

東海大學社會學研究所碩士論文

指導教授：陳介玄 博士

國際金融的組織建制與知識形塑：

以歐洲美元債券市場為例

研究生：林佳燕 撰

中華民國一〇四年八月

謝誌

獻給深愛我的人，與那些我所深愛的人

航行在金融知識領域，終於邁向了下個新世界，然而，在東海社研所孕育論文的旅程時光，每當遭遇暴風般的打擊、艷陽下無動力前進、順風撞到礁石、以及身體不適之時，總會有人划著補給船前來幫助我，而這些人是由師長、學長姐、同儕、好友、男友家人、家人所構成綿密且不間斷的後盾網絡，因此，這篇論文有他(她)們，我才能無後顧之憂地順遂完成。

首先感謝我的指導老師陳介玄老師，面對無止盡的英文金融書籍，老師總是勉勵我們：跟它搏鬥就對了!!! 老師對學術知識的執著與樂觀，也實踐於生活之中，不論是在學術上或是生活上對知識的分享總是不留餘力，並且讓學生對社會學這門學科充滿感動，知識並不僅止於書本內的內容，而是如何運用、激發，以及充實自己與他人的生命，我想這是令我收獲良多的部分。同時我也必須感謝論文口試委員們，翟本瑞老師對論文的針砭與建議，不僅肯定學生對論文的付出與努力，更具體的指出學生於知識中的不足與限制，讓我深刻理解「學海無涯勤是岸」的道理；張國慶老師口試時一語將我拉回林美山歲月之中，感謝慶哥於大學時期的鼓勵、支持與照顧，才能讓我有機會在東海的知識殿堂亦步亦趨，跟隨老師們的腳步努力與學習，以及口試時對於學生論文資料上的建議，大力地協助論文文獻上的不足。

漫長的研究所生涯，東海老師們對學術的熱愛與追求知識的態度，讓我得以窺探社會學的奧妙與感動，感謝高承恕老師對學生的不時關心與鼓勵，以及學習到老師「知識即生活、生活即知識」的衷心思想，讓我在面對社會學時有更多元與豐富的思考點；感謝鄭志成老師、黃崇憲老師、趙彥寧老師、楊友仁老師於課堂上的教導與知識的分享，讓我對社會學的理论與實踐有更多的理解，同時也感

謝劉正老師、黃金麟老師、王維邦老師於課堂外的關心與支持，在研究所生活中備感溫暖；亦感謝蔡瑞明老師的關懷，減輕我在研究所一年級時對陌生環境的恐懼。

感謝東海社會系系辦助教們的鼎力相助，感謝秀金姊，看見您的笑容，都會讓我正面思考現在的困難；感謝妙姿姊，不時貼心提醒論文相關行政流程，開朗的妙姿姊亦讓我在面對繁雜的行政庶務中學習到「遇到事情就能解決事情」的處事與處世態度；感謝鈞鈴，在行政庶務上的細心叮嚀與協助，並提醒我持之以恆與事先規劃的重要性；感謝常斌，在夏天晚上常常像天使般拿著電卡出現於312-2，讓我們有舒適的學習環境，而課用器材的借用也時常麻煩到您，真的非常感激。

在寫作的路途上也遇見了許多幫助我的學長姐與朋友們，感謝曼蓬學姊不時的鼓勵與對論文的建議，為寫作增加了許多信心；感謝銘雄學長對於金融社會學的豐富補充，以及不厭其煩地提供我們正確的醫學知識；感謝鎮評學長常用自身的經驗，述說文字積累的方式與今日事今日畢的學問態度；感謝金博學長對於論文方向的討論與建議；感謝珍華學姊提供學習英文的方式與態度。感謝一同修課的文笙國際研究員，感謝Peter papa、劍虹大哥、俊印大哥、Alice、狀元郎 Kevin、育秀豐富地補充金融知識與實務。同時，在東海社研所的研究生活中也有許多給予我溫暖的學長姐與朋友們，感謝魁甲學長的「社會學就是要實踐」之說；感謝聖文學長、崇真學姊對於學術研究的熱情與投入，讓我有更多勇氣面對社會學理論；感謝淳華學姊、阿展學長、瑞員學長、小p學長、俊豪學長、聖哲學長不時的鼓勵。感謝文笙國際與東亞社會經濟研究中心，感謝美淳學姊，在我擔任研究助理之時多方協助與包容；感謝素楨、秀鳳、Allen、鈺書哥在行政上全方面的幫忙以及生活上的關心；感謝佳真、妤婷、宜萱、見歡、駿斌，在交接行政庶務上的提醒和協助，與包容我在修改論文中對行政庶務上的健忘。感謝可樂買醉好友季微，讓我學習用另一角度詮釋事情就會變得更豁然開朗；感謝美女女神文慈，

總是不問理由第一時間聽我抱怨與尋求溫暖；感謝大學至研究所都是學妹的小喬，即使離開了東海依然會傳遞溫暖關心給我；以及感謝小雞、玉珊、王寶、皮皮、Rosa、小柯，與你(妳)們的相聚時的歡笑聲總會帶來開心寫作的氣息。感謝小太陽的介紹認識的揪感心好夥伴小秉、小卡、雅筑、Amber、又嘉、鈞仁、俞辰、台灣阿宏、怡軒、早餐黃老闆與老闆娘，讓思緒、心情與肚子皆有了全新的感受與滿足。

在因緣際會之下來到東海，佛光大學林大森老師說一定要來看看文理大道才是有大學府的感覺，幾年後明白大學府指涉的是傳統但不落於窠臼的社會學實踐；同時感謝佛光行政單位的淑娟姊，在大學時期的照顧，至今畢業多年依然關心不減。而在台中唸書無法隨時跟好友歡聚之下，被戲稱為芭樂商的我，感謝好友們一直收到芭樂卻未曾離開，感謝阿霈、鄭泰泰的家人款待與明信片總會適時安慰遠在台中唸書的我、以及元元、天甄、多比、潘老大的鬥嘴總是讓我隨時哈哈大笑，忘卻人在台中苦悶的事實、感謝林美大笨幫的大家；感謝蔡啊貓即便到台中不見得如期相遇，卻依然使用通訊軟體陪伴在我身邊、感謝企鵝時常躺著也中槍架起我與雨珊的橋樑、感謝跟我一樣難約的咕咕雞，只要我回家即便是5分鐘的樓下小聊天也會出現、感謝中山動物幫的大家；感謝嫩嫻、徐毛的每年一聚與不時給予打氣加油；感謝如、愛莫莉在多年情誼之下，一再用默契包容我難以赴約的研究所日子；感謝小黃的認識與體諒，等著跟我相聚都等到妳變人妻了；感謝因老漢的好人緣而認識的好友們，感謝昱嘉、立華、芭辣、惠婷、喵、老頭、老孫、小倩、阿航、惠敏、維志、小哀、宏哲等等對我亦會不時捎來關心與邀約我們參加充電之旅；以及眾多好友們，若是有遺落未提之人，請見諒健忘的我。

論文得以順利完成，首先由衷感謝我的家人，謝謝爸爸與媽媽對於女兒的溺愛，有滿滿的愛、源源不絕物質與經濟支援，加上爸媽全力支持才有今日拿到學位的我，感謝老弟不時緊急金援與宵夜補給、感謝老妹獨自在家幫忙照顧父母。其次，由衷感謝兩位叔叔與兩位阿嬤媽從小到大無微不至的疼愛、照顧與關心，

如同父母般給予溫暖的叮嚀，以及在我感到困惑時給予建議；同時感謝時時想念著我的阿公，以及我想念與最感謝的阿媽，從小對我極度寵愛，卻沒能讓妳拿到我碩士畢業證書與我第一份薪水的過年紅包，是我人生中最大遺憾，但是請妳放心我會孝順父母與叔叔們的。以及感謝阿姨們、舅舅與舅媽對我家人的照顧與對我的關心。最後，由衷地感謝伯父、伯母、哥哥與喵咪的大力支持、安慰與照顧，以及對柏翰的教養，讓柏翰在我寫作過程中 open-mind 包容我的極大任性與情緒暴走，感謝柏翰的體諒與默默陪伴著我。

謝誌至此，雖敲出感謝之詞，但是心中滿心感謝仍無法用言語表達完全，只能一再重複真的真的真的非常感謝身邊不離不棄與陪伴著我的你(妳)們，在東海的日子有你(妳)們，我很富足與感恩，謝謝。也謝謝研究所在東海學習到的知識與人生態度，謝謝東海社會所。

台中東海 2015.08.10 林佳燕

國際金融的組織建制與知識形塑：

以歐洲美元債券市場為例

林佳燕

東海大學社會系碩士生

摘要

本研究探討國際金融的組織建制與知識形塑，以歐洲美元債券市場的形成為例，說明銀行組織的革新、歐洲美元資本市場的形成，以及次級市場與信評機構等建制過程的完善，致使歐洲美元債券市場得以發展以至成熟。

藉由歷史社會學的角度出發，探究歐洲美元債券市場之發展歷史，本研究得以下結果。首先，金融市場的產生並不能脫離社會組織變遷的範疇之外，金融市場乃作為金融文明歷史過程的產物，歐洲美元債券市場亦然；其次，歐洲美元債券市場的發展有賴於銀行組織、資本及次級市場、與信評機構的建制化，而戰後經濟復甦與冷戰時期導致大量美元流入歐洲，此現象毋寧是歐洲經濟紓困、國際政治效應下的窗口，並不等於歐洲美元市場的產生，歐洲美元資本市場的形成則有賴於銀行的組織創新與擴張；第三，隨美元資本市場與次級市場的發展，歐洲美元債券得以穩定發展，其中最明顯的案例即是 1965 年至 1969 年的盧森堡證券交易所；最後，信評機構作為市場組織的鑲嵌網絡及金融知識的專業發展，於金融場域中扮演資訊透明化的角色，有利於金融場域中的投資操作，更進一步促成歐洲美元債券市場的發展成熟。

關建字：國際金融、歐洲美元債券市場、社會系統、銀行組織、金融文明

目錄

第一章：導論.....	1
第一節：研究緣起.....	1
第二節：研究問題：金融市場的歷史建制與知識典範.....	3
一 金融典範的移轉：歷史中的市場.....	5
二 歐洲美元債券市場的建制過程：銀行與市場系統的完善.....	6
三 信評的組織與知識建構：How to trust？.....	7
第三節：研究目的與章節安排.....	8
第二章：歷史中的債券與市場.....	11
第一節：債券的歷史與源起.....	11
一 「債」的開始：海事借貸與戰爭.....	11
二 15-18 世紀：跨界金融技術的增長與傳續—荷蘭與英國.....	14
三 18 世紀主權國家英國—英鎊—公債的崛起.....	16
四 歐洲戰爭及戰後經濟復甦—歐洲美元與國際金融整合.....	18
五 小結.....	19
第二節：市場的社會條件.....	20
一 理論的難題：市場如何可能？.....	20
二 歷史與社會理論：歷史中的市場的論證.....	22
三 小結.....	25
第三章：歐洲美元債券市場的興起.....	26
第一節：戰後經濟復甦與冷戰—美元流入歐洲.....	26
第二節：美元流入歐洲 = 歐洲美元 = 歐洲美元債券市場？.....	29
一 銀行系統的成熟：1950 至 1980 年.....	31
二 歐洲美元「債券」與市場系統.....	33
第三節：總結—歐洲美元債券市場的歷史意義.....	38
第四章：信評機構組織及知識建制.....	40
第一節：何謂信評機構.....	40
一 標準普爾、穆迪與惠譽信評機構.....	41
二 信評方式與等級符號.....	41
三 歷史中的信評機構與評等風險.....	43
第二節：信評機構的知識典範.....	44
一 組織網絡中的信評及信評機構.....	45

二 知識專業化的信評及信評機構.....	49
第三節：總結—資本主義「仍然」在西方.....	52
第五章 結論.....	54
第一節：研究發現.....	54
一 從區域金融至國際金融的整合—組織與知識建制的重要性..	54
二 知識就是權力—階層化的國際金融與國家.....	55
三 回應何謂金融？ 一種現代性知識資本的競逐.....	57
第二節：研究反思與限制.....	58
一 從民族國家至金融國家的崛起.....	58
二 從銀行的組織建制到金融場域的行動者.....	59
文獻參考.....	62

圖次

圖 2-1：戰爭與國家關係.....	13
圖 3-2-1：1950 年至 1980 年外國銀行在倫敦數量.....	32
圖 3-2-2：1965 年至 1969 年美國公司在各證券交易所中發行歐洲債券的比例.....	35
圖 3-2-3：自 1963 年以降盧森堡證券交易所發展歷程.....	36
圖 4-1-1：各信評機構對中長期債券的信用評等.....	42
圖 4-2-1：信評機構的競爭與整合.....	46
圖 4-2-2：金融體系與信評機構.....	48
圖 4-2-3：金融知識的發展歷程.....	50

第一章：導論

第一節：研究緣起

最早「金融」的概念，可源自於西元 400 年前的「海事借貸」契約，意即透過遠洋貿易的方式形成借貸關係，而隨著歷史的長期演變與發展，從早期的海上借貸關係、至 14 世紀的威尼斯金融模式、17 與 18 世紀荷蘭與英國殖民市場的壟斷，以至於戰後的歐洲整體經濟復甦，「金融」一詞所指涉的已不僅止於單純的「借貸」交易，而是各個區域以至國家相互競爭合作後的結果；此外，金融的交易規模與商業模式則更趨複雜，如證券化、二戰間國際金融體制建制等，金融的力量恐怕不僅做為資本主義資本積累的重要因素之一，同時更對許多民族國家產生深遠的影響。

而目前最為急迫的問題，莫過於對國際金融與境外金融市場運作和發展狀況的理解，所謂的「境外」金融，意即以境外貨幣交易為媒介，於境外進行各種金融商品的交易，以從中減少各種政治干涉與限制。儘管如此，境外金融的存在雖有助於各國資本的跨界流通，但是也可能存在相當風險，《境外共和國－揭開境外金融的祕密》一書作者 Catlin 即對境外金融中心的發展備感質疑：

80%的國際銀行交易業務是在境外世界進行.....境外世界裡有空殼的公司、祕密銀行帳戶、詭異狡猾的外國註冊機構，大型企業如沃爾瑪 (Wal-Mart)、英國石油集團(BP)、花旗銀行集團(Citigroup)等都把龐大的獲利留在境外世界，使投資人、管制當局以及大眾看不到也摸不著.....

依照 Catlin 的見解，金融體制無限擴張的後果可能導致任何的交易行為不受法律控制與監督，而其中最令人擔心的莫過於境外金融公司無限制的非法交易行

為恐導致世界經濟失衡，甚至是境外金融中心的自我毀滅；Shaxson(2011)則認為由於境外金融中心資本的無限積累、帳戶隱匿與不受國際監督等行為，則可能產生許多弊病叢生的金融投機、投資行為，由私人企業、跨國公司與政府所組成的避稅團體，為了避稅而採取各種投機的海外金融行為，最終恐為小國國民帶來沉重負擔，根據 Shaxson 的角度，可以發現最明顯的境外金融中心莫過於開曼群島，而境外金融中心的交易特質之一，即是身份與帳戶的隱匿性，帳戶開戶與交易過程不受任何管制，因此也成為了孕育金融犯罪的溫床。

相較之下，部分的企業家則以較為持平的角度看待境外金融的成長與運作，以香港北威國際集團董事劉憶如為例，其認為境外金融發展最大的問題在於「境外」與「境內」的失衡，由於境外金融帶來的種種好處，如帳戶的隱匿性、交易與銀行存款的不受監督，致使境外金融與境內金融的發展失衡。但劉憶如仍然關心國際境外金融的發展狀況，並強調資本流動為金融發展的重要關鍵：

台灣發展人民幣離岸中心.....金融業靠什麼賺錢，靠流動，這些台灣人民幣去化，看有沒有人來跟你借款，人民幣合格境外機構投資者額度，被綁入服貿協議，我們不要自滿於人民幣存款，去化管道有待解決。

根據劉憶如的討論，可以發現境外金融的發展與運作其實並非萬惡淵藪，而是有利於資本流動與跨國經濟合作的策略之一，同時，境外金融中心的發展同時也與國家政策習習相關。然而，延續上述不同觀點的討論，筆者認為首先須釐清的部分在於，境外金融是否如同 Shaxson 等人所強調的非法洗錢之地，其爭議仍須有待討論，反而應先理性地理解境外金融之發展本質；其次，依臺灣目前發展狀況對國際金融的理解仍相當有限，因此筆者認為，如何客觀、適切地理解整體世界金融與「境外市場」的發展與運作才是首要關鍵。

回顧國際金融之歷史發展，整個國際現代化金融體系的建制最早可追溯於

Polanyi(1989)所討論的百年和平(1815 年至 1914 年)，以及後來的金本位制、布林頓森林協議等國際金融變化，而其中最為重要的，莫過於扮演境外金融發展重要角色的「歐洲美元」市場及其發展，而歐洲美元市場的發展也意味著「境外金融」與「國際金融」的高度整合(陳介玄 2010)。因此，如何有效理解國際金融體系，則無可避免的理應討論歐洲美元「境外」市場之興起與衍生意義，而回顧國內研究論文對國際金融之歷史研究，主要可見於陳季微(2013)的〈國家退位，市場當道?—以歐洲美元市場探討國際金融制度的形成〉與王姍喬(2013)的〈以境外美元的角度來看人民幣發展〉等論文，其主要論述皆聚焦於社會組織、金融市場以及國家政策對歐洲美元市場建制的影響，而進一步探究歐洲美元作為「境外」金融市場的歷史意義，是故，本研究試圖從歷史的角度進一步探究歐洲美元債券市場的形成，聚焦於金融組織—銀行、市場與信評機構的變遷與建制過程，並且試論其金融知識的形成與歷史意義。

第二節：研究問題：金融市場的歷史建制與知識典範

本研究試圖從歷史社會學的角度出發，以歐洲美元債券市場為例，探討國際金融體制發展的合理性與轉型過程，從中挖掘金融組織如銀行與市場等的革新，以及其知識、技術的建構與典範變遷過程。

「典範」這一概念，最早可源自於 kuhn 《科學革命的結構》一詞，其所指涉在科學領域中社群成員的主流價值，而因此所謂的典範轉移，意即暗示主流與核心價值的移轉，換言之，典範的移轉就是科學革命，同時亦是信念、價值、邏輯與方法上的轉變，進而使新的典範揚棄舊的典範(kuhn 1989)。同樣地，金融作為一種文化性、智識性的商業交易與操作行為，也同樣存在一種典範性的架構，如同 Zelizer(2004)對於金錢框架的文化性研究，即說明了人類對「金錢」的使用與定義同時受文化框架所影響，而不同時期的歷史對金錢的概念也有所不同，所

謂的「金錢」，並非是單獨於社會之外的抽象存在，人們對金錢的使用方式與花費也包含了一定的主流文化與框架，以親密關係為例，倘若扮演一家之主的丈夫直接送錢給妻子是相當不禮貌的形為，在一般的社會期待下，金錢如果視為贈與的禮物，必須謹慎且小心包裝；古典社會學家 Georg Simmel 則是進一步以心理社會學、文化學的角度觀照整個 19 世紀德國資本主義與金融商業的核心價值，並且試圖捕捉當時社會的一種社會主流的分維與價值(Simmel 2009; 黃崇憲 2010)。同樣地，自 14 世紀海上金融借貸至二戰國際金融體系建制迄今，金融制度的建制與發展便與社會、歷史與政治等密切關聯，同時也與其金融知識與文化相互影響。

因此，筆者認為「知識典範」分別可從兩個層次去進行理解，首先是金融組織的創新與成熟，其次則在於金融知識如何有效地於社會中實踐之，回顧歐洲美元及歐洲美元債券之「境外市場」發展歷史，境外市場同時與社會組織的變遷關係密切，Quinn&Einzig(1983)等人雖然指出歐洲美元市場的形成可源自於歐洲戰後復甦與冷戰的國際政治情勢；然而，必須進一步討論的是，歐洲美元市場屬於一種國際性的銀行市場，銀行可從中進行各種拆借、貼現與擴張信用等金融操作(Quinn&Einzig 1983)；因此 Little(1975)亦補充歐洲美元市場發展與銀行系統之間的關聯性，歐洲美元市場之發展源起，一部分源自於各國中央銀行為避免國家的控制，因而形成較自由的「境外」金融市場；Davis(1980)則更進一步指出自 1970 年以降，歐洲美元與歐洲美元債券市場在倫敦中心的發展過程，乃是國際金融銀行系統的建制過程，其中由私人銀行、商業銀行、同夥銀行(fellow bank)，以及國際銀行所共同建制化，是故，國際政治的影響並不同於市場得以順勢產生，市場的產生仍須銀行系統與市場系統的共同建制與以致發展成熟，1960 年以降歐洲美元債券市場之發展歷史亦體現組織建制的重要性，藉由資本與次級市場的成熟建制，以及信評機構的組織與知識建制，歐洲美元債券市場得以穩定發展。

如同 Dodd(1994)對金融社會學建制的討論，任何金融體制的發展與創新，同

時內涵著社會組織與社會系統的變革，筆者認為，這同時內涵著金融文明與組織知識性的承繼。鑑此，本研究主要聚焦於國際金融系統之組織建制，並以歐洲美元債券市場為例，試論其背後的組織變遷與典範轉移，並從中勾勒其金融背後的社會結構與文化性，本研究因此從三個面向進行開展，分別是歐洲美元債券市場的歷史性、構成歐洲美元債券的社會組織及條件，以及作為債券市場監督者的信評機構等三個命題出發，試論國際金融的發展與轉型，並非是屬於一種賭博投機式的遊戲產物，而是與歷史之國家、市場與相關組織密切結合的文明性結果。

一 金融典範的移轉：歷史中的市場

針對臺灣當前有關國際金融之研究論文，其主要大多聚焦於實務上的經濟分析與財經分析，或以操作者的角度探究當前金融市場之模型與邏輯規則(鄭宇超 2014；蔡國鼎 2014；陳秋琴 2014；曾治仁 2014)，然較少直接回應國際金融市場發展之歷史命題與意義，甚為可惜；陳季微(2013)與王姍喬(2013)則相較有系統性的處理歐洲美元的歷史形成與命題，其主要觀點認為歐洲美元的形成與跨國市場與國家政策相互關聯，但是卻仍未深刻處理歐洲美元市場為何存在、如何存在、穩定存在運作的歷史命題與社會組織變遷，以及歐洲美元債券發行背後的社會意涵。

回顧西方金融歷史之探究，Braudel(2006)從 15 至 18 世紀的角度看待西方資本主義之成長，Braudel 認為此階段除了對自給而不自足的社會限制有所突破，更產生許多金融組織的創新模式，如荷蘭的金融制度、股份公司的產生、英鎊崛起與英國公債的成形等；Polanyi(1989)則正好接續 18 世紀後的歷史發展，藉由金本位制的興衰過程，說明主權國家與國家政策對金融市場的影響越發重要，民族國家的地位逐漸抬頭亦左右市場的發展(Knapp 1973；Gallarotti 1995；Eichengreen 2009)；民族國家到國際金融的歷史轉變，戰間與戰後復甦之國際金融發展，國際貨幣市場日益扮演著重要的金融地位，各國家的戰爭不僅體現在軍

事競賽，更體現於國際貨幣的競逐。

根據上述討論，從金融資本主義到民族國家的誕生，以至於國際金融的發展與競逐，可以發現歐洲金融資本主義下的市場與歷史發展密切關連，以 Polanyi 的百年和平(1815 至 1914)歷史進程為例，恰好說明了國家為總體經濟發展而保護市場運作，讓市場得以穩定運作的情況；同樣地，歐洲美元債券市場的發展也同樣深具歷史意義，同時發展歷程也更加為複雜，Quinn&Einzig(1983)等人的研究即說明歐洲美元債券市場的成形有賴於歐洲美元市場的境外金融建制過程。

是故，透過上述理論觀點的研究，本研究針對歐洲美元債券市場之發展，首先聚焦於歐洲美元市場的誕生，並且分別探討美元如何流入歐洲，以及美國與歐洲當時的政治分維、政策制度如何促成歐洲美元市場的成形，進一步影響歐洲美元債券市場的產生。

二 歐洲美元債券市場的建制過程：銀行與市場系統完善

但是債券市場究竟如何可能？延續上述文獻討論，大抵可以理解市場的歷史性-市場作為國家與社會複雜文明產物，然而，金融市場的實際運作機制為何？又有哪些結構或社會條件支持市場運作：支持市場穩定且持續的長期發展。從 Carlos & Key & Dupree(1998)等人對英國 1688 年的歷史研究中可以發現，英國之所以能為歐洲、甚至是國際金融市場的中心，其背後有相當豐富的歷史根源與制度支持，資本的積累不再依賴傳統的市場經濟或手工製造業，而是可藉由金融知識與技術的操作幫助利潤的積累；陳介玄(2004)則根據英國文明信貸的歷史過程，說明金融資本中「可移轉性」重要的社會意涵，資本得以流通、計算、規劃及理性評估金融風險等過程，其有賴於資本金融市場建制的完善；Dodd(1994)則以社會學角度較有系統性的說明，整個金融制度的健全有賴於社會系統完善，Dodd 以貨幣的社會系統為例，指出貨幣作為交易的媒介，背後首先須有法律規範，其次才是銀行作為貨幣流通的角色。

上述討論說明了金融市場與一般經濟市場之發展模式仍有相當程度的差異；除了貨幣作為基本的交易媒介之外，貨幣的穩定度與市場的技術操作更加重要，從一般經濟交換市場到金融市場的討論，金融市場的發展除了受到政治、經濟等環境因素考量之外，更需仰賴社會背後的組織系統支撐，整個信貸文明與金融發展才得以可能。同樣地，從歐洲美元市場之發展過渡到歐洲美元債券市場之發展，本研究聚焦於歐洲美元債券市場發展之市場系統的建制過程。債券(Bond)屬於一種中長期的金融產物，其投資面臨的變動性與風險代價也越高，因而債券市場如何有效運作，「可移轉性」的社會組織與市場系統則是重要的討論面向。

因此針對歐洲美元債券市場發展，本研究聚焦於銀行、債券市場及商品之發行與創新，以及資本市場與次級市場的完善，有助於歐洲美元債券之發展。如同 Youssef&Bussiere(2005)等人的觀察，1950 至 1980 年間外國銀行在倫敦的數量明顯增長，而數量的增長背後也伴隨著組織的建制與革新，其中包括英國的米德蘭銀行實施創新貼現利率以吸引美元，Warburg 銀行有意識地促成大西洋經濟一體化，以及盧森堡次級市場的建制過程等，皆有利於歐洲美元債券市場的成形。

三 信評的組織與知識建構：How to trust ?

從銀行、美元資本市場到次級系統的完善，說明債券市場得以可能的組織及知識建制過程，但是債券市場的成熟須仰賴金融資訊的透露與風險的降低，而信評機構作為金融資本主義中資訊透露與公開的角色，支撐金融場域中行動者的金融操作與投資行為。

根據美國證券管理委員會於 2013 年的公開報告指出，其中較顯為人知的信評組織包括標準普爾(Standard&Poor's Corporation)、穆迪投資者服務公司(Moody's Investor Services)，以及惠譽國際信用評等公司(Fitch Ratings)等三大信評公司，雖各公司的評等方式各有不同，但是對受評對象仍然有相當細膩的考察，其中包括地區產業發展趨勢、公司形象與財務紀錄，甚至是公司的管理方

針等，此皆可能影響受評對象的評等與信譽(郭敏華 2000)；僅管如此，為何信評機構值得相信？如同 Durkheim(2002)對社會連帶的討論，「一項契約並不自足以說明本身」，Durkheim 認為社會關係的建構無法僅由功利角度來說明，因此針對信評機構的合法性與組織建制，則須從信貸文明的歷史性談起。

本研究聚焦於信評機構作為金融場域中的組織網絡，以及金融知識文明的承繼等面向，說明信評機構究竟如何可能、又如何可信，於國際金融發展所扮演的角色為何等問題。透過 Olegario(2006)與 Poovey(2008)等人的歷史性觀察，信評的歷史建制過程可追溯於 18 至 19 世紀的信貸文明，伴隨金融體制與規模的擴張，信評機構的建制過程則越趨重要，信評機構不僅作為資本主義的資訊自律與組織網絡，自 1970 年以降，金融知識的數字化與理性建制，不僅體現了如同 Weber 所討論的西方資本主義的理性化精神，同時也說明了金融知識的成長與承繼。

第三節：研究目的與章節安排

本研究主要探究歐洲美元債券市場之成形與運作，首先針對既有相關文獻進行爬梳，理解金融市場誕生的社會條件與過程；其次則是聚焦於國際政治與歐洲美元市場形成之關係，以及歐洲美元債券市場的市場系統建制過程；最後則是探討信評機構的典範意義與金融專業的崛起，並針對以下各個章節分析進行簡短的說明：

第二章為既有研究與相關理論觀點之文獻回顧，第一部份主要概略性的介紹西方「債」的觀念興起至英國「公債」的形成以及歐洲戰間與戰後的國際金融概況，說明歐洲金融文明的典範轉型與金融組織創新，如股份公司、中央銀行與金本位制的出現，促成金融資本主義的迅速發展；第二部分則是以歷史與社會理論觀點的角度探究金融市場如何可能，背後的社會組織與系統又如何支

撐市場的有效運作。

第三章聚焦於歐洲美元債券市場之發展狀況，並大致劃分二個歷史主軸，其中包括(1)美元流入歐洲、(2)歐洲美元市場建制與歐洲美元債券市場的誕生等進程。之所以進行區分，除了時序上討論的便利性之外，更可從中區分不同歷程下各個時期所代表的歷史意涵。以戰後經濟復甦導致美元大量流入歐洲，但是此時期毋寧是歷史上的窗口-國際政治下角逐的結果而非市場的建制；而歐洲美元債券實際的成熟，則仰賴於市場系統的建制-歐洲美元市場(資本市場)、次級市場等系統的完善。

第四章則是延續金融債券市場之發展成熟，有賴於金融組織的知識建制過程-信評機構的知識發展。債券做為中長期的金融投資，其更須仰賴資訊的公開與透明，信評機構作為金融市場中的資訊管理角色，但是信評機構如何可信，則須進一步探究信評機構在金融文明中的歷史地位與組織網絡。

最後，回顧臺灣金融社會學之研究，一方面聚焦於古典理論對金融自由化的批判，另一方面則是以 Braudel 的歷史角度而進一步關注台灣金融產業之變遷(許雅淑 2015)，然而直接涉及國際金融的相關討論與研究仍有待完善，因此，筆者希望能夠透過本研究而能進一步增益臺灣做為後進國家對國際金融的知識性與豐富性；其次，透過本篇研究，筆者同時試圖從中宣稱市場建制過程中對歷史掌握的重要性，以及組織建制和金融知識文明在其中所扮演的重要角色，如同 Bloch(1991)於《史家的技藝》書中答辯歷史價值的重要性，Bloch 認為歷史的重要性不僅在於能夠藉由過去所發生的事情而理解身處現在時刻的我們，更重要的在於藉由歷史對事物的理解，我們能夠更整體性、全貌性的看清事物的本質，以及我們如何思考、如何行動與實踐；同樣地，透過歐洲美元債券市場的探究，金融文明之發展歷史淵遠，而在文明進程中金融模式與商品的創新，又同時影響金融文明之發展，其中民族國家的崛起以至於「境外」國際金融體系的形成，任一國家以至社會皆深受其影響，而相較之下，臺灣國際金融之歷

史研究可謂刻不容緩，如何從歷史中提升知識的高度，並且以適切、客觀的角度看待金融體系發展與困境，則是目前相當迫切且重要的問題。

第二章：歷史中的債券與市場

文獻回顧總共分為兩個部分，第一節主要針對西方債券的歷史做簡短描述，首先從債的觀念開始，其次則針對金融文明進行探究，而後則討論英國公債的形成以及戰後國際金融的狀況；第二節則針對既有的理論、書籍等文獻進行系統性的爬梳，並且試圖從中宣稱市場中的歷史性，筆者認為市場做為經濟生活的一部分，但是同時也與社會密切關連，經濟市場的發展並非自然而然的發生，金融市場的發展亦是如此。

第一節：債券的歷史與源起

回顧債券之歷史與制度發展的相關文獻，依金融模式、架構與規模大致可粗略分為四個時期¹，最遠可追溯到西元前的古希臘以及中世紀、15-18世紀、19世紀、最後則是世界二戰後的國際金融體系建制，以下分茲說明：

一 「債」的開始：海事借貸與戰爭

最早的金融模式，可追溯於西元前四百年的希臘時期的海事借貸(陳雨露、楊棟 2014)，雅典城邦為解決糧食需求與戰爭而形成的特殊金融借貸關係²，然此一時期金融模式的報酬與風險相對較高；而真正以「債券」(bond)為金融借貸的方式則是到中世紀才出現，西元1171年，由於威尼斯共和國與拜占庭帝國處於戰爭狀態，威尼斯共和國國王為籌措軍需強行向民眾借款，但因國王無法如期償

¹ 要在簡短的篇幅下論述整個金融歷史的發展是不可能的，因此筆者依文章論述之便利性、金融模式的創新與特殊性進行分類。

² 「海事借貸(maritime loan)」，若航行順利，借方必須給付本金與高額利息(包含本金利息與其航行所得部分酬勞)給予貸方；反之，若是船隻沉沒或毀損，貨物的多寡成為計算該償還貸方多少本金的基礎。商人藉由貨幣匯兌的方式賺取其匯差之外，亦利用手上多餘的貨幣再度借給其他行業商人，或是使用大眾的存款再貸款給民眾或城市。

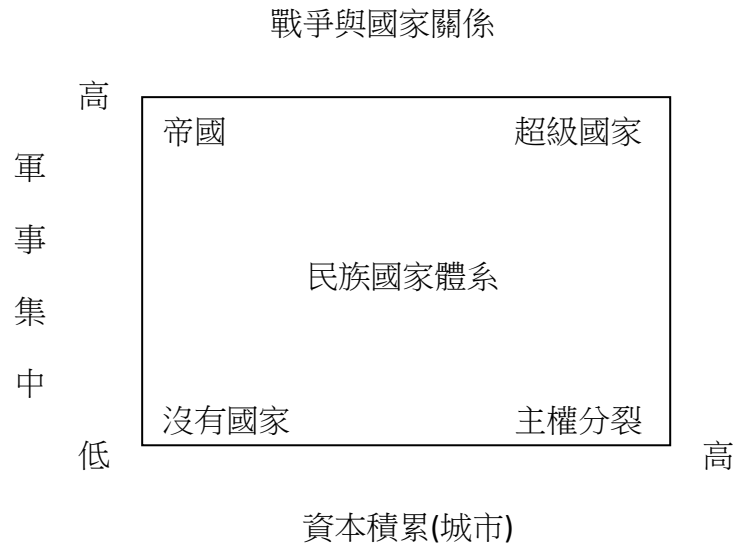
還款項，因而將借據更改為債券(王深伯 2005)，然而當時的債券買賣與交易方式多半具有強迫性質，人民被強迫購買的債券無法轉移他人，以至於常常因王國戰敗無法兌現而變為廢紙；直到14世紀，債券市場開始發展，債券才擁有可轉讓他人或換取現金的性質，債券成為流動的資產(Ferguson 2009)，儘管如此，此時債券的功能與價值，仍大部分屬於私人家族企業與帝國政府之間的金融關係。

債券概念最早形成的意義與其背後的政治用途及軍事目的關係密切(陳雨露、楊棟 2014；Ferguson 2009；Allen&Gale 2010)。Charles Tilly 於《強制、資本和歐洲國家》一書中觀察十世紀至二十世紀西方歐洲國家的轉型以及政治的演變，即實際地說明早期歐洲戰爭對社會、價值與文化所產生的劇烈影響：

城市和國家分散的趨勢改變了某些關鍵的比例。在 990 年，歐洲有好幾千個國家般的單位，每 20 個或 30 個國家可能只有一個 10000 人口的城市。在 1490 年，每一或兩個國家就有一個那麼大的城市。到 1890 年，神話般的普通國家就有 60 個 10000 或以上人口的城市.....

無數戰爭的結果與目的，即是為了讓政治實體權力得以集中，根據 Charles Tilly 的討論，整個西方國家的戰爭背後皆呈現兩種不同的力量互相拉扯-資本的力量與政治強制的力量，而在兩種力量拉扯之下，而形成所謂的強國弱國之分，如下圖所示：

圖2-1：戰爭與國家關係



(資料來源：Charles Tilly《強制、資本和歐洲國家》，筆者整理圖表)

如果國家擁有較強大的資本與政治實權則能對他國而有所宰制，因此，戰爭所意味著不僅只是國家間的消長與併吞，城市另一方面則提供了國家所需的戰爭資源；儘管此時期的債券並非僅在於「營利」本身，債務借貸與償還的風險也相當高，此外，受當時基督教的社會條件與價值所限制，基督教對金融與放貸者的仇視亦限制金融制度的發展，Le Goff(2007)即鮮明呈現中世紀基督教對金融的負面態度，基督教認為上帝意欲人類勤奮，因此人類應當於白日努力工作，而放貸者則僅是不分日夜以錢生錢，因而偷走上帝的時間。

儘管如此，14世紀在金融模式上仍扮演相當重要的意義，從市場規模經濟到布魯日交易所的誕生、從Medici家族到Fugger家族的興衰，城市的發展與興衰在當時扮演著經濟發展的重要角色，Pirenne(1985)於中世紀城市起源的討論即說明歐洲西方城鎮的興起與封建王權制度的關係，城鎮須透過王權的支持下受到保護得以自由而不被侵犯，同時在保護的條件下城市亦須提供資源上的支持，在獲得自治特許證而相較自由的分維下，城鎮得以從中順遂發展手工業、商業貿易及金融，進一步形成城市-王權的經濟體系(Pirenne 1985；屈明月 2012)。自中世紀至

14世紀以降，城市體現著不僅是經濟世界的規模擴張，同時也包括各種交易市場、商業模式、交換市場如雨後春筍般的出現(Braudel 2006)。

二 15-18 世紀：跨界金融技術的增長與傳續—荷蘭與英國

15至18世紀期間，除了熱那亞、安特衛普至荷蘭的金融資本主義重心轉移，同時更反映城市、商行、市場與金融模式的轉型。歷史學家Braudel更將此時期視為現代化發展之重要轉折期，不僅是遠距貿易的規模擴張，股份公司的產生、中央銀行及金融系統的建制，皆在17、18時期的金融模式之下有所成長。

隨地理大發現、大西洋航線的發展，荷蘭位居出海大西洋的航線途徑，海外貿易路線的歐洲商船都必須經過荷蘭七省聯合共和國，此地理位置促進荷蘭的商業發展(陳雨露、楊棟 2014)；荷蘭憑藉著貿易必經地的地理優勢，逐一發展新的金融模式，從熱那亞的商人銀行家的跨國投資，至安特衛普的票據轉讓，創新的金融中心逐一出現，17世紀阿姆斯特丹成立證券交易所(Amsterdamse effectenbeurs)，成為第一個世界金融中心，將金融商品標準化，並於1609年成立阿姆斯特丹銀行(Amsterdamsche Bank)，透過銀行所發行的銀行券而成為新的貨幣支付方式，同期間法人公司與中央銀行的體系相繼而生。

17世紀的荷蘭，不僅是商業貿易的重地，同時也扮演歐洲金融的重要角色，根據Braudel的討論，15至18世紀期間除了殖民地遠洋的跨界貿易之外，至少有幾個重要的質變歷史效應仍須注意，首先是揚棄以私人家族為主體的商行制度，公司制度(同時也包括股份公司)的概念逐漸萌芽，而最為代表性的公司莫過於17世紀的荷蘭東印度公司³；其次則是以中央集權的銀行體制建制，如John Law時期的法國財政體系、荷蘭阿姆斯特丹證券交易所及英國銀行的制度化(Braudel 2006)；第三，則是社會對金錢的價值開始逐漸緩慢轉變，「金錢」不再如同羅

³ 傳統商行(individual firms)，屬於陸地合夥人與出海合夥人之間的一種雙邊合作形式，一種短期的契約行為；公司制(merchant companies)則是不同家族間的合作關係，是共同承擔風險的契約投資。從商行到公司的歷史過程，直到兩合公司出現，將商業投資與經營管理的策略分開；股份公司，則意味著資本的集合與投資。

馬貴族的享樂縱慾，也不是韋伯所討論的傳統經濟主義，至少在工業革命前的金融資本主義運作下，金錢的使用不再侷限於傳統交易，而是用來投資、信貸、或是有息信貸的運用。

隔著大西洋的另一端，英國則是發生著名的光榮革命—宗教王權與輝格黨之爭(陳季微 2013)。英國的光榮革命至少具有幾點重要歷史意義，首先在於國會制度的確立，君主權力自此黯淡，其次則是稅收制度的透明化及穩定性，國會有權左右王權稅收的來源以及用途(何思因 1999)。自光榮革命後，該政治體系同時對國家的金融體系有深遠的影響，其中便是私有財產制與公債、徵稅的透明化，而這也間接促成股票、股票公司、英格蘭銀行的成長。

歷經光榮革命的英國，其實已累積相當程度的金融經驗，而此金融經驗與光榮革命兩者關係密不可分，Carlos & Key & Dupree(1998)等人指出，跨界的金融借貸起源雖然並非源自英國，但是1688年光榮革命對財產的保護與對王權的限制，卻有利於倫敦資本市場的發展—知識資本(knowledge capital)的積累與金融的制度安排(institutional arrangement)，投資公司在這階段了解到「資本的積累」，並不需要依賴商品的生產與買賣，而是藉由金融技術的操作進而積累利潤(Carlos & Key, & Dupree 1998)。

光榮革命的政治改革如財產制度、徵稅的制度透明，皆有利於經濟的穩定發展；Braudel在第三卷對資本主義的論述中指出：「資本主義的主要特權，無論在今天或昨天，還是選擇的自由」。在這裡，可以從中發現金融資本主義歷史的延續性，從威尼斯、安特衛普，到17世紀的荷蘭與英國，在安特衛普鼎盛時期的英國，其呢絨出口必須依賴安特衛普；而在17至18世紀階段的英國卻是整個歐洲金融資本的重鎮；從金融資本主義文明發展的角度出發，金融技術與資本是不斷的再擴散，實際的例子如1688年英國革命即引用了荷蘭的財政金融系統，以及各國際間(從荷蘭到英國)東印度跨國公司與股份公司(stock company)的成立，資本主義的歷史(或是Braudel稱之為微資本主義)是不斷的綿延，誠然，這或許包含了更

多的因素(國債、貨幣、物質基礎的轉變)，但是如果沒有早期的威尼斯與熱那亞，以及遠距貿易作為信貸的源頭，金融資本主義的形成或許會更晚；從威尼斯以降的金融體系，到荷蘭的阿姆斯特丹，以及英國的央行等，這些歷史事件體現了技術的移轉和不斷的趨於成熟，而也正因為英國倫敦擁有如此強大的金融傳統，至今仍是國際債券市場之重要集散地(Park 1974)。15至18世紀所帶來的影響不僅於此，不如說是一種金融知識與技術的完整性，引用馬克思的話語，即是從量變到質變的一聯串歷史過程，從私人借據到銀行擔保的匯票，以及初級證券交易所的形成，倘若以歐洲世界經濟做為一個整體，從熱那亞到安特衛普、從阿姆斯特丹到英國，所呈現的並非是區域性金融資本主義的興衰過程，而是金融資本主義知識技術的轉移與修補。

三 18 世紀主權國家英國—英鎊—公債的崛起

經歷光榮革命1688至1689年的英國，對內是國王與國會的權力更迭，並開始實施長期借款政策，對外則開始擴大殖民地，於1781年奪取荷蘭在印度的殖民地—巴達維亞城，從此取代荷蘭對南洋群島的貿易位置(Braudel 2006)；隨殖民市場的發展，英國先後陸續於1694年成立英格蘭銀行、1711年成立南海公司，其提供穩定且長期的貸款給予國家(陳雨露、楊棟 2014)。

除了殖民市場、證券交易所、倫敦銀行、工業革命與較早金融革命所帶來的影響，18世紀英國的崛起無疑具有歷史上的重要意義，其不僅反映整個國際金融市場建制的雛形，更體現自15至18世紀以降金融資本主義的轉型，意即以中央主權實體為單位的金融政治實體。儘管Braudel並未針對英國作為一個民族國家的誕生而進一步的論述，反而是聚焦於英國對既存社會限制的突破與成長如民族市場的建立、海外貿易的壟斷；但是此時期的英國政府並非沒有任何實際作為，透過比較英國與美國的歷史，從中發現儘管作為一個前現代化的民族國家政府(或稱皇權政治)，仍然對國內民族市場與區域經濟有深遠影響(梅俊杰 2008)，如同

Fligstein(2007)在《市場的構造》一書中呈現自中世紀以降，皇權政治便一直參與著金融市場的發展，甚至是促成發展。事實上，自16世紀起英國伊麗莎白一世女皇便對英國民族市場的穩定採取強制做法，規定成年男性若須購買帽子禦寒，則應至少有一頂由英國所製造的帽子，以政治輔助經濟發展的另一個實際情況，則可參照美國早期南北戰爭之發展(梅俊杰 2008)。

英國作為民族國家，由資本國家所維持的金融資本主義，不僅以強大的民族市場做為後盾，更重要的是以英鎊為交易媒介的國際貨幣，如同Braudel對當時英鎊的肯定評價：「英鎊的穩定是英國強盛的一個關鍵因素。沒有穩定的價值尺度，便不容易得到信貸。借錢給君主的人就沒有安全感，也就沒有人們可以寄與信賴的契約」，貨幣的穩定性提供歐洲交易、安全保證以及相關信貸活動的一切基礎；1697年英國公債的發行量為1450萬英鎊，1763年之後則成長至1.32億英鎊，直至18世紀末的1781年英鎊的發行量高達至1.88億(Cassis 2006；轉引自陳季微 2013)。因此，英鎊做為扮演貨幣交易媒介的重要角色，同時也說明了英國之所以成為第一個現代化國家的充分理由，也正因為英鎊的穩定性與社會認可，英國的區域經濟發展才能如此迅速(Carruthers 1996)。

回到Braudel對於18世紀英國公債的觀察，英國的強盛同時為歐洲帶來普遍性的繁榮，英鎊做為一種具典範性的現代貨幣，正解釋為何英國公債能在長期性與永久性的考驗下仍然屹立不搖。以英鎊做為貨幣的角度分析，如同Dodd所言，貨幣不僅是動態的流通過程，更重要的乃在於背後社會系統的建構與銀行業務的建制，與政治系統下的制度完善。儘管此階段的國際金融之建制尚未完備，但是英國於18世紀做為民族國家的崛起仍有其意義，透過英國-英鎊的歷史觀照，現代民族國家的財政系統與政策強制性同時影響民族經濟興衰與歐洲世界的趨勢，儘管如此，整個國際系統與區域經濟整合的完整，仍須從二戰間的政治經濟分維下進行討論。

四 歐洲戰爭及戰後經濟復甦—歐洲美元與國際金融整合

國際金融的整合與建制，除了在Polanyi(1989)百年和平的討論下已有初步的金融整合，根據Polanyi的討論，1815至1914年的歐洲整體呈現穩定發展的經濟概況，而此穩定發展的背後，即是藉由民族國家的認可、以及國際金本位制的經濟體系而相輔相成；歐洲戰爭爆發(WWI，1914至1918年)之後，美國成為世界最大的貸方，由於戰爭爆發於歐洲與大量的軍事借貸，美國約持有130多億美元的歐洲債券(陳雨露、楊棟 2014)，進而促成紐約成為新的世界金融中心，美國聯邦準備系統(Federal Reserve System，簡稱Fed)於1914年成立，1924年實施低利率，致使外國政府、公司、以及投資人大量進入紐約證券交易所(NYSE)籌募資金；1939年爆發第二次世界大戰((WWII，1939至1945年)，二戰結束前夕，世界44個盟國召開布林頓森林會議(Bretton Woods Conference)，會議通過〈國際貨幣基金協定〉(Agreement of the international monetary fund)，目的是為戰後建立統一的國際貨幣體系—固定匯率制，兩次大戰後美國的黃金儲備已達世界的70%，因此將美元與黃金相互掛勾形成新的國際匯率，美國可經由貸款、贈予、以及援助等方式擴張美元的使用與擴大美國的國際貿易。國際貨幣體系不再以英鎊主，取而代之是以「美元」為中心的國際貨幣，金融資本主義的重心便從歐洲的倫敦轉移至美國紐約(Kotkin 2006)。

回顧歐洲戰爭至二次世界戰爭的歷史，可以發現此時期的金融模式，除了如同Siegmond Warburg私人企業家的法人化經營之外(Ferguson 2012)，從倫敦到紐約的新興金融中心，更重要的則是戰間國與國之間的金融整合與競逐，如同Eichengreen(2008)的對全球資本與金本位制的討論，便聚焦於歐洲戰爭與二戰間的國際資本趨勢。1947至1991年美國與蘇聯冷戰爆發(Cold War)，為恢復歐洲經濟，美國於1947年訂定〈馬歇爾計畫〉(The Marshall Plan，官方名稱為歐洲復興計劃European Recovery Program)、1948年簽署〈對外援助法案〉(Foreign Assistance Act of 1948)，以提供西歐各國總共133.2億美元援助；並且要求西歐放鬆貿易管

制，例如西歐內，當A國貨物進口到B國之時，無力支付的B國可以向美國貸款(陳雨露、楊棟 2014)，促進歐洲美元市場的產生。

歐洲美元(Eurodollar)市場的產生，無疑地在此階段具有相當重要的歷史地位，從貨幣流通的角度來看，可以發現美國及英國銀行系統為主的國際貨幣系統正逐漸萌芽，而歐洲美元市場的發展過程，做為一個美元境外的發展舞台，其背後所體現的即是工業資本主義過渡到金融資本主義的重要歷史歷程，同時亦是國際金融整合的一個重要的嘗試。陳介玄(2011)認為境外金融的掌握，所牽涉的意義在於如何於全球金融資本主義同步的問題。1960年代開始，歐洲國家或其企業向美國市場發行洋基債券(Yankee Bond)，吸引各國投資人到美國市場融資，但美國為避免流入海外市場的美金逐漸增加、以及維持國際收支平衡，美國政府於1963年制定《利息平衡稅》(Interest equalization Tax)，目的為降低美元的流失，以及減少美國投資者購買美國的外國債券，導致洋基債券市場不再具有吸引投資人的目光，借方便轉向管制較鬆的歐洲美元市場發行債券提供需求資金者與吸引投資者購買(Reuters 2001)，進而促成歐洲美元債券市場的興起，此為國際金融整合的嘗試。

五 小結

總觀上述債券發展歷史，一方面說明西方借貸關係源自遠距貿易，始發展「債」的觀念，但真正的債券(bond)體系之實質發展則仰賴於國家與市場的穩定發展，以英國債券系統與英鎊貨幣市場的穩定為例，英國公債發展的背後，除了廣大遠東殖民地市場、國內民族市場的支持之外，以英鎊為交換貨幣的優勢更致使英國為何能成為國際金融的發展重心；然而，歐洲美元債券市場的歷史發展究竟為何，歐洲美元如何可能成為債券商品，其貨幣市場與制度的發展又是否於二戰間有所轉變，更重要的是，歐洲美元債券市場的借貸關係及信任基礎為何，此仍需進一步討論。

誠然，在整個歐洲金融資本主義歷史發展的起源與探究，在概略篇幅的討論下，可以發現金融知識與技術的延展性，如荷蘭的證券交易所至英國銀行的成立，在早期海事借貸的商業模式，至 15 到 18 世紀的質變與量變，其中，Braudel 為我們提供了眾多的重要性歷史思維，這些重要性使得我們對歷史有更大的啟蒙性。18 世紀之後的歐洲，我們可以看見 Braudel 未論述的部分，諸如 Knapp 與 Gallarotti，強調 1800 年之後的民族國家發展與金本位制的關聯性，將國家的視野拉出來討論，特別是國際貨幣的發展與建制、民族國家的財務政策等，儘管這並未是 Braudel 所觸及的部分；然而這卻可能是值得我們進一步思考的命題。

第二節：市場的社會條件

延續上述討論可以窺見歷史中債券與金融模式的轉變，本節試圖從既有的理論文獻中進行爬梳，並且以歷史社會學的角度，從中探究金融市場究竟如何產生，其與一般經濟市場是否有差異，歷史的關連性為何等問題。

一 理論的難題：市場如何可能？

市場究竟如何發生、運作甚至是穩定性的擴張，似乎仍然尚未有一套既定的標準。究竟何謂「市場」？回顧臺灣相關討論研究，大多觀點仍聚焦於市場的操作行為面向與分析(鄭宇超 2014；蔡國鼎 2014；陳秋琴 2014；曾治仁 2014)，鄭宇超(2014)認為市場謠言一部分的影響投資環境與投資行動者的決策過程，而當謠言程度越可信、呈現利多狀況、行動者的社交越頻繁時，越容易受到謠言所影響，同時鄭宇超強調當政府對金融資訊的操作越透明，則越有利於投資行動者的金融操作；蔡國鼎(2014)則是以神經系統與結構作為隱喻，試圖分析金融市場的投資行為如休市、交易與每日總漲跌之間的關係；陳秋琴(2014)則是試圖從中建構標準化的金融模型，藉由多項專業性指標如「隨機指標(KD)」、「指數平滑

異同移動平均線(MACD)」、「資金流量指標(MFI)」、「價值區間擺動因子(VARF)」等計算標準，進而推測臺灣期貨市場的邏輯與規則；曾治仁(2014)則以中信金控為例，試論大陸金融機構擴張對臺灣的挑戰，以及臺灣如何在大陸的影響之下進而布局金融，曾治仁認為臺灣企業與相關銀行，必須以網絡的方式進軍大陸而非單一設點，臺灣之金融機構才能有效發揮。另一部分觀點則以金融環境結構或整體性變遷的角度來分析金融商品與實際效益(呂燕楨 2002；鍾竣吉 2005)。

然而，上述討論雖細膩分析當前金融市場之模型與邏輯規則，但市場究竟為何產生、以及如何產生的問題仍然未進行系統性的理解，以至於市場的起源與發展仍然渾沌未明，甚至無法有效地觀照整個歷史大環境下所造成的改變；誠如 Bloch(1991)於《史學的技藝》中所談論：「從過去來了解現在」，歷史的重要性不僅在於對過去時間長流的掌握，而是在於藉由知曉過去的歷史進程，才能更進一步理解現實中存在的社會、體系價值與每位社會成員的我們，從中更豐富整個金融歷史知識變遷的系譜，而其中金融市場與知識典範的轉移，無疑地更須從歷史的角度出發，才能夠有效觀照整個金融資本主義與國際整合的關係，甚至是以較為適切的角度理解金融資本主義的發展⁴，以及金融市場如何可能的問題。

事實上，以金融社會學的角度所進行的相關研究論文已越趨多元(魏少君 2002；邱哲宏 2010；王姍喬 2012；陳季微 2013)。魏少君(2002)以金融城的概念，主要探究台北金融體制的發展與變遷，說明政府政策、金融體制以及相關行動者皆對都市之金融發展構成重要影響；邱哲宏(2010)則是以 Rothschild 家族的興衰史為主軸，探究西方 19 世紀金融發展的變遷與其意義；王姍喬(2012)則是探討香港金融體制之發展，並以境外金融的角度探究香港人民幣與香港之間的關係；陳季微(2013)則是以歐洲美元的發展歷史為例，探究整個國際金融制度發展變遷中，國家與市場的角色競逐關係。

⁴ 筆者認為所謂適切的角度，在於以較為客觀與分析性的語言進而理解金融歷史之變遷，而這並非拒斥任何有價值理念於外，如同韋伯對價值中立的討論，所謂的價值中立不代表缺乏價值與信念，而是確實區分道德判準與社會科學的差異；如同宋鴻兵所著之《貨幣戰爭》，其篇幅皆大致集中於戰爭與金融之歷史討論，但倘若將金融視做戰爭的註腳，那麼則恐怕會忽略金融技術與知識資本擴展的討論。

根據上述等金融研究，其不僅聚焦於國家與市場制度中的金融發展，更強調市場與貨幣之生成被後的歷史起源，有助於我們對國際金融與金融制度有更清楚的掌握；然而，歐洲美元債券市場的興起及市場如何運作等面向仍有待充實。筆者認為，金融市場的運作縱使是歷史文明的產物，一如國家與資本市場的相互競逐；但是市場如何有效運作，則必須更進一步討論市場系統如何可能、如何完善的問題，而這一命題則更牽涉市場的建制過程：亦即包含社會組織的轉變與金融知識、技術的有效運用，方能使金融市場持續且穩定的有效運作。因此，針對金融資本主義與歐洲美元債券市場之興起過程，本篇研究除聚焦於金融歷史中市場的產生，將更進一步聚焦於金融組織變革與金融知識創新等相關討論。

二 歷史與社會理論：歷史中的市場的論證

回顧古典理論之市場歷史，Karl Marx 認為資本主義之基本價值，乃在於剩餘價值的利用與剝削，因此在 Marx 的角度下，所謂的市場即是資本階級得以從中換取利潤的場域，這同時包括資本主義中不平等的勞動關係及殖民市場的討論。在 Marx《資本論》中〈論原始積累〉的篇幅中即討論英國資本主義得以形成的重要意義首先在於伊莉莎白女皇〈濟貧法〉(the Poor Law of 1601，或稱伊莉沙白 43 號法案 43 Elizabeth)的實施，透過〈濟貧法〉制度措施，窮人及遊手好閒者被迫於技藝練習進而強制工作，此為最初始的原始積累過程；而根據 Marx 的討論，隨資本主義的內在矛盾不斷擴大，資本主義則是透過海外市場的不斷擴張以減緩體制本身所導致的內在衝突。然而，儘管 Marx 在《資本論》文末稍微提及整個資本主義發展邁向金融化的角度；但是在某個層面上，馬克思對資本主義的討論仍大部分集中工業資本主義的討論(Braudel 2006)；德國歷史社會學家 Max Weber 則在《經濟與社會》書中對市場、民族國家的誕生與城鎮興起有更為百科全書式的描述，若從「資本主義在西方」的角度來看，Weber 所試圖紀錄與分析的在於整個西方文明歷史中長期的、制度變遷的、與文化精神等層面的觀照，從各個面

向中探求西方文明的合理性基礎(Weber 1997；高承恕 1982；高承恕 1998)。

相較之下 Braudel 則以社會限制的突破為基礎，從中論述 15 至 18 世紀歐洲世界經濟的轉型與發展，根據 Braudel 的討論，在 15、16 世紀的西方社會，其明顯的社會限制即在於自然環境與自給而不自足的物質條件下生存，整個歐洲文明之發展基礎，即是以「社會限制」的突破為核心，如同歐洲大陸貿易的起源在於解決飢荒的問題，以及各個農業文明基礎技術的改善，以突破既有的社會限制；其次，在歷史中市場的演變與進程時，從社會限制的觀點來看，市場的起源與其背後的社會脈絡與歷史脈絡密切相關；當社會技術與文明得以突破限制時，即不難發現 Braudel 對於所謂的物質文明從自給不自足到突破點的缺口，而後又產生新的社會組織模式，事實上正解釋了以往社會學家對於歷史敏感度的缺陷，因此在討論整個金融市場與債券市場之發展所帶來的深遠影響之前，我們必須同樣要問的是，是怎樣的因素導致債券市場的興起？為何歐洲美元債券的標籤會坐落在 20 世紀之戰後經濟復甦？20 世紀國際金融整合過程中又發生了怎樣的變化？透過社會限制的突破，我們則可能更具體的描繪市場興起之歷史起源。最後，根據 Braudel 對歐洲金融資本主義與工業資本主義消長的討論，最為至關重要的莫過於所謂的長期的(long-term)、不透明性的高階金融資本主義，對 Braudel 而言，真正金融資本主義的歷史相當長遠(可追溯於歐洲 14 世紀的威尼斯)，而金融資本主義的誕生首先即是從不平等的交換關係延伸，其次才是熟悉的自律市場與物質基礎生活。

從 Braudel 關於 15 至 18 世紀的資本主義討論中不難發現，Braudel 真正關注的不在於所謂的經濟市場，而是金融市場如何產生與轉型的過程。Knapp 與 Gallarotti、Eichengreen 等人則是接續金融資本主義的角度，看待國際貨幣市場的起伏歷程(Knapp 1973；Gallarotti 1995；Eichengreen 2009)，透過上述歷史性的討論，可以發現國際貨幣市場的競逐，其實皆與各國家的經濟發展、金融與財政制度相互關連，國與國家之間的競逐，不僅體現在各軍事競備的比賽，而是試圖角

逐金融貨幣市場中的制高點。根據 Knapp 的歷史性描述，主權國家體系與金融市場的建制關係越來越緊密，何種貨幣可以使用、流通，何者貨幣應該保值，皆有賴於主權國家的法令制度及國內民族市場的運作。

然而，主權國家的崛起究竟如何可能，國家與國家之間的金融關係又是如何開始，其中 Polanyi(1989)的《鉅變》即補充了歐洲戰爭之前的歷史過程，以及金融資本主義如何從國家的範疇過渡到國際的範疇。Polanyi 認為，百年和平的金本位制之所以重要，不僅體現了在此時期的資本階層與資本經濟能夠穩定發展，更體現了民族國家對經濟領域的保護與國際的妥協，而金本位制的崩潰則更顯示金融市場如脫疆之馬逐漸失去控制。透過 Polanyi 的討論，可以發現市場的興起與成長，絕非是自然而然、從小規模經濟到大規模的發生，金融資本主義下的市場是歷史文明的產物，引用 Polanyi 的話語即是市場是社會的「鑲嵌」；然 Polanyi 更進一步的認為，市場與經濟的穩定發展，絕非以亞當斯密式「看不見的手」做為空想，而是有賴於經濟—社會—國家等三個層次的相互整合與組織(許雅淑 2015)。從 Braudel 到 Polanyi 的討論，國際金融市場中主權國家在其中角色逐漸扮演重要的角色，市場雖非國家所屬，但同時與國家政治、社會脫離不了關係。

然而，金融市場究竟如何有效運作？行動者又如何確保金融市場的穩定性，市場又如何可信，此有賴社會中健全的金融制度與組織的運作。Dodd(1994)則是系統性的以社會學的角度探討貨幣的發展，Dodd 在其〈Money and the Social System〉篇幅中即說明貨幣與社會系統之間的關係，Dodd 指出貨幣的功能除了具有交換、價值與保存等功能之外，更進一步說明貨幣之所以成為貨幣仍須由社會組織所支撐，意即，貨幣是銀行系統組織化後的結果，其次金錢如何使用則牽涉行動者如何詮釋貨幣，以及金錢是組織間不斷流通的動態過程，而這一流動過程即牽涉各種經濟活動的發展，如資本市場、投資市場等組織的興起。透過 Dodd 的討論，不難發現貨幣雖為經濟生活的重要媒介，但是卻與社會組織、文化與行動者密切關連；同樣的情況也發生在市場的運作過程之中，Abolafia(2001)對華爾

街文化及市場運作即有相當細膩的研究，所謂的華爾街文化即是一種短期經營的金融市場，其真正重視的並不在於金融價值的穩定成長，而是如何從高風險的交易過程中獲得最大利潤，並維持與客戶的穩定關係，而華爾街的金融交易員則是從各個私立名校中挖選出來，並要求交易員保持追求利潤的角度來看待整個金融市場與客戶。

三 小結

從古典理論到 Braudel、Polanyi 等人的討論，到 Dodd 以社會學的角度看待貨幣，我們首先可以發現任何市場的形成皆有其深刻的歷史意義，而從 Braudel 到 Polanyi 的史觀差異，正說明了主權—民族國家的崛起歷程；其次，經濟市場與金融市場的建制過程同時也有相當程度的差異，Abolafia 對華爾街金融市場運作過程的描述，則帶領我們看見金融市場中運作的另一個面向，而這面向或許也說明國際金融資本主義的發展與主權國家之間的競逐關係。然而，從歷史與社會理論中的市場回顧中至少提供了原則上重要的參考依據：

(1)市場的發展應是歷史、社會建構的產物。

(2)金融市場的建構背後更承載複雜的組織建制與知識承繼，如國際貨幣市場的發展、銀行、資本市場及公司組織的社會系統變革。

透過上述兩個基本原則，本研究將進一步探究歐洲美元債券市場的建制過程，並聚焦於歐洲美元債券市場為何產生，如何產生，以及產生後所造成的影響等；而歐洲美元債券市場的形成背後，其又可能呈現怎樣的社會轉型與組織變遷，以及相關金融知識與典範的成形。

第三章：歐洲美元債券市場的興起

所謂的歐洲美元債券(Euro dollar bonds)，即屬於一種以「美元」為計價基礎的債券商品，所謂的歐洲，事實上其實泛指「境外」的概念，而非全然指涉歐洲地理之疆界，因此，歐洲美元債券屬於一種國際型的境外債券(陳介玄 2011；陳季微 2013)。

歐洲美元債券市場的崛起，則有賴於歐洲美元資本市場成熟，以及銀行系統與次級市場的成熟。其中，歐洲美元市場無疑具有相當重要的歷史意涵，其意謂著不僅止於國際金融商品投資的標的，同時更反映整個國際金融市場的整合(Cassis 2006；Block 1977)；Quinn&Einzig 於《Euro Dollar System》中指出，歐洲美元的產生對整個國際貨幣系統產生革命性的影響；換言之，歐洲美元債券市場得以興起，最為關鍵的因素，除了倫敦作為歐洲美元市場的核心，另一方面則在於歐洲美元市場的誕生與成長(Herring 1975；Balbach & Resler 1980；陳介玄 2011；陳季微 2013)。然歐洲美元債券市場究竟如何可能，首先必須聚焦於歐洲美元市場的興起。

第一節：戰後經濟復甦與冷戰—美元流入歐洲

Park(1974)對歐洲美元歷史分期的界定，歐洲美元興起大致可區分三個時期，分別為二戰間到 1950 年的美元缺口時期(The Dollar Gap Period)；1950 年至 1963 年的歐洲美元轉型期(The Transition Period)；以及 1960 年以降至今的歐洲美元的成熟發展(The Euro-market Period)。而依據 Einzig 對歐洲美元市場的討論，歐洲美元市場屬於一種銀行間的「跨界」市場，而起源於 1957 年倫敦之外匯市場開始有系統性的處理美元相關業務。然美元之所以流入歐洲，事實上則與歐洲歷史之二戰、歐洲戰後復甦與冷戰有關(Quinn&Einzig 1983)。

國際貨幣的穩定則左右國際貿易之穩定，Eichengreen(2008)於戰間金本位制及〈布林頓森林體系〉的討論，國與國之間的列強競逐與貨幣系統的失衡，即是導致歐洲戰後經濟復甦的遲緩重要原因。自 1933 年的美國為避免貨幣危機而成立〈格拉斯-斯蒂格爾法案〉(Glass-Steagall Act，或稱《1933 年銀行法》Banking Act of 1933)，及 1944 年〈布林頓森林體系〉將美元視為國際貨幣體系以降，可以發現國與國之間的競爭並非僅止於戰爭，同時也包括貨幣與國際間的競逐，而從金本位制以美元為主的體制，從戰間到戰後經濟復甦的過程，除了證明美國成為新的國際金融中心之外，更可以發現此階段的金融資本主義即試圖建立一個較為穩定的國際貨幣價值體系，1931 年第一屆 G10 金融高峰會舉行的目的，即在於試圖於戰後尋求較為穩定的國際貨幣。

穩定的資本流動雖有利於各個金融銀行與公司的發展，但是這並非意謂沒有任何衝突，在布林頓體系建制的過程，英法從中極力反對便是其中的案例(陳雨露、楊棟 2014)；事實上，貨幣不僅僅是一種交易媒介，而是一種國家政治政策後的結果，並非任何貨幣都可當做可支付的對象(Knapp 1973)；Knapp 進一步於〈The Inter-Valuta Exchange〉篇幅中強調，一國貨幣的價值之所以重要，另外的原因在於當貨幣作為國際貿易交換後清算時，兩國貨幣的價值同時影響清算後的結果，因此貨幣的價值與國力、國家財政的政策密切相關，而國際貨幣的競逐則是相當重要。

在美蘇兩大強權冷戰的競逐下，美國於 1947 年訂定〈馬歇爾計畫〉將美元大量流入歐洲，支持歐洲重建計畫；1947 年「歐洲經濟合作委員會」(United Nations Economic Commission for Europe)於巴黎成立，其主要成員包括北美洲、西歐、中歐及東歐等地區的國家政府，主要目的在於共同為戰後經濟發展之復甦凝聚共識；1948 年美國簽署〈對外援助法案〉，大量美元流入歐洲；相對地，持有美元的蘇聯則不希望將美元存入美國，因此將部分美元存入歐洲各國銀行之中。

倘若從 Knapp 國家-政策-貨幣-國際的角度來看，從戰後復甦到冷戰期間，

美元流入歐洲所產生的影響是相當深遠的，意即，美元流入歐洲雖為政治效應後的結果，但是美元的流入，則更讓美國強大的政治與經濟實體得以屹立不搖，如同當時 1947 年美國助理國務卿克萊頓對〈馬歇爾計畫〉的討論：

對歐洲援助的最佳方式就是由美國與受援國直接進行談判，而不必借助於一個像聯合國善後救濟總署的國際機構.....確保美國對援助資金或物質的有效監督，確保援助計畫的控制權牢牢地掌握在美國手中。(舒建中 2011；陳雨露、楊棟 2014)

所謂的受援國，即指飽受戰火摧殘的歐洲大陸。儘管〈馬歇爾計畫〉對歐洲金融紓困與經濟復甦的幫助有限，整個歐洲復甦的關鍵仍然在於歐洲本身金融市場(De Long、Eichengreen 1991)。

從金本位制到以美元為主的國際貨幣歷史，以至美元從美國、蘇聯等地區流入歐洲，國際貨幣的定位、角逐以至於國際間的妥協，可以發現所謂的國際「貨幣」，並非單獨完全由任何一國家所能決定，但資本主義會從中選擇較為穩定的貨幣作為計價單位，而美國作為二戰後的經濟與政治強權，其貨幣無疑占有相當程度的優勢(陳介玄 2011；陳季微 2013)。

回到歷史理論的觀點，透過 Braudel 與 Knapp、Eichengreen 的對話，冷戰時期的美元流入有其意義。Braudel 雖然未直接討論到民族國家與國家政策的力量，但是 Knapp 與 Eichengreen 則幫忙補充戰間各國對各自財政系統與國際金融系統的掌握之歷史：國家的財政制度、政策與國力，不僅影響國內的貨幣價值，更直接影響國際交換的價值。如果將美元流入做為一種經濟性-政治性討論，或許可能歸結於一種政治戰爭論的視野，筆者認為這是相當值得思考的部分，如同 Clausewitz 於《戰爭論》一書所言：「戰爭，母寧僅是一種政治手段。」或許，貨幣亦可能為政治治理的手段之一；但是如果將此階段的歷史過程階視為政治與

戰爭的註腳也可能導致歷史的失真，僅管 Gary Burn 對歐洲美元歷史興起的討論，指出歐洲美元之興起一部分原即在於蘇聯將一部分的美金留在「境外」，Gary Burn 認為此與歐洲美元興起有一定程度的關聯⁵。歐洲美元市場的興起與美元流入歐洲有歷史上的關聯性，但是歐洲美元市場作為特殊性的「境外」市場，仍是一種文明性且高度專業知識性的產物，因此冷戰時期的美元流入，母寧是一個歷史上、歐洲經濟紓困的窗口，而這個窗口乃經由國際政治效應下的後果，Hellein(1996)的觀點恰好說明了歐美流入歐洲的重要關鍵：歐洲美元市場的建立，一方面助於解決自布林頓森林協議以降國際貨幣穩定的難題，另一方面國際貨幣市場的建立，則有助於英美兩國的金融事業長期發展。

但是市場究竟如何可能，誠如 Einzig 的討論，境外市場屬於銀行間交易的市場，以下至少有三個面向值得討論：首先，僅管〈馬歇爾計畫〉是否對歐洲有否幫助仍有爭議⁶，但美元的流入無疑確保美國貨幣在國際市場中的制高點；其次，在歐洲美元流入歐洲之前，經歷戰間與戰後的歐洲，所須解決的「社會限制」則是尋求穩定國際計價單位的可能；最後，美元流入歐洲，但是並不等於歐洲美元市場的產生，此仍須進一步的說明。

第二節：美元流入歐洲 = 歐洲美元 = 歐洲美元債券市場？

歐洲美元市場的興起，除了美國貿易逆差而導致美元外流之外，另一部份與國際政治、各國政策制度有關(陳品茹 2012)。當時美國為解決美元外流的問題，於 1963 年修定〈利息平衡稅〉法案，以限制美國對境外的投資規模，然而此舉作法卻意外導致投資行動者將投資的眼光放眼歐洲，促成歐洲美元市場興起

⁵根據 Gary Burn 對歐洲美元歷史的討論，歐洲美元興起原因包括(1)一部分共產國家所持有的美元轉存款於巴黎商業銀行或倫敦的 Moscow Narodny 銀行；(2)英格蘭銀行促進歐洲美元在倫敦的發展；(3)Sir George Bolton 與 Siegmund Warburg 對歐洲美元市場的影響(Burn 2006；轉引自陳介玄 2011)。

⁶馬歇爾計畫是否真能幫助歐洲經濟復甦，此議題似乎仍有相當爭議，詳情可參閱 Giorgio Fodor 於 1986 年的〈Why did Europe need the Marshall Plan in 1947〉一文。

(Cassis 2006)；相對地，歐洲大陸為經濟復甦之故，則降低各種外匯交易的相關管制及交易稅制，以刺激國際投資金融市場(Park 1974)。從制度面的角度來看，美國所訂定的法案限制，似乎意外地更促成歐洲境外中心的成形；但是，不論是從冷戰時期的經濟復甦，或是美國法案限制所造成意外的結果，仍然無法完全說明歐洲美元債券市場形成的可能。

金融市場的建構，無疑是在社會的範疇之中，Dodd(1994)認為貨幣、交易以至於金融市場的建構，皆與其社會脈絡及背景密切關聯，簡言之，金融是社會的產物。Dodd以社會系統(social system)作為譬喻，指出貨幣與社會系統之間的關係是動態的歷史過程，以及貨幣交換的背後皆反映其社會結構的變化。事實上，貨幣與社會系統的關係往往相互影響，貨幣的發展須有其社會結構得以支撐；但有時貨幣的使用更影響社會型態的變遷，「金融」作為一特殊的歷史文明產物，其對社會的影響可能更為深遠(陳介玄 2006)。透過社會系統的討論，必須思考的部分在於，儘管國際政策與國家政策的確促使美元流入歐洲，致使倫敦成為孕育國際金融貨幣市場，但是歐洲美元市場如何建立，完善以至於歐洲美元債券市場的產生，仍須透過社會系統的實質運作方能有效，Abolafia(2001)於《Making Markets》書中呈現華爾街金融市場的運作有賴於其金融知識的傳授、金融場域與關係的維護即是相當鮮明的案例之一。

然而，究竟何謂社會系統，我們又如何觀照歐洲美元債券市場轉型階段下，社會系統與金融貨幣之間的關係？Park(1974)的討論，無疑地說明此階段歐洲美元與社會系統相輔相成的歷史狀況，自 19 世紀以降，倫敦市場擁有得天獨厚且具代表性的金融組織結構，其海外市場與長期借貸的歷史淵遠，而其貸款利率更比紐約來得誘人；而倫敦之所以有如此盛況，其中一部分的原因可以歸結於完善的資本市場體系。而在歐洲美元及歐洲美元債券市場之建制時期，有賴於銀行體系之完善⁷：

⁷ 事實上，債券市場的完善仍包括許多原因，Park(1974)認為資本市場的完善至少須包括下列因素：擁有代表性的銀行(financial houses)，能夠發行金融商品並為投資者帶來信心、擁有健全

一 銀行系統的成熟：1950 至 1980 年

歐洲美元市場的開展，一部份除歸功於歷史上一連串的政治效應，如美國利息平衡稅的政策進而促使歐洲美元市場產生；但是銀行在其中仍扮演深遠重要的角色，歐洲美元及歐洲美元債券市場的成熟與銀行系統的發展密切相關，其中，銀行業務的擴張及創新、銀行數量的增長，兩者皆是境外市場發展之重要的原因之一。

首先，關於銀行業務的創新可追溯於 1955 年的米德蘭銀行(Midland Bank plc)。為增加業務與國際資本流通，米德蘭銀行實施「創新」的貼現利率(當時美元存款率 1.875%，而美國存款僅 1%，雖然 1957 年英國政府下令禁止英鎊作為第三世界國家的融資政策，但各個銀行在擴展業務的需求下，開始以美元為業務上的窗口)，意外地促成美元成為歐洲各銀行間所通行的貨幣(Cassis 2006)。同樣地，中央銀行歐洲美元市場發展初期，同時扮演尤其重要的角色，自 1957 年以降，各個區域的中央銀行提供大量美元以供應資本市場需求(Quinn&Einzig 1983)。

另一個銀行業務擴張的例子則體現在 Siegmund Warburg。1963 年在英格蘭銀行的認可下，Siegmund Warburg 銀行為主要承銷商，以每張面值 250 美元的方式承銷，並於每年 7 月 15 日支付 5.5% 固定利息(Cassis 2006、陳季微 2013)，其他銀行也相互跟進。Warburg 銀行不僅扮演歐洲美元債券發展相當重要的角色，而且是有意識的做成，如同 Ferguson 對 Warburg 作為歐洲債券之父的測寫：Warburg 終其一生皆相信歐洲經濟和政治一體化，並且具體實踐；對 Warburg 而言，跨大西洋的金融整合有其重要意義，不僅促成金融政治的整合，更藉由一體化的過程防止任何對歐洲產生破壞性的戰爭(Ferguson 2012)。無疑地，稱為歐洲美元債券之父的 Warburg 確實促成歐洲美元債券之發展，Warburg 於 20 世紀 60 年代不僅成為政治決策中重要的參與者，更是 Harold Wilson 首相執政時的重要心腹(Ferguson 2012)。透過 Ferguson 對 Warburg 的側寫，Warburg 與歐洲美元債

的金融機構，其中包括經理人、認購團體與銷售團體等主要行動者，以及專業且訊息公開的信評組織等。然而，為章節安排之便，金融行動者與信評機構的討論，將於其他章節中討論。

券市場之關係相當緊密。

其次，銀行數量的增長亦說明了歐洲美元市場與銀行系統間的關係密切，以 Warburg 作為歐洲眾多銀行的代表，有意識的形成金融市場中重要的角色，並且尋求國際貨幣的穩定與金融擴張，抱持此態度的銀行並非僅止於 Warburg；根據 Youssef& Bussiere 等人的紀錄，1950 年至 1980 年倫敦的銀行數目穩建地持續增長，銀行在倫敦的增長與擴張說明了歐洲美元之間的關係(陳季微 2013)：

圖3-2-1：1950年至1980年外國銀行在倫敦數量

年份	1950	1960	1966	1970	1980
數量	53	77	103	159	351

(資料來源：Youssef& Bussiere, London and Paris as International Financial Centres in the Twentieth Century；轉引自陳季微 2013)

Warburg 作為高階金融知識份子所帶來的影響，Braudel 對金融資本主義的詮釋，金融資本主義的運作從來都是不平等的，並且是由少數掌握實權的行動者促成，此與自律市場中的經濟交換大相逕庭，如同 18 世紀末的 Rothschild 家族，歐洲美元時期的 Warburg 則帶給我們從政治經濟角度之外，銀行在其中所代表的歷史意義；然而，這並非意謂著銀行組織與系統的發展更為集中，Klopstock(1970) 則持相左的態度，認為歐洲美元市場的興起建立於各世界分散且零散的銀行組織，儘管如此，歐洲美元市場的興起，確實促使美國銀行系統與歐洲銀行系統的關係更為緊密，除了倫敦作為歐洲美元市場的主要市場之外，巴黎、阿姆斯特丹、瑞士、蒙特婁、多倫多與香港的亞洲美元發展，皆是明顯的案例(Quinn&Einzig 1983)。

另外，值得討論的是在歐洲美元建制時期，銀行促成歐洲美元市場發展，但同時歐洲美元作為國際貨幣的出現，同時亦影響銀行系統的運作，產生新的金融

技術與模式(互相影響的雙向關係), Einzig(1977)清楚說明歐洲美元與銀行業務之間相輔相成的關係—歐洲美元市場本身即是一種貨幣市場的交易行為, 這意味著我們不能以美元的「存款」與「放款」說明美元的交換關係。事實上在美元的交換過程中, 信貸亦隨即發生: 假設甲公司持有一部份的美元(100 萬元)並投入 A 信用銀行的美元帳戶, 以滋生利息; 而 A 銀行為支付甲公司之信用利息, 則可藉由將部分美元(90 萬元)出借給 B 銀行, 並從中獲得利息以支付甲公司; 相對地, B 銀行則可利用從 A 銀行獲得的銀行再將美元(81 萬元)出借給其他公司, 並不斷重複作法。事實上, 歐洲市面上實際的美元存款仍為 100 萬元, 但是藉由歐洲美元作為國際貨幣的優勢地位, 銀行則可在虛擬的信貸過程中, 創造更多信用; 因此, 從貨幣流通的角度來看, 歐洲美元市場的出現, 讓銀行業彼此的業務關係越趨緊密, 而國際貨幣市場—銀行系統的相互適應的建制過程, 亦說明美元作為資本市場與債券市場興起的境外歷史。

二 歐洲美元「債券」與市場系統

歐洲美元市場的興起確實是促成歐洲美元債券市場的重要關鍵, 但是歐洲美元的成熟不等於歐洲美元債券市場的成熟, 原因在於, 歐洲美元屬於一種銀行出借的系統, 並設有短期且浮動的利率機制; 相對地, 歐洲美元債券則是長期債券, 通常利率固定且不須由銀行擔任中介角色, 公司亦可直接發行, 而行動者大多是高階資本階級與熟知歐洲信用風險的專家(Quinn&Einzig 1983)。

根據 Quinn&Einzig(1983)對歐洲債券的觀察下, 一般而言, 由於短期操作且資本流動性較高, 投資者大多會選擇歐洲美元市場; 相較之下, 歐洲債券屬於中長期的商品, 因此對投資者而言, 反而會造成投資者資金套牢的風險, 1972 年至 1974 年債券市場的衰退原因即是歐洲通貨孳息高於歐洲債券的後果。然而, 歐洲美元債券市場如何可能, 倘若從投資者的角色出發, 大多應會選擇短期歐洲

通貨，那麼勢必會影響債券市場的規模與發展⁸；因此，作為長期債券歐洲美元債券的發展，其背後則牽涉金融資本主義系統與規模的成熟，如同 Park(1974)的討論，除了銀行的轉型之外，相關金融機構與市場的完整，以及信評機構的建制過程等，皆構成歐洲債券發展的重要原因。

如果從英國金融崛起的歷史角度來看，可以發現金融技術的專業知識與社會知識的相互構成，如同 1688 年時期的光榮革命至 19 世紀英國公債的崛起，其背後所代表的意義不僅是英鎊作為國際貨幣的制高點(Carruthers 1996；Park 1974；何思因 1999)；投資公司同時意識到利潤的產生，並非僅是藉由商業貿易，而是藉由金融技術與知識的操作(Carlos& Key& Dupree 1998)。英國長期信用的金融文明化進程，也正說明了倫敦成為金融中心的重要關鍵，陳介玄(2014)對英國金融文明化進程的討論，則同時指出英國長期債券之所以能發展至今，皆體現歐洲歷史悠久的信貸文明，以及完善的資本市場—資本市場、貨幣市場與貼現市場。

美元流入歐洲與銀行業務的轉型的出現，無疑是歐洲美元債券市場得以發展的重要原因，而必須進一步探討的則是，歐洲美元、歐洲美元債券與市場系統之間的關係。首先，歐洲美元市場作為國際貨幣市場的重要性功不可沒，歐洲美元存款不僅止於銀行間的流動，當時被稱為「商人銀行之貨幣市場」，商業銀行在其中進行各種套匯、外匯等行為，進行更大量的貨幣交易(Quinn&Einzig 1983)。其次，除了歐洲美元作為資本市場的重要性之外，歐洲美元債券市場發展的成熟，則與美元次級市場的系統建制密切關聯(Quinn 1975；Park 1974)。

1960 年以降歐洲美元債券發展逐漸成熟，如果沒有系統性且成熟的次級市場，那麼歐洲美元債券便難以成形(Park 1974)。所謂的次級市場，即是讓從原初市場中所購買證券的持有者，藉由次級市場的投資與貼現以改作其他用途，其中最著名的莫過於盧森堡證券交易所(Luxembourg Stock Exchange)。

⁸ 事實上，歐洲美元債券仍有值得吸引的地方，如債券市場不受國家干預，所受到的限制較少，以及投資者的隱私性較高等好處(Cassis 2006)；但是筆者認為這僅意謂著債券市場本身的特性；對投資者而言獲取利潤與風險同等重要，因此並不能完全單憑以行動者的角度來想像

圖3-2-2：1965年至1969年美國公司在各證券交易所中發行歐洲債券的比例

證券交易所	直接債券(美元)%	可轉讓債券(美元)%	非美元之歐洲債券%
紐約交易所	36	60	0
盧森堡交易所	80	84	25
倫敦交易所	5	7	0

(資料來源：Park, *The Euro bond Market: Function and Structure*；筆者整理製圖)

盧森堡之所以成為主要的證券交易中心，除了資訊受管控的程度較低之外，金融資訊的傳播也較迅速。此外，盧森堡證券交易所的金融國際化同時與歐洲國際債券之發展亦步亦趨，Murdoch(2013)即說明盧森堡交易所的金融發展歷史，相對於倫敦，盧森堡的資本流動更為迅速，受政府的金融管制程度也較小，第一張在盧森堡交易的國際型債券在1963年，義大利為建設當地的高速公路網絡而進行籌資，Murdoch指出，早在1960年前後，盧森堡便同時聯結不列顛與瑞士銀行系統的發展，並且形成許多跨國金融組織如歐洲經濟組織(European Economic Community，簡稱EEC)、歐洲投資銀行(European Investment Bank，簡稱EIB)以及、歐洲鋼煤共同體(European Coal and Steel Community，簡稱ECSC)，隨歐洲美元市場與國際債券市場的發展，盧森堡逐漸成為國際金融市場的重要核心，進而相繼設立相關金融國際清算組織。盧森堡證券交易所執行長Scharfe(2013)亦指出，盧森堡至今仍然成為國際金融的重要市場，其中最重要的原因在於提供更有效率、更具有成本效益的金融服務。根據Murdoch與Scharfe等人的討論，盧森堡作為國際金融中心發展的重要關鍵，不僅在於提供資訊的隱匿性、較少的金融管控，以及更具流動性與成本效益的金融操作，更重要的是，盧森堡交易所

背後的金融組織發展與沿革，從 1963 年第一張國際債券的發行至今，盧森堡國際金融的重要地位仍屹立不搖：

圖3-2-3：自1963年以降盧森堡證券交易所發展歷程

年分/債券類型	1963	1973	1983	1993	2003	2012
債券總交易總量(包含國際債券與國內債券)	671	1791	1791	6986	21285	27839
國內債券	47	91	91	157	1281	1624
國際債券(包含歐洲與國際債券、國際型債券、國際可轉讓債券)	624	1700	1700	6829	20004	26215
歐洲與國際債券	58	221	221	576	625	815
國際型債券	408	1220	1220	5520	18973	25309
國際可轉讓債券	158	259	259	733	406	91

(資料來源：Adrain Murdoch, innovative and flexible, A Guide to 50 years of Eurobonds in Luxembourg；作者整理圖表)

自 1963 年以降，盧森堡的債券總交易量(包含國際債券與國內債券)自 1963 年的 671，成長至 2012 年的 27839，盧森堡的國際金融地位不僅發展迅速，至今仍有相當重要的影響力。不僅於此，次級市場最重要的關鍵即在於如何讓長期的歐洲債券市場得以完備發展(陳介玄 2004)，透過次級市場的運作說明了歐洲美元債券為何能成熟發展以及如何可能的情况，因為如果沒有次級市場的出現，歐洲美元債券僅可能淪為一種長期被「套牢」的風險債券，因為在資本無法有效流通的情况，對發行者與持有者而言皆是一種風險課題，由於債券資金的龐大需求，發行者恐面臨缺乏買家的情况；相對地持有人則面臨無法脫手轉賣的難題。因此

次級市場的形成，不僅有效加速金融工具的流通性，更使債券市場的發展能夠更為完善，以 1969 年歐洲債券利率持續劇烈升高為例，對當時歐洲債券持有者而言(Park 1974)，適當的脫手將能夠獲得更高的報酬，但是當時由於缺乏適當的買家而導致風險提高；相對地，倘若歐洲債券的持有者面臨資金困難時，則會選擇將債券轉賣他人獲取現金，然而如果缺乏買家時，則無法有效進行融資，因而次級市場則是歐洲美元債券市場重要的中介平台，資本得以迅速流通。

但是必須強調的是，債券與次級市場是兩者彼此互相影響的雙向關係—歐洲美元債券與市場系統的發展並非單一線性的歷史關係，以盧森堡證券交易所為例，儘管盧森堡發行歐洲美元債券，但歐洲美元債券的交易多半不在盧森堡，然而發行歐洲美元債券仍然是有意義的，因為買家總希望能得到正確且公開的資訊(Park 1974)，而在盧森堡證券交易所發行歐洲美元債券，則為歐洲美元債券的買家們提供更高的信心。其次，可轉讓債券的發展(Convertible Dollar Bonds)亦刺激美國金融系統與歐洲金融系統的整合，債券可轉讓的創新金融債券型式發展—債券與股票結合的混合型金融商品，則說明美國公司(U.S. company)涉足歐洲債券市場的情況，藉由可轉讓債券的發展，美國公司可從中募集更多資本，債券持有者則能依實際情況評估風險與套利，第一張可轉讓債券於 1965 年發行，1965 年的成交量約 1041 百萬美元，至此便不斷急速成長，1972 年交易量則高達至 6335 百萬美元(Park 1974)。

從美元流入歐洲、歐洲美元市場及歐洲美元債券之歷史建制時期同時產生了相當特殊的結構性變遷，而這樣的變遷不僅影響既有的金融操作，更從中看到許多金融模式的創新，例如美國銀行系統與歐洲銀行系統產業的跨界連帶關係；以及歐洲美元市場、次級市場的系統化建制，致使歐洲美元債券市場的發展更為成熟。

第三節：總結—歐洲美元債券市場的歷史意義

從歐洲美元到歐洲美元債券市場，銀行系統的建制化過程至關重要，在 1950 年至 1980 年期間，銀行系統的完善體現在銀行業務擴張以及銀行數量的增長面向上；隨著國際金融發展的建制，儘管銀行在當今的重要性日益降低，但是當時倘若缺乏銀行對歐洲美元市場的推波助瀾，那麼勢必影響歐洲美元市場的發展，然而，歐洲美元市場的產生，同時影響著銀行業務操作的改變，如同 Quinn & Einzig 等人的討論，美元市場是屬於一種資本市場，銀行可藉由不斷的技術操作以增加信貸，對銀行而言，美元市場不僅是對抗通貨膨脹的策略手段之一，同時也是操作信用擴張的一種方式，至此可以發現，銀行產業在美元建制過程中的調適與適應，並從中發展新的金融模式。

歐洲美元市場發展的歷史意義不僅於此，如同陳介玄(2011)對歐洲美元市場的討論，歐洲美元作為「境外」市場的意義，並非僅是國際金融發展的歷史註腳，而是國際金融發展的重要金融中心，而在這一建制過程下，英美兩大強權皆涉足其中，一方面允諾境外市場的金融發展，另一方面則藉由此發展為全球金融體系佈局，由此，歐洲美元市場的出現無疑是自布林頓森林協議之後，為整個國際金融開啟展新的局面(陳介玄 2010；陳季微 2013)，其所影響的範疇不僅包括各個民族國家之政治實體，更影響金融市場運作下的組織與行動者，更促進國際金融體系的長期發展，而這也包括接續所討論歐洲債券的市場建制。

儘管如此，市場起源的老命題終究存在一誰創造了這個市場？從民族國家至戰後金融的崛起，我們可以發現國家的主宰力量日益強盛，而在歐洲美元市場的建制過程中，冷戰下的國際政治，致使英美強權的合作關係以及蘇聯將美元存放歐洲，皆有一定的影響，而英美渴求國際貨幣的穩定以促成金融產業之發展也事實；但是，歐洲美元市場的成熟以致完善，整個國際金融系統的建立說明了，儘管國家促成國際市場的發展，但是國家並不擁有市場，而是國家如何運用國際金

融市場的發展競逐列強。

歐洲美元債券的興起，可源自 1963 的 Warburg 銀行，而歐洲美元債券市場的有效運作，不僅須仰賴美元資本市場與次級市場建制的完善，更重要的則是金融知識與社會系統的互相整合。在此章節中，首先可以發現的便是美元資本市場的典範意義，其次則是次級市場的建制過程以及信評機構的成熟。歐洲債券，仍屬於一種長期的金融商品，投資者如何從中進行融資、減少風險則須有賴次級市場的完善，盧森堡交易所即是明顯的案例。

第四章：信評機構組織及知識建制

銀行、資本市場及次級市場的組織革新，促使歐洲美元債券市場的穩定發展，但是歐洲美元債券市場何以成熟，則須進一步理解金融場域中的組織運作與風險自律，誠如 Park 的討論，金融場域中的市場建制有賴於資訊的透明度，因此金融市場的發展，與信評及信評組織的建制過程密切關聯。本研究首先針對目前三大信評機構進行背景上的描述，以及探究其信評方式與策略，並且進一步討論信評機構在金融資本主義發展中所扮演的角色與重要性。

第一節：何謂信評機構

Sinclair(2005)指出，信評機構在全球金融組織中的運作相較於銀行機構、保險公司、交易所等更顯的神祕或不起眼，但是對全球金融市場的發展卻具有相當的影響力，而根據美國證券管理委員會(United States Securities and Exchange Commission，簡稱 SEC)在 2013 年 3 月的公開報告指出，全球共有 10 家信評機構⁹經由 SEC 核准登記成為國家認可統計評等機構(a Nationally Recognized Statistical Rating Organization，簡稱 NRSRO)，內容亦提及信評機構的評等數量。其中較為著名的信評機構，依其信用評等市佔率由高至低分排序為，45.6%的標準普爾公司(Standard&Poor's Corporation，簡稱 S&P)、其次是 36.9%的穆迪投資者服務公司(Moody's Investor Services，簡稱 Moody's)、最後則是 14.0%的惠譽國際信用評等公司(Fitch Ratings，簡稱 Fitch)，以下分別介紹各信評機構的相關歷史與運作方式。

⁹ 全球信評機構按照英文字母排序為 1.A.M. Best Company, Inc. (A.M. Best)、2.DBRS, Inc. (DBRS)、3.Egan-Jones Ratings Company (EJR)、4.Fitch Ratings, Inc. (Fitch)、5.HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings)、6.Japan Credit Rating Agency, Ltd. (JCR)、7.Kroll Bond Rating Agency, Inc. (KBRA)、8.Moody's Investors Service, Inc. (Moody's)、9.Morningstar Credit Ratings, LLC (Morningstar)、10.Standard & Poor's Ratings Services (S&P)。

一 標準普爾、穆迪與惠譽信評機構

根據前三大信評機構的發展歷史，標準普爾信評公司最早由 Standard Statistics Co.與 Poor's Publishing Co.兩家債券評等機構於 1941 年合併成為 S&P。合併前，兩家債券評等機構的成立時間都在 1900 年初期，每年皆有發行刊物，其內容為美國鐵路公司與工業公司的相關資訊(財務與經營狀況)，並且販售給投資人。1922 年開始，兩家信評機構對公司債券和市政證券(municipal securities)進行評等。合併後 S&P 在 1960 年代晚期開始提供公司債券與市政債券(municipal Bond)的定價服務，並於 1966 年成為 McGraw-Hill Inc.的子公司，但至今仍然獨立操作金融信評的相關業務。其次，穆迪公司的歷史則源自於 Moody's 創辦者 John Moody's 在於 1909 年分析美國鐵路債券與其證券的經營、管理、以及財務的資訊，他沿用 19 世紀商業信用報告以英文字母分類的評等方式，提供投資人具有安全性的投資分析報告；1913 年業務擴及工業與公共事業，隔年成立 Moody's Investors Service，並且開始對美國或其他城市的債券進行評等。Dun & Bradstreet 於 1962 年購買 Moody's，但在 2000 年，Moody's 離開母公司，成為獨立的上市公司；最後，惠譽國際信用評等公司的歷史則源自於 John Knowles Fitch 於 1923 年創辦 Fitch Publishing Company。分別在 1997 年與 IBCA 合併於成為 Fitch IBCA，以及 2000 年合併德富國際評等公司(Duff & Phelps Credit Rating Co.)、湯姆遜金融觀察公司(Thomson Bank Watch)。

二 信評方式與等級符號

信評機構標示信用等級是由一系列英文符號組合而成，英文字母的順序即是受評對象良莠的排序，雖然每家信評機構的評級符號呈現方式略有不同，但是現今信評機構的同一評級符號的意義已大致相同，以全球主要的三大信評機構標示中長期債券之「信用強度」與「投資與投機」的信用等級為例(郭敏華 2000; Reuters 2001)，如圖示：

圖4-1-1：各信評機構對中長期債券的信用評等

S&P	Moody's	Fitch	信用強度	投資/投機等級
AAA	Aaa	AAA	極強	高品質等級債券
AA	Aa	AA	相當強	
A	A	A	強	投資等級債券
BBB	Baa	BBB	適當	
BB	Ba	BB	稍弱	次標準值債券
B	B	B	弱	
CCC	Caa	CCC	非常弱	投機等級債券
CC	Ca	CC	可能無法履行債券承諾	
C	C	C	即將無法履行債券承諾	
		RD	即將違約	
D	D	D	違約	
NR			發行人未要求申請評等或 是資料不足無法評等	無法辨別

(資料來源：薛立言、劉亞秋，《債券市場概論》；郭敏華，《債信評等》，筆者整理圖表。)

上述圖表亦說明全球主要的三大信評機構標示中長期債券信用評等的組成方式與簡易內容。1970 年代開始，原本信用等級的劃分略為粗糙，而後則開始在基本等級內加上記號以區分同一等級內的良莠，S&P 的信用等級標示是以大寫英文字母為主，從等級 AA 到 CCC 的每個等級內皆可用數學符號加號(+)與減號(-)再細分同一等級內的良莠(例如 AA+ 與 AA-)；相對地，Moody's 的信用等級標示是以第一個英文字母為大寫，第二個英文字母開始都是小寫，從等級 Aa 到 Caa 的每個等級內皆可用數字 1、2、3 再細分同一等級內的良莠(例如 Aa1

與 Aa2)；Fitch 的信用等級標示則是近似於 S&P (郭敏華 2000)。

根據薛立言、劉亞秋(2009)的討論，信評機構的信用評等可概略區分為兩大類，首先是「發行體評等(Issuer's Rating)」，信評機構分析債券發行機構的長期償還債務的能力，而按時償還投資人本金與利息的條件是建立於發行機構在未來創造現金的能力(郭敏華 2000)，因此，其財務報表的紀錄是提供信評機構分析資料的客觀標準，其餘則是分析發行機構的「本質」，信評機構蒐集企業外部產業特性(競爭結構、上下游關係)、企業所處地區資本密集度等等會影響發行機構的經濟環境因素，以及企業內部管理者的經營能力、企業理念、商業習慣(在資本市場與借貸市場調度資金的能力)等等影響發行機構的文化、社會制度的影響，而上述因素皆會受到國家的政策影響(郭敏華 2000)。其次則是「個別債務評等(Debt Rating)」，信評機構將債券的特殊條件納入分析的考量，例如債券有無擔保品、或是債券時間長短(薛立言、劉亞秋 2009)。因此，信評機構分析的資料是具有其主觀意識，並非只是數字、統計圖表的數理分析，簡易的信用評等的背後是有相當足夠的知識資料庫與各家信評機構的知識框架。

三 歷史中的信評機構與評等風險

從三大信評公司的歷史建制、評等符號的意義討論以及評等方式的說明，無疑地呈現現今信評機構的理性建制與組織化過程，然而，信評機構究竟在金融場域中扮演怎樣的角色，信評機構又如何可信等問題，則須更進一步的說明，根據 Sinclair(2008)的討論，信評機構的組織建制與 1970 年前後的金融發展密切相關，隨著去組織化(disintermediation)與證券化(Securitization)的歷史發展，金融市場發展規模雖然日與劇增，但同時也隱藏各種不確定與風險，因而進一步的促成信評機構的發展需求。

然而，這並非意味信評機構的判斷沒有任何瑕疵，如同上述討論，不同信評機構的等級評等方式皆有其各自側重的面向，而多半具有主觀性質成分(郭敏華

2000) , Ghosh(2013)便指出 Standard & Poor's 與 Moody's 在評等過程中皆有其各自不同的評斷標準，Standard & Poor's 主要關心於主權信用評等的「違約機率」(probability of default) , 而 Moody's 則觀注於可能因違約所造成的「違約損失率」(Loss Given Default) 。其次，信評機構評等判斷的最終結果並非沒有任何錯誤，其中最著名的案例莫過於 1997 年的亞洲金融風暴以及 2002 年的安隆風暴 (Sinclair 2008) 。綜合上述所論，信評機構的信評過程雖然對受評對象有系統性的檢驗，卻也隱含相當程度的金融風險，但是信評機構的等級評等無疑地仍具相當程度的權威與影響性，如同 Sinclair 所言，隨國際金融市場規模的擴張，信評機構的影響力越發重要，甚至對主權國家產生莫大經濟影響，以 1986 年的澳洲主權信用評等(Sovereign Rating)的降級為例，降級後的澳洲政府在經濟政策的制定上除了緊縮預算之外，更設定債務上限並且積極改革國內金融體系，並於 2002 年重獲 AAA 評等，由此可見，信評機構於歷史上的發展已扮演管理金融資訊的重要關鍵角色，但是信評機構的組織建制與知識建構過程究竟為何，仍須進一步的說明。

第二節：信評機構的知識典範

Park(1974)指出，金融市場的完整建制必須仰賴專業組織對資訊的有效掌握與透明化。從歷史的角度來看，信評發展有其長遠的歷史脈絡，但是信評機構發展的重要性究竟為何，信評機構為何存在？信評機構作為金融社會的組織如何可信、又如何相信？是故，筆者試圖以信評機構的合法性地位進行討論，說明信評機構在金融資本主義中扮演的角色為何，以及為何重要等問題；誠如 Durkheim(2002)對社會連帶的討論，「一項契約並不自足以說明本身」，Durkheim 指出社會道德與意識的存在，並無法僅僅藉由理性功利的角度，進而評斷文化的存在與否及其功能，相對地而是必須更深入探討契約背後的社會結構與條件，才

有可能進而詮釋社會的連帶與組織關係。同樣地，根據 Durkheim 的討論，信評機構的組織與建制過程，並無法僅藉由歷史性的鋪陳而得到較為整體性的解釋，因此信評機構的誕生與建制化過程，無疑是一種社會系統的組織發展，並且深富社會意涵於其中，如同 Sinclair(2008)對當今信評機構的觀察，信評機構的合法性來源包括專業知識典範的建構、知識權威的正當性，以及信評機構在金融組織的活躍，但是信評機構的合法性究竟如何可能則須進一步的說明，因此筆者試圖從信評機構的組織網絡與知識典範歷程中分析信評機構的建制過程。

一 組織網絡中的信評及信評機構

信評機構作為金融資本主義發展的重要組織，其發展方式與民族國家中對金融組織的管制與治理(regulation)概念截然不同，透過信評組織內、與商業組織間的競爭合作關係，可以發現信評機構的發展與信用文明的發展關係密切，同時信評機構與金融組織的發展則共同形成一種金融網絡的關係。關於信評公司的討論，主要聚焦於信評機構的專業壟斷與組織有限理性，信評公司的評等可能並不完全體現真實，並且無限制的擴大信譽，則有可能更進一步造成金融危機的發生。然而，倘若信評組織的建立與金融資本主義背道而馳，信評究竟又如何可能？如何存在？因此，首先須區分「信評機構的本質」，以及對信評機構的道德評斷。

Olegario(2006)針對早期 18 至 19 世紀信用文明的歷史描述頗具意義—18 世紀著名的小說家兼新聞記者笛福(Daniel Defoe)對商業信貸的肯定與批評，說明了當時的社會分維一方面害怕信貸與信用，另一方面卻必須仰賴信貸來支撐遠程貿易與長期金融。事實上，信用文明的起源與建制過程更早於 17 世紀的英國(陳介玄 2014；陳季微 2013；Olegario 2006)，是故，金融資本主義的發展與信用知識、技術的發展關係密切，因此必須思考的是為何資本主義需要信評，以及信評機構究竟內涵怎樣的知識典範。

透過歷史性的觀照，信評機構在整個國際金融資本主義中扮演相當重要的角

色，信評歷史可追溯自英美的商業信用文明(Poovey 2008；Olegario2006)，由於商業信貸的金融交易模式必須仰賴一定程度信用關係，並且於約定的日期進行付現，於是信用交易的背後往往內含高度的風險與不確定性，因此在金融交易的過程中如何盡量減少風險，確保資產的穩定性則顯得相當重要，而對金融商品價值的掌握，則有賴於金融資訊的掌握。根據 Olegario 與 Sinclair 的討論，信評機構的建制過程往往伴隨組織內資訊的競爭，而藉由競爭汰換的過程中，可以發現信評機構的組織化更趨於系統性的整合，其中，Dun&Bradstreet 信評組織的建制化過程即體現信評技術的組織整合，從 1841 年 Tappan 徵信事務所到 Douglass&Dun 的傳承，以至於 1933 年與競爭對手競爭和整合成 Dun&Bradstreet 徵信商業公司組織，致使信評機構的建制過程越趨完善，如下圖所示：

圖4-2-1：信評機構的競爭與整合

信評機構	Tappan	Douglass&Dun	Dun&Bradstreet
成立時間	1841 年	承續 Tappan 的事業	1933 年
組織發展 與難題	(1)資訊取得不易 (2)員工建制不完善 (3)資訊系統更新落後 (4)資訊來源較受爭議	(1)於美國境內城市駐點 (2)簡化信評機構的內部組織 (3)資訊無法即時有效傳達至顧客身上	(1)將業務擴張至全國 (2)員工必須注意資訊傳遞與回復的時效性 (3)對受評對象有較完整的評估，如個人特質、企業紀錄、資產盈虧等。

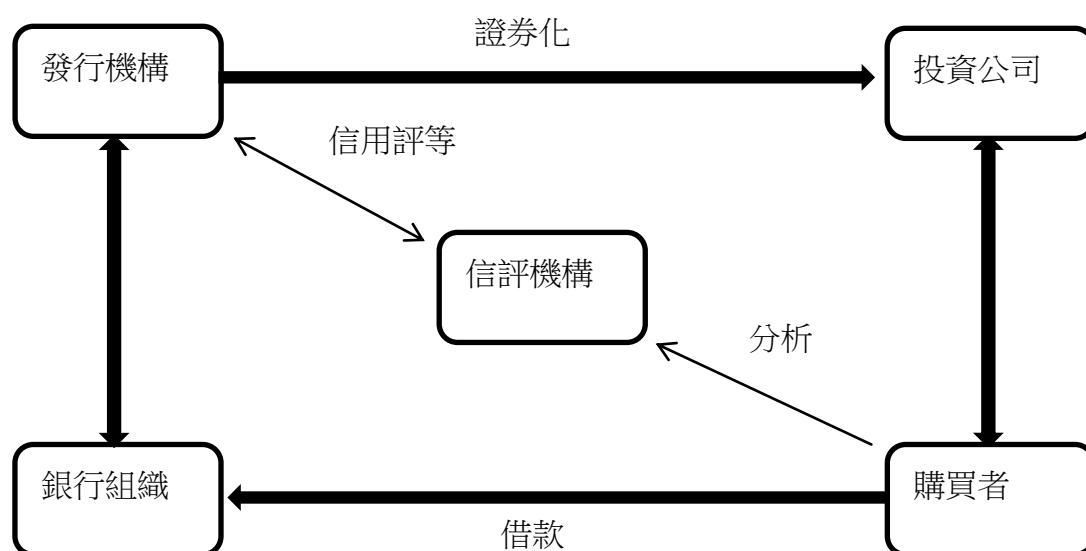
(資料來源：Olegario, A Culture of Credit: Embedding Trust and Transparency in American Business (Harvard Studies in Business History，筆者整理圖表)

信評組織內的競爭與整合即體現了金融組織的建制整合，從 Tappan 到 Dun&Bradstreet 的組織發展，呈現早期金融信評組織對訊息掌握的重要性，訊息一方面意謂著金融市場中的競爭意義，同時也作為金融知識發展的重要環節，1933 年 Dun&Bradstreet 組織對受評對象進行較完善的評估一個人特質、企業與資產盈虧即是明顯的案例，信評組織內的競爭與整合，有利於信評機構的整體發展與汰換；其次，商業組織間彼此的競合同時促進信用發展的過程，以美國南北戰爭時期促成信貸擴張為例，戰爭造成貨幣的波動，因而導致信用交易成為當時社會可認可的交易模式，然而，在這交易模式下，則衍生出組織間的鑲嵌關係，信用交易模式促使當地企業為吸引顧客，因而推出更優渥的信貸、付款方案；而相對各個區域的零售業者、連鎖商店也相互使用擴大信貸的經營策略，根據 Olegario(2006)的討論，資本較為雄厚的企業主則會將信貸交易作為一種競爭策略，以吸引客戶與投資者進行長期的合作模式。

然而，信評組織內的競逐、以及商業組織間以信貸交易的模式而做競合，可以發現信評組織的建制化過程，首先，信評組織的發展並未獨立於信貸文明之外，誠如 Sinclair 的討論，信評機構的產生在於其內嵌性的知識網絡(embedded knowledge networks)，信評機構並非外生於社會系統，相對地是在金融歷史發展過程中的產物，金融知識的發展與承繼，決定性地影響金融市場的規模與深度，同時也影響著金融場域中各個行動者的金融判斷；第二，信評組織的建制過程與商業相關組織、產業的發展模式密不可分；第三，信用價值的肯認則促成專業的信評組織產生，而隨著資本主義的發展，金融產業發展也越發依賴金融專業所提供的資訊，二次世界戰爭後信評機構的建制化及資訊透明在金融領域的發展中扮演越發重要角色，自 1930 年政府便開始意識到信評機構的發展可能影響整個金融體制運作，進而對信評機構進行各種措施的管控(White 2008)，不論從早期的證券化發展、或 1933 年〈格拉斯-斯蒂格爾法案〉的創建，以及國際市場資本的流動等，信評機構伴隨著歷史發展不斷成長(Sinclair 2005)。

信評組織的建制，不僅扮演資訊透明的角色，更體現金融資本主義文明發展歷程中信用的重要性，Ekins&Calabria(2012)等人雖關注於信評的金融風險，但也同時詳盡地描述近代信評機構在金融場域中的位置與關係，信評機構作為發行公司與金融商品持有者之間的橋梁，信評機構位於金融場域中的資訊管理角色，購買者可從銀行進行貸款，並藉由信評機構對發行機構所提供的資料進行分析，進而形成金融體系的組織網絡：

圖4-2-2：金融體系與信評機構



(資料來源：Ekins&Calabria, Regulation, Market Structure, and Role of the Credit Rating Agencies，筆者整理圖表)

值得注意的是發行機構與信評機構的關係是雙向的相互關係，信評機構作為金融資本主義中的訊息管理角色，但是這並非意謂信評機構獨立於金融體制之外，而是做為組織框架的一部分，儘管信評機構對資訊的判斷並非完全符合真實，信評機構所呈現的資訊確可能大規模地影響國際上的金融行為(Sinclair 2008；Ekins&Calabria 2012)，儘管如此，信評發展的歷程與組織性，無疑說明了信評組

織與發行者、購買者、銀行組織與投資公司相互形成的金融性組織網絡。回到 Dodd 社會系統的討論，信評、信評組織的建制與金融信貸文明的發展三者相互關聯，信評組織的發展，可讓金融交易的過程更為透明化，減少貸款人、發行機構與股票及債券持有者之間的訊息不對稱關係；透過資訊透明化的過程，倘若發行機構能從中得到較優良的信用評等，則有利於該發行的金融商品在市場上獲得更高價值的保證與可信賴性；相對地，商品持有者則能藉由各信評組織的評等機制，從中選擇風險較低的金融商品；此外，過往的債券發行人亦同時針對自己的商品進行評等，而信評組織的建制化則提供第三方較為客觀的保證(White 2008；李顯峰 2013)。是故，資訊的透明化扮演金融資本主義的重要角色，因此在信用文明的歷史發展上，信評及信評組織的產生，則是支撐金融資本主義的穩定運作的重要組織。

二 知識專業化的信評及信評機構

根據 Olegario(2006)的討論，信用評等的建制與金融資本主義的關係密不可分，信任(trust)關係的建立不僅在於商業貿易之間，更重要的則在於國家整體商業體系的建制化過程，其中，信息的紀錄、公開與透明則是相當重要的關鍵，而該組織信譽的良莠，則影響組織是否能順利從市場中進行借貸與發債。信評機構作為金融組織的一部分，資訊的透明與競爭相當重要，因為如何確定第一手訊息的可靠性以及資訊的完整度，將影響投資者與發行者金融場域中的信用操作與投資行為，然而，信評機構的評等究竟如何可信，則須仰賴金融知識與技術的發展，但是金融知識的開展過程究竟為何，其知識的建構過程又如何可信，此須進一步討論金融知識的起源與典範。

從歷史的角度來看，金融專業知識的建構可追溯於 18、19 世紀的刊物評論，自 18 世紀以降知識便對金融領域進行初步掌握的嘗試，Poovey(2008)以歷史考察的方式呈現金融知識發展的系譜，說明 1845 年間，社會便開始以文字的方式

對金融趨勢進行評論、書寫，例如 1843 年的經濟學人雜誌(Economist)以及 1888 年的金融時報(Financial Time)刊物，兩者皆以金融為書寫主題，呈現當時的金融發展狀況與觀點，19 世紀中對金融的文字書寫與評論有利於當時英國政治經濟學的發展，文字可將日常生活的經濟資訊與經濟原理結合，並且使廣大中產階級與政治官員的讀者群更能理解當時的金融發展趨勢，根據 Poovey 的觀點，18 世紀初知識藉由文字紀錄、評論的方式便開始對金融有所掌握，不同於早期的 Medici 家族、Fugger 家族以致於 Rothschild 金融家族私人性、隱密性的金融操作，18 世紀則體現了金融知識走向大眾、專業典範的社會形塑過程；Mackenzie(2008)則是系統性的考察戰後近代金融知識的典範轉變，根據 Mackenzie 的討論，自 1950 年開始，金融學術已在各大學校機構成為專門的知識領域，之後便逐漸發展金融數學與金融模型，以便掌握金融市場的變化與趨勢；至 1970 年以降，金融知識已發展成技術型的專業領域，並且與傳統的經濟學理論有所區分，Mackenzie 指出金融知識的典範逐漸轉移至數學化與體制化的發展歷程，意即透過各種金融模型的建構與電腦系統的測試，進一步試圖掌握現實中的金融：

圖4-2-3：金融知識的發展歷程

18 至 19 世紀	1950 年至 1970 年	1970 年以降
以新聞刊物為主，提供社會大眾各種金融觀點和評論。	逐漸發展成專門的學術領域，在各大學校機構中傳授知識。	成為專業的金融知識與運用技術，並且測試。

(資料來源：筆者整理製表)

1970 年之後金融知識的電腦化與技術化發展，其中最為代表性的莫過於長期資本管理公司(Long Term Capital Management，簡稱 LTCM)對資產的調查、評估與管理方式，LTCM 公司於 1994 年成立至今，其中核心成員大多是金融領域

的專家或學術知識分子，如曾任美國財政部部長的 David Mullins、於 1997 年榮獲諾貝爾經濟獎的 Robert Merton 及 Myron Scholes 等人，雖然 LTCM 公司於 2000 年倒閉告終，但是藉由電腦數學技術的運用，透過歷史數據進而評估投資利潤與價差，於第一年的成立過程中獲取大量投資利潤(Mackenzie 2008)。

從金融刊物的誕生至專業學科的建立，以及數字化和模型建立的過程，不僅呈現出金融知識的典範建構，更體現出金融體制的發展有賴於其專業金融知識的發展，因此，金融知識的發展有其特殊意義，首先在於金融知識的生產與金融社會的關係，自 1950 年代以降，金融成為一種高度專門的知識技術實踐，而這種知識實踐的開展，則有賴於各種學術理論、模型與假說的發展，而這也說明了金融領域形成「知識」的重要性—競爭且理性自律的發展過程，其次，透過對金融現象的紀錄、計算與評估，則體現出西方金融資本主義的「反身性」(reflexivity) 進程，Weber(2007)對西方資本主義精神的觀察中強調，「記帳體系」概念的發展相當重要，資本主義是透過對資本的理性計算及預估而運作，資本主義為了追求利潤的極大化，因此投資報酬率的計算、風險的預估與花費成本的考量等，皆須要明確、精準的策略安排，而透過紀錄的方式則使複雜的經濟事件有系統性的規劃和盤算(高承恕 1985；Weber 2007)；同樣地，自 18 世紀至 1970 年以降，可以清楚看見金融知識的發展意義，即在於對複雜的金融現象試圖進行理性的掌握，因此，金融知識的發展無疑地體現了金融文明的「理性化」進程。

回到 Park 的討論，一個資本市場的完善有賴於專業組織對市場資訊的公開與透明，同樣地，在整個歐洲美元債券市場之建制過程，資訊的透明與理性建制過程尤其重要，歐洲美元債券作為中長期且高資產投資的金融商品，更須仰賴資訊的公開、可信與有效性，因此在金融歷史的文明發展過程中，我們可以看見其中看似平行卻又深度密切相觀的歷史發展—歐洲美元債券的發展以致於成熟，與信評機構的組織建制，以及金融知識的理性化與數字化建制過程發生於 1970 年的前後，在英國中央銀行允諾的情況下，1963 年 Warburg 銀行發行第一張歐洲

美元債券，而金融知識的典範化，自 1950 年的學術典範確立至 1970 年後的數字化發展密切相觀，Cassis(2006)則提供相當重要的歷史數據，自 1963 年歐洲債券(包括歐洲美元債券)的交易量至少為 258 百萬美元，而 1968 年高升至 3942 百萬美元，1973 年則高達 4209 百萬美元。其次，Sinclair(2005)指出自 1990 年代以降，信評機構不僅對歐洲債券進行評等，甚至也涉足至主權國家的評等(Sovereign rating)，信評及信評機構於西方金融資本主義中扮演著知識權威的重要角色，隨金融歷史的發展，信評機構的地位越發重要，也成為全球金融資本判斷的重要指標。是故，信評機構對債信與金融資訊的評等有其意義，信評機構對受評對象的系統性考察，小至財務報表的分析、公司的管理能力、公司形象、資本流動性、以至於大環境整體產業與區域發展的評估等(郭敏華 2000；Olegario 2008)，即體現出金融專業與理性化的知識基礎。而金融知識與技術之所以重要，即在於社會如何面對、處理甚至是企圖掌握金融資本的可能，在追求利潤極大化的金融資本主義下，行動者的金融操作與投資行為，皆須仰賴對資訊精準的評估與計算—資訊的可信及透明度。

第三節：總結—資本主義「仍然」在西方

信評機制如何可信、如何相信？於金融文明發展之地位又是為何？藉由 18 世紀以降西方信貸文明的歷史性考察，聲譽、信評與信評機構的發展有其深厚的社會及歷史結構，不論是從客觀的組織變遷或金融文化的承繼面向上，金融知識不斷的再建構—組織的競合與整併，除了呈現金融知識的整合之外，信評機構亦內嵌於金融文明之中，形成金融組織網絡中的重要角色；其次則是金融知識的學術建構與典範化進程，1970 年以降藉由數字化與金融模型的建立，則體現金融資本主義知識的理性化過程，從組織網絡到知識典範的建制，信評機構成為一門相當技術實踐且專業性的金融知識角色。然而在 1990 年前後，信評機構的業務

逐漸擴張至歐洲債券與主權國家的評等，更體現出信評機構作為全球金融資本主義發展中重要的資訊指標，也回應了歐洲美元債券發展以至成熟的重要歷史，藉由資本市場、次級市場及專業信評機構的建立，得以形成一套自律性的國際金融文明歷程。

因此，信評及信評機構的建制化歷程有其深層的社會意涵，德國歷史社會學家 Weber 曾提出相當有趣的提問，為何資本主義會在西方發展，在 Weber 關注新教徒所謂勤奮的工作倫理之外，同時強調理性化的文明進程則促使資本主義誕生於西方；同樣地，筆者認為信評機構與金融知識文明的發展，則進一步地說明自工業革命至身處於現今社會的我們，為何資本主義「仍然」在西方的可能，誠如 Sinclair 所言，信評機構的發展規模決定性地影響金融市場發展的規模，而其中信評機構的發展規模與專業性，則仰賴於專業金融知識的不斷累積；儘管 Braudel 對金融資本主義的觀察聚焦於 15 至 18 世紀，但是對金融文明的討論至今仍然有效，「金融」與一般「經濟」市場不僅在概念上有所區別，前者的發展更做為西方文明的金字塔頂層壟斷技術—金融資本與利潤的積累，同樣的情況依然適用於歷史上的今天，不論是資本市場與債券市場的規模，以及金融知識與信評機構的建制，皆體現出西方金融文明的歷史底蘊，也說明了為何西方至今仍然是世界國際金融的重心。

第五章 結論

第一節：研究發現

歐洲美元債券市場的成熟有賴於銀行系統的創新與擴張、歐洲美元資本市場的成形、次級市場的完善、以及信評機構的知識典範。其中，戰後經濟復甦的國際情勢、美國利息平衡稅的制定、以及 1955 年米德蘭銀行實施創新的貼現利率，皆有助於歐洲美元市場的發展，而在 Warburg 有意識地促成大西洋歐洲經濟與政治一體化的情況下，經由英格蘭銀行的允諾，順勢發行第一張歐洲美元債券，此為歐洲美元債券市場濫觴，而境外金融市場的穩定發展則可體現於 1950 年至 1980 年外國銀行在倫敦的增長數量；其次，次級市場的系統建制促進 1960 年歐洲美元債券的穩定發展；最後，信評機構作為金融的內嵌性組織網絡，以及金融資訊的自律組織，不僅有利於金融場域的市場操作，更致使歐洲美元債券市場的成熟。

從早期因海上遠距貿易而形成的借貸關係、至熱那亞、荷蘭與英國金融系統的建制，以至於歐洲二戰期間的國際金融發展，以歐洲美元債券市場的崛起為例，仍有幾個面向仍需注意：

一 從區域金融至國際金融的整合—組織與知識建制的重要性

國際金融整合的歷史過程究竟如何可能？是否有相對應的歷史框架或理論進行討論，從私人家族至國家以及國際金融的發展，金融組織與知識的發展在此無疑扮演相當重要的關鍵。如同 Dodd 對金融發展與社會系統的討論，歐洲美元債券之境外市場得以成熟，同時體現於銀行系統、市場系統與信評組織的知識建制。歐洲美元次級市場的組織建制尤其重要，以盧森堡證券交易所為例，從 1965 年到 1969 年高達 80% 的歐洲美元債券在此交易所進行交易—發行與轉讓，除了

突顯出歐洲美元債券在次級市場上可具有高度流通特性之外，境外金融管制較少與金融相關資訊較多的次級市場亦是降低發行或持有歐洲美元債券的跨國融資風險。其次，透過信評與信評組織的建制，說明除了早期商業信貸文明歷史性，有助於金融市場的資訊管理與自律之外，1950 至 1970 年金融知識與技術的增長，從資訊的數字化管理至金融模型的建立，其紀錄、解讀金融資訊的技術則有助於降低非國內的金融商品(歐洲美元債券)風險與不確定性，同時亦體現信評機構自 18 世紀以降所建構的組織與知識系統皆是不斷地整合歷程，信評組織的網絡鑲嵌性與知識典範的歷史過程，不僅表示「資訊透明化」在金融資本主義的重要性與理性化進程，亦顯現金融市場行動者的投資行為與對掌握資訊的渴望。

但是必須強調的是，歐洲美元債券市場與社會系統建制之間的關係並非直線性的單向關係，歐洲美元與歐洲美元債券之境外市場，同時亦對金融組織革新產生重大影響，其中最明顯的案例包括 1950 年以降倫敦銀行的增長數量，以及在歐洲美元債券發行之後的可轉讓債券發行，則體現出於美國企業試圖進一步涉足境外市場的金融企圖，因此境外市場與組織之間屬於雙向的建制關係。

二 知識就是權力—階層化的國際金融與國家

從組織與知識系統的角度出發，並且進一步觀照歐洲美元債券市場的成形，其中不可忽略的是金融知識系統的增長，不論是以銀行為代表的米德蘭銀行與 Warburg 銀行，或是盧森堡次級市場的發展，皆呈現國際金融發展的重要關鍵在於對金融知識與技術的掌握，而信評組織的發展與建制則更體現金融知識的重要性，從報刊評論以至金融的數字化的技術增長，其並不僅止於學術場域的發現與測驗，更強調的是知識本身的實踐性與實用性，而回顧歐洲美元債券市場之發展歷史，其中較容易忽略的地方則是國家在其中所扮演的角色，無疑地，美國與英國仍然扮演西方金融至關重要的角色。從歷史的角度出發，儘管我們可以發現國際金融歷史的發展始於國家，如同英國的公債制度與國家進出口的管制等，而至

二次戰間貨幣系統的轉型、美元成為強勢貨幣以降，各個國家雖共同建構國際金融，但是國家並不擁有國際金融，整個國際金融的發展與市場建制早已與國家的政策與制度脫鉤，美國利息平衡稅的非預期性結果，進而促成歐洲美元國際金融的發展即是相當明顯的案例。

然而，如同 Braudel 對金融資本主義的討論，在整個歐洲金融資本主義的成長過程，同時也是一段階層化發展(hierarchy)的歷史，金融資本主義的建制起源，即是仰賴不平等的世界經濟結構。同樣地，在歐洲美元國際金融的發展歷程中，民族國家(或金融國家)亦呈現出明顯階層化的情況，如同 Hellein 的討論，英、美等強勢國家仍然在金融資本主義中扮演不可或缺的重要關鍵，歐洲美元市場的建立，不僅解決國際貨幣市場的計價問題，更讓英美兩國的金融產業能更長期且蓬勃發展，簡言之，倘若歐洲美元之國際金融整合，英國與美國並未從中得利，這也似乎有悖於歷史；其中，美國企業的跨國運作與可轉讓債券金融商品的發展便是明顯的案例，英美體系在歐洲美元國際金融中仍扮演制高點的角色。

英美之制高點究竟如何可能？透過歷史的爬梳，筆者認為金融知識的增長與技術的實踐性相當關鍵，如同倫敦與紐約金融城的歷史建制，以及西方信貸文明的知識延展性，皆呈現西方整體對於金融觀念的轉變，一方面認識金融的借貸關係並不同於「負債」，而是一種合理的投資理性行為，另一方面則是發展出知識資本(knowledge capital)的概念，利潤的取得並非一定得依賴商品的生產與販賣，而是藉由金融市場的操作而取得利潤(Carlos & Key, & Dupree 1998)。同樣地，倘若從國家的角度出發，對國家而言，金融知識就是權力的根源，正因為透過金融知識資本的積累與延展，以至於國際金融平台的出現，雖然國家並不擁有國際金融市場，但是國際金融市場卻因為金融知識與技術的掌握與否，進而區分、階層化各個國家。透過歐洲美元國際金融的發展研究中可以發現，英、美等強勢國家以及背後的銀行體系、企業發展以及信評組織的發展，同時與歐洲美元市場與債券市場的發展亦步亦趨。

三 回應何謂金融？ 一種現代性知識資本的競逐

回到文章研究緣起的部分，兩種截然不同的思維仍然存在許多爭議，其一是對金融發展的不信任，包括金融資訊的不確定性、私人企業的無限度信用擴張等，其認為金融的發展應該更嚴格的管制；而第二種看法則強調金融市場的建制應該同時兼顧國際與國內市場之發展，將金融視為產業發展的重要途徑。然而，縱觀歐洲美元之國際金融發展，可以發現一旦國際金融的資本平台建制成熟，國家便無可避免的吸納於金融全球化的範疇之中，而其中金融知識的掌握便成為主要關鍵，在金融全球化的範疇之下，無可避免地，任一國家(包括台灣)皆深受其影響，因此究竟何謂金融，金融對於身處於現代的我們究竟意義為何？筆者認為一味地否定金融的影響性，或是拒絕金融全球化之發展浪潮之觀點，一方面可能喪失了對資本與經濟發展的想像與可控性，另一方面則可能忽略了台灣作為後進發展國家在國際金融可能扮演的角色。金融發展如同金融知識發展的競逐，因此，如何順應金融全球化的發展而不被反其吞噬則是相當重要的關鍵。

回顧西方金融歷史發展，自 17 世紀荷蘭的鬱金香狂熱與金融危機，至英國南海泡沫以及最近 2008 年以降的全球金融風暴，不難發現金融市場仍存在相當程度的風險與不確定，然而，金融危機的產生並非無任何跡象可循，其次，倘若從金融資本主義的組織建制角度來看，危機的出現與因應其實同時意味著金融組織的內部修補與自我規範的再修正過程。郭秋榮(2008)即說明了金融全球化對台灣的深遠影響與因應之道，並認為政府應當同時進行金融法規的鬆綁(de-regulation)與加強對國內金融市場的規範(regulation)。不僅於此，筆者認為金融場域與規模之發展，更應適切地理解金融發展之意涵—金融作為知識資本的一種競爭關係，是故在當前台灣與東亞世界經濟發展之際，不論是亞洲區域金融之發展，抑或香港人民幣之成長，如何將金融知識資本有效進行培力，並且深刻扭轉台灣文化中借錢即欠錢的傳統觀點，進而建立理性且專業的金融文明與實踐，而非一味地否定、抑或將金融發展僅視為投機賺錢的偏門，此為金融知識培力的

重要面向之一，如同 Weber 對於資本主義的討論，Weber 認為指責玩股票是投機騙錢的行為是不恰當的，事實上，股票交易本身其實是一種更具合理性的市場運作，同樣地，金融的發展與競逐母寧是一種知識資本、金融文明、價值與系統的發展與競逐，深深地影響當今身處於世界經濟範疇下的台灣與我們。

第二節：研究反思與限制

縱觀西方金融資本主義之發展歷史，自 14 世紀的遠程貿易至今，金融的意義不僅止侷限於貨幣的借貸關係，金融一詞的概念深刻影響現今的各個民族國家。根據 Braudel(2006)對 15 至 18 世紀資本主義歷史的討論，儘管國際金融市場已有初步的萌芽，但是金融市場運作的自由度較高，皇權對金融市場與商人的影響仍然有限，國家與金融市場之間的關係仍然相當疏離；直至 18 世紀末的英國，民族國家作為金融制度建制的政治實體開始萌芽，各個民族國家於此對國內經際與國際金融的掌握越趨明顯，如同 Polanyi 對百年和平金融體系的討論，此一時期的金融規模增長與擴張，有賴於各個民族國家皆渴求穩定的貨幣與金融體系；Gallarotti 及 Eichengreen 等人對戰間國際金融的討論，除了一方面說明從倫敦到美國的新興國際金融中心的成長，更細膩地指出一個「國際性」的金融平台逐漸產生，而其中最明顯的案例，莫過於歐洲美元及歐洲美元債券等市場的發展，促成國際金融市場的發展成熟(陳介玄 2010；陳季微 2013)，而針對研究反思的面向上，筆者認為仍然有幾個重要的理論脈絡與議題值得進一步探討。

一 從民族國家至金融國家的崛起

在境外金融市場發展的歷史下，值得更進一步探究的問題在於，面對現今的金融體制與發展，民族國家的概念與解釋是否有效？筆者認為，儘管民族國家(nation state)作為資本主義市場發展仍然扮演相當重要的角色，但是倘若從歐洲

美元之境外市場的角度出發，所謂的民族國家母寧是一種金融國家的體系建制，因為伴隨著從倫敦以至紐約的金融城市發展，不僅說明了國際金融資本主義的體系建制，更重要的則在於儘管英國、美國仍作為資本主義之強勢國家，而現今任一國家皆無法真正確實對此一境外市場完全掌握，換言之，雖然各個國家共同創造了國際性的金融平台，但是此金融體制之建制並非各國家所擁有，因此國家所面臨的問題與挑戰可能更甚於往，甚至是必須針對此境外市場有所回應；而歐洲美元市場的產生便是相當明顯的案例，英美之強勢國家之所以渴望歐洲美元市場的建制，一部分的原因即在於透過境外市場的建制進而促進國內金融產業之發展(陳介玄 2010)，因此，現今之國家發展所須面臨的迫切性問題則可能遠大於過去 Knapp 於 19 世紀討論的民族國家。透過金融國家崛起的概念想像，則有利於指出國際金融體系對各個國家的影響力日與劇增，金融國家除了針對國內的經濟與財務政策有所考量，更需直接面對整個國際金融資本主義發展所可能帶來的影響，而國家如何在此一國際金融體系中競逐，則英美等強勢國家之相關策略為何，「金融」是否可能成為另一種宰制性的強勢資本，又或是為各國經濟發展所能為之所用的競爭策略與佈局，則可能是進一步討論的面向。

二 從銀行的組織建制到金融場域的行動者

銀行最早的概念源自於 *bench*，意即坐在長凳上進行借貸交易之人(Braudel 2006)。然而，隨著金融資本主義的發展與擴張，至 17、18 世紀中央銀行概念的萌芽，以至歐洲美元境外市場之發展，銀行的組織變遷與革新仍然扮演著相當重要的角色，透過 Little 與 Davis 等人的研究，則說明在金融資本主義發展的歷史中，銀行的組織變遷一方面源自於避免政府的過度干預，另一方面則是銀行必須適應新興的金融環境，自 1970 年以降私人銀行、商業銀行以及同夥銀行(*fellow bank*)因應歐洲美元市場的產生，便是相當明顯的案例(Davis 1980 ; Little 1975)。

透過上述討論可以發現銀行的組織變遷，其意義背後並非僅是產業適應的問

題，而是牽涉銀行的建制與革新究竟如何可能，因此筆者認為在銀行組織的創新背後，仍內涵相當重要的歷史意義與知識框架，如同 Ferguson(2012)對 Warburg 的歷史傳記描述，Warburg 不僅作為高階金融資本階級的重要代表，其意義更說明了 Warburg 作為金融知識份子的角色，如何影響甚至是促成大西洋經濟政治一體化的過程。

對 Warburg 而言，金融不僅是一個商品，更是可能促成歐洲與美國經濟穩定與和平的重要關鍵；對於高階金融家而言，Warburg 並非唯一的案例，另一個明顯的例子則是更早於 19 世紀的 Rothschild 家族，誠如 Ferguson(1999)對 Rothschild 的評價，任何一部資本主義之經濟歷史，皆必須對 Rothschild 家族之興衰有所涉略。因此，高階金融資本家與金融知識份子在整個西方資本主義文明中占有相當重要的一席之地，邱哲宏(2010)更進一步指出西方金融家族作為市場行動者造市的重要意義。事實上，在金融組織的變革過程中，毋寧屬於一種金融場域中的行動策略，而行動者的策略與金融操作，不僅內涵其行動價值，更承載金融知識的社會實踐，如同 Fligstein & McAdam(2012)等人對場域理論的研究，場域並非僅牽涉權力位置與關係不平等，而是必須更深刻的探究行動者如何面對場域，其中又為何行動、如何行動，行動者的內在價值與行動策略為何等問題，而透過對境外市場的歷史探究，則可能進一步探究此時期的金融場域運作情形為何，而又有那些高階知識份子涉足其中，對整個金融環境又產生怎樣的影響。

最後關於研究限制的部分，本研究主要探究歐洲美元與歐洲美元債券市場之建制過程，但是各國家的財政與金融政策同時扮演重要角色，由於本研究主要聚焦於社會組織的建制過程，因而在國際政治與金融國家的範疇下，英美等強勢國家，以及相聯之德、法、義等民族國家的回應又是為何，此議題仍有待進一步地探究。其次，由於本研究之議題關乎國際金融之發展歷史，因此在文獻取材的部分仍礙於對英文史料的詮釋有限，以及對英文閱讀的能力仍有待加強，故在文獻爬梳的過程上耗費相當的精力；同樣地，礙於臺灣針對國際金融的研究性論文有

限，關於歐洲美元及歐洲美元債券之境外市場的討論，大多聚焦於金融管理與投資操作等議題，因而可能在中文文獻爬梳的部分有所不足；最後，由於筆者之學術訓練並非源自財經或金融領域之背景，因此在歷史爬梳與文獻理解的過程中，也必須耗費相當的時間，筆者認為唯有透過持續的聚焦與努力，才能較有系統性的對國際金融有更全面性的掌握。

文獻參考

中文資料

王姍喬，2013，《以境外美元的角度來看人民幣發展》。台中：東海大學社會學研究所碩士論文。

王深伯，2005，《債券市場理論與實務》。台北：鼎茂。

何思因，1999，〈東亞制度調適：國際化的挑戰與回應－東亞地區金融體系的調適〉。國立政治大學國際關係研究中心國科會研究計畫。

呂燕楨，2002，《抵押債權受益憑證--市場與結構》。桃園：國立中央大學財務金融研究所碩士論文。

宋鴻兵，2008，《貨幣戰爭》。台北：遠流。

李顯峰，2013，〈歐債危機與主權信用評等：刀俎魚肉或代罪羔羊？〉。頁 111-126，收錄於李貴英，李顯峰主編，《歐債陰影下歐洲聯盟新財經政策》。台北：國立臺灣大學。

屈明月，2012，〈從城市的興起看歐洲中世紀立憲〉。《正義與法》，第 2 期。

邱哲宏，2010，《「財富」的社會學意義：以 Rothschild 家族史談財富創繼的可能與限制》。台中：東海大學社會學研究所碩士論文。

高承恕，1982，〈布勞岱 (F. Braudel) 與韋伯 (M. Weber)：歷史對社會學理論與方法意義〉。頁 95-134，收錄於瞿海源、蕭新煌編，《社會學理論與方法研究會論文集》。台北：中央研究院民族學研究所。

高承恕，1998，〈從馬斯·韋伯 (Max Weber) 的再詮釋談社會史研究與社會的關聯〉。論文發表於「第一屆歷史與中國社會變遷(中國社會史)研討會」，台北：中山人文社會科學研究所。

高承恕、吳宗昇，2004，〈股票市場的「資訊－知識」：對經濟社會學「市場」概念的反省〉。論文發表於「第二屆金融與社會學術研討會」，台中：東

- 海大學，民國 93 年 4 月。
- 梅俊杰，2008，《自由貿易的神話：英美富強之道考辨》。上海：三聯。
- 許雅淑，2015，〈台灣金融研究的下一步：經典研究的啟發(尋找金融市場中的靈魂)〉論文發表於「台灣產業與金融發展博士生研討會」，台中：東海大學，民國 104 年 3 月 21 日。
- 郭秋榮，2008，〈全球金融風暴之成因、對我國影響及因應對策之探討〉。《存款保險資訊季刊》21(4):143-164。
- 郭敏華，2000，《債信評等》。台北：智勝。
- 陳介玄，2004，〈可移轉性：一個金融社會學的可能研究取向〉。論文發表於「第二屆金融與社會學術研討會」，台中：東海大學，民國 93 年 4 月。
- 陳介玄，2006，〈金融如何建構社會？從生活世界到系統世界的轉換〉。論文發表於「第三屆金融與社會學術研討會」，北京：北京大學，民國 95 年 5 月 13-14 日。
- 陳介玄，2010，〈從歐洲美元到亞洲人民幣：論境外金融與國際金融之整合〉。論文發表於「第五屆金融、技術與社會學術研討會」，北京：北京大學，民國 99 年 12 月 8-9 日。
- 陳介玄，2011，〈流動的國界：境外金融興起及其歷史意義〉。論文發表於「第六屆金融、技術與社會學術研討會」，台中：東海大學，民國 100 年 12 月 6 日。
- 陳介玄，2014，〈債到信用的轉化：西方金融史中技術知識到社會知識的形成〉。論文發表於「第八屆金融與社會學術研討會」，台中：東海大學，民國 103 年 6 月 28-29 日。
- 陳季微，2013，《國家退位，市場當道？—以歐洲美元市場探討國際金融制度的形成》。台中：東海大學社會學研究所碩士論文。
- 陳雨露、楊棟，2014，《世界金融史 3000 年：從古希臘城邦經濟到華爾街金錢

遊戲》。新北：野人。

陳品茹，2012，《國際金融(含概要)》：台北：鼎文。

陳秋琴，2014，《運用市場輪廓物理力量於金融市場交易行為之發現》。新竹：
國立交通大學資訊管理研究所博士論文。

曾治仁，2014，《台灣金融業前進中國大陸金融市場之探討－以中信金控為例》。
高雄：國立中山大學高階經營碩士班碩士論文。

舒建中，2011，〈克萊頓與馬歇爾計畫〉。《西南大學學報(社會科學版)》37(5):
202-207。

黃崇憲，2010，〈「現代性」的多義性／多重向度〉，論文發表於「文化生意：
重探符號／資本／權力的新關係學術研討會」，台南：成功大學，民國
100年1月10日。

蔡國鼎，2014，《複雜系統之研究：以金融市場及神經網路為例》。高雄：國立
高雄師範大學物理學系博士論文。

鄭宇超，2014，《謠言與金融市場之投資行為》。台北：淡江大學經濟學研究所
碩士論文。

薛立言、劉亞秋，2009，《債券市場概論》。台北：華泰文化。

鍾竣吉，2005，《金融自由化對貨幣供給與股價關係之影響》。台中：逢甲大學
財務金融學所碩士論文。

魏少君，2002，《金融、城市與空間－從制度轉型看台北金融地理重構》。台中：
東海大學社會學系碩士論文。

西文資料

Ann M. Carlos, Jennifer Key and Jill L. Dupree, 1998, "Learning and the Creation
of Stock-Market Institutions: Evidence from the Royal African and Hudson's
Bay Companies, 1670-1700." *Economic History* 58(2): 318-344.

- Barry Eichengreen, 2008, *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*. Jersey: Princeton University Press.
- Barry Eichengreen 著、彭興韻譯，2009，《資本全球化：國際貨幣體系史》。上海：上海人民。（Barry Eichengreen, 2008, *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*: Jersey: Princeton University Press.）
- Brian Scott Quinn and Paul Einzig, 1997, *The Euro-dollar System: Practice and Theory of International Interest rates*. New York: St. Martin's Press.
- Brian Scott Quinn and Paul Einzig 著、白俊男譯，1983，《歐洲美元體制》。台北：臺灣銀行。（Paul Einzig, 1964, *The Euro-dollar System: Practice and Theory of International Interest Rates*. New York: St. Martin's Press.）
- Brian Scott Quinn, 1975, *The New Euromarkets: A Theoretical and Practical Study of International Financing in the Eurobond, Eurocurrency, and Related Financial Markets*. New York: John Wiley & Sons.
- Bruce G. Carruthers, 1996, *City of Capital: Politics and Markets in the English Financial Revolution*. Jersey: Princeton University Press.
- Cassis Youssef and Eric Bussiere, 2005, *London and Paris as International Financial Centres in the twentieth century*. New York: Oxford University Press.
- Charles Tilly 著、魏洪鐘譯，2007，《強制、資本和歐洲國家(公元 990-1992 年)》。上海：世紀。（Charles Tilly, 1992, *Coercion, Capital and European States: AD 990 – 1992*. New York: Wiley-Blackwell）
- De Long and Eichengreen, 1991, “The Marshall Plan: History's Most Successful Structural Adjustment Program.” *National Bureau of Economic Research*, 3899: 1-64.
- Donald Mackenzie, 2008, *An Engine, Not a Camera: How Financial Models Shape Markets*. Massachusetts: MIT Press.

- Emile Durkheim 著、渠東譯，2002，《社會分工論》。台北：左岸。
- Emily McClintock Ekins and Mark A. Calabria, 2012, “Regulation, Market Structure, and Role of the Credit Rating Agencies.” *Policy Analysis*, 704: 1-36.
- Eric Hellein, 1996, *States and the Reemergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990s*. New York: Cornell University Press.
- Fernand Braudel 著、施康強、顧良譯，2006，《15-18 世紀的物質文明、經濟和資本主義〈卷一〉：日常生活的結構——可能和不可能》。台北：左岸。
(Fernand Braudel, 1982, *The Structures of Everyday Life: Civilization and Capitalism 15Th-18th Century*, Vol. 1. New York: Harper & Row.)
- Fernand Braudel 著、施康強、顧良譯，2006，《15-18 世紀的物質文明、經濟和資本主義〈卷二〉：形形色色的交換》。台北：左岸。(Fernand Braudel, 1982, *The Wheels of commerce: Civilization and Capitalism 15Th-18th Century*, Vol. 2. New York: Harper & Row.)
- Fernand Braudel 著、施康強、顧良譯，2006，《15-18 世紀的物質文明、經濟和資本主義〈卷三〉：世界的時間》。台北：左岸。(Fernand Braudel, 1984, *The Perspective of the World: Civilization and Capitalism 15Th-18th Century*, Vol. 3. New York: Harper & Row.)
- Franklin Allen、Douglas Gale 著、溫秀英譯，2010，《金融體系之比較分析》。台北：聯經。(Franklin Allen and Douglas Gale, 2001, *Comparing Financial Systems*. Massachusetts: MIT Press.)
- Fred H. Klopstock, 1970, “Money Creation In the Euro-Dollar Market—A Note on Professor Friedman's Views.” *MONTHLY REVIEW*, 12-15.
- Fred L. Block , 1977, *The Origins of International Economic Disorder: A Study of United States International Monetary Policy from World War II to the Present*. Berkeley: University of California Press.

- Gary Burn, 2006, *The Re-Emergence of Global Finance*. London: Palgrave.
- Georg Friedrich Knapp, 1973, *The State Theory of Money*. New York: Augustus M. Kelley.
- Giulio M. Gallarotti, 1995, *The Anatomy of an International Monetary Regime: The Classical Gold Standard, 1880-1914*. New York: Oxford University Press.
- Henri Pirenne 著、樂文譯，2001，〈《中世紀歐洲經濟社會史》〉。上海：人民。（Henri Pirenne, 1963, *Economic and social history of medieval Europe*. New York: Harcourt.）
- Jacques Le Goff 著、周嫻譯，2007，〈《錢袋與永生：中世紀的經濟與宗教》〉。上海：人民。
- Jane Sneddon Little, 1975, *Euro-Dollars: The Money-Market Gypsies*. New York: Harper & Row.
- Joel Kotkin 著、謝佩姣譯，2006，〈《城市的歷史》〉。台北：左岸。（Joel Kotkin, 2006, *The City: A Global History*. New York: Random House.）
- Karl Marx and Friedrich Engeles 著、吳家駟譯，1990，〈《資本論》〉。台北：時報。
- Karl Polanyi 著，黃樹民、石佳音、廖立文譯，1989，〈《鉅變：當代政治、經濟的起源》〉。台北：遠流。（Karl Polanyi, 1957, *The Great Transformation: The Political and Economic Origins of Our Time*. Boston: Beacon Press.）
- Karl Von Clausewitz 著、楊南芳譯，2006，〈《戰爭論》〉。台北：左岸。
- Lawrence J. White, 2008, “Credit Rating Agencies and the Financial Crisis: Less Regulation of CRAs Is a Better Response.” *Journal of International Banking Law and Regulation*.
- Marc Bloch 著、周婉窈譯，1991，〈《史家的技藝》〉。台北：遠流。（Marc Bloch, 1964, *The Historian's Craft*. New York: Random House.）
- Mary Poovey, 2008, *Genres of the Credit Economy: Mediating Value in Eighteenth- and Nineteenth-Century Britain*. Chicago: University Of Chicago Press.

- Max Weber 著、林榮遠譯，1997，《經濟與社會》。北京：商務。
- Max Weber 著、康樂、簡惠美譯，2007，《基督新教倫理與資本主義精神》。台北：遠流。
- Mitchel Y. Abolafia, 2001, *Making Markets: Opportunism and Restraint on Wall Street*. Massachusetts: Harvard University Press.
- Neil Fligstein and Doug McAdam, 2012, *A Theory of Fields*. New York: Oxford University Press.
- Neil Fligstein 著、國立編譯館主譯、鄭力軒譯，2007，《市場的構造：21 世紀資本主義社會的經濟社會學》。台北：群學。（Neil Fligstein, 2002, *The Architecture of Markets: An Economic Sociology of Twenty-First-Century Capitalist Societies*. New Jersey: Princeton University Press.）
- Niall Ferguson, 1999, *The House of Rothschild: Money's Prophets: 1798-1848*. New York: Penguin Books.
- Niall Ferguson 著、杜默譯，2009，《貨幣崛起》。台北：麥田。（Niall Ferguson, 2009, *The Ascent of Money: A Financial History of the World*. New York: Penguin Books.）
- Niall Ferguson 著、阮東譯，2012，《頂級金融家》。北京：中信。（Niall Ferguson, 2010, *High Financier: The Lives and Time of Siegmund Warburg*. New York: Penguin Books.）
- Nicholas Shaxson 著、劉道捷譯，2011，《大逃稅》。台北：商周。（Nicholas Shaxson, 2011, *Treasure Islands: Tax Havens and the Men who Stole the World*. London: Bodley Head.）
- Nigel Dodd, 1994, *The Sociology of Money: Economics, Reason and Contemporary Society*. New York: Continuum.
- Reuters 著、黃若予譯，2001，《債券市場入門》，台北：財訊。（Reuters Limited London UK, 1999, *An Introduction to Bond Markets*. New York: John Wiley

& Sons.)

Richard J. Herring, 1975, "The Euro-Dollar System by Paul Einzig." *The Journal of Finance*, 30(1): 242-244.

Rowena Olegario, 2006, *A Culture of Credit: Embedding Trust and Transparency in American Business*. Massachusetts: Harvard University Press.

Steven I. Davis, 1980, *The Euro-Bank: Its Origins, Management and Outlook*. London: Macmillan Press.

T.S. Kuhn 著、程樹德、傅大衛、王道遠、錢永祥譯，1989，《科學革命的結構》。台北：遠流。（T.S. Kuhn, 1962, *The Structure of Scientific Revolutions*. Chicago: University of Chicago Press.）

Timothy J. Sinclair, 2005, *The New Masters of Capital: American Bond Rating Agencies and the Politics of Creditworthiness*. New York: Cornell University Press.

Viviana A. Rotman Zelizer 著、陳難能譯，2004，《金錢的社會意義》。新北：正中。（Viviana A. Rotman Zelizer, 1995, *The Social Meaning of Money: Pin Money, Paychecks, Poor Relief, and Other Currencies*. New York : Basic Books.）

William Brittain-Catlin 著、李芳齡譯，2007，《境外共和國－揭開境外金融的祕密》。台北：天下。（William Brittain-Catlin, 2006, *Offshore : The Dark Side Of The Global Economy*. New York : Picador.）

Yoon S. Park, 1974, *The Euro-bond market: function and structure*. New York: Praeger Publishers.

Youssef Cassis, 2006, *Capitals of Capital: A History of International Financial Centres 1780-2005*. UK: Cambridge University Press.

其他資料

A Guide to 50 years of Eurobonds in Luxembourg—

<https://www.bourse.lu/new-publications>(Date visited: June 2015)

A History of S&P—<http://www.standardandpoors.com/about-sp/timeline/en/us/> (Date visited: May 2015)

Anatol B. Balbach & David H. Resler, 1980, “Eurodollars and the U.S. Money Supply.” http://www.nowandfutures.com/d2/Eurodollars_Jun_Jul1980.pdf
(Date visited: March 2015)

Moody’s History—<https://www.moody.com/Pages/car002001.aspx> (Date visited: May 2015)

Shourya Ghosh, 2013, “A Study of Differences in Standard & Poor’s and Moody’s Corporate Credit Ratings.”

https://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/con_041250.pdf
(Date visited: May 2015)

U.S. Securities and Exchange Commission, 2013, “Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations—As Required by Section 6 of the Credit Rating Agency Reform Act of 2006.”

<http://www.sec.gov/divisions/marketreg/ratingagency/nrsroannrep1213.pdf>
(Date visited: May 2015)

林潔禎，2014，〈劉憶如：台發展境外人民幣中心 勿淪為空談〉。

<http://www.appledaily.com.tw/realtimenews/article/new/20140619/419124/>，
取用日期 2015 年 4 月 3 日。