

國內證券商參與投資銀行業務 及其配套措施之研究

計畫主持人：周行一 教授

鎮明常 副教授

共同主持人：王慧娟 老師

研究助理：洪振原、林揚鈞

委託研究機構：中華民國證券商業同業公會

中華民國九十三年十二月

目錄

第一章 投資銀行業務定義、範圍、沿革及展望	
壹、研究動機-----	1-1
貳、投資銀行業務定義、範圍、沿革及展望-----	1-8
第二章 投資銀行業務範圍	
壹、承銷業務-----	2-1
貳、購併業務-----	2-10
參、資產證券化業務-----	2-19
肆、風險管理-----	2-28
伍、資產管理業務-----	2-39
陸、創業投資業務-----	2-49
第三章 國內證券商發展投資銀行業務現況分析	
壹、環境面—證券商可從事之利基市場範圍-----	3-1
貳、法律面—主管機關之新舊條文比較與討論-----	3-27
第四章 國內證券商發展投資銀行業務之策略性議題	
壹、國內證券商發展投資銀行業務現況—業務執行面-----	4-2
貳、國內證券商發展投資銀行業務現況—政治法令面-----	4-10
參、國內證券商發展投資銀行業務現況—產業競爭面-----	4-17
肆、國內證券商發展投資銀行業務現況—策略發展面-----	4-24

第五章 國內證券商發展投資銀行業務之後台作業及配套措施

壹、後台作業之風險管理制度-----5-1

貳、後台作業之人力資源制度-----5-5

參、建立內部資訊交流平臺，鼓勵內部員工對資訊共用-----5-9

肆、建立內部金融紀律約束，灌輸內部員工對專業尊重-----5-11

第六章 結論與建議

壹、結論-----6-1

貳、研究建議-----6-3

參考文獻-----R-1

附錄 訪談紀錄稿整理

和通證券股份有限公司 黃翠慧董事長-----	附錄-1
英商瑞銀證券股份有限公司 於貽勳總經理-----	附錄-3
寶來證券股份有限公司 白文正董事長-----	附錄-5
元大京華證券股份有限公司 黃幼玲副總經理-----	附錄-6
摩根士丹利添惠亞洲股份有限公司 林水仙執行長-----	附錄-9
金融監督管理委員會證券期貨局 吳當傑局長-----	附錄-11
金融監督管理委員會證券期貨局 劉科組長-----	附錄-13
中信證券股份有限公司 王慎董事長-----	附錄-15
台証綜合證券 沈文成總經理、黃麗華副總經理-----	附錄-18
兆豐金融控股股份有限公司 謝劍平副總經理-----	附錄-21
建華證券股份有限公司 黃敏助董事長-----	附錄-23
日盛金控股份有限公司 趙永飛總經理-----	附錄-25
大華證券股份有限公司 蕭子昂董事長-----	附錄-27
元大京華證券股份有限公司 張立秋總經理-----	附錄-29
證券商業同業公會 施庭堯組長-----	附錄-31
英商瑞銀證券股份有限公司 陳嫦芬董事長-----	附錄-32
倍利國際證券股份有限公司 簡鴻文董事長-----	附錄-34
寶來證券股份有限公司 匡亦柱總經理-----	附錄-36

寶來證券股份有限公司	陳凌鶴總經理	-----	附錄-37
寶來證券股份有限公司	黃齊元總經理	-----	附錄-38
寶來證券股份有限公司	劉國安總經理	-----	附錄-40

第一章 緒論

壹、研究動機

一、美國投資銀行成功之道

1980 年代末期到 1990 年代初期，美國投資銀行快速整合後的三大巨頭分別是一高盛證券(Goldman Sachs)、美林證券(Merrill Lynch)及摩根士丹利證券(Morgan Stanley)，進一步分析這三家投資銀行為何能在投資銀行業中獨占鰲頭，可以得出以下四點共通的經營模式：

- (一)、提供包含股權、債權商品及顧問業務等廣泛的產品服務。
- (二)、擁有遍布全球市場、廣大而綿密的銷售通路，可以迅速配售推出的金融商品。
- (三)、擁有全球頂尖研究人才作為後台支援，持續研究該產業內的領導公司。
- (四)、來往的客戶大多屬於大型知名企業，穩定且充足的客戶群是手續費、顧問費的重要來源。

因此，美國投資銀行利用本國市場充裕的利潤收入(美國國內的手續費收入佔全球市場一半)為基礎，作為長期滲透全球市場所需的資金來源。而在這同時，其他區域在投資銀行業務上的發展並不如美國投資銀行那般順利。

在歐洲，歐元的出現讓歐洲當地的綜合銀行(universal bank)面臨嚴峻的挑戰，其原因為歐元通行全歐洲後，整個歐元市場的規模與美金市場一樣大，乃成為美國投資銀行覬覦的對象；同時各國綜合銀行也因歐元的通行而不再享有本國貨幣的庇護優勢；加上歐洲市場擴大整合後，對於整塊市場的經營，歐洲綜合銀行確實不如美國投資銀行來的有經驗。

相對於同期間美國經濟空前繁榮，讓投資銀行從業務中賺取許多利潤，在日本，國內經濟卻連續蕭條十年，使得日本喪失許多投資銀行業務機會，如最大的野村證券(Nomura)，其手續費收入自 1993 年之後便不再擠入全球前十大投資銀行。

在英國，商業銀行不願投入時間、資源提升競爭力，而商人銀行(merchant bank)資本額過小、缺少業務經驗，更最重要的是管理高層不願意承諾支持、缺乏耐性、不肯承擔產業風險，造成雙方整合失敗。

二、全球投資銀行業務現況

根據美國學者曾經在 1993 年時針對美國的本土金融市場以外，特別是英國、法國、德國與瑞士等地區的投資銀行，進行一項各國對於全球投資銀行發展的現狀與發展策略的調查，可以得出以下幾點的結論：

(一)、環境趨勢

1、全球經濟持續成長

根據調查顯示¹，全球GDP平均每年以 6% 成長，企業規模不斷擴張下，公司債發行金額平均每年也以 18 % 成長。另外在股票市場中，發行金額平均每年以 12% 成長，同時全球股票市場資本規模平均每年以 14% 成長。

2、全球化的影響

根據調查顯示²，全球企業購併活動平均每年以 23% 成長。全球化的跨國界投資活動持續進行，包括已開發市場的企業購併和開發中市場的直接投資或納入投資組合。

3、資產管理規模持續成長

全球退休基金規模平均每年以 10% 成長，美國共同基金規模平均每年以 20% 成長，資產管理規模的提升，金融中介服務需求也將會持續成長。

4、證券化的影響

證券化商品不斷創新，使美國企業籌資上逐漸依賴直接金融，如 1980 年發行公司債比率由 26% 上升至 2001 年的 46%；相對在間接金融方面，如從存放款機構貸款比例由 1980 年的 46% 降到 2001 年的 30%，此現象代表投資銀行業務將繼續蓬勃發展。

¹ Source : Mood's, Thomson Financial Securities Data, Strategic Insight, SIA, World Bank

² Source : Oliver, Wyman & Co ; Morgan Stanley Research

(二)、專業團隊

- 1、在投資銀行業裡，利潤是不成比例地集中在少數領導的投資銀行專業團隊手中；另外，市佔率愈大，所賺取的利潤也就愈多，同時利潤的增加是呈現指數型的型式。
- 2、在投資銀行業裡，專業團隊的創意與技術是可以重複複製到其他市場，而美國投資銀行就是利用此方式，成功攻佔全球投資銀行市場的業務。

三、美國投資銀行同業研究報告

針對全球投資銀行業務，主要是由美國投資銀行佔優勢的情形，1993年同業發表一份調查訪問，得出以下結論：

- (一)、基本上要撼動美國三大巨頭在投資銀行業的全球領導地位微乎其微，唯一有機會角逐這個行列的競爭者是另一家美國投資銀行 JP 摩根(JP Morgan)。
- (二)、即使是瑞士和德國的大型綜合銀行，在美國以外的本土市場佔有優勢，但因缺少文化、技術及全球銷售通路，難以支撐企業發展全球性策略，根本無法與美國領導業者競爭。
- (三)、關鍵成功因素在於功能性結構(functional structure)而非區域性結構(geographic structure)，亦即商業銀行業務與投資銀行業務應該有效整合為一。同時，中小型投資銀行應該找尋利基點(niche)，如開發行

生性金融商品或經營新興市場，才有機會生存。

這份報告的缺失之一，在於其忽略了同業間的整併有可能會讓投資銀行版圖重新洗牌。依據歷史經驗，從 1980 年代末期開始，全球金融市場每隔三到四年就會發生一場危機，而每次危機來臨，都會造成全球領導者合併中小型投資銀行的情形，使得目前全球已出現八家投資銀行領導者。

四、國內證券商參與投資銀行業務之研究動機

投資銀行興起有其配合的經濟環境背景，不論是從所經營的業務、所承擔的風險來觀察，或是從先進國家投資銀行業務的發展情形來作比較，都可發現投資銀行在經濟發展過程中不僅重要，更是促進國家經濟未來能否穩健發展的重要因素。

剖析美國投資銀行業務不斷發展的因素，應該與美國企業在八十、九十年代發展期間，不斷拓展全球性業務的經濟版圖有關。美國投資銀行順著國內企業發展的足跡遍及全世界的市場，同時也建立起全球重要經濟據點的網絡體系。跟隨企業遍布全球市場的營業據點，不僅符合投資銀行中扮演「照顧企業生老病死」的特性，同時擁有廣大而綿密的銷售通路，更可迅速配售推出的金融商品，對於美國投資銀行業務上的全球拓展的確有著重大的助益。

因此，檢視我國今日經濟產業正值轉型之際，國內企業的國際化拓展至包含中國大陸的華人世界，國內證券商如欲轉型參與投資銀行業務，應可借鏡美國投資銀行的成功經驗才是。

有鑒於此，前財政部政務次長楊子江上任後開始積極推動投資銀行業務，對於投資銀行業務上可掌握客戶，同時藉由發展新商品拓展企業金融，再轉介給消費金融、財務金融共用的特性，楊次長認為發展投資銀行業務將有助於促進國內產業發展。

另外，目前世界各國致力於金融制度的改革，在銀行、證券業務越來越開放的情況下，投資銀行不斷透過合併業務朝向國際化、大型化的複合式金融集團邁進，希望能夠提供顧客百貨式的金融服務。金融商品「一次購足」的趨勢，將反映在銀行、保險、證券及資金管理等金融業務上共同由單一公司提供。客戶可從金融機構取得各式各樣的金融產品與服務，對投資人來說，其資產組合選擇可以利用多樣化，進而達到分散投資風險。傳統金融機構所提供之單一功能服務將轉變為一金融服務超級市場，其銷售之產品與服務將可以涵蓋各層面。

另外，企業對於投資銀行之「直接金融」業務的需求越來越高，然而國內金融相關法令在許多新金融商品規劃上已不足以應付環境需求，導致我國金融業者只能從事於個別的分散性業務，造成規模、

專業服務等難與先進金融發展國家之金融機構相比。

再者，金融機構除維持機構國內經營外，更必須向海外市場拓展，增加海外營運據點並提高海外資本。在全球金融市場相繼整合之際，投資銀行業務亦朝全球化經營邁進。面對金融市場無限商機與潛力，各證券商無不摩拳擦掌，只待法令鬆綁，即可與投資銀行共同分食豐厚利潤。

目前證券商已建議主管機關取消證交法第 15 條中，對於證券商僅能從事證券「相關」業務的規定，積極邁向投資銀行之路。又如元大京華證券透過海外子公司購買一銀海外存託憑證的例子，已透露券商與銀行共創利益的跡象，雙方預期在業務限制陸續解除下，券商、銀行的競爭將會愈趨白熱化，兩者結盟的機會也相對的大大增加。

本研究將會對於上述投資銀行業務進行探討，對於證券商轉型投資銀行業務之相關議題和配套措施進行分析，期能對於證券業者在推動投資銀行業務上有所助益。

貳、投資銀行業務定義、範圍、沿革及展望

一、投資銀行的定義³

「投資銀行」名稱源自美國，因早期美國銀行業者的業務範圍除了涵蓋目前商業銀行的傳統業務外，更兼營證券買賣和承銷業務，故稱之為投資銀行。早期的投資銀行在市場扮演資金中介的角色，作為投資人和發行公司資金流通的橋樑，而主要業務為股票和債券之承銷。但隨著金融環境的急速變遷，投資銀行為了因應潮流的趨勢更將業務多元化，推出的金融產品更是日新月異，從併購、創業投資及資產證券化等，都是投資銀行的業務，使投資銀行不再只是股票和債券承銷商的代名詞，亦促進金融市場的變革。

其實不論美國或英國的銀行法中，均無所謂的投資銀行執照，凡以從事證券、投資業務為主的金融機構，在美國稱為投資銀行 (Investment Banker)，英國則稱商人銀行 (Merchant Banker)。由於投資銀行業務隨環境的改變而更動，因此，如何定義「投資銀行」即成為棘手的工作。依 Robert Lawrence Kuhn 的定義，可將投資銀行以業務範圍大小依序排列如下：

³ 本章節主要內容乃參照「現代投資銀行，謝劍平，2001，智勝文化」。

(一)、最廣義定義

從傳統的承銷角色到廣泛的各式金融諮詢服務皆在投資銀行的業務範圍之內，因此幾乎包含了所有華爾街金融公司所承做的業務。

(二)、次廣義定義

較最廣義的定義範圍縮小，扣除證券零售、抵押貸款、保險商品和房地產的中介等業務，而涵蓋所有資本市場上的活動，如公司理財、諮詢服務、證券承銷、企業併購、創業投資、基金管理及屬於批發性質的金融機構巨額交易等。

(三)、次狹義定義

將範圍再為縮減，未涵蓋商品交易、基金管理、創業投資及風險管理等，僅包括部分資本市場上的活動，而證券承銷與企業併購更是此範圍的業務重心。

(四)、最狹義定義

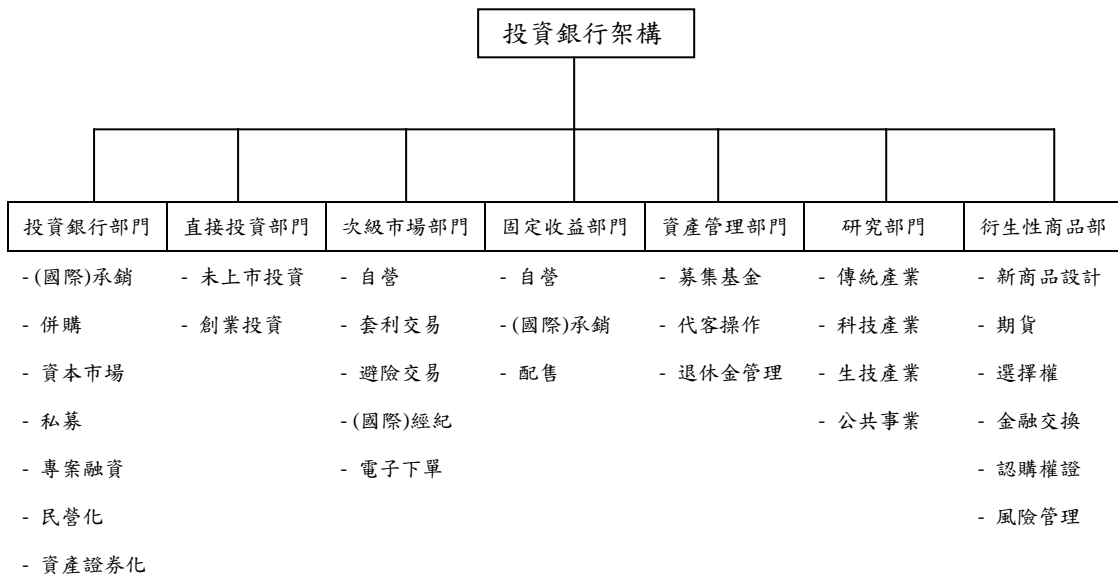
我國綜合證券商多處於此範疇，亦即投資銀行最基礎、最傳統的功能，項目包含初級市場的承銷業務與次級市場的經紀及自營業務。在國內，由於投資銀行發展未臻成熟，本土的投資銀行業務只是零星分散在綜合證券商、證券投資信託及創業投資公司中，因此投資銀行的角色多由外商銀行如花旗銀行(Citibank)、高盛證券(Goldman Sachs)等來發揮。目前國內金融機構中，若將交通銀行、中華開發工業銀行

及元大京華綜合證券所辦理的業務加以合併觀察，即可稱為較典型的「投資銀行」機構。

二、投資銀行的業務範圍

對投資銀行的定義進行介紹後，可以發現其實投資銀行並不同於綜合券商，其中以次廣義的定義較為一般投資大眾所接受。以下將投資銀行的業務畫成架構圖，請參見下圖，至於詳細的業務內容說明，則留待第二章深入頗析。

圖 1-1 投資銀行架構



資料來源：“現代投資銀行”，謝劍平，2001，智勝文化

三、投資銀行的發展沿革

「投資銀行」一詞既源於美國，經由長年累月的發展，美國投資銀行的專業性及規模均在世界金融市場處於頂尖地位，也是各國在發

展投資銀行的師法對象。以下簡介投資銀行在美國的發展過程及當時所面對的經濟環境

隨著美國經濟的變化，美國投資銀行的角色和功能也隨之轉變。投資銀行在 18~19 世紀前半葉的主要業務是政府換券的投資及買賣，此時法人組織的商業銀行掌握當時投資銀行業務中心，但 1837 年美國發生金融恐慌，使得法人組織的銀行割捨投資銀行業務，導致領導權落入私人銀行手中。

1929~1933 年美國再度發生經濟大恐慌，上萬家的金融機構相繼倒閉，就連存款保險公司都瀕臨破產。部分人士認為此乃銀行從事證券相關業務所產生的利益衝突，造成這次連環倒閉的根源，而投資銀行則被認為是受到人為操控及舞弊的行業，於是 1933 年制訂銀行法 (Banking Act of 1933)，又稱葛塞法案 (The Glass-Steagall Act of 1933)，明令禁止商業銀行投資證券經紀商，且不得進行承銷公司證券及市政府收益公債等投資銀行業務，此外，投資銀行亦不得從事吸收存款及辦理放款等商業銀行業務，迫使銀行與證券業在某些方面必須明顯分離，使得商業銀行的存款人免於承擔銀行因承作證券相關業務而增加額外風險。

1930~1970 年，拜美元強勢、穩定的利率及低通貨膨脹之賜，投資銀行業務的推展非常順利，且多數的商業銀行與投資銀行皆謹守規

定，少有逾越。但自 1970 年代，美國有感國內外其他金融機構的競爭壓力，乃開始推動金融自由化，提出證券法修正案(Securities Acts Amendments of 1975)，允許投資銀行成為控股公司及投資成立子公司，經營保險、過度性融資、期貨與創業投資等。此外，全國性銀行可透過子公司對其客戶提供共同基金及單位信託基金之經紀與投資顧問業務服務，包括全權委託帳戶、個人退休基金帳戶、職工福利金等。1987 年美國聯邦準備理事會通過商業銀行得從事證券相關活動，但僅限於以控股公司之形式，業務內容包括商業本票承銷、市政府收益公債承銷及動產抵押證券承銷等。

經歷了 1970 年代以來的自由化與 1980 年代的快速成長，投資銀行的業務逐漸擴展，延伸至外匯、金融期貨、過度性融資、不動產及不動產抵押債權擔保證券等。為了擊敗競爭者而獲取更大的利潤各投資銀行均致力於提供客戶全面性的服務，然而，歷經 1980 年代末期的不景氣，和 1987 年、1989 年的股市大跌，乃喚醒投資銀行的自覺，不再認為應該對所有的客戶提供全面性的服務，改致力於其專精且擅長的業務以獲得高利潤。

美國聯邦準備理事會在 1989 年准許銀行承銷公司債，1990 年准許商業銀行之子公司承銷股票，而到 1995 年，由於商業銀行在華爾街的證券商、共同基金及其他金融業者的夾殺下恐無法長期存活，因

此美國聯邦準備理事會主席葛林斯班及財政部均同意撤銷葛塞法案中限制商業銀行涉入證券與保險業務的規定。1999 年底，美國國會與行政部門就新的金融服務業現代化法案 (Financial Services Modernization Act) 達成協議，允許銀行、證券、保險業務互相跨業經營，並完全撤除葛塞法案。而在實務推動方面，花旗銀行與旅行家集團的合併，可能打破銀行與證券的防火牆，商業銀行與投資銀行在隔離 60 多年後，將有機會再度結合而成為百貨式綜合銀行 (Universal Bank)。

近年來由於資訊科技的快速發展，跨國交易無須透過外國的分支機構即可完成，而資訊普及化的結果，使客戶可以如投資銀行般利用相同的管道獲取市場消息，許多大企業因此不再經由投資銀行來進行傳統的投資銀行業務，而在公司內部設立投資銀行業務部門辦理自身的業務，但一些專業性的交易仍須仰賴投資銀行。資訊的變革使得美國的投資銀行業務逐漸轉向風險管理、金融產品及交易技術的創新領域。

四、投資銀行的未來展望

以目前金融市場的發展及國際投資銀行業務擴展趨勢，投資銀行業的未來展望可歸納為以下幾點：

(一)、直接金融比重逐年上升

根據一項世界性的調查資料顯示，傳統商業銀行占一般企業資金來源的比重已由 1960 年代的 30% 降到目前的 6% 左右，隨著各國及國際間資本市場的日益健全，下降趨勢將會持續。雖然傳統商業銀行仍會有固定的市場需求，投資銀行所提供的直接金融功能，已成功改寫金融界的傳統版圖，會是商業銀行所將面臨的最大挑戰。

(二)、商業銀行在投資銀行中再度出現

以美國為例，在投資銀行及非金融業者的強烈競爭下，商業銀行的發展空間愈形萎縮，因此美國聯邦準備理事會不得不逐步放寬商業銀行禁止從事投資銀行業務的禁令，而准許以控股公司的型態來參與投資銀行相關的業務。投資銀行和商業銀行之間的防火牆維持 60 多年後，已在 1999 年隨著葛塞法案的撤除而逐步瓦解，並朝綜合銀行的方向發展。

(三)、產業集中化：逐漸被少數大型投資銀行所掌控

國內在開放新銀行成立之初，國內眾多財團紛紛集資成立銀行或證券體系來分享封閉已久的資本市場利潤；時至今日，由於銀行或證券業國內版圖有限，導致銀行逾放比例不斷升高，券商收入因手續費折扣戰及退佣比率升高而不斷受損，整合風潮在金融合併法完成三讀後已順勢待發。國際間大型銀行合併案也在維持利潤率的要求下時有

耳聞，如東京與三菱銀行及德意志銀行與德利銀行等案，均足以說明金融產業所將面臨的強烈競爭壓力。投資銀行也是一種資本密集的產業，以英美兩國為例，摩根士丹利添惠投資銀行的淨值就大於英國前二大商人銀行淨值總和，也由於英國在先天條件上的限制，所以英國商人銀行便無法發展全方位的投資銀行業務，只能把重心放在較具競爭優勢的領域。

(四)、財務工程及專業知識日益重要

以目前「亞元雜誌」(Asia Money)及「歐元雜誌」(Euro Money)對國際投資銀行所做的年度評鑑項目來看，包括結構與訂價、研究品質、案件執行、最佳分析師與經濟學家等，可以很清楚地發現投資銀行對專業知識的倚重程度，尤其財務工程在實務界應用日深，不論是套利或評價模型的應用，均已被廣泛採用。

(五)、網路服務的衝擊

隨著網際網路的快速發展，證券公司的服務除了傳統的定點服務外，也開始設立專屬網站以提供大眾金融相關服務，未來在電子交易愈來愈成熟下，證券公司的網路服務功能也更加多元化。以網路下單的證券交易方式而言，美國自 1995 年開始進行網路下單，到 1998 年中的市場佔有率已達 17%；國內的網路下單交易則從 1997 年正式開始，到 2000 年底的月交易量約 45~60 億元，市占率約 8%，雖然與市

場交易量相比仍微不足道，但未來潛力相當可觀，因此各證券公司無不規劃網路下單的交易方式，以吸引更多投資人利用。未來在網路的應用更普及後，證券公司在網路上的服務將改變目前的經營方式。

由以上幾點來看，國際投資銀行未來仍將由大型投資銀行支配整個產業走向，中小型投資銀行將更難以競爭，只能在利基市場中求生存。過去大型投資銀行併購小型投資銀行的方式，將改觀成為大型投資銀行間的相互合併，以龐大的資本額來擴大市場佔有率，而中小型投資銀行也將朝更精緻的服務來吸引不同需求的投資人，以利自己的生存。

第二章 投資銀行業務範圍

壹、承銷業務¹

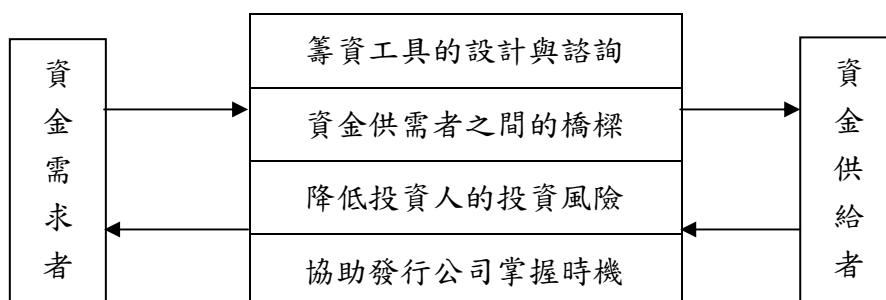
一、承銷業務定義

企業在初級市場中首次公開發行(Initial Public Offering, IPO)或現金增資(Seasoned Public Offering, SPO)時，有關有價證券的募集與發行，如發行條件、承購辦法或公司評估等內容，均為承銷商所負責。

(一)、承銷商的角色

一般而言，公司取得長期資金的管道，除了向銀行借貸，尚有透過資本市場直接發行有價證券來募集資金。而公司若要在初級市場上發行證券來募集資金，承銷商在其過程即扮演著以下幾項角色：

圖 2-1 承銷商所扮演的角色



資料來源：「現代投資銀行」，謝劍平，2001，智勝文化

¹ 本章節主要內容乃參照「現代投資銀行，謝劍平，2001，智勝文化」。

(二)、承銷商的功能

承銷商在初級市場所能發揮的功能，隨著市場規模的不同、各地區法令限制的不同而有所差異。整體而言，一個較完整的承銷商，常會有下述的功能：

1、購置功能

承銷商先以特定的價格，將發行公司欲出售的證券先行承購，再利用其銷售管道分銷給市場上的投資人。

2、分銷功能

承銷商利用本身的配銷管道，幫助發行公司銷售證券，賺取類似中介性質的佣金。

3、諮詢功能

承銷商提供產品設計、市場狀況分析、及相關法令規定等資訊，再依公司財務狀況，提供各項籌資途徑的比較分析；並針對公司發行證券的種類、額度、價格、時機等條件，提出評估報告。

4、保護功能

承銷商可以在市場上進行有價證券價格安定操作，以維持市場價格的安定。投資人可避免購入承銷價格過高的證券，提高參與初級市場證券認購的意願。

二、承銷業務內容

承銷商得經營業務主要為承銷有價証券，包括公開發行公司股票、政府債券、公司債及相關有價証券等，以下分別說明這些內容：

(一)、股權承銷

股權承銷是投資銀行承銷業務中最傳統、業務量最大的項目，依發行時機來區分，可分為初次公開發行上市、上櫃和現金增資發行新股二種。

(二)、債權承銷

承銷商承銷的債券範疇為：政府公債、普通公司債、可轉換公司債和各種創新的債券。

公債部分，由於公債發行機制不夠完善--例如不定期、不定量的發行額度，使得次級市場交易的不確定性提高許多。

公司債部分，承銷商即針對目前債券市場的狀況、未來的利率走勢加以評估，再配合公司的特殊考量，提供可發行債券種類。

(三)、國際籌資工具的承銷

隨著資金的國際化、自由化，企業到國外籌資的情況日益普遍，過去幾年不少知名企業赴海外發行全球存託憑證或美元海外可轉換公司債，以吸收海外的資金，甚至到國外的交易市場申請掛牌。由於國內公司到海外籌資時，對於外國資本市場的制度及相關法令並不熟

悉，故須透過外國投資銀行的輔導來完成。

(四)、認購權證的承銷

民國 86 年 6 月證期會(證期局前身)核准「備兌型認購權證」的發行，所謂備兌型認購權證是由標的證券發行公司以外的第三者所發行的認購權證，經由承銷商將認購權證銷售給投資人而在交易所掛牌上市。

三、承銷方式

一般而言，承銷商根據不同的承銷方式而承擔不同的風險，故所收取的手續費也有所差異。承擔方式的劃分首先可區分為公開募集或私下募集，而在公開募集之下又可細分為確定承銷、餘額承銷、盡力承銷、足額發行。

(一)、對特定人發行

即所謂的「私募」。此種資金募集的方式，是由發行公司直接向機構投資者發行證券來募集資金，而承銷商僅扮演輔助的角色，擔任介紹人、保證人或談判協商者。

(二)、確定承銷

由證券承銷商或主辦承銷商所組成的承銷團直接買下發行公司的證券，再經由各層級証券商所組成的分銷團體，將証券銷售給一般投資人。

(三)、餘額承銷

發行公司經由承銷商向投資大眾招募並接受申請，當申請達相當數量後即宣布停止申請，並由發行公司直接將證券分配給申請認購者，並承諾在一定期間內將先前未被認購完的證券完全承購。

(四)、盡力承銷

承銷商只扮演證券分銷的角色，而不保證發行公司可以籌措全數資金，故資金募集成敗的風險由發行公司自行承擔，必須等到承銷期間屆滿，才能確定資金募集的多寡。

(五)、足額發行

承銷商盡力承銷，若證券未銷售完畢，其銷售活動即終止。換言之，投資大眾雖願意以發行價格購買證券，但發行額度未募足，因此不必也無法付款取得證券。

四、承銷配售方式

(一)、競價拍賣

由承銷商和發行公司，議定競價拍賣的數量和最低的投標價格，並向証券商同業公會申報，辦理公告之後，接受欲購買的投資人投標，開標時以投標價格較高者得標。

(二)、詢價圈購

主辦承銷商舉辦說明會辦理詢價圈購，再將詢價結果加以彙總，

視市場投資人的需求狀況，依證期會(證期局前身)公布「股票承銷價格訂定使用財務資料注意事項」之慣用公式及現行其他合理方式訂出參考價，而後與發行公司議定合理的承銷價格。

(三)公開申購

公開申購配售為最傳統的承銷方式，即由承銷商公告辦理公開申購，由投資人向其開戶的証券經紀商以電話、傳真或當面委託等方式申請認購，若認購數量超過總發行數量時，則以抽籤的方式決定認購者。

(四)、洽商銷售

由承銷商依證期會(證期局前身)公佈的「股票承銷價格訂定使用財務資料注意事項」及現行其他合理方式訂出參考價，而後與發行公司議定承銷價格。

五、承銷業務現況

承銷業務整個過程中，最為重要的即是承銷價格的制定，依現行辦法，國內承銷價格大多是依據證期會(證期局前身)所公布「股票承銷價格訂定使用財務資料注意事項」的慣用公式及現行其他合理方式訂出參考價格後，由承銷商與發行公司共同議定承銷價，其公式如下：

$$P = A \times 40\% + B \times 20\% + C \times 20\% + D \times 20\%$$

A：公司每股稅後純益×類似公司最近三年本益比

B：公司每股股利÷類似公司最近三年平均股利率

C：最近期每股淨值

D：預估每股股利÷一年期定期存款利率

但為使我國承銷制度更為完備及與國際市場接軌，金管會於民國九十三年七月召開「提昇證券發行市場品質專案小組會議」，全盤檢討承銷制度，以下簡要列舉幾點，詳細內容請見第四章說明：

(一)、檢討現行初次上市(櫃)承銷價格慣用計算公式，並為使新股掛牌價格更趨合理，研議放寬掛牌後若干日漲跌幅限制之可能性。

(二)、參酌國際承銷實務，研議承銷契約簽定時點延至承銷價格訂定後之可能性。

(三)、研議降低初次上市(櫃)提撥公開申購比率，並賦予承銷商超額配售權等安定操作功能之機制及配套措施。

(四)、簡化承銷商協助輔導送件相關書件，並加強對申請案件之實質審查功能及責任。

(五)、研議就承辦案件情形、公司治理、財務結構等各方指標建立承銷商之品質管理紀錄，並研議給予紀錄良好之承銷商縮短審查時程等之可行性。

(六)、參考國外規定及實務做法，研議如何增納律師之功能，及加強承銷商及會計師之案件審查功能，以簡化證券相關單位之審查作業並提昇審查效率。

六、承銷業未來趨勢

根據調查指出，近年來企業籌資的管道由原先的間接金融逐漸轉向直接金融方式，而金融統計數字更指出，直接金融在企業的籌資比率已超越間接金融。由此趨勢可知，直接金融在企業籌資管道的重要性與日俱增，而承銷商又是直接金融的樞紐，由此可預見承銷業的未來將是蓬勃發展、無可限量。

但隨著競爭的激烈、籌資工具的不斷創新、企業面臨的財務問題愈多樣化，承銷商所須具備的能力也就愈多。大致來說，一家成功的承銷商所須具備的能力可歸納為下列幾點：

(一)、產品設計能力

企業所面臨的財務問題日趨複雜，承銷商必須擁有強大的產品設計能力，為企業量身定作金融商品，以滿足企業籌資所需。

(二)、產品配銷能力

承銷商必須對客戶資訊有充足的認知，進而瞭解客戶的需求，掌握產品的配銷管道，使承銷過程順暢。

(三)、資本規模

承銷商所能承作的業務量往往受限於資本額的大小，因此資本雄厚與否對承銷商未來發展空間有決定性的影響。

(四)、網路關係

指的是與資本市場中眾多潛在客戶(有募資需求者)、其他資金供應者(金融機構)之間的關係。在具備良好網路關係的基礎上，承銷商必須在資本市場裡尋找潛在資金需求並了解資金供給狀況，才能給予客戶最適時、適量、成功的承銷服務。

(五)、安定操作能力

承銷商所承銷的證券，若能維持價格的穩定，則對承銷商的信譽及專業能力的評價有正面助益。因此，安定價格的能力亦為一家成功的承銷商不可或缺的條件。

(六)、經營團隊

投資銀行經營團隊對承銷業務的重視與支持，往往是承銷業務能否成功的重要關鍵。承銷業務的初期投入成本與同期收益並不成正比，須等所輔導公司成功上市或增資案完成，方有明顯利益可圖；經營團隊在過程中若能給予支援來強化與競爭對手之間的差異性，當有利可於承銷業務的開拓與成長。

貳、購併業務²

一、購併業務定義

購併(Mergers & Acquisitions)，簡稱M&A，企業購併的定義，乃係一個涵蓋「合併」(Merger)與「購買」(Acquisition)兩種不同法律行為的通稱。

以購買股權或資產之方式遂行該公司的營業目的，完成企業結合者為「購」，而以法規上合併之方式完成企業結合者為「併」，廣義的購併泛指所有一切涉及企業控制權移轉與合作之行為；狹義的購併則僅限於以取得股份、讓與營業及法規上之公司合併為手段之企業控制權移轉與合作行為。

「購併」此種經濟行為的名詞說法眾多，國內有稱之為「購併」、「併購」、「合併與收買」、「公司結合」、「兼併」等，國外多以M&A稱之，亦有用「收購」(Takeover)一詞，「收購」與「購併」之差異，僅在於用語之不同，並無差別。

購併從英文字面解釋來看指的是兩種不同行為的企業發展策略，從法律與實務中有不同解釋與作法。以法律面而言，合併(Merger)指兩家或兩家以上公司，依當事者所定契約及依公司法之合併程序，

²本章節主要內容乃參照「企業併購：理論與實務，伍忠賢，2002，新陸書局」。

而歸併為一家公司或新設立一家公司；收購(Acquisition)指一家公司經由交易而取得另一家公司的全部或大部分的股權或資產。

二、購併業務內容

依據經濟行為類別，企業執行業務型態或產業相關性區分，則可分為水平式、垂直式、同源式、複合式四種：

(一)、水平式合併(Horizontal Merger)

基於強化企業在市場中之主導能力與談判地位，而尋求同一產業中從事相同或類似業務性質的公司進行合併，透過集中採購原料或設備、共同參與研發、整合通路等模式，發揮規模經濟效益以降低成本。

(二)、垂直式合併(Vertical Merger)

基於考量上游原料供應與下游銷售間良好和諧關係的維持，發展出同一產業上、下游企業的合併稱之。垂直式合併又可分為向前整合與向後整合兩種類型：

1、向前整合(Forward Integration)

指企業欲追求穩定與低成本之原物料而採取購併上游原料供應商之策略，即下游企業購併上游產業。

2、向後整合(Backward Integration)

上游企業欲藉購併下游產業以掌握行銷通路或市場資訊，以降低產品之銷售成本而採之策略稱之。

(三)、同源式合併(Congeneric Merger)

當一種產業中可分屬不同領域時，企業為追求在整體產業中的優勢，採取結合同一產業中不同業務性質的合併策略稱之。

(四)、複合式合併(Conglomerate Merger)

不同之產業別、公司業務性質與產業特性亦無同質性之企業合併。複合式合併之好處主要有下例兩點：

1、財務方面

由於兩家之間可以相互支撥，故公司持有之流動資金等預防性資產金額將可降低，且公司整體之財務風險也因此分散之效果可以有效降低。

2、管理方面

設立總管理處可以達到管理上之規模經濟與效率。

若以目標公司之經理人是否支持收購計畫來劃分，則收購案可被區分為「善意收購」與「惡意收購」兩種類型：

(一)、善意收購(Friendly Takeover)

係指由收購者事先取得目標公司經理人之同意，將擬好之財務企畫書交賦予董事會，企劃書上說明了兩家公司之購併形式(可以是存續合併、新設合併或是建立母公司與子公司之關係)，而目標公司之股東可獲得收購者之股票，或者是新設公司之股份。在善意收購之架

構下，目標公司經理人在兩公司合併完成之後，多能保留其原有職位。

(二)、惡意收購(Hostile Takeover)

在目標公司經理人不知或者是不願意之情形下，收購者利用股票市場買進多數股權，來達成掌控目標公司之目的者，稱為惡意收購。此類收購行動所需成本通常最高，原因是目標公司之經理人會說服其股東不支持該收購行動，甚至聘請投資銀行採取反收購行動，如此均會提高收購之成本。在此類收購完全後，原目標公司之管理階層多無法保有其職位。

三、購併操作方式

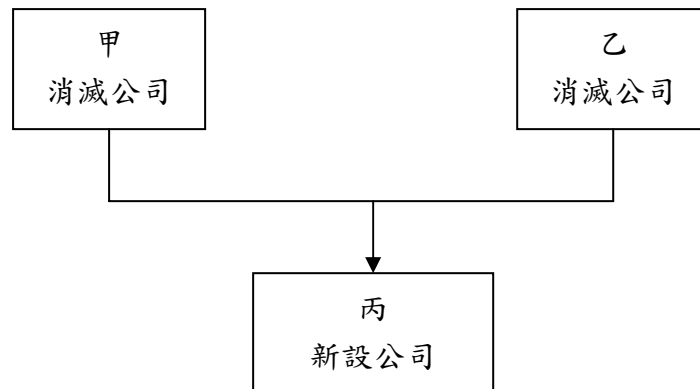
(一)、合併(Merger)

合併的方式有「創設合併」與「吸收合併」兩種：

1、創設合併(Statutory Consolidation)

又名新設合併、設立合併，所參與合併之公司全為「消滅公司」，經由合併而消滅，另外創設一家新公司，而創設公司概括承受所有消滅公司之資產與負債，及相關權利、義務。如下圖所示：

圖2-2 創設合併



資料來源：“企業併購：理論與實務”，伍忠賢, 2002, 新陸書局

而創設合併中，又可分為「三角直接合併」與「三角反向合併」：

(1)、三角直接合併(Forward Triangular Merger)

由收購公司先另行成立一家新公司(子公司)，並以新公司作為主併公司(存續公司)，將被併公司(消滅公司)歸併入新公司。

(2)、三角反向合併(Rreverse Triangular Merger)

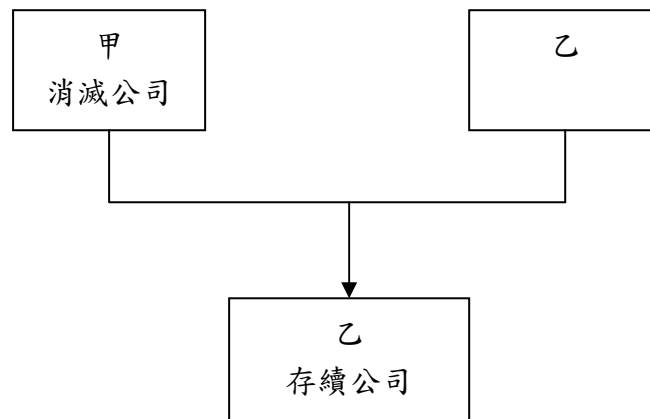
與三角直接合併類似，不同處為由收購公司所成立的公司為消滅公司，而被併公司為存續公司。

2、吸收合併(Statutory Merger)

又稱存續合併、直接合併，企業進行合併過程時，分為「存續公司」與「消滅公司」兩種身份進行相互合併，其中一家公司為存續公司，其他公司消滅歸併入存續公司。

在吸收合併的模式下，另有「反向合併」的進行形式，此企業合併方式與吸收合併之差異在於角色互異，「消滅公司」為主併公司，而被併公司為「存續公司」，如下圖所示：

圖2-3 吸收合併



資料來源：“企業併購：理論與實務”，伍忠賢, 2002, 新陸書局

(二)、收購(Acquisition)

收購可分為「股權收購」與「資產收購」兩種類型：

1、股權收購(Stock Acquisition)

直接向被收購公司股東購買股票或認購增資發行新股稱之，收購者必須概括承受目標公司的所有權利與義務，此時目標公司為收購者之事業單位，但仍可透過購併契約的擬訂，來達到規避或分攤風險的目的。

股權收購的方式除了在股票市場進行公開的股票收購要約外，常見的還有私買賣、徵求委託書等。

2、資產收購(Asset Acquisition)

以現金或股份購買目標公司的資產,為一般資產的買賣交易，透過資產收購，購併公司可以選擇性的滿足所需要的資產，而將不需要的資產予以排除在外，購併公司並不需要承受標的公司的債務。

四、購併業務現況

1996年以來，先進國家股市上漲的兩個主題，一是公司重建(例如裁員)，一個便是合併，三個國家的流行風時間如下：美國從1997年、歐洲1998年、日本1999年。台灣在88年11月，也跟上先進國家股市的流行，許多投信公司認為金融股合併題材可望長期發酵，股價也可望有所表現。

想賺購併利多的股價，倒不見得需等待買方第一次提出收購要約，在此之前春江水暖鴨先知的內線人士以聞香上轎使股價上漲，而且漲幅近乎控制溢價或出價溢價的一半，這部分稱為「收購要約前股價暴漲」。至於收購要約之後股價上漲的部分稱為「收購要約後股價上漲」。

所以，在購併過程中，一直到購併完成日，目標公司股價大都會扶搖直上，上檔多以買方平均每股收購價為限。此時，風險套利者聞風而至，乘機買進目標公司股票，以套股此段期間上漲的資本利得，稱得上「投機性購併」。一般來說，扮演風險套利者的投資銀行業者，大都會有福同享的邀請往來密切客戶共同投資，此也正是投資人賺取橫財的時機。

根據美國德州科技大學(Texas Tech University)、杜克大學(Dukes)等三位教授(1992)所做的研究指出，套用文獻探討的結果，在併購情況下，如果併購成功，風險套利者從中插花必有利可圖。反之，要是併購無疾而終，由於股價回跌至併購宣布前股價，風險套利者可能會被高價套牢，或是只好認股殺出。另外，在收購要約情況下，研究期間從1971至1985年，涵蓋761個收購要約的案例。由於股票收購要約的對象是目標公司的股東，如果股東拒絕收購要約，代表目前買方收購價太低，或股東期待以後有更好的售價。因此在收購要約情況下，不管是否收購成功，目標公司股價皆會上漲。這對風險套利者來說，風險自然比純併購情況時為低。

五、購併業務未來趨勢

(一)、企業在進行購併之前，首先要釐清的，即是公司之長程目標為何、欲跨足什麼產業、須收購哪一類公司等。企業若能將條件列出來，

投資銀行即可進行規劃，設立專業購併研究小組，與律師事務所及會計事務所合作，為企業作出試算表、幫企業篩選購併目標供其選擇，並研討國內外相關之購併案例，做出一份完整之評估報告，並分析所有購併對象對企業最有利者，以及列舉所有合併收購方式之優缺點、程序及稅務影響等專業諮詢之服務。

(二)、購併契約中之部份爭議焦點必須在談判桌卜解決，例如：是採取收購資產還是收購股權；抑或採取資資換股還是直接合併？在談判的過程中，必須備財務報表及相關文件，同時並有幕僚隨時進行精算以及律師之法律風險評估。

(三)、企業進行購併之成敗關鍵，除了購併對象之考量之外，最大的問題其實是購併者之資金限制及融資安排。投資銀行除可協助公司辦理股票發行、發行公司債或可轉換公司債等資本市場工具籌資之外，也可以提供過渡性貸款(Bridge Financing)來解決短資金需求。

參、資產證券化業務³

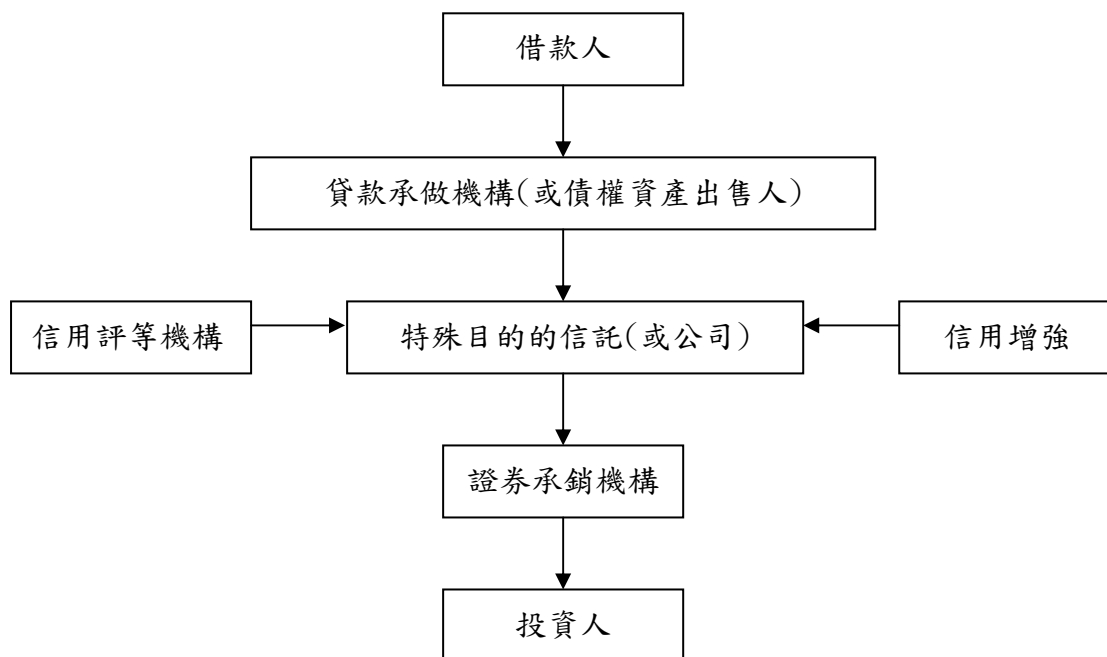
一、資產證券化業務定義

企業單位或金融機構將其能產生現金收益的資產加以群組 (Pooling)，然後發行成證券 (Securities)，出售給有興趣的投資人，藉此過程，企業單位或金融機構能向投資人籌措資金。

二、資產證券化業務內容

(一)、證券化之發行架構

圖 2-4 證券化之發行架構



資料來源：“資產證券化：理論與實務”，陳文達、李阿乙、廖咸興，2002，智勝文化

³ 本章節主要內容乃參照「資產證券化：理論與實務，陳文達、李阿乙、廖咸興，2002，智勝文化」。

1、借款人

借款人向承貸機構舉債，形成債權。此後，借款人依合約按時繳納本金與利息，成為證券化債券的現金流量來源。

2、承做機構/發起機構/服務機構

金融機構在承做貸款後，可以出售貸款給其他機構或自行組合貸款群組，發起證券化，成為證券化出售機構(Sellers)或發起機構(Originators)。

3、特殊目的工具

特殊目的工具(Special Purpose Vehicle, SPV)代表所有投資人承接債權出售者所售出之債權，並發行證券化的受益憑證或證券，是證券化的主角。特殊目的工具的組織形式不一，可為信託、公司或其他型態，端視其稅法上的避稅性而定。由於信託方式廣為業界使用，為行文方便，以下便使用特殊目的信託(Special Purpose Trust, SPT)稱呼。

4、信用增強

證券化的主要產品是信用平等優良的債券。為了使債券信用評等優良，必須對信用風險加以控制，俾使證券發行的財務結構優質化。適當的信用增強(Credit Enhancement)，可以在低廉的成本下提高債券品質並且降低融資成本。

5、評等機構

評等機構(Rating Agency)的工作是審核資產群組(Asset Pool)能承受的風險強度，並公平的賦予評等，以利投資大眾做決策。

6、承銷機構

在證券發行後，必須交由承銷機構(Underwriters)以公開上市交易或私下募集方式銷售出去。承銷機構依據其經驗與專業知識分析市場狀況，並提供訂價(Pricing)之諮詢服務。

三、資產證券化操作方式

(一)、房貸證券之一：房貸轉付證券

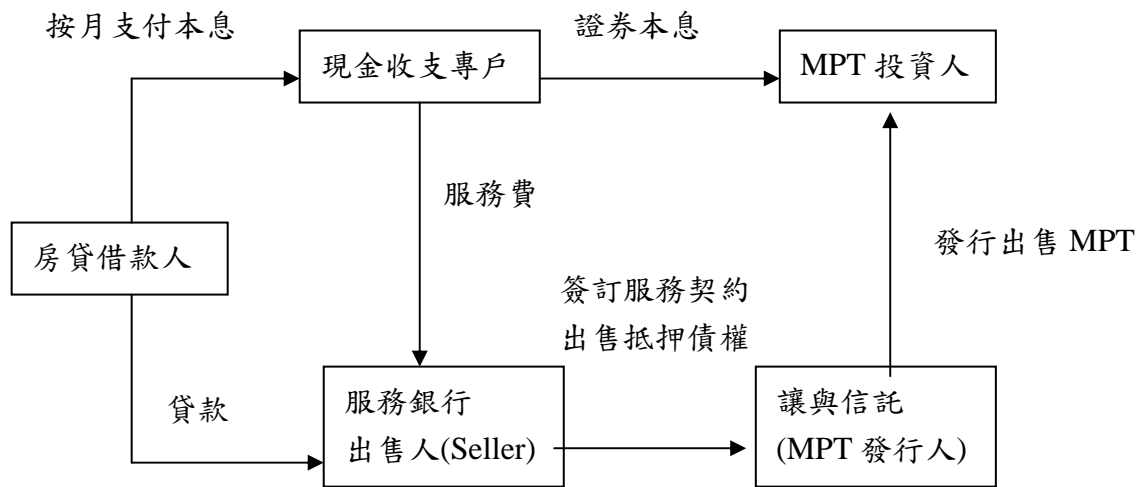
1、簡介

所謂房貸轉付證券(Mortgage Pass Throughs, MPT)是指金融單位在承做不動產抵押貸款後，經由自身或中介機構組合成貸款群組(Mortgage Pool)發行持分權益(Undivided Interest)出售給有興趣的投資人。投資人在購買房貸轉付證券後，即擁有該群組貸款，但該群組貸款之所有權是以讓與信託(Grantor Trust)之方式持有，而其管理則由服務銀行負責。

2、房貸轉付證券之發行結構

見下圖說明：

圖 2-5 房貸轉付證券之發行結構



資料來源：“資產證券化：理論與實務”，陳文達、李阿乙、廖咸興, 2002, 智勝文化

(1)、房貸借款人

向銀行借得款項，並依貸款條件按時繳交本息。

(2)、原貸銀行/服務銀行(Originator/Servicer)

在銀行承做了一定數額的抵押貸款後，便可將之組群，出售給讓與信託，而由讓與信託發行證券出售給投資人。原貸銀行則變為服務銀行以負責各項收款與發款之相關業務。

(3)、讓與信託

讓與信託為信託架構之一，主要適用於轉付架構，其功能有：(1)代表並保護投資人的利益。(2)是標準的消極經營(3)在銀行出售抵押貸款給投資人後，讓與信託形成一道防火牆。若銀行發生財務困難，債權人無法對該群貸款提出追索之要求。

(4)、投資人

出資購買抵押貸款群組所產生之證券，且其權益受到讓與信託之保護。

(二)、房貸證券之二：擔保房貸憑證

1、簡介

擔保房貸憑證(Collateralized Mortgage Obligations, CMO)的目的主要是為了吸收與化解提前還本的風險。

2、CMO 的組成

CMO 的現金流量來自於其背後的抵押貸款。因此，要了解它的特性就必須先了解它的組成方法。CMO 的組成方式有兩種：

(1)、發起人可以結合多個貸款條件相同的機構房貸轉付證券以形成一個 CMO。

(2)、發起人也可以個別抵押貸款來組群。

3、轉付證券的訂價

房貸證券的種類包羅萬象，其中機構轉付證券為主流產品，其交易量大，在市場上可以找到價格。因此，機構轉付證券的訂價問題主要是尋找轉付證券的到期報酬率。在本節中，我們由淺入深介紹兩種常見的定價方法：靜態現金流量報酬率法、靜態利差法。

(1)、靜態現金流量報酬率法

目的：利用轉付證券的價格找出其到期報酬率，靜態現金流量報酬率可由下式解出：

$$P = \frac{CF_1}{1+r} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n} = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+r)^i}$$

其中，P 為債券價格， CF_i 為該債券在第 i 期的現金流量，r 則是我們要解的靜態現金流量報酬率。從上式我們可以看出現金流量 CF_i 的設算在計算 r 的過程中扮演著十分重要的角色。

(2)、靜態利差法

為了顧及到殖利率曲線上所反映的不同期限之折現率，靜態利差法以公債殖利率曲線上各不同期限之折現率加上一固定的利差作為訂價的折現率，因此，本法較靜態現金流量報酬率法較優之處，在於本法考慮到了不同期限的折現率不同。其求解法則是解下式以求得其中的 SS：

$$P = \frac{CF_1}{(1+r_{01}+SS)} + \frac{CF_2}{(1+r_{02}+SS)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r_{0n}+SS)^n} = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+r_{0i}+SS)^i}$$

其中， r_{0i} 為利用不同期限政府公債求出之即期利率，SS 為靜態利差，即反映轉付證券與政府公債之間的風險貼水差異。本法之

特色在於每期的折現率不一定相同，以反映殖利率曲線的形狀。

四、資產證券化發展現況

近年來，許多新的證券化產品層出不窮，市場上無奇不有，可以說只要未來能夠產生現金流量的債權幾乎無不可能成為證券化標的。以下我們介紹幾種較新的證券化產品：資產基礎商業本票(Assets Backed Commercial Papers, ABCP)證券化，並討論擔保債券憑證(CBO)與擔保貸款憑證(CLO)。

(一)、資產基礎商業本票

資產基礎商業本票證券化是一個特殊的目的的工具發行商業本票集資來融通各種資產的取得。資產基礎商業本票大多是短期的債務，一般不超過 270 天，形式可能是付息票債券或折價債券，其收購資產五花八門，包括各種短期應收帳款、汽車貸款、租賃契約、公司債、政府債券、各種金融資產證券化商品等。

金融界開始將證券化技巧應用到商業本票的發行之動機可歸納為下列幾點：

1、降低商業本票的風險與資金成本

用信用增強與流動性資金措施的方式控制風險，故其所產生的商業本票債信較高，所需支付的利率較低。

2、調節資產負債表

可達成表化融資目的，使金融機構可同時將資產與負債移出資產負債表。

3、套利機會

金融機構可利用其所募集的低利資金購買高報酬率的資產，從中賺取利差。

各債務人向金融機構融資，產生債權。各金融機構將其承做貸款組合，並對其貸款群組加上一些出售人階段信用增強出售給證券化管道。證券化管道即以這些債權為基礎，發行短期商業本票出售給投資人。為取得好的評等與好的售價，證券化當局必須安排整個證券化的信用增強。為了防止整個證券化現金收入與現金支出日期錯開帶來的流動性不足的可能性，證券化當局會安排一個流動性支撐機制。

(二)、CBO/CLO

擔保債券憑證(Collateralized Bonds Obligation, CBO)是以一群債券為基礎，從事證券化後所發行的證券，擔保貸款憑證(Collateralized Loans Obligation, CLO)則是以一群貸款為基礎，從事證券化後所發行的證券。在 CBO/CLO 證券化中，金融機構以發行高評等資產債券所取得之資金收購債券(CBO)或承做收購貸款(CLO)；而這些收購的對象一般而言，大部分是高報酬債券或貸款。

一般 CBO/CLO 發行的目的：

1、套利

2、增加管控資產負債表的能力

五、資產證券化的回顧與展望

證券化正逐漸改變我們的金融生態，透過證券化我們對於許多金融界資產的風險與現金流量可以重新安排，使其能更符合投資人的需求。這個特點對以開發國家或較落後的市場都非常重要，因此，我們相信證券化的發展才剛開始，在邁入全球化的路途中，我們將預期會有新的資產作為證券化的標的物，且讓我們拭目以待。

肆、風險管理⁴

一、風險管理的定義

「為組織或個人所面臨的損失之純粹暴露情形所做的確認與評估，以及針對該暴露情形選擇與執行最適當技術，所做的一連串系統式過程謂之。」風險管理乃是一管理過程，其中包括指認 (Identification)、評估 (Evaluation)、選擇 (Selection)、執行 (Implementation)。各步驟循序漸進，循環回饋，而這中間的執行有賴相當的專業知識與數量方法作為依據。

風險管理不僅僅是管理衍生性金融商品，利率、外匯等類型的風險，其所要面對的是要以管理投資組合的方式，管理全機構所面臨市各方位風險；風險管理也不只是設置釋當之管理監控系統與程序，更是要延攬具備專業的人員以及培養出必要的風險管理文化，風險管理不僅僅是降低可能發生損失的風險，更要努力增加投資報酬。

風險管理與保險管理雖然相似，但其中相異之處，宜先與以釐清。首先風險管理範圍較廣，較為強調對於風險暴露所做的確認與分析，保險只是處理風險暴露的方式之一，所以風險管理涵蓋保險管理，反之則不成立。

⁴ 本章節主要內容乃參照「財金風險管理：理論應用與發展趨勢，劉威漢, 2004, 智勝文化」。

二、風險管理的財務工具

風險管理之財務工具只在轉移(Transfer)或是避險(Hedging)，蓋可以分為五類：衍生性金融商品、保險、再保險、資產與負債之管理，以及資產證券化。

早期財金機構之風險管理就幾乎等於衍生性金融商品的管理，其中較為通用的衍生性金融商品包括：選擇權(Option)、期貨(Futures)、遠期合約(Forward)、交換權(Swaps)、複合式證券(Hybrid Securities)、上限(Cap)、下限(Floor)，由於金融市場的開放發展，衍生性金融商品種類也趨多樣化，市場也更趨活絡，投資人在運用衍生性金融商品更須多加考量

三、期貨

期貨契約是一種以標準化的財務契約，指明在未來的特定時點，以特定的價格來買賣特定商品的契約。當契約到期時，交易雙方必須履行交割(Delivery)的義務，即買方交錢，賣方交貨，以完成契約的規定事項。而為了確保交易能夠安全執行，買賣雙方均要繳交保證金，這種契約便是所謂的期貨。

依期貨標的物的商品種類，期貨契約可分為商品期貨與金融期貨兩大類。商品期貨是以農產品、金屬等為標的物，如黃豆、棉花、石油、咖啡，小麥等；而金融期貨則以金融工具為標的物，如股票、債

券(利率)、股價指數、匯率等。

隨著台灣資本市場的自由化與國際化，本土期貨賞品也於民國87年。台指期貨於87年7月21日正式掛牌交易，相隔一年後(88年7月21日)，台灣交易所又推出電子類股指數期貨與金融類股指數期貨兩種新商品。為了讓市場能吸引更多的參與者，90年4月21日推出小型台指期貨，其契約乘數僅台指期貨的四分之一，較適合一般的小額資金。90年6月30日更進一步推出台灣50指數期貨。

期貨契約是一種高風險、高報酬的投資工具，所以投資人在涉及期貨交易時，應注意本身能夠暴露風險的程度。期貨的交易，投資人只要繳交保證金，並非標的物本身的價格，故期貨有以小博大的作用。當期貨價格走勢如預期時，投資人固然可以賺取很高的報酬率，但當預期錯誤時，投資人也會損失慘重，甚至連投入的本金也沒了。所以，投資期貨的風險意識必須相當高，投資時不可不慎。

期貨市場的參與者主要有避險者及投機者。因為期貨具有避險的作用，所以很多避險者利用期貨與現貨的反向交易，來規避未來的價格風險，至於投機者，本身並沒有現貨部位，其涉及期貨交易，純粹是憑藉自己的預測，而欲從期貨市場中獲利。

期貨契約是從遠期契約發展而來的，兩者之間有何異同？首先，兩者都是在未來的特定時點執行契約，但是期貨契約對於交易標的物

有明確規定，如數量、品質、交割日期等，而遠期契約在這些條款上則是由交易雙方自行協議即可，其契約內容沒有固定規格；其次，在交易方法上，期貨契約在集中市場交易，而遠期契約則是由交易雙方私下協議或透過店頭市場；另外期貨契約在交易後，均由期貨結算機構進行履約保證，因此違約風險幾乎等於零，但遠期契約仍有單方違約的風險在。除此之外，買賣期貨契約的交易雙方都須繳納保證金，以保證到期時能履行合約；但在遠期契約則完全沒有這個制度，完全以對方的信用為基礎。

最後，期貨契約因為標準化，因此只要進行沖銷交易，即可將手上持有的期貨契約結清，但是遠期契約受限於規格不一，沖銷不易，只能持有契約到交割日，在仔食物交割結算。

(一)、期貨的避險策略

由於期貨本身是以現貨為標的物，其價格漲跌與現貨具有某些程度的相關性，因此投資人可根據此種價格波動關係，從事避險規劃。例如，某股票型基金持有與大盤股價指數類似的投資組合，為了使其股票投資組合不至於在大盤股價指數下跌時蒙受損失，其可以在期貨市場賣出股價指數期貨；若大盤股價指數真的下跌了，股價指數期貨也會跟著下跌，此時現貨股票部位的損失便可以由期貨部位(因為得以較賣出價位為低的價格平倉)來彌補，使其投資組合的價值維持不

變。這只是概略的說明，在進行避險的過程仍須考慮許多因素，才能使期貨避險的功能有效發揮。

(二)、期貨的投機與價差策略

基本上，投機策略就是一種買低賣高的操作手法，也就是說，投機者在現貨市場並沒有持有任何部位，這是與避險者最大的不同，指依據其本身的預期試圖在期貨市場賺取因期貨價格變動而產生的價差利潤。由於沒有現貨部位，投機者所暴露的風險程度相當高，而其所承受的風險是，則是由其他市場參予者(避險者)轉換過來的，因此就其正面的角度，投機交易意味市場提供風險轉移的機會，同時也增加市場的流動性，而其買低賣高的操作手法，有時甚至於有助於期貨價格的穩定，固投機活動在市場上有其存在的必要。當然若市場上充斥著投機的風氣，甚至有操縱價格的行為，主管機關則必須加以制止。

期貨價差交易是指在買進一期貨交易的同時，也賣出另依期貨契約的操作方法。若兩期貨契約的價格走勢相關性高，則多頭部位的損益會與空頭部位的損益將會有相互抵銷的效果，始價差交易小於單獨買進或賣出一期貨契約的損益。價差交易與投機策略的差別在於風險的大小，單純投機策略判斷錯誤時，會造成相當大的損失，價差交易因為同時買進與賣出相關的期貨契約，若其中一契約產生損失，則另一契約所產生的利得，可以抵銷部份損失，風險較單純投機小，因此

價差交易的委託，所需的保證金較少。

(三)、期貨的套利策略

期貨與現貨的價格存在著理論的相關性，因此，當期貨價格與現貨價格偏離理論關係時，就存在著套利機會。套利者會在現貨市場與期貨市場同時進行反向部位的交易，已獲取無風險的套利空間，而此套機會會隨著套利者不斷地加入而消失，因為套利者的買賣行為會促使期貨與現貨價格的關係趨於均衡。

四、選擇權

選擇權契約是指當契約的買方付出權利金(Premium)後，即享有在特定時點或期間內，向議約的賣方依契約宰名的履約價格(Exercise Price)買入或賣出一定數量標的物的權利。若為買進標的物稱為買權(Call Option)；若為賣出標的物稱為賣權(Put Option)。依標的物的種類，選擇權亦可以分為商品選擇權與金融選擇權兩種。與期貨不同的是選擇權買方只有權利沒有義務，所以選擇權的買方不用繳納保證金。但是選擇權的賣方則不同，為了避免賣方違約的現象發生，賣方仍必須繳交保證金最為履約的保證。

當買權的標的物的市場價格高於契約所訂的履約價格，則此買權將有履約價值，買方可以行使權利，以賺取價差。反之，當買權的標的物的市場價格低於契約所訂的履約價格，則此買權將沒有履約價

值，因為在市場及可以買入較便宜的標的物，而無須行使買權，投資人的損失將只是當初所支付的權利金而已。相反地，賣權的標的物的市場價格高於契約所訂的履約價格時，買方將放棄這個權利，因為市場上可以賣的價格更高，無須行使賣權；而當標的物的市場價格低於契約所訂的履約價格時，買方將行使權利，以賺取價差。

至於選擇權的賣方，當買方放棄權利時，即可以賺取之前所收取的權利金。但是當買方行使選擇權時，賣方即會面對損失。由以上的說明可知，選擇權的買方風險有限，最大的損失只有權利金的額度；但是賣方不同，所能賺取的最大利益只限於權利金額度，但是損失卻沒有限制，所以選擇權的賣方風險可能無限。

繼期貨交易後，民國 90 年 12 月 24 日我國也正式開放台指選擇權與股票選擇權的交易，提供更多的新金融商品供投資人使用。

(一)、選擇權的避險策略

選擇權與期貨契約兩者，都具有避險功能。當避險者愈規避或逼動的風險時，可以單純地買進買權或買進賣權來完成避險的策略。此外，掩護性買權也是避險者欲規避選擇全部位風險時所常採取的避險策略。

若避險者欲規避現貨價格上漲的風險(如未來將買進該種類的現貨)，可以買進該標的物買權來避險；未來若該現貨價格真的上

漲，則持有買權部位的獲利即可以彌補現貨購買成本增加的機會損失。

反之若避險者欲規避現貨價格下跌的風險(如目前已持有該種類的現貨)，則可買進該標的物之賣權來避險，而此種策略又稱為保護性賣權策略；未來若該現貨價格真的下跌，則持有賣權部位的獲利即可彌補持有現貨部位的損失。

掩護性買權通常由賣出買權合持有標的物組合而成。使用此策略的目的，主要在於規避未來買權買方行使權利的風險。買權到期時，若其標的物的市場價格高於履約價格，買權買方將會行使權利，如果賣方已持有標的物部位，便不須在市場上以市價買進等量的標的物，而可以將原持有的標的物進行交割，如此可以避免損失。

(二)、選擇權的價差策略

選擇權價差策略主要分為兩種類型：1、垂直價差策略；2、水平價差策略。垂直價差策略是指同時買進及賣出不同履約價格，但是兩者到期日相同的買權或賣權之投資策略。而水平價差策略則是同時買進及賣出相同履約價格，但是兩者到期日不同的買權或賣權之投資策略。

1、垂直價差策略

多頭價差策略乃投資人預期選擇權標的物價格未來將上

漲，且上漲幅度不大時所採取的價差策略。以買權的之操作方式為例，投資人必須同時買進及賣出標的物相同、到期日也相同之買權，但買進的買權履約價格需較賣出的買權為低。

除了買權外，力越賣權亦可以建構出多頭價差策略。其操作方式為投資人必須同時買進及賣出標的物相同、到期日也相同之賣權，但買進的賣權履約價格需較賣出的賣權為低。

與多頭價差策略相反，空頭價差策略是適用於投資人預期選擇權標的物價格未來將下跌，且下跌幅度不大時所採取的價差策略。以買權為例，投資人必須同時買進及賣出標的物相同、到期日也相同之買權，但買進的買權履約價格需較賣出的買權為高，來建構空頭價差策略。

同樣地，空頭價差策略也可以使用賣權來建構，投資人必須同時買進及賣出標的物相同、到期日也相同之賣權，但買進的賣權履約價格需較賣出的賣權為高。

2、水平價差策略

之前介紹的價差策略，買賣的選擇權的到期日皆相同但是履約價格不同。而現在介紹的水平價差策略則相反，其所買賣的履約價格皆相同，但是到期日卻是不同。以買權為例，水平價差策略是指買進到期日期間較長的買權，並同時賣出到期期間較短的買權，兒倆買

權之履約價格相同。主要用於投資人預期未來價格變動不大或持平時，就可以採用水平價差策略。

(三)、選擇權的混合策略

跨式部位是指投資人同時買進(或賣出)買權與賣權，而奇買權與賣權之標的物、履約價格及到期日皆相同。依操作的方式(買進或賣出)，跨式部位又可以分為多頭跨式部位與空頭跨式部位。

多頭跨式部位是由投資人同時買進到期日與履約價格皆相同的買權與賣權所組成。採取多頭跨式部位，原因在於預期未來標的物價格波動太大，投資人無法判斷標的物價格的趨勢，因此採取多頭跨式部位，當標的物價格有劇烈波動時，將可獲得利潤。不過若標的物價格沒有太大的波動，將會產生損失。

空頭跨式部位是由投資人同時賣出到期日與履約價格皆相同的買權與賣權所組成的。當未來標的物價格沒有太大波動時，此投資策略將可獲得利潤。不過若標的物價格波動太大，將會產生損失。

勒式價差策略類似上述的跨式部位，只是其所買進或賣出的選擇權之履約價格不同，但是標的物及到期日仍然相同，又稱為混合價差策略。而根據操作的方式，也可以分為多頭勒式價差策略與空頭勒式價差策略。在多頭勒式價差策略中，買進之買權的履約價格較買進之賣權為高。多頭勒式價差策略與多頭跨式價差策略類似，當標的物價

格波動很大時，投資人均可以獲利；反之若波動幅度不大，投資人將會產生損失。而兩者的差異在於多頭勒式價差策略要產生獲利時，其標的物價格的波動要大於多頭跨式價差策略的幅度。但是，當標的物價格波動幅度不大時，多頭勒式價差策略的下方風險較小。

而空頭勒式價差策略，則是同時賣出相同標的物與到期日的買權與賣權，但是買權的履約價格同樣較賣權高。

伍、資產管理業務⁵

一、資產管理業務定義

資產管理是指由資產管理機構(或投資銀行)集合投資大眾之資金，以其對於資本市場之專業，並倚靠旗下之研究團隊提供投資建議，再委由經驗豐富之經理人操盤，期能為投資人創造收益並控管風險。

二、資產管理業務內容

(一)、共同基金之意義

所謂共同基金(Mutual Fund)乃募集投資大眾的資金，交由證券投資信託公司、投資銀行或投資公司等專業經理公司，運用其專業知識與經驗來作妥善的規劃，將資金投資於各種不同金融資產上，並發揮規模經濟的效果，期能賺取最大利潤，讓參與共同基金的投資人分享。

(二)、共同基金之特性

- 1、匯集小額投資人的資金
- 2、專業投資機構的管理與運用
- 3、有效分散投資風險

(三)、共同基金之種類

⁵ 本章節主要內容乃參照「現代投資銀行，謝劍平，2001，智勝文化」。

1、根據基金發行後之規模是否固定來區分

(1)、開放型基金

基金規模不是固定的，通常自基金發行日起一段時間後，投資人可隨時向基金公司申購或贖回，而基金的規模也隨投資人的買賣變動，買賣的價格以基金的每單位淨資產價值(NAV)來計算。

(2)、封閉型基金

基金在成立後規模固定，基金募集期間，投資人向投信公司申購，一旦基金之最高淨發行總額全部募足，或募集期間屆滿，並募得最低發行總額，投信公司即將受益憑證申請上市，上市後，投信公司不再接受贖回或申購，一切買賣透過證券商以基金當時的市價在集中市場公開買賣交易。

2、根據基金之投資目標及投資策略來區分

表 2-1 共同基金之種類

基金屬性	投資標的	追求目標	風險程度	訴求對象
收益型基金 (1)貨幣型基金 (2)債券型基金	短期票券、債券 附條件交易公 債、公司債	固定收益	低	(1)風險承擔能力 低 (2)重視穩定收益 (3)有節稅需求
平衡型基金	股票、固定收益 證券(債券、短 期票券)	兼顧固定收益 及資本利得	中	(1)一般投資人 (2)退休基金
成長型基金	股票	穩定資本利得	高	(1)一般投資人 (2)年輕族群
積極成長型 基金	高成長及高風 險之股票	高度資本利得	最高	(1)年輕族群 (2)願承擔風險者

3、根據投資標的來區分

- (1)、股票型基金(Stock Fund)
- (2)、債券型基金(Bond Fund)
- (3)、貨幣市場基金(Money Market Fund)
- (4)、認股權證基金(Warrant Fund)
- (5)、貴金屬基金(Precious Metals Fund)
- (6)、產業基金(Sector Specific Fund)

4、根據投資地區來區分

- (1)、單一國家型基金(Country Fund)

基金募集資金後，將以單一國家的證券為投資標的物。當投資人特別看好某個國家具有發展潛力時，可以針對該國選擇國家基金。

- (2)、區域型基金(Regional Fund)

投資於某特定區域內的證券，可分散對單一國家的投資風險。常見區域型基金有大中華經濟圈、亞洲新興國家、北美地區、拉丁美洲及東歐基金等。

- (3)、國際型基金(International Fund)

向本國人募集資金後，將資金投資於本國以外的世界各地。

(4)、全球型基金(Global Fund)

向本國人募集資金後，將資金投資範圍遍及全球，亦可投資本國股市。

5、其他基金類型

(1)、避險基金(Hedge Fund)

避險基金之投資標的廣泛，舉凡股票、債券、外匯、期貨(包含金融期貨及商品期貨)、選擇權及其他衍生性金融商品，皆為其經理人可以投資之範圍。避險基金所提供之報酬率，與股票型基金報酬率之相關程度很低，投資人若將避險基金納入其股票投資組合，將可收降低投資組合整體風險之效果。

避險基金一般的操作方式，即放空「被高估」的證券及買進「被低估」的證券，使整個投資組合不論在市場走勢是多是空均可獲利，故有其「避險」之名。索羅斯的「量子基金管理公司」及朱力安羅伯森的「老虎基金管理公司」均屬其中的佼佼者。

(2)、基金中的基金(Fund of Fund)

乃是指將所募集到的資金投資在其他共同基金的基金，此種基金在雙重收費下管理費用相對較高。

(3)、指數型基金(Index Fund)

投資組合主要透過模擬股市的股價指數的持股比重，來進行

選股操作，由於選股與股價指數編製公式一致，因此基金的淨值與指數漲跌幾乎同步。

(4)、保本型基金(Guaranteed Fund)

其特色在於一定期間內，由銀行出具證明，對所投資的本金提供一定比例的保障。保本基金其操作方式，乃先利用投入資金的大部份投資於固定收益的工具(如債券)以孳生利息後，再將利息投資於外匯、選擇權及期貨等具有高風險的衍生性金融商品，如當市場行情上漲時，投資人可依據事先約定的比率分紅；當市場行情下跌時，可依約定到期時，由銀行保證收回本金。

(5)、護本型基金(Pro-equity Fund)

其特色與保本型基金相同，而唯一不同點在於保本基金的本金保證是由銀行出具證明予保證，具法律效益；而護本基金乃利用本身資金配置在各種不同投資工具的操作設計，以鎖住淨值下檔風險，即使行情如何下跌，其淨值甚少跌破期初設定的護本價格，對投資人投資的本金提供護本價格的保障。

(6)、雨傘型基金(Umbrella Fund)

是基金公司為吸引投資人而設計的商品，基金公司將旗下一組基金(包含數支子基金)納入一個傘型下，包裝成一個組合商品，通常傘型下的子基金種類包括股票、債券及貨幣等各類基金，且投資範

圍亦包含全球各市場。投資人只要投資這組傘型基金下的任何一支子基金，可以在一定的期間內享有一定次數，免費在各個子基金內進行轉換的權利，基金公司不再額外收取任何手續費，有些則是付較低的轉換費。

(7)、無人基金(Unmanned Fund)

基金沒有經理人來操盤管理，而完全交由電腦系統來負責風險控管，以決定基金何時買賣股票。此設計可避免基金受到人為的情緒性干擾，而造成追高殺低的現象，進而影響基金的淨值表現。

(四)、共同基金的投資策略

1、定時定額投資法

乃是投資人每隔一段時間，通常是1個月，以固定金額投資於某一開放型基金，以分批買進，以降低時間風險，定時定額亦被稱為「平均成本法」(Dollar-cost Averaging)，此法適合長期投資人。優點如下：分散風險、儲蓄兼投資、理財便利。

2、適時進出投資法

以單筆資金一次申購，而以市場行情為依據波段操作，投資人需熟悉股市的投資，在買賣基金時應先研判基本面、技術面、資金面、政策面、政治面及心理面等因素，具備分析研判的能力，再加上投資專家的建議。

3、轉換調整投資組合法

利用轉換調整投資組合中的股票型、債券型基金的比重來分散風險，以達報酬率極大化，當股市行情轉強時，可將投資組合資金大部份投入股票型基金，少部份投入債券型基金；當股市行情轉弱時，可將投資組合內的股票型及債券型基金互相調整轉換，使資金大部份投入債券型基金及少部份於股票型基金，以降低風險性。

(五)、共同基金績效評估

1、Sharpe 指標

Sharpe 指標是由資本市場線導出；此法以報酬的標準差來調整投資組合的報酬，衡量投資組合每一單位總風險所獲得的風險貼水，該指標愈大，表示獲得的風險貼水愈多，則投資績效愈好，其公式為：

$$S = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$$

S：Sharpe 指標

R_p ：投資組合報酬率

R_f ：無風險報酬率

σ_p ：投資組合報酬率標準差

2、Treyner 指標

Treyner 指標是由證券市場線導出，其隱含意義認為僅不可

分散之系統風險才須給與風險貼水。此方法衡量投資組合每一承擔一單位風險所獲得之風險貼水，該指標愈大，表示績效愈好，其公式為：

$$T = \frac{R_p - R_f}{\beta_p}$$

T：Treynor 指標

β_p ：投資組合之系統風險衡量值

3、Jenson 指標

Jenson 指標亦是從證券市場線所導出，也是認為僅系統風險須給予風險貼水。此法與 Treynor 指標最大的不同，在於 Treynor 指標是一相對的觀念，而 Jenson 指標是絕對的觀念。本法為計算出實際報酬率與必要報酬率之差，差距愈大，表示績效愈好，其公式為：

$$J = R_p - [R_f + \beta_p(R_m - R_f)]$$

J：Jenson 指標

R_m ：市場報酬率

三、資產管理業務投資決策流程

(一)、設定投資策略

1、資產管理機構必須瞭解投資者之投資目標及風險態度，以歸納出適當之投資工具及投資管道。

2、資產管理機構必須根據投資人的投資期間長短及投資金額多寡，結合各種投資工具以形成可行之投資策略。

3、資產管理機構應針對所擬定之投資策略，求算各種可能之報酬狀況供投資人參考，讓投資人在投資前即能充分瞭解所承擔之風險。

(二)、進行證券分析

(三)、建構投資組合

(四)、調整投資組合

(五)、評估投資組合的績效

四、資產管理業務發展現況

(一)、我國的情況

1、民國 89 年 6 月 30 日通過證券交易法第 18 條之 3 修正案，賦予證券投資信託公司、證券投資顧問公司及信託業者執行全權委託之代客操作業務，從此國內資產管理業務將邁向全新的紀元。

2、在我國，證券投資信託公司可說是資產管理機構之代表，其以成立共同基金之方式募集資金，資金來源主要可分為機構法人(包括公司、銀行及保險公司)及自然人兩大類。

3、當前概況

(1)、證券投資信託公司

(2)、郵政儲金

至 2000 年 5 月止，郵政儲金累積金額已高達 2 兆 6,364 億

元，占我國金融機構存款餘額約 17%。

(3)、公務人員退休撫恤基金

至 2000 年 6 月已達 1,491 億元，預估 10 年內即可達 4,000 億元之規模。

(4)、勞工退休基金

至 2000 年 6 月底止，勞退基金淨額約有 2,035 億元。

4、我國發展資產管理業務之優勢

(1)、所得高、儲蓄率高

(2)、退休金資產成長潛力大

(3)、專業分析能力抬頭

(4)、基金投資比率尚低

(二)、國外的情況

1、在國外，資產管理機構之種類較多，可以投資銀行兼營，亦可以獨立機構之方式經營。

2、其所吸收之資金來源管道較為多元，例如政府機構及退休基金等，皆會將資金交予資產管理機構管理。

陸、創業投資業務⁶

一、創業投資業務定義

創業投資的原文為 Venture Capital，直譯為風險性資金，亦即投資於高風險企業的一種資金，其投資對象主要集中於高成長或高科技的產業，主要目的在於中長期資本利得的回收。

(一)、特色

1、高風險、高報酬

創業投資的選擇標的多半為一般傳統投資公司不敢接觸的創新事業，因而投資風險極高，然而一旦新創公司通過市場考驗而生存，其投資報酬率亦相當可觀。而市場均衡理論證明了創業投資這種高額收益是一種當之無愧的正當報酬。

假定市場處於均衡狀態：

$$\Pi (1+r) = 1 + \lambda$$

$$\varphi = 1 - \Pi$$

其中， Π ：創業投資成功機率

r ：創業投資預期收益率

λ ：市場均衡收益率

φ ：創業投資失敗機率

⁶ 本章節主要內容乃參照「創業投資增進轉投資事業公司治理方法之研究，彭惠芳，2004，國立政治大學經營管理碩士學程財務管理組碩士論文」。

在其他條件不變下，投資失敗機 ϕ 率越高，其預期收益 r 與市場均衡收益 λ 之間的差異也就越大。

2、主動參與新創公司的業務發展

創業者除投注資金外，更進一步參與新創事業的籌設，提供各項經營、管理、策略聯盟等協助。與一般僅將資金投入公司後即不過問業務經營的方式有很大區別。

3、專業性的長期投資

創業者面臨的風險高於一般投資，所以更需要有專業的知識以評估新創公司的經營能力，故創投經理人需對產業產品、市場特性、未來展望有一定程度的瞭解，才能準確判斷投資對象成功率。

二、創業投資業務內容

創業投資針對新創事業所具之功能：

(一)、財務功能面

創投是以資金交換新創事業的股權，新創事業也享受到取得權益金的好處。由於權益資金屬於長期性的資金，沒有贖回的壓力，不同舉債般有具有支付利息的負擔，同時權益資金的增加也預留了未來舉債空間，維持將來資金取得來源的彈性。

(二)、非財務方面

除了提供資金之外，創業投資公司實際參與新創事業在各個階段

的經營管理，由於創投公司實際上取得新創公司部分股權，成為董監事會的一員，因而能給予管理階層在經營方面支援。

三、創業投資業務操作方式

(一)、創業投資流程

1、蒐集評估階段

(1)、投資方案的選擇

投資案的來源可分為內在與外在兩大類，前者包括專業投資人員之產業人脈、創投內部的尋找等，後者則有創業者主動提出申請、透過第三者的介紹，或取自相關機構的研究等。

(2)、投資方案的評估

由於創業投資業者所投資的對象經常是新設立且沒有太多經驗的新創公司，且往往決定投資後其持有新創公司股權的時間相當久，加上創投本身具有的高風險性，使得種種突顯出創業投資方案評估的重要與必要。

2、投資輔導階段

(1)、風險性資金融通

依據新創事業不同的發展階段，可將風險性資金融通細分為：

A、種子資金融通(Seed Financing)

融通資金用於推出產品原型，並衡量可否應用於市場。

B、創辦資金融通(Start-up Financing)

用於產品的開發與初步銷售。

C、第一階段資金融通(First-stage Financing)

資料運用於廠房、生產設備以及行銷費用。

D、第二階段資金融通(Second –stage Financing)

資金用於持續擴充生產規模以求早日達到損益平衡及降低產品單位成本。

E、第三階段資金融通(Third-stage Financing)

為延續前一階段的生產規模擴充，以求擴大市場佔有率所新增的設備費、行銷宣傳費及相關費用等。

(2)、協助經營管理

幫助新創公司建立管理制度如企業政策、財務結構、技術發展及人事管理各層面，為新創公司帶來適合的經營方式，創業者透過股權投資，取得董事會中董事的席次，就近提供各種諮詢的服務，加強新創公司不足之處。

3、退出階段

創投公司不再從旁指導，由新創公司自行打理。退出的方式有四種：

(1)、新創公司股票公開上市或上櫃，創投業者選擇釋出持股或部分保留。

(2)、新創業者或管理當局自行購回創投業者手中持股。

(3)、安排與其他企業進行合併或收購。

(4)、新創公司經營不善時，果斷退出。

(二)、創業公司發展階段

標的公司事業發展階段分為種子期、創建期、擴充期、成熟期及重整期等五階段。其各階段分述如下：

1、種子期(Seed Stage)

產品的發明或創業者為驗證其創意的可行性而從事研發，稱為種子基金(Seed Fund)，這時期這類的投資目的在於將創業的構想商品化，投資金額較其他時期少，但風險高。

2、創建期(Start-up Stage)

產品開發成功至開始生產的階段，資金用途主要在購置生產設備、產品的開發及行銷等，此一階段風險最高，大部份企業失敗在此一階段，因企業並無過去績效記錄，且資金需求較鉅；依產業不同，

此一階段由六個月至四、五年不等。

3、擴充期(Expansion Stage)

企業已經開始逐漸有經營績效，為進一步開發產品並加強行銷能力，則需要更多資金。此時期只要經營順利，約末二到四年即可上市上櫃，風險較之前而言不大。

4、成熟期(Mezzanine Stage)

此一階段對於創業投資公司的依賴程度大為減輕，而融資的目的是用以引進一些在產業界較具影響力的股東，以提高企業知名度，資金作用在改善財務結構，為股票上市作準備。此時的投資風險最低。

5、重整期(Turnaround Stage)

此段的企業通常已陷入虧損，創投除投入資金支持其營運外，尚須協助改善其經營管理。由於國內創投公司人員均相當精簡，通常不會參與經營陷入危機的公司。

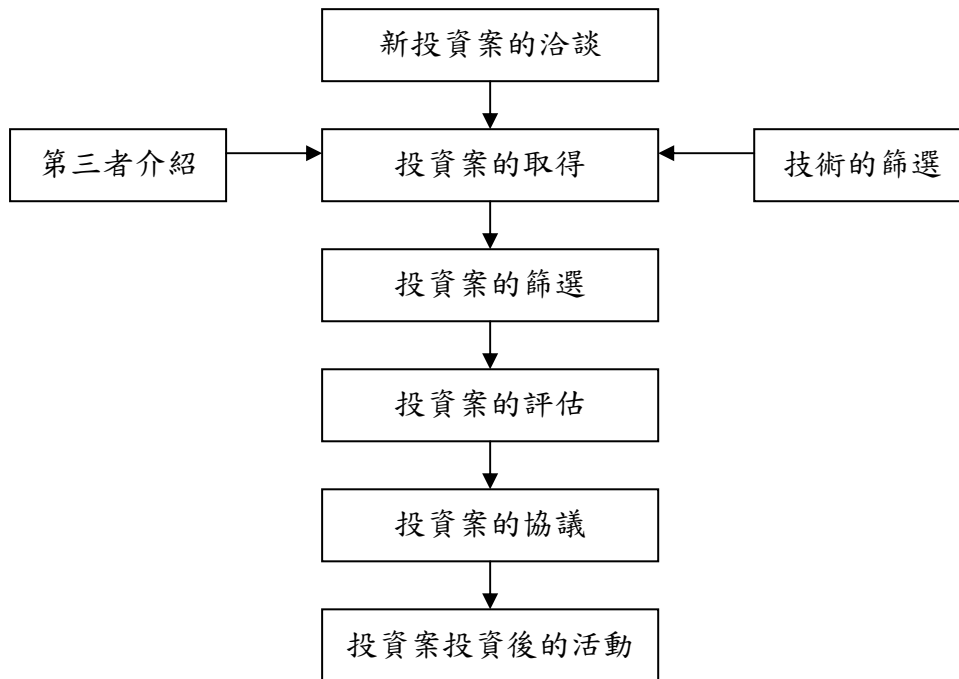
(三)、創業投資公司之投資決策程序

創業投資家大多是具有豐富產業投資經驗的投資者，因此會選擇適合的投資案來投資，減少失敗的成本與風險，而不是輕率的評估與決策。因此「選擇正確的投資案遠比經營管理投資案來的重要」，便成為創業投資事業熟知的經典原則，而這也正足以說明為何投資決策

程序與評估準則對創業投資事業的重要性。

投資程序大致可分為五步驟：

圖2-6 創業投資公司之投資程序



資料來源：“創業投資增進轉投資事業公司治理方法之研究”，彭惠芳，2004，國立政治大學經營管理碩士學程財務管理組碩士論文

(四)、創投公司的投資方式

在創投公司與新創公司經過研擬投資項目和評估之後，創投公司便要與新創公司簽訂投資協議，以滿足風險資本家和新創公司的不同目標，達到雙方可以接受的平衡點。談判內容包括投資證券工具的選擇、獲利預測和股份定價等。

投資的方式則有以債券、普通股、優先股、可轉換優先股、參加優先股及附認股權證的債券等。

創投常用的是複合投資工具，結合債務和普通股的優點。創投業者開發了大量的投資工具，讓創投業者與風險企業之間有充分的協議討論餘地，達到各方滿意的利息風險平衡。而最常用的有可轉換優先股和附認股權證債券。

(五)、股份定價方法與其影響因素

當創投業者開始對公司進行投資後，若採用的投資方式以股權方式進行投資，則其需對股份的價格進行計算以便取得一定比例的股份。投資佔新創公司股份比例以下公式計算：

$$\text{投資股份比例} = \text{投資額} / \text{回收期末企業市值的現值}$$

$$\text{回收期市值現值} = R(1+g)^n \times E \times PE / (1+d)^n$$

R：現有銷售額 g：銷售成長率

E：獲利率 PE：同業本益比，

d：貼現率 n：回收期年數

(六)、創業投資的退出方式

創業投資有三種退出的方式：第一，公開上市即首次公開發行(IPO)。第二，出售，出售包含售出和股票回購兩種形式，售出又分一般收購和第二期收購兩種。第三，清算或破產。

四、創業投資業務發展現況

(一)、台灣創業投資事業現況

台灣的創業投資公司實收資本額必須達新台幣二億元以上，並且需經過財政部專案審查核准後始可設立。經核准設立的創業投資公司即可以進行投資，但以投資製造業為限。其中對一般非高科技製造產業的投資，其投資金額不得超過創投公司實收資本額的 30%。

政府的政策促成了創投公司專注於創業階段科技產業的投資，政府一方面提供了 20% 投資抵減的優惠給參與創業投資的股東，另一方面又規定只有當創業投資公司投資於高科技產業時，才可以適用投資抵減的優惠，同時又禁止創業投資公司投資上市或上櫃的股票，於是一個導引資金流向高科技產業的管道於焉成立。

(二)、美國以及台灣創業投資事業之比較

美國為全球創業投資事業的創始國，也因為創業投資事業的成功發展而穩居全球高科技的龍頭地位，而台灣自發展創業投資事業以來，由於電子、電腦與通訊相關產業與美國具有上、下游技術整合以及代工關係，因此台灣在發展創業投資的模式上亦大部份循著美國創業投資的模式來發展，故可針對台灣及美國的創業投資事業加以比較，參見下表：

表 2-2 台灣與美國創業投資比較

	台灣與美國創業投資比較	
	美國	台灣
資金來源	退休基金、金融業、捐贈基金及保險業，有四成來自退休基金與保險基金。	資金來源是國內投資機構(12%)、國內保險公司(5.8%)、國內民營銀行(4.2%)及國外投資機構(3%)，其中保險基金在民國83年開放加入。
投資階段	在美國方面，1999 年第一季美國創業投資投資於早期及擴張期的比例為64.8%，至2000 年第一季上升至85.2%，可見美國的創業投資事業已有朝較早期階段投資的傾向，成熟期階段的投資已降為11.82%。	在台灣方面，早期階段投資比例為28.46%，擴張期階段為47.33%，成熟期階段為22.58%，台灣的創業投資亦有將投資階段往前推的作法。
投資產業	以電腦相關產業及通訊設備仍為投資比重最高的產業，在2000 年第一季，則以網路相關產業得到最多資金挹注，生化產業上的投資比例為3.47%，顯見美國創業投資較著重於原創性的研發產業為主。	由於台灣的產業結構以代工(OEM、ODM)為主，因此，國內創業投資對於資訊工業與半導體業及消費性電子方面有較多比例的投入。
基金管理差異	基金並非無限期，而一般的年限設定在十年。	法律賦予企業永續經營的特性，故使得國內創業投資基金的經濟年限是無限期的。
實現利得方式	實現的方式有二：一是將創業投資基金所持有的股份依股東的出資比例分派給股東，二是由基金繼續持有，而在未來某一時點再進行分配或待持股出脫後再分派所得之現金利得。	國內創業投資較多投注在成熟期或即將上市(櫃)的公司，以便在短期獲得報酬

資料來源：“創業投資增進轉投資事業公司治理方法之研究”，彭惠芳，2004，國立政治大學經營管理碩士學程財務管理組碩士論文

第三章 國內證券商發展投資銀行業務現況分析

壹、環境面—證券商可從事之利基市場範圍

一、國際資本市場現況

在全球金融版圖與金融業的競爭態勢中，我國所佔的比重與份量仍然與金融先進國家有所差距，依據全球金融環境的發展趨勢，我國金融機構未來應該走的策略與競爭方向。近年來，政府正推動台灣成為亞太金融中心以為我金融產業未來的長期發展策略與方向；加之未來國內各產業的自由化與國際化程度會越來越高，造就了證券金融產業競爭日趨專業化，因此金融機構投資銀行化是促進我國金融發展的必然趨勢。

(一)、各國證券市場本益比與週轉率比較

股票的本益比為該股票的每股市價對其每股盈餘之比例，依照現代財務理論，股票的價值等於該股票未來所有現金流量之折現值，如果該股票所屬的公司未來前景看好，未來現金流量便會增加，不論是股利收入或者資本利得，擁有該股票的投資者都能夠增加獲利，故投資人對該股票之需求會增加，該股票價值自然上漲。

依照此觀點來看，本益比越高的股票所代表的為該公司未來獲利或成長性越高(假設在沒有資訊不對稱或不對稱程度低的情況下)。若整個證券市場所有的平均本益比越高，則應代表該國企業普遍有高成

長。事實上，資訊不對稱的情況普遍存在於證券市場中，尤其當該證券市場中自然人的比重越高時，資訊不對稱的程度越嚴重，過多的資金追逐有限的股票也會造成證券市場本益比提高。

表 3-1 為世界主要證券市場本益比比較，資料中可以看出日本東京的證券市場本益比最高，台灣證券市場的本益比在 2003 年 7 月為次於日本的證券市場，但在同年 8、9 月台灣證券市場的本益比由 7 月份的 41.54 倍急速下降到 29.09 倍，已經落在 8 月上海證券市場本益比 34.27 倍之後。由於日本民眾投資觀念保守，習慣將錢存於銀行獲取固定利息，又證券市場中法人比重較高，其高本益比的原因是來自於實質面的產業成長。反觀台灣的情況，台灣證券市場由於散戶(自然人)為主要投資者，其心態與操作手法多傾向利用買賣價差獲取短期利潤，因此本益比的代表產業實質成長性會降低許多，而在 2003 年 8 月急速降低至 29.09 倍，原因在於高科技半導體產業的循環景氣陷入低潮，存貨量開始增加，導致產業評比降低，外資與一般自然人的投資趨於保守，成交量與成交值也出現萎縮，市場資金減少與景氣復甦不足的情況下，本益比迅速下降。

在 2001 年，上海市場本益比急速升到 482 倍，自 1997 年開始的金融危機到了 1999 年景氣開始復甦，加上在 2000 年大陸在金融政策與貿易政策的開放，外資的大量進入，使得上海經濟發展更加快速，

產業前景受到國外法人與投資者看好，雖然遭逢美國的 911 事件，但上海市場本益比卻在 2001 年達到最高點；在 2001 年以後，上海本益比回復到以往的 34 倍左右，並以穩定的姿態緩慢成長；反觀台灣在 2003 年初雖然本益比高於上海，在下半年卻開始走下坡，並在 8 月份以後低於上海市場的本益比 34.27 倍，由此可看出台灣市場在 2003 年下半年度開始有衰退的情形產生。

表 3-1 世界主要證券市場比較 (本益比)

Comparison of World's Major Securities Markets (P/E Ratio)

交易所名稱	紐約	倫敦	東京	韓國	香港	新加坡	泰國	上海	台灣
Name of Stock Ex.	New York	London	Tokyo	Korea	Hong Kong	Singapore	Thailand	Shanghai	Taiwan
1992 年底	16.06	17.50	36.70	11.40	13.15	19.50	16.29		22.85
1993 年底	16.15	24.40	64.90	14.10	21.59	37.30	26.09		39.71
1994 年底	14.71	16.30	79.50	18.00	10.73	26.20	19.51		33.52
1995 年底	13.89	15.60	86.50	17.90	11.44	24.00	19.75	15.71	21.31
1996 年底	15.71	15.90	79.30	19.40	16.69	21.70	11.97	31.32	29.01
1997 年底	18.58	19.15	37.60	19.30	12.10	15.20	6.59	41.24	27.04
1998 年底	21.88	23.02	103.10	12.60	10.66	19.04	10.04	32.96	26.14
1999 年底	25.13	30.45	-	16.20	26.73	99.19	14.70	37.09	47.73
2000 年底	22.85	23.31	170.80	21.00	12.80	20.91	5.52	58.22	14.84
2001 年底	31.06	20.29	240.90	27.60	12.18	16.75	4.92	482.00	41.57
2002 年底	29.00	17.73		17.70	14.89	21.17	6.98	34.43	41.77
2003 年 1 月	28.77	16.15		14.94	14.96	20.77	7.24	37.85	52.83
02 月	28.00	16.42		14.49	14.54	20.97	6.80	38.11	48.46
03 月	30.29	15.89		14.17	12.53	21.40	6.52	38.10	47.81
04 月	33.23	16.84		7.17	12.50	19.33	6.63	38.42	41.47
05 月	34.93	16.78		7.58	13.66	19.66	6.88	38.20	35.64
06 月	32.15	16.85	161.50	8.03	13.90	20.95	8.36	36.04	38.06
07 月	28.57	17.45	158.00	9.12	14.65	22.39	8.34	35.72	41.54
08 月	28.32	17.12	336.60	9.71	15.96	23.59	9.34	34.27	29.09
09 月	27.69	16.63	305.00	8.45	16.41		9.96	32.90	28.48

資料來源：各國統計報表

說明：紐約以 S&P500 本益比表示

一：東京股市第一類上市公司因 1999 年底、2002 年底及 2003 年 1-5 月之 EPS 為負數，無法計算本益比。

二：自 2000 年 11 月起韓國股市之算術平均本益比由綜合之本益比取代。

三：自 2001 年 11 月起紐約股市之本益比資料來源為 NYSE 網站。

市場成交值週轉率 = 股票交易的股數占交易所上市流通的股票股數的百分比 (股票交易的股數 / 交易所上市流通的股票) ; 年度市場成交值週轉率 = 年度股票交易的股數 / 交易所上市流通的股票股數的百分比。表 3-2 世界主要證券市場成交值週轉率比較，資料中可以看出在 2002 年世界市場的周轉率皆達到相當高的比率，由於美國 10 年期公債利率降到低點，使得資金流出債券市場而轉入股票市場，大幅增加了股票市場的成交值週轉率。此外亞州 10 年期利率與美國 10 年期公債利率具有高度相關性，因此亞洲國家的股票市場也因利率的下降而獲得較多的資金流入，成交值週轉率也因而提高，所以普遍在各個市場都呈現高週轉率的現象。

台灣、韓國股票市場的周轉率趨勢相當相似，台灣在 1997 年的 407.32 % 開始逐年下降至 2001 年；韓國在 1999 年週轉率達到歷年最高週轉率 344.98 % 之後逐年下降至 2001 年；2002 年兩國的股票市場周轉率開始稍為提昇，可見兩國股票市場相似度極高。

韓國金融業務的發展是否成為台灣發展亞洲金融與區域投資銀行業務的競爭者，值得密切注意。

台灣證券市場在 2003 年 2 月由 20.51 % 周轉率下降到 10.63 % 到 2003 年 6 月才有復甦的景況，但在 8 月又呈現下滑的趨勢，代表國內投資人對 2003 年下半年的景氣信心不足，且世界各國證券市場

也在同時間周轉率也呈現下滑的趨勢，受到全球經濟不景氣的影響而使得大部分的證券市場週轉率下降。

表 3-2 世界主要證券市場比較 (成交值週轉率)

Comparison of World's Major Securities Markets (Turnover Rate) 單位：百分比

交易所 Name of Stock Ex.	紐 約 New York	倫 敦 London	東 京 Tokyo	韓 國 Korea	香 港 Hong Kong	新 加 坡 Singapore	泰 國 Thailand	上 海 Shanghai	台 灣 Taiwan
1992 年	44	42.6	19.91	133.42	53	12.8	125.26		161.33
1993 年	53	80.5	25.86	186.55	61	26.2	66.19		252.42
1994 年	53	77.1	24.93	174.08	55	26.7	64.04		366.11
1995 年	59	77.6	26.77	105.11	38	17.8	43.06	216.27	227.84
1996 年	62	78.6	28.94	102.98	41	13.6	50.91	504.97	243.43
1997 年	65.71	44.03	32.93	145.56	90.92	56.28	49.56	323.74	407.32
1998 年	69.88	47.1	34.13	207	61.94	63.95	68.86	323.13	314.06
1999 年	74.62	56.71	49.37	344.98	50.6	75.16	78.14	246.85	288.62
2000 年	82.4	63.81	58.86	301.56	62.99	64.97	64.91	185.29	259.16
2001 年	87.62	76.1	56.52	218.24	46.55	56.07	73.8	77.98	206.95
2002 年	88.98	89.17	65.21	254.53	42.78	59.81	97.14	60.33	217.41
2003 年 1 月	7.93	8.38	5.67	19.73	3.23	4.19	7.07	6.76	20.51
02 月	7.93	8.53	5.69	19.14	3.23	4.08	6.63	3.54	10.63
03 月	8.03	8.78	5.59	18.45	3.23	4.00	6.27	4.58	10.80
04 月	8.01	8.83	5.65	18.13	3.26	4.01	6.18	4.45	13.90
05 月	8.05	8.68	5.68	17.54	3.19	4.13	6.05	6.42	10.58
06 月	8.07	8.82	5.79	17.76	3.26	4.48	6.17	5.51	20.33
07 月	7.84	8.66	6.03	17.32	3.33	4.68	6.70	5.27	27.71
08 月	7.73	8.68	6.21	16.82	3.52	4.33	6.23	7.34	18.44
09 月	7.72	8.76	6.55	16.68	3.72	4.77	7.44	4.26	15.07

資料來源：WFE FOCUS MONTHLY STATISTICS

成交值週轉率 = 股票交易的股數 / 交易所上市流通的股票

(二)、各國市場發展潛力分析

各國證券專家多以一國證券市場市值佔其 GDP 的比例，來衡量該國證券市場的未來發展潛力。理論上而言，開發中國家金融商品的供給與需求相對於已開發國家較低，同時金融市場的不夠健全與金融工具種類的缺乏，自然其證券市場市值占 GDP 比率較低；已開發國家或以金融為中心的國家，其資產證券化發展成熟，故占 GDP 比率較高。

表 3-3 為世界主要證券市場市值總額占 GDP 比例表，香港比例為最高，倫敦、新加坡的比例幾乎相同，台灣比例低於前三個城市，但高於東京、紐約、韓國等國家。資料所顯示的結果與證券專家的學者的說法有相當高的一致性，即開發程度較高或以金融為中心的國家，其證券市場發展的程度也隨之提高。日本雖然屬於工商業高度發展的國家，但一般民眾的心態仍趨保守，習慣將其收入存於銀行中賺取固定利息收入，加上日本銀行一般都與企業關係密切，因此企業籌資常透過銀行，故其證券市場發展程度相對於 GDP 的比例並不高。香港、新加坡由於地理位置、貿易、政府對金融開放的態度等因素，以金融為發展重心，從表 3-3 的數字可以看出新加坡過去發展程度較香港為高，但近幾年卻逐漸下降，反觀香港則逐年上升，有發展亞太金融中心的趨向，這對於一樣積極發展亞太金融中心的台灣來說是潛

在的威脅者。

表 3-3 世界主要證券市場比較 (市值總額占 GDP 比例(市值/GDP))

Comparison of World's Major Securities Markets (Market Capitalization/GDP)

交易所名稱	紐 約	倫 敦	東 京	韓 國	香 港	新 加 坡	泰 國	上 海	台 灣
Name of	New York	London	Tokyo	Korea	Hong Kong	Singapore	Thailand	Shanghai	Taiwan
Stock Ex.									
1992 年底	64.6	90.2	62.43	34.8	171.80	281.7	*60.13		47.15
1993 年底	69.4	126.3	67.88	42.1	331.90	523.2	*68.24		86.70
1994 年底	64.1	117.0	76.67	50.4	205.66	446.5	93.58		102.90
1995 年底	82.8	125.6	68.97	40.1	216.27	173.3	88.68	4.34	71.87
1996 年底	95.6	149.5	64.92	29.3	290.32	159.4	54.40	8.08	100.62
1997 年底	109.9	159.8	53.44	9.5	241.52	148.4	22.94	12.39	119.20
1998 年底	120.7	165.6	64.74	35.7	206.61	107.4	30.90	13.56	96.24
1999 年底	123.6	201.1	105.18	75.3	383.46	227.1	46.00	17.80	127.06
2000 年底	117.4	181.3	67.04	32.0	377.58	168.5	23.77	30.09	84.77
2001 年底	109.4	151.4	54.93	45.4	310.43	137.7	31.30	28.73	107.79
2002 年底	86.3	113.9	51.89	45.3	285.80	114.9	40.00	24.74	(r)93.29

資料來源：國民經濟動向統計季報－行政院主計處、國際經濟動態指標－台灣經濟研究院、
國內外經濟統計指標速報－經濟部統計處

(三)、世界主要證券市場規模比較

由證券市場的成交值變化，可以看出該國證券市場的規模與熱絡程度，證券市場的規模隨著該國的產業發展與景氣變化而擴大或縮小。由表 3-4 可以看出上海市場在 1995 年開始呈現大幅度的擴張與成長，由原本的 656.7 億美元迅速到達 3333.3 億美元，隨後逐年的擴大與成長，而在 2001 年逼近了台灣市場的成交金額 5461 億美元，可見上海市場發展潛力受到國外法人與投資者的肯定，大量資金的流入對於上海與大陸國內的經濟發展有著相當大的助益。台灣市場必須格

外注意上海市場的成長情形，由於台灣地理位置的優勢，必須讓投資環境更加自由與開放，如此才能與上海做抗衡，否則在香港與上海的競爭下，台灣市場想掌控住外來資金的流向與運用就更加困難，對於台灣經濟發展也具有相當大的威脅。

1998 年由於全球金融不景氣，而導致成交金額普遍失去原來的水準；但是在 1999 年各國市場成交金額均有大幅度的提升，可看出在 1999 年的景氣有逐步復甦的狀況。台灣證券市場在 2001 年成交金額大幅縮水由原本 2000 年的 9932.6 億美元下降到 5461 億美元，受到政治不穩定因素的影響，使得成交金額大幅度縮水，外資對於台海情勢的不穩定感到擔心而大幅度撤資，加上台灣股票市場規模遠小於紐約、倫敦、東京等金融先進國家，其成交值變化也較其他國家劇烈。因此台灣證券市場並非屬於穩定市場，容易受到各項不確定因素的影響而震盪起伏。

表 3-4 世界主要證券市場比較 (成交金額,單位：十億美元, Unit:USD Billion)

Comparison of World's Major Securities Markets (Trading Value in Billion U.S. Dollar)

交易所名稱	紐 約	倫 敦	東 京	韓 國	香 港	新 加 坡	泰 國	上 海	台 灣
Name of	New York	London	Tokyo	Korea	Hong Kong	Singapore	Thailand	Shanghai	Taiwan
Stock Ex.									
1992 年	1,745	407	482	115	91	17	73.23		247
1993 年	2,283	843	793	211	157	80	86.31		353
1994 年	2,454	930	859	287	147	77	83.40		733
1995 年	3,083	1,028	878	186	107	59	61.88	65.67	378
1996 年	4,063	1,178	932	178	183	60	51.40	333.33	477
1997 年	5,777.6	1,990	896	171	453.7	74.1	28.80	360.43	1,308.6
1998 年	7,317.9	2,888.0	751	145.1	206.2	58.5	20.98	414.74	896.0
1999 年	8,945.2	3,399.4	1,676	733.4	229.9	107.4	37.25	434.71	917.28
2000 年	11,060.1	4,558.6	2,316	556.1	376.6	95.2	21.13	602.86	993.26
2001 年	10,489.3	4,550.5	1,660.5	380.6	241.0	71.8	31.05	536.93	546.1
2002 年	10,311.2	3,998.4	1,565.8	592.8	194.0	62.8	41.31	586.26	635.2

資料來源：WFE FOCUS MONTHLY STATISTICS

二、台灣資本市場現況

(一)、台灣直接金融比例分析

金融產品證券化，使得資金需求者(如政府、企業)能夠擴大在資本市場的資金來源，而資金供給者(如社會大眾、機構投資人)亦得經由由此管道分享企業成長所帶來的利潤，達到全民共享的目標。因此無論就國家經濟、政府政策、或對企業及社會大眾的實質利益，金融商品證券化的正面意義是值得肯定的。在金融商品證券化的趨勢下，直接金融的比例將逐漸提升，換言之，代表直接金融中介機構的投資銀行，其業務發展將越有潛力，所扮演的角色也將越形重要。

由表 3-5、表 3-6 可以看出，民國 86 年至民國 92 年這段期間，我國直接金融的比例在存量或流量上，有逐年增加的趨勢。在流量上面由表 3-6 可以看出，我國在民國 90 年的證券發行比率僅有 69.83%，到了民國 91 年證券發行比例在直接金融與間接金融流量分析表中高達了 96.23%，而在民國 92 年依舊擁有 63.64% 的直接金融流量的比率，這顯示我國直接金融時代的到來，對於從事投資銀行業務是一項有利的因素。

表 3-5 我國直接金融與間接金融存量分析表

年度	金融機構授信		證券發行	
	總金額(億)	比率(%)	總金額(億)	比率(%)
86 年	156,469	82.71	32,716	17.29
87 年	168,796	79.94	42,365	20.06
88 年	175,760	78.61	47,827	21.39
89 年	184,497	76.98	55,165	23.02
90 年	184,802	75.74	59,205	24.26
91 年	184,952	74.05	64,817	25.95
92 年	190,442	71.25	76,840	28.75

資料來源：中央銀行經研處（說明：存量變化之數字均為過去至今的累積數）

表 3-6 我國直接金融與間接金融流量分析表

年度	金融機構授信		證券發行	
	總金額(億)	比率(%)	總金額(億)	比率(%)
86 年	15,164	71.38	6,079	28.62
87 年	12,328	69.89	5,310	30.11
88 年	6,964	73.76	2,478	26.24
89 年	8,737	83.40	1,739	16.60
90 年	305	30.17	706	69.83
91 年	150	3.77	3,827	96.23
92 年	5,490	36.36	9,607	63.64

資料來源：中央銀行經研處（說明：流量變化之數字為兩期間存量變動之數字）

(二)、台灣資本市場結構

由表 3-7 可以看出，我國集中交易市場的投資者大部分屬於自然人，其比例達 75% 以上，比例上面有逐年減少的趨勢，相對於法人比例有逐年上升的趨勢。由於我國市場自然人投資仍佔大部分，而其投資偏好短線進出以賺取價差，此一現象造成的結果是，經紀業務成為我國證券商主要的收入來源。另一方面，由於證券市場的變動大，一旦股市低迷不景氣的時候，證券商的收入也嚴重的受到影響。

此種現象對於我國證券商發展投資銀行業務較為不利，雖然我國集中市場自然人投資比重依舊有著較高的比例，但國內證券商若仍只一味的只追求經紀業務帶來的收入，而不提高風險管理技術來積極分散獲利來源，即使資本規模得以隨著景氣好轉而擴大，並非為穩定的獲利來源，營運不佳而被他人購併的可能性因此高出許多。

海外法人進入台灣市場投資的比重逐年增加，總比例接近國內法人的投資比率，由此可看出國外法人對於台灣資本市場有相當高的興趣，這點對於台灣資本市場來說是一大利多。當台灣的國外法人投資的比例上升，表示國外法人肯定台灣金融的成熟度具有信心，台灣是否能成為亞洲金融中心，國外法人的投資具有相當重要的角色。

表 3-7 投資人類別交易比重統計表								
SECURITIES TRANSACTION CATEGORIZED								
BY TYPE OF INVESTORS								
								Unit : %
年月	本國自然人		本國法人		僑外自然人		僑外法人	
Year	Domestic Individual		Domestic Juridical Person		Foreign Individual		Foreign Juridical Person	
	買進	賣出	買進	賣出	買進	賣出	買進	賣出
Month	Purchase	Sale	Purchase	Sale	Purchase	Sale	Purchase	Sale
83 年 (1994)	46.75	46.75	2.89	2.92	0.00	0.01	0.36	0.32
84 年 (1995)	45.84	46.08	3.37	3.32	0.00	0.01	0.78	0.59
85 年 (1996)	44.60	44.65	4.28	4.34	0.00	0.01	1.12	1.00
86 年 (1997)	45.43	45.29	3.77	3.78	0.00	0.01	0.79	0.92
87 年 (1998)	44.92	44.81	4.27	4.36	0.00	0.01	0.81	0.81
88 年 (1999)	44.05	44.17	4.53	4.83	0.00	0.01	1.41	0.99
89 年 (2000)	42.83	43.27	5.28	4.99	0.00	0.01	1.89	1.73
90 年 (2001)	42.02	42.39	4.72	4.97	0.00	0.01	3.26	2.63
91 年 (2002)	41.19	41.10	4.95	5.10	0.52	0.45	3.34	3.34
92 年 (2003)	38.61	39.22	5.39	6.12	0.74	0.50	5.25	4.16

資料來源：台灣證交所

(三)、我國證券業過去的發展與競爭狀況

表 3-8 為民國 86 年至 92 年以來我國證券金融服務事業家數的發展概況。在證券商總公司方面，可以很明顯的看出，總公司家數有逐年遞減的趨勢，而分公司卻是反向增加。這代表著許多經營不善或實力較差的證券商在這幾年中被合併，但在市場衰退或同業競爭中依舊在市場上生存下來的證券商則逐漸擴大其規模。

再以經紀、自營、承銷三大業務來區分，經紀商家數最多、自營次之、承銷商為最少。從資料中發現，經紀商家數與總公司家數呈現相同走勢，都是逐年減少的狀況，因此我們可以推估這段期間所減少的證券商總公司大部分應該都是屬於經紀商，因為經紀商的成長狀況受到市場的影響甚大，在自營、承銷部分也有逐漸減少的趨勢，由此可以看出國內證券商朝著綜合證券商發展居多，這樣的趨勢為發展投資銀行業務建構出了基本的雛形架構。

由於國內散戶比重一向很高，而證券投資信託基金的設立可以提高機構投資持股比例。加上「開放型基金」成長快速，且大眾投資人對於基金投資的內容與了解程度逐年上升，因此國內投資信託公司的家數也逐年的增加。

投資顧問公司主要在於提供投資人買賣股票的建議，且以人力資本為主，故成立的資本額較低。投顧公司自 1997 年到 2000 年成長快速，且投資顧問公司的家數到 2003 年為止依舊維持在 200 多家，並沒有太大的公司家數變動。

表 3-8 台灣證券商相關事業統計表

年度	證券商總家數		經紀商	自營商	承銷商	投資信託	投資顧問
	總公司	分公司					
1997	221	663	199	95	71	24	147
1998	215	911	188	101	81	29	196
1999	212	987	184	112	84	36	219
2000	190	1092	158	105	75	38	238
2001	183	1094	151	105	75	41	223
2002	163	1020	125	97	66	44	212
2003	154	1048	114	95	59	43	208

資料來源：元大京華證券整理

三、國內證券商發展投資銀行業務現況

(一)、承銷業務

衡量一家證券商承銷業務營運績效一般多從主辦件數、協辦件數、承銷案件總金額和承銷收入等變數來看。承銷案件數(尤其是主辦)越多，代表該證券商除了有充裕的資金，承擔承銷業務的風險，且開發能力好，有較好的配銷通路，經驗累積也就越豐富。資金多寡屬於量的方面，為證券商承銷業務的必要條件，但評估一家證券商的承銷能力更重要在於質的考量，包括承銷商的客戶輔導能力、拓展業務市場開發能力及證券分銷能力，因為這些技術面較難以量化比較，故多以承銷件數作為一般指標。

由表 3-9 可以看出台灣承銷案件大多維持在每年平均 186 件，而從圖 3-1 和圖 3-2 可以看出近 5 年來台灣證券商在現金增資業務的發展情形，海外 ADR & GDR、ECB 的發行也有逐年上升的趨勢雖然平

均每件核准金額有減少的現象，但是承辦件數卻逐年增加，以 ECB 來說民國 91 年的件數為 48 件，但民國 92 年卻增加到 123 件。由於證券商發展區域性的投資銀行業務需要有良好的配銷通路與承銷經驗，這些資料顯示對於證券商發展海外現金增資案件的經驗累積、配銷通路的建立是一項相當好的發展趨勢，可以為未來的區域性投資銀行業務發展累積優勢。

表 3-9 台灣證券商相關事業統計表

年度	初上市	初上櫃	上市現增	上櫃現增	未上市/ 櫃現增	民營化	其他	合計
1997	18	12	111	50	4	1	1	197
1998	22	37	89	56	2	5	1	212
1999	21	93	53	39	2	2	2	212
2000	18	83	22	57	--	--	--	180
2001	18	93	6	45	--	--	1	163
2002	37	115	18	40	--	--	--	210
2003	25	68	12	23	--	--	--	128

其他包括可轉換公司債、募集設立與合併等案件

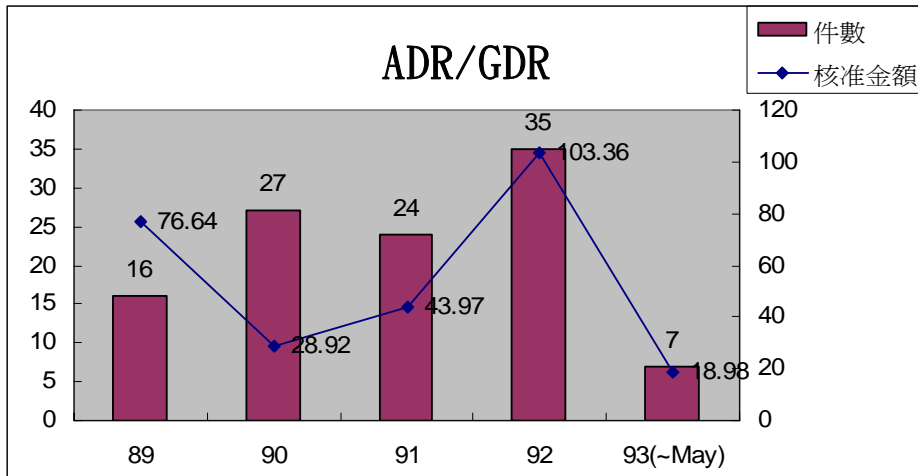
資料來源：元大京華證券

表 3-10 近五年海外籌資狀況

ADR/GDR (單位:億美金)			
年度	件數	核准金額	平均每件金額
89	16	76.64	4.79
90	27	28.92	1.07
91	24	43.97	1.83
92	35	103.36	2.95
93(~May)	7	18.98	2.71

資料來源:證期局 "市場重要指標"

圖 3-1



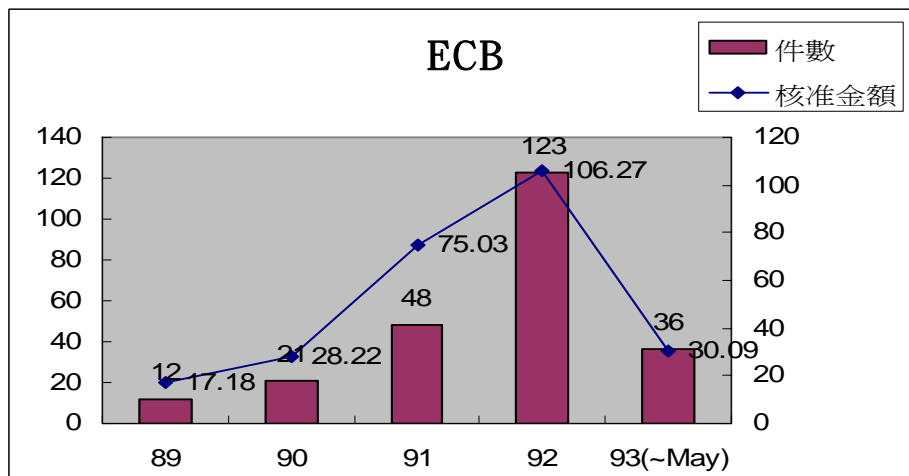
資料來源:證期局 "市場重要指標"

表 3-11

ECB (單位:億美金)			
年度	件數	核准金額	平均每件金額
89	12	17.18	1.43
90	21	28.22	1.34
91	48	75.03	1.56
92	123	106.27	0.86
93(~May)	36	30.09	0.84

資料來源:證期局 "市場重要指標"

圖 3-2



資料來源:證期局 "市場重要指標"

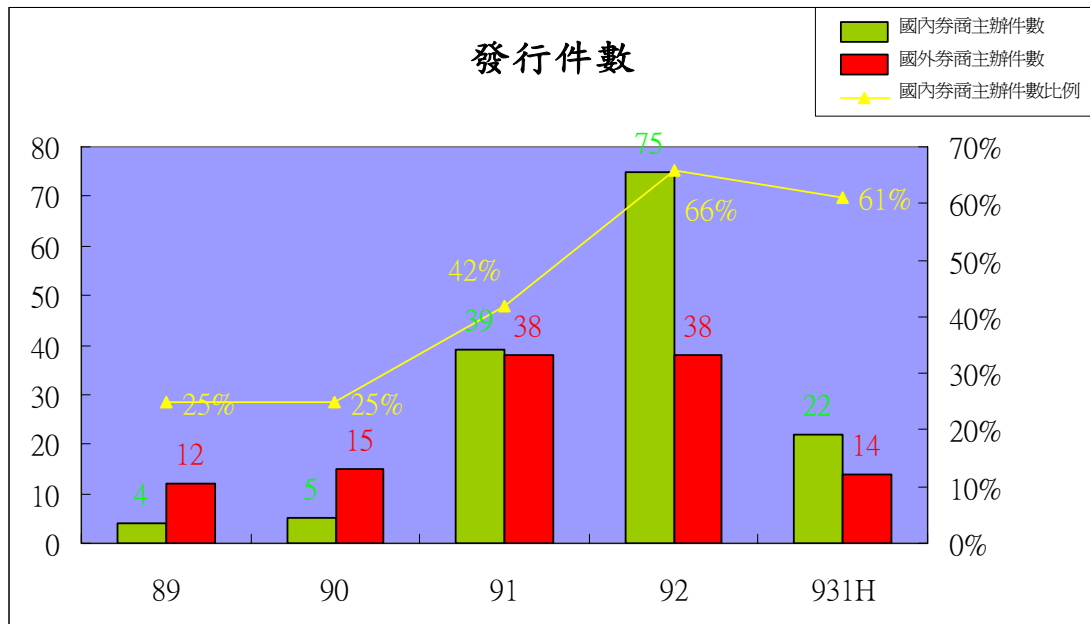
另外從表 3-12 和圖 3-3 可以看出，在發行海外可轉換公司債業務方面，由於近年來申請者大多為中小企業，原本為外資證券商為主要承辦單位的海外可轉換公司債業務漸漸的由國內證券商所取得，原本在 90 年國內券商主辦件數比例只占 25 %，金額僅 2.22 億元美金；到了民國 91 年，國內證券商取得了 48.28 % 主辦件數金額也上升至 13.29 億元美金；民國 92 年國內券商主辦件數更高達 66 %，金額幾乎達到民國 91 年的 2 倍 26.08 億元美金。由表 3-12 看出國內證券商在主辦件數比例和主辦總金額比例有逐年上升的趨勢，這對於國內證券商發展海外籌資業務上經驗的累積與通路的擴展具有相當大的優勢和助益。

表 3-12 ECB 申請發行件數與金額

ECB 申請發行件數與金額		(單位:件;億美金)				
年度	89	90	91	92	931H	
總件數	16	20	77	113	36	
總金額	20.26	23.64	61.57	105.7	39.93	
平均案件金額	1.266	1.182	0.8	0.86	1.11	
國內券商主辦件數	4	5	39	75	22	
國內券商主辦金額	1.63	2.22	13.29	26.08	8.09	
國外券商主辦件數	12	15	38	38	14	
國外券商主辦金額	18.63	21.42	48.28	79.62	31.84	
國內券商主辦件數比例	25%	25%	42%	66%	61%	
國內券商主辦金額比例	8%	9.40%	21.60%	24.70%	20.30%	

資料來源：證期會/國外組

圖 3-3



資料來源：證期會/國外組

(二)、經紀業務

經紀業務收入主要以收取手續費為主，由於國內經紀商家數依舊過高，使得手續費的收取因為競爭而逐漸調降費用以爭取更多的顧客。表 3-13 和表 3-14 分別代表 2003 年上半年度跟 2004 年上半年度國內證券商在經紀業務的表現，可以由這兩個表中看出，元大京華在經紀業務方面表現皆在國內證券商中的首位，獲利率都在 14% 以上的水準；寶來證券在 2004 年經紀業務表現卓越獲利率由 10% 上升到了 17%，在業界穩居前三名次；由表中也看出，群益證券在這一年中，經紀業務方面表現相當搶眼，在 2003 年上半年度為第 10 名，2004 年上半年收入排行卻躍居第三位，群益證券對經紀業務方面擴展非常突出。

從表中也約略看出，2003 年上半年的收入量少於 2004 年上半年的收入量，可以看出台灣市場在 2003 年上半年的景氣相當低迷，投資人對於市場相當保守，因此經紀業務的收入也大受影響。

專業經紀商的家數逐年減少，各個證券商大都已經為綜合證券商，因此較大型的綜合證券商所掌握到的客戶數量也較為提升，手續費的收入方面也較 2003 年提升許多；在競爭激烈的金融市場中，轉向大型化的綜合證券商是必然的，這對於台灣金融市場應是一個勝敗掬選的過程。

表 3-13 2003 年上半年度經紀業務排行(依本期收入排行) 單位：仟元

名次	券商名稱	本期收入	本期支出	本期損益	獲利率
1	元大京華	17,562,692	14,952,107	2,610,585	0.1486
2	富 邦	14,277,316	14,563,426	- 286,110	-0.0200
3	寶 來	11,209,823	10,084,360	1,125,463	0.1004
4	統 一	10,020,473	7,199,472	2,821,001	0.2815
5	建 弘	9,811,848	8,660,414	1,151,434	0.1174
6	元 富	8,630,208	7,563,627	1,066,581	0.1236
7	大 華	8,592,514	7,497,357	1,095,157	0.1275
8	中 信	7,633,068	7,329,156	303,912	0.0398
9	台 証	7,579,910	8,301,965	- 722,055	-0.0953
10	群 益	7,506,785	6,221,856	1,284,929	0.1712
11	日 盛	7,477,839	8,637,521	- 1,159,682	-0.1551
12	復華綜合	6,772,530	5,929,703	842,827	0.1244
13	永 昌	6,113,806	5,071,985	1,041,821	0.1704
14	國 際	5,506,984	6,802,859	- 1,295,875	-0.2353
15	中 信 銀	4,130,644	4,187,501	- 56,857	-0.0138
16	金 鼎	3,899,394	4,830,577	- 931,183	-0.2388
17	國票聯合	2,578,176	3,246,643	- 668,467	-0.2593
18	台灣工銀	2,261,585	2,073,736	187,849	0.0831

資料來源：證券暨期貨發展基金會

註：獲利率=累計損益/收入

表 3-14 2004 年上半年度經紀業務排行(依本期收入排行) 單位：仟元

名次	券商名稱	本期收入	本期支出	本期損益	獲利率
1	元大京華	33,910,774	27,361,385	6,549,389	0.1931
2	寶來	32,875,787	27,111,297	5,764,490	0.1753
3	群益	30,324,706	26,999,450	3,325,256	0.1097
4	台証	26,424,743	19,893,151	6,531,592	0.2472
5	中信	24,454,058	16,784,746	7,669,312	0.3136
6	大華	23,386,040	18,212,765	5,173,275	0.2212
7	建弘	22,711,716	17,538,284	5,173,432	0.2278
8	富邦	21,796,671	14,932,252	6,864,419	0.3149
9	日盛	21,714,895	19,507,905	2,206,990	0.1016
10	國際	19,636,904	15,982,328	3,654,576	0.1861
11	元富	18,281,847	13,942,191	4,339,656	0.2374
12	統一	17,906,686	14,644,812	3,261,874	0.1822
13	復華綜合	13,415,019	9,832,246	3,582,773	0.2671
14	金鼎	11,063,846	10,600,781	463,065	0.0419
15	永昌	11,028,479	6,225,355	4,803,124	0.4355
16	中信銀	5,824,748	4,681,214	1,143,534	0.1963
17	台灣工銀	5,817,453	4,644,059	1,173,394	0.2017
18	國票聯合	4,848,137	3,977,070	871,067	0.1797

資料來源：證券暨期貨發展基金會

註：獲利率=累計損益/收入

(三)、自營業務

自營業務於證券商之內務部門而言，其主要乃為自己之利益於集中交易市場及店頭市場自行買賣有價證券，通常以證券出售損益來衡量一家證券商的自營業務營運績效。

從表 3-15 與表 3-16 中，2003 年上半年度大華證券表現搶眼，證券出售損益排行居於首位，寶來證券僅次於大華證券；而元大京華在 2003 年上半年度表現平平，在 2004 年上半年度證券出售損益排行提升到第三位；台証證券在 2003 年證券出售損益出現虧損的狀況，但

在 2004 年上半年度雀躍居證券出售損益排行第一名；許多自營部門因為虧損而停止營運或併入其他金控集團中，因此在 2004 年上半年度少了 6 家自營部門的資料。

自營業務的損益憑著證券商的內務部門對於市場的觀察力與預測能力的好壞來決定；在投資銀行業務中，自營業務對於投資銀行來說非常重要，自有資金的成長幅度必須依賴自營部門的操作來決定，由表 3-15 和表 3-16 可以看出國內自營部門仍在持續成長當中。

表 3-15 2003 年上半年度自營業務排行(依證券出售損益排行) 單位：仟元

名次	證券商	證卷出售收入	證卷出售成本	證卷出售損益	報酬率
1	大華	4,142,660,096	4,140,986,271	2,305,814	0.000557
2	寶來	2,889,429,155	2,888,215,361	1,630,728	0.000565
3	富邦	16,449,687	15,269,748	1,457,995	0.095483
4	元富	896,365,923	895,225,699	1,425,658	0.001593
5	中信	1,677,584,270	1,676,728,090	1,248,249	0.000744
6	永昌	851,568,117	850,873,764	894,600	0.001051
7	復華綜合	984,959,580	984,334,406	852,368	0.000866
8	群益	1,159,728,582	1,159,135,146	810,511	0.000699
9	建弘	518,080,475	517,782,753	724,685	0.001400
10	花旗	1,258,383,046	1,257,982,772	522,348	0.000415
11	第一	19,797,745	19,382,302	517,800	0.026715
12	德信	397,875,475	397,427,265	491,733	0.001237
13	玉山	201,219,448	200,908,757	446,036	0.002220
14	元大京華	1,329,743,740	1,329,409,214	398,222	0.000300
15	永利	7,212,468	6,906,034	379,081	0.054891
16	新壽	179,562,626	179,320,683	314,826	0.001756
17	台灣工銀	1,839,211,063	1,839,014,344	262,883	0.000143
18	致和	38,919,315	38,738,806	223,797	0.005777
19	太祥	46,921,243	46,783,167	188,185	0.004022
20	台証	2,244,833,748	2,244,820,185	-62,292	-0.000028

資料來源：證券暨期貨發展基金會

註：報酬率 = 證券出售損益 / 證券出售成本；證券出售損益：包含自營、承銷、認購權證避險部位

表 3-16 2004 年上半年度自營業務排行(依證券出售損益排行) 單位：仟元

名次	券商名	證券出售收入	證券出售成本	證券出售損益	報酬率
1	台 証	2,050,671,823	2,047,090,145	6,370,400	0.00311
2	倍利國際	356,036,984	352,976,644	5,418,242	0.01535
3	元大京華	1,502,784,777	1,499,850,753	5,362,851	0.00358
4	中 信	1,199,860,051	1,197,071,643	4,899,705	0.00409
5	大 華	3,844,010,230	3,841,418,565	4,836,244	0.00126
6	富 邦	49,300,013	47,203,064	3,756,043	0.07957
7	元 富	1,316,495,280	1,314,509,523	3,662,894	0.00279
8	建 弘	570,050,067	568,467,218	3,089,456	0.00543
9	寶 來	3,723,462,484	3,721,981,355	2,761,296	0.00074
10	台灣工銀	1,330,627,043	1,329,497,402	2,147,040	0.00161
11	永 昌	393,554,514	392,524,858	1,879,545	0.00479
12	復華綜合	994,062,988	993,146,098	1,713,652	0.00173
13	群 益	431,969,715	430,977,013	1,652,764	0.00383
14	第 一	8,753,262	8,324,188	758,441	0.09111

資料來源：證券暨期貨發展基金會

註：報酬率 = 證券出售損益 / 證券出售成本

證券出售損益：包含自營、承銷、認購權證避險部位

四、目前我國證券商發展投資銀行業務的優勢與機會

民國 86 年至民國 92 年這段期間，我國直接金融的比例在存量或流量上，有逐年增加的趨勢。綜合證券商對於資產證券化、發行公司債券、現金增資等業務都已經有所成果，顯示我國直接金融時代的到來。國內證券商大多已朝著綜合證券商或金控集團發展，這樣的趨勢為發展投資銀行業務建構出了基本的雛形架構。

現金增資業務的發展情形，海外 ADR、GDR 和 ECB 的發行由國內證券商取得發行權的比例有逐年上升的趨勢。對於國內證券商發展海外現金增資案件的經驗累積、配銷通路的建立是一項相當好的發

展趨勢，可以為未來的區域性投資銀行業務發展鋪路。此外，海外法人進入台灣市場投資的比重逐年增加，總比例接近國內法人的投資比率，由此可看出國外法人對於台灣資本市場有相當高的興趣，這點對於台灣資本市場來說是一大利多。

國內擁有獲利相當好的高科技產業，在現金增資、併購案、資產管理等業務需要經驗豐富的投資銀行來協助辦理這些業務。相較於香港，香港雖然全力發展金融產業，但缺乏獲利與成長性高的產業支持。因此，國內證券商應該把握台灣擁有的優勢，發展出完整的投資銀行，以健全台灣的金融產業。

五、目前我國證券商發展投資銀行業務的劣勢與威脅

台灣證券市場由於散戶(自然人)為主要投資者，其心態與操作手法多傾向利用買賣價差獲取短期利潤，因此本益比代表產業的實質成長性會降低許多，且台灣證券市場規模遠小於紐約、倫敦、東京等金融先進國家，其成交值變化也較其他國家劇烈，台灣證券市場並非屬於穩定市場。2003年8月高科技半導體產業的循環景氣陷入低潮，存貨量開始增加，導致產業評比降低，外資與一般自然人的投資趨於保守，成交量與成交值也出現萎縮，市場資金減少與景氣復甦不足的情況下，本益比迅速下降，這對於國外企業是否會在台灣掛牌上市是一大隱憂。

我國市場自然人投資仍占大部分，而其投資偏好短線進出以賺取價差，此一現象造成的結果是，經紀業務成為我國證券商主要的收入來源。另一方面，由於證券市場的變動大，一旦股市低迷不景氣的時候，證券商的收入也嚴重的受到影響。國內證券商若仍只一味的只追求經紀業務帶來的收入，而不積極分散獲利來源，提高風險管理技術，即使資本規模得以因此擴大，被他人購併的可能性依舊高出許多。

國內專業自營商、經紀商、承銷商家數過多，造成削價競爭來爭取客戶，甚至造成不收取手續費且附贈免費服務的方式來爭取顧客，這對於發展投資銀行來說是一大阻礙，收入來源並不穩定且微薄，無法發展投資銀行業務。

目前國內證券商對於海外承銷金額與案件量雖有上升，但是在於經驗與資本額的限制下，無法將承辦金額擴大以累積龐大金額案件的承辦經驗，一方面由於國內法規的限制使得單純的證券商並無法大幅度的擴展自有資金，國內證券商應儘快朝向大型金控集團發展。

香港和新加坡在金融市場中對台灣有潛在威脅性，由於地理位置、貿易、政府對金融開放的態度等因素，以金融為發展重心，從表 3-3 的數字可以看出新加坡過去發展程度較香港為高，但近幾年卻逐漸下降，反觀香港則逐年上升，有發展亞太金融中心的趨向，且香港跟台灣皆位於大陸市場的輻軸位置，面對磁吸效應的龐大資金，能掌

握住這筆龐大外資資金的國家，才可能成為真正的亞太金融中心。而目前政府的法令限制過多，使得國內證券商綁手綁腳無法一展長才，加上態度過於保守，無法有效吸引外國資金進入國內進行投資，想要擊敗香港這個以金融產業為主體發展的對手，台灣必須善加利用本身擁有高科技產業的優勢並儘快的改善整體金融環境。

貳、法律面—主管機關之新舊條文比較與討論

一、證券商轉型投資銀行法規現況

投資銀行廣義上得以經營之證券商現有業務，其中包括有：承銷、經紀、自營、私募、投資、融資融券、股務代理、財務諮詢、購併、資產管理、創業投資以及協助融資收購等業務。如以對於業務上劃分，現行我國證券商所得以經營之業務範圍已包括：承銷、經紀、自營、融資融券、股務代理、財務諮詢及研究、協助購併和企業重組等。因此大多數的投資銀行業務，我國目前現行的證券商都已經可以加以經營。但仍有下述業務，其是否得以開放經營，還有待主管及立法機關進一步的給予釐清：

(一)、私募業務

(二)、投資管理

(三)、票券業務

(四)、融資收購之短期融資

(五)、創業投資或其他對未上市上櫃股票之投資

二、證券商轉型投資銀行之法令推動現況

證券暨期貨管理委員會為協助國內證券商之全球布局，並落實推動證券商轉型為投資銀行之政策目標，主管機關已規劃二階段之短期及中長期計畫。證券暨期貨管理委員會並於九十二年底，按預

定時程完成第一階段短期計畫，為證券商發展投資銀行業務跨出重要的第一步。證期會在兼顧最低監理需求之要求下，給予業者更多的發揮空間，使證券業之經營更具彈性及靈活度。證期會短期計畫內容及效益包括下列幾項：

(一)、開放設立國外分支機構

為擴大證券商經營利基，推動證券商發展投資銀行業務，並協助其深化業務之國際化程度，考量其海外布局之需要，遂開放證券商設立國外分支機構。提供證券商進行海外布局時的另一種組織型態選擇，同時設立分公司較設立子公司節省資金成本，尤其當地國對設立證券商有最低資本額限制，或得承作業務限額係以資本額為計算基礎者，分公司較為有利。分公司有總公司之商譽為保證，於爭取參與國際承銷案也較為有利。證券商對分公司之控管較子公司之控管更為直接有效，赴海外設分公司較海外子公司更能建立證券商之國際知名度。

(二)、開放買賣外國有價證券及利用外國衍生性商品避險

為提昇證券商之國際競爭力，使國內證券商成為全方位之金融機構，開放證券商自行買賣外國有價證券及從事外國衍生性商品避險交易，並透過國際業務整合發展為國際投資銀行。將使得證券商投資組合國際化，使得整體獲利較不受國內景氣之波動，分散國內

市場風險，進而穩定證券商整體獲利。同時有利於證券商發展成國際性投資銀行。於外國市場發揮造市功能，提高國內發行人於海外公司債之流動性，並有助於證券商國際承銷業務之推廣。

(三)、開放管理方式為負面表列之方式

為順應國際證券監理潮流，主管機關對證券商辦理證券相關業務及從事金融商品交易之管理方式，由原係依個別業務及金融商品逐項管理，改以負面表列方式，劃一承作資格條件及採行動態彈性之管理。由於財務工程技術進步，使得金融商品種類不斷創新，各國監理機關為鼓勵金融商品創新，紛紛採行事後備查方式並進行動態風險管理，以利業者爭取商機並滿足實際業務需求。此開放得以提昇證券商業務創新能力，使證券商業務發展更具彈性，以及有效提昇其國際競爭力。

(四)、開放風險管理知識技術之傳遞

國內大型證券商已具備自行建立整體風險控管之能力，包含系統開發與建置等涉及資訊技術層面之部分，亦累積一定之經驗與實力，未來此部分技術與知識之出售如能成為證券商業務之一部分，將可鼓勵證券商不斷提昇風險控管之能力。目前業者在建立風控機制方式上，部分公司係將相關顧問工作委託具專業實務經驗之外部顧問公司執行，部分公司則是將外部顧問之工作予以內部化，因此

風控室之人員配置上也較為充足，包括風險控管及資訊系統專業人員，未來如開放證券商從事有關證券服務資訊之技術或風險管理知識等企管顧問之工作，基於證券商對證券及金融等相關業務之嫻熟程度，與一般企管顧問公司比較，應具備較多之競爭優勢。部分大型證券商本身雖不具備系統建置與開發之能力，但曾因建立風險管理機制過程中所累積之經驗，包括協助客戶辨認及評估主要風險，撰擬風險管理政策、程序與報告，遴選建置風控系統之廠商，人員之訓練、風險文化之形成等部分，未來皆可包裝成適當之商品，提供予中小型證券商，此開放將有助於大型證券商不斷加強及提昇風險管理之能力與技術，透過市場競爭之力量，導引風險管理創新及研發能力。提供證券商新種業務，增加收入來源，使傳統風險管理之功能由成本中心轉為利潤中心。有利於風險管理知識技術之傳遞，將大型證券商之知識與經驗，逐步提供並擴散至中小型證券商，降低中小型證券商建立風險管理機制之成本，提昇整體證券業之風險管理水平。

三、證券商轉型投資銀行之法規討論

在證券商轉型投資銀行之法規討論中，比對大多數的投資銀行業務後發現，我國目前現行的證券商確實已經可以加以經營，但是仍然還是有許多投資銀行中的業務，主管機關考量是否開放證券商經營

或是尚未獲准開放經營的情況，這方面的確還是有待主管及立法機關進一步的給予釐清。

目前證券商尚未獲准經營之投資銀行業務，主管機關在開放與否的分析上會有下述幾點考量：

(一)、市場穩定性問題

如開放新型之金融商品，勢必將造成現行金融業者發生推擠作用，進一步闡釋，會否因此讓證券業者面對更大的風險，同時證券商如何加以控制風險，證券商內部是否已建立好風險管理制度等等，都會是主管機關開放商品或業務與否的主要思考點。

(二)、適法性問題

在現行法規上面證券商是否可以經營該項投資銀行之業務，如目前不得經營該項業務，證券商立場和比較的基準如何，以及應該如何去說服主管機關開放此項業務。

(三)、金融市場公平性問題

如同一產品證券商、票券業者或商業銀行皆可同時經營，但如果單方面只有開放特定業者經營，如不經過協調業者間或主管機關間之管理政策，則開放業務必將造成排擠其他金融業者之利益，產生金融市場公平性的問題。

(四)、利害衝突性問題

如證券商為自己或他人同時經營同項業務時，將免不了面臨到利害衝突的問題。如何免於為自己之利益而有損於投資人之利益或第三人之利益行為，使得市場正義之理念得以達成，此將得以符合證券交易法第一條所定之保障投資人之目的。

(五)、保障投資人權益性問題

如創業投資之開放，參與創投之原股東權益如何獲得保障；證券商投資管理業務之開放，如何與投資人間確定其法律關係。為保障投資人權益，如就其契約關係設計上對於投資人權益加以保障，將對於當事人間權益保證與糾紛解決有所幫助。

(六)、稅賦規劃性問題

如貨幣市場基金之課稅，對於信託業者與投信業者所擔負之稅賦不同的情況下，個別商品可能因稅賦不同而影響其未來發展，故對於整體稅賦之公平性將有所影響，因此稅賦合理之考量將有助於業務公平發展。

針對目前證券商尚未獲准經營之投資銀行業務，金融監督管理會日前對於提升證券發行市場品質專案小組會議決議承銷制度修正重點如下：

(一)、IPO 相關規定

1、改進上市(櫃)制度

- (1)、輔導期由 12 個月縮短為 6 個月。
- (2)、簡化承銷商書面作業、加強輔導功能，明確劃分會計師、律師及承銷商之責任。
- (3)、證交所、櫃買中心應研議審議委員會之定位。

2、提撥股票

除公營事業等特殊案件，一律以新股承銷。

3、承銷價格訂定

- (1)、取消價格計算公式，改由承銷商與發行公司議定，並在公開說明書等資料上充分揭露。
- (2)、取消財務預測強制公開制度，改採自願公開。

4、掛牌漲跌幅

掛牌五個營業日內取消漲跌幅限制。

5、承銷配售方式

- (1)、原則上不限制配售方式，由承銷商視案件決定。
- (2)、除公營事業等特殊案件外，搭配公開申購(抽籤)辦理配售者，其公開申購之比例不宜超過 20%。
- (3)、公開申購作業採預扣承銷價款，以縮短承銷時程及解決人頭戶問題。

(4)、為兼顧散戶之權益，全數詢價圈購案件承銷商應保留一定比例(上限 20%)配售給非承銷團證券商或經紀商客戶之自然人客戶。並採預繳價款按比例配售以避免該圈購人不履行繳款。

6、穩定 IPO 承銷價

為避免 IPO 掛牌後之不理性的下跌，採行下列措施：

(1)、承銷商應要求特定股東承諾，於一定期間內不可釋出持股(至少 3 個月)。

(2)、承銷商應發揮穩定承銷價格之功能

A、得行使過額配售權，承銷商應與發行公司約定，必要時得依市場狀況行使過額配售權，發行公司並應協調股東提供老股供承銷商過額配售。

B、承銷商如執行過額配售，應於取消漲跌幅之五個營業日內，若遇跌破承銷價格，應於過額配售額度範圍自交易市場買入，以穩定承銷價格，並將購入之股票交回給提供老股供承銷商過額配售之股東；如市價高於承銷價格，承銷商並應就過額配售之額度以承銷價格計算，交付給提供老股供承銷商過額配售之股東。

C、取消漲跌幅之五個營業日內，承銷團不得以低於承銷價

之價格賣出持股。

D、應於承銷公告揭露過額配售之相關事項，並應於執行承銷價格穩定措施期間，於公開資訊觀測站等途徑揭露。

E、IPO 掛牌後，承銷商是否能發揮穩定承銷價格之功能，將列入券商分級管理之指標。

(二)、取消自行認購

取消承銷有價證券應先行自行認購之規定，應賺取手續費為承銷商之收入來源，以回歸專業。

(三)、自律規範

參考美、日規定，訂定承銷商之自律規範，如：不得配合發行公司辦理配售、配售對象之規定、應將配售名單及繳款明細送公會、違反規定之議處。

(四)、承銷手續費

將包銷手續費上限由現行 5% 調高為 10%，代銷手續費上限由現行 2% 調高為 5%，惟案件金額較小者不在此限。

(五)、實施日期

因涉及電腦系統、法規、作業程序之修改及宣導，且為避免作業困擾，自明(94)年向證交所、櫃買中心申請 IPO 之案件始適用修正規

定。

四、證券商轉型投資銀行之法規分析

(一)、確定包銷制度

1、說明

我國資本市場發展迄今以歷數十年，因承銷商輔導功能之發揮，使我國資本市場近年來蓬勃發展，亦朝向投資銀行之角色邁進，但因現行承銷機制，承銷商缺乏主導權，使承銷商擔負了權利義務不對稱之風險，例如多頭市場時，承銷商確定認購比率太低，無法享受承銷商輔導之經營成果，而空頭市場時，承銷商須承擔投資人不認購之包銷風險。

2、辦法

以下乃就現行承銷制度提出建議：

現行制度	本研究建議
1、目前為餘額包銷與確定包銷並行，但以餘額包銷為主，承銷商處於不利地位。多頭市場	1、以香港及美國證券市場為例，承銷商大多採確定包銷。確定包銷比例由發行公司與承銷商

<p>時，承銷商無法多包銷股票，但空頭市場投資人不認購時承銷商須全數包銷。因此以餘額包銷為主，代表承銷商在市場缺乏主導機制。</p>	<p>視市場反應狀況議定，使承銷商充分發揮配銷之角色。因此以確定包銷為主，代表承銷商在市場擁有主導機制。</p>
<p>2、現行初次上市櫃首日掛牌價常為漲停價或跌停價，致公司之市場價格失真，亦使投資人無法買進或賣出股票。</p>	<p>2、賦予主辦承銷商擁有過額配授權(green shoe)(徵提老股)及股票買入權機制，同時放寬首日掛牌股票漲跌幅。</p>

(二)、落實專業投資銀行之角色及功能

1、說明

目前國內承銷制度，承銷商之功能著重在案件送審，與國際投資銀行角色著重訂價與配售之功能不同。

2、辦法

以下乃就現行承銷制度提出建議：

現行制度	建議
<p>1、公開發行後輔導期間一年。</p>	<p>1、加強會計師財務報告及內控之審核責任。</p>
<p>2、承銷商評估報告及查核程</p>	<p>2、加強承銷商訂價、配售之</p>

序規定繁雜。	功能。
3、承銷商須對公司財務預測達成可行性背書。	3、國際無財務預測之規定，應予取消。
4、律師功能未發揮。	4、加強律師(Due Diligence)之建議。

(三)、承銷價格之發現

1、說明

國際證券市場，追求的是資源分配之效率以創造適當投資環境，主管機關僅在市場出現無效率之情況下才予以管制，平時則由市場參與者根據市場資訊做決策，承銷商也憑藉其專業能力發揮協助籌資之角色及功能，如承銷價之訂定及股價安定操作。

2、辦法

主管機關所訂定之承銷價慣用公式已不合時宜，建議修改或廢除，並配合過額配售選擇權來降低庫存承銷部位之風險，及賦予股價安定操作之責任。

(四)、國內證券商法令面與競爭對手差異

1、說明

投資銀行業務，除了企業併購之外，尚包含了許多直接金融相關業務，包括各種企業籌資工具，如普通股、可轉換公司債、

海外可轉換公司債、海外存託憑證、可交換公司債等有價證券的承銷、安排、配售以及交換業務。就國內證券商而言，進入投資銀行業務所面對的主要競爭對手，是商業銀行、工業銀行以及具有投資銀行功能的外資券商。就這些競爭對手所能承作的業務，與證券商有以下的差異，這些差異造成國內證券商在這方面的競爭上居於劣勢：

(1)、承作放款、參與聯貸的資格

商業銀行與工業銀行，本身都具有從事放款等間接金融業務的資格。當銀行評估整體效益可行時，可以以極優惠的價格與企業客戶承作放款或聯貸等業務，並以這些放款或聯貸來掌握客戶動向、綁住和客戶的合作關係，搭配其它利潤更豐厚的業務，例如擔任客戶的交換銀行（Swap bank），承作衍生性商品，來達成整體的效益。

(2)、承作外匯業務的資格

商業銀行、工業銀行以及外資券商，絕大多數均具有外匯業務執照，對於承作企業跨幣別或是外幣投資銀行業務時，可以直接就其中所涉及的外匯交易，進行拋補。除風險得以完全規避之外，更增加產品設計的彈性，並有效降低成本。

(3)、承作外幣衍生性商品的資格

部分商業銀行、工業銀行，以及大部分的外資券商，具有從事外幣衍生性商品交易的資格，不論是利率、匯率、股權甚至大宗物質衍生性商品的衍生性商品，均可直接與國外交易對手進行拋補。相對而言，國內證券商不但在國外有價證券投資受淨值10%的限制，外幣衍生性商品避險亦只限於發行結構型票券避險所需，直接承作衍生性商品之避險卻無法適用。

(4)、證券商承作衍生性商品依法採總額控管

僅能依其信評承作淨值定倍數的部位，而銀行則以更合理的方式，以資本適足率的方式來規範，實際可操作額度較券商高出數以倍計。

(五)、如何就法令面修正國內證券商所面臨的劣勢

1、說明

就國內證券商所具有的通路及行銷能力，以及長期服務國內企業客戶所累積的客戶基礎及客戶關係來看，進行投資銀行業務所面臨的困境，主要來自於法令的諸多限制，以及海外通路的拓展。國內證券商，例如我國在財務工程人才及機制的建立與培養方面，經過多年各券商的努力後，也以具有一定的能力，但受限於法規制度的限制，導致功能難以完全發揮。在此我們謹就制度面的可能改變，來說明未來國內證券商發展投資銀行業務的解決

方案。

(1)、開放證券商承作外匯相關業務。

(2)、開放證券商承作外幣衍生性商品，不限於僅就結構性票券發行避險，方能從事該項交易。

(3)、改變證券商衍生性商品不為控管方式，由目前依券商信評，以總額不超過其淨值一定倍數的方式，改為符合國際標準，如巴塞爾協定精神中，依券商整體資本適足率控管的方式，方能真正達到揭露風險，並同時善用資本的目的。

(4)、放寬證券商投資海外有價證券額度限制。

若以上諸項法規面的限制得以解除，則國內證券商才有可能以合理的成本，提供企業客戶更具有彈性、跨幣別、跨市場的金融工具及融資方案，以求在產品面具有競爭力，和商業銀行、工業銀行、外資券商等量齊觀。

即使因為尚不具有間接金融功能而未能提供全面性的整合服務，但若因制度的開放而能更積極擔任交換銀行的角色，提供更多的金融工具，將使國內證券商在投資銀行的領域，跨出極具意義的一步。

第四章 國內證券商發展投資銀行業務之策略性議題

本章關於「國內證券商發展投資銀行業務之策略」的建議，係來自本研究團隊於研究期間所拜訪的數十家國內外知名證券商的高層主管，依據訪談內容詳盡地整理、歸納而出。整個架構有以下幾點：

首先，從國內證券商發展投資銀行業務現況談起，包括：首次上市(櫃)公開發行業務(IPO)、購併業務(M&A)及發展新金融商品等。

其次，探討主管機關與相關法律條文對於國內證券商發展投資銀行業務的態度與影響。

再者，分析金控體系之下與非金控體系之下的證券商在從事投資銀行業務上的優劣勢及利基點，以及本土券商與外資券商在國內市場從事投資銀行業務的競爭態勢。

最後，提出國內證券商發展投資銀行業務的限制或障礙、研究建議、成本效益評估及 SWOT 分析。

壹、國內證券商發展投資銀行業務現況－業務執行面

證券商為因應國內經濟的快速發展與本土企業的財務需求，目前皆已開始積極展開投資銀行業務的相關活動。

在投資銀行業務經營方面，國內證券商在傳統的「承銷業務」、「自營業務」和「經紀業務」三個方面，只要在承銷業務上的表現夠良好、夠出色，基本上其業務表現就不會太差，但唯一的例外是寶來證券。

寶來證券的承銷業務於過往雖似薄弱，但是其在投資銀行另一個業務「資產管理」卻著墨甚多，特別是其不斷推出新金融商品的出色表現，使得它可以補強在承銷業務上的不足之處。

國內證券商認為，投資銀行的主要業務類似於創投的公司理財活動(Corporate Finance)，其中包括股權(Equity Financing)、債權(Debt Financing)、混合型(Hybrid Financing)等，而今年上半年的市場規模在股權的增資部分(SEO)和混合型的可轉債部分(Convertibles)就有 70 億美金的市場，光台塑一家就有 10 億美金的市場。

另外，國內證券商亦認為在「合併收購」這塊市場還有很大的發展空間。目前台灣正經歷產業結構的改變，其中還包括異業結合的部分，所以對於「合併收購」這塊市場的成長性，國內證券商的普遍看法是還相當大。

一、上市(櫃)公開發行業務

承銷業務市場主要有四大塊，包括：上市(櫃)首次公開發行(IPO)、上市(櫃)公司現金增資(SPO)、財務顧問專案及私募業務。

(一)、上市(櫃)首次公開發行

大致上而言，首次公開發行上市這部份已經飽和，近來證券商承辦的案件數有減少的趨勢，而首次公開發行上櫃則是仍然持平的趨勢，在興櫃方面，則因為政府近來大力推行且放寬申報及申請的作業門檻，審核較為容易通過，因此有增加的趨勢。故整體來說，台灣的IPO市場算是穩定發展。

目前國內證券商大多有減少承接IPO業務的現象，其原因是其認為該項業務吃力不討好，不容易賺取利潤。

證券商認為與承銷業務相關的一些法令要能夠鬆綁，例如：原本屬於律師或會計師的業務及公開說明書的撰寫幾乎都是由承銷商在準備，無法顯現承銷商的專業；又如證券商認為承銷價公式也有不妥之處，其表示承銷價應該是由市場力量來決定，並非讓公式算出，這樣的規定讓承銷商在面對客戶時失去主導權，也陷入市場上的惡性價格競爭，這些規定其實也都無法與國際接軌。

再者，國內證券市場的投資人喜歡炒短線，上市(櫃)初期會有賣壓，而且流動性也較差，加上現行的包銷制度，使得國內證券商在推

動 IPO 業務時，頗感費時費力，平均一件業務要花費長達兩年時間，十分不符成本效益。

不過，國內證券商還是認為 IPO 的業務還是得繼續運作，因為該項業務是證券商根本的客戶來源。

(二)、上市(櫃)公司現金增資

國內的現金增資市場還仍持續成長，據統計去年就有 160 億美金的規模，主要是以可轉換公司債(CB)為主，也就是債券(Bond)加上贖回條件(Conversion)，純現金增資的方式已慢慢減少，原因是財務工程的設計，而且也常在海外發行，這正顯示投資工具多元化的趨勢。

多數證券商認為，只要國內經濟持續成長，SPO 的需求就會增加。目前盛行發行可轉換公司債的原因在於：

1、發行可轉換公司債得以使公司有稅盾的效果。

2、可轉換公司債借款是屬質押放款，而向銀行借錢是屬信用貸款且有額度限制。

(三)、財務顧問專案

項目很多，一般非傳統 IPO 業務均屬於財務顧問專案，如幫客戶進行合併或收購、從母公司獨立出來成為新公司(Spin-off)、找尋策略聯盟(Strategic Alliances)夥伴等。

(四)、私募業務

證券商主要利用私募業務來建立通路。

本研究觀察到，目前國內證券商於承銷業務上，有以下幾點趨勢：

(一)、承接大型企業業務為主

中小企業尚處於發展階段，大多只想要 IPO，又最重視價格因素，但是 IPO 對證券商的業務發展幫助有限，加上輔導期間長，競爭激烈，利潤又低，所以證券商大多較願意承接大型企業的業務。畢竟大型企業已經在市場上經歷一段期間，會有更多的其他業務需求，比如「從母公司獨立出來成為新公司」(Spin-off)的業務，也不再只重視價格因素。所以，相對上承接大型企業業務比較有利潤賺取。

(二)、佈局區域性業務

國內證券商開始重視海外承銷業務的佈局，這意味著證券商開始承做跨區域業務，如合併或收購、積極找尋策略聯盟夥伴等。

(三)、重視跨背景承銷團隊

國內證券商在人才培育上，開始注重結合不同專業領域的人才，例如出身於理工背景，本身擁有對高科技的瞭解，若公司再輔以承銷業務知識的訓練，將有助於證券商進行高科技產業的承銷評估。

本研究認為國內證券商發展承銷業務，其最主要難題在於承銷業務仍無法避免價格競爭。目前市場上仍承接承銷業務的券商有二十多

家，僧多粥少的結果是大家以低價來搶案子，加上中小企業多是「價格取向」，較不會考量不同承銷商提供的服務差異，且手續費的收取也與景氣波動有關，當景氣好，手續費就低或甚至不收，景氣不好，手續費就可以高一點。但平均來看，證券商的獲利來源，手續費僅占三成，資本利得占七成，雖然大型企業的業務較不會有這些情形發生，但據大多數國內證券商估計，還要三年的時間才能脫離價格競爭。

又因為國內證券商跟客戶的決裂點時常發生在價格方面，而這問題的解決方式是改變目前承銷制度法規，讓價格能夠有自我發現的功能，如此對於證券商而言，就比較不會在議價時處於弱勢。

此外，本研究認為承銷業務已經沒有太多利潤空間，除非能與其他附加產品配合，本研究認為滿足客戶「一站購足」(One Stop Shopping)的需求是證券商發展的未來趨勢，因此，在海外業務發展上，除了可以發行海外可轉換公司債(ECB)和存託憑證(DR)之外，還可以發展將IPO 結合 M&A 或資產證券化的業務。

但其最主要問題在於人才養成不及，因為市場變化很快，要能及時發展具創新性的產品並不容易，且這方面的專業人才多在外資券商裡。所以現階段發展，國內證券商仍只以國內市場為主。不過，外資券商仍有其侷限性，因為外資券商的背景不同於國人，文化上的差異使得彼此思考方式不太一樣，同時在溝通上有麻煩，所以外資券商的

客戶主要還是以外商為主，而國內證券商相對的就是以國內客戶為主。

另外，未來的決勝關鍵在於後端的銷售通路。本研究認為只要通路夠深、夠廣，就不怕設計出新的金融產品會賣不掉。在這方面，國內券商較缺的是純股權類型的通路，如 DR，因為這些都是屬短期交易，所以很難找到客戶；但可轉換公司債相對上較為容易，因為對象較廣且很多人買。目前國內證券商都是依賴國內客戶的通路來源，如投信就很多，將來如開放證券商參與資產管理，這些大客戶和法人也都會是證券商的客戶來源。

二、購併業務

目前合併或收購業務的市場情況是：

(一)、台灣市場區域狹小

例如電子業的購併案，因為都在同一個園區內，老闆彼此都互相熟識，所以證券商大多只能在購併業務中扮演顧問的角色，而沒有可觀的利潤，而上下游廠商的合併也是類似情形。

(二)、缺乏有經驗的購併人才

發展方向應先從承接中小型規模的購併案來累積經驗，以培養購併人才。

本研究認為國內的證券商可培養研究人員利用資料來研判廠商是否有合併或收購的可能性，藉此開發業務機會，而未來的購併人才會以產業專家、會計師、律師、行銷人員等為主要成員。

國內的證券商從事購併業務所遇到的最大問題在於客戶大都不願意支付手續費用，而且認為價格應越低越好，這樣對於購併業務的發展相當不利。因此這方面問題需要由改變客戶的認知著手，如此才能有助購併業務的發展。

三、新金融商品業務

新金融商品業務可就兩個方面來探討：

(一)、基本的商品

如股權部位或債權部位，這些已經發展多年，國內證券商對於此類商品的風險管理並沒有太大問題。

(二)、複雜的商品

如混合型商品，其中的風險管理較為複雜，所以操作上也就比較謹慎。

本研究發現，外資券商在承接客戶案子時，會先了解客戶的需求，再從國外尋找現成可以套用的籌資工具。因為這些可以滿足客戶需求的商品，在國外可能已經行之有年，同時對這些商品也比較熟悉。當然這樣的現象也跟國內法令限制有關，因為很多複雜的金融商

品無法在國內設計。

相對看來，國內的證券商就沒有像這樣全球性支援的優勢，在競爭上會比較辛苦，不過，本研究認為國內的證券商在發展新金融商品的時效上會比發展購併業務來的快，因為新金融商品這部分可以直接模仿國外的商品，但購併業務具有高度「人」的因素在，所以比較難以控制。

貳、國內證券商發展投資銀行業務現況—政治法令面

一、主管機關

本研究由訪談過程中發現，主管機關在國內證券商發展投資銀行業務的長期目標上，希望能發展出一到三家大型的證券商或銀行，在國際上或區域上與外資體系做競爭。如果台灣能夠培養出在國際上有競爭力的證券商或銀行，就可以因而提升整體台灣的金融產業。

對於培養出在國際上有競爭力的證券商或銀行的做法上，主管機關希望未來成立「金融服務法」，將證券商及銀行的相關法規做統整，以期突破證券商及銀行彼此法規的差異，可以說「金融服務法」將是未來主管機關推動的一個趨勢。

另外，由於國內證券商都採綜合業務來經營，因此每個部門都要有相關證照或執照，所以未來的管理和經營方面也會以證照或執照來統合管理。

證券商對於主管機關的看法一般都認為其管制的情況太多，另一方面也把證券商當作無所不能，所以建議主管機關在制度設計上應權責相當，把各自扮演的角色定位清楚。

證券商認為國內的證券市場還是以散戶居多，而主管機關為了保護投資人權益，乃在制定法令時是以散戶的角度來看，造成證券商在發展業務時，處處受限。當然主管機關站在保護投資人權益的立場來

看並不為過，但這樣的結果反倒是抑制了國內證券商發展的空間。本研究認為，保護投資人權益的做法其實已經有保障投資人的相關法令，所以主管機關應該回歸公正、客觀的立場來檢討有關法令。

本研究建議主管機關可參考國外證券市場的主管單位，利用「軟性的規範準則」來加以管理，也應該相信證券商是可以自我約束和自我規範的。本研究認為只要金融機構建立自律機制，其嚴謹的程度如果不下法令規範，則這方面的管制也應該不成問題。只不過這樣的開放腳步還是要以漸進的方式，畢竟證券商也都還需要時間來養成自律行為。

關於央行的控制問題，本研究亦認為只要把握住「維護市場機制」和「穩定貨幣」的角色即可，思維不該是一直想要控制貨幣或股市，否則怎會有機會讓新台幣發展成可以在國際金融市場交易的貨幣，讓台灣的金融市場有機會成為亞太金融中心。

其實，可以把台灣的金融機構想像成是在市場上開拓的先鋒，而央行只需扮演好後方支援的角色即可。以國外央行為例，新加坡和韓國央行已經成功發展成可以吸引國際外資的大型機構，這是台灣的央行可以借鏡的地方。

近來國內企業客戶登陸中國市場，證券商也應該在旁輔助和撮合資源的取得，所以企業和人才更要有國際觀的視野。國內證券商也一

致認為，台灣有一個很龐大的中國大陸市場尚未開發，在這方面發展的機會是其他國家所沒有的，所以台灣應該好好開發這塊市場，主管機關應摒除意識型態的限制。

相較於外資券商可以利用既有的通路資源進入中國大陸市場，國內證券商若還受限主管機關的法令下，本研究認為這對國內證券商而言，將喪失許多獲利、成長的機會。所以國內證券商在發展投資銀行業務上，主管機關的態度顯得格外重要。

另外，國內現有的銀行過多，除了該讓大型銀行合併，提高市佔率之外，本研究認為證券商與銀行之間的合作也很重要，在此合作模式下，證券商可以利用銀行的資產負債表(Balance Sheet)取得優勢，使可從事的業務機會相對增多。

至於金融監督管理委員會所提出未來的發展方向：

(一)、負面表列

(二)、證券商分級管理

(三)、制法從寬，管理從嚴

國內證券商一致予以掌聲，認為主管機關若是能切實執行這些政策，對於國內證券市場的發展，必能有所助益。

其實，本研究在訪談過程中發現，主管機關正因為認為金融業是個高度槓桿的行業，因此必然要訂立許多規範。本研究認為這次主管

機關採差異化管理的方式來訂立規範，不再以齊頭平等的方式，如此應可避免阻礙有潛力的金融機構發展的可能。

大陸台商回台上市一直是我國政府兩岸經貿政策的重點，在政府「積極開放、有效管理」的基調上，更是業界熱烈討論的政策。

企業股票上市的主要目的在於籌措資金供企業營運使用，至於在哪上市，則須評估當地金融市場所提供的便利性、自由度與成本的高低。目前大陸的台商是否選擇回台上市的思考點有：

(一)、大陸投資比例上限

對大陸台商限制最大的是政府規定上市公司赴海外投資不得超過淨值 40% 的限制。此一限制降低台商赴海外投資能力外，也使得資金無法達到充分自由流動的目的，同時降低台商返台上市意願。

(二)、兩岸沒有簽定租稅協定

因此大陸台商回台上市，很可能出現在大陸被課一次稅，回台灣又再被課一次稅的不合理現象。

從大陸台商在兩岸三地可能上市的市場上來看，香港的金融市場最完善，法令配套及資金自由度都最高，加上與大陸正式成立「更緊密經濟夥伴關係」，使得香港市場成為台商籌資的重要管道。

但台商在香港掛牌，比不上香港的藍籌股或紅籌股，籌資和股價吸引力相對較低，上市成本較高且香港股市漲跌幅沒有限制，使得企

業上市風險較大，因此，台商較不適合到香港上市。

而大陸在加入世界貿易組織後，加速開放外資企業上市 A 股的腳步。在大陸上市的成本較低，但由於市場規模較小，因此，籌資能力及上市風險都會比台灣高。

據外資券商統計，台商在大陸投資超過十五年，國內企業滯留海外及台商在大陸投資金額至少已逾四千億美金，不少台商所賺的錢都留在海外。這些錢目前在大陸進行固定資產投資，如果可透過掛牌上市變成股票，以本益比一點五倍到二倍計算，預估可創造八千億美金的資金動能。因此，國內金融業者無不期待能將這些資金引導回台灣，一來滿足企業客戶的理財需求，二來台灣金融業者也可得以茁壯發展。目前討論中的大陸台商返台上市可行方式有：

(一)、成立控股公司

控股公司同時掌控台灣公司與大陸公司，然後以控股公司的名義上市。此種方式因為要另外成立一家公司，把兩岸企業合併，然後才在台灣上市，可能花費時間較久。

(二)、在國際其他資本市場上市

目前政府允許十六個國際資本市場，然後再以發行台灣存託憑證的方式回台上市。

(三)、母公司在台灣成立營運總部

台灣母公司成立營運總部，把大陸子公司涵蓋在內，再回台灣以營運總部的方式上市股票。

(四)、建立境外美金交易平台

運用境外美金交易平台有以下優勢，如國際金融業務分行的資金充裕、外匯存底的優勢可讓台商財務資訊更為透明化、降低投資風險並且協助台商資金來源多樣化。但其牽涉到股利發放、稅務及外匯管制問題，必須和央行等相關部會研議。

目前看來，似乎以「母公司在台灣成立營運總部的方法」最為容易上市，建議主管機關可以放寬建立營運總部的條件，包括每年銷售業績及營運內容的限制。

本研究認為金融議題應摒除意識型態，回歸經濟效率性的論點。對於政府希望台商能把利潤或其他資金匯回台灣的部分，本研究建議如下：

(一)、所有自海外匯回台灣的利潤或資金再匯出時，都不應受到 40% 上限的規定，而應准許 100% 再匯出，如此才能達到資金充分自由流動的目的。

(二)、對於兩岸尚未簽定租稅協定，台商回台上市可能出現在大陸被課一次稅，回台灣又再被課一次稅的不合理現象，建議政府對於合法

登記赴大陸投資又合法回台上市的台商，在大陸所繳的企業所得稅得以合法抵扣。

二、相關法令

本研究進行期間，金融監督管理委員會為使國內積習已久的承銷制度更為完備及與國際市場接軌，乃於今年(民國九十三年)七月召開「提昇證券發行市場品質專案小組會議」，全盤檢討承銷制度，主要修正重點如下：

- (一)、配售制度公平、合理，並縮短承銷時程，以降低承銷商及投資人之風險。
- (二)、改進上市(櫃)制度，強化承銷商之輔導功能，降低形式內容作業、加強實質責任。
- (三)、為與國際接軌，逐步降低以公開申購配售(抽籤)方式辦理配售，俾利承銷商培植專業能力、建構銷售通路。
- (四)、掛牌五個營業日取消漲跌幅限制，以發現合理價格。
- (五)、承銷商應基於維護聲譽與保護配銷客戶，針對初次上市(櫃)案件實施穩定承銷價格之機制，以避免 IPO 掛牌後不理性之下跌。
- (六)、加強承銷商之自律，並實施券商分級制度。

至於其決議內容已於之前第三章談論，在此不再累述。

叁、國內證券商發展投資銀行業務現況－產業競爭面

一、金控體系 V.S.非金控體系證券商

金控體系下的證券商從事投資銀行業務，其客戶基礎都已經具備，就規模上而言也略具雛型，但仍有其必須考量的重點：

(一)、承接案子的成果

(二)、經驗的累積

(三)、海外通路問題

對於承接案子的成果及經驗的累積，可以由承接中小型案子慢慢累積經驗；另外，海外通路的解決辦法，則可以從跟當地的中小型金融機構合作開始，慢慢熟悉當地市場情形之後，再進一步取得當地的通路。

主管機關認為目前國內的金控公司已經有一定數目，所以證券商若要成立金控可能需要相當考慮。不過，對於已加入金控的證券商和未加入金控的證券商，其發展利基是不同的，未加入金控的證券商也並非就無發展的可能，如可以採用策略聯盟的方式來增加合作夥伴，找尋獨特的發展利基(Specific Niche)。整體來說，加入金控的證券商與未加入金控的證券商，在從事投資銀行的業務上，其實還是有著相當大的發展空間。

從國內某金控公司的投資銀行業務發展來看，其將原本銀行裡的企業金融部和證券商裡的投資銀行業務整合，兩者成立為企業金融事業群，對於該金控來說，不僅可以承做的業務增加了，還可以為客戶量身訂做其所需要的商品，真正做到滿足客戶一站購足(One Stop Shopping)的需求。同時在整合之後，也因 IT 系統的整合得以降低作業成本。

不過，關於發展投資銀行業務，到底要大型化還是精緻化，國內的證券商目前尚未有定論，但是普遍認為目前市場上的十四家金控還是太多，以後只會剩下一半，也就是剩前三大的金控公司與一些只專注於利基市場的小型金控公司。

在金控體系中，投資銀行業務會是以屬於金控事業群的一環來發展。比方說承銷業務，未來承銷業務的消長會很明顯，其主要的原因是：

- (一)、資產負債表支持方面，比如是否有銀行的資產負債表來支持。
- (二)、資產證券化方面，比如一般證券商就不能從事這一塊，加入金控的證券商機會就相對更多，而沒有加入金控的證券商也就會因為缺乏經濟規模，惟有集中經營某些業務。
- (三)、債權重整(Restructure)方面，比如以債換股，以賺取資本利得的方式。

所以，非金控體系的綜合證券商，應專注投資銀行的某一兩項業務，選擇性發展才會有生存的空間。

但是目前尚未加入金控的證券商，在未來不一定都會加入金控公司，一般證券商只要能夠找到商業銀行合作，在產品推出方面就會提升優勢；而目前也有商業銀行想找投資銀行合作的趨勢，且國內金控公司在架構上面也還沒有很完整，因此，一般證券商不一定要朝加入金控來發展。

二、國內其他金融機構 VS. 國內券商

因應國際金融化的環境演變與金融法規的鬆綁，跨國金融業者間的購併頻繁，規模亦愈來愈大，譬如美國旅行家與花旗銀行的合併、德意志銀行與信孚銀行和大通銀行與摩根銀行的合併等，全都是來至於全球經營策略上的考量，在這種情形下，本研究認為相關的企金融機構重整機制必須要完備。

出自於商業動機的金融購併，著眼的重心是合併所能帶來的利益或節省的費用高於其成本，經濟學的角度可分為規模經濟與範疇經濟兩方面來看。

前者規模經濟如合併之後新的金融機構可用相對較低的成本提供更多相同的金融服務，如同質性高的金融機構合併後，關閉重疊的分行、裁撤業務重疊的人力，節省成本而保留原有的客戶與收益能提

高的利益自然更大，對金融機構而言也會因規模擴大則市場佔有率提高，進一步增加對市場利率價格的影響力。

後者範疇經濟則以證券商業務而言，由於銀行法第四條，銀行可從事承銷及自營買賣或代客買賣有價證券、辦理證券投資信託有關業務等，使得銀行已擁有部份證券功能，不過因其為銀行內的部門，規模及可承作業務受相當限制，以國家資源看，這樣的資源配置是沒有效率的。以南韓近年金融整合的經驗為例，可看到其資本適足率、投資報酬率都有大幅度改善。建議政府可以法規改變，引導金融市場走向競爭較有秩序、資源配置較有效率、金融機構投資報酬率也可提升。只有這樣整併的良性循環，同時透過市場力量的機制淘汰不適的證券商，才能讓更多投資人把資金投入金融業。

綜觀目前台灣金融市場，大型金融併購案在今年陸續發生的情況來看，可以視其為台灣金融產業整合的一個起點，未來併購後勢必還需經歷整合的磨合期。以企業管理的角度分析，從策略面、執行面到產品面的整合，都還需要一段時間來相互適應，單透過法規改變與業者整併外，本研究認為不同金融機構組織的組織文化調和，也應是必要去努力的方向。

三、外資券商 V.S. 國內券商

國內的承銷業務市場，雖然外資券商比不過國內證券商，但是在

國外的承銷業務市場，國內證券商也不敵外資券商，其劣勢有以下幾點：

(一)、海外銷售通路不足

這點讓國內的證券商於承接大型案子時有所限制，因為若承做金額太大，而國內證券商的銷售通路又不足時，可能就要自行吸收。

(二)、資本額太小

依據國內的現行法令，對於承銷商的資本額大小可以承做多少金額，有嚴格的規定，所以當超過比例時，國內的證券商即無法承接此案。

(三)、聲譽考量

在國外市場上，畢竟外資券商的聲譽比起國內的證券商較為響亮，所以假如客戶要在海外市場籌資，確實是會選擇以外資券商為主辦承銷商。

一般說來，一億美金以下的籌資案會由國內的證券商承辦，甚至有可以做到一億五千萬美金的，但在這金額以上，則大多是由外資券商承接，不過，這個門檻會慢慢隨國內證券商的資本額提高、承辦經驗累積，而逐漸提高到三億美金。其實，國內證券商在承銷領域的人才、經驗均十分充足，資本額也漸漸擴大，目前最大的問題只是受限

於現行法令的規定。

在外資券商眼中，國內的金融機構就是台灣當地的通路商，因此國內的證券商可以跟外資券商先從業務上建立關係，再從與外資券商合作的過程中逐漸了解其發展投資銀行業務的訣竅或關鍵成功因素，同時伺機擴充國外市場的通路。

本研究於訪談過程中得知，外資券商建議國內的證券商在發展投資銀行業務時要先認清自己的定位，因為國內的證券商缺少如外資券商所擁有的全球性資源，成本無法藉由提高規模經濟而降低，所以對於承辦案件的規模有多大、通路開銷有多少、所得利益有多少，都必須仔細評估。因此，從先與外資券商合作建立海外通路，應是比較可行的辦法。

不過，在此所稱之「合作」僅限於與「中小型」外資券商合作，且合作事宜為「在海外通路銷售國內商品」，其原因有三：

- (一)、大型外資券商有能力承接國內案件，可自行開發商品，無須與國內的證券商合作，惟有中小型外資券商才有此需求。
- (二)、國內證券商無力自行開發海外通路，須尋求當地的外資券商合作。
- (三)、投資銀行業務中，惟有銷售商品這部分才有合作的可能性。

至於國內證券商與外資券商於其他業務上是否還有合作機會，本

研究認為其基本上是不太可能，因為在投資銀行業中「取得投資案者，便是勝利者」的情況下，外資券商怕合作後會提升國內證券商的能力，以致將來威脅到其承接投資案，而國內證券商也不願意見到合作後，外資券商會搶到國內證券商手中的客戶。

所以，國內證券商與外資券商彼此間可能的合作是與當地的金融機構於通路上的取得，或者是雙方藉由合作以降低成本的互補性動作，才會有所謂的合作機會。

肆、國內證券商發展投資銀行業務現況－策略發展面

一、限制及障礙

從國外經驗來看，美國大型投資銀行的前身都是證券商，因此，國內大型證券商發展投資銀行業務是必然趨勢，不過，目前證券商欲發展投資銀行業務，仍不夠樂觀，急須解決的癥結點有：

(一)、證券商過多，彼此惡性競爭

投資銀行業務原本是擔任公司的財務顧問及負責公司籌資的中介機構，其主要收益應該是收取提供專業服務的手續費，但目前國內市場因為惡性競爭的影響，不少證券商採取價格競爭策略，使得這項收益並沒有佔其應有的水準。所以國內有不少證券商這種搶業務的習慣仍未改變，一但遇上好案子，就用賺取比較低的利潤方式來取得，相對而言，證券商的利潤空間也就被壓低。

(二)、法令籍制

國內證券商發展投資銀行業務相較銀行機構而言，所受到的法令限制較多，尤其是在承銷方面，並不符合國際慣例，如果這些還不急於改變，不論在人才培育或承接國際投資案的經驗累積，均有相當大的障礙。

(三)、海外發展力量薄弱

國內證券商要發展投資銀行業務，乃至國際上有所發展，單憑本身的力量較為單薄，須從與外資券商合作、學習切入。

(四)、業者本身的認知不夠清楚

從承銷業務的角度來看，其原本是靠專業能力來推薦公司，視其是否夠資格上市(櫃)；但是，早期有些不肖的承銷商反而是替公司的財務狀況「化妝」，失去原本的「審計」責任。

正因為承銷商被質疑有徇私舞弊之嫌，乃在法令上限制承銷商的作法，使得這樣的作為如今幾乎為零，所以目前對於商品的「包裝」較少從事，反倒變成只是送件的業務，讓券商幾乎沒有利潤收入。比如在配售部分，不僅手續費短少，加上包銷業務的價格訂定，都讓證券商處於相當不利的位置。

(五)、稅法的缺陷

在所得稅法中，關於許多相關產品複合成一個商品的課稅問題，定義並不明確。目前證券商對於稅法的疑義在於新稅法制定之後是否會追溯以往未繳部份；還有，只要是有關證券的產品都需要課稅，加上客戶所得收益有財產所得，須併入綜合所得稅中，使得稅賦成本太高，如此，客戶對這類商品就失去購買意願；最後，目前稅法對於推出新金融商品也有一定程度的限制，其實證券商並非不想繳交稅款，

只是因為稅法的計算結果不合理，而且，證券商也都已經提報應繳所得稅帳目，只是在等待稅法的合理化。

(六)、資本需求龐大的業務

投資銀行業務不僅是個大量資本需求的業務，同時也著重設計新金融商品的能力及產品配銷的能力，如聯電每發一次的 ADR 或 GDR，其金額就是三百億，但國內最大的證券商其資本額也只有兩百多億，相較之下，資本額不比外資券商充足，對於許多大型承銷案，沒有足夠的資本以承接。

(七)、交易方式的限制

下單無法一次同時大量地下單，將會喪失證券商投資操作的時效性。

(八)、證交法的立法角度不公正

證券市場上散戶過多，使得證券商的發展被法令所阻礙，對於證券商發展投資銀行業務有所桎梏。

二、研究建議

本研究將訪談過程中所獲得之資料，歸納整理出以下幾點，提供國內證券商發展投資銀行業務時參考。

(一)、證券商家數過多

國內資本市場的承銷商家數太多，當與客戶談判時，既沒有議價能力也沒有主導權，只能壓低手續費或甚至不收。而且，為了滿足客戶以搶得生意，還必須把貨全部吃下，既然沒有手續費收入，只好賺資本利得。惡性循環的結果，造成市場上好的案子大家搶，不好的案子又沒人要接，演變到最後，損失的還是證券商和企業本身。所幸金管會已針對國內承銷制度做出重大改革，希望新制上路後能汰弱換強。

(二)、人才培育

其實台灣不是沒有好的證券商人才，只是好的人才大都在外資券商，造成這個原因也是過度競爭使然。因為國內資本市場還不成熟，企業選擇承銷商時只著重承銷價，證券商為了搶生意，只好價格競爭，壓低利潤，其結果使得證券商根本無法提供高薪留住好的人才，待在外資券商跟本土券商的薪水就差了好幾倍，當然人才容易流到外資券商裡。

國內資本市場發展由於較國外起步晚，且相對也較為封閉，所以有些投資銀行業務在國內較為陌生，連帶使得相關業務人才培養不易，這對國內證券商發展投資銀行業務來說是個劣勢。不過，若能認知國內證券商發展投資銀行業務是帶動證券商成長的轉型契機，那麼

不論是短期從同業挖角或是長期自行培訓，只要這項投資能帶來經濟效益，那多數的證券商都會願意去做。

(三)、壯大公司規模

唯有公司規模不斷擴大，才能持續增加客戶數，也才有機會使公司營運、獲利成長。本研究認為，國內證券商要壯大規模的方法有二：其一，加入金控體系；其二，與非金控體系的證券商策略聯盟或合併，藉此擴大規模經濟與範疇經濟。

(四)、加強研究部門

當研究部門人才充裕，則研究人員可以利用資料分析來判斷企業客戶是否有增加業務的機會，如併購、重整，或是研究報告有品質、有口碑，還可以直接出售研究報告來增加收益。不過，證券商須建立內部的防火牆，以保障購買研究報告的客戶。

(五)、建立海外市場通路

這是最現實的一點，國內證券商在海外市場上的發展，算是起步較晚、規模較小，雖然也有設置海外分公司或銷售通路，但建立雛型之後還需要一些時間累積，因此對於一些大型案子較無力承接，沒有足夠的通路將商品銷售出去。當然這也跟國內證券商資本額太小有點關係。國內證券商在通路上處於劣勢，若要自行建立海外通路，其時機已過，本研究認為直接在海外收購才能立竿見影，但也要注意一

點，畢竟金融業是服務業，如果收購之後，無法留住當地人才，那只能算是買到一間空殼子。

(六)、海外市場開發

最起碼要先能於國內扎根。具本研究觀察，國外大型投資銀行至海外發展之前，一定是從成為本國大型投資銀行做起，如高盛證券(Goldman Sachs)、美林證券(Merrill Lynch)，當於本國建立雄厚的客戶來源、綿密的行銷通路、值得信賴的商譽之後，才有實力拓展至海外市場。而且，每當要設計創新商品時，一定也是先從本國市場測試市場反應，若市場反應良好，才會推到海外市場。所以，國內證券商若想至海外發展投資銀行業務，一定要先在國內扎根，有了雄厚的基礎，穩定的獲利來源，即可將國內經驗複製到海外。

四、SWOT 分析

本小節乃根據本章內容，整理、歸納出國內證券商發展投資銀行業務的優勢、劣勢，以及於市場上所面臨的機會、威脅，並以此提出策略建議。

表 4-1 國內證券商發展投資銀行業務之 SWOT 分析

<p>Strength</p> <p>(一)、國內客戶群</p> <p>1、文化侷限性，外資客戶群不及國內</p> <p>(二)、國內通路</p> <p>1、外資機構的分行數、通路不及國內</p> <p>(三)、產業研究人才</p> <p>1、外資的產業熟悉度不及國內券商</p> <p>2、發展研究報告所受到的限制較少</p>	<p>Weakness</p> <p>(一)、海外資源不足</p> <p>1、缺少國外交易對象，無法滿足客戶</p> <p>2、銷售通路不足，無法承接大型案子</p> <p>3、新金融商品設計，須模仿國外商品</p> <p>4、聲譽不及外資券商，知名度不高</p> <p>(二)、人才短缺</p> <p>1、國內人才不熟悉新興業務</p> <p>2、國內薪資不及外資，無法吸引人才</p> <p>(三)、政治議題凌駕經濟議題</p> <p>1、中國市場尚未開放，喪失成長機會</p> <p>(四)、資本額過小</p> <p>1、受制法令規定，無法承接大型案子</p> <p>2、資源過少，無法匹敵外資大型券商</p>
<p>Opportunities</p> <p>(一)、新興業務</p> <p>1、M&A 業務</p> <p>2、SPO 業務</p> <p>3、財務顧問，如分拆、重整</p> <p>(二)、政策性改革</p> <p>1、法令採負面表列，開放經營業務</p> <p>2、證券商分級管理，汰弱換強</p> <p>3、金融服務法，整合金融業相關法令</p> <p>4、承銷制度重新檢討，與國際接軌</p> <p>(三)、中國大陸市場開放</p>	<p>Threats</p> <p>(一)、傳統業務趨於飽和</p> <p>1、經紀業務收入短缺</p> <p>2、承銷業務惡性競爭</p> <p>(二)、IPO 業務發展受限</p> <p>1、制度無法與國際接軌</p> <p>2、產業生命週期步入成熟期</p> <p>(三)、法令箝制</p> <p>1、央行外匯管制</p> <p>2、主管機關尚未開放許多業務</p> <p>3、主管機關尚未相信業者能自律經營</p>

資料來源：本研究整理

經由以上分析，本研究建議國內證券商於發展投資銀行業務時，可以從以下幾個方向：

(一)、加入金控體系或與其餘證券商、商業銀行合作

本研究認為，雖然金管會成立後已提出改革方針，針對不合宜的法令、制度陸續做出修正，但可預期的是等到國內的法令完全開放，尚有一段時間，但市場上的競爭卻是分秒必爭；而且，在政府開放金控公司成立後，整個金融政策更可說是往這方面進行，因此，證券商與其被動地等待政府開放法令，不如主動地成立或加入金控，以擴大經營業務範圍、提高國內通路數、增加客戶來源。

不過，目前市場上共有 14 家金控，家數仍然過多，勢必會有進一步的合併風潮，關於這點，主管機關也承諾只會扶植前三大金控公司，因此，若是尚未加入金控的證券商，或許可找尋機會，等待下一波金控合併時，加入金控的行列。

當然，也可以選擇不加入金控公司，但這就須採行另一種策略，即僅獨特性發展，找尋合作夥伴，以開發利基市場業務(Niche)。

(二)、承接中小型案子累積經驗、培養人才

國內證券商發展投資銀行業務時日尚短，大多對這些新興業務經驗不足，專業度也還未成熟，不過，其實國內並非缺少投資銀行業務人才，只是這些人才大多集中在外資券商裡，而且，國內證券商大多

資本額過小，許多大型案子無力承接或受限法令規定，只好讓與外資券商，因此，建議國內券商從承接中小型案子開始，一方面累積相關業務經驗，另一方面也可藉機培養人才，慢慢追趕外資券商。

(三)、與中小型外資券商合作海外通路

海外銷售通路不足讓國內的證券商於承接大型案子時有所限制，因為若承做金額太大，而國內證券商的銷售通路又不足時，可能就要自行吸收。因此，從先與中小型外資券商合作建立海外通路，應是比較可行的辦法，其原因之前已經提過，在此不再累述。

(四)、與外資券商、商業銀行合作之預期風險與成本

本研究提出與中小型外資券商合作拓展海外通路，以及與商業銀行合作增加國內通路數之建議，雖然立意良好，但仍有其潛在風險與成本。比如說：外資券商願意與國內券商合作的動機不外乎是國內證券商手中的客戶群，而國內證券商合作之動機在於建立海外通路及學習其專業性；又比如說：商業銀行與證券商合作後，該如何避免利益衝突的情形發生，這些都是潛在的合作成本與失敗風險。

如果在雙方合作期間，合作動機或利益分配不一致，或是只處心積慮地從對方獲取資源而卻不願意給予相對性利益，如此，雙方都很難能夠誠心合作。不過，這也意味著考驗雙方管理階層在策略聯盟上的管理智慧。一件合作案若要成功，必須先清楚了解本身的合作動

機，以及自身願意付出的底限，在每一次合作或利益交換時，必須能達成本身的目標，相對地也必須付出一些代價，而這中間的平衡以及優先順序，端視管理者的拿捏。建議可以在簽訂契約時，提出詳盡的約定條款，既可保護自身利益，兼可達成合作目標。

第五章 國內證券商發展投資銀行業務之

後台作業及配套措施

壹、後台作業之風險管理制度

一、業務現狀

國外投資銀行得以成長茁壯的原因，除了本身不斷追求創新以增加競爭力之外，大環境的整體監理層級亦不斷鼓勵競爭，同時個別公司其內部健全的風險管理紀律，更是優秀的投資銀行得以拓展業務至全世界各地的重要原因。

我國現行法令制度對於國內的證券商在風險管理以及內部控制的規定，可略分為以下三種：

(一)、業務方面

包括承銷、自營和經紀三個部分。

(二)、財務方面

包括標準化的資本適足性與各項財務性比率。

(三)、人員及內外部監控方面。

只要企業的規模日益增大，良好的紀律就應該是全公司上下員工每日行事的主要依據，換句話說，一家企業若要健全地成長，公司就必須要有良好的紀律來加以約束。因此，公司治理的問題近來也漸漸受人重視。

尤其是金融機構的風險管理，更是能否隨著公司規模擴大而持續增加競爭力的重要決定因素，比如運用公司資金成本的效率問題、公司業務的擴張問題，都必須仰賴良好的風險管理系統，因此，只有投資銀行內部員工能對風險控制制度尊重，才能確保投資銀行是否能夠成為國際級的投資銀行。

目前國內證券商的風險管理機制問題有以下幾點：

- (一)、當初為了衡量未來營運風險而設置的資本適足比率制度，因為制度設計過於主觀且流於僵化，不論證券商的業務複雜程度或業務大小差異，全都一體適用該制度，產生合理性與公平效度的問題。
- (二)、現行法令針對各項業務風險是採行加總的衡量方式，可能導致降低證券商資本運用效率的不良影響。
- (三)、現行法令在動態避險或風險控制的方式是利用傳統的內控作業模式，可能無法有效監控不斷推陳出新的衍生性金融商品交易。

二、分析建議

國內因為開放新種衍生性金融商品交易，目前大多已經配合業務發展需要調整風險管理機制，大致區分為二：

- (一)、內風險控制機制的業務部門
- (二)、外風險控制機制的專責風險控制部門

許多大型的證券商，會更進一步建立數量模型及資料庫建檔，以做為後續商品訂價上的評價基準，並依此建立避險部位，同時還以此發展評估整體風險的風險值模型。

建議國內證券商在推動風險管理上，除了應該重視風險管理的觀念以及培育風險控制管理人才之外，更應該積極推動評估風險的風險值模型。以下為建議要點：

(一)、建立證券商整體風險管理機制。應該訂立證券商風險管理的實務依據準則，同時鼓勵國內證券商採納遵循。

(二)配合證券商風險管理實務依據準則，同時訂立相關的內部控制與稽核標準，以作為稽查作業的準則。

(三)、證券商業同業公會可成立風險管理委員會，進一步加以宣導，推動證券商實施風險管理作業，以利達成證券商業同業的內部自律。

(四)、適當修改證券商的自有資本適足比率等規範。

(五)、應該研究信用風險分級化管理的可行性，以真實反應證券商自有資本支持經營風險的能力。又證券商從事衍生性金融商品的避險交易，可採淨額的概念計算市場風險，使證券商本身的風險管理得以融入資本適足的規範中。

(六)、證券商風險管理機制的自律程度應該給予差別化管理。

(七)、鼓勵國內證券商建立內部風險管理模型，對於已經建構良好的內部模型，以及擁有獨立外風控的證券商，應該彈性開放業務，甚至給予負面表列方式，讓該證券商發揮資本配置的效率。

綜觀國內證券商的風險管理大多尚未步上正常的軌道，內部管理人員常以人治來領導公司，更尤甚者是以短線利益為考量，公司治理中重要的風險管理紀律因此失守，諸如國內證券商或期貨商營業員代客操作問題，就是國內金融機構長期未加以改善的不良現象。

坦若國內證券商不能重視風險管理的重要性，進一步將公司的風險管理議題授權各層級員工負責，將使得更為嚴謹的國際性風險管理制度難以在國內推行。因此，國內盛行人治精神而不尊重風險管理制度的現象應當有所改變，否則，國內證券商欲轉型為投資銀行，甚至發展為國際性的投資銀行，將還會有很長遠的一段路要走。

貳、後台作業之人力資源制度

一、業務現狀

對於目前的證券市場來說，國內的證券商在發展投資銀行業務，並沒有發現任何一家真正有基本雛形跟投資成果出現，因為還沒有一家金控或券商願意花大錢去建立出專業團隊。如資訊技術人才的缺乏，或者是整合區域跟衍生性商品的交易系統平台建立。

為了因應業務的多樣化發展可能，未來可能需要這些人才來設計這類型的交易系統，目前國內的證券商都尚未發展出來。

至於國內的證券商想要如何做？聘請專業投資銀行團隊或許就會解決人才不足的問題。聘請專業投資銀行團隊的優點是可以將公司的體制、業務流程、基本能力建立起來，讓發展投資銀行業務得以發展起來。

雖然國內的券商是可以慢慢培養或是直接去挖角，因為兩者是可以互蒙其利的，但後者的方式對於全球網路建立沒有幫助，因為除了經驗外，投資銀行業務對於通路的開拓也是很重要的。

不過，國內券商若要聘請專業團隊可能遭遇到的問題：

(一)、資金的不足。

(二)、專業團隊可能遭遇資源不足或公司體制的不同而無所發揮，也可能因此讓高薪聘請的投資銀行業務團隊無法將業務發展出來。

二、分析建議

本研究認為，證券商確實要找現有的專業人才讓投資銀行業務繼續成長，但這其中認為仍有幾項障礙存在：

(一)、經驗不足問題

本土券商大多是近來才慢慢注意投資銀行這塊市場，以往都只專注承銷業務，對其他業務有經驗不足之虞，尤其是跨區域的案件，現已慢慢成為主流，本土券商在發展之初更有這方面的劣勢。

(二)、標的難尋問題

本土券商相對外資券商來說，沒有全球夥伴的支援，對海外情況了解不夠，這可能失去許多承接業務的機會，不然就只能承接小案子而已。

(三)、評價技術問題

本土券商在發展這些新業務時，受限經驗不足，對於這方面的專業能力相對上不夠成熟，這也是劣勢之一。

(四)、外來競爭問題

這些新興業務，除了原有的證券商要來發展之外，還有一些財務顧問公司也來搶食這塊大餅，減少利潤空間。

(五)、主管機關問題

主管機關應訂定金融相關產業發展計畫，並且公布業務的開放及

法規調整的近程時間表，證券商得以配合訂定競爭策略，同時亦可積極培養國際經營管理人才。

主管機關過去對證券市場，以防弊心態管理，重監理而輕發展的結果，使我國業者無法訂定發展策略，亦無法配合培養人才。目前我國缺乏國際級投資銀行經營管理人才，同時面臨到策略規劃及管理制度遠遠落後國際水準，此亦為我國發展投資銀行之障礙。

再者，現今我國金融從業人才在國際化視野及語言能力尚有加強空間，金融從業人員如果能先有在先進市場工作或觀摩的經驗，應較能快速學習先進市場之技術與實務。

現今台灣具國際化經驗的金融專業人員來自於兩個管道：

(一)、出國留學者學成後受聘於外商機構，於國外工作一段時間後回國服務。

(二)、留學生學成回國，及本土畢業生服務於外商機構再轉入本土機構服務。

上述這些人國際經驗較足，外語能力佳，但此類人數尚不足夠，國內還需要更多具國際化視野的人才，市場進步的腳步才能更快。如果政府能明確公布業務及商品開放的時間表，則金融業者皆多有信心能訓練或找到自己需要的人才，因此政府訂定金融產業的發展藍圖應為當中最優先之要務。

目前我國以電子科技和生化產業為國家經濟發展重點項目，同時教育部也因應相關人才之需求，積極展開一連串針對國家經濟階段性的需要，辦理諸多科技人才培育、培訓、延攬及獎勵工作。

本研究認為，國內重點產業的快速成長，可在國內健全的金融市場中獲取大量的海內外資金，則兩個產業將會有相輔相成的成長綜效。因此本研究建議如國內金融機構有意朝向投資銀行的目標邁進，則政府機關也應投入經費加以訓練國內投資銀行的優秀人才。

本研究認為配合金融市場人才需求可有以下幾點：

(一)、在人才培育、培訓方面

建議教育部負責專科以上金融人力的養成、增加公費留學名額及產學合作教育。另外，建議國科會可負責學術研究機構人員的國內外進修研究，同時勞委會可負責職業訓練、基礎與實務兼顧。

(二)、在人才延攬方面

國科會可負責補助延攬國內外金融領域研究人才，中研院可積極延聘學者專家及海外學人參與金融市場研究之工作。

(三)、在人才獎勵方面，行政院可設有傑出金融榮譽獎，教育部可有學術獎、國家講座，國科會可有研究獎勵費等等。

參、建立內部資訊交流平臺，鼓勵內部員工對資訊共用

一、業務現狀

根據研究團隊之訪談過程，參考某國際型投資銀行內部的後台支援，特別是在資訊交流平臺上有十分完整的建立，此資訊交流後台的支援，本研究認為將有利於投資銀行內部員工對於客戶資訊上的相互流通與共同分享。

以某知名國際型投資銀行利用簡化的資訊存取方式為例，該銀行以網頁介面個人化的功能為輔助，讓內部使用者得以按照個別用戶所屬的事業單位、職務、職級等等提供屬於個人的應用程式和資訊。過去資訊存取的方式是遠端存取的用戶都能看到全部的應用程式，但是該知名投資銀行的資訊交流平臺是按照用戶群組的安全等級來顯示用戶可看到的應用程式。這樣的資訊功能主要優點有：

- (一)、利用網頁化的應用程式，節省時間和成本。
- (二)、集中式應用程式建置，能夠以較低連線頻寬運作。
- (三)、省去遠端連線用戶的電腦設定問題。
- (四)、個人化、安全的應用程式存取。
- (五)、更高的用戶生產力與滿意度。

二、分析建議

優質的金融理財服務，必須仰賴具備資訊分享與穩定可靠的資訊

平臺建立。而以資訊為核心的架構，正是協助整合各家金融公司的資源，建立一個交叉銷售(Cross Selling)的金融資訊分享平臺，讓客戶能夠享有一站購足的理財消費，在激烈的金融戰爭中脫穎而出。

以金控機構提供客戶一站購足(One Stop Shopping)的全方位金融理財服務而言，金控架構中如架起一個整合保險、證券、銀行等兼備流通性的金融資訊流通平臺，則該「以資訊為核心」的開放性儲存架構，更將居中扮演加速金控資訊整合與永續保護資訊資產的重要角色。不僅加速各金控子公司異質資訊整合的腳步，支援線上資訊存取需求，更能進一步永續保障的金融資訊資產，此後台之支援將有利於投資銀行內部員工對於資訊上的相互流通與共同分享。

如國內證券商轉型投資銀行同時在資訊交流平臺上有十分完整的建立，將可以提供客戶最佳的服務和全年不間斷的即時服務。展望未來發展，更多元化的電腦作業系統將成為未來成長、發展之最重要因素，為保持現有競爭優勢，資訊系統的可用性與資料保存的完整性勢必日趨重要。

肆、建立內部金融紀律約束，灌輸內部員工對專業尊重

一、業務現狀

國內一連串金融自由化並非只是去除不當管制(de-regulation)或解禁，更重要的是必須同時進行再規範(re-regulation)的工程，以強化金融紀律的制度化環境，降低內部金融危機發生的可能性。因此，在證券商轉型投資銀行，強化金融服務與提升金融效率的同時，也能維持有效的金融紀律，降低法令鬆綁過程所潛藏的危機。

金融再規範的問題，特別是金融機構內部的紀律問題。應避免如過去開放新銀行之後，國內金融機構再次爆發的弊端或違約經營事件，如人頭貸款或超貸與代客操作的違法問題。

實質說來，金融市場的紀律有賴金融業者自律、金融市場制約及政府監督三方面共同努力。其中，金融業者自律更為紀律化的根本。目前我國金融機構內控制度存在以下風險管理問題：

(一)、激勵約束機制不健全

以至於有的金融機構片面追求即期利潤，缺乏必要的風險控制意識。

(二)、風險管理制度不完備

缺乏必要的信用風險、市場風險、操作風險防範措施，潛在較大的經營風險。

二、分析建議

參考過去金融內控制度的情況，如證券商欲轉型投資銀行，其在內部控制的建立，可遵循以下原則：

(一)、完備性原則

金融機構各內部機構、部門、人員、業務以及決策、執行、監督、反饋等各個環節都應列入內部控制的範圍。

(二)、獨立性原則

各機構、部門和崗位職責應當保持相對獨立，部門和崗位的設置應當權責分明、相互制衡，內部檢查、評價部門要與操作部門之間相對獨立，負責控制人員應有直接向最高管理層報告的渠道。在資產管理方面，要對自有資產、其他資產進行適當分離。

(三)、效率性原則。

運用科學化的經營管理方法降低運作成本，維護內控制度的有效執行，提高金融運行的效益。

因投資銀行的業務種類繁多，所以各業務的專業要求程度也相對的提高，建議證券商轉型投資銀行內部控制建立，應至少設置有以下的制度加以配合：

(一)、健全獨立的會計及核算制度

金融機構的會計人員必鬚根據法定或公認的會計準則制定具體的會計制度，對所有的業務活動進行及時、準確、完整的記錄。

(二)、實行嚴格的授權與審批制度

對任何金融業務活動都必須經過嚴格的授權程式，重要的金融業務活動必須兩人以上審批簽署方可生效，行使審批權力必須承擔相應責任。對任何越權行為必須予以嚴厲處罰，並根據被授權人的實際區別授權或及時調整授權。

(三)、健全內部稽核制度

內部稽核部門應直接向董事會或法人代表負責，分支機構內部稽核部門在業務上由總行或總公司內部稽核部門統一垂直領導，從組織上保證內部稽核的獨立性和超脫地位。

(四)、健全組織結構，實行穩健經營

健全的組織結構應包括董事會、監事會、各類專門委員會及經營管理機構。組織管理者應對面臨的市場情況有深刻的瞭解，並制定和組織實施相應的業務發展戰略，牢固樹立自主經營、自擔風險、自負盈虧、自我約束的經營方針，堅持安全性、流動性、效益性相統一的經營原則，通過機構的各個組成部分加以貫徹實施。同時通過內部控制制度的貫徹來督促經營方針的貫徹執行。

(五)、嚴格分工，明確權益

要明確各部門之間、人員之間的分工，明確劃分各部門的職責和許可權，建立對業務經營活動進行計劃、執行和控制的適當機構。在管理人員和操作人員之間要設定明確的轄屬和報告關係，保證各項業務指令能夠準確傳達並得到及時報告。要制定出各種業務操作手冊、行為規則和紀律守則，這些手冊、規則對各機構和人員履行職責起著監督和保證作用。

第六章 結論與建議

壹、結論

一、國內證券商與商業銀行從事投資銀行業務之比較

(一)、商業銀行從事之證券業務

銀行法第三、七十一、七十三、八十九、九十、一〇一、一〇二及一一五條，均規定金融機構得以從事之證券業務。

(二)、證券商從事之銀行業務

所謂商業銀行業務，依銀行法第三條之規定，範圍十分廣泛，然依銀行法第二十九條則規定非銀行不得經營之業務，主要包括：經營收受存款、受託經理信託資金、公眾財產及辦理國內外匯兌業務。因此，證券商經營該等銀行，須經法律為明文規定，否則不得經營該項業務。

檢討特定業務有何金融機構得以經營，須考量金融穩定、金融效率及投資人權益保障等三大問題。現行商業銀行所得以經營之投資銀行業務，由我國法令之規範，可知我國現行法規對商業銀行跨足投資銀行業務，法規上已有相當之空間。

而就證券商經營商業銀行業務而言，依前所述，銀行法第二十九條有嚴格之規範，故於現行之證券商業務規模之下，無從經營廣泛之商業銀行業務，其未來可得探討業務之空間包括：票券業務、貸款業

務、長期股權投資業務、信用卡業務、與銀行搭配之開發支票業務、與證券法規有關之顧問與代客操作業務。上述業務是否由證券商為經營，涉及前述之市場穩定、市場效率及投資人權益保障之問題，尚待明確之分析，然就外國趨勢而言，該等業務與未來證券商密切相關，均有經營之必要。

二、國內證券商與國際投資銀行主要業務範圍之比較

國際投資銀行業務	國內現狀	國內證券商
公營事業民營化業務	證券商如公營事業民營化過程涉及海外承銷仍有困難。	提供
公司財務顧問服務業務	證券商此業務上大致上已具備。	提供
承銷業務	證券商無法全額確定包銷、從事短期票券承銷業務，且承銷期間過長、實務上禁止代銷與在海外承銷有限制的問題。	不提供
自營業務及經紀業務	自營商偏重自有帳戶之買賣，於造市功能上包括海外自營上較無法發揮。 另外從事部分海外有價證券之投資，包括國內企業所於海外發行之有價證券及外國企業於海外發行之有價證券。 經紀商無法提供投資顧問服務、無法充分發揮商品行銷通路功能，另外不得提供現金管理帳戶服務。	部分提供
衍生性金融業務	證券商目前無法從事涉及外匯之衍生性金融商品業務、無法赴海外從事衍生性商品交易避險。	部分提供
公司重組業務	證券商僅限於規劃諮詢服務，如涉及融資安排上部分無法提供。	部分提供
私募業務	證券商僅得以財務顧問性質參與該項業務，無法涉及銷售。	部分提供
專案融資業務	證券商僅得提供專業之財務規劃及顧問等服務，無法提供所需資金。	部分提供
資產管理業務	證券商不得直接從事，但得經由轉投資投信、投顧事業及資產管理服務公司方式，間接從事該項業務。	尚未直接提供
其他如匯兌、承銷融資、金融資產證券化、保管等涉及信託事項	證券商不得直接從事，但得經由轉投資銀行及信託業方式，間接從事該項業務。	尚未直接提供
創業投資業務	證券商不得直接從事，但得經由轉投資創投事業方式，間接從事該項業務。	尚未直接提供

貳、研究建議

一、短期(一至三年)建議

(一)、加入金控體系或與其餘證券商、商業銀行合作

可預期的是等到國內的法令完全開放，尚有一段時間，但市場上的競爭卻是分秒必爭；因此，證券商與其被動地等待政府開放法令，不如主動地成立或加入金控，以擴大經營業務範圍、提高國內通路數、增加客戶來源。

(二)、風險管理制度相關建議(進行中)

- 1、建立證券商整體風險管理機制，訂立證券商風險管理實務依據準則，鼓勵國內證券商採納遵循。
- 2、配合證券商風險管理實務依據準則，訂立相關的內部控制與稽核標準，以作為稽查作業的準則。
- 3、公會成立風險管理委員會，進一步宣導推動證券商實施風險管理作業，以利達成證券商業同業的內部自律。
- 4、適當修改證券商的自有資本適足比率等規範。
- 5、信用風險分級管理的可行性，以真實反應證券商自有資本支持經營風險的能力。
- 6、證券商風險管理機制的自律程度應該給予分級管理。
- 7、已建構良好的內部模型以及擁有獨立外風控的證券商，應該

彈性開放業務甚至給予負面表列方式，讓該證券商發揮資本配置效率。

(三)、資訊交流平台相關建議

1、內部：專業人才與資訊流通與共用觀念的建立，才能在激烈的金融戰爭中脫穎而出。

2、外部：如在金控架構中架起一個整合保險、證券、銀行等兼備流通性的金融資訊流通平臺，讓客戶能夠享有一站購足的理財消費。

(四)、內部金融紀律相關建議

1、健全獨立的會計及核算制度

2、實行嚴格的授權與審批制度

3、健全內部稽核制度

4、健全組織結構，實行穩健經營

5、嚴格分工，明確權益

(五)、相關法令建議

1、開放證券商承作外匯相關業務。

2、開放證券商承作外幣衍生性商品，不限於僅就結構性票券發行避險，方能從事該項交易。

3、證券商衍生性商品控管方式改變為符合巴賽爾協定二精神，

依券商整體資本適足率控管方式，達到揭露風險同時善用資本。

4、放寬證券商投資海外有價證券額度限制。

二、中長期(三至五年)建議

(一)、承接中小型案子累積經驗、培養人才

國內證券商發展投資銀行業務時日尚短，大多對這些新興業務經驗不足，專業度也還未成熟，建議國內券商從承接中小型案子開始，一方面累積相關業務經驗，另一方面也可藉機培養人才，積極追趕外資券商。

(二)、與中小型外資券商合作海外通路

國內證券商缺少如外資券商所擁有的全球性資源，成本無法藉由提高規模經濟而降低，無力自行開發海外通路，須尋求當地的外資券商合作。

(三)、人力資源制度相關建議

1、我國金融從業人才在國際化視野及語言能力尚有加強空間。

2、金融從業人員如果能先有在海外市場工作或觀摩的經驗，應較能快速學習海外市場之技術與實務。

3、吸引人才，如出國留學者學成後，受聘於外商機構，於國外工作一段時間後回國服務；又如留學生學成回國，及本土畢業生服務於外商機構再轉入本土機構服務。

參考文獻

中文部分

- 1、“財金風險管理：理論應用與發展趨勢”，劉威漢，2004，智勝文化。
- 2、“期貨與選擇權：財務工程的入門捷徑”，謝劍平，2003，智勝文化。
- 3、“企業併購：理論與實務”，伍忠賢，2002，新陸書局。
- 4、“資產證券化：理論與實務”，陳文達、李阿乙、廖咸興，2002，智勝文化。
- 5、“現代投資銀行”，謝劍平，2001，智勝文化。
- 6、“創業投資增進轉投資事業公司治理方法之研究”，彭惠芳，2004，國立政治大學經營管理碩士學程財務管理組碩士論文。
- 7、“我國投資銀行之困境及發展”，周行一，2004，證券暨期貨月刊，第二十二卷，第一期。
- 8、“我國證券商發展投資銀行業務之推動策略”，劉科、蔡麗玲，2004，證券暨期貨月刊，第二十二卷，第一期。
- 9、“我國證券商發展投資銀行業務之探討”，陳育任、鎮明常、沈仰斌，1999，台灣金融財務季刊，第二期。
- 10、“擴大證券商經營業務範圍之研究—證券商投資銀行業務之探討—”，陳春山，1997，台北市證券商業同業公會。

英文部分

- 1、“Investment Banking-in Greater China”，Joseph C. P. Shieh，2004，Best Wise。
- 2、“Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance”，J Fred Weston、Kwang S. Chung、Juan A. Siu，2004。
- 3、“Investment Banking-Addressing the Management Issues”，Steven I. Davis，2003，Palgrave。
- 4、“Capital Investment and Valuation”，Richard A. Brealey、Stewart C. Myers with the Brattle Group，2003，Mc Graw Hill。

- 5 、 “Banking in Asia: Acquiring a profit Mindset”, Tab Bowers 、 Greg Gibb 、 Jeffery Wong and members of McKinsey & Company’s Asia Financial Institutions and Corporate Finance & Strategy Practices, 2003, Wiley.
- 6 、 “Inside the Minds: Leading Investment Bankers-The Art & Science of Investment Banking”, 2002, Aspatore Books.
- 7 、 “Venture Private Capital Equity A Casebook”, Josh Lerner, 1999, Wiley.
- 8 、 “The Business of Investment Banking”, K. Thomas Liaw, 1999, Wiley.
- 9 、 “Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings”, Patrick A. Gaughan, 1996, Wiley.
- 10 、 “Investment Valuation”, Aswath Damodaran, 1996, Wiley.
- 11 、 “Project Financing asset-Based Financial Engineering”, John D. Finnerty, 1996 ,Wiley.
- 12 、 “Investment Banking in the Financial System”, Charles R. Geisst Manhattan College, 1995, Prentice Hall.
- 13 、 “Investment Banking and Brokerage-The New Rules of the Game”, Marshall and Ellis, 1994, Irwin.
- 14 、 “Valuation Measuring and Managing the Value of Companies”, Tom Copeland 、 Tim Koller 、 Jack Murrin, 1994, Wiley.
- 15 、 “Damodaran on Valuation: Security Analysis for investment and Corporate Finance”, Aswath Damodaran, 1994, Wiley.
- 16 、 “Investment Banking A Tale of Three Cities”, Samuel L. Hayes and Phillip M. Hubbard, 1989.
- 17 、 “Investment Banking: The Art and Science of High-Stakes Dealmaking”, Robert Lawrence Kuhn, 1989, Harper & Row.
- 18 、 “The Global Bankers”, Roy C. Smith, 1989, Truman Talley Books E. P. Dutton.

19、 “Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies”, Shannon P. Pratt, 1989, Irwin.

20、 “Doing Deals: Investment Banks at work”, Robert G. Eccles and Dwight B. Crane Harvard Business School, 1988, Harvard Business School Press Boston, Massachusetts.

21、 “Privatization & Development”, Steve H. Hanke, 1987, ICS.

22、 “The Master Bankers”, Paul Ferris, 1986, New American Library.

附錄 訪談紀錄稿

受訪公司：和通證券股份有限公司

時間：中華民國九十三年七月二日星期五

地點：台北市松江路 261 號 8 樓

受訪人員：黃翠慧 董事長

訪談人員：鎮明常 博士

和通證券股份有限公司

黃：我們把投資銀行區分成經營業務和經營模式兩大塊：

對於經營業務，國內的證券商特別是在承銷、自營、經紀上是強項，國內證券商的承銷業務好，證券商就會很出色，唯一的例外是寶來，寶來的承銷雖然弱，但在資產管理那一塊出色的表現可以補強。對於經營模式，我們要去比較美國和台灣的經營模式和人才培育。

關於定義投資銀行問題，我們第一個想到的是以證券承銷及自營業務為主的高盛銀行(Goldman Sachs)，專長債券的所羅門銀行(Salomon Brothers)也是，後者併入花旗銀行(Citi Bank)；第二個是全方位類型的投資銀行包括個人財務顧問如英商瑞銀銀行(USB)、摩根士坦利銀行(Morgan Stanley)。

一、證券核心業務：

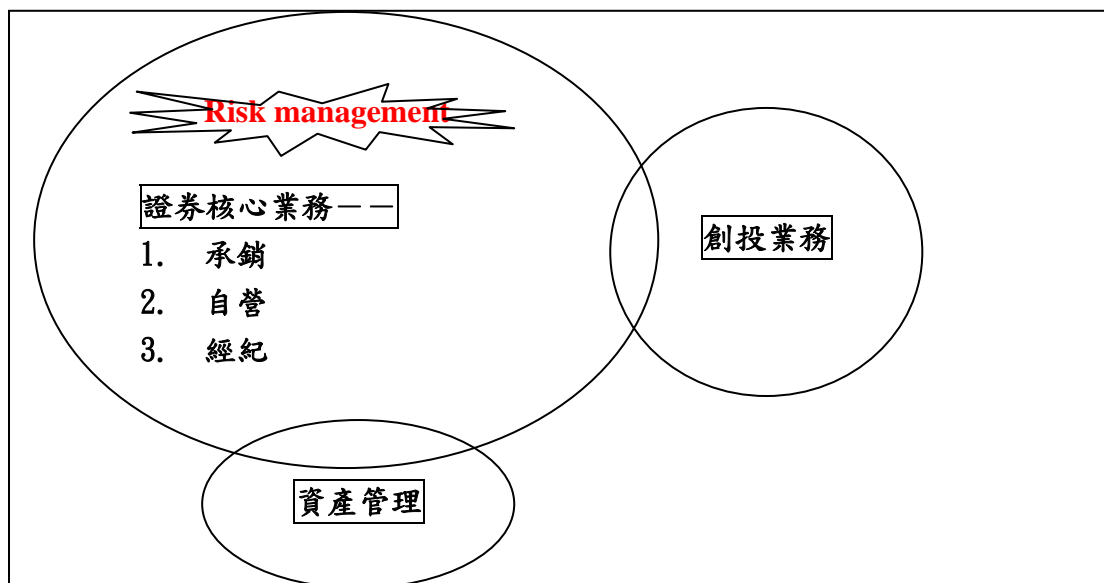
1. **承銷**：
 - 資本市場 (Capital Market) — 私募 (PP)
 - 公司理財 (Corporate Finance) — 企業評價 (Valuation)
 - 合併收購 (M&A)
 - 融資收購 (LBO)
 - 專案融資 (Project Finance)
 - 民營化 (Private)
 - 證券化 (Securities)
2. **自營**：金融產品設計 (Product Design)
3. **經紀**

二、資產管理：如共同基金、代操業務等等。代操業務（現是投信投顧的業務，但開放給營業員則有待商榷）

三、創投業務（不討論）。

專案訪談問題方向：目前證券上普遍遭遇到的困難有什麼？什麼樣的需要要讓主管機關知道？證券商遭遇困難的解決方向為何？

關於投資銀行的範圍架構，如圖所示：



確定訪談名單如下：

	拜訪人	服務單位
外商	黃慧珠	美林證券
	張果軍	高盛（亞洲）有限責任公司－專長政府民營化業務、公司財務
	於貽勳	英商瑞銀證券股份有限公司－專長外資進入台灣問題
	趙辛哲	英商瑞銀證券股份有限公司－專長整體性問題
	陳嫦芬	英商瑞銀證券股份有限公司－專長整體性問題
	郭銘鑑	大通銀行－專長M&A
	林水仙	摩根士丹利添惠證券
	錢國維	大通銀行
學界	謝劍平	兆豐金控
	劉連煜、陳春山	國立台北大學
國內券商	蕭子昂	大華證券股份有限公司
	白文正	寶來證券股份有限公司
	黃古彬	寶來證券股份有限公司
	張立秋、黃幼玲	元大京華證券股份有限公司
	王慎	中信證券股份有限公司
	簡鴻文	兆豐金控倍利國際證券股份有限公司
	林克孝	台證證券股份有限公司
	趙永飛	日盛證券股份有限公司
	黃敏助	建華證券股份有限公司
	主管機關	劉科、吳當傑
楊子江		前財政部次長

受訪公司：英商瑞銀證券股份有限公司
時間：中華民國九十三年七月九日星期五
地點：台北市松仁路七號五樓
受訪人員：於貽勳 總經理
訪談人員：鎮明常 博士

英商瑞銀證券

鎮：目前國內券商從事投資銀行遭遇到的問題及環境，想請教由外商的角度來看，是否有可以改善或者有不足的地方？訪談資料將由證券商公會讓主管機關知道如何去改善現階段的環境及法令問題。從策略的角度及執行的角度應該如何去改進或改善？

於：我所負責部份在於次級市場的行銷、通路、研究報告、交易等，銷售流程部分，屬於經紀業務方面。

目前台灣談投資銀行較感興趣在於初級市場方面，而問題在於：

- 法令問題：證券商轉投資銀行較為弱勢，限制的法令較多；尤其在於承銷方面，不符合國際慣例，僅適合台灣本身；如果沒有改變，在人才培育方面及承接國際投資案的經驗累積有較大的障礙。
- 策略方面：台灣要做投資銀行要到國際有所發展，憑自己的力量較為困難。

金控的客戶及基礎，以規模來講已略具雛型，重點在於：

- 承接案子的成果及經驗的累積？
 - ◇ 解決辦法：問題不大，可以由小案子慢慢累積經驗。
- 較困難的一點在於：通路問題？
 - ◇ 解決辦法：可以跟當地的金融機構來合作，取得當地通路。

反觀台灣的金融機構在外商眼中就是當地的通路商，因此台灣的券商及金控可以跟外商先建立業務上的關係，再藉以外商的幫助或經驗來發展自己的投資銀行業務。台灣證券商要認清定位，對於承接案的規模有多大、通路開銷多少、所得利益有多少必須仔細評估；因為台灣券商缺乏外商所擁有的經濟規模，成本無法如外商擁有經濟規模而降低；因此先取得通路和當地及一些外商合作是比較可行的辦法。

鎮：這次證券商公會的目的倒不是跨足到國際的投資銀行業務案，主要想提升目前券商對於投資銀行業務得水準；而國內券商跟外商是否有可能合作來提升自己對於投資銀行業務的經驗？

於：這是不太可能的，如 UBS、Morgan 等國際性外商來合作是不太可能的；外商不可能去提升未來競爭者的能力來威脅到自己承接投資案的可能性；所以，所謂的合作在於跟當地金融機構的通路方面的取得，或者是雙方成本不同藉由合作來降低成本的這種互補性動作才會有所謂的「合作」。至於想要如何做？聘請專業團隊就會解決人才不足的問題。在投資銀行業中，「取得投資案者，便是勝利者」，因此要外商培養出未來的競爭者，是不可能的。國內券商若要聘請專業團隊可能遭遇到的問題：

- 資金的不足
- 專業團隊可能遭遇資源不足或公司體制的不同而無所發揮，也可能因此讓高薪聘請的投資銀行業務團隊無法將業務發展出來。

聘請團隊的優點是可以將公司的體制、業務流程、基本能力建立起來，讓發展投資銀行業務得以發展起來

鎮：以外商角度來說，國內券商一直說自己要做投資銀行，他們是否真的有所起步？

於：對於目前來說，並沒有看見任何一家真正有基本雛形跟一些投資成果出現，因為還沒有一家金控或券商願意花大錢去建立出一個專業團隊，在於領導者的算盤如何去打？作投資銀行也不是太困難，但在研究方面要很強、通路上的取得，可用資源是否足夠、跟產業大廠業務關係是否密切。

鎮：如果你是國內券商，對於這份報告應該會注重在哪些地方？

於：以老闆的角度來看，成本效益分析計算出投資案的利益有多少，將會獲得多少手續費？

鎮：如何去計算？

於：將台灣所有可以承接的投資案利益加總起來，手續費有多大、公司有把握獲取多少比例的獲利、公司的損益兩平點在哪？這樣的研究倒是還沒出現過，可以朝這方面來著手。

- 通路的取得：如要在亞洲的香港、新加坡；歐洲的英國、法國；美國去做銷售，如何在通路上面的取得相當重要。可以研究在哪些重點地區的通路有哪些？每個當地通路商有多少的市佔率？

由於券商的承銷、經紀業務已經呈現薄利狀態，已經無法在獲得大量利潤，因此投資銀行不外乎是一項擁有巨大利潤的業務。

受訪公司：寶來證券股份有限公司
時間：中華民國九十三年七月十五日星期四
地點：台北市中正區忠孝西路一段6號十五樓
受訪人員：白文正 董事長
訪談人員：鎮明常 博士

寶來證券

我們寶來將投資銀行分為『債券部分』、『新金融產品設計部份』和『承銷部分』，針對三個部分也分別對這三個部分寫了一份報告給你參考。

寶來對於這個領域也研究了很久，目前也在 trader 方面規劃，希望發展約三百人的規模，這樣的規劃是要來面對一個全球性的市場。

關於投資銀行方面，我認為台灣的金融業一定要走出去，但是『金融產品』跟『風險管理』是相對的，我們必須要有這些『金融商品』，才能夠進一步地去談論『風險管理』的問題。很多老一點的主管對於『金融商品』都不是很懂，所以對於新的『金融商品』的開發顯得很緩慢。

寶來對於投資銀行的發展看法有二：

- 對於『承銷部分』，現在已發展到『資產證券化部分』的層面。細分有『股票』發展出的現貨、期貨、選擇權等等，另有『債券』發展出的利率部分。
- 對於在大陸發展的中國台商，然後再回香港上櫃或合併的活動。在國際其他資本市場上市，目前政府允許十六個國際資本市場，然後再以發行台灣存託憑證的方式回台上市，應可放寬。

受訪公司：元大京華證券股份有限公司
時間：中華民國九十三年七月二十二日星期四
地點：台北市南京東路三段 225 號 8 樓
受訪人員：黃幼玲 副總經理
訪談人員：鎮明常 博士

元大京華證券

鎮：投資銀行業務從廣義來看，會非常地廣，在策略面這邊，我們會再訪問張總經理。至於承銷這部分，元大京華是國內券商的第一名，所以一定要來拜訪黃副總。

黃：我先介紹我們承銷部門的組織架構，只要跟承銷有關的就放在這，不會區分國內外市場。

➤ 首次公開發行(Initial Public Offering,IPO)：這部分比較特別的是還有一個負責創投管理的子部門(已投資 14 家)，跟一般券商把創投部門放在總經理室不一樣。我們設在 IPO 的目的有二：

◇ 業務連結：其實創投跟 IPO 原本就有許多業務上的關聯，因為創投最終還是需要輔導上市(櫃)，所以二者放在同一部門內，可以加強縱效。

◇ 產業人脈：藉由創投的連結，我們可以加深認識各個產業的脈動、趨勢、敏感度，也可以提供客戶來源，這些都是我們的資產。

基於以上目的，反而不會主導創投運作，且投資股份限制在 10% 以內，但有幾項要求：

◇ 一定要是董事成員之一，且參與審議會，藉此了解、監督投資案運作。

◇ 創投案的客戶將來 IPO 一定要轉介元京，作為客戶來源。

➤ 現金增值(Seasoned Public Offering,SPO)：跟理財、增資有關，包含了國內外市場。

➤ 專案：項目很多，一般非傳統 IPO 業務均在這，如幫客戶合併收購。

➤ 私募：主要是建立通路。

鎮：元大京華在承銷市場的國內外發展情形如何？

黃：海外發展，我們除發行 ECB、DR 之外，還有一些將 IPO 結合 M&A 的業務，這是新的趨勢，但最主要問題在於人才養成不及。因為市場變化很快，要能及時發展具創新性產品，並不容易，且這方面

人才多在外資券商裡，所以現階段發展，仍以國內市場為主。不過，外資券商仍有其侷限性，因為外資券商的背景不同於國人，彼此的思考方式不太一樣，在溝通上有麻煩，所以外資券商的客戶主要還是外商為主，而我們就以國內客戶為主。

而國內發展最主要難題在於仍無法避免價格競爭，因為目前市場上有承接承銷業務的券商仍有 20 多家，且中小企業多是價格取向，較不會考慮到不同承銷商提供的服務差異，雖然大企業較不會有這情形，但依我們估計，還要 3 年時間才能脫離價格競爭。

鎮：這幾年，台灣承銷市場是否有逐漸萎縮的情況？

黃：整個承銷市場沒有。就統計數字來看，其實承銷案件量跟景氣循環波動有關，當景氣好，案件量就多，景氣不好，案件量也就明顯少很多。不過，IPO 數量就很固定，不受景氣影響。

鎮：那是否可以預測未來所承接的承銷案件呢？

黃：這是預測不來的，我們只能從客戶端那邊去了解市場上的景氣狀況。因為客戶在做生意，當然他們比較了解景氣狀況，我們只能從他們那去嗅一點氣息。而這也就是我們要把創投跟 IPO 放在一塊的原因。

鎮：元大京華在國內 IPO 市場的仍是第一嗎？

黃：最多是建華。我們近來一直在減少 IPO 的量，因為

- 國內市場喜歡炒短線，初期會有賣壓。
- 再來，剛上市時大家都在等，初期的流動性也較差。
- 而且，現在制度是包銷，我們自己手上的貨也出不了，因為客戶都在看，出了就得罪客戶，不出又會賠，所以只有運氣好，時機點對了，才會有賺，不然很難做。
- 最重要的還有，IPO 真的是很費時費力，平均一件要花費 2 年時間，不符成本效益。

不過呢，IPO 還是要做，因為這是基本的客戶來源，且會有許多相關 IPO 的業務可以做。

鎮：元大京華有想過要和外資券商合作嗎？

黃：有想過，也曾做過，但這真的不容易。通路部分，還有合作機會，

但承銷這部分，不是你死就是我活，很難有合作空間。因為外資券商怕養大競爭對手，而本土券商也怕把客戶送給別人。

鎮：利潤來源為何還是主要來自資本利得？

黃：手續費的收取跟景氣波動有關，當景氣好，手續費就低，甚至不收，景氣不好，承銷不易，手續費就高一點。大致上手續費三成，資本利得七成。

鎮：元大京華未來在承銷上的發展是否有一些想法？

黃：我們會以承銷業務為本，結合一些相關業務，像 M&A、VC，一起滿足客戶需求。我們想，未來的決勝關鍵就是通路。

- 後端的銷售通路：只要通路夠深、夠廣，我不怕產品賣不掉。這方面國內券商較缺的是純 Equity 類型，如 DR，因為都是短期交易的，很難找客戶；CB 相對上算容易的，因為對象很廣，很多人買。目前都是依賴國內的。
- 客戶也是通路來源：我們現在賣給投信的就很多，將來開放券商參與資產管理，這些大客戶、法人都是我們的客戶來源。

鎮：主管機關可以幫忙做什麼？

黃：管太多了。基本上把券商當作萬能的。在國外，承銷商只負責銷售端，但國內，律師角色都沒發揮。當然，國內不太能做到，但至少能權責相當，把各角色定位清楚。

- 修正承銷商規範
- 定價不須干預

受訪公司：摩根士丹利添惠亞洲股份有限公司

時間：中華民國九十三年七月二十二日星期四

地點：台北市敦化南路二段 207 號 8 樓

受訪人員：林水仙 執行長

訪談人員：鎮明常 博士

摩根士丹利添惠亞洲股份有限公司

鎮：對於主管機關有沒有比較明確的建言？

林：對於總體的環境而言，券商應該確知今天的競爭對象是全世界的公司，應該放眼國際，確認自己可以發揮的市場在哪裡？所以應該重新定位公司思維、公司競爭能力和公司的遠景為何？所有在某些政治層面上意識型態問題我們認為必須拋棄，如此才能有助於總體環境的成長。

對於央行的控制問題上，應只把握住維護市場機制和穩定貨幣的角色即可，整個思維不應一直想要控制貨幣或股市，同時台幣一定要成為可以在國際金融市場交易的貨幣，這樣台灣的金融市場才有機會成為亞太金融中心。

所以台灣的金融機構可以想像成是在市場上開拓，而央行只需扮演好後方資源支援的角色即可。如國際上的央行為例，新加坡的 GIC 和韓國的 KIC 已經成功發展成可以成功吸收國際外資的大型機構，這是台灣的央行可以借鏡的地方。實際一點的做法，應該從現在開始好好經營各自證券商現有的國內通路，如此在國際接軌上才能有相互合作的優勢。如國內客戶登陸中國市場，券商也應該在旁輔助和撮合資源的取得，所以企業和人才要有國際性的視野，應摒除意識型態的限制才是。同時台灣有一個很龐大的中國大陸市場尚未開發，在這方面發展的潛能是其他國家沒有的，所以台灣應好好開發這方面的市場。對於外資而言，我們公司可以利用既有的通路資源，進入大陸的市場，相對於台灣現有的券商如何發展此一市場，台灣在主管機關這樣的限制下，是會喪失許多獲取利潤的機會

鎮：對於台灣券商從事投資銀行業務的未來，你是如何看待的？

林：以台灣跟新加坡來比較，台灣是個有全球領導性產業的地方，如半導體、TFT-LCD、IC 設計等等，而新加坡則是一個純粹的金融中心。

對於金融業的發展而言，也是應該必須隨同產業發展前進的，這一點台灣的金融發展並不好，但相對於純粹以金融中心的新加坡而言，擁有產業的台灣如能建立起良好的金融體制相互配合，我們自己

認為擁有產業發展的台灣其實比新加坡來的有優勢。所以主管機關的態度顯得重要，對於整個產業的發展而言是好的就必須去做，如韓國發生金融風暴促成金融機構的合併，台灣不應等待危機發生時才去做金融機構整合的動作。台灣的銀行應該整合出規模出來，讓大型銀行的市佔率提高，才會讓金融體質更好。

受訪公司：金融監督管理委員會證券期貨局
時間：中華民國九十三年七月二十六日星期一
地點：台北市新生南路一段 85 號
受訪人員：吳當傑局長
訪談人員：鎮明常 博士

金融監督管理委員會證券期貨局

吳：希望發展一到三家證券商或銀行，能夠在國際上和區域金融上能夠跟外商做競爭；不可否認的，券商会呈現大者恆大，小者也有小而美的優點；如果台灣能夠培養出能在國際上有競爭力的券券商或銀行來提升整體台灣的金融產業。未來成立「金融服務法」，將證券商及銀行相關法規做統整，以期突破證券商和銀行中差異藩籬；這概念將是一個趨勢。

鎮：對於前面訪談的證券商所提到的一個問題就是：當有關外匯的交易產生，央行就會以相當保守的態度出面控管，而讓一些促進證券商發展投資銀行業務的交易因而終止，對這點是否有所看法？

吳：這是需要相關單位去協調、處理，這份研究朝著大方向的架構去發展，而限制面就暫且不用去考慮；而近年來央行的態度也趨向開明，所以這個問題在未來應該會逐步的解決。

鎮：國內證券商對於後台作業的發展似乎不是太好，對未來證券商發展投資銀行似乎是一個弱勢？而相對於這個弱勢，國內券券商僅擁有一個通路上面的強勢嗎？

吳：後台作業的效率化是一定要做的，以美國為例：美國交割系統較為不一樣，所以美國券券商都要有一批人才去做訓練，這樣的成本相對來說相當高；未來可能會有專門的券券商來訓練人才，而不對外接受交易，這樣一來證券商可以將訓練人才外包給這類型券券商來訓練以降低成本，也對於國內券券商跨出國際是一個相當好的方式。法規方面國內還需要檢討和研擬；人才訓練方面，券券商都採綜合業務來經營，每個部門都會有相關證照或執照，未來的管理和經營方面也是以證照或執照來統合管理。

鎮：對於加入金控的券券商和未加入金控的券券商來說發展是否有所差異？

吳：國內金控已經有一定數目，所以要再成立金控可能就相當需要考慮；已加入金控的券券商和未加入的券券商發展的利基是不同的，未加入也並非無發展可能，這類型的券券商可以採用策略聯盟的方式來經營；因此，有加入金控的券券商跟未加入的券券商，其實還是有相當大的發展空間。

鎮：對於台商返台籌資的問題，主管機關是否有所因應的態度？

吳：這項問題涉及到資金流動的問題，還需要跨部會的討論跟研討，所以相關法規的制定時間上較難預測。

受訪單位：金融監督管理委員會證券期貨局
時間：中華民國九十三年七月二十六日星期一
地點：台北市新生南路一段 85 號
受訪人員：劉科 組長
訪談人員：鎮明常 博士

金融監督管理委員會證券期貨局

鎮：國內券商發展投資銀行業務所涉及的後台作業該如何建立？

劉：國內券商在後台作業這方面做法，可以仿照國外券商，將後台作業如交割系統先予以整合，再策略性外包予專責的清算銀行，這有幾點好處：

- 降低成本：如果券商能將後台作業予以外包，表示國內券商自個兒不必再為了一些 routine 的作業而建置系統，負擔龐大支出卻未達經濟規模，並不滿足成本效益原則。
 - 提升效率：如果券商能將後台作業予以外包，表示國內券商有更多餘的時間、資源來全力發展前台作業，強化核心業務。
 - 因應國際化：如果券商能將後台作業予以外包，表示國內券商可以跨出國界藩籬，與外國專屬清算銀行合作，汲取經驗。
- 不過，這些在做法上仍有其難題：
- 無法源依據：這種種措施，雖在國外行之有年，但在國內仍算新做法，尚缺法源依據，須立法給予法統性。
 - 觀念差異：這種策略性外包的觀念，在華人「寧為雞首，不為牛後」的從商觀念下，實難以推行，須再進一步推廣。

鎮：國內券商發展國際化，有哪些途徑？

劉：最主要的就是扎根國內。這不是政治議題，或是意識形態作祟，而是有其根據的。據我們觀察國外投資銀行，他們在海外發展之前，一定也是從國內開始做起。先成為國內的大型投資銀行，建立雄厚的客戶來源、綿密的行銷通路、值得信賴的商譽之後，才有實力拓展至海外市場。而且，每當開發創新商品時，一定也是先從國內市場測試市場反應，反應好才推到海外市場，所以，國內券商若想至國外發展投資銀行業務，一定先要在國內扎根，有了雄厚的基礎，才能至國外市場發揮實力。也因此，國內要先從培植具潛力成為投資銀行的大型券商做起。

鎮：那該如何分辨具潛力的券商？更具體來說，該如何區分券商之間的優劣？

劉：早期金融機構在倡導內部控制，但發展至今，發現原來涵蓋更為廣泛的是風險控制。風險控制其實更具前瞻性，屬動態監控，有別於靜態監控的內部控制，且風險控制操作複雜，須專家從旁協助，更具專業性。更重要一點是，進行風險控制需要自律性，唯有自律，才能

確實把守每層關卡，確實嚴守風險控制的精神。當然，推行風險控制的最大理由應該這樣說，風險控制和產品創新其實是一體之二面，既然要創新，就要有空間，才會有發揮的餘地。但也不能全然不管，因為金融風險具有結構性的特性，會傳染的，因此，就要有一套更加彈性的監控機制，風險控制就是這樣才推行起來。總之，建立制度，才能可長可久。

鎮：國內券商既然要發展投資銀行業務，必然會與國外券商有業務上的衝突。那國內券商在哪些部分具有優勢？

劉：其實，利基來自於獨特性，也就是要能創新，且證券業又是扮演客戶籌資的中介角色，所以創新的基礎來自客戶，而這對國內券商來說呢，正是個優勢。因為證券業既然是個過路財神，就必須跟著客戶跑，目前來說全球最大的市場是中國大陸，在這塊市場上表現最佳的大多數是台商，所以這對國內券商發展投資銀行業務來說是個契機。不過，還是有幾點該注意的：

- 保障客戶利益：既然證券業是個中介角色，取得客戶的信任就是第一課題，若無法保障客戶利益，滿足客戶需求，那也就無法留住客戶，這點觀念必須先建立。
- 壯大公司規模：唯有公司規模不斷擴大，才能持續增加客戶數，也才有機會使營運、獲利成長。國內券商要壯大規模的方法有二：成為金控底下的證券商，或是與非金控的證券商策略聯盟，甚至合併，藉此擴大規模經濟及範疇經濟。
- 培養人力資本：國內資本市場發展由於較國外市場起步晚，相對來說較為封閉，所以有些業務在國內較為陌生，連帶使相關人才養成不易，這對國內券商發展投資銀行業務來說是個劣勢。不過，我想只要老闆能認知到國內券商發展投資銀行業務是帶動成長的轉型契機，那麼不論是短期挖角或是長期培訓，只要這項投資能帶來經濟效益，就願意去做。

鎮：近幾次訪談，大多券商都反應主管機關管太多，主管機關對這有何看法？

劉：其實，我們也不想如此，但金融業是個槓桿的行業，我們必然要訂立規範。當然，我們近來也注意到這點，所以開始採差異化管理的方式來訂立規範，不再以齊頭平等方式，避免阻礙有潛力的金融機構。而且，只要金融機構建立自律機制，其嚴謹程度不下法令規範的話，這也不會成問題了。只不過，我想開放還是要以漸進的方式，畢竟大家都還需要時間來養成自律行為。

受訪公司：中信證券股份有限公司
時間：中華民國九十三年七月二十七日星期二
地點：台北市明水路 700 號
受訪人員：王慎 董事長
訪談人員：鎮明常 博士

中信證券股份有限公司

鎮：就中信的觀點，國內承銷市場有多大？市場目前是呈現萎縮或者成長的趨勢？以策略上，中信會採哪些方式去經營？法規上，希望能夠改進哪些法規？

王：以證券商的基本角色來發展，證券商是投資者跟增資者的中介者，隨著客戶走，以區域性來看：產業外移，承銷市場是有發展的空間跟成長的趨勢。看整個市場面，呈銷市場呈現成長狀況。

➤ M&A：本土證券上並不像國際券商那麼有經驗，但從基礎開始還是有發展的機會；

◇ 目前情況：(1)台灣市場較小，例如電子業的併購案，因為都位在同一個園區內，老闆彼此都互相熟識，所以這項業務證券商只能扮演顧問的腳色，而沒有可觀的手續費用收入；或者上下游廠商的合併，也是類似情況，證券商並沒有太多的利潤可言。

(2)缺乏有經驗的併購人才；

◇ 未來方向：從中小型規模的併購案累積經驗，並且培養出併購人才；

➤ 國內在金融創新這部分發展會比 M&A 快速：目前還是以模仿美國新金融商品的模型來發展

鎮：台商返台上市掛牌的問題，您的看法如何？

王：台商返台上市，對證券商的收益面來說，有利潤證券商當然一定做；但是目前並非以經濟利益為主的開放，反而政治面的考量大於經濟利益，台商返台上市對於在大陸本身的產業是否會有很大的影響，所以這樣的業務在未來是可以期待的；證券商對於這些客戶本來就已經熟悉，因此這項業務一開放，本地證券商對於這項業務已經蓄勢待發。

金控要發生綜效的話，在金融創新的後端，以銀行的通路去發行這樣的一個商品對客戶來說較附有附加價值；這項優勢是一般單一綜合券商無法做到的。

鎮：哪些法條的開放對於證券商承作投資銀行業務有比較大的助益？

王：大致有以下幾點：

- 現金帳戶的開放；
- 資產管理，如：募資等；

- 在某種風險控管的程度上面，開放代客操作業務；
- 外匯方面的交易，許多有關匯率方面的交易證券商都無法承作；建議央行配合證期局能夠發放這類業務的執照；而在金管會週邊系列的說明會提出未來的發展方向：
- 提負面表列
- 證券商分級管理
- 法令從寬，管理從嚴

這些方向相當正確，如果真的能夠實現這些要點，對於證券商業務是一個很大的進步。

鎮：關於中信對於入主中華開發的策略有什麼看法？

王：跟中華開發合作是「進可攻，退可守」的策略；若與商業銀行合作可能面臨（1）思考邏輯的不同（2）企業文化的不同，所以與中華開發合作是較佳的選擇與策略決策，可以藉由中華開發的客源中，發現 M&A 的新客戶，藉此發展中信的 M&A 業務。

鎮：有關跨足亞洲的投資銀行業務方面，有哪些方面的不足？

王：IT 人才的缺乏；整合區域跟衍生性商品的交易系統平台；因為業務的多樣化，更需要這些人才來設計這類型的交易系統。

鎮：對於風險管理方面，中信的系統是如何建立？

王：整個風控系統由中信本身聘請人員建立出來的；其中包括經濟效益的計算、成本的運算，並且隨時在線上更新風險因素的影響以建立更嚴謹的風險控制。新金融產品的推出必須由風險控制人員經過計算之後才決定是否可以推出；因此風控人員居主導的地位，但是並非以防避的心態去評估，而是以適當的方式去評估避免太過保守而拒絕掉許多商品的推出。交易所的風險管理方式太過老舊，與自身風險控制有差異，自身風控較有彈性，而交易所採累加的方式去評估，影響了交易的空間。

鎮：在承銷部分如何區分那些功能，如：IPO 部分、輔導部分、SPO 部分等等的業務如何去區分？

王：在 M&A 方面在初期可能暫時放在承銷下面，但是未來一定是放在投資銀行部下面。

承銷的業務分為債券的承銷、股票的承銷、可轉換債券的承銷，而中信依客戶來分類：

- 承銷部門：以 IPO 為主；
- 企業理財部：以債券的客戶群較大部分，金額也較多。

鎮：中信在 IPO 跟 SPO 的人數比例是多少？承銷金額 IPO 較大或 SPO 較大？IPO 或 SPO 哪個為未來發展方向？

王：IPO 和 SPO 的員工人數差不多 1 比 1 的比例，因為 IPO 較為勞力密集，所以人數會多一點，現階段的 IPO 以（1）選擇性的承作（2）輔導人員的訓練為主。中信會朝 SPO 方向為主要獲利來源，在可轉換債券方面，中信在市場上的排名在第一、二位，原因在於：

- 承銷部門人員：以會計背景為主
- 債券部門人員：以財金科系為主

因此，在發行可轉換債券的業務上有較為靈活的人才運用策略；希望從 IPO 轉型以 SPO 為主的業務能夠成功。

證期局對於公司債的管制有點過於嚴格，由於博達案件而使得承銷可轉換債券比較困難；希望不要因為單一案件而過度限制住承銷可轉換債的業務。

鎮：由之前研究報告我們得知，美國的證券商的收益來源以手續費為主；台灣證券商以自營部的獲利為主要來源。對於我國券商想轉成投資銀行業務，台灣證券商將收益來源轉成以手續費來源是否有此可能？或者提供一些加值的服務來從事這樣的轉變？

王：其實這是一個長期的改變，因為客戶需求的改變，一定要朝著以收手續費為收益來源的方向經營。創投可以創造出併購的業務機會，藉由這樣的機會去擴大併購的業務，並累積經驗，讓客戶願意去付手續費來購買這項業務上面的專業。

鎮：台灣證券商常常會被客戶所背離，是否在未來能夠由客戶端慢慢的去改善這樣的問題？

王：證券商跟客戶的決裂點常常在於價格方面；多半是由客戶去背離承銷商，比較好的解決方式在於改變目前承銷制度的法規，讓價格能夠有自我發現的功能，而不是規定一個固定公式去制定出價格；對於證券商就比較不會在承銷議價時，處於弱勢。

鎮：目前進入到 M&A 的階段，請問中信如何去切入這塊產業？

王：中信方面的研究部門很強，以研究人員的資料去判斷是否有併購的可能；未來的 M&A 的人才以產業專家、會計師、律師、行銷人員為主要成員。

鎮：以中信來說，在區域上的通路要如何取得？

王：由一些中小型的案件去建立出自己的通路；跟隨著台商走，建立與台商的關係。國際金額較大的案件是不可能去承作的，因為通路上面並不像外商豐富，所以還是以發展區域的業務為主要優先考量。

受訪單位：台証綜合證券
時間：中華民國九十三年七月二十七日星期二
地點：台北市建國北路一段 96 號 9 樓
受訪人員：黃麗華 副總經理、沈文成 總經理
訪談人員：鎮明常 博士

台証綜合證券

鎮：台灣承銷市場近來的成長性如何？

沈：承銷市場主要有三大塊，IPO、SPO，再加上一些財務顧問。

➤ IPO

- ◇ 上市這部分呢，因為大致已經算飽和了，所以近來的案件數在減少；
- ◇ 上櫃的話，算是持平；
- ◇ 至於興櫃，因為推行的關係，且容易通過，所以有增加的趨勢。

而且，近來主管機關也在大力推行，放寬申報及申請的作業門檻，所以整體來說，台灣的 IPO 市場算是持穩發展。

- SPO: 這塊市場還正在持續成長，光去年就有 160 億美金的規模，而且還是以 CB 為主，現金增資(CI)的方式已慢慢減少。原因是工具設計的關係，也就是 bond 加上 conversion，而且也常在海外發行，這就是趨勢，我想只要經濟持續成長，SPO 的需求就會增加。
- 財務顧問：這塊市場就是一些專案，如 M&A、重整、民營化，像我們台証去年做台鹽的民營化就很成功，而且重整也是我們的強項，這塊業務也再持續成長。

鎮：那可以談談台証目前在承銷部的人力配置嗎？

沈：IPO 的人力約占 65%，SPO 約占 35%，因為 IPO 是個非常勞力密集的業務，必須輔導廠商，還要做實地查證(Due Diligence)。

鎮：那你們是否有利用電腦來進行一些 routine 的作業？

沈：其實電腦化在這方面很難做，因為輔導的廠商，每家的股權結構都不一樣，必須重新想過，而且廠商若有跨國業務，也要派人過去，所以這是靠腦力的工作，不過，一些制式的報表工作當然還是利用電腦來做。

鎮：最近台商回台上市的新聞炒的很熱，不知你們的看法如何？

沈：我是覺得這還有得拖，因為在資訊揭露這部分就搞不太定，像要派會計師到大陸查帳這件事就不太可行。

黃：還有超國民待遇的問題。目前法令限制在台上市公司投資大陸金額有一定比例，現在若反過來讓已投資大陸 100%的大陸台商回台上市，不是說不過去？所以這不見得會成。

鎮：我近來從訪問得知，元大京華或寶來在香港都有設分公司，可以輔導大陸台商到香港掛牌，尤其現在台股本益比這麼低，更有幾家反而決定到香港上市，不來台灣，那你們台証也有類似的佈局嗎？

沈：其實我們台証在香港也有分公司，不過業務做的並不多，鎮教授剛提到有關大陸台商改選擇香港作為掛牌地點，在我們看來，台灣股市還是有其優勢在，因為台股的流動性比港股好，上市成本也比較低，而且台商上市的主流在 H 股，港股裡其實並不多。

鎮：對台証而言，與外資券商在承銷這一塊領域的競爭，有何看法？

沈：在國內的承銷市場裡，外資券商是比不過我們的，但在國外市場上我們確實有些劣勢：

- 海外銷售通路不足：這點讓我們接案子時有所限制，因為若金額太大，而我們銷售通路又不足時，可能就要自己吸收。
- 資本額太小：因為法令對承銷商資本額大小可以承做的金額有嚴格規定，所以當超過比例時，我們就無法承接案子。
- 聲譽考量：在國外市場上，畢竟外資券商的聲譽比起我們較為響亮，所以假如客戶要在海外市場籌資，確實是會挑外資券商為主辦承銷商。

黃：一般來說，一億美金以下的籌資都會由國內券商承辦，甚至有做到一億五千萬美金的，但以上金額的話，大多是由外資券商承接，不過，依我來看，這個門檻慢慢會提高到三億美金，其實，國內券商在承銷領域的人才、經驗都十分充足，資本額也慢慢擴大，現在只是受限法令而已，不然 ECB 我們也是都會做的。

鎮：台灣承銷市場的趨勢會是如何？

沈：其實喔，IPO 真的是不好賺，與承銷相關業務的一些法令真的要鬆綁，例如：

- 公開說明書的撰寫，幾乎都是承銷商在準備這些繁瑣的規定，一些律師、會計師的業務都是我們在完成，反而承銷商的專業顯現不出來。
- 承銷價公式，這根本沒有必要，承銷價應該是讓市場力量來決定，並不是由公式算出，這只會讓承銷商面對客戶時沒有主導權，也會陷入市場上的價格競爭。這些規定根本都無法和國際接軌。

鎮：台証在發展投資銀行業務時，是否有什麼策略？

沈：這要從整個台新金控集團來講。券商傳統上都是操作權益、債權商品，缺少利率、匯率商品，這個空隙就要有銀行來補齊。

黃：在金控底下的券商，因為擁有的執照較多，相對可以操作的業務也多，還能分享集團內的資源，透過內部整合之後，就可以提供完整的財務顧問服務。雖然純券商彼此也可以合作，但主導權該如何劃分？還有利益分配問題？所以金控底下的券商相對來說較有優勢。

鎮：台証在風控這部分是如何管理？

黃：我們每個產品線都有一個風控經理，根據所屬單位、層級往上報告，由一位總風控經理來監督。而且，我們要求每個產品都要有即時資訊，由線上人員負責觀察，若有問題看似要發生，必須及時報告，並讓相關人員開會處理。雖然我們集團採利潤中心，但風險卻是合在一起來評斷的。

受訪公司：兆豐金融控股股份有限公司
時間：中華民國九十三年七月二十七日星期二
地點：台北市忠孝東路二段 123 號 15 樓
受訪人員：謝劍平 副總經理
訪談人員：鎮明常 博士

兆豐金融控股股份有限公司

鎮：對於現在的綜合證券商而言，大致可以區分如存在金控體系和非金控體系的綜合證券商從事投資銀行業務，你覺得有什麼不一樣的地方？外資券商的經營模式上，又有哪些可以借鏡的地方？

謝：在兆豐金控當中，投資銀行業務是屬於金控事業群的一環來發展。比如說包銷業務，而且未來承銷上的消長會很明顯：

- 資產負債表方面，比如是否有銀行的資產負債表加以支持。
- 資產證券化方面，比如一般證券商就不能從事這一塊，有金控的券商公司機會就相對的會很多，沒有金控的券商相對而言就會因為缺乏經濟規模，而必須集中經營某一塊的業務才行。
- 債權重整 (Restructure) 方面，如用以債換股，賺取資本利得的方式。

所以非金控體系的綜合證券商，應選擇投資銀行的某一兩項業務，專注發展才會有生存的空間。

另外現在的銀行也太多了，實在應該開始合併，跟商業銀行合作的證券商中，如外商 JP Morgan 就是利用這個方式和雷曼兄弟合作，則此模式下證券商可以利用銀行的 Blance Sheet 取得較大的優勢，所以從事更大業務的可能機會也會相對的增多。

另外投資銀行的活動，應該是利用資產負債表來對沖，而不是包銷完手上還留有股票，資本利得不是從這個地方賺取，投資銀行應該賺取的是手續費才是。所以，現在台灣的承銷案件市場碰到市場不好的時候，通常都會很糟糕。

鎮：現行熱門的議題，如台商回台掛牌事宜，如果不牽涉政治意識型態的議題，據我的瞭解，甚至有很多券商輔導上述的台商在香港上市，妳對於這個議題有什麼樣的看法？

謝：台商回台掛牌上市，我們兆豐金控認為這是個可以研究的市場，現今有到香港掛牌的，其中的原因可能是台灣的法令上限制太多，也有可能是因為現在台灣的本益比太低了，但是長期而言，我們的公司是有朝這一方面努力的可能。

鎮：可否簡述兆豐金融控股公司發展投資銀行市場的組織結構？

謝：我們是利用矩陣式的組織結構方式，利用：

- 縱向有三個方面
 - ◇ 『origination』 --(找尋交易對象)、
 - ◇ 『structure』 --(Coverage 譬如 ECM-equity capital margin、DCM-debt capital margin 等在其中扮演的支援角色)
 - ◇ 『placement』 --(銷售部門)
- 橫向有兩個層面：
 - ◇ 『產業專家』 -- (對於所針對市場瞭解的人員)
 - ◇ 『財務投資集團』

利用矩陣式的模式來共同支援、相互配合，然後抓住針對市場所在的產品出來，再以利用市場易交易來找出合理定價的價位在哪裡。

鎮：兆豐金控下面有兩家銀行，分別是交通銀行和 ICBC，對於銀行和證券商的關係，兆豐金控是怎樣的模式去合作的？

謝：我們的交通銀行可以從事的業務很多，但其實我們的這兩家銀行互補性其實很高，所以有考慮兩家合併。

但是畢竟銀行跟證券商的功能是不一樣。舉例來說，銀行著重在『資產管理』，而券商則專注在『下單』和『賣基金』兩個方面，所以這兩個是可以利用彼此間的互補性交互合作。

再者，兆豐金控下的 Corporate Financing 未來將會集中在北、中、南三個地點，來加以發展。

鎮：ICBC 有很多海外的分行，將來要進入投資銀行的市場，是不是會進一步的開發呢？

謝：海外的通路主要是為了服務特定的企業，如台塑，但是缺乏這方面的能力，所以不易開發。然而也只有大型的金控機構才有辦法去購併海外的投資銀行，但似乎也只有這方法才能去開發海外的市場。

鎮：請問現在兆豐金控的承銷業務是由那個單位來負責？

謝：兆豐金控目前承銷的部分是由『倍利國際』來承做，我覺得將來承銷要有出路，應從『人才』、『組織文化』、『上司的決心』和『市場』來決定。

受訪公司：建華證券股份有限公司
時間：中華民國九十三年七月二十八日星期三
地點：台北市重慶南路一段2號21樓
受訪人員：黃敏助 董事長
訪談人員：鎮明常 博士

建華證券股份有限公司

鎮：台灣未來在承銷市場的成長性如何？

黃：雖然台灣的資本市場日漸成熟，但是台灣在投資銀行業務方面尚在起步階段，大多著重在承銷上，其實這塊市場是可以做大的，除了傳統承銷業務，還有一些購併、仲介廠商間的策略聯盟、企業重整等等，這些需求都是可以創造的，尚有待加強。

鎮：可以談談台灣的券商發展投資銀行業務所面臨的障礙嗎？

黃：法規我們就先不逐項細談。障礙可以有列幾項：

- 券商太多，過度競爭：因為市場上的承銷商家數太多，在與客戶談判時，沒有議價能力，也沒有主導權，只好把手續費壓低，甚至不收，就只是為了搶生意，因為一家不做，還有好幾家在等著。還有，為了滿足客戶，搶到生意，必須把貨全部吃下，既然沒有手續費，只好賺資本利得，惡性循環的結果，造成好的案子大家搶，不好的案子沒人想接，到最後損失的也是券商本身。
- 人才培養、網羅不易：其實台灣不是沒有好的人才，只是好的人才都在外資券商，這原因也是過度競爭造成的。國內市場不成熟，選擇承銷商時只比承銷價，券商為了搶生意，只好用價格競爭，壓低利潤，結果使得公司根本無法以高薪來留住好的人才，因為外資券商跟本土券商的薪水就差了好幾倍，所以人才都流到外資券商裡頭。
- 海外市場，通路不足：此為最現實的一點，國內本土券商在海外市場上算起步晚、規模小，雖然也有海外分公司或銷售通路，建立雛型，但還是需要時間累積，繼續發展，否則，對一些大案子根本無力承接，沒有足夠的力量將商品銷售出去，這跟國內券商資本額太小也有點關係，大案子也沒辦法接。

鎮：有些券商的做法是把購併、創投業務放在承銷部底下，您對這有何看法？

黃：我想這可能跟規模有關。本來投資銀行業務就很廣，除了承銷，還有購併、專案融資、創投、資產管理等等，只是台灣市場上除了承銷，其他業務量算很少，沒有投資銀行部，所以就將其他業務通通放在承銷部裡。

鎮：建華證券屬金控的一體，我想請問在新金融商品這部分是由證券這負責，還是由金控那負責？

黃：我們成為金控公司之後，新金融商品單位是由原證券公司這邊，加上銀行的財務部共同組成。

鎮：那在風控這邊的話，負責的單位呢？

黃：風控這部分，主要是由建華證券這邊負責，防火牆的建立就是依據法令規範，還有公司治理。在經理部門沒有風險管理室，負責風控事務。

鎮：現今市場上有金控體系的券商，也有非金控體系的券商，您如何看待這二者在發展投資銀行業務的優劣勢？

黃：我想以我們建華金控來說，我們將原本銀行裡的企業金融部和證券裡的投資銀行業務整合，成立企業金融事業群，這對我們來說，不僅可以承做的業務增加了，還可以為客戶量身訂做需要的商品，真正做到滿足客戶一站購足(one stop shopping)的需求。而且，整合之後，我們在 IT 系統的整合，降低了作業成本，也讓資本額擴大，使做生意的本錢提高不少，真正做到 3C 的目標(cost down、cross selling、capital efficiency)。不過，發展投資銀行業務到底要大型化還是精緻化還沒有定論，但有一點我是可以確定的，目前市場上的十四家金控，還是太多了，以後只會剩下一半，也就是剩前三大跟一些專注在利基市場的金控而已。

受訪公司：日盛金控股份有限公司
時間：中華民國九十三年七月二十八日星期三
地點：台北市松江路 68 號 5 樓
受訪人員：趙永飛 總經理
訪談人員：鎮明常 博士

日盛金控股份有限公司

鎮：希望從策略的角度去看目前證券商從事投資銀行業務，看台灣的環境和市場成長有多大？已參加金控的券商和未參加金控的券商在發展投資銀行業務上有怎樣的強弱勢？更重要的是，希望能夠了解到發展投資銀行的現階段障礙，請教總經理的是：在日盛金控發展金控之後，在證券商發展投資銀行的狀況？日盛金控是如何去切入這一塊業務？如何處理承銷、併購、新金融商品的業務？

趙：目前國內證券商發展投資銀行的癥結：

- 從承銷的角度來看，業者本身對於投資銀行的認知不夠清楚：本來的業務是靠專業的能力在輔導階段看公司是否夠水準；但是在民國 77 年開始，承銷在替公司財務「化妝」的成分比較大，而非原本的「審計」責任。這樣被質疑有徇私舞弊的成分，因為法令的開放使得這樣的成分幾乎為零；所以目前對於商品的「包裝」較少從事，大部分都是送件的業務，使得券商幾乎沒有利潤的收入；配售的部分：手續費的收取少的可憐；包銷業務：價格的訂定對於證券商相當不利；商品的「再包裝」：原本是讓商品能讓客戶去了解商品本身；國外的投資銀行的「再包裝」都是讓產品更複雜，使證券商再承做時候有避險的部位，再銷售給客戶時有較高的報酬，但這些就是所謂的「風險貼水」，對於客戶是相當不利的；國內券商並沒有扮演這樣的角色，而是從經濟的角度去解釋商品，讓客戶更了解這些被包裝過的商品內容，可惜的是國內的人才素質參差不齊。
- 稅法的缺陷：雖然所得稅法的明文規定相當合理，但是對於有許多相關產品複合成一個商品的課稅問題定義並不明確；目前證券商對於稅法的疑義在於新稅法制定後是否追溯之前未繳部份；只要有關證券的產品都需要課稅，加上客戶所得收益有財產所得稅併入綜合所得稅中，這樣的稅賦成本太高，客戶對這項商品就無意願購買；目前稅法對於新金融商品的推出有一定程度的限制。證券商目前並非不想繳交稅款，而是因為稅法的計算結果並不合理，券商都已經有提報應繳所得稅的帳目，只是在等待稅法的合理化之後繳交。

投資銀行是一個資本密集的產業，著重於（1）製造新金融商品的能力；（2）產品配銷的能力；如聯電發的 ADR、GDR 的金額一發就是 300 億，就國內最大的券商資本額也只有 254 億，資本不比外商充足，所以對於許多大的承銷案沒有足夠資本去承作。（3）交易方式的限制，無法符合投資銀行的需求：在下單方式不能一次大量的同時下單，這樣會喪失了證券商投資操作的時效性。（4）證交法目的在於

保護投資者為主要重點，散戶過多會使得證券商的發展被法令所阻礙，對於發展投資銀行業務有所桎梏。

投資銀行的發展關鍵在於：(1) 客戶需求；(2) 專業的投資操作技術；(3) 政府法令；只要把這三個面做好，發展投資銀行業務將會突飛猛進，但是要同時做好相當困難，光是法令面就有一定的阻礙。

鎮：日盛在新金融商品的設計與推出有亮眼的成績，如何去管理這些新金融產品的風險？

趙：就兩個方面來探討：

- 基本的簡單商品：證券部位、債券部位已經發展了相當多年，風險管理方面沒有太大問題。
- 複雜的商品：衍生性商品，其中的風險較複雜，所以態度上比較謹慎操作；內部已經有一套控管的系統，但是由於這樣的業務來說，風險控管的人才比較不足，因此設置在前台部分，但相當注意這些人員的品德操守，未來這些人才中抽一些到中、後台以強化風險管理系統。

日盛金控在組織架構上，徹底執行了所謂的法金跟個金之分，在架構下設置了四位執行經理人，分別掌財務投資(證券的自營、經紀、衍生性商品)、法金的執行長(承銷、併購、創投等)、個金執行長(現金卡、信用卡、信貸)、財金(財富管理)；這樣的架構在法規上面是允許的，以矩陣的方式來經營整個金控集團。

鎮：在未來的 Corporate Finance，除了傳統的承銷、併購、融資買回(LBO)的業務將會如何發展？

趙：大家都是在朝這方面走，重點在於法人和投資人的認知；目前CB發行的盛行原因在於：(1) 公司可以有避稅的效果；(2) CB借款是質押放款不像跟銀行借錢是信用貸款而有額度的限制；但是缺點在於，CB無擔保、風險性大。承銷已經沒有利潤空間，即使再跟其他的附加產品配合還是沒有利潤；財務顧問也沒有收取相當的手續費，所以沒有收益可言，客戶對於證券商的忠誠度也不足，所以之後相關有利潤的業務也隨著客戶的離開而消失。

鎮：日盛在國外是否有所佈局？

趙：這方面日盛是收斂的態度；以在香港輔導上市的業務為例：鎖定目標不僅是台商也包含中資，兩者的上市目的卻不相同；中資：想藉由上市來提升自己在內地的身分地位；台商：籌措資金為主，所以兩者目的不同，且台商的經營模式和獲利難以考核，在經營這項業務上面有困難。這項業務以反向操作為主，將承銷的廠商限制在一定區域才承作，這樣對於廠商的營運有比較好的稽查效率；承作案件也以中小型案件為主要，大型案件的承作資金並不足夠，因此還是以中小型承銷案件來累積這方面的經驗和建立區域上面的通路。

受訪公司：大華證券股份有限公司
時間：中華民國九十三年七月二十九日星期四
地點：台北市重慶南路一段 2 號 14 樓
受訪人員：蕭子昂 董事長
訪談人員：鎮明常 博士

大華證券股份有限公司

鎮：想請問貴公司在於中心業務上面的發展策略？及目前認為國內券商發展投資銀行業務所遭遇到的困難點？

蕭：以國外經驗來說，美國大型的投資銀行的前身都是證券商，因此台灣的大型證券商未來發展投資銀行業務是必然的；目前發展投資銀行業務較為不樂觀的狀況：

- 證券商的惡性競爭：投資銀行業務主要是負責公司的財務管理、財務顧問及公司籌資的經紀商，主要收益應該為收取提供專業服務的手續費；目前國內因為惡性競爭所以券商對於收取手續費採取價格競爭使得這項收益並沒有佔大部分的收益來源；可轉換債的發行方面：國內手續費用的收取也是微乎其微，且通常有一個習慣就是大股東會將發行的可轉債買回，等到市場時機好再將其賣出，因此價格的訂定方面也會相對的要求低價發行，這樣對於小股東是傷害的行為；承接案件時，因為搶業務的習慣並沒有改變，因此好的案子就用比較低利潤的方式來得到，對於證券商來說利潤空間也就被壓低。
- 承銷法令的限制：價格訂定對於券商相當不利使得券商居於弱勢的地位，這還需要一段時間的修訂，相信未來還是有發展空間。

鎮：在風險控管的部分，想請問董事長的是：貴公司目前在內部風險管理部分係通是如何架構和運作？

蕭：風險控管在之前是比較被忽略的一個部門；最近才被注意到，而大華對於內部的風險控管系統，是以金控的觀點來架構和運作，各部門有內部的風險控管單位，組織中也有一個風險控管部門來負責；對於各部門的業務明確的界定其業務的範圍。

鎮：貴公司在承銷方面已經相當完備，想請教貴公司在併購業務的發展有何策略與想法？

蕭：大華是想從事這方面的業務，但台灣的客戶大都不太願意去支付手續費用，而是覺得價格越低越好，這樣對於這項業務的發展相當不利；因此這方面的問題需要客戶自己的認知而改變這樣的習慣，也對這項業務的發展空間有很大的助益。

鎮：目前許多券商都有想要去發展國外業務，如台商的掛牌上市、現金增資等等業務，想請教董事長大華目前對於這樣的業務有怎樣的策略和營運方式呢？

蕭：台灣的券商想要發展的話，要朝區域（region）去發展；大華的努力方向也是朝這方面去發展，在香港、新加坡、泰國，也有部門去經營其業務。而台商在台灣上市掛牌：有政治上面的考量，加上目前台灣 P/E 過低，倒不如在香港上市來的比較有利。

鎮：目前有分為參與金控的證券商跟一般證券商，在未來是否一般券商都會參與金控組織？

蕭：不一定會有此發展，一般證券商只要能夠找到商業銀行合作，在產品的推出方面就會提升優勢；而目前也有商業銀行想找投資銀行合作的趨勢，國內金控在架構上面還沒有很完整，因此證券商不一定會朝金控組織去發展。

鎮：目前在主管機關方面發展投資銀行業務的阻力還蠻大的，請教董事長對於未來是否有期望開放的一些法令和觀念？

蕭：經管會主委提出的大方向很正確：

- (1) 未來可能採負面表列；
- (2) 執法從嚴，法令從寬；
- (3) 希望經管會是裁判的角色而非球員的角色；

而這些看法一旦真正實行，對發展投資銀行業務就有很大的實質影響；所以在法令方面等待主管機關朝著這方面去修法。

鎮：在資產管理方面，創投業務是否是以中華開發為主要經營主體；或者在大華有設立這樣的部門？

蕭：創投的業務在大華證券並沒有去承作這樣的業務；以中華開發為主要的業務執行者，這是我們在創投業務的情況。

受訪公司：元大京華證券股份有限公司
時間：中華民國九十三年八月二十日星期五
地點：台北市南京東路三段 225 號 11 樓
受訪人員：張立秋 總經理
訪談人員：鎮明常 博士

元大京華證券股份有限公司

鎮：對於證券商轉型參與投資銀行業務的利基，你覺得證券商對於此塊市場的優勢在哪裡？對於此塊市場的劣勢在哪裡？證券商應有的策略又是什麼？

張：主管機關『金融監督管理委員會』目前對於承銷的方式，已有很大幅度的改變，這是個很好的現象，因為對於台灣的證券市場而言，尤其是承銷制度上的法令本就應該有改變的需要，比如說目前的承銷市場上，證券商承銷部門頂多賺取的是資本利得或包銷股票的情況，也只有改變這樣的情況，台灣證券商在承銷業務上才能有生存的空間。『金融監督管理委員會』擬定日後的 IPO 業務將以『增資新股』的方式來上市，如此在承銷價格上面，證券商的承銷部門也比較好與發行公司商談承銷價，收取的現金也可以到達公司的手上，而非如過去一樣到大股東的手上。另外，過去的抽籤方式也因為無法建立通道配售的缺點，日後將改為以先繳款的方式進行。另外也會給予證券商有百分之十五的『過額配授權』，新股掛牌前 5 個交易日取消漲跌幅限制，避免有心人士趁機炒作股價，所以同意承銷商進行『安定操作』，以承銷價買進或賣出承銷股票來穩定股價，而所需股票則由公司大股東提供，必要時券商也可以持有股票進行操作。承銷商評鑑將從承銷股票訂價，乃至股票掛牌期間的安定操作等加以考核，同時分級管理，一旦發現有重大違規情形，將影響日後承銷券商所接到的承銷案審查。如果跌破承銷價格，承銷商可以利用『過額配授權』來購買。另外『金融監督管理委員會』計劃將現行承銷商的承銷費用提高，其中包銷費用由 5% 提高至 10%，代銷由 2% 提高至 5%，並取消現行承銷商先認購一定比例的承銷股票賺取價差的作法。但這會造成證券商的強弱將比較明顯，日後中小型的證券商將組成『承銷團』來維持生存。『金融監督管理委員會』這樣的作法是為了日後的證券商應改賺取專業的承銷手續費。

鎮：對於 IPO 上的 M&A 業務發展情況，你有什麼看法？

張：M&A 主要是協助現行的上市上櫃公司能夠找到併購的機會，目前的問題是有些併購的對象並不被主管機關接受，我們認為只要該併購的對象已在指定地區是上市的股票，主管機關不應排除，應該接受才是。另外就是國內在這一方的手續費太低，相較於國外的收費情況，應該有很大的成長空間。

鎮：對於投資銀行的成功條件有何看法？

張：投資銀行的成功條件有兩個：主要是『通路建立』和『新金融產品的開發』，只要上述兩個做的好，證券商轉型投資銀行就很有機會。

鎮：對於國內股票市場的股票本益比過低，你有何看法？

張：本益比過低可能造成企業到他國發行上市，不過這有兩個問題可以探討。第一個問題是如到他國發行上市掛牌後，次級市場的流通性問題呢？需要再次增資的問題考量呢？另外還有結匯的問題也必須要考慮清楚。第二個問題是博達事件發生後消息面的短期現象。所以下市機制的建立也很重要，這樣就不會讓體質不佳的公司拉低本益比，體質不佳的公司應該下市到店頭市場，國內股票市場的本益比問題才能改善。

鎮：對於國內證券商發展投資銀行業務的潛力，你有何看法？

張：和國內大多數商業銀行比較，前十大證券商的資金規模已夠大，證券商的人才也較商業銀行的人積極，將來開放『現金管理』的業務後，國內證券商也可以跨足到『資產管理』業務，這樣使得證券商因著利率較高，這會是個很好的投資銀行業務發展機會。

鎮：對於新金融產品設計業務，你有何看法？

張：建議主管機關可以利用負面表列的方式，如風險管理上面，只要證券商符合資本適足率的一定比例，就可以有較大的空間去發展新金融商品。另外就是課稅的問題，因為外商的新金融商品不課稅，相較於國內的新金融商品課稅，事實上對於國內的證券商是非常不利的。

鎮：對於主管機關對於證券商轉型投資銀行上面，你有何看法？

張：主管機關的心態應該從保護投資人的心態，轉而讓整個證券市場的力量是由市場去決定才是。另外央行在觀念問題上也有調整的必要，如央行認為外匯是屬於貨幣的一種，所以對於私人銀行上的業務不允許承作，目前國內卻有外商在從事這項業務，這也使得國內不僅收不到稅，國內券商也沒有賺取手續費的機會，這也造成了一些『假外資』的情況發生，主管機關應針對這樣的問題去改善。

受訪公司：證券商業同業公會
時間：中華民國九十三年八月二十六日星期四
地點：台北市復興南路二段 268 號 7 樓
受訪人員：施庭堯 組長
訪談人員：鎮明常 博士

證券商業同業公會

鎮：上次約訪元大京華張立秋總經理時，他提到最近金管會主持了一個承銷小組委員會，而且在我出國期間做了很多重大改變，知道施組長也參與其中，所以想請教施組長有關這次資本市場上的變革。

施：沒錯，自從金管會指示底下成立承銷小組委員會，針對國內資本市場上積習已久的弊端進行改革，要求一個月內提出整體進行方案，到今天已大致底定。這次委員會主要是由黃顯華委員及呂東英委員主持，最主要的就是綠鞋精神(Green Shoes)，在 15% 內可以過額配售。此外，掛牌一律以新股承銷，避免股東賺大錢，而公司卻籌不到錢。還有，這次變革也針對承銷制度的審議委員會、輔導期間的相關規定重新規範，最重要的一點是券商差異化管理。國內承銷商眾多，總有一些好的券商，也有一些較差的券商，金管會就是要將二者區分出來，不讓較佳的券商受到一樣的管制，可以有較大的空間進行業務，而這也是券商對這次變革最關注的地方。不過話說是差異化管理，但這區分差異化的指標、評分項目、評等，目前還未有定論，我想，今天開會之後應該會發新聞稿，你們可以注意明天的報紙，這裡也有一些之前幾次開會的紀錄，但這是我們整理過後的，不是原始版本，你們也可以拿去參考，就可以更加清楚了。

受訪公司：英商瑞銀證券股份有限公司
時間：中華民國九十三年八月三十日星期一
地點：台北市松仁路七號五樓
受訪人員：陳嫦芬 董事長
訪談人員：鎮明常 博士

英商瑞銀證券股份有限公司

鎮：券商公會這次的案子，比較著重於國內券商應該從什麼樣的角度切入市場，想要從外資的角度來瞭解國內券商在發展投資銀行上，應該從什麼樣的角度來運作，希望從您這裡聽到外商對於這塊市場的看法，國內的法令環境又有什麼樣的阻礙？

陳：首先要瞭解國內券商的目標市場在哪裡，如果目標市場鎖定在國內的承銷市場，這一塊市場應是外商不能介入的。但是如果進一步將目標市場放大到整個大中國市場，那麼就要進一步考慮到整體前台的『配銷網絡』和『銷售能力』，再加上後台的『產品設計』，才能清楚的定義出國內券商的目標市場。所以，國內券商應可以將目標市場定義成是『華人的亞太市場』去發展，是目前一個可行的發展方向。另外，我覺得『分級制度』是個不好的名詞，因為衡量的標準其實並不明確。政府目前所做的，我不是那麼支持全面的開放，主管機關平常的監督工作已經很勞累了，但是券商希望全面開放，卻又沒有一個國際觀的方向可以提供給政府，這是很不負責的作法，這是我比較持平的看法。國內的券商在發展投資銀行上面，比如說在『人才』和『科技』的投入，實在遠遠不及外商，這也就是後台上面的支持並不是很足夠。外商銀行有能力聘任高薪的人才，但是國內的券商卻不願意的話，那就會遠遠落後與外商的競爭。另外我發現，現在台灣的外商CEO都是本地人才，某種現象顯示國內的券商也應該要有國際觀才是。

鎮：另外，國內券商的組織裡頭要如何去協調發展投資銀行的問題，您有什麼看法？

陳：如我們的UBS就是一個部門，所以我認為組織上的問題並不是事情的『原因』，而是事情的『結果』。就是說發展投資銀行應該可以是邊做邊調整組織上的結構，而不是去複製其他組織的結構，應該按照不同的組織特性來發展不同的一種『有機結構』，國內的金控公司發展上也有類似的問題。也就是不應該不同的組織公司有不同的專業，卻都要穿上同樣的『制服』，這是很不好的。

鎮：您認為，國內的券商要如何走入國際的市場？

陳：我覺得應該要把握兩個利基，其一是整體的利潤應該要有所提升，其二是應該是協助企業的『價值創造』的過程，而應該避免目前的只有協助企業『程序幫助』的過程。投資銀行可大可小，每家銀行應該找出自己的優勢來發展，才是當務所要做的事情。

鎮：國內的券商應該怎樣發展新金融商品，妳有什麼樣的建議？

陳：我們的經驗是利用在國外的產品研發團隊來協助新金融產品的發展，原因是基本上本地人事可以和當地的人溝通新金融商品，當地人也較為熟習當地的市場。另一方面，我們也會尋找對於特殊行業的資源特別瞭解的內部人員，利用類似組織的網絡情報網來建立，而且這的確是需要時間的，這也跟我先前提到後台的『科技』建立相關，同時也打破了傳統組織中的情報流動效率模式。另外，國內內部組織的紀律並不是很好，內部的『防火牆』問題是一個很大的問題，這一行的道德規範問題的確是必須要再加強，關於這一點國內大學的商學教育也要再加強。因此，我認為國內的商學教育如要真正培養的銀行人才，應該告訴學生有哪些的『職業』面向是要瞭解和學習的。

受訪公司：倍利國際證券股份有限公司
時間：中華民國九十三年八月三十日星期四
地點：台北市忠孝東路二段 95 號十二樓
受訪人員：簡鴻文 董事長
訪談人員：鎮明常 博士

倍利國際證券股份有限公司

鎮：對於金控體系下的證券商發展投資銀行業務，有無一個整體性的模式或策略？

簡：金控在此所要扮演的應是整合資源的角色，如銀行可以有廣大的配售管道和資金後援，金控體系下的證券商可在金控體系下的協調、計畫和資源整合下發展的更快速。對於其組織經營模式的架構，應可採用「部門別」與「功能別」的矩陣組織模式來經營，未來金控公司因應不斷出現的新金融商品市場，也應從過去的「產品導向」轉成「顧客導向」才是。

鎮：對於國內證券商未來發展有何看法？如主管機關以「分級管理」的方式管理券商，是否不利於小型券商或專業券商的生存？

簡：如以分級管理的方式管理國內券商時，小型券商或專業券商重要的是應先找出本身的利基所在，主管機關若能提供較為公平的競爭環境，對於國內券商的整體發展上，大型的券商可以發展規模媲美外國的投資銀行，小型券商或專業券商也可以繼續在自有利基下繼續運作。目前國內的證券市場本益比太低的問題，的確不利於國內企業由海外回台募資或上市，但是這樣的情況應只是一時現象。國內發展投資銀行業務的人才問題的確需要解決，否則國外券商早先擁有海外通路，對於 ADR 或 GDR 的發行也應人才的經驗豐富，所以國內在這方面缺乏競爭能力，對於人才的問題，主管機關可建立人才培訓的平台，同時各券商也應更積極與學校相關科系合作，來加以解決人才不足的現象。

鎮：對於是否開放台商回台上市，有何看法？

簡：個人看法台商回台上應是利多於弊的，主要還是國內資金流通速度快，有利於企業發展上的募集需求，目前主管機關還是有許多限制的條文，如應在台設立營運中心等限制，所以現行的證券商多只有在香港或越南設有辦事處，對於此一業務還尚未有太多進展。

鎮：對於證券商發展投資銀行上的承銷業務，有何看法？

簡：承銷這幾年的人才大幅流失，主要是因為企業多半皆已上市，利潤不豐富也是原因之一，加上承銷業務多半集中在市場上的少數幾家證券商，形成「寡佔市場」，未來承銷的業務應會走向「差異化」，意

即在綜合證券商上的承銷業務會明顯的拉開，對於專業的證券商而言，影響就不會那麼的大。

鎮：對於國內證券商發展投資銀行上的業務，有何看法？

簡：國內在新興金融商品上的建立，是發展投資銀行的另一個關鍵所在，新興金融商品應著重於「人才」和「主事者心態建立」上，或許有些專業證券商對於此塊有較深的著墨，但是否整體發展成大型的投資銀行，感覺起來或許成本的花費上和實際的利基會有落差，這就是先前提過的兩者間如何去尋求平衡的問題。又如國內券商和其他金融事業簽訂合作協定，長遠的看也不是長久之計，這和有金控體系的證券商，擁有較大的規模是缺乏競爭優勢的。對於銀行不斷跨足證券商業務，而證券商長久以來的「現金管理帳戶」問題尚未解決，都應是外來可以去努力改善的方向。

受訪公司：寶來證券股份有限公司
時間：中華民國九十三年九月六日星期一
地點：台北市新湖二路 339 號 3 樓
受訪人員：匡亦柱 總經理
訪談人員：鎮明常 博士

寶來證券股份有限公司

鎮：您的專長是在債券的發展上，請您談談債券在這一方面的資產管理市場？

匡：債券中在 Equity 和 Fixed income 在投資銀行業務上，都是扮演角色中是有很重要的交易工具，台灣的市場中，過去的債券市場不夠大也較不健全，在投資工具中，本益本高時是利用權益的部分來進行，但是這種情形已不再有了，現在的情況是對於負債的投資，這是目前在金融市場上的重要性開始增加，目前的債券型基金發展上，融資面的人已察覺其重要性，需求面的人也較能通盤瞭解後，供給與需求相互配合的情況下加上價格避險的觀念日漸提升，都將有利於債券市場的活絡發展。目前有很多的問題，比如說整體的自由化不夠，如正面表列的問題，如基本遊戲規則不清楚，還有存續期間的問題和成本的問題或稅賦的問題，

鎮：債券市場外，您認為又有哪些可以加以輔助券商發展投資銀行業務？

匡：台灣必須要培養更多的國際性人才，這個的前題是各個券商更要找出自己的利基在哪裡，台灣的客戶和台灣的產品目前是我們寶來的利基。我們公司的整體發展上，我感覺到的是可以提供國內券商參考的部分，也就是我認為國內的券商應是先從『客戶服務的導向』走向『區域服務的導向』，再進一步發展到『國際服務的導向』，採取一種漸進發展的『迂迴策略』。在國內券商自己內部發展投資銀行部分的面向上，以我的債券部專業而言，我認為應該先降低負債比率，同時在價格的定價上正確性要增加，加上同時一系列新金融商品的開發要完整，如此才會加速找到相對應的投資者，我認為如此將有助於國內券商發展投資銀行的債券業務。

受訪公司：寶來證券股份有限公司
時間：中華民國九十三年九月六日星期一
地點：台北市新湖二路 339 號 3 樓
受訪人員：陳凌鶴 總經理
訪談人員：鎮明常 博士

寶來證券股份有限公司

鎮：您的專長項目是新金融商品，所以請您談談這一塊業務對於投資銀行業務發展上面有什麼樣的看法？

陳：對於新金融產品上的業務方面，我認為『產品設計的創新』與『證券商自營的交易』這兩個方面應該是並重的。我們的寶來在這兩個業務上是採取分工的方式，一連串的定價和避險都必須要同時考量的才是。目前的台灣市場有些資金不流通的現象，如法條上的自由度不夠問題，又如自營淨值的八倍限制，再如商品策略面中，權證方面的上限應該要拉高，我認為目前的利率額度算法似乎不甚合理，又如連結海外商品標的上也有問題。另外競爭性問題上面，銀行承作是免稅(算境外所得)，但是證券商必須要課稅(不算境外所得，要課稅)，稅制怎麼計算又不甚清楚，再加上國外匯率額度計算上應該有所提高或利用專案查核的方式進行，這樣才能配合內部避險方面的功能。

鎮：您認為在發展上面，是否有受到金控公司持續成長的壓力？

陳：除了銀行可以兼營投信投顧業務的相互夾擊之下，金控公司在資本大小規模差異下，國內證券商的確是在兩方面上，尤其是金控公司方面的確是給予了最大的壓力。我們寶來日後的發展方向是先從『資本面』的擴充，如購併其他的商業銀行等的努力，再到『市場面』的通路推廣來成長。在長期發展上而言，再進一步配合我們目前強項的『商品面』上的金融商品設計，我認為這樣的發展就是找出我們原本應有的利基為何來進一步成長，這應也是綜合券商在面對投資銀行業務上面對金控公司一個可行的方向。

受訪公司：寶來證券股份有限公司
時間：中華民國九十三年九月六日星期一
地點：台北市新湖二路 339 號 3 樓
受訪人員：黃齊元 總經理
訪談人員：鎮明常 博士

寶來證券股份有限公司

鎮：寶來併購漢宇資本，對於寶來發展投資銀行是基於什麼樣的利基？

黃：我認為現在台灣的承銷市場已經走到一個成熟的階段，就經濟型態的產業移動而言，大抵上是從台灣市場到大中華的市場，再從大中華走向國際的市場，因此企業的海外佈局因為需要台灣的資本市場，所以漢宇資本和寶來合作是有互補的作用。最近我們的成功例子是聲寶一億美金 GDR，這與我們在兩岸三地有長期耕耘的成果有關。關於這一方面我也認為，目前的台灣市場面臨到公司過多的問題，以後的金融兼併與企業整合的情況會越來越頻繁。

鎮：國內的證券商發展投資銀行，依你豐富的國外金融經驗和銀行經歷，請問你有何看法？

黃：應找尋『高附加價值』的投資銀行業務，我的看法有四點：

- 發展到香港的 IPO
- 產業整合的合併收購
- 私募的業務
- ECB 與 GCD 的組合式融資

在模式上面應走向『產業控股化』與『控股公司化』的方向。

在通路管道上有兩個重要的因素，一是應該找到體質好的公司，二是利用對的資產證券化商品，舉例如博達發行可轉換公司債，就是體質不好的公司發行錯誤的商品。我認為國內產業必須要有所『重組』，而非不斷的重複上市發行；國內的整體產業需要朝向『純量』，而非不斷的增量產生。組織的變動上面要有知識的管理和再教育的管理，對於組織內的專案式組織流動再造與調整新的模式，如利用『矩陣式組織』模式，利用『客戶端』與『專業端』兩個面向的相互配合來發展。

所有的一切，更重要的是應該要有『大中華市場』的國際觀佈局，對於利潤上應該走向收取顧問費的方面。主管機關常對於全面的情勢沒有通盤的瞭解，如『台商在台上市』才是正確的定義，我認為主管機關應鼓勵子公司可以在香港上市，除了鼓勵產業合併收購之外，更應定位台灣的企業發展方向是『產業控股公司』模式，對於通路上的問題，我認為國內的券商是有機會發展成『區域性』的券商，在不同大中華的市場中發展知識上面，國內的券商在發展上可以利用『麥當勞的複製模式』來進行。在培育人才思考上，應轉型到以下四點：

- 國際化思考
- 大中華思考

➤ 策略性思考

➤ 資產負債表左邊的思考

很重要的一點，創造新產品的精神也要建立起來，利用客戶端的負債部分和我們的權益部分來加以發展。另外對於國內企業與證券商而言，我認為應該要建立起良性的手續費機制，這樣的發展是對雙方都會互蒙其利的才是。

受訪公司：寶來證券股份有限公司
時間：中華民國九十三年九月六日星期一
地點：台北市新湖二路 339 號 3 樓
受訪人員：劉國安 總經理
訪談人員：鎮明常 博士

寶來證券股份有限公司

鎮：寶來各部門的發展上都有不同的面向，所以對於寶來發展投資銀行上的整體策略切入角度為何？

劉：這應該分成有沒有銀行做後援的方面來看。如果沒有銀行的後援，我們就是發展我們的『新金融商品』業務，如期貨等等，在產品市場上進一步拉遠到香港市場上面，所以在香港的分公司就複製寶來現有的商品來發展國際化的業務，這裡有份劉科主委的報告，就是目前寶來逐漸走向國際化市場業務的一個參考方向。如果有銀行的後援，我們目前的努力就是購併華僑銀行，這樣將可以增加到超過一百個以上的營業據點，如此資本符合的情況下，我們在信託部門就可以進一步設計新金融商品，同時利用證券商與銀行兩者的相互配合，發展一系列的客戶資料管理 CRM 系統，這樣將會有利於新金融商品的推廣，這部份的前提是財務設計工程人才的培養要足夠，如此寶來證券在發展投資銀行上的業務才能順利推動。