；再者，債券市場的債券種類眾多，包含國債、地方債、政府保證債、財投機關債²⁸等政府債券，以及普通社債、資產擔保型社債與轉換社債（CB）等公司債，另外也計入衍生性金融商品和員工股票選擇權²⁹。

52，<https://www.airitilibrary.com/Publication/alDetailedMesh?docid=17263786-200710-201011030068-201011030068-25-51>。

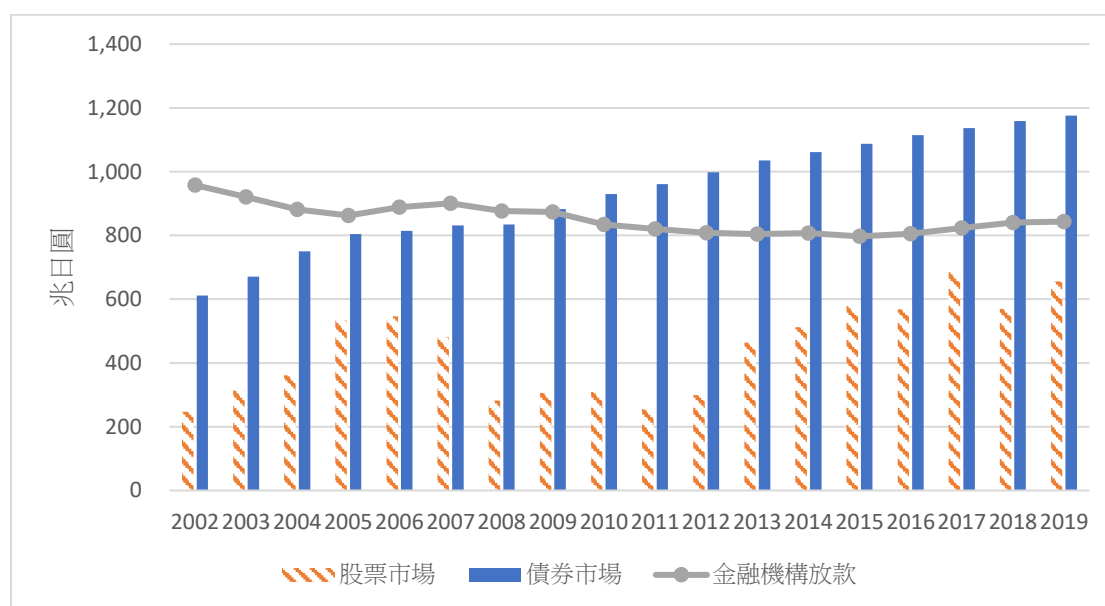
²⁶ 山內靜弘，「日本的金融改革及其對中國的借鑒意義」，<https://www.drc.gov.cn/old/ndhy/20170707/370-1314-2893909.htm>（最後瀏覽日期：2020年8月8日）；謝學如（2009），「日本金融大改革及對我國之啟示」，*經濟研究*，9，125-154，<https://www.airitilibrary.com/Publication/alDetailedMesh?docid=17263786-200710-201011030068-201011030068-25-51>。

²⁷ Thomas F. Cargill, 1988. *The Transition of Finance in Japan and the United States: A Comparative Perspective*. Hoover Institution Press Publication; Beate Reszat (2003). *Japan's Financial Markets: The Lost Decade*. Available at: <https://ssrn.com/abstract=415981> (accessed on Sep. 10, 2020).

²⁸ 財政投融资方案」為政府特別會計，係以國家信用發行「財政投融资特別會計國債」募集資金，透過融資、投資及政府保證等方式，協助公共建設，以及支援新興產業發展所需龐大資金。由於「財投債」之償債來源來自融資回收、利息收入及投資收益，有別於一般會計之歲出以租稅收入為主，屬於資金運用特別會計，因此並不計入一般政府之債務餘額計算，詳見黃明聖及徐振文（2012），「日本政府債務現況與管理」，*當代會計*，13(2)，221-245，<https://www.airitilibrary.com/Publication/alDetailedMesh?docid=16093895-201211-201212050034-201212050034-221-245>；高超洋（2019），「近年日本運用政策性金融機構支援新興產業之經驗」，*國際金融參考資料*，70，45-65，<https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&cad=rja&uact=8&ved=2ahUKEwikmtne4pzsAhXqzIsBHQgKDwwQFjAAegQIAxAC&url=https%3A%2F%2Fwww.cbc.gov.tw%2Ftw%2Fpublic%2FAttachment%2F9341783171.pdf&usg=AOvVaw1KhQMdgcGfuW8Y12SZYNnq>（最後瀏覽日期：2020年8月8日）

²⁹ 臺灣證券交易所，「日本證券市場相關制度」，<https://www.twse.com.tw%2Fch%2Fproducts%2Fpublication%2Fdownload%2F0003000145.pdf&us>

在前述背景下，依據日本銀行之資金循環（Flow of fund）及日本證券業協會統計³⁰，日本股票市場市值（取東京證券交易所市場一部與二部）由 2002 年之 247.4 兆日圓增至 2019 年之 655.9 兆日圓，總成長率為 165%，同期間政府和與公司債的發行餘額則由 611.6 兆日圓上揚至 1176.2 兆日圓，總成長率為 92%，金融機構之放款餘額則自 957.8 兆日圓降至 842.9 兆日圓，表示資金需求者藉由直接金融籌資的情況增加，透過間接金融的情形則降低，如圖 4- 16 所示。此外，依據相關數值，可計算日本之直接金融占比如圖 4- 17 所示，大體上直接金融占比有所提升，於 2019 年時則超過 37%。

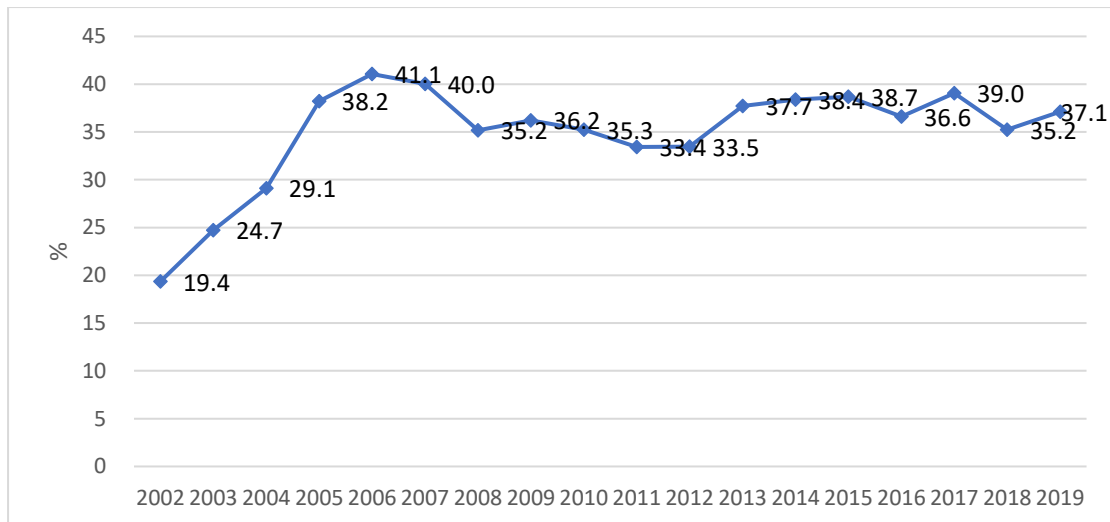


資料來源：日本銀行及日本證券業協會，本研究計算整理。

圖 4- 16 日本之直接金融與間接金融發展趨勢

[g=AOvVaw1BFzynWkpuG-o1lo_mGLy5](https://ssrn.com/abstract=415981) (最後瀏覽日期：2020 年 9 月 8 日)；Beate Reszat (2003). *Japan's Financial Markets: The Lost Decade*. Available at: <https://ssrn.com/abstract=415981> (accessed on Sep. 10, 2020).

³⁰ Bank of Japan, Flow of Funds. Available at: <https://www.boj.or.jp/en/statistics/sj/index.htm/> (accessed on Sep. 10, 2020).



資料來源：日本銀行及日本證券業協會，本研究計算整理。

圖 4-17 日本之直接金融占比

六、英國

倫敦為英國金融市場的主要中心，數個世紀以來，倫敦一直是全球貿易中心，為國內工業和商業的國際貿易提供服務³¹。然而在第一次及第二次世界大戰期間，英國損耗大量物資，歐洲最大的倫敦證券交易所於戰爭期間亦關閉，造成其世界金融中心的領導地位逐漸被紐約取代，而美國於 1944 年 7 月推動的「布雷頓森林體系」使美元成為國際主要通貨，則確立美國取代英國成為全球金融中心之領導地位³²。

為了重新取回金融中心之領導權，英國於 1986 年和 1990 年分別針對金融自由化與混業監管體系進行重大金融改革。1983 年前，英國證券業實行分業經營，證券承銷、證券經紀和自營等業務分立，且證券經紀實行固定佣金制，導致金融市場缺乏動能和競爭力，此一情況不利於推動自由化改革。故英國國會於 1986 通過金融服務法（Financial Services Act 1986），效法美國紐約證交所廢除「最低

³¹ Mimoza Shabani, Judith Tyson, Jan Toporowski, Terry McKinley, 2014. *The Financial System in the UK. Financialisation, Economy, Society and Sustainable Development* (accessed on Sep. 20, 2020).

³² 高小真及蔣星輝（2007），「英國金融大爆炸與倫敦金融城的復興」，中國證監會，<https://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/fztzl/fyjb/201405/FP020140528519445468892.pdf&usg=AOvVaw2vdn-ClsGT5VoB7pzORLI>；吳宛怡及王宏瑞（2011），「證券交易市場之回顧、演進與展望（上）」，*證券暨期貨月刊*，29(10)，17-28，<https://www.airitilibrary.com/Publication/alDetailedMesh?docid=17263786-200710-201011030068-201011030068-25-51>（最後瀏覽日期：2020 年 9 月 28 日）。

固定佣金」制度，讓交易依服務品質自行訂價，且亦廢止「證券經紀商與自營商功能必須分離」、「會員不得為公司組織」等制度³³。在前述改革之下，英國金融市場隨著開放和外資進入而日益活絡，惟因金融監管體系複雜，已無法提供健全的監理準則及給予投資人妥適保障，故將原本金融體系之九大管理機關³⁴整合為單一之管理機關，同時將英格蘭銀行的金融監管職能分離出來，使其專注於貨幣政策，成立英國金融服務管理局（Financial Service Agency, FSA），逐步將分散的金融監管職能集中到金融服務管理局（FSA），在統一監管標準後即顯著提升了金融監理效率³⁵。

然而隨著金融全球化日益加深，至 2008 年美國次級房貸事件引發的全球金融風暴，除了造成英國金融業受到嚴重衝擊外³⁶，也顯現出其規劃由英國財政部、英格蘭銀行及金融服務管理局（FSA）三方共同治理之金融監理制度無法發揮功能³⁷，因而有必要進行制度修正，故於英格蘭銀行下新設金融政策委員會

³³ 高小真及蔣星輝（2007），「英國金融大爆炸與倫敦金融城的復興」，中國證監會，<https://www.csrc.gov.cn/2Fpub/2Fnewsite/2Fztzl/2Fyjbjg/2F201405/2FP020140528519445468892.pdf&usg=AOvVaw2vdn-ClsgtT5VoB7pzORLI>；吳宛怡及王宏瑞（2011），「證券交易市場之回顧、演進與展望（上）」，*證券暨期貨月刊*，29(10)，17-28，<https://www.airitilibrary.com/Publication/alDetailedMesh?docid=17263786-200710-201011030068-201011030068-25-51>（最後瀏覽日期：2020 年 9 月 28 日）。

³⁴ 分別為建築融資互助社委員會、互助社委員會、貿易與工業部保險業委員會、投資管理監理組織、個人投資局〈主管零售投資業務〉、互助社設立登記局〈主管信用機構監管〉、證券期貨管理局〈主管證券及衍生性信用商品業務〉、證券投資委員會〈主管投資業務，包括票據清算與交換〉及英格蘭銀行監理局〈主管銀行監理，包括批發貨幣市場〉等，詳見「英國金融監理概況」，https://www.jcic.org.tw/2Fmain_ch/2FfileRename/2FfileRename.aspx%3Ffid%3D81%26kid%3D1&usg=AOvVaw0zH5jgNlfzIP_MltAUkY9V，財團法人金融聯合徵信中心（最後瀏覽日期：2020 年 9 月 28 日）。

³⁵ 臺灣證券交易所，「英國證券市場相關制度」，<https://www.twse.com.tw/2Fch/2Fproducts/2Fpublication/2Fdownload/2F0003000162.pdf&usg=AOvVaw0WokqdBKVjUWcHiBiMeqHG>；高小真及蔣星輝（2007），「英國金融大爆炸與倫敦金融城的復興」，中國證監會，<https://www.csrc.gov.cn/2Fpub/2Fnewsite/2Fztzl/2Fyjbjg/2F201405/2FP020140528519445468892.pdf&usg=AOvVaw2vdn-ClsgtT5VoB7pzORLI>（最後瀏覽日期：2020 年 9 月 28 日）。

³⁶ 黃淑君（2009），「英國金融市場改革計畫」，中央銀行全球金融危機專輯，<https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&cad=rja&uact=8&ved=2ahUKewjNvpLC743sAhUWiZOKHeYIBS4QFjAAegQIBhAB&url=https%3A%2F%2Fwww.cbc.gov.tw%2Ftw%2Fpublic%2FAttachment%2F02616213071.pdf&usg=AOvVaw0UThpLM1d8ihmvHfowT8OE>（最後瀏覽日期：2020 年 9 月 28 日）。

³⁷ 林芬蘭（2011），「英格蘭銀行因應金融危機之穩定金融措施」，行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書，<https://www.3a.gov.tw/2FReportFront/2FPageSystem/2FReportFileDownload/2FC10003580%2F001&usg=AOvVaw1uDf1b2jfWzDx7ttDADob>（最後瀏覽日期：2020 年 9 月 28 日）。

(Financial Policy Committee, FPC)，作為審慎監理機構，負責監控和應對系統風險；將金融服務管理局(FSA)分拆為審慎監管局(Prudential Regulation Authority, PRA)與金融行為監管局(FCA)。其中，審慎監管局(PRA)，為英格蘭銀行的子公司，主要監管對象係英國銀行、建築協會、信用合作社、保險公司和大型投資公司；金融行為監管局(FCA)則負責監理各類金融機構的業務行為，促進金融市場競爭並保護消費者³⁸。

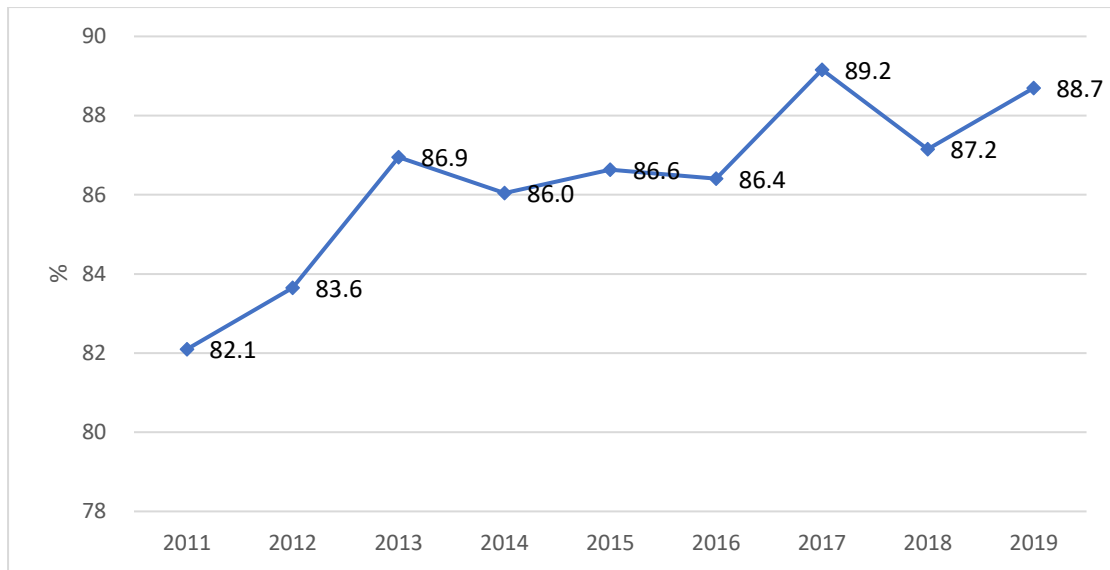
在前述背景下，進一步觀察英國間接金融和直接金融變化。據英格蘭銀行、英國國家統計局(Office for National Statistics, ONS)及臺灣證券交易所統計數據，間接金融主要為金融機構對非金融企業之授信(含英鎊計價及其他貨幣計價)，直接金融則以股市市值及債市市值加以衡量，其中債券市場又分為英國公債市場(Gilts market)和公司債市場。依據相關資料計算，英國直接金融自2011年之82.1%上升至2019年之88.7%，如圖4-18所示，同時根據資誠聯合會計師事務所於2019年3月發布之《全球資本市場2030趨勢報告》(Capital Markets in 2030: The future of equity capital markets)，在2030年，倫敦證交所為企業選擇IPO的前四大交易所之一，僅次於紐約證交所(NYSE)和那斯達克(Nasdaq)³⁹。至於因應新型冠狀病毒疫情之資金流動影響方面，英國企業已從金融市場籌資300億英鎊資金，顯示資本市場和英國政府提出紓困計畫對企業而言至關重要，特別是對大型公司而言，年營業額超過2億英鎊的企業中近一半在股票市場上市，而有90%的企業利用資本市場進行融資⁴⁰，相關資訊均展現英國資本市場對企業作為籌措資金管道之重要性及普遍性。

³⁸ 臺灣證券交易所，「英國證券市場相關制度」，<https://www.twse.com.tw/%2Fch%2Fproducts%2Fpublication%2Fdownload%2F0003000162.pdf&usg=AOvVaw0WokqdBKVjUWcHiBiMeqHG>；林男錡(2013)，「英國金融監理制度之改革」，行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書，

<https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&ved=2ahUKEwir7d3V5I3sAhX7xIsBHbWEDeUQFjABegQIARAB&url=https%3A%2F%2Freport.nat.gov.tw%2FReportFront%2FPageSystem%2FreportFileDownload%2FC10203231%2F001&usg=AOvVaw1eFVbb6y7w5RPewBG1BJ7Y>(最後瀏覽日期：2020年9月28日)。

³⁹ 資誠聯合會計師事務所，「資誠發布《全球資本市場2030趨勢報告》企業至國外IPO最想去紐約、倫敦、香港證交所掛牌」，<https://www.pwc.tw/zh/news/press-release/press-20190312.html>(最後瀏覽日期：2020年10月5日)。

⁴⁰ 中華民國國家發展委員會，「自3月中旬以來英國公司已從金融市場籌資300億英鎊資金」，https://www.gov.tw/News_Content.aspx?n=11&sms=9061&s=403909(最後瀏覽日期：2020年10月5日)。



資料來源：英格蘭銀行、英國國家統計局及臺灣證券交易所，本研究計算整理。

圖 4-18 英國之直接金融占比

七、美國

在第一次及第二次世界大戰後，紐約取代倫敦成為全球金融中心，惟於 1929 年發生的股市崩盤事件，造成投資人的財富遭受嚴重損失，促使美國國會著手建立相關法規制度，例如 1930 年代制訂及頒布證券法（Securities Act of 1933）、銀行法（Banking Act of 1933）、證券交易法（Securities Exchange Act of 1934）、公用事業控股公司法（Public Utility Holding Company Act of 1935）、信託契約法（Trust Indenture act of 1939）。1940 年代則有投資公司法（Investment Company Act of 1940）和投資顧問法（Investment Advisor Act of 1940）等，隨著美國經濟成長與法律架構的建立和修訂，令金融市場亦蓬勃發展。及至安隆、世界通訊等上市公司所引發會計醜聞事件，顯示出既存法規規範中，有關公司治理及證券市場管理架構之缺失，因而催生出企業改革法案（Sarbanes-Oxley Act 2002）⁴¹。

⁴¹ 王秀玲（2001），「美國證券市場百年發展與啟示」，*證券暨期貨月刊*，19(7)，1-13，[https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&cad=rja&uact=8&ved=2ahUKewjg7Jiqhp3sAhUDVpQKHU9YBAAQFjABegQIAhAC&url=https%3A%2F%2Fwww.sfb.gov.tw%2Ffckdownload%3Ffile%3D%2F90%25E5%25B9%25B47%25E6%259C%2588%25E8%25AB%2596%25E8%2591%2597\(1\).pdf%26flag%3Ddoc&usg=AOvVaw1HRXXLnPPzubbffM2NexoDD](https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&cad=rja&uact=8&ved=2ahUKewjg7Jiqhp3sAhUDVpQKHU9YBAAQFjABegQIAhAC&url=https%3A%2F%2Fwww.sfb.gov.tw%2Ffckdownload%3Ffile%3D%2F90%25E5%25B9%25B47%25E6%259C%2588%25E8%25AB%2596%25E8%2591%2597(1).pdf%26flag%3Ddoc&usg=AOvVaw1HRXXLnPPzubbffM2NexoDD)；臺灣證券交易所，「美國證券市場相關制度」，<https://www.twse.com.tw%2Fch%2Fproducts%2Fpublication%2Fdownload%2F0003000162.pdf&usg=AOvVaw0WokqdBKVjUWcHiBiMeqHG>（最後瀏覽日期：2020 年 10 月 5 日）。

2007-2009 年美國次級房貸事件導致全球金融與經濟危機，除了重創美國金融體系外，亦突顯出金融監理體制之脆弱，且美國長久以來低度管理非銀行機構與衍生性金融商品之監理思維也備受挑戰。故美國財政部於 2009 年 6 月公布「金融監理改革計畫」，主要聚焦於改革金融監理機關體制、設立監控系統風險之管理機制、建立大型非銀行金融機構之倒閉處理機制及保護消費者與投資人，雖遭受到過度監管可能危害金融體系創新能力等相關質疑，然最終仍經歐巴馬總統於 2010 年 7 月簽署 Dodd-Frank 華爾街改革與消費者保護法(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)，為自 1930 年代經濟大蕭條以來最大規模之金融改革法案⁴²。

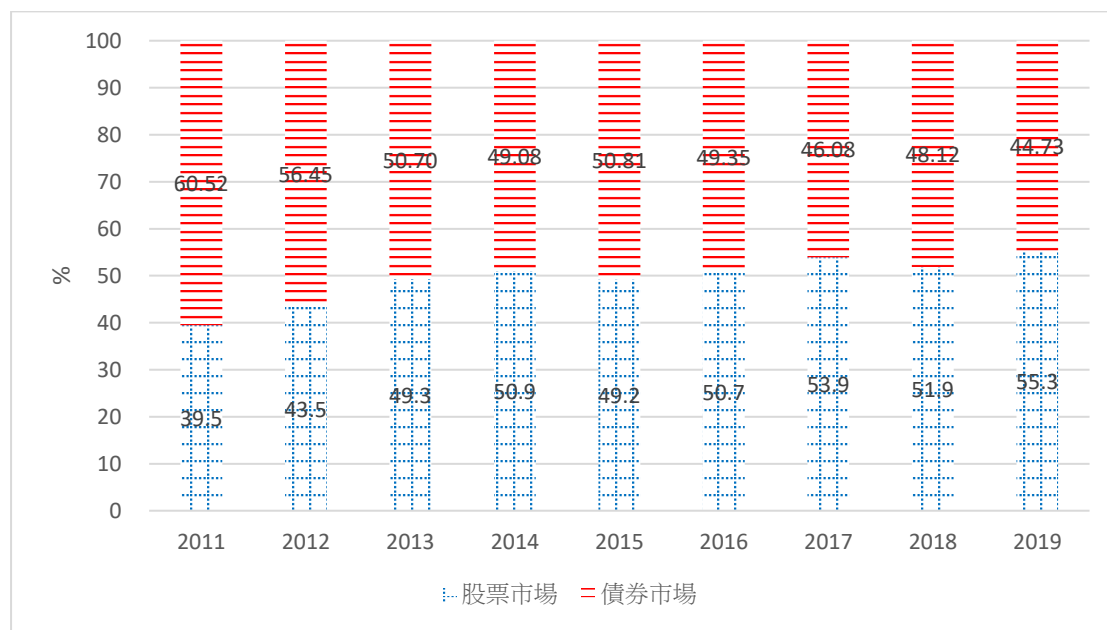
此外，貨幣市場和資本市場是一個國家金融市場的主體，而美國的貨幣市場大體上由美國國庫券 (U.S. Treasury bills, T-bills)、商業票據市場、可轉讓定存單 (Negotiable Bank Certificates of Deposits, NCDs)、附買回交易 (Repurchase Agreements (Repos or RPs))、聯邦基金市場和歐洲美元 (Eurodollars) 所組成。資本市場的工具則包括債券、股票、抵押貸款、金融債券 (Bank Debentures) 及存託憑證 (Depository Receipt)。其中，債券市場可以分成政府債券市場和公司債券市場，而政府債券市場包括中央、地方政府債券和外國政府債券⁴³。

就美國之直接金融占比而言，依據聖路易聯邦準備銀行 (Federal Reserve Bank of St. Louis) 之 FRED 經濟資料庫、證券業暨金融市場協會 (Securities

⁴² WSBI and ESG, 2015. *Financial Systems in Europe and The United States: Structural Differences where Banks Remain The Main Source of Finance for Companies*. Research Paper. Available at <https://www.wsbi-esbg.org/press/latest-news/Pages/EU-US-financing-companies-study.aspx> ; 臺灣證券交易所，「美國證券市場相關制度」，<https://www.twse.com.tw/%2Fch%2Fproducts%2Fpublication%2Fdownload%2F0003000162.pdf&usg=AOvVaw0WokqdBKVjUWcHiBiMeqhG> ; 謝人俊 (2009)，「美國金融監理制度改革方案」，中央銀行全球金融危機專輯，<https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&cad=rja&uact=8&ved=2ahUKEwjNvpLC743sAhUWiZOKHeYIBS4QFjAAegQIBhAB&url=https%3A%2F%2Fwww.cbc.gov.tw%2Ftw%2Fpublic%2FAttachment%2F02616213071.pdf&usg=AOvVaw0UThpLM1d8ihmvHfowT8OE>(最後瀏覽日期：2020 年 10 月 5 日)。蔡德發 (2010)，「美國金融改革法案對店頭衍生性商品市場監理之變革及其全球性影響」，*證交資料*，562(1)，14-21，http://readopac3.ncl.edu.tw/nclJournal/search/detail.jsp?sysId=0006606839&dtdId=000040&search_type=detail&la=ch(最後瀏覽日期：2020 年 10 月 5 日)。

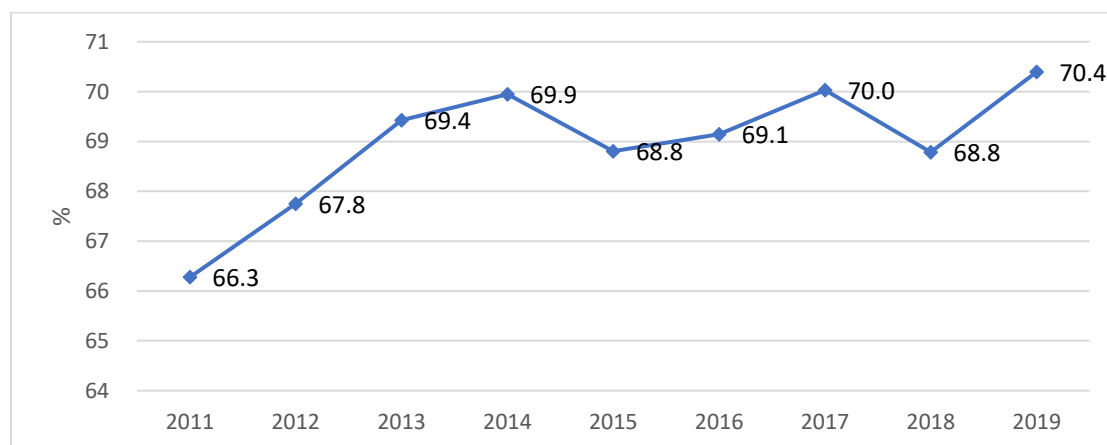
⁴³ NTU, 2009. *Direct vs Indirect Financing*. Available at <https://www.summaryplanet.com/finance/Direct-vs-Indirect-Financing.html> ; 美國格林證券，「美國金融市場簡介」，<https://www.globalinkusa.com/%E7%BE%8E%E5%9B%BD%E9%87%91%E8%9E%8D%E5%B8%82%E5%9C%BA%E7%AE%80%E4%BB%8B/>(最後瀏覽日期：2020 年 10 月 5 日)。

Industry and Financial Markets Association, SIFMA) 及臺灣證交所之統計資料加以計算後顯示，美國股市和債市市值結構於 2011 年至 2019 年有所變化，於 2015 年之前大抵以債市市值為高，其後則以股市市值在直接金融當中占有超過半數比重，而美國直接金融則自 2011 年之 66.3% 上升至 2019 年之 70.4%，如圖 4-19 及圖 4-20 所示。



資料來源：證券業暨金融市場協會 (Securities Industry and Financial Markets Association, SIFMA) 及臺灣證交所，本研究計算整理。

圖 4-19 美國之股市和債市市值結構變化



資料來源：FRED 經濟資料庫、證券業暨金融市場協會 (Securities Industry and Financial Markets Association, SIFMA) 及臺灣證交所，本研究計算整理。

圖 4-20 美國之直接金融變化

綜合前述，本研究彙整我國和中國大陸、韓國、香港、新加坡、日本、英國和美國之直接金融、間接金融所包含項目和直接金融占比於表 4-2 中。

表 4-2 我國與重點國家/地區之直接金融與間接金融比較

	直接金融涵蓋項目	間接金融涵蓋項目	2019 年直接金融占比
臺灣	證券發行減金融機構投資：上市(櫃)股票、短期票券、公司債、海外債、政府債券、資產證券化受益證券	金融機構授信	17.39%
中國大陸	非金融企業債券、非金融企業境內股票融資	人民幣貸款、外幣貸款、委託貸款、信託貸款、未貼現的銀行承兌匯票	30.80%
韓國	商業本票、定存單、附買回協議、貨幣穩定化債券、擔保票據、股票和債券、外匯、金融衍生性商品	存款和放款、基金市場、信託企業市場與保險市場	67.20%
香港	股票、港元債務市場、外匯基金票據及債券（指金管局發行的港元債務證券）以外的新發行債務工具	貨物的貸款出入口及轉口融資、香港境外的商品貿易融資、在香港使用的貸款（指對香港的經濟活動有直接影響的貸款）、其他在香港境外使用的貸款和其他使用地區不明確的貸款	79.80%
新加坡	股票和債券	銀行授信	60.50%
日本	股票和債券（含國債、地方債、政府保證債、財投機關債、普通社債、資產擔保型社債與轉換社債）以及衍生性金融商品和員工股票選擇權	金融機構持有的證券以及對非金融部門的放款	37.10%
英國	股票和債券，其中債券又分為英國公債（Gilts market）和公司債	金融機構對非金融企業之授信（含英鎊計價及其他貨幣計價）	88.70%
美國	債券、股票、抵押貸款、金融債券及存託憑證	金融機構對非金融企業之授信	70.40%

資料來源：本研究整理。

第三節 臺灣與主要國家直接金融之比較

依前節表 4-2 之綜整可發現，各國直接金融涵蓋的項目具相當大差異，並不適合直接進行絕對數值的跨國比較，可能較適宜用於觀察每個國家的時間趨勢變化、瞭解一國直接金融的演變；而若欲進行跨國比較時，則可考慮依文獻中所建議的方式加以計算，相關方法為：

1. 如同本章第二節所述，透過股市市值、債券餘額（政府與非政府）和銀行貸款餘額等項目進行計算。
2. 以一國銀行的資產總額占該國股市資本總額的比重來判定。
3. 以家計單位持有之金融資產，區分為直接金融及間接金融資產，再計算直接金融比例⁴⁴。

然而，就表 4-2 之各國直接金融涵蓋項目而言，雖然存在相異之處，但大體上的核心、重疊類別為證券市場當中的資本市場，即藉由股市和債市作為籌資工具係各國衡量直接金融時的主要計算因子，較不考慮貨幣市場，且因股市和債市通常為一國直接金融的最大組成，故採用股市市值、債券餘額和銀行貸款餘額等項目計算直接金融應為合宜方法，惟關鍵之處在於各國對股市和債市的組成及項目或有不同。依據前述國家推助直接金融發展的經驗，以及我國係根據上市(櫃)股票、短期票券、公司債、海外債、政府債券、資產證券化受益證券等計算直接金融，本研究計畫於本節中提出下列要點作為提高我國直接金融比重之方向。

1. 上市(櫃)股票部分
 - (1) **計算方式之修正**。由於我國中央銀行係以股票面值加現金增資溢價進行計算，和公式中以股市市值為基準有所不同，經比對臺灣證交所數據，可發現上市(櫃)股市市值和中央銀行統計資料有顯著差異，故若改以市值計算時，將使得我國直接金融比重增加。
 - (2) **調整上市(櫃)的要件**。多數國家在計算股市市值時，主要包含上市公司和上櫃公司市值（例如東京證交所的二部和美國那斯達克），我國在計算上也僅考量上市與上櫃，然而國內除了上市與上櫃之外，尚含興櫃等資本市場，且依證期局資料顯示，截至國內2020年8月，公開發

⁴⁴ R. Glenn Hubbard “Money, the Financial System, and the Economy”, Second Edition, P.47.

行公司尚未上市上櫃的家數達678家（含興櫃公司的248家），可考慮藉由調降興櫃轉上市、上櫃的要件，讓登錄興櫃股票的公司能更為順利登錄上市或上櫃，可有助於增加我國直接金融比重。

- (3) **簡化上市(櫃)之相關作業程序**。考慮將上市(櫃)有關之募資申請作業程序和時程予以簡化，並調整承銷商輔導與會計師及專家間之分工整合。
 - (4) **納入興櫃及公開發行公司**。考慮於統計項目中，配合法令修正來調整直接金融計算範疇，將興櫃市場及公開發行公司等亦納為設算項目。
 - (5) **修正企業募集中長期資金規定**。據中央銀行統計資料，現金增資溢價為直接金融項目之一，在股市活絡下，企業可藉由溢價發行新股以取得資金。另一方面，現行規定原則上禁止擁有大量閒置資金的公司再從資本市場募資，若可修正相關法規改善企業為經營事業所為之現金增資，應能增加我國直接金融比重。
2. **債券部分**。政府發行的債券占一國債券市場有相當大的比重，且多數國家除納入中央政府所發行的債券外，地方政府亦常採用發行債券方式籌措資金。我國適逢能源及產業轉型時期，惟較少地方政府透過發行例如綠色債券等方式，直接對資金供給者募集資金藉以促進地方發展和調整能源或產業結構，若能就此一部分加以改善，應可有效帶動我國直接金融比重。
 3. **其他**。鑑於各國間有關直接金融之統計有所差異，故金融主管可考慮由專責單位或協調中央銀行，就金融市場整體的金融市場統計加以調整，以符合專業性、完整性、一致性及國際可比較性。另外，可考慮加強推動資產證券化項目，且除了股票市場和債券市場外，有部分國家尚將衍生性金融市場、員工股票選擇權等作為直接金融的項目，同時在金融科技、監理和統計資料更趨完善下，群眾募資也可能列為計算直接金融的要項。

本研究計畫已於後續訪談及專家諮詢會議中，就活絡國內直接金融以促進產業轉型和升級進行研討，聚焦於相關法規鬆綁之適宜性，進而直接或間接地帶動直接金融占比上升，詳見本研究計畫第八章及第九章。

第五章 我國企業主要型態、籌資管道與多元化籌資管道方案研析

第一節 我國企業型態與籌資管道發展現況

根據 2018 年的統計，我國企業總家數為 150 萬 1,642 家，而截至 2018 年底，國內上市公司總家數為 928 家，上櫃公司總家數 766 家，合計總資本額達 7,385 億元。然而，除上市(櫃)公司合計 1,694 家外，有近 146 萬 6,209 家均屬中小企業，統計中小企業家數占全體企業約 97.64%。儘管，相對於國內大型企業，國內中小企業合計占國內民間企業資產、負債與權益金額比重僅分別為 16.18%、21.01%與 11.01%(如表 5-4 所示)，但在全國就業人數約 1,143 萬 3,490 人中，卻有 896 萬 5,000 人，近 78.41%的就業人口受雇於中小企業。由此可知，除上市(櫃)與大型企業等資產金額與人力規模較大之企業外，中小企業對國內經濟產業生產供應，特別是對國民就業發展仍具有相當程度的重要性(如表 5-1 所示)。

表 5-1 2018 年我國企業家數、銷售額、及就業人數規模概況

單位：家；新臺幣百萬元；千人；%

	全部企業	中小企業	大企業
家數	1,501,642	1,466,209	35,433
比率	100	97.64	2.36
銷售額	42,663,539	12,624,472	30,039,067
比率	100	29.59	70.41
內銷額	32,043,842	11,171,567	20,872,275
比率	100	34.86	65.14
出口額	10,619,697	1,452,905	9,166,792
比率	100	13.68	86.32
就業人數	11,434	8,965	1,450
比率	100	78.41	12.68

附註：

- 1.表中「全部企業」之就業人數及比率，並非僅涵蓋中小企業及大企業，尚包括受政府僱用的 1,019 千人及其比率（政府僱用人數占就業人數 8.91%）。
- 2.表中所稱中小企業，係按〈中小企業認定標準〉規範之製造業、營建工程業、礦業及土石採取業之實收資本額在新臺幣 8 千萬元（含）以下；其他行業前一年營業額在新臺幣 1 億元（含）以下者。

資料來源：經濟部，《2019 年中小企業白皮書》。頁 35。

惟由 2018 年的統計顯示，在為數眾多的中小企業中，經營期間僅 10 年以內者即占 48.85%，反觀大型企業經營期間超過 20 年者則占 47.88%，由此可知，相較於大企業，國內中小企業生命週期較短，進出市場頻繁(如表 5-2 所示)。

表 5-2 2018 年我國企業家數及比率－按經營年數及規模別

單位：家；%

	總計	中小企業		大企業	
	家數	家數	結構比	家數	結構比
	1,501,642	1,466,209	100	35,433	100
成立未滿 1 年	102,353	102,189	6.97	164	0.46
1-2 年	103,116	102,535	6.99	581	1.64
2-3 年	85,827	85,092	5.8	735	2.07
3-4 年	79,607	78,792	5.38	815	2.3
4-5 年	69,102	68,295	4.66	807	2.28
5-10 年	283,815	279,348	19.05	4,467	12.61
10-20 年	373,626	362,729	24.74	10,897	30.75
20 年(含)以上	404,196	387,229	26.41	16,967	47.88

資料來源：經濟部，《2019 年中小企業白皮書》，頁 45。

而在經營型態上，則有約 53.07%(約 77 萬 8,068 家) 的中小企業係以獨資經營為主，採取股份有限公司型態經營者僅占 8.43%(12 萬 3,544 家)。因此，相對於大企業有高達 54.18%係以股份有限公司型態經營，並聚集眾多股東資本，國內中小企業相對於大型公司無論在資本規模、雇用人力與融資能力等重要發展面向上，均因此而受到較多發展結構上的限制(如表 5-3 所示)。

表 5-3 2018 年我國企業家數及比率：按組織型態及規模別

單位：家；%

	總計	中小企業		大企業	
	家數	家數	結構比	家數	結構比
總 計	1,501,642	1,466,209	100	35,433	100
股份有限公司	142,740	123,544	8.43	19,196	54.18
有限公司	465,202	456,947	31.16	8,255	23.3
無限公司	96	95	0.01	1	0
兩合公司	20	20	0	0	0
合 夥	31,634	31,523	2.15	111	0.31
獨 資	778,197	778,068	53.07	129	0.36
本國公司之分公司	37,378	33,473	2.28	3,905	11.02
外國公司在臺之分公司	5,686	4,776	0.33	910	2.57
其 他	40,689	37,763	2.57	2,926	8.26

資料來源：經濟部，《2019 年中小企業白皮書》，頁 45。

其中，在攸關企業發展動能的資金融通方面，除占全國企業總家數比重不到 0.12%的國內上市(櫃)公司，可經由直接金融管道籌資外，從國內間接金融存量比率穩定成長的趨勢來看，統計 2018 年國內企業透過間接金融，特別是自金融機構取得融資的比重最高，占有企業籌資管道近 7 成(約 69.05%)，其次才是透過股權證券(約占 19.07%)。至於，其他以公司債、海外債、短期票券以及資產證券化受益憑證等方式籌資者，其占比均不及 5%。⁴⁵

另外，根據 2018 年 12 月中央銀行經濟研究處編印之《中華民國 106 年公民營企業資金狀況調查結果報告》的統計發現，截至 2017 年底在國內企業以金融機構為主要籌資來源的現象中，不同規模企業在金融機構借款上的比重存有明顯差異。儘管國內無論企業規模大小，在籌資時常會以金融機構借款及商業受信(即交易性負債，應付及預收款項)作為融資主體，但相對於大型企業僅有 38.64%的融資係來自金融機構，國內中型企業與小型企業融資來自金融機構的比重則分別高達 53.49%與 64.25%。由此可知，國內企業特別是多數中小企業不僅十分仰賴

⁴⁵ 經濟部中小企業處，《2019 年中小企業白皮書》(臺北市：經濟部中小企業處，2019 年)。

間接金融體系提供其籌資管道，對於金融機構借款的依賴程度更接近六成(如表 5-4 所示)。⁴⁶

表 5-4 2017 年底我國大、中、小型企業之資產、負債結構與權益

單位：新臺幣億元；%

	大型企業		中型企業		小型企業	
	金額	比重	金額	比重	金額	比重
資產金額/占總資產比重	470,453	83.82	73,172	13.04	17,665	3.15
負債金額/占總負債金額比重	229,406.84	78.99	50,965.75	17.55	10,055.90	3.46
負債項目金額/比重合計	229,406.84	100	50,965.75	100	10,055.90	100
1.金融機構借款	88,637.08	38.64	27,261.04	53.49	6,460.92	64.25
2.政府借款	48.36	0.02	5.85	0.01	0.07	0
3.企業及個人借款	2,681.63	1.16	346.38	0.68	48.49	0.48
4.國外借款	1,371.12	0.6	16.87	0.03	0.49	0
5.附買回票債券負債	-	-	-	-	-	-
6.短期票券	6,530.04	2.85	33.1	0.06	-	-
7.國內公司債	10,336.93	4.51	-	-	-	-
8.國外有價證券	631.51	0.28	-	-	-	-
9.商業受信	113,584.39	49.51	23,069.67	45.27	3,534.33	35.15
10.各項準備及其他	5,585.77	2.43	232.84	0.46	11.59	0.12
權益合計	241,046	88.99	22,207	8.20	7,610	2.81

備註：1.表中細項可能因加總因 4 捨 5 入因素，會出現與總數未盡相符之情況；2.本表所謂大型企業係指資產總額在 3 億元以上者；中型企業則介於 2,500 萬元到 3 億元之間；小型企業係指未滿 2,500 萬元者。

資料來源：中央銀行經濟研究處編印(2018 年 12 月)，《公民營企業資金狀況調查結果報告》，頁 16、18；經濟部，《2019 年中小企業白皮書》，頁 67、69。

⁴⁶ 中央銀行經濟研究處編印(2018 年 12 月)，《中華民國 106 年公民營企業資金狀況調查結果報告》，<https://www.cbc.gov.tw/tw/public/Attachment/91915382771.pdf> (最後瀏覽日期：2019 年 11 月 8 日)。

惟面臨國內金融機構授信業務經營的限制與規範，國內中小企業在經由金融機構進行融資時常面臨來自企業內部與銀行端的兩大面向障礙，導致其融資的困難。其中，來自中小企業內部的障礙包括：1.企業主缺乏融資的知識與技巧；2.自有資金不足、財務結構不佳；3.產品競爭力低、獲利能力不足；4.票債信不佳、融資條件不足；5.過度自信、風險控管能力不足；6.擔保品不足或缺乏適當的保證人等。至於，在來自銀行端的障礙方面，主要包括：1.銀行內部組織改造，授信政策改變；2.因應景氣變動，金融機構緊縮銀根；3.基於營運成本及風險考量，減少分行承作貸款家數；4.銀行授信人員異動頻繁，造成徵審時間過長；5.授信人員對新興產業前景及特性，缺乏充份了解，導致授信政策保守，造成企業取得融資的困難等。⁴⁷

有鑒於此，國內過去諸多輔導政策的重點之一，係在協助企業透過間接金融管道順利取得融資，包括提供財務與融資協處服務，以及運用中小企業信用保證基金，以各項政策性貸款支持中小企業取得不同發展階段所需資金等。⁴⁸不過，若欲改善國內企業，特別是中小企業過度依賴金融機構籌資，以及可能因此面臨融資困難障礙的問題，積極推動企業多元籌資，特別是提升直接金融管道籌資比重，應係可行的政策方向之一。過去我政府相關主管機關，亦為此推動各類強化投資及多元籌資等政策，包括設立中小企業創業育成信託投資專戶；加強投資中小企業實施方案；加強投資策略性服務業實施方案；加強投資策略性製造業實施方案；天使投資人租稅優惠；加強投資文化創意產業實施方案；輔導籌資機制—創櫃板；以及證券商股權群眾募資等。不過，由前述統計顯示中小企業仍高度依賴金融機構融資的現況可發現，我國未來在推動活絡籌投、資市場，促進新創或中小企業參與資本市場上仍有很大的成長改善空間，有待公私部門持續共同努力推動。

⁴⁷ 社團法人中華民國全國青年創業總會，「中小企業財務協助資源面面觀」，<http://www.smeg.org.tw/UploadDocs/The%20Financial%20Assistance%20Resources%20of%20Small%20and%20Medium%20-%20sized%20Enterprises1050311.pdf>(最後瀏覽日期：2020年11月10日)。

⁴⁸ 有關經濟部中小企業處各類融資類協助政策與措施請參閱，「輔導資源：融資類」，<https://www.moeasmea.gov.tw/category-tw-2399>(最後瀏覽日期：2019年11月10日)。

第二節 我國推動活絡籌、投資市場，促進新創或中小企業參與資本市場之現況

為協助建構國內多元籌、投資市場，增進國內企業，特別是新創或中小企業參與資本市場，以協助企業取得所需資金，並有效提升我國直接金融占比與市場之發展，我國目前主要的重點政策推動方向包括：⁴⁹

1. 健全資本市場，強化公司治理與企業社會責任等制度。

良好的企業體質與治理，不僅有助於資本市場的健全發展，也可提升投資人對於資本市場的信心與投資意願，金管會自1998年即開始推動宣導建立公司治理機制，特別是針對國內上市(櫃)公司。其主要作法係透過政府、非政府組織及公司三方面共同合作，建立評量、評鑑制度，以提升國內公司治理環境。歷經「2013年強化我國公司治理藍圖」的推動，目前「新版公司治理藍圖(2018~2020)」將持續朝「深化公司治理及企業社會責任文化」、「有效發揮董事職能」、「促進股東行動主義」、「提升資訊揭露品質」及「強化相關法令規章之遵循」等5大計畫項目方向，推動國內公司治理環境品質的提升。⁵⁰

2. 輔導優質具潛力之優質企業進入資本市場，以擴大國內資本市場規模，另亦著重吸引國內外優質企業在臺發行以外幣計價債券。

統計截至2018年12月底止，國內發行該類債券總額達新臺幣1兆20億元。此外，為引導外國中央及地方政府等國際債券市場重要參與者來臺發行專業板國際債券，金管會亦於2018年4月開放外國中央及地方政府來臺發行專業板國際債券，希望藉此擴大優質外國發行人參與我國國際債券市場，並增加專業投資人多元化投資選擇及滿足風險分散需求，同時亦可藉此促進我國債券市場之發展。近期2018年4月，中東海灣國家卡達已來

⁴⁹ 金融監督管理委員會，「107年度施政績效報告」，2019年3月12日，<https://www.fsc.gov.tw/uploaddownload?file=chdownload/201903121544150.pdf&filedisplay=%E9%87%91%E8%9E%8D%E7%9B%A3%E7%9D%A3%E7%AE%A1%E7%90%86%E5%A7%94%E5%93%A1%E6%9C%83107%E5%B9%B4%E5%BA%A6%E6%96%BD%E6%94%BF%E7%B8%BE%E6%95%88%E5%A0%B1%E5%91%8A%E5%85%AC%E5%91%8A%E7%89%88.pdf&flag=doc>(最後瀏覽日期：2019年11月10日)。

⁵⁰ 金融監督管理委員會證券期貨局，「公司治理藍圖」，2020年1月3日，<https://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=806&parentpath=0%2C648>(最後瀏覽日期：2020年1月20日)。

臺發行金額達60億美元之首檔卡達政府債券。

3. 針對重點產業(包括創投事業、5+2 產業(即「智慧機械」、「亞洲·矽谷」、「綠能科技」、「生醫產業」、「國防產業」、「新農業」及「循環經濟」產業)及文化創意產業)推動其上市(櫃)，建構具備國內產業特色之資本市場，並藉此扶植微型創新企業發展。另亦透過櫃買中心推動創櫃板業務，深化資本市場。

為此，國內櫃買中心在2018年3月 8 日修正「創櫃板管理辦法」，放寬對申請創櫃企業之實收資本額、營業收入及簡化審查流程等限制(包括刪除實收資本額 5,000 萬元以下之申請條件、放寬營業收入 5,000 萬元以上公司免除創新創意審查、簡化資訊申報內容等規定)。統計2018年3月修正「創櫃板管理辦法」後至2018年12月，國內新增申請輔導家數計46家，而以生技及電子科技為主的企業，且實收資本額逾 5,000 萬元者計有 14 家，另有9家營收達 5,000 萬元，這類放寬與簡化申請條件及程序之法規鬆綁措施有助於提高營收達一定規模之公司申請國內創櫃板的意願，以提升我企業對資本市場之參與。

4. 透過櫃買中心推動綠色債券，提供綠能產業多元化籌資管道。

在增加綠色債券，提供綠能產業多元化籌資上，國內截至2018年12月，已有 14 檔符合國際資本市場協會 (International Capital Market Association, ICMA)所發布之綠色債券原則(GBP)的綠色債券掛牌(合計11家公司⁵¹)，統計實際發行金額約新臺幣333億元，相較於2017年的9檔與實際發行金額約新臺幣206億元，無論在發行檔數與金額上皆有顯著成長。

⁵¹ 該 11 家公司包括臺企銀、遠東新世紀、富邦銀行、韓國輸出入銀行、華南銀行、玉山商業銀行、台電公司、長榮海運、台新銀行、奇美實業、法國興業銀行臺北分行。

第三節 檢視國內新創或中小企業進行直接金融之主要規範與條件， 研析強化企業多元化籌資管道之可行方案

目前國內企業，特別是新創或中小企業透過直接金融體系參與資本市場以取得融資的方式與管道主要包括：⁵²

一、創投(VC)與私募股權基金(PE Fund)

創投(Venture Capital, VC)係由具備技術、財務、市場或產業專業知識者協助投資人針對具備投資潛力的企業進行投資。創投投資多半會以私人股權方式進行被投資企業的培育、輔導、併購、被併購、上市或上櫃等業務，雖然有較高投資風險，但對於被投資企業而言係其於早期新創或經營發展關鍵時期的可行籌資管道之一。目前國際間私募股權基金(private equity fund, PE Fund)多半會採取有限合夥組織方式，由出資者擔任有限合夥人(limited partner, LP)；若有資產管理公司參與則會另外由其所設立之子公司以普通合夥人(general partner, GP)方式，進行整體基金的操作營運。一般而言，PE Fund在經由有限合夥型態設立完成後，會再委由資產管理公司出任投資管理者。

而國內自1984年即引進創業投資事業，迄今已逾35年，累計募集資金約達新臺幣2,000億元，而其投資國內外之投資案件已超過16,000多件，累積投資金額近新臺幣3,500億元，估計已有國內外超過600多家公司因此而得以進入資本市場(包含上市、上櫃及興櫃市場)。⁵³目前國內創業投資基金在運作上，多半係以公司型態方式成立，包括產業、財團、上市公司、銀行、保險業、投信事業及國內外個人與法人機構等均可能成為基金資金的主要來源。

以國內投信為例，金管會已開放投信事業參與投資業務，而其在開放作法上主要係依「證券投資信託事業管理規則」第12條第5項經金管會

⁵² 經濟部中小企業處，《2019 中小企業財務資源應用手冊》(臺北市：經濟部中小企業處，2019年)，<http://youthhub.kinmen.gov.tw/wp-content/uploads/2019/02/2019%E8%B2%A1%E5%8B%99%E8%B3%87%E6%BA%90%E6%87%89%E7%94%A8%E6%89%8B%E5%86%8A-%E5%85%A8%E5%86%8A.pdf> 最後瀏覽日期：2020年1月20日)。

⁵³ 中華民國創業投資商業同業公會，「沿革及任務」，2019年，<http://www.tvca.org.tw/about> (最後瀏覽日期：2020年1月20日)。

核准之用途規定辦理。金管會於2015年底首先開放國內投信事業轉投資國內創業投資事業以及創業投資管理顧問公司。2017年8月，進一步以「金管證投字第 1060009113 號令」⁵⁴及「第 10600091131號令」⁵⁵，開放投信事業得經申請核准透過子公司設立 PE Fund、受託管理 PE Fund 以及就所受託管理之 PE Fund引介專業投資機構參與投資。⁵⁶惟相較於國外創投基金資金來源較為多元，甚至還包括各型退休基金，其資金來源多元性仍有進步空間。

另外，由於目前國內創投事業並非特許行業，根據中華民國創業投資商業同業公會(此後簡稱創投公會)以經濟部商業司之公司基本資料庫進行統計，截至2019年12月31日為止，國內以「創業投資事業股份有限公司」為名的企業即達269家，惟依照國內創投公會公布的公開名單資訊顯示，這些創投事業之實收資本額有不少僅約新臺幣1億至3億元，其資金規模與國外許多知名創業投資公司相比規模甚小(例如國際知名的KKR集團(Kohlberg Kravis Roberts & Co. L.P., KKR)，其管理領域涉及PE Fund、能源、基礎設施、房地產與信貸等，從1976年成立迄今已完成超過4,000億美元的私人股權交易，2017年之管理資產規模即高達1,485億美元⁵⁷；另一家美國的凱雷集團(Carlyle Group)(舊譯為卡萊爾集團)，則創立於1987年，投資產業範圍遍及航空航天，國防和政府服務，消費和零售，能源和電力，金融服務，醫療保健，工業，房地產，技術和商業服務，電信與媒體和運輸等，資產管理規模亦高達2,240億美元⁵⁸)。

⁵⁴ 金融監督管理委員會令，「開放證券投資信託事業轉投資子公司擔任私募股權基金之普通合夥人」(金管證投字第 1060009113 號)，中華民國 106 年 8 月 3 日 https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=128&parentpath=0&mcustomize=lawnew_view.jsp&dataserno=201708030001&aplistdn=ou=newlaw,ou=chlaw,ou=ap_root,o=fsc,c=tw&dtable=NewsLaw (最後瀏覽日期：2020 年 1 月 20 日)。

⁵⁵ 金融監督管理委員會令，「開放證券投資信託事業受託管理及引介投資私募股權基金」(金管證投字第 10600091131 號)，中華民國 106 年 8 月 3 日 https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=128&parentpath=0&mcustomize=lawnew_view.jsp&dataserno=201708030002&aplistdn=ou=newlaw,ou=chlaw,ou=ap_root,o=fsc,c=tw&dtable=NewsLaw (最後瀏覽日期：2020 年 1 月 20 日)。

⁵⁶ 林曉韻、陳佑軒，「以開放投信事業參與私募股權基金 (PE Fund) 相關業務」，《證券暨期貨月刊》，第 35 卷第 10 期(2017 年 10 月 16 日)，頁 13-15。

⁵⁷ KKR, 「會社概要」，2020 年，<https://www.kkr.com/ja/kkr-today> (accessed on November 12, 2019)。

⁵⁸ The Carlyle Group, "Corporate Overview," 2020, <https://www.carlyle.com/corporate-overview>

值得注意的是，根據國內創投公會公開資訊顯示，前述國內各類創投事業公司是否真實依照「創業投資事業輔導辦法」如實從事投資行為，通常無法查究與負責。換言之，目前國內許多創投公司與投資公司有不少非屬金融業或不具金融業認證之專業背景，導致在管理上無法有效監理，對投資者權益的保障也難以有效提升。因此，未來我國可思考研議進一步放寬國內其他具備金融專業認證且資金規模實力較一般國內創投與投資公司雄厚之相關企業機構，擴大其對創投與私募股權基金的參與，當直接金融統計增列此一項目時，則可以有效提升臺灣直接金融的比重。

例如截至2018年底統計，國內證券商的負債淨值比僅1.97倍，相對於銀行業12.13倍、保險業21.08倍，證券商的負債淨值比相對偏低，反映其承擔新投資業務的能量仍有不少成長空間。由於，迄2020年2月，僅國內綜合證券商整體淨值即高達4,907億元，⁵⁹證券專業從業人員亦有超過35,000多位從業人員的豐沛人力。特別是由於證券商即係以投資為本業，無論在投資專業知識、投資交易實務、投資組合配置以及資金風險控管等均具備專業實務經驗，其資源與人力若能擴大投入國內創投管理顧問與私募基金業務，應有助於國內更多有發展潛力的中小企業獲得專業的管理協助，並取得企業發展所需的資金，有利於引導資金與國內產業的連結，使證券商的承銷業務除輔導、評估、配售及財務顧問外，能夠包括私募基金的管理顧問服務(包括受託管理及引介投資私募基金)，使證券商的承銷業務更完備，並藉此促進國內中小企業在其發展階段中取得更為多元的籌資來源及提升其對資本市場的參與。

有鑒於目前金管會已在2019年12月發布的「財富管理新方案」中，將「拓展金融機構業務範疇」列為三大具體推動策略之一，並研議開放國內證券商辦理自行及受託經營管理私募股權基金業務，擬比照證券投

(accessed on November 12, 2019).

⁵⁹ 臺灣金融服務業聯合總會，「108年金融建言白皮書」，2019年7月，https://www.tfsr.org.tw/Uploads/files/108%E5%B9%B4%E9%87%91%E8%9E%8D%E5%BB%BA%E8%A8%80%E7%99%BD%E7%9A%AE%E6%9B%B8-2019_08_26.pdf(最後瀏覽日期:2020年4月5日)。

資信託事業先開放證券商得受託管理私募股權基金及引介投資機構參與投資。⁶⁰而金管會近期亦已於2020年4月21日，正式發布「證券交易法第45條第1項但書規定之令(金管證券字第1090361034號)」，核准證券商得辦理私募股權基金；以及得接受私募股權基金相關機構委任就受託管理之私募股權基金引介專業投資機構參與投資及提供相關服務等。⁶¹

惟由於一般私募基金範圍通常涵蓋股債權、不動產與公共建設及財務金融三類，因此為擴大國內證券商業務範疇，建議除開放股權類之私募基金業務(例如根據「金管證券字第1090361034號令」，目前國內已開放證券商受託管理私募股權基金可投資於集中交易市場或證券商營業處所之有價證券，但規定應委託其他證券經紀商為之)外，應至少與國內保險業可投資國外私募基金範圍相同(根據「保險業辦理國外投資管理辦法」第5條規定，保險業資金得投資國外有價證券之種類多達14項，其中即包括「國外表彰基金之有價證券」，而依據「保險業辦理國外投資管理辦法」第8條規定所謂「國外表彰基金之有價證券」則涵蓋證券投資基金、指數型基金、指數股票型基金(ETF)、不動產投資信託基金、對沖基金、私募基金、基礎建設基金與商品基金等)⁶²，俾利使國內證券商可提供包括私募、創投、承銷、財顧與管顧的整合性服務，擴大業者的參與及服務能量，並有效提升國內直接金融的比重。

二、發行股票

我國國內民間各產業發展之主要活動主體係以中小企業居多，統計2017年底，全國約有61%的公司其資本額介於100萬至新臺幣1,000萬之間，而資本額在1,000萬至5,000萬元者，約占全國企業的18%，由此反映

⁶⁰ 金管會綜合規劃處，「金管會推出財富管理新方案」，2019年12月31日，https://www.feb.gov.tw/ch/home.jsp?id=53&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=201912310001&dtable=News (最後瀏覽日期：2020年4月5日)。

⁶¹ 金融監督管理委員會，「發布證券交易法第45條第1項但書規定之令(金管證券字第1090361034號)」，2020年4月21日，https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=3&parentpath=0&mcustomize=lawnew_view.jsp&dataserno=202004210002&dtable=NewsLaw (最後瀏覽日期：2020年4月23日)。

⁶² 有關「保險業辦理國外投資管理辦法」詳請參閱《全國法規資料庫》，網址：<https://law.moj.gov.tw/LawClass/LawAll.aspx?pcode=G0390020> (最後瀏覽日期：2020年4月5日)。

國內微中小型企業數量眾多，其資本額、營業規模均相對較小，除傳統金融機構放款等間接金融途徑，實有賴提供更為便利的直接融資管道與環境，俾利協助其發揮潛力，為國內產業發展注入創意與動力。

基本上對新創與中小企業而言，由非公開發行公司朝向公開發行之上市(櫃)公司的發展歷程，通常反映企業在不同成長發展階段的需求。一般而言，在創業期階段，企業在財務上多半以建立財務制度與信用基礎為重點，進入成長期後則進一步著重於財務體質及非財務體質的強化，同時也需建立企業會計制度的書面化，而一旦進入成熟期階段，則需要透過資本市場以增資、發行公司債或海外可轉換公司債(ESBIE)等方式來籌措長期資金。

依循上述各發展階段的財務與籌資需求，對於未來欲透過股票上市管道參與資本市場及籌資的微型新創企業，一開始可參與財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心(此後簡稱櫃買中心)所創立的創櫃板，接受專業輔導機制，以提升本身管理與經營能力，但若其欲進一步成為公開發行之上市(櫃)公司，則可先參與興櫃市場，使其可在尚未上市(櫃)掛牌前，可經由櫃買中心依據相關規定核准，並經輔導期限與證券商推薦程序後，先於證券商營業處所議價買賣其興櫃股票，以進行籌資。至於，對於能夠在設立年限、公司規模、獲利能力、淨值、營業收入、營業活動現金流量及股權分散等條件上符合較高門檻條件的企業，則可申請為上櫃、上市公司，並於櫃買中心與證券交易所掛牌上市(櫃)進行股票的公開發行與交易。

儘管，對於企業，特別是中小企業而言，透過發行股票籌資常具有籌措長期資金便利、提高企業知名度、可經由上市櫃程序與管理制度促進內部管理健全、具備較佳發展前景以吸引優秀人才以及可擴大股東長期分享經營獲利成果等優點，但長期以來國內透過上市(櫃)等直接金融方式參與資本市場與經由金融機構籌資的比例相比，卻相對偏低，歸納其主要原因包括：市場長期呈現低利環境，企業偏好透過低成本金融機構貸款籌資、股市成交量萎縮及周轉率降低、產業發展前景與投資機會限制等。建議未來可透過包括擴展證券商業務範疇，增加服務對象；強

化產業創新與投資環境；以及強化國內多層次資本市場國際競爭力與上市之多元化管道等方向改善目前中小企業參與資本市場比重偏低的情況。

三、債券融資

對於已具備規模且進入發展成熟期的企業而言，除前述管道外，亦可配合規定搭配專業機構及人員包括證券商、信評公司、會計師與銀行等發行債券以籌措資金。一般而言，債券融資的運作模式包括有擔保公司債、轉換公司債或附認股權公司債或無擔保公司債等。而對於中小企業來說，若手中持有政府債券、金融債券與其他信用良好企業之上市(櫃)公司債券，亦可透過出售、抵押或質借該類債券來取得資金。不過，由於目前國內普通公司債的發行必須符合《公司法》、《證券交易法》、《發行人募集與發行有價證券處理準則》、「中華民國證券商業同業公會承銷商會員輔導發行公司募集與發行有價證券自律法規」等法令規範，對於一般處於創業期的中小企業來說，較難以此種方式進行籌資。

四、募資平臺

募資平臺係目前國內近8年來新興發展的另一種主要直接金融融資管道之一，而其概念源自於所謂群眾募資(crowdfunding)。群眾募資係因應現代網際網路科技發展所衍生的新募資作法，其運作方式係由個人或微型公司針對特定計畫或創意構想，以網際網路平臺向不特定多數人募集所需資金。而對於該特定計畫有興趣之投資人，則可參與資金提供，並可依計畫規劃的回饋方式，獲得計畫給予資金提供者之回饋(但亦有計畫僅具體說明計畫目標、運用方式但不提供相對回饋)，若此一項目可列於國內直接金融統計時，應有助於增加直接金融比重。

在分類上，群眾募資主要可分：(一)非股權模式，即係以**報償或獎助為基礎(rewards-based)**方式運作，包括籌募旅遊基金、醫療費用、公益善款等「捐贈型募資」；針對某一特定專案或商品預購之「回饋型募資」；以及利用網路平臺，藉由向參與平臺的投資人申請借款的「借貸型群眾

募資」等均屬之)；(二)以**股權為基礎(equity-based)**的模式(即募資公司藉由網路平臺發行股票，經不特定投資人認購後，取得該公司股票並成為股東，享有及負擔該公司之股東權利及義務)兩類。⁶³

以國際間群眾募資的主要發展國家之一，美國為例，自2012年4月5日，美國歐巴馬政府(Obama Administration)為協助美國新創與小型企業發展，提供其可藉由網際網路平臺籌資的方便管道，並藉此創造國內就業機會，特別推動「JOBS 法案」(Jumpstart Our Business Startups Act)。其中，規範群眾募資之「群眾募資法」(Title III, Crowdfund)主要透過修正美國現行的「證券法」(Securities Act of 1933)與「證券交易法」(Securities Exchange Act of 1934)，允許經由美國證券管理委員會及證券商自律組織(FINAR)認可註冊的合格證券商或募資平臺(funding portal)，藉由發行股票方式募集所需資金。而其募資規定包括：募資額度應在12個月內不超過1百萬美金，而針對個別投資人募資，若其每年收益或淨值在10萬美元以下，則不得超過2,000美元或每年投資收益或淨值的5%。至於，個別投資人若其每年收益或淨值在10萬美元或以上者，則可對其募資之額度為年度收益或淨值的10%(但其出售額度仍不超過10萬美元)。⁶⁴

2012年11月，我國參照美國與其他先進國家對群眾募資之相關規範，亦開始著手研議國內群眾募資相關措施的推動與發展，並採行於現行證券市場架構下「有效輔導與扶植創意業者」，以及「適度扶持現有集資平臺業者」兩種途徑並行方式，建立推動國內群眾募資市場的發展：

65

第一，在「有效輔導與扶植創意業者」方面，一如前述，我國過去係委由櫃買中心透過建立創櫃板來推動，因此也可視為多層次資本市場

⁶³ 陳盈蓁，「籌資新選擇－群眾募資及創新平台相關法律議題」，2020年，<https://www2.deloitte.com/tw/tc/pages/legal/articles/crowdfunding-legal-issues.html> (最後瀏覽日期：2020年3月21日)；高啟仁，「我國推動『創櫃板』與『群眾募資』之情形」，《證券暨期貨月刊》，第32卷第4期(2014年4月)，頁5-7；元富證券，「常見問題」，《元富證券股權群眾募資平台》，2020年，https://crowdfund.masterlink.com.tw/html/common_problem.html (最後瀏覽日期：2020年3月21日)。

⁶⁴ US Securities and Exchange Commission, “Release Nos. 33-9974; 34-76324; File No. S7-09-13, RIN 3235-AL37: Crowdfunding,” May 16, 2016, <https://www.sec.gov/rules/final/2015/33-9974.pdf> (accessed on March 19, 2020).

⁶⁵ 高啟仁，「我國推動『創櫃板』與『群眾募資』之情形」，頁5-7。

發展的一環(本研究將另行在期末階段於本報告七章進行詳細說明與分析)。

第二，在「適度扶持現有集資平臺業者」方面，過去櫃買中心為提供充分資訊揭露及適度管理平臺業者，協助國內創意者實現創意發想，以擴大我國資本市場規模，曾建立「群眾集資資訊揭露專區」。惟在2018年5月10日，考量國內群眾集資產業已有顯著發展，櫃買中心認為原設立之「創意集資資訊揭露專區」，其協助國內群眾集資產業發展之階段性任務已完成，因此進一步終止「創意集資資訊揭露專區」與廢止「創意集資資訊揭露專區使用管理辦法」。⁶⁶

目前以營運者的類型來看，包括創櫃板、證券商經營的平臺、網路公司經營的平臺與其他以報償(獎助)為基礎之群眾募資平臺均屬之。首先，在參與各類型募資平臺的具體規則方面：

第一，在創櫃板方面，櫃買中心建立的創櫃板(取其「創意櫃檯」意涵)主要目的係扶植國內微型創新企業發展，為非公開發行微型企業提供「創業輔導籌資機制」，惟其主要作用係在提供微型創新企業透過「股權籌資」，同時該途徑並不具備交易功能。對於要申請成為創櫃板的公司，則須符合下列條件，包括：1.申請企業須為依我國公司法組織設立之股份有限公司或有限公司或募集設立股份有限公司之籌備處。2.具創新、創意及未來發展潛力者。3.申請企業無設立年限、獲利能力及資本額之限制。4.願接受櫃買中心「公設聯合輔導機制」者等。

在企業總募資資金上限方面，透過創櫃板供投資人認購之股本金額不得逾新臺幣3,000萬元。除天使投資人、具財力證明之自然人或原始股東，不設限外，一般投資人投資限額為最近一年內透過創櫃板對所有創櫃板公司認購投資股票累計金額不得逾新臺幣15萬元。⁶⁷

⁶⁶ 財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心，「公告廢止「創意集資資訊揭露專區使用管理辦法」並終止財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心創意集資資訊揭露專區」，證櫃新字第 1071100132 號公告，民國 107 年 5 月 10 日，<http://www.selaw.com.tw/LetterContent.aspx?SoId=10270>(最後瀏覽日期：2020 年 3 月 9 日)。

⁶⁷ 財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心，「創櫃板專區：於創櫃板之籌資及投資」，2020 年 https://www.tpex.org.tw/web/regular_emerging/creative_emerging/Creative_emerging_03.php?l=zh-tw(最後瀏覽日期：2020 年 3 月 9 日)。

第二，在證券商經營的平臺方面，國內目前包括元富證券、第一金證券、大昌證券等證券商均有經營募資平臺，而根據「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商經營股權性質群眾募資管理辦法」(此後簡稱「證券商經營股權性質群眾募資管理辦法」)規定，其主要具體規則包括：1.依我國公司法組織且未公開發行之股份有限公司；2.實收資本額新臺幣5,000萬元以下；3.每一公司每年度透過所有證券商募資平臺辦理股權募資金額，合計不得逾新臺幣3,000萬元。4.認購募資公司之股票僅限公司之普通股股票及不具債權性質之特別股股票。5.一般投資人透過單一證券商募資平臺進行認購之投資金額，其單次股權募資認購金額不得逾新臺幣5萬元，且於每一年度合計不得逾新臺幣10萬元。⁶⁸

第三，在網路公司經營的平臺（兼營證券商）方面，其適用的具體規則與證券商相同，惟其係由非證券商的網路公司先依據「證券商經營股權性質群眾募資管理辦法」第4條⁶⁹與「證券商設置標準」第9條或第39條之規定，向主管機關申請取得證券商資格後，再依規定檢具申請書件，送請櫃買中心審查後轉陳主管機關許可。而經主管機關許可後，申請業者應依「證券商設置標準」第10條⁷⁰或第40條⁷¹之規定檢具申請書件，送請櫃買中心審查後轉陳主管機關核發或換發許可證照，即可經營股權性質群眾募資業務。⁷²惟根據「證券商設置標準」第3條規定，欲取得證券商資格之網路公司若欲以證券經紀商資格經營股權性質募資業務者，其最低實收資本額至少需新臺幣5,000萬元，且不得轉投資並與一般證券商經營的平臺相同，應採單一募資平臺方式專營股權性質群眾募資業

⁶⁸ 詳請參閱「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商經營股權性質群眾募資管理辦法」，《證券暨期貨法令判解查詢系統》，民國 108 年 01 月 02 日，<http://www.selow.com.tw/LawArticle.aspx?LawID=G0103796>(最後瀏覽日期:2020年3月21日)。

⁶⁹ 原條文為「申請經營股權性質群眾募資業務者，應依證券商設置標準第 9 條或第 39 條之規定檢具申請書件，送請財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心(以下簡稱本中心)審查後轉陳主管機關許可。依前項規定經主管機關許可後，應依證券商設置標準第 10 條或第 40 條之規定檢具申請書件，送請本中心審查後轉陳主管機關核發或換發許可證照」。

⁷⁰ 原條文為「設置證券商，應自金管會許可之日起六個月內完成公司設立登記，檢具規定書件向金管會申請核發許可證照」。

⁷¹ 原條文為「證券商或兼營證券業務之金融機構申請增加業務種類經許可後，應於六個月內依法辦妥增加業務種類登記，並檢具規定書件，向金管會申請換發增加業務種類許可證照」。

⁷² 詳請參閱「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商經營股權性質群眾募資管理辦法」。

務。⁷³

過去國內曾有包括網銀國際、遊戲橘子、華義國際數位娛樂、昱泉國際、新光金創投及樂陞科技公司共同出資成立子公司「創夢市集股權群募證券股份公司」，經營股權性質群眾募資業務，但受到「樂陞科技公開收購」違約交割案的牽連，2017年8月31日該公司已終止營業。⁷⁴

第四，在其他以報償或獎助為基礎之群眾募資平臺方面，國內於2011年底即成立第一個群眾募資平臺，包括weReport、嘖嘖、FlyingV等主要群眾募資平臺先後成立，歷年這類募資平臺的集資累積件數也從2012年的96件逐年快速增加，迄2019年年度案件數已超過900件，年度募資金額也從2012年的新臺幣8百萬元，快速增加，2015年年度募資金額首次突破新臺幣1億元，達新臺幣1.63億元，2019年金額加總更超過新臺幣16.7億元。⁷⁵而歸納國內這類報償或獎助為基礎之群眾募資平臺的具體運作規則，雖然不盡相同但主要包括：⁷⁶

- 1.提案者必須為具備行為能力的自然人、合法登記的法人或團體；具我國國籍且擁有臺灣的銀行帳戶。
- 2.有些設有最低門檻金額(例如5,000元)，但對募資計畫金額則沒有上限。部分業者亦會建議設定在能完成專案、履行回饋所需金額即可。
- 3.部分業者會禁止在國內同時多平臺募資。國外同時多平臺亦不建議，但若欲從事跨平臺募資則建議時程錯開，贊助及宣傳能量才

⁷³ 詳請參閱「證券商設置標準」，《全國法規資料庫》，民國 109 年 1 月 15 日，<https://law.moj.gov.tw/LawClass/LawAll.aspx?pcode=G0400021> (最後瀏覽日期：2020 年 3 月 21 日)。

⁷⁴ 詳請參閱 TWSE 公司治理中心，「深化公司治理觀念教案—樂陞公開收購案」，2019 年 11 月 6 日，<https://cgc.twse.com.tw/static/20191106/8a828e176dd220a2016e4019db7c0016> 樂陞 案例完整文字描述_2019.01.31.pdf (最後瀏覽日期：2020 年 3 月 21 日)；「樂陞拖累，創夢市集不玩了」，《自由時報》，2017 年 10 月 23 日，<https://ec.ltn.com.tw/article/paper/1145493> (最後瀏覽日期：2020 年 3 月 21 日)；「創夢市集股權群募證券訂 8/31 為最後營業日」，《MoneyDJ》，2017 年 8 月 31 日，<https://m.moneydj.com/fla.aspx?a=88c69ff0-5e30-45cb-b826-54d389b05a24> (最後瀏覽日期：2020 年 3 月 21 日)。

⁷⁵ 詳請參閱「臺灣群眾集資報告：2011-2015 回顧&2016 趨勢分析」，2016 年，<https://annual-report.crowdwatch.tw/2015> (最後瀏覽日期：2020 年 3 月 21 日)；「2019 臺灣群眾集資年度報告」，2019 年，<https://www.2019.report.crowdwatch.tw/> (最後瀏覽日期：2020 年 3 月 21 日)。

⁷⁶ 詳請參閱「嘖嘖」網站，<https://www.zeczec.com/> (最後瀏覽日期：2020 年 3 月 21 日)；「flyingV」網站，<https://www.flyingv.cc/faq> (最後瀏覽日期：2020 年 3 月 21 日)。

能集中達成目標。

4.募資金額達標或超過時，平臺業者一般會收取8%~10%手續費或行政及推廣費用；未達標者則不收取手續費等條件。

在適用法規方面，針對股權模式的群眾募部分，包括創櫃板、證券商與網路公司經營的平臺等，適用相關法規各有不同。其中，創櫃板主要適用「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心創櫃板管理辦法」，該辦法自2013年11月公告施行迄今已歷經多次修正，最新一次修正為2018年12月。至於，證券商與網路公司經營的平臺主要適用「證券商設置標準」、「證券商管理規則」、「證券商負責人與業務人員管理規則」及授權櫃檯買賣中心訂定的「證券商經營股權性質群眾募資管理辦法」等，另亦發布豁免函令，規定募資免依證券交易法規辦理。

針對非股權模式之群眾募資平臺，其中「捐贈型募資」須注意是否遵循「公益勸募條例」與是否符合贈與稅規定；⁷⁷「回饋型募資」針對某一特定專案或商品預購，則可能涉及「消費者保護法」與「公平交易法」規定。⁷⁸而「借貸型群眾募資」因屬民間借貸性質，主要依「民法第474條消費借貸契約」處理。另外，由於「借貸型群眾募資」目前並未有專法規範，但基於保護民眾權益，目前2017年由金管會備查，並經銀行公會訂定之「中華民國銀行公會會員銀行與網路借貸平臺業者間之業務合作自律規範」，希望採取鼓勵銀行與網路借貸平臺業者合作方式來提高對民眾權益的保障。⁷⁹

在不同類型之經營募資平臺的優勢與挑戰方面，首先，創櫃板的主要優勢包括：1.免辦理公開發行；2.享有公設聯合輔導；3.籌資成本低；4.擴大營運規模提升知名度等。然而其可能面臨挑戰包括：1.申請公司本身人力不足與營運資金不足；2.創櫃板輔導資源有限，難以輔導需求多元且差異性大之不同產業企業；3.創櫃板申請公司若存有產品不具市場

⁷⁷「群眾募資時代的公益勸募」，《開拓文教基金會網站》，2014年1月20日，<https://www.techsoup-taiwan.org.tw/node/4640> (最後瀏覽日期：2020年3月21日)。

⁷⁸財團法人中華民國消費者文教基金會，「群眾募資藏風險，購模式逾四成不符消保法」，<https://www.consumers.org.tw/product-detail-2508927.html> (最後瀏覽日期：2020年3月21日)。

⁷⁹陳盈綦，「籌資新選擇－群眾募資及創新平台相關法律議題」；林雅燕，「新興募資方式－群眾募資行為之初探」，《經濟研究》，第14期(2014年6月)，頁169-170。

性、營運獲利模式尚須調整、知名度或通路資源不足等問題，則難以吸引創投或策略性投資人投資，使其籌資功能受限等。⁸⁰

其次，證券商經營平臺的主要優勢包括：1.平臺經營者較熟悉股權買賣機制；2.平臺經營者與投資公司、散客關係較好。然其所可能面臨的挑戰包括：1.平臺經營者較不熟悉網路行銷與集客；2.新創企業除非已經有穩定營收，否則獲得核貸機率較低；3.網路、數位、文創等以無形資產為主的創業者，需要相對較長的研發期，初期資本額亦不高，融資難度比一般產業更加困難。

再者，網路公司經營平臺的主要優勢包括：1.平臺經營者較熟悉網路行銷與集客；2.平臺經營者與新創公司關係較好，社會網絡較緊密。而其可能面臨的挑戰主要在於須為此成立專營此業務之公司，成立之成本含最低資本額5,000萬元，此部分對資本額規模較小的平臺經營業者形成門檻限制。⁸¹

最後，其他非股權模式之群眾募資平臺的主要優勢包括：1.較熟悉網路行銷與集客，與市場需求緊密連結；2.成案門檻低且鼓勵多元創意；3.活躍於經濟成長趨緩之已開發國家，如：美國、歐洲及日本等。⁸²而其可能面臨的挑戰則包括：1.募資平臺競爭激烈；2.通常需要繳交8%~10%手續費或行政及推廣費用；3.募資金額相對較少。有關國內新創、中小企業、微型企業或個人及團體透過募資平臺進行籌資之相關規範與條件如表5-5所示。

⁸⁰ 財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心，「創櫃板專區：創櫃板對企業之助益」，2020年 https://www.tpex.org.tw/web/regular_emerging/creative_emerging/Creative_emerging_02.php?l=zh-tw(最後瀏覽日期：2020年3月9日)；黃曉盈，「協助微型企業發展－我國推動股權群眾募資之成果檢討」，《證券暨期貨月刊》，第34卷第11期(2016年11月)，頁7-8。

⁸¹ 「各式各樣的募資平台，有創業資金需求要怎麼選擇？」，《天下雜誌》，2015年7月13日，<https://www.cw.com.tw/article/article.action?id=5069128&from=search> (最後瀏覽日期：2020年3月22日)。

⁸² 林弘全，「新創公司募資的困境(二)：我，作為一名創投」，《Inside》，2013年11月21日，<https://www.inside.com.tw/article/3217-the-dilemma-of-start-up-fund-raising-b>(最後瀏覽日期：2020年3月22日)。

表 5-5 國內新創、中小企業、微型企業或個人及團體透過募資平臺進行籌資之相關規範與條件

類別	股權 (以股權為基礎(equity-based)的模式)			非股權 (以報償或獎助為基礎(rewards-based)運作)
	創櫃板	證券商經營的平臺	網路公司經營的平臺 (兼營證券商)	「捐贈型募資」、「回饋型募資」與「借貸型 群眾募資」群眾募資平臺
目前主要 參與單位	櫃買中心	元富證券、第一金證 券、大昌證券等。	「創夢市集股權群募證 券股份公司」(2017 年 8 月 31 日該公司已終止營 業)。	weReport、嘖嘖、FlyingV 等。
規則	<ul style="list-style-type: none"> ● 申請成為創櫃板公 司條件，包括： 1.須為依我國公司法組 織設立之股份有限公司或有限公司或募集 設立股份有限公司之 籌備處。 2.具創新、創意及未來發 展潛力者。 3.申請企業無設立年限、 獲利能力及資本額之 限制。 4.願接受櫃買中心「公設 	<ul style="list-style-type: none"> ● 申請募資公司條件： 1.依我國公司法組織且未 公開發行之股份有限公司； 2.實收資本額新臺幣 5,000萬元以下； ● 募資金額限制： 1.每一公司每年度透過所 有證券商募資平臺辦理 股權募資金額，合計不 得逾新臺幣3,000萬元。 2.認購募資公司之股票僅 限公司之普通股股票及 	<ul style="list-style-type: none"> 1.由非證券商的網路公 司先依據「證券商經營 股權性質群眾募資管 理辦法」第4條 與「證 券商設置標準」第9條 或第39條之規定，向主 管機關申請取得證券 商資格後，再依規定檢 具申請書件，送請櫃買 中心審查後轉陳主管 機關許可。 2.經主管機關許可後，申 請業者應依「證券商設 	<ul style="list-style-type: none"> ● 國內這類報償(獎助)為基礎之群眾募資平 臺的具體運作規則，雖然不盡相同但主要 包括： 1.提案者必須為具備行為能力的自然人、合法 登記的法人或團體；具我國國籍且擁有臺灣 的銀行帳戶。 2.有些設有最低門檻金額(例如5,000元)，但對 募資計畫金額則沒有上限。部分業者亦會建 議設定在能完成專案、履行回饋所需金額即 可。 3.部分業者會禁止在國內同時多平臺募資。國 外同時多平臺亦不建議，但若欲從事跨平臺 募資則建議時程錯開，贊助及宣傳能量才能

	<p>聯合輔導機制」者等。</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 企業總募資資金上限： <p>5.供投資人認購之股本金額不得逾新臺幣3,000萬元。</p> <p>6.除天使投資人、具財力證明之自然人或原始股東，不設限外，一般投資人投資限額為最近一年內透過創櫃板對所有創櫃板公司認購投資股票累計金額不得逾新臺幣15萬元</p>	<p>不具債權性質之特別股股票。</p> <p>3.一般投資人透過單一證券商募資平臺進行認購之投資金額，其單次股權募資認購金額不得逾新臺幣5萬元，且於每一年度合計不得逾新臺幣10萬元。</p>	<p>置標準」第10條 或第40條 之規定檢具申請書件，送請櫃買中心審查後轉陳主管機關核發或換發許可證照，即可經營股權性質群眾募資業務。</p> <p>3.根據「證券商設置標準」第3條規定，欲取得證券商資格之網路公司若欲以證券經紀商資格經營股權性質募資業務者，其最低實收資本額至少需新臺幣5,000萬元，且不得轉投資</p> <p>4.與一般證券商經營的平臺相同，應採單一募資平臺方式專營股權性質群眾募資業務。</p>	<p>集中達成目標。</p> <p>4.募資金額達標或超過時，平臺業者一般會收取8%~10%手續費或行政及推廣費用；未達標者則不收取手續費等條件。</p>
<p>適用法規</p>	<p>「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心創櫃板</p>	<p>「證券商設置標準」、「證券商管理規則」、「證券商負責人與業務人而管理規則」及授權櫃買中心訂定的</p>		<ul style="list-style-type: none"> ● 「捐贈型募資」：須注意是否遵循「公益勸募條例」與是否符合贈與稅規定；

	管理辦法」	「證券商經營股權性質群眾募資管理辦法」等，另發布豁免函令，規定募資免依證券交易法規辦理。		<ul style="list-style-type: none"> ● 「回饋型募資」：可能涉及「消費者保護法」與「公平交易法」。 ● 「借貸型群眾募資」：主要依「民法第474條消費借貸契約」處理。另依據「銀行公會會員銀行與網路借貸平臺業者間之業務合作自律規範」，希望採取鼓勵銀行與網路借貸平臺業者合作方式來提高民眾權益的保障。
優勢	<ol style="list-style-type: none"> 1.免辦理公開發行； 2.享有公設聯合輔導； 3.籌資成本低； 4.擴大營運規模提升知名度。 	<ol style="list-style-type: none"> 1.平臺經營者較熟悉股權買賣機制； 2.平臺經營者與投資公司、散客關係較好。 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 平臺經營者較熟悉網路行銷與集客； 2. 平臺經營者與新創公司關係較好，社會網絡較緊密。 	<ol style="list-style-type: none"> 1.較熟悉網路行銷與集客，與市場需求緊密連結； 2.成案門檻低且鼓勵多元創意； 3.活躍於經濟成長趨緩之已開發國家，如：美國、歐洲及日本等。
挑戰	<ol style="list-style-type: none"> 1.申請公司本身人力不足與營運資金不足； 2.創櫃板輔導資源有限，難以輔導需求多元且差異性大之不同產業企業； 3.創櫃板申請公司若存有產品不具市場性、營運獲利模式尚須調整、 	<ol style="list-style-type: none"> 1.平臺經營者較不熟悉網路行銷與集客； 2.新創企業除非已經有穩定營收，否則核貸機率較低； 3.網路、數位、文創等以無形資產為主的創業者，需要相對較長的研發期，初期資本額亦不 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 須為此成立專營此業務之公司，成立之成本含最低資本額 5,000 萬元，此部分對資本額規模較小的平臺經營業者形成門檻限制。 	<ol style="list-style-type: none"> 1.募資平臺競爭激烈； 2.通常需要繳交8%-10%的手續費或行政及推廣費用； 3.募資金額相對較少。

	<p>知名度或通路資源不足等問題，則難以吸引創投或策略性投資人投資，使其籌資功能受限等。</p>	<p>高，融資難度比一般產業更加困難。</p>		
--	--	-------------------------	--	--

資料來源：本研究整理。

第六章 國內外直接融資新趨勢

近年國內外因金融環境波動變化劇烈、金融科技(Fintech)興起、能源建設躍升為公共建設最主要占比，以及產業的快速轉型，如工業 4.0、人工智慧(AI)、長照、智慧駕駛、航太等新興產業亟需跨領域的整合，市場對資金的需求不再是只要便宜與快速的資金取得 (Easy money)，而是要有助於產業提升與創造企業價值的聰明資金(Smart money)。為因應產業之快速轉變以及對聰明資金的需求，國內外直接金融相關資金提供者如證券商、投資銀行、私募股權基金等其商業模式也快速轉變，相關新興直接金融工具也應運而生。

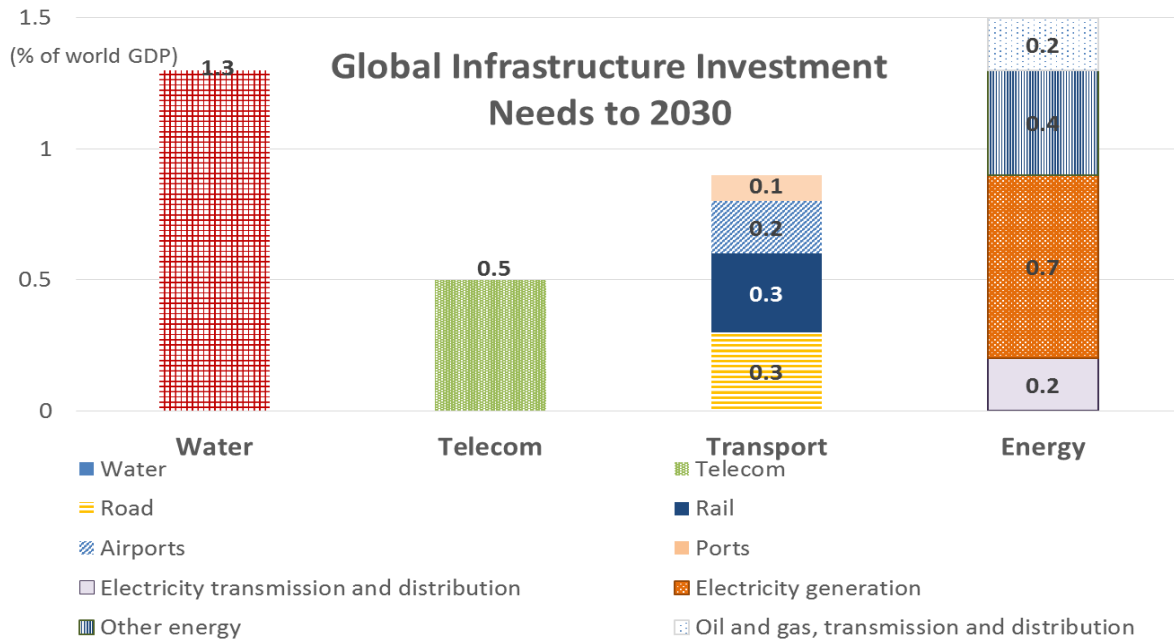
本計畫主要從以下三個面向彙整國際金融新趨勢：「國際投資銀行或大型證券商參與或協助推動公共建設的方式」、「私募基金新興投資管理模式」以及「新興金融科技下證券商的機會與挑戰(眾籌與 P2P 平臺)」三面向彙整相關直接金融商業模式與直接金融工具。

第一節 投行參與公共建設由資金提供者轉型為專案推動者

(From Securities Firms to Project Promoters)

國際間常見之直接金融資金提供者，包含狹義媒合仲介之證券商(Securities Firms)、廣義的投資銀行(Investment Banking)，例如美林、歐洲綜合銀行、野村證券與大和證券等以及私募基金。國際新興直接金融趨勢潮流下，證券商、投資銀行或私募基金不僅可擔任資金提供者，也可成為專案融資與公共建設之推動者或流動性提供者。此處所提的推動者與流動性提供者並不是指在資本市場上所謂之初級市場造市(證券承銷業務與 IPO)或次級市場買賣撮合(自營和經紀業務)，而是指以下幾點：

- 一、利用股、債權進行再融資(Refinance)以提高專案流動性，吸引機構投資人與民間基金參與
1. 能源基礎建設成為公共工程主流，投入期長且資金需求大亟需吸引私人融資(民間參與, Private finance)與機構投資人(壽險與退休基金等)參與



資料來源：Inderst G. (2016)⁸³。本研究自行繪圖。

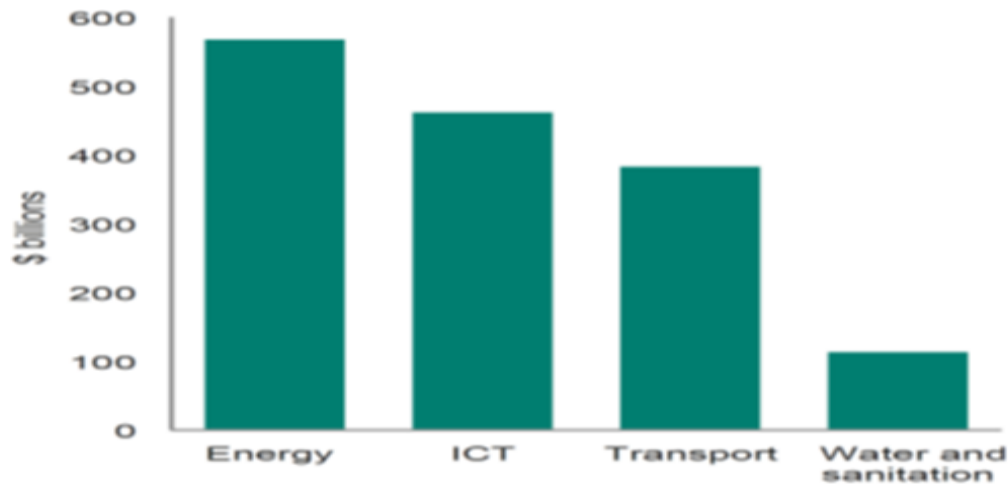
圖 6-1 至 2030 年全球基礎建設之資金需求占 GDP 比重

過往證券商、投資銀行或私募基金參與國際重大基礎建設(Infrastructure)往往扮演種子基金(Seed fund)或天使基金(Angel fund)的出資者角色。然而近年重大工程基礎建設已由傳統的醫院、道路、機場等交通建設，轉為能源相關建設為主流(參考如 Tyson 2018)。圖 6-1 顯示至 2030 年全球基礎建設之資金需求占 GDP 比重將以能源類基礎工程建設為最高，約占全球 GDP 比重 1.5%，幾乎是交通運輸類基礎建設的一倍，通訊基礎建設的三倍。而相較於運輸以及通訊基礎建設，能源基礎建設尤其是綠能相關建設，與一般案件最大的差異為專案期間長，從初期規畫投入、施工、營運到售電後產生現金流量，往往有 10 至 20 年的進程，且所需資金更為龐大。

因此，近年國際重大工程建設除引入證券商、投資銀行或私募基金，更需要引入私人融資(民間參與, Private finance)參與公共建設，以彌補政府或單一能源供應者能源供應者(Power producer)如台電，以及單一工程、採購

⁸³ Inderst, G.. (2016). Infrastructure Investment, Private Finance, and Institutional Investors: Asia from a Global Perspective. Asian Development Bank Institute. Available at: <https://www.adb.org/publications/infrastructure-investment-private-finance-and-institutional-investors-asia-global> (accessed on March 10, 2020).

與建置公司 (EPCI, OEM Contractors)，如丹能風電 (Dong Energy)、上緯以及西門子 (Siemens)與艾波比 (ABB) 資金不足的問題，並藉由股權或債權引入私人投資以符合開發商股債權配置之需求。此外，10 至 20 年才能出場的模式也不見得符合私募基金的風險偏好，因此也需要再融資作為退場機制。



資料來源：Tyson (2018)⁸⁴。

圖 6- 2 2008-2017 年私人融資(民間參與)公共建設之金額

Inderst (2016)在 Asian Development Bank 的系列文章中指出公共建設引入私人資金(民間參與, Private finance)已成近年趨勢。由圖 6- 2 可知私人融資積極參與能源與 ICT 部門的基礎建設，其參與金額高於交通類基礎設施。相對近年金融市場股、匯市等資本市場之劇烈變化，此二產業透過售電或提供服務所產生之長期、穩定現金流量，不僅較不易受物價上漲衝擊且與其他金融資產波動關聯度低，是民間參與能源與 ICT 的基礎建設的重要因素之一。

2. 利用專案融資搭配股權或債券進行再融資以符合民間參與與機構投資人之風險胃納(Risk appetite)

然而，由於電力與 ICT 產業因具有公共財性質，且所面臨之風險因籌備

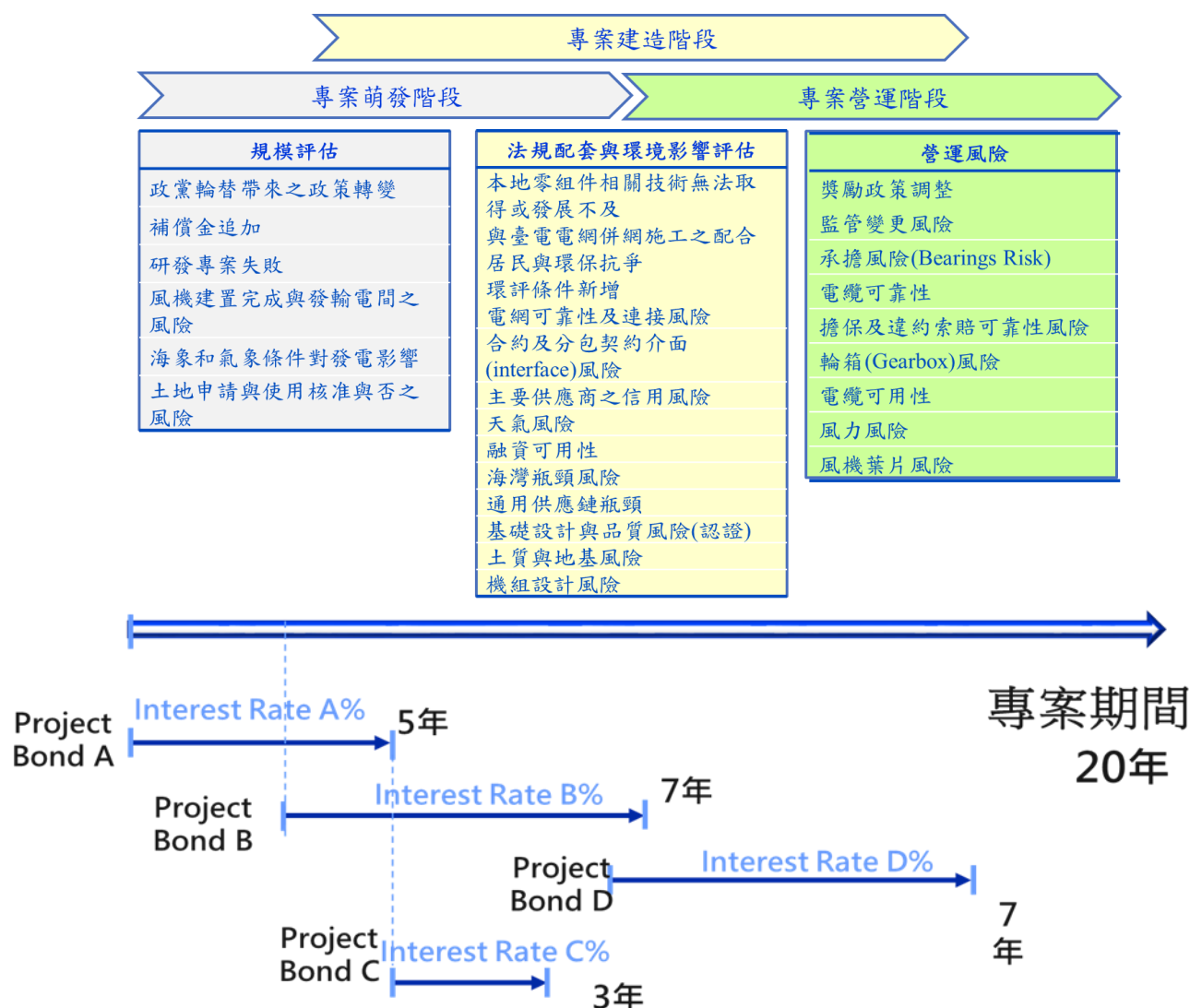
⁸⁴ Tyson, Judith E.. (2018). *Private Infrastructure Financing in Developing Countries: Five Challenges, Five Solutions*. Overseas Development Institute. Available at: <https://www.odi.org/publications/11168-private-infrastructure-finance-developing-countries-five-challenges-five-solutions> (accessed on March 10, 2020).

期(施工前)、施工期、營運期而迥異，再加上專業度高，是故過往由多邊開發銀行（Multilateral Development Banks, MDBs）、投資銀行、出口信貸機構（Export Credit Agency）或私募股權基金透過初期種子與天使基金投入公共建設，再藉由出售或公私協力夥伴關係(Public-private-partnership, PPP)退場的機制不見得吸引民間參與(包含公開市場與第三方機構投資人)。

為將公開市場與第三方機構投資人之資金導入建設，國外發展能源基礎建設常採用再融資方式(Refinance)方式，EWEA(2013)指出，根據歐洲離岸風力發展經驗，最大的風險與不確定性為政策風險（Regulatory risk）以及電網連結風險（Grid connection risk）。因為離岸風力建置期長，施工風險與政策不確定風險高，而且長達 20 年的閉鎖期與周轉率(Turnover rate)不是符合所有人的風險胃納。以臺灣電力基礎設施發展來看，政策風險以及開發商需承受的匯率風險尤其高，長達 20 年的閉鎖期確實很難評估其相關風險，也難以進行適宜的風險定價(Pricing)。再加上私人融資的資金投資者很大一塊來自機構投資人、債券市場資金、保險業與股權基金等第三方投資人，常為風險趨避者(Risk adverse)，通常不願意承擔能源基礎建設的高施工風險，重視現金流量的穩定度遠高於報酬高低，而相對較偏好承擔營運風險。因此 20 年的閉鎖期難以吸引公開市場資金或第三方機構投資人的資金進入。

然而若細膩區分能源基礎設施之生命週期 (Life cycle)，從技術層面來看 20 年生命週期其風險程度不一樣，例如規劃期與施工初期不確定性與風險相對較高，施工中後期與營運期穩定度相對較高，營運後期不確定雖較低卻面臨效能下降等截然不同的風險與報酬。圖 6-3 為不同風險、融資結構與到期日之再融資示意圖，證券商、投資銀行或是能源供應者之再融資策略可依不同風險、融資結構與到期日把電力基礎建設專案的 20 年閉鎖期，切成 3 年、5 年不同專案或融資結構 (Projects)，各專案部份期間是可以重疊的，每一不同期間可依其風險高低設定不同的報酬率。如此做法能將閉鎖期大幅縮短周轉率提高，且三、五年內的政策風險與匯率風險也相對好評估，投資人承受風險亦可一定程度降低。資金來源可以更為多樣 (Diversified)。前述作法若細膩依據不同投資人的風險胃納(Risk appetite)做設計，融資觸角甚至可

進入次級市場 (Secondary market)，並導入眾籌，創造更多流動性。



資料來源： EWEA (2013) p. 40⁸⁵。本研究自行整理與繪製。

圖 6-3 不同風險、融資結構與到期日之再融資示意圖

3. 國際案例—綠色投資銀行以再融資股權吸引退休基金、銀行與私募股權基金投入公共建設

⁸⁵ European Wind Energy Association (EWEA). (2013). *Where's the Money Coming from? Financing Offshore Wind Farms*. Available at: http://www.ewea.org/fileadmin/files/library/publications/reports/Financing_Offshore_Wind_Farms.pdf (accessed on March 10, 2020).

國際案例如 2012 年由丹能風電主導之 Walney 風場（丹能風電共持有 50.1% 股權）即透過英國綠色投資銀行（Green Investment Bank, GIB）的協助，與英國駿懋銀行集團（Lloyds Banking Group）、蘇格蘭皇家銀行（Royal Bank of Scotland）、桑坦德銀行（Santander）和西門子銀行（Siemens Bank）合計提供 2.24 億英鎊貸款額，並以再融資的方式促使荷蘭退休基金管理機構（PGGM）和安培股票基金（Ampere Equity Fund）取得 Walney 離岸風場 24.8% 股權（參考如 EWEA, 2013; 吳中書等, 2017）。

另一案例則為 2013 年總需募金額達 266 百萬英鎊的倫敦陣列（London Array）離岸風場，融資初期由英國綠色投資銀行直接投資 58.6 百萬英鎊，再利用此筆投資再融資（Refinance）引入馬斯達爾公司（Masdar）以持有 20% 的股權。其他投資者包括三菱東京日聯銀行、德國伊佩克斯銀行、德國西門子銀行與三井住友銀行為共同放款人，前述投資者經英國綠色投資銀行之優先順位債務承諾（Senior Debt Commitment）決定其優先清償順序。後續電廠營運權及股份分別為 DONG（50%）、E.ON（30%）以及 Masdar（20%）共同持有（參考如 EWEA, 2013; 吳中書等, 2017）。

再融資的方式不僅只有透過發行新股的方式引入公眾資金（Public funds），亦可以將現有專案以債權方式再融資（Refinance），並引入擔保或售後服務保證機制。KfW (2016) 指出類似投資銀行、綜合證券商的德國復興銀行在 2014 至 2015 年間透過發行澳元（AUD）、英鎊（GBP）、歐元（EUR）、美元（USD）及瑞典克朗（SEK）等五種綠色債券，成功募得發債淨額為 37 億歐元。再融資債券也不限於公司債，可以是以專案為基礎之專案債（Project bonds），可用於與其他能源供應者合資（Joint venture）或結盟（Partnerships）以及引入專案融資。

此外，為吸引大眾資金進入以降低施工及營運風險，部分能源供應者與 EPCI 公司更發展出不同的保證契約與售後服務保證。例如：丹能風電以 EPCI Wraps 形式提供投資者績效保證型契約，以降低投資人可能承擔風險與不確定性，並出售發電量(股份)以賺取報酬。西門子 2011 年於德國 Meerwind Süd/Ost 風場引入私募股權基金黑石（Blackstone），是離岸風力史上首次引入

私募股權基金。同時，西門子也於該案提供五年的產品售後服務與品質保證協議（5-Year service maintenance and warranty agreement）。（參見如吳中書等，2017）。因此投資銀行為促成公共計畫與專案的執行甚至可以導入保險等相關業務。

4. 國內案例—沃旭在臺發行綠色債券再融資以吸引機構投資人資金

儘管臺灣債券市場深度不夠，以債權方式進行再融資在臺灣並非不可行。2019年5月沃旭丹麥(Ørsted)在臺灣發行總額為新臺幣120億綠色優先債券，為臺灣第一次由外國企業在臺灣發行以新臺幣計價的綠色債券。沃旭丹麥在臺灣參與風電基礎建設，籌備期與施工初期之高風險階段的主要資金來自母公司自有資金，約占專案之五成資金。後續資金則來自銀行聯貸以及綠色債券。此次發行共包含兩檔綠色優先無擔保債券，分別為2026年到期的7年期40億固定利率綠色債券，以及2034年到期的15年期80億固定利率綠色債券，票面利率分別為0.92%與1.50%。

此兩檔債券皆由沃旭丹麥母公司提供保證，沃旭丹麥分別獲得美國信用評等公司穆迪(Moody's)評等為「Baa1」，以及中華信評「twAA」評等，而且新臺幣計價債券不僅可降低沃旭自身的美元轉新臺幣之匯率風險，亦可降低購買此債券之機構投資人持有外幣計價資產之匯率風險。以近兩年中美貿易紛爭造成全球匯率波動劇烈，壽險業者在2018年曾遭受嚴重之匯損，再加上專案初期的高風險主要由沃旭母公司與本土銀行聯貸承擔，此綠色債券對機構投資人仍有一定吸引力。

5. 證券商之機會與挑戰

國內老字號中鋼公司近年也積極參與風電基礎建設，但初期仍以自有資金以及聯貸方式籌措資金。繼外商沃旭能源、達德能源、麥格理、JERA等業者，2019年在離岸風電投資合計達18億美元（約新臺幣540億元）後，2020年2月中鋼與哥本哈根基礎建設基金(CIP)宣布將採取聯合開發的模式，共同採購風機相關零件及設備，並共同投資中能發電股份有限公司以開發位於彰化離岸的300MW裝置容量中能29號風場。中鋼2019年底更完成離岸風電水下基礎組裝廠興達海基之竣工典禮，年產目標100億元以上，並

預估最快 2020 年第 3 季認列營收。

中鋼與 CIP 開發的中能風場，預計在 2024 年併網發電。中能 29 號風場，預計最多有 60 組風力發電機，總投資額近 1,000 億元。預計每年發電收入高達 100 億元，扣除風電維修成本約 20 億元以及銀行利息支出等，年度利差近 80 億元。前述的發電收入就是穩定的現金流量，且目前中鋼相關風場從 2017 年規劃迄今，已由草創期、籌備期步入施工中後期與營運期，且相關建設所需資金龐大，若能有證券商、投資銀行或私募基金等介入規劃，利用再融資方式提供流動性與吸引機構投資人進入，相關規模與供應鏈在地化可以更有彈性且有效發展。

國內證券商、私募股權基金及一般投資人多半考量能源建設的高度政策不確定性、投資期長而憂心相關風險。然而，目前國內風場初期資金都已由開發商母公司或聯貸方式提供，若將證券商定位由資金提供者轉為協助專案執行者之專案推動者或流動性與風險的設計與評估，將風險與現金流量做適宜之定價，利用不同融資模式與股債權提供流動性，並針對不同機構投資人的風險胃納設定不同利率與產品特性，賺取一定服務費用與顧問費而非手續費，不僅能同時促進國內產業發展，也讓保險業在國內有適合投資標的。將動輒十幾年閉鎖期，切成 3 年、5 年不同專案 (Projects)，搭配不同再融資結構，不確定性相對下降市場就能活絡。

二、利用計畫債券 (Project Bond) 等工具吸引機構投資人(壽險與退休基金)參與直接金融，並協助後續資訊揭露

1. 考量 Basel III 與分散風險(Diversified)情況下，以專案現金流量之計畫債券較易取得更高的信評，讓機構投資者更有興趣購買計畫債券。

2008 金融風暴的前車之鑑顯示金融體系的監管不足，國際清算銀行與巴塞爾銀行監理委員會制定全球金融監管標準的第三版(Basel III)，協議除了資本充足率、壓力測試、市場流動性風險考量等方面的標準，並新增了關於流動性與槓桿比率的要求。巴塞爾資本協定三(Basel III)將資本計提之標準提高，因此傳統授信業務之資金成本增加，強化了利用創新方式籌資之市

場誘因。

前文提及再融資可以透過股權與債權的方式進行。以債權進行之再融資工具中，計畫債券（Project Bond）儼然成為近年基礎建設融資的重要工具之一（參見如 Dewar and Puttock, 2017 以及 Smith et al., 2015）。Deloitte (2019) 認為 Basel III 的實施，使得專案型債券（Project bonds）在基礎建設融資的運用與市場需求明顯增加，因為專案債券相對於專案融資貸款（Project finance loan）有較高的流動性。相對傳統債券，計畫債券因投資人直接曝險於投資計畫，債券的本金和利息直接來自於投資計畫產生的現金流量，且計畫債券所附屬的計畫可能是有多個國家或多個機構同時參與，往往能提升計畫債券的信用評級，若相關現金流量如售電所產生之現金流量是由政府所保證收購的，則信用評級相對較高（Smith et al., 2015）。相對傳統公司債已發行之單一公司之財務報表作為信用評估標的，計畫債券以專案現金流量與風險作為信用評估標準，更易取得較好的信評標準，也讓機構投資者（壽險與退休基金），在考量 Basel III 與分散風險（Diversified）情況下，更有興趣投入與購買計畫債券。

2. **搭配專案融資與特殊目的公司，計畫債券提供風險調整後（Risk-Adjusted Return）之固定收益工具，搭配股權、夾層金融，可滿足不同風險胃納投資人並多樣化專案資金來源。**

此外，Thumfart (2016) 指出近年許多重大工程建設多導入專案融資的方式（Project finance）設立特殊目的公司（Special Purpose Vehicle, SPV）進行資產負債表外融資，並因專案融資具有有限追索權特質間接設定投資者風險承擔上限。專案融資為利用不同契約類型，引入多種類型資金提供者，常搭配不同股權、債權與再融資結構等，配合公共建設規模大小（Size）與執行期間（Time frame），決定需求資金規模與專案期間長短，風險自然分層，可滿足不同風險胃納的投資人。因此，專案融資中也常見利用計畫債券作為再融資工具以吸引機構投資人參與。Dewar and Puttock (2017)更指出專案型債券讓能源公共基礎建設流動大增，尤其搭配專案融資的運用需求尤其顯著。

2016 年全球專案型債券較 2015 年成長 23.5%，金額來到 436 億美元。

Smith et al. (2015)認為市場上從不缺資金，缺少的是適合投資人風險偏好與資產配置的商品，且認為經過適當的設計，機構投資人甚至願意持有 20 年期以上的計畫債券。EWEA (2013)認為機構投資人尤其保險業因較偏好固定收益之債券方式，故配合保險業者之債權部位與需求，以及採取年金性質才易吸引機構投資人。因此，專案融資也常見利用計畫債券提供風險調整後收益 (Risk-Adjusted Return)，並年金化計畫現金流量變為固定收益工具，以吸引金融機構投資。

ARES (2018)指出近年直接借貸或私募債權的成長主要來自機構投資人的需求，包含保險公司與退休基金等。國際上基礎建設融資除了利用計畫債券、再融資等手段，也有利用私募債權 (Private Debt) 方式，例如直接借貸 (Direct Lending)，不良債權 (Distressed Debt)，夾層債 (Mezzanine)，特殊債 (Special Situations)，風投借貸 (Venture Debt) 等。以荷蘭雙子星案場 (GEMINI) 多元的籌資方式為例。在專案初期引入多邊銀行、歐洲投資銀行 (EIB)、丹麥出口信用機構 (EKF) 等。除了股本股權投資，還有順位比較後面的夾層融資，以滿足不同投資者的風險胃納。

夾層融資是一種無擔保的長期債務，這種債務通常附帶有投資者對融資者的權益認購權，形式較為靈活，對控制權的稀釋程度較小，屬於次順位債務之一種。夾層融資相對股權與優先順位債務則屬於中度風險，報酬率也介於股權與債務之間。由於夾層融資未如優先順位債務般受到資產擔保，因此借款者未來的現金流量分配及還款能力即成為夾層融資能否順利募集的重要依據，資產價值反而並非為夾層融資者所關注的焦點。荷蘭雙子星案場為例，丹麥退休基金公司 (Pensionskassernes Administration, PKA)、以及丹能風電等業者因已經有參與離岸風電融資做法，所以願意採取夾層融資這種風險高一點點的融資渠道。(吳中書等, 2017)

承上所述，若國內證券商、投資銀行不侷限公司債而多協助產業或專案利用計畫債券 (Project Bond) 等工具吸引機構投資人參與直接金融，則市場的流動性必然增加，間接也促成國內直接金融的提升。Fulton et al. (2011)認

為離岸風力專案需具有一定的透明度，亦即相關現金流量與權益義務等都必須有相對應文件確實記載與揭露，才能引入大眾資金。綠色債券發行原則（Green Bond Principles, GBP）就特別強調透明度與資訊揭露（transparency and disclosure）是導入債權投資者的關鍵因素(參見如 KPMG China 2016)。因此，若採用債權方式投入，相關信用評等、資訊揭露、擬訂資金管理流程等前置處理，甚至引入第三方驗證，也需要國內證券商提供相關顧問服務，若為外幣計價商品更需要評估匯率風險。且為確保穩定的資金流量，通常需再搭配保險或再保險機制並引入擔保（Guarantees）機制以降低投資人承受風險。前述資訊之揭露並非單一外資或開發商可完成，若能與本地證券商、投資銀行或金融機構合作，將能有效提高計畫未來現金流量的透明度，提高機構投資人參與意願。

三、利用證券化(Securitization)與網路銀行等金融科技(Fintech)化整為零以吸引個別投資人參與直接金融

1. 國內案例—中租迪和之「全民電廠」「全民電廠二手市集」

我國政府近年來積極規劃與執行相關重大政策計畫與修法工作，包括綠能科技產業創新推動方案(2025 再生能源發展目標及太陽光電 2 年推動計畫)、「綠能屋頂全民參與」行動方案，以加速國內綠色發展以及太陽能系統的安裝等。整體目標希望在 2025 年前完成太陽光電目標裝置容量達 20GW(其中屋頂型 3GW，地面型 17GW)的水準，以協助完成 2025 年非核家園設定之再生能源占能源配比達 20%的政策目標。其中，地面型開發裝置目標是屋頂型的六倍之多。

然而，地面型太陽能電廠開發所涉及之問題相對屋頂型複雜，現有的地面案場型主要有兩種，一種就是政府開放大型地面，政府開放大型地面不外乎就是過去長期間置的土地，包含像工業區的土地、過去營業用地、廢置土地，例如像砂石道開採完後所遺留的大型廢置地，這些土地都涉及到一些地質改良或是地質探勘等基礎工程的事情。另一種地面型例如地層下陷或海水倒灌區域，往往涉及地層鑑定與土地回填等工程，甚至海事工程，所以這是

過去臺灣在承做屋頂型太陽能不曾遇過的問題，所需資金也遠比開發屋頂型來的高。

中租控股可以說是臺灣太陽能開發首屈一指的廠商。隨著中租在太陽能開發之件量與規模增加，開發資金都來自內部資本額不僅風險分攤不易，且為更快速取得市占率，必須引入第三方投資人進場。鑒於 2009 年通過再生能源發展條例，規定每年以固定費率，依不同設備分類(屋頂型、地面型、水面型)與裝置規模大小，簽訂 20 年合約長期保障收購再生能源。此外，若採用高效能太陽光電模組，將給予費率加成 6%，以鼓勵離島及北部地區(包含北北基、桃竹苗、宜花)設置太陽光電。因此，躉購費率除了依設備分類與案場地點不同外，每年太陽能躉購費率會有更動。躉購費率的變動也將使未來現金流量以及內部投資報酬率 (Internal Rate of Return, IRR)隨之改變。

基於上述分攤風險、快速取得市占率以及便於管理的動機下，2018 年 3 月中租控股旗下之中租能源啟動「全民電廠」計畫，開放民眾認購中租旗下臺南永康太陽電廠，共有 538 片太陽能電板開放認購，以每片太陽能面板為交易單位，每片認購價格 15,426 元 (如圖 6-4 所示)。中租由過去 1000 多場太陽能案場成本費用精密預估的結果，估算出 20 年期間可能衍生的維運費用、包括保險費在內，報酬率鎖定遠高於定存利率每年內部報酬率 (IRR) 約 4.25%，希望降低入場資格與資金規模，化整為零以吸引全民參與，增加民眾對綠能產業之了解並加速中租建置太陽能電廠的速度，更重要的是加速中租的資金流動性。前述模式有將固定收益轉為有證券化 (Securitization) 模式，並將相對大的進場門檻轉化為較小的金額，亦即每片認購價格 15,426 元。將較大金額的投資者 (有限合夥人, Limited Partner, LP) 化整為零，吸引個別投資人進場，快速取得資金，以提升電廠開發速度。

	地點	太陽能板 單價(元)	太陽能 板數	期間 (年)	銷售情況	
1	台南永康	15,426	538	20	48 (要先經入會審核才能購買)	
2	彰化大城	17,811	800	20	28小時完銷	
3	雲林大埤	16,538	624	20	未公布	
4	屏東鹽埔	16,286	526	20	11月中旬開始銷售， 12.17止尚餘400片	
年度		2014	2015	2016	2017	2018
電廠數		73座	200座	372座	654座	1024 (11月底)

資料來源：中租控股官網，註：預估投收益率都是4.25% 製表：黃惠聆

圖片來源：2018/12/18 中租全民電廠第四波認購退燒，工商時報。表格內未註明年分之日期為 2018 年。

圖 6-4 中租全民電廠歷次開放認購

然而，前述全民電廠仍有閉鎖期 20 年的缺點，中租全民電廠前兩次案場開放認購都在一至兩天內銷售完畢，惟第四波開放認購時銷售數量明顯放緩 (圖 6-4)。為提升流動性以吸引更多個別投資人進場，2019 年 10 月，中租全民電廠在成立「全民電廠·太陽光電」之「全民電廠二手市集」網路平臺，供全民電廠會員間交易，並強調該平臺「不訂價、不搓合、不收費」。平臺是以網站公布欄的形式，讓已經在平臺購買太陽能板會員，也就是 LP 之間彼此可以交易，但中租不會介入居間買賣或為任何的交易搓合與定價，買賣雙方須配合平臺相關作業簽署轉讓通知書，平臺收到通知書且審視確認買賣雙方會員，並經平臺驗證完成之本人銀行帳號，讓價款的給付更安心。該平臺並可提供買方評估購買之太陽能板所在電廠的狀況。前述平臺類似我們股票成交系統，中間仍有第三方驗證的概念，只是現階段還無法如股市有自動報價、撮合與成交系統，但仍足以加快中租取得資金的腳步與市占率。

2019 年 11 月，惠譽國際信評調升中租控股旗下的中租迪和、合迪及仲信資融之各一級至 BBB (國際評等) 和 A+(tw) (臺灣評等)、A+(tw)、A+(tw)，使得中租控股評等攀升至 BBB-，評等展望皆為穩定。且依據工商時報報導，惠普表示中租迪和調升主要理由是強化的融資及流動性狀況，輔以其在臺灣中小企業融資業務中穩固的市場地位，以及有韌性的經營模式

⁸⁶。顯示前述中租類似證券化的工作以個別公司避開重重法規限制來完成分散風險與提供流動性，還連帶讓自己母公司的平等升級，更有益於後續籌資。

2. 證券商之機會與挑戰

本計畫認為「全民電廠二手市集」雖仍有機會改善 20 年的閉鎖期，惟公佈欄方式並非有效的資訊平臺且新購入者仍須持有至 20 年期滿或再進行交易。若能參考前文之描述，再將全民電廠的概念切割成長短不同債(再融資方式)，分別為三、五、十與二十年期並給予不同報酬率設定，由中租保證到期可續購，惟持有者也可選擇不續購，則流動性將大幅提升。此外，若改為三、五年期，中租還可依每年太陽能躉購費率會有更動，機動調整後續利率。前述業務其實就像投資銀行、證券商等造市者所謂之再融資動作，而每一片太陽能板就是一個受益憑證的概念。

2019 年 12 月 31 日金融監督管理委員會修改保險業資金辦理專案運用公共及社會福利事業投資管理辦法。其中，第三條說明保險業資金為配合政策辦理公共投資，以交通運輸之設施、公用事業、社會老人住宅之興建、環境保護設施、公正福利與其他配合政府獎勵及建設之公共事業等共六大項。並於第七條規定保險業辦理專案運用、公共及社會福利事業投資之限額不得超過該保險業資金百分之十。惟第三與四條所列項目為標的所發行之證券化商品，得於該證券化商品發行總額百分之十額度內投資，不受前款投資比率之限制。吳中書(2013)指出 2013 年保險業投資國內專案運用及公共投資之比重僅佔總資金運用比重的 0.13%。且近年保險業常因國際景氣變化劇烈而遭受嚴重的匯率損失，因此若仍提供符合國內保險業的證券化商品可提供保險業投入國內公共建設的誘因。2018 年市場傳出中租結合土銀發綠能 REITs，引進銀行信託機制進而發展的資產證券化商品，希望吸引除壽險業者外更多個別投資人加入綠能產業並活化企業金流。

前述全民電廠案例另一值得直接金融提供者參考的觀念為，利用證券化與網路科技將大型專案化整為零，吸引個別投資人參考，類似團購加上預購

⁸⁶ 2018/12/18 中租全民電廠第四波認購退燒，工商時報。

的眾籌 (Crowd funding)概念。而其中「全民電廠二手市集」則有類似網路銀行與交易系統的功能。近期國票與日本樂天合作搶下純網銀，並搶先與 IBM 合作簽約，重金買斷 IBM 的資訊系統，並要求不可以再接受其他金融業者委託，很明顯是要進行化整為零手段，將觸角延伸至年輕人、個別投資人與小資族。關於國內與國際間眾籌與 Fintech 如何推升直接金融並協助產業發展部分，將在本計畫後文專章節介紹。

由前述案例可知，市場資金有限，證券商或投資銀行若能擔任創造流動性與資訊揭露整合之平臺與媒介，尤其在流動性的提升以及從專案而非公司角度來看，證券商業務仍大有可為。

第二節 私募股權基金由併購者轉為產業轉型之資產管理與價值創造者(From Buyers to Project Managers or Platform Builder)

一、以M&A獲得快速成長的策略正轉變為創造價值維持穩定現金流量

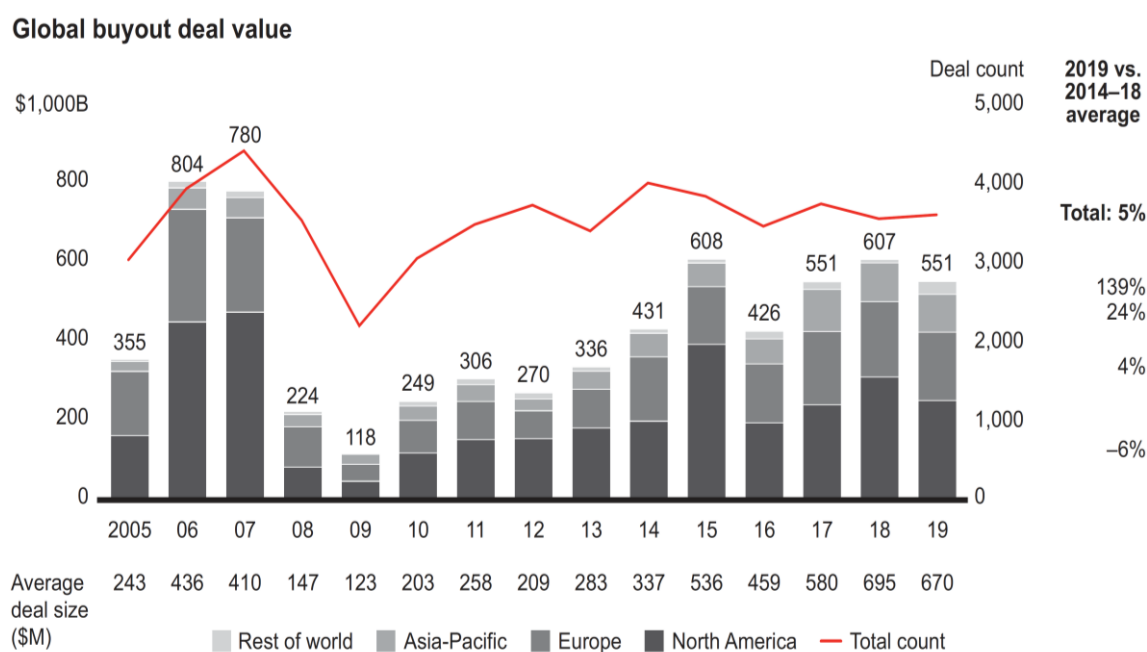
1. 難以找到吸引人的購併標的，購併取得價偏高，且IPO出場的價不如預期

私募基金近年正面臨難以找到吸引人的購併標的，以 M&A 獲得快速成長的策略正面臨挑戰。Roaland Berger (2019) 於 2019 年針對超過 2500 個私募股權的專家及經理人進行調查並發布 European Private Equity Outlook 2019。該報告指出，近年來私募經理人首次對透過合併與收購 (Mergers and acquisitions, M&A) 的價值提升策略呈現不樂觀的看法。高達 48% 的受訪經理人認為採用購買、售賣、拆分以及合併不同公司或者類似的實體，以獲得快速成長的機會將減少，或較不具吸引力。

Bain and Company (2020)於 Global Private Equity Report 2019 中亦提出類似看法，認為目前市場趨勢對投資經理 (一般合夥人, General Partner, GP) 而言，越來越難找到適合的投資標的進行 M&A 之收購(Buyout)與外部併購 (Add-on/Bolt-on Acquisition) 等策略，是故 M&A 佔私募基金的比重逐年下降。圖 6-5 顯示私募收購金額在 2015 年以後就出現成長趨緩，持續停留在

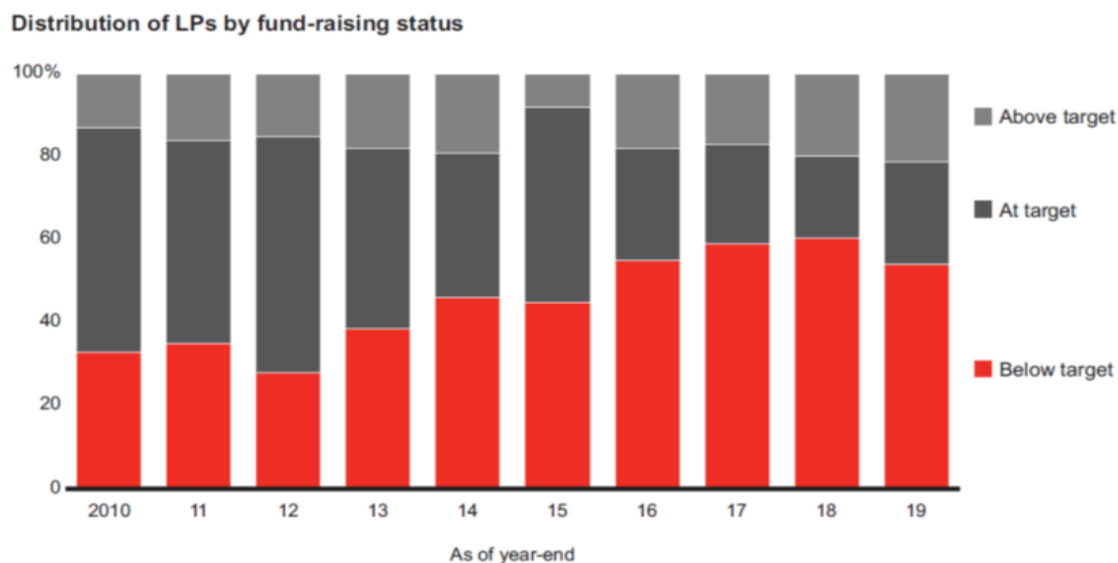
5500 億美元左右。圖 6-5 亦顯示買斷與外部併購之總金額與案件數在 2015 年皆成長趨緩，甚至出現負成長。

圖 6-6 彙整 2010-2019 年全球私募股權基金分配給 LP 的利潤率是否達募集時標準示意圖。由該圖可知，分配給 LP 的利潤「未」達募集時標準之比重由 2012 年起有逐年攀升的趨勢，2016 年以後甚至有半數基金其利潤率都未達到募集時對 LP 的承諾。Bain and Company (2020)認為此未達標的與購併的績效不如預期有很大的關係。Roaland Berger (2019)的調查亦指出，高達 60%的受訪者認為減少採用 M&A 的主要原因在難以找到吸引人的購併標的(Availability of attractive acquisition targets)。



圖片來源: Bain and Company (2020)

圖 6-5 全球私募股權基金 M&A(包含買斷與外部併購)之交易金額與案件數彙整



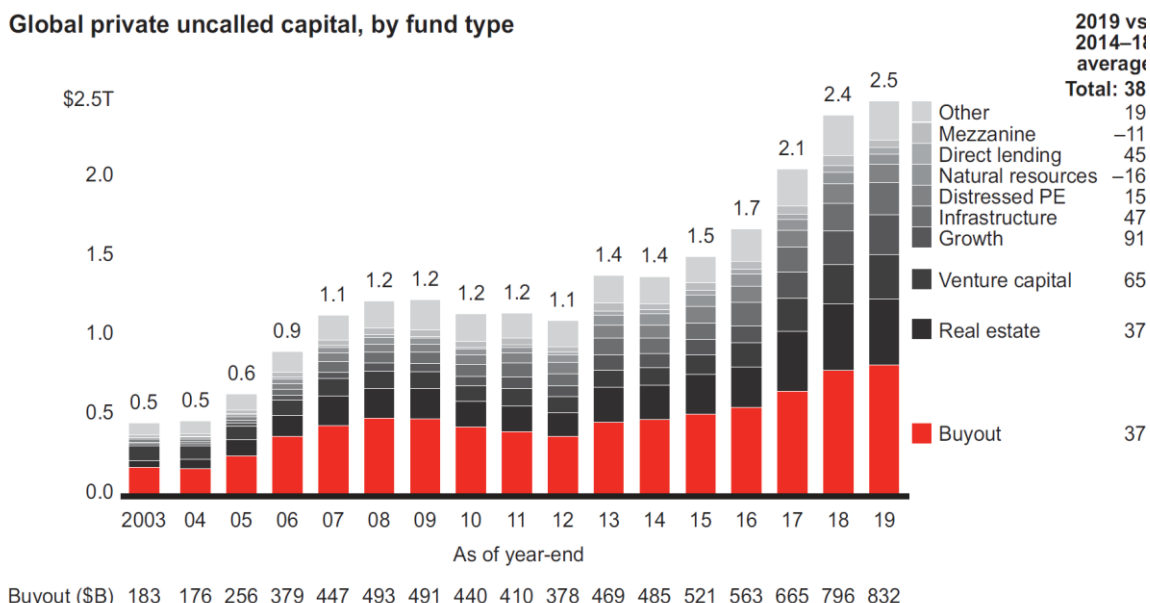
圖片來源: Bain and Company (2020)

圖 6-6 全球私募股權基金分配給 LP 的利潤是否達募集時標準示意圖

Bain and Company (2020)與 Pitchbook (2019)的調查資料也佐證 Roaland Berger (2019) 的「難以找到吸引人的購併標的」之論點。圖 6-7，私募股權基金坐擁的「乾火藥」(Dry powder，已募得但尚未投資的資金，或稱為 Uncalled capital) 在 2012 年以後逐年攀升。2018 年底甚至已來到超過兩兆美元，創歷史新高水位。由圖 6-7 依基金類型分類之乾火藥占比可知，採取 Buyout 策略的乾火藥占比增幅尤其明顯，顯示私募基金經理人很難找到合適投資的目標。資產管理諮詢機構 Create Research 執行長拉珍 (Amin Rajan) 曾警告過多「乾火藥」尚未佈局，在等待下一次的市場錯位 (Market dislocation)，然而這段期間報酬率可能遭到稀釋甚至比過去還低，若未等到適當的市場錯誤，私募基金投資人未來幾年恐會空歡喜一場⁸⁷。

⁸⁷ Pascal Blaque and Amin Rajan (2020), "Research: Back to basics will drive asset allocation", Available at <https://www.ipe.com/home/research-back-to-basics-will-drive-asset-allocation/10042974.article>

Global private uncalled capital, by fund type



圖片來源: Bain and Company (2020)

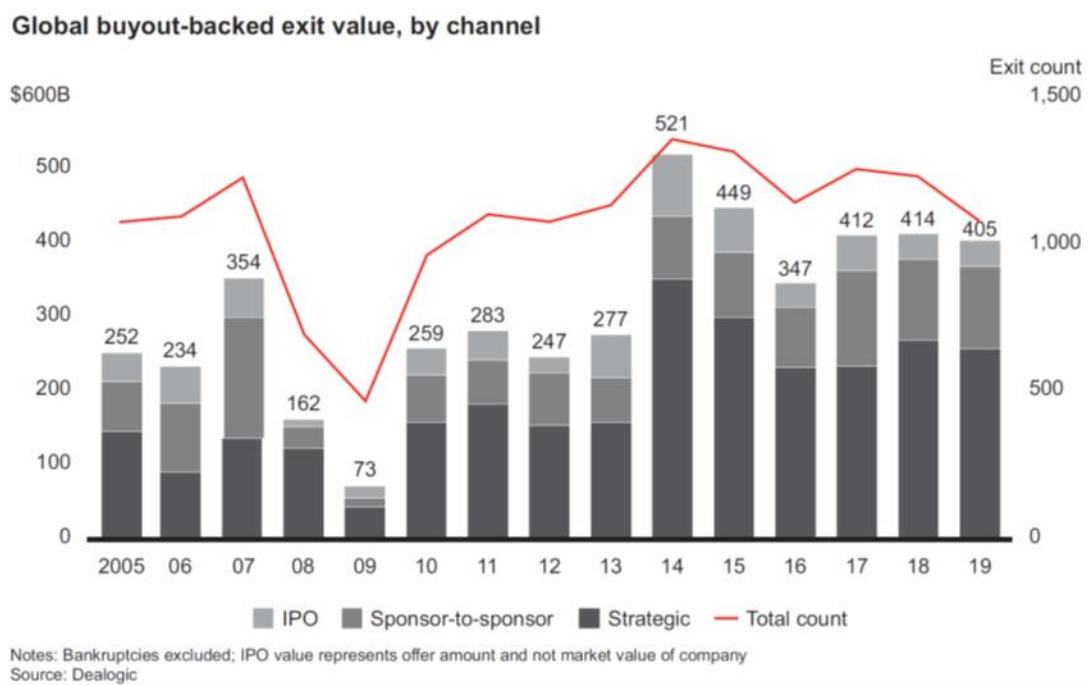
圖 6-7 全球私募股權基金乾火藥金額--依基金類型

此外，分配給 LP 的利潤不如預期還有一個原因為 M&A 取得的價格越來越高，而 IPO 出場的價格也不如預期。Roaland Berger (2019) 指出 2018 年高達 91% 的私募基金經理人認為 M&A 取得的價格過高 (Overvalued)，致使 IPO 的出場價格也不如預期，甚至用懷疑論 (Skepticism) 字眼來描述私募基金經理人認為透過 IPO 出場滿足其利率目標。Bain and Company (2020) 更指出越來越少經理人採用 IPO 出場機制 (原文為 Goodbye, IPO exits)。圖 6-8 顯示全球私募股權基金 IPO 出場機制佔比明顯下降，私募基金轉手賣給另一個私募基金的案例 (sponsor-to-sponsor deals) 以及引入策略性投資人的佔比增加。

2. GP 關注的焦點由短期的 M&A 轉為投後管理 (Post investment management)，或稱為投資組合管理 (Portfolio management)。

在上述找不到適合且現成併購之標的，且 IPO 退場機制的報酬不如預期之前提下，近年聰明且有策略的私募基金經理人會以產生穩定的現金流回饋給 LP 為重要目標，甚至已成為近年主流趨勢。(原文: Strategic buyers keep the market going, 參見如 Bain and Company, 2020 與 Roaland Berger, 2019)。

而近年全球金融市場波動劇烈且市場游資充沛，穩定的現金流量，讓 LP 更樂意持續將本利和再投回產業中。而為了要維持穩定現金流量，私募基金經理人 GP 關注的焦點由短期的 M&A 轉為投後管理 (Post investment management)，或稱為投資組合管理(Portfolio management)。



圖片來源: Bain and Company (2020)

圖 6-8 全球私募股權基金出場機制

二、利用平臺公司 (Platform Companies)進行跨領域的垂直或水平整合，由併購者轉為專案管理者或價值創造者

1. 工業4.0、長照與AI等產業轉型亟需跨領域整合，需PE的投後管理來建立標準作業流程以及相關資訊的揭露。

前文提及策略的私募基金經理人會以產生穩定的現金流回饋給 LP 為重要目標，並儼然成為近年主流趨勢。而為了要維持穩定現金流量，與其等待現成且適合併購的公司，GP 關注的焦點由短期的 M&A 轉為投後管理或稱為投資組合管理，以及價值增長策略。再加上近年許多有潛力的商業模式或新興產業是需要跨領域的整合，如工業 4.0 與人工智慧(AI)需要資訊、機械、電子等跨領域的結合；長照醫療產業需要結合電子資訊、醫療、法律、通訊

等資訊；智慧駕駛與航太則涉及影像、資訊、AI、法律、通訊與保險等，以及綠能產業需要結合保險、氣象、水土環境、土木、營造、法律與光電產業之跨領域的整合。因此，市場對資金的需求不再是只要便宜與快速的資金取得 (Easy money)，而是要有助於產業提升與創造企業價值的聰明資金(Smart money)。

相對過往的消費型電子其商品開發前置期(Lead time)與生命週期(Life time) 短，例如智慧型手機通常開發期約半年至一年、每年規劃上市至少一款新機，前述之新興產業與商業模式的開發前置期與生命週期往往三年以上甚至五到十年，產業需要的聰明資金是策略型私募基金的投後管理，尤其在前述幾個產業中，目前尚缺成功的示範案例或商業模式 (Demonstration project)，因此尤其需要借重私募基金的投後管理，並建立標準作業流程(SOP)以促進產業轉型並創造價值。

2. 以合作方式成立平臺公司由跨領域的參與者共同合資成立，在快速獲取管理資源與資金的同時，可協助臺灣面臨接班轉型之優質的中小型企業不被併購進行轉型與升級。

過往已 M&A 為主要操作的方式，往往讓公司或主管機關對私募股權基金的介入採取保守觀望態勢⁸⁸。然而若能以合作方式成立平臺公司由敵意的購併轉為雙贏 (Win-Win) 的合作。Brad Mewes (2019)⁸⁹ 指出平臺公司 (Platform company) 源自於私募基金的操作方式平臺收購 (Platform acquisition)，通常私募基金想要藉由取得、提升(roll up)許多小型公司已進入一特定產業並創造價值的方式。平臺公司與傳統私募購併之不同在於不僅創造價值，更著重建立標準作業流程(SOP)與管理團隊。這種平臺公司通常具有以下特色：

- **市場領導廠商參與 (Market Leaders):**

這些領導廠商或企業通常在所屬領域中有足夠影響力、良好商

⁸⁸例如 KKR 將國巨下市一案遭到投審會拒絕，以及 Blackstone 擬收購 101 股權也讓監理機關與企業對此採保守態勢。

⁸⁹ What Is a Platform Acquisition? <https://www.divestopedia.com/what-is-platform-acquisition/2/8168>

譽、品牌與客戶關係且營業額在市場中有一定影響力，才能獲得倍增的效果並且能建立該領域的標準作業流程。

■ **豐富的管理經驗(Management experiences):**

有別於傳統私募股權基金的收購策略，此經營團隊並不在收購後進行裁員、降低成本或分拆出售公司而在處理相關營運業務。通常團隊的專業度、經驗與重要成員的參與攸關後續價值的創造。私募基金的投後管理可以透過內部有機增長（Organic Growth）來達成，尤其是開源方式，也就是「把餅做大」。例如協調跨公司、跨組織與跨領域的溝通，擬定商業模式、產品或服務的適當定價、拓展區域市場、電商或 N-Commerce 跨領域銷售等方式，增加未來現金流量。知名的私募基金更可利用自身的聲譽及資源優勢，作為政府與企業的橋樑，吸引更多政府資源挹注，同時也加快資本市場之資金取得，並讓企業藉由引入 PE 的優秀人員，獲得更好的人力資源，甚至共同組成經營團隊。

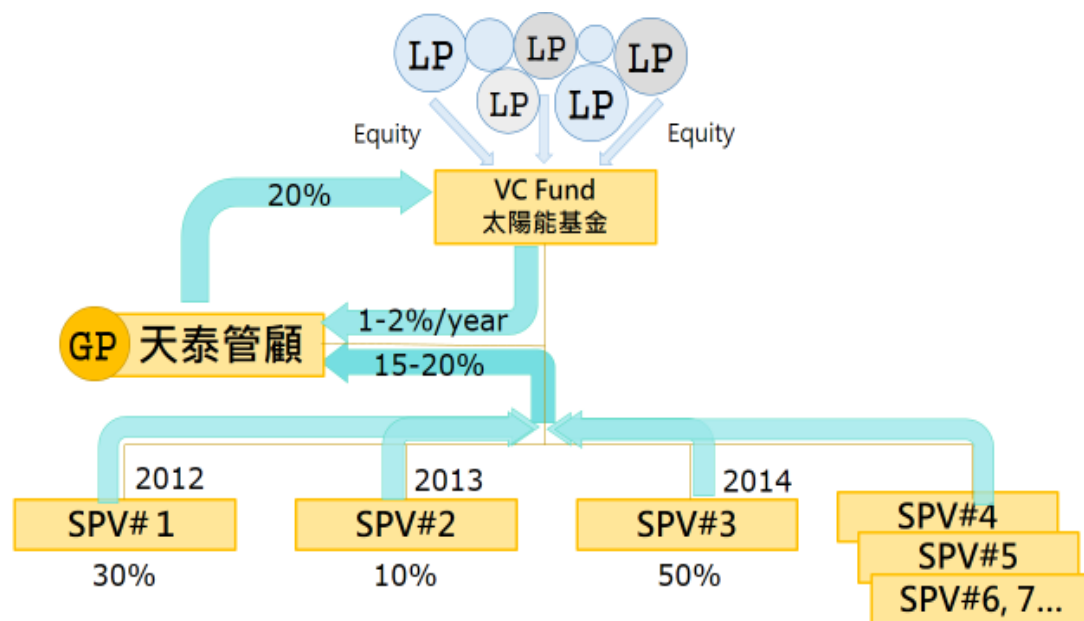
■ **可以有多个位置(Multiple Locations)的平臺公司並建立標準作業化流程(SOP):**

Brad Mewes (2019)原文是指依照不同地點建立不同平臺公司，並建立標準化流程以促進後續成長。本計畫認為相對歐美以臺灣地狹人稠之特性，以地區設定平臺公司的特性在臺灣可能迫切度不高。但依據不同投資標的、風險胃納（risk appetite）或現金流量設置平臺公司（Multiple Purposes），搭配不同的投資組合公司（Portfolios Companies），則更可以提升流動性與創造市場（Market makers）。前述此平臺公司專案為考量，可以為設立一組不同的特殊目的公司（SPV），做為投資組合公司。

如果將前述概念加以延伸，證券商或私募基金可以有多个平臺公司形成投資組合公司，這些投資組合公司相當於證券商或私募基金的產品、服務和成就的集合，可以用來展示證券商或私募基金之業務服務的功能和優勢。而依據不同投資標的、風險胃納或現金流量設置不同的投資組合平臺公司則更可以提升流動性與創造市場、建立業務投資、吸引更多不同風險胃納的客戶，以展現自身業務能力與市場上直接競爭對手的區別。

3. 國內案例—天泰能源引進瑞士巨擘合眾集團 (Partners Group) 偕同國泰人壽合資成立寶島陽光再生能源作為平臺公司。

陳馨蕙、葉長城與鄭睿合(2017)曾指出國內已有太陽能電廠業者效法國外基金平臺，邀請跨領域團隊共組平臺公司，進行跨業整合以創造與提升產業價值。天泰能源 2017 年全臺運轉中的分散式太陽能電站已超過 400 座，約 30 萬坪屋頂面積，資產規模達到 60 億元，合計發電量超過 102MW，是國內數一數二的太陽能電廠開發廠商。天泰能源為國內太陽能新創公司，由草創期轉為擴張期時，過往與銀行的傳統借貸以無法滿足公司快速成長。再加上新創產業部分機構法人對國內太陽能電廠產業仍有疑慮，或無法評估未來現金流量、缺乏指標成功案例，並囿於該公司受限國內現行法規中，未上市櫃且經理人多為工程師背景，難以成立相關基金。故天泰以公司法架構下，微調組織架構執行類似私募股權基金的相關模式，如圖 6-9 所示。



圖片來源: 陳馨蕙、葉長城與鄭睿合(2017) , 「107 年 NEPII 「我國推動綠能產業發展之金融策略、商業模式與法制調和機制之研究」綠色金融實作:臺灣太陽光電融資及其主要相關議題研析與建議」, 科技部。

圖 6-9 建立在公司法架構下的類私募基金

該相關模式類似私募基金的架構，由多個有限合夥人（**Limited Partner, LP**）挹注資金，以控股公司（**Holding company**）或母公司（**Parent company**）的形式成立進入創投基金（**Venture Capital**），後稱作陽光能源基金。天泰能源公司內部經理人可視為能進行投資決策和公司內部管理的普通合夥人（**General Partner, GP**）。陽光能源基金主要成立目的在擁有旗下特殊目的公司（**Special purpose vehicle, SPV**）大部份股份，以純粹持股營運為目的，可使擁有者的風險降低，並取得特殊目的公司（**SPV**）的所有權及控制權。

圖 6-9 中擔任 **GP** 的為天泰管理顧問有限公司，負責將 **LP** 的資金，也就是陽光能源基金拿去投資項目，從中獲取利潤，雙方再對這個利潤進行分成。擔任 **GP** 的天泰管理顧問公司也必須在 **VC** 中投入 20% 的資金，其收入來源則參考國外 2/20 收費結構（**Two and twenty fee structure**），亦即 2% 的管理費（**Management fee**）以及 20% 的額外收益費（**Outperformance fee**），每年收 1~2% 的管理費用。舉例說明，若 **VC** 總金額共 100 億元，則天泰管理顧問每年約可收 1~2 億的管理費，以作為管理服務費用。若投資 **SPV** 產生利潤（額外收益），則需再回饋 15~20% 給天泰管理顧問公司與 **VC**，並依其股權結構回饋給 **LP**。

前文提及躉購費率之收購費率會逐年調漲且隨案場模式不同現金流量與內部投資報酬率（**Internal Rate of Return, IRR**）將隨之改變。故為便於管理，**SPV** 將依據年份別與專案別有所區分。由圖 6-9 中可看出陽光能源基金項下共有三個以上不等之 **SPV**，主要以投資年份為區別，由 2012 年開始，天泰每年針對躉購費率之不同而成立不同的 **SPV**，以方便新舊股東淨值之計算以及 **IRR rate** 的評估。這些 **SPV** 其實類似前文提及的投資組合公司，**GP** 則專注於管理這些以 **SPV** 形態存在的投資組合公司。

然而在適宜且較易開發屋頂型案場皆陸續開發完成後，天泰不得不轉向規模較大以及地面型太陽能電廠，前文提及大規模電廠涉及土地開發、水土保持、法律與土地產權、工程營造等領域整合，為迅速佔領市場並獲取更多的資源，2016 年底天泰能源引進瑞士私募股權基金（**Private Equity, PE**）的巨擘合眾集團（**Partners Group**）偕同國泰金控旗下的國泰人壽完成 2.2 億美元，

執行合計約 68 億新臺幣的太陽能發電廠投資案，並合資成立寶島陽光再生能源。

如圖 6-10 所示。天泰並定義此太陽能發展平臺為海外常見之基金操作平臺，以大型地面電站為主要發展目標，並期望讓更多機構投資人與專業機構參與此平臺，成為一個生態共生系統(Ecosystem)⁹⁰。這些專業機構投資人並不限於財務專家或資金投入者，也可以來自各類不同領域之機構，2017 年天泰再邀請屏東「城市發展興業股份有限公司」加入，擴大資金與專業領域，後續並表示將持續邀請如營建業、工程顧問業或是保險業等各類有助於擴展此太陽能基金規模並致力於開發大型地面太陽能電廠的專業機構，共同跨領域整合並創造價值。



圖片來源：陳馨蕙、葉長城與鄭睿合(2017)，「107 年 NEPII「我國推動綠能產業發展之金融策略、商業模式與法制調和機制之研究」綠色金融實作：臺灣太陽光電融資及其主要相關議題研析與建議」，科技部。

圖 6-10 天泰能源之太陽能發展平臺

4. 證券商之機會與挑戰

由前述案例可知，國內新創產業如工業 4.0、人工智慧(AI)、長照醫療、

⁹⁰海外已有不少基金成功示範創投基金平台，如 Andreessen Horowitz 與 First Round Capital 等。

智慧駕駛與航太電子乃至綠能產業尤其需要這種跨領域平臺的建置，因為產業急需要聰明錢，需要 PE 的投後管理來建立標準作業流程以及相關資訊的揭露。本計畫認為此平臺不僅可做為圖 6-9 的縱向資源整合，主要是沿著產業鏈，對上下游進行資源整合，建立進入壁壘。也可成為圖 6-10 的橫向整合重要手段，可以有效提升專案的績效與收益，甚至創造更好的現金流量。而且橫向整合遠比單一公司更有效率、資源與經驗更豐富。

此外，由於過往的平臺整合常見的是多家 PE 聯合起來購併一家大公司，例如 TPG、Newbridge、General Atlantic 三大國際 PE 協助聯想收購 IBM 個人電腦業務，被整合公司可能對此保有敵意。圖 6-10 的橫向整合是由跨領域的參與者共同合資成立，在快速獲取管理資源與資金的同時，仍可以保有個別公司經營權。臺灣有許多優質的中小型企業正面臨接班的問題，但又希望保有一定家族持股而不願被稀釋或被併購，亦有許多獨角獸企業正需要獲取更多聰明錢挹注讓它們步上國際舞臺，前述利用著重管理的私募基金項下的平臺公司的本質，著實可為這些企業提供一個出路，並透過私募股權基金引入適當的資本及專業經理人，讓臺灣隱形冠軍邁向更大格局的國際舞台。

前述天泰能源案例並非沒有證券商介入空間。雖然前述模式依不同案場、現金流量與風險建置不同的 SPV，為避免公司投資項目還未開始賺錢 LP 的資金就退場。在天泰能源的融資架構中，前述 LP 的資金仍有 20 年的鎖定週期（Lock-Up Period），20 年的閉鎖期缺點在於缺乏流動性(Liquidity)故目前偏好這樣的投資期間的 LP 主要有一些壽險以及退休基金。若能將平臺公司搭配本章第一節的再融資以及計畫債券，將可使流動性增加，並可將資金來源擴展至更多第三方投資人、個別投資人以及年輕小資族。

同時，前述購併平臺非常重要的動機在建立新商業模式與標準作業流程，這需要充分的資訊揭露與整合，包含資料收集(Data)、盡職調查、風險管理等、過往的表現(Track record)，甚至與與其他指標基金或平臺做比較，並提供完整管理報告且做持續有效的追蹤，也就是資訊揭露，這也是提供流動性的重要因素。而前述工作其實非常需要投資銀行及證券商的介入與持續追蹤。

三、私募股權基金越來越關注專案基礎下資產與投資組合管理 (Project-based Portfolios and Projects Bonds, not Corporate Bonds and Financial Portfolios management)

Pitchbook(2019a)⁹¹ 指出，近年低利環境使得市場游資充沛，國際間不少私募基金為頂級大規模的私募基金(Mega-funds，以下簡稱 Mega-funds)，募資金額可達五百億美元以上。Pitchbook(2019b)⁹² 指出 2016~2018 年間在北美洲與歐洲分別約有 45.3%與 42.2%的資金來源是來自 Mega-funds。雖然龐大資金的 Mega funds 有許多優點，但 Pitchbook (2019a) 認為 Mega-funds 因其規模太大反而缺乏彈性(Less flexible)，反而無法較小基金表現的好。同時有些標的雖然規模小但獲利高，但如此小的規模將無法吸引 Mega-funds 的 GP 興趣。

Roaland Berger (2019) 於 2019 年的調查亦顯示，多數經理人認為一些家族企業(Family-owned companies)，經過一定的整合、策略與商業模式的再調整，反而可以帶來相當誘人的高獲利，高達 65%的受訪經理人認為這些家族企業是未來積極關注的標的，且獲利相對誘人。尤其有些中小型企業的成长率將高於大型企業，反之預估某些大型企業的獲利能力將下降。以臺灣的資產規模，以及中小企業為主的結構，相對國際市場 Mega-funds 在臺灣較難找到適合的大規模標的，容易陷入臺灣創投常見之困境，缺乏適合之標的。

國際大型私募基金會將所屬旗下投資類別，依其投資類型如基礎設施 (Infrastructure)、房地產(real estate)、金融資產進行分類，或風險與報酬高低如收購、創業投資基金(venture capital)等，甚至將資產分配於不同的年份、類別、地區及策略以便於管理不同投資收益率(current yield)及資本收益率(capital gain)與資產配置。然而，近年配合專案融資的國際趨勢，不少私募投資組合管理改採以 “Project based” 設置的平臺與投資組合進行分類，不僅可化解上述缺乏彈性問題，也便於管理 (參考如 Roaland Berger, 2019; Bain

⁹¹ <https://pitchbook.com/blog/what-are-mega-funds>, what are maga funds.

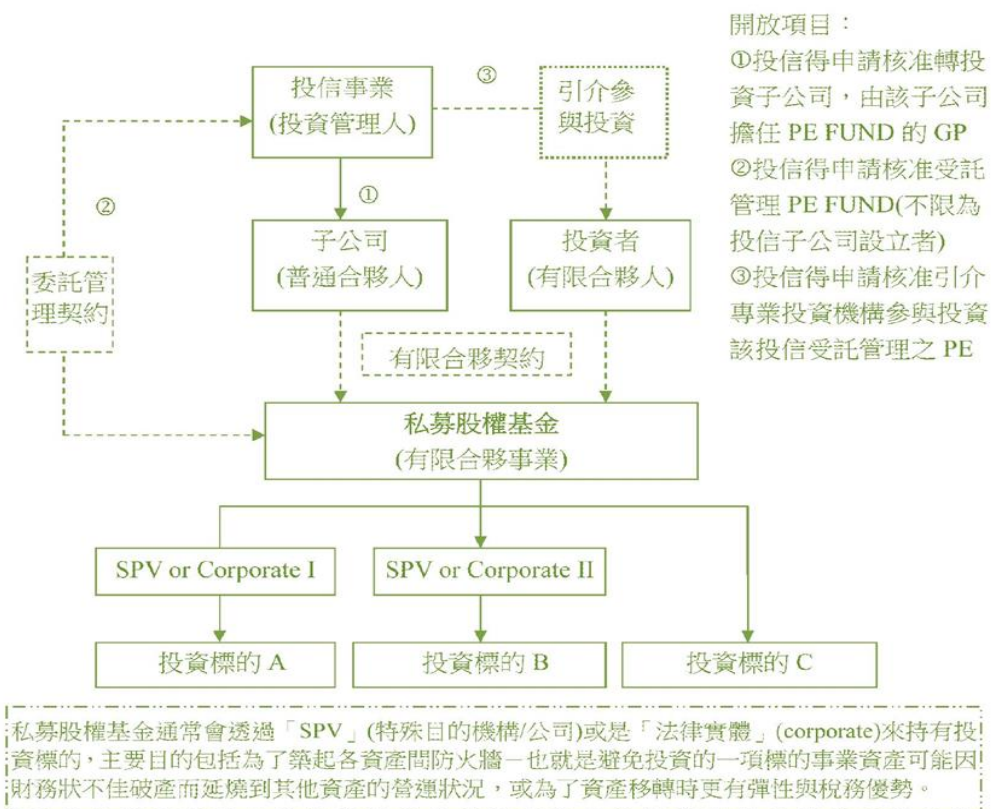
⁹² <https://pitchbook.com/news/reports/1q-2019-pitchbook-analyst-note-pe-mega-fund-strategy-overview-part-i>，PitchBook Analyst Note: PE Mega-Fund Strategy Overview: Part I

and Company, 2020)。Roaland Berger (2019)調查指出，基金操作策略將轉向專注經營投資組合公司(Portfolio company)，74%表示將更積極經營投資組合管理，透過成立投資組合公司完成多樣的投資標的以及穩定的現金流量。

投信投顧公會於 106 年 3 月建議金管會開放投信事業辦理私募股權基金相關業務，以引導國內民間資金投入國內實體產業發展，協助實體事業成長並擴大投信事業資產管理規模。林曉韻與陳佑軒 (民 107) 指出由於私募股權基金非金管會特許業務，且私募基金業務包括創投 (Venture Capital)、購併與公司理財、實質資產 (Real Assets) 等類型，故金管會並不另規範。其次，同意投信事業得向金管會申請核准轉投資國內外子公司，由該子公司擔任私募股權基金有限合夥組織之普通合夥人，負責基金之營運，或可向金管會申請核准受託管理私募股權基金 (不以投信子公司設立者為限)，亦得申請核准就所受託管理之私募基金引介專業投資機構參與投資。林曉韻與陳佑軒 (民 107) 認為前述業務之開放有助於引導國內資金藉挹注國內基礎建設及新創產業，既可減緩資金外流情形，同時可以擴大投信事業業務項目、增加資產管理規模與營收、拓展業務及管理經驗，不再侷限於上市櫃證券之財務性投資，得與國外資產管理業者之業務項目相當。亦有助於國內資產管理人才培育，協助現行人員轉型並拓展資產管理知識與技術。

圖 6-11 為金管會開放投信核准申請成立子公司之開放架構，由該架構可知，主管機關允許之開放架構很明顯是希望以 SPV 或子公司方式築起相關防火牆，避免投資該項標的事業資產因經營狀況或財務不佳破產而衝擊到投信投顧母公司財務狀況或相關資產。然而，此開放架構下有業者認為透過子公司方式母公司無法直接有效挹注資金，且子公司相對商譽沒有母公司佳，在人才招募相對劣勢。此種方式以比較類似圖 6-9 臺灣天泰能源早期採用的方式，該公司隨著電廠規模與公司營運擴展也曾提及此類方式對於資金與人才招募相對受限。2020 年 4 月金管會開放綜合證券商得受託管理私募股權基金，也就是未來證券商也可作為併購、企業清理的推手，並且可以從企業輔導、承銷到協助引進投資資金，提供更全面的服務，有助增加證券商收入來源。

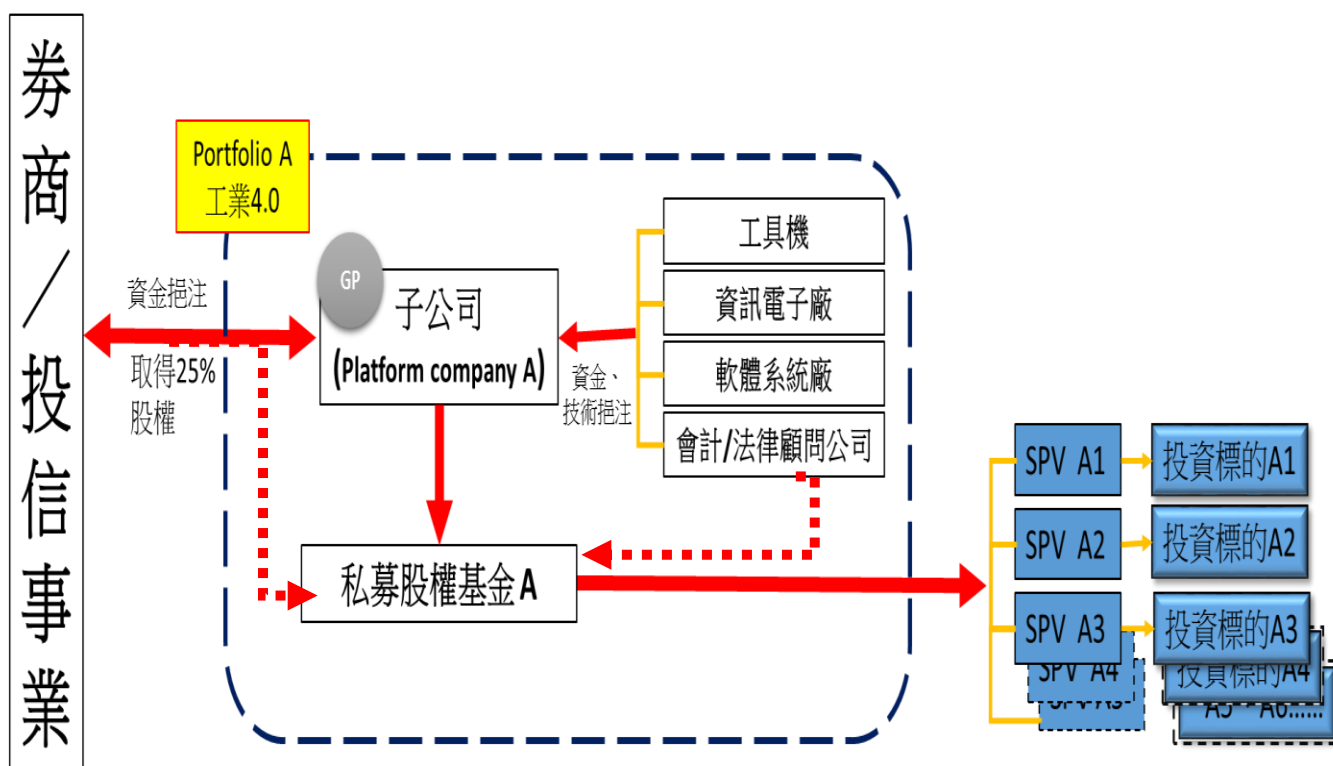
而本節前文提及以“Project based”設置的平臺與投資組合進行分類，不僅可化解上述缺乏彈性問題，也便於管理（參考如 Roaland Berger, 2019; Bain and Company, 2020）。前文提及國際大型私募基金會將所屬旗下投資類別，依其投資類型如基礎設施(Infrastructure)、房地產(real estate)、金融資產進行分類，或風險與報酬高低如併購(buy out)、創業投資基金(Nenture capital)等，甚至將資產分配於不同的年份、類別、地區及策略以便於管理不同投資收益率(current yield)及資本收益率(capital gain)與資產配置。林曉韻與陳佑軒(2017) 指出國外私募基金在資產管理事業中可擔任資金提供者與資金需求者間的整合管理角色，在雙方間搭建整合管理平臺，提供工程契約管理、執行監督與財務管理等服務，將原本複雜度高、涉及跨領域專業的實體事業籌融資案件結合財務工程，設計為具穩定現金回報或不同目標報酬率的產品，引進機構投資人參與。



圖片來源: 林曉韻與陳佑軒(2017) ,「開放投信事業參與私募股權基金(PE Fund)相關業務」, 證券暨期貨月刊, 第三十五卷, 第十期。

圖 6-11 金管會開放投信核准申請成立子公司

因此，若圖 6-11 以“Project based”做思考，且考量近年新興產業或專案、中小企業之轉型往往需經過一定的跨領域整合、策略與商業模式的再調整，才能獲取較高利率，若圖 6-11 的子公司架構在不變更既有法規下，或許可微調如圖 6-12 所示。



資料來源：本研究自行整理

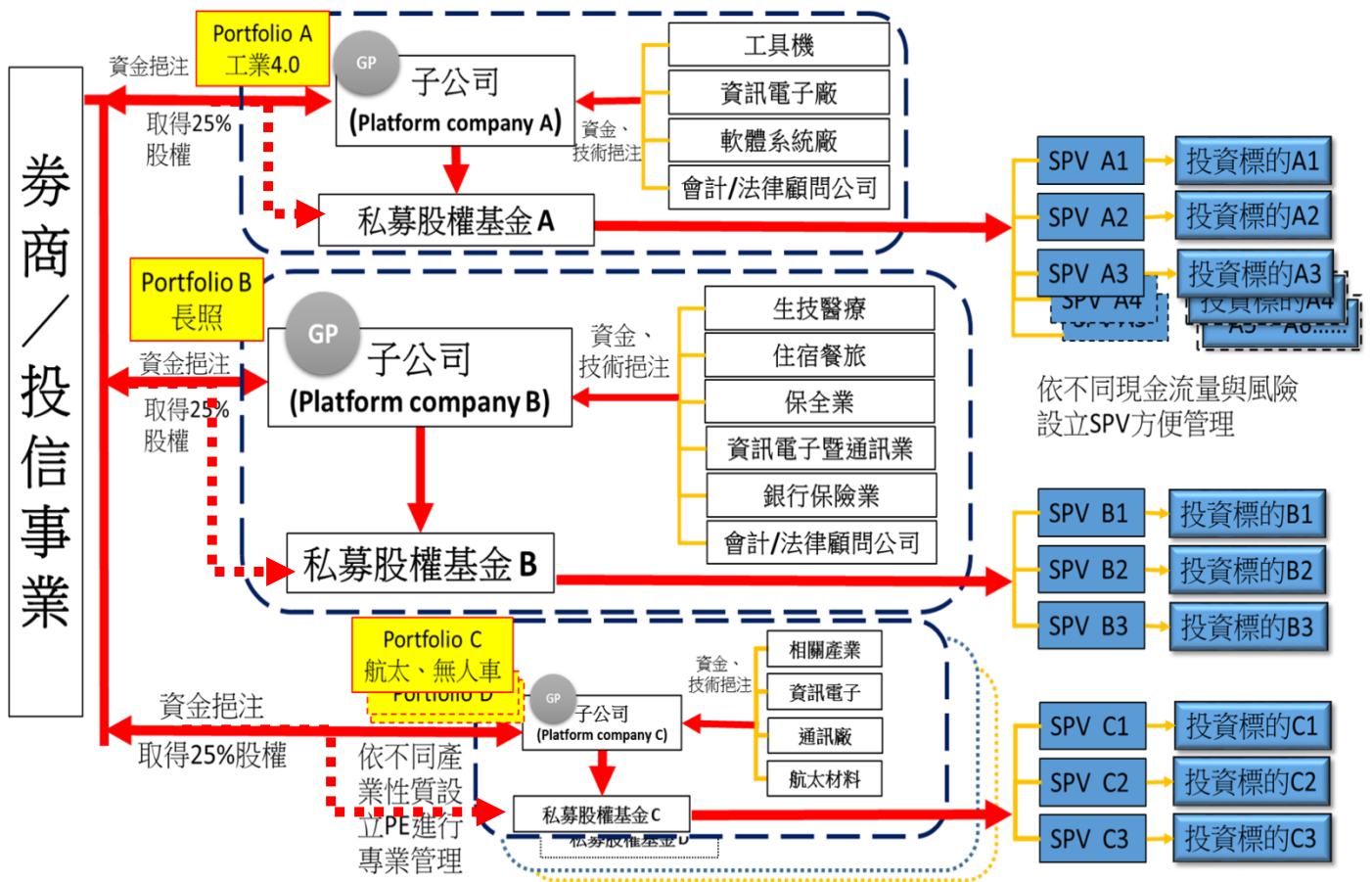
圖 6-12 金管會開放證券商/投信核准申請成立子公司架構—跨領域整合版

圖 6-12 每一個虛線的區塊其實就是圖 6-11 的概念，主要的差別在於擔任 GP 的子公司並不是隸屬於單一公司(如投信事業)，子公司 A 為私募股權基金 A 的 GP，而此私募基金 A 專注投資之事業如工業 4.0 的產業，由於該產業需跨領域整合且計畫規模龐大，而非侷限於上市櫃證券之財務性投資，故該子公司 GP 由該領域工業 4.0 相關之專業機構投資人或法人共同合資成立，類似本章第二節第二點圖 6-10 所示之概念，天泰能源、巨擘合眾集團 (Partners Group) 偕同國泰金控旗下的國泰人壽完成 2.2 億美元，執行合計約 68 億新臺幣的太陽能發電廠投資案，合資成立「寶島陽光再生能源」作為平臺公司 (Platform Companies)。因此如圖 6-12 所示，子公司 A 定義為工業 4.0 之平臺公司，則該公司的 GP 可

以是國內龍頭或代表性之工具機廠、資訊電子廠、審計會計稅務等專業諮詢公司等共同挹注。如此，圖 6-12 的子公司 A 與私募基金 A 不僅資金規模較圖 6-11 大，更進行跨領域之專業整合，在人員招募上不見得劣於圖 6-11 單一公司擁有之 GP，且主管機關原意之防火牆性質仍保留。此種平臺公司 (Platform Companies) 概念不僅規模與專業度相對較高，且透過不同標的與現金流量設置不同特殊目的公司，風險區隔的功能更顯著。

前文提及臺灣的資產規模以及中小企業為主的結構，事實上圖 6-11 也讓中小企業更有誘因讓私募基金介入，例如臺灣工具機產業不少中小型企業屬於國際上的隱形冠軍或獨角獸企業，面臨工業 4.0 的轉型，其企業需要的不僅是來自銀行低利的簡單錢(Easy money)而是能帶動企業轉型與管理升級的聰明錢(Smart money)。同時近年產業結構與景氣循環變化快速，為了在未來變化快速的產業現況中存活，需要進行跨領域整合，再加上希望某種程度保留家族所有權，圖 6-12 讓經營權與所有權分開，共同擔任平臺公司的 GP 或 LP，不僅對中小企業是一種保障，相對直接由私募基金購併該公司或直接介入中小企業的經營權，更讓中小企業有誘因邀請專業 GP 的進入，不僅提供資金，也帶來公司技術與經營的升級與轉型。

圖 6-12 若將投資組合管理概念帶入，一旦穩定後子公司 A 與私募基金 A 項下的工業 4.0 標的穩定後，證券商或投信事業可將有限資金再投入臺灣未來長期有穩定現金流量之產業例如長照事業，在此領域下再與不同專業機構投資人成立平臺公司 B 與私募基金 B，證券商還可在此架構下針對私募基金 B 投資的不同標的之現金流量風險與報酬，再搭配本章第一節提及之計畫債券或證券化等商品，讓直接金融更為活絡，成為專案的推動者與價值創造者，如圖 6-13 所示。此外，這些平臺公司因為非屬特許行業，再加上有跨領域專業機構投資人或法人的共同協助，經營策略上也將更有彈性。



資料來源：本研究自行整理

圖 6-13 金管會開放證券商/投信核准申請成立子公司架構--擴充版

第三節 眾籌、網路銀行與Fintech之興起讓直接金融可協助中小、新創與微型企業發展並降低投資門檻聚沙成塔

1. 眾籌與P2P網路借貸之貸款授信被審核對象由個人信用、公司財務報表轉為專案本身價值或計劃之構想，有助中小、新創與微型企業發展。

過往直接金融因資金需求者和資金提供者的資訊不對稱，往往需要證交所與證券商等大型平臺擔任中間商，惟上市櫃與興櫃等門檻高。隨著金融科技(Fintech)的進步，P2P 網路借貸 (P2P Loan)、眾籌(Crowdfunding)、網路銀行等讓資金需求與提供者可直接接觸，且進入門檻低。其中，P2P 網路借貸的重點是去除仲介抽成來降低貸款利率，沒有財務報表與抵押品的限制，運作上更有彈性。P2P 是點對點(Peer to Peer)，或可說人對人(Person to Person)，因此也間接去除了金融中介者，自然省去了相關費用。

DBS (2018)⁹³年報告指出，中國 2017 年 P2P 網路借貸 (P2P Loan)金額已高達 1.2 兆人民幣，2014-2017 年間之年均複合增長率 (Compound Annual Growth Rate, CAGR) 達 128%。美國 P2P 網路借貸的龍頭 LendingClub 成立於 2006 年，2014 年上市自稱為美國最大的在線貸款平臺。2017 年通過 LendingClub 實現的貸款有 90 億美元，LendingClub 的市值一度超過百億美金。顯示近年 P2P 網路借貸在國際間快速興起。

延伸此 P2P 概念，中國也發展出對提供微型企業貸款(P2C)之螞蟻微貸(阿里小貸)。由阿里巴巴旗下螞蟻微貸透過浙江與重慶阿里巴巴小額貸款兩家小貸公司，針對來自於淘寶、天貓和阿里巴巴平臺上的商戶所開展的小額貸款業務。圖 6-14 為阿里小貸業務流程，該圖顯示多數流程在網路上完成，利用網路資料模型和視頻調查，再與協力廠商合作進行評估，降低貸款進入門檻也降低交易成本。前述 P2P、P2C 模式若將貸款對象由個人、微型企業轉成個人或企業之計畫或專案，例如宣傳計劃內容、原生設計與創意作品，或是新興商業模式，透過前文第五章第三小節提到的募資平臺，向大眾解釋通過募集資金讓此作品量產或實現的計劃，並藉此平臺獲取資金。前述模式即為群眾募資或眾籌。眾籌依資金回饋方式除了前文提及之捐贈回饋、股權還有債權方式。債權方式是指提案者向個人或

⁹³ DBS (2018), China / Hong Kong Industry Focus China Fintech Sector, Available at: www.dbs.com.

組織募集資金，並在未來某個承諾的時間點償付本金與利息。眾籌與 P2P 網路借貸最大的差別在於貸款授信被審核對象由個人信用、公司財務報表轉為專案本身價值或計劃之構想。其類似前文提及由公司債轉為計劃債券的概念。



資料來源：中國證券業協會(2015)，互聯網金融的六種新模式，Available at: https://www.sac.net.cn/tzzyd/rsbd/hlwjryxxaq/201512/t20151208_126683.html

圖 6-14 阿里小貸業務流程

2. 眾籌平臺仍需風險控制與資訊揭露機制

然而不論是前述的 P2P、提供微型企業貸款(P2C)的螞蟻微貸以及眾籌募資平臺，其實多存在風險控管以及違約風險問題。因此部分平臺也進行相關風險機制之控管以及資訊揭露。中國證券業協會(2015) 指出螞蟻微貸通過支付寶自動發放貸款金額，貸款後每日 24 小時追蹤和監測貸款使用情況，並及時進行風險預警。當出現黃色、橙色風險預警會進行人工排查，若出現紅色預警，則直接回收貸款，從而降低貸款風險。利用「網路結合大數據與平臺的風險控制機制」，該平臺的貸款不良率和逾期率均在 1%以下。

相對螞蟻微貸，美國 P2P 網路借貸的龍頭 LendingClub 2014 年上市後市值一度超過百億美金，然而，2018 年 4 月 LendingClub 被控刻意隱瞞手續費致使股

價重挫，雖然此控訴目前尚無定論，但聯邦貿易委員會消費者保護局代理董事 Reilly Dolan 在聲明中稱，「這起案件證明了消費者對從貸款人處獲得真實資訊的重要性，包括線上貸款人」。前述資料顯示平臺管理者、貸款前之貸款計畫或人之評估以及貸款後計畫執行程度、資訊揭露等仍是獲利與否的關鍵。

3. 眾籌標的經由一定投資組合與包裝，可吸引小資與年輕人參與投資

然而 P2P 投資的價值在透過分散於不同的標的以控制違約率，因此總體的投資報酬扣除違約損失之後，甚至手續服務費用，仍可優於銀行定存好幾倍。例如假設平均借款利息 8%、違約率 5%時，代表 100 筆有 95 筆都賺錢，總共可回收 $95 \times 1.08 = 102.6$ 萬，代表已拿回本金還賺了 2.6% 利息，仍遠高於新臺幣定存。實務上不可能每個人都不還錢，所以要從歷史資料中設算出「違約率」，再算出扣除損失後的「淨利率」。以臺灣 P2P 網路借貸平臺鄉民貸為例，2016 年起前兩年的運作平均年化報酬率是 8.8%，年度違約損失約 0.8%⁹⁴。鄉民貸的歷史資料並不代表未來，但投資組合與分散風險 (Diversified) 的概念卻可以運用在眾籌，達到一定程度的分散風險。

從眾籌概念來看，不是每個計劃都能成功，但若成功則獲利率遠遠打敗銀行定存。然而這些計畫可能涉及一定產業專業知識與背景，並非個別借款人能了解。例如 Kickstarter 眾籌平臺上募資達上億新臺幣的 Zano 遙控四軸無人機，以及國內的 CatFi 貓臉辨識器就有未正常出貨之紀錄。Kickstarter 官網依過往資料統計指出約 9% 的募資案件最終都會失敗。但若將眾籌的專案以投資組合來看，證券商若能某種程度擔任如螞蟻微貸一定的審核與先驗動作，提供專案投資組合，並負責貸款後的資訊持續揭露，從投資組合概念來看，扣除違約率報酬仍相當誘人，證券商可協助小額投資人審視專案發展階段、未來發展目標、相關專案資金運用與後續揭露，證券商賺取的將不再是手續費，而是替募資計畫或公司找出適合的募資方式以及投資人。臺灣儲蓄率高且年輕人多為小額存款，若仍有一定整合並降低投資門檻，不僅能聚沙成塔吸引許多停放在定存之小額資金，也仍一定程度協助企業轉型。

⁹⁴ 取自鄉民貸官網資料。

4. 證券商之機會與挑戰

臺灣嘖嘖與 FlyingV 讓廠商承諾未來會交付新創商品，希望民眾可以先行投資，有點類似初期 LP 的角色，讓商品或專案有初始資金能夠製作，再透過類似股票股利的方式給予分紅，成為新創產業籌資的一個重要方式。證券商若以投資組合概念管理募資平臺，同時搭配眾籌之股權性質與債權性質融資，證券商可提供的專業服務將更多元。而這些透過證券商研究後包裝的產品，不僅方便投資人投資，搭配債券或股權投資，後續還可參考中國起步最早、規模最大的股權天使匯群募平臺，跟新三板達成合作，提供新三板到創業版的「轉板服務」，為新創企業創造退場機制，並透過與證券商的合作，協助新創企業直接與資本市場連結。

天使匯初期只做為資金雙方提供的交易平臺，但後續在一些特別案例中，天使匯也擔任領投(初期投資)的工作，有點類似創投或大頭行角色。作為領投人需有專業知識，一定程度參與專案，對專案既有一定決定權以及價格制定權。知名的「滴滴打車」即是透過天使匯募資成功募得第一桶金。此時若證券商不僅是包裝商品而有介入相關經營與後續包裝出場，則眾籌平臺其實就是本章第二節第二點所提的平臺公司功能之一。證券商業務將不再侷限於上市櫃證券之財務性投資，而拓展至管理、經營、資產管理等，更可配合政府主管機關之政策目標推動跨產業跨領域整合以及新創微型企業之發展。天使匯在 2013 年還推出「快速合購優質創業公司股權」的快速合投模式，有點類似本章第一節第三點證券化概念，將大金額的融資分散給小額投資與 LP，甚至搭配線上支付與網路銀行等，引進年輕人進入資本市場，創造流動性也讓業務更多元。

臺灣 2015 年完成政策性法源推動股權型群眾募資，成為全球第七個、亞洲第二個實施股權群募制度的國家。據中華民國證券櫃檯買賣中心證券商經營股權性質群眾募資管理辦法第四條，申請經營股權性質群眾募資業務者需為證券商。2015 年法案公布當年國內已有第一金、元富證券與創夢市集三家業者成立⁹⁵。2019 年以日本樂天銀行為首（持股 50%），結盟國票金（持 49%）及樂天信用卡

⁹⁵惟目前國內法規相對國外限制仍嚴格，例如群募團隊的資本額要在 3,000 萬元以下、未公開發行股份、一年內募資總額度不能超過 3,000 萬元，且每次募資只能透過一個平臺。而對於一般投資人（自然人），單一募資案上限 5 萬元，一年投資總額不能超過 10 萬元。國內相關法規細節可參考本計畫第五章第三節。

(1%)，共同成立「樂天國際商業銀行」的網銀平臺，亦邀請 IBM 建立相關資訊系統。雖然目前具體策略與業務仍未公告，但透過網路平臺、新興金融科技(Fintech)，以及樂天旗下的會員(散戶客群)，取得金流平臺，推估未來也可做為打入點對點(Peer to Peer)，人對人(Person to Person)或點對企業(Peer to Business)的市場基礎。

第七章 我國多層次資本市場發展與管理現況

我國證券市場發展甚早，自 1961 年即有臺灣證券交易所股份有限公司(以下簡稱證券交易所)成立，希望為臺灣企業提供籌資便捷及投資人穩當投資的資本市場。1994 年，為進一步協助規模較小的中小型企業發展，提供未能符合上市掛牌標準的企業滿足其籌資需求的管道，即成立中華民國證券櫃檯買賣中心。2000 年以後，隨著網際網路科技的興起，產業快速變化，也造就許多新興產業與新創公司的出現。因此，2002 年進一步開辦興櫃市場，2014 年推動創櫃與創意集資平臺，使小型與微型企業都能有機會進行籌資，至此使我國資本市場的多層次結構有了較為完整的架構。茲具體分述目前各層次市場發展如下：

一、上市

我國證券市場發展最初係為配合土地改革推動，政府乃以實物土地債券及臺泥、臺紙、農林、工礦等四大公營事業公司之股票，連同政府發行之愛國公債，提供市場流通。嗣後，臺灣各地陸續出現代客買賣之商號，形成證券市場之雛形。後續，為提供持有債券股票者流通變現更為順暢之管道，引導資金進入，以加速經濟發展，政府雖於 1954 年訂有「臺灣省證券商管理辦法」，俾利對證券商管理有所依據但並未施行，而於 1955 年公布「修正臺灣省證券商管理辦法」後施行。1960 年，政府在改以經濟部證券管理委員會主管證券市場管理業務後，制定「證券商管理辦法」並公布「證券商管理補充辦法」，1962 年臺灣證券交易所正式開業。俟 1968 年總統公布「證券交易法」後，才以正式法律取代過去臨時性法規。

證券交易所主要提供的服務範圍涵蓋證券上市、公司治理、交易制度、結算交割、資訊服務與安全、股市監視、借券系統、證券市場國際化、證券商管理與服務、投資人服務、證券資訊與法規分享知識庫等。

其中，在證券上市方面，針對初次申請股票上市的國內發行公司或外國公司申請第一上市時，可經由證券交易所審議，通過審議之申請公司方可與證券交易所簽訂上市契約，並陳報主管機關備查。外國上市公司申請第二上市者亦可由證券交易所審查後，與申請公司簽訂上市契約，並陳報主管機關備查。

按照證券交易所規定，公開發行公司上市後應繳交上市費，並應在規定時間

內檢送經會計師查核簽證之年度、及核閱後之第一、二、三季財務報告予證券交易所審閱。同時，為使投資資訊公開正確，上市公司有重大訊息時，除應適時公開外，亦應確保申報內容之正確性及完整性。而證券交易所對於上市公司之公司治理，包括上市公司之財務、業務狀況亦會執行平時及例外管理，以監督上市公司之正常營運。⁹⁶

有關國內公司申請上市流程與條件，在上市流程方面，主要程序包括：1.申請公司需向臺灣證券交易所提出申請；2.臺灣證券交易所承辦人員查核；3.臺灣證券交易所所有價證券上市審議委員會及董事會審查；4.通過後轉報行政院金融監督管理委員會；5.委託證券承銷商辦理承銷手續；6.向臺灣證券交易所洽定上市日期；7.正式掛牌買賣。⁹⁷

在申請上市條件方面，依照一般事業、科技事業或文化創意事業、國家經濟建設之重大事業、政府獎勵民間參與之國家重大公共建設事業四類，各有不同標準，詳細規定如表 7-1 所示：

表 7-1 國內申請上市公司標準

	一般事業	科技事業或文化 創意事業	國家經濟建 設之重大事 業	政府獎勵民間參與 之國家重大公共建 設事業
政策 要求	—	經中央目的事業主管機關出具其餘屬科技事業或文化創意事業且具市場性之明確意見書。	屬於國家經濟建設之重大事業，經目的事業主管機關認定，並出具證明文件，合於各款條件者，同意其股票上市。	<ol style="list-style-type: none"> 申請股票上市之發行公司，屬於政府獎勵民間參與之國家重大公共建設事業，取得中央政府、直轄市級地方自治團體或其出資百分之五十以上之法人核准投資興建及營運之特許權合約，並出具證明文件，合於各款條件者，同意其股票上市。 公司係為取得特許合約所新設立之公司，且其營業項目均經中央目的事業主管機關之核准。

⁹⁶ 臺灣證券交易所，「服務介紹」，2019年8月，
<https://www.twse.com.tw/zh/page/about/company/service.html> (最後瀏覽日期：2020年8月12日)。

⁹⁷ 臺灣證券交易所，「上市公司>上市辦法>國內公司申請流程」，2020年，
<https://www.twse.com.tw/zh/page/listed/process/flow.html> (最後瀏覽日期：2020年8月14日)。

	一般事業	科技事業或文化 創意事業	國家經濟建 設之重大事 業	政府獎勵民間參與 之國家重大公共建 設事業
設立 年限	申請上市時已依公司法設立登記屆滿三年以上。但公營事業或公營事業轉為民營者，不在此限。	—	—	—
資本 額	申請上市時之實收資本額達新臺幣六億元以上且募集發行普通股股數達三千萬股以上。	申請上市時之實收資本額達新臺幣三億元以上且募集發行普通股股數達兩千萬股以上。	<ol style="list-style-type: none"> 由政府推動創設，並有中央政府或其指定之省(直轄市)級地方自治團體及其出資百分之五十以上設立之法人參與投資，合計持有其申請上市時已發行股份總額百分之五十以上者。 申請上市時之實收資本額達新臺幣十億元以上者。 	<ol style="list-style-type: none"> 申請上市時之實收資本額達新臺幣五十億元以上者。 取得特許合約之預計工程計畫總投入成本達二百億元以上者。

獲利能力	<ul style="list-style-type: none"> · 一般事業： 1. 其財務報告之稅前淨利符合下列標準之一，且最近一個會計年度決算無累積虧損者： 2. 稅前淨利占年度決算之財務報告所列示股本比率，最近二個會計年度均達百分之六以上。 3. 稅前淨利占年度決算之財務報告所列示股本比率，最近二個會計年度平均達百分之六以上，且最近一個會計年度之獲利能力較前一會計年度為佳。 4. 稅前淨利占年度決算之財務報告所列示股本比率，最近五個會計年度均達百分之三以上。 <ul style="list-style-type: none"> · 上市產業類別係屬食品工業或最近一個會計年度餐飲收入占其全部營業收入百分之五十以上之發行公司，應符合下列各目規定： 1. 設置實驗室，從事自主檢驗。 2. 產品原材料、半成品或成品委外辦理檢驗者，應送交經衛生福利部、財團法人全國認證基金會或衛生福利部委託之機構認證或認可之實驗室或檢驗機構檢驗。 3. 洽獨立專家就其食品安全監測計畫、檢驗週期、檢驗項目等出具合理性。 <ul style="list-style-type: none"> · 申請股票上市之發行公司，其市值達新臺幣五十億元以上且合於下列各款條件者，同意其股票上市： 1. 合於前項第1款、第2款、第4款及第5款條件。 2. 最近一個會計年度營業收入大於新臺幣五十億元，且較前一會計年度為佳。 3. 最近一個會計年度營業活動現金流量為正數。 4. 最近期及最近一個會計年度財務報告之淨值不低於財務報告所列示股本三分之二。 <ul style="list-style-type: none"> · 申請股票上市之發行公司，其市值達新臺幣六十億元以上且合於下列各款條件者，同意其股票上市： 1. 合於第一項第1款、第2款、第4款及第5款條件。 2. 最近一個會計年度營業收入大於新臺幣三十億元，且較前一會計年度為佳。 3. 最近期及最近一個會計年度財務報告之淨值不低於財務報告所列示股本三分之二。 <ul style="list-style-type: none"> · 依第二項或前項申請股票上市之發行公司，其上市買賣有價證券數量，乘以初次申請股票上市首日掛牌價格之承銷價格，亦達其申請上市之市值標準者，方同意其股票上市。但股票已在櫃檯買賣中心上櫃買賣者，不適用之。 	最近期及最近一個會計年度財務報告之淨值不低於財務報告所列示股本三分之二。	—	—
------	---	--------------------------------------	---	---

	一般事業	科技事業或文化 創意事業	國家經濟建 設之重大事 業	政府獎勵民間參與 之國家重大公共建 設事業
承銷與推薦要求	—	經證券承銷商書面推薦者。	—	—
股權分布	記名股東人數在一千人以上，公司內部人及該等內部人持股逾百分之五十之法人以外之記名股東人數不少於五百人，且其所持股份合計占發行股份總額百分之二十以上或滿一千萬股者。	記名股東人數在一千人以上，且公司內部人及該等內部人持股逾百分之五十之法人以外之記名股東人數不少於五百人者。	股權分散合於一般事業股權分散規定標準者。	1. 公司之董事、持股達已發行股份總額百分之五以上之股東、持股達發行股份總額千分之五以上或十萬股以上之技術出資股東或經營者需具備完成特許合約所需之技術能力、財力及其他必要能力，並取得核准其特許權合約之機構出具之證明。 2. 股權分散合於一般事業股權分散規定標準者。
特許營運期間	—	—	—	申請上市時，其特許營運權尚有存續期間在二十年以上者。

資料來源：本計畫整理自臺灣證券交易所，「國內公司申請標準」，2020年，
<https://www.twse.com.tw/zh/page/listed/process/standars.html> (最後瀏覽日期：2020年8月15日)。

二、上櫃

證券市場一般可分為發行市場和流通市場，其中流通市場除了證券交易所的集中市場外，亦有在證券商營業處所買賣之有價證券，即所謂的店頭市場，又稱為櫃臺買賣市場(over the counter market, OTC)。國內過去店頭市場雖早在1962年集中市場正式交易前即已存在，但在1962年政府曾為避免店頭市場影響集中市場交易而下令停止，迄1968年修改「證券交易法」，有條件開放店頭市場交易後，國內金融機構才得以再跟根據「政府債券經紀人買賣公債辦法」於1971年起兼營政府債券之經紀商與自營商業務。1982年，開始有國內證券自營商於營

業處所開辦債券之櫃臺買賣，成立債券店頭市場。1988年，國內證券商同業公會開始籌辦股票櫃臺買賣業務；1993年，財政部為健全資本市場，提高櫃臺買賣市場功能，決定規劃設立公益性的財團法人組織—中華民國證券櫃臺買賣中心(以下簡稱櫃臺買賣中心)。1994年11月，櫃臺買賣中心依據證券交易法以及1994年10月修正發布「證券商營業處所買賣有價證券管理辦法」，正式接辦櫃臺買賣市場業務。

目前，櫃臺買賣中心在打造「多功能與多層次之全方位交易所」之策略目標下，業務範圍除涉及扶植新興高科技產業、創意產業、中小企業及微型企業掛牌及籌資，更涵蓋集中交易與議價交易型態的多功能市場，經營包括股票、債券、指數股票型基金(ETF)、臺灣存託憑證(TDR)與店頭衍生性金融商品等多元化的商品交易業務，滿足投資人多元的交易需求。⁹⁸

在申請上櫃流程與條件方面，申請上櫃之公司在流程上需先在申報前具備上櫃輔導或於興櫃股票市場交易滿六個月，而後經過申請上櫃、書面審查、經過上櫃審議委員會、櫃買中心董事會通過、經櫃買中心同意上櫃契約與公開承銷等程序後，才進入正式掛牌交易階段。至於，在申請上櫃標準方面，詳細規定如表 7-2 所示：

表 7-2 國內申請上櫃公司標準

公司規模	本國企業須實收資本額新臺幣 5 千萬元以上。 外國企業須母公司權益總額新臺幣 1 億元以上。
設立年限	設立登記滿 2 完整會計年度。
財務要求	應符合下列標準之一：(註 1) 一、「獲利能力」標準： 1. 最近1個會計年度合併財務報告之稅前淨利不低於新臺幣400萬元，且稅前淨利占股本(外國企業為母公司權益金額)之比率符合下列標準： 2. 最近1年度達4%，且無累積虧損。或 3. 最近2年度均達3%；或平均達3%，且最近1年度較前1年度為佳。 二、「淨值、營業收入及營業活動現金流量」標準，同時符合： 1. 最近期經會計師查核簽證或核閱財務報告之淨值達新臺幣6億元以上且不低於股本2/3。 2. 最近一個會計年度來自主要業務之營業收入達新臺幣20億元以上，且較前一個會計年度成長。

⁹⁸ 證券櫃臺買賣中心，「認識櫃買」，2020年，
<https://www.tpex.org.tw/web/about/introduction/history.php?l=zh-tw> (最後瀏覽日期：2020年8月12日)。

	3. 最近一個會計年度營業活動現金流量為淨流入。
股權分散	公司內部人及該等內部人持股逾 50%之法人以外之記名股東人數不少於 300 人，且其所持股份總額合計占發行股份總額 20%以上或逾一千萬股。(應於上櫃掛牌前完成)
集中保管	董事、持股超過 10%股東，應將上櫃時全部持股提交集保結算所保管。於上櫃滿 6 個月後，得領回「應集保部位」之 1/2；上櫃滿 1 年後，即得將剩餘之集保部位全數領回。(註 2)
功能性委員會	應設置薪資報酬委員會及審計委員會。
獨立董事	應設置獨立董事，獨立董事席次不得低於 3 席，且不得少於董事席次 1/5。
推薦證券商	二家以上推薦證券商，需指定一家為主辦推薦證券商，餘係協辦推薦證券商。
股務機構	委任專業股務代理機構辦理股務。
輔導期限	須於興櫃交易滿六個月。 外國企業得以申報上櫃輔導滿 6 個月代替。
無實體發行	募集發行、私募之股票及債券，皆應為全面無實體發行。

備註：

註 1：經取得科技事業或文化創意事業證明者，得不適用該項條件，但科技事業最近期淨值不低於股本 2/3，相關資訊請參閱科技事業及文創事業上櫃專區。

註 2：科技事業、文化創意事業、依「淨值、營業收入及營業活動現金流量」標準申請上櫃或特殊產業(投信、資訊軟體業)者，另有規定。(可參閱本中心證券商營業處所買賣有價證券審查準則第三條第一項第四款有關規定)。

資料來源：本計畫整理自證券櫃檯買賣中心，「上(興)櫃申請標準及流程」，2020 年，
https://www.tpex.org.tw/web/regular_emerging/apply_way/standard/standard.php?l=zh-tw (最後瀏覽日期：2020 年 8 月 15 日)。

三、興櫃

為鼓勵具有發展潛力之中小企業在未上市(櫃)前，能夠熟悉證券市場相關法規及提升公司知名度，俾利自資本市場募集成長所需要的資金，櫃買中心於 2002 年設立了興櫃股票交易市場，不僅使投資人可以安全、便利、合法交易未上櫃(市)，也可以提供規模較小企業籌資管道。⁹⁹

在申請興櫃的流程與條件方面，申請公司須依照「發行人募集與發行有價證券處理準則」及「外國發行人募集與發行有價證券處理準則」向證券主管機關申

⁹⁹ 證券櫃檯買賣中心，「上(興)櫃宣導手冊」，2018 年，
[https://www.tpex.org.tw/storage/foreign_ipo/上\(興\)櫃宣導手冊.pdf](https://www.tpex.org.tw/storage/foreign_ipo/上(興)櫃宣導手冊.pdf) (最後瀏覽日期：2020 年 8 月 12 日)。

報公開發行，於櫃買中心收到申報書日起屆滿 12 個營業日生效；若為外國發行人申報公開發行應與申請登錄興櫃併送。在提出興櫃申請三個營業日後經櫃買中心核准並揭露公司概况，其後至少五個營業日才可開始興櫃買賣。至於，申請登錄興櫃的條件方面，相較於上櫃公司的標準，登錄興櫃無論在公司規模、設立年限、財務要求、股權分散、集中保管等，均無限制，但在功能性委員會、獨立董事、推薦證券商、股務機構、輔導期限與無實體發行上則各有具體規範，有關國內申請興櫃公司標準詳如表 7-3 所示：

表 7-3 國內申請興櫃公司標準

公司規模	無限制
設立年限	無限制
財務要求	無限制
股權分散	無限制
集中保管	無限制
功能性委員會	應設置薪資報酬委員會。
獨立董事	應設置獨立董事，獨立董事席次不得低於 2 席，且不得少於董事席次 1/5。 ※但於 109 年 6 月 30 日前申請且已召開董事會決議選任獨立董事並承諾於其股票登錄為櫃檯買賣日起三個月內召開股東會完成選任者，不在此限。
推薦證券商	二家以上推薦證券商，需指定一家為主辦推薦證券商，餘係協辦推薦證券商。
股務機構	委任專業股務代理機構辦理股務。
輔導期限	公開發行後，已檢送一個月之檢查表。
無實體發行	募集發行、私募之股票及債券，皆應為全面無實體發行。

資料來源：本計畫整理自證券櫃檯買賣中心，「上(興)櫃申請標準及流程」，2020 年，

https://www.tpex.org.tw/web/regular_emerging/apply_way/standard/standard.php?l=zh-tw

(最後瀏覽日期：2020 年 8 月 16 日)。

第八章 活絡直接金融重要議題與證券商訪談意見彙整

本計畫自第三章至第七章主要整理次級文獻、盤點國內外直接金融市場與法規，並草擬出以下國內直接金融相關需討論之議題與問題，於第八章第一節歸整結論與建議訪談議題。本計畫並依據第一節內容擬定訪談題綱於第八章第二節。針對委託單位證券商公會所關注的研究重點「活絡臺灣直接金融以促進產業轉型和升級」等相關內容，跳脫次級資料的收集，主動訪談證券商公會與業者推薦之產業領導證商業者進行交流，以在有限資源下快速聚焦，清楚證券商產業之訴求。相關訪談與廠商訴求重點則報告於本章第三節。

第一節 相關結論與建議訪談議題

一、推動直接金融發展，對國家經濟發展、改善所得均等和因應系統性風險能力有正向助益，亦為金融市場現代化象徵

直接金融占比增加係為一國金融體制現代化的象徵，且在已開發的市場裡，提高直接金融占比可有助於降低所得不均度，也通常代表著有較佳的經濟發展，同時在因應系統性風險上，以市場為主的金融體系相對具有彈性，藉由國內外相關文獻可知，發展直接金融對成熟市場之正向助益甚大，故推動我國直接金融成長至關重要。

二、計算一國之直接金融與間接金融比重，應以存量資料為基準

計算直接金融和間接金融的方式主要有增量法和存量法等兩種。增量法即指融資增量，即每年或一段時間內從資本市場和銀行分別融通資金的總額；存量法則指規模和存量，即一國的金融體系中，資本市場和銀行的規模之比。由於流量資料只能反應短期的變化，且每年的融資增量有更大的波動性和不確定性，以及存量規模相對穩定，因此分析間接金融與直接金融的長期變動趨勢與相對重要性時，應以存量資料為計算基準較適當。

三、各國間之直接金融與間接金融涵蓋範疇大同小異，且直接金融中以股市和債市為重要組成

本研究於期中階段，彙整中、韓、港、星等之直接金融與間接金融範疇，發現各國間之直接金融與間接金融包含項目為大同小異，間接金融大抵為銀行授信，直接金融則以股市和債市為主體。比較我國和中國大陸、韓國、香港與新加坡於 2019 年之直接金融占比，分別為 17.39%、30.8%、67.2%、79.8%和 60.5%，其中香港與新加坡為高度開放市場並與國際接軌程度高；韓國推動資本市場整合法，有助提升資本市場運作方式；中國大陸則在中央政府強力的主導下，直接金融占比已於近期超過 30%，且未來可能規劃在統計資料完整下，將等項目亦列入直接金融當中。

四、我國企業以中小企業居多，數目與就業占比高，惟高度依賴金融機構籌資，且常面臨內部與銀行端之融資障礙

根據 2018 年統計，我國除上市(櫃)公司合計 1,694 家外，有近 146 萬 6,209 家均屬中小企業，統計中小企業家數占全體企業約 97.64%。儘管，相對於國內大型企業，國內中小企業合計占國內民間企業資產、負債與權益金額比重僅分別為 16.18%、21.01%與 11.01%，但在全國就業人數約 1,143 萬 3,490 人中，卻有 896 萬 5,000 人，近 78.41%的就業人口受雇於中小企業。由此可知，除上市(櫃)與大型企業等資產金額與人力規模較大之企業外，中小企業對國內經濟產業生產供應，特別是對國民就業發展仍具有相當程度的重要性。

惟根據 2018 年統計顯示，國內中小企業經營期間僅 10 年以內者即占 48.85%，大型企業經營期間超過 20 年者則占 47.88%，相較於大企業，國內中小企業生命週期較短，進出市場頻繁。在經營型態上，有約 53.07%(約 77 萬 8,068 家)的中小企業係以獨資經營為主，採取股份有限公司型態經營者僅占 8.43%(12 萬 3,544 家)。而反觀國內大企業則有高達 54.18%係以股份有限公司型態經營，並聚集眾多股東資本。由此可知，國內中小企業相對於大型公司無論在資本規模、雇用人力與融資能力等重要發展面向上，均因此而受到較多發展結構上的限制。

在企業資金融通方面，除占全國企業總家數比重不到 0.12%的國內上市(櫃)公司，可經由直接金融管道籌資外，統計 2018 年國內企業透過間接金融，特別是自金融機構取得融資的比重最高，占所有企業籌資管道近 7 成(約 69.05%)，其

次才是透過股權證券(約占 19.07%)。至於，其他以公司債、海外債、短期票券以及資產證券化受益憑證等方式籌資者，其占比均不及 5%。而相對於國內大型企業僅有 38.64%的融資係來自金融機構，國內中型企業與小型企業融資來自金融機構的比重則分別高達 53.49%與 64.25%。凸顯國內企業特別是多數中小企業不僅十分仰賴間接金融體系提供其籌資管道，對於金融機構借款的依賴程度更接近六成。

儘管金融機構係國內中小企業籌資的主要管道與來源，但國內中小企業在經由金融機構進行融資時常面臨來自企業內部與銀行端的兩大面向障礙，導致其融資的困難。其中，中小企業內部障礙包括：1.企業主缺乏融資的知識與技巧；2.自有資金不足、財務結構不佳；3.產品競爭力低、獲利能力不足；4.票債信不佳、融資條件不足；5.過度自信、風險控管能力不足；6.擔保品不足或缺乏適當的保證人等。至於，銀行端的障礙則包括：1.銀行內部組織改造，授信政策改變；2.因應景氣變動，金融機構緊縮銀根；3.基於營運成本及風險考量，銀行減少分行承作貸款家數；4.銀行授信人員異動頻繁，造成徵審時間過長；5.授信人員對新興產業前景及特性，缺乏充份了解，導致授信政策保守，造成企業取得融資的困難等。

五、我國持續以強化公司治理、輔導優質企業進入資本市場、針對創投事業、5+2 重點產業推動其上市(櫃)、推動綠色債券，提供綠能產業多元化籌資管道等政策，推動活絡籌、投資市場促進新創或中小企業參與資本市場

我國主管機關過去在推動健全國內資本市場，活絡籌、投資市場，促進新創或中小企業參與資本市場之主要政策方向包括：(一)強化公司治理與企業社會責任等制度；(二)輔導具潛力之優質企業進入資本市場，以擴大國內資本市場規模，另亦著重吸引國內外優質企業在臺發行以外幣計價債券；(三)針對重點產業(包括創投事業、5+2 產業(即「智慧機械」、「亞洲·矽谷」、「綠能科技」、「生醫產業」、「國防產業」、「新農業」及「循環經濟」產業)及文化创意產業)推動其上市(櫃)，建構具備國內產業特色之資本市場，並藉此扶植微型創新企業發展。另亦透過櫃買中心推動創櫃板業務，深化資本市場；與(四)透過櫃買中心推動綠色債券，提

供綠能產業多元化籌資管道等。

六、目前國內企業，特別是新創或中小企業透過直接金融體系參與資本市場以取得融資的方式與管道主要包括創投與私募股權基金、發行股票、債券融資與募資平臺

(一) 創投與私募股權基金

創投(VC)係由具備技術、財務、市場或產業專業知識者協助投資人針對具備投資潛力的企業進行投資。創投投資多半會以私人股權方式進行被投資企業的培育、輔導、併購、被併購、上市或上櫃等業務，雖然有較高投資風險，但對於被投資企業而言係其於早期新創或經營發展關鍵時期的可行籌資管道之一。目前國際間私募股權基金(PE Fund)多半會採取有限合夥組織方式，由出資者擔任有限合夥人(LP)；若有資產管理公司參與則會另外由其所設立之子公司以普通合夥人(GP)方式，進行整體基金的操作營運。一般而言，PE Fund 在經由有限合夥型態設立完成後，會再委由資產管理公司出任投資管理者。

(二) 發行股票

我國國內民間各產業發展之主要活動主體係以中小企業居多，統計 2017 年底，全國約有 61% 的公司其資本額介於 100 萬至新臺幣 1,000 萬之間，而資本額在 1,000 萬至 5,000 萬元者，約占全國企業的 18%。反映國內微中小型企業數量眾多，除傳統金融機構放款等間接金融途徑，實有賴提供更為便利的直接融資管道與環境，俾利協助其發揮潛力，為國內產業發展注入創意與動力。

基本上，新創與中小企業由非公開發行公司朝向公開發行之上市(櫃)公司的發展歷程，反映企業在不同發展階段需求，包括：1.創業期—以建立財務制度與信用基礎為重點。2.成長期—著重財務體質及非財務體質的強化，同時也需建立企業會計制度的書面化。3.成熟期—需要透過資本市場以增資、發行公司債或海外可轉換公司債(ECB)等方式來籌措長期資金。

依循上述各發展階段的財務與籌資需求，對於未來欲透過股票上市管道參與資本市場及籌資的微型新創企業，一開始可參與創櫃板接受專業輔導機制，以提升本身管理與經營能力。而若其欲進一步成為公開發行之上市(櫃)公司，則可先

參與興櫃市場，以進行籌資。至於，對於能夠在設立年限、公司規模、獲利能力、淨值、營業收入、營業活動現金流量及股權分散等條件上符合較高門檻條件的企業，則可申請為上櫃、上市公司，並於櫃買中心與證券交易所掛牌上市(櫃)進行股票的公開發行與交易。

(三)債券融資

對於已具備規模且進入發展成熟期的企業而言，除前述管道外，亦可配合規定搭配專業機構及人員包括證券商、信評公司、會計師與銀行等發行債券以籌措資金。一般而言，債券融資的運作模式包括有擔保公司債、轉換公司債或附認股權公司債或無擔保公司債等。對於中小企業來說，若手中持有政府債券、金融債券與其他信用良好企業之上市(櫃)公司債券，亦可透過出售、抵押或質借該類債券來取得資金。

(四)募資平臺

募資平臺係目前國內近 8 年來新興發展的另一種主要直接金融融資管道之一，其概念源自群眾募資。群眾募資係因應現代網際網路科技發展所衍生的新募資作法，其運作方式係由個人或微型公司針對特定計畫或創意構想，以網際網路平臺向不特定多數人募集所需資金。而對於該特定計畫有興趣之投資人，則可參與資金提供，並可依計畫規劃的回饋方式，獲得計畫給予資金提供者之回饋(但亦有計畫僅具體說明計畫目標、運用方式但不提供相對回饋)。

在分類上，群眾募資主要可分：(一)非股權模式，包括「捐贈型募資」、「回饋型募資」以及「借貸型群眾募資」等均屬之；與(二)以股權為基礎的模式兩類。我國過去參照美國與其他先進國家對群眾募資之相關規範，採行於現行證券市場架構下「有效輔導與扶植創意業者」，以及「適度扶持現有集資平臺業者」兩種途徑並行方式，建立推動國內群眾募資市場的發展。而目前以營運者的類型來看，主要採行作法包括創櫃板、證券商經營的平臺(包括元富證券、第一金證券、大昌證券等證券商均有經營募資平臺)、網路公司經營的平臺(過去國內曾有「創夢市集股權群募證券股份公司」，經營股權性質群眾募資業務，2017 年 8 月 31 日該公司已終止營業)與其他以報償(獎助)為基礎之群眾募資平臺等(包括 weReport、嘖嘖、FlyingV 等)。

在適用法規方面，創櫃板主要適用「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心創櫃板管理辦法」；證券商與網路公司經營的平臺主要適用「證券商設置標準」、「證券商管理規則」、「證券商負責人與業務人管理規則」及授權櫃買中心訂定的「證券商經營股權性質群眾募資管理辦法」等，另亦發布豁免函令，規定募資免依證券交易法規辦理；「捐贈型募資」須注意是否遵循「公益勸募條例」與是否符合贈與稅規定；「回饋型募資」針對某一特定專案或商品預購，則可能涉及「消費者保護法」與「公平交易法」規定；而「借貸型群眾募資」因屬民間借貸性質，主要依「民法第 474 條消費借貸契約」處理。

另外，由於「借貸型群眾募資」目前並未有專法規範，但基於保護民眾權益，目前 2017 年由金管會備查，並經銀行公會訂定之「中華民國銀行公會會員銀行與網路借貸平臺業者間之業務合作自律規範」，希望採取鼓勵銀行與網路借貸平臺業者合作方式來提高對民眾權益的保障。

在不同類型之經營募資平臺的優勢與挑戰方面，首先，創櫃板的主要優勢包括：1.免辦理公開發行；2.享有公設聯合輔導；3.籌資成本低；4.擴大營運規模提升知名度等。然而其可能面臨挑戰包括：1.申請公司本身人力不足與營運資金不足；2.創櫃板輔導資源有限，難以輔導需求多元且差異性大之不同產業企業；3.創櫃板申請公司若存有產品不具市場性、營運獲利模式尚須調整、知名度或通路資源不足等問題，則難以吸引創投或策略性投資人投資，使其籌資功能受限等。

其次，證券商經營平臺的主要優勢包括：1.平臺經營者較熟悉股權買賣機制；2.平臺經營者與投資公司、散客關係較好。然其所可能面臨的挑戰包括：1.平臺經營者較不熟悉網路行銷與集客；2.新創企業除非已經有穩定營收，否則獲得核貸機率較低；3.網路、數位、文創等以無形資產為主的創業者，需要相對較長的研發期，初期資本額亦不高，融資難度比一般產業更加困難。

再者，網路公司經營平臺的主要優勢包括：1.平臺經營者較熟悉網路行銷與集客；2.平臺經營者與新創公司關係較好，社會網絡較緊密。而其可能面臨的挑戰主要在於須為此成立專營此業務之公司，成立之成本含最低資本額 5,000 萬元，此部分對資本額規模較小的平臺經營業者形成門檻限制。

最後，其他非股權模式之群眾募資平臺的主要優勢包括：1.較熟悉網路行銷

與集客，與市場需求緊密連結；2.成案門檻低且鼓勵多元創意；3.活躍於經濟成長趨緩之已開發國家，如：美國、歐洲及日本等。而其可能面臨的挑戰則包括：1.募資平臺競爭激烈；2.通常需要繳交 8%~10%手續費或行政及推廣費用；3.募資金額相對較少。

七、國際投資銀行或大型證券商參與公共建設之方式由資金提供者轉型為專案推動者

1. 投資銀行與大型證券商常利用股、債權進行再融資(Refinance)以提高公共建設專案之流動性

能源基礎建設成為近年全球公共工程主流，其特性為投入期長且資金需求大，再加上售電所得之現金流量來源多為政府保證收購，具有固定收益資產的特性，亟需吸引民間私人基金與機構投資人（壽險與退休基金等）參與。但能源建設長達十幾二十年的閉鎖期不一定符合私人與機構投資人的風險胃納。因此國際上投資銀行常利用股、債權進行再融資(Refinance)以提高專案流動性，吸引機構投資人與民間資金參與。

同時專案融資也為目前國際大型公共建設融資趨勢，證券商配合開發商之專案融資搭配股權或債券進行再融資，以符合民間參與與機構投資人之風險胃納(Risk appetite)也是主流。英國綠色投資銀行多次以再融資股權吸引退休基金、銀行與私募股權基金投入公共建設，推動重大建設執行。國內離岸風電開發商沃旭，初期以母公司以及聯貸方式取得資金，隨著風場初步規劃完成，近年亦在臺發行綠色債券再融資之方式作以吸引機構投資人資金，活絡專案金流動性，促成與推動公共建設與專案。

2. 協助開發商發行計畫債券 (Project Bond) 等工具吸引機構投資人(壽險與退休基金)參與直接金融，並協助後續資訊揭露

以債權進行之再融資工具中，計畫債券 (Project Bond) 儼然成為近年基礎建設融資的重要工具之一（參見如Dewar and Puttock, 2017以及Smith et al., 2015）。Deloitte (2019) 認為Basel III的實施，使得專案型債券 (Project bonds) 在基礎建設融資的運用與市場需求明顯增加。相對傳

統債券，計畫債券因投資人直接曝險於投資計畫，債券的本金和利息直接來自於投資計畫產生的現金流量，且計畫債券所附屬的計畫可能是有多個國家或多個機構同時參與，往往能提升計畫債券的信用評級，若相關現金流量如售電所產生之現金流量是由政府所保證收購的，則信用評級更高 (Smith et al., 2015)。相對傳統公司債以發行之單一公司之財務報表作為信用評估標的，計畫債券以專案現金流量以風險作為信用評估標準，更易取得較好的信評標準，也讓壽險與退休基金在考量Basel III 與分散風險(Diversified)情況下，更有興趣投入與購買計畫債券。

3. 利用證券化(Securitization)與網路銀行等金融科技(Fintech)化整為零以吸引個別投資人參與直接金融

2018年3月中租控股旗下之中租能源啟動「全民電廠」計畫，開放民眾以每片太陽能面板為交易單位進行認購。中租由過去1000多場太陽能案場成本費用精密預估的結果，估算出20年期間可能衍生的維運費用、包括保險費在內，報酬率鎖定遠高於定存利率每年內部報酬率 (IRR) 約4.25%，降低入場資格與資金規模，化整為零以吸引全民參與，增加民眾對綠能產業之了解並加速中租建置太陽能電廠的速度，更重要的是加速中租的資金流動性。前述模式有將固定收益轉為證券化 (Securitization) 模式，並將相對大的進場門檻轉化為較小的金額，亦即每片認購價格15,426元。將較大金額的投資者（有限合夥人，Limited Partner，LP）化整為零，吸引個別投資人進場，快速取得資金，以提升電廠開發速度。

為提升流動性以吸引更多個別投資人進場，2019年10月，中租全民電廠在成立「全民電廠·太陽光電」之「全民電廠二手市集」網路平臺，供全民電廠會員間交易，並強調該平臺「不訂價、不搓合、不收費」。平臺是以網站公布欄的形式，讓已經在平臺購買太陽能板會員，也就是LP之間彼此可以交易，但中租不會介入居間買賣或為任何的交易所撮合與定價，買賣雙方須配合平臺相關作業簽署轉讓通知書，平臺收到通知書且審視確認買賣雙方會員，並經平臺驗證完成之本人銀行帳號，讓價款的

給付更安心。

2018年市場傳出中租結合土銀發綠能REITs，引進銀行信託機制進而發展的資產證券化商品，希望吸引除壽險業者外更多多個別投資人加入綠能產業並活化企業金流。吳中書(2013)指出2013年保險業投資國內專案運用及公共投資之比重僅佔總資金運用比重的0.13%。且近年保險業常因國際景氣變化劇烈而遭受嚴重的匯率損失，因此若仍提供符合國內保險業的證券化商品可提供保險業投入國內公共建設的誘因。同時證券會結合網路銀行等也可降低個別投資人參與公共建設之門檻。

八、私募股權基金由併購者轉為產業轉型之資產管理與價值創造者

1. **購併現成標的取得價格偏高，且IPO出場的價格不如預期，惟部分企業經過一定的整合、策略與商業模式的再調整，反而可創造高獲利。故國際GP關注的焦點由短期的M&A轉為投後管理 (Post investment management)，或稱為投資組合管理(Portfolio management)**

國際私募基金以M&A獲得快速成長的策略正轉變為創造價值維持穩定現金流量。國際私募基金在2015年以後多面臨難以找到吸引人的現成購併標的，且購併取得價格偏高(Overvalued)，致使IPO出場的價格不如預期。惟部分企業經過一定的整合、策略與商業模式的再調整，反而可創造高獲利。Roaland Berger (2019) 於2019年的調查亦顯示，多數經理人認為一些家族企業(Family-owned companies)，經過一定的整合、策略與商業模式的再調整，反而可以帶來相當誘人的高獲利，高達65%的受訪經理人認為這些家族企業是未來積極關注的標的，且獲利相對誘人。尤其有些中小型企業的成长率將高於大型企業，反之預估某些大型企業的獲利能力將下降。因此，國際GP關注的焦點由短期的M&A轉為投後管理(Post investment management)，或稱為投資組合管理(Portfolio management)。

2. **國際私募基金由平臺收購 (Platform acquisition)概念延伸出平臺公司 (Platform Companies)進行跨領域的垂直或水平整合。國內工業4.0、長照與AI等產業轉型亟需跨領域整合，亟需PE的投後管理來建立標準作業流程以及相關資訊的揭露。**

國際私募基金由平臺收購 (Platform acquisition) 延伸出平臺公司 (Platform Companies) 進行跨領域的垂直或水平整合，由併購者轉為專案管理者或價值創造者。國內已有業者以此概念建立共生系統的私募股權基金，天泰能源引進瑞士巨擘合眾集團 (Partners Group) 偕同國泰人壽合資成立寶島陽光再生能源作為平臺公司，並邀請「城市發展興業股份有限公司」加入，擴大資金與專業領域，並規劃後續邀請如營建業與工程顧問業共同跨領域整合，致力於開發大型地面太陽能電廠的專業機構，並創造價值。

國外私募基金在資產管理事業中可擔任資金提供者與資金需求者間的整合管理角色，在雙方間搭建整合管理平臺，提供工程契約管理、執行監督與財務管理等服務，將原本複雜度高、涉及跨領域專業的實體事業籌融資案件結合財務工程，設計為具穩定現金回報或不同目標報酬率的產品，引進機構投資人參與。

3. 私募股權基金越來越關注專案基礎下資產與投資組合管理

國際大型私募基金會將所屬旗下投資類別，依其投資類型如基礎設施 (Infrastructure)、房地產 (real estate)、金融資產進行分類，或風險與報酬高低如併購 (buy out)、創業投資基金 (venture capital) 等，甚至將資產分配於不同的年份、類別、地區及策略以便於管理不同投資收益率 (current yield) 及資本收益率 (capital gain) 與資產配置。近年配合專案融資的國際趨勢，不少私募投資組合管理改採以 “Project based” 設置的平臺與投資組合進行分類，不僅可化解上述缺乏彈性問題，也便於管理 (參考如 Roaland Berger, 2019; Bain and Company, 2020)。Roaland Berger (2019) 調查指出，基金操作策略將轉向專注經營投資組合公司 (Portfolio company)，74% 表示將更積極經營投資組合管理，透過成立投資組合公司完成多樣的投資標的以及穩定的現金流量。

九、眾籌、網路銀行與Fintech之興起可協助中小、新創與微型企業發展並降低投資門檻聚沙成塔

1. 眾籌與P2P網路借貸之貸款授信被審核對象由個人信用、公司財務報表轉為專案本身價值或計劃之構想，有助中小、新創與微型企業發展。

眾籌與P2P網路借貸與傳統借貸最大的差別在於貸款授信被審核對象由個人信用、公司財務報表轉為專案本身價值或計劃之構想，類似前文提及由公司債轉為計劃債券的概念。DBS (2018)¹⁰⁰年報告指出，中國2017年P2P網路借貸 (P2P Loan)金額已高達1.2兆人民幣，2014-2017年間之年均複合增長率 (Compound Annual Growth Rate, CAGR) 達128%。美國P2P網路借貸的龍頭LendingClub成立於2006年，2017年通過LendingClub實現的貸款有90億美元，皆顯示近年P2P網路借貸在國際間快速興起。中國也發展出對提供微型企業貸款(P2C)之螞蟻微貸 (阿里小貸)。由阿里巴巴旗下螞蟻微貸透過浙江與重慶阿里巴巴小額貸款兩家小貸公司，針對來自於淘寶、天貓和阿里巴巴平臺上的商戶所開展的小額貸款業務。

2. 眾籌平臺仍需風險控制與資訊揭露機制

不論是P2P、提供微型企業貸款(P2C)的螞蟻微貸以及眾籌募資平臺，其實多存在風險控管以及違約風險問題。因此部分平臺也進行相關風險機制之控管以及資訊揭露。中國證券業協會(2015)指出螞蟻微貸通過支付寶自動發放貸款金額，貸款後每日24小時追蹤和監測貸款使用情況，並及時進行風險預警。當出現黃色、橙色風險預警會進行人工排查，若出現紅色預警，則直接回收貸款，從而降低貸款風險。利用「網路結合大數據與平臺的風險控制機制」，該平臺的貸款不良率和逾期率均在1%以下。

3. 眾籌標的經由一定投資組合與包裝，可吸引小資與年輕人參投資

¹⁰⁰ DBS (2018), China / Hong Kong Industry Focus China Fintech Sector, Available at: www.dbs.com.

從眾籌概念來看，不是每個計劃都能成功，但若成功則獲利率遠遠打敗銀行定存。Kickstarter 官網依過往資料統計指出約 9% 的募資案件最終都會失敗。但若將眾籌的專案以投資組合來看，證券商若能某種程度擔任如螞蟻微貸一定的審核與先驗動作，提供專案投資組合，並負責貸款後的資訊持續揭露，從投資組合概念來看，扣除違約率報酬仍相當誘人，證券商可協助小額投資人審視專案發展階段、未來發展目標、相關專案資金運用與後續揭露，證券商賺取的將不再是手續費，而是設置替募資計畫或公司找出適合的募資方式以及投資人。臺灣儲蓄率高且年輕人多為小額存款，若仍有一定整合並降低投資門檻，不僅能聚沙成塔吸引許多停放在定存之小額資金，也能一定程度協助企業轉型。

第二節 訪談實施要點與題綱

本計畫歸納研析國內外在直接金融與間接金融之範疇差異，進一步探討我國直接金融比重偏低之相關成因，盤點國際主要國家推動直接金融發展之制度、政策與工具，並探討我國直接金融和間接金融發展之演進與現況，歸納主要影響因素，並針對國內外重要金融業者進行深度訪談，進而歸納研提相關政策建議。

研究團隊於計畫執行期間拜訪凱基期貨、元大證券、富邦證創業投資股份有限公司、中華開發資本股份有限公司、台新證券、福邦證券及郭仲乾教授等金融業者、學者，針對政策建議與發展策略作細部討論，訪談名單及題綱如表 8-1 和所示，並整理訪談內容於第三節中。

表 8-1 訪談業者名單

序號	公司名稱	單位	代表人	職稱
1	凱基證券	凱基證券	糜以雍	副董事長
2	元大證券	綜合企劃部	郭俊麟	專業資深經理
		綜合企劃部	陳毓新	專業經理
		綜合企劃部	陳建文	資深經理
		綜合企劃部	李強申	經理
3	富邦證創業投資股份有限公司	富邦證創投	陳柏錫	協理
		富邦投資銀行部	邱柏元	業務協理
		投資部	廖雨農	專員
4	中華開發資本股份有限公司	中華開發資本	南怡君	執行副總經理
		中華開發資本	張立人	資深副總經理
		中華開發資本	楊鎧蟬	資深副總經理
5	台新證券	台新證券	郭嘉宏	董事長
		台新證券	施啟彬	資深顧問
		台新證創投	魏志達	董事長
		台新創投	林宇聲	總經理
		台新資本	陳建志	總經理
		商人銀行處	吳坤裕	處長
		資本市場處	陳立國	處長
		資本市場事業處海外事業	殷個凡	經理
6	福邦證券	福邦證券	林火燈	董事長
7	國立中央大學	財金系	郭仲乾	教授

「如何提升我國資本市場直接金融比重」

研究計畫訪談大綱

中華經濟研究院
2020/06/16

一、計畫目的與構想

直接金融意指企業直接在公開市場發行股票、債券以達到籌資目的，而透過銀行等金融機構放款取得資金，則稱為間接金融。綜觀美、英等先進國家市場之直接金融比重常見達 50% 以上。2019 年亞洲四小龍中，香港之直接金融比重亦高達 75%、韓國與新加坡則有 60%，反觀臺灣，根據中央銀行統計，我國之直接金融比重約僅 17% 左右，且長年以來呈遞減趨勢。環顧當前國際情勢，美中貿易戰與科技主導權紛爭，以及香港「國安法」可能衝擊香港「一國兩制」等政經事件，造成全球資金、供應鏈重整，可能為臺灣資本市場帶來發展機會。然而，國內亦面臨相關挑戰，例如股市成交量相較以往高峰時期呈現萎縮以及新創與中小企業之產業發展亟需舞台及增加其籌資多元化管道等。同時，配合政府能源轉型以及吸引臺商與港資來臺，臺灣金融市場需要更為活躍之商業模式、金融商品和次級市場的協助與創新。

有鑒於此，本計畫將歸納研析國內外在直接金融與間接金融之範疇差異，進一步探討我國直接金融比重偏低之相關成因，盤點國際主要國家推動直接金融發展之制度、政策與工具，並探討我國直接金融和間接金融發展之演進與現況，歸納主要影響因素，並針對國內外重要金融業者進行深度訪談，進而歸納研提初步政策建議。

二、訪談題綱

- 一、國內中小企業高度依賴金融機構融資，為推動中小企業多元籌資管道，以活絡籌投、資市場，擴大新創或中小企業參與資本市場，並藉以提升國內直接金融比重，您認為除創櫃板、證券商股權群眾募資等管道外，是否還有其他具體建議之可行做法？近期國內主管機關擬參考國外規定(如英國另類投資市場(AIM)版)，研議創新型新版，您是否有進一步的建議？
- 二、為鼓勵並引導機構投資者資金投入實體產業，我國主管機關已放寬證券商轉投資國內創業投資事業及私募股權基金等相關規範，並開

圖 8-1 訪談題綱

放證券商受託管理私募股權基金。爰此，可否請您就證券商目前在發展創投業務或股權基金業務上仍面臨的主要法規及法令解釋限制，舉例加以說明，並提供具體修改建議？

三、有鑑於國內企業透過上市(櫃)等直接金融方式參與資本市場與經由金融機構籌資的比例相比相對偏低，未來若欲從擴展證券商業務範疇，增加服務對象(特別是日前針對證券商認為最重要與最為可行的重點業務項目)；強化產業創新與投資環境；以及強化國內多層次資本市場國際競爭力與上市之多元化管道等方向改善目前中小企業參與資本市場比重偏低的情況，您是否有進一步的具體建議？

四、承銷商對於國內企業掛牌案源貢獻良多，有關「未來案源拓展」之作法除放寬上市資格外，以下做法是否可行？是否受法規限制，或因公司規模、特質而無意願或無法執行？哪些誘因可吸引券商之創投或私募業務投入？

1. 國內重點產業(包括創投事業、5+2 產業)、工業 4.0、長照與 AI 等產業轉型為跨領域整合，亟需 PE 的投後管理來建立標準作業流程以及相關資訊的揭露。私募基金利用由平台購併(Platform acquisition)衍生之平台公司(Platform companies)進行跨領域的垂直或水平整合，將可由併購者轉為產業轉型之資產管理與價值創造者。
2. 眾籌、網路銀行與 Fintech 之興起讓直接金融可協助中小、新創與微型企業發展並降低投資門檻聚沙成塔，但仍需券商協助結合大數據與平臺進行資訊揭露風險控制機制，券商可否效法天使匯在一些特別案例中擔任領投(初期投資)的工作，有點類似創投或大頭行角色？利用券商的專業知識，一定程度參與專案具有一定決定權以及價格制定權。後續參考中國最大的股權天使匯群募平臺，跟新三板達成合作，提供新三板到創業版的「轉板服務」，為新創企業創造退場機制，協助新創企業直接與資本市場連結。

五、臺灣政府目前大型公共建設以能源基礎建設為主、壽險資金多配置海外以及國人儲蓄佔比高，如何有效吸引機構投資人與民間基金參與直接金融。國際作法中，切割計劃期間之再融資(Refinancing)、提供風險調整後(Risk-Adjusted Return)之固定收益工具計畫債券(Projected bonds)以及證券化(Securitization)為常見作法，以下做法是否可行？是否受法規限制，或因公司規模、特質而無意願或無法執行？哪些誘因可吸引券商之創投或私募業務投入？

圖 8-1 訪談題綱(續)

1. 跳脫金融資產，以專案現金流量為基礎之計畫債券(政府公債或公司債)之可行性。如 2019 年 5 月沃旭丹麥(Ørsted)以債權方式進行再融資，在臺灣發行總額為新台幣 120 億綠色優先債券，為臺灣第一次由外國企業在臺灣發行以新台幣計價的綠色債券。
2. 證券化部分，如中租迪和之「全民電廠」「全民電廠二手市集」將專案現金流量證券化並降低進入門檻。

六、就國內興櫃轉上市櫃之準則中，建議宜如何調整，以加快市場活絡，進而促進直接金融。

參、訪問人員

陳馨蕙 (中華經濟研究院第三研究所(臺灣經濟所)助研究員)
鄭睿合 (中華經濟研究院第三研究所(臺灣經濟所)分析師)
葉長城 (中華經濟研究院綠色經濟研究中心 助研究員)

肆、聯絡人：陳馨蕙博士(聯絡電話：(02)27356006#424；e-mail: csh@cier.edu.tw)。

圖 8-1 訪談題綱(續)

第三節 訪談國內業者研析相關發展限制與可行之精進措施

本計畫在訪談國內業者，了解國內多層次市場發展現況後，歸納各界提出之主要問題，說明目前相關發展限制與可能之精進措施如下：

一、協助企業首次公開發行股票(Initial Public Offerings, IPO)

(一) 因應疫情年度，給予外國企業(KY)與本國企業上市一樣之獲利能力觀察期間之採計彈性

1.現況

根據原「臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則」第 28 條之 1，外國發行人(KY 公司)申請股票第一上市必須在獲利條件上，符合「最近三個會計年度之稅前淨利累計達新臺幣二億五千萬元以上，且最近一個會計年度之稅

前淨利達新臺幣一億二千萬元及無累積虧損者」。¹⁰¹

2.問題與影響

2020 年 1 月，新冠肺炎爆發，自中國大陸病例急增後，迅速向全球擴散，國內在防疫上雖表現出色，迄 2020 年 8 月僅 486 名確診案例、7 名個案死亡、治癒者達 457 名。相較於全球同時期包括美國、中國、巴西、印度等國家動輒百萬以上的確診案例與十萬以上的死亡個案，臺灣防疫成果在國際間表現出色。¹⁰²不過，即使如此，2020 年國內外不少企業獲利情況預期將因國際疫情、各國經濟封鎖等，而面臨明顯衝擊。特別是原本規劃 2020 年回臺 IPO 的企業，也因疫情衝擊而延緩其掛牌上市櫃的計畫。

根據安永聯合會計師事務所發布的《2020 年上半年首次公開募股報告》，2020 年上半年國內資本市場共 10 家企業掛牌，籌資新臺幣 45.01 億元。其中，在上市部分，2020 年上半年有 4 家公司新掛牌，籌資額新臺幣 15.44 億元，與 2019 年同期相比，上市家數減少 2 家，籌資額減少 71.5 億元，下滑約 82.1%。而在上櫃市場方面，則有 6 家新掛牌，較 2019 年同期減少 7 家，籌資額新臺幣 29.57 億元，較 2019 年同期減少 4.07 億元，下滑約 12.1%。¹⁰³後續，新冠肺炎疫情對企業上市櫃計畫影響，仍有待持續觀察。

3.精進措施建議

鑒於目前新冠肺炎疫情影響全球及國內經濟發展，而企業於疫情期間業績表現亦受到影響，特別是不少我國在東南亞過去經營績優之廠商，近期亦因新冠肺炎疫情使其原本規劃於 2021 年送件申請上市者，受到影響。2020 年 7 月，為協

¹⁰¹ 「臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則」，民國 109 年 03 月 30 日，<http://www.selaw.com.tw/LawArticle.aspx?LawID=G0100561> (最後瀏覽日期：2020 年 8 月 17 日)。

¹⁰² 「新型冠狀病毒肺炎特別報導：疫情傷亡人數統計表」，民國 109 年 08 月 19 日，<https://covid-19.chinatimes.com/%E6%96%B0%E5%86%A0%E8%82%BA%E7%82%8E.%E5%8F%B0%E7%81%A3> (最後瀏覽日期：2020 年 8 月 19 日)。

¹⁰³ 「安永《2020 年上半年首次公開募股報告》臺灣 IPO 上半年受新冠肺炎影響，下半年看好生技醫療、科技產業」，民國 109 年 06 月 23 日，https://www.ey.com/zh_tw/news/2020/06/ey-taiwan-news-release-2020-06-23 (最後瀏覽日期：2020 年 8 月 19 日)。

助受疫情影響企業能夠持續推動其原規劃之 IPO 計畫，國內證券交易所宣布下列具體因應措施，包括：

(1)2020 年底前申請公司與證券交易所完成股票上市契約簽訂，得申請延長上市掛牌時限 2 次，每次為期 3 個月，亦即至遲於函知簽訂上市契約之日起算 9 個月內上市買賣；

(2)就 2020 年及 2021 年 IPO 案件，證券交易所將衡酌申請公司受疫情影響程度及最近期營運表現等綜合考量，並衡量其未來營運發展穩定性及成長性；另彈性調整 2021 年度初次申請股票上市案件之獲利能力認定規範，使申請公司免於因短期受疫情衝擊而延後或影響其進入資本市場籌資之機會。針對 2021 年申請初次股票上市案件，申請公司於說明其受疫情影響程度、期間暨營運回復狀態等事項，經主辦承銷商出具合理性意見後，得適用下列獲利能力條件：

A.本國發行人：獲利能力觀察期間彈性調整為最近三個會計年度任擇二個會計年度，例如 2021 年申請上市之公司，評估受影響年度為 2020 年，則可以 2018 年及 2019 年作為獲利標準評估年度，且最近一個會計年度係指 2019 年。

B.外國發行人：獲利能力標準彈性調整為最近三個會計年度之稅前淨利累計達 1.5 億元以上，且最近一個會計年度之稅前淨利為盈利者。

104

儘管，目前證券交易所已考量疫情年度衝擊，彈性放寬 IPO 條件，以協助企業股票上市，但目前外國企業(KY 公司)相較於本國企業在採計最近三個會計年度上並未如本國企業一般，有任擇二個會計年度之彈性，有鑒於本次新冠肺炎疫情係遍布全球主要市場之廣泛性影響，外國企業(KY 公司)亦遭受直接衝擊，為鼓勵我海外業者及外國企業來臺上市，建議可比照本國企業，在申請之外國企業(KY 公司)於說明其受疫情影響程度、期間暨營運回復狀態等事項，經主辦承銷商出具合理性意見後，針對其獲利期間之採計同樣

¹⁰⁴ 「大鬆綁！證交所宣布放寬 IPO 條件」，《工商時報》，2020 年 7 月 29 日，
<https://ctee.com.tw/news/finance/309527.html> (最後瀏覽日期：2020 年 8 月 20 日)。

給予任擇二個會計年度之彈性(特別是排除 2020 年受疫情影響之會計年度)，俾利協助其在臺上市。

(二) 放寬科技事業獲利能力檢視期間與最近期淨值為不低於股本二分之一

1.現況、問題與影響

目前申請上市公司若屬科技事業，在政策僅要求取得中央目的事業主管機關出具證明其行業屬性與具市場性之明確意見書，不僅無設立年限要求，在資本額、股權分散等均較申請一般事業上市寬鬆。惟在獲利能力方面，科技事業上市審查標準規定「最近期及最近一個會計年度財務報告之淨值不低於財務報告所列示股本三分之二者」，考量在實務上科技產品往往於其產品接近開發完成時較易籌得成本相對低廉之資金，因此若為取得上市資格而須提前增資以符合該項規定，將對公司價值提升帶來負面影響。

2.精進措施建議

建議可縮短檢視期間為最近期，放寬該項標準為「最近期財務報告之淨值不低於財務報告所列示股本之二分之一」，俾利協助科技企業能夠及早進入資本市場。

(三) 配合市場變化環境，縮短審查資料期間至2年，提供企業較大彈性爭取IPO時效

1.現況、問題與影響

根據目前「臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則」¹⁰⁵與「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心審查有價證券上櫃作業程序」¹⁰⁶針對申請上市(櫃)之公司的審查「查核期間」係以三年的體質及內控作業落實為

¹⁰⁵ 「臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則」，《證券暨期貨法令盼解查詢系統》，民國 109 年 03 月 30 日，
<http://www.selaw.com.tw/LawContent.aspx?LawID=G0100561&Hit=1> (最後瀏覽日期：2020 年 8 月 22 日)。

¹⁰⁶ 「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心審查有價證券上櫃作業程序」，《證券暨期貨法令盼解查詢系統》，民國 109 年 05 月 21 日，
<http://www.selaw.com.tw/LawArticle.aspx?LawID=G0100657> (最後瀏覽日期：2020 年 8 月 22 日)。

標準，惟考量目前新冠肺炎疫情與國際政經環境變化快速等因素，企業三年前的財報往往難以及時反映其目前的競爭力變化，特別是新創事業與中小企業等變化較大之企業而言，其三年前的財報對投資人來說，決策參考價值亦會顯著降低。

2.精進措施建議

建議國內證券交易所與櫃檯買賣中心可縮短上市(櫃)之審查的「查核期間」為兩年，同時配合修正相關書件的申請，以使審查作業及結果更能反映公司現況，減輕上市(櫃)申請公司的負擔並提高企業申請 IPO 的意願。

二、放寬再籌資規範、提高籌資效率

(一)「發行人募集與發行有價證券處理準則」第 8 條第 1 項第 8 款相關規定

1.放寬企業募集長期資金規定

(1)現況、問題與影響

根據「發行人募集與發行有價證券處理準則」第 8 條第 1 項第 8 款規定，發行人辦理第 6 條第 2 項規定之案件(即辦理現金增資並提撥發行新股總額之一定比率公開銷售者)，經發現有下列情形之一，金管會得退回其案件，即「持有具流動性質之金融資產投資、閒置性資產或投資性不動產而未有處分或積極開發計畫，達最近期經會計師查核簽證或核閱之財務報告歸屬於母公司業主之權益之百分之四十或本次申報現金增資或發行公司債募集總金額之百分之六十，而辦理現金增資或發行公司債者。但所募得資金用途係用於購買不動產、廠房及設備且有具體募資計畫佐證其募集資金之必要性，不在此限」。¹⁰⁷

換言之，現行規定針對公司擁有大量閒置資金需再從資本市場募資者，原則上禁止，除非公司該次籌資係用於資本支出且有具體募資計畫證明募集資金之必要性者。此一規定，雖然可以避免企業過度投資，或未能有效運用

¹⁰⁷ 「發行人募集與發行有價證券處理準則」，《證券暨期貨法令盼解查詢系統》，民國 104 年 11 月 12 日，<https://law.moj.gov.tw/LawClass/LawAll.aspx?pcode=G0400023> (最後瀏覽日期：2020 年 8 月 22 日)。

具流動性質之金融資產投資、閒置性資產或投資性不動產，但卻可能對公司募資彈性，特別是對具有從事跨國併購之資金需求的公司造成其籌資發展的限制。另鑑於新冠疫情對全球經濟活動的影響，嚴重衝擊企業現金部位和考驗資金管理能力，故籌資目的應須考量未來再發生類似事件時，能夠讓企業得以順利籌集所需資金，故宜放寬此一限制、增加彈性。

(2)精進措施建議

建議為符合企業籌資發展需求，可於本條款增列「若尚無具體計畫於專款保留以利公司未來用於購買不動產、廠房及併購、轉投資或因應重大事件之預備金，亦不在此限」，俾利協助企業長期之發展。

2.調整「具流動性之金融資產投資」商品範圍、提升企業資金調度彈性

(1)現況、問題與影響

根據「發行人募集與發行有價證券處理準則」第 8 條第 1 項第 8 款中所謂「具流動性質之金融資產投資」，係指除「現金及約當現金」及「與營業有關所產生之金融資產」外之流動性金融資產投資，但三個月以上，一年以下定存或發行人合併財務報表編制主體之營業行為所產生者，得排除納入計算。惟因目前國內外降息與低利率趨勢未變，存款利率持續下滑，而部分發行公司及其子公司為賺取固定收益，多會承作保本型理財產品(連結標的非屬衍生性商品)、貨幣基金或債券基金等相對穩定或變現性高之商品，而這些商品均歸屬於流動資產項下之金融資產投資。

(2)精進措施建議

為使發行公司及其子公司能夠提升公司資金調度之彈性，建議可放寬其投資保本型理財產品(連結標的非屬衍生性商品)、貨幣基金或債券基金等相對穩定或變現性高之商品得排除納入「具流動性質之金融資產投資」計算，俾利提升企業資金調度彈性。

(二)放寬「無獲利公司」私募有價證券三年閉鎖期後，於經股東會決議同意

等一定條件下，仍可上市掛牌買賣

1.現況、問題與影響

鑒於國際市場對於 IPO 公司爭相招商之競爭，而部分受產業發展特性影響，導致無法於短期內獲利的生技或創新產業，常需導入國際專業投資機構參與始能促使公司募資更為順暢，在此情況下，善用私募為籌資工具藉此取得掛牌後發展所需資金，則需放寬私募有價證券上市掛牌之規定，方能為私募資金提供更具誘因的退場配套機制。

2.精進措施建議

建議可參考國際作法，加強管理無獲利私募股票募集的價量，衡平與原股通的權益關係，當次發行私募有價證券時，最多增發股本之 20%，且其折價不超過 20%，而於申請該次私募股票掛牌時，須取具獨立專家就該次私募過程符合「公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項」之意見書，並經股東會決議通過，即可豁免獲利條件。以使生技、新創等產業可引入私募籌資工具，協助其推動業務發展，並使這類企業可導入其所需要的國際專業投資機構參與，以滿足其籌資需求。

(二)提升符合 ESG 方向且公司治理評鑑表現優秀之公司的籌資效率

1.現況、問題與影響

國內外重視環境、社會和公司治理(ESG)已成為趨勢，而國內推動公司治理評鑑制度亦已多年，為協助企業戮力打造良好體質，鼓勵上市櫃公司強化其公司治理及社會責任，同時縮短其募資時程，應提供相關制度性誘因以促進其提升體質與籌資效率。

2.精進措施建議

為提供制度性誘因，鼓勵企業持續朝重視與深化環境、社會和公司治理(ESG)方向發展，建議可針對符合 ESG 標準(如已列入臺灣 ESG 成分股之企業)且其年度公司治理評鑑表現優秀之企業(如名列年度公司治理評鑑排名前 5%者)，得以「報備制」方式快速辦理 SPO 籌資，以簡化優質企業籌資程序，

並提升其募資效率及透過資本市場籌資之意願，同時此一制度性誘因設計亦有助於提高國內直接金融比率。

(二)放寬公開招募案件承銷商先行自行認購比例

1.現況、問題與影響

根據現行「發行人募集與發行有價證券處理準則」第 64 條規定：「有價證券持有人依第 61 條規定申報公開招募者，經向本會申報生效後，除已上市或上櫃公司之股票應委託證券承銷商為之外，應委託證券承銷商包銷，並應依本法第 71 條第 2 項規定，於承銷契約中訂明保留承銷股數之百分之五十以上由證券承銷商自行認購。」¹⁰⁸

2.精進措施建議

鑒於目前臺灣資本市場已具備多層次市場架構，包括上市、上櫃、興櫃市場都已透過正式交易機制提供即時與正確的交易量、價資訊。而國內負責推薦證券商亦提供實際輔導，故基本上公司無論在財務、業務之透明度上已具備一定程度之透明度，並有助於大幅降低及改善過去在釋出有價證券價格上資訊不透明的疑慮。爰此，建議主管機關可配合目前市場現況，修正公開招募相關規定，同時考量不同交易市場屬性，修正股票公開招募承銷商應自行認購的比例。

四、改以實質競爭力評估「業務集中」風險

(一)在審查上櫃案件過程中，應以公司實質競爭力判定業務集中之風險，而非僅以「業務集中」理由決定風險程度

1.現況、問題與影響

過去上櫃審查案例顯示，許多申請個案常因前十大客戶比重過於集中，且未能在未來要如何分散客戶的議題上提出充分理由，而無法通過審查。目前櫃買部分也僅接受因寡占而造成之「業務集中」情況，導致在量化指標上

¹⁰⁸ 《發行人募集與發行有價證券處理準則》，2015 年 11 月 12 日，<https://law.moj.gov.tw/LawClass/LawAll.aspx?pcode=G0400023>(最後瀏覽日期：2020 年 8 月 27 日)。

有所謂「業務集中」情況之公司常無法通過審查。¹⁰⁹

2.精進措施建議

由於目前產業發展日新月異，單一服務或產品跨領域應用已成為常態，特別是能夠打入產業大廠一級供應商(Tier 1 suppliers)的考核(例如半導體業中的台積電等)，成為其供應鏈的廠商，不僅是對其公司技術或服務的肯定，同時這種「業務集中」情況反而可視為公司基本業務之基礎及對其必須持續精進技術、產品或服務競爭力的機制。因此，建議應改以公司在產業中之實質競爭力來判定業務集中之風險，而非僅以量化單一指標來認定業務集中的風險度。

五、針對新設創新版願景

1.現況、問題與影響

目前國內雖有上市、上櫃、興櫃等公開發行之多層次市場，但針對資本額及規模較小，或是尚未獲利之中小企業、新創公司則欠缺公開發行交易之籌資管道。儘管，2013 年櫃檯買賣中心為扶植國內微型創新企業而設有「創櫃板」提供其作為股權籌資管道，但因只能募資而無次級市場可公開交易，且原則上僅限專業投資人、每案僅限募資 3,000 萬元等規範而使其最初為協助微型創新企業的設立目的，受到相當程度的限制。¹¹⁰

2.精進措施建議

為協助國內中小企業、新創企業在經由銀行取得融資外，也能透過選擇掛牌交易來滿足其籌資需求，使國內正在創業或茁壯的中小企業，也能夠透過新設的「創新版」有一個新的交易市場，而目前其具體規劃正由國內證券交易所及櫃買中心蒐集相關資料，同時分別進行評估。據悉，未來「創新版」

¹⁰⁹ 「業務太集中上市審查難過關」，《自由時報》，2018 年 4 月 2 日，
<https://news.ltn.com.tw/news/focus/paper/1189188> (最後瀏覽日期：2020 年 8 月 27 日)。

¹¹⁰ 「觀念平台－別讓「新創板」變成白費苦工」，《工商時報》，2020 年 8 月 19 日，
<https://www.chinatimes.com/newspapers/20200819000208-260209?chdtv> (最後瀏覽日期：2020 年 8 月 29 日)。

將會限「專業投資人」投資(即資產達 3~5 千萬元以上的高淨值且具投資經驗的投資人)，且擬有限度排除適用「證交法」、獲利及資本要求等，使其可與現在的「創櫃板」有所區別，在次級交易市場進行公開交易。¹¹¹

惟建議未來在推動規劃「創新版」時，應注意於資本市場籌資功能與保護投資人兩者間取得平衡，特別是能夠給予具備潛力的企業，例如新藥研發、網路產業、人工智慧產業等新創公司，能在創投進行初期投資後，但「尚無獲利」之際，能夠順利藉由「創新版」取得其未來中長期發展所需資金。而為達成此目標，可思考下列規劃方向，包括：

- 1.申請「創新版」不以「獲利」為必要條件；
- 2.鑒於不同產業與企業發展階段所需資金額度殊異，建議申請「創新版」募資者，不設定金額上限；
- 3.申請「創新版」其審核條件應該以協助「有風險企業」之前提來規劃設定。例如限制證券商輔導保薦制，以加諸證券商責任方式保障推薦企業品質。或是例如限制僅「專業投資人」參與。因此審查標準就不需要以「保護投資人」角度來嚴加審查例如「獲利」條件，因此能以挑戰風險為前提來規劃。
- 4.投資人參與投資之後取得之股份，應該提供「次級市場」一定程度的即時媒合交易。¹¹²

¹¹¹ 「黃天牧第一把火開新創板」，《工商時報》，2020年5月22日，
<https://www.chinatimes.com/newspapers/20200522000162-260202?chdtv> (最後瀏覽日期：2020年8月29日)。

¹¹² 「臺灣需要能協助新經濟產業籌資的資本市場」，《數位時代》，2020年8月14日，
<https://www.bnext.com.tw/article/58853/taiwan-financing> (最後瀏覽日期：2020年8月29日)。

第九章 「活絡臺灣直接金融以促進產業轉型和升級」

專家學者座談會

為深入了解活絡國內直接金融並促進產業轉型之實務面議題，以及國內相關金融監理規範予以鬆綁之可行性，中華經濟研究院研究團隊受證券商業同業公會委託舉辦「活絡臺灣直接金融以促進產業轉型和升級」專家學者座談會，邀請我國重要金融企業、金融監督管理委員會證券期貨局、中華民國證券商業同業公會及中華經濟研究院等多方代表一同針對以上議題進行焦點探討，作為後續政策與法規精進之參考依據。

第一節 座談會實施要點與議程

本計畫於 2020 年 10 月 19 日舉辦「活絡臺灣直接金融以促進產業轉型和升級」座談會。座談會之與談來賓包括證券商業同業公會、福邦證券、福邦創業投資管理顧問公司及台新證券等國內重要金融業者、金融監督管理委員會證券期貨局副局長以及金融學者郭仲乾教授等多方代表，並由中華經濟研究院葉俊顯副院長擔任主持人。

座談會當日由葉俊顯副院長及中華民國證券商業同業公會研究發展委員會糜以雍召集人致辭開場後，陳馨蕙博士引言報告「活絡臺灣直接金融以促進產業轉型和升級」，針對國際金融及供應鏈現況、國內產業所面臨之挑戰及座談會目的等作概略性介紹。其後，與會者針對「肺炎疫情對資金流量與財務報表的再省思」、「產業轉型、全球供應鏈重整需要活躍私募與創投」及「提供證券商誘因進行長期輔導，協助產業升級」等題綱進行深度討論，最後由主持人葉俊顯副院長結論。題綱細節整理於本章第二節，相關座談會實施要點與議程請詳圖 9-1-1。

「活絡臺灣直接金融以促進產業轉型和升級」

專家學者座談會

中華經濟研究院

2020/10/08

壹、舉辦目的與背景

根據 2015 年 OECD-WTO TIVA 資料庫，臺灣產業深度參與全球價值鏈之參與程度超過 60%，為 G20 國家中排序最高，亦即臺灣產業脈動與經濟成長與全球供應鏈密不可分。然而，2018 年以來國際情勢迥異多變，美中貿易戰與科技主導權紛爭，以及香港「國安法」可能衝擊香港「一國兩制」等政經事件，造成全球資金、供應鏈重整，可能為臺灣資本市場帶來發展機會。2020 年初 COVID-19 肺炎疫情導致之供給、航運物流與資金斷鏈之衝擊，更加速供應鏈在地化與區域化的思維，以及流動資金充足與否的再省思。全球價值鏈參與程度最高的臺灣產業，也必須加入分散製造與全球布局的行列以避免與全球供應鏈「脫鉤斷鏈」。為快速取得全球主要國家之市場、資金、物流(logistics)與客戶，與他國企業的合作與購併亦需要活躍的直接金融與資本市場的支持。

面臨全球供應鏈重整的同時，國內產業亦遭逢接班、轉型與數位化等挑戰。中小企業為主的臺灣產業多面臨接班挑戰，新創產業發展亟需舞台，電子產業型態也由產品週期較短的 3C 消費性電子，轉為投入期長且需要跨領域整合之產業型態如工業 4.0、醫療電子、車用電子以及 5+2 產業。同時，配合政府能源轉型以及吸引臺商與港資來臺，除了技術面的整合，金融市場亦需要更為活躍之商業模式、金融商品和次級市場的協助與創新，並檢視配套與法規是否有升級調整空間才能有效執行，包含活躍的私募與創投協助前端的籌資、風險評估、輔導、併購或控股，乃至後端券商與投行的承銷、資訊揭露，並搭配多層次資本市場與多樣的股債權等出場機制，增加與活絡企業投、融資多元化管道。

有鑒於此，中華經濟研究院受證券商業同業公會委託舉辦「活絡臺灣直接金融以促進產業轉型和升級」專家學者座談會，就活絡國內直接金融並促進產業轉型之實務面議題進行討論與交流，針對國內相關金融監理規範予以鬆綁之可行性加以焦點探討，作為後續政策與法規精進之參考依據。

貳、主辦單位：中華經濟研究院

參、舉辦日期：民國 109 年 10 月 19 日(一)下午 14 時。

肆、舉辦地點：中華經濟研究院 204 會議室 (台北市大安區長興街 75 號)

圖 9-1 座談會實施要點與議程

➤ 伍、議程

時 間	參考題綱	講 座
1:40-2:00		報 到
2:00-2:10	長官致辭	中華經濟研究院 葉俊顯 副院長 中華民國證券商業同業公會 研究發展委員會 廉以雍 召集人
2:10-2:25	引言報告 「活絡臺灣直接金融以促進產業轉型和升級」	引言人： 陳馨蕙博士(中華經濟研究院第三研究所助理研究員)
2:25-4:50	<p>主要討論題綱：</p> <p>一、 肺炎疫情對資金流量與財務報表的再省思</p> <p>➤評估放寬上市櫃條件或科技事業獲利能力檢視期間與最近期淨值為不低於股本二分之一</p> <p>二、 產業轉型、全球供應鏈重整需要活躍私募與創投</p> <p>➤評估放寬「發行人募集與發行有價證券處理準則」第8條項下，「企業募集長期資金規定」以及「調整流動性金融資產投資商品範圍」</p> <p>➤放寬「無獲利公司」私募有價證券三年閉鎖期後，經股東會決議且一定條件下，仍可上市掛牌買賣</p> <p>三、 提供券商誘因進行長期輔導，協助產業升級</p> <p>➤放寬公開招募案件承銷商先行自行認購比例</p> <p>➤上櫃案件審查過程，以公司實質競爭力判定業務集中之風險，而非僅以「業務集中」理由決定風險程度</p> <p>➤新設新創版願景</p>	<p>與談人：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 金融監督管理委員會 證券期貨局 蔡麗玲 副局長 2. 中華民國證券商業同業公會 研究發展委員會 廉以雍 召集人 3. 福邦證券 林火燈 董事長 4. 福邦創業投資管理顧問公司 鄭加琪 副總 5. 台新證券資本市場處暨台新資本 陳建志 副總/總經理 6. 台新證創投 魏志達 董事長 7. 郭仲乾 教授 <p>列席者：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 中華民國證券商同業公會代表 2. 中華經濟研究院綠色經濟研究中心 葉長城助研究員 3. 中華經濟研究院第三研究所鄭睿合 分析師
4:50-5:00	結 論	主持人:中華經濟研究院 葉俊顯 副院長

如遇不可抗力因素，本院保留變更本座談會內容、講座、主題及時間安排等權利。

圖 9-1 座談會實施要點與議程(續)

第二節 座談會討論題綱

研究團隊在訪談國內業者並統整目前國內直接金融相關發展限制與可行之精進措施後，整理出三大題綱：「肺炎疫情對資金流量與財務報表的再省思」、「產業轉型、全球供應鏈重整需要活躍私募與創投」及「提供證券商誘因進行長期輔導，協助產業升級」及「放寬上市櫃條件或評估放寬科技事業獲利能力檢視期間與最近期淨值為不低於股本二分之一」、「有關『發行人募集與發行有價證券處理準則』第8條第1項第8款相關規定」、「放寬『無獲利公司』私募有價證券三年閉鎖期後，於經股東會決議同意等一定條件下，仍可上市掛牌買賣」、「放寬公開招募案件承銷商先行自行認購比例」、「在審查上櫃案件過程中，應以公司實質競爭力判定業務集中之風險，而非僅以『業務集中』理由決定風險程度」及「新設創新版願景」等六項子題，由與會來賓於座談會當日進行深度討論。題綱細節報告如下：

一、肺炎疫情對資金流量與財務報表的再省思

(一) 放寬上市櫃條件或評估放寬科技事業獲利能力檢視期間與最近期淨值為不低於股本二分之一

1. 現況及問題。

- (1) 根據原「臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則」第28條之1，對外國發行人(KY公司)申請股票第一上市定有獲利要求規範，惟因2020年1月爆發新冠肺炎事件，嚴重衝擊全球經濟和企業獲利，原本規劃2020年回臺IPO的企業，也因疫情衝擊而延緩其掛牌上市櫃的計畫。
- (2) 另申請上市公司若屬科技事業，在政策僅要求取得中央目的事業主管機關出具證明其行業屬性與具市場性之明確意見書，無設立年限要求，在資本額、股權分散等均較申請一般事業上市寬鬆。惟在獲利能力方面，科技事業上市審查標準規定「最近期及最近一個會計年度財務報告之淨值不低於財務報告所列示股本三分之二者」，考量在實務上科技產品往往於其產品接近開發完成時較易籌得成本相對低廉之資金，因此若為取得上

市資格而須提前增資以符合該項規定，將對公司價值提升帶來負面影響。

2. 精進措施建議。

- (1) 為協助受疫情影響企業能夠持續推動其原規劃之IPO計畫，國內證券交易所雖已宣布相關措施加以因應，但目前外國企業(KY公司)相較於本國企業在採計最近三個會計年度上並未如本國企業一般，有任擇二個會計年度之彈性。鑒於新冠肺炎疫情係遍布全球主要市場之廣泛性影響，為鼓勵我海外業者及外國企業來臺上市，建議可比照本國企業，在申請之外國企業(KY公司)於說明其受疫情影響程度、期間暨營運回復狀態等事項，經主辦承銷商出具合理性意見後，針對其獲利期間之採計同樣給予任擇二個會計年度之彈性(特別是排除2020年受疫情影響之會計年度)，俾利協助其在臺上市。
- (2) 可縮短檢視期間為最近期，放寬該項標準為「最近期財務報告之淨值不低於財務報告所列示股本之二分之一」，俾利協助科技企業能夠及早進入資本市場。

二、產業轉型、全球供應鏈重整需要活躍私募與創投

(一) 有關「發行人募集與發行有價證券處理準則」第8條第1項第8款相關規定

1. 現況及問題。

(1) 放寬企業募集長期資金規定

現行規定針對公司擁有大量閒置資金需再從資本市場募資者，原則上禁止，除非公司該次籌資係用於資本支出且有具體募資計畫證明募集資金之必要性者。此一規定，雖然可以避免企業過度投資，或未能有效運用具流動性質之金融資產投資、閒置性資產或投資性不動產，但卻可能對具有從事跨國併購之資金需求的公司造成其籌資發展的限制。另鑑於新冠疫情對全球經濟活動的影響，嚴重衝擊企業現金部位和考驗資金管理能力，

此項規定亦限制住企業為因應此等重大事件進行籌資的空間。

(2) 調整「具流動性之金融資產投資」商品範圍、提升企業資金調度彈性

所謂「具流動性質之金融資產投資」，係指除「現金及約當現金」及「與營業有關所產生之金融資產」外之流動性金融資產投資，但三個月以上，一年以下定存或發行人合併財務報表編制主體之營業行為所產生者，得排除納入計算。惟目前國內外降息與低利率趨勢未變，存款利率逐年下滑，而部分發行公司及其子公司為賺取固定收益，多會承作保本型理財產品(連結標的非屬衍生性商品)、貨幣基金或債券基金等相對穩定或變現性高之商品，而這些商品均歸屬於流動資產項下之金融資產投資。

2. 精進措施建議。

(1) 放寬企業募集長期資金規定

為符合企業籌資發展需求，可於本條款增列「若尚無具體計畫於專款保留以利公司未來用於購買不動產、廠房及併購、轉投資或因應重大事件之預備金亦不在此限」，俾利協助企業長期之發展。

(2) 調整「具流動性之金融資產投資」商品範圍、提升企業資金調度彈性

可放寬發行公司及其子公司之投資保本型理財產品(連結標的非屬衍生性商品)、貨幣基金或債券基金等相對穩定或變現性高之商品得排除納入「具流動性質之金融資產投資」計算，俾利提升企業資金調度彈性。

(二) 放寬「無獲利公司」私募有價證券三年閉鎖期後，於經股東會決議同意等一定條件下，仍可上市掛牌買賣

1. 現況及問題。

國際市場對於IPO公司爭相招商之競爭，而部分受產業發展特性影

響，導致無法於短期內獲利的生技或創新產業，常需導入國際專業投資機構參與始能促使公司募資更為順暢，在此情況下，善用私募為籌資工具藉此取得掛牌後發展所需資金，則需放寬私募有價證券上市掛牌之規定，方能為私募資金提供更具誘因的退場配套機制。

2. 精進措施建議。

加強管理無獲利私募股票募集的價量，衡平與原股東的權益關係，當次發行私募有價證券時，最多增發股本之20%，且其折價不超過20%，而於申請該次私募股票掛牌時，須取具獨立專家就該次私募過程符合「公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項」之意見書，並經股東會決議通過，即可豁免獲利條件。

三、需要提供證券商誘因進行長期輔導，協助產業升級

(一) 放寬公開招募案件承銷商先行自行認購比例

1. 現況及問題。

據現行「發行人募集與發行有價證券處理準則」第64條規定：「有價證券持有人依第61條規定申報公開招募者，經向本會申報生效後，除已上市或上櫃公司之股票應委託證券承銷商為之外，應委託證券承銷商包銷，並應依本法第71條第2項規定，於承銷契約中訂明保留承銷股數之百分之五十以上由證券承銷商自行認購。」。

2. 精進措施建議。

鑒於目前臺灣資本市場已具備多層次市場架構，包括上市、上櫃、興櫃市場都已透過正式交易機制提供即時與正確的交易量、價資訊。而國內負責推薦證券商亦提供實際輔導，故基本上公司無論在財務、業務之透明度上已具備一定程度之透明度，並有助於大幅降低及改善過去在釋出有價證券價格上資訊不透明的疑慮。建議主管機關可配合目前市場現況，修正公開招募相關規定，同時考量不同交易市場屬性，修正股票公開招募承銷商應自行認購的比例。

(二) 在審查上櫃案件過程中，應以公司實質競爭力判定業務集中之風險，而非僅以「業務集中」理由決定風險程度

1. 現況及問題。

過去上櫃審查案例顯示，許多申請個案常因前十大客戶比重過於集中，且未能在未來要如何分散客戶的議題上提出充分理由，而無法通過審查。目前櫃買部分也僅接受因寡占而造成之「業務集中」情況，導致在量化指標上有所謂「業務集中」情況之公司常無法通過審查。

2. 精進措施建議。

產業發展日新月異，單一服務或產品跨領域應用已成為常態，特別是能夠打入產業大廠一級供應商(Tier 1 suppliers)的考核(例如半導體業中的台積電等)，這種「業務集中」情況反而可視為公司基本業務之基礎及對其必須持續精進技術、產品或服務競爭力的機制。因此，建議應改以公司在產業中之實質競爭力來判定業務集中之風險，而非僅以量化單一指標來認定業務集中的風險度。

(三) 新設創新版願景

1. 現況及問題。

國內雖已有上市、上櫃、興櫃等公開發行之多層次市場，但針對資本額及規模較小，或是尚未獲利之中小企業、新創公司則欠缺公開發行交易之籌資管道。

2. 建議未來在推動規劃「創新版」時，應注意於資本市場籌資功能與保護投資人兩者間取得平衡，可思考1.申請「創新版」不以「獲利」為必要條件；2.鑒於不同產業與企業發展階段所需資金額度殊異，建議申請「創新版」募資者，不設定金額上限；3.申請「創新版」其審核條件應該以協助「有風險企業」之前提來規劃設定，例如限制證券商輔導保薦制，以加諸證券商責任方式保障推薦企業品質。或是例如限制僅「專業投資人」參與。因此審查標準就不需要以「保護投資人」角度來嚴加審查例如「獲利」條件，因此能以挑戰風險為前提來規劃。4.投資人參與投資之後取得之股份，應該提供「次級市場」一定程度的即時媒合交易。

第三節 座談會主要重點歸納

本節主要係針對與會產官學專家學者討論，具有共識且較具可行性之議題加以重點歸納說明如下：

一、肺炎疫情對資金流量與財務報表的再省思

(一) 放寬上市櫃條件或評估放寬科技事業獲利能力檢視期間與最近期淨值為不低於股本二分之一

1. 業者看法：

- (1) 業者近期輔導準備承銷之企業，原先母子公司獲利能力符合「證交所有價證券上市審查準則第19條」規範，惟肺炎疫情發生後，近年獲利能力大幅下降，導致通過獲利標準的困難度變高，且雖然此法條中有一但書，即母子兩公司無法達到獲利標準的話，兩者之間進銷貨往來金額未達母公司進銷貨總金額10%者，得不適用獲利標準的審核，惟受到疫情之故，可能在母公司經濟活動停擺下，造成母子公司間的進銷貨往來比率會超過10%，建議加上但書，如果有其他合理原因，可以排除這10%的適用。
- (2) 考量目前疫情在國際仍嚴重且持續影響相關經濟產業活動，即使採計最近三個會計年度上有任擇二個會計年度之彈性，但疫苗未上市前，部分企業仍受嚴重衝擊，且可能在未來一兩年持續影響公司上市期程規劃，影響企業透過資本市場取得營運與研發資金之期程，提高企業轉型之困難度，建議若有其他合理或不可抗力因素得有條件鬆綁。
- (3) 臺灣早期是以電子與科技產業為主要產業型態，惟近期臺灣產業型態多樣，新創事業蓬勃發展需要更多元化籌資管道，再加上肺炎疫情也增加企業智慧化與自動化之需求，預期未來能帶動臺灣經濟成長且多元發展之產業類型將不僅止於科技產業。期許能將此條例一併適用於新創產業、「5+2產業」以及其他政府積極推轉型或輔導之產業，而就開放新創事業納入法規適用對象，則有擬定新創事業認定標準的必要，方有助於主管機關修法。另外實務上掛牌後淨值

可能低於二分之一的機會甚低，原因在於公司掛牌前都會辦一次增資，這也檢視投資人對於該公司的看法，基本上掛牌後價格往往會比淨值還高。

- (4) 考量新冠疫情衝擊全球經濟發展，臺灣證券交易所已於今(109)年7月間針對初次申請股票上市案件(含本國發行人及外國發行人)採取寬容措施，包括給予兩次期限的延長掛牌時程，以及彈性調整公司獲利能力的審查等。其中對於公司獲利能力部分，臺灣證券交易所已就109年及110年的初次申請股票上市案件，將衡量申請公司受疫情影響程度及最近期營運表現都予以綜合考量，並注重其未來營運發展穩定性及成長性，彈性調整110年度初次申請股票案件之獲利能力認定規範，可使申請公司免於因短期受疫情衝擊而延後或影響其進入資本市場籌資之機會。經查鑒於臺灣證券交易所於今(109)年7月公布之作法是彈性措施，原法令規定並未修正，本項所提對外國發行人申請股票「第一上市」希望能比照本國發行人申請股票上市獲利能力認定之彈性作法的建議訴求，所提出之理由，臺灣證券交易所於公布彈性措施時皆已整體全盤考量過，而且也剛公布3個月，如何再建議臺灣證券交易所再重新研究評估放寬之彈性作法，建議理由恐怕要更加補強。建議可先透過「中華民國證券商業同業公會」、「承銷業務委員會」或其他長官向臺灣證券交易所相關主管探詢其可能性，再由「承銷委員會」提案討論後，循正常管道提案建議，可能會比較順利。
- (5) 研究團隊建議縮短淨值之檢視期間為「最近期」，與「科技事業」申請股票上櫃之規定一樣，而免除檢視「最近一個會計年度財務報告」之淨值，似與臺灣證券交易所「有價證券集中交易市場」之特性與其他相關規定之一致性考慮相違，如希望建議修正調降標準，應再補強更有力的理由。另外，希望能將公司申請股票上市之淨值條件，由「淨值不低於股本三分之二」調降為「淨值不低於股本二分之一」，因「上市」與「上櫃」的條件要一致，而『公司法』對

於「股份有限公司」之實收資本額管理，公司「淨值的二分之一」是一個很重要的管理底限，故依法制精神是有相當困難。

2. 主管機關看法與考量：

- (1) 金管會透過和各產業、會計師等交流，以及舉辦公聽會等，努力地讓資本市場更健全發展，這項議題也曾有業者反應過，然而，站在管理的角度而言，許多制度考量是一體兩面的，讓上市公司籌資便利的同時，也要考慮投資人的權益。
- (2) 證交所在立法之初，對本國發行人與外國企業來臺第一上市(F公司)的發行標準拿捏即不同，在這次寬容措施上的考量，證交所也有針對審查市場中正在輔導的個案，給予本土企業三年選兩年獲利率當作審核的選項，也調降F公司獲利絕對值的要求，達非負即可。建議在現行寬容法律實行一段時間後，若還沒有業者可以真正符合適用寬容的標準，或真的還有實質困難存在，再做進一步的調整和修正。
- (3) 主管機關規定淨值為股本的三分之二，原因在於當公司淨值占股本比例低於二分之一以下，以公司法看是一件很嚴重的事情，又同時在證券交易的規定裡，落到二分之一以下就需要變更交易方法，亦即該公司預收款券且需分盤交易等等，對投資人而言實屬重大情事。雖然從三分之二掉到二分之一這中間會有時間差、不會這麼快，但這及涉及整體投資人權益保障上機制運作的問題。

3. 研究團隊彙整與建議：

研究訴求並非要求主管機關無限上綱的放寬法規條件，而是配合國家經濟需要，協助無論是新創產業或是科技產業的進步與發展。譬如經濟部現行強力推動的「五加二」產業，或是鼓勵臺商回流投入資本設備的產業等，這些產業因其行業特性或是短期疫情影響，是否能因應這些情況，將限制鬆綁或以新增但書的方式，協助產業以帶動經濟的成長。

二、產業轉型、全球供應鏈重整需要活躍私募與創投

(一)有關「發行人募集與發行有價證券處理準則」第8條第1項第8款相關規定：

1. 業者看法:

- (1) 現行規定針對公司擁有大量閒置資金需再從資本市場募資者，原則上禁止，除非公司該次籌資係用於資本支出且有具體募資計畫證明募集資金之必要性者。然而，近年國際情勢迥異多變，美中貿易戰與科技主導權紛爭，以及肺炎疫情致使全球多數企業營運異常中斷等，總體經濟風險攀升，也加快全球供應鏈與商模式之轉變，企業有必要手邊保留更多閒置資金之保命錢以因應國際總經風險及不確定性，維持企業穩健經營，或於公開市場取得更多資金以加速轉型與商業模式重整。故建議若企業有大量閒置資金需再從資本市場募資者，如目的在「優化財務報表」、「提升風險承受力」以及能具體說明運用在「產業結構性轉型」或「資本支出或數位化」等得一定程度鬆綁。
- (2) 實務上確實遇到有些公司受疫情影響導致經營出現狀況，有資金需求。公司雖有閒置資產，但短期內不一定能馬上變現，向銀行借款是另一籌資方式，但公司股東出資意願高且快速，為何要限制公司不能募資呢？所以針對公司對於資金的需求，公司都希望政府能夠開放彈性，還予籌資的多元性。
- (3) 對於類似案例，證券商需要先說服主管機關，表示公司帳上的該項閒置資金確實有保留的必要性，否則會產生資金缺口，但事實上要說服主管機關不容易，例如要明確告知主管機關，公司在一年或一定時間內能將計畫執行完畢，或是什麼時候公司可以確定買進資產，因為環境一直在變，企業也需要因應環境而調整實際計畫，故對公司而言，計畫評估有其困難存在，建議在資金專款專用保留的前提下，主管機關能放寬規定。
- (4) 公司提出的計畫，於內部至少會經過董事會與審計委員會通過後方可執行，實際上已層層把關，故主管機關是否能因此而略為放

寬規定，同時每一項政策的制訂均有其時空背景，可思考當下情況是否仍和先前情境相同，影響法規的適用性。另外，證券業與證券商業同業公會等持續投入投資人教育，作為跟投資人保護有關的措施逐步退場之配套措施，也須瞭解投資人保護不是無限上綱，仍需於鬆綁法規及保護投資人間加以權衡。

- (5) 「放寬企業募集長期資金規定」似應改為「放寬企業募集中長期資金規定」較為周延。其次，本項建議訴求，乃發行公司先以「準備金」、「專款限用」方式向主管機關申報生效對外公開募集與發行有價證券籌集資金，保留資金用於限定用途項目，完全突破現有證券監理框架。另外，證券承銷商如何出具評估報告而予以背書？律師如何出具法律意見，而能說服並經過審計委員會(由獨立董事組成)、公司董事會(有獨立董事)的通過並同意背書？甚至經公司股東會通過？如要提案，建議加強理由說明，尤其是外國立法例、專家學者、各相關不同立場與角度的單位或代表的意見，予以整合更具說服力的建議書。

2. 主管機關看法與考量:

- (1) 此條款有但書，放寬購買不動產、廠房等用途的資金規範，有些企業也提到企業合併，需要長時間談判與足夠的現金準備，所以帳上才会有閒置資金的情況，其實就合併這點，主管機關有考慮放寬。
- (2) 對於公司閒置資金不需要有具體用途，僅因應未來會用到而滯留帳上，可能在現金增資的審核上會遇到困難。因為在現金增資審核時，主管機關一定要審核公司資金用途之具體性、合理性，以及掌控後續的資金進度，因此就主管機關的觀點而言，具有放寬的困難性。

3. 研究團隊彙整與建議:

2020 年 4 月國內最大旅遊業者雄獅行國內第一次無擔保轉換公司

債，發行總額上限為 7 億元，目標充實營運資金。雄獅董事會表示目前財務報表帳上現金充沛，若疫情持續下去帳上資金仍可撐到 2021 年底，惟公司被迫加快服務與商業模式調整，除振興國內旅遊、支應短期營收動能，日後入境旅遊開放時可奠定更好發展基礎，同時積極擴大發展線上通路以提升國內營收動能。雄獅表示資金將用以落實將從旅遊集團進化為生活產業集團，營運重心除了旅遊也將涵蓋食品、商品，藉此全力提升營收，分散風險。此案例顯示國際產業現況瞬息萬變，企業未因應產業轉型、全球供應鏈重整等，即使有大量閒置資金時，為「優化財務報表」、「提升風險承受力」、「產業結構性轉型」或「資本支出或數位化」等，仍有於資本市場再籌資之需求。

(二) 放寬「無獲利公司」私募有價證券三年閉鎖期後，於經股東會決議同意等一定條件下，仍可上市掛牌買賣

1. 業者看法:

- (1) 以活絡直接金融為目標，投資人最關心的是流動性與退場機制，例如生技公司，要於三年閉鎖期內有獲利是不可能的事，這樣的法律規範會限制這些公司的股票都不能買賣。因此希望法規能放寬一些，假設私募的股票額度不大且折價不超過20%，若能夠掛牌，那麼對當初支持這間公司的策略性投資人與特定人才會有退場機制。
- (2) 創投、私募基金等常會利用擔任企業的私募股票經紀公司，看能不能協助企業成長與獲利，一般而言進場投資都需考慮報酬率算出場可能性，但是實務規定裡，如果投資一私募股票，除了沒有達到獲利標準沒辦法出場外，就算達到獲利標準卻觸犯不宜上市櫃條款，就無法辦理公開發行，甚至也不能出場，故建議對於私募的股票額度不大且折價不超過20%的企業，能通過股東會以後就讓業者出場。
- (3) 不宜上市櫃條款的查核不應於三年後才被列入不能申請掛牌的原因之一，對於投資人而言，投資私募股票又多了一項不確定因素，

這將使資金不敢進場投資，對於企業而言，也將無法獲得資金上的協助。

- (4) 現行許多財務報表之限制，不利國內私募基金退場機制，隨著日國際情勢與產業快速變遷，相關法規有重新評估之需求。早期企業吸引私募基金往往會涉及經營權保衛戰，惟近年美中貿易紛爭與肺炎疫情致使企業引入私募基金可能為了在國際布局下取得他國企業供應鏈或合作機會，建議私募創投相關法規機制因從「健全產業發展角度」進行再省思。
- (5) 依證券交易所或證券櫃檯買賣中心相關審查準則之有關上市或上櫃規定，申請公司如屬「科技事業」或「文化創意產業」，本來就有不受獲利能力規定限制之放寬規定，則本建議訴求似已然可行。但如申請公司為已上市或已上櫃之公開發行公司，其私募股票於3年閉鎖期屆滿後，想要申請此私募股票上市或上櫃，依現行規定，應先向證券交易所或證券櫃檯買賣中心申請核發私募有價證券符合上市或上櫃同意函，其具體標準皆有獲利能力條件之規定，而且也有與股東會決議私募有價證券前1或前3會計年度之獲利能力的比較規定，並無對「科技事業」或「文化創意事業」有得免受獲利能力限制之放寬規定，此部分比較麻煩，其建議放寬之理由恐要再補強充實。

2. 主管機關看法與考量:

- (1) 會有私募制度，是對一些金流上有困難或需要策略投資人進駐的公司，因此當初法規對於私募的規範非常寬鬆。另外，對上市公司而言，它被豁免股東優先認購權，而且也不需要受到私募價格不可以少於市價訂價規範，因應這樣的考量，以私募方式取得公司股票，這項投資必須對該公司有幫助，且相對其他投資人，私募得到較優渥的條件，所以才加入一些條件規範投資人。
- (2) 主管機關知道產業在變動，創投、私募基金需要出場機制，且有些

產業特性需要長期資金投入，有很長一段時間是無法獲利，主管機關持續在構思如何兼顧與配套措施，並且需要讓一般公募投資人認可。

- (3) 目前證交所與櫃買中心正在努力擬定相關措施，包括價格、股數稀釋、閉鎖期等。今年底將有機會對外公布，我們也支持讓創投這樣的合法法人進場投資，協助企業。

3. 研究團隊彙整與建議：

近年產業型態如綠色能源、工業4.0、自動化、醫療電子、生技等產業型態，往往需要長達三年以上甚至十年以上之耕耘才能有獲利機會。而私募創業者其形態本就偏向天使基金或種子基金的概念，初期在專案中承擔較高之風險。以風電產業為例，規劃與施工初期風險最高，但施工中後期以及開始回收發電之現金流量的營運其實風險相對較低。本計畫第六章及介紹許多國際案例，私募、創投或投資銀行於計畫初期投入，計畫或興建三年後透過股權獲債權方式作為退場機制，即使該項專案於該時點可能仍未獲利，但由與私募與創投承擔了一定初期的高不確定性與風險，機構投資人仍有興趣透過股權與債權參與專案中後期。近年產業型態如綠色能源、工業4.0、自動化、醫療電子、生技等產業型態，往往需要長達三年以上甚至十年以上之耕耘才能有獲利機會，若以無獲利限制了私募基金或創投之退場機制，將不利國內私募基金創投之活躍發展，也間接抑制了產業轉型之機會。建議可針對特定產業或政府積極輔導之產業進行一定鬆綁與放寬。

三、提供證券商誘因進行長期輔導，協助產業升級

- (一) 在審查上櫃案件過程中，應以公司實質競爭力判定業務集中之風險，而非僅以「業務集中」理由決定風險程度

1. 業者看法：

- (1) 上個月證交所召集證券商同業討論有關「銷貨集中」的問題。證交

所表明法令對此沒有規定比例，且就證交所觀點，其實公司只要銷貨集中達30%以上就會關心這個問題，但也沒有說超過30%就一定不會通過審查。證交所關心且考慮的重點，諸如為什麼公司會有「銷貨集中」的原因，是因為行業特性、環境改變或經營策略所致嗎？說明風險在哪裡？風險是否可以改善？改善措施有哪些？確實在執行的內容為何？改善措施是一次性還是永久有效？若我們發現有業務集中的疑慮就不會貿然送審，會利用申請上市櫃之前一個月內，安排交易所或櫃買中心到公司做推動與了解，並順便提出「銷貨集中」的問題，除了說明實況之外，也會將補充資料一併附上，請交易所或櫃買中心說明是否接受。基本上，若不被接受，證券商會被告知理由太薄弱，請再考慮清楚；若被認可，則會告知證券商加強幾點說明，證券商於會後補齊說明再將文件遞交主管機關。

- (2) 不只上櫃，無論上市或上櫃都應被討論。有關此一審查階段，不只是市場共識，若有一定程度的SOP，承銷商會非常歡迎，但現在的運作絕對沒有這麼標準的SOP。現實狀況是，許多公司為了符合「業務集中」的規定，做了原本不必要做的一些事情，如去買公司、制度分散等，而這種現象呼應題綱壹的第一題，科技公司為了要達到上市條件，也會做出一些不必要的行為，以符合形式上的標準規範。
- (3) 公司證券櫃檯買賣中心對於股票申請上櫃審查之相關法令規定，在不宜上櫃條款及其具體認定標準中並無有關「業務集中」之明確具體規定，而對於申請公司在業務上有關「業務集中」之規定，是要求推薦證券商出具評估報告應就申請公司「銷售集中」之是否合理，以及是否有「銷售集中」之風險。只要是公司正常的商業行為所顯現之「銷售集中」，除非推薦證券商及申請公司說不清楚，或推薦證券商無從評估表示其「銷售集中」是為合理，及沒有「銷售集中」風險，或推薦證券商所出具的評估報告及相關的補充說明不能說服證券櫃檯買賣中心各階層審查(議)人員，才有可能被證券櫃檯買賣中心評定無法通過審查。研究團隊建議增加申請公司在產業中之

「實質競爭力」，來判定「銷售集中」的合理及風險，是可以被接受的。只是「實質競爭力」的認定標準如何具體化？以及要用何種方式表達此項建議訴求？是以建議函的方式或以建議修正相關法條條文的方式，比較實際，可再考慮。

2. 主管機關看法與考量：

- (1) 這一議題的核心是對於上市上櫃的審議。證交所或櫃買中心有一套審議的SOP，基本上，金管會會尊重。不過據了解，會有個案來抱怨「銷貨集中」的審核問題，因為各產業不同，對於證交所或櫃買中心要訂一廣泛適用標準較難。
- (2) 對於銷貨明顯集中的個案，通常證交所或櫃買中心會請保險公司或承銷人說明原由，以利主管機關判斷產業特性、其合理性與營運風險。事實上，被核准的上市或上櫃公司，其「銷貨集中」度超過50%的案子其實也不少，若有比較特殊的案例，整理其原由與差異，來提出與討論是否能做其他審核考量，也許可以解決這個問題

3. 研究團隊彙整與建議：

關於「實質競爭力」的認定標準，可參考「公平交易法」中，對於某一事業於市場上的市占率衡量作為思考方向。於產業經濟學裡，普遍以集中度比率(concentration ratio, CR)¹¹³、赫芬達爾—赫希曼指數(Herfindahl-Hirschman index, HHI)¹¹⁴以及熵指數¹¹⁵ (entropy index) 等，瞭解市場競爭程度。舉例而言，申請公司為台灣積體電路製造股份有限公司（簡稱台積電）的供應商，業務大多集中於台積電，則就法規上或會受到審查時的關注，然而，進一步探究台積電在市場上的競爭力，透過集中度比率、HHI以及熵指數加以運算後應會

¹¹³ 行業集中度指數 CR4 (CR8) 指，該分類當中的前四 (八) 大業者的銷售額總計數除以該分類當中的銷售總金額。

¹¹⁴ 第 i 業者的網路銷售金額除以該分類當中的網路銷售總金額 (即市場份額)，乘以該市場份額取倒數之對數值。

¹¹⁵ 計算該分類當中各業者的市場份額，取平方值後乘以 1,000 再加總。

呈現相當高度的市場占有率，因而隱合作為台積電供應商的申請公司有一定的實質競爭力和市場技術力，故建議可參考有關指標來作為「實質競爭力」的認定標準協助證交所及證券商進行決策。

(二) 新設創新版願景

1. 業者看法:

- (1) 「創新版」不論版名為何，流動性應為主要考量。流動性可分為兩個層面，分別為可進「創新版」之企業以及可於「創新版」交易之投資人。因此建議對專業投資人的認定可一定程度放寬，輔以加強資訊揭露。而企業進入「創新版」之標準應與上市櫃有顯著差異，規劃方向應將其作為「預備市場」，可提供中小企業或新創事業透過後續轉板機制上市，從而間接提高流動性。
- (2) 證交所推出「創新版」，櫃買中心增設「戰略新版」，對於證交所所管轄的「創新版」，大家比較期待，因為被列入「創新版」時就已經進行了一次IPO，因此將來直接轉主版的時候，就比照櫃轉市辦理。各界對於「創新版」有共同的想法，與其去改變既定的上市櫃標準，讓更多新創業者可以快速進入市場，不如架設另外的板較為靈活，然而，「創新版」要有交易的流通性，因此機構投資人資產規模需達三千萬的規定一定要放寬。
- (3) 2012年4月5日，美國歐巴馬政府(Obama Administration)為協助美國新創與小型企業發展，提供其可藉由網際網路平臺籌資的方便管道，並藉此創造國內就業機會，特別推動「JOBS 法案」(Jumpstart Our Business Startups Act)。其中，規範群眾募資之「群眾募資法」(Title III, Crowdfund)主要透過修正美國現行的「證券法」(Securities Act of 1933)與「證券交易法」(Securities Exchange Act of 1934)，允許經由美國證券管理委員會及證券商自律組織(FINAR)認可註冊的合格證券商或募資平臺(funding portal)，藉由發行股票方式募集所需資金。2018年美國又推出直接上市政策(Direct)，跳過證券商(2年

輔導)。建議成立「創新版」應有相關配套機制或證券商推廣媒合機制，才能讓「創新版」活躍，發揮多元籌資之效。

- (4) 依『證券交易法』規定，參與證券市場籌資活動的企業必須是股票公開發行之股份有限公司，而歸於證券主管機關得監督與管理，臺灣目前依證券法制建制之正式合法的證券交易市場，雖然已建制有「上市」、「上櫃」、「興櫃」等多層次市場，但根據統計資料(108年12月底)，仍有428家已公開發行之股份有限公司(占股份有限公司17.88%)，對於其公開發行的股票或其他證券，臺灣證券市場尚未有建制提供正式合法的買賣交易平臺，而轉為非正式合法之所謂的盤商及盤商市場提供其買賣交易的平臺，而且網站市場相當活躍。為增進臺灣證券市場之「多層次市場」架構更為完整，建議第一優先應先建制「公發版」(暫定)，將此部分超過400家的尚未上市、上櫃、興櫃之公開發行公司，建制其公開發行之股票或其他證券提供買賣交易平臺，可以現行之盤商及盤商市場的運作與經營模式規劃，仍納入屬於『證券交易法』第62條規定為法源依據。

2. 主管機關看法與考量:

- (1) 多層次市場，基本上是分公開發行公司與非公開發行公司兩大塊，而非非公開發行公司確實不是證券交易法規範的對象，但仍屬有價證券。因此，公開發行市場即上市、上櫃與興櫃，興櫃設立的目的是為了取代盤商市場，因此只要是公開發行公司，完全沒有門檻標準，但為了保障交易上的安全，所以主管機關才會請證券商推薦商品。就非公開發行公司，絕對不允許交易市場，因此「創櫃版」沒有交易市場，主管機關對這類公司僅著重在募資與輔導。另外，證券商「股權群募」，即以前的「創夢市集」，本質上是募資，也沒有交易市場。
- (2) 臺灣興櫃市場和英國AIM市場(Alternative Investment market)做過比較，相比之下，臺灣的規範更寬鬆，現在的問題在於，現行科技

公司想上市櫃但不符合規定，卻又因為興櫃沒有曝光度及興櫃是議價市場，不符合集中交易市場等訴求而意願低落。事實上，針對這些特殊事業也在上市上櫃審查準則中做了許多調整，包括公司可以目的事業主管只要出具目的事業函，即可取代獲利審核條件，或是多元上市櫃條件等。

- (3) 如何讓規範在已經很寬鬆的興櫃制度之下再更寬鬆？現在公開發行公司審核仍依據財報與內部制度的專審等等，所以也考慮到對於中小企業能否給予更寬鬆的條件。所以在公開發行市場內再有一個簡易公開發行市場的構想因此而生，為簡易公開發行市場另設一個版，因其要求低於一般公開發行公司，希望能幫助新創事業，這部分於今年年底金管會會有相關規範。

3. 研究團隊彙整與建議:

我國證券市場從1960年代迄今，為因應國內經濟與產業發展需要，滿足企業籌資需求，陸續完成上市證券、上櫃證券與股票登錄興櫃之興櫃市場等多層次市場架構之建置，近期為協助新創產業發展，金管會積極推動「創新版」，目前已交由證交所及櫃買中心歸納匯集各方意見，分別研提規劃具體方案。其中，證交所研議中的為「創新版」，櫃買中心則擬增設「戰略版」。目前對於籌劃中的「創新版」與「戰略版」，各方已有多項建議提出，茲歸納各方共通意見及研究團隊建議如下，以作為政策參考：

(1)在整體多層次市場規劃上，建議規劃架構如下：

A.募資服務市場：可由證券商提供之「證券商股權群群眾募資平臺」為主體，深化發展。

B.預備市場：

(A)「創櫃板」：由證券櫃檯買賣中心持續為創意、創新之未公開發行之股份有限公司與有限公司提供服務。

(B)證交所研議中之「創新版」

(C)櫃買中心研議中之「戰略版」

(D)針對現行超過400家的尚未上市、上櫃、興櫃之公開發行公司，建制例如「公發版」(暫定)之買賣交易平臺，以提供其公開發行之股票或其他證券於公開正式合法平臺交易之機會。

E.先行市場：即目前「股票登錄興櫃」之「興櫃市場」。

F.上櫃證券市場。

G.上市證券市場。

(2) 對於新設板塊建議應考量流動性，並放寬機構投資人資產規模限制(現行「境外結構型商品管理規則」所訂定之「專業投資人」資格，法人資產為五千萬、自然人資產為三千萬，若比照此一規定恐無法讓較多投資人參與，不利其流通性的提升)，以使其交易具備流通性；另亦須注意與目前上市櫃市場之標準的顯著差異性與區隔，避免板塊功能重複與門檻過高，導致中小企業與新創事業參與不易之結果，同時也須提供參與之中小企業或新創事業轉板上市之機會，以間接提高其流動性。

(3)整體而言，建議未來在推動規劃新設板塊時，應注意於資本市場籌資功能與保護投資人兩者間取得平衡，可思考：1.申請新設板塊不以「獲利」為必要條件；2.鑒於不同產業與企業發展階段所需資金額度殊異，建議申請新設板塊募資者，不設定金額上限；3.申請新設板塊其審核條件應該以協助「有風險企業」之前提來規劃設定，例如限制證券商輔導保薦制，以加證諸券商責任方式保障推薦企業品質。或是例如限制僅「專業投資人」參與，但專業投資人資格門檻不宜過高，避免因此降低新設板塊之流通性。爰此，由於審查標準不需要以「保護投資人」角度來嚴加審查例如「獲利」條件，因此能以挑戰風險為前提來規劃。4.投資人參與投資之後取得之股份，應該提供「次級市場」一定程度的即時

媒合交易。

四、加強投資人教育之宣導推廣

政策主管機關在法規之制定上，大多以保護市場投資人為考量，因而於規範裡設有較多限制，較不利於廠商採取有關作法、促進市場成長，亦可能影響直接金融比重發展，故可考慮持續加強投資人教育，瞭解市場風險與報酬之相對性，提高投資人對風險的認知和承受度，也能促使投資者在提供資金予資金需求者時，可更為重視資金需求者的經營和財務能力。

第十章 綜合意見與後續產業發展方向

第一節 近期政策觀點與後續產業發展方向

一、肺炎疫情對資金流量與財務報表的再省思

(一) 放寬上市櫃條件或評估放寬科技事業獲利能力檢視期間與最近期淨值為不低於股本二分之一

研究訴求並非要求主管機關無限上綱的放寬法規條件，而是配合國家經濟需要，協助無論是新創產業或是科技產業的進步與發展。譬如經濟部現行強力推動的「五加二」產業，或是鼓勵臺商回流投入資本設備的產業等，這些產業因其行業特性或是短期疫情影響，是否能因應這些情況，將限制鬆綁或以新增但書的方式，協助產業以帶動經濟的成長。

二、產業轉型、全球供應鏈重整需要活躍私募與創投

(一) 有關「發行人募集與發行有價證券處理準則」第8條第1項第8款相關規定：

2020年4月國內最大旅遊業者雄獅行國內第一次無擔保轉換公司債，發行總額上限為 7 億元，目標充實營運資金。雄獅董事會表示目前財務報表帳上現金充沛，若疫情持續下去帳上資金仍可撐到2021年底，惟公司被迫加快服務與商業模式調整，除振興國內旅遊、支應短期營收動能，日後入境旅遊開放時可奠定更好發展基礎，同時積極擴大發展線上通路以提升國內營收動能。雄獅表示資金將用以落實將從旅遊集團進化為生活產業集團，營運重心除了旅遊也將涵蓋食品、商品，藉此全力提升營收，分散風險。此案例顯示國際產業現況瞬息萬變，企業未因應產業轉型、全球供應鏈重整等，即使有大量閒置資金需，為「優化財務報表」、「提升風險承受力」、「產業結構性轉型」或「資本支出或數位化」等，仍有於資本市場再籌資之需求。

(二) 放寬「無獲利公司」私募有價證券三年閉鎖期後，於經股東會決議同意等一定條件下，仍可上市掛牌買賣

近年產業型態如綠色能源、工業4.0、自動化、醫療電子、生技等產業型

態，往往需要長達三年以上甚至十年以上之耕耘才能有獲利機會。而私募創業者其形態本就偏向天使基金或種子基金的概念，初期在專案中承擔較高之風險。以風電產業為例，規劃與施工初期風險最高，但施工中後期以及開始回收發電之現金流量的營運其實風險相對較低。本計畫第六章及介紹許多國際案例，私募、創投或投資銀行於計畫初期投入，計畫或興建三年後透過股權獲債權方式作為退場機制，即使該項專案於該時點可能仍未獲利，但由與私募與創投承擔了一定初期的高不確定性與風險，機構投資人仍有興趣透過股權與債權參與專案中後期。近年產業型態如綠色能源、工業4.0、自動化、醫療電子、生技等產業型態，往往需要長達三年以上甚至十年以上之耕耘才能有獲利機會，若以無獲利限制了私募基金或創投之退場機制，將不利國內私募基金創投之活躍發展，也間接抑制了產業轉型之機會。建議可針對特定產業或政府積極輔導之產業進行一定鬆綁與放寬。

三、提供證券商誘因進行長期輔導，協助產業升級

(一) 在審查上櫃案件過程中，應以公司實質競爭力判定業務集中之風險，而非僅以「業務集中」理由決定風險程度

關於「實質競爭力」的認定標準，可參考「公平交易法」中，對於某一事業於市場上的市占率衡量作為思考方向。於產業經濟學裡，普遍以集中度比率(concentration ratio, CR)¹¹⁶、赫芬達爾—赫希曼指數(Herfindahl-Hirschman index, HHI)¹¹⁷以及熵指數¹¹⁸ (entropy index)等，瞭解市場競爭程度。舉例而言，申請公司為台灣積體電路製造股份有限公司（簡稱台積電）的供應商，業務大多集中於台積電，則就法規上或會受到審查時的關注，然而，進一步探究台積電在市場上的競爭力，透過集中度比率、HHI以及熵指數加以運算後應會呈現相當高度的市場占有率，因而

¹¹⁶ 行業集中度指數 CR4 (CR8) 指，該分類當中的前四 (八) 大業者的銷售額總計數除以該分類當中的銷售總金額。

¹¹⁷ 第 i 業者的網路銷售金額除以該分類當中的網路銷售總金額 (即市場份額)，乘以該市場份額取倒數之對數值。

¹¹⁸ 計算該分類當中各業者的市場份額，取平方值後乘以 1,000 再加總。

隱含作為台積電供應商的申請公司有一定的實質競爭力和市場技術力，故建議可參考有關指標來作為「實質競爭力」的認定標準協助證交所及證券商進行決策。

(二) 新設創新版願景

我國證券市場從1960年代迄今，為因應國內經濟與產業發展需要，滿足企業籌資需求，陸續完成上市證券、上櫃證券與股票登錄興櫃之興櫃市場等多層次市場架構之建置，近期為協助新創產業發展，金管會積極推動「創新版」，目前已交由證交所及櫃買中心歸納匯集各方意見，分別研提規劃具體方案。其中，證交所研議中的為「創新版」，櫃買中心則擬增設「戰略版」。目前對於籌劃中的「創新版」與「戰略版」，各方已有多項建議提出，茲歸納各方共通意見及研究團隊建議如下，以作為政策參考：

(1)在整體多層次市場規劃上，建議規劃架構如下：

A.募資服務市場：可由證券商提供之「證券商股權群群眾募資平臺」為主體，深化發展。

B.預備市場：

(A)「創櫃板」：由證券櫃檯買賣中心持續為創意、創新之未公開發行之股份有限公司與有限公司提供服務。

(B)證交所研議中之「創新版」

(C)櫃買中心研議中之「戰略版」

(D)針對現行超過400家的尚未上市、上櫃、興櫃之公開發行公司，建制例如「公發版」(暫定)之買賣交易平臺，以提供其公開發行之股票或其他證券於公開正式合法平臺交易之機會。

E.先行市場：即目前「股票登錄興櫃」之「興櫃市場」。

F.上櫃證券市場。

G.上市證券市場。

(2) 對於新設板塊建議應考量流動性，並放寬機構投資人資產規模限制(現行「境外結構型商品管理規則」所訂定之「專業投資人」資格，法人資產為五千萬、自然人資產為三千萬，若比照此一規定恐無法讓較多投資人參與，不利其流通性的提升)，以使其交易具備流通性；另亦須注意與目前上市櫃市場之標準的顯著差異性與區隔，避免板塊功能重複與門檻過高，導致中小企業與新創事業參與不易之結果，同時也須提供參與之中小企業或新創事業轉板上市之機會，以間接提高其流動性。

(3) 整體而言，建議未來在推動規劃新設板塊時，應注意於資本市場籌資功能與保護投資人兩者間取得平衡，可思考：1.申請新設板塊不以「獲利」為必要條件；2.鑒於不同產業與企業發展階段所需資金額度殊異，建議申請新設板塊募資者，不設定金額上限；3.申請新設板塊其審核條件應該以協助「有風險企業」之前提來規劃設定，例如限制券商輔導保薦制，以加諸券商責任方式保障推薦企業品質。或是例如限制僅「專業投資人」參與，但專業投資人資格門檻不宜過高，避免因此降低新設板塊之流通性。爰此，由於審查標準不需要以「保護投資人」角度來嚴加審查例如「獲利」條件，因此能以挑戰風險為前提來規劃。4.投資人參與投資之後取得之股份，應該提供「次級市場」一定程度的即時媒合交易。

四、其他近期政策觀點

1. 提升一國直接金融占比能為整體經濟發展、所得均等改善和因應系統性風險能力帶來良好成效，應持續推動，且建議主管當局於未來在直接金融項目中增列包含P2P、私募股權及股權眾籌等項目

直接金融市場能讓資金需求者和資金供給者更為直接地進行資源交易，有利於資源的配置，同時對一國之經濟發展、所得均等改善有正向助益，亦能降低透過間接金融籌資在市場面臨系統性風險時，因槓桿效果產生的金融危機，故持續推動直接金融發展仍具重要性。此外，參考國際經驗，亦建議主管當局重視資金需求者和資金供給者直接對應的市

場（例如 P2P、股權眾籌等），並強化相關統計方式與資料後納入我國直接金融涵蓋範疇，更能確實呈現國內資金供需概況。

2. 促進我國直接金融比重提升之相關作法

各國間有關直接金融之統計有所差異，故金融主管可考慮由專責單位或協調中央銀行，就金融市場整體的金融市場統計加以調整，以符合專業性、完整性、一致性及國際可比較性。亦可考慮就修正計算方式、調整上市(櫃)的要件、簡化上市(櫃)之相關作業程序、於統計項目納入興櫃及公開發行公司、修正企業募集中長期資金規定，以及加強推動資產證券化和調整承銷商輔導與會計師及專家間之分工整合等面向，藉以提升國內直接金融比重。

3. 國內中小企業高度依賴金融機構融資，未來仍應持續善用公私部門資源共同努力推動中小企業多元籌資管道，以活絡籌投、資市場，擴大新創或中小企業參與資本市場

國內過去諸多輔導政策的重點之一，係在協助企業透過間接金融管道順利取得融資，包括提供財務與融資協處服務，以及運用中小企業信用保證基金，以各項政策性貸款支持中小企業取得不同發展階段所需資金等。惟若欲改善國內企業，特別是中小企業過度依賴金融機構籌資，以及其可能因此面臨融資困難障礙的問題，積極推動企業多元籌資，特別是提升直接金融管道籌資比重，應係可行的政策方向之一。

過去我政府相關主管機關雖已推動各類強化投資及多元籌資政策，包括設立中小企業創業育成信託投資專戶；加強投資中小企業實施方案；加強投資策略性服務業實施方案；加強投資策略性製造業實施方案；天使投資人租稅優惠；加強投資文化創意產業實施方案；輔導籌資機制一創櫃板；以及證券商股權群眾募資等，但由本研究統計顯示國內中小企業仍高度依賴金融機構融資，因此建議我國未來仍應持續善用公私部門資源，以共同努力推動中小企業多元籌資管道，以活絡籌投、資市場，擴大新創或中小企業參與資本市場。

4. 國內創投事業並非特許行業，資金規模小且有不少非屬金融業或不具金融業認證之專業背景，導致在管理上無法有效監理，建議未來可思考持續放寬國內其他具備金融專業認證且資金規模實力較一般國內創投與投資公司雄厚之相關企業機構，擴大其對創投與私募股權基金的參與

國內自 1984 年即引進創業投資事業，目前在運作上多半係以公司型態方式成立，包括產業、財團、上市公司、銀行、保險業、投信事業及國內外個人與法人機構等均可能成為基金資金的主要來源。以國內投信為例，金管會已於 2015 年底首先開放國內投信事業轉投資國內創業投資事業以及創業投資管理顧問公司。2017 年進一步開放投信事業得經申請核准透過子公司設立 PE Fund、受託管理 PE Fund 以及就所受託管理之 PE Fund 引介專業投資機構參與投資。惟相較於國外創投基金資金來源較為多元，甚至還包括各型退休基金，其資金來源多元性仍有進步空間。

目前國內創投事業並非特許行業，根據統計顯示，國內創投事業之實收資本額有不少僅約新臺幣 1 億至 3 億元，其資金規模與國外許多知名創業投資公司相比規模甚小，且國內創投公司與投資公司有不少非屬金融業或不具金融業認證之專業背景，導致在管理上無法有效監理，對投資者權益的保障也難以有效提升。爰此，建議未來我國可思考研議進一步放寬國內其他具備金融專業認證且資金規模實力較一般國內創投與投資公司雄厚之相關企業機構，擴大其對創投與私募股權基金的參與，以有效提升臺灣直接金融的比重。

例如，截至 2018 年底統計，國內證券業的負債淨值比僅 1.97 倍，相對於銀行業 12.13 倍、保險業 21.08 倍，證券業的負債淨值比相對偏低，反映其承擔新投資業務的能量仍有不少成長空間。而迄 2020 年 2 月，僅國內綜合證券商整體淨值即高達 4,907 億元，證券專業從業人員亦有超過 35,000 多位從業人員的豐沛人力。特別是由於證券商即係以投資為本業，無論在投資專業知識、投資交易實務、投資組合配置以及資金風險控管等均具備專業實務經驗，其資源與人力若能擴大投入國內創

投管理顧問與私募基金業務，應有助於國內更多有發展潛力的中小企業獲得專業的管理協助，並取得企業發展所需的資金，有利於引導資金與國內產業的連結，使證券商的承銷業務除輔導、評估、配售及財務顧問外，能夠包括私募基金的管理顧問服務(包括受託管理及引介投資私募基金)，讓證券商的承銷業務更完備，並藉此促進國內中小企業在其發展階段中取得更為多元的籌資來源及提升其對資本市場的參與。

而目前金管會已在 2019 年 12 月發布的「財富管理新方案」中，將「拓展金融機構業務範疇」列為三大具體推動策略之一，並在 2020 年 4 月 21 日，正式發布「證券交易法第 45 條第 1 項但書規定之令(金管證券字第 1090361034 號)」，核准證券商得辦理私募股權基金；以及得接受私募股權基金相關機構委任就受託管理之私募股權基金引介專業投資機構參與投資及提供相關服務等。

惟由於一般私募基金範圍通常涵蓋股債權、不動產與公共建設及財務金融三類，因此為擴大國內證券商業務範疇，建議除已開放之股權類私募基金業務(例如根據「金管證券字第 1090361034 號令」，目前國內已開放證券商受託管理私募股權基金可投資於集中交易市場或證券商營業處所之有價證券，但規定應委託其他證券經紀商為之)外，應至少與國內保險業可投資國外私募基金範圍相同(根據「保險業辦理國外投資管理辦法」第 5 條規定，保險業資金得投資國外有價證券之種類多達 14 項，其中即包括「國外表彰基金之有價證券」，而依據「保險業辦理國外投資管理辦法」第 8 條規定所謂「國外表彰基金之有價證券」則涵蓋證券投資基金、指數型基金、指數股票型基金(ETF)、不動產投資信託基金、對沖基金、私募基金、基礎建設基金與商品基金等)，俾利使國內證券商可提供包括私募、創投、承銷、財顧與管顧的整合性服務，擴大業者的參與及服務能量。

5. 國內企業透過上市(櫃)等直接金融方式參與資本市場與經由金融機構籌資的比例相對偏低，建議未來可透過包括擴展證券商業務範疇，增加服

務對象；強化產業創新與投資環境；以及強化國內多層次資本市場國際競爭力與上市之多元化管道等方向改善目前中小企業參與資本市場比重偏低的情況

儘管企業特別是中小企業，透過發行股票籌資常具有籌措長期資金便利、提高企業知名度、可經由上市櫃程序與管理制度促進內部管理健全、具備較佳發展前景以吸引優秀人才以及可擴大股東長期分享經營獲利成果等優點。惟長期以來國內企業透過上市(櫃)等直接金融方式參與資本市場與經由金融機構籌資的比例相比，卻相對偏低，歸納其主要原因包括：市場長期呈現低利環境，企業偏好透過低成本金融機構貸款籌資、股市成交量萎縮及周轉率降低、產業發展前景與投資機會限制等。建議未來可透過包括擴展證券商業務範疇，增加服務對象；強化產業創新與投資環境；以及強化國內多層次資本市場國際競爭力與上市之多元化管道等方向改善目前中小企業參與資本市場比重偏低的情況。

第二節 中長期觀點與後續產業發展方向

1. 配合政府能源轉型政策順風車，協助開發商以股權或債權進行再融資，提高流動性，並配合專案融資以計畫債券提高信用等級，吸引壽險與退休基金等機構投資人。

配合政府能源轉型政策順風車，若能有證券商、投資銀行或私募基金等介入規劃，利用再融資方式提供流動性與吸引機構投資人進入，相關規模與供應鏈在地化可以更有彈性且有效發展。國內證券商、私募股權基金及一般投資人多半考量能源建設的高度政策不確定性、投資期長而憂心相關風險。然而，若將自身定位由資金提供者轉為協助專案執行者之專案推動者或流動性與風險的設計與評估，協助外資或國內開發商將風險與現金流量做適宜之定價，利用不同融資模式與股債權提供流動性，並針對不同機構投資人的風險胃納設定不同利率與產品特性，賺取一定服務費用、顧問費與管理費而非手續費，不僅能同時促進國內產業

發展，也讓保險業在國內有適合投資標的。將動輒十幾年閉鎖期，切成 3 年、5 年不同專案 (Projects)，搭配不同再融資結構，不確定性相對下降市場就能活絡。

2019 年 12 月 31 日金融監督管理委員會修改保險業資金辦理專案運用公共及社會福利事業投資管理辦法。第三條說明保險業資金為配合政策辦理公共投資，得投資配合政府獎勵及建設之公共事業等共六大項。並於並說明第三與四條所列項目為標的所發行之證券化商品，得於該證券化商品發行總額百分之十額度內投資，不受前款投資比率之限制(百分之十)。吳中書(2013)指出 2013 年保險業投資國內專案運用及公共投資之比重僅佔總資金運用比重的 0.13%。且近年保險業常因國際景氣變化劇烈而遭受嚴重的匯率損失，因此若仍提供符合國內保險業的證券化商品可提供保險業投入國內公共建設的誘因。2018 年市場傳出中租結合土銀發綠能 REITs，引進銀行信託機制進而發展的資產證券化商品，希望吸引除壽險業者外更多機構與個別投資人加入綠能產業並活化企業金流。

2. 結合證券化(Securitization)與網路銀行等金融科技(Fintech)化整為零以吸引年輕人與小資族參與直接融資。

前述全民電廠案例利用證券化觀念與網路科技將大型專案化整為零，以每片太陽能板萬元左右的價格開放認購，降低投資門檻吸引個別投資人參考，類似團購加上預購的眾籌 (Crowd funding)概念。而其中「全民電廠二手市集」則有類似網路銀行與交易系統的功能。近期國票與日本樂天合作搶下純網銀，並搶先與 IBM 合作簽約，重金買斷 IBM 的資訊系統，並要求不可以再接受其他金融業者委託，似乎是要進行化整為零手段，將觸角延伸至年輕人、個別投資人與小資族。然而這仍有賴證券商介入協助提供相關資訊揭露與風險評估等。

證券商或投資銀行若能擔任創造流動性與資訊揭露整合之平臺與媒介，且提供除金融商品外，從專案或計劃本身著眼，非公司角度來看，

證券商業務將可擴展。同時壽險業投入公共建設若以證券化商品為標的則不受百分之十上限限制。故本計畫後續也規畫透過訪談與座談了解國內企業證券化的經驗以及證券商是否曾涉入相關業務，曾碰到的困難與挑戰為何，是否遭受相關法規鬆綁與組織結構限制，以及壽險業者對相關產品的投資意願與需求。

3. 國內重點產業(包括創投事業、5+2產業) 工業4.0、長照與AI等產業轉型為跨領域整合，亟需PE的投後管理來建立標準作業流程以及相關資訊的揭露。私募基金利用由平臺購併(Platform acquisition)衍生之平臺公司(Platform companies)進行跨領域的垂直或水平整合，將可由併購者轉為產業轉型之資產管理與價值創造者。

國內新創產業如工業 4.0、人工智慧(AI)、長照醫療、智慧駕駛與航太電子以及綠能產業尤其需要這種跨領域平臺的建置，因為產業急需要聰明錢，需要 PE 的投後管理來建立標準作業流程以及相關資訊的揭露。私募基金以平臺公司進行上下游資源整合，建立進入壁壘，也可成為橫向整合重要手段，可以有效提升專案的績效與收益，甚至創造更好的現金流量。而且橫向整合與跨領域的合作夥伴成立之平臺公司或私募基金可，遠比單一證券商公司經營私募基金更有效率、資源與經驗協助跨領域整合與產業轉型。

4. 臺灣中小企業面臨交班危機與挑戰，平臺公司 (Platform companies)取代購併，可化解中小企業被購併的敵意，在保有一定家族持股而不被稀釋的情況下，進行轉型與升級。

過往的常見的多家 PE 聯合起來購併一家大公司，例如 TPG、Newbridge、General Atlantic 三大國際 PE 協助聯想收購 IBM 個人電腦業務，被整合公司可能對此保有敵意。然而平臺公司是由的橫向整合是由跨領域的參與者共同合資成立，在快速獲取管理資源與資金的同時，仍可以保有個別公司經營權。臺灣有許多優質的中小型企業正面臨接班的問題，但又希望保有一定家族持股而不願被稀釋或被併購，亦有許多獨

角獸企業正需要獲取更多聰明錢挹注讓它們步上國際舞台，前述利用著重管理的私募基金項下的平臺公司的本質，著實可為這些企業提供一個出路，並透過私募股權基金引入適當的資本及專業經理人，讓臺灣隱形冠軍邁向更大格局的國際舞台。

同時，前述平臺公司非常重要的動機與任務在建立新商業模式與標準作業流程，這需要充分的資訊揭露與整合，包含資料收集(Data)、盡職調查、風險管理等、過往的表現(Track record)，甚至與與其他指標基金或平臺做比較，並提供完整管理報告且做持續有效的追蹤，也就是資訊揭露，這也是提供流動性的重要因素。而前述工作其實非常需要投資銀行級證券商的介入與持續追蹤。

國內新創產業如工業 4.0、人工智慧(AI)、長照醫療、智慧駕駛與航太電子以及綠能產業的進入門檻高，且前置開發期長，專業人才培養不易。如果將前述國際投資組合概念，證券商或私募基金可以先盤點自身能力而簽由特定產業建立平臺公司，待建立相關標準作業流程且穩健經營後，依專案性質成立有多個平臺公司形成投資組合公司，這些投資組合公司相當於證券商或私募基金的產品、服務和成就的集合(但標的並非金融資產而是專案)，可以用來展示證券商或私募基金之業務服務的功能和優勢。而依據不同投資標的、風險胃納或現金流量設置不同的投資組合平臺公司則更可以提升流動性與創造市場、建立業務投資、吸引更多不同風險胃納的客戶，以展現自身業務能力與市場上直接競爭對手的區別。

5. 眾籌、網路銀行與Fintech之興起讓直接融資可協助中小、新創與微型企業發展並降低投資門檻聚沙成塔，但仍需證券商協助結合大數據與平臺進行資訊揭露風險控制機制，亦可效法中國提供「轉板服務」，為新創企業創造退場機制，協助新創企業直接與資本市場連結。

眾籌與 P2P 網路借貸最大的差別在於貸款授信被審核對象由個人信用、公司財務報表轉為專案本身價值或計劃之構想，跳脫財務報表以及

5P 的授信限制，可協助中小、新創與微型企業發展。同時亦可降低投資門檻，透過網路銀行也可方便年輕人與小資族投資，有聚沙成塔的功效。然而眾籌募資平臺，其實多存在風險控管以及違約風險問題。中國螞蟻微貸通過支付寶自動發放貸款金額，貸款後每日 24 小時追蹤和監測貸款使用情況。證券商若能利用「網路結合大數據與平臺的風險控制機制」進行相關資訊與風險揭露，將有助於直接金融提升，間接促進中小企業與新創企業轉型。

證券商亦可效法天使匯在一些特別案例中擔任領投(初期投資)的工作，有點類似創投或大頭行角色。利用證券商的專業知識，一定程度參與專案具有一定決定權以及價格制定權。後續還可參考是中國起步最早、規模最大的股權天使匯群募平臺，跟新三板達成合作，提供新三板到創業版的「轉板服務」，為新創企業創造退場機制，並透過與證券商的合作，協助新創企業直接與資本市場連結。當然這需要後續評估是否需要相關法規進行證券商業務鬆綁，或透過橫向整合的平臺公司可進行相關業務。

6. 以投資組合概念管理募資平臺，證券商業務將不再侷限於上市櫃證券之財務性投資，而拓展至管理、經營、資產管理等，若仍有一定整合並降低投資門檻，不僅能聚沙成塔吸引許多停放在定存之小額資金。

Kickstarter 官網依過往資料統計指出約 9% 的募資案件最終都會失敗。但若將眾籌的專案以投資組合來看，證券商若能某種程度擔任如螞蟻微貸一定的審核與先驗動作，提供專案投資組合，並負責貸款後的資訊持續揭露，從投資組合概念來看，扣除違約率報酬仍相當誘人，證券商可協助小額投資人審視專案發展階段、未來發展目標、相關專案資金運用與後續揭露，證券商賺取的將不再是手續費，而是設置替募資計畫或公司找出適合的募資方式以及投資人。

國內證券商擅長組合將各類金融資產包裝成 ETF 方式，如臺灣 50(0050)與臺灣高股息證券投資信託基金(0056)，不僅投入門檻較低可以較少金額購入大額且有品牌之股票，且分散分險，深受投資人喜愛。證

券商若以投資組合概念管理募資平臺，不再侷限於上市櫃證券之財務性投資，將經篩選的計畫包裝為投資組合，同時搭配眾籌之股權性質與債權性質融資，證券商可提供的專業服務將更多元。

可參考中國天使匯在 2013 年還推出「快速合購優質創業公司股權」的快速合投模式，有點類似本章第一節第三點證券化概念，將大金額的融資分散給小額投資與 LP，甚至搭配線上支付與網路銀行等，引進年輕人進入資本市場，創造流動性也讓業務更多元。證券商業務將不再侷限於上市櫃證券之財務性投資，而拓展至管理、經營、資產管理等，更可配合政府主管機關之政策目標推動跨產業跨領域整合以及新創微型企業之發展。

第十一章 結論與建議

本研究目的在於瞭解我國與國際主要國家間之直接金融統計範疇差異，以及蒐集國際間促進直接金融之相關措施與作法，並且透過盤點國內有關法規及訪談證券商和創業者，探討實務上所面臨的挑戰及提升國內直接金融比重之方向與建議。茲依據研究目的，歸納彙整結論如下：

1. 各國間有關直接金融之統計範疇存在差異，並不適合直接進行絕對數值的跨國比較，可能較適宜用於觀察每個國家的時間趨勢變化、瞭解一國直接金融的演變，且大體上以股市和債市作為籌資工具，係各國衡量直接金融時的主要計算因子。
2. 國內企業係以中小企業為大宗，且有超過七成八就業人口受雇於中小企業，鑒於中小企業高度依賴金融機構融資，未來仍應持續善用公私部門資源共同努力推動中小企業多元籌資管道，以活絡國內籌投、資市場，擴大新創或中小企業參與資本市場。
3. 國內外因金融環境波動變化劇烈、金融科技興起、能源建設躍升為公共建設最主要佔比，以及產業的快速轉型亟需跨領域的整合，市場對資金的需求不再是只要便宜與快速的資金取得，而是要有助於產業提升與創造企業價值的聰明資金，建議未來應善用國內證券商提供包括私募、創投、承銷、財顧與管顧的整合性服務，擴大證券商參與及服務能量，一方面除可藉此滿足產業提升及創造企業價值之需求外，另一方面亦可有效提升國內直接金融的比重。
4. 我國證券市場目前已有包括上市證券、上櫃證券、股票登錄興櫃等多層次市場架構，未來可就完善國內募資服務市場、預備市場、先行市場、上櫃證券與上市證券等各類市場，推動各項相關政策與具體措施作法，俾利促進我國多層次資本市場之發展，活絡我國直接金融之運作。

在盤點國際作法、國內法規及訪談證券商和創業者後，本研究主要針對現行承銷和私募業務提出法規修正建議，俾利活絡產業和促進國內直接金融發展。茲具體說明近期可行之建議如下，其餘非屬本研究可執行之議題則另列於本研究第十二章：

1. 在配合國家經濟需要、產業轉型及優化企業財務報表的基礎下，建議可考慮放寬上市櫃條件或評估放寬科技事業獲利能力檢視期間與最近期淨值為不低於股本二分之一。
2. 關於活躍私募和創投部分，則建議依現行經濟情勢，就「發行人募集與發行有價證券處理準則」第 8 條第 1 項第 8 款，放寬企業募集中長期資金規定。
3. 為促進流動性與退場機制，提高私募參與新創事業的意願、活絡直接金融，可針對特定產業放寬「無獲利公司」私募有價證券三年閉鎖期後，於經股東會決議同意等一定條件下，仍可上市掛牌買賣的規定。
4. 為提供證券商誘因進行企業的長期輔導，協助產業升級，在審查上櫃案件過程中，應以公司實質競爭力判定業務集中風險，而判定實質競爭力的方式則可考慮採計產業經濟學裡，以集中度比率、赫芬達爾—赫希曼指數和熵指數等進行設算。
5. 針對現行超過 400 家的尚未上市、上櫃、興櫃之公開發行公司建制例如「公發版」(暫定)之買賣交易平台，且在推動規劃新設板塊時，應注意於資本市場籌資功能與保護投資人兩者間取得平衡。
6. 可考慮委請證券交易所及相關公協會，持續推動投資人教育，以提升投資人對市場風險及報酬之意識，進而增進及重視資金需求者之經營與財務能力、以利直接金融發展。

第十二章 建議後續研究方向

本計畫透過研析國外最新直接融資新趨勢、訪談國內代表性廠商，以及金管會、國內代表性券商之座談會議，取得許多業界券商在拓展直接融業務面上的第一手經驗、困難與挑戰。業者多認同 2018 年以來國際情勢迥異多變，美中貿易戰與科技主導權紛爭，以及香港「國安法」可能衝擊香港「一國兩制」等政經事件，造成全球資金、供應鏈重整，可能為臺灣資本市場帶來發展機會。2020 年初 COVID-19 肺炎疫情導致之供給、航運物流與資金斷鏈之衝擊，更加速供應鏈在地化與區域化的思維，以及流動資金充足與否的再省思。全球價值鏈參與程度最高的臺灣產業，也必須加入分散製造與全球布局的行列以避免與全球供應鏈「脫鉤斷鏈」。為快速取得全球主要國家之市場、資金、物流(logistics)與客戶，與他國企業的合作與購併亦需要活躍的直接金融與資本市場的支持。不少券商與產業業者提及台灣產業亟需活躍的私募與創投協助前端的籌資、風險評估、輔導、併購或控股，以支撐產業轉型與發展。

此外，業者也表示面臨全球供應鏈重整的同時，國內產業亦遭逢接班、轉型與數位化等挑戰。中小企業為主的臺灣產業多面臨接班挑戰，新創產業發展亟需舞台，電子產業型態也由產品週期較短的 3C 消費性電子，轉為投入期長且需要跨領域整合之產業型態如工業 4.0、醫療電子、車用電子以及 5+2 產業。同時，配合政府能源轉型以及吸引臺商與港資來臺，除了技術面的整合，金融市場亦需要更為活躍之商業模式、金融商品和次級市場的協助與創新，包含活躍的私募與創投協助前端的籌資、風險評估、輔導、併購或控股，乃至後端券商與投行的承銷、資訊揭露，並搭配多層次資本市場與多樣的股債權等出場機制，增加與活絡企業投、融資多元化管道。

本計畫座談會舉辦期間，主管機關已大力推動多層次資本市場，並表示未來將積極評估推展私募相關業務是否需進行相關法規之鬆綁。本計畫第六章國內外直接融資新趨勢，第二節曾摘要說明國際私募股權基金由併購者轉為產業轉型之資產管理與價值創造者，利用平臺公司進行跨領域的垂直或水平整合，由併購者轉為專案管理者或價值創造者，可協助國內積極發展之工業 4.0、長照與 AI 等產業轉型，並進行跨領域整合。此外，以合作方式成立平臺公司由跨領域的參與者

共同合資成立，在快速獲取管理資源與資金的同時，可協助臺灣面臨接班轉型之優質的中小型企業不被併購進行轉型與升級。

國內目前雖有天泰能源引進瑞士巨擘合眾集團偕同國泰人壽合資成立寶島陽光再生能源作為平臺公司。以及東台東台、光陽聯手打造全台首條機車智慧生產線等案例，但多停留在技術面整合，金融面整合國泰人壽雖有挹注，但相關管理(GP)仍著重在技術面整合。相對國際間由市場領導廠商參與，並透過私募的投後管理來建立標準作業流程以及相關資訊的揭露仍有一定努力空間。本計畫在訪談過程中，金控下券商與資本管理公司表示隨著全球短鏈意識興起，不少臺灣業者已表達想透過與東協當地公司的購併合作，快速取得各國供應鏈與客戶群，並降低文化差異帶來的問題。惟業者亦指出，由於新型產業涉及跨領域整合，相關標準作業流程仍有待建立，且缺乏示範案例。

有鑑於此，建議後續研究方向可往私募議題進行規劃，蒐集國外成功案例，並訪談國內代表性廠商，不只證券商，也應包含產業訪談，主管機關部分可能也包含金管會與經濟部，同時，計畫的設定應有持續性研析，如第一階段盤點國際案例與國外需求，再從而評估相關法規調整面向。在第二階段中，評估能否建立指標性示範案，將有助於國內後續私募業務的推動與執行。

綜上所述可知，擴展直接金融仍有許多重大議題有待後續研究，除了前述私募議題外，尚可考慮就下列議題進行研究，包括：(1)促進私募基金及創投事業於國內發展之研析、(2)推動新商品掛牌（例如 ETN）之研析及相關效益探討、(3)導引保險業在資本適足率要求下之資金挹注市場發展之研析、(4)研析活絡我國債券市場之制度以提升直接金融比重，以及(5)證券承銷商辦理財務規劃及諮詢顧問業務之研析等。

參考資料

中文部分

1. KPMG (中國) (2016), 「綠色債券發行過程」。畢馬威會計師事務所、畢馬威企業諮詢(中國)有限公司以及畢馬威華振會計師事務所。
<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2016/04/green-bonds-process-c.pdf> (最後瀏覽日期: 2020年3月10日)。
2. 中華人民共和國中央人民政府, 「中華人民共和國國民經濟和社會發展第十個五年計劃綱要」, 國務院公報, http://www.gov.cn/gongbao/content/2001/content_60699.htm (最後瀏覽日期: 2020年3月28日)。
3. 中華人民共和國中央人民政府, 「中華人民共和國國民經濟和社會發展第十一個五年計劃綱要」, 國務院公報, http://www.gov.cn/gongbao/content/2006/content_268766.htm (最後瀏覽日期: 2020年3月28日)。
4. 中華人民共和國中央人民政府, 「中華人民共和國國民經濟和社會發展第十二個五年計劃綱要」, 國務院公報, http://www.gov.cn/2011lh/content_1825838_12.htm (最後瀏覽日期: 2020年3月28日)。
5. 中華人民共和國中央人民政府, 「中共中央關於全面深化改革若干重大問題的決定」, 國務院公報, http://www.gov.cn/jrzq/2013-11/15/content_2528179.htm (最後瀏覽日期: 2020年3月28日)。
6. 中華人民共和國中央人民政府, 「中華人民共和國國民經濟和社會發展第十三個五年計劃綱要」, 國務院公報, http://www.gov.cn/xinwen/2016-03/17/content_5054992.htm (最後瀏覽日期: 2020年3月28日)。
7. 王健全(2016), 「金融市場概述」, 金融講堂—雲林環球科技大學。
8. 王健全等(2019), 「2019上半年臺灣採購經理人營運展望調查」。中華經濟研究院, 國家發展委員會委託研究計劃。
9. 王琦樺(2009), 「兩岸三地的證券市場現況比較分析」, 《證券櫃檯》, 第140期, 頁35-44。
10. 王輝煌(2011), 「市場主導式 vs. 銀行主導式金融體制: 其相對競爭優勢,

- 不同資本主義與國家角色」，*東吳政治學報*，29(3)，53-120。
11. 吳中書、陳馨蕙、葉長城與鄭睿合。《推動綠色金融以促進綠能產業發展》。中技社未出版研究報告，2017年。
 12. 吳明澤（2013），「兩會後大陸金融發展趨勢」，大陸台商簡訊，第258期，中華民國全國工業總會，取自 <http://www.cnfi.org.tw/cnfi/ssnb/258-2-10306.html>。
 13. 李宗榮（2017），「家族資本主義的興起與鞏固」，收錄於《未竟的奇蹟：轉型中的臺灣經濟與社會》，2017年，中央研究院社會學研究所。
 14. 李晞禔（2019），「新加坡乃至亞洲資本市場的融資機會」，星展銀行。
 15. 林坤鎮（2011），「淺談我國證券市場百年發展史」，證券暨期貨月刊，第25卷，第9期。
 16. 林建甫和吳孟道（2013），「兩岸四地資本市場競爭力之比較—資本市場國際化指標之建構與應用」，《兩岸金融季刊》，第1卷，第1期，頁65-89。
 17. 林雅燕（2014），「新興募資方式—群眾募資行為之初探」，《經濟研究》，第14期，頁152-172。
 18. 林曉韻、陳佑軒，「以開放投信事業參與私募股權基金（PE Fund）相關業務」，《證券暨期貨月刊》，第35卷第10期(2017年10月16日)，頁13-15。
 19. 祁斌和查向陽(2015)，直接融資和間接融資的國際比較，中國證券監督管理委員會。
http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/yjzx/sjdt/zbsczdjcyj/201505/t20150514_276935.html
 20. 邱怡仁（2016），「金融市場概述」，大專院校105學年度「金融講堂」。
 21. 金融監督管理委員會（2016），《金融產業發展政策白皮書》，頁37-49。
 22. 香港金融管理局（2019），「2018年年報」，香港金融管理局。
 23. 香港證券及期貨事務監察委員會（2020），「2019年10月至12月季度報告」，香港證券及期貨事務監察委員會。
 24. 高啟仁（2014），「我國推動『創櫃板』與『群眾募資』之情形」，《證券暨期貨月刊》，第32卷第4期，頁5-14。
 25. 張松成（2018），「社會融資規模成為我國金融宏觀調控的重要指標」，收

錄于《經濟學家致改革開放40周年系列文章》，中歐國際工商學院，取自 <https://cn.ceibs.edu/new-papers-columns/14739>。

26. 陳志標和張愛卿（2014），「金融市場」，新文京開發出版股份有限公司。
27. 黃仁宏（2009），「專題研討三：如何吸引外國發行人及投資人參與亞洲債券市場」，《證券櫃檯》，第144期，頁27-32。
28. 黃曉盈（2016），「協助微型企業發展－我國推動股權群眾募資之成果檢討」，《證券暨期貨月刊》，第34卷第11期，頁5-12。
29. 經濟部、中經院（2019），「2019年第2季臺灣經濟預測簡報」，本研究更新資料至2019年7月19日。
30. 經濟部中小企業處（2019），《2019年中小企業白皮書》（臺北市：經濟部中小企業處）。
31. 葉昕怡（2015），「各國中小企業籌資市場發展」，《會計研究月刊》，第351期，頁55-58。
32. 臺灣證券交易所（2018），「新加坡證券市場相關制度」，臺灣證券交易所。
33. 魏寶生（2010），「亞太資本市場之競合與展望」，《證券櫃檯》，頁16-35。
34. 鐘喜梅、詹淑婷（2017），「臺灣家族集團股權結構的變遷：制度環境與組織擴張的影響」，收錄於《未竟的奇跡：轉行中的臺灣經濟與社會》，中央研究院社會學研究所。
35. 林曉韻與陳佑軒（2017），「開放投信事業參與私募股權基金(PE Fund)相關業務」，《證券暨期貨月刊》，第三十五卷，第十期。
36. 中國證券業協會（2015），互聯網金融的六種新模式，Available at: https://www.sac.net.cn/tzzyd/rsbd/hlwjryxxaq/201512/t20151208_126683.html

英文部分

1. Allen, Franklin and Douglas Gale. 2000. *Comparing Financial Systems*. Cambridge, MA: The MIT Press.
2. ARES. (2018). *Opportunities in Global direct lending- A Historical and Prospective Vies of the U.S. and European Markets*. Available at: https://www.aresmgmt.com/media/458997/2018-Direct-Lending-White-Paper_vF-3-.pdf (accessed on March 10, 2020).
3. Asli Demirgüç-Kunt and Ross Levine, 1999. Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons. World Bank. <https://elibrary.worldbank.org/doi/pdf/10.1596/1813-9450-2143>
4. Bain and Company. (2019). Global Private Equity Report 2019. Available at: https://www.bain.com/contentassets/875a49e26e9c4775942ec5b86084df0a/bain_report_private_equity_report_2019.pdf (accessed on March 10, 2020).
5. Bain and Company. (2020). Global Private Equity Report 2020. Available at: https://www.bain.com/globalassets/noindex/2020/bain_report_private_equity_report_2020.pdf (accessed on March 10, 2020).
6. Bats, J., & Houben, A. (2017). Bank-based versus market-based financing: implications for systemic risk. (DNB Working Paper; No. 577). Amsterdam: De Nederlandsche Bank NV.
7. Brad Mewes. (2019). *What Is a Platform Acquisition?* Available at: <https://www.divestopedia.com/what-is-platform-acquisition/2/8168> (accessed on March 10, 2020).
8. Chakraborty, Shankha, and Tridip Ray (2006), "Bank-based versus market-based financial systems: A growth-theoretic analysis," *Journal of Monetary Economics* 53.2: 329-350.
9. Deloitte (2019) "Private sector participation in public sector financing", Available at: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Public-Sector/gx-ps-funding-and-financing-smart-cities-20181.pdf> (accessed on March 10, 2020).
10. Deltuvaitė, Vilma, and Lina Sinevičienė (2014), "Research on the relationship between the structure of financial system and economic development," *Procedia-Social and Behavioral Sciences* 156: 533-537.
11. Dewar, J., Puttock, C.. (2017). *Project Bonds: Growing Liquidity for Energy and Infrastructure Finance*. Available at:

- <https://www.expertguides.com/articles/project-bonds-growing-liquidity-for-energy-and-infrastructure-finance/arirssqp> (accessed on March 10, 2020).
12. Dominik Thumfart. (2016). Financing Considerations for Offshore Wind Projects.
 13. European Wind Energy Association (EWEA). (2013). *Where's the Money Coming from? Financing Offshore Wind Farms*. Available at: http://www.ewea.org/fileadmin/files/library/publications/reports/Financing_Offshore_Wind_Farms.pdf (accessed on March 10, 2020).
 14. Freixas, Xavier. 2005. "Deconstructing Relationship Banking." *Investigaciones Economicas* 29, 1: 3-31.
 15. Inderst, G.. (2016). Infrastructure Investment, Private Finance, and Institutional Investors: Asia from a Global Perspective. Asian Development Bank Institute. Available at: <https://www.adb.org/publications/infrastructure-investment-private-finance-and-institutional-investors-asia-global> (accessed on March 10, 2020).
 16. Mark Fulton, Lucy Cotter, Bruce M. Kahn, Camilla Sharples, Jake Baker, & Reid Capalino. (2011). UK Offshore Wind: Opportunity, Costs & Financing. DB Climate Change Advisors, Deutsche Bank Group.
 17. Moradi, Zeynab Sedghi, Mohammadreza Mirzaeenejad, and Gholamreza Geraeenejad (2016), "Effect of bank-based or market-based financial systems on income distribution in selected countries." *Procedia Economics and Finance* 36.16: 510-521.
 18. Pitchbook. (2019a). *What are mega funds?* Available at: <https://pitchbook.com/blog/what-are-mega-funds> (accessed on March 10, 2020).
 19. Pitchbook. (2019b). *PitchBook Analyst Note: PE Mega-Fund Strategy Overview: Part I*. Available at: <https://pitchbook.com/news/reports/1q-2019-pitchbook-analyst-note-pe-mega-fund-strategy-overview-part-i>(accessed on March 10, 2020).
 20. Smith, C. M., McLean, G., Biensan, P., Millerman, E., Baker, D., Neaher, N.. (2015). *Project bonds: Their growing role in global infrastructure finance*. White & Case. Available at: <https://www.whitecase.com/publications/insight/project-bonds-their-growing-role-global-infrastructure-finance> (accessed on March 10, 2020).
 21. Song (2015), "The role of private equity in the evolving financial system", https://www.kcmi.re.kr/en/report/report_view?report_no=617 (accessed on February 27, 2020).
 22. Song (2018), "Korea's PEF Regulation Overhaul and Its Implications",

https://www.kcmi.re.kr/en/publications/pub_detail_view?year=2018&zcd=002001017&zno=1427&cno=5057 (accessed on February 27, 2020).

23. Tan, Zhibo, Yang Yao, and Shang-Jin Wei (2015), "Financial structure, corporate savings and current account imbalances," *Journal of International Money and Finance* 54: 142-167.
24. Thumfart, D., (2016). Financing Considerations for Offshore Wind Projects. Deutsche Bank Corporate Banking & Securities. Available at: <https://docplayer.net/50105690-Financing-considerations-for-offshore-wind-projects.html> (accessed on March 10, 2020).
25. Tyson, Judith E.. (2018). *Private Infrastructure Financing in Developing Countries: Five Challenges, Five Solutions*. Overseas Development Institute. Available at: <https://www.odi.org/publications/11168-private-infrastructure-finance-developing-countries-five-challenges-five-solutions> (accessed on March 10, 2020).
26. World Federation of Exchanges. (2018). An Overview of WFE SME Markets.
27. DBS (2018), China / Hong Kong Industry Focus China Fintech Sector, Available at: www.dbs.com.

網站資料

1. Bank of Korea, 「Financial Markets」, <https://www.bok.or.kr/eng/main/contents.do?menuNo=400098> (accessed on February 27, 2020).
2. BusinessKorea, “Korea’s Financial Regulator to Ease Rules on Private Equity Funds”, <http://www.businesskorea.co.kr/news/articleView.html?idxno=25321> (accessed on February 27, 2020).
3. Federal Reserve Economic Data “Deposit Money Bank Assets to GDP for United Kingdom”, 2020, <https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=1250&series=GFDD.OI.02#> (accessed on December 12, 2019).
4. Flying V 官方網站, <https://www.flyingv.cc/>。
5. Jong Hyun Park, Joon B Kim and Byoung Kwon Park, Kim & Chang, “Private equity in South Korea: market and regulatory overview,” 2015, [https://content.next.westlaw.com/Document/I2ef12ac51ed511e38578f7ccc38dcb ee/View/FullText.html?contextData=\(sc.Default\)&transitionType=Default&firstPage=true&bhcp=1](https://content.next.westlaw.com/Document/I2ef12ac51ed511e38578f7ccc38dcb ee/View/FullText.html?contextData=(sc.Default)&transitionType=Default&firstPage=true&bhcp=1) (accessed on March 1, 2020).
6. KKR, 「会社概要」, 2020 年, <https://www.kkr.com/ja/kkr-today> (accessed on November 12, 2019).
7. The Carlyle Group, “Corporate Overview,” 2020, <https://www.carlyle.com/corporate-overview> (accessed on November 12, 2019).
8. The World Bank, “Global Financial Development”, 2020, <https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=1250&series=GFDD.OI.02#> (accessed on December 12, 2019).
9. US Securities and Exchange Commission, “Release Nos. 33-9974; 34-76324; File No. S7-09-13, RIN 3235-AL37: Crowdfunding,” May 16, 2016, <https://www.sec.gov/rules/final/2015/33-9974.pdf> (accessed on March 19, 2020).
10. 財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心, 「公告廢止「創意集資資訊揭露專區使用管理辦法」並終止財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心創意集資資訊揭露專區」, 證櫃新字第 1071100132 號公告, 民國 107 年 5 月 10

- 日，<http://www.selaw.com.tw/LetterContent.aspx?Soid=10270>(最後瀏覽日期：2020年3月9日)。
11. 財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心，「創櫃板專區：於創櫃板之籌資及投資」，2020年
https://www.tpex.org.tw/web/regular_emerging/creative_emerging/Creative_emerging_03.php?l=zh-tw(最後瀏覽日期：2020年3月9日)。
 12. 「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商經營股權性質群眾募資管理辦法」，《證券暨期貨法令判解查詢系統》，民國108年01月02日，
<http://www.selaw.com.tw/LawArticle.aspx?LawID=G0103796> (最後瀏覽日期：2020年3月21日)。
 13. 「臺灣群眾集資報告：2011-2015 回顧&2016 趨勢分析」，2016年，
<https://annual-report.crowdwatch.tw/2015> (最後瀏覽日期：2020年3月21日)。
 14. 「2019 臺灣群眾集資年度報告」，2019年，
<https://www.2019.report.crowdwatch.tw/> (最後瀏覽日期：2020年3月21日)。
 15. 財團法人中華民國消費者文教基金會，「群眾募資藏風險，購模式逾四成不符消保法」，<https://www.consumers.org.tw/product-detail-2508927.html>
(最後瀏覽日期：2020年3月21日)。
 16. 中央銀行，「五大銀行(台銀、合庫銀、土銀、華銀及一銀)新承做放款金額與利率」，<https://www.cbc.gov.tw/public/Attachment/972316361371.pdf>。
 17. 中央銀行，「金融機構授信與金融市場票債券發行餘額」，
<https://www.cbc.gov.tw/public/Attachment/962016335371.pdf>。
 18. 中華民國創業投資商業同業公會，「沿革及任務」，2019年，
<http://www.tvca.org.tw/about> (最後瀏覽日期：2020年1月20日)。
 19. 王國剛(2014)，「要改變以間接金融為主的格局」，
<https://news.cnyes.com/news/id/1232951>。
 20. 臺灣證券交易所，「歷年股票市場概況表」，

- <https://www.twse.com.tw/zh/statistics/statisticsList?type=07&subType=232>。
21. 任澤平(2019)，大國金融體系升級，新浪財經。
<http://finance.sina.com.cn/zl/bank/2019-06-04/zl-ihvhiqay3451676.shtml>
 22. 吳家聲，「我國證券管理政策回顧與展望」，
<https://www.twse.com.tw/ch/products/publication/download/0001000002.htm>。
 23. 李榮謙，「貨幣與金融分析：第九講次—金融結構變革與金融改革」。取自：<http://sololee.brinkster.net/teach/analysis9.pdf>。
 24. 社團法人中華民國全國青年創業總會，「中小企業財務協助資源面面觀」，
<http://www.smeg.org.tw/UploadDocs/The%20Financial%20Assistance%20Resources%20of%20Small%20and%20Medium%20-%20sized%20Enterprises1050311.pdf>(最後瀏覽日期：2020年11月10日)。
 25. 金融監督管理委員會令，「開放證券投資信託事業受託管理及引介投資私募股權基金」(金管證投字第 10600091131 號)，中華民國 106 年 8 月 3 日
https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=128&parentpath=0&mcustomize=lawnew_view.jsp&dataserno=201708030002&aplistdn=ou=newlaw,ou=chlaw,ou=aproot,o=fsc,c=tw&dtable=NewsLaw (最後瀏覽日期：2020年1月20日)。
 26. 金融監督管理委員會令，「開放證券投資信託事業轉投資子公司擔任私募股權基金之普通合夥人」(金管證投字第 1060009113 號)，中華民國 106 年 8 月 3 日
https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=128&parentpath=0&mcustomize=lawnew_view.jsp&dataserno=201708030001&aplistdn=ou=newlaw,ou=chlaw,ou=aproot,o=fsc,c=tw&dtable=NewsLaw (最後瀏覽日期：2020年1月20日)。。
 27. 金融監督管理委員會銀行局，「金融統計之統計資料庫動態查詢系統」，
https://www.banking.gov.tw/ch/home.jsp?id=157&parentpath=0,4&mcustomize=bstatistics_view.jsp&sermo=201105120007。
 28. 創夢市集官方網站，<https://www.ditstartup.com/>。
 29. 彭素玲等 (2019)，〈2019 年第 2 季臺灣經濟預測簡報〉，
<http://www.cier.edu.tw/site/cier/public/data/2019Q2-PPT.pdf>。2019/06/15檢索。
 30. 經濟部中小企業處，《2019 中小企業財務資源應用手冊》(臺北市：經濟部

- 中小企業處，2019年），<http://youthhub.kinmen.gov.tw/wp-content/uploads/2019/02/2019%E8%B2%A1%E5%8B%99%E8%B3%87%E6%BA%90%E6%87%89%E7%94%A8%E6%89%8B%E5%86%8A-%E5%85%A8%E5%86%8A.pdf> 最後瀏覽日期：2020年1月20日）。
31. 經濟部中小企業處，「輔導資源：融資類」，<https://www.moeasmea.gov.tw/category-tw-2399> (最後瀏覽日期：2019年11月10日)。
 32. 證券交易所，「國內上市公司申請標準」，<https://www.twse.com.tw/zh/page/listed/process/standars.html>。
 33. 證券櫃檯買賣中心，「上櫃/興櫃公司標準及流程」，https://www.tpex.org.tw/web/regular_emerging/apply_way/standard/standard.php?l=zh-tw。
 34. 證券櫃檯買賣中心，「創櫃板」，https://www.tpex.org.tw/web/regular_emerging/creative_emerging/Creative_emerging_04.php?l=zh-tw。
 35. 證券櫃檯買賣中心，「歷年上櫃股票統計」，https://www.tpex.org.tw/web/stock/statistics/monthly/monthly_rpt_mkt_info_02.php?l=zh-tw。
 36. 陳盈蓁，「籌資新選擇－群眾募資及創新平台相關法律議題」，2020年，<https://www2.deloitte.com/tw/tc/pages/legal/articles/crowdfunding-legal-issues.html> (最後瀏覽日期：2020年3月21日)。
 37. 元富證券，「常見問題」，《元富證券股權群眾募資平台》，2020年，https://crowdfund.masterlink.com.tw/html/common_problem.html (最後瀏覽日期：2020年3月21日)。
 38. 楊雅惠和龍嘯天，「大陸直接金融與間接金融之結構變動」，《中華民國票券金融商業同業公會》，2004年2月，http://www.tbfa.org.tw/forum/forum_main_0123.html (最後瀏覽日期：2020年3月10日)。
 39. 林弘全，「新創公司募資的困境(二)：我，作為一名創投」，《Inside》，

- 2013年11月21日，<https://www.inside.com.tw/article/3217-the-dilemma-of-start-up-fund-raising-b>(最後瀏覽日期：2020年3月22日)。
40. 「群眾募資時代的公益勸募」，《開拓文教基金會網站》，2014年1月20日，<https://www.techsoup-taiwan.org.tw/node/4640>(最後瀏覽日期：2020年3月21日)。
41. 「央行公佈地區社會融資規模統計指標解釋」，《中國人民銀行》，2014年2月20日，<http://rmb.xinhua08.com/a/20140220/1300698.shtml>。
42. 「各式各樣的募資平台，有創業資金需求要怎麼選擇?」，《天下雜誌》，2015年7月13日，
<https://www.cw.com.tw/article/article.action?id=5069128&from=search>(最後瀏覽日期：2020年3月22日)。
43. KOFIA, “Capital market in Korea,” SlideShare, Jul 21, 2016,
<https://www.slideshare.net/RajeshKumar413/capital-market-in-korea>
44. 「創夢市集股權群募證券訂 8/31 為最後營業日」，《MoneyDJ》，2017年8月31日，<https://m.moneydj.com/f1a.aspx?a=88c69ff0-5e30-45cb-b826-54d389b05a24>(最後瀏覽日期：2020年3月21日)。
45. 「樂陞拖累，創夢市集不玩了」，《自由時報》，2017年10月23日，
<https://ec.ltn.com.tw/article/paper/1145493>(最後瀏覽日期：2020年3月21日)。
46. 「今年以來央行為何多次調整金融資料統計口徑?」，《財聯社》，2018年10月21日，<https://www.cls.cn/depth/286319>。
47. 中央銀行經濟研究處編印(2018年12月)，《中華民國106年公民營企業資金狀況調查結果報告》，
<https://www.cbc.gov.tw/tw/public/Attachment/91915382771.pdf>(最後瀏覽日期：2019年11月8日)。
48. 金融監督管理委員會，「107年度施政績效報告」，2019年3月12日，
<https://www.fsc.gov.tw/uploaddowndoc?file=chdownload/201903121544150.pdf&filedisplay=%E9%87%91%E8%9E%8D%E7%9B%A3%E7%9D%A3%E7%AE%A1%E7%90%86%E5%A7%94%E5%93%A1%E6%9C%83107%E5%B9>

[%B4%E5%BA%A6%E6%96%BD%E6%94%BF%E7%B8%BE%E6%95%88%E5%A0%B1%E5%91%8A%E5%85%AC%E5%91%8A%E7%89%88.pdf&flag=doc](#)(最後瀏覽日期：2019年11月10日)。

49. TWSE 公司治理中心，「深化公司治理觀念教案—樂陞公開收購案」，2019年11月6日，
https://cgc.twse.com.tw/static/20191106/8a828e176dd220a2016e4019db7c0016_樂陞_案例完整文字描述_2019.01.31.pdf(最後瀏覽日期：2020年3月21日)。
50. 金融監督管理委員會證券期貨局，「公司治理藍圖」，2020年1月3日，
<https://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=806&parentpath=0%2C648>(最後瀏覽日期：2020年1月20日)。
51. 「證券商設置標準」，《全國法規資料庫》，民國109年1月15日，
<https://law.moj.gov.tw/LawClass/LawAll.aspx?pcode=G0400021>(最後瀏覽日期：2020年3月21日)。
52. 「嘖嘖」網站，<https://www.zeczec.com/>(最後瀏覽日期：2020年3月21日)。
53. 「flyingV」網站，<https://www.flyingv.cc/faq>(最後瀏覽日期：2020年3月21日)。