



中青年经济学家文库  
ZHONGQINGNIAN JINGJIXUEJIA WENKU

# 俄罗斯转型时期 资本市场发展研究

王建丰 / 著

ELUOSI ZHUANXING SHIQI  
ZIBEN SHICHANG FAZHAN YANJIU



经济科学出版社  
Economic Science Press

中青年经济学家文库

# 俄罗斯转型时期资本 市场发展研究

王建丰 著

经济科学出版社

责任编辑：周秀霞  
责任校对：王凡娥  
版式设计：代小卫  
技术编辑：邱 天

### 图书在版编目 (CIP) 数据

俄罗斯转型时期资本市场发展研究 / 王建丰著. —北京：  
经济科学出版社，2010. 2

(中青年经济学家文库)

ISBN 978 - 7 - 5058 - 9026 - 8

I. ①俄… II. ①王… III. ①资本市场 - 研究 - 俄罗斯  
IV. ①F835. 125

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 017054 号

### 俄罗斯转型时期资本市场发展研究

王建丰 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编部电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

北京京鲁创业科贸有限公司印装

880 × 1230 32 开 8. 375 印张 250000 字

2010 年 2 月第 1 版 2010 年 2 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 9026 - 8 定价：18. 00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

# 序

原计划经济国家的经济转型在开启了全球化时代的大幕之后，正在改变着世界经济与政治格局的基本结构。从而，对经济转型进程本身的研究，以及对转型经济体制度演化和经济发展的剖析，日益成为现代经济学的重要课题。研究转型经济的角度和方法日益多元化，关于经济转型的提问更是各种各样，日益丰富的相关研究成果正在被系统化为一门新的经济学分支——转型经济学。王建丰博士完成的《俄罗斯转型时期资本市场发展研究》是近年来众多转型问题成果中一部具有重要启发性的著作。

观察迄今为止的经济转型，我们发现，转型国家在探索自己发展道路的过程中，存在着对先发国家的诸多借鉴，抑或是模仿，这构成了经济转型的重要特征。从抽象的角度看，这种借鉴（抑或是模仿）主要体现在三个层面上：以社会道德价值观为核心的文明样式在转型经济体中的投射或被模仿；转型经济体对以政治架构和经济制度为主要内容的先进社会组织模式的“移植”或借鉴；以科学技术手段为核心的现代化生产流程在转型经济体中的复制。在一开始就被西方学术界或政治家狭义地规定为旨在实现政治民主化和经济市场化的经济转轨，实际上是被置于道德审判台上的。他们期许那些走入“迷途”的国家，在自由、民主、平等、人权等道德理想指引下，移植西方的政治和经济组织方式，回归西方文明主导的大家庭中。而大多数国家也正是迎合着这种期许开始了自己的转轨进程，模仿和复制了先发国家的诸多制度设计，并期望因此在自己国家孕育出发达的经济组织方式和公平合理的政治结构，进

而摆脱经济困境，走上富裕文明的社会经济发展之路。俄罗斯是其中比较典型的一个。

俄罗斯转型时期的资本市场发展是俄罗斯总体转型战略的一个组成部分。20世纪90年代初开始的俄罗斯转型是一个涉及经济、政治、社会、文化多个层面的复杂过程。单从经济层面看，俄罗斯的市场化经济转型源于计划经济制度的一系列内在缺陷，这些缺陷体现在诸如激励问题、产权约束问题、信息处理问题等方面，在实际的经济运行中表现为严重的资源配置效率问题。从而，经济的市场化转型成为俄罗斯经济全面转型的最核心任务。从计划经济向市场经济的转型，意味着社会资源配置方式的根本性的变化。人类经济发展的历史经验证明，具有良好资源配置效率的市场经济体系，在本质上是一个完善的制度体系，是由产权体系、市场体系、法律契约体系等子系统组成的经济系统。资本市场系统是现代经济中信息反馈最灵敏的神经中枢和血液循环系统。

那么，俄罗斯在转型过程中如何建立起子系统之间相互配合的完善的市场经济循环？又是如何确立资本市场的基本框架和运行机制的？这要从俄罗斯经济转型的总体战略特征中观察。俄罗斯的市场化经济转型，作为一场规模巨大的制度变迁活动，具有强制性制度变迁的诸多特征，政府既是制度变迁的对象，又是制度供给的主体。以“休克疗法”方式启动的俄罗斯经济转轨进程，从转轨路径、转轨的总体目标模式到法律文本、局部的制度方案都具有强烈的“设计”和“植入”特征。这也就决定了作为整个市场制度体系的组成部分，俄罗斯资本市场的建立同样是“设计”和“植入”的结果。作者准确地抓住了俄罗斯在转型中，特别是在建立和发展资本市场的过程中，大量移植和模仿西方发达市场经济国家经济制度这一显著特征，为自己的研究确立了一条明确可行的主线。

作者准确地指出，在转型过程中快速建立起来的俄罗斯资本市场缺少在成熟市场国家资本市场自然演化及其与市场经济其他子系统相互适应这一环节，因此，对俄罗斯资本市场的观察分析就必须

考虑转型背景这一决定性因素。从而，作者确立如下逻辑思路：通过考察转型背景下俄罗斯资本市场的演进过程，找出影响资本市场发展的因素，确定资本市场的有效性以及影响经济增长的机制，找出转型国家资本市场发展的规律，并对俄罗斯资本市场今后的发展做出预测。因此，作者的研究主要从以下四个方面展开：转型时期俄罗斯资本市场的演进过程；转型时期俄罗斯资本市场的功能；转型时期俄罗斯资本市场配置效率；转型国家资本市场发展的一般规律及俄罗斯资本市场发展趋势。

从以上基本思路出发，作者在以下三个方面做出了自己的贡献：

第一，与既有文献零散观察俄罗斯资本市场的个别问题不同，作者对俄罗斯资本市场进行了比较全面的分析。为了能够尽量全面地对俄罗斯资本市场进行分析，作者重点关注了几个方面的问题：一是俄罗斯资本市场的演变历史。这里包括资本市场建立的前提条件和建立的过程，为了能够看清资本市场发展的轨迹，作者将俄罗斯资本市场的演进过程以 2000 年为界分成两个阶段，即资本市场的萌芽阶段和发展阶段。然后是俄罗斯资本市场的结构和体系，包括资本市场的层次、品种等。二是俄罗斯资本市场的功能。作者对俄罗斯资本市场在不同阶段的特点和功能逐一分析。三是俄罗斯资本市场的效率。随着俄罗斯资本市场不断走向成熟，市场的有效性不断提高，作者采用 CAPM 模型对俄罗斯股票市场有效性进行了分析。

第二，作者从俄罗斯资本市场发展的案例出发，对转型国家资本市场发展可能存在的一般性进行了抽象。作者发现，俄罗斯资本市场在发展的过程中存在很多问题，初期的问题主要集中在如何引进市场模式，以及市场模式和本国实际情况的匹配。随着市场的发展，又出现了新的问题，比如政府监管、市场自律的问题等。俄罗斯资本市场的发展混合了多方面的因素，既包括从无到有、从低到高的市场发展问题，又包括产权的私有化和市场的自由化等方面的转型问题。作者以俄罗斯资本市场的发展过程为主线，以经济转型为背景，比较深入地研究了转型国家资本市场发展的一般性问题。

第三，与已有该领域文献局限于现象描述不同，作者运用主流经济学的分析工具进行了更精确的研究。在研究俄罗斯资本市场的过程中，作者运用了一些一般性的理论分析工具，比如用 CAPM 模型分析市场有效性，以此提高研究结论的可信性。

本书是在作者博士论文的基础上修改完成的，它反映了作者对转型时期资本市场发展问题的深入了解和把握。在博士论文答辩过程中，来自吉林大学、南开大学以及校内的专家学者给予了很高的评价，认为“是一篇优秀的博士论文”。作为王建丰的导师，看到他的学术著作即将出版，我深感欣慰！同时，我也相信王建丰博士会继续在经济学的园地里更加辛勤地耕耘，并收获更加丰硕的成果。

**徐坡岭**

2010年1月

# 摘 要

转型国家的经济目标是建立市场经济，市场经济体系包括商品市场、原材料市场、资本市场、劳动力市场等，其中，资本市场在现代市场经济中发挥着重要的作用。资本市场已经不仅仅是传统意义上的将储蓄转化为资本的场所，它在提高资源配置效率，促进经济增长中的作用越来越明显，是现代市场经济不可或缺的组成部分。无论是发达国家还是发展中国家，都把资本市场的发展作为重中之重，转型国家也不例外。转型国家在建立市场经济的过程中，同样都非常重视资本市场的作用，把资本市场的建立作为完善市场经济的重要内容。转型国家资本市场的建立基本上都参考发达国家资本市场的模式，但是这些国家资本市场在建立的过程中由于转型的道路、转型的模式、转型的目标、转型的方式等方面的不同，资本市场的发展过程和自身特点是有差异的，在经济活动中的地位 and 作用也不同。由于转型国家资本市场缺乏成熟市场经济国家资本市场的自然演进过程，资本市场制度的建立是政府“设计”和“移植”的结果，因此这些国家资本市场的发展兼具转型和新兴市场双重特征。转型国家资本市场是在一片“空地”上建起资本市场的框架，这个框架在实践中需要经受各种环境的考验，资本市场存在较多的不确定因素。

俄罗斯经济转型走的是“激进式”道路，资本市场的建立和发展走的同样是“激进式”道路。无论是制度的建设还是自由化的推进，俄罗斯资本市场从一开始就采取了成熟市场经济国家的模式，这种大刀阔斧的改革模式对资本市场的发展产生了深远的影响。俄罗斯资本市场的产生和发展是一个错综复杂的历史过程，对



于这一过程的研究主要表现在：首先是资本市场建立的初始条件，资本市场的建立受到一系列约束条件的共同作用，这些约束条件在资本市场建立和发展的过程中发挥了不同的作用。其次是资本市场的演进过程，通常在俄罗斯资本市场的研究中，更多的是从微观行为的角度进行分析，较少考虑制度演进的过程，本书从宏观角度分析俄罗斯资本市场的制度演进，并且在经济转型的背景下，重点考察了公司治理结构和政府职能同资本市场演进的关系。俄罗斯资本市场在发展的过程中，以2000年为界可以明显地分为两个阶段，这两个阶段的市场表现有很大的差异。2000年前，资本市场处于发展萌芽阶段，这个阶段主要是市场制度的建立，资本市场的波动较大，尤以1998年的市场危机为甚。2000年后，资本市场进入发展成熟阶段，这个阶段主要是市场制度的完善，资本市场趋向稳定。对于资本市场发展的早期阶段，重点分析了政府和公司治理结构这两个影响资本市场的关键性因素。通过金融寡头的发展史，揭示政府向金融工业集团做出的妥协给资本市场发展带来的影响。转型后俄罗斯形成了内部人控制的公司治理结构，这种公司治理结构同样影响了资本市场的发展。俄罗斯资本市场危机对其经济转型产生了深远的影响，这次危机是内外部原因共同作用的结果，通过深入分析揭示了资本市场在发展过程中存在的问题及表现。资本市场危机后，俄罗斯资本市场逐渐走上正轨，市场规模和影响力不断扩大，资本市场的各种市场功能逐渐完善。最后是对俄罗斯资本市场的总结。俄罗斯资本市场走过了十多年的历程，正在从不成熟走向成熟，一个重要的标志是市场的稳定性在增强，这和国家在转型过程中采取的产权明晰、经济市场化有关。本书根据俄罗斯资本市场从1995年至今的统计数据，利用Eviews软件分析资本市场的有效性。通过对俄罗斯资本市场的研究，对于同样是处在转型中的中国具有很强的参考价值。根据俄罗斯资本市场在转型中的特征和规律，有助于分析中国资本市场在发展中存在的问题及解决的途径。

通过对俄罗斯资本市场的分析，包括资本市场建立的初始条

件、资本市场的建立过程、资本市场的特点、资本市场的影响因素、资本市场的作用、资本市场的效率等方面，本书揭示了经济转型在资本市场发展中的关键作用，认为经济转型中的制度结构建设与资本市场发展存在耦合关系。在资本市场发展的不同阶段，这种耦合关系的表现是不一样的。在资本市场发展的早期，适应市场经济的制度结构虽然早早就被政府“设计”和“移植”到资本市场上，但由于受到约束条件的限制，尤其是转型后的经济衰退和糟糕的公司治理结构的限制，资本市场的各项制度无法正常发挥作用。进入到资本市场发展的后期，随着产权明晰化、市场监管到位，市场参与者投资意识的提高，市场经济的调节机制在资本市场中的作用越来越大，俄罗斯资本市场的发展也越来越好。随着俄罗斯资本市场的快速发展，资本市场效率不断提高，资本市场对经济的促进作用越来越大，俄罗斯资本市场已经接近转型初期政府所设想的成熟市场经济国家的市场体系。

## Abstract

The economic purpose of economic transformation is to establish market system. Market system includes commodities market, raw materials market, capital market and labor market. Capital market plays an important role in modern market economy, it is not only place to convert savings to capital, but also helps to improve resources deployment efficiency, and makes great contribution to economic transformation and the economic growth. Capital market is one of the most important parts of modern market economy. Both developed countries and developing countries look on the development of capital market as very important. Transforming countries value capital market as very important in the process of establishing market economy and makes the establishment of capital as a great important part of market economy. The establishment of capital market in transforming countries basically referenced to market in developed countries. But there are differences in the development, characteristics of capital market and the role of capital market in economic activities because differences in the path of transformation, model of transformation, purpose of transformation and way of transformation. Because there doesn't exist natural capital market evolution process in transforming countries, the establishment of capital market institutions is the result of government design and transplantation, the capital market in these countries has characteristics of transforming and emerging market. The frame of capital market in transforming countries was established on open area, this frame should be tested by all kinds of environments. There ex-

ist many uncertain factors in capital market.

Russia's economic transformation is a radical path, so does the establishment and the development of its capital market. Russia's capital market adopted mature market economy model in institution building and liberalization advancement. This kind of resolute reform had deep influence on capital market. The development of Russia capital market can be divided into two stages: the beginning stage before 2000 and the mature stage after 2000. This book analyzes Russia capital market in transportation stage, including the initial condition, the establishment process, characteristics of capital market, factors that affect capital market, and efficiency of capital market. First is the initial condition of Russia capital market. The establishment of capital market was affected by many constraints. These constraints have different effect on capital market; second is the evolution process of capital market, and studies the relationship between property right and capital market evolution. There are great differences before and after the capital market crisis in 1998. Mainly discussed the relationship among government, corporate governance and capital market, and disclosed the effect of government compromise to finance industrial group on capital market with new political economy theory. After transformation, the corporate governance in Russia is insider control. This corporate governance mechanism also had effect on capital market. After capital market crisis, Russia capital begins to work well, and increasing scale and improved influence. Russia is beginning to mature, one important symbol is that the stability of market is increasing, this related to the clear property right and marketability. Then we analyzed the validity of capital market with EVIEWS software according to data of capital market from 1995 to present.

This book disclosed the key effect of economic transformation on capital development through the analysis of Russia capital evolution,

characteristics, factors that affect capital market, effect of capital market and its efficiency. There are coupling relations between institution structure and capital market development. There are different coupling relations at different stages. In the early stage of capital market development, though government designed and transplanted market institution structure, but institutions of capital market couldn't work because of constraints, Economic recession and bad corporate governance. In later stage, with property definition and market supervision and increase in investment consciousness of market participants, market institutions play more and more important role in capital market. With fast development of Russia capital market, efficiency of capital market is increasing, capital market has more and more promoter action on economy. Russia capital market is close to the mature market economy system expected by government at early transformation stage.

# 目 录

引言	1
<b>第一章 俄罗斯经济转型与资本市场关系</b>	<b>20</b>
第一节 资本市场的建立受制于其经济转型的 模式与进程	21
第二节 转型时期资本市场的作用与效率	25
<b>第二章 苏联时期的经济体制</b>	<b>31</b>
第一节 苏联时期的经济状况与制度变迁	31
第二节 苏联时期的财政体制	38
第三节 苏联时期的金融体系	41
<b>第三章 俄罗斯资本市场建立的条件</b>	<b>45</b>
第一节 俄罗斯资本市场建立的初始条件	46
第二节 俄罗斯资本市场建立的基础条件	52
第三节 影响俄罗斯资本市场建立的强制性约束条件	70
<b>第四章 俄罗斯资本市场的建立和发展</b>	<b>74</b>
第一节 沙皇俄国时期的资本市场	74
第二节 俄罗斯资本市场的建立	79
第三节 俄罗斯资本市场的基本结构	88
第四节 俄罗斯资本市场的特点	100
第五节 大规模私有化背景下的证券投资基金会	107

<b>第五章 影响俄罗斯资本市场发展的关键因素</b> ·····	114
第一节 公司治理结构与资本市场发展·····	114
第二节 政府与资本市场关系·····	131
<b>第六章 俄罗斯资本市场危机以及危机后的恢复和发展</b> ·····	154
第一节 1998 年的资本市场危机 ·····	154
第二节 危机后俄罗斯资本市场的外部环境·····	170
第三节 危机后的资本市场·····	189
<b>第七章 俄罗斯资本市场在转型经济时期的作用与效率</b> ·····	211
第一节 资本市场在俄罗斯转型时期的作用·····	211
第二节 俄罗斯转型时期资本市场的效率·····	219
第三节 俄罗斯转型时期资本市场建设的基本成就·····	226
<b>第八章 结论与启示</b> ·····	232
参考文献·····	239
后记·····	251

# 引 言

## 一、选题的目的和意义

### (一) 选题的目的

计划经济存在无法克服的弊端，这一点在 20 世纪，尤其是后半期在计划经济国家中得到了充分的印证，因此从 20 世纪 80 年代开始，在这些国家中出现了一波从计划经济向市场经济转型的浪潮。这次大规模的经济转型无论是从规模上还是从影响上来说，都是非常显著的，其中以涉及到的世界上人口最多的中国和地域最广的俄罗斯最为引人注目。作为转型的大国，两国在转型的过程中，既有相似的地方，也有不同之处，吸引了各方面专家学者的注意。经过人们对转型这一现象的深入研究，促成了一门新的学科——转型经济学的诞生。有人认为依靠高投入维持增长的计划经济不具有可持续性，经济的增长应该主要由市场力量来推动；<sup>①</sup>也有人把这种现象解释为经济全球化的结果，是世界经济发展的必然趋势等。<sup>②</sup>转型既然是不可避免的，那么就面临如何转型、转型的模式、转型的路径等问题。历史上从来没有这种转型的先例，因此转

---

<sup>①</sup> 保罗·克鲁格曼著，张曦译：《亚洲奇迹的神话》，载《北京大学中国经济研究中心学刊》，2000 年第 1 期。

<sup>②</sup> 程伟等：《经济全球化与经济转轨互动研究》，商务印书馆 2005 年版，第 15 页。



型有些雾里看花，就像热若尔·罗兰（2002）<sup>①</sup>谈到的“由于总体不确定性的存在，转型从来就没有路线图”，这种不确定性在俄罗斯身上得到深刻的印证。通过对俄罗斯经济转型的研究，可以不断丰富转型经济学的内容，同时也为其他转型国家提供大量宝贵的经验和教训。

20世纪90年代，俄罗斯开始了大规模的经济转型。以“休克疗法”为主要内容的激进式改革很快在所有制方面取得了成效。1996年俄罗斯就基本上完成了私有化，私有企业数量在整个企业中占的比例是70%，产值占到了GDP的70%，可以说市场化转型取得了初步的成果。虽然转型之初，人们预测到会遇到一定的困难，但是转型后，俄罗斯经济还是出现了意外的严重衰退。从历史的比较看，20世纪90年代俄罗斯的经济衰退所造成的损害在程度上甚至超过了1929~1933年大危机时代的美国（当时其GDP下降30%），也超过了1941~1945年卫国战争的损失（当时其GDP下降24%），整个90年代俄罗斯GDP下降了43.3%。

当历史的脚步刚刚走进新世纪，俄罗斯经济又出人意料地开始增长，而且这种增长势头非常强劲。2000~2007年，俄罗斯GDP平均年增长率在7%以上，一跃成为世界增长速度最快的国家之一，见图0-1。

俄罗斯的经济转型给经济的方方面面带来了深刻的影响，这种影响不仅可以从经济增长、企业绩效、人均收入等数据中看出来，而且可以从市场经济体系的建立过程中明显感觉到。作为市场经济重要组成部分的资本市场同样受到经济转型的影响，而且由于资本市场在计划经济下是一片空白，资本市场的设计者可以完全将经济转型的思想、观念融入资本市场的建设中，因此资本市场在一开始就和政府经济转型的意志相一致，资本市场的建立突出了转型的经济目的，成为推动俄罗斯经济转型的重要力量。

---

<sup>①</sup> 热若尔·罗兰：《转型与经济学》，北京大学出版社2002年版，第25页。