

## 四、直接金融與間接金融的衡量、跨國比較及政策涵義

現代化的經濟體系中，金融體系(financial system)實扮演資金互通有無的重要橋樑。**金融體系**中的**資金融通方式**，一般可區分為：透過金融市場(financial market)所促成的資金融通之**直接金融**(direct finance)，以及透過金融中介(financial intermediary)所促成的資金融通之**間接金融**(indirect finance)；兩者搭配所組成的金融結構(financial structure)，各國不盡相同。

長期以來，各界對直接金融、間接金融相關議題的討論不斷；或有論者直指，台灣的直接金融比重偏低，資本市場籌資功能不彰，應積極促使台灣的直接金融比重與世界接軌。究諸實際，相關研究顯示，各國的金融結構屬**直接金融型體制**或**間接金融型體制**，並無絕對的優劣之分，與經濟表現亦無必然關係。此外，國際間對直接金融與間接金融的**統計衡量**，並無統一的**定義**，根據不同方式所計算出的**直接金融、間接金融比重**，可能差異甚鉅；若立足於不同的比較基礎，逕以國外數據與國內數據進行比較，恐有誤導之虞。

為增進外界對直接金融、間接金融相關議題之認識，本文擬先簡介直接金融與間接金融的意義，進而引介國際間對直接金融與間接金融的統計、衡量方式之比較，以及據此衍生出的政策涵義，俾供各界參考。

### (一)直接金融與間接金融簡介

#### 1. 直接金融與間接金融的定義

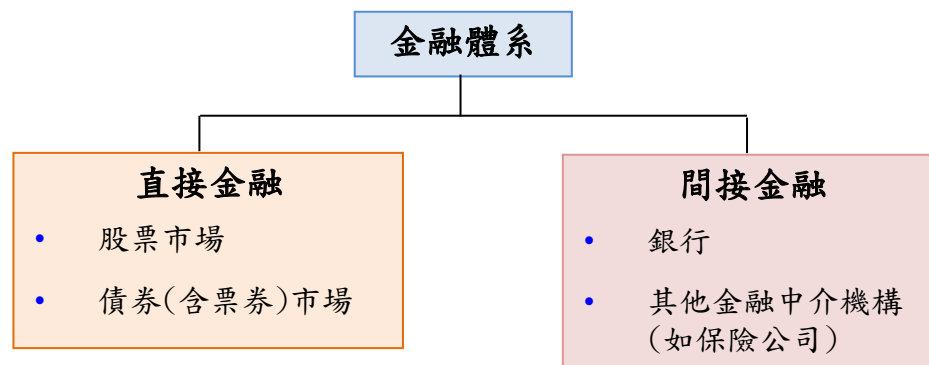
- (1) **金融體系**的**金融市場**及**金融中介**，皆具有**將資金由剩餘者移轉至短缺者**之功能；運作良好的金融市場及金融中介，對健全經濟發展，至關重要<sup>1</sup>。
- (2) **非金融部門**(家庭及非營利團體、公民營企業、政府)在**金融體系**中的**籌資方式**，主要可分為**直接金融**、**間接金融**兩種形式(見圖 1)：

---

<sup>1</sup> Mishkin, Frederic S. (2009), *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, 9th Edition, Oct..

- **直接金融**：在金融市場發行有價證券募集資金，亦即由**金融市場**所促成的資金融通。
- **間接金融**：向**金融機構**借款，亦即透過**銀行等金融中介機構**所促成的資金融通。

圖 1 非金融部門在金融體系的籌資方式



## 2. 直接金融型體制 vs. 間接金融型體制

(1) 一經濟體的**金融結構**，依其金融體系的主要融通方式，大抵可分為兩類：

- **直接金融型體制**：非金融部門**透過金融市場籌資**的比重較高，亦稱「**以市場為基礎**」的體制(market-based system)。
- **間接金融型體制**：非金融部門**透過金融中介融資**的比重較高，亦稱「**以中介為基礎**」的體制(intermediary-based system)。

(2) 各國的**金融結構**屬直接金融型體制或間接金融型體制，**隨產業組成、法律制度、公司規模與經濟發展程度**等不同，而**有所差異**(見表 1)<sup>2</sup>。

(3) 此外，一經濟體的金融結構可能逐漸演變，例如最初可能係以間接金融為主，銀行從事傳統的存放款業務、受到較嚴格的管制，金融創新(financial innovation)較少；惟伴隨經濟與金融發展、金融自由化(financial liberalization)，金融創新活動增加，加以對投資者的法律保障提高、公司治理趨於完善，皆有助於股、債市，乃至資產證券化市場等蓬勃發展，進而加大直接金融的規模。

<sup>2</sup> Gambacorta, Leonardo, Jing Yang and Kostas Tsatsaronis (2014), “Financial Structure and Growth,” *BIS Quarterly Review*, Mar..

表 1 影響金融結構不同的可能原因

原因	說明
1. 產業組成性質的差異	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 建築業等產品易於充當擔保品的行業，較適合銀行融資等間接金融。</li> <li>• 專業服務業等高度倚重人力資本、產品不易作為擔保品的行業，則較依賴股債融資等直接金融。</li> </ul>
2. 法律制度對債權人的保障程度	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 直接金融的借貸雙方，彼此的關係較為疏離、分散，但英、美等採普通法系(common law)<sup>3</sup>的國家，提供股債投資人較高的保障，即使是小股東亦能行使投票權，保護自己的利益不受公司管理階層或大股東的侵害；因此，普通法系能促進一國直接金融的發展。</li> <li>• 法國式<sup>4</sup>的大陸法系(civil law)對債權人的保障較有限，但銀行與客戶間長期密切互動，能就近監控借款人，得以彌補大陸法系下保障有限的問題；因此，普通法系國家的直接金融發展程度，通常高於法國式大陸法系的國家。</li> </ul>
3. 公司規模的大小	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 小型公司因負擔不起參與資本市場的固定成本，尤其是所衍生的治理機制，通常透過間接金融取得資金。</li> <li>• 相較於小型公司，大型公司除有能力負擔參與資本市場的固定成本外，且因其具知名度，較易於募資，進而提升公司地位，因此大公司通常透過直接金融取得資金。</li> </ul>
4. 經濟發展程度的不同	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 隨著一國的經濟發展，家庭與企業的金融知識提升，對於在金融市場交易證券的需求增加，或有利於直接金融發展。</li> <li>• 經濟發展程度高的國家(尤其是法律與司法制度較健全者)，較能落實財產權的執行，有助於直接金融的發展。</li> </ul>

資料來源：Gambacorta, Leonardo, Jing Yang and Kostas Tsatsaronis (2014), “Financial Structure and Growth,” *BIS Quarterly Review*, Mar..

<sup>3</sup>普通法系又稱海洋法系，以英、美等國為主，特色是不成文法、陪審團制度，大量運用判例；大陸法系則以德、法等歐洲大陸國家為主，特色是成文法、職業法官制度，通常有編纂完整的法典作為判決依據，台灣亦採用大陸法系。

<sup>4</sup>德國與北歐的法律制度對於股債券投資人提供的保障程度，則介於普通法系與法國式的大陸法系之間。

## (二)直接金融、間接金融的衡量與跨國比較問題

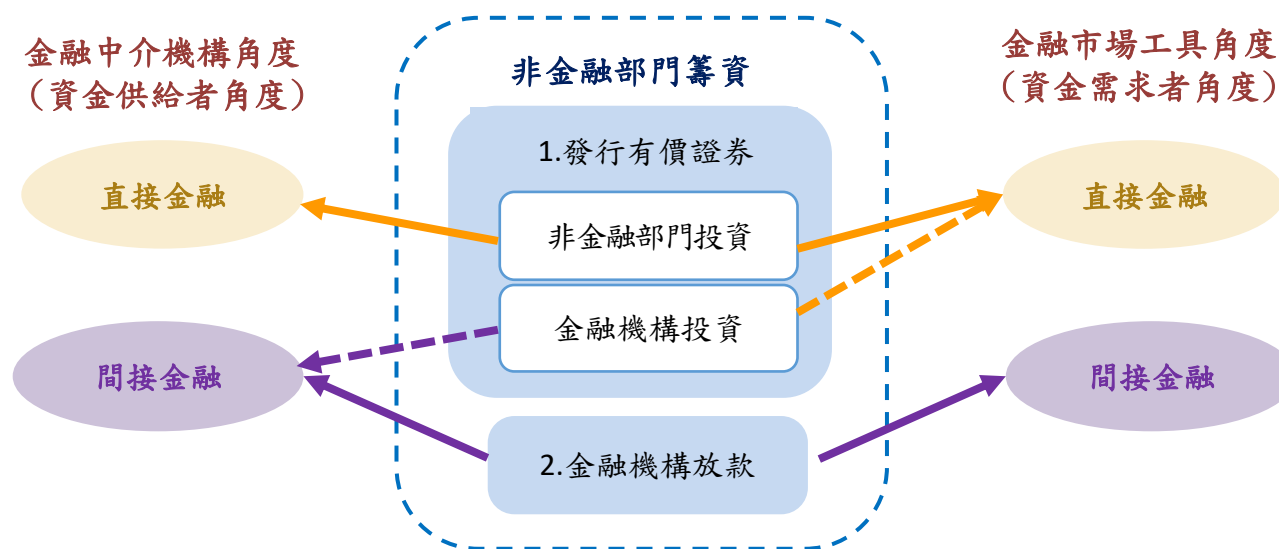
1. 有關直接金融、間接金融的衡量，國際間的統計方法不一，主要國際組織亦未發布此官方資訊

(1) **直接金融**、**間接金融**係反映一經濟體**資金融通之管道**，所涉及之金融工具廣泛，金融機構龐雜，各國體制未盡相同，在統計的**衡量方法**上亦**未盡一致**，常見的統計差異包括：

—金融機構投資之歸屬(見圖 2)：

- **金融中介機構角度(資金供給者角度)**：強調**金融機構**扮演**資金中介角色**的重要性、著眼於**資金供給來源**，舉凡**資金透過金融中介機構融通者**，包含**金融機構放款及投資**，均歸屬**間接金融**。
- **金融市場工具角度(資金需求者角度)**：強調**資本市場的規模及功能**，著眼於**企業(資金需求者)的籌資方式**，**資金需求者直接在市場發行有價證券募集資金**，均屬**直接金融**；此時，**金融機構為眾多市場參與者之一**，**金融機構投資仍歸屬直接金融**。

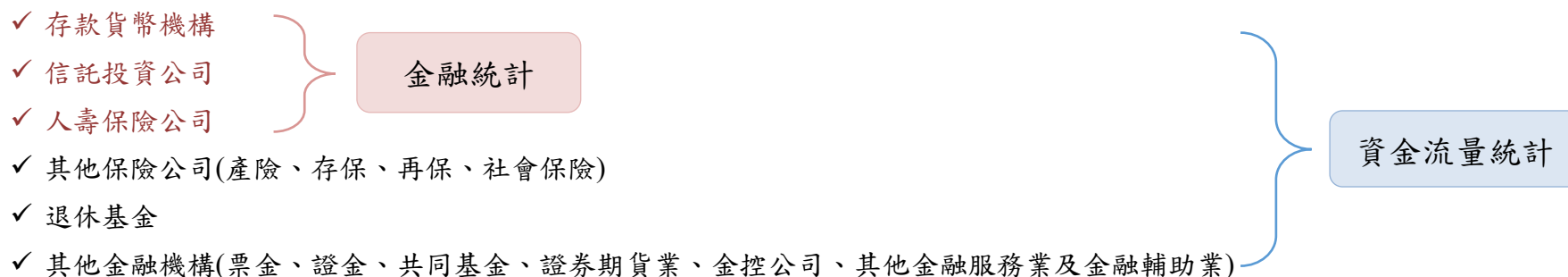
圖 2 金融機構投資歸屬不同



—金融機構範疇：依統計者需求，金融機構的涵蓋範圍不同(見圖 3)。

- 本行金融統計<sup>5</sup>：金融機構包含存款貨幣機構、信託投資公司<sup>6</sup>及人壽保險公司。
- 本行資金流量統計<sup>7</sup>：金融機構範疇較廣泛，除金融統計所涵蓋的金融機構外，尚包含其他保險公司(產險、存保、再保、社會保險)、退休基金及其他金融機構(票券金融公司、證券金融公司、共同基金、證券期貨業、金控公司、其他金融服務業及金融輔助業)。

圖 3 本行金融統計及資金流量統計的金融機構範疇比較



—股權範圍：本行金融統計僅含上市櫃股票，資金流量統計則涵蓋上市櫃股票及非上市櫃權益。

—資金融通部門：本行金融統計包含政府、企業、個人等資金需求者，以真實反映經濟部門總資金需求；惟亦有學者考量政府預算有別於企業、個人等民間部門，而排除政府部門。

—股票計價基礎：以「面值」為基礎者，係為避免價格扭曲；以「面值+現金增資溢價之合計(即取得成本)」為基礎者，係為反映實體經濟的資金實際供需；以「市值」為基礎者，則係強調資本市場的規模。

<sup>5</sup> 本行金融統計主要雖係參考 IMF 2016 年版的「貨幣金融統計手冊暨編製準則」(Monetary and Financial Statistics Manual and Compilation Guide, MFSMCG)，惟基於台灣的貨幣統計目的，以能否創造貨幣為準則，將全體金融機構劃分存款貨幣機構、信託投資公司與人壽保險公司。

<sup>6</sup> 迨至 2008 年 12 月，信託投資公司已全數改制為商業銀行，或將其資產、負債暨營業概括讓與商業銀行等；自該時起，台灣已無信託投資公司。

<sup>7</sup> 本行資金流量統計對於金融機構部門別之分類，係完全依據 IMF 2016 年版的「貨幣及金融統計手冊暨編製準則」(Monetary and Financial Statistics Manual and Compilation Guide, MFSMCG)；惟該手冊準則並未訂定直接金融、間接金融之定義或內涵。

(2)各界對直接金融、間接金融統計的定義未盡一致、衡量方式不盡相同(見表 2)，不易直接進行跨國比較；此外，目前國際組織未見官方發布直接金融、間接金融統計之跨國比較資訊。現行國際比較，多由學者或民間機構自行估算。

表 2 各界對直接金融與間接金融的統計衡量方式不同

常見差異項目	本行金融統計	本行資金流量統計	IMF 研究報告 <sup>8</sup>
(1)金融機構投資	歸屬於間接金融	直接或間接金融擇一	歸屬於直接金融
(2)金融機構範疇	存款貨幣機構+ 信託投資公司+ 人壽保險公司	存款貨幣機構+ 信託投資公司+ 人壽保險公司+ 其他保險公司+ 退休基金+ 其他金融機構	存款貨幣機構
(3)股票計價基礎	面值+現金增資溢價 (取得成本)	市值	面值
(4)股權範圍	上市櫃股票	上市櫃股票及非上市櫃權益	上市櫃股票
(5)資金融通部門	政府、企業、個人等	政府、企業、個人等	企業、個人等

<sup>8</sup> Allard, Julien and Rodolphe Blavy (2011), "Market Phoenixes and Banking Ducks Are Recoveries Faster in Market-Based Financial Systems," *IMF Working Paper*, Sep..



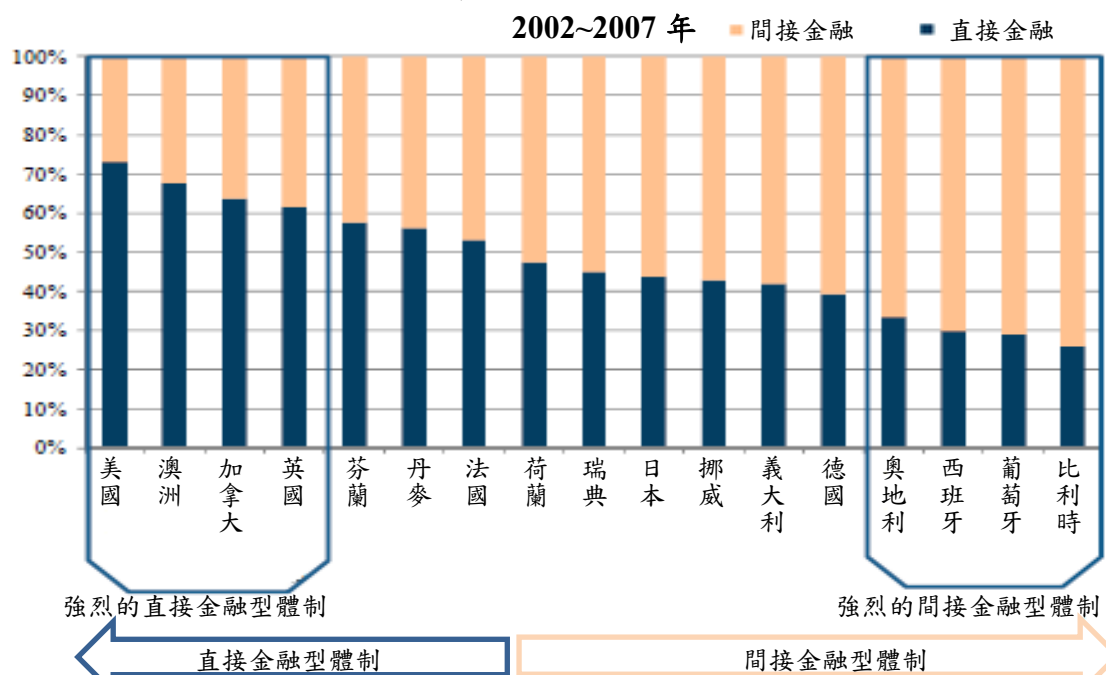
## 2. 各界對直接金融、間接金融統計的定義有別，據以計算出的直接金融、間接金融比重有所差異

(1) 直接金融、間接金融之統計，依研究者需求而有不同定義。

— IMF 研究報告<sup>9</sup>係按資金需求者的籌資方式，以 OECD 國家資金流量統計資料，估算一經濟體的民間部門向金融市場籌資相對向銀行借款之比例，區分該經濟體係屬直接金融型體制或間接金融型體制(見圖 4)，以研究金融結構是否影響全球金融危機後各國經濟復甦程度。

- 歐洲國家的金融結構多半屬間接金融型體制，例如德國、奧地利、荷蘭及比利時等，間接金融的比重皆逾50%；此外，日本、瑞典及挪威的金融結構，亦以間接金融為主。
- 美國、澳洲、加拿大及英國等則為直接金融型體制，間接金融比重均低於40%。

圖 4 主要國家的直接金融 vs. 間接金融比重



資料來源：Allard, Julien and Rodolphe Blavy (2011), "Market Phoenixes and Banking Ducks: Are Recoveries Faster in Market-Based Financial Systems," *IMF Working Paper*, Sep..

<sup>9</sup> 同註 8。

(2)就**台灣**而言，在**不同的資料來源及衡量方式**下，所計算出的**直接金融、間接金融比重差異甚大**(見表3)。

—若參考**本行金融統計**，直接金融的**上市櫃股票採面值加溢價**、間接金融的融通部門包括**政府、企業與個人**：

- 如將**金融機構之投資納入間接金融**，則上(2019)年底台灣的**直接金融比重約為17.39%**(為表3中，直接金融比重最低者)、**間接金融比重約為82.61%**(即本行現行發布的**金融統計**)。
- 如將**金融機構之投資納入直接金融**，則上年底台灣的**直接金融比重約為38%**、**間接金融比重約為62%**，大抵和**德國相當**。

—若參考**證交所**的計算方式，直接金融的**上市櫃股票按市值計價**、間接金融的融通部門僅含**政府及企業**：

- 如將**金融機構之投資納入間接金融**，則上年底台灣的**直接金融比重約為55.51%**、**間接金融比重約為44.49%**。
- 如將**金融機構之投資納入直接金融**，則上年底台灣的**直接金融比重約為70.95%**(為表3中，直接金融比重最高者)、**間接金融比重約為29.05%**。

—若參考**本行資金流量統計資料計算**，**直接金融含非上市櫃權益、上市櫃股票採市值**，**間接金融**的融通部門包括**政府、企業與個人**：

- 如將**金融機構之投資納入間接金融**，**上年底台灣**的**直接金融比重約為46%**、**間接金融比重約為54%**。
- 如將**金融機構之投資納入直接金融**，**上年底台灣**的**直接金融比重約為65.58%**、**間接金融比重約為34.42%**。



表 3 直接金融、間接金融不同衡量方式之比較

資料來源	台 灣					
	本行金融統計 <sup>a</sup>		證交所 <sup>b</sup>		本行資金流量統計 <sup>c</sup>	
	金融機構之投資 納入間接金融	金融機構之投資 納入直接金融	金融機構之投資 納入間接金融	金融機構之投資 納入直接金融	金融機構之投資 納入間接金融	金融機構之投資 納入直接金融
直接金融 <sup>1</sup>	1. <b>不含</b> 金融機構投資 2. 上市櫃股票採 <b>面值</b> <b>加溢價</b> 3. 短期票券 4. 公司債 5. 海外債 6. 政府債券 7. 資產證券化受益證券	1. <b>含</b> 金融機構投資 2. 上市櫃股票採 <b>面值</b> <b>加溢價</b> 3. 短期票券 4. 公司債 5. 海外債 6. 政府債券 7. 資產證券化受益證券	1. <b>不含</b> 金融機構投資 2. 上市櫃股票採 <b>市值</b> 3. 短期票券 4. 公司債 5. 海外債 6. 政府債券 7. 資產證券化受益證券	1. <b>含</b> 金融機構投資 2. 上市櫃股票採 <b>市值</b> 3. 短期票券 4. 公司債 5. 海外債 6. 政府債券 7. 資產證券化受益證券	1. <b>不含</b> 金融機構投資 2. 上市櫃股票採 <b>市值</b> 3. 短期票券 4. 公司債 5. 政府債券 6. <b>非上市櫃權益</b>	1. <b>含</b> 金融機構投資 2. 上市櫃股票採 <b>市值</b> 3. 短期票券 4. 公司債 5. 政府債券 6. <b>非上市櫃權益</b>
間接金融 <sup>2</sup>	1. 金融機構對政府放款 2. 金融機構對企業放款 3. 金融機構對個人放款 4. 金融機構投資	1. 金融機構對政府放款 2. 金融機構對企業放款 3. 金融機構對個人放款	1. 金融機構對 <b>政府</b> 放款 2. 金融機構對 <b>企業</b> 放款 3. 金融機構投資	1. 金融機構對 <b>政府</b> 放款 2. 金融機構對 <b>企業</b> 放款	1. 金融機構對政府放款 2. 金融機構對企業放款 3. 金融機構對個人放款 4. 金融機構投資	1. 金融機構對政府放款 2. 金融機構對企業放款 3. 金融機構對個人放款
<b>直接金融</b> 比重(2019年) <sup>3</sup>	<b>17.39%</b>	<b>38.00%</b>	55.51%	<b>70.95%</b>	46.00%	65.58%
<b>間接金融</b> 比重(2019年) <sup>3</sup>	82.61%	62.00%	44.49%	29.05%	54.00%	34.42%

註：1.短期票券包含商業本票及銀行承兌匯票；政府債券包括公債、國庫券及市庫券；海外債包括 GDR 及海外可轉換公司債。非上市櫃權益包括股本+資本公積+保留盈餘+其他權益。

2.本行資金流量統計之金融機構，除本行金融統計所涵蓋的存款貨幣機構、信託投資公司、人壽保險公司外，尚包括其他保險公司、退休基金及其他金融機構(本行金融統計及證交所則將彼等歸類為企業)。

3.2019年資金流量統計仍未發布，為初估數。

資料來源：a.本行經濟研究處金融統計科之金融統計。

b.許瑋瑤、高珮菁(2020)，「力拚拉升直接金融占比 精進台灣資本市場籌資表現」，台灣銀行家第131期，11月。

c.本行經濟研究處資金流量統計科計算。

### (三)直接金融、間接金融發展程度的政策涵義

#### 1. 主要經濟體的金融結構不盡相同，貨幣政策傳遞機制有別，央行所採政策措施亦有差異

(1)主要經濟體直接金融、間接金融的深淺程度不一，何種金融結構較為合適，取決於該經濟體的投資者、企業面、制度面等廣泛因素，發展利基各不相同。

—美國與英國由於**金融創新**及**金融深化**程度較高，資本市場較發達，企業籌資以**直接金融**為主。其中，**美國資本市場**既深且廣、**公債殖利率曲線**建構完善，美國各類債券殖利率能與公債殖利率形成緊密連動；在**美國公債殖利率**可充當**各類金融商品訂價**的**基準指標**之情況下，**有助於**強化美國**直接金融**的發展。

—**德國與日本**主要因**銀行與企業往來較為密切**(例如日本的 Main Bank System 及德國的 Hausbank System，銀行透過對企業客戶持股，與客戶建立長期穩定的關係，並成為該企業的主要資金來源)，導致彼等**間接金融**的**程度**相對**較高**。

—**台灣**的**中小企業**在經濟體系中，**深具重要性**(上年台灣的中小企家數占整體企業家數之 97.65%、中小企業就業人數占全國就業人數之 78.73%<sup>10</sup>)；惟中小企業囿於規模不大、可能具家族特性、財務透明化相對較低、信評取得不易等限制，不易從金融市場籌資，**主要係仰賴銀行等金融機構**提供**貸款**，因此，**台灣**的**間接金融**程度**較高**。此外，相較於美國，**台灣**的**公債市場**係屬**淺碟型市場**，**規模較小**且**流動性較低**，**完整殖利率曲線**的**建構**，**相對不易**。

(2)主要經濟體對**直接金融**、**間接金融**的**仰賴程度**有別，貨幣政策主要傳遞管道不盡相同，**央行**所採**措施**亦有**差異**。

—以美國、歐元區為例，**2008 年全球金融危機**爆發後，**Fed、ECB 根據其金融結構**訴諸**不同措施**，以強化貨幣政策傳遞的效果<sup>11</sup>。

<sup>10</sup> 經濟部中小企業處 (2020)，「2020 年中小企業白皮書」，經濟部中小企業處出版品，10 月。

<sup>11</sup> Cour-Thimann, Philippine and Bernhard Winkler (2013), "The ECB's Non-Standard Monetary Policy Measures: The Role of Institutional Factors and Financial Structure," *ECB Working Paper*, Apr.

- **直接金融比重較高的美國**，其**利率與資產價格等價格變數與經濟活動的關係應較為密切**<sup>12</sup>；因此，**Fed** 主要係透過**直接介入金融市場**，實施**大規模資產購買計畫**等以**挹注金融市場流動性、引導市場利率改變**，從而使貨幣政策的效果傳遞至實體經濟。
- **間接金融程度較高的歐元區**，**銀行信用管道與實體經濟之連結至關重要**；因此，**ECB** 所採**措施**主要聚焦於提供銀行體系融通、降低銀行資金成本，**透過銀行放款管道的傳遞**，以**確保資金能流向家計部門與企業**。

一本(2020)年**新冠肺炎(COVID-19)危機**期間，**主要央行**所採**措施**之設計，亦**根據其金融結構不同而略有差異**<sup>13</sup>。

- 在美國「**以市場為基礎**」的金融體系下，**Fed** 所採**措施多與直接金融相關**(包括擴大資產購買計畫、商業本票融資機制、定期資產擔保證券貸款機制、初級市場公司融通機制、次級市場公司融通機制、市政債流動性機制等)；在美國的直接金融型體制下，Fed 實施資產購買計畫等直接介入市場的救市措施，能發揮較大的成效。
- 在**歐元區、日本**等「**以中介為基礎**」的金融體系下，**ECB、BoJ** 則**偏重支持銀行放款等與間接金融相關之措施**；危機期間，彼等央行除採資產購買計畫外，與銀行放款相關之措施(如 ECB 放寬長期再融通操作條件、實施第三輪定向長期再融通操作及因應流行病緊急長期再融通操作；BoJ 則採企業金融支援特別操作、中小企業資金支援措施等)，扮演重要角色。

## 2. 相關研究指出，一國直接金融、間接金融比重的高低，與經濟表現並無必然關係<sup>14</sup>

- (1) 一國屬於**直接金融型**體制或**間接金融型**體制，受到諸多因素影響，**並無哪個體制必定對經濟成長更有助益**。
- (2) **金融結構實無法解釋不同國家長期經濟表現的差異**，在很大程度上，經濟成長係取決於金融與法律制度的效率性。

<sup>12</sup> Dudley, William and Jan Hatzius (2000), "The Goldman Sachs Financial Conditions Index: The Right Tool for a New Monetary Policy Regime," *Goldman Sachs Global Economics Paper*, No. 44.

<sup>13</sup> 請參閱中央銀行(2020)「因應新冠肺炎疫情主要央行所採之貨幣信用措施」，央行理監事會後記者會參考資料，6月18日。

<sup>14</sup> Chakraborty, Shankha and Tridip Ray (2006), "Bank-Based Versus Market-Based Financial Systems: A Growth-Theoretic Analysis," *Journal of Monetary Economics*, Volume 53, Issue 2, Mar. ; Levine, Ross (2002), "Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?" *NBER Working Paper* 9138, Sep..

### 3. 一般咸認，發展多元融資管道，有助於金融體系順暢運作

#### (1) 直接金融型體制與間接金融型體制，各有其優勢<sup>15</sup>。

— 在直接金融型體制下，主管當局要求廠商公開揭露的訊息較多；這些廣泛可得的資訊，有利於形成較佳的投資決策。

此外，直接金融型體制有助於激勵創新，或有利於不易取得銀行融資的新創公司之發展。

— 在間接金融型體制下，主要由銀行提供融通，彼等往往較能有效監控公司的營運，且可藉由廣泛提供不同公司融通而分散風險。此外，間接金融型體制對於以中小企業及傳統產業為主的經濟體系而言，或有較大的助益。

#### (2) 經濟學家一般咸認，金融中介與金融市場的融資管道均有其貢獻，不應偏廢任何一方。

— 歷經全球金融危機後，聯合國的檢討報告指出<sup>16</sup>，政府在規劃、管理金融體系時，不應僅考慮擴大金融業的規模，尤應提升金融業的品質。

— BIS 報告指出<sup>17</sup>，一國政策當局不應過度偏重直接金融或間接金融，應將重點置於提升金融部門的運作效率，無論其金融體系係屬直接金融型體制或間接金融型體制。

— 相關研究指出，直接金融型體制或間接金融型體制的金融媒介，均與經濟成長呈正相關。例如 BIS 研究指出<sup>18</sup>，金融中介與金融市場活動增加均會促進成長，但有其限度，而兩者都具有統計上的顯著性，顯示金融中介與金融市場提供不同且互補的服務。

— 金融市場與金融中介各自提供極為有用、不盡相同的金融服務，兩者均有助於經濟成長、資本累積等；金融市場及金融中介並存的多元化金融體系，將帶來更為強健、更有效率的資本配置過程<sup>19</sup>。

---

<sup>15</sup> Allen, Franklin and Douglas Gale (1995), "A Welfare Comparison of Intermediaries and Financial Markets in Germany and the US," *European Economic Review*, Vol.39, pp.179-209.

<sup>16</sup> UNCTAD (2009), "Learning from the Crisis: Policies for Safer and Sounder Financial Systems," *Trade and Development Report 2009*, Sep..

<sup>17</sup> Jiang, Guorong, Nancy Tang and Eve Law (2002), "The Costs and Benefits of Developing Debt Markets: Hong Kong's Experience," *BIS Paper*, pp.103-114, Jun..

<sup>18</sup> 同註 2。

<sup>19</sup> Levine, Ross and Sara Zervos (1998), "Stock Markets, Banks and Economic Growth," *The American Economic Review*, Vol. 88, No. 3, pp.537-558, Jun..

#### (四)結語

1. 非金融部門在金融體系的**籌資方式**，大抵可分為兩類：**直接金融**(透過**金融市場募資**)與**間接金融**(向**銀行**等金融機構**借款**)。各國的金融結構屬**直接金融型**(「**以市場為基礎**」)體制或**間接金融型**(「**以中介為基礎**」)體制，隨**產業組成**、**法律制度**、**公司規模**與**經濟發展程度**等不同，而有所差異。此外，一經濟體的金融結構可能隨時間經過而逐漸演變，並非一成不變。
2. 國際間對**直接金融**與**間接金融**的統計，未有統一定義，端視統計者關注的角度及計算方法等而定。鑑於各界對直接金融與間接金融的統計方式不一，若**基於不同的衡量基準**，逕自就**直接金融**與**間接金融**比重進行**跨國比較**，易生誤解，**似有未妥**。
  - (1)各界對直接金融與間接金融的統計，常見差異項目包括：**金融機構投資之歸屬**、**金融機構範疇**、**股票計價基礎**、**股權範圍**、**資金融通部門**等。
  - (2)目前本行的**金融統計**，係按「**資金來源**」來**衡量直接金融**與**間接金融**；**銀行等金融機構**自**非金融機構**買進的**債票券**等，仍歸屬**間接金融**，該等金額需由**直接金融**中扣除。根據本行現行金融統計，台灣的**間接金融**比重約為**80%**，**直接金融**比重約為**20%**。
  - (3)如按國際間常用的「**借款者之籌資方式**」來**衡量直接金融**與**間接金融**，將**銀行等金融機構**的**證券投資**由**金融機構**授信中扣除，改計入**直接金融**，則台灣的**間接金融**比重約為**60%**，**直接金融**比重約為**40%**，與德國的情況大抵相當。
  - (4)為避免引發不必要的困擾，未來本行**金融統計**擬僅公布**直接金融**、**間接金融**相關數據，惟不特別註記為**直接金融**或**間接金融**，俾利各界依據自身研究所需取用相關數據。
3. 各經濟體的**金融結構**不盡相同，彼等央行須據此制定妥適的政策。
  - (1)美國資本市場的**深度**與**廣度**兼具，**公債殖利率曲線**之**建構完善**且深具市場指標意義，可充當**金融商品**的訂價基



礎，或有助於強化直接金融的發展；在**直接金融比重較高的美國**，**Fed 貨幣政策**主要係**透過金融市場**進行相關操作，引導市場利率改變，進而影響實體經濟。

(2)至於在**間接金融程度較高的歐元區**，銀行與企業往來較為密切，**銀行的金融中介角色至關重要**；因此，**ECB 主要藉由銀行信用管道**，促使貨幣政策效果傳遞至實體經濟。

(3)**台灣中小企業占整體企業家數比重極高**，且**對銀行融資倚賴甚深**；鑑於**台灣**係以**間接金融**為主的體制，銀行放款管道為貨幣政策的主要傳遞管道之一，**本行決策亦將此因素充分納入考量**。例如本年新冠肺炎疫情期間，本行除調降政策利率、備有擴大附買回操作機制外，亦實施中小企業貸款專案融通方案，藉由直接提供融通資金予承作合格貸款之金融機構，透過銀行信用管道的傳遞，以減緩中小企業所面臨之衝擊<sup>20</sup>。

4. 國際間相關研究顯示，**一國直接金融、間接金融比重的高低，與經濟表現並無必然關係**；一般而言，金融部門的運作效率等，才是關鍵。歷經金融危機後，經濟學家一般咸認，一國不應偏廢於某一融資管道，金融體系才不致承受過大風險；金融市場及金融中介提供互補的服務，對經濟成長均有貢獻，因此，**發展多元融資管道**，方能**有助於金融體系順暢運作**，進而**促進經濟發展與成長**。

5. 就台灣而言，近期**政府已積極發展多元融資管道**；除持續**強化銀行發揮金融中介的功能**外，在推動資本市場發展方面，**金管會**已於本年9月24日發布「**資本市場藍圖架構**」<sup>21</sup>，擬定5大策略：(1)**強化發行市場功能**，支援實體經濟發展；(2)**活絡交易市場**，提升效率及流動性；(3)**吸引國內外資金參與**，提高市場國際能見度；(4)**提升金融中介機構市場功能及競爭力**；(5)**鼓勵金融創新與多元金融商品之發展**。此外，金管會於本年12月3日宣布<sup>22</sup>，將由證交所及櫃買中心於現行多層次資本市場架構下分別開設「**臺灣創新板**」及「**戰略新板**」，預計自明(2021)年第3季起正式開板運作，以**協助新創業者進入資本市場籌資、支持實體經濟發展**。

<sup>20</sup> 請參閱中央銀行(2020)，「本行因應新冠肺炎疫情所採對策及與美國Fed措施之比較」，央行理監事會後記者會參考資料，6月18日。

<sup>21</sup> 金管會(2020)，「金管會發布『資本市場藍圖架構』，並預計於今年底提出『資本市場藍圖』具體推動方案」，金管會新聞稿，9月24日。

<sup>22</sup> 金管會(2020)，「證交所『臺灣創新板』及櫃買中心『戰略新板』明年第三季起正式開板掛牌」，金管會新聞稿，12月3日。