

重要議題評析-談金管會推動銀行夾層融資挺創業的新金融政策

台灣的創投環境不佳，之初創投共同合夥人林之晨曾提到台灣創投業的問題，除了早期投資應該更活躍之外，另一個更大問題是 B、C 輪的資金斷鏈。相反地，國內銀行卻資金滿溢苦無出處，蔡英文總統在去年參與總統競選的過程中，曾提出適度允許銀行提供創投事業貸款時可「以債轉股」的構想。金管會在 5 月下旬提出將研議開放銀行辦理附有認股權融資方式的「夾層融資」，預計第 3 季可上路。

夾層融資是介於風險較低的優先債務和風險較高的股本投資之間的一種融資方式，出借資金者除了收到利息外，同時享有未來以一定價格認購借款企業的股票的選擇權。夾層融資在國外是私募股權基金、投資銀行、商人銀行常用的投融資工具，申請的對象是一些需要短期資金融通但又不想釋出股權換取資金的企業，一般適用相較成熟或正在擴張的企業。

目前創業公司多半是非金融產業，根據銀行法 74 條，商業銀行未配合政府經濟發展計畫，經金管會核准者，可以投資非金融相關事業，但不得參與該事業經營，投資總額不能超過銀行淨值的 10%，且投資每一家的金額不得超過被投資事業實收資本額的 5%。同時，國內一般商業銀行依法是無法在貸款內附加認股條件。過去只有工業銀行可以在淨值內投資，且投資每一家生產事業金額不得超過工銀淨值的 5%、被投資公司資本額的 20%，比商業銀行更有彈性與空間。但國內工銀已轉型為商業銀行，削弱了對新創企業或中小企業的股權融資支持。

因此，政府要推動商業銀行業利用夾層融資挺創業，未來政策方向除了朝修法調整程序與放寬投資限額，讓商業銀行有更多的彈性外，另一個方向是必須考量的是非金融領域創新創業模式推陳出新，一般銀行是否具有判別的相關專業能力，並非讓銀行在無其他配套措施下，單單辦理「夾層融資」就能解決的。我們建議應可朝鼓勵銀行與專業

投資機構合作（例如創投），並提出誘因配套，才能降低銀行融資風險，提高銀行承做風險事業夾層融資的意願。

在歐美創業投資發達的國家中，多年之前就將銀行夾層融資引進支持創投機構所投資的新創企業，稱為「創投債權融資」（Venture Debt 或 venture loan），如矽谷銀行、蘇格蘭投資銀行都推出類似融資工具。銀行除了獲得利息收入外，也能透過附認股權融資方式，提升收益以降低融資給早期階段企業的風險。無論對於創投或銀行而言，創投債權融資兼具共同承擔風險與分享報酬的好處。

具有夾層融資性質的「創投債權」在歐美很流行，但亞洲則較少見。近年來為協助高成長企業取得擴張發展所需的資金，此一作法也引進至亞洲。去年 4 月新加坡政府的「2015 年新加坡財政預算案」中，就提出「創投債務風險分擔」（Venture Debt Risk-Sharing）的試行概念。經過一年的規劃後，在今年 4 月 28 日由標新局（SPRING）正式實施總額 5 億星元的創投債務融資計畫（Venture Debt Programme），在兩年內為 100 家高成長率中小企業提供創投融資服務。

無獨有偶地，2016 年 3 月中國李克強總理在政府工作報告中，首次提出「啟動投貸聯動」，亦即結合創投與銀行融資。2016 年 4 月 21 日，銀監會、科技部、央行聯合下發《關於支持銀行業金融機構加大創新力度，開展科創企業投貸聯動試點的指導意見》，投貸聯動試點工作正式啟動。

上述亞洲國家的作法強調的不是銀行辦理一般新創企業的「夾層融資」，而是鎖定創投機構或銀行集團中相關投資子公司所投資的「新創企業」或「成長型企業」，搭配政府配套措施，提高銀行承做「夾層融資」意願，以提供目標企業後續發展所需之短期資金。因此，以夾層融資模式推動「創投融資」（創投投資的企業）才是重點。同時，不僅是金管會的職責，經濟部也應提出配套措施，以改善創業生態圈資金匱乏與斷鏈的問題。

不管是「以債轉股的夾層融資」、「創投債務融資風險分擔」或「投貸聯動」，其定義為何？政府為何要介入？目前有哪些國家的推動措施可借鏡？台灣可採行的作法有哪些？本文將探討上述議題，藉以拋磚引玉，期能對於以「夾層融資推動創投債務融資」的配套措施構想引發更多的討論。

（一） 政府介入理由：不平衡的金融生態無法提供完整的金融服務

企業在不同的發展階段，所需的金融服務是不同的。銀行貸款關注的是償債能力，借出去的錢是要收回的，因此適合商業模式相對成熟、有穩定現金流的或已經盈利的企業。而天使或創投機構則不同，看重的是新創企業成長發展的潛力，並願意與企業共擔風險。因此，在企業的全生命週期中，天使、創投、融資、次級資本市場需要協作接力，才能支援企業不同階段發展的金融需求。

然而限於法規或獲利至上的原則，家數最多或資金充沛的銀行，往往因風險過高與金融協助服務項目不夠多，很少涉入種子期與新創期甚或正要尋求擴張成長的企業，使得這類企業金融服務可取得性較低。此一普遍存在金融生態系統不平衡的問題，需要企業不同發展階段的資金提供者共同合作來解決，因此，需要政府介入協調。

（二） 歐美創投融資與夾層融資典範案例

他山之石，可以攻錯，歐美創業資本市場發達，在推動創投融資或夾層融資典範當屬科技金融的翹楚矽谷銀行，而地方投資銀行亦有不同作法，本文以蘇格蘭融資基金運作為範例。

1. 美國矽谷銀行「創投債務融資」作法

在 20 世紀 90 年代初，美國矽谷高科技產業崛起，矽谷銀行在 1983 年成立，其獨闢蹊徑，率先打破債權與股權投資的邊界，開創了創業債務融資業務的先河。

(1) 資金來源

矽谷銀行沒有個人儲蓄業務，其存款來源是創投基金和創業企業。

資金成本低廉，不計息存款近八成。

(2) 運作模式

矽谷銀行專門為高科技、生命科學、創投以及高階葡萄酒行業的企業提供綜合金融服務。矽谷銀行以「先投後貸」的形式來給予新創企業資金上的需求，而投資與貸款的部門是分開獨立的。

在債權融資方面，針對完成第一輪募資的科技新創企業，若因後續擴張發展需要資金提出貸款申請，矽谷銀行透過調查，在證明風險可控的情況下為其提供貸款。由於新創企業的股權比債權貴，前者是創業者的原始股票，而後者只是貸款利息的價格，遠遠低於股權價格，對資金匱乏的創業企業對貸款利率的容忍度更高。矽谷銀行每年除了能得到高於一般貸款的利息收入外，還透過對新創企業行使認股期權進行股權投資，以獲得額外的投資收益，彌補融資業務高風險可能造成的損失。若部分新創企業如果前景亮眼，矽谷銀行會參與第二輪股權募資，而新創企業可以利用第二輪股權募資所取得的資金償還貸款。

矽谷銀行對創新型高科技企業的股權投資方式主要有兩種，一是「直接投資」方式，採用入股的形式直接投資看好的創新型高科技公司，其股權投資的案件都是獲得過創投機構投資的創新型企業，通常與創投機構的資金同時入股。二是間接投資方式，矽谷銀行將資金投資創投機構，再由創投機構對創新型高科技企業進行投資的模式，期間矽谷銀行和被投資企業並不發生直接聯絡。

從 1993 年以來，矽谷銀行的平均資產回報率高達 17.5%，遠高於美國銀行業 12.5% 的回報率，並且貸款損失率不到 1%。目前美國 50% 有創投支援的科技創業公司都是矽谷銀行的客戶，2014 年有創投支持並已 IPO 的企業中，亦有 64% 是矽谷銀行的客戶。同時，矽谷銀行有 9 成的貸款客戶都已經是成長期的科技創業公司。

2. 蘇格蘭融資基金 (Scottish Loan Fund)

蘇格蘭融資基金於 2011 年成立，是蘇格蘭工商發展委員會

(Scottish Enterprise) 旗下蘇格蘭投資銀行 (Scottish Investment Bank) 推出的新金融服務型態。蘇格蘭融資基金的案例是地方政府結合民間投資人 (含商業銀行) 共同成立基金的模式，委託專業基金管理人對合格的地方成長型企業提供夾層融資的作法。

(1) 資金來源

蘇格蘭融資基金的主要出資者，包括：蘇格蘭投資銀行、歐盟區域發展基金 (European Regional Development Fund)、民間投資人 (包含退休基金、蘇格蘭皇家銀行、部分商業銀行等)。

(2) 運作模式

蘇格蘭融資基金獨立由民間的創投基金管理公司 Maven Capital Partners LLP 負責營運，凡符合以下條件者可提出申請：在蘇格蘭登記與營運、年營收至少 1 百萬英鎊、已有營運利潤、現金流為正、具有成長潛力之出口型中小企業，另外符合 EU 對中小企業的條件，員工人數少於 250 人、年營業額不得超過 5,000 萬英鎊，淨資產低於 4,300 萬英鎊。

依條件不同給予不同貸款金額，區間為 25 萬英鎊到 500 萬英鎊不等，可作為企業資本支出、營運資金、發展資金與海外擴張、收購資本、新產品發展等目的之用，還款期設定為 3 到 7 年。蘇格蘭融資基金採夾層融資的方式，提供亟欲擴張成長的中小企業在進行下一輪融資前，改善資產結構，並迅速擴張。

(三) 亞洲國家推出鼓勵「投貸結合」之創新政策措施

1. 新加坡「創投債務融資計畫」

新加坡政府在去年的財政預算案中宣佈「創投債務融資風險分擔計畫」，而大華銀行和星展銀行在此之前，已分別推出各自的創投債務融資平台。

(1) 新加坡 3 家銀行推出之創投債務融資

由於初創公司獲得 A 輪融資後，約 9 至 18 個月後進入 B 輪融資階段，此時「創投債務融資」可讓該初創公司加速商業化，進而提高估值。雖創投債務融資收益率約 15%，高於傳統商業貸款一倍，但此類貸款無須抵押和擔保，適合缺乏現金或無資產抵押的初創公司，可使其爭取更多時間和靈活性達到主要的發展目標，並推升下一輪募資的公司估值，也不會稀釋或僅少許稀釋公司的股權，對初創公司是相對便宜的融資方式。

大華銀行早在 2014 年 10 月就推出創投債務融資，2015 年 7 月大華銀行以 50% 股權入股新加坡淡馬錫控股公司全資擁有的 InnoVen Capital，雙方各出資 1 億美元，為新創公司提供為期兩、三年之創投債務融資。大華銀行的創投債務融資為附有認購股權的夾層融資模式，鎖定科技、消費、醫療照護等領域新創企業，且已獲得創投或天使 A 輪投資者，提供 100 萬美元到 300 萬美元之間的貸款，貸款期間在 2-3 年之間。

星展銀行也於 2015 年 2 月 6 日推出創投債務融資平台，想要獲得星展銀行的創投債務融資（以夾層融資模式）的新創企業，必須要得到星展銀行合作的三家創投公司合作夥伴得至少 100 萬元的 A 輪融資、成立不少於兩年並運營至少一年。這三家創投公司是淡馬錫控股旗下的祥峰投資控股（Vertex Venture Holdings），以及 Monk's Hill Ventures 和 Golden Gate Ventures。通過審核者可以獲得營運資本、購買固定資產、專案融資的貸款。

另外，華僑銀行也於 2016 年 1 月推出創投債務融資，支持中小企業的成長計畫，提供新產品/新商業模式商業化、既有產品升級、海外擴展等所需的資金。

(2) 標新局創投債務計畫（簡稱 VDP）的作法

由於新加坡本地銀行結合創投推出創投債務融資的新服務，新加坡政府借力使力，在 2015 年新加坡政府預算案中提出「創投債務融資風險分擔計畫」的構想，2016 年 4 月正式由新加坡標新局（SPRING）

與星展銀行、華僑銀行和大華銀行聯合推出總額高達 5 億元的創投債務計畫（簡稱 VDP），在接下來的兩年為 100 家本地具高成長的新創企業與中小企業提供融資服務。符合條件的公司最多能獲得 500 萬元融資，用於擴展業務、進行研發或合併與收購等。標新局將編列經費分擔 50% 的風險，讓企業更容易獲得所需款項。

想要在創投債務計畫下獲得融資，中小企業除了要具備發展潛質，也必須在本地註冊運營，本地股份占至少 30%；公司年銷售營收額不超過 1 億元，員工人數不超過 200 人。在此基礎上，不同銀行另有各自的申請條件。這項計畫已從今年 1 月起試行，據瞭解已有四家公司通過計畫獲得融資。

2. 中國大陸推動「投貸聯動」政策

(1) 政策發展沿革

有鑑於矽谷金融體系主動提供新創企業所需的金融服務，相對地，中國現有的金融體系尚無法滿足現有科技型創新企業的金融服務需求，各地商業銀行仍以放款給相對成熟的企業為主要的業務。銀監會在 2015 年 5 月提出「推動商業銀行投貸聯動機制研究」，在 2015 年在 6 月國務院常務會議上提出鼓勵創新投貸聯動等融資方式支援創新企業。2016 年 3 月，李克強總理在政府工作報告中，首次提出將「啟動投貸聯動試點」。

在 2016 年 4 月 21 日，銀監會、科技部、央行聯合頒佈《關於支持銀行業金融機構加大創新力度，開展科創企業投貸聯動試點的指導意見》後，投貸聯動業務開始展開。投貸聯動試點將在北京、上海、天津、武漢、西安五個國家自主創新示範區開展，國開行、中行、恒豐銀行、北京銀行、天津銀行、上海銀行、漢口銀行、西安銀行、華瑞銀行、浦發矽谷銀行成為首批試點銀行，以城商行為主。

(2) 投貸聯動政策的實施重點

- A. 「投貸聯動」：銀行業金融機構以「信貸投放」與該集團設立具有投資功能的子公司「股權投資」相結合的方式，透過相

關制度安排，由股權投資的收益抵補因不良信貸損失的風險，解決此前銀行對科技創業放貸存在收益與風險不匹配的問題，為科技創業公司提供後續資金支持的融資模式。

- B. 建立「防火牆」機制：在推動投貸聯動業務時，具投資功能的子公司應當以自有資金進行股權投資，不得用任何形式的非自有資金；投資單一企業的比例不超過子公司自有資金的10%；投資功能子公司應當與銀行母公司實行機構隔離、資金隔離。
- C. 建立風險容忍和風險分擔機制：投貸聯動試點機構應合理設定科技新創企業的貸款風險容忍度，並確定銀行及其投資功能子公司、政府貸款風險補償基金、擔保公司、保險公司之間不良貸款本金的分擔補償機制和比例，使不良貸款率控制在設定的風險容忍度範圍內。
- D. 建立業務退出機制：試點機構應當加強對投貸聯動業務風險的監測評估，結合自身風險偏好，確定投貸聯動業務試點退出的觸發條件和機制，制定退出程式。

(3) 商業銀行實施投貸聯動的可能模式

中國商業銀行早在幾年前就開始進行「投貸聯動」的實務，但囿於中國《商業銀行法》第四十三條：「商業銀行不得向非自用不動產投資或者向非銀行金融機構和企業投資」的規定，之前有些商業銀行採用以下4種模式繞道進行投貸聯動：

- A. 國有大型銀行：如中國銀行與旗下中銀國際等境外投行機構合作，進行投貸聯動業務。
- B. 以股份制銀行、城市商業銀行為代表：如南京銀行依託旗下投資機構，進行「小股權+大債權」的投貸聯動模式。具體來說，南京銀行不持股，而是透過旗下控股的鑫元基金名下孫公司鑫沅股權投資管理公司，持有科技新創企業1%-2%的股權，並結合債權融資的資金支持。

- C. 認股期權貸款：如江蘇銀行「投融貸」業務，銀行在提供結算、貸款等服務時，與企業簽訂協定，獲得「認股選擇權」，在一定條件下可以認購目標公司股權，由簽訂合作協議的代持機構（如創投）持有，從而分享企業的股權溢價。
- D. 銀行與創投機構等合作設立產業基金：如江蘇銀行與江蘇省高投、元禾控股集團、東方富海、賽伯樂投資集團等創投機構在全國各地合作設立「投貸聯動股權投資基金」，對基金所投的公司實施貸款，授信額度不超過投資金額，在獲得收益的每個年度，將投資收益抵補信貸損失。

此次啟動投貸聯動試點，為商業銀行在傳統融資基礎上，打通股權投資管道，透過集團內部直接進行「股權投資」與「融資」新模式，不僅能為種子期、初創期的科技企業提供有效的融資支援，更能使商業銀行分享企業成長的收益，豐富收入來源，完善利潤結構，有利於銀行豐富客戶結構體系並形成差異化競爭優勢，同時，促進商業銀行由單純的貸款提供者向融資組織者轉變，不斷提升綜合金融服務水準。

（四） 結論與建議

在國外，科技銀行常用夾層融資模式，支持新創企業或高成長企業，其持有企業小比例股權，目的不是控股，而是使科技銀行能夠從企業的高成長中獲得較高股權收益，以彌補成長期企業帶來的高風險。對於處在成長期，又不願意出讓股權進行融資的科技企業，可透過以債轉股的融資模式，避免稀釋股份，同時可獲得一段時間緩衝期，全力讓公司估值上升。

由於過去國內的工業銀行已經轉型為以中、短期融資為主要業務的商業銀行，這項改變削弱了對新創企業或中小企業的股權融資支持。未來若要強化銀行挺創業，建議金管會研議修法可能性，包括商業銀行投資核准程序調整與投資限額的放寬，讓商業銀行有更多的彈性。

此外，未來若能仿效矽谷銀行結合創投的作法，並參考新加坡與

中國對銀行提供創投債務融資的政策誘因，落實對金融業分級管理的金融監督制度，在不牴觸產金分離原則下，應該能讓更多商業銀行為新創企業提供更多元金融服務。

儘管銀行法對商業銀行股權投資有諸多限制，但從中國在投貸聯動試點未公布之前，就有許多銀行以各種不違法的操作模式，進行投貸聯動來試水溫。因此，只要能共同降低風險，共享成長利益，銀行便有動機與創投合作，進行投貸聯動或具夾層融資性質的創投債務融資。當然政府若能再給予政策誘因，更能加速銀行與創投機構合作對於早期階段或高成長中小企業提供更多元的投融資服務。

建議政府可考量以下誘因措施：(1) 創業債務融資＋政府編列預算分攤融資風險：由政府編列專案預算，分擔銀行提供合作創投機構所支持的新創企業或具高成長潛力企業夾層融資之風險，如新加坡標新局分擔 50% 的風險。(2) 創業債務融資＋信保基金提供貸款保證：針對商業銀行提供創投支持的企業成長所需的資金融資時，中小企業信用保證基金能提供一定成數的保證，分擔銀行風險。(3) 創業債務融資＋政府與民間共同合資的融資基金：參考中國銀行與創投機構等合作設立產業基金與英國蘇格蘭融資基金的作法，建議由銀行與創投機構等合作設立產業基金，政府基金可以共同投資參與，對基金所投的公司實施夾層融資。

透過專業投資機構「股權投資」的第一棒，接續第二棒的商業銀行「夾層融資」，若能加上政府風險分擔機制的助跑，應該可以改善國內支援創業發展與成長所需資金斷鏈的問題。

(林秀英/台灣經濟研究院副研究員)

參考文獻

1. Lee Yueh, “簡單談談 科技銀行”, 維京人酒吧網站, 2012 年 12 月 25 日, <http://goo.gl/xHDJtU>
2. 高翔、顏劍, “投貸聯動 “破繭” : 不平衡的金融生態”, 上海證券報, 2015 年 9 月 18 日, <http://goo.gl/Kzrolx>

3. 廖岷，“商業銀行投貸聯動機制的創新與監管制度設計”，壹讀，2016年2月28日，<https://goo.gl/05Z98N>
4. 謝水旺、馬媛，“詳解投貸聯動四種模式 試點或落地京、滬”，21世紀經濟報導，2016年3月12日，<http://goo.gl/QbcqBT>
5. 銀監會、科技部、人民銀行聯合印發了《關於支持銀行業金融機構加大創新力度 開展科創企業投貸聯動試點的指導意見》，2016年4月21日，<http://goo.gl/s7mV6Y>
6. 董希淼，“投貸聯動試點銀行應穩中求進”，新浪財經意見領袖專欄，2016年4月22日，<http://goo.gl/0d3aGl>
7. 胡群，“銀行這樣開闢股權投資市場”，新浪新聞中心，2016年4月24日，<http://goo.gl/frkjf9>
8. 彭禎伶、魏喬怡，“銀行挺創業融資可談認股”，工商時報，2016年6月1日，<http://goo.gl/q21zVf>
9. Business Venture Loan / OCBC Singapore，<http://goo.gl/KuEZBh>
10. Marissa Lee，“Temasek, UOB offer \$685m in venture debt financing”，The Straits Times，JUL 22, 2015，<http://goo.gl/fZ1TH4>
11. Scottish Investment Bank (2015)，“Scottish Investment Bank annual review 2014/2015”，Scottish Enterprise，<http://goo.gl/EYqFmu>
12. Scottish Loan Fund / Scottish Enterprise (2016)，<http://goo.gl/G5qEiT>
13. Silicon Valley Bank (2016)，<http://www.svb.com/>
14. SPRING Singapore (2016)，“SPRING Singapore Launches \$500M Venture Debt Programme with DBS, OCBC and UOB for High-Growth Enterprise”，28 Apr 2016，<http://goo.gl/w9bQiu>
15. SPRING Singapore (2015)，Singapore Budget 2015: Measures for Businesses，<http://goo.gl/AJDRhO>
16. Venture Debt Financing / DBS SME Banking Singapore，<https://goo.gl/N0IrOJ>