

DOI:10.3969/j.issn.1674-8131.2023.01.003

## 我国多层次资本市场的制度变迁逻辑研究

陈辉<sup>1a</sup>, 金山<sup>1b</sup>✉, 顾乃康<sup>2</sup>, 吴梦菲<sup>1c</sup>

(1. 广东金融学院 a. 保险学院; b. 华南创新金融研究院; c. 金融与投资学院, 广东 广州 510521;  
2. 中山大学 管理学院, 广东 广州 510275)

**摘要:**多层次资本市场的健康发展有利于更好地发挥资本市场服务实体经济的功能,进而更好地发挥资本作为重要生产要素的积极作用。运用制度经济学理论对我国多层次资本市场制度变迁逻辑的分析发现:资本市场层次结构的变化是制度变迁的结果,其演变历程能够反映制度变迁的过程;上市或挂牌标准决定了其他相关配套制度且作为一个多维标准具有较强的区分度,因而按上市或挂牌标准对资本市场进行层次划分具有制度分析优势;我国多层次资本市场的建立是一个政府主导的渐进式的制度变迁过程,表现为从无到有、从主板市场开始、从高层次市场向低层次市场不断拓展丰富;我国多层次资本市场制度变迁的根本动因和目的是满足实体经济发展的需求,且政府对制度变迁路径的选择遵循风险和成本最小化的原则。总体来看,我国多层次资本市场制度变迁取得了显著的成效,有效促进了实体经济的健康稳定发展,是成功的。因此,建设多层次资本市场应以更好地服务实体经济发展为目标,要避免成为“脱实向虚”的助推器;深化多层次资本市场改革应寻求低风险低成本的最优制度变迁路径,避免引发系统性金融风险 and 浪费社会资源。

**关键词:**多层次资本市场;制度变迁;融资需求;主板市场;实体经济;股票市场

**中图分类号:**F832.5;F832.9 **文献标志码:**A **文章编号:**1674-8131(2023)01-0029-13

**引用格式:**陈辉,金山,顾乃康,等.我国多层次资本市场的制度变迁逻辑研究[J].西部论坛,2023,33(1):29-41.

CHEN Hui, JIN Shan, GU Nai-kang, et al. A Study on the Theoretical Logic of Institutional Change in China's Multi-tiered Capital Market[J]. West Forum, 2023, 33(1):29-41.

\* 收稿日期:2022-12-06;修回日期:2023-01-11

基金项目:国家社会科学基金一般项目(21BJY078)

作者简介:陈辉(1983),男,湖北监利人;教授,博士,博士后,主要从事多层次资本市场研究;Email:sysuchenhui@163.com。金山(1974),通信作者,男,湖北襄阳人;副教授,博士,主要从事宏观金融研究;Email:18-069@gduf.edu.cn。顾乃康(1965),男,江苏无锡人;教授,博士,主要从事公司金融研究;Email:mmsgnk@mail.sysu.edu.cn。吴梦菲(1989),女,湖北武汉人;讲师,硕士,主要从事多层次资本市场研究;Email:wumengfei\_1989@163.com。

## 一、引言

2022年4月,习近平总书记在主持中共中央政治局第三十八次集体学习时强调,“资本是社会主义经济的重要生产要素,在社会主义市场经济条件下规范和引导资本发展,既是一个重大经济问题、也是一个重大政治问题,既是一个重大实践问题、也是一个重大理论问题,关系坚持社会主义基本经济制度,关系改革开放基本国策,关系高质量发展和共同富裕,关系国家安全和社会稳定。必须深化对新时代条件下我国各类资本及其作用的认识,规范和引导资本健康发展,发挥其作为重要生产要素的积极作用。”习近平总书记的讲话肯定了资本的生产要素特性,强调资本与土地、劳动力、技术、数据等都是为社会主义市场经济繁荣发展作出贡献的生产要素。作为生产要素的一种,资本既是市场配置资源的一种工具,也需要资本市场来对其进行配置,才能更有效地发挥其积极作用。党的十九大报告指出,要“深化金融体制改革,增强金融服务实体经济能力,提高直接融资比重,促进多层次资本市场健康发展”。《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》提出,要“提高金融服务实体经济能力,健全实体经济中长期资金供给制度安排,创新直达实体经济的金融产品和服务,增强多层次资本市场融资功能。”党的二十大报告进一步强调,要“健全资本市场功能,提高直接融资比重”。因此,探究我国多层次资本市场的制度变迁逻辑,对于更好地发挥资本市场的资本配置功能,更好地发挥资本作为重要生产要素的积极作用具有重要的意义。

在我国建立正式的证券市场之初,由于资本市场只有主板一个层次,因而少有关于多层次资本市场的讨论。随着国民经济和资本市场的不断发展,不少学者逐渐认识到了建设多层次资本市场的必要性(樊纲,1998;王国刚,1998)<sup>[1-2]</sup>,关于多层次资本市场的研究也逐渐多了起来,但早期讨论的焦点主要集中在建设多层次资本市场的必要性和建设构想上(王国刚,2004)<sup>[3]</sup>。2003年11月,党的十六届三中全会通过了《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》,首次明确提出“建立多层次资本市场体系”,此后的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》等多份重要文件都提出了要建立健全多层次资本市场体系。在实践中,2004年推出了中小板,2009年推出了创业板,2012年开始启动新三板市场的扩容改革,2019年推出科创板,2021年设立北京证券交易所,基本形成了能够覆盖不同生命周期阶段企业的多层次资本市场体系。与此相适应,相关研究也逐步转向如何借鉴其他国家多层次资本市场建设经验(胡海峰等,2010)<sup>[4]</sup>、如何深化多层次资本市场改革(资本市场改革课题组,2019)<sup>[5]</sup>、如何建立转板制度(王啸,2019)<sup>[6]</sup>、如何完善不同层次资本市场的内部制度(陈辉等,2017,2020)<sup>[7-8]</sup>等问题。随着我国多层次资本市场改革的逐步深化,当前的核心问题已不再是应否建设多层次资本市场以及新建哪一层次哪一板块的问题,而是深入探究影响资本市场层次划分和结构设计的成本收益、推动层次结构变化的关键因素以及相应的福利分配等问题。然而,除少数文献探索性地研究了多层次资本市场的相关理论(胡海峰,2010;徐凯,2018)<sup>[9-10]</sup>、检验了不同层次市场之间的互动关系(陈辉等,2023)<sup>[11]</sup>、以新三板为对象考察了资本市场分层的经济后果(鄢伟波等,2019)<sup>[12]</sup>外,还少有文献对多层次资本市场制度变迁的理论逻辑进行系统研究。有鉴于此,本文尝试基于我国多层次资本市场建设的实践对其制度变迁逻辑进行一个整体性探讨。

## 二、改革开放以来我国多层次资本市场制度变迁的特征

North(1990)认为,制度是一个社会的博弈规则,或者更规范一点说,它们是一些人为设计的、形塑人

们互动关系的约束<sup>[13]</sup>。因此,从制度经济学的角度来看,多层次资本市场实际上是一套服务于企业发展和投资者投融资需求的制度安排。按照 Schultz(1968)基于提供服务的不同进行的制度分类<sup>[14]</sup>,多层次资本市场应当属于用于降低交易费用的制度。对多层次资本市场进行研究,层次的数量和结构是关键变量,层次不同的资本市场可以看成是不同的制度安排,而层次的增减变化则可以看成是一种制度安排向另一种制度安排变迁的过程。由此,得到本文的第一个基本认识:资本市场层次结构的变化是制度变迁的结果,或者说资本市场的层次结构和变化反映了其制度的结构和演变。因此,可以通过多层次资本市场的演进历程来透视其制度变迁的逻辑。

### 1. 充分反映制度变迁的资本市场层次划分

目前,对资本市场的研究通常是将资本市场视为一个整体,讨论其内部运行的逻辑及其与其他因素(变量)之间的关系,比如资本市场的微观结构(奥哈拉,2007)<sup>[15]</sup>、对资本配置效率的影响等(Wurgler,2000)<sup>[16]</sup>。而对多层次资本市场的研究应当侧重于“多层次”这个关键定语,即重点关注资本市场层次结构变化的逻辑、与资本市场层次划分相关的配套制度及其经济效应等。换句话说,对资本市场的研究是为了更好地发挥资本市场服务实体经济的功能,而对多层次资本市场的研究则是为了明确怎样的层次划分及其制度设计可以更好地发挥资本市场服务实体经济的功能。因此,对多层次资本市场的研究应是资本市场研究在层次维度上的进一步延伸和深化。既然对多层次资本市场的研究主要关注“多层次”,那么首先需要解决如何对资本市场进行层次划分的问题,即要确定层次划分的标准。王国刚(2006)<sup>[17]</sup>和胡海峰(2010)<sup>[9]</sup>认为,应当以股票交易规则作为多层次股票市场的基本划分标准;阙紫康(2007)<sup>[18]</sup>认为,多层次资本市场可以沿着亚群体属性、交易方式和地理空间三个维度进行划分。显然,这些层次划分的标准都有着其合理性,也较好地满足了各自研究的需要,但本文认为采用上市或挂牌标准进行多层次资本市场的层次划分更有利于分析其制度变迁逻辑。原因如下:

第一,上市或挂牌标准是一种综合的制度标准,其决定了资本市场采用的发行制度、交易规则、监管制度、信息披露标准等。不同层次资本市场的制度都不是独立的,而是形成了一个制度体系,因而问题的关键点就在于谁决定了谁。就认可度较高的交易规则标准而言,尽管在不同层次的资本市场设定了不同的交易规则之后,不同类型的企业也会内生地去选择不同类型的交易规则,但是,与资本市场发展的根本目的一样,多层次资本市场发展的根本目的是更好地服务于实体经济发展,而经济体的主体是不同类型的企业,因而制度体系的建立就应当是为了更好地服务于不同类型的企业。由于上市或挂牌标准是与企业类型关联度最高的标准,因而其他相关制度应当与上市或挂牌标准相配套,而不是相反。

第二,上市或挂牌标准事实上是一个多维度的标准,既可以涵盖企业的生命周期,也可以涵盖企业的运行情况,还可以涵盖企业的行业和风险类型,因而可以尽可能地将不同层次的资本市场划分开来,具有较强的区分度。例如,2004年设立、2021年与主板合并的中小板,被普遍认为不是一个独立的板块,这主要是由于该板块与主板的发行上市标准相同,不同之处仅在于中小板的流通股本规模相对较小。若按照交易规则来划分,则会得到中小板是一个独立板块的结论,因为中小板在交易制度上存在一些不同于主板的创新之处,比如开盘的集合竞价方式和收盘价的确定方式等。再比如,美国的OTC LINK LLC市场中的最优市场(OTCQX)根据挂牌企业类型进一步划分为国际(International)、美国(U.S.)和银行(Banks)三个层次(陈辉等,2020)<sup>[8]</sup>,也是按照上市或挂牌标准来划分的。可见,按上市或挂牌标准来划分多层次资本市场的层次具有较强的合理性。

由此,得到本文的第二个基本认识:按上市或挂牌标准来进行资本市场的层次划分具有制度分析优

势,即上市或挂牌标准下的资本市场层次结构变化可以充分反映多层次资本市场的制度变迁。因此,本文基于上市或挂牌标准进行资本市场的层次划分,进而通过我国多层次资本市场的形成历程来探究其制度变迁逻辑。需要指出的是,本文所指的层次不仅包括主板、创业板、科创板、新三板这样的板块,还包括不同板块内部的层次划分,如新三板内的创新层和基础层等。

## 2. 我国多层次资本市场的形成:一个政府主导的制度变迁过程

从市场体系的角度来看,多层次资本市场应当包括多层次股权市场、债券市场和期货及衍生品市场,本文主要以多层次股权市场为例进行讨论。1990年,服务于大盘蓝筹企业的上海证券交易所和深圳证券交易所得以建立;2004年,服务于中小企业的中小企业板在深圳证券交易所主板市场内设立;2009年,服务于成长型创新创业企业的创业板在深圳证券交易所内设立;2012年和2013年,全国中小企业股份转让系统分别启动了第一轮和第二轮扩容;2016年,“十三五”规划纲要提出要“规范发展区域性股权市场”;2019年,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的科创板在上海证券交易所内设立;2021年,在全国中小企业股份交易系统精选层的基础上设立了以更好支持中小企业发展壮大的内在需要为目的的北京证券交易所;同年,中小企业板和主板正式合并。经过30余年的发展,我国已基本建成了以上海证券交易所主板、深圳证券交易所主板为一板市场,以深圳证券交易所创业板、上海证券交易所科创板为二板市场,以北京证券交易所、全国中小企业股份转让系统创新层和基础层为三板市场,以34家区域股权市场为四板市场的多层次资本市场体系(中国证券监督管理委员会,2021)<sup>[19]</sup>①,服务对象基本涵盖了处于不同生命周期阶段的企业,为推动我国经济社会繁荣发展作出了重要贡献。从中可以得到本文的第三个基本认识:我国多层次资本市场的建立是一个政府主导的制度变迁过程。

制度变迁有两种类型,即诱致性制度变迁和强制性制度变迁,前者是指现行制度安排的变更或替代,或者新制度安排的创造,是由一个人或一群人,在响应获利机会时自发倡导、组织和实行的;后者则是由政府命令和法律引入和实行的(Lin,1989)<sup>[20]</sup>。尽管诱致性制度变迁也需要政府行动来加以促进(Lin,1989)<sup>[20]</sup>,且不存在严格意义上的强制性制度变迁(黄少安等,1996)<sup>[21]</sup>,但将制度变迁的过程区分为强制性制度变迁和诱致性制度变迁仍然是有益的。本文将Lin(1989)<sup>[20]</sup>定义的强制性制度变迁过程理解为由政府主导的制度变迁过程。

通常认为,美国的多层次资本市场构建是一个诱致性制度变迁过程(胡海峰,2010)<sup>[9]</sup>,从《梧桐树协议》的签订,到纽约证券交易所的建立,都是在一群证券经纪商的主导下完成的,成立之后的纽约证券交易所在相当长一段时间内事实上都是一个操纵市场价格的卡特尔,而这一本质直到180多年后才有所改变(戈登,2011)<sup>[22]</sup>。对于我国多层次资本市场的建立是一个强制性制度变迁过程还是诱致性制度变迁过程的争议主要来自于,在上海证券交易所和深圳证券交易所建立之前市场上就已经存在股票交易。1986年9月,中国工商银行上海市信托投资公司静安证券营业部率先对其代理发行的“飞乐音响”和“延中实业”股票开展柜台挂牌交易;1987年我国第一家专业证券公司——深圳特区证券公司成立(中国证券监督管理委员会,2021)<sup>[19]</sup>。但事实上,我国企业的股份制改造本身是在政府的主导或指导下完成的。1984年,党的十二届三中全会通过了《中共中央关于经济体制改革的决定》,企业股份制改造开

① 证券公司柜台交易市场也是我国多层次股权市场的组成部分,但在2012年证监会重新启动柜台交易业务试点后,不再以股权转让为主要业务,产品定位为私募产品,因而本文未将其纳入讨论的对象。

始试点,也就是说企业的股份制改造试点和股票交易试点本质上都是政府主导的改革的结果。不仅如此,率先开展股票交易的中国工商银行上海市信托投资公司和深圳特区证券公司都是国有企业,其行为同样具有政府主导的性质。1990年11月,经国务院授权,由中国人民银行批准,上海证券交易所正式成立;1990年12月,深圳证券交易所试运行,此后的我国多层次资本市场建设都是由政府主导的。所以,即便说我国多层次资本市场的建立有诱致性制度变迁的成分,那也只是在政府主导下完成的“试水”,我国多层次资本市场的构建过程本质上是一个由政府主导的制度变迁过程。

同时,从改革开放以来我国多层次资本市场建设的历程还可以得到本文的第四个基本认识:我国多层次资本市场的建立是一个渐进式的制度变迁过程,表现为从无到有、从主板市场开始、从高层次市场向低层次市场不断拓展丰富。那么,我国为什么要建立资本市场?为什么从主板市场开始建资本市场?为什么从高层次向低层次不断拓展资本市场的层次结构?将是下文重点探讨的内容。考虑到为实体经济服务是资本市场的本质属性,多层次资本市场制度变迁的根本动力源自原有制度不能满足实体经济发展的需求或者新的制度能够为实体经济发展提供更好的服务,而我国的多层次资本市场制度变迁是政府主导的,本文主要进行如下两方面的分析:一是实体经济发展产生的制度变迁需求,二是政府对制度变迁的供给选择。其中,制度变迁需求是客观实在,是推动制度变迁的根本动力;而政府是实现制度变迁的行为主体,其进行制度创新的前提条件是预期的收益超过预期的成本(Davis et al, 1971; Lin, 1989)<sup>[20][23]</sup>。

### 三、我国从无到有建立资本市场的制度变迁逻辑

我国建立资本市场最主要的制度变迁动因是改革开放后快速的经济增长导致原有金融制度的不均衡<sup>①</sup>。其中,信贷资金和潜在的股权资金的相对价格变化是引发制度不均衡的原因之一。改革开放后,截至1988年,我国保持了年均10%以上的经济增速(数据来源:WIND),引致了企业大量的资金需求,但企业的资金需求在当时除了通过自筹的方式解决外,仅能通过银行贷款的方式来获取。然而,截至1990年,我国除工、农、中、建四家国有专业银行外,股份制商业银行仅有招商、兴业、广发等少数几家。尽管从实际利率(名义利率减去同期的通货膨胀率)来看,企业的贷款成本并不高,但由于大部分贷款企业的国有身份导致了银行的不良贷款率高企。因此,从全社会的角度来看,通过银行贷款的方式为企业提供资金的成本非常高昂。此时,通过股权融资为企业提供资金变得相对便宜,信贷资金和潜在的股权资金的相对价格发生了显著变化,而相对价格的变化乃是制度变迁的最重要的来源之一(North, 1990)<sup>[13]</sup>,建立一项能够便利企业获取股权融资的制度——股票市场——就成为现实需要。

与此同时,股份制改革试点的出现引致了股票交易的需求。在党的十二届三中全会通过了《中共中央关于经济体制改革的决定》后,企业股份制改造开始试点,大量企业开始采用股份制的方式筹集资金。股份制的推出必然会产生股票交易需求,同时,如果没有股票的自由买卖,股票投资人就会担心股票投入不能带来相应的收益,进而导致企业筹集到的资金量也不可能太大(岳凯武, 1986; 宋杰, 1986)<sup>[24-25]</sup>,这就需要为满足股票交易需求提供相应的制度安排。在股份制改革试点后,出现了如中国工商银行上海市信托投资公司静安证券营业部和深圳特区证券公司这样的柜台交易场所,但随着股份制改革试点的深入推进、股票发行与转让活动的增多,这样的交易制度安排已不能够满足实际需要。从赵一平

<sup>①</sup> 制度体系中的各项制度安排的实施是彼此依存的(Lin, 1989)<sup>[20]</sup>,因此多层次资本市场作为一种制度安排可以看成是更高层次的金融制度的一部分,即多层次资本市场的建立,也可以看成是金融制度的变迁过程。

(1985)<sup>[26]</sup>所描述的两种股票转让方式来看,当时股票转让的交易成本非常高昂,这种相对高成本的股票交易方式显然不能够满足大规模的股票交易需求,因而对建立股票市场的制度变迁提出了需求。

资金相对价格的变化以及股份制改革引发的股票交易使原有制度的交易成本过高,需要用新的制度安排予以解决。而我国的资本市场建设是政府主导的制度变迁过程,而且在改革开放前的计划经济时代是没有证券市场的,因而思想上的解放是促成政府建立证券市场的先决条件之一。制度变迁理论认为,意识形态是行为主体与其环境达成协议的一种节约费用的工具,它以“世界观”的形式出现,从而使决策过程简化(Norh,1981)<sup>[27]</sup>。思想的解放和认识的统一在我国资本市场建立过程中发挥着重要的作用。在股份制改革最早被提出时,还存在不少关于股份制是“姓资”还是“姓社”的争论。在党的十一届三中全会之后,经过十余年的改革开放实践,人们对股份制的认识也发生了巨大转变,党和政府已经认识到,股份制与国有还是私有无关,实施股份制改革不会改变社会主义性质,证券、股市不一定是资本主义独有的东西,这一点从小平同志1992年的南方谈话中可以看出:“证券、股市,这些东西好不好,有没有危险,是不是资本主义独有的东西,社会主义能不能用?允许看,但要坚决地试。看对了,搞一两年,对了,放开;错了,纠正,关了就是了。关,也可以快关,也可以慢关,也可以留一点尾巴。怕什么,坚持这种态度就不要紧,就不会犯大错误。”<sup>①</sup>

与此同时,证券市场和证券投资相关知识的积累降低了制度变迁的成本和风险,进而促成了股票市场的建立。知识的积累,教育体制的发展,能够减少与某种制度革新相关的成本(Davis et al,1971)<sup>[23]</sup>,社会科学及有关专业知识的进步能够推动制度变迁供给曲线的移动(Ruttan,1978)<sup>[28]</sup>。显然,若对股票、股票市场没有较为充分的认识,贸然建立股票市场会引发不小的经济金融风险。1995年“327国债期货事件”的爆发就是对期货市场认识不充分引致金融风险的典型案例。改革开放后,尤其是股份制改革试点推出后,人们对股票市场的性质、运行方式、建设必要性、主要障碍和建设构想等问题的认识逐步加深(尹伯成等,1985;宋杰,1986)<sup>[25][29]</sup>,建立证券市场的知识和人才储备也日渐丰富,这在一定程度上降低了建立证券市场的成本和风险。

此外,计算机技术和网络通信技术的快速发展也为建立证券市场的制度变迁提供了便利。技术革新不仅能够增加制度安排变化的潜在利润,也能够降低某些制度安排的操作成本(Davis et al,1971)<sup>[23]</sup>,扩充可供选择的制度安排的集合(Lin,1989)<sup>[20]</sup>。最早的证券交易所都采用基于经纪人的人工交易平台,随着计算机技术和网络通信技术的发展,证券交易所开始采用电子化的自动交易系统来替换原有人工交易平台(Naidu et al,1994)<sup>[30]</sup>。和传统的基于经纪人的人工交易平台相比,电子化的自动交易平台能够降低交易成本,改善二级市场的股票流动性,增加关于交易的公开可得信息,提高当前交易指令和未来交易指令匹配的可能性,变相允许个体投资者展开与经纪人关于交易席位的竞争,提高交易指令执行的速度,进而降低证券风险溢价(Jain,2005)<sup>[31]</sup>。可见,计算机和网络通信技术的快速发展为我国建立股票市场提供了一条可行的低成本制度变迁路径,而我国在1990年建立证券市场时也确实采用了电子化的自动交易系统。

#### 四、我国从主板开始建立资本市场的制度变迁逻辑

挑出某一个特定的制度安排并绝对地讨论它的效率是不会得到什么结果的(Lin,1989)<sup>[20]</sup>。相应地,讨论我国为什么从主板开始建立资本市场这一问题,需要讨论为什么不从其他层次的资本市场开始

<sup>①</sup> 参见《邓小平文选》,人民出版社2009年11月出版,第373页。

建立以及为什么不同时建立多个层次的资本市场。想要对这一问题进行清晰的分析,就需要结合当时的历史情况进行分析。首先,不从其他层次板块开始建立资本市场的原因主要在于两个方面:

一是从主板开始建立资本市场是满足实体经济发展需求的最有效的制度变迁。从融资需求的角度来看,为国有大型企业解困,缓解财政压力,是当时的迫切需求。改革开放以后,我国国有企业的财务状况不断恶化,在1980年国有企业的资产负债率仅为19%,而在1990年则超过了60%,且这一现象并非企业主动利用杠杆优势的策略选择,而是资本金注入不足导致的后果(睢国余等,2005)<sup>[32]</sup>。尽管国家通过放权让利、利改税等改革,在一定程度上激活了企业的经营活力,提高了企业留存利润的水平,但并未能从根本上扭转这一趋势。为了让当时占据国民经济主体地位的国有大中型企业获取资本金,也为了缓解财政压力,从主板而非其他层次板块开始建立证券市场显然是更加合意的选择。从交易需求角度来看,企业进行股份制改造后在股权转让方面的性质开始由“人合”向“资合”转变,而且大企业的“资合”的特征会更加明显,因为大企业的股东人数往往更多,股份转让的非人际关系交换(Impersonal Exchange)特征更加明显,对流动性的需求更大,所以大企业的股票交易需求更加强烈,而且最终交易的活跃程度也取决于企业股份的流动性需求(Amihud et al,1989)<sup>[33]</sup>。因此,无论从融资需求还是从交易需求的角度来看,我国都应当从为大企业提供融资服务的主板开始建立资本市场。

二是从主板开始建立资本市场可以让政府最大限度地规避制度变迁风险。任何交易都含意着合约(张五常,2019)<sup>[34]</sup>,而合约安排的选择是为了在交易费用的约束下使从风险的分散中所获取的收益最大化(Cheung,1969)<sup>[35]</sup>。规避风险是金融制度的一条基本假定,尤其是在当时“压倒一切的是稳定”<sup>①</sup>的背景下,政府(资本市场的监管主体)也是一个风险规避者。尽管在股份制改造试点之后,人们对股票及股票市场的研究和认识不断加深,但和股票市场发展了几百年的西方国家相比,我国对股票及股票市场的认识显然还不够深入。股票是有风险的有价证券,股票投资是一项风险投资,一般来讲,企业规模越大、盈利性越强、发展阶段越成熟,其股票的风险就相对越低。因此,从以大盘蓝筹企业为主的主板开始建立资本市场能够使政府在实现制度变迁目标的同时尽可能地规避风险。此外,金融监管力量不强也是导致我国从主板开始建立资本市场的原因之一。和商品市场一样,资本市场也存在着信息不对称、垄断、外部性和投资者保护等市场失灵问题,也需要政府的干预来弥补市场机制的缺陷,即需要金融监管的介入。然而,我国当时在资本市场的监管上并未做好充分的准备,证券市场的监管采用了以中国人民银行为主、国家计委等多部门和地方政府分散管理的监管格局,并未设立单独的证券监管部门,证券监管资源和能力严重不足<sup>②</sup>。因此,从监管的角度来看,政府选择从风险相对较小的主板开始建立资本市场也是合意的。

不同时建立多个层次的资本市场的逻辑与不从主板之外的其他板块建立资本市场的逻辑类似。不同层次的资本市场即不同的制度,建立多层次资本市场意味着增加制度供给。但制度供给是有成本的,过多的制度供给并不一定能够带来福利水平的提升。从制度变迁的需求来看,其他层次市场的融资需求和交易需求没有主板那么强烈,在当时增加资本市场层次的边际收益并不高;从制度变迁的供给来看,同时建立多个层次的资本市场的风险更大,政府的监管成本更高,在当时增加资本市场层次的边际成本较高。显然,在当时同时建立多个层次的资本市场并不符合均衡的边际相等原则。因此,与同时建

① 参见《邓小平文选》,人民出版社2009年11月出版,第284页。

② 我国于1991年才建立股票市场办公会议制度,1992年开始建立国务院证券委员会及其监管执行机构——中国证券监督管理委员会,直至1998年中国证券监督管理委员会才获得完全的监管职能。

立多个层次的资本市场相比,在当时从主板开始建立资本市场应当是一个更加合意的选择。

## 五、我国资本市场从高层次向低层次不断拓展丰富的制度变迁逻辑

在建立主板市场后,我国实体经济的发展又产生了新的制度变迁需求。改革开放以后,个体经济和私营经济开始恢复和发展。1981年,党的十一届六中全会通过的《关于建国以来党的若干历史问题的决议》首次明确提出:“一定范围的劳动者个体经济是公有制经济的必要补充”,为个体经济的发展开辟了空间;1982年通过的《中华人民共和国宪法》对此进行了确认;1988年修订的《中华人民共和国宪法》不仅保护了个体经济,还确认了私营经济;随后,《私营经济暂行条例》得以发布。1993年,党的十四届三中全会通过了《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》,指出“以公有制为主体的多种经济成分共同发展的格局初步形成”,“坚持以公有制为主体、多种经济成分共同发展的方针。在积极促进国有经济和集体经济发展的同时,鼓励个体、私营、外资经济发展,并加强管理。”此后,以中小企业为主体的私营经济开始进入发展的快车道。数据显示,1990年底我国私营企业的户数仅为9.8万户,截至创业板设立前的2008年,私营企业的户数已增长到657万户(李清亮,2012)<sup>[36]</sup>。中小民营经济的快速发展也进一步催生了融资需求,进而带来建立中小板市场的制度变迁需求。尽管有学者提出了通过设立中小金融机构来为中小企业提供融资服务的思路(林毅夫等,2001)<sup>[37]</sup>,但对于风险程度极高的中小型高科技企业而言,由于存在利率上限使得投资收益与风险不平衡,金融机构往往不愿意为其提供融资服务,这就需要借助资本市场这种直接融资的方式,即建立能够服务于成长型创新型企业的创业板市场。不仅如此,1999年中共中央、国务院发布《关于加强技术创新发展高科技实现产业化的决定》,2005年又发布《国家中长期科学和技术发展规划纲要(2006—2020)》,提出要让企业成为技术创新的主体。可见,中小企业的快速发展和建设创新型国家的要求,都对设立能够服务于成长型创新型企业的创业板提出了现实需求。从企业规模和生命周期的角度来看,创业板服务的成长型创新型企业的规模相对较大、生命周期阶段相对偏后,而对于那些企业规模相对较小、生命周期的阶段相对偏前的中小微企业,为其提供融资服务,就需要建立新三板和区域股权交易中心。

从政府的角度来看,对资本市场运行规律的认识提高是推进我国多层次资本市场建设的重要原因。1990年建立主板市场后,资本市场的实践发展和理论研究使我国对资本市场的运行规律及其重要作用有了更加充分的认识。2003年10月,党的十六届三中全会通过的《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》首次全面阐述了资本市场发展的目标、方向和主要内容,明确提出要“建立多层次资本市场体系”,为建设多层次资本市场扫清了思想和认识上的障碍。同时,随着中国证监会集中统一监管体制的确立、一线监管能力的持续加强和监管科技水平的不断提升(中国证券监督管理委员会,2021)<sup>[19]</sup>,也使得政府可接受的资本市场层次逐渐下移。一般来讲,层次越低的资本市场,监管的难度越大、监管的风险越高、企业参与上市或挂牌的规模不经济程度越高。随着时间的推移,监管主体的监管经验日趋丰富、监管能力逐渐加强,对其而言低层次资本市场的监管难度也就降低了,因而监管主体的风险规避程度开始下降,企业参与上市或挂牌的规模不经济也开始缓解。此外,从主板开始建立资本市场所导致的路径依赖也使得政府在建立新层次时更倾向于选择与主板特征更加接近的层次。进一步结合实体经济发展带来的制度变迁需求,就不难理解我国多层次资本市场从高层次向低层次不断拓展丰富的演进规律了。

与此同时,资本市场实践经验和监管经验以及人力资本的不断积累降低了从高层次向低层次逐步增加层次的制度变迁风险和成本。参与者的意向性及其对问题的理解是促成制度变迁的关键因素

(North, 2005)<sup>[38]</sup>,其中意向性由心智构念(mental constructs)决定,而心智构念不仅来自文化遗产和对日常现实问题的解决中,也是学习的结果。我国资本市场的建设过程实际上是一个“干中学”的过程。截至2008年,我国已有了近20年的资本市场建设经验和监管经验,其间成功处置了“8·10”事件,成功应对了1997年亚洲金融危机和2008年次贷危机的冲击,并成功完成了股权分置改革,积累了较为丰富的资本市场实践经验和监管经验。尽管2004年建立的中小企业板一直都不被视为一个单独的层次,并最终于2021年与主板合并,但中小企业板的设立也为我国推出创业板积累了经验、奠定了基础。资本市场的发展也使与证券市场相关的人力资本日趋丰富,并降低了上市企业等各市场参与主体进行证券交易的人力成本。和主板相比,低层次板块的信息披露要求相对较低,相应的信息披露等第三方鉴证总成本也较低,但主板市场的公司规模较大,在信息披露上具有规模经济优势,单位信息披露成本会相对更低一些,因此,若低层次板块的公司相关业务上的人力成本较高,其参与上市或挂牌将是一种不经济的行为。在20世纪80年代末期和90年代初期,我国金融学专业的课程主要集中在宏观金融领域,如中央银行学、货币银行学等,而关于微观金融的课程还不多见;随着时间的推移,大部分院校开设的金融学专业课程主体已逐步转向与证券、证券市场有关的课程,证券、证券市场方面的金融、会计、法律等人才也逐渐丰裕起来,大大降低了低层次板块公司信息披露等第三方鉴证的单位成本。另外,计算机技术和互联网技术的飞速发展也使得新交易板块的搭建成本、监管成本和投资者交易成本大大降低了。可见,资本市场实践和监管经验的积累以及相关人力资本水平的提高和金融科技的发展,都大大降低了从高层次向低层次不断拓展丰富资本市场层次的制度变迁风险和成本,进而推动了我国多层次资本市场的建设和发展。

综上所述,可以得到本文的第五个基本认识:我国多层次资本市场制度变迁的根本动因和目的是满足实体经济发展的需求,且政府对制度变迁路径的选择遵循风险和成本最小化的原则。因此,我国政府主导的从高层次向低层次不断拓展丰富的渐进式的多层次资本市场制度变迁取得了显著的成效,有效促进了实体经济的健康稳定发展,是成功的。具体来看:第一,改革开放后快速的经济增长导致原有金融制度的不均衡,股权融资需求和股票交易需求引发建立股票市场的制度变迁需求,同时思想认识上的解放、相关知识的积累以及由于计算机和网络通信技术的发展为建立股票市场提供了一条可行的低成本制度变迁路径;第二,从主板开始建立资本市场既能够有效满足当时为国有大型企业解困和缓解财政压力的迫切需要,又能够满足大型企业由于“资合”特征更加明显引致的更加强烈的股票交易需求,还能够最大限度地规避制度变迁风险;第三,以中小企业为主体的私营经济的快速发展以及提高自主创新能力和建设创新型国家的要求等相继产生设立中小板、创业板和科创板、新三板和区域股权交易中心等的制度变迁需求,同时,对资本市场运行规律认识的提高、资本市场实践经验和监管经验的丰富、证券市场相关人力资本的积累、科技的发展和监管能力的提高等,降低了监管主体的风险规避程度,也降低了制度变迁的成本和风险,促使政府从高向低逐步增设资本市场层次。可见,一方面,多层次资本市场建设的根本目的是满足实体经济多元化发展的多样化需求,要避免成为“脱实向虚”的助推器;另一方面,深化多层次资本市场改革也应注意避免引发系统性金融风险 and 浪费社会资源,要寻求低风险低成本的最优制度变迁路径。

## 六、结论与展望

本文认为,对多层次资本市场的研究应当侧重于“多层次”这一关键定语,探讨如何通过资本市场的层次结构优化及相关制度改进来更好地发挥资本市场服务实体经济的功能,并基于我国多层次资本市

场建设的实践探究其制度变迁的逻辑,得出了5个基本认识:一是资本市场层次结构的变化是制度变迁的结果,其演变历程能够反映制度变迁的过程;二是上市或挂牌标准决定了其他相关配套制度且作为一个多维标准具有较强的区分度,因而按上市或挂牌标准对资本市场进行层次划分具有制度分析优势;三是我国多层次资本市场的建立是一个政府主导的制度变迁过程;四是我国多层次资本市场的建立是一个渐进式的制度变迁过程,表现为从无到有、从主板市场开始、从高层次市场向低层次市场不断拓展丰富;五是我国多层次资本市场制度变迁的根本动因和目的是满足实体经济发展的需求,且政府对制度变迁路径的选择遵循风险和成本最小化的原则。总体来看,我国政府主导的从高层次向低层次不断拓展丰富的渐进式多层次资本市场制度变迁取得了显著的成效,有效促进了实体经济的健康稳定发展,是成功的。

本文的研究深化了对我国多层次资本市场制度变迁逻辑的认识,从而为进一步探究影响多层次资本市场层次划分和结构设计的因素提供了一定的参考,但还存在很多需要进一步分析和探讨的地方。比如:其一,本文仅从层次划分(增设)维度考察了我国多层次资本市场的制度变迁,没有考察与层次增设相关的其他制度,而不同层次的资本市场制度是相互关联的一个制度体系,同时考察发行制度、转板制度等其他制度的变迁过程将有利于进一步提高对我国多层次资本市场制度变迁的认识;其二,尽管本文考察了我国多层次资本市场制度变迁的逻辑,但对其影响因素以及动力学机制等没有进行深入分析;其三,本文仅初步探讨了改革的风险和成本对政府建设多层次资本市场行为的影响,但如何科学预估制度变迁的风险及其成本和收益,还有待进一步的深入研究;其四,我国的多层次资本市场改革整体上是成功的,但其经验是否适用于其他国家还需要深入探讨。针对这些问题的分析将有利于进一步丰富中国特色社会主义市场经济理论,并为深化多层次资本市场改革提供更具针对性的政策启示。

我国多层次资本市场的制度变迁无疑是成功的。自资本市场设立以来,我国资本市场不断发展壮大,板块层次日益丰富,“走出了一条符合中国国情和社会主义市场经济规律的发展道路”(中国证券监督管理委员会,2021)<sup>[19]</sup>,总结其制度变迁的经验和规律有助于发展中国特色社会主义市场经济理论。但是,也必须看到,多层次资本市场建设是“摸着石头过河”的改革的一部分,本身就是个不断试错的过程,不可能是尽善尽美的,而且,制度创新本来就存在“认知和组织时滞”“发明时滞”“菜单选择时滞”“启动时滞”等(Davis et al,1971)<sup>[23]</sup>。因此,还需要通过持续的制度创新来不断完善多层次资本市场体系,而制度创新的动力和目标都应是满足实体经济发展的需要。随着现代化经济体系的不断完善,经济主体的多元化趋势日益凸显。一方面,实体经济主体的分化和发展必然产生新的制度需求,这就需要在多层次资本市场中继续增设新的层次;另一方面,制度的供给也需要竞争<sup>①</sup>,在强调多层次资本市场各参与主体之间的错位发展的同时,也不能忽视其相互之间的竞争,需要通过提高制度供给水平和效率来进一步发挥资本市场服务实体经济的作用。

党的二十大报告中出现了“数字化”“共同富裕”“双循环”“碳达峰碳中和”“健全资本市场功能”等重要关键词,那么在今后的多层次资本市场发展中将会面对以下问题:(1)在数字经济的时代背景下,多层次资本市场制度变迁的逻辑是否会发生变化?(2)在推动实现共同富裕的背景下,多层次资本市场的建设能否在更有效率的同时做到更加公平?(3)在新发展格局下,是否应当建设“国际板”,“国际板”与其他板块之间的关系如何,应当如何建设,相应的制度又应当如何设计?(4)在“双碳”目标背景下,设立

<sup>①</sup> 例如,NASDAQ 就将市场划分为全球精选市场、全球资本市场和资本市场,以应对 NYSE 的竞争;而 NYSE 则通过收购其他证券交易所来建立较低层次的资本市场,以应对 NASDAQ 在较低层次市场的竞争(陈辉等,2020)<sup>[8]</sup>。

单独的“绿色板”是否必要和可行?(5)多层次资本市场应当如何改革和发展才能更好地健全资本市场功能,提高其服务实体经济的能力?这些都是亟待深入研究的重大课题。

从本文总结出的制度变迁逻辑来看,在数字经济时代,多层次资本制度变迁的逻辑将仍然是层次变化的收益超过成本,但数字化转型的推进会大大降低新增层次和实施穿透式监管的成本,制度变迁成本的降低将促使资本市场的层次更加丰富。长期以来,我国较为重视基于企业特征的层次维度的资本市场结构建设,对其他维度的结构建设(比如全球地域结构和产业特征结构)探索不够,而其他维度的结构建设同样是多层次资本市场建设的重要组成部分,“国际板”和“绿色板”的设立则可以作为重要的突破口。“国际板”的设立一直是资本市场实力的象征,我国迟迟未能设立“国际板”的主要原因在于国内资本的相对短缺和监管力量的相对薄弱。目前,随着资本短缺问题的逐步缓解以及数字化发展和监管经验积累对监管能力的显著提升,设立“国际板”的时机已日趋成熟。同样地,在“双碳”目标和绿色发展的背景下,设立单独的“绿色板”并配套相应的发行制度、交易规则、监管制度、信息披露标准等也已具备了现实的可行性。希望在后续的研究中,上述问题都能够得到有效解答,我国多层次资本市场能够发展得更好,资本作为重要生产要素的积极作用也能够得到更有效地发挥。

#### 参考文献:

- [1] 樊纲. 股份合作制与中国资本市场的多层次发展[J]. 学习与实践, 1998(4): 13-16.
- [2] 王国刚. 创业投资: 建立多层次资本市场体系[J]. 改革, 1998(6): 48-57.
- [3] 王国刚. 建立多层次资本市场体系 保障经济的可持续发展[J]. 财贸经济, 2004(4): 5-14+96.
- [4] 胡海峰, 罗惠良. 多层次资本市场建设的国际经验及启示[J]. 中国社会科学院研究生院学报, 2010(1): 72-77.
- [5] 资本市场改革课题组. 创新驱动高质量发展要深化资本市场改革——兼谈科创板赋能创新发展[J]. 经济动态, 2019(10): 93-100.
- [6] 王啸. 美国资本市场转板机制的得失之鉴——兼议多层次资本市场建设[J]. 证券法苑, 2019(3): 361-395.
- [7] 陈辉, 顾乃康. 新三板做市商制度、股票流动性与证券价值[J]. 金融研究, 2017(4): 176-190.
- [8] 陈辉, 吴梦菲. 新三板资本市场质量评估与改革政策研究[J]. 金融监管研究, 2020(2): 67-84.
- [9] 胡海峰. 多层次资本市场: 从自发演进到政府制度设计[M]. 北京: 北京师范大学出版社, 2010.
- [10] 徐凯. 资本市场分层的理论逻辑与效应检验: 基于中国新三板市场的分析[J]. 金融经济研究, 2018, 33(2): 84-94.
- [11] 陈辉, 蔡贵鸣, 顾乃康. 多层次资本市场跨层次资源配置功能研究——来自中国主板和创业板的经验证据[J]. 证券市场导报, 2023(1): 45-55.
- [12] 鄢伟波, 王小华, 温军. 分层制度提升新三板流动性了吗? ——来自多维断点回归的经验证据[J]. 金融研究, 2019(5): 170-189.
- [13] NORTH D C. Institutions, institutional change and economic performance[M]. Cambridge University Press, 1990.
- [14] SCHULTZ T W. Institutions and the rising economic value of man[J]. American Journal of Agricultural Economics, 1968, 50(5): 1113-1122.
- [15] 奥哈拉. 市场的微观结构理论[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2007.
- [16] WURGLER J. Financial markets and the allocation of capital[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58(1): 187-214.
- [17] 王国刚. 建立多层次资本市场体系研究[M]. 北京: 人民出版社, 2006.
- [18] 阙紫康. 多层次资本市场发展的理论与经验[M]. 上海: 上海交通大学出版社, 2007.
- [19] 中国证券监督管理委员会. 中国资本市场三十年[M]. 北京: 中国金融出版社, 2021.
- [20] LIN J Y. An economic theory of institutional change: Induced and imposed change[J]. Cato Journal, 1989, 9(1): 1-33.
- [21] 黄少安, 刘海英. 制度变迁的强制性与诱致性——兼对新制度经济学和林毅夫先生所做区分评析[J]. 经济动态, 2019(10): 93-100.

- 1996(4): 58-61.
- [22] 戈登. 伟大的博弈[M]. 北京: 中信出版社, 2011.
- [23] DAVIS L E, NORTH D C. Institutional change and American economic growth[M]. Cambridge University Press, 1971.
- [24] 岳凯武. 论股份制经济[J]. 理论探讨, 1986(5): 84-88+63.
- [25] 宋杰. 论股票、股票交易和股票交易所[J]. 求索, 1986(3): 26-29.
- [26] 赵一平. 我国企业发行股票的若干法律问题[J]. 金融研究, 1985(12): 29-32.
- [27] NORTH D C. Structure and change in economic history[M]. Norton, 1981.
- [28] RUTTAN V W. Induced institutional change[M]// BINSWANGER H P, RUTTAN V W. Induced innovation; Technology, institutions, and development. John Hopkins University Press, 1978.
- [29] 尹伯成, 张宁, 奚卫建. 我国现阶段建立证券交易所问题初探[J]. 复旦学报(社会科学版), 1985(2): 15-17.
- [30] NAIDU G N, ROZEFF M S. Volume, volatility, liquidity and efficiency of the singapore stock exchange before and after automation[J]. Pacific-basin Finance Journal, 1994, 2(1): 23-42.
- [31] JAIN P K. Financial market design and the equity premium; Electronic versus floor trading[J]. The Journal of Finance, 2005, 60(6): 2955-2985.
- [32] 睢国余, 张立军, 蓝一. 中国国有经济效益分析[M]. 中国经济出版社, 2005.
- [33] AMIHUD Y, MENDELSON H. The effects of beta, bid-ask spread, residual risk, and size on stock returns[J]. The Journal of Finance, 1989, 44(2): 479-486.
- [34] 张五常. 经济解释[M]. 中信出版集团, 2019.
- [35] CHEUNG S N S. Transaction costs, risk aversion, and the choice of contractual arrangements[J]. The Journal of Law & Economics, 1969, 12(1): 23-42.
- [36] 李清亮. 中国民营经济发展研究——从制度变迁视角看民营经济合法性地位的确立和制度环境的改善[D]. 上海: 复旦大学, 2012.
- [37] 林毅夫, 李永军. 中小金融机构发展与中小企业融资[J]. 经济研究, 2001(1): 10-18+93.
- [38] NORTH D C. Understanding the process of economic change[M]. Princeton University Press, 2005.

## A Study on the Theoretical Logic of Institutional Change in China's Multi-tiered Capital Market

CHEN Hui<sup>1a</sup>, JIN Shan<sup>1b</sup>, GU Nai-kang<sup>2</sup>, WU Meng-fei<sup>1c</sup>

(1a. School of Insurance; 1b. South China Institute of Financial Innovation; 1c. School of Finance and Investment, Guangdong University of Finance, Guangzhou 510521, Guangdong, China;  
2. Business School, Sun Yat-sen University, Guangzhou 510275, Guangdong, China)

**Abstract:** The healthy development of multi-tiered capital market is conducive to the capital market better serving the real economy. At present, the core problem of China's multi-tiered capital market is no longer whether to establish the multi-tiered capital market and which tier to establish, but to explore the cost and benefit factors that affect the tier division and structure design, as well as factors that drive the tier change, and carry out corresponding welfare analysis. Exploring the logic of institutional change in China's multi-tiered capital market is helpful to summarize these factors.

The paper holds that the tiers of capital market should be divided according to the listing standard, while different tiers of capital market should be viewed as different institutional arrangements, and the construction process of China's multi-tiered capital market is an institutional change process led by the government as a whole. On this basis, using the institutional change theory, the paper provides the supply-side reasons and demand-side reasons why we should establish the capital market, why we should establish the capital market from the main board market, and why the capital market evolves from high-tier to low-tier. The results show that: (1) the demand side motivation for the establishment of capital market in China is the imbalance of the original financial system caused by the rapid economic growth after the reform and opening-up, while the supply side motivations include the liberation of the understanding of stocks and the stock market, the accumulation of knowledge about securities and the security market, and the development of computer technology and network communication technology resulting in a set of alternative low-cost institutional arrangements; (2) the establishment of capital market from the main board cannot only effectively meet the financing demand by solving the difficulties and relieving the financial pressure of large state-owned enterprises at that time, but also meet the stronger trading demand caused by the more obvious characteristics of "capital integration" of large enterprises, and also meet the risk avoidance demand of regulatory subjects caused by the lack of a deep understanding of stocks and the stock market; (3) the demand side motivations of the multi-tiered capital market constructed from high tier market to low tier market include the deepening understanding of the operation law of capital market, the rapid development of private economy with small and medium-sized enterprises as the main body, and the requirements of improving the ability of independent innovation and building an innovation-oriented country. The supply side motivations include rich experience in capital market development and supervision as well as the development of science and technology which reduces the cost of supervision. The human capital related to stocks and stock market is increasingly abundant, which reduces the human cost of each participant. The enrichment of regulatory forces and rich regulatory experience have reduced the risk avoidance degree of regulatory subjects.

The research in this paper shows that the reform and development of China's multi-tiered capital market in the dimension of tier conforms to the logic of institutional change, but there are still some theoretical and practical problems worth exploring deeply. In theory, it is necessary to further investigate the institutional change of other dimensions in the multi-tiered capital market except the tier dimension, to further explore the dynamic mechanism affecting the tier change, and to further analyze the universality of the influencing factors summarized in this paper. In practice, it is necessary to investigate the new design logic of China's multi-tiered capital market under the background of key words such as digitization, common prosperity, double cycle, carbon peaking and carbon neutralization, and improving the function of capital market.

**Key words:** multi-tiered capital market; institutional change; financing demand; main board market; the real economy; the stock market

**CLC number:** F832.5; F832.9

**Document code:** A

**Article ID:** 1674-8131(2023)01-0029-13

(编辑:刘仁芳)