

國立臺灣大學法律學院法律學研究所

碩士論文



Graduate Institute of Law

College of Law

National Taiwan University

Master Thesis

影子銀行之風險與監理法制之研究

A Study on the Risk and Supervisory Regulation of
Shadow Bank

杜冠穎

Kuan-Ying Du

指導教授：林仁光 博士

Advisor : Andrew (Jen-Guang) Lin, S.J.D

中華民國 107 年 6 月

June 2018



國立臺灣大學碩士學位論文
口試委員會審定書

影子銀行之風險與監理法制之研究

A Study on the Risk and Supervisory Regulation of
Shadow Bank

本論文係 杜冠穎 君 (r04a21082) 在國立臺灣大學法律學系
完成之碩士學位論文，於民國 107 年 5 月 23 日承下列考試委員
審查通過及口試及格，特此證明

指導教授：

林 仁 光

口試委員：

王 志 誠

蔡 英 仁

林 仁 光 |



謝辭

本論文得以順利完成，最先要感謝的是指導教授——林仁光教授的悉心教誨，在研究內容及學術論證上，均給予我精闢的建議與指導，並在我撰寫過程中不厭其煩地引導、修正，在此謹向老師致以誠摯的謝意。同時也要由衷感謝口試委員王志誠教授與蔡英欣副教授提供精闢見解與寶貴之意見，使本篇論文更趨完善，在此敬表謝意。

在研究所這條薄霧瀰漫的長路上，我要感謝所有的同窗與朋友。我們總是一起忐忑、一起摸索，也一起分享解鎖每個關卡的喜悅。謝謝你們總是在我有需要時不吝伸出援手，替我在這段旅程上增添了明亮且暖心的色澤。

感謝我最愛的爸爸、媽媽，姊姊與妹妹，你們一直是最溫暖而令人安心的後盾，給我一個全世界最可愛的家；你們總是承接我的喜悲、拾回我的勇氣，更對我有著連自己都沒有的信心。謝謝你們給予我無盡的撫慰與力量。

最後，也要謝謝我自己，在一字一句堆砌的過程中，放棄了無數次想放棄的念頭，終究一步一步的走到了這個時刻。

杜冠穎
2018.06.11



摘要

自 2008 年金融海嘯後，「影子銀行」成為熱門金融議題，惟至今「影子銀行」仍尚未有一致性之定義；不同的監理單位因其功能角色不同，分別有從機構、業務、風險、數據蒐集等角度詮釋影子銀行。影子銀行係因應經濟環境及金融市場供需而生，勢必具有商業銀行不可取代之效益。如何使監理法制在有效控制影子銀行風險之際，又能維持金融體系之多元、靈活性，最佳的途徑應係找出影子銀行風險形成的癥結點並加以管控，使金融市場體系及監理協調機制更臻完善。

本文主要採取文獻分析及比較法研究方式，以歐美法系為主，並以「非銀行金融機構」作為研究基礎，再進一步限縮於組成影子銀行信用中介鏈，具有影子銀行之風險者。依信用中介之流程，將影子銀行劃分為「批發性融資」、「證券化」、「資產管理機構與共同基金」三大部分，綜合歸納、分析其風險後，結合學說見解提出對監理法制評析。其後，以我國中央銀行對金融機構之分類為基礎，檢視我國影子銀行之範圍、規模及相關法規範，指出其不足、需改進之處，期能提供我國監理機關、學術研究參考。總體而言，影子銀行走向以「總體審慎監理」為核心，如將順景氣循環納入資本計提之考量及審慎監理範圍之擴張等，以強化對於系統性風險之應對能力。本文認為，應將總體審慎監理措施落實於各金融機構既有之規範中，並應加強監理單位間之協調合作，確保監理機關密切配合與共享資訊流通，俾保持監理法制的一致性。

關鍵字：影子銀行、批發性融資、證券化、共同基金、流動性風險、系統性風險、總體審慎監理



Abstract

Since the Financial Crisis in 2008, “shadow bank” has become a popular financial issue. However, so far there's still no any consistent definition of “shadow bank”. Each supervision authority define shadow bank according to its role and ability. Shadow banks were emerge in response to the economic environment and the supply and demand of the financial market, therefore are bound to have irreplaceable benefits from commercial banks. The best way to control the risks bring by shadow banks, in the meanwhile maintain diversification and flexibility of the financial system, is to pinpoint how the risks were formed, then accordingly manage them, so as to better coordinate the financial system and supervisory regulations.

The Thesis mainly adopts literature analysis and comparative research methods, focusing on European and American legal systems. Besides, using "nonbank financial institutions" as the research basis, and further limited to one that composing the credit intermediation chain of shadow banks and posing the potential risks. The Thesis also classified shadow banks into “wholesale funding”, “securitization”, and “asset management company and mutual fund” according to the intermediate process. After comprehensively summarizing and analyzing the risks, as well as the insight of



doctrines, the Thesis puts forward comments and analysis of supervisory regulations.

Then, for further researches or regulation reforms, the Thesis also studies the range, scale

and relative regulations of the shadow banks in Taiwan, based on how the Central Bank

classified the financial institutions in Taiwan, and points out the deficiencies and spaces

for improvement of the supervisory regulations herein.

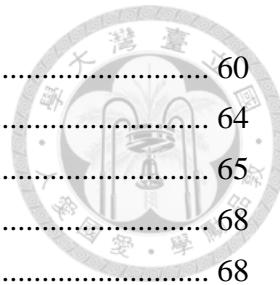
To sum up, supervisory trend of shadow banks started to focus on “macro-prudential regulation”, such as considering pro-cyclicality with capital reserves, as well as expanding the ranges of prudential regulations, so as to better defend systemic risk. As a result, macro-prudential regulation should be implemented in the existing supervisory regulation of financial institutions. Additionally, to keep the consistency among supervisory regulations, coordination between each supervision authority is also essential.

Key words: shadow bank, wholesale funding, securitization, mutual fund, liquidity risk, systemic risk, macro-prudential regulation

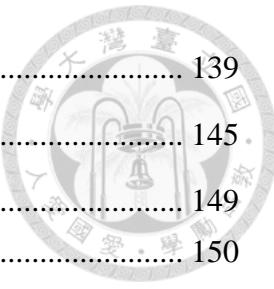
簡目



審定書	i
謝辭	ii
摘要	iii
Abstract.....	iv
簡目	vi
詳目	ix
第一章 緒論	1
第一節 問題意識	1
第二節 研究方法與範圍	3
第三節 研究架構	4
第二章 影子銀行概論	6
第一節 金融中介機構與商業銀行	7
第一項 金融中介機構之類型與功能.....	7
第二項 商業銀行.....	11
第二節 影子銀行之發展背景	15
第一項 金融創新.....	15
第二項 監理鬆綁.....	16
第三節 影子銀行之定義	19
第一項 金融穩定委員會之定義	21
第二項 歐盟執行委員會之定義	25
第三項 國際貨幣基金組織之定義	26
第四項 小結—本文對影子銀行之定義	32
第三章 影子銀行之種類及信用中介過程	42
第一節 創始	44
第二節 倉儲	46
第一項 附買回交易	46
第二項 資產擔保商業本票	50
第三項 政府贊助機構.....	56
第三節 證券化	60



第一項 結構式金融與證券化商品	60
第二項 高度財務槓桿	64
第三項 信用評等機制	65
第四節 批發性融資	68
第一項 避險基金	68
第二項 貨幣市場共同基金	73
第四章 影子銀行之發展現況、效益與風險	77
第一節 影子銀行之發展現況	77
第二節 影子銀行之特色與效益	80
第一項 批發性融資	82
第二項 擔保中介	83
第三節 影子銀行之風險	85
第一項 背景：順景氣循環與信用浮濫	85
第二項 流動性風險	87
第三項 系統性風險	89
第四節 影子銀行之去中介化——論監理改革之必要性	93
第一項 擰兌、紓困與道德危險	94
第二項 系統性風險	97
第五章 影子銀行監理法制之探討	101
第一節 批發性融資市場	102
第一項 金融穩定委員會	102
第二項 國際貨幣基金組織	105
第三項 評析	107
第二節 證券化機制	109
第一項 金融穩定委員會	109
第二項 歐盟	111
第三項 美國	112
第四項 評析	112
第三節 資產管理機構與共同基金	115
第一項 金融穩定委員會	115
第二項 歐盟	117
第三項 美國	118
第四項 評析	119
第四節 系統性風險——總體審慎監理與系統重要性金融機構	121
第一項 總體審慎監理方針	122

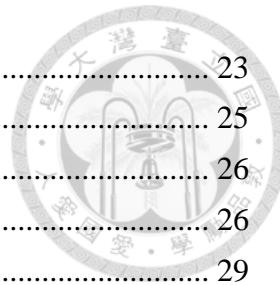


第二項 評析	139
第六章 台灣影子銀行之概況與監理法制之探討	145.
第一節 民間融資	149
第二節 金融租賃	150
第一項 定義與功能	150
第二項 融資公司	151
第三項 風險與監理法制	153
第三節 票券金融公司	156
第四節 共同基金與證券投資信託法制	161
第一項 概況	161
第二項 監理法制	163
第五節 證券化法制	166
第七章 結論	168
參考文獻	172

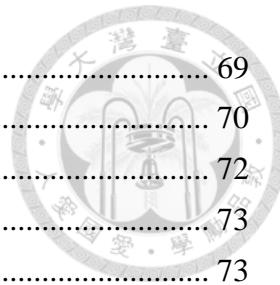
詳目



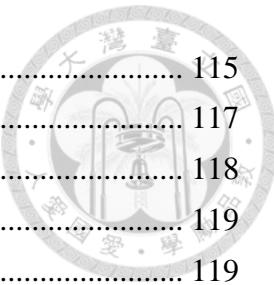
審定書	i
謝辭	ii
摘要	iii
Abstract.....	iv
簡目	vi
詳目	ix
第一章 緒論	1
第一節 問題意識	1
第二節 研究方法與範圍	3
第三節 研究架構	4
第二章 影子銀行概論	6
第一節 金融中介機構與商業銀行	7
第一項 金融中介機構之類型與功能	7
第一款 金融中介機構之類型	7
第一目 存款中介機構	7
第二目 契約中介機構	7
第三目 投資中介機構	8
第二款 金融中介機構之功能	8
第一目 風險分散	8
第二目 資訊不對稱	9
第二項 商業銀行	11
第一款 商業銀行之定義	11
第二款 商業銀行存款人之保障機制	12
第一目 存款保險制度	13
第二目 中央銀行與最後融通者	14
第二節 影子銀行之發展背景	15
第一項 金融創新	15
第二項 監理鬆綁	16
第三節 影子銀行之定義	19
第一項 金融穩定委員會之定義	21
第一款 非銀行之信用中介機構	23



第二款 可能引發系統性風險與監理套利	23
第二項 歐盟執行委員會之定義	25
第三項 國際貨幣基金組織之定義	26
第一款 功能性方法	26
第二款 非核心負債法	29
第四項 小結—本文對影子銀行之定義	32
第一款 非銀行金融機構	33
第二款 信用中介	34
第三款 未受政府明確、直接之信用增強，可能引發系統性風險	38
第三章 影子銀行之種類及信用中介過程	42
第一節 創始	44
第二節 倉儲	46
第一項 附買回交易	46
第一款 架構與功能	46
第二款 資訊與監理漏洞	48
第三款 風險	49
第二項 資產擔保商業本票	50
第一款 架構與功能	50
第二款 風險	51
第三款 特殊目的機構與結構型投資工具	52
第三項 政府贊助機構	56
第一款 架構與功能——以 Fannie Mae 與 Freddie Mac 為例	56
第二款 風險	58
第三節 證券化	60
第一項 結構式金融與證券化商品	60
第一款 資產擔保證券	61
第二款 債務擔保憑證	61
第二項 高度財務槓桿	64
第三項 信用評等機制	65
第一款 信用評等與利益衝突	66
第二款 信用評等之困境與風險	66
第四節 批發性融資	68
第一項 避險基金	68
第一款 架構與功能	68
第二款 風險	69



第一目	監理套利	69
第二目	流動性風險	70
第三目	系統性風險	72
第二項	貨幣市場共同基金	73
第一款	架構與功能	73
第二款	風險	74
第四章	影子銀行之發展現況、效益與風險	77
第一節	影子銀行之發展現況	77
第二節	影子銀行之特色與效益	80
第一項	批發性融資	82
第二項	擔保中介	83
第三節	影子銀行之風險	85
第一項	背景：順景氣循環與信用浮濫	85
第二項	流動性風險	87
第一款	定義及成因	87
第二款	影子銀行之擠兌	87
第三項	系統性風險	89
第一款	定義及成因	89
第二款	太大不能倒	91
第四節	影子銀行之去中介化—論監理改革之必要性	93
第一項	擠兌、紓困與道德危險	94
第二項	系統性風險	97
第一款	個體審慎監理之適用範圍受限	97
第二款	個體審慎監理無法防止系統性風險	98
第五章	影子銀行監理法制之探討	101
第一節	批發性融資市場	102
第一項	金融穩定委員會	102
第二項	國際貨幣基金組織	105
第三項	評析	107
第二節	證券化機制	109
第一項	金融穩定委員會	109
第二項	歐盟	111
第三項	美國	112
第四項	評析	112
第三節	資產管理機構與共同基金	115



第一項 金融穩定委員會	115
第二項 歐盟	117
第三項 美國	118
第四項 評析	119
第一款 貨幣市場共同基金之改革方向	119
第二款 其他共同基金	120
第四節 系統性風險—總體審慎監理與系統重要性金融機構	121
第一項 總體審慎監理方針	122
第一款 巴塞爾銀行監理委員會	122
第二款 金融穩定委員會	123
第三款 國際貨幣基金組織	123
第四款 歐盟金融監理架構之革新	129
第一目 組織層面	130
第二目 規範層面	133
第五款 華爾街改革與消費者保護法案	136
第二項 評析	139
第一款 總體審慎監理與影子銀行	139
第二款 「系統重要性金融機構」對影子銀行之監理成效與影響	139
第一目 組織與規範	139
第二目 系統性風險	142
第六章 台灣影子銀行之概況與監理法制之探討	145
第一節 民間融資	149
第二節 金融租賃	150
第一項 定義與功能	150
第二項 融資公司	151
第三項 風險與監理法制	153
第三節 票券金融公司	156
第四節 共同基金與證券投資信託法制	161
第一項 概況	161
第二項 監理法制	163
第五節 證券化法制	166
第七章 結論	168
參考文獻	172



圖目錄

圖 1：資訊不對稱、逆選擇與道德危險.....	10
圖 2：金融穩定委員會對影子銀行之定義.....	22
圖 3：IMF 之金融體系架構	31
圖 4：影子銀行之金融工具與交易對手.....	32
圖 5：本文對影子銀行之定義.....	41
圖 6：紐約聯邦準備銀行之影子銀行信用中介過程.....	43
圖 7：次級抵押貸款之發行情況.....	45
圖 8：美國三方附買回交易之擔保品比例.....	48
圖 9：結構型投資工具之資產結構.....	55
圖 10：房貸擔保證券（MBS）發行份額比例	59
圖 11：債務擔保憑證發行流程.....	62
圖 12：影子銀行與 GDP 之比值.....	78
圖 13：擔保中介運用流程之例子.....	84
圖 14：影子銀行之去中介化與所引發之問題.....	93
圖 15：IMF 減輕影子銀行風險之政策架構	129
圖 16：歐洲金融監理系統.....	131
圖 17：ESFS 架構下 ESRB 與三個 ESAs 之互動	132
圖 18：我國中央銀行對金融機構之分類.....	146
圖 19：台灣退休金體系架構.....	147
圖 20：台灣貨幣市場主要工具發行餘額.....	158
圖 21：台灣基金規模比例（統計至 2017 年 11 月底）.....	162
圖 22：我國資產證券化發行餘額統計.....	167



表目錄

表 1：歐盟執行委員會對影子銀行之定義.....	25
表 2：國際貨幣基金組織對影子銀行之定義.....	27
表 3：公部門（政府）擔保態樣.....	38
表 4：結構型投資工具之資產負債結構.....	54
表 5：ABS 與 CDO 之比較	63
表 6：全球金融海嘯重大事件一覽表.....	76
表 7：FSB 經濟功能監理之分類	103
表 8：風險保留規則計算方式之差異.....	114
表 9：IMF 對金融危機之主要政策建議	125
表 10：歐盟執行委員會提出之影子銀行監理架構.....	134
表 11：台灣貨幣市場發展進程.....	157
表 12：我國基金類型與主要投資標的.....	161



第一章 緒論

第一節 問題意識

2007 至 2008 年，美國次級房貸問題急遽惡化為全球性之金融海嘯，導致全球陷入重大的經濟危機。此次金融危機不僅重創各國金融體系，更突顯了當時金融監理體制之脆弱性。經過各方積極檢討分析金融海嘯之成因，除了寬鬆的貨幣政策、全球性的資本失衡、多頭馬車的政府監理機關、失靈的信用評級機構等因素外，影子銀行（shadow bank）監理規範的漏洞及寬鬆，係導致金融體系一連串失序的罪魁禍首¹。

影子銀行的發展最早可溯及至美國金融體系於 1970 年代起的變革，由於通貨膨脹導致市場利率居高不下、利率波動情形持續增加，投資人對投資報酬率敏感度提高，將錢從銀行提出並尋求更高報酬之投資管道²。而由於當時傳統銀行業務處於嚴格管制且高度競爭的環境中，為了因應大量增加的融資需求，金融市場參與者開始另尋其他獲利管道，利用金融法制對銀行與非銀行金融機構的監理落差進行監理套利³。其次，資訊科技的快速進步改變了金融市場的供需情況，新的經濟環境及客戶需求促使金融機構透過財務工程，積極拓展新型且更有獲利性的業務活動，吸引金融消費者將資金轉移至金融市場，非銀行金融體系的規模也日漸

¹ 如：國際貨幣基金組織（International Monetary Fund）於 2009 年提出《危機的初步教訓》（Initial Lessons of the Crisis），從法規範、總體經濟政策及全球金融結構等三個面向檢視金融海嘯；美國成立金融危機調查委員會（Financial Crisis Inquiry Commission）於 2010 年提出《金融危機調查報告》（The Financial Crisis Inquiry Report）；歐盟執行委員會則由主席 José Manuel Barroso 領導歐盟金融監理高級專家小組（High-Level Group on Financial Supervision in the EU），分析歐盟金融系統之缺陷，並於 2009 年 2 月提出研究報告，建議歐盟整體改革方向。

² Frederic S. Mishkin（著），黃達業、林容竹（譯）（2004），《貨幣銀行學》，頁 309-311，台北：華泰文化。

³ Financial Stability Board [FSB] (2011). *Shadow Banking: Scoping the Issues 3.*



擴大⁴。於 2007-2008 年金融海嘯爆發前的景氣繁榮時期，金融體系的結構發生了根本性的變化，非銀行金融機構和各式金融商品以貨幣及資本市場為基礎，透過交易鏈進行中介活動，經由發行商業本票、附買回交易、或類似的結構型信用工具籌集資金，並購買大量高風險、低流動性長期資產，藉助政府監管的灰色地帶，獲取超越銀行之利益⁵。

「影子銀行」一詞的出現，係 2007 年太平洋投資管理公司執行董事 Paul McCulley 於美國堪薩斯聯邦準備銀行的年度會議上提出，指「以槓桿支撐的非銀行投資導管機構、工具與系統的綜合體（the whole alphabet soup）」⁶。美國國會設立之「金融危機調查委員會」（Financial Crisis Inquiry Commission，FCIC）專門針對 2008 年金融海嘯進行調查，最終認定對影子銀行監理的疏懈，為該次危機爆發的重要原因⁷。而各國金融監理機關亦正視到影子銀行的監理缺失，英國金融服務管理局主席 Adair Turner 於接受採訪時提出其觀點，認為「未系統性的考量影子銀行於金融危機演進所扮演的角色，是全球監理者的根本性失敗」；美國財政部長 Timothy F. Geithner、聯準會主席 Ben S. Bernanke 等金融界重要人士，也均多次在公開場合倡議各國金融監理機關應強化影子銀行的監理⁸。

至此，影子銀行成為熱門金融議題，惟時至今日「影子銀行」仍尚未有一致性之定義；不同的監理單位因其功能角色不同，分別有從機構、業務、風險、數據蒐集等角度詮釋影子銀行及其監理法制。此外，於金融海嘯後，監理改革之趨勢走向總體審慎監理以強化對於系統性風險之應對能力，諸如將順景氣循環納入

⁴ Frederic S. Mishkin，前揭註 2，頁 299。

⁵ See Timothy F. Geithner, *Reducing Systemic Risk In A Dynamic Financial System*, Speech at the Economic Club of New York.(2008)

⁶ 閻慶民、李建華（2015），《影子銀行》，頁 31-32，台北：風格司藝術創作坊。

⁷ Financial Crisis Inquiry Commission [FCIC] (2011). *The Financial Crisis Inquiry Report* 29.

⁸ 梅文欣（2013），《影子銀行法律問題之研究》，頁 3，東吳大學法律學系碩士論文。



資本計提之考量及審慎監理範疇之擴張⁹，亦涉及了對影子銀行認知之影響。從結果論來看，影子銀行似乎背負著高風險及危害金融穩定之原罪；然而，既影子銀行係因應經濟環境及金融市場供需而生，其勢必具備有傳統銀行不可取代之理由及效益。而如何使監理法制在能有效控制影子銀行風險之際，又能維持金融體系之多元及靈活性，最佳的途徑應係找出影子銀行風險形成的癥結點並加以管理控制，使金融市場體系及監理協調機制均能更臻完善。

為此，本論文旨在藉由實務與學說的相互印證及補充，探討影子銀行之定義、風險及監理政策，藉此討論現行之監理法制能否、及如何妥善控制影子銀行之風險。此外，本論文亦探討台灣之影子銀行問題，依據其現況、規模，並參照比較法，檢視我國現行法制對於影子銀行的監理缺失及相關改革措施，是否能完善規範影子銀行所帶來之風險，以防患於未然。

第二節 研究方法與範圍

本文主要採取文獻分析及比較法研究方式。參考國內外相關文獻資料包括：書籍、期刊、碩博士論文、報章及研究報告等。本文著重於影子銀行實務方面之沿革與發展，透過相關機構對監理方針之討論過程及結果、監理法制之變革及理由等，輔以法學研究領域之見解及評述，分析並歸納影子銀行定義、功能、規模及風險；同時亦觀察影子銀行自全球金融海嘯以來監理法制之發展。

本文比較法之研究範圍以歐美法系為主，包含美國及歐盟。蓋美國之次貸危機為全球金融海嘯之濫觴，並係受到主要衝擊之國家；而歐洲金融體系因與美國在業務往來上密切交織，許多歐洲金融機構均參與到美國影子銀行中而受到波及。

⁹ See IMF, *Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management* 9-10. (2009); B. Gohari & Karen E., *The New Global Financial Regulatory Order: Can Macroprudential Regulation Prevent Another Global Financial Disaster.* 40 J. CORP. L.2, 403,407 (2014); FSB 網站：<http://www.fsb.org/about/history/> (最後瀏覽日：03/01/2018)



此外，由於主要國家均參照於金融監理方面具有指標性意義之國際組織如金融穩定委員會、國際貨幣基金組織所提出之監理改革建議，故本文亦將之列為歸納、分析之對象，俾進行更全面性之研究，藉以檢視我國現行監理法制並提出建議。

另一方面，由於影子銀行係由多數金融機構所組成之信用中介鏈，本文之具體研究範圍，即排除資金供給者受有直接、明確政府擔保之「商業銀行」，而以「非銀行金融機構」(nonbank financial institution)為基礎。參酌比較法上對於「非銀行金融機構」之定義，有指「保險業務、退休基金和其他金融中介機構¹⁰」者¹¹，亦有指「主要從事金融活動」者¹²，包含投資銀行、保險公司、共同基金、政府贊助機構等¹³。本文參照國內外相關文獻資料，排除未明顯涉及信用中介，亦較不存在影子銀行風險（如流動性風險、系統性風險）之保險公司及退休基金。於監理法制之研究部分，則分別就各該金融機構既有之法規範，檢視並提出調整、改革之建議。

第三節 研究架構

本文主要分為六個部分。第二章為影子銀行概論，擬先探討金融中介機構之功能，再透過金融體系之演進及影子銀行之發展背景，得出影子銀行之定義，以進一步探討影子銀行之風險及監理法制。

第三章就參與影子銀行信用中介過程之機構與活動，將之劃分為「創始」、

¹⁰ 根據歐盟理事會(EC) No 2223/96 規章，「其他金融中介機構」具體包含：(1) 從事資產證券化的金融機構；(2) 證券和衍生品交易商（自營）；(3) 發行貸款的非銀行金融機構；(4) 中央結算交易對手；(5) 專業金融機構（如提供創業投資之機構）。Council Regulation (EC) No 2223/96.

¹¹ European Commission, *Non-bank financial institutions: Assessment of their impact on the stability of the financial system* 4 (Economic Papers No.472, November 2012).

¹² 12 U.S. Code § 5311(a)(4)

¹³ Daniel Schwarz & David Zaring, *Regulation by Threat: Dodd-Frank and the Nonbank Problem*, 84 U. CHI. L. REV. 1813, 1825 (2017)



「倉儲」、「證券化」及「批發性融資」等四個部分，以探討典型之影子銀行運作模式，及其可能產生之風險。

由於自金融海嘯至今，影子銀行受到密切之矚目及監理改革，故第四章先就其現況進行概略之統計分析，包含金融體系之改變及規模等；其次討論影子銀行崛起之原因、效益，包含其有別「銀行」之特殊性及所衍生之風險，俾於後續監理法制討論之過程中，避免過度抑制影子銀行對金融體系之效益，同時亦更能精確掌握其可能產生之風險。最後，從影子銀行風險以無法藉由市場或既有私法制度妥適分散風險並解決資訊不對稱之隱憂，指出影子銀行仍有監理規範介入並改革之必要性。

由於影子銀行於信用中介之各環節均涉及了不同之風險，故第五章綜合歸納、分析比較法之影子銀行監理建議及法令規範，以前述之風險為基礎，探討其監理法制，並結合學說見解提出評析。

第六章綜合各章節之研究，以我國中央銀行對金融機構之分類為基礎，檢視我國影子銀行之概況及相關法令，指出其不足、需求改進之處，期能提供我國監理機關、學術研究參考。

最後，第七章總結研究所得，期能透過本文，從改革影子銀行之聲浪中，重新探索、檢視影子銀行之意義及積極功能，於完善監理法制、降低影子銀行風險之過程中，亦能保留其無可取代之功能與效率。



第二章 影子銀行概論

於資金流通過程中，除了資金供給者直接透過契約等方式提供資金予資金需求者外，金融中介機構向來扮演媒合資金流通之主要功能¹⁴。就資金撮合管道分析，金融中介機構的角色遠高於證券市場，如德國與日本的企業自金融中介機構所獲得之資金係自證券市場取得的數倍之多；美國、英國、加拿大國的間接金融(indirect finance)亦均高於直接金融(direct finance)¹⁵。在台灣，2016年間接金融所占的比率為79.38%，遠高於直接金融之20.62%¹⁶。金融中介機構向來以商業銀行為主導¹⁷，惟隨著金融創新、監理鬆綁等金融體系變革，其重心轉而朝向影子銀行發展。故本章擬先探討金融中介機構之功能，再透過金融體系之演進及影子銀行之發展背景，最後得出影子銀行較明確之定義，以進一步探討其風險及監理法制。

¹⁴ 黃昱程（2016），《貨幣銀行學》，頁87，台北：華泰。

¹⁵ 同前註。

¹⁶ 中央銀行網站，<https://www.cbc.gov.tw/ct.asp?xItem=1077&CtNode=524&mp=1>（最後瀏覽日：03/01/2018）

¹⁷ 黃昱程，前揭註15，頁100。



第一節 金融中介機構與商業銀行

第一項 金融中介機構之類型與功能

第一款 金融中介機構之類型

金融體系促成資金供需雙方融通的方式可區分為「直接金融」和「間接金融」兩種模式，後者指資金供給者將錢透過金融中介機構（financial intermediary）傳遞給資金需求者之融通方式¹⁸。以下即就資金來源與運用方式分類，將金融中介機構進一步區分為存款、契約及投資等三種類型。

第一目 存款中介機構

存款中介機構（depository intermediary）主要以發行各種存款憑證，向企業、家庭和政府吸收存款，再將所吸收之存款放貸予資金不足者，故其特徵在於「存款的創造」；最典型者為商業銀行及儲蓄機構（thrift institution）——如主要從不動產放款之儲貸協會（savings and loan association）、互助儲蓄銀行，以及由特定團體所組成之信用合作社等¹⁹。存款中介機構之資金須因應存戶的隨時提領而較無法確保資金來源的穩定性，其負債項目具有高度的流動性，而所持有之資產則多為流動性低者，如房屋貸款等²⁰。

第二目 契約中介機構

契約中介機構（contractual intermediary）又稱為契約儲蓄機構（contractual savings institution），係以契約為基礎取得資金之金融機構²¹。由於可依契約「定期」獲取資金，契約中介機構之資金來源及受益費之支付具有可預測性，資產流

¹⁸ 黃昱程，前揭註 15，頁 43。

¹⁹ Frederic S. Mishkin，前揭註 2，頁 82。

²⁰ 黃昱程，前揭註 14，頁 100。

²¹ 同前註，頁 101。



動性之考量相對即不如存款中介機構重要，進而傾向投資於長期資本市場上，如公司債、政府公債、股票或不動產。此類型的機構包含人壽保險公司、產物保險公司、退休基金等²²。

第三目 投資中介機構

投資中介機構 (investment intermediary) 以對投資大眾發行證券的方式取得、匯聚資金，再將該資金用於購買債券、股票或從事放款；主要類型包含融資公司、共同基金、貨幣市場共同基金 (money market mutual fund, MMF) 等²³。

第二款 金融中介機構之功能

金融中介機構於金融體系之主要功能，在於藉由規模經濟及專家技術等優勢解決資金撮合之障礙——即尋找交易對手、信用評估、作業程序等交易成本，進一步達到風險分散及解決資訊不對稱問題。

第一目 風險分散

金融中介機構可藉由多樣化的投資組合分散投資風險、透過風險承擔機制轉嫁違約風險，或是利用金融市場工具與操作進行避險 (hedging) 以避免投資可能遭受損失的風險；此一風險分散的過程又稱為資產轉換 (asset transformation)，亦即對投資人而言，風險性資產轉變為較安全的資產²⁴。換言之，金融中介機構之優勢在於能將資產整合並重新組合後銷售，以較低成本分散風險，並在買賣資產的過程中賺取價差。

²² 同前註。

²³ 同前註。

²⁴ Frederic S. Mishkin, 前揭註 2, 頁 78。



第二目 資訊不對稱

金融中介之重要性亦體現於金融市場交易過程中資訊不對稱之問題，即交易之一方相對於他方沒有充足的資訊以做出決策。如於貸款時，資金需求方通常比資金供給方對於資金使用、投資計畫之潛在報酬與風險擁有較充分資訊，隨之在金融市場上引發逆選擇（adverse selection）及道德危險（moral hazard）等問題²⁵。

「逆選擇」指交易發生之前，由於資訊不對稱導致資訊劣勢之一方做出不利於己的選擇²⁶。為了避免此種情況，貸方將要求較高之風險溢額（即貸款利率）來承擔相對應之風險；惟實際上，卻也只有追求高風險之借方願意支付該高額利率；一般信用良好或從事低風險之借方則否²⁷。又以買賣為例，由於買方無法精確地識別商品質量的優劣，故只願支付商品之平均價格，而賣方卻也不樂見優質商品之價格被低估而降價求售，最終導致雙方均減少投資、甚或遠離、退出出市場交易，使市場上僅剩劣質品（或信用不良之借款人）之交易，形成經濟學上所稱之「檸檬問題」（lemon's problem）²⁸。

而「道德危險」最初出現於保險法之討論，指當個體得透過保險契約將原需自行負擔之風險轉嫁予他人時，不但將喪失迴避風險之動機，更可能有過度承擔風險之情事；故廣義言之，道德危險指行為人於得藉由特定機制轉嫁風險與他人時，所產生超額承擔風險之傾向²⁹。道德危險可依交易型態區分為兩種類型，一為股權契約（equity contracts）中產生之主人—代理人問題（principal-agent problem，又稱代理人問題），即於所有權與經營權分離之原則下，經營者（代理人）會以

²⁵ 參見黃昱程，前揭註 15，頁 88；Frederic S. Mishkin，前揭註 2。

²⁶ 黃昱程，前揭註 15，頁 88。

²⁷ DAVID LLEWELLYN ,THE ECONOMIC RATIONALE FOR FINANCIAL REGULATION 25. (1999)

²⁸ *Id.*

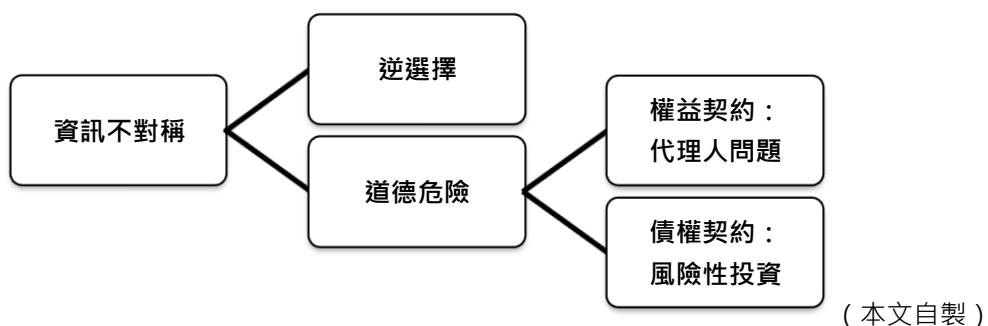
²⁹ 徐肇鴻（2013），〈由經濟觀點論銀行體系中系統風險之成因及事後處理機制之規範原則〉，《東吳法律學報》，24 卷 3 期，頁 105。



自己而非股東（主人）之最大利益為考量來做成決策，包括追求高薪資、福利，以至於大肆擴張資產規模或從事高風險之投機活動³⁰。二為債權契約(debt contracts)中，由於債權人無法隨時、密切地監督、掌控債務人之投資行為，致使債務人取得資金後，具有進行風險性投資之誘因³¹。

金融中介機構之功能，在於其得利用規模經濟之優勢，以遠低於大多數個別資金供給者的單位成本，以其專業及資訊蒐集能力評估借款人或發行公司之信用良莠，進而將資金供應予信用良好之借款人，同時進行有效之監視與執行，成為資金供給者之受託監督者(delegated monitors)³²。

圖 1：資訊不對稱、逆選擇與道德危險



綜上所述，金融中介機構藉由降低交易成本，得以緩和或解決資訊不對稱問題、促進風險之共同承擔，並透過各種中介方式或金融工具提高資金供給者之儲蓄（投資）意願和資金流動性，加速資本累積，於提升經濟效率上扮演著關鍵性角色。

³⁰ 黃昱程，前揭註 15，頁 94。

³¹ 同前註。

³² 同前註。



第二項 商業銀行

於探討影子銀行前，本文欲先探求屬於存款中介機構之「商業銀行」定義及特徵，俾與「影子銀行」之概念相互對照、比較。由於商業銀行具有異於其他金融機構之特殊性，向來受到高度監理，各國對其申請設立、業務範圍、資本、投資行為等皆有嚴格的規範，以確保金融體系之穩定。

第一款 商業銀行之定義

1927 年，美國頒布《麥克費頓法案》（McFadden Act），限制銀行跨州設立分行，起因在於傳統上特許機構往往濫用特權，實行貿易和經營的吞併、壟斷，特別是有大量農業人口的中部各州民眾，常對大型銀行懷有敵意，故政府多透過法規嚴格禁止銀行的州際經營³³。惟許多銀行為突破經營地區限制之藩籬，以設立銀行控股公司（Bank Holding Company，BHC）之方式來握有數家銀行的股權，進而達到實質跨州經營之目的。故為貫徹「禁止跨州經營」之原則並禁止 BHC 從事非銀行業務活動，立法者復於 1956 年通過《銀行控股公司法》（Bank Holding Company Act of 1956，簡稱 BHCA），明訂 BHC 之定義、限制其成立與擴張，並要求其放棄非銀行之利益，成為美國規範 BHC 之基本法令規範；並先後於 1966 年、1970 年修正案中，規定 BHC 如欲收購所在州以外之銀行股份、淨值或所有資產者，須經州法授權及 Fed 核准，藉以達到限制州際經營銀行業之目的³⁴。

³³ Frederic S. Mishkin, 前揭註 2，頁 315。

³⁴ 12 U.S. Code § 1841(c)



依據 1956 年之 BHCA，銀行係「收受存款（demand deposits）和從事商業貸款（commercial loans）」之金融機構³⁵，惟此一規範模式卻也給了有意鑽法律漏洞的金融業者可趁之機。析言之，由於 BHCA 對銀行之定義為「收受存款和從事商業貸款」，BHC 得藉由設立「非銀行之銀行」（nonbank，又稱 nonbank bank）子公司，令其收受存款但不從事放款、或從事放款但不接受存款，以規避 BHCA 之限制。除此之外，其他金融機構也試圖另闢蹊徑以突破銀行、證券分離的防火牆，例如證券公司可透過收購銀行，並將其改為「非銀行之銀行」來變相吸收存款，藉此將銀行業務作為其金融服務的一部分³⁶。由此發展脈絡可知，銀行可先以成立控股公司之方式達到實質跨州設立分行之目的；於 BHCA 訂定生效後，並藉由使銀行放棄「存款」或「放款」業務之手段，達到規避經營地區（geographic）及營業範圍（activities）之限制³⁷。

第二款 商業銀行存款人之保障機制

由於商業銀行屬於存款中介機構，擔負著融通資金剩餘者及資金不足者之信中介功能，當中並涉及了期限及流動性轉換。「期限轉換」（maturity transformation）係指銀行以短期存款融通中長期放款之行為；短期性存款屬於銀行負債，而長期性放款則為銀行資產，因此借貸活動即隱含期限轉換的風險³⁸。「流動性」（liquidity）則指銀行資產轉換成現金的時間與付出代價的程度，故銀行資產的流動性也與期限轉換密切相關。若銀行所持有之資產皆容易變現且無太多成本與損失，則其流動性較高；反之，倘銀行流動性不足，可能須因應存款人之提領需求而出售資產，

³⁵ Bank Holding Company Act of 1956

³⁶ 王文宇（2001），《控股公司與金融控股公司法》，頁 205，台北：元照。

³⁷ 同前註。

³⁸ David Luttrell, Harvey Rosenblum, Jackson Thies（著），莊萱如、甘雯綺（譯）（2012），〈認識影子銀行的固有風險：入門與實務經驗〉，《國際金融參考資料》，66 輯，頁 146。



遭受損失；更有甚者，若銀行因周轉困難而被迫大量賤價拋售資產，將對經濟環境造成衝擊，進而演變成整體的金融危機³⁹。

1929 年經濟大恐慌前，銀行及儲貸機構極易遭逢擠兌危機，縱使銀行尚有償付能力，當金融市場發生異常徵兆或謠言時，仍可能引發存款人之恐慌而爭先將存款自問題銀行提領出來，導致銀行無足夠現金以應付突發而龐大的需求，而失去償付能力 (insolvent)⁴⁰。存款人恐慌及一致性行動將使銀行因支應不及而宣告營運困難，甚或因此宣告倒閉，亦增加了系統性失靈的可能性，故擠兌潮除造成銀行信用緊縮外，亦會對實體經濟產生深遠的負面影響⁴¹。由於美國因擠兌而引發金融危機已有很長一段歷史，為穩定金融市場，於 1913 年成立聯邦準備系統 (the Federal Reserve System) 擔任資金最後融通者 (the lender of last resort) 之角色；又因聯邦準備系統無法成功挽救 1920 及 1930 年代因信貸緊縮引發之金融危機，復於 1934 年首創存款保險制度，設立美國聯邦存款保險公司 (Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC)，以強化存款人之信心⁴²。

第一目 存款保險制度

存款保險制度之目的在於緩解存款人於經濟危機時期之擠兌動機。在此制度下，收受存款之金融機構就其收受之存款額，按規定之保險費率繳付保險費，一旦該機構倒閉時，即由存款保險公司在投保最高額度內，向存款人給付保險金⁴³。換言之，一旦投保銀行因資金周轉不靈或破產倒閉而無法支應存戶提領資金之需求時，銀行便可從 FDIC 獲取理賠以因應存戶之提領需求，等同於藉由政府提供背

³⁹ 黃昱程，前揭註 15，頁 78。

⁴⁰ FCIC, *supra* note 7, at 29.

⁴¹ David Luttrell et al, 前揭註 38，頁 147。

⁴² FCIC, *supra* note 7, at 29.

⁴³ 金桐林（2010），《銀行法》，頁 134，台北：三民。



書保證，以避免擠兌，保障存款人權益，及維護銀行體系的穩定⁴⁴。而存款保險制度除可終止擠兌風潮、減輕市場的恐慌心理外，也可削弱倒閉的傳染效果，維護金融秩序的穩定發展。

第二目 中央銀行與最後融通者

中央銀行擔負著最後融通者（lender of last resort）之職責，在銀行因季節性或偶發性因素造成資金不足時，中央銀行得向暫時出現流動性危機的銀行提供緊急援助，給予適當的資金融通，以防止個別銀行的財務問題機轉化為系統性銀行危機⁴⁵。具體而言，中央銀行可透過「貼現窗口」（discount window）給予銀行流動性援助，使其取得快速、短期（通常為隔夜）之資金融通⁴⁶。為防免道德危險，貼現窗口的主要功能係處理暫時性的流動性問題，而非清償能力不足，且銀行亦須提供全額擔保品並繳納懲罰性利率⁴⁷。以美國為例，其融資利率將高於美國聯邦公開市場委員會（Federal Open Market Committee，FOMC）所設定之聯邦資金目標利率（銀行間之隔夜拆款利率），亦會高於市場利率，顯示此種非經常性的短期融通屬於金援措施，而非銀行常態性的融資來源⁴⁸。

綜上所述，最後融通者機制實質上如同存款保險制度，向存款人提供了一種隱性的存款擔保，以維持金融體系之穩定，避免市場恐慌，兩者均得於一定程度上緩和公眾對現金短缺的恐懼，防止由於公眾信心喪失引發的集體非理性擠兌。

⁴⁴ 同前註。

⁴⁵ 黃昱程，前揭註 15，頁 327。

⁴⁶ 中央銀行網站，網址：<https://www.cbc.gov.tw/ct.asp?xItem=39759&CtNode=1004&mp=1>（最後瀏覽日：03/10/2018）

⁴⁷ David Luttrell et al, 前揭註 38，頁 148。

⁴⁸ *Id.*



第二節 影子銀行之發展背景

第一項 金融創新

自 1960 年代起，金融市場遭逢經濟環境的劇烈變革。通貨膨脹率與利率迅速上揚且更加難預測、資訊科技的突飛猛進——以至金融科技（fintech）的運用，均改變了金融市場的供需情況⁴⁹。為因應新型態的經濟環境及投資人需求，金融機構透過財務工程（financial engineering）研發出新型金融商品及服務⁵⁰。而金融創新促使金融機構積極拓展新型且更有獲利性的業務活動，影子銀行之規模迅速追上、甚至超越了傳統商業銀行。其具體原因主要為：

一、銀行取得資金的成本優勢降低

1960 年代晚期開始，物價膨脹導致利率大幅上升，投資人對投資報酬率敏感度提高，將錢從銀行提領出並尋找更高報酬之投資管道，如 MMF 使存款人可以擁有類似支票存款的便利服務，又能獲得較高帳戶利息。此一情況下，銀行籌措資金之成本大幅提高，降低其相對於其他金融機構的成本優勢，結果促成了金融之去中介化過程（disintermediation process）⁵¹。

二、銀行使用資金的收入優勢降低

金融創新提高了金融機構對公開大眾發行證券的便利性。客戶從向銀行辦理短期信用貸款，轉為向成本較低的商業本票市場籌資；主要依靠商業本票籌資的融資公司，其市場占有率也大幅增加。而利用財務工程所設計發明的各種複雜金

⁴⁹ Frederic S. Mishkin，前揭註 2，頁 299。

⁵⁰ 同前註。

⁵¹ 同前註，頁 309-311。



融工具及風險管理模型亦有助於證券化的發展，非流動性的金融資產如銀行貸款或不動產抵押貸款得以轉換成具有高度市場性的證券，降低交易成本，增加以證券形式出售之大量貸款組合的可行性⁵²。

第二項 監理鬆綁

自 1929 年經濟大蕭條以來，美國對銀行及儲貸機構嚴格的監理規範逐漸受到批判，存款利率上限、資本要求及限制及跨業經營之防火牆等監理枷鎖，被視為造成商業銀行儲貸業務難以拓展及營運無利可圖的原因，法規的限制成為阻礙經濟發展的絆腳石⁵³。

依循防弊重於興利的傳統思維，金融業跨業限制可謂其來有自。然就金融業特性而言，金融業的跨業與合併經營具有「潛在利益」，如其著重資訊利用與處理的本質，若加上近來資訊科技的發達，更可促使經營資源重整及規模經濟的效果發揮至極致⁵⁴。此外，金融產品的多元化可以分散金融機構的經營風險，降低景氣變化對金融業者利潤的衝擊。再者，對客戶提供「一次購足」(one-stop shopping) 的金融服務，亦可降低整個社會從事金融交易的成本⁵⁵。具體而言，證券業高收益及多元化的服務向為商業銀行所嚮往，保險業透過銀行眾多據點代銷保險產品之效益也顯而易見。因此，要求開放多角化經營，俾收跨業經營綜效 (synergy) 之呼聲不曾間斷⁵⁶。

⁵² 同前註。

⁵³ 梅文欣，前揭註 8，頁 35。

⁵⁴ 王文宇 (2010)，〈金融控股公司法〉，《金融法》，5 版，頁 297-298，台北：元照。

⁵⁵ 同前註。

⁵⁶ 同前註。



鑑於金融監理造成的去中介現象及資源分配的扭曲，主要國家紛紛開始推行金融自由化（financial liberalization）、解除金融管制（financial deregulation），如 1990 年代中期，美國平行銀行系統（parallel banking system）⁵⁷蔚為風潮，許多商業銀行之運作模式趨近投資銀行，變得更為大型、複雜，並積極拓展證券化業務⁵⁸。國會因應金融發展趨勢，於 1996 年制定《經濟成長與監理文件減量法案》（Economic Growth and Regulatory Paperwork Reduction Act），要求聯邦監理機關每十年重新檢討現行法規，並蒐集關於法規「不合時宜、非必要、或疊床架屋」之相關意見，俾進行修正⁵⁹。其後，美國於 1999 年通過《金融服務現代化法案》（Financial Services Modernization Act Of 1999），廢除 Glass-Steagall Act 及 1956 年 BHCA 所設下銀證分離之限制，允許銀行、保險與證券業得藉由成立金融控股公司（Financial Holding Company，FHC）或設立銀行子公司之方式，整合銀行與其他金融服務，形成綜合化金融服務的型態⁶⁰。而為鼓勵金融創新及維持美國在國際衍生性商品領域的競爭力，加上認為店頭衍生性商品（Over-The-Counter Derivative Instruments）市場的參與者多為專業的機構投資人，具有足夠的能力保護自身利益並控制違約風險，美國復於 2000 年通過《商品期貨現代化法案》（The Commodity Futures Modernization Act Of 2000），放寬對店頭衍生性商品的管制，豁免店頭衍生性商品的監理⁶¹。

於第二次世界大戰後，由於美國在政治、經濟各方面之介入，日本金融機構參考 Glass-Steagall Act，繼承銀證分離之理念。另外，對銀行業實施「長短分離（區

⁵⁷ 平行銀行系統（The Parallel Banking System）之概念同於影子銀行系統，由美國太平洋投資管理公司執行董事麥卡利首次提出並被廣泛採用，包括投資銀行、對沖基金、貨幣市場基金、債券保險公司、結構性投資工具(SIVs)等非銀行金融機構。這些機構通常從事放款，也接受抵押，是通過槓桿操作持有大量證券、債券和複雜金融工具的金融機構，詳於後述。

⁵⁸ *Supra note 42, at 52.*

⁵⁹ *Id. at 53.*

⁶⁰ 梅文欣，前揭註 8，頁 37-38。

⁶¹ 同前註。



分成長期融資和短期融資）」及「銀行、信託分離（將信託業自銀行分離出來）」之制度，係日本特有的二大金融業務規範⁶²。惟隨著國際金融整合之趨勢，此一獨特的銀行監理規範同樣成了妨礙金融革新、限制競爭之絆腳石。為了停止「護送船團⁶³」式的金融機構保護，日本於 1992 年通過《金融制度改革法》，允許銀行得為投資目的或基於信託契約，以設立子公司之方式經營證券業務；復於 1998 年通過《金融體系改革法》，允許銀行、證券、保險各業種之間的相互參與⁶⁴。各國為促進經濟及因應供需變化所為之監理鬆綁政策，讓金融體系產生歷史性的變革，亦使影子銀行獲得更廣泛的發展空間。

⁶² 王文字（2003），〈論金融控股公司投資新創事業法制〉，《法令月刊》，54 卷 8 期，頁 51-52。

⁶³ 所謂「護送船團」指日本政府以統一並抑制資金籌措成本的低利率政策，尋求規模大小不一的金融機構能持續經營，以維護金融機構整體信用之一種利率規制政策。各個金融機構的規模與經營重點原本皆不相同，如放任其自由競爭的話，可能會因為價格競爭的惡性循環而導致金融機構的倒閉，進而損害整體金融機構的信用。因此日本政府認為採用價格規制，使得經營效率較差的金融機構能夠繼續存在，可使金融機構經營趨於安定、成長。

⁶⁴ 王文字，前揭註 62。



第三節 影子銀行之定義

於 2007-2008 年金融危機爆發前的景氣繁榮時期，金融體系的結構發生了根本性的變化，非銀行金融體系大幅增長，尤以貨幣市場及資本市場為甚。這些「非銀行」利用短期融資資金購買大量高風險、低流動性長期資產，但又缺少存款保險等保護機制。2008 年 6 月，時任紐約聯邦準備銀行 (Federal Reserve Bank of New York) 主席的 Timothy F. Geithner 將這些「非銀行」營運的金融機構及融資安排，稱為「平行銀行體系」 (Parallel Banking System)⁶⁵。

其後，國際貨幣基金組織 (International Monetary Fund, IMF) 在 2008 年 10 月所發表的《全球金融穩定報告：金融壓力與去槓桿化》報告中，以「準銀行」 (near-bank entities) 描述倚賴資本市場融資，從事向來由銀行所為之信用中介活動，惟不受中央銀行融通機制保障的金融機構。此類準銀行金融機構近年來在已開發國家的金融體系中大量崛起，資產規模已經超過傳統銀行體系⁶⁶。

而「影子銀行」一詞的出現，實際上在 2007 年就已被提出。太平洋投資管理公司執行董事 Paul McCulley 在美國堪薩斯聯邦準備銀行 (Federal Reserve Bank of Kansas City) 年度會議上，認為「影子銀行」係指「以槓桿支撐的非銀行投資導管機構、工具與系統的綜合體 (the whole alphabet soup)」⁶⁷。根據 McCulley 之說法，影子銀行體系的產生和 1970 年代 MMF 的發展密切相關，具有與銀行存款相似之功能但不受同等監理之性質。此外，影子銀行尚包括投資銀行、避險基金、債券

⁶⁵ See Timothy F. Geithner, *Reducing systemic risk in a dynamic financial system*, BIS REVIEW 74, June 2008.

⁶⁶ International Monetary Fund [IMF] (2008) *Global Financial Stability Report : Financial Stress and Deleveraging*, Oct 2008.

⁶⁷ 閻慶民、李建華，前揭註 6，頁 31-32。



保險商和結構型投資工具等⁶⁸。2008年3月之東南亞中央銀行組織會議上，國際清算銀行的副總經理 Hervé Hannoun 描述影子銀行為：「銀行和其他放款人發行貸款，而後將貸款打包成資產擔保證券、債權擔保憑證、資產基礎商業本票及結構型投資工具。」並指出這些被打包及切割的證券組合促成整個金融體系的高槓桿，帶來影子銀行體系的擴張⁶⁹。其後，美國金融危機調查委員會（Financial Crisis Inquiry Commission）在 2010 年針對影子銀行所發佈的初步研究報告中，將影子銀行定義為「存在傳統商業銀行體系之外，從事與銀行類似（bank-like）的金融業務，但未受監理或僅受低度監理的金融機構或金融活動」⁷⁰。

在全球金融海嘯後，「影子銀行」被正式且大規模的在各類學術會議上探討，且成為貨幣當局和金融監理機關文件中的正式概念⁷¹。美國紐約聯邦準備銀行（Federal Reserve Bank of New York）所發表的研究報告，將影子銀行定義為「具有期限、信用及流動性轉換等信用中介功能，但不受中央銀行流動性支持或政府部門信用擔保的金融中介機構」⁷²。2010 年 11 月，G20⁷³於首爾峰會上，認為「影子銀行的規制與監理」亟需解決，並要求金融穩定委員會（Financial Stability Board，FSB）提出政策建議；而歐盟執行委員會（European Commission）、IMF 等組織，也都針對影子銀行提出了相關之研究報告。

⁶⁸ 同前註。

⁶⁹ 同前註。

⁷⁰ See supra note 42, at 53.

⁷¹ 閻慶民、李建華，前揭註 6，頁 33。

⁷² Tobias Adrian, Zoltan Pozsar, Adam Ashcraft, Hayley Boesky, *Shadow Banking 4-5.*(Federal Reserve Bank of New York Staff Reports no. 458, Jul 2010: revised Feb 2012)

⁷³ G20 最初係由 G7 之財政部長於 1999 年 9 月倡議組成，目的在於防止類似亞洲金融風暴的重演，使相關各國就國際經濟、貨幣政策進行非正式對話，以利國際金融和貨幣體系的穩定。其成員國除原 G7 國家外，加入了俄羅斯、歐盟、澳洲、中國、南非、阿根廷、巴西、印度、印尼、墨西哥、沙烏地阿拉伯、土耳其及韓國。其後，於 2009 年 G20 巴茲堡峰會上，各國一致認為 G7 長期主宰全球經濟的時代已告一段落；相對地，為建立更穩定的全球經濟環境，並反映新興工業國家的重要性，G20 之政策協調功能更為重要，從而宣布該組織將取代 G7，成為全球經濟合作的主要論壇。
See Philippe Wojazer, *G20 to replace G8 as main economic forum*, ABC News. Retrieved from <http://www.abc.net.au/news/>



第一項 金融穩定委員會之定義

FSB 之前身為金融穩定論壇（Financial Stability Forum，FSF），係於 1999 年七大工業國組織（G7）⁷⁴之金融部會及中央銀行首長所創立，其宗旨在於強化各國監理機關之合作，俾維持國際金融體系之穩定。而 2008 年全球金融海嘯後，於 2009 年 4 月 2 日倫敦峰會上，與會各國代表一致認為，隨著新興市場國家對全球經濟增長與金融穩定的影響日益顯著，各成員國應接納中國、巴西、印度等新興經濟體，同時也認為原有之 FSF 架構已不敷使用。為強化該機構之地位並擴大會員國資格，G20 決議設立 FSB，取代 FSF 成為全球性的金融監理機構。同年 6 月 26 日，FSB 在瑞士巴塞爾（Basel）成立，於翌日正式開始營運⁷⁵。

FSB 於 2011 年 4 月發表的《影子銀行：劃定範圍》（Shadow Banking: Scoping the Issues）報告中，提出了辨識影子銀行之兩階段判斷標準。首先，將銀行外的所有非銀行信用中介機構均囊括在內，以確保所有潛在風險均受到監理；其次，監理機關應將重心放在其中涉及任何期限/流動性轉換、不完全信用風險移轉及槓桿操作等隱含系統性風險及監理套利的分支機構⁷⁶：

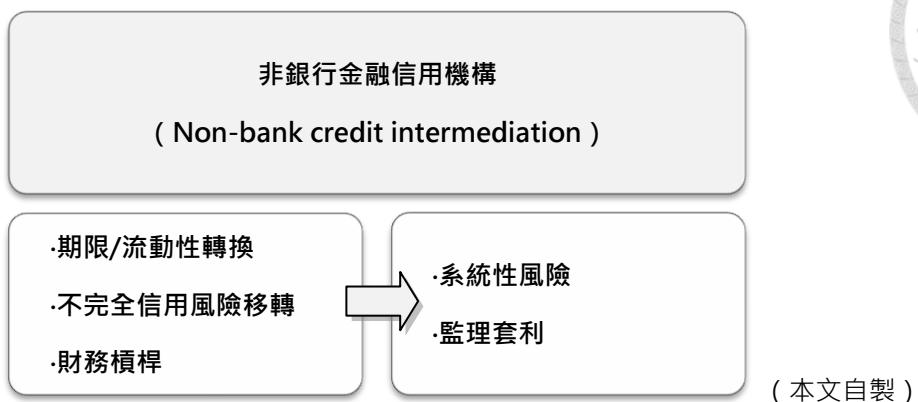
⁷⁴ G7 之成員國包含美國、加拿大、英國、法國、德國、義大利及日本。

⁷⁵ FSB 網站：<http://www.fsb.org/about/history/>（最後瀏覽日：03/01/2018）

⁷⁶ See FSB, *supra* note 3, at 3.



圖 2：金融穩定委員會對影子銀行之定義





第一款 非銀行之信用中介機構

信用中介係指（1）「授與信用」（extending credit，包括直接或作為信用中介供應鏈一環），及（2）「促進」（facilitating）信用中介過程之實體或活動。典型之例為債券及結構型金融商品；反之，單純股權及外匯交易等活動因不具有信用中介功能，故不屬之。除此之外，亦應排除已受有高度規範及監理的銀行體系（regular banking system）⁷⁷。

於「主體」（entities）面，影子銀行可指單一機構，惟其更常以多數金融機構共同組成信用中介鏈之形式存在，並有銀行或銀行之子公司參與其中；於「活動」（activities）面，銀行可能向批發性融資市場籌措短期資金，或向影子銀行融資而對影子銀行產生暫時性曝險⁷⁸。

第二款 可能引發系統性風險與監理套利

由於非銀行之信用中介機構所從事之業務將涉及期限/流動性轉換、不完全信用風險移轉和槓桿操作，故 FSB 認為應將監理重點進一步限縮並強化於可能產生系統性風險和監理套利之活動⁷⁹。

一、系統性風險

非銀行金融機構透過期限/流動性轉換及槓桿操作，可取得「類似銀行」（bank-like）的信用中介功能，例如藉由短期或可贖回債務——短期資產擔保商業本票、附買回交易和貨幣基金投資工具等——籌措類似存款之高流動性資金，並

⁷⁷ *Id.* at 2.

⁷⁸ *Id.*

⁷⁹ *Id.* at 3.



將其轉換為長期性資產；甚或於過程中以再投資、再質押方式進行高度槓桿操作。但因影子銀行未如銀行具有嚴格監理及政府擔保（backstop），當景氣逆轉致投資人大量撤回資金時，去槓桿效應及資產拋售之系統性危機將更為失控。此外，若銀行亦參與影子銀行之交易或投資影子銀行發行之金融商品，兩大體系的互動將對高度財務槓桿產生加乘效應，提高資產價格泡沫化的風險⁸⁰。

二、監理套利

於金融創新下，新興的信用中介方式較不透明且受到較低度的監理，既存的「銀行/非銀行」二分監理模式，已無法完整的囊括其日趨模糊的界線及影子銀行的創新型態。影子銀行從事期限/流動性轉換及槓桿操作等信用中介活動，與銀行體系十分相似，卻未受相同的監理要求，其較低的風險成本承擔及較高的融資優勢即產生了監理套利的誘因。更有甚者，為規避銀行法規對資本適足率及流動性等限制俾進行更高度槓桿操作，銀行自身也可能利用影子銀行來規避資本及流動性限制，如以 ABCP 取代在巴賽爾協定下資本提列要求較高的一般性放款⁸¹。監理套利的誘因及相關風險大幅削弱了長久以來對銀行監理之進程與成效，也提高金融體系之風險與不穩定性。

⁸⁰ *Id.*

⁸¹ *Id.*



第二項 歐盟執行委員會之定義

歐盟執行委員會在 2012 年 3 月提出之《影子銀行綠皮書》（Green Paper on shadow banking），及 2013 年以該綠皮書為基礎提出之《影子銀行——應對金融領域之新型態風險》（Shadow Banking - Addressing New Sources of Risk in the Financial Sector）中，大致上係以 FSB 對影子銀行之定義為基礎，列舉出可能屬於影子銀行體系中之「主體」及「活動」態樣，如表 1：

表 1：歐盟執行委員會對影子銀行之定義

主體
<ul style="list-style-type: none">進行流動性和/或期限轉換之特殊目的機構 如：資產擔保商業本票發行機構、特殊投資工具（Special Investment Vehicles）和其他特殊目的機構（Special Purpose Vehicles, SPV）。募集或提供類似存款性質之資金，可能面臨大規模贖回（擠兌）危機 如：MMF 和其他類型之投資基金。提供信用或槓桿操作之投資基金 如：指數型證券投資信託基金（Exchange Traded Fund, ETF）。提供信用或擔保而涉及信用風險移轉之金融公司和證券化機構，或進行流動性和/或期限轉換而未受銀行法規監理者。發行或擔保信用型商品的保險和再保險業務。
活動（作為非銀行之重要資金來源）
<ul style="list-style-type: none">證券化證券化貸款及附買回交易

資料來源：European Commission (2012) , Green Paper on shadow banking 3-4.



第三項 國際貨幣基金組織之定義

IMF 係於 1945 年，依布萊頓森林協定 (Bretton Woods Agreements) 所設立，其宗旨在於維持國際金融市場的穩定。截至 2017 年止，IMF 共有 189 個會員國，致力於促進全球貨幣合作及國際貿易、確保金融穩定，並提高就業率及經濟成長⁸²。有鑑於影子銀行之崛起，IMF 於 2014 年先後提出「功能性方法」(functional approach) 和「非核心負債法」(noncore liability) 來定義影子銀行。整體而言，IMF 之定義方式著重經濟層面與影子銀行規模之評估。

第一款 功能性方法

IMF 之研究部門於 2014 年發表之《何謂影子銀行》研究報告中，將影子銀行定義為「傳統銀行之外，以公/私部門為最後擔保 (backstop) 之所有金融活動」⁸³。此法除了可以囊括過去曾出現之典型影子銀行活動外（如表 2），亦能觸及新興之影子銀行活動，如美國代理房地產投資信託（agency real estate investment trust，REIT）、「槓桿融資和再保險等業務」⁸⁴。

⁸² IMF 網站：<http://www.imf.org/en/Countries>（最後瀏覽日：03/01/2018）

⁸³ Stijn Claessens, Lev Ratnovski (2014). *What Is Shadow Banking?* 4 (IMF Working Paper No. 14/25)

⁸⁴ *Id.*

表 2：國際貨幣基金組織對影子銀行之定義

傳統機構中介	典型影子銀行活動 (shadow banking)	傳統市場中介
<ul style="list-style-type: none"> · 銀行業務 · 保險業務 	<ul style="list-style-type: none"> · 證券化 請求權分層、期限轉換、銀行提供流動性予 SIV、MMF 淨值之支撐 · 擔保服務，主要通過經紀商銀行 附買回交易 / 店頭衍生性商品 / 主要經紀業務中之重複擔保、證券借貸 · 銀行之批發性融資活動 (三方) 附買回交易 · 非銀行之存/貸款活動 由保險公司和銀行分支機構所進行者 	<ul style="list-style-type: none"> · 資本市場 避險基金、投資銀行、承銷商、造市商、託管商、經紀商 · 非銀行部門 租賃公司、金融公司

資料來源：Stijn Claessens & Lev Ratnovski (2014), *What Is Shadow Banking?*⁴

傳統銀行透過單一資產負債表移轉風險，於嚴謹的規範、監督及資本緩衝保障下，將具有風險之貸款轉化成安全的存款。而影子銀行則於資本市場中透過各種不同方式「出售」其風險來分散、移轉之⁸⁵。惟於此同時，部分罕見、系統性的殘餘風險 (residual risk) —— 亦稱尾端風險 (tail risk) —— 仍可能保留於原機構，例如證券化中系統性的流動性風險、附買回交易或證券借貸中大額借款人之破產風險，以及非銀行信貸（例如槓桿收購）過程積累之信用風險，故從事影子銀行活動之金融機構，需證明其有足夠能力吸收這些殘餘風險，以提高投資人之投資意願⁸⁶。

然而，由於影子銀行大多作為信用中介的渠道，並非以賺取利益為最終目的，故也缺乏自行吸收全部風險的能力。因此，影子銀行通常藉助易於測量、評價和流通之「硬資訊」(hard information)，如信用評等分數等標準化訊息，使資本市場願意承擔其移轉之風險；反面言之，也凸顯出影子銀行缺乏足夠的內部資本作

⁸⁵ *Id.*

⁸⁶ *Id.*



為殘餘風險之緩衝。有鑑於此，IMF 認為影子銀行需要獲得來自外部的最後擔保機制作為保障，而該機制須有充沛吸納風險之能力⁸⁷。

獲得外部性最後擔保機制之途徑有二：一為私部門，主要為金融機構之特許價值（franchise value）⁸⁸，如大多數之影子銀行活動均係由大型銀行或金融機構所進行或承擔風險；二為政府之直接或間接擔保，例如對「太大不能倒」(too-big-to-fail) 金融機構、參與影子銀行業務之大型銀行或附買回交易之清算/經紀銀行提供隱性擔保，以及對借款人之破產豁免規定等，皆屬實務上公部門擔保之機制⁸⁹。IMF 指出，是否以公/私部門為最後擔保(backstop)，可做為辨別影子銀行之試金石(litmus test)⁹⁰。例如一般資本市場活動（表 2 右欄，如託管商、造市商）因不涉及風險移轉或不特意追求風險趨避（如避險基金，其性質本為高風險及高收益），即無須外部風險吸收能力，應排除於影子銀行以外。而由於殘餘風險及低利潤之特性，需求最後擔保作為後盾者，方屬具備系統重要性之影子銀行⁹¹。

透過功能性方法，IMF 自「活動」的角度來定義影子銀行行為(shadow banking)，而不論進行該活動之主體係銀行或非銀行金融機構。以證券化為例，除以設立特殊目的機構之方式進行外，即使是由銀行直接於資產負債表上為之，仍屬影子銀行行為之範疇⁹²。

⁸⁷ *Id.*

⁸⁸ 特許價值（franchise value）最初係指銀行證照之價值。由於銀行業受到特殊監理，故其許可或執照係屬不可轉讓之資產，而其價值是當銀行的基本職能、員工和客戶等維持不變時，預期從其新業務中獲取的淨收入之現值。因此，此處之「特許價值」係指金融機構自得到保護的市場、聲譽、規模經濟和資訊優勢中，所獲取的未來利潤現值。理論上，當特許價值越高時，金融機構會傾向謹慎經營以維持其特許權；反之，於破產或被強制關閉時，特許價值會隨之消失。參見殷孟波(2015)，《金融業全面開放下的商業銀行信貸行為研究》，元華文創，頁 66-67。

⁸⁹ *Supra note 53.*

⁹⁰ *Id.*

⁹¹ *Id.*

⁹² IMF (2014). *Global Financial Stability Report: Risk Taking, Liquidity, and Shadow Banking* 68.



第二款 非核心負債法

於 2014 年 10 月發表之全球金融穩定報告及 2015 年之研究報告中，IMF 再度針對影子銀行提出「非核心負債法」（noncore liabilities approach）之判斷標準。此一定義將負債方式及資金募集管道區分為「核心」（core）及「非核心」（noncore），前者專指銀行存款；其他非銀行存款之金融中介方式，即落入後者之範疇，屬於影子銀行⁹³。換言之，由於資產負債表中之「負債」等同於金融機構的資金來源，故不屬「銀行存款」此一典型的負債項目者，於非核心負債法中均被劃歸為影子銀行。非核心負債法有別於其他多數定義方式，於主體面同時涵蓋了「銀行」及「非銀行」兩者⁹⁴。非核心負債（即影子銀行之負債方式）又可自三個面向檢視：

一、金融機構

包含：（1）銀行；（2）MMF；以及（3）所有非銀行金融機構，排除 MMF 以外之投資基金、保險公司、退休基金以及金融附屬活動（financial auxiliaries）⁹⁵。

若證券化是通過設立特殊目的機構所進行，則屬於影子銀行，此點在多數影子銀行之定義下皆然。惟若銀行直接於其資產負債表上從事證券化活動（on-balance sheet securitization）所發行之證券，在 IMF 之定義方式下，仍然會落入影子銀行之範疇。換言之，IMF 認為信用中介鏈中的所有金融機構均可能會發行非核心負債，而銀行亦不能排除在外；況於影子銀行中，銀行所扮演的角色極為顯著而不容忽略。故透過銀行之表內證券化活動，能更加清楚地詮釋銀行亦為潛在非核心負債之發行機構⁹⁶。

⁹³ See Artak Harutyunyan, Alexander Massara, Giovanni Ugazio, Goran Amidzic, Richard Walton, *Shedding Light on Shadow Banking* (IMF Working Paper, no.15/1, Jan 2015)

⁹⁴ IMF, *supra* note 92, at 91.

⁹⁵ Artak Harutyunyan et al. *supra* note 93, at 7-8.

⁹⁶ *Id.*



其次，由於投資基金、保險公司和退休基金所提供之金融服務，通常不會涉及信用中介，故 IMF 將其排除於影子銀行之外⁹⁷。其中較有爭議者為投資基金（investment fund），IMF 認為投資基金之商業模式係「代理」客戶投資，並由客戶自行承擔損失之風險，故並不直接涉及信用提供或期限轉換之活動；而於實務操作層面，由於現階段尚缺乏更細緻之基金資產負債表種類，縱或投資基金中不乏有發行非核心負債者，現有之數據資訊尚不足以將其區分出來並納入影子銀行之評估⁹⁸。

二、持有人

指非核心負債之債權人和交易對手，可分為三大類，包括：（1）最終國內債權人（ultimate domestic creditor）；（2）其他國內發行非核心負債之機構；及（3）非居民債權人（nonresident creditor）⁹⁹。

三、金融工具

非核心負債之資金係來自發行債權憑證、貸款、MMF 受益憑證，和收受非屬核心負債類型之限制性存款（restricted deposits）¹⁰⁰。由於一金融機構之資產同時代表了他方之負債，故非核心負債可以進一步依統計方式分為毛額（廣義）及淨值（狹義）兩種類型，差別在於是否將影子銀行內部相互流動之部位（intra-SBS balance sheet positions）——而非終端之價值——亦納入計算。例如：銀行持有證券化機構所發行之債權憑證。此一債權憑證之價值將會納入廣義統計方式中，但排除於狹義計算方式以外。二者之區別實益在於，廣義之統計方式能反映影子銀行相互曝險及關連之程度，於金融穩定之評估更具實效性；而狹義統計方式則可

⁹⁷ *Id.*

⁹⁸ *Id.*

⁹⁹ *Id.* at 9.

¹⁰⁰ *Id.*



得出影子銀行對於總體經濟環境之曝險¹⁰¹。最後，IMF 也承認了相較於與其他文獻，此種劃定方式僅排除了「存款」，可能導致射程範圍過廣，惟囿於現有數據精細程度之限制及資訊之可取得性，影子銀行之定義及規模評估仍需隨觀念的發展，持續地論證、調整¹⁰²。

圖 3：IMF 之金融體系架構

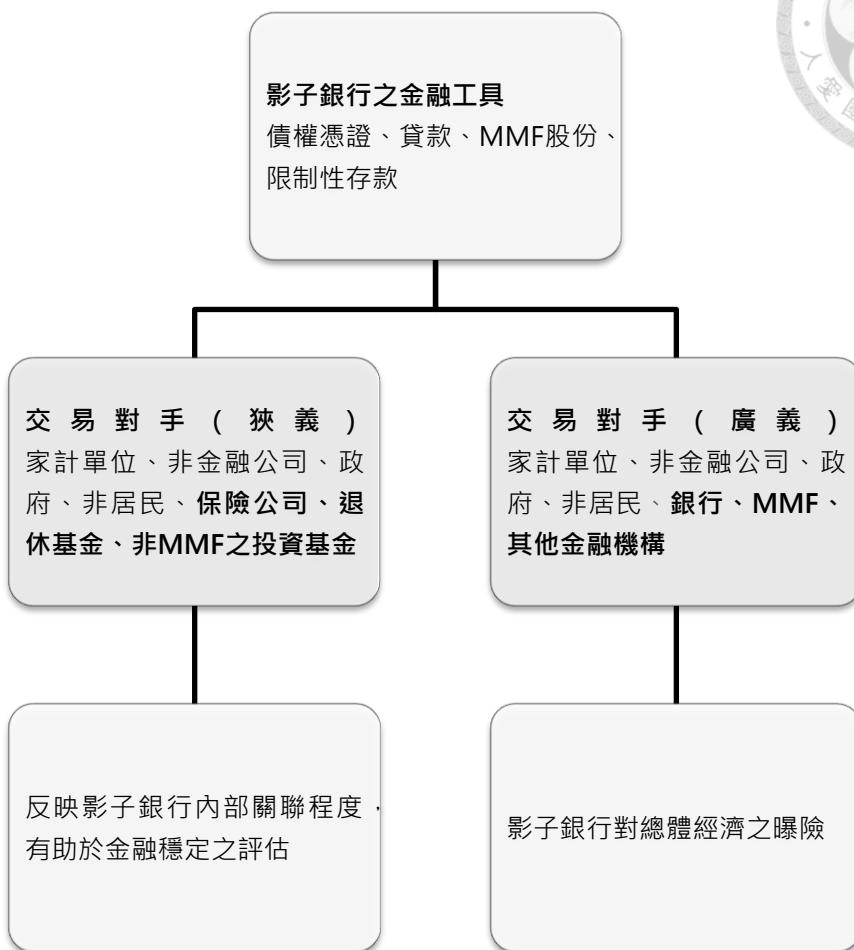


資料來源：Artak Harutyunyan, Alexander Massara, Giovanni Ugazio, Goran Amidzic, Richard Walton, *Shedding Light on Shadow Banking* 9.

¹⁰¹ *Id.*

¹⁰² *Id.* at 10-11

圖 4：影子銀行之金融工具與交易對手^{*}



* 參照金融機構之類型，於狹義統計方式中，交易對手僅包含部分之「其他金融機構」；而廣義統計方式則囊括除中央銀行以外之所有金融機構。

資料來源 : Artak Harutyunyan, Alexander Massara, Giovanni Ugazio, Goran Amidzic, Richard Walton, *Shedding Light on Shadow Banking* 12.

第四項 小結—本文對影子銀行之定義

影子銀行重要性隨著金融海嘯浮上檯面，自 G20 要求 FSB 提出強化影子銀行監理之建議後，FSB 即持續致力於各項政策的建構與整合，相繼推出了一系列關於影子銀行之研究報告，如賦予影子銀行明確定義之《影子銀行：劃定範圍》、2011 年 10 月發表之《影子銀行：加強監督和管制》等，以及每年度公布之全球影



子銀行監理報告，對影子銀行之探討及監理改革極具影響力。其所提出對於影子銀行之定義亦較為普及且具權威性¹⁰³，並為多數監理機構所採納或援用，例如歐盟執行委員會以 FSB 對影子銀行之定義為基礎，進一步列舉影子銀行之態樣¹⁰⁴；IMF 亦以之為藍本進行限縮及調整¹⁰⁵。故本文亦試以 FSB 對影子銀行之定義為基礎，據以分析影子銀行具備之要件與特徵。

第一款 非銀行金融機構

非銀行金融機構（nonbank financial institution）所指稱之範圍極為廣泛。如於歐盟，非銀行金融機構泛指「保險業務、退休基金和其他金融中介機構¹⁰⁶（other financial intermediary，OFI）」¹⁰⁷。而依據美國《Dodd-Frank 華爾街改革與消費者保護法案》（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act，簡稱 Dodd-Frank 法案），非銀行金融機構（法案中之用語為 nonbank financial company）係指「主要從事金融活動者」¹⁰⁸；此處之「金融活動」係指具有財務性質的活動，包括持有一個以上要保存款機構之所有權或控制權¹⁰⁹。具體而言，非銀行金融機構通常指投資銀行、保險公司、共同基金、政府贊助機構等¹¹⁰。FSB 劃定影子銀行範圍之方式，即係以所有非銀行金融機構為基礎，再排除當中不直接提供信用中介者（如股權投資基金）。

¹⁰³ 閻慶民、李建華，前揭註 6，頁 35。

¹⁰⁴ European Commission (2012), *Green Paper on shadow banking 3-4.*

¹⁰⁵ IMF, *supra* note 92, at 73.

¹⁰⁶ See *supra* note 10.

¹⁰⁷ European Commission, *supra* note 11.

¹⁰⁸ 12 U.S. Code § 5311(a)(4)

¹⁰⁹ 12 U.S. Code § 5323(c)(5)

¹¹⁰ Daniel Schwarz & David Zaring, *supra* note 13.



第二款 信用中介

信用中介係指從事信用創造和轉換、融通資金之業務¹¹¹，包含了「授與信用」及「促進」信用中介過程之實體或活動¹¹²。商業銀行與非銀行金融機構均作為短期債務與非流動性資產之中介；其相異處在於商業銀行以「存款」作為資金來源，而非銀行金融機構則以市場為基礎，透過交易鏈進行中介活動，其負債項目為經由發行商業本票、附買回交易、或類似的結構型信用工具而自資金供給者處所籌得之資金，並由 MMF、等其他金融機構購買，最終流向潛在的資金需求者¹¹³。故非銀行之信用中介同樣涉及資金於供給/需求者間之流動，惟其參與者可能為單一、或是由不同機構串聯而成¹¹⁴。換言之，非銀行信用中介係指將銀行之功能分配至不同的非銀行金融中介機構間，兩者均進行期限與流動性轉換、財務槓桿之操作及信用風險移轉¹¹⁵，被 FSB 視為係影子銀行主要風險來源，具有可引發系統性風險之特徵¹¹⁶。其具體之運作過程詳述如下：

一、期限與流動性轉換

「期限轉換」（maturity transformation）係指金融機構以短期資金融通中長期放款之行為。短期性資金屬負債，而長期性放款則為資產，因此借貸活動即隱含期限轉換的風險¹¹⁷。「流動性」（liquidity）則指金融機構資產轉換成現金的時間與付出代價的程度¹¹⁸，故資產的流動性與期限轉換密切相關。

¹¹¹ 閻慶民、李建華，前揭註 6，頁 82。

¹¹² FSB, *supra* note 3.

¹¹³ European Commission, *supra* note 107, at 4.

¹¹⁴ *Id.*

¹¹⁵ FSB, *supra* note 3.

¹¹⁶ *Id.*

¹¹⁷ David Luttrell et al. 前揭註 38，頁 146。

¹¹⁸ 黃昱程，前揭註 15，頁 78。



二、財務槓桿操作

財務槓桿 (financial leverage) 係指利用借貸資金進行投資，以獲得高於資金成本的報酬率。槓桿操作在為貸方創造機會的同時，也增加了風險；資產價值的漲跌波動，都會放大權益部位的波動。故槓桿程度即在衡量金融機構籌資所帶來的風險程度，又稱為「資產負債表槓桿」或「舉債程度」¹¹⁹。

三、信用風險移轉

信用風險 (credit risk) 又稱違約風險或倒帳風險 (default risk)，指債務人無法履行契約約定所造成的損失，包含到期不能收回債權、放款變成呆帳、票債券不能還本付息風險等¹²⁰。「信用風險移轉」 (credit risk transfer) 則為一種風險管理方式，主要包含貸款銷售、資產證券化以及近年來發展迅速的信用衍生性商品，如商業銀行通過各種金融工具將信用風險轉移到其他銀行或其他金融機構。隨著金融市場發展，非銀行金融機構也可能進入信用風險轉移市場進行交易¹²¹。

銀行及非銀行金融機構在移轉信用風險時，同時可能承擔其他風險，如交易對手風險、營運風險或流動性風險，甚至未完全移轉而造成的不完全信用風險移轉。如：當銀行將資產出售給另一機構，同時對其提供資產擔保；或為了聲譽之維護而在該資產出現問題時仍須買回，則銀行仍間接暴露於該資產的信用風險¹²²。非銀行金融機構於購買信用違約交換 (credit default swap, CDS) 進行信用增級時，也同時會面臨新的交易對手風險，此時信用風險不但未完全移出，還將產生其他風險之情況，即屬不完全信用風險移轉¹²³。

¹¹⁹ 謝人俊、吳宗綱 (2010)，〈槓桿操作在金融危機中扮演之角色〉，《全球金融危機專輯(增訂版)》，頁 215。

¹²⁰ 黃昱程，前揭註 15，頁 245。

¹²¹ David Luttrell et al. 前揭註 38，頁 146。

¹²² 閻慶民、李建華，前揭註 6，頁 87。

¹²³ 同前註。



綜上所述，可排除部分非屬影子銀行之非銀行金融機構。如對於保險公司及退休基金，由於較不涉及期限/流動性轉換及債券交易等，FSB 認為狹義之影子銀行應排除「單純從事人壽保險業務之保險公司」¹²⁴；而歐盟執行委員會認為影子銀行僅包含「發行或擔保信用型商品」之保險和再保險業務¹²⁵；IMF 則基於保險公司和退休基金所提供之金融服務通常不涉及信用中介之觀點，將其排除於影子銀行體系之外¹²⁶。

進步言之，保險業與一般金融中介機構之相同點，在於資產負債表中「短期流動性債務」與「長期非流動性資產」之組合。相異點則在於傳統之保險業定位，係藉由大數法則 (law of large number) 分散風險，屬於風險中立者 (risk-neutral)；被保險人可藉由支付一定價格並以保險利益為前提，將風險轉嫁予承保人，再由承保人以多元化之保險契約承擔或有債務¹²⁷。故傳統的保險業與其他金融中介機構所提供之金融服務有所不同：銀行、證券公司等非保險金融機構大多以資金供給/需求者間資產錯配之方式進行風險媒介 (risk intermediation)，其金融服務所提供之報酬率與相關資產的投資表現有關，而非如保險業取決於一不具關連性事件（即保險事故）之發生機率¹²⁸。

其次，FSB 指出由於退休基金一般放眼長期性投資，對於金融穩定有積極的效益，且其流動性轉換和財務槓桿亦相對較低；IMF 亦認為退休基金通常不涉及信用中介¹²⁹，故兩者均將其排除於影子銀行之外。儘管如此，若將退休基金進一步分為「確定給付制」 (defined benefit，發起人向基金投資人支付經固定公式計

¹²⁴ FSB, *supra* note 3, at 3.

¹²⁵ European Commission, *supra* note 104.

¹²⁶ IMF, *supra* note 92, at 72.

¹²⁷ Turk & Matthew C., *The Convergence of Insurance with Banking and Securities Industries, and the Limits of Regulatory Arbitrage in Finance*, COLUM. BUS. L. REV. 967, 980 (2015)

¹²⁸ *Id.*

¹²⁹ IMF, *supra* note 93.



算之數額，並由發起人自行承擔基金資產不足以支付的風險）和「確定提撥制」（defined contribution，基金投資人之獲益來自所提撥之準備金及其投資所得，並由投資人承擔基金資產不足以提供足夠退休資金的風險），後者因可能面臨投資組合重組、出售資產之需求所帶來的流動性壓力，從而仍有其脆弱性¹³⁰。

附言之，IMF 所提出之非核心負債法將「銀行」涵蓋在影子銀行之範圍內。惟由於 IMF 之功能定位著重於經濟層面，利用已知之數據資料評估影子銀行之規模，又因現有資料庫尚無法取得更理想之資產負債表種類，致無法做出更細緻的區分、評估¹³¹，故依「負債項目」作為分類，應係 IMF 於現實中可行，又仍可大致區分影子銀行類型及資金流動狀況之手段。惟有鑑於金融海嘯期間，銀行監理規範未能涵蓋之資產負債表表內外主要風險及衍生性金融商品相關之曝險，成為危機擴大的關鍵因素，巴塞爾資本協定 III (Basel III) 已陸續擴大並調整了銀行風險性資產涵蓋範圍，包括提高複雜型資產證券化金融工具之風險權數並要求銀行採嚴謹的信用分析、計算壓力情境下的市場風險值 (stressed value-at-risk) 、增加計提增額風險 (incremental risk) 所需資本，以及強化交易對手風險之資本計提及風險管理等，均在總體經濟與金融監理政策上予以重新設計，使銀行具備有降低整體系統性風險的預見能力¹³²；加上銀行固有之存款保險制度及中央銀行之流動性擔保，得有效防止銀行擠兌。就監理觀點而言，已有極為嚴謹之監理規範，應排除於影子銀行之外。但不容忽略的是，銀行仍可能向批發性融資市場籌措短期資金或向影子銀行融資而對影子銀行產生暫時性曝險¹³³。

¹³⁰ FSB, *Global Shadow Banking Monitoring Report 2016* 7 (10 May 2017)

¹³¹ Artak Harutyunyan et al. *supra* note 93, at 7-8.

¹³² 郭照榮、李宜熹、陳勤明（2013），〈Basel III 對金融穩定及貨幣政策之影響〉，《中央銀行季刊》35 卷 2 期，頁 13。

¹³³ FSB, *supra* note 3, at 2.



第三款 未受政府明確、直接之信用增強，可能引發系統性風險

信用中介通常需透過第三方之流動性和信用擔保來增強，最常見的方式為提供流動性或信用賣權。若擔保機制係由公部門所提供之，可謂「正式」（officially）達到信用增強之效果，例如獲得存款保險和中央銀行流動性援助之保障¹³⁴。而除政府直接、明確提供擔保外，金融機構於信用中介過程中，依所取得之政府信用增強之「強度」（strength），尚可分為表3之四種類型¹³⁵。

表 3：公部門（政府）擔保態樣

	直接 (direct)	間接 (indirect)
明確 (explicit)	存款機構（銀行）的資產負債表內活動，藉由存款保險和中央銀行之流動性機制獲得信用增強。	存款機構（銀行）的資產負債表外活動，如對導管機構（conduit）提供信用額度，通常係因資本套利、監理套利而生。
隱性 (implicit)	由政府贊助機構所發行或擔保之債務，間接自納稅人處取得信用增強之利益。	包含 MMF 、銀行附屬（bank-affiliated）之避險基金等資產管理業務，以及保管銀行之證券借貸活動，其得否獲得政府擔保或援助仍為未定之數。

參考資料：Tobias Adrian & Adam Ashcraft, *Shadow Banking: A Review of the Literature 3.*

相較於傳統銀行所受之公部門（public-sector）擔保，於2008年金融海嘯之前，影子銀行所仰賴之私部門（private-sector）流動性及信用賣權，同樣被認為十分安

¹³⁴ Tobias Adrian et al. *supra* note 72.

¹³⁵ Tobias Adrian & Adam Ashcraft, *Shadow Banking: A Review of the Literature 3* (Federal Reserve Bank of New York Staff Reports no. 580, Oct 2012)



全¹³⁶。換言之，影子銀行的民間信用及流動性增強被視為足以等同傳統銀行的防護保障¹³⁷。然雖民間部門的安全網在平時能適當地保護影子銀行，惟在危機高峰時，由於市場參與者對提供擔保的機構失去信心，這些保護措施將在極端市場壓力下失靈。而一旦民間部門開始質疑信用/流動性賣權賣方之償付能力，影子銀行所剩資本又不足彌補時，則惟有政府提出信用保證及流動性機制等一系列措施來補足失靈的民間資金備援，方能平息影子銀行之擠兌¹³⁸。

雖然政府未直接支持影子銀行活動，然由於提供影子銀行信用或流動性增強之金融機構大多受有公共安全網之保障，影子銀行的活動及負債往往間接獲得政府支援；於隱性擔保部分，不論是 GSE，或避險基金、MMF、證券借貸等投資銀行業務，雖然其於危機時得否獲得政府援助仍為未定之數，然隱性之政府擔保已足以使其信用中介功能獲得強化¹³⁹。換言之，此種非銀行金融機構獲得政府之隱性擔保及信用增強之好處，同時又無需負擔其邊際社會成本（如存款保險之保費、資本計提要求等），導致其得以不受阻礙的發展、壯大。亦有學說指出，對影子銀行業較佳之定義係指缺乏政府明確信用增強之市場基礎中介活動，亦為判斷影子銀行中介活動的顯著特徵，使其易受擠兌事件的傷害¹⁴⁰。更有學者直接指明了：影子銀行就是旨在「從政府安全網榨取 (extract) 隱性補貼」之金融活動。於私部門之資本枯竭之際，政府安全網即形同一隱性之擔保契約，為納稅人之損失提供資金挹注¹⁴¹。

¹³⁶ *Id.*

¹³⁷ Harvey Rosenblum et al. 前揭註 38，頁 149。

¹³⁸ 同前註。

¹³⁹ Tobias Adrian & Adam Ashcraft, *supra* note 135, at 3.

¹⁴⁰ Harvey Rosenblum et al. 前揭註 38，頁 149。

¹⁴¹ Edward J. Kane, *Shadowy Banking: Theft by Safety Net*, 31 YALE J. ON REG. 773, 776 (2014). 作者使用「Shadowy banking」一詞，涵蓋範圍大於一般所稱之「Shadow banking」，指任何意圖從國家之金融安全網榨取隱含保證，而向納稅人隱匿其損失曝險程度，且其負債結構中實際上並不足以填補該可能之損失者。



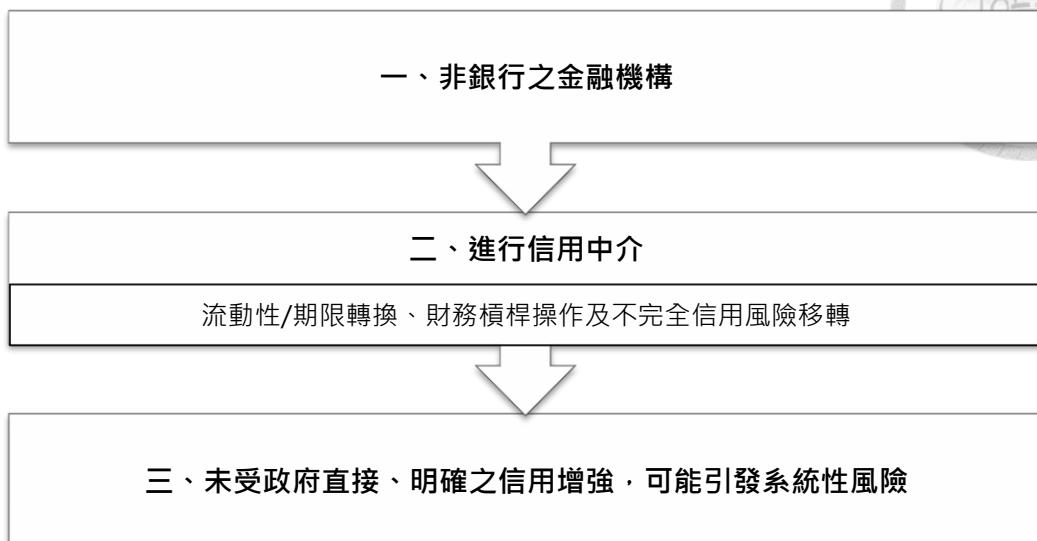
其次，於投資理論中，投資風險和市場風險呈現負相關或缺乏關聯性，多元化投資組合之投資風險藉由隨機分配而相互抵銷，產生零風險的投資組合。然而，投資風險和系統性風險卻是呈現正相關，無法倚賴其多元化而消除¹⁴²。而隨著非銀行金融機構之發展，系統性風險之傳染途徑從傳統具有關鍵「金融中介」地位（critical financial intermediaries）的銀行，轉而聚焦於非典型之資本市場或其他機構；而由於商業銀行通常也會投資非銀行金融機構所發行之金融商品，使雙方之密切關連，於金融危機時將加速去槓桿化行為（deleveraging）及外溢效應，同時提高資產價格泡沫化的風險，而一同捲入系統性風險之中¹⁴³。

綜上所述，影子銀行之監理重點，應係具備信用中介功能，而可能產生系統性風險之非銀行金融機構；而之所以可能引發系統性風險，原因在於其未受明確、直接之政府安全網機制作為後盾，因而容易遭受擠兌，並致使危機於金融市場上無法抑止的擴散、蔓延。故影子銀行之判斷，應綜合考量其於金融體系中所扮演之角色及功能，與系統性風險之問題，其標準如圖 5。

¹⁴² 徐肇鴻（2013），〈由經濟觀點論銀行體系中系統風險之成因及事後處理機制之規範原則〉，《東吳法律學報》，24 卷 3 期，頁 105。

¹⁴³ FSB, *supra* note 3, at 4.

圖 5：本文對影子銀行之定義



(本文自製)



第三章 影子銀行之種類及信用中介過程

在金融市場上，「影子銀行」包含了投資銀行、避險基金、結構性投資工具和 MMF 等，為信用市場、資本市場、衍生性金融商品和大宗商品交易、槓桿投資領域的主要參與者¹⁴⁴。而影子銀行之信用中介過程比商業銀行更複雜，也更趨專業化。商業銀行吸收存款與「發放—持有」貸款的傳統經營模式，使其在信用中介過程中集期限轉換、流動性轉換以及信用轉換於一身（under one roof）；而影子銀行與其期限、流動性及信用轉換的功能均相似，惟其資金流動係發生在多個機構間，而不只存在單一機構之資產負債表中；亦即這三種轉換分別由各類影子銀行、利用各式市場籌資工具，在不同且連續的交易鏈階段完成信用中介¹⁴⁵。為此，影子銀行可被視為一個「在眾多專業的非銀行金融機構中，重新分配商業銀行三大功能的體系」¹⁴⁶。影子銀行透過迂迴的方式完成信用中介，顛覆了傳統金融理論認為僅有「銀行」具有提供流動性及信用給家計單位、企業及金融市場之功能¹⁴⁷。

FSB 將影子銀行之信用中介鏈，區分為「貸款創始→貸款倉儲→證券化→分配/批發性融資」等四個步驟，其中涉及資產擔保商業本票導管機構（ABCP conduit）、特殊目的機構（speical purpose vehicle, SPV）、結構型投資工具（structured investment vehicle, SIV）、MMF 及避險基金等¹⁴⁸。紐約聯邦準備銀行所提出關於影子銀行之報告中，則將影子銀行信用中介過程區分為圖 6 之七個階段¹⁴⁹：

¹⁴⁴ 辛喬利（2011），《影子銀行的金錢王國—透析華爾街操控世界的金融投資工具》，頁 38，台北：梅霖文化事業有限公司。

¹⁴⁵ David Luttrell et al, 前揭註 38，頁 153。.

¹⁴⁶ 王儼容（2016），〈中美影子銀行之比較—自影子銀行特性及監理層面探討〉，《兩岸金融季刊》，4 卷 4 期，頁 8。

¹⁴⁷ David Luttrell et al, 前揭註 38，頁 150。

¹⁴⁸ FSB, *supra* note 3, at 9.

¹⁴⁹ Tobias Adrian & Adam Ashcraft, *supra* note 135, at 15-16.



圖 6：紐約聯邦準備銀行之影子銀行信用中介過程



資料來源：Tobias Adrian & Adam Ashcraft, *Shadow Banking: A Review of the Literature* 15-16 (Federal Reserve Bank of New York Staff Reports no. 580, Oct 2012)

故本文擬參照上述參與影子銀行信用中介過程之機構與活動，以資金流動之途徑，劃分為貸款之「創始」、「倉儲」、「證券化」及「批發性融資」等四個階段，以探討影子銀行運作模式，及其可能產生之影子銀行風險。



第一節 創始

藉由徵、授信程序、辦理貸款等業務，取得對債務人債權之過程，稱為信用之授予或資產之創始（origination）¹⁵⁰。貸款一般由商業銀行、房屋貸款公司、消費信貸公司所創始；商業銀行的資金來自於發行存款或債券，而金融公司則透過發行商業本票、中期票據或債券之方式取得資金¹⁵¹。

FCIC 指出，2008 年美國金融海嘯之成因係政府及金融機構聯手忽視了不合理的房價飆漲、浮濫的信用借貸及劇烈的放貸成長率等警訊，而未採取進一步之管制或風險控管措施¹⁵²。詳言之，美國房地產市場價格於 2005 年達到高點，投資氣氛熱絡，貸款創始機構亟欲吸引更多客戶、發放更多貸款，期望房地產升值帶來的利潤會遠高於抵押貸款之利息成本，甚至無本萬利¹⁵³。為此，貸款創始機構紛紛推出次級抵押貸款，對於信用等級較低、收入不穩定、金融風險意識薄弱的次級借款人而言，具有極大之吸引力¹⁵⁴。故於當時，消費借貸在歐美國家極為浮濫，銀行借款給所謂的 NINJA——即無收入（No Income）、無工作（No Job）或無資產（No Assets）之人，以及房地產、併購及私募基金，將投資市場推到新的高峰，投資銀行及信用評等機構均毫無節制的追求報酬收入。而不論是貸方、信用良好之借款人或次級借款人，都堅持在「房價會持續上漲」的虛幻假設上¹⁵⁵。

¹⁵⁰ 儲蓉（2006），《金融資產證券化理論與案例分析》，頁 10，台北：財團法人台灣金融研訓局。
¹⁵¹ 同前註。

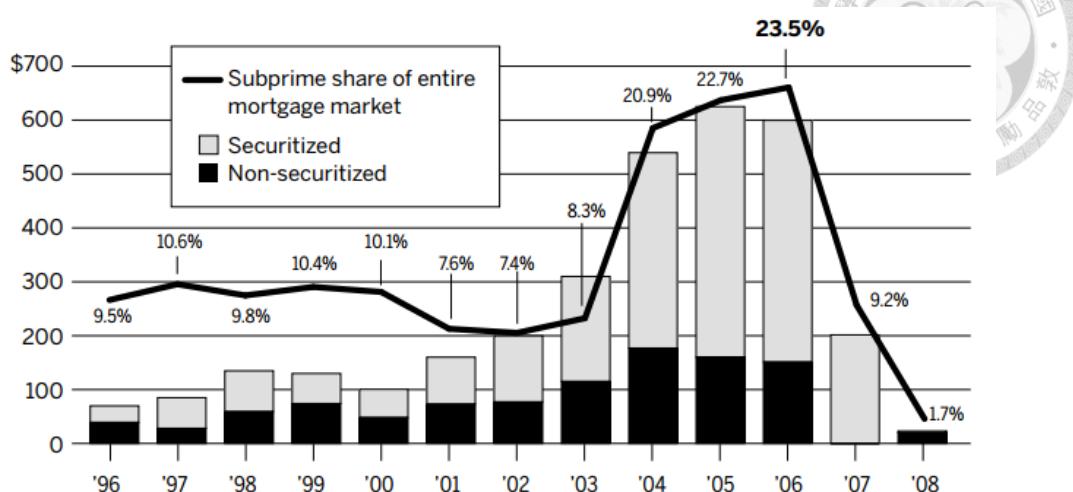
¹⁵² 陳盈如（2014），〈2008 年金融危機之成因—以美國與國際法律規範演變為中心〉，《華岡法粹》，56 卷，頁 175-176。

¹⁵³ 辛喬利、孫兆東（2008），《次貸風暴》，頁 162，台北：梅霖文化。

¹⁵⁴ 同前註。

¹⁵⁵ 陳盈如，前揭註 152，頁 176。

圖 7：次級抵押貸款之發行情況（單位：百萬美元）



資料來源：FCIC, *Financial Crisis Inquiry Report 70.*

房市熱絡導致銀行及其他貸款創始機構核貸逐漸流於浮濫，申請貸款之考量重點從償債能力轉為房屋升值之賭注，金融機構所積累之信用風險也因而急遽增加。由於貸款創始機構於發行貸款後，得透過倉儲、證券化等程序將風險性資產轉嫁至市場，強化了其降低信貸標準、競逐規模經營之誘因，並使品質不佳貸款之信用風險潛伏於金融體系中。



第二節 倉儲

第一項 附買回交易

第一款 架構與功能

附買回交易（repurchase agreement）為一種有質押的短期貸款，亦可視為附條件的證券買賣。雙方約定數額，由借款人（borrower）暫時把證券出售予放款人（lender）以取得資金；而借款人需於一定期間後買回，並支付本金及利息給放款人¹⁵⁶。故借款人得以附買回交易作為短期資金調度工具；放款人則可賺取利率(repo rate)，且毋須承擔市場風險¹⁵⁷。附買回交易一般分為隔夜、定期和自動展期，以隔夜貸款為主，亦多有透過自動展期而實質上等同長期貸款者¹⁵⁸。附買回交易藉由其便利、靈活、且放款人持有擔保品之特色，發展成為短期資金批發市場中安全性和流動性高之籌資工具，同時提供資金充裕的投資人一個「類貨幣」（money-like）之短期出借管道，將多餘現金投資於批發市場，成為傳統銀行體系外，私部門之資金和流動性來源，通常被視為影子銀行之一環¹⁵⁹。

附買回交易除典型由借貸雙方所締結者外，尚有由清算銀行（clearing bank）擔任代理機構之「三方附買回交易」（tri-party repo）。清算銀行主要職司擔保品之保管、配置、交割及依市值計價等任務，藉由第三方持有擔保品，強化投資之安全性¹⁶⁰。其次，由於金融機構須維持 24 小時融資之投資組合，倘可藉由清算銀行實現買回結算（ unwind），借款人即得以免除因不及買回證券，而須向其他機構融券以履行交割義務之雙重融資成本；換言之，透過借貸雙方在清算銀行帳戶

¹⁵⁶ 黃昱程，前揭註 15，頁 65。

¹⁵⁷ 辛喬利，前揭註 144，頁 140。

¹⁵⁸ 同前註。

¹⁵⁹ Georgette Chapman Phillips, *The Jumbled Alphabet Soup of the Collapsed Home Mortgage Market: ABCP, CDO, CDS, and RMBS*, 18 U. MIAMI BUS. L. REV. 143, 155 (2010).

¹⁶⁰ Tobias Adrian & Adam B. Ashcraft, *supra* note 135, at 8.



間移轉資金及證券，交割即可以發生在任何時點，雙方皆能免於承受違約風險¹⁶¹。再者，美國透過《破產修正與聯邦法官法案》(Bankruptcy Amendments and Federal Judgeship Act)，將附買回交易逐步豁免於破產法典(Bankruptcy Code)之自動中止條款(automatic stay)¹⁶²，使得借款人違約時，放款人能夠更迅速取得擔保品，強化了附買回交易的流動性。在豁免之範圍日趨寬鬆之下，附買回交易市場獲得了更多的資金挹注，等同於替影子銀行提供了更充沛的資金。美國之三方附買回交易，也成為證券經紀商主要之籌資來源¹⁶³。

附買回交易之借款人主要為證券經紀商及避險基金、證券公司等槓桿投資人，利用證券(即擔保品)之貸放，達到籌措短期資金之目的；另一方面，附買回交易利率穩定、低風險之特性，亦使其成為風險趨避(risk averse)、或有較嚴格投資限制者——如MMF——之重要投資標的¹⁶⁴。有鑑於附買回交易的放款人多為風險趨避之投資人，起初多只願接受以政府債券做為擔保品，惟三方附買回交易之出現強化了投資保障，也促成了擔保品種類的多樣化。在次貸危機前，是否為適格擔保品大部分取決於信用評等，而ABS亦為其中所常見¹⁶⁵。但由於放款人現在更著重於資產種類與市場流動性，故以ABS作為擔保品的比例於2008年後已顯著下降；同時，權益證券則更廣泛地被接受作為擔保品¹⁶⁶。

¹⁶¹ *Id.*

¹⁶² 自動中止(automatic stay)條款係指債務人根據《破產法典》(Bankruptcy Code)提出自願破產申請(voluntary petition)後，所有請求債務人或以債務人的破產財產清償的司法或非司法的程序，均立即中止，且無需法院簽署任何命令，只需向法院書記官提出破產申請並附有支持其申請的文件即可。自動終止條款之目的是為了確定債權人權利及管理債務人財產之期間，不受債權人的干擾。美國於1984年制定《破產修正與聯邦法官法案》(Bankruptcy Amendments and Federal Judgeship Act)，規定以政府公債、聯邦機構證券、銀行存款單和銀行承兌匯票為擔保的附買回交易，得豁免於自動中止條款。2005年，豁免條款進一步擴張及於以MBS為擔保品之附買回交易。*See Id.*

¹⁶³ *Id.*

¹⁶⁴ Paolo Saguato, *The Liquidity Dilemma and the Repo Market: A Two-Step Policy Option to Address the Regulatory Void*, 22 STAN. J.L. BUS. & FIN. 85, 101 (2017).

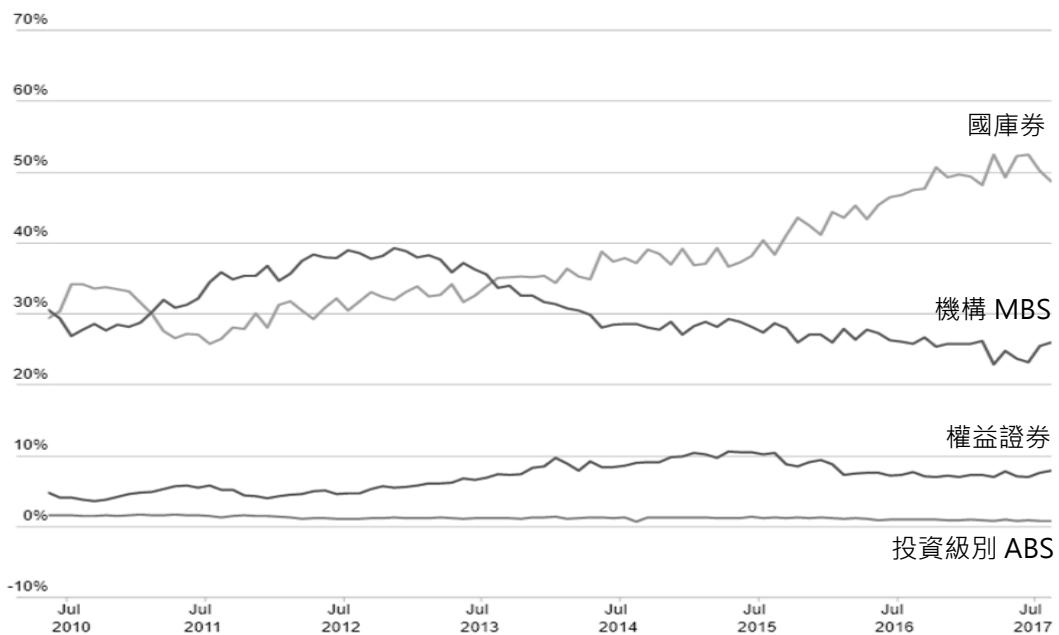
¹⁶⁵ 紐約聯邦準備銀行網站，網址：

<https://www.newyorkfed.org/data-and-statistics/data-visualization/tri-party-repo/index.html> (最後瀏覽日：03/10/2018)

¹⁶⁶ 同前註。



圖 8：美國三方附買回交易之擔保品比例



資料來源：紐約聯邦準備銀行，網址：

<https://www.newyorkfed.org/data-and-statistics/data-visualization/tri-party-repo/index.html> (最後瀏覽日：03/10/2018)

第二款 資訊與監理漏洞

由於附買回交易市場的數據向來殘缺不全，監理機關只能從僅有的申報文件中取得相關資訊，使得無論就交易上的個體層面或系統性的總體層面而言，均大幅減損了審慎監理之成效，也導致次貸危機發生前，政府當局完全未能意識到其實際規模及影響層面¹⁶⁷。附買回交易市場監理之困境在於：其雖以證券為擔保品而屬於證券交易市場工具，但同時也提供了類似銀行之存款與信用功能。而一部分之市場參與者（如 MMF、證券經紀商等）傳統上受證券交易法之管轄；其他（如商業銀行、銀行控股公司等）則為銀行法監管範疇。職是之故，就交易性質與參與者而言，附買回交易均遊走於銀行法規和證券交易法之間；在監理架構缺乏整合之情況下，相關資訊之蒐集及前瞻性的金融穩定機制自然也付之闕如¹⁶⁸。

¹⁶⁷ Paolo Saguato, *supra* note 164.

¹⁶⁸ *Id.*



第三款 風險

附買回交易市場缺乏政府擔保、融通機制，而金融機構以附買回交易籌資亦無資本適足規範之適用；加上其雙邊契約之法律性質，使交易對手之信譽成為該市場的重要支柱。換個角度而言，市場參與者之信用極可能僅因謠言、揣測等風吹草動就遭到質疑，進而輕易地引發擠兌，造成附買回市場之癱瘓¹⁶⁹。

由於美國法令規定次級房貸創始機構僅能發放貸款而不得吸收存款，美國最大之次級房貸金融公司 Countrywide Securities（簡稱 Countrywide）即循著「創始一分配」之投資模式，大量利用商業本票及三方附買回交易籌措資金。2007 年起，市場上次級房貸違約率急遽增加，導致 Countrywide 在缺乏固定現金流量與金融機構緊縮資金供應的雙重壓力下，面臨了嚴峻的流動性壓力，而投資人在疑慮下多不願再提供資金挹注¹⁷⁰。同年 8 月 15 日，Countrywide 宣布將減少承作房貸業務及銷售高品質之房貸擔保證券。消息一出，許多投資人均拒絕對附買回交易展期，Countrywide 最重要的現金來源隨即枯竭；其清算銀行 Bank of New York Mellon (BNYM) 亦聲明將於隔日拒絕結算 450 億美元之附買回交易，藉以向投資人發出勢不可免的違約警訊。隨著消息蔓延，更引發投資人對其他同樣以附買回交易籌資的金融公司喪失信心；資產拋售潮湧現，附買回交易市場幾近崩潰¹⁷¹。最終，經由 Countrywide、BNYM 與財政部、聯準會官員徹夜協商後，BNYM 於政府承諾提升附買回交易擔保品價值之前提下，同意實現買回結算，方緩解了 Countrywide 之財務危機¹⁷²。而於 2008 年全球金融海嘯爆發初期，也是由於雷曼兄弟控股公司 (Lehman Brothers Holdings Inc., 簡稱 Lehman Brothers) 之交易對手銀行聽聞其發生了財務問題，遂終止了與 Lehman Brothers 間之附買回交易，觸發

¹⁶⁹ *Id.* at 116-117.

¹⁷⁰ *Id.* at 106-107.

¹⁷¹ *Id.*

¹⁷² *Id.*



了整個市場之恐慌，其他銀行也紛紛拒絕展期或要求更高之擔保品扣減額(haircut)，進一步加劇了 Lehman Brothers 之財務危機¹⁷³。Countrywide 與 Lehman Brothers 之事件，均暴露了藉由短期債務籌資極易發生擠兌，以及無政府擔保之脆弱性。

第二項 資產擔保商業本票

第一款 架構與功能

商業本票 (commercial paper, CP) 係企業為籌措短期資金 (融資型商業本票) 或融通合法交易 (交易型商業本票) 所發行之短期票券。雖然無資產擔保，但由於得發行融資型商業本票者限於財務狀況穩定之企業或有金融機構保證者，故仍被投資人視為低風險、高流動性的投資商品¹⁷⁴。而資產擔保商業本票 (asset-backed commercial papers, ABCP) 則係以金融資產為質押的短期債務工具，期限在一年以下，並以各種短期應收帳款做為擔保品¹⁷⁵。藉由發行 ABCP，金融機構得自資本市場籌得短期資金，並購買應收貸款債權，倉儲於證券化所需之資產池內¹⁷⁶。雖 ABCP 實質上具有「應收帳款證券化」之性質，惟於影子銀行之信用中介過程中，其所扮演的多為籌募資金之短期投資工具角色，為證券化重要之前置步驟，如 1990 年代後期，ABS 基礎資產之倉儲即係以 ABCP 為主要資金來源¹⁷⁷。直到貸款被移出倉儲機構並出售至證券化商品市場時，交易即告結束，由 ABCP 之執票人收回本金及利息¹⁷⁸。

¹⁷³ 辛喬利，前揭註 144，頁 38。

¹⁷⁴ 梅文欣，前揭註 8，頁 28。

¹⁷⁵ 辛喬利，前揭註 144，頁 38。

¹⁷⁶ Georgette Chapman Phillips, *supra* note 159, at 153.

¹⁷⁷ Tobias Adrian & Adam Ashcraft, *supra* note 135, at 6.

¹⁷⁸ *Id.*



相較於 CP，由於 ABCP 需要能產生穩定現金流的資產——如信用卡貸款、住房抵押貸款、租賃契約、公司/政府債券等作為支持，因此最早係以商業銀行為主要之創始機構，具備籌資成本低、流動性高、信用評級高與基礎資產多樣靈活等優點。其後，許多金融機構透過設立 SPV 之方式，將其資產移轉至 SPV 並以之為基礎發行 ABCP，實務上多將此類 SPV 稱為「ABCP 導管機構」（ABCP conduit）¹⁷⁹。

ABCP 藉由其槓桿運用及低成本表外融資之便利性，逐漸發展為多用途的金融工具。而隨著市場成長，金融機構也紛紛開始以發行 ABCP 之方式，從事長期性資產及倉儲擔保品之投資，藉由期限轉換之功能獲取報酬。例如證券套利導管機構 (securities arbitrage conduit) 利用 ABCP 向商業銀行或資產管理人 (asset manager) 融資，購買 ABS、CDO 和公司債等高評級證券，並透過利率期限結構及信用利差獲益¹⁸⁰。到了 2005 年，約 7200 億美元的 ABCP 係用以投資 ABS；2007 年次貸危機爆發前夕，金融機構藉由導管融資 (conduit lending) 之風潮興盛，ABCP 之市場規模較 2005 年大幅成長了 48%，達到約 1.13 兆美元之市場價值¹⁸¹。

第二款 風險

由於創始機構於將貸款債權移轉時，通常會與 ABCP 導管機構其締結抵押貸款之購買協議 (mortgage purchase agreement)，約定若貸款債權於倉儲期間違約時，創始機構將買回該貸款債權或償還由 SPV 所支付之權利金，故實際上創始機構仍需承擔違約風險，其信用也成為 ABCP 信用評等之主要依據¹⁸²。其次，ABCP 係以短期商業本票融通長期投資，須著重於流動性風險之管控，又 ABCP 屬於短

¹⁷⁹ *Id.*

¹⁸⁰ *Id.*

¹⁸¹ Bank for International Settlement [BIS] (2009). *Report on Special Purpose Entities* 53.

¹⁸² Georgette Chapman Phillips, *supra* note 159, at 154-155.



期債務（通常在 180 天以下），於美國並不受證券交易法之管轄¹⁸³，為此，一般的 ABCP 證券化通常會設置流動性增強機制（liquidity enhancer），主要來自其他商業銀行或金融機構¹⁸⁴（例如透過交換契約，銀行向 ABCP 執票人擔保本金及利息之償付；而 ABCP 導管機構則以其基礎資產與 ABCP 票面價值間之平均利差做為交換¹⁸⁵）。此種流動性增強機制亦涉及了創始機構移轉破產及信用風險之實效，及短期融資工具可能遭遇之流動性與擠兌風險。

第三款 特殊目的機構與結構型投資工具

ABCP 導管機構屬於貸款創始機構為隔離破產風險所創設之 SPV。而隨證券化不斷發展，新型證券化商品推陳出新，如商業型不動產抵押貸款（Commercial Mortgage Backed Securities, CMBS）、擔保債券憑證（Collateralized Bond Obligation, CBO）與擔保貸款憑證（Collateralized Loan Obligation, CLO）等商品，已與傳統房貸、車貸之證券化顯著不同。早期貸款證券化在平時以轉款方式處理業務，面臨違約時，則循既定法律程序取消贖回權（foreclosure）；惟此種「消極經營」之模式，已不足以應付新型態資產標的之證券化需求。以 CMBS 之證券化為例，除一般服務機構外，尚須一特別服務機構於資產標的違約時，利用其不動產管理與融資之專業能力解決問題，已蘊含有「主動經營」之意味¹⁸⁶。其次，傳統的 ABS 屬靜態資產池（static pool），其基礎資產並不隨意更換；而結構型金融商品為了創造更好的報酬，允許資產經理人對資產群組做動態管理，根據市場情況進出，並於資產信用品質、報酬率升降時，根據合格性準則（eligibility criteria）迅速處分或更換¹⁸⁷。職是之故，初始資產群組的建立固然是重點，但其後之管理更是整

¹⁸³ 期限於 9 個月以上之票據，始須依美國證券交易法登記。15 U.S.C.78c(a)(10).

¹⁸⁴ Georgette Chapman Phillips, *supra* note 159, at 154-155.

¹⁸⁵ *Id.*

¹⁸⁶ 儲蓄，前揭註 150，頁 449。

¹⁸⁷ 同前註。



體交易之關鍵。而由於經常需要交易或抽換資產，主動經營之意味也十分濃厚。於原有之證券化架構不敷使用的情況下，遂產生了結構型投資工具（SIV）。

SIV 做為從事證券化之機制，具有一般證券化破產隔離及節稅之功能，並額外具備營業公司（operating company）之性質。換言之，SIV 可視為 SPV 的特別形式，同樣具有隔絕創始機構破產風險的功能。惟傳統的 SPV 多屬紙上公司，扮演單一資產群組證券化的發行導管；SIV 則類似獨立的財務公司，持續的發行證券與購買相對應資產，具有經營管理資產的能力，以控管信用、資金流動及期限風險¹⁸⁸。另一結構上之差異在於 SIV 不全然倚賴銀行之流動性機制以支撐到期債務，而是將資產負債之期限納入自身的動態流動性管理。通常情況下，SIV 須將流動資產和銀行流動性的組合保持在相當於累積淨現金流出兩到三週的水平，信用評等機構的標準也要求 SIV 定期將其投資組合上市，並滿足資本適足率等標準，俾維持其信用評級¹⁸⁹。

SIV 承襲了影子銀行一貫「借短貸長」之方式，藉由發行 ABCP、中期票據（Medium Term Note，MTN）或長期票據（Long Term Note，LTN）籌募資金，以之向第三方購買高報酬資產，再利用資產之獲益收入支付商業本票之本金及利息，從事槓桿投資；另一方面，SIV 亦藉由取得資產之高報酬率，對應所發行商業本票之低利率，達到套利之效果。而為獲取信用評級，SIV 會自商業銀行取得備用信貸額度（backup lines of credit）來，故其流動性和信用增強機制係由私部門所提供之¹⁹⁰。

¹⁸⁸ 同前註，頁 554-555。

¹⁸⁹ BIS, *Supra* note 181, at 54.

¹⁹⁰ Tobias Adrian & Adam Ashcraft, *supra* note 135.

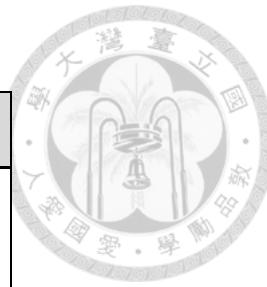


表 4：結構型投資工具之資產負債結構

資產	負債
證券化商品，如：ABS、MBS、CDO、CLO、CMO，或其他金融部門債券	ABCP、MTN、LTN

(本文自製)

1988 年，花旗銀行首創 SIV，成立 Alpha 和 Beta 兩家財務子公司，並註冊於避稅天堂開曼群島，其資本由機構投資人私下認購，期限在 7 至 10 年間，每半年向投資人支付一次報酬，成功地將其所持有之 ABS 從資產負債表轉移至表外 SIV¹⁹¹。其營利模式是發行短期和中期 AAA 級債券，並用發債所得購買高品質、高收益的長期資產。SIV 模式問世後，在 1990 年代後期成為銀行、避險基金和其他基金經理仿效之對象。截至 2007 年 1 月，全球共成立了 55 支 SIV，總資產達到 4000 億美元，其中 7 家由花旗銀行所設立，持有 1000 億美元資產，占了整個 SIV 市場的四分之一¹⁹²。

2006 年底以來，由於美國房地產市場的低迷，以次級抵押貸款擔保的證券均受到了沉重打擊，造成全球信用市場持續緊縮。2007 年 7 月，國際信用評等機構穆迪（Moody's Investors Service，Moody's）指出，SIV 具有多元投資組合以及流動性融資額度（committed liquidity），將不致遭受次級房貸危機的不良影響。同年 8 月，標準普爾（Standard & Poor's Financial Service，S&P）亦發表了分析報告，強調 SIV 的流動性在歷次危機中均未受影響。雖然上開聲明旨在於安定投資人信心，但同時也揭露了 SIV 之投資組合含有大量的 RMBS 及 CDO 等次級房貸相關證券（見圖 9），在該等證券大幅貶值的市場恐慌下，即使 SIV 信用評等良好，投資人仍缺乏信心而不願投入資金，遂引發 SIV 的資金來源——ABCP 投資人的擠

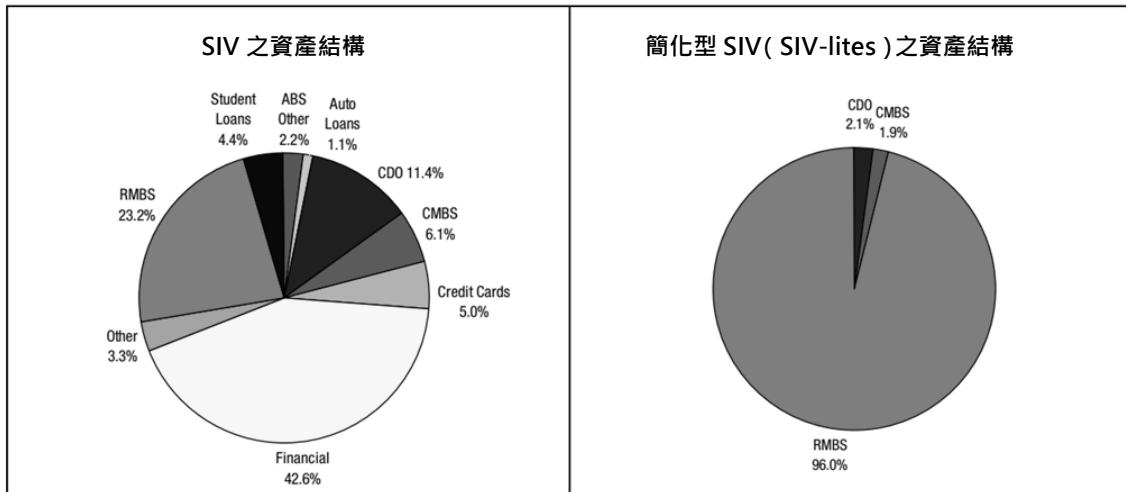
¹⁹¹ *Id.*

¹⁹² 辛喬利，前揭註 144，頁 70。



兌¹⁹³。2007 年 8 月起，ABCP 的籌資成本逐日上升，市場資產價值的跌幅高達 34%，更面臨 ABCP 乏人問津，投資人拒絕展期等情形，使 SIV 融資管道受阻。而 SIV 所持有者均為低流動性的長期房貸資產，在其價值大幅貶值下，被迫低價拋售資產套現，收回的資金遠不足以彌補債務¹⁹⁴。

圖 9：結構型投資工具之資產結構



資料來源：Moody's Invertor Service, *SIVs: An Oasis of Calm in the Sub-primeMaelstrom.*

由於 SIV 為表外機構，創始機構紛紛對旗下 SIV 提供資金挹注或承擔其資產，以期化解市場恐慌；惟創始機構將 SIV 併入資產負債表的行為，使表外風險（off-balance sheet risk）重新回流到自身的資產負債表，導致其大幅提列壞帳，出現嚴重虧損，其本身的體質亦受到市場的質疑¹⁹⁵。如 2007 年 12 月 13 日，花旗集團跟進匯豐（HSBC）和法國興業銀行（Societe Generale）等業者之作法，宣佈援助旗下七家陷入困境的 SIV，承諾將集團旗下合計資產價值約 490 億美元的 SIV，納入花旗集團的資產負債表。惟提供流動性無可避免地導致創始銀行受到波及，消息公佈後，穆迪立刻調降花旗集團的債信評等，導致花旗集團的股價重挫¹⁹⁶。

¹⁹³ 梅文欣，前揭註 8，頁 15-16。

¹⁹⁴ 同前註。

¹⁹⁵ 同前註。

¹⁹⁶ 同前註。



最終，為增進 ABCP 市場的融通，在美國財政部支持下，花旗集團、美國銀行及摩根大通銀行同意共同創設金額 800 億美元基金，作為「流動性加強管道」（Liquidity Enhancement Conduit），購買 SIV 持有之高評級 ABCP，避免 SIV 於擠兌壓力下被迫拋售資產，造成資產價格崩跌¹⁹⁷。

第三項 政府贊助機構

第一款 架構與功能——以 Fannie Mae 與 Freddie Mac 為例

政府藉由設立信用代理商，以民營化並由國家贊助之方式參與金融中介活動，所成立之機構稱為「政府贊助機構」（government sponsored enterprise，GSE）¹⁹⁸。部分的影子銀行其實源自於政府部門。如證券化活動實際上係由美國聯邦住宅貸款銀行（Federal Home Loan Bank System，FHLB）¹⁹⁹、聯邦國民抵押貸款協會（Federal National Mortgage Association，Fannie Mae）以及聯邦住宅貸款公司（Federal Home Loan Mortgage，Freddie Mac）等 GSE 首開先河，開啟了「創始—分配」之證券化信用中介模式，為融資和信用移轉開展了創新的途徑。亦有論者將此類機構及行為，稱為「政府贊助之影子銀行活動」（government-sponsored shadow banking）²⁰⁰。GSE 發行短期及長期的機構債務證券（agency debt security）從資本市場籌資，主要投資人包含追求長期固定收益之共同基金及 MMF；另一方面，GSE 亦具有倉儲貸款之功能，並藉由其資產負債表上的投資組合進行期限轉

¹⁹⁷ 同前註。

¹⁹⁸ Frederic S. Mishkin，前揭註 2，頁 385-386。

¹⁹⁹ 美國於 1932 年創立的聯邦住宅銀行系統之一，由 11 個地區性銀行組成。為住房抵押貸款提供信用，並替中低收入者住房計劃提供資金，受聯邦住宅金融委員會監督。有時亦稱為「home loan bank」。

²⁰⁰ 與「政府贊助之影子銀行活動」（government-sponsored shadow banking）相對之概念為「外部且獨立之影子銀行活動」（external and independent shadow banking），即未受任何政府直接或間接擔保，且專門從事影子銀行行為之金融機構。See Tobias Adrian & Adam Ashcraft, *supra* note 135.



換及證券化²⁰¹。隨後，銀行和非銀行金融機構均開始仿效 GSE 以證券化為基礎之信用中介模式，從而孕育了非官方的影子銀行。

1930 年代經濟大恐慌後，美國政府為促進不動產市場與金融市場之發展，於 1938 年成立 Fannie Mae，以低成本資金收購經由聯邦住宅管理局（Federal Housing Administration）及退伍軍人事務部（Department of Veterans Affairs）核貸、擔保之標準型貸款（conforming loan）；Fannie Mae 主要業務為持有貸款債權，或將之按期限、利率進行組合，證券化成為房貸擔保證券（mortgage backed security，MBS）出售以賺取利差，同時也參與 MBS 之投資²⁰²。1970 年復成立了 Freddie Mac，主要用以購買儲貸機構所發放之房屋貸款。同時，也開放 Fannie Mae 和 Freddie Mac 得購買一般型（conventional）²⁰³的固定利率貸款²⁰⁴。

Fannie Mae 和 Freddie Mac（以下簡稱「兩房」）透過銷售債務證券所得之資金購買房屋貸款，肩負挹注房貸市場及追求利潤的公私雙重任務，故政府也賦予其多重特權，如：稅賦之減免、財政部提供之 22.5 億美元信用額度，並得以接近政府公債的低殖利率發行債券籌資；法律也以相對有利的資本適足要求，鼓勵銀行、儲貸機構及投資基金購買兩房所發行之機構房貸擔保證券（agency MBS）²⁰⁵。在資本適足率方面，兩房僅需持有 MBS 0.25% 及投資組合中不動產貸款 4.5% 之自有資本，即可維持法定水位²⁰⁶。藉由上開優惠政策，政府使投資人相信兩房所發行之 MBS 享有來自財政部的隱含性官方保證（implicit government guarantee），如同政府公債般安全無虞²⁰⁷。

²⁰¹ Tobias Adrian & Adam Ashcraft, *supra* note 135, at 19.

²⁰² FCIC, *supra* note 7, at 38-39.

²⁰³ 相對於 FHA、VA 貸款等特殊型貸款而言，指沒有政府以保險或保證方式參與的不動產貸款，通常從銀行或儲貸協會取得。

²⁰⁴ FCIC, *supra* note 7, at 38-39.

²⁰⁵ *Id.* at 38.

²⁰⁶ *Id.*

²⁰⁷ *Id.*



第二款 風險

除市場因素外，GSE 持有大量不動產貸款亦可歸因於監理規範之變遷。1980 年代儲貸危機後，美國國會於 1989 年通過《金融機構重建法》(Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act of 1989, FIRREA)，將儲貸協會之資本適足要求提高至近似銀行之水準；相較之下，由於 GSE 極具政治影響力，其監理機關聯邦住宅事業監理局（Office of Federal Housing Enterprise Oversight, OFHEO）之權能在 1992 年立法之際便已被大幅削弱，未被賦予任何實質強制力和接管之權利。監理程度落差無可避免地導致監理套利產生，為了降低成本、追求效益之最大化，銀行及儲貸協會均傾向不再持有貸款，而是將貸款出售予兩房進行證券化²⁰⁸。兩房於此情況下以極大比例成長，其所持有之債權憑證及未償付之 MBS，從 1990 年的 7590 億美元、1995 年的 1.4 兆美元，成長到 2000 年的 2.4 兆美元——同時其股東權益僅有約 357 億美元；到了 2008 年房地產市場泡沫化之際，更已超過 5 兆美元，佔美國整體房貸市場比重將近一半²⁰⁹。在財務槓桿方面，兩房借助低利率借款及高額政府補貼，取得了可觀的貸款債權；惟反面觀之，其核心資本均不到所持有或擔保貸款的 2%，幾乎等同於高槓桿機構（highly leveraged institution），一旦利率開始上升，市場情勢反轉，將更容易遭致可觀的損失²¹⁰。在此期間，GSE 槓桿比率通常在 20 至 40 之間，而同時期商業銀行之槓桿比率則落在 10 至 15 之中²¹¹。

惟兩房隱性官方保證之特性，導致了隱含性道德風險(implicit moral hazard)；市場過於信任該兩家超大型機構，以致於忽略了其本身潛伏的問題。GSE 於次貸

²⁰⁸ *Id.* at 40.

²⁰⁹ *Id.*

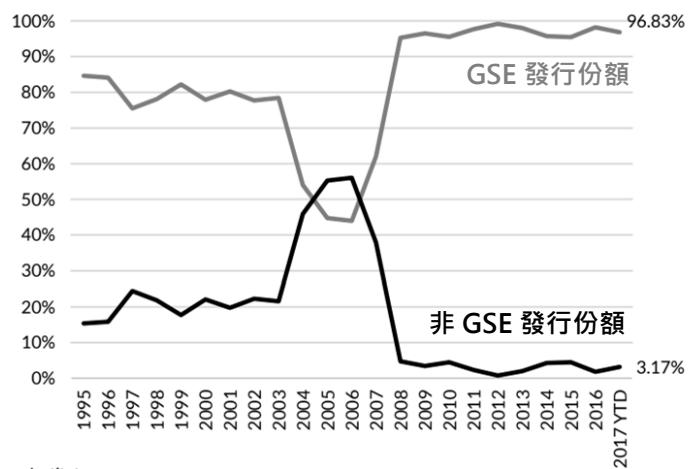
²¹⁰ 彭德明（2008），〈美國金融機構事件與次級房貸危機動向分析〉，《國際金融參考資料》，56 卷，頁 5-6。

²¹¹ MATTHEW RICHARDSON, VIRAL V. ACHARYA, STIJN VAN NIEUWERBURGH, LAWRENCE J. WHITE, GUARANTEED TO FAIL- FANNIE, FREDDIE, AND THE DEBACLE OF MORTGAGE FINANCE 22 (Princeton University Press. 2011).



危機遭逢嚴峻的財務問題，已印證了「政府贊助」之特殊性質猶如雙面刀：一方面，隱性之官方保證驅動了抵押貸款市場之興盛；另一方面，由於集中且大量持有不動產貸款，GSE 潛在風險也不斷聚集，一旦整體經濟環境及貨幣政策反轉，貸款人之違約和遲付率攀升，情勢之惡化也將難以控制。截至 2017 上半年，機構 MBS 證券化之比例相較次貸危機前之水平仍極高，而兩房之財務狀況於近年來也仍持續動盪。根據 FHFA 於 2017 年 8 月 7 日釋出的壓力測試結果，倘若爆發新的經濟危機，於最不利之情形（severely adverse scenario result）下，兩房可能仍需動用 348 億到 996 億美元的現金援助²¹²。

圖 10：房貸擔保證券（MBS）發行份額比例



資料來源：Urban Institute, *Housing Finance at a Glance: A Monthly Chart book*, July 2017.

²¹² FHFA 網站：

<https://www.fhfa.gov/Media/PublicAffairs/Pages/FHFA-Announces-Results-of-Fannie-Mae-and-Freddie-Mac-Dodd-Frank-Act-Stress-Tests-8-2017.aspx> (最後瀏覽日：03/01/2018)



第三節 證券化

第一項 結構式金融與證券化商品

金融資產證券化出現之背景，主要是為解決部分金融資產持有人無法自傳統籌資管道將其金融資產變現，造成資金無法做最有效之運用，相關風險亦無法分散或降低，阻礙了金融市場之健全發展²¹³。故證券化的本意，即在於將風險移轉給承擔得起風險之機構和投資人，使金融機構對經濟活動更加積極，在提高人民生活水平方面有重要貢獻。惟當正面意義及潛在的成本和風險並存時，情況即可能有所改變²¹⁴。

在傳統法制下，設定擔保物權或類似優先權時，原則上擔保物、擔保權人與擔保債權均需特定，然金融資產（如應收帳款群）因往往處於浮動狀態而未能特定，資金需求者無法以設定擔保物權之方式進行融資，於是出現了「資產分割」之方式，將某一金融資產隔絕於其自身破產風險外，以利於融資²¹⁵。具體而言，金融機構創始貸款並將其移轉至 SPV，與其他貸款匯聚成池；其後，透過「群組」（pooling）及「分層」（tranching）之重要步驟，將金融資產或其他結構型金融商品批次分割出售，達到分散違約風險之效果，將所帶來之影響並降至最低²¹⁶。故於證券化過程中，設計或建構（structure）出各種不同的手段與機制，為證券化之特色之一，故利用證券化籌資之作法，又稱作「結構式金融」（structured finance）²¹⁷，為近代金融創新之典範。

²¹³ 王文字（2004），《新金融法》，二版，頁 11，台北：元照。

²¹⁴ 辛喬利，前揭註 144，頁 83。

²¹⁵ 王文字，前揭註 213，頁 12。

²¹⁶ FCIC, *supra* note 7, at 43.

²¹⁷ 黃銘傑（2010），〈證券化基本原理〉，《金融法》，5 版，頁 320，台北：元照。



第一款 資產擔保證券

於證券化過程中，以能產生現金流量之資產做為還款來源或擔保基礎所發行之證券，稱為「受益證券」（beneficiary certificate）。其中，以房貸債權作為還款來源或擔保基礎者，通稱為「房貸擔保證券」（MBS）；而以房貸以外資產作為還款來源或擔保基礎者，則通稱為「資產擔保證券」（ABS）²¹⁸。

ABS 屬於基礎之證券化商品：金融機構將其所持有之貸款債權轉移予 SPV，SPV 則將之依照信用評等分類成個部位（tranche），以證券之方式發行予投資人。在各部位中，信用最佳者稱為優先層（senior tranche），通常享有 AAA 之信用評級，此部位之投資人承受最低的信用風險；次者依序為夾層（mezzanine tranche）及股本層（equity tranche）。信用等級越低之部位需越先承受信用損失，並以較高之報酬率作為風險補償²¹⁹。

第二款 債務擔保憑證

隨著證券化的發展，其內涵開始偏離最初「被動經營」之性質，朝「有限主動」之趨勢發展，興起了新的證券化架構，其中以債務擔保憑證（CDO）為代表²²⁰。CDO 係金融機構將 ABS 再次透過證券化機制予以群組，並依信用評等分類再分層所發行之債權憑證，屬一結構型融資商品。換言之，CDO 為 ABS 的特殊形態，由債券或少量的貸款組成，如公司債券、或 ABS、MBS 等結構型信用商品²²¹。

²¹⁸ 黃昱程，前揭註 15，頁 71。

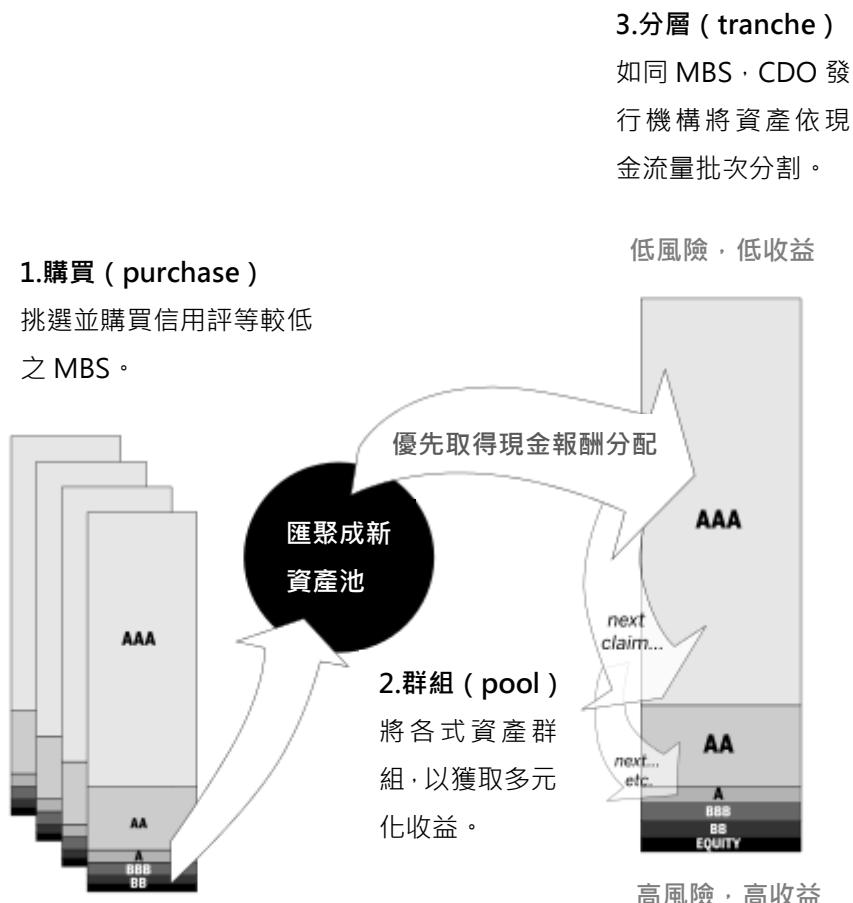
²¹⁹ 辛喬利，前揭註 144，頁 77。

²²⁰ 儲蓉，前揭註 150，頁 436。

²²¹ Tobias Adrian & Adam Ashcraft, *supra* note 135, at 7.



圖 11：債務擔保憑證發行流程



資料來源：FCIC, *The Financial Crisis Inquiry Report* 128.

依資產標的，CDO 可分為現金流量型（cash flow CDO）和合成型（synthetic CDO），前者之基礎資產為實體的債券、貸款、證券化商品等；後者則為虛擬的信用風險暴露，亦即創始機構並未真正移轉債券或債權，而僅係利用信用違約交換之方式，將所承受之信用風險移轉予 SPV，再加以包裝後以證券化之方式移轉予投資人²²²。而不像一般 ABS 多利用外部信用增強機制增加證券的安全性，CDO 通常藉助證券結構設計，來達成信用增強之效果。證券發行機構和信評機構均相

²²² 徐肇鴻（2011），〈由美國次級房貸市場風暴論信用衍生性商品及信用證券化產品之使用及管制〉，《律師雜誌》，338 卷，頁 82。



信 CDO 的創造將對資產之風險分散產生加乘效應²²³；而 CDO 高品質及高報酬之特性，也大獲投資人青睞。

表 5：ABS 與 CDO 之比較

	ABS	CDO
債務人數目	上千個以上	100 至 200 左右，甚至少於 100
資產性質	講究一致性 (homogeneous)，以掌握現金流量之型態	要求相異性 (heterogeneous)，以分散風險
發行目的	取得自有資本適足率的好處、信用風險移轉或籌資	套利動機

資料來源：儲蓉（2006），《金融資產證券化理論與案例分析》，頁 439-440，台北：財團法人台灣金融研訓局。

CDO 之創造，一則滿足了市場對高信用評級證券之需求，成為了結構型融資市場的主力軍，二則替不易銷售的夾層 MBS 創造新的需求²²⁴。詳言之，MMF 通常選擇投資低風險之高級層證券；低級層證券則因其高報酬率而受到避險基金之青睞。而為了解決夾層證券較不易售出之問題，發行機構藉由財務工程將之重新打包分層，發行所謂的 MBS CDO²²⁵。亦即，藉由財務工程之運算，中評級 MBS 巧妙化身成為高評級 CDO，而實務上約有八成的 CDO 均能取得 AAA 之信用等級，使 AAA 級證券佔了基礎資產的絕大多數比例²²⁶，這些高評級證券由於收益率高於公債及同等級之公司債，因而深受金融機構之喜愛。

然而，AAA 評等的形式外觀無法改變其基礎資產係由評等較差之 MBS 所組成之事實，CDO 與一般債券於風險程度上也存在差異——尤其是次貸 CDO 之流

²²³ FCIC, *supra* note 7, at 128.

²²⁴ FCIC, *supra* note 7, at 128.

²²⁵ 辛喬利，前揭註 144，頁 126-127。

²²⁶ FCIC, *supra* note 7, at 43.



動性遠不如傳統公司債，存在著更高之潛在風險。惟投資人大多缺乏資源、時間與能力對相關風險進行完整分析，使得證券化商品市場仰賴信用評等甚深，進而將之作為對證券風險評估之唯一方法。據估計，2007 年 3 月間，有超過 14000 種結構型證券（由 RMBS 及 CDO 組成）被評為 AAA 等級²²⁷。因此，數量龐大之 RMBS 與 CDO 之評等內容一旦受到質疑，許多投資人因無其他獨立客觀之方式評估證券之風險，即易使市場陷入混亂²²⁸。而由於 MBS 與 CDO 證券錯綜交疊之關聯性，當房地產市場走下坡時，亦脫離不了相互拖累的命運。如次級/Alt-A 級房貸²²⁹的大量違約，使藉由證券化分層達到現金流量「互補」之效果未能發揮，即戳破了金融機構藉由 CDO 以分散風險之完美構想²³⁰。

第二項 高度財務槓桿

由於以貸款為基礎資產，MBS、CDO，以及以 CDO 為基礎再發行之 CDO，均進一步提高了財務槓桿之運用。由信用違約交換組合而成的合成型 CDO，也放大了槓桿之效用。據統計，主要投資標的為 AAA 級證券的 SIV，平均槓桿比率均高於 14：1；換言之，該機構每 14 元的資產中，只有 1 元是自有資本，其餘均係由債務支撐²³¹。職是之故，當 2004 年美國房屋自有率達到顛峰，加上連續再融資（serial refinancing）²³²使房屋貸軟件數大幅增加時，也代表了次級/Alt-A 級房屋貸

²²⁷ Georgette Chapman Phillips, *supra* note 159, at 160.

²²⁸ *Id.*

²²⁹ 美國住房抵押貸款按照借款人信用條件之等級，可分為優質抵押貸款（prime loan）、Alt-A 抵押貸款以及次級抵押貸款（subprime loan）。故次級抵押貸款係指貸款創始機構向債務與收入比率較高、信用低、違約機率高之購房者提供之貸款。按照傳統信貸程序，這些借款人申請不到優惠貸款，故僅能在次級市場上尋求貸款。除此之外，部分 Alt-A 在寬鬆的借貸條件下，也漸漸淪為次級抵押貸款。辛喬利、孫兆東，前揭註 153，頁 146-149。

²³⁰ 辛喬利，前揭註 144。

²³¹ FCIC, *supra* note 7, at 134.

²³² 美國財政部為協助家庭降低房貸支出負擔提出許多方案，包括再融資、修改貸款條件、二胎、強化屋主希望貸款計畫、法拍屋替代方案及房價跌價保護措施等。其中，再融資（refinance）幫助貸款人取得較低利率，或將指數型房貸轉為較穩定的固定利率房貸，協助因房價下跌導致擔保品重估價值低於房貸餘額，而難以獲得轉貸機會的正常繳息借款人重新融資。此外，由於相關資料均已建檔，貸款人辦理再融資時，無須再提供書面文件，因而可減少不必要之作業程序與成本。



款人之清償能力，支撐了數以兆計美元之證券。雖短期效益顯著，卻也可預期地帶來巨大損失²³³。

第三項 信用評等機制

就法律面觀之，依美國 1940 年投資公司法(Investment Company Act of 1940)之定義，由於發行證券化商品的 SPV 並非主動經營，而是從收益型資產(income-producing assets)中創造現金流，可能該當該法之「投資公司」，從而須履行相關的義務並承擔風險。由於被認定為投資公司將對證券化的進行形成相當大的阻力，金融機構須設法使 SPV 符合投資公司法下 Rule 3a-7 之豁免規定，即「發行之證券須經至少一家全國性公認之統計評等組織(nationally recognized statistical rating organization)評定為前四個等級」²³⁴。

再就經濟面而言，缺乏信用品質之參考指標將使資本市場中介資金之效用無法充分發揮，信用評等制度可以縮減資訊不對稱之問題，由客觀第三者對舉債公司進行信用強度之調查分析，並將分析結果以區分等級之方式呈現，作為投資人決策之參考，使投資人的認知風險得以降低，順暢資本市場的運作，對於證券市場之發展與資本市場機能之發揮，具有關鍵性的重要地位²³⁵。

信用評等機構藉由法律之規範與經濟上之需求，成為影子銀行信用中介鏈之特殊角色，亦帶來獨有之風險。早期信評機構之評等對象為 ABS；到了 1990 末期與 2000 初期，則分別開始對現金型 CDO 與合成型 CDO 評等，主導者主要為 Moody's、S&P 及惠譽(Fitch)三家信評機構²³⁶。而由於信用評等於證券化過程中

²³³ FCIC, *supra* note 7, at 134.

²³⁴ Richard E. Mendales, *Collateralized Explosive Devices: Why Securities Regulation Failed to Prevent the CDO Meltdown, and How to Fix It*, 2009 U. ILL. L. REV. 1359, 1369 (2009)

²³⁵ 邱天一（2011），〈信用評等機構於證券化之角色與責任—次貸危機後之觀察〉，《政大法學評論》，121 卷，頁 326。

²³⁶ 辛喬利，前揭註 144。



關鍵且重要之地位，也帶來了利益衝突及投資人過度倚賴之問題，加上信用評等本質上之缺陷及因資產迅速膨脹所致之疏懈，亦於證券化市場中埋下風險。簡述如下：

第一款 信用評等與利益衝突

在評等流程中，一般公司債在被授予評等前，信評機構與發行人少有對話溝通之情形，發行人無從調整其信用品質；相對地，信評機構在做出證券化之評等前，會先充分與發行機構及其他參與者相互交流，討論如何達到安排機構或發行機構想要的評等²³⁷。因此，信評機構對證券化商品之評等，可謂係「目標」(target)而非「結果」(outcome)；換言之，信評機構已非被動評等，而成為金融工程之參與者，設計出可達到高評級、結構複雜之證券化商品²³⁸。相較於傳統公正第三人之角色，信評機構於證券化過程中涉足更深，引發了利益衝突問題。附值一提者，早期信評機構之收入主要來自訂閱之投資人；惟自 1970 年代起，則開始轉而向其評等對象（即證券發行機構）收取費用，亦加深了兩者間的利益糾葛及衝突²³⁹。

第二款 信用評等之困境與風險

隨著證券化發展，許多證券化商品所涉及之債權已經過多層包裝或再證券化，判斷信用風險之難度提高，投資人——多為保險公司或共同基金等大型機構投資人——已失去風險評估之能力；再者，部分機構投資人需仰賴信用評等結果來進行投資俾符合法令要求。上開因素均造成投資人過度依賴信評機構。

²³⁷ 同前註，頁 349-350。

²³⁸ 同前註。

²³⁹ Richard E. Mendalew, *supra* note 234, at 1373-1375.



2004 年起，由於信評機構對房價上漲之預期過度樂觀，致使錯估次級房貸與結構性融資市場；同時，評等機構之人力資源與評等技術未能隨證券化商品之複雜性與受評件數成長，評等假設揭露不足、未能適時調整評等方法，且忽略當時金融機構貸款已有恣意浮濫現象，均導致信評機構評等開始劣質化²⁴⁰。2007 年於美國大量次級房貸債務人未能清償貸款債權時，劣質之評等結果即顯露無遺。

²⁴⁰ *Id.*



第四節 批發性融資

影子銀行的資金來源（類似商業銀行之「存款人」）包括 MMF、避險基金、證券借貸機構、短期債券基金、現金基金、隔夜拆款及其他貨幣市場之流動性來源，形成所謂的批發性融資（wholesale funding）²⁴¹。首先出現的是 MMF，由於其資產淨值穩定，成為影子銀行重要之資金來源。而其他的批發性融資工具受到法規之限制較少，往往可投資更多樣化的資產以增加收益性，同時亦提高了期限風險及信用風險。

第一項 避險基金

第一款 架構與功能

避險基金（hedge fund）係指基金於傳統單向買入策略外，利用槓桿及放空賣出，避險其所持有的股票部位風險，其放空的部份於股市下跌時產生避險之作用²⁴²。避險基金由專業基金經理人操作，以積極管理、大量使用財務工程的方式，放空或以槓桿操作多樣化的現貨及衍生性商品，強調投資組合之絕對報酬²⁴³。在全球資產管理產業（包括共同基金等）中，避險基金管理的資產規模約 7%，僅佔美國股票市場規模市值（超過 15 兆美元）十分之一，卻在全球市場的流動性占有極大的比例，如美國證券市場成交量有 2 成來自避險基金，信用衍生性商品市場則約有 25% 至 50%²⁴⁴。

²⁴¹ David Luttrell et al, 前揭註 38，頁 152。

²⁴² 吳博聰、陳建妤、林淑薇、吳心怡（2008）〈透視對沖基金：全球主要國家與我國證券市場之比較（上）〉《證交資料》，553 期，頁 33。

²⁴³ 同前註。

²⁴⁴ 同前註，頁 23。



避險基金積極投資結構型商品及衍生性商品，為市場提供流動性，也促使許多衍生性商品蓬勃發展、益趨成熟。除此之外，其利用充分的資訊與研究團隊，尋求市場上未充分反映證券正確價值之處，並以做多或放空的手段賺取獲利之投資策略，在動態的證券交易市場中，可使證券價值往正確方向移動，發揮價格發現（price discovery）功能，使市場更有效率²⁴⁵。

根據避險基金研究機構 Hedge Fund Research 統計，截至 2017 年第一季度末，全球避險基金規模已經連續三個季度增長，總資產達到 3.07 萬億美元，創下歷史新高²⁴⁶。而由於金融機構大量投資避險基金，該產業資產規模快速成長，也造成避險基金出現大者恆大的現象：2005 年底，前 100 大避險基金管理公司即占產業整體規模的 65%；2006 年底，摩根大通（JP Morgan）旗下之避險基金資產規模高達 330 億美元，名列第一，第二名則為高盛資產管理公司的 302 億美元²⁴⁷。這些大型投資銀行以高知名度、完善的風險管理機制及全球銷售通路等優勢，對資金造成磁吸作用；而避險基金的快速成長也為這些投資銀行的主要經紀商業務帶來龐大的利益。

第二款 風險

第一目 監理套利

基於稅賦考量及規避主權國家的監理，避險基金多半設立於境外的避稅天堂，如開曼群島、英屬維京群島、百慕達群島、巴哈馬、英屬奧爾德尼島、荷屬安的

²⁴⁵ 姜宥汝（2014），《避險基金管制之研究-系統性風險和投資人保護》，頁 28，台灣大學法律學研究所碩士論文。

²⁴⁶ Hedge Fund Research 網站：

<https://www.hedgefundresearch.com/news/hedge-fund-capital-rises-to-third-consecutive-record>（最後瀏覽日：03/01/2018）

²⁴⁷ *Id.*



列斯；據統計，設立於避稅天堂之避險基金比例超過六成²⁴⁸。而避險基金向來也長期處於輕度的管制環境，以美國為例，1940 年的投資公司法要求投資公司均需向證券交易委員會（Securities and Exchange Commission，簡稱 SEC）註冊，並在投資上受有諸多限制（如僅能為有限的賣空交易；投資特定資產或大量融資須經過股東會同意，並須履行相關的揭露義務）。而避險基金多利用同法第 3 條之豁免規定——投資人數低於 100 人且未有公開招募計畫²⁴⁹，或均屬「合格投資人」（qualified purchaser）²⁵⁰——而豁免於被認定為投資公司。

由於避險基金充分利用美國豁免規定，實際上並不受監理，僅在基金發行與交易中有違法情事，主管機關才會對其進行查處。此種「間接監理」（indirect regulation）之事後監理模式，使避險基金得以在寬鬆的監理環境下大規模成長，也使監理機關難以發現潛在風險，無法提前預警和防範其風險²⁵¹。

第二目 流動性風險

避險基金以預測市場走勢為其投資策略，準確之預測將為其帶來十分可觀之獲利；但當大盤實際走勢與其預測相反時，投資損失亦相對較高，故涉及了高度的投資風險及流動性風險。詳言之，避險基金的各種套利策略需與國際經濟、政府政策等許多情況配合，倘投資環境改變、變異程度擴大價差，導致資產無法維持流動性，將影響避險基金投資之績效甚或成敗；藉由財務工程擬定出看似完美

²⁴⁸ 吳博聰等，前揭註 242，頁 10。

²⁴⁹ 15 U.S. Code § 80a-3(c)(1)。

²⁵⁰ 15 U.S. Code § 80a-3(c)(7)。「合格投資人」（qualified purchaser）係指符合同法第 2 條(a)(51)之條件者，包括：(1) 投資 500 萬美元以上之自然人（包含其配偶）；(2) 投資額 500 萬元以上之公司。該公司由兩人以上直接或間接所有，且為兄弟姊妹、配偶、直系血親，或該等人所設立或為其設立的基金會、慈善組織或信託基金者；(3) 非本條第 2 款所涵蓋，且非為投資第 3 條(c)(7)之基金而設立之信託；該信託的受託人、經授權決定信託事務之人、清算人、信託資產出資人，並符合第 1、2、4 款資格者；(4) 為自己或其他合格投資人投資，合計投資額 2500 萬美元以上者。15 U.S. Code § 80a-2(51)(a)。

²⁵¹ 賀紹奇（2012），〈私募基金：如何保障，如何管？——英美對沖基金立法與監管比較及借鑑〉，《月旦財經法雜誌》，29 卷，頁 37-38。



之套利策略，也可能因輕忽了機率極低的經濟變動，進而埋下致命性的隱患²⁵²。如 1998 年俄羅斯之債市危機，就擊潰了當時以避險基金著名之長期資產管理公司（Long-Term Capital Management，LTCM），使其瀕於倒閉。

LTCM 所擁有之避險基金基本上採取市場中立型（market neutral arbitrage）策略，以對沖市場風險之方式，與整體市場漲跌脫鉤，建構出不論市場漲跌皆能獲利的套利組合，而由於此種套利策略之獲利微小，故 LTCM 亦運用高度財務槓桿以放大獲利，企圖以少數權益資本賺取最大利潤²⁵³。其次，LTCM 管理團隊陣容堅強，使銀行願意給予優渥的交易及授信條件；在 LTCM 利用附買回交易籌資的過程中，其擔保品也能獲得趨近於零之扣減額。換言之，LTCM 當時之信用及聲譽，促成了其高度的財務槓桿比率：1998 年初，LTCM 的權益資本為 47 億美元，資產為 1250 億美元，資產權益比高達 27 倍；換言之，一旦資產價格下跌 3.8%，就會侵蝕掉 LTCM 全部的權益，且尚不包含隱藏於衍生性金融商品部位的財務槓桿²⁵⁴。

LTCM 的利潤來自於其能比市場參與者更準確評估風險；但也因為無人敢貿然接受此種風險，使 LTCM 握有許多流動性不佳的部位²⁵⁵。1998 年 8 月，俄羅斯爆發債務危機，投資人亟欲出脫新興市場之高風險證券，造成這些流動性較差的有價證券價格大跌，同時也轉而購買美日德等國之政府公債尋求庇護，使債市價差不斷擴大，LTCM 多數交易無一倖免地持續虧損。到了 1998 年 9 月，LTCM 的損失已超過 40 億美元，資產總值剩下 6 億美元，要求增補擔保品的強大壓力迅速耗盡了 LTCM 之流動性²⁵⁶。其國庫券期貨之經紀商如 Bear Stearns 也因追繳保證金未果，賤價拋售所持有之擔保品而受到波及；幾近於零的扣減額使其交易對手已

²⁵² 吳博聰等，前揭註 243，頁 41。

²⁵³ 同前註，頁 31-33。

²⁵⁴ 同前註。

²⁵⁵ 同前註，頁 32。

²⁵⁶ 同前註。



無可避免地遭受損失，流動性危機進一步擴大²⁵⁷。此外，LTCM 設立登記於開曼群島，其破產保護有別於美國之破產法規定，於當時替借款人清算擔保品之過程中又添變數²⁵⁸。最終，係由美國 Fed 出面統籌十幾家金融機構，提供 LTCM 36.5 億美元的援助，並取得其 90% 的股份作為回報，方解決了 LTCM 的困境²⁵⁹。

第三目 系統性風險

避險基金藉由創新的金融商品將風險分散於各處，同時也購買證券化商品，承接交易對手欲對沖之風險，達到風險分散之效果；惟其風險轉嫁機制也沖淡了相關金融機構之風險意識。其次，由於銀行能將信用風險大規模轉移至避險基金，其審慎核貸之意識也可能因之減弱，導致核貸標準日趨寬鬆²⁶⁰。而避險基金雖購入結構性商品而成為最終承受風險的一方，卻未必能夠掌握所購入商品之基本信貸風險資訊，更遑論能否管理這些風險，一旦倒閉，其連鎖鍊中各環節之槓桿效應，將更容易對整個金融體系帶來難以估計之系統性風險²⁶¹。

²⁵⁷ 同前註。

²⁵⁸ Philippe Jorion, *Risk Management Lessons from Long-Term Capital Management*, 6 EUROPEAN FINANCIAL MANAGEMENT 277, 283 (2000).

²⁵⁹ *Id.*

²⁶⁰ 吳博聰等，前揭註 243，頁 43。

²⁶¹ 同前註。



第二項 貨幣市場共同基金

第一款 架構與功能

共同基金 (mutual fund) 之運作模式，係集合許多小額投資人之資金，並統籌予以投資運用。共同基金出售股份予投資人，並將募集而得的資金用以購買證券，經由發行小面額的股票並購買大宗證券的資產轉換程序，得因其規模而享有降低交易成本及分散投資組合風險之優勢²⁶²。而所謂 MMF，則係指投資標的為「貨幣市場上各種短期票券」之共同基金²⁶³。專業的證券投資信託公司以發行股份或受益憑證之方式，向基金投資人募集資金，並委任專業的基金經理人操作，將資金投資於期間短、流動性佳的短期貨幣市場投資工具——如政府債券、商業本票、定期存單及附買回交易等。投資人按其投資比例（持份）獲得基金的投資收益，而證券投資信託公司則賺取基金的管理費用²⁶⁴。MMF 的型態為開放式型基金 (open-ended fund)，投資人可於每個交易日依每日基金淨值 (Net Asset Value) 隨時向基金公司申購或要求贖回基金，具有極佳的流動性²⁶⁵。

依美國投資公司法及相關規定，一般的共同基金須於其市值可合理評價時，依該市場價格計算其每股淨值；否則必須依基金董事會之決議，決定持股之公平市價，以為基金淨值之核算²⁶⁶。而不同於其他基金之計算方式，MMF 得依同法 2a-7

²⁶² Frederic S. Mishkin, 前揭註 2，頁 382。

²⁶³ 同前註。

²⁶⁴ 同前註。

²⁶⁵ Tobias Adrian & Adam Ashcraft, *supra* note 135, at 9.

²⁶⁶ 15 U.S. Code § 80a-2 (a)(41)



之豁免規定²⁶⁷，將每股淨值穩定維持在每股 1 美元；由於得豁免於依市值計價之規定，同法對 MMF 投資標的之品質、多元性及期限，均設有嚴格的風險控制條款，俾將投資風險減至最低，同時縮小其每股淨值與實際市值間之差距²⁶⁸。

MMF 的發展始於 1970 年代初，由於 Glass-Steagall 法案授權 Fed 制訂之 Q 法則（Regulation Q）限制商業銀行之定存利率不得超過 5.25%，惟當時美國之市場利率因通貨膨脹而一度達到南北戰爭以來的最高水準 8%，故對投資人而言，MMF 之性質及利率相形之下更具吸引力²⁶⁹。又由於 MMF 報酬高於銀行活期存款利息收益，且投資標的多為政府債券、存款憑證、商業本票等短期、低風險之證券，基金淨值恆維持在 1 美元，具有如同存款般「保本」之特性，成為安全性及流動性僅次於美國公債的投資工具²⁷⁰。

第二款 風險

MMF 具有近似銀行存款的功能，但其並未受到存款保險、及央行最後融通機制的保障。雖然 Rule 2a-7 記述透過使 MMF 減少持有低流動性資產之方式，達到保護投資人之目的，但並無法避免因整體市場恐慌而使 MMF 投資組合喪失流動性的可能，故 MMF 仍可能面臨如商業銀行因擠兌而無法變賣資產的窘境²⁷¹。換言之，看似品質無虞的證券可能一夕之間崩跌；而有毒資產之蔓延，亦將使透過投資標的多元化以分散風險之作法歸於徒勞，進而影響 MMF 之資產價值。

²⁶⁷ 依 Rule 2a-7，MMF 之資產淨值計算方式包含成本攤銷法（amortized cost method）及區間波動法（penny-rounding method）兩種。前者係以 MMF 之購置成本（acquisition cost）計算其投資組合證券之 NAV，並藉溢/折價之攤銷進行調整，將市場因素排除於基金之價值衡量以外。後者則是根據基金資產當時分配、贖回或買回之交易價格，將每股淨值調整至最接近 1 美元之百分點；由於此一作法可依據市場價值、公平價值或攤銷成本計算，將未實現之資本利得亦納入估值，使得基金十分容易將淨值提到 1 美元以上。17 CFR 270.2a-7(a)(2)、2a-7(a)(21)

²⁶⁸ Investment Company Institute [ICI], *Report of The Money Market Working Group* 36 (March 17, 2009)

²⁶⁹ 梅文欣（2013），前揭註 8，頁 81-82。

²⁷⁰ 同前註。

²⁷¹ ICI, *supra* note 268, at 93.



其次，以美國為例，MMF 持有美國近二分之一的商業本票及三分之二地方政府發行之市政債券（municipal bond），同時亦為附買回交易之主要參與者。一旦 MMF 面臨鉅額贖回而減少持有上開證券時，證券之發行人（包含公司及地方政府）資金來源亦將隨之枯竭，引發系統性擠兌（systemic run）²⁷²。如 2008 年間，美國歷史上最悠久之 MMF Reserve Primary Fund（簡稱 RPF）持有約 7.85 億、由 Moody's 評等為 AAA 級別之 Lehman Brothers 債券，占其投資組合 1.2%。在 Lehman Brothers 宣告破產後，該債券之信用評等遭調降，RPF 隨即面臨了高達 250 億美元之贖回要求，約為其資產價值的 40%，每股淨值從 1 美元跌至 0.97 美元，並宣布於未來一周內停止贖回²⁷³。RPF「跌破一美元」（break the buck）使市場意識到 MMF 並未如先前所想一般安全無虞，進而引發大規模之贖回風潮，導致其他 MMF 亦無法倖免於難²⁷⁴。為了紓困 MMF，美國 Fed 於 2008 年 9 月 19 日提出了「暫時性 MMF 保證付款計畫」（Temporary Guaranty Program for US Money Market Funds）及「資產擔保商業本票貨幣市場基金流動性機制」（Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility）之暫時流動性機制，動用了 500 億美元之外匯安定基金為美國 MMF 提供臨時擔保，確保投資人不會因此而受到損失。同時由波士頓 Fed 對買入高品質 ABCP 的存款機構及 BHC 提供融通，藉由提高市場需求，拉抬商業本票之交易價格，避免 MMF 因亟欲脫手商業本票而使該短期信用工具貶值，引發市場對仰賴批發性融資之金融機構流動性之疑慮²⁷⁵。

²⁷² *Id.* at 95-96。

²⁷³ Jill E. Fisch, *The Broken Buck Stops Here: Embracing Sponsor Support in Money Market Fund Reform*, 93 N.C. L.REV. 935, 946-947 (2015)

²⁷⁴ *Id.*

²⁷⁵ *Id.* at 947-950.

表 6：全球金融海嘯重大事件一覽表



時間	事件
2007 年 7 月 10 日	標準普爾調降次級抵押貸款債券之評等，全球金融市場大幅震盪。
2007 年 8 月 15 日	美國最大的房貸金融公司 Countrywide 宣布減少承作房貸業務，股價重挫、有倒閉之虞，造成附買回交易市場凍結。
2007 年 10 月 15 日	在美國財政部支持下，花旗集團、美國銀行及摩根大通銀行等金融機構，宣布創設「流動性加強管道」，共同投資 800 億美元基金，購買 SIV 持有之高品質 ABCP。
2007 年 12 月 13 日	花旗集團宣佈援助旗下七家陷入困境的 SIV，耗資約 490 億美元，將其列入花旗集團的資產負債表。
2008 年 2 月 27 日	美國最大抵押貸款機構 Fannie Mae 宣布，由於喪失抵押品贖回權的不斷增加，該機構於 2007 年第 4 季發生 35.5 億美元的鉅額虧損。
2008 年 3 月 14 日	美國第五大投資銀行 Bear Stearns 宣布其流動性「顯著惡化」，瀕於破產。消息導致其股價當天暴跌 47%，降至九年來最低水準，並引發美國股市道瓊指數狂跌近 200 點。 紐約聯邦準備銀行經由 JP Morgan 向 Bear Stearns 提供緊急救援性融資，避免危機向整個金融系統蔓延。
2008 年 9 月 16 日	貨幣市場共同基金 Reserve Primary Fund 每股淨值跌破一美元，宣布於未來一周內停止贖回。
2008 年 9 月 19 日	聯邦準備理事會為紓困 MMF，提出「暫時性 MMF 保證付款計畫」及「資產擔保商業本票貨幣市場基金流動性機制」之暫時性流動性機制。

(本文自製)



第四章 影子銀行之發展現況、效益與風險

第一節 影子銀行之發展現況

於全球金融海嘯中被迫拋售資產及擠兌之夢魘，使金融機構和投資人採取更為謹慎之態度，而金融體系之結構性變化也是證券化、附買回交易及 MMF 市場暫趨冷卻之因素。2008 年以後，美國五大主要投資銀行中， Lehman Brothers 宣告破產後由外國銀行分別收購其各個部門；Bear Stearns 和美林證券 (Merrill Lynch & Co.) 分別由摩根大通銀行 (JPMorgan Chase & Co.) 及美國銀行 (Bank of America) 所收購；碩果僅存的高盛集團 (Goldman Sachs Group Inc.) 和摩根士丹利 (Morgan Stanley)，則轉型成為銀行控股公司。總體而言，美國過去的五大投資銀行現均已納入 Fed 之管轄範疇，受到定期壓力測試以及更嚴格的資本和流動性要求。新的流動性要求和具有系統重要性銀行的額外資本計提要求，限制了其對短期批發性融資的依賴；而通過會計方式——如合併資產負債表、附加比率槓桿比率等——控管表外曝險，也使銀行成立 SIV 並挹注資金之能力大幅下降。

投資銀行不復過往之活躍，是否將造成資本市場流動性短缺、價格波動性上升之負面效果也引發了擔憂。惟美國前 Fed 副主席 Stanley Fischer 指出，近年來，政府及公司債券市場之流動性指標均未顯示市場運行狀況惡化的跡象；而即使市場流動性勢必於某程度上受影響，期限轉換和槓桿比率等限制，仍帶來了許多重大效益，使金融體系更加穩定、彈性²⁷⁶。

²⁷⁶ Stanley Fischer, *Financial Stability and Shadow Banks: What We Don't Know Could Hurt Us.* Speech presented at 2015 Financial Stability Conference, Washington, D.C.(Dec 2015)



根據 FSB 於 2016 年提出之影子銀行監督報告²⁷⁷，全球主要國家影子銀行規模呈現持續上升之趨勢，截至 2015 年底已達到 92 兆美元，相當於 GDP 總額之 150 %；惟 2015 年經匯率調整後的 4.3 % 成長率，低於往年 10% 的平均值²⁷⁸。於所有數據樣本中，GDP 的成長往往與影子銀行呈現正相關——GDP 每成長 1 個百分點，影子銀行就增加了 0.9 個百分點。2015 年，許多新興經濟體之影子銀行資產增長速度甚至超越 GDP；而成熟經濟體的 OFI 則相對於 GDP 漸趨停滯或下滑²⁷⁹。

圖 12：影子銀行與 GDP 之比值



資料來源：FSB, *Global Shadow Banking Monitoring Report 2016*.

就資產總額視之，歐元區之影子銀行規模最大，其資產總額達 30 兆美元。其次是美國（26 兆美元）、英國（8 兆美元）、中國（8 兆美元），開曼群島（6 兆美元），加拿大和日本（各 4 兆美元）。與 2011 年相比，歐元區在 OFI 總額中

²⁷⁷ FSB 於其年度報告中之統計數據主要來自「21+EA-group」，即 21 個非歐元區主權國家加上歐元區。

21	阿根廷、澳大利亞、巴西、加拿大、開曼群島、智利、中國、香港、印尼、印度、日本、韓國、墨西哥、俄國、沙烏地阿拉伯、新加坡、瑞士、土耳其、英國、美國、南非
EA-group	比利時、德國、法國、義大利、愛爾蘭、荷蘭、西班牙

²⁷⁸ FSB 係以排除中央銀行、銀行、保險公司、退休基金、公共金融機構或金融輔助機構之「其他金融機構」（other financial institutions, OFI）資產總和來衡量影子銀行之規模。

²⁷⁹ FSB, *supra* note 130.



的比例從 32 % 略升至 33 %，美國之占比則從 33 % 下降到 28 %²⁸⁰。值得注意的是在 2015 年，加拿大、開曼群島、愛爾蘭、荷蘭、瑞士和英國等六個地區的影子銀行資產總額，都是其 GDP 總值的兩倍以上，主因是這些地區均扮演了國際金融中心、開放外資設立公司的重鎮²⁸¹。

²⁸⁰ FSB, *supra* note 130, at 17.

²⁸¹ *Id.*



第二節 影子銀行之特色與效益

影子銀行之成長，無非導因於商業銀行已無法滿足金融市場之需求，使市場投資人開始尋求其他融資管道匯聚資金。而影子銀行逐漸被借、貸雙方均視作銀行以外之投資選擇，原因在於一般大眾均認為（或期待）影子銀行可發揮如同銀行存款之高流動性及安全性。其次，影子銀行可將小額資金聚集，透過專業的資產管理機構或基金經理人將資金進行有效率的投資運用，降低投資人自行投資所需支出的成本，亦可提供符合其投資屬性的金融商品，發展出個別的投資組合，促進了資金之流動性及運用效率。再者，影子銀行的發展也加速了商業銀行經營模式的轉變，本質上成為商業銀行金融資產一龐大的二級市場；故影子銀行的交易成本越低、定價機制越完善、流動性越高，商業銀行越有動機將其發放的信貸資產出售，在獲得價差收益的同時回收流動性²⁸²。

籌資管道和金融商品的多元化，形成了金融體系之去中介化（financial disintermediation），隨著直接融資如股票、債券、投資基金等金融工具的發展，資金的供給通過新的機構或方式繞開商業銀行這個媒介體系，流通至資金需求者²⁸³。因銀行本質上為營利機構，依循「買低，賣高」之模式，從存/貸款間之利差獲益；而在去中介化的結果下，資金需求者即可以省下該份利差；金融體系在因去中介化而更趨多元的情況下，也更能夠抵禦負面的衝擊。換言之，個別機構倒閉所致對金融穩定的影響將因此減輕，某程度得以降低「太大不能倒」之問題²⁸⁴。

影子銀行與商業銀行有許多相似處，如均進行期限轉換，將短期挹注之資金轉換為長期資產，此種獲利模式稱為「利差交易」（carry trade），亦即以借入或

²⁸² 王儼容，前揭註 146，頁 8。

²⁸³ Steven L. Schwarcz, *supra* note 288, at 626.

²⁸⁴ *Id.*



放空低報酬率（如利率、匯率）之資金進行融資，並投資於高報酬率資產²⁸⁵。相異之處在於商業銀行以「存款」作為資金來源；影子銀行則以市場為基礎，透過交易鏈進行中介活動，經由發行 ABCP、附買回交易、或類似的結構型信用工具籌集資金以進行投資，並由 MMF、債券型基金及其他金融機構購買，資金最終流向潛在的借款人²⁸⁶。此種「借短貸長」之交易策略所生之影響，可分為三個層面²⁸⁷：

一、金融機構僅需少量自有資本即得進行，且獲利隨槓桿程度而增加，造成其高度仰賴財務槓桿操作；惟財務槓桿同時具有放大損失之效果，其曝險程度因此倍增。

二、高報酬資產多為期限長、流動性低者，於面對突如其來之流動性需求時，金融機構難以於短期內大量變現以支應之。

三、資金來源期限短、流動性高，金融機構須不斷重複融資以支應營運所需。展期風險使金融機構易在無法繼續獲得資金或變現資產時，陷入無法清償之困境。

有鑑於此，影子銀行對金融市場之作用如同雙面刃，其因金融商品及服務而與其他金融機構和市場聯繫之程度，可能擴大系統性風險之傳染；反之，也可能因削弱企業之相互倚賴而減低系統性風險，故影子銀行對系統性風險存在正反兩面之影響，究由何者將占上風，仍未有定論²⁸⁸。

影子銀行主要藉「批發性融資」與「擔保中介」（collateral intermediation）兩種活動，取代商業銀行「收受存款」與「信用增強」之核心功能²⁸⁹。析言之，影子銀行由創始貸款開展，並以批發性融資方式支應，成為由批發性融資市場籌集

²⁸⁵ 徐肇鴻（2013），〈由經濟觀點論銀行體系中系統風險之成因及事後處理機制之規範原則〉，《東吳法律學報》，24卷3期，頁90-91。

²⁸⁶ 同前註。

²⁸⁷ 同前註。

²⁸⁸ Steven L. Schwarcz, *Regulating Shadow Banking*, 31 REVIEW OF BANKING AND FINANCIAL LAW 2, 619, 630-631 (2012).

²⁸⁹ 參見 David Luttrell et al, 前揭註38，頁154；閻慶民、李建華，前揭註6，頁48-49。



短期資金以發行非傳統貸款的複雜網絡。其次，影子銀行透過證券化反覆利用擔保品，構成了擔保品反覆質押的過程²⁹⁰；而綿延的擔保中介鏈，也通常被視為影子銀行之核心。

第一項 批發性融資

影子銀行籌集資金之主要途徑是發行批發融資工具（如有擔保的債權憑證以及附買回交易），而資金供給者則為 MMF 等機構投資人。由於機構投資人特殊的資產結構及遵法需求，大多只能投資流動性和安全性較高的金融資產。而在安全性資產供不應求的情況下，「類活期存款產品」（demand deposit-like product）開始成為影子銀行重要的投資標的，如具有超額擔保、隔夜交易和可展期等特點的附買回交易，即成為了機構投資人的首選²⁹¹。

就影子銀行「存款人」的角度觀之，共同基金等機構投資人得以因其規模而享有降低交易成本及分散投資組合風險之優勢²⁹²，其中又以美國之 MMF 為批發性融資之典型。MMF 之投資標的分散且多投資於政府債券、存款憑證、商業本票等短期、低風險之證券，基金淨值恆維持在 1 美元，在投資人眼中具有如同存款般「保本」之特性；加上其報酬率高於銀行利率，成為安全性及流動性僅次於美國公債的投資工具²⁹³。MMF 憑藉著近似銀行活期存款的功能，以及分散投資風險、收益穩定、流動性佳、購買限額低、資本安全性高等特性，吸引了大量美國投資人將閒置資金投入，更提供市場資金轉換或避險時的停泊工具。投資人在對資本市場感到悲觀或持觀望態度時，便可將資金暫時轉入收益穩定的 MMF，等待適當

²⁹⁰ 閻慶民、李建華，前揭註 6，頁 48-49。

²⁹¹ 王儼容，前揭註 146，頁 9。

²⁹² Frederic S. Mishkin，前揭註 2，頁 382。

²⁹³ 梅文欣（2013），前揭註 8，頁 81-82。



的投資機會出現時再行轉出，而成為短期資金調度之工具²⁹⁴。

在全球金融海嘯爆發前，隨著資產證券化的蓬勃發展，附買回交易及 ABCP 因擔保品之提供，象徵了相當程度的安全性及流動性，成為 MMF 大量投資之標的。根據統計資料顯示，截至 2008 年 12 月，美國 MMF 市場持有約 3 兆美元之貨幣市場投資工具，占了整體貨幣市場四分之一；其投資組合中，商業本票占了 39%、附買回交易占了 23%，而短期機構證券 (agency security, 即由 GSE 所發行之證券) 及國庫券則分別占了 44% 及 24%²⁹⁵，彰顯了 MMF 作為美國貨幣市場流動性的主要供給者，扮演了短期信用貸款中介之重要角色，同時也為影子銀行提供大量批發市場短期資金，成為影子銀行的主要資金供給來源²⁹⁶。

第二項 擔保中介

影子銀行關鍵功能之一，係支撐起金融體系中之擔保品活動，密集、重複地使用有限之擔保品，以盡可能支撐大量的金融交易。相較於一般商業銀行，投資銀行在促進以擔保品為基礎的業務方面更具有優勢，包含了進入障礙、規模經濟和網路中心效應 (network centrality effect)，也普遍被認為具有較低的交易對手風險²⁹⁷。從市場供需的角度觀之，1970 年代中期，隨著證券化市場發展，高品質擔保品 (high quality collateral) 需求日增，影子銀行之出現即係為了因應證券化過程中安全資產及大量附擔保交易（如附買回交易等）之需求²⁹⁸。

影子銀行主要的擔保品來自避險基金和其他需要借入現金或證券的投資人。舉例而言，避險基金以美國國庫券為擔保品，向高盛（投資銀行）融資；而高盛再將此一債券做為向瑞士信貸（信貸公司）借款之保證金。其後，MMF 再向瑞士

²⁹⁴ 梅文欣，前揭註 8，頁 81-82。

²⁹⁵ Tobias Adrian & Adam Ashcraft, *supra* note 135, at 18.

²⁹⁶ *Id.*

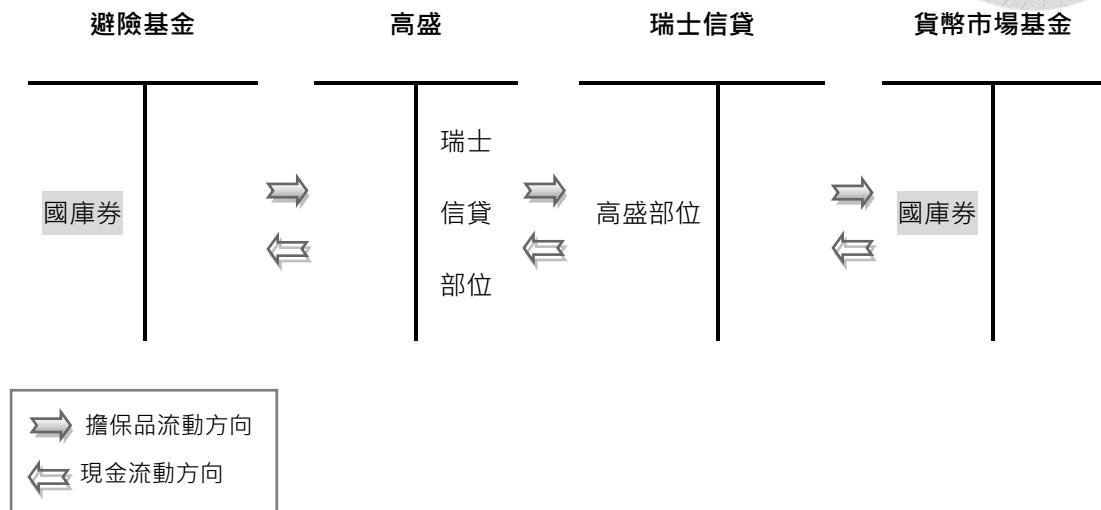
²⁹⁷ Stijn Claessens, Zoltan Pozsar, Lev Ratnovski, Manmohan Singh, *Shadow Banking: Economics and Policy* 14 (IMF Staff Discussion Note SDN/12/12, December 4, 2012)

²⁹⁸ *Id.* at 16.



信貸購入債券並持有至到期。在此例中，美國國庫券即被重複利用了三次，持有者也自避險基金移轉至 MMF²⁹⁹。

圖 13：擔保中介運用流程之例子



資料來源：閻慶民、李建華（2015），《影子銀行》，頁49，台北：風格司藝術創作坊。

其他擔保品供給者（即資金需求者）包括保險公司、退休基金，以及由政府部門所主導之活動——如主權財富基金。這些擔保品持有人透過附買回交易和證券借貸「出租」其所持有的證券，以獲得更高之報酬率。而擔保品之需求者（即資金提供者）則包含需求特定類型證券來支撐其運作之避險基金、共同基金等，通過促進金融交易，為其投資人賺取更高的收益，也替資金需求者提供更低的融資成本，使擔保中介過程對實體經濟發揮極大效益³⁰⁰。

²⁹⁹ 前揭註6，頁49。

³⁰⁰ Stijn Claessens et al, *supra* note 297, at 14.



第三節 影子銀行之風險

承上所述，影子銀行主要藉「批發性融資」與「擔保中介」兩種活動，取代商業銀行「收受存款」與「信用增強」之核心功能³⁰¹。影子銀行之信用中介功能發揮了極具價值的經濟效用，資本健全的金融機構提供信貸予家庭及企業，成為推動經濟成長的重要動能。惟隨著影子銀行不斷壯大，金融市場也更易受恐慌和擠兌的影響。以市場為基礎之信用中介憑藉出售資產及證券化而擴張，不僅造成資產負債表快速膨脹，財務槓桿大幅提升，更創造了許多複雜、難以訂價的金融商品。而擔保品的重複使用亦導致了金融機構所持有資產之相互關聯性 (correlation) 提高，一旦景氣反轉將導致資產市價受到拖累，被多數學者認為是金融危機蔓延之重要因素³⁰²。

第一項 背景：順景氣循環與信用浮濫

「順景氣循環」 (pro-cyclicality) 指金融機構能在經濟活絡 (economic expansion) 、資本價格便宜時累積其資產基礎 (asset base)；相對地，在經濟緊縮時，機構的財務體質也會隨其資產基礎價值降低，進而需付出更高成本來籌措資金³⁰³。如於 1980 年代晚期，全球房地產市場與企業貸款業務均十分繁榮，而隨後的金融條件吃緊，使許多經濟體都經歷了景氣衰退與房價下跌，包含美國、芬蘭、日本、挪威與瑞士在內的許多國家都發生嚴重的金融危機，均係來自先前房地產與商業貸款的榮景而導致的大規模虧損³⁰⁴。房地產貸款這種「大繁榮之後緊接著發生嚴重不景氣」的發展，也是 2007 年美國次貸危機、2010 年愛爾蘭危機、

³⁰¹ 參見 David Luttrell et al，前揭註 38，頁 154；閻慶民、李建華，前揭註 6，頁 48-49。

³⁰² 閻慶民、李建華，前揭註 6，頁 48-49。

³⁰³ BehzadWoody Gohari & Karen E., *The New Global Financial Regulatory Order: Can Macroprudential Regulation Prevent Another Global Financial Disaster*, 40 J. CORP. L. 403, 406 (2014).

³⁰⁴ Martin Hellwig & Anat Admati (著)，周詩婷 (譯) (2014)，《失控的銀行》，頁 103，新北：好優文化。



2012 年西班牙危機的核心³⁰⁵。其原因在於大批影子銀行的投資人在財務困頓期間同時贖回資金，加上資產價格不再上升，擔保品價值再也無法支撐影子銀行所融通的這些大量、突然不具流動性而成為有毒的資產，進一步引發了資產拋售³⁰⁶。一旦資產開始因拋售潮而貶值，不論影子銀行之體質原本是否健全均無法倖免，融資成本將快速上升，進一步提高流動性危機；而金融機構原可仰賴的銀行信貸機制，在擠兌風險情況下為免曝險，又採取緊縮信貸的應對方式，使影子銀行的流動性更為緊縮³⁰⁷。

惟個別機構之信用貸款違約率上升尚不足以構成整個金融體系之危機；金融機構透過證券化將信用風險移轉，使次級房貸與證券化商品緊密連結，方為肇致信用風險於各個金融機構與投資人間大肆傳染、擴散之原因。詳言之，證券化使貸款創始機構得將風險性資產轉嫁至市場，強化了其降低信貸標準、競逐規模經營之誘因，並使信用風險以一種更加複雜、不透明之方式出現。而無論經過多密集、繁瑣的倉儲、打包、分層乃至分銷之過程，仍無法將品質不佳貸款之信用風險沖淡，而是係以另一種形式，潛伏於廣大之投資人當中。

³⁰⁵ 同前註，頁 103。

³⁰⁶ David Luttrell et al, 前揭註 38，頁 158。

³⁰⁷ 同前註。



第二項 流動性風險

第一款 定義及成因

流動性風險（liquidity risk）傳統上指銀行無法應付存款提領或放款需求增加的資金需求，且無法迅速以合理成本取得資金，所造成損失的風險³⁰⁸。影子銀行之主要資金來源係批發市場之短期融資，如有價證券借貸、附買回交易及 ABCP 等短期投資工具，與銀行活期存款同樣具有可隨時贖回的高流動性、低資金成本，故在穩定的經濟情況下，透過發行及展期（roll over）機制，批發性融資市場成為影子銀行穩定之資金來源³⁰⁹。反面言之，融資工具隱含賣權，這些短期負債須透過不斷展期以融通長期資產，因而存在持有人於到期日不再續約並立即贖回資金之「展期風險」³¹⁰。若能持續順利展延，負債將轉為無限期，類似傳統銀行的存款；惟當票券持有人不願再展延時，可能對發行人造成嚴重的流動性緊縮³¹¹。

第二款 影子銀行之擠兌

雖然流動性缺乏並不當然等同於資產已小於債務（insolvency）——即嚴格定義上之破產，而係指缺乏足夠之流動性資產而無法支應已到期債務，然金融海嘯期間，證明了償付能力和流動性相互牽連甚深，流動性缺口之持續通常會導致財務健全性出現問題，而終至破產倒閉³¹²。如於 2008 年 3 月，MMF、避險基金和投資銀行等均認為 Lehman Brothers 的資產價值已低於其估值，進而撤回資金並要求補充擔保品，迫使 Lehman Brothers 拋售其資產，幾乎在一夜之間同時耗盡了其資

³⁰⁸ 黃昱程，前揭註 15，頁 246。

³⁰⁹ David Luttrell et al, *supra* note 38, at 152.

³¹⁰ *Id.*

³¹¹ *Id.*

³¹² FCIC, *supra* note 7, at 326.



本和流動性³¹³。此種非銀行金融機構因投資人大量結清或贖回交易部位所致之「非銀行擠兌」(non-bank run)，尤以依賴短期融資之投資銀行為甚。而影子銀行的「存款人」(即資金提供者)主要是現金充裕的機構投資人，這些具有專業投資經驗並掌握大量市場訊息的機構投資人對風險因素十分敏感，一旦市場行情有變，其往往率先抽離資金，極易引發「羊群效應」，從而加劇影子銀行體系的擠兌危機³¹⁴。再者，由於美國的影子銀行已有相當程度之國際化，使危機更易通過交易對手風險而擴散成全球性之金融危機³¹⁵。以著名之 Bear Stearns 為例，2008 年 3 月 10 日，市場即開始謠傳 Bear Stearns 出現財務困難，縱分析師表示其流動性資產及借貸能力尚足以繼續營運兩年，投資人仍大量結清融資或交易部位，導致於短短三日內，Bear Stearns 已無足夠之流動性支應其負債。換言之，雖 Bear Stearns 確實因投資大量房貸商品而有無法持續經營之虞，但市場參與者的大量贖回，導致其完全無轉圜之餘地³¹⁶。

此外，市場感染 (market contagion) 於擠兌中亦扮演了關鍵性的因素，市場信心喪失通常源於投資人對未來得否取得給付存有不確定感 (uncertainty)，而特定事件之發生——縱為虛構之消息——即可能導致投資人對性質相似之金融機構體質皆有所質疑，進而要求贖回或清償，使多數金融機構陷入流動性不足之困境³¹⁷。其次，雖理論上投資人應以自身資金需求決定是否提領，而非基於其他人之行為；然對個別投資人而言，為避免金融機構資產不足以清償所有人，最保險之策略仍為搶先提領，以免日後無法受償，金融機構因而將面對大規模擠兌³¹⁸。

³¹³ *Id.*

³¹⁴ 王儼容，前揭註 146，頁 10。

³¹⁵ 同前註，頁 9-10。

³¹⁶ 徐肇鴻，前揭註 285，頁 96-97。

³¹⁷ 同前註，頁 95。

³¹⁸ 同前註。



第三項 系統性風險

第一款 定義及成因

系統性風險多指因單一觸發事件（trigger event）之發生——如某一金融機構破產、資產泡沫崩解等，導致其他金融機構陷入困境或出現重大損失，進而使市場融資成本顯著提升甚至難以取得。換言之，系統性風險係單一金融機構之負面影響感染（contagion）其他金融機構或整體市場，對經濟引發一連串骨牌效應³¹⁹。系統性風險著重於造成「金融不穩定」的風險，強調金融業帶給實體經濟的外溢風險及因此所花費的成本。

最典型的系統性風險係由金融機構間環環相扣的關聯性而傳播。如銀行藉同業拆款等方式進行資金調度，並使用相同的結算系統；而單一銀行之違約將藉由銀行資金相互依存的特色而擴散，連帶影響其他銀行之償債能力。最顯著之例證即為 1929 年的經濟大蕭條，因市場恐慌造成大規模擠兌風潮，因部分銀行之現有資金無法滿足存戶需求，市場信心喪失導致其他原有清償能力的銀行亦受波及而違約、許多公司亦因資產喪失流動性而破產，最後造成約 2000 家銀行倒閉³²⁰。

而近年來，影子銀行帶來之「去中介化」趨勢，使系統性風險之傳染途徑從傳統具有關鍵金融中介地位的銀行，轉而聚焦於非典型之資本市場或其他機構；風險之傳遞也由金融機構間轉向資本市場。雖投資風險得以藉由投資組合相互分配、抵銷，產生零風險的投資組合；然投資風險和系統性風險卻是呈現正相關，並無法倚賴其多元化而消除³²¹。正如金融海嘯所示，影子銀行之資本效率在很大程度上取決於全球批發性融資和貸款市場之流動性，而此一流動性可能於極短時

³¹⁹ 徐肇鴻，前揭註 285，頁 92。

³²⁰ 同前註，頁 96。

³²¹ 同前註。



間內枯竭（deficiency），為金融體系帶來系統性的後果³²²。

其次，隨著影子銀行不斷壯大，市場基礎信用中介憑藉出售資產及證券化而擴張，造成資產負債表快速膨脹、槓桿比率大幅提高。一旦金融機構因資產價格突然下跌等原因出現損失或因市場資金緊縮無法繼續取得融資時，體質較差之金融機構將被迫以高度折價之方式拋售資產或處分資產，以降低資產負債表規模或因應流動性所需³²³。當拋售之規模顯著影響市場價格，而金融機構持有之資產又高度相關、類似時，其他金融機構將因此受到傳染而亦被迫處分其資產；而當金融機構之資產相似性越高時，此種連結之緊密程度將亦隨之提升³²⁴。市場參與者於預期資產市價將隨更多金融機構之拋售而下降時，也會儘速出脫資產，爭相出售之結果將使市價更形崩跌。此項進程之重覆循環將造成資產市價將大幅度地與其基本價值脫節而完全取決於其變現所得獲得之價額，從而出現嚴重之流動性缺口³²⁵。

此外，由於商業銀行常為影子銀行信用中介鏈之一環，亦會投資影子銀行發行之金融商品，與影子銀行密切糾葛，於金融危機時，將加速去槓桿化行為（deleveraging）及外溢效應，同時提高資產價格泡沫化的風險，而一同捲入系統性風險之中³²⁶。

³²² Tobias Adrian et al, *supra* note 72, at 17.

³²³ 閻慶民、李建華，前揭註 6，頁 48-49。

³²⁴ 徐肇鴻，前揭註 285，頁 97-98。

³²⁵ 同前註。

³²⁶ FSB, *supra* note 3, at 4.



第二款 太大不能倒

影子銀行興起之另一原因，在於金融控股公司之發展。金融控股公司得以藉由於自身旗下設立商業銀行、證券、資產管理等子公司，而於母公司內部完成影子銀行之信用中介過程，宛如一「內在」之影子銀行體系（the Internal Shadow Banking Sub-System）³²⁷。有別於傳統銀行於單一資產負債表上發行貸款、融資和風險管理，金融控股公司可在其銀行子公司中發放、倉儲貸款後，由證券商子公司管理，同時也將貸款證券化，移轉至證券商子公司所設立之 SPV 以隔離破產風險。另一方面，金融控股公司亦得透過資產管理子公司設立 SIV，透過批發性融資市場取得短期資金，並由銀行子公司提供流動性增強³²⁸。通過經紀及資產管理等活動，可使其收入來源多樣化，而銀行子公司於遭受信貸損失時，也可透過上述活動獲得彌補並維持正常運作。故金融控股公司中之證券商和資產管理係與銀行子公司業務相互關聯、補充之活動³²⁹。影子銀行活動與現代銀行業的關係複雜而密不可分，根據統計，美國之 BHC 在過去 20 年以來，成長速度已不成比例的超過名目 GDP，影子銀行占全體 BHC 資產的比重也從而逐漸增加。大型 BHC 可能擁有高達上千家分支機構來進行信用中介以及產生盈餘，大多數為基金、信託及金融工具等從事影子銀行活動的實體³³⁰。

「太大不能倒」（Too-Big-to-Fail，簡稱 TBTF）一詞誕生於 1984 年美國眾議院調查伊利諾大陸銀行（Continental Illinois National Bank）和信託公司援助案之聽證會中，指在金融體系中的實體因其規模龐大及互相關聯性深遠，監理機關及政府一般會介入干預以預防其倒閉³³¹。換言之，消費者、債權人及 TBTF 金融機構

³²⁷ Tobias Adrian et al. *supra* note 72, at 9-10.

³²⁸ *Id.*

³²⁹ *Id.*

³³⁰ David Luttrell et al., 前揭註 38, 頁 167-169。

³³¹ Cheryl D. Block, *A Continuum Approach to Systemic Risk and Too Big-to-Fail*, 6 BROOK. J. CORP. FIN. & COM. L 289, 337 (2012).



之經營者認為當危機迫在眉睫時，政府將提供內在援助來吸收這些鉅額成本，因此不會完全替這些風險定價³³²。而金融資源不成比例地集中在大型金融公司手中，使 TBTF 金融機構亦存在道德危險之議題。事實上，TBTF 一詞更直接反映了社會大眾反對政府紓困（anti-bailout）之情緒，進一步促使國會終結任何含暗示將由政府注資援助之政策³³³。

³³² David Luttrell et al., 前揭註 38, 頁 167-169。

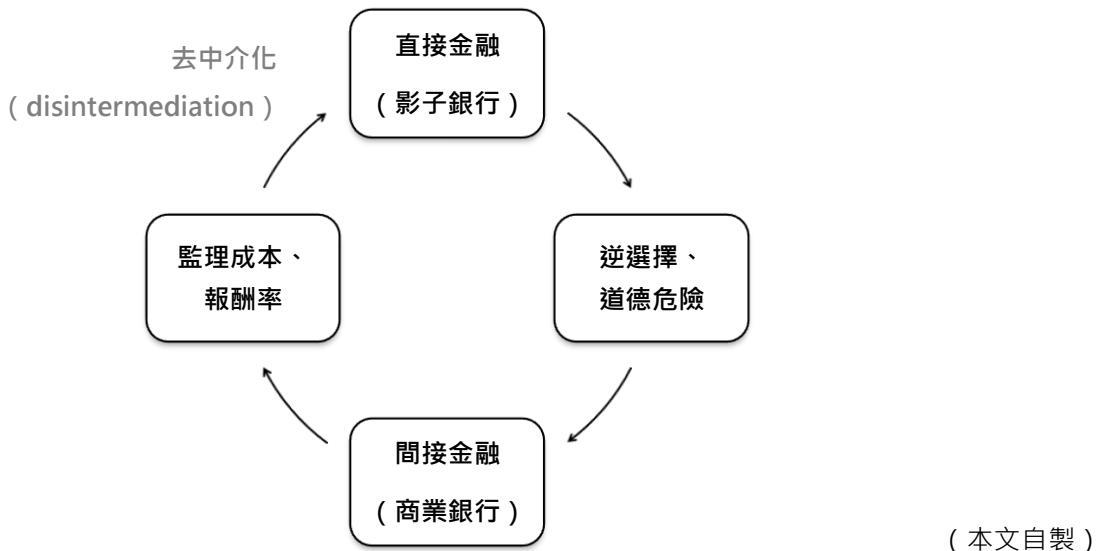
³³³ Cheryl D. Block, *supra* note 331, at 337.



第四節 影子銀行之去中介化——論監理改革之必要性

金融中介機構之重要功能，在於藉由規模經濟及專家技術等優勢解決資金撮合之障礙——即尋找交易對手、信用評估、作業程序等交易成本，達到風險分散及解決資訊不對稱問題³³⁴。惟「影子銀行」雖係指具有與銀行相同信用中介功能之金融機構，卻因「去中介化」使其實際上產生了如同直接金融之效果，風險無法妥適分散及資訊不對稱問題再度浮現，資金於借貸雙方間流動過程中，亦重新浮現了道德危險與逆選擇之隱憂。

圖 14：影子銀行之去中介化與所引發之問題



³³⁴ 參見第二章第一節第一項「金融中介之類型與功能」。



第一項 挤兌、紓困與道德危險

道德危險（moral hazard）最初出現於保險法之討論，係指當個體得透過保險契約將原需自行負擔之風險轉嫁予他人時，不但將喪失迴避風險之動機，更可能產生過度承擔風險之誘因。廣義言之，道德危險泛指行為人於得藉由特定機制轉嫁風險與他人時，所產生超額承擔風險之傾向³³⁵。由於當金融機構陷入財務困境時，主管機關得任其進入一般破產或清算程序，亦得選擇以暫時流動性機制或紓困等方式拯救之，惟不論採行何種手段皆必然涉及損失之分配，從而影響市場參與者之動機。紓困形同將金融機構之損失轉嫁由第三人承擔，當金融機構於獲利之同時卻無須承擔相對應之成本時，給予其動機從事高度曝險之經營活動，此即所謂之道德危險³³⁶。

由於多數影子銀行過去在營運上未受到資本規模、流動性緩衝、放款與投資組合之具體限制，不必承擔相關監理成本，本不應獲得公共援助之保障。惟隨著融資及信用擔保管道之增加，以市場為基礎的信用中介愈來愈多，道德危險亦因而提高，而政府之紓困使非銀行金融機構之利害關係人獲得償付，實際上已與存款保險所產生之效果無異。

而實際上，除政府出手注資紓困外，公部門對影子銀行之隱性擔保，使其有更大之誘因從事高風險投資，是造成嚴重道德危險之主因。如美國之GSE主要係由政府所主導經營並提供資金，加上於經濟大蕭條後，為了推行提升住宅自有率之政策任務，美國政府大力支持華爾街及世界各國之資金投資Fannie Mae 與 Freddie Mac，使其獲得充沛之資金來購買銀行所持有之抵押貸款債權，並將其包裝為證券化商品後，自行提供擔保出售予投資人。投資人對Fannie Mae 與 Freddie Mac販售之債券，無論了解風險與否，均普遍認為縱兩房陷入危機，政府也會出手救援，

³³⁵ 徐肇鴻，前揭註285，頁105。

³³⁶ 同前註。



從而存有一定程度之信賴³³⁷。此一現象造成2008年金融海嘯前，Fannie Mae 與 Freddie Mac大量投資並包裝出售次級房貸證券³³⁸。次貸風暴發生後，大量房貸違約增加的情況下，美國政府只得於2008年9月7日宣布以高達2000億美元之代價，接管了瀕臨破產的Fannie Mae 與 Freddie Mac³³⁹。其他紓困案例如政府對Bear Stearns 和AIG 注資救援、替MMF創建暫時性流動機制以化解擠兌危機，均係政府「被迫」履行其隱性擔保，以防止大型金融機構的倒閉，加劇金融體系坍塌之規模及影響。

故不論是 GSE，或是 MMF、避險基金、證券借貸等影子銀行，除倚靠其創始機構（私部門）之信用增強機制外，政府之隱性擔保或援助——縱仍為未定之數，已足以使其信用中介功能於市場上獲得強化³⁴⁰，使影子銀行獲得信用增強之好處，同時又無需負擔其邊際社會成本（如存款保險之保費、資本計提要求等），導致其得以不受阻礙的發展、壯大，甚至產生「太大不能倒」之局面。雖近期監理改革均致力於提高資本要求，並針對「太大不能倒」發展更強健的清算機制，然而金融服務業之高度複雜性、相互關聯性及集中程度，仍可能導致其成為極端事件中政府援助的受益方³⁴¹。

另一方面，紓困所生之道德危險亦著重於對債權人之影響。由於金融機構多數資金來自短期債權人，因其得應對機構之財務狀況或營運模式而迅速變更利率或融資條件，對流動性影響至關重大，得發揮相當之監督功能。而紓困最直接之效果即係保障金融機構之債權人免於損失，從而大幅降低其監督動機³⁴²。此外，亦將使債權人願接受較低之風險溢額，使市場喪失抑制金融機構風險之效果，賦予金融機構過度擴張規模之誘因³⁴³。

³³⁷ Tobias Adrian & Adam Ashcraft, *supra* note 135, at 19.

³³⁸ See *Id.*; FCIC, *supra* note 7, at 38-39.

³³⁹ 陳盈如，前揭註 152，頁 156。

³⁴⁰ Tobias Adrian & Adam Ashcraft, *supra* note 135.

³⁴¹ 徐肇鴻，前揭註 285，頁 105。

³⁴² 同前註。

³⁴³ 同前註。



綜上所述，政府之隱性擔保或紓困，提高了影子銀行從事高風險投資之道德危險，同時也將削弱市場對金融機構之監督動機，使金融機構有誘因擴張自身規模並採取高風險之經營模式。2007 年中期開始，美國政府出手對 Bear Stearns 和 AIG 之紓困，以及為非銀行金融機構（如主要經紀商）提供貼現窗口貸款、聯邦政府債務擔保計劃及支付系統等各種新型貸款項目，均係 Fed 於歷史上第一次透過主要交易商融通機制（Primary Dealer Credit Facility），將政府之金融安全網擴展到投資銀行³⁴⁴。有學者即指出，Bear Stearns 的紓困案在美國金融市場創造了一個不公平的競爭環境，商業銀行須向 FDIC 支付保險費以獲得政府安全網之保障；而投資銀行反而能「免費」獲得更佳之政府救助。如此一來，大型企業之組織型態將更獲青睞，投資銀行之併購浪潮也將更為興盛，結果將削弱美國銀行業，使「太大不能倒」與影子銀行之問題進一步惡化³⁴⁵。Fed 前主席 Alan Greenspan 曾警告，執政者須對政府金融安全網不論有意或無意的擴大保持謹慎；費城聯邦儲備銀行總裁 Charles I. Plosser 亦指出：對金融市場進行的干預有可能增加道德危險，抑制價格發現之機制。換言之，旨在平息金融不穩定的干預措施可能創造道德危險，長遠來看將使金融不穩定性更加嚴重³⁴⁶。

³⁴⁴ Elijah Brewer III & Julapa Jagtiani, *How Much Did Banks Pay to Become Too-Big-To-Fail and to Become Systemically Important?* 43 J FINANC SERV RES. 1, 3 (2013)

³⁴⁵ *Id.*

³⁴⁶ *Id.*



第二項 系統性風險

第一款 個體審慎監理之適用範圍受限

個體審慎監理（microprudential regulation）為過去金融監理之主流，著重交易和機構的規範，其目的在於關注外部風險以保護投資人，確保資訊持有者揭露資訊、防範內線交易及濫用市場地位³⁴⁷。影子銀行為金融體系帶來的去中介化效應，使得個體審慎監理未能適用於所有影子銀行³⁴⁸。

鑑於資本（capital）直接反映了股東權益及潛在損失風險，為避免銀行過度曝險，美國於 1981 年開始針對銀行及儲貸機構建立了量化法定資本規範，要求銀行資本對資產比率至少須達 5% 之門檻³⁴⁹；而依據最新之 Basel III，銀行之自有資本不宜低於加權風險性資產總額之 8%。相較之下，影子銀行之主要參與者如投資銀行、MMF 之監理向來著重防免證券詐欺、資訊揭露等投資人保護，對於機構本身並未有審慎監理規範，而不受到槓桿比率的限制³⁵⁰。職是之故，影子銀行得透過資產擔保機制強化信用，以極低的資本進行各種投資行為，在追求收益及順景氣循環的操作下，其槓桿倍數往往極高。如於金融海嘯爆發前，投資銀行及避險基金之槓幹倍數為 27 倍，其次為美國政府贊助機構之 23.5 倍；反觀同一時期，商業銀行之槓桿倍數大約僅為 9.8 倍³⁵¹。在未受監理的環境下，影子銀行之逐利動機驅使槓桿程度大幅升高，傳統銀行也日益失其主導地位及競爭優勢。

³⁴⁷ B. Gohari & Karen E., *supra* note 9, at 407.

³⁴⁸ Richard E. Mendalew, *supra* note 234, at 1785.

³⁴⁹ FCIC, *supra* note 7, at 33.

³⁵⁰ *Id.*

³⁵¹ 謝人俊、吳宗綱，前揭註 119，頁 217。



第二款 個體審慎監理無法防止系統性風險

如上所述，過去以個體審慎監理為主流之監理機關，認為市場參與者會追求最佳利益，金融機構亦會考量到股東的資產應而做出好的選擇；故在機構層級控制風險，應即足以避免系統性風險³⁵²。為了緩解系統性風險或系統重要性金融機構破產，個體審慎監理著重個別金融機構償付能力之問題，包括對商業貸款之限制、存款比率、證券交易之保證金和擔保品要求等。然而，個體審慎監理歷來皆係以商業銀行為規範標的所發展，與影子銀行之運作模式存在著相當程度之落差³⁵³。此外，其缺陷在於無法偵測或降低順景氣循環。換言之，為累積資本，金融機構往往趁著經濟擴張、資本便宜時發展資產基礎（asset base）；相對地，在經濟緊縮時，金融機構之財務體質與資產基礎之價值也將下降，需付出更高的成本來籌集資本³⁵⁴。此際，為達到個體審慎監理所要求的資本額，金融機構將被迫拋售資產，使其流動性更趨緊縮，甚而破產。倘若該金融機構具系統性重要性，機構性風險亦可能演變為系統性風險³⁵⁵。

基於影子銀行中經營/所有權分離所衍生出的代理人問題，以公司治理作為減輕系統性風險之方法亦將產生利益衝突。換言之，為呼應金融體系的變遷，影子銀行的董事會已無法作為控制系統性風險的核心³⁵⁶。

市場無法自行抑制系統性風險之主因則來自於系統性風險之外部性（externality），其影響可分為二個層面：一為金融機構缺乏降低系統風險之誘因，在評估是否進行特定行為時，金融機構只會考量該行為對自身獲利或財務結構之影響；惟當金融機構因過度曝險等因素而倒閉時，對市場或經濟環境之負面影響

³⁵² B. Gohari & Karen E., *supra* note 9, at 407.

³⁵³ Kristin N. Johnson, *Macropredential Regulation: A Sustainable Approach to Regulating Financial Markets*, 2013 U. ILL. L. REV. 881, 884-886 (2013)

³⁵⁴ *Id.* at 408.

³⁵⁵ *Id.*

³⁵⁶ Kristin N. Johnson, *supra* note 353.



卻是由整體參與者所共同承受。二為由於交易對手無須承擔該外部成本，其所要求之風險溢額不會因此而提高，故市場參與者亦無誘因以價格機制抑制金融機構產生之系統性風險³⁵⁷。

而既有之私法規範亦無法防止系統性風險之產生、蔓延。以附買回交易為例，需考量者有契約法、財產法及破產隔離等私法是否足以維持金融秩序。於全球金融海嘯期間，證券化市場對 ABS、CDO 等資產擔保證券信心喪失，紛紛要求借款人補充擔保品，迫使借款人清算品質良好之資產以滿足擔保要求；而眾多金融機構所導致之集體清算行為更加劇了資產的市場價格下跌，故私法制度是否不論經濟狀況好壞皆足以支撐金融市場，仍有待商榷³⁵⁸。其次，由於破產程序過於繁冗，無法使金融機構中對整體經濟具關鍵性之功能持續運作，亦缺乏處理系統性風險或政府注資紓困之措施，進入一般破產程序將產生難以估計之社會成本。此外，破產法院大多無權要求金融機構先行對短期債權人為立即性之支付，從而無法抑制財務危機於金融體系中擴散。最後，破產法將使交易對手延遲受償而不願繼續融資，金融機構之核心功能亦將無法持續³⁵⁹。

影子銀行所帶來之去中介化，使資訊不對稱之問題從機構間轉移到市場間，也從正式市場（formal market，如股票、債券、信託、基金、保險等）蔓延至其他非正式市場（less informal market，如個人借貸、互助會、地下投資公司等），金融機構和市場間系統關聯性之提高，增加了系統性風險傳播的可能性³⁶⁰。考量到金融機構本身缺乏降低系統風險之誘因，市場參與者亦無動機以價格機制進行限制，從而無法期待單以市場機制控制系統性風險之程度，須另以法規範將這些外部性內部化（internalize）由行為人所承擔，法規範之介入對維持金融市場之穩定

³⁵⁷ 徐肇鴻，前揭註 285，頁 100。

³⁵⁸ Iris H-Y Chiu, *Transcending Regulatory Fragmentation and the Construction of an Economy-Society Discourse: Implications for Regulatory Policy Derived from a Functional Approach to Understanding Shadow Banking*, 42 J. CORP. L. 327, 333 (2016).

³⁵⁹ 徐肇鴻，前揭註 285，頁 100。

³⁶⁰ Richard E. Mendalew, *supra* note 234.



實有其必要性³⁶¹。雖非所有外部性均需藉由法規加以內部化，但有鑑於具系統性之外部性（systemic externalities）可能造成廣泛且嚴重之損失、破壞市場價格，政府仍有介入管制之必要³⁶²。

過去影子銀行行為之外部性和市場失靈，已顯示了其系統性風險無法單憑市場機制或私法規範來解決。惟政府於出手干預時，又需盡可能維持影子銀行之經濟效益——亦即對整體金融市場提供融資管道之功能。故整體而言，監理影子銀行之原因及程度，大抵上取決其對系統性風險之擴大及影響。

³⁶¹ 徐肇鴻，前揭註 285，頁 100。

³⁶² Richard E. Mendalew, *supra* note 234, at 1813.



第五章 影子銀行監理法制之探討

影子銀行類似銀行「借短貸長」之信用中介模式，除隱含流動性/期限風險外，也涉及了資產價格波動與擔保品重複質押之相互影響。而依據本文之定義，影子銀行「未接受來自政府直接、明確之信用增強」，說明了影子銀行之信用中介活動因缺乏政府安全網作為後盾，容易於景氣反轉時因市場恐慌而受到擠兌的傷害。故是否及如何將既有對銀行之規範適度擴張及於影子銀行，以限制、降低影子銀行所帶來之風險，為本章前三節所欲探究者。其次，影子銀行之「系統性風險」來自於去中介化效應，使危機傳染之途徑不再僅限於銀行，而擴張至非銀行金融機構及金融市場中，影響程度更為廣泛；加上大型投資銀行或金融控股公司之發展使影子銀行風險大量聚積於單一金融機構中，一旦該機構出現財務危機，也將使整個金融體系出現波動，其監理法制之探討，將屬本章第四節討論之範疇。

影子銀行監理之分析，目前為止大多見諸國際金融組織，如 IMF 於《危機的初步教訓》（Initial Lessons of the Crisis）報告中，總結 2008 年金融海嘯指出：影子銀行向來僅受到輕度監理，且多不受審慎監理，因此金融創新可以通過影子銀行規避市場約束，使其規模迅速膨脹³⁶³；巴塞爾銀行監理委員會（Basel Committee On Banking Supervision, BCBS）、IOSCO 等，亦對影子銀行之監理密切關注，而其中成效斐然的則屬 FSB。FSB 透過逐步確定影子銀行的基本含義、範疇、監理框架和強化監理的實驗性措施，成為關注與監理全球影子規模與趨勢不可或缺的重要資料，反映了國際社會對於監理影子銀行的努力和共識³⁶⁴。故本文將以上述組織與主要經濟體如美國、歐盟等國所提出之影子銀行監理政策、措施，作為比較法之探討內容。

³⁶³ IMF, *Initial Lessons of the Crisis 3.* (February 6, 2009)

³⁶⁴ 王儼容，前揭註 146，頁 3。



第一節 批發性融資市場

風險低、期限短、流動性高之批發性融資市場，為影子銀行蓬勃發展之動力³⁶⁵。

影子銀行經常運用之融資工具（如 ABCP、附買回交易等）存在展期風險，當債權人不願再展延時，可能對發行人造成嚴重的流動性緊縮³⁶⁶。當市場景氣反轉，投資人大量贖回短期資金時，亦將引發金融機構持有資金不足以償還投資人的窘境，而面臨流動性及擠兌危機。其次，以附買回交易為主之證券融資除了提高了整個金融體系之負債（indebtiness）水平外，將證券轉貸以擔保新信用交易之再質押（rehypothecation）串成了層層相連之抵押鏈，放大了順景氣循環效應，使財務槓桿急遽上升；且由於缺乏透明度，增加了擔保品所有權之界定、交易對手風險之辨識及監控之難度³⁶⁷。故作為影子銀行之資金來源，批發性融資市場之監理仍需進一步之強化、改善。

第一項 金融穩定委員會

2013 年 8 月 29 日，FSB 提出《影子銀行：監督與監理之強化》，首度從經濟功能（economic functions）建立影子銀行之類型及監理模型。透過經濟功能監理模式，FSB 建議各國從實質經濟功能觀察並辨識影子銀行所扮演之角色及特性，而不受其形式上之名稱或組織型式（legal names or forms）所拘束³⁶⁸。FSB 認為此經濟功能監理具有前瞻性，能夠與時俱進，網羅所有可能引起影子銀行風險之金融機構³⁶⁹。據此，FSB 將影子銀行分為五種類型，並分別給予相對應的監理政策建議（如表 7）。

³⁶⁵ 郭彥彤（2015），《金融海嘯後之我國金融市場規範—以衍生性金融商品為核心》，國立台灣大學法律學院法律研究所碩士論文，頁 68。

³⁶⁶ David Luttrell et al, *supra* note 38, at 152.

³⁶⁷ European Commission, *supra* note 221.

³⁶⁸ FSB, *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation* 3. (27 October 2011)

³⁶⁹ See FSB, *supra* note 130.

表 7 : FSB 經濟功能監理之分類



	定義	常見類型
EF1	易引發擠兌的資產管理機構	固定收入基金、混合型基金、信用避險基金等
EF2	依賴短期資金之貸款機構	金融公司、租賃公司、消費者信貸公司、應收帳款承購公司
EF3	依賴短期資金或客戶資產擔保融資之市場中介活動	經紀/經銷商
EF4	促進信用創造之機構	信用保險公司、金融擔保業者、單一險種保險公司
EF5	以證券化為基礎之信用中介及融資活動	證券化工具

參考資料：FSB, *Global Shadow Banking Monitoring Report 2016*.

於經濟功能監理中，批發性融資屬影子銀行中「依賴短期資金」者，包含貸款機構及依賴短期資金或客戶資產擔保融資之市場中介活動，及其將可能引發之流動性風險與擠兌危機。

「依賴短期資金之貸款機構」（EF2）即以短期資金從事授信或貸款活動之貸款機構，因與銀行同樣具備期限轉換及流動性轉換之特性，使其成為銀行的競爭者。由於貸款機構的主要資金來源為批發市場短期資金，且通常集中投資於特定領域——如房地產、汽車、工程等，一旦該領域景氣反轉，將產生更大之風險。此類影子銀行包括：（1）不受類似銀行審慎監理規範的存款機構；（2）透過批發性融資市場（如發行 ABCP、附買回交易）或短期銀行承諾貸款額度取得資金之金融機構；（3）高度依賴母公司融資之金融機構，而母公司之授信對象具有單一性及週期性（例如房屋貸款、汽車貸款等）；以及（4）銀行為規避監理所設立的金融機構³⁷⁰。

而「依賴短期資金或客戶資產擔保融資之市場中介活動」（EF3）則以證券經紀/自營商（securities broker-dealer）為典型。證券商以短期融資、或以客戶資產作

³⁷⁰ *Id.* at 60-61.



為融資擔保來運用資金；「市場中介活動」（intermediation of market activity）則包含了證券經紀服務——如有價證券及衍生性商品之中介服務、自營商買賣，及對避險基金所提供的主要經紀商服務。由於其經濟功能相當於銀行將所收受的存款聚集並重新安排、投資於長期資產，故從事此種市場中介活動之金融機構亦須承擔流動性風險（包含日間流動性風險）³⁷¹。

針對上開影子銀行種類，FSB 提出之監理政策建議可區分為以下五點：

一、納入銀行審慎監理規範

由於與銀行同樣涉及期限/流動性轉換及資產槓桿的運用，為防範監理套利之機會產生，監理機關應將從事此類型之金融機構納入與銀行相同之審慎監理規範³⁷²。

二、資本適足之要求

監理機關應要求此類金融機構持有足以涵蓋其風險損失的資本，並將景氣循環對授信質量、風險偏好之影響納入考量，以訂定相對應的資本要求。透過對資本適足率之要求，能增加經紀/自營商面對交易對手違約、依市值估價損失（MTM write downs）等信貸衝擊的防禦能力。對資本適足之最低要求應視該活動之風險而定。此外，監理機關在設計最低資本要求時亦須考量管轄問題，並盡量保持規範之一致性，避免製造跨境套利之機會³⁷³。

三、流動性管理與槓桿比率限制

此類影子銀行應具備一定程度的流動性緩衝，並根據資產流動性及機構性質進行調整。流動性管理措施應配合 Basel III 之流動性覆蓋率（LCR）和淨穩定資金比率（NSFR）之標準，並控管其對特定類型籌資管道（如附買回交易）之依賴程

³⁷¹ *Id.* at 62-65.

³⁷² *Id.* at 60-65.

³⁷³ *Id.*



度。此外，亦應依其規模、與其他金融機構的相互關聯性及所涉足之市場領域，訂定適當的槓桿比率³⁷⁴。

四、大額曝險之限制

由於當貸款機構有相當資產集中於特定交易對手時，曝險程度也會隨之上升，監理機關應根據其具體營運及交易情況，限制對特定部門的貸放比例，避免風險過度集中。而限制負債類型可以避免貸款機構因為特定資金來源的贖回而引發流動性不足之風險，亦能紓解借款對象、工具或市場過度集中之問題。具體之措施如：在欠缺適當的風險管理下，禁止使用 ABCP 作為籌資工具³⁷⁵。

五、客戶資產使用之限制

非銀行之市場信用中介活動通常會持有客戶資產。以主要經紀商為例，當其以所持有之客戶資產融通長期資產時，就會產生與銀行相當的期限轉換及流動性轉換功能，為了降低擠兌風險，不得為自營之目的使用客戶資金及未支配資產（unencumbered assets）。此外，於未受足夠的流動性風險監理下，亦不得將客戶資產進行再質押；而於規範許可或經同意而進行再質押的情況下，仍需踐行資訊揭露之義務³⁷⁶。

第二項 國際貨幣基金組織

整體而言，IMF 指出由於影子銀行——包含投資銀行、貸款創始機構、經紀商、避險基金、證券化工具和其他私有資產池——長期處於鬆散及拼湊之規範環境中，未有審慎監理機制，加深了只有存款保險制度下之存款機構（insured deposit-taking institutions）需要嚴格監理之刻板印象，也促使金融創新在市場紀律

³⁷⁴ *Id.*

³⁷⁵ *Id.*

³⁷⁶ *Id.*



下不斷興起³⁷⁷。而不僅市場紀律失敗，既有監理規範也未能阻止銀行於影子銀行體系中設立附屬之實體來轉嫁風險、規避資本要求³⁷⁸。於金融海嘯前，影子銀行體系的規模與銀行系統一樣龐大，意味著所有納稅人無可避免地須一同承擔巨大的道德風險成本³⁷⁹。

批發性融資市場關乎影子銀行資金之運用及流通，且其範圍遍及全球。有鑑於過去多數監理政策僅著眼於金融機構，IMF 指出決策者應更加側重影子銀行之經濟功能面，整合機構（entity）和活動（activity）之監理措施。其次，亦須因應監理目標之特殊性追求而調整其標準，如對追求高財務槓桿之活動課以更嚴格之限制、或是容許持有充實資本之金融機構從事風險較高之活動³⁸⁰。再者，細部數據（granular data）是有效監理之前提要件，如 IMF 於非核心負債法中，即數次指出影子銀行風險評估，往往受限於機構資產負債詳細資訊以及結構特徵（如贖回策略或基準資產）之取得³⁸¹，故決策者應致力於縮小資訊鴻溝，設法取得能更準確評估到期日、流動性、信用風險以及財務槓桿等資訊，以降低批發性融資市場上高度的流動性風險，而這些監理政策均有賴於國際間之合作³⁸²。有鑑於此，IMF 與 FSB 於 2010 年 5 月率先提出了《資訊缺口倡議》（G20 Data Gaps Initiative，DGI）³⁸³；而 FSB 年度影子銀行監測作業中，亦採納了 IMF 之建議，指出重新擬定資金帳戶之分類及其流動之必要性³⁸⁴。

³⁷⁷ IMF, *supra* note 363.

³⁷⁸ *Id.*

³⁷⁹ *Id.*

³⁸⁰ *Id.*

³⁸¹ Artak Harutyunyan et al. *Supra* note 93, at 7-8.

³⁸² *Id.*

³⁸³ 於 2008 年全球金融海嘯發生後，G20 各成員國之財政部長及央行總裁意識到當時統計資料對於跨部門金融風險的衡量尚不足以提供及時、完整的訊息，於 2009 年 4 月要求 FSB 與 IMF 確認資訊缺口（data gaps）對經濟金融體系脆弱性的影響，並提出改善之建議。2010 年 6 月，FSB 與 IMF 聯手提出 G20 資料缺口倡議（Data Gaps Initiative，DGI），共 20 項建議。除積極協調統計相關議題外，並加強資料蒐集，同時建置全球主要指標（Principal Global Indicators，PGI），充分提供金融統計資訊，以利跨國或跨境統計分析使用。See IMF and FSB, *The Financial Crisis and Information Gaps: Progress Report- Action Plans and Timetables* (2010).

³⁸⁴ IMF, *Global Financial Stability Report: Risk Taking, Liquidity, and Shadow Banking: Curbing Excess while Promoting Growth* 89. (October 2014)



第三項 評析

綜上所述，批發性融資市場做為民間重要之融資和流動性來源，而屬於影子銀行之一環，其問題之根源在於「借短貸長」之營運模式所帶來的流動性風險。而關於其監理改革及建議，多著重於資訊蒐集及透明度之提高。其中關鍵者，在於交易過程中資金需求者所提供之擔保品，能否取代存款保險及央行融通機制成為金融安全網；換言之，如市場對擔保品之質量和流動性失去信心，即使擔保品本身並沒有實際減損，仍將嚴重損害資本和流動性的價值。

為了隔絕流動性風險，金融機構多透過設立 SPV（或 SIV）籌措短期資金，俾達破產隔離之效果；然依實務經驗視之，創始機構實際上仍可能須承擔提前償還或期限錯配之殘餘風險。一旦創始機構因援助旗下 SPV 導致財務狀況不穩定，甚或聲譽受到影響而引發投資人抽離資金，都將使流動性風險於金融體系中進一步擴大。故 SPV 雖在法律上被視為獨立之個體，無須納入創始機構之資產負債表內，但創始機構通常仍會對這些表外工具提供信用增強的保證機制；基於流動性增強、商譽維護、或向市場釋放訊息等動機，亦可能使創始機構基於市場參與者之壓力而向 SPV 提供非契約性之援助³⁸⁵。當危機發生時，許多創始機構便須買回資產，使風險移轉回自身，影響其資金調度及財務結構；SPV 之高槓桿也將等同於擴大創始機構之槓桿³⁸⁶，進而連自身也產生財務危機。

故為應對批發性融資市場之流動性風險及擠兌危機，審慎監理制度之適用、強化仍有其必要，具體措施如資本適足之要求、槓桿比率之限制及風險分散標準等。而由於批發性融資涉及過度依賴短期資金及特定類型之擔保品，惟與相互關聯性、槓桿操作和順景氣循環相關之數據資訊仍極為不足，特別係造成風險傳染

³⁸⁵ BIS, *supra* note 181, at 29-30.

³⁸⁶ 謝人俊、吳宗綱，前揭註 119，頁 219。



之抵押鏈（collateral chains）³⁸⁷，是以首要策略仍係應先改善擔保融資市場之基礎設施如交易申報制度、中央資料儲存庫，俾即時蒐集批發性融資市場交易之詳細數據，包含確認監測所需之資訊，並分析現有之數據。

³⁸⁷ 同前註。



第二節 證券化機制

以證券化為基礎之信用中介及融資活動屬創新之融資管道，所帶來的影子銀行風險依證券化程度而有所不同。證券化機構透過購買銀行或非銀行金融機構之貸款組成資產池、替其提供信用評等，並以該資產池作為擔保發行證券化商品。由於證券化過程中通常會由銀行提供流動性增強以降低籌資成本，提高了流動性/期限轉換及槓桿操作所帶來之風險，同時也加深了銀行及影子銀行間的相互關聯性。影子銀行透過證券化之籌資、倉儲機制來規避資本適足率之規範，成為金融海嘯之濫觴，暴露了其高度槓桿及監理套利之問題；此外，證券化市場的複雜及不透明性之問題，亦仍待解決。

第一項 金融穩定委員會

FSB 認為證券化機制中除了「以證券化為基礎之信用中介及融資活動」(EF5)外，「促進信用創造之機構」(EF6)亦扮演促進證券化規模與效率之重要角色³⁸⁸。此類機構藉由提供信用增級（如提高信用評等）或資產負債表支持，促進銀行及影子銀行之信用創造功能³⁸⁹。促進信用創造之機構可能導致風險與借款人實際信用狀況脫節，造成不完全信用風險移轉，同時導致影子銀行的過度槓桿，引發金融體系不穩定³⁹⁰。其具體類型包含：（1）為金融商品提供保險服務，或替發行機構降低交易成本及投資組合風險（導致潛在風險增加或風險定價誤差，造成成本與風險的不相匹配）；（2）為貸款業務提供信用增強服務，且高度倚賴批發性融資或銀行承諾貸款額度籌資之機構；（3）為抵押貸款人提供擔保或保險服務（導致貸款人之真實信用評估失準、貸款利率不合理，使金融體系承受更多潛在風險）

³⁸⁸ FSB, *supra* note 130, at 65-66.

³⁸⁹ *Id.*

³⁹⁰ *Id.*



³⁹¹。對於證券化機制及其輔助機構，FSB 提出之監理建議可歸納為以下數點³⁹²：

一、期限/流動性管理與資本適足要求

由於證券化工具通常藉發行 ABCP 簽募資金，故限制發行證券與資產池間的期限差異，可以緩和期限轉換所產生的風險，而適當的流動性規範亦同。另一方面，也可減低證券之展期風險及對創始機構之依賴³⁹³。

針對促進信用創造之機構，由於其主要業務為提供擔保或保險服務，於景氣循環過程中，所承擔之風險會隨整體信用市場之授信規模、風險偏好而漲跌，故應須持有足夠的資本以吸收交易過程中所產生之損失；而雖然此類機構並未從事典型期限/流動性轉換之業務，但可能因間接承擔風險而受到擠兌之衝擊，造成信用中介過程之惡性循環，故仍有必要持有一定之流動性緩衝³⁹⁴。

二、交易對手風險之限制

由於創始機構利用證券化達到分散及移轉風險之目的，導致銀行等創始機構怠為信用的審核，增加貸放風險，形成藉證券化規避相關資本要求之監理套利問題。為降低創始機構過度依賴 SPV 及其籌資管道，監理機關得就其對交易對手之總體曝險、分散程度以及擔保品淨值等進行限制³⁹⁵。

三、信用風險之分擔

藉由要求創始機構保留部分信用風險，得強制其分擔風險，減輕不完全信用風險移轉之問題。具體之作法如保險法上自負額（deductible）或共同保險（co-insurance）之概念³⁹⁶。

³⁹¹ *Id.*

³⁹² *Id.*

³⁹³ *Id.*

³⁹⁴ *Id.*

³⁹⁵ *Id.*

³⁹⁶ *Id.*



四、適格擔保品之限制

銀行或其他金融機構可能會利用特定之表外工具投資低流動性資產，以迴避相關規範之限制。這些表外工具於金融體系中積累了高度之流動性風險及財務槓桿，一旦該投資組合之品質下降，帶來的衝擊也將更為劇烈。故監理機關應確保交易過程中，當事人依規定提供適格擔保品（eligible collateral）。另一方面亦須注意可用之擔保品減少所導致之籌資壓力、或危機期間其品質迅速惡化之可能性³⁹⁷。

第二項 歐盟

為避免證券化於未受充分監理之情況下，被用以從銀行體系大量移轉信用風險，歐盟之《償付能力第二號指令》（簡稱 Solvency II）³⁹⁸、《另類投資基金經理人指令》（Alternative Investment Fund Managers Directive，AIFMD）等規範中，均對各該產業類別制定了如同《資本指令要求第二版》(Capital Requirements Directive II, CRD II)中風險保留之規定，亦配合 IOSCO 所發布之建議，調整其監理架構³⁹⁹。針對金融海嘯中為人所詬病之信用評級機制，為避免信用評等機制再度致使信用浮濫及影子銀行之高度財務槓桿操作，歐盟亦重新建立了新的監理框架，減少對外部信用評級之依賴、提高評等質量，並強化信用評等機構之間責基礎⁴⁰⁰。

³⁹⁷ *Id.*

³⁹⁸ 《償付能力第二號指令》（簡稱 Solvency II）係歐盟保險業之主要監理系統。歐盟建置與推動 Solvency II 之考量及主要原因係基於歐盟經濟之一體化，就保險業之償付能力制度做全面性的規範，以提高歐盟保險公司在國際的競爭力。Solvency II 採取三支柱（Three Pillars）架構，包含（1）量化要求標準、（2）監理檢視流程，以及（3）監理報告與公開資訊揭露。Solvency II 所涵蓋的範圍除了保險業資本要求之標準及其衡量方法外，亦包含公司治理、監理執行、風險管理、資訊揭露以及會計議題等不同層面。

³⁹⁹ European Commission, *Shadow Banking—Addressing New Sources of Risk in the Financial Sector* 10 (COM 614 final, 2013)

⁴⁰⁰ *Id.*



第三項 美國

ABS 及 CDO 等原本強調低風險、高獲利的證券化商品，多被認為是造成 2008 年金融海嘯的主因，也因此成為 Dodd-Frank 法案首要管制目標之一。Dodd-Frank 法案中，除要求證券化之信用風險與發起人的利益相聯繫、提高證券化市場透明度外，也加強了對信用評等機構之依賴及監理。具體內容包含信用風險保留法則（Credit Risk Retention Rules，要求相關監理機關如 OCC、FRB、FDIC、SEC 等共同制定對 ABS 交易之風險保留規定，發起人需至少保留擔保資產 5% 之信用風險）、防止利益衝突、信評機構之規範、資訊揭露、勤勉查核、創始機構擔保與承諾等規定⁴⁰¹。

第四項 評析

證券化於金融體系之去中介化中，扮演十分關鍵之一環。其於影子銀行中之作用，在於引進市場機制協助貸款定價，反映債權價值；也能夠更精準的追蹤、分配現金流量以分散投資風險，滿足不同投資人之風險偏好，並有效地將風險移轉給市場有能力承受者，提升市場流動性，對市場價格發現與資產/資金流通，具有不可取代之地位。然而，金融機構透過資產證券化將信用風險移轉，伴隨槓桿無限擴張，導致其風險難以有效控管⁴⁰²；加上信用風險移轉機制使銀行等貸款發行機構核貸漸流於浮濫，品質不良之貸款與證券化商品緊密連結，也肇致信用風險於各個金融機構與投資人間大肆傳染、擴散。

有鑑於此，除了對資本適足率之要求外，各監理單位均開始要求證券化之發行機構於其所發行之證券化商品中之每一類證券，保留最低限度非對沖部位

⁴⁰¹ 15 U.S.C. §78o-11. (Dodd-Frank Act Sec.941)

⁴⁰² 洪櫻芬(2010)，〈衍生性金融商品之問題及監理改革建議〉，《全球金融危機專輯(增訂版)》，頁 187。

(unhedged position)，俾達「風險共同承擔」(skin in the game)、矯正資訊失靈之目的⁴⁰³。換言之，透過風險保留，使發行機構與投資人間利益一致，某程度上得減輕利益衝突、道德危險之現象。其次，進行證券化活動之 SPV——如 ABCP 導管機構和 SIV，為證券化發行機構之長期性投資提供資金，而信用風險之保留亦能促使發行機構監督 SPV 所持有短期債務之展期狀況，間接維持批發性融資市場的穩定⁴⁰⁴。

雖於理論上，風險保留規則透過發行機構與投資人某程度上「利害與共」之關聯性，能夠減低利益衝突、防止道德危險，然於實務運作上是否確能發揮功效，容有爭議⁴⁰⁵。如依統計，實務上大多數之 MBS 發行機構，均保留了超過 20% 之信用風險，仍未能阻止金融海嘯之發生。原因除了可能是發行機構已將保留之信用風險對沖，導致淨風險保留比例實際上低於 5%；更為直接之理由則是該比例仍太低而無法抑制道德危險，從而 Dodd-Frank 法案中保留 5% 規定之效果過相形之下將更顯不足⁴⁰⁶。

其次，風險保留之實效性涉及垂直分層 (vertical slice) 或水平分層 (horizontal slice) 之計算方式，後者方為真實風險 (true risk) 之風險保留規則⁴⁰⁷。以典型之 ABS 為例，其各分層所占證券化資產比例及預期報酬率 (交易對手不違約之機率，與信用風險成反比) 如表 8：

⁴⁰³ Steven L. Schwarcz, *Regulating Shadows: Financial Regulation and Responsibility Failure*, 19 WASH & LEE L. REV. 1781, 1815-1816.(2013)

⁴⁰⁴ *Id.*

⁴⁰⁵ Ethan T. Mobley, *Regulating Moral Hazard: The True Risk of Dodd-Frank's Risk Retention Requirement*, 10 J. BUS. ENTREPRENEURSHIP & L.45, 60 (2016)

⁴⁰⁶ *Id.*

⁴⁰⁷ *Id.*



表 8：風險保留規則計算方式之差異

	占證券化資產比例	預期報酬率	垂直分層：各層均保留 5%
優先層 (senior tranche)	90%	99%	$= 5 \times [(90 \times 99\%) + (6 \times 95\%) + (4 \times 40\%)] = 4.815$
夾層 (mezzanine tranche)	6%	95%	
股本層 (equity tranche)	4%	40%	
水平分層：保留全部股本層 (4%) + 夾層 (1%) = (4 \times 40\%) + (1 \times 95\%) = 2.55			

參考資料：Ethan T. Mobley, *Regulating Moral Hazard: The True Risk of Dodd-Frank's Risk Retention Requirement*, 10 J. BUS. ENTREPRENEURSHIP & L.45, 60 (2016)

如表 8 所示，如採用垂直分層之風險保留模式，發行機構對於保留於自身的 5% 證券化資產中，於計入違約損失後，仍有 96.3% (4.815 / 5) 之報酬率；反之，如採用水平分層之風險保留模式，則於計入違約損失後，僅有 51% (2.55 / 5) 之報酬率，亦即發行機構保留、承受更高之信用風險。而在立法例上，以 Dodd-Frank 法案為例，其以「平衡發行機構之道德危險與資本運用效率」為立法理由，規定發行機構得選擇採用垂直、水平或混合方式保留信用風險，導致並非所有發行機構所採行之計算方式均得反映真實風險，產生了極大的套利空間，某程度也失去防止道德危險之意義⁴⁰⁸。

故若欲從風險共同承擔之角度，來解決影子銀行中，證券化發行機構將信用風險轉嫁至市場上所致之利益衝突、道德危險，以及導致核貸浮濫致金融體系信用風險急遽積累之經濟問題，監理機關除須提高風險保留之標準外，亦須考量限縮風險保留之計算方式，俾達保留真實風險之目的。

⁴⁰⁸ *Id.* at 56-59.



第三節 資產管理機構與共同基金

第一項 金融穩定委員會

為完整涵蓋與 MMF 相似之共同基金所可能產生之影子銀行風險，FSB 將向投資人募集資金（包括公開募集及私募），並經其授權將資金自主投資到金融商品中之資產管理機構（Management of collective investment vehicle，CIV），且具有類似銀行存款之「保本」性質者，歸類為「易引發擠兌的資產管理機構」（EF1）⁴⁰⁹。由於此種融資活動之操作係透過期限及流動性轉換達成，容易引發擠兌風險；而機構的槓桿操作亦會進一步加劇風險。具有此種特性的影子銀行包括：

一、進行現金管理及低風險投資標的之信用投資基金

信用投資基金（Credit investment fund）常以「保本」且可隨時贖回之特質吸引投資人投資。雖然藉由資產管理公司或贊助銀行的資金援助等隱性擔保，投資基金通常可維持相對穩定的價值；而透過法令及會計機制，亦可維持一定之資產淨值。惟一旦基金的投資組合價值下跌或市場對贊助銀行的償付能力產生疑慮時，仍極易引發贖回風潮，並在短時間面臨擠兌風險⁴¹⁰。實務上之具體態樣包括未受管制的流動性基金（unregulated liquidity fund）、超短期債券基金（ultra short-term bond fund）、短期指數股票型基金（short-duration exchange-traded fund）及銀行贊助之短期投資基金（bank-sponsored short-term investment fund）等⁴¹¹。

⁴⁰⁹ FSB, *supra* note 130, at 53-60.

⁴¹⁰ *Id.*

⁴¹¹ *Id.*



二、依賴外部融資或大量集中交易對手曝險的信用投資基金

投資基金的擠兌風險可能源自於其資金提供者，包括直接融資（如主要經紀商貸款）或間接融資（如透過衍生性金融商品）。這些基金大多將取得的資金投資於長期或複雜的金融工具，進一步放大了槓桿比例，當面對資金提供者突發的贖回請求或交易對手撤回資金時，也容易發生擠兌風險。如信用避險基金（credit hedge fund）主要以銀行融券及附買回交易等短期資金進行高度財務槓桿操作，即為典型⁴¹²。

針對 EF1，FSB 提出之監理方針首要係強化流動性與期限管理等審慎監理，包含限制資產集中程度、提高投資組合多樣性以降低贖回壓力；限制低流動性資產之比例以避免資產流動性過低產生拋售之情形；以及要求與流動性風險相對應的流動性緩衝，以減輕流動性轉換的風險，同時紓解市場動盪下的順景氣循環現象⁴¹³。

其次，為減輕期限轉換對基金所產生的風險，應限制投資組合的存續期間或加權平均期限，以及限制證券投資組合的剩餘期限（residual maturity）。相關限制應依基金投資標的之風險值做相應調整。而於訂定標準的過程中，勢必將對基金投資組合之彈性及投資策略之制定造成影響，故基金的類型及特性亦須一併納入考量⁴¹⁴。

此外，FSB 亦提供了投資基金於應對贖回壓力所得採行之措施，包含贖回門檻、暫停贖回、收取費用、採取「側袋」⁴¹⁵（side pocket）策略等⁴¹⁶。

⁴¹² *Id.*

⁴¹³ *Id.*

⁴¹⁴ *Id.*

⁴¹⁵ 側袋（side pockets）策略係信用投資基金管理期限/流動性風險的工具。其將投資組合中違約或喪失流動性之部分移轉至「側袋」中，投資人僅能就未納入側袋的部位進行贖回，防止問題資產影響基金之正常報酬。故當投資組合中部分資產因受市場環境影響而無法正確評價或繼續交易時，此一隔離政策將使信用投資基金仍然能夠滿足投資人之贖回需求，並繼續自正常資產部位賺取報酬，同時等待流動性改善及市場狀況穩定。



第二項 歐盟

歐盟執行委員會將 MMF 視為影子銀行中，具有與銀行相同功能但不受銀行法規監理的眾多部門之一，故需求額外的監理。參與研議者以歐洲證券暨市場管理局（European Securities and Markets Authority，ESMA）與歐洲機構貨幣市場協會（Institutional Money Market Funds Association, IMMFA）為主。而 ESMA 也與 ESRB 合作，透過《歐盟可轉讓證券集體投資計畫》(Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities, UCITS)⁴¹⁷，解決與影子銀行相關之問題⁴¹⁸。

於 UCITS 之審查與修正過程中，歐盟執行委員會指出投資基金必須確保其證券交易不致減損其流動性。而證券交易所伴隨之擔保品交換，使基金須承擔交易對手風險，故須確保擔保品之資格和種類足以有效彌補交易對手違約之潛在損失。此外，亦須特別關注投資基金與銀行之間，因證券交易所生之資金流動⁴¹⁹。

於 2013 年前，多數基金業務主要受到歐盟各會員國金融法規及歐洲共同體法律（Community Law）中通則之規範。惟舊有規範對於各種風險之監理仍有不足，是以歐盟執行委員會為建立一致性監理架構並管理跨國界之風險，自 2013 年 7 月起，發布了 AIFMD，主要適用於避險基金、私募股權基金和不動產基金等以往未受歐盟監理的投資基金⁴²⁰。除規定基金經理人必須踐行資本、風險和流動性管理

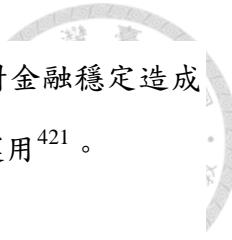
⁴¹⁶ FSB, *supra* note 130, at 53-60.

⁴¹⁷ 《歐盟可轉讓證券集體投資計畫》(Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities, UCITS) 係依照歐盟法規在歐盟成員國成立及註冊的集體投資計劃。只要在歐盟其中一成員國取得 UCITS 認證後，該集體投資計劃（如基金）便可在歐盟任何國家供投資人認購，因而大大增加了歐盟投資人的基金投資選擇。

⁴¹⁸ Latoya Brown, *The Regulation of U.S. Money Market Funds: Lessons from Europe*, 9 INT'L L. & MGMT. REV. 201, 215-216 (2013)

⁴¹⁹ European Commission, *supra* note 399, at 6.

⁴²⁰ 古坤榮（2000），〈歐盟地區另類投資基金經理人指令（Directive on Alternative Investment Fund Managers）草案簡介〉，《證券暨期貨月刊》，28 卷 7 期，頁 25。



外，並引進獨立保管人（depositary）及投資人保護機制。如基金對金融穩定造成過大的風險，監理機關可依據 ESMA 之建議，限制其財務槓桿之運用⁴²¹。

第三項 美國

2008 年 MMF 倒閉危機後，SEC 對 MMF 之主要規範 Rule 2a-7 進行了一系列的修正。於投資組合方面，加強對信用品質之要求、縮短平均到期日、並要求經理人定期實施壓力測試；於資本適足方面，則提高了資本緩衝。此外，修正之內容尚包含了踐行了解投資戶（know your investor）程序以評估潛在之回贖風險、對次級證券（second tier securities）之投資設立更嚴格之投資上限，並對於與非政府之附買回交易設立更嚴格標準⁴²²。2016 年 10 月 14 日起，美國針對優先 MMF(prime MMF)⁴²³ 實行浮動淨值制度，目的在於讓市場意識到 MMF 之投資本有其波動性，冀望能藉由真實反映市場價格，防免投資人藉由價差套利，並舒緩 MMF 於資產淨值跌破 1 美元時所引起之急遽恐慌⁴²⁴。

⁴²¹ European Commission, *supra* note 399, at 6.

⁴²² 17 C.F.R. § 270.2a-7.

⁴²³ MMF 以投資標的區分，可分為下列三種：1.政府債券型貨幣市場基金：主要投資於聯邦政府國庫券、短期公債及機構債券； 2.非政府債券型貨幣市場基金：主要投資於商業本票及 ABCP，又稱為主要貨幣市場基金（Prime MMF），其收益率高於其他二類基金；3.免稅型貨幣市場基金：主要投資於州政府或地方政府短期債務憑證，享有免稅之優惠，但收益率最低。

⁴²⁴ Hilary J. Allen, *Money Market Fund Reform Viewed through a Systemic Risk Lens*, 11 J. BUS. & SEC. L. 87, 100 (2010)



第四項 評析

第一款 貨幣市場共同基金之改革方向

MMF 之改革選項中，於不顯著降低基金的收益率之前提下，迄今最具展望性之方案仍為資本緩衝或損失準備金（loss reserve）之提存⁴²⁵。適當之資本緩衝，加上 SEC 對 MMF 之既有規範，將強化基金承受損失、擠兌的壓力，而不致再發生跌破每股淨值之情況⁴²⁶。MMF 為高評級債券和商業票據的主要資金來源，加上作為附買回交易的主要交易對手，如 MMF 違約或無法滿足投資人之贖回要求，隨之而來的恐慌將導致遍及整個產業，進而影響擔保品市場之價值⁴²⁷。故如持有一定資本緩衝，基金經理人於危機期間將因為有足夠的資金作為後盾，毋須因留存資金之壓力導致短期融資市場凍結⁴²⁸。

而現今對於 MMF 潛在之監理改革議題，實則在於進一步改革之必要性。Rule 2a-7 之修正目的在於降低 MMF 所持有資產之風險及波動性，並期望透過個別 MMF 體質之強化來減輕系統性風險，但從而也降低了其投資報酬率。2013 年，SEC 主席 Mary Schapiro 表明了 SEC 將不再繼續推動 MMF 之監理改革，以緩和對公眾帶來之衝擊⁴²⁹，同時以「思考如何解決 MMF 所帶來的系統性風險」為由，呼籲並認為 MMF 之監理改革應由其他監理機關接手⁴³⁰。此外，考量到過多的改變將驅使投資人轉向其他監理較為寬鬆之市場而帶來更多風險，MMF 產業穩定且可信賴之特質仍有維持之必要；而提高資本適足要求所產生之監理成本可能大幅縮減 MMF

⁴²⁵ Latoya Brown, *supra* note 418, at 221.

⁴²⁶ *Id.*

⁴²⁷ Hilary J. Allen, *spura* note 424, at 101.

⁴²⁸ Latoya Brown, *supra* note 418, at 221.

⁴²⁹ Nathan Hale, *Money Market Fund Reform Looks Dead in the Water*, CBS News (Aug 30, 2012) http://www.cbsnews.com/8301-505123_162-57502756/money-marketfund-reform-looks-dead-in-the-water/

⁴³⁰ Latoya Brown, *supra* note 418, at 216.



收益率，導致 MMF 失去「安全」與「更高報酬」之誘因，也可能使投資人重新回流至銀行。另一方面，擁有大型創始/贊助機構之基金，對於建立準備金系統上較小型基金更具優勢，將造成不公平的競爭環境⁴³¹。

除了資本緩衝外，暫時流動性措施與保險機制亦為可能之監理方向。如有學者指出，自 1933 年聯邦存款保險制度實施以來，美國就不曾再出現系統性的銀行擠兌，某程度上已足以證明存款保險制度能夠有效阻止擠兌危機。由於銀行存款與 MMF 均具有亦引發恐慌、可隨時提領之性質，建立一規劃完善的保險計畫，也能有效控制 MMF 之擠兌。而既有對 MMF 投資標的、資本適足等嚴謹的監理措施，可以有效緩解保險計畫所帶來的道德危險⁴³²。

第二款 其他共同基金

由於其他共同基金亦具有向投資人募集資金，並經授權將資金自主投資到金融商品中，類似銀行存款之「保本」性質，於 MMF 之監理受到重視後，為了防止監理套利及投資人因報酬率之誘因轉往其他投資基金，於強化 MMF 監理架構之際，監理機關亦應密切監控與 MMF 性質或風險相似之工具，如集體投資計劃或其他類型之證券。而若其他金融工具具備和 MMF 相似之特徵（如結構型工具、私募股權基金和不受監理之現金池），則監理機關亦應考量其性質和風險，將其納入 MMF 之監理範圍或引入總體審慎監理、系統性風險之監理機制。

⁴³¹ *Id.*

⁴³² Hilary J. Allen, *spura* note 424, at 101-108.



第四節 系統性風險——總體審慎監理與系統重要性金融機構

長期以來，金融監理之重心在規範金融交易和機構，而非整個金融服務業；這種監理結構秉持著資訊揭露之精神——揭露或禁絕交易（abstain or disclose），替投資人提供強而有力的保護，形成了個體審慎之監理環境，旨在透過關注個別金融機構以評估其帶來系統性風險之潛力及影響⁴³³。換言之，個體審慎監理採用「由下而上」（bottom-up）之風險管理手段，以外在風險（exogenous risk）為中心，目的在於保護投資人、存款人等金融消費者；其以效率市場為假設，認為只要有良好、即時的資訊揭露，即能使金融市場更加透明。故監理機關所著重者在於資訊之蒐集及流通、確保金融服務提供者依法提供消費者必要之資訊，達到防止內線交易、市場濫用之目的⁴³⁴。

在過去，個體審慎監理一直以銀行為重心，導致金融監理無法識別、應對發生於其他金融機構及非銀行活動——如經紀商及資本市場——之系統性風險⁴³⁵。直至2008年金融海嘯暴露了個體審慎監理的主要缺陷，即未能偵測、衡量、解決、甚而助長了順景氣循環之現象後，總體審慎監理開始受到重視。由於影子銀行開始受到關注，歐盟設立了ESRB評估與監控具有威脅之系統性風險、提出警告或建議，並要求接受之國家或機關確實執行；美國亦設立了金融穩定監督委員會（Financial Stability Oversight Council，FSOC），作為一跨部門、功能性之金融監理機構，開啟了由Fed實施銀行總體審慎監理法制之可能性。

⁴³³ B. Gohari & Karen E., *supra* note 9, at 407.

⁴³⁴ *Id.*

⁴³⁵ Christina Parajon Skinner, *Regulating Nonbanks: A Plan for SIFI Lite*, 105 GEO. L.J. 1379, 1389 (2017)



第一項 總體審慎監理方針

第一款 巴塞爾銀行監理委員會

在國際層面，總體審慎監理主要推動者巴塞爾銀行監理委員會（Basel Committee on Banking Supervision, BCBS）於 1988 年起針對銀行所發布之巴塞爾資本協定，是目前國際監理組織最成功調和以風險出發、針對特定業別和金融集團設定的強化監理規範⁴³⁶。巴塞爾協定最初以規範信用風險為核心，制定銀行審慎監理之資本適足率（特定資本對於風險性資產加權價值的比率）須達到 8%⁴³⁷。其後，為因應銀行從事證券交易所產生之市場風險，於 1996 年修正為以風險部位的風險價值（value at risk, VaR）模式加計市場風險；1999 年，BSBC 與 IOSCO、國際保險監理官協會（International Association of Insurance Supervisors, IAIS）共同設立聯合諮詢小組，發布金融集團監理報告，以金融集團整體為基礎之資本適足率列出評估技術和原則⁴³⁸。

於 2010 至 2011 年，BCBS 起草並通過了最新的 Basel III，融合了實務與學術研究之成果，列舉出針對系統性風險之總體審慎監理方針。其目標有四⁴³⁹：

- 一、預防、抑制金融體系中之系統性衝擊。
- 二、監控具系統重要性之金融機構及其所累積之風險。
- 三、新的資本保留緩衝（capital conservation buffer）規範。

⁴³⁶ 楊偉文（2009），〈金融監理機關功能性組織調整之研究〉，《台北大學法學論叢》，70 期，頁 165-166。

⁴³⁷ 同前註。

⁴³⁸ 同前註。

⁴³⁹ B. Gohari & Karen E., supra note 9, at 417.



四、採用逆景氣循環措施（countercyclical measure）以調和既有規範中之順景氣循環措施，使準備金之提存更具彈性。

第二款 金融穩定委員會

於 2010 年 11 月之首爾峰會上，G20 要求 FSB 提交強化影子銀行監理之建議後，FSB 持續致力於各項政策的建構與整合，以減輕影子銀行所可能產生之潛在系統性風險。其總體審慎監理策略大致上可分為⁴⁴⁰：

一、減輕銀行體系與影子銀行體系之溢出效應（spill-over effect）。

二、提高 MMF 對擠兌之承受能力。

三、提高證券化之透明度並調整誘因。

四、降低融券交易（如附買回交易和證券借貸）因順景氣循環造成金融不穩定之風險。

五、評估、減輕其他影子銀行金融機構和活動帶來的系統性風險。

第三款 國際貨幣基金組織

I2009 年 2 月起，IMF 提出一系列報告，分別自金融監理、總體經濟、全球性架構與 IMF 角色等三方面，彙整由金融海嘯所得到之啟示，提出短期解決危機之建議，以及避免危機再次發生之預防措施。另為迅速恢復金融市場正常運作，並使政府能順利退出援助行動，IMF 亦於 2009 年 7 月針對政府退場機制提出相關建議⁴⁴¹。對於金融監理未能於金融海嘯期間發揮效用，IMF 彙整出六項重大缺失，

⁴⁴⁰ FSB 網站：<http://www.fsb.org/about/history/>（最後瀏覽日：03/01/2018）

⁴⁴¹ 潘雅慧、何慧麗（2010），〈BCBS 與 IMF 因應全球金融危機之改革措施及政策建議〉，《全球金融危機專輯（增訂版）》，頁 119。



包括⁴⁴²：

- 一、市場紀律對非銀行部門（例如影子銀行）之風險承擔限制明顯失效。
- 二、低估非銀行金融機構如 Lehman Brothers 之系統重要性，以及其對金融市場及投資人信心之影響。
- 三、銀行監理機關未適當考量受監理機構（例如銀行）與未受監理機構（例如 SIV 及專業保險公司）系統性風險之相互影響。
- 四、監理範圍受限及市場紀律失效，使金融創新（例如證券化）有機會蓬勃發展，惟未完全認知其真正風險。
- 五、投資人過度依賴信用評等；信用評等過於重視違約風險、利益衝突。
- 六、政府支持之證券化機構（例如 GSE）僅受低度監理、資本不足及過度承擔公共政策目標，逐漸損害其金融地位。

針對上述六大缺失，IMF 提出了對未來金融機構及金融市場之監理建議⁴⁴³，如表 9：

⁴⁴² IMF, *Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management* 9-10. (2009)

⁴⁴³ See IMF, *supra* note 378.



表 9：IMF 對金融危機之主要政策建議

金融監理	<ul style="list-style-type: none">掌握所有系統性風險及金融機構釐清監督系統穩定性之任務揭露經確定具系統性風險之金融機構及須受監督之程度採取誘因式監督，例如有利於整個系統安全交易及清算之資本計提監理應以業務風險，而非機構類型為基礎保留監理範圍之彈性，俾因應未來金融體系變化
市場紀律	<ul style="list-style-type: none">降低評等機構利益衝突鼓勵投資人自行審慎評估風險降低審慎監理法規對信用評等之依賴區隔結構型金融商品之信用評等不鼓勵超大型金融機構出現，並加強對其監督接管期間仍維持系統重要性銀行之基本營運；明定政策干預之啟動機制及可預測之損失分攤
順景氣循環	<ul style="list-style-type: none">將逆景氣循環措施納入資本規範；訂定銀行之補充性槓桿比率；計提整個景氣循環之放款損失準備以風險為基礎之薪酬制度應受監理；年度薪酬支出與年度績效脫鉤，或與資產報酬率而非淨值報酬率連結提供公平價值會計之計算差異及價格變動歷史等補充資料；制定模型定價之指導原則；會計應均衡對待景氣榮枯
資訊缺口	<ul style="list-style-type: none">提升複雜金融商品評價之透明度改善店頭市場衍生性商品之資訊透明度及清算制度申報資產負債表內與表外曝險資料，以利系統風險評估
流動性管理	<ul style="list-style-type: none">擬定適時且有序退出之特別措施強化貨幣市場附買回操作之基礎設施及持有高品質流動性擔保品之誘因

參考資料：潘雅慧、何慧麗（2010），〈BCBS 與 IMF 因應全球金融危機之改革措施及政策建議〉，《全球金融危機專輯（增訂版）》，頁 143。



而針對其自身所建立之「早期預警」功能，IMF 亦指出由於對金融體系之預測分析機制過於鬆散，致無法激起相關金融機構或監理機關之警覺及應對，遑論跨國之協調合作。換言之，除非能針對具體機構示警並同時提出應變策略，否則既有之預測分析極度缺乏實效性⁴⁴⁴。以金融海嘯為例，縱 IMF 於 2008 年已針對銀行部門之損失及非傳統金融操作之出現提出早期預警，然由於忽略了各部門風險之溢出及積聚，仍錯失對了影子銀行及其風險之掌握⁴⁴⁵。有鑑於此，IMF 首先對自身之金融分析與總體經濟分析進行更全面性之整合，如透過世界經濟展望報告（World Economic Outlook，WEO）與雙邊監督報告（bilateral surveillance reports）⁴⁴⁶之整合，藉由新的總體金融單位（macro-financial unit）及分析方法，提高對總體經濟與金融間關連性之瞭解；亦將改善目前之金融部門評估計畫（Financial Sector Assessment Program，FSAP），轉以風險為基準及專題式評估，著重外部連結及外溢效果，並強制所有具系統重要性之國家均應參與 FSAP⁴⁴⁷。其次，IMF 亦研擬建立聯合早期預警系統，結合 IMF、FSB、國際清算銀行等組織，盼透過結合總體金融專業與監理觀點，對全球性之議題提出更全面之看法，除提供降低風險之政策建議外，亦能對尚未明朗之議題，提供更多討論及政策選項⁴⁴⁸。由於金融海嘯顯示尾端風險之來源日益廣泛，除新興經濟體外，亦包括先進經濟體，故全球監理體系亦應配合調整，重視來自各方之系統性風險，具體作法如將脆弱性測試擴大至涵蓋先進經濟體，並與早期預警工作整合⁴⁴⁹。

⁴⁴⁴ *Id.* at 3.

⁴⁴⁵ *Id.*

⁴⁴⁶ 按國際貨幣基金協定第 4 條（Agreement of the international monetary fund，Article IV）關於會員國外匯安排有關之義務，IMF 會與成員國舉行雙邊討論，通常為每年一次。由 IMF 派出工作人員到訪會員國以蒐集經濟與金融資料，並與政府、中央銀行討論當地經濟發展情況與政策。其後由 IMF 撰寫雙邊監督報告（bilateral surveillance report），作為執行委員會的討論基礎，並總結各執行委員之意見後，將總結論傳送至該成員國之政府當局。

⁴⁴⁷ 潘雅慧、何慧麗，前揭註 441，頁 119。

⁴⁴⁸ IMF, *supra* note 378, at 9.

⁴⁴⁹ *Id.*



總體而言，IMF 亦認為影子銀行之監理應作為總體審慎之一部分，俾更全面地解決系統性風險。其困難處在於：影子銀行通常萌發於不同的監理架構和規範體系之間，亦即由監理套利所生；且縱使影子銀行活動表面上類似，也可能因其進行之時空背景不同，而帶來不同之風險，故勢必不可能有「一體適用」（one-size-fits-all）之監理模式⁴⁵⁰。儘管如此，驅動影子銀行成長的因素在各個國家基本上仍有相似之處，故所需者應係涵蓋範圍廣泛、得消弭監理套利的政策框架，俾有效減輕各管轄範圍之「邊界問題」（boundary problem）⁴⁵¹。故 IMF 認為總體審慎監理仍能有效處理影子銀行風險，亦指出於全球金融海嘯後，許多建立總體審慎監理專責機構之國家，已能有效分辨並因應新興金融危機⁴⁵²。針對解決與影子銀行相關的金融穩定風險，IMF 提出了四種更加具體之監理法規建議：

一、透過對影子銀行之直接規範，或控制銀行對影子銀行之曝險，間接降低影子銀行所帶來的風險

決策者除了可以直接制定監理措施來管理影子銀行以外，亦可選擇擴展既有監理之範圍，或是限制銀行對於影子銀行活動的助長。例如監理機關得採用資本適足要求等「銀行式」（bank-like）的審慎監理手段，來抑制因監理套利而產生之影子銀行活動⁴⁵³。

二、解決影子銀行成長的根本原因

如欲更加深入發掘並解決潛在風險，應自市場供需層面出發。於需求層面，影子銀行之成長關乎市場對安全性資產的需求，亦即在流動性充裕的市場環境中，機構以「現金池」（cash pool）作為銀行存款和安全資產的替代品，故應確保公部門發行足夠之安全性資產⁴⁵⁴。於供給層面，則包含了對新型金融工具之限制。這

⁴⁵⁰ IMF, *supra* note 384.

⁴⁵¹ *Id.*

⁴⁵² *Id.*

⁴⁵³ *Id.* at 89.

⁴⁵⁴ IMF, *supra* note 92, at 87-88.



些措施有賴監理機關與貨幣、財政部門及結構性政策緊密配合，俾將總體之經濟條件納入發展過程之評估，亦須避免上開手段引發道德風險，使私部門過度仰賴政府來滿足其需求⁴⁵⁵。

三、將公部門之金融安全網擴及具系統重要性之影子銀行

理論上，若將「最後融通者」機制擴展至特定的系統重要性影子銀行，得保障金融體系免於流動性風險之衝擊。然為防止重大道德風險，惟有與資金融通相關之擔保、管理等俱有妥善規劃及監理之下，方得考慮採行顯性（explicit）的政府擔保機制⁴⁵⁶。

四、破產法規之調整

由於普遍的破產法規大多不具備處理由影子銀行所產生之系統性倒閉危機，如透過設立適當的重整（recovery）和救濟（resolution）架構，將可增加主管機關於危機情況下，減輕系統性風險之能力。如破產法中「安全港條款」⁴⁵⁷（safe harbor statute）之優先權規定，可使影子銀行之投資人取回安全資產，實質上近似於存款保險制度。而為使該制度順暢運作，主管機關應建立配套措施，如規範適用之對象及交易類型、限縮流動性擔保品之適格性或設立專責處分機關等，而相關優先權之規定，應將對其他市場之潛在影響亦納入評估⁴⁵⁸。

⁴⁵⁵ IMF, *supra* note 384, at 89.

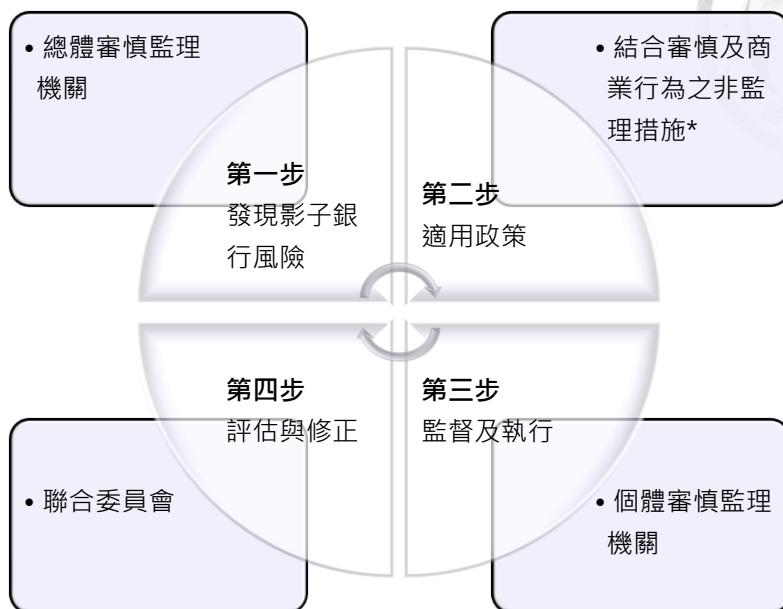
⁴⁵⁶ *Id.*

⁴⁵⁷ 安全港條款（safe harbor statute）之立法目的係在於降低衍生性金融商品市場之系統性風險。因衍生性金融商品之交易價格波動大，如一方聲請破產時，他方因破產程序之阻礙而無法迅速結清交易，可能因繼續暴露於市場波動而產生嚴重損失。故安全港條款在於使破產之他方得立即主張違約以終止（close-out）交易，並將所有交易部位進行淨額結算後就抵押品取償。徐肇鴻（2012），〈論國際衍生性金融商品交易中翻轉條款效力—美國破產法之觀察〉，《法令月刊》，63卷6期，頁99-100。

⁴⁵⁸ *Id.*



圖 15：IMF 減輕影子銀行風險之政策架構



*非監理措施 (nonregulatory measures) 包括向公眾進行有目的性的溝通、提高透明度和資訊揭露、強化風險管理，以及制定新的標準。

資料來源：IMF (2014), *Global Financial Stability Report: Risk Taking, Liquidity, and Shadow Banking* 89.

第四款 歐盟金融監理架構之革新

由於美國影子銀行之國際化關聯性相當高，導致次貸危機效應很快地傳導至世界各國而釀成全球性的金融海嘯。歐洲金融體系也因與美國在業務往來上相互交織，許多歐洲金融機構均參與到美國影子銀行中⁴⁵⁹。如英國住房抵押貸款的資金來源十分依賴 RMBS，而美國貨幣市場則是該債券的主要融資場所；許多歐洲商業銀行購買並持有美國 AAA 級以上的 ABS 和附擔保的債權憑證，從而也成為了美國影子銀行的「存款人」。另一方面，歐洲商業銀行通過出售信用賣權 (credit put option) 而成為美國影子銀行的信用風險承擔者，參與了美國影子銀行體系的信用轉換。此外，歐洲部份大型商業銀行亦將其以英鎊或歐元計價所發放之貸款證券化後，通過貨幣互換交易轉化為以美元計價的證券化資產，再出售予美國的

⁴⁵⁹ 王儼容，前揭註 146，頁 9-10。



機構投資人，使美國 MMF 等機構投資人充當了全球影子銀行的「存款人」⁴⁶⁰。有鑑於金融市場之全球化，影子銀行主體和活動帶來的系統性風險需要以國際協調的方式加以解決，因此歐洲執行委員會一直以來均密切關注 FSB 對於影子銀行風險所提出之建議；且由於歐盟多數成員國亦同屬 FSB 之成員，也與 FSB 持續合作建立統一的國際監理架構。

第一目 組織層面

過去歐洲金融監理多著重於個別金融機構風險，缺乏對總體經濟環境的審慎監理，亦缺乏金融體系垂直與水平層面的連結溝通；直至金融海嘯爆發，系統性風險之考量方開始納入金融監理改革架構中⁴⁶¹。2008 年金融海嘯後，歐盟著手規劃新的監理架構，期能將跨境金融機構的監理提升至歐盟層級，以便有效規範並強化歐盟會員國間之協調合作，以預防與因應金融危機。歐盟執行委員會主席 José Manuel Barroso 領導歐盟金融監理高級專家小組（High-Level Group on Financial Supervision in the EU），分析歐盟金融系統之缺陷，並於 2009 年 2 月提出研究報告，建議歐盟整體改革方向⁴⁶²。據此，2009 年 9 月歐盟執行委員會通過「歐洲金融監督系統」（European System of Financial Supervision，ESFS），以確保修復金融部門之信心、協助單一規則的實施、解決跨境金融機構問題，並防止風險逐步擴大而威脅總體金融系統之穩定性。自 2011 年 1 月 1 日起，歐盟新的金融監理機制開始正式運作⁴⁶³。

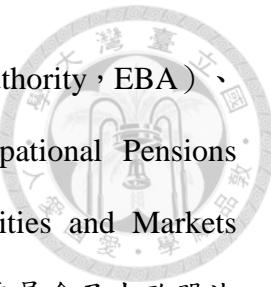
新的歐洲金融監理系統由兩大支柱組成，一為負責總體審慎之歐洲系統性風險委員會（ESRB），二為負責個體金融層面的歐洲監理機關（European Supervision

⁴⁶⁰ 同前註，頁 9-10。

⁴⁶¹ 李貴英、聶家音（2014），〈歐洲聯盟經濟治理與金融監理架構之改革〉，《月旦法學雜誌》，232 卷，頁 81-82。

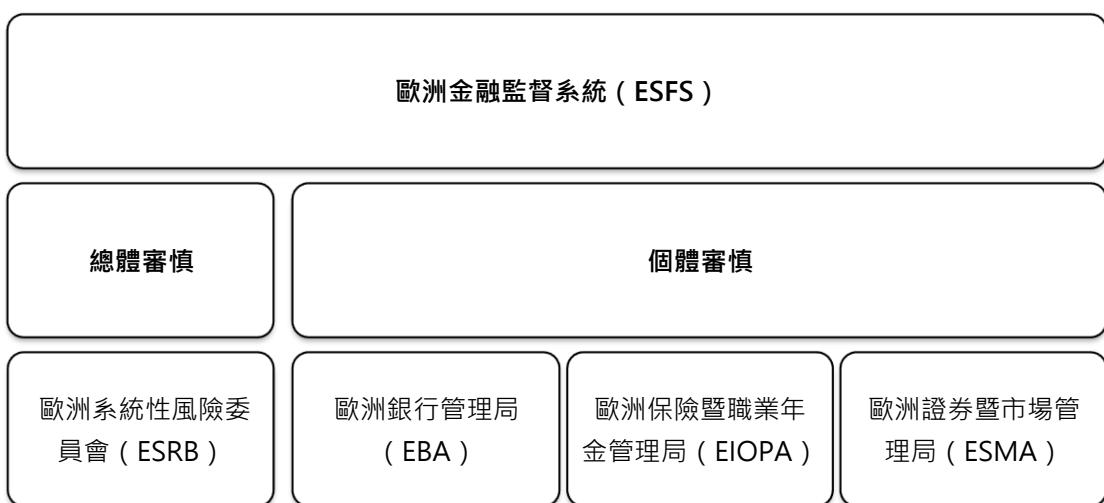
⁴⁶² 同前註。

⁴⁶³ 同前註。



Authorities, ESAs），包括歐洲銀行管理局（European Banking Authority, EBA）、歐洲保險暨職業年金管理局（European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA）和歐洲證券暨市場管理局（European Securities and Markets Authority, ESMA）。此外，ESFS 尚包含由 ESAs 組成之共同委員會及由歐盟法規所規定之會員國主管或監理機關⁴⁶⁴。

圖 16：歐洲金融監理系統



(本文自製)

ESRB 本身並無法人格，其作成之警告或建議並無法律拘束力，相當於一種軟法性組織（soft law body），主要負責在平時評估與監控具有威脅之系統性風險，適時提出警告（warning）或建議（recommendation），並要求接受之國家或機關確實執行⁴⁶⁵。由於歐盟執行委員會認為透過專家組成與獨立客觀見解，即足以構成 ESRB 之合法性基礎，加上 ESRB 所設利益層面極廣，執行複雜之經濟評估時可能包含具有政治敏感性之金融議題，因此抽離其法人格有助金融監理架構之形成⁴⁶⁶。

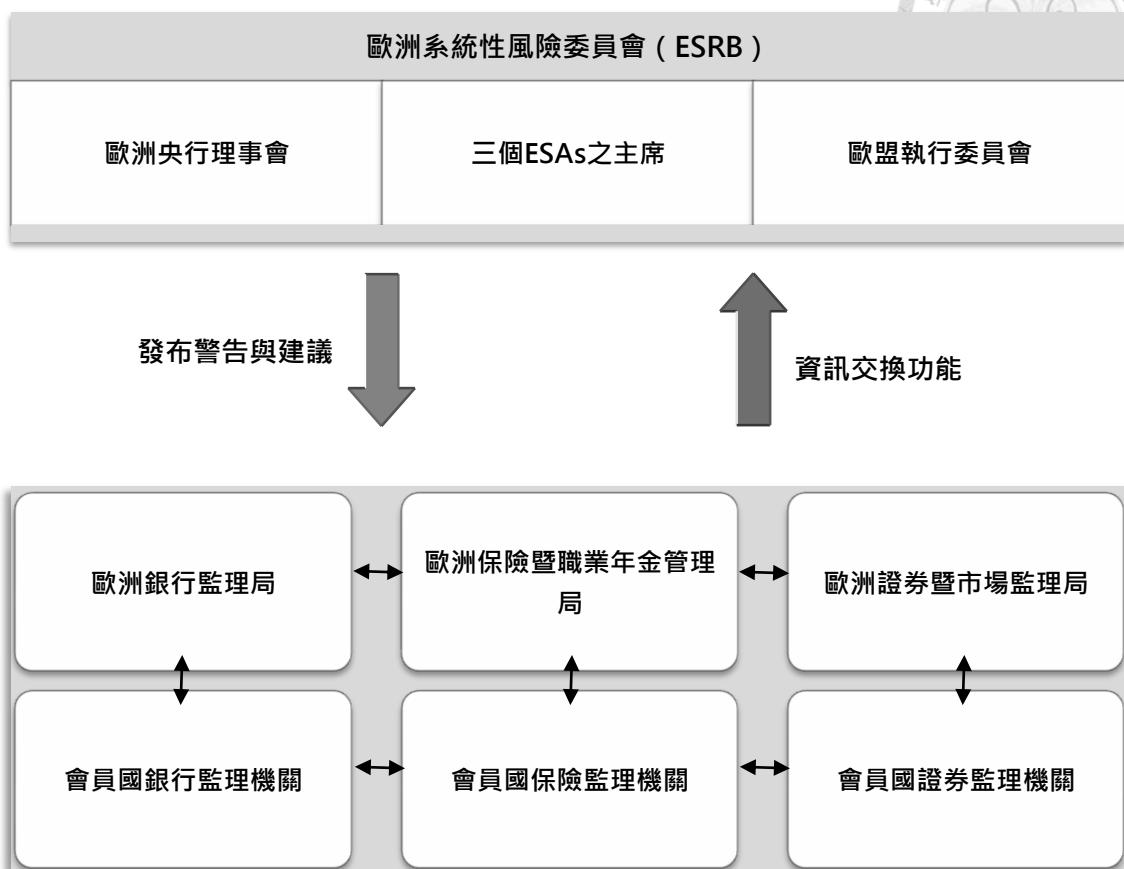
⁴⁶⁴ 同前註，頁 82-83。

⁴⁶⁵ 同前註，頁 83。

⁴⁶⁶ 同前註，頁 83。



圖 17：ESFS 架構下 ESRB 與三個 ESAs 之互動



資料來源：李貴英、聶家音（2014），〈歐洲聯盟經濟治理與金融監理架構之改革〉，《月旦法學雜誌》，232卷，頁111。

而第二大支柱 ESAs 之功能可大致分為兩項，一為監理功能（regulatory），提出技術性標準而為各會員國採納；二為監督功能（supervisory），確保各會員國一致實施歐盟法規則，並促進各主管機關之對話交流⁴⁶⁷。ESAs 在歐盟法下具有法人格，其作成之決定可以拘束會員國國內監理機關，故 ESAs 可建構一套得直接適用的單一規則（同時限制會員國之立法權限），確保各國遵守其義務、採取特定措施以解決紛爭，並蒐集與分享資訊、促進風險評估、發起並協調歐洲金融業之壓力測試等⁴⁶⁸。

⁴⁶⁷ 同前註，頁 90-91。

⁴⁶⁸ 同前註。



總體而言，歐盟仰賴 ESRB 與三個 ESAs 來發現與監控影子銀行相關之主體及活動。而歐盟執行委員會於 2012 年提出影子銀行之綠皮書中，指出銀行與非銀行金融機構間相互交流的數據資訊仍極為缺乏，故歐盟首需建立資訊蒐集和交換之持續性流程，確保所有監理機關、執行委員會、歐洲央行和各國央行密切配合與共享⁴⁶⁹。

第二目 規範層面

就規範層面，歐盟執行委員會認為應採取適當的措施來擴大審慎監理的範圍和性質，並參酌了 FSB 提出之監理原則如專門性、合比例性、前瞻性、可接受性等，針對各類型之主體和活動提出不同之監理模式，如：（1）間接監理（針對銀行和影子銀行間之聯繫）；（2）適當地延長或修改現行規範；（3）針對影子銀行制定新的規範，並與非監理措施（non-regulatory measures）相互配合、取得平衡⁴⁷⁰。據此，歐盟執行委員會將影子銀行之監理進程，劃分為「既有規範之改革」與「針對影子銀行之專門措施」（表 10），前者著重於依不同金融機構與活動種類，制定不同的審慎投資準則；後者則包含：提高影子銀行之透明度、強化以 MMF 為主之基金治理框架、針對證券融資交易制定規範、強化銀行之審慎監理，以及發展影子銀行之監測模式⁴⁷¹。

⁴⁶⁹ European Commission, *Green Paper: Shadow Banking 7* (COM 102 final, 2012)

⁴⁷⁰ *Id.*

⁴⁷¹ European Commission, *supra* note 399.

表 10：歐盟執行委員會提出之影子銀行監理架構



既有規範之改革

以金融機構為基礎

- 強化銀行對於影子銀行之規範
- 強化保險公司對於影子銀行之規範
- 對另類投資經理人之統一架構

以市場整合為基礎

- 信用風險移轉工具之框架
- 強化證券化安排

針對影子銀行風險之專門措施

提高透明度

- 於《歐洲市場基礎規則》建立衍生性商品數據庫；修改《歐盟金融工具市場規則》
- 實施法人識別碼制度
- 強化證券交易之透明度

強化特定投資基金之監理架構

- 改善MMF之監理架構
- 改善《歐盟可轉讓證券集體投資計畫》架構

降低證券融資交易風險

強化銀行審慎監理架構

- 限制與不受監理金融機構之互動
- 擴張適用範圍

強化對影子銀行體系之監測

參考資料：European Commission, *Shadow Banking—Addressing New Sources of Risk in the Financial Sector.*

於強化審慎監理架構部分，除透過限制銀行對影子銀行之交易、曝險以達間接限制影子銀行規模與相互關聯性外，歐盟執行委員會認為亦應擴大審慎監理規範至原未適用之金融機構⁴⁷²。

一、限制銀行與不受監理金融機構之互動，以降低傳染風險

自 2014 起適用之資本要求規則（Capital Requirements Regulation，CRR）與 CRD IV，提高了對銀行的償付能力限制，尤其係持有其他金融機構股份者。若銀行在與影子銀行進行 OTC 衍生性商品交易時，亦須依照信用評價調整風險，提列交易對手信用惡化所造成之潛在損失計提資本。此一新的審慎監理制度將降低銀行與影子銀行交易之動機；新的流動性規定亦將提高銀行負債之到期日，減少銀行對以 MMF 為主之短期融資依賴程度⁴⁷³。

然而，由於上述措施會一併影響銀行所有已受或未受監理之交易對手，故為針對影子銀行之風險，歐盟亦採取了特別措施，包含自 2014 年起，銀行須向主管機關報告其對未受監理金融機構之主要曝險及因附買回交易/證券借貸所產生之風險；EBA 亦提出指導方針，限制銀行接觸未受監理之交易對手，並由歐盟執行委員會予以法制化⁴⁷⁴。

二、擴大審慎監理之適用範圍以降低套利風險

根據歐盟 2006/48/EC 指令，銀行之審慎監理適用於「從大眾收受存款或其他可贖回資金，並以自己名義為授信」之信用機構⁴⁷⁵。惟「從大眾收受可贖回資金」一詞，乃至於「信用」、「存款」等為不確定法律概念，加上「指令」（Directive）

⁴⁷² European Commission, *supra* note 399, at 11.

⁴⁷³ *Id.*

⁴⁷⁴ *Id.*

⁴⁷⁵ 歐洲議會及理事會於 2006 年 6 月 14 日所發布有關信用機構業務的指令 2006/48/EC 第 4 條第(1)項，「信用機構」（credit institution）乃「從大眾收受存款或其他可贖回資金，並以自己名義為授信」（undertaking whose business is to receive deposits or other repayable funds from the public and to grant credit for its own account），一般即指銀行而言。



僅要求歐盟成員國達成一明確之目標而未限制手段，導致從事類似活動的金融機構，於歐盟成員國內未必均會被視為信用機構而受相同規範。舉例而言，於某些成員國中，未收受存款但從事信用貸放之金融機構亦被認定為信用機構，而須履行與審慎監理相關之義務⁴⁷⁶。直至 2014 年，CRR 生效，將信用機構定義為同時從事「收受存款」和「信用活動」者，且而此一「規則」（Regulation）立法後即成為每個成員國的內國法，各國必需照其內容執行。有鑑於 2006/48/EC 指令和 CRR 間之不協調，CRR 並授予歐盟執行委員會對於信用機構之定義及審慎監理之適用對象進行評估、澄清之權限⁴⁷⁷。於界定信用機構之範圍後，復由 EBA 評估銀行審慎監理範圍以外金融機構之規模。而銀行於貸款數額過大而應監理機關之要求計提逆景氣循環資本緩衝時，應將放貸予非銀行金融機構者一併計入，方能使影子銀行之監理發揮效用⁴⁷⁸。

第五款 華爾街改革與消費者保護法案

2008 年金融海嘯影響深遠，可謂為始作俑者的美國深受衝擊，並為此付出鉅額成本。檢討金融危機成因多指向美國金融監理不足、存在監理漏洞，以及對部分金融商品的監理寬鬆態度等因素。為了避免重蹈覆轍，並重建消費者與投資人的信心，美國自布希政府時期便開始提出金融監理改革架構藍圖，於政黨輪替後，歐巴馬政府於 2009 年 6 月由財政部提出金融監理改革方案⁴⁷⁹。在經過近兩年的折衝、談判、協商與各方面的意見徵詢後，於 2010 年 7 月通過了《Dodd-Frank 華爾街改革與消費者保護法案》（Dodd-Frank 法案）。此一改革涉及各金融領域，從加強總體審慎監理、提高重要大型金融機構之監理標準、建立新的問題機構退場機制、賦予主管機關有效處理大型重要問題機構之職權，乃至於加強消費者保

⁴⁷⁶ European Commission, *supra* note 399, at 12-13.

⁴⁷⁷ *Id.*

⁴⁷⁸ *Id.*

⁴⁷⁹ 梅文欣，前揭註 8，頁 116。



護，設立消費者保護專責機關、增加房貸市場規範，並強化有關衍生性商品、避險基金、信評機構、證券化商品等各方面之監理，盼能修補過去監理不足之處⁴⁸⁰。Dodd-Frank 法案之首要策略是設立金融穩定監督委員會（FSOC），賦予該機構權力和資源以積極地監督金融市場，並辨識有害金融穩定之風險。FSOC 主要職責包括系統性風險的辨識與處理防範，並負責審議、擇定可能對金融穩定造成危害的金融機構⁴⁸¹，一般將之稱為「系統重要性金融機構」或「SIFI」⁴⁸²（systemically important financial institution）。其中，擁有資產總額 500 億美元以上的 BHC 直接視為具有系統重要性；而非銀行金融機構（nonbank financial company）則由 FSOC 理事會衡酌各項因素，將有影響金融穩定之虞者，以三分之二以上的多數決（包括財政部長作為主席的贊成票），將該等金融機構指定為大型、互聯之金融機構（large, interconnected financial institution），視為具系統重要性。而 FSOC 應審酌之因素包含⁴⁸³：

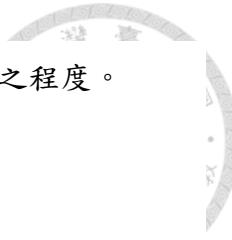
- 一、機構之財務槓桿程度。
- 二、機構表外曝險之程度與性質。
- 三、機構與其他顯著（significant）非銀行金融機構/銀行控股公司交易之程度與性質。
- 四、機構提供之信用對於家戶、商業、州及地方政府之重要性，以及提供之流動性對於美國金融體系之重要性。
- 五、機構提供之信用對低收入戶、少數族群或資源匱乏地區之重要性，以及該公司之破產對其取得信貸之影響。
- 六、機構管理而非所有之資產規模，以及其所有權之分散程度。

⁴⁸⁰ 同前註。

⁴⁸¹ 12 U.S.Code § 5365(a)(1)

⁴⁸² 儘管 FSOC 並未具體使用「系統重要性金融機構」或「SIFI」之字眼來描述經其指定需強化監理及早期導正之非銀行金融機構，惟如於聯準會提出之報告中，即謂「於金融體系之討論及分析中，『SIFI』一詞已經被普遍及廣泛地使用」。Cheryl D. Block, *supra* note 331, at 319.

⁴⁸³ 12 U.S. Code § 5323(a)(2)



七、機構活動之性質、範圍、規模，以及集中、相互關聯性、混合之程度。

八、機構是否已受一家以上監理機關所管轄。

九、機構金融資產之數量和性質。

十、機構負債之數量和類型，包括依賴短期資金之程度。

十一、其他與風險有關之因素，經理事會認為適當者。

自 2013 年起，FSOC 陸續指定了美國國際集團（American International Group, Inc.） 、奇異融資（General Electric Capital Corporation, Inc.） 、保德信金融集團（Prudential Financial, Inc.） 、大都會人壽保險公司（MetLife, Inc.）為系統重要性金融機構。復於 2016 年 6 月及 2017 年 9 月，解除了對奇異融資及美國國際集團之指定⁴⁸⁴。

上述經 FSOC 指定之金融機構，將由 Fed 適用更嚴格的審慎監理標準。為此，Dodd-Frank 法案強化了 Fed 之職權，於設計和實施監理措施方面，賦予其實質裁量權。具體言之，為了防止或減輕大型、複雜金融機構因重大財務困境或破產對金融穩定帶來之風險，Dodd-Frank 法案首先要求 Fed 針對被指定之金融機構建立更嚴格之監理和審慎標準⁴⁸⁵。其次，為了盡可能降低該機構破產的可能性，以及破產對金融穩定的潛在危害，同法並要求 Fed 建立早期矯正措施(early remediation)，於 Fed 認定該機構「對美國的金融穩定構成嚴重威脅」時，得限制其具體活動，如合併或收購他公司、產品銷售、對商業行為附加條件、或分離資產至表外實體⁴⁸⁶。

⁴⁸⁴ U.S. Department Of The Treasury :

<https://www.treasury.gov/initiatives/fsoc/designations/Pages/default.aspx#nonbank> (最後瀏覽日：03/01/2018)

⁴⁸⁵ 12 U.S.C. 5365. 2011 年 12 月，Fed 公布總體審慎規定，主要規定計有下列 6 項：法定資本規範、流動性規定、壓力測試、單一交易對手信用額度限制、早期矯正措施及伏克爾規則（Volcker Rule）。

⁴⁸⁶ Cheryl D. Block, *supra* note 331, at 319-320.



第二項 評析

第一款 總體審慎監理與影子銀行

總體審慎監理所注重者，涵蓋了引起道德危險和系統性風險的內在（*endogenous*）與外在（*exogenous*）事件——除金融機構償付能力外，尚考量了對金融體系可能產生之衝擊，並將監理範圍擴張及於向來不受管制的金融機構及活動⁴⁸⁷。總體審慎監理使用量化模型或壓力測試來衡量金融市場總體曝險，從而能夠有效調整、校準資本要求，以抵消順景氣循環。而為了克服其對順景氣循環的內在偏見，其採用了循環觀點（*thorough-the-cycle*）來強化金融機構對突發性事件之抵禦能力，如：於經濟繁榮時期提高資本要求、累積資本緩衝、或設立基金，除了可在經濟萎縮時期協助運作，也能有效減少去槓桿化之壓力⁴⁸⁸。在銀行與影子銀行交易方面，透過強化資訊揭露程度，監理機關得獲取從個別投資組合及資產負債表中無法得知的市場曝險情況。

第二款「系統重要性金融機構」對影子銀行之監理成效與影響

第一目 組織與規範

Dodd-Frank 法案之立法目的，在於維持金融穩定、防止系統性風險，故賦予 FSOC 指定 SIFI 之權限，並由 Fed 強化監理。惟就指定 SIFI 之方式來看，FSOC 必須證明一特定金融機構之活動會導致金融不穩定，而無權對整個產業制定全面性之監理規範。其次，FSOC 亦不能直接取得對某一公司或行業之管轄權，而需透

⁴⁸⁷ *Id.* at 915.

⁴⁸⁸ *Id.* at 916-917.



過將特定金融機構指定為 SIFI，方能使 Fed 成為該機構之審慎監理主管機關；除此之外，非銀行金融機構仍歸原主管機關管轄。故總體而言，Dodd-Frank 法案並未給予 FSOC 明確的權力來管理整個影子銀行體系，Fed 亦無法直接取得對非銀行金融機構之監理權限，兩者均缺乏監理整個證券和資本市場之權力。然由以往經驗視之，影子銀行產生之系統性風險並非僅肇因於金融機構之規模，而係因為影子銀行處於複雜的交易鏈中，於不同的階段進行財務槓桿和期限轉換，並對受監理的銀行體系產生各種連結，故即使不具有系統重要性的金融機構，仍可能藉由一連串的交易引發系統性風險。而管理並控制的途徑，係制定出於此一多樣化的市場中，多數參與者均得適用之規範，以限制個別金融機構所承擔之風險。

在主管機關之態度方面，FSOC 和 Fed 似乎有志一同地欲將 FSB 關於影子銀行之政策於美國付諸行動，並自視為影子銀行之監理機關⁴⁸⁹。如於 2013 年，FSB 認為由於 MMF 為資本市場重要之短期資金來源，除非改採取浮動淨值方式以計算其 NAV，否則應課予其一定資本適足率之要求。此一聲明後，FSOC 即開始要求 SEC 對 MMF 採行該監理政策，最終促成 SEC 於 2016 年 10 月 14 日起，針對優先 MMF (prime MMF) 實行浮動淨值制度⁴⁹⁰。同年，FSB 認為持有 1000 億美元以上資產的資產管理公司應納入審慎監理，而金融研究辦公室 (the Office of Financial Research, OFR)⁴⁹¹提出之報告中，亦支持大型資產管理公司應該被指定為系統重要性金融機構的想法，俾 Fed 能夠控制其於資本市場活動之範圍及影響程度。

⁴⁸⁹ Peter J. Wallison (2015), *The regulators' war on shadow banking* 9. (American Enterprise Institute for Public Policy Research). Available at: <http://www.aei.org/wp-content/uploads/2015/01/Regulators-war-on-shadow-banking.pdf>

⁴⁹⁰ Hilary J. Allen, *spura* note 424, at 100.

⁴⁹¹ 金融研究辦公室 (The Office of Financial Research, OFR) 係依據 Dodd-Frank 法案設立於財政部底下的一個新部門，主要職司蒐集、整合與分析 FSOC 與其他相關的機構所需的資料。OFR 有權蒐集任何美國金融公司的資料，不過僅能從來自其他機關的報告及資訊中取得。



2015 年 12 月於紐約舉行之美國外交關係協會會議上，Fed 系統性風險委員會主委 Fischer 清楚地表明 Fed 致力於強化影子銀行監理之決心，並揭示了 Fed 已在進行影子銀行規模和範圍之內部評估計畫⁴⁹²。更有甚者，FSOC 認為由於美國的銀行監理機關經常採納和執行 BCBS 之決策而無須再經國會重新批准，故 FSOC 亦得以「類推適用」之方式，執行國際組織如 FSB 之政策。換言之，由於 FSB 於 2011 年起，受 G20 之要求「對影子銀行體系之監督和監理提供建議」，加上美國身為 G20 成員國，FSOC 與 Fed 似乎是將 FSB 提出之建議及指示——包括擴張監理機關對影子銀行的控制程度，視為取得影子銀行管轄權之依據⁴⁹³。

為使影子銀行之監理更為直接、強化，有論者提出 Dodd-Frank 法案之第 8 章或可替影子銀行監理另闢蹊徑⁴⁹⁴。Dodd-Frank 法案第八章主要內容係 Fed 對票據交換所等金融基礎事業（Financial Market Utility，FMU）之規範，但亦包含了 FMU 以外金融機構之支付、清算和結算活動（payment, clearing and settlement，簡稱 PCS 活動）⁴⁹⁵，要求 FSOC 指定具「系統重要性」之 PSC 活動⁴⁹⁶。一旦經指定為具有系統重要性，Fed 得認定現行之審慎監理（由國會、期貨交易委員會或 SEC 等監理機關制定者）「不足以防止/減輕 PCS 活動對金融市場或金融穩定造成之顯著流動性、信用、營運或其他風險」⁴⁹⁷，而針對從事該活動之金融機構，制定風險管

⁴⁹² Peter J. Wallison, *supra* note 489.

⁴⁹³ *Id.* 惟銀行之監理機關本已獲得明確的國會授權，來對銀行實施如資本適足率等要求，而僅須依 BCBS 之要求調整性質和規模；反之，對於 FSOC 和 Fed 來說，兩者均未取得類似的國會授權以管理影子銀行體系，故 FSOC 和 Fed 得否運用現有管轄權來執行 FSB 的政策指示，將 FSB 之政策直接視為監理影子銀行的授權依據，仍有疑慮。

⁴⁹⁴ Peter J. Wallison, *supra* note 489.

⁴⁹⁵ PCS 活動係指「金融機構為促進金融交易之完成而進行的活動」。而所謂金融交易，Dodd-Frank 法案列舉了下列數項：(1) 資金轉讓；(2) 證券契約；(3) 期貨交易契約；(4) 遠期契約；(5) 附買回交易；(6) 交換契約；(7) 以證券為基礎之交換契約；(8) 換匯協議；(9) 以證券為基礎之換匯協議；(10) 外匯契約；(11) 金融衍生性商品契約；(12) 其他相似之交易，經 FSOC 為達本章目的而指定之金融交易。此外，於進行金融交易時，「與持續性金融交易相關之風險管理與活動」、「資金流動」及「其他具類似功能，經 FSOC 認定者」亦屬 PCS 活動之範疇。因此，金融機構的 PCS 活動除為促進金融交易之完成而進行者，亦包含與進行上開交易相關之風險管理行為。

⁴⁹⁶ 12 U.S.C. §5462

⁴⁹⁷ 12 U.S.C. §5464

理之特別規定⁴⁹⁸。換言之，Dodd-Frank 法案授權 FSOC 及 Fed 得制定優先於現行法之風險管理規定；在決策做成後，倘該公司之原有監理機關有異議，又未能提出充分理由說明現有審慎監理規範已經足夠，Fed 仍應制定審慎監理之特別規定。

故有別於 SIFI 以「機構」為標的，上開規定使 FSOC 有權要求 SEC 等監理機關採行 Fed 提出之特別規定，且透過風險管理標準，Fed 亦得以監理證券和資本市場個別機構及業務之進行。Dodd-Frank 法案第一章和第八章的主要差異，在於後者使 FSOC 和 Fed 能將金融機構視為一個整體（group）來規範⁴⁹⁹。換言之，利用指定 SIFI 勢必無法有效地控制廣泛且分散的資本市場，但第八章則可透過制定一系列的風險管理及審慎監理法規，有效管理和限制資本市場之活動，似乎係 FSOC 和 Fed 可資運用以監理影子銀行之途徑⁵⁰⁰。

第二目 系統性風險

雖然 FSOC 為創新的制度設計，然實質上的監理框架卻不然。換言之，國會並未要求監理機關依據各 SIFI 性質設計不同的審慎監理規範，而是大體上將銀行審慎監理框架——如槓桿比率和風險資本要求等，套用至非銀行金融機構⁵⁰¹。亦有指出，Dodd-Frank 法案中，國會所關切的是大型、互聯金融機構的重大財務困境或倒閉，可能會導致美國金融體系的不穩定，並未著墨於金融機構之管理或審慎監理——即因交易而產生之系統性風險⁵⁰²。

如前所述，金融控股公司之發展，使母公司得以藉由於自身旗下設立商業銀行、證券、資產管理等子公司，建構、發展一「內部」之影子銀行體系⁵⁰³，也因

⁴⁹⁸ 12 U.S.C. §5464

⁴⁹⁹ Peter J. Wallison, *supra* note 489.

⁵⁰⁰ *Id.*

⁵⁰¹ Christina Parajon Skinner, *supra* note 435.

⁵⁰² Peter J. Wallison, *supra* note 489.

⁵⁰³ *Id.*



而面臨了營運複雜性及「太大不能倒」等問題。有鑑於此種影子銀行與銀行業的關係複雜而密切，Dodd-Frank 法案將資產總額 500 億美元以上之 BHC 做為強化監理和早期導正之對象，意味著立法者已認定其破產將會替金融穩定帶來重大威脅，然僅以「規模」為基準之定義方式，與對系統性風險之認知並不相同。換言之，規模並非影子銀行的決定性因素或造成系統性風險之唯一原因，需評估者尚有其與其他金融機構、交易對手、市場參與者間的相互關聯程度。Dodd-Frank 法案之作法，可能係認定 BHC 之組織架構即表徵了其相互關連性，再加上其規模，即可辨別一 BHC 是否同時具有系統重要性的其他指標。然而，不同的大型 BHC 與金融體系互動之複雜程度仍可能相去甚遠，故僅憑「規模」來分類，並無法完整、切實地涵蓋 BHC 間之差異。

其次，500 億美元門檻所帶來的「懸崖效應」（cliff effect），將誘使 BHC 將資本總額控制在 500 億美元之下；然對於略高/低於法定門檻之 BHC，實不應出現如此懸殊的監理落差⁵⁰⁴。而雖然 SIFI 之指定看似較無懸崖效應，因資產總額於 500 億美元以下之非銀行金融機構亦可能納入 Fed 審慎監理之範圍，然將 SIFI/非 SIFI 一分為二，實際上仍帶來相同之問題。以投資銀行為例，未受指定之投資銀行及保險公司，係受原監理機關 SEC 和州政府所管轄，而非聯邦層級之規範，其監理密度仍與 SIFI 有極大差異⁵⁰⁵。

對於具有系統重要性的 BHC 和非銀行金融機構而言，Dodd-Frank 法案確實提供了一系列有別以往的風險基礎（risk-based）監理措施，然所產生之懸崖效應，仍未能完善體現基於風險之連續性（continuum）所發展出之審慎監理原則⁵⁰⁶。系統性風險不應僅為一「是/否」為 SIFI 之開關（on-off switch），而應為一更加全面性的系統，沿著系統性風險之光譜建立一系列非銀行金融機構之監理法制⁵⁰⁷，使

⁵⁰⁴ Cheryl D. Block, *supra* note 331, at 323-324.

⁵⁰⁵ *Id.* at 325-326.

⁵⁰⁶ *Id.* at 326-327.

⁵⁰⁷ Christina Parajon Skinner, *supra* note 435, at 1418.



總體審慎監理更加靈活，除可區分各種影子銀行所帶來系統性風險之性質、進程（潛在或緊急）、目標外，亦能適時調整其適用內容、範圍⁵⁰⁸。

⁵⁰⁸ *Id.*



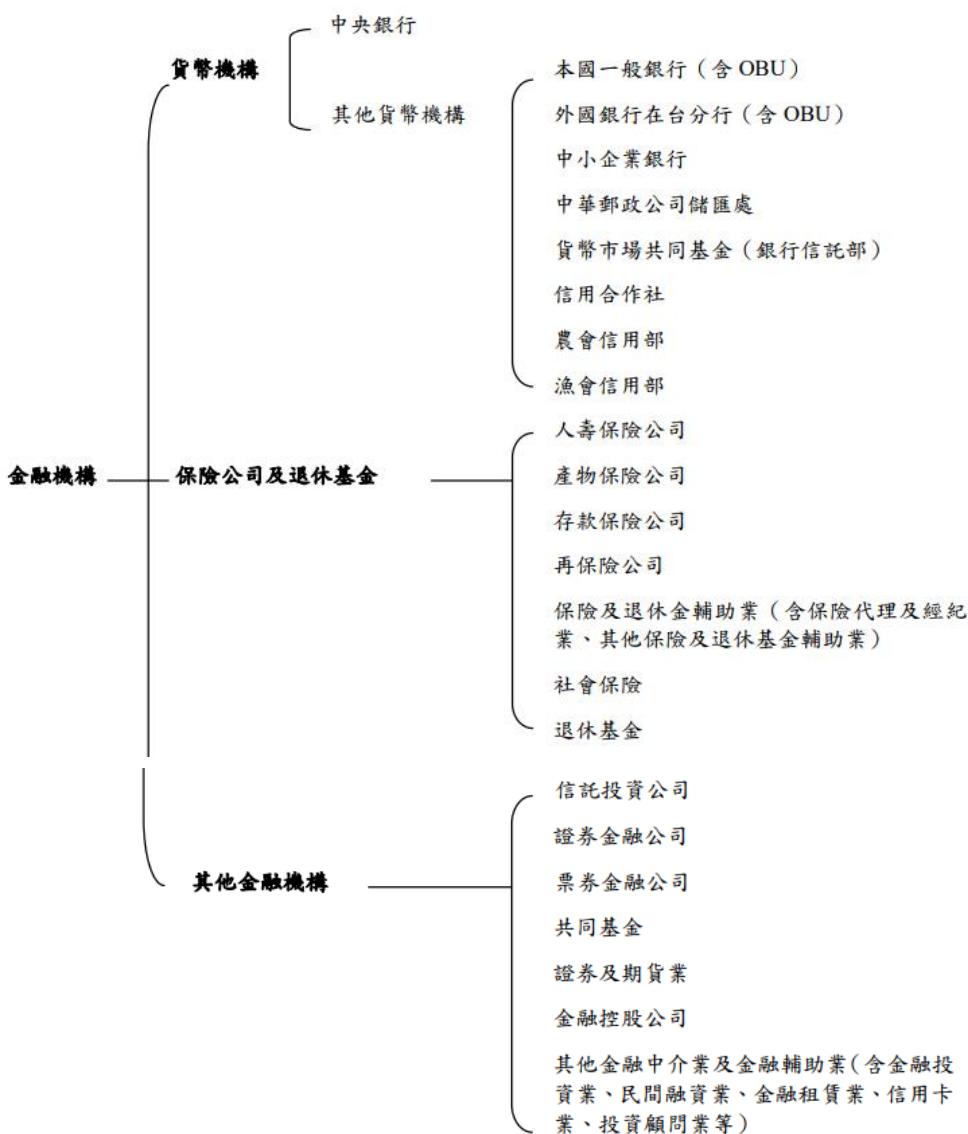
第六章 台灣影子銀行之概況與監理法制之探討

2013年4月，時任金管會主委陳裕璋於接受立法院質詢時，表示台灣不會有影子銀行的風險，銀行授信資產與信託資產完全不同；金管會銀行局長桂先農也表示，影子銀行通常出現在企業取得資金不易的環境，有些非銀行體系透過包裝、證券化，對外吸收資金及放款；而台灣銀行體系22兆元放款中，有4兆元是中小企業放款，若以企業授信來看，50%是對中小企業的授信，故台灣中小企業取得資金相對容易，不必透過證券化等其他非銀行體系來取得所需的資金。除此之外，台灣有相當嚴謹的信託業法，信託帳戶有「別除權」（亦即破產隔離），即使信託機構出現問題，仍能保障委託人的財產，故台灣「幾乎沒有影子銀行的問題」⁵⁰⁹。

如自供需層面觀之，影子銀行的興起係肇因於市場融資需求增加，資金需求者轉而尋找借貸成本更低之融資工具、管道來取得資金。故雖如主管機關所謂，台灣企業自銀行取得資金容易，並不即代表資金需求者無透過非銀行體系融資之誘因。其次，隨著金融創新、監理鬆綁之經濟環境改變，傳統銀行之低利率已無法再滿足投資人，各類金融商品、基金亦趁勢崛起。上述主管機關所稱「台灣無影子銀行問題」，依其發言脈絡，大抵上僅針對證券化及相關法規而言，然影子銀行係指短期批發性融資市場、投資基金、及大型投資銀行、金融控股公司等金融機構所組成之非銀行信用中介鏈，尚難謂台灣不存有影子銀行之風險。

⁵⁰⁹ 中時電子報（04/19/2013），陳裕璋掛保證 台灣沒有影子銀行，網址：
<http://www.chinatimes.com/newspapers/20130419000189-260205> （最後瀏覽日：03/01/2018）

圖 18：我國中央銀行對金融機構之分類



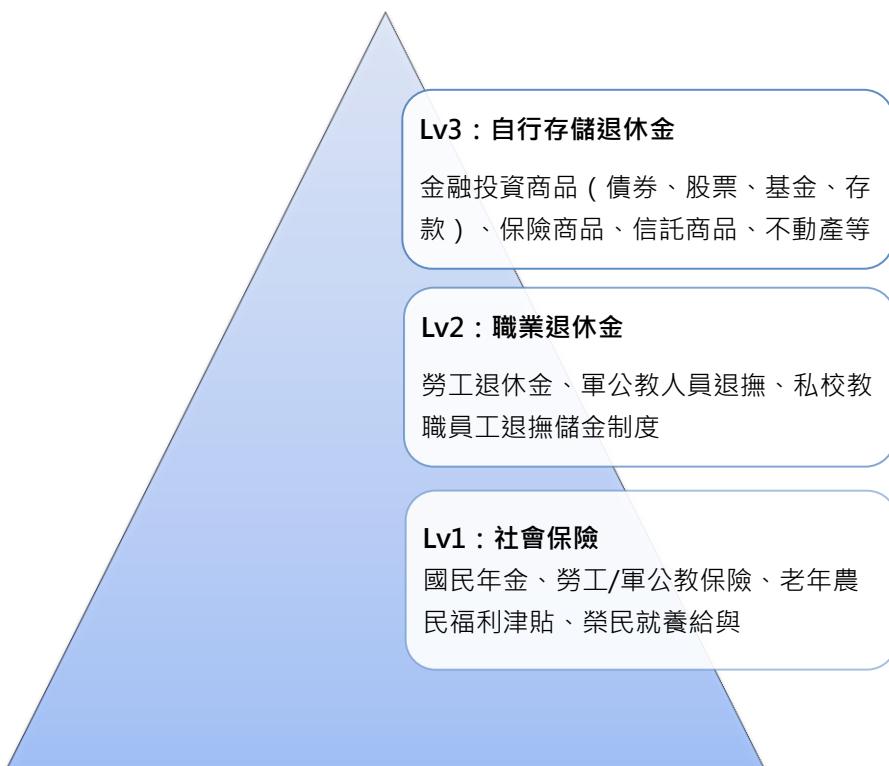
資料來源：中央銀行：<https://www.cbc.gov.tw/ct.asp?xItem=40121&ctNode=302&mp=1>
 (最後瀏覽日：03/01/2018)

依我國中央銀行對金融機構之定義（圖 18），可分為（1）貨幣機構、（2）保險公司及退休基金，以及（3）其他金融機構。依存款保險條例第 10 條第 1 項本文：「凡經依法核准收受存款、郵政儲金或受託經理具保本保息之代為確定用途信託資金（以下合稱存款）之金融機構，應向存保公司申請參加存款保險，經



存保公司審核許可後為要保機構。」以及中央存款保險公司之要保名單⁵¹⁰，我國之商業銀行、外國及大陸地區銀行在臺分行、中小企業銀行、信用合作社、農漁會信用部均屬存款保險之要保機構。故第 1 類之金融機構均屬銀行及存款機構，受有直接、明確之政府金融安全網擔保，不致發生流動性及擠兌危機，可排除於本文所討論之影子銀行範疇。其次，第 2 類「保險公司及退休基金」⁵¹¹由於所涉制度及金融商品種類多樣，尚無法一概而論，仍需視其是否具有影子銀行之特徵及風險進一步分類、監理。

圖 19：台灣退休金體系架構



參考資料：中華民國退休基金協會 · <http://www.pension.org.tw/tc/p3-classroom.asp>
(最後瀏覽日：03/01/2018)

⁵¹⁰ 中央存款保險公司要保機構名單：

https://www.cdic.gov.tw/main_insurance/docdetail.aspx?uid=35&pid=9&docid=1760 （最後瀏覽日：
03/01/2018）

⁵¹¹ 按行政院主計處中華民國行業標準分類，保險業係指「從事人身保險、財產保險、再保險、退休基金及其輔助業務之行業。」；退休基金之定義則為「專門為員工或會員提供退休所得津貼之法律實體，包括依規定提撥之退休基金，及經由員工或會員攤提之個人退休基金等。」行政院主計總處網站，<https://www.dgbas.gov.tw/lp.asp?CtNode=3111&CtUnit=566&BaseDSD=7&mp=1> （最後瀏覽日：03/01/2018）



故台灣之影子銀行，主要係集中於第 3 類「其他金融機構」，即信託業⁵¹²、證券金融公司、票券金融公司、共同基金、證券及期貨業、金融控股公司及其他金融中介/輔助業（包含民間融資⁵¹³、金融租賃、投資顧問業等）。故本文以下即就金融輔助業、票券金融公司、證券投資信託以及證券化法制等進行其是否屬影子銀行之探討，並進一步檢視我國現行法制，是否足以抑制、避免影子銀行風險。

⁵¹² 信託業法第 60 條：「本法施行前依銀行法設立之信託投資公司應於 89 年 7 月 21 日起 5 年內依銀行法及其相關規定申請改制為其他銀行，或依本法申請改制為信託業。主管機關得於必要時，限制於一定期間內停止辦理原依銀行法經營之部分業務。」

⁵¹³ 按行政院主計處中華民國行業標準分類，民間融資係指「從事民間資金融通及典當業務之行業」，而應收帳款收買亦歸入本類。



第一節 民間融資

按行政院主計處中華民國行業標準分類，民間融資係指「從事民間資金融通及典當業務之行業」⁵¹⁴。當鋪業為中國流傳已久的融資管道，屬於民間融資之一環，其收取實物作為質當物，按物折價，藉此收取一定的利息，待期滿後由借款人償還本利以贖回；如屆期不取贖或未順延質當，則稱為「流當」，質當物所有權即移轉於當鋪業⁵¹⁵。因此，業者之獲利方式在於賺取典當人給付之利息，以及出售流當品所得之價差⁵¹⁶。

典當業務於我國主要係受《當鋪業法》之規範。按《當鋪業法》第3條第1款，當鋪業指依該法申請許可，專以經營質當為業之公司或商號；而「質當」係指「持當人以動產為擔保，並交付於當鋪業，向其借款、支付利息之行為」⁵¹⁷。當鋪業之主管機關在中央為內政部；在直轄市為直轄市政府；在縣（市）為縣（市）政府⁵¹⁸。按內政部90年臺（九十）內警字第9088406號，當鋪業之最低資本額為新臺幣150萬元。

從當鋪業之監理法制和其營運來看，當鋪具有連結資金供給者和資金需求者之信用中介功能，其發放當金之行為屬於貸款，與傳統銀行之貸款模式相似，惟更具有「小額、短期、快捷、靈活」之特點，扮演著對傳統銀行貸款融資之補充角色，成為客戶不能或無法在短時間內獲得銀行貸款時的救急管道⁵¹⁹。而由於貸放期限較短，且借出之資金主要來自股東及少部分之銀行貸款，較不存在期限錯配所引發之期限及流動性風險⁵²⁰，於現階段尚不具有影子銀行之特性及風險。

⁵¹⁴ 行政院主計總處網站，
<https://www.dgbas.gov.tw/lp.asp?CtNode=3111&CtUnit=566&BaseDSD=7&mp=1>（最後瀏覽日：
03/31/2018）

⁵¹⁵ 鄭惠宜，前揭註523，頁99。

⁵¹⁶ 同前註。

⁵¹⁷ 《當鋪業法》第3條第4款。

⁵¹⁸ 《當鋪業法》第2條。

⁵¹⁹ 閻慶民、李建華，前揭註69，頁216。

⁵²⁰ 同前註，頁218-219。



第二節 金融租賃

第一項 定義與功能

金融租賃又可稱為資本租賃（financial lease），係指企業所需之機器設備並非由企業本身購買取得後使用，而是由租賃公司提供，並以分期收取資金之方式回收其融資成本，以「融物」之形式達到「融資」之目的⁵²¹。

根據行政院主計處中華民國行業標準分類，金融租賃業指「從事融資性租賃之行業」，租約涵蓋資產之預期年限，承租人於租賃期擁有使用資產之所有權利，亦須承擔資產之全部風險；資產所有權最後可選擇轉讓或不轉讓⁵²²。在此情況下，租賃物大部分的利益與風險均移轉予承租人，承租人即應將租賃物資本化。相較於傳統租賃，金融租賃之特殊處在於：出租人於訂立租賃契約前，通常尚非租賃物之所有人，租賃之客體係供特定對象使用而不具一般性，故無法將之重複出租給其他不特定之承租人，因此租賃期間通常為租賃物之使用年限，原則上承租人不得終止租約⁵²³。租賃公司與銀行之差別，在於銀行之資金來源為存款，租賃公司則不吸收存款，而係由股東、銀行貸款及票券市場等管道籌集營運資金。也由於無法吸收存款，租賃公司受監理程度較銀行為低，使其得以彈性、便捷之方式提供資金予資金需求者，有較大之營運空間⁵²⁴。

⁵²¹ 曾昭玲（2002），〈從融資公司之優勢看提供貸款合約的競爭〉，《臺大管理論叢》，13（1）期，頁165。

⁵²² 行政院主計總處網站，
<https://www.dgbas.gov.tw/lp.asp?CtNode=3111&CtUnit=566&BaseDSD=7&mp=1>（最後瀏覽日：03/31/2018）

⁵²³ 鄭惠宜（2007），《論我國非銀行金融業之政策與法制—以融資公司為中心》，國立台北大學法律學系碩士論文，頁96-97。

⁵²⁴ 同前註，頁98。



按我國公司法第 15 條第 1 項：「公司之資金，除有左列各款情形外，不得貸與股東或任何他人：一、公司間或與行號間有業務往來者。二、公司間或與行號間有短期融通資金之必要者。融資金額不得超過貸與企業淨值的 40%。」故國內欲進行類同於融資公司之貸放業務者，多以「融物代替融資」之方式，轉而以金融週邊事業租賃公司規避法律的束縛⁵²⁵。我國實務上已有許多公司經營「融資性租賃」、「分期付款買賣」、「應收帳款收買」及「金融機構金錢債權收買」等廣義之融資業務，具有外國融資公司之雛型，其中亦不乏已成立多年的融資公司，於早期提供中小企業緊急周轉資金，為台灣經濟得以順利起飛的重要幕後推手⁵²⁶。以台北市租賃商業同業公會為例，其會員數達 38 家⁵²⁷；而坊間辦理融資業務之公司甚多，倘以經濟部登記有案的租賃公司計，則已達數百家。其中如租賃業之龍頭中租迪和租賃公司，資本額已逾 50 億元，其並將租賃債權證券化，以創新金融商品提高資金的使用效率⁵²⁸。

第二項 融資公司

與金融租賃相關連者為融資公司。所謂融資公司 (finance company)，係指不得向民眾吸收存款，但可向消費者與企業放款，多角化之經營融資機構，傳統上多為有形資產之擔保放款⁵²⁹。故融資公司是除銀行、信用合作社等金融機構外，以（1）應收帳款銷售、融資（2）提供個人和家庭之消費性貸款、短期及中期企業授信、和（3）不動產抵押貸款融資等金融服務為主之公司，屬於「非銀行金融機構」（non-bank bank）⁵³⁰。美國之綜合性融資公司（以提供個人與企業銷售融

⁵²⁵ 曾昭玲，前揭註 521。

⁵²⁶ 同前註。

⁵²⁷ 台北市租賃同業公會網站，http://tpeleasing.com/member_list.htm（最後瀏覽日：03/01/2018）

⁵²⁸ 鄭惠宜，前揭註 523。

⁵²⁹ 依我國行政院經建會擬訂《融資公司法草案》第 3 條，融資公司為「依法經主管機關許可，經營融資性交易業務（放款、票據貼現與票券及有價證券以外經主管機關核准之保證）之股份有限公司。」

⁵³⁰ 曾昭玲，前揭註 521，頁 165。



資、金融貸款、租賃及其他商品與金融服務)總資產已由 1980 年約 2000 億美元成長至 2000 年約 13000 億美元，成長幅度高達 5.5 倍，而同期間銀行總資產的成長僅約為 3 倍⁵³¹。而日本也有相似的金融趨勢，根據大藏省的資料，日本綜合性融資公司的貸放餘額已由 1987 年的 30 兆日圓成長到 1993 年的 96 兆日圓，年增率 26%；反觀同一時期傳統銀行貸放餘額的年增率僅為 8.5%，僅為融資公司的三分之一⁵³²。

融資公司之所以能夠快速崛起於信用市場，有賴其對利基市場(niche market)之鎖定、靈活的產品及訂價競爭策略、正確的信用評等、多樣性的服務內容、低廉的籌資管道、較寬鬆的法規限制及企業借貸行為的改變等因素，故其常被稱為貸款者最後的樂園(lenders of last resort)⁵³³。隨著金融政策開放，融資公司的崛起與成長概已成為金融發展先進國家一項重要趨勢，彌補了傳統金融機構之不足與不能，更引發了新的金融競爭情勢。融資公司之資金來源為銀行借款或向大眾募集，實質上具有金融中介之功能，能替市場提供資金融通之廣度及深度均不容小覷⁵³⁴。融資公司利用自身良好的信譽，藉發行商業本票獲得低廉的資金，或向特定銀行借入大量低利率資金，再以較高利率轉貸給資金需求者，並利用其內部資訊與專業能力對借款人進行事前的風險評估、合約訂價，及事後的管理監督、違約擔保品處理，除有助於減少逆選擇及道德危險，也降低了營運及財務風險，提升自身信評等級，使資金更有效率地被運用。此外，融資公司亦因業務特性而較易洞悉顧客的個別需求，故可提供更多客製化的金融服務，進一步穩固其於金融市場之佔有率⁵³⁵。

⁵³¹ 同前註。

⁵³² 同前註。

⁵³³ 同前註。

⁵³⁴ 林建甫、彭思遠(2010)，〈融資公司法推行之前期評估分析〉，《集保結算所雙月刊》，188期，頁 13。

⁵³⁵ 曾昭玲，前揭註 521，頁 168。



第三項 風險與監理法制

金融租賃業與商業銀行在經濟功能上，同樣可以滿足客戶融資需求。而金融租賃獨特之處在於租賃公司擁有租賃物的所有權，對設備的控制力更強，可提高風險抵減（risk mitigation）能力，降低抵押擔保等要求；亦可設計彈性的還款方式和較高的融資比例，滿足中小企業和客戶多樣化需求⁵³⁶。就風險面而言，金融租賃公司主要為承租人解決中長期融資的問題，業務期限平均為三到五年，故金融租賃公司所承擔的主要風險，為承租人失去租金償付能力的信用風險。從資金來源及用途觀之，由於資產與負債期限並不完全匹配，也可能存在融資困難或流動性不足的問題，從而面臨一定的期限/流動性風險⁵³⁷。而由於租賃物所有權歸出租人所有，出租人通常也須承擔租賃物價值損耗、下降的問題⁵³⁸。

在監理法制方面，我國尚未對金融租賃公司制定專法規範，成為監理之漏洞。如於 2009 年 10 月起，永豐金融控股公司（以下簡稱「永豐金」）旗下之租賃公司 Grand Capital 超貸資金予三寶建設集團（J&R Trading Co., Ltd.），而儘管三寶建設集團旗下之 J&R 紙上公司並無財報、營運，亦無足額擔保，永豐金仍逐年增貸⁵³⁹。事件於 2017 年 6 月爆發後，金管會對超貸案經查結果確有缺失，亦意識到金融控股公司旗下之租賃子公司係金融監理之漏洞，復於同年 11 月，公布加強金控下租賃的管控措施，要求各銀行及金融控股公司對轉投資之融資租賃子（孫）公司建立具體有效之督導管理機制，並落實執行，具體內容包含⁵⁴⁰：

⁵³⁶ 閻慶民、李建華，前揭註 69，頁 191。

⁵³⁷ 同前註，頁 192。

⁵³⁸ 同前註。

⁵³⁹ 聯合報（08/17/2017），永豐金超貸案 北檢依違反證交法起訴何壽川等 19 人，網址：<https://udn.com/news/story/7315/2647385>；經濟日報（11/16/2017），監管金控旗下租賃 祭五措施，網址：<https://money.udn.com/money/story/5613/2821323>（最後瀏覽日：03/01/2018）

⁵⁴⁰ 中華民國 106 年 11 月 15 日金管銀控字第 10660004381 號。



一、依融資租賃子（孫）公司營運規模及風險承擔能力，訂定相關財務監控指標，包括對單一對象曝險額、總曝險額、墊款倍數、負債比率、利害關係人授信、及目標客戶與銀行之區隔等，並按季向銀行/金融控股公司董事會報告營運狀況及曝險情形。

二、融資租賃子（孫）公司之財務及業務狀況不佳（如逾放比率超過 5%）或較前期有顯著惡化情事者，應提出改善計畫，並提報銀行/金融控股公司董事會通過後執行及列管追蹤。改善措施應包含財務體質強化、授信標準檢討、檢討負責人適任性、檢討租賃子（孫）公司繼續經營必要性等。

三、融資租賃子（孫）公司應衡酌其行業風險特性及標準，訂定適足之資產評估及損失準備提列處理準則，並以審慎穩健原則提列備抵呆帳或各項準備，以儲備未來面臨不利情境時之復原能力。

四、強化融資租賃子（孫）公司徵授信業務管理措施，包括對同一關係人之曝險額度控管，應與該公司之風險承擔能力相符。

五、應督導融資租賃子（孫）公司訂定利害關係人（包括實質利害關係人）授信及交易相關控管機制，並提報董事會。

由於金融租賃公司並非僅依自有資金營運，而倚靠從金融市場或金融機構融資（如貸款、資產證券化、發行債券等），在其提高期限錯配風險或操作高槓桿融資時，若其經營出現問題，極易傳染給金融體系⁵⁴¹。其次，如金融控股公司將金融租賃子公司作為融資管道，納入其建立內部影子銀行體系之一環，當金融租賃子公司之風險承擔超過其自身資本緩衝，亦將波及母公司之財務體質；而金融租賃公司資金來源部分為銀行，故縱使金融租賃公司不致發生擠兌現象，亦將間

⁵⁴¹ 閻慶民、李建華，前揭註 69，頁 239。



接影響銀行之流動性及穩健性⁵⁴²。綜上所述，台灣之金融租賃業亦具有影子銀行之風險，而可能產生系統性風險，加上處於較寬鬆之監理環境，僅金管會得透過對於金融控股公司旗下之租賃子公司進行某程度的約束、控制，然仍有針對金融租賃公司，制定更加專門、嚴格監理規範之必要。

⁵⁴² 鄭惠宜，前揭註 523，頁 126。



第三節 票券金融公司

台灣貨幣市場的形成始於民國 60 年代。在 1970 年以前，國內金融市場以公營銀行體系為重心，銀行資金之調度主要仰賴期各分行相互支援；加上官定利率制度，利率的漲跌並非由市場供需決定，公開貨幣市場難以形成。到了 1970 年以後，因出口大幅擴張，外匯存底快速累積，然中央銀行採取匯率管制措施及相對弱勢的台幣政策，致使貨幣供給額大幅增加。為抑制通貨膨脹，勢必須於利率及匯率都受管制的銀行體系外，建立活躍的貨幣市場，謀短期資金的有效利用⁵⁴³。為建立有組織的貨幣市場，財政部於 1975 年 12 月公布《短期票券交易商管理規則》⁵⁴⁴，由台灣銀行、中國國際商業銀行、交通銀行分別設立中興、國際、中華三家票券金融公司，並於次年首次發行融資性商業本票⁵⁴⁵。其後，政府為推行金融自由化政策、健全貨幣市場發展，開放銀行辦理票券金融業務，自 1992 年 5 月起開放銀行兼營短期票券次級市場（經紀、自營）業務；同年 6 月起並陸續核准新票券公司設立。1996 年 8 月開放銀行辦理短期票券初級市場（簽證、承銷）業務，並核准票券金融公司辦理政府債券自營與經紀業務、擴大營業項目及轉投資。2001 年 12 月 31 日，總統公布施行《票券金融管理法》，為貨幣市場規制的成文法律規範⁵⁴⁶。

⁵⁴³ 游啟璋（2010），〈票券金融管理法〉，《金融法》，5 版，頁 430，台北：元照。

⁵⁴⁴ 1993 年 10 月財政部依銀行法第 47 條之一公布《票券商業務管理辦法》，取代原《短期票券交易商管理規則》。1994 年再次修正公布，制定票券商設立條款，開放新票券金融公司設立。

⁵⁴⁵ 游啟璋，前揭註 543。

⁵⁴⁶ 同前註。

表 11：台灣貨幣市場發展進程



時間	規範
1975 年 12 月	財政部公布《短期票券交易商管理規則》
1976 年	中興、國際、中華三家票券金融公司成立；首次發行融資性商業本票
1992 年 5 月	開放銀行兼營短期票券次級市場（經紀、自營）業務
1995 年 6 月	核准新票券公司設立
1996 年 8 月	開放銀行辦理短期票券初級市場（簽證、承銷）業務
2001 年 12 月	公布施行《票券金融管理法》

(本文自製)

按《票券金融管理法》（以下簡稱《票金法》）第 4 條第 1 款，短期票券係指期限在一年期以內之下列短期債務憑證，包含（1）國庫券；（2）可轉讓銀行定期存單；（3）公司及公營事業機構發行之本票或匯票；以及（4）其他經主管機關核准之短期債務憑證，故依《票據法》第 3 條「由公司或公營事業機構所發行之本票，期限在一年以下」者，亦屬《票金法》所稱之短期票券⁵⁴⁷。其次，商業本票可分為有實際交易行為所簽發之「交易性商業本票」，及企業為籌措短期資金所發行之「融資性商業本票」⁵⁴⁸，後者須經金融機構保證，且該金融機構經信用評等機構評等，方得在貨幣市場交易⁵⁴⁹。於實務上，融資性商業本票由於有金融機構保證，信用風險低，且具有發行手續簡便及成本低之優點，是貨幣市場比重最高的交易工具⁵⁵⁰。

⁵⁴⁷ 《票據法》第 3 條第 3 條：「稱本票者，謂發票人簽發一定之金額，於指定之到期日，由自己無條件支付與受款人或執票人之票據。」

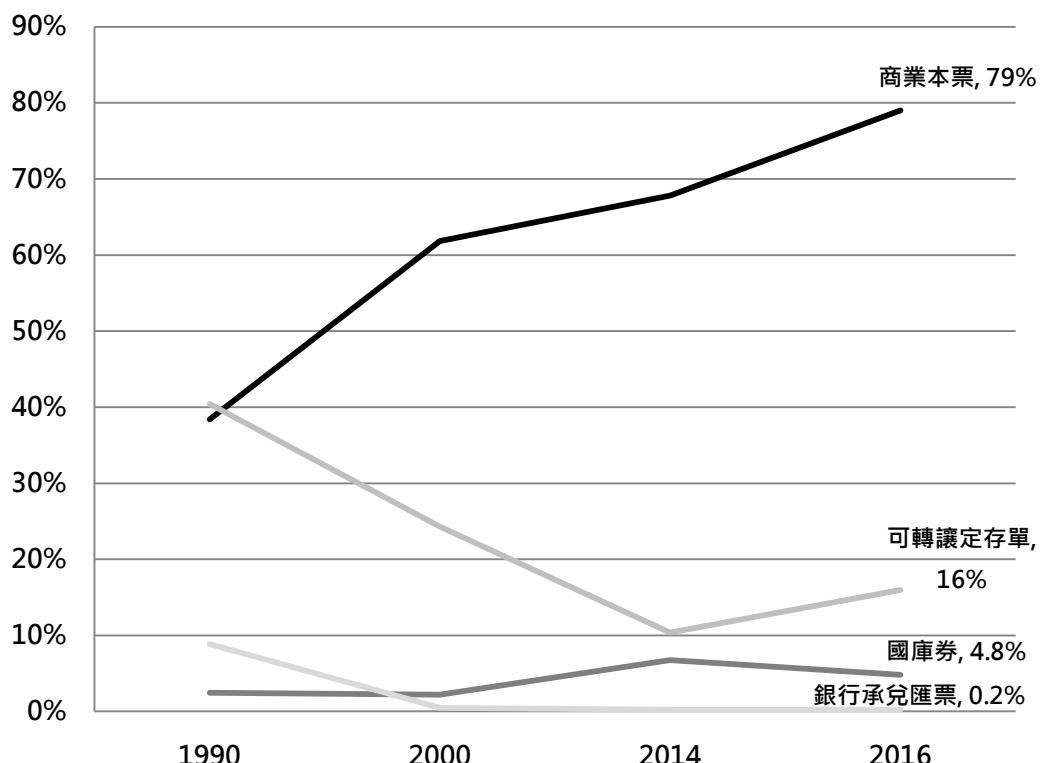
⁵⁴⁸ 游啟璋，前揭註 543，頁 433。

⁵⁴⁹ 《票券金融管理法》第 5 條：「票券商不得簽證、承銷、經紀或買賣發行人未經信用評等機構評等之短期票券。但下列票券，不在此限：三、經金融機構保證，且該金融機構經信用評等機構評等之短期票券。」

⁵⁵⁰ 游啟璋，前揭註 543，頁 434。



圖 20：台灣貨幣市場主要工具發行餘額



(資料來源：中央銀行)

按《票金法》第 6 條，非票券商不得經營短期票券之簽證、承銷、經紀或自營業務，故除經主管機關許可兼營票券金融業務之金融機構外，我國之票券金融公司作為貨幣市場之中介機構，扮演著融通短期資金之重要功能。以 2017 年 12 月為例，票券金融公司融資性商業本票之交易量總計約為新台幣 2 兆元⁵⁵¹，占了全台商業本票交易金額的 70%⁵⁵²。

由於票券金融公司從事貨幣市場業務，自不宜進行長期性投資⁵⁵³，惟如係為配合政府經濟發展計畫或金融政策，經主管機關核准者，票金法亦設有例外規定⁵⁵⁴。

⁵⁵¹ 中華民國票券金融商業同業公會，網址：

http://www.tbfa.org.tw/RateForm/RateForm_Frameset.html (最後瀏覽日：04/16/2018)

⁵⁵² 中央銀行票券市場統計，網址：<https://www.cbc.gov.tw/ct.asp?xItem=26178&CtNode=532&mp=1> (最後瀏覽日:04/16/2018)

⁵⁵³ 游啟璋，前揭註 543，頁 448。

⁵⁵⁴ 《票券金融管理法》第 40 條第 1 項：「票券金融公司不得投資於其他企業。但為配合政府經濟

票券金融公司並得投資債券及從事衍生性金融商品交易⁵⁵⁵，其種類、限額、管理及其他應遵行事項，分別規定於金管會所訂定之《票券金融公司從事衍生性金融商品交易管理辦法》及《票券金融公司投資債券及股權商品管理辦法》中。按《票券金融公司投資債券及股權商品管理辦法》第 2 條，票券金融公司得投資之證券商品包含政府債券、銀行依銀行法第 72 條之一發行之金融債券、公司債、國際性或區域性金融組織經核准在我國境內發行之債券、受益證券及資產基礎證券、基金受益憑證等。同辦法並設有對投資證券之信用評等、資本適足、單一交易對手投資額度等進行限制⁵⁵⁶。

綜上所述，票券金融公司之業務以短期票券相關業務為限。而近年來，在資金來源方面，主管機關陸續開放其得自行發行商業本票及公司債，以籌措短期及中長期資金；於資金用途方面，則可承作政府債券、金融債券、利率衍生性商品交易，以及投資公司債、受益證券、資產基礎證券及基金受益憑證等產品，亦可轉投資金融相關事業（如銀行、證券商、投信、投顧等）⁵⁵⁷，進而其資產負債表上亦存在著期限及流動性轉換；倘其所簽證、承銷、經紀或買賣之短期票據係由其他影子銀行金融機構所發行者，則可能成為影子銀行信用中介鏈之一環。2016 年 7 月，信用評等機構 Fitch 發表之評等報告中，即指出受限於結構性因素，票券金融公司之營業範疇、利率波動影響、倚賴批發性融資為資金來源之程度均受有限制，相較於國內銀行其信用及流動性風險均較低。惟未來仍可能因授信品質降低、

發展計畫或金融政策，經主管機關核准投資於金融相關事業、與其業務密切關聯之企業或於本法施行前經主管機關核准投資者，不在此限；其投資之對象、限額、管理及其他應遵行事項之辦法，由主管機關定之。」

⁵⁵⁵ 《票券金融管理法》第 40 條第 2 項。

⁵⁵⁶ 如：《票券金融公司投資債券及股權商品管理辦法》第 3 條第 1 項：「票券金融公司辦理投資前條第一項第六款至第十款之股權相關商品，應訂定投資處理程序，並經董事會通過……。」第 2 項：「前項所稱投資處理程序應記載下列事項：一、投資原則及方針：應包括交易標的種類、交易或避險策略、部位限額及停損設定。……。四、風險管理措施：應包括風險管理範圍、風險管理程序、部位評估方法及頻率、部位評估報告之製作及審查、異常情形之報告與後續監督程序。五、內部控制及查核：應包括內部牽制、勾稽功能及定期查核等。」

⁵⁵⁷ 吳登彰、吳瑞雄、馬昌璇（2006），〈票券金融公司營運現況與未來展望〉，《金融監理與風險管理選輯》，頁 207，中央銀行金融業務檢查處。

保證業務或市場風險過度成長導致資本體質弱化，或因非預期市場波動而導致流动性壓力⁵⁵⁸。故衡諸票券金融公司之成立沿革、法規範及風險，係以發展貨幣市場為主要任務之特殊金融機構，職司簽證、承銷、經紀、自營，以及保證、背書短期票券之功能⁵⁵⁹，並非以「借短貸長」之利差為主要獲利來源，縱認其為影子銀行信用中介之一環，所帶來的影子銀行風險亦較為輕微。

⁵⁵⁸ 惠譽（Fitch Ratings）網站，網址：

https://fitchratings.com.tw/rws/press-release.html?report_id=1009590（最後瀏覽日：04/16/2018）

⁵⁵⁹ 票券金融管理法第4條、第6條、第21條。



第四節 共同基金與證券投資信託法制

第一項 概況

台灣基金產業之發展，係從封閉型基金開始。而隨著金融環境變遷，基金之種類已從早期的股票型、債券型、平衡型，拓展至國內外之組合型、指數股票型（ETF）、保本型、貨幣市場、指數型等基金，其中 ETF 更發展出股票型、債券型以及槓桿、反向型等⁵⁶⁰。

表 12：我國基金類型與主要投資標的

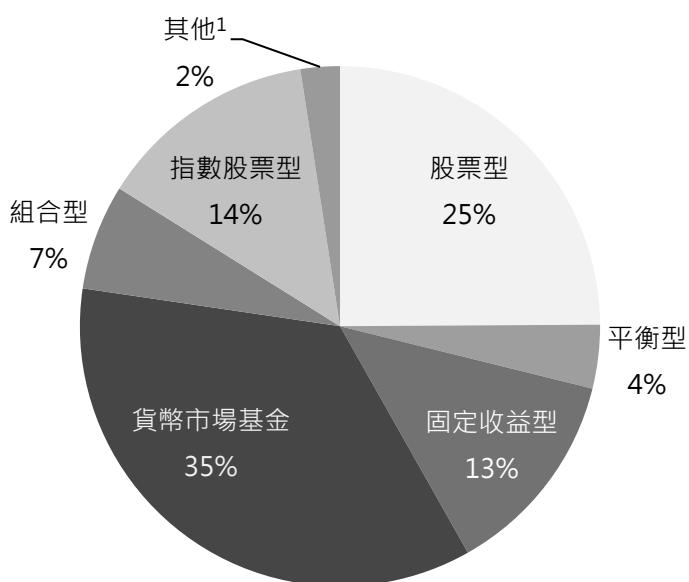
基金類型	主要投資標的
股票型	股票
債券型	原則上不得投資(1)股票；(2)具有股權性質之有價證券，但轉換公司債、附認股權公司債及交換公司債不在此限；(3)結構式利率商品
平衡型	同時投資於股票、債券及其他固定收益證券
多重資產型	同時投資於股票、債券（包含其他固定收益證券）、基金受益憑證、不動產投資信託基金受益證券，以及經金管會核准得投資項目等資產種類
指數型	投資於指數成分證券，以追蹤、模擬、複製標的指數表現
指數股票型	以追蹤、模擬或複製標的指數表現，並在證券交易市場交易，且申購、買回採實物或依據證券投資信託契約規定方式交付之基金
組合型	投資於證券投資信託事業、期貨信託事業或外國基金管理機構所發行或經理之受益憑證、基金股份或投資單位
保本型	於到期時提供受益人一定比率本金保證之基金
貨幣市場基金	銀行存款、短期票券、以短期票券及有價證券為標的之附買回交易

⁵⁶⁰ 經濟日報（09/20/2017），基金投資標的 資產品質漸劣，
網址：<https://money.udn.com/money/story/5636/2710932>（最後瀏覽日：2018/03/01）



台灣之基金市場，現階段規模最大者為貨幣市場基金，基金數量為 58 家，總資產規模高達新台幣（下同）8300 億元；其次為股票型基金，基金數量為 342 家，總資產規模約 5800 億元；第三大者為固定收益型基金，共 114 家，總資產規模為 3000 億元⁵⁶¹。而根據投信投顧公會資料顯示，2017 年 11 月國人持有境內基金規模總額達到新高的 2.34 兆元，累積該年以來增幅 10.2%，其中跨國投資股票型與跨國投資組合型基金，在全球股市帶動下規模大幅增加，顯示固定收益需求持續攀升，跨國投資固定收益一般債券型基金成長了 63.8%，高收益債券基金也有逾 2 成增幅⁵⁶²。

圖 21：台灣基金規模比例（統計至 2017 年 11 月底）



註 1：「其他」為所佔比例不到 1% 者，包含多重資產型、指數型、不動產證券化型及保本型基金。

（參考資料：證券投資信託暨顧問商業同業公會）

於資產配置方面，我國貨幣市場基金以銀行存款比重最高，其次為附買回票券，再次者為短期票券。以摩根投信所發行的「摩根 JF 台灣貨幣市場基金」及「摩

⁵⁶¹ 中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會統計資料，
<http://www.sitca.org.tw/ROC/Industry/IN2001.aspx?PGMID=IN0201#>（最後瀏覽日：03/01/2018）

⁵⁶² 同前註。



根 JF 第一貨幣市場基金」為例，其附買回票券的持有部分分別為 30.77% 及 36.12%。據此可知我國貨幣市場基金因持有相當比例的附買回票券，一旦市場對相關有價證券之價值產生疑慮，便有可能面臨如同金融海嘯一般的擠兌危機⁵⁶³。

第二項 監理法制

於我國法制上，共同基金之運作係由信託業及證券投資信託制度所規範。《信託業法》中之「共同信託基金」，係指「信託業就一定之投資標的，以發行受益證券或記帳方式向不特定多數人募集，並為該不特定多數人之利益而運用之信託資金」⁵⁶⁴；金管會並依同法第 29 條第 3 項之授權，訂定《共同信託基金管理辦法》。惟於 2017 年 5 月 11 日元大商業銀行清算並終止「元大商業銀行貨幣市場共同信託基金」後，台灣市場上已不復存在共同信託基金⁵⁶⁵。

復按《證券投資信託及顧問法》第 3 條，「證券投資信託」係指「向不特定人募集證券投資信託基金發行受益憑證，或向特定人私募證券投資信託基金交付受益憑證，從事於有價證券、證券相關商品或其他經主管機關核准項目之投資或交易」，亦即共同基金，於該法之用語則為「證券投資信託基金」⁵⁶⁶。

依《證券投資信託基金管理辦法》第 47、48 條之規定，「貨幣市場基金」指證券投資信託事業運用於銀行存款、短期票券⁵⁶⁷及附買回交易之總金額達基金淨資產價值 70% 以上者。而同辦法中亦有其他預防影子銀行風險之相關規定，包含：

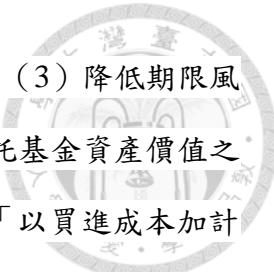
⁵⁶³ 梅文欣，前揭註 8，頁 131。

⁵⁶⁴ 信託業法第 8 條第 1 項。

⁵⁶⁵ 工商時報（12/27/2017），求援 15 年 銀行集管帳戶快死光，網址：
<http://www.chinatimes.com/newspapers/20171227000282-260205>（最後瀏覽日：2018/03/01）；
元大商業銀行貨幣市場共同信託基金淨值公告，
https://www.yuantabank.com.tw/bankwebIMG/dwn/DWN_27c94cc9260000009fd1be94dd85621a.pdf

⁵⁶⁶ 王文字（2010），〈共同基金與投信投顧法〉，《金融法》，5 版，頁 209，台北：元照。

⁵⁶⁷ 《票券金融管理法》第 4 條：「短期票券：指期限在 1 年期以內之下列短期債務憑證：一、國庫券。二、可轉讓銀行定期存單。三、公司及公營事業機構發行之本票或匯票。四、其他經主管機關核准之短期債務憑證。」



(1) 投資標的之信用評等標準⁵⁶⁸；(2) 分散交易對手風險⁵⁶⁹；(3) 降低期限風險⁵⁷⁰；及(4) 防止利益衝突⁵⁷¹等規定。其次，依《證券投資信託基金資產價值之計算標準》第 2 點關於貨幣市場基金資產價值之計算方式，係「以買進成本加計至計算日止之應計利息及折溢價攤銷為準；有 call 權及 put 權之債券，以該債券之到期日（Maturity）作為折溢價之攤銷年期。」可知我國之貨幣市場基金並未採取固定淨資產價值之制度。

綜觀上述監理規範，我國對於共同基金之規範亦著重於流動性與期限管理等個體審慎監理，自限制資產的集中程度、分散交易對手風險、提高投資組合的多樣性等方面來降低贖回壓力。惟我國貨幣市場基金及其他共同基金之規模均迅速增長，對於總體審慎監理之規範仍有闕漏，應參考 FSB、歐盟執行委員會所提出之監理政策，將資本緩衝或損失準備金之提存納入考量，以避免系統性風險之產生。此外，於現行法制下，共同基金如遭逢不利之市場環境，僅得按《證券投資信託及顧問法》第 45 條第 1 項：「證券投資信託契約有下列情事之一者，應經主管機關核准後予以終止：三、基金淨資產價值低於主管機關所定之標準。四、因市場狀況、基金特性、規模，或其他法律上或事實上原因致證券投資信託基金無

⁵⁶⁸ 《證券投資信託基金管理辦法》第 48 條第 1 項第 1 款：「運用於銀行存款、短期票券、有價證券及附買回交易等標的，且應符合經本會核准或認可之信用評等機構評等達一定等級以上者。」第 4 款：「除政府債券外，投資長期信用評等級為本會核准或認可之信用評等機構評等達一定等級以下之有價證券，其投資總金額不得超過基金淨資產價值 10%。」

⁵⁶⁹ 《證券投資信託基金管理辦法》第 48 條第 1 項第 2 款：「投資任一非金融機構之公司發行、保證或背書之短期票券及有價證券總金額，不得超過基金淨資產價值 10%。」第 3 款：「存放於任一金融機構之存款、投資其發行、保證或背書之短期票券及有價證券總金額，不得超過基金淨資產價值 10%。」

⁵⁷⁰ 《證券投資信託基金管理辦法》第 49 條：「貨幣市場基金之加權平均存續期間不得大於 180 日，運用標的為附買回交易者，應以附買回交易之期間計算。貨幣市場基金之運用標的以剩餘到期日在 1 年內之標的為限。但附買回交易者，不在此限。」

⁵⁷¹ 《證券投資信託基金管理辦法》第 48 條第 1 項第 5 款：「不得投資於本證券投資信託事業或與本證券投資信託事業有利害關係之公司所發行之短期票券。」



法繼續經營。」由主管機關終止基金之運作，於實行上缺乏彈性及效率。應參酌比較法制上，賦予基金面對贖回壓力所得採行之贖回門檻、暫停贖回、收取費用等因應措施，以防止系統性風險之蔓延。



第五節 證券化法制

按我國《金融資產證券化條例》第4條第1項：「一、創始機構：指依本條例之規定，將金融資產（以下簡稱資產）信託與受託機構或讓與特殊目的公司，由受託機構或特殊目的公司以該資產為基礎，發行受益證券或資產基礎證券之金融機構或其他經主管機關核定之機構。」故得依本條例而成為證券化之創始機構者，除另經財政部核定者外，以金融機構為原則。復依同條項第12款，「金融機構」包含銀行、信用卡業務機構、票券金融公司、保險業、證券商及其他經主管機關核定之金融相關機構⁵⁷²。

關於風險控管機制之建構，雖然資產證券化之本質為信用風險控管、交易與移轉，故於流程中利用信用評等及信用補強機制以控管風險十分重要，然我國於《金融資產證券化條例》中僅規定公開募集證券化商品時，應經主管機關認可之信評機構評等⁵⁷³，並應以擔保、信用保險、超額資產、更換部分資產等方式為信用增強⁵⁷⁴，而多僅止於說明性內容，並未對其實際運作有更具體之要求⁵⁷⁵。其次，我國對於證券化並無風險保留規定之明文。相反的，按行政院金管會民國98年08月13日金管銀票字第09800265470號函：「按金融資產證券化案件，其創始機構之關係企業投資該受益證券，……仍有關係人交易及集團風險未移轉之虞，爰創始機構之關係企業除信用增強目的外，不得投資該受益證券，仍屬必要。」故有別於前述國際組織與各國監理機關均開始要求創始機構保留一定比例之證券化資

⁵⁷² 《金融資產證券化條例》第4條第1項：「十二、金融機構：指下列機構：（一）銀行法所稱之銀行、信用卡業務機構及票券金融管理法所稱之票券金融公司。（二）依保險法以股份有限公司組織設立之保險業。（三）證券商：指依證券交易法設立之證券商。（四）其他經主管機關核定之金融相關機構。」

⁵⁷³ 《金融資產證券化條例》第102條：「特殊目的公司或受託機構依本條例對非特定人公開招募之資產基礎證券或受益證券，應經主管機關認可之信用評等機構評定其評等等級。」

⁵⁷⁴ 《金融資產證券化條例》第103條：「受託機構或特殊目的公司依本條例發行之受益證券或資產基礎證券，得依資產信託證券化計畫或資產證券化計畫之規定，由創始機構或金融機構以擔保、信用保險、超額資產、更換部分資產或其他方式，以增強其信用。」

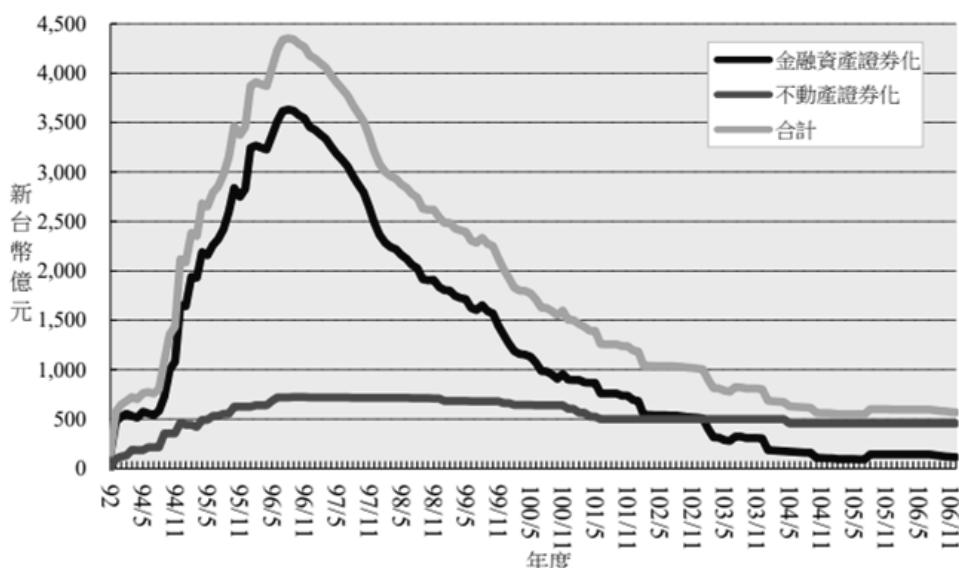
⁵⁷⁵ 黃銘傑，前揭註217，頁349。



產與風險，透過風險共同承擔使創始機構與投資人間利益一致，以減輕利益衝突及道德危險，我國主管機關則立於避免關係人交易及不完全信用風險移轉之立場，認為創始機構之關係企業並不得持有該證券化商品。

於實務上之證券化發行計畫中，常見藉由分層、順位安排以達內部信用增強功能之證券化架構，並由創始機構持有權益層級（equity tranche）之受益證券，保留、承擔了權益風險，故國內證券化實際上多有上述「風險保留」之設計⁵⁷⁶。以2005年「元大京華證券2005-1債券資產證券化特殊目的信託」為例，標的債券之總面額為新台幣100億元，創始機構持有4億元之賣方受益證券及次順位受益證券，風險保留比率為4%⁵⁷⁷。縱使如此，風險保留仍尚需考量其計算方式得否反映真實風險，而有鑑於我國目前之證券化法規並未對需否貫徹風險保留為明文規範，故將來立法上，應可考慮在證券化存續期間，禁止或限制創始機構於一定期間內將權益層級受益證券轉出，使其與投資人共同承擔證券化之風險，降低創始機構可能產生之道德危險。

圖 22：我國資產證券化發行餘額統計



圖片來源：金融監督管理委員會，台灣資產證券化商品統計表

⁵⁷⁶ 邱天一（2016），〈證券化誘因機制之問題與改革〉，《管理與法遵》，1卷1期，頁119。

⁵⁷⁷ 同前註。



第七章 結論

「影子銀行」一般指商業銀行以外之非銀行金融機構，透過期限/流動性轉換、槓桿操作及信用風險移轉，進行「授與信用」及「促進信用中介過程」之活動⁵⁷⁸，而實際上創造出「類似銀行」的信用中介功能。有別於商業銀行受有直接、明確之政府金融安全網擔保⁵⁷⁹，影子銀行之信用中介通常需仰賴私部門之流動性增強機制。如市場參與者對提供擔保的機構失去信心，這些保護措施將在極端市場壓力下失靈，進而引發影子銀行之擠兌。此外，如提供擔保者（私部門）受有政府之「隱性擔保」時，影子銀行除可獲得信用增強之好處，又無需負擔其邊際社會成本（如存款保險之保費、資本計提要求等），將產生「大到不能倒」之局面。

另一方面，隨著影子銀行帶來之去中介化，系統性風險之傳染途徑從傳統具有關鍵金融中介地位的商業銀行，轉而聚焦於非典型之資本市場或其他金融機構，單一金融機構的流動性風險更易傳染至整個金融體系，造成系統性風險之全面擴散。故本文認為影子銀行雖具有銀行之信用中介功能，惟未能如銀行給予參與者足夠信心的擔保機制，使其於快速發展的同時，潛藏了更高的風險。總結上述，本文將影子銀行定義為「從事信用中介之非銀行金融機構，未受政府明確、直接之信用增強，可能引發系統性風險者」。

影子銀行藉「批發性融資」與「擔保中介」活動，取代商業銀行「收受存款」與「信用增強」之核心功能，發揮了極具價值的經濟效用。以資產負債結構觀之，影子銀行之「負債」為 ABCP、附買回交易等批發性融資工具，自 MMF 等機構投資人處取得短期資金；「資產」則為期限長、流動性低之金融資產（貸款），這些非流動性的長期性貸款經由證券化程序轉換為 ABS 等金融商品，由市場投資人

⁵⁷⁸ FSB, *supra* note 3.

⁵⁷⁹ 擔保機制係由政府所提供之態樣，如銀行的資產負債表內活動得藉由存款保險和中央銀行之流動性機制獲得信用增強。



依其風險偏好購買，完成了資金從「提供者」流動至「需求者」之信用中介過程。

故為有效理解並降低影子銀行帶來之風險，本文將影子銀行之信用中介鍊分為「批發性融資」、「共同基金」及「證券化」三個階段檢視。

「批發性融資」為影子銀行重要之融資和流動性來源，而其監理應首重於「借短貸長」之營運模式所帶來的流動性風險。參酌各國之監理趨勢，多致力於資訊蒐集及透明度之提高，如適度限制投資工具種類、改善擔保融資市場之基礎設施如交易申報制度等，並強化跨國交易數據蒐集。此外，由於影子銀行多透過設立 SPV 來籌措短期資金，俾達破產隔離之效果，為免創始機構於危機時因須買回資產，使風險移轉回自身並影響其資金調度及財務結構，審慎監理之適用、強化仍有其必要，具體措施如強化創始機構之資本適足要求、槓桿比率限制及風險分散標準等。

次者，「證券化」於影子銀行中之作用，在於引進市場機制協助貸款定價、反映債權價值，並追蹤、分配現金流量以分散投資風險，將風險移轉予有能力承受之投資人，於提升市場流動性與發現市場價格均具有不可取代地位。然而，影子銀行透過設立 SPV 等表外工具進行證券化，得以規避資本適足之要求，成為金融海嘯之濫觴，亦暴露了其高度槓桿及監理套利之問題。有鑑於此，為防止信用風險移轉所產生之道德危險。此外，亦須適度限縮風險保留之計算方式，俾達保留真實風險之目的。

最後，就「資產管理機構與共同基金」部分，美國已陸續修正 MMF 之主要規範 Rule 2a-7，提高資本緩衝並降低其持有資產之風險及波動性，期望透過個別 MMF 體質之強化來減輕系統性風險；暫時流動性措施與保險機制亦為可能之監理方向。此外，由於其他投資基金亦有向投資人籌集資金並投資於金融商品中之運作模式，為防止監理套利及投資人因報酬率之誘因轉往其他投資基金，監理機關亦應密切監控與 MMF 性質或風險相似之工具，如集體投資計劃或其他類型之證券。



如其具備與 MMF 相似之特徵，則監理機關亦應考量其性質和風險，將其納入 MMF 之監理範圍或引入總體審慎監理、系統性風險之監理機制。

台灣之影子銀行，主要係集中於金融租賃公司、證券投資信託公司（共同基金）及證券化活動等。台灣之金融租賃業主要發行中長期融資，期限平均為三到五年，故需承擔承租人失去租金償付能力的信用風險；由於資產與負債期限並不完全匹配，也存在著融資困難或流動性不足之問題。而當金融控股公司將金融租賃子公司作為融資管道時，金融租賃子公司之風險亦可能波及母公司之財務體質。故台灣之金融租賃業亦具有影子銀行之風險，加上處於較寬鬆之監理環境，僅金管會得透過對於金融控股公司旗下之租賃子公司進行某程度的約束、控制，有針對其制定更專門、嚴格監理規範之必要。

於既有之法規範方面，由於我國貨幣市場基金之資產配置以銀行存款、附買回票券及短期票券為主，一旦市場對相關有價證券之價值產生疑慮，便有可能面臨如同金融海嘯一般的擠兌危機。雖我國對於共同基金已有流動性與期限管理等個體審慎監理規範，惟有鑑於基金之規模均迅速增長，應考量將資本緩衝或損失準備金提存等總體審慎監理納入考量。亦可參照比較法，賦予基金面對贖回壓力所得採行之贖回門檻、暫停贖回、收取費用等因應措施，以防止系統性風險之蔓延。

在證券化法制方面，我國實務之證券化發行計畫已多有風險保留之設計，惟由於相關規範尚無風險保留之明文，將來立法上，應可考慮在證券化存續期間，禁止或限制創始機構於一定期間內將權益層級受益證券轉出，使其與投資人共同承擔證券化之風險，並衡量其計算方式得否反映真實風險，以降低創始機構可能產生之道德危險。



總體而言，影子銀行之成長，導因於商業銀行無法滿足金融市場之需求，使市場投資人尋求其他融資管道以匯聚資金；影子銀行亦可聚集小額資金並進行專業、有效的投資運用，促進資金之流動性及運用效率。基於其崛起與發展與金融體系之演進、創新息息相關，且金融監理與金融創新之間存在著「監理—發展—再監理—再發展」之循環⁵⁸⁰，以制定專法之方式監理勢必不可行，因其仍將再度暴露掛一漏萬、監理套利之內在缺陷。

參酌國內外相關文獻與本文研究成果，影子銀行趨向以「總體審慎監理」為核心，所注重者除金融機構償付能力外，尚考量了對金融體系可能產生之衝擊，並將監理範圍擴張及於向來不受管制的金融機構及活動。總體審慎監理採用了循環觀點（thorough-the-cycle）⁵⁸¹，以強化金融機構抵禦因突發性事件所生之流動性風險能力，除得在經濟萎縮時期協助金融機構運作，也能有效減少去槓桿化之壓力，抑制系統性風險之產生及傳染。為維護、鞏固影子銀行於金融體系中不可取代之效益，同時抑制其所積累之風險，本文認為應將總體審慎監理措施落實於各金融機構既有之規範中，如因應景氣榮枯提存資本要求、累積資本緩衝或設立基金等；其次，並依據影子銀行之信用中介鏈中，不同之機構/工具之類型，而為防止流動性風險、系統性風險之措施（如：針對證券化發行機構制定風險保留標準、強化批發性融資市場之交易基礎設施等）。亦應加強監理單位間之協調合作，確保監理機關密切配合與共享資訊流通，俾保持監理法制的一致性，以有效控管影子銀行之規模與風險。

⁵⁸⁰ 閻慶民、李建華，前揭註 6，頁 390。

⁵⁸¹ Cheryl D. Block, *supra* note 331, at 916-917.



參考文獻

壹、中文部分

一、專書

王文字（2001），《控股公司與金融控股公司法》，台北：元照。

王文字（2004），《新金融法》，二版，台北：元照。

王文字、林仁光、林繼恆、林國全、詹庭禎、王志誠、汪信君、黃銘傑、李禮仲、游啟璋、廖大穎、康文彥（2010），《金融法》，五版，台北：元照。

辛喬利（2011），《影子銀行的金錢王國—透析華爾街操控世界的金融投資工具》，台北：梅霖文化事業有限公司。

金桐林（2010），《銀行法》，台北：三民。

殷孟波（2015），《金融業全面開放下的商業銀行信貸行為研究》，元華文創。

黃昱程（2016），《貨幣銀行學》，台北：華泰。

閻慶民、李建華（2015），《影子銀行》，台北：風格司藝術創作坊。

儲蓉（2006），《金融資產證券化理論與案例分析》，台北：財團法人台灣金融研訓局。

二、期刊論文、專書論文

王文字（2003），〈論金融控股公司投資新創事業法制〉，《法令月刊》，54 卷 8 期，頁 46-57。



王儼容（2016），〈中美影子銀行之比較—自影子銀行特性及監理層面探討〉，《兩岸金融季刊》，4卷4期，頁1-26。

古坤榮（2000），〈歐盟地區另類投資基金經理人指令（Directive on Alternative Investment Fund Managers）草案簡介〉，《證券暨期貨月刊》，28卷7期，頁25-31。

吳博聰、陳建好、林淑薇、吳心怡（2008）〈透視對沖基金：全球主要國家與我國證券市場之比較（上）〉《證交資料》，553期，頁6-61。

李貴英、聶家音（2014），〈歐洲聯盟經濟治理與金融監理架構之改革〉，《月旦法學雜誌》，232卷，頁80-113。

吳登彰、吳瑞雄、馬昌璇（2006），〈票券金融公司營運現況與未來展望〉，《金融監理與風險管理選輯》，頁206-222，中央銀行金融業務檢查處。

林建甫、彭思遠（2010），〈融資公司法推行之前期評估分析〉，《集保結算所雙月刊》，188期，頁13-28。

邱天一（2011），〈信用評等機構於證券化之角色與責任—次貸危機後之觀察〉，《政大法學評論》，121卷，頁313-392。

邱天一（2016），〈證券化誘因機制之問題與改革〉，《管理與法遵》，1卷1期，頁91-131。

洪櫻芬（2010），〈衍生性金融商品之間題及監理改革建議〉，《全球金融危機專輯（增訂版）》，頁187-196。

徐肇鴻（2011），〈由美國次級房貸市場風暴論信用衍生性商品及信用證券化產品之使用及管制〉，《律師雜誌》，338卷，頁77-89。

徐肇鴻（2012），〈論國際衍生性金融商品交易中翻轉條款效力—美國破產法之觀察〉，《法令月刊》，63卷6期，頁90-107。



徐肇鴻（2013），〈由經濟觀點論銀行體系中系統風險之成因及事後處理機制之規範原則〉，《東吳法律學報》，24卷3期，頁87-124。

陶慧恆（2010），〈美國之穩定金融措施〉，《全球金融危機專輯（增訂版）》，頁73-100。

郭照榮、李宜熹、陳勤明（2013），〈Basel III 對金融穩定及貨幣政策之影響〉，《中央銀行季刊》，35卷2期，頁11-59。

陳盈如（2014），〈2008 年金融危機之成因—以美國與國際法律規範演變為中心〉，《華岡法粹》，56卷，頁149-188。

曾昭玲（2002），〈從融資公司之優勢看提供貸款合約的競爭〉，《臺大管理論叢》，13(1)期，頁163-186。

彭德明（2008），〈美國金融機構事件與次級房貸危機動向分析〉，《國際金融參考資料》，56卷，頁1-13。

賀紹奇（2012），〈私募基金：如何保障，如何管？——英美對沖基金立法與監管比較及借鑑〉，《月旦財經法雜誌》，29卷，頁27-54。

楊偉文（2009），〈金融監理機關功能性組織調整之研究〉，《台北大學法學論叢》，70期，頁157-255。

潘雅慧、何慧麗（2010），〈BCBS 與 IMF 因應全球金融危機之改革措施及政策建議〉，《全球金融危機專輯（增訂版）》，頁119-146。

謝人俊、吳宗錠（2010），〈槓桿操作在金融危機中扮演之角色〉，《全球金融危機專輯（增訂版）》，頁215-224。



三、學位論文

姜宥汝（2014），《避險基金管制之研究-系統性風險和投資人保護》，台灣大學法律學研究所碩士論文。

張承中（2004），《論金融資產證券化條例之特殊目的公司》，台灣大學法律學研究所碩士論文。

梅文欣（2013），《影子銀行法律問題之研究》，東吳大學法律學系碩士論文。

郭彥彤（2015），《金融海嘯後之我國金融市場規範—以衍生性金融商品為核心》，台灣大學法律學研究所碩士論文。

鄭惠宜（2007），《論我國非銀行金融業之政策與法制—以融資公司為中心》，台北大學法律學系碩士論文。

四、翻譯著作

David Luttrell, Harvey Rosenblum, , Jackson Thies(著), 莊萱如、甘雯綺(譯)(2012)，〈認識影子銀行的固有風險：入門與實務經驗〉，《國際金融參考資料》，66 輯，頁 143-183。

Frederic S. Mishkin (著)，黃達業、林容竹 (譯) (2004)，《貨幣銀行學》，台北：華泰文化。

Martin Hellwig Anat Admati (著)，周詩婷 (譯) (2014)，《失控的銀行》，新北：好優文化。

五、新聞報導

中時電子報 (04/19/2013)，陳裕璋掛保證 台灣沒有影子銀行，網址：
<http://www.chinatimes.com/newspapers/20130419000189-260205>



聯合報（08/17/2017），永豐金超貸案 北檢依違反證交法起訴何壽川等 19 人，網址：<https://udn.com/news/story/7315/2647385>

經濟日報（09/20/2017），基金投資標的 資產品質漸劣，

網址：<https://money.udn.com/money/story/5636/2710932>

經濟日報（11/16/2017），監管金控旗下租賃 祭五措施，網址：

<https://money.udn.com/money/story/5613/2821323>

工商時報（12/27/2017），求援 15 年 銀行集管帳戶快死光，網址：

<http://www.chinatimes.com/newspapers/20171227000282-260205>

六、網路資源

中央銀行網站：<https://www.cbc.gov.tw/mp.asp?mp=1>

行政院主計總處網站：

<https://www.dgbas.gov.tw/lp.asp?CtNode=3111&CtUnit=566&BaseDSD=7&mp=1>

中華民國退休協會基金網站：<http://www.pension.org.tw/tc/p3-classroom.asp>

中央存款保險公司要保機構名單：

https://www.cdic.gov.tw/main_insurance/docdetail.aspx?uid=35&pid=9&docid=1760

台北市租賃同業公會網站：http://tpeleasing.com/member_list.htm

中華民國票券金融商業同業公會網站：

http://www.tbfa.org.tw/RateForm/RateForm_Frameset.html

中華民國退休協會基金網站：<http://www.pension.org.tw/tc/p3-classroom.asp>

中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會統計資料：

<http://www.sitca.org.tw/ROC/Industry/IN2001.aspx?PGMID=IN0201#>



惠譽（Fitch Ratings）網站：

https://fitchratings.com.tw/rws/press-release.html?report_id=1009590

元大商業銀行貨幣市場共同信託基金淨值公告：

https://www.yuantabank.com.tw/bankwebIMG/dwn/DWN_27c94cc9260000009fd1be94dd85621a.pdf

貳、外文部分

一、專書

David Llewellyn (1999). *The Economic Rationale For Financial Regulation.*

二、專書論文、期刊論文

Behzad Woody Gohari & Karen E., *The New Global Financial Regulatory Order: Can Macroprudential Regulation Prevent Another Global Financial Disaster*, 40 J. CORP. L. 403 (2014).

Cheryl D. Block, *A Continuum Approach to Systemic Risk and TooBig-to-Fail*, 6 BROOK. J. CORP. FIN. & COM. L. 289 (2012).

Christina Parajon Skinner, *Regulating Nonbanks: A Plan for SIFI Lite*, 105 GEO. L.J. 1379 (2017).

Daniel Schwarz & David Zaring, *Regulation by Threat: Dodd-Frank and the Nonbank Problem*, 84 U. CHI. L. REV. 1813 (2017).

Edward J. Kane, *Shadowy Banking: Theft by Safety Net*, 31 YALE J. ON REG. 773 (2014).



Elijah Brewer III & Julapa Jagtiani, *How Much Did Banks Pay to Become Too-Big-To-Fail and to Become Systemically Important?* 43 J FINANC SERV RES. 1 (2013).

Ethan T. Mobley, *Regulating Moral Hazard: The True Risk of Dodd-Frank's Risk Retention Requirement*, 10 J. BUS. ENTREPRENEURSHIP & L.45 (2016).

Georgette Chapman Phillips, *The Jumbled Alphabet Soup of the Collapsed Home Mortgage Market: ABCP, CDO, CDS, and RMBS*, 18 U. MIAMI BUS. L. REV. 143 (2010).

Hilary J. Allen, *Money Market Fund Reform Viewed through a Systemic Risk Lens*, 11 J. BUS. & SEC. L. 87 (2010).

Iris H-Y Chiu, *Transcending Regulatory Fragmentation and the Construction of an Economy-Society Discourse: Implications for Regulatory Policy Derived from a Functional Approach to Understanding Shadow Banking*, 42 J. Corp. L. 327 (2016).

Jill E. Fisch, *The Broken Buck Stops Here: Embracing Sponsor Support in Money Market Fund Reform*, 93 N.C. L.REV. 935 (2015).

Kristin N. Johnson, *Macroprudential Regulation: A Sustainable Approach to Regulating Financial Markets*, 2013 U. ILL. L. REV. 881 (2013).

Latoya Brown, *The Regulation of U.S. Money Market Funds: Lessons from Europe*, 9 INT'L L. & MGMT. REV. 201 (2013).

Paolo Saguato, *The Liquidity Dilemma and the Repo Market: A Two-Step Policy Option to Address the Regulatory Void*, 22 STAN. J.L. BUS. & FIN. 85 (2017).

Philippe Jorion, *Risk Management Lessons from Long-Term Capital Management*, 6 EUROPEAN FINANCIAL MANAGEMENT 277 (2000).



Richard E. Mendales, *Collateralized Explosive Devices: Why Securities Regulation Failed to Prevent the CDO Meltdown, and How to Fix It*, 2009 U. ILL. L. REV. 1359 (2009).

Steven L. Schwarcz, *Regulating Shadow Banking*, 31 REVIEW OF BANKING AND FINANCIAL LAW 2, 619 (2012).

Steven L. Schwarcz, *Regulating Shadows: Financial Regulation and Responsibility Failure*, 19 WASH & LEE L. REV. 1781 (2013)

Turk & Matthew C., *The Convergence of Insurance with Banking and Securities Industries, and the Limits of Regulatory Arbitrage in Finance*, COLUM. BUS. L. REV. 967 (2015).

三、研究報告

Artak Harutyunyan, Alexander Massara, Giovanni Ugazio, Goran Amidzic, Richard Walton, *Shedding Light on Shadow Banking*. (IMF Working Paper, No. 15/1, 2015)

European Commission (2012), *Green Paper: Shadow Banking*. (COM 102 final)

European Commission (2013), *Shadow Banking-Addressing New Sources of Risk in the Financial Sector* (COM 614 final).

European Commission (2012), *Non-bank financial institutions: Assessment of their impact on the stability of the financial system* (Economic Papers No.472).

FSB (2011), *Shadow Banking: Scoping the Issues: A back Ground Note of the Financial Stability Board*.

FSB (2011), *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation.*



FSB (2014), *Global Financial Stability Report: Risk Taking, Liquidity, and Shadow Banking*.

FSB (2017), *Global Shadow Banking Monitoring Report 2016*.

Financial Crisis Inquiry Commission (2011), *The Financial Crisis Inquiry Report*.

IMF (2008). *Global Financial Stability Report : Financial Stress and Deleveraging*.

IMF (2009), *Initial Lessons of the Crisis*.

IMF (2009), *Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management*.

IMF and FSB (2010), *The Financial Crisis and Information Gaps: Progress Report-Action Plans and Timetables* .

IMF (2014), *Global Financial Stability Report: Risk Taking, Liquidity, and Shadow Banking*.

Investment Company Institute (2009), *Report of The Money Market Working Group*.

Peter J. Wallison (2015), *The regulators' war on shadow banking* (American Enterprise Institute for Public Policy Research).

Stijn Claessens, Zoltan Pozsar, Lev Ratnovski, and Manmohan Singh, *Shadow Banking: Economics and Policy* (IMF Staff Discussion Note SDN/12/12, December 4, 2012)

Stijn Claessens, Lev Ratnovski, *What Is Shadow Banking?* (IMF Working Paper No. 14/25, 2014)

Tobias Adrian, Zoltan Pozsar, Adam Ashcraft, Hayley Boesky, *Shadow Banking*. (Federal Reserve Bank of New York Staff Reports no. 458, July 2010: revised February 2012.)



Tobias Adrian & Adam Ashcraft, *Shadow Banking: A Review of the Literature* (Federal Reserve Bank of New York Staff Reports no. 580, October 2012)

四、演講

Stanley Fischer, *Financial Stability and Shadow Banks: What We Don't Know Could Hurt Us.* Speech presented at 2015 Financial Stability Conference, Washington, D.C.(2015)

Timothy F. Geithner, *Reducing systemic risk in a dynamic financial system*, Remarks at The Economic Club of New York, New York City. (2008)

五、新聞報導

Philippe Wojazer, *G20 to replace G8 as main economic forum*, ABC News. Retrieved from <http://www.abc.net.au/news/>

六、網路資源

Federal Housing Finance Agency: <https://www.fhfa.gov>

Financial Stability Board: <http://www.fsb.org>

International Monetary Fund: <http://www.imf.org/en/Countries>

U.S. Department Of The Treasury :

<https://www.treasury.gov/initiatives/fsoc/designations/Pages/default.aspx#nonbank>