

## 经济发展不同阶段对金融体系的信息要求和政府对银行的干预：来自韩国的经验教训

张 春\*

**摘 要** 在本文中，我用韩国的经验来论证由于信息要求的不同，不同的经济发展阶段需要不同的金融体系。在经济发展的初期，廉价劳动力是主要的竞争优势，此时任何人都知道从事何种行业可以带来利润。在这种情况下，一个集权的金融体系对资源的配置不会很不合理；在某些情况下，政府指令式的信贷配给方式可以是比较有效的。一旦经济发展到了更加高级的阶段，廉价劳动力的竞争优势不复存在，且关于先进技术的知识趋于分散，此时一个促进证券交易的金融体系更有可能引导资源向着有效率的方向流动。这些经验和教训对于中国和其它一些发展中国家的金融体系改革有指导意义。

**关键词** 信息要求，政府干预，银行体系

### 一、导 言

所谓有效的金融体系就是指能够引导金融资源流向产出效率最高的行业的金融体系。那么，衡量金融体系是否有效的关键因素有哪些呢？金融结构应该怎样适应经济的不同发展阶段的要求？从政策角度来看，这些问题十分重要。但是要给这些问题提供一个总体答案却是相当困难的。<sup>1</sup>但是，即便我们不能给出一个明确的答案，仔细地考察不同国家的经验教训也会给我们带来有益的帮助。

直到亚洲金融危机之前，韩国将近40年的经济发展模式都被认为是成功的典范。她的发展经验和政策受到其它发展中国家的推崇和仿效。例如，对中国的政策制定者来说，“韩国模式”一直是经济和金融改革讨论中一个常见的话题。在本文里，我将从金融体系是否有效的角度来考察韩国的经济发展，并深入探讨韩国的经验能否有助于我们对比较金融体系理论的理解以及能否为其它的发展中国家提供经验教训。

韩国的金融体系和金融结构似乎有着一些优点：股权结构比较集中，有利于减轻代理问题；财务杠杆比例较高，可以起到约束作用；公司的债务主要集中于金融机构，可以降低破产的成本（见Stulz，1998）。可是近来，却正是这些所谓的优点饱受各方批评。可见，如果没有一个清晰的概念框架，我们很难对上述

\* 明尼苏达大学卡尔森管理学院金融系。通讯地址：Chun Chang，Mgmt, CL Carlson Sch of-Adm 321 19th Ave S Minneapolis, MN 55455; 电话：(612) - 624-8305; Email: Chang002@umn.edu。本文是为2000年世界银行关于金融结构的会议而写作的。在此我对与会专家Stijn Claessen和Ragu Rajan对本文的评论深表感谢。同时我还感谢John Boyd、王一江、魏尚进、Andy Winton，特别是Ross Levine对本文提出的讨论意见。Xin Chen的助研工作也很出色。对于明尼苏达银行产业教授基金和世界银行给本文提供的资助，笔者深表谢意。

<sup>1</sup> Demirguc-Kunt和Levine(1999)对60个以上国家的金融体系进行了分类。他们划分了很多对金融结构起潜在决定作用的因素。读者还可参阅Levine(1997)对于相关问题的一个文献综述。

特点的优劣以及它们在韩国经济发展过程中的作用做出评判。

最近出现了一个以信息理论为基础的比较金融体系理论(如 Allen, 1993; Boot and Thakor, 1997; Dow and Gorton, 1997; Subrahmanyam and Titman, 1999)。该理论的基本观点是,企业进行投资决策所需的各种信息分散于在经济运行之中。没有人(包括企业经理人)能获得做出正确投资决策所需的全部信息。<sup>2</sup>这一观点尤其适用于那些产品深受技术变革影响的企业。在一个以市场为主导的金融体系中,那些分散在经济运行中的信息可以通过证券市场的交易价格来反映。这样,证券市场的交易价格事实上就可以作为一种信号,引导经济资源进行有效的配置。Rajan 和 Zingales (1998) 在一篇分析东亚金融危机的文章中指出,在比较以市场为主导的经济体系和以关系为主导的经济体系的效率时,证券价格的信号作用在经济中是否重要就是一个关键因素。当证券价格的信号作用更重要时,那么以市场为主导的经济体系就会显出优势。

在本文中,我将在上述观点上再前进一步。我将论述随着经济的发展阶段不同,证券价格信号的重要程度也会改变。在经济发展的初期,当一国的比较优势主要是廉价的劳动力时,人们相对会较容易地判断出某些特定的出口型项目将给企业带来增值。于是一国政府就会促使金融资源流到这些项目中去,这时政府不会有太大的决策失误。虽然在私人市场融资中,由于融资双方对于闲置资产和管理质量的信息不对称(Myers and Majluf, 1984)会频繁地出现投资不足的问题,但政府指导型的融资方式可以减轻这一问题。政府可以给拥有出口型项目的企业提供低息贷款。尽管对那些闲置着的低质量资产的厂商提供贷款会给政府带来损失,但是政府可以通过税收予以补偿。重要的是这些项目可以带来利润。从事这些出口型项目的企业越多,社会的总剩余就会越大。由于融资成本较低,越来越多的企业从事这样的项目,甚至是一些效益较差的企业也会加入其中。显然,私人市场是不可能如此,因为私人市场无法强迫效益好的企业缴纳税收用以补贴效益差的企业。我们将在本文的后面利用正式的模型说明这一点。

文献中有一种流行的说法叫“金融压制”,即政府对于银行体系的干预是低效的(Mckinnon, 1973)。读者可以在各种文献中看到关于政府干预所造成的低效率的详细论述。但是,我们又的确发现在很多国家,特别是在他们经济发展的初期,政府一般都会进行干预。而且政府干预一般都采取政策性贷款的形式用以促进该国企业的出口。我们的模型将明确指出,在什么条件下政府的这种干预是合理的。

当一个国家经济发展到比较富裕之后,廉价劳动力方面的竞争优势将不复存在,此时很难判断出到底哪些行业可以盈利。特别是当一国发展进入到这样一个阶段,即其产品的供给和需求以及厂商的收入受技术创新的影响很大,上述情况将变得更加明显。这是因为对于这些产品来说,它们未来能否盈利的信息很不确定,并趋于分散化。我们认为在这时,大部分融资通过证券交易进行的金融体系的运行效率会更高。

以上的讨论受到了韩国经验的启发。因此,接下来我们将首先描述一下韩国的经济成长经历及其金融体系的一些特征。在讨论中我们以大宇公司(韩国的第二大企业)为例。之所以采用大宇公司作为例子,主要是因为1999年夏天(也就是最近),有关该公司陷入流动性危机的信息全部都是公开的。

<sup>2</sup> 早期公开招标的实例是符合这一观点的。例如 Jagadeesh, Weinstein 和 Welch (1993)。

## 二、政府指导型的信贷配给和韩国的经济增长

韩国经济的快速成长事实上是从本世纪 60 年代初期开始的, 那时候韩国政府开始实施其一系列经济发展的五年计划。在接下来的 40 年里, 韩国政府大量投资并取得了惊人的经济增长业绩(如表 1)。在 1961 年, 韩国的商业银行实现国有化。这样韩国政府利用其对银行体系的控制, 调动金融资源用以支持本国出口导向型的产业政策。

表 1. 1962~1996 韩国经济发展指标 (单位: %)(取平均值)

指标	1962~ 1973	1974~ 1982	1983~ 1992	1993	1994	1995	1996
<b>增长率</b>							
实际 GDP	8.7	7.1	9.1	5.8	8.6	8.9	7.1
制造业	18.9	12.7	11.8	5	10.4	10.8	7.4
实际出口值	29.7	13	11.8	11.3	16.5	24	14.1
<b>占 GDP 的比例</b>							
农业	32.7	19.9	10.3	7	7.1	6.5	6.3
采矿业和制造业	20.8	28.7	30.7	27.3	27.2	27.1	26.1
其它	46.5	51.3	59	65.7	65.7	66.4	67.6
<b>占 GNP 的比例</b>							
出口值	13.8	31.6	34.9	29.3	30.1	33.1	32.4
固定资产投资	19.8	29.8	32.4	36.2	36	36.9	37.1
经常项目盈余*	-4	-5.3	1.2	0.1	-1.2	-2	-5
<b>货币发行量</b>							
增长率 (M2)	26.3	22.5	14.5	16.6	18.7	15.6	15.8
货币膨胀率 (CPI)	12.3	15.1	4.8	4.8	6.2	4.5	5
失业率	5.8	4.1	3.1	2.8	2.4	2	2

注: \* 经常项目盈余包括来自其他国家的经常项目转移净值

资料来源: 韩国银行, 《经济统计年鉴》各期, 转引自 Borensztein 和 Lee(1999)。

在 60 年代, 韩国绝大多数的出口产品都是农产品和轻工业制品。所以在这个阶段, 韩国政府的补贴政策尽量向上述两个行业倾斜。到了 70 年代, 韩国政府的注意力有所转变, 它将精力集中在了重工业方面。在 1972 年—1979 年这个阶段, 韩国政府致力于推动经济向重工业化以及化工化方向发展。政府鼓励全国企业向机械制造、钢铁、石化、造船、汽车和建筑等行业投资。凡是向上述行业投资的企业都可以从银行获得政府补贴性政策贷款。到 70 年代末, 韩国的政策性贷款大约占了国内信贷总量的 80% (Hao, Hunter and Yang, 1999)。

直到 80 年代初期, 韩国的政府指导型的经济增长政策的作用似乎已经消失。政府开始努力缩小其信贷控制的范围。1981 年到 1983 年期间, 韩国的银行体系又经历了一次私有化过程。1982 年, 韩国的政策贷款和普通贷款的利差就几乎完全消失了(见 Cho and Kim, 1997)。

但是, 韩国政府在 60 年代和 70 年代的产业政策已经帮助那些享有政策倾

斜好处的企业发展成了大型的企业集团,即所谓的财团。例如大宇公司,就成为了韩国的五大财团之一。它成立于1967年,当时只是一家中小型贸易公司,主营业务是生产和出口轻纺织品。该公司的出口额从1967年的580,000美元迅速增长到1972年的4千万美元。从1973年到1975年,大宇公司开始尝试多元化经营,进入到建筑、金融服务、服装制造和皮革制品各行各业。1976年到1981年期间,大宇公司又开始涉足船舶制造、机械制造和汽车等重工业部门。从1982年到1987年,大宇公司将其多元化经营的领域扩展到了电子和电信行业。在80年代和90年代,大宇公司开始了它雄心勃勃的全球扩张经营策略。它将资金投向波兰、罗马尼亚、捷克、乌克兰、乌兹别克斯坦、越南、中国、印度、伊朗、埃及和印度尼西亚,在这些国家和地区主要生产汽车产品。同时,大宇公司还在英国、法国、中国、越南、墨西哥和拉丁美洲的一些国家建立家用电子设备的生产基地。

随着经济的不断增长,韩国经济逐渐由农业和轻工业向重工业以及化学工业倾斜,并进一步向高精尖的电子和电信行业转移(通过表1我们可以清楚地看到这一点)。与此同时,韩国的金融资源也大量地投入到这些部门。但是,当我们注意到韩国这些年来投资的回报率时,我们就会看到它没有像韩国的经济增长率那样稳步上升。换言之,当我们从不同的角度来看表中的统计数字时,我们看到的是,虽然韩国的产业结构在升级,但企业的投资回报率和利润率却下降了(见表2、3和4)。

假定韩国企业转移到新的生产行业是因为这些行业的回报率较高,那么表中所显示的利润率下降的情况就颇令人感到不解。我们将在后文中对这个利润下降之谜提出一种解释。但是在给出解释之前,我们需要先考察一下韩国大财团的产权安排和融资结构。

表2. 韩国制造业的资本回报率(%)

年份	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
回报率	24.8	25.6	21.9	22.3	23.1	19.6	17.6	14.3	11.4	12.5	12.1
年份	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1972 ~ 1979	1980 ~ 1990	
回报率	14.4	16.2	16.7	18.7	17.1	14.2	12.7	10	21.1	14.2	

资料来源: Kwack (1994).

表3. 以本国货币表示的实际资产回报率

(税前利润除以总资产,并剔除通货膨胀率因素的影响)

年份	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1988 ~ 1996
资产回报率中值	0.044	0.039	0.041	0.04	0.039	0.036	0.034	0.036	0.036	0.037

资料来源: Classens, Djankov, and Lang (1998).

表 4. 韩国顶级制造上市公司的资产回报率

年分	1980~1994	1980~1983	1991~1994
资产回报率中值	0.09	0.11	0.07

资料来源: Glen, Singh, and Mattias (1999).

### 三、韩国财团产权安排和融资结构的特点

因为韩国金融体系的特征是信贷配给由政府直接控制,并且用于扶持本国的出口导向型产业,所以韩国企业的产权安排和融资结构有以下特点:

1、高财务杠杆比率。与美国和日本的同类企业相比,韩国企业的负债对股本的比率非常高(见表 5)。1996 年,韩国最大的 30 家财团的债务股权比率的平均值为 4.5。韩国五大财团的债务股权比率如表 6 所示。

值得注意的是,韩国企业的绝大多数借款行为都是通过金融中介机构(银行和非银行金融机构)来完成的。虽然近来有越来越多的企业通过发行债券来融资,但是韩国的债券市场发育得并不完善,债券的二级市场缺乏效率(见 Kim and Koo, 1999)。

表 5. 关于韩国制造业平均债务股权比率的国际比较 (%)

年份	韩国		美国	日本	中国台湾
	制造业	30 个大财团 *			
1991	307	403	147	209	93
1992	319	426	168	202	93
1993	295	398	175	202	88
1994	303	403	1967	196	87
1995	287	388	160	196	86
1996	317	450	154	187	

注: \* 韩国 30 家最大的财团的统计数据不包括其金融类子公司及附属机构。

资料来源: 公平交易委员会:《韩国银行财务报表分析》; 美国普查委员会:《制造业、采矿业和贸易公司财务季报》; 日本大藏省, 企业季报; 部分资料转摘自韩国:《报告集》和 Jeanne Gobat (1998)。

表 6. 1997 韩国最大的五家财团的资本结构

(不包含金融机构; 年末数; 单位: 亿韩元)

	股本	负债	债务股本比率
现代集团	10,670	61,745	578.7
大宇集团	9,055	42,736	472
三星集团	13,492	50,044	370.9
LG 集团	8,491	42,944	505.8
SK 集团	5,109	23,910	468

资料来源: 公平交易委员会; 摘自韩国:《报告集》, Jeanne Gobat (1998)。

2、股权高度集中。从表7中我们可以看到,1996年韩国最大的30家财团的内部股权集中度的平均值为44.1%(其中头号财团现代集团的股权集中度为60.4%)。<sup>3</sup>而且,与日本株式会社的不同之处在于,韩国的大集团都是典型的一个家族控股。大家族通过在财团内的各种上市和非上市公司内部交叉控股来实现对整个财团的控制。这么做,部分原因也是为了避免向公众公布公司的合并财务报表,因为在韩国如果企业控制另一个企业的股份少于30%就无需编制合并财务报表(Gobat, 1998)。表8列示了最近几年来韩国前5大财团的交叉控股的情况。表中的数据是以1999年4月1日各财团对关联公司的股权投资与集团的净资产(以账面价值计算)相除得出的比例。我们可以看到,韩国财团的内部交叉控股是很显著的。其中,现代集团作为韩国最大的财团,上述比例已达到了73.9%。

表7. 集团内部股权集中度(%)

	1983	1987	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
前30大财团	57.2	56.2	46.2	45.4	46.9	46.1	43.4	42.7	43.3	44.1
家族	17.2	15.8	14.7	13.7	13.9	12.6	10.3	9.7	10.5	10.3
子公司	40	40.4	32.5	31.7	33	33.5	33.1	33	32.8	33.8
现代集团	81.4	79.9		60.2	67.8	65.7	57.8	61.3	60.4	
大宇集团	70.6	56.2		49.1	50.4	48.8	46.9	42.4	41.4	
三星集团	59.5	56.5		51.4	53.2	58.3	52.9	48.9	49.3	
LG集团	30.2	41.5		35.2	38.3	39.7	38.8	37.7	39.7	

注: 集团内部股权集中度是集团内家族所控制的股份与其子公司控制的股份的加权平均值,权重是股份所代表的资本数据。

资料来源: Yoo and Lim(1999)。

表8. 韩国五大财团在关联企业的股权投资与财团净资产的比率(单位: 万亿韩元\*)

	在关联企业的股权投资	集团净资产	比例
现代集团	6.5	8.8	73.9%
大宇集团	5.2	13.6	38.2%
三星集团	3.6	14.8	24.3%
LG集团	4.4	8.5	51.8%
SK集团	3.1	8.2	37.8%
合计	22.8	53.9	42.3%

注: \*以99年4月1号的账面价值计算。

资料来源: 韩国先互联出版社8/27/99;

让我们以大宇公司为例,进行详细的考察。大宇集团在1988年的股权结构如

<sup>3</sup> 同西方国家的企业相比,韩国企业的股权集中程度较高,东亚其他国家的情况也和韩国差不多(见Claessens et. al. 1998a)。但是,韩国企业的财务杠杆比率却是东亚九国之中最高的(见Claessens et. al. 1998b)。

图 1 所示(上市子公司在图中均已标明)。我们从图中可以清楚看出,对于大宇集团附属公司控制人的追溯可以一直到该集团的创建人 Kim Woo Choong 先生。非上市公司的大宇基金公司同样也是 Kim 先生创建和控制。有趣的是,大宇集团旗下最大的两个子公司,大宇汽车和大宇造船公司并没有分开来上市。因此这两个公司的财务状况仅能通过大宇公司和大宇重工这两个控股上市公司(这两个公司控股很多不同行业的子公司)得到部分披露。

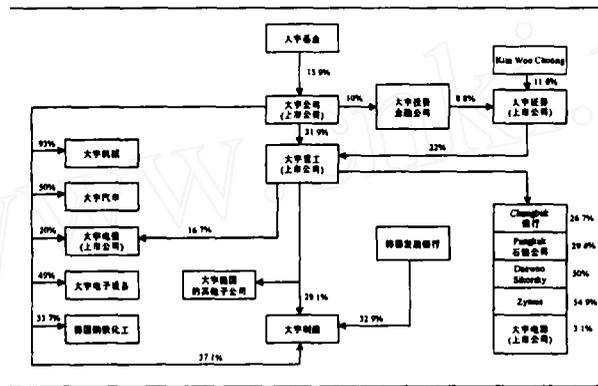


图 1. 大宇集团内股权投资控制关系图

资料来源:《远东经济评论》, 1998, 12, 8, 转摘自 Steer, Shin and Ungson, 1989.

图 1 中的股权结构表并不是大宇集团股权结构的完整资料,这主要是因为信息不完全和信息披露不充分。<sup>4</sup>例如,我们知道没有上市的大宇汽车是由大宇的许多子公司控股而不是大宇公司控股。但当 1999 年大宇集团陷入流动性危机,准备出售大宇汽车时,却被披露出来大宇集团竟总共控制了大宇汽车高达 93.5% 的股份。又如公司创建人 Kim Woo Choong 先生不仅拥有大宇证券的大量股份,还大量持有大宇的许多子公司的股票。

表 9. 韩国大企业多元化经营的国比较 \* (单位: %)

多元化经营的类型	韩国 1989	日本 1973	美国 1969	前西德 1970	法国 1970	英国 1970	意大利 1970
专业化行业	8.2	16.9	6.2	22	16	6	10
半专业化行业	28.6	36.4	29.2	22	32	34	33
相关行业	6.1	39.9	45.2	38	42	54	62
不相关行业	57.1	6.8	19.4	18	10	6	5

注: \* 统计资料包括 49 个韩国集团, 118 家日本企业和 100 家其他国家企业。

资料来源: Yoo and Lim (1999); Jeanne Gobat, 1998.

<sup>4</sup> 韩国在 1993 年以前允许在金融交易中使用假名或借用其他人的名字, 故很难获取有关公司和个人的准确的金融数据。

3、财团经营高度多元化。表9显示了韩国企业经营的多元化程度,并且将其与发达国家20年前多元化经营的状况进行了对比。非常明显,韩国企业相比于那些发达国家,其多元化经营的程度还要深得多。也许有人会反驳道:一个财团不能等同于一个企业,因为财团内部的子公司可以上市。但是,根据一份世界银行的报告(Gobat, 1998),在1996年韩国30大财团的819家子公司中仅有5%完成了上市。对于韩国的前五大财团来说,这个上市比例还更低。

下面的一些问题和我后文中将要谈到的内容关系更加紧密:财团的核心业务是否分开上市?财团内上市公司的业务集中度如何?我们仍将以大宇集团为例来看这些问题。我们从图1知道大宇集团的核心子公司大宇汽车和大宇造船并没有分开上市交易。从可获得的信息来看,这种情况近来并没有发生大的变化。在大宇集团四家最大的上市子公司中,大宇公司和大宇重工仍然扮演着集团内许多其它子公司的控股公司的角色(其中包括大宇汽车)。尽管上市公司大宇电工的产品主要是电视、录像机、显示器、冰箱、微波炉和洗衣机等,但它在1998年时还控制着大宇重工5.3%、大宇电信23.7%、大宇证券3.9%以及大宇风险基金100%的股份(LG证券,1999)。大宇集团的另一家上市公司大宇电信,在1998年拥有大宇汽车8.5%和Orion电工20.3%的股份。因此可以看出,大宇集团旗下主要的上市公司多元化经营的范围很广。由于韩国顶级大财团的内部相互持股的现象都非常普遍,所以它们也都存在这种高度多元化经营的情况。

除了上面的论述之外,我们还有一个非常重要的理由来怀疑一个独立上市的子公司的股票价格是否能完全反映它的财务健康状况。众所周知,所谓对财团所属于子公司的有效的家族式控制就是指财团可以介入其内部子公司之间的财务互助,即效益良好的子公司经常向效益低下的子公司进行财务援助以确保整个财团处于盈利状况。很多情况下,财务援助的方式是子公司之间的债务担保(见表10)。人们没有理由相信一个财团内部两个名义上独立的子公司之间的交易不是关联交易。因此,尽管某一个子公司是独立的上市公司,外人也很难正确判断该子公司的财务健康状况。事实上近来韩国有几家财团遭到调查并被处于罚款,就是因为这些财团在其子公司正式脱离后,仍然和它们进行非法的关联交易。最近韩国政府已经将为维持效益低下的子公司继续生存而进行的“内部子公司非法财务交易”作为财团改革的一个主要议题(The Korea Herald, 1999b)。

表10. 韩国前30大财团的债务担保情况  
(除非特别指明,表中单位一律是十亿韩元)

	1993	1994	1995	1996	1997
股东股本	35.2	42.8	50.7	62.9	70.5
债务担保额	165.5	110.7	82.1	67.5	64.9
债务担保额对 股本的百分比	469.8	258.1	161.9	107.3	92.2

资料来源:公平交易委员会;转摘自Gobat(1998)。

#### 四、经济发展不同阶段及关于盈利性行业的信息

一个有效率的金融系统应该能使资本流入最有发展前途的盈利行业。在此关键问题是:我们如何知道哪一个行业是最有前途的?笔者认为关于盈利行业的信息应该随着经济发展的不同阶段而有不同。这就要提到关于金融系统的结构问题了。在经济发展的早期(韩国的 60 年代就是如此),资本和受过良好教育的工人都是稀缺资源,这时比较容易看出哪一个行业可以以较低的风险获得较大的利润:那就是有着稳定需求的劳动力密集行业。例如:轻纺行业、制鞋业和玩具制造业等。这些制造业的市场遍及全球,收入也相当稳定。如果劳动力成本的低价可以继续保持,那么对这些行业的投资必将会产生高额的净现值。不难知道,这些行业的净现值多半会是正值,所以此时对它们来说,问题只是如何筹资以获得资本。

当一国经济继续向前发展,获利不断增加,金融资本也逐渐积累起来,这时这个国家就很有可能把它多余的金融资本投入到资本密集型的行业中去。韩国 70 年代的重工业和化学工业发展浪潮就是这么一个阶段,那时各集团纷纷跻身进入造船业、化肥制造业、石化工业和钢铁工业这些重化工行业。但这时这些投资能否获得正的净现值相比前一个阶段而言就比较难以确定了,因为在这些资本密集行业,廉价劳动力成本的重要性下降了。不过,只要收入比较确定,而且廉价劳动力依然可以获得,净现值的不确定性也就会降低。<sup>5</sup>要真这样的话,政府通过银行贷款进行引导的融资就依然有效。

当一个国家经历过上述两个经济发展阶段后,它的劳动力成本就会由于工人分得的财富增加而上升。当该国劳动力成本相比于其它发展中国家(如中国,它的经济改革始于 70 年代末 80 年代初)显得更昂贵时,从前可以盈利的行业将不再具有国际竞争力。此时,该国就不得不在高精尖的领域寻求机会。这种情况就正是韩国在 80 年代和 90 年代面临的事实。在这个阶段,韩国的财团纷纷在汽车、家用电器、半导体和电信等行业大肆投资。但是由于在这些高新行业中技术的变革很快,产品的差异性也很大,所以这些行业产品的供给和需求都显得十分不确定。同时,从事这些行业生产的工人需要有较高的文化水平,这就进一步使得劳动力的成本攀升。因此,有关这些行业净现值的信息的不确定性程度提高了,并且更加分散化。经济发展到了这样的阶段,以股票价格所表现的市场信号在引导投资方面就显得特别有价值。

#### 五、经济发展的早期对盈利性项目的融资

在前面的讨论中我们知道,在经济发展的早期人们很容易发现哪些项目可以带来正的净现值。剩下来的问题就是如何对这些项目进行融资。

企业可以采取向投资者发行证券的方式为这些项目进行直接融资。根据 Myers 和 Majluf (1984) 的理论,我们知道,当关于厂商现有资产价值的信息不对称时,发行新股和风险债券的成本就会增加。结果,一个盈利的项目也可能因成

<sup>5</sup> 有文献已经论述过在韩国经济发展的早期,企业都愿意投资于那些低风险的、具有“准商品”特征的行业 (Steers et. al., 1989)。这与本文观点一致:即这类产品因为可以预见不会有什么革新,所以其需求的不确定性也很小。

本过高而搁浅。需要指出的是,考虑到厂商已有的运营项目的价值以及运作经理的能力,逆向选择是有可能发生的,甚至是对人人都知道肯定将会盈利的项目,也可能发生逆向选择。<sup>6</sup> 对于一个处于经济发展早期阶段的国家来说,由于它事实上并没有什么金融基础设施,例如可信赖的审计、良好的信息披露以及完善的经理人市场,上述问题就更加严重了。这就可以解释为什么在经济发展的早期阶段,店头市场的利率通常都极其之高。在韩国,60年代其非正式店头市场的行业间实际借款利率总是高于40%(见表11)。在这么高的利率水平下,只有那些盈利奇高的项目才能获得资本。

表 11. 1964 ~ 1990 期间韩国的利率

年份	通货膨胀率 (CPI)	定期 存款利率 *	银行代款利率			店头 市场
			普通	NIF**	出口	
1964		15	16		8	61.8
1965		30	26		6.5	58.9
1966	11.2	30	26		6	58.7
1967	10.9	30	26		6	56.7
1968	10.8	26	25.2		6	56
1969	12.3	24	24		6	51.4
1970	15.9	22.8	24		6	50.2
1971	13.5	22	22		6	46.4
1972	11.7	15	15.5		6	39
1973	3.1	12.6	15.5		7	33.2
1974	24.3	15	15.5	12	9	40.6
1975	25.3	15	15.5	12	9	47.9
1976	15.3	15.6	18	14	8	40.5
1977	10.1	15.8	16	14	8	38.1
1978	14.4	16.9	19	16	9	41.7
1979	18.3	14.4	19	16	9	42.4
1980	28.7	19.5	20	19.5	15	44.9
1981	21.3	16.2	17	17.5	15	35.3
1982	7.2	8	10	10	10	33.1
1983	3.4	8	10	10	10	25.8
1984	2.3	10	11.5	11.5	10	24.8
1985	2.5	10	11.5	11.5	10	24
1986	2.8	10	11.5	11.5	10	23.1
1987	3	10	11.5	11.5	10	22.2
1988	7.1	10	13	11.5	10	21.2
1989	5.7	10	12.5	11.5	10	18.9
1990	8.6	10	12.5	11.5	10	20.4
1991	9.3	10	12.5	11.5	10	21.2

注: \*, 一年期定期; \*\*, 国际投资基金。

资料来源: 韩国银行: 《经济统计年鉴》各期, 转摘自 Cho and Kim (1997)。

<sup>6</sup> 贷款一般不得贷给手头已有项目的厂商, 因为这样可以减少发生诸如“卷款就逃”和“冒牌经理”之类的问题。

确保那些盈利的出口型项目获得融资的一个办法就是将低息贷款与这些项目捆绑在一起提供给企业。但是私人金融机构是没有动机来做上述事情的, 因为考虑到逆向选择问题它们很有可能遭受损失。即使私人金融机构愿意贷款, 他们也将采用较高的店头市场利率。我们还必须注意到逆向选择和盈利项目搁浅两者所引起的福利效应是不同的。具体说来就是, 逆向选择问题实际上是一个零和博弈, 它将财富从效益良好的企业转向效益低下的企业; 而盈利项目搁浅这个问题则是一个效率损失的问题。如果一国政府为出口导向型的项目提供低息贷款, 这就保证了这些盈利项目的融资问题得到解决, 同时社会的整体福利也将增加。至于因为逆向选择问题, 政府提供低息贷款而蒙受的损失可以通过税收予以弥补。我们将在下一部分对以上的文字叙述用模型来严格地表达。

在 1960 年代和 1970 年代, 韩国的银行为政府所有。因此韩国的贷款利率和贷款流向也为政府所控制。从表 11 可以看到, 60 年代和 70 年代, 对出口导向型项目的贷款实际利率往往是小于零的。即使是普通贷款的利率也远远低于店头市场的利率。在这个时期, 低息贷款的主要受益者是各大财团。但是由于银行低息贷款的成本低廉, 这又导致韩国财团的财务杠杆比率偏高以及股权结构高度集中。因为当贷款成本较低时, 企业不愿发行新股票来筹资。

## 六、一个正式的模型——用于解释

### 怎样的政策贷款可以增进福利

假设有一类项目, 我们称其为  $E$ 。所有的这些项目需要  $I$  单位的投资, 并且带来净现值  $V > 0$ 。本文前面已经讨论过了, 即在经济发展的早期, 这些项目就表示其产品有稳定的外部需求并且生产的劳动成本也很低廉。因此, 投资于这些项目将可以获得正的净现值和为企业带来利润是一种共同信息。

为了防止“卷款就逃”和吸引经营成功的企业, 低息贷款总是贷给那些手头已有项目但无资金的企业。我们用企业正在运营的项目的平均运营价值来表示企业的类型, 模型中用  $t$  表示。同时, 企业的类型还可以解释为经理人的能力。

假定类型为  $t$  的企业从事项目  $E$ , 则其支付函数为:

$$X = t + \varepsilon + v + I,$$

其中  $\varepsilon$  是均值为零的随机变量, 表示现有运营项目的风险。当企业不从事项目  $E$  时, 企业从现有的运营项目可得到的支付是  $t + \varepsilon$  (当  $t$  解释为经理人的能力时,  $t + \varepsilon$  就表示他自我雇用时的支付)。  $V$  是项目的净现值。企业的类型是企业的私人信息。其它的都是共同信息。

为了使模型便于处理, 我们假定三个随机变量都是二项分布。具体说来,  $t$  同以 0.5 的概率取值  $H$  或  $L$ 。  $\varepsilon$  与  $t$  相互独立, 以 0.5 的相同概率取值  $e$  或  $-e$ 。

尽管上述模型可以解出一般解, 但为了简明起见, 我们仅给出一个具体的数字例子。模型的主要结论都可以从这个数字例子中看出。  $I = 30, V = 6, t = 30$  或 0 (概率都是 0.5),  $\varepsilon = 25$  或  $-25$  (概率都是 0.5)。

#### (一) 私人贷款市场

我们假定私人贷款市场是竞争性市场,因此我们假设贷款的偿付额  $D$  (本金加利息) 的期望值是零。通过模型可以看出,如果两类企业都申请贷款,那么私人放贷者保本所需的偿付额  $D$  应该是 36.3, 即利率是 21%。但是,当利率如此之高时,较好的企业就会选择不贷款。这样一来,只有较差的企业会继续要求贷款并承担项目  $E$ 。而放贷人知道只有较差的企业在申请贷款时,他为了保本所需的偿付额  $D = 49$ , 即 63% 的利率。这个利率水平可以解释为店头市场利率 (见表 11)。

假设项目  $E$  的数量多于企业个数,那么就会因为一半的企业(好企业)不做这些项目致使一些项目遭到失败(或者也可以这样假设,当一个项目是由好企业承担时其价值更高)。因此,私人市场的贷款安排会造成福利损失(这从 Myers and Majluf, 1984 的理论中可以看出,当采取私人股权融资时也会造成类似的社会福利损失)。

## (二) 政策贷款

政府可以为企业提供免费贷款,只要这笔贷款是用于项目  $E$ 。在这种情况下  $D = I = 30$ , 并且两类企业都会选择贷款。政府也可以通过对盈利企业征税来弥补损失。假定  $\epsilon = -25$  的企业是差企业,政府只有向该类企业贷款时才会蒙受损失(损失是  $D - (L + \epsilon + I + v) = 19$ )。这种情况发生的概率是 0.25, 损失的期望值是  $19/4$ 。假设政府对盈利企业征收固定税  $T$  来补偿损失,那么税收收入的期望值是  $3T/4$ , 因为有  $3/4$  的企业盈利。由损失的期望值等于收入的期望值得  $T = 19/3 = 6.3$ 。

这样所有的企业都会来做项目,而不仅仅是差的企业做项目。因此社会福利也会得到改进,因为社会总剩余增加了。同时,社会福利还会从好企业转移到差企业(转移额是  $T - v = 6.3 - 6 = 0.3$ )。这样,好企业就被迫参加了运作项目,接受政府的无息贷款并且纳税资助差的企业。

当政府为企业的出口导向型项目提供低息贷款时,它将在那些有着低质量闲置资产的企业上蒙受损失。当然,这种损失可以通过税收加以弥补。重要的是这些项目可以创造价值。从事这类项目的企业越多,社会的总剩余就会越高。由于融资成本低廉,很多企业都会加入这类项目,甚至是差的企业也可以得到补贴。显然私人市场无法做到这样,因为它无法强迫好企业纳税用以资助差企业。这里有一点很重要,即我们假设政府并不比私人市场的参与者信息更充分。出现上述情况只是因为政府可以通过税收政策迫使好企业资助差企业,而私人市场不可能做到这一点。

## 七、证券价格的信号作用以及它在财团体系下的扭曲

在这一节,我们来讨论为什么在经济发展的高级阶段,证券价格可以引导投资以及为什么企业财团的股权安排和资本结构对价格信号却是非传导性的。

对一个高科技产品行业来说,它未来的供给和需求取决于消费者对它的接受程度和现有的以及潜在的竞争者的经营成败。政府的管制政策也能起到重要的作用(对微软公司的法律诉讼就是一例)。没有任何个人能够完全掌握关于未来

供给和需求情况的全部信息,因为这需要对产品的利润进行合理估计。<sup>7</sup>在通常情况下人们甚至不能确定谁会是收集关键信息的最合适人选。所以,关于产品的净现值的信息是分散的,而对这些分散的信息进行提炼、整合使其成为可信程度高的有用信息的最好办法就是看这个企业的股票的交易情况:因为那些分散信息的每一个知情者都会选择投资于能使自己从中获益的股票。这样,股票的价格就可以用来作为判断企业采取扩张还是收缩决策的引导信号。<sup>8</sup>在美国,如果一支股票的价格持续下跌,那么随之而来的通常就是这个企业的重组;而如果某一支股票一飞冲天,那么一般可以判断这个企业正处于迅速发展阶段。

然而,企业财团的股权和财务结构的三个特征都使上述价格信号遭到了扭曲。股权的高度集中和高财务杠杆比率,使得企业拥有大量不上市交易的负债,减少了市场上股票交易的数量,造成了股权基数的减少。这反过来又减少了了解信息的股票投资者的利润和积极性,因为这时投资者很难隐蔽其交易。结果,股票价格能反映出来的信息也就更少了。<sup>9</sup>企业财团的第三个特征,即财团及其上市公司的高度多样化经营也使得只对某一个行业有了解的投资者不愿意购买一个跨越好几个行业经营的企业的股票(见 Chang and Yu, 2001)。

韩国政府在 80 年代已经意识到它的控制信贷配给的政策需要改革。它将其主要的商业银行进行私有化,并且逐步放松了对存款和贷款利率的管制。它还调整了政策性贷款的方向,将政策性贷款更多地贷给中小企业,以减少对大财团的银行贷款。然而,这些努力并不足以打破大财团由于历史积累而形成的对金融机构信贷的严重依赖。<sup>10</sup>而且可能如 Subrahmanyam 和 Titman (1999) 论述的那样,外部性的存在已经阻碍了证券市场的进一步发展。有意思的是高财务杠杆比率和股权的高度集中也正好是美国那些实行杠杆收购的企业特征。人们通常认为杠杆收购结构对一家成长型的企业来说是不合适的。我们在前面也讨论过,高杠杆比率和股权的高度集中在韩国高速发展的早期还没有显现出弊端,企业尚能良好运营。这就是说关键不在于发展速度本身,而在于关于产品的盈利情况的信息的分散程度。

## 八 结 论

笔者借助韩国经济发展的经验教训,论述了随着经济发展的阶段不同关于可盈利行业的信息的分散状况也不同,并由此引出对金融系统的设计问题。在经济发展的早期阶段,廉价劳动力是主要的竞争性要素,这时人人都能很容易地判断什么行业将创造财富,获取利润。这时即使是一个中央集权的金融系统也不太会在资源配置上出明显的差错。然而在经济发展的更高阶段,廉价劳动力的优势丧失,关于高科技产品的信息高度分散化,这时,只有一个能促进证券交易顺利进

<sup>7</sup> 如果产品的期货市场总是开放的,那么产品信息将在其期货价格中得到更好的披露。但不幸的是,大多数产品的情况并非如此。

<sup>8</sup> Hayek (1945) 已经用一套更全面和系统的方法论述了这一观点,以之来说明价格体系的作用。笔者在此强调的是对于高科技产品来说,其产品信息还更为分散。

<sup>9</sup> 参见 Holmstrom 和 Tirole (1989) 的模型。这个模型说明了股权的集中减少了股票价格所传递的信息。虽然此模型中的信息指的是关于管理绩效的信息,但若将其替换为关于企业项目的未来产出的信息,模型依然成立。

<sup>10</sup> 银行也不愿意减少对那些即使已经陷于困难的大财团的贷款,因为这些财团太大了,很难真正倒闭。

行的金融系统才更有可能有效引导资源配置。

我们分析得出的政策含义如下:首先,在经济发展的早期阶段,政府指导型的信贷配给可以起到积极的作用。其次,随着劳动力成本的上升,企业进入那些净现值的不确定性更高的行业,政府就应该逐渐退出信贷配给。第三,在经济发展的更高阶段,政府应该采取积极措施例如完善信息披露制度,以提高价格信号的可信度。政府还应该限制那些以非市场公平价格进行的交易,例如子公司内部交易等。

我一直没有提到的一个重要的政策问题是:政府是否应该直接操纵企业的产权和资本结构的变革?近来,韩国政府已经规定那些最大的财团必须于1999年底把债务-股本比率降低到200%以下。问题是,这项政策是否明智?综观各种文献,对该问题有两种观点:一种观点认为金融结构和金融体系是由经济基础决定,它们会随着经济发展而不断变迁。比如Boyd和Smith(1998)的文章表明债务-股本的最佳比率会随着经济的成长不断下降。如果这是的话,政府就不应该介入企业的资本结构决定。第二种观点认为在金融市场中存在重要的信息外部性(Subrahmanyam and Titman, 1999),因此政府的介入对于有效金融市场的初期发展可能就显得很必要。但到底这两个观点哪个更适合于韩国情况,现在却很难做出判断。

虽然文中的观点是基于韩国的经验得出的,但是我认为对其它国家也有借鉴意义。日本的株式会社体系与韩国的财团具有很多相似之处。为什么日本的金融体系对日本最近几十年面临的问题解决不力?参考本文,我们可以做类似的分析。中国曾经在经济发展的过程中参考了韩国模式,甚至在最近的亚洲金融危机后,中国依然认为韩国的财团体系对其国企业的改革具有一定的借鉴意义。中国现在已经进入了经济发展更高的阶段,这时中国应该认识到中国需要一种与这个阶段相适应的金融结构。本文并不是专门来解释亚洲金融危机发生的原因。但是,本文的确指出了金融危机发生的一个基本原因。当然,货币投机和短期外汇资金抽逃是这场风暴的关键因素。Krugman(1998)、Rajan和Zingales(1998)对这些因素作了更加详细的分析。

## 参考文献

- [1] Allen, F., "Stock Markets and Resource Allocation", in *Capital Markets and Financial Intermediation*, C. Mayer and X. Vives eds., Cambridge: Cambridge University Press, 1993.
- [2] Balino, T. and A. Ubide, "The Korean Financial Crisis of 1997—A Strategy of Financial Sector Reform", IMF Working Paper, 1999.
- [3] Boot, A. and A. Thakor, "Financial System Architecture", *Review of Financial Studies*, 1997, 10, 693-733.
- [4] Borensztein, E. and Jong-Wha Lee, "Credit Allocation and Financial Crisis in Korea", IMF Working Paper, 1999.
- [5] Boyd, J. and B. Smith, "The Evolution of Debt and Equity Markets in Economic Development", *Economic Theory*, 1998, 12, 519-560.
- [6] Chang, Chun and Xiaoyun Yu, "Investment Opportunities and the Informational Benefits

- and Costs of Conglomerate Mergers”, working paper, University of Minnesota, 2001.
- [7] Cho, Yoon Je and Joon Kyung Kim, *Credit Policies and the Industrialization of Korea*, Korea Development Institute Research Monograph No. 9701, 1997.
- [8] Claessens, S., S. Djankov, J. P.H. Fan, L. H.P. Lang, “Ownership Structure and Corporate Performance in East Asia”, World Bank working paper, 1998a.
- [9] Claessens, S., S. Djankov, and L. H.P. Lang, “East Asian Corporates: Growth, Financing and Risks over the Last Decade”, World Bank working paper, 1998b.
- [10] Demirguc-Kunt, Asli and Ross Levine, “Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons”, World Bank working paper, 1999.
- [11] Dow, J. and G. Gorton, “Stock Market Efficiency and Economic Efficiency: Is There a Connection?”, *Journal of Finance*, 1997, 52, 1087-1129.
- [12] Gobat, Jeanne, “Republic of Korea: Selected Issues”, IMF Staff Country Report No. 98/74, 1998.
- [13] Hao, J., William Curt Hunter, and W.K. Yang, “Deregulation and Efficiency: The Case of Private Korean Banks”, working paper, Federal Reserve Bank of Chicago, 1999.
- [14] Hayek, F., “The Use of Knowledge in Society”, *American Economic Review*, 1945, 35, 519-530.
- [15] Holmstrom, B. and J. Tirole, “Market Liquidity and Performance Monitoring”, *Journal of Political Economy*, 1993, 101, 678-709.
- [16] Jagadeesh N., M. Weinstein, and I. Welch, “An Empirical Investigation of IPO Returns and Subsequent Equity Offerings”, *Journal of Financial Economics*, 1993, 34, 153-175.
- [17] Kim, Youn-Suk and Hyeng Keun Koo, “The International Monetary Fund’s Policy and Its Impact on Korean Chaebols”, working paper, 1998.
- [18] Korea Herald, “Hyundai’s Burden Heaviest under Plan to Limit Chaebol’s Equity Investment”, Internet edition ([www.koreaherald.co.kr](http://www.koreaherald.co.kr)), August 27, 1999a.
- [19] Korea Herald, “Crackdown on Illegal Internal Trading”, Internet edition ([www.koreaherald.co.kr](http://www.koreaherald.co.kr)), September 4, 1999b.
- [20] Krugman, Paul, “What Happened to Asia”, mimeo, MIT, 1998.
- [21] Kwack, Sung Yeung, “The Rate of Return on Capital in the United States, Japan, and Korea, 1972-1990”, in Sung Yeung Kwack ed., *Korean Economy at a Crossroad*, Westport, Connecticut: Praeger, 1994.
- [22] Levine, Ross, “Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda”, *Journal of Economic Literature*, 1997, 35, 688-726.
- [23] McKinnon, Ronald, *Money and Capital in Economic Development*, Washington D.C.: Brookings Institution, 1973.
- [24] Myers, S. and N. Majluf, “Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have”, *Journal of Financial Economics*, 1984, 13, 187-221.
- [25] Rajan, R. and Luigi Zingales, “Which Capitalism? Lessons from the East Asian Crisis”, *Journal of Applied Corporate Finance*, 1998, 11(3), 40-48.

- [26] Steer, Richard, Yoo Keun Shin and Gerardo Ungson, *The Chaebol: Korea's New Industrial Might*, New York: Harper and Row, Publishers, 1989.
- [27] Stulz, Rene, "Financial Structure, Corporate Finance, and Economic Growth", working paper, Ohio State University, 1998.
- [28] Subrahmanyam, A. and S. Titman, "The Going Public Decision and the Development of Financial Markets", *Journal of Finance*, 1999, 54, 1045-1082.
- [29] Yoo, Seong Min and Youngjae Lim, "Big Business in Korea: New Learning and Policy Issues", Korean Development Institute, Working Paper, No. 9901, 1999.

## The Informational Requirement on Financial Systems and Government Intervention in Banking at Different Stages of Economic Development: Lessons from South Korea

CHUN ZHANG

(Finance Department, Carlson School of Management, University of Minnesota)

**Abstract** The South Korean experience is used to argue that the distribution of the knowledge about valuable businesses varies with the stage of economic development. This has implications for the design of financial system. In the early development stage when low labor cost is the main competitive advantage, it is easy for everyone to see what businesses will create value. A centralized financial system is not likely to significantly misallocate resources. In the more advanced development stage when the labor cost advantage disappears and the knowledge about the technologically advanced products becomes widely dispersed, a financial system that promotes security trading is more likely to guide efficient resource allocation. These lessons have implications for financial reforms in China and other developing countries.

**JEL classification** G14, G21, H54