

论风险资本与创业资本的风险差异

阮震

风险资本是在新经济发展过程中勃兴的新型职能资本,目前人们对它的理论研究也还处在尚无定论和不断发展之中。从现有的研究结论来看,有一种十分普遍的观点认为,所谓风险资本也就是创业资本。比如 D·格林沃尔德主编的《现代经济词典》收录了“risk (venture) capital”词目,这里的括号昭示:该词典认为 risk capital (风险资本)和 venture capital (创业资本)之间毫无区别。至于国内,自 1998 年全国政协 1 号提案倡议我国应大力发展风险投资事业,到最近全社会热烈讨论设立第二板或称“创业板”资本市场问题,理论界基本上也是把风险资本和创业资本不加区别的。造成这种情况的主要原因在于:在实际操作上,风险资本的投入类似于其他直接投资活动。现代直接投资通常是投资者将资本投入到资本一级市场或二级市场,用于购买并持有由股份公司发行的股票。此后,投资者通过委托代理制在法人治理制度的规范中选择并聘任日常经营班子去为自己谋求投资回报最大化服务。风险投资的操作与此非常“形似”。投资者或者风险资本家往往以股东或发起人股东的身份创建风险公司,并聘任或自任日常经营管理团队从事经营、谋求利润最大化。这样一来,就容易造成错觉:风险资本与创业资本似乎没有本质区别。

其实,如果更深入地具体分析它们各自所涉及的风险之特征,不难发现风险资本与创业资本存在很大差异。而从风险差异角度去辨析这两种类型的资本,尤其是风险资本,是我们认知其职能特征与生成规律,从而进一步利用这些规律去发展风险投资事业、促进新经济成长的前提。

一、风险资本、创业资本、风险创业资本

风险资本是一种专门执行推动创新职能的资本类型。经济学研究的创新并不单纯是技术发明,其要义在于“建立一种新的生产函数”,“把一种从来没有过的关于生产要素和生产条件的新组合引入生产体系。”也可以说,创新是一个比技术发明更为复杂的社会经济活动,它的主题是要将技术发明成果或原创性的经营理念加以商业化、产业化,从而形成新增、高效的生产力。创新概念的提出者、美国著名经济学家熊彼特意识到了这样一种特殊而又复杂的社会经济活动必然要涉及一种特殊资本的使用,因此在论述创新过程的同时,他也用很大篇幅讨论了资本使用在其中的作用:“资本,无非是一种杠杆,凭借着它,企业家可以使他们需要的具体商品受他的控制,无非是把生产要素转用于新用途,或引向新的生产方向的一种手段。”然而,熊彼特没有也不可能指出在这里作为“创新的支付手段”而起作用的职能资本恰好就是风险资本。

风险资本所推动的主要是或者说一般是技术创新,即一种“以其构思的新颖性和成功实现为特征的有意义的非连续事件”。因此,技术创新活动的许多特点也自然会映射到风

险资本之中。根据经济学家、诺贝尔经济学奖得主肯尼思·阿罗的研究:技术创新过程具有三个突出特征:即不确定性、不可分割性及创新利润的非独占性。据此,我们可以大致将风险资本的显著特征归结为:(1)创新的支付手段。作为创新支付手段的风险资本具有不同于常规职能资本的赢利模式。一般资本的利得称为“财务性资本收益”,即一定时期的资本收益的唯一源泉是该时期内资本使用导致的财务收入扣除一些资本消费之后的余额。风险资本盈利方式并不严格遵从这一硬的财务预算约束。在时间序列上,风险资本的收益与它的投入并不一一对应。在达到某一临界点之后,风险资本的收益会超常增长,远远高于其资本耗费;而在这一临界点之前,风险资本的需求与消耗是递增的而且可能往往并不产生任何可见的或有形的财务收入。(2)风险资本的投入与产出之间的关系是非线性的。这一点是由创新投入过程的特征决定的。在创新投入过程中,风险资本在起始点上的数量或结构上的细微差距,在整体上可能会导致产出结果的巨大变化。之所以如此,主要是因为:(3)风险资本涉及了风险值很高、风险性质特殊的系统风险。关于这一特征,本文将随后展开详尽剖析。

创业资本与风险资本既相互区别又相互联系。创业资本是一个宽泛得多的概念,它统指一切用于创办企业或开创某一项商业投资活动的资本。在现代企业治理制度规范下,创业资本泛指以新鲜创设的股份公司发起人股份资本形式存在的、构成为法人营运资本主体的职能资本。创业资本与风险资本的区别在于,它并不必然要履行推动创新的职能而是倾向于执行常规经营的职能;同时,创业资本又区别于常规营运资本。这种区别突出表现在创业资本除了像其他常规营运资本一样获取行业平均利润之外,还可以获得创业利润,即“股份公司创办者发行股票时,股票出售价格总额大于实际投入企业的资本价值总额的余额”创业利润表面上看似似乎是不等价资本转手带来的,而实质上来源于创业者资本的纯时间价值加上其应得的风险补偿。

从理论上讲,风险资本的内涵集合同创业资本的内涵集合之间存在一个交集。正因为如此,在实践中风险资本一般也同时采取创业资本的形式,从而形成了风险创业资本。风险创业资本的出现具有可能性,这是因为在风险资本勃兴之前,创业资本从内容到形式都发展到极其成熟的状态,这为风险资本从一开始就分享股份资本的运营效率提供了条件;同时,风险资本采取创业资本形式也具有必要性。这是因为创业资本的运作在法人治理的制度规范下进行,这非常适应于风险资本的风险分散与管理的需求。总括起来,风险资本同创业资本相互融合而达到形式上的一致性是一必然的。风险创业资本形式的存在是风险资本与创业资本内在的相互关联性的外在表现。

二、风险资本与创业资本的系统风险差异

无论是风险资本或创业资本,它们在追逐利润的过程中都会涉及而且必须对付风险。虽然风险现象作为一种不确定性或不完全信息现象,在经济生活中普遍存在,但是不同类型的经济行为涉及的客观风险必然会有较大差异。这种风险差异成为经济行为主体在进行有关决策时必须正视和慎重取舍、应对的经济事态。

自1921年弗兰克·奈特(Frank Knight)在其著《风险、不确定性和利润》一书中将风险第一次带入经济学视野以来,形成的关于风险观念大致有两类:一类把风险理解为“财务风险”即本利损失的可能性;另一类则更具理论或原理性意味,把风险理解为“负效用”,不完全信息导致的资源配置效率的损失或振荡。我在这里研究的风险资本与创业资本的风险,取用后一类观念而不涉及具体的“本利损失可能性”即财务风险。与此同时,任一个风险都可分解为两部分即系统风险和非系统风险(也称个别风险)。所谓系统风险是指任何同类或同性质的经济活动都会面临的那一部分风险;而非系统风险则是该经济活动自身所涉及的独立的风险。

风险资本所面临的系统风险来源于技术创新过程的不确定性。“技术创新过程具有三个突出特征:即不确定性、不可分割性及创新利润的非独占性,其核心特征就是创新具有不确定性”。创新具有的不确定性的性质,致使风险资本在运营过程中必然要涉及如下具体的系统风险:(1)技术方面的不确定性。风险资本的运营以使用新技术、开发新技术和新赢利模式为特征。但无论是风险资本家或者原创性技术发明人、新经营模式的倡导者,无法对其未来状态进行无偏差预测,技术方面的演变存在着难以估量的不确定性。(2)市场的不确定性,或者风险资本具有较大的市场风险。风险资本运营涉及的市场风险并不单纯指马克思在《资本论》中所指出的商品在实现“惊险的跳跃”时所遇到的风险,而主要是指实验室出来的技术发明成果或者头脑中的新经营理念在现实市场竞争中的具体表现如何,存在着极大的不确定性。(3)流动性风险,或者说退出风险。这种系统风险的值之大小与技术风险的程度有关(参见表1)。

表1 按技术划分的创新不确定性等级表

真正的不确定性	基础研究与发明
很高级不确定性	根本性产品创新
高级不确定性	主要创新产品
中级不确定性	产品换代创新
低级不确定性	特许、模仿和改进等创新,技术引进
很低级不确定性	小型技术改进,产品新种类或型式

表1显示:技术新颖程度越高,风险资本运营的风险水平也越高。一般说来,人们总倾向于要规避风险,大多数人通常是一些风险厌恶者,他们会为损失一定量的收入而产生的痛苦感大于他们为得到同数量收入的满足感。由于受这种普遍风险偏好的支配,投资者投资偏好与投资的风险估计值之间呈反向变化。因此,风险投资领域的资本存量的密集度、资本增量的流入速度都远低于常规投资领域。在这种情况下,创新活动对风险资本的需求只能主要依靠风险资本自我滚动循环而不是靠新的风险资本不断流入来得以满足。这就要求风险资本能够在理想时点上有效退出从而回到风险投资的起点上。同样,这个退出过程也蕴含着大量不确定性,即流动性风险或退出风险。

创业资本在运动过程中则涉及完全不同的系统风险。首先,创业资本面临的主要系统风险是资本经营风险。创业资本以股份资本形式投入到股份公司以后,就成为整体上发挥

经营职能的法人财产的一部分。创业资本在谋取创业利润和行业平均利润过程中,会面临经营环境和条件方面的不确定性,因此它要涉及经营风险。与风险资本所涉及的系统风险比较,创业资本的经营风险总水平要小得多。这主要是因为创业资本的经营一般不涉及新技术的使用和开发,故而一般也不存在显著的技术风险。其经营风险是建立在正常的生产函数基础上的,以成熟技术为基点的财务性风险;其次,创业资本由于一般采取法人治理规范,其原始所有权同经营权实现完全分离,因此,创业资本家容易受到代理人外部性问题的困扰。在现行的委托代理制度框架下,由于资本原始所有者同其代理人即法人财产的实际经营者之间存在信息不对称现象,代理人发生“道德风险”(以偷懒动机为例证)的概率很高。这种道德风险是创业资本的经营方式所不可避免的,因而成为创业资本的另一大系统风险。

当风险资本和创业资本进行融合时,其各自特有的系统风险不仅不会消失或者互相抵消,反而倾向于相应地叠加在一起出现。例如,当风险资本家将其资本以创业股份资本形式注入到新发起设立的风险企业时,原来的风险资本的系统风险集中会增添新的元素即经营风险(突出表现为常规的财务风险)和代理人的道德风险。正因为存在这种风险叠加的可能,许多风险投资者在风险资本的组织形式选择中,并不倾向于发起人股份资本或者创业股份资本;即使为了利用资本市场去分摊总风险而被迫选择股份资本的形式,风险资本家也常常不愿放弃经营权,而是将“两权”适度统一,以降低“如果实行两权分离就有可能或者说必然会出现的代理人道德风险”。¹⁰叠加以后的风险具有了新性质,因此,并不能预期通过某一个单一的风险分摊机制去对付它。尽管这种单一机制在原初状态中分摊原来各自对应的风险时很有效,但是在风险叠加以后该机制却往往失灵。

三、风险资本与创业资本的风险分布规律的差异

风险资本运营过程中,风险分布服从风险与收益的对称律、规模风险递减律和可降解律。

所谓风险与收益的对称律是指风险资本的较高风险水平往往与较高的预期收益水平是相对应的,高风险意味着高回报。进行风险投资一旦成功,意味着在一个相当长的时期内创新产品在市场上处于自然垄断地位,风险资本可以获得丰厚而稳定的“生产者剩余”;此外,风险投资的高风险对一般投资者来说,具有极强的阻碍作用,这就形成了一种资本介入创新的“进入壁垒”,这一壁垒抬高了创新的预期收益率。由于上述两个原因,风险资本的高风险与高收益是相对称地分布的。

规模风险递减律指的是风险资本的风险是资本投入量的单调递减函数。根据微观经济学原理:规模报酬递减是因为在全部的投入性要素中包含了短期不可复制的不变投入。风险投资则恰好包含了短期不可复制的“专有或原创的技术发明”这种投入要素,因此,专有技术和资本结合在一起的过程导致的风险在规模上递减。

可降解性是针对风险资本的非系统风险而言的。风险资本运营所牵涉的创新,其技术类型和新颖程度有很大差异,因而其个别风险的水平也大有不同。然而,单一投资项目的非系统风险是可降解的。如果将若干个投资项目连成一个投资组合,作为每个组合投资的因子的每一投资项目的个别风险都会有不同程度的下降。

上述三个风险分布规律都是风险资本运营所特有的。至于创业资本,其风险分布则呈现不同的特征。首先,就其系统

风险来分析。创业资本系统风险值的分布与其收益率值的分布呈非对称和不规则对应的特点。创业资本,无论其介入的行业如何,一般都不会在其自己承担的系统风险中包含其他经济主体的效用。也就是说,创业资本家承担的风险具有较强的私人性,因此他承担风险的行为也就不能得到其他主体的直接补偿。而风险资本家的承担风险行为则有本质区别:他承担风险,实际上同时也满足了许多“创新成果的潜在采用者”或者创新模仿者规避创新的客观风险的需求。这种行为相当于为潜在采用者和模仿者们提供了“保险”,他自然可以在获得平均利润的基础上要求较高的风险报酬;创业资本家与风险资本家相比,则只能获得与常规风险或私人风险相应的平均利润了。即便是个别创业资本家承担了较高的(高于平均水平)的个别风险,其高出的部份并不能对应一定数量的预期收益,也就是说,得不到社会承认。

其次,创业资本的系统风险值的分布呈“规模风险不变”的规律。这包含两层含义:一方面是指创业资本的初始投入量的大小与其系统风险值的大小无关。这种分布状态与风险资本的系统风险分布有明显不同,而这种不同又根源于两者的系统风险的构成不同。另一方面,创业资本的系统风险也不会因该种资本投入的增加而降低。这主要是因为我们在给出创业资本的定义时就已经简要阐明了一个假设条件,即假定创业资本的运营并不涉及不可复制的投入性要素,并且还因此而假定创业资本的投入与产出关系是线性的。当然,如果把这些假定施加在风险资本之上,则是不可理喻的。由于完全有理由认为创业资本没有涉及不可复制的投入性要素,因此随着其资本数量按一定比例增加,风险总水平不会减少,也就是说规模风险不变或递增。如果风险递增的情况在现实中很罕见,那么我们可以认定创业资本的系统风险分布服从“规模风险不变律”。一个常见的例证是:股本较大的新设立的股份公司,其股东面临的代理人道德风险和偷懒动机不一定比股本较小的股份公司所面对的同类风险为大;同样,股份公司也不能通过不断增资扩股来降低其代理人的道德风险和偷懒动机,在某种场合,增资扩股还会加剧这种道德风险和偷懒动机。

最后,创业资本的非系统风险虽然也可以通过分散化投资或者通过通常所说的多角化经营来加以分散和降低,但可降解的程度和效果均远不如风险资本的。创业资本的非系统风险一般都是财务性风险,在资本可以自由流动并且为争夺更有利投资场所而展开竞争条件下,创业资本面临的财务风险的个别性和特殊性也随着其各自的个别预期收益率或利润率平均化而趋于均匀化。个别风险的同一化趋势表明个别风险成为系统风险的可能性较大,而系统风险的可降解性接近于无。因此,一般说来,创业资本的个别风险可以通过投资领域和场所的分散化来降解与稀释的程度低于风险资本个别风险的可降解性。

四、上述风险及风险分布 差异的简明政策含义

研究创业资本和风险资本的风险差异与风险分布差异,是导出出处置和对付这些风险,从而引导这两种资本更好成长的有效对策的前提。因此,两种资本的风险差异和风险分布差异具有非常丰富的政策含义。

如前所述,风险是客观的,风险的存在会引发经济成本,因此社会必须架构与建立一种行之有效的风险分摊机制以控制住与风险的存在与发生有关的成本。对于风险资本和投资创业活动而言,风险更是一种客观的约束因素。因此,根据这两种资本的风险特征及其分布规律制定相宜的控制风险

这种客观成本的政策,是关系到风险资本能否迅速发展壮大、能否支持国家创新能力和国民经济发展的关键。基于前面的分析,可以得出如下几个政策指引:

(一)在促进风险资本生成与发展方面,政策导向应定位为鼓励并引导风险资本组织形式创新,尤其是对现有风险(创业)资本的组织形式进行创新。现行风险(创业)资本的普遍被认同,与人们对股份制的吸引社会闲散资本的功能抱有过高期望有关。很多风险投资机构 and 风险资本经营者与其他风险投资政策制定者一样,想通过将风险资本安排成股份资本组织形式,通过股份资本对社会闲散资金的引致效果去吸引更多常规资本转换为风险资本,从而解决风险资本的生成不足的瓶颈问题。然而,由于风险资本与创业资本的系统风险存在很大差异,这种政策意图很容易落空。这是因为:一方面,风险(创业)资本的这种组织形式并没有消弭两种资本类型原本存在的风险差异,风险资本的系统风险的诸特点并没有因采取了创业资本形式而改变。不仅如此,在现有的风险投资实践模式中,投资者的资本不仅要面临风险资本固有的系统风险,还要面对股份制带来的代理人道德风险。另一方面,由于风险的差异,风险资本和创业资本的效率标准也不尽一致。在这种情况下,如果把风险资本与创业资本生硬地扭在一起,则易于导致风险资本的发育阻碍。因此,作为为风险资本的生成与发展创造环境,提供机制的有关政策制定者,其取向应该定位在致力于培育新的风险资本的具体组织形式,或者实现风险资本与创业资本的新组合,在制度创新中谋求解决两种结合以后的代理人道德风险问题。

(二)在防范和控制风险(创业)资本的系统风险方面,政策重点应转向培育同时有效分摊风险资本和创业资本的系统风险的机制。为此,充分认识并认真对待这两种类型的资本各自风险分布规律,利用这些规律来进行风险管理是十分重要的。具体而言,相应的政策设计要点在于:突出市场机制在风险分摊过程中的基础性地位,培育与完善创业板资本市场机制。“风险分摊的主要形式是一种与赌博相反的形式——保险。……另一种分散风险的方式可以通过资本市场来进行。这是因为,有形资本的资金所有权可以通过企业所有权这种媒介,将风险在很多所有者之间分摊。”⁴¹对于风险资本和创业资本的风险分摊而言,创业板或称第二板资本市场机制是主要的形式。举凡风险,或者属于可保险的,或者属于不可保险的。后者通过资本市场机制来分摊,前者通过竞争性商业保险市场机制来分摊。风险资本的系统风险显然属于后者。然而,现实中资本市场机制由于“道德风险”和“逆向选择”这两个因素的存在而经常处于失灵状态:当道德风险和逆向选择问题存在时,资本市场就会给出错误的信号,破坏激励机制,甚至有时会不存在市场。在这种情况下,政策上应考虑两点:第一,政府应考虑介入风险资本的系统风险的分摊。可考虑在社会保险中开辟一个风险投资保险专区,为一些相关风险投资活动提供保险或担保。应注意:政府直接介入本应由民间资本为主体的风险投资,像以色列等国那样,是不明智的。政府的直接介入从长期看会降低风险资本的效率。第二,政策上应调整现在通行的对创业板或第二板资本市场的定位。通常人们把第二板市场理解为为风险资本提供融资渠道或者风险资本的退出机制。这种定位虽不能说是错误的,但至少在实践中受到了质疑。实际上,第二板资本市场最重大的功能应该是分摊风险资本原始所有者风险,从而使风险资本按其自身生成规律和运动规律发展。为此,在建构资本市场机制时,政策导向上应鼓励如下几个制度的建立:(1)风险企业发行上市准入制度。有的国家目前对于二

板市场采取过于宽松的准入标准,以为这样一来便可吸引较短缺的资金转换成风险资本。从实践的结果看,事与愿违。虽然从宽的准入制度短期吸引了较多资金介入风险投资,但同时市场上道德风险和逆向选择也滋长蔓延,最终还是不利于风险资本长期稳定发展。(2)严格的信息披露制度。信息不对称是道德风险和逆向选择的源泉。在风险资本市场上,信息不对称和不完备又是风险资本特殊的系统风险与风险分布的必然结果。在这种情况下,市场的“三公”(公正、公平、公开)原则难以真正贯彻实行。因此,政策强力介入,为市场配置严格的信息披露制度十分重要。(3)做市商交易制度。由于风险资本的风险一般投资者较难作出准确估计,其投资决策就容易失误,这种失误也构成为市场振荡和效率损耗的源泉。为此,推出理性机构投资者为主导的“做市商制度”,以平抑与价值无关的价格运动,是吸引更多投资者集约式参与风险投资活动的关键。

注释:

格林沃尔德:《现代经济词典》,中文版,469页,北京,商务印

书馆,1981。

熊彼特:《经济发展理论》,中文版,73~76,129页,北京,商务印书馆,1990。

Mueser, R., Identifying technical innovation. IEEE Trans. on Eng. Management 1985 (11):98-101.

转引自董景荣:《技术创新过程管理——理论、方法及实践》,65页,重庆,重庆出版社,2000。

吴树青、卫兴华、洪文达主编:《政治经济学(资本主义部分)》,182页,北京,中国经济出版社,1992。

Arrow, K., 1962: Economic Welfare and the allocation of resources for inventions, Princeton University Press.

Freeman, 1982: The economics of industrial innovation, Printers Publishers.

11 保罗·萨缪尔森、威廉·诺德豪斯:《经济学》,第16版,中文版,157、158~159页,北京,华夏出版社,1998。

10 张军:《现代产权经济学》,182~187页,上海,上海三联书店,1991。

(作者单位:武汉大学经济学系 武汉 430072)

(责任编辑:金萍)

(上接第73页)励和约束从保值增值的角度去合理利用财产资源,也就很难遵照借贷信用的原则还本付息。所以要发展市场金融,就必须重塑金融市场的微观基础。

为此,应通过产权改革,将我国传统的国有产权制度进行三个方面的根本性改革:(1)实现财产所有权的分散化,明确界定财产权。(2)使任何财产所有者的财产都得到法律明确而有效的保护。(3)允许财产所有者进行自由选择。产权改革从而产权制度的合理化会创造出理性的所有者或市场主体。这些财产所有者会在竞争机制、供求机制、价格机制的作用下,组建具有现代公司治理结构的生产企业和金融企业。

必须特别指出的是,为了实现渐进改革的有效突破和顺利推进产权改革,必须按照市场经济的原则建立合理的利益补偿机制对改革的失利者(暂时的和相对的)给予一定程度的补偿(所需资金必要时可以通过出售一些国有资产存量筹措)。其中关键的是健全配套的社会保障体系,包括住房、医疗、养老、失业、教育等各方面的改革和完善。

第二,既然借贷双方都是独立的财产所有者,那么借贷交易的客体便具有市场性和商品性,借贷关系就应该是建立在价值规律和供求规律基础上的产权交易关系(通常表现为资金融通),而借贷的价格则是通过市场合力形成的市场均衡利率,只有这样,才能充分有效地反映市场信息,促进产权的合理配置。而且实践也充分证明,过于严格的利率管制会对宏观经济产生一系列不良影响,诸如影响货币政策的传导机制,降低货币政策效应,以及影响政府的决策目标和决策机制,加剧预算约束软化和引发寻租行为等。

第三,拥有独立财产权的财产所有者参与金融活动的最终动因在于实现各自利益的最大化。既然是关系到产权主体的自身财产利益,借贷行为就应由借贷双方自主决策并对自己决策的后果承担责任,而不应以行政命令或其他措施“强借强贷”。

有人可能会产生这种担心:基于市场化与分权化改革,地方力量与拥有自身“私人利益”的国有银行便会各行其是,利用其逐步获取的信贷支配权把信贷资金投向更符合其自身利益的方向(主要是非国有部门),从而对国有部门的金融资源供给不足,造成体制的产出的下降(张杰,1998)。我们认为,在政策性贷款业务和商业性贷款业务明确分工后,政策

性贷款应由政策性银行负责,而拥有独立财产权的商业银行不再是国有企业的保姆,作为一个利益主体,其按照“三性”(流动性、安全性、赢利性)的原则经营,追求自身利益是无可厚非的。目前,非国有经济作为社会主义市场经济的重要组成部分已明确写入宪法。无论是国有部门还是非国有部门,国有商业银行都应一碗水端平,实行非歧视的信贷政策。其实,随着配套改革措施的逐步建立和完善,国有企业改革的逐步推进和突破,如果国有企业改革后的效益好转,只要其资金需求符合“三性”原则,同样会受到商业银行的青睐。至于那些信誉差,亏损严重,不能清偿到期债务且毫无发展前景的企业,应坚决实施破产还债,维护信用秩序。优胜劣汰本是市场经济的题中应有之义。

当然,制度改革与金融的市场化是个浩大而繁杂的系统工程,远非一篇论文或一本专著所能包容。这里所做的只是对理论和实践中的一些问题以及金融改革的导向进行了探讨性的论述,但这项工作并非是可有可无的,它对我国的金融乃至制度改革具有导向性、关键性的意义。

参考文献:

1. 林毅夫、蔡昉、李周:《论中国经济改革的渐进式道路》,载《经济研究》,1993(9)。
2. 张杰:《中国金融改革的检讨与进一步改革的途径》,载《经济研究》,1995(5)。
3. 张杰:《中国的货币化进程、金融控制及改革困境》,载《经济研究》,1997(8)。
4. 张杰:《渐进改革中的金融支持》,载《经济研究》,1998(10)。
5. 樊纲:《渐进改革的政治经济学分析》,上海,上海远东出版社,1996。
6. 樊纲:《克服信贷萎缩与银行体系改革》,载《经济研究》,1999(1)。
7. 江春:《产权制度与金融市场》,武汉,武汉大学出版社,1998。
8. 江其务:《市场经济与金融改革研究》,西安,陕西人民出版社,1994。
9. 谢平:《中国的货币化进程与国有企业资金陷阱》,见《银行企业债务重组问题研究》,北京,中国经济出版社,1995。
10. [美]约翰·G·格利、爱德华·肖:《金融理论中的货币》,中文版,上海,上海三联书店,1988。

(作者单位:华中科技大学博士生 武汉 430077)

(责任编辑:陈永清)