

OECD

转轨经济中 资本市场的发展

国家经验
和
未来政策

翻译 冯健身 王卫星等
审校 宋建奇 陈诗新



经济科学出版社

OECD

**转轨经济中资本
市场的发展**

国家经验和未来政策

翻译 冯健身 王卫星 陈诗新
薛伟 余青 邵雪明
毕海波 陈克文 李炳鉴
审校 宋建奇 陈诗新

经济科学出版社

前 言

自从转轨过程开始,转轨经济中的资本市场就一直在发展,包括在 90 年代建立或重新建立的。现在是考察这些国家的经验,分析市场发展程度的差别,及确定进一步发展资本场所面临的挑战的时候了。研究变化的环境和这些国家所选择的政策,利于促进有效和透明的资本市场发展的政策。同时,自从 1997 年中以来,许多新兴市场经济国家受到金融危机的影响,使对政策选择进行评价及改革资本市场基础设施的薄弱之处显得更加迫切和需要。

基于这些原因,OECD 于 1997 年 10 月 20~21 日在巴黎召开了一个“中、东欧和俄罗斯有价证券市场发展会议”,作为其非成员国合作中心(CCNM)计划的一部分。该会议汇集了来自中、东欧和俄罗斯联邦财政部、中央银行和证券委员会的官员,以及来自主要 OECD 中心和国际金融机构的资本市场专家。会议集中讨论了四个主要议题:

政府债券市场在发展基础设施和交易技术中的作用,包括对建立广义证券市场服务的标准、技术和做法的影响。

由于内部人员系统或“内幕”交易做法的出现,对透明度和股市信息披露标准产生了威胁、广而言之,尤其对小股东的利益形成威胁。

转轨经济证券市场的机构和零售部门的发展情况新金融工具的增加。

市场分割与集中交易:是否应为促进自发的发展和竞争而允许市场参与者使用他们自选的交易系统,或者是否有将交易限制在政府指定交易所的真正的案例?本书是在专家的论文和各国的经验基础上完成的。OECD 的金融、财政和企业事务董事会的伊娃·思·布罗米斯蒂女士,选择和编辑了会议文件,并撰写了概述一章,该章总结了转轨国家的经验并重点分析了私有化方法选择和股票市场发展之间的重要关系。

相对于 OECD 系列出版物之一的 1997 年出版物,本书补充了在中、东欧新的银行业前景,即分析了在健全的银行业机构发展过程中的政策问题和国家经验。本出版物中作者的观点并不代表 OECD 组织、其成员国或作者所在的机构或国家。本书发表由秘书长负责。

安德鲁·巴索尼

非成员国合作与协调中心代理主任

概 述

转轨经济中证券市场的发展——政策问题 和国家经验

OECD 金融事务部经济学家、首席行政官

伊娃·思·布罗米斯蒂

1. 导 言

本文的主要意图是对中、东欧和俄罗斯较发达转轨经济中证券市场的建立和运行的经验作一总结。在这些国家中有一部分国家，特别是捷克共和国、匈牙利、波兰、斯洛伐克共和国、斯洛文尼亚和俄罗斯，1990年初就已经建立或重新建立了股票市场，并积极地发展政府债券市场。在一些地方，企业债券市场也开始繁荣起来。然而，在达到市场效率和透明度的预期水平上仍存在许多问题，同时推进这些目标实现并使新兴市场融入国际资本市场的政策选择并不总是很明显且没有争议的。

一种常见的说法是，尽管我们所研究的国家大多数已经在数年前建立了证券发行和交易所需的基本的法律和制度框架，这些

地区的证券市场活动仍不如银行业务发达。特别引起注意的是，这些市场还没有实现提供债务的银行资金替代物和为私人部门进行股票融资以及提供所属的二级市场等关键职能。这些职能作为激励企业调整结构的手段对转轨过程来说是至关重要的。为了衡量在发展证券市场活动中获得的相对成功，我们一般用证券市场的资本流动比率指标。这些指标在宏观经济稳定上有很大进步的斯洛文尼亚和斯洛伐克共和国这两个在转轨过程的其他方面相当先进的国家还是很低的，在发展有效的规则和制度上的不足以及不充分的金融披露和交易透明度经常被认为是关键原因。这里，将进一步地讨论，首先讨论在加快证券市场发展中遇到的主要问题和政策挑战，然后通过对地区内各国家选择的不同政策措施的讨论来分析推进有效和透明市场发展的可能性和可能的选择。

在回顾国家经验的基础上，本书提供了三个还需要进一步研究和在专家和政策制定者间交换意见的主要的问题领域，即：（1）由于内部系统和“封闭”措施的出现，总的来看，对证券市场的透明度和披露标准，特别地，对少数股东的权益所产生的威胁；（2）转轨经济证券市场中的机构和零售部门进一步发展的需要及其对市场发展的影响；（3）自发的市场分割趋势与为了提高透明度而使交易集中化的企图之间的矛盾。

对新兴市场来说，这些问题和挑战中的一部分在很多方面是与已长期建立的 OECD 市场一样的，但我们这里还另外从转轨经济的特殊视角来考察。另外，对中、东欧国家和俄罗斯的证券市场发展的讨论在今天必然以最近在东南亚国家市场发生的事件为背景，那里发生的资产价格泡沫和其他结构问题对其他的新兴市场已经产生了严重的不良影响。不管这次严重的危机消退需要多长时间，即使在最近这种混乱的情况下，毫无疑问，新兴市场投资将保持继续增长。随着发达国家人口的老齡化，技术在世界

范围内扩散，贸易和投资的障碍持续减小，世界发达市场内的投资者除了继续向新兴市场扩散外，其他的选择已很少。

在后面，我们将首先用一些数量的、具体的标准来比较目前的发展情况，然后再就前面提到的三个主要领域来讨论最近的经验。在此之前，对私有化进程与证券市场发展的内部联系，以及从活跃政府债券二级市场转向大证券市场的动力进行分析是非常重要的。

2. 私有化方式对证券市场发展的影响

很清楚，证券市场发展目标并未对转轨经济国家私有化方式的设计和实施产生多大的影响，事实是私有化方式的选择对证券市场的发展产生了显著的影响。在一些国家，特别是捷克共和国和俄罗斯，通过凭证计划的大规模的私有化发生在转轨早期，在经过试验和检验的管理和监督体系内的运转良好的二级市场出现之前。作为对市场参与者对服务和监管改进的要求的回应，市场基础和规则在后来发展了起来。在其他国家，如波兰和后来的罗马尼亚，资本市场基础的产生和通过最初的公共出售产生的逐步私有化被视为是一个完整的过程。公共出售和二级市场交易规则是根据主要 OECD 市场的最高标准草拟的。在这个政府领导的重点放在雄心勃勃的披露和信托标准上，并与私有化的缓慢进程相结合的无风险过程中，投资和周转从市场活动最初被短期的投机活动所控制开始缓慢地增长。其他那些走得更远的是“混合型”的私有化道路的国家，如波罗的海诸国，与投资 and 交易活动的发展相比，在机构建设和管理上取得了更多的进展。见表 1 和图 1 所示。

表 1 表示主要私有化方法的选择，斜体字的国家（捷克共和国，爱沙尼亚、匈牙利、俄罗斯、斯洛伐克共和国和斯洛文尼亚）通过各种方式的不同组合对接近或超过 50% 的前国有资产进行了私有化。图 1 列出了衡量股票市场发展的两个关键指标（全部市场投资占 GDP 的比重即规模，和相对于投资的全部市场周转即流动性）。图中采用了 5 个大的 OECD 国家的 1996 年数字，只是想对这里讨论的转轨经济国家在向投资和流动性方面发达的 OECD 市场特征迈进的程度上给读者一个大概的印象。

表 1 中型和大型企业的私有化方式¹

	凭证私有化				
	平等进入	对内部人士做明显让步	出售给外部的业主	管理雇员买下所有权	其他 ²
阿尔巴尼亚	-	-	1	-	-
保加利亚	2	-	1	-	-
克罗地亚	-	-	-	1	-
<i>捷克共和国</i>	1	-	2	-	-
马其顿王国	-	-	-	1	-
<i>匈牙利</i>	-	-	1	-	2
波兰	2	-	3	1	-
罗马尼亚	-	-	2	1	-
<i>斯洛伐克共和国</i>	2	-	-	1	-
<i>斯洛文尼亚</i>	-	-	2	1	-
<i>爱沙尼亚</i>	-	-	1	2	-
拉托维亚	1	-	2	-	-
立陶宛	1	-	-	2	-
<i>俄罗斯联邦</i>	-	1	2	3	-
乌克兰	2	-	-	1	-

1) 1、2、3 表示在一特定国家，根据对国有企业资产私有化的贡献大小而排列的第一，第二和第三重要的私有化方式。

2) 包括通过破产过程和基于优先信用之上的大量的私有化程序进行的资产销售。

资料来源：EBRD

从这张表中可以得出以下几点结论。首先，根据上面的解释

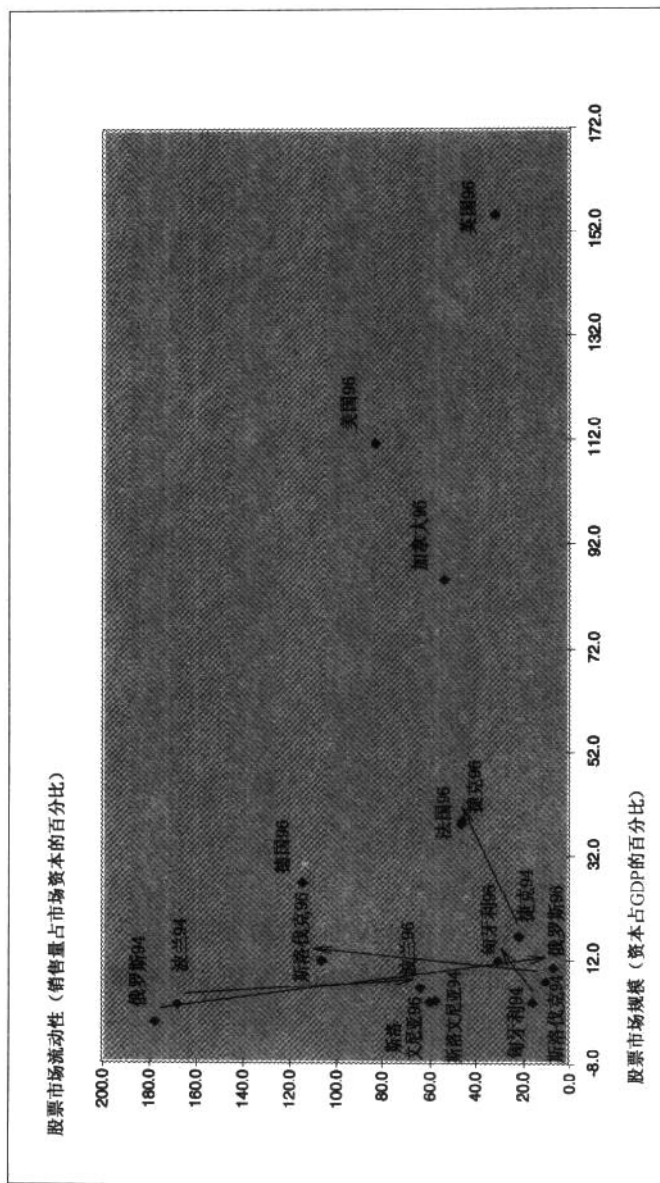


图1 股票市场发展指标

可以看出，那些依靠早期的大量私有化方式的国家与其他新兴市场相比往往具有较高的投资水平和较低的周转率。而那些依赖于高度控制的过程缓慢地私有化的国家最开始表现出高的周转，而后来又被低的交易股份获得性所抑制。

捷克共和国和斯洛伐克在 1994 年表现出相当高的投资和低的周转，并且到 1996 年，已经转向更多的交易活动。在波兰，相对有限范围的股票的交易在最初是很活跃的，但是 1994～1996 年之间总的资本化进程减缓了（注：这种状况在 1997 年随着国家投资基金的出现而有所改进，该基金成为波兰私有化进程的基石）。在私有化上依赖于外部的战略投资者的匈牙利，无论在投资还是在周转上都稳健地发展。斯洛文尼亚的情况比较特殊，一方面私有化证券不断上市，另一方面，上市的私有化证券以非常少量的交易回合完全控制了股票市场的活动。另外，交易受外国投资者活动影响很大，也经常受各种限制。俄罗斯的私有化步伐很快，结果是大量的股票进行非官方交易，其中大多数未进入任何股票交易所。那些在俄罗斯交易体系或地区交易所上市的股票交易有时是很活跃的。然而，这些活动在很多情况下是为了进行企业控制而努力的结果，这意味着一旦努力结束，股票就成为完全非流动的了。

3. 政府债券市场的发展 及其对发展证券市场的积极影响

在有关市场微观结构方面的文献（关于过程的学习及在明确指定的交易机制下的资产交换结果）中的一个重要建议，就是不能脱离市场的机构结构而对资产进行定价。因而，一国的公债管

理者被理所当然地要求去为政府债券交易寻找能够使在市场筹措资金的费用最小化的合适的结构。我们可以确定当局者的利益在于其作为管理者，基本设施提供者和推动有效的证券市场建立的经济中进行金融拓宽和深化的代理人。有效市场结构的发展（也就是在建立基本的管理和监督框架之外的）不能只留给私人部门，这是经常被强调的问题。首先，中间人的既得利益可能比有效的市场结构给与的支持更少；其次，一些市场基础因素，如电子交易网络，清算、结算系统和信息系统，若同时发展其费用对市场参与者来说可能是太高了。因而，政府部门的任务可能包括下列各项的全部或一部分：（1）定义市场结构；（2）定义中间人的类型及其对于市场和公众的职责和义务；（3）选择中间人；（4）设计、管理和提供交易系统；（5）提供市场地点。进一步来看，在推动由初期的市场向完善的市场过渡过程中，当局可建立过渡支持安排，目的是促进市场发展和有效运作，以及发展转向更高阶段的顺利过渡。债务管理者可能以直接股东的身份担负直接的职责，如建立或赞助交易公司；以市场缔造者的身份通过一个单独的窗口去推动二级市场流动；通过经纪市场参与者的交易和发布价格信息担当内部交易经纪人。价格稳定措施同非直接的支持安排一样也是一个选择，例如通过信贷。经过较长一段时间，为政府的债务业务实现一个平衡的完备结构，对更好的市场条件和提供效益基准来说将是一个重要的贡献。

本文所讨论国家的政府债券市场为在市场发展的不同支持选择中确定选择种类提供了例子。为企业股票市场进行的基准效益测定、加强市场基础设施和技术以及设置管理和监督标准，都显然是发展完善的政府债券市场带来的重要收益。另外，对一些国家来说，一级交易系统的建立总的来说为金融市场带来了好处，结果是产生了更好的资本化的市场参与者。考虑到俄罗斯的经

验，很明显，政府债券高技术交易体系的产生，在非政府公司股票的引进上正在产生效果。该系统对企业证券的最初位置的组织和交易来说都是足够的。值得注意的是，自从1996年10月引进一级交易系统以来，所讨论的银行和证券公司在指导他们的活动上开始考虑维持市场稳定性而反对快速利润，这种方法在培育更加证券化方向的文化是有益的。在匈牙利，政府债券市场在1992年开始快速扩展，这一部门在使匈牙利的资本市场恢复到二战前在深度和有效性上的一些特征上起到了重要的作用。对波兰也是如此，只是在程度上轻了一些。而捷克、斯洛伐克和斯洛文尼亚政府债券市场，在较少地依赖赤字融资的同时，在获得这种利益上慢一些。然而，看到其他一些其政府具有较小的借债需求的新兴市场的经验，仍可采取措施帮助企业股票市场起飞。所以，中国香港地区和新加坡政府为提供一个基准无风险贴现率，都介入进来而拍卖政府债券。其他一些亚洲政府资助了企业股票评级机构的建立，并为这些组织加强了法律基础。

4. 部分转轨经济国家证券市场发展的现状

根据欧洲复兴开发银行（EBRD）制订的转轨指标，捷克共和国、爱沙尼亚、匈牙利、波兰、俄罗斯联邦和斯洛文尼亚等国的证券市场发展取得了平均水平以上的进步。这意味着这些国家已经达到了这样的程度，即大量证券由私人企业发行，存在足够的清算和结算过程并建立了独立的股权登记，存在一些对少数股东的最低保护，非银行金融机构如投资基金、私人保险公司和养老基金等也开始伴随着与这些机构有关的管理框架而出现。在这些国家中，获得 EBRD 评级最高的是匈牙利和波兰，这些国家

的证券法和管理被认为接近 IOSCO 标准。表 2 就试图通过给出市场规模、流动性、交易结构、管理和监督的有关信息对此做出阐述。

如同从表中看出的，这里所讨论的所有国家都允许其银行机构通过成为经纪人、交易商、基金管理者、管理人和存放机构而完全融入资本市场活动。这种所谓的全球银行模式最近也被匈牙利所采纳，而该国最初还为银行融入证券市场活动设置障碍。在某种程度上，这一选择反映了欧洲的传统但也是采用盎格鲁—萨克逊以市场为基础的“正常”财政模型比目前转轨经济中已有的更高程度的信息披露、传播程度以及法律保护这一事实。控制金融方向也对金融分析、审计和类似职能的专业提供者等市场基础设施有很少的需求。值得注意的是，俄罗斯银行能显著地融入证券市场的一个原因是在没有标准的贷款合同约定的情况下，通过持有大量对方的证券来保护他们与不同公司的借款约定。

对于管理和监督，所讨论国家中的大多数都有独立于部委和中央银行的单独的代理机构和委员会，在市场监管和强化上具有惟一的指导职能。斯洛伐克共和国是一个明显的例外，俄罗斯证券委员会在其涉足银行体系的证券市场活动时，其在该领域的独占性也受到俄罗斯中央银行的抗议。在捷克共和国，国会最近通过了一个新的证券法，该法允许在对资本市场管理显著强化的同时设立证券委员会，专门来处理下文将讨论的一些问题。

波兰资本市场的主要特征是伴随着交易的高度集中化的强化监督、高度的披露需求以及对信息和非实物的、电子的交易的平等进入。一些有关市场基础设施的问题仍旧存在，然而，对小的投资者来说，结算系统的职能是充分有效的，但对国外投资者的大宗交易受到的批评是无效的。捷克市场的一个经常被视为一主要缺陷的特殊特征是缺少一个单独的清算和结算中心。为凭证私

有化而设立的证券中心保持着数百万的账目，但是只行使登记职责而无现金服务。所以，大多数 OTC 交易是在公开市场完成的。

在一些国家，非组织化 OTC 交易的主导地位是很典型的，最极端的例子是捷克共和国，在那里只有 3% 的实际交易是在布拉格股票交易所进行的。其多重交易系统的存在意味着同样的股票可以以不同的披露需求和价格在 4 个不同的地点交易。这种情况部分原因是由于与私有化相联系的 RMS 交易系统在股票交易所 1993 年重新开业时已经充分运行。

至于俄罗斯，证券交易主要在由证券委员会注册的第一个基于屏幕的交易系统—RTS 的框架内或者在持有大量没有在任何信息系统报告的股份的直接内部证券商交易中完成。然而，最近在 MICEX 和新建立的莫斯科股票交易所出现了一些基于交易所的交易复兴。1997 年，在市场基础设施上出现了显著的进步（在 1997 年中期有 200 个获许可的注册机构和 6 个获许可的存放机构在运行），为建立中央存放机构的准备工作也在顺利进行中。证券市场的法律和标准的基础也已存在，余下的工作更多的是该基础的完善和具体化，以及更重要的是，在立法和不同的政权机构实施的政策之间取得有效的协调。

5. 内部人员系统或“内幕”交易做法的出现， 对透明度和股市信息披露标准产生了威胁， 尤其是对小股东的利益形成威胁

转轨经济中证券市场的发展一直被一些问题所困扰，包括在交易活动开始发展和为企业控制的市场开始产生时缺少透明的交易制订和投资者保护。尽管有些时候起步较慢，对大多数有关国

家来说，证券市场现在已经成为显著的社会和政治因素。因此，在交换生产资料所有权转让合同的过程中，坚定对法律赋予的公平标准、可信度和权力保护的信心，被认为是非常重要的。另外，关于主要市场参与者运作的信息披露和信息可靠性，包括潜在的利益冲突，对从国内和国外投资者中吸纳资金来说是很重要的。

据推测，我们这里称为“内幕交易”或“俱乐部主义”的出现，在某些情况下，是与所实施的私有化进程相联系的，特别是它的速度和完整性。进一步来看，一些私有化方式，特别是管理雇员的买进，更易引发非透明交易的进行。广泛的大量私有化及紧随其后的所有权由大量的凭证持有者向持有一定数量的核心投资基金快速转移，被一些专家认为是在信息不可靠和披露受到限制的转轨过程中的优选措施。与此种解释相反，在一个法律和信托控制系统弱化的环境里，所有权的集中能够引起利益地位的冲突，而这对一般投资者的信心是有害的。在捷克共和国，银行建立的核心投资基金，已经演化为通过大量投资于有限数目的公司的持有公司。银行作为这些持有公司的所有者，似将结束其既是公司的间接所有者又是借贷者的传统利益地位冲突。直到不久以前，政府对管理还一直采取一种不干涉的政策且只有少量的披露需求，有关的少数股东和预期外部投资者自然对公平和透明的标准能否予以保证产生怀疑。在波兰，另一方面，当局设计了一种将资本市场基础发展和逐步私有化相结合的过程，以灌输西方在透明度上的高标准，并在开始时谨慎行事。对波兰的方式也有很多批评，主要是针对股票市场交易活动被在披露和信用标准上过大的雄心所阻碍。俄罗斯则是一种利于职工和管理者的，其结果是形成内部所有权的大量私有化，和包括国家控股公司的外部所有权的混合，后者大约占 15%~20%。对少数股东权益的侵害

是很多的，投资者的保护进一步受注册和财产所有权的可执行性有关问题的削弱。在俄罗斯，另一个复杂性来自在权力不明分配和存在争论的情况下，缺乏普遍适用、高水平的法律法规。

表 2 市场发展比较数据

股票市场规模和流动性

	投资 ¹⁾		交易量 ¹⁾		其中上市 股份数	其中证券 交易商数
	美元占 GDP 10 亿比例 %	39	美元占投资 10 亿比例 %	47		
捷克共和国	18.1	39	8.4	47	> 1000 大量私有 化的结果流动发 行 < 50	460 注册交易者 (只占布拉格股票 交易所成员数的 20%)
匈牙利	5.3	12	1.6	31	50, 在 A、B 两 个目录中	77 个有一般许可 的经纪人公司 (55 个是 BSE 成 员), 21 个有有 限许可的交易公 司(非所有权交 易)
波兰	8.4	7	5.4	64	129 (包括 NIFs) (1997 年中)	50 (含 16 家银 行)
俄罗斯联邦	68				150 (RTS 和地区 股票交易所)	
	(1997 年中)	11	3.0	8		
	37.2					
罗马尼亚	0.9	2	0.5	55	60+ (两级)	100+ (股票交易 协会和/或 RAS- DAQ 成员)
斯洛文尼亚	2.5	15.9	0.7	33	73 (1997 年 8 月)	42
	(1997 年底)					
斯洛伐克	2.2	12	2.3	106	19 (少数大公司 控制市场)	

注 1): 除非另外注明, 截止到 1996 年底。

	通用的	贸易组织		清算和结算		
	银行业	债券	股票	债券	股票	衍生交易
捷克共和国	是	股票交易中心市场只处理所有交易的3%。大量是由非官方的OTC市场处理(90%)，其余是由RM系统处理(现在主要是零售)。债券列在布拉格股票交易中心市场		全部由股票交易所拥有的UNIVYC在OTC市场清算大多数交易，在中央股票交易所清算所有的交易。捷克国家银行运行的TDK系统为T-票据提供DVP。证券中心是包括T-票据的所有证券的集中存放和注册处。		在OTC市场交易的选项和期货合同。
匈牙利	以前没有，自1997年起，银行被允许参与证券市场活动。	在布达佩斯股票交易所交易的全部政府债券的25%。 <u>OTC交易电子</u> 的大部分。	在布达佩斯股票交易所上市股份的86%。	KELER公司为BSE交易进行所有的清算和结算，只有政府债券在OTC市场失效。		在布达佩斯股票交易所和商品交易所发展很好。两者都通过KELER进行结算。
波兰	是	债券和股票在华沙股票交易所交易，自1997年，股票也在官方的OTC市场上交易。		证券的国家存放处完成所有的存放和清算职能。		华沙股票交易所的指数期货交易。