

專案研究報告

兩岸金融安全 預警機制之研究

計畫主持人 沈大白

受委託單位 東吳大學商學研究發展中心



行政院大陸委員會委託研究

中華民國 104 年 1 月

兩岸金融安全 預警機制之研究

計畫主持人 沈大白

協同主持人 傅祖壇、吳幸蓁

專案研究助理 黃子航、莊婷婷

陳思穎、李宛臻

林得榮、陳玫臻

朱修身、鄧秀娟

本報告純為學術研究

不代表委託單位立場

委託單位：行政院大陸委員會

受委託研究單位：東吳大學商學研究

發展中心

中華民國 104 年 1 月

「兩岸金融安全預警機制之研究」委託研究期末報告審查意見

見回應對照表

審查意見	回復修正情況說明
(一) 審查委員：鄭院長貞茂	
<p>1. 有關兩岸金融安全預警機制之建立，建議就大陸本身可能發生風險將透過何種渠道影響臺灣，以及在臺中資銀行是否會將臺灣客戶搶走等二面向補充說明。(立即可行建議)</p>	<p>大陸本身發生風險時將透過大陸在台機構與台灣金融機構在大陸兩種渠道影響台灣。兩者皆有消金、企金、與財富管理等服務，就風險方面可區分為市場風險、信用風險、法律等風險。</p> <p>在台灣陸資銀行搶台灣客戶，現在由於大陸不能用過低利率借款給台商，但是若它們能協助台商在大陸經營環境就可能對台灣有威脅。所以，建議多開放台灣的銀行在大陸有更良好關係來協助台商。強烈建議將大陸銀行借給台商的放款，拿到台灣證券化。</p>
<p>2. 本案可參考金管會委託中華經濟研究院之委託研究，編出大陸金融安全預警機制之指標、模型，並定期召開專家意見會議，固定審視兩岸金融風險。 (中長期建議)</p>	<p>行政院指示金管會研訂一套兩岸金融預警及防衛機制，初步規劃重點包括必要時要求赴大陸投資的金融業賣掉持股撤回投資、限制在大陸分行放款風險額度等。主管機關可以在必要時，要求到大陸投資的金融業出售股份，撤回投資，讓兩岸金融的開放「可進可退」。國內金融業獲准在大陸經營業務後，若有防礙健全經營或政府政策上有必要時，可限制業務，如銀行在大陸設立的分行，可依業務承受的最大風險訂定放款限額等。</p>
<p>3. 研究團隊提出架設臉書的想法是很好的建議，建議亦可建立兩岸金流資料庫，檢視大陸金融發展對台吸金效應。 (立即可行建議)</p>	<p>建立大數據資料庫及資料探勘技術，另成立臉書社團提供資訊交流平台。</p>
(二) 審查委員：周董事長吳添	
<p>1. 本研究的研究架構大體合適。展望未來，互聯網金融牽連金融之安全影響</p>	<p>建議將「互聯網金融」納入未來中長期研究方向。</p>

<p>非常多面性，亦是未來觀察之重點，值得深入探討之。(中長期建議)</p>	
<p>2. 第柒章專家意見之訪談記錄，受訪者雖有精闢的意見，但缺乏訪談問題之說明，僅列「相同點」、「相異點」，未有明確的說明，閱者恐不易解讀其內容之含意；第二節座談會紀錄，與會者意見相當具體，有助於本計畫所要呈現的主體。(立即可行建議)</p>	<p>直接修改將第柒章「專家意見」移至附錄3，並將「相同點」、「相異點」一詞統一改為「專家觀點」。</p>
<p>3. 對於文獻分析部分，蒐集兩岸之文件資料不少，影響兩岸金融安全的風險因子有充分的說明，其中有關影子銀行與互聯網金融的現況雖有納入，但對可能形成的風險與預警，受限資訊不透明，尚未能做成較深入的具體觀察。 (中長期建議)</p>	<p>後續影子銀行與互聯網金融環境受限於資訊，故可持續關注並將其納入中長期持續關注名單。倘時間允許，研究結論似可簡要增列如何有效建制與運用兩岸金融安全預警機制，以強化金融風險管理與投資安全保障。</p>
<p>4. 倘時間允許，研究結論似可簡要增列如何有效建制與運用兩岸金融安全預警機制，以強化金融風險管理與投資安全保障。(中長期建議)</p>	<p>將監管機制區分為短、中長期分別敘述。</p>
<p>5. 報告第86頁有關F股與假帳可能存在的問題，似可更詳細剖析，以便風險控管者與投資人進一步瞭解其風險危害與對台灣經濟之破壞，及如何做好風險分析與預警觀察。(立即可行建議)</p>	<p>建議可以將F股中除了區別中國與非中國還可以將2009年至2013年發生的事件列入考量，例如：財務報表追溯重編或是會計政策變動及附註揭露內容考量。另外假帳部分可參考沈大白、敬永康2013對直接違約公司及隱性違約公司之定義，並將其列為質化因子。</p>
<p>6. 版面安排宜請注意其整齊與美觀，如報告第17、22頁有一段空白，另第132頁第三節持續觀察部份，第4點屬漏列或誤植，宜調整之。(立即可行建議)</p>	<p>直接調整報告內容</p>
<p>(三)審查委員：梁校長榮輝</p>	
<p>1. 本研究偏重個體理論基礎推論，並就相關兩岸專家進行訪談，從貿易金融角度出發研討。基本上能對兩岸的金融風險發揮作用，並提出個別金融機構的風險預警及事項。(中長期建議)</p>	<p>本研究較偏個體經濟研究，新古典學派(New Classical)認為總體是個體的加總。(Micro-foundational macroeconomics)</p>
<p>2. 建議納入總體監視問題，並對系統風險問題進一步探討，以利對個體風險進</p>	<p>在中長期建議的指標中已放入。</p>

行控管。 (立即可行建議)	
3. 兩岸的預警宜增加對互聯網金融及地下金融問題的制度及運作方式探討。 (中長期建議)	互聯網金融部分可加至長期建議。介紹四種金融(1)P2P(2)眾籌(3) 第三方支付(4)銷售平台
4. 建議加強兩岸三地金融互動的可能影響，特別是大陸對香港金融政策所造成資本移動的問題。並補充人民幣崛起可能國際化的措施，對兩岸資本移動的影響。 (中長期建議)	中國大陸與香港已經實施了滬港通，對台灣市場多多少少會造成一些資本外移的效應。也因為如此，台灣正在籌備「台日通」、「台星通」與國際資本市場接軌，吸引國際資金來台。
5. 預警機制對總體指標性的監控，如利率、匯率及通膨率對相關金融市場，如貨幣市場、資本市場的影響亦可列為指標性的監控。 (立即可行建議)	貨幣市場、資本市場之相關指標在中長期建議中已放入。
6. 兩岸貨幣與金融機構合作的可能問題與安全，值得進一步觀察，另系統性風險的監控及指標宜特別重視。 (中長期建議)	在未來，將會設立智庫以及建立合作機制來因應。
(四)審查委員：金管會	
1. 表 2 有關 ECFA 簽署後銀行業辦事處升格子行後，「可跳過開業 3 年，連續 2 年獲利躡馬步門檻」一節，應修正為可縮短等待時間；另表 3 銀行業簽訂 MOU 後，大陸金融業來臺投資仍訂有門檻，審慎監理。 (立即可行建議)	增加至第貳章第三節(二)簽訂兩岸金融了解備忘錄。表 2-2 及表 2-3 移至 p11.p12 。之前計畫書已修訂完成。
2. 第 16 頁有關大陸將放行「合格境內投資者(QDII)」一節，應將相關日期及資料予以更新。 (立即可行建議)	本資料可能有誤，部分已刪除。
(五)本會	
1. 本報告未製作目錄，且報告內容及圖表均未列明完整的資料出處，建議研究團隊補正。 (立即可行建議)	目錄、圖表目錄及資料出處皆已補上
2. 報告第五章「影子銀行」相關內容與第四章「影響兩岸金融安全的風險因子」中「影子銀行」一節重覆，建議將兩者予以合併。 (立即可行建議)	已修正並刪除第四章子節影子銀行
3. 建議第七章「專家意見」改列本報告附錄，並應附上座談簽到單及相關會議資料。 (立即可行建議)	已修正並將「專家意見」移至附錄 3

<p>4. 整體而言，本報告蒐整許多文獻，但論述性內容過多，建議第八章「預警機制建立指標」增加美國以外國家建立金融安全預警機制之作法及相關政策建議，以作為兩岸建立金融安全預警機制之參考。(立即可行建議)</p>	<p>已更正，另新增英國之財務危機預警指標至第三章第四節</p>
<p>5. 報告中「中國」一詞應全數改為「中國大陸」。(立即可行建議)</p>	<p>已全數更正完畢</p>

摘要

近年來，兩岸合作與交流的機會越來越頻繁，國人也認為兩岸的金融預警制度有其必要性，本計畫應用直接資料(訪談，座談會)與間接資料(實證，文獻整理)等方法，提供相關建議。

由於金融產業在台灣屬於高度管制產業，一般認為目前應無立即或明顯影響兩岸金融預警的危機。至於在兩岸金融的風險類型上，大致上歸納有以下幾點會影響兩岸的金融安全：包括主權風險、地方財政赤字、企業假帳、龐大的影子銀行金融體系等議題，需要在未來持續加以關注。

在具體建議上，短期建議可多參考許多中國主權風險加以評估的國際機構所做的報告，配合其中與台灣相關的風險，再加以整合分析。

中長期方面，建議建立相關資料庫，與對岸可信賴的信用風險機構合作，或成立兩岸金融研究安全團隊並支持相關研究，追求兩岸互利的金融安全。至於對於一些量化的指標，可包括以下四個部門(金融、總體、財政、全球經濟等)的變數，在其變動超過1個標準差時加強注意。此外，兩岸間貨幣流動性風險與民間金融業務預防與爭端解決機制應及早建立。

另一方面，配合大數據與群眾智慧的時代演進，亦可以經由相關社群建立與經由質化資料加強預警的時效性與深入性。尤其未來金融產業將受到網路(互聯網)的高度衝擊與影響，這方面的發展也是需要未雨綢繆評估因應對策的。

關鍵字:主權風險、地方財政赤字、企業假帳、影子銀行

目錄

目錄.....	I
表目錄.....	III
第一章 前言.....	1
第二章 金融安全預警制度.....	3
第一節 為何要有金融安全預警制度.....	3
第二節 什麼是金融安全預警制度.....	4
第三節 為何「兩岸」重要.....	7
第三章 金融風險與預警制度之關係.....	12
第一節 美國對外國在美金融機構之管理.....	13
第二節 商業銀行在美國之統一評等系統.....	14
第三節 外國銀行支行在美國之統一評等系統.....	15
第四節 英國金融預警制度.....	17
第五節 我國金融預警制度.....	19
第四章 兩岸金融安全的風險因子.....	21
第一節 主權風險.....	21
第二節 指標.....	22
第三節 地方財政.....	38
第四節 假帳.....	47
第五章 影子銀行.....	68
第一節 中國大陸影子銀行的成形原因.....	68
第二節 中國大陸的影子銀行.....	69
第三節 中國大陸政府對影子銀行的監理發展.....	70
第四節 影子銀行對中國大陸經濟的影響.....	74
第五節 表外業務及同業業務.....	75

第六節	網路金融.....	81
第六章	中國大陸的信評理論與實務.....	84
第一節	國債.....	85
第二節	非金融信用債券.....	87
第三節	城市投資債券.....	89
第四節	信託債券.....	90
第七章	預警機制建立指標.....	95
第一節	短期建議.....	95
第二節	中長期建議.....	97
第三節	需持續觀察部分.....	102
第八章	結論.....	104
	參考資料.....	106
	附錄	
附錄一	F 股之盈餘管理行為分析.....	108
附錄二	兩岸金融安全預警輔助.....	112
附錄三	專家意見.....	114

表目錄

表 2-1	： OBU 與 EBU 業務內容比較.....	9
表 2-2	： 台灣金融業赴中國投資比較表.....	11
表 2-3	： 中國大陸金融業來台灣投資.....	12
表 3-1	： CAMELS Rating System 指標.....	14
表 3-2	： ROCA 量化指標項目.....	16
表 3-3	： ROCA 評等等級指標.....	16
表 3-4	： 台美金融預警制度之比較.....	19
表 4-1	： 模型權重較高以及特跌之指標說明.....	24
表 4-2	： 2010 年中國大陸主權資產負債簡表.....	33
表 4-3	： 中國大陸與發達經濟體債務結構和總槓桿的比較.....	34
表 4-4	： 中國大陸地方財政收支.....	40
表 4-5	： 中國大陸財政赤字數.....	41
表 4-6	： 目前在台上市櫃之 F 股的基本資料.....	50
表 4-7	： 上市櫃 F 股公司之歷年盈餘管理變數統計值.....	55
表 4-8	： 上市櫃 F 股與非 F 股公司之「盈餘管理變數」比較表.....	56
表 4-9	： 上市櫃 F 股與非 F 股公司之「財務比率」比較表.....	56
表 4-10	： F 股的監理機制查核比重.....	58
表 4-11	： 上市櫃 F 股與非 F 股公司之「公司治理變數」.....	60

表 4-12：敘述性統計分析暨單變量檢定結果.....	63
表 4-13：台灣上市櫃公司之銀行長短期借款與盈餘管理之關係.....	65
表 5-1：各種類型的影子銀行及其誘因與影子業務範圍.....	70
表 5-2：規範影子銀行發展之部分標誌性文件提要.....	70
表 5-3：表內資產風險權數表.....	76
表 5-4：表外項目信用轉換係數表.....	78
表 5-5：同業業務合作部門和具體形式.....	80
表 6-1：非金融債券特徵比較.....	87
表 6-2：近期陷入兌付危機公司一覽表.....	93
表 7-1：標準普爾、穆迪、惠譽國際信用等級符號.....	96
表 7-2：各信用等級的涵義.....	97

圖目錄

圖 4-1 : 非金融債務佔總債務比重.....	36
--------------------------	----

第壹章 前言

自 2000 年台灣加入 WTO 以後，區域整合及關稅壁壘之消除皆使台灣之貿易能見度大增，然而隨著國民所得不斷增長的同時也發現與中國大陸之關係竟也越來越密不可分，兩岸關係從 1949 年前較單純的一般國內關係或一般國際關係，演變至今，只要稍有變化，都可能牽動整個亞太區域的情勢，甚至是世界強權的策略佈局，因此現今的中國大陸情勢已成為全球關注的焦點。在台灣 GDP 增長的過程中，兩岸互動及貿易往來頻繁顯著在對外進出口上，尤其在 1991 年以後透過間接轉口貿易，在外銷上大陸更是首次取代美國，成為台灣最大之順差來源。顯見台灣人在遴選貿易夥伴時會傾向偏好具有相似文化背景及鄰近之區域。因此對於中國大陸地方乃至整個中央必須有更詳盡之了解，如能透過金融安全預警制度功能發揮，在金融危機迫近時，將可提供訊號預警系統，使得使用者得以及時採取必要的適當措施解決金融困境，避免非必要的損失。

然而中國大陸文化以及經濟結構相較於其他已開發國家呈現了不同之風貌，尤其在 1978 年以前實行的是馬克斯主義下之計畫經濟，而在 1978 年後雖從計畫經濟走向改革開放，但其特殊的黨政結構及國有控股企業皆為中國大陸式開放經濟之一大特色。在歷經了 36 個年頭的今日，外界對於中國大陸卻仍有了解不足之處。

本研究特別針對中國大陸特色金融部分加以描述，除了更進一步了解中國大陸金融體制外，目的在提供兩岸金融風險能夠可靠辨識及衡量之指標，並寄望此些指標在爾後能夠適時的發揮功效。透過汲取已開發國家金融風險評估之經驗，並在現行之金融安全檢查制度下，藉由發覺現實生活中種種特殊金融現象並納為可行之解釋變數後做出當下最合適之評等，就消極面而言，除了提供經濟事件經過之危機反映，就積極面而言更能夠進一步提早預警到可能產生的金融危機以避免招致或有之損失風險。

隨後將就中國大陸金融之主權評等、影子銀行、地方財政風險做更詳細的說明。主權評等將以不同風險先以學者見解做出定義再根據不同危機因子做出衡量機制。在影子銀行

部分則先對可能產生危機之可疑項目做出整理，再根據國務院《關於加強影子銀行業務若干問題的通知》俗稱「107 號文」之定義釐清影子銀行之概念並對影子銀行業務提出監理機制。而財政風險上，則體現在地方收入之「國稅」與「地方稅」上，由於稅收劃分不足以同時因應中央為保持經濟穩定成長及追求地方發展之財政支出，以至於在追求中國大陸成長率之同時地方也呈現債台高築之現象。

此外也針對外界對中國大陸財務報表不實、假帳頻傳之問題做出實證回應，發現在企業爆發舞弊前之一段時間財務報表就存在盈餘管理之現象，藉由量化財務指標即能夠推測出盈餘管理過高公司未來舞弊之可能性較大。另外針對 F 股在台掛牌上市之問題就從外部現有之治理機制、法令遵循做出陳述，研究表明了解企業是否存在異常盈餘管理情事、查核關係人交易及提升公司治理機制皆能有效降低 F 股可能產生之資訊不透明現象。另外探討銀行貸款與借款企業之關聯性，並就公司治理之角度來檢視銀行是否有效發揮其監督機制，防止企業的盈餘操弄行為。研究發現貸款額度越高之金融中介者越能夠有效監督借款公司之營運績效表現，以避免後續呆帳產生之可能。最後整理相關專業人士對於兩岸金融預警之議題之見解。

第貳章 金融安全預警制度

第一節 淺談金融安全預警制度

技術進步帶來人類美好生活，50 萬年前舊石器時代北京猿人開始學會用火創造了劃時代的文明，人類的演化在歷經了幾百萬年的渾沌摸索中逐漸找到生存的方向，相對安逸的環境遂有文化、建築、商業的產生，透過群體的合作活絡了區域經濟，貿易的產生從絕對優勢下開始轉變為用相對優勢以物易物。到了先秦時期，貝類錢幣正式取代了以物易物的交換模式，至此貨幣的發展歷代更替。工業革命後，金銀本位的產生開始了作為衡量貨幣發行量的支付條件，但貨幣更換的速度仍然比不上人類經濟模式的改變速度，交通、通訊科技的進步使得貿易管道越趨多元，保證發行已無法滿足商業需求，取而代之的是信用支付方式，至此人們開始了以自身信用作為支付對價的開端。

以購屋為例，多數人購屋都需要貸款。對於信用正常的貸款者，房貸通常由銀行承做。但對於信用狀況較不佳的購屋貸款者，銀行通常不願意放款，於是對於信用次佳的購屋者便發展出一種專門為其服務的機構，而這些機構所承做的房貸便稱為「次級房貸」。

就房地產本質而言，相較於其他產業擁有較特殊的行業特性，從投入資金、取得土地、設計規劃、發包動工、動工完成，再到產生營業收入、產生具有經濟效益之淨現金流入通常通常都需要較長的營業周期加以實現工程利益。然而為了縮短營業周期以及消化次級房貸的過度信用擴張，所造成之大量應收帳款及呆帳同時產生，為了增加營運周轉率及降低流動性風險，華爾街金融業想出透過房貸資產證券化的方式，藉由信用評等機構之信用增強將不良貸款打包出售的方式，加速貸款收現。此交易機制，恰好反映在美國的房貸違約上，在金融海嘯發生前 3-4 年間，市場上即觀察到美國房價日趨下跌，而次級房貸違約率有逐漸攀升之現象，此現象也種下日後金融危機的導火線。2007 年 4 月美國第二大房地產公司-新世紀金融公司聲請破產，市場開始意識到美國次級房貸問題的嚴重性，但因資產證券化的結果，將標的資產與金融商品同步連動，房貸違約風險也逐漸渲染到金融市場上，為 2008 年金融危機埋下伏筆。

綜觀人類史上的金融危機，每次發生皆讓人手足無措，而危機產生的損失金額也有越來越大的趨勢，再者全球化的結果導致資本移動性增加，科技的進步使國際貿易態樣及支付方式更加推陳出新、金融商品的日漸複雜，皆使金融危機發生的次數更加頻繁同時增加了辨識金融風險的難度，故加強區域經濟合作、監管及探討金融危機預防的議題在 2008 年以後也如雨後春筍般冒出。有鑑於此，本研究將以中國大陸經濟環境作為研究對象，藉由觀察以往金融危機前的種種跡象勾勒出可能產生風險的情況，在對比現今中國大陸的客觀環境，推測可能產生的危機因子，目的除了觀察金融危機爆發前的種種現象並且找出領先指標外，更重要的是在危機事件發生前能及時預警以避免經濟危機爆發或經濟狀況產生改變所招致之損失。

第二節 什麼是金融安全預警制度

金融預警制度是屬於一種在性質上兼具管理及經營評鑑雙重功能，對於金融危機具有預防及警戒作用之制度。其意義是指依據有關之金融法規與金融業務之經營原則，選定若干變數而訂定之一套預警函數、指標(indicator)、臨界值或基準值(decimal value)，或判別模型等，對於能夠數據化之部分，利用電腦處理資料並進行統計分析與審查，使未符合規定或越逾警戒範圍之異常數或脫軌狀況，在測試與核算後，均會發出警報或信號，以促使主管機關或金融機構本身提早注意並加以防範或改善之制度。¹

常見的金融監管手段包含內部控制、內部稽核、自行查核、風險控制等。在會計上視其為審計的一部分。另外由我國《金融控股公司及銀行業內部控制及稽核制度實施辦法第 4 條》規定內部控制之基本目的在於確保法令制度得以有效進行，促進金融發展，並且維持金融秩序穩定，並應由董(理)事會、管理階層及所有從業人員共同遵循以合理確保達成以下目標：

- (1) 營運之效果及效率，包含獲利能力、績效及保障資產安全等目標。

¹林維義《金融預警制度與金融控股公司之風險管理(上)》

(2) 財務報導之可靠性。

(3) 相關法令的遵循。

為了確保目標達成，根據《金融控股公司及銀行業內部控制及稽核制度實施辦法第 7 條》內容規定有效之內部控制制度須可辨識並持續評估整體目標之達成及可能產生負面影響之重大風險，並決定如何因應相關風險，使其能被限制在可承受之範圍內。而《美國聯邦準備法第 9 條》部分內容亦有規範註冊銀行須依循相關法律規定並定時出具財務報告並有定期接受金融檢查的義務。由於法源上的依據，除了銀行自身獲利考量外，為了確保法規遵循及維持金融穩定，後續的財務預警模型便因應而生。實務上的預警模型最常見的兩種分別是 CAMELS 以及 ROCA，在後續章節將逐步介紹。

一、 財務預警模型相關文獻：

(一) Beaver(1966)在研究中首次利用財務會計上的變數作為實證上的單變量分析的工具，優點是簡易觀察且能夠有效作為財務預警模型的預測工具，但其缺點則表現在當財務比率預測方向不同時，容易忽略互相抵銷效果之情形。²

(二) Altman(1968)為了改善單變量模型所產生的缺失，開始使用 22 種不同的財務變數作為衡量標準，並經過逐步測試後採用了最攸關的五種財務比率做為預測違約的解釋變數，此即為 Z-score Model，但就其研究結果顯示在預測破產的前一年度預測效力高達 95%，但是追溯至破產前兩年便發現預測效力有下滑的現象，因此 Altman 所發明的 Z-score 模型相對於預測長遠的違約發生特別適合用在短期間的預測上。³

(三) Merton(1974)利用美國財務經濟學家 Black & Schols(1973)所提出的市場選擇權評價模型並將其運用在預測企業資源與違約關係上，認為公司資產與買權相當，公司負債

² William H. Beaver (1966) "Financial Ratios as Predictors of Failure." Accounting Research Center, Booth School of Business

³ Edward I. Altman (1968) "Financial Rations, Discriminant Analysis And The Prediction Of Corporate Bankruptcy."

則與賣權相關。公司的信用風險被認為是一種資產價值與變異程度表現，當資產市價無法支付帳載負債時，即被認定為是一種違約的象徵。⁴

(四) Ohlson(1980)觀點則認為多變量分析受到諸多限制，尚不足以完全說明違約發生的情形，因此其採用 9 種解釋變數並設立 3 種模型，實證結果發現採用 Logit Model 作為預測違約的工具，將比區位分析法產生的預測擁有更高的預測效力，且與上述模型不同點是其量化所產生的數值為種機率的概念。⁵

二、 金融預警制度的目的與功能

(一) 金融預警制度之目的共分為兩方面其一為金融管理其二為銀行經營預警

1. 金融管理預警制度方面：

- (1) 金融主管機關得以運用該制度來貫徹銀行法及有關法令之執行，以確保銀行體系之安全與健全。
- (2) 可經由分析銀行之財務變化狀況而瞭解銀行之體質，以彌補實地檢查才發現問題銀行之時間落差。
- (3) 分析現有之特殊或潛在的問題而掌握銀行動態。
- (4) 經由不斷地追蹤與導正措施，以督促銀行更健全的經營。
- (5) 預先發覺問題銀行，可防範金融危機與銀行倒閉於未然。
- (6) 可維持較為穩定之金融體系，包括金融機構及金融市場，以促進有效率之競爭。

2. 銀行經營預警制度方面：

- (1) 藉該制度來配合主管機關之政策及遵守金融法規。

⁴ Robert C. Merton(1974) "On The Pricing Of Corporating Debt: The Risk Structure Of Interest Rates."

⁵ James A. Ohlson (1980) "Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy."

- (2) 可促進內部管理，財務結構及業務經營之改善。
- (3) 可藉以檢討人員品質及人力運用。
- (4) 可改善內部控制及內部稽核並促使其制度與水準之提升。
- (5) 可以掌握經營環境動態及財務業務狀況，避免經營失敗或倒閉。

(二) 金融預警系統的功能

1. 可提供金融監理機關決定金融檢查之優先順序、範圍及頻率，有效配置所需之人力及物力。
2. 利用系統之功能，以更客觀之方式及早發現問題金融機構，促使金融監理機關加強對此類機構之監督和管理。
3. 可及早預測問題金融機構財務惡化之趨勢。
4. 定期蒐集金融機構申報之財務報表資料，加以整理、統計、分析，以場外監控方式獲得精確之監理情報。
5. 透過預警系統之評等結果，作為處理問題金融機構之重要參考及改進經營狀況之依據。
6. 存款保險制度如依不同風險程度收取保險費時，金融預警系統可提供風險評估之等級，作為擬定風險費率之基準。⁶

第三節 為何「兩岸」重要

一、兩岸「特殊」的關係

國共內戰從 1946 年全面開戰，歷經遼瀋、徐蚌、平津三大戰役。至民國 38 年中央政府播遷來台，兩方武裝衝突不斷。1958 年發生 823 砲戰，雖無實質陸上接觸，大致上為雙

⁶ 林維義《金融預警制度與金融控股公司之風險管理（上）》

方隔海砲擊，實為播遷後最大的衝突。後來雖再無大規模衝突，但零星的小摩擦然不間斷。大體來說衝突逐漸減緩。

中國大陸方面從不放棄武裝攻取台灣，文攻武嚇從不間斷。甚至在 2005 年 3 月 14 日舉行的中華人民共和國第十屆全國人民代表大會通過了反分裂法，在第十條明確的指出世界上只有一個中國大陸，大陸和台灣同屬一個中國大陸，中國大陸的主權和領土完整不容分割⁷，第三條將台灣問題定義為是「中國大陸內戰的遺留問題」，因此是中國大陸內部事務，「不受外國勢力干涉」。最受關注的是第八條，該條在三種情況下提供了法條依據使中國大陸可以使用非和平手段處理相關事務。分別為台灣從中國大陸分裂出去的事實，或者發生將會導致台灣從中國大陸分裂出去的重大事變，或者和平統一的可能性完全喪失。其中最後一項解釋的空間非常大，可為對台動武的法源依據。

2000 年 4 月 28 日陸委會主委蘇起提出「九二共識」；在 2008 年 12 月起，兩岸正式實現直接通航與常態性包機；2011 年 6 月 28 日，中華人民共和國的三個城市（北京、上海、廈門）率先開放對台灣의 自由行；2011/08/29 兆豐銀行開放人民幣相關業務。隨著時間的流逝，兩岸的合作開始密切。

從過去的種種事件來看，兩岸從激烈衝突轉為和緩；從鮮少往來到交流頻繁，最後密切合作。這些種種都代表了兩岸關係逐漸改善，合作機會越來越多，這些都是許多人樂觀其成的。但也因兩岸合作越來越密切，中國大陸也從不放棄以武力解決問題。並且也存在著資訊不對稱情況，所以有必要蒐集相關資訊，建立預警系統，萬一不幸遇到了緊急情況，可以避免或爭取反應時間，以將傷害降到最小。⁷

二、兩岸金融關係越加密切

⁷ 參考王貞威(2014)，「兩岸關係中的現實探析」，九鼎，第 75 期，頁 48-51

(一) 特色金融

1. 全面啟動 DBU 人民幣業務

台灣從 102 年 2 月 6 日開始啟動人民幣存款業務，目的在於促進跨境貿易的交易收付款之便利性及提供人民儲蓄新選擇。台灣啟動人民幣存款業務後，由於正式的清算協議目前尚未確定，如何提供貨幣清算及回流機制，尚待後續研擬。

DBU (Do-Mestic Banking Unit) 定義係指境內獲得指定辦理外匯業務資格的銀行，相對於 OBU (Offshore Banking Unit)，除了服務對象不同外其他指定得辦理之指定項目幾乎差異不大。包括買賣外匯商品(如外幣現鈔、外幣存款、旅行支票、銀行匯票、外幣本票、外幣支票等)、進出口外匯業務、匯出匯款、外幣貸款及外幣擔保付款保證等外匯業務。但近年來，由於 OBU 多設立在免稅天堂，因此仍有部分 OBU 客戶其實為具有台籍資格之企業，如何辨別客戶身分以防止逃稅、洗錢也是當前重要的課題。(如表 1-1 所示)為 OBU 與 DBU 業務內容比較

表 2-1_OBU 與 DBU 業務內容比較

項目		國際金融業務分(OBU)	外匯指定銀行(DBU)
1	匯款申請人	限外國人、法人	本國人持有我國居留證的外國人
2	收受外匯存款及放款對象	境內及境外客戶	境內客戶或外人有居留證者
3	金融相關法規限制	僅受 OBU 條例及兩岸人民關係條例限制	須受相關規定限制
4	收受外幣現金	不得收受	可
5	外幣與新臺幣間匯兌	不得辦理	可
6	直接投資與不動產投資	不得辦理	可
7	存款準備金之提存	免提	視中央銀行政策而定
8	應繳之稅	對境外客戶放款利息收入-免徵(依國際金融業務第十六條規定)對境內客戶放款利息收入-15%	需依法繳交相關稅賦與扣繳稅
	負	對境外客戶之銷售額-免徵(依國際金融業務第十四條規定)對境內客戶之銷售額，徵免依照營業稅法規定辦理	需依法繳交相關稅賦與扣繳稅

	C. 使用憑證-印花稅	免徵(依國際金融業務第十五條規定)	需依法繳交相關稅賦與扣繳稅
9	客戶利息所得應繳稅負	(1)境外客戶利息所得-免徵 (2)境內客戶利息所得徵免依照所得稅法規 定辦理	併入綜合所得稅申報(27萬元)
10	呆帳準備之提存	免徵	應提
11	特許費	按年徵收(80萬元)	免徵
12	結匯方式	不收新台幣現金或支票，以在 OBU 有開立外 幣帳戶的公司或個人為限	客戶以新台幣現金結匯(買美金等)即 可辦理匯款
13	央行外匯申報相關 規定	無須填寫申報書	匯款金額超過 50 萬美元，須填寫申報 書

資料來源：鑫安國際顧問

2. 兩岸電子商務金流業務

電子金融業務的推展進程中，財金公司配合政府推動兩岸金融往來政策，與中國大陸銀聯公司共同合作，近年陸續開辦「銀聯卡在臺灣實體特約商店刷卡消費」、「銀聯卡在臺灣 ATM 取現、餘額查詢及預借現金」，以及「銀聯卡在臺灣網路特約商店刷卡消費」等服務，不僅有益於臺灣金融業者擴大經營面、增加商機，也促使兩岸商務貿易及金融交流更加活絡與多元；展望未來，財金公司仍將持續遵照主管機關的指導及配合金融機構的需求，透過兩岸金流合作平台，研議具有兩岸特色之電子金融服務，以提升民生消費與企業經營之整體效益。

以現行台灣某公司為例透過簽署「跨境電子商務人民幣支付業務協議」逐步發展兩岸電子商務，透過貿易平台，未來兩岸廠商不論是 B2B 或是 B2C 皆可透過結合雙方優勢在過程中透過資訊、商品展示、貨物進關到交付收現等整合為一站式服務。此皆有賴於上海自貿區跨境人民幣結算業務的開展，為兩岸貿易帶來嶄新的商業模式。金流方面則可透過跨境代收轉付，藉此降低境外匯款手續費外，也可避免外匯損失。交易過程使用人民幣交易且可於線上完成結算作業，大大的節省結匯時所需人力成本及時間。

3. 一卡兩岸通

金管會指出在民國 98、99 年大陸觀光客透過持有銀聯卡來台觀光、消費，基於互惠及平等原則，金管會承諾在服務貿易通過的前提下將允許中國大陸銀聯公司來台設點，此後台

灣人民透過持有銀聯卡將能夠在大陸地區存放及提領人民幣，銀聯卡代表的是一種轉帳卡，存款的數量決定消費的金額，故其為一種代替現金支付消費的方式，未來持有銀聯卡的民眾無論出差、工作、求學、觀光或是小額消費都能夠在特約商店進行消費，因此只要使用一張金融卡便可以提供類似信用卡的功能，除了降低持有現鈔或是現鈔遺失的風險，增進消費者購物的方便及安全性，並且促進了新的商機。

4. 協助金融機構大陸佈點服務臺商

台資銀行在福建省設立的分行可以為異地銀行

5. 開放具臺商背景之優質企業回臺上市（櫃）

F 股與存託憑證來台上市（櫃）

6. 開放國內公開發行公司發行人民幣計價之債券及其他籌資工具

7. 發展大中華區資產管理及理財業務

國家外匯管制局透過發布「合格境外機構投資者境內證券投資外匯管理規定」在兩岸間透過加強監管、放鬆管制的目標下允許台資金融機構以 QFII 的形式進入中國大陸市場投資，投資標的以股票、中國大陸國債、企業債券、可轉債及相關金融商品佔大多數，除了提供投資新標的外取得 QFII 額度更是等同間接參與中國大陸的經濟成長。根據外管局資料顯示 QFII 的累積額度在 2000 年以後有逐漸上升的趨勢。由此可見國內金融機構皆非常重視大陸市場。在 2010 年 6 月簽訂 ECFA 之後，大陸也承諾協助我國在取得 QFII 上給予更多便利。

8. 擴大保險相關業務及服務

積極支持符合資格的台灣保險業者經營交通事故強制責任保險業務，對台灣保險業者提出的申請，將根據有關規定積極考慮。

（二） 簽訂兩岸金融監理合作瞭解備忘錄（MOU）

1. 台灣金融業赴中國

表 2-2_台灣金融業赴中國投資比較表

	銀行業	證券業	保險業
MOU 與 ECFA 簽定前	已有 7 家銀行設立辦事處，但無法實際承作金融業務	已有 13 家券商設立辦事處，但無法實際承作金融業務	已有 3 家壽險及 1 家產險業者與中國業者合資執業
MOU 之後	1. 未設立點者，成立辦事處 2. 已設辦事處者，可升格為分行或子行，但仍有金額與門檻限制	辦事處得以升格為分支機構，但須與中資券商合資，合資後，可望協助台灣券商在中國證券市場籌資	設點門檻不會因 MOU 簽訂而受影響
ECFA 之後	可縮短等待時間	辦事處升格後，無須合資，可以全資持股，營業範圍比照當地券商，不受限制	532 門檻有望降低，有利台灣更多業者赴中國開辦業務

資料來源:商業週刊 2009 年 9 月 1143 期 P92 非懂不可 MOU

2. 中國金融業來台灣

表 2-3_中國金融業來台灣投資

	銀行業	證券業	保險業
MOU 之前	無法來台開設任何分行或分支機構	無法來台執業，中國合格的境內機構投資者(QDII)可在台開戶，但投資台股上限為 3%	無法來台執業
簽訂 MOU 之後	大陸金融業來臺投資仍訂有門檻，仍審慎監理	可望來台設立分支機構，QDII 投資台股上限放寬到 10%	可來台執業，並可間接投資台灣保險業者取得股權

資料來源:商業週刊 2009 年 9 月 1143 期 P92 非懂不可 MOU

第參章 金融風險與預警制度之關係

第一節 美國對金融機構之管理

自從 2008 年金融海嘯過後，改革金融安全的聲浪如排山倒海而來，先後經歷了《美國金融監管體系現代化藍圖》、《緊急經濟穩定法案》最後在 2010 年 7 月《金融監管改革法案》下由奧巴馬正式拍板定案，也確立了日後金融法案遵循的依據。

綜觀《金融監管改革法案》其宗旨主要係在保護投資人及債權人權益及避免系統性風險蔓延，尤其在此次風暴中過度的投機及濫權行為被視為是金融危機的開端，故在公司治理上也要求加強監督高階經理人的紅利獎酬，目的在防止舞弊情形發生。此項改革被視為 1930 年經濟蕭條後改革力道最大的一次。儘管多數華爾街巨鱷認為加強監管所引發的信貸緊縮將衝擊美國經濟成長，但就多數投資人而言在資訊不對稱的環境中《金融監管改革法案》的出台將為其提供更完善的保護傘。

一、《金融監管改革法案》主要內容如下：

(一)成立消費者金融保護處：

並將其職權歸屬於美聯儲，類似台灣投保機構，成立宗旨係在保護消費者投資權益避免遭受不公平及詐欺行為發生時所產生的損害，舉凡抵押貸款、信用卡、支票帳戶等消費性貸款提供更嚴密的監管，例如；規定貸款契約的利息、還款天數、擔保品、保證人等。對於違規銀行將施行懲罰

(二)成立金融監管機構：

重新定義「金融體系」的範圍，舉凡範圍夠大、與金融機構關聯夠深、在金融市場上具有重大影響力及專門從事高度槓桿者都在受控範圍內，而監管方針主要表現在資本適足率上，除了加強維持最低資本要求，藉由平時提高高質量資本以因應金融危機時也能維持監管水平。另外對於高風險金融機構設有資本投資上限、加強流動性管制並提高金融體系資訊揭露程度，其次針對銀行信貸定期檢視債務困難的紓困方案以降低違約損失。

(三)建立破產機制：

對於財務困難之金融機構提出有序破產流程，並提供動用緊急預備金以維持金融秩序穩定。

(四)提高國際監管及跨區合作：

透過跨區合作抑制基金投機主義盛行，以及防範洗錢行為發生。

第二節 商業銀行在美國之統一評等系統

根據美國現行金融管理當局對商業銀行及金融機構的規範最常採用的方法為 CAMELS Rating System，該方法將產生五種量化指標，即資本充足性(Capital Adequacy)、資產品質(Asset Quality)、管理水平(Management)、盈餘水準(Earnings)和流動性(Liquidity)及敏感性(Sensitivity)等。其中資本適足性為風險性資產對資本的比重，代表銀行對於風險性資產在遭致損失時能以自身資本承受損失的程度。資產品質反應投資及放款的比重主要係反映在承受擔保品及承受信用風險的程度。而管理水平代表的是管理者的能力與員工素質能為金融機構帶來的績效。盈餘水準，代表金融機構當年獲利的程度同時具有彌補以前年度虧損的作用。流動性則代表短期天數內能夠變現償還金融機構負債的能力。最後敏感性則代表金融機構在招遇外生因素影響時對自身的影響程度，敏感性越高代表影響性越大、變異幅度也越顯著。

表 3-1：CAMELS Rating System 指標

量化指標	評估重點	衡量之財務指標參考
資本充足性(Capital Adequacy)	資產品質、備抵呆帳、表外業務曝險額度	1. 風險性資本 / 加權風險性資產 2. (逾期催收款+協議清償放款及租賃款) / 放款及租賃總額 3. 備抵投資跌價損失 / 第一類資本 4. 盈餘 / (可能遭受損失-呆帳收回)
資產品質(Asset	表內外不良資產數目、	1. 應予評估資產/資產總額

Quality)	授信條件之放款數量及其內容	2. 應予評估資產 / (第一類資本 + 備抵放款與租賃損失) 3. 應評估放款及租賃 / 放款及租賃總額
管理水平 (Management)	管理階層對營運活動之掌握程度、法律、規章及內部規範之遵循情形、內部稽核及控制制度情形	
盈餘水準(Earnings)	產生盈餘所需的相對費用 獲利狀況趨勢分析及其穩定性 由保留盈餘撥充資本的能力	1. 保留盈餘 / 股東權益 2. 稅後淨營業利益 / 平均資產 3. 淨利息收入 / 營業費用
流動性(Liquidity)	不影響正常營運下，因應流動性需求之能力 資產迅速變現可能性 短期、不穩定資金來源之依賴程度	
敏感性(Sensitivity)	利率、匯率、商品價格或股票價格變動時，對盈餘或資本之影響程度 市場風險暴險額之金額、性質及複雜程度	

資料來源：施宜君《美國金融檢查及評等制度之研究》，財政部金融局

第三節 外國銀行支行在美國之統一評等系統

評等系統可分為個別評等法以及綜合評等法，個別評等而言以四種量化指標作為依據，分別為風險管理 (Risk Management)、營運控管 (Operating Control)、法規遵循

(Compliance) 及資產品質 (Assets Quality) 合稱 ROCA 共計四種面向。四種量化指標先根據嚴重程度分為 1~5 分作為標誌，再給予權數後得出綜合評等。另外，在綜合評等法方面，係以 ROCA 四種項目所給出的評等分數作為加權，每次加權權數並不一致，端視查核人員重視那些項目，便以重要項目加重權數再以質化資料作為評估銀行績效的綜合指標。以下將略為介紹指標之意義以及金融機構在執行內部控制時所需考慮的項目，另外對於 ROCA 所評量之評等等級指標做出說明。

表 3-2：ROCA 量化指標項目

量化指標	意義
風險管理 (Risk Management)	因外國分支機構不若當地銀行好監管，故風險管理主要係在監控銀行內部風險辨識、衡量、監控的能力，除了掌握營運狀況外還評估金融機構在所營業務內能否承擔固有風險以及及早偵防系統性風險的發生。
營運控管 (Operating Control)	評估管理階層對營運狀況的掌握，法規遵循情形及機構的規模、業務複雜度、內外部稽核頻率、稽核人員獨立性、分層執行情況等。
法規遵循 (Compliance)	對於監管機關是否能夠如期並正確地呈現報表，並且持續改善監理機關建議之缺失項目，
資產品質 (Assets Quality)	資產品質可以衡量金融機構遭致困難能以足夠資本承擔危機的能力。因海外支行仍受到母公司約制，故其母公司財務結構也需要考慮，另外應關注其對海外支行的控制力以便觀察是否總行未能全力支應支行時，分行可採監理措施來增加債務清償能力。

本研究自行整理

表 3-3：ROCA 評等等級指標

等級	意義說明
1-Strong	整體營運相當穩健，只需要一般程度的監理措施。

2-Satisfactory	整體營運尚稱滿意，但有若干輕微缺失可由管理階層督導改善，不需採行特別監理措施。
3-Fair	在風險管理、作業控制、法規遵循或資產品質方面有多項缺失，惟銀行相關單位並未採取必要的改正措施，需要額外的監理注意。
4-Marginal	在整體營運上有重大缺失，業務經營既不安全又不穩健，該分支機構及總行管理單位均未採取必要的改正措施，需嚴加注意監理並要求銀行訂定明確的改善計畫。
5-Unsatisfactory	在整體營運上出現許多重大缺失，業務經營既不安全又不穩健，總行及該分支機構需要立即提出有效改善措施。

資料來源：美國 ROCA 檢查評等制度

第四節 英國金融預警制度

英國的金融預警制度的主體是英國的中央銀行——「英格蘭銀行」。英格蘭銀行以「資本充足性」、「外匯持有風險」及「資產流動性」的測定作為其預警制度的指標。

(1) 資本充足性

此項指標旨在保障存款人利益並維持社會公眾對銀行體系的信心。英格蘭銀行用資本比率來測定金融機構的資本是否充足，而資本比率是由以下二個比率組成。

$$\text{此公式為：槓桿比率} = \frac{\text{調整後資本}}{\text{存款} + \text{流動性負債}}$$

1. 槓桿比率

所謂調整後資本，是指公司資本減去對子公司及關連企業的投資、商譽、不動產及其他固定資產的餘額。

2. 風險性資產比率

風險性資產比率的測定只在評估一家金融機構持有的資產可能遭受損失的風險，而必須由金融機構資本金加以支持的程度，以判斷其資本是否充足。英格蘭銀行在測定風險性資產比率時，考慮的金融風險包括：「信用風險」、「投資風險」和「被迫出售風險」（為保持支

付能力，資產被迫做不合時機得出售，其所得收益比帳面價值少的風險)。

英格蘭銀行對金融機構持有的各類資產加以研究，並賦予各種權數，以反映每一類資產所具有上述三種風險的程度。各種資產的權術，依風險大小而定。一般而言，風險資產的權數為0；不動產風險最高，為2.0；其他資產的風險權數分別為0.1、0.2、1.5等。得出權數後，就可以計算出風險性資產的比率。

$$\text{此公式為：風險性資產比率} = \frac{\text{調整後資本}}{\text{各種資產} \times \text{風險權數}}$$

核算風險性資產比率只是英格蘭銀行評定資本充足性的第一步，在求出此比率後，還需就該金融機構的具體情況予以衡量，如對業務較廣泛、地區分布廣的大銀行的資本要求，在程度上要比小銀行寬鬆。

(2) 外匯持有風險

英格蘭銀行將外匯持有風險分為「結構性風險」和「交易性風險」，結構性風險是指長期性質所衍生的風險，如固定或長期資產及負債因市場狀況改變而承擔的風險。交易性風險是指由於日常業務操作所產生的風險。

英格蘭銀行監管措施規定：對每一種外匯，銀行承擔的交易性外匯風險的淨額，其資產與負債的差額不得超過銀行資本的10%。承擔個種類別外匯風險的總的外匯負債淨額，即期與遠期合在一起，不超過資本的15%。即：

$$\frac{\text{承擔結構性風險的外匯負債淨額} + \text{承擔交易性風險的外匯負債淨額}}{\text{資本金}} \leq 15\%$$

(3) 流動能力

測定流動能力的目的在於確保金融機構維持其流動性以滿足其到期支付能力，如即期支付存款、通知存款、定期存款和各種貸款承諾等。英格蘭銀行一般以『到期日階梯』來測定金融機構的流動能力，具體作法如下。

1. 測定期間：為12個月，將到期日階梯分為即期至8日、8日至1個月、1個月至3個月、3個月至6個月、6個月至12個月。

2. 申報報表：所有受到監管的金融機構應填送季報、分析其資產、負債的到期日分布情況。
3. 英格蘭銀行的測定、分析：在獲得報表資料後，英格蘭銀行將金融機構的資產、負債依其到期的先後，再將該期間的資產負債累積後進行判斷。

英國的金融預警制度，側重於資本充足性考核，主要監視槓桿比率及風險性資產比率。此外，也採取類比方式，將某個金融機構的業績表現與資本、規模及性質類似的金融機構進行比較，作出分析判斷。通過這三個指標的測定，將金融機構潛在的金融風險提供警示訊息。

第五節 我國金融預警制度

鑒於國內外金融發展歷程，經歷多次金融危機，在各方專家學者協調下終於 1985 年跨出了金融預警的第一步，於 1993 年開始接受財政部委託關注國內設立之全體金融體系並將國內大小金融機構納入預警範圍內，該制度包含「檢查資料評等系統」及「申報資料排序系統」。

「檢查資料評等系統」係指由檢察人員於實地盤查後，填報數據資料並且回報中央存保數據資料庫，在由內部系統分析數據並處理結果後以評等模型對金融機構經營成果、人員績效做出評比。與美國檢查資料評等差異在於台灣尚需要經過系統模型做出結果，而美國在金融檢查人員查核完後即可由人員對金融機構做出評等。

「申報資料排序系統」係指以排序模型與其他金融機構做比較並得出結果的檢驗方式。

另外「檢查資料評等系統」是參照美國的 CAMELS 評比方法，但台灣評比項目比美國多一項「其他(other)」故共計七項，並且國內會依照各群組金融機構特色以不同指標做出不同權重分配後賦予每一間金融機構一個綜合評分，並且給予 A、B、C、D、E 不等的評分來做為衡量金融機構風險的指標，以此斷定整體風險程度。

現行財務指標採用專家學者建議透過統計上 T 檢定區別「問題」、「正常」金融機構，並以景氣循環週期作為採樣依據。

表 3-4_台美金融預警制度之比較

	我國	美國
發展時間	我國的金融危機預警制度研擬於 1994 年 10 月，由「財政部金融司」對當時三家票券金融公司實施按月的預警分析	1972 年學者 Joseph F. Sinkey 首先提出「金融預警制度」一詞。而從 80、90 年代起，各主管機構陸續建立起自己的預警模型
督導單位	1. 中央存款保險公司 2. 金管會銀行局 3. 中央銀行金融檢查處	1. 聯邦準備理事會 (FED) 2. 聯邦存款保險公司 (FDIC) 3. 財政部金融局 (OCC)
模型內容	分為兩大系統： 1. 檢查資料評等系統：利用實地檢查報告資料，評估金融機構檢查當時之財務狀況與經營績效，並客觀給予等級以區別其良莠 2. 申報資料排序系統：利用金融機構定期申報財務資料，比較其每季於同業間之經營績效變化情形，作為研判其經營趨勢之參考，進而對經營狀況不佳之金融機構，提出警示訊息。	1. 聯邦準備銀行發展的模型，為「評估檢查評等系統」，簡稱 SEER 模型，亦稱「金融機構監控系統」，簡稱 FIMS 模型 2. 聯邦存款保險公司亦發展兩套系統分別是「卡爾模型」(CAEL) 與較晚近的「思可模型」(SCOR)
警訊發佈	評等系統除依金融機構綜合評分之高低評定其等級，以判定經營之良窳外，具下列事項者視為有警訊： 1. 經評等系統評為 D、E 兩級者 2. 本期評等結果較前期低兩級者。…等等共 12 項。	以 CAEL 模型為例，當 CAEL 評等等級較 CAMEL 評等為差時 (CAEL 差分擴大時)，即認定該金融機構財務狀況可能已趨惡化，應以密切追蹤。
後續處理	對於全國金融預警系統發出之警訊，經查證確認後，依下列方式處理： 1. 由分析人員進一步蒐集資料驗證，研析問題所在。 2. 由金管會派員專案檢查或由中央銀行金檢處及中央存款保險公司等監理單位分工檢查 4. 建立列管檔案，加強追蹤考核 3. 金管會依檢查報告分析其嚴重性後，視情況採取下列措施：如限期改正、接管等等共五項。	1、對於評等等級等四、五者，應於四十五日內赴該等金融機構進行實地晤談 (Onsite Presence) 進一步瞭解惡化原因及尋求改善之道；至於評為第 3 級者，該項實地晤談應於九十日內實施。惟若近日內將對該金融機構執行獨立檢查，則實地晤談措施可免。 2、利用書面信函或電話通知金融機構已經惡化之事實，並瞭解惡化之原因及要求其提出可行之正確措施，本項監理措施應於三十日內實施。 3、進一步實施報表稽核分析工作，分析當季或其後數季之相關財務資料。

資料來源：參考林維義《金融預警制度與金融控股公司之風險管理》。

第四章 影響兩岸金融安全的風險因子

第一節 主權風險

歐債危機是歐元區自創立以來的首場危機，市場開始關注到許多國家的赤字率與負債水準逐漸飆高，於是相對保守的投資人開始把矛頭指向國家財政過度擴張所引發舉債過多同時所造成的外債上升現象。特別是在經濟動盪與金融危機發生前夕，投資人面對債務利率飆升對於部分歐洲國家及歐元區成員開始產生主權風險疑慮並且指出希臘、西班牙、葡萄牙、愛爾蘭是拖累歐元區的元兇，面對無力償還貸款信用評等機構紛紛調降問題國家的主權評級。

亞洲國家區域，中國大陸的經濟成長在 1990 年後呈現快速增長而後才透過「宏觀調控」的手段抑制幾乎失控的 GDP 成長。另外近十年來，全球已開發國家之經濟成長開始呈現疲弱姿態，加上遭逢 2007 年美國次貸危機及 2009 年歐債風暴，外界紛紛將復甦全球經濟的責任賦予新興市場國家，其中又以中國大陸為首。

然而，高速的經濟飆漲確實讓中國大陸在一片慘澹的環境中博得喝采，但面對中國大陸大環境仍有過多的不確定性，除了資訊不透明外，地方財政也是一大特色，經濟學家寇司針對產權理論的觀點認為中國大陸式的共產經濟本質上是資本主義，面對貧富不均的特徵尤其表現在區域省分上。地方上的發展常與該地方上官員績效作為連結，適時的區域發展有助於中國大陸成長，但其區域發展呈現的是極大的不平均，發展地方經濟以地方稅收不足以支應時便以舉債方式進行。企業發行債務方面，2014 年 3 月上海超日發行企業債券因無法如期償還利息，創下中國大陸史上第一個債務違約的先例，此舉也說明了中國大陸債務確實有發生違約的可能，因此發展主權債務評級是有其背景及其必要性。

第二節 指標

一、A.M. Best 之主權風險定義：

該指標係針對不同國家內的債務發行單位(大多是保險產業)在不同時點下持續觀察，並依據該公司財務報表及所屬產業別評估後所做出的指標。另外，該信用評等指標特別針對全球主權風險作出定義，認為主權風險受到經濟、政治、金融三部份所影響，在考量主權風險後能夠對企業發行債務所產生的信用違約可能做出跨國性比較。

二、沈中華之主權風險定義

主權風險因子分成政治風險、市場判斷、信用評等及經濟財政信用風險四大類，這四大類風險指標加總分數愈高代表面臨的風險愈高。⁸

三、A.M. Best 的評等模型

根據該機構對國家主權的評等，國家主權的評等會表現在全球等級分數內，結果顯示出當國家主權風險上升時，該全球等級評分表將更加的偏離原始平均值。

經濟風險方面依據歷史經驗觀察總體經濟環境、利率走勢、通貨膨脹程度、資本市場波動等皆有可能讓評等產生波動。計算指標可分為五類(1)非常低(2)低(3)中等(4)高(5)非常高。

金融系統風險方面，又分為兩部份(1)保險風險(2)非保險風險。非保險風險起緣是由於監管架構不完善以及脆弱的銀行體系所產生。非保險風險考量一個國家的銀行制度、會計準則、政府財政後評估出金融體系在內部及外部衝擊後所產生的震盪效果，評估方式包含銀行營運狀況、股價指數、固定收益證券表現。保險風險方面，指出一國保險產業發展程度、公共意識、監控明度及效率、報導標準、監管複雜度皆會使金融體系發生動盪並且傷害保險產業支付索賠的能力。計算指標可分為五類即(1)非常低(2)低(3)中等(4)高(5)非常高。

政治風險方面，當政府或官僚效率低下，社會緊張，不適當的法律體系或國際緊張局

⁸ 沈中華(2012)，「國家主權風險模型計畫結案報告」

勢對於保險公司會造成不利發展。政治風險包括政府和社會的穩定、國際外交關係的有效性、可靠和完整的法律制度和商業基礎設施。計算指標可分為五類即(1)非常低(2)低(3)中等(4)高(5)非常高。

在分離一國政治、經濟、金融系統風險後再評估個別企業的風險，此時須考量的是勞動力市場、物價水準及波動、及其廠商穩定增長前景，綜合上述國家風險及個別風險後，將可以產生該國內受評企業的風險指標。

依照 A. M. Best 對主權風險評等可分成五等級，最高等為 Country Risk Tier 1 (CRT-1)，中等評為 Country Risk Tier3 (CRT-3)，最低評等為 Country Risk Tier5 (CRT-5)。以中國大陸為例(中國大陸在 A. M. Best 的評等系統得到的評等為 CRT-3)，原因如下：由於中國大陸政府透過利用對保險法的修訂、實施寬鬆政策貨幣和財政政策穩定了經濟體系，使經濟成長方面表現良好，另外中國大陸 2014 全年的經濟成長率可望落在 6~8 個百分點(高於全球平均)。

四、國家主權風險模型

沈中華在國家主權風險模型中，將評分指標分為四大類，其風險指標加總分數愈高代表面臨的風險愈高。⁹

(一) 政治風險

政治環境穩定有助國家經濟發展，政治風險過高會除影響到該國的投資環境，降低國內投資者的投資意願，以及難以吸引對風險敏感度更高的外國資金，使國家經濟發展受到阻礙。其代表性風險指標為 WG 總和，其中 WGI 包含：

- 1.Voice and Accountability
- 2.Political Stability & Absence ofViolence/Terrorism
- 3.Government Effectiveness
- 4.Regulatory Quality

⁹ 沈中華(2012)，「國家主權風險模型計畫結案報告」

5.Rule of Law

6.Control of Corruption

(二) 市場判斷(CDS)

可反映市場投資者對該國的風險看法，CDS 值愈高則風險愈高，其中代表性風險指標為絕對 CDS、相對 CDS

(三) 信用評等

主要採用標準普爾(Standard & Poor' s)的信用評等，作為風險判斷的輔助指標，屬落後指標。該項在此僅做最終風險評估的輔助參考指標，因此在評分卡上並未給予分數。

(四) 經濟財政金融風險

此項為經濟財政金融風險中的核心指標，該類指標涵蓋許多總體經濟指標，細分成 3 大部分：

1. 在國內部門中包含：實質 GDP 成長率、通貨膨脹率、人均所得、消費、投資、國內信用…等，共 20 項指標。
2. 市場狀況指標：名目利率、名目匯率、股價指數…等，共 7 項指標。
3. 國外部門：外匯準備、外債、國際收支…等，共 17 項指標。

表 4-1 針對此模型中權重較高以及特別之指標做說明。

表 4-1_模型權重較高以及特跌之指標說明

評分 指 標 類 別	指標	內容	
		定義	指標高低
國 內 部 門	實質 GDP 成長率	GDP 為消費+投資+政府支出+(出口-進口)，用來衡量一國經濟規模，屬落後指標	越低越危險
	通貨膨脹率	(當期物價水準-基期物價水準)/基期物價水準	越高可能代表匯率風險越高
	國內信用/GDP	一國信用占 GDP 比率，又被稱為「信用擴張」。	越高，國內信用餘額可能過多，資產價格泡沫化的危機就越大，未來出現匯率與信

			用風險的機率也越高。
	財政收支餘額/GDP	政府財政收支除以該國的 GDP，可用此指標來預警國家風險。	赤字風險越高
	政府總債務/GDP	一般政府總債務毛額(含內、外債)占 GDP 比率，使用此指標須同時考慮政府的財政收支餘額。	越高越危險
市場狀況	相對利率	同一地區內不同國家的利率水準高低，將相鄰國家的名目利率與實質利率一併比較；相對利率會影響資金流動，對熱錢而言，同地區不同國家間的替代性較高，不同地區間的不同國家則較難以替代	
	實質有效匯率(REER)	從實質有效匯率的走勢，可看出一國貨幣是否被長期高估或低估。根據相關文獻，REER 常常是被評估為最具預測匯率風險效果的指標。	
	REER 連續幾年>120	連續幾年的 REER 大於 120	一國的 REER 長期偏高，則未來修正的風險將較大，即匯率風險偏高
國外部門	外匯準備/進口	用來檢驗一國的外匯存底是否足夠支應未來的進口所需，若因外匯準備不足而出現外幣流動性問題的話，則該國的貨幣就可能面臨貶值問題	
	外匯準備成長率	觀察外匯存底的成長動能，當作國家償債能力的判斷基準	指標理論上是越高越好
	短期外債/外債總量	一國短期外債占整體外債的比例。	一般來說越低越好
	外債總量/GDP	一國的外債總額佔國內生產毛額之比率。	指標越低代表該國的經濟對於外債的負擔較低
	經常帳/GDP	經常帳=(儲蓄-投資)+(稅收-政府支出)。經常帳出現赤字，意味著可能有「過度消費」或是「過度投資」的情況，未來該市場出現大幅修正的機會將升高。如果我們將其與 GDP 比較並相除，會發現該比率出現持續惡化的情況為一重要警訊。	長期赤字則表一國很可能會出現匯率危機

雙赤字	經常帳/GDP 與財政收支餘額/GDP 小於門檻值的情況同時發生，若兩項指標同時超過門檻值，則需視為極高風險的警示訊息。	
△ 金融帳/GDP (淨資本流入突然停止)	淨資本流入的變動量占 GDP 的比率，用來判斷淨資本流入的方向與幅度的變化。對於長期依賴外國資金的國家，外資持續的流入對國家的經濟是否能穩定發展影響甚大，若資本流入突然停止，甚至是反轉流出，原先依賴外資的需求面失去支撐力量，需求面萎縮帶來經濟衰退，更甚者可能引發金融危機	

資料來源：沈中華(2012)，「國家主權風險模型計畫結案報告」

五、中國大陸主權資產負債表及其風險¹⁰

(一) 內容提要

基於國民資產負債表的理論框架，運用現有數據並通過必要的估算，作者初步編制了2000—2010年的中國大陸主權資產負債表。結果顯示，中國大陸各年主權資產淨額均為正值且呈上升趨勢。這表明，中國大陸政府擁有足夠的主權資產來覆蓋其主權負債。因此，在不短的時期內，中國大陸發生主權債務危機的可能性極低。對總債務水平與社會槓桿率（即總債務/GDP）的分析顯示：中國大陸的社會槓桿率雖高於金磚國家，但遠低於所有的發達經濟體，總體上處在溫和、可控的階段。但是，近年來該槓桿率的提高速度很快，須引起關注。分部門的分析顯示：企業負債率（佔GDP比重）很高，構成中國大陸資產負債表的顯著特色。2010年，該負債率已逾100%，超過OECD國家90%的閾值，值得高度警惕。

(二) 中國大陸主權資產負債表（2000—2010）編制

國際金融危機凸顯了主權資產負債表的重要性，因此，本文側重編制的只是中國大陸主權（sovereign）資產負債表。主權資產負債表不同於國民（national）資產負債表，後者是國民經濟所有部門資產負債的加總合併，而前者只是政府或主權相關部門資產負債的加總合併。需要指出的是，在標準的分部門資產負債表中，一般都沒有主權資產負債表

¹⁰李揚等於中國大陸社科院發表之「中國大陸主權資產負債表及其風險評估」

(通常只有政府資產負債表)。本文提供的主權資產負債表是一個加總，它包括了政府(中央與地方)、國有或國有控股金融機構(包括央行)、非金融國有企業這幾個部門，相當於廣義的政府資產負債表。主權資產負債表中的主權資產是指政府擁有或控制的資產，包括其它可動用的資源；主權負債是政府的直接負債以及隱性擔保所產生的或有負債。

主權資產負債表很大程度上是與私人部門資產負債表相對的，因此，這裡不包括純粹的私人部門。首先，居民部門不含在內。因為對於居民部門的資產，政府不可直接動用(儘管不排除戰時或其他特殊時期的徵用)，並且政府一般也沒有義務承擔居民負債的償還責任。其次，私人企業部門的負債也不含在內，因為私人企業部門的資產不由政府直接掌控，因而其負債也不應由政府承擔。儘管私人部門的危機會蔓延到政府部門(如美國的次貸危機)，從而可能會惡化主權資產負債表，但私人部門本身並不直接進入主權資產負債表。

基於前述界定，中國大陸的主權資產主要包括六項：國有經營性資產、國有非經營性資產、政府所擁有的資源性資產、對外主權資產、全國社會保障基金國有資產、政府在中央銀行的存款。中國大陸的主權負債主要包括六項：中央政府的債務(內債和外債)、準國債(各政府部門和政策性機構所發行的有財政擔保的債券)、地方政府債務、國有企業債務、以金融不良資產及其轉化形式存在的或有負債、以隱性養老金債務為主的社會保障基金缺口。下面，我們首先討論數據來源和估算方法，再分別對主權資產和主權負債的各組成部分進行分析、估算和加總，獲得主權資產/負債的時間序列數據。在此基礎上，編制2000—2010年的主權資產負債表。

(三) 數據來源與估算方法

主權資產負債表的編制涉及到大量的數據。這裡就主權資產/負債各組成部分的數據來源和估算方法做出說明。

1. 國有經營性資產

國有經營性資產包括非金融企業國有資產和金融企業國有資產。其中，非金融企業國有(總)資產是將國有企業國有資產總額與國有企業負債相加得到。數據來自相關年份的《中國大陸財政年鑑》。需要說明的是，這裡國有企業國有資產總額實際上是國有權益的

概念。在國有企業所有者權益總額（即淨資產總額）中，除了國有權益外，還包括其他所有者的權益（如在合資、合作和股份制國有企業中的外商和港、澳、台、集體企業或個人所有者的權益），需要予以扣除，由此得到的國有企業中的國有權益，才是政府真正能夠支配和動用的資產。當然，從動態的角度看，國有企業運營過程中所產生的不良資產也需要從國有權益中扣除。也就是說，政府實際可用於清償債務的資產規模可能要小於現存的國有權益規模。國有經營性資產中的金融企業國有資產的數據，是根據財政部和《中國大陸金融年鑑》的有關資料測算的。其中，2009年、2010年的數據是根據財政部提供的中央金融企業和地方金融企業資產負債表，分別計算獲得中央金融企業和地方金融企業的國有資產，並作了加總。需要說明的是，考慮到中央金融企業中其他國有法人的權益已基本上體現在非金融企業國有資產中，我們做了剔除，得到歸屬財政部（包含匯金公司）的國有資產。而在地方金融企業國有資產中，有的已經體現在非金融國有企業的資產負債表中（從現實經驗來看，地方金融企業國有資產中有較大一部分屬於國有企業法人），但由於缺乏進一步的數據，無法測算地方金融企業國有資產中非金融國有企業所佔比例，因此無法進行剔除，這裡特別指出。由於2000—2008年的數據無法直接計算得到，我們做了估算。其中的核心步驟是基於財政部和《中國大陸金融年鑑》披露的有關資料，獲得金融業的所有者權益數據。根據2009年和2010年財政部數據的平均值，中央與地方金融企業的權益佔比分別為56%和44%。歸屬財政部的國有資產佔中央金融企業所有者權益的60%，地方金融企業的所有者權益中有40%是國有資產。從經驗上判斷，這一比例近年來大體保持穩定。在前述所有者權益估算的基礎上，我們按照這一比例分別計算中央金融企業和地方金融企業的國有資產情況，再進行加總得到金融行業的國有資產。在上述國有權益的基礎上，再加上政策性銀行金融債，得到金融行業國有（總）資產。

2. 國有非經營性資產

國有非經營性資產，即行政事業單位國有資產的數據，來自相關年份的《中國大陸會計年鑑》。

3. 政府擁有的資源性資產

重點是對國土資源的價值進行了估算。參考了 WorldBank (2006) 的研究思路。基本方法是將國土資源 (不含油氣礦產資源) 的現時總價值理解為未來一定時期從國土資源中獲取的淨產出 (即總收益扣除成本費用, 亦即資源租金) 的折現值之和。由於數據所限, 此處未對耕地、草地、森林等不同資源收益進行詳細的分類計算, 而僅以籠統的農林牧漁業總產值代替, 並統一採用 40% 為租金率。此外, 同 WorldBank (2006) 一樣, 本文選擇採用了 25 年折現期 (約一代人), 因而將折現率定為 4%。

4. 對外主權資產

作為對外主權資產的儲備資產數據, 2004—2010 年直接來自國際投資表。2000—2003 年的數字根據 2004 年國際投資頭寸表和相關年份國際收支平衡表推算。然後根據各年度人民幣匯率年平均價, 將美元數據折算成人民幣數據。

5. 全國社會保障基金國有資產

數據來自 CEIC 和全國社會保障基金理事會相關年度財務報告。

6. 政府在中央銀行的存款

數據來自貨幣當局資產負債表

7. 中央政府的債務

其中, 中央財政國內債務餘額的數據, 2000—2004 年來自 CEIC; 2005—2010 年來自《中國大陸統計年鑑》(自 2006 年實行國債餘額管理後, 開始正式披露中央財政國內債務餘額情況)。中央政府的債務中, 主權外債的數據來自國家外匯管理局。基於下文中將要論及的寬口徑主權外債的定義, 2000 年的數據為國務院有關部委、國內銀行和非銀行金融機構、中外資企業借入的外債總和; 2001 年的數據為國務院部委、中資銀行和非銀行金融機構、外資金融機構、中外資企業借入的外債總和; 2002—2005 年的數據為國務院部委、中資銀行和非銀行金融機構、中外資企業借入的外債總和; 2006—2010 年的數據為國務院部委、中外資銀行、中外資企業借入的外債總和。然後, 根據各年度人民幣匯率年平均價, 將美元數據折算成人民幣數據。

8. 準國債

各政府部門和政策性機構所發行的有財政擔保的債券考察了政策性銀行金融債，數據來自 CEIC。

9. 地方政府債務

2010 年的數據綜合了審計署和銀監會的資料；2000—2009 年的數據根據審計署 2011 年 6 月發布的《全國地方政府性債務審計結果》中地方政府性債務餘額增長率變化數據進行推算。

10. 國有企業債務

這一部分的數據，來自相關年份的《中國大陸財政年鑑》。需要指出的是，在地方國有企業中，相當程度上包括了地方政府融資平台這一有政府背景的實體。因此，在並表加總時，我們作了必要的調整以防止交叉重複。具體來說，2010 年國有企業債務的數據，是扣除了審計署正式披露的地方政府融資平台債務的數據。

11. 以金融不良資產及其轉化形式存在的或有負債

首先是銀行不良資產，各年的數據來源和計算方法如下：2000—2001 年為四大國有商業銀行不良資產的情況，2000 年來自各行年度報告加總（其中，農行不良資產率未反映在年報中，是根據該行 2006 年和 2000 年間不良資產率變動幅度的有關數據推算的）；2001 年根據中國大陸人民銀行《2002 年貨幣政策執行報告》以及銀監會 2003 年上半年工作報告中的有關數據推算。2002—2003 年為主要銀行業金融機構不良資產的情況，包括國有商業銀行、政策性銀行和股份制商業銀行；2004 年為主要商業銀行不良資產的情況，包括國有商業銀行和股份製商業銀行；2005—2010 年為商業銀行不良資產的情況，包括國有商業銀行、股份製商業銀行、城市商業銀行、農村商業銀行和外資銀行。2002—2010 年的數據均來自銀監會。其次是處置銀行不良資產形成的或有負債。這大致分為幾個時段：2000—2003 年的數據，反映的是 20 世紀 90 年代末四家資產管理公司通過發債和人民銀行再貸款，接受工、農、中、建、國開行不良資產政策性剝離的情況。2004 年的數據，主要反映的是中、建、交行可疑類、損失類貸款商業性剝離，以及中、建行損失類資產核銷的情況；另外也包括人民銀行以票據方式等額置換中行和建行一部分不良資產的情況。2005—2007 年的數

據，反映的是工行、上海銀行不良資產商業性剝離、農信社央行票據和再貸款，以及央行再貸款資產損失的情況。2008—2010年的數據，反映的是通過人民銀行免息再貸款等額置換以及農行與財政部建立共管基金的方式，剝離農行不良資產（包括可疑類貸款、損失類貸款和非信貸資產）的情況。

12. 以隱性養老金債務為主的社會保障基金缺口

這部分的數據沒有自己估算，直接借鑒有關權威機構的估算，取平均值可得到。

（四） 主權資產分析

1. 國有經營性資產

經營性國有資產是國家作為出資者將資源投入生產經營、以獲取利潤作為目標的資產。按照企業的經營屬性，這部分國有資產等於非金融企業國有資產加上金融企業國有資產。

2. 國有非經營性資產

非經營性國有資產是指行政單位和事業單位所佔用的國有（公共）財產。作為政府履行公共行政和公共事務職能的支撐，這部分資產是國家主權資產的組成部分。

3. 政府所擁有的資源性資產

主要指由國家法律規定屬國家所有的經濟資源，如國有土地、森林、礦產、河流、海洋等。中國大陸資源性資產的變現形式比較特殊，由於不允許出售所有權，只能轉讓開發使用權，因此，資源性資產的收益主要體現為使用權轉讓收入，納入政府公共收入體系。

4. 對外主權資產

從國際投資頭寸表可以看出，中國大陸的對外資產主要包括對外直接投資、證券投資、其他投資與儲備資產。而對外主權資產主要是國際投資頭寸表中由官方持有的儲備資產。

5. 全國社會保障基金國有資產

全國社會保障基金是中央政府集中的國家戰略儲備基金，由中央財政撥入資金、國有股減持或轉持所獲資金和股權資產等構成。

6. 政府在中央銀行的存款

主要反映在央行的資產負債表中，主要是指各級財政國庫開設在中國大陸人民銀行國庫單

一賬戶上的財政國庫存款，即在國庫的預算資金（含一般預算和基金預算）存款，包括中央國庫存款和地方國庫存款。國庫存款與其它財政存款（未列入國庫存款的各項財政在商業銀行的預算資金存款以及部分由財政部指定存入商業銀行的專用基金存款等，作為銀行存款體現在行政單位的資產項中）共同構成財政性存款。

（五） 主權負債分析

1. 中央政府的債務（內債和外債）

2. 準國債

指各政府部門和政策性機構所發行的有財政擔保的債券，如政策性金融債…等，其中政策性銀行發債雖然是市場行為（其發債規模和定價根據其自身資信確定，所籌資金也是市場化運用），但是以國家信用為依托。

3. 地方政府債務

主要包括兩部分：

（1） 地方政府融資平台債務

根據國家審計署的統計，2010年底地方政府性債務餘額中，融資平台公司舉借的為49710.68億元。但國家審計署統計的地方政府融資平台債務，只包括地方政府正式介入的債務，對於非正式融資擔保而產生的債務則沒有計算在內。因而國家審計署的統計很可能低估了地方政府融資平台的債務規模。在這方面，銀監會對地方政府融資平台債務的界定相對更寬泛。其基本做法是把地方政府支持的非正式擔保的項目也計算在內。根據銀監會的估算，地方政府債務總額為9萬億元。

（2） 非融資平台公司地方政府債務

舉借主體涉及地方政府部門和機構、經費補助事業單位、公用事業單位和其他單位。

根據國家審計署的統計，這部分債務合計為57464.23億元。上述兩部分相加，地方政府債務接近15萬億元。這與中國大陸人民銀行估算的14萬億元地方政府債務規模比較接近。

1. 國有企業債務

從理論上講，國有企業是自主經營、自負盈虧的法人主體和經濟實體，因此其債務應由企

業自己來承擔。但是，從出資人的角度看，政府與國有企業間存在著割不斷的聯繫。從法律上說，當國有企業不能償還債務的時候，財政就不得不按照其出資比例承擔起企業清償債務的責任。而且，從社會穩定的角度出發，政府也會對國有企業進行一定的救助，承擔最後支付人角色。因此，將國有企業債務視為政府的或有債務是合理的。

2. 以金融不良資產及其轉化形式存在的或有負債

這主要包括銀行不良資產和其它金融機構（如證券公司和保險公司）不良資產，以及處置銀行不良資產形成的新的或有負債。

3. 以隱性養老金債務為主的社會保障基金缺口

主要是指養老保險制度轉軌時舊體制留下的養老保險隱性債務負擔的規模。

（六） 主權資產負債表

通過對以上各個部分主權資產和主權負債進行加總，可以得到各年度中國大陸主權資產和主權負債以及相應的政府（或主權）淨值。並且反映了2000—2010年主權資產、主權負債和政府淨值的變動情況。就下表9整理之「2010年中國大陸主權資產負債簡表」可以看出總資產合計為142萬億元，負債為72.7萬億元，求算出之負債比率約為二分之一，主權資產負債表還算在安全範圍內，其資產淨額為正。這意味著，中國大陸政府有足夠的資源作為償債保證，短期內沒有發生主權債務危機的可能。

對於負債，將確定性負債與或有負債簡單加總得出總負債是爭議的。主要源於對風險程度的判定以及相應的或有負債演變成確定負債的風險概率賦值存在分歧。由於選取的概率值不同，得出或有債務的數額也不同。因此，如何確定合適的概率值也是值得考慮的一個問題。這裡的估算沒有選取概率，而是直接加總，因此負債規模或有高估。

表 4-2_2010 年中國大陸主權資產負債簡表

資產	萬億元	負債與政府淨值	萬億元
政府在中央銀行的存款	2.4	中央財政國內債務	6.7
儲備資產	19.7	主權外債	2.3
國土資源性資產	44.3	非融資平台公司的地方政府債務	5.8
行政事業單位的國有資產	7.8	地方政府融資平台債務	9

非金融行業國有總資產	59.1	非金融行業國有債務	35.6
金融行業國有總資產	8.2	政策性銀行金融債	5.2
全國社會保障基金資產	0.8	銀行不良資產	0.4
		處置銀行不良資產行程之負債	4.2
		養老金等隱性債務	3.5
資產合計	142	負債合計	72.7
		政府淨值	69.6

資料參考：李揚等人於中國大陸社科院發表之「中國大陸主權資產負債表及其風險評估」

表 4-3_中國大陸與發達經濟體債務結構和總槓桿的比較

	居民 債務佔比	非金融企業債務 佔比	金融機構 債務佔比	政府 債務佔比	總債 務佔比
日本	67	99	120	226	512
英國	98	109	219	91	507
西班牙	82	134	76	71	363
法國	48	111	97	90	346
義大利	45	82	76	111	314
韓國	81	107	97	33	314
美國	87	72	40	80	279
德國	60	49	87	83	279
澳大利亞	105	59	91	21	279
加拿大	91	53	63	69	279
中國大陸	28	105.4	13	22.4	168.9

資料參考：李揚等人於中國大陸社科院發表之「中國大陸主權資產負債表及其風險評估」

(七) 中國大陸特色的資產負債表擴張

2000—2010年，中國大陸的國民資產負債表呈快速擴張之勢。對外資產、基礎設施以及房地產資產迅速積累，構成資產擴張的主導因素。這記載了出口導向發展戰略之下中國大陸工業化與城鎮化加速發展的歷史進程。在負債方，各級政府以及國有企業的負債以高於私人部門的增長率擴張。這凸顯了政府主導經濟活動的體制特徵。對主權資產負債表的風險評估表明：(1) 總體上，中國大陸主權淨值為正，因而，在相當一段時間內，發生主權債務危機的概率極低；(2) 近期的風險點主要體現在房地產信貸與地方債務上，而中國

大陸的長期風險則更多集中在對外資產負債表、企業債務與社保欠賬上。這些風險大都是或有負債風險，且與過去的發展方式密切相關；(3) 主權債務動態的模擬進一步揭示出維持經濟增長率與利率之差對於化解債務風險的重要性。因此，轉變經濟發展方式，保持經濟可持續增長，是應對主權債務風險的根本途徑。

(八) 中國大陸主權資產負債表風險評估

對於主權資產負債表的風險狀況，至少可以從宏觀和結構兩個層面進行評估。宏觀層面的評估，揭示的是主權國家的債務風險及相應的清償力風險。債務水平及社會槓桿率，是衡量資產負債表宏觀風險的主要指標。當前，希臘等「歐豬五國」(PIIGS)、乃至意大利、法國、英國和美國等發達經濟體陷入危機而難以自拔，主要歸因於其主權資產負債表均落入了高負債和高槓桿率的窘境，其清償力被國際社會嚴重質疑，有些國家甚至嚴重到非有外部援助而不可終日的程度。相反，中國大陸由於資產負債表的淨值為正，在相當長時期內，基本上不存在來自清償力的風險。

結構層面的風險可大別為三種類型。其一是資產負債表錯配風險。它包括貨幣錯配

(currencymismatch)、期限錯配(maturity mismatch)和資本結構錯配

(capitalstructure mismatch)。這三種錯配所形成的風險集中體現為流動性風險。其二

是債務在部門之間轉移所蘊含的風險。它考察的是構成國民資產負債表的若干主體各自資產負債的風險狀況，以及這些風險的相互關係。這裡揭示的是債務風險的部門分佈，以及資產和負債的產權關聯。基於此，我們可以明確梳理出債務清償的可能路徑以及資產負債的產權變動關係。其三是主權債務的動態與可持續性。在對政策赤字率、通貨膨脹率、經濟增長率和利率等基本經濟變量做出一系列假設的條件下，主權債務動態與可持續性刻畫的是政府債務餘額變化的若干前景。這種分析，顯然構成國民資產負債表戰略的重要參考基礎。

1. 資產負債表錯配風險

主要有貨幣錯配、期限錯配和資本結構錯配三種形式。

(1) 貨幣錯配風險

當一個權益實體（包括主權國家、銀行、非金融企業和家庭）的收/支活動使用了不同的貨幣計值，其資產和負債的幣種結構不同，從而導致其淨值或淨收入（或者兼而有之）對匯率的變化非常敏感，即出現了貨幣錯配。2010年，中國大陸的對外資產為41,260億美元，對外負債為23,354億美元，淨國際投資頭寸達到17,907億美元。由於外幣資產大於外幣負債，中國大陸面臨的主要問題是債權型貨幣錯配。這與亞洲金融危機及此次危機中危機國家普遍面臨債務型貨幣錯配存在明顯區別。在中國大陸外匯資產的幣種結構中，約60%—70%是美元，20%—25%是歐元，其餘則為英鎊、日元等。從2005年7月啟動新一輪人民幣匯率形成機制改革至2011年末，人民幣對美元匯率中間價已累積升值31.4%，這一變化，使得中國大陸外匯資產蒙受了巨大的賬面損失。今後人民幣若繼續升值，此類損失依然不可避免。

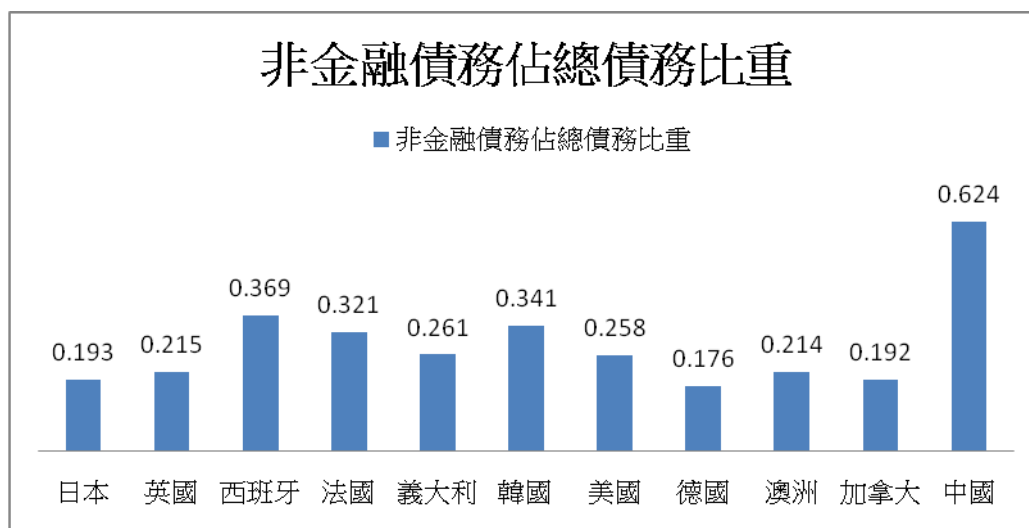
(2) 期限錯配風險

中國大陸正處於城鎮化加速發展的過程中。城鎮化需要大量的投資。相比於工業化，城鎮化投資不僅規模巨大，而且期限更長。在資本市場發展滯後，長期資金供給機制很不完善的條件下，商業銀行本就存在的「借短用長」風險更加彰顯。地方政府的情況亦然。它們承擔著大量的城市基礎設施投資。這些投資週期長、見效慢，需要5—10年方能產生現金流。然而，支持這些項目的資金來源高度依賴於土地出讓金、稅收收入、中央代地方發行的債券，以及通過地方融資平台所籌措的一些中短期融資。這就導致債務期限與項目的現金流分佈的嚴重不匹配。這些錯配雖然一般不會產生償付風險，但一定有流動性風險存在其中。

(3) 資本結構錯配

主要指經濟主體過分依賴負債融資，而資本金或所有者權益（equity）在融資結構中的比例過低。通過國際比較我們發現圖1中，中國大陸非金融企業債務佔總債務的比重為62.4%，比其它國家的比重要高30到40個百分點。這凸顯出以銀行為主導、以債務融資為主體的中國大陸金融體系的痼疾。毫無疑問，這種資本結構錯配，使得中國大陸的非金融企業的債務水平和槓桿率均處於極易引發危機的境地(如圖4-1)所示。

圖 4-1_非金融債務佔總債務比重



資料參考：李揚等於中國大陸社科院發表之「中國大陸主權資產負債表及其風險評估」

2. 或有負債風險（房地產信貸風險）

房地產信貸風險這裡的或有負債風險主要包括房地產信貸風險和社保基金缺口風險。房地產信貸風險屬於金融部門資產負債表的風險。但考慮到政府對於金融部門提供著隱性擔保，這一風險最終會由政府來部分承擔，因此，我們將它歸入政府的或有負債風險之中。在歷史上，中國大陸處理商業銀行的壞賬，曾先後採取過政府注資的再資本化方式，以及壞賬剝離後由央行再貸款予以替代的方式等加以解決。這些方式將風險從銀行部門轉移到政府部門，最終形成了國家主權風險。

中國大陸的房地產信貸風險暴露，以房地產開發貸款與住房抵押貸款佔銀行業全部貸款的比重來衡量，始終沒有超過 20%。就國際標準而言，這一水平並不算高。同時，中國大陸目前的按揭貸款與抵押品價值比率（loan-to-value ratio）平均低於 70%。因此，家庭部門住房抵押貸款的槓桿率水平尚處於低位。從銀監會披露的商業銀行不良貸款分行業情況看，房地產業和個人住房按揭貸款的不良貸款比率分別為 1.26% 和 0.37%，與其他行業或項目的不良貸款率相比，其水平並不太高。由此可以認為，銀行部門的房地產貸款的風險暴露，仍然處於可控的範圍之內。

儘管銀行貸款對房地產業直接的風險敞口不大，但間接的風險需要重視。首先，在中國大陸銀行業的貸款業務中，抵押貸款佔比較高。從工、農、中、建、交五大行的情況看，所放貸款的 30%—45% 是抵押貸款，特別是房地產抵押貸款。以房地產為抵押擔保的貸款，

除了家庭住房抵押貸款和開發商抵押貸款之外，還包括主要以國有企業土地使用權為抵押擔保的地方融資平台貸款、其他基礎設施投資和產業投資抵押貸款等。如果房地產價格出現大幅度下滑，抵押品的價值就會相應縮水，一旦債務人出現違約的情況，銀行部門就會遭受較大損失。與此同時，由於房地產業的前向和後向產業關聯度較高，是國民經濟中佔據系統重要性地位的產業，一旦房地產業出現大幅度向下調整的情況，將不可避免地衝擊大量相關產業，進而對銀行系統的資產質量形成連鎖性不良影響。此外，地方政府融資平台也與房地產業高度相關。在貸款項目自身現金流有限的情況下，債務償還對土地出讓收入的依賴性極大。審計署的審計結果顯示，2010年底，地方政府負有償還責任的債務餘額中（67109.51億元），承諾用土地出讓收入作為償債來源的債務餘額為25473.51億元，佔38%，共涉及12個省級、307個市級和1131個縣級政府。如果房地產業遭遇困境並影響到土地出讓收入的規模，地方融資平台的貸款質量也將受到負面影響。在實踐中，上述間接風險轉化為現實風險而集中爆發的必要條件，是房地產價格的深度調整。其充分條件，則存在於住房價值相對於GDP和居民收入的比價之高低。如果住房價值/GDP以及住房價值/居民可支配收入的比價較高，則房地產價格的深度調整極有可能引發房地產市場危機，且極有可能進一步引發全面的經濟危機。

綜合而言中國大陸主權資產負債表近期的風險點主要體現在房地產信貸與地方債務上，而中長期風險則更多集中在對外資產負債表、企業債務與社保欠賬上。而無論哪一類風險，都與當前的發展方式密切相關。也就是說，應對或化解風險的最佳辦法是轉變發展方式；同時也需要從政策層面有更為積極的應對，比如，精心設計房地產市場發展與調控政策，探討體制性地解決地方債務問題的路徑等等，就顯得更為緊迫。

第三節 地方財政

綜觀中國大陸地方財政，可歸咎於財政與地方的財政關係，在歷經了近代分崩離析的政黨派系輪替，並經過中央與地方的角力、協調後，經歷了多次財政權利改組，每次的權利移轉及財政分稅體制不僅是著眼於地方經濟環境改善更有助於中國大陸在「宏觀調控」

上財務結構的重整及確保政策的落實。依據《中國大陸稅收與現代國家治理》即說明了稅收是國家取得財政收入的一種工具，其本質是一種分配關係。取得財政收入的方式非常多元，如徵稅、發行國債、發行貨幣、規費、罰款等。其中稅收是主要形式，至1994年稅制改革以後，稅收占財政收入皆佔90%以上。但近年來因為非稅收入的增加(拍賣土地收入)，使稅收占財政收入的比例偶有低於90%的現象。再者，國家在履行其公共職能的過程中必然會有公共支出，在中共第十八屆三中全會審議通過《中共中央關於全面深化改革若干重大問題的決定》提出了現代國家治理概念，具體表達了國家治理與治理能力的現代化，此一構思與該文中多次出現「構建現代市場體系」相互呼應，並強調財政體制的重要性是促進社會進步、長治久安的基石。

1978年以後，大陸經濟轉型由原本計劃經濟轉向改革開放，在從前的計畫經濟上原始財政收支皆收歸地方所有，再由中央統籌分配給地方，自給自足。但至1978年以後，地方政府追求區域發展外且追求GDP增長，因此促使了中國大陸經濟快速發展。觀察中國大陸近代財政變革在改革開放後共出現過二次較巨大的轉型，第一次轉型是下放權力並且讓與地方單位擁有獨立徵收稅款並自行運用的「財政包乾體制」，第二次的變革乃是改革來自財政包乾體制下政策缺失所造成的危害，藉由中央收回部分權力實施中央、地方分權的制度，故又稱「分稅體制」。

首先，何謂「財政包乾體制」？財政包乾體制是指中央賦予地方一定稅收徵收權力並且自行運用，允許地方自主決定其預算大小及分配結構，財政包乾體制在意義上正式宣告了計畫經濟的結束，地方政府擁有私有資本的開始，該制度的優點是當地方擁有超額預算(預算盈餘)，則地方政府可以自行運用，無須再上繳中央，此舉亦促使地方發展並增加地方政府施政積極性。

但在1993年，中國大陸財政卻開始出現失衡的現象，地方財政亦自此之後開始出現赤字(表)，中央經費呈現不足，於是開始了改革開放後第二次的變革，抑是實施「分稅體制」的開端，所謂「分稅體制」係在中央與地方進行財政權力的劃分，並藉此樹立中央與地方的財政管理範圍，其優點是地方能夠保有部分行政自主權外，中央也能夠推行國家政策達

到施政目的，此役也確立了中央與地方的獨立性。¹¹

表 4-4_中國大陸地方財政收支表

單位:億人民幣	中國中央-地方財政收支表											
	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
地方財政收入	956.49	915.04	875.48	864.72	865.79	876.94	977.39	1235.19	1343.59	1463.06	1582.48	1842.38
地方財政支出	589.97	626.71	666.81	512.76	578.17	649.92	807.69	1209	1368.55	1416.55	1646.17	1935.01
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
地方財政收入	1944.68	2211.23	2503.86	3391.44	2311.6	2985.58	3746.92	4424.22	4983.95	5594.87	6406.06	7803.3
地方財政支出	2079.12	1090.81	2571.76	3330.24	4038.19	4828.33	5786.28	6701.06	7672.58	9035.34	10366.65	13134.56
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
地方財政收入	8515	9849.98	11893.37	15100.76	18303.58	23572.62	28649.79	32602.59	40613.04	52547.11	61078.29	
地方財政支出	15284.45	17229.85	20592.81	25154.31	30431.33	38339.29	49248.49	61044.14	73884.43	92733.68	107188.34	

資料來源：本研究自行整理

當政府開始實施分稅體制時，便確立了中央與地方的獨立性，同時地方擁有的財政自主權象徵中央不再干涉地方籌措財源及支配所得，但此舉也意味著可能增加地方政府施政效率或是增加官員腐敗貪污的可能性從而增加地方風險的形成。其次，有證據顯示許多省份的財政赤字極為嚴重迫使其必須仰賴舉債來支應地方支出，後續更出現債務上以借新還舊的方式進行，根據中國大陸國家審計處公布資料顯示，地方政府須償還 1.3 萬億的債務，而商業銀行在近期也將部分地方貸款予以展延，這些現象的出現也被視為地方財政風險開始渲染到金融系統性風險的累積信號。

表 4-5_中國大陸財政赤字數

中國財政收支餘額(十億人民幣)									
年月	2012/12	2011/12	2010/12	2009/12	2008/12	2007/12	2006/12	2005/12	2004/12
數值	-869.95	-537.34	-677.27	-778.16	-126.23	154.04	-166.25	-228.1	-209.04
變動率	0.618994	-0.20661	-0.12965	5.16462	1.819462	-1.92656	-0.27115	0.091179	-

資料來源:TEJ經濟新報

表面看來，中國大陸地方債務在全球金融危機期間急遽膨脹，各地政府大量舉債如今債台高築，以地方財政收入看來並不足以因應支出，又追求中央發展的同時地方財源短絀、杯水車薪，除了既得利益者外，各地發展與 GDP 成長仍與地方政府績效掛勾，追求表面發展，實則加劇地方債務滋長。

¹¹ 參考江婉慧(2010)，「中國大陸大陸財政地方分權對其地方政府效率的影響」，國立政治大學財政研究所碩士論文。

2014年中國大陸國務院總理李克強曾在政府工作報告中曾經提及中國大陸將安排赤字達到1.35萬億元，比去年增加1500億，總體佔GDP比重不超過3%，國債餘額亦不超出60%，整體尚在可控範圍內。儘管如此，地方財政風險仍然存在，因在2013年以後中國大陸地方性債務開始進入償還高峰，潛在的風險仍為外界所關注，並且不排除特定以賣地、融資手段獲取建設基金的地區爆發大量違約潮。此時，關注地方政府向銀行貸款及貸款流向、銀行表外商品及嚴禁未經核准金融商品販售便成為控管區域性風險傳染至系統性風險的必要手段。

一、大陸地方財政風險的定義、特徵

地方財政風險是指地方政府的財政運行過程中，由於多種主、客觀因素影響，特別是一些不確定的因素，財政的正常收支發生困難，從而導致地方政府職能難以履行、政府機器運轉不暢、地方經濟停滯不前或下降、社會穩定遭破壞的可能性。

財政風險是一種客觀存在，它在時間上、空間上都存在，無論何時、何地、無論人們主觀上是否承認，財政風險都真實存在。同時，任何人也都無法預測財政風險何時發生，影響力、破壞力有多大。因此，財政風險具有客觀性。但從另一方面說，財政風險也具有主觀性。財政風險的發生、危害大小常常受到人們心理預期的影響。當人們對經濟形勢的心理預期普遍較好、對政府經濟活動普遍充滿信心時，就會主動配合政府來消除一些不利事件，避免財政風險發生和擴大化。因此，財政風險具有一定的主觀性。

地方財政風險的隱蔽性和潛伏性。一方面，任何一個國家的財政體係都龐大無比，財政收支涉及方方面面，收支活動影響到經濟社會生活各個角落，財政風險、財政困難分散在各個利益主體、各自經濟活動環節中，由於每一個主體、每一個環節的風險不易被人察覺，所以說財政風險具有隱蔽性。另一方面，政府的財政收支活動、稅收、借債、投資等活動，行為主體的執行者是政府，行為效果的負責者也是政府，這種執行是以國家的政治權力為依托。當財政風險嚴重、出現入不敷出的可能性時，政府完全可以通過擴大徵稅、發行貨幣、減少投資、降低居民福利、縮減公共服務等方式消化財政風險。這種解決財政

風險的措施具有極大的潛伏性，措施的不利後果只有累積到一定程度才能被人察覺。

地方財政風險具有多渠道傳導性。一旦某一類型的財政風險出現，通常會傳導到另一財政領域，形成另一種形式的財政風險。很明顯的例子是財政收入的減少會加劇赤字風險，地方政府為了縮小赤字風險，常常會通過舉債的方式來消除赤字，由此導致地方政府的債務風險。如果從預算級次、從政府主體看，也具有各個政府間的傳導性。下級財政收支、債務出了問題，發生了財政風險，這種財政風險可能向上級政府進行層級轉移。如地方政府出現財政風險、財政困難時，中央政府必然施以援手。¹²

二、大陸地方財政風險的表現

地方財政風險可以分為地方財政收入風險、地方財政支出風險、地方財政赤字風險和地方政府債務風險。當合理劃分地方政府所應承擔的事權範圍之後，地方政府的財力應與地方政府的事權大致相等。當地方政府的稅收收入、預算外收入、上級轉移支付收入等不能滿足地方政府提供必須公共產品和公共服務時，地方財政的收入風險便出現了。衡量地方財政收入風險的指標有財政收入佔 GDP 的比重、地方政府稅收收入佔財政總收入的比重等。地方財政支出風險主要是指地方政府如何花錢的問題，包括地方政府預算支出是否公開透明、是否符合大多數居民意見、程序是否合法、財政支出結構和支出項目是否搭配合理、財政支出資金是否有效、財政資金的績效評價是否較高等。財政赤字風險是指地方政府財力滿足不了正常財政支出，給當地經濟社會發展帶來損害的可能性。衡量標準通常為赤字率，即財政收支缺口佔 GDP 的比率。財政債務風險是指地方政府債務的規模大小、結構配比等風險，衡量標準包括債務負債率、債務償債率、債務項目構成等。

三、大陸地方財政風險的特殊性

由於地方政府直接面向廣大居民，負責給當地居民提供最基本、最直接的公共產品和

¹² 參考許柳鵬、黃書猛所著「地方財政風險表現及成因分析」

公共服務，所以，地方財政風險的發生，如果得不到很好地化解的話，會給區域內居民帶來重大的福利損失，嚴重影響到居民的生活。

各個財政風險的承擔主體不同，一級政府承擔一級風險。中央財政風險由中央政府承擔，地方財政風險由地方政府承擔。同時，兩者可動用的行政資源、社會資源不同，中央政府有更大的行政資源、社會資源可以動用，如中央政府可以通過動用中央企業、國有銀行資源、公開發行政府債券、增加貨幣發行量等方式來化解中央財政風險，而地方政府只能依靠增加稅收或增加額外收入的形式來化解財政風險。

與中央財政風險相比，地方財政風險透明度低。由於預算管理的不健全，地方政府的或有負債規模、借款利率、還款條件等都不被學者和公眾所知，因此很難弄清地方政府的財政風險大小。中央政府具有發債權，債務風險中多為直接債務風險，並且很多預算試點改革都是由中央各部委開始的，預算管理健全，財政風險數據較易獲得，因此財政風險的透明度高。

地方財政風險多是被動產生風險，中央財政風險多是主動產生風險。由於財力與事權的客觀不對稱性，地方財政必然出現收支缺口產生的赤字風險。而中央財政風險多是解決國有企業破產下崗職工的拖欠工資產生的支出風險、熨平經濟周期發行國債產生的直接債務風險、解決社保負債形成的或有債務風險，都是主動解決這些問題產生的風險。

地方財政風險更多是自下由上的傳播性風險，而中央財政風險是一種兜底風險。在地方政府財政風險和中央財政風險沒有各自明確的情況下，地方財政風險和中央財政風險往往是風險大鍋飯。地方財政風險可以傳導給中央政府，而中央政府的財政風險只能由中央政府承擔，不能傳導給更高的上級政府。

四、地方政府財政支出風險

政府的財政支出是指政府為了履行其經濟、社會職能而支出的一切費用總和，它是政府活動的一個最重要方面，直接體現了政府的職能範圍。由於政府認知的不完備性、各利益集團追求自身預算分配最大化等也可能導致財政支出政策目標的偏離，使財政資金不能

滿足政府需求或達不到預期目標，由此導致政府的財政支出風險。我國現階段的財政支出風險主要表現為財政支出預算問題、支出決策問題、支出結構三方面風險。

真正意義上的財政預算，從產生之初，就具有約束財政資金使用、監督政府財政活動的功能。但大陸的政府預算在安排財政資金使用、監督政府活動方面發揮作用不大，更多情況是個擺設品。政府的預算過程分為預算編制、預算執行和決算三個過程，尤其在前兩方面存在的問題突出。

當前，預算管理存在的問題主要有：

(一) 預算編制過於粗略，流於形式。

財政部門提交的預算草案項目不細，預算報表所列科目級次過少，所列內容過粗，且沒有比較詳細的說明材料。政府向人大提交的預算報告過於籠統，不但普通人大代表難以看懂，即使是許多專業人士也不甚明了。

(二) 預算透明度太低，公眾獲取預算信息渠道不暢。

上海財經大學蔣洪教授及其團隊歷時一年完成的中國大陸省級財政透明度排行榜中，只有一個福建省及格，其餘都不及格。所有的省平均得分是 20（以 100 分制計）。一般認為，政府財政預算報告是機密，不能隨便對外公佈。第三，預算審批走過場。由於預算審查專業性、技術性很強，而目前各級人大預算審查專業人員匱乏，因此，人大很難對預算進行細緻的審查。各級人民代表大會會期一般不超過 15 天，而人代會要依法進行各項預定的議程，其中審查預算的時間最多不超過一天，地方的人代會由於會期較短，留給審查預算的時間甚至只有幾個小時。第四，預算執行隨意化。《預算法》規定，如果在預算執行過程中遇到預算收入超收或短收情況時，政府應該提出追加或追減預算的調整計劃，經相應的人大機關的批准，然後調整年度財政預算。但這一規定例來不被重視。《預算法》實施以來，地方政府對預算的調整比較頻繁，預算資金調劑過於隨意，預算與決算往往有很大差距。第五，財政支出的分配額採用基數法，即下一年的財政支出必須依據上年財政支出的總額進行適度增大。這就有可能造成需要擴大財政支出的政府獲得不到財政支出預算額度，不需要財政支出的政府卻獲得了過量的財政支出額度，這種做法不僅造成財政支出的

浪費，更形成財政支出低效、利益分配不規範等問題。

預算監督是監督主體對各級政府和預算單位的預算編制、預算執行、預算調整以及決算等活動的合法性和有效性實施的監察和督導。各國的預算監督制度的經驗表明，有效的預算監督體系，能夠避免和糾正預算決策的重大失誤，合理配置和有效使用預算資金，提高政府提供公共產品的效率。

五、地方財政支出結構風險-購買性支出和轉移性支出配比風險

根據政府的財政支出是否直接和商品、服務發生交換關係，可以將財政支出分為購買性支出和轉移性支出。購買性支出是指政府直接購買商品和服務，如政府的經濟建設投資、支付公務員工資；轉移性支出是指補貼給居民的支出，由居民得到政府財政支出補助後再購買商品，如社會保障支出、政策性補貼支出。考察這一配比關係的作用是實證分析一國政府有大多程度上直接參與經濟過程，從而反映出政府的職能偏好是市場的資源配置還是居民的收入再分配。

十一五期間政府的職能將實現了重大轉變，提出了重視效率的同時，更加兼顧公平，說明政府的職能將由重視資源配置轉變為重視收入再分配。隨著政府職能和行政理念的轉換，考察同一時期國際上其他國家的財政支出結構便有了實際意義。與國際相比，我國財政支出中購買性支出和轉移性支出符合國際標準，風險不大，但隨著我國政府職能的轉換，仍存在優化的空間。各國歷史體制的不同和政府執政理念的不同，國際上存在兩種模式—歐洲（特別是北歐國家）的高福利國家模式和美國的「小政府」低福利國家模式。據測算，從1995~2009年，歐盟15國轉移性支出平均佔一半預算支出的45%，其中德國佔到60%，最低的西班牙也佔到40%，近幾年加入歐盟的國家也佔到30%~45%之間。在以美國為首的徹底小政府低福利的市場經濟性國家中，轉移性支出佔的比例較低，例如，美國為30%，韓國介於10%~20%。目前轉移性支付「十一五」之前為20%，2006至今已達到25%左右。與美國、韓國等國家相比，達到了一般標準，但與歐盟國家相比，轉移性支出所佔比例較低。

這種比較對大陸財政支出的意義：一方面，我國要謹慎的吸取歐盟國家的高福利國家的經驗，高福利可能帶來財政支出負擔過重，居民對工作熱情不高；另一方面，也要避免走美國、韓國等國家的老路，對企業和居民補貼較少導致居民生活壓力過大，自身社保支出、民生支出過重，進而引發民生和社會穩定方面的問題。

六、地方財政投資性支出和消費性支出配比風險

政府的購買性支出包括兩個部分：一部分是政府的投資性支出，另一部分是政府的消費性支出。廣義的政府投資性支出主要指政府對社會公益性、公共服務領域和基礎產業領域、農業生產領域等方面的投資性支出。狹義的政府投資性支出主要是指政府各類資本性支出。我國政府的投資性支出的特點：基本建設支出在政府投資性支出構成中所佔比重一直很高。對於一國財政投資性支出多大比例才是合適的，很難得到一個準確答案。但一般認為，大陸投資性支出在財政總支出比例高於發達的市場經濟國家，也高於中東歐轉型經濟體國家。近年來政府的投資性支出佔財政支出的總比例為 20% 左右。歐盟 15 國多年來一直維持在 8% 左右，中東歐轉型國家略高，大約為 15%，美國作為小政府的典型代表，一直維持在 15%~20%，韓國為 5%~10%。政府的消費性支出主要包括兩個方面：一是政府購買商品和服務，二是政府支付的工資、薪金以及其他項目。在這些消費性支出中，哪些是用於居民的教育、科技、文化、衛生、體育支出等公共物品和公共服務的支出，哪些是用於政府部門自身的消費，即用於行政單位、事業單位的經費支出，不得而知。不可否認的是，雖然政府用於公共物品和公共服務的支出逐年增加，但用於行政單位和事業單位的支出可能增加的更快。

因此，可以得出這樣的結論：近些年來，政府的投資性支出比重呈逐年下降趨勢，但消費性支出呈現逐年擴張的態勢，特別是用於支付行政單位和事業單位的支出。消費性支出的增加符合世界範圍各國財政支出趨勢，但消費性支出分為公共物品和公共服務支出與政府本身的行政、事業單位支出，行政和事業單位支出過大，則可能擠占公共物品和公共服務的支出，進而影響公共產品和公共服務的價格，造成公共產品和公共服務價格的高

漲，大陸近年來的上學貴、看病貴，很大一部分是政府的消費性支出結構不合理造成的。

第四節 假帳

為從「假帳」問題的角度來思考兩岸金融(財務、資金)往來可能存在的風險，我們將分別以台灣及中國大陸為主要研究樣本，針對不同的情境、背景進行相關的討論與延伸發展可行的數據分析。分析重點主要聚焦於：(1)我國自 2008 年開放 F 股來台上市的可能問題；(2)分析中國大陸舞弊事件的發生與盈餘管理之關連性；(3)探討銀行與企業間的借貸關係，並從公司治理的角度來檢視銀行是否能有效發揮其監督機制，防止企業的盈餘操弄行為。

一、 F 股可能存在的財報不實問題

為了提升我國證券市場的交易活絡程度，鼓勵 F 股上市，是近來主管機關政策之一，而所謂的 F 股，指的是來台第一上市、上櫃及興櫃外國企業，為依照外國法律所登記註冊之公司，未在國外證券市場掛牌交易，來台進行第一上市或上櫃發行股票者。由於來台掛牌的公司多設在英屬開曼群島，在台掛牌之簡稱以「KY」為開頭，而為了廣納各國企業來台上市，自 2012 年 1 月 2 日起，其簡稱改以 F 開頭。在股票面額的規定方面，亦與國內上市櫃公司稍有不同，股票每股面額 10 元者，以「F-」開頭，而股票為無面額或每股面額非 10 元者，以「F*」為開頭。截至 2014 年 11 月 10 日止，上市 F 股公司已有 39 家掛牌（已排 F-晨星於 2014 年 2 月 1 日與聯發科公司合併終止上市）、上櫃 F 股公司已有 26 家掛牌，上市櫃合計 60 家掛牌，相關 F 股公司的基本資料彙整於表 11。

F 股公司主要有兩個特性，一是 F 股在申請掛牌的過程中，通常會經過組織重組的程序，增加了組織結構的複雜度；另一個特性是其公司註冊所在地多位於第三國，目前來台掛牌的 F 股公司，其註冊地多位於英屬開曼群島，主要營運地則多位於中國大陸及東南亞，事實上，外國公司上市櫃時，通常會經過組織重組的過程，透過組織重組，以符合掛牌市場的法令規定。而所謂的組織重組，就是從不同事業體中切割出營運單位(business

unit)，再組合成符合掛牌市場法規的型態，其間經過拆解、拼組，多數重組為「控股公司」的架構，而組合而成的控股公司中，只要其中一個事業體營運時間超過三年，而控股公司成立滿一年，即符合我國 F 股的上市櫃條件。然而，由於 F 股公司的註冊地與營運地均在境外，若發生損及投資人權益事件時，透過法律途徑尋求補償的過程可能充滿挑戰。因此，對投資人來說，在投資 F 股前，必須審慎擬定其投資決策，以降低投資風險。

(一) F-再生事件

日前我國證券市場 F 股受到國外投資機構發布空方投資報告，目標股價為 0 元，引起國內市場震撼；過去國內也曾發生外國公司來台發行存託憑證，因資訊揭露的疑慮，主管機關進而增訂相關退場條款，足見 F 股的監理過程的重要性，藉由一些相關的規範、監督機制及因應措施來降低投資人在投資 F 股時可能存在的不確定風險。以下針對 F-再生事件做一簡單的說明：

格勞克斯於 4 月 24 日發布沽空報告，質疑 EVA 發泡材料廠商 F-再生的財報造假，虛報 9 成營收，並有嚴重的債務問題，將投資評等降至「不具投資價值」，給予 0 元的目標價，一舉將 F-再生打入跌停。

此後雙方數度攻防，格勞克斯(Glaucus)連發四份研報，主要聚焦在通過政府稅收記錄質疑其誇大淨利 10 倍，通過土地記錄質疑其誇大資本支出，也質疑其遠高同業的利潤率。

F-再生公司也數度出面澄清，針對質疑一一回應，但期間 F-再生股價數次跌停。直到證交所啟動 3 天查核機制後，表示經初步判定，F-再生財報沒有異樣，直指禿鷹機構格勞克斯散佈謠言已違法，當日股價從跌停上衝至漲停。

6 月 6 日股東會上，F-再生董事長丁金造缺席，當日股東會決議變更現金股利發放，從每股派發 2.5 元現金降至 1 元，衝擊每股合計派發股利從 5 元降至 3.5 元，凸顯經過禿鷹狙擊後，原本首季現金水位高達 40 億元的 F-再生也面臨現金流的問題，不得不降低現金股利來保留資金在手。

在此事件中，我國證交所等主管機關大動作力挺再生公司，替再生背書，且經過查核，該公司似無假帳之可能，甚至連金管會主委都力挺 F 股到底，並強調強調格勞克斯故意發布

重大不實消息，一定要依法究辦，絕不能讓禿鷹想來就來。由此國際禿鷹與F-再生事件的攻防過程中，凸顯了投資人從事投資決策時，不應被股市分析師或是聳動的研究報告所影響，仍得徹底對被投資公司有詳實的了解，與透徹的分析。此外，主管機關在此事件中似乎應基於公正中立的第三方角色，以提升國內良好的投資環境，而不應偏頗於企業方，甚至背書無假帳一事。

(二) 渾水公司(Muddy Waters)的存在對企業所帶來的威脅

渾水公司(muddy water research)在其官方網站上面並未列示其公司的辦公位址、聯繫電話等相關資訊，但該公司在香港辦事處的註冊地址係位於九龍尖沙咀柯士甸道122號麗斯廣場19層D室，成立於2010年6月28日。而當日也是渾水公司發佈第一篇研究報告的日子，該報導主要係針對在北美上市的中國大陸公司—東方紙業(ONP)的財報造假問題。

渾水成立的目的主要是想抓住那些試圖渾水摸魚的中國大陸概念股公司。渾水聲明自己是一家盈利性機構，他們向投資者出售研究產品及服務，包括盡職調查服務等。北美資本市場上的渾水公司因其連續揭發中國大陸概念股的造假醜聞而成名，而該公司團隊一直潛伏在中國大陸。渾水在其官網宣稱其使命為「講述真實、提高透明度、導致有利投資者的揭露」。然而，渾水公司卻也在透過發佈做空上市公司的研究報告中進行獲利，正如他們於研究報告中提及「您應該認識到使用渾水研究的風險……渾水及其客戶和雇員，在出版這個報告之時，已經對所述股票採取了做空策略，並將從股票下跌中獲利」（畢竟其已聲明自己是一家盈利機構）。

茲將渾水公司對企業可能產生的影響歸納如下：

1. 渾水的做空在當天都會造成股價下跌，而後可能停牌退市，但也可能逃出重圍，一切取決於公司本身財務狀況，渾水公司曾使的4家中概股退市或暫停交易，質疑大連綠諾財報作假，23天後該公司被NASDAQ摘牌。其發佈對於嘉漢林業的研究報告當天，造成該公司股價下跌64%，公司市值在兩個交易日中蒸發了32.5億美元，S&P也隨之調降其信用評級。

2010年，中國大陸以34家公司在美上市創下紀錄後，涉嫌誇大業績的中國大陸高速

頻道、偽造合同的綠諾科技，以及管理層造假的中國大陸生物等被做空機構曝光後，遂而引起監管層關注。根據相關統計資料顯示，截至 2011 年 11 月累計約有 28 家中國大陸公司從美國主機板市場退市，這個數目幾乎是中概股總數的十分之一。在這場危機中，遭遇質疑的上市公司具有對市場義不容辭的舉證義務，當然也可搜集做空機構涉嫌造謠等證據進行反擊。

而同樣被渾水公司作空的展訊通信憑藉自身清白逃出渾水公司的威脅。在負面報告發佈後，該公司股價一度跌幅超過 30%，但最終以漂亮財報明確回擊。渾水研究創始人布洛克也首度承認失敗：如果展訊通信針對渾水公司的疑問做出符合事實的恰當回應，那麼必須承認，是我們將該公司財報中的一些疑點誤解為危險的信號。

2. 做空機制對資本市場的監督效果

美國資本市場擁有兩個層面的監管：一種是自上而下的，即證監會和證券交易所的監管；而另一種是自下而上的，即廣大投資者對上市公司的監管，這包括集體訴訟和做空兩種方式。上市公司一旦作假而被那些做空機構窺破，殺傷力一般將大於證交會甚至法院。在 1995 年至 2002 年間，做空者發現的惡意會計手法比證券交易委員會發現的總和還要多。而最早質疑安隆公司財務欺詐的 James Chanoes，就是一位善於做空的對沖基金經理。

每當帶有負面消息的研究報告發佈，市場投資者都會在價值判斷上產生博弈，相信的選擇退場，不相信的選擇堅守。但現實中影響大眾投資群體對市場波動的想像力並非資訊本身，而是它發生和引起注意的方式。做空者對可引發暗示的資訊進行濃縮加工，形成令人瞠目結舌的驚人形象並在群體中的擴散和放大，往往能形成控制市場的主導輿論，最終將市場朝著所期望的方向推動。這時候，上市公司不得不重視這類報告對股價的影響，唯一能避免波動的辦法唯有誠信經營與資訊透明。

表 4-6_目前在台上市櫃之 F 股的基本資料

上市別	簡稱	公司中文全稱	設立日期	最近上市日	TEJ 產業別	會計師事務所
TSE	1262 F-綠悅	綠悅控股	20130117	20140116	99 其他	勤業眾信聯合會計師事務所

TSE	1337 F-再生	亞洲塑膠再生 資源控股	20100108	20110817	13 塑膠工業	勤業眾信聯合會計 師事務所
TSE	1338 F-廣華	廣華控股	20091208	20121219	22 汽車工業	安侯建業聯合會計 師事務所
TSE	1340 F-勝悅	勝悅新材料	20120614	20140114	13 塑膠工業	勤業眾信聯合會計 師事務所
TSE	1589 F-永冠	永冠能源科技 集團	20080122	20120427	15 電機機械	勤業眾信聯合會計 師事務所
TSE	1590 F-亞德	亞德客國際集 團	20090916	20101213	15 電機機械	勤業眾信聯合會計 師事務所
TSE	1592 F-英瑞	英瑞國際	20091119	20141016	15 電機機械	勤業眾信聯合會計 師事務所
TSE	1626 F-艾美	艾美特(開曼) 國際	20040311	20130321	16 電器電纜	安侯建業聯合會計 師事務所
TSE	2115 F-六暉	六暉控股	20091019	20131225	21 橡膠工業	鼎信聯合會計師事 務所
TSE	2637 F-慧洋	慧洋海運	20081021	20101201	26 航運	安永聯合會計師事 務所
TSE	2723 F-美食	開曼美食達人	20080926	20101122	27 觀光	勤業眾信聯合會計 師事務所
TSE	2923 F-鼎固	鼎固控股	20071205	20121207	25 建材營造	勤業眾信聯合會計 師事務所
TSE	2929 F-淘帝	淘帝國際控股	20121003	20131230	29 貿易百貨	勤業眾信聯合會計 師事務所
TSE	3661 F-世芯	世芯電子*	20030227	20141028	23 電子工業	勤業眾信聯合會計 師事務所
TSE	3665 F-貿聯	貿聯控股	20000601	20110421	23 電子工業	勤業眾信聯合會計 師事務所
TSE	3673 F-TPK	TPK Holding Co., Ltd.	20051121	20101029	23 電子工業	勤業眾信聯合會計 師事務所
TSE	4137 F-麗豐	麗豐	20120703	20131127	17 化學生技 醫療	安侯建業聯合會計 師事務所
TSE	4141 F-龍燈	龍燈環球農業 科技	20090703	20120425	17 化學生技 醫療	勤業眾信聯合會計 師事務所
TSE	4144 F-康聯	康聯控股	20100323	20111005	17 化學生技 醫療	安永聯合會計師事 務所
TSE	4935 F-茂林	茂林光電科技 (開曼)	20000728	20110728	23 電子工業	致遠聯合會計師事 務所

TSE	4958 F-臻鼎	臻鼎科技控股	20060605	20111226	23 電子工業	資誠聯合會計師事務所
TSE	4977 F-眾達	眾達科技	20071016	20131120	23 電子工業	勤業眾信聯合會計師事務所
TSE	4984 F-科納	科納光通	20081124	20110831	23 電子工業	勤業眾信聯合會計師事務所
TSE	5215 F-科嘉	科嘉 (開曼)	20090817	20111226	23 電子工業	勤業眾信聯合會計師事務所
TSE	5225 F-東科	東科控股	20110201	20121105	23 電子工業	勤業眾信聯合會計師事務所
TSE	5243 F-乙盛	乙盛精密工業	20080617	20131125	23 電子工業	勤業眾信聯合會計師事務所
TSE	5264 F-鎧勝	鎧勝控股	20100810	20130125	23 電子工業	安侯建業聯合會計師事務所
TSE	5280 F-敦泰	敦泰科技	20120720	20131108	23 電子工業	勤業眾信聯合會計師事務所
TSE	5288 F-豐祥	開曼商豐祥控股	20110718	20140925	15 電機機械	安永聯合會計師事務所
TSE	5538 F-東明	開曼東明控股	20091130	20131216	20 鋼鐵工業	勤業眾信聯合會計師事務所
TSE	5871 F-中租	中租控股	20091224	20111213	99 其他	安侯建業聯合會計師事務所
TSE	5906 F-台南	台南企業 (開曼)	19990208	20111024	29 貿易百貨	資誠聯合會計師事務所
TSE	5907 F-大洋	大洋百貨集團控股	20060823	20120606	29 貿易百貨	安侯建業聯合會計師事務所
TSE	6415 F-矽力	矽力杰	20080207	20131212	23 電子工業	勤業眾信聯合會計師事務所
TSE	8404 F-百和	百和興業	20061106	20110518	99 其他	勤業眾信聯合會計師事務所
TSE	8411 F-福貞	福貞控股	20090826	20111101	99 其他	安侯建業聯合會計師事務所
TSE	8427 F-基勝	基勝 (開曼) 控股	20100908	20111206	99 其他	勤業眾信聯合會計師事務所
TSE	8429 F-金麗	金麗集團控股	20101215	20121220	29 貿易百貨	資誠聯合會計師事務所
TSE	9802 F-鈺齊	鈺齊國際	20091124	20121018	99 其他	資誠聯合會計師事務所

OTC	1256 F-鮮活	鮮活控股	20100112	20120905	12 食品工業	勤業眾信聯合會計師事務所
OTC	1258 F-其祥	其祥生物科技 控股	20100511	20111212	12 食品工業	安永聯合會計師事務所
OTC	1591 F-駿吉	英屬開曼群島 駿吉控股	20091119	20120323	15 電機機械	安永聯合會計師事務所
OTC	2724 F-富驛	富驛酒店集團	20020115	20120529	27 觀光	勤業眾信聯合會計師事務所
OTC	2924 F-東凌	開曼東凌	20090206	20111202	29 貿易百貨	勤業眾信聯合會計師事務所
OTC	3664 F-安瑞	安瑞科技	20081219	20100624	23 電子工業	勤業眾信聯合會計師事務所
OTC	4139 F-馬光	馬光保健控股	20090714	20110429	17 化學生技 醫療	安永聯合會計師事務所
OTC	4154 F-康樂	康樂生技	20100809	20111228	17 化學生技 醫療	勤業眾信聯合會計師事務所
OTC	4157 F*太景	太景醫藥研發 控股	20050915	20140117	17 化學生技 醫療	勤業眾信聯合會計師事務所
OTC	4745 F-合富	合富醫療控股	20051104	20130130	17 化學生技 醫療	安侯建業聯合會計師事務所
OTC	4912 F-聯德	聯德控股	20090929	20110429	23 電子工業	勤業眾信聯合會計師事務所
OTC	4924 F-欣厚	欣厚科技	20091016	20111018	23 電子工業	資誠聯合會計師事務所
OTC	4927 F-泰鼎	泰鼎國際	20091028	20111018	23 電子工業	安侯建業聯合會計師事務所
OTC	4947 F-昂寶	昂寶電子	20081205	20111018	23 電子工業	勤業眾信聯合會計師事務所
OTC	4966 F-譜瑞	譜瑞科技	20051115	20110913	23 電子工業	資誠聯合會計師事務所
OTC	4971 F-IET	英特磊科技	20110426	20130724	23 電子工業	資誠聯合會計師事務所
OTC	4991 F-環宇	環宇通訊半導 體控股	20101130	20140915	23 電子工業	資誠聯合會計師事務所
OTC	5227 F-立凱	蓋曼立凱電能 科技	20071116	20131209	23 電子工業	資誠聯合會計師事務所
OTC	5266 F*AS	Auto Server Co., Ltd.	19970611	20140114	23 電子工業	勤業眾信聯合會計師事務所

OTC	5276	F-達輝	達輝	20111201	20140612	99 其他	安侯建業聯合會計師事務所
OTC	5284	F-jpp	經寶精密控股	20120517	20141007	99 其他	勤業眾信聯合會計師事務所
OTC	6404	F-通訊	中國大陸通訊多媒體集團	20110620	20140724	23 電子工業	勤業眾信聯合會計師事務所
OTC	8406	F-金可	Ginko International Co., Ltd.	20070611	20120427	17 化學生技醫療	安侯建業聯合會計師事務所
OTC	8418	F-必勝	捷必勝	20100210	20111206	99 其他	勤業眾信聯合會計師事務所
OTC	8423	F-保綠	保綠資源	20091103	20120314	99 其他	安侯建業聯合會計師事務所
OTC	8426	F-紅木	紅木集團	20100820	20111213	99 其他	勤業眾信聯合會計師事務所

3661 世芯電子曾於 2009/05/18 因淨值為負而發布財務危機，至 2010/08/31 解除財務危機。

二、 F 股之盈餘管理行為的分析

(一) 統計分析結果

1. F 股公司之盈餘管理的歷年分析

表 4-7 所呈現的是 F 股上市櫃公司之歷年盈餘管理變數之趨勢，我們並按公司之營運地或是生產地是否在中國大陸來分組¹。統計結果發現表 4-7 中所呈現歷年的平均盈餘管理方式及其操弄方向或程度不一，主要仍需視公司各該年度所因應之事件而定，在此處的初步分析中，尚未排除(控制)其他可能影響盈餘管理的因素。不過，表 4-7 中卻顯示於近二年(2012 及 2013 年)，主要營運或生產地在中國大陸的 F 股，多採用實質活動的操弄來調高其帳列盈餘數字，並利用給予折扣或其他條件來提高銷貨及裁減裁量性支出的方式來達成虛增盈餘的目的。

¹由於無法直接獲取該公司是否為中國大陸註冊企業的資訊，故我們以公司的營運地或是生產地是否在中國大陸來做進一步的區隔。

表 4-7_上市櫃 F 股公司之歷年盈餘管理變數統計值(研究期間:2009-2013 年)

年度	盈餘管理 變數	上市公司		上櫃公司	
		F 股-China	F 股-非 China	F 股-China	F 股-非 China
2009	DA	-0.00532	-0.05679	0.08333	0.01248
	DA	0.07116	0.05902	0.11237	0.09410
	abn_CFO	-0.05461	-0.13619	0.01414	-0.09631
	abn_PROD	0.20031	-0.09602	0.13683	0.25939
	abn_DISX	-0.05823	0.22998	-0.09393	0.39223
	REM	-0.56985	-0.42808	-0.63527	-1.31919
2010	DA	0.03944	-0.22324	-0.03787	0.07110
	DA	0.09435	0.25085	0.07429	0.07792
	abn_CFO	-0.04123	-0.37915	-0.19446	-0.07294
	abn_PROD	-0.04208	-0.13064	-0.12972	-0.16658
	abn_DISX	-0.06883	0.15311	-0.12295	0.29949
	REM	-0.00306	-0.02821	0.23454	-0.51293
2011	DA	0.00033	-0.15432	0.05851	-0.00724
	DA	0.09259	0.15932	0.12365	0.06033
	abn_CFO	-0.03527	-0.03740	0.02499	-0.03021
	abn_PROD	0.06011	0.18943	-0.02279	-0.05614
	abn_DISX	-0.09279	-0.00288	-0.08428	0.31575
	REM	-0.19664	-0.84729	-0.11843	-0.70030
2012	DA	-0.02431	0.00132	0.01548	0.01394
	DA	0.06283	0.06919	0.10853	0.06524
	abn_CFO	-0.05004	-0.04182	-0.02950	-0.00431
	abn_PROD	-0.07842	0.13255	-0.10801	-0.02233
	abn_DISX	-0.07958	0.05219	-0.06090	0.30828
	REM	0.18766	-0.67560	0.12196	-0.81758
2013	DA	-0.02835	-0.08563	0.04558	0.00702
	DA	0.07948	0.13141	0.11444	0.08573
	abn_CFO	-0.05496	-0.10096	0.00426	-0.05120
	abn_PROD	-0.08284	-0.08136	-0.07953	-0.15068
	abn_DISX	-0.08123	0.05180	-0.10403	0.09972
	REM	0.20678	-0.03622	0.16840	-0.11800

DA: 裁決性應計項目; |DA|: 裁決性應計項目之絕對值; abn_CFO: 異常現金流量; abn_PROD: 異常生產成本; abn_DISX: 異常裁決性支出; REM: 實質盈餘管理。

2. F 股與同產業其他上市櫃公司之盈餘管理分析

除了以 F 股公司為主要的分析對象外，我們亦進一步比對於 2009 至 2013 年，F 股與非 F 股之上市櫃公司的盈餘管理行為。根據表 4-7 之統計結果，我們可看出，F 股公司之裁決性應計項目(DA)多高於一般上市櫃公司，而在盈餘管理程度上(|DA|)，F 股公司亦略

高於非 F 股的公司。此外，根據表 4-7 的結果，我們已發現在 2012 及 2013 年間，F 股公司普遍利用「操弄實質活動」來達成盈餘管理之目的，而為避免平均數的分析容易受到研究期間中其他年度不同的操弄目的/手法所影響，此部分我們主要以中位數來做檢視，整體而言，我們可以發現 F 股之 REM 的中位數亦都高於非 F 股之 REM 的中位數，間接推知 F 股公司確實存在有實質盈餘管理的行為，並以操弄盈餘向上為其主要目的。

表 4-8_上市櫃 F 股與非 F 股公司之「盈餘管理變數」比較表(研究期間:2009-2013 年)

盈餘管理 變數	上市公司				上櫃公司			
	非 F 股		F 股		非 F 股		F 股	
	平均數	中位數	平均數	中位數	平均數	中位數	平均數	中位數
DA	-0.00507	-0.00696	-0.01438	-0.00187	-0.00215	-0.00458	0.02790	0.01774
DA	0.07032	0.04702	0.08474	0.05771	0.08147	0.05393	0.09683	0.07597
abn_CFO	-0.00950	-0.00773	-0.05347	-0.03099	-0.00686	-0.00247	-0.03658	-0.03083
abn_PROD	-0.00054	0.00211	-0.00184	-0.02614	-0.00558	0.00193	-0.04390	-0.03908
abn_DISX	-0.01822	-0.01743	-0.06211	-0.03765	-0.00897	-0.00300	0.03875	-0.02712
REM	-0.01041	0.01540	-0.06946	0.06122	-0.00782	0.00834	-0.24761	0.02335

DA: 裁決性應計項目; |DA|: 裁決性應計項目之絕對值; abn_CFO: 異常現金流量; abn_PROD: 異常生產成本; abn_DISX: 異常裁決性支出; REM: 實質盈餘管理。

3. F 股與同產業其他上市櫃公司之相關財務比率的比較

我們統計出 F 股與其相同產業之其他上市櫃公司的重要財務比率，相關統計結果列示於表 4-8。從表 4-8 中可發現，F 股的權益市值對帳面價值(MB)大於 1，基本上乃具有一定的成長潛力，惟仍略低於同產業之其他公司的表現。此外，長期負債比率(DR)方面均略高於非 F 股之同產業公司的平均數，但其利息保障倍數(INTCOV)，不論是平均數或中位數，均低於非 F 股公司之利息保障倍數。

表 4-9_上市櫃 F 股與非 F 股公司之「財務比率」比較表(期間:2009-2013 年)

公司財務資訊	上市公司				上櫃公司			
	非 F 股		F 股		非 F 股		F 股	
	平均數	中位數	平均數	中位數	平均數	中位數	平均數	中位數
MB	1.56834	1.25958	1.96642	1.40585	3.86514	1.38072	2.35051	1.89932
DR	0.06925	0.02824	0.08463	0.01978	0.05504	0.00641	0.05634	0.02190
INTCO V	2602.4	21.71	923.55	30.28	1605.37	12.52	146.76	22.55

MB: 權益市值對帳面價值比。DR: 長期負債/總資產。INTCOV: 利息保障倍數。

(二) F 股的公司治理

目前證交所對於 F 股的上市審查、上市後監理，以及資訊的申報規範，均比照國內上市公司的現行制度，同時訂定有「外國發行人第一上市後管理作業辦法」。證交所考量 F 股的註冊地及主要營運地均在海外，因此訂定了「臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則」，明確規範 F 股的申請上市要件，在公司獲利的要求上，其門檻也較國內公司嚴格，如在 28-1 條²中，訂有絕對金額條件，即「最近三個會計年度之稅前淨利累計達新台幣 2.5 億以上，且最近一個會計年度之稅前淨利達新台幣 1.2 億元及無累積虧損」。

²外國發行人申請股票第一上市，合於下列各款條件者，本公司得出具同意其上市之證明文件：

- 一、符合「臺灣地區與大陸地區人民關係條例」相關規範。但大陸地區人民、法人、團體或其他機構直接或間接持有股份或出資總額逾百分之三十，或具有控制能力者，應取得主管機關專案許可。
- 二、申請上市時，申請公司或其任一從屬公司應有三年以上業務紀錄。
- 三、公司規模應符合下列條件之一：
 - (一) 申請上市時之實收資本額或淨值達新臺幣六億元以上者。
 - (二) 上市時之市值達新臺幣十六億元以上者。
- 四、最近三個會計年度之稅前淨利累計達新臺幣二億五千萬元以上，且最近一個會計年度之稅前淨利達新臺幣一億二千萬元及無累積虧損者。
- 五、記名股東人數在一千人以上，公司內部人及該等內部人持股逾百分之五十之法人以外之記名股東人數不少於五百人，且其所持股份總額合計占發行股份總額百分之二十以上或逾一千萬。
- 六、預計上市掛牌交易之股數應逾其已發行股份總數之百分之五十。
- 七、經二家以上證券承銷商書面推薦者。

同時，在加強中介機構責任部分，亦有承銷商上市前及上市後輔導期之分，也都訂有嚴格的要求，如目前在在 F 股上市前的輔導過程中，承銷商對其輔導期間至少須達六個月以上，且須由承銷商、會計師及律師等中介機構組成之團隊對公司進行實地查核及協助法令遵循

等事項。而在 F 股上市後，證交所亦要求承銷商持續輔導公司，承銷商有責任於 F 公司上市後二年內協助其遵循證券相關法令。

此外，申請 F 股上市須委請我國簽證會計師就其內部控制設計及執行之有效性進行專案審查，且申請公司上市後，於上市年度及其後二個會計年度，仍須委請會計師持續進行內部控制專案審查，以確保其內控設計及執行之有效性。在查核比重方面，對 F 股財報審閱及內控查核係以年度及第二季各期隨機選定比率至少 35%、第一季及第三季各期則隨機選定比率至少 15% 為原則，由此可知，每年對於 F 股的查核比重達 100%，以為瞭解其財務狀況及營運情形。最後，為強化 F 股的財務報告品質，金管會已增訂對 F 股之重要子公司應深入查明事項。

表 4-10_F 股的監理機制查核比重

	國內上市公司	F 股
審閱上市公司財務報告	● (抽查比重 23%)	● (抽查比重 100%)
查核上市公司內控制度	● (抽查比重 16%)	● (抽查比重 100%)
執行上市公司財務業務平時及例外管理/ 重大事件分析管理	●	●
資訊揭露		
定期：年度、各季財務報告	●	●
不定期：重大訊息及記者說明會	●	●
財務重點專區	●	●

*資料來源：證券交易所

以下再從外部治理—審計品質的角度來做討論：針對個案公司「F-再生」事件，存在虛假財報之風險，也造成我國證券市場不小的風暴。財務報表乃投資人進行投資決策時的主要參考依據，但自我國 2008 年開放 F 股來台上市後，會計師以「臨時審計證」派員或親自赴陸查帳將被禁止，F 股的簽證會計師事務所未來須透過當地合格會計師進行查帳，

並由台灣所承擔全數責任。

而從「F-再生」事件的發生似乎也凸顯出本國會計師跨境審計監理的受限，如此，財報資訊的透明度亦無法有效提升。雖然目前相關主管機關嚴格規範了事務所定期審閱或查核等監理機制，但卻難以確保受委託之國外事務所的查帳品質，從而可能再度影響投資人對大陸F股的投資信心。

根據表 4-6 所彙整目前上市櫃 F 股公司的基本資料，幾乎所有公司均聘任國際前四大會計師事務所，僅「F-六暉」委任「鼎信聯合會計師事務所」進行審計工作。根據過去文獻可知，前四大會計師事務所具有較高的審計品質(DeAngelo 1981; Choi, Kim, Kim and Zang 2010)，並能有效降低公司舞弊發生的可能性，也能抑制公司投機性的利用裁決性應計項目所從事的盈餘管理行為。然而，近期已有研究指出高審計品質雖然能減少以應計項目衡量之盈餘管理程度，但卻顯著增加公司利用實質交易活動操弄盈餘之程度；特別是在強化監理機制的沙賓法案通過後，具有強烈盈餘管理動機之公司，其應計項目與實質交易二類盈餘管理工具間似乎出現替代關係(Chi, Lisic, and Pevzner 2011; Zang 2012；戚務君、王貞靜與黃隆建 2010)。誠如前述表 4-7 及表 4-8 的統計分析結果，F 股公司似乎在近期存在利用實質活動的操弄來達成盈餘管理之目的。針對此類型的盈餘管理行為，會計師似乎無法給予明確的限制，畢竟實質活動所涉及的是與公司營運活動有關，惟為避免公司利用此法來美化財報數字，隱匿其可能不當行為所帶來的不利後果，會計師仍可以針對異常交易活動做進一步的加強審計。

以下我們也彙整分析了上市櫃 F 股公司與其同產業其他非 F 股公司的重要治理變數，以了解 F 股之公司治理機制。首先，在獨立董事比例(INDDEP)方面，不論是上市公司或上市櫃公司，F 股之董事會獨立性均高於非 F 股公司。此外，F 股公司也有較高的董監持股比率(BHOLD)、大股東持股比率(BLOCK)及機構投資人持股比率(ISHOLD)，此三個變數在一般文獻的實證發現上，多證實持股比率愈高，公司治理機制愈佳，惟在 F 股的特殊背景下，仍應進一步確認大股東的主要身份。再者，我們分別以股份盈餘偏離比(CV1)及席次盈餘偏離比(CV2)來分析可能存在的控制股東代理問題，若 CV1 及 CV2 之值愈高，意謂控制股

東代理問題愈嚴重。平均而言，我們可發現，台灣本土企業存在較為嚴重的控制股東代理問題，由其是控制股東利用掌控董監事席次來主導公司的經營決策，此乃台灣股權集中結構的特殊性，儘管過去文獻發現控制股東代理問題會降低盈餘的資訊性，但已有研究指出若公司有愈高的資訊透明度，則能減緩控制股東代理問題對盈餘資訊性造成的負面影響(吳幸蓁與林蕙晴 2014)。相較之下，雖然 F 股的控制股東代理問題並不嚴重，然而其資訊透明度(TRANS)卻較非 F 股公司為低，平均只達「B」的資訊揭露等級。

表 4-11_上市櫃 F 股與非 F 股公司之「公司治理變數」比較表(研究期間:2009-2013 年)

公司治 理變數	上市公司				上櫃公司			
	非 F 股		F 股		非 F 股		F 股	
	平均數	中位數	平均數	中位數	平均數	中位數	平均數	中位數
INDDE P	0.20458	0.20000	0.39003	0.42857	0.21933	0.22222	0.36342	0.37500
BHOL	23.7411	18.9050	26.5969	27.7550	25.7033	21.6700	34.4534	33.1750
D	0	0	0	0	0	0	0	0
BLOC	19.8087	17.5900	42.1359	37.8600	20.9274	18.5700	36.9877	30.2000
K	0	0	0	0	0	0	0	0
MHOL D	1.98613	0.87000	2.10622	0.63000	2.14154	1.12000	2.12459	0.41000
CV1	3.63876	1.16248	4.93739	1.02148	1.87731	1.10504	1.60631	1.01518
CV2	11.4393 0	2.29402	5.25623	0.85892	3.67010	1.97616	1.69113	0.99020
ISHOL D	39.3897	35.8100	67.2007	74.5300	32.4758	29.4500	50.4648	55.8800
D	0	0	0	0	0	0	0	0
TRANS	3.57017	3.00000	3.22500	3.00000	3.71593	3.00000	3.20690	3.00000

* INDEP: 獨立董監事比例,以獨立董監事佔全體董監事比例衡量。BHOLD: 董監事持股比率。BLOCK: 大股東持股比率。MHOLD: 經理人持股比率。CV1: 股份控制權/盈餘分配權。CV2: 席次控制權/盈餘分配權。ISHOLD: 機構投資人持股比率。TRANS: 資訊透明度指標。

(三) 結語

1. 了解企業是否存在異常的盈餘管理情事

雖然盈餘管理行為並不全然等同於「假帳」，然而，過去一些研究多指出，公司管理當局或是控制股東仍多基於自利目的而從事投機性的盈餘管理行為，試圖掩飾不當行為對財報可能造成的影響。而在我們的分析中，發現近些年，F股存在以實質活動的操弄來調高報導盈餘的可能。此外，主管機關雖然訂定有F股公司上市的嚴格規範(包含獲利門檻的要求)。然而，過去也有許多文獻指出，新上市櫃公司(IPO)為能順利獲准上市櫃，通常在上市櫃前存在調高盈餘的盈餘管理行為。因此，雖然主管機關訂定了嚴格的審查規範，但仍應確實審查財報數字背後可能潛藏的操弄因子。

2. 審慎查核關係人交易(關聯方交易)

關聯方交易是管理者用以掏空(tunneling)或協助企業集團內財務困難公司的盈餘管理方式之一(Jian and Wong 2004)。尤其在中國大陸特殊的制度環境下，政府單位(證監會)鼓勵暫停上市公司進行資產重組來免除退市的威脅，其中，需審慎留意國有控股在關聯交易的相關安排(Cheung et al. 2008)。戴娜(2001)曾指出，關聯交易在ST公司的資產重組中具有重要地位，許多資產重組的實質只是關聯方之間利潤和資產的轉移，並未增加任何社會財富，甚至還會因為交易成本的產生，而減少社會財富，而使關聯交易僅是虛假利潤的手段之一。綜上所述，除了觀察異常盈餘管理行為之外，亦應審慎查核相關的關聯方交易，尤其是與中國大陸企業間的資金借貸，或是銀行放款，不應只單看公司的財務績效表現，亦應從其內部交易的結構進行詳細的了解。

3. 提升公司治理機制

由於目前F股公司多是台商，且多是中國大陸概念股，在中國大陸經營事業有相當的成績後來臺上市。然而這些公司當初前往大陸投資，無論是因時空背景及法令對投資額度的限制，或是資金調動所需，抑或是基於租稅安排的考量，通常都會經過第三地前往大陸投資，其組織結構可能層層疊疊相當複雜，而這些組織架構及母公司位在境外，因此其資金的流向、利潤的分配等多不透明，大股東其實可以透過實質控制及非實質控制的公司進行操作，而多不須揭露在財務報告中，外部投資人難以一窺究竟。因此，F股公司的公司治理機制非常重要，有良好的治理機制，配合資訊揭露透明度的提升，將能降低財報虛

假不實或舞弊發生的可能性，進而強化投資人的信心。

三、 中國大陸上市公司之舞弊與盈餘管理行為分析

嚴格來說，盈餘管理行為與不實財務報導或舞弊之間，並不能直接劃上等號。盈餘管理乃是在現行的一般公認會計原則的規範下，就其規範尚未周延或規範內的彈性，所從事的一種「合法」的盈餘操縱行為(Schipper, 1989; Healy and Wahlen, 1999)。但事實上，在這些虛假財務報導或舞弊行為的背後，其實可能已存在多年的盈餘操弄，以為遮蔽公司管理當局的自私行為或為其不當決策的後果進行報表數字的美化。

檢視中國大陸上市公司是否於財務報表舞弊發生前，即存在多年的盈餘管理行為，除能藉此印證上市公司的盈餘操弄情事外，亦能以此做為對投資人的一種「示警機制」，以期推測若公司存在不尋常或異常大幅度的盈餘管理，則可能提高未來危機事件發生的可能性。

以下我們以中國大陸於 2002 年至 2011 年間發生財務報表舞弊之 A 股上市公司做為研究對象，初步獲得 839 筆樣本數³。而後，進一步剔除產業特殊之金融與保險業，以及背景與制度異於一般上市公司之深圳交易所中的中小企業與創業版，並刪除無法達成配對⁴之舞弊樣本，最終共計獲取 591 筆樣本觀察值。

表 17 為舞弊樣本與配對樣本之敘述性統計量及單變量分析。由表 17 中的結果可知，舞弊樣本在發生舞弊之前一年度的裁決性應計數(L1DA)高於配對樣本，平均數之差異檢定結果，達 1%之統計顯著水準(t 值=3.38)，而中位數方面則達 5%之顯著差異(z 值=2.35)。而實質盈餘管理方面，舞弊樣本於前二年度及前一年度的實質盈餘管理變數(L2REM、L1REM)高於配對樣本，平均數及中位數之差異檢定結果均達 1%之顯著水準。

最後，若從舞弊發生前三個年度之平均裁決性應計數(AVG_DA)及平均實質盈餘管理(AVG_REM)來看，無論是平均數或中位數，舞弊樣本均高於配對樣本，且差異檢定結果均達 1%之統計顯著水準，顯見舞弊公司確實存在明顯的盈餘管理行為，且多是以調高盈餘的方法來進行盈餘之操弄。

³資料來源：國泰安之 CSMAR「中國大陸上市公司違規處理研究數據庫」。

⁴主要依據資產總額、銷貨收入淨額及市值等條件進行非舞弊樣本之配對。

表 4-12_敘述性統計分析暨單變量檢定結果

變數	平均數	標準差	Q1	中位數	Q3	差異檢定 ^c	
						平均數	中位數
L3DA							
舞弊	0.0084	0.0881	-0.0352	0.0042	0.0444	1.43	1.30
配對	0.0015	0.0819	-0.0426	0.0028	0.0421	(0.15)	(0.19)
L2DA							
舞弊	-0.0014	0.0882	-0.0396	0.0016	0.0447	0.17	1.51
配對	-0.0022	0.0889	-0.0453	-0.0020	0.0364	(0.87)	(0.13)
L1DA							
舞弊	0.0107	0.0999	-0.0381	0.0041	0.0487	3.38***	2.35**
配對	-0.0082	0.0928	-0.0444	-0.0003	0.0403	(0.00)	(0.02)
AVG_DA							
舞弊	0.0067	0.0573	-0.0229	0.0053	0.0329	3.21***	3.23***
配對	-0.0038	0.0566	-0.0335	-0.0031	0.0252	(0.00)	(0.00)
L3REM							
舞弊	0.0662	0.4456	-0.0926	0.0966	0.2730	1.11	1.08
配對	0.0383	0.4323	-0.1121	0.0770	0.2511	(0.27)	(0.28)
L2REM							
舞弊	0.1259	0.4900	-0.0780	0.1115	0.3241	2.80***	2.90***
配對	0.0520	0.3951	-0.1207	0.0806	0.2511	(0.01)	(0.00)
L1REM							
舞弊	0.1527	0.4691	-0.0387	0.1477	0.3817	4.35***	4.35***
配對	0.0294	0.5057	-0.1134	0.0914	0.2585	(0.00)	(0.00)
AVG_REM							
舞弊	0.1102	0.2805	-0.0067	0.1325	0.2560	4.16***	4.21***
配對	0.0389	0.3317	-0.0760	0.0883	0.2049	(0.00)	(0.00)

a *、**、***分別代表 10%、5%與 1%之顯著水準。

b 變數定義：L3DA=前三年之裁決性應計數；L2DA=前二年之裁決性應計數；L1DA=前一年之裁決性應計數；AVG_DA=三年度之平均裁決性應計數；L3REM=前三年之實質盈餘管理；L2REM=前二年之實質盈餘管理；L1REM=前一年之實質盈餘管理；AVG_REM=三年度之平均實質盈餘管理。

(一) 小結

由上述統計分析結果可獲悉，在舞弊事件發生前，通常已存在一定程度的盈餘管理現象。而這樣的現象正可提供出一項警訊，換言之，企業若存在多期的盈餘管理行為，且其操弄幅度的波動性較高，將隱喻管理當局可能基於某種目的而從事逐年的盈餘操弄行為，從事前的角度來推測，這類公司於未來產生危機的可能性也相對較高。

四、 金融機構放款可能存在的風險

(一) 近期事件

格勞克斯(Glaucus)於2014年3月25日發佈研究報告指控以天然芒硝開採及聚苯硫醚生產銷售的旭光新材料公司財報造假，並質疑其2009年在香港上市時的招股說明書以及歷年營收誇大，並將其目標價訂為0元，此舉嚴重衝擊旭光高新股價，儘管公司大力澄清，但仍難挽頹勢，當晚即停牌交易。

令人始料未及的是，旭光高新於3月28日公告不能如期發佈年報，此舉再度打擊市場信心，同時公司也傳出財務危機，負責人李炎所控制的「華通系」資金已崩盤，至少十多家銀行遭到波及，若加上民間借貸，涉及金額超過百億元人民幣。

其中值得關切的是，去年四月下旬兆豐銀行曾為旭光高新承辦一筆8,500萬美元的聯貸案，其中有7家國內銀行和香港東亞銀行參與。除兆豐銀行承貸1,500萬美元之外，國泰世華、中華開發、大眾、臺北富邦、台新和台企銀各承貸1,000萬美元；東亞銀行也承貸了1,000萬美元。遠東銀行雖未參加聯貸，但由於對該公司自貸2,000萬美元，使遠銀反而成為台灣的最大債權銀行。

以兆豐銀為首的銀行團，於5月7日首度與中國大陸旭光新材料集團的大股東及負責人，透過電話召開銀行團會議，嚴正要求對方清償債務，旭光高新則以無力償還為由要求還款期限延長一年至明年5月底。目前旭光高新仍然停牌，而由於我國參與聯貸的銀行皆未要求提供擔保品，因此聯貸國銀已紛紛將債權打成呆帳。

旭光高新案乃是繼去年台灣海陸運輸集團(TMT)聲請破產，國內銀行放款總額高達250億元後，第二宗大中華區的放款呆帳。兆豐銀總經理徐光曦指出：兆豐銀透過香港分行，對於香港、中國大陸等市場放款，時間已長達7-8年，期間因嚴審放款，呆帳非常少；旭光高新案雖是該行在中國大陸市場首度發生的中企呆帳，但金額僅4.5億，以該行放款總額而言，此筆呆帳金額並不算高。但經由這個事件，相信將嚴重影響未來本國銀行對中國大陸市場的放貸態度，也將會以更為慎重的態度來嚴審借款企業的信用評級與財報數字的

真實性。

(二) 金融機構的監督者角色

早期曾有研究提出公司為避免違反債務契約而從事異常總應計或營運應計項目的操弄，以提高報導的淨利數字(DeFond and Jiambalvo 1994)。而近期研究，如 Ahn and Choi (2009)則指出，放款人(lenders)在評估借款人(borrowers)的信用風險時，借款人的盈餘管理行為是一個相當重要的考量因子。而為降低授信風險，放款人也會採行相關的監督活動來降低借款人投機性的盈餘管理行為。Ahn and Choi (2009)之研究結果確實發現銀行貸款(bank loans)與借款公司之投機性盈餘管理行為間存在顯著的負向關係，這意謂著，借款公司的銀行貸款金額愈高，則銀行將能發揮其一定的監督效力，以避免未來呆帳的發生，並降低授信風險。因此，下方我們將以企業的「銀行貸款」(Bank Loans)為主要變數，探討其與盈餘管理代理變數間之關係，以了解台灣銀行業在貸放款予企業後，是否能進一步監督及抑制企業後續可能存在的盈餘管理行為。

在台灣上市櫃公司方面的分析，我們取自台灣經濟新報(TEJ)之「TEJ Company DB」中的『上市(櫃)及公開發行借款明細』，並將所有銀行借款按其接款期間拆分為「短期借款」與「長期借款」。礙於資料屬性的複雜度，一些借款係於年度中間才發生，且各公司每筆借款的期間均不一，因此，我們在借款金額的計算上，只要係發生於當年度之借款即計入。針對短期借款與盈餘管理變數之關係，我們主要觀察借款當年度及其後續一年的裁決性應計項目，至於長期借款方面，我們則檢視借款年度起的後續五年的裁決性應計項目，以了解銀行借款金額與盈餘管理間之關係，並從中推測銀行是否扮演其監督者的角色。

表 4-13_台灣上市櫃公司之銀行長短期借款與盈餘管理之關係(2001~2007 年)

Panel A: 短期借款				
銀行借款後各年之裁決性應計項目	高借款金額		低借款金額	
	平均數	中位數	平均數	中位數
DA _t	0.01261	0.00287	0.01704	0.00403
DA _{t+1}	0.00624	0.00076	0.01313	0.00374
DA _t	0.08235	0.04911	0.09219	0.05737
DA _{t+1}	0.07835	0.04889	0.09155	0.05726
Panel B: 長期借款				
銀行借款後各年之裁決性應計項目	高借款金額		低借款金額	
	平均數	中位數	平均數	中位數
DA _t	-0.00510	-0.00726	0.01609	0.00644
DA _{t+1}	-0.01163	-0.00891	0.01838	0.01080
DA _{t+2}	-0.00652	-0.00667	0.02186	0.01152
DA _{t+3}	-0.00965	-0.00581	0.01948	0.01296
DA _{t+4}	-0.00669	-0.00579	0.02002	0.01263
DA _{t+5}	-0.00931	-0.00580	0.01276	0.00514
DA _t	0.06434	0.04161	0.09457	0.06042
DA _{t+1}	0.06377	0.04183	0.09034	0.05888
DA _{t+2}	0.06205	0.04094	0.08972	0.05814
DA _{t+3}	0.06600	0.04188	0.09096	0.05783
DA _{t+4}	0.06353	0.04141	0.08434	0.05446
DA _{t+5}	0.06602	0.04070	0.08560	0.05341

* 若借款金額高於同產業之中位數者，分類為「高借款金額組別」，否則，則分類為「低借款金額組別」。

** 表中之 DA_t 為借款合同當年之裁決性應計項目，DA_{t+i} 則代表公司於銀行借款後，第 t+i 年之裁決性應計項目，而 |DA| 係裁決性應計項目取絕對值，主要係衡量盈餘管理之程度。

從表 4-13 之基本統計量結果，我們可以發現，就短期借款的部分(Panel A)，借款金額較高的一組，不論是平均數或中位數，公司的裁決性應計項目值(DA)及裁決性應計項目值之絕對值(|DA|)均小於借款金額較低的組別。儘管短期來看，平均而言，公司可能仍存在調高盈餘的盈餘管理行為⁵，但在借款金額相對較高的情況下，公司向上操縱盈餘的程度也相對較小。此外，就長期借款方面(Panel B)，我們可以很清楚的看出，借款金額較高的一組，其借款當年及其後五年的裁決性應計數(DA)均為負值，

⁵ 儘管此處尚需控制其他可能影響公司盈餘管理之因素(後續將會再做進一步的補充分析)，但我們仍可發現「高借款金額」組別的盈餘管理程度相對較小。

明顯小於「低借款金額」的一組，且採取較為保守的盈餘管理手法，在盈餘管理的幅度(程度)($|DA|$)上，也較低借款金額的組別來的小。由此初步的統計量可推測，銀行對於貸放款金額較高的公司，基本上會採取謹慎的態度，並嚴格監督公司管理當局，以避免管理當局藉由損益之操弄來美化財報數字，而致其不良債權的發生。

第五章 影子銀行

影子銀行的概念由美國太平洋投資管理公司執行董事麥卡利首次提出，然後在 2011 年 4 月金融穩定理事會（Financial Stability Board;FSB）是指不受監理單位所監控，而可能引發系統性風險的金融仲介機構。主要構成有投資銀行、對沖基金、私募股權基金、結構投資載體、貨幣市場基金以及擔保債務憑證、信用違約互換、資產支持商業票據、再回購協議等機構、工具和產品。

其又表明 2008 年的金融危機是因為影子銀行風險具有復雜性、隱蔽性、脆弱性、突發性和傳染性，容易誘發系統性風險。要認真汲取國際金融危機的深刻教訓，進一步增強大局意識和憂患意識，堅持一手促進金融發展、金融創新，一手加強金融監督、防范金融風險，落實責任，加強協調，疏堵結合，趨利避害，在發揮影子銀行積極作用的同時，將其負面影響和風險降到最低。

第一節 中國大陸影子銀行的成形原因

中國大陸自改革開放以後，經濟飛速的成長，社會上資金的需求比以往更大，傳統的金融仲介機構已經無法滿足現有的需求。再加上長期利率管制與貨幣政策緊縮下，資金供給方面已經顯得不足，許多無法獲取足夠資金的公司或個人，只能轉向影子銀行。

中國大陸的利率水準雖高於其他國家，但其通貨膨脹也高於各國。根據費雪方程式： $i = r + \pi$ 。實質利率在通膨很高下有可能為負利率。資金在負利率的時代，貨幣將相對貶值，為追求更高的收益，投資人將實行更積極的投資策略因此將資金轉入影子銀行，為影子銀行提供了不少的貨幣供給。

金融市場上因為存在著資訊不對稱的問題，所以間接金融的比例高於直接金融。再加上金融體系發展還不如歐美國家那樣完善，大陸的中小企業相較於上市櫃企業，能取得的信貸額度非常少，因此中小企業有資金缺口者，往往都求助於影子銀行這種金融體系。

不過綜合來說，可以用經濟學家熊彼得的金融創新來概括說明。影子銀行屬於金融體系制度面的創新。隨著經濟的發展，傳統銀行機構提供的服務無法滿足所有有需要的個體。最後，這些個體開始尋找一些替代的方案或是辦法，影子銀行的雛形也就慢慢成形。

第二節 中國大陸的影子銀行

一、 目前主流非銀機構中的信託、證券業、基金、保險通過資產管理公司（部門）開展的表外放貸業務即屬於影子銀行範疇，不僅從事創造信用的活動（類存款業務），也對接銀行負債端協助表內信用擴張及監管套利。非銀類理財產品在中國大陸的監管環境下則充當了理想的影子銀行工具，具備期限與流動性轉換、信用風險轉移等多重金融功能特徵。

二、 其他非銀金融機構，如擔保、融資租賃（不含金租）、民間貸款公司和部分新興的網路金融業態則不完全在一行三會的監管視野內，其信用中介活動所受監管寬鬆甚至缺失，以業務創新為名從事變相貸款較為普遍。

三、 影子銀行機構的概念並非局限於非銀金融機構，那些在銀行資產負債表上不被統計為信貸的信用創造活動，也應被納入影子銀行範疇，儘管商業銀行上述非信貸的信用創造活動也已被納入銀監會同等嚴格的監管之下，但商業銀行借助同業通道的規避監管活動從未停止，通過不斷延長信用鏈條的方式向監管不足地帶蔓延：典型如銀行理財業務，在不斷的監管博弈下已成為影子銀行體系流動性的主要供給方。2014年1月，國務院下發《關於加強影子銀行監管有關問題的通知》（107號文）從監管的角度詮釋了中國大陸影子銀行機構與業務的範疇，認為傳統銀行體系之外的信用中介機構和業務即屬於影子銀行，解決了長期以來各方對於影子銀行概念的廣泛爭議——影子銀行主要包括三類：

（一） 不持有金融牌照、完全無監管的信用中介機構，包括新型網路金融公司、第三方理財機構等。

（二） 不持有金融牌照、存在監管不足的信用中介機構，包括融資性擔保公司、小額貸款公司等。

(三) 機構持有金融牌照、但存在監管不足或規避監管的業務，包括貨幣市場基金、資產證券化、部分理財業務等。

表 5-1_各種類型的影子銀行及其誘因與影子業務範圍

系統風險 誘因	機構	業務與產品
監管不足、規避 監管、監管套利	商業銀行	銀行理財、同業理財業務、資產證券化
	證券公司	定向資管、股權質押、資產證券化
	信託公司	銀信合作、證信合作、政信合作
	基金公司	貨幣基金、定向資管、私募股權基金
	保險公司	保險理財、保單質押業務
監管不足、監管 套利、違規經營	融資租賃公司	售後回租
	擔保公司	融資擔保
	典當公司	房產抵押融資、股權質押融資
監管缺失、違法 經營	網路金融	網路基金、P2P、眾籌
	民間借貸機構	高息借貸
	第三方理財	資金池業務

資料參考：林采宜、吳齊華(2014)，「影子銀行是怎樣煉成的」

第三節 中國大陸政府對影子銀行的監理發展

影子銀行金融體系隨著時間的興起，引起當局的高度關注，相關法律也逐漸趨於嚴謹與周全，表 5-2 即是規範影子銀行的法律演進過程。

表 5-2_規範影子銀行發展之部分標誌性文件提要

發布日期	規範文件	主要內容
2010.8	《關於規範銀信理財合作業務有關事項的通知》(72號文)	<ol style="list-style-type: none"> 1. 自本通知發佈之日起，對信託公司融資類銀信理財合作業務實行餘額比例管理，即融資類業務餘額占銀信理財合作業務餘額的比例不得高於 30%。 2. 商業銀行應嚴格按照要求將表外資金在今、明兩年轉入表內，並按照 150%的撥備覆蓋率要求計提撥備，同時大型銀行應按照 11.5%、中小銀行按照 10%的資本充足率計提資本。
2010.12	《銀監會進一步規範銀信理財合作業務通知》	<ol style="list-style-type: none"> 1. 各商業銀行應當按照《通知》要求在 2011 年底前將銀信理財合作業務表外資產轉入表內.....原則上銀信合作貸款餘額應當按照每季至少 25%的比例予以壓縮。 2. 對商業銀行未轉入表內的銀信合作信託貸款，各信託公司應當按照 10.5%的比例計提風險資本。
2013.3	《關於規範商業銀行理財業務投資運作有關問題的知》(8 號文)	<ol style="list-style-type: none"> 1. 對於本通知印發之前已投資的達不到上述要求的非標準化債權資產，商業銀行應比照自營貸款，按照《商業銀行資本管理辦法(試行)》要求，於 2013 年底前完成風險加權資產計量和資本計提。 2. 商業銀行應當合理控制理財資金投資非標準化債權資產的總額，理財資金投資非標準化債權資產的餘額在任何時點均以理財產品餘額的 35%與商業銀行上一年度審計報告披露總資產的 4%之間孰低者為上限。
2013.7	《關於規範證券公司與銀行合作開展定向資產管理業務有關事項的通知》(中證協 124 號文)	<ol style="list-style-type: none"> 1. 證券公司開展銀證合作定向業務不得存在以下情形：(一) 分公司、營業部獨立開展定向資產管理業務，資產管理分公司除外；(二) 開展資金池業務..... 2. 證券公司開展銀證合作定向業務，合作銀行應當符合：最近

		<p>一年年末資產規模不低於 300 億元，且資本充足率不低於 10%以下條件。</p> <p>3. 委託人（合作銀行）應當承諾對證券公司根據投資指令從事的投資行為</p> <p>4. 承擔完全後果，自行承擔投資風險，並處理相關糾紛。</p>
2014.5	《關於規範金融機構同業業務的通知》（127 號文）	<p>1. 單家商業銀行對單一金融機構法人的不含結算性同業存款的同業融出資金，扣除風險權重為零的資產後的淨額，不得超過該銀行一級資本的 50%。</p> <p>2. 同業存款業務是指金融機構之間開展的同業資金存入與存出業務，其中資金存入方僅為具有吸收存款資格的金融機構。</p> <p>3. 金融機構開展買入返售（賣出回購）和同業投資業務，不得接受和提供任何直接或間接、顯性或隱性的第三方金融機構信用擔保，國家另有規定的除外。</p> <p>4. 特定目的載體之間以及特定目的載體與金融機構之間的同業業務，參照本通知執行。</p>

資料參考：林采宜、吳齊華(2014)，「影子銀行是怎樣煉成的」

在 2013 年以前頒布的法條大部分並不是專門針對影子銀行所立法，而是為其他方面立法，影子銀行只是附帶的部分。

爾後直到 2013 年中國大陸國務院才發布了 107 號文，專門針對影子銀行如何監理的問題，提出了比較完善的方法：

一、按照“分業經營、分業監管”的原則，加強市場主體監管，依法制定公佈相關監督管理辦法、經營管理規則和風險管理制度，嚴格監管超範圍經營和監管套利行為。按照“業務規模與風險承擔能力相適應”的原則，督促相關機構建立內部控制、風險處置制度和風險隔離機制。

二、規範發展金融機構理財業務。各金融監管部門要按照代客理財、買者自負、賣者盡責

的要求，嚴格監管金融機構理財業務。要督促各類金融機構將理財業務分開管理，建立單獨的理財業務組織體系，歸口一個專營部門；建立單獨的業務管理體系，實施單獨建賬管理；建立單獨的業務監督體系，強化全業務流程監督。商業銀行要按照實質重於形式的原則計提資本和撥備。商業銀行代客理財資金要與自有資金分開使用，不得購買本銀行貸款，不得開展理財資金池業務，切實做到資金來源於運用一一對應。證券公司要加強資本管理，保險公司要加強償付能力管理。

三、加快推動信託公司業務轉型。明確信託公司“受人之託，帶人理財”的功能定位，推動信託公司業務模式轉型，回歸信託主業，運用淨資本管理約束信託公司信貸類業務，信託公司不得開展非標準化理財資金池等具有影子銀行特徵的業務。建立完善信託產品登記信息系統，探索信託受益權流轉。

四、規範金融交叉產品和業務合作行為。金融機構之間的交叉產品和合作業務都必須以合同形式明確風險承擔主體和通道功能主體，並有風險承擔主體的行業歸口部門負責監督管理，切實落實風險防控責任。

五、規範管理民間融資業務，小額貸款公司是以自有資金發放貸款、風險自擔的非金融機構，要通過行業自律組織，建立小額貸款業務規範，不得吸收存款、不得發放高利貸、不得用非法手段收貸。銀行業金融機構按規定與小額貸款公司發生的融資業務，要作為一般商業信貸業務管理。典當行和融資租賃公司等非金融機構要嚴格界定業務範圍，典當行業要回歸典當主業，不得融資放大槓桿。融資租賃公司要依托適宜的租賃物開展業務，不得轉借銀行貸款和相應資產。

六、穩健發展融資性擔保業務。要按照代償能力與業務發展向匹配的原則，指導融資性擔保公司穩健開展擔保業務，明確界定融資性擔保公司的融資性擔保責任餘額與淨資產的比例上限，防止違規放大槓桿倍數超額擔保。非融資性擔保公司不得從事融資性擔保業務。銀行業金融機構不得為各類債券、票據發行提供擔保。

七、規範網絡金融活動。金融機構借助網絡技術和互聯網平台開展業務，要遵守業務範圍規定，不得因技術手段的改進而超範圍經營。網絡支付平台、網絡融資平台、網絡信用平

台等機構要遵守各項金融法律法規，不得利用互聯網技術違規從事金融業務。

八、規範發展私募投資基金業務。要按照不同類型投資基金的本質屬性，規範業務定位，嚴禁私募股權投資基金開展債權類融資業務。

大抵來說，大陸當局分別以增加各金融機構的資本適足率、加強監理、政府各部門互相合作等。我們可以發現，中國大陸當局對影子銀行金融體系並不持非常負面的態度。

第四節 影子銀行對中國大陸經濟的影響

中國大陸影子銀行是隨著中國大陸的經濟金融的發展而逐步出現的，有其存在合理性，也使得中國大陸的經濟金融增加了一定的風險。可以說影子銀行是把雙刃劍，其影響有以下幾點：

一、規避了嚴格的利率管制，促進了利率市場化在當前中國大陸的金融市場大環境下，嚴格利率管制使得利率過低，造成資金供不應求。資金供求均衡時的市場利率應該高於當前傳統商業銀行的利率水平。影子銀行的存在使得借貸雙方都有了根據實際情況和市場需求進行定價的權利，這種定價結果的利率水平往往高於同期銀行利率。利率市場化是大趨勢，影子銀行從某種意義上推動了中國大陸利率的市場化進程。但是由於影子銀行受到的監管較少，也會出現定價過高的情況，反而阻礙了中小企業的發展。

二、影響政府的宏觀調控，削弱貨幣政策的效果，貨幣政策的實施往往通過對整體信貸規模、信貸投放結構調整的手段以實現宏觀經濟目標。緊縮的貨幣政策，使得傳統商業銀行的信貸規模下降，由於影子銀行不受監管或者受到監管較少，缺乏資金的實體企業就會轉向影子銀行融資，這樣就會削弱貨幣政策的實施效果。

三、增加經濟金融的系統性風險。影子銀行本身是風險的載體，其自身由於受到監管程度低，而且在制度、風險管理等方面存在較大缺陷，使得影子銀行存在很大風險。此外，有些企業從銀行獲得低息貸款後再投資於影子銀行，以謀求利潤。這樣會加劇銀行體系的槓桿效應和資產泡沫，從而增加了銀行的系統風險。¹³

¹³黃群清、祖平奕(2013)，「淺析中國大陸影子銀行」，時代金融

第五節 表外業務及同業業務

一、表外業務

(一)表外業務定義：

表外業務廣義上就是指內容不引起銀行資金增減變化，因而不能在會計報表上得到反應的業務。

(二)銀行等融資機構為什麼要使用表外業務？

當銀行或一些金融機構從事一些影子銀行業務時，為了不讓監管機構知道，會將其業務隱藏。若攤在陽光下給所有人檢視，則就沒有必要使用表外業務。故由上個觀點即可得知，影子銀行業務即表外業務，表外業務不一定是影子銀行業務。因此，我們只能用會計報表下的科目，推斷其為影子銀行之業務的機率有多少。

(三)中國大陸監理機構給予表外業務之風險權重

中國大陸在中國大陸銀行業監督管理委員會令 2012 年第 1 号公布的信用轉換係數如下：

第七十一條 商業銀行各類表外項目的信用轉換係數。

1. 等同于貸款的授信業務的信用轉換係數為 100%。
2. 原始期限不超過 1 年和 1 年以上的貸款承諾的信用轉換係數分別為 20%和 50%；可隨時無條件撤銷的貸款承諾的信用轉換係數為 0%。
3. 未使用的信用卡授信額度的信用轉換係數為 50%，但同時符合以下條件的未使用的信用卡授信額度的信用轉換係數為 20%：
 - (1) 授信對象為自然人，授信方式為無擔保循環授信。
 - (2) 對同一持卡人的授信額度不超過 100 萬人民幣。
 - (3) 商業銀行應至少每年 1 次評估持卡人的信用程度，按季監控授信額度的使用情況；若持卡人信用狀況惡化，商業銀行有權降低甚至取消授信額度。
 - (4) 票據發行便利和循環認購便利的信用轉換係數為 50%。
 - (5) 銀行借出的證券或用作抵押物的證券，包括回購交易中的證券借貸，信用轉換

係數為 100%。

(6) 與貿易直接相關的短期或有項目，信用轉換係數為 20%。

(7) 與交易直接相關的或有項目，信用轉換係數為 50%。

(8) 信用風險仍在銀行的資產銷售與購買協議，信用轉換係數為 100%。

(9) 遠期資產購買、遠期定期存款、部分交款的股票及證券，信用轉換係數為 100%。

(10) 其他表外項目的信用轉換係數均為 100%。

另外在 2013 年 1 月 1 日，施行了商業銀行資本管理辦法中，進一步將表外業務的風險權數給予明定。表內資產負債表權重、表外項目信用轉換項目及合格信用風險緩釋工具

一、表內資產權重

表 5-3 表內資產風險權數表

項目	权重
1. 現金及約當現金	
1.1 現金	0%
1.2 黃金	0%
1.3 存放中國大陸人民央行	0%
2. 對中央政府和中央銀行債權	
2.1 對我國中央政府債權	0%
2.2 對中國大陸人民銀行債權	0%
2.3 對評級 AA-（含 AA-）以上的國家或地區的中央政府和中央銀行的債權	0%
2.4 對評級 AA-以下，A-（含 A-）以上的國家或地區的中央政府和中央銀行的債權	20%
2.5 對評級 A-以下，BBB-（含 BBB-）以上的國家或地區的中央政府和中央銀行的債權	50%
2.6 對評級 BBB-以下，B-（含 B-）以上的國家或地區的中央政府和中央銀行的債權	100%
2.7 對評級 B-以下的國家或地區的中央政府和中央銀行的債權	150%
2.8 對未評級的國家或地區的中央政府和中央銀行債權	100%

項目	权重
3. 對中國大陸公共部門實體債權	20%
4. 對中國大陸金融機構債權	
4.1 對中國大陸政策性銀行債權（不包括次級債權）	0%
4.2 對中國大陸中央政府投資的金融資產管理公司的債權	
4.2.1 持有中國大陸中央政府投資的金融資產管理公司為收購國有銀行不良貸款而定向發行的債券	0%
4.2.2 對中國大陸中央政府投資的金融資產管理公司的其他債權	100%
4.3 對中國大陸其他商業銀行的債權（不包括次級債權）	
4.3.1 原始期限3個月以內	20%
4.3.2 原始期限3個月以上	25%
4.4 對中國大陸商業銀行的次級債權（未扣除部分）	100%
4.5 對中國大陸其他金融機構的債權	100%
5. 對其他國家或地區註冊的金融機構和公共部門實體的債權	
5.1 對評級AA-（含AA-）以上國家或地區註冊的商業銀行和公共部門實體的債權	25%
5.2 對評級AA-以下，A-（含A-）以上國家或地區註冊的商業銀行和公共部門實體債權	50%
5.3 對評級A-以下，B-（含B-）以上國家或地區註冊的商業銀行和公共部門實體的債權	100%
5.4 對評級B-以下國家或地區註冊的商業銀行和公共部門實體債權	150%
5.5 對未評級的國家或地區註冊的商業銀行和公共部門實體的債權	100%
5.6 對多邊銀行、國際清算銀行及國際貨幣基金組織的債權	0%
5.7 對其他金融機構的債權	100%
6. 對一般企業的債權	100%
7. 對符合標準的微型和小型企業債權	75%
8. 對個人的債權	
8.1 個人住房抵押貸款	50%
8.2 對已抵押房產，借款者沒有全部歸還貸款前，商業銀行以在評估後的淨值為抵押追加貸款追加部分。	150%

項目	权重
8.3 對個人其他債權	75%
9. 租賃資產餘額	100%
10. 股權	
10.1 對金融機構股權投資（未扣除部分）	250%
10.2 被動持有工商企業股權投資	400%
10.3 因政策性原因經國務院特別批准對工商企業的股權投資	400%
10.4 對工商企企業的其他股權投資	1250%
11. 非自用不動產	
11.1 因行使抵押權而持有並在法律規定處分期限內的非自用不動產	100%
11.2 其他非自用不動產	1250%
12. 其他	
12.1 依賴銀行未來盈利的淨遞延所得稅資產（未扣除部分）	250%
12.2 其他表內資產	100%

二、表外項目信用轉換項目

表 5-4_表外項目信用轉換係數表

項目	信用轉換係數
1. 等同貸款授信業務	100%
2. 貸款承諾	
2.1 原始期限不超過 1 年的貸款承諾	20%
2.2 原始期限 1 年以上的貸款承諾	50%
2.3 可隨時無條件撤銷的貸款承諾	0%
3. 未使用的信用卡授信額度	
3.1 一般未使用額度	50%
3.2 符合標準的未使用額度	20%
4. 票據發行便利	50%
5. 循環認購便利	50%
6. 銀行借出的證券或用作抵押物的證券	100%
7. 與貿易直接相關的短期或有項目	20%
8. 與交易直接相關的或有項目	50%

9. 信用風險仍在銀行的資產銷售與購買協議	100%
10. 遠期資產購買、遠期定期存款、部分交款的股票及證券	100%
11. 其他表外項目	100%

- (一) 等同於貸款的授信業務，包括一般負擔擔保、承兌匯票、具有承兌性質的背書及融資性保函等。
- (二) 與貿易直接相關的短期或有項目，主要指有優先索償權的裝運貨物作抵押的跟單信用證。
- (三) 與交易直接相關的或有項目，包括投標保函、履約保函、預付保函、預留金保函等。
- (四) 信用風險仍在銀行的資產銷售與購買協議，包括資產回購協議和有追索權的資產銷售。

二、同業業務

IMF 在《全球金融穩定報告》中預測截至 2013 年 3Q 中國大陸理財產品規模總量約 10 萬億，約佔到住戶部門金融總資產 1180 萬億的 12.5%，金融資產結構占比相比全球水平並不高（22%，FSB=Global Shadow Banking Monitoring Report 2012）。國內各類影子銀行產品也未高度複雜化和衍生化，對應的基礎資產也不存在重複抵押或者重複銷售的情況，整體槓桿率較低；由於非標資產證券化的產品形式，在市場上難以實現規模化的交易流轉，因而市場風險擴散的能力相對有限，在未來出現類似美國次貸危機中金融機構與金融市場流動性風險集中爆發與交叉感染的情景概率較低。

在國內影子銀行體系中，銀行同業業務最初僅起到銀-銀之間短期資金拆借的功能，在監管套利等因素的驅使下，商業銀行將同業合作範圍逐步擴展至信託、證券等非銀金融機構，業務範圍也從傳統的同業存放、同業拆借等發展出同業代付、買入返售等創新型業務，橫跨信貸市場、貨幣市場和資本市場，發展勢頭迅猛；根據央行數據，截止 2013 年底我

國銀行同業資產規模達到 33.30 萬億元人民幣，佔到銀行業金融機構總資產的 22.05%。

下表 21 為同業業務合作部門和具體形式之整理。

表 5-5_為同業業務合作部門和具體形式

合作部門	具體業務型式
銀 vs 銀	包括同業資金拆借、信貸資產轉讓、代理結算、代理銀行匯票、互購債券、代理抵債資產處置、聯合承銷企業債券…等
銀 vs 保	包括代理銷售、出口信用保險融資、聯名信用卡及銀保專屬產品…等
銀 vs 證	包括第三方托管、資產證券化資金保管、證券公司客戶資產托管、證券資金清算代理、債券買賣與回購、同業存放、資金拆借、證券抵押融資、券商集合理財托管…等
銀 vs 基	包括代理銷售、托管、合作發行理財產品、一對多專戶理財
銀 vs 信	包括信託資金托管、信託融資、資產轉讓、理財產品、代理收付等
銀行 vs 財務公司	包括同業代理結算、票據轉貼現、信貸資產轉讓、信貸資產受讓、資金拆借、現金管理、代課外匯資金管理、超級網銀、人民幣債券結算代理、投資銀行服務…等

資料來源：吳霞《我國商業銀行金融同業業務發展現狀及其影響探析》

商業銀行同業業務規模在短短 3 年左右的時間內急劇放大，已有失衡發展之虞，而業務綜合與交叉程度不斷加深對於宏觀金融穩定性的考驗也日益加大。

同業業務占比過高在對銀行體系流動性的邊際承受能力構成較大挑戰，體系流動性風險程度放大。目前銀行同業業務操作中，商業銀行通過滾動拆入低成本的短期同業負債對接長期資產是較為普遍的現象，2013 年 6 月發生的錢荒暴露了該種同業操作模式在資產負債期限匹配上的固有缺陷，短期資金違約的預期造成了上海銀行間同業隔夜拆放利率史

無前例地飆升至 13.4440%，資金市場幾乎失控，並進一步傳導至資本市場，金融脆弱性得到充分體現。

第六節 網路金融

網路金融是一種金融創新，他結合了通訊網路與金融業，目標讓消費者獲得更便利的服務，同時也創造了更高額的利潤。網路金融可以讓消費者日後付款時不需使用現金付款，而電子商務可以提供提款、繳費及支付等多項金融服務。在未來所有的零售交易可能由行動支付主導，傳統銀行將受到挑戰。

另外，在中國大陸崛起的即是『互聯網金融』。特別是指網際網路、移動通信技術來實現資金融通、支付和信息中介等業務的間接金融。例如阿里巴巴提供了許多高額報酬率的理財商品在其餘額寶裡。

網路金融目前主要包括網路支付(如第三方支付、移動支付、手機銀行)、網路融資(如P2P 融資、眾籌融資、阿里小貸)、網路理財產品銷售(如網上賣保險、基金和理財產品)等服務。常見的商業模式有：

網路貸款：P2P

作為市場管理方平台的特徵性質，P2P 的地位相對獨立，只提供各種有利於交易雙方交易的服務，不能參與交易行為，也不能對交易雙方有傾向性意見，更不可能成為借款方式裡的一個主體。借款的最終決定權，應該在出資人自己手裡。在國外，P2P 有 Prosper、Kiva、Zopa、Lending Club 等模式；復制到國內，有附保本或保息的 P2P 模式如證大、「宜人貸」、陸金所等，有不附擔保的 P2P 模式如人人貸，有一對多小貸公司如阿里巴巴小貸。

網路股權籌資：眾籌

在美國，眾籌這一融資方式，已考慮納入監管，成為合法融資行為。美國((JOBS 法案》(又稱為《眾籌法》)第三章批准了「眾籌」證券，將其定義為通過網路平台向眾多投資者籌集資金，每個投資者只貢獻少量資金。我國也已出現雛形的眾籌模式，如「天使匯」就

是一個可以幫助初創企業迅速找到天使投資，幫助天使投資人發現優質初創項目的網絡平台。

網路金融產品銷售：餘額寶、活期寶…等

2013年6月，支付寶正式上線「餘額寶」，把資金轉入餘額寶的過程即是向基金公司等機構購買相應理財產品。天弘基金和支付寶合作銷售天弘增利寶貨幣基金，通過支付寶與基金公司的系統對接，用戶可以迅速完成基金開戶、基金購買等行為，支付寶中的餘額可以在幾分鐘內購買基金產品。繼支付寶推出「餘額寶」，東方財富推出了「活期寶」。活期寶是東方財富旗下天天基金網推出的一款針對優選貨幣基金的理財工具。充值活期寶(即購買優選貨幣基金)，收益最高可達活期存款10餘倍。網路支付如支付寶、財付通…等

網路支付的主要表現形式有網銀、第三方支付、移動支付等。2012年我國網路支付金額累計達830萬億元。中國大陸支付清算協會發佈的《中國大陸支付清算行業運行報告2013》稱，截至目前，獲得中國大陸人民銀行《支付業務許可證》的非金融支付服務機構有197家，其中有72家獲准從事網路支付業務。

金融信息服務：

在中國大陸無論是中小企業融資還是個人消費貸款需求，都呈現出年年攀升的勢頭。在該領域，用戶與銀行之間存在著信息的高度不對稱性：用戶苦於如何尋找到最適合自己的融資貸款產品，銀行則急於如何快速與自己的目標用戶對接。而針對這一市場的公司已經存在，比如融360就是代表之一，它為了填補市場的這塊空缺，在國內率先搭建了融資貸款搜索平台。融360的模式實際上是金融領域的「百度」，自己不參與交易，而是引入多元化的銀行產品和大量專業銀行業務人員，讓用戶和業務人員直接聯繫對接，打造一個全方位的滿足用戶和銀行需求的融資貸款產品直銷平台，對貸款用戶完全免費，讓用戶通過搜索就能獲取更高性價比的融資貸款產品。

網路金融之優缺點

優點：

一、廠商可以使用大數據等訊息服務得知消費者的偏好，直接對其銷售，節省廣告成本。

二、使用方便與迅速。不用到特定地點(ATM)即可使用金融服務。

三、門檻低，普羅大眾都可以使用其服務。

缺點：

一、資訊不對稱。消費者購買理財商品時，不了解其商品內容。

二、因為其為新興的革命，相關法律或是監理可能還不健全。

三、不肖份子可以將此作為一個新的洗錢管道。

四、銀行傳統業務將受到更嚴峻的挑戰。

總體而言，網路金融對金融市場的發展既帶來挑戰又帶來機遇，而阿里巴巴在中國大陸的成功，無疑是一種新的趨勢，也是一場新的金融革命。只要我們做好準備，這也是一個很好的發展契機。

第陸章 中國大陸的信評理論與實務

信用評等機構(credit rating agency)係指被市場所接受的資訊提供者，其發布之信用報告書除提供受評單位現階段狀況報導外，有別於財務報表之處在於及時反映市場行情以消除資訊不確定性的狀況發生並且幫助投資人決策，目前信評機構在各國多不受監管。過去信評業務主要在於評估受評企業經濟實質面的產生，包括：針對企業、主權風險等做出評估，三大信評機構一致的觀點是對還款意願、還款能力皆特別重視，並對個自採納指標計算出違約概率及損失預期後提出評等符號並加以分析以出具報告。但近年來，由於科技發展進步神速，借貸工具多元化促使更多更新的金融商品及衍生性金融商品推陳出新，信評機構業務觸角也開始伸向複雜金融商品。

回顧過去信評機構的發展歷史，最知名的美國百年老店，如穆迪、標準普爾等，目前全球約有 20 家稍具規模特色的信用評等機構。值得一提的是，穆迪信評機構在 1900 年由約翰穆迪(Mr. John Moody)成立，一開始僅提供證券研究資訊給投資人，後續時逢美國西部交通開拓，由於鐵路公司承包工程需要大量資金，僅靠銀行挹注資金仍難以維持工程運作，遂於公開市場上開始發行鐵路債券向大眾募資。當時投資者對於一般企業所發行債券無法清楚評估風險高低，為了吸引投資者目光，穆迪先生因而以言簡意賅的方法達到促銷目的。雖然此種手段難免有淪為橡皮圖章之嫌疑，但信評機構自 1900 年運作以來其評等的種類陸續擴張如：公共事業、美國州、市政府所發行的債券皆納入其評等標的。後續 30 年代發生經濟大恐慌(Great Depression)，投資人重新檢視信評機構的評估概況後發現倒閉公司及財務困難公司皆是評等較差的企業，於是大眾開始重視信用評等，使其快速發展，人們也日漸依賴信評機構所做出的評鑑。

一直到 2008 年金融海嘯後，挑戰國際三大信評機構的聲浪開始出現，投資人認為預警性能差、獨立性以及監管機制的不足是造成預測失準的主要原因，信評機構多在危機發生後或是大型投資者以反映充分資訊後才調降評等，預警能力仍有改善空間。在獨立性上，信評機構多為營利事業甚至上市公司，在股東利益至上前提下，難免影響信用評等獨立

性。而在監管上，管理當局普遍信任信評機構所出具的評估報告，而過度專注表面等級文字，而忽略信評產生的過程及限制。

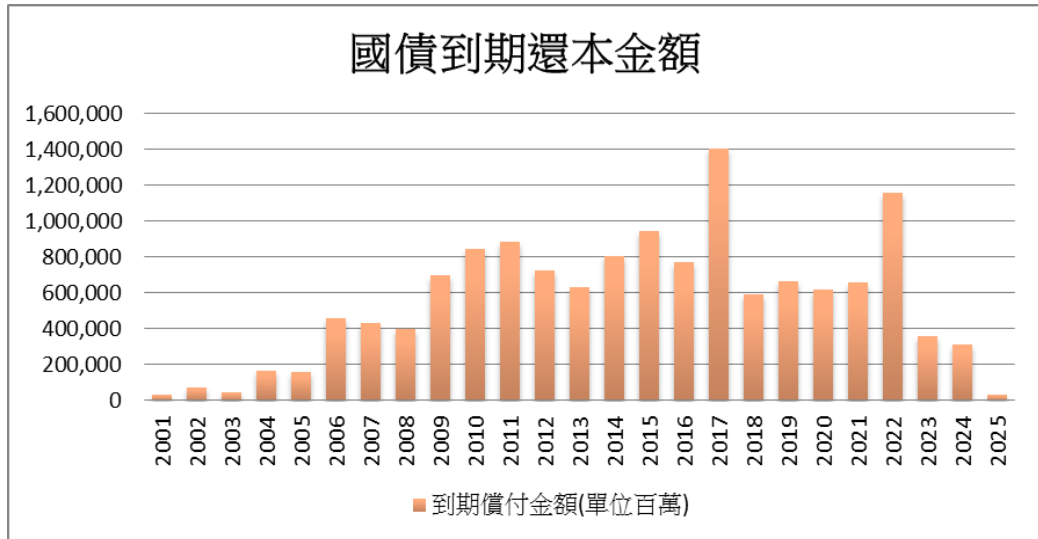
在新興市場上，由於國際三大信評對於已開發國家有較深刻的了解，對於開發中國大陸家甚至是低度開發國家有其瞭解不足之處，且往往開發中國大陸家在國際三大信評的評估之下容易獲得較低的分數，即使擁有高度的 GDP 成長。故發展開發中國大陸家的信評指標也成為新興市場的共識。

在亞洲信用評等方面，多半與外國評等機構合作以彌補本身不足，如泰國

Thai Rating and Information Services(TRIS)與 S&P 合作；印尼的 Credit Rating Indonesia (Pefindo)與馬來西亞的 Rating Agency of Malaysia(RAM)成立時則與英國的 IBCA 技術合作等。在中國大陸評等方面的官方機構如：中國大陸人民銀行徵信管理局、上海信用諮詢有限公司，非官方機構則有：大公、中誠信、新世紀、聯合資信、遠東、鵬元、金城信用等多個中國大陸評等機構。上述幾個國家加上菲律賓的 Credit Information Bureau(CIBI)於 1993 年成立亞洲信用評等機構論壇(ASEAN Forum of Credit Rating Agencies)，藉由會員的互相研討、觀摩、技術及資訊的交流以及與其他國際評等機構的互動，目的在於發展一個具有高道德與專業的區域評等組織。

第一節 國債

中國大陸的國債專指財政部代表中央政府發行由國家財政信譽作擔保的國家公債。中國大陸國債目前沒有出現過違約事件，但就還本金額看來確實有與日遽增的現象，如下圖顯示到期國債須償還金額將在 2017 年將達到高峰。



資料來源：TEJ 經濟新報資料庫

一、 現貨流動性不足

從國際經驗來看，國債期貨的順利進行，需要具備一個合理市場規模的債券現貨市場。債券現貨市場容量過小，一方面使得國債期貨套期保值需求不足，影響期貨市場的健康發展，另一方面也容易導致市場操縱和過度投機，造成多逼空的市場格局，助長投機氣氛。在中國大陸國債期貨試點過程當中，先後發生過 314、327、319 等三次國債期貨風險事件，多逼空是其共同的特點。以著名的 327 國債期貨品種為例，其對應的現貨(92 年發行的 3 年期國債)只有 246.79 億元，即便是採用混合交割的方式，由於當時可供交割國債的實際流通量不過 650 億元，而且整個國債存量也不過 1020 億元，市場屢次出現持倉總量超過了國債的實際發行量的情況。

二、 市場分割性嚴重

中國大陸不僅期貨交易所分散，而且各個市場的交易制度差別很大，從合約設計的標準、交割方式、交割月份乃至保證金比例都不盡相同，導致各市場同類品種合約的巨大價差，形成博取套利和高度投機的市場基礎。

三、 交易制度欠合理

從品種設計看，無論是單一品種，還是按對應現券設計合約品種，都缺乏標的現券的連續性，使期貨合約的穩定性差，增加了套期保值的難度；混合交收方式中，用於計算交割現券數量的折算率與現貨市場價格相關，在現貨市場易於被人為操縱的情況下，更加大了折算率的不穩定性，加劇了期市價格的波動。

四、交易所風險防範技術不足

中國大陸交易所的保證金制度不合理，沒有漲跌停板制度，對會員和特別席位的持倉限額沒有統一的標準和依據，也沒有各品種持倉比例的規定，致使交易大戶在一個品種上就超出總持倉量。沒有大戶報告制度，使交易所不能及時掌握持倉大戶的交易情況。

第二節 非金融信用債券

中國大陸的 corporate bond 的定義，和我們一般認知上歐美國家的定義並不完全相同，以台灣為例，corporate bond 即是指所有公司所發行的公司債券。但是在中國大陸，公司債只是所有公司可以發行的融資工具中的其中一種債券，另外還包括企業債和中期票據。因此，這個章節將企業債、公司債和中期票據這三大類的公司融資工具統稱為「非金融信用債」。透過下表 22 先簡單統整出這三類債券的特徵作為比較。

表 6-1_非金融債券特徵比較

項目	企業債	公司債	中期票據
發行主體	中央國有企業、 地方國有企業	股份有限公司 有限責任公司	所有非金融產業
發行年限	1-30 年	1-15 年	1-15 年
資金用途	政府投資項目	公司營運所需	公司營運所需
交易平臺	銀行間交易市場	證券交易所	銀行間交易市場
監管機構	發改委	證監會	人民銀行

監管法規	企業債券管理條例	公司法、證券法	銀行間債券市場、非金融企業債券、融資工具管理辦法
------	----------	---------	--------------------------

資料來源：沈中華、沈大白、黃玉麗(2014)，「台灣證券業參與大陸債券市場之信用風險防範與因應措施」。

一、 企業債券之風險

企業債的信用風險大小，取決於兩大因素：一，中國大陸經濟宏觀面；二，企業財務風險管理。近年由於中國大陸企業的全球擴張，帶動了融資需求。然而，中國大陸的企業債務規模占據了全球企業債務規模的 30% 左右，其中的 1/4 到 1/3 源於境內的影子銀行。如果中國大陸經濟增長進一步放緩，房地產價格出現下跌的話，影子銀行便會出現危機，信用風險規模龐大。此外，部分企業現金流和槓桿水平迅速惡化，償債能力有所下降，房地產和鋼鐵行業尤其令人擔憂。

二、 企業債信用評等

企業債信用評等集中在前三個等級，分別是 AAA、AA+ 和 AA，佔企業債整體的 97.25%。事實上從 AA- 開始，在中國大陸就會被視為垃圾債券。

三、 公司債券之風險

2014 年以來，債券市場中小企業發行人頻現兌付危機。3 月 5 日中小板上市公司超日太陽發行的「11 超日債」無法全額支付利息，直接打破了債市零違約的記錄，成為國內債券市場第一個債券違約事件。同時間發生「13 中森債」的兌付風波和「12 華特斯」發行人破產重組引發投資者對其償債能力的質疑，非公開發行的中小企業私募債券也成為市場關注的違約焦點。與在銀行間債券市場發行的集合債券和集合票據不同，中小企業私募債不公開發行的特點讓市場的參與者很難清楚地瞭解企業的信用水準，同時可能沒有擔保又缺少信用評級為投資者提供參考，讓市場對中小企業發行債券的信用風險產生擔憂。

歸納整理近年導致中小企業信用水準惡化的因素包括：

- (一) 產業不景氣，企業利潤下降甚至出現虧損，財務狀況惡化，相應的信用等級調降
- (二) 企業規模較小，結構單一，抵禦風險能力脆弱
- (三) 信用風險較高的中小企業難以獲得銀行的授信，融資、再融資能力偏弱。隨著債券市場剛性兌付記錄的打破，提高了市場對信用違約事件增多的預期，個別債券的信用風險尤須特別注意。

四、 公司債信用評等

公司債信用評等集中在前三個等級，分別是 AAA、AA+和 AA，佔公司債整體 78.49%。

第三節 城市投資債券

根據 2014 年 9 月國務院發布《關於加強地方政府債務管理意見》，確立了地方政府籌措財源的管道以及與地方經濟發展關係，其明文規定賦予地方適度舉債權限及加速建立規範舉債籌資機制，同時明確規範籌資機制的運作及審定方法及後續評估城頭債風險來遏止地方政府違法、違規舉債所面臨的風險。

一、 城市投資債券的定義

城投債有別於一般產業發行的債券，全名是「城市投資債券」又稱作「準市政債券」，企業所發行的準市政債券係由與地方政府關係密切的企業所發行，一方面企業發債目的主要用於城市、鄉村基礎建設，一方面以地方政府勢力作為隱性擔保，在地方融資平台公開發行募集資金，而城投債僅是企業債的其中一環，部分籌資方法也有利用信託與金融機構合作或是短期債券融通、中期票據等方式作為籌資管道。

「準市政債」的特徵如下：

- (一) 按照一般企業債務發行程序進行，通常期限較長、投資本金很大、具有公益色彩
- (二) 與政府關係密切，所以通常可為發債企業提供部分擔保或是免除擔保負擔，且多會提供租稅優惠或是獎勵投資抵減方案以減輕企業發債成本，因此表現出具有代理地方政

府施政型態的特性。

(三) 因城頭債的特色是以地方政府信用作為最終支付，故其享有在信用評等上的優勢，再加上大型國有企業或是國有股份制銀行能夠給予直接貸款，故準市政債能夠享有較一般企業低廉的資金成本。

二、 城市投資債券信用風險

2014年1至6月城投發債總額為1.09萬億元，占全部債券發行額的19.7%，相較去年同期發行5,814億元，同比增幅88%。2013年全年城投債發行總額為7,017億元人民幣，今年上半年的發行量已經超過去年全年的城投債發行總額。

雖然國務院鼓勵和加大對基礎設施建設投資、保障房、普通公路建設等項目的投資，使得城投債近來看似信用風險很小。然而，現在有不少城投公司通過轉移資產不停地融資，持有人資訊不透明，這是城投債潛在的風險。這個策略其實是用債券市場的資金置換了銀行貸款，銀行的風險轉嫁給了債券市場上的其他金融機構和投資者，這部分融資大量用來借新還舊，或者投入低收益低現金流的基礎設施投資，未來的信用風險將被放大。且根據國務院《國發2014第43號文》規定未來地方基礎建設將由地方政府各自負擔，中央政府不再實施救助，屆時地方收入不如預期時將有可能引發違約。

(一) 城市投資債券信用評等

城投債在發行時從信評機構獲得的信用評等，集中在前三個等級，分別是AAA、AA+和AA，佔城投債整體的98.60%。

第四節 信託債券

一、 信託債券定義

在中國大陸，信託屬於特殊的金融模式，其兼具私募股權、資產管理和銀行的特點，

其稱呼也從「信託投資公司」改為「信託公司」，與西方的信託概念不能混淆。令問題更為複雜的是中國大陸的信託公司仍處在不斷的變化之中，這也就增加了定義的難度。根據銀監會的定義，信託公司，是指依照《中華人民共和國公司法》和《信託公司管理辦法》設立的主要經營信託業務的金融機構。這其中所說的信託業務是指信託公司以營業和收取報酬為目的，以受託人身分承諾信託和處理信託事務的經營行為。

信託公司發行信託計畫募集資金後，需要將資金運用出去，投資於實體企業或金融產品。信託資金的運作方式，可以是債權模式，可以是股權模式，也可以是介於二者之間的夾層模式，此外，還可以投資於某種特定的權益（比如特定資產收益權）。

二、 債權模式

信託資金運用的債權模式，主要是指信託公司通過發行信託產品募集資金後，以向特定企業發放信託貸款的形式運用資金的一種模式。此外，信託資金先投資融資企業的股權（或其它某種權益），約定一定期限後，由企業的大股東（或協力廠商）以固定的價格進行回購，也屬於債權模式。信託貸款模式業務流程相對簡單，風險控制方法比較成熟。但是，由於監管部門希望限制貸款類信託業務發展，《信託公司集合資金信託計畫管理辦法》規定，信託公司管理信託計畫，向他人提供貸款不得超過其管理的所有信託計畫實收餘額的30%。

因而，面對旺盛的融資需求，信託公司在實務操作中，大量採用「股權投資附加回購」，「投資特定資產收益權附加回購」的方式進行信託資金的債權模式運作。在此類以債權方式運用信託資金的業務中，通常由信託公司發行信託計畫募集資金，並負責審查和確定貸款的對象、用途、期限和利率，抵質押擔保方式等，並負責貸後管理。近幾年來，中國大陸處於信貸額度強力管控狀態，而企業資金需求旺盛，市場真實利率遠遠高於銀行貸款基準貸款利率。企業願意以較高的成本，使用效率更高的信託債務融資。在以債權模式運用信託資金的信託產品中，只要抵質押物充足，落實好擔保手續，並監控好資金，「專款專用」於有較高投資回報率的專案，一般情況下風險是可控的。而此類信託產品的收益率遠遠高於同類理財產品，受到投資者的追捧。

三、 股權模式

信託資金運用的股權模式，主要是指信託公司通過發行信託產品募集資金後，入股企業，並行使股東權利。相比債權投資，股權投資的優勢在於，信託公司一般能夠派員加入公司董事會，深度影響公司的戰略，並監督公司的日常營。且股權投資的收益上不封頂，如果所投資的企業經營狀況良好或實現上市，其收益將會遠遠超過債權模式。但是，在清償順序上，股權劣後於債權，因而，信託資金所投資的企業若經營不善，甚至破產，信託資金可能面臨較大損失甚至「血本無歸」的可能。採用股權投資方式運用信託資金的信託產品，適合那些想獲取高回報並願承擔較高投資風險的投資者。

四、 夾層模式

信託資金運用的夾層模式，是指採用介於純粹的股權投資和純粹的債權投資之間的方式進行投資。比如可轉債，信託資金雖然是以債權投資方式進入被投資企業，但約定在一定條件下，債權可轉換為股權。或者優先股，信託資金雖然是以股權投資方式進入被投資企業，但約定了一系列優先分紅和投資本金保障機制。

夾層模式最大的優勢在於其靈活性。在實務操作中，被投資企業對資金的需求，其既有的股權狀況和現實的風險狀況，都決定了可能無法直接匹配單一的股權或債權融資模式。為了滿足投融資雙方對風險的偏好，就可以採用夾層模式，或者在一個信託計畫中採用一部分資金進行股權投資，一部分資金進行債權投資的股債混合模式。

五、 信託產品信用風險

近年來，信託產品風險事件頻發。2012年4月12日，「吉信長白山11號南京聯強集合資金信託計畫」到期，但因南京聯強專案資金困難未按時兌付，在華融資產接盤下才得以延期8天兌付，這被視作「房地產信託首個違約項目」。2012年6月，華澳國際信託將大連實德訴諸法庭，成為近兩年來房地產信託爆發式增長後上訴法院的首例金融借款合同糾紛案。2012年12月，因無法償還中融-青島凱悅地產信託計畫，凱悅中心部分資產被司法拍賣，被媒體稱為信託投資資產拍賣第一例。實際上，從2012年至今，信託已爆出多款產品遭遇兌付危機。除房地產信託外，在礦產、基建領域均已出現信託風險件。儘管系

統性風險基本不會出現，但違約事件的背後卻暴露出信託產品存在不容忽視的信用及運營風險。

表 6-2_近期陷入兌付危機公司一覽表

時間	信託公司	專案類別	具體內容
2014 年 1 月	中誠信託	房地產信託	2011 年中誠-誠至金開 2 號集合信託計畫
2014 年 1 月	中誠信託	礦產信託	「誠至金開 1 號」礦產信託計畫
2014 年 1 月	新華信託	房地產信託	「上海錄潤置業股權投資集合資金信託計畫」
2013 年 12 月	吉林信託	礦產信託	「吉林-松花江 77 號」山西福裕能源專案收益權集資金信託計畫
2013 年 3 月	安信信託	房地產信託	昆山-聯邦國際資產收益財產權信託
2013 年 4 月	中信信託	房地產信託	中信製造-三峽全通貸款集合資金信託計畫
2012 年 12 月	中融信託	房地產信託	廊坊海潤達股權投資集合資金信託計畫，鄂爾多斯伊金霍洛旗棚戶區改造專案集合資金信託集合
2012 年 7 月	中誠信託	礦產信託	中誠信託「農戈山鉛鋅礦股權投資集合資信託計畫」暗藏風險，鉛鋅礦的建設工程已陷入停工狀態

資料來源：沈中華、沈大白、黃玉麗(2014)，「台灣證券業參與大陸債券市場之信用風險防範與因應措施」。

此前，眾多投資者未對信託風險給予足夠的重視，是因為堅信信託的「剛性兌付」。所謂「剛性兌付」，指的是信託產品到期時，若信託產品出現不能如期兌付或兌付困難時，信託公司需要兜底處理。實際上，「剛性兌付」並不是一個明文規定的法定義務，而只是信託業一個長期潛規則。「剛性兌付」將風險與投資者隔離，使投資者獲得高收益卻並未完全承擔對應的高風險，這是信託產品受到市場狂熱追捧的不可忽視的因素。然而「剛性兌付」本身是違背市場規律的。尤其是隨著風險爆發增多，特別是系統性風險累積到一定程度，超出信託公司本身所能承受的範圍時，那麼實質性的違約將不可避免。且不少信託公司也在嘗試打破該慣例。

第七章 預警機制建立指標

第一節 短期建議

一、 量化部分

參考現有各顧問機構定期與非定期對中國大陸所做的主權評等與信用評等資料，如下所示

- (一) Euler Hermes Country Reports
- (二) Maplecroft
- (三) Xiphias Consulting
- (四) The Benche Analysis & Reports
- (五) The PRS Group, Inc.
- (六) Oxford Analytica
- (七) Maplecroft
- (八) Business Monitor International
- (九) Country Risk Solutions
- (十) Economist Intelligence Unit
- (十一) Eurasia Group
- (十二) The PRS Group, Inc.
- (十三) S&P
- (十四) Moody's
- (十五) Fitch
- (十六) A.M. Best
- (十七) CCRI (台灣經濟新報)等等。

信用評等的目的是顯示受評對象信貸違約風險的大小，一般由某些專門信用評估機構進行。評估機構針對受評對象金融狀況和有關歷史的數據進行調查、分析，從而對受評對象的金融信用狀況給出一個總體的評價。資本市場上的信用評估機構，對國家、銀行、證券公司、基金、債券及上市公司進行信用評等。

國際上常見的國家主權評級，體現一國償債意願和能力，主權評級內容很廣，除了要對一個國家國內生產總值增長趨勢、對外貿易、國際收支情況、外匯儲備、外債總量及結構、財政收支、政策實施等影響國家償還能力的因素進行分析外，還要對金融體制改革、國企

改革、社會保障體制改革所造成的財政負擔進行分析，最後進行評級。根據國際慣例，國家主權等級列為該國境內單位發行外幣債券的評級上限，不得超過國家主權等級。而中國大陸地區目前主要的全國性信用評等機構包括聯合資信、中誠信國際、大公國際。

目前大陸多數信評公司為發行人付費，公正性頗受質疑。但今年來由銀行間交易商協會下設立之「中債資信」，為使用者付費機制，其中諸多評等結果，經學術研究驗證，更具參考價值。

至於各國際機構符號比較之一致性可見下表：

表 7-1_標準普爾、穆迪、惠譽國際信用等級符號

標準普爾		穆迪		惠譽國際	
長期債	短期債	長期債	短期債	長期債	短期債
AAA	A-1+	Aaa	P-1	AAA	F1+
AA+	A-1+	Aa1	P-1	AA+	F1+
AA	A-1+	Aa2	P-1	AA	F1+
AA-	A-1+	Aa3	P-1	AA-	F1+
A+	A-1	A1	P-1	A+	F1+
A	A-1	A2	P-1	A	F1
A-	A-2	A3	P-2	A-	F1
BBB+	A-2	Baa1	P-2	BBB+	F2
BBB	A-2/A-3	Baa2	P-2/P-3	BBB	F2
BBB-	A-3	Baa3	P-3	BBB-	F2/F3
BB+	B	Ba1		BB+	F3
BB	B	Ba2		BB	B
BB-	B	Ba3		BB-	B
B+	B	B1		B+	B
B	B	B2		B	C

B-	B	B3		B-	C
CCC+	C	Caa1		CCC+	C
CCC	C	Caa2		CCC	C
CCC-	C	Caa3		CCC-	C
CC	C	Ca		CC	C
C	C	C		C	C

表 7-2_各信用等級的含義

等級	含義	說明
AAA	信譽極好，幾乎無風險	表示信用程度高、資金實力雄厚，資產質量優良，各項指標先進，經濟效益明顯，清償支付能力強，企業陷入財務困境的可能性極小。
AA	信譽優良，基本無風險	表示信用程度較高，資金實力較強，資產質量較好，各項指標先進，經營管理狀況良好，經濟效益穩定，有較強的清償與支付能力。
A	信譽較好，具備支付能力，風險較小	表示信用程度良好，企資金實力、資產質量一般，有一定實力，各項經濟指標處於中上等水平，經濟效益不夠穩定，清償與支付能力尚可，受外部經濟條件影響，償債能力產生波動，但無大的風險。
BBB	信譽一般，基本具備支付能力，稍有風險	信用程度一般，資產和財務狀況一般，各項經濟指標處於中等水平，可能受到不確定因素影響，有一定風險。
BB	信譽欠佳，支付能力不穩定，有一定的風險	信用程度較差，資產和財務狀況差，各項經濟指標處於較低水平，清償與支付能力不佳，容易受到不確定因素影響，有風險。該類企業具有較多不良信用紀錄，未來發展前景不明朗，含有投機性因素。
B	信譽較差，近期內支付能力不穩定，有很大風險	信用程度差，償債能力較弱，管理水平和財務水平偏低。雖然目前尚能償債，但無更多財務保障。而其一旦處於較為惡劣的經濟環境下，則有可能發生違約。
CCC	信譽很差，償債能力不可靠，可能違約	信用很差，盈利能力和償債能力很弱，對投資者而言投資安全保障較小，存在重大風險和不穩定性，償債能力低下。
CC	信譽太差，償還能力差	信用極差，已處於虧損狀態，對投資者而言具有高度的投機性，償債能力極低。第二節
C	信譽極差，完全喪失支付能力	無信用，基本無力償還債務本息，虧損嚴重，接近破產，幾乎完全喪失償債能力。
D	違約	破產，債務違約。

二、質化部分

在全球化與區域經濟部段整合之下，金融活動與交流越來越密切。但也正因如此，若發生金融危機時，必定會透過一些傳遞機制，影響到其他國家。傳遞的力度通常與距離成反比。台灣與中國大陸不論在距離上、經貿往來上距離皆十分接近。若危機發生，若無意外，一定會受到最大程度的影響。以下就舉個可能的例子：台灣與中國大陸皆有消金、企金、與財富管理等服務，就風險方面可區分為市場風險、信用風險、法律等風險。在台灣陸資銀行搶台灣客戶，現在由於大陸不能用過低利率借款給台商，但是若它們能協助台商在大陸經營環境就可能對台灣有威脅。所以，建議多開放台灣的銀行在大陸有更良好關係來協助台商。強烈建議將大陸銀行借給台商的放款，拿到台灣證券化金融商品。

另一方面就是F股較其他上市櫃類股資訊較不透明，且設廠地點多在中國大陸。若存在著假帳問題，經由一些台資銀行的聯貸案，也可能將傳遞至台灣。因此，需做好風險分析與預警觀察。另外假帳部分可參考沈大白、敬永康 2013 對直接違約公司及隱性違約公司之定義，並將其列為質化因子。

最後，我們可以建立大數據資料庫及資料探勘技術(在下節有更深入說明)，另成立臉書社團提供資訊交流平台。建立社群專頁，應用群眾知識與智慧，提供與過濾及時的資訊與意見蒐整。目前已有設立一 Facebook 專頁，「兩岸金融機會與風險」
<https://www.facebook.com/RMBfinance>，陸續已有專家提供資訊與看法。

第二節 中長期建議

一、 量化部分

(一)標準差的選擇

Kaminsky and Reinhart (1999)以雙邊名目匯率變動(以對美元為主)超過 2 個標準差為定義之貨幣危機¹⁴。Edison (2000)則採取 2.5 標準差,界定通貨危機(美國)。Bell and Pain (2000)是採用 1 個標準差作預警模型(全球)。¹⁵

採用較多或較少的標準差有很大的情況是依據整體金融市場的成熟度,金融市場較成熟較穩定的國家較多的標準差;發展中或是穩定度較差的國家可能需要採取較少的標準差。中國大陸金融體系較不完善也較不成熟,建議採取 1 個標準差。

(二)變數挑選條件及原則

李桐豪與江永裕(民 98)在台灣金融危機領先指標之研究中指出,變數選擇的可取性也是一項重要的考量因素。根據 IMF 的全球經濟展望報告(1998)中,已建立一套對良好預警指標所具備的標準:(1)錯誤預警的比率須低;(2)預警指標發生變化與危機的發生須能證明具有統計上之顯著性;(3)預警指標發生變化至危機發生時須有足夠長的前置作業,以利於政府採行相關的防禦措施;(4)預警指標須發佈的間隔不可過長,須具高時效性的特質。因此,本文具有長時間月資料的變數為樣本資料,同時具備發布間隔近與前置作業時間足夠兩項特質。¹⁶

選擇那些變數對預警的成效好壞是具非常關鍵的,在選取預警指標的變數時,應滿足兩個條件較為恰當,在理論上對金融危機具有解釋作用,還必須符合預測對象的經濟環境特性。

Phornchanok Cumperayot and Roy Kouwenberg (2010)¹⁷中認為金融危機往往是信用過度擴張,外資流入後造成過度繁榮,有泡沫經濟的現象。後來實質基本面無法繼續支撐,

¹⁴ Kaminsky and Reinhart (1999)The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-Of-Patments Peoblems

¹⁵ Bell and Pain (2000)Assessing the risk of banking crises

¹⁶ 參考李桐豪、江永裕(2010),「台灣金融危機領先指標之研究」,台灣金融服務業聯合總會。

¹⁷ Phornchanok Cumperayot and Roy Kouwenberg (2010),Early Warning Systems for Currency Crises:A Multivariate Extreme Value Approach

造成泡沫破裂引發危機。這也與中國大陸目前現狀符合，信用擴張可說為中國大陸經濟的特性，因此可以多將指標集中在此。

李桐豪與江永裕(民 98)台灣金融危機領先指標之研究中挑選了以下指標：

1. 金融部門：

金融業拆款利率-1 個月(最低)、郵政儲金匯業局放款總額、主要金融機構對公營事業債權、存款不足毛退票金額年增率、全體金融機構逾期放款比率、本國一般銀行個人及企業存款餘額、台灣發行量加權股價指數(1966=100)。當中表現最好的是本國一般銀行個人及企業存款餘額

2. 總體部門：

台灣領先指標綜合指數(2001=100)、台灣 WPI 躉售物價指數年增率 2006=100 經季調、台北市房屋建築申請面積、台灣地區失業率、台灣廣義貨幣供給額(M2)月底值(新定義)、美元兌新台幣匯率、台灣出口貿易總金額-美元計價、台灣進口貿易總金額美元計。當中表現最好的是台灣廣義貨幣供給額(M2)月底值。

3. 財政部門：

台灣外匯存底、中央銀行負債-存款貨幣機構準備性存款、存款貨幣機構對政府機構放款。當中表現最好的是台灣外匯存底。

4. 全球經濟：

西德州中級原油現貨(平均)、紐約道瓊工業平均數當中表現最好的是西德州中級原油現貨價格。

(三)選擇變數

我們可以將四個部門表現最有效力的指標當作骨幹，依照狀況進行增加或減少。

1. 金融部門：

(1) 一般銀行個人及企業存款餘額

選用原因：存款有非常高的流動性與變現性，其多寡反映資金是否吃緊

(2) 上海銀行間同業拆放利率

選用原因：隔拆反映了銀行同業資金的供需

(3) 上海綜合指數(SSE)

選用原因：股市為一國經濟的櫥窗，通常為領先指標

(4) 存款不足毛退票金額年增率

選用原因：反映企業周轉是否失

2. 總體部門：

(1) OECD綜合領先指標(中國大陸部分)

選用原因：6個月的領先指標，對未來經濟發展具預測功能

(2) 中國大陸WPI 躉售物價指數年增率

選用原因：經濟學家認為其對商品流通比較敏感

(3) 中國大陸失業率

選用原因：可適當反映經濟發展，但被視為落後指標

(4) 中國大陸PMI (Purchase Management Index, 採購經理人指數)

選用原因：中國大陸目前還算是世界工廠，反映製造業經濟總體擴張或是收縮，共包括 11 個指數：新訂單、生產、就業、供應商配送、存貨、新出口訂單、採購、產成品庫存、購進價格、進口、積壓訂單。製造業採購經理指數 (PMI) 是一個綜合指數，計算方法全球統一。以 50 作為強弱分界，超過 50 景氣活絡，低於 50 景氣衰退

(5) 中國大陸出口貿易總金額(美元)

選用原因：中國大陸出口約佔 GDP 的 35%，為典型出口導向的國家

(6) 實質有效匯率

選用原因:反映中國大陸對外價格競爭力之強弱

3. 財政部門:

(1) 中國大陸外匯存底

選用原因:反映出中國大陸出口業的榮枯

(2) 地方政府債務年增率

戴肇洋(2012) 中國大陸地方政府債務的是與非中指出，2009年公布的「關於中央財政將為地方政府代發代償2千億元地方債務」政策，更讓地方政府避開國家預算法令規定地方政府不得直接發債之限制，亦成為導致地方政府債務快速成長的主要因素之一。隨著經濟發展放緩，消費需求不足，產業投資同質性又高，各地開始呈現產能過剩，收入回報無法支付債務本息，償債能力不足，惟有借新債還舊債因應。因此將中國大陸地方債務列入觀察重點。

(3) 全球經濟: 西德州中級原油現貨價格

選用原因:原油現貨為典型的原物料，用途廣泛。為景氣領先指標。

(4) 流動性指標部分:

對台灣而言，最重要的是liquidity dry-up(flight-to-quality)指標，主要是資金缺乏與資金向低風險的地方流竄，這部分研究在國際上仍為最新的領域，國內應加強這方面的研究能量。目前台灣外匯準備仍有不錯的累積，但未來人民幣的流動性風險因應與兩岸簽訂的換匯協議則頗有其重要性。

二、 質化部分

除了本研究之外，金管會也曾委託過中華經濟研究院，編出大陸金融安全預警機制之指標、模型。其初步規劃重點包括必要時要求赴大陸投資的金融業賣掉持股撤回投資、限制在大陸分行放款風險額度等。主管機關可以在必要時，要求到大陸投資的金融業出售股份，撤回投資，讓兩岸金融的開放「可進可退」。國內金融業獲准在大陸經營業務後，若有防礙健全經營或政府政策上有必要時，可限制業務，如銀行在大陸設立的分行，可依

業務承受的最大風險訂定放款限額。這可以當作我們一些重要的參考。

另外，阿里巴巴的崛起也代表中國互聯網金融正在蓬勃發展。但是，互聯網金融牽連金融之安全影響非常多面性且資訊不透明，可能形成風險。我們可以從四個構面來做關注與管制。分別為 P2P、眾籌、第三方支付、銷售平台。

大陸與香港已經實施了滬港通。兩岸三地金融互動的可能影響，特別是大陸對香港金融政策所造成資本移動的問題。對台灣市場多多少少會造成一些資本外移的效應。也因為如此，台灣正在籌備「台日通」、「台星通」與國際資本市場接軌，吸引國際資金來台。

未來可以朝以下兩點做更進一步的發展：

(一) 與大陸合作成立兩岸金融安全研究團隊

中國大陸目前積極開放金融市場，例如利率與匯率自由化等，但亦相當擔心伴隨而來的風險，大陸學術研究在總體宏觀研究頗有成果，但在個體微觀研究能量上，台灣仍有相當優勢，包括台灣擁有金融自由化歷程經驗，與台灣經歷華人地區信用循環(Credit Cycle)的重要資訊等等。可以由兩岸金融機構共同組織研究團隊，或與大陸重要金融資訊機構合作(例如前述中債資信)，共同維護兩岸金融安全。包括合作建立華人地區信用指數等(例如參考 J.P. Morgan Asia Credit Indices)，與假帳指標分析與預警等等研究。

(二) 與大陸合作建立兩岸安全預警機制

兩岸金融關係將越加密切，未來將可能有更多金融往來糾紛發生，兩岸應及早建立相關預警機制(例如金融工具風險與信用評估或分級)，包括相關仲裁機制，爭端解決機制等，避免發生民眾與企業間金融往來糾紛，傷害兩岸人民之感情。

第三節 需持續觀察部分

大陸金融機構來台設置：

可比照目前作法，據國際聲譽與國際化之機構優先放行。但需持續注意其對台商將其業務

由本國機構移轉至其機構之可能風險。大陸 P2P 與金融 3.0 之發展對台灣金融影響應持續
關切，陸影子銀行議題（國務院 107 號文）亦需持續關注。

第八章 結論

目前中國大陸為第二大經濟體，代表中國大陸的經濟實力，逐漸超英趕美，後來居上。中國大陸已經擺脫貧窮，進入小康。龐大內需代表的消費勢力除了讓中國大陸擁有影響左右世界經濟的實力，背後更代表的是中國大陸消費勢力將抬頭。過去累積經濟發展的成果，將會是中國大陸從世界工廠轉變成為世界市場的本錢，這不僅使得全球一流企業會爭相出口到中國大陸，甚至更多投資人也將前仆後繼的投資中國大陸。

在金融上，中國大陸經濟勢力的提升也代表國際金融界的大洗牌。因為金融海嘯已經影響美金的信譽，歐洲的債信危機，也讓歐元巨幅貶值。人民幣會成為新的國際貨幣。雖然人民幣不見得會立即的國際化，但大陸政府設計的人民幣貿易結算政策，會讓與中國大陸與周邊貿易的國家更加密結合，也會讓人民幣從結算貨幣逐步變成儲備貨幣。

2014/11/17「滬港通」正式上路，香港交易所上午9時將舉行開通儀式。不過滬港通首日，卻呈現「北上」熱情超過「南下」的情形，北上買A股的「滬股通」下午2點前已用盡130億元人民幣額度，反映投資意欲較強。反觀，南下買港股的「港股通」則相對冷淡，105億元人民幣（下同）額度僅用近17億元，不到全日額度2成。事實上，兩市冷熱不均，在開市不到15分鐘已見端倪；當時經「滬股通」買A股的每日額度已用掉約一半，大陸買賣港股的「港股通」每日額度僅用約3億元。大陸自1979年實施經濟改革以來，在走向資本主義的過程中，一直秉持放權讓利的原則，就是希望藉由國退民進，帶動市場經濟的發展。雖然2008年金融海嘯的發生，讓原本國退民進的方向扭轉為國進民退，但隨著十二五規劃的推動，國退民進或國進民退都將陸續退場，取而代之的是國富民強。這個目標如何達成？深化資本市場改革、加快經濟結構調整是不二法門，滬港通應該只是第一步，未來勢必有更多的資本市場改革措施推出。

上海與香港早已可以在證券市場互相買到彼此的股票，滬港通更開放中國大陸和香港股市可以雙向互通，主要是透過建構互通的交易平台，減少進入市場障礙。港滬通最大功

能在於透過採用人民幣支付，實現人民幣境外換匯，以香港做為人民幣離岸中心的試點，為人民幣國際化做準備。

自從民國 38 年政府播遷來台以後，雖然近期兩岸政局稍加平穩，但尚未結束對立的局面。但也未簽訂任何的和平協議。我們所要問的是：我們現在若要與中國大陸金融往來，是否安全？我們挾著地利語言文化之便，投資中國大陸頗具優勢。但換個角度想，中國大陸始終不認為我們是一個國家。投資中國大陸除了要承擔金融上的風險，也要額外承擔政治上的風險。近日台股成交量降低，整個資本市場若漸漸萎可能籌資的功能。未來許多投資人，存款人或投資機構皆可能將進入大陸市場而成為必然的趨勢。我們擁有生處的環境之資訊一定比較其他環境還多，這樣擁有資訊的優勢，在我們進入中國大陸金融市場後，如何保持乃需要努力之處。

正因如此，我們若要能夠建立預警機制，由其應加強基礎建設(主要在數據資料庫部分)，包括與大陸適當機構合作，以在發生我們認為有潛在金融危機時，能夠事先防範，趁著中國大陸還未完全限制資本移動前有所作為，使得傷害減少到最低。

參考資料

中文文獻

1. 林維義《金融預警制度與金融控股公司之風險管理(上)》存保資訊季刊,第17卷第5期 頁1,3
2. 王貞威(2014),「兩岸關係中的現實探析」,九鼎,第75期,頁48-51。
3. 林采宜、吳齊華(2014),「影子銀行是怎樣煉成的」。
4. 李桐豪、江永裕(2010),「台灣金融危機領先指標之研究」,台灣金融服務業聯合總會。
5. 江婉慧(2010),「中國大陸大陸財政地方分權對其地方政府效率的影響」,國立政治大學財政研究所碩士論文。P72. 74
6. 沈中華(2012),「國家主權風險模型計畫結案報告」,P27-P40
7. 沈中華、沈大白、黃玉麗(2014),「台灣證券業參與大陸債券市場之信用風險防範與因應措施」。
P23. P24. P27
8. 吳懿娟(2003),「我國金融危機預警系統之研究」,中央銀行季刊,第二十五卷第三期,頁5-42。
9. 胡心慈(2006),「建立金融集團預警系統之研究」,國立政治大學經濟學系碩士學位論文。
10. 陳永琦(2013),「兩岸簽署金融監理合作瞭解備忘錄對台灣股市之影響—以開放合格境內機構投資者投資台灣股票為例」,明新學報,第39卷第2期,頁233-243。
11. 商業周刊第1143期。
12. 章玉貴(2014),「中國大陸的地方債風險及其治理」,中經院相關研究報告,第146期。
13. 黃群清、祖平奕(2013),「淺析中國大陸影子銀行」,時代金融,第523期,頁142。
14. 劉完淳、許振明、彭思蓉(2003),「台海兩岸關係發展之軌跡」,存款保險資訊季刊,第17卷第2期,頁51-75。
15. 李桐豪與江永裕(98)台灣金融危機領先指標之研究,台灣金融服務業聯合總會委託計畫頁26-30
16. 戴肇洋(2012)中國大陸地方政府債務的是與非,國家政策研究基金會
17. 吳霞(2012),「我國商業銀行金融同業業務發展現狀及其影響探析」,中國人民銀行南昌中心支行
18. 李揚等人於中國大陸社科院發表之「中國大陸主權資產負債表及其風險評估」

英文文獻

1. Kaminsky and Reinhart (1999) The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-Of-Payments Problems
2. Bell and Pain (2000) Assessing the risk of banking crises
3. Phornchanok Cumperayot and Roy Kouwenberg (2010) Early Warning Systems for Currency Crises: A Multivariate Extreme Value Approach
4. William H. Beaver (1966) "Financial Ratios as Predictors of Failure." Accounting Research Center, Booth School of Business, University of Chicago.
5. Edward I. Altman (1968) "Financial Ratios, Discriminant Analysis And The Prediction Of Corporate Bankruptcy." The Journal of Finance, VOL. XXIII SEPTEMBER 1968 No.4.
6. James A. Ohlson (1980) "Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy." Journal of Accounting Research Vol. 18 No. 1 Spring 1980 Printed in U.S.A.
7. Robert C. Merton (1974) "On The Pricing Of Corporate Debt: The Risk Structure Of Interest Rates." The Journal of Finance Vol. 29 ,p449-470

附錄

附錄 1-F 股之盈餘管理行為分析

主要變數之代理衡量—盈餘管理(Earnings Management)

一、應計基礎盈餘管理(Accrual-based Earnings Management, AM)

根據過去研究(e.g., Jones 1991; DeFond and Jiambalvo 1994; and Dechow et al. 1995), 我們選擇以裁決性應計項目(discretionary accruals, DA)來代理衡量應計基礎盈餘管理, 並採用產業別橫斷面方式估計下列式(A1) (DeFond and Jiambalvo 1994), 而為避免 modified Jones model 潛在的衡量誤差(measurement error)問題, 亦於模式中納入前期會計績效(ROA_{it-1})作為控制(Kothari et al. 2005)。

$$\frac{TA_{it}}{Assets_{it-1}} = a_1 \frac{1}{Assets_{it-1}} + a_2 \frac{\Delta SALES_{it}}{Assets_{it-1}} + a_3 \frac{PPE_{it}}{Assets_{it-1}} + a_4 ROA_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (A1)$$

其中, TA_{it} 為總應計, 計算方式為經常性盈餘(EBXI)減去營業活動現金流量(CFO), 即: $Assets_{it-1}$ 為 i 公司 t-1 年之總資產; $\Delta SALES_{it}$ 則為 i 公司 t 年之營業收入淨額的變動數; PPE_{it} 為 i 公司 t 年之不動產、廠房及設備總額; ROA_{it-1} 為 i 公司 t-1 年之資產報酬率。

而後, 將式(A1)所估計而得之係數值代入式(A2), 以求出非裁決性應計項目(NDA)。最後, 總應計與非裁決性應計項目之差, 即為裁決性應計項目(DA), 亦即: 。

$$NDA_{it} = \hat{a}_1 \frac{1}{Assets_{it-1}} + \hat{a}_2 \frac{(\Delta SALES_{it} - \Delta REC_{it})}{Assets_{it-1}} + \hat{a}_3 \frac{PPE_{it}}{Assets_{it-1}} + \hat{a}_4 ROA_{it-1} \quad (A2)$$

其中, ΔREC_{it} 為 i 公司 t 年之應收帳款(淨額)變動數。其餘變數定義同式(A1)。

二、實質盈餘管理(Real Earnings Management, REM)

根據 Roychowdhury (2006), 我們也考量三個代理衡量實質盈餘管理之工具, 分別為:

異常營運現金流量、異常生產成本及異常裁決性支出。相關研究，如 Zang (2012)、Cohen et al. (2008)、Cohen and Zarowin (2010)也多以這些工具試圖捕捉公司的實質活動操弄行為，並也證實這些代理衡量變數具有一定的效度(Validity)。

我們建構下列模式(B1)-(B6)，並分年執行產業別之橫斷面迴歸分析，用以計算現金流量、裁決性支出及生產成本應有的正常水準(normal level)。茲分別說明於下：

首先，為提高當期盈餘，公司可能透過價格折扣或更為寬鬆的信用條件來加速銷貨的認列，但此舉卻可能導致當期現金流量的減少，式(B1)即用以捕捉此一盈餘管理行為；亦即，正常營運現金流量為銷貨及銷貨變動之線性函數(Dechow et al. 1998; Roychowdhury 2006)，而異常營運現金流量(abn_CFO)即為實際營運現金流量減除由式(B1)所估算出的正常營運現金流量。若該 abn_CFO 為負值，則代表公司存在操弄銷貨來提高當期盈餘的行為。

$$\frac{CFO_{it}}{Assets_{it-1}} = a_0 + a_1 \frac{1}{Assets_{it-1}} + a_2 \frac{SALES_{it}}{Assets_{it-1}} + a_3 \frac{\Delta SALES_{it}}{Assets_{it-1}} + \varepsilon_{it} \quad (B1)^{18}$$

其中，Assets_{it-1} 為 i 公司 t-1 年之總資產；SALES_{it} 為 i 公司 t 年之營業收入淨額；而 ΔSALES_{it} 則為 i 公司 t 年之營業收入淨額的變動數。

其次，公司亦可藉由大量生產來降低銷貨成本，以達成其提高報導盈餘（營業邊際利潤）的目的。根據過去文獻(Dechow et al. 1998; Roychowdhury 2006)，我們定義生產成本為銷貨成本(COGS)與存貨變動(ΔINV)之和，其中 COGS 為同期銷貨之線性函數，而存貨變動數(存貨成長)則為同時及前期銷貨變動數之線性函數(如式(B2)及式(B3)所示)。

$$\frac{COGS_{it}}{Assets_{it-1}} = a_0 + a_1 \frac{1}{Assets_{it-1}} + a_2 \frac{SALES_{it}}{Assets_{it-1}} + \varepsilon_{it} \quad (B2)$$

¹⁸為避免 CFO 及 SALES 因同時平減總資產(Assets)而造成虛假相關(spurious correlation)的問題，本研究參考 Roychowdhury (2006)，亦於模式中置入未平減的截距項(a₀)，以確保每一產業/年度之異常營運現金流量(abn_CFO)的平均值為零。此外，納入此截距項也可使一些特定產業/年度之平均 CFO_{it}/Assets_{it-1} 為非零的值，即使其模型中的主要解釋變數(SALES 及 ΔSALES)為零時。

其中，COGS_{it} 為 i 公司 t 年之銷貨成本。其餘變數定義同式(B1)。

$$\frac{\Delta INV_{it}}{Assets_{it-1}} = a_0 + a_1 \frac{1}{Assets_{it-1}} + a_2 \frac{\Delta SALES_{it}}{Assets_{it-1}} + a_3 \frac{\Delta SALES_{it-1}}{Assets_{it-1}} + \varepsilon_{it} \quad (B3)$$

如前述，生產成本(PROD)為銷貨成本與存貨變動之和，故合併式(B2)及式(B3)而為式(B4)，並執行各年之產業別橫斷面迴歸分析，據以推估生產成本之正常水準。而異常生產成本(abn_PROD)則係實際生產成本減去此推估出的正常水準，若 abn_PROD 之值為正，代表公司存在利用大量生產來降低銷貨成本以實現提高盈餘之操弄行為。

$$\frac{PROD_{it}}{Assets_{it-1}} = a_0 + a_1 \frac{1}{Assets_{it-1}} + a_2 \frac{SALES_{it}}{Assets_{it-1}} + a_3 \frac{\Delta SALES_{it}}{Assets_{it-1}} + a_4 \frac{\Delta SALES_{it-1}}{Assets_{it-1}} + \varepsilon_{it} \quad (B4)$$

最後，公司亦可藉由裁減性費用（如廣告費、研發費用及銷管費用）的裁減來達成提高當期盈餘的目的，根據 Dechow et al. (1998)的簡化假設，裁減性費用應為同期銷貨的線性函數，如下式所示：

$$\frac{DISX_{it}}{Assets_{it-1}} = a_0 + a_1 \frac{1}{Assets_{it-1}} + a_2 \frac{SALES_{it}}{Assets_{it-1}} + \varepsilon_{it} \quad (B5)$$

其中，DISX_{it} 為 i 公司 t 年之裁減性費用。其餘變數定義同式(B1)。

然而，建構裁減性費用為當期銷貨的函數可能會產生技術性問題，簡而言之，若公司利用提高銷貨來增加報導盈餘，可能會導致式(B5)所估計出之殘值異常的小。為避免此一問題，我們改用前期銷貨來估計裁減性費用之正常水準。將裁減性費用之實際金額減去此估計的正常裁減性費用值即可得異常裁減性費用(abn_DISX)，若該異常值為負，則表示公司存在削減裁減性支出來操弄盈餘的行為。

$$\frac{DISX_{it}}{Assets_{it-1}} = a_0 + a_1 \frac{1}{Assets_{it-1}} + a_2 \frac{SALES_{it-1}}{Assets_{it-1}} + \varepsilon_{it} \quad (B6)$$

最後，為能捕捉實質盈餘管理的整體效果，本研究組合上述三項個別盈餘管理變數，

而成一實質盈餘管理活動之綜合性指標(comprehensive metrics)，數值愈大，代表公司存在提高盈餘之實質盈餘管理行為。

$$REM = -1 \times abn_CFO + abn_PROD + (-1) \times DISX$$

附錄 2-兩岸金融安全預警輔助機制

使用大數據與資料採礦技術，建構兩岸金融安全預警輔助機制：

預警機制之研擬，自然是希望這個機制能提供兩岸事務主管機關能透過機制或模型能在兩岸金融安全問題上能取得先機或先見之明，能在危機形成之前消彌事件的發生或避免事件的嚴重快速擴散。

為了因應快速變化的網路時代之來臨，兩岸金融預警機制也可以考慮持續性的收集網路上的大量資料，結合現行的金融數據資料，進行大數據的技術解析。其中，比較出名的類似案例是 Google Flu Trends（流感趨勢）根據使用者在 Google 鍵入的流感相關字詞（如肌肉酸痛、溫度計等）進行分析後，比對 Google 資料庫，並輔以地圖位置顯示各地流感活動強弱所彙總的搜尋資料，預測流感的疫情發展軌跡，以提出更即時的預警流感預警。

另外，類似的預警機制應用案例也越來越多。例如，食安問題—IBM 在 2011 年德國偵測大腸桿菌疫情的污染源、車輛維修預警—BMW 透過數千項的設定，預警車輛維修需求、中華電信的「輿情系統」分析等。不過，值得一提的是，研究追蹤顯示：2011 年以來，Google 的流感趨勢預測結果準確度並不高。當然，Google 必須對模型與參數（關鍵字等）持續進行調整以維持預測的正確性。

要建構一個模型或機制，基本上需要一些可以參考的（歷史）資料作基礎。自然的，截至目前為止，因為從來沒發生過，自然不會有所謂的兩岸金融危機的資料可供參考或建模。不同於 google 的流感趨勢屬於有回饋資料可以驗證模型的好壞或對錯，兩岸金融預警則屬於非監督式模型（unsupervised model）。在這方面的問題，我們建議可以先採用 2008 年次貸風暴的全球金融海嘯或 2010 年中的歐債危機發生前的一些網路或其他相關訊息可以作為建構兩岸金融預警機制或模型的基礎資料。

在技術方面，上述的模型建構屬於廣義的文字採礦（text mining）的領域範疇。目前已經有許多軟體與技術可以提供支援：（1）屬於開放程式碼的 R 或 Python 語言，軟體的下載與使用完全免費，但相對的在使用上難度較高，進入障礙也相對比較難，必

須有專門的程式與系統人才。(2) 在商業軟體方面，SAS 的 text miner 和 SPSS modeler 也都有提供相關軟體，但除了相關的系統費用之外，也都需要有專業人才的持續投入，但在使用上相對較為簡單。(3) 台灣也有一些提供相關的專業文字採礦解決方案的公司(例如，龍捲風科技等)，可以幫忙資料的蒐集並協助進行語意分析，強調能處理非結構化資料 (Unstructured Data) 處理，能夠擷取各類型檔案內容、整合現有格式化的關聯資料庫與異質性資料，探索異常情境的發生，掌握先機。另外，例如中華電信，IBM，精誠等系統廠商也都有提供類似的專業服務。

在可能探索的關鍵字方面，例如，大陸地區放款或曝險額度、放款集中度、假帳、催收等，隨著時空環境與特殊事件的發展，是必須隨時動態調整的。再將所得到的搜尋、處理、解析結果與現有的金融監理數據(例如，兩岸貿易往來數字、金融機構評等、銀行績效與部位等)進行交叉比對分析。也就是說，建議可以經由使用大數據與資料採礦技術，建構一個兩岸金融安全預警的場外監理應用系統之一。在執行上可以結合相關的金融事業主管機關、金融機構、以及兩岸事務主管單位共同進行模型或機制的預警檢視。

附錄 3-專家意見

一、訪談目錄：

鄧振中、高孔廉、陳沖、薛琦、胡勝正

附錄 3-1 受訪意見

受訪者	專家觀點
鄧振中	<ol style="list-style-type: none"> 1. 在兩岸服務貿易協定中，金融業的開放是最有共識的(排除政治考慮下)，其原因為台灣金管會管制十分嚴密 2. 認為在衡量中國大陸對世界經濟或是金融的影響時，必須要考慮中國大陸國家主席習近平的領導方向
高孔廉	<ol style="list-style-type: none"> 1. 陸商來台的目的不在營利，著重開發新的商機 ex:北控集團&愛之味 2. 租賃存在問題：自有資金，不能吸收存款、在陸租賃業不屬於金融機構 3. 服貿：RQFII 4. 爭端解決機制目前僅存在 G to G 5. 金管會應設兩岸金融相關法律規範
陳沖	<ol style="list-style-type: none"> 1. 四大行皆屬政府，並非純粹商業考量陸來台：ex 代理概念，吸收人民幣→以對台灣造成衝擊，可從公司型態著手 2. 大陸金融存在風險：租賃業不清楚資金來源及其成分變化 3. RQFII 4. 應設金融方面爭端解決機制 5. 電子商務風險(賣基金不用風險)ex:阿里巴巴、銀聯 6. 電子商務須兼做放款才划算，其他第三方支付、預收貨款…等等，大陸 4 行相對台很緊張，另外尚存在執照問題
薛琦	<ol style="list-style-type: none"> 1. 銀行監理報表分表內、表外兩項目，表外子行較易出問題，建議可從法令著手 2. 須注意國家風險重要性，因為會影響該活企業發展
胡勝正	<ol style="list-style-type: none"> 1. 第三方支付之所以獲利驚人，是因為以預收方式代為保管，消費後再以帳戶金額扣款，除了預儲有折扣以外，最近更開始網路投資理財商品 2. 地下金融方面，如果利率市場化能有效解決

二、座談會紀錄

(一)2014/11/05 會議紀錄整理

(二)該次會議紀錄與會者：

1. TEJ 台灣經濟新報總經理錢素英
2. 亞台財金顧問公司董事長蕭惠元
3. 時報資訊曾立民協理
4. 聯合徵信中心林思惟組長
5. 永豐金控策略長張晉源
6. 南山人壽風險協理林劭杰
7. 實踐大學黃玉麗教授
8. 前新加坡大學風險管理中心副主任周大慶博士
9. 周林毅博士
10. 渣打銀行台灣分行風控長徐慶

(三)與會者意見陳述內容如下：

1. TEJ 台灣經濟新報總經理錢素英

嘗試用 TCRI 的經驗，自 2007 開始收集大陸方面的資料，2010 嘗試建構起數量模型。以九個信用等級來評價大陸公司，並設置違約公司的定義，其中有逾期放款、破產、財務吃緊、會計師意見。

並設立 CCRI 模型，其使用 4 個方面、10 個指標：

- (1)獲利面：淨值報酬率、營業利益率
- (2)財務槓桿面：本益比
- (3)資產效益面
- (4)掏空指標面：資金占用比率、大股東持有比，

與 TCRI 不同的地方在於大陸的企業，資金占用比率、大股東持有比(掏空指數)是顯著的指標。

在實際資料的測試上，結果顯示 CCRI 模型具有很高的鑑別度。再拿 CCRI 模型與大陸的前六家信評公司報告做比較，由於此六家公司屬於被動式評等，CCRI 則為主動式，在這幾年來成功的預測了違約公司的產生，其特點為幾乎能在一年前捕捉到高危險的訊號，而大陸之信評公司，大多在評等一年後之違約公司仍顯示還在可投資等級。大陸和台灣的舞弊態樣有所差異，近來的統計，台灣的舞弊件數大概有 15 件大陸 98 件，大陸的上市公司有 2500 家，台灣的上市公司有 1000 多家，舞弊比重是三比一。

一般認為，大陸的財報是有虛報或舞弊的情況，CCRI 不能改變這些問題，但是加入了新的面向，例如該公司在產業的地位，龍頭企業的獲利不應該比其他非龍頭企業來的低，把這些不合理的指標挑出來。像是最近中國大陸旭光新材料集團的個案，在團隊研究中發現，旭光高新不應該有高於產業龍頭的獲利數字，此外，旭光高新的營業槓桿也是產業中最高，所以在倒帳案生前，應該要能從財務報表中發現一些跡象。

2. 亞台財金顧問公司董事長蕭惠元

接觸大陸銀行時發現，大陸的數據和資料會有缺漏，在新巴賽爾協定裡，資料管理是重要的一環，所以大陸的銀行還需要一段時間才能跟上新巴賽爾協定腳步，這也是兩岸監理上切入的一個方向。大陸幾個大銀行，希望在 2016 前能夠適用巴賽爾三。

在授信風險上，台資銀行陸陸續續有踩到一些地雷，這些地雷歸納成以下幾個原因：

- (1) 大陸的企業受到政府的政策影響很嚴重，計劃政策會改變企業的運作模式，一旦計畫結束，就可能發生危機。
- (2) 台資的銀行對區域和產業不熟悉，台資銀行的區域風險較高。
- (3) 影子銀行的盛行，某些借款管道的成本較高。當大環境不好下，違約風險就會提升。

資訊很重要，金融預警這方面，具體建議可以建立兩岸資訊共享平台，大陸方面也有聲音想建立這些資訊。台灣聯徵擁有較多經驗能與大陸交流，大陸目前正在建立區域型信用信息中心例如：華北、華南。另外信用評級機構的資訊分享，台灣部分主

要是為 TCRI 與國外三大信評機構，惟能給三大信評評等之件數還很稀少。大陸方面則擁有六家信評機構，多為被動型態且多為偏官方機構。台資銀行希望透過聯徵模式，建立資訊共享的平台，並且要求具即時性，以求降低交易風險、信用風險、市場風險甚至防堵洗錢。

3. 時報資訊曾立民協理

財報之外的資訊。以中租為例，有所謂的查廠，做法為每三個月查一次，但仍有可能存在問題，有個例子是，每三個月去查廠時，感覺仍有在繼續營運，但是最後發現實地盤查時才發現工廠早已沒有在運作。所以，端只看財報仍有可能踩到地雷。找出資訊尚需求證資訊正確無遺漏，很多到大陸設辦事處想要取得當地資訊，反而正確之資訊獲得的更少。除了銀行授信在調查企業的資訊外，租賃業或許看得更細，甚至調查公司負責人的信用狀況。

在大陸，上市上櫃資料的取得尚無疑慮，但絕大多數年營業額只有兩三千萬的中小企業公司，資訊非常不透明且難以取得，此也造成了資訊嚴重的不對稱。

4. 聯合徵信中心林思惟組長

聯徵主要針對中小型企業，但無法做到查廠，聯徵能做的仍只有資料方面。銀行局試圖讓聯徵做出銀行對大陸曝險的壓力測試方案，但聯徵只有 OBU 的資料，像是中國大陸信託、兆豐等，如何做出壓力測試目前尚無定論。目前普通評等公司所做出的評比銀行局尚不認可，且由於無外部評等機制而只承認美國三大信評公司作出之評比，導致較具規模之公司才受三大信評的評等，其他不具規模之企業營運狀況外部人仍難以理解。聯徵亦無法窺得全貌。

對大陸的曝險大概 26 兆多，部位不大，而且最近損失準備金將提高到 1%、房貸 1.5%，以本國銀行的體質看來，仍可承受，惟損失準備部位不斷增加，需要透過不斷觀察部位增長來做出防範。

5. 永豐金控策略長張晉源

目前對中國大陸整體之觀察聚焦再三方面

- (1) 政策：觀察政策之轉變究竟為何種緣由所造成
- (2) 產業：偏重觀察其供應鏈
- (3) 金融：注重資金的寬鬆程度。

基於以上觀點能成功預測政策下可能之轉變。

在資料之蒐集上，金融業每年繳交給政府的報表有 500 多份且時常重複，過多且過期的資訊通常代表不具有攸關性及時效性，即使資訊富有內涵仍需要能夠利用的人方能有用。大陸的政策其實是透明的，政府提出政策皆有非常明確的方向，所以政策上的風險其實不高。

台灣跟大陸的銀行應該合作以達成雙贏。台灣的優勢在於已經了解了華人社會中 business cycle。其次是台灣比中國大陸更早成為歐亞銜接的中心，代管、銷售、金流…等等。

所以成立一個學習中心，實施教育訓練，讓對岸的每個分行派人來學習。除了賺錢外透過彼此交流也會得到最新的資訊。另一個想法是兩岸公司的生存能力比較。大陸因獲利能力較高，能夠支撐更高的利率風險，台灣卻因為銀根鬆，一般的企業還能夠苟延殘喘。但是一個全球性的風險來的時候，台灣一般企業將無法承受。

6. 南山人壽風險協理林劭杰

就宏觀之角度來看，能以金融市場指標來判讀，例如上海的同業拆款利率，當拆款利率較高時可能資金是有問題的。另外就匯率而言基本上，被視為是金融市場領先指標，這些金融市場數字也應該當作預警指標。

就微觀之角度而言兩岸相對照下，在大陸政策製訂之後，官僚體系或公務機關是具有效率的。

對於資訊仍存在不透明，是因為身分不同所導致。目前有聲浪想加入聯徵系統，但因牽涉資訊安全，故尚待考慮。

另外大陸幅員遼闊，地方區域特色濃厚，故在做決策時應該考慮地方商業的劃分。

7. 實踐大學黃玉麗教授

兩岸金融安全的議題，應建立在兩岸合作的信用評級機構探討。中債資信(中國大陸評級機構)是由中國大陸銀行的交易商協會所成立的，主要提供用於中國大陸銀行的借貸作業。其觀察到中債資信的評分等級分布較廣(11-12等)，所給與分類的種類較細。借由各家企業的財報資料觀察，解釋該企業在中債資信中所獲得的評級。經過觀察及實證後，黃教授認為財務報表對於信用評級有顯著解釋能力，所以認為中債資信相較於中國大陸其他信評公司較為可信。黃教授同時也提出台灣銀行、信評公司與中債資信合作的想法，台灣可以得到中債資信所收集的資料，而中債資信也可以參考台灣過去的經驗改善現有的評比準則及方式，達到雙方互利的局面。

8. 前新加坡大學風險管理中心副主任周大慶博士

台灣金融的管制相對於中國大陸嚴格許多，而也因為管制程度的不同，造成兩邊產生所謂的資訊不對稱，才更該重視「兩岸金融安全」的議題。周教授認為，要解決或是預防兩岸金融的問題，必須要透過「產、官、學」三方的配合。產業的部分，由兩岸的業界實務人員互相交流，分享兩岸金融業現況及其實務經驗，透過此種方式來了解兩岸金融產業現況的異同。而「官」的部分，政府應該檢視兩岸相關的法律與相關規定，是否有相互衝突的部分，避免在未來推動兩岸金融的政策上，產生不必要的漏洞及灰色的法律地帶，並共同推行具公信力的評等機構。學界部分，應該結合產業與政府的部分，發展出一套公正客觀的評等機制，以利於雙方在金融行為及相互投資。周教授對於兩岸所建立具公信力之機構，可以採行會員制來鼓勵更多企業及銀行加入該機構。

9. 周林毅博士

要建立兩岸金融安全，可由下面幾個方向著手：

(1) 信用資訊之掌握。

周先生認為可以由兩岸的中債資信、時報周刊、TEJ等評等機構，來獲取兩岸企業與銀行之信用狀況，對於有違約(信用風險)疑慮之企業與銀行，提早做出相關配套措施。

- (2) 即時資料的收集及公告。應該要求兩岸企業及銀行公告即時重大訊息給一般投資人知曉，避免因為資訊不對稱，而造成善意投資人無謂的損失。
- (3) 兩岸互設協會，當有關兩岸金融問題發生時，投資人可以找到兩岸所設立之協會尋求協助，避免權益受損的投資人承受更多的損失。
- (4) 建立分析技術，兩岸可以透過學術的交流，來建立一個模型來分析兩岸的企業及銀行，給與兩岸的投資人更多可以參考的資訊。

10. 渣打銀行台灣分行風控長徐慶

金融預警的方法上，可以學習消金，設定一些 trigger，像是前面提到的一些宏觀指標。銀行的表外業務太多，看不到，甚至是行業外業務，主管機關無法監管到。中國大陸銀行有些報表上的數字令人疑惑。現在大小銀行的 share price 都低於淨值很多。銀行理財，很多都是壞帳。壞帳賣給資產管理公司，然後回購，進入系統後把壞帳消化掉。但消化掉幾年後還要再贖回。所以設定 trigger 很難，很難拿到一些確切的數據，有用的數據，尤其金融業。因為現在兩岸大多是非官方交流，應該一起出錢，共同設置研究機構。對大陸來說，銀監會也想研究，因為預警做的好，不只是台灣受益，大陸才是真正的受益者。台灣能提供經驗，像前面提到的 business cycle 是中國大陸沒有的，這機構兩邊都要設，同一個名字。而且這個交流平台要請到官方人員，像現在交流都是透過金融研訓院之類的民間機構，沒法請到官方代表，有官方代表，訊息可以更準確些。大陸會喜歡這樣的想法。在大陸的機構，實質上是培養中國人才，這些人到別的地方工作，這樣就能開花結果。所以要拉上官方、企業一起合作。台灣放款很難賺到錢。在大陸放款利率可以拿到 22%，民間的利率有 30 幾%。從借款利率可以看出，大陸的企業可以撐過更大的危機。做壓力測試，台灣無法承受，所以金融預警對台灣來說更加重要。

最後，沈大白老師也請教與會人員有關「大陸資金進入台灣，對台灣影響」的看法，多數人均認為大陸銀行來台駐點，只是為了使其服務據點更加完善。且可以更緊密兩岸金融機構的合作關係，不應該有過多的政治聯想。應該在建立基本的法律規範下，

鼓勵兩岸金融機構的合作，共創雙贏的局面。

兩岸金融安全預警機制之建立 座談會(2014.11.5 東吳大學 5215 室)

曾立名	曾立名
周林毅	周林毅
林恩惟	林恩惟
黃玉麗	黃玉麗
周大慶	周大慶
蕭惠元	蕭惠元
林劭杰	林劭杰
錢素英	錢素英
徐慶	徐慶
張晉源	張晉源

兩岸金融安全預警機制之建立座談會(2014, 11.5 東吳大學 5215 室)