



联合国
贸易和发展会议

Distr.
GENERAL

TD/B/COM.2/EM.6/2
15 April 1999
CHINESE
Original: ENGLISH

贸易和发展理事会
投资、技术及相关的资金问题委员会
证券投资流动和外国直接投资专家会议
1999年6月28日至30日，日内瓦
临时议程项目3

外国证券投资和外国直接投资：特性、
相似性、互补性和差别、所涉
政策问题及对发展的影响

供审议的问题

贸发会议秘书处的说明

内容提要

各种论坛上正在进行的讨论集中于如何制订将在国家和国际一级采纳的适当政策和条件，以便减少资本流动的不稳定性。在这方面，人们认为，更好地了解不同类型资本流动的具体特征，特别是外国直接投资和外国证券投资的具体特征，可有助于评估这些资本流动对接受国经济的影响，有助于确定针对投资流动的政策方法。可以注意到外国直接投资和外国证券投资的若干显著的比较特性：外国直接投资是具体面向部门和公司的，而外国证券投资则不是这样；外国直接投资可以转让技术和促进市场准入，而外国证券投资则可有助于加强国内资本市场发展过程；外

国证券投资的波动大于外国直接投资；在最近的金融危机之后，外国直接投资流动看来处于可持续状态，而外国证券投资则有可能减少；只有少数几个国家吸收了大量的外国直接投资和外国证券投资。

外国直接投资和外国证券投资之间的非相似性和互补性表明，有关这两类投资的政策体系将是不同的。在放松对外国直接投资的限制的同时，各国也应当放松对外国证券投资的限制。不过，推行吸引外国证券投资的政策应较为谨慎，因为外国证券投资流动的不稳定性可以对接受国产生负面影响：应允许各国采取(除财政和金融措施以外的)措施来“微调”资金流入和资金流出，以避免资金流动特别是证券投资的大起大落周期性循环。此外，强有力的国内金融制度、管理和监督是确保适当实行自由化的重要因素。还应当考虑到制定各种措施以支持新兴市场促进其利用某几类证券投资，这可以提供相对稳定的资金来源。

目 录

	<u>段 次</u>
导 言.....	1 - 3
一、定义和统计登记问题.....	4 - 12
二、对发展的贡献.....	13 - 26
A. 投资合同的性质.....	13
B. 外国储蓄的流入.....	14 - 19
C. 经营环境.....	20 - 23
D. 互补性和非相似性.....	24 - 26
三、决定因素和比较不稳定性.....	27 - 38
A. 外国直接投资的决定因素.....	28 - 29
B. 外国证券投资的决定因素.....	30 - 33
C. 比较不稳定性.....	34 - 38
四、所涉政策问题.....	39 - 40

外国证券投资和外国直接投资：特性、 相似性、互补性和差别、所涉 政策问题及对发展的影响

导 言

1. 东亚金融危机的爆发提出了若干关于资本流动是否对新兴市场经济体有好处的重要问题。各种论坛上正在进行的讨论集中于如何制订将在国家和国际一级采纳的适当政策和条例，以便减少资本流动的不稳定性。在这方面，人们认为，更好地了解不同类型资本流动的具体特征，可有助于评估这些资本流动对接受国经济的影响，确定吸引或控制资本流动的办法。以有关的讨论为背景，这个问题显得更为重要，尤其是关于将在任何双边、区域或多边投资协定中使用的投资定义和及其范围的讨论。这个问题也与关于资本流动自由化的辩论有关：何种类型的资本流动应首先自由化，如何吸引较稳定的投资流动？

2. 人们注意到，私人资本流动作为新兴市场的资金来源正在发挥越来越重要的作用。¹ 这些资本流量的构成也发生了显著的变化，外国直接投资和外国证券投资已占流入发展中国家的全部资源净额的最大份额。1985年，国际银行贷款占流入发展中国家的全部私人资金流量的50%以上，外国直接投资占22%，外国证券投资占18%；而在1997年，其各自所占的份额估计为8%、43%和48%（其余是非政府组织的赠款）。

3. 资本流动的这种变化中的格局，是由于跨国公司内部交易的国际化（包括更多的外国直接投资活动）和金融交易的日益证券化（包括更多的外国证券投资跨界投入股票和债券）² 形成的生产全球化进程的结果。这两类流动具有不同的特性，对接

¹ 经济合作与发展组织（经合组织）发展援助委员会报告的有关发展中国家的全部资源净额的数据显示，在1985年，官方发展资金仍然占流入发展中国家的全部资源净额的56%，而在1997年，这种资金仅占全部资源的23%。

² 资本流动的证券化反映了国际金融市场上重要的结构变化以及机构投资者在经合组织国家所发挥的日益增大的作用。见：贸发会议：《国内资本市场，特别是发展中国家国内资本市场的增长及其与外国证券投资的关系》，TD/B/COM.2/EM.4/2，1998年3月19日。

受国的发展战略可能具有不同的影响。本文以下各节将分析与外国直接投资和外国证券投资的差别，相似性或互补性有关的问题，以及由此所涉及的政策问题。³

一、定义和统计登记问题

4. 外国投资的定义，以居民与非居民之间的国际收支交易为依据，是指经济利益中心不在投资对象经济体之内的个人或企业所进行的投资。⁴ 根据国际货币基金组织(货币基金组织)《国际收支手册》提出的国际帐户定义和分类，外国投资被分为以下组成部分：(a) 直接投资；(b) 证券投资；(c) 其他投资。

5. 外国直接投资是一类国际投资，在这种投资中，居所在一经济体内的实体从居所在另一经济体内的企业获取持久权益。持久权益意味着直接投资者与企业之间存在一种长期的联系，而且投资者对该企业的管理具有重要的影响。所采用的标准是，“一经济体的居民拥有一股份有限公司 10 % 或 10 % 以上的普通股或投票权，或拥有一非股份有限公司的等效权益，即为直接投资。附属企业(不论是否为股份有限公司)之间随后进行的全部交易，都是直接的投资交易”。直接投资包括自有资本、利润再投资和其他资本(或公司间债务交易)。直接投资企业包括子公司(其中非居民投资者拥有 50 % 以上的资本)、联属公司(其中非居民投资者拥有 50 % 或低于 50 % 的资本)和分公司(独资或合资型非股份有限公司)。

6. 外国证券投资包括在有组织的和其他的金融市场交易的(或可进行交易的)各种金融工具：债券、股票和金融市场证券。货币基金组织在外国证券投资类中甚至还包括金融衍生工具或次生工具，诸如期权等。跨界投资的渠道也多种多样：个人投资者、商业银行、投资信托基金(互助基金、国家和区域基金、养恤基金和对冲基金)。由于某些此类投资者进行的交易缺乏透明度，因此尚难就新兴市场上的外国证券投资规模作出精确的估计。

³ 这项分析所依据的是贸发会议秘书处为投资、技术及相关的资金问题委员会所作的有关外国直接投资与外国证券投资之间相互关系的全面研究；见：《外国直接投资与外国证券投资之间相互关系的全面研究》，贸发会议秘书处的研究报告，(UNCTAD/GDS/GFSB/5)，即将出版。

⁴ 见货币基金组织：《国际收到手册》，第五版。

7. 关于外国证券投资的数据有不同的资料来源：货币基金组织、世界银行、国际金融研究所、来源国(诸如美国财政部)和某些跟踪了解投资基金情况的商业公司(诸如标准及普尔氏公司的 Micropal)。不用说，不同资料来源所显示的数据是有相当大差异的。货币基金组织发表了一份《调查指南》，以协助各报告国为货币基金组织的证券投资协调调查做准备。⁵并非所有国家都详细报告了有关外国证券投资的统计数字。世界银行的债务报告制度也仅包括了对于发展中国家的外国证券投资的估计数。就任何特定国家而言，货币基金组织和世界银行的数据可能相差甚远。⁶

8. 某些来源国，特别是美国和日本，收集关于居民与非居民之间证券投资交易的数据。日本银行最近发表了关于日本在国外证券投资的统计数字，但这些数字仍是相当笼统的数据。美国财政部的数据是全世界现有的最全面的来源国数据，它按月报告美国居民购买和销售外国(非美国)股票和外国(非美国)长期债券(原定偿还期一年以上的债券)等证券投资组合的总额情况。这些数据向银行、证券交易商、投资者和直接与外国居民从事外国证券交易的“其他实体”收集。不过，如果要将这些数据理解为反映美国居民与非美国居民之间的证券投资流动的实际情况，也还存在一些局限性：⁷

- (a) 按国家报告的数据涉及交易的外国对应方实际所在的国家，这并不一定与外国证券发行者的居住国一致。此外，常住美国的证券交易商也可代表外国的居民从事这些交易。
- (b) 通过国际金融中心进行的大量交易似乎也可使数据出现偏差，在这些中心，可以第三国居民的名义发行和交易证券。
- (c) 同样，发行和交易由非美国常住公司出具的存款单也可算作美国证券。

⁵ 共有 37 个国家表示愿意参加这种协调调查，该调查结果预计在 1999 年年底发表。

⁶ 有时国家中央银行报告的资本流动数据与货币基金组织报告的数据不同。贸发会议秘书处已经发现由这两个资料来源提供的某些国家的数据不一致。

⁷ 有关这些局限性的详细解释，见贸发会议：《外国直接投资与外国证券投资之间相互关系的全面研究》。

9. 请注意，这些评论同样适用于货币基金组织国际收支帐户基于居民与非居民之间的交易所报告的证券投资数据。在作为国际金融中心的那些国家，很难确定其证券在这些中心内交易的公司的国籍。

10. 最后，诸如 Micropal 这样的商业资料来源，汇编有关新兴市场股份固定的和股份不固定的产权基金和债券基金的数据，并报告这些基金的规模(净资产价值)和业绩(股东的收益)。这些基金被分为全球性、区域性和国家基金。有些观察人士使用这些基金按国家或区域市场价格指数变化调整的净资产价值变化，来反映接受国证券投资中的变化。⁸ 现可证明这种方法因多种原因而有误导作用。⁹ 首先，市场价格指数并不一定反映这些基金所投资的资产的价格。其次，股份固定的基金的价格变动与所涉资产的价格无关。第三，某些基金并没有在新兴市场充分投资，有时也可能以一定数额的现金作投资。

11. 总之，关于外国证券投资并没有任何单一的数据来源，而且很难就跨界证券投资流动给予精确的表述。货币基金组织似乎拥有投资接受国提供的最可靠数字，尽管国家涵盖范围远非全面，而且也很难准确地识别证券的购买者或销售者或发行者的国籍。

12. 除了外国证券投资估计数的准确性问题外，还存在“界线不定”的情况，即难以将一种投资归类为外国直接投资还是外国证券投资的情况。在对外国证券投资实行自由化的国家，证券组合的投资者可以购买 10% 以上的公司股份，而不一定对该公司具有一种“持久权益”或打算控制该公司。然而，该投资者的投资却可以归类为外国直接投资。在其他情况下，外国子公司可以发行债券，这些债券的绝大部分由母公司所购买；这些交易事实上是外国直接投资，却可以登记为外国证券投资。采用控制利益作为一种分界线，便存在着外国直接投资由于所有权淡化和失去控制而成为外国证券投资的情况。反之，如果投资者决定要在其早先已作为外国证券投资购买了资产的公司中掌握一种管理权益，则外国证券投资也可转变为外国直接投资。

⁸ 见：John Rea: "United States emerging market funds: Hot money or stable source of investment capital?", Perspective, Investment Company Institute, December 1996.

⁹ 关于对这种方法的评论，见贸发会议：《……全面研究》。

二、对发展的贡献

A. 投资合同的性质

13. 在分析外国直接投资和外国证券投资可对新兴市场经济体的发展作出何种具体贡献以及它们的互补性(和非相似性)之前,必须先理解联系不同类型投资者与其投资的实体/国家的合同的性质。三种形式的投资,即外国直接投资、外国证券投资 and 银行贷款,在所有权、风险分担和报酬方式上存在着差异。

(a) 外国直接投资是一种内部投资流动(在同一跨国公司内部),它既包括资本资产也包括无形资产。投资者控制着其建立的子公司并利用下述方法从其投资中获取利益(并因此增加整个跨国公司集团的总利润)。

- 增加销售额(或是在当地市场或是通过向第三市场出口);
- 减少生产成本;
- 提高整个集团的生产效率。

外国投资者承担其企业的经营风险。

(b) 外国证券投资是购买外国的公司或政府实体发行的证券(股票或债券)。外国证券投资通过金融市场进行,因此需要有相当流动的国内和国际资本市场。从接受国的观点来看,外国证券投资并不导致失去对发行公司所有权的控制(可以是独资型的当地企业,也可以是合资企业或跨国公司的子公司)。证券投资是“纯粹的”金融投资,并不附带转让无形资产和管理专知。证券组合投资者的主要动机是通过证券投资多样化来力求增加收益和减少风险。

投资者预期分享公司/实体通过获取股息/收益或资本收益而实现的利润。但投资者也要分担风险:如果利润很高,资产收益也将很高;如果出现亏损,投资者也要因资产价格下降而承受损失。就债券而言,投资原则上是确定期限的。不过,投资者可以在偿还期之前出售债券。债券价格的升水/折扣取决于借款者所体现的风险,但也取决于金融市场利率的演变情况。就股票而言,投资没有确定的偿还期,但股票可以在任何时候出售。风险和利率也会影响到股票的价格。

如果证券在当地资本市场上交易，外国投资的大量流入或流出可以对当地市场形成冲击，也可以引起或加剧汇率的波动；在这种情况下外国投资者就要承担汇率风险。如果证券在国际资本市场上交易(诸如美国受托保管证券收据(ADR_s)、国际发行的债券和股票)，接受国的经济便可以避开资产价格变化的影响；在这种情况下，新兴市场的证券发行者便承担汇率风险。

- (c) 银行贷款是贷款人与借款人之间的一种确定期限(贷款偿还期)的合同。贷款人将持有合同直至偿还期，并将按照合同中规定的时间表获得利息和本金摊还款。期满之前的预期付款额由合同确定，不因借款人支付能力的变化而改变，因此也不存在任何分担风险。

B. 外国储蓄的流入

14. 有关所抽选的 30 个发展中国家和转型期国家¹⁰ 1990-97 年期间国际收支的数据显示，就这批国家的三分之二而言，平均来说，外国直接投资占资本流量的百分比份额要大于外国证券投资。外国证券投资大于外国直接投资的 9 个国家¹¹ 一般来说都是中上收入国家(印度除外)；它们都拥有相当发达的资本市场(资本市场资本化与国内生产总值的比率超过中等收入国家的平均比率)。还值得注意的是，某些国家，诸如阿根廷、巴西、墨西哥和大韩民国吸引的债券投资要多于股票投资。

¹⁰ 这 30 个国家是在 1990-97 年期间报告有关外国证券投资数据的国家。非洲：埃及、摩洛哥、尼日利亚、塞内加尔、南非、突尼斯；亚洲：孟加拉国、中国、印度、印度尼西亚、大韩民国、科威特、马来西亚、菲律宾、沙特阿拉伯、新加坡、泰国；东欧：捷克共和国、匈牙利、波兰、俄罗斯联邦、斯洛文尼亚；拉丁美洲：阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥、秘鲁、乌拉圭、委内瑞拉。关于这些国家外国直接投资和外国证券投资流量的更详细分析，见贸发会议：《全面研究》。

¹¹ 这 9 个国家是：非洲：南非；亚洲：印度、大韩民国、菲律宾、泰国；拉丁美洲：阿根廷、巴西、墨西哥、乌拉圭。

15. 1996年,外国直接投资流入占发展中国家固定资产形成总值的份额是8.7%¹²。这一份额随着时间的推移而增加(1992年,该份额相当于4.2%)。跨界合并和收购占外国直接投资流动的大部分;其与外国直接投资流动总额(在发达国家和发展中国家)相比的价值自1996年的49%上升到1997年的58%。¹³在发展中国家,南亚、东亚和东南亚占合并和收购所涉售出额的绝大部分,1997年金融危机之后尤为如此。1997年,拉丁美洲和中欧及东欧的合并和收购所涉售出额也出现显著增长,这主要是私有化的缘故。

16. 在净转移额的基础上,应从外国直接投资流入中扣除利润汇款,以便显示额外可供投资资源的实际数额。随着子公司的成熟,它们越来越依赖内部资金来为扩展融资、获取日益增多的利润和形成不断增加的使用费付款。此外,利用公司内部调拨价格的欠透明做法形成的资金倒流,有时也很重要,在跨国公司利用这种方法避税或针对汇率风险进行套期保值时尤为如此。最后,子公司较多地依赖当地借款用于扩展,尤其是在出现高汇率风险时。

17. 另一方面,外国证券投资使新兴市场上可供公司使用的风险资本总量增多。估计发展中国家和转型期国家发行的国际股票和债券,相当于所有国家1996年和1997年在国际资本市场所筹措资金总额的近17%¹⁴。不过,由于金融危机,这些国家1998年筹措的款项减少一半以上,其份额下降到占总数的7%。此外,证券组合投资者也购买在当地市场上发行的证券,使这些市场的流动性加强。金融危机导致外国投资者的某些恐慌性出售。

¹² 这一份额在各区域之间有差异:非洲为7.3%,拉丁美洲和加勒比为12.8%,南亚、东亚和东南亚为8.3%,中欧和东欧为7.5%。见贸发会议:《1998年世界投资报告》,附件表B.5。

¹³ 见贸发会议:《1998年世界投资报告》,第一章,第3节:合并和收购(英文)第19-23页。

¹⁴ 国际清算银行在其《国际银行和金融市场发展评论季刊》(Quarterly Review on International Banking and Financial Market Developments)中报告了有关国际股票和债券问题的数据。发展中国家和转型期国家1996年发行150亿美元国际股,1997年发行293亿美元,1998年发行112亿美元;这些国家1996年发行881亿美元国际债券,1997年发行892亿美元,1998年发行371亿美元。

18. 外国证券投资的日益进入，特别是在 1993-94 年和 1996-1997 年初的高涨时期，也伴随着资本费用的减少。据报告，发展中国家发行新的国际债券的平均差额(与美国的可比最终偿还期加息票的长期国库债券相比)，从 1994 年的 355 个基点下降到 1997 年头 8 个月的 258 个基点。¹⁵ 由于国际金融市场的利率大大低于国内利息，对来自新兴市场的借债公司而言，实际上在所有新兴市场，即便把差额加上，资本费用也还是要低很多。同样，在外国股本大量涌入的那几年(1993 年、1996 年和 1997 年)，吸引了大部分这些流量的主要新兴市场的当地股票价格指数也大幅度增长，¹⁶ 从而使公司能以较低费用利用股票融资。

19. 就象外国直接投资的情况一样，如果扣除息票和股息的付款，按证券投资流入计的净转让额就会小一些。不过要注意到，因为股息取决于企业的盈利能力，证券投资也有分担风险的任务，由于证券投资的买卖性质，证券的大量流入或流出可以破坏交易不旺的当地资本市场的稳定。

C. 经营环境

20. 常有人说，随外国直接投资而带来的是技术和管理专知的转让以及改善进入外国市场的机会。全球的研究与开发活动有很大一部分是发达国家的跨国公司进行的，它们拥有或控制很大比例的新技术，生产绝大部分的新产品。因此，它们可以成为向所在国转让技术的重要渠道。不过技术转让是一个复杂的问题。跨国公司在何种程度上在联属公司或在与发展中国家公司建立的非股权安排(诸如许可证安排)之上进行技术开发活动(研究与开发以及技术革新)? 外国联属公司是否通过后向或前向联系、仿制、竞争和雇员更替来促进国内公司的技术升级?

21. 另一方面，外国证券投资也可以为改善公司运营的经营环境作出贡献。有关论述已提到，(国内和外国)证券投资需要有一个运作良好的金融市场。有效的金融体制应该履行三个职能：¹⁷

¹⁵ 见世界银行：《1998 年全球发展融资》(Global Development Finance)，第 13 页。

¹⁶ 见国际金融公司：“Emerging Stock Markets, Factbook 1998”。

¹⁷ 关于有效的金融体制的职能和证券市场作用的更详尽讨论，见贸发会议：《对发展中国家的外国组合证券投资：当前的问题和前景》(TD/B/WG.1/11, 1993 年 10 月 26 日)。

- 充分动员储蓄(包括外国储蓄);
- 高效率地调节投资人与借款人的关系;
- 高效率地分配资源用于生产用途。

22. 如果存在许多不同类型的金融机构和工具,它们能顺应不同的风险/收益和投资者的时间偏好,以及顺应不同的风险评估和资金使用者的躲避风险的行为,那么便可以最有效地履行这些职能。金融系统将必须提供基本的短期(存款型或金融市场)债券和长期债券,并且提供风险资本(股票和有关工具),以满足经济的不同融资需求。事实上,亚洲国家最近的金融危机的原因之一,就是这些国家的金融体制不健全,它们过分依赖银行的金融中介作用。银行证券投资的偿还期高度失调,在外国资本流入突然中断之后便导致严重的周转危机。这些国家现在认识到建立国内债券市场的好处,证券市场可以分散风险,延长付款的偿还期,因为投资者更愿意以较长的期限贷款,这样他们可以在偿还期之前进行债券交易。此外,存在运作良好的资本市场对于金融深化及加强与银行就金融中介作用进行竞争也很必要,这有助于减少借款人的资本费用。

23. 预期外国证券投资将协助进一步发展资本市场¹⁸,因为它可提高当地市场的折现能力。随着折现能力的提高,营业额也将增加,价格波动也将减少,这样就会鼓励投资者和公司利用资本市场进行投资,通过发行金融证券进行筹资。此外,外国投资者可以改进当地资本市场的标准,因为它们更需要信息质量、信息披露以及保护少数,而且也将需要有适当的市场和交易条例。外国投资也可以促进发展新的机构和服务,诸如投资管理和金融咨询服务、会计和审计、市场信息服务和信用等级评定机构。外国投资还将有助于增加金融交易的透明度和改进公司管理。

D. 互补性和非相似性

24. 这两类投资之间可以有许多互补性。首先,外国直接投资由跨国公司进行,而且是具体面向公司或部门。也就是说,所在国不能决定这些投资的走向。而另一方面,外国证券投资可以为国内公司以及外国联属公司供资,并非具体面向部

¹⁸ 关于外国证券投资对当地资本市场发展的贡献的分析也可参考贸发会议:《国内资本市场、特别是发展中国家国内资本市场的增长及其与外国证券投资的关系》。

门，因此替代性较大。外国证券投资通过提供资金和减少国内公司的资本费用，可以提高这些公司的竞争能力。尽管证券组合投资者将首先在“热门证券”公司投资，但它们也通过在具有增长潜力又显然被低估的公司进行投资，利用“价格异常”取得好处。

25. 人们可以想象这两类投资之间的各种联系。例如，外国直接投资通过后向和前向联系可以鼓励创建国内公司，这些公司可反过来求助于外国证券投资为其扩展供资。另一方面，如前所述，外国证券投资可以鼓励发展国内资本市场，这些市场随后将有助于吸引外国直接投资。外国证券投资可有助于加强当地金融基础设施，这些基础设施则可促进跨国公司的运营，在外国直接投资通过合并和收购进行时，情况尤其如此。

26. 外国证券投资是一种金融投资，因此较易受金融因素变化的影响。由于它并不与任何具体的公司或部门发生联系，所以它原则上在资源分配方面发挥中性作用，把资金导向具有高收益前景的投资。不过，外国证券投资也可加剧金融危机和外汇危机，因为一旦预期货币贬值，便可促使外国证券投资外流。从这个意义上讲，外国证券投资的宏观经济影响要远大于外国直接投资的影响。尽管由外国直接投资而来的大规模资本流入也可对实际汇率产生影响，但人们通常认为外国直接投资被子公司进口生产所必需的资本设备和部件所抵销，它对汇率的影响因而也就较小。不过，以利润汇款形式(和内部转拨定价)形成的外流可以对国际收支造成巨大的压力。此外，跨国公司子公司的大规模当地借款也可产生把当地公司“挤出”当地资本市场的风险。另一方面，外国直接投资则可在微观经济层次上产生重要影响，决定所在国生产结构的发展方向。

三、决定因素和比较不稳定性

27. 若干接受国把集中吸引外国直接投资和外国证券投资置于同等地位，¹⁹ 它们通常是一些拥有多样化经济和金融结构的中上收入国家。

¹⁹ 接受最大的投资基金的 10 个国家和地区是巴西、智利、中国、印度、墨西哥、大韩民国、俄罗斯联邦、南非、中国台湾省和泰国。它们还接受了最大数量的外国直接投资。

A. 外国直接投资的决定因素

28. 对于外国直接投资的决定因素已有广泛的研究，下文归纳这种研究的结论。人们广泛认为，在三组决定因素同时存在时即可进行外国直接投资(通常称为OLI 总合范式²⁰：O 表示所有权特定优势，L 表示地点特定变数，I 表示内在化优势)：

- 存在所有权特定竞争优势(例如专利技术或源自共同管理的优势)；
- 东道国存在地点优势(例如巨大的市场或较低的资源费用或优良的基础设施)；
- 相对于投资者与接受者之间的正常交易关系，在公司内存在较优越的好处。

第一和第三个条件对于外国直接投资是具体与公司相关的决定因素，第二个条件则对东道国的外国直接投资流入具有重要的影响。如果仅满足第一个条件，公司将依赖出口、许可证安排或出售专利来服务于外国市场。如果在第一个条件之上再加上第三个条件，外国直接投资便成为服务于外国市场的优选模式，但只有在出现地点特定优势的情况下才会这样。

29. 地点特定变数可能与经济和政策决定因素有关²¹。主要的经济决定因素是：国内市场规模；自然资源和创造的资源基础的地区分布；劳动力的投入价格、质量和生产率；国际运输和通信费用。

B. 外国证券投资的决定因素

30. 外国证券投资主要由与通过证券投资多样化来寻求收益和减少风险有关的动机所驱动。1993 年外国证券投资流动的激增，可由同时出现的若干因素来解释，其中有：

²⁰ 见 Dunning, J.H.: *Multinational Enterprises and the Global Economy* (Wokingham : Addison-Wesley, 1993)。

²¹ 关于对外国直接投资决定因素的详细分析，见贸发会议：《1998 年世界投资报告》，第四章：外国直接投资的东道国决定因素。

- 金融市场的全球化和自由化，这意味着金融资本可较自由地以较低成本在国家之间流动；
- 许多新兴市场基本经济要素的改进，这导致增长速度远高于经合组织国家的增长速度；
- 以国际金融市场低利率和充分的折现能力为特征的有利的全球宏观经济条件；
- 储蓄的体制化和专业资本管理(互助基金、对冲基金和其他投资公司)的广泛发展，由此减少金融交易的经营费用(相对于商业银行而言)；
- 在通信和信息技术方面取得决定性进展，这使得处理有关各国和公司的大量信息成为可能。

31. 这些因素构成证券组合投资者证券投资多样化战略的基础。把资本资产定价模式推广到跨界资产类别，会产生这样的结论，即把新兴市场资产纳入投资证券组合，将导致形成较高的按风险调整的收益，因为这些市场显示出较高的增长率，而且与成熟的发达市场呈低相关关系。

32. 从东亚开始又扩展到几乎所有新兴市场的金融危机，迫使人们对证券投资多样化向新兴市场推进的好处重新进行评估。不仅新兴市场的投资收益要低于经合组织市场(特别是在股票价格一路彪升的美国)，而且投资的风险和不稳定性也很高。人们发现，作为新兴市场主要基准的国际金融公司(金融公司)综合指数，1990年代的成绩比标准及普尔氏(S&P)公司世界指数差43.1%(以美元计)²²。此外，金融市场的一体化也增加了新兴市场与成熟市场间的相关关系。标准及普尔氏指数500与金融公司综合指数的相关系数，从1975-1995年的0.27上升到1990-1995年的0.41。

33. 一些基金经理对贸发会议发出的调查表²³所作答复证实了这些结论。这些基金经理们报告，在新兴市场进行投资的主要动机是要提高证券投资收益。不过，

²² 见：《金融时报》：“High risk, low returns”，1998年3月21/22日(评论和分析)。

²³ 有关对贸发会议问题单的答复将在即将出版的贸发会议报告：《全面研究》中更详尽地加以报道。11个新兴市场基金和10个全球市场基金的经理对问题单作了答复。

过去 8 年来，在新兴市场的投资一般而言减少了全球证券投资的收益，自亚洲危机爆发以来尤其如此，而且也增加了证券市场的不稳定性。然而，尽管取得的结果不甚理想，但基金经理们仍然相信证券投资多样化向新兴市场推进的好处，并没有计划在这些市场上中止短期、中期或长期投资，或减少其对新兴市场的投资。当然，投资者们今后将会更谨慎地考虑宏观和微观经济政策，²⁴ 特别关注以下几点：高经济增长率、汇率稳定程度、外汇储备水平、宏观经济的整体稳定性、国内银行系统的健全性、证券市场规章制度的质量、国内会计/披露标准的质量和投资者权利保护的程 度。

C. 比较不稳定性

34. 有关亚洲金融危机之后资本流动的报 告²⁵ 显示，与证券投资 and 银行贷款相比，外国直接投资恢复最快。总的来说，在国家一级，证券投资的波动大于外国直接投资(以较高的变差系数来衡量)。这并不令人奇怪，因为外国直接投资进入东道国是与一种持久的权益挂钩的。此外，跨国公司也很难减资和出售其外国联属公司，如果它们卷入国际生产网络或“破产”费用很高，则情况尤其如此。

35. 另一方面，证券投资以金融市场为中介，对投资环境的变化极为敏感，这种变化可能来自接受国经济的内部因素或者外部因素。1990 年代国际金融市场的一个值得注意的特点，就是金融交易期限的缩短。例如，期限不足一年的银行贷款的份额由 1990 年占全部银行贷款额的 45%，增加到 1998 年的 52.4%。出现了向证券交易的转变；针对有关金融交易的不同风险创造各种衍生工具，这一金融革新进程加强了资本流动的证券化。证券投资经理们的现代风险管理技术，诸如计算机化

²⁴ 注意到这样一点也很有意义，即全球基金一般采取“自上而下”的投资战略(即首先看宏观经济环境)，而新兴市场专业基金则采取“自下而上”的战略(首先看公司的情况)。

²⁵ 国际金融研究所提供了有关向新兴市场资本流动的估计数，估计显示 1998 年的外国直接投资价值为 1,110 亿美元，而 1999 年为 1,039 亿美元；1997 年的外国证券投资价值为 1,183 亿美元，1998 年为 507 亿美元，1999 年为 443 亿美元；银行贷款 1996 年相当于 1,210 亿美元，1997 年为 248 亿美元，1998 年为 -97 亿美元，1999 年为 -82 亿美元。应该注意到这些估计数具有很大的不确定性。见国际金融研究所：“Capital Flows to Emerging Market Economies”，1999 年 1 月 27 日。

的证券投资保险/计算机程序控制型交易办法、(value-at-risk (风险值)模型和 mark-to-market(边际帐户日盈亏调整))模型,可能会加剧资产价格的变动,增加传染性风险。此外,(利用贷款)进行“杠杆”投资和追求短期收益(这能给证券投资经理们带来高额奖金)也是导致金融市场更加不稳定的因素。

36. 金融市场固有的不稳定性或许不会减慢金融交易证券化的进程,因为与利用银行系统作为金融中介手段相比,投资者,特别是机构投资者在使其交易费用降低的同时,从证券投资中获得了较高的收益。

37. 就新兴市场而言,信息不均衡的问题会增加投资者对进行交易的风险作出不正确估价的可能性。这会导致扩大这些市场的价格波动,因为外国投资者可能对其市场上出现的任何变动作出过度反应。这种信息的不均衡也可导致群聚行为,致使出现大起大落的投资周期和危机时的传染性反应。²⁶

38. 因此,证券投资存在着不稳定的倾向。外国直接投资是否因汇率风险也会显示某种程度的不稳定?汇率风险可能引起跨国公司的某些行为,这些行为可能减少流向东道国的资本量或加重其国际收支问题。²⁷下面是这种行为的某些示例:

- 存在跨国公司因风险导致的依赖当地货币融资的情况;
- 所在国货币的长期实际贬值使其作为服务于世界(或来源国)市场的生产地点更具有吸引力,但作为组装含有大量来源国部件的供所在国市场销售的产品地点则不那么具有吸引力;
- 短期承付款项在跨国公司对汇率变动进行套期保值(或可能的预测)期间可以改变,在这方面,跨国公司可能拥有掌握信息的有利条件,这可有助于它在外汇市场上采取迅速行动;

²⁶ 见贸发会议:“外国证券投资:对新兴资本市场增长的意义”(UNCTAD/GDS/GFSB/3),1998年5月22日,及贸发会议:《国内资本市场、特别是发展中国家国内资本市场的增长及其与外国证券投资的关系》。

²⁷ 关于跨国公司行为及资金流动问题的评述,见 Richard E. Caves: *Multinational Enterprises and Economic Analysis*, 第二版(剑桥大学出版社,1996年),第6章,第133-161页。

- 跨国公司在交易国际化方面拥有明显的优势，可以考虑加速支付以一种预期升值的货币表示的到期付款，延迟以一种预期贬值的货币表示的付款；
- 跨国公司可以以一种预期贬值的货币借款，以一种预期升值的货币贷款；同样，跨国公司可以改变表示其应收帐款或应付帐款的币种；
- 跨国公司还可以在外汇期货市场上利用买卖或利用经谈判达成的互换货币，抛补外汇的多头或空头。

四、 所涉政策问题

39. 根据上面几节可以注意到外国直接投资和外国证券投资的若干显著特性：

- 互补性：外国直接投资由外国跨国公司拥有，具体面向部门和公司，而外国证券投资一般而言由当地公司或政府所进行，并非具体面向部门；
- 对发展的其他影响：外国直接投资可以转让技术和促进市场准入，而外国证券投资可有助于加强国内资本市场发展过程；
- 不稳定性：外国证券投资的波动大于外国直接投资，尽管跨国公司子公司的套期保值行为也可加剧国际收支危机；
- 可持续性：外国直接投资流动看来是可持续的，而随着证券组合投资者在何处投资方面趋于更多地选择，外国证券投资有可能减少；
- 可获性：只有少数(相同的)国家既获得了大量外国直接投资又获得了大量外国证券投资。

40. 从这些叙述中可以推断出何种类型的政策影响？²⁸

- (a) 首先，外国直接投资与外国证券投资之间的互补性表明它们针对的是不同的金融需求。就外国直接投资而言，跨国公司承担着其附属公司的经营风险，而就外国证券投资而言，如前所述，投资者与当地发行

²⁸ 有关政策影响的较详细讨论，见贸发会议：《全面研究》。

者之间存在着某种程度的风险分担。如果一国仅对外国直接投资实行自由化而控制外国证券投资，就会使当地公司处于不利地位，使之不能利用除银行贷款(这不具有风险分担)以外的外部资金来源。

- (b) 第二，外国证券投资的高度不稳定性要求旨在吸引外国证券投资流动的政策应更为谨慎。主要是新兴市场国家的人们认为，由于国际金融市场内在的不稳定性，只要国际上未就对付这种不稳定性达成一致同意的措施，各国就应拥有某种机动余地，保护其经济不受资本流动不稳定性负面影响。因此，应允许各国采取(除金融和货币措施以外的)措施来“微调”资本流入和流出情况，以避免资本流动特别是证券投资的大起大落周期循环。强有力的国内金融制度、管理和监督是确保适当实行自由化的重要因素。

(一) 在适当资本自由化这个特定问题上，应当密切注意两个政策问题。第一组问题涉及到双边、区域或多边投资协议中投资的定义和包括范围。对投资协议是否应包括外国证券投资的问题已给予了相当的关注。迄今为止，尽管外国证券投资已被许多双边和区域投资协议所涉及，但对于投资协议中包括还是不包括证券投资的理由或影响，很少或没有进行过任何理论研究或经验研究。

赞成在这些协议中包括外国证券投资的论点如下：

- 外国证券投资应像外国直接投资那样受到保护，特别是对在没收的情况下可能造成的损失给予保护；
- 很难在外国直接投资与外国证券投资之间作出明确的区分；
- 投资体制的进一步自由化将符合自由化和全球化的趋势，进而促进储蓄的高效率分配，降低成本和改进金融服务的质量。

反对包括外国证券投资的论点如下：

- 它将限制所在国政府决策的灵活性，在有关资本帐户自由化方面尤其如此；

- 鉴于大多数发展中国家的金融部门都很不健全，因此需要时间来加强金融基础结构和监管与管理标准，并加强国内投资者基础，而后再对证券投资实行完全的自由化。

(二) 第二组问题有关控制证券组合流动不稳定性的最佳做法。在国际一级，国际清算银行已采取主动行动来监控银行对大量利用贷款进行投资的基金的放款情况，七国集团已采取行动建立金融稳定论坛，以期确定应采取哪些措施来解决与金融稳定性和系统风险有关的问题。

在国家一级，各国除了努力加强国内基本经济要素之外，还采取了各种措施：资本收益税根据投资期限而有所区别；投资的最低延缓时间；短期流入的法定储备额；控制卖空做法；股票市场的分化；外国投资的最高限额等等。国家税收政策问题值得进行更认真的分析，尤其是因为不同的税收体制可对资本运动产生影响。²⁹

- (c) 最后，应考虑采取何种政策或支持方法来增加新兴市场利用诸如(国际和国内发行的)中长期债券、原始股票发行、存款单、风险资本基金、国家基金等可以提供相对稳定来源的证券投资的机会？信用评级机构在决定进入资本市场的机会方面发挥至关重要的作用。因此，重要的是主权国风险(政府风险)评级应遵循广为人知的严格、客观的标准。多边金融机构最近为协助亚洲国家的借款者恢复进入国际债券市场提供了担保。这种担保的代价很高，因为担保就相等于承担该笔贷款同等数额的赔偿责任，有鉴于此，多边机构能否将这种提供担保的政策推广至大批国家？可以执行何种其他政策以促进大批发展中国家获得稳定的投资资源？

-- -- -- -- --

²⁹ 见 Valpy Fitzgerald : “ Global Capital Market Volatility and the Developing Countries ”, IDS Bulletin Vol.30, No.1, 199(Institute of Development Studies, Sussex, 1999)。