

奥尔多投资评论

第1卷 第2辑

Investment Order Review

Vol. 1 No.2

# 金融系统演变考

北京奥尔多投资研究中心 主编



中国财政经济出版社

## 图书在版编目(CIP)数据

金融系统演变考/北京奥尔多投资研究中心主编.  
—北京:中国财政经济出版社,2001.12  
(奥尔多投资评论)

ISBN 7-5005-5464-8

I. 金… II. 北… III. 金融系统-研究-中国  
IV. F832.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2001)第 094173 号

中国财政经济出版社 出版

URL: <http://www.cfeph.com>

E-mail: [cfeph@drc.gov.cn](mailto:cfeph@drc.gov.cn)

(版权所有 翻印必究)

社址:北京海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码:100036

发行处电话:88190406 财经书店电话:64033436

北京金鼎印刷厂印刷 各地新华书店经销

787×960 毫米 16 开 21.5 印张 325 000 字

2002 年 2 月第 1 版 2002 年 2 月北京第 1 次印刷

印数:1—4500 定价:28.00 元

ISBN 7-5005-5464-8/F·4832

(图书出现印装问题,本社负责调换)

## 目 录

- 投资者选择与金融系统演变  
 ..... 唐寿宁 王晋斌(1)
- 金融系统设计:一个概览 ..... Anjan V.Thakor(22)
- 银行主导型和市场主导型金融系统:跨国比较  
 ..... Asli Demirguc - Kunt and Ross Levine(57)
- 美国银行业与商业的分离  
 ——对关键问题的审视 ..... Bernard Shull(108)
- 商业银行的证券业务:一个回顾  
 ..... João A. C. Santos(165)
- 向全能银行转变:  
 转轨国家的风险与收益 ..... Claudia M. Bush(196)
- 俄罗斯与其他转轨经济中金融系统的比较:  
 英美和德日——两种模式的对照  
 ..... Vladimir Popov(235)
- 德国银行职能及公司治理结构的转变:  
 向市场演进吗?  
 ..... Ulrich Schröder and Alexander Schrader(278)
- 金融系统的趋同及对欧洲和美国监管政策的挑战  
 ..... Claudia Dziobek and John R. Garrett(299)
- 自生自发秩序与第三范畴  
 ——人之行动而非人之设计的结果  
 ..... 哈耶克著 邓正来译(322)

## Contents

- Investors' Choices and the Evolution of Financial Systems  
*Tang Shouning Wang Jinbin*(1)
- The Design of Financial Systems: An overview *Anjan V. Thakor*(22)
- Bank – Based and Market – Based Financial Systems: Cross – Country  
Comparisons *Asli Demirguc – Kunt and Ross Levine*(57)
- The Separation of Banking and Commerce in the United States:  
An Examination of Principal Issues *Bernard Shull*(108)
- Commercial Banks in the Securities Business: A Review  
*João A. C. Santos*(165)
- Towards Universal Banking: Risks and Benefits for Transition Economics  
*Claudia M. Bush*(196)
- The Financial System in Russia Compared to Other Transition Economics:  
the Anglo – American Versus the German – Japanese Model  
*Vladimir Popov*(235)
- The Changing Role of Banks and Corporate Governance in Germany:  
Evolution towards the Market?  
*Ulrich Schröder and Alexander Schrader*(278)
- Convergence of Financial Systems and Regulatory Policy Challenges in Europe  
and in the United States  
*Claudia Dziobek and John R. Garrett*(299)
- The results of human action but not of human design *F. A. Hayek*(322)

# 俄罗斯与其他转轨经济中 金融系统的比较：

英美和德日——两种模式的对照<sup>①</sup>

Vladimir Popov

## 一、前 言

大多数经济学家似乎赞同以下两点：(1)当前最适合转轨经济需要的金融系统是银行导向型的(即德日模式)，而不是市场导向型(即英美模式)；(2)包括俄罗斯在内的后共产主义国家中所出现的金融系统正是这种银行导向型模式(Aoki, 1994; Belyanova, Rozinsky, 1995; Berglof, 1995; Blasi, Kroumova, Kruse, 1996; Filatochev, 1997; Litwack, 1995; Sutela, 1996)。

赞同银行导向型金融系统的观点，通常都假设发展一个有效的股票市场比建立一个健全的银行体系要花去更多的时间。毕竟后共产主义国家中本来就存在银行，而即使证券市场的雏形在这些国家也不存在。这个观点还假设在缺乏较为成熟的证券市场的条件下，银行比其他任何现存机构更能保障对经营者适当的监督以及对公司良好的治理。

在俄罗斯，诸多的文献认为，如同日本的财阀(zuibatsu)和韩国的财团(chaebols)一样，金融产业集团(FIGs)是实行出口战略和超赶战略的一个重要工具<sup>②</sup>。

然而，一些学者却持不同的观点。Kornai(1990)预测前社会主义国

---

① 我十分感谢 Andrei Klepach 所做的令人鼓舞的讨论以及提供了关于投融资的数据，对匿名审稿人帮助性的评论一并表示感谢。

② 例如，见俄罗斯 FIGs 协会主席 Oleg Soskovets 的论文，Finansoviye Izvestiya, Jan. 22, 1998。

家的机构投资者会变成官僚性质的,而不是企业家性质的。Rostowski (1995)认为在转轨时期,德国式的全能制银行体系的发展空间已经很小,这是由于国有银行缺乏分配长期信贷的技能而导致它们没有能力对借款者实行从紧的金融控制,以及银行导向型金融系统需要非常低的通货膨胀率,而这些在转轨经济中至少10年内是不可能达到的。Grosfeld(1997)指出在以银行为主导的金融系统中,银行和企业之间的密切关系并不能满足转轨经济的特殊需要,由于这种关系的存在无法为产生各种投资机会的信息提供适当的激励,因而也就阻碍了、而不是便利了非常必要的产业调整。

Johnson(1997)指出俄罗斯金融产业集团(FIGs)在提供资金以及确定有效的产业调整政策中所起的领导作用还有待于进一步的检验。他还指出这些金融集团可能由于承担了过多的负担而苦不堪言。Aslund(1998)认为金融产业集团(FIGs)所控制的俄罗斯经济比大多数人通常所认为的小,即使一些新的银行领导下的金融产业集团(FIGs)所要面对的问题可能也比机遇要多得多,而且一旦市场竞争加剧,更多的金融产业集团(FIGs)会很快走向没落。

首先,这篇文章包括了不同国家之间资本市场差异的比较,这不仅反映了经济中的必然性——在机构之间的竞争中,最有效率的机构才能生存下来,而且至少部分地反映了政治、历史和演进的路径依赖性(Black, 1990; Gibson, 1996; Roe, 1994)。本文进一步指出,转轨经济中出现什么类型的金融系统不是一件基于各种模型优劣比较基础上、有意识地进行政策选择的事情,相反,这是路径依赖演进的结果。这一结果主要是由两个因素决定的:所选择的私有化模式和银行体系的集中程度。由于前公有制经济转轨的特殊性,特别是由于在相对较短的时期内所进行的大规模的私有化,与那些新兴市场经济国家(即这些国家没有经历共产主义的历史)相比,一般来说,这些国家发展美国式金融系统的机会要更小。

惟一典型的例外也许就是俄罗斯。由于俄罗斯独一无二地将以下三个特点同时集于一身:私有化方式适于证券市场发展的性质(将所有权分给企业职工并发放凭证)、银行体系的极端分散性、1992—1995年削弱了银行的融资能力而且实际上破坏了长期银行信贷的高通货膨胀经历,俄罗斯似乎正在趋向于形成以证券为基础的金融系统。

金融系统对投资的影响可以通过对比不同转轨经济的绩效以及观察俄罗斯企业利用银行信用的绩效进行考察。没有证据表明银行导向型金融系统比市场导向型金融系统在提供更好的投资机会和增加产出方面更优越。

## 二、两种金融系统:正反两方面

尽管在最近的几十年里,两种公司融资和控制系统正逐渐趋同,而不是分离,但是两者之间仍然存在着重大的区别。

首先,在日本、德国和其他欧洲大陆国家,通常是由几个大的股东,一般是银行,持有绝大多数股票份额;而在英国、美国和加拿大,股票所有者是相当分散的。在某种意义上,在德国——日本体系下,大的股票持有者,即大股东,对公司有着更可靠和更强有力的控制。因为敌意收购和杠杆收购反映了公司管理很少有内部人控制,这在美国相当普遍;相反,在欧洲大陆和日本,情况则有所不同(Pohl, Jedrzejczak 和 Anderson, 1995)。

日本(欧洲)模式表明几个大的银行(无论是前三大,还是前五大银行)控制着全部信用的绝大部分,有能力影响非金融公司的投资决策。在美国,50%的普通股由个人所拥有,而在日本和德国,这个比例分别为22%和17%<sup>①</sup>,相反,由公司或机构控制的股票份额在这两个国家分别为73%和64%(银行单独控制的股票份额分别为19%和10%)(Blasi, Kroumova, Kruse, 1996, p. 211)。在市场导向型模式中,商业银行与投资银行是相互分离的(在美国,直到最近,法律才允许商业银行投资股票)。

其次,在英美体系中,公司主要依赖内源融资,因此更独立于大银行;从1970—1985年,美国、加拿大和英国企业的内源融资占所有投资来源的比重超过3/4,而法国、西德、意大利和日本企业的这个比重则为52%—71%(见表1)。

<sup>①</sup> 在英国、意大利、法国,私人股东所占份额低于20%,(《经济学家》,Dec. 2, 1995)

表1 发达国家(1970—1985年)和发展中国家(1980—1988年)  
非金融机构融资的净来源(%)

国家	内源融资	外源融资			
		总和	银行贷款	所有者权益	债券、短期证券
法国	61.4	38.6	37.3	6.3	1.5
德国	70.9	29.1	12.1	0.6	-1.1
意大利	51.9	48.1	27.7	8.2	0.3
日本	59.9	42.1	50.4	4.6	2.1
非加权平均值	61.0	39.0	31.9	4.9	0.7
加拿大	76.4	23.6	15.2	2.5	7.9
英国	102.4	-2.4	7.6	-3.3	0.6
美国	85.9	14.1	24.4	1.1	12.0
非加权平均值	88.2	11.8	15.7	0.1	6.8
印度	34.9	65.1		14.0	
约旦	11.6	88.4		46.6	
韩国	21.0	79.0		44.3	
马来西亚	66.8	33.2		14.9	
墨西哥	26.3	73.7		69.4	
巴基斯坦	42.0	58.0		20.4	
泰国	24.1	75.9		40.9	
土耳其	17.5	82.6		60.9	
津巴布韦	42.9	57.1		35.2	
非加权平均值	31.9	68.1		38.5	

资料来源: Calvo 和 Kumar, 1993, p.30。

直到最近,相当流行的观点仍然认为在内源融资、外源融资上的差别决定着不同国家公司资本结构的不同:在英-美体系中所有者权益的份额比较高,而在德-日模式下的企业则有更高的负债。然而,最近根据全球优势数据库(Global Vantage Database)和一项覆盖了西方七国集团国家4500家公司的研究(Rajan 和 Zingales, 1995)表明,以前所观察到的国家间差异大部分是由于会计处理方式的不同所引起的:总的非股权负债在资产中所占的比重,尽管欧洲大陆和日本的公司比英国和北美的公司要高得多(前者为58%—75%,后者为48%—61%),英国和德国公司的资产负债比率却是最低的(5%和13%,其他国家的这一比率是21%—36%)。然而,银行贷款与股票和债券在相对规模上的差别更加明显:从中可以推断出,银行导向的国家和市场导向的国家之



间的差别更多地反映在对公众融资(股票和债券)和私人融资(银行贷款)的方式选择上,而不是反映在融资的数量上。

因此,两种金融系统的第三种区别在于,在欧洲和日本由银行提供的外源融资所占的比重较高,而在美国,公司的资金更多地来源于证券的销售。在美国和加拿大,债券、短期证券和股票提供的资金相当于从银行借款总额的 50%—70%,而在日本和欧洲大陆国家,这一比例则少于 30%(见表 1)。

有人认为,英国等习惯法系国家(英国及其前殖民地国家,包括美国、加拿大、澳大利亚、中国香港和新加坡)对于个人股东的权利提供了最好的保护。这些国家比民法体系国家(特别是采用法国民法体系的国家,包括印度尼西亚、墨西哥和西班牙)有着更深化和流动性更大的证券市场。1994 年,习惯法系国家的股票市值占 GDP 的 60%,平均每 100 万居民拥有 35 个已上市公司和 2.2 个新上市公司(IPOs)。相比较而言,在法国民法体系国家,股票市值仅占 GDP 的 21%,平均每 100 万居民只拥有 10 个已上市公司和 0.19 个新上市公司(IPOs)(La Porta, Lopez - de - Silanes, Shleifer 和 Vishny 引自《经济学家》,April 19,1997)。

最后,第四种区别在于,美国的银行体系比其他西方国家的银行体系更分散,而在后者的银行体系中,三个或五个最大的银行处于绝对优势地位。

这些差别最终的净效果很难总结。通常认为,基于强大的证券市场的金融系统更灵活、更适合于风险项目。面对非金融公司,银行没有能力处于支配地位,非金融公司大部分依赖于内源融资(未分配利润加上折旧),外源融资则相对次要,而且外源融资也主要通过出售证券,而不是依靠银行贷款。因此所导致的结果是银行对融资没有垄断权,即使银行拒绝对一特定项目进行融资,这一项目仍有可能进行。

相反,日本(欧洲)模式则表明银行和金融机构处于有能力对非金融公司的投资决策施加影响的位置。这两种模式都有其优点和局限性:美国模式通常被认为更富竞争性,而欧洲和日本模式则被认为是一种能够降低风险、减少银行破产和减少不稳定性的模式(但是要付出的代价是根本不承担任何风险项目)。

银行导向型和证券导向型的金融系统之间最根本的区别,在于集中性系统和分散性系统之间的差别。以集中性金融机构为基础的金融

系统更适合于为大型长期项目动员资金,这些项目通常只在未来的很长时期以后才会产生效益,但不适合于对数以百万的中、短期风险项目进行评估和融资。分散化的、以证券为基础的金融系统则能够为每一个项目标价(通过股票市场定价),但是这些风险由投资者自己而不是由中介机构(银行)来承担。

美国的公司管理者常常羡慕日本的同行能从银行获得稳定的项目融资,而且可以不去考虑那些小股东,以至于很长时期内不用给那些小股东支付高额的股利;与此同时,日本的投资者也在羡慕美国金融系统所提供的大量投资机会。在以证券为基础的体系中,风险是由市场自身定价的;而在以机构为基础的体系中,投资项目由银行来评估,银行通常对于承担风险持更保守的态度。失败的概率和代价在美国模式下显得更大,然而投资于有利可图的风险项目,其前景和收益也同样大得多。

与发行债券不同,一个公司不一定非要拥有等价的资产作为发行的基础以及过去分红的历史记录,就可以通过发行普通股股票获得资本。因此,一些新兴的企业和公司倾向于尽可能地依赖股权融资,而不是债务融资。正如 Thomas(1978)所说,英国在两次世界大战之间的时期,新兴的产业,比如汽车、石油和航空,都倾向于股权融资,而传统重工业,如钢铁、造船,更依赖于债务融资。Black 和 Gilson(1998)提供了以股票市场为中心的体系中(即在美国)存在大量风险资本的证据,他们指出一个成熟的股票市场对于活跃的风险资本市场的存在至关重要,因为风险资本家必须在股票市场上通过公司上市(IPOs)实现退出<sup>①</sup>。

限于篇幅,两种金融系统之间的差别中所蕴涵的其他有意思的含义<sup>②</sup> 这里就不再讨论了。总之,在市场经济中,股权融资和银行信贷彼此相互补充,而不是相互替代。也就是说,银行信贷规模越大,股票市值也越高(见图1)。股票市场流动性越高,银行体系越深化,资本积聚和经济增长的速度也就越快,而且二者是彼此相互独立的发挥作用

<sup>①</sup> 1993—1994年,风险资本投资占GDP的比重:英国,0.18%;美国和加拿大,0.06%;欧洲大陆国家,0—0.06%(即使欧洲对风险资本的定义比美国要宽泛);德国是0.01%,风险资本投资主要通过公司赎回风险资本持有的公司股份退出,而不是像美国那样通过股市退出(Black 和 Gilson, 1998)。

<sup>②</sup> 例如,基于市场的金融系统依赖于专业化银行,而基于银行的金融系统中居于主要地位的是全能制银行;在那些金融系统以股票市场为导向的国家,银行股份的变动要比金融系统基于机构的国家大得多;在那些金融系统银行导向型国家,银行业的开放度和外国银行在国内市场中所占的市场份额要比那些金融系统市场导向型国家低一些(Steinherr 和 Huveneers, 1994)。

(Levine, 1996; 又见 Singh, 1998, 对这些研究的综述)<sup>①</sup>。此外, 在发展中国家, 股票市场的流动性越大, 通过债券和银行贷款筹集资本的数量就越多, 因此公司的负债—股本比率会随着股票市场流动性的增加而增加。

然而, 饶有意味的是, 在日本和大多数西欧国家, 股票市值要比银行信贷总额低上两倍甚至更多; 而在美国、英国、荷兰、瑞士和一些发展中国家(马来西亚、新加坡、南非、智利和菲律宾), 股票市值与银行部门提供的国内信贷总额大体相当(见图 1)。

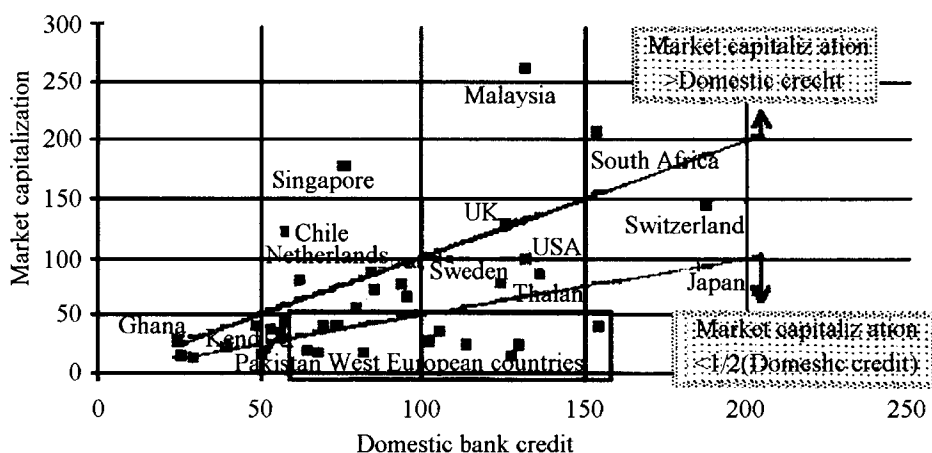


图 1 股票市值和国内银行信贷额占 GDP 的百分比, 1995 年

在那些没有经历过社会主义的新兴市场经济国家, 外源融资所占的份额通常很高, 比成熟市场经济国家高出 50%, 甚至更多。股权融资在外源融资总额中所占的份额也很高, 超过 50%, 或者在全部融资中的占比超过 1/3, 也高出西方国家很多。例如 1980—1988 年, 约旦、韩国、墨西哥、泰国和土耳其, 股权融资的占比都在 40%—70%; 印度、马来西亚、巴基斯坦和津巴布韦, 股权融资的占比在 14%—35% (见表 1)。相形之下, 在转轨经济国家, 外源融资的份额(不包括政府提供的资金)似乎相当低, 而内源融资和政府提供的资金则占到了 2/3 以上, 甚至超过了 100% (EBRD, 1995, P. 93—95)。

在发展中国家, 外源融资和股权融资占的比例很高, 这大概与传统

<sup>①</sup> 一些研究似乎表明股市交易额(而不是股票市值)在解释公司业绩时, 是比银行信贷量/GDP 更重要的变量 (Demirgüç - Kunt, Maksimovic, 1996)。

企业单位向股份制公司(公司化)的转型有关。在公司化过程中,即使公司卖掉半数以上的股票给外部人,原来的所有者仍能控制整个公司。这实际上提供了一个千载难逢的机会,成为他们在数年内大部分新投资的外源融资来源。同样,在19世纪末、20世纪初美国和其他西方国家发生公司化转型时,股权融资的比例也是很高的(Ciccolo, 1982; Taggart, 1985)。当英国处于两次世界大战之间时,新债和新股的发行额大部分时间内大致相当于有形资产投资的资本额,而且在所有的外源融资中,股权融资所占的比例(50%—90%)超过了债务融资(Thomas, 1978)。

有一种观点认为,对发展中国家而言,股票市场和盎格鲁-撒克逊(Anglo-Saxon)模式的公司控制权市场是个沉重的负担,因为股票价格的不断变动,实际上鼓励了投机行为而不是长期投资(Singh, 1997)。其他学者(Calvo 和 Kumar, 1993)则认为,转轨经济国家正处于经济发展的初始阶段,这个阶段表现出的特征是股权融资发挥着重要的作用,发达国家(20世纪初)曾经这样,发展中国家(现在)也同样如此。

许多新兴的市场经济国家采取特殊的措施来促进股票市场的发展,其中一些国家甚至企图通过限制银行信用的扩张来加强股权融资。比如,韩国在1974年引进了资本交易银行制度和信用控制体系,旨在鼓励大公司采取向公众出售股票的直接融资方式,从而降低向金融机构的借款额(Nam, 1996)。

然而,在中央计划经济中,几乎不存在证券市场,市场化转轨起始时期惟一存在的金融机构是银行。结果,尽管存在着结构上的缺陷,但银行从一开始就处在明显的优势地位。在多数后共产主义国家,即使高通货膨胀时期明显导致了国民经济的货币化水平和银行信贷的实际数额急剧下降(图3),银行在资本融资中仍保持着相对重要的地位(和证券市场相比)。股票市值占GDP的比重低于10%,而银行信贷额则占到GDP的好几十个百分比(表5,表9)。

由于转轨经济国家的证券市场较弱,而且操作很不规范,世界银行更倾向于支持转轨经济实行银行导向型金融系统(世界银行, 1996, P. 104; Stiglitz, 1995)。但是,银行也没能很好地执行自己的职能。许多转轨国家,从波罗的海诸国到保加利亚,从俄罗斯到捷克共和国,在最近几年都经历了银行危机,银行资产中逾期贷款的份额仍很高。不同

于西方的银行体系,俄罗斯银行体系尤其特殊。直到最近,俄罗斯银行的业务大部分仍集中于应对支付,而不是集中于吸引存款和发放贷款。甚至在最近出现了银行导向型金融产业集团(FIGs)以后,也并没有显示出这些银行正在成为非金融公司的长期战略性股票持有者。

### 三、私有化方案和金融系统

巨大的资产供需缺口驱动着后共产主义经济的私有化进程。资产供给——即私有化了的财产的账面价值,无论这种账面价值的估算是多不准确——大概相当于年均GDP的规模;大致上,国内对资产的需求最多只相当于GDP的百分之几,因为与资产需求相对应的融资来源是有限的国民储蓄,而国民储蓄合计只占GDP的20%—30%。这些储蓄大部分被投资、政府预算赤字和经常账户所吸收。

理论上,出售国有资产所得的收入可用于代替国家税收:政府通过降低税收也许能为私人投资者增加储蓄和购买更多的国有企业股份留出余地。然而,实际上储蓄和税收却并不是互相替代的,政府通过降低税收来刺激储蓄的能力也是极其有限的(Schmidt - Hebbel, Serven, Solimano, 1996)。

外国资本流入的效果就不一样了,外资的流入能显著地提高资产需求,特别是对小国家而言。直到最近,外资起到显著作用的国家仅有中国和匈牙利[截至1997年,累计的外国直接投资(FDI)已相当于GDP的30%],也许还有捷克共和国和爱沙尼亚(分别相当于GDP的16%和18%),但在其他国家,外资规模并不足以补偿国内低的资产需求。

由于资产需求和供给之间的差异,在所有的快速私有化计划中(在几年内实现),资产经常被低估,即其市场价值远远低于其账面价值。在转轨经济中,由于不可能准确地估量账面价值(因为它是基于计划者所确定的价格来估算的,而这一价格并不能反映资产的重置成本),私有化企业的市场价值通常通过对比年销售额、生产能力和矿物储藏量等因素得出。然而,在所有这些情况下,结果大多是一样的:转轨经济中公司的相对(单位)资本额比西方要低。不足为奇,即使是在西方国家,这样大规模的国有企业私有化如果进行过快的话,仍有可能扰乱

证券市场。

20世纪90年代前半期,在转轨经济中,通过大规模地出售国有资产所获得的私有化收益占到GDP的好几个百分比,几乎相当于主要的发展中国家所有的私有化收益。然而,这些主要的发展中国家卖给私人投资者的国有产权份额远远没有达到后共产主义国家所出售的份额(见图2)。

私有化所采取的方法当然十分重要。实际上,转轨的后共产主义国家实行私有化的三个主要方案中,有两个(将资产免费或只以象征性的价格分给职工以及通过凭证分配所有权)已是非常流行,因为这种方式能够弥补有限的需求和大量的供给之间的缺口,而不会压低股票价格。私有化的第三种主要方案是市场竞价拍卖,这样最容易压低股票价格,而且只有在那些能够设法吸引大量外国资本的国家才或多或少地取得了成功。前民主德国(GDR)、匈牙利和爱沙尼亚都采用了市场竞价拍卖这种私有化模式(见表2),按外国直接投资与GDP的比率大小排序,这些国家都处于前列(世界银行,1996,P.164)。

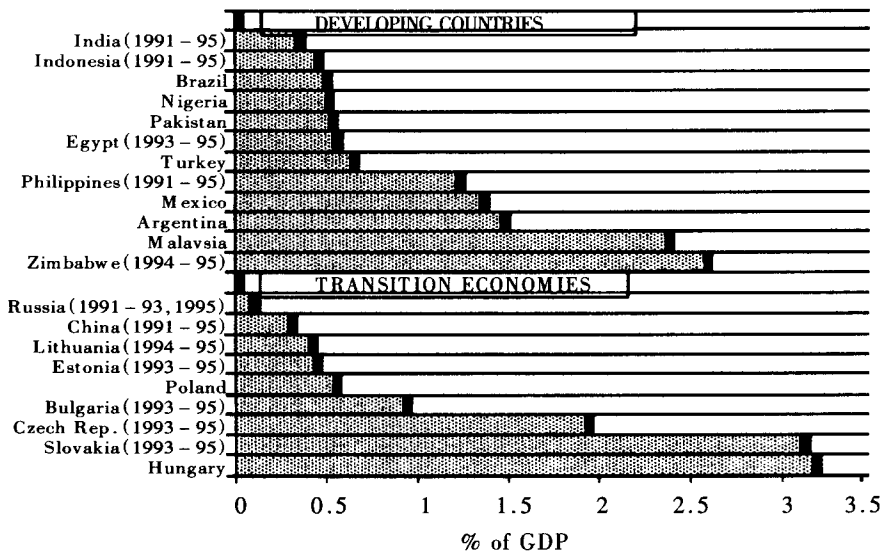


图2 发展中国家和转轨经济国家私有化收益占GDP的百分比(1990—1995年平均数)

由于波兰对工人所做的让步以及审慎地使用私有化凭证,使得波兰,更明显的是中国,其私有化进程比其他国家要慢得多,因此在这两

个国家,过多的资产供给对股票价格的压力并不明显。

饶有意味的是,在斯洛伐克和捷克共和国,大部分的国有资产都实行“私有凭证化”,只有极小的一部分实际变卖为现金(见表2),国家从私有化中获得的收益基本上相当于匈牙利在私有化中的收益(在90年代前半期,相当于年均GDP的3%)。匈牙利则用拍卖的形式几乎卖掉了所有的资产,而且得到了最多的外资流入;波兰以市场价格出售国有资产,速度相对缓慢;结果匈牙利的外资流入相当于波兰外资流入的数倍(图2)。同样,立陶宛采用大范围的私有化凭证方案所获得的直接私有化收益,与爱沙尼亚参照德国模式所采取的 Treuhand - type 私有化方式(表2)得到的收益大致相当(1993—1995年,年GDP的0.4%)。

很明显,俄罗斯是一个例外。尽管俄罗斯的私有化具有适于证券发展的性质(对工人集团的巨大让步和分配实物券),其私有化收入仍然很低。原因可能是不确定性太大和投资环境较差,使得国内外投资者望而却步,从而导致了资金外逃。总之,采取凭证和类似赠送的方式进行私有化也许可以尝试性地被认为具有“适于证券市场发展”(英美模式的金融系统)的特征。然而在其他条件相同的情况下,将资产直接出售给出价最高的竞价者,有利于培育类似德国和日本那样以机构为基础的金融系统(图3)。

然而,各国实际的发展模式存在差别:几乎所有的国家,包括那些私有化方案有利于证券市场发展的国家(俄罗斯可能是惟一的例外),产生的新兴金融系统倾向于形成德国和日本的模式。这表明还有其他重要的因素决定着金融市场的发展方向。其中,银行体系的实力和集中程度似乎是具有决定性的变量,我们将在下一节讨论这个问题。

**表2 中型和大型企业私有化的方式**  
(总数的百分比,1995年末,黑体数字表明一个国家主要的私有化方式)

国家	出售给外部所有者	管理者/雇员购买所有者权利	公平获得私有化凭证	其他	赔偿	保持国有
捷克共和国						
以数额计	32	0	<b>22</b>	9	28	10
以价值计	5	0	<b>50</b>	2	3	40
爱沙尼亚 <sup>a</sup>						

续表

国家	出售给外部所有者	管理者/雇员购买所有者权利	公平获得私有化凭证	其他	赔偿	保持国有
以数额计	<b>64</b>	30	0	0	2	4
以价值计	<b>60</b>	12	3	10	0	15
匈牙利						
以数额计	<b>38</b>	7	0	0	33	22
以价值计	<b>40</b>	2	0	4	12	42
立陶宛						
以数额计	<1	5	<b>70</b>	0	0	25
以价值计	<1	5	<b>60</b>	0	0	35
蒙古						
以数额计	0	0	<b>70</b>	0	0	30
以价值计	0	0	<b>55</b>	0	0	45
波兰						
以数额计	3	14	6	0	<b>23</b>	54
俄罗斯						
以数额计	0	<b>55</b>	11	0	0	34

注:a. 所有的管理者购买所有权是公开竞标的一部分。

资料来源:《从计划到市场》。世界发展报告,世界银行,1996,第53页。

表3 单位产出或生产能力的股票市场融资额,1994年,美元

行业/国家或地区	北美	西欧	东欧	1994.3	1994.12
电信(单位:门数)	1637	848	2 083	69.97	105
电力(单位:百万瓦特)	372 000	650 000	448 000	2 260	21 000
石油[单位:桶(已探明的储藏量)]	7.06	3.58	n/a	0.17	0.08
烟草(单位:千支)	5.61	4.07	7.35	2.42	4.18
水泥(单位:吨)	144	162	40	1.92	8

资料来源:《经济学家》,1994.3.14;俄罗斯资本市场,CS First Boston,1994,P.63.



图3 私有化模式及其对新兴资本市场的影响

金融系统的特点	适于发展证券市场的私有化	适于发展机构的私有化
	以凭证的方式将所有权分配给雇员(如:捷克、斯洛伐克、立陶宛、俄罗斯、大多数独联体国家、蒙古)	(在市场上)把资产出售给出价最高者(如:前东德、匈牙利、爱沙尼亚、波兰)
股票价格的水平	股票价格高(和账面价值相比),因为分配资产大大降低了所有权的供给	股票价格低,由于所有权的供给大大超过了需求
股票所有者的集中程度	数以百万计的股票持有者,股份极其分散	庄家控股,股份高度集中
内源融资与外源融资的比较	内部人控制,外源融资比例小	外部的战略投资者控制,高的外源融资比例
外源融资中银行信贷与证券的比较	证券市场充分发展(成交量占GDP的比例高),并在公司的投融资中起主要作用;银行信贷份额比较低	金融机构(银行)不仅是惟一的大股东,而且提供大部分的外源融资

表4 发达国家、发展中国家及转轨经济之间银行信贷规模和银行资产集中度的相对规模

国家	国内银行信贷,占GDP的百分数,1995	前五大银行所占银行总资产的份额,%,1994	在总资产中,最大银行所占的份额 <sup>a</sup>	Herfindal指数 <sup>b</sup> ,时间同(3)栏
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
白俄罗斯	15.4	75	88	
中国	90.9	80%以上 <sup>c</sup>		
捷克共和国	93.4	65	71	
爱沙尼亚	12.8	75		
匈牙利	64.1	63	68	
拉脱维亚	13.7	57		
立陶宛	17.1	71		
波兰	34.6	66	71	
罗马尼亚	23.6	74	79	
俄罗斯	20.7	33	43	0.031
斯洛伐克	52.3	79	79	
斯洛文尼亚	36.6	70	89	
乌克兰	18 <sup>d</sup>	70	82	
比利时	154.2	58(1989)	0.088	

续表

国家	国内银行信贷, 占 GDP 的百分 数,1995	前五大银行所 占银行总资产 的份额,%, 1994	在总资产中, 最大银行所占 的份额 <sup>a</sup>	Herfindal 指 数 <sup>b</sup> ,时间 同(3)栏
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
日本	295.9	40(1992)	0.063	
英国	125.7	29(1989)	0.036	
美国	132.1	24(1994)	0.023	
孟加拉国	30.5	74(1986—1988)	0.2	
智利	58.4	88(1986—1988)	0.09	
印度尼西亚	45.5(1990)	59(1988—1989)	0.1	
马来西亚	131.9	56(1989)	0.102	
菲律宾	62.9	40(1986—1988)	0.06	
泰国	136.5	66(1988)	0.138	
土耳其	29.6	76(1986—1988)	0.04	

注:a. 个人资产份额超过3%的银行。

b. 大多数银行市场份额平方和。

c. 1994年,四大国有专业银行控制73%的存款和80%的贷款(Girardin, 1997)。

d. 1994年,未偿银行债权。

资料来源:世界银行,1997;转轨报告1995.EBRD, 1995, p. 161 - 2; Dmitriyev 及其他人, 1996;波罗的海诸国银行银行集中度的数据引自 Hansson 和 Tombak, 1996。

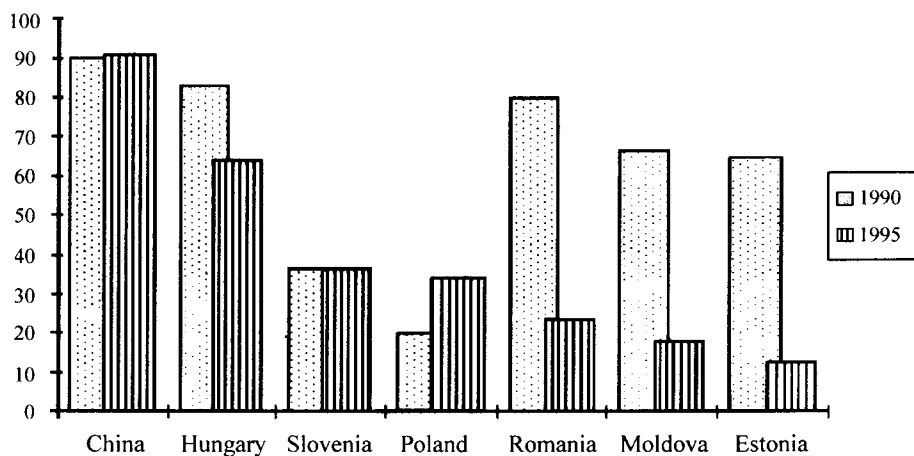


图 4-1 银行信贷占 GDP 的百分比,1990 年和 1995 年

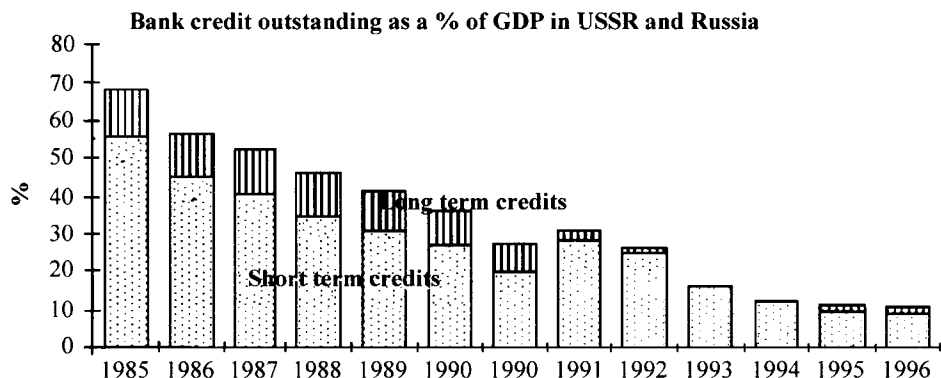


图 4-2 在前苏联和俄罗斯, 银行信贷余额占 GDP 的百分数

译者注: 原文图表的横轴年份中有两个 1990, 疑有误, 但由于译者无法找到数据来考证, 故保留原貌, 请读者见谅。

## 四、银行体系

在大多数后共产主义国家的转轨过程中, 银行仍是一种相对重要的筹资渠道(和证券市场相比): 股票市值通常不到 GDP 10% 的水平, 而银行信贷却高达 GDP 好几十个百分点(见表 4, 表 8, 图 4)。

然而, 在各转轨经济中, 俄罗斯的银行部门似乎是最脆弱的。追溯到前苏联时期, 银行贷放给企业的信贷总额已超过 GDP 的一半, 仅长期信贷就占到 GDP 的 12%。在 1992 年放松价格管制后, 经济的货币化水平迅疾下降: 截至 1996 年底, 银行未偿贷款总额已降到 GDP 的 10% 左右, 长期信贷收缩到不足 GDP 的 1% (图 4)<sup>①</sup>。到 1997 年底, 俄罗斯银行体系的净资产总额仅有 1 000 亿美元左右, 甚至少于卢森堡或新加坡<sup>②</sup>。在 1996 年夏天讨论银行危机的可能性时, 一个经常提及的看法是, 银行的总资产与整个国民经济相比是微不足道的, 因此, 即使大银行的倒闭也不会对经济构成灾难性的威胁。

的确, 在俄罗斯和其他后共产主义国家, 银行在早期是仅有的几个

<sup>①</sup> 如果按照国际会计标准(排除双重计算), 俄罗斯银行的总资产额可能要比官方统计数据少两倍以上 (Finansoviye Izvestiya, Nov. 18, 1997)。

<sup>②</sup> 《专家》, March. 23, 1998。

出现增长的部门之一,即使在出现经济衰退时,银行还是在扩展——增加新雇员,开办新的分支机构。在1991—1994年间,由银行、金融和保险所创造的GDP增长了57%,同期GDP总额却降低了35%以上<sup>①</sup>。然而,这种增长的大部分是由于业务量的上升,而不是给企业发放贷款。

首先,银行变得更加面向个人而不是企业:在20世纪80年代,私人存款在M2中所占的比例已达50%—60%(部分是闲置货币),随后在1992年底降至不到10%,而在1996年底,这一比例又升至40%以上。企业现金和银行存款从1992年底的最高点——占GDP的28%,降至1996年底的只占GDP的4%<sup>②</sup>。

其次,银行目前对企业的大部分业务集中在处理支付,而不是发放贷款上。最初从1992—1994年,新生的、脆弱的银行之所以生存了下来,仅仅是因为能够从俄罗斯中央银行(CBR)得到巨额的贷款(见表5)。专业银行的地区性分支机构所形成的各商业银行实质是“过手银行”:这些银行的大部分债务来自俄罗斯中央银行针对一些特定的企业而发放的贷款。要得到俄罗斯中央银行如此集中的贷款,企业必须首先向其相应的行业管理部门申请,然后由行业管理部门向内部信用管理委员会申请贷款。如果这些申请得到批准,俄罗斯中央银行给商业银行发放贷款,再由商业银行给那些企业发放贷款。在转轨前,通常是一些前专业银行为这些特定的企业提供服务,在转轨开始后,情况依然如此。

在1992年底,俄罗斯中央银行给商业银行的贷款已超过企业未偿贷款总额的30%—40%,也许已超过这些“过手银行”信用总额的50%。对这些“过手银行”来说,中央银行的贷款是比企业、私人储户的存款以及同业借款更重要的资金来源。

在资产负债表的资产项目中,最不成比例的是总资产中投资于硬通货的份额很高(那时,快速增长的美元卢布汇率使得投资于硬通货,相对于卢布贷款的利息收入,能带来更大的真实收益)。与西方的银行不同,俄罗斯各商业银行尽量借入长期资金,发放短期贷款:长期贷款在总资产中一直只占很小的一部分(见表5)。

<sup>①</sup> Finansoviye Izvestiya, Sept. 29, 1995。数据来源于 Goskomstat 和世界银行的联合委员会的报告,报告重新计算了俄罗斯的GDP,以解释当前对服务部门增长的保守陈述。后来这些资料作为官方资料被接受。

<sup>②</sup> IMF, 1991, 第1卷, 130页;《专家》, January. 13, 1997, 第12—13页。

表 5 1992 年商业银行资产负债表, 10 亿卢比

资产	1 月 1 日	3 月 1 日
贷款: 短期	395	850
贷款: 长期	40	50
银行同业贷款	15	25
现金	5	7
往来账户	130	110
外汇	5	445
贵金属	0	10
其他	40	168
总计	630	1665
负债		
资本金	43	76
存款(卢比)	315	475
存款(外汇)	3	390
银行同业借款 <sup>a</sup>	190	460
政府贷款 <sup>b</sup>	45	110
其他	34	154
总计	630	1665

a. 主要来自俄罗斯中央银行和斯伯尔银行。

b. 主要来自中央和地方政府。

资料来源:《经济学家》,1992.7.18。

随后,俄罗斯中央银行停止通过商业银行给企业放款,通胀速度放慢,投资于硬通货的资产份额也开始下降<sup>①</sup>。然而,这些变化仅仅揭示了俄罗斯银行部门实际存在的结构性缺陷。从中可以看出,银行对企业的业务不是接受存款和发放贷款,却主要集中于处理支付。正如表 6 所示,俄罗斯银行绝大部分的业务活动都与企业支付有关,这与西方的银行业务形成鲜明的对比。

在美国,银行往来账户少于总资产或总负债的 1%;而 1994 年,俄罗斯各银行的往来账户则占到总负债的 18%和总资产的 33%(后者是由于有业务往来的西方商业银行的规定而造成的,西方商业银行不信任俄罗斯的同业);俄罗斯的银行以已处理支付形式存在的负债份额要高出 2 倍多。银行业务,就其本身而言,是吸收存款和发放贷款,但对俄罗斯的银行来讲,这只是冰山浮出水面的一角,而大约 70%的负债和 50%的资产都用于清理支付这个附属业务中了。

<sup>①</sup> 即使到 1994 年底,硬通货在银行总资产中所占的比重仍达 40%,到 1995 年底降至 20%,1996 年底降至 12%(OECD,1997,第 87 页)。

表6 俄罗斯和美国的银行资产负债结构,总数的百分比,期末数

国家	俄罗斯		美国		俄罗斯		
	1994	1994	1994	1994	1995	1996	1997 <sup>a</sup>
资产负债表项目, 总数的百分比							
<b>负债</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
低成本负债(无息或低息)	70.1	32.5	73.7	56.7	50.2		> 48
现金账户	29.1	24.6	33.3	26.1	29.1		21.8
往来账户(来账)	18.4	0.9					
支付处理	16.7	<7					7.9
高成本负债(高利率)	17.1	58.8	26.3	43.3	49.8		< 52
存款	2.2	49.4	2.4	5.8	4.8		
银行同业拆入	13.2	8.1	10.3	16.8	17.9		
<b>资产</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
非盈利资产(无息资产)	50.5	13.1	53.2	33.1	27.4		28.0
往来账户(往账)	33.1	0.8					
现金、中央银行储备、固定资本、其他	17.4	12.3					
盈利资产(带息资产)	49.5	86.9	46.8	66.9	72.6		72.0
给非金融机构贷款	31.4	58.1	29.9	38.0	34.6		31.0
银行同业拆出	11.0	2.6	10.9	16.1	16.4		7.6
政府债券	4.3	22.1	5.7	11.2	18.0		23.2
非政府债券	1.0	3.0					10.2

a. 1997.1.7, 不包括 Vneshekonombank。

资料来源: 1994 年的数据根据 627 家以莫斯科为基地的银行整理, 引自 Dmitriyev 等, 1996; 1994—1997 年的数据根据 627 家以莫斯科为基地的银行整理, 引自经济合作与开发组织 (OECD), 1997。

从 1995—1997 年, 当通货膨胀最终下降到一个合理的水平时, 虽然和美国的银行相比, 俄罗斯的银行处理有关支付业务的比重仍然很高, 但已经显著降低了。另一个显著的变化是政府债券在银行总资产中的比重明显增加(在 1997 年中期超过总资产的 20%)。这一变化所付出的部分代价是银行给企业贷款的减少。同时, 银行坏账的比重从 1994 年的 32% 上升到 1995 年的 37%, 随后在 1996 年第一季度又上升到 45%<sup>①</sup>。

① Belousov, 1996; Finansovye Izvestiya, June. 14, 1996。虽然各个国家对不良贷款的定义不同, 但看来俄罗斯在转型经济国家中是不良贷款最多的国家。1995 年, 在各前苏联共和国 (FSU) 中, 仅亚美尼亚、阿塞拜疆、格鲁吉亚以及吉尔吉斯共和国, 不良贷款的比重就超过了 30% (Pazarbasioglu 以及 van der Vossen, 1997); 90 年代初期的中国, 据估计, 高达 20% 的国有银行贷款是不良贷款 (Girardin, 1997); 1996 年的东欧, 坏账比重从 13% 到 35% 不等 (EBRD, 1997, 85 页)。但也有人估算俄罗斯的坏账比重仅有 7% (EBRD, 1997)。

最后,但并非次要的,俄罗斯银行部门的集中程度要小于其他转轨国家。如表3所示,在除了俄罗斯以外的所有经济体中,最大五家银行占银行总资产的份额在57%—79%之间,而在俄罗斯只占到33%。截止1997年初,俄罗斯一家银行平均只有两个分支机构(如果拥有30000家分支机构、遍布整个俄罗斯的斯伯尔银行除外),平均注册资本(股本)少于500000美元。在俄罗斯,没有“前三大”或“前四大”这样全国性的银行。俄罗斯最大的银行斯伯尔银行(Sberbank)(前国家储蓄银行,仍由俄罗斯中央银行控制),只拥有未偿总贷款的13%(其份额仍在急速下降),而前十大银行合计仅拥有总贷款的1/3(表7)。在1997年初,只有两家俄罗斯银行的资产超过50亿美元,注册资本超过5亿美元(除了斯伯尔银行)。即使俄罗斯最大的银行和西方的银行相比,也是微不足道的:它们的资产不超过几十亿美元,每一家银行的资产都不超过GDP的1%。

为什么俄罗斯采取了一种分散的银行体系,而其他转轨经济国家,包括激进改革者,却采取了更加保守的类似日本和欧洲类型的高度集中的银行体系模式呢?直接的原因是众所周知的,这和1991年俄罗斯和联盟中央政府(叶利钦和戈尔巴乔夫)之间权力分配的斗争有关:银行业被选作权力争斗的场所之一,俄罗斯政府宣布在俄罗斯领土内所有联盟银行的分支机构都独立于Gosbank,结果,一夜之间出现了近千家银行。这样,银行业变成了第一个具有竞争格局的完备市场<sup>①</sup>。

在1991年早期,俄罗斯把境内专业银行的900多家地区分支机构转变成独立的银行,银行业变成了第一个具有竞争格局的完备市场。截至1996年底,俄罗斯拥有2600家以上的银行(尽管其中有500多家银行还未营业),到1997年底,有1675家营业的银行和22家其他信用机构[其中730家资本金少于100万欧洲货币单位(ECU)]。在更早的1993年,设立新银行的最低资本金要求甚至是100000美元,这使得俄罗斯企业能够在购买一套公寓和设立新银行之间进行选择(从1999年

<sup>①</sup> 截至 February.1,1991,独立经营的银行数目增长至近1400家,合计拥有未偿贷款总量的40%以上。至 September.1,1991,1500多家银行控制了未偿贷款总量的64%。至 December.1,1991,共有1616家独立经营的银行,其中包括155家合作银行。至1992年初,1300家银行发放了俄罗斯总贷款的93%,而在各苏维埃共和国,共有2000家以上的商业银行。

起,新银行注册的最小资本要求为 500 万欧洲货币单位,已注册银行为 100 万欧洲货币单位)。

然而,还很难说目前这些既有的解释是代表了一种特别的基本模式,还是应该看作仅仅是凑巧与事情吻合。其他的前苏联共和国也实行了“银行战”来对抗联盟,但在后来的发展中似乎采取了一种更趋向于欧洲模式的银行体系。

表 7 俄罗斯前十大银行的资产,注册资本和信用额度,1997.1.1

银行	资产, 30 亿卢比	注册资本, 30 亿卢比	未偿贷款 <sup>a</sup> , 30 亿卢比	在未偿贷款总额 <sup>a</sup> 中的份额,%
Sberbank	256.5	15.3	31.9	13
Vneshtorgbank	27.9	6.1	8.1	3
Inkombank	22.2	2.0	7.7	3
ONEXIMbank	20.6	2.9	10.6	4
Mosbiznesbank	17.7	1.0	3.1	1
Rossiyskiy Credit	16.3	1.2	2.5	1
Tokobank	14.5	1.1	3.3	1
Stolichniy Bank	13.9	1.3	2.5	1
Sberezheniy				
Menatep	12.2	1.0	7.8	3
Natsional'niy	11.2	1.6	2.2	1
Reservniy Bank				
合计	413.0	33.5	79.7	33

a. 以硬通货和卢比计算,不包括银行同业借贷。

资料来源:Finansoviye Izvestiya, 1997.2.13; Goskomstat.

## 五、公司融资与控制

关于公司融资与控制,俄罗斯转轨的成果也许是令人惊叹的,似乎比东欧国家更加符合自由主义路径(震荡疗法)。

在资本市场发展水平较低的转轨经济中,大多数工业公司确实不能卖出它们的股票和债券,这是一个支持日本模式的论据(“仅仅只有大银行能够为资本投入动员资源”)。当然,迄今为止,大多数前社会主义国家已经开始按照日本(欧洲)模式发展资本市场。



银行体系在东欧(EE)经济中是高度集中的,而且银行(一般还没有私有化<sup>①</sup>)是非金融企业资金的主要保管者。例如,在捷克共和国,银行控制了私有化投资基金,而几个投资基金管理了个人投资者大约一半的股份。在匈牙利,银行和企业对债务关系和股票投资方面同样虚弱(Bartlett, 1996),这似乎作为一种例外,恰好检验了这样一个规律:在私有化过程中,银行被最终承担了大公司的战略投资者角色的外国人排挤到一边,10家最大的银行中有8家被外国投资者控制<sup>②</sup>。

总的看来,那些采用凭证方式进行私有化的国家,在建设证券市场方面会领先于那些选择了传统的、直接出售财产方式进行私有化的国家(比如匈牙利)(Samonis和Bondar, 1997)<sup>③</sup>。然而,即使在这些设法避免高通胀的前社会主义经济中(中国以及东欧国家),转轨开始5—7年以后,股票市值通常也达到占GDP好几个百分点的水平,尽管银行信贷额总计占到GDP好几十个百分点(见表5,表9)。在捷克共和国,1993—1994年的总资本投入中近80%是通过银行信贷注入企业的(EBRD, 1995, p.94),在中国,银行提供了国有企业和集体企业投资额的25%以上,占外源融资的80%以上(Girardin, 1997; Qian, 1995)。

另一方面,前苏联共和国(FSU)由于持续几年的高通货膨胀,金融系统的深化程度显著降低。尽管不时有人争辩,高风险的证券融资比银行信贷更适合于一个存在通货膨胀的经济环境(Rostwiski, 1995),但处于高通货膨胀的转轨经济中的股票市场,作为一种融资的渠道,从来没有取得任何大的进展。俄罗斯在这个方面也并非例外,尽管它具有成为一个例外的可能。

在俄罗斯,银行实际停止了为资本投资筹集资金。银行未偿信贷在GDP中占的比例稳步下降;1992年银行信贷确保的资金只占资本投

<sup>①</sup> 1993—1994年,在阿尔巴尼亚、保加利亚、捷克共和国、匈牙利、哈萨克斯坦、波兰、斯洛伐克,国有银行在总资产中所占的份额在70%以上,在斯洛伐克这个比重为50%以上。《金融与发展》,1995.9,第24页;Borish, Ding, Noel, 1997)。

<sup>②</sup> 《专家》, August.25, 1997。

<sup>③</sup> 然而另有一些作者警告说,在致力于大规模私有化的国家(如捷克和斯洛伐克),股市资本总量相对于经济规模而言是高的,而股市流动性(交易量/资本总量)则较低,低于选择性地私有化的国家(例如波兰)。这一模式也许会对将来的重组、公司控制权市场的发展和公司通过证券发行融资的能力等,提出问题(Johnson, Neave, Pazderka, 1997)。

资总额的10%，1993年这个比例更少，只有6%（EBRD, 1995, p.94），在1995—1996年小于1%，这是一组可与证券融资进行比较的数据（见图10）<sup>①</sup>。值得注意的是，长期信贷（一年期以上）仅占银行信贷总额的5%，在资本投资的融资中没有发挥什么作用。在1996年后期，通胀已经得到控制，银行对企业贷款的利率仍然保持在大约100%的水平，高于银行同业贷款利率、俄罗斯中央银行（CBR）利率（约为50%）以及短期国库券（GKOS）的回报，更是远高于产业自身的回报率（10%—20%）<sup>②</sup>。

公司证券市场虽然正在起步阶段，而且只有大公司能够通过它进行股票和债券融资。然而，大公司的这类投融资渠道似乎已经比银行信贷更加重要了。1995年，股票交易总额〔大部分为柜台交易（OTC）〕估计约为50亿美元，占GDP的1%—2%，占股票市值的25%<sup>③</sup>。1996年第2季度总统选举前夕，股价飞涨以后，股票市值以及交易总值增加了3倍，在1996年末、1997年初叶利钦心脏手术恢复以后增加了2倍（见图5）。1996年估算股票市值为500亿—550亿美元（占GDP的13%），股票交易总额为每天4000万—7000万美元，平均每年交易额为130亿美元（占GDP的3%—4%）<sup>④</sup>。到1997年中期，推测股票市值在1000亿美元的水平（超过印度尼西亚，和中国资本市场在票面价值上相等），大约占GDP的25%。鉴于市场交易额占GDP比重超过5%，使得俄罗斯与中国以及中欧国家一起成为股票市场发展的领先者（见表8）。然而，到1998年初，股票市场跌去了一半市值，股票市值以及交易量等指标回复到1996年的水平。俄罗斯股票市场的制度框架建立于市场参与者自律协会（PAUFOR，后来缩写为NAUFOR）的基础上，这一制度框架被认为是成功的典范（Frye, 1997）。

① 1992—1993年银行信贷规模占总融资规模的比重相对较高，原因在于俄罗斯中央银行（CBR）对公司的信贷支持（实际上是政府津贴）是通过商业银行以贷款的形式发放的。

② 《专家》，January.13, 1997, 14—15页。

③ *Finansoviy Izvestiya*, February.2, 1996；世界银行，1996，108页。

④ 《专家》，January.13, 1997, 21页。

表 8 1996 年股票市值与年均交易额<sup>①</sup>

国家	股票市值		交易量		交易量与股票 市值的比值(%)
	10 亿美元	GDP 的 %	10 亿美元	GDP 的 %	
中国	113.8	14.2	256.0	32.0	225
捷克共和国	18.1	37.7 (20.3)	8.4 (45)	16.9 (10.4)	46 (23)
斯洛伐克	2.2 (6.3)	11.4 (36.2)	23 (3.0)	12.1 (17.2)	105 (48)
波兰	6.8 (6.8)	5.8 (5.8)	13.8 (13.8)	11.7 (11.7)	20.3 (20.3)
匈牙利	5.3 (3.8)	12.0 (8.7)	1.6 (2.5)	3.6 (5.7)	30 (66)
俄罗斯	37.2 (50)	8.4 (12)	3.0 (13)	0.7 (3)	8 (25)
爱沙尼亚	0.4 (0.4)	10.0 (10.0)	0.24 (0.24)	5.9 (5.9)	60 (60)
克罗地亚 <sup>b</sup>	0.6	3.2	0.05	0.3	9
斯洛文尼亚	0.7	3.8	0.4	2.3	61
立陶宛	0.9	11.7	0.05	0.6	5
拉脱维亚	0.15	3.0	0.013	0.3	8
乌兹别克斯坦	0.13	0.6	0.07	0.3	54
保加利亚	0.007	0.06	0.0	0.0	0
罗马尼亚	0.06	0.2	0.006	0.0	9
吉尔吉斯斯坦	0.005	0.3	0.0003	0.0	7
亚美尼亚	0.007	0.2	0.0	0.0	1
所有新兴市场	2 226	37 <sup>c</sup>	1 587	26 <sup>c</sup>	76
所有发达国家	17 952	75 <sup>c</sup>	12 011	50 <sup>c</sup>	67

a. 国际金融公司(IFC)1996年数据(未加括号的数字),不包括柜台交易额。括号内是经济合作组织(OECD)收集的上市和非上市股票的数据,包括柜台交易额,计算时将1996年3—8月的数据换算成年度的数据。俄罗斯的数值是对1996年全年的估算,来自于公开报道。

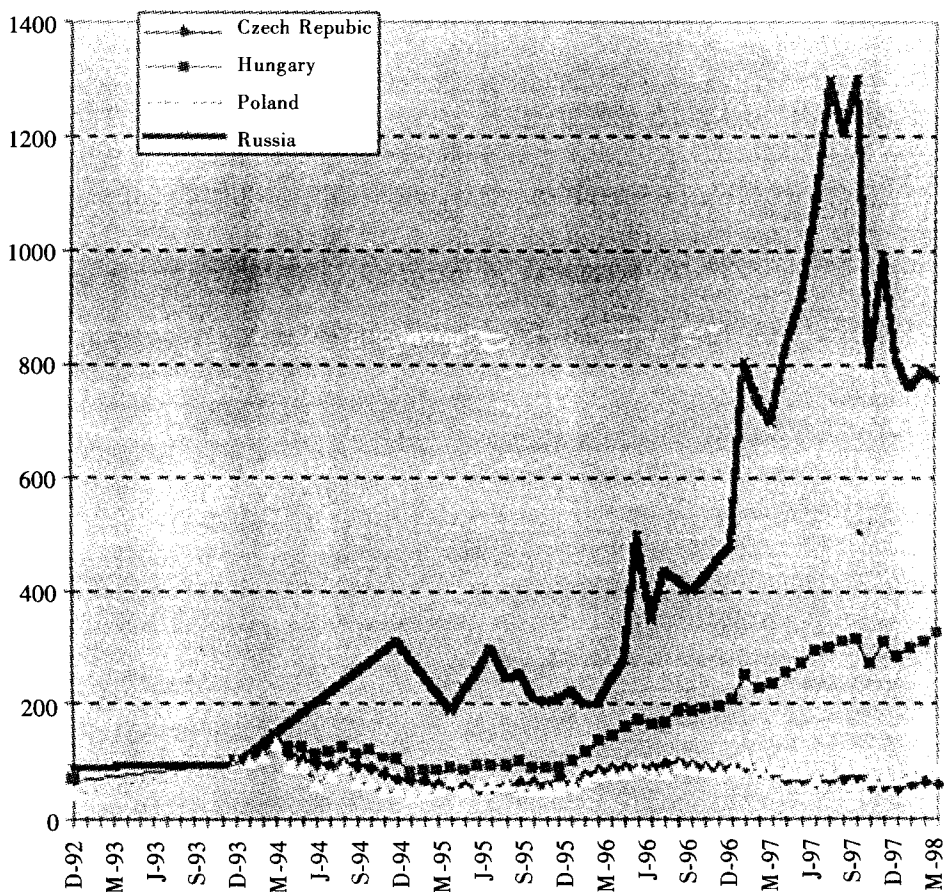
b. 1995年数据。

c. 估算值。

资料来源:国际金融公司(IFC),1997;世界银行,1997;Johnson, Neave, Pazderka, 1997,第15页。

1993—1997年,俄罗斯股市的表现肯定要胜过东欧各国。1994年夏秋两季,对俄罗斯各大公司股票的需求出现大幅增长(主要原因是外国资本的流入),股价第一次出现了飚升。之后由于车臣战争及政局不稳,股票市场持续熊市,一直到1996年4—6月,以实物资产和美元计价的股票价格再次上扬了3倍,反映了市场对叶利钦赢得总统选举的预期和欢迎(见图5)。

① 原文为表10,疑有误——译者注。



Source: Economist (for Russia in 1992-1993 author's estimates)

图5 以美元计算的股票价格指数,以1993年12月为基期

资料来源:经济学家(有关俄罗斯1992—1993年的数据是作者的估计)。

虽然截至1998年8月,股票市值已跌去90%以上(比起1997年的高峰期),股票市值和交易额指标也倒退至1992年的水平,但还不能把这一引人注目的下挫看成是长期发展趋势。大体上,从1992年12月—1998年1月,以美元计价的俄罗斯股票价值上涨了8倍<sup>①</sup>,而同期匈牙利只上涨了约3倍,捷克和波兰上涨了约2倍(见图5)。同时,1996年俄罗斯有15家公司跻身《金融时报》东欧企业50强(以股票资本价值排名),到1997年这一数字翻了一番多,达34家<sup>②</sup>。很明显,在影响

<sup>①</sup> 从1992年12月—1997年中期,以美元计价的股票价格增长了14倍,但由于东南亚和俄罗斯的金融危机的影响,之后开始下跌(见图5)。

<sup>②</sup> Finansoviye Izvestiya, February.27,1997;February.17,1998。

股票市场表现的诸多因素中,外国资本的流入是非常重要的,它可以用来解释为什么匈牙利的私有化模式虽然最不利于股票市场的发展,但其股市表现却强于波兰和捷克。不过,捷克共和国(与其他转型经济相比,设法将更多的资产私有化)和波兰(私有化进程相对缓慢)股市的相似表现很可能是因为捷克私有化进程更具适合证券市场发展的性质。此外,尽管外国资本流入相对较少(即使绝对量也仅仅是匈牙利的2倍),俄罗斯股市仍表现出色,这一现象是意味深长的。

目前,在俄罗斯最大的、最有吸引力、股票市场流动性很高的公司,外部投资者持有的股份多于其内部职工和经理人,这一模式可能也会在那些股票尚未上市流通、仍由职工集体持有的公司出现。1996年,在那些较大但并非最大的私有化了的俄罗斯公司,外部投资者仅持有31%的股份,内部人持有59%,国家持有9%;而在俄罗斯最大的100家公司,外部投资者持股平均达57%(内部人持有22%,国家持有21%)(Blasi, Kroumova, Krusi, 1996; Blasi, 1997)。

机构投资者将来的作用仍然是一个悬而未决的问题。直到最近,银行并不是非金融公司的主要持股者;互助基金、养老金和保险基金也刚开始出现<sup>①</sup>。俄罗斯一些最大的银行,投资于非政府证券的份额从1995年初占总资产的1%(相比之下美国银行3%,其他西方国家更高)上升到1997年中期的10%左右(见表10)。根据俄罗斯中央银行(CBR)的资料,1997年后期俄罗斯银行投资于公司股份的总额达8万亿卢布(合14亿美元),仅占股票市值的1.5%<sup>②</sup>。

有大量报道认为,机构投资者,即银行,在“贷款转换股份”拍卖以后增加了实力,这种拍卖从1995年后期开始,将政府财产中最优质的部分卖给出价最高的投标人,不给职工集团任何优惠条件。作为对政府贷款的抵押,几大银行得到了非金融公司的大量股票(Menatepbank获得第二大石油生产商Yukos公司78%的股份,Oneximbank获得Norilsk Nickel公司38%的股份,等等)。

<sup>①</sup> 在凭证式私有化的过程中出现了650多家凭证投资基金(VIFs)——封闭式共同基金,它们聚集了大约2500万居民的凭证。它们大多投资于亏损或微利的未上市公司的股票;这些基金分配的红利甚至不能弥补通货膨胀损失(1995年,通货膨胀率为130%,这些基金红利的回报率仅为70%)。通常,这些基金并不能作为有影响的机构投资者[关于凭证投资基金(VIFs)和银行的比较,见Akamatsu, 1995]。

<sup>②</sup> 《专家》, March. 23, 1998。

1996年底,报纸报道大约5—7个银行组成的集团控制了俄罗斯经济的一大半<sup>①</sup>。据报道,最大的Oneximbank集团,1996年控制了拥有50亿美元资产的银行以及90亿销售额的工业企业;第二大银行集团Menatep,控制的银行资产达20亿美元,控制的企业销售额达60亿美元左右<sup>②</sup>。显然,这在国民经济中占了相当的比重(1995年俄罗斯GDP为3640亿美元),但不过也就是几个百分点而已。

图6 转型经济中出现的金融系统类型

银行体系类型	集中型	分散型
私有化类型		
以凭证的方式将所有 权分配给雇员	德国/日本模式的金融系统	美国模式的金融系统
(在市场上)把资产 出售给出价最高者	德国/日本模式的金融体制	?

而且,最近的调查(Blasi,1997)显示,金融机构(控股公司、金融产业集团、投资基金和银行)仅持有私有化了的、较大的国有企业所有股份的10%。对俄罗斯最大的100家公司而言,金融机构持有股份的比重则稍高,达到18%,但外部投资者所持股份的比重也很高。结果,金融机构持有最大的100家公司的股份和持有较大的国有企业的股份在外部持股人总股份中所占的比重大致相当,大约为1/3。另外,工业企业控股银行,要比银行控股工业企业更经常:到1998年初,Gazrom一家公司已是3家大银行(Promstroybank, Natsionalniy Reservniy Bank, Imperial)的大股东,还打算收购Incombank银行<sup>③</sup>。近来形势的发展对大银行更加不利:1998年8月的金融危机动摇了金融产业集团(FIGs)的地位,把它们拖到了破产的边缘,不得不变卖企业资产以偿还债务。

大体上,至少在目前看来,俄罗斯是转型经济国家中惟一一个建立

<sup>①</sup> 例如,见《金融时报》,November.1,1996。这一论述最初来自 Boris Berezovsky(虽然他后来予以否认),并在后来多次被媒体引用(如,《时代》,October.20,1997)。经常被提到的银行有:Oneximbank(至今由 V.Potarin 领导);Menatep(M.Khodorkovsky 领导);Stolychniy Bank(最近收购了 Agroprombank, A.Smolensky 领导);Mostbank(V.Gussinsky 领导);Alfabank(P.Aven 和 M.Friedman 领导)。另一个经常与这些银行同时提到的公司(Logovaz, 近来由说话坦率的 B.Berezovsky 领导)不是银行,而是一家主要的“VAZ”自动设备交易商。

<sup>②</sup> 《专家》,December.2,1996,第19页;Pappe,1996。以后的收购包括最大的私有化交易——1997年夏由 Oneximbank 为首的联盟用近20亿美元买下 Svyazinvest 25%的股份——仅仅少量地增加了金融产业集团(FIGs)对经济的控制力。

<sup>③</sup> Segodnya, February.13,1998。

起了一种真正市场导向型企业融资和控制体系的国家。俄罗斯私有化的显著特征——对工人和经理人的极大让步,伴随着私有化进程的高速度——显然有利于分散股权于数百万个人持有者手中,而不利于金融机构成为非金融公司的控股股东。另一方面,弱小而分散的银行部门是从一开始就决定俄罗斯金融系统按照英美模式发展的惟一最重要的原因。在其他私有化模式适合于发展证券的后共产主义国家,由于没有分散的银行体系,其金融系统呈现为德国/日本模式(见图6)。

另一个支持此观点的论据是,俄罗斯的收入不平等现象比其他转轨经济国家更严重,这导致了财富分配差距的扩大。有理由认为,这种极大的收入不均现象在可以预见的将来会继续存在:即使政府打算采取强有力的社会调节政策,也只能在打击非法收入(收入差距的一个主要原因)、征税(特别是个人所得税)和增加福利支出方面发挥有限的作用。

因此,不公平的收入分配(流量)将会继续加大资产(存量)分配的不平等,进而导致富者愈富,更有机会取得大股东的地位。由于财富分配的巨大不均衡,俄罗斯不可能建立起基于机构而不是基于私人投资者的公司融资与控制体系。简而言之,在财富与收入不平等和公司控制权市场方面,俄罗斯的资本主义,可能更类似于美国的“无道义的工业巨子”时代,而不同于基于和谐的亚洲模式,也不同于国家调控的欧洲模式。正如一位俄罗斯国会议员所说:“这不是狂热的西方,这是狂热的东方。”

别无选择,新兴的俄罗斯资本主义的“狂热”天性可能正需要更自由的金融市场:如同在其他领域一样,也许事实终将证明,虽然俄罗斯的转轨不是那么激进,所带来的结果却可能比其他转轨方式更激进,它将导出一个十分自由的经济体系。

## 六、投资的融资来源:银行和证券市场

尽管对许多转轨经济来讲,其融资来源的相关数据无法获得(统计附录),但高通货膨胀率所诱发的银行信贷萎缩似乎导致了投资行为的匮乏。在改革过程中,没有保持宏观经济稳定的国家全部都发生了这

样的信贷萎缩,包括那些设法使国家机构保持相对强大的国家(Uzbekistan, Belarus)。然而,后者可以通过国家持续地为投资提供资金,从而部分或全部抵消了由于银行对企业贷款下降而造成的不利冲击。实际上,只有中国和维希格拉德(Visegrad)国家<sup>①</sup>,通过将通货膨胀控制在适度的范围内,避免了实际银行信贷的大幅下降;而在前苏联共和国(FSU),甚至在大多数巴尔干国家,银行信贷占GDP的比重都下降了好几倍(图4)。

银行信贷萎缩是高通胀下经济低货币化的一个主要组成部分:在通货膨胀的转轨经济中,由于普遍使用美元交易、易货交易以及支付拖欠的积累,M2/GDP比率显著下降,也就是说,由于直观的和隐蔽的货币替代物——如外汇、易货交易和支付拖欠的扩展,货币流通速度飞涨(见图7)。正如图8—图10的数据所示,通货膨胀和低货币化之间,低货币化和国内银行信贷总额之间,特别是国内银行信贷总额与对私人部门的信贷之间,都有着密切的关系。

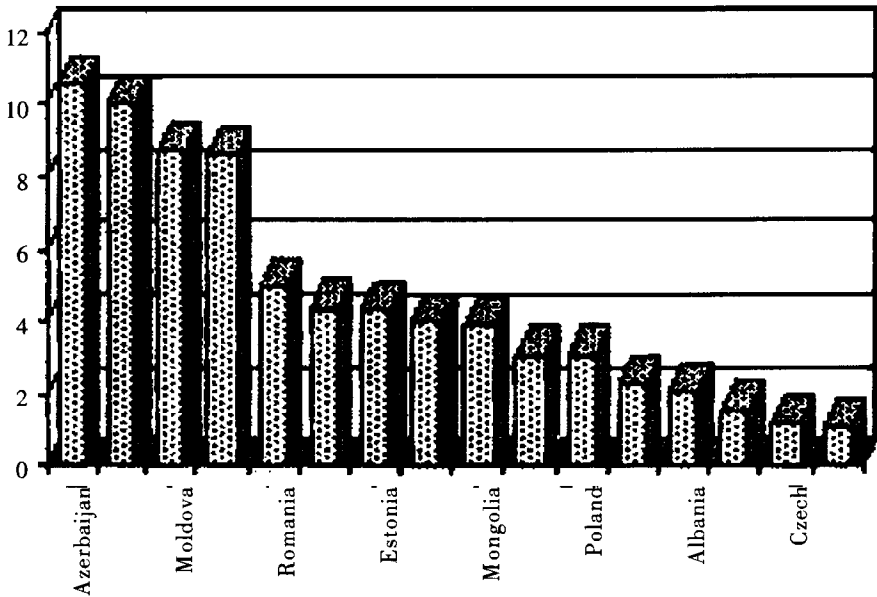


图7 货币流通速度, GDP/M2, 1995

<sup>①</sup> 捷克共和国、匈牙利、波兰和斯洛伐克四国所成立的同盟,被称为维希格拉德国家或维希格拉德同盟——译者注。



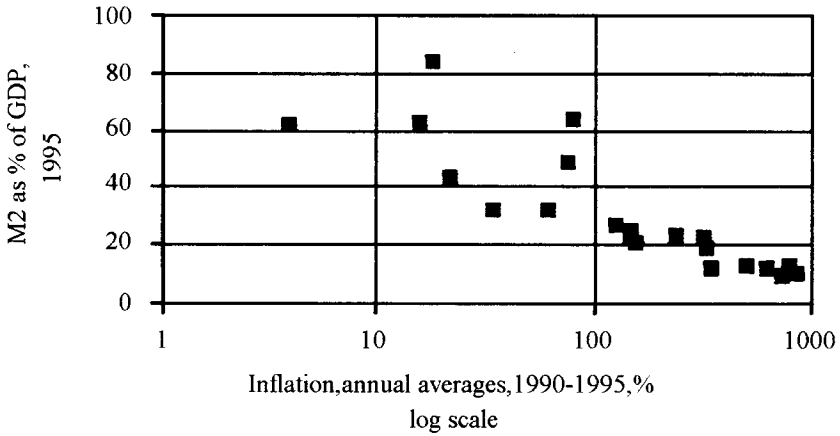


图 8 通货膨胀和货币化

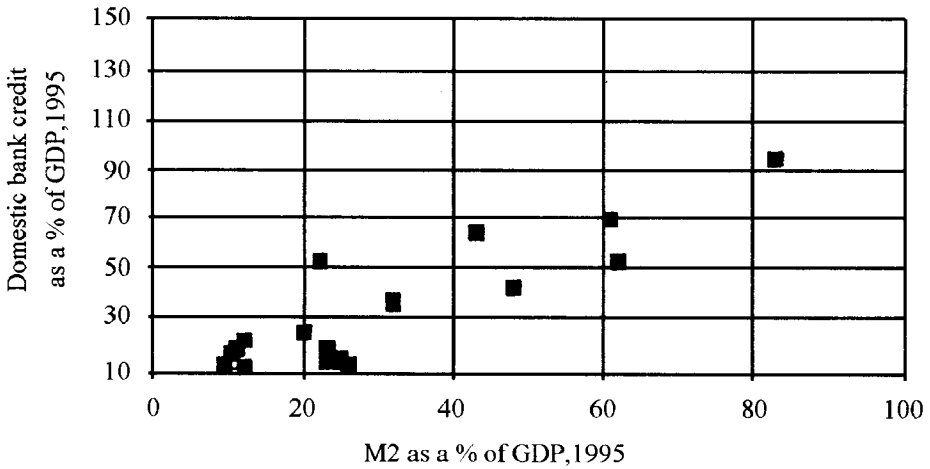


图 9 货币化和银行信贷

投资和通货膨胀之间(图 11)以及投资和低货币化之间(M2/GDP 比率下降)是弱相关或事实上不相关,但是在投资和信贷萎缩化(信贷/GDP 比率下降)之间则存在明显的相关性。在信贷/GDP 比率低的国家,投资占 GDP 比重的下降表现得更明显(图 10)。通货膨胀对投资的影响似乎是真实的,但这种影响被其他与通货膨胀相关性更大的因素所遮盖,这些因素包括政府预算收入下降以及预算赤字规模。

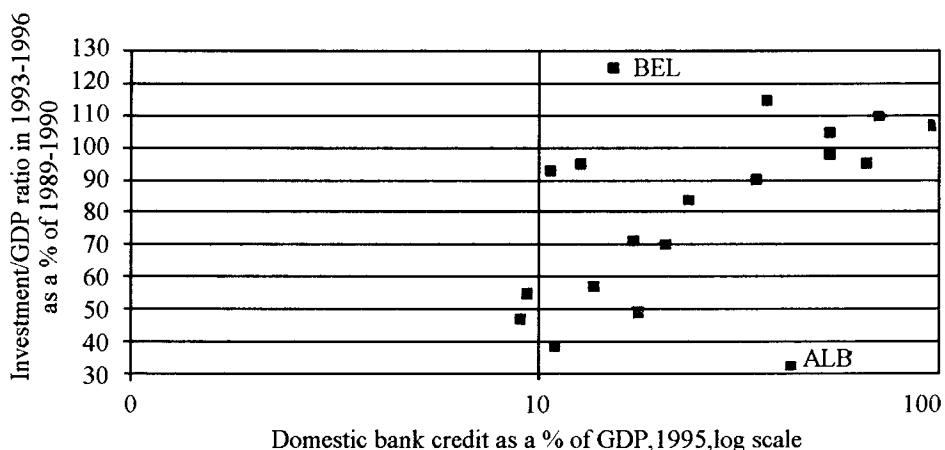


图 10 投资和银行信贷

相对而言,大多数转轨经济国家股票市场的发展仍然是很不充分的,除了那些最大的公司,股票市场对于许多公司来讲,并不是具有重要意义的融资渠道。然而,目前能够得到的、关于 15 个转轨经济国家的信息〔国际金融公司(IFC),1997〕表明,在维希格拉德国家,股权融资的规模已大到足以影响总投资的变化(图 11)<sup>①</sup>。

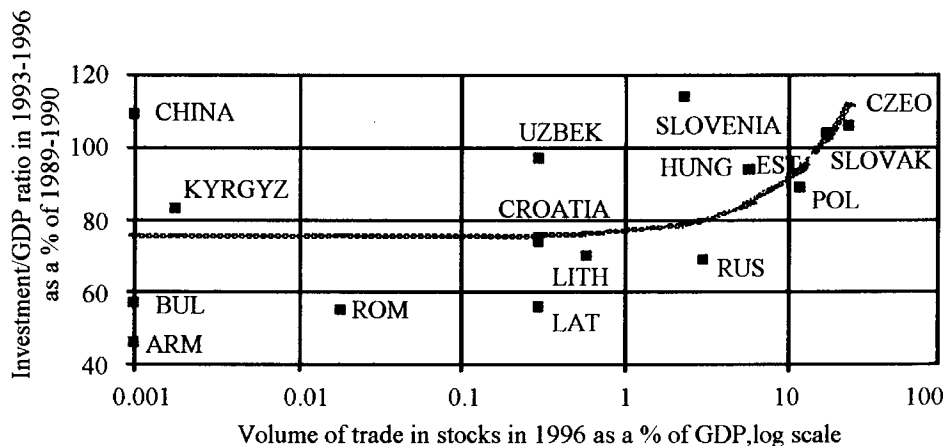


图 11 投资和股票市场

① 转型经济国家中,股权融资的重要性目前在中国表现得最充分——1996年,股票交易量占 GDP 的 32%。而 1986 年中国股市还可以忽略不计,也不能用来解释较高的投资/GDP 比率。

为了评价各种融资来源对投资变化的影响,我们利用多元回归法进行分析(附录表4)。尽管由于观察到的数据是有限的,应该谨慎地使用这些资料,但是回归分析的结果却大体上支持了前面所作的结论。

有证据表明,对私人部门的信贷以及股票市场的规模对于投资的增长具有促进作用,而外国援助则无此作用,且外国直接投资并不重要。进一步的,一个对投资相当大的影响来源于两个以政府税收水平的变化来衡量的因素——直接预算融资规模以及这个国家的相对经济实力(这些变量的相关系数要高数倍,也是以在GDP中占的百分比来衡量的)。

仔细研究俄罗斯资本投融资来源就会发现(表9),内源融资占到总融资的2/3,而外源融资几乎完全是由政府提供的。银行信贷和股权融资都可以忽略不计,两者分别只占到总融资额的不到1%。

对俄罗斯企业进行有关银行和非金融公司之间关系的调查,所得到的证据确切地表明,银行参与私有化的程度远远低于人们的预想,其在企业董事会中的代表权是有限的,而且几乎看不见银行在资本投融资中的作用(Belyanova, Rozinsky, 1995; Litwack, 1995)。即使银行导向型金融产业集团(FIGs)也经常希望,在或多或少进行了装饰性的、“非投资性”的重组<sup>①</sup>后,卖掉在“贷款转换股份”拍卖会上所获得的工业企业的股份。最近Dun和Bradstreet所作的一份研究描述了Onekisbank和Menatep集团的行为特征,这两个金融产业集团把收购公司作为转售最重要的准备,而Alfa Bank则公开声称这是最主要的目的〔经济合作与开发组织(OECD),1997,P.103〕。

作为流动资本的来源,银行信贷对于轻工业和食品工业、机械设备制造业以及伐木等行业具有传统性的重要意义(正是这些部门最近经历了有史以来最大的产出下降),然而在资源工业部门(燃料、能源、钢铁和非铁金属),超过90%的流动资本来自于内源融资。不过,在最近几年,资源工业部门在银行贷款总额中所占的份额显著增加,从1993年底的22%增加到1997年中期的45%(Klepach, 1997),这表明这些部

<sup>①</sup> 在“贷款转换股份”拍卖两年多以后,1998年初,普遍的感觉是大银行并未投入足够的资金对其控股企业进行重组。正如叶利钦在全国性讲话中指出的那样,俄罗斯“可以依靠银行的投资,特别是那些在私有化过程中购买了重要工业企业的大银行。为此目的,国家提高了金融和工业资源的集中度。现在社会有权利指望得到补偿。”(RFE/RF Newline, February. 17, 1998)。

门在工业总产出中所占的份额不断增加(部分是由于相对价格的提高,部分是由于总产出的略微下降)。衰退的非资源部门发现自己失去了银行信贷,取而代之的只能是拖欠货款和税收。

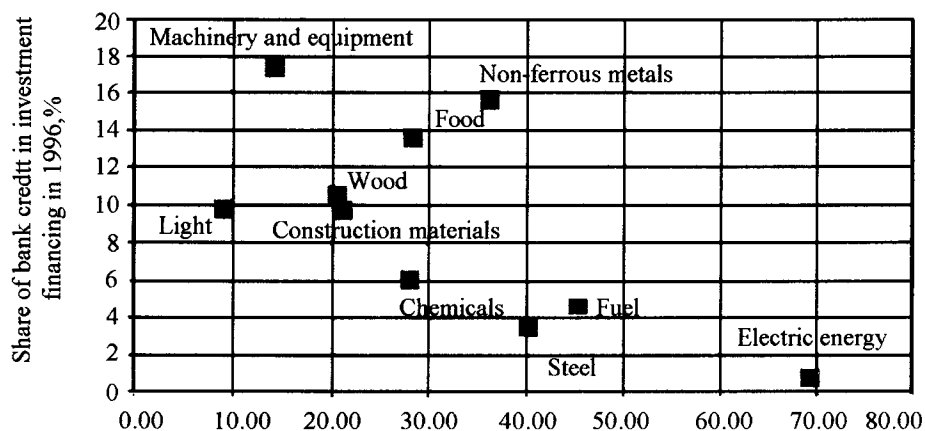


图 12-1 1995 年的投资与 1991 年相比的百分比

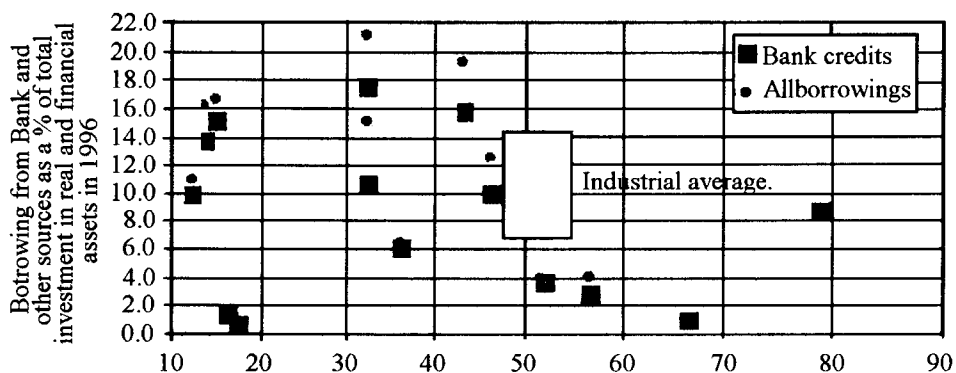


图 12-2 1996 年的产出与 1990 年相比的百分比

图 12 俄罗斯工业企业中,从银行获得的资本投资、投资和产出变化

然而,在衰落的非资源工业部门中,恰恰是那些效益差的公司最集中地使用了银行信贷。在一些特定的行业,所获得的银行信贷和就业及实际工资的增长之间存在明显的负相关(Fan 和 Schaffer, 1994):获得的银行信贷最多的工业部门一般是经营差的机器设备制造业和轻工业,而获得的银行信贷比较少的工业部门则是燃料、电力、钢铁和非铁金属业。根本不使用银行信贷的俄罗斯工业企业所占的比重从 1994

年的 22% 上升到 1996 年的 32% (其中 37% 是资源工业); 矛盾的是, 这些企业在产出、就业、投资变化、效能利用、工资、财务状况、订单和存货方面的经营业绩, 都要优于那些利用了银行信贷的企业 (Aukutsionek, 1996)。换言之, 正是那些经营差的企业才从银行借钱, 而银行贷款被认为是最后可求助的资金来源, 这些资金不是用来扩大生产 (更不用说资本投资), 而仅仅是为了生存。

就某种意义来说, 俄罗斯企业采取这种策略并不奇怪: 其他的调查表明, 许多这样的企业被内部人所控制, 追求的目标并不像西方的企业那样是利润, 而是保持财务稳定、产量和就业。在这样的环境下, 71% 的俄罗斯企业经理认为资本投资的主要障碍是金融资源缺乏, 而非利润率或不确定性, 也是合乎情理的; 相形之下, 荷兰只有 25% 的企业经理这样认为 (Aukutsionek, 1997)<sup>①</sup>。

长期银行信贷在各行业之间的分配遵循着类似的模式: 非资源产业更多地从银行贷款为资本投资融资, 而效益好的资源产业则更多地依靠内源融资。正如图 12 所示, 在银行融资和投资之间, 银行融资和产出之间都存在着很强的负相关性。

可以说, 给衰退的产业发放大量贷款也许是迫于地方政府的压力, 实际上就等于政府的补贴。或者, 也可以认为, 贷款是由企业的“钱袋”银行所发放的, 这些银行关注的是企业的生存而不是企业的利润<sup>②</sup>。然而, 无论是哪一种情况, 俄罗斯银行体系在重新分配资金时, 不是像成熟市场经济国家通常的做法把资金从衰退的产业转移到朝阳产业, 而是正好相反, 支持的是夕阳产业。在某种意义上说, 俄罗斯的银行所扮演的角色更像是政府的社会保障机构, 而不是银行<sup>③</sup>。

① 另一种可能解释是缺乏与主银行的密切联系, 由于信息问题的存在, 使得企业对流动性约束变得敏感。但近来的研究表明, 没有证据证明银行在帮助企业克服流动性约束上会比资本市场做得更好 (Hayashi, 1997)。另据调查 (Kang, Stultz, 1997), 相对于对银行依赖度小的企业, 在 1990—1993 年当日本的银行不得不面临严重的融资约束时, 那些与主银行关系密切的日本企业出现投资不足。

② 根据 1994 年对俄罗斯 400 多家公司的调查, 公司在贷款银行持有股份的情况 (大约占 40%) 要比相反的情况 (6%) 更多; 1992—1994 年, 一半以上的企业无法按时对银行债务还本付息; 银行贷款大量集中于财务状况恶劣的大公司。但是, 在贷款银行持有股份, 既可以容易地获得银行贷款, 又可以持有全额的超期银行贷款 (Fan, Lee 和 Schaffer, 1996)。

③ 逆向选择 (越来越多的银行贷款投向业绩差的企业和产业) 在东欧国家也是一个问题, 正如 Bonin 和 Schaffer (1995), Desai (1996) 以及 Gomulka (1994) 所论述的那样。

## 七、结 论

转轨经济国家金融系统的发展模式不同于我们所观察到的发展中国家情况。在后者,由于传统企业单位持续地转变为股份制公司,企业外源融资的比重比较高:企业原来的所有者在不失去公司控制权的同时,有很大的余地来利用大规模的股权融资。类似的模式可以在20世纪初的西方国家观察到。相形之下,在后共产主义经济,企业被国家出售或分掉。这样,是国家,而不是企业,能从股份出售中得到收入。因此,除非有政府的直接补贴,一般的外源融资,特别是股权融资都会很低。

进一步的,金融系统具有的特征依赖于私有化模式。以凭证的形式给职工分配所有权的私有化的模式最适于证券市场的发展:由于股份被免费分配、或折价出售、或兑换成凭证,因此股票市场不会受到抑制;股权十分分散;公司被内部人控制,金融机构不愿意提供融资,因此他们不得不依赖于内源融资或证券市场。

与之相反,将所有权直接出售给出价最高的竞价者也是一种私有化的方式,这种方式不利于证券市场的发展,却有利于以机构为基础的金融系统的产生。由于过多的资产供给,这种方式会扰乱股票市场(对资产的有效需求不足),尽管外资的流入会部分地减轻这种负面影响。这也会导致股权的集中和庄家的出现,即能够提供大量外源融资的战略投资者(金融机构)。

为了即刻实现经济重建,以市场价格直接出售资产不失为一个更可取的选择,这样会导致金融机构对非金融机构的控制。然而,从证券市场的长期发展来看(长期内,有助于经济重建),将所有权分配给职工,特别是采取凭证方式分配所有权可能是一条更有希望的道路。

在转轨经济中,塑造金融系统类型的另一个决定性因素是银行部门的实力大小和集中程度。这也许比私有化的模式更为重要,因为在银行体系集中的国家,不管是私有化凭证模式(捷克、斯洛伐克、立陶宛),还是分配所有权[大多数独联体国家(CIS)]都没有带来真正市场导向型金融系统。只有在俄罗斯,其私有化最主要的手段是雇员和

(或)管理者买断所有权和分配凭证,再加上极端薄弱和分散的银行部门,因此有可能出现自由主义的英美金融模式。

各国间的横向对比似乎表明,银行信贷和股票市场各自独立地促进投资的增加。没有证据表明基于银行的金融系统比基于证券市场的金融系统更有利于投资的增长。在这一方面,转轨经济与发达国家以及新兴市场经济国家没有什么不同之处。然而,俄罗斯出现了银行将资金由发展强劲的企业转移到发展匿力的企业、由景况较佳的产业转移到效益差的产业的现象,结果并非真正有助于俄罗斯经济的重建。

尽管最近出现了银行导向型金融产业集团(FIGs),俄罗斯金融系统还是不可能发展这种基于银行的金融系统模式。金融产业集团(FIGs)仍旧控制着经济中非常小的一部分,没有能力提供重建所需的资金,因此也还不能看作是长期战略投资者。在争夺俄罗斯的公司控制权的竞争者中,不管是银行还是一般的机构投资者似乎仅仅只是重要的一方,另外还有外国投资者、俄罗斯的非金融公司(例如 Gazprom, UES, Lukoil 等等),以及个人股票持有者。而且,大银行在 1998 年 8 月的金融危机中和危机以后所遭受的损失,使得许多观察者认为在俄罗斯新的资本主义历史上,“寡头垄断的时代”已经一去不复返了。

原始积累时期一旦结束,机构投资者的作用会进一步下降,就如同主要的西方国家在 20 世纪 30 年代的大萧条以后所经历过的那样。随着最初的所有权大规模分配的结束,保持对工业公司控制的能力将在更大程度上取决于为重组确保融资的能力,而这至少在目前还不是俄罗斯各银行的强项。

## 附录:

表1 固定投资占GDP的百分比(%)

国家	投资/GDP 比率, 1989—1996 的平均值	1993—1996 的投资/GDP 比率,以 1989—1990 的比率 为100%	固定投资占GDP的百分比							
			1985	1989	1990	1992	1993	1994	1995	1996
阿尔巴尼亚	17.6	31	32	31	31	10	10	# N/A	# N/A	# N/A
白俄罗斯	25.9	124	# N/A	# N/A	23	24	31.2	29.2	25.1	# N/A
保加利亚	16.8	57	26	26	21	16	13	13.8	14.2	12.7
中国 1979—1986 <sup>a</sup>	28.7	103	-	28.5	29.2	28.2	28.8	29.6	29.5	30.4
捷克	26.3	106	26	26	26	25	23	28.9	31	27.7
爱沙尼亚	24.6	94	30	29	24	22	24.3	26	25	24.6
匈牙利	19.7	94	23	22	19	20	18.7	20.1	19.3	# N/A
哈萨克斯坦	23.6	54	# N/A	36.7	# N/A	21.5	22.2	19	18.8	# N/A
吉尔吉斯斯坦	19.2	55	30	33	23	15	12	12.1	22	# N/A
拉脱维亚	16.8	56	32	32	23	11	13.8	14.9	16.6	16.8
立陶宛	22.2	70	32	32	29	13	24	20.6	21.4	18.9
摩尔多瓦	14.7	48	26	22	19	14	13	9.3	7.4	# N/A
蒙古	25.8	38	# N/A	44.8	# N/A	17	# N/A	22	24	21
波兰	17.6	89	21	16	21	17	15.9	16.2	17.1	# N/A
罗马尼亚	20.5	83	30	30	20	17	17.9	20.3	21.9	23.3
俄罗斯	23.8	69	30	32	29	20	22.3	21.5	19.8	20.5
斯洛伐克	29.0	104	29	28	31	22	27.5	29.5	29.2	36.6
斯洛文尼亚	19.3	114	23	18	18	18	18.1	19.6	21.2	22.9
土库曼斯坦	4.7	8	20.4	# N/A	12.9	2.1	1	# N/A	# N/A	# N/A
乌克兰	23.0	99	27	# N/A	22.8	27.1	24.3	23.5	20	# N/A
乌兹别克	21.1	74	# N/A	31	31	7	25.2	20.5	# N/A	# N/A
越南	19.5	210	10	11	13	17	23	24	26	28
亚美尼亚	24.8	46	# N/A	26.5	44.3	17.1	12.5	20.2	# N/A	# N/A
阿塞拜疆	16.4	92	# N/A	21.4	20.3	4.5	17.8	27.3	12.3	# N/A
克罗地亚	14.2	97	18	15	16	11	15	# N/A	# N/A	# N/A
格鲁吉亚	10.9	11	# N/A	# N/A	23	16	6	0.9	0.8	# N/A
马其顿	19.4	100	# N/A	# N/A	17	23	17	17	# N/A	# N/A
塔吉克斯坦	7.6	34	12	19	9	5	6	3.9	3.4	# N/A

a. 对中国而言所有的数据为10年前的数据。

资料来源: EBRD, 1995, 1996, 1997; IMF 1996 - 97; World Bank, 1995; The Chinese Economy. Fighting Inflation, Deepening Reforms, World Bank, 1996; De Melo, M., Denizer, C. and Gelb, A. From Plan to Market; Patterns of Transition, mimeo, 1995, The World Bank, Washington DC; Vietnam. Transition to a Market Economy. IMF, 1996; Economic Survey of Europe in 1996 - 1997. Economic Commission for Europe, United Nations, Geneva, 1997; Impetus and Present Situation of Vietnamese Society and Economy after Ten Years of Don Moi (1986 - 1995). Statistical Publishing House, Genetal Statistical Office, 1996; Asian Development Outlook 1997 and 1998. Asian Development Band, 1997.

[乌克兰的数据摘自统计手册(World Bank, 1995)和ECE(1997)。EBRD(1995)估计乌克兰1991年固定投资占GDP的百分比下降为6%,但在1992 - 1994年上升为10%,然而De Melo, Denizer, Gelb(1995)认为该比率在1993年为3%]



表 2 融资渠道及相关比率<sup>a</sup>

国家	M <sub>2</sub> 占 GDP 的百分比 <sup>b</sup>		国内银行信贷占 GDP 的百分比		1995 年私人部门贷款占 GDP 的百分比	1996 年股票交易额占 GDP 的百分比 <sup>c</sup>	从 1991 到 1995 年中央政府支出占总支出的百分比	1990 到 1995 年几平均通货膨胀率, 一年的%
	1995 年的水平	从 1990 到 1995 年的变化, 正负峰间值	1995 年的水平	从 1990 到 1995 年的变化, 正负峰间值				
阿尔巴尼亚	48	-6	41.8		4.1		17.8	76.4
白俄罗斯	10	-64	15.4	-74.9	6.2		15.5	878.8
保加利亚	63	-37				0.001	2.9	81.2
中国 <sup>c</sup>	61	16	69	13	70.2	0.001	7.2	4
捷克	83	16	93.4		67.5	23	10.6	18.3
爱沙尼亚	23	-51	12.8	-52.2	14.6	5.9	7.5	151.4
匈牙利	43	6	64.1	-18.5	26.2	5.7		22.3
哈萨克斯坦	12	-62	9.5	-80.8	7.1		805.5	
吉尔吉斯斯坦	18	-56				0.018		337.3
拉脱维亚	25	-49	13.7	-76.6	7.4	0.3	4.2	149.1
立陶宛	23	-51	17.1	-73.2	17.2	0.6	12.2	241.4
摩尔多瓦	11	-65	17.8	-48.9	5			355
蒙古	26	-3	11	-57.5	13.3		17.7	126.7
波兰	32	8	34.6	15.1	12.8	11.7	3.5	34.9
罗马尼亚	20	-36	23.6	-56.1		0.0018	10.8	158.4
俄罗斯	12	-62	20.7	-69.6	7.6	3	4.6	517
斯洛伐克	62	-4	52.3		27.7	17.2		16
斯洛文尼亚	32	13	36.6	-0.2	27.3	2.3 <sup>d</sup>	62.1	
土库曼斯坦		0						1167
乌克兰	14	-60						1040.5
乌兹别克	11	-63				0.3		628.4
越南								26.3
亚美尼亚			9.1	-53.1	7.3		0.001	896.6
阿塞拜疆	9	-65	10.8	-52.5	1			747.6
克罗地亚	22		52.1		33.8	0.3	6.2	328
格鲁吉亚								2280.2
马其顿								397.9
塔吉克斯坦								399.1

a. 数据是 OECD 搜集的上市和未上市的股票, 包括柜台交易。这些数据是根据以美元计算的 1995 年 GDP, 将 1996 年 3 月至 8 月的数据换算为一年的数值以后计算而来的。俄罗斯的是根据新闻报道对 1996 年全年的估算值。亚美尼亚、保加利亚、中国、克罗地亚、立陶宛、斯洛文尼亚的数据不包括柜台交易。

b. 假定前苏联中所有的共和国在 1990 年 M<sub>2</sub>/GDP 的比率与前苏联总体的水平一致, 即 74%。

c. 对中国而言所有的指标为 10 年前的数据。

d. 1995 年。

资料来源: EBRD, 1995, 1996, 1997; The Chinese Economy. Fighting Inflation, Deepening Reforms. World Bank, 1996; World Bank, 1997; Economic Reform in China - A New Phase. IMF, 1994; IMF, 1996-1997; Asian Development Outlook 1997 and 1998. Asian Development Bank, 1997; IFC, 1997; Johnson L. D., Neave E. H., Pazdertka B. Financial Systems in Transition Economies. Paper.

表3 投资对融资指标变化的回归

(除了在括号中的数据以外,所有的系数都显著地处在5%的水平上)

因变量 =  $\log(1993-1996$  年的投资/GDP 比率,以 1989—1990 年的投资/GDP 比率为 100%)  
对中国而言大致取 1979—1986 的数据

方程,序号	1,	2,	3,	4,	5,	6,	7,	8,
样本/变量	N = 18	N = 16	N = 10	N = 10	N = 12	N = 16	N = 16	N = 16
常量	4.096	4.312	4.247	4.238	4.264	4.432	4.311	4.415
从 1989—1991 到 1993—1996 政府收入占 GDP 份额的下 降,正负峰间值 1995 年对私人 部门信贷占 GDP 的百分比 1996 年股票交 易额占 GDP 的 百分比 1995 年政府投 资占预算支出 的百分比 1994 年国外援 助占投资的百 分比 1989—1996 FDI 累积净流入占 1995 年 GDP 的 百分比 调整过的 $R_2$								
						- .0123		- .0123
	.0106	(.0062)	(.0052)	(.0050)		.0053	(.0062)	(.0054)
			(.0109)					
				(.0151)	(.0205)			
		- .0074	(- .0047)	- .0105	- .0119	- .0089	- .0074	- .0089
					(.0015)			
	22	55	68	59	56	66	55	63

表4 俄罗斯的投资资金融资来源,总值的%

来源	1992	1993	1994	1995	1996	1997
中央的投资资金	29.8	37.6	31.8	32.0	26.3	
联邦预算	16.6	19.2	13.4	11.5	9.2	7.0
地方预算	10.3	15.1	10.6	10.3	9.6	7.9
国家预算外资金	2.9	3.3	5.8	10.2	7.5	
对重点部门的资金支持			2.0			
企业自有资金	69.3	57.4	64.2	62.5	66.3	
居民投资	0.9	2.6	2.3	3.0	3.2	
外国直接投资	...	2.4	1.7	2.8	0.3	
银行信贷				0.8	0.8	
普通股票融资				0.5	0.5	
备注						
总投资/GDP (国民账户)	35.7	31.4	28.3	28	23.8	
固定资产投资/GDP (根据国民账户统计)	24.7	22.8	24	22	20?	
固定资产投资/GDP (根据资本投资统计)	14.0	15.8	17.8	15.1	16.4	15.3

资料来源: Goskomstat.

## References:

Akamatsu N. (1995). Enterprise Governance and Investment Funds in Russian Privatisation In: *Corporate Governance in Transitional Economies. Insider Control and the Role of Banks*. Ed. by M. Aoki, H. K. Kim. EDI, World Bank, pp.121—83.

Aoki M. (1994). Monitoring Characteristics of the Main Bank System: An Analytical and Developmental View. In: M. Aoki and H. Patrick (eds.), *The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies*. Oxford, Oxford University Press.

Aslund A. (1998). The Myth of Oligarchy. *Moscow Times*, January 29.

Aukutsionek S. (1997). Rol' Bankovskogo Kredita v Rossiyskoy Promyshlennosti. In: Kurierov V. et al. *Russian Economy in 1997. Forecast. Survey of 1996*. Academy of National Economy, Moscow, 1997 (in Russian).

Aukutsionek S. (1997). Motiv Prybyly v Perekhodnoy Ekonomike. In: Kurierov V. et al. *Russian Economy in 1997. Forecast. Survey of January – June 1997*. Academy of National Economy, Moscow, 1996 (in Russian).

Bartlett D. (1996). Commercial Banks and Corporate Governance in the Czech Republic and Hungary. *Post Soviet Geography and Economics*, Vol. 37, No.8, October, pp. 503—10.

Belousov A. et al. (1996). *Ekonomicheskii Monitoring Rossii: Global' niye Tendentsii Konyunktura v Otrasyakh Promyshlennosti*. Institute of Economic Forecasting, Moscow, (in Russian).

Belyanova E., Rozinsky I. (1995). Evolution of Commercial Banking in Russia and Implications for Corporate Governance. In: *Corporate Governance in Transitional Economies: Insider Control and the Role of Banks*. Ed. by M. Aoki, H.k.Kim. EDI, World Bank, pp. 185—214.

Berglof E. (1995). Corporate Governance in transition Economies: The Theory and Its Policy Implications. In: *Corporate Governance in Transitional Economies. Insider Control and the Role of Banks*. Ed. by M. Aoki, H.K.Kim. EDI, World Bank, pp.59—98.

Black B. (1990), Shareholders Passivity Reexamined. *Michigan Law Review*, No.89, pp.520—608.

Black B., Gilson R. (1998). Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets. *Journal of Financial Economics*, Vol.47, No.3, pp.243—77.

Blasi J., Kroumova M., Kruse D. (1996). *Kremlin Capitalism. Privatising the Rus-*

*sian Economy*. Cornell University Press, Ithaca, NY.

Blasi J. (1997). Russian Research Project, Rutgers University, New Brunswick, NJ.

Bonin J., Schaffer M. Banks, Firms, Bad Debts and Bankruptcy in Hungary 1991—94. CEP Discussion paper No.234, London School of Economics.

Brosish M., Ding W., Noel M. (1997). A Review of Bank Performance during Transition in Central Europe. *Communist Economies & Economic Transformation*, Vol. 9, No.3, September, pp.337—57.

Calvo G. And Kumar M. (1993). Financial Markets and Intermediation. In: *Financial Sector Reforms and Exchange Arrangements in Eastern Europe*. Occasional paper No. 102, IMF, Wash.

Ciccolo J. H. Jr. (1982). Changing Balance Sheet Relationships in the U.S. Manufacturing Sector, 1926—77. In: *The Changing Roles of Debt and Equity in Financing of U.S. Capital Formation*. Ed. by B. Friedman, Chicago.

Demirguc - Kunt A., Maksimovic V. (1996). *Financial Constraints, Uses of Funds, and Firm Growth. An International Comparison*. Policy Research Working Paper No. 1671, World Bank.

Desai R. (1996). Reformed Banks and Corporate Governance in the Czech Republic, 1991—1996. *Post Soviet Geography and Economics*, Vol.37, No.8, October, pp.463—94.

Dmitriyev M., Matovnikov M., Mikhailov L., Sycheva L., Timofeev Ye., Warner A. (1996). *Rossiyskiye Banky Nakanune Finansovoy Stabilizatsii*: Norma, St. Petersburg, (in Russian).

European Bank for Reconstruction and Development. (1995). *Transition Report 1995*. EBRD, London.

European Bank for Reconstruction and Development. (1996). *Transition Report 1996*. EBRD, London.

European Bank for Reconstruction and Development. (1997). *Transition Report 1997*. EBRD, London.

Fan Q., Schaffer M. (1994). Government Financial Transfers and Enterprise Adjustments in Russia, with Comparisons to Central and Eastern Europe. *Economics of Transition*, 2(2), June.

Fan Q., Lee U., and Schaffer M. (1996). Firms, Banks and Credit in Russia. In: *Enterprise Restructuring and Economic Policy in Russia*. Ed. by S. Commander, Q. Fan, M.Schaffer. EDI, World Bank, pp. 140—65.

Filatochev I. (1997). Privatisation and Corporate Governance in Transitional Economies. *The World Economy*, 20, 4, July, pp. 497—510.

Frye T. (1997). Governing the Russian Equities Market. *Post Soviet Affairs*, 13, 4,

pp.366—95.

Girardin E. (1997). Banking Sector Reform and Credit Control in China. Development Centre Studies, OECD.

Gomulka S. (1994). The Financial Situation of Enterprises and Its Impact on Monetary and Fiscal Policies, Poland 1992 – 93. *Economics of Transition* 2(2), June, pp.189—208.

Goskomstat; Narodnoye Khozyaistvo SSSR (National Economy of the USSR), *Rossiysky Statistichesky Yezhegodnik* (Russian Statistical Yearbook) and monthly publications for various years. Moscow.

Gros D. and Steinherr A. (1997). *Winds of Change. Economic Transition in Central and Eastern Europe*. Longman, London.

Grosfeld I. (1997). Financial System in Transition: The Role of Banks in Corporate Governance. In: *Experiences with Financial Liberalization*. Ed. by K. Gupta. Kluwer Academic Publishers, Boston, pp. 131—54.

Hansson A. H. and Tombak T. (1996). Banking Crises in the Baltic States: Causes, Solutions and Lessons. Paper prepared for the Second Dubrovnik Conference on Transition Economies, June, Dubrovnik, Croatia.

Hayashi F. (1997). *The Main Bank System and Corporate Investment: An Empirical Reassessment*. NBER Working Paper 6172, Cambridge, MA.

IFC. (1997). *Emerging Stock Markets Factbook*, Washington, DC.

IMF. (1997). *International Financial Statistics*, Washington, DC.

IMF, World Bank, OECD, EBRD. (1991). *A Study of the Soviet Economy: 1991*. Vol.1—3.

Johnson J. (1997). Russia's Emerging Financial – Industrial Groups. *Post Soviet Affairs*, 13,4, pp. 333—65.

Johnson L.D., Pazderka B. (1995). *It's No Gamble. The Economic & Social Benefits of Stock Markets*. Fraser Institute.

Johnson L.D., Neave E.H., Pazderka B. (1997). *Financial Systems in Transition Economies*. Paper for the European Public Choice Society Annual Meeting, Prague, Spring.

Kang J-K., Stultz R. (1997). Is Bank – Centered Corporate Governance Worth It? A Cross – Sectional Analysis of Japanese Firms During the Asset Price Deflation. NBER Working Paper No. 6328.

Klepatch A. et al. (1997). *Monitoring Sostoyaniya i Povedeniya Predpriyatiy. Ministerstvo Ekonomiki*, Moscow.

Kornai J. (1990). *The Road to a Free Economy*. New York, W. Norton.

Kozul – Wright R. And Rayment P. (1997). The Institutional Hiatus in Economies in Transition and Its Policy Consequences. *Cambridge Journal of Economics*, 21, pp.641 – 61.

La Porta R., Lopez - de - Silanes F., Shleifer A., Vishni R Legal Determinants of External Finance. *Journal of Finance* (forthcoming).

Levine R. (1996). Stock Markets: A Spur to Economic Growth. *Finance and Development*, March, pp.7—10

Litwack J. (1995). Corporate Governance, Banks, and Fiscal Reform in Russia. In: *Corporate Governance in Transitional Economies. Insider Control and the Role of Banks*. Ed. by M. Aoki, H. K. Kim. EDI, World Bank, pp. 99—120.

Nam S. W. (1996). The Principal Transactions Bank System in Korea and a Search for a New Bank Business Relationship. In: *Financial Deregulation and Integration in East Asia*. Ed. by T. Ito and A. Krueger. University of Chicago Press, Chicago and London, pp.266—301.

*OECD Economic Surveys 1997—98*. (1997). Russian Federation 1997. OECD.

Pappe Ya. (1996). Institutional' niye Izmeneniya v TEK Rossii i ikh Vosproizvodstvenniye Osnovaniya(1992 - 96gg.). Moscow.

Pohl G., Jedrzejczak G. T., and Anderson R. E. (1995). Creating Capital Markets in Central and Eastern Europe. World Bank, Wash., D. C.

Popov V. (1996). A Russian Puzzle. What Makes Russian Economic Transformation a Special Case. WIDER/UNU, RFA29.

Qian Y. (1995) Reforming Corporate Governance and Finance in China. In: *Corporate Governance in Transitional Economies. Insider Control and Role of Banks*. Ed. by M. Aoki, H. - K. Kim. EDI, World Bank, pp.215—52.

Rajan R. and Zingales L. (1995). What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*, Vol. L, No.5, December, pp. 1421—60.

Rostowski J. (1995). The Banking System, Credit and the Real Sector in Transition Economies. In: *Banking Reform in Central Europe and the Former Soviet Union*. Ed. by J. Rostowski, Central European University Press, Budapest, pp.16—41.

Samonis V., Bondar O. (1997). *Developing Financial Markets in Russia: Russian Security Industry in Comparative Perspective* (With Special Reference to Derivatives). University of Toronto.

Schmidt - Hebbel, Klaus, Serven, Luis, Solimano, Andress (1996). Saving and Investment: Paradigms, Puzzles, Policies. *The World Bank Research Observer*, Vol.11, No.1, pp. 87—117.

Singh, A (1997). Financial Liberalization, Stock Markets and Economic Development *Economic Journal* May.

Stigliz J. (1995), *Whither Socialism?* MIT Press, Cambridge, MA.

Sutela P. (1996). Privatisation in the Countries of Eastern and Central Europe and of the Former Soviet Union, WIDER, November.

Taggart R. (1985). Secular Patterns in the Financing of the U.S. Corporations .In: *Corporate Capital Structures in the United States* .Ed .by B, Friedman. University of Chicago Press, Chicago.

Thomas W. (1978), *The Finance of British Industry 1918 - 76*. Methuen, London.

World Bank, (1995), *Statistical Handbook*. 1995. States of the Former USSR, Studies of Economies in Transformation. Washington, D.C., World Bank.

World Bank, (1996), *From Plan to Market*. World Development Report, Washington, D.C. World Bank.

World Bank, (1997), *World Development Indicators 1997*. Washington, D.C. World Bank.

[译自 *Comparative Economic Studies*, XXXX1, No. 1 (Spring 1999), 1—42。曹啸译 王晋斌初校 陆磊复校]