

4 台灣貨幣市場—沿革、架構、實務

貨幣市場為金融市場的一環，其功能的發揮與規模的發展對促進整體金融市場進步具有提升的作用，其與資本市場、外匯市場同屬建構健全金融市場不可或缺之一部份，建立具深度、廣度且高效率的貨幣市場，是促進國家金融邁向現代化的重要課題。

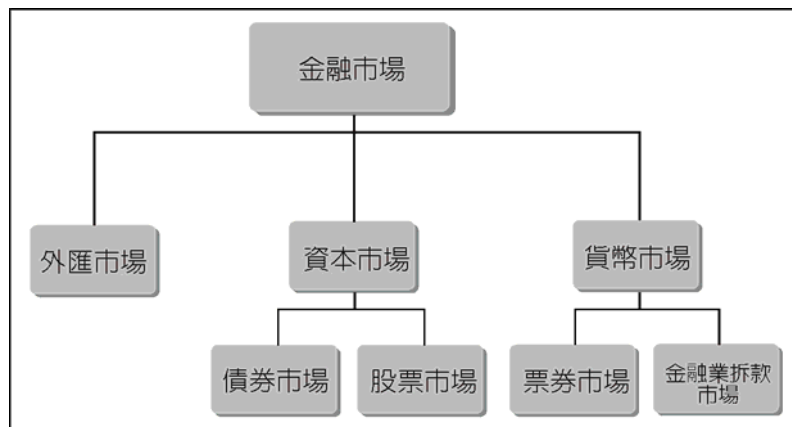
我國貨幣市場的演進與經濟成長過程有密不可分的關係，台灣經濟快速成長帶動了金融市場的蓬勃發展，除了導因於資本市場的建立外，貨幣市場的創建亦具有不可抹滅的貢獻，它不僅促成台灣利率的自由化、便利工商企業融資需求，對於配合政府穩定金融與調節市場資金供需亦發揮了應有的功能。

本章首先對貨幣市場的定義作一闡述，並對國內貨幣市場的演進依發展時程詳做說明，接著論述貨幣市場功能、票券商之角色以及專業票券商（票券金融公司）造市功能。

1.1 貨幣市場定義

金融市場依信用工具之到期日及交易期限，可分為資本市場與貨幣市場。其中，距到期日在一年期以上中、長期信用工具的發行及交易市場稱為資本市場；運用距到期日在一年期以內短期信用工具，調節短期資金供需的發行及交易市場，則是貨幣市場，我國金融市場結構，詳如圖 1-1 所示。

圖 1-1 我國金融市場結構



根據美國 Marcia Stigum (1990) 所著 *The Money Market*^{註1} 對貨幣市場的定義如下：「貨幣市場是一個低風險、高流動性及短期債務憑證的批發市場 ("The money market is a wholesale market for low-risk, highly liquid, short-term IOUs")，其具有以下五項特性：

1. 它不是單一產品市場，而是許多不同工具的市場組合 (collection of markets)。
2. 它有為數眾多且不同的市場參與者。
3. 它是個批發市場，因其交易金額龐大，且交易對象多為大型機構法人。
4. 市場交易流暢係建立在買賣雙方彼此的信譽 (honor)。貨幣市場的名言為：「我的話就是我的承諾 (My word is my bond)」。
5. 市場具有創新 (innovation) 特色。由於貨幣市場法令限制相對較少，創新的產品可以很快的在市場上流通。

早期我國對貨幣市場的定義，可從銀行法第四十七條條文之內容：「銀行為相互調劑準備，並提高貨幣信用之效能，得訂定章程，成立同業間之借貸組織」，於民國 81 年增訂銀行法第四十七條之一有關貨幣市場業務經營之許可，提供票券業務的法律依據。另依民國 90 年訂定之「票券金融管理法」第四條說明短期票券的定義可瞭解，我國貨幣市場係一年期以下短期資金供需交易的市場，各經濟部門藉由信用工具的媒介，使短期資金的供需得以相互調濟，進而提高資金的運用效率；在貨幣市場的內涵方面，則包括短期票券市場與金融機構間拆款市場等兩類。其中短期票券市場之信用工具係指「票券金融管理法」中所定義的各項票券，包括國庫券、可轉讓銀行定期存單、本票、匯票及其他經財政部核准之短期債務憑證。透過以上信用工具之發行與買賣所構成之供需交易，即為短期票券市場。而為便利金融機構調節其準備部位或調度營運資金所設立的同業拆款市場，則構成金融機構間之拆款市場 (民國 80 年 10 月 1 日起，同業拆款市場與短期融通市場合併，稱為金融業拆款市場)。另廣義的貨幣市場尚應包括外匯市場、貨幣市場共同基金等。

根據學者林鐘雄所著「貨幣銀行學」中，認為一個健全發達的金融市場^{註2}，除了一些配合條件 (如：工業發展達到一定階段，法人公司化等) 外，至

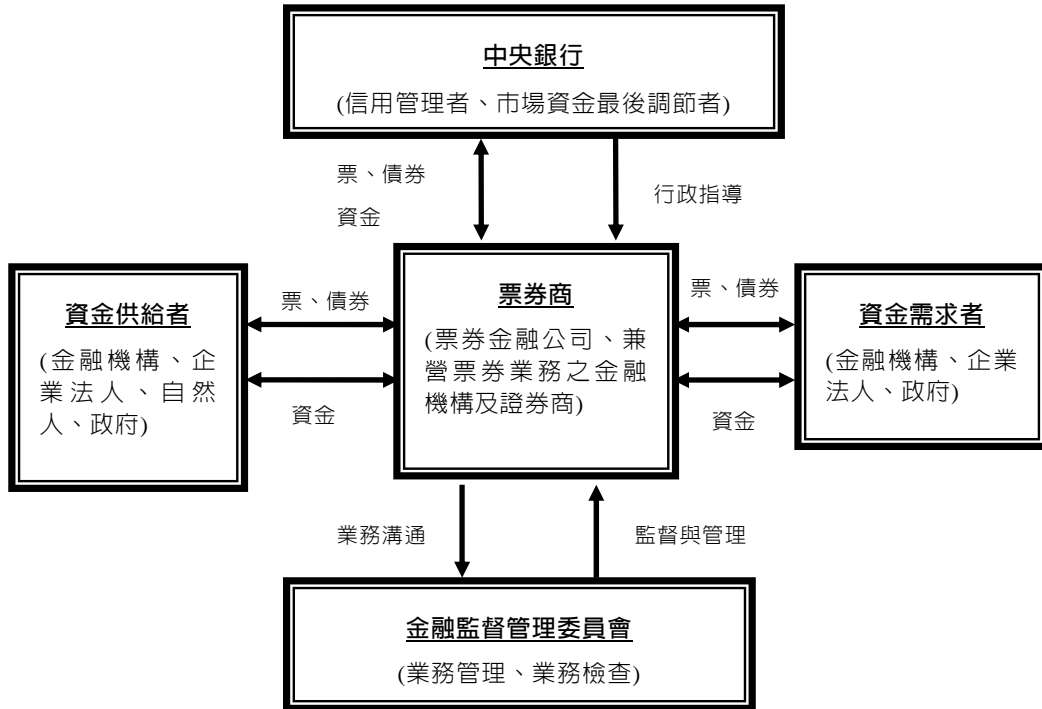
少需具備：

1. 健全的銀行制度及中央銀行。
2. 多樣化的交易工具。
3. 大量的儲蓄資金供給。

這三項條件是有效率市場的基礎，它會表現出廣度 (breadth，即市場內有大量不同來源的投資人參與交易)、深度 (depth，即在現行價格下，存在大量的買賣交易) 及彈性 (resiliency，即市價一有波動，會引發大量追求利益的交易) 這三種市場特性。我國的貨幣市場，尤其是短期票券市場最能顯現這些特性。

貨幣市場成立的要件，應具備足夠且優良的短期信用工具，及健全的中介機構；前者主要條件需有充分的流動性，使資金需求者與供給者均可接受，而後者則擔任市場的造市者 (market maker)，在公開且有效率的市場，為短期資金供需雙方提供交易機會。貨幣市場的主要參與者包括票券商、銀行等金融機構、企業法人及自然人等，金融監督管理委員會 (以下簡稱金管會) 銀行局及檢查局辦理票券商及貨幣市場業務管理、監督及檢查，而中央銀行則為擔任市場監督、信用管理者及市場資金最後調節的角色。貨幣市場的機能、參與者及運作方式如圖 1-2 所示。

圖 1-2 貨幣市場運作圖



貨幣市場的利率取決於短期資金供需情況，且會適當反應票券的信用品質。由於票券商家數眾多，資金供需撮合的效率high，每日交易量龐大，成交的利率具有市場指標性，但如因市場資金供需異常時，中央銀行則會透過公開市場操作的方式，於資金緊俏時在市場上釋出資金，或在資金情勢寬鬆時收回市場資金，以維持市場的穩定。

1.2 貨幣市場演進

我國貨幣市場的發展歷程，茲就法令演進、實務作業架構演變及金融環境變動相互衝擊三個方面來表達貨幣市場的整體發展歷程。其中，法令演變代表著主管機關基於監理的立場，因應市場發展情勢，對相關法令作出放寬或限縮之修訂以影響或導正市場。法令未加規範而由業者基於市場的需要，因應日常作業實務之需求所形成之慣例或共同製定或遵守之作業規則，代表

著業者間既競爭又合作，日常月久所產生實務作業架構之演變過程。最後就整體貨幣市場在主管機關、票券業者、其他貨幣市場參與人在台灣經濟發展與金融環境之交互作用下之發展歷程作綜合陳述。

1.2.1 票券業務管理立法發展歷程^{註3}

民國 60 年初經濟景氣，鉅額出超，而民國 62 年下半年又發生第一次石油危機，物價上升壓力極大，在當時外匯管制及金融管理架構下，國內貨幣供給額及信用總量大增，卻欠缺有效的金融調節工具，以劉大中、蔣碩傑為首的中央研究院財經六院士在民國 63 年提出「今後台灣財經政策的探討」一文，主張要配合經濟成長，控制貨幣供給額以穩定物價，而有效增進中央銀行對貨幣供給額的控制，就應建立一個健全的貨幣市場，俾利中央銀行的公開市場操作，方能有效控制貨幣流通數量。當時提出：以國庫券的市場價格決定短期利率，改進遠期支票、推廣商業票據及准許銀行發行存單，以成立活潑有效的貨幣市場。政府經過研究認為可以透過建立一個貨幣市場來導引利率自由化，並使部份地下金融地上化。蔣經國擔任行政院長期間，於民國 64 年初指示財政部建立貨幣市場。因此，國內票券市場是由政策先導推動，再由學者專家研究建議，並由政府訂定政策執行而建立。

重要票券金融管理法令發布時程：

民國 64 年 12 月 5 日	發布「短期票券商管理規則」
民國 81 年 10 月 30 日	公布「銀行法」第 47 條之 1 規定
民國 82 年 10 月 5 日	依「銀行法」第 47 條之 1 授權規定發布「票券商業業務管理辦法」。
民國 83 年 8 月 24 日	修正更名為「票券商管理辦法」
民國 90 年 7 月 11 日	公布「票券金融管理法」
民國 92 年 3 月 18 日	廢止「票券商管理辦法」

1.2.1.1 短期票券交易商管理規則訂定及修正重點：

財政部原研擬「短期票據交易商設立準則」及「短期票據交易商管理規則」兩草案，其後合併為「短期票券交易商管理規則」，其初次會議之重要

結論：1. 與會者提出「交易商辦理商業本票之保證及背書，仍應列為交易商業務」；2. 經濟部及與會者認為國庫券或其他短期債務憑證與票據法所稱之票據不相一致，故草案之「短期票據」均更名為「短期票券」。

初期發布施行的「短期票券交易商管理規則」要點為：

1. 成立短期票券交易商。
2. 所稱短期票券，指國庫券，可轉讓之銀行定期存單，銀行承兌匯票、商業本票及其他經財政部核准之短期債務憑證。而商業本票又分公司發行之 (A) 基於合法交易行為所產生，經受款人背書之本票；(B) 為籌集短期資金，經金融機構或短期票券交易商保證發行之本票。
3. 短期票券交易商得買賣票券，擔任商業本票之保證人、背書人、簽證人、承銷人或經紀人，擔任金融機構同業拆款經紀人，及有關企業財務諮詢及服務。
4. 短期票券交易商得向商業銀行訂定融資契約，每次期限不得超過 30 日，融資總額不得超過資本額；不得處理存、放款業務；保證及背書而出售之票券總餘額不得超過該商淨值之五倍。
5. 短期票券交易商持有及保證同一企業所發行之短期票券總額不得超過該商淨值之 10%，但經銀行承兌或保證者除外。
6. 短期票券交易商審核本票發行公司應具備之最低條件及發行限額準用公司法有關募集公司債之規定。

第一次修正為民國 66 年 8 月 19 日，修正重點：

1. 短期票券增列商業承兌匯票。
2. 向商業銀行融資額度提高為資本額三倍。
3. 經短期票券交易商保證承兌及背書而出售之票券總餘額提高為二十倍。
4. 短期票券交易商持有及保證同一企業所發行之短期票券總額提高為淨值之 30%。
5. 准許短期票券交易商擔任政府債券經紀人。
6. 鑒於交易商為創造市場及活潑交易，需存有相當之票券存量以應市場需要，在承銷期間，持有及保證同一企業所發行之短期票券總額不受百分比之限制。

此處值得一提的事就是在「短期票券交易商管理規則」時期，交易商保證及背書餘額當初係參考韓國的短期票券機構亦具有保證不得超過淨值十五倍之規定，當時實際情形為十倍，我國在開辦初期從嚴規定為五倍，但在第一次修正時，由於部份行庫基於其本身業務關係，對於發行商業本票保證業務均欠積極，影響商業本票初級市場發展規模，另中研院蔣碩傑等五院士為加強充實交易工具並促進貨幣市場之繼續發展而有加強票券公司保證能力之建議，故一次提升至二十倍。

第二次修正為民國 69 年 2 月 29 日，修正重點：

1. 融資總額提高為不超過淨值之六倍。
2. 交易商資本額不得少於 2 億元增加為 4 億元。

第三次修正為民國 71 年 1 月 19 日，修正重點為：

1. 規定交易商得承銷、簽證免保證商業本票，以增進貨幣市場優良信用工具之流通。並提供該發行公司之公開說明書，以保障投資人權益。
2. 商業票據經金融機構保證者，得免辦徵信調查。
3. 有關繳存保證金之項目，增列金融債券及金融機構保證之公司債，俾資適應營運需要。
4. 增列規定：「承做短期票券附買回條件之交易餘額，不得超過淨值之 6 倍，並應訂定買回之日期。」以利預匡資金，避免資金緊繃時，無法履行其買回之承諾。

第四次修正為民國 71 年 7 月 23 日，修正重點為：將未置常務董事者其董事所擔任董事長、常務董事（未置常務董事者其董事）或經理人之企業所發行之票券，交易商亦不得買賣，因公司未置常務董事者，其董事即為經常執行業務之負責人，故予列入限制。

第五次修正為民國 72 年 11 月 11 日，修正重點為：增列規定證券金融事業亦得發行免保證之商業本票。

1.2.1.2 票券商業管理辦法訂定及修正重點

由於民國 70 年代後期，台灣經濟發展快速，加上國際票券及中興票券先後上市，寡占利潤頗豐，開放票券公司及新銀行設立之呼聲日高，加以銀行

業務綜合化可提供多類金融商品，滿足各類客戶需求及降低個別商品之平均成本。美、英、日均准許銀行業兼營票券業務，歐洲銀行係採綜合銀行業務，故開放銀行兼營票券業務已為時代趨勢，但銀行既收受存款又兼營票券承銷及買賣，營運上存在的內部利益衝突，也會影響市場利率之代表性，故財政部在民國 81 年 5 月僅開放銀行得辦理短期票券次級市場業務，在開放競爭之同時，須適度開放專業票券商業務之經營空間。

財政部為健全貨幣管理之法源，於民國 81 年 10 月 30 日修正公布之銀行法增列第 47 條之 1，規定「經營貨幣市場業務或信用卡業務之機構，應經中央主管機關之許可；其管理辦法，由中央主管機關洽商中央銀行定之。」財政部據以草擬並洽商中央銀行、銀行公會及票券金融協會後，於民國 82 年 10 月 5 日發布「票券商業務管理辦法」，修正重點如下：1. 明定短期票券，發行人、發行、簽證、承銷及票券商等之定義。2. 各級政府事業機構皆可透過票券市場發行商業本票。3. 適度放寬專業票券商業務空間，增列得經營政府債券經紀及自營業務，並以彈性條款方式授權財政部得視需要酌予放寬業務範圍。4. 明定票券商擔任本票或匯票之承銷、保證、承兌或背書人時，對票據應審核事項。5. 為防止利益輸送，規定票券商不得買賣利害關係人所發行之短期票券。6. 明定專業票券商對利害關係人之授信準用銀行法相關規定。7. 為分散授信風險，對專業票券商以無擔保方式保證、背書同一企業所發行之短期票券額度加以限制。

1.2.1.3 票券商管理辦法訂定及修正重點

票券商業務管理辦法於發布後函送立法院審查，此時開放銀行兼營票券初級市場業務及專業票券商新設已勢不可擋，立法院以原辦法第 9 條票券商擔任本票或匯票保證人、承兌人或背書人須審核票據之管理有窒礙難行之處，且未依銀行法第 47 條之 1 規定將業務及機構管理辦法一併訂定，不符法制精神，決議限期提出「票券金融事業法」或「票券商管理辦法」。財政部乃再增訂：1. 明定專業票券商之組織，最低實收資本額及設立標準。2. 明定專業票券商增設，遷移或裁撤國內外分公司之審核要點，授權財政部訂定之。3. 明定專業票券商接受第三人為停止給付等請求，對於與客戶往來資料之保密，其負責人與職員兼業及收受不當利益之禁止，對不動產、股票、或

其他企業之投資，及處分其承受之擔保物等，準用銀行法相關規定。4. 放寬專業票券商向銀行辦理融資之每次融資期限限制。並鑑於授予信用時皆須辦理徵信調查，以相對規範票券品質，故刪除票券商擔任保證人或背書人須審核票據發行公司應具備之最低條件與發行限額後，於民國 83 年 8 月 24 日發布實施。由於此辦法將開放專業票券商新設，為規範其業務經營，考量其經營成敗影響社會秩序甚鉅。對交叉授信、利益輸送問題均有防火牆之限制，另因專業票券商不得辦理存款業務，為便利其資金周轉調度，適度放寬向銀行融資期限為 60 日，但對融資額度予限制，賦予主管機關機動調整之權限，又為避免風險過度集中同一產業或某些種類交易，要求專業票券商之主要資產與主要負債，主要資產與淨值應有合理結構。

票券商管理辦法實施後，專業票券商擴增為十餘家，各銀行亦可兼營票券業務，兼以民國 84 年間爆發國票舞弊案，中央銀行認為專業票券商與銀行性質不同，依銀行法授權訂定，位階較低，對專業票券商違規行為欠缺罰則，建議提升位階，增訂罰則，提出以制訂專法為宜之建議，財政部鑒於制定專法涉及層面廣泛，緩不濟急，乃依據部擬「貨幣市場之發展及管理方案」之檢討，於民國 86 年 12 月 31 日第一次修正「票券商管理辦法」，增修重點為：1. 降低專業票券商之經營風險：增列淨值之定義，將授信總餘額由二十倍降為十二·五倍，持有及授予同一企業所發行之票券總餘額由淨值 20% 降為 15%。2. 健全貨幣市場發展：放寬公開發行公司可發行免保證商業本票，授權財政部訂定負責人之資格條件及業務人員之管理事項，票券商只能以代銷及經紀方式買賣及持有利害關係人之短期票券，並禁止持有及買賣以法人身份或推由其代表人為票券商董事或監察人之企業所發行之短期票券。3. 規範專業票券商資金運用範圍：明定轉投資應經財政部核准，投資債券及從事衍生性金融商品避險交易，其種類、限額及規定，授權財政部洽商中央銀行訂之；不得投資非自用不動產，並規定對自用不動產之投資限額及其處分承受擔保品之期限。此次修正公開發行公司在取得銀行授予信用之承諾，可以發行免保證商業本票，係鼓勵企業藉由本身之信用而發行本票流通，非均藉由金融機構信用。又專業票券商自有資金有限，業務多屬短期資金之運用，故對股票、不動產之中長期投資設限，業務有從事衍生性商品交易之需要而開放承做避險性交易。另考量國票舞弊案發生後，國票自行保證之票券