



公司債市場的發展和挑戰

曾怡禎

台灣經濟正處於困境，在內承續泡沫經濟破滅的餘緒和產業轉型的痛楚，於外面臨全球金融市場與服務業自由化的衝擊；如何寓希望於發展公司債市場，並蘊轉機於挑戰中，調和鼎鼐金融和產業的發展，正是本文試圖探討論述的重點…

土地、資本、資訊三者是權力與影響力的核心，由其衍生的綠色經濟、金融經濟和知識經濟在新世紀裡牽繫著各國發展前景。三者中又以金融經濟的健全發展日益重要，首先，隨著資訊科技進步和全球化進程，產業全球競爭激烈化，金融波動加劇，「今日的骨牌是金融」，金融危機管理為各界所關注；其次，台灣經濟正處於困境，在內承續泡沫經濟破滅的餘緒和產業轉型的痛楚，於外面臨全球金融市場與服務業自由化的衝擊。風雨如晦之際，如何寓希望於發展公司債市場，冀使金融結構更趨健全，並蘊轉機於挑戰中，調和鼎鼐金融和產業的發展，此為本文論述之要點。全文共分為七段落，首先為前言，揭櫫本文要旨；其次，就金融發展途徑和未來全球金融版圖做全盤之觀照；三者，以企業個體層次來分析不同的金融發展的生態環境，俾利讀者進一步掌握到台灣金融本土化色彩的深層結構；第四節探討台灣公司債市場大環境面的問題和對

策；有關公司債市場供需面的問題和對策，則在第五節分別就市場行為者的角度來探討；由於金融革新其成效終需繫於個體的行動，因此，本文在第六節中論述銀行業者的因應課題謹供卓參；第七節為結語。

鳥瞰金融發展的二種途徑

睽諸世界主要國家金融發展的途徑(Path of Financial Development)主要有二：採取中央集權方式或分權式自由企業方式。在一些奉行產業政策的國家，如德、日和亞洲開發中國家採行中央集權方式，其金融發展乃由信用市場來主導。由於政府常對發展重點產（工）業進行信用分派，資金運用較為集結，由此產生的策略衡量(strategic moment)就相對可觀。「福禍相倚藏」，以中央集權方式來對有限資金進行分配的時分，意味著政府掌控了大部份金融機構的所有權和經營權，金融市場的活力和金融商品的創新相對有限，而民間資金借貸市場

產業透視

表1 信用市場和資本市場之差異

項 目	間接金融（信用分配）	直接金融（資本市場）
金融發展途徑	中央集權式	分權化自由企業式
金融機構經營自主	政府涉入程度深	政府涉入程度淺
金融機構	種類少、同質性高	種類多、專業化發展
金融商品、創新	被動	積極
地下金融	以多種型式存在	生存空間狹小
資金運用	重點產（工）業	證券化、細分化、流通化
經濟安全	長期關係相互承諾，波動能量蓄積	重視短期財務表現，個別風險為廣大投資者分擔

資料來源：吳榮義、洪德生、林蒼祥等，活絡我國公司債市場之研究，財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心委託研究，民國91年4月。

（地下金融）以各種不同型式存在著；此外，由於資金投注之產業或地區較為集中化，尤其是資金在被運用於大型且專用性較高時，一些小波動可經由協商來尋求改善的可能性，讓問題不致於浮上檯面，但當波動不斷蓄積而引起振盪時，也使得金融機構暴露在高風險中，倘一旦失去政府信用的奧援，或是重點產業出現設備過剩、長期低迷，則進一步波及整體金融系統的安全性。

相對的，如英、美則採取分權式自由企業方式，由資本市場來主導金融發展。雖然政府對金融機構的所有權、經營權也會參與其間，但涉入程度不深，個別金融機構在法令規章的規範下，率可自由發展，從而在金融市場的規模和金融工具的種類與創新方面，均顯得蓬勃發展活力十足，進而壓縮了地下金融生存的空間。此外，為能進一步來提高資金配置和運用效率，分權式的金融發展乃儘量的把資金的來源和去路（債權和債務標的）予以證券化、細分化，提高其流通性。然而，提高了流通性的結果，也意味著把投資者和投資標的兩者間的

關係化約為單純的買賣關係(buy or sell)，使得投資者和經營者注重短期的財務表現(bottom line)，而不利於需要點滴改善和長期投資耕耘的產業發展。

就開發中國家而言，政府對金融抑壓(Financial Repression)的措施，隨著國內金融機構的成長和國家權力的式微而日趨解禁鬆綁，台灣的情況也是如此；又者，環視先進國家的金融發展情況，由於英、美金融業者競爭力超強，和凜於日本銀行存在著和企業間過多交互承諾(mutual commitment)所引發的不良債權沈痾難起；此消彼長，乃標誌著在全球金融版圖的爭逐中，已由資本市場主導的金融系統獨佔鰲頭。茲整理信用市場和資本市場的差異如表1示。

審視銀行授信和公司債市場之生態環境

誠然，金融發展途徑並非涇渭分明，而是程度上有別，但在概念上先釐清金融發展的不同途徑有助於掌握方向感(what)。探循各國政府究採何種金融發展途徑和變革措施