

第六章 中國金融體系的改革

現階段，中國的金融體系由四家龐大且缺乏效率的國有銀行體系所主導，其財務狀況亦受不良債權等問題纏身所苦，因而在短期下中國能否有效地降低不良債權至合理的水平，並盡快建立國有商業銀行的治理機制，將會是金融改革成功的關鍵。至於在 1990 年，分別坐落於深、滬的兩大國內股票交易市場，雖然發展相當迅速，但其規模與重要性相對於銀行而言還是略顯不足，意謂資本市場仍尚未扮演好資金配置的角色，並且充斥著投機與內線交易的氛圍，因而邁向更高層次的金融市場發展將是中國金融體系發展的長程目標。

一般而言，轉軌國家中的銀行業改革，其宏觀經濟的穩定將仰賴於動員儲蓄、投資、及經濟增長的基本條件，在建立起法律與監理的體制下，實行對產權與信用的保護，並維持著充足競爭的經營環境與市場導向的治理結構（尤以資訊的完全透明與流通為甚），灌輸且明確銀行業利潤化經營的目標等，種種將裨益銀行改革的進行。

「有效的銀行中介、完備的資本市場、金融機構自由地進出競爭、利率控制的放寬、金融帳下人民幣的自由兌換、合適的宏觀經濟調控的工具、及保險計畫」等革新，將是中國能否邁向現代金融體系的目標。臨門一腳，倘若當局在此關鍵十字路口下對這步棋，中國的金融體系改革與發展的進展將是相當值得期許的。

第一節 中國的銀行體系改革

表6-1呈現1995至2006年間中國銀行體系改革與演進的概況。國有銀行改革的努力，首先在1995年訂定商業銀行法規範其經營行為開啓，並在1998年移除國有銀行的授信配額限制，使其擁有放款決策的自主性。1994年先以三家政策性銀行接手四大國有銀行的政策性放款來阻止不良債權上升外，並在1999年成立四家

資產管理公司分別承接存於四大國有商業銀行已久的不良債權以改善其財務體質。2002年起策畫國有商業銀行的公開上市事宜，期待透過市場力量提升其公司治理，最後在2010至2012年引進新巴塞爾資本協定建立內部信用風險評等機制。

表6-1: 中國銀行體系的改革與演進—1995至2006年

年 別	目 標	改革範疇	內 涵
1995	制訂管理中國人民銀行與商業銀行的法條	規範化	人民銀行須穩定貨幣、監督銀行與支付體系。
1996	建立全國性銀行間市場與銀行間債券市場	規範化	銀行間市場的統一與發展。
1997	第一波自由化	自由化	金融部門得以商業原則營業。
1997-2000	國有商業銀行改革	重組化	縮減成本與加強銀行治理、內部控管、及信用風險。
1998	重組中國人民銀行	自由化	藉由9個擁有較多信貸政策獨立性區域分行，置換中國人民銀行原先省分行。
1998	移除對國有商業銀行信貸配額限制	自由化	擁有放款決策的自主性。
1998	降低準備要求、給予訂定利率的彈性	自由化	存款準備要求從20%降至8%，放寬利率的限制。
1998	國有商業銀行資本重組	重組化	挹注330億美元至四大國有商業銀行的股權。
1999	降低政府對放款的干預	自由化	禁止政府對銀行的商業放款的干預。
1999	成立四家資產管理公司	重組化	目標在有效解決國有商業銀行的不良債權問題。
1999-2000	將不良債權移轉至資產管理公司	重組化	由四家資產管理公司承接占國有商業銀行放款14%比重，且高達1,700億美元的不良債權。
	鄉村信用合作社改革	重組化	清算、合併破產的鄉村信用合作社以便監理。
2000-2002	信託投資公司改革	重組化	合併或關閉信用合作社。
	城市合作社改革	重組化	合併或關閉信用合作社。
	國有商業銀行的上市	自由化	藉由公開上市來改善公司治理、多樣化產權結構、及減少政治干預。
2002	改進金融預警機制	規範化	根據巴塞爾I資本協定引進放款分類制度。
2002-2006	WTO 開放外國所有權	自由化	
2002	外幣業務對象限制移除	自由化	在加入世界貿易組織後，針對國內外銀行外幣業務經營限制的移除。
2003			可以與中國國內企業經營人民幣業務。
2003	建立中國銀行業監督管理委員會	規範化	接管中國人民銀行控管與監督銀行業的職能。
2003	銀行體系的緊急援助	重組化	中國人民銀行利用國際準備，資本重組化兩家國有商業銀行；國內債券市場允許發行次級債券。
2004	利率自由化	自由化	中國人民銀行放寬利差，宣布存款利率自由化。
2004-2005	國有商業銀行的上市	自由化	改善公司治理、多樣化所有權、及減少政治干預。
2006	開放外國銀行國內市場	自由化	可經營境內居民人民幣業務。
	農村信用合作社改革	重組化	揭明其所有權的結構並改善其管理能力。
2004-2006	第二波自由化	規範化	更嚴格的國際會計標準、內部報告與揭露標準、監理與預警約束、降低稅賦負擔等。
		自由化	改進銀行統計資料。

2010-2012	巴塞爾II資本協定	規範化	建立大型商業銀行內部信用風險評等制度。
		重組化	將所有權移轉至私有部門；強調風險管理與公司治理。

資料來源：本研究整理且修正自 Herrero 與 Santabarbara (2003)。

一、不良債權的解決

乍看之下，自 1978 年以來中國銀行體系已作了大幅度的改良與精進，一切似乎都可以步上軌道。然而，許多因歷史因素所遺留下來的殘毒，有待進一步地清理。不良債權就是中國銀行乃至整體金融改革的問題核心之一，如稍有不慎將會面臨嚴重的金融危機與經濟衝擊。身處邁向頂峰的羊腸小徑上，面對著不良債權這隻攔路猛虎的阻撓，中國該如何安然地度過此難關？撇開透過如物價膨脹或存放款利率的調整逐次消解不良債權等有失公允的方式，¹ 本節將介紹中國如何以資產重組的方法來解決不良債權的問題。

(一) 銀行資產重組的分類

根據 World Bank (1995) 的定義，銀行資產重組的方法可分為「分散型重組」與「集中型重組」兩種類型。分散型重組乃由個別銀行自行藉由本身的自有資本金、或由賺取的利潤來核銷不良債權，而集中型重組則經由國家中央統籌專責部門，負責將銀行的不良債權移轉至另一設置的中介部門。²

分散型重組可分成「難題應對小組」(work-out unit) 與「債轉股」(debt-equity swap) 兩種。難題應對小組乃由個別銀行針對問題貸款、不良債權核銷、及改善銀行資產結構而成立工作小組，利用銀行的專家做風險評估和完善銀行內部管理機制；債轉股，則是讓企業把無法償還的債務及對銀行的不良債權，轉化為銀行對其控股的權力，擁有企業所有權形式。集中型重組，可分成「銀行資本重整」

¹ 此外，尚有關於新舊不良債權在清理上孰先孰後的討論。樊剛 (1999) 認為，僅需控制新增壞帳的成長率低於經濟成長率，則壞帳率則可逐年地下降至可處理能力的範圍。因此，降低新增不良債權的增加乃解決銀行與企業債務危機的關鍵。然而，透過經濟成長消除不良債權的方式，將會因漫長時間的等待而拖累整體金融改革的進展。是故，不良債權在新舊之間應是同等重要的。

² 然而，中國個別的銀行並不具備足夠的經驗與資本能力來解決不良債權的問題，因而在集中型方法中政府可透過發行國債向銀行注資，由中央統籌機構來處理銀行的不良債權會比分散型方法來的佳。國有銀行改革中最大的問題在於自有資本不足，形成低資本適足率與資產素質較差所引起的高不良債權率。是故，銀行資本結構重組的重點也在於「資本金的充實」與「不良債權的抽離」(Lardy, 1998)。

(bank recapitalization) 與「銀行重組代理」(bank restructuring agency) 兩種。銀行資本重整乃由政府發行債券來削減銀行的不良債權，同時要求銀行進行硬預算約束，來強化己身的資產負債管理；銀行重組代理則是政府成立一些機關，著手進行銀行的清算、破產、及合併。

中國目前所採取的資本重組方式是界於分散型與集中型的混合模式，即以政府作為最終的財政支撐，再由每家國有銀行自行負責不良債權的剝離。³

(二) 各種銀行資產重組的解決途徑評估

1. 債轉股

四家國有資產管理公司的成立，透過「債轉股」的形式來清算積累於四大國有銀行內的不不良債權，其清算過程的有效性將決定於存在資產管理公司、國有銀行、及破產國有企業之間的關係。倘若經債轉股入主國有企業的國有銀行可因此參與其內部的經營決策，將可收約束之效。

然而，資產管理公司與國有銀行皆屬國家所有，因而資產管理公司不太可能強迫國有銀行切斷與違約客戶的臍帶。但是，國有銀行未必能更有效地治理國有企業，甚至缺乏參與的積極性，以致處於虧損的國有企業未必能為國有銀行帶來收入，且債轉股後國有銀行持有的股票價值未必會有所提升，恐將反使國有銀行疲於奔命債權與股權間，造成資金流動性因其過於深入產業部門而進一步下降。

資金呆滯化形成的原因在於，國有銀行的授信資金套牢在國有企業中，假若銀行將國有企業龐大的債務轉換成股權，則不良資產的性質由金融資產轉換成實物形式，更進一步地降低資產的流動性，同時國有銀行一旦成為國有企業股東的話，局勢將形成銀行業務直接介入企業的實業領域，造成金融資本與產業資本的混合，兩者產生產業資本虛擬化與金融資本呆滯化，徒使資金的配置效益降低。如此，到頭來國有銀行的資產品質未見有所改善，反徒增對存款者的傷害。

³ 中國人民銀行於 1995 年把放款劃分為四類：(1)正常放款，(2)逾期放款（包括到期未償付放款和延期到期仍未償付的放款），(3)呆滯放款（是指逾期兩年或兩年以上的放款及借貸者因生產延遲或不再持續發展其生產項目所發生的放款），及(4)呆帳放款（即借貸者宣布破產和清算後不能償付的放款），其中不良債權即為呆滯放款和呆帳放款的總和。

中國政府於 1994 年成立三家政策性銀行，承接四大國有商業銀行的政策性放款以避免不良債權進一步的上升，接著在 1998 至 1999 年中國先後成立信達、東方、長城、華融四家的金融資產管理公司，依序附屬於中國建設銀行、中國銀行、中國農業銀行、及中國工商業銀行，協助收購、管理、及處理不良債權，達成優化銀行資產且減輕國有企業利息負擔的目標。

根據 2001 年國務院公佈〈金融資產管理公司條例〉的規定，中國的資產管理公司主要是執行不良債權的處置工作，並且為國有銀行建立明確的責任制和業績評估，改善國有銀行的資產負債結構。⁴ 在債轉股的條例上，過程先由國家經貿委員會向金融資產管理公司推薦可行與合格的企業債轉股方案，並會同財政部、中國人民銀行審核，最後再由國務院批准後得實施。

實施債轉股企業，應按照現代企業的要求轉換其經營機制，建立起規範的公司法人治理結構。確保債轉股的實施，除能貫徹國家產業政策外，尚有利於優化經濟結構，並促進有關企業的技術進步與產品升級。⁵

2. 銀行重組代理

表 6-2 揭露 2001 至 2005 年間，四家資產管理公司處理不良債權的績效。在 2001 年，四家資產管理公司處置 1,234.1 億元人民幣的帳面資產值，資產及現金回復值分別達到 498.5 與 261.5 億元人民幣，資產及現金回覆率分別達到 40.0% 與 21%。至 2005 年時，累計處置的帳面資產值已高達 8,397.5 億元人民幣，資產及現金回復累計值已分別高達 2,064.3 與 1,766.0 億元人民幣，資產及現金回覆率則分別達到 24.6% 與 21.0%。儘管四家資產管理公司表面上的成績似乎亮麗，

⁴ 資產管理公司是壞帳與資本市場之間的橋樑，活化銀行放款使資金流通更具效率。一般而言，資產管理公司的五大功能為：(1)收購商業銀行的不良債權；(2)融通並處理問題放款與不良債權；(3)專業重整問題放款；(4)管理貸款抵押品；及(5)在資產價格合理的時候處理不良債權，以獲得最大的回收價值。資產管理公司擁有許多解決國有銀行不良債權的方式，債轉股僅為其中之一。

⁵ 1999 年，信達資產管理公司與北京水泥廠為首度實施債轉股以解決不良債權的成功案例。然而，透過「債轉股」將部分國企股權或土地所有權出售以增加國有銀行資本的方式仍有其侷限性。例如，實施債轉股的企業須滿足產品具競爭力、技術設備達國內外先進水平、債權債務關係清晰且符合建立現代企業體制等嚴格要求。此外，即便減輕不良債權的壓力，卻因不能根本地解決銀行資金來源與資產運用的匹配性問題，反可能因企業虧損造成股權難以出售而失敗，再加上國有企業道德風險的存在，地方政府的行政干預，而使債轉股演變成一個非正規的國企籌資渠道。

但若未根本解決前述存於國有銀行與國有企業之間臍帶關係等問題的話，只會造成「清了舊壞帳，又跟來新壞帳」的無止境惡性循環。

表 6-2: 四家資產管理公司所清算的不良債權—2001 至 2005 年

	帳面資產值 (億元人民幣)	資產回復值 (億元人民幣)	現金回復值 (億元人民幣)	資產回復率 (%)	現金回復率 (%)
2001 年					
東方	182.9	85.1	44.2	46.5	24.2
華融	232.1	125.4	75.5	54.0	32.5
長城	531.1	63.0	36.9	11.9	6.9
信達	299.0	225.0	104.9	75.3	35.1
總額	1,234.1	498.5	261.5	40.0	21.0
2002 年					
東方	221.0	106.6	55.7	47.9	25.2
華融	320.4	114.3	102.2	35.7	31.8
長城	454.8	79.4	54.7	17.5	12.0
信達	331.0	174.6	105.1	52.7	31.8
總額	1,327.2	474.9	317.5	35.7	23.9
2003 年					
東方	433.0	-	52.2	-	12.1
華融	673.0	-	113.5	-	16.9
長城	620.5	-	59.6	-	9.6
信達	380.0	-	117.0	-	30.8
總額	2,106.5	-	342.3	-	16.2
2004 年					
東方	1,045.5	309.0	232.9	29.5	22.3
華融	2,095.4	531.0	413.4	25.3	25.3
長城	2,099.1	301.0	215.7	14.4	14.4
信達	1,510.6	580.0	508.1	38.3	33.6
總額	6,750.6	1,721.0	1,370.0	25.5	20.3
2005 年					
東方	1,317.6	184.9	320.1	28.7	24.3
華融	2,433.8	207.9	543.9	26.9	22.3
長城	2,633.9	477.0	273.5	12.9	10.4
信達	2,012.1	381.2	628.4	34.3	31.2
總額	8,397.5	2,064.3	1,766.0	24.6	21.0

註: 2001 至 2003 年為當年度資料，2004 與 2005 年則為累計資料，2003 年四家資產管理公司在資產回復值與資產回復率上的資料闕如。

資料來源: 2001 至 2003 年來自中國金融學會，《中國金融年鑑》；其他年度來自中國銀監會各期統計數據。

3. 國有銀行上市集資與資產證券化

周小川 (2000) 指明，國有銀行既獨資又充足資本是無法同時存在的事實，開啓國有銀行進行股份制改革的里程碑。國有銀行的「上市集資」，須考量能否容許非國有經濟與外資購買股份所造成的私有化。⁶ 上市集資可帶來公司治理及資訊揭露等改善與加強的好處，但獲利能力低且資不抵債的國有銀行股份能否吸引投資者承購的意願將是件棘手的問題。政府對四大銀行的支持承諾或許可稍微提高投資者的興趣，但更重要的是，倘若將上市全然視爲一種融資渠道而輕忽治理機制的約束，則國有銀行的重組上市充其量僅爲一種治標不治本的拖延戰術。

此外，國有銀行透過「資產證券化」的方式，將具備共同屬性、流動性較差但能帶來穩定現金流量的資產加以集中，轉變成一種擁有投資價值且將獨家承擔的放款風險分散至眾多投資者共同承擔的有價證券。然而，中國缺乏一個成熟的資本市場，再加上尚有不良債權的價值評估及投資者認購意願的問題存在，讓資產證券化的成效失色。再者，從國有銀行剝離的不良債權，大都來自對國有企業的放款，其質量低劣，同時再考量風險過大及未必具有穩定的現金流量，資產證券化亦未必能付諸實現。最後，倘若無法培植起資產證券化後於初、次級市場上的價差預期，則將僅能藉由政府的信用擔保作支撐始能引起投資者的興趣。是故，盡快提昇且建立證券信用等級機制的運行，將攸關此法的成敗與否之一。⁷

4. 銀行內部個別核銷不良債權

首先，藉由鼓勵國有銀行進行加強「放款方案的評估」及「風險組合管理」來降低不良債權的產生。⁸ 國有銀行必須要求授信對象以市場利率水平支付貸

⁶ 根據 2003 年銀監會實施的〈國外金融機構投資入股中資金融機構管理辦法〉，包括有關國外金融機構在總資產、國際評級機構的信用評等、營運狀態與資本適足率、及持股比例的資格條件與規定。外資可藉由較低的成本進入中國銀行零售市場，既符合長期的經營策略，又可善加利用國內各銀行的區域性網點。然而，外資入股過程所帶來的衝擊，除私有化外，銀行控制權的易主、外資銀行入股與中資銀行在業務上的利益衝突、經營管理理念上的差異、及銀行股權轉讓的溢價缺乏可評估的訂價標準所產生的入股定價分歧等。儘管如此，嚴宗大 (2006) 認爲，外資金融業的引進，可使國內銀行致力補足資本與健全治理以提高自身競爭力，且亦因國外資本的挹注而改善國內銀的財務體質與資本適足率，除出現資本結構多元化外，更降低不良資產比率。

⁷ 至於以個別銷售、招標銷售拍賣債權與逾期資產的方式，可以藉由國內、外的投資來打破金融體系內壟斷格局、重整國有企業的股本結構、及督促其建立現代企業體制與優化法人治理。

⁸ 信貸專業知識與訓練的缺乏，將會促使信用過於迅速地擴張，進而弱化放款資產的品質。若再

款，如有重要的發展計畫始可藉由政府預算的額外補貼協助，希冀藉此對借款者形成硬的預算限制約束而改善銀行的資產結構，形成一個具備競爭力的商業性經濟實體。

其次，國有銀行可以透過「出售放款抵押品」討回部分國有企業的欠款。然而，此法易因國有企業以抵押品（國家資產）向國有銀行告貸而產生所有權不清的問題。同時，「銀行稅後利潤」則是一種國有銀行自行逐步核銷不良債權的作法。然而，此法將會因為現今國有銀行虧損嚴重、盈利低、及尚需繳納鉅額的賦稅而難以採行。

最後，利用諸如管理諮詢、分立重組、及包裝上市等的補強渠道，將國有企業的債務轉化為可投資的工具，再通過兼併與收購，以改善國有企業財務狀況與資產流動性的「資產重組」亦仍存有一定的問題。儘管奧海集團資產重組案是成功的案例，但諸如政策難以配合、市場體系不發達、法治不健全等因素，將窄化資產重組的機會，而無法使社會資源的配置與重組選擇達於最適。

5. 政府挹注資金協助國有銀行打銷壞帳

實際上，國有銀行的資產價值能否擁有足夠的力量自行承擔其虧損是值得懷疑的，因此或多或少仍須倚賴國家資金的挹注以核銷其不良債權。除政府身為國有銀行最大股東的事實外，由政府負責解決國有銀行資產負債表中大量導因自政府非經濟或政治性的放款方案所造成的不良債權似乎是合情合理的。然而，此想法的成效卻會因非善意的機會主義行徑的產生而抵銷部分的效果。⁹

因為接受資金挹注的國有銀行將會預期未來如又陷入經營困境時，政府終會挹注資金加以援助，這將加劇道德風險的可能性。這種預期將使國有銀行喪失改善效率的誘因，部分經營欠佳的國有銀行更會貿然地採行一些更高風險報酬，或甚至對淨值為負的國有企業放款，一挽頹勢。是故，政府必須確保其資金挹注的

加上個人所得或經濟成長的趨緩，將會導致高違約率及高額的不良債權。因此，國有銀行必須放款予擁有風險控管良好的客戶，以增加放款結構的多樣性，降低不良債權的發生。

⁹ 「太大不能倒」(too big to fall) 效應是常見的機會主義行徑之一。大銀行的倒閉將對一國金融體系有著無法承受的危機與衝擊，甚至殃及其他銀行引起連鎖反應。因此，一國政府一般不會乾眼看著大銀行倒閉而不作干預。

計畫乃唯一一次增進國有銀行資本適足性的措施，未來將不再存有任何補救措施，以建立起政府政策執行的威信力。

Lardy (1998) 認為，透過政府發行不良債權數額相當的國債來對國有銀行注資，將是個可行的解決方法。然而，此法將牽涉到中國不成熟的直接金融體系。

(三) 不良債權處理的進展

中國在處理不良債權上的努力，可見於 1998 年時曾發行 2,700 億元人民幣的特別政府公債來將四大國有銀行重資本化，並在 1999 年時進行第一波總額高達 1.4 兆元人民幣的不良債權轉移，而 600 億美元外匯存底的資本挹注也於 2003 年採行，同時亦有嘗試由現存銀行股東自行承認損失的作法，後來又在 2004 年進行第二波金額達 7,800 億元人民幣的不良債權轉移，而 2005 年時又以 350 億元人民幣再次重資本化第五大國內銀行—交通銀行 (Bank of Communications)，最後象徵外國股權加入的外國直接投入等投資進入也於 2002 年起始漸獲重視。

當然，最終解決中國銀行體系內不良債權的方法，仍必須仰賴中國持續的經濟增長。因為只要經濟能持續的增長，政府的稅基將會穩定地擴增，而有充裕的資金處理大部分不良債權而不會影響到經濟的運作。因此，政府的財政狀況將會是打銷不良債權一事成敗的關鍵。至於，非國有銀行及其他金融機構的發展，對於中國未來是否有穩定且運作良好的銀行體系將會扮演重要的角色，因其以利潤化為經營目標的原則，將有助於減輕金融體系內不良債權比重過高的問題，讓金融機構能行有餘力將資金借貸予具備高生產效率的混合部門改善其資產品質。

二、銀行危機形成的預防

身為銀行中介體系最後一道護城河的中國銀行業監管會與中國人民銀行，有義務建立起銀行產業的退出市場機制，適當地透過倒閉、合併、及其他形式的措施，以最低的代價來解決及避免當前與未來潛在的銀行危機 (bank crisis)。¹⁰ 銀

¹⁰ Goldstein (1997) 指出，轉型經濟體容易發生銀行危機的原因如下：(1) 高通膨、價格(匯率、利率等)的扭曲、不成熟的直接金融市場、不利的外貿條件、以及國家負債所構成宏觀經濟環境下

行危機，包括導因於金融體系內積累過多的不良債權、突發驟降的利潤、及不動產等投機性資產價格泡沫爆破的「傳統銀行金融危機」外，尚有由於外部匯率與內部銀行體系同時病發造成貨幣崩盤所導致的「現代式雙重危機」(twin crisis)。

近年來，中國外匯存底的持續增加，反映出投資者預期人民幣幣值相對於其他主要貨幣強勢升值的預期心理。因此，中國當局與央行該如何處理人民幣的調整，將事關一大筆投機資本的流動，稍有不慎更會造成銀行體系與貨幣幣值的崩盤。

在 1997 年的亞洲金融風暴中，中國並未陷入危機的主要原因在於，中國尚未開放的金融帳，且不能完全地自由兌換人民幣，故避免掉人民幣大幅貶值的風險。在加入世界貿易組織後，除陸續地引進國外的資本及技術外，大規模且突發的資本流動及國外投機熱錢，將會使中國逐漸形成且增加發生雙重危機的機率(Kaminsky與Reinhart, 1999)。¹¹

傳統銀行的危機導因於銀行部門沒有足夠的流動性資產，以面對預期性或突發性的現金需求擠兌，造成銀行的惶恐、生產的破壞、及社會總福利的下降，背後成因在於資產與負債對於銀行約束力的差別。銀行資產為取決於貸款客戶償債能力與意願的軟約束，而銀行負債為其必須支付的硬約束，兩約束呈現出銀行先天因不相匹配的資產負債關係所衍生的脆弱性。¹²

的不穩定性質，造成銀行經營成本的上升；(2)倉促的金融自由化過程讓銀行信貸額激增，加上外資熱錢湧入，使資金簇集在缺乏供給彈性的房地產或股票市場，將容易產生偏離基本面的泡沫經濟；(3)缺乏如審批放款的人才或有效的銀行監理制度等金融自由化的配套措施；(4)政府對於銀行的干預，讓占有金融體系主導地位的國有銀行成為政府的準財政機構，提供政府財政支出的來源，且按照計畫提供放款予政府列為重點的產業，造成不良債權的積累；(5)沒有合乎國際標準的會計制度、資訊揭露機制和相關的法律規章。特別在不良債權釐定的標準、風險資產的分類、金融機構資訊揭露要求、資本金的量度與放款信用的評審等方面的缺乏，將使潛在且無法量度的危機隱藏於銀行體系而不自覺；(6)外匯系統體質脆弱，易遭受國際投機客的攻擊。

¹¹ 隨著固定匯率制於1970年代崩垮後，因資本自由移動所帶來的貨幣崩盤，乃至銀行體系瓦解的新型金融雙重危機開始形成。發生前兆通常是金融自由化和信用過度擴張，造成股票市場的崩盤與銀行體系的危機。在新興國家裡，政府通常選擇利用利率的調低來減輕銀行的危機，或是利率的調升以支撐國幣的價值等方式，兩者皆會因政府可能無法有效地控制與管理，以致整體經濟將因匯率制度的崩盤而造成產出的降低與發展的遲緩。

¹² 當存款者對於銀行的瑕疵放款或不良資產還存有一絲信心，或者無足輕重的存款戶在衡量監督銀行放款行為一事的成本效益時會存有搭便車心態的存在時，將尚且不會出現金融危機，但當資產品質惡化的程度超越某一臨界值時，將出現如同壓垮駱駝最後一根稻草般的信心崩盤，形成銀行為主的金融體系出現累積性金融危機。一般來說，中央銀行體制的建立，乃此危機下用於減

近代的銀行危機則導因於房地產或股票市場出現價格大幅波動，形成一種因市場參與者投機預期所形成的資產價格泡沫化。一旦當價格超過不合理的水平時，泡沫便無法支撐下去而爆破。一般來說，資本市場提供不同經濟主體絕佳的風險管理功能，許多藉由外部融資管道來獲取資金投資房地產與股票市場的投資者，由於資金的提供者無法觀察資金需求者的投資計畫特性，再加上有限責任的制度，將因此無需承擔每種證券特有的非系統性風險，而僅需負擔類似於市場平均的系統性風險，遂形成典型的風險移轉 (risk-shifting) 問題。

中國在加入世界貿易組織後，將面臨規模龐大且突發的資本流入、及外國投機心理所助長雙重危機發生的機率。一國金融帳及其金融部門面對外國資本與金融機構的開放程度，應取決於其金融機構的效率程度，國內金融機構的改革應該要優先於金融的自由化，因為金融自由化未必能提升國內金融機構的效率。¹³ 然而，中國銀行部門整體效率程度遠低於國外的標準，因而在金融自由化下，外國金融機構進入中國資金借貸市場後，未必能出現提昇金融體系競爭程度、抑制道德危機發生，¹⁴ 進而增加社會總福利的益處。

現階段，中國最需提防的是，國際投機客對人民幣升值預期所導致外匯存底迅速累積的壓力。倘若貨幣價格因熱錢移動而有超乎合理的變動，將提升國內銀行部門經營的風險。一般來說，倘若選擇浮動性質的匯率體制，則可形成一個商業循環隔離器 (business cycle insulator)，讓匯率隨供需調整至合理的水平，避免在固定匯率體制下，為維持本國貨幣價值而對外匯存底造成過度的衝擊。此外，固定匯率體制最為人詬病的是，在國幣遭受惡意狙擊下，政府拋外匯買國幣，不但大量消耗外匯存底，更因在沖銷政策執行與否間，造成利率與物價抉擇上的猶

低銀行恐慌與確保金融穩定的產物 (彭興韻, 2006)。

¹³ 信用急遽擴增、金融資產價格偏離基本面、及委託代理人等問題，將使金融自由化的過程發生金融危機。背後原因在於，無法實現完全的套利行為與不理性的投資者心理，將重擱以效率市場為核心所導引出資產價格將反映其基本價值的結論。金融體系的資產價格，非但未必能反映真實的基本面，反可能因投機等不理性的動物精神行徑所驅使，到達不合理的價位而引發金融危機 (吳曉求等人, 2006)。

¹⁴ 銀行部門更可在金融自由化後因其可藉由監控與放款契約來限制投資者的行為，以致擁有較強烈的動機來限制借貸者在投資方案上的道德危機。

疑惡化情勢。¹⁵ 然而，全然地鬆綁政府對匯率的控制，在金融市場尚未發展健全的中國，亦將會是個賭注。是故，慎選一個適當的匯率體制對中國的金融改革將是一個重要的課題。

最後，因為金融危機具有傳染性，¹⁶ 一開始的一個經濟衝擊或許會藉由影響某特定區域或部門，接著便會透過銀行體系或資產市場之間彼此的相依性，而傳染至其他的區域或部門，終將促使整個經濟體系癱瘓，其中以銀行資金拆借或加插持股等的性質連結起的金融機構網絡，在大規模的資產價格波動下，將成為金融傳染造成危機外溢效果最好的舞台，這將是中國當局不可不謹慎提防的。

三、中國在規範銀行業上所作的努力

1993年，中國國務院發表第91號〈關於金融體制改革的決定〉的報告，為貫徹黨十四屆三中全會的決定，適應建立社會主義市場經濟體制的需要，更好地發揮金融在國民經濟中宏觀調控和優化資源配置的作用，促進國民經濟持續、快速、且健康的發展。金融體制改革的目標乃：在國務院的領導下(1)建立獨立執行貨幣政策的中央銀行宏觀調控體系，(2)政策性金融與商業性金融的分離，(3)以國有商業銀行為主體、多種金融機構並存的金融組織體系，及(4)統一開放、有序競爭、嚴格管理的金融市場體系。經過歲月荏苒，有關商業銀行、中國人民銀行等法令亦曾有進一步地翻修與更新，茲依序介紹如下。

1. 商業銀行法的修訂¹⁷

¹⁵ 拋售外匯買進國幣使國內流通國幣的減少，造成資金市場的利率上升，舒緩國幣貶值的壓力，但也形成物價波動的可能，故須利用如公開市場操作的沖銷機制增加流通中的國幣，以維持物價的平穩，這將此政府在利率與物價間進退維谷。

¹⁶ 資產價格的崩盤將惡化企業的資產負債表，在企業的抵押資產價值下跌之際，使企業因資產挾帶的不確定性與無法提供足夠的抵押資產，而無法通過銀行的信貸篩選；獲得信用的企業又可能從事高風險報酬的投資項目，提高銀行累積龐大壞帳與資產負債表惡化的機率，加上資訊不對稱的存在，又進一步地壓縮信貸規模，降低經濟體系內的流動性。倘若央行又未採取適當的貨幣政策，將引發嚴重的經濟蕭條。基本上，利率的風險溢酬 (risk premium) 可用以反映信貸資金鬆緊程度、衡量資產價格波動是否將會引發金融危機的判斷指標。

¹⁷ 1995年，第八屆全國人民代表大會常務委員會第十三次會議通過的〈中華人民共和國商業銀行法〉，經根據2003年第十屆全國人民代表大會常務委員會第六次會議《關於修改〈中華人民共和國商業銀行法〉的決定》修正。目前中國商業銀行體系包括：國有商業銀行、交通銀行、中信實業銀行、光大銀行、華夏銀行、招商銀行、福建興業銀行、廣東發展銀行、深圳發展銀行、

商業銀行以安全性、流動性、效益性為經營原則，實行自主經營、自擔風險、自負盈虧、及自我約束，開宗明義地規範商業銀行的經營行為，相較以往人治色彩濃厚的操作方式已呈現截然不同的風貌。表6-3摘錄商業銀行諸如在設立、放款業務規則、財務會計監理、及法律責任上的重要法規。值得一提的是，由有關放款業務基本規則建立在以資本適足率、存放款餘額比、及流動資產負債餘額比例等資產負債比例管理為基礎上，可以嗅出中國引進管理商業銀行的國際標準與慣例行事的趨勢，再按照現代銀行機制的運行，商業銀行遂成爲一個獨立且挑起中國金融體系改革與發展引擎的商業實體。

表6-3: 中國商業銀行法修訂摘要—2003年

設立和組織機構	放款業務基本規則	財務會計監督管理	法律責任
第十三條 設立全國性商業銀行的註冊資本最低限額爲 10 億元人民幣。 設立城市商業銀行的註冊資本最低限額爲 1 億元人民幣。 設立農村商業銀行的註冊資本最低限額爲 5,000 萬元人民幣。 註冊資本應當是實繳資本。	第三十九條 商業銀行放款應遵守資產負債比例管理的規定： 1. 資本適足率不得低於 8%； 2. 放款餘額與存款餘額的比例不得超過 75%； 3. 流動性資產餘額與流動性負債餘額的比例不得低於 25%；及 4. 同一借款人放款餘額與銀行資本餘額比例不得超過 10%。	第五十六條 商業銀行應於每一會計年度終了 3 個月內，按照銀行監督會的規定，公佈上一年度經營業績和審計報告。 第五十七條 商業銀行應當提取呆賬準備金，沖銷呆賬。 第六十條 商業銀行應當建立、健全自身對存款、放款、結算、呆賬等各項情況的稽核、檢查制度。	第七十五條 商業銀行有下列情形之一，由銀監會責令改正，處 20 萬元以上 50 萬元以下罰款；情節特別嚴重或者逾期不改正的，可以責令停業整頓或吊銷其經營許可證；構成犯罪的，依法追究刑事責任： 1. 拒絕或阻撓檢查監督； 2. 提供虛假或隱瞞重要事實的財務會計報表；或 3. 未遵守資本適足率、存放比、資產流動性比、同一借款人放款比例規定。

資料來源：中國人民銀行網站。

2. 中國人民銀行法的修訂¹⁸

1978年自財政部獨立出來，後續與國有銀行劃分商業與政策性質放款，又在1995年頒布中國人民銀行法後，中國人民銀行正式成爲中國的中央銀行。這幾年

上海浦東發展銀行、農村合作銀行、及城市合作銀行等。

¹⁸ 1995年，第八屆全國人民代表大會第三次會議通過的〈中華人民共和國中國人民銀行法〉，經根據2003年第十屆全國人民代表大會常務委員會第六次會議《關於修改〈中華人民共和國中國人民銀行法〉的決定》修正。本法規範人民銀行可針對中華人民共和國境內設立的商業銀行、城市信用合作社、農村信用合作社等吸收公眾存款的金融機構、政策性銀行、金融資產管理公司、信託投資公司、財務公司、金融租賃公司、及經國務院銀行業監督管理機構批准設立的其他金融機構等銀行業金融機構進行監理。

的努力可以體現在，(1)明確中國人民銀行各級機構的職責，轉換中國人民銀行的職能；(2)改革與完善貨幣政策體制；(3)健全金融法規，強化金融監督管理；(4)改革中國人民銀行財務制度。表6-4摘錄中國人民銀行在基本業務、金融監督管理、及財務會計與法律責任上的修訂。以基本業務而言，已可明顯呈現不易再出現昔日以中國人民銀行對國有銀行借款之名，行政策性放款之實的情況，此對於國有銀行財務體質的改善將有顯著的助益。再以金融監督管理來看，已逐步形成由中國人民銀行協同國務院的銀監會、及其他金融監督管理機關等建立起監督管理資訊共用的機制。

表6-4: 中國人民銀行法的修訂摘要—2003年

基本業務	金融監督管理	財務會計法律責任
<p>第二十三條 中國人民銀行為執行貨幣政策，可以運用下列貨幣政策工具：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 要求銀行業金融機構按照規定比例繳交存款準備金； 2. 確定中央銀行基準利率； 3. 為在中國人民銀行開立帳戶的銀行業金融機構辦理再貼現； 4. 向商業銀行提供放款；及 5. 在公開市場上買賣國債、其他政府債券和金融債券及外匯。 <p>第二十六條 得為銀行業金融機構開立帳戶，但不得對銀行業金融機構帳戶透支。</p> <p>第二十九條 不得對政府財政透支、直接認購、包銷國債和其他政府債券。</p> <p>第三十條 不得向地方政府、各級政府部門提供放款，不得向非銀行金融機構單位提供放款。</p>	<p>第三十二條 中國人民銀行有權對金融機構以及其他單位和個人的下列行為進行檢查監督：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 有關存款準備金管理規定； 2. 中國人民銀行特種放款相關； 3. 有關人民幣管理規定的行為； 4. 有關銀行間同業拆借市場、銀行間債券市場管理規定的行為； 5. 有關外匯管理規定的行為； 6. 有關黃金管理規定的行為； 7. 代理中國人民銀行經理國庫； 8. 執行有關清算管理規定行為；及 9. 執行有關反洗錢規定的行為。 <p>中國人民銀行特種放款，是指國務院決定由中國人民銀行向金融機構發放用於特定目的的放款。</p> <p>第三十五條 中國人民銀行應和國務院銀監會、國務院其他金融監督管理機關建立監督管理資訊共用機制。</p>	<p>第三十八條 中國人民銀行實行獨立的財務預算管理制度。中國人民銀行的預算經國務院財政部門審核後，納入中央預算，接受國務院財政部門的預算執行監督。</p> <p>第三十九條 中國人民銀行每一會計年度的收入減除該年度支出，並按照國務院財政部門核定的比例提取總準備金後的淨利潤，全部上繳中央財政。中國人民銀行的虧損由中央財政撥款彌補。</p>

資料來源：中國人民銀行網站。

3. 銀行業的監督管理法¹⁹

為加強對銀行業的監督管理，規範監督管理的行為，防範與化解銀行業的風險，保護存款人和其他客戶的合法權益，並促進銀行業健康發展，因而促成銀行

¹⁹ 2003年12月27日第十屆全國人民代表大會常務委員會第六次會議通過。

業監督管理法的制定。銀行業監督管理的目標在於，促進銀行業合法、穩健的運行，維護公眾對銀行業的信心，更應當保護銀行業的公平競爭，以提高銀行業的競爭能力。表6-5摘錄銀行業監督管理法有關監督管理職責與措施的資訊。以監督管理職責而言，除針對銀行業金融機構的審慎經營規則（包括風險管理、內部控制、資本充足率、資產品質、損失準備金、風險集中、關聯交易、資產流動性等）作了詳細的規範外，更建立起銀行業金融機構監督管理的評級體系和風險預警的機制。

表6-5: 銀行業監督管理法摘要—2003年

監督管理職責	監督管理措施
<p>第二十一條 銀行業金融機構的審慎經營規則，由法律、行政法規規定，亦可由銀監會依照法律、行政法規制定。審慎經營規則，包括風險管理、內部控制、資本充足率、資產品質、損失準備金、風險集中、關聯交易、資產流動性等內容。 銀行業金融機構應當嚴格遵守審慎經營規則。</p> <p>第二十七條 銀監會應當建立銀行業金融機構監督管理評級體系和風險預警機制，根據銀行業金融機構的評級情況和風險狀況，確定對其現場檢查的頻率、範圍和需要採取的其他措施。 銀監會若發現可能引發系統性銀行業風險、嚴重影響社會穩定的突發事件，應當立即向銀監會負責人報告；國務院銀行業監督管理機構負責人認為需要向國務院報告的，應當立即向國務院報告，並告知中國人民銀行、國務院財政部門等有關部門。</p>	<p>第三十三條 銀監會根據履行職責的需要，有權要求銀行業金融機構按照規定報送資產負債表、利潤表和其他財務會計、統計報表、經營管理資料以及註冊會計師出具的審計報告。</p> <p>第三十四條 銀監會根據審慎監理的要求，可以採取下列措施進行現場檢查： 1. 進入銀行業金融機構進行檢查； 2. 詢問銀行業金融機構的工作人員，要求其對有關檢查事項作出說明； 3. 查閱、複製銀行業金融機構與檢查事項有關檔案資料，對可能被轉移、隱匿或毀損的檔案資料予以封存；及 4. 檢查銀行業金融機構運用電子電腦管理業務資料的系統。</p>

資料來源：中國人民銀行網站。

第二節 股票、債券市場中的問題及與國企相關改革

一國經濟規模與發展水平（分工與專業化的層次），對一國金融體制的形成起著決定性的作用，金融體制的功能亦必須隨著經濟發展的演進而有所提升。從農業經濟進入工業社會階段，開始需要一個具備信用創造與跨時空資金配置的金融體系存在，面對著不可同日而語的工業經濟發展，大規模資金的動員將考驗傳統商業銀行的經營模式。資本市場中股份制公司的挑戰，產業週期縮減與產業升

級加速等不確定感因素的上升，對金融體系提出如資本形成與風險分攤的需求。經濟單位收入水平的提升，對資產組合的選擇亦會有不同的金融服務偏好，種種發展歷程中的變遷，闡明中國改革開放後潛在的發展軌跡，且提供中國未來將以市場主導型金融體制的可能原因。是故，中國勢必得善加利用與順應市場化的趨勢與演進始能從中獲益。

儘管以四大國有銀行為首的銀行中介主導中國的金融體系，但依照中國金融改革的發展脈絡而判，以貨幣、股票、及債券等市場組成的直接金融未來勢必在中國金融體系扮演舉足輕重的角色。然而，當中國經濟成長迅速的同時，直接金融的表現反而卻是相形見绌的。存於中國直接金融的問題主要如下：(1)存有大比重的不可流通股份且大都由政府等國有經濟主體持有，²⁰ (2)不足的監督管理機制，(3)缺乏專業人員與機構投資者，(4)不夠多元的金融市場與商品選擇等。以下將針對股票市場中不可交易的股份、國有企業公開上市取資等問題及其解決途徑逐一作討論。

一、證券市場現存的弊病

中國股票市場首當其衝的最大問題在於，不可流通股份的比重及政府等國有經濟主體持有股份的比重過高。²¹ 表 6-6 為中國上市公司的股份結構趨勢。不可流通股份與可流通股份占全部股份的比重在 1992 至 2005 年期間呈現較穩定的趨勢（不可流通股份比重幾乎維持在三分之二，最高於 1993 年曾至 72%，在 2005 年時已降至 62%），顯示股票市場的股份結構僵硬且缺乏流動性，以致其所應扮演的功能至今仍未能全面地展現出來。

²⁰ 此乃中國雙軌制改革的創舉之一——股權分置。股權分置雖為漸進式過渡下的歷史選擇，但也因破壞證券交易的平等、可分割、及可交易的性質而衍生許多必然承擔的成本，形成異質性股權基礎的股票市場，以致無法順利地發揮應有的市場機能。唯有解決股權分置的問題，才能實現上市公司治理機制、股權合理調整以優化資源配置、及促進誘因機制的建立等助益。

²¹ 股票市場的配置效率，可藉由股價的資訊使用與基本面的價值反映來評估。股價能否迅速吸收變動的資訊並加以調整，形成無法以過去股價資訊，預測未來股價走勢的「效率市場」，未來股價通常呈現隨機漫步。一旦股價波動的程度過大，即可視為股價受到投機動機與一窩蜂行為干擾，以致未能有效運用資訊的證明 (Singh, 1997)。Spencer (1995) 亦指出，大比重且不可交易的國有股份，會因其餘可交易股份並不足以反映一家企業的基本價值，進而加劇股價波動的程度。

另由國有股份與 A 股占全部股份的比重也可看出，國家持有的股份比重呈現略為下滑的趨勢（最高於 1993 年時曾達 49%，最低於 1997 年時曾至 32%），顯示出仍有相當比重的股份依據非市場原則運作，而中國人民持有的股份比重（A 股）呈現穩定上升的趨勢（1992 年為 16%，至 2005 年為 30%），而 A 股占可流通股的比重在 1992 年為 52%，2000 與 2001 年到達最高的 80%，2005 年為 78%，但這也暗示出可流通股份的結構日趨單一化，未能呈現多元的股權結構，恐將不利於公司治理機制的發揮。

綜言之，從國有股份甚至不可流通股份占全部股份多數，加上中國人民持有絕大比重的可流通股份的事實，呈現出中國股票市場的交易主體有限，並不是一個多元的股權結構，此狀將會連帶引發許多後遺症。

表6-6: 中國上市公司的股份結構變化

年 別	單位: %				
	國有股份 占全部股份 之比重	不可流通股份 占全部股份 之比重	可流通股份 占全部股份 之比重	A股 占全部股份 之比重	A股 占可流通股 之比重
1992	41	69	31	16	52
1993	49	72	28	16	57
1994	43	67	33	21	64
1995	39	64	36	21	60
1996	35	65	35	22	62
1997	32	65	35	23	66
1998	34	66	34	24	71
1999	36	65	35	26	75
2000	39	64	36	28	80
2001	39	64	36	29	80
2002	-	65	35	26	74
2003	-	64	35	27	76
2004	-	64	36	28	77
2005	-	62	38	30	78

註: 2002 年起相關國有股份占全部股份之比重的資料闕如。

資料來源: 中國證券監督管理委員會 (2005), 《中國證券期貨統計年鑑》。

(一) 股市缺乏流動性與法制規範的衝擊與影響

中國股票市場由於缺乏充足的流動性，將衍生如公司治理機制無法充分發揮、股票週轉率過高、及股價異常等諸多症狀，茲敘述如下。

1. 無法充分發揮公司治理機制

股票市場對中國經濟發展的影響在於，國有企業轉型成股份制公司，以解決過度依賴國家預算或銀行信貸資金需求的過程。²² 一般來說，股票市場除可透過市場機制來改善公司治理外，還可因為提供替代的融資管道，減輕與紓緩中國在銀行體系內執行金融壓抑所遺留的負面影響。最重要的是，國有企業公開上市，就是為讓股票市場能扮演改善上市國有企業公司治理的角色，解決資金使用效率低所連帶產生的不良債權。然而，不可交易的國有股份變成為股票市場發揮公司治理機制的絆腳石。²³

占全部股份多數的不可交易股份，在一股一票的情況下，造成公司的主要所有者及董事會成員交由國家所指派的代表，董事會的成員並非由股東所遴選，指派經理人員的過程無異於以往國家在檯面下任免國有企業執行者的篩選機制。例如，許多上市公司的執行長甚至是前政府的官僚團隊等事實，造成這些僅只換殼的公司表現因沒有根本解決無法自存等的問題，而遠不如其他沒有政治瓜葛的企業經營。因此，必須盡可能且適當地將不可交易的國有股份轉成可交易股份，並且開放給非國有部門所持有，始能逐漸恢復且建立起完善的風險管理與公司治理。必須留心的是，在政府執行不可流通國有股份的釋放過程中，認股者可能會因為畏懼股價受到政府人為因素所操縱，以致不確定感引發股市不利的發展。準此，政府必須宣稱其所持有的股份，在特定時間內，逐漸且小量地下放，以降低此不確定性，且此政策的執行不會因為任何股價波動而有所延遲的承諾，以利建立起政府的公信力。²⁴

²² 企業融資管道包括內部保留盈餘再投資、外部貸款、及股債權融資等，其中利用股權融資的企業，可因減少對於貸款融資的仰賴而擁有較低的負債資產比，因而國企可透過上市來降低負債資產比。是故，透過企業負債資產比的高低，可看出股票市場的存在，為企業提供資金流動性（自有權益資本）而無需負債的程度。

²³ Porta等人（1999）指出，公司的所有權結構決定公司的資本結構，公司的資本結構決定公司的治理結構。是故，中國股票市場裡高達三分之二的不可流通股份結構，一方面反映出國有經濟為主要的所有者外，一方面亦根本上地制約市場機制調整公司治理作用的發揮。

²⁴ 中國政府曾有兩次嘗試釋股，卻皆因股價的波動及股民的恐慌而作罷。雖然先前的嘗試未盡人意，但政府似乎已下定決心繼續執行釋出官股，其中可能的原因之一為透過釋出股權換取作為退休金的資金。至於用意在於原不可流通股份轉讓的C股市場，因將出現一市出現二價的劣幣驅逐良幣的現象，低價壓迫高價的結果而威脅到A股的發展（韓志國，2005）。A股因可流通所浮現的流通溢價，將因C股對不可流通股流通性的加強而崩盤，此犧牲A股流通股份股東權益以實現全部股份流通的方法，對處於低迷的中國股市，無疑是雪上加霜。

2. 股票週轉率高

中國的股票價格與投資者行爲，並非由上市企業的基本面爲基礎所呈現。表 6-7 顯示，中國的股票市場除出現「市場集中度」過低之外（僅有 29.4%），還出現「股票週轉速率」過高的現象（高達 224.2%，高出 Nasdaq 週轉速率的 159.8% 許多）。²⁵ 這代表投資者過於操縱短期投資收益，毫無顧及公司長遠的永續發展。此外，加上可能源自缺乏對於投資者充足的保護及不夠完善的市場監理，以致連帶影響股票價格呈現出「同漲同跌」的共同週期現象。

從日本、德國二國以銀行中介爲基礎的經濟發展經驗中顯示，²⁶ 股票市場亦未必是一國經濟發展的必要因子，況且股票市場可能會因爲投機行爲容易波動性質的存在而導致市場失靈，乃至妨害一國的經濟發展。然而，就健全一國的金融體系而言，對於是否持續發展利大於弊的股票市場，仍有商榷的空間，不宜驟下定論和盤否定。

表6-7: 世界各股票市場的比較—2002年為例

證券交易所市場	上市公司市場資本總額 (10億美元)	集中度 (%)	週轉速率 (%)
紐約	9,015	61.3	94.8
東京	2,095	60.6	67.9
那斯達克	1,994	63.1	159.8
倫敦	1,800	84.5	97.3
多倫多	570	67.8	67.9
瑞士	547	81.2	138.6
義大利	477	66.1	120.7
中國 (香港)	463	83.0	39.7
中國 (境內)	463	29.4	224.2

註：Nasdaq市場出現的高週轉速率乃其爲中小科技股的交易特徵所致。

資料來源：中國股票市場資料來自中國證券業監督管理委員會（2002）；
其他國家股票市場資料來自各證券交易所。

3. 股票價格出現異狀

原本希冀透過公開上市改善國有企業的公司治理，並改善其經營績效之美

²⁵ 市場集中度是以資本額計算前 5% 的企業加總爲基礎；股票週轉率是以 1 年總週轉資本額占市場總資本額的比例爲計算。

²⁶ 股票市場爲基礎的英、美兩國通常具有，企業股權分散且股東僅能藉由董事會進入企業的決策、由市場機制體現公司治理的特徵；以銀行中介爲基礎的德、日兩國則擁有企業股權集中於少數股東，經由企業內部管理實現公司治理的表徵。

意，反而出現上市國有企業在上市後表現逐年惡化的現象。此外，前國有企業的上市標準更明顯地較其他產業鬆散。一般而言，上市公司的所有權結構將會影響企業的價值與股價，尤其以政府為基礎的股權結構更是易於影響公司的價值。然而，從中國股市中卻出現B股與H股相較於A股的折價現象，與一般認為其應有的溢價現象相互抵觸，這可能與資訊不對稱的存在及交易頻率過低所導致流動性的缺乏有關。

中國的股票市場缺乏相關保護投資者的法令，以致上市公司的股利率與Tobin's Q 都遠低於擁有高度保護投資者法令的其他國家。倘若對落後的法令架構及明顯不足的投資者保護視若無睹的話，更會造成中國企業從市場尋求外部融資的潛在可能性受到相當嚴重的限制，以致妨害中國金融體系長遠的發展。

(二) 股票市場儼然成為國有企業變相的融資渠道

表6-8為股票市場與銀行中介在流動性、融資等機能上的比較。

表6-8: 股票市場與銀行中介的融資功能比較

種類	股票市場	銀行中介
流動性機能	兩者皆透過一種「資產期限轉換」的流動性提供機制，避免經濟主體因不願長期讓渡資金支配權，導致過多資金投入高流動性但低效率短期資產的現象，實現資源配置的巴瑞多改善。	
融資機能	在開發新興產業時，股票市場的優勢在於，銀行中介難以根據經驗來評估新興產業的投資計畫。在擁有健全資訊擷取與資訊散播體系的市場中，即可使用低廉的費用取得投資者必要的資訊，因而提高許多預期收益高過於成本的投資計畫執行之機率。	成熟產業的融資管道時，則銀行中介能扮演較股票市場更適合的角色，因為銀行中介可以透過與企業的協議選擇出適合的投資方案，銀行中介亦可藉此監督資金的運用是否恰當，以形成一種與企業相互合作的關係。
中國早期採行的金融體系性質	銀行中介主導，其存在奠基於交易與資訊費用等的市場不完全，且展現股票市場無法實現如跨部門補貼的流動性提供機制，以致在中國金融體系的發展沿革過程中，銀行中介扮演著政府調配資源的重要工具。	

資料來源：本研究整理。

從融資功能可觀察到，在銀行中介漸獲經營自主性的條件下，國有企業未必能再如以往便宜取資，政府為因應情勢且替國有企業尋求一個新的資金渠道，遂將矛頭指向股票市場。於是，股票市場便在欠缺完善的規範下，儼然成為國企非

正規的籌資工具。

1. 股票市場的融資功能

一般來說，股票市場的存在可帶來諸如(1)股票價格及其波動對於企業經理人所產生的約束力；(2)依憑市場客觀存在的效率價格，設計一組最適激勵契約來嚇阻企業經理人的機會主義行徑，確保其利益傾向與公司所有者一致；(3)以存於股票市場內的控制權併購、代理權爭奪等機制，來對企業經理人的行為作更進一步的規範；(4)提供企業針對自身資本結構、激勵政策等財務與融資面向調整的渠道；及(5)跳脫出銀行需依據資產負債比率的經營模式（如資本充足率、流動資產負債比等），提升與滿足高風險偏好主體不同的流動性需要等益處。²⁷

雖然冠冕堂皇地名為提升國有企業的公司治理、改善誘因機制與生產力等為出發目標，但不健全的股份結構等因素也壓縮市場機制可發揮的空間，在前國有企業的上市公司未如預期表現績效改善下，反而是國有資產流失、取資股市補救經營虧損等弊端時有所聞，令人對上市一途所帶來的效益增添一絲猶疑。

2. 國企上市的委託-代理者問題

在一些中國上市的過程與標準中，仍對混合部門的企業進入股票市場加諸一定的門檻限制，²⁸ 以致在已上市企業中仍以前國有企業性質者占多數。公開上市的機會明顯偏頗於與政府有密切關係的國有企業，一旦公開上市後，公司經理人不但沒有誘因來管理公司資產，還會濫用資本市場所集結的外部資金，甚至僅作個人利益的追逐，並過度運用公開上市所賺取的利得來填補營運上的虧損。因而，讓經營不善的前國有企業上市，只是讓政府原先擁有的負擔移轉給投資大眾

²⁷ 從金融發展的沿革觀之，資本市場歷經一種從邊陲至核心的演進過程。與銀行中介主導之金融體系所提供的融資功能的不同在於，資本市場主導的金融體系具有優化宏觀經濟內資源配置的效果，提供經濟主體更具公平、透明與競爭的運作環境。資本市場更不會擁有類似因風險積累與沈澱而爆發於傳統商業銀行內部的銀行危機。資本市場透過提供流動機制來配置風險，將非系統性風險進行分攤而達到風險極小化，裨益進行許多不可分割且高風險報酬的投資活動。是故，欲邁向更高度發展與精密的經濟層次，金融市場的適時建立與成熟運作會是中國採取市場主導的金融體系背後所存在的戰略思維。

²⁸ 有關從混合部門中挑選的企業能否公開上市交易的議題，從1986年修正版的破產法與1999年的公司法中，並未有混合部門企業上市的限制。在深滬兩個股票市場成立後，已出現從混合部門中挑選企業，藉由首次公開上市或購併已上市公司來進入股票市場的案例。

的另類五鬼搬運。

是故，處在不健全的股票市場，若在未解決國有企業無法自存的根本性問題前就允許公開上市，將加劇經營不善的國有企業透過追求首次公開上市之所得來彌補其虧損所引發的逆選擇 (adverse selection) 問題，以及已上市公司在有穩定的資金靠山下無心戀棧經營所致的道德風險。此外，目前中國針對公司經理人或董事會成員的績效報酬而言，僅以現金基礎或是消費上對等的補償與補貼因應，相較於已開發國家採用股票選擇權聯結其績效作為報償，中國將存在因沒有透過誘因機制的設計而無法減輕委託-代理者負面效應的可能。績效連結報償的誘因機制契約，明確地畫分產出報酬的關係，在可接受的不確定性與努力後的產出易於測度下，可使代理者工作的積極性大增，甚至降低卸責 (shirk) 情況發生的可能性，減少不必要的潛在損失。

3. 乘併購之便規避上市標準

國有企業常利用與其他混合部門企業進行合併與整合以作上市之準備。然而，前國有企業上市公司，除其現存所有權結構是以大量不可交易的股份為特徵外，尚包含在上市公司之間的交叉持股，因而即使有心振作，上述種種因素已加深合併與併購是否出現價值加成的綜效 (synergy) 難度。此外，當混合部門中的企業欲併購原國有企業的上市公司時，大筆不可交易的股份仍會存在於此交易後，以致這般併購案通常都被視為低品質。更嚴重的是，其他非善意的國有企業，甚至會有利用合併粉飾其財務體質以規避上市標準作為取得外部融資的行徑，造成金融監理下防不勝防的漏網之魚。

4. 政府管理資產的角色矛盾

在中國，政府在上市公司中扮演著監控與股份持有的雙重角色，藉由國有資產管理公司佔有大部分的國家股份行使股東權利，卻又在另一方面擁有選任資產管理公司高級職員的權力，此種政府的雙重角色將會導致以股東身份時創造利潤極大，與以監控者或社會計畫者時創造社會福利極大的目標相互衝突。

建立產權交易所制度，將不失為一個合理地處理國有資產的好方式。解決國

有企業的債務，除現階段採行的債轉股，或以破產、兼併為主的「資產優化重組」外，設立起「產權交易所」制度，將過去分散、無形的產權交易集中到有形、集中、規範的交易所進行，以求國有資產能受到合理的評價，合理且有效地完成改革過程中國有資產的出售及減少企業的交易糾紛，在盤活國有破產企業的目的下，提供上市或非上市公司擴大且購併的管道。

在經濟轉軌的時空背景下，中國暫且選擇採取將金融資源的動員緊握在政府手中，除造成極不平衡的股權結構制度缺陷外，市場轉型過程倉促制定的法令條文不但不合時宜，更不具執行的約束力，再加上政府官員貪腐的問題，種種因素造成股票市場的功能缺失。是故，透過股權結構的重整以完備公司治理機制、資訊揭露機制與市場透明度的建立、對內線交易與操縱股市等證券犯罪懲罰體制的執行等措施，將成為中國未來在金融發展上的努力目標。

(三) 債券市場的發展及其內部存在的問題

一國若具備成熟且發達的債券市場，將有利於提高金融體系的穩定性、提供為其他金融資產定價基礎的收益率曲線、及有利央行實行貨幣政策的傳遞渠道等。²⁹ 然而，中國的債券市場卻無法如同迅速發展的股票市場一般相提並論。導致中國不同金融市場不平衡發展的主要原因，一是投資者缺乏對於投資股票或債券風險的認知，一是對風險與不確定性所造成的風險溢酬所應具備的資產定價計算能力。

與銀行信貸市場的發展與經營不同的是，債券市場必須存有高度精細的金融體系運作。銀行可以透過與企業建立長期性的借貸關係，提升銀行風險控管的能力，但債券市場則必須擁有健全的會計、稽核制度與債券信用平等的機構，對違約等相關風險的準確估計，始能準確地進行債券的訂價及合理的利率水平計算。

³⁰ 倘若債券市場發展不健全，將降低金融體系運作的整體效率。經濟體系將因

²⁹ 債券市場的發展尚裨益於利率的市場化、機構投資者的發展、銀行資產負債結構的調整、金融體系競爭程度的提高、中小企業融資渠道的提供、及政府財政政策執行費用的降低等（吳曉求，2006）。

³⁰ 金融體系有效運作的前提在於一個公認的無風險收益率曲線（yield curve）的建立。債券市場提

缺乏一個由市場決定的利率結構，導致無法反映資金的機會成本，降低政府總體政策執行的自由度，妨礙衍生性金融商品市場的發展，而使企業無法有效地規避風險。

中國債券市場的主要問題在於，處於分割狀態的國債市場、政府對企業債市場過於嚴苛的管制等面向上，即國債存在期限種類不完整的問題，而企業債浮現規模過小的弊病。透過推行國債餘額管理及資產證券化，³¹ 擴充債券市場的發展，改良市場條件提高次級市場的流動性，並建立規範、透明、及公正的債券評等體系，配合完善債券市場的法律條文體制等改進下，³² 中國的債券市場將可望有較健全的發展。

二、中國在規範証券業上所作的努力

中國發展證券市場至今不過十多年的光景，但卻已迅速地發展至頗具規模的層次。法令規章在一國中通常可被視為經濟主體的行為準則，証券市場內發生的一舉一動皆受到中華人民共和國證券法的規範與限制。2005年，中國進行證券法的修定，即可一窺中國在証券業發展所作的努力與用心。

中國修訂證券法的目標在於，規範證券發行和交易行為，保護投資者的合法權益，並維護社會經濟秩序和社會公共利益，以促進社會主義市場經濟的發展。

³³ 表6-9為證券法修訂有關證券發行、交易規則、及證券監督管理委員會職責的法條摘要。此法除規範公司發行新股與公司債及股份有限公司申請股票上市的積

供由市場決定的利率期限結構 (term structure of interest rate)，使銀行中介得以評定信貸風險與金融資產的定價，深具價格探勘的功能。

³¹ 國債餘額管理乃屬於一種一國掌控住國債餘額與財政赤字的條件下，靈活地發展各種不同的期限種類資產，來滿足各種不同流動性偏好的投資主體，再加上由金融機構發行具備資產擔保的有價證券，不但使銀行避免部分信貸資產所產生的期限不匹配的問題，更讓投資者擁有一組穩定現金流量收入的投資工具可供利用。為展現出各個發債企業不同的信用評等以決定其發債價格與數量，中國應先廢除企業債券管理條例中對於企業利率上限，更積極建設獨立且公正的信用評等中介機構等。

³² Demirgüç-Kunt等人 (1998) 指出，唯有明確債權人的權利規定與實質保護，投資者才有投資的意願。是故，完善的法律環境是發展債券市場的關鍵。

³³ 1998年第九屆全國人民代表大會常務委員會第六次會議通過根據2004年第十屆全國人民代表大會常務委員會第十一次會議《關於修改〈中華人民共和國證券法〉的決定》修正2005年第十屆全國人民代表大會常務委員會第十八次會議修訂。

極條件，並言明公司債所募集之資金不可用於填補企業虧損與非生產性支出等限制，且對上市公司上訂定終止股票上市的消極條件，形成一種完備的市場退出機制外，更賦予證監會對於證券市場中的參與者及其行為等進行監督管理的職權。

表6-9：中國證券法修訂摘要—2005年

證券發行規則	證券交易規則	證券監督管理委員會職責
<p>第十三條 公司公開發行新股應符合下列條件： 1. 健全、運行良好的組織機構； 2. 持續盈利能力，財務狀況良好；及 3. 近 3 年財務會計無虛假記載，無其他重大違法行為。</p> <p>第十六條 公開發行公司債應符合下列條件： 1. 股份有限公司淨資產不低於人民幣 3,000 萬元，有限責任公司淨資產不低於人民幣 6,000 萬元； 2. 累計債券餘額不超過公司淨資產的 40%； 3. 最近 3 年平均可分配利潤足以支付公司債券 1 年的利息； 4. 籌集資金投向符合國家產業政策；及 5. 債券利率不超過國務院限定的利率水準。</p> <p>公開發行公司債券籌集的資金，必須用於核准的用途，不得用於彌補虧損和非生產性支出。上市公司發行可轉換為股票的公司債券，除應當符合第一款規定的條件外，還應當符合本法關於公開發行股票的條件，並報證監會核准。</p>	<p>第五十條 股份有限公司申請股票上市應符合下列條件： 1. 股票經國務院證券監督管理機構核准已公開發行； 2. 公司股本總額不少於人民幣 3,000 萬元； 3. 公開發行股份達到公司股份總數 25%以上；公司股本總額超過人民幣 4 億元的，公開發行股份比例為 10%以公司上；及 4. 近 3 年無重大違法行為，財務會計無虛假記載。</p> <p>第五十六條 上市公司有下列情形之一，由證券交易所決定終止其股票上市交易： 1. 公司股本總額、股權分佈等發生變化不再具備上市條件，在證券交易所規定的期限內仍不能達到上市條件； 2. 公司不按照規定公開其財務狀況，或者對財務會計報告作虛假記載，且拒絕糾正； 3. 近 3 年連續虧損，在其後一個年度內未能恢復盈利；及 4. 公司解散或被宣告破產。</p>	<p>第一百七十九條 國務院證監會對證券市場實施監督管理中履行職責： 1. 制定有關證券市場監督管理的規章、規則，並行使審批或核准權； 2. 對證券的發行、上市、交易、登記、存管、結算，進行監督管理； 3. 對證券發行人、上市公司、證券公司、證券投資基金管理公司、證券服務機構、證券交易所、證券登記結算機構的證券業務活動進行監督管理； 4. 制定從事證券業務人員的資格標準和行為準則，並監督實施； 5. 監督檢查證券發行、上市和交易的資訊公開情況； 6. 對證券業協會的活動進行指導和監督；及 7. 對違反證券市場監督管理法律、行政法規的行為進行查處。</p> <p>證監會可與其他國家地區證監會建立跨境監督管理。</p>

資料來源：中國人民銀行網站。

三、「十一五」規畫中的金融思維

金融是現代經濟的核心。十一五規畫一書中，³⁴ 開宗明義地說明隨著改革開放，中國市場經濟的不斷發展，金融活動廣泛地滲透社會經濟生活中的各個層面，金融體系掌握龐大的經濟資源與調節經濟運行的能力。

³⁴ 此書 2006 年 3 月 14 日經第十屆全國人民代表大會第四次會議批准，規劃中國在 2006 至 2010 年間經濟社會發展的藍圖。

五年規畫，一直以來都是中國整體經濟社會運行的大方針。持續地引導市場主導行為進入經濟體系內，仍是中國第十一個五年規畫中的重點，尤其對金融體制改革的重點與目標的刻畫，可以了解中國未來金融體系的可能發展。

1. 建立國家宏觀調控體系。在既有銀行間接調控的體制下，持續完善貨幣政策的操作，綜合運用多種貨幣工具，發揮公開市場操作在流動性管理與市場利率引導的作用，並在利率市場化進程的目標下，形成以市場供需為基礎的存放利率訂價機制，改善貨幣政策傳導以調節經濟與金融的平穩發展。

2. 深化與促進金融產業的改革與發展。國有商業銀行的股份制改造，並促進經營機制的轉換，在完善公司治理結構下，成為資本充足、內控嚴密、營運安全等的現代金融企業，在加強監理與保持資本充足的前提下，鼓勵且穩定發展各種所有制的中小金融企業。³⁵

3. 推進與完善農村金融服務體系。建立產權清晰、財務健康、監理到位、永續發展能力與專為農村服務的金融企業，一方面發展農村保險等分散農村信貸風險，一方面開發農村金融產品，並在控制風險的基礎下適當引導與規範活躍民間經濟的民間借貸。

4. 鼓勵多層次市場體系與金融創新。協調發展各種層次的金融市場，加強基礎性制度建設以完善並提高市場機能與效率，提高直接金融比重以完善金融體系內的資產結構。

5. 強化金融監理體制防範金融風險。建立以資本適足率為核心的監理體系，防範金融機構風險資產的過度擴張，完善金融機構資本金補充與不良債權沖

³⁵ 擁有經濟體系內絕大多數居民存款負債、龐大但相對缺乏流動性的放款資產、及基準利率定價能力等因素，成為金融體系核心的商業銀行，在金融市場日益發展下，將陸續浮現出居民從單一儲蓄存款走向多元投資工具的金融資產結構轉變、企業融資渠道多樣化的發展、及銀行利率定價能力受到市場化基礎的利率挑戰等利空而動搖其主導地位的格局。因此，面對金融市場化的發展趨勢，銀行中介必須透過，(1)股份制的改造與資本的證券化。建立起健全的市場化經營機制、清晰的資訊揭露體制、及權責平衡的公司治理結構；(2)風險流動與釋放機制的設立，即以既有經營過程的過濾功能為基石，推動資產證券化以形成風險的流動化，將因潛在的放款風險透過市場作適當的解放；及(3)經營業務的重整，擴大且充實金融服務的創新格局，透過發展高附加價值為基礎的金融業務，來徹底扭轉以往高度依賴存放利差維生經營模式等途徑力圖振作，演變成一種具備多元功能的金融中介。

銷措施，強化對金融風險的改正措施以減少風險積聚，健全金融機構內部控管與究責機制以完備市場化的正向激勵，並要求符合國際慣例的金融會計原則以提升資訊的透明度。

6. 擴大金融對外開放提升金融業競爭力。持續穩重地推進人民幣金融帳下的可兌換進程，以支持外貿、投資創造合理與有利的條件，鼓勵並推進國內金融對外開放，以期提升競爭力、服務水平與國際合作。

7. 加強金融法制規範以改善金融生態。藉由強化債權人於企業破產與重組時的法律地位和受償順序、提升企業與個人的徵信體制以建立懲罰機制、及完善存款保險與投資者保護等保障制度來改善金融運作的外部環境。

鑒於 2006 年為中國進入世界貿易組織前緩衝的最後一年，當局意識到在建立適應社會主義市場經濟的體制下，保障金融安全、效率、及穩健地運作是國民經濟維持迅速與健全發展的關鍵。在落實金融組織、市場、監理、及調控體系的要求（規範金融機構退出市場機制、建立相對應的存款保險與投資者保護等保障制度）下，持續整頓金融秩序與深化金融改革（穩健地推進利率市場化改革、完備管理式浮動匯率制度、以及逐步實現金融帳下人民幣的自由兌換等），加快增強中國金融業的競爭力與抗風險能力，並強調積極推進國有商業銀行的改革、合理定位政策性銀行的角色、加快發展與健全直接金融與金融調控機制，在完善金融機構的公司治理結構與內部控管下，提高金融產業的資產質量、盈利能力、及服務水準。

第三節 結語

改革國有銀行以解決不良債權問題的關鍵在於不間斷地私有化改革過程，一旦加入許多非國有銀行中介將會提升銀行體系的競爭程度，改善四大國有銀行，乃至整個銀行體系的效率層次，但是如果政府同時扮演著監管者與大比重的所有者，便會在私有化執行的過程中互相衝突以致降低改革的效力，因而政府所持於

上市公司中不可交易的股份，應該要以漸進的方式來銷售出去達成私有化的全面性，因為只有在這些銀行大多數的股份為其他非政府主體或個人所持有時，才能確保公司營運的方式會更趨於利潤與效率傾向。準此，相關如改善監管環境、公司和交易的措施、以及進一步地發展保護投資者與執行相關機構對契約效力的法規架構，此外由國家所持有上市公司的股份也需要持續且有計畫的逐漸減少，同時持續養成如會計師、律師等專業人才、及鼓勵國內外的機構投資者進入金融市場，以期扮演著改善市場效率和加強上市公司治理的重要角色，另外新的金融商品與市場，也需要更精密地發展與成長。

儘管如此，加入世界貿易組織的意義象徵著中國由以往對外開放的政策方針，提升至更高層次地融入國際的貿易與金融的體系，同時外資銀行進入中國操作經營，意謂可滿足並刺激許多外資企業與國外貿易的發展需求，更重要的是中國內部的國企改革會因已對世貿作下承諾，而加快與金融體系一起向現代企業和金融體制邁進。在加入以自由貿易與市場機制為基礎精神的世貿組織後，中國已確定逐步結束過往計畫且管制金融體制的作法與思維。

除了擔綱將資金盈餘部門但缺乏良好投資機會的資金，導向擁有高品質投資機會但資金匱乏部門的功能外，金融體系尚需解決存在借貸之間所積存的資訊不對稱及其所造成的逆選擇與道德風險，才能稱得上是健全的金融體系。倘若未能針對這些問題做有效解決的話，將會嚴重地對金融穩定與經濟成長造成不利的影響。

冰凍三尺非一日之寒，中國努力移除與醫治以往對整體經濟所造成的壓迫與傷害。隨著時間的流逝，部分的創傷已漸漸痊癒結痂，但仍存著反映在利率與外匯上的管制、資本市場的不完善、國有銀行的資本結構優化等待療的傷口，凡此皆有待於日後考驗中國金融改革的作為。