

金融自由有礙經濟成長？

到最近為止，在台灣金融國際化自由化似乎是無可置疑的目標，主管單位一方面認為這是將公營行庫從難纏的既得利益的控制中解套出來的妙方，另一方面也想要藉此來提高國內業者的競爭力。同時，一直舉著貿易制裁的大棒子的美國政府，為了讓美國的金融業者能順利進入台灣市場，也一向在施壓要求台灣開放金融市場。而這一切所依據的模式是美國「自由的」金融市場體系，所依據的理論是推崇「自由放任」的新古典經濟理論，要依據美國模式來改造台灣金融機構，似乎已經是公認的目標。

近日來東南亞的金融危機擴散，以致於央行要花很大代價來與投機客作戰保衛新台幣匯率，這種操作對於國內金融市場的強大負面影響（資金緊縮股市低迷），確實將金融國際化的另一面向（代價）清楚的呈現出來，而在以前這面向幾乎是被視為不存在的。

同時有趣的是，在東南亞危機仍在方興未艾之際，國際貨幣基金與世界銀行的年會剛好於九月間在香港舉行，除了如馬來西亞對西方投機客幾近煽情的抱怨之外，其實西方國家以及其所主導的這兩個國際組織，對於是否繼續要求落後國家盡快全面金融自由化，意見上已經有所分歧，這一方面是因為近年來處理國際金融危機的經驗教訓，另一方面則是源於在經濟理論上的一些新的發展，而在這方面極富盛名、一向反對全面金融自由化的 J.E. Stiglitz，也於今年從美國總統首席經濟顧問的位置，轉而擔任（一向主張全面金融自由化的）世界銀行的首席經濟學者。

金融制度除了要能供應產業發展的資金之外，也應在融資對象的選擇上有合理的準則，才能發揮監督企業運作的功能。Stiglitz 依據他所幫助建立的訊息理論，認為金融市場因為訊息必然的不完整，完全的自由化並不會帶來最好的結果，同時他認為從實際情況來評估，美國的金融體制在過去並沒有做好它作為美國產業界監督機構的角色，因此有礙於幫助美國產業競爭力長期的提昇。

美國企業的主要監督機構是以股票市場為主的資本市場，它作為一個獎懲機制的邏輯如下：企業若經營不善，則股價會下跌，經營者雖非所有者，但是當股價下跌太多時，就可能會引來他人覬覦，藉機併吞公司更換經營者，因此下一季的財務報表就成了經營者努力的指標。

但是在經營權與所有權分離的情況下，眾多股東散戶缺乏誘因而費心取得訊息監督經營者，而股價的波動與吞併的威脅，未必會對經營者構成足夠的壓力，他們在缺乏嚴密監督的情況下，可以設法驅避風險保護個人利益而非股東的利益。眾多關於美國公司合併的研究指出，合併後公司的獲利情況多半未得改善，在美國併吞並沒有發揮它懲罰不力經營者的功能。

因此一般認為美國的企業階層計畫期間短，過份注重下一季的財務報表，而企業的眼光放的長遠，才會在人力、硬體以及研發上作比較長期的投資，才能持續的提高生產力。雖然近年來美國短期景氣轉強，但是它產業長期的問題

仍繼續呈現在它難以減少的鉅額貿易赤字上。

同時近年來國際金融越趨自由化，其中道理之一也是要國際金融市場成為不單是全球各個企業，並且是世界各國經濟管理當局的監督單位，不過基於與上述相同理由也有人開始質疑這種監督方式的有效性，以及其間因為金融波動(volatility)所付出的代價是否過於昂貴。

相對於美國這種資本市場為主的體制(capital market-based system)，日法德等國的制度則是被稱為是以銀行為主的模式(bank-based system)，企業不單在短期融資上依賴銀行，甚至長期的資金也是來自銀行，同時來往關係是長期穩定的，因此對企業的監督主要來自銀行，而銀行因為自身的利益，就有誘因對企業作長期、周密的監督，同時它們取得訊息也比較容易。

有些學者就依據 Hirschman 所提出的退出(exit)和提出意見(voice)的概念，來區分上述這兩種金融制度。當人對所參與的團體不滿的時候，反應方式或是退出，或是提出意見。美國式的市場模式是以退出為主，銀行為主模式則以提出意見為主。就長期監督而言，參與式的提出意見模式顯然有它的優點，不過，若參與決策的人在長期只限於極少數人，則這模式會有不民主並容易發生弊端的問題。

這些學者也將南韓與台灣在過去的金融制度歸類到非市場模式，同時也將東亞的快速經濟成長部份歸功於這種金融制度的作用，以及不過度的金融壓抑(mild financial repression)。確實，雖然多數主流經濟學者會認為唯有自由的金融市場才能帶來經濟成長，但是他們怎樣也無法否認以下的事實：在東亞國家快速成長的時候，它們的金融制度絕非自由放任；因此他們即使不承認這種金融制度有正面貢獻，也無法否認其顯然無礙於成長。

台灣的金融制度當然有它的問題，金融機構的效率與經營上亟需改革，新的法令規章也亟需訂定，來因應新的環境，但是要如何改革，改革要依據何種模式，仍是應該要討論的議題，而不是一味的以美國的市場模式馬首是瞻，認為盡量開放資本市場就可以解決問題。台灣戰後一切以美國為標準，但是現在連美國本身都在進行反省，甚至要參考東亞模式，盲目模仿就更顯得不智了，東南亞金融危機所帶來的衝擊應該是一個讓大家重新思考金融全面自由化的契機。

(作者為中央研究院社科所研究員)