

# 臺灣貨幣金融改革政策建議書

中央研究院報告 No.16

111年8月

中央研究院就科技發展及社會重要議題，遴聘院士、國內外相關領域之專家學者組成研議小組，針對選定議題共同研議相關策略，並公布政策建議書。就學術角度提供具前瞻性、挑戰性的思維予相關單位參考，期待引發社會對此問題的多元思辨，以利政府決策及研擬執行方案。

# 研議小組委員與成員

## 研議小組

### 召集人（依姓氏筆畫）

- 王 平 美國聖路易華盛頓大學講座教授，本院院士  
李怡庭 國立臺灣大學經濟學系特聘教授（至 2019 年 12 月 31 日止）  
蔡瑞胸 美國芝加哥大學 Booth 商學院講座教授，本院院士  
謝長泰 美國芝加哥大學 Booth 商學院講座教授，本院院士

### 執行秘書

- 陳明郎 本院經濟研究所研究員

### 委員（依姓氏筆畫）

- 王信實 國立政治大學經濟學系副教授  
王儷玲 國立政治大學風險管理與保險學系教授  
吳中書 金融研訓院董事長  
李文傑 國立政治大學經濟學系副教授  
陳思寬 中華經濟研究院院長（至 2019 年 12 月 31 日止）  
陳業寧 國立臺灣大學財務金融學系教授  
許振明 中信金融管理學院企業管理學系暨金融管理研究所教授  
楊 賢 新加坡國立大學商學院講座教授  
儲 蓉 遠雄人壽風控長

### 顧問（依姓氏筆畫）

- 李怡庭 國立臺灣大學經濟學系特聘教授，本院院士（自 2020 年 1 月 1 日始）  
段錦泉 新加坡國立大學商學院講座教授，本院院士  
陳旭昇 國立臺灣大學經濟系教授  
陳思寬 永豐金融控股股份有限公司董事長（自 2020 年 1 月 1 日始）  
許嘉棟 東吳大學講座教授暨中信金融管理學院教授  
劉錦添 國立臺灣大學經濟系特聘教授

### 助理編輯

- 林姿吟 本院經濟研究所

## 摘要

本政策建議書提出「最佳」的貨幣金融體系和監理機構有三個主要目標。首先是穩定且可預測的通貨膨脹率、和由市場決定有競爭力的匯率，以保持貨幣和金融穩定。第二是謹慎而有效地投資一國的金融資源，不將所有金融資源皆投資於高風險高報酬資產、也不是皆投資於無風險低報酬資產。第三是發展一套完善的金融體系作為增加就業和收入的來源，並為急需產業轉型的臺灣提供關鍵金融資源。

在檢視臺灣的貨幣機構和金融監理委員會的運作後，本政策建議書發現臺灣的貨幣和金融體系雖已達成貨幣及金融穩定的第一個目標，但卻以犧牲另兩個目標為代價。這不但會造成金融發展與經濟發展的停滯，更進一步會影響整個貨幣金融系統的穩定，並使得臺灣游資氾濫，而資金利用的效率低，也阻礙金融業的發展，更進一步導致產業轉型不足、經濟成長緩慢與實質薪資停滯。

本政策建議書提供全面性與前瞻性的建言，以實現中央銀行和金融監理機構的現代化，重新平衡三項主要目標，以活化臺灣資本市場，提升央行貨幣與匯率政策制定，改善金管會前瞻性的金融監理，以促進金融發展、經濟成長、改善所得分配、以及提高社會福祉。本政策建議書認為臺灣應效法美國聯邦儲備銀行，提升央行的獨立性、透明度與可究責性，基於系統性的貨幣政策研究，建立一個完整的動態分析架構，並提供前瞻指引(forward guidance)。且應參考新加坡金融管理局經驗，在維持貨幣穩定的同時，可慎重評估是否將部份外匯儲備資金投入主權財富基金，在具透明度和可究責性下，此可帶動產業發展現代化，並創造就業和提升薪資收入。央行應該公佈外匯干預的歷史資料，設立全職而專業的理事，並且根據金融業的大趨勢，對數位貨幣有效地進行全面優劣評估。再者，金融監理及金融穩定機制，應重新定位個體審慎監理及總體審慎監理主管機關及設立金融穩定委員會。最後，從大數據的觀點，儘快修訂個資法以便建立完整的可攜資料權，建構更完備的數據中心，以整合及配對跨產業、跨部門、及跨國的生產商、代理商和消費者。

## 謝辭

本政策建議書規劃過程於 2018 年夏季開始。在招募貨幣、開放總體和總體財務經濟學領域的頂級專家後，我們進行了密集的委員會會議以及個人與合作研究工作。本政策建議書初稿於 2020 年 1 月完成並提交給中研院秘書處。經過 10 個月的審閱，收集到 7 份外部匿名審查報告，我們團隊修改了建議書並於 2021 年 1 月初提交了更新版。2022 年 3 月初，中研院召開了再審會議，並將建議書修正版遞交院士們提供意見，並於 2022 年 5 月底再另外送交兩位匿名審查委員，我們團隊二度修改，於 2022 年 6 月 23 日完成第三版政策建議書。為節省篇幅，不出版「政策建議書寫作與評審過程附錄」，有興趣讀者請向執行秘書索取。

我們感謝本政策建議書全體委員，有部分委員在執筆撰寫本政策建議書後，有另行著作出版專書、論文及其他研究或政策報告，由於本政策建議書撰寫者擁有智慧財產權，我們支持他們另行出版以宣揚他們的理念（如同博士論文可在期刊發表一樣）。我們也知道有另外兩個單位採用本政策建議書撰寫者的部分內容，但卻沒有註明來源，我們可以諒解，因為本政策建議書初稿雖於 2020 年 1 月完成，但尚未正式發表。

2022 年 7 月 8 日，我們團隊召開「臺灣貨幣金融改革」國際論壇，由美國聖路易斯聯邦儲備銀行總裁 James B. Bullard 和臺灣的中央銀行陳南光副總裁做主題演講，並由四位本政策建議書主要成員做期中報告，以及美國聖路易斯聯邦儲備銀行副總裁 Carlos Garriga、美國舊金山聯邦儲備銀行資深政策參事 Mark Spiegel 和美國達拉斯聯邦儲備銀行副總裁 Mark Wynne 為與談人，以類似於哥本哈根共識(Copenhagen Consensus)會議的形式進行，達成共識，做為建議書的參考，並根據主題演講、與談人和論壇參與者的寶貴意見，本政策建議書再修訂內容，送回中央研究院政策建議書委員會，並於 2022 年 7 月 11 日完成最終稿。

我們團隊感謝所有顧問（尤其是許嘉棟、陳旭昇和劉錦添教授），10 位外部匿名審查人（包括一位院士），以及美國聯邦儲備銀行 Carlos Garriga 副總裁、Mark Spiegel 資深政策參事和 Mark Wynne 副總裁為我們提供許多有洞察力的建言。我們也感謝林姿吟小姐無怨無瑕的協助以及經濟所的行政支持。

最後，我們要強調的是本政策建議書，是在目前的貨幣與金融的制度和資料下所撰寫出。未來貨幣與金融制度應有再修改，因此有關金融改革的政策建議也應隨之再更新。

# 章節目錄

<b>第一章 前言</b> .....	1
<b>第二章 資本市場資金運用的活化</b> .....	7
2.1 國內資金運用活化 .....	7
2.2 境外金融機制 .....	14
2.3 創投資金運用 .....	22
2.4 本章建議 .....	31
<b>第三章 央行貨幣與匯率政策</b> .....	34
3.1 央行獨立性、透明度與可究責性 .....	34
3.2 貨幣政策的決策過程 .....	50
3.3 匯率政策的決策過程 .....	59
3.4 央行未來挑戰：數位貨幣經濟和政策 .....	84
3.5 本章建議.....	90
<b>第四章 金融政策與機制</b> .....	91
4.1 各國機制的比較研究：金融穩定與金融風險監管 .....	91
4.2 面對新金融發展及國際變動的機制 .....	118
4.3 本章建議 .....	133
<b>第五章 政策建議</b> .....	134
<b>參考文獻</b> .....	137
<b>附錄</b> .....	143
附錄一 人脈網路：教育連結與政治連結 .....	143

## 圖表目錄

### 第一章

### 第二章

### 第三章

表 3-1 美國貨幣當局所持有的外幣(基於當前匯率).....	37
表 3-2 持有的外匯儲備資產明細(至 2019 年 6 月 30 日止的賬面價值).....	38
表 3-3 我國中央銀行資產負債表(2018 年 12 月).....	44
圖 3-1 央行國外資產與定期存單佔總資產比例變化.....	44
圖 3-2 央行負債組成比例變化.....	45
圖 3-3 央行盈餘繳庫比例變化.....	45
圖 3-4 國外資產與央行定存單對 GDP 佔比.....	46
表 3-4 IMF 匯率制度分類 .....	59
圖 3-5 全球實際匯率制度分布 .....	60
表 3-5 匯率制度爭論.....	60
圖 3-6 新加坡元兌美元匯率(美元/新加坡元) .....	62
圖 3-7 新加坡重要總體經濟指標.....	62
圖 3-8 韓圓兌美元匯率(美元/韓圓) .....	64
圖 3-9 南韓重要總體經濟指標.....	65
圖 3-10 港幣兌美元匯率(美元/港幣) .....	65
圖 3-11 香港重要總體經濟指標.....	66
圖 3-12 日圓兌美元匯率(美元/日圓) .....	68
圖 3-13 日本重要總體經濟指標.....	69
圖 3-14 以色列幣兌美元匯率(美元/以色列幣) .....	70
圖 3-15 以色列重要總體經濟指標.....	71
圖 3-16 瑞郎兌美元匯率(美元/瑞郎) .....	72
圖 3-17 瑞士重要總體經濟指標.....	73
圖 3-18 新臺幣兌美元匯率.....	74
圖 3-19 臺灣重要總體經濟指標.....	74
圖 3-20 臺灣利率走勢.....	75
圖 3-21 臺灣外匯存底.....	75

表 3-6 其他國家央行繳庫占政府歲入百分比.....	83
圖 3-22 中央銀行對數位貨幣的研究和實驗 .....	85
圖 3-23 大眾使用的「通用型」中央銀行數位貨幣(GENERAL-PURPOSE CBDC).....	85
圖 3-24 僅供銀行間使用的「批發型」中央銀行數位貨幣(WHOLESALE CBDC).....	86
圖 3-25 全球數位支付發展總覽.....	87
圖 3-26 科技廠商進入中國的支付系統.....	88

#### 第四章

圖 4-1 英國金融監理及穩定改革前的運作架構.....	91
圖 4-2 英國金融監理制度改革後的新運作架構.....	93
圖 4-3 我國金融監理及金融穩定的運作架構.....	94
圖 4-4 建議我國央行有關金融穩定運作架構.....	96
圖 4-5 我國金融檢查流程 .....	102
表 4-1 各國監理制度一元化的概況.....	103
表 4-2 監理檢查合一與分立之比較.....	103
圖 4-6 建議的金融檢查流程.....	104
表 4-3 各種公司治理評鑑項目比較 .....	106
圖 4-7 壽險業資產規模趨勢圖.....	107
圖 4-8 壽險業資產佔全體金融業資產總額百分比趨勢圖 .....	107
表 4-4 壽險業「產業關鍵風險指標」 .....	108
圖 4-9 壽險業淨值變動趨勢分析 .....	109
圖 4-10 壽險業淨值比變動趨勢分析.....	109
圖 4-11 海外投資比重年年增，遠勝美日韓.....	112
圖 4-12 2019 年上半年壽險匯兌成本 .....	112
表 4-5 2014-2018 各年各種避險比率試算 .....	113
圖 4-13 2014-2018 各年度損益 3M CS:NDF(90:10) .....	114
圖 4-14 2014-2018 各年度損益 6M CS:NDF(90:10) .....	114
圖 4-15 2014-2018 各年度損益 3M CS:NDF(50:50) .....	115
圖 4-16 2014-2018 各年度損益 6M CS:NDF(50:50) .....	115
圖 4-17 2014-2018 合計損益 3M CS:NDF(90:10) .....	115
圖 4-18 2014-2018 合計損益 6M CS:NDF(90:10) .....	116

圖 4-19 2014-2018 合計損益 3M CS:NDF(50:50) .....	116
圖 4-20 2014-2018 合計損益 6M CS:NDF(50:50) .....	116
圖 4-21 南韓資本市場整合法整合範圍 .....	128
圖 4-22 南韓資本市場整合法架構下之金融投資業分類 .....	128
圖 4-23 南韓資本市場整合法中金融投資商品負面表列禁止方式 .....	129
圖 4-24 日本金融商品交易法整合範圍 .....	130
圖 4-25 日本金融商品交易法適用之金融商品範圍 .....	130
圖 4-26 日本金融商品交易法下金融商品服務業者分類 .....	131

## 附錄

附錄圖 2-1 國家發展基金直接投資獲利率與間接投資獲利率比較 .....	145
附錄圖 2-2 國家發展基金直接投資獲利率與股票大盤、無風險利率比較 ...	145
附錄圖 2-3 國家發展基金間接投資獲利率與股票大盤、無風險利率比較 ...	145
附錄圖 2-4 國家發展基金直接投資獲利率不含台積電與股票大盤、無風險利率比較.	146
附錄圖 2-5 國家發展基金直接投資生技產業與股票大盤、無風險利率比較 .....	146

## 第一章 前言

2008 年國際金融危機後，各國逐漸加強監理金融機構抵抗風險的能力，並實施新金融監理規範。在全球經濟進入一系列的改革時，臺灣的金融制度、貨幣政策及匯率政策應該如何應對，以促進產業發展，提高經濟活力，進而提升經濟發展，增進全民福祉，是眾所關注的議題。近年來臺灣面臨經濟與金融的停滯發展，本政策建議書以類似於哥本哈根共識的形式，以學術為基礎探討金融改革以及央行匯率和貨幣政策，將更進一步以金融發展與經濟成長同步前進為重要目標。

從 1970 到 2000 年，臺灣的金融發展與經濟成長同步前進，金融及經濟發展成果舉世皆知。然而，我國於 1971 年退出聯合國後不再是國際貨幣基金組織及世界銀行的會員。因此，在國際經濟與金融的往來都非常辛苦。臺灣能夠有今日的成就極為不易。在新冠肺炎 Covid-19 發生前的最近 20 年來，不論是金融發展抑或經濟成長，均同步緩慢遲滯，幾乎可以說是「臺灣失落的 20 年」。<sup>1</sup>

比較 1980 至 2000 年的那 20 年間，及最近 20 年(即 2001 至 2019 年)，前面 20 年，臺灣的經濟及金融發展都比東亞鄰國的日本及韓國優越。其中最主要的原因是日韓企業集團與政府掛勾特別嚴重；臺灣的金融自由化及國際化循著穩健的程序改革。先開放改革國內貨幣金融市場，再開放國際資本移動及進行匯率制度改革。這些貨幣金融改革包括利率自由化市場化、匯率自由化市場化、開放銀行及其它金融機構的業務範圍及設立、國際資本移動自由化。

隨著國際金融市場的整合及金融危機的不斷出現，最近 20 年來，臺灣的經濟及金融發展呈現遲滯發展現象。尤其是 1997 年爆發的亞洲金融危機及 2008 年爆發的國際金融海嘯，對於臺灣的衝擊很大。面對如此強大的不利經濟與金融發展衝擊，臺灣進行了金融改革，例如開放金融機構合併，尤其是開放外資金融機構來臺併購臺灣的金融機構。

近年來的經濟與金融的發展停滯，面臨了亟需改革的階段。除了金融改革外，我們應進一步檢討整個貨幣制度，包括央行制度和貨幣政策及匯率政策的改革。央行長期的低利率及低匯率政策是否可以作為促進臺灣經濟成長和穩定金融的

---

<sup>1</sup>為了避免資料樣本的終結點是經濟異常年(2020 年至 2022 年為全球新冠病毒肆虐年)，我們的研究樣本取到 2018 年至 2019 年為止。1999 年到 2019 年的 20 年間，根據主計處和 FRED 資料南韓人均國民所得由\$15,711 增至\$31,640，成長 101.4%，臺灣由\$13,752 增至\$25,935，成長 88.6% 相差 15.8%。此外，學者張俊仁等(2017)也發現臺灣在 2000-2012 年間，薪資呈現停滯的狀態，為過去 60 多年來未見的現象。

策略？長期的低利率和低匯率政策帶來很高的代價，導致產業發展不平衡以及民眾所得和財富分配不均，包括低利率有利於貸款人而不利於儲蓄者造成所得重分配；低利率可能助長房價上漲造成財富重分配；而低匯率使資源大量流進出口導向的製造業，造成資源扭曲與錯置、內需發展不振，缺乏發展高品質內需產業之誘因，產業發展失衡，也不利於內需產業和金融產業之健全發展。此外，央行繳庫盈餘十幾年來高達政府歲入 10%，反映政府財政健全性之不足，亦造成財政上的依賴。而央行的盈餘繳庫目標會扭曲其貨幣與匯率政策，尤其是外匯存底累積過於龐大時，這些都使貨幣政策失去獨立性，甚至在遭遇經濟衝擊時難以有效回應。

原則上「最佳」的貨幣金融體系和監理機構有三個主要目標。首先是穩定且可預測的通貨膨脹率、和由市場決定有競爭力的匯率，以保持貨幣和金融穩定。第二是謹慎而有效地投資一國的金融資源，不將所有金融資源皆投資於高風險高報酬資產、也不是皆投資於無風險低報酬資產。<sup>2</sup>第三是發展一套完善的金融體系作為增加就業和收入的來源，並為急需產業轉型的臺灣提供關鍵金融資源。<sup>3</sup>

本政策建議書已仔細檢視了貨幣機構和金融監理委員會的運作。我們得出的結論是，臺灣的貨幣和金融體系已達成貨幣及金融穩定的第一個目標。儘管如此，這成就幾乎是以犧牲其他兩個目標為代價。大量資源、特別是中央銀行的外匯存底，沒有得到最佳投資，金融體系變得被扭曲且發展較遲緩。其結果將造成金融業不但不能發展為創造就業和收入的主要來源，而且也缺乏產業轉型所需的金融工具和中介機構，此也是造成臺灣薪資停滯了近二十年的原因之一。

舉一個極端的例子，少數威權體制國家保守的貨幣政策使得其貨幣很穩定，但完全是以災難性的經濟發展為代價。由威權體制國家的例子做反證，貨幣政策不應該過度保守(conservative central banking)，因為保守政策沒有生產性。

本政策建議書認為臺灣應效法美國聯邦儲備銀行，提升央行的獨立性、透明度與可究責性，基於系統性的貨幣政策研究，建立一個完整的動態分析架構，並提供前瞻指引。一個完整的動態分析架構，在考慮民眾與企業的反應之下做一全面均衡跨時跨國分析以考慮各種消費、儲蓄、投資和生產的交互影響，可以引導有效地政策設計。前瞻指引可以提供不同環境下的不同政策設計，以便衝擊發生時，可以對民眾與企業提供即時的應變策略，這樣可以管理風險並減少衝擊的傷害與金融危機的發生。當然這樣的完整分析架構與前瞻指引需有很強的研究團隊，尤其是貨幣金融、甚至勞動產業區域經濟方面的專家。

---

<sup>2</sup>一國的「財政資源」是指外匯存底、郵政儲金、退休基金和壽險公司的保費等資金。此外，央行獲利繳庫不應是央行的目標。

<sup>3</sup>有關為何這三個目標是最佳的，本建議書中會有具體說明。

臺灣可參考新加坡金融管理局經驗，將一國的金融資源做有效率的投資。金融管理局是一個透明且負責的機構，通常會尋求領先專家們的建議；新加坡不但擁有穩定的貨幣，而且新加坡金融管理局也將其資產大量投資於政府投資公司（新加坡主權基金）；此外，在將新加坡發展成為世界金融中心方面，新加坡金融管理局更發揮了主導角色，使得新加坡才能從以製造業為主導的經濟體轉變為以對全球大公司提供企業總部的服務為主體。以此為師，臺灣可慎重評估是否將部份外匯儲備資金投入主權財富基金，在具透明度和可究責性下，此可帶動產業發展現代化，並創造就業和提升薪資收入。

有鑑於此，我們團隊於 2022 年 7 月 8 日，召開「臺灣貨幣金融改革」國際論壇，與美國聖路易斯聯邦儲備銀行總裁 James B. Bullard、美國聖路易斯聯邦儲備銀行副總裁 Carlos Garriga、美國舊金山聯邦儲備銀行資深政策參事 Mark Spiegel、美國達拉斯聯邦儲備銀行副總裁 Mark Wynne 和臺灣的中央銀行陳南光副總裁，以類似於哥本哈根共識會議的形式進行，達成論壇未來中央銀行與金融機制共識如下：

Table - Forum Consensus: On Future Central Banking and Financial Institution

- Beyond maintaining monetary and financial stability, future central banking and financial regulations should be forward-looking, to develop a safe and sound financial system, in the hope of promoting efficient capital markets, sustainable financial development, and accommodating industrial growth, employment, income creation and social welfare.

U.S.:

- Inflation in the U.S. is far above target and is at levels last seen in the 1970s and early 1980s.
- The Fed has raised the policy rate, promised to raise the policy rate further in the future, and begun passive balance sheet reduction.
- Fed credibility along with forward guidance on these dimensions is helping the Fed move policy more quickly to the degree necessary to keep inflation under control.
- The Fed recently reported stress test results for the largest banking institutions in the U.S. which indicated that they remain on solid financial footing.

Taiwan:

- The Central Bank in Taiwan (CBC) needs a coherent analytical framework with forward guidance based on systematic research to conduct monetary policy. It tends to implement low interest rate and undervalued exchange rate policy that may lead to adverse economic outcomes. It should include a broader range of measures of inflation including trimmed data, consumer expectations, and asset prices, fully adjusted to the market. Its independence to meet the goals, transparency in the process, and accountability by key stakeholders also need to be strengthened.
- Taiwan's financial institutions are not fully developed up to its advanced economy standard, with various restrictions and barriers leading to excessive idle funds and misallocation of capital to sectors and firms. Objective of CBC and financial regulators has to include properly facilitating growth and structural transformation beyond monetary and financial stability.
- The pros and cons of legal digital currencies need to be fully evaluated based on the future trends of the financial industry. Various financial regulations, personal information laws and entrance requirements need to be revised and updated, to accommodate data interoperability and internet security, to promote FinTech.

本論壇的未來中央銀行與金融機制共識指出：

- 為維持貨幣金融穩定，未來央行政策與金融管制應該具前瞻性，以便建立一個安全與完善的金融體系，以期促進資本市場有效性、金融發展的永續性，以提供產業成長、提升就業所得及社會福祉。
- 目前美國的通貨膨脹遠超於 40 年來的水準，聯準會已多次提高利率，而會繼續維持此政策，並開始縮表。聯準會的信用及前瞻指引可讓聯準會快速地應付通膨，且其對大銀行的壓力測試顯示美國的金融體系基礎穩健。
- 臺灣中央銀行應進行系統性地專業研究，建立一個完整的動態分析架構，並提供前瞻指引。央行目前傾向低利率與低估匯率，這會造成資源扭曲而不利於經濟發展。央行應採取更廣泛的通膨計算方法，包含專業且公開地處理極端資料、考量消費者的預期心理、以及市場決定且會影響生活成本的資產價格(包含房租)。央行應加強政策目標的獨立性、政策制定的透明性與利益相關者的可究責性。
- 臺灣的金融機構未完全發展到符合其先進的整體經濟標準，各種限制和障礙導致資金過度閒置，並將資本錯置而未分配給有資格且需要的部門和公司。央行和金融監管機構的目標必須包括適當地促進貨幣金融穩定之外的經濟成長與結構轉型。
- 法定數位貨幣的優劣需要根據金融產業的未來趨勢進行全面評估。各種金

融法規、個資法和企業入場機制需要修訂和更新，以適應數據互用性和網路安全，並促進金融科技的發展。

在面臨國際金融海嘯的衝擊後，全球經濟持續處於不穩定的調整，而臺灣近年來的經濟與金融的停滯發展，面臨了亟需改革的階段。我們認為臺灣應該將三個主要目標重新平衡實現。要達成此一願景，就必須現代化中央銀行和金融監管機構。活化臺灣資本市場資金的運用、增進金融效率與創新，以促進金融發展與經濟成長、更進一步提高全民福祉。

本政策建議書中章節由小而大，在第二章先檢討資本市場的資金運用活化程度。此章中首先回顧國內的資金運用現況、分析活化發展及未來趨勢，接著探討境外金融機制、並建議如何開展這些境外業務，最後檢討政府各種創投基金運用效率、並提出未來的改革建議。

第二章了解本國資本市場各種資金、創投運用的現況和未來趨勢後，第三章導入總體金融市場的分析。總體金融市場最重要的管理機構為中央銀行，此章先探討中央銀行的政策。中央銀行主要政策有匯率政策和貨幣政策，此章中先檢討中央銀行決策的獨立性、透明度，並與美國聯邦準備銀行做比較。之後分析中央銀行貨幣政策與匯率政策，尤其政策的決策過程、組織改造，並與美國聯邦準備銀行、歐洲央行、和日本央行做比較，進而提出改革中央銀行的建議方向。最後，由於數位貨幣興起，分析中央銀行未來的挑戰。

第四章，檢討本國金融政策與決策機制。此章先比較研究各國的金融穩定、與對金融風險的監管，再對分散在中央銀行和金管會間的金融檢查和處分權做檢討與改革建議。最後分析所面對新金融發展與國際新變動機制、並提出改革建議和因應之道。

文章最後在第五章，把前三章所提的各種金融改革建議，摘要式的提出 4 大政策建議方向。

最後，本政策建議書注意到臺灣金融產業中有許多為家族企業，但家族企業結構的歷史傳承與產經分離的議題，不是我們關心的對象。我們認為好的金融制度，不在產金如何分離，而在於減少進入障礙和減少利用關係獲得好處，維持金融產業的競爭，維持金融營運的透明度，以及能強而有力的監督金融營運的模式。本政策建議書將不會往回看(backward looking)，而是著重於往前看(forward looking)，希望能提出有前瞻性的總體審慎和個體審慎政策，以便不但可以維持臺灣的金融穩健，而且可以使得臺灣可透過資本市場提供促進產業成長和經濟成長更好的基石。除此之外，有關「二次金融改革」和其它諸如本國銀行營運、整

併、金融市場趨勢，金融業發展難題等，皆已包含在本院 106 年 9 月發布之「臺灣經濟競爭與成長策略政策建議」內(見連結)，本建議書中不再贅述。

## 第二章 資本市場資金運用的活化

### 2.1 國內資金運用活化

#### 2.1.1 近年金管會在金融科技方面的發展現況

WEF (World Economic Forum)在 2015 年發表金融科技報告受到國際注目，同年 12 月臺灣政府也同步邁向金融科技創新，為金融創新元年發展數位化金融環境，金管會成立金融創新小組全面檢討法規、設立金融科技辦公室、成立金融科技諮詢委員會，並成立金融科技發展基金規模新臺幣 10 億元，首次募集達 2 億元。2016 年頒定金融科技發展策略白皮書做為推動政策的指導原則。2017 年監理沙盒法案「金融科技創新條例」送入立法院完成修法。2018 年 1 月通過並頒布監理沙盒法案，6 月開始申請、9 月成立金融科技園區，12 月舉辦國際金融科技展。2019 年核發 3 張純網銀執照、Opening Banking 政策上路虛擬通貨 ICO(Initial Coin Offering)、STO(Security Token Offer)修法、開放 Robot advisor 業務提升保險業辦理電商效能、開放保險及保經代業者在網路平臺辦理網路投保。

金管會也規劃了 FinTech 八項施政計畫：第一，持續推動金融科技沙盒、並建立金融科技創業生態圈。第二，電支電票管理法制二合一，持續提升電子支付普及。第三則是推動保險業辦理電子商務與網路投保。第四，打造數位化金融環境，鼓勵金融業推動網路金融服務。第五，創造電子支付生態圈，積極強化數位金融交易安全。第六項，則是開放設立純網銀。第七項是推動金融檢查作業科技化，導入 API (Application Programming Interface)自動排程申報，提升監理法報系統效能。最後一項，央行成立央行數位貨幣(Central Bank Digital Currency, CBDC)研究計畫專案小組，財金公司規劃建置「電子支付跨機構共用平臺」協助所有支付業者應用新興科技發展金融服務。

#### 2.1.2 因應金融科技趨勢政策對未來政策的建議

##### 2.1.2.1 擴大金融科技監理沙盒與試辦效能

臺灣金融科技監理沙盒創新實驗專法：金融科技發展與創新實驗條例於 2018 年 4 月 30 日開始施行，受理金融監理沙盒申請案件。截至 2019 年 11 月 14 日，金融監理沙盒實驗申請案已核准 7 件，駁回 2 件，有 12 件申請案尚在審查中，還有約 30 家業者正在接受申請輔導，可見創新動能成效有待改善。

另外，2019 年 6 月「金融機構業務試辦辦法」公布實施，銀行、保險、證券業相繼與各主管機關進行試辦辦法。主要申請對象為金融機構，而金融機構得申

請試辦之業務項目：須為已獲核准業務項目之擴展，或技術作業性規定尚在發展中，尚未明確規範者。於 2019 年 12 月止已有 8 件核准案。金管會 2020 年 8 月所發布的「金融科技發展路徑圖」提及透過培訓課程建立監理人員金融科技學習地圖。此做法只會讓監理人員學得片段知識而已。

未來監理沙盒與試辦的創新實驗需要建構更完備配套機制才能加速創新動能，建議如下：

- 以試辦為主加速創新效能，並實施差異化管理。
- 鼓勵建立獨立第三方沙盒模擬器協助申請案進行客觀評估，以協助沙盒申請案之效能。主管機關定期實施主題式監理沙盒，對於金融科技創新實驗申請案強化事前可行性評估並提供相應諮詢輔導。
- 建立產、官、學監理科技模擬沙盒平臺，供各方利害關係人共享資訊、協作標準及驗證測試的產業沙盒。依創新案件性質，建立產、官、學金融創新模擬數據學習平臺，並由金融機構、學者專家，以及數據科學專家共同透過平臺機制，發展數據，推動共創。
- 政府應鼓勵業者發展監理科技，監理科技的發展有助於監管者提升監管的效率，也可幫助金融業者降低法令遵循與營運成本。政府可邀請國外相對完整且成熟之業者來台提供經驗，促進監理科技之發展。
- 由政府編列預算，每年遴選派任政府內部優秀人員至歐美或新加坡等國，有系統的學習金融監理技術培養金融科技監理尖兵。

### 2.1.2.2 金融科技在銀行業之發展

持續推動開放銀行(Opening Banking)政策加速數位金融創新(重要政策)：

開放銀行是指銀行透過與第三方服務業者(third-party service providers, TSP)合作，以開放應用程式介面(API)共享金融數據資料，也將金融數據的主導權還給消費者，使消費者可以獲得更多元的金融服務。Open Banking 是透過「金融數據安全共享」進而推動銀行和金融科技公司合作與競爭，追求「消費者與社會利益最大化」。Open API 是建立金融生態系的第一步，也是最重要的事。

建置 Open API 的過程中，TSP 業者(金融資料運用價值提升者)所遇到的挑戰：(1)多數 TSP 業者對法律遵循、風險控管與資訊安全管理的認知有限，缺乏完善、嚴格的法規與機制。而且限於預算與人力，TSP 業者在資安控管與防護上與金融業者有很大落差；(2)當 Open Banking 推展到第二階段(帳戶資訊)，TSP 透過 API 介接銀行獲取個資訊息時，TSP 業者資安控管與稽核會造成資安鏈結的脆弱點，這也是 TSP 業者在尋求合作銀行時的痛處。(3)現行個資法不適用大數據與 Fintech 發展：過去個資法規範的場景多為和客戶面對面使用資料過程，而現今的資料使用大多數時間都無法事前取得客戶同意。(4)個資定義模糊：個資

有直接與間接辨識兩種，間接識別為需要透過結合其他類型資料才能進行識別的資料，去識別化資料使用常面臨挑戰。(5)無法有效資料傳遞：目前個資法僅規定資料持有人與當事人的權利義務，沒有規範第三方業者部分，無法要求資料持有方協助轉移資料給第三方業者，如何把客戶資料開放給第三方使用，資料傳遞與設計資訊安全控管是重要挑戰。

我們對開放銀行政策建議如下：<sup>4</sup>

- 建議政府應盡快進行個資法之修法，建立資料賦權之可攜權。
- 政府應開放一般個資資料給金融產業應用，開放消費者數據可跨產業(金融、醫療、能源、交通和電信等)之資料庫互惠使用，例如在 Open API 下可開放給銀行、保險、證券及資產管理業者使用。增加資料經濟與 API 經濟效益，例如銀行業與保險業可使用戶籍、健保、醫療、交通安全等相關數據資料。
- 應建立符合資安、跨業整合之大數據資料處理中心、API 管理中心，增加 Open API 金融生態系效益，協助跨產業之大數據資料分析使用。
- 借鏡國外經驗，在開放銀行政策下將 TSP 當成開放銀行的參與者，而不是銀行的委外單位，針對不同需求的 API 服務訂定對不同 TSP 技術與資安標準。
- 由第三方認證 TSP 業者基本資安資格，分級管理，逐漸導入 ISO 27001 及 27701 標準規範並定期查核。
- 參考英國或澳洲的模式，建立類似 IASME (Information Assurance for Small and Medium Enterprises Consortium) 的查核機制，由第三方查核的機制協助釐清銀行與 TSP 之間的資安責任歸屬，並進一步建立紛爭處理機制。
- TSP 資安責任不應全由銀行承擔，除對 TSP 業者資安基本標準外，可要求銀行與 TSP 業者購買資安保險。

### 2.1.2.3 金融科技在證券業之發展

#### 1. 智能理財平台與退休理財自動化（重要政策）

金管會於 2017 年通過「自動化管理顧問服務作業要點」。只要具有投顧執照即可受理機器人理財業務，透過人工智慧、大數據分析做投資建議與資產配置。

自動化管理顧問服務在實務上卻遇到相關規範限制與問題：(1)自動化投顧的「演算法」定義過於狹隘，過度強調無人參與，而非部分流程自動化。(2)投資

---

<sup>4</sup>台灣金融服務業聯合總會的「109 年金融建言白皮書」有些建議與本建議書相似，其白皮書出版在本建議書遞送中研院秘書處之後。本建議書民國 108 年開始撰寫，合併稿定稿於民國 109 年 1 月初呈遞中研院秘書處，歷經三次送審，又經歷兩年發生 Covid 新冠肺炎，影響中研院秘書處匿名審查時效。

組合報酬率若不如預期，有重新調整資產配置必要時「須先經客戶同意」，業者才能幫客戶進行「投資組合再平衡」。

我們對智能理財平臺與退休理財政策建議如下：

- 放寬 Robo-Adviser 演算法：目前法規過度強調無人為參與的演算法，但實際演算法包含多種模型、模型參數以及不同數據來源的限制。
- 鼓勵更多創新：透過監理沙盒或試作鼓勵業者發展更多元理財功能，尤其是退休理財智能機器人。建議效法美國發展建立理財機器人演算法審核之機制，以加強對理財機器人之風險揭露。
- 發展更多元投資商品，臺灣 ETF 太少影響投資績效。
- 建立更多元資料庫，透過修法解套資料庫使用問題。

## 2. 開放 STO 證券型代幣發行

金管會於 2020 年 1 月 15 日發布多則函令，正式將所謂證券型代幣 (STO) 交易業務納入規範，增設自營商申請辦理證券性質之虛擬通貨業務，核准經營自行買賣具證券性質之虛擬通貨之證券商得辦理與虛擬通貨相關之資訊服務、財務規劃之諮詢顧問業務，亦能進行該代幣之儲存、移轉及保管業務，正式開啟我國 STO 制度於 2020 年的發展。目前投資者資格限制過於嚴格，可以參與者有限，也不利發行籌資也箝制臺灣的發展能量。

我們對 STO 證券型代幣發展政策建議如下：<sup>5</sup>

- 目前相關法規仍太過嚴格，建議法規鬆綁降低對募資對象與資格限制，並多鼓勵國際投資人參與。
- 對於證券或非證券業者，應注意在發展相關業務時，亦須注意在內部控制、財務資訊、資安管控以及風險管制上之特別要求，且落實洗錢防制等規範。
- 開放到全球主流虛擬通貨交易所，推動國際聯盟合作，讓臺灣發行的 STO 對接國際大型虛擬通貨交易所，可帶來數百倍以上資金活水。才能提高募資的曝光度與成功率，也能在次級市場也會有足夠的流動性。如此能讓平臺及承銷業者產生充足的商業利益，吸引國際新創公司選擇臺灣募資，帶動產業結構升級。

### 2.1.2.4 金融科技在保險業之發展

因金融科技應用層面之擴張，產壽險業均已開始朝更具彈性的未來數位轉型做回應。面對破壞性創新，擴大了混合式承保的需求，全面涵蓋所有產品、車輛、資安責任保單，乃至於對全新產品線的需求。保險科技將可催生更彈性的保單。

---

<sup>5</sup>以下有些建議金管會已開始放寬相關規範。但由於本建議書合併稿定稿於民國 109 年 1 月初，因此仍維持原建議。

## 1. UBI (Usage Based Insurance)車險

目前 UBI 保單在保險科技方面有逐漸興起的趨勢。泰安產險於 2016 年獲准成為臺灣首張 UBI 車險保單，自 2016 年至 2017 年底，泰安產險販售之 UBI 保單由 133 件成長為 3000 件。保費收入從新臺幣 223 萬元，增加到新臺幣 4,216 萬元。資料收集方式有透過 APP 收集行駛里程資料、還有透過 APP+OBD (On-Board Diagnostics)II 收集行駛里程、駕駛時段、駕駛習慣，設計出適合低里程駕駛人以及安全駕駛人的車險保單。隨著國泰與富邦也跟著推出自家的 UBI 保單，統計至 2019 年 1 月底，全臺 UBI 保單銷售約 5,891 張，總保費約新臺幣 1.25 億元。

但 UBI 車險發展上也面臨諸多挑戰：(1)保險公司面臨遠程信息處理設備和服務過於昂貴。(2)使用客戶數量過少導致數據量不足無法準確定價。(3)目前所蒐集的駕駛行為資料缺乏完整性。(4)誘因機制不足：駕駛人缺乏誘因購買 UBI 車險。(5)保險公司成本投入大於預期收益造成發展限制。(6)消費者擔憂 UBI 設備會洩露個人隱私。(7)消費者對於 UBI 產品不瞭解導致不信任問題。

我們對 UBI 車險政策建議如下：<sup>6</sup>

- 仿效國際經驗將 UBI 保單列為政府重要政策鼓勵實施，以降低交通事故，提升正向外部效益。
- 整合產險多元資料庫：在個資隱私防護為前提下，建立車險即時大數據資料庫科技資源。
- 推廣教育吸引客戶：積極創新保單，透過更多通路(停車場、加油站、車廠)推廣吸引新客戶，並對舊有客戶提供新誘因機制。
- 提供更多元創新獎勵機制創造保單價值：非僅限於保費折扣，可增加保障或其他獎勵機制、可提供長期車險保單(不以一年為限)。
- 建立車聯網生態系提升誘因機制：包括加油、停車、道路救援、汽車健檢、修車等服務。
- 提升裝置物聯設備誘因：如額外安裝 Tag 協助蒐集駕駛行為，提供機會增加嵌入其他客戶服務、跨產業領域合作(OBD+GPS 偵測或提供周邊停車空位)、與汽車品牌搭載 Telematics 出廠。

## 2. 壽險健康外溢保單

外溢保單的核心觀念，是鼓勵保戶自我健康管理的翻轉型保單，依據金管會的解釋，提倡外溢保單目的在於，透過保戶自主健康管理來獲取額外回饋。健康外溢保單在 2016 年首次引入臺灣，將醫療服務與保險商品結合，可依被保人之

---

<sup>6</sup>有些建議在「110 年金融建言白皮書」中也有，有些建言金管會在民國 110 年初已開始放寬規範。但由於本建議書合併稿定稿於民國 109 年 1 月初，因此本建議書仍保留此建議。

健康狀況改善調降保險費。目前國內已有超過8家壽險公司開賣21張外溢保單。而目前外溢保單分為強體與弱體外溢保單，包括醫療健康促進、重大傷病、癌症、糖尿病、失智等多種健康保險保障項目。

目前在外溢保單發展上，遇到了一些障礙：(1)大多以運動步數與健檢資料當作健康改善的指標。(2)降價需要求消費定期執行特定任務，短時間內可能較難達標。(3)資料蒐集不易：須使用穿戴裝置或下載APP定時傳輸資料，有些民眾無法持續，或有隱私權受侵犯疑慮。(4)無法與精算定價結合。(5)保單設計誘因機制不足，外溢效果不彰。(6)納入即時生活行為、健康及飲食數據時無法確認是否為本人，目前資料尚未回饋到風險評估與誘因機制之建立。

我們對健康外溢保單政策建議如下：

- 仿效國際經驗，政府列為重要政策，鼓勵更多創新機制。
- 整合多元資料庫：包括生活行為、健保、保險與健康大數據資料庫等，善用臺灣世界第一的健保資料庫與科技資源，並透過人工智慧與穿戴裝置協助取得即時健康管理資訊，建立健康資料庫，保險將扮演生態系運營驅動中心。
- 開發AI(Artificial Intelligence)創新演算法與精算計價模型，營造全新數位健康生態系，從損害填補昇華到損害預防的境界，帶領臺灣及亞洲區域保險科技創新。
- 法規開放允許保險業可以建立異業合作空間，透過個人與團體保險提高獎勵誘因機制：透過人工智慧與穿戴裝置在健康照護上協助保戶自我診斷或取得即時健康管理資訊，亦可建立遠端長期照護系統，協助醫師進行更精準治療；提供各項生活中的獎勵誘因，例如購物禮券、免費健身課程、養生餐券、電影票與旅遊行程等。
- 協助跨產業合作建立健康外溢保單生態系：將預防醫學落實於醫療照護產業的未來發展，可進一步結合慢性病管理，不但可壯大健康產業中下游生態系，更可強化上游醫療照護成果，減少國家健保與長照醫療成本負擔。

### 2.1.3 政策建議小結

我們的建議如下：

1. 未來監理沙盒與試辦的創新實驗需要建構更完備配套機制，以試辦為主加速創新效能，並實施差異化管理。鼓勵建立獨立第三方沙盒模擬器協助申請案進行客觀評估，並建立產官學監理科技模擬沙盒平臺，供各方利害關係人共享資訊。

2. 對開放銀行建議政府應盡快進行個資法之修法，建立完整的資料賦權之可攜權，並開放一般個資資料給金融產業應用，開放消費者數據可跨產業之資料庫互惠使用，以增加資料經濟與 API 經濟效益。應建立符合資安、跨業整合之大數據資料處理中心，以協助跨產業之大數據資料分析使用。並經由第三方認證 TSP 業者基本資安資格，分級管理，建立標準規範並定期查核。
3. 對智能理財平臺與退休理財政策，建議放寬機器人顧問(Robo-adviser)演算法的限制，並鼓勵更多創新及發展更多元理財功能。進一步加強理財機器人演算法審核之機制與風險揭露。
4. 對 STO 證券型代幣發展政策，建議法規鬆綁降低對募資對象與資格限制，開放到全球主流虛擬通貨交易所，推動國際聯盟合作，並與國際大型虛擬通貨交易所接軌，以提高募資的曝光度與成功率，也能在次級市場也會有足夠的流動性。
5. 對 UBI 車險政策建議仿效國際經驗，鼓勵實施推廣教育以吸引客戶，積極創新保單，並透過更多通路推廣吸引新客戶，並加強提供客戶新的誘因機制與多元創新獎勵機制。
6. 對健康外溢保單政策建議仿效國際經驗，鼓勵更多創新機制，整合多元資料庫，包括生活行為、健保、保險與健康大數據資料，善用臺灣世界第一的健保資料庫與科技資源，並透過人工智慧與穿戴裝置協助取得即時健康管理資訊，讓保險扮演生態系營運驅動中心。

## 2.2 境外金融機制

1983 年我國政府開放銀行設立國際金融業務分行 (offshore banking unit, OBU), 2014 年為增進臺灣國際金融業務的多方發展, 政府開放證券商國際證券業務分公司(offshore securities unit, OSU), OSU 開放一年後, 我國「境外金融業務」納入保險業, 國際保險業務分公司(offshore insurance unit, OIU)於 2015 年 8 月正式上路。金管會希望透過 OBU、OSU、OIU, 讓客戶可在臺灣的境外金融業務市場投資與國際同步的金融商品, 擴大臺灣金融市場規模。政府更期許能整合三者資源將臺灣打造為亞太理財中心, 建立整合性平臺提供以外幣計價的投資理財與風險管理商品, 達到一站購足藉以吸引國外資金進駐創造投資機會。

綜觀亞太理財中心發展之成功因素可分為三大因素, 一、提供便利、迅速的服務流程: 提供外國人或是大陸居民在停留臺灣的有限時間內, 即可完成金融帳戶開立, 且能透過遠端通路進行產品交易與帳戶維護。二、推出具競爭力之金融產品: 包括提供豐富、有競爭力的金融產品種類, 吸引境外投資人將資金配置於臺灣。並開放質借投資, 促進資金靈活應用。三、增加投資動機與建立配套機制: 結合臺灣既有之優勢, 如文創、醫療、旅遊、教育等產業, 增加境外投資人來臺灣之意願與頻率, 以增加資產配置於臺灣之比率, 並同時能促進相關產業之蓬勃發展。近年主管機關已針對國際金融業務進行業務開放, 大幅增加臺灣金融業之競爭力, 但為加速亞太理財中心之發展, 境外金融機制仍然有改革之空間。

臺灣境外金融中心依業務性質區分為銀行、證券以及保險, 並依金融機構自身營業性質申請相對應的境外金融市場(OBU、OSU、OIU)營業資格, 然而亞洲部分地區境外金融中心, 銀行及證券業務多未有明顯區隔, 例如香港金融機構可同時進行銀行業務及證券業務。長期以來, 倫敦、紐約、香港、新加坡與東京就一直占據全球金融中心指數前 5 名的地位, 臺灣的 OBU 市場在國際上的規模很小, 且國際資金來臺灣只能將資金放在 OBU 或 OSU, 相較之下, 國際資金將資金轉去地緣性更近、規模更大的新加坡市場的可能性較高。國內金融業者因國際市場實務經驗較為不足, 加上稅務環境開放程度的差異, 要爭取到從香港移出的資金具有一定困難。現行 OBU 提供的業務及商品是以外幣計價為主, 未涉及外資匯出入兌換為新臺幣的問題。若開放境外結構型商品連結新臺幣匯率或利率, 央行基於維持金融秩序與穩定的考量, 將會維持審慎態度。

### 2.2.1 國際金融業務 (OBU) 建議

我國近年來在金融監理方面持續接軌國際, 包括槓桿比率、流動性風險、交易對手風險性資產計算方法修訂等。另為因應我國市場與風險偏好, 以及尚未對金融機構採行差別化管理, 而訂定多項特有強化控管力道或對業務之規定, 此類

規定雖有助於強化各銀行風險控管，但長期而言，本國與外國機構債券發行條件不一致，境外金融機構因其具彈性之優勢，得發行境外結構型商品於我國境內銷售予一般投資人，但國銀於境內發行外幣金融債券之利率條款僅得為正浮動或固定利率，且不得連結衍生性商品或為結構型債券，不利於與國外金融機構競爭。且境內銀行於國外發行外幣債券時，須依國內所得稅法扣繳營利事業所得稅。然多數國家並無就源扣繳規定，本國發行人為與其他海外發行人競爭，吸引海外投資人興趣，須代為墊繳就源扣繳部份，增加海外發行成本，此亦造成國人競爭之劣勢。以與我國稅制相近之日本為例，其自 2013 年 3 月起已通過就源扣繳之無限期免稅，此對該國發行人更增加誘因，較不利我國國銀海外布局及與國際銀行跨境競爭。以下為具體建議：<sup>7</sup>

### 2.2.1.1 放寬開放我國銀行得於境內發行外幣結構型債券條件

為滿足境外專業投資人對固定收益商品業務之實際投資需求，吸引境外專業投資人得經由本國金融機構提供與國際金融市場接軌之金融產品與服務，我國以賦稅優惠吸引非居民之投資人以 OBU 為其資金停駐或調度中心，許多境外客戶早已與 OBU 建立長久並全面之銀行業務往來。然而近年來許多國內企業因跨國經營及全球資金調度之需求，於國際金融業務分行開設 OBU 帳戶，由其母公司透過 OBU 帳戶將企業資金做有效彙總運用，該企業對國內銀行 OBU 比照國際金融市場提供多樣化之金融產品及服務具有強烈之需求。

投資人透過金融機構投資或買賣外幣債券，依現行交易實務可能透過不同平臺進行，例如銀行 OBU 買賣外幣證券、證券 OSU 買賣外幣證券、證券自營商營業處所買賣外國債券，銀行特定金錢信託平臺投資國外有價證券、證券商受託買賣外國債券或外國債券代理(僅限專業機構投資人)等方式為之。但是根據實務看法，法人客戶鮮少透過證券商受託買賣平台或銀行特定金錢信託平臺投資外幣債券，而偏好以銀行 OBU、OSU 或證券自營商以自行買賣方式買賣債券。

因固定收益商品本為銀行業務之強項，故 OBU 應提供境外客戶買賣外幣債券等固定收益商品。建議為支持政府「金融發展行動方案」中「引資攬才，建構國際理財平臺」之目標，研議開放我國銀行得於境內發行外幣結構型債券，發行不限正浮動或固定利率，以及得連結衍生性商品之結構型金融債券。並參考其他鄰近國家稅制，檢討債券發行之就源扣繳規定，俾使境內債券發行者得有與境外機構競爭之利基。

---

<sup>7</sup>本節有些建議也與台灣金融服務業聯合總會的白皮書相似。但由於本建議書合併稿定稿於民國 109 年 1 月初，而寫作更在 108 年 6 月之前就已開始，雖彼此有些建議相似，彼此是獨立的創作。

### 2.2.1.2 放寬銀行經營債券業務之限制，接軌國際債券市場管理機制

我國及海外專業機構投資人對固定收益證券需求龐大，但實務上，此類投資人偏好直接透過境外機構以進行投資，而甚少透過國銀或本地證券商。究其原因，除多數證券商提供外國有價證券種類受限外，其規模及信用評等亦為投資人考量因素之一。我國國銀雖有完整之前、中、後台控管機制，及龐大資本規模與信評足以媲美國外金融機構，惟受限於應以兼營身分及指撥營運資金專款辦理，縱有完善資本、風險控管及技術支援等機制，但前述限制已使銀行之綜效無法發揮，我國投資人只能捨近求遠，尋求海外券源及服務。

國銀雖具備完整的交易平臺(包括自身提供的金融產品服務與拋補風險的能力)可同時提供發行人與投資人避險管道，滿足其一站購足的需求。惟在前述規定下，國銀 OBU 須符合特定資格與身份方能向境內客戶提供外幣債券服務，以致境內大型投資機構之外幣有價證券投資需求幾全為外國金融機構囊括。反之，證券商之境內客戶則因 OSU 得辦理業務大幅放寬，除可辦理對客戶之匯兌服務，亦得於承銷境外有價證券時，直接配售予境內專業法人。

為放寬國銀經營債券業務及提升產業競爭力，建議放寬銀行經營債券業務之限制，回歸銀行法銀行得辦理之業務範圍，開放銀行得辦理債券業務之對象，接軌國際債券市場管理機制，以滿足境內投資人之投資需求，將有助於將經濟利益留在國內，並促進國內資本市場的健全發展。

### 2.2.1.3 開放境內企業在有外幣授信及限定用途下在 OBU 開立帳戶

金管會目前已研擬分三階段開放境內企業在有外幣授信及限定用途下，可在 OBU 開立帳戶，能讓臺商資金有正常合法管道回流，有利臺商資金大舉遷移返鄉。短期先開放外幣授信帳戶開始，企業無須再繞道免稅天堂如 BVI(英屬維京群島)設立紙上公司，讓臺商的資金由本國銀行管理，由於現行 OBU 條例已同意 OBU 承作境內外客戶的外幣授信，因此可免修法；第二階段朝存款帳戶方向開放，第三階段則研擬發展類似新加坡的 ACU(Asian currency units)制度，不限身分只看幣別，讓企業資金更能自由進出，此三階段均為臺灣境外金融機制重要改革方向，然而須配合推動金管會刻正研擬的打通境內 DBU(外匯指定銀行)與境外的 OBU 的「媲美星港財管方案」，才能收到資金真正願意進駐的實質效益。

### 2.2.1.4 開放票券公司納入國際金融業務分行 (OBU) 業務

票券金融公司係歸屬於兼營證券業務之金融機構而非專業證券商，目前票券金融公司並不屬於 OBU 之「其他金融機構」之列，故 OBU 無法與票券金融公

司從事任何外幣拆借業務。我國票券公司在外幣債券承作金額目前穩定成長，可增加其資金籌措來源，並提升市場流動性與穩定性，在風險管控方面依循監管相關規範，包括外幣資產上限、淨值比率等，以不增加票券公司經營風險為原則。建議增加票券公司國際金融業務分行(OBU)業務。目前票券公司係以外國金融機構為主要外幣債券交易對象，無法與國內銀行辦理此項交易，建議增修「國際金融業務條例」之「其他金融機構」範圍增訂票券金融公司，並增列票券金融公司得向國際金融業務分行辦理外幣借款及外幣拆款，除能強化票券金融公司外幣資金之調度能力及外幣債券流通性，並有助於我國外幣債券市場之健全發展。

最後，建議將諸項 OBU 開放措施併入，仿新加坡的亞洲美元市場模式，成立境外金融中心，開放國際金融機構進入境外市場，授予部分銀行執照(partial banking license)，完全依照國際金融市場的遊戲規則，薪資按照國際標準，資金可以自由進出。國內新臺幣市場，授予完全銀行執照(full banking license)，內外隔離管理，可維持當前央行的作法不變。

## 2.2.2 國際證券業務 (OSU) 建議

臺灣的產業發展趨勢以高科技、生技或創新產業為主，這些產業的成長過程，需要時間、金錢及人才，也負擔較大的風險，必須依賴直接金融的支持，現階段世界各國也相當重視直接金融的發展。臺灣資本市場直接金融與間接金融之占比約略為 2：8，直接金融比例明顯偏低，統計至 2018 年底，證券業的負債淨值比為 1.97 倍，銀行業 12.13 倍、保險業 21.08 倍，證券業因業務範圍受限造成負債淨值倍數偏低，因此，證券業尚有很大的業務發展空間；且證券業以投資為本業，目前整體淨值新臺幣 5,000 多億元，資本充足，證券專業從業人員達 35,000 多位，尤其證券商具有投資專業知識、交易能力、投資組合風險控管能力等。目前政府積極希望引導臺商及海外資金回臺進行相關投資，建議推動及鼓勵證券商積極投入國際化理財商品之研發，因此針對發展臺灣成為亞洲理財中心，證券業應扮演相當重要的角色，以下為具體建議：

### 2.2.2.1 開放境內專業投資人 OSU 業務服務，提升投資人資金運用效率

透過 OSU 建立國際金融平臺，吸引國際資金先以留住臺灣境內專業投資人的資金為首要目標。然而基於臺灣 OSU 與香港、新加坡等其他境外金融市場法規制度的差異，以及臺灣券商與國際券商體制的不同，對於主要業務發展目標，以及如何在香港、新加坡兩大金融市場的競爭下成功吸引海外資金，應有較明確的定位及競爭優勢。面臨海外市場的挑戰，參照香港、新加坡放寬相關法規制度，以使臺灣券商能有足夠的彈性與海外業者競爭，境內專業投資人之海外資金亦為活絡臺灣金融市場之重要來源，臺灣境外金融市場分離於境內金融之外，受限於

法規限制，OSU 業務並非全面開放予境內專業投資人參與，為吸引臺灣境內專業投資人海外資金回流，應放寬臺灣境內專業投資人於 OSU 可參與之業務範圍。

目前銀行 OBU、DBU 及證券商 DSU 皆可辦理不限用途款項借貸，惟 OSU 對非居民僅開放因證券業務之借貸款項，為衡平 OSU 及 OBU 發展，建議 OSU 辦理款項借貸業務應包括不限用途款項借貸業務，其內控須遵循現行 OSU 辦理借貸款項業務之相關規範，使得 OSU 投資人在借貸資金運用上更加便利，提升客戶資產使用效率，完善證券商業務服務項目，強化國際競爭力。

#### **2.2.2.2 放寬投資海外商品之投資範圍**

目前境內專業投資人透過證券商複委託可投資 BB 級以上的外國債券，然而國際市場上仍有部分股票、債券或其發行公司沒有參與信用評等，但仍為投資價值高的商品(例如指數成分股)，許多投資人實際並非想投資信用評等差之產品，而係因部分優良產品無信用評等所致。建議開放專業投資人可以投資相當信評等級的商品，並放寬一般投資人可投資信用品質良好的金融商品，並由證券商公會參考國際信用評等系統就未具信評者評估給予其約當之信用評等級作為投資之參考，以及開放境外華僑及外國人可投資指數投資證券，並推動證券商與各國交易所在指數投資證券(Exchange traded note, ETN)商品掛牌方面建立更多合作之機會。

#### **2.2.2.3 推動證券商直接參與私募基金，連接實體經濟**

海外回臺資金除了從臺灣投資全世界，也有部分投入實體產業，現行證券商承銷業務較偏重於輔導、評估、配售及財務顧問，建議開放證券商得直接從事私募基金業務及創投管理顧問業務，並可就子公司的私募基金提供管理顧問服務(包含受託管理及引介投資私募基金)，提供企業各發展階段之服務，引導資金與國內產業結合，擴大並完備承銷業務之範疇。

#### **2.2.2.4 開放境外華僑及外國人持外國有價證券或外幣擔保品向證券商融資**

在外資投資比重逐漸提升的台股市場，國內證券商勢必得爭取外資客戶，開放透過以其持有之外國有價證券或外幣為擔保品向證券商辦理資金融通買賣有價證券，即為提供外資客戶全方位服務重要的一環，同時亦能增加國內證券商之國際能見度。香港與韓國等股票市場皆已提供境外投資人融資服務，若能完善外資客戶所需，將能提升國內證券商之國際競爭力。

金管會於 2006 年開放境外華僑及外國人購買上市或上櫃有價證券可向證券

商辦理資金融通，以及開放境外華僑及外國人投資國內有價證券得向國內金融機構辦理新臺幣借款，2014 年並訂定有關金融機構接受外國貨幣及外國證券為擔保品辦理新臺幣授信之規定。由於外資資金係於國外籌措完備再匯入國內結匯為新臺幣投資台股，頻繁進出致經常需進行結匯，應考慮降低結匯成本及匯率波動風險。

證券商辦理證券業務借貸款項，係為因應客戶購買有價證券之需，所從事之資金融通業務，客戶亦須買進或持有之有價證券做為擔保，證券商風險相當有限。建議開放具有一定資格之外資，包括專業投資機構、具國外交易所會員資格或為國外交易所流動量提供者之法人，以其持有之外國有價證券或外幣為擔保品，可向證券商辦理證券業務借貸款項資金融通，更能提升對外資客戶進出股市之控管降低風險，並有助於國內證券商直接爭取外資客戶提升競爭力，但建議外幣種類以美元、歐元、日幣、英鎊、澳幣及港幣為限，以確保該外幣無流通性風險的問題。

#### **2.2.2.5 開放境內專業投資人 OSU 比照非居民為外幣衍生性金融商品之交易對象**

高資產淨值專業投資人具備金融專業知識及交易經驗，不受「金融消費者保護法」保障，開放境內專業投資人於 OSU 交易各類外幣衍生性金融商品，無需繞道港、星進行投資理財，主管機關亦可就近監理。OSU 設立目的即在吸引港、星從事投資理財之客戶，包含境外客戶及境內專業投資人等兩大客群。面對港及星兩大金融中心競爭，「國際金融業務條例」對證券商辦理國際證券業務範圍之規範，亦未限制 OSU 僅能與非居民交易，且 OSU 成立時間尚短，外國人較不易移至 OSU 開戶交易，但境內專業投資人對國內證券商之認同度與熟悉度較高，如能提供多元化商品予境內專業投資人，應較能符合政府開放 OSU 之宗旨。建議開放 OSU 對境內專業投資人辦理外幣衍生性金融商品，透過業務範疇、實務運作模式及金融商品或工具與國際接軌。將海外投資轉為在地服務，一方面開發本土金融商品與培植本地金融人才，另一方面亦可更落實國人資金自理政策。

#### **2.2.3 國際保險業務 (OIU) 建議**

為將臺灣打造成亞太理財中心，成功吸引海外投資者進駐，OBU、OSU、OIU 三者朝向專業分工但資源整合的發展方向是相當關鍵的。2015 年開放保險業可承作境外業務，開放保險業可透過境外保險分公司，對外籍客戶銷售 OIU 保單，期望透過保險業的 OIU 參照香港或新加坡有吸引外國人投保，搶攻境外金融商機，2017 年 OIU 業績曾達到 1.68 億美元的高點，後因全球實施 CRS(共同申報準則)，國外客戶配置海外資產更為保守，加上我國政府積極推動洗錢防制措施，要求境外客戶國外地址及雙證件，以及明訂不得接受國人化身外國人投保等因素，

OIU 業績受到較大影響。然而 2019 年第 1 季壽險 OIU 稅前獲利 359.5 萬美元已轉虧為盈，上半年獲利更擴大至 690.8 億元，較去年同期成長幅度達 120%。

OIU 商品銷售對象僅限境外人士，業務範圍包含可辦理外幣收付的保險業務、再保業務及主管機關核准的保險相關業務。目前 OIU 享有租稅優惠，可免徵包括營利事業所得稅、營業稅或印花稅及免扣繳所得稅等，包括(1)經營國際保險業務之所得，免徵營利事業所得稅。(2)經營國際保險業務之銷售額，免徵營業稅。(3)經營國際保險業務所使用之各種憑證免徵印花稅。(4)經營國際保險業務，支付我國境外個人、法人、政府機關或金融機構保險給付及投資型保險契約連結投資標的所產生之利息或結構型商品交易之所得時免予扣繳所得稅。由於目前 OIU 業務尚未穩定，為促進我國境外金融健全發展，可考量 OIU 享有租稅優惠年限從 10 年之規定予以適度放寬，及放寬 OBU 不得為外幣非投資型收付帳戶相關規範以擴大產品提供層面，促進 OIU 與 OBU 合作。如發揮觀光旅遊及臺灣醫療資源優勢商機，創造旅遊醫療保險等商品多樣化並擴充實用及便利性的保險商品，以及因應金融科技發展開發線上投保、簡易快速投保等新型業務及商品服務，將可吸引境外資金投入 OIU 擴大臺灣的國際保險市場業務。

#### 2.2.4 政策建議小結

隨著亞太地區經濟快速增長，包括中國大陸、東南亞等新興國家之富裕族群已是一股龐大之客群，成為香港、新加坡乃至澳洲、韓國在發展境外金融業務所亟欲吸引對象。而臺灣在華人地區位居地理之樞紐，更應善用所擁有之文化、語言、高水準服務品質之優勢，加速發展亞太理財中心業務。臺灣是以出口導向之製造型經濟體為主，且是強調制度穩定性之大陸法系國家，因而產業發展策略均以該模式思考及制定。在科技與生活型態日新月異的時代，臺灣金融法規與管制以及金融業營運模式應迎合國際發展趨勢，營造更為彈性與效率的金融體系。創新商業模式的開展，往往要比製造業控制成本的思維更加重要。

臺灣金融機構資本結構良好，具有因應各種可能金融風險之能力，且 OBU 境外理財業務上除了不涉及新臺幣商品外，原則已不受限制。惟如能考量觀光旅遊及醫療資源優勢商機，創造商品多樣化並擴充實用及便利性，將可吸引境外資金駐留，並從事連結臺灣本地資本市場之各項金融活動。優秀人才，豐沛資金與效率且具競爭力的金融市場，將可達成讓臺灣躋身倫敦、紐約、東京、新加坡、香港之外的全球第六大金融中心的境外金融機制改革重要目標。

就亞太理財中心構想，由於臺灣市場規模太小、法規與市場開放程度不夠，比不上新加坡、香港，而從業人員的薪資過低，無法吸引優秀的國際金融人才，實現的困難度頗高。如今趁香港地位轉換之際，吸引國際機構與國際資金來臺的

機率大增。建議將諸項 OBU 開放措施併入，仿新加坡的亞洲美元市場模式，成立境外金融中心，開放國際金融機構進入境外市場，授予部分銀行執照(partial banking license)，完全依照國際金融市場的遊戲規則，薪資按照國際標準，資金可以自由進出。國內新臺幣市場，授予完全銀行執照(full banking license)，內外隔離管理，可維持當前央行的作法不變。

## 2.3 創投資金運用

在技術一開始準備市場化的期間，資訊不對稱是募資所面臨的最大困難。由於有較多新創企業內部資訊的創業家為爭取資金投入，會刻意掩蓋不利於投資者的資訊，而創投經理人也可能因為無法得知新創企業真實的情況，為了降低投資策略錯誤所引發的風險，只好選擇保留潛在投資額度，產生投資不足(under-investment)的問題，甚至出現優秀的創投經理人不願意再次參與新創事業投資的窘境。而在創投找到合適的新創企業進行投資之後，也可能會因為資訊不對稱而產生道德風險。<sup>8</sup>

為了減輕資訊不對稱對創新創業在籌募資金時期所帶來的負面影響，我們探究以社會網絡連結做為解決資訊不對稱問題解方的可能性。我們探討創投經理人與新創企業董事經理人之間的教育網絡連結如何影響新創企業的績效表現，接著研究創投所擁有政治連結(political link)是否會對其投資的新創企業有所貢獻、使創投得到較高的報酬。以教育連結作為切入點，我們從國發基金與所投企業的政治連結出發，則可以討論政治連結在新創產業中扮演的角色。雖然國發基金原本的用意是用來解決市場因資訊不對稱而無法提供新創事業足夠資金的問題，但是國發基金在決定要投資哪個公司或產業時，會不會也因為政治或其他連結，而產生另外一種道德風險呢？目前初步的研究結果發現，單純依靠學校招牌所形成的教育網絡連結可能無法帶來充分的信任感，必須將連結推升至更高一層境界，由同系所畢業之連結所釋放的訊號「我們是由同一群頂尖老師所培訓而成的優秀人才」，才能激發出更緊密的教育網絡效能對 IPO 與經營績效才會有影響。

探討投資，我們分析國發基金的介入，對被投資公司受到的影響，研究結果發現：

1. 國發基金的獲利率：將國發基金投資的獲利能力和市場無風險利率、股票大盤殖利率等對照組比較。我們發現，大部份的時間國發基金的獲利能力不如股票大盤殖利率，有些年份的間接投資其獲利率甚至不如無風險利率。分別就投資的產業來看，半導體產業的獲利率和股票大盤相去不遠，生技產業的表現則長期都是比無風險利率差的。
2. 藉由創投基金與國發基金的連結，探討國發基金投資對被投資公司上市機會與市場績效的影響。我們發現，國發基金的介入，讓新創公司的上市更為容易，但有國發基金的投資的公司，上市後的市場績效相對較差。其原因在於國發基金的介入，往往讓被投資公司經營者的去留無法和公司的績效連動，無法形成權責相符的課責機制。我們也在研究最後提出了許多初步的作法與建議。而人際網絡方面，在前述研究的基礎上，透過訪查

---

<sup>8</sup> Moral hazard，即新創企業得到資金注入後，會怠於極大化投資者的利益。

了解臺灣創投公司面臨的阻礙，並著重修正處理國家輔助新創事業成效不彰的問題，具體了解成因，並規劃補充質性研究。

### 2.3.1 背景與文獻

臺灣 1980 至 1990 年代開始，政府積極扶植高科技產業，同時眾多出國留學的高科技菁英歸國回饋社會，恰好搭上政府政策的列車，造就臺灣創投發展的黃金高峰。當年政府提供 20% 獎勵投資優惠給創投公司股東，同時規定創投經理人必須投資於高科技產業才能享有此優惠，又規定不能投資於上市上櫃公司，在面對投資風險較高的高科技產業且非上市上櫃公司無公開資訊下，造成創投業者在尋找投資標的時遭遇很大的資訊不對稱。創投業者是有資金的一方，新創事業是需要資金的一方，雙方並沒有好的連結橋樑，造成市場失靈；此外，若創投公司隨意將資金投注在新創公司，將會面臨代理成本(agency cost)問題。因此資金挹注前如何有效蒐集資訊降低資訊不對稱(information asymmetry)進而控制風險，對創投公司而言是非常重要的課題。

新創企業除了尋求民間資金的支持，來自政府的各種優惠、補貼和投資更是一大助力，國家為了整體經濟的發展，亦會積極制定政策協助產業發展。近年來，臺灣的產業政策以挖掘並幫助高潛力的產業成長，以及協助舊有產業升級為主要核心，為配合我國國內產業的發展，行政院陸續推出各項產業政策，如兩兆雙星、六大新興產業等政策；國家發展基金也藉由投資、融資、創投及補助等措施，配合政府推行各項產業發展政策。

自 1973 年的開發基金開始，國發基金的淨值相較於原始撥交資金成長了約 17 倍。然而，由政府出資投資新創事業，都是在國家引導投資策略之下的產物，當政府單位球員兼裁判的情況之下，官僚權限有時會凌駕於專業考量，因而導致利益輸送的情況。政府基金應該有一個明確的制度或規範，指出何時應獲利了結或認賠殺出，以避免如月眉大型育樂世界案、宏圖開發投資案、和華揚史威靈投資失敗案，以及如漢翔、華創車電等退場時機不符常理的投資案。

針對此些議題，我們欲透過臺灣創投投資案的實證分析，檢定我們所提出的重要假說，驗證社會網絡連結(social network link)為一重要的資訊交流平臺，可提供臺灣創投公司一項能有效降低資訊不對稱的工具，幫助臺灣創投公司做好投資組合管理、降低不必要之風險承受，並減少臺灣新創企業在尋求資金時所面臨的阻礙。亦藉由分析政治連結的緊密程度對國發基金投資案的影響，考量投資案的各類特質，評估政府基金進行投資的決策是否合理，並試著提出一套能使國家資源發揮最大效益解決方案。

社會網絡可能是公司同事關係、相同社團夥伴、相同教育連結等。但其中，同事關係及社團夥伴關係資訊較不易取得，教育網絡資訊取得相對較容易，因此研究核心在於探討教育網絡的影響。教育網絡是一種在學生時代就已經建立完成的連結，透過此一連結讓有價值資訊流入，從而消除代理成本，我們即是探討不同的教育網絡緊密程度如何影響投資案的發生，以及投資案發生之後如何影響被投資公司 IPO、長期績效表現與相關研發能力。

因為新創企業與投資者之間存在著嚴重的資訊不對稱問題，Akerlof(1970)提出逆選擇(adverse selection)問題，他認為擁有較多新創企業內部資訊的創業家為爭取資金投入，會刻意掩蓋不利於投資者的資訊，且由於創投經理人無法得知新創企業真實的情況，為了降低投資策略錯誤所可能引發的風險，創投經理人在進行新創企業之投資時，會選擇保留潛在投資額度，產生投資不足(under-investment)的問題，甚至出現優秀的創投經理人不願意再次參與新創事業投資的窘境。除此之外，在創投找到合適的新創企業進行投資之後，也會因為資訊不對稱而產生道德風險(moral hazard)，若企業經營者與投資者之間的利益相互衝突，新創企業得到資金注入後，會怠於極大化投資者的利益，投資者將因缺乏有效的監督而須承受道德風險。

許多文獻為解決因資訊不對稱而衍生的諸多問題進行相關的研究，如 Jensen and Meckling (1976)與 Carleton and Cooper (1976)探討創投與新創企業雙方如何在募資階段取得更多的訊息，Hansen (1992)、Chan et al. (1990)和 Boot and Thakor (1993)則提出數個幫助新創企業找出舉債或增資的最適分配之模型。

然而過去文獻卻多忽略創投績效和新創企業表現的改善原因是來自新創企業由種子期到穩定期所帶來的公司成長效果。為了找出投資方與被投資方會透過何種管道選擇合作夥伴，以及對於彼此的長期影響，Cohen et al. (2008)主要以教育網絡連結(educational network)的緊密程度來探討證券市場資訊傳遞效果，實證結果發現在證券市場當中，教育網絡是重要的訊息傳遞媒介，透過資訊流入進一步影響證券資產價格。

為了使政府能以最有效率的方式達到扶植新創產業的目的，無論以何種方式進行注資，政府應依照一定的審查機制來考量所需注資之對象、方式和金額。但實際資料顯示，歷年國家發展基金所直接投資的案例多為風險高、投資期間長、獲利不穩定之公司；而透過創業投資公司進行間接投資的部分，反而是相對穩定且獲利能力高之公司。也就是說，國家發展基金在投資時，會不夠客觀進行投資選擇，甚至可能透過其他裙帶關係進行投資。

為了找出民間資金流動困難及政府投資案效率不高等問題之解決方法，我們以兩種社會網絡連結來做為連接資訊不對稱雙方的橋樑，首先探討創投經理人與新創企業董事經理人之間的教育網絡連結，如何影響新創企業的績效表現，接著研究創投所擁有政治連結(political link)是否會對其投資的新創企業有所貢獻、使創投得到較高的報酬。具體而言，就是探討政治獻金或國家發展基金參與的投資案是否為新創企業績效表現的影響因素之一。

我們就投資者與被投資者間的教育連結為研究項目，分析教育連結對公司績效的作用，同時探討國發基金的介入對被投資公司的影響，近期著重於修正處理國家輔助新創事業成效不彰的問題，具體了解成因，並規劃補充質性研究。

### 2.3.2 人脈網路：教育連結與政治連結

進行社會網絡連結量化研究的主要困難在於資料庫的建構，據悉目前並沒有資料庫能完整涵蓋所有新創及創投經營者的學歷背景，且研究執行所需資料多為個人私密資訊，資料收集與整理工作皆費時耗力。為解決此一問題，我們統合了數個資料庫的資訊，並用人工搜尋及訪談的方式逐步補足研究所需的變數資料，創建了這個獨有的資料庫。

我們首先由國際知名的商用資料庫的私募基金交易紀錄裡找出臺灣所有創投投資案，並從裡面得到每筆投資案的細節，例如投資日期、第幾輪注資等，緊接著將每筆投資案所牽涉到的企業名單整理出來，並分成投資方與被投資方兩類。我們將已在臺灣市場公開發行之公司過濾出來，並利用公開資訊觀測站下載這些公司於民國八十年代迄今的年報，隨後將年報裡所附的董事、監察人、經理人學歷與經歷資料表取出，擷取所有董監經理人當年度持股比例、大學(碩博士)畢業學校、大學(碩博士)畢業科系與所有的經歷背景，依照每間公司每年度所有董監經理人排列，將資料整理成各公司的追蹤資料(panel data)。接下來我們整理一份投資公司與被投資公司名單之統一編號向經濟部商業司申請樣本公司從成立到近期歷年的董監經理人股權變化資料，並補上公司民國八十年代前董監經理人團隊名單。

進一步利用經濟部商業司公司登記查詢網站，將所有公司創立年份以及存續狀況與公司登記所在地截取出來，並以網站上所有公司登記的主要營業項目將公司進行粗略產業分類為製造業、高科技及生技產業、金融與服務業三種。再借助公開資訊觀測站，查詢已公開發行公司上市、上櫃的日期，並從中挑選最早的日期當成 IPO date，然後利用證交所網站與臺灣經濟新報資料庫(TEJ)，將市場上每年度 IPO 公司家數整理出來。為了將被投資方與投資方欠缺的學經歷資料以及所有學歷資料畢業年度補齊，我們利用社群網路軟體以及相關網路媒介搜尋工具，

查詢資料庫欠缺的學歷資料，依照畢業學校、科系、學位及年度慢慢補齊。然而在投資方與被投資方公司追蹤資料當中若有年代中斷之情形，我們使用前年董監經理人團隊名單加以替代，由於股權未產生變動因此不必向商業司登記，故經營團隊名單尚未更動。

本資料庫包含了大部分國發基金參與的創業投資案以及相關的評估及審議人員。時間跨度為近三十多年，而牽涉到的教育網路連結也約略類似這個期間。為了讓資料庫更加完善，並清楚地解釋教育連結對新創企業的影響，我們也建立了許多相關的控制變數。

我們研究的對象為臺灣新創企業投資案的參與者，包括創投基金經理人、新創企業的經營團隊以及國發基金的委員會成員，並將 Cohen et al. (2008) 中的教育連結之測度加以延伸，將研究對象之間的教育連結依照其就讀校系與時間的重疊程度分為四種類型，第一類為兩者畢業於同一間學校，第二類為兩者畢業於同一學校且同一系所，第三類表示兩者曾於同一時期就讀於同一間學校，第四類則代表兩者於同一時期在同一學校且相同系所就讀(細節參見 Chan et al., 2019)。

我們將重心投入在「人脈網絡」，正如 Saxenian and Hsu (2001) 所提，矽谷的工程師與新竹的工程師有非常緊密的關係，1980 年代開始許多曾在矽谷工作過的工程師回臺創業，將美國的最新技術帶回臺灣投入於資訊科技業，並配合政府的產業政策促進當時高科技產業的高速發展。而創業初期所需的資金則透過與創投業者的「教育連結」取得，本研究建立在 Lee (2012) 的基礎上，將其使用的橫斷面資料(cross-section data)拓展成追蹤資料(Panel Data)，並針對臺灣的創業投資案，深入探究臺灣的創投經理人與被投資公司董監經理人團隊過去的教育連結關係，是否有助於提升並持續影響被投資公司自身的研發能力。

為了探討國發基金對創投市場的影響，我們除了使用「教育連結」相關的資料外，也收集了國發基金在創投公司股權佔比的資料，以分析國發基金的投資對新創企業的 IPO 及長期績效表現有何影響，並試圖找出其原因。

研究結果發現：

1. 擁有國家發展基金投資的投資案成功 IPO 的機率越高。
2. 擁有國家發展基金投資的投資案績效表現較差。

觀察國發基金的獲利率，我們發現：若將國發基金投資的獲利能力和市場無風險利率、股票大盤殖利率等對照組比較(附錄圖 2-1、附錄圖 2-2 及附錄圖 2-3)。大部份的時間國發基金的獲利能力不如股票大盤殖利率，有些年份的間接投資其獲利率甚至不如無風險利率。分別就投資的產業來看，半導體產

業的獲利率和股票大盤相去不遠(附錄圖 2-4)，生技產業的表現則長期都是比無風險利率差(附錄圖 2-5)。

3. 擁有國家發展基金投資的投資案績效較差的原因是其經理人並不受績效影響而變動，使公司無法跟上市場的脚步。

藉由創投基金與國發基金的連結，探討國發基金投資對被投資公司上市機會與市場績效的影響。國發基金的介入，讓新創公司的上市更為容易，但有國發基金投資的公司，上市後的市場績效相對較差。其主要原因可能在於國發基金的介入，往往讓被投資公司經營者的去留無法和公司的績效連動，無法形成權責相符的課責機制。

我們將其他技術性細節放在附錄供讀者參考。

除了量化研究，我們也採行深度訪談式的質化研究。考慮到實際工作會涉及諸多方面之交流連結，我們事前參考了大量資料仔細擬定訪談議題與細節問題。而後根據擬訪談議題，找尋合適的訪談對象，最終把找尋方向確定為具有豐富實務經驗的面板產業高階主管和相關政府單位人員。透過友人轉介紹認識訪談對象，經過一番努力敲定訪談時間，並完成實地訪談。

我們所累積的實質研究成果，將提供政策分析之依據，探究人際關係網絡導致的資訊不對稱及裙帶資本主義(crony capitalism) 會帶來的影響，以提供完整的促進創新創業政策建議。訪談式質化研究的結果，可歸納如下方面(細節參見 Chan et al., 2019)。

我們執行過程所需的資料，在取得上花費的大量本可避免的人力、物力及時間，即資料取得的不效益問題。造成問題的原因集中於：(1) 公文流程不暢；(2) 部門之間橫向聯繫不足；(3) 一般資料與特種資料混合，釋出不易。鑒於該問題，我們建議政府各部門後續能建立法令制度明確、數位化且高品質的資料整合平臺。

我們搜集了愛沙尼亞與英國的數位平臺建置經驗，例如，愛沙尼亞在 2000 年引進具備電子數位簽章功能的數位身分證，繼而在之後的 2015 年，投票和各種政府與民間服務，皆可透過數位身分證搭配讀卡機在網路執行。透過以上案例，從而為臺灣的資料整合平臺的建設方向提供更有價值的參考。我們建議臺灣後續的資料開放及平臺建設應著重與三點：(1) 發揮技術優勢，立足技術高點；(2) 實行全面性數據管理方案；(3) 以多平臺連結多個資料庫。使政府在考量所需注資之對象、方式和金額時更加有據可依，避免透過其他非客觀指標進行投資，從而以最有效率的方式達到扶植新創產業的目的。

### 2.3.3 政策建議小結

創新創業是基於對技術、產品或服務等創新進而創業的活動。創新創業活動是一個國家的經濟活力指標，顯示產業在面臨競爭時的升級彈性以及國家整體經濟的未來可創性。在全球化的時代，一個積極致力於創新創業活動的國家在面臨國際間的競爭時，可以迅速地使既有產業進行升級調整，甚至創造一個全新的產業，在與其他國家的競爭中脫穎而出。反之，若對創新創業的投入不足的國家，終將喪失競爭力並面臨被淘汰的風險。然而，創新創業終究是一個極具風險和挑戰的行為。投入者在草創初期必須面對諸如人才不足、資金短缺及政策法令不合時宜等諸多問題。因此，一個積極鼓勵創新創業的政府必須在政策及法令的設計上，營造出一個有利於創新創業的環境。政府鼓勵創新創業可以採用多元的作法。在消極面上，政府可以設計出具有彈性的法令，給予有意投入者足夠的空間和彈性進行創業。在積極面上，則可以投入可動用之資源如協助人才媒合、引進外部資金或投入政府資金等方法鼓勵創新創業。

為梳理出政府在鼓勵創新創業中，可以採取的作法並提出有效之政策建議，我們必須掌握投入者在創業時所面臨的狀況本質。我們從創業所需要的人力資本基礎到政府政策及產業的投資，結合各個層面對創新創業的影響進行討論。因為新創企業與投資者之間存在著嚴重的資訊不對稱問題，且由於創投經理人無法得知新創企業真實的情況，投資策略的錯誤會導致巨額的損失，會選擇保留潛在投資額度，產生投資不足的問題，甚至出現優秀的創投經理人不願意再次參與新創事業投資的窘境。因此今日世界上許多國家的政府力求通過各種各樣的直接和間接的措施，來促進創業和創業投資活動的發展。首先政府的公共干預可以促進創業活動，因為創業活動與經濟增長之間的聯繫已經從歷史經驗和理論研究中得到了支持與公認。以矽谷早期為例，儘管該地區與當時美國東部地區的創業活動相比並不那麼活躍，但是這些創業模式卻成為此後數十年中其他公司競相模仿的楷模，矽谷地區的早期新創企業很多都是依靠政府的軍事採購合同得以建立和成長，可以看出政府對於矽谷成型發揮至關重要作用。接著我們根據產業組織理論，凡具備相當程度規模的企業組織，若從事研究發展應可以有成果出現，但對多數規模小且資金不足的新創企業而言，面對無能力負擔高額的技術研發費用，而不具競爭力退出市場，須由政府政策介入。

其次創業投資行業的先驅組織在很大程度上是依靠政府的干預和有公共精神的工程打造而成的，旨在刺激創新和創業投資活動的政府干預是有意義的。在理想的條件下，政府干預可以開啟一種良性循環，這種良性循環即先驅企業家和創業投資家們為後來者鋪平道路，例如美國的小企業投資公司（SBIC）為矽谷和128公路中的許多創業投資行業的成型奠定了基礎，有許多早期的創業投資基金和領先的中介機構，最初就是定位於SBIC基金，後來逐漸將重心轉向獨立創業

投資，全球各地的重要創業市場爆發式成長都少不了政府工程的重要作用。政府的公共干預刺激創業投資活動和新創企業的是有意義的，然而創投和新創公司之間，具有高度的資訊不對稱或是不確定性的問題，這容易使得創投的投資意願降低，間接影響到那些需要資金的新創事業，此時就必須透過政府的介入來鼓勵投資來活絡創新市場。

再者，在教育連結議題，我們探討創投經理人與新創企業董事經理人之間的教育網絡連結如何影響新創企業的績效表現，接著研究創投所擁有政治連結 (political link) 是否會對其投資的新創企業有所貢獻、使創投得到較高的報酬。以教育連結作為切入點，從國發基金與所投企業的政治連結出發，可以討論政治連結在新創產業中扮演的角色。雖然國發基金原本的用意是用來解決市場因資訊不對稱而無法提供新創事業足夠資金的問題（市場縮手，政府接手！）但是國發基金在決定要投資哪個公司或產業時，會不會也因為政治或其他連結，而產生另外一種道德風險呢？目前初步的研究結果發現單純依靠學校招牌所形成的教育網絡連結會無法帶來充分的信任感，必須將連結推升至更高一層境界，由同系所畢業之連結所釋放的訊號「我們是由同一群頂尖老師所培訓而成的優秀人才」，才能激發出更緊密的教育網絡效能，對 IPO 與經營績效才會有影響。

在國發基金討論中，探討國發基金的介入對被投資公司的影響，研究結果發現：(1) 國發基金的獲利率：將國發基金投資的獲利能力和市場無風險利率、股票大盤殖利率等對照組比較。我們進一步發現，大部份的時間國發基金的獲利能力不如股票大盤殖利率，有些年份的間接投資獲利率甚至不如無風險利率。分別就投資的產業來看，半導體產業的獲利率和股票大盤相去不遠，生技產業的表現則長期都是比無風險利率差的。(2) 藉由創投基金與國發基金的連結，探討國發基金投資對被公司上市機會與市場績效的影響。我們發現，國發基金的介入，讓新創公司的上市更為容易，但有國發基金投資的公司，上市後的市場績效相對較差。其主要原因可能在於國發基金的介入，往往讓被投資公司經營者的去留無法和公司的績效連動，無法形成權責相符的課責機制。

另外，國家輔助新創事業成效不彰的問題，透過對新創事業相關各方的深入訪談，了解到企業運作模式及訴求。在與相關單位的訪談中，我們了解到國發基金的運作也產生了一定的積極意義：許多新創企業選擇在北部發展，排除金融海嘯等大事件後臺北地區的存活逐漸上升，證明政策有正面效果。同時相關單位也建議產業龍頭投入創新創業可以不必透過成立新的公司，而是採取內部撥款的模式，規劃預算後在公司內部運作，可避免創業期所遭遇績效不佳的狀況。而就仍然存在的資料平臺整合能力弱、資訊流通不暢的問題，我們建議臺灣後續的資料開放及平臺建設應著重與三點：(1) 發揮技術優勢，立足技術高點；(2) 實行全面性數據管理方案；(3) 以多平臺連結多個資料庫。凡此以盡量修正新創企業與

投資者之間存在的資訊不對稱問題，使政府在考量所需注資之對象、方式和金額時更加有據可依，從而以最有效率的方式達到扶植新創產業的目的。

## 2.4 本章建議

有關本章資本市場的資金運用活化程度的建議，摘要如下：

1. 未來監理沙盒與試辦的創新實驗，需要建構更完備配套機制，以試辦為主加速創新效能，並實施差異化管理。鼓勵建立獨立第三方沙盒模擬器協助申請案進行客觀評估，並建立產官學監理科技模擬沙盒平臺，供各方利害關係人共享資訊。<sup>9</sup>
2. 對開放銀行，建議政府應盡快進行個資法之修法，建立完整的資料賦權之可攜權，並開放一般個資資料給金融產業應用，開放消費者數據可跨產業之資料庫互惠使用，以增加資料經濟與 API 經濟效益。應建立符合資安、跨業整合之大數據資料處理中心，以協助跨產業之大數據資料分析使用。並經由第三方認證 TSP 業者基本資安資格，分級管理，建立標準規範並定期查核。
3. 對智能理財平臺與退休理財政策，建議放寬機器人顧問演算法的限制，並鼓勵更多創新及發展更多元理財功能。進一步加強理財機器人演算法審核之機制與風險揭露。對 STO 證券型代幣發展政策，建議法規鬆綁降低對募資對象與資格限制，開放到全球主流虛擬通貨交易所，推動國際聯盟合作，並與國際大型虛擬通貨交易所接軌，以提高募資的曝光度與成功率，也能在次級市場也會有足夠的流動性。對 UBI 車險政策建議仿效國際經驗，鼓勵實施推廣教育以吸引客戶，積極創新保單，並透過更多通路推廣吸引新客戶，並加強提供客戶新的誘因機制與多元創新獎勵機制。對健康外溢保單政策建議仿效國際經驗，鼓勵更多創新機制，整合多元資料庫，包括生活行為、健保、保險與健康大數據資料，善用臺灣世界第一的健保資料庫與科技資源，並透過人工智慧與穿戴裝置協助取得即時健康管理資訊，讓保險扮演生態系營運驅動中心。
4. 臺灣是以出口導向之製造型經濟體為主，且是強調制度穩定性之大陸法系國家，因而產業發展策略均以該模式思考及制定。在科技與生活型態日新月異的時代，臺灣金融法規與管制以及金融業營運模式應迎合國際發展趨勢，營造更為彈性與效率的金融體系。創新商業模式的開展，往往要比製造業控制成本的思維更加重要。
5. 臺灣金融機構資本結構良好，具有因應各種可能金融風險之能力，且 OBU

---

<sup>9</sup>試辦實驗雖缺中立性、也缺審查機制，但過去有不少先試辦成功然後再逐步推廣的例子。例如，民國 55 年試辦「高雄加工出口區」成功，再逐步推廣到高雄楠梓和臺中潭子加工出口區。民國 68 年試辦「新竹科學園區」成功後，再逐步推廣到南部和中部科學園區。

境外理財業務上除了不涉及新臺幣商品外，原則已不受限制。惟如能考量觀光旅遊及醫療資源優勢商機，創造商品多樣化並擴充實用及便利性，將可吸引境外資金駐留，並從事連結臺灣本地資本市場之各項金融活動。優秀人才，豐沛資金與效率且具競爭力的金融市場，將可達成讓臺灣躋身倫敦、紐約、東京、新加坡、香港之外的全球第六大金融中心的境外金融機制改革重要目標。

6. 亞太理財中心構想，由於臺灣市場規模太小、法規與市場開放程度不夠，比不上新加坡、香港，而從業人員的薪資過低，無法吸引優秀的國際金融人才，實現的困難度頗高。如今趁香港地位轉換之際，吸引國際機構與國際資金來臺的機率大增。建議將諸項 OBU 開放措施併入，仿新加坡的亞洲美元市場模式，成立境外金融中心，開放國際金融機構進入境外市場，授予部分銀行執照，完全依照國際金融市場的遊戲規則，薪資按照國際標準，資金可以自由進出。國內新臺幣市場，授予完全銀行執照，內外隔離管理，可維持當前央行的作法不變。
7. 為梳理出政府在鼓勵創新創業中，可以採取的作法並提出有效之政策建議，我們必須掌握投入者在創業時所面臨的狀況本質。我們從創業所需要的人力資本基礎到政府政策及產業的投資，結合各個層面對創新創業的影響進行討論。因為新創企業與投資者之間存在著嚴重的資訊不對稱問題，且由於創投經理人無法得知新創企業真實的情況，投資策略的錯誤會導致巨額的損失，會選擇保留潛在投資額度，產生投資不足的問題，甚至出現優秀的創投經理人不願意再次參與新創事業投資的窘境。
8. 創業投資行業的先驅組織，在很大程度上是依靠政府的干預和有公共精神的工程打造而成的，旨在刺激創新和創業投資活動的政府干預是有意義的。在理想的條件下，政府干預可以開啟一種良性循環，這種良性循環即先驅企業家和創業投資家們為後來者鋪平道路，例如美國的小企業投資公司 (SBIC) 為矽谷和 128 公路中的許多創業投資行業的成型奠定了基礎，有許多早期的創業投資基金和領先的中介機構，最初就是定位於 SBIC 基金，後來逐漸將重心轉向獨立創業投資，全球各地的重要創業市場爆發式成長都少不了政府工程的重要作用。政府的公共干預刺激創業投資活動和新創企業的是有意義的，然而創投和新創公司之間，具有高度的資訊不對稱或是不確定性的問題，這容易使得創投的投資意願降低，間接影響到那些需要資金的新創事業，此時就必須透過政府的介入來鼓勵投資來活絡創新市場。
9. 以教育連結作為切入點，從國發基金與所投企業的政治連結出發，可以討論政治連結在新創產業中扮演的角色。雖然國發基金原本的用意是用來解決市

場因資訊不對稱而無法提供新創事業足夠資金的問題（市場縮手，政府接手！）但是國發基金在決定要投資哪個公司或產業時，會不會也因為政治或其他連結，而產生另外一種道德風險呢？目前初步的研究結果發現單純依靠學校招牌所形成的教育網絡連結會無法帶來充分的信任感，必須將連結推升至更高一層境界，由同系所畢業之連結所釋放的訊號「我們是由同一群頂尖老師所培訓而成的優秀人才」，才能激發出更緊密的教育網絡效能，對 IPO 與經營績效才會有影響。

10. 在國發基金討論中，探討國發基金的介入對被投資公司的影響，研究結果發現，將國發基金投資的獲利能力和市場無風險利率、股票大盤殖利率等對照組比較，我們進一步發現，大部份的時間國發基金的獲利能力不如股票大盤殖利率，有些年份的間接投資獲利率甚至不如無風險利率。
11. 國家輔助新創事業成效不彰的問題，透過對新創事業相關各方的深入訪談，了解到企業運作模式及訴求。在與相關單位的訪談中，我們了解到國發基金的運作也產生了一定的積極意義：許多新創企業選擇在北部發展，排除金融海嘯等大事件後臺北地區的存活逐漸上升，證明政策有正面效果。同時相關單位也建議產業龍頭投入創新創業可以不必透過成立新的公司，而是採取內部撥款的模式，規劃預算後在公司內部運作，可避免創業期所遭遇績效不佳的狀況。而就仍然存在的資料平臺整合能力弱、資訊流通不暢的問題，我們建議臺灣後續的資料開放及平臺建設應著重於三點：(1) 發揮技術優勢、立足技術高點，(2) 實行全面性數據管理方案，(3) 以多平臺連結多個資料庫。凡此以盡量修正新創企業與投資者之間存在的資訊不對稱問題，使政府在考量所需注資之對象、方式和金額時更加有據可依，從而以最有效率的方式達到扶植新創產業的目的。

## 第三章 央行貨幣與匯率政策

### 3.1 央行獨立性、透明度與可究責性

我們首先簡要說明一般央行的職責和角色，以此引申出央行應具有的特性：獨立性、透明度與可究責性，在此架構下說明美國央行制度如何體現這些重要的特色。在理解了這些背景之後，我們討論我國央行匯率政策和貨幣政策的問題，以及它可能導致產業發展不平衡以及民眾所得和財富分配不均。最後，我們參考美國央行的制度特色，嘗試提出我國央行制度面與執行政策應改善的措施，以期央行政策的執行更有效率，民眾也得以判斷央行匯率政策和貨幣政策之得失，並進而釐清責任歸屬，促成良性的政策討論。<sup>10</sup>

#### 3.1.1 中央銀行的職責與角色

現代的中央銀行，提供政府存款帳戶，保有大量的黃金及外匯準備，同時它具有政府所賦予的發行通貨的獨佔權，使央行可以透過政策工具，影響總體經濟的貨幣、信用與流動性。由於央行掌理一國的支付與清算系統，再加上法定準備率制度，所有的銀行都必須和中央銀行往來，使央行成為金融系統的中心。一國央行作為銀行的銀行和支付系統的中心，必須維持支付系統的安全與效率，並且在銀行需要流動性時給予資金，因此它掌握了銀行經營的資訊，具有監理銀行的資訊優勢，當然也肩負監督銀行與金融體系的責任。

央行的一個重要的目標是提供經濟社會足夠的流動性，以維持金融體系健全和正常的運作。經濟學家對於央行的功能有不同的意見，有些人認為央行最重要的甚至唯一的機能是，在經濟體受到外來衝擊，缺乏足夠的流動性使經濟活動與金融體系正常運作時，為總體經濟注入足夠的資金。有些經濟學家則認為，央行應該負起更多的責任，例如主動積極的利用貨幣政策，影響利率、物價和匯率，並促進經濟成長。

---

<sup>10</sup>本章有些概念與 2021 年出版的「致富的特權：二十年來我們為央行政策付出的代價」相同，乃因此書的一位共同作者李怡庭在擔任本建議書召集人之一時，曾提供資料。李怡庭也知會過本建議書召集人和執行秘書，並提供相關說明如下：1.李怡庭擔任「臺灣貨幣金融改革政策建議書」共同召集人之一（至 2019 年 12 月 31 日），後因任央行理事，於 2020 年 1 月 1 日起改任顧問。擔任共同召集人時曾提供有關央行獨立性、透明度與可究責性的資料，之後成為本建議書初稿 3.1 節的主要內容，第三章其他章節內容則由各研議小組委員所提供。2.李怡庭與陳虹宇、吳聰敏、陳旭昇所合著之「致富的特權」一書為 2021 年 4 月出版，該書有些論點與李怡庭在擔任本建議書共同召集人時所提出的一些論點自然會相同。3.由於「致富的特權」一書出版時本建議書尚未公布，因此不宜在書中引用；而本建議書在 2020 年初提交院方時，「致富的特權」尚未出版，亦不可能引用。

各國中央銀行通常有下列四個施政目標：維持低而穩定的通貨膨脹率；維持穩定的經濟成長；維持金融體系的安定；以及維持利率（與匯率）的穩定。對這四個目標比較適當的理解是「央行被授與的權力」（"mandate"，即「授權」）。授權有兩個層面：被授權能做的事，以及相對的，未被授權的層面。亦即我們可以把上述央行這四個目標（或授權）視為對央行權力的限制。

我國中央銀行的目標、組織、業務與預算及決算等都由「中央銀行法」所規範。根據我國中央銀行法，央行的目標為促進金融穩定、健全銀行業務、維護對內及對外幣值之穩定以及於上列目標範圍內，協助經濟之發展。

然而，檢視央行政策的有效性，除了看央行是否達到法定的目標，尚有其他的面向，而這些也是央行在執行政策時必須注意的。一般評估貨幣政策的判準主要是針對物價穩定和經濟成長（或就業率）這兩者的表現。當央行刻意採取低利率或低估匯率，會造成以下的問題：

1. 扭曲價格的資訊，人們無法透過觀察市場價格對投資報酬與風險做出適當的評估，造成資源的誤置，例如次貸風暴的成因之一便是寬鬆的資金過度置於房地產業。
2. 資源誤置，刻意壓低利率或匯率，造成信貸擴張使資源過度集中在某些部門，會使企業推遲必要的改革和創新，甚至市場無法淘汰無效率的廠商，徒然耗費資源，也阻卻了經濟成長的動力。此外，將提高資產的價格，間接鼓勵高風險的投資和高槓桿率，若央行不對資產泡沫予以回應，一旦失控，資產價格崩跌時將造成許多家庭與企業破產、金融體系瓦解，甚至景氣蕭條。
3. 分配效果(distributional effects)並非所有人都有足夠的資金購買房地產和黃金來獲得資產價格上漲的好處，因此，財富分配將更不均，一旦寬鬆貨幣政策導致通膨，也並非所有人都有能力規避通膨的負面影響。舉例來說，名目利率無法完全跟上通貨膨脹的調整速度，導致實質利率下降，使債務人獲益、債權人受損，這意味著能從銀行體系借到大量資金的人獲益，而只能依賴微薄的利息收入的人將受損。這些分配效果會進一步影響內需市場，而不利經濟成長。

一國央行的主席、總裁或是行長，在被允許所能從事的政策下有極大的決定權，這些政策又多半與央行掌握發行法幣的壟斷權力有關。央行組織在決策上的特性是把重要的壟斷權力交由少數人持有，相較於分權的市場機制，這絕對是特異的。而這是經過幾世紀的制度演變所造成的結果。從歷史的發展來看，通常在金融危機發生後，人們就會開始檢討政府的監管與央行的職權，研究如何避免下次危機的出現。

在有壟斷發行紙鈔的政府組織開始，就有政府藉著這樣的權力以攫取民間的生產資源。現代法幣制度是建立在人們對其制度的可信度(credibility)之上，因此央行需要獨立性(independence)遠離政治和私人利益干擾其決策，央行的獨立性包括財務獨立和人事獨立，例如央行決策者具有任期保障。然而獨立機關在民主制度下是個特異的存在，該如何權衡獨立性與可究責性(accountability)便是在制度設計上需要考量的關鍵。

為了彌補給予央行獨立性所造成的可能弊端，需要查核與制衡，也就是在制度上增加央行的可究責性與透明度(transparency)，而透明度是央行可被究責的前提。央行的政策必須透明：央行所執行的每一政策，都要讓大眾清楚知道，這包括它的政策目標、操作手段與思考邏輯。在目標、手段與邏輯都透明下，人們可以藉由研究與公開的討論，了解並追究央行可能的政策缺失。提高政策的透明度有助於貨幣政策的執行更有效率。央行藉由對大眾揭露一定程度的資訊，如政策目標、為達成該目標所需採用的相關策略，以及對未來經濟情勢的預測等，將能使大眾更迅速了解政策目標所能達成的效果，並能透過修改自己的預期，進而改變自己的生產或消費決策。換言之，央行透過揭露資訊提高政策透明度，降低私部門預測失準的程度，使央行更順利的達成他們所宣布希望達成的目標。

### 3.1.2 美國央行的獨立性、透明度與可究責性

以美國央行（以下稱聯準會，簡稱Fed）為例，在設計上，其基本精神是查核與制衡。Fed的獨立性包括財務獨立和人事獨立。在財務獨立方面，Fed擁有預算的自主權，如此可以避開國會透過審查預算影響其決策，但是國會要求Fed須繳回超額報酬，同時為了確保Fed有做到這點，Fed的報表必須經由外部獨立機構查核。在人事獨立方面，Fed主要由理事會(Fed Board)和12地區聯邦準備銀行組成，其決策是由7位理事加上12位地區聯邦準備銀行總裁共同決定，這體現出中央(理事會)與地方(地區銀行)互相制衡的特色。為了避免行政或立法機構藉由人事任命影響決策，地區聯邦準備銀行的總裁是由該行的理事會推舉出來的，而地區聯邦準備銀行的理事會則是從各產業部門所選出，但因為這12位決策者並非政治任命，選民會擔心無法究責他們的決策，因此理事會的7位理事都是由政治任命的，也就是經總統提名，參議院同意而產生的。同時，7位指派的理事各有著14年的任期且彼此錯開，意味著沒有一個執政黨可以單獨掌握理事會。在對Fed的可究責性的制度設計上，國會要求Fed主席出席每年兩次的國會監督委員會，報告貨幣政策並回答有關政策的問題。同時為了維持Fed的獨立性，國會並沒有更進一步干擾決策。而國會報告中，針對Fed政策的檢討依據來自於Fed在決策公開所提供的相關資料，也就是說Fed的決策透明度其實是究責的基礎。

Fed 和其他政府組織一樣需要對社會與民意代表負責，而 Fed 也都有符合此標準，也就是對社會和國會高度透明且負責。首先，Fed 的貨幣政策目標是國會制定的一在不破壞價格穩定的前提下提高就業率。1978 年國會給了 Fed 免於 GAO (U.S. Government Accounting Office) 監督的權力，原因在於 GAO 對於貨幣政策參與可能有政治干預的疑慮。根據過往的經驗，美國與其他先進國家都應證貨幣政策需要免於民選官員的干擾才能成功。1977 年，時逢通貨膨脹的高峰，國會通過了立法明確規範了貨幣政策的目標—提高就業率與穩定物價，但讓 Fed 擁有解釋政策目標的權力，同時從 GAO 的監督範圍中剔除貨幣政策。

在公開透明方面，Fed 都會公布決策(包含貨幣政策)與紀錄，具體像是 FOMC 會後聲明、會議紀錄、召開記者會 以及 演說 等 (FOMC：Federal Open Market Committee, 公開市場操作委員會)。Fed 資產負債表都有公開紀錄，Fed 所持有的每一張證券都編號並且可以在紐約聯邦準備銀行的網站上查詢，每週三公布 (詳見紐約聯邦準備銀行網站)。此外，紐約聯邦準備銀行還負責進行因應財政部要求的穩定匯率操作，每一季都出具報告 (詳見連結，以及 19Q2 報告)，報告會總結其對外匯市場的看法，揭露是否干預外匯市場 (最近一次是在 2011Q1)，以及用季末匯率衡量 SOMA (Federal Reserve System Open Market Account) 和 ESF (Exchange Stabilization Fund) 持有的外國資產現值和影響資產負債表的數值，以及外國資產組成等 (詳見每一季報告的表 3-1 和表 3-2)。以 2019 年 Q2 報告為例，表 3-1 為持有的外國資產現值，歐元計價的資產折合美元 12,354(百萬)，日圓計價的資產折合美元 8,668(百萬)。表 3-2 為外國資產組成，明確標示 Fed 持有的國外資產內容包括歐元計價的德國公債和法國公債，以及日圓計價的債券等。

表 3-1 美國貨幣當局所持有的外幣(基於當前匯率)

單位：百萬美元

	餘額變化					帳面價值 2019/6/30
	帳面價值 2019/3/31	淨購貨 與銷售	投資 收益	已實現 收益/ 銷售虧 損	未實現 收益/ 外幣重 估損失	
<b>聯邦準 備體系 公開市 場帳戶 (SOMA)</b>						
歐元	12,203	0	(8)	0	159	12,354
日圓	8,445	0	8	0	222	8,668
總計	<u>20,648</u>	<u>0</u>	<u>(8)</u>	<u>0</u>	<u>381</u>	<u>21,022</u>

表 3-2 持有的外匯儲備資產明細(至 2019 年 6 月 30 日止的賬面價值)

單位：百萬美元

	美國財政部外匯 安定基金(ESF)	聯邦準備體系 公開市場帳戶 (SOMA)
<b>歐元計價資產</b>	<b>12,334.9</b>	<b>12,353.9</b>
在官方機構存放的現金	6,687.8	6,706.7
附買回交易的有價證券	0.0	0.0
可轉讓債券	5,647.1	5,647.1
德國政府證券	1,316.9	1,316.9
法國政府證券	2,821.2	2,821.2
荷蘭政府證券	1,509.0	1,509.0
<b>日元計價資產</b>	<b>8,667.7</b>	<b>8,667.7</b>
在官方機構存放的現金	7,616.4	7,616.4
可轉讓債券	1,051.3	1,501.3
<b>互惠貨幣協定</b>		
歐洲中央銀行		17
日本中央銀行		0
瑞士國家銀行		0
加拿大銀行		0
英格蘭銀行		0
墨西哥銀行		0

紐約聯邦準備銀行在外匯市場的操作會以季為單位延遲 2 年對外公開，內容會包括：成交日、交割日、交易性質（干預或一般買賣）、購買幣別、購買數量、販賣幣別、販賣數量、匯率及單位、交易對手，舉 2017Q3 例子如下（詳細操作紀錄詳見連結）。

成交日	交割日	交易性質	購買幣別	購買數量
Jul. 03 2017	Jul. 05 2017	一般買賣	歐元	1,000,000

販賣幣別	販賣數量	匯率	匯率單位	交易對手
美元	1,136,000	1.1360	美元/歐元	高盛

### 3.1.2.1 Fed 實施貨幣政策的透明度

當 Fed 決定要進行資產負債表正常化，在 2014 年 9 月公布了「[貨幣政策正常化準則](#)」，先將計畫對外公開以供檢視。(當時有一位 FOMC 成員反對這項聲明但並沒有紀錄是誰，關於 FOMC 對資產負債表正常化的相關討論，詳見[連結](#))。Fed 揭示貨幣政策正常化及資產負債表正常化的幾個重要時程如下：

1. FOMC 在 2014 年 9 月先公布了準則與計畫，表明了計畫在何種情況下將會以甚麼方式緩步提高聯邦基金利率(federal funds rate)以及逐漸減少 Fed 所持有的證券。
2. FOMC 在 2015 年 3 月份補充了提高聯邦基金利率的細節，包括聯邦基金利率的區間值以及 IOER(Interest rate on excessive reserves, 超額準備金利率)和 ONRRP(overnight reverse repo, 隔夜附賣回協議利率)與聯邦基金利率的關係。
3. FOMC 在 2017 年 6 月補充了減少證券持有的目標金額，以及若影響總體指標時可能的對應措施。
4. 在 2018 年 6 月、2018 年 12 月、2019 年 5 月、2019 年 9 月都有公布計畫細部的修改。同時，2019 年 3 月份的聲明指出將會放慢步調，以保有足夠的準備金部位，而這些都記錄在 FOMC 的會後聲明裡，例如 2019 年 10 月份的聲明就強調在給定先前制定的準則與目標之下，如何透過技術性的操作維持準備金部位。

有關 Fed 的決策透明，在 FOMC 辯論貨幣政策及投票後就會立即公布(例如 10 月 30 日的[新聞稿](#))，同時在會議紀錄附上詳細的解釋。在進行資產購置前也會公開[方針與預測報告書](#)，以公開競價的方式購買，並在成交之後揭露。關於 SOMA (Federal Reserve System Open Market Account) 預測報告書的詳細內容摘要如下：

FOMC 在 2019 年初提供了有關於縮表的額外資訊。2019 年 1 月，FOMC 宣布將會在準備金充足的情況下執行相關政策，準備金充足意味著短期利率政策主要是透過聯準會制定的利率執行，不需要主動管理聯準會準備金的供給。接著在 3 月，FOMC 公布「[資產負債表正常化準則與計畫](#)」，確立了聯準會主要長期持有財政部證券，減緩 5 月開始的 SOMA 證券部位減持速度，以及將在 9 月底停止該計畫等目標。這份指引是 2019 年 7 月份，根據減持計畫將在 8 月停止的聲明所做的調整。該報告的結論提到：此份預測僅供參考，實際操作仍會受到利率、經濟情況、以及資產負債表的發展狀況所影響。依照 2019 年 FOMC 所宣布的聲明，Fed 資產組合規模將會維持在一定水準直到準備金降至委員會設定的區間，才會再開始增加資產組合規模以維持準備金的水準。實際操作的時間會受到許多因素的影響，而再投資的標的則會以財政部發行的證券為主。

### 3.1.2.2 Fed 揭露財務報表資訊相關的透明度措施

財務報表方面，Fed 每年會委由外部獨立的查核員進行查核，Fed 底下獨立的 OIG (Office of Inspector General) 也會監督整個查核過程。

以 2019 年 4 月公布的 OIG 半年國會報告 為例，內容指出 OIG 的業務範圍包含：

1. 執行與監督獨立且客觀的查核、評估、調查、檢討以促進聯準會在政策上的效率與效能。
2. 協助預防與偵查聯準會內部詐欺、浪費、濫用、或其他管理不當行為。
3. 檢討現有的法規並提出改善建議。
4. 充分且即時告知聯準會主席以及國會以上資訊。
5. (新增項目) 如果聯準會監管的機構倒閉引起存款保險基金的重大損失，必須在六個月內檢討並提出報告；如果該損失不嚴重但異常，則須提出深度檢討報告。

針對查核、評價、與調查，OIG 進一步解釋，查核指的是針對聯準會的運作是否符合經濟、效率、有效的標準。舉例來說，OIG 會監督聯準會財報查核，同時也會查核：

1. 聯準會的內部控制是否合乎效率與效能？(內控)
2. 聯準會在財務及管理上的資訊安全系統是否健全？(資安)
3. 聯準會的運作是否合乎法規？(法遵)

以上的查核皆以「政府查核標準」(Government Auditing Standards) 為指導原則。

評價與調查則涵蓋如專案成效評量與審查聯準會監督之經營不善銀行的處置。評估大抵專注在計畫的成效評量，而調查則是特別的議題且提供具時效性的分析。

在 2019 年 4 月公布的這份 OIG 半年國會報告 中，詳細的報告包括：  
2018/12/03 針對新發行美元運送流程的效率與成本改善報告  
2018/12/12 針對支援員工進修計畫的內部控制改善報告  
2019/02/14 針對組織治理改善報告(完整報告)，該報告認為可以改善下列的項目達到組織管理的強化：

1. 採用符合組織需求的治理流程與結構；
2. 定義並溝通央行被授權的角色與責任；

3. 設立內部溝通的預期目標；
4. 確保對利益相關者的透明度；
5. 定期檢討組織治理系統。

關於上述第 5 點，該報告明確提出三個方案給 Fed 參考：

1. 委任一位或多位資深首長來監督和評估組織管理系統，雖然所有的首長都應這麼做，但明確的委任可以更有效率。
2. 檢討組織管理，評估整個管理系統是否可以滿足組織的需求，細項包括：委任的權責、委員會的架構、內部溝通流程、對利益相關者揭露訊息的執行。
3. 評估資深首長及委員會在現有治理架構中達成委任目標的能力，細項包括：理事會的自評、理事會和執行委員會的目標達成審核、資深首長是否有效達成委任目標。

### 3.1.2.3 Fed 財務報表委由外部機構獨立查核

Fed 每個地區的聯邦準備銀行的財務報表都需有外部機構的獨立查核，以 2018 年紐約聯邦準備銀行(簡稱 NYFED)委由 KPMG 的財報查核報告為例，內容包括：

1. NYFED 總裁、副總裁、及 CFO 對 NYFED 理事會出具的財報編纂內控報告。
2. KPMG 對聯準會以及 NYFED 理事會出具的財報查核意見報告。
3. 該年度財報、損益表、股東權益變動表、以及附註。

關於外部機關查核整個聯準會財務報表的監督報告可參考 2018 OIG 委 KPMG 財報查核報告。該查核報告由以下四份報告彙總而成：

1. OIG 針對聯準會出具財務報表的過程與內控是否符合規定的報告

OIG 在這份報告一開始就先表明是由他們和 KPMG 簽約，委由 KPMG 查核 Fed 的財務報表和出具財報的內控過程。合約要求 KPMG 需依照美國一般查核標準、政府查核標準以及公開公司會計監督委員會制定之標準來進行財報查核；出具財報的內控查核則是依照美國會計師協會制定之標準，以及公開公司會計監督委員會制定之標準來進行查核。OIG 則負責監督 KPMG 有無依照上述之標準進行查核，但對於財報內容與出具財報之內控過程，OIG 不表示任何意見。

2. KPMG 獨立查核報告

KPMG 在這份財報查核報告說明，針對聯準會的財務報表，KPMG 認為是公允表達的，其損益表與現金流表符合美國一般查核標準；而出具財報的內控則符合 COSO 委員會(Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway

Commission)制定的內控準則。

KPMG 負責對 FED 出具的財報及出具過程的內控表達看法。在這份報告中，KPMG 提到：「KPMG 為一家註冊在公開公司會計監督委員會的公開會計公司，同時在查核過程中我們被要求遵守相關查核獨立性的規定。我們的查核符合美國一般查核標準、政府查核標準、公開公司會計監督委員會制定之標準，這些標準使我們在查核中能可靠地斷定財報是否免於重大錯誤表述(不論是過失或詐欺)、以及出具財務報表的內控在各方面能否有效維持。在此份報告中，我們評估了重大錯誤表述發生的風險，以及如何處理這些風險。此外也評量了 FED 所使用的會計準則、管理階層所使用的估計值和整體財報的呈現是否合適。對於內控的查核則包含取得 FED 對於出具財報內控的理解、評估重大漏洞的風險、和檢測及評量內控的設計與操作。我們相信這份報告有很完整的基礎。」

財報內控指的是一套設計過的流程，用以確保財報的可靠性以及符合一般會計原則。其中的方針與程序包含三個面向：(1)在合理的範圍內應詳盡記錄以準確且公允地反應關於資產的交易與處置；(2)能夠合理斷定交易紀錄對於出具財報是足夠詳盡且符合一般會計原則，同時單位的收據與花費都是依照管理階層的授權所行使的；(3)能夠合理斷定出具財報時能預防或即時察覺未經授權的資產購入、使用、及處置，且對財報有重大影響的事件。

基於一些固有的侷限，出具財報的內控並不能預防或察覺錯誤表述。同時，對於未來所做的任何預測都受制於不可控制之風險，因此隨著情況改變，這些預測符合方針和程序的程度會減損。

該報告最後提及：「依照政府查核標準，我們在 2019 年 3 月 6 日也有針對聯邦準備理事會特定部門的法律、規範、合約、以及其他事項做了是否合乎標準的檢驗報告。該份報告僅描述我們的檢驗方式和結果，並沒有對標準本身出具意見。該報告也是整份查核報告的一部份。」

3. 財務報表

4. KPMG 詳細說明其他政府查核標準所要求的報告

#### 3.1.2.4 其他透明度與可究責的例子

關於 Fed 規範與監管銀行業務方面，則是受到 GAO(例如：2019 GAO 的銀行監理改善建議)與 OIG 的監督(例如：2018 OIG 檢討 Fayette County 銀行倒閉報告)。在金融海嘯時，這樣的監督機制更加強了他的力道。例如負責借款的單位就受到了 OIG、Special Inspector General for the Troubled Asset Relief Program、

國會監督小組、國會的金融危機質詢委員會和無數的國會公聽會與檢視的監督。

至於在次貸金融風暴發生期間，Fed 提供緊急借款(Term Auction Facility, TAF, 已於 2010 年 4 月終止)，每一筆的借貸合約內容都有公開揭露，金額會公開在 Fed 每周的資產負債表，同時也設立了一個網站公開每個月給國會的報告，內容包含抵押品的數量與品質等借款合同細節。詳見 TAF 網站和附件 (taf\_data.xls)。

例如：

借款日	到期日	借款人	放貸人	金額	利率	抵押品總額
Dec.20 2007	Jan.17 2008	Citibank NA	NY FED	10 (m)	4.65%	21,053.4(m)

抵押品依種類分(m)						
商業貸款	房貸	商辦貸款	消費者貸款	公債	地方債	Etc...
6,307.2	3,890.3	0	0	0	0	

抵押品依信用評等分(m)						
公債及機構擔保證券	其他 AAA-	AA/AA-	A-	Baa/BBB	投資級	
1,655.3	9,200.6	0	0	0	0	

### 3.1.3 檢視我國央行的制度與貨幣政策實施的問題

第三節所陳述的美國央行在獨立性、透明度與可究責性上的制度、規範和措施，都是我國央行所缺乏的。究竟臺灣央行是否需要這樣的制度？本節首先檢視央行政策執行及其所造成的問題，並參考美國央行的制度，推論臺灣央行在獨立性、透明度與可究責性上相關制度、規範和措施所應進行的改善。

### 3.1.3.1 我國央行的資產負債表

表 3-3 我國中央銀行資產負債表(2018 年 12 月)

金額單位：新臺幣百萬元

資產	金額	比例	負債	金額	比例
國外資產	14,349,642	87.07	通貨發行額	2,197,292	13.33
對政府放款及墊款	0	0.00	政府存款	190,387	1.16
公開市場操作買入有價證券	0	0.00	金融機構存款		
對金融機構債權	1,209,272	7.34	準備性存款	1,866,411	11.33
庫存現金	134	0.00	國庫存款轉存款	10,784	0.07
其他資產	921,178	5.59	定期存款轉存款	529,000	3.21
			郵政儲金轉存款	1,623,666	9.85
			央行發行定期存單	7,816,730	47.43
			其他負債	1,168,465	7.09
			淨值	1,077,490	6.54

附註：國外資產包括黃金、存放國外銀行業和外幣有價證券

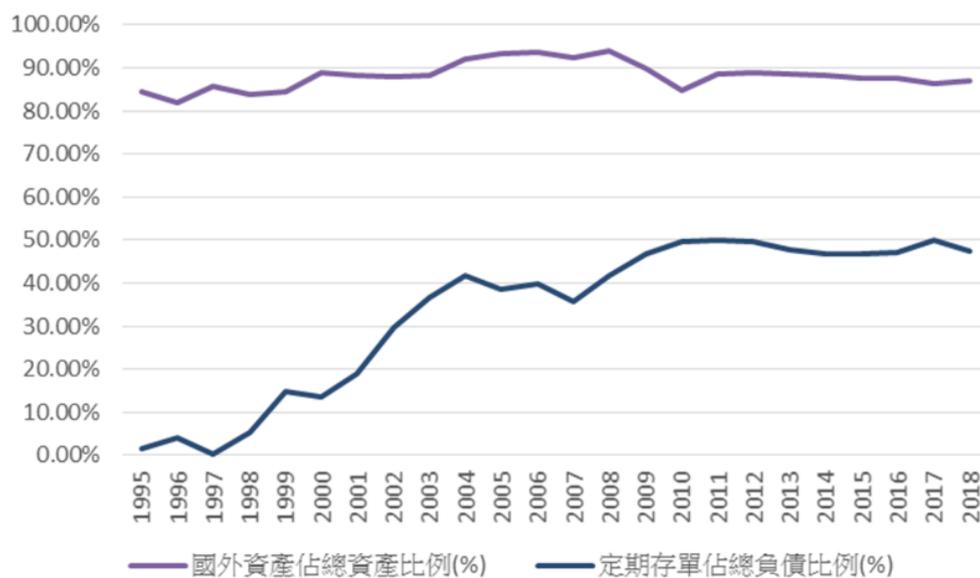


圖 3-1 央行國外資產與定期存單佔總資產比例變化

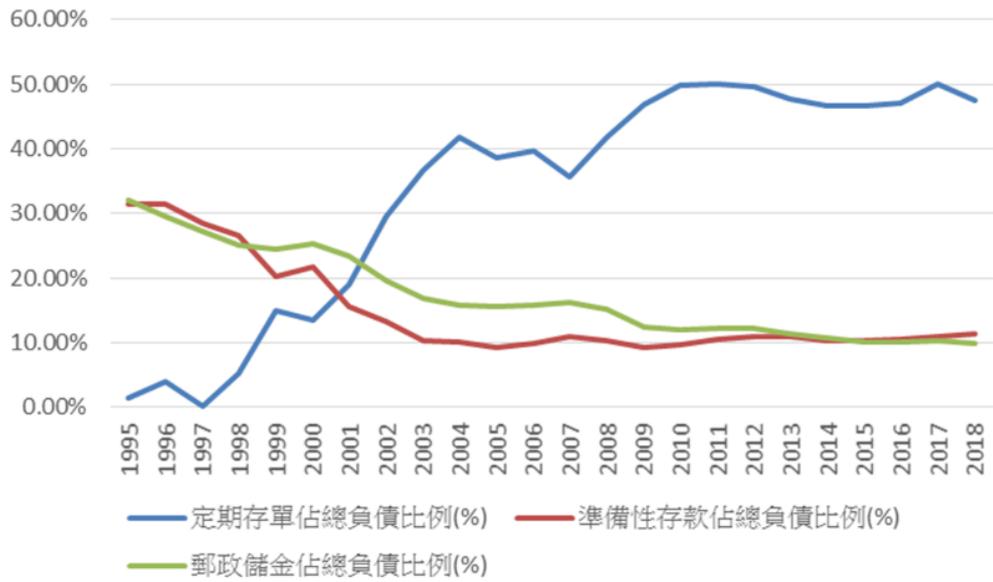


圖 3-2 央行負債組成比例變化

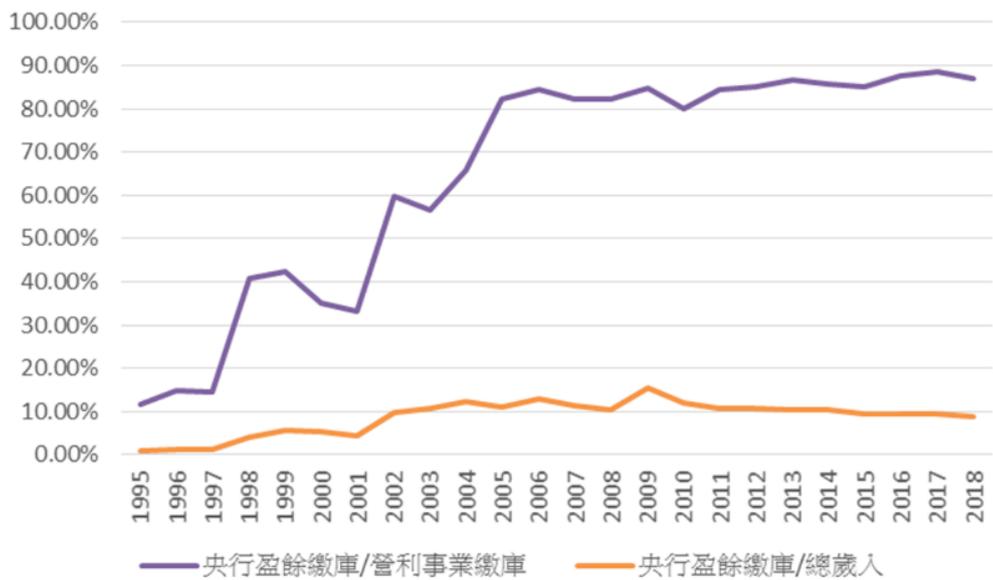


圖 3-3 央行盈餘繳庫比例變化

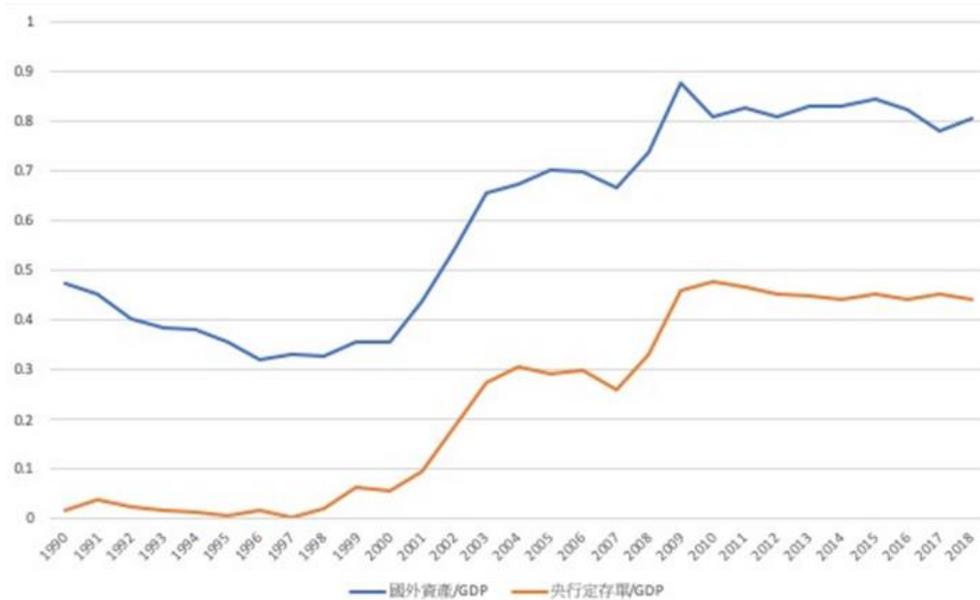


圖 3-4 國外資產與央行定存單對 GDP 佔比

圖 3-1 顯示國外資產佔總資產的比例一直高達八成多甚至九成，圖 3-2 則顯示央行定期存單佔負債的比例的變化與郵政儲金轉存央行和準備金佔負債的比例的變化有關。由圖 3-4 可看出外匯存底和央行定存單發行亦步亦趨的情況。

由表 3-3 我國中央銀行資產負債表可清楚看出，國外資產佔總資產的比例約 87%，央行以本身為債務人向金融機構發行的央行定期存單佔負債的比例約 47%。我們進一步看圖 3-3 央行繳庫盈餘佔年度決算的比例，例如 2017 年央行繳庫盈餘佔年度決算的比例是 9.37%，佔國營事業繳庫盈餘則高達 88.44%。要理解這個比例有多高，可以參考 1995 年的數據：央行繳庫盈餘佔年度決算的比例是 1.03%，佔國營事業繳庫盈餘則為 11.79%。這樣的資產負債表以及高比例的央行盈餘繳庫，到底呈現出甚麼問題？這是以下要探討的。

### 3.1.3.2 影響央行盈餘主要因素

央行龐大盈餘究竟是怎麼來的？探討影響央行盈餘的主要因素可以幫助我們瞭解央行的匯率政策和貨幣政策的潛在問題，繼而思考如何透過增進央行執行貨幣政策的獨立性，特別是預算的獨立性，且在給予央行獨立性的同時，建立督促央行增加透明度與可究責性的制度，以減輕央行政策所造成的問題。

央行盈餘大約可由以下公式表示：

$$\text{央行盈餘} = \text{國外利率} * \text{外匯存底} - \text{定存單利率} * \text{央行定存單}$$

龐大盈餘主要來自以下幾個面向：(1)外匯存底多(央行進入匯市買入美元)；(2)臺幣匯率低(根據研究，央行阻升不阻貶)；(3)央行定存單發行不多(沖銷不足游資氾濫)；(4)定存單利率低(國內利率長期處於低檔)。<sup>11</sup>

### 3.1.3.3 長期依賴貶值政策和低利率的問題

由央行龐大盈餘所看出的問題是，央行干預匯市、採取低匯率和低利率的政策。文獻指出，低估的匯率和長期低利率將造成民眾財富減少與所得重分配，不利產業研發升級，並使產業發展失衡等：

1. 貶值政策猶如補貼出口廠商，全民買單補貼廠商的所得重分配；
2. 低利率會助長房價上漲造成財富重分配；
3. 低利率有利於貸款人而不利於儲蓄者，造成所得重分配；
4. 低估的匯率使資源大量流入出口導向的製造業，造成資源扭曲與錯置、內需發展不振，缺乏發展高品質內需產業之誘因，產業發展失衡，也不利於內需產業和金融產業之健全發展；
5. 貶值政策的既得利益者(出口廠商)會越依賴此政策，進而阻止政府進行改革貶值政策；
6. 貶值政策會造成提高廠商的研發成本，降低產業升級的誘因；
7. 造成大量的外匯存底累積，當外國利率較低時會造成鉅額的利差損失；
8. 本國貨幣政策失去其獨立性，並創造出貨幣政策太過寬鬆(低利率)的環境(參考資料：陳旭昇(2018)「臺灣匯率貶值政策之探討」；Haddad and Pancaro 2010；Chen 2017)。

我國央行龐大盈餘繳庫其實付出很大的代價。央行繳庫盈餘十幾年來高達政府歲入 10%，反映政府財政健全性之不足，亦會造成財政上的依賴；而央行的盈餘繳庫目標可能扭曲其貨幣與匯率政策，尤其是外匯存底累積過於龐大時，這些都會使貨幣政策失去獨立性，甚至在遭遇經濟衝擊時難以有效回應。而長期的低匯率和低利率政策所造成的民眾財富減少與所得重分配等效果更是由全民負擔。

央行理事會也認知到這樣的政策會造成問題並建議研究改善。檢視這一年多來的「理監事聯席會議議事錄摘要」，我們發現有理事對於貨幣政策採低利率的長期效果、貨幣政策決策機制與執行架構，以及房貸佔比過高的隱憂等，建議央

---

<sup>11</sup>利率是否高或低，並不是與所謂的中性利率(neutral rate of interest)相比，而是要看是否有無超額資金供給(excess funds supply)。過去十幾年來，臺灣一直有超額資金供給。例如，2021 年 1 月，銀行存款放款差額有 14 兆元，約占國民生產毛額三分之二，表示有很多超額資金供給的「爛頭寸」。資料顯示(Chen, 2022)，從 2000 年到 2022 年本政策建議書截稿為止，臺灣的銀行隔夜拆款利率比美國、韓國和歐盟皆低。

行進行研究和評估，然而，截至 2019 年 12 月初，我們找不到央行針對這些建議發佈任何有關的研究和說明。以下簡要摘錄理事們的建議。

有位理事認為低利已久，可以考慮釋放央行會參考其他指標做出不同決策的訊息，影響大眾預期心理。數位理事認為貨幣政策應考量長期因素與更廣泛的因素。有位理事認為需要有完整的事前分析與預測，或可跳出以前調整的模式（2018 年 9 月 27 日第 15 次會議）。

有兩位理事提出應增加 M2 成長目標的討論次數或調整政策制定框架。但得到的回應大抵是，「現行做法已經很好」。有位理事認為可以關注其他央行改採通膨目標化機制的現象。多位理事談到利率政策制定應考量長短期因素（2018 年 12 月 20 日第 16 次會議）。

有位理事認為近期央行的宣示與實際指標衝突會損及央行可信度，應可參考 Fed 對其貨幣政策架構及貨幣政策工具有效性進行全面改革。有位理事提到低利政策的長期效果（2019 年 3 月 21 日第 17 次會議）。

有位理事已經針對房貸佔比過高的問題提出示警。多位理事表達低利政策的長期效果及應該思考其他政策的可能性（2019 年 6 月 20 日第 18 次會議）。

兩位理事認為房貸佔放款比例漸高有潛在風險，需評估（2019 年 9 月 19 日第 19 次會議）。

#### 3.1.4 政策建議小結

首先，央行應思考執行匯率貶值以及低利率政策是否可以作為促進臺灣經濟成長和穩定金融的策略。由於前述龐大央行盈餘繳庫所造成的問題和代價，政府應思考提高央行執行貨幣政策的獨立性，特別是預算的獨立性；此外，央行理事會是主要的貨幣政策決策單位，但行政院財政部長及經濟部長為當然理事，並為常務理事，可能有行政部門干擾貨幣政策之虞。然而，給予央行獨立性的同時，應建立制度和規範督促央行增加透明度與可究責性。依據我們對於央行龐大盈餘所顯示出的政策執行問題的瞭解，以及參考 Fed 提高透明度與可究責性的制度與規範，我們建議行政部門和央行建立制度，採取增進透明度與可究責性的措施，以期央行政策的執行更有效率，民眾也得以判斷央行匯率政策和貨幣政策之得失，

並進而釐清責任歸屬，促成良性的政策討論：<sup>12</sup>

1. 央行應盡量揭露其匯率政策的制訂目標和決策過程，對於低利率政策的短期和長期效果應進行研究，並揭露在何種情況下會做甚麼改變。(參考：Fed 揭示貨幣政策正常化及資產負債表正常化的可能措施和時程。)
2. 央行應適當揭露外匯市場干預活動的相關資料與資訊。(參考：紐約聯邦準備銀行在外匯市場的操作會以季為單位延遲 2 年對外公開，內容包括成交日、交割日、交易性質屬干預或一般買賣、購買幣別、購買數量、販賣幣別、販賣數量、匯率及單位、交易對手等。)
3. 央行的財務報表以及出具財務報表的內控都應經過內部的獨立機關以及外部機關查核。(參考：Fed 每年會由外部機關查核其財務報表，Fed 底下獨立的 OIG 也會監督整個查核過程。)
4. 央行應揭露其外匯資產的組成內容。(參考：Fed 所持有的每一張證券都編號並且可以在紐約聯邦準備銀行的網站上查詢；紐約聯邦準備銀行負責進行因應財政部要求的穩定匯率操作，每一季都有出報告，報告會總結其對外匯市場的看法，揭露是否干預外匯市場，以及所持有的外國資產現值和外國資產的組成內容等。)

---

<sup>12</sup>美國財務部 2021 年 1 月出版的「美國主要貿易夥伴的總體經濟和外匯政策的報告書」(Department of Treasury Report to Congress: Macroeconomic and Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States, 中，引用布拉德·謝瑟(Brad W. Setser, 2019) 的研究報告，把臺灣列為外匯操縱國觀察名單，因為臺灣央行干預外匯市場、淨買超外匯比央行自己公開的數目多很多，但央行的報告不但沒有按 IMF1999 年建立的 IRFCL (International Reserves and Foreign Currency Liquidity) 標準公開外匯干預情況、也並沒有揭露外匯買超數量。

## 3.2 貨幣政策的決策過程

在進行金融改革的同時，我們應該進一步檢討，如何改革貨幣制度。此種思維乃因我們發現臺灣的貨幣主管機關及機構過於保守，其中包括中央銀行及主要商業銀行。由於長期的低利率及低匯率政策，形成過剩的資金，使得民間消費者無法獲得有力的利息所得，無法享受高價值的新臺幣匯率。在面臨國際金融海嘯的衝擊後，全球經濟持續處於不穩定的調整。面對國際間利率趨於負利率的現象，臺灣的貨幣政策及匯率政策應該如何應對，以達到政策目標，提高全民福利，這是大家所關切的議題。然而，由於中央銀行保守行為，乃是根源於它的決策機制問題。而決策機制受制於中央銀行的政策決定的組織，因此改造中央銀行決策組織的組成及運作，乃是當前貨幣改革當務之急(Hsu, 2004；Warsh, 2018)。

此外，除了考量中央銀行組織的改革，以強化貨幣機構的公司治理(governance)，貨幣政策的決策應該進一步的加強它的政策功能，俾達到社會福利的最大化。因此，進一步的檢討貨幣政策目標及貨幣政策的操作目標，亦是另一個重要議題。

### 3.2.1 貨幣政策目標

現代的中央銀行，無論原始創立的初衷為何，如今各國的中央銀行所扮演的角色，主要是政府的銀行、發行貨幣的銀行、做為一般銀行的銀行。基於這些特性，中央銀行被賦予各種權力，但也被要求必須達到一些政策目標，這就是中央銀行的義務。

中央銀行的政策目標，因為各國的經濟金融環境不同，因此大眾對於中央銀行要求達到的目標也不一。此外，研究中央銀行業務及政策的貨幣學者的觀點及主張，又與執行中央銀行義務及政策的中央銀行家或實務者，有顯著的差異。也就是說學院派的貨幣學者與執行中央銀行實務的中央銀行家或官員，他們對於貨幣政策目標的主張是不一樣的。

由於貨幣學及國際金融理論的研究成果及主張被主要國家的中央銀行採用，自從 1990 年以來，維持的物價穩定普遍受到重視。因此在經濟環境及金融發展的良好條件下，歐美各國物價穩定乃能實現。然而，由於國際金融市場的開放及金融創新的持續發展，金融不穩定及金融危機乃不斷出現，以至於危及經濟成長及就業穩定的達成。尤其是 1997 年至 1998 年亞洲金融危機及 2007 年至 2009 年美國次貸危機與國際金融海嘯，都讓貨幣學家重新思考如何定位中央銀行的貨幣政策。當然各國中央銀行也重新改進貨幣政策的目標，尤其是加重中央銀行穩定

金融的任務。

從亞洲金融風暴的經驗，出現金融危機的國家，最終導致國家破產，中央銀行的外匯存底枯竭。比較出現金融危機及未出現金融危機的兩個群體，前者包括韓國、泰國、印尼，後者包括日本、臺灣、新加坡、香港。後者擁有的外匯存底較多，前者較少。換言之，有效外匯管理及持有充分的外匯存底是中央銀行有能力得以在金融危機即將爆發之際，捍衛外匯市場及金融市場的穩定，阻止金融機構系統性倒閉。此外，日本、臺灣等國，在危機來臨時，中央銀行及財政部一起協同合作，對於大型金融機構採取紓困措施避免倒閉，以防止金融機構系統性倒閉危機。換言之，亞洲金融風暴就讓日本及臺灣知道中央銀行及金融主管機關必須避免「系統風險」(systemic risk)出現，以免形成金融危機。

另外，從 2007 年至 2009 年美國次貸危機國際金融海嘯的經驗，不難發現，始作俑者便是美國聯準會。首先，聯準會未阻止房貸泡沫的形成；其次，聯準會未紓困第四大投資銀行雷曼兄弟，任其倒閉，以致於引發系統性金融危機及國際金融海嘯。美國次貸危機的形成，包含信用泡沫及住屋資產價格泡沫。信用的擴張來自於銀行的貸款、貸款證券化金融商品、與衍生性金融商品的擴大發行。聯準會對於銀行信用的擴張，在金融資訊中本來就可以知悉並採取政策阻止銀行信用過度擴張。因此，美國次貸危機爆發前的信用泡沫及房屋價格泡沫的產生，源自於貨幣政策未能有效應用。因此，維持金融穩定及健全銀行業務做為中央銀行的貨幣政策目標確實有必要。

中央銀行做為「銀行的銀行」，對於銀行及大型的金融機構具有扮演最後資金融通者的角色。如果研究美國聯準會在幾次金融危機出現所採取的因應措施，我們發現聯準會對於金融機構的紓困有差別待遇。例如：1998 年長期資本管理公司(LTCM)是一家資本額極大的避險基金(或對沖基金)，因為遭遇俄羅斯政府公債倒債危機，引發可能破產的危機。聯準會出面，召集銀行團給予資金融通，當然免不了聯準會也會給予紓困銀行團的資金支持。另一個例子是 2008 年初，美國第五大投資銀行 Bear Sterns 因為次貸危機衝擊，缺乏資金流動性，股價大跌，面臨倒閉危機。聯準會介入，協調摩根大通銀行買下 Bear Sterns，當然聯準會對摩根大通銀行也提供資金支持。

上述聯準會對於非商業銀行的避險基金及投資銀行面臨流動性不足倒閉危機採取積極介入，以維持金融市場穩定。可是 2008 年 9 月的雷曼兄弟投資銀行倒閉危機，聯準會卻是兩手一攤，未採取紓困措施，以致釀成全球金融海嘯。

2007 至 2009 年美國次貸危機及國際金融海嘯的經驗，對於中央銀行的調節金融，以「促進金融穩定」的貨幣政策目標十分重要。除了在避免系統性金融危

機發生，中央銀行以「做為銀行的銀行」的角色，採取「最後銀行貸款融通」措施外，中央銀行也可以利用對於銀行融資之信用調整的貨幣政策，以避免銀行從事過度追求高風險投資來獲取高的報酬。由美國的經驗，貨幣學者，例如史坦福大學的 John Taylor 就批評，聯準會於 911 事件後，為刺激經濟於 2002 至 2005 年持續採取低利率的擴張性貨幣政策，以至於促使銀行及其它金融機構採取尋求高殖利率的資產投資，因而過度風險投資持續上升。不但造成信用泡沫，也催促了房屋資產價格泡沫。因此，中央銀行在促進金融穩定之外，尚須協同金融監管機關，共同「健全銀行業務」。金融監管機關固然可以採取「宏觀審慎監理政策」(macroprudential policies)來監督規範金融機構，以抑制它們進行過度風險的投資，避免「槓桿循環」(leverage cycles)發生，形成信用泡沫及資產價格泡沫。然而，金融監管機關的監理政策施行，常常會有外來的政治壓力阻止宏觀審慎監理政策的執行。因為國會議員的遊說，就會帶來金融監管機關的困擾。因此，由中央銀行的貨幣政策來抑制銀行信用擴張，較能避免銀行過度進行高風險投資。這就是中央銀行的貨幣政策目標仍然必須納入「健全銀行業務」的道理。

中央銀行除了採取管理銀行信用的貨幣政策，以抑制銀行從事過度風險性的資產投資，另外中央銀行在短期利率低於目標水平，無法以降低利率的貨幣政策來對銀行進行流動性的支援時，因而採取「量化寬鬆」(QE)的非傳統貨幣政策，以支援銀行準備金。此種非傳統的貨幣政策也被納入「宏觀審慎監理政策」，為上述金融監管機關採取的銀行金融監督管理「宏觀審慎監理政策」的相對稱金融信用政策(參閱 Choi and Cook, 2012; Angelini et al, 2014)。

中央銀行的傳統貨幣政策目標為維持物價穩定、促進經濟成長與就業穩定。而在開放經濟體，匯率由外匯市場決定，與金融資產價格由金融市場決定相似，因此匯率及資產價格波動的風險乃不能避免。穩定匯率波動，降低匯率風險，也被小型開放經濟體列為中央銀行的貨幣政策目標之一。因而匯率政策與利率政策同被視為貨幣政策的範圍。匯率政策於固定匯率制度的國家，是升值或貶值政策。在浮動匯率制度的國家，是管理式的外匯市場干預政策。

無論是貨幣理論或開放經濟下的國際貨幣學，在理性預期及時間一致性問題的研究文獻均達到共識，即貨幣政策應以物價穩定為首要追求的目標。就業穩定與促進經濟成長為次要目標。因此，許多國家的中央銀行為了有效抑制通貨膨脹，傾向採取「通貨膨脹目標定位管理制度」(inflation-targeting regime; 簡稱 I-T regime)的貨幣政策。依據文獻的研究大約有佔全球三分之二 GDP 的國家採取此 I-T 定位管理制度的貨幣政策(Walsh, 2017)。這就是 1990 年代以來，各主要工業化國家能夠控制物價在低通膨水平的原因。而且這些採取 I-T regime 貨幣政策的國家，在 2007 至 2009 年國際金融海嘯來臨前，不但享受低通膨，而且也有穩定的經濟成長。

必須進一步說明的是「通貨膨脹目標定位管理制度」貨幣政策的主要成分，是中央銀行必須宣布正式通貨膨脹目標。而且中央銀行常會伴隨著定期發布通貨膨脹預期值。目前國際間，採行此種制度的國家有 30 個(Walsh, 2017, P358)。此外，中央銀行採取「通貨膨脹目標定位管理制度」的貨幣政策，顯示政策的透明度立場。

美國聯準會的貨幣政策並沒有採行此種以物價穩定為首要目標定位的管理制度，不過它宣布通貨膨脹率目標及失業率目標，並且也定期預測通貨膨脹率及失業率。Bernanke 在 2012 年 1 月宣布採行浮動式通貨膨脹目標定位管理制度，因為聯準會仍然以物價穩定及追求就業穩定為政策雙目標。相對於美國，臺灣的中央銀行的貨幣政策並沒有宣布通貨膨脹率目標及失業率目標。因此也就不對外宣布這兩個政策目標的預測值。顯然可以看出臺灣的貨幣政策透明度是不足的。不過，相對於美國，臺灣的貨幣政策目標，依據「中央銀行法」的規定，物價穩定、匯率穩定、金融穩定及健全銀行業務的目標，優先於促進經濟成長的目標。這樣的貨幣政策目標要求，也與歐洲中央銀行的貨幣政策目標類同。不過，無論如何臺灣的貨幣政策並不宣布任何數據來做為政策目標定位。這就顯示臺灣的中央銀行缺乏透明度。

以「通貨膨脹目標定位管理制度」的貨幣政策在實際執行時，並不是只有照顧到物價穩定，而不去穩定經濟及金融。物價穩定目標係指貨幣政策長期應達到的政策目標。因此短期間，中央銀行仍可追求就業穩定及金融穩定的目標。而在採行此種貨幣政策的管理制度，確實有避免通貨緊縮的問題。日本央行也在 2013 年宣布採取 2%通貨膨脹率目標定位管理制度，著眼於避免過度通縮持續，因為日本金融及經濟體系一直飽受通貨緊縮的威脅。此外，從許多實施此種管理制度的國家，不但通貨膨脹率得到控制，而且實質經濟成長亦很強勁。

以「通貨膨脹目標定位管理制度」的貨幣政策，是學院派長期研究，而為多數 OECD 產業國家的中央銀行所採用的貨幣政策的執行目標。一般民眾或反對的經濟學家會以為此種貨幣政策的執行，可能因強調價格穩定為首要目標，因此會認為執行這樣的貨幣政策會太過嚴格，會讓就業及所得成長波動擴大。然而，實際上，在執行此種管理制度的貨幣政策時，中央銀行只是把物價穩定的數字目標視為是貨幣政策的長期目標，而非短期目標。因此短期間，中央銀行仍然有餘力，在物價平穩下，穩定經濟及金融體制。這就是美國的貨幣政策採行的「浮動性的通貨膨脹目標定位管理制度」(flexible inflation targeting regime)。

儘管如此，有些貨幣學者亦提出以名目國民所得為目標定位的管理制度，亦即「名目國民所得目標定位管理制度」(nominal income targeting NGDP regime)貨

幣政策。例如：Garin-Lester-Sims (2016)就指出在新凱因斯學派「動態隨機一般均衡模型」(DSGE Model)以美國的資料，證明名目國民所得目標定位的貨幣政策法則的社會福利，大於通貨目標定位的貨幣政策法則，也大於Taylor 貨幣政策法則。但此模型為封閉經濟的總體經濟模型。另外，名目國民所得的資料是每季才發表，不像物價及就業或製造業生產指數是每個月發表的資料。因此在實際執行貨幣政策，是否名目國民所得將目標定位會比較困難操作，頗是值得研究的問題。

臺灣為一個依賴國際貿易的國家，因此進口及出口的貿易量極大，對於匯率風險的敏感度極高。因此，若匯率波動劇烈，企業廠商及消費者的生產及消費決策就變得十分困難。有鑑於此，貨幣政策的目標也納入了維持新臺幣幣值穩定的目標。然而就像維持物價穩定的目標為貨幣政策的長期目標，中央銀行的匯率穩定目標是短期目標？還是長期目標？另外，匯率的穩定應該以什麼外幣為基準？一般而言，國際貨幣金融學者多認為貨幣政策的匯率目標，應該以有效匯率為指標。因此，匯率穩定的政策應該是長期政策，與物價穩定目標是長期的貨幣政策目標相同。但是均衡的匯率應該在哪一水準？或者說均衡匯率所對應的長期均衡匯率水準該設定在何年呢？這是值得研究的主題。畢竟大家都認為新臺幣的匯率已經長期被扭曲低估，主要是大家認為新臺幣匯率太便宜，外資來臺買資產及消費都處於相對有利地位，是否我們的資產會被廉價購買？我們的公司及金融機構的資產價值，不待會計重估，事實上因為匯率低估，資產價值已是低估了。

儘管臺灣的經濟，依賴進口及出口貿易極深，而且本國企業對外實際投資及國人於投資購買外國金融資產非常普遍，大家都希望新臺幣匯率能夠穩定，減少匯率風險，這樣才有利個人及企業的決策。然而，畢竟匯率是資產價格一環。就如同股票價格、債券價格、房地產價格等一樣，應該由市場供給需求來決定價格。因此，如果政策干擾資產市場運作，必然造成市場價格扭曲，不僅使資產配置無效率，同時也使市場交易雙方，失去公平交易的地位。因此，雖然中央銀行的貨幣政策目標包括穩定匯率，可是中央銀行不應時刻在外匯市場進行干預，必須遵守市場自由交易的原則。只有在外匯市場極度不安定，且有趨勢走向持續升貶投機交易很嚴重，中央銀行才在外匯市場調節。

基本上，中央銀行貨幣政策目標之達成，必須是採用貨幣政策的工具，以總體經濟穩定及金融穩定為目標，而不是在外匯市場直接干預或是管制國際資金流動。中央銀行必須以短期利率為政策中間目標，在貨幣市場進行資金調節的操作，調整銀行準備金，以影響貨幣供給及信用供給。

自從亞洲金融危機以來，臺灣的貨幣政策對於新臺幣匯率的干預，被批評是政策上阻止新臺幣匯率升值，但放任新臺幣貶值。結果是因中央銀行的外匯市場干預，缺乏貨幣市場的資金沖銷措施，新臺幣過剩資金充斥市面，也累積了大量

的外匯存底。低的新臺幣匯率固然有利出口企業，但是卻不利一般大眾的福利。而中央銀行讓新臺幣資金充斥市面，固然讓郵政儲金回存中央銀行，但是利率也被壓低，也讓過多資金，幾兆元的過多剩餘資金留存在中央銀行，未有效應用於投資。

值得一提的是，我們對於中央銀行在過去的貨幣政策及外匯政策感到惋惜。由於在總體經濟的發展，有各種原因造成臺灣存在大量的過剩儲蓄，此反映在對外貿易上，即為鉅額貿易順差，進而形成大量的國際收支盈餘。中央銀行為了協助出口與經濟成長，不讓新臺幣大幅升值，乃藉大量買進外匯，抑制新臺幣升幅。同樣也為了促進投資與經濟成長，中央銀行在外匯市場操作，因買匯而釋出的強力貨幣；然而同時因為在貨幣市場上，中央銀行不肯大幅沖銷，致令金融市場資金過剩，利率持續走低。其結果就是外匯存底迅速累積、新臺幣兌外幣匯率價值被壓低，以及造成長期低利率。

隨著 2020 年全球經濟走向低成長局面，而歐美及日本的短期利率可能趨向負利率，臺灣的利率被進一步壓低是極有可能。這對長期利率的壓抑，會不利於保險公司、退休金等長期資金的虧損。是否會引發金融危機，令人擔憂。日本前中央銀行總裁白川芳明(現為日本高山學院國際政治經濟特任教授)就稱日本長達 20 年的低利率是「日本化的低利率」(Japanification)。

### 3.2.2 中央銀行決策過程與組織改造

由 3.2.1 節的分析可知，臺灣的貨幣政策缺乏透明度，因此很容易會失去大家對中央銀行的可信賴度。如果哪一天金融市場遭到攻擊，類似亞洲金融風暴的投機衝擊，則市場會出現混亂。另一方面，中央銀行的政府治理方面，是否缺乏獨立性及有效率性？政策決策過程是否欠缺周詳？缺乏民主？過於保守？這與中央銀行的貨幣政策決定的組織息息相關。

儘管臺灣的中央銀行的上層決策組織與一般銀行的組織類似，有理事會及監事會，而且每季開會一次。然而中央銀行的實際運作都是總裁制，因為除了中央銀行官員是全職理事，其它外部的理事都是兼職開會而已。這也看出來，臺灣的中央銀行的理事會議經常很短時間就結束，其他國家的中央銀行理事會議，例如美國聯準會的理事會議，經常持續兩個工作天。不僅所有理事都是專職，而且還與聯準會的分區總裁共同組成公開市場操作委員來執行貨幣政策，並監督貨幣政策的運作。其他國家如日本、英國也在 1998 年歐洲央行成立時，改制中央銀行的決策組織架構，理事會組織成員已經排除財政部等其它部會官員，同時也設置貨幣政策委員會，類似美國的聯準會之公開市場操作委員會，以執行及監督貨幣政策的運作。

在 2008 年國際金融海嘯爆發以後，各國政府體認到金融穩定及避免金融危機的發生，不只是金融監督管理委員會的職責，中央銀行的貨幣政策應該加強，將金融穩定及避免系統性的金融危機納入中央銀行貨幣政策的主要目標。因此，除了穩定物價通膨的目標是貨幣政策的主要目標，金融穩定及避免系統性金融危機也是另一個貨幣政策的主要目標。

從 2007 年次貸危機的出現及 2008 年冰島的金融風暴，我們不難看出，中央銀行只充當銀行的最後融通者角色是不夠的，是太消極地應付金融穩定及金融危機的爆發。中央銀行擁有金融資訊，瞭解資金流動情況，早就應有預警機制。中央銀行必須跟金融監督管理委員會互相聯繫，運用量化的信用管理措施及銀行業務檢查，一起來阻止信用過度擴張及信用泡沫引發的資產價格泡沫。這就是 Eichengreen (2011) 所提出的貨幣政策建議，即各國中央銀行的貨幣政策的執行，應再搭配使用「宏觀審慎監理(macroprudential)政策工具」，藉以達到金融穩定目標。因此，宏觀審慎監理可以補強總體經濟政策及個體審慎監理政策(microprudential policy)之間的政策漏隙。

基於金融穩定的考量，中央銀行的貨幣政策委員會及理事會的成員不但應專職，而且也必須符合專業的要求。政府其它部門的官員不應兼任理事及兼任政策委員。如果中央銀行理事的專業必須涵蓋農業金融、經濟貿易、財政國庫的專業，那麼就遴選有該專業的專家擔任理事。這才能彰顯中央銀行的獨立性，解決理性預期及貨幣政策不一致性所造成的通貨膨脹問題。

面對全球流動性過剩，造成低利率問題。而各國投資停滯進一步形成通貨緊縮的危機。臺灣的貨幣政策及中央銀行的決策是否可以積極化解持續的「失落 2020 年代」呢？這就有賴中央銀行的組織改造及有效的決策機制。

在低利率及低新臺幣匯率的情勢下，中央銀行的貨幣政策之決策應該改弦更張。不僅貨幣政策應具有獨立性，更應該具有透明化及可信賴的決策機制。前節我們指出中央銀行的貨幣政策應採取類似「泰勒法則」、「通貨膨脹目標定位管理制度」、「名目所得目標定位管理制度」的政策。此外，匯率的穩定是否應納入貨幣政策的最終目標？而應以有效匯率穩定為政策的長期目標，匯率應由外匯市場自由決定。此外，中央銀行也應與市場參與的投資人維持有效溝通，才能讓貨幣政策透明化。

中央銀行的政策決策，無論是總體經濟政策，抑或是宏觀審慎監理政策的決策，應該有科學化的總體動態模型及金融風險評估模型的分析，才能建立民眾對於中央銀行的政策決策的信心及提高可信賴度。

### 3.2.3 美國、歐元區及日本的中央銀行制度

為了更加強我們對於臺灣的貨幣體制改造的主張，以下將分別描繪日本、歐元區、美國的中央銀行的基本核心架構及貨幣政策決策機制。首先，以眾所周知的美國聯準會及 12 區的聯邦準備銀行組成的「聯邦準備體制」(The Federal Reserve System)說明先進國家的貨幣組織架構。聯邦準備體制主要由 3 個分支單位形成，12 個「區域聯邦準備銀行」、華府的「聯邦準備理事會」、「聯邦公開市場操作委員會」(FOMC)。

聯邦理事會(簡稱聯準會)由 7 位專職理事組成，任期 14 年；其中有 1 位理事會主席及 2 位副主席，任期 4 年，可以連任，又其中 1 位副主席是金融監管副主席(Vice Chair for Supervision)。2010 年「Dodd-Frank 金融改革法案」為加強中央銀行的金融穩定職責，特別要求聯準會之理事會副主席必須專責金融監理職責。而「聯邦公開市場操作委員會」就是擬定貨幣政策短期利率指標、公開市場操作、反流動性與信用工具之主要單位；同時也控制銀行超額準備金利率及重貼現率。公開市場操作委員會由 12 位具投票權的委員組成，其中包含 7 位聯準會理事、紐約聯邦準備銀行總裁、4 位由其他 11 家區域聯邦準備銀行輪流擔任，公開市場操作委員會每年開會 8 次。

聯準會的理事每位在「公開市場操作委員會」均有投票權以決定貨幣政策。除此之外，理事均負責金融業的監督及規範。當然聯準會中最有權力的是聯準會主席，他(她)是理事會及公開市場操作委員會的主席。應該強調的是美國貨幣政策及聯邦準備體制(Fed)的決策是委員會議共同決定的，即由公開市場操作委員會具投票權的 12 位委員共同決定，而非 1 人獨裁決定。

其次，就歐洲的貨幣體制而言，分成兩大體系，(1)是根據 1992 年在荷蘭簽訂的「馬斯垂克」(Maastricht)條例所成立的「歐洲中央銀行體制」(the European System of Central Banks, ESCB)；包括在德國法蘭克福的「歐洲中央銀行」(the European Central Bank, ECB)、28 個歐盟(the European Union, EU)國家之中央銀行組成的「國家中央銀行團」(NCBs)。這是「歐洲貨幣同盟」(European monetary union)(2)歐元體系(Eurosystem)；包括「歐洲中央銀行」(ECB)及 19 個使用歐元國家的中央銀行(NCBs of euro-area countries)。歐元是由歐洲中央銀行(ECB)發行，ECB 成立於 1998 年 7 月 1 日。

歐元體系(Euro system)組織架構與美國聯邦準備體制很相似。(1)6 個委員組成的「行政委員會」(Executive Board of the ECB)，其中每位委員任期 8 年，不得連任。6 位委員中，有 1 位是中央銀行總裁，有 1 位副總裁。行政委員會的職責

是督導歐洲央行及歐元體系的運作。其功能與美國的聯準會相近。(2)19 個使用歐元國家的中央銀行總裁任期至少 5 年。19 個歐元區的中央銀行之功能與美國的 12 分區的聯邦準備銀行相似。(3)「督導委員會」(Governing Council)，由 25 位委員組成，其中包括 6 位行政委員會委員及 19 個歐元區的中央銀行總裁。委員會每年開會 8 次，主要是決定歐元區的貨幣政策，每位委員均有投票權。歐洲中央銀行的督導委員會與美國聯邦公開市場操作委員會的功能及運作相似。

第三，就日本的中央銀行的組織架構而言，1998 年 4 月日本政府根據「1997 年日本銀行法」，重新改革中央銀行制度。日本中央銀行(BOJ)的主要貨幣政策目標有二，一為物價穩定，另一為金融部門的穩定。而貨幣政策的決定，主要是由 9 位委員組成的「貨幣政策委員會」會議決議，委員會每年開會 8 次。日本銀行貨幣政策委員會的成員，包括 1 位總裁及 2 位副總裁。這 9 位成員仍然每周集會，決定與日本經濟及國際金融相關事務。9 位成員都是專職，是由內閣及國會同意任命，任期 5 年。財政部及經濟企劃廳也各派出 1 位代表參加「貨幣政策委員會會議」，但是沒有投票權。不過政府代表必要時，可以在會議中要求貨幣政策延後實施。值得注意的是日本財政部有權運用政府基金，要求日本中央銀行在外匯市場買賣日圓以干預日圓匯率。因此比較日本中央銀行(BOJ)及歐洲中央銀行(ECB)，日本央行較缺乏政策獨立性及政策執行權力範圍較小。

#### 3.2.4 政策建議小結

臺灣中央銀行長期的低利率及低匯率政策，以至於形成臺灣過剩的資金，使得民間消費者無法獲得有力的利息所得，無法享受高價值的新臺幣匯率。此癥結在於中央銀行缺乏獨立性及有效率性，致貨幣政策決策過程，過於保守欠缺周詳，缺乏透明度，這些問題與中央銀行的貨幣政策決定組織息息相關。基於此考量，建議中央銀行的貨幣政策委員會及理事會的成員不但應專職，而且也必須符合專業的要求，政府其它部門的官員不應兼任理事及兼任政策委員。中央銀行的專職貨幣政策委員會及理事會產生方式，建議採用美國聯準會產生方式，置專職理事。

### 3.3 匯率政策的決策過程

匯率政策係指一國政府利用該國貨幣匯率的升降來控制進出口與資本流動，以達到外匯市場供需平衡之目的。由於其為一種總體經濟政策，因此具有一定的政策目標與操作規則，例如維持經濟成長與充分就業、維持幣值穩定（控制通貨膨脹），或是多種目標的組合等，其重點不外乎：(1)保持出口競爭力，實現國際收支平衡與經濟成長的目標；(2)穩定物價；(3)防止匯率過度波動，從而保證金融體系的穩定。

#### 3.3.1 匯率政策分類

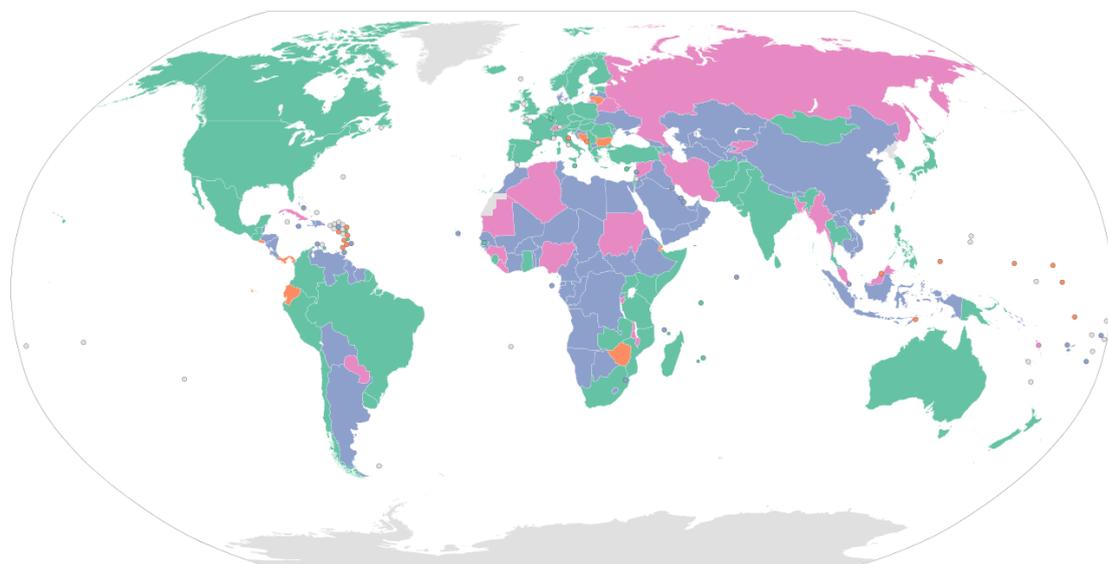
IMF 於 2009 年根據會員國的實際情況，將匯率制度區分為 10 種，如表 3-4：

表 3-4 IMF 匯率制度分類

制度名稱	內容
沒有個別的法償貨幣	沒有自己專屬的貨幣，而是以他國貨幣作為法償貨幣。
聯繫匯率	一國立法承諾本國貨幣與另一外國貨幣的匯率為固定，貨幣當局發行通貨必須嚴格遵守維持固定匯率的義務。
一般釘住匯率	一國貨幣的價位釘住另一國或一籃子他國貨幣，基準通貨（或通貨籃）必須向 IMF 報備。匯價要在中心匯率上下 1% 狹幅區間波動，或是即期匯率的最高與最低價維持在 2% 波動幅度內至少 6 個月。
匯率穩定制度	一國貨幣的即期匯價波動幅度維持在 2% 區間內達 6 個月以上。波動區間要穩定在基準貨幣（或通貨籃）某一統計標準（如移動平均或其他統計量）的區間內。
爬行釘住匯率	一國匯率在固定價位小幅調整，或根據特定量化指標的變動而調整。調整的規則與參數須向 IMF 報備。
類似爬行制度	一國貨幣的波動幅度相對另一統計趨勢值維持在 2% 區間內達 6 個月以上，波動幅度大於釘住匯率制度的波幅，且年率化的變動率達 1% 以上。
區間釘住匯率	一國貨幣的匯價在固定的中心匯率上下 1% 區間狹幅波動，或是最高與最低價維持在 2% 幅度內波動。
其他管理浮動制度	不符合其他 9 個類別的匯率制度。
浮動匯率	匯率原則上由市場決定。貨幣當局不預先設定或承諾匯率的價位，且以直接或間接方式干預外匯市場，以緩和匯率的波動。
自由浮動匯率	貨幣當局在過去 6 個月內的干預次數最多 3 次，且每次干預不超過 3 個營業日，並公布或提供 IMF 干預的資訊與資料。

資料來源：中央銀行，<https://www.cbc.gov.tw/public/Attachment/9919177171.pdf>。

圖 3-5 為維基百科上 Nils Tycho 根據 IMF 2013 的匯率制度分類資料所繪製的全球匯率制度分布圖，綠色部分為浮動制度（包含浮動與自由浮動），藍色部分為軟性釘住（包含傳統釘住、水平區間釘住、穩定化安排、爬行釘住、類似爬行安排），橘色部分為硬性釘住（包含沒有分離法幣的兌換安排與貨幣發行局制度），粉紅色則為其他管理制度。



資料來源：[https://en.wikipedia.org/wiki/Exchange\\_rate\\_regime](https://en.wikipedia.org/wiki/Exchange_rate_regime)。

圖 3-5 全球實際匯率制度分布

固定匯率制度與浮動匯率制度各有其優點，而過去關於匯率政策應該採取固定匯率或是浮動匯率的爭論，主要在於貨幣學派與新古典學派認為應尊重市場效率，而凱因斯學派認為市場缺乏效率（表 3-5）。

表 3-5 匯率制度爭論

制度	優點	理由
浮動匯率	<ul style="list-style-type: none"> <li>於國內價格與工資不變下，吸收外部及內部衝擊</li> <li>維持國內貨幣政策自主性</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>名目價格及工資變動不易且耗費成本</li> <li>資本移動與貨幣政策自主性都很重要，而固定匯率制度下兩者無法共存</li> </ul>
固定匯率	<ul style="list-style-type: none"> <li>避免市場因投機客攻擊而波動</li> <li>提供名目基準</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>外匯市場並不完美，易受投機因素影響</li> <li>價格與工資具十足彈性，致無法達到均衡</li> </ul>

資料來源：李怡萱（2006）。

在 1997 年亞洲金融風暴發生前，多數亞洲國家實際上採釘住美元制度，由於區域內經濟體表現優異，吸引大量 FDI 與證券投資，再加上當時東亞國家出口

成長高達 15~25%，固定匯率制度對其經濟成長、貿易與投資極具貢獻。但 1995 年後，固定匯率制度的弱點開始顯現：在資本帳自由化的情況下，固定匯率雖然可以激勵貿易與投資，但當資本流入導致經濟過熱時，卻沒有貨幣工具可以紓解。此即為不可能的三位一體(Impossible trinity)原則。在金融風暴後，多數亞洲國家改採彈性匯率制度（並非自由浮動），且意識到充裕的外匯存底可能比匯率制度更為重要。

### 3.3.2 參考國家

#### 3.3.2.1 新加坡

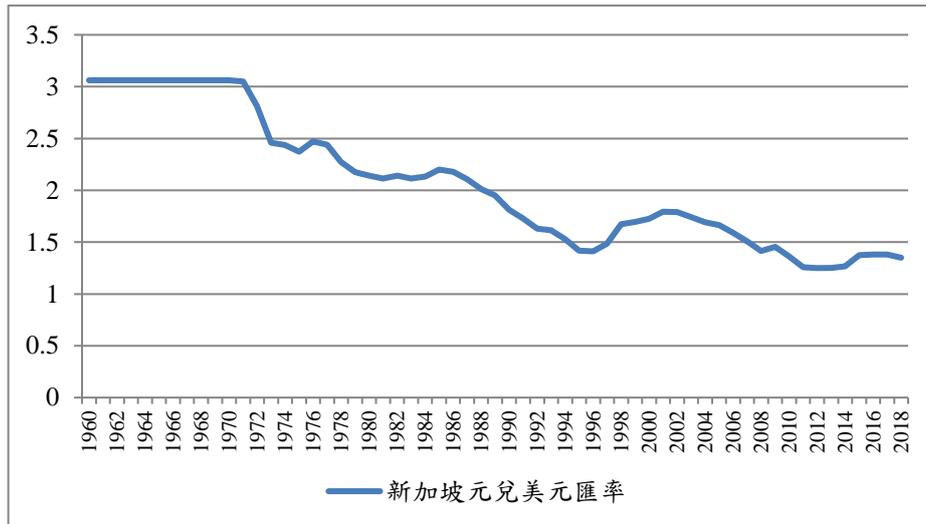
新加坡於 1965 年宣布獨立時仍使用馬來亞與英屬婆羅洲元，1967 年英鎊貶值，新加坡政府發行新加坡元取代馬來亞與英屬婆羅洲元，由於英鎊區的協議，此時新加坡元仍與英鎊掛勾，並曾短暫與美元掛勾。爾後因貿易逐漸開展，新加坡元於 1973 至 1985 年間改採一籃子貨幣匯率政策，至 1985 年後則採取浮動匯率制度，不過金融管理局(Monetary Authority of Singapore, MAS)有時會對貨幣進行控制，以追求物價穩定，確保經濟持續成長(見圖 3-6)。

Williamson (2001)指出新加坡的匯率政策具有一籃通貨、區間與爬行的特質。其中，「一籃通貨」指的是新加坡金融管理局關心的是新加坡元對一籃通貨的加權匯率，籃中的貨幣包括主要貿易夥伴與出口競爭對手，但金融管理局並未公布一籃貨幣的內容。「區間」指的是允許名目有效匯率(NEER)在一個區間內浮動，以提供匯率彈性。「爬行」則指金融管理局會定期檢討匯率區間，避免幣值高估或低估，以確定其符合經濟基本面。

MAS 匯率政策調整的方式主要有下列三種：

1. 調整可波動範圍的中間點：此法效果相對較快。
2. 擴大或縮小可波動範圍的上下限：此法主要用於應對較為劇烈的市場波動。
3. 調整可波動範圍的坡度：讓新元放慢（坡度調低）或加快升值速度（坡度調高）。

在 2018 年 10 月的貨幣政策聲明中，MAS 公佈了匯率政策範圍的斜率略有增加，但政策範圍的寬度或其中心的水平沒有變化（2019 年 4 月的聲明中仍維持此一政策）；而核心通膨雖然短期內會小幅上升，但仍在 2%以下。IMF (2018)與 Kit, Zheng and Ang (2018)估計 MAS 政策反應函數，發現 MAS 貨幣政策對通膨預期的考量權高於潛在產出，當預期通膨具有上升壓力時，即會上調新元匯率政策區間斜率。

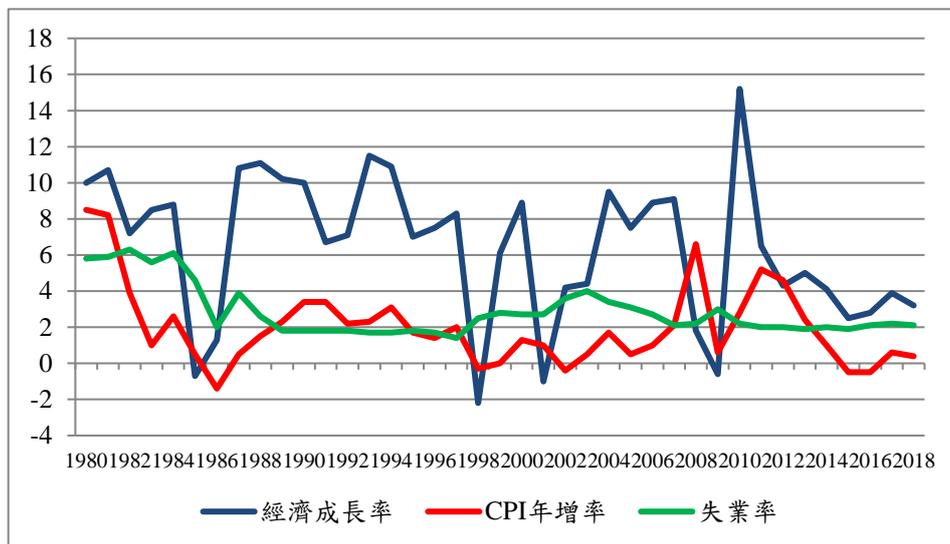


資料來源：<https://www.mas.gov.sg/>。

圖 3-6 新加坡元兌美元匯率（美元/新加坡元）

自 80 年代初以來，MAS 貨幣政策一直以匯率管理為中心，其主要目標是促進中期價格穩定，作為可持續經濟增長的良好基礎。其貨幣政策制度的選擇取決於新加坡經濟的小而開放的性質（見圖 3-7）。

而 MAS 執行之貨幣市場操作，並非像他國央行目標在於調控利率或貨幣供給水準，MAS 的主要目標為確保國內銀行體系具有充分的流動性，得以滿足預防性與維持基本交割餘額的需求。



資料來源：<https://www.imf.org/external/index.htm>。

圖 3-7 新加坡重要總體經濟指標

### 3.3.2.2 南韓

第二次世界大戰後，南韓政府為了在資金匱乏的情況下迅速發展經濟，於 1956 至 1964 年實施固定匯率制度，並實行嚴格的外匯管制和進口配額制度。1961 年，南韓採行出口導向的經濟成長模式，因此於該年 12 月制定外匯管理條例。其後，於 1964 年 5 月實施外匯交易證制度，同時對韓元兌美元匯率實行大幅貶值。在 1964 至 1980 年的單一釘住美元制度期間，韓元兌美元匯率由 214：1，大幅貶值到 484：1，並維持一段時間(見圖 3-8)。

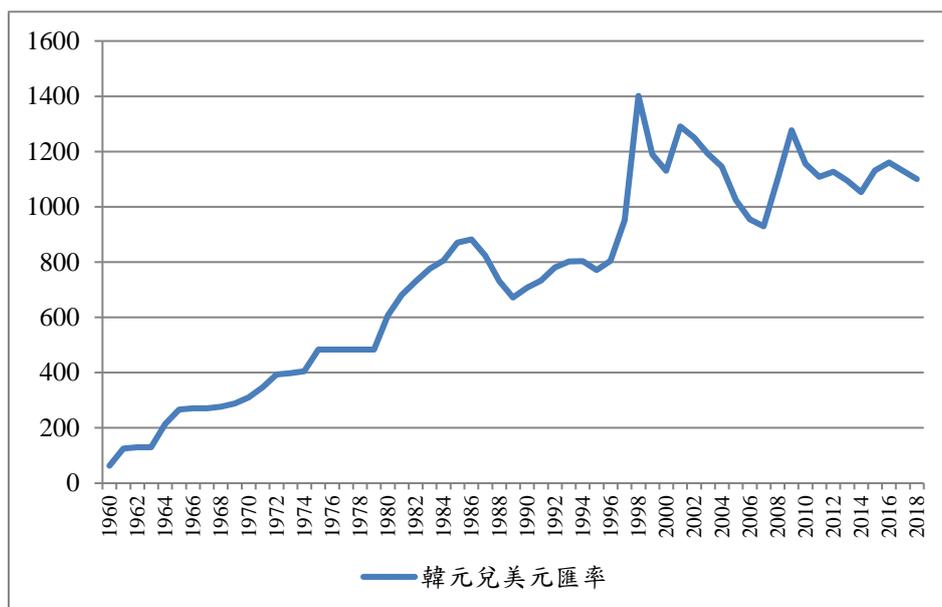
1980 年 2 月，韓國銀行決定韓元匯率由單一釘住美元轉變為釘住一籃子貨幣，同時廢除外匯交易證制度。在 1980 至 1990 年期間，韓元兌美元匯率進一步貶值，大約在 800：1 的水準上下。1990 年 3 月，韓國銀行宣佈用市場平均匯率(MARS)制度取代釘住一籃子貨幣制度，並實行市場平均匯率體制下的「浮動+區間」安排：設定每日的匯率波動區間，並逐步擴大此一區間(由±0.4%逐漸放寬至±10%)。

1997 年受亞洲金融風暴影響，南韓亦發生金融危機，由於韓國政府無法按時償還對外債務，致使韓元大幅度貶值，因此韓國銀行被迫完全廢除匯率的每日波動幅度限制，而匯率制度也由釘住匯率走向自由浮動。在此期間，韓元出現短期大幅貶值，最低曾貶到 2000：1 美元。其後，隨著經濟的再度復甦，韓元逐漸升值到 1100：1 美元左右的水準。

在 2019 年 5 月 28 日美國財政部的半年度報告中，雖然未將任何一個主要貿易夥伴列入匯率操縱國，但卻將中國大陸、德國、愛爾蘭、義大利、日本、南韓、馬來西亞、新加坡、越南等九國列為需密切關注貨幣政策的觀察名單。

美國財政部所訂定匯率操縱國的三項檢驗標準為：(1) 貿易國對美國的貿易順差不得超過 200 億美元；(2) 貿易國經常帳占 GDP 比率要小於 3%；(3) 貿易國持續性進行單向外匯市場匯率操縱干預，且年度內重複進行淨外匯購買之金額超過 GDP 的 2%。

受到被列入觀察名單的影響，韓國銀行於 2019 年 3 月底首度發表干預匯市報告，表示 2018 下半年淨賣出 1.87 億美元，以支撐韓元；並於 2019 年 9 月底第二次發布干預匯市報告，表示面對國內外的逆風，韓國銀行在 6 月底之前淨賣出 38 億美元，以支撐韓元的波動。

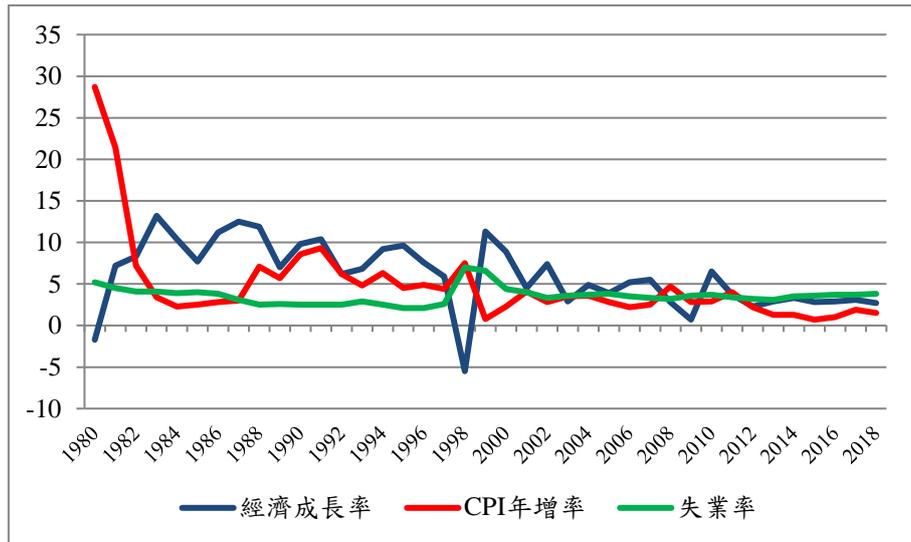


資料來源：<http://www.bok.or.kr/portal/main/main.do>。

圖 3-8 韓圓兌美元匯率（美元/韓圓）

韓國銀行原係採貨幣目標制；1997 年亞洲金融危機後，南韓修訂央行法，賦予韓國銀行獨立性，貨幣政策改採通膨目標制，以達物價穩定之最終目標。而物價目標的制定，為韓國銀行與財政部考量國內外經濟金融情勢後，設定未來 3 年平均物價年增率目標。以往的目標區間大致為 CPI 的 3% 增減 0.5% 至 1% 之間，但 2016 年起改採單一通膨目標值(2016 至 2019 年 CPI 年增率目標值訂為 2%)；若 CPI 年增率連續 6 個月超出目標值上下 0.5 個百分點，韓國銀行須發布新聞稿或召開記者會，說明原因及相關因應措施。除每年發布 4 次「貨幣政策報告」，解釋如何實施貨幣政策外，韓國銀行亦發布通膨評估，其中包括物價發展、未來通膨預測和風險，以及每年兩次實現物價穩定的貨幣政策立場，並透過各種管道向社會大眾提供評估解釋(見圖 3-9)。

此外，韓國銀行自 2008 年起實施利率走廊機制，上限為流動性調節貸款利率，中間值為政策利率（韓國銀行基準利率），下限為流動性調節存款利率，利率走廊區間為政策利率增減 1%。在利率走廊機制下，韓國銀行透過公開市場操作，引導操作目標（隔夜拆款利率）來貼近基準利率，以達成物價穩定的政策目標。2019 年以來，受美中貿易情勢緊張影響，南韓經濟成長趨緩，IMF 於 2019 年 3 月的報告中建議南韓應採取明確寬鬆的貨幣政策立場。

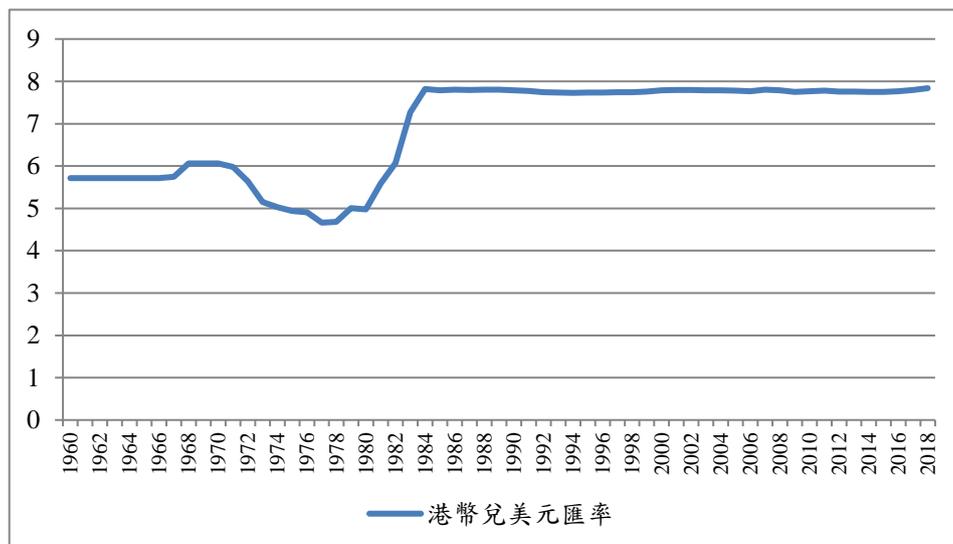


資料來源：<https://www.imf.org/external/index.htm>。

圖 3-9 南韓重要總體經濟指標

### 3.3.2.3 香港

香港在英國殖民時代曾先後採取過釘住英鎊與美元的匯率制度，到 1974 年改採自由浮動匯率制度。到 80 年代初期，由於政治與經濟皆出現重大問題，致使港幣不斷貶值，為挽救香港金融體系與安定民心，香港政府於 1983 年 10 月 17 日開始實施聯繫匯率制度，將港幣與美元掛勾，匯率固定在 1 美元兌 7.8 港幣，並實行至今。根據貨幣發行局制度的規定，貨幣基礎的流量和存量都必須得到外匯儲備的十足支持。換言之，貨幣基礎的任何變動必須與外匯儲備的相應變動一致(見圖 3-10)。

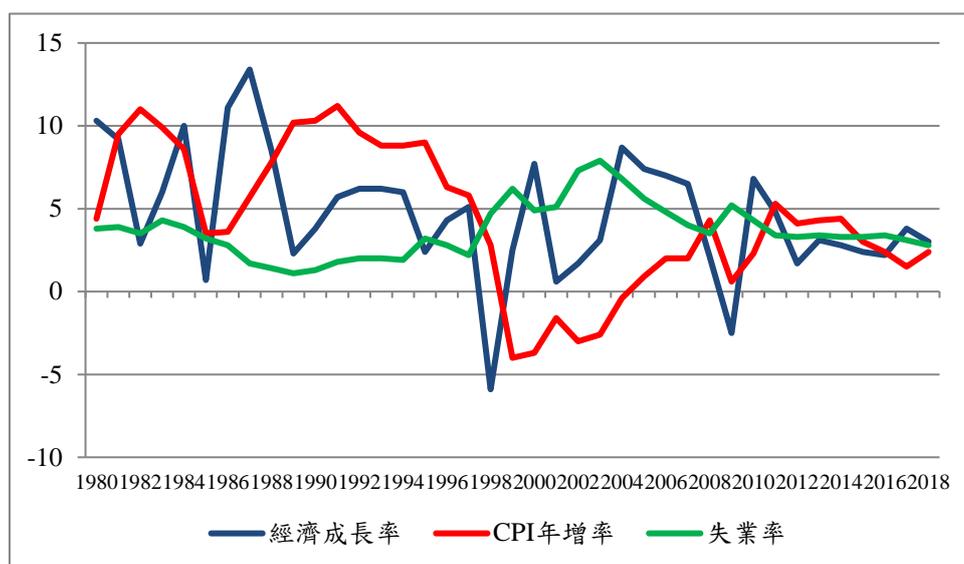


資料來源：<https://www.hkma.gov.hk/chi/>。

圖 3-10 港幣兌美元匯率 (美元/港幣)

香港的貨幣政策目標為貨幣穩定（在外匯市場港幣兌美元的匯率保持在 7.8 港元兌 1 美元左右的水平）。香港的貨幣體制採用貨幣發行局模式，規定港幣貨幣基礎由外匯基金持有的美元儲備按 7.8 港幣兌 1 美元的固定匯率提供最少百分之百的支持；而港幣貨幣基礎的任何變動亦要百分百與該等美元儲備的相應變動配合。

此外，港幣匯率亦透過利率調節機制維持穩定：當港幣匯率減弱至兌換保證匯率時，金管局向銀行買入港幣，收縮貨幣基礎，使利率上升，吸引資金流入以維持匯率穩定。相反，若匯率轉強，銀行則向金管局買入港幣，擴大貨幣基礎，使利率下降，遏止資金繼續流入（見圖 3-11）。



資料來源：<https://www.imf.org/external/index.htm>。

圖 3-11 香港重要總體經濟指標

### 3.3.2.4 日本

在 70 年代前日本採用固定匯率制度，並實行嚴格的資本項目管制與高度的金融市場保護。

#### 1. 1971-1980 由固定匯率轉為有資本帳管理的浮動匯率制度

隨著戰後經濟快速發展與國際環境變化的影響，大量國際資本流入日本。為防止流入資金過度集中，增加經濟風險，日本政府於 1971 年宣布實施管理浮動匯率制度，加快開放投資範圍，並開始限制資本流入、鼓勵資本流出，以減少國際資本流入和日圓升值壓力，同時為避免通貨緊縮，日本政府實施擴張性財政政策與寬鬆貨幣政策以降低日圓的升值預期。

1973 年受第一次能源危機的影響，日本經濟開始下滑，貨幣貶值趨勢明顯。此時日本的資本管制政策轉向：積極鼓勵資本流入，限制資本流出。這在樣的政策之下，日本經濟於 1974 年下半年開始復甦，經常帳出現盈餘，此時日本政府則減弱鼓勵資本流入措施，並放鬆資本流出限制，以實現國際收支平衡。其後，1979 年第二次能源危機爆發，日本採取多項措施吸引外資流入，以緩解日圓貶值壓力。

日本政府在上述期間內對外匯兌換與資本帳監管進行了一連串的政策改變，雖然其目的是為了防止國際環境劇變下短期資本流動所帶來的衝擊，但多變性的政策同樣會造成企業投資與生產計畫的不穩定，加深國內的經濟動盪。

## 2. 1980-2000 資本帳自由化

80 年代初期在美國景氣衰退與日本經濟快速成長的情況下，日圓升值預期增強。1985 年 9 月美、日、英、法、西德 5 國簽訂「廣場協議(Plaza Accord)」，聯合干預外匯市場，使美元對日圓及德國馬克等貨幣有秩序性地下調，以解決美國巨額貿易赤字，從而導致日元大幅升值。在之後半年內，日圓從 1 美元兌換 237 日圓迅速上升到 1 美元兌換 120 日圓。

為減輕日圓升值的影響，日本銀行(Bank of Japan)開始實施寬鬆貨幣政策，1986 至 1987 年日本銀行連續 5 次調降利率。但寬鬆的貨幣政策造成資金過剩，由於缺乏投資機會，使得資金流入股票與房地產市場，造成證券市場資產價格和城市土地價格上漲，銀行放貸量增加，形成泡沫經濟。於此同時，日本的存款利率則不斷進行自由化，1993 年與 1994 年分別完成了定期存款利率與活期存款利率的自由化。但利率自由化進一步加深通貨膨脹程度，當日本銀行希望透過提高利率來降溫時，已經為時已晚，1990 年股市泡沫破滅，1991 年土地泡沫破滅，從此日本經濟陷入困境。

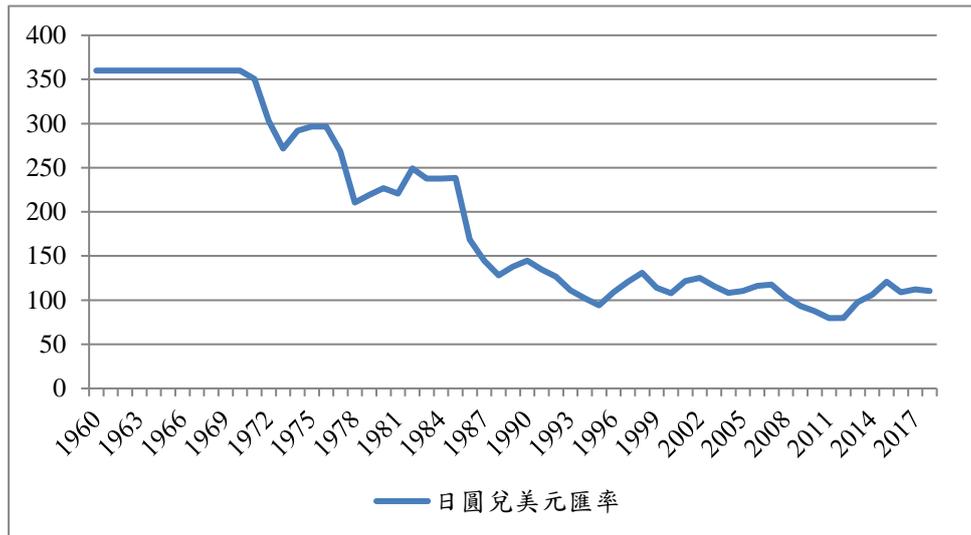
在景氣蕭條下，不良信貸增加，導致銀行系統出現問題，促使日本政府對金融體制進行重大改革。1997 年允許銀行機構從事信託和證券業務，1998 年允許不同的金融機構通過建立分支機構從事其他行業的業務，1999 年銀行獲准通過發行債券獲得長期融資。隨著金融改革的進行，逐漸消除了長短期融資的界限。

## 3. 2001-2006 量化寬鬆貨幣政策

2001 年 3 月日本銀行採行量化寬鬆政策：(1)以金融機構存放於日本銀行的活期帳戶餘額為操作目標，維持大規模的流動性供給；(2)承諾維持大規模流動性供給，直到核心消費者物價指數年增率轉為正數為止；(3)為平穩提供流動性，可

增加買入長期日本政府公債。

透過此一政策，日本銀行得以在名目利率趨於零的情況下仍能執行寬鬆貨幣政策，發揮維持金融市場穩定及寬鬆貨幣的影響力，抑制日本經濟進一步惡化。惟因日本當時處於「流動性陷阱」情況，企業持續調整資產負債結構，以及銀行金融中介功能尚未完全恢復等因素，因此影響量化寬鬆政策的效果(見圖 3-12)。



資料來源：<https://www.boj.or.jp/en/index.htm/>。

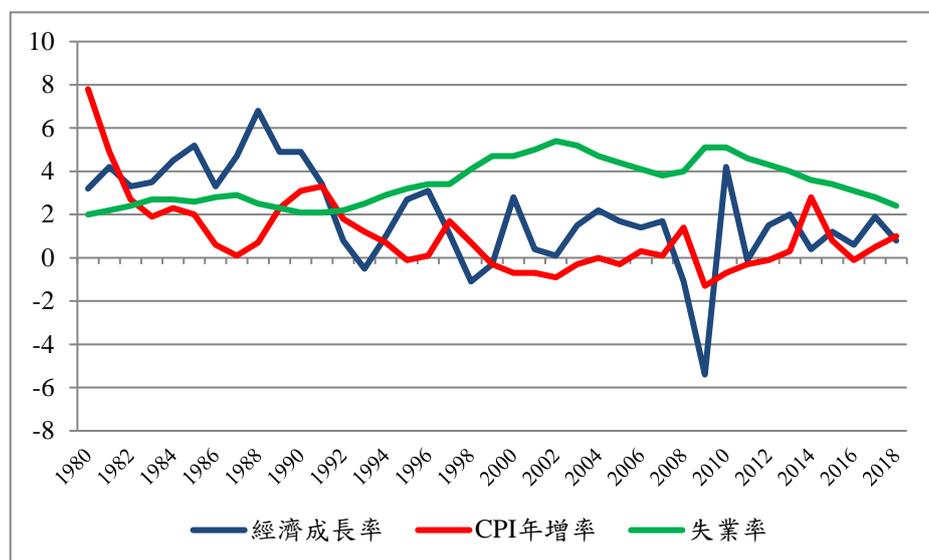
圖 3-12 日圓兌美元匯率 (美元/日圓)

廣場協議後，日本銀行為減輕日圓升值的影響，採行寬鬆的貨幣政策，卻造成資金過剩，再加上缺乏投資機會，資金流入股票與房地產市場，造成證券市場資產價格和城市土地價格上漲，銀行放貸量增加，形成泡沫經濟。而 1993 與 1994 年實施的利率自由化則進一步加深通膨情況，隨著股市與房產泡沫破滅，日本經濟從此陷入困境。2001 至 2006 年間，日本銀行為在流動性陷阱下刺激經濟成長，率先採行量化寬鬆貨幣政策：將大量超額資金注入銀行體系，使長短期利率都處於低水準，以刺激經濟成長，對抗通貨緊縮。

根據日本銀行法案，日本央行的貨幣政策理念是「以價格穩定促進國民經濟的健康發展」。價格穩定是所有經濟活動和國民經濟的基礎。如果價格波動很大，個人和公司很難以個別價格為信號做出決策，除無法有效分配資源之外，亦會導致所得分配扭曲。基於上述觀點，日本銀行將 2013 年 1 月的價格穩定目標設定為 CPI 同比增長 2%，並承諾盡快實現這一目標。

2016 年的政策框架包括兩個要素：(1) 透過調整金融市場來操縱多頭和空頭利率的「收益率曲線控制」；(2) 繼續貨幣基礎擴張政策，直到消費者價格通

脹率的實際價值穩步超過 2%。2018 年 7 月，日本銀行宣布從持續實施強有力的貨幣寬鬆政策和「長期和短期利率管理」的角度，透過引入政策利率的前瞻性指引，加強對實現「價格穩定目標」的承諾，以及採取措施加強定量和定性貨幣寬鬆的可持續性(見圖 3-13)。

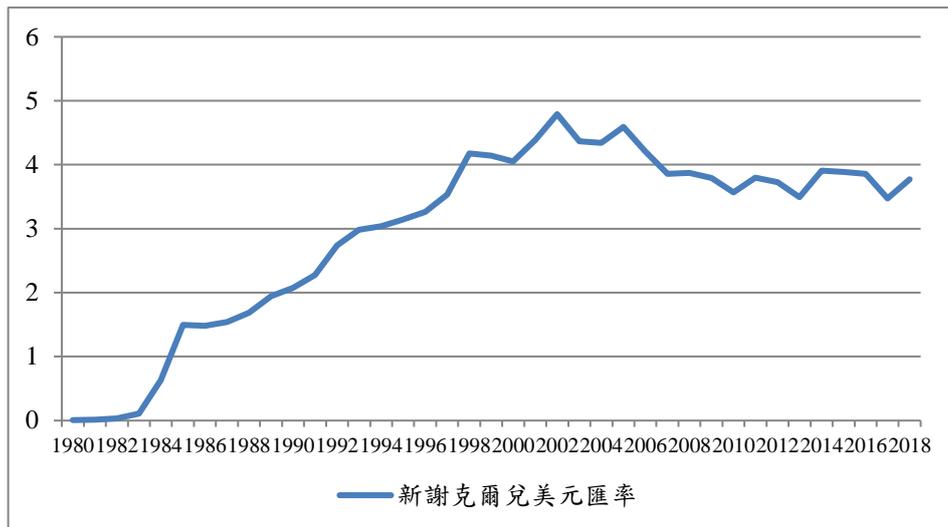


資料來源：<https://www.imf.org/external/index.htm>。

圖 3-13 日本重要總體經濟指標

### 3.3.2.5 以色列

從 1948 年建國到 1977 年，以色列一直堅持固定匯率制度。1985 年以色列實施「經濟穩定計劃」，開始大規模的經濟市場化與金融自由化，在此基礎上，1986 年將固定匯率改為釘住一籃子貨幣制度，1989 年由釘住一籃子轉為水平波動匯率制度，1991 年又轉變為爬行釘住+區間浮動制度，1995 年後則逐漸擴大新謝克爾的浮動區間 ( $\pm 20\%$ ，浮動幅度最低不能低於 2%，最高不能超過 6%)。(見圖 3-14)



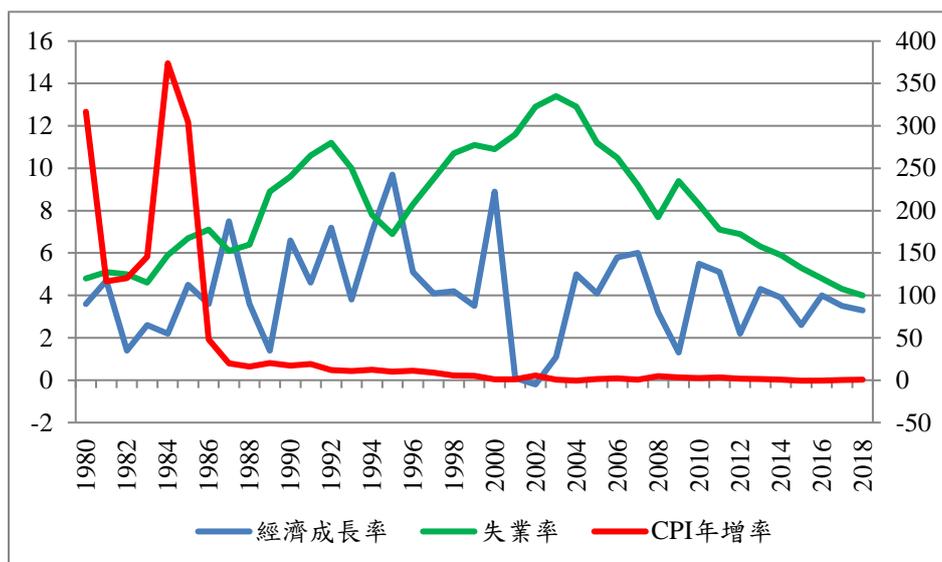
資料來源：<https://www.boi.org.il/en/Pages/Default.aspx>。

圖 3-14 以色列幣兌美元匯率（美元/以色列幣）

以色列銀行之目標是維持價格穩定與支持政府的目標，特別是經濟成長與就業，並支持金融體系的穩定，其運作方式在以色列銀行法中有明確規定。根據以色列銀行法第 55 條，貨幣委員會每年向政府和議會財政委員會提交不少於兩次的貨幣政策報告，內容包括對報告所涵蓋的時間內價格穩定和經濟發展領域的發展情況調查，以及委員會認為在政府確定範圍內維持價格穩定所需的政策和實現情況。

在成功將 80 年代中期高達三位數字的通膨率降至 15%~20% 後，以色列銀行開始實行通貨膨脹目標制（1%~3%）。由於通膨目標有助於確定爬行匯率制的向上斜率，因此成為貨幣政策的重點，以色列銀行並強調在與匯率目標相衝突的情況下，應優先考慮通膨目標。

為刺激經濟成長，目前以色列銀行除維持低利率外（2018 年利率為 0.10%，2019 年 4 月基準利率為 0.25%），並會視情況干預外匯市場，阻止貨幣大幅升值以確保出口競爭力。OECD 認為受惠於寬鬆貨幣政策與寬鬆財政條件（2017 年財政赤字占 GDP 2.2%），以色列未來失業率仍會維持在 4.2 左右低檔（見圖 3-15）。



資料來源：<https://www.imf.org/external/index.htm>。

圖 3-15 以色列重要總體經濟指標

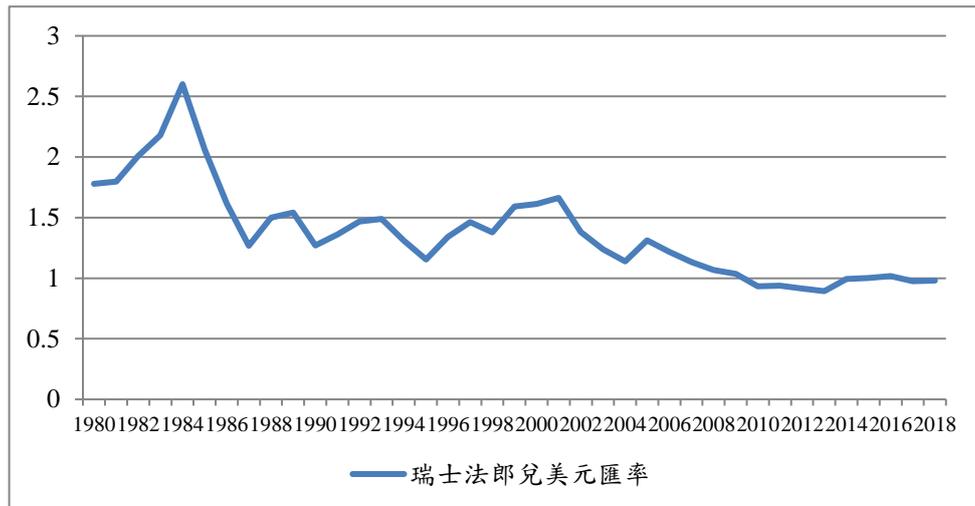
### 3.3.2.6 瑞士

由於使用外匯互換協議，貨幣流動性的管理成為影響瑞士法郎的主要因素。當瑞士國家銀行想提高市場流動性，就會買入外幣並賣出瑞郎，從而影響匯率。

在高儲蓄率、低稅、出口穩定與政府財政健全等條件下，瑞郎一向被視為一種「避險貨幣」。在歐債危機爆發後，由於避險資金不斷流入，大幅推高瑞郎的幣值，導致經濟成長顯著趨緩，也帶來通縮問題。由於瑞士經濟對出口的仰賴甚重，對歐元區出口的占比更高達 50% 左右，因此瑞郎的大幅升值讓鐘錶製造、製藥，以及旅遊等產業遭受重創。

瑞士國家銀行於 2011 年 9 月設定歐元兌瑞郎的匯率上限 (1:1.2)，希望扭轉瑞郎升值趨勢。但此舉反而吸引更多的資金想要搶進瑞郎。為了維護匯率固定，瑞士國家銀行不得不大量拋售瑞郎並買入歐元，導致外匯儲備占 GDP 比率暴增 (將近 80%)，其中歐元的占比更高達 45%。由於預測歐洲央行將實行量化寬鬆政策，讓歐元進一步走貶，在無力吸收歐元的情況下，瑞士國家銀行於 2015 年 1 月宣布終止實施瑞郎對歐元的匯率上限，由之前的釘住歐元改為兌主要貨幣自由浮動(見圖 3-16)。

SNB(Swiss National Bank)副總裁 Danthine 於 2015 年 1 月 27 日表示：雖然放棄讓瑞郎緊盯歐元的最低匯率政策，但已準備好出手干預匯市，將監控瑞郎兌歐元及美元走勢，未來在匯率政策上將深入研究新加坡管理模式 (允許新加坡元兌主要貿易夥伴貨幣在特定區間內波動)，緊盯歐元的丹麥模式不適合瑞士。



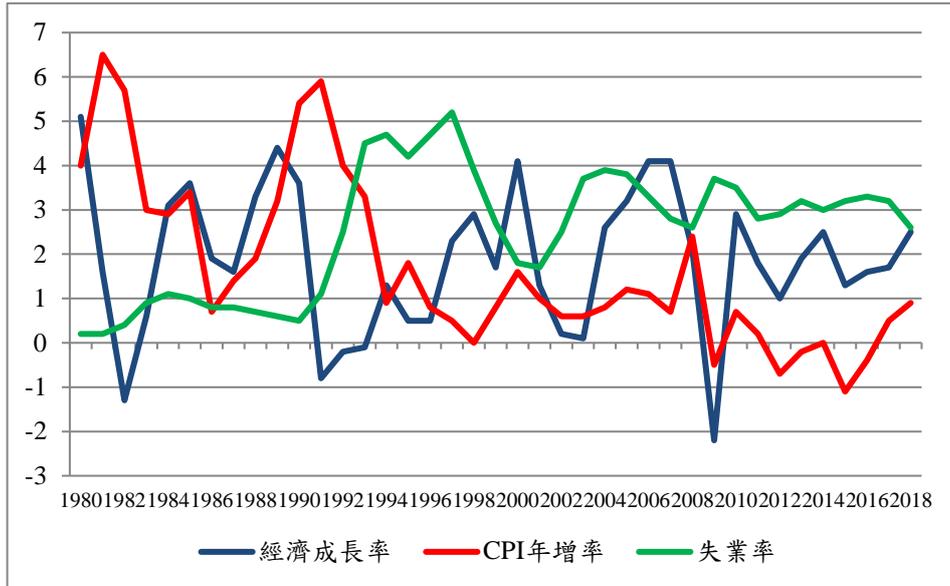
資料來源：<https://www.snb.ch/en/>。

圖 3-16 瑞郎兌美元匯率 (美元/瑞郎)

自 1999 年 12 月開始，瑞士國家銀行的貨幣政策由貨幣供應量目標轉為通膨目標，並設定 2% 的年通膨上限。此外，並使用一定範圍內的 3 月期倫敦同業拆放利率 (LIBOR) 做為控制貨幣政策的手段。在面臨瑞郎對歐元升值的壓力下，瑞士國家銀行除將利率降至極低，並承諾在必要時將干預匯市。

瑞士央行目前實施負利率政策，對商業銀行存儲在該行超過一定水準的現金，收取 0.75% 的利率。此為 SNB 抑制避險貨幣瑞郎升值的核心政策之一。

2019 年 4 月 20 日瑞士央行總裁 Jordan 接受採訪時表示：瑞士央行會在必要情況下放鬆已經超寬鬆的貨幣政策，使利率在負值區域進一步下降。5 月 10 日 Jordan 重申「負利率與必要時干預外匯市場，為 SNB 政策的兩大支柱」。在利率極低的情況下，財政政策的效果較強，IMF 建議低負債的瑞士政府應增加財政支出，以促進長期經濟成長(見圖 3-17)。



資料來源：<https://www.imf.org/external/index.htm>。

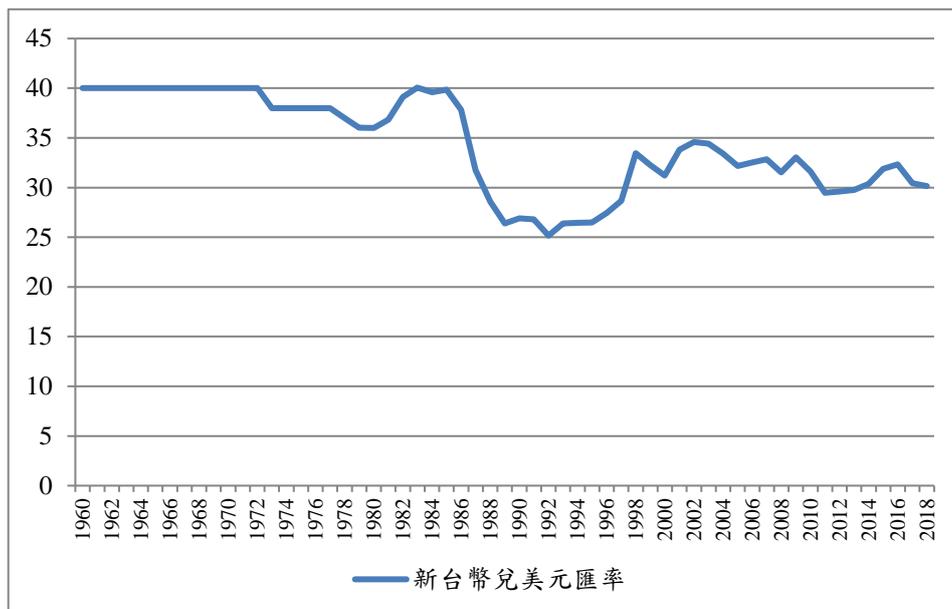
圖 3-17 瑞士重要總體經濟指標

### 3.3.3 臺灣央行政策探討

臺灣在第二次世界大戰之後，先於 1949 年發行新臺幣與採行結匯證制度；1954 年為改善國際收支，改為複式匯率制度；1963 年則進入釘住美元的固定匯率時期；之後在 1978 年改採管理浮動匯制度(見圖 3-18)。

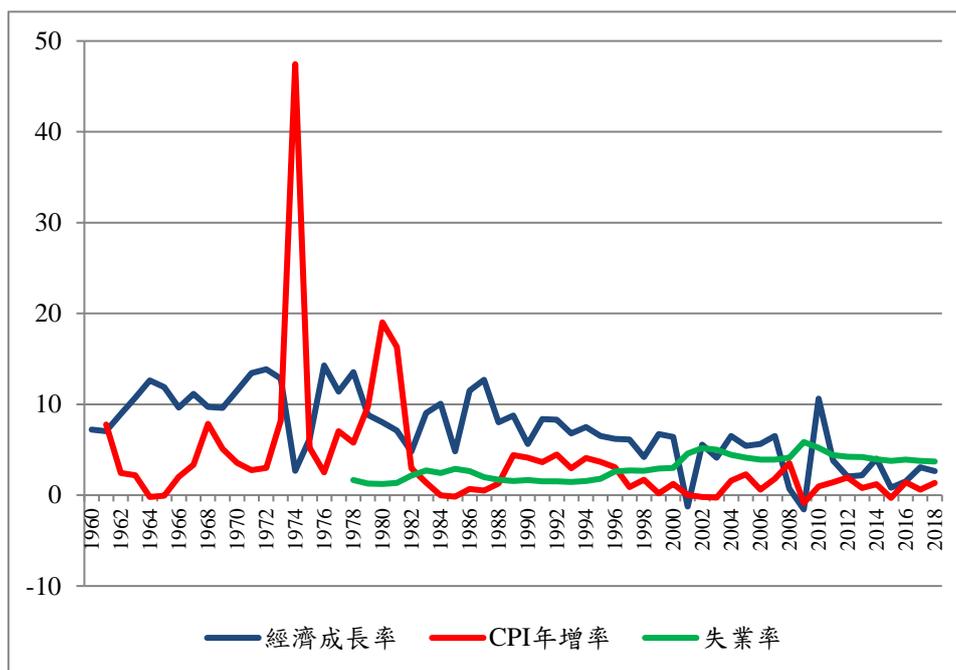
根據「中央銀行法」，央行的經營目標為：1.促進金融穩定；2.健全銀行業務；3.維護對內及對外幣值之穩定；4.於上列目標範圍內，協助經濟之發展。因此匯率為央行為了達成前三項經營目標的重要政策工具，亦即協助經濟成長、穩定國內物價，以及累積外匯存底(見圖 3-19 至 3-21)。

2014 年「中央銀行年報」指出：央行的管理浮動匯率機制，原則上由外匯市場供需決定新臺幣匯率；但有季節性或偶發因素，導致匯率過度與失序波動而不利經濟與金融穩定時，央行將進行介入。且為避免其他國家量化寬鬆政策所產生之干擾，央行採取「逆風操作」方式，以消除匯率的過度波動。



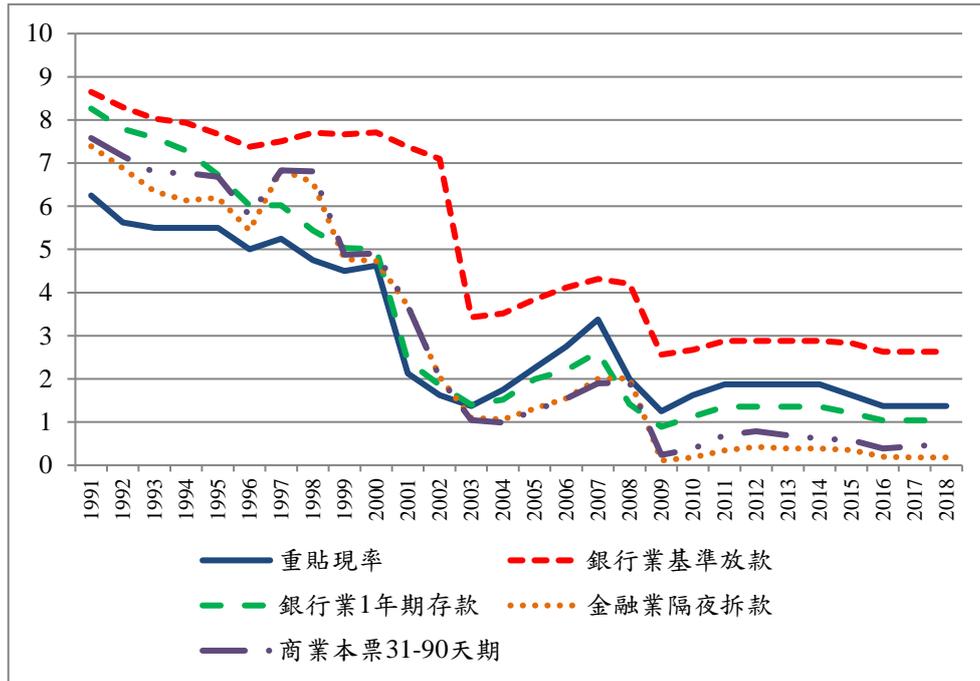
資料來源：央行網站。

圖 3-18 新臺幣兌美元匯率



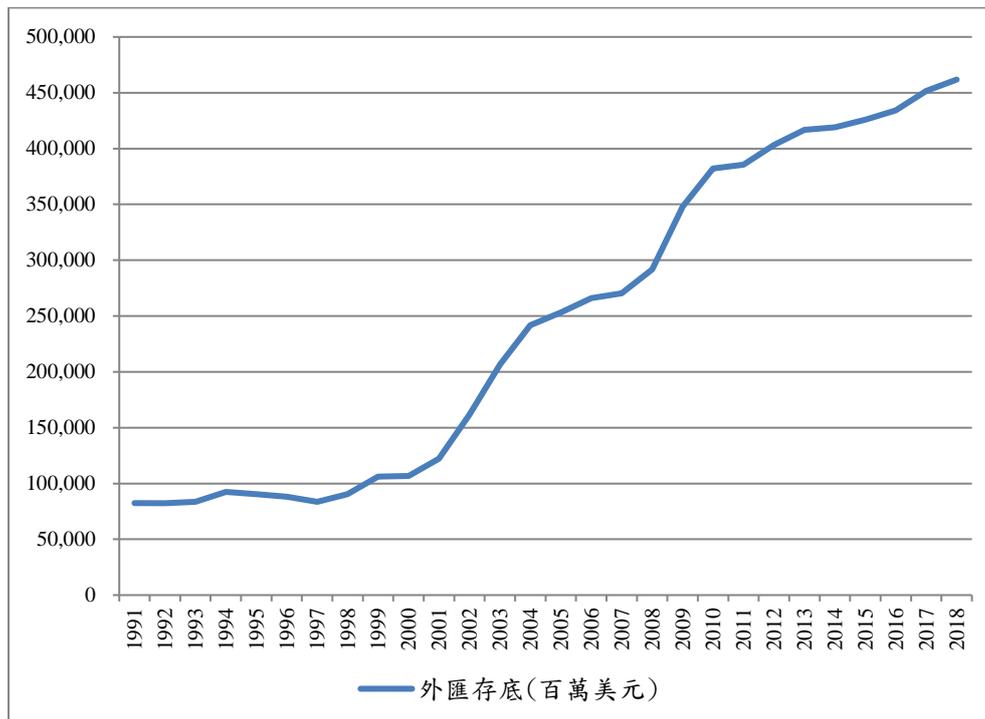
資料來源：行政院主計處。

圖 3-19 臺灣重要總體經濟指標



資料來源：央行網站。

圖 3-20 臺灣利率走勢



資料來源：央行網站。

圖 3-21 臺灣外匯存底

根據臺灣央行貨幣政策簡介，其基本架構係採取貨幣目標機制，透過貨幣政策的操作工具，先達成操作目標，再傳達至中間目標，最後及於最終目標；其中

操作工具的執行與操作目標的訂定為政策執行層面，而中間目標與最終目標的制定則為政策擬定層面。

在政策擬定部分，臺灣貨幣政策的最終目標主要為維持物價穩定、健全金融與促進經濟成長等。由於維持物價穩定有助於長遠經濟發展，因此大多數國家均以物價穩定為優先，其優先順序要高於經濟成長。而目前臺灣貨幣政策中間目標變數為貨幣總計數 M2；央行每年底依據行政院主計總處對次年之經濟成長率、消費者物價年增率的預測值及其他因素，擬定次年之貨幣成長目標區間。貨幣政策的決策則由理事會負責，每年定期召開 4 次會議（必要時亦得召開臨時會）。理事會議後會發布新聞稿與召開記者會，對外發布會議決議並說明貨幣政策。

在政策執行部分，由於貨幣政策工具發生作用存在時間落差，因此央行雖然設定了中間目標，但貨幣政策的操作仍然不能直接及於該目標，必須選擇與中間目標關係密切，且央行能夠直接控制的變數做為短期的操作目標。目前央行的操作目標為準備貨幣，逐月設定準備貨幣目標值。央行以操作目標導引逐日業務操作，而中間目標則居於操作目標與最終目標之間，若央行能有效控制中間目標，則可望實現最終目標。

我們對中央銀行政策評論如下：

## 1. 匯市干預

楊雅惠與許嘉棟(2005)研究 1987 至 2002 年的新臺幣匯率，發現央行確實以協助經濟成長、穩定物價及穩定匯率為目標，進行匯市干預。

陳旭昇(2016、2019)觀察臺灣 1989 至 2015 年的外匯存底，發現自 1998 年後臺灣外匯存底顯著地持續大量累積，明顯與所謂的「逆風操作」不一致，顯示央行經常在市場買入外匯，藉以壓抑新臺幣升值，亦即「阻升不阻貶」。

## 2. 貶值政策與出口

對於以出口導向做為經濟成長動能的國家而言，貶值政策雖然可以創造出口競爭力，帶動經濟成長；但其卻不利於進口，將提高需進口機器設備廠商的投資成本，形成投資決策與資源的誤置，不利於資本投資與產業升級。

Holst and Weiss (2004)以及 Adams et al. (2006)發現東亞國家的出口表現沒有單一的解釋因子，有利的匯率只是一個因素，出口還取決於其他因素，如專業化、技術複雜性和消費者偏好。

Haddad & Pancaro (2010)指出長期依賴貶值政策會引發下列問題：(1)造成大量外匯存底累積，當外國利率較低時會導致巨額利差損失；(2)引發輸入型通膨；(3)在全球化及國際資本自由移動下，貶值政策會創造出低利率環境，引發資產泡沫；(4)將資源大量流入製造業，造成產業發展失衡；(5)貶值形同以稅收補貼出口廠商，有所得移轉問題；(6)造成出口廠商依賴心理，阻止政策改革。

2016年1月9日「經濟學人」提到：IMF針對1980年至2014年的60個經濟體進行分析，近年來的貨幣貶值似乎沒有提供相對應的經濟增長，日本是最好的例子。雖然日圓持續貶值，但日本出口量幾乎沒有任何增長。除日本外，包括俄羅斯、南非和土耳其的貨幣貶值後，其所帶來的經濟表現也令人失望。對此，IMF與World Bank認為：貨幣貶值的國家出口表現不如預期，主要原因在於全球產業生產方式已經異於以往，全球化使得全球產業供應鏈緊密相連，對很多企業來說，其生產流程往往分散在數個國家中完成，而這些國家只是產品生產流程的一個「分站点」，亦即零件、原材料被進口後，增加零件的附加價值再出口。因此一個國家即使透過貶值而使出口競爭力增加，但大部分價值也透過較昂貴的進口而損失掉。

### 3. 匯率政策與產業發展

匯率貶值政策讓產業發展集中於出口產業，而自2002年開始，臺灣的出口值占GDP比率就一直在50%以上，因此讓臺灣的景氣易受國際環境衝擊影響。此外，貨幣貶值提高進口品價格，會提高廠商研發成本，降低產業升級誘因。

央行則認為匯率升值無法促進產業升級，貿易開放與有助投資創新的產業政策才能促進生產力提升與產業升級。

Choi & Pyun (2017)使用2006至2013年的韓國企業資料，檢驗實質匯率貶值對生產力的影響，發現雖然貶值會對國內出口廠商帶來價格競爭力，但持續的貶值則會損害生產力（特別是對於研發支出負成長的公司）；此外，在暫時因價格競爭力提高而增加生產力之後，持續的貶值會對進口滲透率較高的產業中的國內進口競爭企業的生產力造成負面影響。其結果在於透過匯率貶值而來的競爭力，無法與因為競爭壓力而引發之投資與創新所獲得的競爭力相比。

Thorbecke & Kato (2018)研究瑞典自2007年後大幅升值對其產業的影響，發現雖然匯率升值對高科技產業的出口有所衝擊（10%的升值會減少6%的出口），卻對高科技產業（鐘錶與製藥）的出口無顯著影響。作者並以在金融海嘯期間同樣面臨避險資金流入與匯率升值的日本為例（電子業遭受重大衝擊），建議如果

能將產業結構提升為包含較多的高科技產品，可以減少匯率升值的衝擊。

Tan et al. (2019)與 Bayoumi et al. (2018)藉由實證研究，發現由於全球供應鏈 (Global Value Chains, GVC) 的變化，匯率貶值對於貿易的影響已經逐漸變弱。

#### 4. 匯率波動的影響

Chit, Rizov & Willenbockel (2010)研究雙邊實際匯率波動對 5 個新興東亞國家以及 13 個工業化國家的實際出口的影響，發現匯率波動對新興東亞國家的出口有顯著的負面影響，而其他新興東亞國家價格競爭力的提高雖然也會造成負面影響，但幅度相對較小。作者認為新興東亞國家應該專注於穩定其與主要貿易夥伴的匯率，而不是僅僅在短期內單獨尋求區域貨幣和匯率的政策合作。

Ebeke & Azangue (2015)檢驗新興市場國家採用通膨目標制後對匯率制度選擇的影響，發現採用通膨目標的國家平均擁有比其他新興市場更靈活的匯率制度，然而採用通膨目標的國家之間亦存在很強的異質性，此取決於這些國家的開放程度與外匯風險。此外，採用通膨目標對匯率靈活性的邊際效益隨通膨目標體制持續時間的增加而增長。

#### 5. 盈餘繳庫政策

央行自 1998 年至 2018 年間，每年盈餘繳庫平均占中央政府歲入一成，最高紀錄為 2009 年的新臺幣 2,380 億元，經常是僅次於稅收（約占八成）的第二大歲入來源；而占總繳庫盈餘比率也由 2001 年的 33.2% 上升至 2014 年的 85.7%，且自 2005 年開始，此比率就一直維持在 80% 以上。

許嘉棟(2010)認為不應把央行當成金雞母，林建甫亦於 2014 年的「匯率政策研討會」中提出政府歲入仍應以稅收為主，央行則應以穩定物價與維持金融秩序為目標。

#### 6. 匯率政策與利率

因為對外貿易的鉅額順差，形成臺灣大量的國際收支盈餘。為協助出口與經濟成長，央行一方面不讓新臺幣大幅升值，透過大量買進外匯來抑制新臺幣升幅，另一方面則不願對因買匯而釋出的強力貨幣大幅沖銷，導致市場資金過剩，利率走低。

聯準會前主席 Bernanke 於 2015 年 5 月訪臺時曾表示：當各國為協助製造業

出口而採壓低、固定匯率的貨幣政策時，就要承擔被他國貨幣政策影響的後果。

Adler, Castro & Tovar (2016)以 41 個樣本國家資料，檢驗央行財務實力的衡量標準是否可以解釋實際利率與估計利率預測的偏差，研究發現央行資本確實是利率政策決策背後的相關因素。

陳旭昇、吳聰敏(2010)，姚睿、朱俊虹、吳俊毅(2010)，吳若瑋、吳致寧(2013)的實證研究顯示央行為阻止新臺幣升值，會採取寬鬆貨幣政策，調降利率；而新臺幣貶值時，有時更會調降利率以助貶。

## 7. 匯率與促進金融發展

主要的施政目標除了(1)維持低而穩定的通貨膨脹率；(2)維持穩定的經濟成長；(3)維持金融體系的安定；(4)維持利率及匯率的穩定以外，也應該負起一部份促進金融市場發展的責任。原因是臺灣金融市場所有和匯率相關的商品都需央行同意，方能在市場上出售，也因為如此臺灣金融商品中獨缺新臺幣對主要貨幣之匯率相關衍生性商品，例如臺灣期貨交易所無法掛牌交易新臺幣對主要貨幣之匯率的期貨合約及選擇權合約。因此許多企業、甚至金融機構、尤其是保險業者，都沒有足夠且多元的匯率金融商品從事避險。再加上 USD/NTD NDF 之可承作對象也嚴格限制，這對以出口導向為主的臺灣經濟而言，不但一方面使企業匯率避險成本上升，另一方面也局限臺灣集中市場 NTD/USD 等匯率之衍生性商品的發展。另外據報載金管會在推動「財富管理新方案」1.0 及 2.0 版時，所建議開放的 NTD 相關之匯率金融商品皆被央行否決。準此，為促進臺灣金融市場的健全發展，就央行之權責，央行應負起一部份促進金融市場發展的責任，允許開放新臺幣對主要貨幣之匯率期貨合約及選擇權合約，否則要臺灣發展成亞太財富管理中心的願景，恐怕又要再度淪為口號。

### 3.3.4 政策建議小結

我們最後對央行的政策提出三個面向的問題與建議如下：

#### 1. 政策透明度

央行政策的透明度主要係指政策具公信力（言行一致）、政策資訊公開、政策目標及操作策略應明確。早期國際間的央行認為政策不應公開，以免削弱政策的有效性，甚至政策推行追求出其不意，以打擊投機客炒作市場，但此種作為很容易引發央行施政存在黑箱作業的疑慮。隨著理性預期理論的發展，學界開始主張央行應提高透明度與擴大對外溝通。例如：Ehrmann & Fratzscher (2005)、

Woodford (2005)與 Lamber (2006)等認為央行可透過增強其政策的信譽與可預測性，明確傳達貨幣政策的最終目標、未來政策意向，以及面臨的不確定因素，縮小市場參與者與央行之間對於未來相關經濟情勢之預期差距，以提升央行政策的有效性。

王泓仁(2005)以結構式向量自我迴歸模型(Structural Vector Autoregression, SVAR)探討新臺幣匯率變動對臺灣經濟及金融活動的影響，發現匯率短期的變動受央行持有國外資產淨額改變的影響十分顯著；長期下臺灣的產出則有相當大的影響。由於匯率波動對臺灣商品出口與各類型的資金流動均有負面影響，因此作者認為央行應宣示並貫徹維持匯率穩定，以減少匯率波動對經濟活動的負面影響。

以央行的匯率政策為例，近年來文獻上對於央行是否採行「阻升不阻貶」的單邊干預政策有兩種截然不同的看法：大多數的研究藉由統計分析，認為央行存在「阻升不阻貶」的政策干預；但也有少數研究認為央行的匯率政策與官方說法一致，並不存在單邊干預。造成此種爭論的主要原因在於央行並未公開外匯市場交易的歷史資料，因此外界在資料有限，難以驗證的情況下，才會對政策有諸多質疑。而許多國家（包含開發中國家）的央行對外公布其外匯干預的歷史資料，如美國（每年1、4、7及10月公開上一季介入外匯市場資訊）、日本、英國、加拿大、澳大利亞等（每月公開前月資訊），且網路上也能搜尋到相關資料(Federal Reserve Economic Data)，這些國家目前也並未因公布匯率干預資料而造成任何明顯危害；就連過去不公布相關資料的南韓，於2019年也兩度公布了2018下半年與2019上半年的外匯干預資料。

央行楊金龍總裁在2019年10月25日的「總體金融與經濟情勢預測」研討會中指出，央行擬將貨幣總計數M2年成長目標區調整為二至三年的中期監控區域，且考慮不再逐年設定M2成長目標區數值；此外，楊總裁亦表示央行嘗試引用潛在產出成長率、產出缺口、金融情勢指數(Financial Condition Index, FCI)等多元指標，做為擬訂貨幣政策的重要參考。雖然央行新作為的目的在更有效地達成政策目標，但貨幣政策架構的調整必須充分與社會各界溝通及說明，以免反造成企業、市場及投資大眾的錯誤判讀及誤解。

再者，央行宣稱的(de jure)管理浮動匯率制度，與事後評估(de facto)的新臺幣NEER 36月移動平均的「動態穩定」，在央行「M2貨幣目標化」架構下扮演何種角色？央行如何透過外匯市場的逆風操作達成多重貨幣政策目標？政策的傳遞機制為何？央行似乎有必要對外說明。

## 2. 政策可究責性

為避免央行在制定政策目標與執行政策時過於武斷，反有害於社會大眾利益，因此國家除應賦予央行獨立自主權之外，亦應有相應的獎勵誘因與處罰責任（可究責性）。所謂的政策可究責性係指央行應揭露政策相關資訊，除了能促成良性的政策辯論，最重要的是讓外界能據以判斷政策之成敗得失並釐清責任歸屬。例如：Briault, Haldane and King (1996)、Masson, Savastano and Sharma (1997)、Eijffinger and Hoberichts (2002)、Siklos (2002)等認為央行的權責性可由三個面向來衡量：(1) 貨幣政策目標是否有明確的定義與優先順序；(2) 貨幣政策決策過程與執行策略是否公開揭露讓社會大眾明確知悉；(3) 是否對過去的政策執行效率提出說明與解釋，並據此提出央行所需承擔的責任程度。此外，Fry et. al. (2000) 透過問卷的方式，採用央行政策的目標數、政府對於政策目標設定所扮演的角色，以及政策目標改變的程序等三項指標來衡量 94 個國家央行的權責性。由此可知，若想要提升央行的可究責性，勢必先要提高央行政策的透明度。

Blanchard、Carvalho Filho、Adler (2014)從小型先進和新興經濟體的角度探討全球金融週期的外在本質，發現在擁有強大的國內投資者基礎的國家中，那些本地投資者自然會抵消外國投資者對全球金融衝擊的反應，央行無需干預。而在沒有此類國內投資者的國家，必須通過央行的干預來實現相同的結果。作者認為：(1) 外匯干預在應對全球金融週期的過程中有效地抑制匯率壓力；(2) 在全球金融衝擊方面，強大的國內投資者是央行干預的良好替代品。

以匯率政策為例，公布外匯市場買賣歷史資料是一種提高對外匯干預政策的可究責性的一種作法。為了維持政策的有效性，或避免影響市場預期，吾人可以理解央行不便公布即期或近期的外匯市場買賣相關資料，但超過一定期間以上的歷史資料則有必要公開，以利外界檢視並評斷央行的政策得失。

此外，央行長期宣稱新臺幣匯率具有反通膨、反景氣循環的特性，試問此特性與央行達成多重經營目標之間的關係為何？央行的多重經營目標（如穩定匯率、促進國內金融，以及健全銀行業發展等）是否有先後順序之分？如何取捨？其全部達成的成本為何？這些問題央行未曾對外說明，在官網也無法找到相關的答案。

13

---

<sup>13</sup> 徐千婷 (2005) 估計 1982 年第 1 季至 2005 年第 1 季的新臺幣名目有效匯率 (NEER) 反應函數，發現臺灣的匯率變動大致上具有反通膨及反循環的特性，即當物價上漲率高於目標值的時候央行會允許 NEER 上升，以抑制物價上揚；當實質產出成長高於前在產出成長時，NEER 也會上升，以抑制景氣過熱。

而在關於日益龐大的外匯存底方面，雖然外匯存底無法完全表達央行在外匯市場的逆風操作結果，但長期下央行的確累積龐大的國外資產，且在流動性考量下，沖銷操作亦使央行 NCD 部位變得龐大。央行應進一步評估並公布此對於臺灣金融業與整體經濟發展的影響，而非僅公布一些統計數據而已。

Adler and Mano (2018) 闡述如何從事後和事前（與決策相關）的角度來衡量央行外匯干預措施所引發的財政成本問題，並估算 2002 至 2013 年間 73 個國家的邊際成本和總成本。作者發現新興經濟體的事前邊際成本每年約在 2.0% 至 5.5%。由於外匯存底的差異，在干預措施有限的國家，事前總成本每年占 GDP 的 0.2% 至 0.7%；而在干預嚴重的經濟體中，每年的總成本達到 GDP 的 0.3% 至 1.2%。作者認為央行持續性的外匯干預政策將造成不可忽略的財政成本。

### 3. 政策獨立性

央行的獨立性係指央行不被政治力量主導，具有高度自主權以決定貨幣政策，此包括執行貨幣政策工具的獨立性（央行能夠控制貨幣政策的執行過程），與擬定貨幣政策中間目標的獨立性（央行有權制訂貨幣政策中間目標）。影響央行獨立性的因素主要有：央行與行政部門間的從屬關係、央行總裁的任命方式、行政部門官員是否兼任央行理事、央行與財政部之間的融通關係，以及央行的貨幣政策目標。但由於央行係經由立法產生，其權限為政府所賦予，因此央行在法律上的中立自主不一定表示實際上的獨立，故央行與政府之間權利義務的歸屬便相當重要。

與前述的透明性與權責性相同，在探討央行獨立性時，主要係根據各國央行法中對於央行運作的法令規定來做為衡量的基礎，亦即目前文獻中的測量指標高度依賴各國央行法的法制面規定，而非對實際執行程度上的測量，因此所衡量出來的指標是否能確實反應該國央行的實際表現，似乎仍有探討的空間。對此，Cukierman (2007a、2007b) 則認為縱然透過法制面的衡量不一定必然反應各國央行實際的獨立性，但如果一個國家連在法律層面都無法保證央行的獨立性，則該國央行在實際運作上更不可能具備真正的獨立性；反之，若一國在法制面確保了央行獨立運作的地位，雖然該國央行有可能在法律執行的品質上尚待加強，但透過央行獨立性指標所獲得的衡量結果，即便無法完全反應該國央行獨立性的真實狀態，卻是開始進行央行獨立性研究的重要步驟。

以央行的盈餘繳庫為例，根據央行編列的民國 109 年度繳庫盈餘預算數額，自 2003 年起，至今已連續 17 年繳庫盈餘均在新臺幣 1,800 億元以上，而近 10 年來央行的盈餘繳庫金額更是約占政府歲入的一成，若與美國、日本、新加坡相比，我國央行繳庫占政府歲入的比率實在高得驚人。對此，許多學者提出質疑：

當主管國家貨幣與匯率政策的央行變成以賺錢為首要任務時，將對人民財富、金融業與整體內需產業的發展，以及國家財務風險和政策空間等，均會帶來負面的衝擊(見表 3-6)。

表 3-6 其他國家央行繳庫占政府歲入百分比

	美國	日本	新加坡
2010	3.5	0.34	1.24
2011	3.6	0.31	0.69
2012	3.3	0.27	0.97
2013	2.7	0.44	0.93
2014	3.3	0.67	0.85
2015	3.0	0.38	0.68
2016	3.5	0.46	1.12
2017	2.5	0.70	6.42
2018	2.1	0.56	2.02

資料來源：1. 美國：<https://www.whitehouse.gov/omb/historical-tables/>；日本：<http://www.stat.go.jp/index.html>；新加坡：[https://www.singaporebudget.gov.sg/budget\\_2019/revenue-expenditure](https://www.singaporebudget.gov.sg/budget_2019/revenue-expenditure)。

2. 自行計算。

## 3.4 央行未來挑戰：數位貨幣經濟和政策

數位貨幣是央行未來經濟和政策挑戰，挑戰如下：

### 3.4.1 私人數位貨幣能成為法定貨幣？

首先，私人的數位貨幣(digital currency, DC)是否能成為法定貨幣？從效率考量來說，我們認為私人的加密貨幣不能取代法定貨幣，從歷史的觀點來看，貨幣和硬幣的發行越來越集中在中央政府手中，而且使用統一且穩定的貨幣可以提高訊息效率。此外，當作計價單位、交易媒介，以及作稅收和重分配之用的穩定貨幣，和調和景氣循環的貨幣政策，是公共財，不應該由分散式系統掌握。尤其應該注意的是，虛擬加密貨幣不能成為最後貸款者，無法做出明智的決定來穩定我們的經濟。因此私人數位貨幣的演算方式無法審慎執行貨幣政策，無法取代法幣。

接下來，關於政府對私人數位貨幣的關注，私人數位貨幣將增加體系之外的交易。首先，較不嚴重的問題如下，私人數位貨幣會稍微削弱資本流動管理、影響貨幣政策有效性以及限制鑄幣稅。私人數位貨幣沒有貨幣的功能-計價單位、交易媒介和價值儲存。而且，私人數位貨幣交易速度過慢，消耗過高的能源，價格波動大，因此國際間會競爭建立穩定的法定貨幣。再者，較嚴重的問題如下，私人數位貨幣更容易匿名從事非法交易。非法交易中，70%持有加密貨幣、60%的交易使用加密貨幣(Foley et al. 2019)。

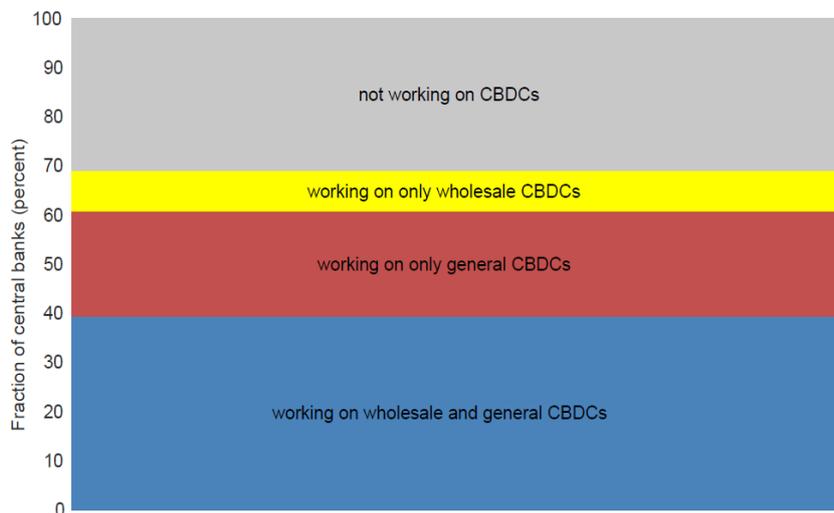
### 3.4.2 中央銀行的數位貨幣-正面和負面考慮

中央銀行發行數位貨幣(Central Bank Digital Currency, CBDC)是否可行？為了限制非法活動，例如逃稅、非法活動、避開資金流動管理，政府可採取禁止加密貨幣的行動。如果全世界政府都禁止加密貨幣兌換成法定貨幣，則可以阻止上述非法活動。

但是，Facebook 即將發行“Libra”數位貨幣將會是未來的擔憂，因為中央銀行不能讓這些企業的數位貨幣有太多的交易空間和承擔太多的責任，以及允許私人企業發行數位貨幣不能保護中央銀行鑄幣稅的收入和保持貨幣政策的有效性。

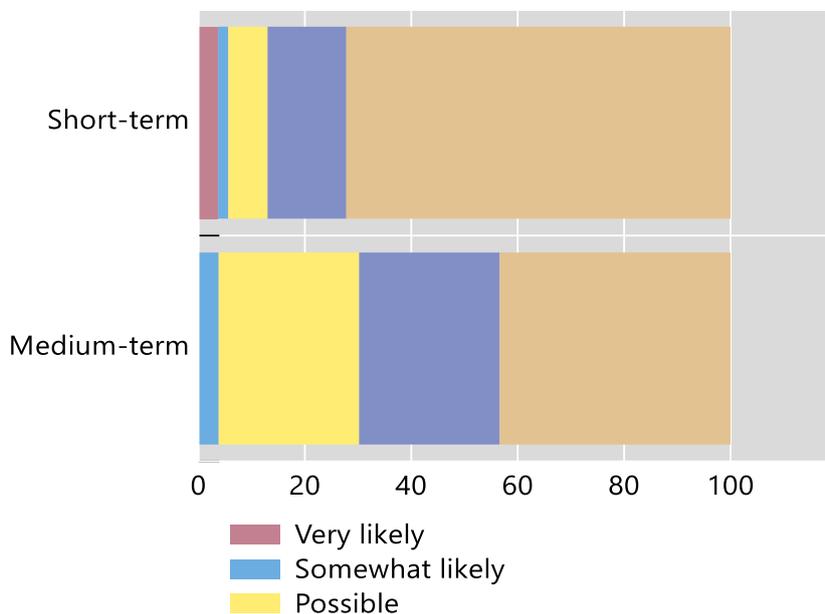
結果，中央銀行可以選擇提出規範方法或接納科技，亦即，提供中央銀行法定數位貨幣(見圖 3-22 至圖 3-24)。此外，中央銀行可以限制取得管道或改善無現金的數位合約，例如可流通的債務卡(debit card)。

由下面的圖 3-22 可了解 CBDC 在國內外快速付款，由圖 3-23 以及圖 3-24 可以了解中央銀行發行數位貨幣(CBDC)的可能性。



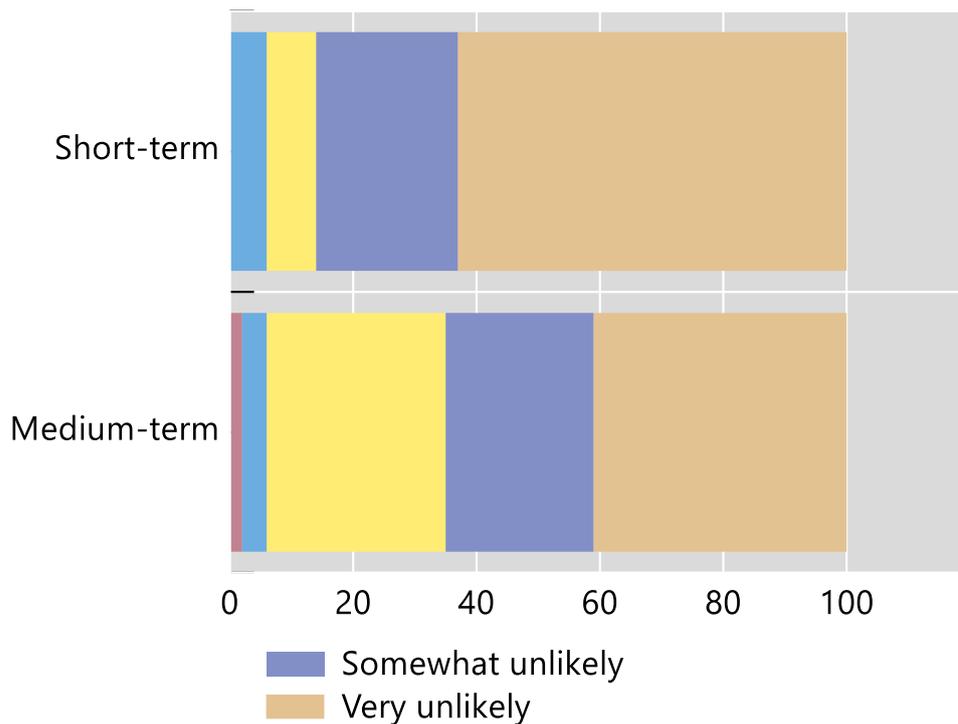
資料來源：CPMI survey of 80 central bank, Coeuré (2018)

圖 3-22 中央銀行對數位貨幣的研究和實驗



資料來源：CPMI central bank survey on CBDC and digital tokens.

圖 3-23 大眾使用的「通用型」中央銀行數位貨幣(General-purpose CBDC)



資料來源：CPMI central bank survey on CBDC and digital tokens.

圖 3-24 僅供銀行間使用的「批發型」中央銀行數位貨幣(Wholesale CBDC)

中央銀行提供法定數位貨幣的正面考慮方面，首先是付款方式不重要，但應提高付款效率、降低交易付款成本，特別是在國際中央銀行數位貨幣中的交易付款效率。再者，中央銀行政策的靈活性和有效性方面，如果現金有限，中央銀行可以採負利率政策。中央銀行可以使利率政策的傳遞更具流動性；可以有更多的政策工具和自由度。例如：(1)可更約束非法活動，交易稅的徵收等。(2)可更精確地放款、工程穩定性。(3)可使預測優化。(4)可普惠金融(Financial inclusion)。此外，中央銀行數位貨幣會帶來更多交易相關的附加信息，可更聚焦於有效的政策。但是，中央銀行數位貨幣會過於模糊財政政策和貨幣政策間的界限。

中央銀行提供法定數位貨幣的負面考慮方面，首先是，中央銀行數位貨幣存款會取代銀行存款，再者，中央銀行存款使得銀行金融中介採用 100%準備，私部門金融機構專注於期限結構和信用轉換，銀行失去可安全獲利的條件（因交易手續費減少），並加速銀行擠兌的風險。銀行可能承擔或也可能無法承擔此種風險，均衡時風險與報酬的抵換會變得更少。結果，央行需要監控和預防銀行的道德風險。

### 3.4.3 金融系統的產業趨勢和潛在影響

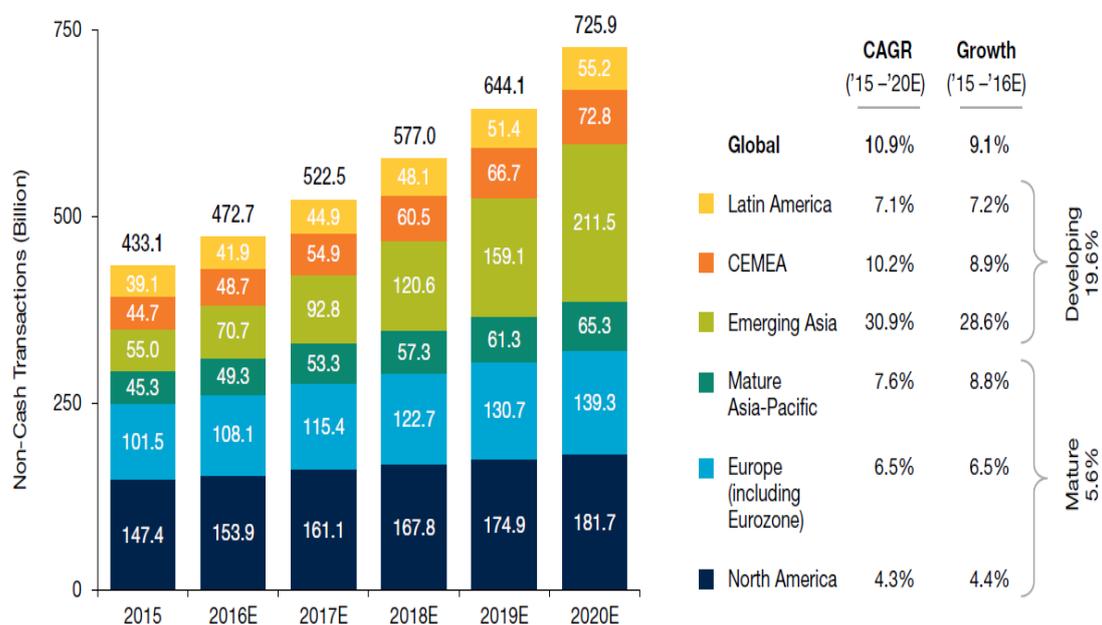
最後，我們以四個面向，說明金融產業未來的趨勢，和金融產業未來潛在的

影響與干擾。

首先，產業將趨向電子支付商務與資訊數位化。儲存、紀錄和分析數據的能力可增加電子支付商務協議的進展，使交易速度更快、成本更低，並使記錄保存更完全，近期廣泛被一些國家採用(像是中國)。最後結果是電子支付商務與資訊數位化將會成為一種快速的支付系統(圖 3-25 及圖 3-26 可了解數位支付的發展)。

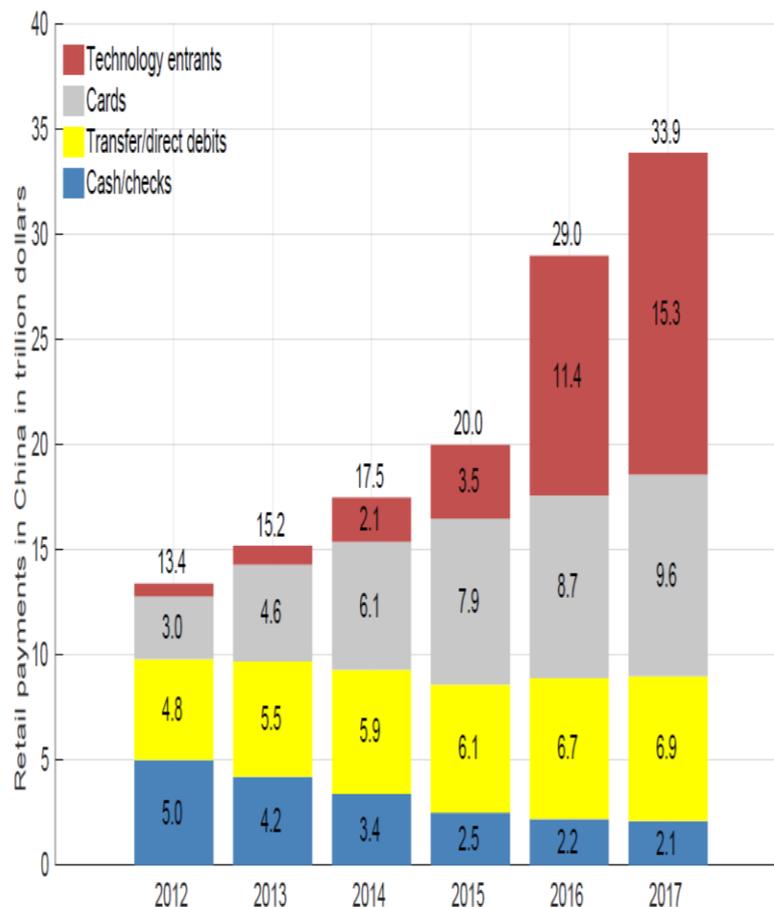
再者，以銀行為基礎的快速支付系統即將來臨。例子包括(1)設立於 2001 年的韓國電子銀行系統。(2)墨西哥銀行的支付系統 SPEI (sistema de pagos electrónicos interbancarios)。(3)瑞典私有行動支付系統 Swish。(4)英國的非營利公用事業 (Faster Payments)。(5)新加坡的 Fast and Secure Transfer (FAST)。(6)歐洲央行的 TARGET Instant Payment Settlements (TIPS)以單一歐元支付區即時信用轉帳平臺(SEPA Instant Credit Transform Platforms)為基礎。(7)美國的即時付款系統 (Real-Time Payments System) (私部門) 和提出聯準會(FED)即時總額清算(RTGS)最後支付系統。(8)其他跨境貿易使用以數位貨幣為基礎的區塊鏈(由瑞銀集團 UBS 引進)。

圖 3-25、圖 3-26 可了解亞洲特別之處



資料來源：全球支付報告(2017年)

圖 3-25 全球數位支付發展總覽



資料來源：麥肯錫全球銀行年度回顧(2018年)

圖 3-26 科技廠商進入中國的支付系統

此外，未來的發展會擾亂金融同業(Financial Institutions, FI)，在加速所有事物的時間方面，包含(1)從訊息回覆(電子郵件、Line、WeChat、WhatsApp)到貨幣轉帳。(2)即時支付即將來臨(區塊鏈技術)，包跨即時銀行轉帳系統，更多中央銀行的數位協定。特別是，銀行業務將被削弱，包含(1)支付銀行收入會減少。例如，Facebook Libra 減少支付銀行收入。(2)銀行利差減少，會有更多中介者有管道取得批發性貨幣，會有更多中介機構加入競爭，例如 Big Tech 加入競爭。但是當市場成熟，會擴張其它業務，且將證明最早進入者會有外溢效果。

最後，數位貨幣實際上會有太多的未知與干擾。我們不知道金融系統將會變成何種樣貌？傳統金融機構是否會失去交易性金融業務、是否會失去取得資金的優勢呢？中央銀行的負債是否會包含所有的銀行活期存款？若非居民能取得中央銀行數位貨幣(CBDC)，跨境的延伸性結果和外部性會是什麼？網路犯罪的問題會如何？未來中央銀行會面臨這些未知與干擾。

#### 3.4.4 政策建議小結

本節分析央行未來數位貨幣經濟和政策的挑戰。我們發現私人數位貨幣的演算方式無法審慎執行貨幣政策，無法取代法幣。中央銀行可以提供法定數位貨幣，但是有正面以及負面的考慮。

金融科技是否擾亂銀行業？以全球來看支付業務仍是表現最好的金融服務產品之一(麥肯錫報告)，消費者移向數位管道和支付，推動數位支付額飆升，對銀行來說，這種推動力並沒有延伸至大多數銀行，而傳統收入來源，現正處在此大環境的壓力之下。金融科技公司步驟是數據、分拆、開發產品和攪動市場，在臺灣，銀行仍是金融的主要參與者，像歐洲模式。在歐洲，銀行佔主要地位，且具有友善的監理環境，而即時支付具有良好的基礎設施，使銀行能夠快速地適應與競爭。

政府的關鍵目標是引導效率提升。一個有趣的新加坡經驗是 MAS 和 ABS 可交互操作的電子支付(例如: QR, NETS, Paylah, Pay Anyone, FAST, PayNow)，並提高有效需求和供給。爰此，政府應進一步擴展消費足跡，提升創業門檻，在疫情之後，臺灣人已經更能接受電子支付(例如街口、LINE Pay 以及悠遊卡)。政府應在此大環境下，推廣電子支付，使支付管道可交互操作，並發展公部門引領的數據實用程序，克服過度銀行化但數位化不足，以加強數據分析、雲端計算、機器學習、分散式帳本(DLT)和生物識別(BMR)，且鼓勵企業家與銀行合作，推動電子支付外的創新。

最後，本節說明金融產業未來的四個趨勢：產業將趨向電子支付商務與資訊數位化，以銀行為基礎的快速支付系統即將來臨，未來金融產業的發展會擾亂金融同業，數位貨幣實際上會有太多的未知與干擾。

### 3.5 本章建議

有關本章中央銀行貨幣和匯率政策建議，摘要如下：

1. 中央銀行和金融監理機構的現代化，重新平衡三項主要目標，以活化臺灣資本市場，提升央行貨幣與匯率政策制定，改善金管會前瞻性的金融監理，以促進金融發展、經濟成長、改善所得分配、以及提高社會福祉。
2. 應效法美國聯邦儲備銀行，提升央行的獨立性、透明度與可究責性，基於系統性的貨幣政策研究，建立一個完整的動態分析架構，並提供前瞻指引。且應參考新加坡金融管理局經驗，在維持貨幣穩定的同時，可慎重評估是否將部份外匯儲備資金投入主權財富基金，在具透明度和可究責性下，此可帶動產業發展現代化，並創造就業和提升薪資收入。
3. 央行應盡量揭露其匯率政策的制訂目標和決策過程，適當揭露外匯市場干預活動的相關資料與資訊，財務報表以及出具財務報表的內控都應經過內部的獨立機關以及外部機關查核，應揭露其外匯資產的組成內容。
4. 中央銀行的貨幣政策委員會及理事會的成員不但應專職，而且也必須符合專業的要求，政府其它部門的官員不應兼任理事及兼任政策委員。中央銀行的專職貨幣政策委員會及理事會產生方式，建議採用美國聯準會產生方式，置專職理事。
5. 中央銀行可以提供法定數位貨幣，但是有正面以及負面的考慮。最後，本節說明金融產業未來的四個趨勢：產業將趨向電子支付商務與資訊數位化，以銀行為基礎的快速支付系統即將來臨，未來金融產業的發展會擾亂金融同業，數位貨幣實際上會有太多的未知與干擾。

## 第四章 金融政策與機制

### 4.1 各國機制的比較研究：金融穩定與金融風險監管

#### 4.1.1 金融監理及金融穩定機制之優化

1997年英國推動金融監理一元化，移除英格蘭銀行 (Bank of England, BOE) 的監理權，將原來分散的數個監理機關合併組成金融監理總署 (Financial Services Authority, FSA)；於此同時，在金融穩定制度上，英國則採取財政部、BOE 及 FSA 三方共管機制，並明定各機關的分工職責；簡言之，英國是金融監理一元化及金融穩定三方共治的運作架構 (圖 4-1)。

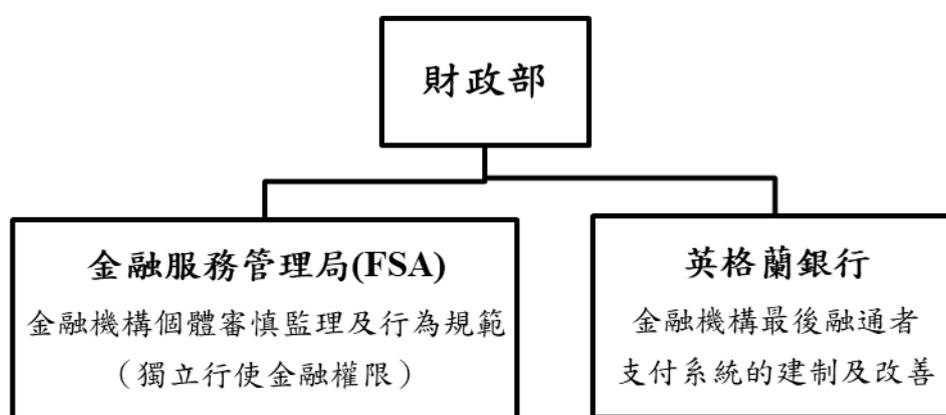


圖 4-1 英國金融監理及穩定改革前的運作架構

我國師法英國 FSA 的制度，將過去多元化之金融機構監理體系加以統合，於 2004 年 7 月 1 日成立「行政院金融監督管理委員會」(簡稱金管會)，自此我國金融監理號稱走向一元化。金管會的宗旨為：健全金融機構業務經營、維持金融穩定及促進金融市場發展。然而，另一方面，我國中央銀行的法定經營目標明訂為：促進金融穩定、健全銀行業務、維護對內及對外幣值的穩定，並在上列的目標範圍內，協助經濟發展。要言之，促進金融穩定是中央銀行法賦予央行之首要經營目標，同時，央行於必要時，得辦理各金融機構與央行業務（涉及發行、外匯、經理國庫、信用管制、流動準備、公開是常操作、存款準備率、融通業務等）相關者之金融業務檢查。

綜上，金管會與中央銀行似乎在目標與職權上有重疊之處，在實務運作上，我國的金融監理係由金管會主導，中央銀行為配角，特別是在與外幣有關的特定業務，央行具有一定的監理角色；而金融穩定的職責，目前則分由金管會及中央銀行共同負擔，但職責則界限模糊，分工並不明確。

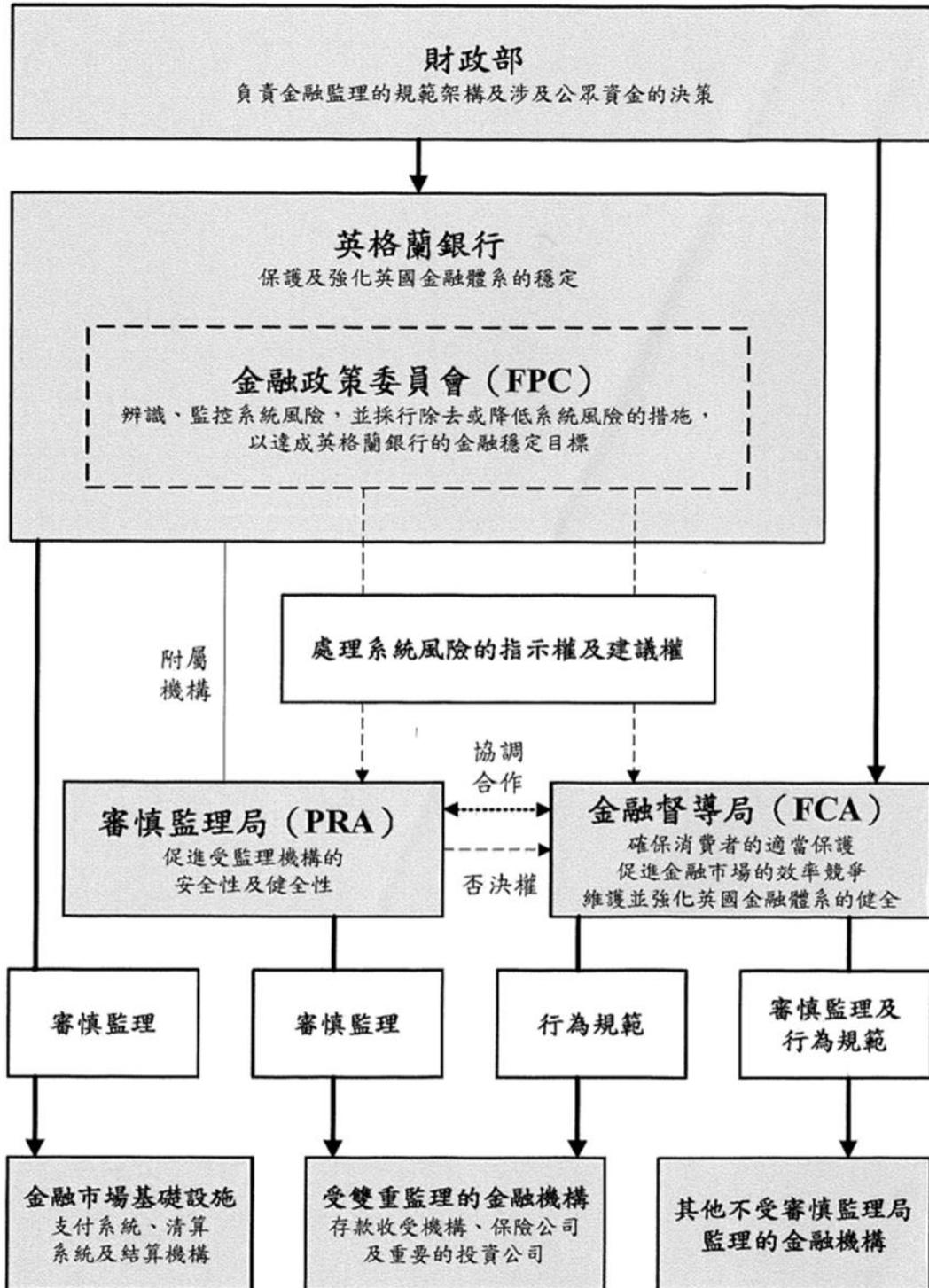
2008 年全球發生金融海嘯，導致英國北岩銀行 (Northern Rock) 擠兌，傷害英國金融穩定，促使英國重新檢討其一元化的金融監理及三方分工的金融穩定機制。由於此一架構被認為無法及時因應危機，更突顯英國金融監理體制諸多問題，在外界的強力呼籲下，2010 年英國公布「金融監理新方案：建立更穩定的體系」、「金融監理新方案：改革藍圖」等一系列改革方案報告，希望重建金融監理及金融穩定的新架構，以迅速與有效地因應未來可能發生的金融危機。

2012 年底英國通過金融監理改革法案 (Financial Services Act 2012)，自 2013 年 4 月 1 日宣布廢除金融監理一元化，停止原來前述架構，改由英格蘭銀行主導英國金融監理業務，下設金融政策委員會 (Financial Policy Committee, FPC)，並裁撤 FSA 原有之職權，將其職權一分為二，由新成立之子公司審慎監理局 (Prudential Regulation Authority, PRA) 及金融督導局 (Financial Conduct Authority, FCA) 接掌。

英國此次修法，明定英格蘭銀行負有「保護及強化英國金融體系穩定」的經營目標。要言之，英國政府除賦予英格蘭銀行總體審慎監理的單一大權外，也同時賦予英格蘭銀行個體審慎監理責任，因此，英格蘭銀行成為同時負責金融機構風險與整體金融穩定的唯一機構。另一方面，英國在金融監理上採行「雙峰模式」(Twin Peaks)，將審慎監理與金融行為監理分離，但仍然都在英格蘭銀行的管轄下。自此，英格蘭銀行成為英國金融監理、金融穩定及消費者保護的最重要核心機關 (圖 4-2)。

該行透過下列方式，達成其金融監理及金融穩定的目標：

1. 透過 FPC 的總體審慎監理，以辨識、監控並採行適當措施除去與降低對英國整體金融體系的系統風險。在 FPC 成立的同時，英國政府立法撤銷原 BOE 內的金融穩定委員會。
2. 透過 PRA 對存款機構、保險公司以及大型投資公司執行個體審慎監理，以確保受監理者的安全與健全，並將金融機構倒閉引起的不利影響降至最低，以促進英國金融體系的穩定。
3. 透過 BOE 對金融市場交易後的基礎設施提供者 (包括支付系統、清算系統及結算機構) 的監理權限，確保這些重要的金融機構的回復能力，避免對英國金融體系的穩定產生負面影響。



資料來源：Emma Murphy (2013)、FCA (2013)、HM Treasury (2011)

圖 4-2 英國金融監理制度改革後的新運作架構

從英國改革前後兩圖的架構可看出，英國的金融監理制度，從過去監理個別金融機構的層次提升至著重整體金融體系的穩定。反觀我國，目前擔負金融穩定的運行架構比較接近改革前的英國制度（見圖 4-3），由金管會及中央銀行共同擔負，但權責並未明確劃分；兩者雖然都隸屬行政院，但都是獨立行使其權力的機

關，因此真是「各司其職」，合作僅止表面，行政似乎也無常設協調機制，對我國未來發生系統性金融危機的事前防範，恐有隱憂。

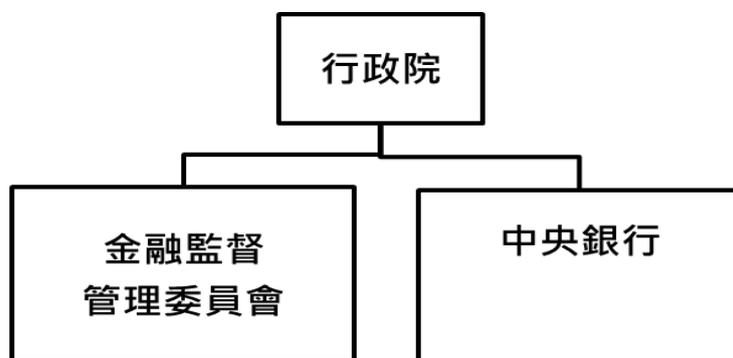


圖 4-3 我國金融監理及金融穩定的運作架構

無獨有偶，金融海嘯發生後，美國已有強力的聲音將金融穩定升格為聯準會 (Fed) 的政策目標之一，亦即將就業充分與物價穩定雙重職責轉變為三重職責 (Triple Mandate)。論者認為：金融海嘯的經驗顯示，金融恐慌與經濟衰退將讓物價與就業偏離目標，代表金融穩定與物價、就業穩定是一體兩面，忽略金融穩定將難以達成兩大政策目標。

所以，將金融穩定設為聯準會的政策目標之一，無疑是確保經濟穩定的要件。持此種看法的學者進一步說明認為，經濟與金融互為表裡，相互影響；且隨著金融科技日益進步，金融交易的形式愈趨複雜，聯準會若單以監管方式進行金融管理，其政策有效性只怕會逐漸減弱。所以，與其讓聯準會被動地追趕市場變化，倒不如擴增其職責範圍並主動出擊。同時，將金融穩定設定為聯準會法定任務後，如量化寬鬆等政策執行可有確實的法源依據，成敗也能有客觀的評定準則。

由此可見，金融海嘯後，英、美對其金融監理及金融穩定機制都重新檢討。我國的金管會成立至今已有 15 年，似乎是時候對其作一體檢，鑒於以上有關英美近期有關金融監理的改革，我們建議：

#### 4.1.1.1 重新定位個體審慎監理及總體審慎監理主管機關

如前所述，目前我國個別金融機構的監理係由金管會主導，此與英國金融改革前由 FSC 專責金融機構單一監理制度較為接近；但我國央行除具有金融穩定職責，又可執行特定業務之金融檢查權，此又與英國金融改革前的制度有所不同。

英國之所以強力要求金改，係因根據過去的機制，當危機發生時，應由 BOE 對發生問題之金融機構提供緊急融通，避免風險擴散危及金融安定。但過程需經

BOE 及 FSA 評估討論，認為有必要採取緊急措施時，才向財政大臣報告提出建議。此種三方架構在 2008 年 7 月北岩銀行遭遇重大擠兌事件時面臨嚴峻挑戰；由於三方合作欠缺全權負責機關，造成相關單位囿於個別權責而躊躇不前，以至擠兌擴大，產生社會信心危機，導致金融體系動盪不安。經此教訓，故改由英格蘭銀行將金融監理及金融穩定的任務一把抓在手中，補強以往 FSA 雖有金融穩定的職責，但其眼光較偏重於個別金融機構風險重視監理制度，忽視金融總體面風險的缺漏。

鑑於我國的現行制度與國情，若採行英國金改後的制度，立法不但曠日費時，也未必能有實質成效；因此我們建議的改革方案係將個體審慎監理（個別金融機構的監理）與總體審慎監理（整體金融市場穩定）分別加以事權統一：由金管會執行個別金融機構監理檢查業務，而由中央銀行負責金融穩定的總體審慎監理任務。

檢查權的統一較為簡單，與現行實務接近，只要稍加調整，不必大費周章，各界的接受度及可執行性是很高的；至於總體審慎監理的金融穩定事權的統一，牽涉較廣、難度較高。如前所述，央行及金管會皆有職責。譬如：央行因執行貨幣政策而掌握個別金融機構業務資訊，並定期出版金融穩定報告，以及擁有信用管制之總體審慎政策工具；而金管會以制定金融制度及監理政策的職權，亦得執行總體審慎監理政策，例如：金融機構資本適足性、流動性覆蓋比率、淨穩定資金比率，以及對各種業務的資本權數的調整權等等，金管會的上述職權皆是與英國金改後的 FPC 相似，綜合言之，我國並無完整的總體審慎監理架構，且沒有專責單位負責執行。

我們之所以主張總體審慎監理劃歸央行，係考量央行具有蒐集金融市場資訊與系統性分析的專業能力，且央行手握貨幣政策及外匯政策的工具，可宏觀調節金融市場可能的動盪，更何況，央行是金流體系中流動性的最終供應者，且是唯一能在最短時間提供充分流動性的機構，故其最具備總體審慎監理政策之制定與執行的條件。

當然，個別金融機構的監理與金融市場穩定議題也有相互重疊之處，不容易一刀切得乾淨，譬如某一金融機構瀕臨破產，既是個體也是總體問題，可以就需要雙方甚至其他相關單位互相合作加以解決，這時就可仿效英國的 FPC，於央行設立金融穩定委員會居中協調。

#### 4.1.1.2 設立金融穩定委員會

根據英國的金融服務法，FPC 法定目標分為主要目標與次要目標。FPC 的主

要目標係「辨識、監控、採取行動，以移除或降低整體系統風險（非處理個別機構層次的風險），以保護及擴大英國金融體系的健全性」。FPC 的次要目標則為「在達成主要目標前提下，支持政府經濟成長及就業目標的經濟政策」。

換言之，經濟成長及增進就業的目標是不能自外於金融穩定的議題。這一觀念與我國現行央行以最主要任務為穩定物價及增進就業最主要任務有所不同。

因之，我國若成立金融穩定委員會，或可採用以下架構：

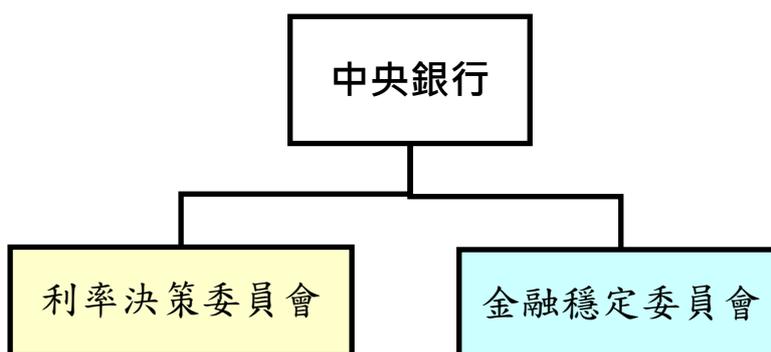


圖 4-4 建議我國央行有關金融穩定運作架構

金融穩定委員會的任務及成員建議如下：

### 1. 金融穩定委員會的任務

可參照英國的 FPC，其主要任務建議為：

#### (1) 建立整體金融風險預警指標

2008 年金融危機的特色有三，事前無明顯跡象、瞬間全面擴散，且全球哀鴻遍野。英格蘭銀行在 2008 年 10 月金融穩定報告中也承認「儘管…已經辨識出弱點，幾乎無人預估將造成全球金融體系如此的紊亂」。

Alessi and Detken (2009)研究歷史上金融危機事件曾經指出，當經濟過度承受風險如資產價格飆漲與信用急遽擴張時期，銀行以市價所衡量的槓桿趨低，意即在風險偏高時的風險溢價與波動反而會降低，以致當金融體系看起來似乎最健全時候，通常就是最脆弱的時候，這被稱為「金融不穩定的矛盾」(Paradox of Financial Instability)；簡言之，金融循環與經濟景氣循環在學理上是總體金融穩定的一體兩面。

過去金融監理單位著重在個別金融機構的風險監督，較忽略層次高的總體審慎監理。自 2009 年初美、英等主要國家學者專家與 BIS、IMF、G20 等國際組織及央行，陸續提出金融監理與改革計畫與建議：除強化銀行體系資本品質與水準、風險管理、限制銀行高階主管薪酬制度等金融機構個體審慎措施外；並強調應發展金融整體監督管控與衡量金融系統風險的必要工具，更強調應加強總體審慎分析與研擬妥適對策。

要言之，金融不穩定的矛盾及總合謬誤兩者同時顯現出個別銀行監理規範的不足，因之開展了總體審慎政策的顯學。Basel 銀行監理委員會(BCBS)於是訂定新資本規定 Basel III、加強規範全球系統重要性機構(G-SIFIs)、加強影子銀行監控等措施來因應；美國前聯準會主席 Bernanke 也指出總體審慎監理的重點，包括：a.必須考量金融體系整體的信用擴張、流動性、資產價格及財務槓桿等情勢；b.必須強調系統風險與系統重要性機構之相互影響，及有秩序的清理機制(Bernanke, 2010)。

綜合言之，中央銀行對承擔整體金融穩定任務是責無旁貸的，中央銀行應以參考上述 Bernanke 的建言，有責任提出總體金融風險預警指標與模型，定期開會討論並公開發佈報告。

## (2) 研議推動相關預防政策

既然有了總體金融風險預警指標與模型，在必要時，金融穩定委員會應提出相關預防政策，英國 FPC 在相關預防政策範圍包括：

- 影響金融機構資產負債表的要件  
包括調整流動準備、最高槓桿率限制、反景氣循環資本緩衝、限制盈餘分配、特定部門資本計提、特定業務活動的限制等等。
- 影響放款條件或其他金融交易條件  
包括放款成數(LTV)及放款所得比(LTI)的限制條件、保證金的規定等等。
- 影響市場結構的要件  
包括採用中央交易對手清算制度(central counterparties；CCP)、壓力測試情境的設定等等。

以上的範圍與我國現行金管會的職責重疊，未來可討論如何劃分，誰是政策制定者，誰是政策的執行者，未必需要全盤照用；但以下二者，似乎更屬總體審慎監理的範疇，宜加考量納入：

#### a. 對加密貨幣之因應

為達成移除或降低系統風險，以保護及擴大英國金融市場健全性的法定目標，FPC 可就「法規管理範圍」(regulatory perimeter)提出建議。所謂「法規管理範圍」係指英國金融體系受監理業務（對象）與不受監理業務（對象）的分界。

在今日科技發達的年代，過去未見過的金融商品或金融行為現在隨時可能發生，譬如：國內對虛擬貨幣如比特幣(Bitcoin)的主管機關似乎舉棋不定，央行的態度是偏向將這類虛擬貨幣的性質認定是投資產品而非貨幣，因此不贊成為虛擬貨幣的主管機關，央行只能提醒和呼籲投資人要小心，沒有立場去做監管。

但接著而來更令人震驚的是，臉書(Facebook)於 2019 年 6 月 19 日公布其區塊鏈金融產品：密碼貨幣 Libra 和 Calibra 數位錢包(digital wallet)，一腳踏入區塊鏈與金融科技的領域。

Libra 和前述的虛擬貨幣的不同在於：前者是有真實低波動性資產做擔保的穩定幣，像是法幣現金，以及信譽良好的政府貨幣證券作為擔保（例如美國、德國公債）；後者是沒有實際資產作為擔保的，價值來源純粹靠的是投資者對這個密碼貨幣的信心。

Libra 網站的標語是：「重新創造貨幣、重塑全球經濟、讓世界各地的人們過上更美好的生活。」Libra 的使命是建立一套簡單的、無國界的貨幣，它正企圖通過認許聯盟區塊鏈的模式，創造「超級央行」，實現發行全球通用貨幣的野心。

如果將 Libra 定位為代幣，監管重點可以放在查緝黑市匯兌、防洗錢、反資恐；而如果看清 Libra 以私人貨幣取代法幣的願景，各國央行似乎必須停下腳步，反思數百年來人類社會對於法幣的認知。

有「央行中的央行」之稱的國際清算銀行(BIS)警告，臉書推出加密通貨 Libra 後，料將在全球金融市場快速佔有一席之地，但同時將對市場競爭、金融穩定與社福構成潛在威脅，全球主管機關有必要修法因應。

在此之前，法國央行表示不排除監管 Libra，英格蘭央行總裁 Mark Carney 亦曾表示，未來將允許非銀金融機構在央行開戶存款，甚至還可能允許央行直接對其放款。這至少意味著，私營央行若獲得某國政府特許牌照，利用分布式帳本技術將既有貨幣總量當中的一部分「數位化」，則貨幣總量無增減，只是流通管道與速度改變。這個型態的數位貨幣仍是經濟體中流通的私部門負債，只是信用創造機制有區塊鏈或其他分布式帳本技術加持；若私營央行是增發有無限法償效力

的新數位貨幣，等於 outside money 總量增加，將對金融穩定有一定的影響。

於此同時，中國人民銀行數位貨幣研究所透露，中國央行即將推出官方版的虛擬貨幣。若成功，這將會是全球第一個發行虛擬貨幣的央行。凡此種種，在在說明，無論你喜不喜歡，Libra 生態系必會影響未來的金融體系，央行是時候開始思考對它的戰略了。

## b. 資產價格的管理權

眾所周知，「促進金融穩定」之意涵：促進金融市場價格的穩定利率，匯率防範系統性風險，防止個別金融機構之經營危機，維護整體經濟金融的穩定，平日監督管理金融機構，必要時以最後貸款者身分，提供充分的流動性。在金融海嘯後，各界重新思考為何金融海嘯會發生。原因也許很多，但不可否認的，資金過於寬鬆造成資產泡沫是風暴的重要因素。<sup>14</sup>

此處特別要強調一個觀念，貨幣政策影響不僅是消費者物價，資產價格也是受到密切的影響；換言之，貨幣若未影響商品價格，必然影響資產價格。1980 年代以前，貨幣供給成長過速，在一段時間延遲後必然導致商品價格（民生物價）上揚；1980 年代以後，全球化資金流動快速，以及資產、金融性交易盛行，使得貨幣供給與消費者物價之關係較不緊密；但貨幣供給快速增加，若未引發消費者物價上揚，股票與房地產價格則多飆漲。譬如：1980 年代下半葉的臺灣，1997 東亞金融風暴前的東南亞各國，2000 至 2007 年的中國，2009 年以來自金融海嘯及早復甦的新興國家。要言之，當消費者物價不動，但資產價格卻開始飆漲，極有可能再重蹈次貸風暴、金融海嘯的覆轍。

持續多年的資金寬鬆造就了股市、房地產的榮景，但各國央行明哲保身，不願意主動處理資產市場過熱問題。Greenspan 在 1996 年底至 1997 年初曾嘗試為股市降溫，未收效果後不再主動介入股市，只準備在股市或房市泡沫破滅時，妥為善後。

Greenspan 曾對不介入股市做出辯解：聯準會無穩定股價之職責；股市是否存在泡沫，難以認定；聯準會未必有能力消弭股市泡沫。基於以上三個理由，Greenspan 也未將房地產價格納入管理，他於 2006 年卸職時，各界很擔心當時過高的房地產價格，認為他留下了房市過熱之未爆彈。確實，他卸任一年，次貸風暴就發生了。央行前副總裁許嘉棟先生曾經評論道：「次貸風暴、甚至是金融海嘯，可以說是歐美央行坐等出來的，並不是不瞭解會發生問題，只是雖然知道，但是沒有作為。」

---

<sup>14</sup> 本小節部分內容引自許嘉棟、許振明、吳中書(2014)。

然而，當資產價格泡沫一旦破滅，賤價拋售資產及信用緊縮形成惡性循環，負債成了經濟個體的威脅與重擔。Irving Fisher (1932)的債務緊縮(debt deflation)過程清楚描繪了最近成熟經濟體典型的「資產負債表衰退」。Koo (2003); Reinhart and Rogoff (2011b)即發現，雖然金融危機的表象並不相同，然而本質幾乎沒有什麼不同：過度與持續的信用創造及資產價格泡沫，永遠是金融危機明確的前提及觸發危機的重要因素。這是繼 Kindleberger (1978)與 Minsky (1982)強調資產價格過度投機所導致的信用膨脹才是金融危機主因之後，再一次說明了金融資產價格與貨幣信用循環，正是金融危機事件分析的核心議題。

基於以上，我們認為中央銀行所應穩定的物價，不應侷限於民生物價。當資產價格一旦過於飆漲，變成泡沫，破滅時候造成的衝擊，甚至比民生價格的上揚所影響的層面更廣，所以中央銀行不能自外於資產價格。中央銀行制定貨幣政策時，應將民生物價與資產價格之穩定同時納入考慮。中央銀行雖然無力獨自穩定資產價格，但至少應做到不使貨幣政策成為促成資產價格大幅漲跌的導引因素。

## 2. 金融穩定委員會的成員

英國的 FPC 委員會有 10 名投票成員，分別是 BOE 總裁（並擔任 FPC 主席），以及 BOE 的 3 位負責金融穩定、貨幣政策、審慎監理業務之副總裁（其中審慎監理副總裁並擔任 PRA 執行長）、BOE 金融穩定局局長、FCA 執行長、英國財政大臣任命的 4 位外部人員；另有一名不具投票權之財政部代表，且 BOE 市場局局長例行參加 FPC 會議。

由於金融穩定委員會的任務與利率決策委員會不盡相同，且涉及的層面更廣，因此，其委員會成員的結構與利率決策委員會不宜相同。建議未來我國的金融政策委員主席為央行總裁外，其成員應包括具有貨幣政策、金融穩定、審慎監理業務專長之數位央行官員；同時也應納入金管會、財政部官員以及利率決策委員會的代表。

### 4.1.2 金融檢查制度之改造

#### 4.1.2.1 檢查權與處分權的扞格

金管會的組織架構係由銀行局、保險局、證期局及檢查局組成，其中前三個局的權責涉及對所屬管轄金融機構的業務經營管理層面，包含對個別金融機構業務的准駁、重要人事的核准以及懲戒處分等等，而檢查局只有檢查金融機構的權力，並不具有影響金融機構的業務經營的權責，也不具有對金融機構懲戒處分的裁量權。

金融檢查是實踐金融監督、防範金融風險的重要手段之一，在實施金融監理一元化近 15 年之後，有論者認為此制度使得監理資源運用更有效率，譬如裁減重複機關設立、縮小整體人力編制；同時對被監理金融機構而言，面對單一監理機關可以省卻重複說明及申報的行政程序，減少時間及人力成本。

雖然如此，但金融業者對目前金融檢查卻有諸多微詞，包括：檢查頻度過高、某些檢查人員實務經驗欠缺，以致對問題了解不夠到位、不同檢查人員對缺失認定標準不一、同樣缺失懲戒處分標準不一，以及從檢查到處分的程序及時間過於冗長等等。

當然，被監理的金融機構對處分他們的監理機關必然難以全盤滿意、完全口服心服；這其中固然有些是金融機構自身的問題，想要找個理由卸責，但是上述金融機構所謂的微詞，不可否認地是具有一定程度的參考價值。對於檢查人員素質問題，金管會做了許多努力，不在本討論之內。我們比較關切的是制度面能否加以改善，特別是在檢查權及處分權能否一元化？臺灣現行的檢查權及處分權實際運作時主要被批評的論點如下：

#### 1. 從檢查到處分時間冗長、過程繁複

通常檢查局到受檢單位進行約 2 至 3 週的金檢，隨後有所謂「結束溝通會議 (Close Meeting)」，檢查局就查核到的缺失與受檢單位詳細溝通，聽取受檢單位的說明後，帶回初步的查核缺失與受檢單位的解釋說明，進行過濾、篩選；數週或數月後，會將檢查意見函文受檢單位請其表示意見函覆。同時，檢查局並將檢查意見行文受檢單位主管的業務局（如銀行局、保險局、證期局）；相關業務局收到後，經過消化，將其認為重要者再函請受檢單位表示意見回覆；有時主管業務局會就個案的必要性，再函請其他業務局或相關公會等提供意見，從檢查到處分時間冗長、過程繁複。

基本上檢查局與業務局函文給受檢單位的缺失幾乎相同，受檢單位往往要對不同單位相同問題一一回答，這樣重複做相同的事，對受檢單位及金管會皆是浪費資源，缺乏效率（見圖 4-5）。

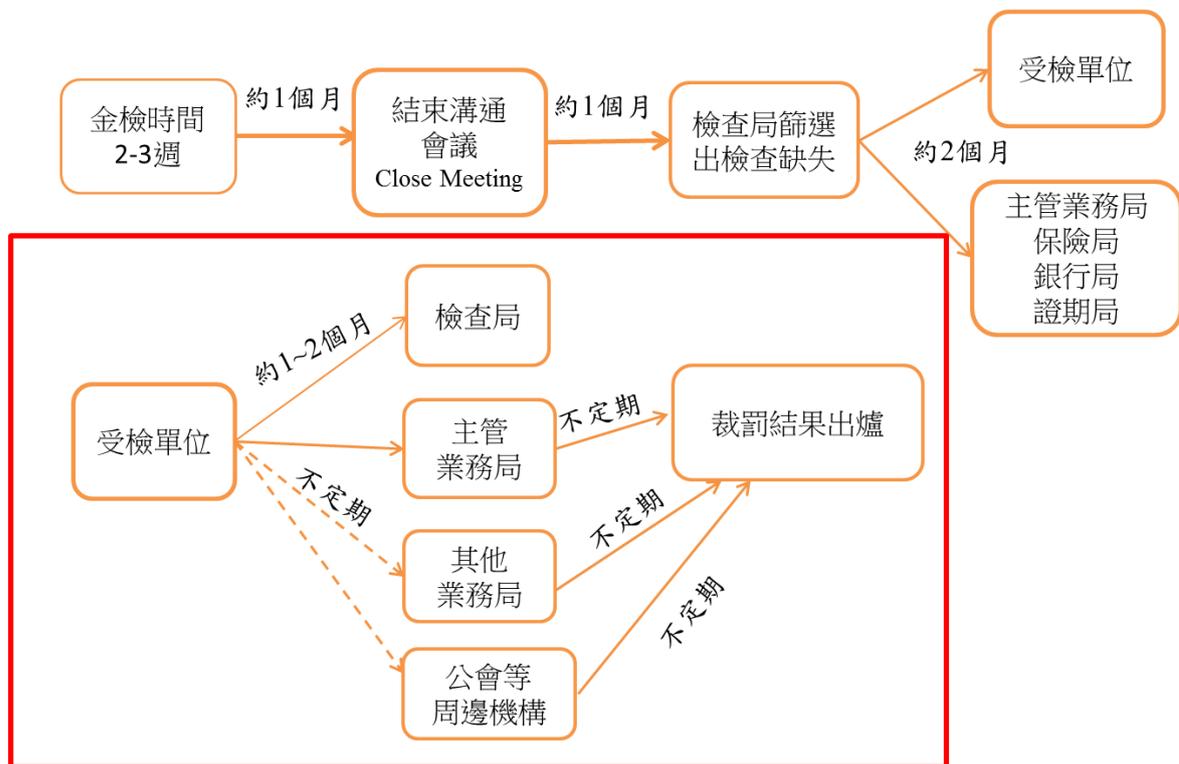


圖 4-5 我國金融檢查流程

## 2. 處分結果缺乏一致性

更有甚者，檢查局會先將受檢單位所犯缺點的嚴重程度分級為：「主要缺失」、「一般缺失」及「當面改正」。可是到了業務局時，「當面改正」往往最後升級為「缺失」，使得業者需要受罰。然而，業務局與檢查局互相的溝通並不緊密，業務局從未至受檢單位處實地了解問題的全貌，僅憑著檢查局的函文就能更改檢查局的分級，這常使得受檢單位不解、不服，甚至提出抗議者有之。

簡言之，從檢查到處分，整個過程往往耗時一年多，且同樣缺點對不同受檢單位處罰未盡相同，或者檢查局與業務局在同一受檢單位同一缺點上，其分級程度甚至裁罰結果亦大相逕庭，凡此種種，皆為業者詬病之處。

### 4.1.2.2 檢查權與處分權一元化

我們平常所謂的監理一元化，其實包括三個內涵：監理機關一元化、檢查機關一元化以及檢查權與處分權一元化。

表 4-1 係各國監理制度一元化的概況，從此表可看出：似乎各國對一元化的意涵更為著重檢查權與處分權的一元化。

表 4-1 各國監理制度一元化的概況

國家	監理機關一元化	檢查機關一元化	檢查權與處分權一元化
美國			V
英國	V	V	V
日本	V	V	V
南韓	V		V
澳洲			V
加拿大			V

資料來源：(1)郭秋榮，「主要國家金融監督理制度變革及其對我革國之啟示」，經濟研究  
 (2)行政院經濟建設委員會經濟研究處編著，第 2 期，2002 年 3 月

前曾分析，臺灣現行制度表面上檢查權及處分權似乎是一元化，因為同屬金管會，但是，在業者的感覺，檢查權及處分權似乎是在兩個時空中旅行。因此我們提出兩個可能的方案改造現行制度：

表 4-2 監理檢查合一與分立之比較

項目	監理檢查分立	監理檢查合一
組織精簡	維持檢查局組織架構，規模不變。	檢查局裁撤，移轉至業務局成為該局的一個組，原人事、政風、主計等行政單位免設置，編制大幅精簡。 <b>勝</b>
人力運用效能	1. 檢查局可集中調度檢查人力，視監理需要及金融市場狀況適時辦理跨業別專案檢查。 2. 檢查局已設置專責查核小組（如：衍生性商品、電腦稽核及投資業務）統籌調派集中訓練，有利培養衍生性商品、資安、投資業務等檢查技能。 <b>勝</b>	因資訊安全、衍生性商品等較具專業性之查核人才培養不易，檢查人力若分散至各業務局，較難有適足之專業檢查人力。
資訊分享	檢查局與業務局須透過定期或不定期會議、公文簽辦等方式交換分享監理檢查資訊。	各業務局透過內部作業分享監理及檢查資訊，資訊交流較具即時性及機動性。 <b>勝</b>
跨業監理	1. 較易對金控集團財務狀況及風險承擔資訊，整體評估分析。 2. 藉由跨業別對相同業務或項目辦理實地檢查，以瞭解有無監理套利情形。 <b>勝</b>	對於集團跨業別之檢查資訊較不易即時有效整合，不利金控集團整體風險評估，且易產生監理套利。

## 1. 維持現行組織架構，但由業務局參與檢查，並利用委員會實踐處分權

為深化相關業務局與檢查局的合作，建議業務局可派員參與實地金融檢查，確實了解在檢查時受檢金融機構的說明；若因人力問題執行不易，至少在「結束溝通會議 (Close Meeting)」時派員參與，以利對檢查意見的前因後果有所了解，同時對受檢單位的說明亦能清楚明瞭；如此，受檢單位就不需要重複以公文往返於檢查局、業務局之間，也不會產生業務局處只是閉門造車、望文生義的批評。

受檢單位將其意見函覆後，可提交到委員會討論決定懲處結果，如此可大大縮短整個流程，讓金管會及業者都能減少冗長、重複的工作，同時也避免原來業務局僅憑書面資料即可進行裁罰，讓外界總有其不接地氣之批評。同時，由委員會實踐處分權，可避免各業務局在類似的缺失上，處分輕重不一致的情況。但委員會之組成必須納入數名外部聘任委員，方能優化處分權之決策品質。

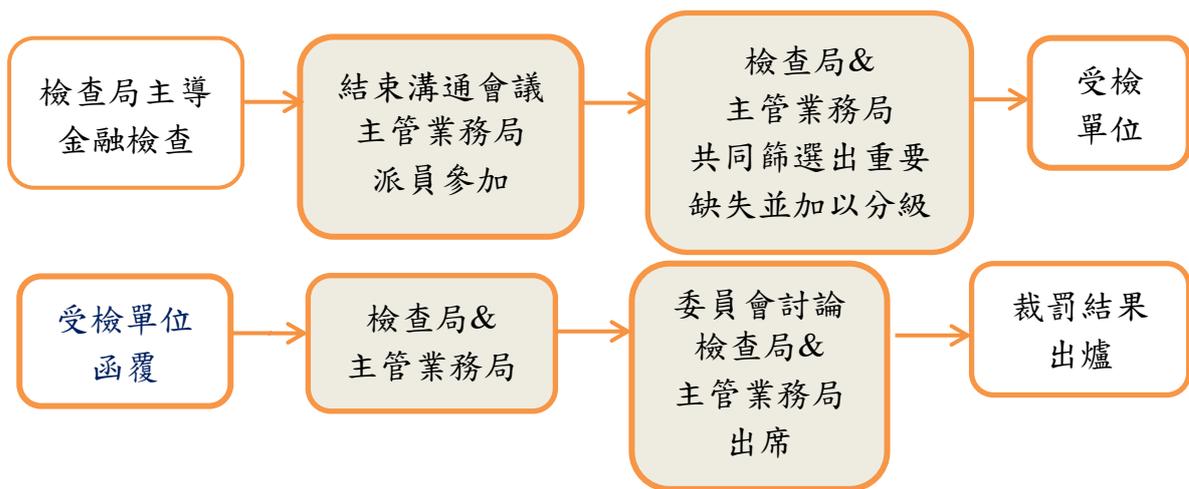


圖 4-6 建議的金融檢查流程

## 2. 將檢查局併入各業務局，實施檢查權與處分權一元化

此一構想係來自日本金融廳公布之新監理方法，針對 2000 年該廳成立以來，各界認為過於著重「形式」、「過去」及「部分」因而衍生一些問題；同時鑒於日本長期經濟停滯亟需促進經濟發展的考量，日本金融廳於 2017 年 3 月提出改革報告，並經對外公開徵求意見、廣泛與利害關係人(金融機構、外部稽核、消費者、市場參與者、股東等)對話後，始確定新的監理模式。

依該廳公布之文件觀之，未來將取消公布檢查手冊、檢查表，其監理策略係透過監督局與檢查局合一方式以強化監理內部品質，避免監理套利。我國若要採

行此法，牽涉較大的組織變動，但某種程度可解決過去業者反映的前述問題。

為了加速處理檢查到懲處的流程，並維持各局處懲處的一致性及公平性，在此制度下宜設立副主委層級之檢查長，專門負責各局處檢查事項、並作做為懲處會議的主席，如此才能有跨局處的思考，又能達到快速、一致且公平的目標。

以上二個建議若以執行難易程度而言，第一種「監理檢查分立」而稍做流程更改，相關法規不須修正，容易執行，但僅能治標；第二種「監理檢查合一」，加上檢查長之設立，則金管會及各局組織法、處務規程、編制表等需配合修正，難度較大但較能治本。

#### 4.1.3 公司治理議題之強化

- **建立關鍵經營風險指標**

公司治理是監督金融機構的重要自律機制，目前我國金融機構雖都依規定實施公司治理相關制度，然而表面的實施並不意味金融機構有好的公司治理，相反的，各種弊案仍層出不窮，因此，需要公司治理評鑑制度來確保公司治理實施的品質。

金管會 2013 年 12 月發佈的「強化公司治理藍圖」(2013~2017)中，將辦理公司治理評鑑列為重點工作項目，2018 年 4 月再度發布「新版公司治理藍圖(2018~2020)」，繼續將辦理公司治理評鑑列為重點工作項目，希望透過對整體市場公司治理之評鑑，協助投資人及企業瞭解公司治理實施成效，並逐步增訂質化評鑑指標，加入給分及扣分差異化，強化公司治理評鑑效度。

然而，如何將公司治理量化作為自律與投資的指標參考，成為很大的挑戰。國際間基於這類需求，對大型企業進行公司治理評鑑，提供投資人參考。而臺灣在近幾年於強化公司治理之時，也跟進編制公司治理評鑑指標。以下表格綜合比較臺灣與國際上其他公司治理評鑑指標。

表 4-3 各種公司治理評鑑項目比較

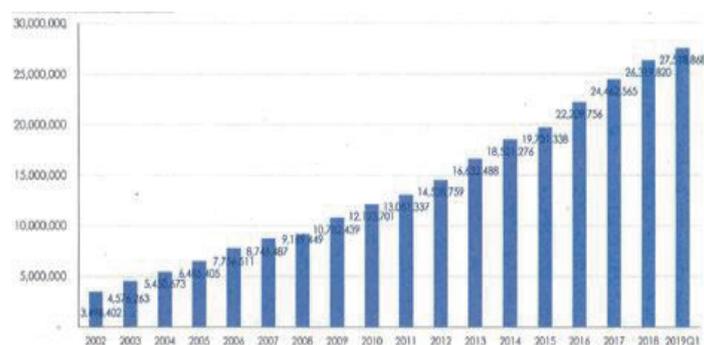
	CGQ	GMI	TCL	公司治理評鑑
發行商	Institutional Shareholder Service	Governance Metric International	The Corporate Library	臺灣證券交易所
評鑑項目	61 項 共 8 類	600 項 共 7 類	共 6 類	85 項 共 4 類。
評鑑類別	董事會架構與組織、董事會薪酬、獨立董事持股比例、章程規定、審計準則、執行長接班計畫、董事教育訓練、其他可量化因素	董事會責任、董事會薪酬、所有權相關議題、財報揭露與內部控制、市場控制、企業社會責任投資議題、股東權益	董事會架構與組織、執行長的受雇合約及薪酬制度、外部人董事持股、所有權相關議題、會計及審計規範、董事會決策	維護股東權益及平等對待股東、強化董事會結構與運作、提升資訊透明度、落實企業社會責任
評分方式	為相對的百分比分數 (0%~100%)，100%為最低，共有兩種。一種是公司在 S&P500 中的公司治理排名，另一種是公司在產業中的公司治理排名。	1.0~10.0，10.0 為最高。	A-F，A、B 都沒有任何風險，C 為最多一種類有風險，D 表示至少 2 個種類有風險，F 公司可能倒閉。	將所有上市（櫃）公司排名。

資料來源：自行整理

觀察上述評鑑項目可以發覺，無論是國內或國外公司治理評鑑項目較偏向原則性的概念；當然，這種設計係希望一體適用於各種不同的產業所致；但也正因為如此，無法針對產業特性有所著墨。然而，金融業穩定與否影響社會民生經濟至巨，更應強調公司治理。金融業的特性與一般行業不同，它並不製造出甚麼具體的產品，它是去拿風險來賺利潤，因此，金融業的公司治理中理應包括公開公司關鍵經營風險指標。

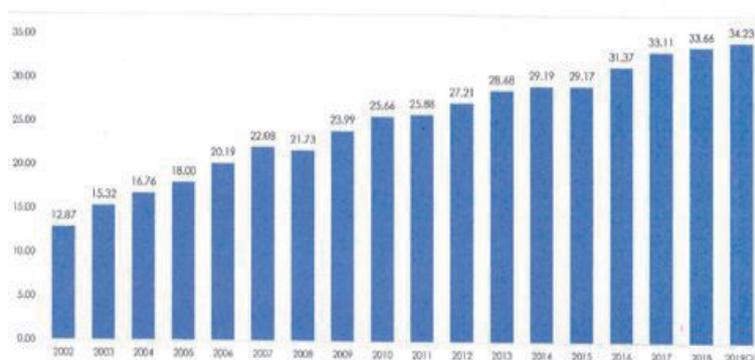
公司關鍵經營風險指標=產業關鍵風險指標+公司特有關鍵經營風險指標

此處我們以壽險業為例建立產業關鍵風險指標。由於壽險業的資產規模截至2019年第一季已達27兆5,188億元（見圖4-7），約佔全體金融業資產總額的34.23%（見圖4-8），可謂舉足輕重；同時，壽險業在過去高度監理的次序上是晚於銀行業及證券業，更有甚者，近年壽險業發生清償能力不足，動用主管機關介入引發併購交易，以致動用安定基金巨額賠付的案件時有所聞。



資料來源：金管會

圖 4-7 壽險業資產規模趨勢圖



資料來源：金管會

圖 4-8 壽險業資產佔全體金融業資產總額百分比趨勢圖

壽險業的特性是負債面的存續期間長，亦即從收到保費到出險平均時間的週期可能延續十幾年甚至幾十年，壽險公司若以長期給付高報酬率吸引保單，而投資面的報酬率無法跟上時，就會產生負利差，這種情況尤其在利率持續走低時殺傷力大，累積相當時間後會導致壽險公司清償能力不足，無法繼續經營。這個過

程可能長達一、二十年，也就是一、二十年前闖下的禍，需要後人來承擔，且因保戶往往將大部分身家性命託付給壽險公司，一旦壽險公司瀕臨破產，對社會穩定影響至巨。

因此，壽險業的公司治理尤其要著重經營策略所帶來的長期風險，而非只是致力短期損益的關切。金管會前主委顧立雄察覺此議題的重要性，於 2019 年 5 月 22 日邀集壽險業負責人座談，主題是「推動強化壽險業體質之監理措施」，其結論如表 4-4 所示。

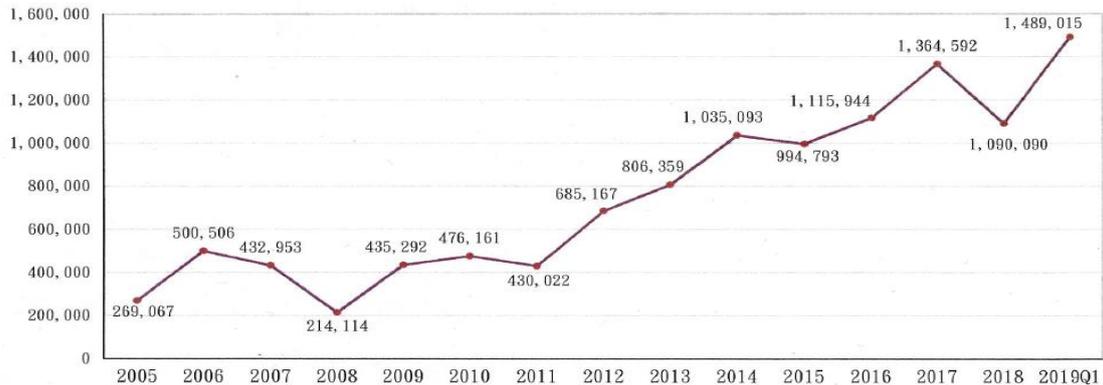
表 4-4 壽險業「產業關鍵風險指標」

壽險業負責人座談會四大重點結論		
四大重點	具體措施	時程
商品結構	● 加強審核商品服務合約邊際、宣告利率、售後管理	下半年公布。但實施時程會給予緩衝期
	● 建立傳統人壽保險、拉高投資型死亡給付比重現行門檻	
	● 保障高齡商品占比達到或不足六成者給「蘿蔔跟棒子」	
強化資本	● 規範保險業投資其他同業及金控為子公司籌資所發資本債或特別股	下半年
	● 保險實質相互投資從自有資本扣除	下半年
	● 增訂淨值比提財務改善計畫跟限期增資	下半年
	● 自有資本採分類法。分第一、二類資本	明年再觀察
接軌IFRS 17	● 各保險公司設專案小組，會計師了解施行狀況，不到位要喝咖啡	2022年
	● 未到期債處分損益逐年攤提特別盈餘公積	
導正不當銷售	涉刑事責任。要求董事會重視並加強督導，若再犯將重罰	請公會發函
資料來源：金管會		葉憶如 / 製表

表中的四大重點可做為壽險業的「產業關鍵風險指標」，所有壽險業的公司治理項目皆應納入，至於各公司特有的關鍵風險指標，可視本身的規模、結構及特性等訂定，此處提出下列可能的風險項目（但不限於）供做參考：

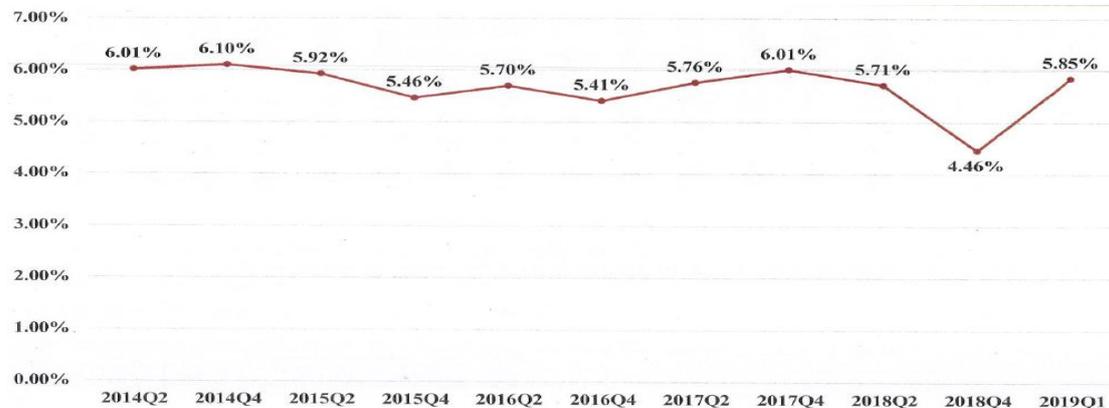
## 1. 股票/淨值比

壽險業是一個槓桿很高的行業，我們可從整體行業之淨值比（EA 比；淨值/資產）的平均值約 5% 得知，壽險業的槓桿倍數約 20 倍，遠遠高過銀行業、證券業。更進一步觀察，壽險業的淨值波動甚大，以 2018Q3 的 1.36 兆陡降到 2018Q4 的 1.09 兆，再陡升到 2019Q1 的 1.49 兆，以致整個產業的淨值比（EA 比）的產業均值亦從 2018Q3 的 5.71% 陡降到 2018Q4 的 4.46%，再陡升到 2019Q1 的 5.85%（見圖 4-9、圖 4-10）。



資料來源：金管會

圖 4-9 壽險業淨值變動趨勢分析



資料來源：金管會

圖 4-10 壽險業淨值比變動趨勢分析

深究其因，其實係因許多壽險公司有巨額的股票投資部位，所以 2018 年 10 及 12 月的股市大跌，使得壽險業的淨值大降 2,700 億，而 2019 年又因為第一季股市反彈，使得壽險業的淨值大升 4,000 億。我國壽險業的最大風險居然視股市的好壞而定，實在偏離壽險業的本質。因此，對於那些有巨額股票投資部位的壽險公司，其部位集中度應列入為公司治理關鍵經營風險指標。

## 2. 關係人及實質關係人交易

目前臺灣的壽險產業顯示出三大特性：高利率吸金、高風險金融投資以及高槓桿資本結構，若發生管理不當情事，將造成嚴重的負外部性(negative externality)，導致整體金融體系連帶受害，引發社會動盪，甚至經濟衰退的風險。

有別於一般上市公司的公司治理偏向股東權益的保障，金融業的公司治理，更強調存款戶、保險戶這些資金提供者與社會公眾利益的保護。但臺灣特有的家族公司色彩，具金融機構經營控制權的大股東，不但在產業集團中扮演重要角色，甚至還跨業經營管理眾人資金的金融業。幾次的股權爭奪案例顯示，產經不分的結果，大股東往往在股東大會限制股票過戶交割之前，利用關係人交易的漏洞，將金融機構所投資的股票，短暫過戶到大股東的私人投資公司，取得董監選任的投票權之後，再將股票過戶回去給金融機構，保戶的大眾資金往往變相成為大股東取得上市公司經營權的廉價籌碼。

過去，金融業的關係人交易時有所聞，近來更升級到規避表面的關係人交易，骨子裡卻牽涉到實質關係人交易，金管會對於金控、銀行、保險公司的大股東股權管理，在實質利害關係人的認定，將從法律形式改為最終受益人，亦即將屬於同一大股東家族控制的所有持股帳戶納入，這是正確、符合實際運作的措施。

2019年1月底，金管會裁罰XX人壽，因為其在2016、2017年初，以盤後定價將持有的XX紡織股票，賣給自家醫院和另外二家公司（為大股東的實質利害關係人），疑似藉此介入XX紡織的董監事改選；等到改選結束後，又陸續採盤後定價，將股票再賣回給XX人壽。

為何要進行上述安排？保險法規定，壽險公司財務投資的持股，不具有被投資公司董監事選舉的投票權，因此改由旗下其他帳戶持有，等改選完再轉回給保險公司。

然而上述安排的其中一家公司，從表面根本看不出是利害關係人，因而讓金管會體認到法律形式的利害關係人監理必須改變，亦即過去之同一人、同一關係人，以金融機構負責人本人、配偶、二親等以內的血親，以及本人與配偶為負責人的企業等，極容易被業者規避。另外，金管會也指出，依現行規定，有可能出現某帳戶（公司型式）原董事長符合關係人定義，但換一個董事長就不是，但該公司的股權結構卻沒有任何變化，可見在大股東的股權管理出現大漏洞。

有鑑於此，金融業的公司治理，尤其是某些金融機構大股東的控股結構相當複雜，其攸關股東、保戶甚至是社會公益，因之，關係人及實質關係人交易，應

當列入其公司治理的關鍵風險指標。

### 3. 海外分公司或子公司經營管理

近年來，金融機構海外分公司或子公司發生弊案屢見不鮮，例如臺灣某銀行海外分行，因內控程序未遵守當地反洗錢相關規定，慘遭紐約州金融服務署(DFS; New York Department of Financial Service)處以臺灣金融史上最高罰款 1.8 億美元，掀起軒然大波。從相關文件顯示，其被重罰的理由，除了未對客戶進行適當稽核、不適當的風險評估政策與程序、對紐約州金融服務署之檢查意見的不當與輕率回應等等外，在臺灣的總公司未能有效監督也是重要的因素。

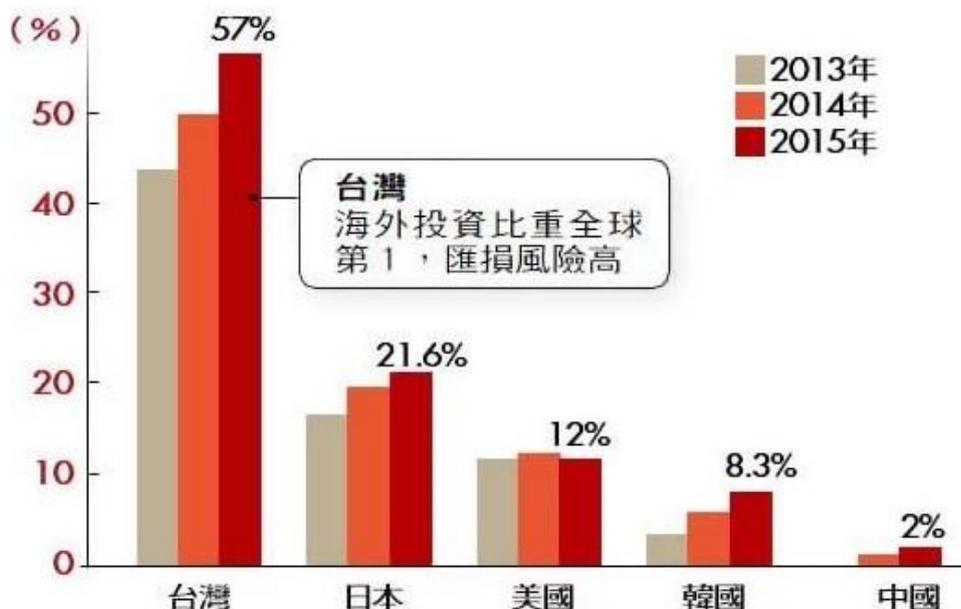
另某金控海外租賃公司及關係企業進行關係人放款及認購可交換公司債等，造成集團財務損失、聲譽重創、負責人下台，甚至面臨刑責的後果。該海外租賃在討論授信案過程，並未向其母公司進行相關資訊揭露，同時該筆授信案違反銀行授信 5P 原則，導致母公司承擔信用風險大增，居然也未見母公司稽核有任何檢查、監督的軌跡，更遑論母公司董事會發揮其公司治理的職權。

在公司治理中，有關審計委員會的運作，要協助監督公司(含子公司)內部控制的有效實施，遵循相關法令及規則、及存在或潛在風險之管控。其中有關對子公司監督與管理的作法包括：應於公司內部控制中訂定對子公司必要的控制作業，考量子公司所在地政府法令及營運之性質，督促子公司建立內部控制制度，而對子公司監督與管理應包括經營管理、財務業務資訊及稽核管理三個層面。

話雖如此，若子公司未能主動呈報資訊或有意規避，則上項規定將形同具文，因此強烈建議對那些具有複雜、龐大的金控體系下的壽險公司，或轉投資較多的壽險機構，務必要將「海外分公司或子公司經營管理」列入公司治理關鍵風險指標，董事會必須主動要求海外分公司或子公司提供充分資訊，並可利用視訊向海外負責人進行詢答，以有效掌握其經營風險，預防不當交易或舞弊情事發生。

### 4. 外匯避險政策與曝險狀況

保險事業發展中心(以下簡稱保發中心)數據顯示，臺灣壽險業對海外投資佔比年年升高，2018 年 11 月臺灣本土壽險公司海外投資比重，達 68.7% 的歷史新高，且高於美國、日本、韓國及中國甚多。為什麼臺灣壽險業要大量購買國外資產，簡言之，因為負債成本高，必須追逐高報酬的投資，而國內投資工具或是報酬率太低，或是太不穩定。過去十年，本土公債殖利率從超過 2%，跌至不到 1%，台股殖利率雖然高達 4% 到 5%，但波動較高，能投資的比率有限。因之不得不投資具有較高報酬的國外固定收益證券，但卻帶來極高的匯兌風險。



資料來源：PineBridge (2017年5月發布之統計資料)

圖 4-11 海外投資比重年年增，遠勝美日韓

根據金管會公布，整體壽險業 2018 全年匯兌損失高達 2,308 億元，為史上新高。2019 上半年累計匯損亦突破千億元，同時由於新臺幣升值，壽險業單單 10 月匯損達 470 億元，創下歷史次高紀錄；是 2017 年 2 月以來，32 個月最大單月匯損；若累計前十月淨匯損已高達新臺幣 2,287 億元，距 2018 年全年 2,308 億元只差 21 億元，2019 年恐超越 2018 年紀錄。2019 年 10 月國際貨幣基金 (IMF) 甚至對於臺灣壽險業大量投資美元計價債券發出示警，可見匯兌風險已成為壽險業主要風險之一。

時間	兌換損益	避險損益	當月匯兌成本	時間	兌換損益	避險損益	當月匯兌成本
108.1	154	-325	-226	6	-1,873	1,365	-325
2	122	-264	-185	7	39	-242	-203
3	132	-356	-218	8	929	-945	-122
4	259	-413	-201	9	-1,292	815	-338
5	2,398	-2,076	1	10	-2,019	1,341	-470

註：1.兌換損益即完全未避險前的匯兌損益。2.避險損益即匯率避險衍生性商品的避險成本、評價及處份損益。3.避險成本即淨匯損（益）加計提存或收回外匯準備金。  
資料來源：金管會 單位：億元 製表：彭禎伶

圖 4-12 2019 年上半年壽險匯兌成本

對於此重大議題，應深入詳究，才能理解其中風險的意涵，找出降低風險的方法。所謂的匯兌損失其中大部分是避險成本，並非是真正操作不當的虧損。正因為壽險業有龐大美元計價的資產，一旦美元貶值就會出現虧損，因此需要做某

種程度的避險；不過，避險的比例到底多少才是適當，是壽險公司需要面對的重要政策。100%避險策略絕非風險最小，反而，100%避險時雖外匯部位評價風險最低，但避險成本最高。避險成本是真正的支出，回不來了，但部位評價反而是帳面的盈虧，天天都在變化，更何況，美元對臺幣匯率有一個長期的復歸特性 (Mean Reversion)，若短期臺幣大升，當時帳面評價雖損失可能巨大，但放長時間，帳面評價損失會漸漸回歸到長期平均數。若囿於短期評價風險，而作 100%避險反而不智；所以，避險策略需要同時考慮成本與評價的風險。

以下就以 2014 到 2018 年的市場情況進行各種避險比率的試算說明之。之所以選擇此五年，是因為期間美金臺幣匯率較為波動，有大升近 6%，也有大貶達 7.8% 以上，足夠表達「風險」的真相。

表 4-5 2014-2018 各年各種避險比率試算

年度	Spot 年初：年末	漲跌	3M CS 平均成本	3M NDF 平均成本	6M CS 平均成本	6M NDF 平均成本
2014	29.950：31.718	5.74%	0.73%	0.86%	0.93%	0.91%
2015	31.718：33.066	4.16%	0.29%	0.10%	0.47%	0.23%
2016	33.066：32.279	-2.41%	0.76%	0.31%	0.82%	0.36%
2017	32.279：29.848	-7.83%	1.66%	1.74%	1.75%	1.61%
2018	29.848：30.733	2.92%	2.61%	2.85%	2.76%	2.90%

臺灣壽險業的避險工具多為 CS 或 NDF(貨幣交換或無本金交割遠期外匯)，契約期限也以 3 個月或 6 個月為普遍，以此為基礎試算每 100 億美金，在不同的避險比率下的匯率損益（避險成本+評價損益）情況。

圖 4-13 及圖 4-14 係指 CS 及 NDF 的比率為 90%：10%，圖 4-15 及圖 4-16 係指 CS 及 NDF 的比率為 50%：50%，基本上壽險業在 CS 及 NDF 使用比率多介於這二個比率之間，所以，這兩個比率可視為是兩個邊界。

從圖 4-17 到圖 4-20 可看出，無論在哪個情境下，避險比率為 100%時，五年的損益波動最小，隨著避險比率降低，五年的損益波動漸增，直到避險比率為 0 時損益波動最大；事實真是如此嗎？恐怕此種看法是嚴重的誤解，這是因為此種看法只算其一未算其二；若是將上述四種情境，在各種避險比率下，加總五年的損益，由圖 4-17 至圖 4-20 即可明白。

任一種情境都顯示 100%避險比率下，五年損益總合（避險成本+評價損益）對資本最傷（損失最大），反而，0%避險比率下，五年總合對資本有增加效果。當然這是兩個極端，但是卻顯示了一個重要的意義：越高避險比率，損益波動變

小，但資本損失越大，壽險業只能被迫在損益表的波動以及資本的增減上做選擇、求平衡。

職是之故，壽險業的董事會理當對公司的避險政策及曝險狀況有相當程度的了解，而業務單位更有責任將其執行狀況充分揭露給董事成員知曉，免於少數經理人決定了公司的重大經營風險。

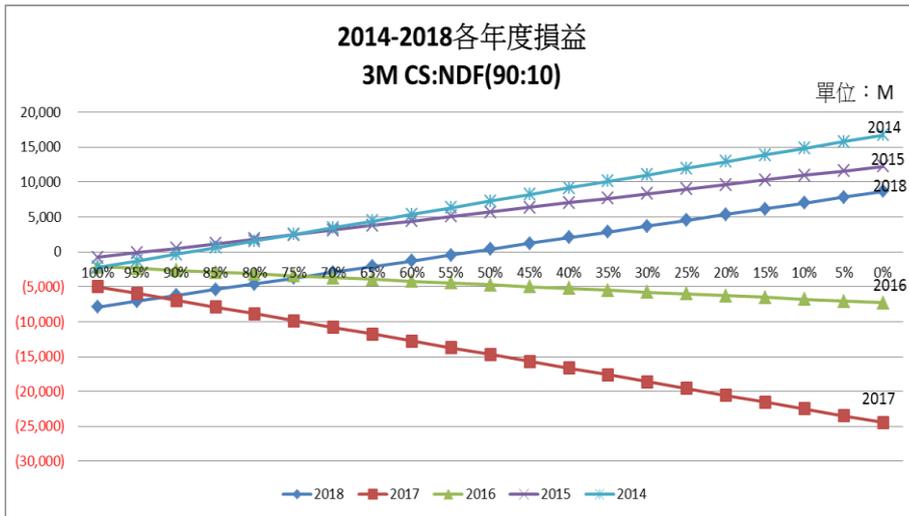


圖 4-13 2014-2018 各年度損益 3M CS:NDF(90:10)

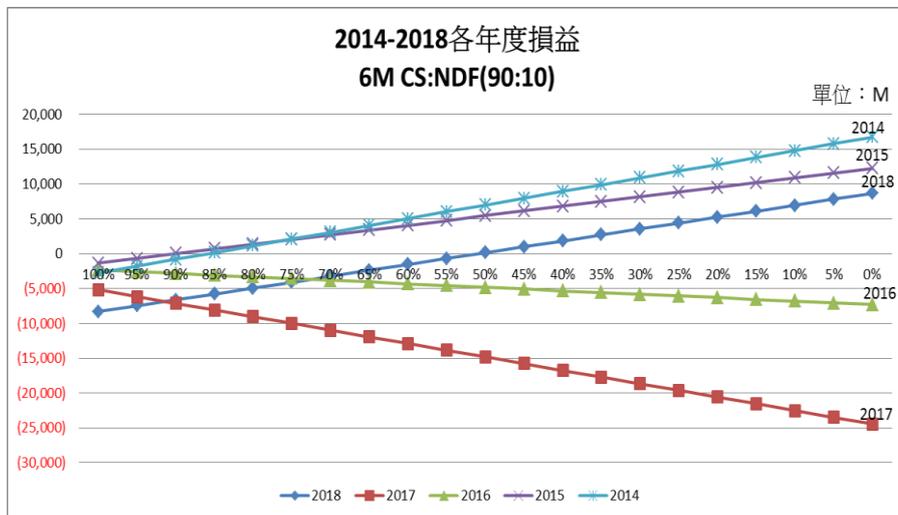


圖 4-14 2014-2018 各年度損益 6M CS:NDF(90:10)

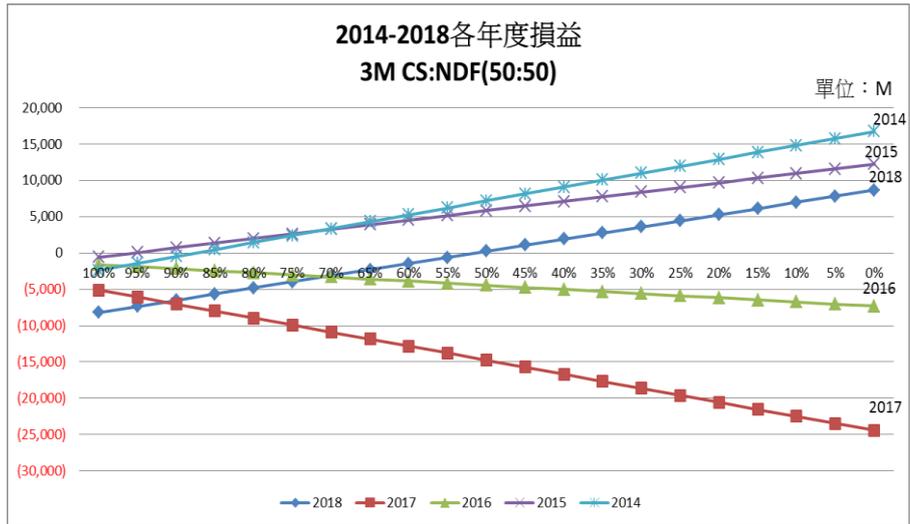


圖 4-15 2014-2018 各年度損益 3M CS:NDF(50:50)

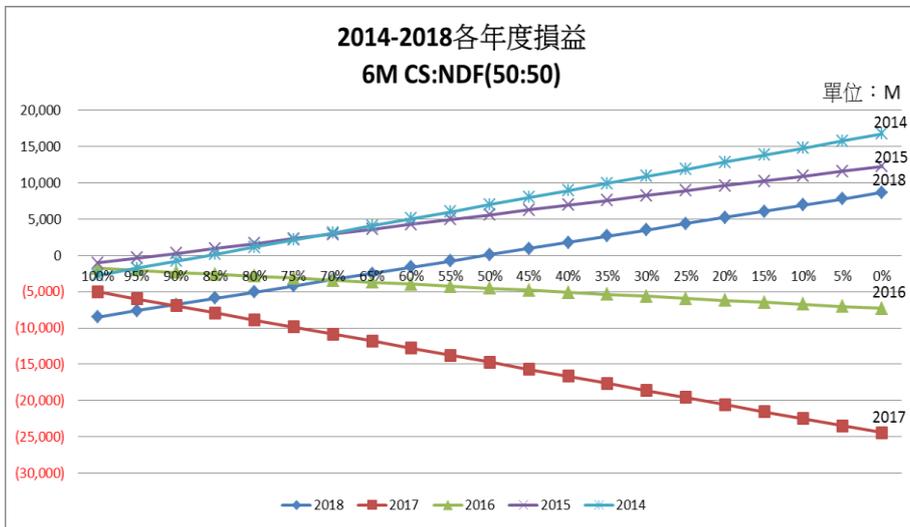


圖 4-16 2014-2018 各年度損益 6M CS:NDF(50:50)

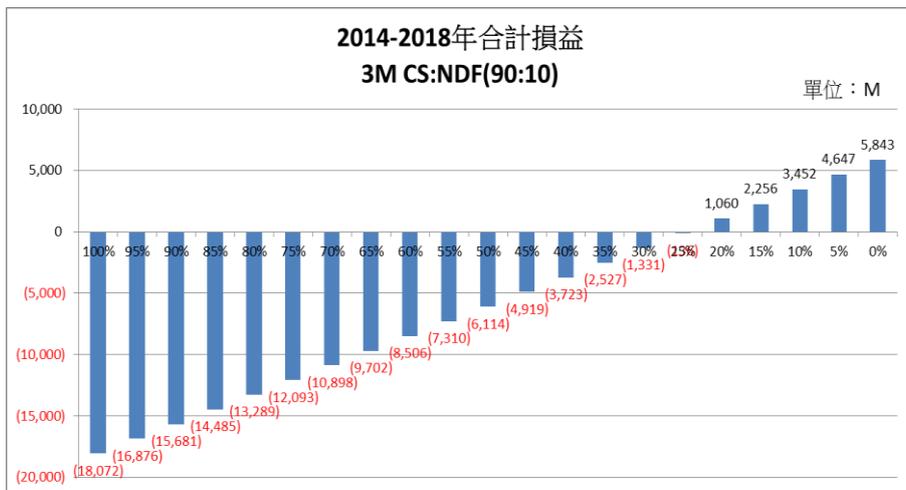


圖 4-17 2014-2018 合計損益 3M CS:NDF(90:10)

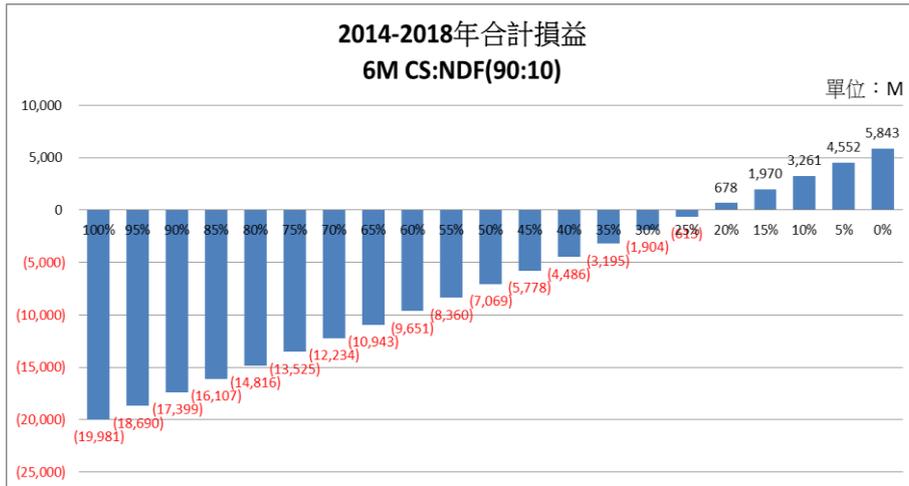


圖 4-18 2014-2018 合計損益 6M CS:NDF(90:10)

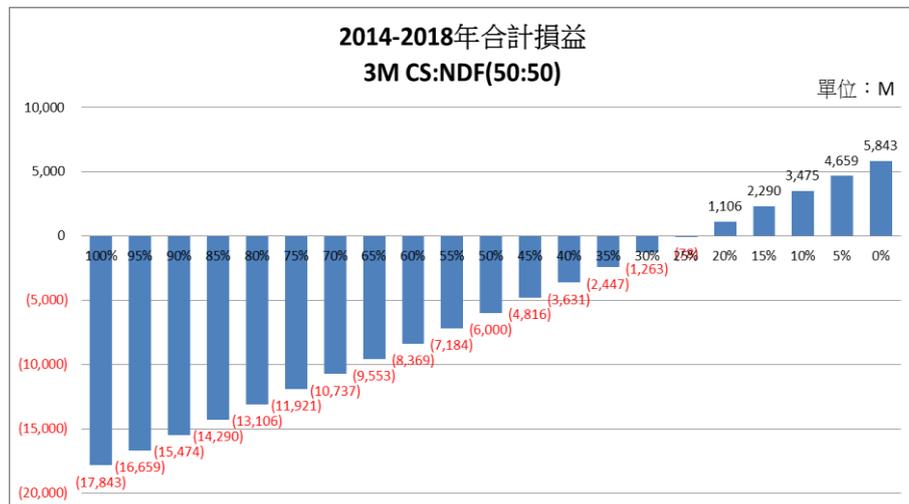


圖 4-19 2014-2018 合計損益 3M CS:NDF(50:50)

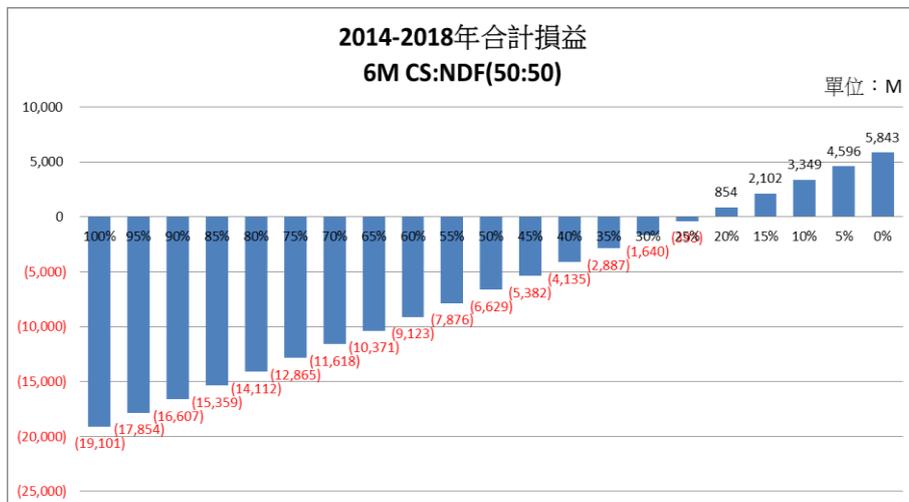


圖 4-20 2014-2018 合計損益 6M CS:NDF(50:50)

#### 4.1.4 政策建議小結

本小結將各項目、內容以及執行難度採用表格方式呈現，讓結論能更加清楚。

項目	內容	執行難度
<b>金融監理及金融穩定機制之優化</b>		
(一) 重新定位個體審慎監理及總體審慎監理主管機關	• 由金管會執行個別金融機構監理檢查業務	中
	• 由中央銀行負責金融穩定的總體審慎監理任務	中
(二) 設立金融穩定委員會	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 建立預警指標，分析金融機構整體曝險情況，潛在風險，提出因應對策</li> <li>• 法規管理範圍建議權、資產價格的管理權</li> </ul>	中
<b>金融檢查制度之改造</b>		
檢查權與處分權一元化	「監理檢查合一」，加上檢查長之設立，則金管會及各局組織法、處務規程、編制表等需配合修正，難度較大但較能治本	高
<b>公司治理議題之強化</b>		
建立關鍵經營風險指標	由風控長於董事會就「關鍵經營風險指標」彙總做風險報告，有別於總經理的績效報告	低

## 4.2 面對新金融發展及國際變動的機制

金融體系，包含金融市場與金融機構，對一國經濟發展相當重要。資金為經濟之血脈。金融體系發揮金融仲介的角色，將資金由資金供給者分配至資金需求者。金融體系越有效率，則資金投資效率越高，經濟發展也越健全。此外，金融業本身也是重要產業，對經濟有顯著貢獻。以我國為例，2018年金融業產值即佔全體GDP的6.65%。

金融體系越有效率，則金融業能創造的產值越高，對經濟發展的幫助越大。而金融業在各國均為為高度監理行業，故金融監理效率對於金融體系是否能健全發展有重要影響。我們的目的為：就資本市場整合議題，探討國內相關金融監理現況，並提出政策建議，即修改相關法令以落實功能性監理(functional supervision)與負面表列(negative list)原則，進一步提升金融監理效率，讓我國的資本市場與金融機構能有更健全的發展。在此，我們關心的資本市場整合議題為：政府應如何規範在資本市場中從事各項金融業務(如買賣或仲介金融商品、投資、資產管理等)的金融機構。

### 4.2.1 兩個提升金融監理效率之原則

功能性監理是指：當不同業別之金融機構從事相同的金融業務時，在該業務上均接受相同的監理。與功能性監理相對的概念為分業監理(Institution-based Supervision)。分業監理是指根據金融機構之類別(如銀行、證券商、壽險公司、產險公司、證券投資信託公司等)，對不同類別之金融機構分別進行監管。在分業監理下，不同機構所適用的監理法規與主管機關可能不同，故其承作相同金融業務時可能面臨不同的監理措施。相對於分業監理，功能性監理的主要好處為：對於同一金融業務，不會因為監理方式不一致而造成：(1)監理套利(Regulatory Arbitrage)，(2)不同類別金融機構之間的不公平，(3)金融效率降低。此外，近年來金融創新蓬勃發展，出現許多新型態的金融業務，很難歸屬於某一特定類別的金融機構。以功能性監理的方式來規範新金融業務不僅在概念上較為清楚，在立法與監理上也較有效率，不會發生不同金融業別從事同一新業務需重複立法或監理措施不一致的問題<sup>15</sup>。

值得一提的是，功能性監理並非代表所有金融機構在各項管制上均需相同。由於不同業別之金融機構在核心業務上可能有顯著差異，故應適用不同的管制。例如銀行與壽險公司的主要業務不同，故兩者在自有資本適足率管制上就應有不同的規範。功能性監理所強調的是：不同類別金融機構在承作「相同的」金融業

<sup>15</sup> 關於功能性監理的詳細說明，可參考楊偉文等人(2006)。

務時應受相同管制。

負面表列是指在訂定法規時採取原則同意，只有明訂之例外狀況才禁止的作法。與負面表列相對的概念為正面表列(positive list)，即只有法規中明確定義且同意的事項才能進行，未明確列出的事項則均予禁止。例如在金融商品的買賣上，若採負面表列，則只要合乎法規中普遍性定義之金融商品均可買賣；若採正面表列，則只有法規中明確列舉的金融商品才可買賣<sup>16</sup>。正面表列的優點是主管機關可嚴謹把關，降低監理不確定性，不會因為金融機構承作其不宜承作的新業務而對社會造成危害。相對於正面表列，負面表列的優點則為給金融機構更大的空間嘗試新業務，讓金融創新更容易發生；且無須每一次新業務出現時都修改法令，如此可節省立法資源，並讓金融業更快的把握新業務帶來的商機。

功能性監理與負面表列均非新概念，許多國家在修改金融法令時均強調這兩個原則。如之後第五節的說明，我國之前也曾有落實此二原則的政策提議。在金融科技(FinTech)蓬勃發展、新種金融業務陸續出現的今天，在金融法規與監理措施上採行這兩個原則變得更為重要。然而，由下一節的說明，我國在這方面仍有不小的努力空間。

#### 4.2.2 我國金融監理現況探討

在本節中，我們將舉數個例子，說明我國金融監理現況與功能性監理不盡一致的地方<sup>17</sup>。這些例子均與資本市場整合議題有關。由個別來看，這些例子並未造成嚴重的監理問題，也沒有導致嚴重的不效率。但若類似例子的數量多，則由整體來看，其對於金融監理效率將會產生顯著的影響，故值得思考應如何改進。

指出這些問題並非認為我國金融監理毫無優點。事實上，我國金融監理在維持金融穩定(特別是在金融重建基金完成處理數十家問題金融機構之後)與保護金融消費者(特別是在解決雙卡問題與結構債問題，制訂金融消費者保護法之後)上的成績相當出色，且金融監理單位無論在人員素質、廉潔程度與執法認真程度上均值得稱許。若能以此為基礎，在資本市場整合議題上透過修法來落實功能性監理與負面表列原則，則將能進一步提升金融監理效率，使我國的金融體系得到更好的發展。

以下在 4.2.2.1 節中，我們先對各例子進行扼要的說明。4.2.2.2 節則進行綜合性的討論，探討這些例子的含意。

---

<sup>16</sup> 關於如何採負面表列定義金融商品，請參考第四節中對於南韓之資本市場整合的說明。

<sup>17</sup> 由於我國立法均採正面表列，與負面表列不同，故這方面無須再舉例。

#### 4.2.2.1 我國金融監理現況舉例

##### 例一、券商與銀行在財富管理業務上的法規差別

券商在承作財富管理業務時，需遵守「證券商辦理財富管理業務應注意事項」（以下簡稱「券商應注意事項」）。該辦法對於券商在辦理財富管理業務時應遵守之法令、可從事業務、應符合條件、相關作業與人員之規範、業務申請程序與罰則均有詳細規範。

相對的，目前銀行在承作財富管理業務時並無相關辦法。金管會曾於 2005 年制訂兩種銀行業從事財富管理業務時應遵守的規定，而這兩種規定已於 2012 年廢止。金管會廢止這些規定的主要因為：「相關監理重點目前已分別於金融消費者保護法相關規定、信託業法相關規定、境外結構型商品管理規則、銀行辦理衍生性金融商品業務應注意事項等各業別作用法予以規範，另銀行透過共同行銷或合作推廣保險商品，併應依保險相關規範辦理，為避免法規之重複或不一致，爰廢止該二規定」<sup>18</sup>。

金管會的說明相當合理，但這也顯示銀行業與證券業在辦理財富管理業務時的確有不同規範，否則為何不能依照相同理由廢止「券商應注意事項」？事實上「券商應注意事項」中也引用到相當多的其他法規<sup>19</sup>，故在修訂時亦需注意，以避免法規重複或不一致而產生的問題。

**小結：(1)目前銀行業與證券業在辦理財富管理業務時，有法規不盡一致的狀況。  
(2)證券業辦理財富管理業務之規範，有法規散見各處的現象。**

##### 例二、券商與銀行辦理信託業務的差異

在 2018 年的金融建言白皮書中，券商認為其與銀行在辦理信託業務上有兩點差異，這些差異對券商有不利影響。第一是新業務的開辦：「依信託業法規定，銀行與證券商同為兼營信託業務。…銀行兼營信託業務經主管機關核定之信託業務後，符合一定資格條件者…得逕行開辦各種信託業務項目之新種信託商品或混

<sup>18</sup> 請參考金管會新聞稿，2012.03.01，廢止「銀行辦理財富管理業務應注意事項」及「銀行對非財富管理部門客戶銷售金融商品應注意事項」。

<sup>19</sup> 該注意事項中所列出的法規有：(1)證券交易法、(2)信託業法、(3)信託法、(4)洗錢防制法、(5)證券投資信託事業證券投資顧問事業證券商兼營信託業務管理辦法、(6)證券投資顧問事業設置標準、(7)證券投資信託事業證券投資顧問事業經營全權委託投資業務管理辦法、(8)信託資金集合管理運用管理辦法、(9)證券暨期貨市場各服務事業建立內部控制制度處理準則、(10)證券交易所、證券櫃檯買賣中心、期貨交易所所訂之營業細則或業務章則、(11)證券商負責人與業務人員管理規則、(12)信託業負責人應具備資格條件暨經營與管理人員應具備信託專門學識或經驗準則、(13)金融控股公司及銀行業內部控制及稽核制度實施辦法、(14)保險相關規範。

合兩種以上信託業務項目之新種信託商品，並在開辦後 15 日內…報主管機關備查；但證券商兼營信託業務辦理之各項信託業務及新種商品須逐案申請核准或同意後才能辦理…，造成證券商業務開辦時程延宕及商機嚴重流失，影響證券商及銀行間之良性競爭」。

第二則是分支機構辦理信託業務的申請程序：「銀行兼營信託業務分支機構申請辦理信託業務，僅需檢具兼營信託業務申請書及經營與管理信託業務人員名冊與資格證明文件；但證券商分支機構申請兼營信託業務需檢具…等六項，顯與銀行兼營信託業務之申請方式不同，因業務申請方式繁瑣，且申請核准時間長，致造成開辦時程延宕，及商機流失」。

券商建議未來在這兩項規定上，能讓券商比照銀行方式辦理。在回覆時，主管機關認為券商對於後者（分支機構信託業務申請程序部分）的建議應屬可行，對於前者則認為：「按銀行及證券商依其業別特性，得兼營信託業務之項目及信託財產運用範圍並不相同，故兩者之規範及監理原則尚屬有別」<sup>20</sup>。由此回覆，主管機關對於銀行業與證券業辦理信託業務上的監理，的確會因業別特性差異而給予不同規範，且券商所受的規範較為嚴格。

**小結：目前銀行業與證券業在辦理信託業務時，所受之管制程度並不相同。券商受較嚴格之管制。**

### 例三、銀行業兼營證券業務的限制

葉銀華(2017)曾對銀行業者進行訪談，業者建議銀行與證券商辦理相同業務應有相同的業務核准標準與管理機制：「從業務範圍申請機制分析，銀行國際金融業務分行辦理外幣有價證券相關業務須經證期局核准，而國際證券業務分公司辦理相關業務則無須另取得其他證期局或其他主管機關核准」，「此外，於辦理相同業務，如衍生性金融商品或有價證券相關業務時，除涉及外匯業務皆須中央銀行申請外，證券商僅須取得櫃買中心許可，而銀行業則除其主管機關銀行局外，尚須透過證券商同業公會取得證期局許可後始得辦理。惟證券商辦理原屬銀行業辦理之業務，則無此要求。」

由銀行業者的主張，銀行業兼營證券業務，例如國際金融業務分行辦理外幣有價證券相關業務，或是衍生性金融商品、有價證券相關業務時，常需要比券商獲得更多單位的核准始能辦理。需獲得更多單位核准不僅會因審查時間拖長而延遲新業務的開辦，也可能讓銀行面臨申請遭駁回的風險。

---

<sup>20</sup> 請參考「107 年金融建言白皮書」-主管機關回應意見彙整表。

**小結：目前銀行業兼營證券業務時，在新業務申請上需比券商接受更嚴格的監理。**

#### **例四、銀行兼營自行買賣債券業務時淨值計算方式**

銀行業在 2018 年的金融建言白皮書中指出，其在兼營證券業務時，法規適用上有不合理之處：「證券商管理規則第 19 條及相關函令規定，國銀以兼營身分經營自行買賣債券業務，持有單一本國或外國公司所發行有價證券以及單一有價證券之成本總額，不得超過該證券商淨值之 20% 及 10%，且該淨值之計算須以兼營證券商之淨值為依據」。所謂「兼營證券商之淨值」是指銀行在兼營券商業務時所指撥之營運資金的金額。

券商持有單一公司所發行之有價證券或單一有價證券的金額需有限制是相當合理的規定。若券商持有單一公司發行之有價證券金額過高，則一旦該發行公司發生財務危機，則券商將蒙受嚴重損失，可能危及其正常營運。故上述「不得超過該證券商淨值之 20% 及 10%」的規範均屬合理。

然而，當銀行兼營券商業務時，以其指撥之營運資金作為計算淨值的基礎並不合理。思考該規定的原意，是希望金融機構在承作證券業務時做好風險分散，以免危及正常營運。由此精神來看，銀行在適用該規定時，自然應該以銀行本身的淨值，而非指撥之營運資金，為計算基礎。而銀行淨值與其所指撥之營運資金差異非常大。根據銀行業在金融建言白皮書中的說明，國內銀行業者指撥金額最高者僅 25 億元。相對的，大型銀行的淨值超過 25 億元的數十倍甚至百倍。以指撥之營運資金而非銀行淨值來作為計算基礎，將嚴重限制銀行兼營證券業務時所能持有的單一公司發行之有價證券或單一有價證券金額。

銀行業在 2017 與 2018 年的金融建言白皮書中均建議修改此規定，終於在 2018 年獲得主管機關的正面回應：「本會刻正研議修正相關規定，放寬銀行兼營自行買賣債券業務，持有任一本國/外國公司發行債券之限額核算基礎，採銀行淨值核計，以利銀行建立具規模之債券買賣倉儲部位，滿足國內大型客戶買賣債券之需求，俾與香港、新加坡大型金融機構競爭」<sup>21</sup>。

**小結：銀行業在兼營債券自行買賣業務時，曾發生淨值計算方式不合理的問題，所幸此問題已經獲得解決。**

#### **例五、資產管理業務規範散見不同法規**

周行一(2008)曾指出：「我國法令就同一業務行為下之同一行為規範內容，散

<sup>21</sup> 請參考「107 年金融建言白皮書」-主管機關回應意見彙整表。

見於各業法，法規繁雜重複，…舉例來說，目前我國可從事資產管理業務的業者包括證券商、投信投顧業以及銀行的信託部，從事資產管理的業務符合善良管理人的注意義務、忠實義務、誠信原則等，並由公會訂定從業人員行為規範準則。就同一行為規範，其法律條文卻散見於證券交易法、信託法、信託業法、證券投資信託基金管理辦法、證券投資信託事業證券證券投資顧問事業經營全權委託投資事業管理辦法、信託業兼營證券投資顧問業務辦理全權委託投資業務操作辦法、共同信託基金管理辦法、信託資金集合管理運用管理辦法、金融資產證券化條例。主管機關亦包括了金管會的證券期貨局與銀行局」<sup>22</sup>。

周行一(2008)所陳述的意見距今已超過十年，然而，問題並沒有獲得改善。證券業在 2017 年的金融建言白皮書中，又提出：「現行我國資產管理相關法規分散，包括銀行法、保險法、證券交易法、期貨交易法、證券投資信託暨顧問法、信託業法等相關法規，且金融監管採銀行業、保險業、證券期貨業分業兼營之管理模式，產生不同業別之金融服務者經營相同或類似之業務卻適用不同業法，造成規範標準不一致，而衍生不公平競爭與法規套利之情形。」除建議另立資產管理專法之外，證券業也希望政府同意在專法尚未通過前，讓證券業、期貨業、投信投顧業及信託業可以跨業兼營。

**小結：國內資產管理業務法規散見各處，有待整合。**

#### **例六、媲美星港財富管理方案（尚未定案）**

2019 年秋天，為因應香港發生資金外移的狀況，主管機關正研議提出媲美星港之財富管理方案，以吸引相關資金。由於此方案尚未定案，故僅能由報載主管機關的相關說明來描述該方案可能的面貌。

該方案的目標與主要內容為：參照香港、新加坡規定，擬定一套新的財富管理方案，目標鎖定高資產的專業投資人。高資產理財客戶須具備三項條件：可投資資產達新臺幣 1 億元以上，具備專業知識及交易經驗。而主要作法是讓目前的境外 OBU 商品可以在境內 DBU 同步放寬；目前 OBU 可以提供商品種類較多，DBU 較少。主管機關將進行盤點，參考新加坡與香港有賣哪些產品是臺灣沒有賣的。

根據報載，目前考慮開放的商品與措施包含：成立不滿一年境外基金、信評等級不到 BB 海外債券、投資較高比率衍生性商品的境外基金、境外結構商品連

---

<sup>22</sup> 資產管理 (Asset Management) 是指由投資人將資金委託資產管理機構管理，資產管理機構再以其專業將資金投入於各種適合的金融工具，期能為投資人創造收益的業務。

結臺股指數、開放銀行發行連結臺股的結構型債券、開放銀行發行外幣結構型金融債且准銀行用信託方式提供、開放 DBU 可買結構型債券、鬆綁境外結構型商品審查程序、涉及臺股股權衍生性商品免逐案申請等。

在可參與此方案之銀行部分，此方案三年一期，銀行需滿足財務健全性、承作財管業務量、守法性、內控和風險管理有效性、及經營業務能力及資源投入情況的門檻，外銀需在臺深耕到一定程度。市場初估約有 17 或 18 家銀行可加入。之所以不讓所有銀行加入，據說是因為：(1)該方案之業務複雜度與風險較高，客戶要求亦高，銀行需有一定的專業能力、資源和經驗。(2)目前我國銀行服務高資產理財客群規模有限，第一階段可先由已有相當管理資產規模的銀行做帶動。(3)讓較少銀行進場可降低殺價競爭。

該方案有相當正面的含意，代表主管機關重視銀行業發展，並及時研議解決問題的方案，開放相關業務以提升銀行業獲利。如此積極任事、主動負責的態度值得讚許。然而，該方案畢竟是針對目前突發狀況所特別量身定做的短期方案。值得思考的是：除了因應短期突發狀況之外，政府是否可由長期政策目標(例如：提升國內金融機構在財富管理業務上的國際競爭力)著眼，有系統的檢討相關法規，決定開放方向，並根據檢討結果對法規進行整體、有前瞻性的修訂？

此外，主管機關在執行該方案時需進行許多主觀判斷，例如如何定義高資產之專業投資人、要放寬哪些業務、哪些銀行適合加入、應該讓幾家銀行加入才可降低殺價競爭疑慮等。如果未來能在法規中訂出一般性的原則，一體適用於各種狀況，則不但能讓業者在決定業務發展方向時減少所面臨的不確定性，有明確的依循標準，也可以降低主管機關在短期事務上所需花費的心力。

**小結：我國金融主管機關有時需因應短期問題，制訂量身定做的解決辦法或方案。**

除了上述例子之外，其實還有一些值得注意的相關金融監理現象，例如目前投資人在不同管道(特定單獨金錢信託、國際債券市場、券商複委託等)能買到的金融商品並不完全一致，故要防止監理套利或是規範過嚴或過鬆，均有賴主管機關時時檢討。又由於我國立法時採取正面表列，故對業務的法令修改多須逐案討論，耗時較長。由於篇幅所限，對於這些現象不再個別舉例。

#### **4.2.2.2 綜合討論**

在本小節中，我們將針對 4.2.2.1 節中的例子來探討進一步強化我國金融監理效率的方向。值得一提的是，前述例子中不少是有關證券與銀行業之間跨業經營的例子。投資銀行與商業銀行之間的跨業經營，一直以來都是金融監理中的重

要議題(例如對美國 Glass-Steagall Act 與 Financial Services Modernization Act 的探討)。只要能防止利益衝突(conflicts of interest)問題發生，銀行與證券業跨業經營有其必要。這是因為金融機構經營較多業務可以分散風險，較不容易因主力業務項目之一獲利率大幅衰退而發生財務困難。經營多種業務也可以發揮範圍經濟(economy of scope)，產生綜效(synergy)。此外，經營多種項目的金融機構比較可能發展成規模大、具國際競爭力的機構。當跨業經營成為金融業的常態時，落實功能性監理的原則就更為重要。

由前述的例子，可看出我國金融監理仍存在下列現象。

### 1. 不同類別金融機構承作相同業務時受不同管制

由例一與例二，與銀行業相比，證券業在辦理財富管理與信託相關業務時，無論在適用法規或監理實務上都受較嚴格的監理<sup>23</sup>。相對的，由例三與例四，銀行業兼營證券業務時也面臨比券商嚴格的管制。

這些管制差異的必要性值得進一步探討。以信託業務為例，當券商為客戶規劃財富管理時，需要承作哪些信託業務才夠？面對客戶需求的券商對此應有更深刻的認識，故券商得從事之信託業務項目是否應由主管機關裁決，值得斟酌。券商在 2017 年的金融建言白皮書中，即指出：「證券商兼營以信託方式辦理財富管理業務，理應可兼營所有金錢之信託及有價證券之信託，但目前仍被限縮業務範圍」。

由這幾個例子，對於不同金融機構承作相同業務之所以有不同管制，應與目前國內採分業監理架構的現況有關。券商在從事傳統上屬於銀行業(如信託與財富管理)的業務時會受較嚴格的管制，而銀行業兼營證券業務時會受較嚴格的管制。這樣的差別就分業監理來看應無可厚非，但若能進行系統性的檢討，使金融機構在跨業經營時能受到更公平合理的監理，相信應能提升金融機構效率。

除了分業監理架構的影響之外，另一個造成不同業別之機構執行相同業務時受不同管制的可能原因是監理機關對金融穩定的重視。由於放寬金融機構承作新業務(例如券商承作新種信託業務)可能帶來不可預見的風險，故主管機關在考慮時，總希望能確定放寬業務真的帶來足夠的效益(例如有夠多的業者有此需求)且風險不高才願意開放。這樣的思考對於維持短期的金融穩定有幫助，但也可能降低金融效率、減少金融業獲利，並讓金融創新較不容易發生。在維持金融穩定與提升金融效率之間應如何取得最好的平衡，是值得深思的問題。

---

<sup>23</sup> 信託是金融機構辦理財富管理業務的重要方式之一，但非唯一方式，故仍分開討論。

## 2. 同一業務的相關法規散見各處

由例一對於券商辦理財富管理業務規範的說明，以及例四關於資產管理業務相關法規的說明，國內金融法規的確存在同一業務相關法規散見各處的現象。周行一等人(2008)指出，造成此現象的原因之一是現有的分業監理架構，而此現象也使功能性監理更難落實：「我國法令就同一業務行為下之同一行為規範內容，散見於各業法，法規繁雜重複，負責之主管機關亦不同。我國現行金融法規的立法型態係採取依事業別的規範架構，而非以歸屬各業務性的功能別管理。近年來在金融市場整合的發展趨勢下，金融業跨業經營，金融商品與服務多元發展，各金融服務業之界線逐漸模糊，因此傳統分業監理的管理方式，導致不同的金融服務業者經營相同或相似的業務，因事業體的不同而產生主管機關不同或所適用法律不同的情形，產生監理套利不公平的情形。即類似之業務行為，因為不同事業經營，而有管理強度不一與廣度不一致的現象」。此外，同一業務相關法規散見各處會提高法規修訂成本(許多法規需要同時修改)，因而降低金融業務開放的速度。

## 3. 主管機關需因應短期問題而制訂量身定做的解決方案

如例六所指出，主管機關需要因應短期問題而制訂量身定做的解決方案。這樣的作法對於解決短期問題的確有不小的幫助，但也引發值得深思的問題。以媲美星港財富管理專案來說，此方案的目標應為：讓國內銀行在財富管理業務上可與星港競爭。或許我們可以思考的是：(1)為何在現有的法規與監理制度下，我國銀行在財富管理業務上無法與星港競爭？(2)應進行哪些金融法規的修改與金融業務的開放，才能提升我國銀行在國際財富管理業務上的長期競爭力，與星港競爭？

就財富管理業務來說，若我國能有一部符合功能性監理與負面表列原則、儘量減少不必要業務限制、且整合相關法規的法令來規範金融機構如何辦理財富管理業務，則對於提升金融機構財富管理業務長期競爭力應有助益。期望此次所提出的財富管理方案能成為政府為達成長期政策目標所跨出的第一步。

更進一步說，由例六引申到一般狀況，短期問題常能反映出法規制度的長期問題。如果主管機關能把握契機，在解決長期問題、達成長期政策目標上投注更多心力，相信不但可以減少短期問題發生的可能性，也可以進一步提升我國金融監理效率。

綜合上述討論，就資本市場整合議題來看，我國目前的金融監理並未落實功能性監理原則，且常有規範同一業務之法規散見各處的現象，又主管機關有時為

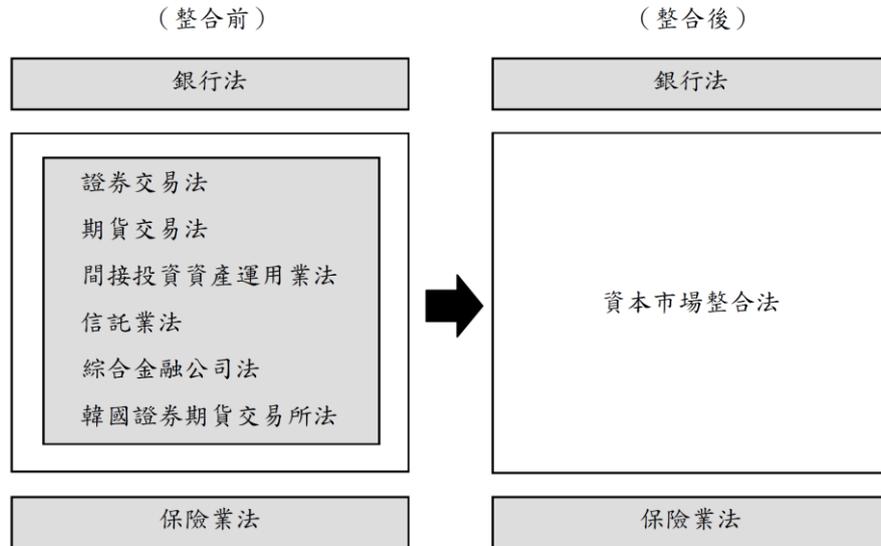
了因應短期問題而需制訂量身定做的解決方案。我們認為要解決這些問題，較好的方法是透過立法程序，訂定合乎功能性監理與負面表列原則的一般性法案。在下一節中，我們將簡單介紹韓國與日本的相關法案，以做為國內的參考。

#### 4.2.3 他山之石：韓國與日本的經驗

本節將扼要介紹南韓的資本市場整合法與日本的金融商品交易法。關於法案主要內容、制訂過程與配套措施，資本市場整合法部分請參考吳家興與顏國瑞(2009)與 Park(2011)，金融商品交易法部分則請參考周行一等人(2008)。本節主要目的僅為說明此二法案值得國內參考之處。這兩個法案均整合許多相關法案並落實功能性監理的原則。南韓的資本市場整合法在定義金融商品時也採取了負面表列的原則。

首先，根據吳家興與顏國瑞(2009)，南韓政府於 2005 年 3 月開始推動資本市場整合法，並於 2007 年 8 月公布，2009 年 2 月實施。就整合程度來說，如圖 4-21 所示，該法整合了「證券交易法」、「期貨交易法」、「間接投資資產運用業法」、「信託業法」、「綜合金融公司法」及「韓國證券期貨交易所法」等資本市場相關法令。而該法的主要特色有四。第一是採業務功能別管理，鼓勵金融創新。如圖 4-22 所示，該法將金融投資業依功能分為投資買賣業、投資仲介業、集合投資業、投資顧問業、全權委託投資事業與信託業，並進行功能性監理。第二是依負面表列方式規範金融投資商品範圍。如圖 4-23 所示，該法將金融商品分為兩類：證券（可能損失金額不超過本金）與衍生性商品（可能損失金額超過本金），並將投資契約也納入證券定義。第三為擴大金融投資公司之業務範疇，准許六種金融投資業可相互兼營，也可辦理相關附屬業務與結算支付業務，包含現金管理帳戶（cash management account）。第四則為加強保護投資人權益。

根據吳家興與顏國瑞(2009)，韓國政府預期此法發揮的效益為：(1)促使資本市場有效扮演資金中介者的功能，(2)透過加強保護投資人權益，提升投資人對資本市場之信任感，(3)透過業務兼營化與規模大型化，培育出具世界級的先進投資銀行，並打造首爾成為東北亞的金融中心。雖然此法應該很難達成所有的預期效益(例如打造首爾成為東北亞的金融中心)，但其在提升資本市場功能與金融投資業競爭力上，應能發揮重要功能。



資料來源：韓國財政經濟部。

資料來源：吳家興與顏國瑞 (2009)，圖 3-1

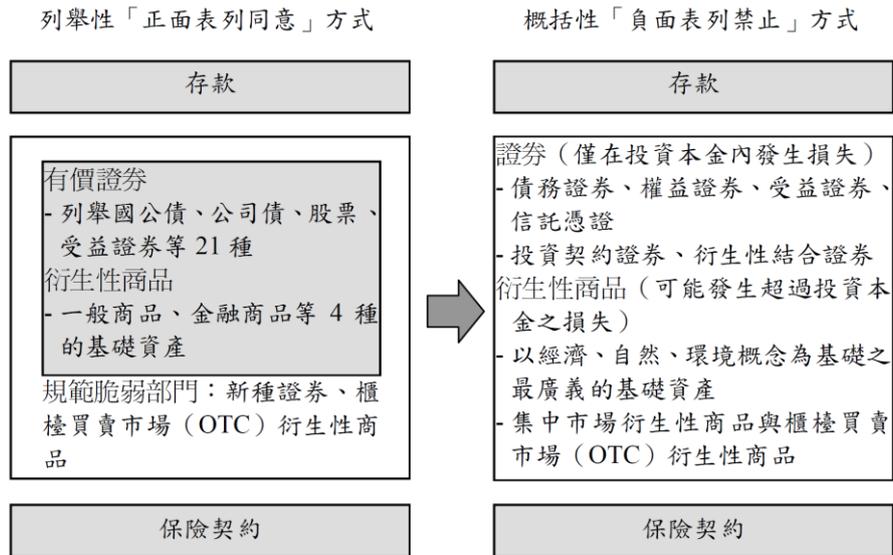
圖 4-21 南韓資本市場整合法整合範圍

過去		資本市場整合法
銀行保險業	保險業	保險業 (與以前相同)
銀行業	儲蓄銀行業	銀行業 (與以前相同)
	信用協會 (票據管理帳戶)	
(債權擔保)	綜合金融業	金融投資業
銀行、保險公司、資產運用公司 (基金銷售)		
證券業	期貨業	
銀行、保險公司、不動產、船舶投資公司等	間接投資	
	資產運用業	
銀行、證券、保險公司	投資顧問業	投資買賣業
	投資全權委託事業	投資仲介業
	信託業	集合投資業
		投資顧問業
		投資全權委託事業
		信託業

資料來源：韓國財政經濟部及金融委員會。

資料來源：吳家興與顏國瑞 (2009)，表 3-3

圖 4-22 南韓資本市場整合法架構下之金融投資業分類



資料來源：韓國財政經濟部及金融委員會。

資料來源：吳家興與顏國瑞 (2009)，圖 3-2

圖 4-23 南韓資本市場整合法中金融投資商品負面表列禁止方式

在日本的金融商品交易法部分，根據周行一等人(2008)，該法於 2006 年 6 月通過，2007 年 9 月實施。在整合程度上，如圖 4-24 所示，該法更名自證券交易法，且在制訂該法同時廢止與修訂了相當多的相關法令。其在金融商品及服務之整合規範部分的主要修訂內容為：(1)擴大金融商品適用範圍，(2)將現行銷售及勸誘、投資管理、投資顧問、資產管理等業務均整合為金融商品交易業務之範圍，(3)訂定各業者之行為規範，(4)依照客戶屬性(專業或一般投資人)對業者行為規範採彈性規定。

在擴大金融商品適用範圍部分，如圖 4-25 所示，如集合投資計畫權益、投資型存單與保單均納入適用範圍。在整合金融服務業務部分，如圖 4-26 所示，該法中金融商品交易業者依其業務又區分為第一類金融商品交易業、第二類金融商品交易業、投資顧問與代理、投資管理業，法案中也規範了金融仲介業，並以功能性監理的原則來規範業者。

日本金融商品交易法有幾點值得我國參考。第一是其採用功能性監理原則，承作相同金融業務的業者均接受相同監理。第二是其擴大法令中金融商品適用範圍，納入許多新型態的金融商品與金融業務。第三則是其立法歷程。日本採取循序漸進的法規整合方式。根據周行一等人(2008)，在金融商品銷售上，日本於 2000 年 5 月公布金融商品販賣法，並於 2002 年 4 月開始實施。但由於新金融商品不斷推出，金融商品販賣法無法規範所有金融商品，且存在類似金融商品受不同法令管轄的問題，故日本政府於 2005 年 7 月提出將制定投資服務法。如周行一等人(2008)所說，「該法的主要規範架構上，將不再有傳統的銀行、證券、保險、信

託等金融行業的區分，所以具備投資服務資格的企業都得作為投資服務的主體，而為投資者提供服務及負責」。之後日本政府發現法令整合困難，故退而求其次，實施金融商品交易法。雖然日本無法如願制訂完整的投資服務法，但仍制訂了金融商品交易法，在金融商品的交易上落實了功能性監理的原則。稍嫌遺憾的是該法對金融商品定義上仍採正面表列的作法。

法規名稱變更	「證券交易法」更名為「金融商品交易法」
法律廢止	1.金融期貨交易法（金融先物取引法） 2.投資顧問業法（有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律） 3.抵押擔保證券業（抵当証券業の規制等に関する法律） 4.外國證券業法（外国証券業者に関する法律）
法律修訂	89 個金融相關的法律將進行配合進行修訂（包括銀行法、保險業法、信託業法、不動產特定共同事業法、商品交易所法等）

資料來源：臺灣證券交易所 (2017)

圖 4-24 日本金融商品交易法整合範圍

原證券交易法之適用範圍	金融商品交易法之適用範圍
<ul style="list-style-type: none"> <li>★ 中央公債</li> <li>★ 地方公債</li> <li>★ 公司債</li> <li>★ 股票</li> <li>★ 投資信託權益</li> <li>★ 證券衍生性商品...等等</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>★ 中央公債</li> <li>★ 地方公債</li> <li>★ 公司債</li> <li>★ 股票</li> <li>★ 信託權益</li> <li>★ 投資信託權益</li> <li>★ 集合投資計畫權益</li> <li>★ 衍生性商品...等等</li> </ul>
	<p>適用金融商品交易法行為規範之金融商品</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>★ 投資性存單（銀行法）</li> <li>★ 投資型保險（保險業法）</li> <li>★ 商品期貨（商品交易法）</li> <li>★ 不動產關係業務（不動產特定共同事業法）</li> </ul>

資料來源：周行一等人 (2008)

圖 4-25 日本金融商品交易法適用之金融商品範圍

金融商品服務 業務類別	業務內容	設立之規範	財務條件之 規範	從事其他業務 之要求
第一種業務	處理證券、衍生性的所有金融商品之業務	符合登錄要件	★ 符合最低資本額及淨資產要件 ★ CAR 規範	經認證或取得許可
投資管理業務	投資管理(包括全權委託業務)		★ 符合最低資本額及淨資產要件	經認證或取得許可
第二種業務	銷售或招攬波動性較低的證券或衍生性商品		★ 僅需符合最低資本額要求	無
投資顧問及代理業務	投資建議		★ 無最低資本額要求 ★ 需存入營業保證金	無
仲介業務	仲介由其他金融商品服務業從事之交易	符合登錄要件	無	無

資料來源：周行一等人 (2008)

圖 4-26 日本金融商品交易法下金融商品服務業者分類

### 4.2.3 政策建議小結

根據第三節的說明，我國目前在資本市場整合有關的法規上並未落實功能性監理與負面表列原則，而由第四節的說明，日韓均於 2000 年代中期推出相關的新法令。為了讓我國的資本市場能有更好的長期發展，提升金融監理效率，本報告的政策建議為：制訂資本市場整合法，整合證券交易法、期貨交易法、投信投顧法、信託業法等相關法令，並於法令中落實功能性監理與負面表列原則，以使我國的金融體系能有更多元化的金融產品與服務，以及更多的金融創新，提升金融機構之金融中介功能與效率。

事實上，我國之前曾出現，也幾乎採行過類似的政策建議。根據證券公會季刊企劃組(2008)，我國「擬規劃將證券交易法、期貨交易法、證券投信及顧問法、信託業法、票券金融管理法、創業投資事業範圍與輔導辦法、資產管理中心發展條例(規劃中)等七個資本市場相關法律(法規)整合成為單一的臺灣資本市場整合法，並將四合一的金融交易所專章規範，資本市場業者通稱為金融投資業。

同時，重新劃分業務領域，改以金融功能為中心，制訂相關的制度規範，並以概括性的方式定義金融投資商品」。而當時預計資本市場整合法的五個主要項目為：實行功能別監理、採用概括性管理、擴大業務範圍、加強投資人保護、法治化公司治理。政府並擬成立專案委員會、執行小組、工作小組、支援小組，委託律師事務所進行立法工作，預定在 2009 年 12 月 1 日提交完成的整合法草案給主管機關立法。

我國政府在當年已經計畫制訂資本市場整合法，但此目標至今尚未完成。而在當時所列出的五個項目中，我國除了在加強投資人保護與法治化公司治理上已經有很大的進展之外，在實行功能別監理，採用概括性管理與擴大金融業業務範圍上仍有相當的努力空間。

我國另一個相關的努力是制訂金融服務法。根據立法院 2009 年 4 月 29 日印發之第 7 屆第 3 會期第 11 次會議議案關係文書，當時已有金融服務法草案，該草案共 5 章 46 條，其主要的要點包含：(1)健全業務管理，統合分業法令，(2)確立監理原則，提高經營效能，(3)金融商品銷售之說明義務及推介適當性，(4)廣告等行銷規範。而其總說明中也提到：「本草案之制定，在維持現行各業法規範架構之原則下，由縱向之行業別管理，逐步轉化為橫向之業務別管理，以達成功能性監理之目標，鼓勵金融創新。此外，鑑於各業法具有共通性質者，宜予以一致性規範，以避免監理套利及強化監理效能」。由今天來看，該法草案中的部分要點已於金融消費者保護法中規範，但其中前兩項(健全業務管理，統合分業法令以及確立監理原則，提高經營效能)仍未完成。

由上述說明，我們的政策建議並非新創，而是政府之前曾希望完成，但未能完成的施政項目。就長期來看，制訂資本市場整合法對於我國資本市場與金融機構的發展相當重要，故盼望政府能繼續堅持，完成之前的未竟之業。即使因法令整合困難而無法一蹴可及，也可以採取日本循序漸進的方式，在金融監理中逐步落實功能性監理的原則。

### 4.3 本章建議

有關本章金融政策與機制的建議，摘要如下：

1. 金融監理及金融穩定機制之優化方面，要重新定位個體審慎監理及總體審慎監理主管機關，及設立金融穩定委員會。
2. 金融檢查制度之改造方面，要檢查權與處分權一元化、公司治理議題之強化及建立關鍵經營風險指標。
3. 制訂資本市場整合法，整合證券交易法、期貨交易法、投信投顧法、信託業法等相關法令，並於法令中落實功能性監理與負面表列原則，以使我國的金融體系能有更多元化的金融產品與服務，以及更多的金融創新，提升金融機構之金融中介功能與效率。

## 第五章 政策建議

本政策建議書探討了資本市場資金運用的活化、央行貨幣與匯率政策、以及金融政策與機制，其中分別探討臺灣資本市場資金運用的方法、境外金融機制、創投資金運用、改善央行貨幣與匯率政策的執行、增進金融穩定與金融風險監管、以及面對新金融發展及國際變動的機制。

我們強調「最佳」的貨幣金融體系和監管機構有三個主要目標。首先是穩定且可預測的通貨膨脹率、和由市場決定有競爭力的匯率，以保持貨幣和金融穩定。第二是謹慎而有效地投資一國的金融資源，不將所有金融資源皆投資於高風險高報酬資產、也不是皆投資於無風險低報酬資產。第三是發展一套完善的金融體系作為增加就業和收入的來源，並為急需產業轉型的臺灣提供關鍵金融資源。

本政策建議書中，我們已仔細檢視了貨幣機構和金融監理委員會的運作。我們得出的結論是，臺灣的貨幣和金融體系已達成貨幣及金融穩定的第一個目標。儘管如此，這種成就完全是以犧牲其他兩個目標為代價。大量資源特別是中央銀行的外匯存底，被投資於低收益資產，而其他國內各種基金，特別是人壽保險、郵政儲金和退休基金，則被限制了投資管道。這樣的策略是較為不佳：因為即使是像某些威權體制的未開發落後國家也可以達成第一個目標，因此為什麼臺灣不把新加坡當作學習典範，以嘗試達成另外兩個重要目標呢？否則，金融體系會變得極度被扭曲且低度發展。其結果可造成金融業不但不能發展為創造就業和收入的主要來源，而且也缺乏產業轉型所需的金融工具和中介機構，此也是造成臺灣失落二十年的原因之一。

我們認為，臺灣早就應該將上述三項主要目標重新平衡，以實現中央銀行和金融監理機構的現代化。為了改正這些問題，我們分析活化臺灣資本市場資金運用的方法、提升央行貨幣與匯率政策、和改善金融政策與機制，以促進金融發展經濟成長、改善所得分配、以及提高社會福利。我們具體提出 4 大政策建議：

1. 改善中央銀行和金融監理委員會的治理和組織結構，以使臺灣的金融資源能被有效投資，尤其是中央銀行的外匯存底、郵政儲金、人壽保險基金和退休基金；並發展完善的金融體系，以創造就業和所得收入，作為臺灣急需的產業轉型提供關鍵資源。
2. 從貨幣當局的角度來看，也是從金融體系的總體角度來看，
  - (1) 央行理事會是主要決策單位，但財政及經濟部長為當然常務理事，有行政部門干擾貨幣政策、央行貨幣政策無獨立性之虞。央行理事會成員不

但應專職且須符合專業的要求，行政部門的官員不應兼任。建議修法採用美國聯準會 FED 專任理事產生方式，提高央行決策獨立性、透明度與可究責性。央行應盡量揭露其匯率政策的制訂目標和決策過程，應適當揭露外匯市場干預活動的相關資料與資訊。央行財務報表以及出具財務報表的內控，應經內部的獨立機關以及外部機關查核。央行應揭露其外匯資產的組成內容。以期央行政策執行更有效率，民眾也得以判斷央行匯率和貨幣政策之得失，並進而釐清責任歸屬，促成良性的政策討論。央行應效法美國聯邦儲備銀行，更進一步進行系統性的貨幣政策研究，以建立一個完整的動態分析架構，並提供前瞻指引。

- (2) 此外，臺灣應向新加坡金融管理局看齊，在維持貨幣穩定的同時，可慎重評估是否將部份外匯儲備資金投入主權財富基金，在具透明度和可究責性下，發揮領導作用，帶領臺灣發展成領先世界的先進金融體系，以帶動現代產業發展，並創造就業機會和薪資收入。此新機構必須具有高透明度和可究責性。政府應該設計合理的薪酬體制，以吸引頂尖人才在此新機構工作。

### 3. 從金融監管的角度而言，

- (1) 為金融監理及金融穩定機制之優化，建議重新定位個體審慎監理及總體審慎監理主管機關及設立金融穩定委員會。金融檢查制度之改造：檢查權與處分權一元化。公司治理議題之強化：建立關鍵經營風險指標。極小化個體管理，以減輕跨部門以及國內外實體之間資源配置的扭曲。為讓我國資本市場能更好更長期發展，提升金融監理效率，建議制訂資本市場整合法，整合證券交易法、期貨交易法、投信投顧法、信託業法等相關法令，於法令中落實功能性監理與負面表列原則，以使我國的金融體系能有更多元化的金融產品與服務以及更多的金融創新，提升金融機構之金融中介功能與效率。
- (2) 此外，必須放寬管制，以具有國際競爭力方式積極允許私募股權基金和私募創投基金運作。由於對股市過度波動的擔憂，私募基金在臺灣發展不甚順遂。臺灣的退休基金運作方式目前由政府的公務員管理，而非透過有效投資來帶動產業成長。甚至是，國際私募基金，在過度監管、配合產業政策的推行，以及對於股票市場過度波動擔憂的環境下，路透統計顯示，私募基金在臺投資上市企業，從 2006 年的五十億美元規模一路降至 2015 年完全消失。監管如果錯位而監管機構審核也不具一致性，易受相關利益團體或輿論影響而改弦更張，會替私募基金業者帶來不確定性、大量成本損耗與投資信心的喪失，外商投資零案件即是臺灣私募投資環境的重大警訊，改革已刻不容緩。
- (3) 郵政儲金加郵政儲險到 109 年 9 月底已超過 7.1 兆元，超過台灣國內年生產毛額的三分之一。如此大量資金未能好好運用，目前皆全數轉存中

央銀行，當做貨幣管理之用的閒置資金，殊為可惜。建議參照日本規劃方式，將郵政儲金儲險能變成郵政儲蓄銀行，用予當做財政投資和融資之運用的中長期資金。

- (4) 最後，建議清楚界定相關規範，在不牽涉到國安以及資本市場深度，有效改善國際私募基金對臺灣上市股票的投入。值得提出的警訊是，近幾年來外國保險在臺公司陸續撤離臺灣，此正反映我國壽險環境正在惡化中。看似平靜的保險市場若不改善，我們長期低利率、投資管道有限、金融創新不足等問題，在可見的未來所累積的風險要付出相當大的代價。

#### 4. 從大數據及金融創新而言，

- (1) 政府應儘快修訂個資法以建立完整的可攜資料賦權，建構更完備的能整合及配對廠商、家庭、跨產業及跨部門的數據中心。
- (2) 政府也應進一步擴展消費足跡，提升創業門檻，推廣電子支付，使支付管道可交互操作，並發展公部門引領的數據實用程序，克服過度銀行化但數位化不足，以加強數據分析、雲端計算、機器學習、分散式帳本和生物識別，且鼓勵企業家與銀行合作，推動電子支付外的創新。
- (3) 最後，政府應善用及整合臺灣世界第一的健保資料庫與科技資源，使用大數據保護隱私，創建道德和遠程醫療保健以及創新的健康保險產品，以及利用大數據加速發展亞太理財中心業務，創造擴充商品多樣化及便利性商機，吸引境外資金，讓臺灣躋身倫敦、紐約、東京、新加坡、香港之外的全球第六大金融中心，為我國境外金融機制改革重要目標。

## 參考文獻

- 立法院 (2009),「金融服務法草案」。
- 中央存款保險公司 (2011),「2008 年全球金融危機紀要 IV—全球金融監理改革與存保制度之發展趨勢 (2010 年 5 月至 2011 年 2 月)」。
- 日本金融廳 (2018)「JFSA' s supervisory approaches-Replacing checklists with engagement」。
- [https://www.fsa.go.jp/en/wp/supervisory\\_approaches\\_revised.pdf](https://www.fsa.go.jp/en/wp/supervisory_approaches_revised.pdf)
- 行政院經濟建設委員會 (2013),《臺灣經濟發展歷程與策略》,臺北:行政院。
- 金融金督管理委員會 (2018),新版公司治理藍圖。
- <https://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=807&parentpath=0,648,806>
- 金融金督管理委員會 (2018),亞太地區公司治理發展趨勢與對我國之啟示。
- [https://www.fsc.gov.tw/fckdowndoc?file=%E5%B0%88%E9%A1%8C31-11\(1\).pdf&flag=doc](https://www.fsc.gov.tw/fckdowndoc?file=%E5%B0%88%E9%A1%8C31-11(1).pdf&flag=doc)
- 經濟日報 (2019),「聯準會職責範疇的三大提議」。
- 彰化銀行 (2018),「香港聯繫匯率制度」,《彰銀資料》,頁 1-5。
- 臺灣金融服務業聯合總會 (2018),《107 年金融建言白皮書》。
- 臺灣金融服務業聯合總會 (2019),《108 年金融建言白皮書》。
- 臺灣證券交易所 (2017),《日本證券市場相關制度》。
- 證券公會季刊企劃組 (2008),「Taiwan Big Bang - 啟動制訂臺灣資本市場整合法」,《證券公會季刊 97 年第 3 季》,頁 3-19。
- 于宗先、王金利 (2003),《一隻看得見的手—政府在經濟發展過程中的角色》,臺北:聯經。
- 王泓仁 (2005),「臺幣匯率對我國經濟金融活動之影響」,《中央銀行季刊》,27 卷 1 期,頁 13-45。
- 成思危 (2014),《人民幣國際化之路》,臺北:中華。
- 李怡萱 (2006),「東亞匯率制度」,《國際金融參考資料》,第 51 輯,頁 94-120。
- 李桐豪、李智仁 (2011),「金融海嘯後全球金融改革方向之研究」,社團法人台灣金融服務業聯合總會。
- 李佩真、蘇儀品 (2012),「金融穩定與總體審慎政策」區域研討會心得報告,東南亞中央銀行研訓中心。
- 李彥興 (2017),「董事績效評估的七個建議」,韋萊韜悅(Willis Towers Watson)。
- 吳若璋、吳致寧 (2013),「臺灣利率法則之估計-即時資料 V.S.修正資料」,《經濟論文》,42 卷 1 期,頁 31-78。
- 吳家興、顏國瑞 (2009),「韓國資本市場整合法之發展與影響」成果報告,中華民國證券商業同業公會委託。

- 宋佩璇、陳櫻樺、謝欣蕙 (2019),「新版公司治理藍圖高峰論壇」紀實,《證券服務》,665 期。
- 林常青、張俊仁、盧姝璇 (2017),「薪資停滯?事實陳述與亞洲跨國比較」,《人文及社會科學集刊》,第 29 卷 1 期,87-125。
- 林曉伶 (2008),「日本貨幣政策操作方式與政策目標之達成」,《國際金融參考資料》,第 56 輯,頁 99-139。
- 邱金蘭 (2019),「金融服務產值 GDP 占比增 去年前三季突破 7%」,經濟日報。
- 林文政、呂盈錄 (2018),「新版公司治理藍圖」簡介。
- 林男錡 (2013),「英國金融監理制度之改革」,中央銀行出國人員報告。
- 周行一、郭維裕、徐政義 (2008),「從日本金融商品交易法來探討我國未來金融市場發展方向」期末報告,中華民國證券商業同業公會委託專案研究。
- 姚睿、朱俊虹、吳俊毅 (2010),「臺灣泰勒法則估計之資料訊息問題」,《臺灣經濟預測與政策》,41 卷 1 期,頁 85-119。
- 徐千婷 (2005),「臺灣的匯率管理與匯率反應函數-兼論新加坡的匯率政策」,《中央銀行季刊》,27 卷 3 期,頁 79-96。
- 孫效孔 (2013),「金管會,以服務取代監理」,經濟日報。
- 許振明 (2003),「金融改革與財政改革對總體經濟的影響」,行政院經濟建設委員會。
- 許振明 (2004),《失業、通貨膨脹與財經政策》,臺北:聯經出版社。
- 許嘉棟 (2010),「勿把央行當金雞母」,《臺灣銀行家》,1 月號,頁 8-9。
- 許嘉棟 (2014),「臺灣的匯率政策」,《于宗先院士公共政策研討會》,中央研究院經濟研究所。
- 許嘉棟、許振明、吳中書 (2014),「台灣中央銀行的發展、政策與職能」,台灣的金融體制與發展系列之二,台灣金融研訓院。
- 陳旭昇、吳聰敏 (2010),「臺灣貨幣政策法則之檢視」,《經濟論文》,38 卷 1 期,頁 33-59
- 陳旭昇 (2016),「央行『阻升不阻貶』?-再探臺灣匯率不對稱干預政策」,《經濟論文叢刊》,44 卷 2 期,頁 187-213。
- 陳旭昇 (2019),「臺灣匯率貶值政策之探討」,《經濟論文叢刊》,47 卷 1 期,頁 41-74。
- 陳曉玫 (2013),「英國金融監理機制度變革及金融危機管以制度之發展」,中央銀行出國人員報告。
- 郭秋榮 (2002),「主要國家金融監督理制度變革及其對我國之啟示」,經濟研究行政院經濟建設委員會經濟研究處,第 2 期。
- 莊麗存 (2018),「啟動新版公司治理藍圖金管會推 5 目標」,永續報告平台。
- 辜文玲、李盈欣 (2013),「英國金融監理總署 (FSA) 之『新監理架構改革及新監理方式探討』年度國際研討會報告」,行政院所屬機關因公出國人員報

- 告。
- 黃富櫻 (2010),「後危機時代國際間主要金融改革」,中央銀行國際金融參考資料,第六十輯。
- 黃世新 (2017),「公司治理評鑑與企業績效關聯性之探討」,東吳大學會計學系碩士在職專班碩士論文。
- 楊雅惠、許嘉棟 (2005),「新臺幣匯率與央行干預行為」,《臺灣經濟預測與政策》,35 卷 2 期,頁 23-41。
- 楊金龍 (2018),「虛擬貨幣與數位經濟:央行在數位時代的角色」,政大金融科技生態系高峰論壇。
- 楊偉文、林瓊瀛、陳國嘉、高文琦 (2006),金融監理機關功能性組織調整之研究期末報告書,行政院金融監督管理委員會 95 年度委託研究計畫。
- 葉婷勻 (2018),「央行明年仍能繳庫 1801 億」,聯合新聞網。
- 葉銀華 (2017),「臺灣國際金融產業的開放與跨業競合期末報告書」,財團法人台北外匯市場發展基金會。
- 鄭村 (2014),「淺談我國公司治理之推動進程與展望」,《證券服務》,624 期。
- 蕭裕錦 (2012),「英國對系統重要性金融機構之監理政策」,行政院所屬機關因公出國人員報告。
- 魏喬怡 (2018),「新版公司治理藍圖啟動,明年起,計 173 企業須設公司治理人員」,中時電子報。
- Adams F. G., Gangnes B. and Shachmurove Y. (2006), “Why is China so Competitive? Measuring and Explaining China's Competitiveness,” *The World Economy*, 29(2), 95-122.
- Adler G. and Mano R. C. (2018), “The Cost of Foreign Exchange Intervention: Concepts and Measurement,” *Journal of Macroeconomics*, in Press.
- Anonymous (2016), “Big currency devaluations are not boosting exports as much as they used to,” *The Economist*, 418, 60-61.
- Bailey A. (2012a), “Prudential regulation: challenges for the future.”
- Bailey A. (2012b), “The future of banking regulation in the UK.”
- Bayoumi T., Appendino M., Barkema J. and Cerdeiro D. A. (2018), *Measuring Competitiveness in a World of Global Value Chains*, IMF Working Paper 18/229.
- Bates C., Coats A., Crown S. and Motani H. (2013), “A brief overview of the Financial Services Act 2012 and the new UK financial regulation framework.”
- Brierley P. (2009), “The UK Special Resolution Regime for failing banks in an international context,” *Bank of England financial stability paper (5)*.
- Bhasin M. (2009), “Corporate Governance Rating Systems: A Powerful Tool of Accountability,” *The Chartered Secretary*, 21-28.
- Blanchard O., Carvalho Filho I. de and Adler G. (2014), “Can Sterilized Foreign Exchange Intervention Stem Exchange Rate Pressures from the Global Financial

- Cycle?” IMF.
- BoE and FSA (2011), “The BoE, PRA: Our approach to banking supervision.”
- Bordo M. D., Cochrane J. H. and Seru A. (2018), “The Structural Foundations of Monetary Policy,” *Hoover Institution Press*.
- Briault C., Haldane G. and King M. (1996), “Independence and Accountability,” Bank of England Working Papers, 49.
- Chan K. N., Kuo W. Y., Lee W. C. and Wang S. S., “A Sugar-Coated Poison Pill? The Performance of Politically Linked Venture Capitalists,” Working paper.
- Chen, Nan-Kuang (2022), “Central Banking in Taiwan: A Field Observation,” Keynote, Forum on Monetary Policy and Financial Institution, Academia Sinica, July 8, 2022.
- Chit M. M., Rizov M. and Willenbockel D. (2010), “Exchange Rate Volatility and Exports: New Empirical Evidence from the Emerging East Asian Economies,” *The World Economy*, 33(2), 239-263.
- Choi B. Y. and Pyun J. H. (2017), “Does real Exchange Rate Depreciation Increase Productivity? Analysis Using Korean Firm-Level Data,” *The World Economy*, 41(2), 604-633.
- Cukierman A. (2007a), “The Limits of Transparency,” *Centre for Economic Policy Research Discussion Papers*, 6475.
- Cukierman A. (2007b), “The Revolution in Monetary Policymaking Institutions,” *VoxEU.org*, 27.
- Ebeke C. and Azangue A. F. (2015), *Inflation Targeting and Exchange Rate Regimes in Emerging Markets*, IMF Working Paper 15/228.
- Ehrmann M. and Fratzscher M. (2005), “Central Bank Communication: Different Strategies, Same Effectiveness?” European Central Bank Working Paper, 488.
- Eijffinger S. and Hoberichts M. (2002), “Central Bank Accountability and Transparency: Theory and Some Evidence,” *International Finance*, 5(1), 73-96.
- Fisher, S. (2018), “Monetary Rules and Committees”.
- Fry M., Jukius D., Lavan M., Sandra R. and Gabriel S. (2000), “The Devil in the Detail of Monetary Policy Frameworks: Issues and Measures of Monetary Framework Characteristics,” in *Monetary Policy Frameworks in a Global Context*, Edited by Lavan M. and Gabriel S., London: Routledge, 1-216.
- Habermeier K., Kokenyne A., Veyrune R. and Anderson H. (2009), “Revised System for the Classification of Exchange Rate Arrangements,” IMF working paper, WP/09/211.
- Haddad M. and Pancaro C. (2010), “Can Real Exchange Rate Undervaluation Boost Exports and Growth in Developing Countries? Yes, but not for Long,” *World Bank - Economic Premise*, (20), 1-5.

- Hayashi, F. and Prescott E. C. (2002), “The 1990s in Japan: A Lost Decade,” *Review of Economic Dynamics*, 5 (1), 206-235.
- Holst D. R. and Weiss J. (2004), “ASEAN and China: Export Rivals or Partners in Regional Growth?” *The World Economy*, 27(8), 1255-1274.
- Hsu C. M. and Tsai Y. K. (2017), “Inflation Targeting, Exchange-Rate Targeting Monetary Policies in an Open New Keynesian DSGE Model,” KEA-APEA 2017 International Conference, Korea University, Seoul, Korea.
- Hsu C. M. and Tsai Y. K. (2017), “Inflation Targeting, Exchange-Rate Targeting Monetary Policies in an Open New Keynesian DSGE Model,” *Korea and the World Economy*, 18(2) , 131-174.
- Hsu C. M. and Liu W. C. (2019), “Bank Failure Model for Asian Financial Crisis and Subprime Mortgage Crisis: A Comparison,” *Korea and the World Economy*, 20(1), 65-104.
- IMF (2019), *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2018*, International Monetary Fund.
- Jensen H. (2002), “Targeting Nominal Income Growth or Inflation?” *American Economic Review*, 92(4), 928-956.
- Lambert R. (2006), “Central Bank Communications: Best Practices in Advanced Economies,” speech at the IMF Sponsored Regional Seminar on Central Bank Communications, Mumbai, January 23, <https://www.bankofengland.co.uk/speech/2006/central-bank-communications>.
- Liu W. C. and Hsu C. M. (2003), “The Role of Financial Development in Economic Growth: The Experiences of Taiwan, Korea, and Japan,” Joint Conference of KNU, KIEP, and RCIE-Asian Crisis V: New Challenges and Opportunities for the Post-Crisis Asia, Kangwon National University, Chuncheon, Korea.
- Liu W. C. and Hsu C.M., “The Role of Financial Development in Economic Growth: The Experiences of Taiwan, Korea, and Japan,” *Journal of Asian Economics*, 17, 667-690.
- Masson R., Savastano A. and Sharma S. (1997), “The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries,” IMF Working Paper 97/130.
- Park J. (2011), “Consolidation and reform of financial market regulation in Korea: Financial investment services and capital markets act,” *National Taiwan University Law Review*, 6(1), 91-142.
- Setser, Brad W. and S.T.W. (2019), Shadow FX Intervention in Taiwan: Solving a USD 100+ bn Enigma: An Exploration into The Counterparties to Life Insurers’ FX Hedges, *Council on Foreign Relations*, Oct. 2019, 1-33.
- Siklos P. (2002), *The Changing Face of Central Banking: Evolutionary Trends Since World War II*, New York: Cambridge University Press.

- Tan K. G., Duong L. N. Trieu and Chuah H. Y. (2019), “Impact of Exchange Rates on ASEAN’s Trade in the Era of Global Value Chains: An Empirical Assessment,” *The Journal of International Trade & Economic Development*, 28, 873-901.
- Taylor J. B. (2018), “Monetary Policy Making When Views Are Disparate”.
- Treasury H. (2008) “Financial Stability and Depositor Protection: Special Resolution Regime,” Bank of England.
- Thorbecke W. and Kato A. (2018), “Exchange Rates and the Swiss Economy,” *Journal of Policy Modeling*, 40(6), 1182-1199.
- Walsh C. E. (2017), *Monetary Theory and Policy*, 4<sup>th</sup> edition, Cambridge, MA: MIT Press, 2017.
- Warsh K. M. (2018), “Monetary Policy Reform.”
- Williamson J. (2001), “The Case for a Basket, Band and Crawl (BBC) Regime for East Asia,” in Gruen, David and John Simon (eds), *Future Directions for Monetary Policies in East Asia*, Conference Proceedings, Reserve Bank of Australia.
- Woodford M. (2005), “Central Bank Communication and Policy Effectiveness,” NBER Working Papers, No.11898.

## 附錄

### 附錄一 人脈網路：教育連結與政治連結

基於正文內所作的設定，我們透過蒐集的資料進行迴歸分析，探討人脈網路的介入對新創企業 IPO 以及績效表現的影響。除此之外，我們推測績效的好壞與經理人有關，因此我們同時分析，有國家發展基金投入的公司，經理人是否較不易被置換。我們所檢驗的假說主要分為三點：

- (1) 擁有人脈網路（包含教育連結與政治連結）的投資案成功 IPO 的機率越高。
- (2) 擁有人脈網路（包含教育連結與政治連結）的投資案績效表現較差。
- (3) 擁有國家發展基金投資的投資案績效較差的原因是其經理人並不受績效影響而變動，使公司無法跟上市場的脚步。

根據我們所欲檢驗的假說，被解釋變數  $YY_{ii,tt}$  為第  $i$  家新創企業的 IPO 情況（若該新創企業成功上市或上櫃，則  $YY_{ii,tt} = 1$ ，反之  $YY_{ii,tt} = 0$  及其績效指標 ROE、ROA、現金流量以及 IPO 後的異常報酬等。） $LL_{innkk\_Eell,ii,tt}$  則是表現前述教育連結的虛擬變數（若存在教育連結其值為 1，反之則為 0），其餘則為描述新創企業（ $NN_{VVjj,ii,tt}$ ）特性、創投（ $VV_{CCkk,ii,tt}$ ）特性以及總體經濟特性等控制變數。並用 Hausman test 檢定本模型適用固定效果（fixed effect），其中第一個關於 IPO 事件的假說以常態機率模型（probit model）進行迴歸及檢定，第二個績效假說用 OLS 模型進行，第三個關於經理人置換事件的假說則以常態機率模型（probit model）進行分析。

結果呈現分為兩部分：(1) 教育網絡、(2) 政治連結。

#### (1) 教育網絡

我們就蒐集完畢的資料進行初步的迴歸分析，探討教育連結對新創企業 IPO 以及績效表現的影響，兩個主要研究結果。

##### • 教育連結對新創企業 IPO 之影響

以新創企業 IPO 與否作為被解釋變數，並以教育連結、新創公司的經營決策成員不同變數等。由得到的迴歸結果可知，若新創企業與創投的經營團隊間存在第三、四類教育連結，對新創企業成功進行 IPO 有顯著的正向影響，而第一、二類教育連結對新創公司 IPO 雖為負向影響但不顯著，顯示更緊密的連結對新創公司走向 IPO 的里程碑有加乘效果，單純依靠學校招牌所形成的教育網絡連結會無法帶來充分的信任感，必須將連結推升至更高一層境界。由同校、同學院、同學位畢業之連結所釋放的訊號為「我們是由同一群頂尖老師所培訓而成的優秀

人才」，因此強化彼此的信任感，並激發出更緊密的教育網絡效能。

- 教育連結對新創企業績效表現之影響

被解釋變數為新創公司的績效指標：ROE、ROA 及現金流量，這三種指標之迴歸分析結果大同小異。由列出被解釋變數為 ROE 之迴歸結果可知，新創企業與創投之間存在第一類、第二類教育連結，對新創企業績效表現之影響為正向但不顯著，顯示畢業於同校或同校系的教育連結並未緊密到為新創企業績效帶來正向影響；然而，第三類和第四類教育連結對新創公司績效有顯著性的正向影響，且最為緊密的第四類教育連結顯著性較高，顯示新創企業與創投的經理人之間有越緊密的連結，為新創企業績效帶來的正向影響越明顯。意味著緊密的教育連結可作為一個資訊流通的平台，讓創投經理人得以找到具有成長潛力的投資對象，亦得以在注資後有效降低代理成本（細節參見 Chan et al., 2019）。

## (2) 政治連結

我們就國家發展基金對於新創企業的影響分為三個主要分析結果如下。

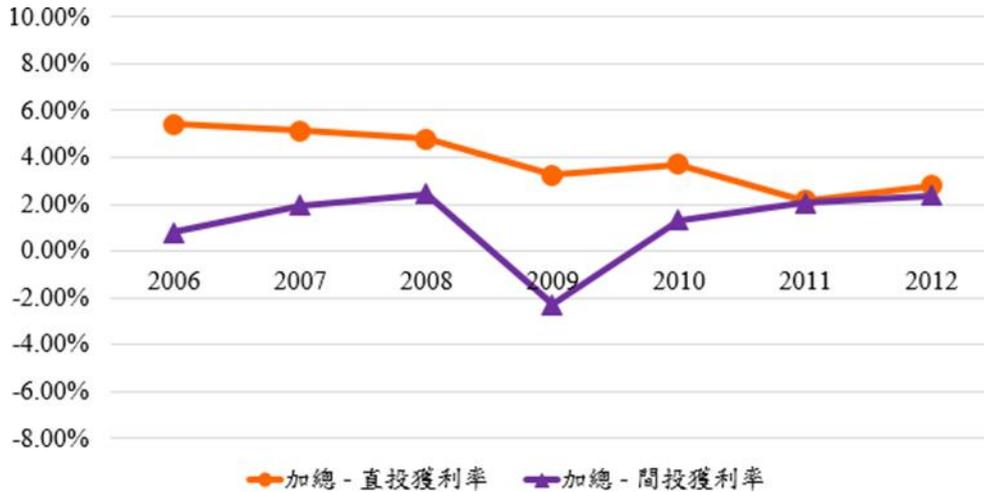
- 國家發展基金的投入對新創企業 IPO 之影響

以新創企業 IPO 與否做為被解釋變數，並以國發基金在創投公司的股權佔比、新創公司的經營決策成員不同變數等作為解釋變數，得到的迴歸結果。由迴歸結果可知，若創投的經營團隊中具有國家發展基金的投資，對新創企業成功 IPO 會有顯著的正向影響。表示國家發展基金的進入，有助於新創企業成功 IPO。與之前的結果相比，教育連結雖然為正向影響卻不顯著，而國家發展基金的變數則為正向影響且相當顯著，顯示國家發展基金的投入對新創公司走向 IPO 的里程碑有加乘效果。一旦國家發展基金投入，就會扶持該新創公司 IPO。

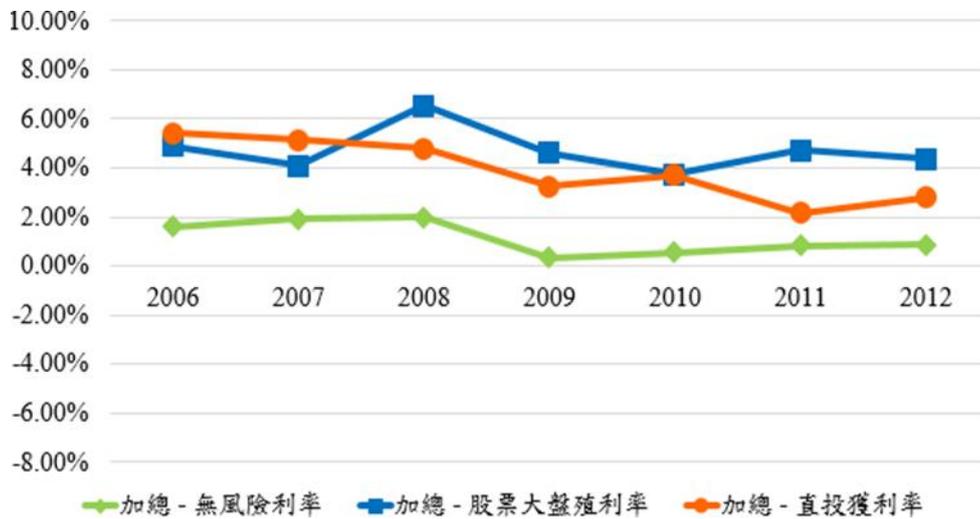
- 國家發展基金的投入對新創企業績效表現之影響

被解釋變數為新創公司的績效指標：ROE、ROA 及現金流量，這三種指標之迴歸分析結果大同小異，僅列出被解釋變數為 ROE 之迴歸結果。由迴歸結果可知，若有國發基金投入，與之前未探討國家發展基金時的結果比較，教育連結的影響效果被削弱，教育連結雖然有正向的影響，卻由之前的顯著結果轉為不顯著。與 IPO 迴歸結果相反的是，國家發展基金的投入對新創公司的績效有顯著的負向影響（細節參見 Chan et al., 2019）。

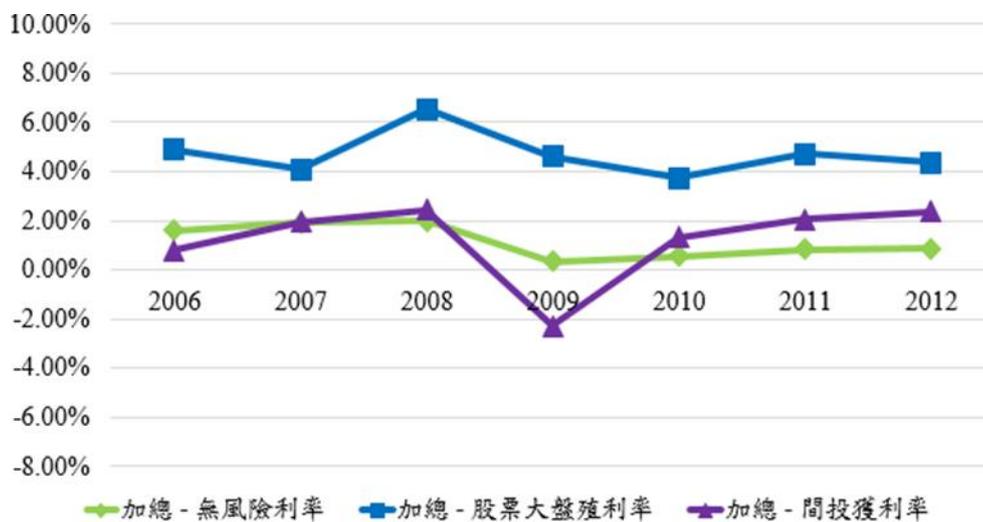
我們透過所建構之資料庫整理出國家發展基金的過去績效如附錄圖 2-1 至 2-5，與迴歸結果一致，實際上國家發展基金投資的獲利率並不如預期。



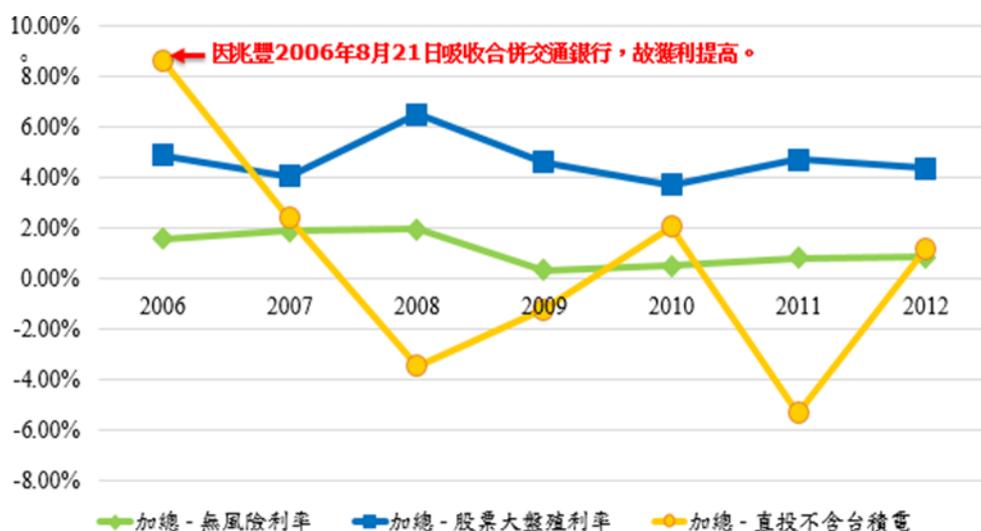
附錄圖 2-1 國家發展基金直接投資獲利率與間接投資獲利率比較



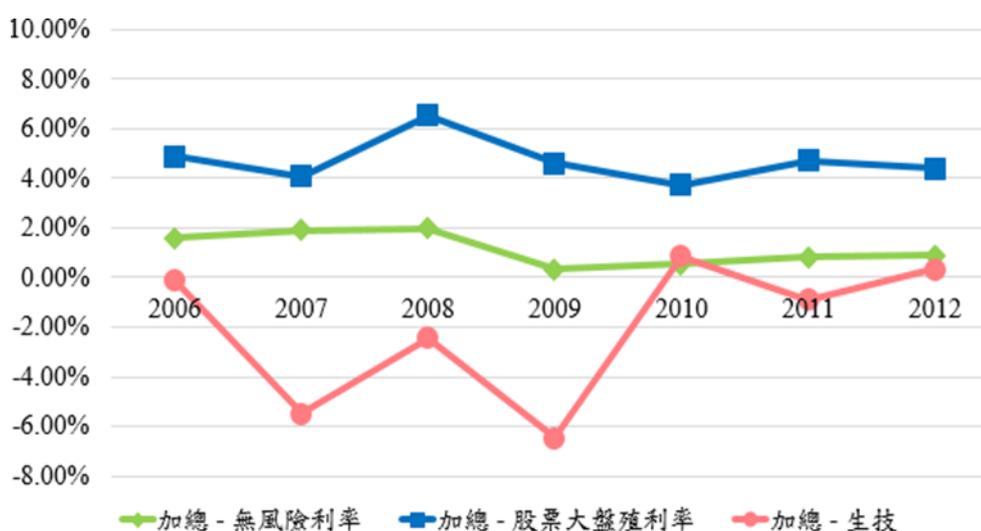
附錄圖 2-2 國家發展基金直接投資獲利率與股票大盤、無風險利率比較



附錄圖 2-3 國家發展基金間接投資獲利率與股票大盤、無風險利率比較



附錄圖 2-4 國家發展基金直接投資獲利率不含台積電與股票大盤、無風險利率比較



附錄圖 2-5 國家發展基金直接投資生技產業與股票大盤、無風險利率比較

國家發展基金的投資可以概略分為直接投資與間接投資，我們從歷年的獲利率可以看出，直接投資的表現優於間接投資，直到 2011 年兩者才接近重合。其中，2009 年遭遇金融海嘯，不論是直接投資或間接投資都明顯下滑（附錄圖 2-1）。

國家發展基金的直接投資與股票大盤與無風險利率的比較（附錄圖 2-2），可以看出在 2008 年之前，直接投資獲利率尚略高於股票大盤，然而一遭遇金融海嘯，直接投資的獲利率就低於股票大盤。

國家發展基金的間接投資與股票大盤與無風險利率的比較，由附錄圖 2-3 可

見直接投資的獲利率尚高於無風險利率，而間接投資的獲利率卻僅僅和無風險利率不相上下，在 2009 年時，更是遠遠低於當時的無風險利率。直接投資如果不將台積電納入考量，如附錄圖 2-4，結果更將大幅下滑，除去在 2006 年時兆豐吸收合併交通銀行使獲利提高外，其他年度獲利率皆不如股票大盤的表現，更有幾年不如無風險利率。

國家發展基金投資在生技產業的獲利率(附錄圖 2-5)，普遍不如無風險利率，除了 2010 和 2012 年在 0 的附近徘徊外，大多獲利率為負的，2009 年金融海嘯時更是接近-8%。

- 國家發展基金的投入使新創公司的經理人不易變動

被解釋變數為新創公司的經理人是否置換，解釋變數則為公司績效、國家發展基金的股權占比及當年度的市場表現，主要結果為新創公司的績效往往受決策者的決定影響，若新創公司當年度績效不佳，經理人會因此被置換；然而，擁有國家發展基金投資的新創公司，其經理人置換與否受國家發展基金所限制，由迴歸結果可見，國家發展基金的影響相當顯著。因此我們認為，投資案績效較差的原因是其經理人並不受績效影響而變動，使公司無法跟上市場的脚步(細節參見 Chan et al., 2019)。