

金融穩定論壇報告

- 對跨國資本移動、境外金融中心與高槓桿金融機構三議題之意見

林文琇

壹、前言及摘要

1997年亞洲金融危機發生後，國際間紛紛提出各種討論及改革建議，討論雖多，卻欠缺整合。有鑑於此，1999年2月20日，7國集團財長暨央行總裁會議通過德國前央行總裁泰德梅爾的提議，成立「金融穩定論壇」(Financial Stability Forum)，藉以統合國際間的意見，並形成國際政策。1999年4月14日，「金融穩定論壇」成立。

「金融穩定論壇」共有40個成員，包括主席一人及(1)7國集團分別選派3位來自財政部、中央銀行及金融監管機關的高階代表，(2)新加坡、香港、澳洲及荷蘭4個非7國集團國家的中央銀行代表，(3)國際金融機構代表6人，包括國際貨幣基金代表2人、世界銀行代表2人、國際清算銀行代表1人、經濟合作暨發展組織代表1人，(4)國際監管團體代表6人，包括巴塞爾銀行監督委員會2人、國際證券監管協會(IOSCO)2人，以及國際保險監管協會2人(IAIS)，(5)中央銀行事務專家2人，包括全球金融制度委員會(Committee on the Global Financial Sys-

tem)代表1人及支付暨清算系統委員會代表1人。現任「金融穩定論壇」主席為國際清算銀行總經理Mr. Andrew Crockett，任期3年。

金融穩定論壇成立後，首先在同年5月成立「資本移動」、「境外金融中心」，以及「高槓桿金融機構」三個議題的工作小組，分別對相關問題進行研究並研擬建議。其後又成立「推行國際規範」以及「存款保險制度」兩工作小組。

「資本移動」、「境外金融中心」，以及「高槓桿金融機構」三小組的研究報告已於2000年4月初公諸於世。三報告主要是針對各界的討論加以評估後，作成建議，呈報7國集團財長暨央行總裁會議，日後將透過國際貨幣基金等國際金融機構，推動各國採行。

跨國資本移動

首先，有關跨國資本移動問題，「資本移動」小組報告認為，短期資本移動確實會影響各國及國際間的金融穩定，而觸發金融危機，其防範方法應以健全的總體政策為

首。但除此外，尚應建立一套全國性的風險管理機制，提供管理當局隨時監控全國及各部門的風險情況，以防風險累積而釀成災害。目前各國尚未發展出這樣的風險管理機制。

工作小組建議，各國政府應編製整個經濟體系以及主要部門的資產負債表，藉以偵察整體經濟及主要部門的流動性、匯率等等風險，並且模擬金融面或實質面的各種可能變化，對整個經濟體系及各部門，進行壓力測試（stress test），同時採取防範措施。

至於資本管制措施的採行，工作小組認為，管制資本流入是經濟轉型過程中，為避免金融市場不穩定，可以考慮採行的政策之一，但不得因此而忽略採行必要的改革措施，同時其採行應以暫時性為宜。至於管制資本流出，則應視為危機管理。不過，有時候，管制資本流出亦是防範未來資本大幅流入的先行措施。

境外金融中心

境外金融中心由來已久，過去它即常因為是洗錢管道而備受討論，此次則因為和金融危機的關聯性，而成為金融穩定論壇的三大議題之一。

近年來，跨國資金移轉頻繁而量大，為了維護國際金融穩定，國際間一直設法掌握跨國資金移轉的全貌。但是，在龐雜的跨國資金移轉中，有很大的比例是透過境外金融中心為之，由於境外金融中心「化外之民」

的特性，形成了國際金融的一個大黑洞。

目前國際間不斷推動資訊透明化，加強金融管理等等改革措施。但是，這些改革愈是積極，愈可能趨使更多的金融交易避往境外金融中心。因此，如果不將此一漏洞作適當的防堵，任何努力都將功虧一簣。未來，境外金融中心尚且可能成為金融危機的引爆點。

因此，在報告中，境外金融中心工作小組提出一套方案設法將境外金融中心納入國際金融管理體系。該方案所採取的策略是：一方面建議由國際貨幣基金對各境外金融中心進行評鑑，指出其未遵守國際規範之事項，另一方面則藉由各種抵制辦法迫其遵守。例如，針對不配合國際規範的境外金融中心，各國應禁止在此類中心註冊之金融機構進入本地營業，或禁止本地金融機構赴此類中心營運等等。

高槓桿金融機構 (HLI)

所謂高槓桿金融機構（Highly Leveraged Institutions, HLI）主要是指一些大型的避險基金（hedge funds），這些避險基金善用槓桿操作，能使它的自有資金發揮數倍的效用。由於避險基金是針對特定人募集資金，在許多國家都不受金融管理單位監督，而享有極高的自由度及隱密度。

亞洲金融危機發生後，馬來西亞總統馬哈地率先譴責索羅斯等避險基金操盤人炒作東南亞貨幣，是亞洲金融風暴的罪魁禍首。

1998年9月下旬，美國著名避險基金 - 長期資本管理公司（LTCM）出現財務危機，美國聯邦準備理事會主席葛林斯班被迫出面協調解決。避險基金對國際金融穩定的威脅因此受到高度重視。

工作小組的報告將 HLI 對金融穩定的影響分成兩方面，一是針對 HLI 財務槓桿過大，一旦操作不當，將形成連鎖反應，而造成系統風險，例如 LTCM 事件。二是 HLI 的操作方式可能影響市場機能，涉及蓄意操縱市場價格，這點主要是針對 HLI 在新興市場有興風作浪嫌疑進行研討。

關於系統風險的防範，工作小組認為應該透過加強金融監理、避免金融機構對 HLI 提供過度之信用，以及要求 HLI 加強揭露等間接的方式，來防範 HLI 累積過多風險。至於若干人士主張將 HLI 和金融機構一樣納入管理（直接管理），工作小組並不建議採行。

至於市場機能問題，由於新興市場淺碟市場的特性，工作小組認為確實易受避險基金之影響。但是，前述加強金融監理、避免金融機構對 HLI 提供過度之信用，以及要求 HLI 加強揭露等方式只對防範系統風險有效，對避免市場受到操縱則效果有限，而必須仰賴管理當局密切監控各種市場及各種商品的交易量、價格變化，及監視大額交易，深入了解各種交易手法等等。

至於針對外匯市場的炒作，工作小組認為，除了加強國際合作，另一個可行的辦法就是監控本國貨幣的供給。因為，無論是投機放空或作多某一國貨幣，都涉及該國貨幣之交割，而一國貨幣的最原始供給是來自國內銀行體系。因此，應對國內銀行體系的部位，以及銀行對非居民提供本國貨幣，加強監控。

以下就三報告的重要內容分別摘述之，最後略加結語。

貳、跨國資本移動

關於資本移動問題，金融穩定論壇工作小組首先認同：短期資本流動潛藏著流動性風險，如果不加以妥善管理，對債務國及債權國雙方，乃至全球金融穩定都可能造成嚴重後果。工作小組同時也認定採取審慎及正確的總體經濟政策，是減少短期資本流動衝擊的最重要方法。不過，工作小組的討論目的並不在於探討總體經濟政策，而是認為除

正確的總體經濟政策外，尚應透過風險管理機制來防止金融危機，這是目前國際間所欠缺的，故其報告主要在探討如何藉由風險管理架構之建立，以監控及防範危機之發生。

工作小組指出，亞洲國家過去多年來的大幅短期資本流入確實提高了各國金融的脆弱性，舉凡政府部門、金融部門及企業部門都累積了流動性風險，一旦某一部門出現問

題，將很快地牽連所有部門。短期資本流入的快速反轉，不僅造成流動性緊縮，同時也導致資產價格急遽下挫。如果外人證券投資及直接投資持續流出及萎縮，國內的儲蓄及投資關係將被迫進行調整，若調整幅度大，國內的資產價格及信用量將受到二度衝擊，而形成惡性循環。

一般人常強調短期資本流動的不安定性，但工作小組認為，長短期資本之區分並未能真正反映相關風險的高低。事實上，有些期限較短的資本流動若有採取避險措施，或進行一些展期的動作，它的安定性相對較高。反之，有些被區分為長期的資金流動，可能會快速進出。例如，長期債務若附帶提前解約的權利，其不安定性將提高，同時直接投資往往也會透過母子公司之間的帳目移轉而造成資金的快速流動。

另一方面，雖然資本流量的反轉是危機的導火線，但它的起因卻是長期間的「存量」累積。因此工作小組認為對外風險之評估應以資產負債存量為基準。觀察存量，可以發現一個國家即使在經常收支平衡，資本流出量與流入量相等的狀況下，仍可能潛藏風險，例如幣別或是期限別的不對稱即是風險之一。不過觀察存量時，必須注意到即或整個經濟體系的資產負債表並不存在風險，但各部門的風險分佈並不相同，若某部門的風險過大，一旦發生問題，將牽連其他部門，故尚須評估個別部門的風險。因此，各

國應就整個經濟體系及各主要部門建立風險評估及監控系統。

至於資本流動管制，工作小組認為，在資本流入方面，如果是基於總體經濟安全及風險管理的考量，可以考慮予以管制，但應和其他替代方案一併衡量其成本效益。如果要採行，應以暫時性及無差別性的措施為宜，同時應配合正確的總體經濟政策，而選擇在對外收支情況良好時為之。至於資本流出之管制，該報告認為，管制資本流出應屬危機處理之範疇，應另行討論，故不納入本報告之內。

此外，工作小組也特別提醒各國政府，必須注意其政策措施對資本流動的可能影響。因為有時候，某些政策雖另有其目的，但結果卻間接鼓勵短期資本流動或是國外借款。同樣地，依現行 BIS 的資本適足率的計算方法，對銀行間的短期借貸較為有利，也鼓舞了銀行間的資金流動，凡此均應加以檢討改進。

再者，為了掌握國際間資本流動資料，工作小組也針對外債等國外部位資料蒐集的改進提出建議。

基於上述，工作小組分別就(一)風險的監督與管理，(二)政策措施對資本移動型態的影響，(三)資本管制，(四)金融基礎條件的配合改進，以及(五)加強國外部位資料之蒐集等事項，提出其建議。

一、風險的監督與管理

該報告建議各國政府應建立風險監督及管理系統，研擬風險管理策略。為了監控一國的風險，各國政府應編製整個經濟體系以及主要部門的資產負債表，以掌控整個經濟體系及主要部門的流動性風險、匯率風險，以及其他風險。根據此資產負債表，管理當局應模擬金融面或實質面的各種可能變化，對整個經濟體系及各部門，進行壓力測試（stress test）。

該報告認為各國應加強資料蒐集，尤其是全國及各部門別國外部位的及時性資料，以及各部門間的金融往來資訊。同時，對外資產負債表之編製尚應包含一般視為表外項目的或有負債及或有資產，且所有項目均應區分不同到期日及幣別的明細。另一方面，各國政府也必須注意其經濟結構和一國資產負債表間的關係。例如，有的國家倚賴初級商品的輸出作為償債的外匯來源，一旦國際商品價格變動，本國匯率將受到影響，整個國家的資產負債表也將面臨風險。

工作小組並針對政府部門、金融部門及企業部門的風險管理分別提出建議：

1. 政府部門

a. 各國政府應妥善管理公共債務及流動性，國際貨幣基金及世界銀行將制訂一指導原則，提供各國遵行。

b. 國際準備在以下情況應維持較高之水準：**(a)**採取固定匯率制，**(b)**該國較難在國際資本市場上籌資，**(c)**公共外債的到期日較

短。同時，國際準備之多寡亦應考慮到銀行及非銀行部門發生問題的可能性。

2. 金融部門

a. 亞洲金融危機暴露出銀行體系在風險管理上並未注意到信用風險、市場風險（尤其是外匯風險）以及流動性風險等各種風險間的關聯性。譬如，市場價格變動會導致借款人信用惡化，而流動性問題也會引起市場價格異常。同時，在現代金融市場，各種擔保融資方式及保證金交易制度的盛行，使得信用風險、市場風險以及流動性風險間的分際更趨模糊。因此，銀行監管機關在評估銀行體系的風險，以及銀行本身在風險管理上，都不應將上述各項風險獨立評估，同樣地，在評估銀行的資本適足性時亦應考慮這些風險的關聯性。關於此點，巴塞爾委員會已重新檢討現行資本適足率之規定。

b. 銀行應注意借款人的外匯風險，包括借款人償還外幣借款的外匯收入來源、匯率變動對其償債能力的影響，以及是否有採取避險措施等。銀行同時應評估如果借款人改貸本國幣或增加避險是否可以降低風險。

c. 銀行在平時享有盈餘時即應該多提壞帳準備，以減少景氣變化的衝擊，而非出現問題才增提壞帳準備。

d. 原則上，金融管理當局應督導銀行自行提出風險管理策略，但如果監管機制不足，或監管能力及監管資源有限，可以考慮利用下列措施限制銀行的流動性風險及外匯風

險。不過，對有能力以較專業之方式進行風險管理的銀行體系而言，這種監管方式的效率較差：

(a)以資本額之某一比率限制銀行之外幣買超或賣超部位。

(b)規定一最低流動性資產比率，以防範外幣負債等所引發的流動性不足。

(c)採用複式準備率或流動比率，對長期的外幣負債可以適用較低之比率。

(d)規定外幣負債應提存準備，以限制借入外幣資金。

(e)規定銀行外幣資產及負債的到期日要配合。或更嚴格地限制銀行外幣資金來源的最低期長。

(f)要求銀行的外幣部位應進行避險，且銀行也必須要求借款人需進行避險方能取得借款。

(g)以資本額之某一固定比率限制銀行之外幣放款，或要求銀行就外幣放款保有較多之資本，或提列較高之壞帳準備。

3. 非銀行金融部門及企業部門

a. 銀行以外的其他金融機構是金融體系管理較鬆散的部份，當政府加強銀行監理時，可能會造成許多金融交易流向非銀行的金融機構。從泰國及韓國的例子顯示，這些機構往往是金融不安的來源。因此，對非銀行的存款機構，主管當局有必要注意其風險管理問題，同時應隨著其業務範圍及業務量的擴大予以加強監督。至於證券商及保險業等其

他金融機構，也應該考慮採取較嚴格的監管。證券商及保險業之所以應加強管理，不單是基於個別證券商及保險業的財務健全，同時也因為證券商及保險業在若干金融市場上的活動愈來愈頻繁，重要性日益提高，如果各種金融機構之管理差別待遇加大，則這些機構在金融市場將更趨活躍，致風險提高。

b. 在亞洲金融風暴之前，由於快速的經濟成長，及固定匯率的保障，外國投資者大舉貸款給亞洲企業，造成許多企業的槓桿比例過高。一旦企業倒閉，銀行也受到牽連。因此，各國應加強企業管理，包括要求董事會應定期檢討公司之財務風險、要求企業之財務報表應揭露負債及金融資產的期限別及幣別，同時應推動國際統一之會計原則。

c. 政府之政策應避免扭曲企業部門的負債選擇，尤其應避免造成企業偏向短期外幣借款。

二、政策措施對資本移動型態的影響

該報告利用一些例子指出，某些政策措施可能在無意中鼓舞借入短期外債，故應審慎評估各項政策措施對資本移動之長短期配置的影響：

1. 根據韓國的外匯管制規定，企業借入外債（通常傾向較長期之借款）須事前核准，而銀行（傾向借入短期資金）則否。且自1994年起，韓國取消商業銀行外幣借款的上限，但對銀行在國際市場借入中長期資金

進行窗口指導。這些措施造成企業必須透過銀行借入資金，而銀行則以借入短期外資來支應長期用途。

2. 泰國政府為提高國內企業在國際市場上的籌資管道，成立境外金融中心並給予多項優惠，其中 PIBF (Provincial International Banking Facility) 銀行可以進行境外之泰幣及外幣借貸，而 BIBF (Bangkok International Banking Facility) 銀行則可以吸收境外存款及借入款，並在國內及境外進行外幣放款。這些措施吸引外商銀行投入並積極擴張境外金融業務，以作為未來在泰國經營一般銀行業務的跳板，使境外金融中心成為短期資本流入的重要管道。1996 年泰國雖要求商業銀行和 BIBF 銀行的新增借款及非居民泰幣短期帳戶提存百分之七的現金準備，以限制短期資金流入，但境外金融中心仍有許多交易無須提存準備，而繼續成為短期資本流入的管道。

3. 若干國家對居民及非居民存款、外幣及本國幣存款的現金準備及流動性準備採差別待遇，往往影響資本流入的型態。例如，韓國居民外幣存款的準備率高達百分之九，而非居民外幣存款準備率僅百分之一。新加坡、菲律賓等國本國幣存款須提存準備，而外幣存款則否，均形成差別待遇。

4. 若干國家對匯率水準給予明確或暗示性的承諾會鼓勵外幣債務的累積。另外，政策措施搭配 (policy mix) 也會誘使短期外債

累積。例如，一國一方面維持較高之利率，尤其是短期利率，以穩定物價，但另一方面又積極維持匯率穩定，結果導致短期外資流入，尤其是銀行大舉借入短期外債。這些短期外債，由於預期匯率將持穩故大都未進行避險。以上現象在此次亞洲金融危機國家中極為普遍。

5. 巴塞爾資本適足率對一年以下的銀行間債權適用較低之風險權數，而形成鼓勵短期資本流動。目前巴塞爾資本適足規定已在進行檢討改進。

三、資本管制

關於資本管制，工作小組認為大幅度的資本流入會影響一國的金融穩定，故基於安全考量，抑制資本流入是政策選擇之一，但資本流入管制措施之採行應注意下列事項：

1. 管制資本流入之缺失有：扭曲資源有效分配、可能導致一國政府怠於採行必要之改革措施、增加貪污機會等。故應充分考量其他替代方案，並評估利弊得失後方得採行。

2. 管制資本流入應為過渡期之措施，應在資本大幅流入時期，或是為了健全國內金融體系之下採行。一國在採行金融自由化過程中，可能因先後次序不對，造成金融問題，則基於審慎之考量可以約束銀行或國內居民過度借入外債。但一國不得因管制措施之採行，而疏於改革金融體系。

3. 資本流入管制措施中，以市場導向的管制措施較佳。例如智利對短期資本流入要求提存準備。智利的作法使外資的流入及波動減緩，貨幣當局因此可以爭取到較大的政策自主空間。

4. 如果實施管制，其對象要廣泛，要一視同仁，且管制時間要短。如果選擇性地挑選管制對象，例如針對不同金融工具作區分，則大眾將利用未受管制的工具進行規避。同時，管制時間一長，各種規避方法也將因應而生，使管制效果不彰。

5. 實施管制應該要加強掌握各種外匯交易資訊，包括受到管制的交易資訊，以及規避管制的交易資訊。如此，管理當局才能有效地監控資本流動及其他外匯交易，並偵防可能的管制漏洞，以達到管制效果。

6. 為了確實達到管制效果，主管當局必須經常檢討及修正管制辦法。

至於資本流出之管制措施，該報告認為管制資本流出應視為危機處理措施，而不在本報告的討論範疇內。不過該報告也指出，資本流入及流出管制的分界並不是絕對的。因為，有時候限制資本流出，例如限制匯出，也是預先防範將來資金過度流入的方式。若干國家亦限制對非居民進行本國幣貸款，以避免投機炒作。

四、金融基礎條件的配合改進

1. 為了推動各部門的風險評估及管理，金融體系必須要具備若干基本條件，例如具備各種金融市場，以及具備健全的會計制度、企業管理、法律及司法制度，以及支付制度等。

2. 此次金融風暴突顯出，由於國內債券市場不發達，許多國家的政府及企業部門因而過度倚賴短期借款及國外借款，致風險過高。故各國應致力發展國內債券市場，一方面使國內債務結構多樣化，一方面也有利於籌集重建資金。

3. 資訊透明化有助於市場參與者進行風險管理。政府應公開其本身之風險及流動性管理策略及作業。應要求企業在其財務報表中公布其資產負債的幣別及期限別資料。

4. 針對各種金融活動及金融監理訂定國際性統一準則，並要求各國採行。目前許多國際金融組織已相繼研提各種準則，為推廣及落實這些準則，1999年9月，金融穩定論壇新成立一「推行國際規範」小組專責統一準則的推動。

五、加強國外部位資料之蒐集

為了進行風險控管，有關一國及各部門之國外部位資訊之蒐集亟待加強。目前國際貨幣基金等機構已在積極推廣這方面的工作，但仍只是起步階段。

1. 外匯準備資料 - 1999年3月，國際貨

幣基金的「特別資料發佈標準」(Special Data Dissemination Standard, SDDS) 要求會員國公布較詳盡的外匯準備資料，包括各種可能耗損準備的項目，如依殘存期限列出政府的短期外債，以及中央銀行的遠匯部份等(2000年3月31日實施)。以上資料應採按月公布，其中外匯準備總額資料的落後期為一週，細項資料的落後期則不得超過一個月。不過，國際貨幣基金仍希望會員國能進一步改採每週公布上述所有資訊。

2. 國際投資部位及外債 - 1998年12月，國際貨幣基金通過改進 SDDS 的外債及國際投資部位(international investment position, IIP, 為一國之國外資產負債表)統計，規定各國應在三年之內完成編製 IIP 年報，資料落後不得超過6個月。至於外債資料，雖可來自 IIP 表中(證券除外之負債總額)，但 SDDS 仍將外債統計分開陳列，以強調其重要性。同時，外債統計資料應按期限別區分，並區分政府、貨幣當局、銀行及其他之部門資料；採按季公布，資料落後期亦為一季。目前國際貨幣基金正編製手冊，就外債統計項目的定義及編製進行統一規範及說明。

國際貨幣基金目前仍繼續就外債統計的改進進行研討，期使該統計資料能更有效地用於風險評估，這些問題包括外債統計改以殘存期限取代原始期限、採面額及市價並列、區分幣別及居住地、債券若有提前解約

規定應予以揭露、預計之還本付息時程等。

3. 來自債權人及市場的外債統計資料 - 基本上，外債統計的編製及公布是債務國的責任，但由債權人及市場所公布之外債資料(如國際清算銀行所公布者)亦是相當有用的補充資料。不過，由於債權人公布的資料其主要目的在於衡量金融機構的風險暴露，和外債統計之編製基礎不同，同時由於它所統計的只是銀行對海外放款，而這些放款可能有經第三者保證，或者利用資產負債表外的項目降低或增加風險，或者銀行可能簽有不可撤銷的信用額度契約，故並不能顯現銀行風險的全貌。因此，債權人和債務國所編製的外債統計性質並不相同。目前國際清算銀行也不斷改進債權人基礎的外債資料的公布頻率。

債券及貨幣市場工具也是資本流動的重要媒介，目前國際清算銀行雖按季公布各國的發債資料，但所能提供的資訊相當有限，而有待改進。

4. 債權國和債務國外債資料之協調 - 基本上，債權國和債務國分別作出之外債統計，其性質及目的有別，特意去要求兩者資料的統一並無意義。但是，儘可能的統一或是起碼能解釋其間的差異，卻是有必要的。尤其是對資訊內涵的統一，例如，應該依風險特性對各項債務作統一之定義等。目前國際貨幣基金及國際清算銀行也在進行這方面的工作。

參、境外金融中心

關於境外金融中心問題，金融穩定論壇的境外金融中心工作小組經過和相關機構及業者等多方面的晤談，並對各地的境外金融中心進行問卷調查結果認為，截至目前為止，境外金融中心雖不能斷定是引發系統性金融危機的一個重要導因，但是，由於境外金融中心是以銀行間交易為主，隨著境外金融機構資產及負債規模的快速成長，以及資負表外之金融交易的活躍，其傳播金融危機的可能性日增。

工作小組報告指出，境外金融中心是跨國資金移動的重要管道。近年來，愈來愈大量的資本流動係透過境外金融中心為之。為了國際金融的穩定，國際間一直積極致力於掌握資金跨國流動的資訊，然而由於許多境外金融中心並不向國際清算銀行呈報相關統計，即或呈報資料亦嚴重落後，同時亦未依規定進行分類，而困擾國際金融界。

工作小組報告認為，境外金融中心對國際金融穩定最大的危害在於，它提供了市場參與者一個規避管理以及隱瞞交易資訊的管道。未來若不能將境外金融中心有效地納入國際監理合作網之內，在目前國際間提倡加強金融監理以及資訊透明化的潮流下，將有更多的金融交易避往境外金融中心，而對國際金融穩定形成重大威脅，嚴重打擊國際間的努力。

此外，許多境外金融中心更是洗錢的重要管道。這些中心假銀行保密條款之名，保障非法，藏污納垢，不利各國法律之執行以及社會正義之伸張。

有鑑於此，工作小組建議將這些境外金融中心納入國際規範的體系內，以避免此一漏洞愈來愈大，並且提出一實施方案。根據該方案，國際間將一方面對各境外金融中心進行評鑑，指出其未遵守國際規範之事項，另一方面則藉由各種抵制辦法迫其遵守。不過，由於境外金融中心的情況參差不齊，有的確實是欠缺遵循國際規範的意願，而蓄意藉管理鬆弛來吸引生意，有的則是明顯欠缺監理機制、人才及各種資源，故在鼓勵及懲治之外，工作小組也建議應提供必要協助。

此方案包括下列十一項建議事項：

一、對境外金融中心進行評鑑。

工作小組建議對境外金融中心是否遵循國際規範進行評鑑，並將結果公開，以對境外金融中心形成壓力。其評鑑計畫及程序如下：

1. 首先要求境外金融中心公開承諾願意遵循國際規範，願意按規定程序進行評鑑（分自我評鑑及外部評鑑兩階段），且承諾將在某一特定日之前完成自我評鑑。

2. 由境外金融中心進行自我評鑑，國際間將提供必要之協助及諮詢。

3. 公布自我評鑑結果並提出改進計畫。

4. 進行外部評鑑。由國際專家組成小組，對境外金融中心進行外部評鑑，並將結果公布，且提出建議改進事項。

5. 持續監督境外金融中心進行改善。

二、評鑑工作由國際貨幣基金（IMF）主事。

工作小組建議由國際貨幣基金負責以上評鑑工作。金融穩定論壇將協調各界提供國際貨幣基金必要之協助及資源，並將對各境外金融中心進行道德勸說。

三、評鑑對象以第二類境外金融中心或是交易量大者為優先。

工作小組根據問卷調查結果，將境外金融中心分為三大類，第一類為監理品質良好，已遵循國際規範者，第二類為已設法遵循國際規範，但成效欠佳而有極大改進空間者，第三類為監理品質甚低，且欠缺改進及合作意願者。未來評鑑工作將以第二類境外金融中心，或是交易量大者優先進行評鑑。

四、設定優先評鑑項目。

由於國際規範龐雜，故將先行就若干基礎事項進行評鑑，再擴及其他。列為優先者為下列範疇之國際規範：

1. 資訊交換、適度之保密責任、以及打擊金融犯罪等之跨國合作事項。

2. 監理權責及監理作業。即境外金融中心應先賦予其監理機構必要之監理權限，並使之具備監理能力，才能取得金融機構的必

要資訊。

3. 顧客身份之辨識及交易紀錄之保存。為偵查及防範洗錢等金融犯罪，境外金融中心應在顧客身份之辨識及交易紀錄之保存方面遵守國際規定。

五、提供遵循國際規範之誘因。

工作小組建議可以利用以下各種方式，敦促境外金融中心配合評鑑並改進其不符國際規範之處：

1. 透過公布方式以造成壓力。包括公布評鑑結果，及由各境內主管機關或多邊團體發出警告函，提醒金融機構應注意與某些特定之境外金融中心進行交易等等。

2. 國際團體如國際證券監管協會（IOSCO）、國際保險監管協會（IAIS）等對不合格之境外金融中心應剔除或限制其會員資格。

3. 各國國際機構應配合提供人員訓練等技術支援，協助境外金融中心改進。國際貨幣基金及各開發銀行的資金援助應將是否符合國際規範列為條件，如若持續不改善，其金援將受限或遭取消。

4. 透過境內的監理措施抵制不合格的境外金融中心。其方式包括：禁止在此類中心註冊之金融機構進入本地營業、禁止本地金融機構赴此類中心營運或對其加強檢查或要求增提資本、要求金融機構和此類中心之個人或法人往來應辨識其身份以及提出報告等等。

5. 其他方式。如若境外金融中心持續不肯合作，情節嚴重者可考慮限制或禁止國內金融機構和此類中心進行任何金融交易。其措施可包括禁止本地金融機構和當地的金融機構建立聯行關係。

六、建議境內金融管理當局應秉持母國管理當局之責任，對銀行及保險公司設在境外金融中心的子公司業務進行嚴格的合併監督。同樣地，證券監理當局對證券公司的境外業務也要加強監督。

七、建議國際保險監管協會（IAIS）應對再保險業務的作業及監理提出國際規範，此外，亦應對所有保險業務的償付能力及合併監督提出規範。

八、建議各有關團體儘速提出如何評估是否遵守相關國際規範的方法。

九、建議國際相關單位提出一套制止濫用公司組織的辦法，俾使監理當局及執法單位能夠即時取得各種企業型態的受益所有人（beneficial ownership）的資訊。

十、要求境外金融中心向國際清算銀行提出交易報告，以彙總刊登於「國際銀行統計季報」。報告之提出應準時，且應確實依照國際清算銀行規定之分類填報。

十一、建議將本報告分送國際間各相關團體，並建議研提一機制，使各相關團體能隨時掌握境外金融中心相關措施的發展。

最後，為了追蹤以上建議事項之實施情況，工作小組要求金融穩定論壇的秘書處就實施進展作成報告，呈送 2001 年金融穩定論壇的秋季會議。

肆、高槓桿金融機構（HLI）

關於 HLI 問題，在亞洲金融風暴期間，索羅斯等國際知名投資專家所主導的避險基金是否是金融風暴的罪魁禍首，引發激烈的爭辯。1998 年 9 月下旬，美國著名避險基金 - 長期資本管理公司（LTCM）出現財務危機，震撼國際金融市場。國際間乃紛紛對避險基金等高槓桿金融機構進行討論。其中如巴塞爾銀行監督委員會（BCBS）、國際證券監管協會（IOSCO）、交易對手風險管理策略委員會（CRMPG）以及美國總統避險基金調查小組（PWG）等，均先後對 HLI 問題提

出報告及建言，故金融穩定論壇 HLI 工作小組主要乃根據這些報告進行討論並彙整形成工作小組的意見。

由於避險基金的資金募集對象並非一般大眾，而是少數的富豪人士，在富者較有能力自承風險的前提下，多數國家並不將避險基金列為管理對象。然而，在 LTCM 事件發生之後，不少人士主張主管機關將避險基金比照金融機構納為監理對象，以進行直接管理。但亦有人主張不應採直接管理，而只需加強現行之間接管理。所謂間接管理是指，

由金融機構藉由加強風險管理、密切掌握交易對手資訊及嚴格審核授信等方式，避免對避險基金等 HLI 機構形成過度授信。觀諸此次金融穩定論壇 HLI 工作小組的報告對直接管制仍採保留態度，其主張係以加強間接管理為主軸。

一般認為，HLI 對金融穩定的威脅主要來自兩方面，一是系統風險，一是影響市場機能。在系統風險方面，HLI 自有資金有限，但積極利用質押、保證金交易等各種槓桿操作，自許多銀行、證券交易商取得鉅額信用，一旦出現財務危機，將影響貸出者，而可能形成連鎖反應，引發系統危機。在市場機能方面，HLI 透過槓桿操作提高持有部位，在較小型的市場，如新興市場，可能有企圖操縱金融市場價格之嫌，而影響市場正常運作並危害市場秩序及市場的公正性。

因此，金融穩定論壇 HLI 工作小組的報告即依(一)系統風險問題，及(二)市場機能問題兩方面，逐一檢討各界所提出的建議案，是否能達成控制系統風險及避免炒作市場的目的。

一、系統風險問題

1. 金融機構應加強對 HLI 之風險控管。

HLI 之所以形成「高槓桿」，主要是仰賴銀行以及證券公司等金融機構提供鉅額融資。這些貸出者基於自己本身的利害關係，應該向 HLI 要求更詳盡的財務揭露，限制信用額度，審慎評估擔保品的價值等。未來，

各機構及業界應共同努力，改進潛在風險評估方法、改進壓力測試方法，並且將流動性風險衡量方法、擔保品管理方法，以及各種評價方法進行統一等。

但工作小組也認為這些方法固然有助於降低系統風險，惟時日一久，金融機構的警覺性會降低，故主管當局必須持續監督，提醒金融機構保持審慎（見建議事項 3）。

2. 避險基金本身應加強風險管理。

事實上，LTCM 事件也使避險基金注意到自身的風險管理。為了避險基金的信譽及防止投資人流失，避險基金團體在 LTCM 事件後策動自律，制訂了一些指導原則，建議各避險基金應仿效若干金融機構所採行的風險控管方式。著名的老虎基金也出版一份報告，詳述其風險控管方法。工作小組希望此一作法能普及至所有避險基金，並成為避險基金業者的標準化作業模式。同時，投資人以及證券商等避險基金的交易對手，也可以參考這些文件進行風險評估。

3. 加強對 HLI 信用提供者之監理。

銀行及證券商等金融機構在 LTCM 事件發生後，必然會提高警覺，提高風險控管。但是，事情淡忘後可能又故態復萌。因此，金融主管當局的責任就在於持續地監督金融機構是否嚴守風險控管規定。

從監理的角度來看，巴塞爾資本適足規定也必須加以修正。目前該規定正進行檢討，將考慮納入信用評等，以充分反映交易

對手的信用風險。不過，資本適足比率只是一般性的參考指標，巴塞爾規定的修正案中建議，各主管機關有權根據個別銀行的風險控管情況，要求其提高資本適足率，將有助於強化金融監理。

4. 強化金融市場的基礎設施。

金融市場若發生財務問題，如果無法快速、順利地處理後續的債務清償問題，事端將擴大，因此相關的法律規定、法律程序以及金融實務等基本設施都應加以改進，以利債權債務之釐清及追索。例如，各國政府當局應檢討其破產法，包括允許淨額清算等，以確保一旦債務人倒閉時，債權人能順利進行清算及拍賣擔保品。對跨國的倒閉事件，應明確建立如下之慣例：跨國機構的倒閉，應依其業務主要所在地之法律程序進行破產處理，而非依據其註冊地之法律程序。如此，註冊地非為多數投資人之居住地的避險基金，一旦倒閉，其破產處理將較為方便。此外，交易契約的內容以及擔保品的管理方式等均應加以改進並且尋求國際間之標準化。

5. 提高 HLI 的透明度。

HLI 最大的特色在於它的隱密性，但也因此使得金融管理當局以及 HLI 的交易對手無法掌握完整的金融市場資訊，致影響金融穩定。為了提高 HLI 的透明度，各方提出以下建議：

(1) 由 HLI 的交易對手向主管當局呈報：

即由銀行、證券商等金融機構向其主管機關呈報和 HLI 的交易狀況。但由於這些資訊並不對他人公開，無法對 HLI 形成市場制約，故工作小組認為對降低系統風險的效果較有限。

(2) 由 HLI 向金融管理當局秘密呈報：即 HLI 必須向指定的政府單位直接呈報各項資訊，但不對外公開，一方面維持 HLI 的隱密性，一方面使有關當局掌握資訊。但是，該方式會使投資人誤以為政府已有所介入，致疏於注意，而形成道德風險。

(3) 由 HLI 向大眾公開揭露：美國總統避險基金調查小組 (PWG) 主張應直接由 HLI 向大眾公開揭露資訊，目前已在研提相關法案。但由於許多避險基金是登記在境外金融中心，因此必須這些境外金融中心也採公開揭露，才能收實效。

(4) HLI 的信用總歸戶 (Credit Register)：即由銀行及證券商等金融機構，呈報其對各重要 HLI 提供信用的資料，並加以按戶別彙總。總歸戶資料將提供管理當局及 HLI 交易對手參考，以預先防範 HLI 過度累積風險。但信用總歸戶所面臨的問題包括：歸戶之範圍是否澈底，即非金融機構的信用提供者及各種金融工具是否均包含在內；在交易頻繁下，資料的更新是否迅速；以及各項信用資料如何作有意義的加總等等。在這些問題未解決前，工作小組暫不建議採行信用總歸戶，但亦不排除未來採行的可能性。

6. 利用資本適足規定加強 HLI 的資訊揭露。

有關利用資本適足規定來加強 HLI 的資訊揭露，其可能採行的方式有兩種：

(1) 金融機構若對未提供充分資訊之 HLI 進行貸放，在計算資本適足率時，應採較高之風險權數。該方式需由金融機構自行評估 HLI 所提資訊是否足夠，其認定有困難。

(2) 對公開揭露未達特定標準之 HLI，採較高之風險權數。即訂定一公開揭露標準，而依 HLI 公開揭露之程度決定其風險權數。但是，公開揭露內容如何和風險大小並無直接相關，以之決定風險權數並不適宜。

工作小組認為上述兩提案都不理想，而不建議採行，但認為銀行確實有必要根據顧客的不同風險程度，採取較規定為高之資本適足率。

7. 加強金融市場的資訊蒐集及監督。

工作小組同意，各國的金融管理當局應要求市場提供更多的資訊，藉以監控市場槓桿乘數的累積，避免釀成系統風險。

8. 將 HLI 納入直接管理。

亦即比照金融機構，要求 HLI 必須申請執照，且資本額、流動性、風險管理等等都需符合規定。關於此項建議，工作小組認為主張直接管制主要是基於系統風險的考量，但若從保護投資人的觀點來看，由於避險基金的投資人都是高所得之自然人或法人，並無給予特別保護之必要。對 HLI 採直接管制

反而會使投資人疏於注意，而有道德風險之慮，且一旦 HLI 倒閉也會引發政府是否要提供最後貸款者救援的爭議。

另一方面，HLI 是以各種不同的法人形式存在，若要加以直接管理，在定義上有實際困難。同時，管理 HLI 的著眼點主要在限制其過度借貸，但一般企業在資本市場上亦有過度舉債的現象，故將引發應否一併限制的爭議。又，直接管制將趨使 HLI 轉往境外金融中心登記，而形成管理漏洞。再者，目前適用於金融機構的各種管理規定是否能直接移植到 HLI 亦不無問題。

基於以上種種困擾，工作小組並不建議對 HLI 施以直接管理。

二、市場機能

在市場機能方面，工作小組經逐項檢視後，認為上述各建議案對控制系統風險較為有效，對避免新興市場機能遭受操縱方面，則大多效果有限。例如，由金融機構加強交易對手之風險控管，或由避險基金本身加強風險管理、加強資訊揭露等等，雖可以限制 HLI 累積過多的部位，但是，即或 HLI 所持有之部位尚未超越風險控管範圍，在中、小規模的市場上卻仍可能主宰價格走勢，而造成金融市場劇烈波動。

有人主張加強市場資訊的蒐集及揭露可以防範炒作。因為，如果市場提報的資訊愈詳盡，將能充分揭露市場部位的集中方向，以及是由那些類型的市場人士持有這些部

位。理論上，這些資訊可以協助主管當局進行監控，同時，對市場參與者而言，一方面可以參考調整本身的部位以降低風險，另一方面則因惟恐遭揭露，而自我約束避免持有過多部位，故似可防範市場遭受炒作。但是，由於這些資訊的及時性及正確性很難掌握，同時，資訊的公布也可能引發其他投資人的群集跟風（herding），反而形成反效果，故其實效如何尚難斷定。

工作小組認為，減少市場上的投機炒作應採：由各國金融管理當局加強和境內及境外市場主要參與者間的聯繫，尤其是和商業銀行的聯繫，以監視銀行客戶的外匯部位及交易量；加強監視各種金融商品的交易量、價格變化、市場流動性、價差及波動性等；密切監視國內市場大戶的交易，並深入了解其交易手法；以及和他國的金融主管機關及中央銀行加強聯繫等等方式。

其中，針對外匯市場的炒作，由於外匯市場具有跨國界的特質，單靠一國的努力其效果相當有限。近年來一些單位研提建立全球外匯部位資訊的方案，以進行跨國防範外匯炒作，但這些建議案在要求各國配合、實施成本，和及時性上都存在障礙，並未能付

諸實施。工作小組認為，在防範外匯炒作方面，另一個可行的辦法是監視本國貨幣的供給，因為無論是投機放空或作多某一國貨幣，都涉及該國貨幣之交割，而一國貨幣的最原始供給是來自國內銀行體系。因此，應加強監控國內銀行體系的部位，以及其對非居民本國貨幣之提供。有些國家可能因此採取限制措施，例如，新加坡貨幣管理局對當地銀行從事非居民新幣貸款一向設有限制，以避免新幣國際化；馬來西亞在金融危機發生後也採取了限制措施。這些措施涉及外匯管制的成本效益問題，應另行評估。

此外，工作小組針對市場炒作問題，建議應由各國或國際間的金融業者提出「適當實務準則」（Good Practice guidelines），以自律方式，避免不當操縱市場價格。該建議主要是針對在金融危機的研究中，不難發現有些市場人士的操作方式或言行，難脫蓄意影響市場之嫌疑。例如，有人會利用交易清淡時刻，如午餐時間，突然以較大之買賣單，企圖左右行情，或者在敏感時刻刻意發表某些言論，或造謠等等。工作小組認為業者應針對這些問題提出自律方法，尤其是針對外匯市場的交易。

伍、結 語

以上三報告完成後，於本年 3 月 26 日呈送金融穩定論壇第三次會議（於新加坡召開）。在會議中，金融穩定論壇核定了三份

報告，其中針對 HLI 問題，金融穩定論壇會議附帶表示，如果報告中建議的間接管理 HLI 未能解決相關問題，將再重新考慮採取直接

管理。

觀諸金融穩定論壇三個報告的內容，主要是將各界的討論及建議作一彙總，其中有不少事項各國際金融組織已經陸續在推動中，而這些組織也都是金融穩定論壇的成員。因此，金融穩定論壇的主要功能即在彙總各界的改革及建議，並作為一資訊彙集及推動中心。目前這些國際組織的努力成果均彙總呈現在金融穩定論壇的網站上。

金融穩定論壇報告中較具開創性的應

是，對境外金融中心提出具體的管理辦法，目前國際貨幣基金執行董事會也已通過接受金融穩定論壇的建議，將負責推動境外金融中心的評鑑工作。

除此外，金融穩定論壇新成立的「推行國際規範」小組也完成報告呈交金融穩定論壇第四次會議。

藉由金融穩定論壇，亞洲金融危機以來各方的建議及討論，或可因此由空談化為具體，而對未來國際金融的穩定有所助益。

