

第四章 建立貨幣市場對台灣經濟的影響

第一節 票券金融業的經濟控制

英國倫敦的貨幣市場是全球最早也是十九世紀時最大的貨幣市場，許多國際貿易的票據需要透過倫敦來結算，及依賴倫敦籌募資金，所有往來的票券數量極多，香港、新加坡承襲英國傳統，國際匯兌與國內信用，混合而成貨幣市場，台灣則因有外匯管制，只能以國內信用為限，於是效法美國，票券商兼營票券承銷商、自營商、及經紀人的業務。⁷⁷但是台灣的票券商並非如同美國是銀行界因應業務需要，自由發展而形成的機構，如前列第一章所述，台灣貨幣市場是由政府主導訂定執行政策而建立，政府特許決定 1976 年 5 月 20 日由台灣銀行籌設，成立中興票券公司，資本結構為台灣銀行投資占 20%，第一、華南、土銀、上海商業銀行共佔 20%，中央投資公司(國民黨黨營事業)佔 60%，是台灣貨幣市場第一家票券金融公司。⁷⁸

隔年 1977 年 1 月 15 日再成立國際票券金融公司，由中國國際商業銀行發起，中國商銀佔 20%，台灣省合作金庫 10%，台北市銀行 10%，台灣糖業公司 11.5%，新光合成纖維公司 6%，偉成食品工業公司 3%，榮美窯業公司 2.5%，應昌期 2.5%，裴嘉康 5%，辜振甫 4%，辜濂松 5%，薛伯輝 3.5%，金祖鑫 1.5%，謝國城 3%，黃葉冬梅 3%，陳木順 3%，謝文欽 3%，黃維源 3.5%。⁷⁹這樣的持股比率，除合作金庫、台北市銀行及台糖公司等三家公營法人股份合計 31.5%外，其餘股份均可視為民股，民股佔 68.5%。是為第二家票券金融公司。

再隔一年，即 1978 年 12 月 1 日由交通銀行發起設立的中華票券

⁷⁷ 張茲闓，《財經論文選輯》，(台北，興票，1984)，p121

⁷⁸ 陳永華，〈台灣貨幣市場之發展與展望〉，p25

⁷⁹ 《經濟日報》第二版，1977.1.14.

金融公司，資本結構為交通銀行佔 20%，中央投資公司佔 39%，底特律國民銀行佔 10%，彰化銀行及世華銀行共佔 10%，台電公司佔 11%，中油公司佔 10%，⁸⁰連續三年成立三家票券金融公司，並且直到 1992 年之前，不准銀行兼營票券業務，1995 年之前，不准其他業者成立新的票券金融公司，台灣貨幣市場的業務，就由這三家票券公司寡占壟斷十六年。為何當年開辦票券業務不是和世界各國一樣由銀行兼營，而是成立專業的票券金融公司，再由銀行轉投資，依國票總經理劉邦義及台銀董事長陳木在等人的說法，乃因當時銀行利潤率極佳，而對票券業務不熟悉，對其獲利前景沒把握，所以沒興趣。⁸¹然而，在 1990 年新銀行開放設立之前，台灣銀行業(除僑銀、外商銀行之外)幾乎全為公營事業，⁸²銀行是否經營票券業務，率由政府政策決定，無所謂興趣與否問題，且台銀等多家行庫投資成立專業票券金融公司也是為政府所「指派」(財政部於 1975 年 12 月 5 日以(64)台財錢第 22508 號函，指定灣銀行、交通銀行、及中國國際商業銀行發起籌組民營公司，經營短期票券交易商業業務)，並非其自行評估投資效益後所做之決策；三家特許票券金融公司的原始發起股東之持股比例顯示，第一家中興票券由公營銀行所占的持股比例依法令規定僅百分之四十，而國民黨的黨營事業中央投資則占百分之六十的絕對多數；第三年成立的第三家中華票券也有國民黨黨營事業近四成的股權，若欲以對票券業的獲利前景沒信心來說明銀行不願兼營，實為牽強，勿寧將其置於國民黨政府自遷移來台所實施的控制經濟之脈絡來看，將更

⁸⁰ 陳永華，〈台灣貨幣市場之發展與展望〉，p25

⁸¹ 曾國烈，《貨幣市場與票券金融管理》，P12,34

⁸² 陳維曾，《市場、國家、與法律－戰後台灣經濟發展與經貿法律體系互動之考察》，〈思與言：人文與社會科學雜誌〉，第 40 卷第 1 期，2002.3. p54 依 1949 年〈國營事業管理法〉與 1953 年〈公營事業移轉民營條例〉的規定，所謂公營事業有 4 種類型：1. 政府獨資經營之事業，2. 各級政府合營之事業，3. 依事業組織特別法之規定，由政府與人民合資經營之事業，4. 依公司法之規定，由政府與人民合資經營，而政府資本超過 50% 以上之事業。

為清楚，且在票券金融此一領域，國民黨政府不再僅如同銀行業務將其置於國家的管制之下，甚至更進一步直接將其置於黨的控制之下，由國民黨黨營事業掌握過半股權(百分之六十)，或最大單一股權(百分之三十九)，使國民黨擁有票券金融公司的實際經營決策權。以民營事業之實，享公營事業之經營優勢。在陳維曾的戰後台灣經貿法律體系研究論文中對此類情況有一看法：「此方式有其政治考量，國家透過總動員法制的管制，不僅為公營企業形塑壟斷地位，並讓其掌握各產業上游以控制下游民間私產業的咽喉，如此，國家透過經濟權力的分派，便可達到控制私部門的政治目標」，⁸³票券業務攸關台灣全體公營企業籌措短期資金的重要，其重要性及經濟權力強度，自不在話下，其經濟控制之角色，自國家控制延伸至黨控制。

第二節 央行進行公開市場操作

1974年以蔣碩傑為主的六院士所發表「今後台灣財經政策的研討」一文中建議成立健全的貨幣市場，以增進中央銀行對貨幣數量的控制，利於抑制通貨膨脹為主，且建議以發行國庫券的方式來促使貨幣市場運轉。一般而言，中央銀行對貨幣數量控制之政策工具有(1)、公開市場操作。(2)、重貼現率政策。(3)、法定準備率之升降。其中公開市場操作被公認為具有自主性、精確性、並富有彈性之理想工具。而建立拆款中心使中央銀行可以拆款中心利率之變化，了解銀行資金鬆緊情況，以決定是否進行公開市場操作，順利執行貨幣政策來達到維持物價穩定、促進充分就業、提升經濟成長、或平衡國際收支之政策目標。

⁸³ 陳維曾，〈市場、國家、與法律—戰後台灣經濟發展與經貿法律體系互動之考察〉，p54

然而公開市場操作實際上是最溫和的調控貨幣供給額工具，大多是日常性市場資金失衡的調節，一般而言主要的信用工具是國庫券，在市場資金緊俏時，央行買進市場的國庫券，釋出通貨；市場資金寬鬆或有通膨危機時，政府發行國庫券收縮市場資金，但因為 1990 年之前台灣貨幣市場的國庫券發行量少，占市場各種票券信用工具的發行量比例極低(見附錄，表三、貨幣市場票券發行額)，除 1978 年以前因貨幣市場剛成立，其他信用工具未發達，國庫券發行占市場比例較高，及 1985、1986、1988 年發行量比例有超過 10% 之外，其占市場比例皆為個位數；在國庫券交易量占市場比例而言(見附錄，表四、貨幣市場交易額)，除 1976 年及 1988 年外，其交易額占市場比例甚至在 1% 附近徘徊，所以實際上 1979 年至 1989 年十年間，市場上仍然十分缺乏政府債券的票源，政府公開市場操作都是直接買斷商業本票，1987 年中央銀行訂定公開市場操作附買回交易作業要點後，央行的公開市場操作才大半採行附買回交易。檢視 1976 至 1990 年台灣在面對 1973 年發生第一次石油危機和 1979 年發生第二次石油危機面臨嚴重的通貨膨脹困境時，政府皆利用提高央行重貼現率企圖收縮銀根減少貨幣供給額，(見附錄，表一)，1973 年時重貼現率自前一年的 8.5%，連續三年拉升為 10.75%、12.00%、10.75%；1979 年時則自前一年的 8.25%，連續三年升高為 11.00%、11.00%、11.75%。但在未建立貨幣市場前 1973~1974 年時之第一次世界石油危機，當時國際原油價格自每桶 2.7 美元漲到 11.6 美元，⁸⁴漲幅為 331%，該期間躉售物價年增率高達 13% 及 29%，M2 年成長率和往年同樣高達 30% 及 25%，並沒有因為調高重貼現率而減少貨幣供給額，1974 及 1975 年

⁸⁴ 《經濟日報》1979.10.22.十版

之經濟年成長率自前數年的 12% 急跌為 1% 及 4%；已建立貨幣市場後發生的 1979-1980 年第二次石油危機，國際原油價格自每桶 20 美元以下，漲到 1981 年 2 月的每桶 39 美元，⁸⁵漲幅約為 150%，政府也在 1979、1980、1981 連續三年調高重貼現率，更巧的是政府為協助貨幣市場發展，在 1977 年 8 月推行流動準備制度，於 1978 年 7 月將流動準備率自 5% 提高為 7%，使得 1979 年、1980 年 M2 年成長率自 30% 左右，陡降為 9% 及 22%，大幅緊縮貨幣供給額的成長率，該期間台灣躉售物價年增率高達 13% 及 21%，經濟年成長率則自前數年的 13% 降為 6% 甚至 3% (見附錄表一，表二)，遭遇這種國際油價大幅上漲的輸入性成本推升型的大通膨，台灣原本就無力干預國際石油價格，只能靜待國際油價回落趨緩，物價上漲率才能回歸穩定，但在未建立貨幣市場前之石油危機時，央行能使用的信用工具有調高重貼現率、提高銀行準備率；而在建立貨幣市場後，除上述二項工具之外，央行尚可更便捷地透過貨幣市場公開操作，調節貨幣供給數量。檢視第二次石油危機時，國庫券發行量及交易量並無增加現象，商業本票發行量及交易量則增加幅度確有比前年度高，(見附錄，表三、表四)，第二次石油危機的油價漲幅僅為第一次石油危機漲幅的半數，而 M2 年成長率自 30% 降為 9%，躉售物價年增率，並未能比第一次石油危機減少達半數，但第二次石油危機的經濟年成長率之衰退幅度卻比第一次石油危機少，該年的 M2 年成長率大幅下降歸功於調高流動準備率為 7% 的效果，1979 年央行買入短期票券 38 億，其中二分之一為商業本票，到 1980 年底央行買入商業本票共計 449 億，賣出 5 千萬，占公開操作的百分之 90%，⁸⁶可見這段期間央行的市場

⁸⁵ 《自由時報》2008.7.28

⁸⁶ 陳師孟，《我國商業本票市場對貨幣供給額之影響》(台北：台北市票券金融事業協會，1982)，P17

公開操作並不是爲了通貨膨脹而緊縮銀根，反而是透過公開市場放出通貨，或許是爲疏解因提高流動準備率而陡降的 M2 年增率，以陳師孟教授的研究，商業本票可以增加貨幣供給額，但商業本票對貨幣供給變動的影響不大。⁸⁷不可諱言，建立貨幣市場確實讓政府在穩定台灣經濟發展、調節日常性市場資金鬆緊之貨幣供給額上，提供一個方便而積極的政策工具。只是令人意外的是，這樣的結果和蔣碩傑院士的規劃竟是背道而馳。

第三節 利率自由化

貨幣市場既是資金直接而公開交易的市場，交易的價格就有市場的機制來決定，政府難以完全掌握控制，所以對貨幣市場資金的價格——利率，1975 年 12 月公佈之「短期票券交易管理規則」即規定，對票券金融公司其短期票券買賣利率的決定不直接干涉；1980 年 4 月 1 日正式開啓銀行同業拆款中心業務時，也讓拆款利率完全由供需條件決定；同年 11 月 7 日央行公布「銀行利率調整要點」時規定，銀行同業日拆，由公會自行議訂利率，短期對銀行外拆放，參照同業日拆，由承辦銀行自訂；銀行可轉讓定存單及金融債券，由發行銀行自訂利率，且不受最高存款利率限制；1987 年訂定附買回交易利率不受央行官方利率限制。這些在貨幣市場上較銀行利率爲自由的利率政策，及資金不斷交易的過程，必然會帶動銀行利率往自由化移動。

我們檢視銀行利率及貨幣市場利率的變化，以銀行信用放款利率及貨幣市場商業本票利率 91-180 天期爲例，(見附錄，表一)，在 1982 年以前，貨幣市場利率高於銀行利率，之後貨幣市場利率則低於銀行

⁸⁷ 陳師孟，《我國商業本票市場對貨幣供給額之影響》(台北：台北市票券金融事業協會，1982)，p100

短期放款利率，可見得貨幣市場在運作數年之後，其利率已能隨資金鬆緊而波動，反映市場資金供求之速度更快，在銀行放款利率仍受制於官定存款利率居高不下而無法快速調降下，貨幣市場對資金供需情勢的快速反映，勢必帶動銀行放款利率的波動，進而使官定存款利率的僵固性受到挑戰。

終於在 1989 年政府不再核定任何銀行利率之存、放款利率，雖然時程實在太過緩慢，但終於能使資金被更有效率地運用，而有利於經濟之發展。

第四節 貨幣市場效益難發揮

1975 年 2 月 19 日財政部長李國鼎在中國國民黨中常會報告時指出，政府建立貨幣市場的意義與功能在於：(1)、貨幣市場亦即短期資金交易市場，藉票據信用調節資金供求。(2)、便利工商業週轉資金之融通，避免過分依賴銀行貸款。(3)、動員民間資金投入正常金融體系，逐漸消滅黑市借款。(4)、保障投資安全，減輕工商業經營成本。

1975 年 12 月 5 日發布施行之「短期票券交易商管理規則」第一條規定，為加強貨幣市場之操作，便利工商企業短期資金之調度，並配合經濟發展之需要，特訂定本規則。

由此觀之，政府正式宣示的建立貨幣市場之目的，乃為便利工商企業短期資金之調度、減輕工商企業經營成本、動員民間資金投入正常金融體系、配合經濟之發展。但是台灣貨幣市場的建立是在黨國控制的脈絡下而運作發展，其思考的重點從政策的採用上看來，是以黨國經濟控制與票券金融公司的利潤為主，而非以便利工商企業籌資為

先。若以政府所宣示的建立貨幣市場之目的來看，其效益之發揮嚴重不足。

在陳維曾先生對戰後台灣經貿法律體系的觀察中，曾提到：「國家如何配置公營企業的法律地位以達成其政經目標，本文認為有三個重點：1、國家透過法律設計使公營企業排除於總動員法制外，擁有較高的自由度。2、國家再透過制頒其他法令加強對公營企業控制。3、國家配套進行市場管制以利公營企業壟斷地位的形成。」⁸⁸在政府對貨幣市場的政策設計上，我們也看到這樣類似的身影。

一、特許並寡占的專業金融公司

1、由政府特許建立專業票券金融公司，排除銀行經營票券中介業務

由於台灣貨幣市場是由政府訂定政策主導建立，其與國際先進國家貨幣市場有極大的不同，尤其是票券市場業務部份，做為中介機構的票券金融公司為特許建立的寡占市場，和各國也有相當大的差異。

第一次世界大戰以前，英國是世界主要貿易中心，也是最重要的國際金融中心，使英國成為貨幣市場發展最早的國家，且是自然演進的結果，其貨幣市場由短期資金貸放市場及貼現市場二部份所構成。所謂短期資金貸放市場是以倫敦票據交換所 The Clearing Banks 會員銀行和其他金融機構，將其臨時性剩餘資金作為拆款及短期貸放之市場；所謂貼現市場是指以商業票據、銀行承兌匯票及國庫券等貼現，由英格蘭銀行、商業銀行及貼現所 Discounting House 構成，英格蘭銀行是貨幣市場上的最後資金融通者⁸⁹。

美國貨幣市場早期是指對證券經紀人及交易商之短期拆款市場

⁸⁸ 陳維曾，〈市場、國家、與法律—戰後台灣經濟發展與經貿法律體系互動之考察〉，p55

⁸⁹ 陳永華，〈英美日菲四國之貨幣市場概況與經驗〉，《台灣經濟金融月刊》第 17 卷第 11 期（台北，1981.11），p9,10

Call loan market，後來發展為短期債權憑證之發行及交易市場，美國貨幣市場以紐約為主，但波士頓、費城、亞特蘭大、芝加哥、舊金山等處也有。以紐約貨幣市場而言，它有商業本票市場 Commercial Paper Market、通知放款市場 Call Loans Market、承兌市場 Acceptance Market、聯邦準備資金市場 Federal Reserve Funds Market、國庫券市場 Treasury Bill Market、定期存單市場 Market of Negotiable Time Certificate of Deposit。由這樣數個從事不同短期信用之市場共同組成貨幣市場，而不是一個單獨的市場。美國貨幣市場的資金供給者，有商業銀行、信託保險機構、儲蓄銀行、各種企業、財團、基金、政府機構、及外國銀行；資金需求者有商業銀行、公債及公司債之交易商與經紀商、企業、政府及其有關機構；中介機構即各種貨幣市場的交易商及經紀商。其中商業銀行是貨幣市場的主要持有者及主要發行者，聯邦準備銀行是貨幣市場資金之最後來源。⁹⁰

日本因 1901 年金融恐慌，發覺存款付現準備之重要，所以沿襲英國的貨幣市場制度，建立了所謂短資市場，首次產生了票據經紀商，使其扮演相當於倫敦貼現市場的功能，一次世界大戰前，僅在大阪市場有紡織票據之交易，一次大戰後(1918 年 11 月結束)，票據流通隨著經濟蓬勃而增加，且因票據經紀商之發達，票據貼現市場的基本條件漸具規模，日本銀行曾於 1919 年 5 月，對貿易商及各銀行獎勵銀行承兌匯票之利用，且在同年 6 月決定辦理銀行承兌匯票之重貼現，同年 8 月開辦蓋戳票據(Stamp 手形，隨時可到日本銀行抵押借款的優待票據)制度。中日戰爭、二次世界大戰時，市場上盛行現金交易，商業票據幾全匿跡，票據貼現市場陷於自然消滅之狀態。戰後日

⁹⁰ 陳永華，〈英美日菲四國之貨幣市場概況與經驗〉，p10, 11

本銀行曾在 1948 年、1950 年、1953 年三次嘗試建立票據貼現市場，但前二次皆為期一年左右、第三次則為期三年，市場就因故陷於停頓。直到 1970 年秋季後，市場拆款資金已達二兆日圓之鉅，遠超過其作為付現準備金的原有意義，必需考慮將此龐大拆款資金的儲存性或投資性部份運用於票據類投資市場，且隨著金融緩和趨勢，預見拆息利率將大幅降低，建立票據貼現市場的環境成熟，加上 1971 年夏季季節性資金短絀時期，需要日本銀行出面進行「收購操作」，但作為收購對象的債券有短缺之虞，需考慮「票據操作」，使得日本銀行堅定了正式重建票據貼現市場，以謀求金融調節手段多樣化及短期資金正常化的目標，於是在日本銀行指導下，以短資公司為中心，經週詳的策劃檢討，自 1971 年 5 月 20 日開辦票據貼現市場。⁹¹

這個由日本銀行促成建立的現代方式的短期貨幣市場，確定由二個市場部門組成，一為拆款市場 call money market，從事極為短期的資金交易，如次日拆款 overnight。一為票據貼現市場 bills discount market，為提供自 30 天期到 120 天期資金交易，僅有金融機構 financial institutions 才能參加這些市場為貸放者或借款者，市場資金主要供給者為地方銀行、信託銀行、長期信用銀行、相互銀行 mutual savings banks(類似台灣合會公司)、信用金庫 credit associations、農林中央金庫 the central cooperative bank for agriculture and forestry、人壽保險公司、其他保險公司、及共同基金管理公司 mutual fund management companies 等。都市銀行在實際上為唯一的借款者。⁹²

在日本短期資金交易人 short-term money dealers 及經紀人，稱為短資公司 TANSHI companies，意為短期資本公司 short-term capital

⁹¹ 國泰信託投資公司譯，上田短資株式會社著，《貨幣市場之票券交易與拆放》(台北，國泰信託公司投資月刊社，1976)，p1-9

⁹² 李孟茂譯，〈日本貨幣市場之發展〉，《台灣經濟金融月刊》第 11 卷第 6 期(台北,1975.6.)，p14

companies，有六家短資公司，即拆款與票據貼現公司做為代理居間商 intermediaries，即經紀人 brokers，收取經紀人佣金。其中四家規模較大的短資公司，主要股東為各種金融機關及公司創始人家族，大多數短資公司與證券公司或主要都市銀行有非常密切的關係，例如東京短資公司為最大的短資公司，創立於 1909 年，其商號為藤本票據經紀人公司，後來分為大和證券和東京短資公司。每一家短資公司在營運上，由日本銀行 The Bank of Japan 供給信用資金 credit facilities，並以存款存入該行。短資公司依規定為資金貸放業務，有關資金貸放的監督權，一般而言，依法令指定縣級首長執行，但短資公司置於財政部及中央銀行直接監督。⁹³

英國、美國、日本等國際先進國家的貨幣市場皆有其自然形成的淵源，且由銀行扮演重要之中介角色，就算如同日本有所謂「短資公司」這樣的專業票券金融機構，其仍是由金融業者逐漸演進而成立。而台灣貨幣市場最大的特色即為市場的建立是由政府訂定政策、設計規劃而成，票券金融公司由政府指定創立，並非由市場自然演進而形成；更不同的是台灣的貨幣市場之發行市場及交易市場等中介功能，由政府特許成立三家票券金融公司負責，排除銀行擁有貨幣市場票券金融的中介機能。短期籌資市場中介業務的營業利益由三家票券金融公司獨享，而少了銀行的參與，也使票券業的支援資源較少，對業務的推動形成限制。這也是後來 1992 年票券業務開放銀行參與經營以後，票券金融公司遂陸續與銀行金融公司合併，以利業務之整合行銷推廣與市場競爭之原因所在。

2、寡占使市場規模受限，中小企業籌資不易

⁹³ 國泰信託投資公司譯，上田短資株式會社著，《貨幣市場之票券交易與拆放》，p13

在 1975 年 12 月 25 日發布施行的「短期票券交易商管理規則」第二十二條中政府規定，有關經短期票券交易商保證承兌及背書而出售之票券總餘額，不超過淨值五倍。同時規定，短期票券交易商資本額不得少於新台幣二億元。⁹⁴初期票券商資本額皆為二億，則市場能保證承兌及背書之總數，一家票券公司僅有十億新台幣。到 1977 年 8 月 19 日短期票券交易商管理規則第一次修正後之第七條把票券商資本額提高為四億，第二十二條規定，經短期票券交易商保證及背書而出售之票券總餘額，不得超過該商淨值之二十倍，前項倍數財政部於必要時得會商中央銀行調整之。⁹⁵則三家票券金融公司在營業初期，能保證承兌及背書之總數約為 240 億元新台幣，俟後若票券金融公司淨值增長，需要保證才能發行商業本票的企業在貨幣市場籌資的資源才能再擴大，否則需賴政府進一步放寬對發行餘額的總量管制或其他銀行或信託投資公司之保證。我們在貨幣市場票券發行額(見附錄,表三)也發現,1976 年商業本票發行額為 20 億 2 千 5 百萬元,1977 年為 123 億 8 千 4 百萬元,1978 年全年發行總額則為 274 億 5 百萬元,可確定該年度某一定時點的發行餘額皆能合於法令規定的票券交易商保證總餘額上限 240 億之下,應無問題。但到 1980 年全年度發行總額已超過 800 億,1981 年已經成長到 2000 億以上,所以除了規定中的銀行或信託投資公司亦可保證者外,政府也必需再提出各式放寬票券交易商保證限額以利於放大商業本票發行額的規定,我們從法令看到的是讓第一類上市公司(大型企業)、公營事業、證券金融事業皆可免保發行商業本票,這部份即可不計入第二十二條規定,經短期票券交易商保證及背書而出售之票券總餘額,不得超過該商淨值之二

⁹⁴ 曾國烈,《貨幣市場與票券金融管理》, P60, 61

⁹⁵ 曾國烈,《貨幣市場與票券金融管理》, P180, 183

十倍以內。

政府為票券公司財務健全及金融市場秩序安全考量，對透過票券交易商保證之商業本票發行量總餘額加以管制，確為必要。但在票券業由少數票券商特許寡占下，市場胃納小，競爭小，票券金融公司容易獲得票源。1975年3月7日在促進貨幣市場建立小組的會議中即有金融界人士表示，貨幣市場成立初期，對於哪些廠商可以發行商業票據，最好由財金主管機關先核定名單，以維護市場信用，其對於發行商業本票的客戶多所要求，且多以大財團大企業或公營事業為優先，以降低票券公司之風險。票券金融業的經濟控制在國家控制延伸至黨控制之下，維持少數寡占地位，只關注票券公司本身獲利，不願開放更多企業加入經營票券市場中介業務以擴大市場規模，漠視成立貨幣市場是為達成「便利工商企業短期資金之調度，並配合經濟發展之需要」之功能，台灣中小企業實難自貨幣市場籌措營運所需的短期資金。

3、企業發行票據資格限制，經濟起飛需仰賴民間借貸

關於企業在貨幣市場發行商業票據籌措資金之條件限制，政府有相關的法令規定，即將成立貨幣市場之時，在1975年12月25日發布施行的「短期票券交易商管理規則」中列明，短期票券交易商於審核本票發行公司應具備之最低條件與發行限額時，準用公司法第二百四十七條、第二百四十九條及第二百五十條有關募集公司債⁹⁶之規

⁹⁶ 公司法第 247 條公司債之總額，不得逾公司現有全部資產減去全部負債及無形資產後之餘額。無擔保公司債之總額，不得逾前項餘額二分之一。第 249 條公司有左列情形之一者，不得發行無擔保公司債：一、對於前已發行之公司債或其他債務，曾有違約或遲延支付本息之事實已了結者。二、最近三年或開業不及三年之開業年度課稅後之平均淨利，未達原定發行之公司債，應負擔年息總額之百分之一百五十者。第 250 條公司有左列情形之一者，不得發行公司債：一、對於前已發行之公司債或其他債務有違約或遲延支付本息之事實，尚在繼續中者。二、最近三年或開業不及三年之開業年度課稅後之平均淨利，未達原定發行之公司債應負擔年息總額之百分之一百者。但經銀行保證發行之公司債不受限制。

定。⁹⁷至 1980 年 2 月 29 日「短期票券交易商管理規則」第二次修正時，刪除發行商業票據之公司必需加入當地同業公會之規定，及放寬審核發行本票應具備之部份條件。⁹⁸在 1982 年 1 月 19 日「短期票券交易商管理規則」第三次修正時，行政院以台七十財一八九七四號函核定增列第四條之一條文，規定短期票券交易商得簽證、承銷免保商業本票，即「財務結構健全、組織功能完善之台灣證券交易所第一類上市股票發行公司及股份有限公司組織之公營事業」得發行免保商業本票，以增進貨幣市場優良信用工具之流通。⁹⁹在 1983 年 11 月 11 日財政部台財融第二六八九五號函行政院備查之「短期票券交易商管理規則」第五次修正時，規定股份有限公司組織、財務結構健全之證券金融事業亦得發行免保之商業本票。¹⁰⁰1994 年 8 月 24 日依財政部台財融第八三三一七六七四號令發布之「票券商管理辦法」第二條第二款，前項所稱本票或匯票，係指依法登記之公司與政府事業所發行之左列票據：(一)基於交易行為所產生之本票、銀行承兌匯票及商業承兌匯票，經受款人背書者。(二)為籌集資金而發行之左列本票：(1)經金融機構保證發行之本票。(2)經證券交易所審定列為一類上市股票之發行公司，財務結構健全，並取得銀行授予信用額度之承諾所發行之本票。(3)政府事業機構所發行之本票。(4)股份有限公司組織、財務結構全之證券金融事業，所發行之本票。¹⁰¹

亦即在 1976 年票券金融公司成立時期，欲發行商業本票的公司必需具備發行公司債的條件，公司淨值減去無形資產後仍必需為正數，商業本票發行額不得超過此一數目，且需加入當地同業工會，並

⁹⁷ 曾國烈，《貨幣市場與票券金融管理》，P61

⁹⁸ 曾國烈，《貨幣市場與票券金融管理》，P63, 64

⁹⁹ 曾國烈，《貨幣市場與票券金融管理》，P65-67

¹⁰⁰ 曾國烈，《貨幣市場與票券金融管理》，P68

¹⁰¹ 曾國烈，《貨幣市場與票券金融管理》，P493-494

得到票券金融公司或銀行、信託投資公司的簽證保證，直到 1982 年未加入當地同業工會的企業才有機會透過票券金融公司或銀行、信託投資公司的保證而發行商業本票，但在 1982 年台灣證券交易所第一類上市股票發行公司及股份有限公司組織的公營事業、1983 年股份有限公司組織的證券金融公司都不必經過票券金融公司或銀行、信託投資公司的保證就可發行商業本票，即第一類上市公司、公營事業、證券金融公司皆可以充分地在貨幣市場發行商業本票籌資，但一般中小企業卻有重重的限制，且要經過票券金融公司或銀行、信託投資公司的審核篩選。

在政府的法令規定下，一般企業欲在貨幣市場發行商業本票籌資，企業本身的條件受有重重的限制；就算資格條件符合，卻又因市場胃納小，往往輪不到中小企業取得發行商業本票的額度。又，票券金融公司因為容易獲得票源，對於發行商業本票的客戶多所要求，且多以大財團大企業或公營事業為優先，迫使中小企業轉向求助於台灣民間互助會、遠期支票等「黑市」資金市場，從(附錄，表一)以民間借款利率之遠期支票借款利率可看出，其利率在 1976~1978 年貨幣市場剛成立之前三年，為貨幣市場利率的 2 倍以上，之後降為 2 倍以下，1.5 倍以上，到 1985 年又飆高到 3.6 倍，1986 年更高達 6 倍，1987 年為 5.3 倍，雖然這是官方統計的資料，民間籌資市場真實的利率較此還更高，但已可看出民間企業在「黑市」籌資，資金成本和和貨幣市場相較高出甚多，負擔十分沉重，而 1984 年到 1987 年又正好是台灣經濟起飛達二位數高速成長的階段(見附錄，表二、經濟年成長率%)，各式新興工廠中小企業如雨後春筍相繼創立(見附錄，表二、全部製造業家數及中小企製造業家數，以 1987 年和 1981 年相較，家數

分別增加 61% 和 63%，1987 年和 1976 年相較，則家數分別增加 113% 和 123%)，民間企業需金孔急，黑市利率極高，也不得不向其週轉，中小企業被迫承受高達貨幣市場 5、6 倍以上的利息負擔倍數，龐大的經營壓力可見一般。

中小企業中製造業的家數歷年來幾乎皆達到全部企業中製造業家數的 95% 以上，其銷售額占全部企業中製造業的銷售額之比重，在 1980 年以前皆在二成左右，但到 1981 以後，快速跳升到五成，從中小企業中製造業的統計數據約可推估全體中小企業產值對國家經濟貢獻度達到全體的半數，但是從上述種種發行商業本票的條件限制，及票券金融公司對發行票券之企業的多所挑剔，占全部企業中製造業家數高達 95% 的中小企業，能從貨幣市場獲得短期融通資金的實際情形很少。

在 1987 年 1 月票據法第 146 條廢除之前，違反票據法仍需受刑事追訴，從 1981 到 1985 年票據犯判刑確定人數統計(見附錄，表六) 占有所有刑事判決確定有罪人數的 60%、甚至 70% 以上，票據犯在監人數則占全部在監人數的 12~20%，其比例之高，可見出當年因短期資金週轉而陷入困境的中小企業情形有多麼普遍。我們比對 1981 到 1985 年票據犯判刑確定人數和中小企業中製造業家數的數據，甚至發現票據犯判刑確定人數還高於中小企業中製造業家數，如果當年這些急需短期週轉資金的中小企業，真能從貨幣市場受惠，僅用黑市資金成本的三分之一，甚或五分之一即能籌得所需資金，可以預見，在利息負擔沉重下導致週轉失靈倒閉跳票的情況應會大幅減少，票據犯受刑人也可望減少，帶動台灣經濟起飛的成功企業將會有所增加，但實際上，對台灣經濟快速發展有極大貢獻的台灣中小企業，實賴民間

互助會、以及遠期支票借款等「黑市」資金之協助，或者說是在「高利貸」追索壓迫下尋求存活，在非常嚴酷的環境中掙扎才獲致成功，「有利於企業短期資金調度」是政府建立貨幣市場的主要目標之一，顯然台灣貨幣市場的設計並未能真正發揮其功能。

二、政策補助反使貨幣市場倚賴銀行資金，民間游資不進入市場

1975年2月9日當時財政部長李國鼎在中國國民黨中常會報告中，曾提出政府建立貨幣市場是為動員民間資金投入正常金融體系，逐漸消滅黑市借款，認為如何透過貨幣市場，動員社會資金，使資金更易流向投資者，促進經濟發展，是一項不容延緩之舉。

然而，票券金融業是特許寡占的行業，且其股權大量集中在國家和國民黨手中，所以政府更無保留地提出各項配合措施來促進票券業務的蓬勃發展，如票券所得分離課稅、建立銀行流動準備制度，以百分之二十的票券利息分離所得稅率，低於百分之三十五的銀行營利事業所得稅率，使銀行樂於從事票券交易，但對個人投資者而言，其各種利息所得及股利收入總額在36萬元以內有免稅優惠，購買票券反而有百分之二十五的分離課稅負擔，這使得民間游資進入貨幣市場的意願低落。¹⁰²

法令又規定銀行作為流動準備之票券以貨幣市場發行保證者為限，更使銀行積極自貨幣市場買進並持有票券。如此的控制措施，雖使台灣的票券金融公司一開業就能馬上獲利(見附錄，表七)，但也使許多銀行之發行可轉讓定存單，主要是為滿足中央銀行所規定的流動比率，並非完全真正為籌措可貸資金而發行，更有銀行放款給客戶，

¹⁰² 曾國烈，《貨幣市場與票券金融管理》，P10

再要求該客戶購買其發行之可轉讓定存單。¹⁰³政策的鼓勵措施是為促使銀行協助活絡貨幣市場，銀行反而以此政策增進其業務，而非協助企業籌措短期資金，反導致阻礙貨幣市場之發展。

三、以商業本票為主要交易工具，中小企業籌資障礙多

中興票券第一任董事長張茲闓先生在回顧台灣貨幣市場初創時期時表示，商業本票創自美國，英國並無，其為聲明發行公司已向某銀行獲得融資額，做為商業本票的後盾，即本票到期時可用此融資額度償付，台灣的銀行並無此產品業務，所以當時為發展貨幣市場，發行商業本票，便以此模式，將獲得銀行融資額改為由金融機構保證之由來。當時工商界多有求貸不易之呼聲，發行商業本票由金融機構保證，為有益有效之辦法。¹⁰⁴

在這樣的政策考量下台灣貨幣市場成立時，也以商業本票為貨幣市場的最主要工具，自 1977 年起其發行量便成為市場最大信用工具，佔 34% 以上，到 1979 年直衝 69%，1980 年並高達 78%，為歷史高點，之後到 1991 年之間，除 1988，1989，1990 三年被銀行可轉讓定存單超越外，商業本票發行量皆占貨幣市場所有信用工具的最高比例，在 40~50% 之間(見附錄，表三)。而商業本票的交易量更占貨幣市場整體交易量的絕對多數，在 1977~1981 年每年都在 84% 以上，1978，1979，1980 三年，更達 92% 以上，此後 1982~1991 年每年的交易量，除 1989，1990 降至 40% 以外，也都占貨幣市場交易量 50% 以上(見附錄，表四)。

雖然商業本票是貨幣市場最主要的信用工具，但在 1981 年時一

¹⁰³ 陳永華，〈我國利率自由化之發展〉，《台灣經濟金融月刊》，17 卷 3 期，(台北，1981.3) P31

¹⁰⁴ 張茲闓，《財經論文選輯》，p 123

般工商業融通短期資金，主要還是倚賴銀行放款業務，後來銀行漸漸改爲要求請求貸款之企業發行商業本票，再由銀行購買，工商業必需付出遠較銀行貸款爲高的利率，因爲需另加銀行保證費、票券金融公司承銷費、簽證費、手續費，¹⁰⁵所謂建立貨幣市場，若與民間「黑市」利率相較雖然低廉許多，但與銀行利率相較，反變成變相自由提高利率，加重企業負擔。直到 1982 年之後這種情形才改變，但一般企業受門檻限制，仍難透過貨幣市場發票籌資。

貨幣市場的利率雖稱以市場資金供需決定，但在 1982 年以前，貨幣市場利率遠高於銀行利率(見附錄，表一)，工商業過份倚賴銀行，向銀行借不到錢才到貨幣市場籌資，這與國際先進國家貨幣市場利率通常低於銀行利率，工商業在貨幣市場無法滿足時，才向銀行借款，恰恰相反。1975 年行政院在「短期票據交易商管理規則草案」第一條中所揭諸的貨幣市場之功能，加強貨幣市場之操作，便利工商企業短期資金之調度，並配合經濟發展之需要，¹⁰⁶難以充分發揮。

1983 年開始，貨幣市場利率雖低於銀行放款利率，但由銀行、信託投資公司或票券金融公司加以保證始得發行商業本票的規定，卻仍使該金融機構的債信替代了發行公司的債信，既增加發行公司的成本，又使商業本票變成高度同質性，發行利率幾乎一致，風險性較高的中小企業不易利用此一市場發票籌資，由於國內工商企業慣於使用遠期支票，且法令也承認遠期支票爲信用工具，甚至交易行爲中需付款之債務人使用支票，不但可以減少應貼之印花稅，且可免開交易憑證，使其便於逃稅，¹⁰⁷這些因素都使無法在貨幣市場發票籌資的企業

¹⁰⁵ 陳永華，〈台灣貨幣市場之發展與展望〉，《台灣經濟金融月刊》，17 卷 8 期，台銀，1981.8.20，P26

¹⁰⁶ 曾國烈，《貨幣市場與票券金融管理》，P179

¹⁰⁷ 陳永華，〈台灣貨幣市場之發展與展望〉，P16

更依賴遠期支票及民間互助會等黑市資金市場。

金融機構保證商業本票，讓台灣貨幣金融市場業務能順利展開，也成市場的致命傷，從一開始市場就無法反映企業的信用風險，企業不止不易從貨幣市場籌資，且縱有短期閒置資金也鮮少進入貨幣市場做交易並提供市場之資金需求，票券交易對象以銀行為主(見附錄，表五)，1981年以前銀行約占買賣票券交易量的4成，在經濟成長最快速的1982~1985更占六成以上，民營企業則一直僅占票券交易的30%以下，直到1987年才增加到54%，而後維持在30%以上，個人的票券交易則更只有個位數的比重，要到1988年才達到市場10%的市場比例。以商業本票的發行量及交易量(見附錄，表四)相比較，交易量約為發行量的4~6倍左右，1990，1991年台灣股市第一次衝萬點的全民買股運動行情吸引市場游資，更使其降到3倍。根據前財政部金融局局長、財政部次長、台灣銀行董事長陳木在於2003年2月26日接受訪談時表示，1990年王建煊上任財政部長，認為票券公司不應有如此厚利，業務應該開放，當初為了讓票券公司能生存，才創造出保證業務、手續費收入。¹⁰⁸但為了讓公營銀行及黨營事業投資的票券金融公司能一開業即獲利，反而使企業籌資的管道無法活絡，無法吸收民間閒置資金進入市場，貨幣市場的效率低落。

四、利率自由化速度緩慢，貨幣市場無法吸引民間游資

利率自由化可促使金融機構充分發揮中介作用，幫助企業籌資，促進經濟發展。但1989年之前，貨幣市場利率雖說由市場供需決定，卻仍是在政府管制銀行利率的基礎下運作。台灣貨幣市場利率的變動或多或少具有伸縮性，但欲期待真正反映市場資金之供需，尚有一段

¹⁰⁸ 曾國烈，《貨幣市場與票券金融管理》，p35, 36

距離。

在台灣貨幣市場的實際運作上，各項信用工具受限於法規，利率彈性十分僵化，商業本票 180 天期發行時的貼現率，隨市場資金鬆緊而呈上下波動，在資金充裕時，低於銀行擔保放款利率，緊俏時，則高於銀行擔保放款利率。國庫券標售的貼現利率則依規定，中央銀行標售國庫券時，必需決定底價(即最高利率)，大致以銀行三個月或六個月定期存款利率為準，而銀行定期存款利率係一種行政利率，致國庫券利率與貨幣市場利率會有脫節現象；¹⁰⁹銀行可轉讓定期存單之發行利率，則與同期限的銀行定期存款利率完全相同，銀行定期存款利率又仍在政府管制之中(1986 年中央銀行規定各銀行應在最高存款利率—由央行核定—範圍內，自行訂定並牌告各種期別存款利率，至 1989 年政府才不再核定各種存放款利率。)，且需照面額發行，購買銀行可轉讓定存單並無較直接存入銀行定存更有利，致難以吸引民間游資。

再則，票券市場的利率在 1989 年以前並非真正地自由化，各家欲在票券市場籌措短期資金的企業無法依公司本身的信用等級，發行不同利率的票據，以吸引民間游資進場。

利率自由化的緩慢，也是台灣票券市場在黨國體制所形成的政策脈絡下，導致難以發揮市場功能的因素之一。

我們從(附錄，表五)買賣票券交易對象統計中，民間企業在 1987 年以前多僅占全市場比重的二成多，個人的交易比重更只有個位數，亦可看出這一實況，民間游資對貨幣市場的參與度並不高。

¹⁰⁹ 周慶生，〈試析利率自由化問題〉，《產業金融季刊》第 29 期(台北，1980.12.)，p96