

# 金融穩定架構及中央銀行之角色： 危機之啟示

李 佩 真 譯

本文譯自 IMF Working Paper (WP/09/70) – Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks : Lessons from the Crisis , April 2009 。

## 壹、概 述

本次金融危機的深度與廣度，已激起各國主管機關重新檢討現行金融穩定架構之動力。而現有金融穩定架構之修正必須從再度探討金融監理之目標開始。以事後觀點來看，本次危機的集體失敗，在於忽略了關鍵目標—降低系統風險—所致。其中包括：

- 各國中央銀行及監理機關並未致力於發展總體審慎工具；該項工具和貨幣政策搭配，可被用來處理總合風險曝險過度累積的問題。
- 各國財政部未能及時運用及調整特別清理機制之適用範疇，以使其能夠減輕金融機構經營失敗的系統衝擊，以及處理隱性安全網所引起的道德風險誘因問題。
- 對於倒閉事件足以引起重大金融市場衝擊的大型複雜機構，審慎監理機關並未發展及實施更為嚴格的審慎標準。

- 對於快速演變中的金融市場交易，各國央行並未能很順利地推動具系統韌性的結算與清算程序。本次危機顯示信用衍生性商品缺乏完善的基礎設施，就是一個明顯的例證。
- 整體金融穩定架構似乎並未充分顯現該架構有助於達成其預設目標，以致於經常使央行在追求金融穩定目標時，未能有明確的責任與工具。

為期更有效地降低系統風險，完備的金融穩定工具是必須的。然則，這也衍生出誰必須負責執行這些政策工具的問題；更廣泛地說，就是何種監理架構最有助於降低系統風險？其中一個重要問題—已於此次危機爆發之後，各國央行所採取的行動之中凸顯出來—就是：在整體架構中，央行應扮演何種適當角色？

本篇報告試圖澄清部分上述議題。文中首先回顧央行在降低系統風險方面所扮演的角色，其中，所採用的政策工具包括：傳統貨幣政策工具、經由貨幣市場提供總體流動性、最後貸款者以及結算與清算系統監督等項目。此外，文中也會對於更為正式的央行金融穩定角色(包括延伸至金融監理)之利弊，進行廣泛討論。

本篇報告之分析結果建議：擴大央行角色以超越現行可運用政策工具，可能有助於提升整體的金融監理效能，充分發揮既有的與創新的金融監理工具之間所能產生的降低系統風險綜效。

- 將央行角色延伸至金融監理，可增強央行降低系統風險的誘因。它可使央行運用其總體金融專業分析能力，以進行總體審慎政策工具之規劃及執行。此項角色擴張有益於發展支撐金融市場交易的金融基礎設施之專業知識，以利危機之控管。它也可增進央行取得資訊之管道，而使央行之降低風險工具組合更為完整。
- 將央行角色擴張至金融監理，也必須付出代價。然而，有異於「審慎監理與貨幣政策之間會有潛在衝突」的一般看法，本次危機指出貨幣政策與金融監理之間存在潛在的綜效。當貨幣及審慎政策同時被調整，以充分反應降低系統風險之需求時，二者間之互補性將會發揮更大的降低風險效果。

- 更有效地運用所有可取得之工具，有助於降低危機發生頻率及減緩衝擊，亦可使危機之時央行面臨政治壓力的情形得以減少。

本篇報告接著依據基本原則去分析金融監理之目標、工具及範疇，並於分析時兼顧消費者保護及降低系統風險之目標。經由這些分析，本文最後將討論整體架構之結構設計問題，提出該項結構規劃之一般原則，並回顧既有的以及發展中的世界各國金融穩定架構。

值得一提的是，已有兩個現有模式符合較為整合之新趨勢。其所採取的作法是將整體架構中的機關數目降為兩個，分別為，1) 單一整合監理機關模式：單一整合監理機關與央行並存；2) 雙軌模式：央行係審慎與系統風險之監理機關，而與業務行為的監理機關並存。

雙軌模式的作法，可使央行的動機與專業能夠和降低系統風險的目標相配合，從而降低了機關間之協調合作需求。該模式，相對於單一整合模式而言，可能更具吸引力，因其結構係以更為明確的方式朝減低風險之方向進行規劃。例如，運用新的總體審慎工具配合貨幣政策以抑制總體系統風險；經由強化金融管理或特別清理機制以管理具有系統影響力之重要機構；以及在監督支付清算系統方面採取更為整合性的作法。

本文也分別就央行扮演不同程度的金融

監督角色、在選定架構下之各種降低系統風險方法，以及央行與業務行為監理機關之間之各種關係等層面，討論多種不同的混合架構模式。

這些混合模式提供了許多不同的成本與效益組合，很適合用來研究如何運用在不同金融部門發展階段之國家。此外，極端的金融穩定架構改革通常具有破壞性，一般而言，並不值得採行。在某些情況下，則可改採循序漸進的調整以處理相關問題。

如果央行被賦予更大的金融穩定角色—包括在個別機構之法規管理方面的更大影響力，以及更為清楚地定義央行在清理金融機構方面的角色—則這些權力必須搭配強而有力的機制，以落實透明化以及深入說明央行之維護金融穩定措施。此外，在整體架構方面，必須要能夠很明確地指出，清理金融機構所引起的準財政成本必須由財政部全權負

責。

最後，金融穩定政策之順利推行雖與全國性的架構規劃有關，但也會受到諸如金融市場對法規、貨幣政策與領導才能等之反應，以及央行與監理機關所能運用的資源等許多其他因素的影響。

在本報告後續篇幅中，首先將討論央行在金融監理架構之角色(第二章)以及央行角色擴張至金融監理所產生之效益與成本(第三章)。其次概述各國(美國、英國、德國及歐洲地區)對金融穩定架構所提出之改革意見(第四章)。接著從基本原則出發，在第五章探討進行監理架構規劃時所必須考量之重要問題：

- 為何要規範金融機構？
- 規範之對象為何？
- 監理該如何執行-使用何種工具？

根據上述分析，最後進行監理架構問題之探討-監理該由誰負責執行？(第六章)。

## 貳、中央銀行之金融穩定角色-危機之啟示

### A. 貨幣政策

最近的危機已經重新掀起中央銀行是否應該以及如何在政策上將資產價格、槓桿以及信用成長等之變化納入政策考量的辯論。本次危機顯示，中央銀行為期達成或致力於追求狹義的價格穩定目標，可能會忽略了信用成長與資產價格的演變。他們可能因此未能覺察金融體系內信用與槓桿之擴張程度，

在長期下已經超乎市場所能負荷。

國際清算銀行(The Bank for International Settlements, 簡稱 BIS)長久以來一直認為金融體系具有順循環本質，因此長期下會傾向於呈現類似泡沫化現象(Borio and Shim 2007, Borio and White 2004)。BIS 指出，這種情形以及過度快速的信用成長，將會導致資產價格偏離基本價值而上揚，並進而引燃消費與

投資的榮景 (White, 2008) (註 1)。在所有美國大蕭條時代、日本 1990 年代及 1997 亞洲金融危機的個案中，危機發生的先兆是信用快速膨脹，它反映在較高的資產價格與擔保品價值，並進而引起信用的更加擴張 (註 2)。

雖然這些作用機制正逐漸為人所知悉，目前我們對於中央銀行於危機發生時是否能採取某些對策以為因應，仍然未能達成充分共識：有些人長久以來提倡利率政策的陰影效果-"逆勢操作(leaning against the wind)"-以對抗資產價格的上揚以及信用的擴張。另有些人(如 Bernanke and Gertler, 2001)則對此作法提出下列質疑：

- 以此種方式運用利率政策，可能不足以有效地抑制資產價格與槓桿的上揚，且一旦付諸實施，將會對央行之其他目標造成阻礙。
- 資產泡沫不易偵測，且其對經濟體系之影響亦難以評估。
- 逆勢操作之利率政策，相對於等到泡沫破滅再進行善後處理而言，其所付出的代價過於高昂。

然而，如果貨幣政策主管機關依此行事，就如同賣出一個賣權，允許金融市場於事後將"市場混亂"賣回給主管機關。可以確定的是，主管機關應該提供一些此類(貨幣)保險，尤其是在市場混亂造成內生性的資產價格下降旋渦與信用緊縮，以致對實質經濟活動與社會福祉造成負面影響之時，更該如此

(Diamond and Rajan, 2006)。不過，在執行上仍有許多重要的前提：

- 首先，此類保險商品不被定價是相當沒有效率的事。賣出賣權者得以收取權利金是市場慣例，一旦無償提供，金融機構將有過度擴張業務的誘因，以藉此賺取高額報酬。簡而言之，對(貨幣)紓困政策的期待將造成道德風險問題。
- 其次，從當前危機當中得到的經驗是貨幣主管機關出面收拾殘局絕非易事或毋需代價。貨幣政策在面臨金融失衡問題之展開過程引起對金融體系償債能力的負面影響或質疑之時，可能會喪失其有效性。這可見諸於日本失落的十年、美國經濟大恐慌，以及最近之危機所顯現的銀行同業市場停擺以及銀行籌資能力受挫等情形。再者，當名目利率逼近下限，貨幣政策可能會陷入流動性陷阱，亦即，實質利率將會維持正數，而寬鬆貨幣政策則不再發生作用。此時，只有剩下成本高昂的財政紓困措施可供選擇。
- 最後，金融失衡的展開過程將會墊高中央銀行達成總體經濟政策目標之成本，且會伴隨著貨幣政策之有效性逐漸遭到限縮的情形。當貨幣政策無法改變信用市場的急凍現象時，可能會導致總體需求崩跌以及失業率急遽攀升，甚至可能會嚴重損及貨幣政策達成物價穩定目標之能力。其型式可能會以通貨膨脹之較大波動的方式呈

現，因為此時之政策已轉而聚焦於支撐金融部門。它也可能涉及持續的通貨緊縮，以致於進一步加重債務人的資產負債表壓力，使經濟衰退為之加深。

近期之危機處理經驗，無疑地會使中央銀行重新檢視貨幣政策在因應金融失衡之累積方面所能作出的貢獻，以及深入思考貨幣政策應如何地更加考量信用、槓桿及資產價格等之變動。中央銀行(包括 Fed (註 3) 及 BOE(註 4))亦需要深入研究那些除了利率以外可能對金融部門更具政策效果的總體審慎工具，以因應金融循環所帶來的挑戰。

關於如何設計反循環監理工具方面，目前已有很多建議方案。例如，Goodhart 及 Persaud 認為個別金融機構的資本緩衝應反映其放款的成長幅度，並符合 Basel 標準 (註 5)，另一個方案則是採用動態提撥架構，如西班牙銀行自 2007 年起所採行之制度 (註 6)。設定槓桿比率上限亦是抑制金融失衡之可行工具 (註 7)。在撰稿此時，有關何項審慎工具最有可為，正在金融穩定論壇(Financial Stability Forum) (註 8) 及巴塞爾委員會(Basel Committee)中引起熱烈辯論，惟對於鼓勵在時機良好之時累積資本緩衝以應付危急所需則係普遍的共識。此一作法，不僅可於金融失衡之時控制信用及槓桿的成長，亦可在金融失衡的展開過程中發揮保護金融體系核心之效果。

惟此反循環審慎措施仍有實務上之執行

困難。它必須在消弭資金過剩(financial excesses)之目標與動態的金融部門需求之間取得平衡，俾能支持經濟成長。雖然事先訂定政策法則有其優點，包括減少監理上的權衡以及引進事先的承諾，但此類法則仍有其運用限制，且可能須定期更新以避免淪為被套利的工具，並確保跟上金融部門之發展腳步。有時政策目標仍必須佐以權衡措施以因應特定市場的發展現況 (註 9)。

總體審慎政策，如果能夠在一個可以兼用貨幣及總體審慎政策的全面性政策架構之下運用，最可能發揮成效 (註 10)。這種政策架構，如果能搭配以中央銀行評估總體經濟情勢及總體金融風險之專業能力(它有益於總體審慎政策的設計與持續檢討)，將是很有助益的事。

此政策架構亦可藉由調和中央銀行確保總體審慎措施之有效性而獲益。相關的深入研究指出：中央銀行有其誘因以確保總體審慎政策之有效運用，原因有三：

- 資金過剩問題將加重中央銀行總體政策目標之成本，包括物價穩定及成長。
- 若審慎工具未能有效運用，則貨幣政策可能需承受較大的負擔以處理金融市場所累積的失衡問題，並妨礙到央行之其他目標，如物價穩定。
- 資金過剩問題的影響，可能會損及貨幣政策的有效性。

有一個重要的問題，則是總體審慎工具

在缺乏貨幣政策輔助的情況下是否仍然能發揮其功效。當寬鬆的貨幣政策助長了對信用之需求(註 11)時，試圖規避反循環規範的誘因將更為強烈。這些因素指出，中央銀行有必要重新思考貨幣政策在成功的金融穩定政策上所扮演的角色，不僅要克服金融失衡問題所產生之衝擊，且要能夠抑制金融失衡的累積。當先進國家走出當前的量化寬鬆時期，我們應該思考現行貨幣政策架構應該如何與以何種程度進行調整的問題，以使未來的架構能夠更為明確地考慮金融穩定目標(註 12)。以下將討論幾個不同的作法：

1. 貨幣政策目標可將金融穩定列為明確的次要目標，以輔助物價穩定的主要目標。

2. 貨幣政策目標可以明確的方式，將某些資產價格或信用市場的變化納入考量。舉例來說，雖然大部份貨幣主管機關僅關注資產價格以外的某些物價指數，但已有人建議可考慮納入某些與抵押信用相關之資產價格，例如房價指數(Brunnermeier 等人，2009)。或者可採用第二個目標，譬如ECB的貨幣支柱可加以修訂，以便在貨幣總計數之外，也能更加反映信用的變化。這將開啟了以人為判斷方式將某些比重放在這些變化的可能性。

3. 政策目標之期間可加以延長(註 13)。現行之通膨目標期間通常較短(一般為2年)，惟典型的金融失衡所需蘊釀期更長。將政策期間延長至中期，將能容許政策目標更能注

重未來所面臨的風險。

#### B. 提供系統流動性

自2007年8月危機爆發以來，各國中央銀行持續對銀行同業市場及其他批發市場挹注流動性資金。各國央行也修正其貨幣操作措施以紓解流動性緊俏，如降低銀行應提準備不足之罰鍰以及調降重貼現率。當銀行變成較無意願拆出資金給其同業之時，央行也就時常調和流動性短缺的銀行與流動性充裕的銀行，以使資金能夠獲得調節。央行也改變公開市場操作條件，延長所提供之流動性的期限，以及將可接受之擔保品範圍放寬至流動性較差與信用風險較高之有價證券。部分國家之央行也擴大其交易對手範圍，以使資金能夠流向最需要的地方。許多上述措施在採行之初，尚能將整體銀行體系之準備總計數維持不變，銀行在其後隨即擴充其資產負債表，以致於模糊了系統流動性的提供與非傳統貨幣政策的界線。

中央銀行於金融市場陷入混亂且流動性不足時，擔任市場流動性提供者之角色，可稱之為“最後造市者”(market maker of last resort, MMLR)。Buiter(2008)比較了許多中央銀行於危機時所採政策之效能，包括ECB、BOE與Fed。然而，央行對銀行體系與金融市場挹注流動性資金之作法並非首例，日本央行早在1990年代資產價格崩跌造成銀行資產負債表壓力之時即已採行類似作法，拉丁美洲國家之央行亦採用此方式以因應1990年

代中期之後發生於該地區之許多銀行危機事件(Jacome, 2008)。

央行運用這些措施以抑制系統風險爆發對金融體系與經濟之衝擊。但是抑制銀行危機並不是沒有代價的。以高信用風險之抵押品為擔保對銀行同業市場提供流動性，長期來說，會使央行的資產負債表面臨風險。這種作法也使得(傳統)貨幣政策的執行更加複雜，因為央行必須沖銷比以往大得多的流動性，且須就其貨幣政策立場與提供流動性目標之間的差異，對外加以說明。特別是在小型開放經濟體，提供系統流動性可能導致匯率迅速貶值，長期之間，將會引起通貨膨脹的升高(Jacome 2008)。

經由提供流動性以抑制系統風險爆發的衝擊，對於央行的政策目標而言，其代價很高。因此，央行會致力於降低系統流動性壓力之發生頻率。這意謂著加強對關鍵的私人流動性提供者(如商業銀行)之監督，並持續監督金融市場，以避免市場崩跌引起這些機構之償債能力與流動性壓力等問題。

#### C. 最後貸款者(Lender of Last Resort, LOLR)及倒閉機構之清理

央行以其傳統上之最後貸款者功能，會對於面臨流動性問題且無法從同業拆款市場取得資金之個別銀行提供信用(註 14)。這角色也凸顯出央行，由於最後貸款者角色的延伸，為何會傾向於涉入出現流動性壓力問題之具系統重要性機構的清理。這些機構包括

了大型存款機構(如 Northern Rock)，甚至也可能擴及影響金融市場層面更廣的金融機構(如 Bear Stearns 及 AIG)。

在這些案例中，央行於危機初始均採緊急資金融通，其後才宣布一連串的紓困計畫-如英格蘭銀行(BOE)在 Northern Rock 案件中所採方案，或者針對個案提供融通資金-如 Fed 協助 JP Morgan Chase 收購 Bear Stearns。其後，他們亦扮演過渡銀行角色，暫時入主倒閉機構以繼續營運，如 Fed 在處理 AIG 案時之作法。藉由以上措施，央行也深入地涉及有關私人競標或政府注資以及收歸國有等永久性清理措施的協商。

央行實際上扮演最後貸款者以及具系統重要性金融機構之清理者的雙重角色，已經逐漸地廣為接受，而這也使得央行有意願從事這些機構的監督與管理。

較深入的分析指出，此一意願與下列四個不同面向的考慮有關：

- 評估償債能力：金融機構只有在市場停止對其提供信用之時，才會向央行尋求貸款，常見的情況是見諸於金融機構的長期存活力出現不確定之時。而欲得知較市場所知為多的資訊之主要方法，就是從個別公司的監理資訊去獲得。
- 衡量系統性衝擊：監理資訊可幫助央行有效評估個別受創機構倒閉對其他金融機構及經濟體系所造成之系統性衝擊，並有助於形成是否介入干預之決策判斷。個別機

構之系統性衝擊的難以評估，已可從 Bear Stearns、Lehman 及 AIG 等案例之中清楚地看到。

- 金融安全網所衍生的道德風險問題：央行提供流動性協助予個別金融機構，易於產生依賴央行協助之道德風險問題。因此，央行會有意願去瞭解其可能必須提供最後貸款之機構(註 15)的審慎流動性管理與監督的有效性。
- 潛在商譽損失：因為“救火隊”的任務角色，央行無可避免地要承擔任何危機處理政策錯誤(已經證實的或意識到的)所帶來的商譽損失。這表示央行也有一些利害關係，因而有意願降低危機事件的發生頻率。亦即，央行有意願去關注具系統重要性之金融機構(資本及流動性)的審慎管理，以及它們的有效監督。

金融監理機關對金融機構之審慎管理不彰也可能會損及其商譽。而這將引起對於審慎政策的檢討，譬如英國金融監理局(FSA)對北岩銀行事件的探討以及美國證管會(SEC)對 Bear Stearns 等投資銀行倒閉事件之省思。然則，在這些案例之中，儘管央行並非瀕臨倒閉機構的監理機關，央行的信譽仍面臨挑戰。主要原因在於央行的清理具系統重要性機構角色以及扮演該角色之過程中可能產生的錯誤(註 16)。因此，央行有意願去減少其處理危機之頻率，而此一意願則可以經由設計一個全面性的金融穩定架構，並賦予央行

對系統重要性金融機構之審慎監管影響力，而加以促成。

#### D. 支付清算系統之監督

傳統上，中央銀行一直對於具有重要系統性影響之支付及清算系統扮演規劃及監督的角色，並且致力於降低這些系統所具有的交易對手信用風險。近幾年來，國內及跨國支付清算系統對於因應系統性風險，已有重大進展(註 17)。歸功於此項進展，先進經濟體的主要支付清算系統已證實能以很高的韌性渡過本次危機之試煉。

而自 2005 以來，由紐約 Fed 為首的各國中央銀行以及市場參與者已持續為降低店頭市場(OTC)雙邊交易結算之衍生性金融商品交易對手信用風險而貢獻心力，特別是信用違約交換(credit default swaps, CDS)(註 18)市場。惟其進展緩慢，且 2007 年伴隨著市場交易總值擴增，未能確認之交易也隨之增加。OTC 市場基礎架構的缺陷，特別是缺乏一個集中的交易對手(Central Counterparty)(註 19)，被認為是一旦容許 Bear Stearns 倒閉，將可能引起系統性衝擊的相當重要原因(Bernanke, 2008a)。而對於是否應該讓 Lehman 或 AIG 倒閉的決策，亦引起很大的關切(註 20)。

此點指出中央銀行對於具系統重要性之支付清算系統，應該擁有正式的監督權力。但是，如果系統規劃的提升有賴於現行使用者的合作，則他們可能須要更有力的工具以



管理此類系統的使用者。在缺乏監管系統使用者之正式權力的情況下，中央銀行截至目前為止主要仍仰賴道德勸說之方式進行管

理。然而，如果能夠賦予他們審慎管理與監督這些機構的更大影響力，將有助於提昇其管理功能(註 21)。

### 參、中央銀行金融監理角色之利弊分析

前一章的討論，指出許多央行傳統政策工具與央行角色延伸至金融監理二者之間的綜效。這意謂著央行角色擴大到金融監理可能有助於提昇金融管理之效能。在討論金融監理之潛在成本之前，先將一些上文所提及之央行金融監理角色效益歸納如下：

- 系統風險的發生對於央行而言是極大的負擔。這使得央行有誘因去降低系統危機之發生頻率，包括運用總體審慎工具來降低總體之系統風險，以及以個體審慎工具來減輕個別機構受到危機頻率及衝擊的影響。
- 金融監理工作有助於增進央行對於總體金融之專業分析，並可進而有益於總體審慎政策工具的規劃。而當貨幣政策與總體審慎政策二者以互補的方式運用時，此一總體審慎政策角色，可使得央行的政策工具更為完備。
- 央行之金融基礎設施專業知識有助於危機之控管，並可將央行專業知識與鼓勵業者使用較不具系統風險之系統互相搭配，以發展能降低倒閉衝擊之個體審慎工具。此一規劃個體審慎工具之角色，將使央行對

於具系統重要性之支付暨清算系統之監督工具更為完整。

一般而言，央行之監理角色有其潛在成本。要比較將央行角色擴及金融監理之利弊得失，必須充分探討其潛在成本。其中有些論點已被提出，並且值得進一步分析。

#### 與最後貸款者(LOLR)角色之潛在衝突。

Goodhart(2008)指出金融監理權所賦予央行之豐富資源及裁量權力，可能會使其容許所監督無償債能力理應退場的機構繼續營業(註 22)。雖然這種潛在顧慮在所難免，但本次危機經驗可能已使其實際上的正當性受到質疑。

- 2007 年英國爆發金融危機時，英格蘭銀行深信北岩銀行仍具有償債能力而沒有立即採行 LOLR 援助措施。當時，接受政府援助已被市場污名化，只有秘密的緊急援助才能發揮效果，但是英格蘭銀行認為任何的檯面下協議仍有可能因為走漏風聲而造成市場不必要的恐慌(註 23)。這意謂著 LOLR 援助並不可行，而且在未來任何期間亦是如此。
- 一旦挽救金融機構的決定公諸大眾，主管

機關的作為就必須接受議會或社會大眾的巨細靡遺的檢視，而使得央行運用 LOLR 政策失當之風險大增。

- 任何提供無償債能力機構 LOLR 援助之作法，從央行的角度看，都無法確定這樣作是值得的，因它必須考慮扶持無償債能力機構對於其資產負債表所造成的影響。
- 所謂的金融監理與 LOLR 措施間之衝突問題，並未考慮到金融機構之監督與清理之間的各種綜效。如前所述，金融監理資訊有助於評估一家機構倒閉之系統衝擊程度以及 LOLR 援助措施對央行資產負債表產生之影響。而央行之清理金融機構角色亦使其傾向於在事前採行更嚴格的監理標準。這是因為維持健全的資產負債表與避免危機處理失當所造成之商譽損失二者對央行而言同等重要。這些誘因會促使央行更加謹慎地監督具系統重要性之個別金融機構。

**與貨幣政策間之潛在利益衝突。** Goodhart 及 Shoenmaker (1995) 提出個體審慎目標與央行總體審慎目標之間可能存在衝突情形，並且可能會影響到貨幣政策之執行。尤其是，在銀行體系面臨壓力之時，貨幣主管當局可能會因為顧慮到其所監督之金融機構的償債能力問題，而不願對其採取適當的緊縮措施 (註 24)。不過，仍然有下列之不同看法：

- 貨幣政策雖不應涉及銀行的償債能力問

題，但卻需要考量銀行部門資金緊俏對經濟體系信用供給之衝擊，以及對產出與通膨之影響。在其他情況不變的情形下，寬鬆的貨幣政策可有效舒緩銀行體系資金緊俏，且無關央行是否為金融監理主管機關。事實上，為因應當前金融危機，世界各國央行均已調降利率，部分原因在於希望能克服信用枯竭對於經濟體系的影響。

- 金融監理角色對於央行因應銀行部門壓力可能會有助益。根據 Fed 說法：「在近期之金融危機中，Fed 直接經由主要金融機構及金融檢查方式以取得資訊的能力，對於瞭解金融情勢及其對經濟體之影響，彌足珍貴」, Bernanke (2008a)。其他國家央行近來亦相繼強調取得金融檢查資訊之重要性，例如 ECB，特別是在危急情況下對於貨幣政策因應措施的助益。實證研究也指出金融檢查資訊有助於預測未來產出與通膨之走勢 (註 25)。
- 總之，金融監理角色可能會影響貨幣政策之執行的說法並無法令人信服 (註 26)。此外，如第二章所詳述，有諸多推論認為央行貨幣政策之角色對總體審慎政策助益良多，其原因與央行之決策動機及專業知識有關。

**貨幣政策之潛在商譽風險。** Goodhart (2000) 對於同時容許中央銀行負責個別機構之審慎監理與貨幣政策，提出其顧慮。認為前者之重大失誤可能會削弱人們對後者的信

心。其顧慮雖有影響，但本次金融危機之經驗顯示此項顧慮的影響有限。

- 金融監理與危機處理之問題屬性、權責單位與決策過程，皆與貨幣政策相關決策不同。我們可從 Bear Stearns、Northern Rock、Lehman 及 AIG 等案例中得到驗證，並推定社會大眾應能明確分辨二者之差異，特別是當貨幣政策係由一獨立的貨幣政策委員會所負責之時。
- 然而，就算央行之貨幣政策會因為金融監理之重大失誤而產生商譽風險，並不必然意謂著二者應分由不同的獨立機關負責。這是由於央行相當在意其對貨幣政策的信譽，因而會有強烈的動機去徹底執行監理規定。這將有助於降低危機的發生機率。因此，所謂的二者間之顧慮，可能並沒有太大問題。

**損及央行獨立性的可能性。**有些政策評論家提出警告，認為央行同時擁有個別機構的金融監理及危機處理權力，將使其角色政治化，而有損其獨立性。此論點雖攸關重大，特別是在央行地位較不穩固的情形下，惟仍有以下不同的見解：

- 有關正式的金融穩定角色所引起的獨立性顧慮，忽略了中央銀行之實際參與的影響；包括其對個別機構提供 LOLR 以及提供市場流動性等角色，皆會使中央銀行承受政治上的壓力。
- 危機可能強烈地損及中央銀行之機構獨立

性，不論其是否擁有正式的金融穩定角色。對此，賦予央行更正式的角色至少能使其運用更豐富的政策工具以減輕系統風險，並降低危機時之政治干預可能性。

- 針對央行政策獨立性不足之處，與其剝奪其金融穩定之正式責任，不如設法增進其政策獨立性，賦予央行明確的貨幣及金融穩定任務，並立法保障其政策之獨立性。

**權力的過度集中。**也許中央銀行執行審慎監理所面臨之最大爭議在於權力的過度集中，特別當其亦負責獨立的貨幣決策時。此一問題雖值得關切，但是本次金融危機經驗之啟示，則可能從以下各種作法移轉對此問題的顧慮：

- 本次金融危機使我們體認發展一個可交叉彈性運用貨幣工具與總體審慎工具的全面性政策架構之重要性。監理政策與貨幣政策間交互作用之綜效包括監理資訊對貨幣政策的效益、央行運用其總體專業知識以執行總體審慎政策的效益，以及央行具有強化總體審慎政策之動機的效益。
- 金融監理所必須面臨的政治經濟問題，使得將監理權賦予單一的獨立機關之作法，如同以此方式行使貨幣政策一樣，深具效益。政治人物常有誘因出面反對央行降低通膨之政策，尤其在景氣樂觀時更是如此。同樣地，他們也會阻礙經濟榮景下的反循環總體審慎政策(Goodhart, 2008)。因此，如能將總體審慎政策交由一獨立機關

來行使，這些問題將有可能被克服。

- 相同的論點也適用在對於具政治影響力的大型金融機構之個體審慎監理。這些機構有誘因且有能力對政治人物進行遊說，以期能適用較寬鬆的監理標準。而在金融國際化的環境下，各國政府在促進金融機構自我管理之競爭誘因下，將使監理機關承受更大的政治壓力。這些問題顯示，將大型且具影響力之金融機構的審慎監理委由一獨立機關負責，有其效益。
  - 將權力交給一獨立監理機關雖有其政治經濟效益，惟政治壓力不容小覷，尤其在景氣樂觀且國際充分競爭之環境下，其強度更為驚人。而設立一個權力集中之機關，則可增進其總體及個體政策之影響力及可信度，使其更有能力抵抗政治人物及金融機構之干預壓力。換言之，權力之集中有助於達成金融及貨幣穩定之政策目標。
- 在討論央行金融監理角色之利弊得失時，如能蒐集各界不同看法，將有助於導出進一步的結論。
- 有部分的央行金融監理成本，只有在央行擁有強而有力的貨幣政策功能時才會產生，而在央行的貨幣政策功能嚴重受限的情況下，則不會產生同樣的金融監理成本，例如，當該國為貨幣聯盟之會員國或其央行採取聯繫匯率(currency board)制度之時。不過，與一般的看法不一致的是，貨幣政策與審慎政策間具有強烈的互補效

果，而整合這兩種權力將有助於提升政治經濟效益。這表示央行金融監理角色對於金融監理效能之提昇可能會有助益，即使是-且尤其是-在央行也擁有執行貨幣政策的權力之時。

有些成本會因為監理角色之利益衝突而升高。然而，央行的監理角色亦有其貢獻，包括對貨幣政策及處理具系統重要性金融機構之危機問題等方面皆有很大的效益。這些效益源自監理資訊所產生的價值以及對於具系統重要性的金融機構所適用監理尺度之拿捏。

另一方面，某些央行之金融法規管理角色效益或許不需要由其本身親自扮演金融監督角色，而可經由法規制定之角色即可達成。特別是為了降低較為不良之結算與清算程序所衍生之系統風險而採取的總體及個體審慎政策。

當央行的危機處理係採亡羊補牢的態度，沒有及時採取符合其法定權責之適當措施，會造成監理成本更加沈重。闕如，賦予央行審慎法規管理的正式權力可能有助於減少央行處理危機的機率。而若能賦予央行清理金融機構之較為正式的權力，將有助於釐清財政部所需要負責的(清理所引起之)準財政成本，同時也可減輕有關貨幣獨立性的關切。

在權衡所有的利弊得失之後，各國可能會有各自不同的作法。因而，在評估全面性

監理架構(第六章)的各種制度方案時，應充分地將各國之特殊國情與經濟金融環境差異納入考量。當央行的權力延伸到金融監理權時，很重要的一點是，必須確定能輔以一個有力的機制以維護央行金融穩定政策的透明

及獨立自主。典型的案例，如BOE在金融穩定方面之更大的角色功能，係輔以一個全新的金融穩定法定目標以及更大的責任，以強化其相關權責，細節將在下一章詳述。

## 肆、近期之金融穩定架構辯論

本次的金融危機在部分先進國家或經濟體引發一片檢討聲浪，思忖如何改進現存的金融穩定架構，以及如何發揮中央銀行之適當角色。本章將介紹部分國家及經濟體(美國、英國、德國及歐洲地區)所提出之不同改革意見，並詳述其現況發展(在撰稿此時)。雖然各國在本次危機中所遭遇之問題及所採因應措施具有重要的共通性，其中仍有不少值得一提的重大差異，部分原因也是為了方便在後續二章對金融穩定架構進行更進一步的概念性分析。

美國財政部在2008年3月提出"現代化金融監理架構藍圖(Blueprint for a modernized financial regulatory structure)"，這份改革計畫指出，許多現存監理架構皆在距今七十年以前所創立，此一架構"已無法跟上現今市場創新的腳步"，且"防止和預測金融危機事件之難度與日俱增"。例如，美國對存款機構之監理特色是效率欠佳的多頭馬車管理問題，五個聯邦主管機關必須協調彼此對聯邦註冊銀行監理與處理的不同意見，並和州政

府充分溝通諸如抵押市場監理等議題；同樣地，保險市場監理仍維持由州政府負責，主要原因為其歷史背景。

此項藍圖所描繪的最佳架構係試圖簡化及整合現行監理結構，其組織信條為"目標監理"，分類如下：

- 市場穩定監督，以維護金融市場的穩定性；
- 審慎監督，以彌補由明示的政府保證措施(對銀行及保險公司)所導致之市場紀律鈍化問題；以及
- 業務行為(消費者保護)規範，建立商業行為及金融產品的監管標準。

在此項藍圖規劃下，Fed將成為全面的"市場穩定監督者"，這賦予了Fed維護全面金融穩定之正式權責以及監督整體金融體系運作之"廣大權力"，包括搜集個別金融機構之重要資訊、聯合其他主管機關訂定管理規則以及採取維護全面金融穩定之導正措施等。此藍圖亦賦予Fed在支付系統監管的更正式權責，擁有"認定"系統是否具重大影

響性之權力，以便將其納入正式監理範疇。所有的存款機構和保險公司皆將由此一獨立的聯邦審慎監理單位負責監管，並得以在新組織架構下繼續享有政府明文保證措施，至於業務行為的監督者則負責監控金融產業的市場慣例，包括證券、保險及銀行業等。

在危機蔓延的金融環境中，有不少相關議題持續擴展及引發討論：

- 特別清理架構的範疇：1991年"聯邦存款保險公司改進法(Federal Deposit Insurance Improvement Act, FDICIA)"所提出之立即糾正措施制度，係針對美國商業銀行的一項特別清理機制。惟對於混亂崩解局面足以對金融市場造成系統性衝擊的投資銀行及其他金融機構，前述財政部藍圖並未導入此一清理機制，直至 Bear Stearns、AIG 及 Lehman 等個案的發生，缺乏此一機制的問題才獲得具體回應。2009年3月由美國財政部及 Fed 所發表之聯合聲明，則試圖將此特別清理機制適用在所有具系統重要性的金融機構。
- 監理的範疇：前述藍圖並未將投資機構之強制性審慎監理納入規劃中，而近期危機事件已經證實這是美國全面監理架構之重大缺漏。事實上，Fed 已在 2008年3月和 SEC 簽署一項合作備忘錄(MOU)，使其得以搜集投資公司之相關訊息。在 Lehman 破產事件及 Merrill Lynch 出售給 BOA 後，Fed 已在 2008年9月將僅存的 Goldman Sa-

chs 及 Morgan Stanley 二家投資機構納入其監理名單中，並透過渠等公司了解銀行控股公司之發展現況。

- 中央銀行之角色：前述藍圖對於央行權責之平衡多所著墨，特別是 Fed 將不再只是銀行控股公司的整合監理機關，其觸角將延至全部金融體系。Fed 主席 Bernanke 在一場演說中指出"Fed 惟有在其權責相符之情況下才能正式對其促進金融穩定之使命負責"(Bernanke, 2008b)。

英國政府鑒於北岩銀行(Northern Rock)之處理經驗，於 2008年7月發佈了一項諮詢文件以鞏固其金融穩定架構。這份文件強化了英格蘭銀行(BOE)於金融穩定的角色，賦予其金融穩定的正式法定責任及問題銀行特別處理機制之主要執行權力。2009年銀行法(The Banking Act 2009)已正式明定 BOE 為清理倒閉金融機構之主導機關，且將具系統重要性之支付及清算系統的監督納入其法定權責。BOE 權力的擴張亦意味著更為獨立的權責：在 BOE 理事會下新設一監督 BOE 金融穩定政策之法制單位(係 BOE 之非執行董事理事會)-金融穩定委員會(Financial Stability Committee, FSC)。此外，並設法改進其監理資訊之搜集能力。英國財政部更指出 BOE 有權對金融監理局(FSA)提出監理架構之改進建議(註 27)。Turner (2009)在其報告中進一步討論如何劃分 BOE 及 FSA 之間的總體審慎監督責任以及如何將其付諸實施。

在德國，次貸相關損失(如 Sachsen LB (註 28) 及 WestLB (註 29) 等州立地區銀行、IKB 工業銀行及 Hypo Real 住宅抵押貸款銀行等)引發了金融監理架構之爭議及現行銀行清理機制效能之質疑。德國央行 (Bundesbank) 及聯邦金融監管局(BaFin)長久以來一直共同負責銀行業的監理工作，但二者之間責任的劃分有欠明確及透明，造成政策多所重覆、官僚文化盛行及監理漏洞橫生諸多枝節，2008 年 2 月新簽署的 MOU 中即闡明了二者之責任並加強彼此之互助合作 (註 30)。IKB 及 Hypo Real 的案例也顯示了銀行特別清理機制尚付之闕如 (註 31)。最後，IKB 及州立地區銀行等案例終於喚起了對於如何妥善監管民股(或部分民股)但由政府贊助之金融機構以及公股(或部分公股)之金融機構等議題 (註 32) 的重視。

在歐元地區，以 De Larosiere 為首的經濟分析研究團隊 (註 33) 發表了關於歐洲監理架構改革的研究報告。該報告贊成將例行性監理工作維持由各國負責，並提出以下三項新的建議：

- 在歐盟委員會(European Commission)及歐洲銀行監管委員會(Committee for European Banking Supervision, CEBS)之外，創立一個泛歐盟總體審慎監管單位(歐洲系統風險委員會, ESRC)，主席由歐洲央行總裁擔任，會員則包括歐洲中央銀行體系常務理事會(ESCB General Council)的成員-所有歐盟會

員國的中央銀行；

- 創立泛歐盟個體審慎監管單位(歐洲金融監理機關體系, ESFS)，整合銀行(歐洲銀行監管委員會, CEBS)、保險(歐洲保險及職業養老金監管委員會, CEIOPS)及證券(歐洲證券監管機構委員會, CESR)等委員會之職能；
- 強化功能性監管單位(CEBS, CEIOPS 及 CESR)之監理職權，賦予其特殊權力，以確保歐洲地區監理的一致性。

以上建議雖尚未提倡單一歐盟監理機關的設立，仍將有以下重大改變：

- 以上提議可強化 ECB(及歐洲各國中央銀行)於總體審慎監理的職權，並作為各國央行評估系統風險與進行審慎監理之間的橋樑。
- 雖尚未擴充 ECB/ESCB 之個體審慎監理職權，仍建議其職員參與個體審慎監理人員協會以及相關實地檢查作業，以確保 ESRC 與個體審慎監理人員之間能享有充分的監理資訊交流。

上述建議的前提是："為維持總體經濟架構穩定及平衡之政策組合，必須強化貨幣與監理當局之充分合作"，以及"總體審慎監理若無法對個體層面之監理發揮影響力，則不具重大意義"。

然而，前述報告對於賦予 ECB/ESCB 更大的個體審慎監理職權仍有部分爭議。例如，有不少國家的中央銀行無法勝任其個體審慎監理工作，而且如同本報告所指出，全

國性監理架構係由個別會員國家負責。再者，ECB 不具有對個別機構進行清理之權力。在歐盟地區，清理金融機構仍為各國之職掌，由各國主管機關(非ECB或其他歐盟組織)負責吸收具系統重要性金融機構倒閉所可能引發之財政成本。

最後，國際間對於金融穩定架構及中央銀行之角色仍有不同看法。G30(2009)所發佈的報告"金融改革：金融穩定架構"，係針對目前危機提供了一系列的長期改革建議。在眾多議題中，特別強調改進審慎監理之效能和品質的必要性，建議如下：

- 各國應重新檢視監理架構以避免不必要的職能重疊、減少監管範圍之遺漏、消除監理套利動機及改進監理合作。

這份報告亦提及近來危機事件有助於中央

銀行金融穩定角色之認定，而且此一角色必須輔以適當的職權與工具以利任務執行：

- 雖然此一目標仍有待努力，中央銀行應該接受其促進及維持金融穩定之角色，且對金融穩定之重視不應只在金融危機時期才大聲疾呼，在危機發生前的信用快速擴張及財務槓桿迅速膨脹時期，亦應等同視之。
- 在少數央行尚未擁有審慎監理權的國家，應賦予其央行：(i)對於審慎管理者及市場監理者之強勢主導權；(ii)對於審慎監理政策之重大改變，尤其是資本與流動性政策以及融通擔保品相關規定，應具有正式的覆核權力；(iii)對於具系統重要性的大型金融機構以及關鍵的支付與清算系統，應具有監理權力。

## 伍、金融監理-目的、工具及範圍

一般國際間對於金融穩定架構的辯論以及央行在此架構的適當角色所衍生的問題，引發了我們從基本原則出發，針對一系列重要問題進行更進一步的討論：

- 為何要規範金融機構，干預理由為何？
- 規範之對象為何？何種類型之金融機構需要受到監理？
- 監理如何執行？需要使用何種工具？

探討以上問題有助於監理架構的討論-也就是說，何種監理架構有助於監理目標之達

成？-這將在後續章節討論。

### A. 為何要規範金融機構？

進行金融監理的基本理由最終反映在二個主要目標：降低系統風險以及保護消費者(投資人)。

#### 降低系統風險

金融機構的倒閉危機將對其他金融機構以及廣泛金融市場產生衝擊。一個弱質的金融體系，即使未面臨金融機構倒閉，也可能對經濟整體造成影響。由於金融機構可能沒



有將這些衝擊所產生的成本納入其風險管理考量，因此亟需金融監理以減輕系統風險。而將系統風險區分為總體層面與個體層面，將是很適合的作法。

當金融系統曝露於總合風險時，便產生總體系統風險。且當各機構承擔的風險互相關連時，金融體系也會曝露在此風險下。在此情況下，風險浮現時將使整個金融體系更為薄弱，導致整體經濟信用之持續緊縮的去槓桿化過程。

當個別機構的破產對整個金融體系產生負面影響時，個體系統風險於是產生，其作用管道有許多不同的方式。例如：個別機構破產可使許多交易往來機構發生損失。該機構之破產也可能使其他仰賴其提供信用的機構受到影響。由於資訊不對稱性的存在，個別機構破產最後也可能導致市場信心潰散以及與其類似之機構面臨擠兌，即使這些機構體質仍算健全。

總體與個體系統風險通常是相互聯結。例如：總合(相關性)風險藉由引起任何機構破產之可能性增加而提高個體系統風險。相關性風險的產生也會影響到特定個別機構破產所造成之衝擊，原因在於當金融系統處於緊張時，破產人(借款人)將更難取得替代現有信用的管道。但當破產的機構對整體金融市場的健全運作攸關重大時，儘管沒有總合風險的存在，個體系統風險亦有可能經由個別機構的破產而產生。

### 消費者(投資者)保護

由於資訊不對稱，金融商品(儲蓄型商品，保險)的賣方相對於該產品的買方佔有優勢，故金融市場對消費者的保護是必須的。這可能需要規範金融商品的說明書(例如保險契約保單)或限制可投資之商品(例如退休基金)。

同樣地，在批發金融市場，證券發行者通常較買方更具資訊優勢，因此更需規範資訊的揭露(例如證券商品公開說明書)。雖然在批發金融市場保護投資者的需求可能較為薄弱，但是金融證券交易之相關規範仍有其必要。例如，預防及懲罰市場舞弊-如內線交易、金融詐欺(如龐氏騙局)等。

在零售金融市場，另一項有關消費者保護的重要課題，是金融商品提供者之財務健全度的資訊不對稱問題。尤其是當消費者之報酬取決於金融商品銷售者的財務是否健全之情形(例如存款及保險市場)。

### 主要目標的相關性

這個議題主要探討二個金融監理目標的相關性-降低系統風險以及消費者保護。

二者之區別在於消費者保護的目標更為廣泛，包括許多零售及批發市場，而減輕系統風險的目標則較為狹隘。這意謂著從消費者保護的觀點來看，許多零售與批發市場的保護措施，可能對於減輕系統風險並無實質效益。

消費者保護與降低系統性風險通常是互

補的。例如，強大的存款保險機制有助於經濟體系對抗普遍的存款機構擠兌事件(減少系統風險)。然而，存款保險從保護消費者的角度來看亦有助益，且此保險制度對於規模較小之機構的單獨破產事件之系統防護也有幫助，即使這些機構破產所產生之系統性衝擊可能微不足道。而在批發金融市場，增加透明度的措施將有助於整體金融市場的有效性，這也導致金融機構市場自律的加強以及系統風險的減輕(註 34)。

消費者保護與減輕系統性風險也可能相互衝突。保護特定市場參與者(消費者或投資人)的措施，有時可能產生增加系統風險之意外結果。

- 提昇民眾取得零售抵押貸款的措施，可能會增加總體系統風險，尤其當這些措施是在景氣良好的時候採行。
- 保護存款者的措施，例如要求更高的銀行資本水準，將減少經濟體系所能提供的信用，尤其當景氣不好時，銀行將面對更高的籌資限制(註 35)。另資本要求也會減少金融市場所能提供的流動性，特別是當市場巨烈波動時(註 36)。上述二者效果皆會導致總體市場風險。
- 投資基金(例如退休基金)所握有證券部位之信評等級限制可保護基金投資者；但因持有資產之評等遭調降而出清其部位的行為，將加速去槓桿化程序，而可能導致總

體系統風險(註 37)。

#### B. 如何規範金融機構

除貨幣政策外，規範金融部門的工具可歸類為以下四種：

- 審慎監理。傳統上可分為對個別機構的資本與流動性監理，主要著重於機構財務惡化時的早期補救措施。
- 清理工具。傳統上包括央行最後貸款者以及存款與其他零售商品之強制性保險機制。特別清理機制也是基本工具之外的重要機制。
- 結算(clearing)及清算(settlement)系統之監督。主要應用於管理金融契約二造交易之後續處理程序與系統規範。
- 業務行為規範。這需要廣泛地干預金融市場參與者的活動，主要目標是解決在零售與批發市場間之資訊不對稱。

列出以上工具有助於追求金融監理之目標，包括消費者保護及降低(總體與個體)系統風險。

#### 審慎監理

原則上，審慎監理工具可用以同時控制系統風險發生的機率與衝擊，儘管這並非其主要用途。

從總體系統風險的角度來看，主要目標是控制總合風險之實現對金融體系及經濟整體之影響，因為這些影響的成本通常不太可能會被個別機構納入其風險管理考量之中。

再者，當金融體系之大部分皆較為脆弱時(註 38) -典型的情況是肇因於對總合風險之曝險過高-總體系統風險將因時間不一致問題而加劇。此時資本出現不足，且金融中介機構無法尋求額外私有資金來源，可能只好尋求政府部門之資金援助，如此將產生道德風險，導致金融機構嚴重低估總體系統風險的實現可能。而鼓勵在時機良好時累積緩衝資本之審慎監理工具，以便於在金融體系承受壓力時能夠提用，即是審慎監理工具控制系統風險衝擊之一例。至少原則上，藉由影響各機構資產負債表上風險的相關性，以及懲罰對於特定總合風險之曝險部位，審慎監理工具可能有助於控制風險實現的機率。

從個體系統風險的角度來看，其目標主要是同時控制具潛在系統影響性的個別機構之破產機率與衝擊，因為並非所有衝擊的成本都將被個別具系統重要性之金融機構納入其風險管理考量。再者，當機構太大而不能倒時，這些衝擊之代價可能導致主管機關為拯救具重要系統影響性之個別機構而挹注政府資金。為了避免救援措施所引發之道德風險誘因，必須運用審慎監理以控制具系統重要性金融機構破產之可能性。然而，審慎監理工具通常不是應用在此方面。例如：Basel 規定乃為了平衡所有銀行的破產機率，無關乎個體系統風險之影響(註 39)。當前審慎監理的標準亦極少用以控制機構破產之系統性

影響，未來可行的作法像是以個體審慎監理工具去影響結算及清算程序之改變。

從消費者保護的觀點來看，審慎監理最終乃為保護消費者(以及存款保險基金)避免受到銀行(保險公司)由於政府明確的保證措施以致評價錯誤(mis-pricing)之影響，而承擔更多不適當的風險-例如此類保證措施已存在於許多國家的零售存款及人壽保險合約之中。

### 清理工具

在所有清理工具中，特別清理機制逐漸被視為降低系統風險的主要工具，可減緩個別具系統重要性金融機構破產倒閉所造成之衝擊，亦可減少主管當局為避免此類機構倒閉對金融體系造成廣大衝擊，而不得不挹注政府資金之可能性。此機制亦可導正由個別金融機構系統性衝擊所形成之無形金融安全網下所衍生之道德風險問題(太大不能倒)。藉由刪減政府支出，此項機制可限制金融機構對於政府救援措施之期待，以避免不當預期會抵銷市場紀律之功效(註 40)。

現行運作模式之一是依據美國聯邦存款保險公司改進法來處理發生清償不能之商業銀行。該法賦予了聯邦存款保險公司若干清理工具，包括主管機關可透過設立一過渡銀行(Bridge Bank)，在進行破產金融機構之清理措施(例如標售資產或進入清理程序)時允許其主要功能得以維持運作。現行法令所明定之特別清理機制通常只針對部分的資本結構提

供保障(例如消費者存款)，並將損失轉嫁到其他人身上(如股東及無擔保債權人)，包括不良債權之承擔機構(bad bank)。

特別清理機制對於控制個別金融機構之破產機率並無法發揮完全作用，對處理同時波及眾多金融機構的危機事件亦無明確效果。因此，特別清理機制仍需搭配審慎監理工具才能減輕系統風險。

### 結算及清算系統之監督

監理應適用在批發金融市場交易合約所衍生之結算義務(通常涉及包含交易雙方外之集中交易對手)以及交易清算(包括證券交割系統及大額支付系統-交易之最終清算係透過央行準備金帳戶之款項移轉(註 41))。從降低系統風險的觀點來看，監督批發金融市場之結算及清算系統，將有助於降低個別機構倒閉對交易流程與市場重要系統之衝擊程度；另從消費者保護的觀點來看，零售系統亦需納入監督。信用卡付款機制即是零售市場結算及清算之一例(註 42)。

### 業務行為規範

業務行為規範對於管理金融市場交易活動與相關商品是必需的。從消費者保護的觀點來看，此項規範在零售金融市場有其必要。它可建立金融商品資訊之揭露標準、通用的銷售慣例準則或限制投資基金(例如退休基金)可持有之資產。更廣泛地從保護投資人之觀點來看，此規範對於批發金融市場之交

易監管也極為必要。例如，鼓勵證券商品公開說明書之資訊揭露以及防止內線交易。它亦可用來偵測會造成零售市場消費者及批發市場投資人具體損失之詐欺行為(例如龐氏騙局)(註 43)。

在“創始及分配”經營模式(originate and distribute model)造成風險蔓延之背景下，業務行為規範可能已經被運用在審查抵押貸款創始機構之貸放標準上，並用以檢視信評機構與證券化資產分配者間之利益衝突問題。此模式造成批發金融市場廣大投資人之慘重損失，也導致總體系統風險的形成(專欄 1)。甚者，特別在危機時期，特定市場參與者之行為有時可能會促進具系統重要性金融機構脆弱性的形成，此時證券主管機關(例如 FSA 與 SEC)可採取適當措施降低此類衝擊。本次金融危機中最具代表性的例子就是放空股票之限制，當 Lehman 倒閉事件引發許多脆弱的金融機構面臨股票市場龐大賣壓，證券主管機關即採行上述權宜措施。

簡而言之，上述四項工具中任何一項皆有助於降低系統風險及保護金融服務產業的消費者，即使應用程度上可能有所不同。在任何情況下，工具之應用方式與範圍皆應參考其對當前目標是否能發揮成效，例如，雖然業務行為規範主要係用以達成保護消費者及投資人之目標，有時也可應用在降低系統風險上。如前所述，有些保護消費者及投資

人的措施可能會對系統風險產生不利影響。同樣地，審慎監理也不是傳統上用以達成降低系統風險目標的處理工具，然而卻普遍地被認為在此方面具有顯著成效。

- 對金融中介機構設定反景氣循環的資本緩衝，即是一種可降低總體系統風險以補貨幣政策之不足的總體審慎工具。
- 對具系統重要性金融機構設定嚴格的審慎監理標準以及採取早期干預措施，可減緩其倒閉所引發之相關個體系統風險，並節制清理工具之使用。
- 審慎監理需要運用健全的結算及清算程序，以降低個別機構倒閉所引發之個體系統風險。

有趣的是，任何一種發展審慎監理工具以有效降低系統風險之方式，皆可被視為是傳統審慎工具與現行其他工具(貨幣政策、清理與監督)之混合體(hybrid)。

### C. 規範對象

何種類型之金融機構與市場需要受到規範？傳統上是藉由檢視金融機構所提供金融服務之功能與類別來解決此問題。學術上主要分為銀行、保險及證券服務等三類。然而金融服務之持續發展使此一分類之界定日新月異，何種金融機構與市場能運用上述四種工具(或其混合體)來加以規範的問題，可藉由更廣泛地檢視何種類型的金融機構可能對金融監理之二大目標造成威脅(降低系統風險與

保護消費者及投資人)來加以界定。

### 降低系統風險

需要規範何種金融機構或金融市場才能確保系統風險之有效控管？此問題很難答覆，惟可藉由進一步定義總體與個體系統風險之差異來解決。

### 降低總體系統風險

總體系統風險的核心是對總體或總合風險之槓桿(及相關性)曝額。通常風險係反映在與總合性發展(註 44)相關之資產價格變動。當此發展對資產價格有利時，槓桿部位的持有者可能會提高槓桿比率並增加對標的資產之曝險金額，此情況將導致資產價格螺旋上升(泡沫化)。然而，槓桿曝額也極易受到資產價格反轉之影響，特別是價格反轉會增加槓桿部位違約的可能性。違約通常與標的資產之拋售有關，並形成價格的向下螺旋(崩跌)。更重要的是，將進一步對槓桿資金來源者(providers of leverage)之清償能力造成壓力，特別是當槓桿資金來源者本身亦大量運用槓桿，如商業銀行或投資銀行，此情形極為常見(註 45)。

可反映總合風險之資產價格諸如房價、股價、匯率及利率等，其相關槓桿部位與系統性銀行危機息息相關。美國大蕭條時代即是一例，當時股票市場之高槓桿曝額創造了景氣榮景，惟隨即陷入衰退。日本 1990 年代危機則源自於對於房地產與股票市場之高槓

桿部位。近期冰島危機則是利差交易(carry trade)危害金融體系的例子-過高的外債曝額受到本國貨幣急遽貶值之衝擊(註 46)。至於利率上升造成借款人違約率上升的情況，則更為常見(註 47)。

資產價格下跌會透過財富效果導致產出成本(output cost)，而當價格的崩跌對金融中介機構(如銀行)之資產負債表形成壓力時，產出成本將更為可觀-導致整體經濟信用緊縮。後者可能係由存款人的恐慌所引發(如美國大蕭條時代及儲貸機構危機)，或與造成批發金融市場資金枯竭之清償壓力有關，如冰島銀行危機事件。但當銀行在沉重清償壓力下體會到資本緩衝之重要性而減少對經濟整體之資金供給，此時雖無銀行倒閉，相同情況仍可能發生，如日本 1990 年代危機(註 48)。

這代表具影響力的高槓桿比率之槓桿資金來源者(leveraged providers of leverage)應被妥善監理以降低總體系統風險。為進一步定義總體審慎監理之適用範圍，須考量三個主要因素：資產負債表之規模、槓桿比率以及資產負債表中對總體經濟風險的槓桿曝額大小(註 49)。除了最小型銀行之外，所有的商業銀行都可能符合上述定義的監理範圍，而投資銀行因為是金融市場重要的槓桿資金來源者，故也應適用此一總體審慎監理。

總體審慎監理對這些機構而言極為必要，因為高槓桿之槓桿資金來源者在風險管

理之過程中，可能忽略了對總合風險整體(相關)曝額之外部效果(註 50)。此外，貨幣政策也可能影響這些機構資產負債表的擴充程度，使其逐漸曝露於總體系統風險之下(註 51)。

原則上，金融監理之另一目標是影響金融商品之“買方”，並限制家計與企業部門(註 52)以及投資人所投資共同基金(註 53)之總槓桿曝額。對金融市場上的高槓桿比率之槓桿資金來源者(“商品賣方”)進行監理的優點是可直接保護金融體系的核心。然而，當“商品買方”所採行之去槓桿化策略最終將有損金融體系之核心時，對“買方”之監督將會對整體監理成效有所助益。

近期危機及先前的系統性危機經驗都顯示總體系統風險係由高槓桿部位對總合風險之曝險而產生。從美國房貸抵押市場證券化所帶來之重要資金效應觀來，資產負債表的壓力主要由最終運用高槓桿比率之槓桿資金來源者所承擔，而非美國家計部門房貸之創始機構。所謂最終的“高槓桿比率之槓桿資金來源者的美國房市下跌相關曝額”，包括美國和其他地區的投資與商業銀行，其持有交易簿和表外工具相關曝險部位。這些機構有必要接受總體系統監理，且已被包括在本文所建議的總體系統監理範圍之內，因為他們在任何情況下都是具影響力的高槓桿比率之槓桿資金來源者。

## 專欄 1：系統風險的起因與影響

由於透過金融中介功能與透過證券化過程提供資金之差異，後者之模式從減輕總體系統風險的角度來看，引發了是否需對其他類型機構進行監理的問題。

創始及分配模式在價值鏈運作過程中產生不少缺失，包括證券化資產之貸款承作(由抵押貸款經紀商提供貸款)、信用評等認證(信評機構)及分配(銀行及投資公司)。這些收購原始貸款並提供創始機構資金之機構(銀行及投資公司)的缺乏風險控管，對此一模式造成更多的弱點。當出資銀行重新收回表外結構之信用風險時，銀行交易帳上持有資產之流動性會變差，導致額外的流動性資金需求，促使全球央行出面扮演最後貸款者以提供系統流動性，信用證券化市場潛在的崩跌可能因而促成了系統風險的產生。

創始及分配模式的發展引發了金融市場是否過度發展之議題。在金融市場上，保留資產負債表上之信用風險曝額乃銀行作為信用風險監控者之經營模式的傳統誘因(Diamond 1984, Diamond 及 Rajan, 2006)。另外一種誘因機制則是信譽的保全及未來營運契機的保留。從危機經驗得知，景氣好的時候實現現有獲利機會的動機會超越信譽風險的考量，因此引發以下討論：不論在價值鏈之創始、認證或分配過程，將當下信用風險曝額保留在資產負債表中之作法是否能夠持續下去？或者是否能將誘因引入價值鏈的運作過程之中，而使經營模式能重新發揮效能。

既然貸款經紀商、信評機構或貸款分配者均無意願保留槓桿曝額，避免證券化程序失敗之適當工具將不是審慎監理，而是透過加強企業行為規範之方式，以解決企業在創始及分配模式中所面臨之挑戰。

### 降低個體系統風險

從減輕個別機構破產對金融市場或機構引發潛在衝擊之風險(個體系統風險)的觀點看來，市場中相關金融機構之組合稍有不同則對結果影響重大-即使實際上有相當高的重疊之處。個別機構的破產機率與對廣泛金融體系的衝擊程度皆由許多因素所決定。這些因

素在評估由任一特定機構所造成之系統威脅時，必須予以考量。

- 槓桿因素-在資產負債表既定的風險屬性中，由於股東對負債的追索權益有限，當機構的槓桿倍數越高，也就是說負債結構有更多的債務(固定追索權)，其破產機率也越高(註 54)。

- 資產負債表的流動性欠佳-資產負債表的流動性欠佳乃由長期及流動性欠佳資產以及短期(批發)融資之組合所造成，此組合可能增加破產的機率、速度與衝擊。這些依賴短期性融資展延以籌措資產負債表所需資金之機構將面臨資金抽離風險，而恐造成其混亂出脫所持有部位。以短期融資來支應流動性欠佳之資產乃是一般商業銀行的主要特徵，但是投資銀行也可能顯示類似流動性不佳之資產負債表，使其容易受到批發金融市場擠兌影響(註 55)。避險基金在此方面則更不易受到評估，一方面，避險基金投資之閉鎖期較長，可能意味著其結束或出脫部位需要相對較長時間；另一方面，將更容易受到由其主要經紀商提供額外信用擔保之保證金追繳影響。
- 規模-通常破產所造成之衝擊程度與資產負債表之規模成正比。規模決定金融機構所持有金融債權之價值，以及因破產而處置或為避免破產而選擇火速出脫相關部位之行為。衝擊規模也與未來信用擴張程度以及其他市場參與者可能依賴之信用承諾(資產負債表外)有關，而在此重申，這同樣取決於機構之規模。
- 資產相關性-對於可交易資產，當瀕臨破產機構所持有之資產與市場部位之相關係數越大時，出脫此類資產所造成的衝擊也越大，且會對其他持有相同部位之金融機構造成傷害(註 56)。反之，持有相反(中性)部位者可能不會有太大影響，甚至反而增加其他機構所持有部位之邊際價值(註 57)。
- 相互關連性-在金融市場上具有關鍵性角色之機構對金融穩定將造成更大威脅(註 58)。當這些機構破產時，若其債權人大部分是零售消費者-如傳統人壽保險公司，則不會經由此一管道造成衝擊(註 59)。但是單一險種保險公司(monoline)以及AIG案例顯示，保險公司在金融市場之活動，會形成此類關鍵樞紐作用。
- 替代性-部分機構之所以對金融市場運作具有關鍵性，不是因為其他機構與其有財務往來，而是因為其他市場參與者仰賴其所提供之服務。金融市場上的顯著例子就是已建立的信用關係很難被取代或僅能經由時間逐漸取代。當金融機構在交易結算與清算之中扮演重要角色時，其所提供服務之難以被取代特性也就因而形成。

特定機構破產對金融市場之影響不僅與其機構特性有關，也與整體金融體系架構對於個別機構違約之支撐能力有關，俾有利於相關部位之有秩序出脫。這意指需要運用政策工具以減輕個體系統風險之機構類型，不僅取決於個別機構之特性，同時也與主要金融架構支撐破產機構之韌性有關。

例如，全國大額支付清算系統以及外匯交易清算系統，近十年來有顯著發展，代表著現今單一機構破產對以上系統之衝擊程度已較以往為輕；另一方面，支撐OTC市場發展的金融基礎設施有諸多弱點，代表這些市



場所承受之衝擊，對於評量任一特定機構所造成之系統性風險時即為關鍵-例如 Bear Stearns、Lehman 及 AIG 等個案之經驗。

任一特定機構之系統重要性也可能因為所採取之經營決策不同而改變。當其規模出現成長或縮減，並伴隨新業務的開發或裁撤時，其系統重要性可能有所不同。機構的潛在轉變以及市場基礎設施的可能發展，皆意味著定期重新評估單一機構之系統風險影響力在所難免。對於個別機構系統風險之評估，可能隨著新工具的出現以及更多運用這些工具以評估系統風險之相關資訊的取得，而與時俱進。

## 消費者保護

所有金融市場皆存在資訊不對稱問題，並可能被金融服務提供者從其中獲取利益。一個管理金融服務提供者之活動的發照機制(與對機構的審慎監理正好相反)，可能因此對於所有重要的金融服務提供者皆有其必要(註60)。必須詳細規範之行為準則及強制實行的程度，可能與上述資訊不對稱問題之嚴重性有關，且會因零售和批發市場而略有不同。對於金融服務提供者占有重要地位的零售業務，以及消費者對該機構之持續健全與否仰賴甚深之領域，其相關活動之管理必須輔以審慎監理和零售商品的強制保險措施。

## 陸、金融監理-監理架構

### A. 原則

監理架構是否有助於金融監理目標之達成，長久以來一直是困難的政策議題。情況的確如此-不只是因為這個問題具多維面向：此架構須賦予二個目標(消費者保護及降低系統性風險；四項可運用監理工具(及混合性工具)；且應對不同的消費者保護及降低系統性風險之範圍，具有敏感度。

可能沒有一個架構能適用所有的國家，不管其金融部門發展及其相關情況如何。在任一情況組合下，建構最佳化架構的解決方案可能不只一種。但也不是任一(隨機性的)架構對於金融監理目標之達成都具有相同的輔助效益，因此有必要先建立運作良好之監理架構應有的一般原則，分述如下：

1. 明確地指定所有目標：任何監理架構都需要確保監理機關擁有降低系統風險及消費者保護二項目標。

2. 確保目標的內部一致性：一個好的架構必須確保任一監理單位擁有一致的內部目標，如此可發揮綜效並避免內部衝突。

3. 將相互衝突的目標分派給不同機構：若目標之間存在潛在的衝突性，則最好把這些目標分別指派給不同監理機構以使衝突得以透明化。而正式的解決衝突機制可能會有所助益。

4. 搭配與目標相稱的工具：對於擁有相關目標之監理機關，合理的架構應致力於賦予其必要的工具。這將有助於在追求目標之過程中，形成明確責任並提升效能。

5. 創造工具間的綜效：對單一監理機關分派類似的工具可創造綜效，但必須注意不會導致目標間的衝突性。

6. 創造監理範疇(機構)綜效：將同一目標相關之所有金融機構指派予同一監理機關可增加資訊之取得，亦可確保監理工具能均等地運用在這些機構上，並降低監理漏洞下之問題個案的發生機率。

7. 降低監理機關之間摩擦的可能性：若可行，可藉由降低監理機關數量來達成，並在必要時創立監理機關之間相互合作的有力機制。

8. 確保既有目標之一致性：當目標與工具被指派給現有機關，則新目標必須與現存目標一致，新工具也必須與現行工具互補。

9. 降低重覆性：當同一業務同時受一個以上的監理機關管理，則重覆的問題便會產生。對於所花費之總資源的每一分錢，如能將資源分配給較為少數的機關將可降低重覆性(註 61)。

10. 降低產業遵循成本：當金融機構必須同時應付多個單位的監理機關時，其管理及遵循成本也將更高。

除此之外，此一架構需與任一國家金融體系的發展狀態及速度連動。另一方面，金融演進的速度與途徑也將深受到監理架構本身影響。最後，必須考慮金融監理的政治經濟因素，且須同時考慮監理機關與財政部以及與更廣泛的政治體之間的關係。

當需要改進的缺失已經確立時，極端的

監理架構改革將產生利弊互見之效果，因而需要通盤徹底的考量。在某些情況下，可對現有架構採取循序漸進調整方式，以微調現有架構以跟進金融服務之新發展，或者是對已確認之缺失採行補救措施。

#### B. 現行監理架構比較

從各國現有及發展中監理架構之深入分析來看(同時考量其支付系統監督、危機處理及貨幣政策之關係)，應用上述原則乃具有啟發性。準此，最好從擁有相同數量監理機關(除財政部及存款保險基金以外)之監理架構的比較開始。此一比較背後仍隱含對於監理機關數量多寡之爭論。二個主要監理架構範例係由二個監理機關組成(除財政部及存款保險基金以外)，其一為單一整合監理模式，另一則為雙軌監理模式。

#### 單一整合監理模式

許多國家之所以採用單一整合監理模式，係為因應金融部門之轉變所致。直至1990年代中期，絕大多數國家所採用的監理係按照機構行業(部門)進行規劃。銀行、保險及證券業各有其不同之證照與法規管理制度，而央行則通常扮演監理商業銀行之角色。

過去二十年，許多國家持續推動監理架構之整合，以減少監理相關機構之數量並產生跨部門之金融監理綜效。因此，約有三十多國已發展出新的"單一整合監理模式"。

當該模式於1997年在英國引進時，全球興起一片仿效熱潮(專欄 2)(註 62)。該模式特色如下：

- 整合的監理者：這整合了證券市場、退休基金與共同基金(市場行為方面)以及保險公司和商業銀行等方面之監理者。
- 央行與其貨幣政策和金融穩定功能(最後貸款者以及支付監督)，獨立於上述整合的監理機關之外，但可利用 MOU(以及常務委員會和聯席會)以確保有效率的分工以及與主管機關之間的密切合作。

單一整合監理模式通常被認為能提供許多助益。藉由減少監理機關數量以降低機構之間的跨部門(銀行、保險與證券)協調合作需求，有時則可能難以達成。在許多國家，採用該模式係為了配合金融整併之趨勢，結合銀行業務與諸如投資銀行、資產管理及保險等其他金融業務。單一整合監理模式之主要

優點乃是所有金融機構(包括金融控股公司)皆面對單一監理窗口，如此能減少公司之法規遵循成本。單一監理模式也將審慎監理及業務行為規範二項重要工具結合為一，以醞育跨部門之公平監理競爭平台。

從降低系統風險的觀點來看，公平競爭平台有助於避免各部門之間的監理套利(易於在規範較鬆的部門累積風險)。然而，若金融規範有利於形成較大且複雜之金融機構，則這將引發公平監理競爭平台是否可作為決定具系統重要性金融機構之審慎監理強度依據的爭議(註 63)。為期避免將相同的審慎標準應用到任一其他機構，則需對於那些可能產生較大系統性威脅之機構，發展出更為嚴格的監理標準(註 64)。

## 專欄 2：各國金融穩定架構

單一整合監理模式(或其他相近模式)已被許多國家採行，包括挪威(1985)、丹麥(1988)、瑞典(1991)、瑞士(1993) (註 65)、英國(1997)、韓國(1999)、日本(2000)、匈牙利(2000)、拉脫維亞(2001)、奧地利(2002)、德國(2002) (註 66)、芬蘭(2003) (註 67)、杜拜(2003)、比利時(2004)、波蘭(2008)；此外，加拿大(1987)已經採行僅包含銀行與保險之部分改良模式，保留單一證券監理者；而墨西哥(1999)則成立獨立的監理機構以負責監理銀行與證券，惟不包含保險業。單一整合監理模式之主要優點乃是整合所有金融機構之主要監理者("單一監理制度 one stop supervision")，有如 Briault (2002)所述：「英國 FSA 已經從經濟規模中受益；包括一致的管理架構以及按照一致的方式處理標準制定、授權、監理、強制執行、消費者教育和金融犯罪等事宜」。

儘管具有上述優點，本次危機之啟示亦凸顯了單一整合模式(SIR)的潛在缺陷：

- 業務行為規範之公開能見度與政治上的普及度皆可能較審慎監理為高，且可能傾向於佔據整合監理機關較多的管理時間與資源分配比例(Kremers et al 2003；Herrings 及 Carmassi 2007)。業務行為規範成敗之高能見度已在本次金融危機中證實，例如馬道夫詐欺案。有關整合監理機關對審慎監理所付出之努力，相對於業務行為規範而言可能較少的疑慮，並未因為證管會對投資銀行之審慎監理缺失而得以消除。FSA 已認知"業務行為規範與審慎監理之平衡...現在似乎(已經)偏向於前者"(Turner, 2009,第 87 頁)。在其內部報告當中，FSA 已誓言"重新評估將資源平衡應用於業務行為規範與審慎監理"，以及包括經由其內部組織改造之方式(FSA, 2008) (註 68) "賦予較高的優先權給監理個別機構之任務"。
- 單一整合架構本身尚未考量總體審慎監理目標，導致總體審慎政策之責任通常未被明確指定，且對總體金融後果之說明亦相當缺乏。例如央行通常必須負責提供總體的系統概況(通常以發布金融穩定報告方式提供)，但是處理總體金融失衡之工具(除利率以外)卻是由另一機構所掌；然而，由於總體管理原非該機構之職掌或組織文化之一部分，以致於可能使它無法及時回應總體失衡情況的改變。雖然此二機構原則上

可經由相互合作以達成理想的政策效果，惟此項合作有時可能會難以達成。再者，二者皆不需要對於合作失敗負完全責任，因而降低了此二機構運用審慎監理政策以降低系統風險的意願。

- 關於危機的處理，MOUs(往往結合常務委員會以及互為董事會成員方式)所須擔負的跨機構合作任務相當沈重。先前已討論過，央行必須取得金融監理資訊以有效的執行危機管理角色。而在三角協議中，MOUs 未必能夠經常提供充分的資訊交流，因為監理人員通常會以權衡方式決定資訊揭露之種類及時機。現有的防護措施可能也無法使央行對於監理主管機關所採之早期補救措施獲得充分的掌控。
- 在單一整合架構中，具系統重要性之支付與清算系統係由央行負責監督，但是審慎監理系統使用者之職權則由另一整合機構負責。結果則是，央行並無正式的權力以發揮其對於使用者選擇具系統韌性之支付系統或潛藏著系統風險之支付系統方面的影響力。如先前所述，此次金融危機已經證實 OTC 市場之結算與清算安排缺乏韌性。但是此問題會進而使得央行在安全的外匯清算系統(經由持續連結外匯清算系統CLS)亦或與其相競爭之國內系統方面受到影響。再者，部分原因是因為監督與審慎管理之區隔，今日之審慎監理標準往往不會考慮因為使用不健全的結算與清算系統

所引起之交易對手信用風險升高問題。

- 整合模式無法調和央行降低系統性風險的誘因，以及這些誘因所可能帶來的監理有效性。如前所述，中央銀行有意願去降低總體系統風險，係因為系統性風險的產生會影響央行的總體目標。央行亦有意願去透過有效的流動性管理以降低最後貸款者援助所產生之道德風險問題。而央行在危機清理的涉入過程中，雖有程度的不同，最終也會使其有意願去降低個別機構發生危機的頻率。雖然整合的監理機關也可被賦予降低系統性風險的目標，額外的制度面誘因會更有助於將上述目標深植於該機構的文化之中。在追求降低系統性風險的過程中，制度面誘因可能特別地重要，因為危機很少發生，且監理成效特別容易在太平時期彰顯，因此很難設計出一套以監理成效為評量基礎的薪水激勵措施。

### 雙軌監理模式

另一模式之作法是考量上文所提到的一些挑戰，並保留整合模式的主要優點，在此稱之為雙軌監理模式(註 69)。如同單一整合監理模式(SIR)，並有別於傳統、更分散的組織結構，此模式具有(只有)二個監理機關，亦即，業務行為監理機關以及系統風險監理機關，而後者通常係結合在央行職掌當中。

- 系統風險監理機關：負責所有潛在系統性機構的審慎監理，以及具系統重要性支付與清算系統之監督。這些功能由央行負

責。

- 業務行為監理機關：負責所有金融服務部門(銀行、保險及證券服務)之業務行為監理，包括批發(外匯監管)及零售業務。

此一方法有若干細節各異的版本存在。例如，必須決定二者當中何者才是較小型之保險公司的審慎監理機關，雖然此類型機構嚴格說來不具系統重要性，惟從消費者保護觀點仍須加以監督(註 70)。在荷蘭 2002 年所採行的方法中，其央行即擁有此一職權(註 71)。保加利亞及南非所採用之版本則將保險監理另行獨立於央行之外。

此處所定義的雙軌監理模式之重要特色是央行的審慎監理角色。若從此角度來看，許多國家可視同採行雙軌監理模式版本，包括法國、義大利、葡萄牙、西班牙及許多新興市場經濟體，即使其中有部分國家仍未將業務行為監理整合至單一的監理機關之中。經由兩個監理機關之間的 MOU 協定，可有效闡明彼此的角色及責任，並促進共同關注議題的商討，例如，當特殊類型機構的營業行為會引起系統風險之時(註 72)。

此模式的優點大致對應了上述單一整合監理模式之缺點。首先，由單一機關負責單一的目標，分別為降低系統風險及消費者保護，以避免在同一機關內發生目標衝突的情形。其次，雙軌監理模式有助於交互運用總體審慎政策與貨幣政策以對抗金融失衡之累積；第三，關於具系統重要性金融機構之監

理與清理，此模式可降低制度面的可能摩擦以及監理機關之間的合作需求；第四，雙軌監理模式可促進審慎監理方法的運用，以利於將較不具韌性之支付、結算及清算系統所衍生的系統性風險內化；第五，此模式可確保現行央行之降低系統性風險意願，能夠與央行經由金融監理以追求該目標之強度產生關聯。

雙軌監理模式的潛在弱點包括央行在金融監理扮演更重要角色所可能衍生之相關成本，已在前面詳述(第三章)。這些相關成本意味著央行在雙軌監理架構下的權責過度被擴張；另一個不同的雙軌監理潛在缺點之產生，則是因為對系統重要性機構之審慎監理及各市場之業務行為規範，係由不同的機關所職掌。由於業務行為規範所追求的是更廣泛的消費者保護目標而非如央行之降低系統性風險，故此處的職掌劃分在大部分情況下皆可適用。但是當央行之降低系統風險功能需要某些特殊的業務行為規範加以補強之時，此模式即變成一種缺點。從此一觀點看來，在雙軌監理模式下，央行有時可能會作得太少(註 73)；第三個潛在缺點則是同時受到審慎監理與業務行為規範雙重監督下的系統重要性金融服務提供者，可能會有兩個監理聯繫窗口，而非單一窗口。雖然這將造成這些機構的額外負擔，但若降低系統性風險在雙軌監理模式下能較整合模式發揮更大的有效性，則此項負擔是有必要的。

依其本質，不同的監理架構的討論主要是建立在其概念上的論點上，而這些論點的強度需在檢討全國監理架構時加以權衡輕重。然而，關於整合模式及雙軌模式在本次危機中之相對表現，有一些初步及部分的證據彙整在附錄一。

### 混合模式(Hybrid models)

最佳的架構可能因國家而異，且必須考量許多因素。其中一項是金融發展及金融部門(預期)改革的程度。另一項則是各部門(銀行、保險及證券)金融資產之配置情形；關於此方面，大型政府贊助機構(government-sponsored entities)的存在也形成了額外的挑戰，將在後續專欄 3 討論。第三個重要因素則是金融跨業整合的程度。

當金融體系係由少數幾個橫跨不同業別(銀行及保險)的大型複雜金融機構所組成時，如荷蘭，則有必要使央行成為所有銀行及保險公司之審慎監理者。這是因為要維持規模經濟與範疇經濟所致。在此情況下，於央行之外另設立一個審慎監理機關的作法並無意義。

### 混合模式-三個監理機關

在金融體系之內除了具潛在系統性的大型槓桿機構外，尚存在許多相對小型金融機構之國家-例如美國、德國及日本，由央行擔任所有金融機構之審慎監理機關之作法並不實際。在這些案例中，建立第二審慎監理機關的作法較為可行-如 FDIC，由其負責監理

數量龐大的小型金融機構，因為這些機構之低度系統性威脅，並不值得由央行進行嚴格監督。這種作法使央行有更充裕的資源將其焦點放在足以構成個體系統風險的金融機構，俾符合其捍衛金融穩定的目標。央行也可能保留其規劃整個(銀行)體系之審慎監理角色，以確保總體系統風險的有效降低。

央行涉入具系統性個別機構之監理工作的缺點是，具系統重要性的機構缺乏明確定義。關於那些機構具潛在系統性以及那些機構較不重要的一般認知，對於仰賴建設性模糊以進行金融機構清理之主管機關而言，係一道特殊的難題。然而，市場對於最大型機構所能得到公共部門援助之期待可能相當高，因而造成市場紀律降低以及道德風險升高，且這些政策期待亦大致上可經由政府於本次危機所採取之措施之中得到證實(註74)。

若一個被認定為具系統重要性機構所帶來的效益，因為審慎監理標準之相對嚴謹(如瑞士政府對瑞士銀行及瑞士信貸所採措施(註75))、更侵入式的監理(*intrusive supervision*)以及特別清理機制之應用等有助改善道德風險之措施而降低時，則主管機關對潛在的系統風險之評估是否公開，在這種監理體制之中已不是那麼重要。

運作此一模式的方式之一是由央行獨自承擔具潛在系統重要性金融機構的監督責任；另一方式則是雙眼監理模式(*two pairs of*

*eyes*)，由央行擔任主要角色，對具潛在系統重要性的機構負責，並由另一審慎監理機關來擔任所有其他機構的監理機關。在二者模式中，賦予央行依其內部標準去認定機構是否具系統重要性之權力皆有所助益-如以上所討論，且此和賦予銀行指定具系統重要性之支付系統的權力非常類似(註76)。此舉將使央行得以依據機構業務之增減及相關系統性衝擊之改變，機動而擴大或縮減其對監理的關注(註77)。

#### 混合模式-三個監理機關(續)

另一個也是包含三個機關的模式則是由澳洲所建立，其審慎監理機關和一般業務監理機關乃有所區隔，惟二者皆設立於央行之外。相較於整合監理模式，此模式中獨立的審慎監理機關將更能聚焦於審慎政策。

在主管機關採用單一整合監理模式的案例中，可能的作法是在此整合監理機關內部設立一專職的審慎監理部門，與另一專職的業務行為監理部門並存。此一模式的部分元素已在英格蘭的新模型中呈現-FSA已進行內部管理改革以強化其對審慎監理的關注。

在此結構下，為闡明每一機關各自的目標和角色，以及促進央行與審慎監理機關之間的合作關係，必須付出更多的努力，以降低可能有損彼此間合作及溝通協調之任何潛在摩擦。

為加強各機關在降低系統風險方面的合作，必須明確闡述合作之目標，並將合作關

係正式化和標準化，以確保央行在總體審慎政策與抑制個別具系統重要性金融機構之個體審慎政策上能發揮其一定影響力。

### 混合模式一個監理機關

央行與其他潛在的獨立監理機關之間的業務聯繫範圍，也需特別考量金融市場之全面發展情形。許多國家都由"銀行基礎"的金融體系開始發展，信用風險主要是反映在金融中介機構的資產負債表上。然而，典型的例子是，當金融市場逐漸成熟，公司債及權益證券市場日益茁壯，此時金融體系將轉趨為"市場基礎"-而美國則被視為此領域中發展最深遠者。在美國及其他國家，金融市場已發展出可區隔更大型(公司及國家)借款者之信用風險(信用違約交換,CDS)的金融工具交易，以及將相關信用風險分散至大量的更小型債權人之具有信用風險的證券(證券化)。

本次危機證實了當金融創新導致市場迅速發展，制度面基礎架構可能無法與時並進，特別是關於快速發展市場的結算與清算基礎設施(例如 CDS)。而相關弱點也出現在支撐快速發展的證券化市場之獎勵制度之中，如專欄 1 中所詳述。

範圍涵蓋廣泛的批發及零售市場之業務行為規範，若能以消費者及投資人保護為目標嚴格執行，則將深具成效。當金融市場快速演化，對金融市場參與者之業務及經營模式之監理，如能配合對具系統重要性金融機構之審慎監理，有可能成為降低系統性風險的重要因素。因此，系統風險監理者必需擁

有能夠與業務行為監理機關密切合作之權力。在前景快速演變的交易市場，這種機關之間的聯繫，對於採行整合模式以監督金融市場以及監督交易後相關基礎設施而言，將可增進其成效。此一模式在危機事件中可能終將能發揮效用，因為此時亟需包含所有監理機關在內的整合性措施以有效抑制危機蔓延。

在決定採行業務行為監理職權獨立於央行之外(及其監督支付系統功能)的單一整合監理機關體制時，這些觀點皆需予以納入考量。但若決定採用雙軌監理模式-此時，其業務行為監理亦獨立於央行(及其審慎監理功能)之外-亦應將上述看法列入其通盤規劃的考量之中。

建立央行及業務行為監理機關之間的作業聯繫機制-如透過 MOU-是處理這些議題的方式之一。限制性的混合模式則是將央行及單一整合監理機關(包括審慎及業務行為監理者)的組織充分整合，此模式之優勢係由金融市場規模及其預期發展速度所共同決定，惟在金融市場高度發展的先進國家，橫跨所有批發及零售市場之業務行為監理者的工作負荷將太大，以致於將此機構與央行進行組織整併的作法並不實際；在金融市場相對較不活絡惟未來前景看好的國家，如在特定新興市場，將央行及單一整合監理機關的組織充分整合則較易產生成功的案例，目前妥適運用此一模式之各式版本的國家包括捷克及新加坡。



### 專欄 3：政府贊助機構之特殊考量

對部分公營或由政府贊助之民營金融機構，例如美國之政府贊助機構(GSEs)與德國之 IKB，有些特殊考量。

對於這些機構，道德風險之誘因，源於特別有力的明示或隱含之安全網。弱質之市場制約通常植基於準公營之經營模式，明示或隱含之政府保證得以降低資金成本，等同提供補助，從而助長這類機構遵循主管機關所期望之目標，而非市場機制所導引者，美國之政府贊助機構增購零售性房貸，即為一例。

弱質市場制約導致道德風險，有時可能因不良之監理結構而深化。由於這類贊助機構之經營層享有政府明示或隱含之支持，致使監理機關對該經營層之位階相對弱化。特別是當監理架構係量身訂做時，弱質監理制約將成為問題。

對於公營贊助機構，因弱質市場制約連同未充分有效監理控制所產生之問題，可能不易克服。限於篇幅，對此類困難不作充分討論，但提出三項政策選擇。其一為將政府贊助機構國有化，公營後財政部對其得以實施直接且強力之監督與處理，例如更換經營層、結束營業、合併、分割、以及出售該機構資產等。第二種選擇係去除明示或隱含之支持，並放棄或另尋他途以達成該類機構原被賦予之公共政策目標。第三種選擇係維持原訂目標，並透過民營機構達成該目標，惟此一選擇有點冒險，並常造成財政部之損失。

#### 將特別清理機制併入整體架構

如前所述，特別清理機制併同審慎監理，在整體管理架構中擔任關鍵角色。然而截至目前，此一危機顯示通常並未將類似清理機制併入金融管理。英國在處理北岩(銀行)案及德國處理 Hypo Real 與 IKB 案時，即體會到此一特別清理機制之闕如；比利時因缺乏此一機制，致處理 Fortis 案時程序更為複雜；美國因清理銀行架構之範圍受限，導致

Lehman 破產一案失序，並由此造成全球化之系統性影響。

如何將特別清理機制併入整體管理架構，遂成為議題。第一點，監理與清理間之關係如何？第二點，什麼是財政部之適當角色？第三點，在清理措施中，什麼是中央銀行之適當角色？最後一點，設計整體架構時，如何安排？

#### 特別清理機制與監理

如前所述，審慎監理與清理措施係因共同目標而結合在一起，此一目標為將一金融機構未能清償之風險所導致對客戶、對整個金融體系、以及最終對納稅人荷包等所造成之成本，降到最低。美國針對商業銀行之立即糾正措施架構案例，已顯示將監理與清理措施整合之效益。根據此一架構，當一家金融機構之問題有擴大傾向時，對其所採干預措施之強度亦逐漸加深。當一家銀行資本適足且符合特定標準時，審慎監理之強度為正常標準；當違反該資本適足門檻標準時，監理機關為免該銀行發生支付不能風險，應採行多項額外之措施，例如限制該銀行可從事之業務範圍。只有當前述措施不能解決支付不能時，該機構則進入清理之狀態。

上例顯示，整體管理架構應維持監理與清理措施間之綜效。若負責清理措施之主管機關並非監理機關，則當個別機構剛萌生問題時，應確使清理措施之主管機關亟早獲知。清理措施之主管機關也應參與相關糾正措施之設計，充分運用該失敗機構所有監理資訊，俾於可用清理措施之中，採行最佳方案。

類此機構間之協調，並非經常可達完美無缺之境界。依據 Herring 與 Carmassi (2007) 之說法，美國曾發生幾次插曲，引起不同監理與清理措施(聯邦存款保險公司)機關實務上如何有效合作等問題。在 2001 年，美國財政部儲蓄機構管理局曾限制聯邦存款保險公司

參與檢查一家支付不能銀行；當處理西維吉尼亞州之第一國民銀行時，同樣問題也發生在財政部金融管理局與聯邦存款保險公司之間。以上兩例之問題，導致存款保險公司發生損失-Herring 與 Carmassi (2007)。

### **特別清理機制與財政部之角色**

特別清理機制提供主管機關多項工具，不涉及公共資金，可降低失敗銀行對系統之衝擊，以英國新方案為例，這類工具包括將失敗銀行之資產或負債(存款)強制轉給第三人；將部分轉設一支付不能之"壞銀行"，而將重要功能由"好銀行"繼續運作；設立一家過渡銀行，由清理措施之主管機關暫時控制該失敗機構，並於民營部門進行標售。然而，清理措施有時需要公共資金大力協助，則財政部(最終即為納稅人)必須負起全部財政責任。

清理機制之運作，有時少不了財政部(總理/總統/國會)之參與，但並不表示財政部在清理程序中擔任領導角色。財政部本身不需擁有可有效執行清理程序之專家，但可依賴外部專家評估運用公共資金之成本(對納稅人與所造成之道德風險)與效益(就整個金融體系與經濟所降低之成本而言)，俾在提供公共資金給金融機構之前，取得應有之客觀意見。此即獨立於財政部外，負責清理措施機關之角色。

### **特別清理機制與中央銀行之角色**

歷史上，中央銀行在金融危機之管理方

面擔任關鍵角色，儘管此一角色少見於制式或法定規範，中央銀行係以最後融通者貸款予有支付能力但缺乏流動性之機構。美國聯邦準備制度成立於 1913 年，係為管理該國銀行體系一再發生之流動性危機。與之類似，(英國)英格蘭銀行長久以來主要工作目標之一為維持金融穩定，並在若干場合提供緊急流動性。

所以中央銀行擁有與特別清理機制中領導角色一致之工作目標，並能從既有權責(最後貸款者)釋出工具以維護金融穩定。此外，央行亦可依據分析金融穩定之專業，包括估算市場、支付系統、以及金融基礎設施等整體失靈所造成影響之重要能力。

在處理具系統重要性機構之特別清理機制時，央行角色可能頗有助益。基於相同考量，英國於計劃特別清理機制架構時，賦予英格蘭銀行在清理程序中之領導角色。有關聯邦準備制度在特別清理機制之角色，已有部分評論者提出關切(Economist, 2008)。聯邦準備制度原本認定財政部為解決非銀行金融機構之適當機關(註 78)，惟最近財政部與聯邦準備制度聯合公布之計畫(2009 年 3 月)指出，聯邦準備制度至少應以其諮商能力參與該計畫。

上述情形顯示有必要訂定正式之清理機制架構，嚴密規範央行與財政部之角色，確定後者擔負選定清理途徑之全部財政責任。央行擔任清理機制之代理機構，致其本身資產負債表面臨風險，必須以法律規範財政部

有注資銀行之責任，否則將危及央行之獨立性。

### 整體架構之應用

本文認為雙軌監理模式可順利執行特別清理機制，亦即在央行目前擔任最後貸款者與具系統重要性機構監理機關之職責外，賦予央行有關清理措施之額外權限。央行與財政部兩者在清理措施中之角色與職掌，應明確訂定。

若在中央銀行之外另設「單一整合監理機關」(即 SIR 模式)，研提特別清理機制時，央行與該監理機關間，頗多有關清理措施之問題，事先應作處理。

- 假如將清理措施之權責賦予該整合監理機關，固然可以在「立即糾正措施」架構下，使監理與清理措施得以密切整合，順利運作；惟如何運用央行在衡量市場失靈所生系統性影響之專業，是個問題。當負責解決方案之機關認為對一家問題機構有提供暫時性協助時，如何使央行給予貸款，也有待討論。
- 假如將清理措施之權責賦予中央銀行，與前者相較，則其效益與成本正好反過來。央行擁有衡量市場失靈所生系統性成本之能力，必要時亦可提供最後貸款者之協助。但中央銀行如何有效整合監理與清理措施，如何確定早期改善措施得以產生妥善之影響，以及如何取得資訊等，都是問題。

進一步而言，在單一整合監理機關模式下，任一清理措施可能均會影響兩個主管機

關間「權責」與「影響力」之均衡。為維持前述均衡，或將產生在央行與監理機關外，另設一獨立清理機制權責機關之議。然而，這種建議，無視於監理機關擁有特定資訊、央行得以衡量整體市場失靈影響之能力、以及央行原已擁有可運用工具等效益。

綜上，無論「雙軌」或「單一整合監理

機關」模式，原則上均可整合出一套特別清理機制之架構。然而，對於「單一整合監理機關」模式而言，其與央行兩機關間權責平衡之調整，以及所需之密切協調，將成為另一項問題。有時，政策決定者可能因此延緩採行此一架構(註 79)，並降低改革之速度(註 80)。

#### 專欄 4：國際間之考量

在金融穩定領域內，因跨國調整措施加重央行職掌，對國際合作造成之影響，值得進一步探討。

如同美國財政部金改藍圖(第 7 頁)所述，聯邦監理機關間之爭議，已延緩有關 Basel II 之發展與施行。同理可推，若每一國家由單一權責機關負責(或推動)總體審慎標準與具系統重要性機構之管理，將可強化上述議題有關國際合作之發展。相反地，許多國家因為央行與其他監理機關之間需要協調，對巴塞爾金融監理委員會(BCBS)所贊助推動訂定國際標準之程序，有所延緩。

若由央行擔任推手，將可促進金融監理委員會與其他委員會之間順利溝通。如前所述，一般期望對金融機構支付系統與審慎管理能夠採行綜合式之監察。這顯示金融監理委員會與支付及清算系統委員會(CPSS)間密切合作，有其效益。若同一機關(央行)在兩個委員會均擔任推手，前述合作將易於達成。

由央行擔任推手，亦有助於訂定更有效之監理與風險管理「協會」進行討論，以因應特定跨國機構所生之問題。由於歐洲國家跨國金融市場與機構之逐漸整合，風險管理尤其成為重要挑戰。坦白說，前述討論並不順利，原因很多，惟若由較少之機關主政(每一國家央行與財政部)，或將有所助益。

另一項不同之假設，係由相關國家採行綜合模式，並由這些國家之整合監理機關擔任推手，亦即將央行從金融監理委員會移除。此一作法，可能有助於金融監理委員會與「國際證券監理機關組織」(IOSCO)間之溝通，惟因央行未參與溝通，則央行對系統風險之有效處理功能，可能無法與之配合。

## 柒、結 論

過去二十年，部分國家在修正貨幣政策架構以對抗通膨方面，已有成效，惟金融穩定架構則未與時並進。央行角色在上述架構中未能妥善定位，且對金融部門之管理，缺乏一項關鍵目標-降低系統風險。

政策架構之修正，首需密切檢視系統風險之性質。為達成降低系統風險之目標，必須努力完成多項工具，例如配合貨幣政策限制金融失衡累增之總體審慎工具、對具系統重要性機構個體審慎監理所用之特別清理機制等。

依據本文分析，央行若在目前已執行如貨幣政策、最後貸款者、與支付監督等工具之外，擴增其角色，將可提升整體金融管理之有效性，並與降低系統風險之新監理工具結合，發揮綜效。

- 央行因有擴增監理角色之動機，促使其運用資訊以完成減輕系統風險之各項工具外，央行能以其在整體金融分析之專業，應用於各總體審慎工具之設計與使用；並運用其在有關基礎架構之專業知識，發展新個體監理工具。
- 央行擴增監理角色當然也帶來成本，但相對於側重審慎監理與貨幣政策間潛在衝突，此次危機之教訓則指出貨幣政策與金融監理間可具有潛在綜效，特別是後者明

顯應用在降低系統風險時。

- 有效運用各類可用工具，得以減少風險頻率並降低其影響，亦可減少央行處於風險時所受政治壓力。

若央行在金融穩定方面被賦予較重要之職掌，包括對個別機構之審慎監理有更強之影響力，以及在有關清理方案中其角色被明確訂定。則央行這類職權必須有相關配合機制，該機制係確保央行執行金融穩定措施之透明與獨立性。同時，此一架構必須明訂財政部負責清理方案中所生之相關財政成本。

當漸進式之改革得以解決問題時，急遽改革因利弊互見，並非較佳選項。尤有進者，一國之最適組織架構，必須對其金融部門之預期演化與發展，得以有效因應。不同模式有不同樣態之利弊，應視金融部門之起始點與其發展狀況而作抉擇。

一國金融穩定政策之成功，並不能單獨依賴其政策架構。其他重要因素包括：金融市場對監理與貨幣政策措施之正確反應；央行與監理機關之領導力品質；以及上述機關可用之人力資源。全球金融穩定仍須國際性合作，以及前述合作機制之有效治理。然而，各國有效之組織架構，係確保降低系統風險之重要條件（註 81）。因此，期望針對不同組織架構之利弊，作進一步討論。

#### 附錄 1：一些初步的實證分析

受到小樣本及其他錯綜複雜因素的影響，要對不同的法規管理架構之相對重要性進行精確的量化實證分析，並不容易。不過，當前危機事件提供了超出截至目前為止所能取得之更多的資料，可被用來進行各種不同結構之比較分析。

本篇附錄列出一些部分與初步的論證。此項論證的構想是來自於美國次級房貸相關損失有相當高比率係由已開發歐洲國家承受。所有已開發歐洲國家之相關損失均由國外曝險所造成，而非國內曝險。這些國家在許多方面都非常相似，譬如在整體的法規治理與遵循、盛行的風險文化、執行貨幣政策的架構、整體金融發展程度、銀行體系結構，以及普遍的銀行資本規定等方面。所有的國家在 2006 年底之前都適用 Basel I 的資本規定，且其中並沒有任何國家要求槓桿比率規定(註 82)。

這些國家的跨國差異，可從監理作法的不同來看，比如，監理機關從事資產負債表分析之深入程度，以及實地檢查的密集程度等(註 83)。銀行流動性規範，由於缺少國際標準，也是探討跨國差異的另外一個選項。

圖 1 顯示各個已開發歐洲國家與 2008 年第 2 季之次級房貸總損失。其中，並儘可能列出各個國家所採用的整體穩定架構為單一整合監理機關模式(SIR)或雙軌監理模式(TP)，其認定標準(依據本篇報告文中的定義)

在於央行是否負責銀行監理。圖中，德國雖然出現損失，但並未列出其整體穩定架構模式，原因在於，德國係由聯邦金融監管局(BaFin)與央行(Bundesbank)共同負責銀行之監理。

如圖 1 所示，在出現持續損失的國家之中，採用雙軌監理模式國家(其央行亦是銀行監理機關，包括義大利、荷蘭、法國等國)，與採用單一整合監理機關模式國家(包括比利時、瑞士、英國等國)比較，其次級房貸總損失方面的表現，相對較佳(註 84)。

圖 1 的比較忽略了不同國家的銀行體系總資產也不相同的事實。當銀行家數與銀行體系總資產相對較多之時(如德國)，其次級房貸總損失也應該較大(註 85)。為期調整此項偏差，圖 2 將已開發歐洲國家分為兩組(依據 SIR 或 TP 模式區分)，分別計算各組之次級房貸總損失，並以總損失相對於各組銀行體系總資產比率表示。該圖顯示，不同的整體穩定架構模式之次級房貸損失比率，有很大的差異。

由於有部分原因係受到 2007 年 8 月次級房貸爆發所引起的次級房貸損失影響，許多銀行倒閉，並且引起許多援救個別銀行的措施。就樣本中國家觀察，這些援救措施到了 2008 年 10 月以後，已逐漸被更為周延的解決方案所取代，其中涉及保險方案與支持資本等措施。這些措施，也可用來進行樣本中國家比較。

自 2007 年 8 月至 2008 年 10 月之間，在採用 SIR 模式國家中，援救個別機構措施已分別見諸於英國(所涉及的銀行包括 Northern Rock, Bradford & Bingley, HBOS (註 86), RBS (註 87))、丹麥(Roskilde)、比利時(Dexia, Fortis)、瑞士(UBS)及冰島(Glitrnir, Landsbanki, Kaupthing)等國(註 88)。

這些案件中的某些情況(如 UBS)，問題涉及資產負債表內或表外之美國資產擔保證券(次級房貸曝險)。而在其他情況，問題機構則涉及以取得跨國資產方式過度膨脹其財務槓桿(如 RBS, Fortis)，或者涉及過度擴張國內資產(如 Northern Rock)，以致於使其易於受到批發性資金市場緊縮的不利影響。

2008 年 10 月以後，許多國家都運用計畫周詳的再增資與保險之政策措施，其中也包括採用雙軌監理模式之國家(法國、希臘、義大利、荷蘭、葡萄牙與西班牙)(註 89)。然則，於 2007 年 8 月至 2008 年 10 月之間，這些雙重角色模式國家似乎並未採取較為明顯的援救個別機構之行動。

不論從損失或者從援救行動來比較不同的整體穩定架構模式，其結果都與「央行具有執行審慎監理的權力，可經由監理工具的更有效運用，發揮降低系統風險的效益」的假說一致。

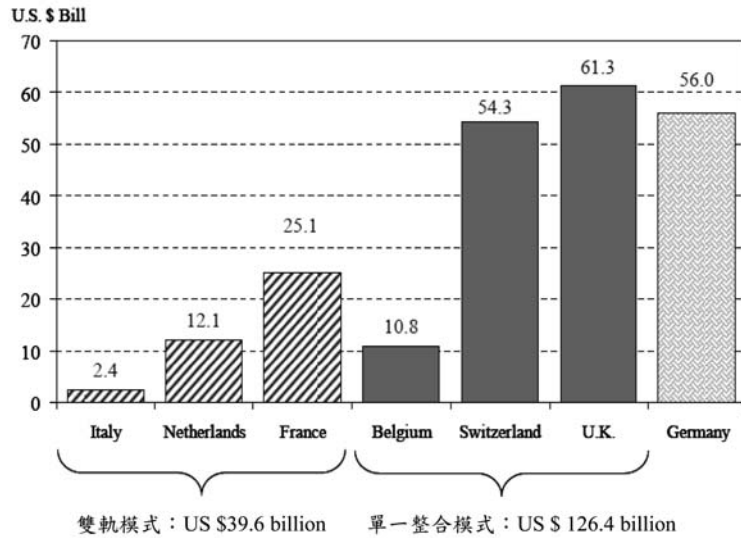
這些結果並不表示當央行擁有充分的審慎權時，危機或個別倒閉事件就不會或不太可能發生。以往的歷史事件曾經出現央行具有充分的審慎監理權，但系統危機事件仍然

發生的情形；以及許多危機事件發生在央行只有很少或沒有審慎監理權的情況。1990 年代後期之亞洲金融危機就是一個例證，該區域的許多國家央行都擁有審慎監理權。1990 年代早期之北歐金融危機，則是一個大部分受影響區域(詳見專欄 2)(註 90)都實行單一整合監理模式但危機仍然發生的例子。這些過去的歷史事件，受限於影響區域內缺少採用不同整體穩定架構模式之國家，以致於很難引用這些過去的歷史資料，來說明央行的審慎監理權對於危機發生頻率與嚴重程度的影響。再者，某些過去危機之成因，被認為是根源於快速的金融自由化(包括外匯市場的自由化)，而這些力量可能遠大於整體監理架構模式的邊際影響。

此外，尚有許多其他限制。包括，上述所觀察到的有關歐洲國家監理架構與損失之間(或與援救個別機構頻率之間)的明顯關係，可能並非因果關係，而是受到分析過程中所未能考慮到之因素的影響。在撰寫本文之際，當前危機似乎仍然在持續進行。而隨著全球經濟轉弱，已開發歐洲國家或者是其他地區，都可能出現金融機構之資產負債表壓力升高之情形。這些發展也可能會對監理架構模式的影響帶來不一樣的看法。

因此，本附錄之實證分析只能算是局部性的初步分析，因為它並未考慮可能影響金融監理整體效果之各種因素。未來將運用此次危機之各國經驗，以進行更深入的實證分析。

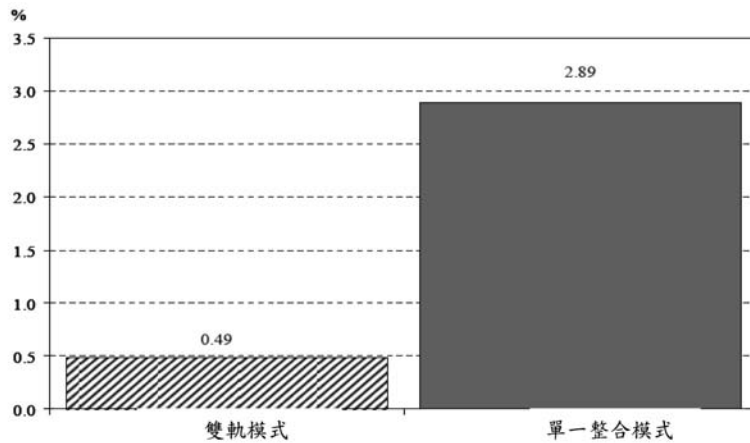
圖 1：已開發歐洲國家：銀行損失



註：.損失估計期間為2007Q2-2008Q2。

資料來源：Bloomberg L.P./WDCI；Reuters；及“How Countries Supevise their Banks, Insurers and Securities Markets,” Central Bank Publications,various issues。

圖 2：已開發歐洲國家：整體損失對信用比率



註：1. 整體損失對信用比率 = (整體損失總額 / 2006年年底本國整體信用總額) \* 100。

2. 雙軌模式包括：法國、希臘、義大利、荷蘭、葡萄牙及西班牙。

3. 單一整合模式包括：澳洲、比利時、丹麥、芬蘭、冰島、盧森堡、挪威、瑞典、瑞士及英國。

資料來源：IMF International Financial Statistics (IFS), Bloomberg L.P./WDCI；Reuters；及“How Countries Supevise their Banks, Insurers and Securities Markets,” Central Bank Publications,various issues。



## 附 註

- (註 1) 在開放經濟體，信用成長及隨之而來的消費榮景通常由資本淨流入與實質匯率之過度升值（相對於其基本水準）等因素所支撐，進而造成借款限制的放寬(Korinek, 2008)。在資產價格及匯率皆升高的情形下，槓桿比率提高但信用品質卻惡化。
- (註 2) White (2008)認為 2001 年科技泡沫的破滅是決策者應該可以防止其發生的一場危機。然而，Mishkin (2008)卻認為股票市場泡沫只有在經由金融加速管道（其中，資產被用來作為銀行信用的擔保品）的情形下，才會對經濟體系造成威脅。
- (註 3) 參見 Mishkin (2008)。
- (註 4) 參見 Gieve (2008), Tucker (2008)及 King (2008)。
- (註 5) Financial Times, 2008 年 6 月 4 日及 Brunnermeier 等人。
- (註 6) 參見 Garuana (2005)之深入分析。
- (註 7) 此項工具已運用在美國及加拿大地區之商業銀行。許多東歐及亞洲國家也嘗試運用審慎措施以限縮信用之成長，包括設定貸放成數上限及準備提列之差異化。Borio 及 Shim (2007)的一份調查報告指出，已有 18 個國家運用此項原則。
- (註 8) 2009 年 4 月 2 日於倫敦召開的 G20 會議決議將金融穩定論壇改組為金融穩定委員會(Financial Stability Board)。
- (註 9) 此見解在 Turner (2009)第 60-1 頁中有詳盡討論。
- (註 10) Borio 及 Shim (2007)列舉了歐洲及亞洲國家採用政策工具以對抗信用快速成長的 18 個案例。在所有案例中(除韓國及挪威)，政策工具皆由中央銀行而非獨立的監理機關來執行。
- (註 11) 西班牙的經驗顯示，即使總體審慎穩定措施(如動態提撥制)能有效維護銀行體系之健全，家計部門及企業部門仍可能發生嚴重的金融失衡現象。
- (註 12) 調整後之政策能發揮其預期功效，要素之一是金融失衡現象的提前確認，Borio 及 Lowe (2004)報告指出，可觀察二個指標之異常波動-偏離其歷史成長趨勢，以預測銀行危機，分別為股價及私部門借貸對 GDP 之比率，只要資產價格間存在高相關性，此方法就能奏效，過去一年來 IMF 及許多中央銀行皆致力於研究總體金融間之關聯性。
- (註 13) 參見 Borio 及 White (2004)與 Mishkin (2008)。
- (註 14) 援助對象主要為一般存款機構，惟美國已於 2008 年 3 月建立主要交易商融資機制( Primary Dealer Credit Facility)及定期借券機制(Term Securities Lending Facility)，將對象之範圍擴及投資銀行。
- (註 15) 在 2008 年 7 月 10 日的 Financial Times 指出“問題癥結在於 Fed 並無權管理經紀商。對此類機構提供緊急貸款，而無適當的工具以確保他們受到審慎的管理，對 Fed 而言，是完全無法接受的。”Ratnovski (2009)歸納分析銀行依賴流動資金紓困的僥倖心態，並討論解決方案，包括流動準備之提存及掌握個別銀行償債能力之相關資訊。
- (註 16) 例如英格蘭銀行必須向國會委員會(parliamentary committee)說明其對北岩銀行的處理，而該委員會則會探究北岩銀行之問題是否可以採取早期介入以促使其出售給其他私人機構之更為有效的方式來加以處理，詳見特別財政委員會(Treasury Select Committee)2008。而 Fed 也面臨解釋其在 Bear Stearns 及 Lehman 等案例中之相關決策的壓力，其後，更須針對 AIG 經營權由 Fed 掌控但卻未能防止其紅利照常發放之看法而提出辯護。
- (註 17) 較重大的改革包括：國內支付系統採用即時總額清算制度(Real Time Gross Settlement, RTGS)與款券同步交割制度(Delivery Versus Payment, DvP)；以及外匯交易清算採用連續聯結清算制度(The Continuous Linked Settlement System, CLS)之同步收付(Payment Versus Payment, PVP)措施。
- (註 18) 參見支付清算系統委員會(Committee on Payment and Settlement Systems),2007。包括英國 FSA 在內的審慎監理機關也

- 參與此項努力，其中交割程序是證券市場主管機關與中央銀行所共同關切的議題。
- (註 19)在撰稿此時，歐洲及美國推動集中交易對手制之改革聲浪已日漸高漲。
- (註 20)在上述危機事件中，雖然以 Lehman 違約為標的之 CDS 合約清算過程出乎意料的平順，其倒閉仍造成全球金融機構的巨額損失。其中，有部分損失，如能在集中交易對手制之下運作，則可望降低。此項考量，在 AIG 案例中亦是如此，因為 AIG 是高信用風險證券市場之信用保護的重要提供者。
- (註 21)以澳洲為例，其央行具有正式監督支付系統的權力，包括管理系統使用者的強大權力。依據其中央銀行法，若系統營運者或市場參與者未確實遵循澳洲央行所制定之相關規範，則澳洲央行有權加以制止。
- (註 22)Turner (2009)針對賦予央行審慎監督責任之缺失所進行的相關討論(第 92 頁)，亦呼應此一論點。
- (註 23)參見特別財政委員會(Treasury Select Committee), 2008。
- (註 24)Buiter (2008)再次評擊 Fed “迎合華爾街人士需求，並相信市場所提供之訊息...Fed 與金融市場和市場龍頭之關係太過緊密，過度迎合其特殊要求，以致於無法對整體經濟作出正確決策”(599-600 頁)。
- (註 25)參見 Peek, Rosengren 及 Tootell (2003)。
- (註 26)部分研究提及，各先進國家於本次金融風暴中採行寬鬆貨幣政策之決策速度並不相同。造成這些差異的原因很難斷論，有可能是因為各國總體經濟情勢之不同所致，亦可能有部分原因與各國央行是否擁有監理權有關。而就算與這些原因有關，也很難明確地獲知寬鬆貨幣政策決策之快慢，究竟係由金融監理與貨幣政策間的利益衝突所導致，亦或是源自於對監理資訊之有效掌握以及對金融危機與總體經濟展望間之交互作用之深入了解。
- (註 27)參見財政部(2008)。
- (註 28)Sachsen LB 併購了旗下子公司 Ormond Quay,後者資金缺口高達 173 億歐元。Sachsen LB 其後被另一家國有銀行 LBBW 所接管，參見 BaFin2007 年年報,第 23 頁。
- (註 29)WestLB 出面承擔旗下二家特殊投資工具機構(special investment vehicles, SIVs) -Harrier Finance 及 Kestrel-之資產負債，致 2007 年年底資產規模擴增大約 210 億歐元，參見 BaFin2007 年年報,第 23 頁。
- (註 30)根據 BaFin 在與 Bundesbank 商議後所發佈的監理指導原則，Bundesbank 是唯一執行例行監理作業的主管機構，負責所有場內及場外監控工作，使其能夠取得第一手資訊；BaFin 則擁有針對個別機構採取強制行動的另一方面監理權責。上述 MOU 進一步針對具系統重要性及發生問題的金融機構，規劃了加強監理及機關充分合作等處理方案。
- (註 31)礙於德國法律限制，主管機關只能對銀行進行直接清算或採取保留股東權益的方式紓困，在撰稿此時，立法機關正針對現況之改變進行激烈辯論。
- (註 32)IKB AG 係 1949 年於杜塞道夫所創立之工業銀行，協助德國中小企業的產業發展，提供貸款予中型企業並負責各種發展計畫項下的資金支付，包括 Marshall Fund。為達以上使命，IKB 必須與 KfW(負責戰後重建工作的主要國有政策性銀行，其後更成為對特殊部門及地區提供聯邦資金援助計畫的主要機構-包括統一後的東德)保持充份合作。自創立以來，IKB 一直保有貸款給德國中型企業之歷史任務並維持和政府機關之密切關係，KfW 持有其股權一度達 38%，直至 2008 年 8 月 21 日才決定將 IKB 出售予龍昇私募基金(Lone Star Funds)。
- (註 33)參見 De Larosiere(2009)
- (註 34)Basel II 架構中之第三支柱即是要求銀行加強資訊揭露之一例，以降低資訊不對稱以及強化無擔保債權人所面對的市場紀律。
- (註 35)Nier 及 Zicchino (2008)提供了此一理論之實證與介紹。
- (註 36)Brunnermeier 及 Pedersen (2009)介紹此效果之正式模型。
- (註 37)Turner (2009)有進一步討論。
- (註 38)這個問題可稱之“太多(機構)而不能(放任)倒閉”，由 Acharya 及 Yorulmazer (2007)正式提出。

- (註 39)在部份國家(包括英國)，監理人員依據 Basel I 所設定之最低資本要求會因機構而異。而 Basel II 中之第二支柱(監理審查)原則上亦採用相同方法，因其主要是用以補充 Basel I 於風險界定之疏漏，然而這裡並非明確直指系統風險。監理人員可視情況運用其裁量權，對具系統重要性金融機構採行更嚴格監理，例如透過密集的實地檢查以及增加執行監理之人數，參見 Turner (2009)。
- (註 40)已有相關研究討論救援預期對市場紀律之不利影響，論例可參見 Nier 及 Baumann (2006)。
- (註 41) Manning, Nier 及 Schanz (2009) 討論央行在結算與清算系統之角色，以及相關領域之政策議題。
- (註 42)主要零售系統之失能亦可能影響到其他金融市場之清算義務，其正常運作對經濟整體攸關重大。
- (註 43)金融機構內部員工舞弊事件可能足以摧毀一家銀行，最著名的案例可能是霸菱銀行事件。該事件因為一名員工投機操作期貨合約失利而造成 8.27 億英鎊(美金 14 億)之巨額損失後，於 1995 年倒閉。金融機構的股東及經理人應有充份動機防阻員工中飽私囊而不利於全體股東之詐欺事件。儘管如此，對內部流程設定適當的規範以降低損失發生機率仍是必要的，特別是針對潛在具系統重要性的金融機構。新的 Basel II 架構鼓勵監理人員監控此類流程，以降低作業風險之發生機率。而作業風險之監理，更廣泛地定義，是一項也關注涉及商業銀行之相關支付及清算程序的監理，參見 Manning 等人(2009)。
- (註 44)總合風險亦可能出現在價格資訊缺乏的情況下。
- (註 45)Bordo 和 Jeanne (2003)，Korinek (2008)及 Brunnermeier 等人(2009)皆針對此現象提供了理論分析，亦可參見 Schwartz (2002)對政策可行方案之討論。
- (註 46)在利差交易中，本國幣別資產係以其他幣別之負債為資金來源，通常是因為融資成本較低以賺取利差。外幣負債通常會導致本國貨幣過度升值，而使此槓桿部位極易受到本國貨幣貶值之影響。
- (註 47)在美國大蕭條發生前之日本失落的十年，以及其他近期危機事件中，利率被認為異常偏低，造成資產負債失衡，並使借款人曝露在利率升高之風險中。
- (註 48)在日本的案例中，將借款人無力清償之貸款轉為永久放款(evergreening)，被視為是一種將已實現損失及其對銀行資本之不利影響遞延的作法。
- (註 49)總體系統風險脆弱度之形成實務上很難偵測。總體壓力測試提供了一項可行的診斷工具，可用以判斷何種“高槓桿比率之槓桿資金來源者”最易受到特殊總體經濟情境之衝擊。
- (註 50)Adrian 及 Shin (2008)說明了 VAR 風險管理方法如何對曝險總額造成擴增而非減少的效果，因為在景氣好的時候容易誤判資產負債表的配置健全度，而造成資產負債的持續擴充。
- (註 51)Adrian 及 Shin (2008)指出投資銀行及商業銀行的資產負債表皆受到貨幣政策行動之影響。
- (註 52)參見 Turner (2009)限制家計部門負債之工具討論。
- (註 53)大型基金也可能產生個體系統風險，視其投資策略及流動性概況而定，本文將進行後續討論。
- (註 54)負無限清償責任的合夥關係通常較不會對金融穩定造成威脅。
- (註 55)危機擠兌事件所造成之資產負債表表外結構，特性同是資產負債表之流動性欠佳，其融資特性是藉由在短期融資市場發行資產擔保商業本票來支應長期資產。雖然表外工具不受評等，美國貨幣市場共同基金是否會形成系統性威脅可能取決於此類機構適用之監理規範，最重要的是包括允許到期日進行轉換之程度，人壽保險公司及退休基金則是不需進行轉換之基金類型，因其資產之追索債權期限通常較長且具可預測性，但當相關投資規範強迫其出售資產時，仍可能產生系統性衝擊。
- (註 56)Brunnermeier 等人(2009)提出新的技術以衡量所有機構受波及之程度，亦可參見 Acharya 及 Richardson (2009)。
- (註 57)避險基金的失敗可作為參考教材，Amaranth Advisors 雖屬重量級避險基金，其 2006 年的倒閉危機對市場衝擊程度之所以有限，主要是因為天然氣期貨的持倉方向與市場相反，且預測天然氣價格將自 2007 年 3 月下跌至 4 月。長期資

- 本管理公司(LTCM)則預測債券價差將縮減，惟 1998 年俄羅斯發生金融危機並隨即引發所有主要債券市場價差上揚，因而引爆危機，其後 LTCM 對部位進行平倉則進一步擴大價差，不利於整體金融。
- (註 58)越來越多的文獻以模型實證分析及評估相互關連金融機構間之網路效應，Nier 等人(2007)探討系統相互關連程度對金融穩定之影響，他們也分析了當銀行皆持有類似資產且單一機構急速出脫部位對其他機構成價格減損所引發之流動性效應強度。
- (註 59)澳洲最大保險公司之一的 HIH 事件，有時可作為保險公司造成系統風險之代表案例。HIH 倒閉的確對經濟造成負面效果，但這是因為它在工程及醫療領域險種具有幾近壟斷的地位，HIH 倒閉對其他金融機構或金融市場並無實際衝擊(Herring 及 Carmassi,2007)。
- (註 60)這與 Paulson Blueprint 的建議一致，參見財政部(2008)。
- (註 61)雙眼監理模式(two pairs of eyes)對監理是否有益時有爭議。但雙眼監理模式亦可藉由指派大量的檢查人員而適用在單一監理機關之內，因其有利於資訊在所有相關員工之間自由流通，通常也將產生更大效能。惟當目標具互斥性時，將資源分配給不同的監理機關將更具有實益。
- (註 62)如 Herring 及 Carmassi (2007)指出，英國以其主要金融中心地位所提出之金融改革倡議，吸引了世界各地金融機構及監理機關之興趣。
- (註 63)金融整併趨勢可增加金融機構從事高風險業務之機會，並使得金融機構之規模太大而不易管理、監控及處理。有鑒於以上挑戰，部分美國評論家開始對 1999 年金融服務現代化法案(Gramm-Leach-Bliley Act)產生質疑。此法案解除了商業銀行和投資銀行在 1933 年金融機構管制法(Glass-Steagall Act)下之業務限制(因應美國大蕭條危機)。而當前的主要爭議在於，對銀行和投資銀行再設定新的業務區隔限制是否為因應近期危機處理之適當改進措施，亦或此一限制已超乎其實際所需，相關例子可參見 Turner (2009)。
- (註 64)當整合監理模型在採行之初期，執行此差異化政策是可行的。Turner (2009)之部分建議與此看法相符。瑞士之主管機關已經對此做了若干嘗試，採行較 Basel II 更為嚴格之標準，以致力於遏制瑞士銀行和瑞士信貸銀行所造成的系統風險。
- (註 65)在瑞士之監理模型中，一開始尚包含一獨立的保險監理機關，直至 2009 年才成為完全整合模型。
- (註 66)德國整合監理機關(BaFin)及 Bundesbank 同時具有銀行審慎監理之聯合責任，參見第三章詳細討論。
- (註 67)和瑞士一樣，芬蘭的完全整合模式也是於 2009 年完成，由新的金融監理機關(FIN-FSA)負責所有部門的監督工作，亦包含保險部門。
- (註 68)對於審慎監理與業務行為規範應分別賦予更高關注之呼籲，已在 Paulson 改革藍圖中提及，並以其作為反對將單一整合監理模式運用於美國的理由，參見財政部(2008)。
- (註 69)Herring 及 Carmassi (2007)發表了二種版本，其一類似於本節所述模式，另一則被澳洲採用。後者之個體審慎監理者-澳洲審慎監理局(the Australian Prudential Regulation Authority)-乃設立於負責總體審慎目標的央行之外，另一獨立的監理機關-澳洲證券投資管理委員會(the Australian Securities and Investment Commission)，則負責業務行為監理。以此處建立的分類來看，此模式可適切地歸納為介於此二選擇(單一整合監理及雙軌監理)之間的混合模式，詳見以下討論。
- (註 70)從目標一致性來考量(消費者保護)，將有充分理由將此權責賦予市場行為監理機關，而從工具使用之一致性來考量(審慎監理)，則適合由審慎及系統風險監理機關負責統籌所有審慎監理工作。
- (註 71)奧地利於 2002 年設立了單一整合監理機關(金融市場管理局, FMA)。在 BAWAG 銀行危機事件後，單一監理機關 FMA 與奧地利央行之間的關係已出現變化，現行模式將更接近雙軌監理模式。自 2008 年 1 月以後，法律已賦予奧地利央行有關銀行及金融控股公司的所有監督責任，然而 FMA 仍擁有全部的執行權力。
- (註 72)荷蘭央行(DNB)及市場行為監理機關(金融市場監管局, AFM)間即有類似 MOU。

- (註 73)央行作得過度及過少之案例將在下面進行討論，參見“混合模式”內文。
- (註 74)也許 Lehman 案是一個例外，大出市場意料之外。Nier 及 Baumann (2006)提出了公共部門政策期待對市場紀律造成負面效果的若干證據。
- (註 75)大約 2008 年年底，瑞士監理機關-瑞士金融市場監督管理局 (FINMA)採取了資本適足水準的強化措施並導入最低槓桿比率的概念，惟只適用於 UBS 及瑞士信貸銀行。其所定義的槓桿比率係指第一類資本相對總資產之比率，合併基礎下之最低比率要求為 3 %。為了此一新參數的計算，資產負債表必須根據若干因素加以調整，包括帳上瑞士本國貸款的抵減。瑞士主管當局亦決定推行一個更廣義的槓桿比率，將在日後實施。
- (註 76)關於支付系統的監理已列入在美國財政部長鮑爾森所提改革藍圖計畫中(Paulson blueprint ,Department of the Treasury ,2008)。
- (註 77)在美國頗具爭議的是，於接管 Bear Stearn 及 Lehman 破產事件發生後，Fed 實際上已具有“指派 (designate)”所有投資銀行之權力，藉由與證管會簽訂 MOU，Fed 官員立即擁有了對所有主要經紀-自營商(broker-dealer)之監督權，其後亦因要求其他公司轉型為銀行控股公司而使其需要接受 Fed 的監理。
- (註 78)參見 Bernanke (2008b)。
- (註 79)由於特別清理機制架構會影響股東之財產權，研訂該機制亦將面臨許多重要之法律問題。
- (註 80)Jacome (2008)記載從 1990 年代中期以後，許多拉丁美洲國家因缺乏特別清理機制，致減低其危機處理之有效性。有趣的是，依據 Jacome (2008)，該區域引進特別清理機制之先驅為緊鄰巴西之阿根廷，該國係拉丁美洲地區央行擔任銀行主要審慎監理機關之唯一國家。此一特別清理機制授權央行並有助於控制因墨西哥 1994 年貶值所引發之金融危機。
- (註 81)此一觀點與 G30 (2008)團體所達成之結論一致。
- (註 82)許多樣本中國家於 2007 年轉換到新的 Basel II 規定。西班牙則自 2000 年起採用動態提撥制 (dynamic provisioning regime)。
- (註 83)進一步的討論可參考 Turner (2009),第 89 頁。
- (註 84)富通銀行(Fortis Bank)在分割為荷蘭及比利時二獨立控股公司前，原屬比利時法定個體，由比利時銀行金融及保險委員會(BFIC)擔任整合之監理機關。此外，富通銀行亦受歐盟對金融控股公司監督準則之規範。此一補充性監理涵蓋範圍包括母公司股權結構、董事及管理階層之可信賴度、富通銀行之組織結構、投資方針、風險集中情形以及集團內部往來等。而此一補充性監理係由 BFIC 及荷蘭央行(DNB)共同執行，並受 2002 年 2 月 28 日雙方所簽署協議「富通銀行之補充性監理實務架構」之規範，在此文件之條款下，BFIC 被指定為補充性監理的協調機關。
- (註 85)在德國，總損失(截至 2008 年 Q2 為美金 560 億元)金額中，由 Landesbanken 及 IKB 所吸納之損失高達美金 362 億元，相較於其他德國金融機構之美金 198 億元。這二個機構類別之平均損失比率(損失/總資產)分別為 4.43 及 0.48，亦即前者超過後者的 9 倍。可能的原因是，市場對於前者機構類別獲得政府援助之期待較高，而降低了市場紀律之制衡力量。
- (註 86)HBOS 由 Lloyds TSB 接管係於 2008 年 9 月 18 日宣布，並使英國政府必須暫時擱置競爭限制條款。
- (註 87)RBS 由政府注資一案直至 2008 年 10 月 13 日紓困方案截止日期將至時才宣布，而全面性的紓困計畫早在 10 月 7 日就已公布。
- (註 88)Dexia 亦影響盧森堡及法國，但它係由比利時主管機關所監督。澳洲 BAWAG 的倒閉事件在 2007 年 8 月前就已發生。澳洲 Erste Bank 於 2008 年 10 月 30 日宣布將得到資本挹注。
- (註 89)在荷蘭所擬計畫中，ING 集團於 2008 年 10 月 19 日得到資本挹注；Aegon 人壽保險公司亦於 2008 年 10 月 28 日宣布獲得資本挹注。在法國，許多金融機構受惠於完善的機制而得以在 2008 年年底前接獲資本援助。在葡萄牙，一小

型私人銀行 BPN 在 2008 年 11 月時遭到清算，其原因可能與管理異常有關。  
(註 90)發生北歐金融危機之時，芬蘭所採用的模式仍不能稱為單一整合監理模式。當時的芬蘭銀行監督局 (The Banking Supervision Office) 隸屬在財政部之下。

(本文完稿於 98 年 9 月，譯者為本行金融業務檢查處三專)