

我国多层次资本市场的制度演进和监管模式选择 -----基于新比较制度经济学的理论与实证研究

李婧 唐黎阳

内容提要：我国的多层次资本市场是中国特有的经济转轨过程中金融制度创新的产物，与美国等发达国家在自由市场经济中发展起来的资本市场相比，其生成与演进机制存在较大差异，具有不同的内在逻辑，如果我们简单地从功能和架构上移植国外多层次资本市场的制度安排，会产生制度不相容的问题，导致资本市场改革的失败。有鉴于此，本文试图以多层次资本市场的制度演进与制度安排为研究主题，以中国市场经济改革和资本市场的制度供需变化为研究主线，以新比较制度经济学作为理论前提，在比较分析中国与美国多层次资本市场不同的历史演进过程的基础上，运用创新的理论模型对资本市场制度安排的内在动因和演进路径进行解释，并找到我国多层次资本市场演进与变革的制度性根源，同时提出我国多层次资本市场的监管制度改革的合理化建议。

关键词：多层次资本市场 新比较制度经济学 金融监管模式

作者简介：李婧：清华大学五道口金融学院博士后研究员，经济学博士，100083

唐黎阳：清华大学经管学院经济系博士研究生，100084

中图分类号：F832.5 **文献标识码：**A

一、绪论

现代经济的发展离不开金融的创新发展，而具备高效资源配置功能的资本市场正是现代金融的核心灵魂。中国的实践证明，资本市场在推动中国经济发展和结构调整等方面发挥了不可替代的作用（尚福林，2012）。2012年9月出台的《金融业发展和改革“十二五”规划》就明确了“十二五”期间资本市场的改革纵深推进的落脚点在完善多层次资本市场^①体系上，多层次资本市场体系建设与制度完善再次成为资本市场改革的焦点。同时，我国的资本市场是中国特有的经济转轨过程中金融制度创新的产物，与美国等在自由市场经济中发展起来的资本市场相比，其生成与演进机制存在较大差异，具有不同的内在逻辑。因此，我们需要对中国特有的市场环境和约束条件

^①多层次资本市场是指为满足质量、规模、风险程度不同的企业的融资需求，设置不同的上市标准，有着不同的监管要求而建立起来的分层次资本市场（曾繁振，2012）。

更深入地研究，给出更适合中国国情的多层次资本市场的制度发展道路^②。

有鉴于此，本文基于新比较制度经济学理论构建了一个更具一般性的资本市场制度选择的理论研究框架，进一步丰富了多层次资本市场改革的理论基础；同时在实践方面，从监管制度方面探讨了有中国特色的多层次资本市场的分层次、演进式制度改革路径，作为中国资本市场“新兴+转轨”特征下的对策建议，为多层次资本市场体系的深化改革提供制度保障。

二、基础模型构建

（一）前提假设

本模型以 Shleifer 等人在《The new comparative economics》（2003）和李稻葵的《有限权威时代中国需要什么样经济改革》（2011，2012）中创建的新比较制度经济学模型为前提基础^③，立足于资本市场的制度特征和政府以及市场的不完备性，将多层次资本市场制度的最优选择看作制度供给和制度需求共同作用下的帕累托最优状态，并将这种最优选择在不同时期的变化看作多层次资本市场的制度演进。

（二）模型框架

本模型的相空间是一个二维正则空间（如图 1 所示）；其中 X 轴代表市场自由，其具体内涵是多层次资本市场参与主体的决策和行为在法律允许的范围内完全取决于其自我意愿，不受政府的干预和调控，政府只在维护法律和保护产权等基本方面行使最低限度的职能；Y 轴代表社会规则，其具体内涵是多层次资本市场参与主体的决策和行为完全受制定出来的行为准则所约束，它也是一种广义的“法治”，即包括国家制定的正式法律条文，也包括由第三方组织实施认可、唾弃、驱逐、羞辱等手段来影响参与主体声誉的非正式规则（张维迎，2013）。

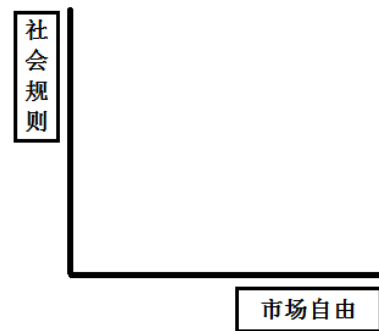


图 1：本模型的相空间

（三）制度的供给曲线

在本模型中，多层次资本市场制度的无差异供给曲线 S 实际上是多层次资本市场制度选择集的边界（如图 2 所示）。无差异供给曲线 S 的位置主要由政府执行力 α （表现为政府能否有效地执行一套多层次资本市场制度和政策，发达国家的政府通常执行能力强，而发展中国家的政府容易出现对资本市场制度和政策的执行力不强甚至失控的情况）、政府财政收入 β （与经济总量紧密挂钩，反映政府执行一套资本市场制度和政策所能动用资源的多寡）、技术进步 γ （如电子政务的技术进步对政府执行一套多层次资本市场制度和政策的方式产生了革命性的影响）等共同决定。无差异供给曲线 S 的斜率主要由政府执政特性 δ 决定，例如在大陆法系框架下政府更擅长执行一套主要围绕制定社会规则的多层次资本市场制度和政策，将这种情况下政府执政特性记为 δ_1 ，在英

^② 尚福林在《中国资本市场二十年》序言中也提及，中国资本市场不同于国外成熟市场，其“新兴+转轨”的特征明显，必须认识到资本市场的普遍规律和我国资本市场的自身规律，逐步推动解决市场深层次的体制性、机制性问题，坚持不懈地走符合我国国情和市场的改革发展道路（尚福林，2012）。

^③ Shleifer 等人（2003）的《The new comparative economics》和李稻葵的《有限权威时代中国需要什么样经济改革》（2012）通过创建新比较制度经济学模型，回答了在政府不完备性和市场不完备性都存在的前提下市场的制度演进与监管模式如何决定市场经济的好与坏，将考察如何凝聚社会共识和如何推进有意义的市场经济改革的问题转换为如何识别社会上多数人的偏好和如何识别推进社会改革的约束条件的问题，最终将讨论改革的方式从“我认为改革应该怎么进行”转变为“今天的社会主体需要什么样的改革，社会的基本偏好和约束条件是什么”。

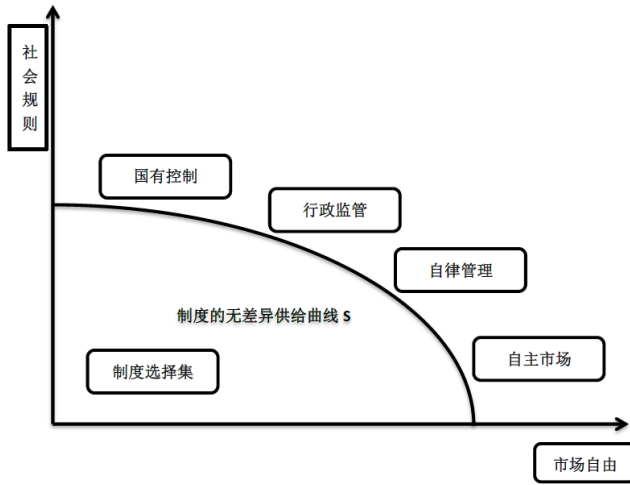
美法系框架下政府更擅长执行一套主要围绕市场自由的多层次资本市场制度和政策，记这种情况下政府执政特性为 δ_2 。所以多层次资本市场制度的无差异供给曲线 S 可定义如下：

$$S:=S(\alpha, \beta, \gamma, \delta); \text{ 满足 } \partial S(\alpha, \beta, \gamma, \delta)/\partial \alpha > 0; \partial S(\alpha, \beta, \gamma, \delta)/\partial \beta > 0;$$

$$\partial S(\alpha, \beta, \gamma, \delta)/\partial \gamma > 0; \partial^2 S(\alpha, \beta, \gamma, \delta_1)/\partial \delta_1 \partial x > \partial^2 S(\alpha, \beta, \gamma, \delta_2)/\partial \delta_2 \partial x;$$

$$\partial^2 S(\alpha, \beta, \gamma, \delta_1)/\partial \delta_1 \partial y < \partial^2 S(\alpha, \beta, \gamma, \delta_2)/\partial \delta_2 \partial y。$$

根据多层次资本市场的制度供给在社会规则和市场自由间的权衡取舍，无差异供给曲线 S 从左上方到右下方可以分为国有控制、行政监管、自律管理、自主市场这四个区段；其中（1）自主市场中的制度由市场参与主体自由协商、自发形成，属于自由市场制度，政府仅提供基本的产权保护；（2）自律管理中政府较少干预资本市场，仅就必要事项进行立法，主要由资本市场自律组织



组织通过其章程和其他规则对其组织成员行为进行引导、规范和制约，强调尊重市场参与主体的意愿；（3）行政监管是以政府参与制度供给为主，自律组织协助为辅，强调立法管理，制定一系列专门、配套的社会规范和法规，以此作为资本市场参与主体的行为准则和资本市场的监管依据；（4）国有控制则完全由政府直接对资本市场活动进行干预和规范，由政府全权制定社会规则，强制市场参与主体遵照执行。（如图 2 所示）。

图 2：多层次资本市场制度的无差异供给曲线

（四）制度的需求曲线

在本模型中，多层次资本市场制度的无差异需求曲线 D 反映了多层次资本市场的参与主体对制度的需求，无差异需求曲线 D 上的每点所代表的制度带给资本市场参与主体的效用是一样的（如图 3 中所示）。无差异需求曲线 D 的位置主要由该位置对应的资本市场制度带给市场参与主体的总效用 ε 所决定。无差异需求曲线 D 的斜率反映了市场参与主体在社会规则与市场自由间的制度需求偏好，它主要由参与主体的市场运作能力 ζ （表现为市场参与主体基于对资本市场的理解在多层次资本市场中有效运作的能力^④、社会文化 η （例如大陆法系的社会文化更偏好主要围绕社会规则的资本市场制度，记为 η_1 ，而英美法系的社会文化更偏好主要围绕市场自由的资本市场制度，记为 η_2 ）、突发性事件 θ （例如大部分市场参与主体在金融危机后相比金融危机前在资本市场制度的选择上更加偏好社会规则）等共同决定。多层次资本市场制度的无差异需求曲线 D 可定义为：

$$D:=D(\varepsilon, \zeta, \eta, \theta); \text{ 满足 } \partial D(\varepsilon, \zeta, \eta, \theta)/\partial \varepsilon > 0; \partial^2 D(\varepsilon, \zeta, \eta, \theta)/\partial \zeta \partial x > 0;$$

$$\partial^2 D(\varepsilon, \zeta, \eta, \theta)/\partial \zeta \partial y > 0; \partial^2 D(\varepsilon, \zeta, \eta_1, \theta)/\partial \eta_1 \partial x > \partial^2 D(\varepsilon, \zeta, \eta_2, \theta)/\partial \eta_2 \partial x;$$

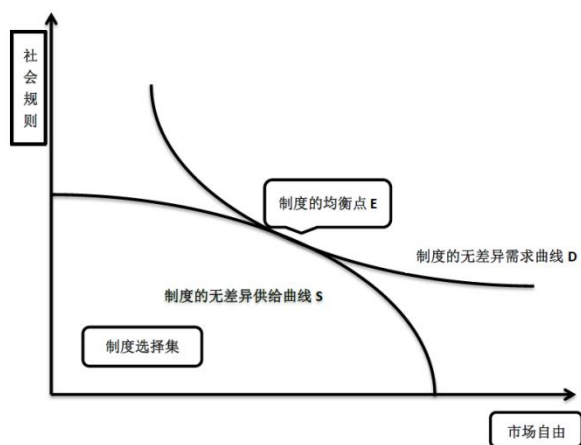
$$\partial^2 D(\varepsilon, \zeta, \eta_1, \theta)/\partial \eta_1 \partial y < \partial^2 D(\varepsilon, \zeta, \eta_2, \theta)/\partial \eta_2 \partial y;$$

θ 对 $D(\varepsilon, \zeta, \eta, \theta)$ 的影响不确定，须要具体情况具体分析。

^④举例说来，市场参与主体在一个波动的资本市场中的运作能力在不同地区是完全不同的：香港参与主体明显比内地参与主体更具备市场运作能力，他们更懂得如何应对一个波动的资本市场，即便是在中国内地，不同地区参与主体的市场运作能力也是不一样的，江苏、浙江、广东等沿海地区参与主体的市场运作能力明显比内陆地区要强。

(五) 制度的均衡点

在本模型中，多层次资本市场制度的无差异供给曲线 S 和无差异需求曲线 D 的切点即为多层次



次资本市场制度的均衡点 E，这一点所代表的制度即为多层次资本市场制度的最优选择，也是制度供给和制度需求共同作用下的帕累托最优状态，即相比均衡点 E 代表的多层次资本市场制度，任何能给多层次资本市场参与主体带来更高效用的其它多层次资本市场制度都超出了多层次资本市场制度选择集的前沿，而任何落在多层次资本市场制度选择集以内的其它多层次资本市场制度都无法给多层次资本市场参与主体带来更高的效用（如图 3 所示）。

图 3 多层次资本市场制度的均衡点

将上述问题求解过程数学化，多层次资本市场制度的均衡点 E 通过求解如下联立方程组得出：

$$\{S:=S(\alpha, \beta, \gamma, \delta); D:=D(\varepsilon, \zeta, \eta^0, \theta^0); S=D\}$$

记内生性决定因素的均衡解分别为 $\alpha^*, \beta^*, \gamma^*, \delta^*, \varepsilon^*, \zeta^*$ ，则有：

$$S(\alpha^*, \beta^*, \gamma^*, \delta^*)=D(\varepsilon^*, \zeta^*, \eta^0, \theta^0); \partial^2 S(\alpha^*, \beta^*, \gamma^*, \delta^*)/\partial x \partial y = \partial^2 D(\varepsilon^*, \zeta^*, \eta^0, \theta^0)/\partial x \partial y。$$

记上述联立方程组的均衡解为 E^* ，则有： $E^*=E(\alpha^*, \beta^*, \gamma^*, \delta^*, \varepsilon^*, \zeta^*, \eta^0, \theta^0)$ 。

(六) 制度演进在模型中的意义

在本模型中，多层次资本市场制度的无差异供给曲线 S 和无差异需求曲线 D 所确定的切点即为多层次资本市场制度在该时点对应的均衡点 E，这一点所代表的制度即为多层次资本市场的制度供给和制度需求共同作用下在该时点对应的帕累托最优状态。但随着时间的推移，由于多层次资本市场制度的无差异供给曲线 S 或无差异需求曲线 D 的位置或斜率的内生性决定因素发生变化，使得两条曲线（S 或 D）发生相应的变化，最终导致多层次资本市场制度的均衡点 E 也动态变化，多层次资本市场制度的这种最优选择在不同时期的变化就反映了多层次资本市场制度演进的过程。下文会将此模型应用于对中国和美国多层次资本市场的不同制度演进过程的研究上。

三、中国和美国多层次资本市场的历史演进脉络与比较分析

(一) 中国多层次资本市场的历史演进脉络

本文以我国市场经济改革和资本市场制度供需为主线，将我国多层次资本市场体系和制度演进过程划分为四个阶段：

第一阶段：场外交易市场自主建立，中国资本市场自发萌芽阶段（1980-1990）

1984 年 11 月，我国企业首次公开发行股票—上海飞乐音响，既标志着场外交易市场^⑤的诞生，也标志着我国资本市场自发萌芽阶段的开始，它是伴随着国有企业的股份制改革而自发形成的。但是在此阶段，场外交易市场爆发了严重扰乱市场秩序的风险事件，于 1990 年 5 月被政府取缔。

^⑤ 本文中提及的场外交易市场是指广义上的相对于交易所市场而言的，是在证券交易所之外进行证券买卖的市场。这些市场因为没有集中的统一交易制度和场所，因而统称为场外交易市场，从历史上看，场外交易市场是证券交易的最初形态；从多层次资本市场结构来看，它是多层次架构的重要基础部分，是扩大资本市场规模的重要手段。

第二阶段 政府主导国有管控，自上而下建立多层次资本市场的探索阶段（1990 末-2005）

90 年代开始，我国的改革开放进入了大力推进阶段，为有序建设资本市场，1990 年和 1991 年，中央政府主导成立了上海证券交易所和深圳证券交易所，标志着我国场内证券交易市场的诞生；同时场外交易市场也恢复并产生了多种新形式，包括股份代办转让系统（老三板）、法人股拍卖市场和各种产权交易市场。1992 年，国务院批准成立了中国证监会，对交易所进行集中统一的监督管理。此阶段中央政府通过行政手段自上而下地探索建立资本市场的多层次架构，在市场资源倾向和政府监管重点上，都以场内证券交易所为核心，一定程度上遏制了其他层次资本市场的发展。

第三阶段：政府引导行政监管，多层次资本市场架构初步形成阶段（2005-2011）。

2005 年，新《证券法》第一次从法律上充分肯定了场外交易市场的合法地位。2006 年，中关村科技园区非上市股份公司进入代办转让系统进行股份报价转让（“新三板”试点）。2007 年，国务院批复明确了多层次资本市场体系框架。2008 年，天津股权交易中心成立。2009 年创业板开启。由主板、中小板、创业板、场外交易网络和产权市场构成的多层次资本市场体系架构初步形成。在监管制度上，政府由直接管控的主导模式转为引导交易所和交易市场探索自律管理，特别是对场外交易市场，中央政府开始放权给地方政府实行行政监管和自律管理的结合模式。

第四阶段：监管放权自律管理，多层次资本市场架构完善阶段（2012-）

2012 年开始，各层次资本市场的地位进一步明确，并蓬勃发展。政府加大了监管放权的力度，从制度上遵循与保证市场参与主体的自主意识与自律管理行为。尤其是作为多层次资本市场基石的场外交易市场迎来了大规模发展时期。2012 年，上海、深圳前海、浙江等地的股权交易中心陆续成立，且挂牌上市企业迅猛增加。2013 年的《全国中小企业股份转让系统有限责任公司管理暂行办法》确立了场外交易市场和场内交易所的区别，并对场外交易市场的自律管理制度做了明确规定。同时，在中国经济和证券市场高速发展的背景下，我国的风险资本市场也进入井喷式的发展时期。至此，我国多层次资本市场的架构已基本形成，并进入到了蓬勃大发展的黄金时期。（图 4 所示）



图 4：中国多层次资本市场架构 制度做了明确规定。同时，在中国经济和证券市场高速发展的背景下，我国的风险资本市场也进入井喷式的发展时期。至此，我国多层次资本市场的架构已基本形成，并进入到了蓬勃大发展的黄金时期。（图 4 所示）

综上所述，中国多层次资本市场中各板块的发展阶段可以总结成如下图示：

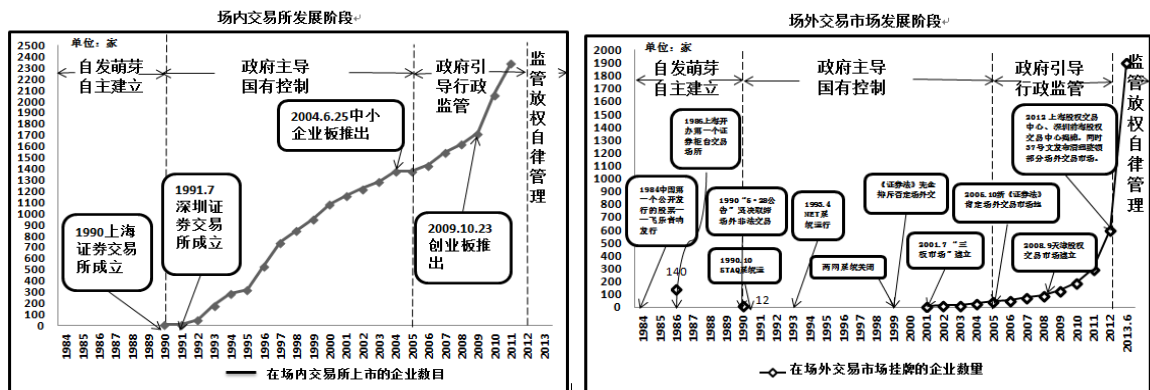


图 5：中国多层次资本市场中各板块市场的发展阶段图示

注：本图中的数据由作者根据公开的统计资料整理得出。

（二）美国多层次资本市场的历史演进脉络

美国的资本市场包括证券交易所和场外交易市场，都有明确的层次划分，是全球规模最大的多层次资本市场。历经 200 多年的发展，美国多层次资本市场的制度演进可划分为四个主要阶段：

第一阶段：资本市场参与主体自主管理阶段。1792 年 4 月《梧桐树协议》签订，标志着私人俱乐部式的美国资本市场的诞生。交易所自主支配着证券市场的监管，其自行制定的管理规则是市场运行的主要法则，而政府没有设立专门的行政监管机构和专门规范管理市场的证券法。

第二阶段：健全法制下的资本市场自律管理阶段。1929-1933 年的资本市场危机催生了 1934 年的《证券法》和《证券交易法》，依法成立的美国证券交易委员会（SEC）逐渐取代纽约等证券交易所，在证券市场监管中逐渐掌握主导权。该法创设了行政监管与自律管理并存的监管体制，交易所承担维护公众利益的自律管理职责，这部法律被看做政府干预市场的开端。

第三阶段：政府参与对资本市场加强行政监管阶段。1975 年颁布的《证券交易法修订案》，强化了 SEC 对交易所的行政监管权力。1987 年美国股市崩盘，国会于 1990 年颁布了《市场改革法案》，使得政府在证券市场中的权力更大了。2007 年，美国金融行业监管局(Financial Industry Regulatory Authority,简称 FINRA)成立，并对美国所有的场内和场外交易市场实行统一的行政监管。

第四阶段：政府干预对资本市场加强直接管控的阶段。2008 年美国爆发次贷危机，奥巴马政府开始改革金融监管制度，政府直接干预抑制资本市场中的过度金融投机活动。2010 年 7 月，美国参议院通过《美国金融监管改革法案》，成立金融稳定监管委员会，直接对金融机构加强管控。该法案标志着金融垄断资本自主控制权的弱化，政府对资本市场的干预和管控程度进一步加强了。

总结美国资本市场的制度演进过程，不难发现每个阶段都是以法案授予不同主体各种资格和监管权力为标志的，上述的演进过程可图示为如下 4 个阶段：



图 6：美国资本市场的制度演进阶段

四、模型应用

（一）中国多层次资本市场制度演进的解释

我们将第二节中构建的基础模型应用于解释中国多层次资本市场的制度演进过程。中国建立多层次资本市场的时期，正是政府执行力 α 大幅增强、政府财政收入 β 大幅提高、技术进步 γ 突飞猛进之际；随着市场经济改革的深入，政府执政特性 δ 也从更擅长执行一套围绕社会规则的资本市场制度向更擅长执行一套围绕市场自由的资本市场制度转变；这些内生性决定因素的变化导致制度的无差异供给曲线 S 快速向外扩展，同时它在代表市场自由的 X 轴方向扩展的幅度比在代表社会规则的 Y 轴方向扩展的幅度更大。随着中国资本市场制度的完善和相关知识的传播，多层次资本市场制度带给市场参与主体的效用 ε 显著提高，且市场参与主体的市场运作能力 ζ 也得到

了显著改善，这些内生性决定因素的变化都导致多层次资本市场制度的无差异需求曲线 D 快速向

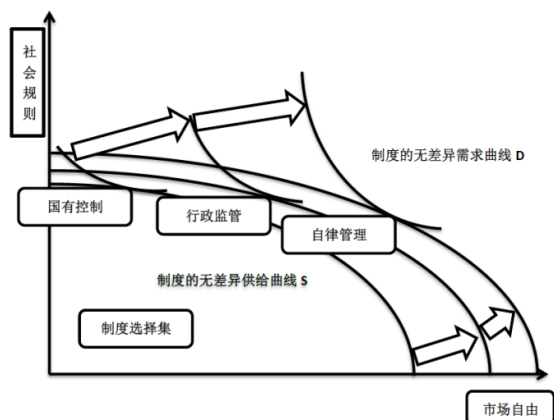


图 7：中国多层次资本市场的制度演进过程

(二) 美国多层次资本市场制度演进的解释

我们再将基础模型应用于解释美国多层次资本市场制度演进的变化过程。美国在逐步完善其多层次资本市场制度过程中，政府执行力 α 、政府财政收入 β 、技术进步 γ 以及政府执政特性 δ 相比于其庞大的初始值并没有显著的边际变化，所以多层次资本市场制度的无差异供给曲线 S 可以近似看作没有变化。但 20 世纪以来，美国资本市场引爆历次世界金融危机，而且在危机的解救过程中美国资本市场参与者与美国政府都会将危机爆发原因归结为过多的市场自由和过少的社会规则，所以历次危机作为突发性事件 θ^0 都会导致美国的社会文化 η^0 从更偏好主要围绕市场自由的资本市场制度转向更偏好主要围绕社会规则的资本市场制度，这些外生性决定因素的变化都导致

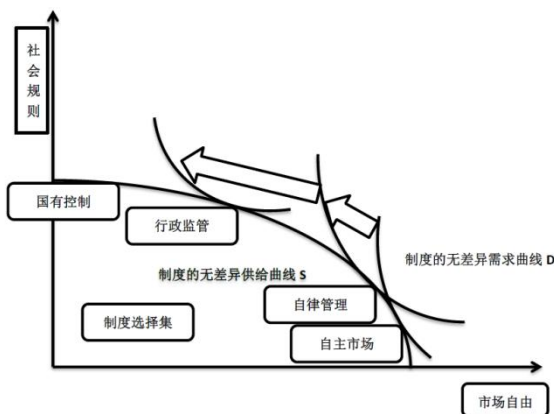


图 8：美国多层次资本市场的制度演进过程

制度无差异需求曲线 D 在代表市场自由的 X 轴方向变得更平坦而在代表社会规则的 Y 轴方向变得更陡峭。而上述变化会导致制度的均衡点 E 在无差异供给曲线 S 上的相对位置不断向左上方移动，从自主市场转为自律管理再转为行政监管进而发展到政府加强管控（如图 8 所示），这一模型推演结果与美国多层次资本市场制度演进案例的实证分析结果一致，也证明此基础模型同样通过了美国多层次资本市场制度演进案例的检验。

五、政策建议：中国多层次资本市场监管模式的选择

基于上文的理论与实证研究，我们提出如下政策建议，既为中国资本市场“新兴+转轨”特征下的金融监管改革路径提供对策建议，又为多层次资本市场体系的深化发展提供参考方向：

一是中国多层次资本市场监管制度的最佳改革路径应当具有“演进式”和“分层次”的特征。

首先中国多层次资本市场监管制度的改革应当是一个演进的过程，绝不能因为急于求成而搞一刀切或一步到位，因为经济市场化改革的深入和社会禀赋的不断演进会导致多层次资本市场的参与主体对制度需求的偏好在不断变化，同时政府对市场经济制度的供给能力也会不断提升，在不同条件和不同时间点做出最优制度选择理应是不断变化和演进的。其次，中国多层次资本市场的监管制度需要进行分层次改革，在我国的多层次资本市场体系中，不同层次资本市场参与主体的制度需求是不同的，而政府对不同层次资本市场的制度供给能力也是不同的，所以不同层次的资本市场理应对应不同模式的监管制度；依据本文模型，当确定了某一层次的资本市场制度的无差异供给曲线和无差异需求曲线后，两条曲线就能确定该层次资本市场制度的均衡点，而该均衡点位置对应的监管制度即为该层次资本市场的最优监管制度。

二是为了适应全球金融资本市场的融合与竞争，我国多层次资本市场制度改革的未来方向应是构建全球统一的监管体系。从本文对中国和美国的多层次资本市场制度安排的案例分析来看，构建全球统一的监管体系看似在中美之间都具有不可调和性，但是本文模型的推演过程揭示了构建全球统一监管体系所面临的问题在表现形式上是如何协调不同国家（或地区）资本市场的不同制度安排，而在实质上是如何统一在不同的约束条件下的制度最优选择，所以我国监管部门可以通过创新来增进自由市场经济的制度供给能力来逐步构建和对接全球统一的监管体系。

参考文献

李稻葵：《有限权威时代中国需要什么样的经济改革》，《新财富》，2012年第1期。

尚福林：《中国资本市场二十年》序，中国证券监督管理委员会，中信出版社，2012年1月。

曾繁振：《国际化背景下中国多层次资本市场体系及其构建研究》，中共中央党校，博士学位论文，2012。

张维迎：《博弈与社会》，北京大学出版社，2013年版。

Djankov, S., Glaeser, E., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A.(2003): "The new comparative economics", *Journal of Comparative Economics*, Vol.31, No.4.

The institutional evolution of China's capital market and the selection of supervision mode—The research based on the new comparative institutional economics

Jing Li¹, Liyang Tang²

¹PBC School of Finance (PBCSF), Tsinghua University, Beijing 100083, China

²School of Economics and Management, Tsinghua University, Beijing 100084, China

Abstract: China's multi-level capital market system is the unique product of the financial system innovation in China's economic transition process, compared with developed countries' capital market system that were developed from the free market economy, its formation and evolution mechanism was quite different, China may not simply cope the institutional arrangement of developed countries'. So the topic of this paper is the institutional evolution and the institutional arrangement of the multi-level capital market system, on the basis of the new comparative institutional economics, this paper compares the institutional evolution of the capital market system between China and the United States, uses an innovative theoretical model to explain the dynamic mechanism and the evolution path of the capital market system, and puts forward the rational suggestions on the reform of the financial supervision of China's multi-level capital market system.

Keywords: Multi-level capital market system, The new comparative institutional economics, Financial supervision mode