

证券投资理论的新成果

——《证券投资论》序

北京大学经济学院教授 萧灼基

陈云贤同志的博士论文《证券投资论》探讨了当前国际经济活动和国内经济体制改革中一个重大的理论和实践问题，选题新颖，具有开拓性，是我国第一部研究证券投资理论的博士论文。

在世界经济发展史上，证券投资已存在四、五百年，有关证券投资的研究论著层出不穷，以研究证券投资而获诺贝尔经济学奖的经济学家也有好几位。但从中外比较的角度进行研究的论著，迄今为止仍未见到。陈云贤同志的博士论文，其中一个重要特点是，开辟了中外证券投资比较研究的先河，意义重大。

任何研究著作都必须以理论的创新性而显示其学术价值。但在一个人们已进行了长期研究的理论问题上，每前进一步都要付出艰辛的劳动。陈云贤同志博士论文的另一个重要特点和优点，就是在深入研究证券投资的历史发展和现实运作的基础上，提出了证券投资三大假说、三大规律等观点，理论上有所创新，有所前进。

经济学作为致用之学，与实际经济生活的联系十分密切。证券投资不仅是一个重要的理论问题，也是当前深化金融改革的一个重要实践问题。陈云贤同志的博士论文，密切联系实际，把理论探讨与对策建议结合起来，提出了一个较为完整的、具有中国特色的证券投资模式，既有科学性，又有可行性。

经过多位同行专家的认真评议，经过具有高度权威性的答辩委员会的认真研究，陈云贤同志的博士论文获全票通过。这是陈云

贤同志多年刻苦学习的结果。作为他的导师，我对论文是很满意的。现在趁本文出版的机会，谈谈我对文中一些主要观点的看法，并把本文慎重地推荐给学术界的广大读者。

一、实证分析的启示

《证券投资论》运用实证分析方法较详尽地考察了中美等国证券投资的发展过程和具体形式，为理论概括奠定坚实的客观基础，给人们以深刻的启示。

第一 证券投资是商品经济和社会化大生产的产物。早在中世纪，罗马人就开始以股票投资经营生产。地中海一些国家和城市以股票形式发展航运业。我国清末民初也出现了证券投资。虽然证券投资是在资本主义制度下或资本主义因素已经出现的条件下产生的，但它却不能与资本主义划等号，不是资本主义的专利。本文运用大量资料表明，不仅资本主义社会存在证券投资，社会主义社会也存在证券投资。八十年代以来我国在经济体制改革中，也出现债券投资，还出现股票投资。由于股票投资具有筹资简便、产权明确、利益共享、风险分散、两权分离等优点，符合商品经济和社会化大生产发展的要求，因此近一个多世纪以来，获得了迅速的发展。正如马克思在一百多年前所说：“资本积累”，即由圆形运动变为螺旋形运动的再生产所引起的资本的逐渐增大，同仅仅要求改变社会资本各组成部分的量的组合集中比较起来，是一个极缓慢的过程。假如必须等待积累去使某些单个资本增长到能够修建铁路的程度，那末恐怕直到今天世界上还没有铁路。但是，集中通过股份公司转瞬之间就把这件事完成了。”

第二 证券投资和证券化是现代经济发展的必然趋势。商品具有二重性，使用价值和价值。在商品经济的发展过程中，使用价值的数量、种数、结构、性能不断发生变化，同时，价值形式也不断发

生变化，从简单的、偶然的价值形式发展到货币形式，从货币——信用——证券发展到当前的证券化。本文运用大量资料表明，国际资本投资证券化、区域经济建设证券化、国家政策实施工具证券化，是世界经济的新特征。认识这种发展趋势，对我国社会主义建设是十分重要的。我国经济建设需要大力利用外资。现代国际资本的转移，主要采取证券的形式。除了债券投资外，股票投资具有重要意义。这种投资形式共享利润、共担风险，可以在利用外资的同时引进先进的管理方式，建立广泛的国际联系。我们今后必须逐步加大这种形式。其办法是选择若干国际上知名度较高的企业，向国外的公司和个人发行股票，试行股票国际化。在筹集国内资金方面，我们也应充分利用证券投资的形式。目前我国发行的国家债券、银行债券、企业债券已有相当数量。只要普遍建立和完善二级市场，发展证券流通业务，就可以利用债券作为筹资的重要形式。我国股份公司还处在试点阶段。股份公司是现代企业的典型形式。利用股票集资是发达国家主要的集资渠道。因此我们要不断总结经验，扩大股份公司试点范围，发展股份经济。

第三，各国股票投资既有共同点又有区别点，发展股份经济应从实际出发，从不规范到相对规范。各国股份投资都走过独特的道路，无论在发展阶段、投资规模、结构、形式等方面都有自己的特点。本文运用大量材料，详细比较了中、日、美各国股票投资的异同。作者正确指出，随着一国经济的发展，其所需要的资金越来越多，股票作为筹集资金的形式，可以较大限度地把消费资金转化为生产资金；要有效地利用股票投资的形式，必须健全法制，建立具体业务操作程序和实施步骤。当前我国正在进行股份经济的试点。已经建立的股份公司大部分是不规范的，例如原有资产未经科学评估，产权界限模糊，股东早涝保收，不承担经营风险，董事会形同虚设，决策者与经营者合二为一等等。为了发展股份经济，我认为要从我国实际情况出发，着重解决以下问题：一，制订和健全股

份经济法令和法规 以便有法可依；二 实行股份制企业的资产存量要进行科学评估 明确产权关系；三 完善律师、会计、审计制度；增强企业经营透明度和财产透明度；建立股票经纪人制度和股票交易所 禁止非法买卖 对股票市场和上市公司进行严格的行政和舆论监督 严惩作弊行为。我们要建立的股份经济 是以生产资料公有制为主体的社会主义股份制，这是我国股份经济与资本主义股份经济的根本区别。但对资本主义股份经济中一些基本的规则，我们要有条件地加以借鉴。

二、证券理论的创新

《证券投资论》的一个重要优点 是在研究大量实证材料的基础上，指出了创新的理论。证券投资三大假说——预期收益说、风险溢价说、持有期偏好说，就是作者的创新。

所谓预期收益说是指 投资者对证券投资的目的 是为了获得收益 人们把资金投向证券的动因 是证券的预期收益高于其他方式 例如储存现金或银行储蓄 的收益 人们按照各类证券预期收益的大小来选择证券种类，优化证券组合；当资本还原率为一定时，各类证券投资者对某一证券的资金投向与该证券的预期收益大小成正比。这就是说 预期收益决定着各类证券投资者的资金投放方向。

所谓风险溢价说是指 证券投资在持有期间是有风险的 持有期越长 风险越大 证券投资者时时刻刻都在窥测各类证券风险和收益的情况 风险溢价是吸引证券投资的有效方式 由于持有期越长 风险性越大 因而预期收益就应越高。这就是说 风险溢价可以使投资者接受具有一定风险的证券，从而决定着各类证券投资者的资金投放数量。

所谓持有期偏好说是指 预期收益是证券投资的目的 预期收

益的高低、预期收益与实际收益的偏离程度 决定着证券投资者对证券的持有期 投资者对某一种证券持有期的长短 在很大程度上取决于投资者对该证券预期收益和风险的估计；如果该证券的预期收益率低于银行利率，投资者将不再持有证券而把资金投向银行 如果在风险大小相同的情况下，一种证券预期收益低于另一种证券的预期收益 投资者将把资金转向预期收益高的证券 这就是说，持有期偏好决定着各类证券投资者对该证券的留存时间。

证券投资三大假说，反映了证券投资的三大特点：即收益性、风险性、流动性。证券投资的运动规律 货币——商品（证券）——更多的货币。投资者的目的就是价值增殖 或者叫做收益。这是证券投资的主要特点。在社会化大生产中 无论投资于任何部门或企业 都有一定风险。其原因或者是宏观经济环境发生不利于企业的变化 或者微观经济条件和管理状况不适于市场情况。虽然不同证券投资、不同企业的风险大小不同 但风险的存在是必然的。因此风险性也是证券投资的特点。证券只有在流动中才能优化。证券投资的流动 促进资源配置合理化和产业结构优化 有利于提高整个社会经济效益。因此流动性既是证券投资的特点 也反映了证券投资对社会经济的促进作用。证券投资三大假说言之成理 持之有据。

证券投资三大假说 是对证券投资实践的理论概括 具有坚实的实践基础。应当说 经济理论界对证券投资的特点 曾以不同角度进行研究和概括，提出过不少有价值的思想。例如美国学者库珀、弗雷泽就曾对风险溢价进行专门的研究。陈云贤同志在论文中注意吸取前人的研究成果，但更主要的是他对各国证券投资进行深入的历史考察和实证分析 掌握了大量实际资料。因而 三大假说是有牢靠的实践基础 符合证券发展的实际情况。这里还必须指出 该文对证券投资三大假说的论证 定性 与定量相结合 因而更具科学性 更有说服力。

证券投资三大假说，有助于人们认识证券市场的变动趋势，具有重要的实用价值。社会上各类证券，风险不同，收益不同。有些高风险、高收益 有些低风险、低收益 有些低风险、高收益 有些高风险、低收益。证券投资三大假说表明，收益和风险是制约证券投资的两大因素，任何投资者都要权衡收益与风险的情况，优选对自己最有利的证券。以最小的风险获取最大的收益，是证券投资者的愿望和目标。证券市场上各类证券的流动，人们对各类证券的偏好 都以此为轴心。那些风险最小、收益最大的证券 必然成为证券市场的热门货。相反 风险大、收益少的证券 必然成为证券市场的滞销“商品”。虽然证券市场的变动纷繁复杂 但如果以证券投资三大假说为依据，人们不难看出其变动的轨迹。这无论对宏观管理部门、证券经纪人和证券投资当事人来说，都有重要的意义。

证券投资三大假说，有助于优化产业结构，其意义超出了证券投资的范围。按照三大假说 投资风险小、收益率高的证券 销路最好。而要减少投资风险，就必须对投资项目进行科学的、严格的可行性研究；要提高投资收益率，则必须提高产品质量、降低产品成本，采用新技术、开拓新市场等。这无疑有助于优化资源配置和企业结构、促使企业提高经营管理水平。

证券投资三大假说是一个互相联系的整体。其中，预期收益说是制约证券投资行为的核心，风险溢价说和持有期偏好说是预期收益说的继续和补充。它们制约着投资者的投资方向和投资数量，制约着证券的流通 制约着证券市场的变动趋势。“假说”不假，它真实地反映了投资者的投资目的和投资行为。

三、投资规律的发现

从大量实践中概括出若干带有规律性的东西，是理论研究的深化。如果说 证券投资三大假说是《证券投资论》在理论上的创

新 那末 证券投资三大规律 则是作者在理论上的重大发现和突破。如果说 前人曾经从不同方面对三大假说作过一定的论述 三大假说是对前人成果的概括、提高和发展 那末 三大规律——预期收益引导规律、风险收益同增规律、货币证券共振规律的提出和表述 则是作者的独创。

证券投资的目的是为了获得收益。在证券投资过程中 当某一证券的预期收益可能增加时，投资者必然把资金投向这一证券；当某一证券的预期收益减少时 不仅新投资者不愿购买该证券 而且原来的证券持有者也急于把证券脱手。因此 预期收益是制约投资方向的关键。所谓预期收益引导规律就是：在证券投资过程中，资金流向由预期收益决定；一种证券的预期收益越高 资金越向该证券转移。在证券经济运动中 客观上存在一个证券投资引导的问题 而引导的核心就是证券投资的预期收益大小。即当某一证券的预期收益能够增加时，证券投资者的资金投向会向着这一证券转移 当某一证券的预期收益递减时 不但新的投资者不会把资金投向此证券，原有的投资者也会逐渐地把资金从这一证券中转移它方 当这一证券的预期收益低于市场银行利率时 该证券就被称为“呆滞”证券 此时 投资者就会把资金存入银行而不会把它投向这一证券。进一步说 在证券融资和证券投资过程中 对投资资金的吸引客观上存在着一个预期收益引诱、预期收益引导的必然性。它表现为证券融资中“预期收益率”的高低决定着证券投资者投资资金的流向 又表现为“发展生产多创赢利”对证券发行者融资用途的制约作用。

一种证券投资的预期收益既受该证券利率的制约，也受银行利率和其他证券利润的制约，它是由多种互相作用的因素决定的。在商品经济和社会化大生产条件下 各种证券投资都有风险。所谓预期收益与风险同增规律就是在证券投资中 风险与收益存在正相关关系 风险越大 收益越高 风险越小 收益越低。一方面 证券

投资者为了获得预期收益 他们必然地会去考虑、衡量证券投资中的各种风险因素 以便在多种多样的投资证券中作出选择 另一方面，证券发行者为了实现收益与风险同增以有效地吸纳各类证券投资者的资金，他们必然地会去不断扩大生产规模、采用先进技术、提高劳动生产率 以采取各种方法多创赢利。其客观作用制约着证券投资者与证券发行者双方的行为。

在发达的商品经济中 商品、货币、证券之间 存在着相互制衡的关系。证券作为一种虚拟的资本商品 其市场活动引起对货币需求量的增加 其市场流动 受借贷资本利率的影响 其市场价格 由市场利率与证券收益率决定。因此 证券与货币之间 有着密切的相互关系。货币证券共振规律就是 货币流通量和银行贷款利率制约证券价格、证券流通量和证券投资方向 证券价格、证券流通量影响市场货币需要量。具体说来，一方面 证券的产生源于货币在执行其职能过程中的矛盾的结果 其作为一种虚拟的资本商品 必然会在市场中流动 它的交易会 引起对货币需求量的增加 另一方面 股票、债券能够充当财产流动的抵押品 从而扩展了货币资本的活动范围 成为在现金和存款通货之外的又一流通工具 它们的流通转让起着一种“替代货币”的作用 并受借贷资本利率——市场利率水平和结构的影响。货币与证券的运行相互制约，相互作用。

陈云贤同志提出的上述三大规律 对于国家、金融机构和证券发行者自觉从事证券发行、流通、管理和调节 具有重要意义 为我们探讨证券投资的规律 提供了有益的启示。这里需要进一步探讨的问题是：

第一，任何经济规律，都是在一定的经济条件下产生作用的。证券投资三大规律发生作用的经济条件，是完善的市场体系和市场机制。但在不同国家 或在同一国家不同时期 市场发育程度是不同的。这种情况 对证券投资规律发生作用有何影响 从我国当

前情况看 市场体系不完善 市场机制不健全 市场规则不规范 市场信号不准确。从不完善到完善 需要有一个较长的过程。在这个过程中 证券投资规律能不能发生作用 如果能发生作用 有何特点 这些问题 都需要深入探讨。我认为 证券投资规律发生作用的程度 与市场发育程度是正相关关系。市场发育程度越高 证券投资规律越能充分发生作用。在市场发育的不同阶段 证券投资规律发生作用的强度、形式、特点、都会有所不同。

第二 任何经济规律发生作用 都会受到各种社会经济体制的影响。以证券投资规律来说 除了市场发育程度以外 其他许多社会经济条件 例如企业体制、金融体制、投资体制、法律体制等 都与证券投资关系密切 证券投资规律发生作用 不能不受这些条件的影响和制约。例如企业体制 如果仍然存在政企不分 缺乏生产经营的自主权，预期收益引导规律就难以引导这些企业的投资方向。又如法律体制 如果没有保障投资者的法律 即使预期收益很高 投资者也会望而却步。总之 证券投资作为一种现代经济现象，离不开整个社会经济体制 证券投资规律发生作用 也必然受到各种社会经济条件的制约。研究各种社会经济条件与证券投资的关系 具有重要现实意义。

第三，任何经济规律都是在一定的生产力水平和经济形势下发生作用的。如果说 证券投资规律在任何有证券投资的国家和地区都普遍存在 那末 由于各个国家和地区生产力发展水平差别很大 证券投资规律的作用形式和影响程度也必然有所不同。例如一个低收入的发展中国家与一个高度发达的国家比较，证券投资规律的作用形式和影响程度是很不同的。研究生产力发展水平与证券投资的关系 也是一个重要课题。

总之 陈云贤同志提出证券投资三大规律 在理论上是一个重要贡献。希望陈云贤同志和学术界的朋友们继续探讨 不断完善证券投资理论。

四、具体方案的设计

比较各国证券投资的特点 探索证券投资的规律 目的都是为了设计我国的证券投资模式。《证券投资论》在考察各国证券投资的历史和现状 研究证券投资规律的基础上 结合我国国情 提出了“多要素、多层次、多阶段”的证券投资运行模式。具体说来 就是债券投资与股票投资并举、一级市场与二级市场并存、证券流通与证券管理同步 实施步骤分三个阶段 大约用二十年左右时间 建成相对完善的证券投资市场和投资机制。

现在理论界提出的证券投资方案较多，陈云贤同志上述方案具有若干突出特点。其一是比较全面 包括投资方式、市场机制、宏观调控、配套改革和实施步骤 其二 比较可行 各个阶段目标具体 内容明确 操作性强 其三 比较规范 符合证券投资规律的要求 符合证券投资的国际惯例。

这里 在具体实施过程中 有几个问题必须明确：

第一 从总体上说 债券投资与股票投资并举 具体说来 近期应以债券投资为主 远期则应以股票投资为主。债券投资与股票投资都具有集资的功能。但股票投资对于优化资源配置、转变企业机制、分散投资风险、提高企业效益 具有更大作用。股票投资的发展 是深化企业改革的要求 也是深化企业改革的表现。因此 发展股票投资 是我们的主要目标。不过这个目标只能逐步实现。当前我国股份经济处于起步阶段 证券市场发育不成熟 各项改革措施不配套 群众的投资意识和风险意识较薄弱 这些情况不能不制约着证券投资的发展。我们必须从实际出发 逐步推进 不能急于求成。

第二 从总体说来 一级市场与二级市场并存 具体说来 要重点搞好二级市场。证券流通是证券的生命。如果证券不能流通 就

没有生命力。因此 作为证券流通的二级市场 具有极其重要的意义。要办好二级市场 关键在于强化法制观念 制订明确的法律和规则 严格上市条件 监督上市公司的经营和财务活动 加强市场管理 取缔作弊行为 培育投资和风险意识 提高投资者对市场波动的承受能力和适应能力。一个国家 必须有统一的证券市场 通过市场联网 及时发布交易信息 促进证券流通。由于我国地域辽阔 企业众多 债券和股票种类复杂 在统一的证券市场中 可建立多层次分级管理市场。与此相适应,可规定不同层次的上市条件。例如 全国性市场、省级市场、市级市场。这样做 有利于吸纳更多的证券上市,有利于吸引更多投资者参加证券市场的活动。

第三 从总体说来 证券流通与证券管理同步 具体说来 证券管理必须超前。证券管理包括制订法律和规则、建立和健全证券交易所和证券经纪人公司、配置现代管理工具和信息处理手段、培训合格管理人员等,这些工作不仅要与证券流通同步,而且要超前。只有具备上述管理条件 才能从事证券交易 促进证券流通。当然,证券流通的规模不断发展,证券管理也必须不断完善。流通促管理 管理促流通 两者互相促进。

第四 从总体说来 投资目标需要分步实施 具体说来 各个阶段互相衔接 难以截然分开。例如第一阶段证券市场主要以债券流通为主 但股票流通已经出现 其规模也会逐渐增大 我们既要根据各个阶段的具体情况 确定主要目标和主要活动内容 也要按照总体方案的要求,为顺利进入下一阶段作好准备。

第五 从总体说来 在地区布局上先沿海城市 后内地城市 具体说来 内地城市也要积极进行试点。我国沿海城市经济发展水平较高 与国外经济贸易往来较多 发展证券投资的条件较好 应先走一步 提供经验。我国内地包括广大地区 具有雄厚经济实力。同沿海城市一样 内地城市也要发展证券投资 采用符合有计划商品经济的经济运行方式。虽然当前内地经济的总体发展水平比沿海

城市低,但内地也有许多企业,其规模、素质、效益、发展前景完全可以与沿海企业相比而毫不逊色。因此在内地城市也应发展证券投资,尤其是进行股份制试点,选择若干条件较好的城市,建立证券市场。总之,沿海城市与内地城市,都要积极试点,逐步推进。

证券投资是一个十分复杂的理论问题和实际问题。《证券投资论》为建立具有中国特色的证券投资理论提出一个富有新意的理论框架和基本思路,这是应该肯定的。同时,证券投资中许多理论问题和实际问题,以及今后出现的新情况和新问题,需要陈云贤同志和学术界同仁们继续探索。

陈云贤博士是一位理论功底扎实、专业知识渊博、治学严谨、思维敏捷的年轻学者。我希望他在理论研究上继续努力,取得更大成绩。

1991年6月26日于北大

引 言

早在一百多年前 马克思就曾经指出 资本“积累 即由圆形运动变为螺旋形运动的再生产所引起的资本的逐渐增大,同仅仅要求改变社会资本各组成部分的量的组合集中比较起来,是一个极缓慢的过程。假如必须等待积累去使某些单个资本增长到能够修建铁路的程度 那么恐怕直到今天世界上还没有铁路。但是 集中通过股份公司转瞬之间就把这件事完成了”^①。“信用制度的发展也造成如下情况:由于形成股份公司等等,生产那些延续很长时间,也许是延续许多年的劳动过程结果的商品成为可能”^②。对此,“如果没有银行实现的信贷的集中 没有银行创立的、与地租相对立的国债利息 从而没有与土地所有权相对立的金融 没有与地主相对立的金融家,——如果没有这一新的流通制度 难道会有现代大工业 股份企业等等 会有上千上万种流通券 它们既是现代工商业的产物 又是现代工商业活动的条件 吗?”^③。这里 有价证券作为金融活动的媒介和工具,在整个工商业发展的过程中起着重要的作用。

从历史上来看 早在中世纪 古罗马人就开始以股票募资经营生产;十六世纪中叶,英国重商主义者用股票募资开拓对外贸易;1802年 伦敦成立第一家股票交易所;……。证券投资或称证券募资“创造了一种联合资本”^④ 推动了经济发展。二次世界大战后的

① 《马克思恩格斯全集》第 23 卷第 688 页。

同上,第 49 卷第 345—346 页。

同上,第 46 卷上第 63 页。

同上,第 25 卷第 529 页。

日本经济凋敝 资金奇缺 远远不能满足恢复和发展经济的需要, 在此时 也正是日本政府采取证券投资主导型政策 通过各种渠道在国内外广泛筹资、使其经济获得大幅度增长。进入八十年代后, 世界经济发展不平衡的一个突出事件正是 日本取代美国 成为世界上最大的债权国, 日本东京股票市场上市股票总值和交易量均超过纽约、伦敦市场 股值占全世界的 44% 而美国则从世界上最大债权国迅速转变为最大债务国。^①

从当前世界经济发展的趋势来看, 它正处在一个转折的阶段。世界经济一体化带来了国际投资的发展, 资本国际间流动日趋频繁, 成为影响世界经济的主导性因素之一。1987 年 国际资本市场拥有资金毛值约 4 万亿美元 相当于 1970 年的 33 倍,^② 国际金融市场上融资总额达 4334 亿美元, 1988 年、1989 年 国际融资数量虽有减少, 但经济的持续增长以及主要工业国之间发展的不平衡, 对金融市场的融资需求仍然是巨大的。^③ 而且 国际融资活动日趋证券化。世界股本额从 1980 年的 2.5 万亿美元上升到 1988 年的 8.2 万亿美元, 80 年代上半期, 国际长期债券的净提供额 总发行额减去偿还和回赠额 从 280 亿美元猛增到 1250 亿美元^④ 1985 年, 国际债券发行首次超过国际银行贷款, 1986 年 国际债券发行占融资总额的 71% 国际银行贷款占 29%, 1989 年头 6 个月 国际债券发行比 1988 年同期增长了 12%^⑤。此外, 一些主要工业发达国家 由于持续的巨额财政赤字和国际收支不平衡 现在正在依靠证券市场筹资, 证券市场成了政府财政政策和货币政策

^③ 世界经济形势研究小组:《世界经济形势的回顾与发展》引自《世界经济》1990年,第3期。

^④ 邓建勤:《当代国际资本流动格局的深层透视》引自《金融研究》1990年第1期。

世界经济形势研究小组:《世界经济形势的回顾与发展》引自《世界经济》1990年第3期。

的实施场所和最佳协调中心，证券市场活动已辅佐着政府的财政政策和货币政策的实施。

从发展中国家的经济发展状况来看：(1) 发展中国家的债务危机困扰已在促使国际资本的证券化。至 1988 年底 发展中国家债务总额达到 13,200 亿美元 外债占出口额的比重除 1980 年外，其余年份均在 10% 以上。目前全非负债总额已相当于非洲国家一年生产总值的 85%；拉美国家所欠外债占发展中国家外债总额的 40%。债务困境使多数发展中国家的经济稳定计划和调整方案难以真正实施，也影响到整个世界的经济活动。为了缓解债务危机，国际金融机构、国际商业银行以及债务国、债权国采取了多种对策，1989 年提出的“布雷迪方案”措施之一便是采取多种形式的债务资本化和债权转换，包括债务转换股权、债务证券化等等。(2) 发展中国家和地区通过迅速发展股票市场和建立国家基金组织来筹集建设资金。一些新兴国家的基金组织发行的股票已在几个主要国际金融市场包括伦敦、纽约、卢森堡等地上市交易。亚洲新兴发展中国家结合股票市场和国家基金组织的建立，开始兴办风险资本投资。这些活动加速了国内资本的形成 为引进外资提供了方便途径，促进了这些国家和地区的经济建设^①。1988 年 亚太地区的经济平均增长率达 8% 比欧洲共同体高一倍多 居世界首位。

从我国经济发展的现状来看：1979 年，我国开始了经济体制改革，十年改革使我国的经济运行机制发生了巨大变化 市场、竞争机制被引进计划经济之中 国家对经济的调节、控制从单纯依靠直接的行政手段已转向更大地依靠经济手段。国营企业作为一个

^① “发展中国家的债务资本化及其利弊得失”引自《世界经济研究》1990 年第 4 期；《人民日报》1990 年 1 月 10 日。

虞关涛：“发展中国家引进、利用外资 1988 年创新手段”引自《国际金融研究》1989 年第 11 期。

相对独立的商品生产经营者的地位得到确认，生产和投资决策权开始下放。一个多种经济成份、多种经营方式并存的多层次经济结构已经形成。在金融方面，中国人民银行已作为我国的中央银行行使其职能，开始运用各种政策工具对货币进行控制，大量新的非银行的金融机构开始建立；一个崭新的金融体系已初步形成并开始运转。然而，经济体制改革中出现的新问题和新矛盾也摆到了我们面前：(1) 我国的国民收入分配格局发生了较大变化。目前，财政收入占国民收入的比重，已从 1978 年的 37.2% 下降到 1988 年的 21.2%，^① 国家重点建设缺乏资金，财政从 1979 年起连续出现赤字，近年内也无法摆脱收支不平衡的困扰，而企业和居民个人收入大幅度增加，1989 年，我国城乡个人储蓄余额达到了 5,000 亿元^②。(2) 我国的投资决策权下放使国家在投资中的比重下降。据世界银行对中国经济的考察，在国内的积累中，由国家预算产生的积累占总积累额的比重从 1978 年的 51% 下降到 1985 年的 23%，来自居民储蓄的积累所占比重从 15% 上升到近 46%，企业和地方政府的积累占总积累的比重从 1978 年的 34% 猛增到 1982 年的 57%，1985 年又跌至 32%^③。(3) 我国的资金分配格局也发生了变化。由于财政负责国营企业资金供应的局面已不复存在，银行贷款政策和国家对总需求的调控政策联系在一起，经济发展与企业营运资金短缺的矛盾日益突出，企业之间相互拖欠严重，“债务链”严重地影响了企业的生产经营活动，目前，全国企业间的拖欠总额仍有 1,000 多亿元。随着经济改革的深化，企业需要有新的风险资本来源，需要有更广阔的筹资渠道。所有上述情况，对我国的金融活动提出了进一步深化的要求。就如何有效地运用债券

《中国统计年鉴》1989 年。

《人民日报》1990 年 3 月 15 日。

世界银行对中国经济考察丛书《中国：金融与投资》第 2 页。

《人民日报》1990 年 3 月 13 日。

股票融集社会资金 以加快我国社会主义经济建设步伐 已被作为当务之急提上了议事日程。

目前 世界经济出现的新特征是 国际资本投资、区域经济建设及国家政策的实施工具日趋证券化。它们在客观上要求各国去研究国际证券投资的规律性，在多样化的证券投资中去确定自己的位置 以促进经济发展。也可以说 目前 中国经济不仅在国内面临着如何运用和发展证券投资的问题，而且在国际上也已经自觉不自觉地把国内经济运转同世界经济运转连结在一起了。面对国际资本投资日益证券化的趋势 就对其如何利用、利用程度和利用方向的确定问题 对我们将是一次难得的机会、一场严峻的挑战。因此“凡事预则立 不预则废”我们应该在国内收支不平衡和全球收支不平衡的经济格局中 去加强证券投资理论的研究 去正确选定我国对内、对外证券投资的规模、速度、结构、策略和原则，才能有利于加快我国经济建设的步伐。