

金融結構指標之跨國比較

經濟研究處

金融統計科

甘雯綺、陳佳宜

111 年 2 月

摘要

本文以金融結構指標對 12 個主要國家的直接金融與間接金融予以跨國比較，主要以長條圖、相關性等方法比較各國 1991 年至 2020 年間指標的長期變化，並試析各國金融結構的差異及趨勢。結果如下：(1) 香港及美國偏重直接金融體制；德國、法國、日本、南韓、台灣及中國大陸偏重間接金融體制；英國、澳洲、新加坡及馬來西亞介於兩體制之間。(2) 我國股票市場的流動性與銀行體系相當，在亞洲主要國家中僅次於香港。(3) 各國長期皆致力強化金融體系的發展，不論股票市值、股票交易金額、銀行資產，彼等因子對 GDP 大致上升。

我國金融體系資金融通之趨勢分析如下：(1) 我國銀行放款為民間部門資金融通的主要管道，近年成長貢獻來自房貸成長及對中小企業放款增加。(2) 金融機構投資占全體非金融部門取得資金總額比重增加，主因銀行及壽險公司對公司債及股權證券投資增加。(3) 相對市場其他發行工具，證券市場以上市櫃股票規模最大，惟近年 IPO 市場金額與家數減少，致股票發行在外餘額成長趨緩。

This paper examines the financial structure of 12 economies for a cross-country comparison based on the latest available data over the 1991 to 2020 period. Specifically, we use bar graphs and correlations to illustrate the data on financial structure in an attempt to analyze the structural differences among these countries and investigate the degree to which their financial systems are bank-based or market-based. The results are as follows: (1) Both Hong Kong and the United States are more market-based, while Germany, France, Japan, South Korea, Taiwan and China are more bank-based. For countries like the United Kingdom, Australia, Singapore and Malaysia, their stock markets and banks play equally crucial roles in their financial systems. (2) In Taiwan, the liquidity of the stock market is comparable to that of the banking system, ranking second only

to Hong Kong among major Asian countries. (3) All countries have been dedicated to the strengthening of the financial system. The indicators of financial structure in these countries, including stock market capitalization to GDP, stock market value traded to GDP and deposits money bank assets to GDP, have mostly risen over the past 30 years.

Trends in Taiwan's financial system are as follows: (1) Bank loans are the main financing channel for the private sector. The growth in recent years was largely driven by an increase in house-purchasing loans and loans to small and medium enterprises. (2) The financial institutions' investment as a share of the amount of funds raised by the non-financial sector expanded because of faster growth in their investment in corporate bonds and equity securities. (3) Listed shares account for the largest portion in the securities markets; however, its growth decelerated in recent years as the amount of capital raised and the number of initial public offerings (IPOs) in domestic stock markets both shrank.

Keywords: financial structure, bank-based, market-based, loans, IPOs

目 錄

壹、前言	1
貳、我國金融體系資金融通之趨勢與現況.....	3
一、金融機構放款與投資	4
二、證券發行餘額	7
參、金融結構指標編製、跨國比較與擴充.....	12
一、金融體系型態	12
二、文獻回顧	13
三、金融結構指標定義及編製方法	15
四、金融結構指標跨國比較	17
五、金融結構擴充指標	25
六、統計衡量與政策觀點	29
肆、結語與建議	30
一、結語	30
二、建議	32
附錄 金融結構指標相關變數的編製公式與資料來源	34
參考文獻	36

表 次

表 1	金融機構放款與投資及金融市場票債券發行餘額	4
表 2	我國金融機構持有主要證券之金額及年增率	6
表 3	金融結構指標	17

圖 次

圖 1	非金融部門籌資來源與比重（2021 年）	4
圖 2	全體銀行放款年增率及貢獻來源-按部門別	5
圖 3	主要證券發行在外餘額年增率	8
圖 4	初次上市之籌資家數與金額	9
圖 5	公司債流通在外餘額概況	10
圖 6	金融體系的融通機制	13
圖 7	1991 年至 2020 年主要國家之金融結構規模	19
圖 8	1991 年至 2020 年主要國家之金融結構活動	19
圖 9	主要國家金融結構指數與構成項目的散佈圖	22
圖 10	1991 年至 2020 年主要國家之股票市值與成交值	23
圖 11	1991 年至 2020 年主要國家之其他貨幣機構債權	25
圖 12	1991 年至 2020 年主要國家之金融結構擴充規模指標	26
圖 13	2011 年至 2020 年各國股票與票、債券市值對 GDP	27
圖 14	2011 年至 2020 年主要 5 國之金融結構指標	28

金融結構指標之跨國比較

壹、前言

金融體系乃導引社會儲蓄至社會投資間的主要渠道，無論以證券發行為主的直接金融，或以銀行放款為主的間接金融，兩者中介方式皆能融通企業所需資金，為產業發展的重要扶持者。過去，我國資金需求者主要由銀行管道取得資金融通，受惠社會發展與金融創新，我國資本市場益漸普及與開放，逐漸成為企業融資的重要管道。

長期以來，外界多引用本行編製之「金融機構放款與投資與金融市場票債券發行餘額」資料¹，據以解讀我國相對其他國家的直接金融程度弱化，以及國內資本市場籌資能力下降。然而，各國因金融市場、經濟結構、產業規模與法律制度不同，直接與間接金融的發展程度不一屬必然現象；主要國家組織亦無發布官方資訊的跨國比較。

針對直接與間接金融之比較與衡量方法，國際許多文獻係採用 World Bank 學者定義的金融結構指標，該指標係衡量各國金融機構相對股票市場在不同比較項目的深化程度，以區分各國係歸屬直接金融型或間接金融型之經濟體。爰此，為勾勒各國金融體系結構之輪廓，供金融政策制定者及後進研究之參考，本文擬以該量化指標重新詮釋主要國家之直接與間接金融之跨國比較，主要採用長條圖、相關性等方法比較各國 1991 年至 2020 年間指標的長期變化，試析各國金融結構的差異及趨勢，以及對該指標進行擴充重編。根據初步結果，我國與大多數亞洲國家仍屬間接金融程度較高的國家；且直接金融的市場活絡度表現不亞於亞洲主要國家。

值得注意的是，金融結構指標代表的是兩體制的相對表現，並非判

¹ 為避免誤解，本行自 2021 年 1 月起不再公布直接金融或間接金融相關數據，本行網站原以「直接金融與間接金融存量分析」公布相關數據，現改稱為「金融機構放款與投資及金融市場票債券發行餘額」。即不特別註記為直接金融或間接金融，各界依據自身研究所需取用數據。

斷優劣的準則，同時，亦無法反映個別市場的內涵變化。例如，近年我國股票市場活躍，惟初次公開發行股票（Initial Public Offerings, IPO）市場成長則放緩，由 2017 年底的 3.05% 下降至 2020 年底的 1.68%。其次，為協助創新業者進入資本市場籌資，支持實體經濟發展，甫由證交所及櫃買中心於 2021 年 7 月 20 日開設的「臺灣創新板」及「戰略新板」²，截至 12 月底，創新板仍未有公司掛牌，戰略新板雖有 6 家，惟交易冷清。由於 IPO 籌資制度成效攸關國內新興產業發展之良窳，我國資本市場籌資能力不足的問題，有待決策者重視與檢討³。

本文主要討論直接與間接金融的國際比較，除第壹章前言外，第貳章分析我國金融體系資金融通之趨勢與現況，包括金融機構放款與投資、證券發行餘額之趨勢變化；第參章介紹金融結構指標，重新編製及擴充 12 個主要國家之金融結構指標，並進行跨國比較與試析；第肆章為結語與建議。

² 詳參金管會於 2020 年 12 月 3 日所發布之「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」新聞稿。

³ 根據 2022 年 1 月 18 日中央社「樂觀看待 IPO 動能 勤業眾信：今年家數上看 60 家」報載，2022 年首次公開募股（IPO）市場，家數可望上看 60 家，主因遞延上市潮、企業產能擴增，募資動能回升。

貳、我國金融體系資金融通之趨勢與現況

金融體系作為資金供需雙方的媒介，將社會儲蓄（資金提供者）導引至高投資報酬的生產部門或產業活動（資金需求者），扮演著動員儲蓄、社會資源分配及提高社會生產力的角色。

隨企業籌資日趨便利、國人資產配置逐漸多元，加以證券投資工具益漸普及與全球化，資金供需已不再侷限於銀行體系的存款、放款，證券市場已逐漸作為個人理財或企業籌資的重要管道。

因此，為了解我國政府、企業及家庭部門（以下簡稱非金融部門）之籌資情形，本文除探討非金融部門由金融機構取得之資金（包括金融機構放款與投資）外，尚分析企業發行金融工具自市場取得資金之情形。以下從本行彙編「金融機構放款與投資及金融市場票債券發行餘額」⁴為基礎（表 1），檢視非金融部門融通其資金需求的主要工具、來源，並說明其發展趨勢與現況。

由表 1 來看，金融機構放款與投資係指全體金融機構對非金融部門之放款與投資餘額，其中，金融機構係指央行、其他貨幣機構及人壽保險公司，屬於狹義的金融機構，不包括人壽以外的其他金融公司⁵；此外，金融機構投資之證券雖透過金融市場發行，惟資金由銀行融通，爰將金融機構放款與投資並列。另外，證券發行餘額則指政府及企業以發行證券在金融市場取得之資金，包括上市櫃股票、短期票券、公司債、海外債、政府債券、資產證券化受益證券等市場流通在外餘額；由於各部門均可在市場取得上述證券，故亦包含金融機構投資。

⁴ 表 1 除能呈現金融機構信用創造情形，亦可觀察金融機構放款與投資與金融市場二者融通資金狀況。為真實呈現資金實際流通情形與全體法定債權及債務關係，本表金融機構放款與投資之放款係以名目本金表達；投資以原始取得成本為基礎；證券市場統計亦以各證券的實際融通金額衡量。

⁵ 根據 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)，其他金融公司(OFCs)包括非貨幣市場投資基金、其他金融中介機構、金融輔助機構、專屬金融機構及專司借貸實體、保險公司及退休基金。

表 1 金融機構放款與投資及金融市場票債券發行餘額

單位：新台幣兆元

年月底	金融機構放款與投資		證券發行餘額 ²							
		放款 ¹	投資		上市櫃股票	短期票券	公司債	海外債	政府債券	資產證券化受益證券
2016年	39.53	30.37	9.16	19.63	8.71	1.48	1.90	1.74	5.70	0.10
2017年	41.31	31.63	9.67	20.16	8.98	1.71	1.94	1.78	5.66	0.10
2018年	43.18	33.09	10.09	20.46	9.14	1.76	2.02	1.80	5.63	0.10
2019年	45.58	34.50	11.09	20.97	9.29	2.04	2.11	1.80	5.62	0.11
2020年	48.62	36.58	12.04	22.09	9.44	2.35	2.59	1.85	5.75	0.11
2021年	52.11	39.08	13.02	23.38	9.80	2.56	2.98	1.96	5.95	0.11

註 1：放款包含催收及轉銷呆帳。

註 2：股票存量資料包括上市及上櫃公司之股票面值加現金增(減)資及承銷溢價部分。另為簡化資料編製，金融機構發行之股票及公司債仍包含在內而未予剔除。短期票券包括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。

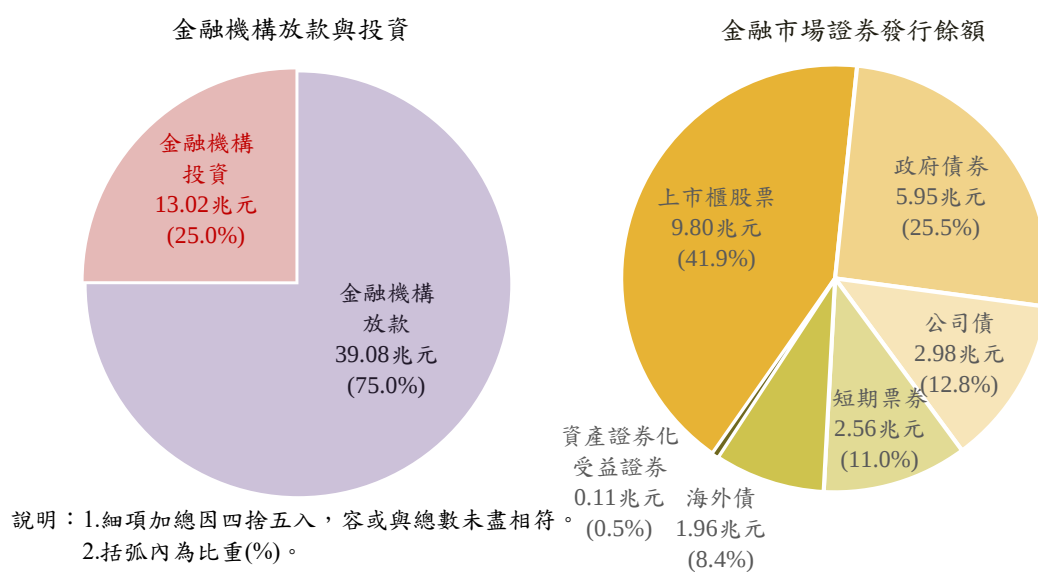
資料來源：本行經濟研究處

一、金融機構放款與投資

(一) 銀行放款為我國非金融部門資金融通的主要管道

觀察非金融部門籌資來源結構(圖 1)，2021 年底，全體非金融部門籌資餘額計 62.5 兆元(金融機構放款 39.1 兆元及金融市場發行餘額 23.4 兆元)，其中 39.1 兆元(占 62.6%⁶)來自金融機構放款，顯見我國非金融部門主要係透過銀行借款取得所需資金。

圖 1 非金融部門籌資來源與比重(2021 年)



⁶ 非金融部門資金主要來自金融機構，占 83.4%(=52.1/62.5*100)，其中來自金融機構借款占 62.6%(=39.1/62.5*100)。

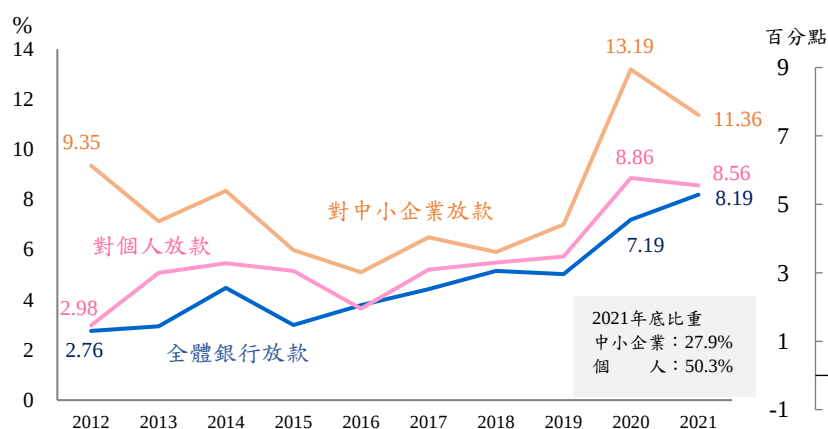
（二）個人及中小企業為我國銀行放款主要融通對象

我國銀行放款成長穩定上升，近 10 年，年增率由 2.8% 升至 2021 年底的 8.2%（圖 2 A）。以部門別觀察，個人及中小企業為我國銀行放款主要融通對象，2021 年底，對個人及中小企業放款比重分別為 5 成及近 3 成，年增率分別為 8.6% 及 11.4%（圖 2 A、B）。

此外，個人及中小企業亦為我國銀行近年放款成長之主要來源，2021 年底，兩者對全體銀行放款成長貢獻度合計 7.4 個百分點（占比超過 9 成⁷）（圖 2 B）。其中，個人主要係房貸成長，由於全球流動性大增帶動房市升溫，加以近年台商回台投資與科技大廠進駐，就業增加，推升週邊地區購屋需求；中小企業主要係近年政府積極推動「中小企業加速投資行動方案」⁸，以及 2020 年初至今，本行與相關部會因應 Covid-19 疫情衝擊，持續辦理「中小企業貸款專案融通」與紓困融資措施，推升中小企業放款成長（圖 2 A）。

圖 2 全體銀行放款年增率及貢獻來源-按部門別

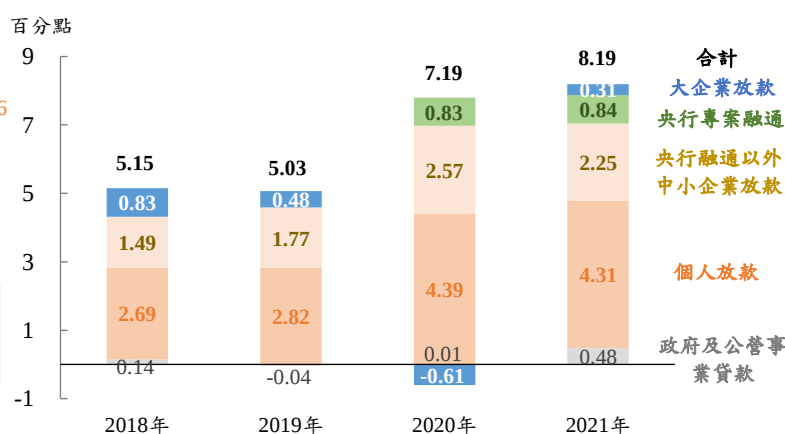
A. 全體銀行對個人及中小企業放款年增率



註：本表放款均包含催收款。

資料來源：本行經濟研究處

B. 全體銀行放款成長貢獻來源



註：本表全體銀行放款包含催收款。

資料來源：本行經濟研究處、金融檢查處與業務局及金管會

⁷ 以 2021 年底全體銀行放款成長貢獻為例，個人放款成長貢獻為 4.31 個百分點，央行專案融通成長貢獻為 0.84 個百分點，加上央行融通以外中小企業放款成長貢獻 2.25 個百分點，合計達 7.40 個百分點，占全體放款成長貢獻比率超過 9 成（即 $7.40/8.14 \times 100 = 90.4\%$ ）。

⁸ 為「投資台灣三大方案」之一環，中小企業透過該行動方案向銀行申貸的開始期程為 2019 年 7 月。原定實施期程為 3 年，行政院於 2021 年 12 月 23 日拍板延長 3 年至 2024 年 12 月 31 日。

(三) 金融機構投資以政府債券為最大宗；近年對公司債及股權證券投資增加較多

近年主要國家續採寬鬆貨幣政策，全球利率維持低檔，存放款利差漸呈下降⁹，除傳統放款業務外，銀行亦積極運用國內外資產負債組合，獲取利潤，包括資產管理及投資金融資產。此外，壽險業在高利差損與市場競爭壓力下，投資需求殷切，持續對市場投入資金。

值得注意的是，金融機構屬高度監理之行業，金融機構所有業務仍須遵循法規及符合金融監理之規範，因此，銀行放款後之可運用資金仍需兼顧流動性、安全性及收益性；至於壽險業之投資策略，主要為追求穩健收益，滿足資產負債管理¹⁰之需求。

表 2 我國金融機構持有主要證券之金額及年增率

單位：新台幣億元、%

年/月底	政府債券		公司債		短期票券		股權證券 ³	
	持有 ¹ 金額	年增率 ²	持有 ¹ 金額	年增率	持有 ¹ 金額	年增率	持有 ¹ 金額	年增率
2003~2005年平均	2.47	8.3	0.32	41.9	0.43	-15.6	1.02	-1.1
2006~2010年平均	3.79	9.3	0.73	13.4	0.23	-7.3	1.21	3.6
2011~2015年平均	5.14	4.9	1.18	8.9	0.67	34.2	1.80	10.4
2016~2020年平均	5.22	0.1	1.37	7.4	1.16	14.9	2.95	13.8
2011/12	4.47	8.2	0.91	13.7	0.23	8.2	1.40	16.3
2012/12	4.81	7.4	1.08	18.1	0.53	130.4	1.51	7.8
2013/12	5.13	6.8	1.19	10.3	0.68	28.0	1.76	16.6
2014/12	5.23	2.0	1.26	5.6	0.67	-0.6	1.83	3.8
2015/12	5.25	0.3	1.22	-3.3	0.71	4.9	1.96	7.3
2016/12	5.28	0.5	1.15	-5.3	0.79	11.2	1.92	-2.1
2017/12	5.25	-0.4	1.21	4.9	1.02	29.9	2.17	12.8
2018/12	5.19	-1.2	1.26	4.1	1.02	-0.1	2.60	20.0
2019/12	5.16	-0.6	1.30	3.7	1.22	19.2	3.37	29.7
2020/12	5.26	2.1	1.69	29.8	1.39	14.2	3.66	8.8
2021/12	5.45	3.5	2.01	18.6	1.55	11.7	3.98	8.5

註 1：持有金額係全體金融機構以原始取得成本持有各類證券之金額。

註 2：2003~2005 年、2006~2010 年、2011~2015 年及 2016~2020 年平均係採簡單平均。

註 3：股權證券包含股票及受益憑證；其中，股票（含金融機構發行）存量資料包括上市(櫃)公司之股票面
值加現金增(減)資及承銷溢價部分。短期票券包括商業本票及銀行承兌匯票。

資料來源：本行經濟研究處

⁹ 根據金融統計月報表 29C.存放款加權平均利率，近年本國銀行存放款平均利差持續下降，自金融海嘯前的 2%左右降至海嘯後維持在 1.4%左右，自 2016 年第 2 季起續呈下降趨勢，至 2021 年第 3 季，本國銀行存放款平均利差降至 1.25%的相對歷史低點。

¹⁰ 為符合到期期限的匹配原則，壽險業的資產面需要以長期合約配置，以搭配其負債面長期性之特性。

觀察我國金融機構證券投資（表 2），2021 年底，我國金融機構持有金融資產餘額主要為政府債券、公司債、短期票券及股權證券。由於政府債券的投資安全性最高，為金融機構主要長期投資標的，近年受政府發債速度趨緩影響，對政府債券投資成長下降。

公司債方面，自 2004 年債券型基金贖回事件¹¹後，由於債券型基金規模持續下降，金融機構承接原債券型基金投資之公司債，對公司債投資金額增加；近年受低利驅使，公司債市場發行熱絡，對公司債投資成長上升，自 2020 年第 2 季起，金融機構投資公司債年增率逐月呈兩位數成長，2021 年底，年增率為達 18.6%（表 2）。最後，短期票券作為銀行短期資金調度或及季底調節風險性資產之工具特性，金融機構對其投資年增率波動較大。

股權證券部分，受法規限制¹²及風險偏好度考量，銀行參與程度較低，近年受股市基本面漸佳，股市交投活絡，股價上揚；加以壽險業欲追求資產配置更多樣化及分散風險，對 ETFs 投資增加¹³等因素驅使，自 2017 年起，金融機構對股權證券投資成長明顯上升。

二、證券發行

（一）上市櫃股票為我國企業自市場籌資的主要發行工具

我國資本市場穩定成長，近 10 年，年增率介於 1.5%至 6.4%（圖

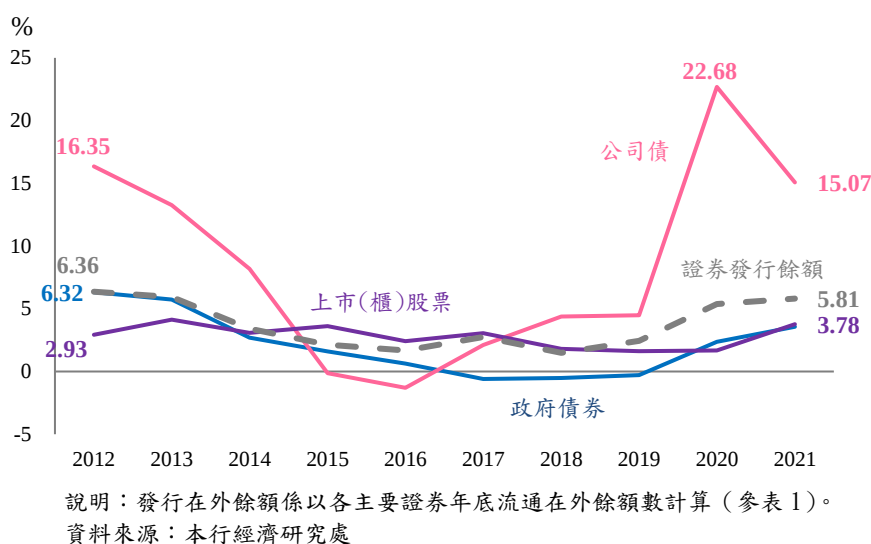
¹¹ 2004 年 7 月 12 日聯合投信所經理之「聯合雙盈債券基金」淨值下跌 0.3684 元。該事件影響投資人信心，引發市場系統性風險，產生大量贖回債券型基金之情形，致整體債券基金規模持續下降。金管會為健全管理債券型基金結構，並修正基金定位，金管會參酌歐美先進國家之作法，於 94 年 10 月 4 日宣布債券型基金分流政策，將目前之債券型基金逐步分流成為類貨幣市場基金及固定收益基金。根據本行統計，債券型基金買斷公司債規模之金額由 93 年 4 月的最高 7,152 億元降至 93 年底的 5,746 億元，至 2005 年底僅剩 2,870 億元。

¹² 根據「商業銀行投資有價證券之種類及限額規定」第 3 點第 1 項第 1 款規定，商業銀行投資於集中交易市場及店頭市場交易之股票…之原始取得成本總餘額，不得超過該銀行核算基數百分之 30。另外，第 3 點第 6 項規定，商業銀行投資於每一公司之股票…之股份總額，不得超過該公司已發行股份總數百分之 5。

¹³ 2018 年初，鑑於我國壽險業持有國際板債券比率過高，為重視其風險控管能力，金管會修正「保險業辦理國外投資管理辦法」第 10 條，後者明定保險業投資國際板債券額度，加計經核定國外投資額度後，不得超過經核定國外投資額度的 145%。壽險業之投資需求轉向國內新台幣計算海外債券 ETFs。

3)。2021 年底，全體證券發行餘額計 23.4 兆元（表 1），以上市櫃股票占全體證券發行餘額比重 41.9%最高，其次為政府債券及公司債，比重分別為 25.5%及 12.8%，三者合計超過 8 成。由此可見，股票為我國企業自市場籌資的主要發行工具。

圖 3 主要證券發行在外餘額年增率



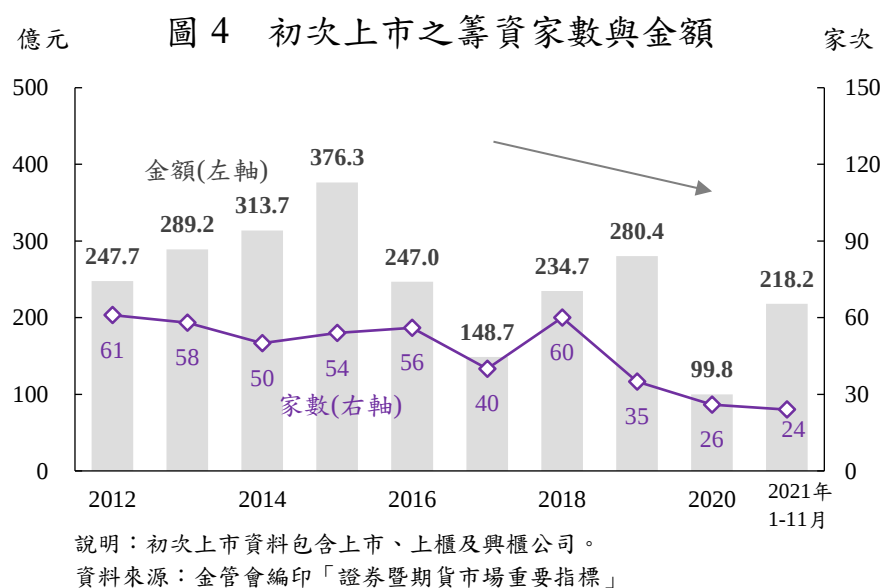
1、近年股票發行在外餘額成長趨緩，主因我國 IPO 家數及金額減少

就上市櫃及興櫃股票¹⁴發行來看，近 10 年股票發行在外餘額成長放緩，由 2013 年底的 4.13%大抵下降至 2020 年底的 1.68%，2021 年底略回升至 3.8%（圖 3），主要因 IPO 市場不增反減。根據金管會統計，我國 IPO 籌資家數及金額呈下降趨勢，IPO 家數由 2018 年的 60 家減少至 2021 年 11 月底的 24 家，募資金額由 234.7 億元減少至 218.2 億元（圖 4），主要係 2019 年美中貿易戰及 2020 年 Covid-19 疫情衝擊，資本市場不確定性增加，企業募資計畫受到影響。

2021 年，全球經濟復甦，全球 IPO 成長動能強勁，根據安侯建業會計事務所（KPMG）研究，2021 年全球 IPO 的掛牌家數及募資

¹⁴根據證券暨期貨市場重要指標，2021 年底國內上市櫃家數為 1,747 家，其中上市公司 959 家，上櫃公司 788 家，資本額合計為 8.15 兆元，市值為 62.1 兆元。興櫃公司 296 家，櫃檯買賣面值為 0.2 兆元，櫃檯買賣市值為 1.1 兆元。

金額分別由上年約 1,500 家及 2,790 億美金擴增至 2,200 家及 4,330 億元，成長 1.5 至 1.6 倍。亞洲國家中，前 2 大為中國大陸及香港證交所，僅次於美國¹⁵；該兩地籌資金額合計達全球總額 1/4 之水準。顯見鄰近國家的股市競爭力正逐年提升，其相對較高的本益比，恐持續吸引亞洲中小企業至該地區上市，可能排擠我國 IPO 市場。



2、大型企業在台掛牌意願下降，主因為提升知名度與籌資成本下降

若由發行者角度來看，企業籌資係採取最有利其財務結構之方式進行，如發行新股稀釋每股盈餘，但可降低負債比率；其次，企業亦可能衡量市場現況，如為提升品牌知名度、國外資本市場估值較高等，而赴國外掛牌上市。除此之外，近年利率處於低檔，市場流動性大增，銀行資金充沛，企業多重籌資管道的成本降低，信評良好之大型企業能以發行債券或與銀行約定較低利率融通所需資金，從而降低掛牌的意願。

3、IPO 市場平均募資金額下降，主因缺乏大型指標企業上市

歷來台股 IPO 掛牌多為中小型企業，且多為新創產業，募集金

¹⁵ KPMG 指出，2021 年全球 IPO 件數 2,227 件，募資金額 4,330 億美元，較 2020 年成長約 5 成，其中，上海交易所、香港交易所及深圳交易所募資金額分別達 477 億元、393 億元及 213 億元美金。

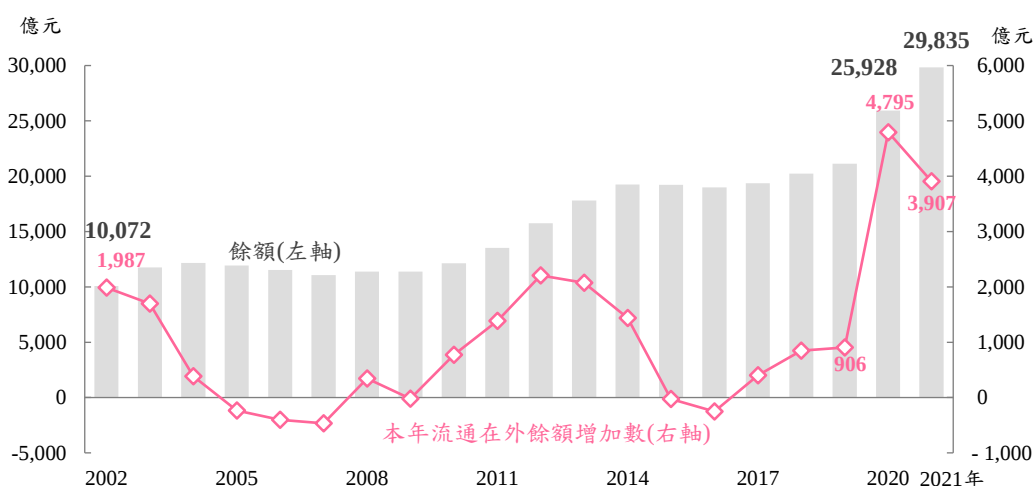
額亦少，近 10 年平均每家籌資金額介於 3.7 億元至 9.1 億元，突顯我國 IPO 市場缺乏大型指標優質企業，呈小資本化的生態。

金管會仍持續放寬法規限制，針對 IPO 市場，2020 年 12 月啟動的「資本藍圖架構」¹⁶，包括強化資本市場籌資功能；推動證券商發展投資銀行業務；強化投資人保護等。此外，為扶植創新產業發展，完善企業籌資管道，並擴大我國資本市場規模，證交所及櫃買中心於 2021 年 7 月 20 日開設「臺灣創新板」及「戰略新板」，期以協助創新業者進入資本市場籌資。

（二）大型企業鎖定中長期低利資金成本，公司債規模成長快

公司債方面，企業發行公司債主要考量殖利率曲線，2008 年金融危機後，各國央行採行寬鬆貨幣政策，殖利率曲線漸趨平坦，企業並利用發行中長期公司債以鎖定資金成本，公司債市場發行持續熱絡，2010 年至 2014 年公司債餘額成長呈明顯上升（圖 5）。

圖 5 公司債流通在外餘額概況



註 1：期末流通在外餘額=上期末餘額+當期發行-當期償還。

註 2：公司債包含國內企業發行新台幣及外幣之公司債。

資料來源：本行經濟研究處

¹⁶ 詳參金管會於 2020 年 12 月 8 日所發布之「金管會正式啟動『資本市場藍圖』」新聞稿。

2020 年初，Covid-19 疫情爆發，全球利率再度調降，企業發債態度更趨積極，公司債發行規模大幅成長，2020 年公司債全年流通在外餘額增幅 4,795 億元，為 2019 年增幅 906 億元之 5.29 倍。2021 年底，公司債流通在外餘額近 3 兆元，為歷史新高（圖 5）。

政府債券方面，近年我國財政部積極改善財政，自 2014 年起推動「財政健全方案」¹⁷，在兼顧經濟成長與財政健全原則下，財政部控管年度舉債額度，致政府債券市場規模成長逐年放緩，2017 並轉呈負成長。2020 年起，因疫情衍生之紓困補助等資金需求增加，政府債券發行成長上升（圖 3）。

¹⁷ 為改善中央政府債務逼近債限問題，籌謀永續財源，使國家施政不致中斷，財政部業研擬「財政健全方案」，報經行政院同意推動，期以財政健全營造經濟永續發展之基礎。根據 103 年 2 月財政部「推動財政健全方案，注入經濟發展活水」新聞稿，該方案分中央政府及地方政府二部分，其中中央政府部分包括三大主軸：一、控制債務規模，不讓債限破表。二、調整支出結構，檢討法律義務支出、各項年金改革及非法律義務支出，以減少資源重複投入及不經濟支出。三、統籌各項資源多元籌措財源。

參、金融結構指標編製、跨國比較與擴充

由前章分析，已初步了解我國金融體系資金融通之趨勢與現況，然為觀察我國企業籌資型態與其他國家的異同之處，據以因應參考，有必要進一步探究其他國家之金融結構發展情形，本章將透過國際學者對直接金融與間接金融之定義與量化比較工具，進行跨國比較與差異分析，有助了解各國之金融市場與銀行體系在融通資金所扮演角色及重要性。

一、金融體系型態

金融體系(financial system)是社會儲蓄與社會投資之橋梁，資金供需的中介。健康的金融體系有助提升資金市場運作的效率，降低交易與資訊成本。Levine(1993, 1997)實證研究指出，金融發展能增進資本積累率(Rate of Capital Accumulation)及改善經濟效率，進而刺激成長，兩者相輔相成。然而，何種型態的金融體系較能發揮上述功能，學界看法分歧，近年主流的觀點包括：

(一) 直接金融為重

直接金融(direct finance)或以市場為基礎(market-based)，係指非金融部門¹⁸在金融市場發行有價證券募集資金，亦即金融市場所促成的資金融通(圖6)。資本市場有助激勵產業創新、研發及風險投資，藉其流動性，有利風險管理並分散風險，投資人亦可直接參與分配企業經營成果，享較高報酬的機會¹⁹。

(二) 間接金融為重

間接金融(indirect finance)或以中介或銀行為基礎(intermediary-

¹⁸ 包括家庭部門(個人與非營利團體)、公、民營企業及政府部門。

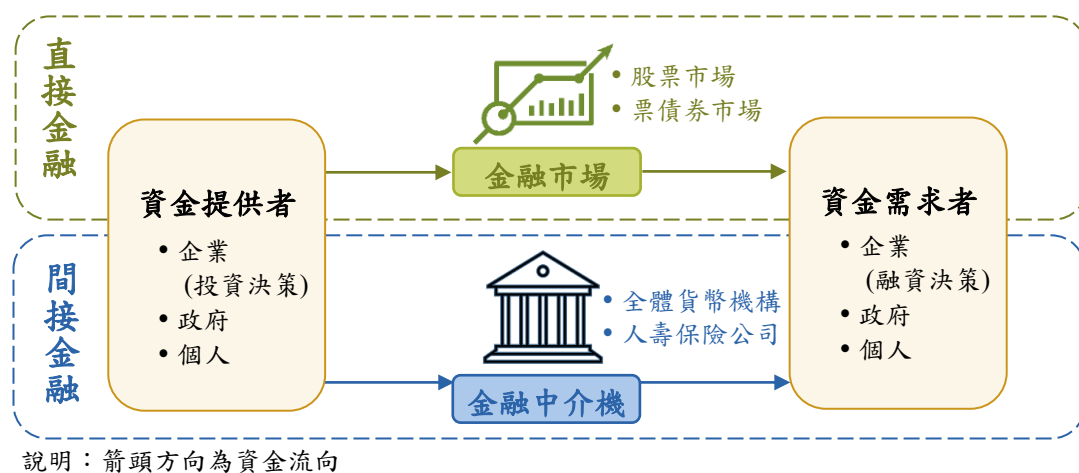
¹⁹ 惟亦可能承受較大的風險，歷經金融危機後，各國均體認以市場為基礎的信用中介體系，即直接金融更易受景氣榮枯的影響，主要因證券化及特殊目的工具(SPV)等證券化活動的過度發展。此涉及各國強化金融監理制度議題，不在本文討論範圍。

based)，係非金融部門向金融機構融通，即透過金融中介所促成的資金融通（圖 6）。間接金融重視銀行與企業間的長期借貸關係，能減輕資訊不對稱及逆選擇等市場摩擦，有益社會的資源配置，尤以中小企業為主的經濟體，間接金融程度較高。

（三）直接與間接金融並重

強調直接金融與間接金融均同等重要（如 Chu(2020)、Cuadro-Saez 與 Garcia-Herrero（2008）、Gambacorta 等人（2014））。主要論點在於，兩者並非互斥，以市場為基礎的英、美兩國擁有大型金融服務集團；以銀行為基礎的德、日兩國亦擁有發達的金融市場。金融中介及金融市場各自提供不同的金融服務，政策制定者應創造有利金融中介與金融市場健全發展的金融環境。

圖 6 金融體系的融通機制



二、文獻回顧

許多探討直、間接金融的文獻，對直、間接金融的定義及衡量，大抵參酌世界銀行（World Bank）學者 Beck、Demirguc-Kunt 與 Levine（2000）建構的金融結構資料庫（Financial Structure Database）及其相關文獻。該資料庫涵蓋 1960 年至 2017 年²⁰215 個國家與金融發展與

²⁰ 該資料庫持續更新，最近一次更新日期為 2019 年 9 月，資料起訖自 1960 年至 2017 年。

結構相關之 31 個指標，透過該資料庫，學者可觀察各國之金融中介機構及金融市場在規模、活動及效率的趨勢，並作為研究跨國金融結構及金融發展不同相貌的資料來源。

(一) 世界銀行金融結構指標

Demirguc-Kunt 與 Levine (2001) 首次針對金融結構與經濟發展進行跨國比較時，提出金融結構指標的建構方法，以鑑別各國直接、間接金融的程度，根據定義，金融結構係指銀行部門相對股票市場在規模、活動及效率的程度，若一國彼等相對程度較高，則謂以銀行為基礎(bank-based)的國家，反之，謂之以市場為基礎(market-based)的國家。

其採用 150 個國家為樣本(有 63 國數據較為完整)，以長條圖、相關性與迴歸方法，比較不同人均 GDP 的國家，在規模(size)、活動(activity)及效率(efficiency)等金融變數²¹在 1990 年代的表現，以瞭解金融結構的差異及其對經濟發展的意涵。此外，亦實證比較各國在法律、法規與稅制等差異對金融結構的影響。研究結果如下：

- 1、人均 GDP 越高的國家，金融體系發展越好，其銀行業與股票市場的規模較大、較活躍及較有效率。
- 2、人均 GDP 越高的國家，股票市場相對銀行體系更活躍及有效率。
- 3、以市場為基礎之國家：普通法系(common law)、法律制度對股東保障程度高、會計制度較為健全、貪汙程度較低。
- 4、金融體系較不發達之國家：大陸法系(civil law)、對股東與債權人保障程度有限、契約執行程度較差、貪汙程度較高、會計制度不完備、銀行監理制度嚴格等。

²¹ 作者以人均 GDP 衡量所得水準，將各國區分為低所得國家、低中所得國家、中高所得國家及高所得國家等 4 大所得水準區塊，以進行各所得水準區塊在各金融變數的表現。在金融變數方面，規模以股市市值及銀行對非金融部門資產、活動以股市成交值及銀行對民間部門資產、效率以股票成交值或股票週轉率、銀行作業成本或銀行淨利差，作為計算指標的基礎。

(二) 金融結構指標與經濟成長關係之探討

許多文獻相繼沿用前述金融結構指標，且將該指標作為衡量金融結構與經濟成長關係的模型變數，結果大致有二：

1、以金融服務為基礎的體系能促進成長

Levine (2002) 利用金融結構指標實證研究與經濟成長的關係發現，金融結構與經濟成長關係不顯著，經濟成長的關鍵在於發展法律制度完善及投資人保護的金融環境，使金融中介與金融市場均能有效發揮功能，提供有益經濟成長的金融服務。Cuadro-Saez 與 Garcia-Herrero (2008) 改良 Levine 的金融結構指標，以金融結構平衡指標進行研究，發現趨於平衡的金融結構更能促進成長，亦即直、間接金融體制為互補而非替代關係。

2、直接與間接金融皆能促進成長，惟直接金融的重要性與日俱增

Demirguc-Kunt 等人 (2013) 發現，直接與間接金融皆能促進成長，金融中介與金融市場提供不同且互補的服務，惟隨經濟發展，直接金融提供的服務對經濟活動的重要性增加。Luintel 等人 (2016) 發現，直接金融對高所得國家的經濟成長具顯著影響；對發展中國家則不顯著。Chu (2020) 發現，流動性及效率俱佳的金融市場更能促進成長，顯示金融發展愈加深化，直接金融角色更形重要，惟有其限度。即當一國之銀行體系較不發達，若持續朝向股票市場發展將無益經濟成長，唯有平衡兩者體制才是長遠之策。

三、金融結構指標定義及編製方法

針對跨國比較，Demirguc-Kunt 與 Levine (2001) 衡諸各國金融部門的差異性及資料可汲取性，並考量部分國家債券市場資料取得不易，而不考慮債券市場下，採用銀行及股票市場等 4 項資料作為金融

結構規模及金融結構活動之衡量因子，包含國內上市股票市值、國內上市股票成交值、其他貨幣機構(Other Depository Corporations, ODCs)²²對非金融部門(包含政府、企業及個人)債權，以及其他貨幣機構對民間部門(包含民營企業及個人)債權。此外，金融結構指標之計算均經消費者通貨膨脹指數 CPO 平減為實質變數，為簡化敘述，以下各金融結構指標相關名詞均省略實質。

金融結構指標旨在衡量一經濟體的民間部門自股票市場籌資相對自銀行部門借款的程度，根據 Demirguc-Kunt 與 Levine (2001) 所提出的計算方式，係將一國金融結構指標低於所有國家平均數時，代表該國係以銀行為基礎；若高於平均值，則代表該國係以市場為基礎。金融結構指標分為結構規模及結構活動等 2 大指標，說明如下：

(一) 結構規模 (Structure-Size) 指標：

衡量股票市場規模相對銀行部門規模的程度，其中，分子為股票市場規模係指國內上市股票市值除以國內生產毛額(GDP)；分母為金融中介規模係指其他貨幣機構對非金融部門債權除以 GDP。因此，結構規模指標相當於國內上市股票市值相對其他貨幣機構對非金融部門債權之倍數。

(二) 結構活動 (Structure-Activity) 指標：

衡量股票市場活動相對金融中介活動的程度，其中，分子為股票市場活動以國內上市股票成交值除以 GDP，數值愈高表示股市交易愈活絡；分母為金融中介活動程度以其他貨幣機構對民間部門債權除以 GDP。因此，結構活動指標相當於國內上市股票成交值相對其他貨幣機構對民間部門債權之倍數(表 3)。

²² 根據 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)，其他貨幣機構(other depository corporations, ODCs)係指除央行外，收受存款的金融機構，其中銀行為最大宗。我國其他貨幣機構包含本國銀行、外國銀行在台分行、信用合作社、農漁會信用部、中華郵政公司儲匯處、貨幣市場共同基金。

表 3 金融結構指標

指標	編製公式	說明
結構 規模	$\frac{\text{交易所上市股票市值對 GDP}}{\text{其他貨幣機構對非金融部門債權對 GDP}}$	該值較高，表示該國資本市場較具規模或金融中介發展較弱。
結構 活動	$\frac{\text{交易所上市股票成交值對 GDP}}{\text{其他貨幣機構對民間部門債權對 GDP}}$	該值較高，表示該國資本市場較活絡或金融中介發展較弱。

說明：金融結構指標使用之變數均經消費者物價指數 CPI 調整為實質，詳細編制說明請參考附錄。

資料來源：作者自行整理

結構規模及結構活動指標愈高的國家，表示其金融體系傾向以市場為基礎，直接金融程度較高，該國的民間部門主要透過資本市場發行證券以融通其資金需求。

值得注意的是，一國的結構規模愈高，並非意指資本市場較活絡，如馬來西亞，其股票市值相對銀行債權為高，惟股市成交值相對較低；一國的結構活動愈高，亦非意味其資本市場相對其他國家成熟，如中國大陸，其股市成交值相對銀行債權為高，惟僅反映市場交投熱絡，其市值相對銀行債權仍相當低（詳容後述）。因此，應同時衡酌 2 項金融結構指標較能反映一經濟體中銀行與市場在資金融通的相對角色。

其次，金融結構指標代表的是兩體制的相對表現，並非判斷優劣的準則，亦無法反映個別體制的內涵，如初級市場的發展、銀行資產的品質等。易言之，金融結構指標主要係供決策者了解金融結構的面貌，並作為與其他總體經濟變數關係之研究基礎。

四、金融結構指標跨國比較

本文採用世界交易所聯合會（World Federation of Exchanges）、世界銀行（World Bank）及 IMF 國際金融統計（International Financial Statistics, IFS）等資料庫，編製 1991 年至 2020 年 12 個主要國家之金融結構指標，相關變數的詳細編製公式與資料來源，請參考附錄。本

文將 12 個國家金融結構指標的編製結果以每 10 年簡單平均劃分出 3 段期間，觀察其長期變化並進行跨國比較；繼之，以 12 個國家樣本平均數作為判斷該國金融體系係以銀行或市場為基礎之標準。

(一) 編製結果

1、美國及香港資本市場成熟，金融體制以直接金融為主

觀察 1991 年至 2020 年主要國家的金融結構指標（圖 7、圖 8），美國及香港在直接金融方面大幅領先其他國家，除香港 1990 年代的銀行與股市的活動程度相當以外，兩國在結構規模或結構活動數值均遠高於平均數。

美國與香港資本市場發達，主要優勢包括金融創新、金融深化與國際化程度高、市場自由開放與金融商品多元等。例如，美國的公債殖利率曲線建構完善，能充當各類金融商品定價的基準指標；香港為亞洲金融中心，金融制度與環境成熟，稅率低、企業籌資能力佳。隨時間演進，美國及香港的直接金融程度仍持續提高。

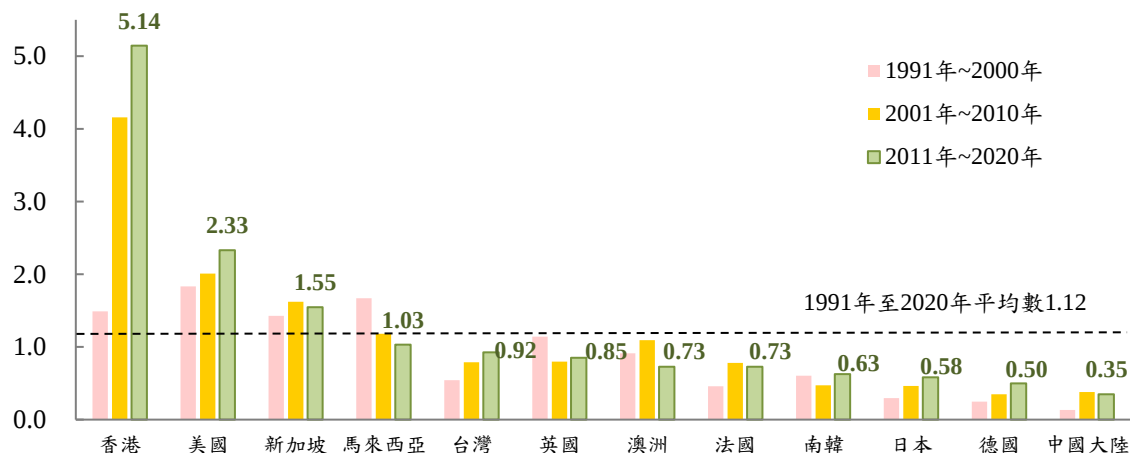
2、日本、德國的銀行與民間企業關係密切，金融體制以間接金融為主

日本、德國、法國之金融體制屬以銀行為基礎，這些國家的結構規模及結構活動數值皆小於平均數（圖 7、圖 8），尤其是德國。主要原因在日本及德國的銀行與企業往來密切，如日本的 Main Bank System 及德國的 Hausbank System²³，銀行透過與企業客戶持股，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，以致彼等間接金融較高。

²³ 日本及德國的金融機構不僅為企業提供融資，亦為該企業的大股東，並建立長期穩定的關係，銀行對企業的財務及經營具有重要影響力，同時亦為該企業的穩定資金來源。

圖 7 1991 年至 2020 年主要國家之金融結構規模

金融結構規模=股票市值相對GDP/其他貨幣機構對非金融部門債權相對GDP

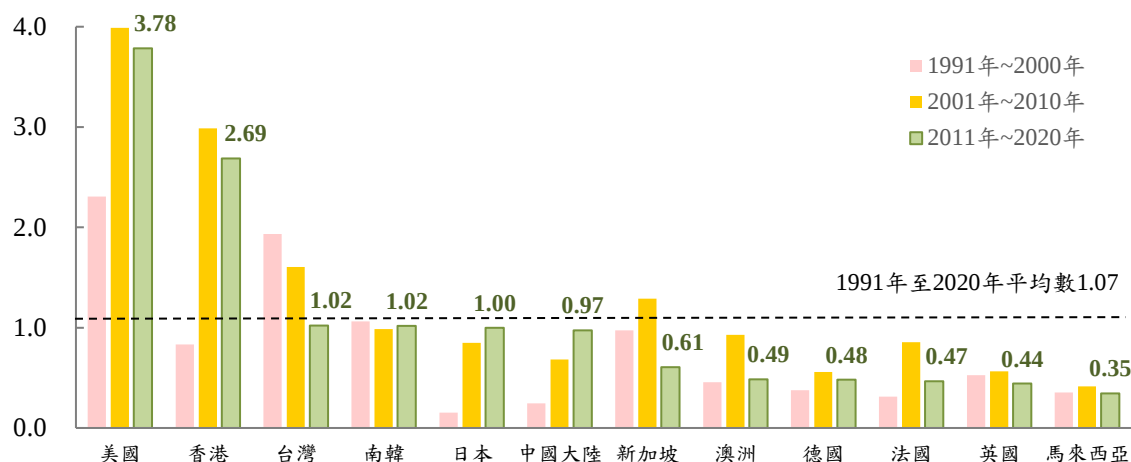


註：中國大陸、新加坡及馬來西亞 2020 年 GDP 未公布，採用 2011 年至 2019 年平均。

資料來源：世界交易所聯合會、世界銀行及 IMF 國際金融統計(IFS)、金管會、金融統計月報

圖 8 1991 年至 2020 年主要國家之金融結構活動

金融結構活動=股市成交值相對GDP/其他貨幣機構對民間部門債權相對GDP



註：法國股票市值採用巴黎泛歐交易所(Euronext Paris)市值；惟 2016 年後不再公布股票成交值，成交值採用 2011 年至 2015 年平均。

資料來源：世界交易所聯合會、世界銀行及 IMF 國際金融統計(IFS)、金管會、金融統計月報

3、台灣、南韓及中國大陸股市成交值與銀行體系相當，以中國大陸股市交易成長較快

觀察亞洲其他國家，近 10 年，台灣、南韓及中國大陸的結構規模數值小於平均數，結構活動則接近平均，顯示股市市值雖不及銀行對非金融部門債權，惟股市活絡程度與銀行體系相當，尤其是

中國大陸，近年股市成交值大幅提升，此與中國大陸積極開放資本市場，推出滬港通、深港通及提高 QFII 與 RQFII 投資額度，吸引國際資金流入，進一步提高成交金額有關。

根據陳莉貞、簡淑芬（2016），近年中國大陸證券市場的吸金效應明顯排擠其他亞太地區，其成交值占亞太證券市場成交值比重自 2013 年的 38.13% 上升至 2015 年的 76.24%，其餘市場的成交比重則下滑，如香港、台灣、南韓、日本及新加坡比重分別由 6.65%、3.13%、6.45%、31.67% 及 1.41% 下降至 3.96%、1.17%、3.59%、10.32% 及 0.38%。儘管股市交易成長快速，中國大陸近 10 年的結構規模仍僅 0.35，顯見銀行體系在融通資金仍具主導優勢。

至於台灣，主要偏重間接金融，因企業型態多為中小企業，受營業規模不大、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，而多向銀行借款。

4、英國、澳洲、新加坡、馬來西亞的股市成交值相對銀行體系仍低

英國及澳洲在結構規模及結構活動數值均低於平均數，顯示銀行體系在規模及流動性表現仍優於資本市場，兩國的銀行體系對提供企業資金的重要性仍高。

亞洲國家方面，馬來西亞及新加坡在結構規模數值雖高於平均數，惟新加坡的金融結構活動數值近年呈下降，馬來西亞維持在 0.35 之末座，顯示兩國的資本市場規模與日俱增之際，資本市場的流動性並未相形提升，可能受中國大陸資本市場排擠效應影響。

綜合前述，亞洲國家大多仍屬間接金融程度較高的國家，儘管個別國家的股市規模或流動性較銀行略占優勢，銀行對亞洲企業融通資金仍佔不可或缺的地位。

（二）相關性

觀察圖 9A 主要國家結構規模與結構活動的散佈圖，顯示金融結構指標之間大抵呈現正向關係，結構規模愈高之國家，其結構活動亦較高，隱含若一國的股票市值相對銀行資產為高時，其股票成交值相對銀行資產亦較高。

若進一步觀察金融結構指標分子項，股票市值對 GDP 與股票成交值對 GDP 間的相關性，發現多數國家在股票市值與成交值間亦呈正向關係，且大部分國家在金融結構指標與股票市場指標彼此間的分布位置大致相同（圖 9A、圖 9B）。美國分布位置差異較大，主要因美國的銀行體系不論由規模或活動指標來衡量，均明顯偏低，而居主要國家末位（容後詳述）。

（三）法律制度²⁴

誠如前述，Demirguc-Kunt 等人（2001）實證研究各國法律制度與其金融結構之關係發現，相較於大陸法系國家，普通法系國家的金融體系較為發達。此外，Gambacorta 等人（2009）研究指出，普通法系國家之企業股權結構較大陸法系國家更為分散，有利擴大資本市場的規模，促進金融市場的發展。

觀察圖 9A 的英、美、港等普通法系國家在結構規模數值均高於日、德、法等大陸法系國家，我國亦屬日、德之大陸法系。以 1991 年至 2020 年長期平均來看，普通法系國家的結構規模及結構活動數值分別為 1.72、1.33，均高於大陸法系的 0.51、0.81²⁵。究其原因，普通法系國家對資本市場發展的彈性較大，在該法系下，股東與債權人獲得較多法律保障，如對少數股東權益之保障、有抵押債權人

²⁴ 世界上主要的兩大法系為普通法系與大陸法系，其中，普通法係（又稱英美法系、海洋法係）採不成文法，強調「遵循先例」的原則，審判中採取當事人主義和陪審團制度；大陸法系（又稱歐陸法係、民法法係）以成文法為法制基礎，傾向於將法律編纂成冊，傳統上要求法官嚴格按照法條審判。

²⁵ 大陸法系與普通法系國家在結構規模(橫軸數值)、結構活動(縱軸數值)分別簡單平均。

(secured creditors) 優先清償以避免公司破產進入自動終止程序 (automatic stay on assets)²⁶，及公司管理階層權利受較多的限制等，均有助提升市場投資人的信心，從而將資金投入市場。

其次，普通法系採負面表列，凡未被法例所禁止者均得嘗試，自由度較高，較有利於私人或市場化活動發展，有助於金融服務業創新經營模式、投資活動及金融產品。我國因採大陸法系，所有金融政策開放必須有法規明確授權，金融市場發展似較受限。

圖 9 主要國家金融結構指數與構成項目的散佈圖

圖 9A 結構規模與結構活動¹

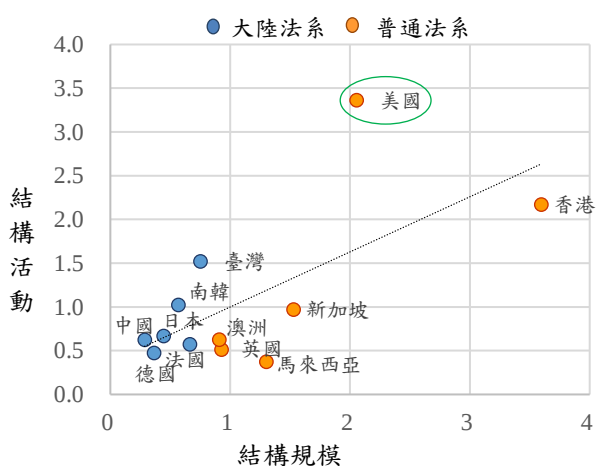
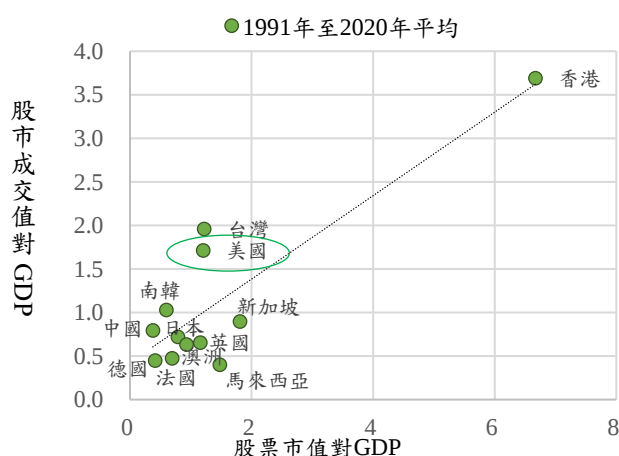


圖 9B 股票市值與成交值對 GDP



註 1：1991 年至 2020 年 12 個主要國家的結構活動與結構規模個別簡單平均。

註 2：各國法律體制分類係參考 LaPorta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny (1999)，本報告將德國法系、法國法系、斯堪地那維法系及社會主義法系歸類為大陸法系。

資料來源：作者自行整理

(四) 金融結構組成指標

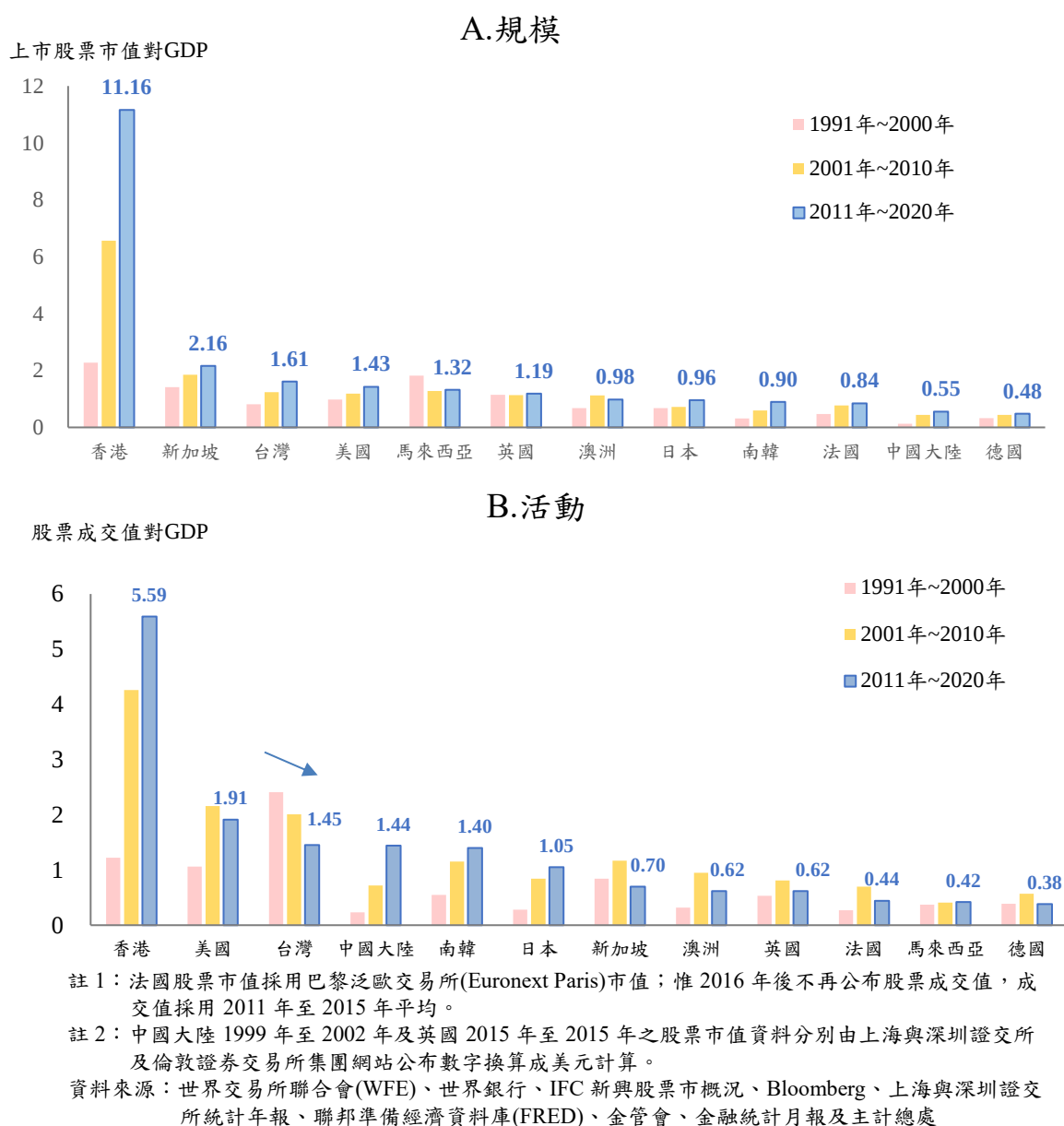
1、主要國家致力發展資本市場，股票市值對 GDP 上升；台灣因開放外資投資，投資人結構改變，股票成交值對 GDP 下降

綜觀這些國家在 1991 年至 2020 年金融結構指標因子的長期變化 (圖 10A、10B)，股票市值方面，除馬來西亞，各國股票市值對 GDP 自 1991 年以來皆呈上升趨勢，其次，股票成交值來看，美國、英國、日本、南韓、香港及中國大陸的股票成交值對 GDP

²⁶ 根據美國破產法第11章第362條，在提出破產申請後，所有追債行為必須自動終止。這項安排稱為「自動中止」(Automatic Stay)。

呈上升，顯示各國的資本市場持續快速成長。

圖 10 1991 年至 2020 年主要國家之股票市值與成交值



然而，台灣股票成交值對 GDP 明顯下降（圖 10B），主因台灣的股票市場屬淺碟型市場，1990 年代的自然人比重超過 9 成，由於散戶投機性質較強，熱衷於頻繁進出股市，致成交值較高。自 1996 年起，台灣全面開放外資²⁷投資國內證券市場，股市參與者結

²⁷ 我國資本市場引進外資投資國內證券，主要係依據行政院 71 年核定之「引進僑外資投資證券計畫」，分三階段循序引進僑外資金。第 1 階段：72 年 5 月 26 日發布「證券投資信託事業管理規則」，開放證券投資信託公司赴海外募集基金，投資國內證券市場。第 2 階段：79 年 12 月 28 日修正公布「華僑及外國人投資證券及其結匯辦法」，開放符合一定資格條件之外國專業投資機構（QFII），於取得

構轉變，法人比重漸增，股市籌碼相對安定，台灣的股市交易回歸正常化，惟仍屬股市交易熱絡的國家之一。

2、主要國家亦致力發展金融中介體系，德、日以外國家銀行體系規模對 GDP 上升；美國則明顯偏低

主要國家銀行體系的融資地位益形重要，由銀行資產規模來看，除日本、德國以外，其餘國家之銀行資產對 GDP 自 1991 年以來呈穩定增加（圖 11A、11B），惟仍有所差異。

以香港及美國為例，香港的銀行體系仍至關重要，其非金融部門債權對 GDP 居各國之首，顯見香港資本市場與銀行體系的發展並駕齊驅；反觀美國，銀行資產對 GDP 明顯偏低，突顯美國資金供需較為仰賴金融市場融通。

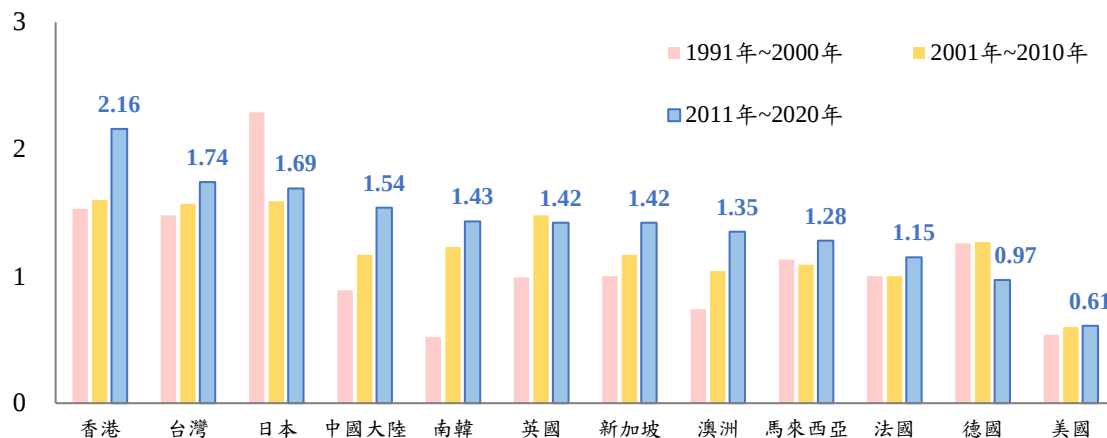
綜合前述，由於企業型態、法律制度及資本市場開放的差異，我國與大部分亞洲國家之金融體系皆偏重間接金融體制。惟細究金融結構指標，我國在活動指標長期高於 1，僅次於香港及美國，隱含國內股票市場的流動性不亞於銀行體系，亦不亞於亞洲主要國家。

長期來看，各國皆致力強化金融體系的發展，不論股票市值、股票成交值、其他貨幣機構對非金融部門債權，彼等因子對 GDP 大致上升。若以金融結構指標界定各國直接、間接金融程度，香港及美國偏重直接金融體制；德國、法國、日本、南韓、台灣及中國大陸偏重間接金融體制；至於英國、澳洲、新加坡及馬來西亞的金融結構規模、金融結構活動互有消長，故仍無法判斷較偏重直接或間接金融體制。

主管機關核准後，得在核准投資金額內投資國內證券。第 3 階段：85 年 3 月 1 日修正「華僑及外國人投資證券及其結匯辦法」，全面開放不具專業資格之一般境外法人及自然人（一般稱 Non-QFII）直接投資國內證券，此一變革使外國投資人已可全面直接投資臺灣證券市場，

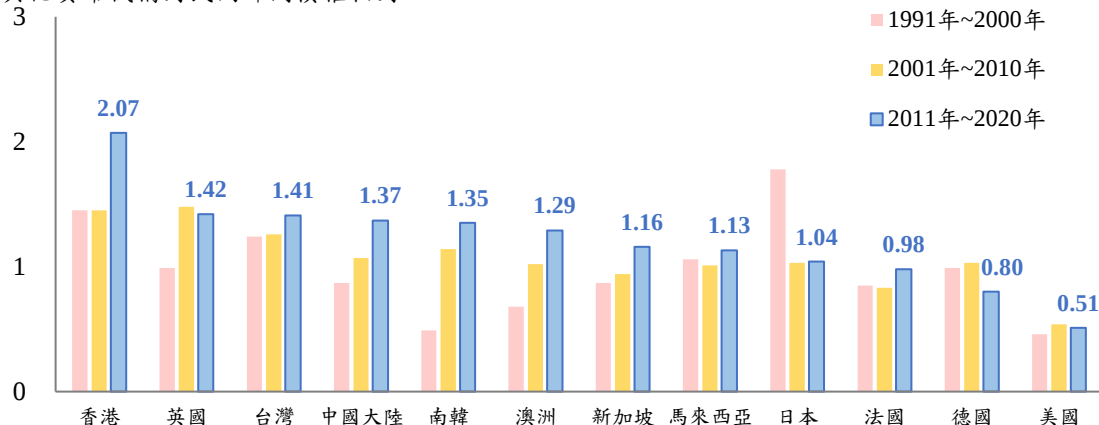
圖 11 1991 年至 2020 年主要國家之其他貨幣機構債權
A.對非金融部門

其他貨幣機構對非金融部門債權相對GDP



B.對民間部門債權

其他貨幣機構對民間部門債權相對GDP



註：中國大陸、新加坡及馬來西亞 2020 年 GDP 未公布，採用 2011 年至 2019 年平均。

資料來源：IMF 國際金融統計(IFS)、世界銀行、金融統計月報及主計總處

五、金融結構擴充指標

Demirguc-Kunt 與 Levine (2001) 的金融結構指標衡量的是股票市場與其他貨幣機構，隨金融市場、金融機構發展日新月異，債務證券及其他金融公司 (Other Financial Corporations, OFCs)²⁸ 的重要性漸次提升，近年已有學者改良該金融結構指標，如 Cuadro-Saez 與 Garcia-Herrero (2008) 將債務證券、Chu (2020) 將其他金融公司的資產納入金融結構指標。

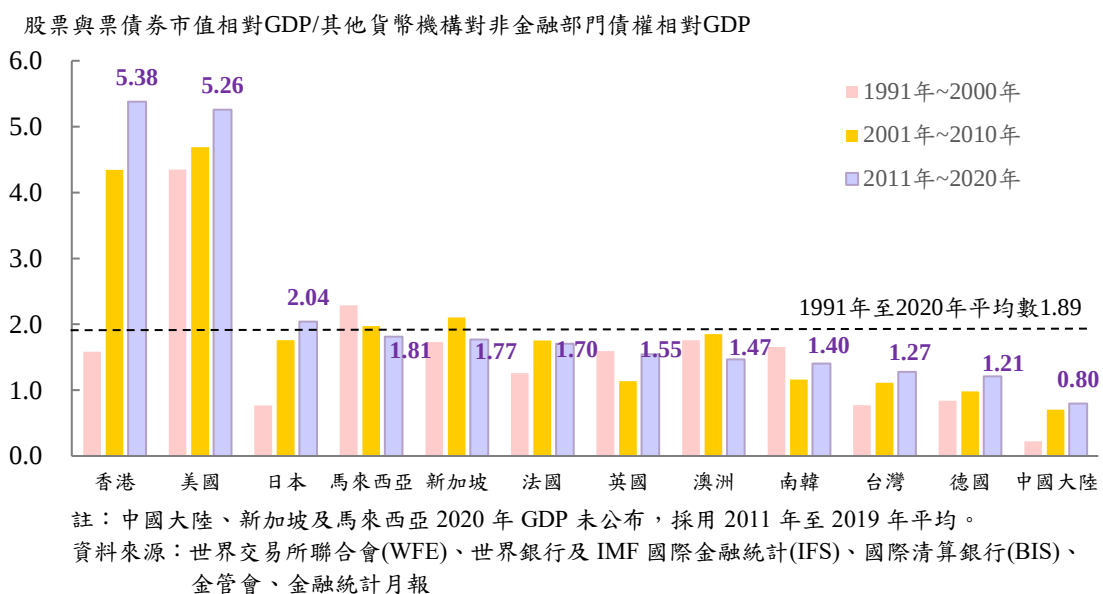
²⁸ 其他金融公司有別於非金融部門的生產活動，亦具提供金融服務、金融中介的功能，其他金融公司與其他貨幣機構的主要差異係前者負債不列入廣義貨幣。詳註 5。

（一）資本市場納入債券市場

本小節參酌 Cuadro-Saez 與 Garcia-Herrero (2008)，將資本市場範圍擴大為股票市場及債券市場，因此，結構規模重新定義為股票市場與債券市場規模相對其他貨幣機構規模的倍數，其中，債券市場採用國際清算銀行（Bank for International Settlements）之債務證券統計資料，包含國內發行流通在外債票券，包括國庫券、商業本票、可轉讓定期存單、中長期債券及資產證券化商品等。另一方面，債券市場成交值之跨國資料不易取得，爰結構活動指標定義維持不變。調整前後結構規模的主要差異如下：

- 1、由於分子擴大，各國結構規模指標均有所上升，平均數亦由 1.12 提高為 1.89（圖 12），在此前提下，美國及香港之數值仍遠高於平均數，不影響兩國為直接金融體制的結果。
- 2、日本 2011 年至 2020 年由擴充前的 0.58 大幅上升至 2.04（圖 12），其債券市場規模龐大²⁹，主因日本政府自 2000 年起為刺激經濟採取擴張性財政政策，加以 2008 年金融危機，持續大量發行債券所致。

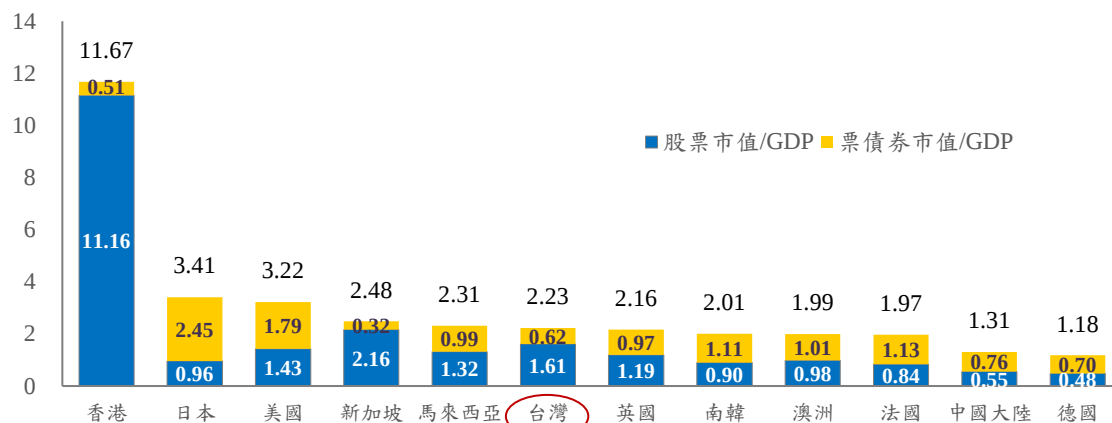
圖 12 1991 年至 2020 年主要國家之金融結構擴充規模指標



²⁹ 日本的債券市場規模居世界第 2，僅次於美國，根據本文計算，2020 年底日本之票債券市場規模占 GDP 比率高達 272.4%，高於美國的 196.1%。

圖 13 2011 年至 2020 年各國股票與票、債券市值對 GDP

股票與票債券市值對GDP



資料來源：世界交易所聯合會(WFE)、世界銀行、IFC 新興股票市概況、Bloomberg、上海與深圳證交所統計年報、聯邦準備經濟資料庫(FRED)、國際清算銀行(BIS)、金管會、金融統計月報及主計總處

3、觀察各國資本市場規模之股債結構（圖 13），即票債券市場規模相對股票市場規模，以日本最高；歐美國家及中國大陸、南韓、馬來西亞大致平衡發展；我國與香港、新加坡明顯過低。

4、2011 年至 2020 年，我國債券市場市值成長相對小於其他國家³⁰，以致擴充後結構規模排名退居至末三位，隱含我國債券市場國際競爭力似有不足。事實上，我國債市長期存在供需失衡、券源不足的結構性問題，由於國內機構對長期投資需求殷切，公債市場籌碼不足；加以國內金融機構投資人往往持有公債至到期，市場流動性不高。至於公司債市場，除缺乏國內公債殖利率作為定價基礎，廣度與深度亦有待加強。

（二）金融中介機構納入其他金融公司

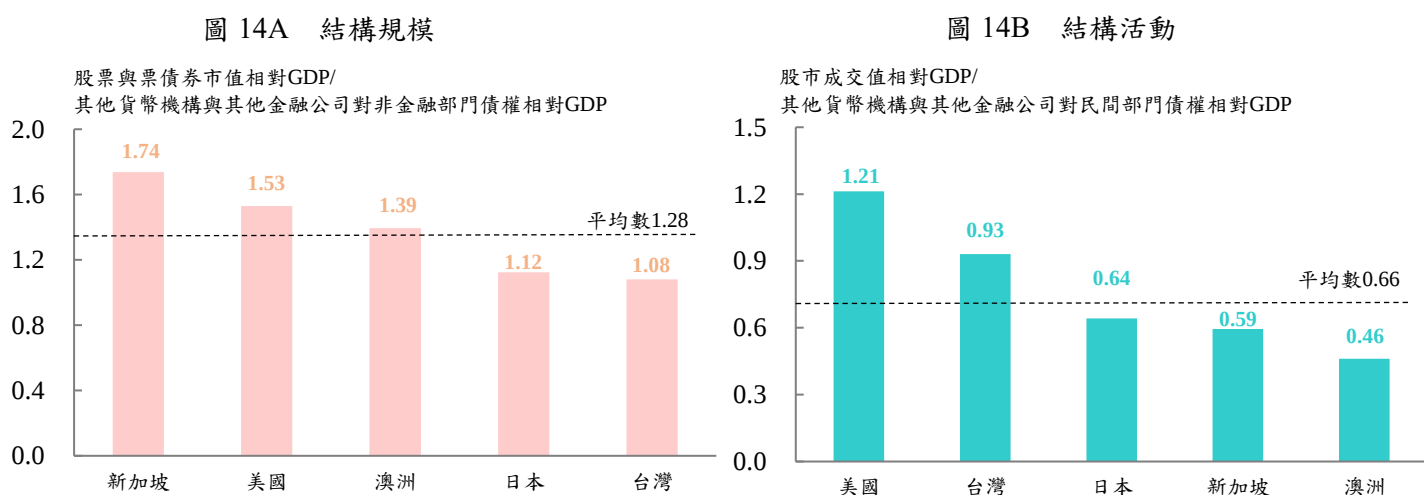
本小節參酌 Chu（2020），以前一小節擴充後之金融結構指標（資本市場包含股、債市）為基礎，續將其他貨幣機構的範圍擴大為其他金融公司，經蒐集 IFS 資料庫中主要國家之 OFCs 數據，本

³⁰ 根據 BIS 債務證券統計資料庫計算，台灣債券市場市值對 GDP 倍數僅由 2011 年的 0.55 倍增加至 2020 年的 0.65 倍，低於中國大陸的 0.46 倍增加至 1.21 倍、南韓的 0.91 倍增加至 1.50 倍。

文 12 個國家僅有美國、日本、台灣³¹、新加坡、澳洲之資料較為完整，其中日本及澳洲僅分別自 2001 年起、2007 年起有數字，因此，僅重新設算這 5 個國家在 2011 年至 2020 年之金融結構指標，相關變數的詳細編製公式與資料來源，請參考附錄。分析結果與前文描述一致，茲條列如次：

- 1、美國及日本的其他金融公司資產規模龐大，超過其他貨幣機構或與其相當³²，分母擴大後，結構規模由前小節（含債市）的 5.26 及 2.04 下降至 1.53 及 1.12（圖 12、圖 14），綜合來看，美國在結構規模及結構活動指標表現仍屬直接金融；日本屬間接金融。
- 2、新加坡及澳洲的市場規模較高，惟資本市場（包含股、債市）活躍程度仍偏低，故仍無法判斷較偏重直接或間接金融體制。
- 3、我國金融體系資產規模高於資本市場規模，爰偏向間接金融。

圖 14 2011 年至 2020 年主要 5 國之金融結構指標



註：日本及美國 2020 年對其他金融公司債權未公布，及新加坡 2020 年 GDP 未公布，以上採用 2011 年至 2019 年平均。

資料來源：世界交易所聯合會(WFE)、世界銀行、IMF 國際金融統計(IFS)、國際清算銀行(BIS)、聯邦準備經濟資料庫(FRED)、證券交易所、金融統計月報及主計總處

³¹ 相較 MFSMCG 之廣義其他金融公司(OFCs)，我國將其他金融公司稱為其他金融機構，且僅包含人壽保險公司，屬於狹義之範疇。

³² 2020 年底，美國其他金融公司對非金融部門債權餘額 36.8 兆美金，高於其他貨幣機構 15.5 兆美元。日本其他金融公司對非金融部門債權餘額 772 兆日圓，占其他貨幣機構 922 兆日圓的 8 成以上。

六、統計衡量與政策觀點

(一) 金融結構指標未考慮統計重複計算之問題

綜合前述分析，主流文獻對直接與間接金融的跨國比較與探討對其他經濟變數的影響，大多延續 Demirguc-Kunt 與 Levine (2001) 所建構的金融結構指標及其定義，以立足於相同的比較基準。惟為利於跨國研究及作為後進學者廣泛接納之標準，該指標未細究機構與市場資金融通重複計算的問題。例如，在金融結構指標下，金融機構參與金融市場之投資既屬於銀行體系之債權，亦納入金融市場規模之中。

(二) 重視平衡直接與間接金融體制的政策有益經濟長遠發展

關於直接、間接金融的優劣，迄今為止，學界對於直接與間接金融對經濟成長之影響仍未有定論。根據本章分析，各國金融結構係偏向直接金融或間接金融，主要與該國在金融發展、經濟結構、產業規模與法律制度等因素息息相關。政策制定者而言，應體認到金融中介及金融市場均有其優勢，關鍵係社會資金供需是否能有效支應經濟活動的需要。政策上，不宜偏向直接或間接金融任一方，兩者係扮演互補的角色，唯有重視平衡兩體制的金融政策，以及推動基礎建設、金融法制及產業政策之發展，對經濟成長才能產生正向的影響。

肆、結語與建議

金融體系乃導引社會儲蓄至社會投資的重要渠道，無論為企業發行證券的直接金融，或由銀行放款的間接金融，均具有融通企業資金需要的功能，為產業發展的重要扶持者。本文採用世界銀行的金融結構指標，重新詮釋直接金融與間接金融之跨國比較方法，旨在觀察各國金融結構的面貌與發展，期以作為我國金融政策發展的借鏡，以及供學者之研究參考。茲就重點及建議歸納如次：

一、結語

(一) 我國金融體系結構

1、銀行放款為我國非金融部門資金融通主要管道；個人及中小企業為銀行放款的主要融通對象，為近年放款成長主要貢獻來源

2021 年底，全體非金融部門籌資金額 6 成來自金融機構放款。銀行放款前 2 大對象為個人及中小企業放款，放款比重合計近 8 成，對全體銀行放款成長貢獻率超過 9 成。

2、因應低利率趨勢，金融機構對公司債及股權證券之投資金額增加

受低利率影響，公司債市場發行熱絡，金融機構對公司債投資成長上升，自 2020 年初，金融機構投資公司債年增率逐月呈兩位數成長；壽險業欲追求資產配置更多樣化及分散風險，對 ETFs 投資增加，自 2017 年起，金融機構對股權證券投資成長明顯上升。

3、上市櫃股票為我國企業自市場籌資的主要發行工具，惟近年 IPO 成長趨緩；低利環境下，公司債發行規模持續高成長

2021 年底，上市櫃股票規模占全體證券發行比重超過 4 成，惟近年大型企業掛牌意願下降，IPO 市場金額與家數減少。債券市場因大企業鎖定中長期低利資金成本，發行較多公司債，2020 年公司債全年流通在外餘額較 2019 年成長 5.29 倍，為歷史新高。

(二) 金融結構指標之跨國比較

1、主流文獻以金融結構指標作為研究直接與間接金融之衡量標準

有鑑於直、間接金融的衡量涉及金融工具廣泛，金融機構龐雜，各國體制未盡相同，主流文獻對直接、間接金融的研究、衡量與比較，大多採用 Demircuc-Kunt 等人定義的金融結構指標。

2、美國及香港資本市場成熟，金融體制以直接金融為主

美國與香港直接金融程度較高，主要優勢包括金融創新、金融深化與國際化程度高、市場自由開放與金融商品多元。如美國的公債殖利率曲線建構完善，香港稅率較低、企業籌資能力佳。

3、德國、亞洲多數國家屬間接金融，主因企業型態、法律制度差異

由於企業型態、法律制度等差異，我國與大部分亞洲國家之金融體系皆偏重間接金融體制，其中，日本及德國的銀行與企業往來密切；我國企業型態則多為中小企業，中小企業受營業規模不大、信評取得不易等限制，不易從金融市場籌資。

4、我國直接金融的市場活絡度表現不亞於亞洲主要國家，近年下降主要係因股市參與者結構轉變及中國大陸股市改革的磁吸效應

我國股票市場的流動性不亞於銀行體系及亞洲主要國家，主要係我國股市參與者的自然人比重較高。隨我國全面開放外資投資國內證券市場，股市參與者結構轉變，法人比重漸增；加以近年中國大陸股市改革的磁吸效應，我國股市成交值對 GDP 下降。

5、各國皆致力強化金融體系的發展，不論股票市值、股票成交值、銀行資產對 GDP 均呈上升趨勢。

(三) 金融結構擴充指標及政策觀點

1、擴充金融結構指標，納入債券市場及其他金融公司，分析結果一致

將債券市場及其他金融公司納入金融結構指標的涵蓋範圍，我國債券市場因規模較小，擴充結構指標後，更趨向間接金融。美國與日本的債券市場及其他金融公司的規模名列前茅，擴充指標後，仍分屬直接金融與間接金融，其他國家與原分析結果亦一致。

2、決策者宜發展平衡兩者體制的金融政策，始有助經濟正向發展

迄今學界對於直接與間接金融的分配比重對經濟成長之影響仍未有定論。主因經濟體在不同金融發展階段過程中，直接金融與間接金融皆有其重要性，兩者互補非互斥。決策者應朝向平衡兩者體制發展方為經濟良策。

二、建議

(一) 直接與間接金融的跨國比較宜採用一致衡量指標，如金融結構指標

目前國際組織未有直接、間接金融之官方定義，在各國金融體系歧異情況下，筆者建議未來國際比較時，採用文獻慣用的金融結構指標作為一致的衡量標準及定義方法，以避免誤解。

(二) 直接與間接金融各有優勢，不宜偏廢一方；主管機關宜持續由政策面提昇台灣金融體系，同步發展基礎建設及完善金融法制

直接與間接金融各有其優勢，如直接金融有助微型新創公司之發展；間接金融對中小企業及傳統產業有較大的助益，故不宜偏廢一方。主管機關宜平衡發展我國金融體系，並且完善基礎建設與金融法規；必要時，監督金融業者，充實金融專業、提升經營品質，裨利強化我國金融體系的管理。

(三) 台灣資本市場具多重優勢，為提升證券市場吸引力，金管會持續放寬資本市場，以因應國際化挑戰

我國資本市場擁有法規透明、審查時程明確、國際化程度高、資金匯出入限制少、現金股利殖利率高、科技業鏈完整等優勢，主

管機關宜把握上述利基，持續吸引資金來台或回台 IPO。金管會於 2020 年 12 月 8 日正式啟動「資本市場藍圖架構」；2021 年 7 月 20 日開設「臺灣創新板」及「戰略新板」，期以增進我國證券業的競爭力與國際市場連結。

（四）台灣以中小企業為主，不易從資本市場籌資，而偏重間接金融；Covid-19 疫情期間，本行已據以制定妥適的政策，以達普惠金融

我國偏重間接金融，主因企業多為中小企業³³，其財務透明度低，致向銀行借款為主。疫情期間，中小企業籌資較困難，國內資金配置易不均，本行除調降政策利率外，並實施中小企業貸款專案融通方案，藉由直接提供通資金予承作合格貸款之金融機構，透過銀行信用管道傳遞，減緩中小企業所面臨之衝擊。

（五）金融機構應遵循穩健經營原則，強化風險控管、充分揭露風險

銀行為追求獲利成長、穩健經營目標，依據其財務操作策略調整最適資產配置；目前，我國銀行擴大傳統放款以外業務，包括擴大財富管理規模、投資多樣化金融商品。主管機關除督責銀行強化內控及內稽制度、風險管理機制及遵循公司治理，宜持續追蹤銀行會計揭露之資產部位變動，以掌握市場風險演變並妥為因應。

³³ 根據「2021 年中小企業白皮書」，2020 年，台灣的中小企業家數占全體企業比重為 98.93%、中小企業就業人數占全國就業人數比重為 80.94%，兩者皆創下近年來最高紀錄，顯見台灣經濟發展過程中，中小企業對我國經濟與社會的安定扮演舉足輕重的角色。

附錄 金融結構指標相關變數的編製公式與資料來源

變數	編製公式	資料來源
交易所上市股票市值對 GDP	$\frac{0.5 \times \left(\frac{\text{上市股票市值}_{t-1}}{\text{CPI}_{t-1}} + \frac{\text{上市股票市值}_t}{\text{CPI}_t} \right)}{\text{GDP}_t / \text{平均 CPI}_t}$	1. 上市股票市值、股票成交值：臺灣資料引用臺灣證券交易所資料，其餘國家資料主要取自世界交易所聯合會（World Federation of Exchanges, WFE）與世界銀行（World Bank）資料庫，如有闕漏則參考國際金融公司（International Finance Corporation, IFC）的《新興股票市場概況》（Emerging Stock Markets Factbook）及各國交易所網站公開資料。 2. 其他貨幣機構(Other Depository Corporations, ODC)對非金融部門債權：取自國際貨幣基金（International Monetary Fund, IMF）國際金融統計（International Financial Statistics, IFS）資料庫，包含其他貨幣機構對中央政府債權（代號 FOSAG_XDC 或 22A）、對地方政府債權（代號 FOSAOG_XDC 或 22B）、對公營非金融企業債權（代號 FOSAON_XDC 或 22C）及對民間部門債權（代號 FOSAOP_XDC 或 22D）。 3. ODC 對民間部門債權：取自 IFS 資料庫（代號 FOSAOP_XDC 或 22D）。
交易所股票成交值對 GDP	$\frac{\text{上市股票成交值}_t / \text{平均 CPI}_t}{\text{GDP}_t / \text{平均 CPI}_t}$	
其他貨幣機構(ODC)對非金融部門債權相對 GDP	$\frac{0.5 \times \left(\frac{\text{ODC 對非金融部門債權}_{t-1}}{\text{CPI}_{t-1}} + \frac{\text{ODC 對非金融部門債權}_t}{\text{CPI}_t} \right)}{\text{GDP}_t / \text{平均 CPI}_t}$	
其他貨幣機構(ODC)對民間部門債權相對 GDP	$\frac{0.5 \times \left(\frac{\text{ODC 對民間部門債權}_{t-1}}{\text{CPI}_{t-1}} + \frac{\text{ODC 對民間部門債權}_t}{\text{CPI}_t} \right)}{\text{GDP}_t / \text{平均 CPI}_t}$	

變數	編製公式	資料來源
交易所上市股票與國內債務證券市值對 GDP	$\frac{0.5 \times \left(\frac{\text{上市股票與票債券市值}_{t-1}}{\text{CPI}_{t-1}} + \frac{\text{上市股票與票債券市值}_t}{\text{CPI}_t} \right)}{\text{GDP}_t / \text{平均 CPI}_t}$	4. 消費者物價指數 (CPI)：臺灣資料引用主計總處資料，其餘國家取自 IFS 資料庫 (代號 PCPI_IX)。 5. 國內生產毛額 (GDP)：臺灣資料引用主計總處資料，其餘國家資料以美元計價者，取自世界銀行的世界發展指標 (World Development Indicators) 資料庫；以當地幣別計價者，取自 IFS 資料庫 (代號 NGDP_XDC)。
其他貨幣機構與其他金融公司對非金融部門債權相對 GDP	$\frac{0.5 \times \left(\frac{\text{ODC\&OFC 對非金融部門債權}_{t-1}}{\text{CPI}_{t-1}} + \frac{\text{ODC\&OFC 對非金融部門債權}_t}{\text{CPI}_t} \right)}{\text{GDP}_t / \text{平均 CPI}_t}$	6. 票債券市值：採用國際清算銀行 (Bank for International Settlements, BIS) 債務證券統計 (Debt Securities Statistics) 資料庫，個別國家債務證券發行與流通在外餘額表 (C3) 之「國內債務證券流通在外餘額」項目。若該國之國內債務證券資料有闕漏，依 BIS 資料庫手冊建議，以「所有債務證券」扣除「國際債務證券」之流通在外餘額計算。
其他貨幣機構與其他金融公司對民間部門債權相對 GDP	$\frac{0.5 \times \left(\frac{\text{ODC\&OFC 對民間部門債權}_{t-1}}{\text{CPI}_{t-1}} + \frac{\text{ODC\&OFC 對民間部門債權}_t}{\text{CPI}_t} \right)}{\text{GDP}_t / \text{平均 CPI}_t}$	7. 其他金融機構對非金融部門債權：取自 IFS 資料庫，除了 ODC 對非金融部門債權外，尚包含其他金融公司 (Other Financial Corporations, OFC) 對中央政府債權 (FFSAG_XDC 或 42A)、對地方政府債權 (FFSAOG_XDC 或 42B)、對公營非金融企業債權 (FFSAON_XDC 或 42C) 及對民間部門債權 (FFSAP_XDC 或 42D)。 8. 其他金融機構對民間部門債權：取自 IFS 資料庫 (代號 FFSAP_XDC 或 42D)。

參考文獻

一、中文部分

中央銀行(2020),「直接金融與間接金融的衡量、跨國比較及政策涵義」,央行理監事會後記者會參考資料,12月17日。

中央銀行金融業務檢查處(2006),「金融監理與風險管理選輯」。

台灣金融服務業聯合總會(2020),「109年金融建言白皮書」。

甘雯綺、莊萱如(2015),「國際財務報導準則第9號之實施對我國銀行業經營及金融統計編製的影響」,中央銀行經濟研究處。

安侯建業聯合會計事務所(2021),「中國內地和香港IPO市場2021年回顧及2022年展望」,12月。

邱顯比、陳莉貞、簡淑芬(2016),「大陸資本市場改革對亞太地區資本市場之影響及我國因應對策」,臺灣證券交易所。

林建甫、吳孟道(2013),「兩岸四地資本市場競爭力之比較—資本市場國際化指標之建構與應用」,《兩岸金融季刊》,第1卷第1期,頁65-89。

邱瑞琴、黃睦芸(2011),「開放外資及陸資投資國內證券市場發展史」,《證券暨期貨月刊》,第29卷第10期,頁5-16。

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。

郭昭廷、謝明華(2018),「保險業的外幣投資的行為分析(寶島債/國際債)」,財團法人台北外匯市場發展基金會。

陳德鄉、曾婉禎(2015),「普通公司債發行與承銷新制介紹」,《證券櫃檯》,第180期,頁20-28。

陳一端、胡淵欽(1997),「近來放款與投資年增率下降之原因—兼論直接

金融對 M2 之影響」，《中央銀行季刊》，第 19 卷第 4 期，頁 58–74。

楊雅惠、龍嘯天（2014），「資本市場發展與台灣企業籌資之分析」，委託研究報告，台灣證券交易所，頁 1–79。

楊雅惠、許嘉棟（2014），《台灣金融體制之變遷綜觀》，財團法人台灣金融研訓院。

二、英文部分

Allard, J., and Rodolphe B. (2011), “Market Phoenixes and Banking Ducks Are Recoveries Faster in Market-Based Financial Systems?” *IMF Working Papers*, WP/11/213, 1–27.

Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt and Ross Levine (2000), “A New Database on Financial Development and Structure,” *The World Bank Economic Review*, 14:3, 597–605.

Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt and Ross Levine (2009), “Financial Institutions and Markets across Countries and over Time: Data and Analysis,” *The World Bank Policy Research Working Paper*, WPS4943, 1–46.

Chakraborty, Shankha and Ray, Tridip (2006), “Bank-Based Versus Market-Based Financial Systems: A Growth-Theoretic Analysis,” *Journal of Monetary Economics*, 53:2, 329–350.

Cuadro-Sáez, Lucía and Alicia García-Herrero (2008), “Finance for Growth: Does a Balanced Financial Structure Matter?” *Revue économique*, 59:6, 1075–1096.

Chu, Lan Khanh (2020), “Financial Structure and Economic Growth Nexus revisited,” *Borsa Istanbul Review*, 20:1, 24–36.

Demirguc-Kunt, Asli and Levine, Ross (2001), “Bank-Based and Market-

- Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons,” *World Bank Policy Research Working paper*, No. 2143, 1–73.
- Demirguc-Kunt, A., Feyen, E. and Levine, R. (2013), “The Evolving Importance of Banks and Securities Markets,” *The World Bank Economic Review*, 27:3, 476–490.
- Gambacorta, Leonardo, Jing Yang and Kostas Tsatsaronis (2014), “Financial Structure and Growth,” *BIS Quarterly Review*, 1–15.
- King R., and Levine R. (1993), “Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right,” *The Quarterly Journal of Economics*, 108:3, 717–737.
- Levine, Ross (1997), “Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda,” *Journal of Economic Literature*, 35:2, 688–726.
- Levine, Ross (2002), “Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better?” *Journal of Financial Intermediation*, 11:4, 398–428.
- LaPorta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W Vishny (1998), “Law and Finance,” *Journal of Political Economy*, 106:6, 1113–1155.
- Luintel, K. B., Khan, M., Leon-Gonzalez, R., and Li, G. (2016), “Financial Development, Structure and Growth: New Data, Method and Results,” *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 43, 95–112.
- Moradi, Zeynab Sedghi, Mohammadreza Mirzaeenejad, Gholamreza Geraeenejad (2016), “Effect of Bank-Based or Market-Based Financial Systems on Income Distribution in Selected Countries,” *Procedia Economics and Finance*, 36, 510–521.