

ZHONGGUOZHENGQUANSHI CHANG
GUQUANFENZHI GAIGE

中国证券市场 股权分置改革

张作民 著

黑龙江人民出版社

江苏省教育厅高校哲学社会科学基金项目(08SJD7900004)

中国证券市场： 股权分置改革

张作民 著

黑龙江人民出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国证券市场:股权分置改革/张作民著. —哈尔滨:

黑龙江人民出版社, 2008. 10

ISBN 978 - 7 - 207 - 07968 - 8

I. 中... II. 张... III. 股份有限公司—股份制—
经济体制改革—中国 IV. F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 149486 号

责任编辑: 安晓峰

装帧设计: 郭建一

中国证券市场: 股权分置改革

Zhongguo Zhengquan Shichang: Guquan Fenzhi Gaige

张作民 著

出版发行 黑龙江人民出版社

通讯地址 哈尔滨市南岗区宣庆小区 1 号楼

邮 编 150008

网 址 www.longpress.com

电子邮箱 hljrmcbs@yeah.net

印 刷 黑龙江神龙联合制版印务有限责任公司

开 本 880 × 1230 毫米 1/32

字 数 288 千

印 张 10

版 次 2008 年 10 月第 1 版 2008 年 10 月第 1 次印刷

书 号 ISBN 978 - 7 - 207 - 07968 - 8/F · 1324

定 价 18.00 元

(如发现本书有印制质量问题,印刷厂负责调换)

本社常年法律顾问:北京市大成律师事务所哈尔滨分所律师赵学利、赵景波

前 言

股权分置是中国证券乃至世界证券发展史上的一种特殊的现象,它是我国改革开放发展到一定阶段,人们对市场逐步认识利用,对市场经济渐进适应的结果,它是一定历史条件下的产物。社会进入了 20 世纪 90 年代的时候,我们国家人们的“左”倾主义思想仍然相当严重,股票和股票市场究竟姓“资”还是姓“社”的争论仍然喋喋不休,当时的制度设计者们在建立证券市场时只有作一些妥协让步,使国有股在全部股份中占相当大的比重,让社会相信上市公司仍然是社会主义性质,社会主义企业的所有权仍然掌握在国家的手里,这样中国的证券市场才能顺利地建立起来。如果不是作这样的让步,如果当时不搞个股权分置,中国证券市场的建立可能要推迟十几年。不这样认为我们就不是历史唯物主义者。

随着证券市场的发展,股权分置的弊端便暴露出来了,当年的创新成果成了后来阻碍证券市场发展壮大的桎梏。它的最大的弊端是使股市应有的资源优化配置和价值发现功能丧失,使企业产权关系无法理顺,企业内部结构治理无法有效进行,这些弊端的存在严重阻碍了市场的发展和市场行情的复苏,它犹如一把悬在股市头上的“达摩克利斯剑”。因此,必须进行改革。改革的道路也是漫长而曲折的,从 1999 年 9 月 22 日党的十五届四次会议通过《关于国有企业改革和发展若干问题的决定》算起,至今已有整整九年。在这九年中,改革经过了国有股减持阶段,全流通大讨论阶段,股权分置改革阶段,历经艰辛终于完成。

从理论上讲,股权分置改革后,阻碍中国股票市场发展的最根本性的制度问题得到了彻底解决,中国 A 股市场迎来前所未有的良好发展局面。但同时也必须清醒地认识到,现阶段我国证券市场“新兴加转



轨”的市场特征并没有根本性改变,市场的深层次体制性、机制性和结构性问题仍然存在。因此,还应继续做好推进市场改革和发展、防范和化解市场风险的各项工作。证券市场作为一国经济的“晴雨表”,影响其健康发展的最关键的因素主要包括两个方面:第一是上市公司控股大股东的利益必须和中小股东的利益保持基本一致,上市公司的内部治理结构要保证以股东利益最大化;第二是证券市场必须建立起高效、公正的信息披露制度,以保证上市公司能向投资者及时披露准确、真实的公司信息。由于我国证券市场仍然是一个转轨过程中的新兴市场,因此,目前上市公司在信息披露方面还存在很多不足之处。要保持证券市场的健康发展,就必须高度重视信息披露工作。

在现代经济生活中,证券市场对经济的影响已越来越大。党的第十七次代表大会描绘了新时代条件下继续全面建设小康社会、加快推进社会主义现代化建设的宏伟蓝图,对证券市场的发展提出了新的要求。到2020年我国人均国内生产总值比2000年翻两番,证券市场必须要满足经济持续高速增长带来的融资需求;我们要建设创新型国家,提高自主创新能力,证券市场就必须大力支持创新型企业的发展,引导和支持资本等生产要素向创新型企业集聚;我国要转变经济发展方式,证券市场就要发挥资源配置的作用,实现资源跨地区和跨产业的整合,通过市场化方式促进产业结构的优化升级;要深化金融体制改革,就需要不断提高直接融资比重,增加金融体系的弹性,分散金融风险;要发展具有国际竞争力的大企业集团,就要通过证券市场充分发现和提升企业的价值,更好地融入到国际经济循环中去;要让更多群众拥有财产性收入,证券市场就要发挥其财富管理的功能,为广大居民提供投资于证券市场、分享中国经济增长成果的机会。总之,完善社会主义市场经济体制,实现国民经济又好又快的发展,促进社会和谐,全面建设小康社会,在客观上需要一个功能齐备、运作规范、规模不断扩大、效率不断提升的证券市场。

因此,我们对中国证券市场的建立和发展过程,特别是对股权分置改革的历程,股权分置改革对证券市场、对上市公司产生的影响进行研究,以探讨中国证券市场的发展之路,是一件非常有意义的工作。本书

对中国证券市场的产生、制度的建设、股权分置的形成、股权分置改革的进程进行了评述和分析;运用翔实的资料对股权分置改革方案、对价的计算、权证的应用进行了实证研究。以比较研究方法对股权分置改革前后上市公司的并购活动、融资方式和融资行为、股利政策的变化进行了具体的研究。还对股权分置改革以后证券市场会计监管机制的建立、如何应对证券市场面临的扩容进行了探讨。

我对中国证券市场的研究始于本世纪初。2001年财政部长项怀诚宣布要试行部分国有股减持的时候,引起了我对此进行研究的兴趣,曾有《国有股减持暂停后的思考》等文章在杂志上发表。后来因为其他研究任务的挤压在此方面没有新作,但对国有股减持,对股权分置改革的进程一直高度关注,收集资料的工作也一直没有停止。由于写作和收集资料时间跨度较大,因此在不同的时间点获得的数据资料只能反映当时的情况,仅作说明。限于作者水平,书中或有一些理论和观点的错误,或有一些材料上的疏忽、错漏,敬请读者批评指正。

作者于2008年8月

目 录

第一章 中国证券市场的形成	(1)
第一节 中国证券市场的萌芽	(1)
第二节 新中国证券市场的建立	(3)
第三节 中国证券市场现状分析	(4)
第四节 证券市场制度建立及其变迁	(6)
第五节 中国证券市场发展的阶段性	(10)
第二章 中国证券市场的制度	(14)
第一节 对上市公司的制度	(14)
第二节 对投资人的制度	(18)
第三节 对中介的约束制度	(20)
第四节 中国证券市场制度的缺陷	(21)
第三章 股权分置	(39)
第一节 股权分置的由来	(39)
第二节 股权分置改革前上市公司股权结构状况	(42)
第三节 股权分置对我国股市发展的制约	(47)
第四章 股权分置改革的历程及评述	(58)
第一节 股权分置改革的四个时期	(58)
第二节 对股权分置改革的评述	(65)
第五章 股权分置改革理论与法规	(71)
第一节 股权分置改革的理论基础	(71)
第二节 股权分置改革的政策背景	(88)
第六章 股权分置改革的方案	(95)
第一节 对价的涵义	(95)



第二节	对价计算的理论依据	(96)
第三节	制订对价方案应考虑的因素	(96)
第四节	股权分置改革中对价的支付方式	(99)
第五节	股权分置改革方案中对价的计算方法	(107)
第六节	试点公司股权分置改革方案分析	(115)
第七章	股权分置改革中权证的应用	(123)
第一节	有关权证的基本知识	(123)
第二节	权证的定价	(127)
第三节	股改中权证作为支付对价手段的应用	(133)
第四节	案例：武钢权证实证分析	(135)
第五节	对已上市权证的分析	(141)
第六节	国内权证投资策略应用	(145)
第七节	权证市场发展存在的主要问题	(152)
第八章	股权分置改革后上市公司的治理	(158)
第一节	股权分置改革后上市公司治理面临的几个 问题	(158)
第二节	股权分置改革后上市公司的治理	(160)
第九章	股权分置改革对我国上市公司并购的影响	(180)
第一节	并购的概念	(180)
第二节	国外的五次并购浪潮	(181)
第三节	我国上市公司并购的基本状况	(184)
第四节	股权分置下的上市公司并购存在的问题及其 原因	(186)
第五节	股权分置改革对上市公司并购影响	(192)
第六节	上市公司并购案例	(201)
第十章	股权分置改革前后上市公司融资方式和融资行为的 变化	(210)
第一节	各种融资方式及其比较	(210)
第二节	影响上市公司融资行为的因素	(217)
第三节	几种现象的分析	(221)

第四节	股改后政策变化对再融资的影响	(225)
第五节	股改后上市公司再融资行为的变化	(230)
第六节	股票全流通后各种融资方式的展望	(234)
第十一章	股权分置改革前后上市公司股利政策	(237)
第一节	我国上市公司股利政策概念	(237)
第二节	我国上市公司股利政策的种类	(238)
第三节	我国上市公司现有的股利分配方式	(240)
第四节	上市公司股利政策相关的法律法规	(242)
第五节	股权分置改革前我国上市公司股利政策的 分析	(245)
第六节	股权分置改革后上市公司股利政策的分析	(254)
第十二章	股权分置改革后证券市场的会计监管	(265)
第一节	会计监管的必要性	(265)
第二节	证券市场会计监管的定义	(270)
第三节	股权分置改革后证券市场更需要会计监管	(273)
第四节	会计监管的组织机制	(276)
第五节	证券市场会计监管体系	(283)
第十三章	股权分置改革后的市场扩容问题	(289)
第一节	获得流通权的非流通股	(289)
第二节	影响国有股减持的因素及可能减持量	(290)
第三节	影响法人股减持的因素及可能减持量	(299)
第四节	大小非的疯狂减持使股指暴跌	(302)
第五节	稳定市场的措施	(305)
主要参考文献		(312)

第一章 中国证券市场的形成

股份制作作为一种科学的企业制度和财产制度,形成于 17 世纪,到 19 世纪逐步成为企业的主要组织形式。

第一节 中国证券市场的萌芽

中国股份制实践开始于 18 世纪。四川自贡盐场在 18 世纪前期就产生了“契约股份制”,并在没有受到外界因素影响的封闭条件下达到了充分发育的程度。这种契约股份制与现代意义上的股份制企业不同。契约股份制的主要特点是人合性质,局限于彼此认识的小范围的人群之间,现代股份制企业的一个重要性质是资合性质,通过大众传媒在社会范围内招募资本,现代股份制的本质属性是具有法人地位及实行有限责任制。一般认为,1872 年成立的轮船招商局是我国股份制企业诞生的标志。

从 19 世纪 70 年代初到 90 年代初,中国兴办了包括轮船招商局、开平矿务局、上海机器织布局 and 汉阳铁厂等多个新式企业。甲午战争后,清政府一手控制的各“官办”、“官督商办”企业由于控制权始终掌握在官僚手中,股东没有平等的权利,没有形成真正股份制的运作机制,经过二三十年的经营,普遍进入衰败状态。20 世纪初,官督商办企业逐步向商办的企业转变。

北洋政府时期的前半段,股份制企业发展较快;北洋政府时期的后半段,股份制企业发展缓慢。南京国民政府时期,中国民族工业处于曲折发展阶段,国内稳定的局面比北洋政府时期大为改观,商品的流通较为顺畅,民族资本主义企业取得到了一定程度的发展,同样股份制也有



了比较好的发展环境。

股份制企业的发展,为股票市场提供了滋生的土壤,1882年,上海平准股票公司成立。1914年,有证券交易所性质的上海股票商业公会成立。1914年,北洋政府颁布《证券交易所法》。1918年,北京证券交易所成立。1920年,上海证券物品交易所成立。1921年,上海股票商业公会改组为上海华商证券交易所。1921年是中国设立交易所的高潮时期,仅上海就设立了各类交易所140余家。旧中国的证券交易主要以公债交易为主。然而在1921年年底爆发的中国证券发展史上著名的“信交风潮”,^①使证券交易所大批倒闭。太平洋战争发生后,股票交易逐渐发达,证券交易所因此复业,抗战胜利前后一度间断,到解放前夕正式停业。

新中国成立后,股份制企业曾在一定时期存在。但在1953年至1956年实行的生产资料社会主义公有制改造过程中,股份制这种现代企业组织形式被作为资本主义的产物赶下了历史舞台。股票,这种代表持有人对企业所有权的有价证券,被认为是剥削阶级的工具也获得了同样的下场。

改革开放后,1978年出现了股份制形式的初步实践。最初的形式是社会集资,如“集资办厂”、“以资代劳”、“以劳代资”等,具体形式多样多样。1979年安徽省安庆市8名待业人员每人凑13元钱办了一个“前进食品”,是第一个集资兴建的企业。20世纪80年代初期股份制如火如荼的发展起来,出现了当代中国的第一批股份公司。1980年,中国人民银行抚顺支行代理企业发行股票211万元,这是改革开放以来有记载的第一次发行股票。1983年7月,深圳市宝安县联合投资公司在深圳公开发行了股权证。1984年7月25日上午北京天桥百货股份有限公司的成立,该公司发行了定期3年的股票300万元。就在一个月中国人民银行上海市分行制订颁发了《关于发行股票的暂行管理办法》。1984年11月14日,上海飞乐音响公司委托工商银行上海信

^① 信交风潮:指1921年上海信托公司和交易所泛滥而导致的金融风潮。1921年上海爆发“信交风潮”,类似今天小规模金融危机,一时交易所纷纷倒闭,股票值如废纸。

托投资公司静安证券业务部向社会发行了第一张不偿还的股票,即飞乐音响股份公司股票。这是中国改革开放后第一张真正意义上的股票。1986年11月14日,中国改革开放的总设计师邓小平将飞乐音响股票赠送给来访的时任美国纽约证券交易所主席约翰·范尔霖先生,“飞乐音响”由此载入了中国股份制改革的史册。1985年1月,上海延中实业公司设立,全部资金以股票形式向社会筹集。1992年邓小平同志南巡讲话之后,股份制的性质和地位基本确立,中国从此开始了大规模的股份制改造。

第二节 新中国证券市场的建立

尽管中国在解放前也有过证券交易所,证券交易也颇为活跃。但1949年新中国成立之后,股票交易所作为资本主义社会腐朽堕落生活的一部分被取缔了。

1984年11月18日上海飞乐音响股票发行后,市场就提出了交易的要求。1984—1986年上海地区的股票私下交易逐渐增多,股票持有者自发地进行股票的买卖。1986年9月26日,上海工商银行信托投资公司在上海南京西路的一间不足12平方米的店堂内开设了股票交易柜台,开始代理上海飞乐音响和上海延中实业公司的股票交易,这就是中国股市的柜台交易市场。柜台交易市场和以往的地下交易相比,在制度安排上是进步的,为股票提供了流动性,也使得投资者手中的股票价值可以在市场中得到度量。但是这种制度安排非常不规范,各地市场割裂、信息不畅、价格机制不健全等现象普遍存在,“黄牛”的套利行为屡禁不止,投机者利用市场的不规范进行投机行为造成股市中混乱局面,一个全国性的场内交易市场迫切需要建立。

1990年11月26日,经中国人民银行批准,新中国的第一家证券交易所上海证券交易所宣告成立,同年12月19日正式营业。与此相应,深圳市证券交易所于1990年12月1日开始试营业,1991年7月3日正式开业。上海、深圳两个证券交易所的建立,结束了新中国没有正规证券交易所的历史,中国证券市场进入了集中交易的新阶段,开创了



中国证券市场的崭新历程。

现在的股票、债券和基金都已全部实现了无纸化发行与交易,沪深证券交易所的交易和结算网络覆盖全国各地,主要技术手段已达世界先进水平。中国证券市场逐渐成为推动中国经济市场化改革的一支生力军,证券交易所的成立,标志着中国证券市场开始步入现代化、规范化的轨道。

第三节 中国证券市场现状分析

中国经济在新一轮增长周期上升阶段的自主增长能力增强,2003—2007 年全国 GDP 年均增长率达到 10.4%,经济规模进一步扩大,证券市场作为国民经济的“晴雨表”,也获得了巨大的发展。

中国证券市场目前处于重要转折时期。中国的证券市场是以股票市场为核心的,经过近几年来股票市场的调整和围绕股票市场的辩论,中国证券市场的开放性特征、投资者理念及股市未来发展方向都比以前更加清晰。股票市场由于股票数量的增加和管理层不断加强监管,市场初步具备了信息有效性。中国股市正在摆脱政策主导的缺陷,向比较成熟的证券市场缓慢过渡。

一、中国证券市场的特征

一是证券市场规模不断扩张,在经济发展中举足轻重。中国证券市场作为一个新兴市场,市场规模的迅速扩大是其发展的重要表征。无论是证券市场上投资者的数量,还是证券市场上金融工具的发行数量和交易规模都成倍增长。截至 2004 年底,中国证券市场境内上市公司共 1 377 家,股本总数为 7 120 亿股。其中,已流通股 2 577 亿股,占上市公司总股本的 36.2%。市价总值为 37 056 亿元,相当于 2004 年 GDP 的 27.14%;其中流通市值为 11 689 亿元,相当于 GDP 的 8.56%。仅发行 A 股的公司为 1 237 家,仅发行 B 股的公司为 24 家,既发行 A 股又发行 B 股的公司为 86 家,既发行 A 股又发行 H 股的公司为 30 家。公司股本大部分集中于 1 亿元以上 10 亿元以下,在 10 亿元以上的有 96 家。

二是证券市场市场化程度提高,证券经营机构获得很大发展。随着市场发展环境的变化,证券市场的功能不断趋于完善,市场化程度迅速提高,从一个国有企业筹资改制的试点场所,成为市场经济体系中资源配置的重要枢纽,市场化始终是我国证券市场发展的一个主题。虽然 2004 年股市依旧低迷,但成交量仍持续增长,2004 年全年股票成交量为 5 828 亿股,股票成交金额 42 334 亿元,比 2003 年上升了 31.81%。截至 2004 年底,内地共有证券公司 133 家,基金管理公司 45 家,期货经纪公司 188 家,投资咨询机构 116 家,从事证券期货相关业务的会计师事务所 73 家。中国证券市场自成立以来,始终是一个以个人投资者为主的市场,截至 2004 年底,全国累计投资者开户数 7 211 万户,在 7 211 万 A 股开户数中,个人投资者为 6 835 万户,机构为 33 万户,分别占 A 股开户数的 99.52% 和 0.48%。2004 年,机构投资者的交易金额约占到全部交易量的 20%。

三是证券市场不断规范,市场法制建设和监管取得了进展。建立了以《证券法》为核心的法律体系和以强化市场信息披露为目的、中国证监会及其派出机构为监管主体的市场监管体系,随着市场制度和相关法律体系的不断完善,市场监管部门监管能力的不断增强,证券市场的规范程度不断提高。自 2000 年以来,随着新股发行增加,不可流通股处于加速累积态势,受多方面因素影响,从 2004 年 8 月底起,证监会暂停了新股发行,以探索更为市场化的新股发行方式,减少行政干预对股票发行价格的影响,以提高市场效率。

四是对外开放程度不断加大,越来越多企业到海外融资。从最初利用开设专门的 B 股市场吸引外资,到正式实行 QFII 制度,允许合格境外投资主体投资国内 A 股市场,证券市场对外开放步伐不断加快。自 2002 年 12 月我国开始实施 QFII 制度,至 2004 年底,共有 QFII 27 家,资产规模为 37 亿美元,托管银行 11 家。QFII 证券资产 162 亿元,占总投资额度的 66%。其中,A 股投资约 71 亿元,占证券资产的 44%;基金投资 22 亿元,占 13%;可转债投资 33 亿元,占 20%;国债投资 37 亿元,占 23%。此外,越来越多的中小企业特别是民营企业开始到境外发行股票和上市,2004 年共有 111 家内地企业在境外发行股票



并上市,累计筹资 348.32 亿美元。

二、制度建设成为必然

股份制企业的产生代表着新的企业制度取代原有的不适应社会发展的企业制度。随着生产力的发展,社会化大生产逐渐取代自给自足的小生产,传统的业主制、合伙制等简单的企业制度安排无法筹集到社会化大生产所需要的巨额资金,基于此,股份公司和股份制度应运而生。

证券市场的产生是股份制发展的必然结果。股票作为投资性而非消费性的资产,如果失去了可让渡性,产权是不完整的,因为这意味着资产不能转化为流通性最强的货币资金,不能满足人们应付意外的资金需求和投资需求。因此,如果股票没有通畅的流动性前提,人们就不愿意持有股票,股份制公司也不能继续发展下去。因而,随着股份制公司的发展和数量的增加,投资者并不满足于长期持有固定的股票以获取股息为目的,规避风险的要求和流动性的要求都促进了股票交易的产生。开始的股票交易是零散的,并没有正式的场合和规则,随着股票发行种类和数量的不断增加,股票交易开始频繁起来,此时,如果没有强制性的规则,只有参与者之间约定俗成的交易制度和人们的道德约束,已经不能满足日益增加的股票交易行为,证券市场的制度建设就成为必然。

第四节 证券市场制度建立及其变迁

一、世界证券市场产生及制度变迁

股份公司的制度安排首先为投资者和企业提供了资金沟通的渠道,企业通过面向社会发行股票,可以迅速集中大量资金,实现生产的规模经营;而社会上分散的资金为了谋求财富的增值,也乐于投资于股份公司。

最早的股份公司产生于 17 世纪初荷兰和英国成立的海外贸易公司。具有法人地位、成立董事会、股东大会是公司最高权力机构、股票

分红、实行有限责任制等,使这些公司已经具有明显的现代股份公司特征。

1611年,荷兰的阿姆斯特丹出现了股票交易所的雏形。1773年,在伦敦柴思胡同的约那森咖啡馆,股票商们正式成立了英国的第一个证券交易所,即现在伦敦证券交易所的前身。1792年,由美国24位信誉良好的纽约证券经纪人,每天聚集在一棵梧桐树下从事证券交易,订定和签署了《梧桐树协议》。该协议在彼此信任的基础上,确定了最低佣金收费标准,这就是美国最早的证券市场,纽约证券交易所的雏形。

从最初的证券市场来看,它的制度安排也是自发的,强制性的制度安排并不多,股市缺乏监管。根据新制度经济学的观点,在一个缺乏约束的制度体系中,由于人的本性是追求自身利益最大化,完全理性又不可能,部分人的投机行为和欺诈行为不可避免。以美国为例,纽约证券交易所成立之初,就是建立在自我管理的基础之上,在20世纪30年代之前,证券市场发展非常迅速,发行量和交易量都直线上升,但是市场缺乏监管,股票欺诈和市场操纵行为屡见不鲜,这种自由放任的制度带来了严重的过度投机,终于导致了1929年股市大崩溃,这次股市崩溃也成了经济危机的直接导火索。

经历了1929—1933年的经济危机后,各国政府意识到需要建立强制性的规则来约束证券市场,证券市场进入了强制性制度变迁过程。1929年美国证券市场的大崩溃及其对整个经济带来的危害,迫使美国政府从法律上对证券市场加以严密的管理,制定了一套切实可行的证券法律,主要有:1933年的《证券法》(主要是针对发行市场而制定的),1934年的《证券交易法》(主要是针对交易市场而制定的),1935年《持股公司法》,1939年《信托契约法》,1940年《投资公司法》,《1940年投资顾问法》和1970年《证券投资者的保护法》等等。美国政府还成立了证券交易管理委员会,直接对证券市场进行监督和管理。这些法规的制定就是对股市的强制性制度安排,它以法律的形式对证券市场中各个利益群体的行为进行了规范,从而发挥制度本身对个体行为的引导作用。这些法规后来又由大量的补充条款和规定所完善,从而构成了一个对美国证券市场严密的管理网络。



由此我们也可以看出,成熟资本市场的形成和发展是一个自下而上的制度变迁过程,只是在证券市场发展到一定阶段后,为弥补市场失灵才有了政府的介入。

二、中国证券市场制度变迁

新中国证券市场的产生则有其特殊性,其制度变迁表现出诱致性变迁和强制性变迁两个阶段。

20 世纪 80 年代,在一些经济发展较快的地区,获得较多的经营自主权的企业依靠单纯的自我积累并不能得到迅速的发展,银行贷款又处于一种计划分配的状态。出于发展和筹资的需要,这些企业开始探索通过发行股票的方式向社会募集资金。如在 1984 年上海飞乐音响股票发行后,市场曾自发形成股票买卖和地下交易,最终促成柜台交易市场的形成。这种证券市场产生就是诱致性制度变迁的结果。

股份制公司随后的发展则带有更多的强制性制度变迁的烙印。1984 年 8 月,上海市人民政府沪府办(1984)58 号文批准了中国人民银行上海市分行制定的《关于发行股票的暂行管理办法》,这是改革开放后有关股票方面的第一个政府规章。办法指出“为了适应经济建设发展的需要,便于筹集资金兴办各项事业”制定了该办法。“凡符合经济建设发展方向的新办集体所有制企业”经过审批后可以发行股票。这是对设立股份制公司、发行股票的一个最初的规范。

1990 年 11 月,上海市人民政府发布的《上海市证券交易管理办法》是随后开市的上海证券交易所的行事准则。1990 年上海证券交易所和 1991 年深圳证券交易所正式开业,政府对股份制公司的强制性制度安排更为具体和规范,对于股份制公司的设立条件、发行规模、发行程序等都有严格规定,这直接促进了股份公司的制度规范。这两个交易所是强制性制度变迁的直接产物,执行成本低、效率高,直接取代了原有的柜台交易市场和地下市场。

从国家的法律法规和一些部门规章里,我们也能找到证券市场现行制度变迁的缩影:

1987 年 7 月,上海市人民政府发布《上海市股票管理暂行办法》规