



經濟安全與道德風險 亞洲金融風暴的啟示

李 西 成

(Bryant College 財務系教授)

沈 道 震

(中央警察大學外事警察學系教授)

摘 要

亞洲金融風暴不只是一個國際經濟危機，也反映出許多國家的政治及社會問題。從經濟的角度來看，觸發這個風暴的原因固然很多，但貨幣市場的過早自由化及道德風險的存在是其中兩個不可忽略的主因。在亞洲資本市場的運作未趨健全之前，就讓國際游資在固定匯率的制度下自由往來，給予歐美游資投機套利的機會，也養成當地商家以短期資金來取代長期資本的惡習。一旦投資及借貸過度的弊端開始顯現，游資立即抽離，金融風暴於焉產生。

亞洲商家對短期資金的依賴與道德風險的存在不無關係。亞洲的投資人和金融機構往往忽略下述諸因素：系統風險、流動性風險、財務風險、匯兌風險、財務市場風險及國家信用風險。

在許多亞洲國家，政治制度與社會環境對道德風險的增長，均有關係。任用親信、貪污腐化、袒護大型企業等風氣和政策，都鼓勵商人及金融機構忽略投資風險。此外，金融檢查機構未能克盡厥職也是道德風險提高的主要原因。

要減少國際金融風暴的施虐，固然要考慮加強國際貨幣基金的資金與功能，然而政治改革與道德重建，仍屬預防金融風暴的良方。唯有健全的政治及社會制度，才能澈底降低道德風險。此外，藉國際合作來建立特種資訊傳播標準以增進市場運作的透明度以及透過創設國際破產法庭來保護投資人權益，也是避免道德風險的有效途徑。

壹、前言

同一經濟政策會因各國金融市場結構的差異而產生不同的效果。譬如說，調整利率在高度依賴銀行融資的國家會激起很大的波濤，但在高度依賴證券市場融資的國家卻影響較小。快速的資訊傳播能使一項財務新猷迅即遍傳國際。在歐美銀行界，吸收存款原是開拓財源的傳統方式；可是近年來，發行票據變成擴展財源的新法。此法一興，群起效尤。那麼到底是什麼因素讓各國的財務結構仍各具特色，而經濟政策的效果會參差不齊呢？答案是各國經濟法規的不同。就保障股權和債權方面言之，在施行英式習慣法的國家，股東及債主所得到的保障較多，在推行法式民法的國家則保障較少。就法規執行方面言之，斯堪地那維亞國家執法至嚴，法國則甚為鬆弛。因為法制及執法上的差異，各國資本市場的發展和大小也各異其趣。¹

自 70 年代以降，全球有過 26 次銀行危機和 76 次匯市危機。可是，這兩種財務危機在 70 年代時原無一定關聯；到了 80 年代，這兩

1. La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, "Legal Determinants of External Finance," *Journal of Finance*, 52, July 1997, pp. 1131-50; La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, "Law and Finance," *Journal of Political Economy*, 106, December 1998, pp. 1113-55; Cecchetti, Stephen G., "Legal Structure, Financial Structure, and the Monetary Policy Transmission Mechanism," *Economic Policy Review* (Federal Reserve Bank of New York), 5 (2), July 1999, pp. 9-28.

種財務危機就常糾纏在一起。造成這兩種危機併發的主因是投資過度和金融制度的不夠健全。²投資過度的原因乃投資者和融資者的罔顧風險，而他們敢於不顧風險是因為官商勾結、賄賂公行及金融制度的不健全所使然。³所以，1997年的亞洲金融風暴不只是一個經濟上的危機，同時也是一個法制上的危機。

貳、亞洲金融危機

亞洲金融風暴受害最劇的國家是泰國、南韓、菲律賓、印尼和馬來西亞等5個國家。這些國家自70年代以來，就陸續開始推行財務市場自由化。⁴此次風暴的端倪可追溯到1996年末，泰國因經濟不穩而有內閣之更替；同時，國際貨幣基金會（IMF）也向其提出必須及早施行金融改革之警訊。1997年元月韓國韓寶集團（Hanbo）宣布倒閉。2月間，投資地產的泰國山普拉生地產公司（Samprasong Land）發生無力償還外債的問題。未幾，韓國的山米鋼鐵公司（Sammi Steel）宣告破產，啟亞公司（Kia）亦周轉不靈。泰國方面則因房地產價格大跌，很多財務公司亦先後步上破產倒閉的噩運。泰國政府先於3月10日決定接收財務有問題的地產貸款，繼又自毀承諾。5月23日，泰國最大的財務公司一號財務公司（Finance One）亦關門大吉，市場上兌匯外

2. Kaminsky, Graciela L. and Carmen M. Reinhart, "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems," *American Economic Review*. 89 (3), June 1999, pp.473-500.

3. Dornbusch, Rudiger, "After Asia: New Directions For the International Financial System," in Jeffrey C.Fuhrer and Scott Schuh, eds., *Beyond Shocks: What Causes Business Cycles?* (Boston: Federal Reserve Bank of Boston, 1998), pp.177-186; Demirguc-Kunt, Asli and Volislav Maksimovic, "Law, Finance, and Firm Growth," *Journal of Finance*, LIII (6), December 1998, pp. 2107-2137.

4. Kaminsky and Reinhart, 1999.

幣的壓力隨之上漲。7月2日，政府當局被迫放棄固定匯率。源自泰國的匯市及銀行危機接踵而至，且波及菲律賓和印尼。7月中旬，這兩個國家宣佈放寬匯率調整幅度，讓幣值下貶。菲律賓隨即要求並得到國際貨幣基金會的支持。在無法穩定匯率的情況下，迫於無奈，印尼改採機動匯率。迨至8月中旬，馬來西亞和印尼的幣值，在外匯市場中皆一蹶不振。9月，馬來西亞發生銀行危機。10月，印尼被迫亦向國際貨幣基金會求助，接著關閉十餘家無法維持正常運作的銀行。11月，韓國政府已無力維持其幣值之穩定。12月底，國際貨幣基金會遂對韓國提出大力支援方案。⁵

一個國家的金融危機可能源自銀行倒閉或匯市崩潰，但國內的其他財務市場及整個經濟都難免遭到連累。投資人一旦失去信心，立即就會出現外資大量撤離和銀行無力融資的現象。在這種情況之下，商家只好拋售股票以換取短期資金，於是引起了股市的崩盤(見表一)。匯率劇變會導致進口物資的價格飛揚，通貨膨脹隨之而至。物價上漲削弱了消費能力，這樣一來使周轉不靈及減產裁員所引起的總體需求劇降現象更趨嚴重。以南韓為例，1997年首季的年成長率為4.3%，1998年的首季變成負3.8%；1996年3月至1997年3月的躉售物價指數為3.8%，一年後的同期物價指數變成17.5%；1997年3月的失業率是2.5%，次年3月升到4.7%。⁶為了穩定匯市及物價，政府被迫提高利

5. Kawai, Masahiro, "The East Asian Currency Crisis: Causes and Lessons," *Contemporary Economic Policy*, XVI (2), April 1998, pp. 157-172; Lipsky, John, "Asia's Crisis, A Market Perspective," *Finance and Development*, June 1998, pp. 10-13; Marshall, David, "Understanding the Asian Crisis: Systemic Risk as Coordination Failure," *Economic Perspective* (Federal Reserve Bank of Chicago), 22 (3), 3rd Quarter, 1998, pp. 13-28; Aghevli, Bijan B., "The Asian Crisis, Causes and Remedies," *Finance and Development*, June 1999, pp. 28-31; Kaminsky and Reinhart, 1999.

率(見表一)，這樣使失業問題更難解決。

表一 亞洲金融風暴爆發後的股市與利率變化

1997 年 7 月 1 日至 1998 年 2 月 16 日

國名	股價變化 (百分比)	利率變化 (基點 Basic Point)
印尼	-81.74	2,398
泰國	-48.37	- 25
馬來西亞	-58.41	373
韓國	-63.06	965
菲律賓	-49.17	0

資料來源：Ortiz, 1998, p. 8.

亞洲這些國家的金融危機迅即波及鄰國，未幾又殃及其他地區。金融危機之迅速擴散，主要原因是國際貿易的興旺和金融市場的國際化。兩國間貿易愈頻繁，融資關係愈密切，風暴自一國擴至另一國的速度也愈快。亞洲各國 40% 的出口總額中是輸往其他亞洲國家。⁷ 這說明為什麼泰國的經濟不穩定，瞬間即殃及鄰國。1997 年 10 月中，香港為維持幣值而劇升利率，其平均股價則於 4 天內滑落 25%。次月，台灣股市崩盤。因骨牌效應，墨西哥、中南美國家和俄國的股市與經濟都受到影響。幸好 1997 年前後，美國和西歐國家的經濟甚為蓬勃強勁，而得免於全球性的衰退和恐慌。

6. Marshall, 1998.

7. Lipsky, John, "Asia's Crisis, A Market Perspective," *Finance and Development*, June 1998, pp. 10-13.

經過兩年的煎熬掙扎，亞洲地區大體上已算擺脫經濟波動的谷底。今後是否能夠一帆風順，恢復舊時風采，還有待時間的考驗。而今回顧，這次金融風暴到底緣何而生？有何特徵？是個頗值深思探討的課題。

亞洲金融危機的遠因很多。這些遠因都涉及財務結構的不健全。其要者包括經建的依賴外資、政治的官商勾結、銀行的控制鬆弛，以及貸放的標準不一。就經濟政策而言，新興工業國家每每以寬厚條件來吸引外資。這些條件不止於租稅通關的優待及公共設施的提供，也包括勞工的培訓，融資的方便和建廠的補助；更重要的是財務市場和消費物資管制之取消，以利外資的進出，外貿的通暢。這樣的經濟政策為許多亞洲國家帶來空前的繁榮和高度的成長。但是政策上的偏差，官商的勾結，加上市場的開放，誘使外資過度集中於擴充生產設備、房地產投機和消費品的進口上。出口成長一旦減緩，就可能造成設備閒置，房地產價格暴跌和外匯儲備劇降等問題，泰國的經驗正是這一惡夢的寫照。

新興工業國家的經建政策，固有其吸引外資的共同通性，但也有其個別特徵。朝鮮半島停戰以後，重建南韓的領導階層深信規模經濟(economies of scale)是提高國際競爭力的必要條件。是故，南韓政府利用融資、租稅等手段，鼓勵並輔導大型企業的成長。投資報酬率並不一定是審核融資的主要標準。因此，南韓企業負債比率和銀行呆帳的偏高，與這一歷史傳統息息相關。

在亞洲金融危機中受害最深的幾個國家裡，官商勾結和貪污腐化情事，是眾所周知、有目共睹的，其中尤以印尼為最。印尼領導階層的家人，不但能左右國家經濟政策，同時也操縱大型公私企業。從政治學的角度看來，貪污腐敗導致政府無能，貧富懸殊造成政局不穩。從經濟學的角度觀之，市場機制的失靈引起資源利用之失當，促使經濟的惡化和崩潰。資源之所以未能善盡其用，是因為涉及道德風險(moral hazard)。因為投資所得之利潤統歸金主，而投資所虧之數悉由

政府補貼或負擔，所以產生嚴重資源濫用的問題。

如果說銀行危機是金融風暴的一環，這當然就影射銀行制度的有欠健全。在許多亞洲國家中，銀行營運未上軌道，挪用款項，冒名借貸等現象，其來有自，習以為常。即使在制度上比較正常的國家，貸款和抵押標準也常因人而異。這些標準並非取決於投資報酬、市場風險或資產價值，實則人際關係、政治壓力、生意往來等都在考慮之列。如果一家銀行本是某個企業集團中的一員，它自然有支援集團中其他成員的義務。這些偏離正軌的運作，理應受到金融管轄機關的制裁，但在許多新興工業國家中，金融管制機關往往無法發揮撥亂反正的作用。這些國家的經濟衰退，常常引發銀行危機。因為抵押品價值劇落所造成巨額呆帳，銀行無力承擔，卒至倒閉者比比皆是。

財務市場開放的原意不外在於便於資本的累積、商家的融資，以及外資的吸取。在新興工業國家中，資本市場常變成富商炒作證券的所在，而股票市價未能反映其實際所值。又因股票常被用作借款抵押，資本市場的崩盤也可能引發銀行倒閉。外匯市場自由化，減少了外商投資的不便，消除了利潤匯出的阻礙，因此外商投資意願得以提升。可是當經濟表現欠佳時，自由化外匯市場便突顯其負面作用。巨額資金自然的外流引起幣值暴跌。在亞洲金融風暴發生的前夕，泰、韓、印尼等國的短期外債都已超出外匯儲存，匯市危機於是一觸即發，瞬即蔓延整個地區。

研究 1973 年全球能源危機的起因時，可以十分明確地指出石油禁運是其罪魁禍首。在探討亞洲經濟風暴的禍源時，我們只能追出事發的種種遠因，而無法確定到底那一件特殊事故是直接引發危機的近因。在經濟預測非常盛行的 90 年代，還沒有一個國家或機構能預測到這個風暴的來臨與其勢力的大小。即使在事發之後，經濟學家和決策階層，對風暴的起因和過程，也無法得到一致的結論。

參、金融危機理論

依據其他地區金融危機的經驗而建立之早期理論模式，再已無法用來解釋 1997 年的亞洲經濟風暴。⁸ 外源政策模式(exogenous-policy models)認為政府財政赤字會導致外匯儲備下降及信用過度擴張。政府每每在不敷出時，便藉增發貨幣來彌補赤字，於是引起通貨膨脹和匯率變動，終於爆發金融危機。⁹ 在亞洲經濟風暴發生前，受害諸國都各具高速經濟成長，且不受財政赤字的威脅。在先決條件無法滿足的情形下，外源政策說自不能用來解釋亞洲金融危機。

內源政策模式(endogenous-policy models)認為政府為提升社會福利而採用某一匯率政策。但當失業、物價等經濟指標惡化，或投資人對市場漲落的期望改變時，有人就會認為這個匯率政策遲早會引起貨幣貶值。貶值之說一經流傳，投機的人就開始炒作外匯，匯市於是爆發危機。¹⁰ 在亞洲金融風暴發生前，受害諸國的失業、物價等經濟指標並無惡化象徵，投資人對市場表現也深具信心。這些先決條件既不存

8. Buiter, Willem, Giancarlo Corsetti and Paolo Pesenti, *Financial Markets and European Monetary Cooperation. The Lessons of 1992-93 Exchange Rate mechanism Crisis* (Cambridge, U.K.: Cambridge University Press, 1998); Corsetti, Giancarlo, Paolo Pesenti and Nouriel Roubini, "Paper Tigers? A Model of the Asian Crisis," Research Paper No. 9822, Federal Reserve Bank of New York, September 1998.

9. Krugman, Paul, "A Model of Balance of Payment Crises," *Journal of Money, Credit, and Banking*, 11, 1979, pp. 311-25; Flood, Robert and Peter Garber, "Collapsing Exchange-Rate Regimes: Some Linear Examples," *Journal of International Economics*, 17, 1984, pp. 1-13; Corsetti, et al., 1998.

10. Cole, Harold and Timothy Kehow, "A Self-Fulfilling Model of Mexico's 1994-1995 Debt Crisis," *Journal of International Economics*, 41, 1996, pp. 309-330; Corsetti, et al., 1998.

在，用內源政策模式來解釋亞洲金融危機也就不太妥當了。

政界人士所倡之金融風暴解釋中，以馬來西亞首相馬哈迪 (Mahatir Mohamad) 提出之炒套外匯說最為有名。此論認為貪而無厭的炒家，利用亞洲國家金融市場自由化之便，挾其雄厚資金，藉買賣外幣及衍生證券，賴操縱匯率而套取暴利。由於外資炒作引起匯市風暴，進而導致廠商融資困難，銀行呆帳上升，終致倒閉及股市暴跌。論者有言，套匯的現象誠非虛構，當然，匯市波動使風暴愈演愈烈也屬事實，但是投機份子乘機牟利，只能說是金融市場失去穩定的「果」而非其「因」。亞洲金融風暴的主要起因係由於在一個原本繁榮的經濟環境裡，投資者突然失去信心所使然，可是此說卻無法對投資信心之頓失，提出合理的解釋。

針對投資信心的轉變，經濟合作與發展組織 (Organization of Economic Cooperation and Development, DECO) 認為投資者過份樂觀，是引發亞洲金融風暴的主因。東南亞、日本、歐洲及北美等地有不少資本家和金融機構，沈迷於亞洲的投資環境及高速成長，在這些國家投下過量的資金，造成許多產業生產過剩的現象。這些國家的廠商，也自認能獲取厚利，不惜大幅舉債，卒至出現負債比率過高的困境。當產品滯銷而負債比率過高時，廠商就發生周轉不靈。連帶浮現的問題是銀行呆帳過高，甚至被迫倒閉，外資撤離，匯市崩盤等現象。此論的基本假設是人類之經濟行為帶有非理性的成份：投資人罔顧系統風險 (system risk) 的高低；政府也無視盲目之投資及過度之舉債，對經濟所衍生的危害。這裡所說的系統風險，乃指整個經濟系統因發生動亂、災害或恐慌所帶來的風險。從經濟理論的角度觀之，人類行為係以理性為依據，所以對此一非理性之假設，是無法接受的。

如果投資過多和舉債過度皆為非是，而人類行為又須以理性為依據，那麼金融危機的現象，就得借重道德風險的觀念來加以詮釋了。對保險業而言，道德風險係指被保人因購有保險，對受保事件不再注意其風險大小而謹慎行事。這個觀念，也可應用於投資分析。投資人

如果認為投資失敗時，政府會出面拯救或介入股市，那麼投資時就毋須再小心翼翼、斤斤計較系統風險的偏高了。從這一角度來分析，亞洲國家出現的盲目投資及過度舉債現象，實際上並不是投資人有非理性行為，而是政府自覺力足承擔此種風險，故對盲目投資及過度舉債行為，未加干涉，有以致之。¹¹

這次的亞洲金融風暴事實上是銀行危機和匯市危機的併發。但是銀行危機不一定會引起匯市危機，反之亦然。因此，必須回答一個學理上的問題，那就是到底銀行危機的爆發會不會先於匯市危機？這個問題，學理上的解釋，紛紜不一。有人認為匯市危機會產生銀行危機。¹²如國外利率高漲等外在因素，配上固定匯率政策等內在因素，國際收支可能就會失去平衡。在這種狀況下，假如政府無法應付外匯存底遽減的威脅，就會導致信貸緊縮與商家倒閉，卒至發生銀行危機。若在國際收支失衡時改採貨幣貶值對策，這時銀行適又持有大量以外幣為單位的債務，那麼銀行危機亦會接踵而至。持相反意見的人認為，政府常藉增發貨幣來解救銀行界所面臨的危機，終於造成信用膨脹引發銀行危機。¹³

異於以上兩說之論者，也大有人在。彼等推論的基點是，經濟體中存有某些引發銀行危機和匯市危機的共同因素。很多國家往往通過銀行，藉大舉外資外債的方式，以求經濟之繁榮。這種狀況勢必引起

11. Corsetti, et al., 1998; Marshall, 1998.

12. Mishkin, Frederic S., "Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective," in M. Bruno and B. Pleskovic, eds., *Annual World Bank Conference on Development Economics* (Washington, DC: World Bank, 1996), pp. 29-62; Kaminsky and Reinhart, 1999.

13. Velasco, Andres, "Financial Crises and Balance of Payments Crises: A Simple Model of the Southern Cone Experience," *Journal of Development Economics*, 27 (1-2), October 1987, pp. 263-83; Kaminsky and Reinhart, 1999.

進口急升，物價高揚。此時，很多投資人會認為，以匯率為依據之抑制通貨膨脹政策，無法長期推行，於是開始脫售產業，兌匯外幣。這樣的市場反應，隨即引發銀行危機和匯市危機。金融市場的自由化促使經濟加速的崩潰。

依據學者肯明斯基與雷哈 (Kaminsky and Reinhart) 就 70 年代以來之 26 次銀行危機和 76 次匯市危機所作的研究，他們發現金融市場的自由化和這些危機具有環節相扣，唇齒相依的關係。除少數例外，各國政府在放鬆對金融市場的控制後，銀行或匯市危機，往往隨之而至。至於發生的順序，則多是銀行危機先於匯市危機，而匯市危機又加深銀行危機的嚴重性。當這兩種危機併發時，其對經濟所生的破壞力更為惡毒、深遠。

由於國際經濟間的密切連繫，當一個國家的銀行發生危機時可能在另一個國家引起匯市危機，反之亦然。¹⁴ 尤有進者，如比較近年來見諸各個國際區域之銀行和匯市併發的危機，不難窺見彼等有日趨雷同的特徵。這種經濟上的外延性 (externalities) 更令財金決策者深切的體會到，自善其身已不足以自保，要防止或減少金融風暴的災害，國際間必須充分合作和互相監督，始克其功。¹⁵

14. Miller, Victoria, "The Double Drain with a Cross-Border Twist: More on the Relationship Between Banking and Currency Crises," *American Economic Review*, 88 (2), May 1998, pp. 439-443.

15. Saving, Thomas R., Steven N. X. Cheung, Jane V. Hall, Masahiro Kawai, Anwar Nasution, Supachai Panitchpakdi, Wisarn Pupphavesa, Ammar Siamwalla, and John A. Tatom, "Thailand's Exchange-Rate Crisis: Relationships to East Asia and the Global Economy," *Contemporary Economic Policy*, XVI (2), April 1998, pp. 136-156; Miller, 1998.

肆、道德風險理論

誠如上述，如果投資是一種理性行為，那麼道德風險¹⁶的觀念就最適合用於解釋這次的亞洲金融風暴了。因此，我們對道德風險如何引起過量投資，並觸發金融風暴，就有加以闡釋的必要。

政府為吸引資金以利經濟發展，往往會對投資人及金融機構作投資和貸款之擔保或補助。這些擔保或補助，可能出諸書面保證、公營企業、公私合辦、財政補助、默許津貼等方式。萬一投資失敗，政府有法律上或道義上的責任，來補貼投資人或貸款人的損失。既然有政府的介入，投資人或貸款人就不必再去斤斤計較系統風險的大小了。

在政府未作任何承諾的狀況下，官商勾結和貪污腐化是產生道德風險的另一原因。如果商家作過大量政治獻金，讓高官插有乾股，或給要員送過紅包，在商場失利時，商家自會要求政府紓困。政府官員基於自身利益，在可能範圍內必會鼎力相助。有些國家，許多大型企業都是當政集團的家屬所擁有。這些企業如有困難，政府自會利用公帑為之解決問題。凡此種種足以說明，政治越不清明，道德風險越高。誠如表二所指出，亞洲金融風暴中受害最烈幾個國家其腐化程度都相當高。

16. Prescott, Edward S., "A Primer on Moral-Hazard Models," *Economic Quarterly* (Federal Reserve Bank of Richmond), 85 (1), Winter 1999, pp. 47-77.

表二 亞洲幾個國家的腐化程度

國名	腐化程度 ¹	官僚指數 ²	法制效率 ³
馬來西亞	5.3	6.0	9.0
韓國	5.0	6.5	6.0
泰國	3.3	3.25	3.25
菲律賓	2.7	5.0	4.75
印尼	2.7	2.75	2.5

註：1. 根據 Transparency International 在 1996 年所公佈的問卷調查。紐西蘭是最清廉的國家，指數是 9.4；奈及利亞是最腐化的國家，指數是 0.7。台灣的指數是 5.0。

2. 根據 Mauro 在 1995 年所公佈的調查。紐西蘭等國的官僚作風最小，指數是 10；伊朗政府最為官僚，指數是 1.25。

3. 根據 Mauro 在 1995 年所公佈的調查。紐西蘭等國的法制系統效率最高，指數是 10；薩伊的法制系統效率最差，指數是 1.89。

資料來源：Bardhan, 1997, pp. 1343-1346.

眾所周知，貪污腐化可能危及政局平穩和社會安定。在經濟方面，貪污腐化除能提高道德風險外，還有其他不良後果。這些惡果包括：(一)妨礙資源的有效利用。(二)增加商業成本。(三)減少政府稅收。(四)降低公共設施的品質。(五)影響所得分配。從長期觀點看來，道德風險可導致經濟風暴、所得分配不均、擴大貧富差距，至於其他的惡果，諸如經濟成長之趨緩等等，¹⁷莫不皆是。

17. Bardhan, Pranab, "Corruption and Development: A Review of Issues,"

因為道德風險的存在，許多亞洲國家的金融制度出現嚴重弊端。泰國的商業銀行和財務公司(finance companies)，把向國外借來的短期資金，一部分轉貸給廠商作短期周轉，另一部分轉貸給地產公司或消費大眾供長期使用。韓國銀行對其關係企業的長短期融資，都依賴短期外債來周轉。在印尼，受到開放政策的鼓勵，銀行業出現 240 多家的鼎盛局面，但其中大多數都有財務問題。因此，印尼較大的企業都設法在國外直接融資。在這些國家中，許多金融機構的運作都不是植基於資產負債管理(asset-liability management)或風險控制上(risk control)，而是倚重政商的關係和暢通的人脈。正因為政商間有密切的關係，政府監督機關也任憑這些金融機構，在財務不健全的情形下照常營業。¹⁸

法制效率會影響企業融資，因為糾紛發生時，投資人必須訴諸法律以保障產權。如果一個企業只依賴內部資金來周轉，法制效率的不彰對公司未來的成長影響不大；如果這個企業對外來資金的依賴性很強，法制效率的高低就對融資的方式和成本起了很大的作用。提供長期資金的債權人，每賴債券或貸款協議中的條款，作為保障自身利益之用；購買股票的投資人，必須要求公司主管的行為，不得違背信託規範，才不致血本無歸。當法律對投資人的保護不周時，財務市場的發展，就不夠健全，企業界亦就不容易獲得長期資金；即使可以獲

Journal of Economic Literature, XXXV, September 1997, pp. 1320-1346; Klitgaard, Robert, "International Cooperation Against Corruption," *Finance and Development*, March 1998, pp. 3-6; Gray, Cheryl W. and Daniel Kaufmann, "Corruption and Development," *Finance and Development*, March 1998, pp. 7-10; Mauro, Paolo, "Corruption and Growth," *Quarterly Journal of Economics*, August 1995, pp. 681-712; Vogl, Frank, "The Supply Side of Global Bribery," *Finance and Development*, June 1998, pp. 30-33.

18. Kawai, 1998.

得，也要付出較高的成本。如果國內資本市場不健全，就可能有很多企業，把國外籌得的短期資金，轉入國內，當作長期資金使用。因此，法制效率與經濟成長及穩定互為表裡，關係至為密切。¹⁹

即使在政治清明，且政府未對商人有過任何承諾的情形之下，道德風險仍有存在的可能。如果一個大型企業或企業集團的倒閉，能夠引起嚴重的失業問題或社會動亂，政府自不能袖手旁觀，任其自生自滅。基於這個「太大而不能倒理論」("too-big-to-fall theory")，大型企業的經營者，往往罔顧市場風險而作盲目投資或放款。

90年代的很多亞洲國家，都因道德風險的提高，而累積大量資本，以加速經濟成長。在不必要作正確評估系統風險的情況下，經濟的高速成長促使政府及廠商益趨樂觀。於是投資人勇於投資，而財務機構也樂於融資。當國內資金不足時，投資人和財務機構便大量吸入國外資金。國外金融機構也樂於提供資金，因為外資可能得到雙重的保障：一則借款人得到其政府的照顧，再者國際貨幣基金會對會員國的協助。金融危機爆發的前夕，在亞洲許多國家中，已出現投資過量而有投資報酬率偏低的窘境。按照經濟合作與發展組織的估計，1996年韓國最大的30家企業集團中，有20家的投資報酬率已低於融資成本。

當亞洲各國投資狂熱時，投資的人究竟忽視了那些風險呢？除了系統風險外，重要的還有下列五種：²⁰

(一)流動性風險(liquidity risk)。很多亞洲國家的投資人，常用短期借款來購置房地產及機器設備。這種現象的發生，可能是因為股票上市不易，銀行不願長期放貸，或短期利率較低。藉短期周轉來解決長期財務上的需要，常引起債期誤配(mismatching of maturities)的問題。一旦短期資金周轉不靈，公司只有被迫倒閉。

(二)財務風險(financial risk)。一個公司的負債權益比(debt-equity ratio)

19. Demirguc-Kunt and Maksimovic, 1998.

20. Dornbusch, 1998.

愈高，倒閉的可能性就愈大。為什麼有的公司自願提高負債權益比呢？原因不外是這個比率越高，股東的權益所得率就越大。在亞洲金融風暴發生前，韓國最大幾個企業集團的負債權益比都高達 500% 左右。這種不顧風險的商業行為，在歐美國家是很難見到的。

(三)匯兌風險(foreign exchange risk)。投入亞洲各國的資金，有很多是美元或其他外幣，而投資所得的報酬，卻大部分是以當地貨幣計算。在匯率穩定時，兌換貨幣以償還外債應無風險。在當地幣值下降時，幣類誤配(mismatching of denominations)就會使許多借用外幣者無力償債，而發生財務問題。表三顯示 1996 年國際清算銀行(Bank for International Settlements)對幾個亞洲國家的淨餘額及經常帳(current account)赤字佔國內生產總額(GDP)的百分比。一個國家對國際清算銀行的欠額愈高，其兌換外幣的壓力愈大，面臨的匯兌風險也愈高。觀察匯率變化的另一個指標是經常帳赤字，因為這個帳戶的差額，要靠輸入國外資金來彌補。表三資料顯出這幾個國家在外匯市場上，受到貨幣貶值的壓力相當大。其中最匪夷所思的莫如泰國，其 1996 年末外國銀行債權對國內生產總額的百分比竟高達 53.7。

(四)財務市場風險(financial market risk)。在財務危機發生前，有些亞洲金融機構擁有大量的股票、債券、外幣、期貨及其他高風險證券。經濟繁榮時，這些金融機構會獲得很高的利潤。一旦證券市場表現欠佳，這些機構的收益表也就出現赤字。

(五)國家信用風險(national credit risk)。如果一個國家中，有很多公司行號及金融機構帶有高風險色彩，當然這個國家的債信就會隨之下滑。由於波及效果(spillover effect)的影響，原本財務健全的公司，在對外舉債時，也因國家債信不良而需付出較高的利息，甚或無法籌得外資。

表三 亞洲國家的外債

國名	1996 年末國際清算 銀行的淨賒額 ¹ 單位：十億美元	1996 年末外銀 債權與 GDP 之比 ²	經常帳赤字 與 GDP 之比 ³	
			1996	1997
泰國	77.4	53.7	-7.9	-3.9
韓國	58.3	22.5	-4.9	-2.8
印尼	11.0	25.6	-3.3	-2.9
菲律賓	4.7	16.2	-4.7	-4.5
馬來西亞	4.1	26.1	-4.9	-5.8

資料來源：1. Persaud, 1998, p. 200.

2. Browne, 1998, p. 11.

3. Ortiz, 1998, p. 7.

財務市場的自由化和金融管制的鬆懈，在亞洲金融危機中，扮演著重要的角色。政府減少對財務市場的干預，使股票和債券的交易，更為方便，外資的進出受到的干擾較少。短期和衍生證券市場在自由化的呼聲中，也次第出現於許多亞洲國家裡。資金能夠自由調動的正面作用是增加供資彈性和加速經濟成長；其負面效果則是提升資金外流速度而引發匯市的崩盤。在金融制度方面，監督疏忽、資本不足、貸款靠關係、呆帳比率過高、存款保險不能反映受保機構的風險等等，都是金融機構監督欠佳的現象。當經濟繁榮時，雖然管理欠當，還不至於導致金融機構的倒閉；一朝市場不景氣，金融制度又不上軌道時，那麼銀行就可能因呆帳過高而潛存無法繼續營業的危機。因此，財務市場和金融制度的變化，雖非引發風暴的火種，但風暴一旦發生，卻倍增其強度及破壞力。

提高道德風險是否一定會觸發金融危機？問題的答案涉及市場衝擊（shock）的大小。如果衝擊的對象只限於一個公司或行業，在財政上，政府應有能力紓解企業的困境。如果衝擊面遍及全國，而政府也受財力不逮的限制，則金融危機，於焉而生。在金融危機出現之前，亞洲國家受到外來的衝擊，約有下列數種：

(一) 日本經濟欲振乏力，亞洲各國出口大幅衰退。表四列出亞洲金融風暴中，受害最深的幾個國家，在出口上對日本的依賴。其中以印尼最高。自 1992 到 1996 年間，幾近 3 分之 1 的印尼出口物是輸往日本的。

表四 亞洲國家對日本市場的依賴程度

國名	1992-1996 ¹	1996 ²
印尼	29.6	28.5
泰國	16.9	16.8
菲律賓	16.5	17.9
韓國	13.7	12.3
馬來西亞	12.8	13.4

資料來源：1. Persaud, 1998, p. 203.

2. Kawai, 1998, p. 171.

(二) 1994 年元月生效的北美自由貿易協定（NAFTA）對亞洲國家的出口，不無打擊。

- (三)因為 1994 年 35% 的貨幣貶值，²¹ 加上原本價廉的勞力，所以中國大陸奪去部分亞洲國家的出口市場。
- (四)越南出口轉強，亞洲許多國家的經濟，也受到影響。
- (五) 1995 年美元增值，幣值與美元掛鈎的亞洲國家貨幣，隨之轉強，可是這些國家出口品的競爭力，也因之呈現衰退。
- (六)國際市場上游資充斥，利率低落。歐美金主為牟取較高的投資報酬率，將資金移往亞洲的股票和房地產市場。亞洲各國之美元匯率固定政策，更加強了投資亞洲的信心。
- (七) 1996 年美國對電子產品的需求轉弱，致令原已欠佳的亞洲經濟更趨惡化。表五列出電子產品在幾個亞洲國家出口總額中所佔的比重。除了印尼，在其他的 4 個國家中，這項比重，都超過 30%。可以推想得到，電子產品市場疲軟對這幾個國家的經濟，打擊很大。

表五 亞洲國家電子產品出口佔出口總額的比率%

國名	1992 年	1996 年
馬來西亞	23.1	58.9
菲律賓	20.0	40.0
韓國	28.2	32.7
泰國	24.2	29.0
印尼	0.4	2.8

資料來源：Persaud, 1998, p. 203.

這些外來因素終於導致投資信心的喪失。1997 年泰國房地產價格的劇跌和股票市場的崩盤只是上述因素的具體浮現。隨之而來的是金

21. 杜新茂，「亞洲金融風暴與衝擊的探討」，世界周刊，1998 年 3 月 22 日，頁 6，頁 8；Kawai, 1998.

融機構的倒閉和匯市的風暴。泰國政府的政策，搖擺不定，更加深了事態的嚴重性。誠如上述，金融危機一旦爆發，會隨即波及鄰國，並次第的茶毒金融體制脆弱的國家。

財務危機破壞力的大小，端視各國金融制度的差異，政策的調度和經濟發展的程度而有不同。從表六和表七中可略窺亞洲五國經濟面受害程度的深淺。菲律賓的經濟發展起步較鄰國為晚，是故外債較少，無論就幣值下貶或經濟的成長率言之，受害程度均較為輕微。馬來西亞及泰國的外資，多以直接投資的方式投入，故貶值程度較韓國和印尼為小。韓國企業偏愛以債養債的方式來籌集資金，其外匯市場，受到金融風暴的衝擊，雖較為嚴重，但因經濟發展的根基比較深厚，故其成長率滑落的程度，僅高於菲律賓。印尼政治腐敗，應付危機的政策，又搖擺不定，所以在經濟上付出非常高昂的代價。在政治方面，菲律賓受到的衝擊較小；馬來西亞執政黨，發生內閣事件；泰國有內閣的更迭；韓國的在野黨，因之入主青瓦台；印尼則總統被迫辭職，政局動盪不安，所受傷害亦較大。

表六 各國貨幣對美元匯率的變動

國名	1997 年 5 月底	1998 年 5 月底	貶值百分比
印尼	2,443	10,500	76.7
韓國	89.3	1,413	36.8
泰國	27.9	39.6	34.8
馬來西亞	2.51	3.85	34.8
菲律賓	39.1	26.4	32.4

資料來源：Persaud, 1998, p. 203.

表七 亞洲財務風暴與實質經濟成長率%

國名	1992-1997	1997	1998
印尼	7.0	4.6	-13.7
泰國	6.2	- 0.4	- 8.0
馬來西亞	8.7	7.7	- 6.8
韓國	7.2	5.5	- 5.5
菲律賓	5.3	5.2	- 0.5

資料來源：Pollard and Coughlin, 1999, p. 36.

伍、政府的對策

防止道德風險性的財務危機，首要之務，在杜絕投資人和金融機構對政府有臨危相助的聯想。要達到這個目標，政府務須釐訂長期整體性的政策，始克其功。此一整體性政策，在政治上務必根除官商勾結與貪污腐化陋習。經濟上應健全金融制度與遏止投機套匯的可能性。假如在政經改革上不見成效，提供資金的人就沒有必要去審慎評估各種風險，金融機關也沒有必要去健全財務結構。政治和經濟上的改革涉及法律和社會問題。在法制不健全的社會，投資人得不到應有的保障，財務市場也無法作健全的發展。譬如說，一個美國或西歐國家的公司，因財務困難而宣告倒閉時，債權人、股東、雇員多能在法院監督之下，依照破產法規去處理資產和債務。相反的，當某些亞洲國家的公司處於同樣困境時，行政機構可能不經司法程序而逕予干預；債權人和雇員，也可能不顧司法程序而行自力救濟。在健全法制的過程中，實有建立一套國際性破產法的必要，²²俾作日後處理相關事

22. Rivlin, Alice M., "Toward a Better Class of Financial Crises: Some

項的準則。由於政經改革涉及的層面既深且廣，而這種政策又很難收立竿見影之效，其推行自屬不易，乃理所當然。

若能將有關財務機構及金融市場的正確資料及時公佈，對防止道德風險性經濟風暴的發生，也不無小補。資訊普及的效果雖遠不及政經改革，但亦可略增市場運作的透明度，進而提高決策者和投資人的戒心。國際貨幣基金會所推薦的特種資訊傳播標準（Special Data Dissemination Standard，簡作 SDDS），可用來作為資訊國際化的基礎。在亞洲金融風暴發生之前，泰國政府及國際貨幣基金會，都早已察覺金融市場有欠穩定的徵兆，可是，泰國中央銀行之直接投資於衍生證券，卻未為國際貨幣基金會及投資大眾所週知。²³ 如果資訊能及早公諸於世，運作能予透明化，則泰國政府及國際貨幣基金，必會被迫提早在政策上有所行動，而泰國中央銀行也可能不作衍生證券的投資，那麼這次的金融風暴或可消弭於無形；即使風暴無法避免，也可大大減少其所造成的衝擊。假如世界各國均能利用有關資料來建立一套國際性預警機制，日後在預防經濟風暴的發生和蔓延上，自然可收凡事豫則立之效。²⁴ 透明化、制度化的重要性，不言可諭。

就長期金融政策而言，有兩點值得一提。其一，近年來，很多亞

Lessons from Asia," *The Region*(Federal Reserve Bank of Minneapolis), September 1998, pp.11-16; Stiglitz, Joseph E., "Reforming the Global Economic Architecture: Lessons from Recent Crises," *Journal of Finance*, 54 (4), August 1999, pp. 1508-1521.

²³ Lipsky, 1998.

²⁴ Sen, Surya, "Analysis of Financial Crisis in Asia," *Chicago Fed Letter*, December 1998, pp. 1-4; Gonzalez-Hermosillo, Brenda, "Developing Indicators to Provide Early Warnings of Banking Crises," *Finance and Development*, June 1999, pp. 36-39; Sharma, Sunil, "The Challenge of Predicting Economic Crises," *Finance and Development*, June 1999, pp. 40-42.

洲國家都將其幣值完全盯住美元，或基本上依照美元的漲落而加以調整。如表八所示，在美元、日元、德國馬克、法郎、英鎊等主要國際貨幣中，美元對金融風暴中受害最深五個國家的匯率，最具影響力。這種匯率政策之釐訂，有助幣值穩定和吸引外資，對經濟成長有利。但在銀行制度不健全及外匯儲備不充裕的狀況下，便出現政府無力抵擋資金外流之重大壓力的弊端。再者，一個國家是否要長期推行固定匯率政策，或將幣值取決於美元漲跌，應該考慮本身是否具備推行這種政策的先決條件。如依輸出佔總出口的百分比及外來直接投資總額的百分比來看(見表九)，美國經濟對亞洲金融風暴最烈諸國的影響，並不大到必須牢牢死守固定美元匯率的程度。日後這些國家調整匯率時，實宜先行評估歐元、日幣和其他亞洲貨幣對當地匯市的影響，再作定奪。

表八 全球主要貨幣對亞洲各國匯率的影響

國名	常數	美元	日元	德國馬克	法郎	英鎊	R ²
韓國	0.003	0.941	0.088	0.069	-0.063	-0.067	0.958
馬來西亞	0.001	0.589	0.044	0.018	0.200	-0.006	0.876
泰國	0.000	0.789	0.104	0.028	0.017	0.017	0.999
菲律賓	0.002	1.087	-0.094	-0.016	0.337	-0.022	0.798
印尼	0.003	0.966	0.014	-0.038	0.058	0.013	0.992

註：SDR，新加坡幣，澳幣，紐西蘭幣的影響均未列入。Standard error residuals 及 DW statistics 也未轉載。

資料來源：Kawai, 1998, p. 169.依 1990 年 1 月至 1996 年 1 月每月資料所作的迴歸分析。

表九 亞洲各國的主要經濟伙伴

國名	佔總出口的百分比(1996)			佔外來直接投資總額的百分比(1995)		
	美國	歐洲 ¹	東亞 ²	美國	歐洲 ¹	東亞 ³
韓國	16.7	10.8	48.2	33.2	24.5	28.3
馬來西亞	18.2	13.7	56.6	19.7	7.9	58.2
泰國	18.0	16.0	49.5	15.7	13.7	97.8
菲律賓	33.9	15.9	43.2	9.4	2.7	87.0
印尼	16.4	16.6	58.2	6.9	22.4	20.7

註：1. 指 European Union。

2. 包括日本及東亞其他國家。其對日輸出部分，見表四。

3. 包括日本及亞洲新興工業國家。

資料來源：Kawai, 1998, p. 171.

市場自由化，是一個值得學者和決策人士重新思考的長期政策問題。反對政府干預的主要理由，是市場自由運作能使資源得到充分利用。可是，回顧多次的痛苦經驗，不難發現每一金融風暴，大約都發生在市場自由化的五年之後。可見市場自由化並不保證資源就能得到充分利用，經濟就能得到高速成長。可惜的是，這次亞洲金融風暴所得到的教訓是經濟開放帶來了『市場失敗』(market failure)及「政策套利」(policy arbitrage)。前者係指市場紀律(market discipline)無法主導資源流向，所以資金湧向經濟基本面(economic fundamentals)不健全的地區。後者乃指資金遠離政治清廉，政策制度化的所在，轉而流入政治腐化，政策舛誤的國家。因為市場開放可能產生這些不良後果，所以政府不時有加以干預的必要。²⁵

25. Guitian, Manuel, "The Challenge of Managing Global Capital Flows," *Finance and Development*, June 1998, pp. 14-17; Stiglitz, 1999.

涉及經濟自由化的另一個課題是市場開放的順序。依照傳統理論，市場自由化的條件和順序應為：(一)穩定總體經濟的基本面；(二)經常帳自由化(current account liberalization)；(三)國內財務市場解禁(四)資本帳自由化(capital account liberalization)。亞洲金融風暴帶來的教訓是，市場自由化的傳統理論並不正確。在國內財務市場和金融制度尚未上軌道之前，急於解除短期資金市場的管制，以圖立即吸取短期外資，猶如飲鴆止渴，緣木求魚，勢必造成嚴重的不良後果。因為短期外資的流動性很高，經濟的基本面不穩，或金融機構的經營不善，都可能引起巨額外資流失。²⁶資金外移數量過大時，就可能引發匯市風暴。為求經濟穩定成長，政府必須有控制並穩定短期資金流動的決心和政策。此外，市場開放的重心應在於鼓勵直接投資。這種外資，屬於長期性投資，流動性較低，觸發匯市風暴的可能性亦較小。

上面所說的是引發道德風險性財務危機的幾個潛因，但直接觸發危機的特定罪魁首惡，卻甚難斷定。正因如此，建立短期性的經濟政策，以防止風暴發生，恐難收效。假如事前無法預防，那就只能冀求事後之挽救了。事發之後，拯救經濟的方案涉及財政政策和貨幣政策兩方面。

在財政政策方面，拯救倒閉金融機構的財政支出，約達國內生產總額的 20% 至 30%。這項支出的年利息，約達國內生產總額的 2% 到 4%。為防止經濟的持續惡化，政府有暫時接收或拯救經營不善之大型生產企業和金融機構的必要。但這種政策必須有適當的破產法規之配合，以免財政政策助長道德風險的提升，將公帑轉入私囊。由於亞洲各國在財政政策方面都較為保守，是故國際貨幣基金會曾要求受援國增加財政開支，期能紓解貧民困境，並加速經濟復甦。

在貨幣政策方面，為防止外匯大量流失及通貨膨脹失去控制，政府必須及時提高利率。但是利率劇升，有加速經濟蕭條之弊，所以一

26. Kawai, 1998.

旦外匯市場趨於穩定，利率就應相對調低。金融風暴發生後，泰國的短期利率，曾提高到 25%，韓國則高達 35%。事後證明，提升利率對穩定匯率和物價確有貢獻。國際貨幣基金會對受援國緊急提高利率的要求，曾遭到嚴厲的批評。惟此一指責，似欠公允，因為：(一)不提高利率，便無法立即穩定匯率和物價。(二)施行高利率政策的時間，甚為短暫，引起經濟萎縮的可能性不大。(三)如以實質利率計算，泰、韓兩國利率提高的幅度有限，大約在 15% 左右。(四)經濟風暴後，金融機構本身財務發生問題。即使不提高利率，銀行貸款能力，也大受限制。由此可見，融資困難的主因，不一定源自利率的提高。²⁷

若要澈底杜絕道德風險性的財務危機，就國內政策而言，其一，在政治社會的改革，使之制度化；其二，在金融制度的重建，使之透明化。若只藉內力，作政治社會改革和金融制度重建都是不易達到的目標。在國際方面來說，近年經驗顯示，一個金融風暴的威力所及，雖不限於一區域內的某些國家，但風暴中心的大小仍有其區域性的局限。因應這個特徵，區域性的國際合作，應予加強。合作項目應包括資訊交流，政策配合及外匯支援等等。

事實上，經濟風暴受害最深的幾個亞洲國家，無不依賴國際貨幣基金會的協助，始得渡過難關。國際貨幣基金會的行為，亦因此招惹不少的批評。有人認為該基金會介入過早，因此助長了投資者持有依賴國際機構處理善後的心態，於是更加提高了道德風險；有人批評該基金會在未得到受援國承諾作澈底政經改革之前，就提供援助，因而無法防止日後道德風險性財務危機的死灰復燃；亦有人指出，該基金會對受援國所提的財金政策，不但不能解救財務危機，反而加深其禍害；更有人視國際金融風暴是一個「集體行動問題」("collective action problem")，若欲化解這個問題，實應設立一「國際破產法庭」才能解

27. IMF, "The Asian Crisis, Causes and Cures," *Finance and Development*, June 1998, pp. 18-21; Aghevli, 1999.

決，而不是交給國際貨幣基金會去處理。²⁸

國際貨幣基金會的官方回應則是，國際金融現況，已與二次大戰後的情形迥然不同，該基金會的宗旨和任務，也已作大幅度的調整。協助金融風暴受害國家的重建，以求國際經濟得以穩定成長，並未違背該會成立的宗旨。²⁹ 至於國際貨幣基金會要求受援國短期間提高利率，目的僅在於穩定匯率；一旦匯率趨穩，利率立即調降，以利經濟復甦，這種作法並無不妥之處。

亦有學者倡議，國際貨幣基金會應擴大其任務與職權。既然國際金融風暴受害國，遲早會求助於國際貨幣基金會，不如及早建立一套國際機制，要求會員國都接受基金會的定時檢查。檢查範圍及於金融制度的革新和商業道德的改造。此一依賴外力之議，須得國際貨幣基金會會員國的共識。因為會員國不願輕易放棄釐定政經決策的自主權，要獲得這種共識，恐非易事。即使國際貨幣基金會，對其會員國有調整財經制度及例行監督金融機構之權，但若無法做到戒除貪污，杜絕官商勾結，重振道德的話，當然也無力預防道德風險性財務危機的再現。

陸、歷史的教訓

亞洲金融風暴雖仍餘波盪漾，若從經濟的表現上看來，受害較深的幾個國家均已走出了暴風中心，次第邁向復甦之途。至於金融風暴是否會重現？何處重現？何時重現？災情大小？依現在的經濟預測能力，這些都無法作正確的預估。可是這次風暴，給學者和決策人士帶

28. Chari, V. V. and Patrick J. Kehow, "Asking the Right Questions About the IMF," *The Region* (Federal Reserve Bank of Minneapolis), 13, May 1999, pp.3-26; Sen, 1998.

29. Fischer, Stanley, "The Asian Crisis and the Changing Role of the IMF," *Finance and Development*, June 1998, pp. 2-5.

來一個很寶貴的歷史教訓。經濟學理上和政策上都因為檢討這次風暴的起因、對策與後果，而有修正的必要。

台灣經濟之所以能獲得舉世矚目的傲人成就，不能不歸功於政府的策劃得當和人民的勤勉奮鬥。在成長的過程中，台灣經濟，非但已逐漸減少政府的干預而且大步邁向市場開放之途。兩年多來，台灣雖也受到這次風暴的蹂躪，究因經濟基本面較佳，政府應付得宜，故其受害的程度亦較小。可是，這次的風暴也突顯台灣政治上及經濟上的一些弱點。如果政府當局能及早實行改革和調整，對提升台灣的政經發展，當有莫大的幫助。

歷史的背景，加上近年的民主改革，使台灣黑金政治的問題，益發嚴重。黑金政治，配上講關係的文化傳統，使市場機制無法擺脫不當的干擾。多次的國際性問卷調查顯示，台灣腐化的程度，超過馬來西亞和韓國，但不若泰國、菲律賓和印尼的嚴重。³⁰ 易言之，台灣經濟存有相當高的道德風險。大選時，執政黨和反對黨的候選人，都提出黑金與改革等問題，表示社會腐化程度，已得到民眾的重視。這次風暴中，很多遇到財務困難的企業，曾多次要求政府或黨營機構的救濟，表示商界存著很大的道德風險。台灣的金融機構，包括最大的八個行庫，都有嚴重的逾期放款問題。亦足以證明現時台灣的融資作業，未必全依市場風險的評估，每每受制於政治或人情的壓力。如何減少對市場的干擾，健全金融體制，是台灣當前面臨的兩大課題。

不論是那種經濟體制，市場的運作，都會受到政策的干擾。誠如前述，台灣經濟有今天的奇蹟，實拜政策成功之賜。近年來，政府在裁減編制和出售公營事業上的努力，也有減少市場干擾的作用。無可諱言，自由化有健全市場機制，加速經濟發展的正面作用；可是，市場自由化並不一定就能避免金融風暴。無可諱言，匯市的開放，是這次亞洲匯市危機的潛因之一。所以，在探討市場干擾時，問題的重心

30. Bardhan, 1997.

在於它會不會提高道德風險。

格於政治現實，政府曾先後提出留根台灣和南進政策，隨後又鼓勵商家在中南美洲地區投資。這些都是深具遠見的經濟政策，但在執行時不免導生道德風險。以台灣今日政經關係的密切，政府若要說服國內企業到東南亞或中南美洲國家去投資，不是一件很困難的事。問題是，當這些配合遵循政策的企業在當地發生財務虧損時，政府有沒有道義上的責任為它們解危紓困？假如有這種默契，企業投資時可能會對市場風險掉以輕心。反之，政府怎能有效的推動經濟政策？要解決道德風險的問題，政府必須明白訂定在東南亞或中南美投資的獎勵補助辦法。這樣一來，投資人便可將政府的獎助，納入投資風險的評估中，而不致對當局，寄有任何臨危解困，且將所有風險，都歸諸於政府的奢望。

由於亞洲金融風暴，引起台灣股市的動盪，政府乃有國家安定基金之設置。³¹隨著兩岸關係的變化，股市的漲落也起伏不定，國家安定基金的設立，似乎更有其意義與必要性。今年3月18日，台灣舉行總統選舉，陳水扁先生、呂秀蓮女士當選第十屆民選總統、副總統。3月20日台灣股市狂跌，次日，國家安定基金進場護盤，立即發揮預期功能，股市止跌回升，穩定下來。這個基金之介入股市操作，自然會引起提高道德風險的聯想。換句話說，投資者一旦確定股市崩盤時，有國家安定基金來拯救，投機之風，自然轉熾。如果股市摻有過多投機賭博的活動，對其聚集長期資金的主要功能，必有妨礙。這點在國家安定基金運作時，允宜注意及之。

今日台灣的許多基層金融機構，都有虧損的情形。依最近中央存

31.其構想為台灣不但重視生產製造，並強調資本市場的安定，歡迎各國投資讓外資亦得到保障，進而促進國家發展，行政院通過五千億元國家安定基金之設置，並於89年1月15日經立法院三讀完成「國家金融安定基金設置及管理條例」之立法。



款保險公司的報告，25 家投保金融機構的淨值是負數。這些機構負債超過資產的總額已達新台幣 290 億元。中央存款保險公司現有的賠款特別準備金僅及新台幣 26 億元。顯然，中央存款保險公司已無力單獨應付擠兌風暴。為此行政院正研商考慮成立資產重整公司，將財務發生問題的金融機構，予以關閉，合併或轉售。此一現象的發生，在在反映出金融機構的道德風險。在營運得利時，其利潤悉由股東分享；在營運虧損時，其損失統歸政府承擔。因為道德風險的存在，經營者在作投資或放款之決定時，毋須慎重考慮風險的大小。因此，很多金融機構同時出現逾放及虧損的現象，凡此種種適足反映了監管不週的缺失。金融制度的不健全，是這次危機中得來的一個寶貴教訓，由此可見，政府在對金融市場和金融機構的運作和監督上，實有作全面檢討的必要，俾收鑑往知來之效。

（收件：2000 年 3 月 15 日，修正：2000 年 3 月 26 日，採用：2000 年 3 月 30 日）

參考文獻

1. 杜新茂, 「亞洲金融風暴與衝擊的探討」, 世界周刊, 1998年3月22日, 頁6-8。
2. 「73 金融機構淨值呈負數, 缺口達 290 億」, 世界日報, 1999年7月24日, 頁 A5。邊裕淵, 東亞金融危機的啟示與弔詭。(台北: 財團法人兩岸交流遠景基金會, 1998年3月)。
3. Aghevli, Bijan B., "The Asian Crisis, Causes and Remedies," *Finance and Development*, June 1999, pp. 28-31.
4. Bardhan, Pranab, "Corruption and Development: A Review of Issues," *Journal of Economic Literature*, XXXV, September 1997, pp. 1320-1346.
5. Browne, Lynn Elaine, "Inflation, Asset Markets, and Economic Stabilization: Lessons from Asia." *New England Economic Review* (Federal Reserve Bank of Boston), September/October 1998, pp. 3-32.
6. Buiter, Willem, Giancarlo Corsetti and Paolo Pesenti, *Financial Markets and European Monetary Cooperation. The Lessons of 1992-93 Exchange Rate mechanism Crisis* (Cambridge, U.K.: Cambridge University Press, 1998).
7. Cecchetti, Stephen G., "Legal Structure, Financial Structure, and the Monetary Policy Transmission Mechanism," *Economic Policy Review* (Federal Reserve Bank of New York), Vol.5, No. 2, July 1999, pp. 9-28.
8. Chari, V. V. and Patrick J. Kehow, "Asking the Right Questions About the IMF," *The Region* (Federal Reserve Bank of Minneapolis), 13, May 1999, pp.3-26.
9. Cole, Harold and Timothy Kehow, "A Self-Fulfilling Model of



- Mexico's 1994-1995 Debt Crisis," *Journal of International Economics*, 41, 1996, pp. 309-330.
10. Corsetti, Giancarlo, Paolo Pesenti and Nouriel Roubini, "Paper Tigers? A Model of the Asian Crisis," *Research Paper* No. 9822, Federal Reserve Bank of New York, September 1998.
 11. Demirguc-Kunt, Asli and Volislav Maksimovic, "Law, Finance, and Firm Growth," *Journal of Finance*, Vol.53, No.6, December 1998, pp. 2107-2137.
 12. Dornbusch, Rudiger, "After Asia: New Directions For the International Financial System," in Jeffrey C. Fuhrer and Scott Schuh, eds., *Beyond Shocks: What Causes Business Cycles?* (Boston: Federal Reserve Bank of Boston, 1998), pp.177-186.
 13. Fischer, Stanley, "The Asian Crisis and the Changing Role of the IMF," *Finance and Development*, June 1998, pp. 2-5.
 14. Flood, Robert and Peter Garber, "Collapsing Exchange-Rate Regimes: Some Linear Examples," *Journal of International Economics*, 17, 1984, pp. 1-13.
 15. Goldstein, Morris, *The Asian Financial Crisis: Causes, Curses and Systemic Implications*(Washington, D.C.: Institute for International Economics, 1997).
 16. Gray, Cheryl W. and Daniel Kaufmann, "Corruption and Development," *Finance and Development*, March 1998, pp. 7-10.
 17. Gonzalez-Hermosillo, Brenda, "Developing Indicators to Provide Early Warnings of Banking Crises," *Finance and Development*, June 1999, pp. 36-39.
 18. Guitian, Manuel, "The Challenge of Managing Global Capital Flows," *Finance and Development*, June 1998, pp. 14-17.
 19. IMF, "The Asian Crisis, Causes and Cures," *Finance and*

- Development*, June 1998, pp.18-21.
20. Kaminsky, Graciela L. and Carmen M. Reinhart, "Financial Crises in Asia and Latin America: Then and Now," *American Economic Review*. Vol.88, No.2, May 1998, pp.444-448.
21. Kaminsky, Graciela L. and Carmen M. Reinhart, "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems," *American Economic Review*. Vol.89, No.3, June 1999, pp.473-500.
22. Kawai, Masahiro, "The East Asian Currency Crisis: Causes and Lessons," *Contemporary Economic Policy*, Vol.16, No.2, April 1998, pp. 157-172.
23. Klitgaard, Robert, "International Cooperation Against Corruption," *Finance and Development*, March 1998, pp. 3-6.
24. Knight, Malcolm, "Developing and Transition Countries Confront Financial Globalization," *Finance and Development*, June 1999, pp. 32-35.
25. Krugman, Paul, "A Model of Balance of Payment Crises." *Journal of Money, Credit, and Banking*. 11, 1979, pp. 311-25.
26. La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, "Legal Determinants of External Finance," *Journal of Finance*, 52, July 1997, pp. 1131-50.
27. Lipsky, John, "Asia's Crisis, A Market Perspective," *Finance and Development*, June 1998, pp. 10-13.
28. Marshall, David, "Understanding the Asian Crisis: Systemic Risk as Coordination Failure," *Economic Perspective* (Federal Reserve Bank of Chicago), Vol.22, No.3, 3rd Quarter, 1998, pp. 13-28.
29. Mauro, Paolo, "Corruption and Growth," *Quarterly Journal of Economics*, August 1995, pp. 681-712.



30. Mayer, Martin, *The Asian Disease: Plausible Diagnoses, Possible Remedies*(Annandale-on-Hudson, NY: The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, 1998).
31. Miller, Victoria, "The Double Drain with a Cross-Border Twist: More on the Relationship Between Banking and Currency Crises," *American Economic Review*, Vol.88, No.2, May 1998, pp. 439-443.
32. Mishkin, Frederic S., "Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective," in M. Bruno and B. Pleskovic, eds., *Annual World Bank Conference on Development Economics* (WashingtonD.C.: World Bank, 1996), pp. 29-62.
33. Nakaso, Hiroshi, "Recent Banking Sector Reforms in Japan," *Economic Policy Review*(Federal Reserve Bank of New York), Vol.5, No.2, July 1999, pp. 1-7.
34. OCED, *Economic Survey of Korea 1997-98* (Paris: OCED), 1998.
35. Ortiz Martinez, Guillermo, "What Lessons Does the Mexican Crisis Hold for Recovery in Asia?" *Finance and Development*, June 1998, pp. 6-9.
36. Persaud, Avinash, "Market Mechanisms for Avoiding the Next Currency Crash: Lessons From Asia," in Jeffrey C. Fuhrer and Scott Schuh, eds., *Beyond Shocks: What Causes Business Cycles?* (Boston: Federal Reserve Bank of Boston, 1998), pp.194-205.
37. Pollard, Patricia S. and Cletus C. Coughlin, "Going Down: The Asian Crisis and U.S.Exports," *Review* (Federal Reserve Bank of St. Louis), Vol.81, No.2, March/April 1999, pp. 33-45.
38. Prescott, Edward S., "A Primer on Moral-Hazard Models," *Economic Quarterly* (Federal Reserve Bank of Richmond), Vol. 85, No.1, Winter 1999, pp. 47-77.
39. Richardson, Michael, "IMF Official Has Warming for Asians,"

International Herald Tribune, Oct. 19, 1999.

40. Rivlin, Alice M., "Toward a Better Class of Financial Crises: Some Lessons from Asia," *The Region* (Federal Reserve Bank of Minneapolis), September 1998, pp.11-16.
41. Saving, Thomas R., Steven N. X. Cheung, Jane V. Hall, Masahiro Kawai, Anwar Nasution, Supachai Panitchpakdi, Wisarn Pupphavesa, Ammar Siamwalla, and John A. Tatom, "Thailand's Exchange-Rate Crisis: Relationships to East Asia and the Global Economy," *Contemporary Economic Policy*, Vol.16, No.2, April 1998, pp. 136-156.
42. Sen, Surya, "Analysis of Financial Crisis in Asia," *Chicago Fed Letter*, December 1998, pp. 1-4.
43. Sharma, Sunil, "The Challenge of Predicting Economic Crises," *Finance and Development*, June 1999, pp. 40-42.
44. Stiglitz, Joseph E., "Reforming the Global Economic Architecture: Lessons from Recent Crises," *Journal of Finance*, Vol.54, No. 4, August 1999, pp. 1508-1521.
45. Velasco, Andres, "Financial Crises and Balance of Payments Crises: A Simple Model of the Southern Cone Experience," *Journal of Development Economics*, Vol.27, No.1-2, October 1987, pp. 263-83.
46. Vogl, Frank, "The Supply Side of Global Bribery," *Finance and Development*, June 1998, pp. 30-33.

Economic Security and Moral Hazard Lessons from the Asian Financial Crisis

Hsi-cheng Li

(Professor of Finance at Bryant College)

James Shen

(Professor of the Department of Foreign Affairs
Police at Central Police University)

Abstract

The Asian financial crisis reflected the malfunction of relevant countries' socio-political systems. From the economic perspective, the crisis was triggered by the untimely liberalization of international money markets and the existence of moral hazard. Freedom of moving funds at fixed exchange rates between countries prior to the establishment of sound capital markets resulted in international speculation and replacement of long-term capital by short-term funds in some of these Asian countries. Consequently, over-investment and high debt-equity ratio led to capital flight and financial crisis.

Heavy reliance on short-term capital by Asian businesses could be explained by the existence of moral hazard. Specifically, lenders and investors in certain Asian countries tended to overlook the following factors: system risk, liquidity risk, financial risk, foreign exchange risk, financial market risk and national credit

risk.

Socio-political environment in many Asian countries fostered the growth of moral hazard. Political cronyism, corruption and the policy of preventing "too-big-to-fall" encouraged financial institutions to ignore risk management procedures in lending. Furthermore, the malpractice of lending institutions was not closely monitored and corrected by supervising government agencies.

Reform of socio-political systems is critical to the prevention of the recurrence of financial crisis. In addition, international cooperation in establishing the "Special Data Dissemination Standard" and creation of an international bankruptcy court may facilitate the elimination of moral hazard. This article also suggests that a more significant role should be assigned to the International Monetary Fund for the prevention of international financial crises.

季刊



142 遠景季刊第一卷第二期

Prospect Quarterly