



第十二章

改革开放以来我国资本市场的演变和发展

一、中国资本市场建立的背景

从1978年12月中国共产党十一届三中全会召开起，经济建设成为国家的基本任务，改革开放成为中国的基本国策。随着经济体制改革的推进，企业对资金的需求日益多样化，中国资本市场开始萌芽。20世纪80年代初，城市一些小型国有和集体企业开始进行了多种多样的股份制尝试，最初的股票开始出现。这一时期股票一般按面值发行，大部分保本保息保分红、到期偿还，具有一定的债券特性；发行对象多为内部职工和地方公众；发行方式多为自办发行，没有



承销商。1981年7月我国重新开始发行国债。1982年和1984年，最初的企业债和金融债开始出现。随着证券发行的增多和投资者队伍的逐步扩大，证券流通的需求日益强烈，股票和债券的柜台交易陆续在全国各地出现，二级市场初步形成。

实际上，中国资本市场是伴随股份制经济的发展而建立起来的。1979—1997年中国股份制经济发展经历了三个大的发展阶段：（1）自发试验阶段（1979—1986）；（2）自觉试验阶段（1987—1991）；（3）全面发展阶段（1992—1997）。在自发试验阶段，股份制开始在农村的某些乡镇企业中萌芽，通过各种生产要素入股，形成了农村股份合作制企业。1984年后，城镇集体企业和国有小型企业开始进行股份制试点，股票柜台交易开始出现。在自觉试验阶段，伴随着相对宽松的政策环境，股份制企业试点范围、试点广度及筹资对象等出现明显变化：试点地区从沿海地区扩大到内地；试点企业从城镇小型企业逐步扩大到大中型国有企业；筹资对象从国内投资者扩大到境外投资者。股份制企业在数量上的扩张诱致相关利益主体寻求股票凭证的可流通性，从而促使了20世纪80年代末股票柜台交易乃至90年代初沪深股票交易所的出现。在全面发展阶段，对股份制的认识冲破了姓“资”姓“社”、姓“公”姓“私”的误区，上升至为国有企业改革服务、实现企业制度创新即建立现代企业制度的高度，国有大中型企业股份制改造成为此阶段的主要特色。全国性股票交易市场的形成，为国有企业通过发行股票融资提供了重要渠道。

1979—1997年中国股份制经济发展有其客观必然性。首先，改革开放与经济发展是股份制诞生的宏观背景。党

在所有制理论上的一系列重大突破为股份制在社会主义条件下的存在提供了理论上的依据。同时，社会化大生产和社会主义市场经济的发展、企业改革的深化、国民经济结构和布局的调整都必须借助于股份制的形式。其次，国民收入分配格局向居民及企业部门的倾斜打破了国家财政一统天下的局面，出现了代表不同经济利益的多元化投资主体格局，并为股份制的发展提供了经济基础。最后，融资体制的两次变革——财政主导型向银行主导型转变和银行主导型向间接、直接融资互补的格局转变，促使了股份制等直接融资方式的出现。

股份制发展的历史环境及经济条件的变化决定了其发展特征：（1）股份制经济发展的速度快、数量大、范围广，表现为股份制企业数量不断扩张、地域不断延伸、行业不断拓宽。在股份公司没有得到充分发展的情况下，股票市场从20世纪90年代初建立后就迅速地发展起来，并在推动国有企业改革等方面发挥了重要作用。（2）股份制的发展坚持以公有制为主体的原则，适应了社会主义初级阶段公有制为主体、多种所有制经济共同发展的现实。大量的国有和集体存量资本得以界定为国家股和法人股（即公有股），并吸附了众多非公有资本，增强了公有制的主体地位。这种增量式的改革带来了中国股份制度的“逆向生长”，即先有数量、规模庞大的“企业”，尔后寻求制度上的变革，从而有别于西方股份制度的“顺向生长”。（3）筹资功能在1979—1997年股份制发展中表现出了基础性的作用，地位十分突出。在国有企业预算软约束和股份制筹资成本免费的“幻觉”下，股份制筹资功能甚至异化为“解困”、“脱贫”的手段。从这个角度讲，中国股份制发展尚处于