

第二章 文獻回顧

本章就贊成與反對公債發行看法、代際負擔理論、債務管理目標、債務基金理論基礎、等三方面進行探討。

第 2-1 節 公債發行贊成與反對及代際負擔理論

儘管公債已經成為多數國家政府平衡預算收支重要項目，但公債政策本身，仍然分別受到正、反不同意見的支持與反對，以下主要依林全（1980）論點。

一 贊成發行公債的看法

（一）發揮功能性財政政策

依據凱因斯學派理論，認為政府財政應追求長期平衡，短期受景氣波動影響之收入不平衡，宜利用公債及其他經濟措施，做為調節手段。

（二）促進生產及經濟發展

政府經濟政策目標，乃促進生產及經濟發展，提升國民福利。如公債收入用於公共財之提供，將使社會資源有效使用。

（三）促進債券市場發展

債券市場為資本市場重要之一環，而於各國債券市場中公債交易均占大宗，且各項金融商品和中長期債務工具如公司債、利率交換市場訂價，均需仰賴公債利率作為計價基礎，因此發行公債除為各國政府發展債券市場之必要工具外，亦為建全金融市場及資本市場之必要課題。

（四）發行公債與課稅經濟效果相同

依李嘉圖等質定理 (Ricardian equivalence) 人們在決定目前消費時會考慮後代幸福，預留一定數量遺產予子孫。當社會總支出不變下，採取發行公債，減少租稅之擴張性財政政策，因人們預期後代子孫之稅負將增加，會減少消費將減稅所增之可支配所得儲蓄起來。因此私人部門消費不變，公債發行不會產生財富效果，政府目前以發行公債代替增稅，以未來租稅取代目前的租稅，與現在增稅之經濟效果相同，對消費不會有影響。

(五) 支應突發性之鉅額財源需求

依動態最適租稅理論 (dynamic optimal taxation)，租稅課徵應符合租稅平滑理論 (tax-smoothing)，避免稅額鉅幅變動而產生超額負擔。因此當政府有突發性之鉅額財源需求，如重大建設或急難支出等，以公債融通較為妥適。

(六) 公債不致造成所得分配不公

公債持有者以高所得為多，以租稅償付債息雖增加其所得，唯政府不發行公債，原購買公債之支出仍可用於其他儲蓄及投資，而獲得相當之報酬，因此公債發行並未擴大所得分配不公。

(七) 公債未必會造成下一代的負擔

國內公債係將社會資源在公私部門間進行重分配，以公債籌措經費，只是將私人可支配資源轉移至政府，透過公共支出讓全社會享受利益，故未透支下一代之經濟資源。此外，政府以租稅償付公債本息，對下一代也只是一項所得重分配，並無減少當代可用資源。故公債之發行與償還，並未改變世代負擔。

二 反對公債發行之理論

(一) 公債破產論

古典經濟學派認為公債發行，表示財政出現收支不敷現象。如果不能立即改善，而以發行公債粉飾平衡假象，則由於債務累積增加，及債息支出擴增，終使國

家財政陷於殘破不全之境地。

(二) 公共支出過度膨脹

古典學派的學者也認為，以公債取得收入，不若租稅會對人民產生痛苦感，會產生「財政幻覺」認為政府籌資容易，造成政府支出增加、浮濫而無法控制，將對國家經濟產生傷害。

(三) 公債償還的負擔較課稅為重

公債因會滋生債息，因此公債本息償還，最後仍須以租稅支應，其所付經費自較當初直接以租稅支應歲出為大。

(四) 違反社會公平

公債持有者多為高所得及年長退休者，租稅負擔多來自年輕之工作者。債息償還以所有國民之租稅償付，係將所得由年輕之工作者者移轉至年長之退休者，將加重所得分配不公。

(五) 增加下一代的負擔

公債負擔之移轉主要來自資本形成之減少，在充分就業狀況下，公債發行使資源由私人部門移轉到公共部門。如果移出之資源來自減少私人部門之資本形成，而公債發行未全數用於公共建設或公共支出效率不彰，則將使後代繼承較少之資本存量及所得，使負擔轉移至後代。

三 公債代際負擔理論

政府發行公債最受爭議之處，應屬代際間公平負擔問題。至於公債之發行是否增加後代負擔，有許多不同理論主張，以下主要依張育珍 (2000) 論點。：

(一) Lerner 理論

Lerner 主張公債對於後代而言，僅是所得重分配，即當政府以一般租稅收入作為償還債本之財源時，係將無持有公債者之所得移轉至公債持有者，故未

增加後代之負擔。但若是發行外債或由外國人持有公債，則後代子孫之財富將因資金流向外國而減少。

(二) 疊代模型

假設以公債作為政府一般性支出的財源，效益未及於後代，後代則純粹盡義務未享受權利，如係作重大資本支出財源，效益及於後代，則後代並非完全只盡義務。

(三) 新古典模型

此模型假設政府部門之資本形成較民間企業無效率，故當政府發行公債時，資金即由私部門流向公部門，將造成排擠效果，私部門將因資金籌措困難而減少投資，後代子孫將因此擁有較少資本資產。

綜上，贊成公債發行論者以公債作為調節總體經濟，促進經濟發展之工具。而反對發行公債看法，係假定公債較租稅難以控制，但實際上發行公債須經法定預算編審程序，如預算制度健全，債務發行預算受政府審計部門及民意機構監督，自不會任由行政部門無限制舉借，而影響財政健全。因此債務餘額擴增，係預算制度不健全，財政收支惡化之結果而非原因，盲目相信公債是有效財政政策工具，和盲目相信其將使財政破產一樣是不智的。如何建立公債管理原則與制度，以適當的發行制度，在支援經濟發展下兼顧財政健全，才係公債政策之核心問題。

第 2-2 節 債務管理目標

關於債務管理之目標學者如李顯峰 (2002) 已多有探討，其彙整如下：

一 支應財政資金需求

當政府為開辦公共建設或因應重大急難重建支出，使當年度歲入支應歲出後

之財政剩餘無法滿足前開資金需求時，則必須以發行公債之融資性財源支應。政府可透過發行公債，將民間游資導入公共建設及重建支出上，將可增加資本投資，促進經濟發展。

二 作為財政政策工具

根據凱因斯理論，當景氣蕭條民間投資意願低落時，政府可採取擴張性之財政政策，即透過發行公債擴大公共投資彌補私經濟部門之需求不足，藉由政府支出乘數效果，使總合需求增加而達充分就業。

三 財政政策與貨幣政策相互協調

政府在發行公債時必需與貨幣政策主管當局取得協調，使財政及貨幣政策相互配合，減少對金融市場之干擾。

四 借債成本極小化

適宜設計年期、利率等最佳發行條件，通常經濟繁榮期間，長期利率相對較高，宜發行短年期公債；反之經濟衰退之際，則宜發行長期債券以減輕債務成本。另外以公開標售及發行登錄形式公債，則可吸引更多之投資者，以降低發行利率，減輕債息負擔。

五 建立平衡之債務結構

避免公債發行及還本付息過度集中於若干時期，降低對資金市場緊縮或擴張之衝擊。

六 債券發行種類及對象多樣化

發行時必須兼顧長、短期投資人之需求發行各類公債。亦可針對不同型態之投資人發行新型式之公債，如分割公債可由投資人自由組合未來之現金流量，滿足各類投資人之需求增加購買意願。

七 公債持續順利發行

透過按期還本付息，建立優良債信，使公債得以持續順利發行。

八 促進公債市場有效運作

建立規律化之發行制度，降低市場不確定性，並透過完善之法令規章使次級市場得以健全發展，除可增加購買意願降低發行利率外，亦可使公債交易利率具指標性，可為公司債發行參考，促進資本市場之發展。

第 2-3 節 債務基金理論

對於現有文獻對債務基金制度的理論探討，發現既存文獻都只對設立公司理財所使用的償債基金探討，鮮少有針對債務基金制度者做探討。因此，以下擷取部分支持償債基金制度的意義動機、以及支持此種制度的理論基礎，以作為研析政府設置債務基金理論參考。以下論點主要取自李賢源(2002)。

一 違約風險假說(default risk hypothesis)

Kidwell, Marr, and Ogden (1989) 整理出償債基金有系統的分期攤還債務能夠降低債券違約風險的幾個原因：

(一) 發行人是否能按契約定期支付償債基金，是企業本身償債能力的一個訊號，償債基金若能每期按時的償付，將降低債券到期違約的可能性。

(二) 無償債基金條款的債券，其債務被償還得較晚，相較之下附有償債基金條款的債券可以說具有較短的有效存續期間 (effective duration)，故債券的價格風險較低。存續期間降低，隱含著發行者償債能力不確定性也降低，違約風險將因此減少。

(三) Myers (1977) 提出償債基金條款可以限制發行人將債務運用在高風險

投資計畫的能力，因此可提供對違約風險的一些保護。

綜上，既存文獻認為償債基金條款使用，應與降低發行人的違約風險有關，而 Kidwell, Marr, and Ogden (1989) 實證結果也證明償債基金的運用與降低違約風險有顯著的相關性。雖然這個實證研究係針對附償債基金條款的公司債，但是應該也適用於政府債務基金制度。雖然政府債券一般來說是沒有違約風險的問題，可是政府如提供債務基金制度，將不只是針對各期公債宣示債信的建立，其實最主要是要向全體國民表示，政府對整個公債的發行是採取非常負責任的態度。

二 代理成本假說(agency cost hypothesis)

學者們亦試著以代理成本假說來研究發行人使用償債基金條款之原因。所謂代理關係是指主理人 (principal) 和代理人 (agent) 之間所存在的契約關係，主理人授權代理人在一定範圍內，以主理人利益為依歸，代其執行某特定事務。當主理人和代理人因彼此目標不一致而產生利益衝突時，代理問題便因此產生。代理成本是指因代理問題產生而導致的損失，以及為了解決代理問題所發生的監督成本和約束成本。若從公司債償付與否的角度而言，代理問題是起源於公司和債權人之間；以債務償付與否的角度而言，代理問題則應是起源於政府和債權人之間。Smith and Warner (1979)認為選擇適當的債券保護條款能降低代理成本，同時提高發行機構的價值。以下就既存文獻對償債基金之使用與投資不足、資訊不對稱、和風險誘因等三種代理問題，分別加以探討：

(一) 償債基金使用與投資不足問題之相關性

Bodies and Taggart (1978) 曾證明使用可贖回條款能降低債券發行機構的投資不足問題，而償債基金又具有類似可贖回條款的贖回功能，因此 Kao and Wu (1990) 認為償債基金條款應可解決部分投資不足的問題。特別 Myers (1977)曾提及，因為債券發行機構的價值是對債權人保證支付額度的遞減函

數，所以隨著保證支付的額度減少，債券發行機構的價值將會因此而提升。償債基金條款正是分期攤還其流通在外的債務，剛好不斷地減少對債權人保證的支付額度。

(二) 償債基金使用與資訊不對稱(information asymmetry)之相關性

由於償債基金條款要求發行人必須定期攤還部分債務，這使得發行人必須定期接受外部投資人的評價，所以 Easterbrook (1984) 認為此舉將會揭露發行機構部分的內部資訊，有助於解決資訊不對問題。Kao & Wu (1990) 則提出，由於償債基金條款具有類似可贖回條款約加速換約功能，因此也能解決資訊不對稱的問題。

(三) 償債基金使用與風險誘因(risk incentive)之相關性

至於風險誘因的問題上，Kao and Wu (1990) 認為償債基金條款提供發行人一個贖回債券的權利，所以依據 Barnea, Haugen, and Senbet (1980) 對贖回條款之研究，償債基金條款應可解決風險誘因的問題。Kao and Wu 更進一步地說明償債基金條款由於縮短了債券的到期期限，因而更具有減少風險誘因問題的能力。他們認為償債基金條款主要可以透過兩種機制來減少風險誘因：

1. 由於償債基金條款縮短了債券的到期期限，因而也降低了債券價值對投資計畫風險變化的敏感性，故應可減弱發行人進行風險性投資的誘因。
2. 附加償債基金條款將會使得發行人必須定期贖回債務並再融資，因此根據 Easterbrook (1984) 的說法，發行人在這個持續再融資的過程中，將會受到資本市場機制的監督。這種監督機制不但能限制發行人的風險動機行為，也允許發行人隨時調整負債結構。

關於代理成本假說是否支持提供償債基金條款於債券之中，實證研究的結果顯示，Kao and Wu (1990) 運用 Logistic model 和線性迴歸兩種模型對 169

家新發行的工業債券進行實證研究，發現財務槓桿比率、到期期間、股利發放率、資產的壽命是影響工業公司採用償債基金條款的重要因素；也就是說，高成長率、高負債比例、高股利發放率、低獲利率的企業較傾向採用償債基金制度，而且到期期間越長、支持此負債的資產壽命越短，發行人採用償債基金條款的機率就會愈高。

依上述理論，政府債務基金若能有效的管理，就能分期攤還政府流通在外的債務，剛好不斷地減少對債權人保證的支付額度，等同於提高政府的價值，提高政府發債能力，這可減少政府投資不足的問題。再者，政府債務基金若能分期攤還政府流通在外的債務，此舉等同揭露政府財政能力的內部資訊，這有助於解決資訊不對稱的問題。另外，政府債務基金若能積極操作，這會使得政府必須定期贖回債務並再融資，而政府在這個持續再融資的過程中，將會受到資本市場機制的監督。這些解釋範例都可說明代理成本理論是支持政府債務基金的設立。

三 利率預期假說(Interest rate expectations hypothesis)

Kidwell, Mar and Ogden (1989) 認為償債基金條款的使用與市場對未來利率走勢的預期有關。他們假定附償債基金條款的債券以面額發行、且以面額購回，則當市場預期利率會上升時(也就是預期債券價格會跌落到低於面額)，投資人預期發行人會於公開市場購回債券以滿足償債基金的要求，在這種情形下，償債基金條款之有無，對投資人的收益率並沒有影響。可是當市場預期利率會下降時，這代表債券價格會上升，會有高於面額的市價。在此情形之下，因償債基金條款允許發行人用面額贖回投資人之債券，投資人預期當債券被贖回時會遭受損失，故其於發債之初將要求較無償債基金為高的收益率。總括來說，如果投資人預期未來利率會上升，償債基金條款對債券的報酬率沒影響；如果預期利率會下降，償債基金債券會有較普通債券為高的報酬率。

其實利率預期假說對於附有償債基金條款的公司債的解釋，亦可應用到政府債務基金制度。當政府設立債務基金制度之後、且又能積極操作時，若預期未來利率會上升，則公債的報酬率不會受影響，因為政府債務基金不會提前贖回債券¹；反之，若預期未來利率會下降，投資人會預期其投資公債會被贖回，且會遭受損失，故其於發債之初將要求較無債務基金制度為高的收益率。這顯示利率預期假說亦是支持設立政府債務基金的理論基礎。

¹ 預期未來利率上揚，公債市價將持續下跌，政府將不會買回公債而造成損失。

