

第一章

资本与资本市场

【学习目的】

- 掌握资本的性质。
- 了解资本的来源及其存在的形态。
- 了解资本市场的构成及其功能。
- 掌握我国资本市场的发展趋势。

引 言

20 世纪 90 年代以来，通过资本运营实现“一夜暴富”的众多传奇故事，不仅成为中国普通老百姓茶余饭后的谈资，还走进大学，成为学生课堂里的重要讲授内容。在经济生活中，“资本风暴”正在无情地颠覆着人们的传统思维方式。一个拥有世界人口数量最多的国家，几代人正在亲身实践着，同时也在不断发掘资本的内涵，完善对资本的认识。事实上，正是邓小平所倡导的富民强国政策，唤醒了国人对资本和财富梦的追求。

如果金融是现代经济的核心，那么资本市场则是整个金融市场的中枢。在市场诸要素中，只有资本最具有凝聚力，因此，资本市场发达的国家，能更为有效地利用、凝聚其他资源，使经济中的资本形成更有效率，经济更具竞争力。大力发展资本市场有利于完善我国市场经济体制，发挥资本市场优化资源配置的功能，可以将社会资金有效转化为长期投资，有利于国有经济的结构调整和战略性改组，加快非国有经济发展，从而提高国家竞争力。我国已将发展资本市场提升到国家竞争战略的高度。

要把握好资本运营之道，就得先对资本的性质及资本市场的功能等进行深入的了解。

第一节 资本的性质与构成

一、资本的性质

在中国，“资本”这个词最早可追溯至元朝，其时萧德祥写的戏曲作品《杀狗劝夫》



里有句唱词：“从亡化了双亲，便思营运寻资本，怎得分文？”，显然，“资本”在这句唱词里的意思是指做生意的本钱。

西方资产阶级经济学和马克思主义政治经济学都对资本理论做过很多深刻的论述。古典经济学派代表亚当·斯密在其著名的《国富论》中提到：“资本是人们为了生产而积蓄起来的财富，其按周转方式分为固定资本和流动资本；按形态分为工业资本、商业资本以及借贷资本。”根据马克思主义政治经济学的观点，资本是一种可以带来剩余价值的价值，它在资本主义生产关系中是一个特定的政治经济范畴，体现了资本家对工人的剥削关系。D.格林沃尔德的《现代经济词典》中将资本解释为“资本是一家公司的总财富或总资产，不仅包括有形资产，而且包括商标、商誉和专利权等无形资产”。

资本具有二重属性，一是自然属性，二是社会属性。其自然属性是指资本一定要实现增值的问题，其社会属性是指资本归谁所有的问题。资本的存在是由其自然属性决定的，资本的社会属性也是由其自然属性决定的。资本的自然属性存在于资本的使用价值之中，属于生产要素方面的关系，是构成企业生产力的重要组成部分。资本的自然属性是通过资本本身的周转使资本得到增值，取得收益；而其社会属性则是通过资本的所有权获得资本收益的分配权。资本的自然属性决定了资本内在的逐利性，资本总是要向那些能够获得最高额利润的产业或产品集中；资本总是要通过竞争表现自己的活跃，并在社会经济生活中的各个领域都具有强大的渗透力；小资本不甘心被大资本吃掉，它们就要联合起来维护自己的安全并在竞争中处于有利地位，就会导致股份制经济；资本总是要通过形态的变化使自己规避风险，获得最大的收益；资本通常喜欢不断地扩张等。

除此以外，资本还具有以下特点。

- (1) 流动性。资本在运动中不断地改变形态，资本增值只能在运动中实现。
- (2) 风险性。由于外部环境变幻莫测，资本增值受环境影响具有不确定性。
- (3) 多样性。资本可以以货币资本、实物资本和无形资本等多种形态存在。



资料 1-1

资本主义的演进

资本主义 1.0 是自由放任主义的盛行。从《国富论》到大萧条，自由放任主义思想一直统领着经济学和经济政策。资本主义 2.0 是大萧条的产物，它认识到了政治与经济的相互依赖性，赋予了政府进行宏观经济管理和引导行业发展的职能。至 20 世纪 70 年代的恶性通胀时期，资本主义 2.0 宣告瓦解。资本主义 3.0 从里根总统和撒切尔夫人上台开始，它奉行市场原教旨主义。在这个时期，社会不平等加剧，金融业繁荣发展。2008 年的金融危机触发了又一场“大改版”，我们面临的前景不是资本主义的灭亡，而是一种新式资本主义的诞生——资本主义 4.0，它既摒弃自由放任主义，也否定一切源自有效市场和理性预期的经济模型。它限制政府开支，但它更偏好凯恩斯主义的经济刺激政策，而非力求达到预算平衡的节俭政策。它赞成自由市场，但并非不加批判。它着意减轻社会不平等现象。最重要的是，资本主义 4.0 是务实的。

资本主义是一种适应性体系，其形成与改良都是通过一种不断变化的相互作用实现的——技术进步的箭头与重复性的金融循环两者之间的相互作用。因此，资本主义的经



济与政治格局总是处于演变之中。尽管这一体系总会受到金融危机侵袭，但它却可以对抗马尔萨斯以及新法西斯主义分子的各种灭亡预言。所以毫无疑问，在未来的几十年乃至几百年内它仍会继续与这些势力抗衡。

资料来源：卡列茨，胡晓姣. 资本主义 4.0[M]. 中信出版社，2011.

二、资本的构成

在经济理论和实践中，人们对资本的理解可以分为三个层次。

第一个层次的理解认为，企业资本就是指企业的资本金，即投资者投入企业的资本，是开办企业的本钱，也就是企业在工商行政管理部门登记的注册资本。我国长期以来都坚持实收资本与注册资本一致的原则，近几年才开始放宽注册资本登记条件。例如，除法律、法规另有规定外，取消公司最低注册资本的限制；不再限制公司设立时股东（发起人）的首次出资比例和缴足出资的期限；公司实收资本不再作为工商登记事项；注册资本由实缴登记制改为认缴登记制等。

资本金按投资主体的不同，分为国家资本金、法人资本金、个人资本金和外商资本金等。投资者可以用货币、实物、无形资产等形式投入资本。企业可以采用吸收直接投资和发行股票等方式筹集资本金。企业对所筹集的资本金，依法享有经营权，可以长期使用。在经营期内，投资者对其投入企业的资本可以依法转让，但不能任意抽回，这有利于企业的长期稳定经营。

任何一个企业，都要先有一定数额的自有资本金，才能向外界借款。因为在市场经济条件下，债权人往往要根据企业资本金的规模和生产经营状况来分析企业的偿债能力，以决定企业是否可以取得借款以及能够取得多少借款。企业有了一定数额的资本金，在充满风险的市场竞争中，就有了承担亏损的能力。换句话说，企业有了资本金，才能以本负亏。从这个意义上来看，资本金是企业实现自主经营、自负盈亏、自我发展的前提条件。

第二个层次的理解认为，企业资本是指企业所有者（股东）权益，即不仅包括上述的资本金（实收资本），而且包括资本公积、盈余公积和未分配利润等。

资本公积是一种资本储备形式，或者说是一种准资本。它主要是由投资者实际出资额超过其应缴付的资本金的差额、资本汇率折算差额、企业接受捐赠的实物资产、资产评估增值等途径形成。公司按规定可以将资本公积转增股本，但其中接受捐赠的实物资产和资产评估的增值部分等不能转作资本。

盈余公积是企业从税后利润中提取的积累资金。盈余公积按其用途不同，又分为公益金和一般盈余公积两种。公益金主要用于集体福利设施，一般盈余公积可用于弥补亏损、分配股利、转增股本等。

未分配利润是指企业尚未分配的净利润。它有两层含义：一是这部分利润尚未分配给企业投资者；二是这部分净利润未指定用途。未分配利润在未分配前可以由企业自主运用。

企业经营得越好，经济效益越高，实现的利润越多，就能提取更多的盈余公积，分配更多的股利，产生更多的未分配利润，具有更大的抗风险能力，得以更快发展。盈余



公积和未分配利润都是企业实现的资本增值，可以作为资本加以运用。

第三个层次的理解认为，企业的资本不仅包括企业所有者权益，还包括借入资本。企业借入资本主要有以下几种来源。

（1）从企业外部取得的各种借款，包括银行借款和发行债券借款。企业通过借款所获得的货币与企业资本金形成时获得的货币虽然来源不同，但在企业生产经营中发挥的作用是相同的，都可用于购买材料、设备、支付工资费用等。劳动者利用生产资料进行劳动，生产出产品，销售后收回货币，形成利润，实现增值。因此，企业借入的货币从其在生产经营中的作用来看，也是企业的资本。企业所有者权益是企业的自有资本，而企业借入的用于生产经营的货币则是企业的借入资本。

（2）通过补偿贸易方式和融资租赁方式获得固定资本而形成的长期应付款。企业需要某种设备，除了可以用自有资本中的货币或借入的货币购买以外，还可以采用补偿贸易方式或融资租赁方式获得。当企业采用补偿贸易方式引进设备时，按照设备的价款以及国外运杂费的外币金额和规定汇率折合为人民币数额记账，企业一方面增加了固定资产，另一方面增加了“长期应付款”，这种应付款在设备投产后，按照合同用生产出来的产品分若干年作价偿还。企业通过融资租赁获得固定资产时，一方面增加了固定资产，另一方面增加了“长期应付款”（应付融资租赁费）。租赁的设备投入使用后，应付融资租赁费按合同规定分若干年支付。

这里所说的补偿贸易和融资租赁两种方式与前述银行借款和发行债券借款两种方式有所不同，不是先借款去买设备然后再用货币还借款本息，而是先获得设备，形成长期应付款，以后分期补偿或还款，但它们都是以信用为基础的资金融通，其实质是相同的。

（3）其他各种应付款。企业在生产经营中会形成各种应付款，例如，应付票据、应付账款、预收账款、应付工资、应付福利费、应付股利、应交税金和其他应付款。企业的各种应付款是企业应付给有关单位、个人的货币，尚未支付而被企业暂时占用在生产经营之中，与企业的各种应收款有一定的对应关系。许多应付款的形成和偿还有一定的规律，其数额有一定的稳定性，在没有到偿还期之前，企业可以合理运用，因而可视为借入资本。企业的各种应付款在资产负债表的右上方，分为流动负债和长期负债两类。

对于资本构成的理解，这三个层次其实依次包含了资产负债表右边的负债和所有者权益两个栏目（见表 1-1）。我们赞同第三个层次的看法，即认为企业资本不仅包括自有

表 1-1 资产负债表

资 产	负 债
	流动负债
流动资产	长期负债
长期投资	所有者权益
固定资产	实收资本
无形资产	资本公积
其他资产	盈余公积
	未分配利润



资本，而且包括借入资本。自有资本也称权益资本，是企业资本运营的基础，是企业赖以自主经营、自负盈亏的本钱，也是企业获取借入资本的基本前提，因而企业首先必须要具有一定规模的自有资本。借入资本也称负债资本或他人资本，企业合理使用借入资本，可以扩大企业的生产规模，提高自有资本的经营效益，但使用借入资本，必须按期还本付息，企业面临着财务风险。企业应该合理、巧妙地运用借入资本，既要提高经营效益，又要降低财务风险。

三、资本的表现形态

新建立的企业，最初从各方面筹集的资本，表现为货币资本、实物资本和无形资本等。企业投入生产经营以后，资本形态不断地发生变化，例如，货币资本转化为实物资本和无形资本，实物资本和无形资本再转化为货币资本。在资本运用过程中，还会出现对外投资和应收款等形式。

（一）货币资本

货币资本是指处于货币形态的资本，包括企业的现金、银行存款和其他货币资金。其他货币资金包括企业的外埠存款、银行汇票存款、银行本票存款、信用卡存款、信用保证金存款等。

（二）实物资本

实物资本指表现为实物形态的各种资本，包括存货和固定资产。存货包括企业在库、在途、加工中的各种材料、商品、在产品、半成品、包装物、低值易耗品、分期收款发出商品、委托代销商品等，固定资产包括房屋、建筑物、机器设备、运输工具等。

（三）无形资本

无形资本指不具有实物形态的各种资本，具体包括企业拥有的专利权、非专利技术、商标权、著作权、土地使用权和商誉等各种无实物形态的资本。

（四）对外投资

对外投资指企业对外投出的各种股权性质和债权性质的投资，按期限长短可分为短期投资和长期投资。短期投资指企业购入能随时变现并且持有时间不准备超过一年（含一年）的投资，包括各种股票、债券等；长期投资指企业投出的期限在一年以上（不含一年）各种股权性质的投资（包括购入的股票和其他股权），以及企业购入的在一年内（不含一年）不能变现或不准备随时变现的债券和其他债权投资。

（五）应收款

各种应收款包括应收票据、应收账款、预付账款、应收股利、应收利息和其他应收款。

企业应收款是企业资本在经营过程中被其他有关单位、个人临时占用的部分。

在资产负债表的左方（见表 1-1），企业资本的各种形态（资产），按其流动性由大到小排列，分为流动资产（包括货币资本、短期投资、各种应收款、预付账款、存货、



待摊费用等）、长期投资（长期股权投资、长期债权投资）、固定资产（包括房屋、建筑物、机器、机械、运输工具以及在建工程等）、无形资产及其他资产（开办费、长期待摊费用等）。

四、资本概念的新发展

近年来，“资本”这个概念的内涵和外延都有了很大发展，目前流行的说法还包括知识资本、人力资本和社会资本等。

（一）知识资本

知识资本是指企业所拥有的知识财产的价值，可以被看作是公司所拥有的全部股本或以知识为基础的资产净值。这样，知识资本可以看作是知识转换过程的最终结果，也可以看成是转化为公司知识产权和智力资本的知识本身。知识产权具有明确的定义，它把产权权利赋予专利、商标和版权等具体财产中。在知识资本中，这些财产是在会计结账中被正式认可的唯一形式。而智力资产就是那些以知识为基础的项目，它们会在未来给拥有这些项目的公司产生源源不断的利益和优势；包括技术、管理和咨询程序，也可以包括专利化的知识产权。

用知识的眼光来看待企业，企业的组织就被看成是一个对知识进行整合的机构，生产中的关键投资和价值基本来源都是知识；人类的全部生产力都离不开知识，机器只不过是知识的体现而已。

（二）人力资本

人力资本是指存在于人体之中的具有经济价值的知识、技能和体力（健康状况）等质量因素之和。20世纪60年代，美国经济学家舒尔茨和贝克尔首先创立了比较完整的人力资本理论，这一理论有两个核心观点：一是在经济增长中，人力资本的作用大于物质资本的作用；二是人力资本的核心是提高人口质量，教育投资是人力投资的主要部分。

人力资本，比物质、货币等硬资本具有更大的增值空间，特别是在当今后工业时期和知识经济初期，人力资本将有着更大的增值潜力。作为“活资本”的人力资本，不仅具有创新性、创造性，而且具有有效配置资源、调整企业发展战略等市场应变能力。围绕人力资本进行投资，对GDP的增长具有更高的贡献率。

（三）社会资本

社会资本是指个人或组织可以用来摄取稀缺资源并由此获益的社会交往和联系。尽管社会资本是无形的，而且其形式也各不相同，它还是有着自己的显著特征。其不同于实物资本、人力资本、金融资本等，主要表现在以下几个方面。

（1）社会资本具有公共物品的特性。这是社会资本与其他资本最基本的差别。社会资本更具有集体而不是个人的特性。虽然社会资本可以为个人所用，但这种资本形式并不完全受个人支配。社会资本不像金融资本那样容易转移，也不像人力资本那样具有流动性。

（2）社会资本具有不可转让性或者说不可让渡性。每个人拥有的社会资本都是独特



的。社会资本与拥有者共存，并有其使用范围。

(3) 利用得越多，社会资本价值就越大。不同于物质资本，社会资本不会由于使用而减少但会由于不使用而枯竭。它具有可再生性，是非短缺的，会由于不断消费和使用增加价值。

(4) 社会资本具有生产的不可模仿性。社会资本更多地表现为历史制度的沉淀，即人们共同遵守的行为准则、规范、情感等；它是社会大众或绝大多数人认可的价值观体系和文化资源，是一种“以人为本”的人文环境。它决定了社会资本的积累很难通过外部干预和主观努力而形成。

国外研究经验证明，社会资本能够减少不确定性和交易成本，提高交易效率，鼓励专业化，增加人力资本、物质资本和观念创新上的投资。社会资本决定了生产（制造）和掠夺（拿走）之间的权衡。



资料 1-2

企业家雇佣资本理论

在经济学企业理论中，所谓“雇佣”，实质上就是企业所有权配置的问题。获得确定的契约收入者，被视为处于被雇佣地位；拥有剩余控制权和剩余索取权者，被视为处于雇佣地位。依据资产专用性学派的结论，其中控制权的安排是识别企业所有权配置的关键。控制权的配置也是识别雇佣与被雇佣关系的关键。

在当代经济中，企业家才能较诸资本有着更大的稀缺性。当今是倍速经济时代，技术革新和市场变迁瞬息万变，企业规模日趋扩大，管理的难度和复杂性越来越高，企业经营面临的不确定性不断增大。在这种情况下，能够胜任现代公司经营、获取资本增值的人才变得更加稀缺。另外，由于持续的生产力水平提高和经济增长，社会迄今已积累起巨大的财富，这些财富表现为社会性的富裕资本，随着金融深化和资本市场的发展，资金融通的途径、方式、工具和机制高度发达，金融效率大幅度提高。在这种情况下，资本变得相对充裕。资本的相对充裕导致企业家更显稀缺。

要素的重要性和稀缺性是契约当事人博弈较量的关键力量。在现代经济中，企业家才能的重要性和稀缺性，决定了企业家在与资本的博弈中拥有显著优势。因此，企业家应该能够获得更多的企业所有权。“企业家雇佣资本”是企业家重要性和稀缺性的自然结果。

资料来源：王明夫. 资本经营论[M]. 北京：中国人民大学出版社，2004.

第二节 资本市场

无论是从国家竞争的层面，还是从企业竞争的层面，资本市场所起的重要作用都是不可忽视的。对金融经济史的研究显示：在 18 世纪到 19 世纪的欧洲竞争中，英国最后战胜了法国，这得益于英国相对发达的资本市场为其工业革命和海军建设提供了大量廉价的资本；在 19 世纪到 20 世纪的欧美竞争中，美国也是借助其发达的资本市场，完成



了从重工业化到新经济崛起的一系列转换而胜出的；大清国的 GDP 是当时英国的 4 倍和日本的 5 倍，却在与英的鸦片战争和与日的甲午战争中分别输给了它们，原因之一是这两个国家都能利用资本市场发行战争债券筹到足够的军费。

我国必须进一步建立和健全多层次的资本市场，提升我国企业在全球化大背景下的竞争力，不断推动我国创新创业的步伐，使我们为人类文明的进步作出更大的贡献，实现中华民族伟大复兴，把我们未来的命运掌握在自己手里。

一、资本市场的构成

资本市场是指筹措中长期资本的市场，是中长期资本需求与供给交易的总和。它既包括证券市场，也包括中长期信贷市场和非证券化的产权交易市场。证券市场包括发行市场和流通市场两部分，其各自的交易方式均不相同。在证券市场上，交易对象主要是股票债券、投资基金，它们的交易及运行机制各不相同。

资本市场的交易主体可以分为三类：一是资本的需求者，如股票和债券的发行企业、企业并购中的收购方等，它们都是想通过资本市场来吸收资本，以此来壮大自己的经营规模，发展自己的企业实力；二是资本的供给者，即我们通常所说的投资者，这些投资者都拥有可以转化为资本的各类经济资源，都在寻找可以实现尽可能大的资本增值的机会；三是资本交易的中介主体。在发达的市场经济中，存在着不同性质的资本交易的中介主体。

资本市场的交易对象就是资本。根据资本的不同形态来划分，最普通的划分方法是货币资本、金融资本和实物资本。在资本市场上，资本的形态也不断地随着交易过程和运动过程的进行而发生变化，资本的增值过程也就是在这个转化过程之中完成的。

（一）信贷市场

信贷市场主要是银行信贷市场。银行信贷可以分为商业银行信贷和政策性银行信贷。商业银行是依照《商业银行法》和《公司法》设立的吸收公众存款、发放贷款、办理结算等业务的企业法人，它以效益性、安全性、流动性为经营原则，实行自主经营、自担风险、自负盈亏、自我约束。商业银行根据国民经济和社会发展的需要，在国家产业政策指导下开展贷款业务。商业银行对借款人的借款用途、偿还能力、还款方式等进行严格审查。借款人一般应提供担保，经商业银行审查、评估，确认借款人资信良好，确能偿还贷款的，可以不提供担保。而政策性银行是由财政注资，国家全资拥有的银行，贯彻国家产业政策。目前我国的政策性银行主要有国家开发银行、中国农业发展银行和中国进出口银行。国家开发银行的主要任务是根据国民经济的战略规划，利用各种现代金融工具筹集和引导境内外资金，集中力量支持对国民经济发展有重大影响的建设项目，促进国民经济持续、快速、健康发展，其贷款主要投向基础设施、基础产业和支柱产业的国家重点建设，发放基本建设贷款、技术改造贷款、外汇固定资产贷款和外汇流动资金贷款等。中国农业发展银行的主要任务是按照国家的法律、法规和方针、政策，以国家信用为基础，筹集农业政策性信贷资金，承担国家规定的农业政策性和经批准开办的涉农商业性金融业务，代理财政性支农资金的拨付，为农业和农村经济发展服务。中国进出口银行的主要任务是贯彻执行国家产业政策，对外经贸政策和金融政策，为扩



大我国机电产品、成套设备、高新技术产品出口和促进对外经济技术合作与交流，提供政策性金融支持，发放出口卖方信贷、出口买方信贷、境外加工贸易贷款、境外投资贷款和境外承包工程项目贷款等。

商业银行贷款和政策性银行贷款同属银行信贷融资，但其基础和目标有差别。商业银行贷款以商业信用为基础，而政策性银行贷款以国家信用为基础。商业银行作为自担风险、自负盈亏的企业法人，其贷款以效益性作为首要经营原则，努力提高盈利水平，而政策性银行信贷不以盈利作为主要目标责任，其贷款利率、期限等与商业银行相比有较大的优惠，实行“保本微利”，保持一定的盈利水平。

当前，我国银行要在继续防范和化解金融风险的同时，加大对经济发展的支持力度，优先为国债项目提供配套贷款，增加对有市场、有效益、有信誉企业的贷款，加大对农业和农村经济、中小企业和服务业的信贷支持。

（二）证券市场

证券市场交易的对象是各种有价证券，主要包括股票和债券两类。有价证券本身没有价值，但它是代表财产所有权的凭证，是一种虚拟资本，能为其持有者带来一定的收益，因而能在市场上买卖，且有价格。

证券市场是证券发行和流通的场所。按证券种类，主要分为股票市场和债券市场。按市场的功能，可分为发行市场和流通市场。

（1）证券发行市场，又称为一级市场，是证券初次交易的市场，是通过发行证券进行筹资活动的市场，一方面为资本的需求者提供筹资的渠道，另一方面为资本的供应者提供投资场所。证券发行市场是实现资本职能转化的场所，通过发行股票、债券，把社会闲散资金转化为生产资本。

证券发行市场由发行者（筹资者）、购买者（投资者）和承销商组成。筹资者可以是公司企业、金融机构，也可以是国家政府等；投资者可以是机构法人，也可以是社会公众（自然人）；承销商是在证券市场上协助筹资者将证券销售给投资者的中介机构，承销商由证券公司或投资银行担任。

（2）证券流通市场，又称为二级市场，是已发行证券进行转让的市场，它一方面为证券持有者提供随机变现的机会，另一方面为新的投资者提供投资机会。与发行市场的一次性行为不同，在流通市场上证券可不断地进行交易。

发行市场是流通市场的基础和前提，流通市场又是发行得以存在和发展的条件。没有发行市场，流通市场就成为无源之水、无本之木。发行市场的规模决定了流通市场的规模，影响着流通市场的交易价格，在一定时期内，发行市场规模过小，会使流通市场供不应求，证券价格过高；发行市场规模过大，证券供过于求，对流通市场形成压力，使证券价格低落，市场低迷，反过来影响发行市场的筹资。可见，发行市场和流通市场是相互依存、互为补充的整体。

根据市场的组织形式，证券流通市场又可进一步分为场内交易市场和场外交易市场。

证券场内交易市场是证券集中交易的场所，如我国的上海证券交易所和深圳证券交易所。我国的证券交易所是根据国家的有关法规注册登记，经政府批准设立的，有严密



的组织、严格的管理工作，有进行集中交易的固定场所。在证券交易所内买卖证券所形成的市场，就是场内交易市场。证券交易所作为证券交易的组织者，本身不参加证券的买空卖空和价格的决定，只是为证券买卖双方创造条件、提供服务，并进行监督。

证券场外交易市场是在证券交易所以外的各证券经营机构的柜台上进行的证券交易市场，也称为柜台交易市场。在柜台交易市场中，证券经营机构既是交易的组织者，又是交易的参与者。由于柜台交易市场非常分散，因此不便于投资者及时掌握时刻变动的证券交易行情。20 世纪 60 年代末以来，一些国家利用电子计算机系统将全国各地的柜台交易市场联结起来，建立全国范围的自动报价系统，如美国的全国证券交易商协会自动报价系统（NASDAQ）。

目前，我国债券流通市场由三部分组成，即沪、深证券交易所市场、银行间交易市场和证券经营机构柜台交易市场。

（三）产权市场

产权市场是产权有偿转让的场所或领域。产权是指法定主体建立在财产所有权基础上的、对构成企业生产经营要素的财产所依法享有占有、使用、收益和处分的权利。产权转让是指两个以上的法定主体之间所发生的财产所有权及其派生的占有权、使用权、收益权和处分权等各项权能的部分或全部有偿转让的法律行为。所谓有偿转让，是指按照市场机制，运用经济方式，通过市场交易进行的转让。产权转让可以是财产所有权及其派生的四项权能一起转让，也可以是在财产所有权不变的条件下，其他四项权能一起转让，即经营权的转让，还可以是在财产所有权不变的条件下，其他四项权能的部分转让，如只转让使用权等。产权市场概念有广义和狭义之分。从广义来看，产权市场包括证券化的产权市场（股票市场）和非证券化的产权市场，但在一般情况下，人们往往从狭义看，把产权市场理解为非证券化的产权交易市场。我国的产权交易市场萌芽于 20 世纪 80 年代末，经过三十多年的发展，目前全国大部分省市已建立了有形的产权交易市场，不同规模的产权交易所（中心）已达 300 多家。作为我国多层次资本市场的重要组成部分，产权市场是现代产权制度的重要一环，也是要素市场化配置的重要平台。目前，我国产权市场业务范围已由传统的国有资产交易扩展至资产股权类、金融资产类、自然资源类、环境权类和阳光采购类 5 大类业务。产权交易市场的功能在于沟通产权卖方和买方的联系，使产权交易顺利进行。产权交易通过企业收购、兼并、拍卖和租赁等方式进行。产权交易从形式上看是一种权利的转让，从实质上看则是一种生产要素的转移与重组。发育健全和完善的产权交易市场，有利于增强企业之间的联系和信息交流，推动生产要素合理流动，搞好资产重组，盘活存量资产，促进资源优化配置和企业规模效益提高。

（四）投资银行

1. 投资银行的定义

投资银行是最典型的投资性金融机构，一般认为，投资银行是在资本市场上为企业发行债券、股票，为筹集长期资金提供中介服务的金融机构，主要从事证券承销、公司并购与资产重组、公司理财、基金管理等业务。其基本特征是综合经营资本市场业务。



美国著名金融专家罗伯特·库恩（Robert Kuhn）依照业务经营范围大小，对投资银行给出了四个层次的不同定义。

（1）广义投资银行：指任何经营华尔街金融业务的金融机构，业务包括证券、国际海上保险以及不动产投资等几乎全部金融活动。

（2）较广义投资银行：指经营全部资本市场业务的金融机构，业务包括证券承销与经纪、企业融资、兼并收购、咨询服务、资产管理、创业资本等，与第一个定义相比，不包括不动产经纪、保险和抵押业务。

（3）较狭义投资银行：指经营部分资本市场业务的金融机构，业务包括证券承销与经纪、企业融资、兼并收购等，与第二个定义相比，不包括创业资本、基金管理和风险管理工具等创新业务。

（4）狭义投资银行：仅限于从事一级市场证券承销和资本筹措、二级市场证券交易和经纪业务的金融机构。

投资银行在各国的称谓不尽相同。在美国称投资银行，在英国称商人银行，在法国称实业银行，在我国称为证券公司。

2. 投资银行的业务^①

投资银行是以证券承销（以及在承销基础上的证券经纪业务）为本源，其他的投资银行业务都是在这一业务基础上形成和发展起来的。投资银行的业务主要有以下几项。

（1）证券承销。证券发行市场是由证券的发行者（发行主体）、认购者（投资主体）和承销者三方构成的。承销者是指联系发行主体和投资主体的金融中介机构，它们本身并不从事投资业务，仅仅是协助政府或企业发行证券，并帮助投资者获得这些证券。投资银行从事证券承销业务，其承销过程包括：①投资银行对证券发行者提供发行证券种类、时间和条件等方面的建议；②当证券发行申请经国家证券管理机关批准后，投资银行与证券发行者签订证券承销协议；③协议签订后，投资银行组织销售网络，将证券销售给广大社会公众。

投资银行承销证券获得的报酬，一种是差价，即承销商支付给证券发行者的价格与承销商向社会公众出售的价格之间的差价；另一种是佣金，按发行证券金额的一定百分比计算。

（2）证券交易。投资银行的证券交易活动包括：①在证券承销之后，投资银行要为该证券创造一个流动性较强的二级市场，并尽量使该证券的市场价格稳定一个时期；②经纪业务。投资银行接受客户（证券的买方或卖方）的委托，按照客户的指令，促使证券买卖双方达成交易，并据此收取一定的佣金；③投资银行利用本身拥有的大量资产和接受客户委托管理的资产进行证券交易，通过选择买入和管理证券组合并卖出证券获得投资收益。

（3）私募发行。前面所说的证券承销，实际上就是证券的公募发行。私募发行是将证券配售给少数特定的投资者。其发行的对象主要有两类：一类是个人投资者，如公司的股东、职工和重要客户等；另一类是机构投资者，如大的金融机构或与发行者有密切业务往来的企业等。证券私募发行者一般是一些风险较大的新企业、小企业以及投机性

^① 夏乐书，等. 资本运营理论与实务（第2版）[M]. 大连：东北财经大学出版社，2004：50-53.



的公司。投资银行在证券私募发行方面的作用主要是：①与证券发行者、投资者共同商讨证券的种类、定价和条件等事宜；②为证券发行者寻找合适的机构投资者，并按优劣排列顺序，供发行者选择；③充当证券发行者的顾问，提供咨询服务。投资银行办理上述证券私募发行业务，一般按私募证券金额的一定比例收取报酬。

（4）企业兼并与收购。企业并购是企业产权交易的重要内容，投资银行在企业产权交易双方（买方和卖方）中充当中介，为企业并购双方提供服务。投资银行参与企业并购的主要方式是：①寻找兼并与收购的对象；②向并购者和被并购者提供买卖价格或非价格条款的咨询；③帮助并购者采取行动抵御恶意性吞并企图；④帮助并购者筹措必要的资金，以实现并购计划。

投资银行在企业兼并、收购方面发挥很大作用，企业兼并、收购业务为投资银行带来巨额收益，已成为投资银行的一项主要业务活动。

投资银行办理企业兼并、收购业务应收取的报酬（咨询费或聘请费）根据并购交易金额大小、交易的复杂程度、投资银行提供服务的水平等因素决定。

（5）基金管理。基金是一种大众化的投资方式，它由基金发起者通过发售基金份额，吸收许多投资者的资金形成基金，聘请有专业知识和投资经验的专家，运用基金进行证券组合投资，定期将收益按投资收益凭证分配给投资者。在美国称为“共同基金”，在英国称为“单位信托基金”，在日本称为“证券投资信托基金”，在我国称为“证券投资基金”。投资银行在基金管理方面的业务包括：①投资银行可以作为基金发起者发起和建立基金，并管理自己建立的基金；②投资银行可以作为承销者，帮助其他基金发起者向投资者发售投资收益凭证，也可以接受基金发起者的委托，帮助其管理基金，从基金发起者处获得一定报酬。

（6）风险投资。即创业投资，是指为新兴公司在创业期和拓展期融通的资金。新兴公司运用新技术生产新产品，其市场潜力大，预期利润很高，但风险也很大，很难从商业银行获得贷款，也不能公开发行业股票融资。而投资银行的风险资本业务能够帮助新兴公司解决困难，其办法是：①投资银行向新兴公司投资，成为新兴公司的股东。有些投资银行设有风险基金或创业基金，用于向新兴公司提供创业资本；②通过私募发行证券（股票）为新兴公司筹集资本。投资银行为新兴公司私募发行证券时，常用其风险基金购买证券，由于新兴公司风险很大，因而投资银行往往要求证券发行者支付很高的私募发行报酬。投资银行还要求证券发行者提供认股权证，一般规定在私募后5年内，投资银行有权按私募发行价的120%购买该公司发行的股票，并上市交易，这类股票上市后，市价将会成倍地上涨，这时，投资银行就可以用较低的价格购买到市价很高的股票，从而获得巨额利润。如果该公司经营不善，股票价格低，投资者就可以不使用认股权证。

此外，投资银行还有项目融资、衍生产品、租赁、咨询服务、现金管理、证券保管与抵押等业务。

二、资本市场的功能

经济发达的国家都有着成熟和完善的资本市场，资本市场是市场经济的有机组成部分。从总体上讲，资本市场通过资本的交易来对社会经济资源进行优化配置。它通过对



货币资本、金融资本和实物资本的运营,把社会资本配置到效率最高的地方去。由于在市场经济中,资本是社会经济资源的主要成分之一,因此资本市场的资源配置功能是非常强大的。

在我国的现阶段,市场经济建设过程中的资本市场除一般的资源配置功能以外,还承担着推进经济体制改革,特别是国有企业改革的重任。因此讨论我国的资本市场又必须看到它特别的一面。具体说来,资本市场有以下一些功能。

(一) 融资功能

融通和筹集资金是资本市场最基本的功能。从历史上看,资本市场最初的产生,就是为了满足企业和政府筹集资金的需要,因此,集资功能是资本市场最原始,也是最基础的功能。资本市场可以把公司的股权和债权证券化,成为股票和债券。



资料 1-3

资本市场与日不落帝国

英国之所以能在 18 世纪战胜法国成为世界霸主,原因之一就在于英国有更发达的金融技术和资本市场,让它更能将未来收入提前变现。

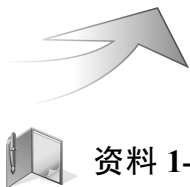
那时欧洲战争不断,各国都要靠借国债发展军力,谁能借到更多、更便宜的钱,谁就能拥有更强的军队,特别是海军。1752 年,英国政府的国债利率大约为 2.5%,而法国国债利率是 5% 左右。1752—1832 年,法国政府支付的国债利息基本上是英国国债利息的两倍。这意味着什么呢?要知道在 18 世纪中,英国每年的财政收入有一半是用来支付国债利息的,也就是说,假如那时英国的国债利息跟法国的一样高,那么英国要么必须减少借债,要么就把每年的所有财政收入都用来支付利息,前者会使英国的军力下降,而后者会使其政府破产。两种可能的结局中,哪种都不好。但因为英国有着比法国远为发达的证券市场,使英国不仅能以未来收入为基础融入更多国债资金发展国力,而且需要支付的融资成本也比法国低一半。更强的证券化能力使英国可以筹到更多的钱用于发展国家实力,使英国从 18 世纪到 20 世纪初都一直拥有世界最强大的海军,让不到两千万人口的英国主宰世界两个世纪。

谁能以更低的成本把更多的未来收入作为证券化变成今天的钱,谁就能在未来拥有最多的发展机会。因此,证券融资不只是简单地把未来的收入提前花,更是为未来创造更多更大的发展空间,甚至会决定竞争中的输赢。

资料来源:陈志武. 金融技术、经济增长与文化[J]. 国际融资, 2005(5): 46-52.

(二) 投资功能

证券化的资本可以更好地流通,这也使得资本的社会化和公众化极大地发展起来,公众可以通过证券市场参与投资,购买公司的股票(债券),成为公司的股东(债权人)。资本市场在拓宽了公司融资渠道的同时,也培养出大批的投资者,催生了各种流派的投资理论和方法,主流的包括以巴菲特为代表的“价值投资”派、以戴若·顾比为代表的“趋势交易”派等。



资料 1-4

标普 500 指数原始成分股中的最佳公司

美国沃顿商学院的西格尔教授分析了从 1957 年到 2003 年这 46 年间美国标准普尔 500 指数成分股的涨幅，涨得最好的 20 家公司中，有 11 家是知名品牌消费品公司，6 家医药公司，具体如下。

2 家烟草公司：菲利普·莫里斯上涨 4625 倍，富俊上涨 580 倍。

2 家食品公司：亨氏公司上涨 635 倍，通用磨坊上涨 387 倍。

2 家饮料公司：可口可乐上涨 1051 倍，百事可乐上涨 865 倍。

3 家糖果公司：小脚趾圈上涨 1090 倍，绿箭上涨 603 倍，好时上涨 507 倍。

2 家个人护理用品公司：高露洁上涨 760 倍，宝洁上涨 513 倍。

6 家医药行业公司：雅培上涨 1280 倍，百时美施贵宝上涨 1208 倍，辉瑞上涨 1054 倍，默克上涨 1002 倍，先灵葆雅上涨 536 倍，惠氏上涨 460 倍。

资料来源：杰里米 J. 西格尔，等. 投资者的未来[M]. 北京：机械工业出版社，2010.

（三）定价功能

一般来说，如果市场是竞争性的，则它所进行的资源配置就是有效率的，也可以说市场上的供求关系确定的资源价格反映了它的稀缺性。商品市场为其交易对象确定了市场价值，同样，资本市场也为资本确定了相应的市场价值。由于资本市场中交易对象的收益大多与其面临的风险性大小有关，因此这样的定价过程也被称为风险定价。

在现实生活中，不可能有一个万能的或相应的机构能够对不断变动的市场风险和相应的资本价格给出准确的答案，而资本市场就提供了这个功能，在无数的市场参与者的共同活动中，资本的价格以一种几乎自然的方式被决定下来。

（四）分散风险功能

资本社会化和公众化的过程，使企业在实现直接融资的同时，也将风险分散出去了，就不会将风险集中到创业者身上，也不会集中在银行这类提供间接融资的传统金融机构。同时，对于投资者而言，资本的流动性也为风险的规避提供了便利。

（五）优化资源配置

首先，资本市场可以运用其多样化的交易工具，为交易者提供极大的便利。通过它的竞争机制、价格机制、风险机制等将社会资本配置到最适宜的地方去，即把增量资本向经济效益好的或新兴的朝阳产业输送，不断促进这些优秀产业或企业的发展壮大。

其次，借助于资本市场中的证券市场和实物资本市场，资本运营的参与者又可以对社会存量资本进行有效配置。无论是通过证券市场还是直接进行资产收购和兼并，社会各行业、各企业之间的资产规模会发生变化，从而形成符合不同经济效益要求的横向兼并、纵向兼并和混合兼并活动。这样也就从整体上优化了国民经济的整体经济效益。



资料 1-5

美国培育新兴产业的经验

PC、电信、互联网、生物成了近三十年来引领美国经济发展的最重要的四个产业，它们都是通过市场，尤其是资本市场发现的，它们的成长和壮大也是得益于资本市场的推动。

资本市场将人类经济活动中的很多要素转化为证券，公司的股份成为股票，信用成为债券，人的潜能成为期权，在电子平台上迅速地交换。市场参与者在买卖证券、寻求自身利益的同时，客观上推动了社会资源配置的优化。

有效的市场化资源配置方式，是美国经济得以迅速崛起，并在高科技浪潮中步步领先的重要原因。政府要做的就是去优化要素市场，优化科技和资本，优化风险投资、私募股权投资和资本市场的对接机制。

资料来源：祁斌. 资本市场与中国经济社会发展[J]. 中国流通经济, 2012, 26(9): 36-42.

（六）促进企业改制

在我国的现阶段，大力发展资本市场有助于推进企业体制的改革。当前我国的国有企业改革出现了许多困难，国有企业的产权结构和内部治理结构不合理是其根本原因。从现代企业理论来看，融资结构不合理又是导致产权结构不合理和内部治理结构不合理的主要原因之一。发展资本市场可以对企业体制的改革起到积极推进的作用：一方面，它可以加快国有企业的公司制改造，这是国有企业进入资本市场的先决条件，它必须根据《公司法》的要求来进行规范的公司制改造。在这样的基础上，通过在资本市场上吸收资本，则相应地就会引起企业的产权结构和内部治理结构的变化；另一方面，它可以通过资本流动机制促进国有企业的战略性改组，在资本市场上，等量资本拥有等量的权利，因此当前我国国有企业的战略性改组完全可以由资本市场来决定其走向，这为国有资产进行合理布局提供了相应的资本流动机制。

第三节 我国资本市场的发展

20 世纪 70 年代末以来的中国经济改革大潮，推动了资本市场在中国境内的萌生和发展。中国资本市场从无到有，从小到大，从区域到全国，得到了迅速的发展，在很多方面走过了一些成熟市场几十年甚至是上百年的道路。尽管经历了各种坎坷，但是，中国资本市场的规模不断壮大，制度不断完善，证券期货经营机构和投资者不断成熟，逐步成长为一个在法律制度、交易规则、监管体系等各方面与国际普遍公认原则基本相符的资本市场。

一、我国资本市场的发展历程^①

回首 40 多年来的发展历程，依据不同的时代特点和特殊的历史事件，中国资本市

^① 根据《中国资本市场发展报告》及相关资料整理。



场的发展可分为以下几个阶段。

（一）中国资本市场的萌生（1978—1992 年）

1978 年 12 月，中国共产党十一届三中全会召开，将改革开放作为基本国策，经济建设为基本任务。经济体制不断改革，企业对资金的需求日趋多样，中国资本市场开始萌生。20 世纪 80 年代初，最初的股票伴随着一些企业的股份制改革开始出现，国债、企业债和金融债相继发行。1990 年 12 月，上海证券交易所、深圳证券交易所先后开始营业。伴随着一、二级市场的初步形成，证券经营机构的雏形开始出现。1987 年 9 月，中国第一家专业证券公司——深圳经济特区证券公司成立。1990 年 10 月，期货交易开始试点，郑州粮食批发市场开业并引入期货交易机制，成为中国期货交易的开端。在这个阶段，源于中国经济转轨过程中企业的内生需求，中国资本市场开始萌生。在发展初期，市场处于一种自我演进、缺乏规范和监管的状态，并且以区域性试点为主。深圳“8·10 事件”^①的爆发，是这种发展模式弊端的体现，标志着资本市场的发展迫切需要规范的管理和集中统一的监管。



资料 1-6

中国第一支股票——飞乐音响

1984 年 11 月 15 日的上海《新民晚报》第一版刊登了这样一条消息：“上海飞乐音响公司十八日开业—接受个人和集体认购股票—发行 1 万股—每股五十元。”当年 12 月，飞乐音响正式由上海静安证券营业部代理发行股票 1 万股，计 50 万元。其中单位和个人的购买比例各占 50%。时隔 25 年后的飞乐音响（600651）承继上扬态势。2009 年 11 月 18 日，开盘价 8.70 元，盘中一度冲高至 9.18 元，最终收盘为 9.06 元，上涨 3.54%；自 11 月 2 日以来，飞乐音响从 6.08 元到 18 日的 9.06 元，短短 13 个交易日内上涨了 49%。

从新中国第一张有价证券问世到今天拥有上千支股票的 A 股市场，中国证券市场已走过了 29 年光阴。被股民们称为“小飞乐”的飞乐股票见证了新中国的多个第一：它是新中国第一支名副其实的股票，第一张被外国人拥有的股票，上海第一批柜台交易的股票，上海证券交易所第一批上市流通的股票。

资料来源：新浪财经（<https://finance.sina.com.cn>）

（二）全国性资本市场的形成和初步发展（1993—1998 年）

1992 年 10 月，国务院证券管理委员会和中国证券监督管理委员会（以下简称“国务院证券委”和“中国证监会”）成立，标志着中国资本市场开始逐步纳入全国统一监管框架，区域性试点推向全国，全国性市场由此开始发展。1998 年 4 月，国务院证券委撤销，中国证监会成为全国证券期货市场的监管部门，建立了集中统一的证券期货市场监管体制。在监管部门的推动下，《股票发行与交易管理暂行条例》《公开发行股票公

^① 1992 年 8 月 10 日，在深圳市有关部门发放新股认购申请表的过程中，由于申请表供不应求，加上组织不严密和一些舞弊行为，申购人群采取了游行抗议等过激行为。



司信息披露实施细则》等一系列相关的法律法规和规章制度出台，资本市场法规体系初步形成。资本市场得到了较为快速的发展，证券中介机构也随之增加，到 1998 年底，全国有证券公司 90 家，证券营业部 2412 家。同时，对外开放进一步扩大，推出了人民币特种股票（B 股）。然而，各种体制和机制缺陷带来的问题也在逐步积累，迫切需要进一步规范发展。

（三）资本市场的进一步规范和发展（1999—2007 年）

1999 年《证券法》的实施及 2006 年《证券法》和《公司法》的修订，使中国资本市场在法制化建设方面迈出了重要的步伐，标志着资本市场走向更高程度的规范发展，也对资本市场的法规体系建设产生了深远的影响；“琼民源”“银广夏”等一批大案的及时查办对防范和化解市场风险、规范市场参与者行为起到了重要作用；2004 年 1 月，国务院《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》的出台标志着中央政府对资本市场发展的高度重视；以股权分置改革为代表的一系列基础性制度建设使资本市场的运行更加符合市场化规律；合资证券经营机构的出现和合格境外机构投资者等制度的实施标志着中国资本市场对外开放和国际化进程有了新的进展。同时，债券市场得到初步发展，中国债券市场规模有所增加，市场交易规则逐步完善，债券托管体系和交易系统等基础建设不断加快。中国资本市场也在 2006 年出现了转折性的变化。

（四）资本市场全面发展创新阶段（2008 年至今）

在国民经济持续快速健康发展、市场资金流动性比较宽松的背景下，国家采取的各项政策和治理措施成效显著，资本市场开始全面复苏，步入了良性发展轨道。在这个阶段，改革创新成为主流手段。2009 年 10 月 30 日，中国创业板正式上市，为中小企业，尤其是高成长型企业提供了融资渠道，是中国调整产业结构、推进经济改革的重要手段，为自主创新国家战略提供融资平台建设，为多层次的资本市场体系建设添砖加瓦。2010 年，国务院批准同意开展证券公司融资融券业务试点和推出股指期货品种。融资融券、股指期货等市场创新的实施，是实现稳定股市交易手段的变革，也为打造蓝筹股市提供了条件，中国证券市场开始走向成熟。2012 年，国家外汇管理局深化资本项目外汇管理改革，推动资本市场开放和跨境人民币业务发展，鼓励支持资管业务、自营业务等业务创新，并建立起相应的管理机制，不仅丰富了我国资本市场的产品结构，增强市场活力，也满足了不同投资者的投资需求，是我国资本市场不断发展的必然趋势。为进一步推动我国资本市场对外开放，沪港通、深港通先后于 2014 年和 2016 年正式启动，建立了上海、深圳与香港股票市场交易的互联互通机制。

随着企业的成长和资本市场的发展，证券市场各板块在对接不同层级、不同类型高科技企业中出现缺口，不同层次证券市场功能的重叠在一定程度上加剧了各类企业在金融需求和供应方面的不平衡。为适应企业发展，国家对资本市场的改革不断深化与创新，2018 年，中央全面深化改革委员会第六次会议审议通过了科创板方案；2019 年，中国证监会正式发布了科创板的相关规定，科创板首批 25 家公司上市交易；同时对新三板、创业板等板块进行增量改革，中国证监会提出要完善市场分层，设立精选层，同时建立挂牌公司转板上市机制，在精选层挂牌一定期限且符合交易所上市条件和相关规定的企



业，可以直接转板上市；还允许符合条件的创新层企业向不特定合格投资者公开发行股票。经过一系列蹄疾步稳的改革，主板、科创板、创业板、新三板等主要市场板块的瓶颈被逐个打破，服务上市、挂牌公司等市场主体的作用更加突出，功能进一步明确，多层次资本市场体系进一步完善。

2020 年，我国多层次资本市场全面启动深化改革。2020 年 3 月，新修订的《中华人民共和国证券法》正式实施。新证券法的落地有利于保护中小投资者利益，促进市场健康发展，也是促进我国证券市场长期健康发展的制度基石。A 股发行制度开始向注册制全面推进，中国资本市场“史上最严”退市制度正式落地。

2023 年 2 月，全面实行股票发行注册制改革正式启动，中国证监会发布全面实行股票发行注册制相关制度规则，自公布之日起施行。证券交易所、全国股转公司、中国结算、中证金融、证券业协会配套制度规则同步发布实施。

二、我国资本市场发展的特点

（一）资本市场规模不断壮大

自 1990 年上海证券交易所和深圳证券交易所成立以来，特别是进入 21 世纪的最近 20 年，中国资本市场在探索中前进，在改革中创新，实现了跨越式发展，取得了令人瞩目的成就。2002 年底，沪深股票市场仅有 1223 家上市公司，总市值 3.8 万亿元人民币。

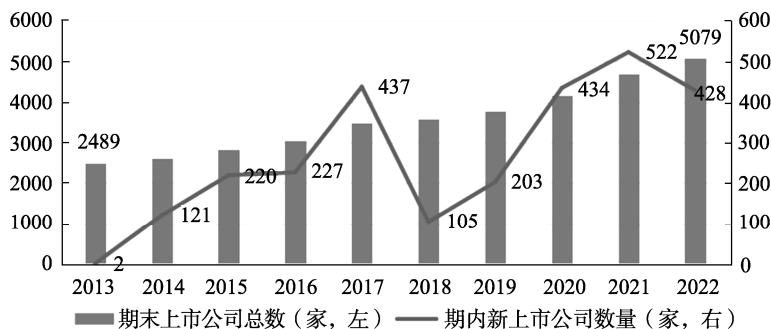


图 1-1 2013—2022 年我国上市公司数量（单位：家）

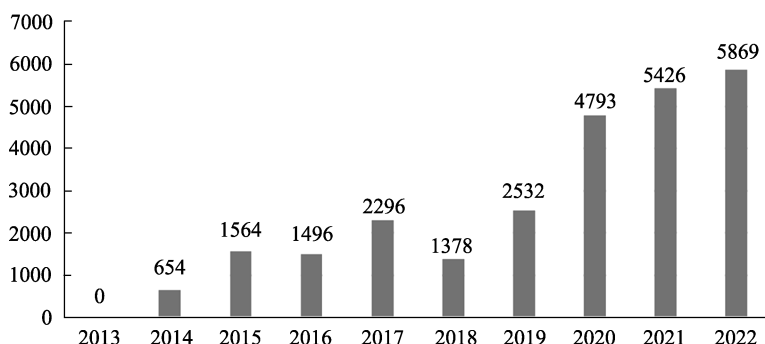


图 1-2 当年新上市公司首发募资金额合计（亿元）

资料来源：万得资讯（Wind 资讯）



历经 20 年的发展，截至 2022 年底，沪深两市共有上市公司 5079 家，比 2002 年末翻了 4 倍；股票总市值 79 万亿元，比 2002 年末增长了 19.8 倍。在世界交易所联合会（WFE）的全球市值排名，我国内地资本市场由 2002 年的第十三位跃居至目前的第二位，仅次于美国，同我国实体经济规模全球第二的排名相适应。

（二）多层次资本市场体系日益完善

在资本市场上，不同的投资者与融资者都有不同的规模大小与主体特征，存在着对资本市场金融服务的不同需求。投资者与融资者对投融资金融服务的多样化需求决定了资本市场应该是一个多层次的市场体系。

建立和完善多层次资本市场体系，既是我国经济发展、产业成长的实际需要，也有利于扩展资本市场本身的广度和深度。经过多年的探索、规范及发展，我国初步建立了含主板、科创板、创业板、新三板和区域性股权交易市场（四板）在内的场内和场外多层次股权融资市场，为实体经济的持续快速发展提供了强大的源动力。截至 2022 年底，上市公司总数达到 5079 家，总市值 79 万亿元。其中，科创板、创业板、北交所分别 501 家、1232 家、162 家，总市值分别为 5.82 万亿元、11.27 万亿元和 2110.29 亿元。在区域性股权转让市场和产权交易市场挂牌的企业有数千家。

多层次资本市场体系主要包括以下部分。

（1）主板市场。从总量与规模上看，沪深市场仍是未来我国多层次资本市场体系的主要组成部分，将重点支持业务模式成熟、经营业绩稳定、规模较大、具有行业代表性的优质企业，同时应鼓励 H 股和境外上市公司到 A 股市场发行上市。此外，中小企业板是深圳证券交易所开设的，是介于主板和创业板之间的一个市场体系，以传统行业的中小型公司为上市主体，门槛比创业板略高。中小企业板市场是中国特殊时期的产物，是我国构建多层次资本市场的重要举措。2021 年 4 月，经中国证监会批准，深交所主板和中小企业板合并，中小企业板完成历史使命，正式退出历史舞台。

（2）科创板市场。科创板于 2019 年 6 月正式开板，主要服务于符合国家战略、突破关键核心技术、市场认可度高的科技创新企业。经过近 4 年的建设，已切实担负起了服务科技创新的国家使命，成为“硬科技”企业上市的首选地。

（3）创业板市场。创业板市场是多层次资本市场体系中的重要组成部分，2009 年 10 月创业板市场正式启动，定位于为具有一定规模，符合“五新三高”（“五新”：新经济、新技术、新材料、新能源、新服务；“三高”：高技术、高成长、高增值）特点处于成长期的创业企业提供融资服务和资本运作平台。

（4）三板市场（场外交易市场）。包括柜台交易市场和场外交易市场，主要解决中小企业在筹集资本性资金方面的问题，以及这些企业的资产价值（包括知识产权）评价、风险分散和风险投资的股权交易问题。作为我国多层次证券市场体系的一部分，三板市场一方面为退市后的上市公司股份提供继续流通的场所，另一方面解决了原 STAQ、NET 系统历史遗留的数家公司法人股流通问题。三板市场包括“老三板”市场和“新三板”市场两个部分：“老三板”市场包括原 STAQ、NET 系统挂牌公司和退市公司；“新三板”市场是指自 2006 年起，专门为高新技术企业开设的非上市股份有限公司股份报价转让系统。2013 年 6 月国务院决定加快发展多层次资本市场，将中小企业股份转让系统试



点扩大至全国，鼓励创新、创业型中小企业融资发展。2019 年，北京证券交易所以前有的新三板精选层为基础组建，打造服务创新型中小企业主阵地。

（5）四板市场：区域性股权交易市场（区域股权市场）是为特定区域内的企业提供股权、债券的转让和融资服务的私募市场，一般以省级为单位，由省级人民政府监管。四板市场是我国多层次资本市场的重要组成部分，亦是中国多层次资本市场建设中必不可少的部分，对于促进企业特别是中小微企业股权交易和融资，鼓励科技创新和激活民间资本，加强对实体经济薄弱环节的支持，具有积极作用。

多层次的资本市场能够对不同风险特征的筹资者和不同风险偏好的投资者进行分层分类管理，以满足不同性质的投资者与融资者的金融需求，并最大限度地提高市场效率与风险控制能力。

（三）交易品种结构有待改善

目前，我国资本市场的产品品种向多元化发展，产品结构日益完善，交易品种主要包括股票、债券、基金和期货，其中，公司债券、可转换债券、期货的交易规模不断扩大。

（1）直接融资相对于间接融资严重滞后。提高直接融资比例一直是我国金融业建设的目标，2022 年我国直接融资（企业债、政府债、股票融资）在社会融资存量中的占比大约为 29.7%，间接融资的比例大约为 70.3%。对比全球市场来看，G20 成员平均直接融资比例上升至 66.9%，美国直接融资占比维持在 80%以上，我国直接融资比例还有很大的上升空间。

（2）债券市场发育滞后。尽管我国债券市场总体规模迅速扩大，但在市场发育程度方面，与西方成熟市场存在较大差距，主要表现在：①债券市场交易增大但流动性仍不充足。2022 年债券市场共发行各类债券 61.9 万亿元，但由于债券标准化程度较股票低，因此市场换手率（年换手率=年交易量/年末托管量）相应也比较低。②我国的国债比重较低。2022 年中国国债余额为 25.87 万亿元，仅相当于 GDP 的 20%左右，而发达国家国债占 GDP 比重在 50% 以上乃至超过 100%。③公司债券发展落后。尽管我国公司债券发行量一直呈增长趋势，但公司债与企业债占发行债券比重的 10%左右，而在美国公司债占债市规模的 20%以上，我国公司债仍需进一步发展。

（3）期货期权品种创新相对不足。尽管近几年我国资本市场陆续推出多个期货期权新品种，如乙二醇期货、苹果期货、白糖期权、豆粕期权等，目前期货品种总数已经达到 50 多个，覆盖农产品、金属、建材、能源、化工和金融等领域的期货品种体系已初步形成，但至今尚未推出汇率期货、利率期货、货币互换、股权互换等在发达国家已广泛交易的衍生工具。目前，中国期货交易所正积极研发上市更多期货、期权新品种，包括纸浆、红枣、20 号标准橡胶、两年期国债、生猪、尿素以及铜期权等，这些关乎国计民生的大宗期货合约的推出，也将给我国期货市场带来深远的影响。

（四）包容性不足

香港回归祖国十周年时，耶鲁大学金融经济学教授陈志武曾经撰文指出，香港金融市场的发展不足在于其包容性不足，其上市公司多是来自香港本地和内地的，其他国家



和地区的还太少，长此以往，香港将失去其世界金融中心之一的地位。

而近些年，北美与西欧之间证券交易所的跨国并购盛行，如纽约证交所并购了EuroNext、纳斯达克并购伦敦证交所等，这是全球金融业竞争的新趋势，现代交通运输工具以及通信手段使交易所跨国运行成为现实。

中国要想将上海打造成为新的世界金融中心之一，就必须提高其包容性，提升其辐射力，所以在上交所推出国际板就是必然的选择，即不但要允许国外资本来投资我们的企业，也要允许国外企业来我们这里融资。同时，国际板的推出，还有利于中国资本市场的公司治理和监管环境的改善；有利于人民币的国际化；有利于扩大国内投资者的选择空间。

（五）正从“货币池”转向“资产池”^①

随着我国资产证券化进程的快速发展，各项制度的逐步完善，以及全球经济的繁荣，我国资本市场将逐步进入一个全新的发展时代，即从“货币池”迈向“资产池”，逐步成为全社会资源配置的经济平台。

金融结构发生变化，金融功能也跟着变化。在资本市场尚不存在或者是发展初期时，金融体系的主要功能是提供支付清算和充当资金媒介，也就是发挥“货币池”的作用，以流量的方式调节经济运行，以媒介的方式配置资源。然而，伴随着资本市场的不断发展，尽管提供支付清算、充当资金媒介依然作为金融体系的功能存在且发挥着重要作用，但金融体系也产生了一些新的功能，主要包括分散风险和财富储备，甚至将这些新功能慢慢发展成为主导的、核心性的功能。由于资本市场所具备的分散风险和财富储备的功能，我们认为资本市场实质上发挥着“资产池”的作用，而非“货币池”。资本市场的功能从“货币池”逐步转向“资产池”，这表示资本市场即将成为全社会的财富（资产）管理中心，而基于风险管理的资产增值服务将是最高端的金融服务。

从当前的现实情况来看，中国的资本市场还不完全具备“资产池”的功能，市场透明度不够，市场的宽度和厚度也表现出严重不足。市场宽度不足，指的是金融产品品种单一，组合空间相对狭小；市场厚度不足，指的是资产的规模较小，流动性较差。显然，品种缺乏、规模不足、流动性较差的资本市场无法真正发挥“资产池”的功能。因此，我国的资本市场除了发展股票市场、提高市场透明度外，还要通过大力发展公司债券市场来拓展市场宽度，通过增加一些规模大、业绩优而稳定的公司证券资产来增强市场厚度。

最近十年来，中国资本市场在很多领域取得了巨大进步，市场机制和市场环境持续得到完善，中国资本市场与成熟市场之间的差距在不断缩小。

总结与复习

资本具有“二重性”，即自然属性与社会属性。

企业资本不仅包括自有资本，而且还包括借入资本。

资本的表现形态主要有货币资本、实物资本、无形资本、对外投资、各种应收款等。广义上还包括知识资本、人力资本、社会资本等。

资本市场是指筹措中长期资本的市场，是中长期资本需求与供给交易的总和。它既

^① 吴晓求. 再造中国资本市场[J]. 证券导刊, 2006(2): 24-26.



包括证券市场，也包括中长期信贷市场，还包括非证券化的产权交易市场。

投资银行是在资本市场上为企业发行债券、股票，为筹集长期资金提供中介服务的金融机构，主要从事证券承销、公司并购与资产重组、公司理财、基金管理等业务。其基本特征是综合经营资本市场业务。

我国资本市场的发展特点是：资本市场规模不断壮大、多层次资本市场体系有待完善、交易品种结构有待改善、包容性不足、正逐步从“货币池”转向“资产池”。

思考与练习

1. 资本的社会属性与自然属性分别是什么？
2. 科创板和创业板的区别是什么？
3. 资本市场的功能有哪些？我国资本市场的功能发挥得如何？
4. 课外查资料，分析我国资本市场的特点和最新的发展趋势。

本章案例分析

资本市场与大国崛起

华尔街是纽约曼哈顿岛南端的一个金融区，是美国资本市场金融业、服务业的代名词。简单来讲，资本市场包括股市和债市两个方面。根据美联储的数据，2006 年底，美国的股市规模大致是 20 万亿美元，相当于美国 GDP 的 150%。美国的债市规模大致是 27 万亿美元，相当于美国 GDP 的 207%。两者之和相当于美国 GDP 的 350%。因此很多人把华尔街比作一个金融帝国，或者说它富可敌国也不为过。

我们先回顾一下华尔街的发展历史，从 1792 年的《梧桐树协议》到现在，大概 200 多年的历史，可以分成三个阶段：童年期、青年期和成年期。在回顾华尔街历史的过程中，我们可以把握两条主线，第一条是看看华尔街在美国社会和美国经济发展中的作用，第二条是华尔街自身不断发展、不断演变、不断改革的过程。

1. 童年期（1792 年到 19 世纪末期）

华尔街的起步源于纽约曼哈顿岛的南端。纽约作为天然的深水港，加上欧洲移民带来的欧洲先进资本主义文化，纽约开始发展为繁荣的贸易中心。当时出现的生意人，即经纪人，通过买卖各种物品，赚取差价来谋生，这就是股票经纪人的前身。为了维持一个价格同盟，制订了《梧桐树协议》，规定每个证券的出售不能收取低于 2.5% 的佣金，这个价格同盟，演变成纽约交易所的前身，华尔街就从这里开始起步。

美国刚建国时期，大量银行开始设立，它们通过华尔街进行融资。美国南北战争时期，由于大量的财力消耗，南北双方均陷入了财政困境，南方大量印钞，结果引发了非常剧烈的通货膨胀，北方则选择了发行国债，发行战争债券，通过债券募集了大量的资金，以致后期北方募集资金的速度已经远远超过了它所需军费花费的速度。由此可以看出，华尔街一问世，它就开始与美国的经济发生结合，而且还立刻成为大规模运河和铁路建设的一个重要资金渠道，也使得美国这么一个地域辽阔、运输非常不便的新兴国家迅速整合成一个一体化的经济实体。

在这个阶段，华尔街自身的发展还处在一个非常原始的阶段，处在一个摸索期，它



完全是一个自我演进的过程。美国联邦政府没有意识到政府在市场监管中应该有所作为，而且当时也没有什么法律，所以在相当长的一段时间里，上市公司可以不公布财务信息，市场是高度投机、高度混乱的，是庄家的天下；而且当时政治非常腐败，很多政府官员和市场的庄家相互勾结。这样的市场很容易出现大问题，所以当时市场经常出现各种崩溃。

2. 青年期（19 世纪末期到 20 世纪三四十年代）

到了 19 世纪末期，市场中的经纪人开始觉醒。因为他们的利益需要市场长期稳定发展，他们团结起来，开始强迫上市公司披露信息，且披露真实的信息需要独立第三方，于是有了现代注册会计师的出现。从这次经纪人的革命，我们可以看到，通过市场自己的力量，华尔街实现了一次修正。上市公司开始公开披露信息，华尔街步入一个相对来说更加规范的阶段，即青年期。

在这个阶段，发生了两个重要事件，一是美国的重工业化。在 19 世纪末期的二三十年内，美国经济快速进入了重工业化阶段，由 1860 年美国大部分的钢铁产品还需进口，到 1900 年美国的钢铁产量已超过英国、法国、普鲁士、俄国等欧洲列强的总和。它的实现是由于很多钢铁公司一出现，就迅速地通过资本市场上市，来融资和发行债券，然后进行扩张，因此很快便超过了欧洲列强。

美国通过华尔街这个融资渠道，在世界舞台上开始崛起。1900 年，美国的经济总量超过了英国；1913 年，美国人均 GDP 超过了英国，美国成为世界第一强国。这个时期的华尔街依靠自身发展，联邦政府依然没有认识到政府应对市场进行监管，相应的法律还没有出台。到了 20 世纪 20 年代，股市进入一个非常繁荣的时期，连续 8 年的牛市，很多投资者忘记了风险，当时的保证金制度是投资者可以花 1 万美元买 10 万美元的股票。

接着，另一重大事件发生了。1929 年 10 月 29 日的黑色星期二，这一天美国的股市大跌了 22%，这是历史上单日下跌比例最大的一天。随后的三年中，股市下跌了 89%。当时最火爆的美国无线电公司的股票在三年之内从 500 美元跌到了 3 美元。随后美国进入了 20 世纪 30 年代的经济大萧条时期，这对美国社会和美国经济造成了非常沉痛的打击。

3. 成年期（20 世纪三四十年代至今）

美国政府痛定思痛，从罗斯福新政开始，对金融体系进行了改革和重建，颁布了一系列法律。例如，美国政府在 1933 年颁布了《联邦证券法》，在 1934 年颁布了《证券交易法》以及成立了美国证监会。

在第二次世界大战以后，美国的经济走向繁荣，华尔街发挥着举足轻重的作用，尤其是 20 世纪 70 年代以后，美国的高科技产业崛起。1971 年英特尔公司上市，1980 年苹果公司上市，1986 年微软公司上市，同一年甲骨文公司上市，使得美国的计算机行业在全世界取得了比较领先，甚至垄断的地位。1990 年思科公司上市和 1996 年朗讯公司上市，推动了美国在通信行业里的迅猛发展。1990 年雅虎公司上市，1997 年亚马逊公司和 2004 年 Google 公司上市，使得美国成为互联网科技当仁不让的超级弄潮儿。

由此可见，在过去的三四十年中，美国依靠资本市场推动，成功地实现了经济转型。一轮一轮的高科技浪潮，帮助美国经济成功实现了产业升级，其中最核心的就是以华尔街和硅谷为代表，美国实现了高科技和资本的结合。经过了 19 世纪末期经纪人的革命和 20 世纪 30 年代罗斯福的金融新政之后，美国资本市场的自身发展也进入了一个相对



比较规范的阶段。然而，即便如此，在大家熟知的 10 年牛市的“沸腾 90 年代”，美国华尔街还是出现了各种各样的问题。例如，1994 年墨西哥比索危机，1997 年东南亚金融危机，“9·11”事件、安然事件、世通事件，2008 年的次贷危机。可见，华尔街仍然不断地出现新的问题、新的挑战，且由于经济全球化，风险也在全球扩散、传递。未来如何面对华尔街和全球金融体系带来的新的问题、新的挑战，成为人们的新关注。

在美国经济的崛起以及大国的竞争中，华尔街的作用举足轻重。1913 年到 1918 年这五年期间，发生了三件事情：美国纽约股票交易所的规模超过了伦敦股票交易所；纽约取代伦敦成为全球第一大金融中心；美国人均 GDP 超过英国，真正成为世界第一强国。这三件事情在同一时期发生，再清楚不过地说明了虚拟经济和实体经济的一个良性互动，对于现代经济的发展或者现代大国的发展有着多么重要的意义。

然而，华尔街的发展并非一帆风顺。例如，1929 年股市的崩溃，即黑色星期二那一天，在一个小时的交易时间内，全美国有 11 个经纪人跳楼，随后股市下跌了将近 90%。另外，我们认识到美国的发展是典型的自下而上的模式。它通过市场最开始的自我演进，发展到一定程度后发现市场自我发展不可能完善，才引入了政府制度的建设和监管机构的成立。政府长期缺位是美国资本市场发展中一个很大的失误。因此，在我国的资本市场建设中，我们要看到这些经验和教训，找到政府和市场制度的平衡。

透析美国资本市场，启发我国的经济崛起。我们要看到，资本市场首先是一个机制，一个将人类本性转化成社会前进动力的机制。华尔街历史上，依靠自己能力成为华尔街最富有的女人海蒂格林，认真地选择股票，认真地去投资，通过自己的一买一卖，对上市公司实现优胜劣汰，最终成为一个非常成功的投资家。当成千上万的人做这件事情谋求利益的时候，就推动了社会的进步。随着华尔街的演进，这些人变成了后来的投资银行业和基金行业中的成千上万的投资银行家和基金经理，成为资本市场即美国社会资源配置的一个核心机制。其次，资本市场由许多寻求利益的人组成，是一个非常人性的市场。人性的很多弱点，如自私、贪婪、恐惧、非理性等，这些都在华尔街历史上反复上演。最后，尽管资本市场有很多的缺陷和问题，但是适当的监管和合理的制度，能有效帮助资本市场发展，推动社会的巨大进步。例如资本市场的出现，证券的出现，使得人类有可能对未来进行定价。有人通过股票对公司的未来进行定价；信用可以变成债券进行定价；一个人的权利、义务、未来的价值等人力资源都可以变成期权。人类社会所有这些重要的生产元素，全都可以通过证券化进入到资本市场，在这个电子的无纸平台上，实现瞬间交换。这对推动国家经济的发展是非常重要的。在这里，我们通过一个明显的事实比较来进行说明。过去的 30 年中，美国一轮一轮的高科技浪潮带动了美国经济的崛起，美国经济再次快速增长，而在这个过程中，欧洲相对来说就止步不前。2007 年，欧盟的 GDP 大约与美国的 GDP 相当，但是欧盟自己的研究报告承认，欧盟在科技研发和新技术方面和创新能力方面，落后美国 28 年。当年撒切尔夫人有句非常深刻的话，她说欧洲的高科技产业落后于美国，并不是因为欧洲的技术水平低下，而是因为欧洲风险投资和资本市场落后于美国 10 年，现在看来还不只是 10 年，而是 28 年。因此，资本市场的发展对于国家经济的长期可持续发展，有着至关重要的影响。

我们再回顾一下历史，探寻在过去的几个世纪中，大国的崛起有着怎样的普遍规律？16、17 世纪西班牙和葡萄牙崛起，是因为掌握了当时比较先进的文化——航海文化，迅速成为当时欧洲最强大的国家。17 世纪的荷兰掌握了当时最先进的文化——资



本主义文化、商业文化，阿姆斯特丹成为欧洲最繁荣的城市，荷兰这个弹丸之国实现了崛起。18 世纪之后，英国率先进入了工业革命，在强大海军的支撑下，成为日不落帝国。19 世纪至 20 世纪，美国掌握了当时最先进的文化——资本市场文化，实现了崛起。我们可以看到，大国崛起的过程中有一个普遍的规律，就是它掌握了当时最先进的经济文化和经济制度，因而能迅速实现崛起。面对 21 世纪的全球竞争，我们中国的发展，也应该尽量去了解资本市场，去建设这个市场，并且让它来推动我们中国经济的崛起。

资料来源：祁斌《资本市场与大国崛起》

问题：

请结合材料，探讨资本市场在大国崛起过程中所起的作用。

即测即练

自
学
自
测



扫
描
此
码