



联合国贸易和发展会议

Distr.
GENERAL

TD/B/WG.1/11
26 October 1993
CHINESE
Original: ENGLISH

贸易和发展理事会
投资和资金流动特设工作组;
不引起债务的发展资金;
增加投资和资金流动的新机制
第三届会议
1994年1月10日, 日内瓦
临时议程项目 4

组合证券投资和新的融资机制

对发展中国家的外国组合证券投资:当前的问题和前景

贸发会议秘书处报告

目 录

	<u>段 次</u>
概要和结论	1 - 9
导 言	10 - 11
一、外国组合证券投资的趋势	12 - 39
A. 最近趋势背后的因素	12 - 19
B. 新兴股票市场的演变情况	20 - 30
C. 外国组合证券投资的类型	31 - 39
二、外国投资者的考虑	40 - 61
A. 促进组合证券投资的因素	40 - 47
1. 收益	41
2. 证券投资多样化	42 - 44
3. 机构投资者	45 - 47
B. 阻碍组合证券投资的因素	48 - 59
1. 新兴市场的状况	48 - 52
2. 政府的政策	53 - 59
C. 组合证券投资的前景	60 - 61
三、东道国的考虑	62 - 117
A. 股票市场的作用	66 - 96
1. 股票市场的成本及收益	66 - 88
2. 资源调动和发展中国家的股票市场	89 - 96
B. 组合证券投资的宏观经济和金融影响	97 - 106
1. 宏观经济影响	97 - 101
2. 金融影响	102 - 106
C. 吸引外国组合证券投资的措施	107 - 117
1. 体制建设	109
2. 法律和规章体制	110 - 116
3. 其他政府措施	117

概要和结论

1. 在过去四年中,对发展中国家的组合证券投资迅速增加。这种情况发生的背景是国际资本市场起了结构变化,重点由银行中介转向资金证券化,而且日益受到机构投资者重大作用的影响。

2. 发展国家的结构改革使其日益走向市场经济,这也鼓励了组合证券投资。接受投资的发展中国家稳定的恢复和增长记录使来自新兴市场的收益很高,因而也促进了组合证券投资的高涨。

3. 但是,受益国家仍然不多,现在只有15个发展中国家/经济能吸引可观数额的这种投资。这些国家一般都是拥有相当规模工业基础的中等收入国家。要有更多的国家能吸引越来越多的组合证券投资,关键是这些国家实行有利于增长和有利于加强本国股票市场业务基础的政策。另外,发达国家也可以放松对其机构投资者在新兴市场投资的政策限制,从而帮助增加这种投资。

4. 组合证券投资的主要优点是进口资本费用和投资收益相联系,这样,就有助于使费用支付额与支付能力相对应,成为投资者和借款方分担风险的一种手段。虽然外国投资者首先是被高收益所吸引,但这种投资是与私人公司的业绩和竞争力密切相关的,而业绩和竞争力则有赖于稳定而有利的商业环境。

5. 组合证券投资的好处除了作为吸引外国储蓄到发展中国家的渠道以外,还有一个股票市场在这些国家金融系统中的作用问题。越来越多的发展中国家认识到股票市场对提高其本国金融系统效率的作用,建立并发展了股票市场。股票市场可弥补银行系统的不足之处,提供风险资金和保证公司财务结构的健全。另一方面,股票市场也会造成费用,其价格机制有时可能会使经济变得不稳定,特别是在市场薄弱且高度集中以及管理基础软弱的情况下。有些证据表明股票市场可对调动发展中国家的资源起积极作用。但是,还需要进一步研究以便深入分析股票市场对有效分配资源的作用。

6. 尽管一些主要的新兴市场取得了显著进展,其效用现在可与发达市场相媲美,但许多新兴市场的特点仍然是高度不稳定、高度集中、缺乏流动性、市场管理不当或执法能力薄弱。这些因素可在很大程度上妨碍外国投资。需要广泛进行改革以完善新兴市场的作用。这就需要政府积极致力于为当地股票市场适当发挥作用奠定充分的体制、法律和制度基础。

7. 但是,外国组合证券投资如果主要是出于短期投机动机,也会对国内经济造成不利影响。然而,经验表明,这方面的担心大部分是没有根据的:全世界的投资者

都倾向于向新兴市场“投资”，外国证券投资也没有表现出很大的波动。尽管如此，外国证券投资普遍增加了新兴市场的不稳定，这可能是因为信息传播较快。可能对已经不太稳定的市场产生的这种影响说明有必要对外国投资者逐渐开放新兴市场。

8. 在投资者一边，经合发组织国家机构投资者所掌握储蓄总和的巨大潜力会促使它们越来越多地寻求成熟市场以外的投资出路。随着投资管理者对新兴市场情况日益熟悉，有关机构投资者投资组合的本国政策若一放松，就会使组合证券投资成倍增加。

9. 总的来说，增加对发展中国家的外国组合证券投资的前景是有希望的，这是因为考虑到机构储蓄的巨大潜力和新兴市场的进展。的确，许多新兴市场通过改善经济管理在提高水平和加强国内公司的竞争力方面不断取得进展，这一情况很可能使这些市场更具有吸引力，因为这样就可以减少不稳定性，而高度增长的前景又可望带来很高的收益。

导 言

10. 最近对发展中国家的外国组合证券投资，特别是股票投资的高涨是它们的信誉有了改善的一个可喜信号，但这同时也引起了一系列的政策问题。作为发展中国家的一种可持久外部资金来源的外国组合证券投资的潜力如何？对接受投资的国家，所涉及的微观和宏观政策问题是什么？股票市场在发展中国家金融系统中的作用如何，发展中国家为吸引组合证券投资积极发展股票市场是否会有好处？鉴于至今能吸引组合证券投资的国家仍然为数有限，应采取什么政策和措施使更多国家能够吸引组合证券投资呢？

11. 本报告旨在论述这些问题以提出发展中国家在处理组合证券投资方面须注意的政策问题。报告首先研究了组合证券投资的趋势和其背后的各种因素，然后分析外国投资者的动机以及阻碍外国投资的因素，以便进而衡量组合证券投资作为一种可持久外部资金来源的潜力。报告最后讨论了给东道国带来的政策问题。

一、外国组合证券投资的趋势

A. 最近趋势背后的因素

12. 过去四年中,对发展中国家的外国组合证券投资猛烈增加。组合证券投资(总额)从1989年的35亿美元增加到1992年的82亿美元(表1)¹。发展中国家在国际资本市场上发行的全球股票所占份额1990年为11.6%,1991年增加到30.7%,到1992年上半年则跃增到46.0%。²除这类股票以外,发展中国家还发行了和股票有关的其他证券,如可转换债券和购股权债券。³虽然东南亚在1986至1987年期间吸引了约四分之三的组合证券投资,但最近拉丁美洲则获得了这种投资的大部分(表1)。

13. 新兴市场中外国组合证券投资⁴的高涨趋势是在国际资本市场和接受投资国经济结构改革的背景下出现的。预期,这些因素将对资金流动产生长期影响,并使市场观察家相信,在未来年代中组合证券投资的新趋势将会继续下去。

14. 国际资本市场的结构变化使重点从银行中介转向资金证券化。⁵促使证券复兴的因素很多。信息和通信技术的进步,金融市场管制的取消(特别是经合发组织中的一些大国对证券市场发展的官方限制的取消),金融交易的日益国际化(通过跨界业务自由化)都促进了资金证券化。利用可转让证券(包括股票和与股票有关的证券)有助于更好地管理风险,因此迅速增加,另一方面则使银行存款和贷款减少。

15. 储蓄机构化是国际金融的另一特点。机构投资者(保险公司、养恤金、集体投资信托机构)在经合发组织国家人口和体制因素的影响下重要性日益加强,⁶促成了金融市场性质的改变。和态度不是非常保守就是具有高度投机性的个人投资者不同的是,机构投资者一般会对风险管理采取更内行的办法。它们会争取证券投资多样化,寻求可增加收益、同时又能使将来的收益和他们自己未来的义务相应的投资机会。机构投资者一般会让股票部分在组合投资中占较大比重,因为它们知道,从长远来看,股票收益一般会超过债券收益,现代金融管理技巧可使它们改善风险管理。

16. 发展中国家里也发生了重大结构变化,鼓励了外国组合证券投资。大多数发展中国家都已开始进行广泛的改革,走向更为面向市场的经济制度。特别是许多国家的私有化和国内金融制度的放宽促进了国内股票市场的发展。许多国家还逐步对外国投资者开放了金融市场,放松了对国际资本交易的限制,允许外国银行和金融中介机构进入。在建立了股票市场的46个发展中国家和处于过渡时期的国家中,26

个国家允许外国投资者自由进入,9个国家允许相对自由进入,11个国家对外国投资者的进入施加限制(表2)。⁷

17. 最近对一些发展中国家的外国组合证券投资的增加也是因为新兴市场国家的稳定恢复和增长。收到外国组合证券投资的主要国家/经济有15个:5个在拉丁美洲(阿根廷、巴西、智利、墨西哥、委内瑞拉);9个在亚洲(香港、印度、印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、大韩民国、新加坡、中国台湾省、泰国);以及土耳其。⁸

18. 在亚洲,一些东亚国家和地区(香港、印度尼西亚、马来西亚、大韩民国、新加坡、中国台湾省、泰国)的经济增长迅速,达到了最高的增长纪录,大大超过世界平均水平和经合发组织国家的增长速度。通过政府对本国工业的充分支持和谨慎的面向出口政策,这些国家已获得国际竞争能力。同时,当地股票市场的发展鼓励了新的发行活动,由于进入国际债券和股票市场,资本费用也进一步降低。中国的经济改革和印度的新经济政策也加强了它们的竞争能力;当地企业也开始增加它们在国际资本市场上的证券发行量。

19. 最近许多拉丁美洲国家经济政策的转变使其经济实现了引人注目的复兴。私有化和金融恢复稳定使股票市场重新活跃起来,一些拉丁美洲国家变成了国际股票市场上最大的发行国。

B. 新兴股票市场的演变情况

20. 目前约有50个发展中国家和东欧国家建立了股票交易所。东欧市场只是在前二、三年才建立,而有些发展中国家早在十九世纪或二十世纪上半段就有了股票交易所。七个拉丁美洲国家(阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥、乌拉圭、委内瑞拉)和五个非洲和亚洲国家(印度、巴基斯坦、菲律宾、埃及、摩洛哥)都有历史长久的股票市场。

21. 十九世纪和二十世纪初是交易活动不稳定时期,例如,本世纪二十年代交易兴隆,而三十年代则举世处于衰退状态。在五十年代和六十年代的大部分时间内,许多股票市场陷于停滞。一些国家里国有化的浪潮阻碍了交易的增加。只是在六十年代末和七十年代,新兴市场才由于迅速的经济增长和较好的经济前景以及中产阶级的兴起,获得新的推动。在这一时期,政府对发展资本市场的兴趣增加了,一些国家重新建立了股票交易所。

22. 1976-1980年期间,拉丁美洲和亚洲市场资本总额(即证券交易市价总额)

和交易活动显著增加(表3)。一些亚洲国家股票市场交易额的增长反映了上市证券的大为增加,而多数拉丁美洲市场交易额的增长则是由于资本的增加和已登记公司市场价值的上升。

23. 这一迅速增长时期过后则是八十年代前五年情况参差不齐的时期,这是因为世界经济增长放慢和面临外债问题的一些发展中国家经济的停滞和衰退(表3)。投资者的信心消退,股票价格下跌,特别是在拉丁美洲。亚洲的形势并不那么严重,虽然亚洲市场交易额明显低于七十年代的记录水平。

24. 但是,随后新兴市场却迅速发展,特别是自1985年以后。在过去十年中,新兴市场资本总额增加了十一倍,1992年12月达到9,600亿美元,新兴市场在世界市场资本总额中所占份额几乎增加了二倍,1992年达到8.7%。由于同一时期交易额增加了25倍,流动性有了更大改善。现在,较大新兴市场的规模可与许多欧洲市场相比。巴西、印度、马来西亚、墨西哥、大韩民国、中国台湾省、泰国、香港、新加坡的情况都是如此,而1982年只有三个新兴市场初具规模。1992年,世界上20个最大的市场中有8个是新兴市场。⁹

25. 同时,新兴市场以市场资本总额与国内生产总值之比表示的发展程度也变得更重要了。1992年,新兴市场的这种比例平均相当于32%。虽然这仍然低于成熟的发达市场平均为46%的比例,但增长却是相当迅速的。智利、马来西亚、墨西哥、菲律宾、大韩民国、中国台湾省、泰国等一些发展中国家和地区的这种比例仅在十年中就有了显著上升,有的从不到5%上升到30至40%。和多数发达国家十九世纪和二十世纪初的增长情况相比,这种发展速度是相当感人的。¹⁰

26. 挂牌上市的公司也显著增加,1983年至1992年几乎增加了一倍。八十年代中期在新兴市场挂牌的国内公司不到世界挂牌公司总数的三分之一,而现在则约占40%。有些国家,如印度、大韩民国、巴西和巴基斯坦的挂牌公司数目很多,虽然其中许多都是很小的公司(表4)。

27. 新兴市场比发达市场的集中程度高。在多数新兴市场中,1992年底10个最大公司的资本总额在市场资本总额中所占份额都超过30%(表4)。拉丁美洲的市场集中程度尤其高,这种份额在阿根廷、智利、哥伦比亚和委内瑞拉为50%以上。在发达市场中,除德国和瑞士以外,¹¹这种份额低于30%。

28. 虽然自八十年代中期以来许多新兴市场的交易额都已猛烈增加,但有许多市场的却仍然很小。虽然这些市场中有几个的最活跃的公司股票的流动性和,例如,纽约股票交易所挂牌的中等公司所发行股票一样高,但交易趋向于集中在极少数公司的股票上。拉丁美洲的情况尤其如此,1992年,在那里的多数市场中,10个最活跃

的公司股票占交易总额的50%至80%。¹² 亚洲的这种特点不那么突出,一些国家的这种份额都低于22%。

29. 在过去15年中,许多新兴市场都收益显著。例如,在1976年至1992年期间,国际金融公司按美元统计的阿根廷、智利、墨西哥、大韩民国和泰国的总收益指数的年增长率在22%与35%之间。与此相比较,美国和欧洲总收益指数的年增长率约为15%。¹³ 在过去两年中,新兴市场的收益情况不那么显著,虽然和多数发达市场比较,有些新兴市场的收益仍然是较突出的。

30. 虽然特别是自1986年以来新兴市场的收益非常高,但其不稳定性(按收益指数的标准衡量)也很高。据国际金融公司报告,新兴市场在1992年底为止的五年期中全球总收益指数(按美元计算)的标准差最高。在这一时期,国际金融公司统计的新兴市场综合指数表现的标准差是6.7%,而拉丁美洲和亚洲的这种标准差则分别达到9.2%和8%。和美国3.9%的收益指数标准差以及欧洲、澳大利亚和远东的5.8%相比,这些数值是很高的。另外,这些平均数还掩盖了各国之间的广泛差异。有些高度不稳定新兴市场的标准差超过15%(阿根廷:34.2%;巴西:23%;中国台湾省:15.1%;土耳其:19.5%)。

C. 外国组合证券投资的类型

31. 外国投资主要可通过三种渠道进入新兴市场:在地方股票市场直接购买证券;国家或区域投资基金;由新兴市场公司在外国股票交易所发行证券存单。¹⁴

32. 在地方市场直接购买的多少将取决于有助于促进和鼓励这种交易的市场发展情况。近些年来,地方经纪和投资银行业务对外国人的开放促进了这种购买。另一方面,这种形式的外国组合证券投资可能对新兴市场较易产生不利的影响(由于资金外流或股价不稳)。

33. 国家或区域投资基金可以是不定额,也可以是定额的¹⁵,可向外国投资者提供合股投资相关的好处。这种基金可调动大量资金以进行多样化证券投资,并能提供有关企业、市场和经济的专门知识。不定额基金是从基金管理者以同于原始市场的价格购进和出售,而限额基金则是在其所流通的交易所定价的。定额基金一般是在其净资产值(即原始市场的价值)的基础上加价或折价交易的。某一基金的加价或折价也是随时间波动的。因此,投资者面临两个风险和收益来源:第一个是净资产值的波动,第二个是折价或加价的变动。1992年底,营业的对新兴市场的限额和不限额国家投资基金共有589个,管理下的净资产额超过355亿美元。¹⁶

34. 近些年来,由于管制性要求的变化和费用的下降,通过证券存单在外国市场上公开销售和挂牌的新兴市场股票增加了。¹⁷ 自1991年以来,在国际资本市场上发行的证券存单超过了对新兴市场的其他形式的外国组合证券投资。

35. 美国证券存单是由一美国银行发行的一种证明书或收据,用以表示对一海外公司保存在其本国一家保管银行的特定数目股票的所有权。¹⁸ 美国证券存单在美国股票交易所自由买卖,不必交付它所代表的原始股票。全球证券存单和美国证券存单类似,不同的是在全世界的证券交易所同时发行。¹⁹ 这些证券存单表明对基本资产的权利,使投资者有权获取股息以及各种流动现金和销售收益。

36. 对外国投资者而言,美国证券存单和全球证券存单的优点是符合发达的股票市场的标准。另外,美国证券存单使美国机构投资者可以购买非美国证券,因为按照规定它们往往只能购买以美元标价的证券。对发展中国家的公司而言,证券存单便利了它们进入国际资本市场,同时也保证了较低的资本费用,提高了能见度。和外国投资者直接从当地股票市场购买相比,这种办法所需监测费用较低,也不必那么担忧外国的控制。证券存单扩大新兴市场公司的市场,由于接触面扩大和需求的增加,可以增加或稳定证券价格。

巴西和墨西哥的经验

37. 巴西和墨西哥向投资和资金流动特设工作组提供的资料²⁰ 表明,最近向这两个国家的外国组合证券投资曾显著增加。

38. 1987年,巴西容许外国人以合股投资基金方式对当地股票市场投资;1991年,允许外国机构投资者自由进入市场。合股投资基金包括:(a) 外国资本投资公司,其所持有的组合证券至少50%应为股票;(b) 外国资本投资基金,其所持的组合证券至少70%应为股票;(c) 定额巴西投资基金;(d) 在债务股本转换办法范围内设立的外国资本转换基金。1991年,外国组合证券投资流动净总额达5.71亿美元(1.85亿美元来自合股投资基金,3.86亿美元来自机构投资者)。在1992年1月至10月期间,跃升到15.27亿美元(2.02亿美元来自合股投资资金,13.25亿美元来自机构投资者)。

39. 墨西哥容许外国投资通过四种方法进入本国股票市场:(a) 美国证券存单;(b) 无限制订购无表决权“B”类股票;(c) 购买“A”类股票(以前只限于墨西哥投资者),经由一个向外国人颁发证书的信托基金;(d) 墨西哥国家投资基金。截至1993年2月,累计外国组合证券投资额达253亿美元,约占市场资本总额的20%。

从1991年1月至1993年2月，外国组合证券投资总额达120亿美元，其中95亿美元是通过美国证券存单和全球证券存单筹集的。同期，外国人购买的墨西哥“B”类股票总额达15.53美元，外国人购买的“A”类股票总额达8.17亿美元。自1981年以来已设立了40个墨西哥投资基金(包括国家和全球基金)。

二、外国投资者考虑的问题

A. 促进外国组合证券投资的因素

40. 从新兴市场可得的高收益和证券投资多样化的可能性吸引外国投资者。关于外国投资者组成情况的资料很少,但据报导,各种投资者受不同程度的风险和收益的吸引,在新兴市场上都很活跃。²¹ 人们往往认为,持有国外股份的发展中国家本国居民(外逃资本的收益)和其他私人投资者,以及某些外国银行,主要是对短期收益感兴趣。机构投资者,包括合股投资基金、养恤金基金和保险公司的投资眼界相对而言较为长远,所感兴趣的是可能的高收益率,同时可分散风险。

1. 收 益

41. 如上面所见,新兴市场的收益显著。在过去连续几年中,新兴市场都属于情况最好的市场。根据国际金融公司的收益指数,²² 1992年,10个情况最好的市场都是新兴市场,只有瑞士是例外。股票收益与出口增长和股息增长成正比的关系。²³ 收益波动和工业产值的波动也成正比关系。²⁴ 但是,不能只用宏观经济成绩来解释最近收益的异常增加。近期新兴市场的收益也反映结构变化起了促进投资者对新兴市场证券需求的作用。1991年拉丁美洲的收益达到顶峰,而到1992年则剧烈下降,虽然智利、哥伦比亚和墨西哥仍保持相当高的收益。同样,一些亚洲国家(印度、马来西亚、巴基斯坦、菲律宾、泰国)1991年收益也很高,(但低于拉丁美洲),到1992年收益也下降了。²⁵ 因此,收益可受广泛波动的影响,因而风险也会很大。

2. 证券投资多样化

42. 市场分析人员利用组合资产模式进行的分析表明,投资者可使其组合中所包括的资产基本上互不相关,从而增加预期收益,同时减少风险。跨国证券投资多样化比跨行业证券投资多样化更能有助于最大限制地增加收益和减少风险,因为各国股票市场之间的相关性很小。²⁶ 在市场周期不相吻合的情况下,将资金从已达顶峰的市场转移到呈上升趋势的市场会带来最大限度增加收益的机会。

43. 一些利用1960年至1990年这一时期有关新兴市场的资料的研究报告表明,国际投资者从对发展中国家的投资中获益非浅。²⁷ 主要研究结论如下:

- 在新兴市场的多样化证券投资既增加了收益又减少了风险；
- 新兴市场和较大发达市场相比，国内经常风险较大，但和较小发达市场相比则不一定大；
- 收益和发达市场之间的相关性很小，有时表现为负数。各新兴市场之间的相关性很小。

44. 然而，随着新兴市场经济越来越开放，其股票市场也会和世界市场更加一体化。预料更大程度的一体化将会加强新兴市场和发达市场之间的相互关联。新兴市场和美国市场之间的全球收益指数的相关系数之趋势并不决定性表明这些市场的相互关联已变得更密切(表5)。除了一些新兴市场(如马来西亚、菲律宾、泰国)随着时间的推移与发达市场的相互关系有逐渐加强的迹象以外，其他新兴市场与发达市场的相互关系仍然很弱，有时甚至表现为反向关系，比各发达市场之间的相互关系弱得多。因此，这说明仍然有大量机会，通过对新兴市场的多样化证券投资，增加随风险而变的收益。

3. 机构投资者

45. 随着经合发组织国家的机构储蓄的重要性的提高，预期机构投资者将成为金融市场的一个重要投资来源。但是，机构投资者在新兴市场的投资一般不到其国外控股的5%(不到其资产组合总额的0.2%)。²⁸ 截至1991年底，养恤金基金和保险公司在新兴市场的投资估计为120-150亿美元(相当于新兴市场资本总额的3%)。

46. 巴林证券公司对王国外投资最多的那些经合发组织国家的机构投资者的投资组合进行了一次评论，其中说明这些组合的构成如下：²⁹

- (a) 1991年美国的收入保障法基金³⁰净投资198亿美元于外国股票，合股投资基金、定额基金和个人另投资235亿美元。1991年底，收入保障法基金的资产总额达27,250亿美元，其中约4.6%投资于外国资产；预计到1997年这一份额将达到10%。合股投资基金的数目也增加了，其外国资产总额1992年3月超过了300亿美元。1992年，美国挂牌的定额国家基金有48家，资产总额为59亿美元。
- (b) 在联合王国，外国资产的积聚在养恤金基金的证券投资中一直占重要地位；外国资产在总资产中所占份额从1979年的6%增加到1991年的26%。其地域分布很广，其中13%是投资于美国、日本和欧洲国家以外的外国资产。世界最大的外国投资者联合王国投资者，1990年底，其外

国有资产投资额达1,750亿美元；其中75%属于主要机构投资者。³¹

- (c) 在荷兰，1992年私人和公共养恤金基金的资产增加到约3,500亿美元。外国资产相当于资产总额的大约13%。
- (d) 日本的外国债券投资在1990年和1991年期间增加了一倍多，但同一时期外国股票净投资却从63亿美元（其中17亿美元投资于新兴市场）减少到36亿美元。日本人寿保险公司资产总额中外国资产所占份额从1984年的8.8%增加到1991年的12.3%。这些保险公司外国资产总额中外国股票所占份额也从1984年的7.9%增加到1991年的23.7%。但是，日本投资信托公司却把它们外国资产总额中外国股票所占的百分比从1982年的65%减到1991年的15%，这主要是因为减少了在美国的投资。另一方面，这些信托公司增加了在美国和欧洲以外国家的投资，从1989年在外国资产总额中占14%，增加到1992年的31%。

47. 这一简短评论表明，经合发组织国家的机构投资者的资源是异常雄厚的，但机构投资者所持有的主要是本国证券。然而，有一个跨国分散投资的明显趋势，而且十分有意义的是向北美、日本和欧洲发达的地区以外投资。外国资产中股票的份额也在增加，但仍然很小。造成这种情况的部分原因可能是对外国组合证券投资存在着的一些障碍，下面将探索这个问题。

B. 阻碍外国组合证券投资的因素

1. 新兴市场的状况

48. 人们时常举出新兴市场的一些特点，认为是可能阻碍外国投资的因素：

- 规模小；
- 市场高度集中；
- 由于交易额小，缺乏流动性；
- 挂牌公司数目少，规模小；
- 积极从事交易者少；
- 高度不稳定；
- 市场管理不善，或执法能力薄弱，这可能会助长内部交易和“赌徒心态”。

49. 虽然这些批评中有的仍然是恰当的，因为许多新兴市场还处在“学习阶

段”，但它们已取得了重大的进步。一些新兴市场在许多方面现在已和发达市场相似。虽然新兴市场的资本总额仍然很小，但某些新兴市场的周转率，即交易额与资本总额之比已类似于发达市场，由此可见这些市场的流动性（表4）已相当大（表4）。

50. 同样，除少数（阿根廷、智利、委内瑞拉、菲律宾）以外，新兴市场的集中率，即十个最大公司在市场资本总额中所占份额的平均数并不比发达市场的这种平均数高。新兴市场上挂牌的本国公司也增加了，有些新兴市场现在挂牌公司的数目还很多。

51. 为使其本国股票市场在国际上具有吸引力，新兴市场国家的政府正在采取措施提高标准和改善市场管理。³² 的确，许多关于市场信息和保护投资者的规章制度都得到充分执行，许多新兴市场都具有国际上可接受的水平。³³

52. 尽管有了进步，但某些市场的相对薄弱和高度集中³⁴ 可能会加剧其高度不稳定性，因为集中于少量上市股票的小数额交易可能会随着市场的变化而过度变动。收益的不稳定程度也取决于流入市场的信息性质。因此，不稳定的商业和经济环境会给市场不稳定火上加油。的确，在货币和汇率政策不稳定的国家，收益看来也不稳定。³⁵

2. 政府的政策

53. 东道国和本国政府的政策都可能会为国际资本流动设置障碍。在东道国，这种障碍可能是税务政策和对外国进入本国股票市场的限制政策造成的。

54. 对资本收益和股息的预扣税款会影响外国投资者的应得税前股本收益，除非外国投资者可从其本国税务当局那里以税务存款或课税扣减的形式得到税款减免。³⁶ 由于某些发达国家（如美国）一般只对外国股息税实行这种减免，所以外国资本收益税完全由外国投资者承担，势将增加需要的税前股本收益，这样就要增加发行公司的资本费用。

55. 在具备其资料的33个新兴市场国家中，³⁷ 只有11个国家征收资本收益税；6个国家既不对资本收益也不对股息征税。而且，发展中国家还放宽允许进入其股票市场（表2），几乎所有主要新兴市场都允许将收入和资本自由汇回本国。

56. 在本国方面，有关机构投资者的投资的制度也可能是组合证券投资的重大障碍。³⁸ 在多数发达国家，对保险公司和养恤金基金等储蓄机构的证券投资组合中的外国资产份额都有一个上限规定，这些机构通常要受到谨慎投资和多样化规则的限制。

57. 在德国，对保险公司实行严紧的管理制度，只允许它们进行少数几类投资，并限于使用与支付保险费用所用同样的货币。因此，这些公司的海外投资在其投资组合中只占很小的份额。另外，债券优先于股票，因为管理制度偏向持有债权，而不利于持有股权(如严峻的资本收益税)。同样，养恤金基金要接受对外国资产的过严限制(如上限为资产总额的5%，同一货币的资产须和负债百分之百对应，对投资的资信等级的限制等)。

58. 在日本，对保险公司和养恤金基金的管理条例限制性较小，对拥有外国资产的上限提高到资产总额的30%。但是，保险公司不得用资本收益支付保险持有人的红利。

59. 在美国，各州的管理制度对保险公司和公共养恤金基金的国外投资实行严格限制，并限制投资的资信等级和资产组成。

C. 外国组合证券投资的前景

60. 在国际资本流动证券化的背景下，近来新兴市场里外国组合证券投资的增加也是因为新兴市场格外高的收益，同时新兴市场国家还采取了促进增长的广泛经济改革。然而，在过去两年中，新兴市场收益的增加放慢了，某些市场一直高度不稳定。另外，向一些拉丁美洲国家的证券投资的增加是由于一些外逃资本的返回以及美国的利率较低。³⁹ 因此，现在的问题是，新兴市场里最近来外国组合证券投资的上升速度在最近的将来是否会保持下去。

61. 然而，其他因素证明，从较长远来看，向发展中国家的组合证券投资会进一步增加。新兴市场水平的不断提高和新兴市场国家经济管理的改善会使这些市场更具有吸引力。股票市场的加强可减少不稳定性，高度增长的前景预料可以带来高收益。尽管新兴市场和世界资本市场的一体化程度在加强，与发达市场的相互关系有更加密切的趋势，但它们仍然可以为多样化证券投资提供良好机会。新兴市场和发达市场的相互关系仍然不如各发达市场之间的相互关系那么密切，对多样化证券投资具有吸引力的市场中将会有更多的新兴市场加入。另外，经合发组织国家机构投资者所掌握的储蓄总和的巨大潜力将促使它们越来越多地寻求成熟市场以外的投资出路。随着投资管理者对新兴市场的日益了解，这些机构投资者的本国政府若一放松关于它们投资组合的政策，外国组合证券投资就有可能成倍增加。

三、东道国的考虑

62. 从长远看，证券流动很可能成为一种重要的外资来源，它比债务融金具有某些优点。不过，就东道国而言，此种证券流动对它们国内经济及金融系统的管理产生的影响带来许多需要澄清的问题。

63. 首先一批问题涉及到股票市场在经济发展中的作用。最近就发达国家近年股票市场的实际经验展开了一场有关股票市场的利弊的辩论⁴⁰。在这种情况下，有必要对一些有关发展中国家股票市场的作用的问题加以讨论。

64. 其次，也有人就外国组合证券投资对宏观经济管理的影响以及此种证券流动所涉费用和产生的好处提出各种问题。

65. 最后，考虑到从国外吸引证券融资可能产生的益处，需要解决有关如何对新兴市场结构加以适当改革的问题。通过此种改革将会提高新兴市场的标准，增强对外国投资者的吸引力。

A. 股票市场的作用

1. 股票市场的成本及收益

66. 审查股票市场所起的作用应该在金融体制与经济发展之间的联系这一较为广的范围内进行。关于金融结构和金融调节在经济发展方面所起的重要作用，很早以前就有许多人⁴¹进行了许多研究，之后又有人就放松金融政策对发展中国家增长产生的影响进行了具有独创见解的研究⁴²。两者都促进了人们对金融体制在经济发展方面所起重要作用的广泛认识。

67. 一个行之有效的金融体制应该为经济部门的优良绩效提供必要的金融服务，从而提高全面经济发展。但问题在于如何为金融效率确定一个可广泛接受的概念，因为各种不同的经济都是根据其发展水平、政策及法律结构为其经济部门提供需要的各种金融服务。

68. 尽管在界定概念方面存在一些困难，还是能够对有效的金融体制确定出几个基本要求的，其中有：

- 通过金融机制有效地动员储蓄（其中包括外国储蓄）；
- 有效地调节投资者与借贷者的关系；

- 有效地为生产能力大的用户调动资源。

69. 为体现这几个特点,就需要创建许多不同类型的金融机构和金融手段,使其符合投资者对各种不同风险/收益以及时间方面的偏好,并适应资金用户各种不同的成本估算和躲避风险等行为。在这种情况下,金融体制需要配合经济对金融的不同需要而提供基本的短期债务证券(存款型债券或货币市场)和长期债务证券(债券),以及风险资本(股票及有关证券)。为了有效地避免出现种种意外,比较先进的经济也要创造比较复杂的金融债券以防备各种意外。

70. 随着经济的发展以及金融需求的多样化,也需要发展股票市场,以补充银行部门并与之相竞争,从而降低借贷者的资本费用。⁴³ 股票市场允许存在多种公司所有制,更为有效的风险分担,并通过提高债务/证券比率来保证公司的金融结构更加健全。股票可为投资者提供更多的机会,根据其理想的风险/收益结构来实现其所有证券的多样化。

71. 次级股本市场也会有助于协调借贷者的长期目标与投资者的短期流动性偏好,使两者相互适应。通过股票价格机制也可能导致更加有效的投资分配,因为列名公司如管理不善可能对市场为某一公司所定的价格产生巨大影响。此外,在股票市场列名意味着向投资者透露信息;这将鼓励公司提高会计标准,使管理更加明朗化。

72. 提高风险分担的效率可以确保:风险较大的投资者更加愿意投资,因为这样做有可能通过提供股票来分担风险,或者通过次级市场转嫁风险。扩大股票所有权可以使许多股东共同分担与新项目有关的风险,而这些股东反过来又可以加入更多的公司。这样,就会降低资本费用中的风险保险费。

73. 发展中国家的近期历史表明,股票市场还可用以实现别的目标。例如,旨在促进私有化和债务--资产交换的政府政策就很难在股票市场之外加以执行。此外,股票市场还可以成为增加外部融资的重要渠道,因为债务危机减少了债务融资的来源。

74. 然而,股票市场并非没有代价。建立投资者的信任可能是一个缓慢的过程,因为它需要不断扩大市场,逐步改善调节职能,提高执行规章制度的能力。建立适当的基础设施和调节机构所涉的成本可能是一个重要因素。此外,股票市场的行为很可能损害金融体制的稳定。

75. 由于市场对国内和国际事件的反应很快,因此常常会引起股票市场周期。股票价格可以不断变化并不总能反映在基本因素方面出现的变化⁴⁴。投机性“气泡”可以导致价格定值过高以及此后的崩溃,但是价格定值不足则可能导致投机性

愿意接管。市场周期和价格变化可能对公司在初级市场的集资能力产生重大的不利影响。

76. 股票市场在早期发展阶段比较容易受到市场周期和价格变化的影响,这是因为股票量小,相对比较易于被操纵,投资者、承销人以及经纪人不够老练、经验不足。信息传播也会遇到障碍,同发达市场相比,各公司似乎透露的信息也较少,间隔时间又较长。

77. 股票市场的经营需要付出很高的中介费用。它需要配备大量支助人员,包括承销人、经纪人以及投资分析人员。发行股票的公司必须支付提供金融信息所涉费用,承销人的佣金以及其他正当的费用。不过,这些费用粗略计算起来与银行借贷差不多。

78. 近来,就不对称信息和公司控制进行的两大串研究⁴⁵为分析股票市场的费用与收益增加了新的内容。

79. 如果借贷者(内部知情者)与放款者(外人)之间存在信息不均称,就会产生信贷定额分配和逆向选择的情况。内部知情者(借贷公司的经理)控制着公司的业务,从而拥有较为齐全的有关该公司未来收益的信息。而外人对公司的前景知之较少,还要为获取此种信息付出代价。

80. 在银行借贷市场,由于放款者无法观察到的因素,各种借贷者拖欠债务的可能性不尽相同。因此,银行并不掌握用以区分不可靠借贷者与守信用借贷者所需的必要信息。这种信息不灵会引起借贷定额分配,有些借贷者被排挤出信贷市场,尽管其项目可能得到的收益比那些获得借款的项目收益可能还要高。此外,利率上升会降低平均借贷质量、那些相对而言比较安全的项目由于其资本成本较高则被首先淘汰(逆向选择)。高利率还往往有利于那些风险大,期望收益高,但拖欠债务可能性也大的项目。

81. 为了替风险较大的项目提供资金,并从而使自由化金融体制充分有效地进行资本分配,使有必要开发股本市场。对于风险较大、生产能力较强,但因信息不灵而被排斥出信贷市场的借贷者,可由股本资本提供资金;而其他体制健全、无什么风险的借贷者则由银行负责贷款。⁴⁶

82. 然而,股本市场也存在信息不灵及与之有关的逆向选择问题,从而限制了公司发放新股票的能力。由于不完全掌握一个公司现有资产价值的确切资料,市场就无法区别公司的好坏:所谓好公司系指能够为取得新资金或分散风险而正当发放股票的公司;所谓坏公司即指完全为了脱掉低劣资产而发放股票的公司,这个问题可能会降低公司的股本价格,甚至使其无法发放新股票。在有些发达市场,以前即曾发

现与发放新股票相关的逆向信号往往降低股票价格。不过,在日本及韩国,一个公司宣布发放股票一般被看作是一种好兆头,预示该公司将会有机会进行盈利投资,因此,市场往往作出积极反应。⁴⁷

83. 不管是银行还是股本市场因信息不灵而造成的信贷配给办法可能会限制其寻求外资,从而迫使公司多靠留存的盈余。⁴⁸ 然而,近来发达国家发放股本的势头不断增强⁴⁹。这可能表示信贷配给对股本市场造成的问题或已变得不太重要了。

84. 有关公司控制的研究主要涉及资本市场是如何对公司的管理及运作进行控制的。在“面向市场”金融体制的经济中,如美国和英国,股东分布较广,合并被视为股票市场为确保公司管理而行施的一种主要职能。首先,合并作为一种威胁手段,可以迫使公司经理集中精力于提高股份价值,而不图谋他们个人的利益。其次,一旦管理失败,通过合并就可以变管理不善为管理有方。

85. 另外一些金融体制“面向银行”的国家,如,日本及欧洲大陆国家,不大注重合并在改变公司控制方面所起的作用。与此相反,往往由银行,有时由家庭和国家,对股票管理加以控制,以阻止合并进程,对公司管理加以监督。此外,银行与公司之间的密切联系有助于解决因信息不灵而引起的信贷配给问题,因为银行很愿意为公司投资提供资金。例如,日本的公司金融结构就一向较为依赖银行借贷。⁵⁰

86. 有人断言,合并会破坏投资者、经理及雇员之间的契约关系,因此,长期投资可能无法维持。在这种情况下,盛行合并的金融市场可能会犯“短期主义”的弊病,即公司投资决策显得眼光短浅。⁵¹ 此外,还有人提出,与日本及德国资本市场通常的资本费用相比,由盎格鲁撒克逊股票市场每个季度或半年每股收益要求所决定的预计投资收益率,即资本费用,实在太高了。

87. 根据上述观察以及所谓的日德竞争力高于美英之说而得出的结论认为股票市场可能“有害于”实际经济。按照这一观点,美英的“面向市场”经济不如日德“面向银行”的经济竞争力强,因为双方在公司控制方面存在差异,而这些差异会影响到公司的投资政策。⁵²

88. 然而,值得注意的是,首先,这些结论是根据最近时期的观察得出的。在前些时期(例如,1950年代及1960年代),美国经济虽然同样也是按照以市场为基础的体制运作,而当时其竞争力却很强。第二,造成竞争力不同的原因有多种,其中包括该国金融体制以外的其他因素,如,文化及工业组织等方面的差异。第三,在“面向银行”的体制内,虽然机制健全的老公司所遇到的银行信贷配给问题不太尖锐,新建的公司却可能会面临银行贷款配给问题,因此,不得不依赖其他的风险融资。第四,合并可能对公司管理产生不利影响,但这种可能性并不影响股票市场的其他积极作用,

因为股本依然是分散风险和确保公司金融结构健康发展的重要金融手段。(其实,尽管银行发挥着重大作用,日本的股票市场依然是仅次于美国的世界第二最大市场)。在许多发展中国家内,主要公司与银行利益之间的相互勾联一向对国家金融体制的偿付能力和效率产生不利影响;它还起到禁止新公司进入产品市场的作用,从而影响了工业的有效发展。第五,过去几年间,迫于全球一体化及其资本市场放宽的压力,德国和日本的体制似乎表现出改革的迹象。⁵³ 与此同时,美英国家机构投资者变得日趋重要,可能会导致不同形式的公司控制,因为这些投资者势将比个人股东更有能力,对公司管理进行监督。发展中国家可以从这些经验中吸取教训。

2. 资源调动和发展中国家的股票市场

89. 从上述情况可以得出这样一个一般性结论:一个具有比较发达工业部门的国家可以从发展股票市场中获利,因为股票市场可以补充银行部门提供风险融资,从而有助于形成一种比较有力的发展格局。

90. 越来越多的发展中国家已经建立了股票市场,从而证明它们认识到股票市场在金融体制方面发挥的作用(表2)。五十年代以及五十年代之前。已建立了14个股票市场;六十年代建立了6个;七十年代建立了9个;八十年代建立了10个;1990-91年建立了11个。创建股票市场的步伐近来已更加快,因为发展中国家及东欧各国变得更加面向市场了。

91. 例如,墨西哥⁵⁴ 为其股本市场赋予一个重要作用,将其作为风险资本的源泉,执行私有化计划的工具,吸引外资的手段,改进国内公司管理的因素。实际上,进入国内股本市场就会迫使各公司提高会计水准,改进经营管理,有助于保持股本与债务的适当比例。

92. 有关股票市场促进公司财政的不完全资料表明,股本发放近来在较为发达的发展中国家急速增加(表6)。有一种方法可用以评估股票作为公司投资资本源泉的重要性。那就是测量国内公司发放的新证券与国内投资总额(GDI)的比率。⁵⁵ 东亚有些增加速度较快的经济,在某些年份这一比率已达到高水平。例如,在大韩民国,1989年新证券的发放约占国内投资总额的三分之一。在泰国,这一比率在1989年相当于28%,1990年将近20%。在马来西亚,1990年这一比率为21.6%,而中国台湾省在1989-1992年期间这一比率平均达到10%。与此相对照,拉丁美洲国家则似乎并不太依靠股票市场来为投资筹资,虽然墨西哥近年来一向表现出倾向于增加发放证券。

93. 有一项研究对新兴市场与发达市场的经验加以比较。研究结果表明,东亚

几个迅速增长的经济对证券的发放超过了二次战后七大国的标准，而大致相当于美国在其早期发展阶段发放证券的高速度。⁵⁶ 这种行为是与以下这一假说相符的，即：将发放证券作为一种筹资源泉这一做法，在经济发展迅速增长阶段后期变得日益重要，但此后就不那么重要了。

94. 另外一项关于1980年-1987年期间发展中国家公司筹资的研究也发现，在该研究所涉的八个国家中，有几个国家的公司是靠证券作为其投资筹资重要手段的。⁵⁷ 大韩民国里证券在公司筹资中所占比例为40.3%，巴基斯坦为12.3%；约旦为84.1%；墨西哥为76%；印度为11%；土耳其为60.5%；马来西亚为31.4%；津巴布韦为4.3%。

95. 最后，从某些国家观察到的情况看，增长与股票市场的发展之间的关系是积极的。从巴西、马来西亚以及委内瑞拉的情况来看，在1983-1991年期间，股票市场资本化与国民生产总值的比率和增长率之间存在重要的相互关系；而在另外几个国家，诸如约旦、哥伦比亚、墨西哥、大韩民国、泰国以及印度等，在这两个变量之间也表现出正的相互关系。⁵⁸ 然而，造成此种情况的原因究竟何在，现在尚无法确定：究竟是股票市场支持增长，还是增长引起股票市场的扩大？

96. 以上这些初步观察为股票市场在调动资金（尤其在比较活跃的发展中国家内方面所起的作用提供了证据。不少国家的股票市场与经济增长同时迅速发展。在股票价格比较高的时期，各公司依靠发行证券来筹措大部分资金。不过，要想深入分析股票市场对于发展中国家有效分配资源所能起的作用，还需进行更多的研究。

B. 组合证券投资的宏观经济和金融影响

1. 宏观经济影响

97. 继1970年代因债务财政沉重积累导致的金融危机之后，发展中国家加紧努力，吸引不引起债务的外部资金，诸如外国直接投资和证券投资。这些资金流动的主要好处在于进口资本的偿还与所投资的利润挂勾，从而有助于按偿付能力还本付息。

98. 但是，发展中国家近来吸引的资本流入额比重规模之大，引起了对这些流入量宏观影响的关注，并且因不可预测的资金外流，可能会增加国内资本市场的风险。若干拉丁美洲国家近期大量的资本涌入，造成（根据弹性汇率制，名义汇率上涨，或根据固定汇率制，通货膨胀加剧，）实际汇率升值，从而可能危及资本接受国的竞争

能力。相反,近年来某些发展迅速的亚洲国家资本流入剧增,却未随之带来实际汇率的升值。⁵⁹

99. 各国对资本流入的宏观经济影响采取了综合性的对应政策,包括对资本流入的经常帐户、财政紧缩、封存业务、管制措施实行全面开放,并且尽可能地放宽汇率浮动的幅度。这些措施有助于遏止实际汇率的升值。

100. 就组合证券投资而言,此类资本流入的规模在各国内尚不足以产生对实际汇率重大的影响。而由于对短期利润的反应,累积的证券投资可能大规模地撤回,则确实会产生不利的影响。这种资金外流可造成国际收支的困难,并可产生破坏经济稳定的影响。如居民愿意购买外国人抛售的股票,则将造成外汇储备的消耗。否则,将形成股市价格暴跌的结果。然而,如股市价格的下跌影响到金融系统的其它部分,而且如持续时间过久,会(对财富造成影响)抑止投资和消费,也同样会有损于经济。

101. 迄今为此,经验表明大规模资金外流的担心大体上是没有根据的。在国内市场开放之初会有一些纯资金外流,但此后不久,新兴市场很快就会大量地吸引更为稳定的纯资金正流入。⁶⁰ 此外,还发现全球投资者在从事发达(股票)市场(不断派生的各种名目繁多的)证券“交易”,寻找套购机会之时,也正在对“新兴市场”进行投资,逐步增加数量。在1986—1992年期间,全球投资者外国组合证券交易总值的平均持股率,年均约为发达市场的2.6倍,和新兴市场的0.8倍。⁶¹ 除此之外,就通过向海外推行存单交易筹措的资金而言,不存在破坏稳定性的资金外流问题。如上所述,存单是目前组合证券投资中占支配地位的组成部分。

2. 金融影响

102. 此外,在新兴市场开放之后,也呈现出了不稳定的现象。但这并不是因证券资本流量的波动(其实,在开放之后的阶段是颇为稳定的),也不是对外国股票市场(并未表现出不稳定迹象的)价格摆动,增强的敏感度所致。股市浮动程度的加剧可能的原因是,随着新情况在价格上得到更为充分和迅速的体现,使得市场效率提高,增加了资金流动程度,和更为频繁的交易率。但是,由于这种对本来已不稳定的市场可能形成的影响,也许可有理由证明必须逐渐地放开国内股票市场。

103. 另一方面,组合证券投资也带来了种种好处:可筹措新增资金,削减国内公司的资本费用,和提高本国股票市场的水平。⁶² 国内公司向国际资本市场发行股票,在国际上推销各种证券和存单,以及外国人购买在国内市场上新发行的股票,将

直接为投资注入新增资金。即使外国人购买次级市场的股票，也有助于间接为投资筹资。首先，本国投资者财富的增加，可望引导其消费增长，由此，可能鼓励国内生产和投资；股票出售者也可能决定拿出其部分财产来作其他投资。其次，外国对国内股票需求的增长，也将提高证券的价格，从而可降低资本费用并鼓励发放新的证券。

104. 组合证券投资确实有助于削减国内公司的资本成本。因消除了本国市场之间的分割状况，股票市场的开放削减了产权成本费用，因为预期利润中所列的全国系统性风险因素降低，而且外国对本国股份的需求也促使了股票价格上涨。⁶³ 实际上，近二、三年来，若干新兴市场的本国价格收益比率出现上涨⁶⁴，因此，显示出了较低的股票应得收益率。

105. 最后，组合证券投资预期可推动国内股票市场的进一步发展。外国投资者将为国内投资者注入信心，要求及时可靠的信息，以及对少数的保护，并要求提供适当的市场和贸易法规。组合证券投资也会促进发展新的体制和服务、技术转让及对本国人员的培训。

106. 墨西哥当局认为，组合证券投资对经济产生了积极的影响，⁶⁵ 带来了额外的资源，既可充实国内储备，又可协助提高国内股票市场的标准。美国证券存单问题要求在墨西哥与美国之间把某些管制做法标准化，以期向所有参与者提供平等的机会。

C. 吸引组合证券投资的措施

107. 外国投资者主要受新市场高利润的吸引，而利润高低则基本取决于新兴市场国家的经济增长和宏观经济效益。那些对组合证券投资有吸引力的国家，一般是增长前景看好，而且已具备国际竞争力的国家。

108. 鉴于经合发组织体制性储备所具备的巨大潜力，仍有余地可进一步扩大在既定市场以及其它新兴市场的投资。为鼓励这种资金流入，各国须增强本国股票市场的经营体制，以确立起投资者的信心。这就必需先具备二项必不可缺的条件：

- 有利于增长的，稳定的政策体制：这将保证大量地提供信誉可靠的证券和充足的需求量。
- 充实的体制性管制和法律基础结构，能支持股票市场有效地经营。有关充实的基础结构所需的基本条件扼要评述如下。⁶⁶

1. 体制建设

109. 体制性基础结构形成市场经营的基础：提供交易便利、投资管理和金融咨询服务的中间商；设立股票交易所、场外交易市场、市场信息服务、交易清算和交割制度，以及经办证券转让、登记和保管业务的市场和与市场有关的供应商；和提供诸如核算和审计、法律咨询、以及财政估价和债务等级评定业务之类辅助性服务的供应商。⁶⁷ 确立可在本国股票市场大显身手的约定储蓄制度，也是增强股票市场的一项重要步骤。

2. 法律和规章体制

110. 促进发展可靠证券市场的切实法律和规章体制，应保护投资者、提高公众的信心并保障市场规则。它应具备四项基本职能：慎重、保护、组织及结构性的职能。⁶⁸

111. 首先，慎重的标准确定了资本必需充足的规定、证券的安全收存和须向中间商提供金融情况报告的规定，以及针对这些规定的监视和实施体制。同时，还确定了诸如财政上可靠和技术上胜任等进入证券业务的标准，以增强整个体制的稳定性。

112. 第二，应制定出有效的制度，保护投资者免遭市场受操纵和无透明度之害。它着重强调信息公开、契约关系明确和严格恪守信托责任。此外，还应为投资者提供保护，采取对不法行为的惩罚措施，防止不公正的交易手法（诸如，公司内销股票和操纵价格的手法）。有关信息公布的法规，包括具体规定和实施公布标准的有效法律体制，向大众公布所有各公司发行的证券，并标明股票交易所供次级交易的证券牌价。此外，须有严格恪守道德准则的审核专职人员，落实公认的核算和审计标准，辅助实施这些法律和规则。

113. 第三，组织管制措施制约着股票交易所、票据交换所、市场信息系统设立及经营。虽然，各国的管制体制差别甚大，但在政府监督下，基于（往往是私营）市场组织（诸如，股票交易所、会计标准委员会及核算和审计专业协会）自行管制的概念确立起的管制模式，是当今发达国家最为通行的体制。

114. 新兴市场运用的管制结构类型，取决于市场发展的水平和实际有关基础结构的程度。在股票市场发展的初期阶段，政府或准政府组织（即，政府经营的股票交易所）趋于对市场施加较大的影响力。这种情况时有发生，是因为证券市场的基础

结构尚欠完备。因此,政府管制机构往往不得不承担起促进市场发展以及制订投资者保护条例的职责。自律制度尚且不能发挥重大作用。近年来,(如,波兰和匈牙利)已出现了在证券市场得到法律委托书开业之际,同时也设立起证券委员会或类似组织的趋势。但印度、泰国和马来西亚则相反,他们已有了较发达的市场,只在最近才设立起证券委员会。这些国家原先依赖于自律制度和政府管制的混合措施,制约某些诸如发行新证券和进入市场机会之类的活动。

115. 第四,结构管制措施使政府能采取如限制属外资所有的中间商、中间商可从事的活动类型和可交易证券的具体规定等机制,实行对整个股票市场构成和形式的管理。

116. 最后,为实施上述四项基本职能而制订的法律和总政策若能兑现,很可能对市场的效率、公平和稳定,产生不下于这些法律和政策本身的影响力。

3. 其它政府措施

117. 政府在新兴市场中往往借各类刺激措施,发挥积极的作用,推动证券市场的发展。在市场发展的初期阶段,各国政府可采取一系列的手段,促进股票市场的发展。各国政府可:

- 向公开上市并标明股票牌价的公司提供重大的税务优惠,以削减资金筹措成本;
- 扩大可交易的股票量,以增加市场深度,例如,指示具有一定规模和一定经营史的公司实现股票标价上市;
- 规定低数额的经纪人手续费,以降低交易成本;
- 为股票交易所或证券交换组织提供资金(并最终负责经营),以减少市场基础结构成本;
- 采用低额或零点资本利得税法。

表 1
流入发展中国家的外国组合证券投资估算值

A. 世界银行(总购量)
(十亿美元)

	1989年	1990年	1991年	1992年
国别投资基金	2.2	2.9	1.9	0.6
证券存单	0.0	0.1	4.9	5.6
直接产权投资	1.3	0.8	1.5	1.9
组合证券投资总流入量	3.5	3.8	7.9	8.2

资料来源：世界银行，“1992-1993年世界债务表”，第一卷。

B. 巴林证券公司(流入净额，即产权销售的购买净额)
(十亿美元)

	1986年	1987年	1988年	1989年	1990年	1991年	1992年
合计(初级和次级市场)	0.94	1.72	1.33	8.62	12.58	13.15	17.12
初级市场发行证券(包括 证券存单)	0.50	0.00	0.03	0.19	1.25	4.44	6.16
次级市场(流入净额)	0.89	1.72	1.30	8.44	11.33	8.71	10.96
地域分布情况：							
次级市场 + 美国证券存单							
拉丁美洲	0.15	0.28	0.66	4.83	8.98	10.49	8.00
占总额的%	(16.7)	(16.7)	(50.4)	(57.5)	(78.7)	(87.7)	(57.1)
东南亚	0.70	1.27	0.58	1.42	1.51	0.85	4.41
占总额的%	(77.8)	(74.7)	(44.3)	(16.9)	(12.2)	(7.1)	(31.5)
其他新兴市场国家	0.05	0.15	0.07	2.15	0.92	0.65	1.59
占总额的%	(5.5)	(8.8)	(5.3)	(25.6)	(8.1)	(5.4)	(11.4)
总计	0.90	1.70	1.31	8.40	11.4	11.99	14.00

资料来源：巴林证券公司：《跨越国界的资本流量，对外国产权投资的研究，1991-1992年概览》
注：巴林证券公司的国别统计涵盖范围可能与世界银行的涵盖范围有差异。

表 2

新兴股票市场

国家/领土	于(日期)设立	上市公司的数量	对外资所有权的限制
<u>亚洲:</u>			
中国 上海	1990年, 1991年 (B级股票)	10	外国投资者只能购买B级股票, 该股票与普通A级股票享有同等地位。
深圳	1990年, 1991年 (B级股票)	9	
印度 班加罗尔	1957年	350	外国人可持有上市公司资本5%的股份。
孟买	1875年	2781	
加尔各答	1908年	2456	
德里	1947年	2114	
马德拉斯	1937年	717	
印度尼西亚 雅加达	1977年	155	外人不得拥有任何一家公司49%以上的股份。
泗水	1989年	164	
大韩民国	1956年	688	外国人个人投资不得超过3%; 外国投资总额不得超过上市公司资本的10%。但对有些公司, 这一限额已提高到25%。
马来西亚	1973年	366(3外资公司)	外资公司在银行和金融机构所拥有的股票限额一般为30% 但其他股票的拥有量可达100%。
尼泊尔	1984年	49(5外资公司)	受外汇管制条例第2019条的制约。
巴基斯坦 卡拉奇 拉合尔	1948年 1970年	628(63外资公司) 453(36外资公司)	无

表 2 (续)

国家/领土	于(日期)设立	上市公司的数量	对外资所有权的限制
菲律宾 马卡蒂 马尼拉	1965年 1927年	162 170	外资拥有的股票不得超过任何一家公司的40%。外国投资者只准购买B级股票。
斯里兰卡	1985年	190	外国人可购买任何一家上市公司产权的40%，但也有些例外（可购买任何一家银行产权的49%）。
中国台湾省	1961年	256	外资机构可拥有任何一家上市公司股份的5%；外资股份的总拥有额不得超过任何一家公司发行股票的10%。外国人不准向某些公司投资。
泰国	1960年 (1975年重新整顿)	305	外资公司拥有的股份在非金融公司的最高上限为49%，在金融公司的上限为25%。
香港	1914年 (1986年重新整顿)	413(27家外资公司)	无
新加坡	1973年	163(14家外资公司)	仅在某些行业诸如，银行、金融、出版和运输公司等限制外国投资。
<u>拉美：</u>			
阿根廷 布宜诺斯艾利斯	1854年 (1929年重新整顿)	175	无
罗萨里奥	1884年	172	
巴巴多斯	1987年	15	须经外汇管制核准。
巴西 里约热内卢	1985年	593	互助资金和机构投资者可自由投资。但个人不得直接投资。
圣保罗	1893年	565	普通表决权股票以49%为限。

表 2 (续)

国家/领土	于(日期)设立	上市公司的数量	对外资所有权的限制
智利	1890年	245	无
哥伦比亚	1928年	80	无
哥斯达黎加	1976年	93	无
厄瓜多尔	1969年	85(3家外资公司)	无
萨尔瓦多	1992年	-	无
洪都拉斯	1990年	28	无
牙买加	1969年	48	无
墨西哥	1894年	195	外国人可购买下述种类的股票：B系列(自由认购、A系列(中立资金)、C和L系列(无表决权)。
巴拿马	1990年	11	无
秘鲁	1970年	287	无
特立尼达和多巴哥	1981年	27	外国投资者认购数额超出任何一家上市公司的30%，须持有许可证件。
乌拉圭	1867年 (1927年重新整顿)	26	无
委内瑞拉	1947年 (1974年重新整顿)	66	外国投资者必须在外国投资监督局登记并核可。除银行股票外，外资所有权可达100%。
<u>中东和非洲</u>			
博茨瓦纳	1989年	10(4家外资公司)	外国拥有权不得超出上市公司自由资本的25%，任何外国个人投资者不得拥有5%以上的股份。
科特迪瓦	1976年	24	无
埃及	1883年 (1981年重新整顿)	656	无

表 2 (续)

国家/领土	于(日期)设立	上市公司的数量	对外资所有权的限制
加纳	1990年	13	由于外汇管制法，外国人必须先得到加纳银行的批准，方可投资。
约旦	1978年	103	无
肯尼亚	1954年	57	无
科威特	1984年	39 (10家外资公司)	海湾合作协会成员国的国民可向除银行业和保险业之外的任何部门投资。
毛里求斯	1989年	22	立法将准外国人进行单位信托投资，并按核准的限额，向股票交易所投资。
摩洛哥	1929年 (1967年重新整顿)	62 (6家外资公司)	无
尼日利亚	1960年	153	有限制条例。
土耳其	1986年	145	无
津巴布韦	1975年	62	有限制条例。
<u>东欧：</u>			
保加利亚	1991年	-	无
匈牙利	1990年	23	目前外国人只准拥有经登记的股票。
波兰	1991年	16	无
俄罗斯联邦	1991年	10	对私营公司证券不加限制：外国人购买国营企业的证券，须经财政部批准。
斯洛文尼亚	1990年	26	无

资料来源：《社会事业投资机构》，1992年10月；国际金融公司：《新兴股票市场，实况简介1993年》。

表 3

新兴股票市场
(年)增长率

	1976-1980年	1980-1985年	1985-1990年	1990-1992年
市场资本总额				
- 拉美	171.9	6.2	7.7	79.9
- 亚洲	33.1	-0.1	36.0	23.7
- 新兴市场总额	45.5	1.8	28.7	32.1
交易值				
- 拉美	29.5	18.4	-2.4	98.9
- 亚洲	31.8	-4.4	99.9	-18.9
- 新兴市场总额	31.4	3.0	77.0	-13.8

资料来源：国际金融公司《新兴股票市场实况简介》各期刊物。

表 4

1992年股票市场的摘要统计

	资本总额 (百万美元) (1)	成交值 (百万美元) (2)	周转率 %(3)=(2)/(1)	截止1992年底，十 家最大公司的市场 的市场资本总额 %(4)	上市公司数量 (5)	1992年十家最 活跃的股票的 成交值 %(6)
<u>拉美</u>						
阿根廷	18,633	15,679	84	68.8	175	72.5
巴西	45,261	20,525	45	29.3	565	51.2
智利	29,644	2,029	7	53.8	245	57.9
哥伦比亚	5,644	554	10	78.5	80	62.9
墨西哥	139,061	44,582	32	31.7	195	39.4
委内瑞拉	7,600	2,631	35	59.6	66	80.0
<u>东亚</u>						
菲律宾	13,794	3,104	22	52.2	170	30.6
大韩民国	107,448	116,101	108	30.5	688	22.4
中国台湾省	101,124	240,667	238	30.2	256	15.4
<u>南亚</u>						
印度	65,119	20,597	32	22.6	6,700	32.2
印度尼西亚	12,038	3,903	32	39.2	155	61.4
马来西亚	94,004	21,730	23	30.9	366	14.0
巴基斯坦	8,028	980	12	23.0	628	19.1
泰国	58,259	72,060	124	28.5	305	36.3
<u>欧洲/中东/非洲</u>						
约旦	3,365	1,317	39	49.4	103	31.6
尼日利亚	1,243	23	2	48.5	153	53.6
土耳其	9,931	8,191	82	39.9	145	11.4
津巴布韦	628	20	3	36.5	62	47.7
<u>发达市场</u>						
加拿大	243,018	83,448	34	30.8	1,119	...
法国	350,858	125,052	36	28.7	786	...
德国	348,138	892,037	256	40.4	665	...
日本	2,399,004	635,261	26	16.5	2,118	...
瑞士	195,285	75,407	39	53.5	180	...
英国	838,579	382,996	46	24.2	1,874	...
美国	4,757,879	2,678,523	56	14.9	7,014	...

资料来源：国际金融公司《新兴股票市场实况简介，1993年》。

表 5

与美国指数有相关关系的月利润额

国家/领土	1976-1980年	1981-1984年	1984-1988年	1988-1992年
阿根廷	-0.052	0.071	-0.04	0.03
巴西	-0.023	0.057	0.08	0.14
智利	-0.172	-0.133	0.20	0.15
印度	0.269	-0.071	0.04	-0.16
约旦	0.379	0.080	0.03	0.24
马来西亚	...	...	0.16	0.53
墨西哥	0.223	-0.102	0.26	0.31
菲律宾	...	...	0.28	0.40
大韩民国	0.231	0.148	0.04	0.20
中国台湾省	...	...	0.17	0.12
泰国	-0.358	0.235	0.27	0.41
土耳其	...	...	0.26	-0.13
津巴布韦	-0.035	0.181	0.22	0.03
综合指数 a	...	...	0.41 b	0.45

- 资料来源： - 1976-1980年和1981-1984年的结果摘自：Errunza V. 和Padmanabhan, P: “关于新兴市场组合证券投资的好处”，载于《金融分析家杂志》，1988年7-8月期，第76-78页。
- 1985-1990年和1987-1992年的数据摘自国际金融公司“新兴股票市场实况简介”1989年、1993年版。
a 欧洲、澳大利亚、远东的综合指数
b 1985-1989年。

表 6

1989-1992年国内公司在股票市场上筹集的新资本
(年终汇率)

	1989年			1990年			1991年			1992年		
	合计 (百万美元)	占市场资本 总额的%	占国内总 投资的%	合计 (百万美元)	占市场资本 总额的%	占国内总 投资的%	合计 (百万美元)	占市场资本 总额的%	占国内总 投资的%	合计 (百万美元)	占市场资本 总额的%	占国内总 投资的%
阿根廷	5.0	0.1	0.4	189.0	5.8	2.6	263.1	1.4	...	311.5	1.7	...
巴西	189.7	0.4	0.7	243.6	1.5	0.6	314.4	0.7	0.1	233.1	0.5	...
智利	...	...	...	...	...	...	183.0	0.6	3.5	479.3	1.6	6.9
墨西哥	591.1	2.6	1.7	1,078.0	3.3	2.5	3,433.1	3.5	6.3	4,851.2	3.5	...
土耳其	...	...	...	...	...	...	2,066.1	13.2	11.7	1,178.5	11.9	...
香港	2242.9	2.9	13.0	2,662.3	3.2	13.5	4,904.3	4.0	21.3	13,220.4	...	...
马来西亚	592.8	1.5	5.3	2,994.8	6.2	21.6	1,235.1	2.1	...	3,624.6	3.9	...
大韩民国	21,585.0	15.3	32.4	4,072.9	3.7	4.6	3,545.1	3.7	3.4	2,278.6	2.1	2.2
新加坡	512.6	1.4	4.8	1,259.5	3.7	9.4	...	...	...	...	...	...
台湾	3,254.4	1.4	10.0	3,537.3	3.5	10.1	4,310.7	3.5	10.6	4,696.9	4.6	9.9
泰国	6008.3	23.4	28.04	5,701.3	23.9	19.8	2,359.7	6.6	...	2,147.9	3.7	...

资料来源: - 国际证券交易所联合会的各期报告。

- 国际金融公司《新兴股票市场实况简介, 1993年》。

- 世界银行、《世界统计表, 1993年》。

注

¹ 世界银行:《世界债务表》,1992-1993年,第1卷。其他来源提供的数字高得多。例如,据巴林证券公司估计,对发展中国家新兴市场的股本投资从1986年的9.4亿美元增加到1989年的86.3亿美元,到1992年则增加到171.2亿美元(表1)。

² 货币基金:《发展中国家私人市场融资》1992年,华盛顿特区。

³ 关于发展中国家发行的可转换债券的资料很少。某一来源发表的关于东亚国家一些公司发行的可转换债券的资料表明,1986-1991年期间发行总额约为10亿美元。见K.K.H. Park和A.W. Van Agmael,编辑:《世界新兴股票市场》(Probus出版公司,芝加哥,伊利诺伊州,1993年),第35页。

⁴ 新兴股票市场在本文中意为发展中国家/经济和东欧国家建立的股票市场。

⁵ 关于经合发组织金融市场证券化的分析,见经合发组织:《金融市场趋势》,第55期,1992年6月,“特点,世界证券市场:展望”,第13-42页。另见国际结算银行:《第62号年度报告》1991/92年,第八章:“金融市场的结构方面和谨慎监督”。

⁶ 1990年,在主要经合发组织国家,以占家庭金融资产的百分比来表示的机构投资者掌握的金融资产从26.4%(日本)到58.6%(联合王国)不等。见国际结算银行:《第62号年度报告》前引书,第194页。

⁷ 容许自由进入的26个国家/经济是:阿根廷、保加利亚、智利、哥伦比亚、哥斯达黎加、科特迪瓦、厄瓜多尔、埃及、萨尔瓦多、洪都拉斯、香港、牙买加、约旦、肯尼亚、马来西亚、摩洛哥、巴拿马、巴基斯坦、秘鲁、波兰、俄罗斯联邦、斯洛文尼亚、新加坡、土耳其、乌拉圭和委内瑞拉。可以相对自由进入(限制外国所有权)的9个国家是:博茨瓦纳、巴西、印度尼西亚、秘鲁、菲律宾、大韩民国、斯里兰卡、泰国、特立尼达和多巴哥和乌拉圭。施加限制(封闭市场或限制外国投资所占股数比例的11个国家/经济是:巴巴多斯、中国、加纳、匈牙利、印度、科威特、毛里求斯、尼泊尔、尼日利亚、中国台湾省、津巴布韦。

⁸ 这些国家是通过美国证券存单、全球证券存单或国家、区域或全球投资基金进入国际股票市场的国家。见Sudashan Gooptu:“向新兴市场的组合证券投资”,1993年9月9日-10日世界银行关于向发展中国家的组合证券投资的讨论会上提出的论文。

⁹ 见国际金融公司:《新兴股票市场实况简介》,前后各期(华盛顿特区)。

¹⁰ 见J. Mullin: “世界经济中的新兴股票市场”,纽约联邦储备银行,《季度评论》,1993年夏。

¹¹ 在德国和瑞士,10个最大公司的资本总额1992年底在市场资本总额中所占份额分别为40%和53%。

¹² 例如,在墨西哥,在股票交易所挂牌的252个公司中(截至1993年2月),21个的股票流动性很高,46个流动性属于中等,余下的流动性都很低。见墨西哥提交的“案例研究”,TD/B/WG.1/Misc.3/Add.1. 第二部分。

¹³ 见Mullin,前引书。

¹⁴ 关于这些方法,详见V.Errunza: “资本市场,外国证券投资和经济发展”,为贸发会议投资和资金流动问题特设工作组第三次会议编写的背景文件UNCTAD/GID/DF/4。

¹⁵ 定额基金由公共和其他机构筹集最初的一笔资金,然后将其用来在某一或某些市场购买证券。定额基金的股票在主要外国证券市场上进行买卖,不同于提供基本资产的原始股票市场。不定额基金根据投资者对基金存进和取回款项的情况在当地市场买卖股票。这种基金只能设立在具有流动性相当大的证券市场和没有外汇管制的国家并可小规模经营。

¹⁶ 国际金融公司:《新兴股票市场实况简介》,1993年。

¹⁷ 例如,在美国,《证券条例》第144a条(1990年4月)减少了私人证券上市的登记/公开要求,因而便利了新兴市场公司发行美国证券存单。

¹⁸ 1991年5月,墨西哥的Telmex公司发行了美国证券存单20亿美元,这是发展中国家发行额最高的一次。

¹⁹ 1991年,大韩民国的Samsung电子公司是发行全球证券存单的第一家发展中国家公司。

²⁰ 见巴西提交的案例研究,第二部分: TD/B/WG.1/Misc.3/Add.6(1993年6月24日)和墨西哥提交的案例研究,第二部分,前引书。

²¹ 见Sudashan Gooptu:《向新兴市场的组合证券投资流动》。

²² 国际金融公司,《新兴股票市场实况简介,1993年》,第8页。

²³ 见Mullin: “世界经济中的新兴股票市场”。

²⁴ 见E.Han Kim和Vijay Singal: “新兴经济开放股票市场:对证券投资和股票价格波动程度的影响”,在1993年9月9日至10日举行的世界银行发展中国家证券投资讨论会上的论文。

²⁵ 见国际金融公司:《新兴股票市场实况简介,1993年》,第41页。

²⁶ 关于国家多样化相对于行业多样化的更大优点,见,例如:I. Meric 和C. Meric:“从国际证券投资多样化以及国际市场关系方面的时际稳定性和适时性中可能获得的收益”,《银行业务和金融期刊》,1989年,第13期。

²⁷ V.R.Errunza在其下述文章中对这些研究报告做了评论:“新兴市场:一些新概念”,《组合证券投资管理期刊》,1994年(待出版)。

²⁸ 见M. Ahmed和S. Gooptu:“向发展中国家的组合证券投资”,《金融与发展》,1993年3月。

²⁹ 巴林证券公司,前引书。

³⁰ 受《1974年雇员退休收入保障法》管制的各种基金。

³¹ 见S. Gooptu引文,前引书。

³² 例如,据新闻报导,阿根廷(1993年8月10日《金融时报》)、泰国(1993年6月4日《金融时报》)和中国(1993年5月26日《金融时报》)最近对它们股票市场的管理进行了改革以吸引外国投资者。

³³ 见国际金融公司:《新兴股票市场实况简介,1993年》,第26页。

³⁴ 应当指出,成熟市场有时也会表现出高度的不稳定,例如日本的情况。

³⁵ Mullin,前引书,发现资本收益标准差与另一方面,美元股息增长标准差、汇率变动、通货膨胀率变动以及出口增长率变动密切相关。

³⁶ 关于税务负担对应得税前股本收益的影响的分析,见Asli Demirguc-Kunt和Harry Huizinga:《在新兴股票市场从事组合证券投资的障碍》(世界银行,工作文件WPS 984,1992年10月)。

³⁷ 见国际金融公司:《新兴股票市场实况简介,1993年》,第27页,1992年底美国机构投资者承付预扣税款表。

³⁸ 关于本国制度的资料来自世界银行的《全球经济展望与发展中国家》,1993年第41-42页。

³⁹ 贸发会议:《1993年贸易和发展报告》,联合国出版物,销售品编号:E.93.II.D.10,第122页。

⁴⁰ 见Ajit Singh著“股票市场和经济发展:发展中国家是否应鼓励股票市场?”(贸发会议评论,1993年第4期,英文本第1-28页)Singh认为,“即使在市场运作)很完善的先进国家,股票市场对实际经济发展产生的影响,也往往是弊大于利”。

⁴¹ M. Gertier曾在《货币、信贷及银行杂志》(第20卷,第3期,1988年8月,第二部分)上撰文题为“金融结构与总体经济活动:概览”,其中对有关真正金融相互作用的文献作了很好的评论。关于金融结构与结构与经济发展之间的联系,撰文评论的作者主要有: R. W. Goldsmith,他著有《金融结构与发展》(1969年康涅狄格州新港,耶鲁大学出版社); Gurley, J. 在D. Krivine 主编的《发展中国家的金融和货币问题》(1967年,纽约 Praeger 出版社)一书中撰文题为“金融结构在发展经济中的作用”; Patrick, H. 在《经济发展与文化动态》季刊(1966年1月,第14期中撰文题为“不发达国家中的金融发展与经济增长”。

⁴² 就金融体制制约增长这一问题提出独到见解的有: Gurley J. 和Shaw, E. S. 两人联名在1967年4月出版的《经济发展与文化动态》季刊中撰文题目为“金融结构与发展”; Mckinnon, R. 著有《货币与资本经济发展》(由Brookings Institution于1973年在华盛顿特区出版)。许多发展中国家听从国际金融机构的建议,实行了金融放松政策,但产生的结果不尽相同。

⁴³ 关于股票市场作用的类似分析,请参看V. R. Errunza所著的《资本市场,外国组合证券投资及经济发展》。

“某些分析家将1987年10月份世界性的股票市场崩溃原因部分归结为投机性“气泡”的存在。这一现象的出现是因崩溃前繁荣时期对股票价格估价过高所致。对未来价格上涨的过高期望是在一个相当长的价格上升期内逐步形成的;随着定值过高的不断加剧,急需采取降价措施的压力也不断增加。这样,外部的小小冲击(比如,当时国际经济形势的捉摸不定)就会引起价格崩溃。然而,其他分析家的分析表明,当时价格定值并不过高,1987年10月份的崩溃主要是由于其他体制方面原因造成的。如,某些市场机制的暂时失灵。关于对1987年10月份崩溃的详细分析,请参看国际清算银行,第58次年度报告,1987/88年、(第四部分: 国内金融市场的发展)。

⁴⁵ 鉴于讨论这两个议题的文章很多,这里只徵引几篇与本文最有关关系的文章,供参考。关于不对称信息的有: Stiglitz, J. E. 和 Weiss, A 合著的文章,题为“信息不完善市场的信贷定额分配”,原载《美国经济评论》,1981年第71期; Stiglitz, J. E. 写的文章,题为“金融市场与发展”,原载《牛津经济政策评论》,1989年冬季出版的第5卷、第4期; Cho, Y. J. 所写的文章,题为“在没有健全的股本市场的情况下实行金融放宽政策所产生的效率低下”,原载《货币、信贷及银行杂志》,1986年出版,第18(2)期。关于公司控制的著作有: J. Franks 及 C. Mayer 合写的文章,《资本市场与公司控制: 对法国、德国及英国的研究》、原载1990年出版的《经济政策》; T. Jenkinson 和 C. Mayer 合写的文章,题为“评估公司管理与公司

控制，“原载《牛津经济政策评论》，1992年秋季，第8卷，第3期；Ajit Singh所写的文章，题为“股票市场与经济发展……”。

⁴⁶ 这一论点是由Y.J.Cho(见前书引)提出的。他认为，如果没有完善的证券市场，即使银行部门充分放宽，也不可能实现有效的资本分配。

⁴⁷ Kim E. H. 所写的文章，“韩国的股票发放”原载《太平洋盆地资本市场研究》，(Elsevier Scirence Publisher North Holland, 1989年)。

⁴⁸ 参看C. Mayer 所写的文章“评估：金融体制与公司投资”原载《牛津经济政策评论》，第3卷，第4期，1987年冬季。

⁴⁹ 关于美国的新股本，请参看：E. M. Remolona, R.N. McCauley, J.S. Ruud和F. Iacono合写的《1990年代的公司再融资》；纽约联邦储备银行，季刊，1992-93冬季。关于德国的情况，请参看：“学会爱证券”，经济学家杂志，1993年7月3日第73-74页。

⁵⁰ 参看J.Corbett. 所写的“国际融资前景：来自日本的证据”，原载《牛津经济政策评论》，第3卷，第4期，1987年冬季。

⁵¹ 请参看，例如，Franks 及Mayer 的文章，(见前引书)，以及Jenkinson和Mayer的文章(见前引书)。

⁵² Ajit Singh提出的论点(见前引书)。

⁵³ 德国和日本的小股东正在对公司施加压力，要求增加对管理的控制。(金融时报，1993年7月1日和1993年10月1日)

⁵⁴ 参看墨西哥提交的案例研究。

⁵⁵ 有人可能提出，在某些情况下，通过发放证券筹措的资金未必完全用于增加公司投资。然而，从整体上讲，公司往往利用证券资金来为长期投资筹措资金，而不用于经常开支。

⁵⁶ Mullin 所写的《全球经济中的新兴证券市场》，特别是72-75页(英文本)。

⁵⁷ Ajit Singh 和 Javed Hamid : 发展中国家里的公司金融结构，技术论文第1号，国际金融公司，华盛顿特区，1992年。

⁵⁸ 股票市场资本化与国民生产总值的比率与增长率之间的相关系数为：巴西，0.66；委内瑞拉，0.63；马来西亚，0.57；约旦，0.47；哥伦比亚，0.47；大韩民国，0.45；墨西哥，0.43；泰国，0.42；印度，0.40。

⁵⁹ 见V. Corbo 和 L. Hernandez: “对组合资本流量的宏观经济调整：理论依据和某些近期的经验”，世界银行关于向发展中国家的组合证券投资专题讨论会上提

出的论文,1993年9月9日-10日。

⁶⁰ Han Kim 和 Singal, 同上, 运用美国对新兴市场的组合证券投资数据, 发现这些(曾经一度限制外资流入的)新兴市场, 大多已向外国投资敞开大门, 尽管开放后的头几个月曾出现纯产权投资负流入, 但此后却呈现出较大幅度的正流入。此外, 开放后期的资金流量平均浮动值远低于开放前期的流量平均浮动值。

⁶¹ M. Howell(巴林证券公司): “社会事业机构投资作为发展中国家组合证券投资的来源”, 1993年9月9日-10日。

⁶² 见V.R. Errunza: “资本市场, 外国组合证券投资以及经济发展”, 就外国组合证券投资所得利益进行的分析。

⁶³ 列入美国证券存单的各发展中国家公司均发现其资本成本下降; 见世界银行《全球经济前景...》。同样, 根据在美国股票交易所挂牌的国家投资基金, 有事实表明, 把国家资金投入发达股票市场, 可提高原来在新兴市场交易的附属部分资产的价格。关于后者, 见: V. Erruna, L. Senbet 和 I. Diwan: “国家投资基金: 理论与事实”, 在世界银行关于向发展中国家的组合证券投资专题讨论会上提出的论文, 1993年9月9日-10日。

⁶⁴ 1990--1992年阿根廷、智利、哥伦比亚、印度、墨西哥、尼日利亚、巴基斯坦、委内瑞拉的价格收入比率都有增长: 见国际金融公司的《1993年实况简介》。

⁶⁵ 见墨西哥提交的案例研究。

⁶⁶ 以下几位探讨了基础结构问题: A.W. Van Agtmael: 新兴的股票市场(《经济刊物》伦敦, 1984年); R. Pardy: “新兴证券市场的体制改革”, 世界银行的论文, WPS 907, 1992年5月; T.M. Chuppe 和 M. Atkin: “证券市场的管理”, 世界银行论文, WPS 829, 1992年1月; V. Erruna: “资本市场, 外国组合证券投资和经济发展”。

⁶⁷ 本文对体制、法律和管制制度以及对政府发展市场的作用所进行的审查, 大量借鉴援用了R. Pardy, Chuppe 及 M. Allin 的以上同类论文。

⁶⁸ 见 Dimitri Vittas: “规章条例对金融机构媒介作用的影响”, 世界银行工作文件 WPS 746, 1991年8月。