哥斯大黎加信用合作社競爭優勢之演變：從金融壓抑與自由化的金融環境風險轉化談起(上)

劉祥熹

本文研究指出，除了其他制度性因素之外，金融壓抑（financial repression）在哥斯大黎加(Costa Rica)信用合作社（credit unions, CUs）的興起過程中扮演關鍵角色。信用合作社把握服務那些貸款申請遭銀行拒絕之借款人提供適時服務的機會。鑒於哥斯大黎加金融體系的全面改革旨在減少金融抑制的範圍，本文提出了這些金融改革如何影響信用合作社借貸市場競爭力的問題。過往的文獻指出，金融改革可能導致金融部門的市場集中(market concentration)，而不是促進更具競爭力的環境。本文提供的資料却顯示，哥斯大黎加的信用合作社獲得借貸市場佔有率(market share)的能力增強，並可為觀察到的信用合作社借貸市場競爭力上升趨勢提供了解釋。哥斯大黎加信用合作社原本因金融壓抑與金融排除而興起，但令人意外的是，在金融自由化後，它們並未被大型銀行淘汰，反而進一步提升市場競爭地位。小型合作金融機構也能具有大型商業銀行難以取代之制度性優勢。金融壓抑雖限制正式金融市場之運作，卻同時為信用合作社等替代性金融機構創造發展空間。儘管金融自由化理論通常強調競爭與效率提升，本文論證結果卻顯示，金融改革未必削弱小型合作金融機構之競爭能力，反而可能在特定制度條件下強化其市場地位(market position)。

一、引 言

20世紀80年代，許多發展中國家如哥斯大黎加(Costa Rica)開始取消限制金融部門的政策。採取這些早期政策的目的是將資源引導到經濟當局認為

＊劉祥熹現任國立臺北大學國際企業研究所特聘教授。

對經濟發展至關重要的經濟部門。 在 1960 年代與1970 年代，實質負利率（real negative interest rate）在發展中國家普遍存在，導致採用不以利率為基礎的信貸配給，例如為許多部門與活動設定貸款上限（Adams, 1971；McKinnon, 1973）。經濟體中的一些主體（代理人）受益於補貼信貸，儘管此類信貸往往只授予數量有限且關係密切的債務人。McKinnon（1973）評論這些抑制的金融政策導致了他所謂的碎片化經濟（fragmented economy），在這種經濟活動中，企業與家庭面臨著不同的生產要素有效價格，並且無法獲得相同的生產或技術水準。Lizano（2004）認為，這種政府干預金融市場的措施，即所謂金融壓抑（financial repression）措施，實際上損害了採行這些政策國家的經濟成長與開發之前景，而非能促進經濟發展。

在哥斯大黎加，對金融部門的這類限制措施，因1948年商業銀行國有化而進一步加強；此舉的主要目的，正是強化政府對利率與信貸配置的控制（Camacho Mejia and González-Vega, 1994）。1948年，哥斯大黎加爆發了一場內戰；Cynthia Franklin（1998）認為這場內戰乃是該國民主制度的起點。內戰的勝利者承諾實施自由且公平的選舉。銀行國有化則是內戰結束後掌權的軍政府最早推行的政策措施之一。 新政府當局進一步推動一系列旨在實現國家經濟體系現代化以及建立福利國家的政策（Sandbrook, Edelman, Heller and Teichman, 2007）。此外，1949年通過的新憲法正式確立政府有義務促進合作組織發展（Boza and Acuña, 1988; Alcázar, 2003）。基本上，哥斯大黎加在1948年後的民主化進程，並不是單純的政治自由化，而是一場同時包含金融控制、國家建構、福利制度建立與經濟現代化的全面制度轉型。國家透過掌控金融體系與制度改革，建立了一種兼具民主性與國家干預特徵的發展模式。

在哥斯大黎加，中央銀行（Guardia, 2015）系統性地限制個人消費性融資，以便將資金配置給政府官員認為具有優先性的部門，或是那些擁有政治影響力的產業。本文認為在某種程度上，部分個人透過加入信用合作社以取得貸款，從而成功規避了哥斯大黎加金融壓抑體制中的此類限制。這些信用合作社並不受當時以國有商業銀行為主體之正式金融體系所適用的限制規範。因此，可以說金融壓抑（financial repression）乃1960年代與1970年代哥斯大黎加信用合作社快速成長的重要驅動因素之一。如後文所描述，現存許

多信用合作社皆成立於此一時期。這些金融市場參與者看到了服務借款人的機會；由於商業銀行已達到政府對個人消費性貸款設定的上限，因此許多借款人經常被拒絕取得信貸。「金融壓抑（financial repression）」本質上是一種國家資源配置控制，國家正在透過金融體系主動干預資源流向。也就是政府並不相信市場應自行決定：誰能借款、哪些部門應獲得資金及信貸應如何配置；而是由政府決定：哪些產業「值得」發展、哪些用途「不重要」及哪些群體應優先取得資金。哥斯大黎加政府透過金融壓抑（financial repression）政策控制資金流向，但此舉同時造成正式金融市場無法滿足部分民間融資需求。因此信用合作社作為替代性金融機構得以快速成長，並成為被排除於正式金融體系之外群體的重要融資來源。信用合作社補足了正式銀行體系的缺陷、提供被排除者融資、擴大金融包容性（financial inclusion），即普惠金融（inclusive financing），也就是信用合作社不只是經濟性組織，更具有社會性功能。這是一種基層金融民主化、社會金融及普惠金融之發展。這是金融發展理論中的重要觀點：當正式金融市場過度受限，替代性金融市場會出現。

自1980年代中期至1990年代中期，哥斯大黎加的金融市場經歷了一場大規模改革（Lizano, 2004）。其中，重要變革之一是允許民營部門設立銀行；同時，政府對支票帳戶的壟斷被終止，中央銀行對銀行資產組合所施加的數量管制（上限限制）以及對國有銀行利率設定的管制權亦被取消（Cerdas and Melegatti, 2014）。此外，政府還成立了一個具備更高權力與更強自主性的全新金融監理機構（García Soto, 2004）。在 1980-1990 年代，哥斯大黎加完成了一次典型的新自由主義金融改革：國家逐步退出直接金融控制，但透過建立監理機構維持制度性穩定。更深層對比前文（金融壓抑時期）可以看出早期是國家控制資源配置而後期是市場決定資源配置；但同時國家從「控制者」轉變為「規則制定者與監理者」之角色，這是哥斯大黎加整個金融制度演化的核心。

金融壓抑（financial repression）的解除（或至少其最顯著特徵的消退），在哥斯大黎加某種程度上曾促成信用合作社的出現，但此一制度變遷必然對其後續成長產生影響。然而，這種影響在事前並不容易預測。例如，在取消對銀行資產組合與利率的數量管制之後，國有銀行的競爭能力可能隨之提

升，進而更有能力爭取信用合作社原有的客戶群，從而對信用合作社的成長產生負面影響。此外，哥斯大黎加的信用合作社規模遠小於國有商業銀行，這可能削弱其與大型銀行競爭的能力，特別是在後者能夠享受規模經濟優勢的情況下。Wheelock and Wilson（2011）指出，美國的技術與監理變遷似乎有利於大型金融機構。特別是資訊科技（information and communication technology, ICT）的發展往往偏向規模較大的市場參與者，因為這類技術在設備與軟體上的投入成本較高，同時也削弱了過去信用合作社依賴「接近借款人」所形成的地理性競爭優勢。技術進步可能削弱「地方性金融優勢」，過去信用合作社的優勢是：地方性、人際關係及資訊接近性（soft information）；但資訊科技發展後，信用評分模型取代人際判斷、遠距金融變得可行且資訊不對稱下降。金融壓抑（financial repression）解除後的制度轉型，其結果並非單純促進小型金融機構發展，而可能因市場競爭、規模經濟與技術變遷而強化大型金融機構的優勢，導致金融體系集中化。此隱含結論是：現代金融體系的演化傾向於集中化與大型化，而非分散化。這對信用合作社競爭力構成威脅。

上述對信用合作社競爭力所構成的威脅，進一步因另一項顯而易見的因素而加劇，即新型金融市場參與者的進入即民營銀行（private-sector banks）。然而，1980年代中期後所推行的大規模金融改革中的其他面向，亦可能有利於信用合作社的競爭優勢，進而促進其成長。例如，由於信用合作社在金融機構面臨破產或公眾信心危機時無法依賴政府資金支持，因此整體金融監理的強化，可能降低其營運風險，並提升經濟行為者對信用合作社的信任。此外，長期金融壓抑可能已侵蝕國有銀行資產的通膨調整後價值，使其在新制度環境下的獲利能力受到削弱。再者，國有商業銀行長期習慣於管理受嚴格上限約束的資產組合，這也限制了其在1980年代中期後哥斯大黎加新興產業中的服務能力（González-Vega, 1990）。從事後觀點來看，金融改革如何影響哥斯大黎加信用合作社的問題，本質上應屬於實證研究的範疇。目前尚未發現任何研究專門探討金融部門改革對哥斯大黎加信用合作社所產生影響之議題。基本上，哥斯大黎加金融改革對信用合作社的影響具有高度不確定性，因為制度變遷同時帶來競爭加劇、信任提升、歷史包袱與結構調整等多重相

互抵銷的力量。更深層來看，三個核心問題：自由化是否必然提升競爭效率？歷史制度是否會持續影響金融機構能力？小型金融機構如信用合作社是否能在市場化中存活？ 這不是理論可以直接解答的問題，仍必須依賴實證分析來驗證制度變遷（金融自由化）、市場結構（規模經濟）及技術進步（資訊金融化）的淨效果(net effects)。

本研究對政策制定者而言具有潛在參考價值，因為其可提供關於金融改革對信用合作社影響之新知識。信用合作社據報導是許多民眾重要的融資來源。根據World Council of Credit Unions （WOCCU）的資料，2016年全球信用合作社社員人數已超過2.35億；然而，最新估計資料顯示，到2024年，這一人數已大幅增長至4.12億以上（WOCCU, 2025），這反映出信用合作社在全球金融普惠中的持續擴張與其系統性重要性的提升。即使在金融體系高度發展的國家，如美國，信用合作社亦持續扮演重要角色。雖然Wheelock and Wilson（2011）指出其約占家庭存款的10%，但後續資料顯示此比例在過去十餘年間大致維持穩定，略有上升趨勢，約落在10%至12%之間（National Credit Union Administration （NCUA）, 2024；WOCCU, 2025）。因此，信用合作社的重要性不容忽視。若學術研究能提供金融改革對信用合作社具有正面影響之證據，則哥斯大黎加或其他國家進一步推動金融改革政策將更具正當性與可行性。此外，本研究亦可協助哥斯大黎加（或全球）信用合作社管理者辨識信用合作潛在的成長來源，特別是在金融市場新監理環境下所帶來的機會。

本文第**二**節將回顧哥斯大黎加金融壓抑（financial repression）體制、信用合作社的發展歷程，以及該國金融市場自由化的相關背景。第**三**節說明本研究所使用的資料與分析方式。第四節呈現分析之結果。第**五**節則提出結語與啟示。

二、金融壓抑、哥斯大黎加信用合作社之興起與金融市場自由化

㈠哥斯大黎加之金融壓抑體制

1950年至1970年代末期之間，哥斯大黎加的經濟政策具有高度干預主義特徵。此一政策取向源自於一種發展策略，通常被稱為「進口替代工業化」（import-substitution industrialization, ISI）（Lizano, 2004）。該策略包含一系列經濟政策，其核心在於對製成品進口建立「關稅壁壘」（“wall” of tariffs），以促進以本地生產替代進口商品之目標。外部貿易部門的高度干預主義，同時亦反映於金融市場領域；政府透過政策手段對利率水準與信用配置實施數量性管制，以達成資金分配之政策目標。在1950至1970年代，哥斯大黎加建立了一種以進口替代工業化為核心、並透過貿易與金融雙重管制來實現資源配置的高度干預型發展模式。即：國家控制→金融壓抑→市場缺口→信用合作社興起→金融自由化→金融結構重建。

這些干預型政策包括：由政府每年設定商業銀行貸款組合之上限（caps），並將資金導向經濟主管機關所認定之優先產業部門，以及具備政治影響力之產業部門。此類上限通常高於在競爭性市場條件下所可能達成之資金配置水準。相關配額由中央銀行制定，其設定標準需與通膨目標及貨幣基礎擴張之政策框架相一致（Guardia, 2015; Lizano, 2017）。在哥斯大黎加金融壓抑體制下，商業銀行信貸並非由市場機制決定，而是透過中央銀行設定之配額制度，在發展目標與政治壓力之間進行資源配置的結果。

商業銀行貸款組合上限制度（capping bank-loan portfolios, 西班牙語：*topes de cartera*）之運作機制相當複雜。每年約針對50個經濟活動部門設定不同的貸款上限。相較之下，用於個人消費性支出之信貸並未被視為政策優先領域，因此其上限設定相對較低（Guardia, 2015）。當特定產業達到其貸款上限時，若其具備足夠之政治影響力，即可向中央銀行施加壓力以提高該上限（Lizano, 2017）。在實務上，貸款上限逐漸演變為一種「準權利」（entitlement），使得具備政治影響力之產業得以將前一年度之貸款上限視為最低可取得之融資水準，即使經濟環境已然改變亦然（González-Vega, 1990）。在此期間，實質負利率 (real negative interest rate)現象亦相當普遍（Adams, 1971），尤其是在進口替代工業化（import-substitution industrialization, ISI）主導階段之末期更為明顯（Lizano, 2004）。此外，此類金融部門之限制性政策，亦因1948年商業銀行國有化而進一步加劇，其目的在於強化國家對利率與信貸配置之控制（Camacho Mejía and

González-Vega, 1994；Franklin, 1998）。Lizano（2004）進一步指出，就上述政策整體而言，對於相關國家之經濟發展前景不僅未能產生正面效果，反而可能造成負面影響。體制上在哥斯大黎加的金融壓抑體系下，信貸配額制度逐漸政治化並制度化為既得利益結構，導致資源配置偏離市場效率原則，進而產生長期經濟效率損失。

值得注意的是，1948年銀行國有化之法令並未宣告既有私人銀行為非法。然而，此類私人銀行實際上不得從事金融中介業務，因為僅有國有商業銀行享有發行支票帳戶與儲蓄帳戶之特權（González-Vega, 1990）。戰後仍有一家私人銀行（Banco Lyon）與國有商業銀行並存，但其並未對國有銀行構成實質競爭（Rojas Herrera, 1994）。1955年，國有商業銀行掌握了銀行業資產總額之99.1%（不含信用合作社及其他非銀行金融機構），此一比重在其後25年間幾乎維持不變（Rojas Herrera, 1994）。至1980年，國有銀行仍控制銀行業資產之98.9%；而至1990年，此一比例降至87.3%，此一變化顯示即使在改革初期，金融結構亦已出現一定程度之轉型。哥斯大黎加在1948年後建立了一個以國有銀行為核心、透過支付系統壟斷與帳戶控制所維繫的高度集中金融體系，使私人銀行雖然形式上存在，但實質上無法參與金融中介活動，導致長期國有銀行壟斷局面。

正是在金融壓抑（financial repression）的制度背景下，哥斯大黎加現存之大多數信用合作社得以形成，其中亦包括目前規模最大之機構。此類金融中介的出現，可被視為1950至1960年代期間，由於金融壓抑導致消費性信貸普遍短缺之結果，眾多個人所做出之集體性回應。如前所述，政府對金融市場的干預限制了消費性信貸的供給（Guardia, 2015；Lizano, 2017）。本文以文獻探討信用合作社正是在此一制度空缺下得以興起，並利用國有銀行因既有金融政策限制而競爭能力受抑，以及私人銀行在當時幾乎缺席之市場結構狀態下，填補該信貸缺口。此一論點亦可從既有文獻獲得支持。在金融壓抑所造成的人為信貸稀缺環境下，個人與群體可預期將尋求替代性途徑，以籌措其投資與消費計畫所需資金。正如 McKinnon（1973）所指出「…銀行信貸仍然只是某些特定經濟部門之附屬性金融工具，例如：獲特許之進口活動、專門化的大規模礦產出口、高度受保護之製造業、大型跨國企業，以及各類政府機構（例如咖啡行銷委員會或公營

事業單位）。…至於經濟中其餘部門之融資需求，則必須依賴放債人、當鋪以及合作社等有限且稀缺的資金來源來滿足。正是此種現象，將之稱為「金融壓抑」（financial repression）…」。

㈡哥斯大黎加信用合作社之興起

哥斯大黎加信用合作社的興起，並非市場競爭自然結果，而是金融壓抑所造成的制度性信貸缺口所引發的集體性制度創新，其本質為對消費性金融排除的結構性回應。金融市場並非中性資源配置機制，而是嵌入政治與制度結構中的分配系統。在金融壓抑體制下，銀行信貸被制度性地集中配置於特定受保護經濟部門，而廣大非優先部門則被排除於正式金融體系之外，被迫依賴非正式金融來源，因此形成一種結構性分割的雙軌金融體系（dual financial structure）。

在某些情況下，受到信貸短缺限制之經濟行為者所採取的回應甚至可能更具效率。例如，Claudio González-Vega（1990）討論了1960至1970年代哥斯大黎加私人部門「金融公司」（financieras）的興起。此類金融機構向私人部門提供貸款，並透過制度漏洞向社會大眾發行定期存款憑證（certificates of deposit）。截至1972年，哥斯大黎加已存在51家「金融公司」，其中約20家受到正式監理（González-Vega, 1990）。金融壓抑不僅造成正式金融市場的資金短缺，同時亦促使市場參與者透過制度套利與金融創新建立替代性金融中介機構，以回應未被滿足的融資需求。哥斯大黎加大多數信用合作社皆成立於金融壓抑作為常態制度之時期。截至2013年12月，受哥斯大黎加金融機構總監理署（Superintendencia General de Entidades Financieras, SUGEF）監理之29家信用合作社中，有25家成立於1955年至1979年間。相較之下，僅有4家成立於1980至1990年代，而自2000年以後則未再有新的信用合作社成立。哥斯大黎加信用合作社之成立高度集中於1955至1979年間，占總樣本之86.1%，其中1960年代為成立高峰期，占44.8%。此結果顯示，信用合作社之形成與金融壓抑時期之制度環境具有高度關聯性。相較之下，1980年代以後新設信用合作社數量顯著下降，且2000年後未再出現新的信用合作社，反映金融自由化與金融市場結構轉型可能削弱了替代性金融機構形成之制度誘因。

儘管金融壓抑(financial repression)可被視為促成哥斯大黎加信用合作

社興起的重要驅動因素，但其他制度性因素亦發揮了重要作用。其中最具關鍵性的因素之一，乃是美國信用合作社全國協會（Credit Union National Association, CUNA）在推動開發中國家信用合作社發展方面所扮演的角色。Moody and Fite（1971）指出，早在1950年代，CUNA即已成立其「世界拓展部門」（World Extension Department, WED），旨在推動信用合作社於海外之擴展。其後，WED由 CUNA International 所取代，該組織並與多個國際機構合作，以促進開發中國家信用合作社之成長。根據 Moody and Fite（1971）之統計，截至1970年秋季，中美洲地區已設有1,333家信用合作社。1963年，由 CUNA 與美國國際開發總署（United States Agency for International Development, USAID）於哥斯大黎加共同推動之計畫，促成了一個名為 FEDECREDITO（Federación Nacional de Cooperativas de Ahorroy Créditoy Servicios Múltiples）之信用合作社網絡的成立。其後，FEDECREDITO 進一步與 CUNA 及 USAID 合作，持續推動哥斯大黎加信用合作社之發展。1964年至1968年間，共有60家信用合作社在其支持下成立（Romero St. Bonnet, 1995；Vega & Castro, 1988）。此外，哥斯大黎加政府亦積極支持合作社制度之發展，除於1953年成立哥斯大黎加國家銀行（Banco Nacional de Costa Rica）之「合作社促進部門」（Departamento de Fomento de Cooperativas）外，20年後亦設立國家合作發展研究所（Instituto Nacional de Fomento Cooperativo），並通過相關立法以推動合作社制度之發展（Instituto Nacional de Fomento Cooperativo, 2017）。哥斯大黎加信用合作社的興起不僅源於金融壓抑所造成之市場缺口，同時亦受到國際組織、外援機構與政府政策等多重制度力量的共同推動，顯示其形成過程具有高度制度建構與政策導向之特徵。

FEDECREDITO（Federación Nacional de Cooperativas de Ahorroy Créditoy Servicios Múltiples）是整個哥斯大黎加合作金融體系的中介治理平台（intermediary governance institution），它實際上扮演：協調者、代表者、支援中心制度整合者，具備合作金融體系基本設施（cooperative financial infrastructure）之本質。FEDECREDITO 的主要目標包括：為其加盟信用合作社進行政策遊說、協助尋求融資來源，以及提供技術支援服務。Mylena Vega 與 Carlos Castro Valverde（1988）指出，截至1988年，一場危機幾乎

導致 FEDECREDITO 停止運作，而該結果最終是在美國國際開發總署（USAID）的支持下才得以避免。其後，FEDECREDITO 陸續成立多家相關企業，包括一家銀行以及一間專門從事金融證券交易之機構。然而，至1998年，FEDECREDITO 所擁有之銀行發生擠兌（bank run），進而導致 FEDECREDITO 破產並停止運作。1999年，一個新的組織 FEDEAC（Federation of Credit Unions）隨之成立。根據其2017年年報之內容，FEDEAC 的組織目標較其前身更為有限。截至2016年，該組織僅擁有4名正式員工，資產規模亦低於25萬美元。儘管資源有限，FEDEAC 似乎仍有效地扮演其作為信用合作社利益代表、技術協助提供者以及資訊傳播平台之角色（FEDEAC, 2017）。哥斯大黎加信用合作社體系之發展不僅涉及基層金融組織的形成，亦包含中介治理機構的建立、金融集團化擴張，以及危機後的制度重組，顯示合作金融體系同樣面臨金融化與制度脆弱性等問題。

㈢哥斯大黎加金融市場自由化

至1980年代中期，哥斯大黎加開始推動金融政策改革。此類改革乃發生於一場被 Seligson and Muller(1987)形容為「前所未有」(unprecedented)之嚴重經濟危機之後。政府隨後實施一系列緊縮政策(austerity measures)，並配合更具長期性的經濟改革方案，旨在推動對外貿易部門與金融部門之重大結構轉型 ，以及國家機器(state apparatus)之制度改革(Clark, 1997；Sandbrook, et al., 2007；Sauma and Trejos, 1999)。1980年代哥斯大黎加所經歷的嚴重經濟危機，成為推動金融自由化與國家制度重構的重要契機，促使該國從以金融壓抑與國家干預為核心的發展模式，逐步轉向市場導向的經濟治理架構。

哥斯大黎加信用合作社(credit unions, CUs)亦受到多項旨在規範信用合作社與整體合作組織之法令所約束（Centro de Estudiosy Capacitación Cooperativa, 2017；Instituto Nacional de Fomento Cooperativo, 2012)。相關法規規定，信用合作社僅能與其自身會員從事金融中介活動，而其會員資格亦僅限於個人或非營利組織。除此之外，信用合作社不得發行支票帳戶，亦不得透過股票市場籌措資金。然而，信用合作社同時享有若干早於金融改革時期即已存在且於改革後仍未被取消之財政優惠。(待續)