

## 從多元化金融體系之發展 看企業籌資與家庭理財方式的轉變\*

施 燕\*\*、陳一端\*\*

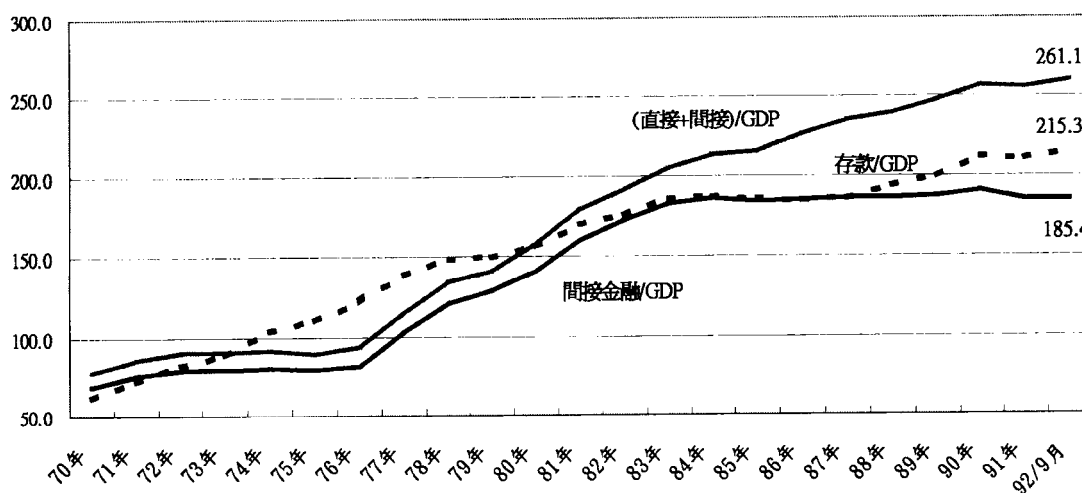
### 一、過去十年國外直接金融與間接金融的消長

我國金融體系過去一直是以銀行為主，一般大眾的金融性資產大多以銀行存款方式持有，企業籌資也以銀行借款為主，銀行成爲連結儲蓄與投資的主要中介。隨著經濟持續成長，銀行存、放款餘額也持續增加，尤其民國 70 年代後半貿易順差擴大，加上 80 年代初期新銀行陸續成立，金融性資產累積速度加快，銀行存款相對 GDP 的比率以及銀行放款與投資相對 GDP 的比率在民國 76 年至 83 年之間曾經大幅攀升(詳圖一)。

不過最近十年，隨著金融市場快速發

展，企業直接在市場發行股票、公司債及海外債的情況逐漸普遍，對銀行放款的倚賴相對降低；另一方面，銀行存款戶也逐漸將資金由銀行存款轉向共同基金受益憑證、儲蓄型保險或海外投資，使得民國 82 年以來直接金融比重開始上升，間接金融比重下降。截至 92 年 9 月底爲止，直接金融比重上升至接近 30%，間接金融比重則下降至 70% 左右，十年間，直接金融與間接金融比重互爲增減近 20 個百分點(詳圖二)。我國金融體系正逐漸朝向多元化的方向發展。

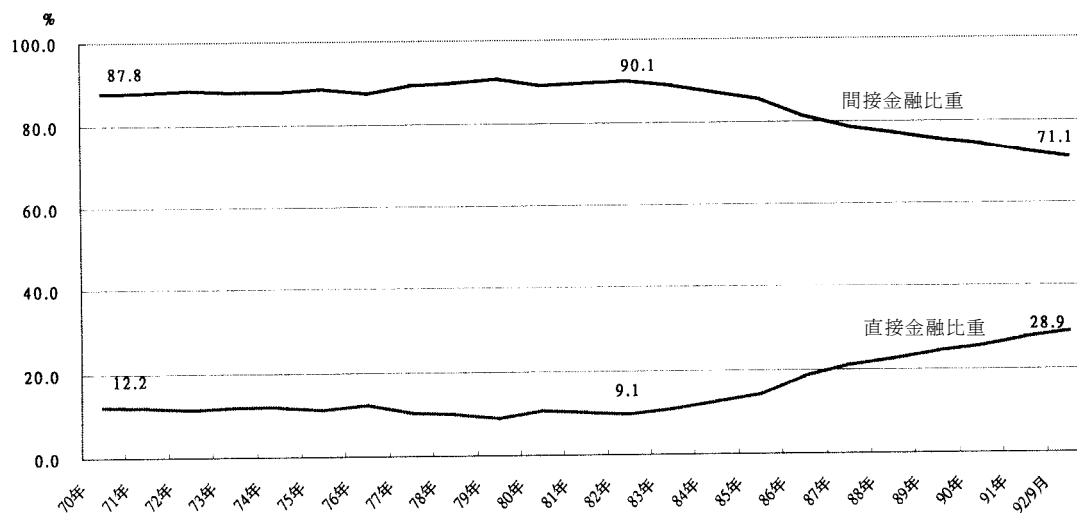
圖一 存款、直接金融與間接金融占 GDP 比率



\* 本文係施燕女士於民國 92 年 11 月 22 日應邀出席第十一屆亞太財務經濟及會計研討會講稿。

\*\* 施燕女士爲本行經濟研究處處長，陳一端女士爲本行經濟研究處襄理。

圖二 直接金融與間接金融比重



## 二、建立多元化金融體系的國際趨勢

在亞洲金融危機發生後，金融結構對金融穩定的影響受到各界的關注。這些發生危機的新興市場國家，其金融體系大多偏重以銀行為主，金融市場較不發達。發展金融市場、降低對銀行體系的倚賴，是否能夠避免發生金融風暴或降低被傳染的機率？已成為一項重要的議題。

事實上，銀行中介與金融市場兩者之間各有所長。銀行中介功能主要在於處理資訊不對稱問題，銀行與貸款客戶通常有密切往來關係，使得銀行比較能夠監測資產品質或辦理協議償還，這樣可以減輕逆選擇及道德危機等問題，而且銀行貸款為單一借款者與銀行之間的契約，可以配合借款者的財務需求及銀行要求的條件來制定。從存款者的角

度而言，在金融市場制度及法規等基礎建設仍未完善，以及民眾對投資理財相關知識普遍不足時，銀行因受政府嚴格監督，銀行存款是最有保障的理財工具。

但是另一方面，由於銀行資金來源主要為存款，期限短，因此銀行信用也以短期為主，且基於穩健經營的原則，銀行一般會要求企業提供資產作為擔保，以致借款金額常受制於擔保品的價值；加上缺乏債券市場提供市場價格訊息，廠商不易清楚估算長期資金機會成本，可能傾向增加短期資產投資，減少從事長期資本投資，或以短支長，形成流動性風險，或轉向國外債市籌資，形成過度匯率曝險。對儲蓄者而言，缺少了一項長期儲蓄工具，這對人壽保險公司及退休基金

的運作尤其不利。對銀行而言，缺乏活絡的債券市場，銀行證券投資缺乏流動性，銀行放款也無法證券化，不利於銀行風險控管。一旦發生銀行危機，在銀行信用緊縮又缺乏債券市場作為替代管道的情況下，整體經濟勢必面臨較大的危機。

亞洲新興市場國家除了債市規模相對銀行部門太小外，另一個現象就是債市發展遠不如股市。最重要的原因在於各國金融基礎建設相對脆弱，潛藏的投資風險較高。在高

風險的金融環境中，債券發行者難以承諾支付足以補償風險的高利率；相對股價可以無限飆高，股市投資人在承擔風險時，也同時獲得較合理的報酬。因此亞洲國家債市發展一直不如股市。

因此，近幾年亞洲新興市場國家除了加速改革其金融制度與法規外，也積極推動債券市場的發展。建立多元化金融體系已成為各國共同努力的方向。

### 三、我國多元化金融體系的形成

我國多元化金融體系的形成可回溯至民國 70 年代政府開始推動金融自由化與國際化的時期。金融自由化主要包括 70 年代開始的一連串利率自由化與匯率自由化措施，以及 70 年代後期與 80 年代初期陸續開放證券商、投信公司、新銀行及票券金融公司的設立，並放寬金融機構經營業務的限制。金融國際化的推展則主要自 70 年代後期起，外匯管制開始陸續放寬，使得國內金融體系逐漸朝國際化方向發展。

政府積極推動金融自由化與國際化的政策為國內多元化金融體系奠定了基礎。利率自由化使得金融資產價格較過去更能反映市場供需，金融市場的交易效率也因價格的彈

性化而提高。另外，政府開放金融機構設立，引進外國大型投資機構，並成立櫃台買賣中心，使得國內企業更容易從金融市場取得資金，國人投資理財管道也日漸增加。簡言之，金融自由化與國際化政策對金融市場的活絡與金融商品的多樣化之影響十分深遠。

雖然就直接金融與間接金融之相對規模而言，目前我國間接金融規模仍高達七成左右，不過，直接金融成長速度正明顯加快中。這項發展也明顯的反映在企業籌資及家庭理財方式的改變。

以下分別說明近 10 年來我國企業籌資方式與家庭部門理財方式的轉變。

### 四、企業籌資方式的改變

一般而言，企業資金的來源可分為內部

資金與外部資金，其中內部資金主要包括公

司盈餘與公司提存的各項準備，其金額多寡主要取決於各公司的經營狀況，與金融體系的發展關係較小；至於外部資金，除了私人借貸與商業信用外，主要是包括向銀行借款以及在金融市場發行的各種證券，這一部份則與金融體系的發展息息相關。只有在金融體系正常運作下，外部融資機制才能順利進行。

就經濟發展的角度來看，過去我國以傳統產業及中小企業為主的經濟結構下，由於工業技術與商業策略已廣為週知，以銀行體系為主的金融體系足以因應。然而隨著產業升級，近年來我國高科技產業產值快速成長，所需要的資金較為龐大，且大多屬長期性資金，加上工業技術不斷創新，風險與獲利不易評估，資金提供者不易取得共識的情況下，金融市場漸具優勢。

就近十年來國內企業各項籌資管道之變動情況分析，民國 82 年底我國企業自銀行及金融市場所籌措之資金總額中，來自銀行借款的部分約占 74%(註 1)，但到了本年 9 月底該項比重已降至 44.5%；而同期間來自股票上市、上櫃及現金增資的部份則由 14% 上升至 37%(詳圖三)。股市籌資的大幅增加其實部份要歸因於政府陸續放寬企業上市、上櫃標準，使得我國上市、上櫃公司家數由 82 年底的 296 家增加至本年 9 月底的 1,062 家。

公司債發行方面，由於 85 年以來政府加速開放債券型基金，在基金對債券需求明顯增加的帶動下，企業發行債券籌資金額逐漸

增加；此外，近兩年國內利率持續走低，企業為改善財務結構更熱衷於發行公司債。目前國內公司債發行家數已達 450 家左右，企業發行公司債籌資比重由民國 82 年底的 1% 上升至本年 9 月底的 7.5%(詳圖三)。

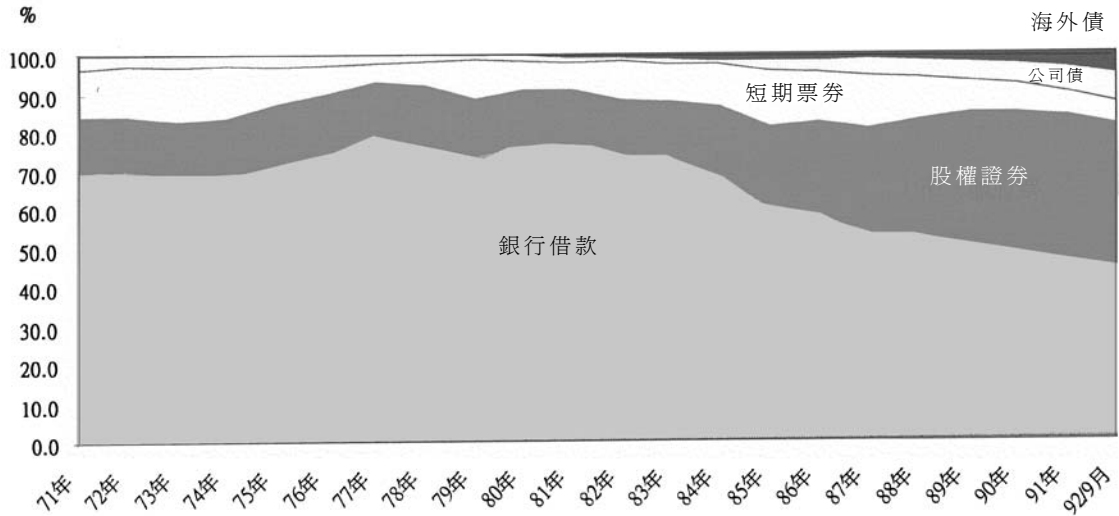
在海外債方面，由於國內法規對海外債發行限制較為寬鬆，海外募集資金可部份匯往大陸，加上海外可轉換公司債閉鎖期較短，以及海外投資具有避稅、節稅的誘因，近幾年國內企業赴海外發行可轉換公司債及存託憑證金額明顯增加，占整體籌資的比重由 82 年底的不到 1% 快速上升至本年 9 月底的 5.5%(詳圖三)。

短期票券發行方面，由於長期利率屢創新低，企業以發行公司債取代短期票券的情況日益普遍，使得短期票券籌資比重持續下降，民國 82 年底時還有 10%，本年 9 月底則降至 5.5%(詳圖三)。

再就大、中小企業的籌資方式比較，民國 81 年至 90 年的十年間，我國大企業籌資管道仍以發行股票及銀行借款為主，不過，受到債券市場快速發展的影響，近來大企業利用國內外發行股權證券及債券取得資金的比重明顯上升，對銀行借款的依賴程度則轉呈下降。

至於中小企業，由於財務較不健全，以致銀行對中小企業貸款意願一向較低；不過，近兩年政府數度挹注中小企業信用保證基金資本，以協助中小企業融資，中小企業

圖三 企業籌資管道之比較



自銀行及票券市場籌資已較過去容易，來自民間借貸的比重則相對減少。

至於新興的高科技產業籌資方式，由於初創時期經營風險較高，不易由一般銀行或金融市場取得資金，因此，其初期資金大多仰賴政府開發基金或民間創投公司，為各類企業中籌資方式較為特殊的一群。截至 91 年底止，國內創投公司家數達 194 家，較 82 年底之 27 家增加了 167 家，創投基金累計的資

本額也由 82 年底之 136 億元增加至 1,513 億元，其資金來自國內企業及專業投資機構部分約占 53%，來自個人部份占 18%，由金融機構提供的資金則占 17%，較過去約七成集中在企業及專業投資機構之情形，其資金來源也有多元化的趨勢，近來創投公司又積極爭取壽險業及退休基金的加入，未來其資金來源將更趨多元化。

### 五、家庭部門理財方式的改變

在家庭部門方面，民國 70 年代中期以來，貿易順差持續擴大，民眾財富快速累積，持有的金融性資產隨之增加。80 年代中期以來，又因房地產市場轉趨低迷，國人對房地產之偏好逐漸減低，資金安排更趨向金融性資產。根據資金流量統計顯示(註 2)，民國 90 年底我國家庭部門持有的國內金融性資

產總額約 36 兆元，較 80 年底之 14.5 兆元明顯增加。如果以平均每人持有國內金融性資產觀察，90 年底平均每人持有的國內金融性資產約 160 萬元，相較 80 年底時僅 65 萬元，增加近 1.5 倍。

就家庭部門持有的各項國內金融性資產配置觀察，歷年來我國家庭部門持有之金融

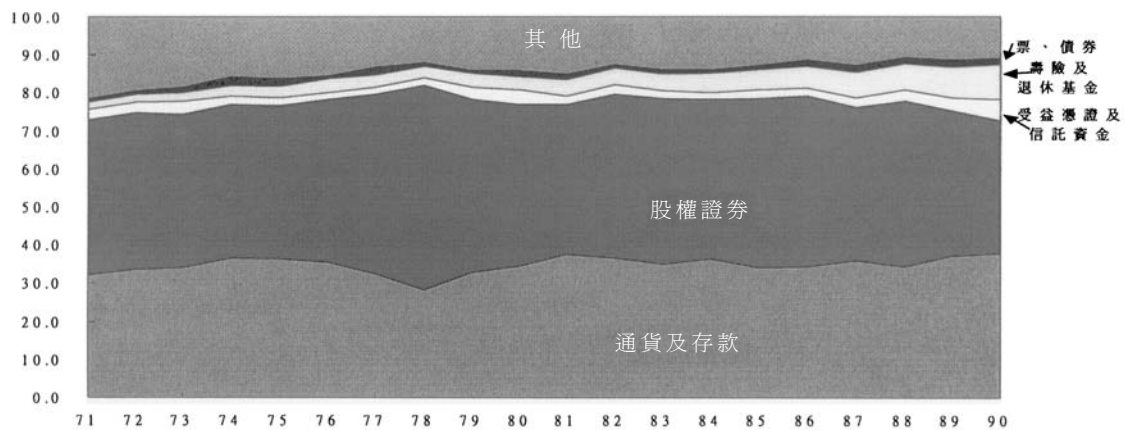
資產大都以股權證券及銀行存款為主，合計約占 7~8 成。民國 80 年底我國家庭部門持有股權證券之比重為 43%，而持有存款比重約 34%；但 90 年底家庭部門持有股權證券之比重下降為 35%，相對的，持有存款比重則增加為 40%(詳圖四)。

我國家庭部門股權直接持有的比重高達 9 成 5，與美國等先進國家平均在 5 成左右的情況明顯不同，這可由我國股票市場自然人所占比重高達 8 成以上約略看出。不過，近年來隨著股票市場上市、上櫃公司家數快速增加，投資人選股不易，證券投資的專業性明顯提高，加上政府自 85 年以來相繼降低投信公司設立門檻與共同基金最低募集金額，並改採隨時申請制等，使得投信公司加速募集基金，民眾投資共同基金受益憑證以間接持有證券的情況逐漸普及。90 年底家庭部門持有受益憑證之比重為 3.6%(詳圖四)，若包括由銀行信託部代為投資之海外信託憑證，

則比重將提高至 5.5%，顯示我國家庭部門開始轉向委託專業金融機構代為理財。近兩年由於銀行存款利率大幅下降，債券型基金成長更是快速。截至 92 年 9 月底止，包括股票及債券型基金淨值共約 2 兆 5,600 億元，較 90 年底又增加了 7,800 億元，成為目前市場上民眾投資理財重要工具之一，不僅有助於增加中低所得家庭參與資本市場的機會，對國內直接金融的發展也有相當的影響。

除了共同基金受益憑證外，壽險保單也是近年來家庭部門資金配置的重要管道。隨著我國人口結構逐漸老化及平均壽命的增加，國人對壽險保單的需求也明顯的增加。90 年底我國家庭部門投資壽險保單所占的比重約為 8%，較 80 年底的 3.5%提高了 4.5 個百分點(詳圖四)。近兩年受銀行存款利率大幅走低影響，壽險公司紛紛透過銀行的行銷通路出售保單，吸引存款戶將資金轉入壽險商品，以致壽險公司的壽險準備金大幅成長，

圖四 家庭部門國內金融資產配置



年增率接近 20%左右。

至於資金配置在退休基金準備之比重，90 年底僅 1.1%(詳圖四)，較美國的 27%及日本的 10%均明顯為低，顯示面對人口老化現象，我國社會保險制度還有加強的空間。

以上是就資金流量統計來分析家庭部門持有的各項國內金融性資產配置。其實受到

金融國際化與海外投資可以節稅的影響，近年來國人投資海外金融商品的情況也有增加的趨勢。總計 81 年至 90 年間家庭部門持有海外金融商品的總額就增加了 8,150 億元，雖仍較受益憑證及壽險保單增量達上兆元以上的規模為低，但卻突顯國人理財多元化的趨勢已不再侷限於國內。

## 六、結 語

從以上的說明，我們瞭解到國內金融體系是如何隨著金融自由化、國際化及全球化的潮流而逐漸朝多元化方向發展。在這一個金融發展趨勢下，新金融商品不斷的推陳出新，資金供給者與資金需求者都可以根據其本身的能力、需求及偏好，選擇各種不同的金融工具，並承擔相對的風險，對提高資金配置效率與降低資金成本有相當的貢獻。

當我們的企業資金來源不再單純的仰賴銀行借款，民眾的金融資產配置也不再以銀行存款為主時，我們在發展國內金融市場以提升資金融通效率之餘，也要提升金融機構的競爭力，畢竟金融機構與金融市場彼此間仍有相當大的互補關係。近年來國際上金融機構大都朝大型化及跨業經營發展，我國於民國 89、90 年陸續通過了「金融機構合併

法」及「金融控股法」，經過兩年的整合，國內愈來愈多的金融機構已積極的拓展其經營規模，希望透過多元化經營，合併的綜效能逐漸顯現，國內金融機構的競爭力逐漸提升。

雖然多元化金融體系帶來了不少效益，但不可否認的，背後代表的是一個更為複雜的金融環境，金融業已逐漸被視為一個極具專業的產業。面對多元化金融體系的發展，政府除了成立金融監督委員會整合金融監理外，也必須加強金融基礎建設，包括債權人與投資人權利的保障、司法體系的效率、經濟金融資訊的品質，以及支付制度等方面，以逐步建立投資人監督市場與企業的良好市場紀律。唯有如此，多元化金融體系的效益才能充分顯現。

## 附 註

- (1) 係指銀行及信託投資公司對民營企業等債權扣除消費性貸款後之金額。
- (2) 截至 92 年 11 月底止，資金流量統計最新資料為 90 年底。

