

結論

台灣貨幣市場建立的過程，是由政策推動，由學者專家研究建議，並由政府主導訂定政策執行，建立銀行同業拆款市場及票券市場，訂定管理規則、指定銀行籌組票券金融公司，做為台灣貨幣市場的專業中介機構。由於和國外貨幣市場多由銀行業間自然形成且由銀行兼營票券中介業務，有極大的差異，引發本論文深入探討其特色及對台灣經濟的影響。

鑑於以往之研究對台灣貨幣市場建立之原因及過程的探討過於簡略，多認為由劉大中、蔣碩傑、邢慕寰、費景漢、顧應昌、鄒至莊等六院士倡議推動，如曾國烈之《貨幣市場與票券金融管理》及張敬生、李春旺等之碩士論文著作。本論文認為有再詳加深入探討之空間，以發掘為何台灣貨幣市場票券金融業是由三家國民黨黨營資本為主的新成立票券金融公司特許寡占壟斷達十餘年？本論文從政府及工商企業學界各方釋放出來的，自 1960 年代起，各式對建立貨幣市場之議的觀察中，將台灣貨幣市場建立的決策過程做一較為詳盡的探討，發現由於 1960 年代起，台灣經濟開始大幅成長，外商紐約銀行家信託公司 Bankers' Trust Company 已發現台灣票券市場之可為，而提出建言；台灣商界人士也感受到短期籌資市場的迫切需要，且鑑諸國際上貨幣市場的效率便捷，開始做相關考察及建議，政府也有一些零星的研議活動，然而在金融業由政府高度控制的黨國體制中，這一新金融市場的開放腳步卻是異常緩慢，直到發生第一次石油危機的 1973 年，中央政府才正式召集財經各部會首長及國外專家、金融機構首長、學者，較密集地召開發展貨幣市場的研商會議，也開始著手

試辦發行票券交易所需的信用工具，為正式建立貨幣市場做準備，即 1973 年 10 月依據國庫券發行條例發行首期乙種國庫券；1974 年 10 月，中研院蔣碩傑、劉大中等六院士提出「今後台灣財經政策的研討」一文，12 月中央銀行總裁俞國華即在年終記者會上宣示政府建立貨幣市場之政策；1975 年 2 月行政院長蔣經國則親自指示積極籌劃，於是在 1975 年積極展開各式籌辦行動，1975 年 3 月台銀開辦銀行承兌匯票，且以中小企業保證基金嘗試辦理銀行保證票據業務，8 月台銀發行銀行可轉讓定存單；預定票券金融業務經營之業者也由現有銀行金融機構如第一信託投資公司等可兼營，轉變為確定由公營銀行轉投資成立專業的票券金融公司，且以國民黨黨營資本為最大股東，掌握經營權，在 1975 年 12 月正式公布施行「短期票券交易商管理規則」，建立有組織的貨幣市場，商業本票業務也在此時展開。貨幣市場的主要信用工具，國庫券、銀行承兌匯票、銀行可轉讓定存單皆在市場正式成立前即已開始發行，而商業本票業務則是市場成立之後才正式展開。

可以說台灣貨幣市場的建立，固為當時經濟快速發展工商短期籌資之必需，且為因應國際經濟情勢巨幅變化如 1973 年之第一次石油危機，學者各界之建議等，但也有政府欲將部分金融控制自國家控制延伸到黨控制的意味，所以才排除一般國外由金融銀行機構主導經營權的方式，以特許寡占壟斷的方式，成立三家專業票券金融公司，由國民黨黨營事業掌握最大股權，公營銀行居於配合投資之角色，在 1975 年 12 月公布的「短期票券交易商管理規則」中規定「銀行投資短期票券交易商者，其投資額不得超過該短期票券交易商資本總額百分之二十五，其由兩家以上銀行參加投資者，銀行之投資總額不得超

過該短期票券交易商資本總額百分之四十。」然而國民黨黨營事業中央投資公司在中興票券的股權占百分之六十，在中華票券中占百分之三十九，皆高於單一銀行之股權。

1976年，1977年，1978年陸續設立三家專業票券金融公司，1980年則由中央銀行核定「台北市銀行公會設置同業拆款中心要點」之規定，促請台北市銀行同業公會籌設同業拆款中心，1980年4月1日正式開啓銀行同業拆款中心業務。

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，央行可視銀行同業拆款中心的利率變化，確實掌握市場資金鬆緊，有利於央行進行公開市場操作，調控貨幣供給額。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。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的貨幣供給額上，提供一個方便而積極的政策工具。

本論文引用陳師孟教授的研究，商業本票對貨幣供給額的影響不大，並檢視第一次石油危機及第二次石油危機面臨嚴重通貨膨脹時，政府所採取的貨幣政策，發現蔣碩傑等六院士希望以貨幣市場來控制貨幣供給額，進而控制通貨膨脹的願望，並未能實現，嚴重的通貨膨脹仍是需要靠調高重貼現率及提高法定準備比率這樣更為強力的貨幣工具才能有較好的效果。貨幣市場的公開操作則是具有自主性、精確性、並富有彈性之調控日常市場資金鬆緊的理想工具。

以實際建立貨幣市場的時間而言，台灣的1976年較諸英國的

1877~1900 年間、美國的 1900~1929 年間、菲律賓的 1961~1965 年間、日本的 1901 年略有雛形，二戰後加速發展，1971 年正式建立票貼市場，實為落後甚多。這與台灣金融業完全在黨國體制控制下，私人不能自由設立，有絕對的關係。

1976 年第一家票券金融公司正式成立後，雖然台灣經濟持續快速成長，短期籌資市場需求不斷擴大，卻直到 1992 年 5 月 15 日才開放銀行申請辦理短期票券經紀、自營業務(即次級、交易市場業務)；1994 年 8 月 24 日開放票券金融公司新設；1995 年 8 月 24 日開放銀行申請辦理短期票券簽證、承銷業務(即初級、發行市場業務)。

這其間，長達 16 年，台灣的貨幣市場票券金融中介機能，把銀行排除在外；長達 18 年，票券金融公司由三家票券商特許寡占壟斷，加上銀行利率和企業籌措短期資金的成本亦即貨幣市場信用工具買賣的價格——貨幣市場的利率，並非真正由市場自由決定，而是在政府管制中一步步鬆綁，其鬆綁的階段，個人將其分為四個時期：第一個時期：1947 年 9 月 1 日~1975 年 7 月，存、放款利率皆由政府核定。第二個時期：1975 年 7 月~1980 年 11 月 7 日，分階段放寬放款利率管制，但存款利率仍由政府決定。第三個時期：1980 年 11 月 7 日~1989 年，存款利率開始鬆綁，放款利率放寬幅度擴大。第四個時期：1989 年以後，央行不再核定任何存、放款利率，利率自由化大致完成。

台灣貨幣市場的金融商品，從成立初期只有短期票券，到 1983 年可從事短期公債交易，1995 年准許從事不限年期的政府公債交易，2001 年後更快速發展利率結構商品、衍生性金融商品、資產證券化商品交易業務。在本論文所討論的 1976-1990 年時期的貨幣市場，主要的信用工具為所謂「短期票券」，即商業本票、國庫券、銀行承兌

匯票、銀行可轉讓定存單、其他經財政部核准之短期債務憑證。

1976 年建立貨幣市場之後，由於當時的台灣仍處在黨國體制之中，政府將貨幣市場的票券業務交由三家以國民黨黨營資本為主的票券金融公司特許寡占壟斷，為了促進新建立的貨幣市場業務能蓬勃發展，使黨營資本確定能獲利，政府發明了商業本票保證制度，讓貨幣市場的信用工具以商業本票為主，工商業者欲在貨幣市場籌資發行商業本票必需經由銀行、信託投資公司或票券金融公司之保證。另外，政府又訂定了各種配套措施以促進票券業務發展，其中包括實施票券所得分離課稅及建立銀行流動準備制度。

在 1977 年 2 月公佈「修正所得稅稅法實施注意事項」，規定短期票券利息所得由扣繳義務人依「各種所得扣繳率表」之規定，於票券到期兌償時一次扣繳稅款，不再併計納稅義務人之綜合所得總額或營利事業所得額，即實施票券分離課稅制度。1977 年 2 月 1 日起，此類票券利息所得之扣繳稅率係按給付額扣取百分之二十，當時金融機構之營利事業所得稅率為百分之三十五，使銀行對購買票券更有興趣，票券金融公司也更加依賴銀行之資金與信用，銀行買賣票券的交易量所占之比率，絕大多時候占市場總交易量的百分之四十以上，甚至高達百分之六十以上。

另外，中央銀行又特別根據銀行法四十三條規定，訂定各種存款應提流動準備之最低標準為百分之五，稱為流動比率或第二準備金，自 1977 年 8 月 1 日起實施，並於 1978 年 7 月將該比率提高為百分之七，而可作為流動準備之多種資產之中，商業本票、銀行承兌匯票、商業承兌匯票，以自貨幣市場買入者為限，致使銀行業為符合法令規定，必需積極參與貨幣市場之買賣操作，此一規定相當於政府用政策

力量，協助貨幣市場所發行的票券獲得基本買盤的支持，使國民黨黨營事業握有實際經營權的票券金融公司的經營立於不敗之地。此規定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，再要求該客戶購買其發行之可轉讓定存單。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。

而且政府為了推動貨幣市場順利發展而採取的票券所得分離課稅、建立銀行流動準備制度這二項政策，卻讓政府所引導進入貨幣市場的資金絕大部份是銀行資金，而非民間游資。從票券金融公司買賣票券交易對象之統計，銀行所占的交易比重在 1981 年以前皆占百分之四十以上，1982~1985 年更高達百分之六十以上，而屬民間游資的民營企業及個人的交易比重合計，一直只有百分之三十左右，到 1987 年才增加到百分之五十四，而後維持在百分之三十以上。對個人投資者而言，其各種利息所得及股利收入總額在三十六萬元以內有免稅優惠，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。個人的票券交易占市場比例只有個位數，要到 1988 年才達到 10% 的市場比例。

本論文研究也發現，不止如許多期刊發表的文章所指出的，因為信用風險及票券業競爭小易於取得券源的因素，使中小企業在貨幣市場籌資被排除在外，更由於法令的限制，使中小企業在貨幣市場籌資困難重重，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，1977 年修正為不得超過

該交易商淨值之二十倍，前項倍數財政部於必要時得會商中央銀行調整之。

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，但在票券業務不開放民間新申請設立，而由少數票券商特許寡占壟斷下，市場胃納小，競爭小，票券金融公司容易獲得票源，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，以降低票券公司之風險，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。

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事業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，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。

在政府此一法令規定下，公營企業及大型企業易於在貨幣市場發行商業本票籌資，但一般中小企業欲在貨幣市場發行商業本票籌資，企業本身發票的條件便有重重的限制，難以突破；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。

本論文藉由對 1981-1985 年中小企業中製造業家數與票據法被起訴判刑確定人數之比較，發現後者竟高於前者，可見得台灣中小企業因短期資金籌措而遭遇困境的比例之高，貨幣市場對其協助之微；以及由中小企業中製造業家數占台灣全部企業中製造業家數的 95% 以上、占台灣製造業銷售額的比例達到五成，在經濟上這樣關鍵重要的中小企業，卻難以在貨幣市場籌措其所需的短期資金，以此說明原本政府欲達成的貨幣市場便利工商企業週轉資金之融通、逐漸消滅黑市借款的功能並未能真正發揮。但此問題因為資料取得的困難，本論文未能以票券公司所發行的票券總額中，中小企業發行者所占的比率數據；以及利用貨幣市場籌措短期資金的中小企業占有所有中小企業的比率，來印證中小企業確實極難在貨幣市場籌措週轉資金，是本論文不足之處，可留待有心人在此問題上做更精準的論證。

在這一連串的觀察探討中，本文對台灣 1976 年至 1990 年的貨幣市場有如下結論，台灣貨幣市場的特色有：(一)、建立的時間較國外先進國家晚了許多年。(二)、由政府主導，訂定執行政策而建立，非如同國際多數貨幣市場由金融市場銀行體系自然形成。(三)、票券金融中介業務由國民黨黨營事業特許寡占壟斷 16 年，在 1992 年以前排除銀行經營，非如國外多由銀行兼營。(四)、1989 年以前政府不管制貨幣市場利率，但管制銀行存放款利率，致貨幣市場利率受制於銀行利率，並非全由市場自由決定。(五)、以商業本票為貨幣市場最主要的信用工具，且需經金融機構保證，使該金融機構的債信替代了發行公司的債信，市場無法反映企業的信用風險。(六)、工商業過份倚賴銀行，向銀行借不到錢才到貨幣市場籌資，1982 年以前貨幣市場利

率高於銀行利率，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。

對台灣經濟的影響：

有效益處：

本處所謂的有效益處並非指台灣的貨幣市場在黨的控制下才有此些效益，而是指在黨的控制下仍然能發揮貨幣市場應有的功能效益之處者有以下二點：

一、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、保障充分就業、促進經濟成長、或平衡國際收支之政策目標。建立貨幣市場確實讓政府在穩定台灣經濟發展、控制通貨膨脹上，提供一個方便而積極的政策工具。

二、利率必然受市場資金鬆緊情況所左右，政府建立貨幣市場讓短期資金透過票券交易流通，則利率走向自由化遂成爲無可違逆的趨勢，貨幣市場帶動利率自由化的功能漸次發揮，只是與國際相較，台灣利率自由化的速度實在太過緩慢。然則雖爲緩慢，但終於能使資金被更有效率地運用，而有利於經濟之發展。

不利處：

台灣貨幣市場在國家控制延伸到黨控制的特殊制度下，導致正常貨幣市場的功能受到折損，無法真正發揮者，有以下八點：

一、貨幣市場建立時間太晚，對企業經營者而言，沒有方便的短期籌資管道，資金壓力龐大對營運的不利困擾，以及爲取得公營行庫貸款額度而需付出代價，例如借款總額約定按一定比例回存銀行變相提高借款利率，必需費心維護與執政當局的良好緊密之人脈關係等，

都對台灣經濟產生不良的影響。

二、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。

三、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控制之下，甚至更進一步直接將其置於黨的控制之下，票券業務攸關台灣全體公民營企業籌措短期資金的重要務，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，故而，在政治上，台灣的大企業資本家為得利於黨國政策資源的照顧及銀行體系或貨幣市場的資金協助，所以多為國民黨的支持者，各大工商團體也都成為國民黨的外圍組織，在有政治需求時，成為其動員的工具。

四、貨幣市場成立初期，對於哪些廠商可以發行商業票據，即有官方建議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，對於藉由票券信用調節市場資金供求、便利企業資金週轉之功能則被排擠至次要地位。對國公營、大型民營企業的短期資金籌措流通確實發揮效用，但對中小企業則助益極為有限。

五、票券金融公司寡占壟斷使市場規模受限，未能真正發揮其有利於企業短期資金調度的功能，達到政府建立貨幣市場的主要目標。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。再則，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，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。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。

六、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，卻使該金融機構的債信替代了發行公司的債信，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行票券籌資。

七、政府為了推動貨幣市場順利發展而採取的票券所得分離課稅、建立銀行流動準備制度這二項政策，使銀行因有租稅優惠而樂於購買票券，且為符合法令規定，必需積極參與貨幣市場之買賣操作，然此一結果，卻讓政府所引導進入貨幣市場的資金絕大部份是銀行資金，而非民間游資。

八、政策補助反使貨幣市場倚賴銀行資金，各項信用工具受限於法規，利率彈性十分僵化，商業本票和銀行擔保放款利率相近；國庫券以三個月期或六個月期銀行定存利率為準；銀行可轉讓定存單又與同期限的銀行定期存款相同，致難以吸引民間游資投入貨幣市場。

財政部長李國鼎在 1975 年 2 月 19 日的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。這是一般貨幣市場能發揮的效益，但回顧 1976 年到 1990 年

期間運作長達 15 年的台灣貨幣市場，在由國家控制延伸到黨控制的體制下，實際上並未能真正達到當時政府所宣示的這個目標。

本研究嘗試剖析在黨國體制下特許寡占的台灣貨幣市場有別於國外貨幣市場的特色，及其在歷史上的意義和對台灣經濟造成的影響，得到如上一些成果。本論文未能觸及的 1990 年之後台灣開放後的貨幣市場，和 1990 年以前的黨國體制下的貨幣市場有何歷史意義上之不同，又以怎樣不同的方式對台灣經濟發揮影響力？十分值得繼續探討研究。

