



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

Originally published by the OECD in English under the title:
OECD Proceedings. Capital Market Development in Transition Economies:
Country Experiences and Policies for the Future. Copyright OECD, 1998.

转轨经济中资本市场的发展

翻译 冯健身 王卫星等

审校 宋健奇 陈诗新

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京海淀区万泉河路 66 号 邮编：100086

网址：www. eps. com. cn

电子邮件：eps@public2. east. net. cn

总编室电话：62541886 发行部电话：62568486

河北新华印刷一厂

850×1168 毫米 32 开 9.375 印张 230 千字

1999 年 11 月第一版 1999 年 11 月第一次印刷

印数：0001-3500 册

ISBN 7-5058-1868-6/F·1333 定价：30.00 元

经济合作与发展组织(OECD)

依照 1960 年 12 月 14 日在巴黎签订并于 1961 年 9 月 30 日生效的协议的第 1 款,经济合作与发展组织将致力于推动如下政策的实施:

各成员国在保持金融稳定的同时,实现最高的持续经济增长和就业,并逐步提高生活水平,从而为世界经济的发展作出贡献;

利于成员国和非成员国在经济发展过程中合理的经济扩张的政策;

利于世界贸易依照国际准则,在多边和非歧视的基础上发展。

OECD 的最初成员国是奥地利、比利时、加拿大、丹麦、法国、德国、希腊、冰岛、爱尔兰、意大利、卢森堡、荷兰、挪威、葡萄牙、西班牙、瑞典、瑞士、土耳其、英国和美国。后来又有一些国家陆续成为成员国(括号内为加入日期),包括日本(1964 年 4 月 28 日)、芬兰(1969 年 1 月 28 日)、澳大利亚(1971 年 6 月 7 日)、新西兰(1973 年 5 月 29 日)、墨西哥(1994 年 5 月 18 日)、捷克(1995 年 12 月 21 日)、匈牙利(1996 年 5 月 7 日)、波兰(1996 年 11 月 22 日)和韩国(1996 年 12 月 12 日)。欧共体委员会参与 OECD 的工作(OECD 协议第 13 款)。

OECD 非成员国合作中心

OECD 非成员国合作中心 (CCNM) 建立于 1998 年 1 月, 当时, OECD 与转轨经济国家合作中心 (CCET) 联络与协调部门 (LCU) 二者合并。CCNM 集两个机构的职能于一身, 致力于 OECD 和非成员国之间关系的发展与合作。

CCNM 负责管理主题和国家计划, 以多国家间为重点的主题计划, 是与该组织核心的经常性工作相联系的, 例如贸易和投资、税收、劳动力市场和社会政策、环境等。新兴市场经济论坛 (E-MEF) 和转轨经济计划 (TEP) 为主题计划下的活动提供框架。E-MEF 是一个灵活的论坛, 在这里非成员国依照讨论计划被邀请参与。TEP 专门负责转轨经济。国家计划, 提供更集中的对话和帮助, 目前已在保加利亚、中国、罗马尼亚、俄罗斯、斯洛伐克共和国 (OECD 候选国) 和斯洛文尼亚实行。

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市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

编者说明

本书所辑的专家论文是在东南亚国家金融危机形势明朗化以前完成的，因而可能对新兴市场的资本流入表现出乐观的态度，尽管他们后来在本书出版之时则显得较为客观（虽然一些论文事实上已经根据其对转轨国家金融市场的蔓延影响进行了修正）。在有关俄罗斯企业证券市场的论文中，由于国内严重的市场动荡仍接二连三地发生，因而论文未作任何更新。目前所能下的唯一结论是，尽管俄罗斯证券市场环境存在结构缺陷，特别是与企业管理和少数股东权益保护有关，但文中所描写的强劲的市场高涨现象也确实发生了。因此，由外部引起的蔓延趋势在内部的恶化大部分是由于这些结构缺陷的持续存在造成的。

图书在版编目 (CIP) 数据

转轨经济中的资本市场发展/世界经合组织 (OECD) 编;
冯建身等译. —北京: 经济科学出版社, 1999. 8

书名原文: **CAPITAL MARKET DEVELOPMENT IN
TRANSITION ECONOMIES**

ISBN 7-5058-1868-6

I. 转… II. ①世…②冯… III. 资本市场-研究
IV. F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (1999) 第 37919 号

目 录

编者说明

概述 转轨经济中证券市场的发展——政策问题和国家经

验(伊娃·思·布罗米斯蒂)	(1)
1. 导言	(1)
2. 私有化方式对证券市场发展的影响	(3)
3. 政府债券市场的发展及其对发展证券市场的积极影响	(6)
4. 部分转轨经济国家证券市场发展的现状	(8)
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	(10)
6. 转轨经济国家证券市场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	(16)
7. 自发的市场分割趋势和为提高透明度而进行交易集中化的企 图之间的矛盾	(19)
8. 结论	(20)

第一部分 政府债券市场的发展

第一章 政府在证券市场发展中的作用(拉尔斯·卡尔德仁) ... (24)

1. 导言	(24)
2. 政府债券市场	(25)
3. 二级市场的发展	(25)
4. 瑞典债务管理政策新思维	(28)
5. 政府作为证券市场的参与者	(31)

6. 瑞典案例	(34)
第二章 俄罗斯政府债券市场(俄罗斯中央银行)	(38)
1. 交易组织原则	(38)
2. 政府债券市场的发展和演变	(40)
第三章 政府债券市场对匈牙利大证券市场发展的作用 (阿提拉·萨伯克、朱迪特·奈门易)	(44)
1. 引言	(44)
1.1 证券市场发展的主要特征	(46)
1.2 政府债券市场的发展	(48)
2. 立法	(50)
3. 机构的改变	(50)
3.1 公共债务管理与证券市场发展	(51)
3.2 基准收益曲线	(52)
3.3 有价证券多样化	(53)
3.4 政府债券的构成与发行	(54)
3.5 作为抵押的信用工具	(60)
3.6 公债所有权结构的变更	(60)
3.7 增加流动性与深化二级市场	(62)
4. 结论	(64)
第四章 斯洛伐克共和国政府债券市场的现状与存在的问 题(朱拉·雅诺斯克)	(67)
1. 引言	(67)
2. 1996~1997 年政府债券市场的发展	(67)
2.1 一级市场	(67)
2.2 二级市场	(70)
3. 国内政府债券市场现状评估及发展潜力	(73)
4. 统计附录	(74)
第五章 建立波兰资本市场的基础结构以及政府债券和其 他证券在资本市场上的竞争(波兰财政部)	(91)

1. 转轨时期波兰金融市场组织结构的创立	(91)
2. 国债管理部门(财政部)在建立大资本市场基础结构和标准方面的作用	(93)
3. 过去三年波兰金融市场的发展	(96)

第二部分 透明度和披露标准

第六章 对股票市场的透明度和责任性的威胁因素(捷克财政部).....	(100)
---	----------------

第七章 匈牙利股票市场的透明度和责任性(拉斯左·瓦尔斯).....	(111)
--	----------------

1. 建立匈牙利证券业的法律框架	(111)
2. 公布的市场信息	(116)
3. 非实物化的好处	(117)
4. 披露信息的职能	(118)
5. 在证券交易所上市的要求	(120)
6. 内幕消息和内幕人士	(120)
7. 投资者保护基金(自律性组织—SRO)	(122)
8. 保护少数股的权利和收购	(123)

第八章 俄罗斯的透明度问题、遵纪守法问题和信息披露问题(俄联邦中央银行)	(127)
---	----------------

第九章 俄罗斯企业证券市场发展(亚历山大·瑞德金)	(138)
--	----------------

1. 1996~1997 年企业证券市场的发展	(138)
1.1 市场发展的主要量化指数	(138)
1.2 现阶段的主要定性特点	(145)
2. 内部监管的努力及其对市场发展的影响	(151)
3. 提供透明度和保护股东权利	(155)
4. 结论	(160)

第三部分 机构和零售部门以及新工具的发展

第十章 机构投资人、养老金改革和新兴证券市场（汉斯·

J·布隆梅斯特因） (164)

1. 引言 (164)

2. OECD 国家机构投资人的发展概况 (166)

3. 新兴证券市场机构投资部门的作用 (171)

3.1 影响 OECD 机构投资者的作用、构成以及运作模式的因素 (173)

3.2 新兴证券市场国内机构投资者的发展空间 (175)

3.3 机构部门的规模与资本市场的发展 (182)

4. 新兴市场经济中发展机构部门的障碍 (186)

4.1 共同基金 (187)

4.2 人寿保险公司 (187)

4.3 养老基金 (188)

5. 金融市场基础设施和机构部门 (192)

5.1 金融市场微观结构 (194)

5.2 对新兴市场发展的评估 (197)

6. 政策总结 (197)

附录 1 OECD 国家机构投资者的监督和管理 (204)

保险公司 (204)

养老基金 (206)

投资公司（共同投资于证券的机构） (217)

附录 2 转轨经济中的股市发展（截止 1996 年） (222)

第十一章 匈牙利金融市场的新工具（佐塔·萨赖） (224)

1. 布达佩斯商品交易所（BCE） (224)

2. 布达佩斯股票交易所（BSE） (229)

3. 中央清算和托管（布达佩斯）KELER 有限公司 (236)

4. 非清算、非公开的柜台交易衍生产品市场 (238)

5. 机构投资	(243)
6. 外国居民和匈牙利衍生产品市场	(245)
统计附录	(250)
第十二章 俄罗斯期货市场清算和结算服务（俄罗斯联邦 中央银行）	(271)

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龄化，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，与投资和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。