

Study on China's Capital Market Segmentation
under Fragmented Regulations

by
Shaojun Jia

A Dissertation Presented in Partial Fulfillment
of the Requirements for the Degree
Doctor of Business Administration

Approved March 2015 by the
Graduate Supervisory Committee:

Yuhchang Hwang, Chair
Hong Chen
Sunil Wahal

ARIZONA STATE UNIVERSITY

May 2015

中国分业监管下的资本市场分割研究

作者：贾绍君

工商管理博士

学位论文

研究生管理委员会

批准于二零一五年三月

黄钰昌教授，主席

陈宏教授

Sunil Wahal

亚利桑那州立大学

2015年5月

ABSTRACT

The Chinese capital market is characterized by high segmentation due to governmental regulations. In this thesis I investigate both the causes and consequences of this market segmentations. Specifically, I address the following questions: (1) to which degree this capital market segmentation is caused by the fragmented regulations in China, (2) what are the key characteristics of this market segmentation, and (3) what are the impacts of this market segmentation on capital costs and resources allocations. Answers to these questions can have important implications for Chinese policy makers to improve capital market regulatory coordination and efficiency. I organize this thesis as follows. First, I define the concepts of capital market segmentation and fragmented regulation based on literature reviews and theoretical analysis. Next, on the basis of existing theories and methods in finance and economics, I select a number of indicators to systematically measure the degree of regulatory segmentation in China's capital market. I then develop an econometric model of capital market frontier efficiency analysis to calculate and analyze China's capital market segmentation and regulatory fragmentation. Lastly, I use the production function analysis technique and the even study method to examine the impacts of fragmented regulatory segmentation on the connections and price distortions in the equity, debt, and insurance markets. Findings of this thesis enhance the understanding of how institutional forces such as governmental regulations influence the function and efficiency of the capital markets.

Key Words: Capital market segmentation, fragmented regulation, frontier efficiency analysis, China

论文摘要

中国资本市场分业监管分割问题已经引起了管理学界的高度重视。如何认识资本市场分业监管所导致的市场分割，资本市场分业监管分割的特征都有哪些，如何检验分业监管市场分割对资本资源配置的成本和效率的影响，特别是，如何分析检验市场分割给各市场的投融资所带来的影响等，是探寻我国资本市场监管协调与监管效率优化乃至有效消除分割的关键。为有益于资本市场监管当局从整体资本市场宏观配置资本资源效率的角度，正确认识 and 科学把握资本市场监管的制度设计与完善的关键，本文针对我国资本市场分业监管形成的市场分割缺陷问题，综合运用金融学和投资学理论以及当代数量经济与技术经济学的相关分析方法，在文献综述和相关理论分析的基础上，首先对分业监管形成的市场分割进行概念界定，对分业监管市场分割的现有状态和特征进行系统的分析和认识，再设计刻画资本市场分割程度的相应指标和指标体系，构建检验资本市场分业监管分割程度的计量经济学分析模型，并基于对分业监管所形成的资本市场分割程度的定量检验与测度，通过对资本市场分业监管分割程度及其动态演化趋势的分析和认识，从宏观资本资源配置角度，借鉴生产函数分析法和相应的总量指标分析方法，进一步深入考察分析了分业监管分割对资本市场配置效率的影响。通过对中国当前信贷市场、证券市场与保险市场等分业监管所形成的割裂程度以及资本价格偏离均衡市场价格的动态变化趋势的基本认识，本文运用监管边界效应分析方法，对中国资本市场分业监

管协调与优化的路径进行了初步的分析和探讨，并为监管当局适时采取有针对性的监管协调决策策略提供了相应的决策建议。

关键词：资本市场分业监管；市场分割；市场分割度；监管边界效应分析

致谢

至此论文最终定稿之际，灯下静坐、掩卷沉思，与以往任何项目研究结束时刻的感觉都不同的是，预想的兴奋和欣喜并没有如期而至。自己虽然长期埋头于证券业经营管理理论与实践，对于分业监管制度导致的资本市场硬分割的利弊也曾诟病献策谏言，但对于中国资本市场分业监管下的投融资主体的“欢乐”与“悲伤”，从没有过类似于当前的这种感触，这种感触从学院式研究和实践研究相结合的那天起，就在与日剧增。要解决中国资本市场投融资主体所面临的难题，仅有理性顶层制度设计是远远不够的，如何从有效激发资本市场活力的角度，来构建中国资本市场的运行机制，依然是一个复杂的系统问题，也正是此类后续亟待深入探讨的问题，无法使自己有丝毫的懈怠和放松，那依然是下一步深入探究的又一个追求。并且，决不会为自己具有的这种感触而感后悔。

我要特别感谢我的导师黄钰昌和陈宏先生。二位先生的为学为人，无不令我“仰之弥高，敬意愈深”。导师们学识渊博，治学严谨，“传道、授业、解惑”，无不悉心密致，从文献研读到理论指导，从学术教化到经验交流，均能从高屋见瓴中，开阔我这一长期从事资本市场管理者的学术视野。本文中的某些观点，直接得益于导师们的拨冗启发。陈宏老师的儒雅谦和，对生活富于智慧又充满热情，都深深地感染、鼓励着我，正是得益于他们的鼓励，才使我在困顿中以坚韧的毅力勇敢前行，我的学业和论文才得以顺利完成。

论文从选题、写作到定稿的整个过程，黄钰昌老师都倾注了大量的心血，给予了高屋建瓴的指导和建议，感谢 Sunil Wahal 教授和全球 DBA 首届同班同学们，在论文的选题、修改和写作过程中，他们都耐心细致地提出了许多宝贵意见和建议。在此谨向他们致以最诚挚的谢意。在论文调查与数据获取方面，同信证券公司研究所的同仁们，在资料查阅方面提供了极大的便利和帮助，在此致以衷心的感谢，同时，本论文研究也得益于对相关领域专家、学者们的学术观点和研究成果的启发与参考，在此一并向他们表示最诚挚的谢意。

最后要感谢我的家人，特别感谢我的妻子李琳教授所给予的激励和帮助，正是家人给予的理解和鼓励，使我得以安心向学，顺利完成学业。

贾绍君 2015 年 3 月于上海

目录

	页码
表格目录.....	xii
图表列表.....	xiii
章节	
1 导论.....	1
1.1 选题背景及问题的提出.....	1
1.2 问题研究的目的和意义.....	3
1.3 主要研究内容和研究方法.....	5
1.4 本文的研究特色与创新点.....	11
2 文献综述.....	13
2.1 关于股票市场分割的相关研究.....	15
2.2 关于国债市场和银行间市场分割的研究.....	18
2.3 关于保险市场与资本市场分割的相关研究.....	22
2.4 关于导致市场分割的原因分析研究.....	25
2.5 关于市场分割下的企业融资成本与效率的相关研究.....	28
2.6 基于国内外研究现状和发展动态的综合认识.....	35

章节	页码
2.7 本章小结	38
3 中国资本市场分业监管与资本市场分割理论	40
3.1 资本市场监管的一般理论与中国资本市场分业监管	40
3.1.1 资本市场监管的一般理论	41
3.1.2 制度经济学视野下的中国资本市场监管	45
3.1.3 中国资本市场分业监管体制的历史沿革与现状	48
3.2 中国分业监管下的资本市场分割概念界定	50
3.2.1 广义市场分割与资本市场分割类型	50
3.2.2 中国分业监管下的资本市场分割	52
3.3 中国分业监管下资本市场分割的现状与一般特征	56
3.3.1 中国分业监管下资本市场分割的现状	56
3.3.2 中国分业监管下资本市场分割的一般特征	63
3.4 本章小结	69
4 中国分业监管下资本市场分割程度评价指标与模型	72
4.1 分业监管下资本市场分割程度评价指标体系设计思路	72
4.1.1 对市场分割研究领域现有成果的思考 and 借鉴	72

章节	页码
4.1.2 评价市场分割程度指标体系设计应以价格指标评价法为核心.....	76
4.1.3.分业监管下资本市场分割程度评价指标体系设计需要兼顾的方面	80
4.2 分业监管下资本市场分割程度评价指标体系设计.....	81
4.2.1 分业监管下资本分割市场基本形态与资本相互融通程度评价指标体系	82
4.2.2 分业监管下资本市场分割发展趋势评价指标体系.....	84
4.3 中国分业监管下资本市场分割程度评价模型	88
4.3.1. 基于相对价格方法的分业监管下资本市场分割度模型.....	88
4.3.2 基于融资难易程度的分业监管下资本市场分割度评价模型	91
4.3.3 基于融资成本评价的资本市场分割度模型.....	94
4.4 本章小结	100
5 中国分业监管下资本市场分割程度与发展趋势实证分析.....	102
5.1 中国分业监管下资本市场分割程度检验方法	103
5.1.1 分业监管下资本子市场规模结构及其基本变动趋势	103
5.1.2 分业监管下资本市场分割程度检验指标与变量的确定.....	115
5.2 样本选择和检验方法.....	118
5.2.1 样本数据的选取与数据来源	119

章节	页码
5.2.2 检验方法.....	122
5.3 基于相对价格法的分业监管下资本市场分割程度检验	124
5.3.1 分业监管下资本市场分割度测度数据	124
5.3.2 中国分业监管下资本市场分割程度检验	127
5.4 基于企业融资优序选择的分业监管下资本市场分割检验.....	132
5.4.1 检验模型的确定	133
5.4.2 模型变量的定义与样本数据来源说明	134
5.4.3 实证检验与分析说明.....	136
5.5 中国分业监管下资本市场分割度检验的评价	140
5.6 本章小结	143
6 中国分业监管下资本市场配置效率分析	145
6.1 分业监管下资本市场配置效率分析理论.....	145
6.1.1 分业监管下的资本市场配置效率	145
6.1.2 分业监管下资本市场配置效率分析思路.....	148
6.2 分业监管下资本市场配置效率分析模型与变量的选取	150
6.2.1 分业监管下资本市场配置效率分析模型.....	151

章节	页码
6.2.2 模型变量的解释和数据来源说明	154
6.3 分业监管下资本市场配置效率实证检验与分析结论	155
6.3.1 分业监管下资本市场配置效率滞后变量模型的回归估计	155
6.3.2 分业监管下资本市场配置效率的进一步检验：对行业的资本配置效率分析	164
6.4 本章小结	171
7 中国资本市场分业监管协调与优化的路径分析	173
7.1 资本市场分业监管的边界效应分析	173
7.1.1 资本市场监管边界有效性理论	174
7.1.2 资本市场分业监管边界的确定	177
7.1.3 中国资本市场分业监管的边界效应分析	180
7.2 基于监管边界效应理论的分业监管协调优化路径	184
7.2.1 资本市场分业监管目标函数的统一和现实监管均衡强度的协调	184
7.2.2 基于监管边界效率的分业监管协调优化路径	189
7.3 中国资本市场分业监管协调优化的制度设计思考	194
7.3.1 设立资本市场分业监管协调委员会	194

章节	页码
7.3.2 完善资本市场分业监管系统协同机制再造.....	196
7.3.3 净化资本市场分业监管协同机制的制度生态环境.....	198
7.4 本章小结	200
8 全文研究结论与展望.....	203
参考文献.....	211

表格目录

表格	页码
5.1 中国保险市场监管政策制度演化分析.....	109
5.2 : 模型 (5.1) 回归分析结果表	114
5.3 相对价格方差序列的 IPShin 检验	131
5.4 啄食顺序理论模型回归结果	136
6.1 直接融资占比、间接融资占比及其影响因子	161
6.2 工业行业资本配置效率	166
6.3 资本配置效率与资本市场运行指标回归分析表.....	170

图表列表

图表	页码
4.1 信贷数量管制.....	96
4.2 信贷价格管制.....	97
5.1 历年金融机构贷款走势.....	104
5.2 历年国债发行额变化趋势.....	105
5.3 历年股票融资情况走势.....	105
5.4 历年企业债券融资走势.....	106
5.5 历年全国保险费用收入走势.....	106
5.6a 2004-2012 年保险市场资金使用结构变化情况.....	107
5.6b 2004-2012 年保险市场资金使用结构变化情况.....	107
5.7 主要资本市场融资规模结构变化.....	111
5.8 分业监管下资本市场分割动态发展趋势.....	128
5.9 分业监管下资本市场分割程度变动趋势.....	128
5.10 资本市场主要资本价格偏离均衡资本市场的变化趋势.....	129
6.1 经济增长与股票市场变动情况	157
6.2 历年境内股票融资和中长期信贷增长情况.....	158

图表	页码
6.3 中国历年工业行业资本配置效率.....	166
7.1 资本市场监管理论边界.....	177
7.2 资本市场监管的现实边界.....	177
7.3 资本市场监管收益最大化解析.....	183
7.4 缺乏协调认知的左方资本市场分业监管收益.....	187
7.5 缺乏协调认知的右偏资本市场分业监管收益.....	188
7.6 资本市场分业监管的协调优化.....	189

第 1 章 导论

1.1 选题背景及问题的提出

在我国当前的资本市场上，除了存在股权融资功能被过度强化、定价功能和资源配置功能、激励约束功能严重扭曲问题以外，为了适应分业经营的现实和加强监管的需要，由银监会、证监会和保监会三方监管所形成的市场分割问题，一直是业界关注的热点。在长期分业经营、分业监管体制下，不同监管部门之间的冲突日益增多。“分业监管的模式以监管权力划分为特征，这种模式客观上变相割裂了统一的市场，导致货币市场、资本市场和保险市场的相互割裂 (Hallak and Schure, 2011)¹”。不仅造成了资本定价功能和资源配置功能的错位和扭曲，还使得社会资源的帕累托改进无法得到有效实现，企业融资成本增加，被分割的“市场间”资本难以融通，资本资源优化融入实体经济的渠道，受分业监管的制度因素障碍影响，形成梗阻，导致资本流动效率减低。“监管的协调成本和监管效率问题，正在影响着中国的金融创新乃至中国金融事业的发展” (吴晓灵，2011)²，使得人们不得不对资本市场在经济增长中的效率贡献水平产生怀疑。信贷市场、证券市场与保险市场的相互分割、相互分离的状态，“不仅给货币市场与资本市场本身带来了流通、运行、效益等方面的问题，也使得国民经济及其基本经济单位的融资成本负担加重、资本营运困

¹参见 Issam Hallak and Paul Schure, Why Larger Lenders Obtain Higher Returns: Evidence from Sovereign Syndicated Loans. *Financial Management*. 2011, Volume 40, Issue 2 P: 295-522

²参见吴晓灵在 2011 年 6 月上海陆家嘴第三届中国经济 50 人论坛“田横岛论坛”上的讲话

难加大，并给政府的监管造成了宏观调控乏力、约束软化、监管绩效低下的后果（吴少新和杨丽萍，2003）”。由于制度上或机构设置上、框架上的一些障碍，中国资本市场上的资本资产价格是极度扭曲的。“怎么解决市场分割问题，这是我们金融自由要解决的非常迫切的问题”（周春生，2012）³。

正是基于这样的背景认识，为有益于资本市场的改革创新，积极探索推进资本要素市场建设，构建有效率的、统一互联的资本要素市场的科学路径，本文针对当前中国分业监管下的资本市场分割问题，综合运用金融学和投资学理论，以及当代数量经济与技术经济学的相关分析方法，在文献综述和相关理论分析的基础上，首先对由监管形成的市场分割进行概念界定，再通过分析与设计分业监管下资本市场分割程度指标体系，构建检验分业监管下资本市场分割的计量经济学模型和相应的分割资本市场效率分析函数，对监管所形成的资本市场分割程度进行定量测度，以检验识别我国分业监管下资本市场分割的存在程度和动态发展趋势，然后，本文努力从宏观资本市场资源配置角度，针对资本市场监管下的资本资源配置效率，通过借鉴生产函数分析法和相对价格指数分析法进行实证分析，进一步分析分业监管对中国当前信贷市场、证券市场与保险市场关联性关系所形成的割裂程度，考察分业监管对资本价格的偏离乃至扭曲的影响，以达到对中国分业监管下资本市场

³参见:周春生.中国金融自由迫切需解决市场分割问题[N]. 网易财经 12月14日讯

分割的理性认识，并由此进一步运用监管边界效应分析理论，对分业监管的协调与优化路径进行探讨，为监管当局适时采取有针对性的监管协调决策策略，提供决策支持。

1.2 问题研究的目的和意义

本文研究的主要目的有如下几个方面。一是，要通过探讨不同的资本市场监管与资本市场分割的关系，努力从综合多学科交叉的理论分析和研究认识上，合理界定中国分业监管下的资本市场分割问题，设计分业监管资本市场分割程度指标体系，从量化分析上，正确认识中国分业监管资本市场分割的基本现状；二是，基于分业监管制度下中国资本资源在不同分割子市场上的规模结构、动态分布以及变化特征分析，通过实证检验，正确认识中国分业监管制度下资本市场分割产生的基本缺陷问题，包括监管成本与资本资源配置效率、资本市场割裂下的资本价格偏离均衡乃至扭曲程度的实证检验分析等等，为监管当局充分认识我国分业监管制度分割资本市场所产生的主要缺陷对资本流动的影响，提供量化分析依据。

为了能够通过资本市场分业监管及资本市场分割程度的理论研究，探索检验分业监管下资本市场分割程度的适用方法，对分业监管下资本市场分割影响资本资源配置效率的程度进行量化分析，本文首先需要探讨的主要问题，集中在如何分析、认识中国分业监管下资本市场分割的缺陷上，主要包括如何界定分业监管下的资本市场分割、如何量化分析和认识中国分业监管下资本市场分割的现状和发展趋势，特别是，中国分业监管下资本市场

分割的程度如何，资本资源在分割的资本子市场上的分布状态和发展趋势如何，运用什么样的指标体系，才能科学地量化分业监管下资本市场分割度，通过什么样的模型方法，才能够实证检验中国分业监管下的资本市场配置效率问题等等。因此，本文的研究意义集中表现在，通过系统全面的理论研究和实证分析，为监管当局提供监管决策管理所需要的量化分析依据。

作为当前我国经济管理学界与资本市场实际管理工作者关注的研究热点之一，分业监管下资本市场分割所导致的资本资源配置效率问题，虽然已经取得了相应的研究成果，但是，对于分业监管导致的资本市场分割问题，特别是，对于我国现行的“一行三会”分业监管”所形成的资本市场分割问题，诸如资本价格偏离均衡所形成的扭曲、资本资源配置错位和资源配置的帕累托效率改进困难等问题，还缺乏相应的系统研究。尽管此前有关于金融监管协调机制的话题一直被业界所关注，并展开了较为系统的讨论，而且也已经认识到“银监会和保监会以及证监会这‘三个金融监管当局’加强协调的任务，已经显得重大而紧迫”（吴晓灵，2011），但随着资本资源在经济主体之间的优化配置问题日益突出，我国资本市场监管当局，在协调与消除分业监管形成的资本市场分割问题的认识上，迫切需要理论界提供前瞻性的理论研究与经过实证检验的决策支持依据。

为有助于资本市场监管的协调与监管效率优化改善，特别是，对于有效消除分业监管下资本市场分割的消极因素来说，本研究具有积极的理论意义和实践应用价值，并能够提供可资参考的基础量化研究以及可行的协调优化监管路径。

1.3 主要研究内容和研究方法

本文以中国分业监管下的资本市场分割为研究对象，针对分业监管所形成的资本市场分割程度、分割动态发展趋势以及分割所产生的资本资源配置效率问题展开系统的研究。

本文的主要研究内容包括以下几个方面：

(1) 分业监管下的资本市场分割与相关资本市场分割理论研究

资本市场分割和一般的商品市场分割不同，特别是中国分业监管下的资本市场分割和一般的资本市场分割有着很大程度的不同。尽管国内外业界对资本市场分割的理论分析和模型研究已经取得了丰硕的研究成果，但是，针对不同于一般资本市场分割的中国分业监管下的资本市场分割研究，至少在基本概念的一般认识上，目前尚未达成一致的共识。不同的资本市场分割，有着不同的存在根源和影响因素，资本市场分割对资本资源配置效率的影响和作用，也不尽相同。针对我国资本市场特有的“三方分业监管”所形成的市场分割问题研究来说，必须要通过对分业监管下的资本市场分割进行合理准确的界定，基于对国内外现有研究文献的综述和相应市场分割理论的系统分析认识，才能够科学地设计分业监管下资本市场分割程度指标体系，进而对当前理论界讨论关注的银行信贷市场、股票市场

及保险市场等所受到的分业监管分割程度进行量化分析。该部分研究内容，是研究分业监管下资本市场分割所导致的资本资源宏观配置成本与效率的基础，也是进一步构建分业监管下各分割子市场上有关行业企业主体融资成本与融资效率分析模型的基础。在对国内外相关研究现状进行分析和认识的基础上，本文将运用重点调查和典型调查方法，通过系统深入的调查分析和相应的资本市场分业监管制度性政策文献的梳理，重点探讨中国分业监管下资本市场分割概念的界定，分析分业监管下的资本市场分割特征及其对资本资源配置所产生的一般影响。

(2) 中国分业监管下资本市场分割程度评价指标与模型研究

为了正确评价分析中国分业监管资本市场分割程度及其动态发展变化趋势，在对分业监管下资本市场分割理论的系统分析和认识基础上，结合中国分业监管下资本市场分割的现状和导致的具体实际问题，以现代金融学和制度经济学的相关理论为指导，通过综合借鉴国内外资本市场分割研究领域现有的成熟理论和模型检验方法，确定分业监管下资本市场分割程度评价指标体系设计思路，设计分业监管下资本市场分割程度评价指标体系，并针对量化分析我国“三会分业监管”导致的资本市场分割程度的需要，综合运用计量经济学、制度经济学、市场分割理论及成本分析的相关理论，尝试构建分业监管下的资本市场分割程度评价模型，为进一步检验分析中国分业监管下资本市场分割存在性，以及资本资源在各分割市场上的具体分布与发展趋势，提供适用可操作的模型理论与方法。

(3) 中国分业监管资本市场分割程度与发展趋势实证检验分析

如何在准确界定我国分业监管下资本市场分割的基础上，通过定量分析来认识我国当前的分业监管对资本场所形成的割裂程度，是进一步研究资本市场分割影响企业融资和降低资本配置效率问题的重要前提与基础。为此，本文在设计分业监管下资本市场分割程度评价指标体系、构建检验模型的基础上，首先对中国分业监管下资本市场的资本分布规模结构与动态变化趋势进行分析，同时考虑到，由于资本市场监管的目标不仅仅在于稳定资本市场，而且在于提高资本市场稳定基础上的资本效率。因此，要结合资本市场资本分布规模与结构的现状，进一步考察我国分业监管下资本市场储蓄 - 投资转化效率，通过选择分析检验模型、处理研究样本数据，对中国分业监管下的资本市场分割程度及动态发展趋势进行实证检验分析。这是进一步有效检验和判别分业监管下资本市场分割所形成的企业融资成本和资本资源配置效率问题的一个重要基础。由于我国分业监管下资本市场分割程度不同，导致不同子市场上的资本价格偏离均衡乃至扭曲的程度、对企业的融资可选择性的影响程度不同，以及对融资主体出现不同的制度约束和导致的融资成本不同，对整个社会资本资源配置的帕累托改进的影响程度也不同。因此，在正确认识我国分业监管对资本市场形成分割的基础上，通过对监管成本收益内涵的界定，运用监管边界效率分析方法，对资本市场分业监管的成本、收益与监管效率进行综合分析，并以此构建理论分析模型，用以检验与判别我国资本市场分业监管的效率水平与状态。

本文借鉴当代金融监管理论，将该研究内容集中在构建与检验银监会、保监会和证监会三方对资本市场分业监管的成本效率模型分析上。通过判别监管的直接成本、效率损失及监管资本市场风险，分析比较监管对资源配置的改善、社会总福利水平提高的关系，以及监管与被监管市场运行效率的提高之间的关系，从理论层次上探讨分业监管下资本市场应具有的资源配置效率水平与状态。并以此分析为依据，在三方分业监管的协调与分割之间，探索确定我国资本市场分业监管的理论边界成本和边界收益的协调与平衡，为制定最终的监管各方监管边界管理决策方案提供理论支持。

(4) 分业监管下资本市场的资本配置效率研究

为充分认识当前我国资本市场监管对资本资源配置效率的影响程度，运用资产定价理论和财务理论中的内在价值理论，分析测度市场分割下的资本价格与均衡价格之间的偏离程度和趋势，并尝试通过相应的生产函数分析，构建资本资源配置效率边际分析模型。在这一部分的研究内容安排上，从相应的生产函数分析入手，找出资本要素配置的相关弹性，并通过相应行业的资本资源配置边际效率因子，获取相应行业的边际资本效率；对分业监管资本市分割下的资本资源配置效率进行实证研究，进一步获取对分业监管下资本市场分割缺陷问题的量化分析认识。

全文共分为八章，第一章为导论，阐述本文研究的背景、目的、意义、研究方法和创新之处；第二章为相关文献综述，主要对国内外资本市场分割的相关理论和经验研究，进

行分析和评述。通过分析和评述国内外资本市场分割研究中较为成熟的股票价格差异的相关研究，探索适合研究中国分业监管下资本市场分割的理论与方法；第三章为中国资本市场分业监管与资本市场分割的主要理论研究，针对中国资本市场分业监管与资本市场分割理论问题，本章从现代金融管理和制度经济学等理论角度，通过对现代资本市场监管理论的分析与认识，探讨中国资本市场分业监管的理论依据，并基于系统的理论分析认识，界定中国分业监管下资本市场分割概念，探讨由中国分业监管形成的资本市场分割对资本资源配置产生的主要影响；第四章为中国分业监管下资本市场分割程度评价指标与模型研究，主要从理论研究方法的设计层面，探讨中国监管分割所形成的资本市场分割程度量化分析指标与评价指标体系，通过对分业监管导致的资本市场分割程度的定量分析，尝试构建分业监管下资本市场分割度评估模型，检验中国分业监管下的资本市场分割存在性以及资本资源在各分割子市场上的具体分布与发展趋势；第五章为中国分业监管下资本市场分割程度与发展趋势实证分析，分析与检验中国分业监管下资本子市场，即保险市场、证券市场、债券市场及银行信贷市场之间的相互割裂程度，结合相应样本企业的融资贯序选择实证分析，进一步获取对各分割子市场相互割裂的动态发展趋势的基本认识；第六章为中国分业监管下资本市场的资本配置效率研究，主要考查和分析分业监管的制度因素对资本市场价格及配置效率产生的影响，考查在分业监管制度影响下，分业监管制度因素是如何影响资本市场资源配置效率的；第七章为消除分业监管下资本市场分割的监管协调与效率

优化路径问题研究，针对分业监管下资本市场隔离形成问题的实际，特别是产生的资本资源配置效率及资本资源配置价格的扭曲和偏离均衡问题，基于给出的理论与相应的实证研究，探讨中国资本市场监管当局应当如何协调监管和优化监管效率问题；第八章为全文结论。

就理论界现有的成熟研究理论与方法来看，在资本市场分割研究领域，较多地使用贸易法、生产函数分析法以及相对价格分析方法。虽然边际分析法、均衡分析法、事件分析法与模糊综合评价等方法也是较为常用的市场分割分析方法，但由于要受到数据难以获取的制约，大多数应用研究也只限于理论分析层次。本文在相应的理论研究部分，也采用一定的均衡分析和边际分析方法，努力从理论分析层次上，把握研究的理论价值。

具体来说，针对中国分业监管下资本市场分割的研究需要，本文综合运用金融学和投资学理论，以及当代数量经济与技术经济学的相关分析方法，在对分业监管下资本市场分割概念的界定和文献综述以及相关理论分析的基础上，综合运用相对价格指数分析法和“冰川成本”分析法，通过构建分业监管下资本市场分割度评价指标和相应的计量检验模型，对分业监管所形成的资本市场分割程度进行定量测度，检验分业监管下资本市场分割的存在性，并针对“分业监管市场分割”下的资本资源配置效率进行实证分析，再以一定的企业融资优序选择与相应的效率实证分析为依据，对我国当前信贷市场、证券市场与保险

市场的分割关系进行检验，再综合运用制度经济学和现代金融学的相关理论分析方法，探索研究监管协调和监管效率提高以及优化统一市场的科学路径。

1.4 本文的研究特色与创新点

本文在认识和检验影响资本市场功能深层次制度因素的理论和方法方面，有一定程度的突破，对于分析分业监管市场分割背景下的企业融资成本与效率，有着重要的理论意义和学术价值；同时，可以为监管当局统一优化资本市场的管理决策，提供新的分析视角和决策依据；并且，本文在分业监管下市场分割指数和分业监管边界效应分析函数的研究思路上，有一定的突破，这不仅能够丰富现有的市场分割效率损失分析理论，同时，也能够为资本市场监管当局提供更为可靠实用的监管协调与监管效率优化决策理论与相应的决策模型。

本文的主要特色体现在如下几个方面：

(1) 项目研究思路新颖

尽管目前国内外现有的大量研究成果为本文的研究提供了重要的理论基础，然而，要将其应用于我国分业监管下资本市场分割问题研究，还需要紧密结合我国分业监管自身所具有的制度特性，对现有的资本市场分割模型研究方法进行改进，才能形成分业监管下资本市场分割的研究特色。本文的研究将经济学、管理学、金融学和投资学等多学科的相关理论交叉融合，作为研究的基础，通过对分业监管下资本市场分割所产生的资本资源价格

偏离均衡、资本资源配置效率减低、企业融资选择违背啄食理论、以及一定行业样本企业融资效率等相关问题的研究，特别是基于监管边界效率分析，探讨我国分业监管协调的制度设计问题，研究思路新颖。

(2) 项目研究方法独特。

在与本文相关的研究领域内，深入细致的数理分析和大量的人工智能方法以及其它的非参数方法研究，已经取得了许多重要的成果。本文基于对现有研究方法的借鉴，根据我国分业监管下资本市场分割的具体特性，针对不同分割子市场上的资金资源分布和偏离资本资源供需均衡价格程度的实际情况，实证检验和分析相关行业的资本资源配置效率问题，并综合运用多学科和多种计量分析方法建立模型，寻求有效解决监管协调与效率优化的理论途径。特别是交叉综合运用多学科理论与方法，探索分业监管分割下资本市场的资本价格和资源配置效率以及一定样本行业的资本配置效率问题，是本项目研究的另一个比较突出的特色，特别是，将自然学科中的协同优化理论思想运用于监管协调优化的制度设计研究，具有一定的独特性。

本文所具有的可能的创新点，具体体现在如下几个方面：

(1) 针对中国分业监管下资本市场分割进行界定，并设计相应指标体系对分业监管下的资本市场分割程度进行量化测度，以及针对分业监管下资本市场分割形成的资本价格

相互割裂程度，即相对资本价格指数和资本配置效率的实证检验分析，可以看作是本项目研究的一个创新。

(2) 针对我国分业监管制度下资本市场分割问题，进行系统深入的理论与实证研究，这是当前我国资本市场监管，特别是分业监管部门所关注的热点问题之一，具有很强的挑战性。本文基于综合多学科交叉的理论运用，针对分业监管下资本市场的资本价格与资本资源配置效率以及对相关行业融资的影响研究，有益于构建监管协调的制度设计理论，可以视为一种研究创新。

(3) 以分业监管下资本市场分割的界定和定量测度为切入点，结合监管边界效率的协同优化理论，分析分业监管的协调与优化路径问题，研究探索协调监管优化的制度设计思路，可以看作是本文的又一个创新。

第 2 章 文献综述

一般来说，市场分割就是指，“市场间的流通障碍或差异所导致的同质产品在不同市场间的各种差异”。但对于资本市场分割来说，特别是，对于因“分业监管”形成的资本市场分割来说，从基本概念的界定到分业监管下资本市场分割的类型，以及分业监管下资本市场分割的主要特征等等，在我国当前的资本市场监管管理实践中，亟需从理论和实践检验上予以进一步的澄清。更为重要的是，由于分业监管导致的资本市场分割，引起了资本市场股权融资功能的过度强化，不仅影响了定价功能、资源配置功能和激励约束功能，并出现严重扭曲，而且在很大程度上，导致无法有效实现社会资源的帕累托改进，资本市场配置资金资源、促进资本形成、推动经济良性运行与持续增长等方面的作用，难以有效发挥。如何科学认识中国分业监管导致的资本市场分割问题，是我国资本市场监管当局最为关注的核心问题之一，也是管理学界研究的热点。针对分业监管下资本市场分割问题研究来说，正确分析和借鉴理论界现有的研究成果，显得十分必要。

纵观国内外有关市场分割问题研究的文献来看，蒋贤锋和史永东（2010）研究认为，包括资本市场在内的“市场分割属于市场一体化研究领域”。“由于国外的国债市场大多是统一的，对证券市场分割的分析基本是以股票市场为对象，国外在市场一体化方面的研究主要集中于股票市场，并且主要研究都集中在国际股票市场的一体化和国内股票市场的一体化上”。如果从市场一体化的内涵上来看，学术界的普遍观点是：早期的研究都是将市场

分为完全一体化或完全分割来考查市场一体化问题的。Errunza and Losq (1985) 的研究引入了一种中等程度的分割市场形态，“即所谓的中等程度的市场分割形态”。但无论是考察市场一体化的研究，还是实证检验市场分割状态的研究，就量化分析所采用的主要变量指标来看，大多数都采用了股票收益率、组合收益率以及超额收益率等指标。

2.1 关于股票市场分割的相关研究

从广义的角度来看，“市场分割”是指“由于市场之间的流通障碍或交易障碍等原因，导致同质商品在不同市场的各种差异，而同一资产在不同市场上的价格差异则是资本市场分割的集中表现”。朱云、吴文锋、吴冲锋、芮萌等 (2006) 指出：“通常的股票市场分割是指，由于交易机制、投资者构成等诸多原因，导致同质股票在不同股票市场上的价格、收益率、风险等呈现较大的差异。股票市场分割有许多表现形式，但是其中最主要的是双重上市公司的股票在不同股票市场上的价格差异”。安玉花 (2011)⁴ 也认为，由于市场分割是每一个国家的股票市场都会面临的现象，“因而国外学术界普遍认为，不同股票市场双重上市公司的各种股票市场表现是诠释股票市场分割的最好工具”。

就国外针对股票市场分割方面的现有研究文献来看，基本上会可以将其分为两个大的方面，其一是判定两个市场是一体化的还是存在市场分割，其二则是分析市场分割对公司

⁴ 参见 安玉花.市场分割下的国际资产定价---对韩国股市开放效应的实证检验[J]. 金融评论, 2011.(06):49-55+124

价值所产生的主要影响等。就现有的此类研究文献所产生的影响来看，在关于资本市场一体化和分割方面的判定分析中，有较大的参考价值。但由于现实的资本市场客观上存在着直接壁垒和间接壁垒的影响，不仅造成市场分割，而且市场分割对资本资产定价的方式也产生直接的影响。所以在现有的研究文献中，大多都是通过比较资产定价的区别来探讨分析资本市场的分割程度。例如 Errunza and Losq (1985) 等以 CAPM 模型为基础来构建市场分割下的均衡资产定价模型。从股票市场分割对公司价值所产生的影响研究来看，Alexander, Eun, and Janakiraman (1987) 通过构建多地上市股票的均衡资产定价模型，给出了“市场分割假说”并将其解释为“分割市场间的地上市会导致股票价格上升、期望收益下降”。Jayaraman and Shastri (1993), Foerster and Karolyi (1993), Miller (1999)、Foerster and Karolyi (1999) 等则通过实证研究对市场分割假说进行了检验，获得的检验结果均表明“市场分割假说”是成立的。

从现有文献中所采用的研究方法上来看，绝大多数的研究，一般都是基于 CAPM 和因子模型来分析不同区域的股票或组合价值是否受共同因素的影响 (Stehle, 1977; Errunza and Losq, 1985; Jorion and Schwartz, 1986; Mittoo, 1992; Campbell and Hamao, 1992; Oh, 2001)。此外，Chen and Knez (1995) 依据“一价定律”对不同市场间是否存在套利机会进行了检验。Chen (2001) 运用信息流动的相关理论考查了不同市场之间的 Granger 因果关系的存在与否。所有以上这些文献的研究方法，虽然在一定程度上

能够刻画股票市场的分割性，但针对中国特色的行政化制度演化形成的分业监管下的资本市场，特别是针对中国的国债市场，这些方法很难能够直接用于市场分割程度研究。但如果能够借鉴此类相关研究成果并进一步加以改进，将之应用于中国分业监管下的资本市场分割程度研究，所具有的理论价值和实践指导意义，是显而易见的。

就现有文献对于中国股票市场分割以及股票市场股价行为的研究来看，主要包括两个方面：一是判定 A 股和 B 股两个市场是否存在分割；二是瞄准 A 股和 B 股两个股票市场的股价行为差异的研究。

就判定 A 股和 B 股两个市场是否存在分割的问题研究来看，具有代表性的是邹功达和陈浪南 (2002)。他们主要运用 CAPM 模型对 A 股和 B 股的市场分割进行了检验，其研究结果表明，截至到 2000 年 6 月，中国股票市场上的 B 股与整个股票市场之间，具有较强的一体化程度。但是，吴文锋等 (2002) 基于信息流动的理论研究发现，在中国的 B 股向国内居民开放以后，A、B 股市场之间的分割程度发生了变化。在 B 股向中国国内居民开放之前，两个股票市场基本上处于完全分割的状态，在 B 股向中国国内居民开放之后，两个股票市场的分割程度在一定程度上得到了相应的缓解，但二者离一体化的市场标准还有相当差距。在研究 A 股和 B 股两个市场的股价行为差异方面，具有代表性的研究是王承炜、吴冲锋 (2001)，他们在充分考虑了股票市场的周末效应和 GARCH 效应之后，研究发现 A 股和 B 股市场之间事实上并不存在所谓的领先滞后现象，二者之间即时正相关。刘

海龙等 (2002) 则研究发现, A 股和 B 股两个股票市场之间的流动性存在差异, 在 B 股向国内居民开放之前, A 股的流动性大于 B 股, 开放之后, B 股流动性则要远大于 A 股。赵留彦和王一鸣 (2003) 也运用向量 GARCH 模型对 A 股和 B 股两个市场的股价波动溢出效应进行了检验分析, 研究发现, 中国股票市场上的 A 股波动冲击虽然会影响到以后 B 股的波动, 但是, B 股的波动冲击反而并没有对 A 股产生显著的影响。而朱云、吴文锋、吴冲锋、芮萌 (2006) 等则研究发现, 市场分割阻碍了市场之间的信息传递。

2.2 关于国债市场和银行间市场分割的研究

在现有的文献中, 专门分析国债市场分割的文献相对比较少。童威、林琳、张杨 (2005) 通过对国债市场和银行间市场分割进行研究发现, “市场分割表现为市场间的流通障碍和差异, 及其导致的同质产品或替代程度较大的产品在不同市场上的各种差异, 特别是价格差异”。关于资本市场的定价差异, 早期的研究大多都注重于投资限制、资本控制和成本的影响, 并一致认为影响的指标通常就是证券价格。在实证检验国债市场分割方面, 虽然通过实证检验所发现的影响因素越来越多, 并且实证检验研究中所使用指标各有差异, 但最常使用的主要指标仍然是证券价格。在理论界也一致认为, “价格是均衡或定价模型的当然指标, 符合传统的经济分析习惯; 并且价格是最容易被观察的指标, 不包含有经过处理的衍生信息”。

从关注定价差异性研究方面来看，大多都是从定价模型出发，以归因分析为思路，发现影响定价因素的显著性。Sharp (1963) 提出的证券组合选择的新方法，即通常使用的资本资产定价模型 CAPM，其具体的形式为：

$$E(r_i) - r_f = \beta_i (E(r_m) - r_f), \quad \beta_i = \text{Cov}(r_i, r_m) / \text{Var}(r_m) = \sigma_{im} / \sigma_m^2$$

但是，针对现实市场中所存在的间接壁垒，CAPM 模型的诸多假设因难以对此作出合理解释而无法成立。特别是，CAPM 模型的几个关键假设就是：市场环境是无摩擦的，资本市场上所有的投资者都“信息完全”，并以相同的观点和分析方法来对待和使用各种投资工具等，这些假设实质上是脱离资本市场实际的。并且，国内外现有的大量的资本市场研究文献也都研究证实，“这些 CAPM 不成立的假设作为间接壁垒，对分割市场的价格差异造成了不同的影响”。

Amihud and Mendelson (1986) 研究指出，“相对不流动的股票有较高的预期收益，它们可以通过较低的定价来弥补投资者增加的交易成本”。并且，“由于市场结构和交易方式不同，不同交易场所具有不同的流动性成本，尤其是在更有效和更具有流动性的市场上市后，市场交易就能够以更低的买卖差价进行交易，进而导致更低的交易成本”。Merton (1987) 的信息不完全下的均衡模型，修正了 CAPM 模型中存在“所有投资者具有相同信息”的假设。Merton (1987) 指出，“市场分割导致信息不完整，投资者收集和处理数据的成本

很高，所以投资者只投资他们熟悉的证券”。Kadlec and McConnell (1994) 研究了市场分割与流动性对资产价格的影响。Balley and Jigtiani (1994) 通过对泰国资本市场研究发现，“由于对国外投资者获得大公司的信息比小公司更加容易，因此，比较倾向于支付更高的溢价而投资于大公司”。Domowitz (2001) 对墨西哥的资本市场研究也找到了该市场存在对“信息因素”的支持证据。另外，依据 Nishiotis (2004) 的研究，进一步证实了CAPM 模型假设的缺陷，“由于国外投资者能够很容易地通过在不同国家市场上调节投资组合来适应变化，而国内投资者则一般只局限在国内市场上”，因此，“国外投资者对宏观经济因素的变化比国内投资者更敏感，而国内投资者则反应比较迟钝”。

国内对市场分割特别是国债市场分割的研究还很缺乏，并且，就资本市场分割的文献研究来看，绝大多数的文献成果都集中在股票市场的分割研究上，而对国债市场的分割研究还缺乏足够的重视。同时，国内学者对国债市场定价差异性的研究，主要集中在国债市场定价差异性的统计描述上，以及对于两个市场的套利机会进行的可行性分析上，这些研究只能大概地表现两个市场分割的现状，并没有给出到底是什么因素影响国债定价在不同市场上的差异。

郑长德和刘丽雪 (2005) 给出一个分析市场分割的模型，并研究得到银行间债券市场的价格之所以低于交易所国债市场价格的原因，他们指出，“这一原因就是银行间国债市场的需求弹性系数大于交易所国债市场的需求弹性系数。同时，两个市场投资主体不

同，银行间市场的投资主体目前仍以四大国有银行为主，投资主体较为单一，具有一定趋同性，投资风格也偏于保守”。并且，根据他们的分析还发现，就银行间市场的投资主体的投资行为分析来说，大多都仅仅只是“把国债作为一种投资工具长期持有，虽然资金供给充足，但我国的交易所国债投资主体，主要是机构投资者，这些机构投资者不仅只是将国债作为融资工具，而且持有国债的时间又以短期持有为主，大多数是需求很大的资金需求者。除了上述这些因素以外，包括流动性大小和投资偏好以及系统风险与相对成本等重要因素，也导致了企业债券价格低于国债的价格”。他们所给出的具体模型为：

$$P_A \left[1 - \frac{1}{|e_A|} \right] - P_B \left[1 - \frac{1}{|e_B|} \right] = [Q_A - Q_B] \cdot \frac{\partial P_B}{\partial Q_A}$$

P_A 是交易所国债价格， P_B 是银行间国债价格， Q_A 是交易所市场的需求量， Q_B 是银行间市场的需求量，模型中的 $P_A(Q_A, Q_B)$ 和 $P_B(Q_A, Q_B)$ 分别是交易所与银行间两个市场需求函数的反函数，旨在表明，在不清楚市场分割程度的条件下，一个市场的价格的变化会受到另外一个市场需求量的影响，而其中的 e_A 和 e_B 则分别表示两个市场的需求弹性系数。

袁东（2004）通过分析不同因素对两个市场流动性的影响发现：“新债发行和二级市场交易对两个市场流动性的影响基本上是一致的，新债发行有助于提高银行间国债市场回购交易的流动性，但对上交所国债市场回购交易的流动性以及两个市场现货交易的流动性

没有显著影响”，并且认为，其中的主要原因，就是因为交易所市场新发行的国债规模太小，对交易所市场的流动性影响几乎可以忽略不计。

温彬、张友先和汪川 (2010)；马保明、邓晓兰和张旭涛 (2010) 等，针对我国银行间债券市场和交易所市场分割的债券市场体系进行研究发现，“由于长期以来受观念和体制等方面的束缚，我国债券市场尤其是企业债券发展滞后，在发行、交易及托管等各个环节上都存在着分割”；“我国债券市场发展的首要问题，就是统一债券市场的监管和托管结算体系，要实现我国债券市场的长远发展，必须从建立统一跨市场的托管结算体系的改革入手，打通交易所和银行间两个市场，实现债券在两个市场间自由流动，共同促进两个市场的发展”。他们还从制度经济学的角度，探讨了我国债券市场制度改进的重要性，以及实现交易所债券市场与银行间债券市场统一的问题。林文胜和翁骋 (2013) 通过经济变量对两个债券市场的动态影响分析发现，“通货膨胀率和市场利率的上扬，会带来两个市场收益率的升高”，但“货币供应量、股票市场收益率的提高，则会使债券市场收益率产生反方向变化，交易所债券市场对于经济变量的冲击更为敏感，银行间债券市场受冲击的影响更持久”。

2.3 关于保险市场与资本市场分割的相关研究

从国外的研究来看，发达国家对保险市场和资本市场分割缺陷认识相对比较充分，而且两市场的对接模式已基本形成。Cox, Fairchild, Pedersen (2004) 指出，“现有文献通

常都集中在保险资金运用的具体问题，以及保险资金资本市场的投资定量分析技术和风险控制的研究上”。在保险资金运用方面，由于西方金融市场比较完善，受市场利率不断上升和行业竞争不断加剧的影响，保险资金的运用形式已经由贷款转向了证券投资，证券化资产在保险投资组合中所占的比重在不断地显著提高，并且其投资风险管理的技术也日臻完善，先进的、科学的金融衍生产品和资产负债管理理论与方法，也在保险投资领域得到了广泛应用。因此，Alessi (1996) 指出，“对保险资金的科学监管是一种必然，无论是严格型监管还是宽松型监管，保险监管的目的，是引导保险资金运用的健康发展”。同时 Stanley (2002) 也强调指出：“资金的运用是保险业的核心业务，没有资金运用就等于没有保险行业”。

纵观国外保险投资的技术操作所依据的理论来看，现代投资理论是最为主要的理论基础，而且最为常用的理论，主要包括了资本组合理论和资本市场理论以及资本市场的效率理论等等。Schlesinger and Doherty (1983) 将现代企业风险管理理论引入保险领域并提出要加强对保险投资的风险进行综合管理。Cummins and Derrig (1989) 等运用概率论和数理统计对保险精算的风险控制进行了系统深入的研究，并开拓性地将保险投资风险控制由“实际操作层面”提升到了风险控制“理论层面”的高度。基于这些研究分析，Gollier and Schlesinger (1995) 以及 Gollier and Pratt (1996) 进一步对保险投资风险问题进行了深入

的理论探讨，他们研究指出，“保险企业资产负债匹配的风险管理手段与企业的利润目标存在一定的冲突，如何协调二者之间的关系，是未来保险风险控制理论发展的方向”。

国内关于保险市场与资本市场分割的研究，主要集中在保险与资本市场的分割与对接问题的探索上，并且大部分的研究还局限在保险市场与资本市场对接的必要性及对接路径的探讨上。较早的是陈东升（1999）的研究，他对中国寿险业与资本市场结合的必然性及趋势进行了系统论述；具有代表性和权威性的研究是吴敬琏（2000），尽管他分析了我国保险市场和资本市场的两个市场间相互依存的重要性，但在操作层面上也只是论述了两个市场的资产方对接的思路；严建红（2000）从两个市场的对接对经济增长的贡献角度，对保险市场和资本市场对接的意义进行了探讨；魏华林和刘娜（2006）也从经济学的角度，对两个市场融合发展的动因和微观基础以及融合发展的重要性，进行了初步的探讨。朱楚珠和严建红（2001）从资产、负债和资本方对接的几个方面，设计了一个有关于两个市场对接的操作系统，王珏和董虹（2006）提出了我国保险市场和资本市场可选择的融合路径，张卫（2007）着重从绩效考核的角度，探讨分析了我国保险市场与资本市场可实现对接的最优路径。但这些研究在相关对接操作和路径选择的实证检验和应用方面的探索仍然比较缺乏。进一步的研究是詹绚伟（2005）和于承（2006）以及杜若宇（2006）、张成军，谢海玉（2010）等，他们分别针对保险资金直接入市的比例问题，以及相应的投资策略问

题、我国保险资金运用于资本市场的法律监管问题、保险资金介入资本市场及其不同模式的选择问题，进行了重点研究。

综合上述文献研究不难看出，就目前国内有关于保险市场和资本市场的分割问题的研究，在理论界的认识上是一致的。但是，针对保险市场和资本市场的对接问题的研究比较分散，到目前为止，并没有形成一个完整的系统的理论框架，和国外的相关研究相比，还存在着较大的差距。

2.4 关于导致市场分割的原因分析研究

资本市场分割现象形成的原因是多种多样的，由资本市场分割所带来的弊端也各不相同。特别是，Meyer (2008) 认为，“当前阻碍中国企业回归主业或者实施集中发展战略的根本原因，可能已经不是外部市场机会驱动，而是由于中国市场的分割性或者与造成这种分割性有关的制度因素的制约”。

就中国一般意义上的资本市场分割所形成的原因分析来看，到目前为止，国内外学者的主要研究，都集中体现在如下几个假说的检验分析上：其一是改革分权假说；其二是政府竞争假说。

针对改革分权假说，沈立人、戴园晨 (1990)、银温泉和才婉茹 (2001)、白重恩 (2004) 等，围绕改革分权导致资本市场分割，进行了系统的探索和实证研究。综合他们的研究发现，基本上可以总结为：我国自从上世纪八十年代起，开始着手调整中央和地

方政府之间的关系，中央改变了原来传统计划经济体制下的集权方式，开始逐步实施向地方分权的管理政策。这一“放权让利”的分权改革，虽然使地方政府获得了发展地方经济的动力，但又造成地方政府为了地方的经济发展和地方官员的自身利益，不惜“以邻为壑”相互之间设置地方保护，形成了具有强烈的行政区划特色的市场分割。“上世纪九十年代中期以来，伴随着分税制改革而来的财政集权趋势，不断地加剧了地方政府从‘援助之手’到‘攫取之手’的转变”。“在非集权时期，地方政府伸出‘援助之手’发展经济增强本地实力。然而，在集权情况下，地方政府也伸出了‘攫取之手’”（陈抗等，2002）。

Young（2000）通过对我国各省区的国民收入的主要组成部分以及三次产业相对比重的演变所进行的实证研究发现：“中国的分权化改革，实际上是地方政府统治的经济，代替了中央集权的经济模式，地方财政激励和扭曲的价格体系，对产业同构化产生影响”。由此不难断定，“分业监管所形成的资本市场分割，也是由改革分权导致的”⁵。

针对因政府之间的竞争而形成的市场分割研究，有代表性的主要包括 Young（2000）、周黎安（2004）、徐现祥等（2007）和皮建才（2008）等人的分析探索，他们研究发现，在上级政府的考核导向引导下，地方政府官员为了完成中央对地方政府的绩效考核，为了实现地方就业和确保财政税收等政治目标，特别是地方官员为了获取其在政治上

⁵ 参见 张辉.资本市场与企业自主创新 - 推动机制与实现平台的研究[D]. 苏州大学博士论文，2009

的晋升，形成了地方与地方之间的相互竞争，不仅在发展经济的过程中重复进行建设导致普遍的产业结构趋同，而且地方政府之间相互设置甚为严格的地方保护主义和地方市场的进入壁垒，进而形成了较高级别的市场分割和极其普遍的地方保护主义。Meyer (2008) 通过系统的分析明确指出，“目前中国市场性质实际上是联邦主义下的市场，也就是地方政府区域控制下的分割性市场”。冯兴元 (2003) 则认为，“市场分割是指分割市场的行为或指市场的非整合状态。前者强调过程和行为，后者强调状态。所以，市场分割既可以是中央政府或者地方政府所为，也可以是行业主管部门所为，甚至可以是诸如私人垄断集团、寡头、卡特尔等私人权力集团所为”。

如果从分业监管的角度来分析中国的“分业监管下资本市场分割”，这种市场分割实质上是一种由监管制度所导致的分割，所以，这种分割可以被称之为分业监管分割或者是分业监管下资本市场分割。当前我国现有的监管主要是“三会”，即银监会、保监会和证监会等。成立这三个金融监管部门的主要目的，是为了适应我国分业经营的现实和加强监管的需要。吴晓灵 (2007) 指出：“一个不可避免的现实是，三部门的监管协调成本和监管效率问题，不仅正在影响着中国的金融创新乃至中国金融事业的发展，而且客观造成的市场分割问题所产生的资本配置效率和实体经济资本配置成本问题，这些已经成为阻碍我国经济效率提高的重要因素”。并且，我国的资本市场在长期的分业经营、分业监管体制的影响下，不同的监管部门之间，存在的冲突也在日益增多。所以，她认为，“只有统一互联

的金融市场才是有效率的”，但“监管机构都把自己监管的领域当成了自家的自留地”，“分业监管的模式以监管权力划分为特征，这种模式客观上变相割裂了统一的市场”。虽然在鼓励创新的政策大背景下，我国的金融机构创新活动日新月异，各种各样的新产品甚至是相关的金融衍生工具也不断地出现，但是，“令金融企业头疼的一个问题是，在开发这些产品过程中，监管部门间公文‘旅行’时间过程较长亦即审批时间长，有时还会出现扯皮现象”。所以，上述这些因素都是引起资本市场分业监管与金融创新形成主要矛盾的关键根源。“业内权威人士已深刻指出，这是对我国当前分业监管模式的重大挑战，也是各监管部门需要加快协调解决的重大内容”。

2.5 关于市场分割下的企业融资成本与效率的相关研究

针对我国资本市场的效率问题，陈信元和黄俊（2006）研究认为，“融资成本或者称资本成本，作为商品经济条件下资本所有权与使用权相分离而形成的一种财务概念，就是因为市场分割导致资源配置的失效，才提高了这一市场交易的成本和不确定性”。而 Daniel, Hirshleifer, Subrahmanyam (2001) 研究指出，“在不考虑融资费、所得税的情况下，融资成本是融资者为获得资本所必须支付的最低价格，又是投资者提供资本所要求的最低收益”。田彩英（2013）则研究发现，“企业融资成本的高低主要取决两个因素：一是储蓄主体推迟现时消费而要求的时间价值补偿；二是储蓄主体把现时确定收入变成未来不确定收入而要求的风险价值补偿”。而刘红霞和王卫波（2007）通过对证券市场分割下的企

业 IPO 融资成本进行定量分析发现，“企业 IPO 融资成本是指为获取市场信息所付出的代价，以及谈判和经常性契约的费用。具体而言，首次公开发行的定量的上市融资费用主要包括部分上市初费与年费、保荐费、承销商费用、审计费用和法律费用，以及包括印刷费、翻印费及交易费用等在内的其他费用”。

目前，国内外理论界关于融资成本的研究常用的成本估算方法可以归纳为如下两种，即现金流量贴现法和风险加成法。

“现金流量贴现法”假设，企业当前的证券价格就是投资者的期望收益率的真实体现，“是企业接受不同来源资金净额的现值与预计的未来资金流出量的现值相等时的贴现率或收益率”。这种方法主要适用于银行贷款、企业债券、优先股等固定收益贷款或证券资本成本的估算等。“风险加成法”，主要包括风险因素加成法和资本资产定价模型以及套利定价模型等方法，这些模型与方法的一个突出的共同点，就是依据资本成本等于无风险收益加风险补偿的关系，对成本进行估算。但是，这些方法不仅在关于风险补偿因素的识别以及相应的估算上存在有一定的差异，而且在实际应用过程中还都不同程度的存在着技术性问题，特别是由于参数选择缺乏公认的标准，即使采用相同的估算模型对相同融资方式的融资成本进行估计，所估计出的参数值也不是唯一的，估算的结果也是不尽相同的。对此，杜凯（2013）认为，“企业进行融资方式选择或融资结构调整时，融资成本的高低是一个重要的参数”；田彩英（2013）也研究认为，“假如给定企业所需要的内部和外部融资

数量，在可供利用的融资条件约束下，特别是在给定市场硬分割，即由监管形成的制度分割条件下，企业将以最低成本的融资方式进行融资活动，在确定融资成本时，要充分考虑不同来源资本成本的特点”。从一般的企业融资成本分析来说，要考查分析企业的债务融资和股票融资成本，就应当要充分考虑到其所包括的基础成本和派生成本。其中的融资基础成本，主要指纯粹的利息和债息以及股息和相应的各种交易费用等等，而融资的派生成本，则包括因信息不对称所产生的代理成本以及诸如破产成本和监督成本以及相应的剩余损失等等。French (2003) 指出，“派生成本可能已在基础成本中得以反映，也可能无法反映，特别是目前对代理成本的估算仍是一个难以解决的问题”。

在国外，研究融资效率的文献很少见，在某种程度上可以认为是几乎不存在企业融资效率的概念。张雪梅，赛志刚 (2009) 指出，“国内学者在企业融资效率基本涵义、融资效率评价方法等研究方面取得了大量研究成果，但未能形成较为一致的学术观点，这可能与西方国家经济现有的财产组织体系或产权制度有极大的关系”，而肖劲和马亚军 (2004) 则认为，“西方国家财产组织的分散化、社会化、市场化和产权制度的私人特征可能使得企业融资天然具有效率”。

叶望春 (1999)、高西有 (2000)、刘海虹 (2000) 和王明华 (2000) 等均主张从融资能力、融资成本、融资风险等方面来定义融资效率。他们主张“将金融效率分解为金融市场效率、商业银行效率、非银行金融机构效率、企业融资效率、金融宏观作用效率和中央银

行对货币的调控效率等，其中企业融资效率是指企业筹资成本、筹资风险以及筹资的方便程度，并认为企业融资效率主要是指企业融资大小及融资成本高低，企业融资效率越高，社会闲散资金进入生产领域越容易，金融效率也就越高”。因此，方芳和曾辉（2005）将企业的融资效率定义为“某种融资方式以最高收益 - 成本比率和最低风险为企业生产提供生产经营所需资金的能力亦即企业资金融入效率”。所以，从这些现有的文献研究中不难看出，“不同行业的不同企业获得资金的渠道以及获得资金的方式和规模，实际上就反映出了资本资源的配置效率。一个企业能不能够获得资金以及以何种形式从何种渠道取得资金，就反映了企业融资能力的大小”⁶。所有这些综合起来，就应当构成了界定企业融资效率的基本内涵。

对于企业的融资效率的界定，吕景波（2003）、高学哲（2005）和聂新兰（2007）以及肖劲（2004）等认为应当从企业的融资成本和融资收益以及融资对企业的影响等方面的综合考虑来定义。其中的企业融资效率实质上就是指包括交易效率和资金使用效率在内的能够给企业创造价值的融资能力。并且，企业的融资只有在相同的市场条件下通过比较才能判断出其效率的高低。杨兴全（2005）则认为，“公司融资效率是指公司在融资的财务活动中所实现的效能和功效”。与此相区别的是，卢福财（2001）等主张将企业的融资效率定义

⁶ 参见刘伟，王汝芳.“中国资本市场效率市政分析-直接融资间接融资效率比较”，金融研究[J]. 2006 第一期

为：“企业某种融资方式或融资制度在实现储蓄向投资转化过程中所表现出来的能力与功效”并构造出了一整套企业融资效率的分析体系。高有才（2003）也认为：“企业融资效率属于经济效率范围，企业融资效率可从微观和宏观两个层次分析，即分为微观效率和宏观效率”。

在国内理论界，对于企业融资效率的理论分析，现有的文献成果绝大多数都是从影响因素分析入手，通过对各种融资方式的融资效率进行比较后予以排序。

郑伯良（2002）、邓红征和周长信（2003）运用模糊系统方法，对不同融资方式中的“融资成本、资金利润率、融资机制规范度、融资主体自由度与清偿能力”等影响融资效率的程度，进行了评价分析，研究发现，“在中小企业的各种融资方式中，内部融资效率大于债权融资效率，债券融资效率大于股权融资效率”。郑文博（2004）和申景奇（2007）等，也用相同的方法，通过对影响企业融资效率的主要因素评价分析，对我国的中小企业融资效率进行了评价。虽然在评价过程中关注的影响融资效率的主要因素考虑略有不同，但研究的结果也同样发现，“在中小企业的各种融资方式中，内部融资效率大于债权融资效率，债券融资效率大于股权融资效率”。而与前述研究不同的是，胡竹枝和庞仙君（2013）则认为，影响企业融资效率的主要因素除了融资成本以外，还应当重点考虑融资的期限和融资的风险以及资金使用的自由度与资金到位率。他们利用模糊集中意见决策方法，对企业的各种融资方式的综合效率进行评价，结果发现：“在给定的各种融资方式可以自由选

择的前提下，中小企业的理性融资序列是，先利用积累，其次是股票融资，再是银行信贷，最后是债券融资”。不难看出，胡竹枝和庞仙君（2013）的这一结论，和国外发达国家现有的融资优序论相比，二者之间存在有一定的出入。

在对企业融资效率的实证研究方法方面，现有的文献也主要是针对上述理论分析中的两种不同观点进行论证。

朱冰心（2005）运用模糊综合评价方法、朱巧伦（2006）运用模糊集中意见决策法，对各种融资方式的综合效率进行了实证分析，研究结果发现，不仅企业债权融资的效率高于股权融资的效率，而且中小企业融资方式的效率高低排序是：第一是内部融资，第二是股票融资，第三是商业信用或民间借贷，最后是银行信贷，银行信贷的效率最低。肖科和谢婷（2006）运用相同的研究方法，对我国的中小企业融资进行实证分析发现，“中小企业的自我积累融资效率大于股票融资效率，股票融资效率大于债券融资效率，而债券融资效率又大于民间借款融资效率，民间融资效率则大于银行借款融资效率”。宋增基和张宗益（2003）运用线性回归分析法，通过理论分析建立筹资效率与配置效率的检验模型，对上市公司融资效率进行实证分析，结果发现，我国的上市公司虽然在筹资效率上具有优势，但资本的配置效率却并不具有显著优势。而曹晓军、胡达沙等（2007），通过进一步的实证研究发现，“我国上市公司股权融资效率不高”。刘力昌、冯根福等（2004）运用数据包络分析方法对中国的股权融资效率进行综合评价发现，“我国上市公司股权融资效率总体

呈低效状态”。王颖和钟佩聪 (2006) 以及杨蕾 (2007) 等, 运用相同的方法对中小企业的股权融资效率进行了实证分析, 研究发现, 我国的中小企业上市公司股权融资的效率非常低。李冬梅 (2007) 运用熵值法、曾江洪和陈迪宇 (2008) 运用数据包络分析法, 所进行的实证分析也得出了相似的结论。

基于上述文献研究不难发现, 现有的文献研究中, 关于融资效率的理论评价方法与实证研究方法, 使用最多的是模糊综合评价法。模糊综合评价方法最大的缺陷, 就是权重确定过程中的主观任意性很难避免, 不同的评价者, 因主观认识上的差异, 会导致评价的非公正性, 不同的研究者使用相同的研究方法对相同的评价对象得出不同的结论。所以, 尽管此类研究文献对融资效率的比较分析排序方法思路比较新颖, 但由于方法上的根本缺陷, 导致其研究结论的可靠性能有待商榷。事实上, 关于企业融资方式的最佳排序, 西方理论界早就形成了比较成熟的理论, 如融资优序论等。虽然数据包络分析法在实证研究中可以有效地实现定量分析, 能够避免评价的主观影响, 但对股权融资效率的评价, 忽略了一些诸如融资成本的关键因素, 其实证研究所获取的结论的可靠性, 也是值得怀疑的。由于实证分析方法上的缺陷, 运用这些方法所得出的结论, 也很难避免有些混乱。所以, 在现有的国内研究文献中, 很难形成一致的认识。特别是, 现有文献研究大都缺乏针对分业监管导致资本市场分割条件下的企业融资效率问题, 可以说, 目前在这方面的研究, 仍然是空白。虽然可以借鉴与使用现有的实证分析方法对企业融资效率问题进行研究, 但在评

估与预测性能方面，都有不同的优缺点，各自具有一定的适应性，在研究过程中还需要进一步的加以分析和甄别。

2.6 基于国内外研究现状和发展动态的综合认识

以上文献综述，从多个角度探究了资本市场分割的界定、市场分割程度和企业融资成本以及融资效率的相关研究。从现有的相关理论与实证研究所支持的方法和技术来看，虽然国内外理论界在这些相关领域里取得了丰硕的研究成果，特别是，对分割的资本市场成本和投资行为选择问题的研究，已经取得了大量成熟的研究成果，但是，在如下几个方面仍然需要做进一步的深入研究。

(1) 现有研究文献对资本市场的制度分割概念与本文所关注的分业监管下资本市场分割的界定存在不一致。绝大部分研究仍然较多地关注于股票市场和债券市场的分割，特别是，对证券市场分割的分析，基本是以股票市场以及交叉上市为研究对象，研究的重点基本上都集中于国际股票市场的一体化和国内股票市场的一体化上。对于因不同监管部门所形成的国内股票市场、债券市场、保险市场及银行信贷之间的分割，目前的研究还比较缺乏，虽然引起了相关部门和研究者们的高度关注，但在系统的理论分析和实证研究方面，仍然比较欠缺。

(2) 由分业监管导致的资本市场分割，首先带来的是宏观经济运行中的资本成本增加和效率损失以及政策传导失灵等一系列问题，其次会导致企业融资渠道因不同监管所形

成的分割障碍产生梗阻，这促使企业采取一些可以有效减少与资本市场分割相关的、具有显著负效应的融资策略。Stapleton and Subrahmanyam (1977) 就明确指出过，“企业在国内外市场上双重上市，就是策略之一。但是，采取此类融资政策，会带来资产价格的重新调整以及一系列传统的经济、财务理论所不能解释的相关问题，这些问题需要理论界进行深入的研究”。

(3) 虽然国内的诸多研究者从不同角度赋予了分业监管下的资本子市场的资本成本和资本效率的不同制度内涵，但是，在有分业监管制度分割下资本市场的宏观资本成本与效率界定，以及微观企业投融资成本和效率的定量化实证分析理论与方法方面，仍然比较滞后。因而，使得分业监管下资本市场分割的实证研究，以及支持监管协调与改善监管效率的研究进展缓慢；特别是，虽然国内外学者对市场分割下的企业上市成本问题研究较多，但很少有涉及到关于企业在分业监管导致资本市场分割条件下的融资成本和不同融资方式选择之间的关系研究，实证研究更为缺乏，即便是基于证券市场分割的企业 IPO 融资成本研究，也远远落后于当前资本市场分业监管管理改革与决策制定的实际需要。

(4) 在我国资本市场近年来的制度建设过程中，理论界和管理层都逐步形成了有关影响市场分割因素的定性判断，认为应该主要从市场主体、交易品种、交易机制三个方面来完善市场。但是，由于没有定量分析各种设定的因素的影响作用有多大，无法给出监管层和资本投融资者有价值的政策和操作建议。如何借鉴国内外现有的研究成果，采取定性

和定量分析相结合，特别是理论研究和实证研究相结合的方式，通过分析影响分业监管分割的制度因素和路径，探讨我国分业监管下不同资本子市场上的资本成本和效率，尤其是企业融资成本和效率的差异与现状，是当前理论界一个新的有价值的研究方向。

(5) 在国内外的现有研究中，特别值得关注的是，对中国资本市场分业监管分割下的银行信贷市场、保险市场在长期资金占用分布上的量化认识，以及因监管推高的资本成本和存在的资本运行效率损失的定量分析，不仅缺乏系统的理论研究，而且在分析的技术选择上，基本上还处在简单的描述统计分析层次上，难以满足监管协调和监管效率提高的需要。由于缺乏由分业监管导致资本市场分割下的资本价格扭曲度的定量研究，以及扭曲的价格信号导致的企业投融资选择的行为特性的研究，资本市场监管的动态管理决策难以得到准确有效地支持。同时，基于统计方法的趋势分析，难以发现由制度上的隐蔽性的市场分割所引起的政策信号失真，以及产生的资本资源配置成本和效率损失。加强这方面的理论与实证研究，对于改善我国现有的资本市场监管管理，具有很高的理论参考价值。

基于国内外研究现状和发展动态的基本分析和认识，本文针对“中国分业监管下资本市场分割”问题，从分业监管下资本市场分割界定入手，通过运用现代资本结构理论、投资理论和数量经济学的相关模型分析理论与方法，对分业监管下资本市场分割程度以及资本资源配置效率，进行相应的理论与量化分析研究。特别是，通过设计分业监管下资本市场分割程度指标体系，构建衡量与检验分业监管下资本市场分割程度的计量经济学模型和

监管边界效应理论分析函数，重点对分业监管所形成的资本市场分割程度，进行定量测度和理论探索，在检验分业监管下资本市场分割存在性的基础上，努力从宏观资本资源配置角度，通过使用生产函数分析方法，进一步深入考察当前的中国分业监管对银行信贷市场、资本市场与保险市场的割裂程度以及对资本资源配置效率的响程度，以达到对中国分业监管下资本市场分割的理性认识，进而为监管当局适时采取有针对性的监管协调决策策略提供决策支持。

2.7 本章小结

本章通过对国内外资本市场分割理论与实证研究的相关文献研究综述，通过对理论界传统研究的重点领域（即股票市场分割理论和实证研究）的相关文献的梳理和分析，对通过资产定价模型检验股票市场分割所存在的优势和劣势有了一定的认识，分析了债券市场与银行间市场分割研究的现状、国内外对资本市场分割下的企业融资成本与效率的研究现状，针对当前理论界对导致市场分割的原因的分析和认识，本文分析认为，在市场分割研究方面，就分割的概念界定还缺乏一致的认识，运用的市场分割检验理论和方法也大都集中在股票市场的分割检验上，而且检验股票市场分割性的模型也主要是资产定价模型。

在分析研究资本市场融资成本与效率方面，对企业融资效率及其影响因素的研究，虽然国内外理论界的现有成果比较丰富，但对国内的企业融资效率和融资偏好的研究，还存在与国外传统理论不一致的地方；在导致市场分割原因的分析过程中，虽然理论界已经关

注到了制度因素的影响，但仍然停留在一般的统计描述分析层面，缺乏深入的定量分析检验。

本文通过研究认为，针对当前理论界缺乏对我国分业监管下资本市场分割问题研究的现实，如何借鉴国内外现有的研究成果，采取定性和定量分析相结合，特别是理论研究和实证研究相结合的方式，通过分析影响分业监管分割的制度因素和路径，并基于对分业监管下资本市场分割程度和发展动态的检验和认识，探讨我国分业监管下不同资本子市场上的资本资源配置效率，尤其是工业行业直接融资和间接融资效率的差异与现状，是探索分业监管下资本市场分割问题的一个合理的切入点。同时，本文也注意到，设计与分析分业监管下资本市场分割程度指标体系，构建分业监管下资本市场分割的计量经济学模型和监管边界效应理论分析函数，重点对监管所形成的资本市场分割程度进行定量测度和理论探索，是本文研究需要努力的一个方向。

第3章 中国资本市场分业监管与资本市场分割理论

针对中国资本市场分业监管与资本市场分割理论问题，本章从现代金融管理和制度经济学等理论角度，通过对现代资本市场监管理论的分析与认识，探讨中国资本市场分业监管的理论依据，并基于系统的理论分析和认识，界定中国分业监管下资本市场分割的概念，探讨由中国分业监管形成的资本市场分割对资本资源配置产生的主要影响。

3.1 资本市场监管的一般理论与中国资本市场分业监管

所谓资本市场，就是中长期资金市场，是指“证券融资和经营期限在一年以上的资金借贷和证券交易的总和” (Mishkin, 1995)。按照不同的资金融通方式进行划分，可以将资本市场划分为银行中长期信贷市场和证券交易市场。前者是一种国际银行提供中长期信贷资金的市场，为需要中长期资金的政府和企业提供资金便利。如果按照金融工具的基本性质进行划分，则又可以将资本市场划分为股权市场及债券市场，其中股权市场就是所谓的股票市场。作为构成金融市场的主要部分，资本市场包括所有关系到提供和需求长期资本的“机构和交易”。就长期资本来看，它包括公司的部分所有权如股票、长期公债、长期公司债券、一年以上的大额可转让存单、不动产抵押贷款和金融衍生工具等。

基于资本市场的基本概念理解，为区别于目前国内外在研究资本市场分割问题时对资本市场的理解，本文研究所关注的资本市场，是宏观分析视角下的中长期银行信贷市场、债券市场、股票市场和保险市场。

资本市场的功能集中表现在资本融通、资本资源配置、决定价格和降低交易成本等方面。

在经济运行过程中，既存在着资金盈余的投资方，又存在着资金短缺的资金需求融资方。通过资本市场，资金短缺的一方可以通过发行各种证券来达到筹资的目的，而资金盈余者，则可以通过买入证券而实现投资。筹资和投资是资本市场的基本功能，其中任何一个功能的缺失都会导致市场的严重缺陷。资本市场对资本资源的配置，通过资本市场上的评价和选择以及监督机制所生成的资本价格信号来实现。作为“理性经济人”的投资主体，依据对市场价格信号的识别和判定，在追求利润最大化的行为动机驱动下，通过投资收益最大化的行为选择，使得资本市场上的资金流动，趋向于低成本高效益一方，进而实现资本资源的优化配置。资本市场在促使金融资本向实际资本转化方面的根本作用，就是通过建立的市场价格机制所生成的价格信号引导，达到资本的供需平衡和有效引导资本资源的优化配置，进而提高整个国民经济的财富。

3.1.1 资本市场监管的一般理论

资本市场作为配置国民经济资本资源的有效途径之一，从理论上讲，能够实现资本资源的最优化配置。但是，由于受到各种因素的影响和制约，特别是在与金融脆弱性高度相关的条件下，它潜在地存在着市场失灵的风险。

资本市场存在失灵风险与其内在的本质特点密切相关。一方面，资本市场除了具有资金借贷量大和价格波动幅度大等特点以外，它还具有融资期限长、流动性相对较差、风险大收益高的显著特性，另一方面，在现实当中，“由于金融机构内生的特殊风险、不确定性及有限理性、信息非对称性以及投资者套利行为的外在性，常常导致机会主义行为、逆向选择和道德风险，从而引起市场失灵，甚至会加剧市场风险，引起市场波动，结果造成资本市场失效”（余甫功，1999）。当市场中的无形之手难以实现资源的最优配置而导致市场失灵时，资本市场的有效运行及其基本功能的有效实现，就要依赖于政府对资本市场的监管，“在看不见的手发挥不了作用时，政府可以改善市场失败的结果”（Mankiw, 2011）⁷。

针对资本市场监管的基础理论研究，理论界包括公共利益论、捕获论和经济监管理论等，均具有各自不同的观点和认识。

Stigler (1971) 认为，“管制的目的是为保护生产者利益，监管就是为了抑制市场的不完全性缺陷以维护公众的利益”，在“存在公共物品、外部性、自然垄断、不完全竞争、不确定性、信息不对称等市场失灵的行业中，为了纠正市场失灵的缺陷，保护社会公众利益，由政府对这些行业中的微观经济主体行为进行直接干预，从而达到保护社会公众利益的目的”，因此，“监管由产业谋取并主要根据其利益来设计和运作”。而 Gerschenkron (1962) 则分析认为，由于监管当局往往会被监管者利用，从而为被监管者带来利润。所

⁷ Mankiw. N.G, principles of economics [M]. South-Western, Division of Thomson Learning. 2011.

以，“不论监管方案是如何设计的，监管机构对某个产业的监管，实际上就是被这个产业所俘获的俘虏”，监管的提供正好适应了产业对监管的需求，并且，在一定程度上对市场的干预能够“通过降低政府对资本的控制来提高经济的效率，促进经济增长，真正发挥金融对经济的推动作用”。Chatov (1971) 指出，如果将资本市场上的监管看作是政府对价格和市场进入以及退出条件与服务标准等所进行的控制的话，并将在资本市场上的“管制者与管制者视为博弈中的猫与鼠”，那么，“监管常常会遭遇到被监管的业界的‘捕获’，最终是管制对被管制者有利”。Stigler (1986) 从市场失灵出发，对经济监管理论进行系统研究提出，“监管作为一种重要的政府干预手段的必要性”，是“因为市场本身是脆弱的和有缺陷的”。

“在看不见的手发挥不了作用时，政府可以改善市场失败的结果”。尽管如此，但理论界在主张政府对市场加强监管的理解和认识上仍存在着各种分歧。Doel (1993) 从福利经济学的角度，对政府的监管提出了明确的质疑，他认为，虽然“政府任何一项社会经济政策以及监管措施都代表了一项社会福利函数的选择”，然而 Arrow (1970) 所给出的“阿罗不可能定理”已经充分表明，“能够反映社会所有个人偏好的社会福利函数几乎是不可能存在的”，“政府的经济政策或者是对经济的监管，在理论上也是不可能达到社会福利最大化目标的”。政府监管在矫正市场失灵方面存在着显著的客观局限性。

Harberger (1954) 认为：“在市场上，垄断厂商的垄断很容易使其通过提高自己的产品价格来增加利润，并且垄断厂商因垄断所增加的利润，又正好是来自于消费者剩余的减少部分，垄断所造成的消费者净损失又超过了垄断厂商通过垄断所实现的收益增加”。所以，消费者的净损失与垄断厂商的利润增加之差额，本质上就是因垄断所造成的社会福利净损失。基于此，Harvey (1966) 进一步分析指出，“由竞争转入垄断以后失去竞争压力的企业，会逐渐松懈和懒惰，进而会出现不同的效率下降，其最终导致的结果就是，企业的平均生产成本上升，直至其与垄断价格相一致时，由垄断所带来的利益就会全部消失”。因此，“由政府管制带给企业的垄断利润，会因为与垄断相伴而造成的企业效率下降而逐渐消失，并且伴随效率的下降所造成的损失会更大”。Tullock (1967) 对于政府管制导致的社会成本问题，有着更为深刻的认识，他认为，“政府对经济活动的管制可能会导致在特定集团利益增加的同时，使另外其它的集团利益受损。获益的集团会尽力寻求这些管制，受损集团则会花费成本努力展开反对管制的活动。所有这些活动均会花费巨大成本，其中大部分不仅不会产生任何的社会福利，而且还导致社会福利的净损失”。所以，“政府管制经济的行为，会导致社会中的经济主体行为发生严重扭曲，产生寻租、设租、避租、护租等行为，这些行为都是非生产性的，导致了社会资源的浪费和社会成本的巨大损失”。特别是寻租者的租金耗散，通过公共管制过程所获取的租金，可能会由于寻租者寻租活动的高投入而被浪费掉，政府对市场所实施的管制，就很可能引起大量的非生产性活动。

这不仅会造成社会福利的无谓损失，而且还会造成社会资源的浪费和政府官员的腐败。所以，在 Tullock 看来，应当否定或者尽量减少政府的监管，让市场机制自由发挥作用。另外，Becker (1968) 和 Stigler (1970) 以及 Polinsky and Shavell (1998) 等，从“法律最优阻吓”的角度研究指出，“行政监管是多余的，市场的运行只需要最优的法律设计来保证就够了”。如果再依据 Coase (1960) 给定的著名“科斯定理”所阐明的观点不难发现，“只要财产权是明确的，并且交易成本为零或者很小，则无论在开始时将财产权赋予谁，市场均衡的最终结果都是有效率的，均能实现资源配置的帕雷托最优”。也就是说，只要有良好的制度设计，尽力减少政府的监管是必要的。

因此，基于上述的分析和认识，对资本市场来说，质疑政府监管的理论观点所表明的是：“要尽可能地发挥市场机制的作用，减少政府的干预和管制”。

3.1.2 制度经济学视野下的中国资本市场监管

所谓资本市场监管，就是政府为了减少系统风险、促进资本市场资源优化配置功能发挥及确保资本市场有序运行，运用各种手段对资本场所进行的一系列监督和管理。其中，既包括政府对整个资本市场参与者的监管，也包括对监管者自身监管机制的构建。

追溯中国资本市场发展的历史不难发现，从 1990 年上海证券交易所成立到目前为止，中国的资本市场已经历了将近 20 多年的发展。依据新制度经济学理论分析观点，中国资本市场从本质上讲，就是一种制度的安排，并且这一制度安排是一个诱致性和强制性

变迁交替发挥作用的过程。由国民经济快速发展所释放出来的“巨大能量”和“对有限资金的过度需求”，是中国“资本市场形成和发展的巨大内在推动力”（徐涛，2005），借助于政府的强势推动，中国资本市场制度自上而下得到了确立并获得了不断的发展与演进。

在上世纪 80 年代初到 90 年代的资本市场萌芽时期，正是“政府追求自身利益的行为改变了原有的单纯以银行为渠道的融资制度，开始尝试通过金融市场来筹措资金”（李扬、何德旭，1999）。由于这一时期的资本市场发展不平衡，而且融资制度功能单一无序特征明显，政府的管理主要是采用行政措施，而不是遵循市场规律运用已有的规则或运用法律手段。经历了萌芽期之后，自上世纪 90 年代开始，中国资本市场在参与主体各方经过了多次重复博弈之后，已经逐步形成了以政府为主、多方参与主体共同参与并相互影响的暂时稳定的制度安排。但是，“由于长期的、高度集中的计划经济所形成的政府控制经济过程的路径依赖，没有留下资本市场制度自然演进（诱致性变迁）的土壤”（徐涛，2005），中国资本市场在制度安排上，带有显著的供给性，“主要以国有企业改革筹集资金为总体目标，以股票市场作为资本市场的主体市场，债券市场和信贷市场为辅助市场”。从政府这种强制性的制度供给来看，“并没有充分考虑到非政府行为主体的反馈影响”，虽然这一时期的证券市场得到了迅速的发展，并获得政府的高度重视与大力支持，但是，债券市场和信贷市场的发展，不仅滞后，而且并没有受到政府的重视，导致的结果是，在相当程度上降低了资本市场资源配置的效率。

Posner (1974) 指出,“追求高效透明的监管制度,是每一个政府的职责”,但是“制度的有效性随着经济发展和变迁而发生改变,人类使自身环境易于理解的努力导致了环境的持续变化,并因此给理解环境带来了新的挑战”(North & Weingast, 2000)。因此,对中国这种带有强烈政府主导性的资本市场来说,利用现有的、受传统计划经济制度路径依赖影响的监管制度,对信贷市场、证券市场及债券市场进行分业监管,可实现资本市场配置资源的效用函数最大化,降低资本市场风险对经济活动所形成的不确定性,但与其追求的、能够实现的所谓“高效透明的监管制度”,依然存在着较大的差距。

在整个中国资本市场监管制度建设过程中所面临的主要问题是,伴随着改革开放的不断深化,不仅在经济发展的水平以及各个领域上都发生了巨大变化,资本市场上各方参与者的主体特征,特别是主体的行为特征,也都较以前发生了大的改变,而且资本市场主体所面临的社会经济、政治、法律等制度,也发生了较大的改变。基于诱致性和强制性制度变迁所形成的现有资本监管制度的有效性,遇到了前所未有的较大的挑战,特别是在我国的现实资本市场分业监管中所存在的一系列问题,使得资本市场监管政策的执行难以达到预期的效果,监管制度在现有的分业监管框架内,既无法对资本市场参与者形成有效的约束,又导致了资本市场不同程度的割裂。

3.1.3 中国资本市场分业监管体制的历史沿革与现状

上世纪八十年代初期改革开放以来，中国的资本市场监管制度历经演化与变迁，逐步确立了具有强烈行政色彩的“一行三会”分业监管模式，即由中国人民银行、银监会、证监会和保监会等对资本市场实行分业监管。其中，中国人民银行负责制定和执行国家货币政策，银监会统一监管全国银行、金融资产管理公司、信托投资公司以及其他存款类金融机构，而证监会则对全国证券、期货市场实行集中统一监管，保监会负责对全国的保险市场进行统一监管。

在中国资本市场制度确立的萌芽期，为适应经济转轨时期金融发展和资本市场管理的需要，中国人民银行实现了中央银行与商业银行的分离，将货币政策和所有金融监管集于一身，初步确立了中国资本市场的监管模式。1986年，《中华人民共和国银行管理暂行条例》正式颁布，确立了事实上的人民银行统一监管格局。自上海证券交易所和深圳证券交易所的正式营业开始，随着金融机构种类和金融业务品种的不断增长，证券市场、保险市场得到了快速发展。在新的资本市场格局下，以前原有的监管模式，已不能够适应资本市场的变化。到了1992年，“证监会”和“证券委”相继成立，并依法对证券市场进行统一监管，人民银行虽仍然负责包括证券商和证券交易中心在内的金融机构审批和债券交易、投资基金管理，但已不再是证券市场主管机关。由此，形成了由中国人民银行、证券委和证监会共同对证券市场实施监管的体制。到了1998年，国务院撤消“证券委”，将中国人民

银行对证券机构的审批权和监督管理权移交给中国证监会，形成了以“证监会”为主的集中统一的证券监督管理体系。同时，为适应这一时期快速发展的保险市场监管的需要，中国人民银行对保险业的监管职能也从金融监管体系中分离出来，成立了“保监会”。自此，中国资本市场分业监管的格局初步形成，直至 2003 年 4 月，中国“银监会”正式成立，接管中国人民银行的银行监管，中国资本市场分业监管格局正式形成，中国资本市场上的三大监管机构分工协作下的监管职责明确的分业监管模式正式形成。

从制度变迁和监管模式的演化过程中不难看出，中国资本市场的分业经营原意并不是要分割资金流动和市场体系，分业监管的本质更是对银行、保险和证券业务中的不同性质风险采取不同的管理措施，监管的核心也是旨在通过内部“防火墙”等制度，防止因某一市场领域内的风险扩散而形成系统风险，进而提高资本资源配置效率。

但是，在传统计划经济向市场经济的体制转轨时期，受路径依赖中“行政因素”的影响，分业监管模式受强烈的行政因素影响而逐步演化成为了简单化的“分割管理”。虽然表面上分割了风险，但人为地割裂了资本市场本来应该必然存在的有机联系。这不仅不利于资本市场整体发展水平的提高，而且不利于支持经济持续增长所需要的资本资源的优化配置。

3.2 中国分业监管下的资本市场分割概念界定

由于中国资本市场分业监管制度以监管权力划分的本身，在客观上变相地割裂了统一的资本市场，中国分业监管下资本市场分割不同于一般的市场分割。资本市场分业监管各个部门各自为政，“把自己监管的所有金融机构当成‘儿子’看待，都为自己‘儿子’的发展谋出路，但是，对别人的‘儿子’就有一种戒心，这样就造成了市场分割”（吴晓灵，2007）⁸。

3.2.1 广义市场分割与资本市场分割类型

就广义的市场分割概念来看，所谓的市场分割，通常是指由于市场之间的流通障碍或者是交易障碍所导致的同质商品在不同市场上的各种差异。李文洁（2011）认为，市场分割就是属于一种“市场的非整合状态”，而且，“市场分割既可以是中央政府或者地方政府所为，也可以是行业主管部门所为，甚至可以是包括私人垄断集团和寡头以及卡特尔在内的私人权利集团所为”。

从引起分割的主要因素来看，资本市场分割大体上可以分为两种类型，即硬分割和软分割。如果市场分割是由于法律、制度或者是成本因素所引起，则此类分割被称之为硬分割；如果市场的分割是由于非制度因素或者是由制度因素衍生所引起的，则此类分割被称之为软分割。其中的制度因素衍生，主要包括信息不对称、投资者偏好、流动性差异和文

⁸ 吴晓灵. 未来十年中国需要研究的重大课题[C].第三届中国经济 50 人田横岛论坛. 2007.07

化差异等。但是，就现实的市场分割来说，市场分割往往由多种因素共同造成，很难将某一种市场分割简单地划分为硬分割或者是软分割类型。

Sapleton and Subramanyam (1977) 针对各个国家的资本市场分割，分析给出了分割假说，即：市场是不完整的，市场的不完整性就是市场分割。他们认为，市场分割的主要原因，是政府的政策限制和投资者的认识。政策限制主要有税收政策、外汇管制以及资本流动限制和所有权限制等等；投资者的认识则主要是指源于对财务报告质量和财务会计标准差异等各类信息认识的障碍，以及对证券市场相关制度不熟悉和语言上的障碍等等。

Fama and French (1993) 据资产特征对资本市场进行分析时发现，在资本市场的分割中，“资产的特征与公司的投资价值 and 行业的特征有关”，并且，“资产本身的特征是更具根本性的市场分割来源”，是导致系统性偏离标准的资本市场分割的根本原因。Heston , Rouwenhorst and Wessels (1995) 和 Nummelin and Vaihekoski (2001) 进一步指出，因为资产具有增长和价值属性特征，“小公司比大公司更容易产生市场的分割，并且即使对所有权的法律限制不断减弱，许多国家资本市场一体化程度的差异，也仍然会长期存在”。所以，“除了对所有权的法律限制之外，还有一些根本性的因素导致了市场分割性的存在，这些因素与信息成本、管理风险、资本流动性以及其他非 Beta 风险因素有关，并反映了国际投资的价值和全球风险状况”。然而，依据 Hietala (1989) 的研究观点来看，资本市场分割就应当被看成是，“资本的投资限制或所有权限制以及资本市场间的物理差

异所造成的分割”。因此，导致市场分割的行为，可以是政府行为，也可以是非政府行为。

通常由政府行为所形成的资本市场分割，基本上会主要地表现成为：“本国政府限制外国投资者进入本国资本市场；限制本国投资者进入国外证券市场；限制外国投资者持有本国企业证券的比例；限制外国投资者将资本和红利输出国外的自由度等”。

就资本市场分割的类型划分来看，Errunza and Losq (1985) 认为，市场分割主要有“完全市场分割”、“半市场分割”和“完全市场一体化”等类型。其中的半市场分割，专指“外国投资者能够无限制地进入一国的国内证券市场，而国内投资者却完全排斥于外国证券市场之外的一种分割”。如果所研究的资本市场分割被确定在一个国家内而不涉及国际资本的话，则此类分割通常被归为“类半分割”类型的“温和型资本市场分割”。祝金甫 (2008) 通过对资本市场分割的文献研究，提出了“硬分割”和“软分割”的观点，并进一步指出，如果资本市场上因存在投资限制、或所有权限制、或因物理性差异导致市场分割，则此类分割就属于硬分割。“投资限制造成的资本市场分割现象比较明显和普遍，是构成资本市场硬分割的主要原因”。

3.2.2 中国分业监管下的资本市场分割

所谓中国分业监管下的资本市场分割，就是指由于分业监管制度及其监管行为所引起的市场间资本流通障碍、或交易障碍所导致的同一资本产品在不同市场上的交易价格、成

本、收益以及风险等各方面所形成的较大差异。基于理论界对资本市场分割的观点和认识，可以将中国分业监管下的资本市场分割视为依附于政府“行政属性”下的一种行业“分业监管行为”所形成的市场分割。

中国分业监管下的资本市场分割与 Errunza and Losq (1985) 所给出的半市场分割相比，在某种程度上看，它既不属于一种所谓的类似于温和型的资本市场分割，也不是完全市场一体化，更不属于完全的市场分割。与祝金甫 (2008) 的市场分割观点下的分割类型相比，结合从分业监管所形成的不完全市场分割所受到的主要影响因素来看，我国的资本市场分割，从本质上看，属于典型的资本市场硬分割范畴，是分业监管的强制度性行政因素所导致的分割。

在分业监管模式下，各监管部门对资本市场，包括银行间市场和信贷市场、证券市场与保险市场的投资，都有不同程度的限制和规定，中国的资本市场基本上属于三个具有分割意义的独立子市场。保险市场的保险资金进入股市和债市的比例不仅有严格的限制，而且比例很低。在股票市场上，A股和B股市场之间仍然存在着显著的分割关系。在债券市场上，由于受到分业监管模式的影响，“不但从组织结构上被分割成为交易所债券市场和银行间债券市场以及柜台市场；而且由此形成了每个市场中的产品特点、投资者特征之间

的区别”（高雷虹，2004）⁹。如果针对不同的资本市场上投资主体的基本构成来分析的话，我国交易所债券市场上的主要参与主体有保险公司、证券公司、基金公司、投资公司和企业等；在银行间市场上的主要参与主体有商业银行和农村信用社以及保险公司与证券公司等。在我国虽然跨市场资本产品能够运用变通的方式从交易所转入银行间市场进行交易，但商业银行与农村信用社则无法参与交易所债券交易。如果再从资本市场投资者的需求结构上来分析的话，投资者需求特征存在显著的区别。就最为主要的投资主体之一的保险公司来看，主要偏重于长期债券，国有银行和股份制银行的需求则明显地表现出对中短期品种的偏好，而基金公司的投资需求则明显地偏好于短期债券；证券公司等其他的机构投资者，由于受到资金的影响而并不是最主要的长期投资者。如果在从投资主体的交易动机上来分析的话，保险公司不仅采用的是更多地买入持有到期的交易策略，而且其表现出来的交易动机并不积极，我国的四大国有银行因为要受到资金规模庞大的影响，和交易相对活跃的股份制银行、农信社、基金、证券公司以及投资公司等机构相比，四大国有商业银行的交易量与其持仓量很低。

特别是在资本市场上，由于分业监管模式所形成的分割，形成了具有中国特色的分割特点。第一个特点是，不同的分割子市场的参与主体不同。在证交所债券市场上的参与主体相对于其它几个市场来说，具有一定的多样性和广泛性；在银行间债券市场上的交易主

⁹ 参见高雷虹“我国资本市场运行机制优化研究”，西北农林科技大学博士论文，2004

体则主要是银行机构和非银行金融机构；第二个特点是，交易系统所采用的报价方式以及交易系统依托的交易网络不同，不同的交易系统的投资开户和托管与结算方式以及交易品种和交易方式等都不一样。对此可以从我国的债券市场得到证明。在我国的证券交易所债券市场交易系统中，采用的是集中撮合式报价，而银行间债券市场的交易系统则采用的是逐笔商谈的寻价交易方式；在我国的证券交易所中，债券市场交易依托的市场平台是证交所证券交易网络，而银行间债券市场的交易平台，是上海中国外汇交易中心的网络系统；证券交易所债券交易的债券开户和托管以及结算均在证券交易所，而银行间债券市场的债券开户与托管和结算则集中在中央国债登记结算有限公司办理；并且证券交易所债券交易的品种和银行间债券交易的品种都是不同的；第三个特点是，我国的资本市场缺乏市场定价机制，资本的价格是由分业监管下的供给式制度确定的。

综上所述，在中国资本市场分业监管的制度模式下，因分业监管所形成的此类资本市场分割，实质上就是一种市场硬分割，也就是所谓的介于完全分割和统一市场之间的一种硬分割。

3.3 中国分业监管下资本市场分割的现状与一般特征

魏尚进 (2004)¹⁰在中国资本市场分割程度实证诊断中指出，要认识中国的资本市场分割程度，应当从三个方面进行思考：即一个地区的储蓄能够在多大程度上被用于另外一个地区的投资；资本流动性是如何随时间演进的；资本流向的区域是否是更有生产力的地区。如果将这三个方面视为资本资源的流动配置渠道，则这三个渠道效率的高低决定了资本流动性的强弱。就中国分业监管对资本市场导致的分割来说，应当重点考察分业监管是如何阻隔了资本在各个资本子市场间的流动。

3.3.1 中国分业监管下资本市场分割的现状

到目前为止，中国分业监管模式下的资本市场，实质上是处在一种分业监管行政制度管辖下的硬分割状态，这种硬分割资本市场的当前状态，具体突出表现在如下几个方面。

第一，统一的资本市场体系存在一定程度的相互割裂互不打通状态，投融资双方的选择自由度，在很大程度上存在着缺失。并且中国分业监管下资本市场分割的这种状态，突出地表现在分业监管所导致的实质上的资本隔离和市场投融资主体以及产品交易的严格限制上。

¹⁰ 魏尚进.中国资本市场分割程度实证诊断[OL]. 财经 - 观点评述. 2004.01.
<http://www.caijing.com.cn>

在中国资本市场制度演化历程中，中国资本市场体系中不仅银行业是最大的市场主体，而且信贷市场又占据主要地位。“自 2003 年至 2012 年的十年间，伴随着中国经济每年 10% 左右的高速增长，银行业的发展也进入了黄金时期，总资产和总负债规模均快速增加。根据银监会发布的统计数据显示，十年间中国银行业金融机构的总资产和总负债的年均复合增长率达到了 19.13% 和 18.76%，分别由 2003 年的 27.66 万亿元和 26.59 万亿元，增加到了 2012 年的 133.62 万亿元和 124.95 万亿元”（冯军政，2014）。而且，从整个金融业发展状况来看，银行业依然是我国金融市场体系当中最为主要的主体，截至 2012 年底，在证券业、保险业和银行业三大金融业中，银行业总资产占比达 93.64%。但是，受分业监管的强行政特色的制度影响，银行信贷市场和其它资本市场的资本融通渠道，在一定程度上是相互隔离互不打通的。

就银行信贷市场与其它资本子市场的分割来看，目前，虽然完善的银行业监管法律体系已经建立，并在进入 21 世纪以后，适度放宽了银行业业务经营领域，对银行业所有权结构也进行了优化，但正如吴晓灵（2007）所指出的那样，银监会把自己监管的“所有金融机构当成‘儿子’看待”，“为自己‘儿子’的发展谋出路”，“对别人的‘儿子’就有一种戒心”，这样就造成了银行信贷市场与其它资本子市场的分割状态，而且并没有随着监管制度的完善而减缓。在 1999 年颁布的“证券法”中，虽然明确地规定了禁止银行信贷资金违规进入股市，但并没有明确指出银行资金合法进入股票市场的渠道，银行资金合法进入股票市场

的渠道，也因自上而下的各级严格“行政”监管而阻塞。2000 年中央银行和中国证监会联合发布了《证券公司股票质押贷款管理办法》，允许符合条件的证券公司以自营的股票和证券投资基金券作抵押向商业银行借款，证券公司自营业务有了新的融资来源，但在信贷资金和证券市场的其它融通渠道上，依然存在着各级行政监管部门对“别人的‘儿子’存在的戒心”，而难以得到有效疏通。2003 年修正的商业银行法虽然也在一定程度上为商业银行扩展其业务的边界打开了窗口，但仍然明确规定，“商业银行不得从事信托投资和证券经营业务，不得向非自用不动产投资或者向非银行金融机构和企业投资”。2005 年和 2011 年，银监会先后出台了《商业银行个人理财业务管理暂行办法》、《商业银行理财产品销售管理办法》，但在发生“规避贷款管理与未及时隔离投资风险”等新的问题背景下，银监会又在 2013 年出台了《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》，虽然主要目的是为了防范金融风险 and 维持银行业持续稳健发展，但执行的结果，是制约了信贷资金在这些市场上的有效打通。并且根据世界银行公布的银行业监管统计数据来看，与英国和德国以及我国的香港地区等相比，中国监管机构对银行业业务活动的管制，不仅非常严格，而且其监管的严格程度几乎接近于世界之最。

就商业银行信贷资金市场对融资对象的偏好依赖上来看，受区域行政分割影响下的监管制度演化路径依赖影响，中国银行信贷市场对国有企业和大型企业信贷融资长期形成的制度偏好，隔离了中小企业信贷融资。而就目前我国债券市场的基本情况来看，受分业监

管制约，债券市场被分割成交易所债券市场、银行间债券市场和柜台市场。并且杨辉（2005）¹¹研究发现，“每个市场中的产品特点、投资者特征，都有着明显的区别”。

第二，分业监管分割的资本市场上，价格形成机制缺失，资本的价格确定不是市场机制，而是监管的行政制度。市场价格机制不能充分发挥作用，资本市场存在价格歧视，处于卖方市场状态。不仅资本的价格不能准确地反映出资本资源的真实供求关系，而且分业监管分割的资本市场价格扭曲严重。

在资本市场分业监管制度下，我国的资本市场是在经济体制深化改革转轨过程中，伴随着制度的变迁而形成的创新，是一种由政府主导形成的制度供给，这种制度供给是我国资本市场发育的最关键的决定因素。林毅夫（1993）研究指出：“由于改革的渐进性和思想观念的惯性，公有产权制度的改革，总是滞后于融资制度的供给”。受分业监管领域的意识形态和传统制度下既得利益集团的影响，特别是传统的产权制度的惯性渗入并支配着各资本子市场，“不仅导致了资本市场产权制度的缺陷，阻碍延缓了资本市场价格机制的形成，而且还进一步导致了资本市场中国家信用的过度倾斜”。樊纲（1993）也明确指出，“现有的产权结构中政府是企业的所有者，在有限的财政能力无力支撑体系庞大的国有企业的情况下，国有企业的资金需求变成了对融资制度的需求，不仅银行的信用比重过

¹¹ 杨辉. 市场分割因素对交易所国债收益率期限结构影响的分析——兼评 2004 年 10 月升息对交易所国债收益率影响[R]. 2005, 中信证券研究报告

高，而且几乎垄断了银行信用，储蓄存款的 70%以上集中于国有银行，国有银行的贷款占全部金融机构贷款的 80%以上”；而且，杨辉（2005）还进一步研究发现，“证券信用也向国家过度倾斜，除了国债占证券市场最大份额以外，中央、地方政府的企业债券和重点建设债券以及国家建设债券，都直接或间接地以国家信用担保，在股票市场上国家信用也在占市场主体最大份额的国家股上得到体现”。由此可见，虽然我国资本市场上的直接融资市场得到了不断的完善和健康的发展，但在分业监管制度下，由于客观上受到了传统产权制度的惯性影响，证券市场的定价机制是严重扭曲的。一方面，分业监管制度下的监管对资本市场的干预普遍存在着过渡和不足，更多地干扰了我国资本市场价格机制的形成；另一方面，资本市场上的各种非理性监管，不仅破坏了资本市场正常运行的机制和秩序，而且还加剧了市场波动；干预的不足，特别是表现在政府对资本市场的制度供给上的不足，“造成资本市场的冷热表现不均”，规范资本市场的各项法律法规建设滞后，有些法规甚至还带有明显的局限性，既不利于资本市场价格机制的形成，也不利于协调一致的健康监管机制的形成。

第三，在分业监管的资本市场上，受监管过程中的国家信用过度倾斜影响，特别是因过度监管和干预不足以及事实上的市场定价机制缺失，不仅造成了我国资本市场动员资本资源的能力下降，而且还导致了我国资本市场的融资效率的下降，不仅融资成本上升，而且不同市场上的投融资双方所承受的风险水平、收益水平和资本成本存在较大的差异。

在我国现行的分业监管模式下，高雷虹（2004）研究指出，“资金供给制在资本市场的延续以及管制金融在资本市场的实现，使得资本市场强制达到管制下的均衡，但政府的理性有限与市场信息量巨大的矛盾，又使这种管制均衡只能在市场波动中寻求局部均衡”。在这种管制均衡情况下，“一方面，非资格审批的发行主体发行、上市连续机制和额度分配以及行政切块的审批制度，使证券的发行上市不是市场选择的结果，而是各级利益集团‘博弈’妥协的结果，这种发行主体的‘圈钱’倾向，使市场投资失去基础；另一方面，在以个人投资者为主体的证券市场中，并没有形成保护中小投资者的利益制衡和保障机制，市场缺乏真正需要规避风险的理性交易主体，而市场中起主导作用的，多为国有机构或由国有单位改制并控股的股份制机构，缺乏真正的风险约束机制，虽然市场处在一种硬性的供求关系的约束之中，但却存在着潜伏的异常投机冲动的制度基础，再加上市场缺乏理性的投资工具，没有规避风险和进行风险管理的无风险资产以及有效市场组合，使得投资者难以形成合理预期和进行理性投资”。于是，“在这样的市场中，人们的行为受投机幻觉的支配，每个人可能都知道这种幻觉不可能长久存在，最终总要破灭，但在同时，不利用这一幻觉却又是愚蠢的”。尽管近年来这种情况已经有所改善，但我国的资本市场价格并不是完全由市场的未来收益以及资本市场的系统性风险决定的，而是受到多种多样的因素影响，特别是其中的信息披露不及时充分和市场有效性不足以及资本价格并不能反映其收益的信息等，均对资本市场价格形成了重要的影响。所以，“在股票市场上，真正起支配作

用的不是人们对企业投资前景的信息，而仅仅是他们对股票在下一个时期出售价格的短期考虑”。进而，造成我国的资本市场是一种以投机行为主导的市场，价格的非均衡就成为分业监管下分割的资本市场的常态，在这种市场常态下，进一步形成了投融资者双方所承受的风险水平、收益水平和资本成本存在着较大的差异。

在我国的市场化过程中，政府对资本市场的进入管制可以被看成是一种常态化，特别是，在分业监管的模式下，监管部门不仅对进入资本市场的融资实行严格的行政审批和计划管理，而且对于资本的供给和需求，也要受到政府部门的严格监管与调节，市场机制所发挥的作用不仅是有限的，而且也是不完善和不完全的。监管部门对各资本子市场上的参与主体进行严格限制，其结果是，导致不同的资本市场被严格的分割。“在股票市场上国家股、法人股、内部职工股、公众股、B 股、H 股多种股权并存，又人为的造成了资本市场的分割，不仅在不同市场上资本的价格不同，而且在同一市场由于国家股、法人股不上市和不流通以及同股不同权不同利，结果造成了资本市场价格机制的扭曲和价格信号的失真。并且，资本市场的制度缺陷，使投资者面临极大的信用风险和制度风险，使经济主体的选择余地不大和融资自由度较低”（高雷虹，2004）。资本的均衡价格由资本市场上的供求均衡决定，当市场风险一定时，资本市场上的资本价格应当是均衡的，并且不存在无风险套利机会。因此，在 Tobin (1996) 看来，“此类资本市场的均衡是无套利均衡”。同时，资本市场是进行风险定价和交易的制度安排，仅就证券市场来说，“它通过证券将资

本的风险进行分解、分割，然后通过市场的交易，将风险转移给愿意而且能够承担风险的人，风险承担者按照自己所承受的风险取得相应的风险报酬”，“由资本收益与风险来引导人们调整对不同风险资产的持有量，最后达到资本市场的供求均衡”，从而形成均衡价格。但在分业监管制度下，资本市场失去均衡，资本价格偏离市场均衡，既导致相同资产在不同资本市场上的价格不一致，又使得风险相同的不同资产的收益率出现不一致，这些都一直是中国分业监管资本市场分割下的一个显著常态。

3.3.2 中国分业监管下资本市场分割的一般特征

中国分业监管下资本市场分割的一般特征突出表现在四个方面，其一是信贷市场和证券市场与保险市场割裂特征显著，各监管部门各司其职职责分明，但资本市场由于分业监管形成分割，资本市场资源优化配置渠道也由于分业监管形成的分割而出现梗阻化；其二是，资本市场分业监管制度与我国特有的区域行政管理体制相互渗透，过度行政干预割裂资本市场；其三是，中国分业监管下的资本市场缺乏有效的市场价格机制，资本市场价格扭曲，资本配置成本加重；其四是，分业监管下资本子市场的资本配置结构是分业监管的制度供给，资本市场的资本供给结构偏离市场均衡。

从中国资本市场分业监管模式来看，由于受特殊性体制因素影响，特别是在监管制度演化过程中，由计划经济体制的路径依赖所产生的影响，在横向分布上，资本市场监管权力分布于中国证监会和人民银行以及财政部与国家发展和改革委员会等不同机构之间；而

在纵向分布上，中国资本市场上的监管权利又分布于中央与地方之间。“多家平行机构分别从不同侧面、各个地方和不同范围对资本市场进行监管”（余甫工，1999）¹²，监管的理念以“风险防控为主”，监管的手段多数为行政手段，市场化监管手段则很少见。这种以监管权力划分监管职责中的“行政化因素”，对资本市场的影响程度“既深又广”，其结果是，不仅导致信贷市场、债券市场、证券市场和保险市场之间的资本难以融通，而且还形成了资本的区域流动困难，并最终使得资本资源优化融入实体经济的渠道，因“分业监管”的人为制度性因素分割影响，而形成不同程度的梗阻化现象。

以监管权力划分监管职责的“行政化因素”，对资本市场形成的显著影响之一，就是资本流动受制于客观上存在的行政性区域障碍以及特殊的财政激励。魏尚进（2004）指出，在这一体制影响下，为阻止资本从辖区中向外区流出，地方政府从监管的“区域行政依附属性”中，形成资本区域间流动的“地方保护主义”，“市场驱动的、通过企业进行跨地区投资这种方式进行的资本流动，在很大程度上受到限制。相反，由政府投资政策所驱动的资本流动起到了很大作用”。并且在信贷和股票市场上，这种行政化人为分割因素的影响最为突出。在中国银行系统的跨区域信贷几乎是不可能的，“虽然政府在传统上一直使用信贷额度制度来控制货币供给的方式得到了改进，而且银行内部和银行间的转移所受到的限制也越来越少。但没有经过授权的资本流动特别是由银行地方分支机构发起的资本流动

¹² 参见余甫工. 资本市场制度分析与机制研究[D]. 中共中央党校, 1999

则被明令禁止”。因此，在分业监管下的银行间资本流动渠道，存在着较为突出的梗阻现象。在股票市场上，A股和B股的分割也最为突出，同一市场内的A股与B股的持有者之间不能进行交易。李文军（2002）分析指出，这“既不利于投资者统管自己的资产、减少进出市场的成本，也使市场的组织效率大为降低，难以形成统一的市场”。在股权上则又人为地将其分割为国家股和法人股及个人股，而且国家股和法人股还不允许上市流通和转让。“这种人为分割股权的做法，不仅严重违反了股票市场上同股同权的基本准则，而且带来市场上价格信息失真，市场风险增大。占上市公司全部股份近65%之多的国家股和法人股不准流通本身，直接导致一、二级市场上资本资源配置的梗阻”。

以监管权力划分监管职责的“行政化因素”，对资本市场的另一个显著影响，就是监管系统内因行业“行政化依附性”所引起的资本子市场间的流动分割化现象严重，导致债券市场、股票市场和保险市场的相互割裂。例如，在保险市场上，监管规定保险资金不能直接入市，只能通过证券投资基金间接入市，且证券投资基金并不完全投资股市。根据韩志国（2001）的研究分析，保险资金通过证券投资基金进入股市的比例，仅仅维持在大约3%左右。从资金的运用来看，“我国保险公司占总资产近一半的比例是银行存款，投资于证券投资基金的比例为5.6%”。同时，为了满足金融风险监管以及金融调控的需要，国债流通市场被认为地划分为银行间国债市场与交易所国债市场、场外市场与场内市场，进而形成了国债流通市场的分割局面。陈玉婵（2009）通过对债券市场分割研究发现，监管所引

起的这种债券流通市场分割格局，“导致了我国国债市场收益率扭曲，降低了市场资源的利用效率”。另外，“股权融资与债权融资是企业融资体系的两个轮子”。在发达的市场经济国家中，债权融资的比重已经远远高于股权融资。但受资本市场监管分割的影响，“股权市场与债权市场存在着场内与场外的双重反向失衡”（韩志国，2001），“在沪深两个证券交易所之外，债权市场远远大于股权市场；在沪深两个证券交易所之内，股权市场远远大于债权市场”。截至2000年底，“沪深两市的债券只有47只，仅仅只是占到了上市证券总数（1257只）的3.74%；沪市债券市场的总成交量为股票交易总量的53.6%，其中深市的这一比重也仅仅只有7.09%”。监管的行政化因素导致了强场外债券市场与弱小的场内债券市场的分割，产生了债券市场的资本流通不畅。特别是，受资本市场分业监管的行政化因素影响，导致我国的票据市场的发展，在过去相当长的一段时期内处于一种空白状态，尽管票据市场还不是本文研究的严格意义上的资本市场，但作为一条重要的融资和再融资渠道，在行政监管因素影响下，也在不同时期形成了阻断，而目前也仍然存在着不同程度的堵塞现象。

在 Frank J. Fabozzi (2012) 所阐述的市场分割理论中，一个重要的假设就是，“投资者和借款人都不会变更期限品种，以便能够利用由预期和远期利率差额所产生的机会。因此，收益率曲线的形状就取决于每一期限品种证券的供给和需求”。其实质表达了两个层面的含意，一是，投资者对不同资本市场投资的偏好不同，并且相互之间的转换会因为市

场分割难以实现而缺乏动力；二是，不同资本市场的供求关系将直接影响资本的价格和收益率曲线形状。

“资本价格就是为了获取资本使用权的让渡所支付的报酬，是资本市场配置资源的指示器”。决定资本市场价格的内在机制是市场的供求关系，资本价格所包含的信息能否反映资本的短缺程度和机会成本，是影响资本市场资本资源配置的重要因素。资本市场和一般商品市场相比，“就具体方式和过程而言有着本质的不同”（李文军，2002）。资本市场上的价格直接引导资源配置功能的发挥，需要足够的信息基础。在市场机制充分发挥作用前提下，理性的市场参与者，会围绕影响价格预期变化走势的各类重要信息制定决策。从诸如股票市场上的股利分配和会计盈余及股东账面净值等微观信息，到主要包括国民经济增长、通货膨胀率、长期和短期利率波动以及不同级别的债券发行等宏观信息，都是影响资本市场参与者决策行为并对资本市场价格均可产生重要影响的因素。从另一个角度来讲，由于资本市场上的投融资者关心的是单位时间内资本价格差异所表现出来的投资收益率和融资效率，因而资本市场上的投融资的预期信息，包括投资预期贴现率和预期资产收益率以及融资的成本收益等，都会对投融资双方的决策行为选择产生重要影响，并进而会影响到资本市场上资本的供求关系以及由供求关系所决定的资本价格。

对于资本价格引导资源配置的作用来说，“这种作用主要是间接的，而且是双向反馈的”刘雅清（2008）。间接作用表明的是资本商场上的资本价格不直接决定资本在生产领

域的流动。资本价格的涨落会导致资本的流动，但生产领域的生产资本需求量是由生产本身所决定的，并不是由资金的供给方尤其是由投资者所决定的。而资本价格的双向反馈功能是指其对资金供求双方的决策信息传递作用。作为资本供给方的投资者，通常要根据资本价格来判断市场对资本的需求情况，而资本需求方也要根据资本价格，分析判断市场对其融资需求的供给机会和能力。作为市场供给和需求的信号，资本价格传递的是资本市场供应和需求的信息，对资源的配置具有直接的影响。只有反映市场供求关系的价格，才是正确的信号。

从中国资本市场的现状来看，由于分业监管导致资本在各子市场上的分布不同且市场间互不打通，在分业监管下的资本市场上，因市场分割导致的政府行政干预普遍存在，特别是对价格和数量不同程度的监管，导致在不同的资本子市场上，不仅存贷款利率、同业拆借利率、贴现率、债券利率、股票价格、债券价格等各种投融资工具的价格不能真实地反映其价值和成本，而且也不能为市场参与者及管理者提供正确的决策信息，其结果必然会导致各个子市场上的资本价格不同程度地偏离均衡，形成资本价格的扭曲。依据传统的市场经济理论分析可知，在充分有效的市场条件下，同质产品的供给和需求是共同的，并且正是这种同质产品的共同供给和需求决定了市场出清的价格，市场出清价格就是所谓的市场有效运行的重要信号。分业监管导致的资本市场分割，客观上存在着对市场参与者福利的重大损害，也同样损害着市场效率。由于分业监管所形成的资本市场价格歧视以及投

资收益率的差别，又进一步造成了企业融资能力的削弱甚至丧失。作为资源配置重要信号的资本价格的这一市场信息受到扭曲，使得资本市场的资源配置功能不能有效发挥。如果价格信息不能真实地反映供给和需求，不仅会扰乱和扭曲经济主体的理性决策行为，又会因资本价格扭曲，降低其价格指标形成的市场化程度，进一步加重资本市场融资者的融资成本。同时，由于市场间相互割裂所形成的信息共享机制的缺失会额外产生监管成本和资本配置成本，既加重了监管和资本配置的成本负担，又进一步导致了资本配置效率的降低。

因此，“资本市场首先要消除价格扭曲，让供求关系起作用，让基本面起作用”，并且，“从政府管理的角度，也要减少扭曲，加强市场应该起的作用，减少行政干预，增加对市场秩序的监管”（周小川，2001）¹³。资本市场价格水平取决于市场而不是监管；资本市场上的价格总水平并不是监管部门所要调节的对象。

3.4 本章小结

本章针对中国资本市场分业监管与资本市场分割理论问题，从现代金融管理和制度经济学等理论角度，通过对现代资本市场监管理论的分析与认识，探讨了中国资本市场分业监管的理论依据，并基于系统的理论分析和认识，界定了中国分业监管下资本市场硬分割的概念。在判断分业监管下的资本市场分割属于硬分割的基础上，探讨了这一资本市场分

¹³ 参见周小川在 2001 清华大学“知本与资本的对话”高层会议上的发言。

割的现状和特征，以及由分业监管形成的中国资本市场分割对资本资源配置产生的主要影响。本章研究发现，到目前为止，中国分业监管模式下的资本市场，实质上是处在一种分业监管行政制度管辖下的硬分割状态，这种硬分割的资本市场存在，一方面，在一定程度上使统一的资本市场体系处于相互割裂互不打通的状态，资本市场上投融资双方的选择自由度有一定程度的缺失，资本隔离和市场投融资主体以及产品交易的限制比较严格；另一方面，存在价格形成机制的缺失，资本的价格确定不是市场机制，而是监管的行政制度。市场价格机制不能充分发挥作用，资本市场存在价格歧视，处于卖方市场状态，资本价格不能反映资本资源的真实供求关系，分割的资本子市场价格扭曲严重；同时，在分业监管的资本市场上，受监管过程中的国家信用过度倾斜影响，特别是因过度监管和干预不足以及事实上的市场定价机制缺失，致使资本市场对资本资源的动员能力下降，资本市场的融资效率下降融资成本上升，不同子市场上的投融资双方所承受的风险水平、收益水平和资本成本存在较大的差异。由此，使得中国分业监管下的资本市场分割呈现出了四个方面的显著特征，一是信贷市场和证券市场与保险市场割裂特征显著，各监管部门各司其职职责分明，但资本市场由于分业监管形成分割，资本市场资源优化配置渠道也由于分业监管形成的分割而出现梗阻化；二是资本市场分业监管制度与我国特有的区域行政管理体制相互渗透，过度行政干预割裂资本市场；三是中国分业监管下的资本市场缺乏有效的市场价格机

制，资本市场价格扭曲，资本配置成本加重；四是，分业监管下各资本子市场的资本配置结构是分业监管的制度供给，资本市场资本供给结构偏离市场均衡。

第 4 章 中国分业监管下资本市场分割程度评价指标与模型

为了深刻认识分业监管所导致的中国资本市场分割程度，本章主要从理论研究方法的设计层面，探讨分业监管所形成的资本市场分割程度量化分析指标与评价指标体系，并尝试构建分业监管下资本市场分割度评估模型。

4.1 分业监管下资本市场分割程度评价指标体系设计思路

资本市场上资本充分流动的前提下，其价格应当服从一价定律的法则，相同资本产品的价格、成本与风险和收益应当是一致的。如果存在市场分割，特别是由分业监管对投资对象和投资者的限制而形成的分割，资本市场上相同的资本产品价格、成本和风险与收益的表现会出现差异，这种差异程度的大小反映的就是市场分割程度的大小。因此，在考察与分析分业监管下资本市场分割程度时，应当围绕资本产品在不同分割市场上的价格、成本和风险、收益来合理选择和确定评价指标与指标体系。

4.1.1 对市场分割研究领域现有成果的思考 and 借鉴

为了探索构建评价中国分业监管下资本市场分割程度的指标与指标体系的基本思路与方法，对现有的关于一般商品市场和资本市场分割或一体化进程的相关研究成果加以借鉴，不仅十分必要，而且对于准确把握评价指标与指标体系的设计思路，也具有积极的理论指导意义和参考价值。

在市场分割研究领域，通常将商品市场一体化进程的研究，视为评价国内市场整合程度的关键，同时，它也一直是理论界争论的焦点。在探讨中国区域间商品市场分割程度的研究中，桂琦寒和陈敏（2006）主张运用价格指数作为评价的核心指标，他们研究发现，利用价格指数所包含的信息来考察区域商品市场分割程度，在方法上虽然存在着一些阻碍市场一体化的因素不能得到合理解释的缺陷，但这一方法能够有效地帮助分析判断市场是正在趋于整合还是在趋于分割。

在此之前，Young（2000）等曾尝试运用价格差异分析法对中国的市场分割程度进行检验，经研究发现，“各地区 GDP 结构和制造业的产出结构存在着收敛的趋势，而各地的商品零售价格、农产品收购价格以及劳动生产率差异，有随着时间扩大的趋势，两类证据均表明，中国的区域经济分割有愈演愈烈之势”，并且认为，导致市场分割的主要原因，就是“中国的地方政府为了巩固既得利益，违背了资源配置的规律，人为地扭曲了地方经济。而原有的扭曲，又造成了进一步的价格扭曲，最终改革非但没有促进国内市场的整合，反而加剧了区域市场的分割”。与桂琦寒和陈敏（2006）以及 Young（2000）的研究不同的是，Naughton（1999）和 Poncet（2002）认为：如果运用贸易流量指标来分析市场的分割程度，更能直接地反映出区域间市场的分割状况。但结果发现，运用贸易流量指标分析市场分割程度的方法，仍然存在着难以完全解释导致市场分割原因的缺陷。对此，Parsley and Wei（2001）分析认为，“一方面，是由于影响贸易流量指标变化的因素众多，

除了地区之间市场整合度不同以外，要素禀赋以及规模经济等方面的变化，也会导致贸易流量的改变；另一方面，是由于贸易流量容易受到产品替代弹性的影响，如果区域之间贸易产品具有较高的替代弹性，即便是存在微小的价格变化与调整，贸易流量也会受到影响，并且还会产生较大幅度的变动”。针对贸易流量指标分析法存在的缺陷，Xu (2002) 基于生产法中的产出结构、生产效率指标等，通过构建商业周期模型，对中国省际市场一体化程度进行检验，并利用误差构成模型，用方差分析方法将各省部门的实际经济增长分解为国家宏观影响和部门自身生产率的影响以及本省对该部门的影响等，从实证分析方面，对中国区域市场一体化程度做出解释。而郑毓盛和李崇高 (2003) 则基于对生产可能性前沿的思考，从中国的整体技术效率的分析入手，通过对指标进行分解，并以省内技术效率、产出结构效率以及省际要素配置效率等指标为主，再运用数据包络分析 (data envelopment analysis) 方法，对市场的分割程度进行了实证研究，其研究的结果证明，“中国的省内技术效率改善，不能弥补因为产业结构扭曲和省际要素配置失调所导致的效率损失，而且区域分割的负面影响越来越甚”。刘培林 (2005) 以中国制造业部门的绩效指标为考查对象，运用数据包络分析方法，对市场分割问题进行了实证研究。结果表明，由市场分割导致的省际生产要素配置结构扭曲，至少造成了 5% 的增长损失。

需要特别注意的是，如果仅仅评价市场整合的程度还不算是最重要的，“更为重要的是，我们需要从理论和经验分析两方面，了解导致市场整合或者市场分割的因素，以便为

经济政策提供依据”（桂琦寒、陈敏，2006）。由于贸易流量和生产指标法等只能评价市场是否走向整合或存在分割，很难产生具有一致性的反映市场分割或整合程度的指标或指标体系，也无法与可能的解释变量和数据相匹配。并且从李善同（2004）的研究中发现，虽然“地方政府对外地产品销售量的控制、价格限制、工商质检等方面的歧视、投融资的干预以及通过其它非正式方式阻碍外地企业及其产品进入本地市场”等会造成市场分割，但“价格法”是以价格指标作为衡量市场整合程度的工具，“通过各地区之间商品价格的差异来考察地方保护和市场分割状况”是可取的（Parsley and Wei, 2001）。基于这一认识，余东华和刘运（2009）分析指出，“运用价格指标分析方法对市场分割程度进行实证研究，能够满足对市场分割程度的解释，是衡量市场分割程度可行的和理想的分析方法”，如果实证分析能够发现“商品价格的变异系数和边界效应缩小或者价格在统计上存在趋同现象”，则说明“市场的一体化程度提高，地方保护和市场分割程度下降”。同时，宋渊洋和单蒙蒙（2013）还认为，国家发展与改革委员会在 2011 年颁布的一系列有关于“反价格垄断”以及反价格垄断的“行政执法程序”的规定，由于明确了地方政府“不得对外地商品设定歧视性收费项目、实行歧视性收费标准或者规定歧视性价格”等等，这些规定本身就清楚地表明了对价格的干预是形成市场分割的主要因素。所以，“利用价格指标方法对市场分割程度进行测度，是最为可取的有效方法”。

4.1.2 评价市场分割程度指标体系设计应以价格指数评价法为核心

在运用价格指数法测度市场分割程度的实证研究中，常用的具体方法主要包括相关分析法、协整分析法和相对价格法等。只要能够获取价格指数数据，即可运用价格指数法对市场分割程度进行有效的测度，而且其中的相对价格方法，是被理论界广泛接受并应用于实证研究的有效方法。

价格指数法的理论基础来自于“一价定律”和“冰川成本模型”。一价定律的核心思想是，相同品质的商品在不同市场中的价格是没有差别的。如果价格存在差异，就会存在套利区间而产生套利行为，进而在市场上的套利行为又会使价格差异消除并趋向一致。而实质上的冰川成本模型理论所表达的核心思想是，“以交易成本的存在解释一价定律的失效”。由于市场上存在着一定的交易成本，特别是商品在不同市场间的运输成本，如果能够控制或消减，就会形成对成本的损耗，就像对冰川的融化。控制或消减交易成本特别是运输成本等，即可优化市场交易的效率。但是，客观上存在的“冰川成本”，使得不同市场上的价格不可能完全相等，市场间的价格会在一定区间内上下波动，从而导致一价定律失效。

相对价格方法综合集成了一价定律和冰川成本模型理论的核心思想。由于“交易成本”的存在，导致不同市场间的价格 P_i 和 P_j 最终不可能服从一价定律而存在差异，当相对价格

P_i/P_j 超过一定区间的时候，就可以判断出市场之间是分割的，并可依据其测量的结果对市场分割的程度做出分析。对于一般的商品市场来说，商品在市场间的运输成本就是所谓的“冰川成本”。而在资本市场上，所谓的冰川成本，泛指由各种交易成本所引起或者说导致的资本收益的减少。如果冰川成本的大小为每单位价格的一个固定的比例即 c ($0 < c < 1$) 的话，一旦在条件 $P_i(1-c) > P_j$ 或者 $P_j(1-c) > P_i$ 能够得到满足，资本市场上的套利行为是可行的，那么资本市场间的交易就可能发生。但是，如果这一条件即 $P_i(1-c) > P_j$ 或者 $P_j(1-c) > P_i$ 不能够得到满足，那么资本市场之间的相对价格 P_i/P_j 就会在无套利区间 $[1-c, 1/(1-c)]$ 内波动，此种情况下即便是 P_i 和 P_j 的变动方向或者变动幅度有所不同，但资本市场也依然是整合的并且不存在分割。

在实证检验研究中，一般情况下可以采用相对价格时间序列的单位根检验分析法进行研究，如果分析检验的结果表明不能够拒绝 P_i/P_j 服从单位根运动的假设的话，那么就一定会意味着 $P_{it}/P_{jt} = \beta P_{it-1}/P_{jt-1} + e_t$ 有 $\beta=1$ ，其中 e_t 为一个稳定过程，并且对于每一时刻 t 来说， $E(e_t) = 0$ ， $D(e_t) = \sigma^2 < \infty$ ，其协方差 $Cov(e_n, e_m)$ 只与过程的时间的间隔长度 $n-m$ 有关与 n 、 m 的具体时间无关，则 P_{it}/P_{jt} 为非稳定性，方差 $D(P_{it}/P_{jt}) = D(e_t + e_{t-1} + e_{t-2} + \dots + e_1) = t\sigma^2$ 随时间 t 的推移而不断增大，表明市场间的分割程度在不断扩大，“每一次的意外冲击，都会对 P_i/P_j 造成永久性影响，都会使相

对价格 P_i/P_j 无法回到无套利区间 $[1 - c, 1/(1 - c)]$ ”（桂琦寒，2006）。至此，再依据 Parsley and Wei(1996)的思路可以推知，当相对价格方差即 $\text{Var}(P_i/P_j)$ 随时间 t 的变化而不断扩大时，则说明资本市场相对价格的波动范围在扩大，也说明是“冰川成本”在不断扩大，且无套利区间 $[1 - c, 1/(1 - c)]$ 也肯定在扩大，进而，也更为明确地说明了资本市场的分割程度在扩大。因此，依据这一分析和认识，本文认为，完全可以将相对价格方差看作是衡量资本市场分割程度的一个合适的动态指标。

纵观国内外对资本市场分割度的分析研究，到目前为止，绝大部分都集中在股票和证券市场分割的研究上，特别是，对国内关于 A、B、H 股的股票市场分割的研究相对比较集中。我国理论界将研究股票市场分割的方法普遍地分为三类。第一类方法是运用均值 - 方差有效前沿的 CAPM 模型方法；第二类是事件分析法；第三类是信息流动分析法。前两类方法都是以资本资产定价模型为理论基础来研究资本市场分割性特征的传统的典型方法，使用的核心或者重要评价指标，是考查资产的价格和收益的变化。虽然信息流动分析法是一种比较新颖和较为全面的方法，但是，这种方法不仅只适合于考查、分析资本市场的软分割，而且所使用的技术和模型过于复杂，不仅需要考察分析市场之间的信息流动性特征，还要考虑包括价格和收益率以及成交量与波动率在内的诸多关键因素的变化对市场分割的影响。

理论界大都是使用基于市场指数的指标方法，对中国股票市场的分割存在性进行研究。但是，Adler and Dumas (1983) 和 Solnik (1974) 指出，“市场指数之间的相关系数并不能准确衡量市场之间的分割程度”，只有在风险程度不变的单因素资产定价模型成立时，市场指数之间的相关系数才是市场分割程度的准确度量指标，除此之外，市场指数之间的相关系数，难以反映出市场间分割程度的动态时变特征。为此，刘亚清 (2008) 使用门限自回归方法和“溢出效应”模型，对股票市场的分割性进行判断，从收盘价格入手将收益率分解为收盘价到开盘价和开盘价到收盘价收益率，并通过 TARCH 模型研究双重上市公司的“溢出效应”，进而对股票市场的分割程度做出检验。

在指标数据的选取上，大量的研究文献研究已经证明，相对于市场指数数据的选用而言，运用双重上市公司数据来研究市场分割具有显著的优点，特别是，它能够有效剔除与上市公司本身特征有关的而且对股票价格和收益率产生影响的因素。由于“溢出效应”模型使用了收益率和价格的差异指标数据，而且这些数据仅仅反映了市场本身的差异，所以对市场分割程度的判断是有效的。相类似的，祝金甫 (2008) 针对因所有权限制和汇率制度以及交易成本等造成的硬分割市场，从资产定价角度，考察分析了导致的硬分割因素对中国资本市场资本价格的影响，并对中国的资本市场硬分割进行了理论分析和一定的量化测度。

4.1.3.分业监管下资本市场分割程度评价指标体系设计需要兼顾的方面

基于上述分析和认识，在设计资本市场分割程度评价指标和指标体系时，需要注意的是，“市场分割和资产价格是一个统一的市场行为表现模式，脱离市场属性，单纯地研究资产的定价不具有实际意义”，特别是，“单纯地研究市场分割现象而不和资产的价格行为相联系亦没有实际的价值”（祝金甫，2008）。因为，从市场分割的一般理论界定上看，市场分割至少可以看成是，由于“市场之间的流通障碍和人为制造的某些差异所导致的同质的、相似的产品在不同市场上的各种差别”，尤其是导致资本市场上的不同参与主体和价格差异。

资本市场上的资本价格差异是资本市场分割程度的集中表现，并且，在分业监管下的资本市场上，作为相同的或者是同质产品的资本，在不同子市场上所表现出的价格，客观上存在着显著的差异。资本价格是分析和考查资本市场分割程度的主要变量。在此认识的基础上，考虑到在分业监管对资本市场分割影响的各种复杂因素中，价格是最容易被观察到的主要指标，并且“价格不包含其它经过处理的衍生信息”，同时理论界在考察分析资本市场分割时，也普遍接受和使用资本价格作为主要分析指标。因此，本研究以价格指标为核心，围绕不同资本市场上的资本价格差异及相应的成本和风险收益差别，设计中国分业监管下资本市场分割程度的评价指标与指标体系。

我国分业监管下的资本市场，是一种行政化干预下运行的资本市场，从银行金融机构的信贷到证券和保险市场，乃至股票市场等，不仅有自己偏好的市场客户群体，而且，其价格的形成均带有强烈的行政干预色彩，导致投融资者对价格的预期偏离理性，造成收益信息不对称，形成投资者在不同市场上的套利行为，导致资本成本和收益在不同市场上的差异，进而在不同的资本市场上，又会形成不同的风险水平。因此，量化分析中国分业监管下资本市场的分割程度，除了要重点分析分业监管所导致的市场进入障碍和同一资本产品在不同市场上的价格形成原因，还必须考察与分割的子市场上与资本价格密切相关的资本成本、收益率以及风险水平等方面的差异。也就是说，资本的成本 - 收益指标和风险水平差异指标，也应当是考察分业监管下资本市场分割程度的重要指标之一。同时，在设计分业监管下的资本市场分割程度指标时，还必须考虑到数据的可得性和评价的可行性。

4.2 分业监管下资本市场分割程度评价指标体系设计

基于上述有关中国分业监管下资本市场分割程度评价指标与指标体系设计的基本思路，资本市场分割度评价指标和指标体系应当包括：(1) 分业监管下的资本市场规模结构及其变动趋势分析指标；(2) 资本市场储蓄 - 投资转化率、保险市场资本的证券股票市场投资率、信贷资本规模控制制度等；(3) 资本市场价格与价格变异分析指标；(4) 主要资本市场资本使用结构、证券投资 and 股票投资比率，分业监管价格控制制度等；(5) 资本流通渠道畅通程度等等。

4.2.1 分业监管下资本分割市场基本形态与资本相互融通程度评价指标体系

Solnik (1974) 在国际资本市场分割与检验的理论研究中指出,“对市场分割的有效检验方法,应当是先假定一种引起市场分割的不完美市场形态,再研究这种形态对投资组合最优化和资产定价的特定影响”。Errunza and Losq (1985) 在研究市场分割时引入了一种所谓的不完美的市场形态,亦即温和的市场分割。在这种所谓的温和的市场分割形态之下,一个关键的假定就是,对于投资者来说,因为政府的限制,投资者不能够交易由某类证券所构成的证券子集,而且相对于其他的投资者来说,则完全可以不受限制地投资于任何证券,因此,该证券子集 (a subset of securities) 就拥有了一个超额风险溢价。Errunza and Losq (1985) 给出的一个典型的温和型市场分割状态就是,“外国投资者能够无限制地进入一国的国内股票市场,但是国内的投资者却被完全排斥于外国股票市场之外”,由此,他们建立了温和分割状态下的资产定价模型,并给出了推导市场分割的检验方法。经研究发现,由于市场分割的存在,股票会要求特别的风险补偿,处于分割市场中的股票价格要高于一体化市场中的股票价格。借鉴该研究成果,本研究利用两类指标来分析中国分业监管分割形成的资本市场的完美形态,即“硬分割状态”。一是,用分业监管下的资本市场规模结构及其变动趋势分析指标,分析和评价分业监管下中国资本市场整合发展的基本情况和分割市场存在与发展的基本趋势;二是,用资本市场储蓄 - 投资转化

率、保险市场资本的证券股票市场投资率、信贷资本规模控制制度等指标，评价分业监管下各类资本市场上资本的互通程度，进一步认识资本市场的不完美形态的性质。

特别地，相对于传统资本市场之一的股票市场分割研究来说，由于中国的资本市场对国内外的投资者的投资活动都有一定的严格限制，中国的资本市场既不属于完全的市场分割，也不属于一体化市场而不存在分割，从监管分割的角度来看，它与所谓的温和型的中度分割市场形态不同，实质上是一种分业监管下的硬分割市场形态。在相当程度上，由于严格的分业监管，信贷市场和证券股票市场以及保险市场间是相互割裂的。

虽然 Bailey (1994)、Ma Xianghai (1996)、Wo (1997) 以及 Chen, Lee and Rui (2001) 和 Mei, Schienkman and Xiong (2003) 等，对中国资本市场分割因素有诸多疑惑，但根据诸多学者从 A、B 股市场存在的巨大价格差异入手，对中国股票市场分割进行的描述性研究发现，中国双重上市的 A 股、B 股的巨大价格差异，就是市场分割的直接表现。而事实上造成中国股票市场分割的主要原因，就是由监管部门对国内外投资者的限制所导致的。对此，邹功达和陈浪南 (2002) 以及张人骥和贾万程 (2005) 等，运用 Black (1974) 的 CAPM 模型对中国的 A、B 股市场分割情况进行了实证考察。其基本模型为：

$$R_{it} - R_{ft} = \gamma_0^B (1 - \beta_i^B) + \gamma_2^{B-1} \beta_i^{B-1} + \beta_i^B (R_{it} - R_{ft}) + \beta_i^{B-1} V_{B-1,t} + e_{it}^I \quad (4.1)$$

在 (4.1) 式中, R_{it} 是 个 股 收 益 率, R_{ft} 是 无 风 险 利 率, γ_0^B 和 γ_2^{B-I} 是 常 数, β_i^I 是 相 对 于 综 合 指 数 收 益 率 的 系 统 风 险, γ_i^{B-I} 是 相 对 于 残 差 V_{B-I} 的 系 统 风 险。如 果 市 场 是 一 体 化 的, 则 有 $\gamma_2^{B-I} = 0$ 。

虽 然 实 证 检 验 的 结 果 表 明 B 股 与 整 个 股 市 的 一 体 化 比 较 强, 但 同 时 也 证 明 了 其 分 割 的 程 度 依 然 存 在, 并 指 出 中 国 在 监 管 方 面 对 国 内 外 投 资 者 的 投 资 限 制 和 使 用 外 汇 的 政 策 性 引 致 限 制, 是 导 致 市 场 分 割 最 为 重 要 的 因 素。正 因 为 如 此, 现 有 的 诸 多 国 内 研 究 文 献 也 都 认 为, 在 一 定 程 度 上, 可 以 将 中 国 的 资 本 市 场 分 割 视 为 一 种 由 分 业 监 管 导 致 的 资 本 市 场 硬 分 割。

4.2.2 分业监管下资本市场分割发展趋势评价指标体系

为 了 充 分 认 识 中 国 的 分 业 监 管 模 式 导 致 的 资 本 市 场 分 割 对 资 本 资 源 配 置 的 影 响, 需 要 从 资 本 价 格 分 析 入 手, 重 点 研 究 资 本 价 格 在 分 业 监 管 分 割 市 场 条 件 下 的 扭 曲 对 资 本 资 源 的 错 配 程 度, 而 不 仅 仅 对 分 割 的 存 在 性 做 出 检 验。因 此, 本 研 究 借 鉴 Errunza and Losq (1985) 所 给 出 的 相 关 市 场 分 割 状 态 下 的 均 衡 定 价 模 型 思 想, 从 三 类 指 标 中, 选 取 资 本 市 场 储 蓄 - 投 资 转 化 率 指 标、主 要 资 本 市 场 资 本 使 用 结 构、监 管 价 格 和 投 资 规 模 限 制 程 度 等 指 标, 度 量 中 国 分 业 监 管 下 资 本 市 场 的 分 割 程 度。这 三 类 指 标 包 括 资 本 市 场 价 格 与 价 格 变 异 分 析 指 标、资 本 市 场 分 割 度 评 价 指 标 以 及 资 本 流 通 渠 道 畅 通 程 度 评 价 指 标 等。

仅从最为突出的、典型的中国分业监管下债券市场分割状况来看，现有的经验研究都证明了市场分割对收益率有显著的影响，但选择什么指标来评价市场分割对收益率影响的程度，还没有一致的观点和认识。如果能够根据其它资本市场的资本在债券市场上的投资结构和投资规模等指标上对监管分割下资本市场间的资本流动限制程度进行评价和分析，就可以有效地量化分析债券市场分割程度。

针对当前中国债券市场在分业监管体制影响下的分割实际来看，一方面，“不仅在组织结构上被监管认为地分割成了典型的交易所债券市场和银行间债券市场，亦即柜台市场，而且在被分割的每个市场中的产品特点和投资者的特征，也都存在着显著的区别”。另一方面，从债券市场上的投资主体构成来看，交易所债券市场的主要参与主体和银行间市场上的参与主体，都有明显的不同。对于跨市场品种，虽然商业银行和农村信用社可以通过变通的间接方式，从交易所转入银行间市场进行交易，但一般情况下却无法参与交易所债券交易。并且，在债券市场的需求结构上，投资者需求特征也存在着显著的差异。保险公司主要偏好于长期债券，国有商业银行和股份制银行偏好于中短期债券；与此不同的是，基金公司则比较偏好于短期债券；“证券公司等其他机构受资金的影响，并不是最主要的长期投资者”；“从交易动机来看，保险公司更多的是买入持有到期的策略，交易并不积极；四大国有银行受到其资金规模庞大的影响，交易量与其持仓量相比也是较低的，当前交易相对活跃的机构主要是股份制银行、农信社、基金和证券公司以及投资公司等机

构”（杨辉，2005）。因此，可以根据资本市场价格与价格变异分析指标、资本市场分割度评价指标以及资本流通渠道畅通程度评价指标，来定量地刻画和分析上述这些市场分割的特征。

如果要从资本市场资本流动渠道畅通程度来评价资本市场分割程度，应从影响资本流动的主要渠道效率的高低分析入手进行评价。在国家内部，资本从一个地区向另一个地区流动，要通过三个主要的渠道实现。这三个渠道分别是：国内企业和政府的跨区域投资和银行系统的跨区域信贷以及通过债市与股市进行的跨区域融资等等。这三个渠道的效率决定了一个国家的资本流动性的强弱，而资本流动性的强弱，则又说明了资本市场分割程度的高低。

依据魏尚进（2004）的实证分析思想，“全国范围的管制和税收体系对企业投资的影响，似乎在任何地方都是基本相似的。然而，由于存在重大的区域性障碍和特殊的财政激励，全国资本市场在很大程度上是被扭曲的。地方政府不愿意资本从辖区中外流，因为这不但不导致财政损失，而且会失去好企业，从而，当地将失去许多就业机会，进而减少社会福利。因此，中国大部分兼并都是一个省内的跨行业并购，跨省的并购很少”。由于受依附于地方保护主义的分业监管制度的制约和影响，“市场驱动的、通过企业进行跨地区投资这种方式进行的资本流动，在很大程度上受到限制。相反，由政府的投资政策所驱动的资本流动，却起到了很大的作用”。在央行和银监会的监管之下，银行系统的跨区域信

贷几乎是不可能的。近几年来，虽然在体制上进行了较大的改革，不仅政府在使用信贷额度控制货币供给的制度方面得到有效的改善，而且在银行内部和银行间的转移限制方面，银行也有了更多的自主权。具体表现在：一方面，商业银行可以在全国范围内对资金额度调配的损失负责；另一方面，全国性的银行间市场已经形成，银行间的市场利率初具自由化特点。但是，由于银监会明令禁止没有经过授权的资本流动，特别是禁止由银行地方分支机构发起的资本流动。因此，在不同方向的两种作用下，不仅银行间的资本流动净效果不明显，而且事实上造成了银行间市场的分割。进一步地，从通过债市和股市发行跨区域的证券融资状况分析，在分业监管制度下，市场依然是分割的，并且不利于跨区域的资本流动。要从量化评价指标来分析所有这些因素对资本市场分割程度的影响，仍然离不开资本市场储蓄 - 投资转化率指标、主要资本市场资本使用结构、监管价格和投资规模限制程度指标的评价与检验。

综上所述，以各子资本市场上的资本价格指标为基础，从资本市场构成规模和资本结构变化评价指标入手，围绕资本价格指标的动态变化程度和变化趋势，将分业监管下各子资本市场相对价格变异指标、资本成本及收益率差异变化等作为主要评价指标，构成评价资本市场分割程度的评价指标体系，用于刻画中国分业监管下的资本市场分割程度。在设计资本市场分割程度评价指标体系的基础上，设计相应的资本市场分割度评价模型，以进一步对分业监管政策改革效果进行实证检验。

4.3 中国分业监管下资本市场分割程度评价模型

自 Stehle (1977) 首次以 CAMP 模型为基础对市场分割与一体化检验方法进行改进以来, 市场分割, 特别是资本市场分割的研究, 已经在指数相关性分析方法的基础上取得了极大的发展, 从 Bulent, Mustafa and Penati (1986) 的多因素资产定价模型, 到 Campbell and Hamao (1992) 超额收益率模型检验法, 国内的邹功达和陈浪南 (2002)、张人骥和贾万程 (2005) 以及祝金甫 (2008)、宋渊洋和单蒙蒙 (2013) 等所运用的市场分割度检验模型方法, 都为建立中国分业监管下的资本市场分割度检验模型, 提供了可资借鉴的成功经验和方法。因此, 为了充分有效地综合评价和分析中国分业监管下资本市场整体分割程度及其对企业投融资所带来的影响, 基于前述的资本市场分割程度评价指标与指标体系设计, 本文将进一步探索与研究具有可操作性和使用性的资本市场分割度评价模型。

4.3.1. 基于相对价格方法的分业监管下资本市场分割度模型

资本价格在理论上的表现形式就是利率, 主要包括贷款利率、股票利率、债券利率等。而资本市场上的资本价格主要由资金的时间价值、风险价值和通货膨胀价值构成。资本的价格作为使用权转让支付的报酬和资本资源配置的重要指示器, 它所包含的信息是否充分反映了资本的市场供求关系, 关键取决于资本市场机制的完善程度。完善的资本市场机制所形成的资本价格, 能够反映出资本市场的真实供求关系, 理性投资者就能够依据资本价格的变化做出正确的市场判断和决策。

在分业监管形成的硬分割市场条件下，资本的价格管制与歧视，是导致资本资源配置价格扭曲的关键因素之一，这种分割市场使资源配置渠道梗阻的程度与分业监管中存在的资本价格垄断与控制、价格歧视呈正相关关系。根据 Sharpe (1999) 和邹功达与陈浪南 (2002) 等描述的有关于 CAPM 模型的理论思想可知，由于投资者在不同市场上投资相同或相似的金融工具，其所获得的经过风险调整后的预期收益率应该在理论分析上是相等的。虽然市场间的价格表现上有可能是不一致的，但在理论分析上来看，若市场是统一的，则其定价是统一的，市场的收益应该表现出相同或相似的趋势。所以，可以通过计算不同分割市场的相对价格标准差，来衡量分业监管下的资本市场分割程度。

根据 Parsley and Wei (2001) 给出的构造市场分割度的方法，设 R_t^e 为第 t 时期的均衡利率， R_t^c 为第 t 时期的贷款利率， R_t^s 为第 t 时期的股票利率， R_t^d 为第 t 时期的债券利率， R_t^i 为保险市场资本运用收益率，在分业监管分割市场的条件下，资本市场间相对价格差距增大，绝对价格变化的标准差将会扩大，如果用 $k, j = c, s, d, i$ 分别表示信贷、证券和保险等不同的资本市场；则可给出判定资本市场分割程度的标准差为：

$$\text{Var}(R_t^k/R_t^j) \tag{4.2}$$

(4.2) 为相对价格方差，即市场分割指数，其中 $k \neq j$ ，用以判定资本市场分割程度，或者也可以运用相对价格指数协方差进行判定，并可以进一步将各个子市场上的相对价格与均衡利率之间的差异进行对比，从偏离均衡价格的趋势中进一步做出判断。其中的

均衡利率即 R_t^e 可根据贺聪、项燕彪和陈一稀 (2013) 的研究思路，结合中国利率的实际传导过程，进行测算。

假定有 N 家银行， N 足够大以至于没有任何一家银行能够垄断市场。第 i 家银行通过选择贷款数量 $B_t(i)$ 和超额准备金数量来实现利润 $\Pi_t(i)$ 最大化：

$$\begin{aligned} \Pi_t(i) = \max_{\{B_t, E_t\}} \{ & R_t^b B_t(i) + \bar{R}_t^e E_t(i) + \bar{R}_t^\alpha \alpha D_t(i) + R_t^m M_t(i) - \bar{R}_t^d D_t(i) \\ & - cB_t^2/2 - e[E_t(i) - \bar{E}(i)]^2/2 \} \end{aligned} \quad (4.3)$$

其中，存款利率上限 \bar{R}_t^d ，存款准备金率 η ，存款准备金利率 \bar{R}_t^α 是外生给定的政策变量。 \bar{R}_t^b 、 \bar{R}_t^m 分别为贷款利率和银行间市场利率，是模型的内生变量。

假设银行的贷款管理成本满足二次函数形式 $cB_t^2/2$ ，并且超额准备金存在最优目标值 \bar{E} ，若偏离该目标值，银行的成本为 $e[E_t(i) - \bar{E}(i)]^2/2$ ，满足 $c, e > 0$ ， $M_t(i)$ 为银行间市场头寸，满足：

$$M_t(i) = (1 - \eta)D_t(i) - B_t(i) - E_t(i) \quad (4.4)$$

考虑到存款利率是外生给定的政策变量，存款利率上限是人民银行管控的紧约束，银行受到利差保护，银行对存款的需求无限大，存款数量 $D_t(i)$ 不再受需求方约束，而由供给方决定。因此，存款数量 $D_t(i)$ 不再是银行的决策变量。进一步地，结合 Chen (2012) 和贺聪等 (2013) 根据基准新凯恩斯模型分析推导的思路可以得到如下公式 (4.8) 所示的均衡利率模型：

$$\bar{R}_t^d = \frac{1}{\beta} E_t \left[\left(\frac{C_{t+1}}{C_t} \right)^\sigma \frac{P_{t+1}}{P_t} \right] - 1 \quad (4.5)$$

$$P_t = [\theta P_{t+1}^{1-\varepsilon} + (1-\varepsilon)(P_t^*)^{1-\varepsilon}]^{\frac{1}{1-\varepsilon}} \quad (4.6)$$

$$R_t^b = (1 + R_{t-1}^b) \left(\frac{\pi_t}{\pi^*} \right)^\varphi \left(\frac{Y_t}{Y^*} \right)^{1-\varphi} \quad (4.7)$$

$$R_t^{nd} = \frac{1}{\beta} E_t \left[\left(\frac{Y_{t+1}^n}{Y_t^n} \right)^\sigma \right] - 1 \quad (4.8)$$

其中 α 为劳动产出弹性， β 是折现因子， σ 为跨期替代弹性的倒数， θ 为保持价格不变的厂商所占比例， φ 为劳动力供给弹性的倒数， ε 为需求弹性， Y 为总供给， π^* 、 Y^* 分别为均衡时的通胀和产出水平， P_t 为物价指数，通货膨胀 π_t 的定义式为： $\pi_t \equiv \frac{P_t}{P_{t-1}}$ ， $\frac{Y_{t+1}^n}{Y_t^n}$ 为潜在的产出增长率。

在获得上述利率水平测算指标的基础上，即可结合计算的资本市场价格指数间协方差进行综合分析，通过指标间协方差的时间序列趋势，对监管下的市场分割进行直观的量化分析和判断，并可以根据公式（4.2）所示的资本市场分割程度标准差进行评价，若价格指标之间的差异越小，意味着市场分割程度越低。价格指数协方差越小，说明监管分割市场的程度也越低。

4.3.2 基于融资难易程度的分业监管下资本市场分割度评价模型

在统一的资本市场上，资本资源由一个地区向另一个地区流动，或由低效率行业和部门向高效率行业和部门流动的主要渠道，包括企业和政府的跨区域投资、银行系统的跨区

域信贷、债市和股市的跨区域融资、信贷、债券和股市与保险的互通互融等，这些渠道的效率决定了资本流动性的强弱。

在分业监管分割的资本子市场中，不仅不同市场上的资本价格存在差异，而且以壁垒形式存在的监管对资本的流动形成障碍。这种障碍的表现之一，就是分业监管形成的资本价格垄断或歧视，以及相应形成的资本成本障碍，导致企业在不同资本子市场上的融资可获得性不同。为了进一步刻画由分业监管导致的资本市场分割，结合资本市场上各子市场的资本总量分布指标，计算在不同资本子市场上融资者突破监管导致的资本市场壁垒、获取资本融资的难易程度指标，考察分业监管下资本市场分割程度。

在分业监管下资本子市场上的资本总量分布状况主要包括：保险公司的资产状况、保险公司资金使用情况，股票市场股票发行量与股票成交量，股票成交额，国债发行额、公司类债券发行额，债券成交额，国债现货成交额，债券回购成交额以及证券投资基金规模和证券投资基金成交额；银行间债券市场发行额，股市筹资额与信贷总额以及信贷余额等。可以使用资本总量分布指标来评估分业监管下各资本子市场的大小，结合前述有关各资本子市场价格指标，可以直观地观察资本市场在分业监管条件下形成的市场分割程度。

依据统一资本市场企业外源融资贯序模型理论，即企业的间接融资优选贯序模型理论，假定市场是统一的，并基于市场机制形成资本价格，也就是不存在资本市场监管的硬分割，企业的融资特别是外源即间接融资的优序，符合现代企业在资本市场上的融资优序

理论。但是，在监管分割的资本市场上，企业在资本市场上的融资偏好和融资选择顺序，会受资本的可获得性即难易程度的影响，进而会违背融资优序理论。合理运用企业间接融资优选贯序模型，可以从企业的融资选择偏好顺序中，通过考察各资本子市场上企业获取融资的难易程度，来进一步评估分业监管下的资本市场分割度。

根据 Myers and Majluf (1984) 的企业融资优序理论，企业融资首先是偏好内源融资也就是所谓的直接融资，然后才是外源融资也就是所谓的间接融资，并且在外源融资中，企业更倾向于发放安全性较好的债券进行融资，最后才是选择股票融资。但是，在信息不对称条件下，企业更加倾向于安全性好的诸如银行信贷等类型的负债融资。Frank and Goyal (2003) 在 Shyam and Myers (1999) 描述的模型基础上，给出了可以检验的如公式 (4.9) 所示的企业融资优序模型：

$$DEF_{it} = DIV_{it} + X_{it} + \Delta W_{it} + R_{it} - C_{it} \quad (4.9)$$

该模型可以看成是企业的外源即间接融资偏好模型，利用这一模型可以揭示在分业监管导致市场分割条件下，因融资的难易程度，企业对各不同资本市场获取外源融资选择的偏好或优序。其中， DEF 为企业的现金流赤字， DIV 为企业的股利支出， X 为企业的资本性支出， ΔW 为企业的营运资本净增长， R 为一年内到期的长期负债， C 为企业的经营现金流。当 DEF 的值为正的时候，企业就需要外部融资。可以给出企业的外部融资顺序偏好理论模型如公式 (4.10)、(4.11) 所示：

$$\frac{\Delta D_{it}}{A_{it}} = \alpha + \beta \frac{DEF_{it}}{A_{it}} + e_{it} \quad (4.10)$$

$$\frac{\Delta D_{it}}{A_{it}} = \alpha + \beta \frac{DEF_{it} - \Delta IF_{it}}{A_{it}} + e_{it} \quad (4.11)$$

ΔD_{it} 为企业的第*t*期负债增加额， ΔIF_{it} 为企业的第*t*期内源融资， A_{it} 为企业的第*t*期期末资产总额。若 $\alpha = 0$ 且 $\beta = 1$ ，则表明企业在外部融资选择中首选债务融资；若 $\alpha = 0$ 且 $\beta = 0$ ，则企业首选股权融资。通过分析企业的外源融资优序选择以及监管分割市场上的资本分布，可以判断分业监管对资本市场分割的影响程度。

4.3.3 基于融资成本评价的资本市场分割度模型

“资本成本简单地说，就是使用资金的代价。作为资金的使用者，其资金的筹集不论是来自投资者，还是来自债权人，都必须为此付出一定的代价，决不可能无偿地使用这些资金。因此，资本成本就是企业因筹集或使用资金所付出的代价”（傅元略，2003）。事实上，就融资成本来说，它就是指由于资金所有权与资金使用权分离资金使用者应当支付给资金所有者的报酬以及与此相关的各项费用总和。

企业融资是其在资本市场上的一种市场交易行为，有交易就必然会产生交易费用。企业为了能够获得资金使用权，就必须支付相关的费用。在通常情况下，这些费用主要包括委托金融机构代理发行股票和债券而支付的注册费与代理费以及向银行借款支付的手续费等等。企业融资成本大致可用如公式（4.12）所示的模型表示：

$$FC_{it} = f(FC_{it}^g, FC_{it}^u) \quad (4.12)$$

在企业融资成本 FC 中，主要包括融资费用 FC^g 和资金使用费 FC^u ，其中，融资费 FC^g 主要指为融资而发生的相关费用；资金使用费 FC^u ，主要是指资金使用者需要支付给投资者的预期收益率，即符合投资人期望的最小收益率。在分业监管导致的分割市场上，融资成本的高低，可以用来衡量市场分割条件下企业从资本市场获得资本的难易程度。

考虑到股票市场、债券市场以及中国信贷市场在分业监管下存在相互分割的特性，可建立企业信贷融资成本分析指标，并采用融资约束溢价和利率（资本价格）管制指标，对信贷市场的融资成本进行分析，以衡量信贷市场上企业的信贷资本可获得性。因为在资本市场分割条件下，对企业来说，如果在信贷市场上获取信贷资本的难度增大，其外源融资就会转向债券市场和股票市场。因此，在考查信贷市场融资成本以后，再对债券和股票市场的融资成本进行分析，可以说明在分业监管下信贷市场、债券及股票市场对中小企业和民营企业的歧视性分割的存在。

根据信贷可获得性理论可知，影响企业融资的决定因素是资金的可得性而不是资金的价格。在分业监管的市场分割条件下，即使资本市场上信息对称，企业也会面临外部融资约束，这种外部约束就是事实上的信贷市场上的监管管制，它包括了信贷的数量管制与信贷价格管制。此类管制可以用下图 4.1 所示的形式予以形象地刻画。图 4.1 显示，在既定的信贷数量管制条件下，企业所获得的实际融资额度为 OA ，但实际需求为 OB ，在此类融资额度受到限制的情况下，企业的融资约束外部溢价数量就高达 CH 之多。

经分析不难发现，信贷资本从银行向企业流动的难易程度，恰好反映出了企业在间接融资市场中获取资本的难易程度。如果信贷资金从银行向企业的流动很难，就意味着企业很难获得到银行的贷款，企业从银行能够实际获得的信贷资本成本会很高甚至无穷大。同时，如果将保险市场上的可投入债券和股票投资的资金量作为可融资本来看待，则也可运用相同的原理分析保险市场上的资本向企业流动的难易程度。

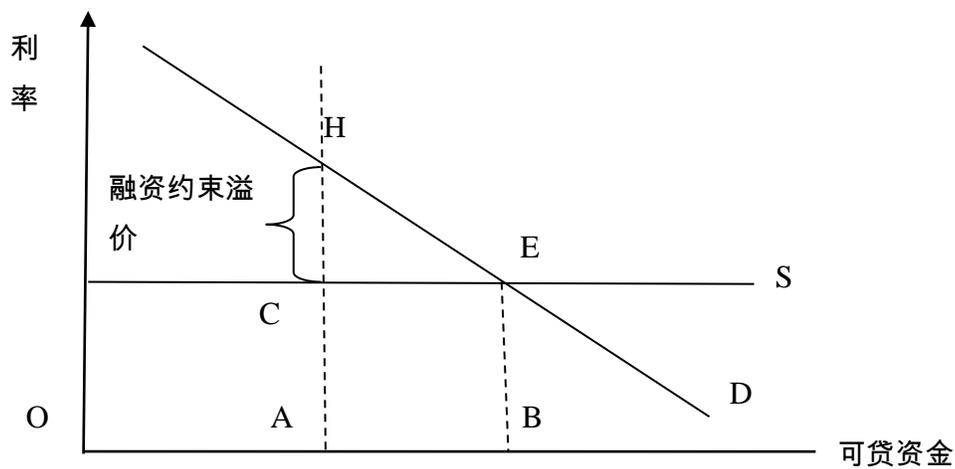


图 4.1 信贷数量管制

如图 4.2 所示。实行价格管制（利率管制），企业实际获得资金为 OA ，但是在企业的实际需求为 OB 的前提下，由于企业要受外部融资的约束即信贷管制，导致其信贷融资不能满足需求，存在的信贷融资差额为 AB 。

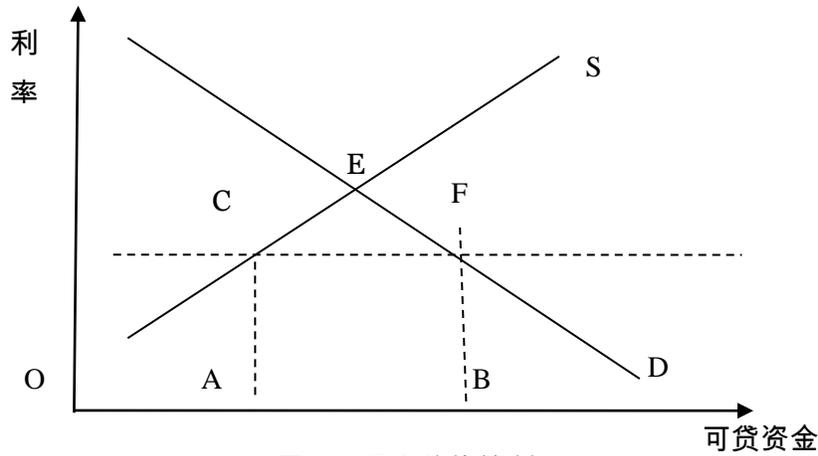


图 4.2 信贷价格管制

可根据下列分析思想估计监管分割条件下企业在资本市场融资因价格和数量限制形成的约束溢价。

由于分业监管导致市场分割并使得资本流动不畅，因此，在这种条件下，银行反过来会处于对市场分割形成的摩擦、逆向选择及道德风险的考虑，而减少对企业的贷款额度。假设在给定的银行信贷固定成本 F 条件下，如果信贷融资的约束即单位贷款额所承担的固定成本上升，则企业债务融资的溢价就会上升。企业执行项目需固定投入 I ，项目成功收益 R ，失败收益 O ，在道德风险约束下，项目成功的概率为 P_H ，截止卸责时期的企业家私人可获得收益为 B ，项目成功的概率为 P_L ， $P_H > P_L$ ， $\Delta P = P_H - P_L$ ，如果能够满足激励相容条件，那么企业将会采取较高的努力程度，也就是说，如果企业能够获得到的期望回报为 $P_H R_E$ 大于企业家卸责时所获得的期望回报 $P_L R_E + B$ ，企业家就一定会选

择高努力程度。由此，再根据蔡晓惠（2013）给出的分析可推出如下相应的激励相容约束条件，即

$$P_H R_E \geq P_L R_E + B \quad (4.13)$$

企业需要为项目进行外源融资，并用项目收益偿还债务。贷款人给企业的融资额度为 b ，项目成功企业获取收益 R_E 后，偿还给银行的贷款收益为 R_b 并且 $R_E + R_b = R$ 。项目失败时双方获得的回报为零。

贷款人为企业融资的成本包括边际成本和固定成本两部分，其中包括了利率为 r 的资金成本以及审核企业家资质和项目监督的固定成本 F 。并且，银行固定投入成本会由于企业财务制度不完善和项目监控难度增加以及不对称信息程度高等因素影响而增高。

如果能够将分业监管下的资本分割市场摩擦表示为利率或数量限制 F 以及代理人成本 B 和 ΔP 的话，那么，一旦贷款人从项目获得的期望回报 $P_H R_b$ 能够实现大于或等于其成本 $rb + F$ ，则获取信贷融资的企业贷款人就能够实现盈亏平衡，并且该盈亏平衡的条件可以表示为：

$$P_H R_b \geq rb + F \quad (4.14)$$

假设贷款人和企业家都是风险中性的，在完全竞争的信贷资本市场上，贷款人或企业家获得零利润。则由(4.13)式可以得到：

$$R_E = B/\Delta P$$

再将 R_E 代人(4.13)即可得到如公式 (4.15) 所示的融资额度和外部融资率 :

$$\begin{cases} b = [P_H \left(R - \frac{B}{\Delta P} \right) - F] / r \\ \rho = \frac{R - \frac{B}{\Delta P}}{b} = r / \left[P_H - \frac{F}{R - \frac{B}{\Delta P}} \right] \end{cases} \quad (4.15)$$

如果企业进行内部融资, 或者资本市场是统一完备的, 那么, F 和 B 的值都等于0, 企业的融资利率为 r/P_H , 此时, 内部融资的成本等于外部融资成本, 企业就不存在融资约束, 并且, 企业的融资成本也仅仅只是取决于市场的时间偏好 r 和企业投资的项目风险 P_H 。

在分业监管分割资本市场条件下, 由于资本市场存在摩擦, 企业项目融资的代理成本 $B/\Delta P$ 上升, 进而使得企业的项目收益 R_E 增加, 贷款人项目收益 R_b 减小, 这种情况下, 贷款人为了保持盈亏平衡而不得不减少贷款额 b , 进而又会使得单位贷款额承担的固定成本上升, 企业外部融资成本 ρ 上升。由此, 可以用公式 (4.16) 估计因资本市场监管分割下市场摩擦形成的融资约束溢价, 即

$$premium = \rho - r/P_H \quad (4.16)$$

在我国分业监管导致资本市场分割条件下, 必然会增加固定成本 F 或代理人成本 $B/\Delta P$, 并最终使企业的外部融资利率 ρ 上升。由于分业监管下资本市场硬分割使得企业融

资必须支付固定成本 F ，因此，代理人成本 $B/\Delta P$ 的变化不影响贷款利率，如果不存在市场监管分割，即如果存在统一的完全竞争的资本市场，则市场会使贷款利率始终等于 r/P_H 。

进一步地，如果将信贷市场上的信贷资本价格控制即利率控制程度考虑进模型中，假定信贷资本价格在给定的控制利率基础上的浮动为 η ，则企业的融资成本为 $r + \eta$ ，如果给定相应时期的短期贷款利率 r_{st} 和长期贷款率 r_{lt} ，并且企业的利息支出 y 和短期负债 D^S 和长期负债 D^L 满足 $y_{it} = D_{it}^S \cdot (r_{st} + \eta_{it}) + D_{it}^L \cdot (r_{lt} + \eta_{it})$ ，则企业在相应时期内贷款融资支付的浮动利率 η 为：

$$\eta_{it} = (y_{it} - D_{it}^S \cdot r_{st} - D_{it}^L \cdot r_{lt}) / (D_{it}^S + D_{it}^L) \quad (4.17)$$

对于监管分割下信贷市场的非均衡信贷配给而言，以上阐述的企业债务融资溢价，应当是在信贷市场利率管制下银行通过企业上浮利率套取租金。

4.4 本章小结

本章进一步对国内外资本市场分割理论和实证研究方法的相关文献梳理，通过分析借鉴理论界常用的理论与方法，探讨了中国分业监管下资本市场分割程度的量化分析指标与评价指标体系的设计思路，设计了分业监管下资本市场分割程度的主要评价指标与评价指标体系，并指出传统的资产定价模型检验股票市场分割程度的主要方法，包括多因素模型方法和相对价格指标方法等，是本文构建资本市场分割度评价模型的主要理论依据。通过

对分业监管所导致的资本市场分割程度的定量分析思路与评价指标构成的理论分析，尝试构建了适合中国分业监管下资本市场分割程度评价的理论模型，并将其作为检验中国分业监管下资本市场分割存在性、资本资源在各分割子市场上的具体分布与发展动态趋势的主要方法。考虑到中国分业监管下资本市场分割所具有的特征，本文认为，基于相对价格方法的分业监管下资本市场分割度评价模型、基于市场融资难易程度的资本市场分割度评价模型，以及基于市场融资成本评价的资本市场分割度模型，应当是分析评价分业监管下资本市场分割程度的主要方法。特别是，利用相对价格方法以及与之相关的指标和指标体系，来分析评价资本市场分割性，具有更大的灵活性。针对我国分业监管下资本市场硬分割的特性，可以通过构建总量指标的方法，用多种总量规模指标和相应的结构分析指标方法，来度量分业监管下分割的资本子市场之间的资本流动性。最后，结合信贷市场上的信贷资本价格控制即利率控制程度，考虑到股票市场、债券市场以及中国信贷市场在分业监管下存在相互分割的特殊性，本章还针对分业监管下企业由信贷市场获取融资的难易程度进行了理论探讨，通过建立企业信贷融资成本理论分析指标，并采用融资约束溢价和利率（资本价格）管制指标，对信贷市场的融资成本进行了理论探讨。经过初步的理论探讨，本文分析认为，这些指标有助于从理论分析上，获取对分业监管导致的资本市场分割条件下的企业信贷资本可获得性的理性认识。

第5章 中国分业监管下资本市场分割程度与发展趋势实证分析

实证研究的根本目的，就是要基于对监管分割下各子市场规模结构及其基本变动的认识，分析检验在中国分业监管下，保险市场、证券市场和债券以及银行信贷市场之间的相互割裂程度，在获取对各分割市场相互割裂动态发展趋势进一步的认识的基础上，对分业监管下资本市场分割影响的企业融资行为选择进行实证分析。

研究分析中国分业监管下资本市场因监管形成的分割状况，包含两个方面的内容。一方面，从一般影响因素的作用层面上，考察两个或多个子资本市场之间的资本价格是否遵循统一的市场资本定价模式，市场价格是否具有相同的发展趋势。如果是，则说明了分业监管下的资本市场是一体化的，不一致则说明存在分割现象。另一方面，从更深层次上分析考查各子资本市场之间阻碍资本流动的内在联系是否是由于监管因素的存在造成的，对影响价格的监管因素是否表现出同样的变化特征等等。如果市场因素之间不存在流动或一致的变化趋势，则说明市场是封闭或分割的，否则就说明各子市场间是融合或一体化的。对于第一个层面，根据第三章的研究分析可知，中国资本市场分业监管模式的行政化色彩及其渗入区域行政分割体制的特性，使得资本价格的市场形成机制缺乏，导致各子资本市场的资本供给具有显著的强制度供给特性，因此，可以直接得出我国的资本市场是存在分割的结论。从第二个层面看，正是由于资本市场分业监管的各自为政，形成了市场硬分割的存在，特别是过度监管和监管不力并存，阻碍了资本流动。但是，为了获得进一步的量

化分析和认识，就必须要对分业监管下资本市场的分割程度及其对企业的融资行为选择做出量化分析和实证检验。

5.1 中国分业监管下资本市场分割程度检验方法

为了能够准确选择中国分业监管下的资本市场分割程度检验方法，首先，通过总量指标分析法，对各主要分割资本市场的基本规模和结构现状进行观察和认识，十分必要。为此，本研究通过选取资本市场规模与构成等总量指标，对分业监管下资本市场基本规模结构及其变动趋势，进行初步的考查，并结合全国整体资本市场上的储蓄 - 投资转化率分析，以获得对分业监管下的资本市场分割的一般认识。

5.1.1 分业监管下资本子市场规模结构及其基本变动趋势

考察中国分业监管下的资本市场中两个或多个子市场之间资本价格是否具有相同的发展趋势，可采用反映资本子市场的总量规模指标进行分析。其中的主要规模指标包括：信贷市场规模、债券市场规模、股票市场规模和保险市场规模等。作为企业间接融资的主要市场，银行信贷市场规模指标，可用金融机构的各项贷款来进行刻画；债券和股票市场是企业直接融资的主要市场，对于这两类市场的规模，可以采用债券融资和股票融资规模指标进行分析；用全国保费收入作为刻画保险市场规模的主要指标。在选取信贷市场规模的数据时，从市场演变的历史上观察，由于外币贷款在过去相对较长的时期内所占份额很小，可以忽略不计。虽然有研究认为，从数据的可比性上看，应当对之给予剔除，但本研

究认为，在分析整个贷款规模中，为了反映分业监管下信贷资本市场的规模变化，金融机构各项贷款数据中的外币贷款应给予考虑。对于股票市场所使用的融资规模指标，其中的股票融资包括了A股、B股、H股、N股发行融资和A股、B股配股融资等。

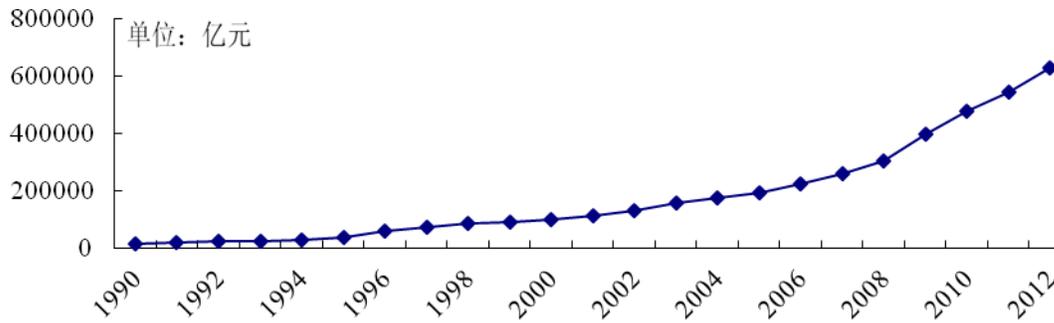


图5.1：历年金融机构贷款走势图

根据“中国统计年鉴”和“中国金融年鉴”以及“上海证券交易所统计年鉴”和“深圳证券交易所统计年鉴”等历年各卷的相关年度报告与“锐斯数据库”提供的数据，本研究通过整理得到分业监管下各主要分割子市场的规模和相应的结构数量变化趋势，如图5.1、5.2、5.3、5.4和图5.5所示。

从图 5.1 中可以看出，自上世纪 90 年代初期以来，信贷市场上的金融机构贷款的基本走势，特别是自 2001 年开始到 2013 年，信贷规模由 15899.63 亿元增长到了 589087.70 亿元。

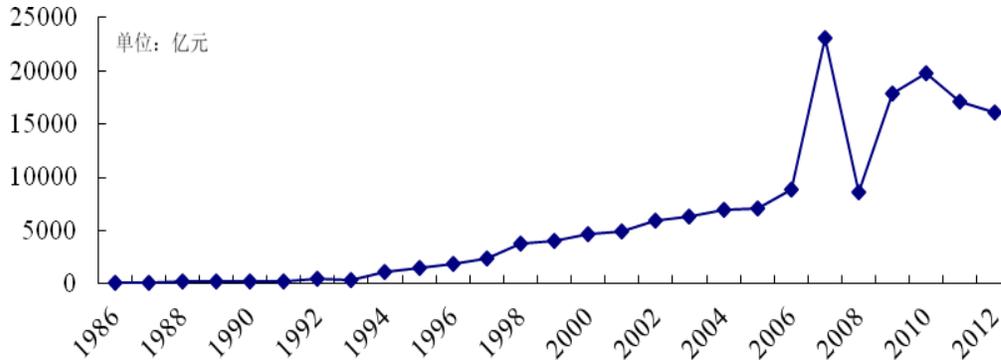


图5.2 历年国债发行额变化趋势

图 5.2 显示了历年国债发行额的变化。可以看出，自 2006 年以来，在国际金融危机影响和政策性调整因素作用下，国债各年发行规模波动幅度较大，同时也表明中国的债券市场发展成熟度非常低。

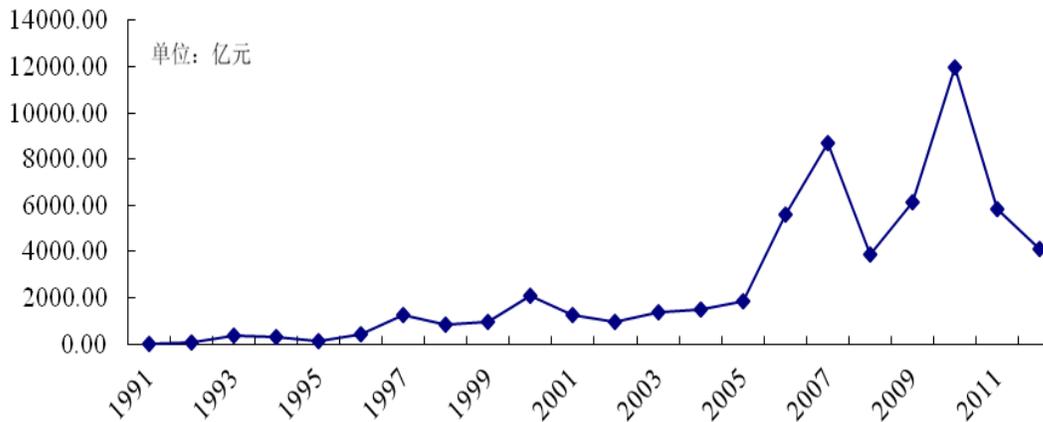


图5.3 历年股票融资情况走势

从图 5.3 描述的趋势可以看出，自上世纪 90 年代初期到目前为止，在资本市场的发展过程中，由于受监管的行政因素影响，监管目标偏离理性市场发展要求，导致股票市场融资剧烈波动。并且和信贷市场规模相比，股票市场融资规模，显得非常小。这在一定程度上表明了中国企业融资对银行的高度依赖特性。

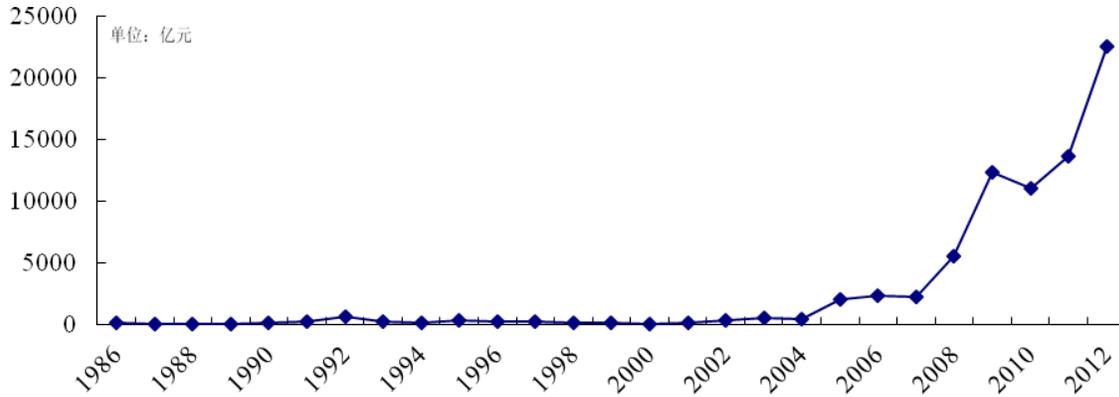


图5.4 历年企业债券融资走势

图 5.4 显示，自 2002 年以来，企业债融资的各年融资规模波动较大。虽然到目前为止，企业债券融资规模接近 25000 亿，但其市场发展很不稳定。这表明企业的债券市场发展很不成熟，同时也表明在中国特色的分业监管下，由于分业监管导致的市场分割，影响了企业债券市场的发展。

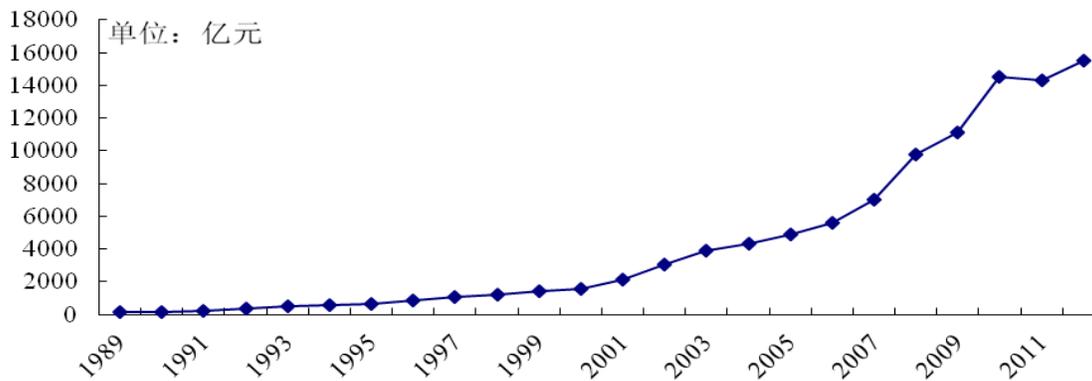


图5.5 历年全国保险费用收入走势

保险市场的发展与规模变化如图 5.5 所示，从图中的一般趋势中可以看出，在 1999 年至 2003 年的五年时间内，保险市场的年平均增长速度大约在 30%左右。根据“中国统计年鉴”中公布的数据进行分析，本文研究发现，截止 2004 年 3 月，保险公司总资产已

超过 9300 亿元，同比增长 41%左右；社会保障基金也超过了 1300 亿元。并且，企业年金作为补充保险，其规模已经达到了 500 亿元左右的规模。截至 2012 年，保险费用收入已超过 15000 亿元。但是保险保障业的总体规模与其它市场规模相比，仍然偏小。

为了进一步从保险市场资金的运用方面分析中国保险市场的规模结构及其发展变化趋势，本研究根据“中国保险年鉴”相关数据，整理得到如图 5.6a 和 5.6b 所示的保险资金使用规模与结构变化趋势。

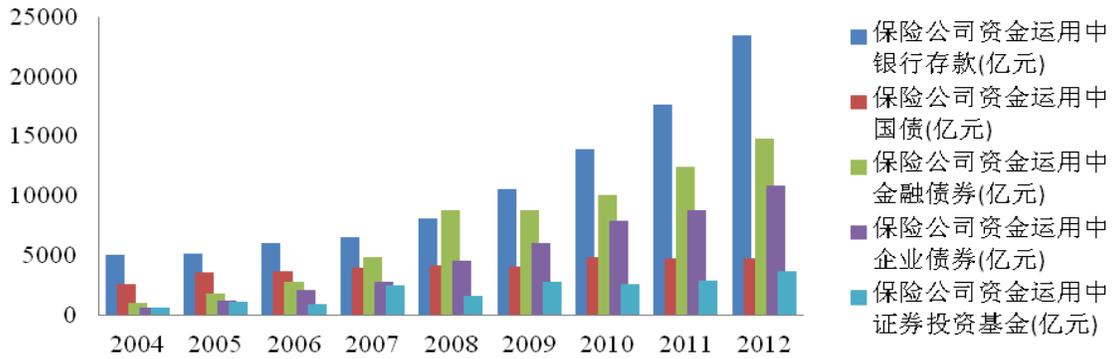


图5.6a 2004-2012年保险市场资金使用结构变化情况

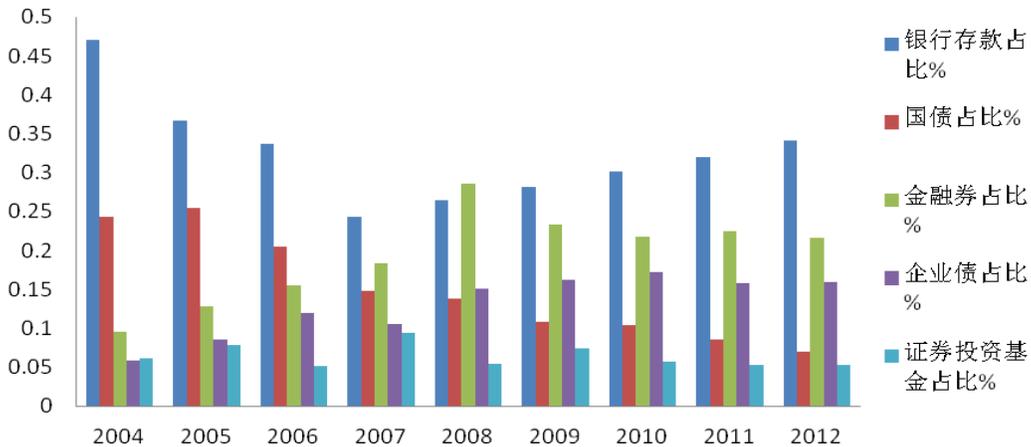


图5.6b 2004-2012年保险市场资金使用结构变化情况

从图 5.6a 可以看出中国保险市场上保险公司资金的运用情况。在保监会的严格监管下，保险市场上的资本流动到其他资本市场的渠道是不畅通的。在 2004 年到 2005 年这一期间，保险公司的资金运用主要分布在银行存款、国债和金融债券上，运用于证券投资基金的仅仅占很小的比例，虽然自 2007 年开始，运用于银行存款、国债、金融债券和企业债券的比例有所变化，但在保监会严格的比例运用限制下，保险公司的资金仍然主要用于银行存款和金融债券。对此，结合图 5.6b 的结构比例分布趋势图，可以得到进一步清晰的认识。

结合中国保险监管的实际，不难看出，保险投资渠道狭窄，客观上制约了其与其它资本市场的良性互动。尽管在保监会较为严格的政策监管下，随着改革的不断深入，保险资金的投资渠道已经逐步得到拓宽，不仅可以通过进入同业拆借市场和买卖证券投资基金实现间接入市，还可以购买一定等级以上的企业债券，但仍然无法改变保险资金运用渠道狭窄的局面，这在客观上制约了与其它资本市场的良性互动。一方面，由于在同业拆借市场上现券流动性较差，不仅存在交投的不活跃，而且同业拆借的市场容量也非常有限，因此，保险公司在进入这一市场之后，只是仅仅被允许进行现券和回购的交易，相对于利润比较高的信用领域，保险资金是不允许进入的，致使保险公司只能作为纯粹的持券者。特别是在债券市场上，保险公司的企业债券投资比例，也只有 20% 左右；另一方面，虽然保险资金能够通过证券投资基金实现间接进入股市，但由于受监管的限制，保险公司间接

持有股票的比例始终较低。所有上述这些因素，在限制保险资金的运用渠道和获利空间的同时，客观上形成了对保险资金参与资本市场的深度制约。对此，可以借助如表 5.1 所示的保险市场监管的政策制度演化分析，得到进一步的认识。

表 5.1 中国保险市场监管的政策制度演化分析

时间	监管政策制度	演化分析
1995.6	颁布《保险法》，规定保险公司的资金运用限于银行存款、买卖政府债券、金融债券和国务院规定的其它资金运用形式。保险公司的资金不得用于设立证券经营机构和向企业投资。	严格规定了保险资金运用的范围和形式，割断了保险市场与除了国债以外的其它资本市场的联系，属于监管制度的强制性分割。
1998.10	中国人民银行允许保险公司参与银行间债券市场，从事现券交易。	打通了保险市场与国债市场中的现券交易渠道。
1999.7	国务院批准保险公司可以向中国保监会申请、国务院批复的额度内购买信用评级在 AA+ 以上的央企债券，并可在沪深证券交易所交易该类上市债券。	保险市场与 AA+ 以上的央企债券市场融合，但受监管限制，交易量很小。
1999.10	国务院批准保险公司可以通过购买证券投资基金，间接进入股票二级市场，保险公司可以在二级市场买卖已上市的证券投资基金和在一级市场上配售新发行的证券投资基金。投资比例为公司资产的 5%。	保险市场与证券投资基金市场融合，保险资金可以“间接入市”。
2000.5	证监会主要领导公开欢迎保险机构以及养老机构参股基金管理公司。	保险公司参股基金管理公司，保险机构与资本市场机构走向融合。

2004.10	保监会出台《保险公司次级定期债务管理暂行办法》，允许保险公司发行次级债务。	进一步疏通保险市场与资本市场之间的融通渠道。
2005.2	保监会和证监会共同下发《关于保险机构投资者股票投资交易有关问题的通知》、《保险公司股票资产托管指引》和《保险资金股票投资有关问题的通知》等。其中主要明确了保险资金直接入市设计的证券账户、交易席位、资金结算、投资比例等问题。	监管层加强了合作，两个市场的融合有了制度上的基础。保险资金的直接入市进入实质性操作阶段。至此，三大监管部门为健全保险资金股票投资监管体系、完善稳健运作机制做出的重要制度安排全部完成。
2006.3	保监会出台《保险资金间接投资基础设施项目试点管理办法》规定以信托方式间接投资、严格设置项目条件、保险资金投资规模和比例限制以及设置严格的担保条件等等	风险控制过严、限制投资比例，融资金额有限分权制度严格，增加融资成本，造成了事实上的保险资金运用的障碍增加。
2009.3	保监会下发《关于保险资金投资基础设施债权投资计划的通知》《关于规范保险机构股票投资业务的通知》、《关于债券投资有关事项的通知》分别对保险公司投资债券、股票市场做出了更为宽松的规定	监管政策强干预，主要在配合中央 4 万亿刺激经济的投资计划，进一步扩宽保险市场与其它资本市场之间的融通渠道。
2010.8	保监会出台《保险资金运用管理暂行办法》、《关于调整保险资金投资政策有关问题的通知》、《保险资金投资股权暂行办法》、《保险资金投资不动产暂行办法》等，进一步从转方式、调结构、防风险、促发展角度严格了保险资金的运用管理	确保了监管政策的连续性，在一定程度上进一步扩宽了保险市场与其它资本市场之间的融通渠道。但监管政策的严格程度空前提高，行政性管制进一步强化，使得保险资金运用过程中更为谨慎而与其它资本市场存在的分割仍然显著。

资料来源：依据历年保险法律法规数据整理

如果将信贷市场、债券与股票市场、保险市场的融资规模结构变化进行综合比较分析，不仅可以发现各子市场间在规模结构上存在的较大差距，而且也可以发现在分业监管下各资本分割市场的变化趋势。

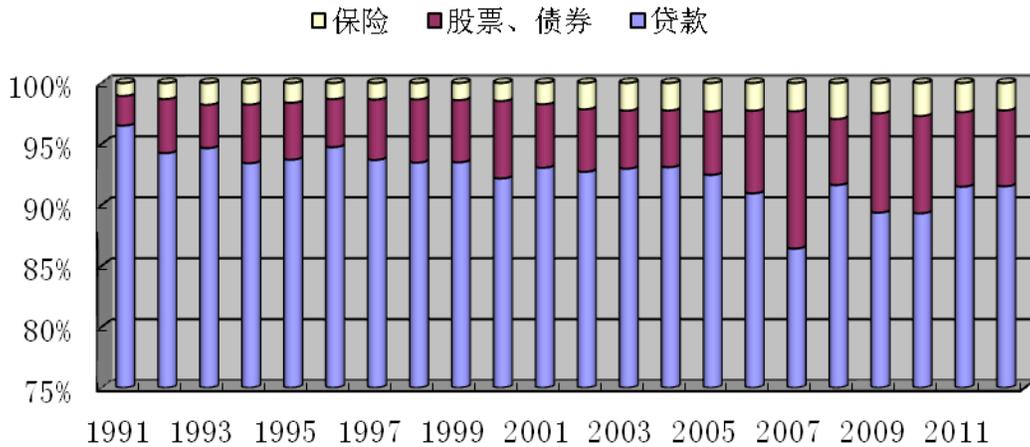


图5.7 主要资本市场融资规模结构变化

如图 5.7 所示，从资本市场融资规模的结构变化趋势上可以看出，信贷市场的贷款融资的比重占据绝对主要地位，债券和股票融资的比重虽然占据次要地位，但市场发展依然不成熟。与信贷市场金融机构各项贷款融资规模相比，股票市场融资和企业债融资规模都相对过小。在分业监管下的资本分割市场上，信贷市场与其它资本市场间的差距在不断拉大。其中的主要原因，与分业监管制度下以国有商业银行为主导的信贷资本市场运行机制密切相关。受中央银行和银监会制度性政策监管的影响，根植于传统体制下的我国银企关系，形成了信贷资金配置和供给模式，国有商业银行不仅成为了国有企业资金的主要供给

者，而且在国有商业银行与国有企业间，还形成了一种长期的“隐含契约”，致使国有企业对国有商业银行形成了长期的刚性依赖。

从一般影响因素作用层面上，通过上述的数据分析可以看出，资本市场发展滞后，市场规模结构不合理，发展不平衡，特别是，银行信贷市场所形成的“割据一方”的大资本市场局面，很难满足投资者的多样化需求。

健康发达的资本市场，不仅是储蓄 - 投资转化机制作用的先决条件，而且也是资本资源良性流动的前提条件。但是，在分业监管政策影响下，国债市场发行机制非标准化、非有序化、非经常化现象的背后，国债的发行所受到的更多影响是，过度重视弥补财政赤字的财政功能。正是由于受到这种因素的影响，才导致了我国的国债在利率和期限结构以及发行的手段和流通方面的非标准化。从图 5.2 和图 5.4 的历年债券发行规模变化中，可以发现，我国的债券市场上的绝大部分，都是政策性很强而且基本上是面向商业银行发行的金融债券，相比之下的企业债券规模，则显得很小。而股票市场除了其本身存在着严重的分割以外，还存在着市场结构不合理和股票的供求形成机制严重不对称的主要问题。特别是，由于资本市场上的标准化金融工具的发展受到了监管的严格控制，导致我国的资本市场工具存在结构上的缺陷而难以完善，共同基金和企业债券所占比例显著偏低。因此，和当代资本市场投融资各方参与主体的不同需求相比，具有显著的不对称特性。

从图 5.6a 和图 5.6b 的资本市场融资规模结构变化上不难发现，股票市场融资和企业债融资规模，都与中国的经济发展要求不相匹配。特别是，在现有分业监管下的利率严格管制，不仅造成了利率不能反映资本市场的资金供求关系和资本资源的稀缺程度，而且由于过多地将利率作为政策工具变量使用，使得利率作为资本市场的资本价格，偏离供求均衡水平而形成扭曲，并进一步加剧了资本市场的分割，阻碍了储蓄向投资的高效率转化。

为了进一步从整体上认识分业监管下资本市场分割的趋势，本研究运用全社会的储蓄-投资转化率，对资本市场进行量化分析，以解释分业监管下资本市场分割的存在对资本流动渠道的影响程度。

依据宏观经济学关于储蓄与投资的基本理论和 Feldstein and Horioka (1980) 的研究，本文建立如下储蓄—投资关系分析模型：

$$(I/Y)_i = \alpha + \beta(S/Y)_i + \mu_i \quad (5.1)$$

其中： $(I/Y)_i$ 代表第 i 年的投资率， $(S/Y)_i$ 代表第 i 年的储蓄率， α 衡量的是资本流动状况，当 $\alpha > 0$ 时，表明资本为净流入，反之则为资本净流出。 β 为储蓄—投资转化率。根据“中国统计年鉴”整理相关数据，可计算出 1992 至 2012 年间历年储蓄率与投资率，并对模型 (5.1) 进行回归分析，结果如表 5.2 所示。

表 5.2：模型 (5.1) 回归分析结果表

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
S	0.607910	0.058233	10.43935	0.0000
C	0.157302	0.023213	6.776518	0.0000
R-squared	0.767573	Mean dependent var		0.396550
Adjusted R-squared	0.760530	S.D. dependent var		0.044588
S.E. of regression	0.021819	Akaike info criterion		-4.756596
Sum squared resid	0.015711	Schwarz criterion		-4.667719
Log likelihood	85.24042	Hannan-Quinn criter.		-4.725915
F-statistic	108.9799	Durbin-Watson stat		0.835965
Prob(F-statistic)	0.000000			

回归结果表明，从我国的整体资本市场来看，虽然储蓄—投资转化率达到到了 61% 左右，即 $\beta = 0.607910$ ，但和 Murphy (1984) 研究给出的 OECD 国家高达 60% - 95% 的储蓄 - 投资转化率相比，还是比较低的。该结果从一定程度上表明，在整个资本市场上，管理的制度因素（包括区域行政化分割因素）所导致的市场硬分割，阻碍了储蓄向资本的转化。对此，可以从现有的相关研究结果中进一步加以验证。封富育 (2007) 研究发现，“我国各地区之间的储蓄 - 投资转化率存在显著差异”，在其考察分析的全部 24 个省市中，“储蓄 - 投资转化率最高的五个省市，分别为江苏、广东、海南、江西和辽宁省，除江西为中部地区省份外，另外四个均为东部地区省份”；其中“储蓄 - 投资转化率最低的五个省

市分别为河南、山西和甘肃以及内蒙古和青海，其中的河南和山西均为中部地区省份，甘肃和内蒙古以及青海三个西部地区省份的储蓄 - 投资转化率为全国最低。东部地区 7 个省市的储蓄 - 投资转化率，全部高于全国平均水平，其平均值为 70.19%。中部地区有 9 个省市的储蓄 - 投资转化率一般都在全国平均水平上下波动，其平均值为 60.36%。西部地区 8 个省市中有 6 个省市的储蓄 - 投资转化率低于全国平均水平，其平均值为 46.41%”。

并且，如果将资本市场分业监管因素考虑在内，不难发现，信贷市场的利率价格控制以及信贷歧视，对中小企业客观上形成的信贷资金可获得性限制，是导致储蓄 - 投资转化效率降低的主要原因之一。

5.1.2 分业监管下资本市场分割程度检验指标与变量的确定

中国分业监管下所形成的资本市场分割，属于国内资本市场的一种硬分割，这种硬分割的程度，集中表现在资本市场的价格差异及其对不同资本市场效率的影响上。分业监管下资本市场分割程度的检验，就是要揭示资本在不同市场间的价格表现和存在的实际差异程度。

依据资本资产定价的一般理论可知，在国内统一市场条件下，不存在分割的统一资本市场，应当符合下列几个基本假设条件：

(1) 投资者在投资决策过程中只关注期望收益率及其对风险的估计，即收益率方差；

(2) 资本市场整体是充分有效的，市场价格能够反映整体资本市场信息，投资者能够掌握充分信息，了解各种收益率的概率分布；

(3) 资本产品之间的收益率有一定的相关性，各资本市场价格之间的相关性，用相关系数来表示，或者用收益率之间的协方差来表示；

(4) 投资者规避风险，在相同风险条件下，实现收益最大化，在相同收益条件下，实现风险最小，即方差最小化；

(5) 资产的供给弹性无限大，资产组合的供给（即销售）与需求（即购买），不影响整个市场的价格与期望收益；

(6) 资本产品可无限细分，收益分布服从正态概率分布，且资本市场上无摩擦，即整个资本市场的交易不存在税收和交易成本。

若上述假设条件能够基本满足，则完全市场条件下的资本资产价格为：

$$ER_i = R_f + [(R_m - R_f)/\sigma_m^2] \cdot \sigma_{im} \quad (5.2)$$

在(5.2)式中， ER_i 表示单个资产的预期收益率， R_f 为无风险收益率， R_m 为市场组合的预期收益率， σ_{im} 为单个资产与市场组合之间的协方差， σ_m^2 为市场组合方差。

$[(R_m - R_f)/\sigma_m^2]$ 是每单位方差的风险溢价，风险溢价越高，对风险的容忍度就越低。如果

用 $\beta_i = \sigma_{im}/\sigma_m^2$ 表示资产 i 的收益率的变动对市场收益率变动的敏感度，则 β_i 就是通常所说

的市场风险因子，并且对于任意资产组合，均有

$$\beta_p = \text{cov}(\bar{R}_p, \bar{R}_m) / \sigma_m^2 = \sum_{i=1}^n X_i \text{cov}(R_i, \bar{R}_m) / \sigma_m^2 = \sum_i X_i \beta_i \quad (5.3)$$

即资产组合的 β 系数是单种资产贝塔系数的加权平均，从而，资本的资产价格又可以表示为如下形式，即

$$R_p = R_f + (R_m - R_f)\beta_p \quad (5.4)$$

作为完全市场条件下资本的资产价格行为，式(5.3)所给出的是，在理想状态下的资产收益和市场风险之间的关系。这种“完全市场条件下”所指的资本市场是高度有效的，在这种完全的市场条件下，市场信息畅通，既没有信息成本，也没有转换成本和赋税，并且在投资方面也几乎没有限制，不存在投资者大到足以能够影响证券市场价值的情境；这种完全市场条件还假设，投资者对个别证券的预期报酬率和风险，存在着一致性的看法。不难理解，如果是在市场分割条件下，特别是，在分业监管形成的资本市场硬分割条件下，这种资产收益和市场风险之间的关系是被扭曲的。

鉴于中国分业监管资本市场分割的现实，从分业监管影响资本流通、分割资本市场的角度来看，度量信贷市场、证券市场和保险市场等三大市场之间的分割程度，运用相对价格法，通过考查资本市场之间相对价格差距的变化和偏离资本市场一体化的程度，对之进行检验。市场分割程度检验所使用的主要相对价格指标分别为：

R_t^e 代表整体资本市场上第 t 时期的均衡利率；

R_t^c 为信贷市场第 t 时期的贷款利率；

R_t^d 为债券市场第 t 时期的债券利率；

R_t^s 为股票市场第 t 时期的股票收益率；

R_t^i 为第 t 时期的保险市场资本运用收益率

$k, j = c, s, d, i$ 表示信贷、证券和保险等不同的资本市场；

$Var(R_t^k/R_t^j)$ 为相对价格方差，即市场分割指数，其中 $k \neq j$ ，用以判定资本市场分割程度。

在分业监管分割市场条件下，市场分割指数 $Var(R_t^k/R_t^j)$ 的绝对值越大，资本市场间的相对价格差距也越大，绝对价格变化的标准差也将会扩大，市场分割程度就越高。通过观察资本市场相对价格方差的时间序列变化趋势，并结合各资本子市场上的资本价格与整体资本市场均衡的资本价格之间的偏离趋势，即可进一步的判定和分析分业监管下的资本市场分割动态变化趋势。

5.2 样本选择和检验方法

基于分业监管下资本市场分割量化分析指标的设计，综合考虑中国分业监管下资本市场的规模结构变化发展趋势，本研究结合魏尚进（2004）在“中国资本市场分割度实证诊断”中所给出的基本思路，主要运用相对价格方差分析方法，对分业监管下资本市场分割程度进行检验。选用这一检验方法的主要原因是，在充分考虑各子市场间资本流动的价格

信号属性所受到的监管影响程度的同时，还要充分考虑中国分业监管制度对资本市场参与主体的限制和对资本流动的管制程度。因此，在选取分业监管导致市场分割条件下的样本数据、实证检验方法和变量指标的使用方面，与一般的股票市场分割研究，特别是一般的商品市场分割研究不同。

5.2.1 样本数据的选取与数据来源

本研究探索不同于一般意义上的狭义资本市场分割问题，特指与国内资本流动密切相关的资本子市场间的硬分割，并且是分业监管所形成的市场硬分割。所要检验的市场分割度，主要是指信贷市场、证券市场和保险市场之间的分割程度，除了股票市场中的深沪两个市场以外，不关注市场内存在的分割问题。同时，考虑到中国资本市场制度发展的历史和特有的分业监管制度的演化特征，以及相关资本市场数据的可得性和分析检验的可行性，选取 1991~2013 年期间各资本子市场的年度综合数据，重点考查资本子市场之间近十年的分割程度和分割的变化趋势。

采用相对价格方差分析法计算资本市场分割度，需要获得历年各资本子市场的资本价格时间序列数据。原始数据是“中国统计年鉴”、“中国金融年鉴”、“中国证券业年鉴”、“中国保险年鉴”与“世界年鉴”中的股票、信贷、债券以及保险资金运用等资本利率价格指数。对于数据的筛选与处理，原则上以季度数据和相应月度数据的统计特点为基础，通过相应

的统计处理方法，获取相应年度的统计分析数据，以满足资本市场分割度计算与分析的需要。

信贷市场资本价格采用中长期贷款利率；中长期贷款利率有三个主要利率指标，即 1 - 3 年期的贷款利率、3 - 5 年期的贷款利率和 5 年期以上贷款利率；该指标数据可以从“中国金融年鉴”的历年各卷以及“锐思数据库”中获取；也可以根据中国人民银行公布的历年贷款基准利率表查询获得。为了反映银行等金融机构在信贷市场上的资本价格，将中长期贷款利率进行加权算术平均，处理后的贷款平均利率，作为信贷市场的年均资本价格。对于相应年份的缺失数据，则参照世界银行公布的中国平均贷款利率，运用插值修正法进行调整确定。

采用沪深两大股票市场的股票收益率作为证券市场资本价格的主要指标。为了获取资本市场分割度的计算分析的一般性结论，对上海证券交易所股票收益率和深圳证券交易所股票收益率，分别按照综合指数法，以交易额为权重进行加权算术平均，并将上海证券交易所和深圳证券交易所，视为两个分割的资本子市场，分别计算各自的综合股票收益率；对于股票收益率，按照理论界普遍使用的收益率计算方法，即股票收盘收益率计算方法，亦即，用开盘价和收盘价之差与收盘价相比的一般收盘收益率方式计算。假设 P_t 表示 t 时刻的股指收盘价格指数，从 $t - 1$ 时刻到 t 时刻的股指收益率为 R_t ，则股票收益率可用 P_t 的对数差分形式表示如下，即：

$$R_t = \ln P_t - \ln P_{t-1} \quad (5.5)$$

为了更加全面地反映中国债券市场价格的变动趋势，债券资本市场价格采用中央国债登记结算公司正式发布的“中债 - 新综合指数”数据，对于因资本市场发展过程中出现的相应年份缺失的数据，通过中国人民银行网站发布的债券综合收益率，参照“锐思数据库”公布的相关“中债指数”收益率，以及上海证券交易所与深圳证券交易所的数据，运用删失数据处理技术中的插值法，对相应年份的数据进行调整，再作为对应年度的债券价格数据使用；对于保险市场的资本价格数据，自上世纪 80 年代恢复国内保险业务以来一直到 1995 年，中国保险市场上的保险资金运用，只能按照监管的政策规定存入银行，并且，由保险资金存款所得的利息，还要全部上缴到国家财政，在这一时期，中国的保险资本市场上的资金运用渠道，基本上只是银行存款；自 1995 年到 1998 年 8 月这段时间内，保险资金运用除了银行存款以外，还被允许于购买政府债券以及买卖金融债券和保监会指定的中央企业债券和国债回购与买卖证券投资基金等产品，1999 年 10 月，保险公司被批准允许以购买证券投资基金的方式，间接进入资本市场，但根据监管的规定，保险公司运用保险资金购买证券投资基金的比例，不得超过保险公司总资产的 5%~15%；只是到了 2004 年 10 月，我国保险公司的保险资金才获准能够直接入市。因而，对于保险市场上的资本运用，即投资收益率数据，仅从 1996 年开始。这之前的保险资本除了主要存入银行，和银行以外的其它资本市场之间的资本流动，几乎是完全分割的。虽然在这一时期，保险市场的资

本和债券市场和股票市场的流动高度隔离，但从整体资本市场来看，保险市场与信贷资本市场的分割程度，似乎在一定程度上可以说是比较弱的。为了考查和分析分业监管下资本市场分割的程度，对保险市场在 1990 - 1995 年之间的资本收益率数据，以商业银行的存款年均收益率替代。

为了获得所使用的全国资本市场均衡利率的估计值，考虑到我国特殊的利率双轨制的实际，本文运用扩展的凯恩斯 IS 曲线，对我国 2001 - 2013 年的均衡利率进行估计，估计所用的模型为前述第四章的 (4.8) 式，即：

$$R_t^{nd} = \frac{1}{\beta} E_t \left[\left(\frac{Y_{t+1}^n}{Y_t^n} \right)^\sigma \right] - 1$$

其中， β 是折现因子， σ 为跨期替代弹性的倒数， R_t^{nd} 为均衡利率， $\frac{Y_{t+1}^n}{Y_t^n}$ 是潜在产出增长率。参数估计采用贝叶斯估计方法进行，在合理选择参数的先验分布和相应具体数据的估计过程中，本研究沿用贺聪、项燕彪和陈一稀 (2013) 的方法，在先设定好参数的先验分布的基础上，利用参数估计结果和相应可获得的数据，进一步通过相应的数理处理，估计获得本研究所需要的均衡利率。

5.2.2 检验方法

从相对价格法检验市场分割度所使用的方差形式来看，相对价格的方差，一般可采用两种方式计算获得。

第一种方法，依据 Engel and Rogers (1996) 提出的理论，对于相同的固定的资本产品 k 及其在不同资本市场 i, j 的 $Var(P_i^k/P_j^k)$ ，计算出资本价格在年度间的变化方差。如果考查的资本市场个数是 m 的话，则可以得到 $[k * m * (m - 1)/2]$ 个分割指数，即相对价格方差 $Var(P_i^k/P_j^k)$ 。但是，桂琦寒等 (2006) 研究认为，这种方法计算出的方差值，“牺牲了时间纬度，得到的是截面数据，损失了数据的动态特征”。第二种方法，即依据 Parsley and Wei (1996, 2000, 2001) 的思路，将所观察的资本市场 i, j 与时期 t 固定，计算出 i, j 在给定时期的各类资本产品的价格变动方差 $Var(P_i^t/P_j^t)$ ，得到 $[t * m * (m - 1)/2]$ 个方差，并且得到的方差 $Var(P_i^t/P_j^t)$ 是时间序列数据，使用这一数据即可对资本市场分割程度的变化趋势进行判定分析。如果方差 $Var(P_i^t/P_j^t)$ 随时间推移而存在收敛趋势，则表明市场的分割程度在逐步消除，否则就是在不断地扩大或加剧。如果将该方法用于检验分业监管下资本市场的分割程度，那么，其最大的优点就在于，该方法综合了各分割的资本子市场的价格信息，形成了对资本市场分割程度的总体评价。

本研究探索分业监管下的资本市场分割，所以，各资本子市场间的资本，因分业监管在不同市场上所形成的价格差异，就是资本市场分割的集中表现。为了测度资本价格在不同资本市场上的变化趋势，以获得衡量资本市场分割程度所需要的市场分割指数，本文采用 $Var(P_i^t/P_j^t)$ 进行计算，由此，即可获得资本市场分割指数随时间变化所演化出来的基本动态变化趋势。

综上所述，根据 Parsley and Wei (1996, 2000, 2001) 给出的测度一般商品市场分割度的方法，即第二种方法，结合所要考虑的资本子市场，包括信贷市场、股票市场、债券市场与保险市场等，在获取相应的方差数据的基础上，再计算分割指数 $Var(P_i^t/P_j^t)$ 。同时，考虑到中国资本市场分业监管的制度因素影响，将估计获得的资本市场均衡利率作为资本的参考标准价格，分别与各资本子市场的价格相对比，观察其波动变化的幅度，以进一步分析各资本子市场的价格差异变化。

5.3 基于相对价格法的分业监管下资本市场分割程度检验

基于相对价格法检验分业监管资本市场分割程度的第一步，必须要在获得的原始数据基础上，对数据进行合理的处理，然后才能够计算分析资本市场的相对价格方差，即分割指数 $Var(P_i^t/P_j^t)$ 。运用相对价格法时所依据的“冰川”成本模型理论中的“成本”，在本研究中，可以将其看成是由分业监管所形成的交易“门槛”或者资本在市场间流动的制度“障碍”。

5.3.1 分业监管下资本市场分割度测度数据

在运用相对价格法对资本市场分割程度进行实证检验过程中，为了能够获得相对价格的准确计量效果，可以采用理论界普遍接受的三种基本形式。

第一种计算方式是，直接计算资本子市场间的两两资本价格比 P_i^t/P_j^t ；

第二种计算方式是，计算资本子市场间价格比的对数，即 $Q_{ijt}^k = \ln(P_{it}^k/P_{jt}^k)$ ，以消除因变量测度单位的变化对自变量系数的影响，从而“保证自变量系数不会随因变量的度量单位变化而改变” (Wooldridge, 2003)，并且，通过将 P_i^t/P_j^t 取对数的做法，还能够尽可能地消除由于因变量出现异方差和偏态性对测度结果产生的影响；

第三种计算方式就是所谓的“相对价格一阶差分处理法”。该方法实质上可以看成是对第二种方法的一个扩展，亦即，将第二种计算方式中获得的价格比对数序列，进行一阶差分形成新的数据，亦即

$$\Delta Q_{ijt}^k = \ln(P_{it}^k/P_{jt}^k) - \ln(P_{it-1}^k/P_{jt-1}^k) \quad (5.6)$$

根据桂琦寒等 (2006) 的分析观点，如果“将市场分割的状态视作‘冰川’成本 C 极大的特殊情况”，并且，如果可以将该“冰川成本 C ”视为资本市场上的分业监管导致的资本流动成本，即通常的交易“门槛”或者“障碍”，那么，相对价格对数最终会收敛，而且，相对价格对数的一阶差分也自然会收敛。因而，该计算方法可以达到 Q_{ijt}^k 与 ΔQ_{ijt}^k 相同的数据特征效果。

考虑到取对数形式后，因为资本子市场 i 与资本子市场 j 的相对价格的分子分母位置调换，会引起 Δ 的符号反向变化，亦即 $\Delta Q_{ijt}^k = -\Delta Q_{jit}^k$ ，为避免置放顺序对 $Var(\Delta Q_{ijt}^k)$ 值的大小产生影响，对 ΔQ_{ijt}^k 统一取绝对值，即 $\Delta Q_{ijt}^k = |\Delta Q_{ijt}^k|$ 。如果资本市场之间存在与分业监管无关，即监管只是有利于资本良性流动，因而存在无套利区间 $[1 - c, 1/(1 - c)]$ ，由

绝对价格水平的相对数取对数以后的结果，即可得到 $[\ln(1-c), -\ln(1-c)]$ ，也就是说，此时的无套利区间是对称的。这意味着，对于绝对值相等方向相反的 ΔQ_{ijt}^k 来说，价格的波动幅度相等套利方向相反。若 ΔQ_{ijt}^k 表示资本子市场 i 的资本流入资本子市场 j 进行交易，那么相同取值的 ΔQ_{ijt}^k 则表示资本子市场 j 的资本流入资本子市场 i 进行交易。

需要注意的是，针对一般商品市场分割的检验研究，在运用相对价格法检验市场分割程度时，通常会遇到与特定商品种类相联系的固定效应 α^k (fixed-effects) 的影响，从而形成系统偏误而影响测度效果。这种与特定商品种类相联系的固定效应通常就是 $|\Delta Q_{ijt}^k|$ 中所存在的商品异质性所导致的不可加效应。如果考虑到资本市场，某一时期资本市场间的价格发生了变动，这种价格变动理论上应当仅仅与资本自身的特性有关，围绕市场对资本的供需均衡价格波动；但是，在现实的分业监管导致市场分割环境条件下，资本价格的波动还要受到诸如分业监管的特殊市场环境以及其它类似于“救市”等随机政策因素的冲击影响。

为了更加准确地衡量相对价格的方差，Parsley and Wei (2000, 2001) 主张采用去均值即 de-mean 的方法。依据该方法的分析思路，假设 $|\Delta Q_{ijt}^k|$ 主要由 α^k 和 ε_{ijt}^k 两个部分组成，其中的 α^k 与资本 k 自身的属性相关，即就资本自身所具有的特性来说，无论在哪个资本市场，这些特性是相同的，它与自身在那一个市场等其他因素无关，而 ε_{ijt}^k 则与分业监管下资本子市场 i, j 所处的特殊市场环境相关。要消除 α^k 项，对给定时期 t 与资本 k ，计

算 $|\Delta Q_t^k|$ 的平均值 $|\overline{\Delta Q_t^k}|$ ，对 $|\Delta Q_{ijt}^k|$ 构建回归方程 $|\Delta Q_{ijt}^k| = \beta |\overline{\Delta Q_t^k}| + \varepsilon$ ，通过 OLS 回归分析即可消除 a^k 。其中的残差值 $q_{ijt}^k = |\Delta Q_{ijt}^k| - \beta |\overline{\Delta Q_t^k}|$ 是未被 $|\overline{\Delta Q_t^k}|$ 解释的部分。对此，桂琦寒（2006）等主张用 $|\overline{\Delta Q_t^k}|$ 分别与 $|\Delta Q_{ijt}^k|$ 相减的去均值方法，以消除 a^k 的影响，即：

$$|\Delta Q_{ijt}^k| - |\overline{\Delta Q_t^k}| = (a^k - \overline{a^k}) + (\varepsilon_{ijt}^k - \overline{\varepsilon_{ijt}^k})$$

其中的残差 $q_{ijt}^k = \varepsilon_{ijt}^k - \overline{\varepsilon_{ijt}^k} = |\Delta Q_{ijt}^k| - |\overline{\Delta Q_t^k}|$ ，从而最终计算获得 $Var(q_{ijt}^k)$ 的结果，并且这里所得到的 q_{ijt}^k ，在桂琦寒等（2006）看来，就是仅仅与市场间分割因素和一些随机因素相关，对于资本市场分割度的测度来说，也可以看作是仅仅与分业监管下的市场“监管分割”相关。

5.3.2 中国分业监管下资本市场分割程度检验

本研究通过数据整理，运用相对价格方法，分别计算分业监管下资本市场上信贷、债券、股票和保险资金市场资本的历年年度相对价格，构成相对价格时间序列，然后计算相对价格方差 $Var(P_i^t/P_j^t)$ 。根据资本子市场上相对资本价格的截面数据，计算获得的相对价格方差及其变化趋势如图 5.8 所示。

从图 5.8 可以看出，自改革开放以来，随着全国整体资本市场的建设和不断发展，特别是；随着分业监管制度的不断演化，资本市场分割程度也随着监管制度和监管政策的改变在不断演化并有加剧的趋势。这一趋势演化过程与我国资本市场分业监管的制度演化过

程基本吻合，特别是，与银行信贷资金进入股票市场的监管规则的演变过程以及债券和保险市场的监管制度演化相一致。

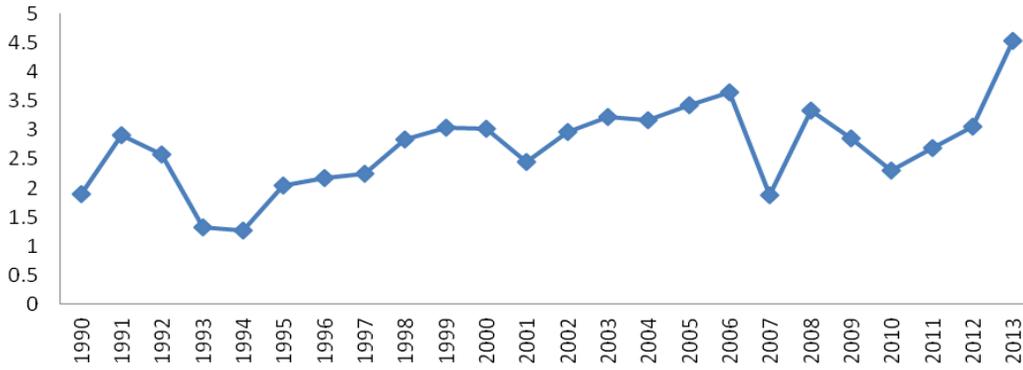


图 5.8 分业监管下资本市场分割动态发展趋势

为了更为清楚地分析认识我国分业监管下资本市场的分割程度和演变趋势，本研究运用去均值的方差分析方法，对各资本子市场的对数收益率时间序列差分，通过计算 $Var(\Delta Q_{ijt}^k)$ ，进行去均值处理，得到的结果如图 5.9 所示。

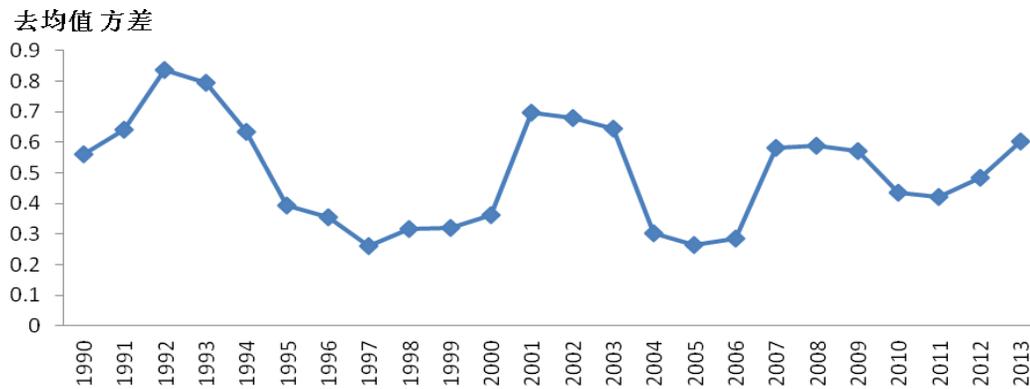


图 5.9 分业监管下资本市场分割程度变动趋势

图 5.9 表明，资本市场分割的程度并没有随着监管制度的不断完善而出现显著的收敛趋势，特别是，自 2001 年开始，资本市场分割程度不仅没有趋向收敛，而且存在进一步的震荡波动现象，资本市场分割程度有不断加剧的趋势。

依据 5.2.1 中描述的方法，本文对资本市场的均衡价格数据进行估计，并将资本子市场上资本价格偏离均衡资本价格的变化趋势进行综合对比，得到图 5.10 所示的结果。

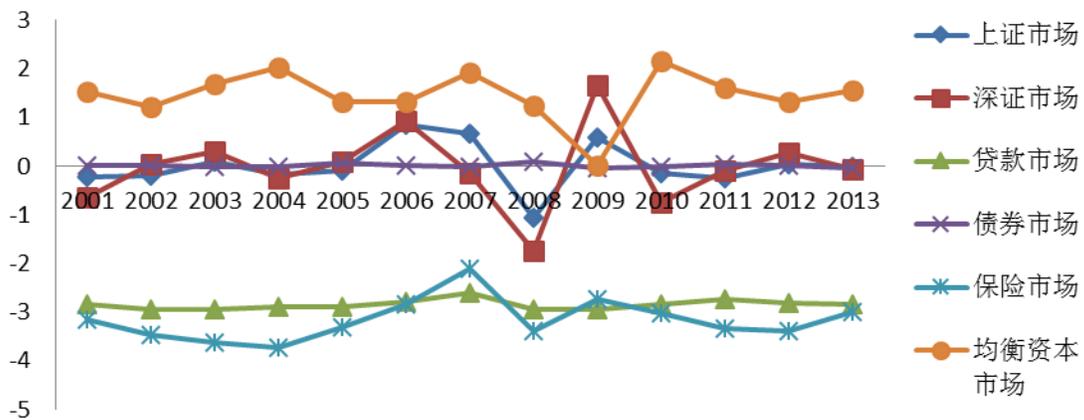


图 5.10 资本市场主要资本价格偏离均衡资本价格的变化趋势

注：图中的均衡资本市场利率数据依据 (4.8) 式和前述 5.3.1 中介绍的方式测算获得。

图 5.10 表明，近 10 年来各资本子市场的价格，不仅偏离均衡价格的程度高，而且持续波动和偏离的趋势也比较显著。一方面，信贷市场的价格不仅长期偏离均衡资本市场价格，而且显著低于资本市场均衡价格的水平之下，这一趋势与我国的利率双轨制和保险资金运用的管制政策是相吻合的，同时，也说明了受监管和利率双轨制的影响，我国信贷资本商场不仅不能满足经济发展的实际需要，而且也根本反映不了资本市场的实际需求。另一方面，保险市场的资本价格长期严重偏离均衡资本市场价格的实际，也表明了保险市场

上的保险资金运用严重背离资本市场发展的需要。这种对均衡资本市场价格偏离的现实，恰恰说明了我国资本市场在分业监管下，信贷和保险子市场的利率和资金运用受到的过渡控制，导致资本市场的分割程度显著。总而言之，图 5.10 解释的波动与偏离趋势充分说明，资本市场在分业监管下，信贷资本的供给不能反映市场的均衡需求，保险资金的运用脱离资本市场发展需求的实际，各子资本市场资源的流动存在监管分割的梗阻，市场间分割程度高。

虽然根据上述的市场分割指数趋势图可以直观地观察到我国分业监管下资本市场分割的一般趋势，但是，为了更进一步检验资本市场分割指数，即相对价格方差的收敛，是否属于规律性过程，本研究采用 IPSHin (Im, Pesaran and Shin, 2003) 单位根检验法，对资本市场分割指数数据集 $Var(\Delta Q_{ijt}^k)$ ，进行单位根检验。该方法的最大优点，是统计量在时间序列数据比较少时，亦即时期比较短的情况下，依然可以达到比较理想的检验能力。同时，该方法还考虑了残差 $q_{ijt}^k = \varepsilon_{ijt}^k - \overline{\varepsilon_{ijt}^k} = |\Delta Q_{ijt}^k| - |\overline{\Delta Q_t^k}|$ 的异方差和序列相关性。

根据 IPSHin 检验法，构建检验模型如下：

$$Var(q_{ij,t}) = \alpha_{ij} + \beta_{ij}Var(q_{ij,t-1}) + \sum_{s=1}^M \theta_{ij} Var(q_{ij,t-s}) + \varepsilon_{ijt} \quad (5.7)$$

其中 $s = 1, 2, \dots, M$ ， $t = 1, 2, \dots, T$ 。

根据公式(5.7)进行检验的基本步骤是，首先，对于给定的相邻两个资本子市场 i 、 j ，先逐一进行单位根检验，即 ADF 检验，再利用单位根检验中的 t 值，构造统计量

$t_{-bar} = \sum_{ni,j=1}^N t_{ij}/N$, t_{-bar} 服从正态分布；其次，将 t_{-bar} 的值与 IPShin 检验法给出的临界值进行比较。对资本市场分割来说，如果判定检验的结果是稳定的，则说明资本市场的相对价格方差，即市场分割度指数变化趋势是有规律可循的，而且并不是一个稳定的随机过程，同时也表明资本子市场间资本流动的壁垒下降、无套利区间的缩小均具有趋势性。由此也可以进一步判断出分业监管下资本子市场之间的分割是否加剧，或者是因趋缓而分割减弱。

对前述分析中获得的资本市场资本相对价格方差数据求一阶差分，即可得到检验所需要的 $Var(\Delta Q_{ij,t}^k)$ 时间序列数据。经过 IPShin 检验，式 (5.7) 最显著的滞后期为 0 即 $M=0$ ，获得的主要结果如表 5.3 所示。其中的 $w(t_{-bar})$ 为 t_{-bar} 标准化后得到的标准正态分布统计量。

表 5.3 相对价格方差序列的 IPShin 检验

	t_{-bar}	$W(t_{-bar})$	P 值	Obs	5%临界值 t_{-bar}
资本市场	-2.693	-18.705	0.045	238	-0.196

检验结果表明，在 5%显著水平上，接受单位根的原假设，拒绝时间序列收敛的备择假设。也就是说，资本市场相对价格的方差变化趋势是没有规律性的，中国的资本市场相对价格方差是一个稳定的随机过程。结合图 5.9 和图 5.10 的变化波动趋势分析，可以进一步发现，市场间资本流动的梗阻程度虽然有所下降，无套利区间也有一定程度的缩窄，但

是，都不具有趋势性，由此可以判断：我国资本市场分割程度较高，特别是截止 2013 年的近几年，分割程度有加剧扩大的趋势，国内资本市场的一体化进程到目前来说并不是逐渐收敛的。

5.4 基于企业融资优序选择的分业监管下资本市场分割检验

本文选用企业融资优序选择理论模型，从影响企业融资行为选择的角度，进一步检验中国分业监管下资本市场的分割程度。并且，基于企业融资啄食顺序选择的分业监管资本市场分割检验，考查分割资本市场上的资本可得性和融资成本对企业融资行为选择的实际影响，以进一步形成对中国分业监管下资本市场分割的认识和判断。

依据企业融资优序选择理论，企业融资方式的选择，一般会遵循啄食顺序理论即“Pecking Order Theory”。该理论指出，企业融资的顺序一般是，先依靠内源即企业的留利和折旧融资，然后才是外源融资。针对外源融资中的直接融资和间接融资选择，企业会首选间接融资；在直接融资中的债券融资和股票融资选择上，首选债券融资。也就是说，企业的外源融资选择顺序应当是：首选采用发行企业债券的方式融资，其次才是采用发行股票的方式从资本市场上筹措长期资本。

满足企业融资“啄食顺序理论”的一个重要前提是，成熟和完善的金融市场体系，资本市场发达且一体化程度高。在这一前提条件下，如果企业制度完善，企业的融资行为一般来说是理性化的，企业的融资行为就会完全在市场的引导下进行。否则，在资本市场欠发

达和不完善的条件下，特别是，在资本市场存在硬分割的条件下，企业的融资行为选择就会违背啄食顺序理论。反过来讲，如果企业的融资行为选择违背啄食顺序理论，就可以断定，资本市场不是一体化的，资本市场是存在分割的。

5.4.1 检验模型的确定

依据企业外源融资的“啄食顺序”理论模型思想，假定资本市场是统一的，不存在市场分割，企业的融资决策，特别是外源融资的优序选择，应当符合现代企业在资本市场上的融资优序选择理论。如果存在监管分割，则企业在资本市场上的融资偏好和融资选择顺序，会由于受到资本的可获得性，特别是受融资难易程度的约束影响，而会违背融资优序选择理论。

为从企业融资行为选择角度进一步检验分业监管下的资本市场分割程度，本文运用前述第四章给出的理论模型，即 Frank and Goyal (2003) 给出的可检验的企业外源融资优序模型，进行检验分析，并将外源融资模型重新标示为式 (5.8) 和 (5.9) 以及 (5.10) 如下，即：

$$\frac{\Delta D_{it}}{A_{it}} = \alpha + \beta \frac{DEF_{it}}{A_{it}} + e_{it} \quad (5.8)$$

$$\frac{\Delta D_{it}}{A_{it}} = \alpha + \beta \frac{DEF_{it} - \Delta IF_{it}}{A_{it}} + e_{it} \quad (5.9)$$

$$DEF_{it} = DIV_{it} + X_{it} + \Delta W_{it} + R_{it} - C_{it} \quad (5.10)$$

针对刻画企业的外源融资偏好模型，式（5.8）和（5.9）可以检验在分业监管导致市场分割条件下，当受到资本市场融资难易程度约束时，企业从各个不同资本子市场获取外源融资选择的偏好或顺序，是否符合啄食顺序理论。在上述模型中， ΔD_{it} 表示企业的第 t 期负债增加额， ΔIF_{it} 为企业的第 t 期期末未分配利润与盈余公积， A_{it} 为企业的第 t 期期末资产总额。 DEF 表示企业的现金流赤字， DIV 表示企业的股利支出， X 表示企业的资本性支出， ΔW 为企业的营运资本净增长， R 为一年内到期的长期负债， C 为企业的经营现金流。

依据模型的理论关系不难看出，当 $DEF > 0$ 时，即现金流之值为正的时候，表明企业存在现金流赤字，此时，企业的现金流是短缺的，就需要外部融资。在本文的实证检验中仅考虑企业的外源融资问题，并且在模型的检验结果中，依据 α 和 β 的实际值，对相应的融资优序关系的判断依据为：若 $\alpha = 0$ 且 $\beta = 1$ ，表明企业在外源融资选择中，首选债务融资；若 $\alpha = 0$ 且 $\beta = 0$ 时，企业会首选股权融资。同时，在实证检验分析过程中，考虑到在大多数情况下，实证检验结果所显示的 α 和 β ，不可能准确地表现为0和1，只要实际检验的结果能够接近这两个数值，即可大致判定得出模型通过检验的结论。

5.4.2 模型变量的定义与样本数据来源说明

针对上述确定的企业外源融资优序选择检验模型，本文将相应的变量进一步定义如下：

X_{it} : 企业*i*第*t*期现金流量表中购置长期资产的支出与处置长期资产的差额；

R_{it} : 企业*i*的第*t*期期初负债减年内到期的长期负债；

A_{it} : 企业*i*的第*t*期期末总资产；

C_{it} : 企业*i*的第*t*期期末税后经营现金流量净额；

ΔD_{it} : 企业*i*的第*t*期期末负债增加额减第*t*期期初负债之后的总额；

ΔIF_{it} : 企业*i*的第*t*期期末未分配利润与盈余公积之和；

ΔW_{it} : 企业*i*的第*t*期期末营运资本减期初营运资本，其中：营运资本为流动资产减去流动负债之差额；

ΔDIV_{it} : 企业*i*的第*t*期的派息额；

$DEF_{it} : DIV_{it} + X_{it} + \Delta W_{it} + R_{it} - C_{it}$

为了能够通过企业融资选择偏好顺序的考察，来识别企业在各资本子市场上获取融资的难易程度，并进一步检验评估分业监管下的资本市场分割度，本文随机选择在上海和深证证券交易所 A 股上市发行的 30 家样本企业进行调查。在选择样本企业过程中，参照理论界的普遍做法，将样本中包括的金融类上市公司和 ST 即连续两个会计年度都出现亏损的公司以及 PT 即连续三个会计年度出现亏损暂停上市的公司予以剔除，再重复运用随机抽样方法补充样本，直至满足调查所需的 30 个样本容量，以确保能够获取企业正常经营条件下的资本结构的一般情境。其中，对样本数据的获取，均来源于上市公司

2003~2013 年每年公布的年报，对年报中的数据查询，通过“上海证券统计年鉴”和“中国证券报”以及“华泰证券”和“国泰君安”数据库实现。

5.4.3 实证检验与分析说明

本文依据上述给出的外源融资顺序偏好检验模型 (5.8) 和 (5.9) ，将查询获取的 30 家样本企业的数据，进行回归后得到如下表 5.4 所示的分析结果。从中不难看出，检验的结果，是违背企业外源融资啄食顺序理论的。

表 5.4 啄食顺序理论模型回归结果

模型	$\Delta D_{it}/A_{it}$	Coef	Std.Err	Adjusted R - squared
(5.8)	α	- 0.0586 (- 0.073)	0.0274 (0.0368)	0.7680
	β	0.1892 (0.1762)* *	0.0053 (0.0030)	
(5.9)	α	- 0.0767 (- 0.069)	0.0261 (0.0471)	0.4750
	β	0.1168 (0.1864)* *	0.0066 (0.0056)	

注：括号内的数字为 T 检验值，* * 表示在 5% 的水平上显著。

由表 5.3 可以看出，模型 (5.8) 和 (5.9) 很好地解释了中国上市公司的实际融资情况。但就两个外源融资模型的回归系数来看，均拒绝 $\alpha=0$ 且 $\beta=1$ 的假设，不支持企业外源融资的啄食顺序理论。回归模型的调整后的判定系数 R^2 ，分别达到了 0.7680 和 0.4750，表明模型 (5.8) 更具有解释力。而且模型 (5.8) 的回归系数分别为 $\alpha = - 0.0586$

和 $\beta=0.1892$ ；模型（5.9）的回归系数分别为 $\alpha=-0.0767$ 和 $\beta=0.1168$ ；两个模型的回归系数 α 与 β 之值均接近于0。因而，检验的结果表明，中国企业外源融资优选顺序，违背了“啄食顺序”理论，所选的样本企业在外源融资决策时，优先选择的是股权融资。

显然，从实证分析结果所表明的事实中可以看出，我国企业的融资决策选择，是违背融资优序理论的，即违背“啄食顺序”理论。究其原因，关键就是在分业监管下的分割资本市场上，企业采取股权融资的成本不仅要低于债权融资成本，而且还远低于信贷融资成本。本文就所选的30个样本企业，在2011年和2012的年分配每股股利中发现，年分配股利每股分别达到了大约0.17元和0.18元，经进一步查询还发现，在2011和2012这两年期间，没有派发股利的企业分别达到了12家和8家之多；同时，如果再和同期公布的债券利率相比较，此期间我国的三年期和五年期的企业债券的利率，最高限分别为3.780%和4.032%，而且，在中长期信贷市场上，三年期和五年期的借款年利率，分别为6.00%和6.15%。由此不难看出，企业的股权融资成本，明显地低于债权融资成本。如果进一步考虑到上市公司在一定程度上存在少发或不发股利的情况，股权融资成本会更低。

同时，从分业监管分割的资本市场来看，受分业监管所具有的硬约束影响，企业获取债权融资的难度加大。并且，企业如果进行债权融资的话，面临的财务压力就是，必须要在债务到期时还本付息；相比而言，企业进行股权融资，就没有这方面的压力。更进一步地，如果再考虑到企业负债的破产约束，那么债务约束，又会成为企业融资的一种更强的

硬约束。事实上，所有这些因素，就是导致上市公司优先选择股权融资的最为主要的原因之一。此外，在规模比较大的上市公司中，本文通过进一步的调查分析发现，国有控股公司在上市公司中，占绝对高的比例，由于受其背后政府强大的政策支持，和普通的上市公司相比，国有控股公司在股权融资过程中，具有显著的、独特的股权融资优势。

企业融资决策选择违背融资“啄食顺序”理论的另一个主要原因，可以进一步从我国分业监管下资本市场分割所形成的不同融资成本的影响上找到证据。

考虑到在分业监管分割的资本市场条件下，“企业进行融资方式选择或融资结构调整时，融资成本的高低是一个重要的参数”杜凯（2013）；因而，“假如给定企业所需要的内部和外部融资数量，在可供利用的融资条件约束下，特别是给定市场硬分割即由监管形成的制度分割条件下，企业将以最低成本的融资方式进行融资活动”田彩英（2013）。但是，如果要从实证角度找出企业的实际融资成本的话，企业的债务融资和股票融资成本也就是所谓的外部融资成本，一般情况下，应当包括基础成本和派生成本，基础成本包括纯粹的利息和债息以及股息和各种交易费用等，派生成本则应当包括，由于不对称信息所带来的代理成本，以及诸如破产成本和监督成本与剩余损失等等。如何才能正确地估计出企业的融资成本，到目前为止，在理论上仍然是一个难题。French（2003）明确指出，“派生成本可能已在基础成本中得以反映，也可能无法反映，特别是目前对代理成本的估算，仍是一个难以解决的问题”。

基于对上述因素的考虑，本研究在长三角地区随机选择了 200 家中小企业，发放调查问卷，对企业融资成本和融资顺序选择等问题进行调查。问卷回收率为 32.5%，剔除无效问卷 15 份，总有效问卷为 50 份。通过对 50 份调查问卷的分析发现，在问卷列出的外源融资成本高低的排序中，调查的要求是，让被调查企业对商业银行信贷和企业债券以及股权等融资成本进行排序，结果有 82.3% 的企业给出的排序是：银行信贷融资成本高于债券融资成本高于股权融资成本；在融资顺序选择项中，问卷调查给出了企业积累、股票融资、债券融资、银行信贷融资、民间借贷融资等五种典型的中小企业融资方式，要求被调查企业对自己可能的融资进行排序选择，调查结果显示，有 49 家企业，即 98% 的企业首先选择股权融资，并一致认为，“自我积累融资效率>股票融资效率>债券融资效率>民间借贷融资效率>银行借款融资效率”；同时，认为商业银行信贷融资成本在 10-15% 的企业占 42%，认为在 15% 以上的企业占 58%，并且在被调查企业中，有 90% 的企业认为，“还有一定的隐性成本存在而难易准确估计”；最后，在对商业银行信贷融资和企业债券融资以及股权融资的难易程度比较中，所有被调查的样本企业的 74% 都认为，由商业银行获取的信贷融资的难度最高，其次是企业债券融资，最低是股权融资。

从上述实证检验分析中不难发现，在分业监管的资本市场分割条件下，由于受到分业监管分割因素的强约束，在资本市场机制不健全和不同资本市场融资成本高低的影响下，企业的融资决策难以达到完全理性化。通过分析企业的外源融资优序选择，结合监管分割

市场上的资本分布和对融资难易程度以及成本因素影响的调查分析，本文可以判断得出如下结论：即企业融资决策行为选择违背啄食顺序理论的事实表明，分业监管下资本市场分割所形成的不同市场融资成本高低和资本获取难易程度不同，影响了企业的融资理性决策行为，这从另一个角度证明了，我国的资本市场分业监管分割，对企业的融资决策影响程度是显著的。

5.5 中国分业监管下资本市场分割度检验的评价

通过上述检验分析，本研究发现，中国分业监管下的资本市场分割，并没有随着市场的发展而呈现出有规律的变化；资本市场的分割程度，不仅没有伴随分业监管模式的确立而出现收敛的趋势，反而，近年来在一定程度上，呈现出分割程度不断加剧的现象，并且分业监管下资本市场分割，使企业的融资决策行为违背了啄食顺序理论。

第一，资本市场制度建立初期，资本市场的发展尚处在“试验”阶段，因监管制度以及相关法律法规制度的发展滞后，在以高收益率为特征的股票资本市场发展过程中，银行信贷资本市场、债券市场与股票市场等在硬分割的程度上，在波动中逐步下降。

1992年，国务院证券管理委员会和中国证券监督管理委员会成立，标志着资本市场已经逐步纳入了统一的全国监管框架。1993年，虽然资本市场发展由区域性试点推向了全国，但对股票投资者有着比较严格的规定，债券和银行信贷以及保险资金，还没有大量进入股票市场，因此，在相对资本价格方差即市场分割指数上，所表现出的分割程度较

高，分割趋势明显。但由于对银行资本进入股票市场没有严格的限制，并且在资本市场上相继陆续增加了国债、权证、企业债、可转债、封闭式基金等，从 1993 年开始，资本市场分割程度在逐步降低，由 1992 年的 0.84 降低到了 1997 年的 0.26。在这一时期，从监管的角度来看，在中国股票市场诞生的初期阶段，受发展资本市场制度的“试验”特性影响，客观上存在资本市场法律、法规建设滞后的状况，监管当局在针对银行信贷资金流入股市的合理性与可行性方面，不仅没有给出明确的法律规定，也没有作出明确的限制。在股市高收益率吸引下，包括大量信贷资金在内的商业银行巨量资金，被引导进入了股票市场，并成为推动股票资本市场走势的决定性力量，由此导致资本市场分割度的显著下降。

第二，在资本市场分业监管框架初步形成前后时期，受分业监管政策制度缺乏协调的影响，资本市场分割程度不仅没有继续减缓趋向收敛，反而呈现加剧趋势，并且资本市场的分割指数持续升高。

1995 至 1997 年，《中华人民共和国商业银行法》实施，并明确了“商业银行在中华人民共和国境内不得从事信托投资和股票业务”的法律规定。在此期间，中国人民银行和财政部与证监会，也同时联合下发了《关于重申对进一步规范证券回购业务有关问题的通知》，通知中也明确地要求，各类金融机构办理回购业务“必须有百分之百属于自己所有的国库券或金融债券”，并且，要求办理回购业务的各类金融机构，必须将这些证券集中在一家证券登记托管机构。这些法律规定和通知要求，事实上极大地限制了资金从银行向

各非银行金融机构的流动。而《保险法》也明确规定，保险资金的“运用”仅限于银行存款、买卖政府债券、金融债券等形式，并对证券投资设立限制。到了 1997 年年底，中国银行业、证券业、保险业分业经营、分业管理的框架得到了确定。但是，在分业监管的初步阶段，各资本子市场的市场分割指数，并没有降低，反而从 1997 年 0.26 的历史最低水平开始，上升到了 2000 年的 0.42，并逐步扩大到了 2002 年的 0.67。资本市场分割程度反而攀升到了一个相对较高的水平上。

第三，在整体的演化发展趋势上，我国资本市场分割指数并不随分业监管模式的演化确立而趋向收敛，2003 年的市场分割指数高达 0.64，虽然 2010 年降到了 0.44 的水平，但截止到 2013 年，资本市场分割指数则又攀升至 0.6。

从分业监管制度的整体演化历程上看，自 1992 年证监会成立，到 1998 年保监会成立，再到 2003 年银监会正式成立，我国资本市场的监管制度，由分业监管的初步框架逐步演化为目前稳定的分业监管制度模式。但是，在制度演化路径依赖上，分业监管中各部门长期严格的政策管制，不仅在事实上导致了保险资金运用过度集中于银行存款，而且债券市场中因监管部门存在的诸如“企业债券管理条例”，以及其它相关的债券监管政策不符合资本市场发展的需求，制约了债券市场的发展和债券的市场交易，证监会、银监会和保监会，再加上中央银行等诸监管部门的各自为政，不仅导致政出多门的监管政策缺乏协调一致，而且，还依附于地方行政体制对资本市场形成分割，从而使得这种带有强烈行政色

彩的分业监管模式，并没有降低资本市场分割程度，而是在不断波动中，逐步加剧了资本市场的硬分割趋势。

第四，分业监管下的资本市场分割，影响了企业的融资行为决策的顺序选择，企业的融资行为选择，违背了啄食顺序理论。同时，企业融资行为选择背离啄食顺序理论的实际，也恰好反映了我国资本市场分业监管分割的程度非常显著。

5.6 本章小结

针对中国分业监管下资本市场分割现状，通过进行一般影响因素的作用层面分析和考察阻碍资本流动的内在因素，本文研究认为，中国分业监管导致资本市场分割是客观存在的，是一种典型的由分业监管制度所形成的硬分割。为了进一步获取对分业监管下资本市场分割程度的量化认识，本章首先通过选取资本市场规模与资本市场构成等主要指标，运用总量指标分析法，对分业监管下的资本市场基本规模结构及其变动趋势进行初步的考察，并结合全国整体资本市场的储蓄 - 投资转化率分析以及基于企业融资优序选择的市场分割检验，从阻碍资本流通的内在影响因素分析方面，对分业监管下的资本市场分割进行了探讨。

考虑到中国分业监管条件下所形成的资本市场分割属于国内资本市场的一种硬分割，而这种硬分割的程度，又会集中表现在资本子市场的资本价格差异及其对不同资本子市场效率的影响上。本文通过进一步的分析研究认为，对中国分业监管下资本市场分割程度的

检验，就应当是分析与检验资本在不同子市场间的价格表现和存在的实际差异程度。本章通过指标的设计和变量的选取，在不同检验模型与方法的对比分析基础上，结合对变量和数据选取与处理的相关讨论，选择运用相对价格方差分析法，通过计算市场分割指数，对资本市场分割度进行实证分析。

实证分析结果发现，我国的资本市场分割程度不仅没有随着分业监管模式的确立而趋向收敛，反而随着分业监管制度的确立，呈现出一种显著加剧的趋势。结合我国资本市场上资本价格偏离均衡资本价格的变化趋势，通过综合对比分析，本研究还进一步发现，近10年来，我国各资本子市场的资本资源价格，不仅偏离均衡价格的程度较高，而且持续波动和偏离均衡的趋势也比较显著。同时，进一步的实证检验分析也证明，分业监管下的资本市场分割，对企业融资优序选择也产生了非理性的影响，使企业融资决策行为选择，违背了啄食顺序理论。分业监管资本市场分割导致的资本资源价格波动与偏离趋势以及企业融资行为选择背离啄食顺序的事实，充分表明，在分业监管市场分割条件下，资本价格的市场形成机制不健全，资本市场的资本供给不能反映市场的均衡需求，资本资源的流动受分业监管因素影响存在梗阻化，市场间分割程度显著。

第 6 章 中国分业监管下资本市场配置效率分析

分业监管下资本市场分割程度并没有随监管制度的发展演化而趋于收敛的事实表明，中国分业监管制度所形成的资本市场硬分割程度在加剧，其结果不仅仅是影响了企业的融资决策选择，而且最终必然会从资本市场资源配置的深层次上影响市场配置效率。

6.1 分业监管下资本市场配置效率分析理论

按照 Fama (1970)的“资本市场有效性假说”，所谓的资本市场配置效率，就是指资本市场的有效性，是指资本价格反映资本市场可得信息的充分程度，只有资本市场价格的随机波动，才被看作是市场有效的表现；Tobin (1984)认为，资本市场配置效率应当是资本市场的功能效率，是资本市场为整个经济提供服务的效率。因此，研究资本市场配置效率，不应当忽视国内资本市场的特性，不应当仅仅集中在对股票市场的有效性研究上，应当充分考虑“国内资本市场所体现出来的、较强的制度约束的特征，以及由此引发的，非市场行为对市场配置效率的影响”（徐涛，2005），在此基础上，既关注资本市场资源配置效率的微观层面，更要关注资本市场资源配置效率的宏观层面，即资本市场的功能效率。

6.1.1 分业监管下的资本市场配置效率

对中国分业监管下的资本市场配置效率研究来说，资本市场配置效率的概念和资本市场有效性理论中的市场有效性含意是不同的。资本市场配置效率是指，通过资本市场完善

而有效的运行机制，对有限的资本资源进行优化配置，使资本资源由低效率地区或部门向高效率地区或部门流动，实现市场资本配置的帕累托最优。资本市场的配置效率应当体现在“便利融资和投资、促进资本集中、加速资本转移和促进资金转化等方面”，并集中地反映在资本市场对融资需求的满足能力和融资的方便程度上。

事实上，资本市场有效性和资本市场配置效率是有区别的。Fama (1970) 的资本市场有效性理论探讨的是资本市场上证券的价格对相关信息的反映程度，是关于证券的定价效率。该理论的一个重要隐含假设是：资本市场的定价效率就是资源配置效率。但是，纵观理论界现有的实证研究成果不难发现，即便是证明了股票市场的价格是有效的，能够充分反映可得信息，但很难说明资本市场资源配置是有效的。仅就证券市场来说，从理论上对资本市场有效性的理解，应当是在完善的市场机制作用下，在市场价格能够充分反映市场信息、实现定价效率的条件下，通过有效的市场价格信号传导，发挥市场对资本资源的配置作用。因此，只有在完善的市场制度下，资本市场效率才可以用于衡量资本市场资源的配置效率。由于中国客观存在的资本市场分业监管制度模式和不市场定价机制的完善，仅仅只是运用资本市场有效性假设理论来检验我国的市场资本配置效率是不够的。

对中国分业监管下的资本分割市场来说，考察分析资本市场的效率，应当包括以下两个方面：一是资本市场的外在效率；二是资本市场的内在效率。

资本市场的外在效率是指资本市场资本的分配效率。资本的价格如果能够充分反映资本市场信息，资本资源在资本价格的市场信号引导下实现配置。价格的变动方式和信息的完全性、时效性影响资本市场的资本资源调节和分配效率。但是，在分业监管制度模式下，人为的行政干预和政策上的过度操控，甚至是相关的市场信息，因监管导致隔离和延迟，使价格信号反映失真，资本资源的调节与配置导向，就会被错误的引导，进而失去资本资源的配置效率。

资本市场的内在效率是指资本市场的运营效率，即资本市场的资本资源在单位时间内实现“成本最小化 - 效率最大化”的流动或交易效率。资本市场的内在效率体现的是资本市场的组织和服务的效率，是当前我国资本市场分业监管模式下衡量分割市场效率的重点之一。

一方面，中国资本市场制度自身的演化路径和演化特点，决定了政府在资本市场发展的初级阶段要为经济的快速增长寻求持续的资本供给，而不是行政干预资本的配置；另一方面，在分业监管的非主观意识上，过度行政化的监管体制，导致对资本市场价格机制发挥作用意识缺失，决定了中国资本市场是在政府的行政高度控制下的市场。这种资本市场监管制度模式下的资本资源配置，由于市场机制难以有效发挥其资源配置作用，资本价格不能起到资源配置的导向作用，市场参与主体的行为和资本资源价格形成扭曲，资本的价格不仅无法反映市场信息，而且难以实现资本资源优化配置的最低效率要求。考察中国

分业监管下分割的资本市场效率，不在于考察其市场本身，在于考查资本市场赖以运作的分业监管制度环境对资本市场配置效率的影响。在分业监管的制度环境下，资本资源的配置并不是唯一的由价格决定，有时候甚至是和价格几乎没有关系。制度缺陷是弱化资本市场资源配置效率的根本原因。

从理论上来说，中国资本市场分业监管的制度设计客观上导致的市场分割，对于资本资源配置的影响是不确定的。这种不确定性取决于分业监管的行政化体制对政府行政化体制的渗透和依附程度。如果行政化依附程度高，受政府干预的影响程度就高；如果政府是间接地、理性地参与，并依据市场规律引导资本市场的资源配置，就会提高资本的市场配置效率，反之则会弱化资本的市场配置效率。

6.1.2 分业监管下资本市场配置效率分析思路

基于对市场配置效率的分析和认识，结合国内外理论界关于资本市场效率的相关理论，针对中国分业监管下资本市场分割的客观实际，在借鉴国内学者关于中国资本市场发展与经济增长之间关系的大量研究成果的基础上，着重从宏观资本流动和资本资源配置效率的角度入手，研究分析中国分业监管下的资本市场配置效率。

从理论上讲，一个高效率的资本市场，应当是中长期信贷市场、股票市场、债券市场与保险市场等相互补充、平衡发展的协调统一的市场体系。资本市场的协调发展，是市场资本资源配置效率充分发挥的重要前提。

综合考虑我国中长期信贷市场、股票市场、债券市场及保险市场等对我国资本市场效率、资本市场与经济增长的关系和存在问题的具体实际，一方面，考察资本市场资本资源配置效率，可以首先从资本市场融资规模和其本身的规模入手，通过理论界普遍使用的资本市场融资额与固定资产投资的比率和资产证券化率两个指标，并依据其不同的变化，来考察资本市场效率的变化；然后，再进一步分析直接融资与间接融资的效率，并通过生产函数分析方法，对资本市场上直接融资和间接融资的效率进行比较分析。另一方面，考虑到资本市场价格的形成机制应该能够充分反映市场的信息，作为衡量资本市场运行效率的重要指标，“资本资源的最优配置，取决于投资增长与工业企业产值增长的相互协调程度，在产值增加的行业追加投资、在日趋衰退的行业减少投资，是资本配置效率高的表现。因此，投资变动对工业增加值变动的弹性系数，能较好地反映资源配置效率” (Wurgler, 2000)。但是，由于分业监管对资本市场的影响，我国目前资本市场间接融资的效率不高。从国内现有的研究文献来看，现有的实证研究已经充分证明：我国资本市场上的间接融资，即中长期贷款与固定资产投资比率的提高，对我国的经济增长存在一定的负面影响。即便是随着监管制度的不断改革与深化，这种负面影响降低的效果并不明显。与此相反，我国资本市场中的股票市场，即直接融资，由于在一定程度上相对地降低了中介成本和交易成本，并且，能够随着监管的一定程度改善，改善了信息披露和公司监督，资本融资的效率相对较高。为了能够充分说明我国资本市场的资本资源配置效率，基于对

资本市场配置效率的测度，再进一步考察诸如直接融资和间接融资效率的资本市场的运行指标，以进一步考察是什么样的资本市场运行方式影响了资本资源的配置效率。

6.2 分业监管下资本市场配置效率分析模型与变量的选取

针对资本市场配置效率分析，国内外现有的文献研究都集中在股票市场的发展与经济增长的关系研究领域。C. Mayer (1988) 认为，股票市场的直接融资作用，体现在企业的融资结构和证券融资占其总融资的比重上；R. Harris (1997) 发现，不仅发达国家的股票市场对经济的增长效应不强，而且，发展中国家的股票市场的增长效应还很弱。韩立岩和蔡红艳 (2002) 将金融市场的各个运行指标作为解释变量，通过对资本配置效率进行回归发现，“我国股票市场规模与资本配置效率弱负相关；不仅股市流动性与资本配置效率显著负相关，而且信贷市场规模与资本配置效率也呈负相关关系；银行和股市在以不同的机制促使资本配置效率下降”。他们同时还研究发现，股市在以一种传导效应使银行的经营不断恶化。刘伟和王汝芳 (2006) 通过对转型时期我国资本市场效率、资本市场与经济增长的关系进行系统地分析发现，“我国资本市场间接融资与固定资产投资的比率的提高对经济具有负作用影响，但随着金融改革的深化，其负面影响逐步降低；相对来说，资本市场直接融资与固定资产投资的比率的提高对经济有着积极的作用，并且其积极作用越来越明显”。陈永伟和胡伟民 (2011) 把资本资源错配和效率损失的讨论，纳入到传统的增长核算框架内进行研究，并从功能的角度研究了资本价格扭曲与经济增长的关系。但是，由于

资本市场的作用并不仅仅体现在股票融资数量上，更为主要的是，资本市场的作用应当体现在完全严格意义上的资本市场配置效率方面。所以，分析研究资本市场的配置效率时，选择什么样的理论视角以及相应模型的设定，十分关键。

6.2.1 分业监管下资本市场配置效率分析模型

基于前述关于分业监管下资本市场分割的理论分析和认识，在资本市场配置效率分析的模型选择上，借鉴刘伟和王汝芳 (2006) 以及陈永伟和胡伟民 (2011) 的实证分析方法，考虑到资本存量和劳动力是决定一个国家生产能力的主要要素，我国自资本市场制度确立到目前这一段时期内的投入和产出之间的关系，如果可以看作是符合 Cobb-Douglas 生产函数关系的话，则该生产函数可以表述为：

$$Y = AK^{\alpha}L^{\beta}e^{\gamma} \quad (6.1)$$

其中， Y 为总产出， K 为资本投入， L 为劳动投入， A 为常数项， α, β 分别表示资本和劳动的产出弹性， e 是随机扰动项，表示除资本和劳动之外的其他生产要素对生产的影响。

上述模型假定资本投入和劳动投入的产出弹性和整个资本边际效率不变。但现实宏观经济发展的事实是，在不同的时期内，由于各种原因以及由不同因素所产生的影响，这些因素是不可能不发生变化的。考虑到分业监管分割的资本子市场对总产出 Y 的影响，模型 (6.1) 可进一步分解变型为如下 (6.2) 所示的形式，即

$$Y = AK^{\alpha_0 + \alpha_1 X_1 + \alpha_2 X_2} L^{\beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2} e^{\gamma_0 + \gamma_1 X_1 + \gamma_2 X_2 + \varepsilon} \quad (6.2)$$

其中 x_1, x_2 分别为衡量分业监管下分割的资本子市场的特征变量。本研究根据刘伟和王汝芳(2006)的处理方法,为测定资本市场资本资源配置的效率,将模型进一步修正为突出考虑资本要素 K 的生产函数模型,亦即,把中国经济增长的主要动力看作是资本的驱动,将除去综合技术效率因素 A 以外的所有其它因素,均隐置到 e 的随机扰动项中,测定资本市场资源配置效率初始的、且不考虑滞后效应的模型,即可简化为如公式(6.3)所示的形式,即

$$Y = AK^{\alpha_0 + \alpha_1 X_1 + \alpha_2 X_2} e^{\gamma_0 + \gamma_1 X_1 + \gamma_2 X_2 + \varepsilon} \quad (6.3)$$

将(6.3)进行对数转换后可得:

$$\ln Y = \ln A + \alpha_0 \ln K + \alpha_1 x_1 \ln K + \alpha_2 x_2 \ln K + \gamma_1 X_1 + \gamma_2 X_2 + \varepsilon \quad (6.4)$$

从宏观经济分析理论角度出发,考虑到单位时间内固定资产投资的连续性,以及期末固定资产投资对下一期的国内生产总值所形成的影响,同时,资本存量又是每个时期的固定资产投资减去折旧后的累加,当期的产出在一定程度上要依赖于过去若干时期内投资形成的固定资产。所以,对模型(6.4)来说,还必须要充分考虑到资本的存量对国内生产总值存在的滞后效应,也就是,必须要考虑到解释变量 X 的滞后效应。模型中的国内生产总值变量 Y ,即被解释变量没有滞后项,仅有代表分业监管下的资本市场特征的解释变量

X的当期值和若干期滞后值的滞后效应。因此，可采用分布滞后模型 (distributed-lag model) 对之进行改进。分布滞后模型的具体形式如公式 (6.5) 所示，即

$$Y_t = \alpha + \sum_{i=0}^s \beta_i X_{t-i} + \mu_t \quad (6.5)$$

其中 β_0 为短期或即期乘数，表示本期 X 变化一单位对产出 Y 的影响程度， β_i ($i = 1, 2, \dots, s$) 为动态乘数或延迟系数，表示各滞后期 X 的变动对国内生产总值变量 Y 的影响大小， $\sum_{i=0}^s \beta_i$ 为长期或均衡乘数，表示 X 变动一个单位由滞后效应而形成的对国内生产总值 Y 的总的影晌的大小。

上述模型 (6.4) 可以进一步分解表述为如公式 (6.6) 所示的形式，即

$$\ln Y = C + \alpha_1 x_1 \ln K + \alpha_2 x_2 \ln K + \beta_0 \ln K + \beta_1 \ln K_{-1} + \dots + \beta_s \ln K_{-s} + \gamma_1 x_1 + \gamma_2 x_2 + \varepsilon \quad (6.6)$$

为了合理减少解释变量的个数，以便于运用 OLS 方法估计模型，为保证如公式 (6.6) 所示的分布滞后模型在实际应用过程中，滞后变量即资本存量，能够反映其对经济的延迟影响效应，保证估计结果具有合理的经济意义，可运用阿尔蒙多项式定义新变量的转化原理，先验地确定适当滞后阶数。考虑到资本对经济的影响不仅有当期的效应，而且还有滞后两期的影响效应，综合理论界的相关分析和现有的相关实证研究经验认识，依据阿尔蒙原理，本文确定滞后变量模型分析的滞后阶数为 2。

6.2.2 模型变量的解释和数据来源说明

作为分析分业监管下资本市场配置效率的滞后变量模型（公式（6.6）），变量的界定和选择，不同于一般资本市场效率分析中所使用的变量。模型解释变量中需要考虑的最为重要的指标，就是融资规模以及各资本子市场本身的规模，考虑到数据和模型估计的可行性，可采用资本市场融资额与固定资产投资的比率、资产证券化率指标的变化来讨论资本市场效率变化；为重点考察分业监管对资本市场资源配置效率的影响，选择资本市场分割对融资行为影响最为突出的两个特征变量，即直接融资和间接融资。通过资本市场上直接融资和间接融资的效率，来考核资本市场的资本资源配置对经济增长的影响效率。

分别使用如下被解释变量、解释变量及资本市场特征变量对模型（6.6）进行估计：

Y :国内生产总值，即 GDP；

K :资本存量；考虑到我国实际数据使用中存在的问题，对于资本存量的估计，采用永续盘存法进行测算，即资本存量 = 上年的资本存量 + 当年的资本形成总额 - 上年的折旧；可采用 $K(t) = K(t-1) + I(t) - \delta(t-1)$ 的方式予以估计。其中的 $K(t)$ 为 t 年的资本存量， $I(t)$ 为 t 年的资本形成总额， $\delta(t)$ 为 t 年的固定资产折旧；

x_1 :资本市场融资与固定资产投资的比率，其中的资本市场融资，包括银行中长期贷款、企业债券、境内股票筹资；

x_2 :资产证券化率，亦即，股票市场市值总值与 GDP 的比值；

x_3 :信贷资本市场融资与固定资产投资比,即中长期贷款/固定资产投资;

x_4 :证券市场融资与固定资产投资比,即(企业债券+境内股票融资)/固定资产投资。

对于国内生产总值 GDP、银行中长期贷款、企业债券、境内股票筹资额和固定资产投资额等数据,可从“中国统计年鉴”历年各卷获取。利用永续盘存法,对资本存量 K 进行测算,并选取 1992 年不变价的国内生产总值、资本存量作为 Y 和测算的 K 的观测值。依照“中国证券业年鉴”历年各卷以及“锐思金融研究数据库(RESSET)”的相关数据,整理获得企业债券和境内股票融资数据。

6.3 分业监管下资本市场配置效率实证检验与分析结论

基于检验模型的确定和变量的解释与数据的搜集整理,针对中国分业监管分割下资本子市场的配置效率进行实证分析。

6.3.1 分业监管下资本市场配置效率滞后变量模型的回归估计

为了衡量分业监管分割下资本子市场的配置效率,分两个步骤运用 OLS 方法对模型进行回归估计。

首先,基于获取的变量观察数据 Y 和 K 、以及 x_1 ,即包括银行中长期贷款、企业债券、境内股票筹资的资本市场融资与固定资产投资的比率,和资产证券化率 x_2 ,即计算的

历年股票市场市值总值与 GDP 的比值，运用 EViews 软件对公式 (6.6) 进行回归得到

如下结果：

$$\ln Y = -1.69 - 2.37x_1 + 0.46x_1 \ln K - 12.37x_2 + 3.25x_2 \ln K + 0.62 \ln K + 0.41 \ln K_{-1} + 0.23 \ln K_{-2}$$

(- 4.12) (-4.69) (- 4.80) (3.68) (48.53) (48.53) (48.53)

$\bar{R}^2 = 0.9770$ $F = 42.54$ $DW = 1.03$

检验结果表明，在1%的置信水平下通过显著性检验，模型中所有的参数均显著不为零。该回归结果表明，资本市场资源配置中，银行中长期信贷市场和债券市场中的企业债券以及股票市场（境内股票筹资）与固定资产投资比率的提高，对经济效率为负；资产证券化率的提高对经济发展具有积极的作用。

针对上述的检验结果，本文分析认为，滞后回归模型中的解释变量 x_1 对经济增长所显示的负作用，关键是受信贷资本市场因素的影响所致。一方面，资本的产出弹性小，与间接融资（即银行中长期信贷）相背离；另一方面，股价和融资量对信贷市场资本价格的信息变化几乎没有什么影响。

图 6.1 显示了我国股票市场的发展变化情况的趋势，从中可以明显看出，股市变化与经济周期变动的相关性较差。针对图 6.1 中表现出的经济周期变化与股票市场变化相关性差的事实，如果说在经济景气时期，我国股票市场的变化脱离经济变动趋势的原因，是由于上市公司对盈利反应迟钝而没有同比例地扩大生产经营规模，那么，在经济不景气时

期，全社会的预期投资回报率下降和国内需求萎缩的同时，社会资本形成的需求就也应该下降。但事实是，股票市场融资规模在逆势快速地扩张。对于这一发展逻辑上出现的矛盾，谢平和尹龙（2003）¹⁴给出的解释是，“股票市场融资量减去实业融资需求后，多出了一块资金，这部分资金唯一的出路是流回到股票市场。这就造成了上市公司募集到资金后，迅速改变其募集资金投向，从事证券交易，形成‘体内循环’”。

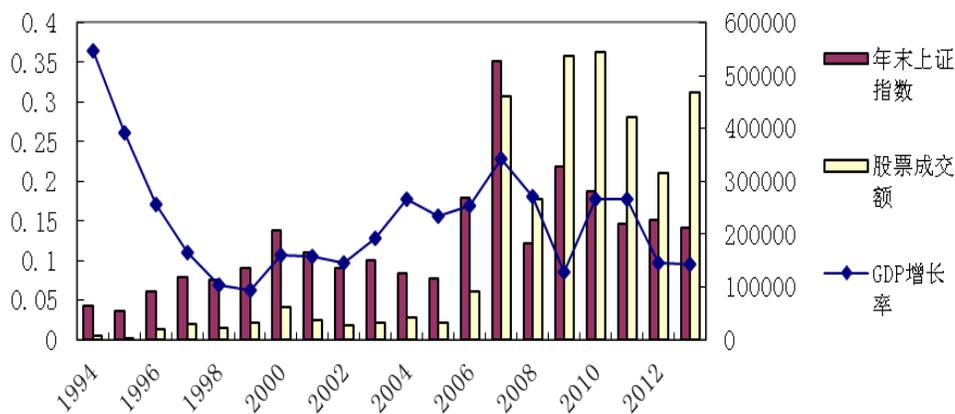


图6.1 经济增长与股票市场变动情况

注：上证指数坐标为左侧坐标的百分之一 数据来源：依据中国统计年鉴整理获得

图 6.2 则表明，分业监管影响下的股票市场和银行信贷市场之间的联动程度非常低。

¹⁴ 参见 谢平，尹龙. 中国金融体系运行效率研究[R]. 中国人民银行金融研究所，2003

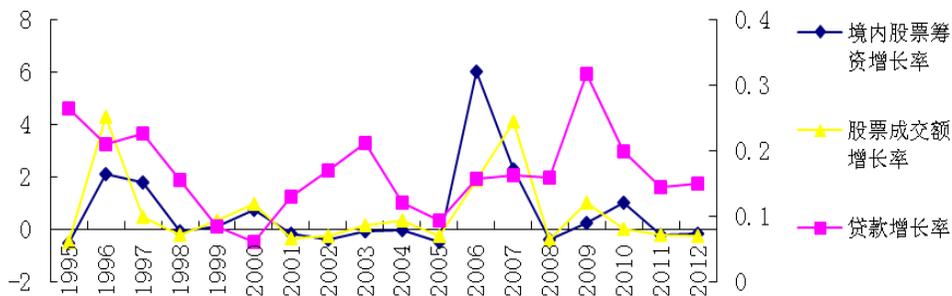


图6.2历年境内股票筹资和中长期信贷增长情况

数据来源：依据中国统计年鉴整理获得

导致股票市场和银行信贷市场之间存在弱联动关系的主要原因，就是资本市场分业监管阻断了资本配置的市场机制。在完全竞争的市场经济中，在“利润最大化”的动机驱使下，资本通过“看不见的手”向高效率行业部门流动。但是，受资本市场分业监管制度的管制影响，这种自动机制被分业监管人为阻断。除了利用银行信贷调控货币总量来调节经济运行是我国宏观经济管理一直采用的一项重要措施之外，分业监管下的银行信贷市场的中长期贷款总量变动，在很大程度上主要反映政府对未来经济发展的预期，导致我国的股价和融资量对信贷市场资本价格的信息变化几乎没有什么影响。

为进一步认识资本市场中的银行信贷市场和证券市场这两个主要资本子市场的资源配置效率，再运用 x_3 和 x_4 替换模型(6.6)中的 x_1 和 x_2 进行回归分析。即突出考查分业监管下资本市场中的银行信贷市场(即中长期贷款)和证券市场(即企业债券和境内股票融资)的资本配置效率。通过EViews软件进行回归发现，对于取不同滞后阶数进行回归

的结果，在 2 阶阿尔蒙多项式变换下，滞后期数取到第 2 期时的经济意义最合理。回归估计得到的这一结果如下：

$$\ln Y = -2.56 - 5.45x_3 + 0.46x_3 \ln K - 32.34x_4 + 3.28x_4 \ln K + 0.73 \ln K + 0.41 \ln K_{-1} + 0.23 \ln K_{-2}$$

$$(-1.12) \quad (-4.89) \quad (4.80) \quad (-1.82) \quad (1.21) \quad (83.21) \quad (83.21) \quad (83.21)$$

$$\bar{R}^2 = 0.9468 \quad F = 68.68 \quad DW = 1.47$$

模型中所有的参数估计值均在 1% 的置信水平下通过了显著性检验，模型中的所有参数均显著不为零。回归结果很好地揭示了信贷资本市场融资和证券市场融资与经济增长之间的关系。

通过对模型回归结果进一步分析发现，资本对经济的影响既有当前的影响也有滞后的影响，而且说明了资本对经济的影响呈逐年递减的趋势，并且到了第三年之后，资本对经济的影响几乎为零。

根据这一回归结果，进一步对模型作如下变换，即：

$$\ln Y = -2.56 + (0.46 \ln K - 5.45) x_3 + (3.28 \ln K - 32.34) x_4 + (0.62 \ln K + 0.41 \ln K_{-1} + 0.23 \ln K_{-2})$$

分别对 x_3 和 x_4 求导，可得：

$$\partial Y / \partial x_3 = (0.46 \ln K - 5.45) Y = \theta_1 Y$$

$$\partial Y / \partial x_4 = (3.28 \ln K - 32.34) Y = \theta_2 Y$$

其中 $\theta_1 = (0.46\ln K - 5.45)$ 和 $\theta_2 = (3.28\ln K - 32.34)$ 分别为银行信贷资本市场融资（即间接融资占比）和债券市场与股票市场融资（即直接融资占比）对经济的影响因子。

当资本存量较小的时候，影响因子 θ_1 和 θ_2 均为负值，表明银行信贷市场间接融资占比（ x_3 ）和债券股票市场直接融资占比（ x_4 ）的提高，对资本的边际效率存在负面作用；随着资本存量的增加，影响因子 θ_1 和 θ_2 的值都相应增加，来自银行信贷市场的间接融资占比（ x_3 ）和来自债券股票市场的直接融资占比（ x_4 ）的负作用逐渐降低，正作用相应增加。当资本存量增加到一定程度时，债券市场和股票市场融资占比的影响因子（ θ_2 ）和银行信贷市场的融资占比的影响因子（ θ_1 ）的值，均相继变为正值，此时，来自银行信贷市场的中长期贷款的间接融资占比（ x_3 ）和来自债券与股票市场的直接融资占比（ x_4 ）的提高，对资本边际效率乃至经济增长的总量将起到正的积极作用，亦即两者的增加会加速整个经济的增长。

从业监管分割下的资本市场配置效率对宏观经济作用的角度来看，来自债券与股票市场的直接融资占比（ x_4 ）发挥正的积极作用的临界点，相对于来自银行信贷市场的间接融资占比（ x_3 ）要低一些，亦即，导致来自债券与股票市场的直接融资占比（ x_4 ）对经济的影响由负作用转为积极作用的K值小。

根据回归模型确定的因子进行测算，获得从 1995 年到 2012 年的银行信贷市场间接融资占比的影响因子 (θ_1) 和证券与股票市场直接融资占比的影响因子 (θ_2)，如表 6.1 所示。

表 6.1 直接融资占比、间接融资占比及其影响因子

年份	信贷市场融资与固定资产投资比	信贷市场融资占比影响因子 θ_1	证券市场融资与固定资产投资比	证券市场融资占比影响因子 θ_2
1992	0.48660	-5.22616	0.0931	-2.829320
1993	0.13989	-5.38565	0.0368	-1.251340
1994	0.4782	-5.24014	0.0220	-0.381510
1995	0.5345	-5.45000	0.0200	0.146596
1996	0.5516	-5.45000	0.0251	0.598153
1997	0.6202	-5.24014	0.0447	0.867613
1998	0.7293	-5.20415	0.0329	1.294310
1999	0.8028	-5.19626	0.0346	1.457441
2000	0.8485	-5.16470	0.0486	1.777795
2001	1.0568	-5.11450	0.0372	2.180119
2002	1.1182	-5.08070	0.0240	2.692086
2003	1.1410	-5.05968	0.0184	3.495107
2004	1.0883	-4.96386	0.0139	4.274795
2005	0.9166	-4.93562	0.0269	5.031810
2006	0.9686	-4.92514	0.0574	5.734959
2007	0.9579	-4.94937	0.0937	6.462720
2008	0.8968	-5.02837	0.0680	7.216979
2009	0.9903	-5.00442	0.0922	8.076393
2010	1.0389	-5.00938	0.0909	8.777472
2011	1.0396	-5.03745	0.0931	9.149070
2012	0.9419	-4.99446	0.0335	9.755083
2013	0.8937	-4.97212	0.0193	10.32865

经测算分析发现，当银行信贷市场融资（即间接融资占比 x_3 ）和债券与股票市场融资（即直接融资占比 x_4 ）对经济的影响因子 θ_1 和 θ_2 为负值，亦即 $\partial Y / \partial x_3 < 0$ 和

$\partial Y / \partial x_4 < 0$ 时, $\ln K < 9.90445$, 则 x_3 和 x_4 的提高, 对资本边际效率和经济总量的效应为负, 此时, 如果 x_3 提高一个百分点, 经济总量将会减少 $(5.45 - 0.46 \ln K)$ 个百分点; 若 x_4 提高一个百分点, 经济总量会减少 $(32.34 - 3.28 \ln K)$ 个百分点。当银行信贷市场融资占比 x_3 的影响因子 θ_1 为负, 而债券和股票市场融资占比 x_4 的影响因子 θ_2 为零时, 亦即 $\partial Y / \partial x_3 < 0$ 和 $\partial Y / \partial x_4 = 0$ 时, $\ln K = 9.90445$, 则债券与股票市场直接融资占比的提高, 对资本边际效率和经济总量没有任何效应; 银行中长期信贷市场的间接融资占比的提高, 对资本边际效率和经济总量的效应均为负, x_3 提高一个百分点, 经济总量减少 0.89 个百分点。

基于上述表 6.1 测算的影响因子, 对银行中长期信贷市场和债券股票市场的资本配置效率进一步分析发现, 还可以通过不同市场融资占固定资产投资比例的影响因子及其变化, 测量分业监管下不同资本子市场的资本资源配置效率。

当银行中长期信贷市场间接融资占比 x_3 的影响因子 θ_1 为负、债券和股票市场直接融资占比 x_4 的影响因子 θ_2 为正, 亦即, 当 $\partial Y / \partial x_3 < 0$ 和 $\partial Y / \partial x_4 > 0$ 而 $9.90445 < \ln K < 13.00873$ 时, 即在 1995 年到 2013 年这一段时期内, 我国银行中长期信贷市场间接融资占比的提高, 对资本边际效率和经济总量的影响基本上为负面效应。 x_3 提高一个百分点, 经济总量减少 $(0.46 \ln K - 5.45)$ 个百分点; 但与此相反的是, 债券和

股票市场直接融资占比的提高，对资本边际效率和经济总量的影响效应总体上是积极的， x_4 提高一个百分点，经济总量增加 $(3.28\ln K - 32.34)$ 个百分点。

假设银行中长期信贷市场间接融资占比 x_3 的影响因子 θ_1 为零，债券和股票市场直接融资占比 x_4 的影响因子 θ_2 为正，亦即，当 $\partial Y / \partial x_3 = 0$ 和 $\partial Y / \partial x_4 > 0$ 而 $\ln K = 8.99716$ 时，银行中长期信贷市场间接融资占比的提高，对资本边际效率和经济总量的影响效应为零，即没有任何作用，但是，债券和股票市场直接融资占比的提高，将会对资本边际效率和经济总量的影响起到积极的效应， x_4 提高一个百分点，经济总量增加10.33个百分点。

综上所述，通过分布滞后动态模型实证分析可知，中国分业监管下的银行中长期信贷资本市场融资占比的提高，对经济的影响效应为负。尽管随着资本市场分业监管制度改革不断深化，这种负影响效应在逐步降低，但从相对程度上来说，仍然比较显著。分业监管下股票和债券资本市场的资本配置效率分析结果表明，随着资本市场的融资在固定资产投资中所占比率的提高，债券和股票资本市场的资本配置效率表现较好，即对经济的增长具有积极的作用，与银行中长期信贷市场资本配置效率相比，这种积极作用越来越明显。但是，进一步从宏观综合市场资本配置角度分析发现，我国的资本市场配置效率是弱式效率，主要的融资渠道中的直接融资效率虽然比间接融资高，但分业监管制度下的银行信贷资本市场的负效应，会在很大程度上冲抵债券和股票资本市场资源配置的积极作用。

6.3.2 分业监管下资本市场配置效率的进一步检验：对行业的资本配置效率分析

在分业监管制度下，作为主要参与主体的融资者之一的非国有企业，对于银行中长期信贷市场和债券与股票市场的进入，都不同程度地存在着进入壁垒。随着资本市场的不断发展，特别是随着信贷市场和债券股票市场规模的不断扩大，市场上违背市场经济规律的资金“倒流”现象仍然不同程度地存在。一方面，资本向经营效益差、资本回报率低的国有企业流入；另一方面，对经济增长占有重要地位的非国有企业，特别是民营企业，却在相当程度上受“分业监管”制度的影响，被屏蔽在主要资本市场之外。其结果是，随着资本市场的不断发展，资本市场资源配置弱式效率并没有得到显著的改善。

为进一步考察分业监管下资本市场分割对资本资源配置的效率影响，假设资本配置效率的高低与资本回报率的高低相关，如果资本配置效率提高，则表明在资本回报率高的行业内会继续追加投资，在资本回报率低的行业内会及时消减投资。因而，最优的资本配置效率应该是增加对成长型工业行业的投资的同时减少对衰退型行业的投资。所以，资本市场资源配置的效率与工业行业效率存在如下关系，即：

$$\ln (I_{i,t}/I_{i,t-1}) = \alpha_t + \beta_t \ln (V_{i,t}/V_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \quad (6.7)$$

其中， $I_{i,t}$ 为工业行业*i*在时期*t*的固定资产存量， $V_{i,t}$ 表示工业行业*i*在时期*t*的利润；

β_t 为弹性指标，表明第*t*时期工业各行业资金的追加或撤出对盈利能力变化的弹性水平。

若 $\beta_t > 0$ ，表明在第*t*时期内，当某一个产业的利润率相对于上一期增加时，投资增长率

也增加，并且投资增长率增加的百分比，是利润增长率增加的百分比的 β_t 倍，资本会更更多地流入盈利能力强的行业，对于盈利能力弱的行业，流入的资本量则会减少。若 $\beta_t < 0$ ，则表明在第 t 时期内，当一个产业的利润率相对于上一期增加时，投资增长率反而减少。即 t 时期内在盈利能力弱的行业内追加更多投资，在盈利能力强的行业内，资本流入反而会很少。若 $\beta_t = 0$ ，表明在 t 时期内，虽然各行业的盈利能力存在差异，但各行业流入的资本量是相同的，亦即行业吸引资本的能力与行业的盈利能力无关。

在模型（6.7）中， β_t 刻画第 t 期工业行业整体的资本配置效率，是行业 i 在第 t 期内固定资产的增长率关于该行业利润增长率的变化率，衡量投资对工业增加值变化的敏感程度，可表示为资本配置效率。 β_t 代表的是全社会的整体水平，随时间变化而与行业无关。

分析资本配置效率的关键，就是要分析资本市场资本的流量与流向，而模型（6.7）不仅直接从资金的流量和流向的角度解释资本配置效率，而且也解释了资本流动的时间属性。在市场机制健全、并能够充分发挥作用的前提下，资本市场上的资本流动，无论是在流量还是流向上，均由行业效率的高低及资本回报率的高低所决定，当资本投资的变化即 ΔI 是由所投资对象创造价值的能力即 ΔV 决定时，资本市场的资本配置效率就会相对提高。

本文依据“中国统计年鉴”公布的历年工业行业数据，将 1995~2012 年的 39 个工业行业的“投资增长率”和“利润增长率”数据进行加工整理后，对模型 (6.7) 进行回归，所得到的结果如表 6.2 所示。

表 6.2 工业行业资本配置效率

年份	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
$\hat{\beta}_t$	0.490	-0.010	0.013	-0.120	0.008	-0.002	-0.007	-0.057	-0.013
s.e	0.054	0.023	0.015	0.016	0.018	0.010	0.008	0.022	0.016
R ²	0.030	0.295	0.004	0.056	0.023	0.001	0.024	0.165	0.019
年份	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
$\hat{\beta}_t$	0.016	0.101	0.561	0.185	0.126	-0.057	0.602	0.070	0.166
s.e	0.030	0.054	0.073	0.073	0.028	0.041	0.084	0.051	0.043
R ²	0.009	0.097	0.024	0.012	0.245	0.023	0.013	0.081	0.297

注：表中的s.e为标准差

为更清晰地观察工业行业的资本配置效率，将回归所得到的 $\hat{\beta}_t$ 值的动态变化，表示为

如图 6.3 的情境。

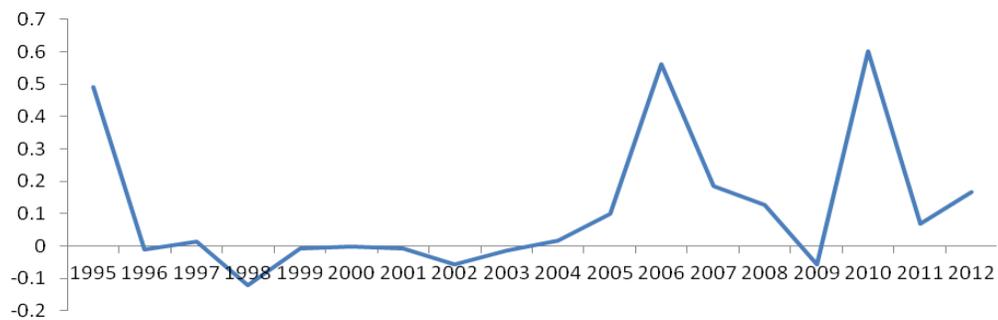


图6.3中国历年工业行业资本配置效率

图 6.3 显示，在 1995~2012 年期间，工业行业的整体资本配置效率基本上呈 U 型波动，从 1996 年到 2003 年，工业行业的整体资本配置效率在绝大多数年份是负值，即

$\beta_t < 0$ ，表明在这段时期内，我国工业行业的利润率相对于上一时期增加的时候，投资增长率反而减少，在盈利能力弱的行业内追加了更多投资，在盈利能力强的行业内，资本流入反而会很少。2004-2006 年期间受中小板推出和股权分置改革影响，直接融资的效率表现突出，但在国际金融危机期间，特别是在 2009 年，资本配置负效率是受 4 万亿的刺激政策影响所形成的资本配置的负作用，到了 2010 年则更多的是受到了创业板的积极影响。

根据获取的数据，采用基于面板数据的随机影响变截距模型对模型 (6.7) 进行回归后得到如下结果：

$$\ln(I_{i,t}/I_{i,t-1}) = 0.116 + 0.268 \ln(V_{i,t}/V_{i,t-1})$$

(5.9612) (4.6189)

$$R^2 = 0.9974 \quad F = 52.1446 \quad D.W = 1.9477$$

结果表明，我国在 1995 ~ 2013 年期间的整体资本配置效率为 0.268，这仅到达 Wurgler (2000) 测算的 65 个国家上世纪 90 年代中期平均资本配置效率 0.429 的 62%。由此可以看出，我国的资本市场配置效率显著偏低。

为分析资本市场配置效率低的原因，本文沿用韩立岩和蔡红艳 (2002) 的方法，分别采用资本市场中的股票市场和信贷市场以及债券市场与保险市场的各个运行指标，作为解释变量，对我国资本市场上的资本配置效率进行回归，以进一步揭示我国资本市场的运行是如何影响资本配置效率的。

回归使用的资本市场指标均以单位 GDP 作标准化处理，主要的资本子市场指标和计

算方式如下：

股票市场规模 Stock： $Stock = A$ 股市值/GDP；

股票市场的流动性指标 S-turnover 和 S-value traded：

$$S - turnover = \text{股票市场交易量} / \text{股市的市值}，$$

$$S - value\ traded = \text{股票市场交易量} / \text{GDP}；$$

信贷市场规模 Credit： $Credit =$ 银行中长期信贷总量/GDP；

工业行业中长期贷款规模 I-Credit： $I - Credit =$ 短期工业贷款额度/GDP；

债券市场规模 Bond： $Bond =$ 企业债券筹资额/GDP；

保险市场资金运用规模 Insurance：

$$Insurance = (\text{证券投资基金额} + \text{企业债券投资额}) / \text{GDP}$$

在实际计算中，为了减少数据的偏差，对计算后的各指标数值加 1 后取自然对数。回

归结果如下表 6.3 所示。

首先，表 6.3 中的数据表明，作为资本市场的主要子市场之一的股票市场，虽然市场规模与资本配置效率 β_t 呈正相关关系，但这一关系非常弱，并且股市的流动性与资本配置效率显著负相关，表明股票市场规模的不断扩大并没有显著有效地促进资本配置效率的进一步提高，而且依据中国的股票市场发展的现实进一步分析不难看出，在换手率比较高的

情况下，投资者不仅不注重公司的业绩，而且也并不积极地介入公司经营管理，因而弱化乃至极大地降低了股票市场的资本配置功能。所以，虽然我国的股票市场规模在不断地扩大，但上市企业的总体业绩，却并没有得到显著的提升。对此，韩立岩和蔡红艳（2002）指出，因为“股权流动性与产业资本配置效率本质上是互为因果关系的”，所以，“股权流动性大，表明资本市场上的主流是短线炒做，这种产权拥有者对于公司经营状况的漠视，会在客观上对于经济效益的提高形成不利的氛围，反过来，资本配置效率的整体水平的下降，使得投资者普遍对于未来丧失信心，因而频繁的换手，加大股权流动性”。

表 6.3 资本配置效率与资本市场运行指标回归分析表

被解释变量 β_t	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Stock	0.268 (1.714)							
S-value traded		-0.340* (-2.010)						-0.256* (-2.118)
S-turnover			-0.689* (-1.602)					
Credit				-0.162* (-1.061)				-0.725* (-2.109)
I-Credit					-0.101* (-1.28)			
Bond						4.525** (2.022)		-0.662** (-2.484)
Insurance							0.467** (2.243)	-0.465** (-2.549)
R^2	0.546	0.541	0.550	0.511	0.662	0.632	0.523	0.528
D.W	2.107	2.023	2.370	1.111	2.021	2.242	2.551	2.016

*表示 1%显著水平，**表示 5%显著水平，括号内为 t 检验值

表 6.3 的数据还进一步表明，信贷市场规模和对工业行业的中长期信贷与资本配置效率显著负相关，并且银行信贷市场的中长期贷款和股票市场在以不同的机制促使资本配置效率下降。虽然其中的数据表明债券市场和保险市场的资本配置对经济的作用也是正相关关系，但在与其它资本子市场不同机制的作用下，整体市场资本的配置效率依然是下降的。

上述分析结果表明，我国资本市场在分业监管分割下，股票市场和债券与保险资本市场规模与资本的配置效率呈弱正相关关系以外，银行信贷资本子市场规模与资本的配置效率呈负相关关系。在分业监管制度下，对整体宏观资本的配置效率是显著负相关关系。这证明，在一定程度上，分业监管制度的过度监管，是资本资源配置效率低下的关键因素之

一，并且，信贷市场的负作用效应最为突出，其负相关程度达到了 72.5%。与此同时，表 (6.3) 中各资本子市场的各项指标，对资本配置效率回归的 R^2 大都在 50% 以上，表明资本市场的规模对资本配置效率具有较强的解释能力。

6.4 本章小结

本章综合考虑中国分业监管下的银行中长期信贷市场、股票市场、债券市场及保险市场等的相互分割，对我国资本市场效率、资本市场与经济增长的关系和存在的问题，通过对国内外相关资本市场资源配置效率分析理论与方法的回顾，运用生产函数分析法和总量指标检验法，对我国分业监管下的主要资本子市场的资本资源配置效率进行了实证分析。

一方面，从资本市场融资规模和其本身的规模入手，通过资本市场融资额与固定资产投资的比率、资产证券化率两个指标的变化，考察了资本市场效率的变化；通过运用生产函数分析方法，进一步分析了证券市场直接融资与银行信贷市场间接融资的效率；另一方面，从资本市场价格的形成机制应该能够充分反映市场信息的角度出发，考虑到“市场配置效率”是衡量资本市场运行效率的重要指标，“资本资源的最优配置，取决于投资增长与工业企业产值增长的相互协调程度，在产值增加的行业追加投资、在日趋衰退的行业减少投资，是资本配置效率高的表现”，投资变动对工业增加值变动的弹性系数 β_t 能较好地反映资源配置效率，因此，本章进一步对分业监管下的各资本子市场对工业行业的资本配置效率进行了检验。

通过本章的实证分析发现，在分业监管分割影响下，我国的资本市场融资规模及其本身的发展，与我国的资本市场配置效率呈显著的负相关关系，在 1995 年到 2013 年这一段时间内，我国银行中长期信贷市场间接融资占比的提高，对资本边际效率和经济总量的影响，基本上为负效应，来自银行中长期信贷的间接融资占比每提高一个百分点，经济总量反而会减少 $(0.46lnK - 5.45)$ 个百分点；而总体来说，债券和股票市场直接融资占比的提高，对资本边际效率和经济总量的影响，是积极的效应，这一占比每提高一个百分点，经济总量增加 $(3.28lnK - 32.34)$ 个百分点。而且，进一步的检验发现，股票市场规模与资本配置效率 β_t ，呈弱的正相关关系，股市的流动性与资本配置效率显著负相关。这说明，我国股票市场规模的不断扩大，并没有进一步显著有效地促进宏观的资本配置效率的提高。虽然债券市场和保险市场资本配置对经济的作用也呈正的相关关系，但在其与分业监管下的中长期信贷资本市场机制的作用下，整体宏观资本配置效率依然是下降的。这充分表明了，在我国分业监管制度模式下，整体宏观资本市场价格的形成机制，不能够充分反映市场信息，分业监管资本市场分割下的资本资源配置是错配的。

第7章 中国资本市场分业监管协调与优化的路径分析

新制度经济学理论认为，“制度”也是稀缺资源，而且，在社会经济发展过程中，制度非均衡是一种常态。作为一种理想状态，制度均衡即使出现也不会持续。资本市场监管制度设计的相对“稳定特性”，必然与资本市场不断发展的“动态特性”产生矛盾。因此，“市场失灵和监管失灵的对立统一”，就形成了资本市场监管的制度边界。市场失灵不仅会形成资本垄断、信息不对称、资本市场分割的负外部性和准公共物品特性，而且还会导致逆向选择和道德风险等问题。资本市场分业监管下的资本市场过度分割，在一定程度上也可以看作是事实上的监管失灵。资本市场监管失灵一定会影响到资本资源的配置效率。诸如“监管需求与监管成本的博弈、监管权力‘寻租’、被监管者‘俘虏’监管者、法规与监管政策之缺陷等，都会带来监管效率低下和道德风险问题，破坏公平的市场竞争秩序”（杨谊等 2011），进而，弱化乃至破坏资本市场的资源配置效率。资本市场与分业监管的协调与平衡，对于确保监管有效性、促进资本市场稳定、弱化监管分割负效应，具有十分关键的作用。

7.1 资本市场分业监管的边界效应分析

依据现代资本监管理论，对于资本市场监管边界的界定来说，它是指资本市场系统的监管效力所能达到的界限。资本市场监管边界、一般包括显性的监管边界和隐性的监管边界。其中的显性监管边界，就是监管部门为保护本资本市场系统的市场秩序稳定与资本流

动安全，所设立的法律法规和相应的政策以及规章制度应达到的理论效力；而隐性监管边界则是指，因监管主体自身对监管的法律法规、监管政策和规章制度的理解和执行能力的差异，所形成的实际监管效力。隐性监管边界通常包括监管不足或过度监管所导致的包括市场失灵和监管失灵在内的不同资本市场运行效果。

7.1.1 资本市场监管边界有效性理论

对于分业监管的资本市场制度来说，确立资本市场监管边界，就是要在市场监管与市场机制之间，找到监管的“度”和监管作用的“范围”。当资本市场的监管处在确定的有效边界上时，或者是，当资本市场的监管落在监管的有效边界附近的一个所谓有效的区间内时，监管就可以产生正的综合效应；相反，当资本市场的监管超过了有效边界，或超过了有效监管的某个区间，或远离该区间时，资本市场监管就很可能产生负的综合效应。从理论上讲，“资本市场监管的本质，就是政府对资本市场进行干预的手段，但并不是所有的资本市场活动都需要政府的干预，资本市场能够解决的问题，应该由市场自己来解决，政府需要监管干预的，是市场失灵的部分，以及提高信息透明度和减少资本市场分割的负外部性。同时，由于政府可能存在监管失灵问题，而且，政府监管不可能完全解决市场失灵问题”（周世峰，2005）¹⁵，因此，“资本市场系统还需要有严格的内控机制、社会监督以及同业自律等非政府干预手段”。在资本市场失灵与政府监管失灵的对立统一中，存在

¹⁵ 参见：周世峰. 银行监管的边界[D]. 首都经贸大学硕士论文，2005

着监管的理论边界。探索这一监管理论边界，对于研究分析中国资本市场分业监管协调与优化路径，合理有效地消除分业监管对资本市场形成的分割，具有重要的理论意义。

依据李兵（2005）¹⁶给出的监管边界理论，资本市场监管的理论边界可以用图 7.1 表示¹⁷。图 7.1 中介于监管失效和监管有效之间的 AD 线就是资本市场的监管的理论边界。

但是，资本市场监管的现实边界，并不是一条静止的直线，而是一种如图 7.2 所示的情境，依据资本市场运行状态不同，监管程度有松有紧，监管边界是一个不断调适的动态过程。

图 7.2 客观地揭示了现实资本市场监管边界动态调整的一般过程。一方面，对于资本市场的监管需求，监管程度是随着时间的变化而不断变化的，但由于资本市场分业监管的制度特性，又使得监管部门的监管供给与市场需求不相匹配；另一方面，针对资本市场分业监管部门的监管来说，监管并不是一种纯粹的公共利益行为，在监管俘获理论中，由于“监管者”往往被“被监管者”所俘获，从而会导致资本市场监管部门的监管超过或滞后于监管的需求。

¹⁶参见：李兵．银行监管边界问题研究[M]．北京：中国金融出版社，2005

¹⁷图 7.1 和 7.2 可参见：安然．金融监管边界 - 成本收益分析[D]．对外经贸大学，2007

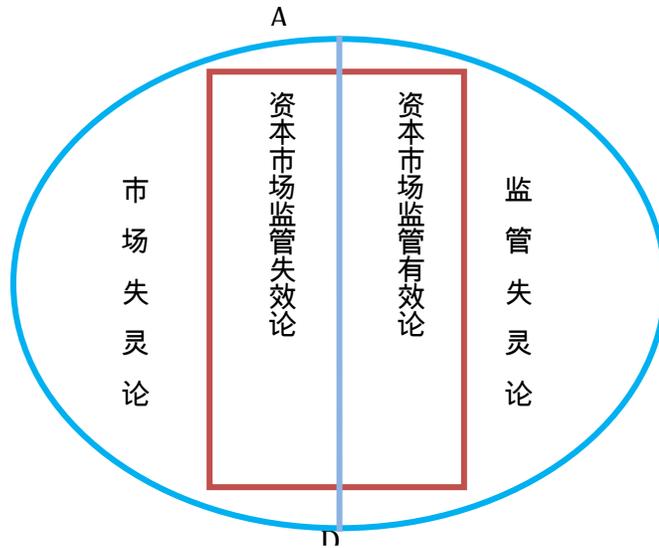


图 7.1 资本市场监管理论边界

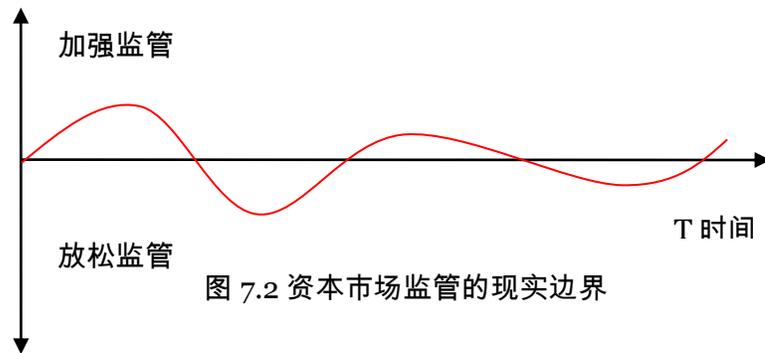


图 7.2 资本市场监管的现实边界

李兵 (2005) 和杨谊等 (2011) 分析指出，“由于管制是管制者的活动，监管行为不可避免的会带上监管者本身的剩益。这种利益既可能是物质利益，也可能是社会声望”，“前者构成了管制俘获说，后者则是特殊利益说。监管者为了追求社会声望，既有可能迎合社会公众的呼声，从而做出严厉管制或过度放任以博得声望。监管供给的这一特殊性，使得监管的现实边界几乎完全由监管供给者来决定”。所以资本市场监管的边界客观上会受到

诸如市场失灵论和监管失灵论的左右。Stiglitz (1993) 和 Varian (1996) 则分析指出，如果资本市场处在失灵状态，而监管的供给又难以满足对资本市场失灵实施的控制，“资本市场失灵就会导致资本资源的配置不能实现帕累托最优”。Franks, Schaefer and Staunton (1998) 研究发现，“市场是脆弱的，如果放任，资本市场就会趋向不公正和低效率，而公共管制，正是对社会的公正和需求所做出的无代价的、有效和积极的反应”，“为纠正市场失灵，确保资源配置实现帕累托最优，需要政府对经济进行适当干预”。

7.1.2 资本市场分业监管边界的确定

国内外理论界在探讨资本市场监管强度和范围即确定监管边界时，主张运用成本 - 收益分析法，来确定资本监管的现实边界。该方法强调，在确定资本市场监管总体成本和收益的基础上，要根据边际收益等于边际成本的原则，来确定监管的水平或强度。所以，在其它条件不变的情况下，资本市场的监管强度和收益，直接受到监管成本大小的影响。资本市场监管收益，即有效监管水平的确定，既包括了资本市场监管对资本市场安全和稳定的考核，还包括了资本配置效率的分析，即资本资源配置对经济增长的影响水平。

该方法在应用过程中存在的最大难题，就是成本和收益难以量化。对此，吴婷婷和余锐 (2004) 提出以成本有效性分析的方法来替代，但袁怀宇和张宗成 (2009) 对这种替代方法仍然提出了质疑，他们认为，依然不能有效解决“成本和收益在现实中难以量化”的主要问题，特别是，即便以成本有效性分析法替代成本 - 收益分析法，在确定我国资本市场分

业监管的有效边界过程中，也依然存在着难以操作的问题。其中，最主要的问题不仅是对监管成本的估计，而且还涉及到如何对监管收益的估计问题。

资本市场分业监管成本，主要是指监管实施所耗费资源，通常包含直接成本和间接成本两大类。

就直接成本来说，“它包括由政府负担的行政成本和由被监管者负担的执行成本两部分，包含了监管机构在执行监管过程中所耗费的资源与被监管者为遵守监管条例而耗费的资源” (Stiglitz, 1993)。其中行政成本是资本市场监管当局制定执行监管政策本身所需要花费的成本，主要指，“政府设立监管部门以及制定和实施监管所形成的硬件设施、组织运作、监管人才的培训等相关费用”。执行成本是被监管者因执行各种监管措施而产生的直接成本，是被监管者为遵守监管当局的规定所需耗费的成本。我国资本市场分业监管的行政成本，如果按照“一行三会”即中央银行、银监会、证监会和保监会的历年财政预算额度，再加上实际监管执行过程产生的费用，其历年的成本支出，至少要占到财政支出的12%左右。仅从1994年到1997年这一期间的银行监管成本来看，我国银行监管的执法成本，分别达到了18亿元、20亿元、22亿元和24亿元，银行监管的直接成本，分别达到我国财政支出的6.2%、6.6%、7.1%和7.2%。如果不考虑银监会和中国人民银行的危机

救助成本，孙先民和王飞（2011）¹⁸估计，“仅银行监管的行政成本每年大约为 70 亿元左右”。如果按照 Lomax (1987)、Goodhart (2001) 以及 Cogan (2014) 的理论分析观点，对于银行监管的服从成本与行政成本，按照 4:1 的行政比例进行计算，孙先民和王飞（2011）研究发现，仅我国银行的服从成本，每年就达到了 280 亿元，服从成本和行政成本两者相加，我国银行监管直接成本大致为每年 300 亿元左右。

所谓的监管的间接成本，是指由监管所形成的整个社会福利水平降低而产生的一种成本。监管的间接成本，事实上就是所谓的“监管间接效率损失”。由于资本市场分业监管不仅会带来道德风险和削弱竞争与妨碍资本市场创新，存在机会成本和造成风险扩散，而且分业监管下的市场分割，还显著地弱化了资本市场资源配置的效率，从而降低了整个社会福利水平。对于间接成本的估计，虽然可以通过资本市场资源配置效率的损失估计予以替代，但准确的量化分析依然存在难以操作的问题。

如果能够有效解决资本市场分业监管的直接成本、间接成本及监管效率的估计问题，在明确资本市场分业监管成本和收益基础上，即可运用所获得的数据，依据 Cogan (2014) 的成本 - 收益分析技术，重点围绕监管政策的有效边界，确定资本市场分业监管制度下各监管部门监管政策应达到的效率水平，为资本市场监管政策制定者提供有效的监管边界与效率判断。但必须要注意的是，由于成本 - 收益分析方法提供的信息仅仅是必要的而且并

¹⁸ 参见：孙先民，王飞. 银行监管的成本-效益分析[J]. 黑河学院学报，2011，2（6）：40-43

不是充分的，在遵循效率优先原则的前提下，通过对资本市场监管政策方案产生的收益，即监管有效性的高低和成本的比较分析与认识，依据对监管政策方案的期望收益和期望成本的比较分析，才可能做出正确的决策判断。基于成本 - 收益分析法确定资本市场监管边界的理论可知，资本市场分业监管的有效性，是确定资本市场监管边界的重点，资本市场监管的成本和收益的确定，必须以监管的效率实现为核心。

7.1.3 中国资本市场分业监管的边界效应分析

中国资本市场分业监管的成本受各种因素影响，其中既有分业监管自身的体制性因素的影响，也有各监管部门的监管方式、方法以及技术水平的因素影响。本文沿用理论界普遍适用的函数解析法，将中国资本市场分业监管函数表示如公式 (7.1) 所示，即：

$$Y = F(S, G, E, Hr, T, M, \varepsilon) \quad (7.1)$$

其中， Y 表示资本市场监管成本收益的综合评价，即监管效率，它是包括资本市场监管自身效率实现在内的综合资本市场运行效率； S 表示资本市场监管组织机构的设置模式； G 表示资本市场监管的目标； E 表示资本市场监管的激励机制； Hr 表示资本市场监管人员的多少及素质； T 表示资本市场监管的技术装备水平； M 表示资本市场监管的方法； ε 表示资本市场监管的其他影响因素。

依据资本市场分业监管实现收益最大化原则，成本 - 效益分析就转化为监管效率的最大化问题，即资本市场监管追求的是如何实现监管成本最低、监管收益最大化的问题。如

果用 x 表示资本市场分业监管的核心监管能力，那么就可以将其表示为因素 $S, G, E, Hr, T, M, \varepsilon$ 的函数，即 $x = f(S, G, E, Hr, T, M, \varepsilon)$ 。由此，资本市场分业监管的效率取决于这些诸因素的综合性影响，即 $Y = F(x)$ 。再令 $R(x)$ 为资本市场分业监管的收益， $C(x)$ 为资本市场分业监管的成本，并且依据管理经济学基本原理可知， $R(x)$ 和 $C(x)$ 具有成本收益函数的如下基本特征，亦即：

$$dR(x)/dx > 0, d^2R(x)/dx^2 < 0, \text{ 监管收益随监管水平的提高递减；}$$

$$dC(x)/dx > 0, d^2C(x)/dx^2 > 0, \text{ 监管成本随监管水平的提高递增。}$$

基于对成本收益函数 $C(x)$ 和 $R(x)$ 的分析和认识，寻找资本市场分业监管效率的最优化问题，即可转化为对分业监管目标函数 $F(x) = R(x) - C(x)$ 求最大值的问题，即转化为求监管效率函数的极值问题。由于 $R(x)$ 和 $C(x)$ 具有成本收益函数的基本特征，目标函数就一定具有如下数学特征，亦即：

$$dR(x)/dx > 0$$

$$d^2R(x)/dx^2 < 0$$

也就是说，受边际成本递增和边际效率递减规律的影响，资本市场分业监管效率函数是一个凸函数。这表明不仅资本市场分业监管的效率取决于各监管部门的核心监管能力的高低，而且最佳的分业监管效率水平可以通过对资本市场分业监管的目标函数求极值加以确定。

对于监管目标函数 $F(x) = R(x) - C(x)$ ，求一阶导数并令其等于零，即可得到最佳监管效率的临界值，亦即：

令 $F'(x) = R'(x) - C'(x) = 0$ ，则， $\partial R(x)/\partial x = \partial C(x)/\partial x$ ，此时，资本市场监管效率最大。亦即，当监管的边际收益等于监管的边际成本 $MR = MC$ 时，资本市场分业监管的收益实现最大化。

对于上述资本市场分业监管收益最大化的确定过程，可以用下图 7.3 予以清楚地解析。

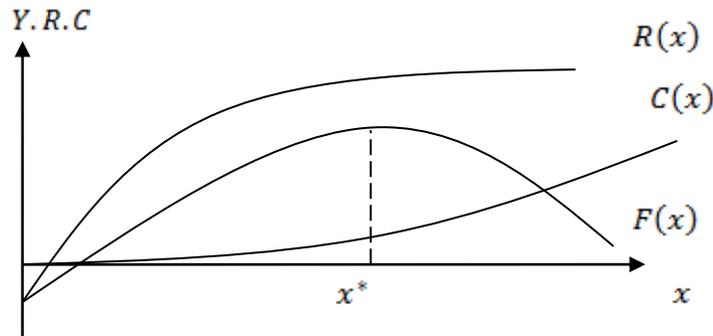


图 7.3 资本市场监管收益最大化解析

从图 7.3 中可以看出，当资本市场分业监管成本 $C(x) = 0$ 时， $R(x) < 0$ ，表明，不存在市场监管的情况下收益为负；当 $x = x^*$ ， $F(x)$ 最大，此时资本市场分业监管的净收益最大，监管效率最高。如果资本市场分业监管的核心监管能力在 x^* 左边，即 $x < x^*$ ，则说明资本市场分业监管还没有充分发挥潜力，在这种情况下，就应该提高资本市场分业监管各部门的核心监管能力，以获取监管的更高效率；如果资本市场分业监管的核心监管能力

落在 x^* 右边，即 $x > x^*$ ，则说明资本市场分业监管的核心监管能力虽然有所提高，但由于监管成本的上升速度超过了分业监管能力提高所带来的监管收益增长的速度，此时的分业监管净收益，并不随着监管成本的递增而出现相应的递增，进而使得分业监管的效率远离最优水平。

资本市场分业监管，就是各资本子市场监管当局，依据现实资本市场资源配置效率的具体实际，通过分析各种影响监管成本收益的因素，进行不断的调整与改进，进而获取最佳资本市场分业监管效率临界点。这是一个典型的动态帕累托优化过程。

结合前文的实证分析可知，总体来说，中国资本市场分业监管达到的实际效应，远没有接近最优水平相邻的区域，资本市场上的资本资源在监管分割下，存在的错配和一定的资本价格扭曲，乃至企业融资成本巨高的现实，足以证明，资本市场分业监管的序参量处于无序的态势。虽然很难估计中国资本市场分业监管的成本，但分业监管系统中各子系统监管成本的递增与实际监管的低效率，表明中国资本市场分业监管的核心监管能力正处在 x^* 左边，即 $x < x^*$ 。

事实上，随着我国资本市场分业监管模式的确立，分业监管规模也在不断扩大，监管强度也在不断提高，但监管的收益并没有得到同步实现，分业监管获取的实际收益，因形成的资本市场分割，不仅远低于预期，而且，其递增的速度，远远小于监管所发生的实际成本的递增速度，分业监管系统的实际效率，并没有接近最优区域。特别是，中国的资本

市场分业监管模式，极易受到“权威行政轴心”的左右和影响，进而依附于各级政府的行政政策干预，同时，还极易被“被监管者”捕获，导致分割的资本市场，存在较高的道德风险和普遍的寻租行为，最终导致监管的间接成本，即效率损失，显著高于监管收益，使得监管的效率不仅没有接近最优水平区域，而且长期处于“远离平衡态”。

7.2 基于监管边界效应理论的分业监管协调优化路径

缺乏协调优化的中国资本市场分业监管制度，不仅加剧了资本市场的分割，而且还导致了资本市场资本资源配置效率的弱化。资本市场融资规模及自身发展与资本市场资源配置效率提高不相称的关键原因，是由于各资本市场分业监管之间相互割裂、相对独立的不同机制相互作用所导致的结果。特别是，整体宏观资本资源的配置效率下降，不仅与资本市场分业监管制度下，资本价格的形成机制不能够充分反映市场信息有关，而且分业监管制度下各监管部门的监管协调的缺乏，也是导致资本市场分割和资源错配的关键原因。如何让资本资源配置的市场机制充分发挥作用，如何协调资本市场分业监管，以有效解决监管的边界效应问题，是当前我国资本市场监管制度改革必须要解决的一个难题。

7.2.1 资本市场分业监管目标函数的统一和现实监管均衡强度的协调

监管边界效应理论所提供的监管决策思路是，从成本和效率分析入手，针对资本市场分业监管的实际效率与最优效率之间的差异，通过不断调整成本控制和目标收益，实现监管效率的最大化。

对资本市场分业监管的各监管部门来说，不仅监管的间接成本对监管的整体综合效率水平产生较大的影响，而且大多数情况下，分业监管存在的间接效率损失，又不容易被各监管部门直接观察到。特别是，如果间接效率损失是由于监管部门之间的分业监管导致的信息壁垒、市场寻租、风险扩散、分割阻断资本流通等因素造成的话，则更容易被监管部门所忽视。如果各分业监管部门只是把监管的目标局限在分割的资本子市场系统内，仅仅将分割的资本子市场系统的监管收益作为监管的核心能力，不能从整体、统一的宏观一体化资本市场系统的运行效率上考虑其监管的强度和达到的效果，就会出现所谓的缺乏协调统一的监管情境。这种情境下的资本市场监管，不仅客观上会造成资本市场之间的分割，割裂资本流通所需要的理论关系，而且在缺乏系统间的协同发展的情况下，会导致实际监管效率落在监管边界左方区域，如图 7.4 所示。在这种情境下，对于分割的资本子市场监管部门来说，其监管的净收益即 $R(x) - C(x)$ 也可能是最佳或最大化，但是，由于市场分割的存在，难以形成系统的高整合效率，对于统一的整体资本市场的实际监管效率，并没有实现最优化。

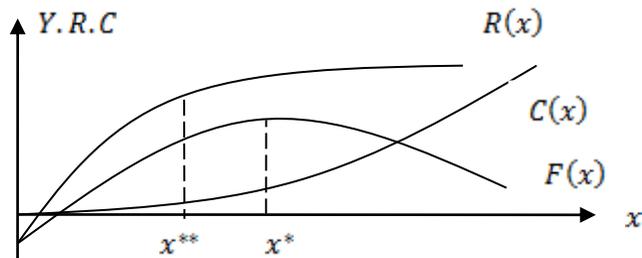


图 7.4 缺乏协调认知的左方资本市场分业监管收益

单纯从理论分析上看，对于分业监管分割的资本市场，最佳的监管效率水平，在一定条件下是可以求解的，即对资本市场监管效率函数求极值。但最关键的条件是，现实中各分割资本子市场的监管当局的目标函数，不能出现偏离整体统一资本市场的整合效率最优目标要求，即要逼近资本市场监管边界。监管的目标函数中，不能仅仅只是包括了监管的净收益，而且，必须要统筹考虑资本市场监管当局，对整体资本市场综合效率实现的追求，特别是，必须要包括对整体资本市场资源配置效率的最优化追求。如果资本市场分业监管的各监管部门存在本位主义，并且，因相互分割而缺乏统一协调意识，在设定的监管目标函数中，缺少对整体宏观资本市场配置效率的考虑，就会出现分业监管下资本市场的分割，其实际监管效率必然会偏离监管边界，并且在大多数情况下，会导致现实监管效率落在监管边界的左方区域，即出现 $x < x^*$ 的情境。假若，每个分业监管部门都存在这种情况的话，整体资本市场资源配置效率就会处在弱化状态上。结合前述分析不难发现，到目前为止，中国分业监管下分割的资本子市场的实际监管效率，正处在这样一种状态中。

在资本市场的分业监管模式下，实际监管的效率，还存在着如图 7.5 所示的可能结果，亦即：资本市场分业监管制度下的核心监管能力，落在 x^* 右边区域，使得整体资本市场的实际核心监管综合能力，处在 $x > x^*$ 的状态上，此时 $F(x) < F(x^*)$ ，实际综合监管的效率低于最优水平。出现这种情况的主要原因就是，在分业监管制度下，各资本子市场监管部门，都只考虑并追求自身监管收益的最大化，忽视了实现资本市场最佳运行效率对

监管的统一和协调的需要。在这种状态下，因存在监管净收益与监管强度的替代关系，随各监管部门核心监管能力的不断加强，监管的严格程度不断上升，监管成本大幅增长，虽然整体监管收益在不断提高，但整体资本市场监管的实际效率，呈递减趋势而逐渐远离最佳水平的监管平衡态。

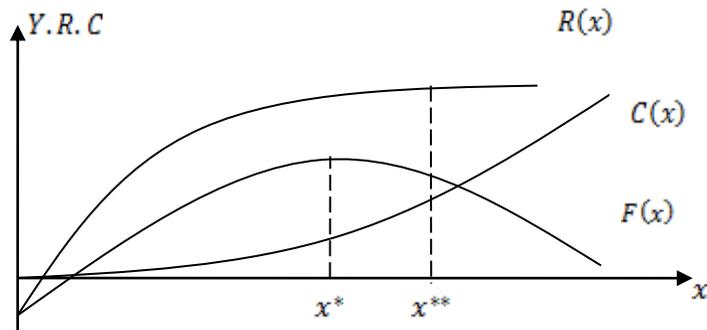


图 7.5 缺乏协调认知的右偏资本市场分业监管收益

依据资本市场监管边界效应的理论分析可知，对现实资本市场监管效率优化需要来说，资本市场各分业监管部门的均衡监管强度协调不可或缺。并且，应当从成本 - 收益分析与监管强度调整相互对应的实际关系入手，准确判断监管强度调整的方向。可遵循如图 7.6 所示的过程，实现资本市场分业监管均衡强度的协调过程。

当资本市场的综合监管强度为 $x^{**} < x^*$ 时， $F(x) < F(x^*)$ ，表明分业监管的各方监管缺乏协调，同时存在监管部门只考虑其监管系统收益、监管强度较弱的倾向。此时的协调优化方向是，一方面要继续加强各监管方的监管能力，另一方面要强化监管各方的协调和统一。当资本市场的综合监管强度为 $x^{***} > x^*$ 时，同样会存在 $F(x) < F(x^*)$ ，资本市

场分业监管的综合效率远离最优化水平，资本市场资源配置效率难以实现帕累托最优。这种情境表明，在现实的资本市场分业监管下，各监管部门的收益在递增，但随着核心监管能力的加强，监管成本递增，导致监管的净收益下降的同时，资本市场分业监管的综合效率显著递减。对于这类情境中的监管优化方向是，强化监管的统一和协调的强度，统一资本市场监管的效率目标，减少各监管部门的过度监管，以避免资本市场过度分割，进而降低过度监管所造成的间接效率损失。

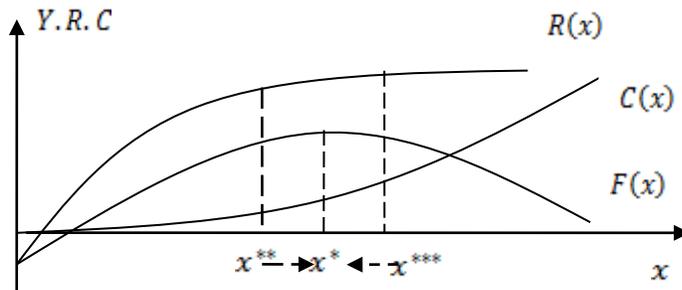


图 7.6 资本市场分业监管的协调优化

总而言之，在现实的资本市场监管决策管理过程中，资本市场各分业监管部门要依据对实际监管综合效率的评价与判断，从全局最优化观念出发，适时动态调整监管目标和监管强度。特别是，分业监管形成的资本市场分割所导致的资本配置效率弱化，以及资本市场规模扩大与资本市场配置效率之间的负相关关系，使得资本市场监管所面临的问题，是为提高监管效率而调整监管强度时选择监管协调政策方案的问题，以及各分业监管政策执行过程的动态调整问题。为了实现资本市场监管强度的调整能够满足资本配置效率的最优需要，必须从监管制度的供给上，确保能够满足均衡监管强度的实现。在满足该前提条件

下，资本市场的分业监管，才可以依据监管政策的实际效果，做出正确的动态调证，并能够使监管部门，从监管实践中不断修正监管强度，从而提高资本市场分业监管系统的整合效率。

7.2.2 基于监管边界效率的分业监管协调优化路径

基于成本 - 收益分析理论所确定的资本市场监管边界效率，是广义的资本市场监管效率，是资本市场运行的最优资本资源配置效率。但是，在资本市场分业监管制度下，要实现资本市场资源配置的帕累托最优，就必须使各监管部门的监管，能够适时地实现协调与优化。

依据社会经济系统分析的理论观点来看，分业监管的协调与优化体现的是各分业监管子系统之间，或系统要素之间，在发展过程中彼此协调一致的动态化调整过程，体现整体资本市场监管复杂系统由无序走向有序的一种趋势。中国的资本市场分业监管，事实上就是由银监会、证监会和保监会等诸监管部门构成的一个复杂系统，该系统中的诸监管部门分别是资本市场分业监管复杂系统的子系统。资本市场分业监管系统整合效率的发挥，不是各个分业监管部门监管效率的机械组合或简单叠加，它取决于各监管部门监管的协调状态。Bertalanffy (1969) 指出，“实现系统有序的关键，在于系统内部各子系统间相互关联的协调作用和协调程度，并左右着系统相变的特征和规律。协调度正是这种协同作用的量度，协调作用和协调程度，决定了系统在达到临界区域时，走向何种序与结构，即决定了

系统由无序走向有序的趋势”。罗嘉（2010）也通过研究发现，“系统由无序走向有序，序参量之间的协同作用，左右着系统相变的特征与规律，协调度正是反映这种协同作用的一种重要指标”。

因此，序参量是决定系统在总体上的有序结构的重要指标。而资本市场分业监管系统中各部门监管行为的序参量，就是指分业监管的收益与监管的成本。作为稀缺资源的资本市场分业监管制度，是社会经济系统中的子系统，资本市场分业监管行为，必然要受到外部社会经济条件亦即外部因素系统的影响和制约。为了消除资本市场的失灵，促进资本资源配置和优化实现国民经济增长，政府及其监管部门制定并执行直接或间接干预资本市场机制以及资本市场运行的规则。一方面，制定与执行市场规则与监管政策，不仅需要成本的支出，同时，还需要满足监管政策与规则实施应当获得的预期效果。为了追求监管效率的最优化，资本市场分业监管系统既要考虑监管制度及其政策本身的效率问题，还要考虑资本市场系统的资源配置优化问题。另一方面，资本市场分业监管这一复杂系统的运行效率，是分业监管系统本身有序运行所需要的成本及其带来的效益，不仅要重点考察监管制度下资本市场的运行机制，还要重点考察监管制度对资本市场功能有序发展、优化资本资源配置及促进经济增长的实际效率。特别是，监管成本的约束在资本市场分业监管各子系统中都起着重要作用，使得在子系统中相对独立的监管主体，寻求与另外其他子系统进行物质、能量和信息流的交换。这样，资本市场分业监管子系统之间的关联，就越来越紧

密，并因关联而产生协同运动，其协同作用，使得资本市场监管系统向着协同系统的方向发展，而不会形成资本市场的显著分割。监管收益和监管成本，正是通过这样的约束，支配着资本市场分业监管各子系统的行为，从而决定了系统在总体上的有序结构。

因此，基于监管边界效率的分业监管协调优化路径，就是要通过提高资本市场诸监管系统的协调程度，即资本市场分业监管系统序参量的协同度，使资本市场系统在达到临界区域时走向协调一致、稳定有序的发展趋势，避免形成过度分割，进而，实现宏观经济增长需要的均衡资本资源的最优化配置。为了使资本市场监管系统中的各分业监管子系统的监管行为之间能够实现协同有序，作为稀缺资源的资本市场监管制度的均衡供给，必须要正确把握影响系统相变的诸子系统序参量之间的协调度，使各资本子市场监管的成本和收益，实现符合资本市场资源配置需要的协调与统一。

提高资本市场分业监管协调优化的关键路径之一，就是要控制资本市场分业监管各子系统序参量的无序发展而导致的资本市场分割，即控制各资本市场监管的成本与收益和资本市场系统运行效率的割裂与独立。中国分业监管下资本市场分割所形成的资本资源配置弱化即监管效率低下的根源，就是依附于行政体制、受行政政策过度干预的分业监管模式，在序参量上的发展无序化。最突出的表现就是，资本市场分业监管下的证券市场和信贷市场监管行为，在朝向边界区域发展过程中，由于各监管部门监管的序参量长期受到行

政政策的过度干预，在趋向监管边界时无序化形成了市场间的显著分割，严重弱化了资本资源的配置效率。

提高资本市场分业监管协调度的另一个关键路径，就是，必须要有一个专门的协调委员会，专职服从于系统的动态协同和稳定有序的适时监控。在接近系统临界点区域之前的混沌状态时，资本市场分业监管子系统的序参量，相对于其他子系统来说，可能是混乱无序的，特别是由于系统自组织结构尚未形成，子系统之间序参量变化存在的各种可能的耦合，会相当频繁，资本市场分业监管的局部耦合所形成的监管效率上的涨落，会不断地冲击着系统的相变，此时，系统的无序和混乱，会导致资本市场资源配置效率在边界以外区域的涨落和波动幅度，相对地变大。如果存在专门的协调委员会机构，服从于系统的动态协同和温性有序的适时监控，对子系统之间的序参量做出协调，则资本市场监管系统的效率，就会有序地接近监管边界，实现系统的资源配置最优化。在我国的资本市场分业监管模式的制度演化过程中，不同历史阶段上的监管部门的相继成立，2004年银监会、证监会、保监会三方联合签署的《在金融监管方面分工合作的备忘录》等，从监管成本和效益的表现上，均可以看作是系统在完善自组织结构中出现的耦合。尽管在一定意义上，可以将备忘录看成是我国初步形成了资本市场分业监管的协同机制，但总体上，我国资本市场分业监管系统内的各子系统之间的协同度，非常低，资本市场分业监管在宏观上，仍处于相对无序的发展状态。一方面，随着银监会、证监会和保监会三方监管强度的提高，监管

的直接成本也在显著增加，而另一方面，分业监管在缺乏有效协调情境下所存在的间接效率损失，客观上又进一步推高了资本市场监管的总成本。监管强度的提高，与获取的监管收益不一致，进而使得，“监管成本的增加直接导致了三个监管次子系统有序度的恶化”（罗嘉，2010）。尽管分业监管部门都为了实现资本市场分业监管的协调和优化，分别从监管强度上，进一步加强了监管的效率观念，但协同的效果仍然不明显。究其原因的主要原因不难发现，这不仅仅是由于银监会和证监会和保监会的监管子系统及其子系统的有序度相对滞后，在现有的分业监管协调过程中，还存在着对相关资本市场监管的权责界限界定含糊不清、在法律和制度的安排上存在缺失、以及信息共享渠道不畅的问题，而且，现有的资本市场分业监管系统中，缺少起关键作用的服从于系统的协同职能的专门机构。

提高资本市场分业监管协调度，还必须要有能够满足资本市场分业监管系统协同运行的良好制度生态环境，以确保资本市场分业监管系统的监管强度，不受理性监管以外的非理性行政化因素的左右和干预。我国的资本市场分业监管模式是在经济改革开放的制度转轨过程中逐步确立的，具有政府主导的制度供给特性，决定了分业监管在演化路径上，必然存在着对行政体制的高度依赖，容易受到来自各类非理性行政政策的影响。资本市场分业监管系统协调机制的确立，不仅受改革的渐进性和传统思想观念的惯性影响，会遇到各方面的阻力，而且传统的行政惯性思维强势渗入并支配着资本市场分业监管的定式，造成分业监管系统相互协调的制度设计，滞后于资本市场的制度供给。特别是，由于资本市场

分业监管制度供给，受到行政意识形态和传统制度既得利益集团的左右，已经形成了资本市场分业监管行为被“被监管者”捕获现象，致使资本市场分业监管的理念，被各级地方政府的行政偏好所“裹胁”，并最终发展成为了监管协调的各种阻力，导致资本市场分业监管系统的监管强度和监管效率，难以通过系统有序的自组织而达到理性匹配。针对当前分业监管在国家信用上过度倾斜，对 IPO 实行行政审批，对信贷资本实施贷款额度管制，对国有企业保持着“大到不能倒”的非理性监管态度，形成事实上的“被俘获”等等现象，均需要从建设有利于资本市场分业监管系统协同有序运行的监管制度环境出发，合理消除影响理性监管机制运行效率的非理性制度因素，进而有益于协调监管效率的提高。

7.3 中国资本市场分业监管协调优化的制度设计思考

根据上述对资本市场分业监管边界效应的分析与考察，通过探索基于协同理论的分业监管协调与优化路径的理论思考，针对中国资本市场分业监管的协调与优化问题，本文围绕以下三个方面的关键问题，提出制度设计上的进一步思考：第一，资本市场分业监管系统的协同由谁来参与；第二，资本市场分业监管系统由谁来执行协同，即执行协同监管的主体是哪个机构；第三；协同的依据和协同的方式以及协同实现的基本要求是什么。

7.3.1 设立资本市场分业监管协调委员会

资本市场分业监管系统和其它系统有序结构的形成，具有相同的特点，即一个由大量子系统所构成的复杂系统，在一定条件下，“子系统之间通过非线性的相互作用产生协同

现象，并进而使系统形成具有一定功能的自组织结果，在宏观上便产生了时间结构、空间结构或时空结构，出现了新的有序状态” (Bertalanffy, 1969)；并且，“资本市场系统在一定条件下，能够自发形成两类有序结构，即所谓的平衡相变和非平衡相变。在远离平衡的开放资本市场系统中，在一定的外界条件下，资本市场系统自发地形成有序结构，实现从无序到有序结构的转变过程，被称为非平衡相变。这里的外界条件，对于资本市场来说，就是资本市场的监管” (Faerman and Slyke, 2001)。因此，针对中国资本市场分业监管系统来说，依据协同学的理论观点分析，也必然存在这种分业监管上的非平衡相变。但是，如果缺乏“一定的外界条件”的话，这种非平衡相变不会自动实现。

依据前述的系统分析和对协同学理论的认识，可以得到以下几点启示，一是作为开放的、从无序向有序转变的、远离平衡态的一个开放系统，我国采用的资本市场分业监管制度，还仍然处在一种不断变化和探索的状态之中，还远没有达到有序的平衡状态。资本市场分业监管系统，不仅容易受到非制度环境因素的影响，而且还容易受到现由监管制度所依附的行政体制影响。虽然资本市场分业监管系统可能会从无序态向着有序状态方向发展，但也可能会从某一个有序态向另一种新的有序态方向发展。特别是，当经济环境发生变化时，出现经济波动或发生金融危机时，外部条件的变化，会使得资本市场分业监管系统的某种确定的状态，变得不稳定或发生改变，甚至有可能为一种新的或完全不同的状态所替代，使其更远的偏离平衡态。资本市场系统离开监管，不会自动实现非平衡相变，资

本市场在缺乏监管的条件下，难以自动实现从无序到有序结构的转变过程。二是，如果资本市场分业监管系统离开系统间的相互协调，则监管所追求的监管边界难以实现，监管系统间的无序到有序的结构转变过程，会变得十分漫长，并且，还会因此形成市场的硬分割，而导致资本市场的资源错配和价格扭曲，进而导致整个资本市场资源配置难以满足对经济增长预期效率的需要。因此，资本市场分业监管系统的协调，也必需要有一个适当的外界条件的“干预”，离不开一个具备监管系统间的协调者；三是，使市场分业监管系统由无序到有序的结构转变的外界条件，实质上，就是成立资本市场分业监管协调委员会，该委员会的主要作用，就是专职服从于资本市场分业监管系统的结构协调、有序动态调整过程。

构建分业监管系统协调委员会，通过强化执行协同的专门机构的职能，不仅能够对资本市场分业监管系统的序参量进行专职伺服协调，促使各子资本市场监管系统的有序稳定，而且，还能够对资本市场分业监管复杂系统的序参量，加强宏观的协调与优化，促使资本市场复杂系统的动态运行，能够有序地向稳定的平衡态逼近，实现资本市场资源配置的帕累托最优。

7.3.2 完善资本市场分业监管系统协同机制再造

中国资本市场分业监管系统的协调和优化的制度设计，离不开对其协调与优化的协同机制进行再造。而这里所谓的资本市场分业监管协同机制，就是指资本市场分业监管的各

子系统的工作方式及其相互之间的关系，或者说，是指各资本子市场监管系统之间，为了达到共同的监管目标，相互配合、协调一致，在对资本市场参与主体进行监督、管理的过程中，所表现出来的组织形式及其内在的运行机理与变化规律。

对资本市场分业监管系统协同机制的再造，包含两方面的含意，一是对资本市场分业监管系统的监管对象和监管结构的再造；二是对资本市场分业监管系统的分业监管主体和监管者的监管结构再造。通过这两个方面的再造，资本市场分业监管能够实现共同的监管目标，而加强监管系统之间的相互配合，协同优化资本市场的监管行为。

资本市场分业监管的监管对象与监管结构的再造是指，通过监管改革，合理的调整监管强度，特别是调整对证券市场的监管强度，通过放松目前存在的对资本市场主要参与者之一的融资主体 - 企业的融资约束，使整个宏观经济系统运行中能够适时引入竞争，及时引导产业结构调整和企业产业重组，为经济系统的有序运行，构造一个竞争、垄断竞争和寡头垄断并存，以多元化主体和受法律制度和规范控制为主的微观主体结构；与此同时，在资本市场分业监管系统中，各分业监管子系统采取市场化或激励性的监管手段，以促进有效的资本市场竞争，促使各监管系统的资本市场系统稳定有序，实现分业监管子系统自身的序参量优化。资本市场分业监管的主体与监管者监管结构的再造是指，通过资本市场专门监管立法和行政机构改革的有机结合，“缔造一种独立、权威、公正、可信、高效以及职能分工合理明确的资本市场分业监管主体结构”；但是，对于监管者在依法监管的过

程中，还必需要对其监管行为进行有效的监督和制约，以保证资本市场分业监管系统中的监管者依法执行和履行其监管权力和义务，避免监管者的行政违法违规乃至犯罪行为侵害行政相对人的合法权益损害资本市场公共利益，减少监管者被“被监管者”俘获现象的发生，从提高对分业监管系统协同度的需要上，减少分业监管自身序参量的无序增长，特别是减少由分业监管导致的市场分割而形成间接的效率损失。

7.3.3 净化资本市场分业监管协同机制的制度生态环境

Lutz (1998) 以及罗嘉 (2010) 等，针对金融市场监管制度设计问题，曾经提出过关于对监管的法律制度和监管的协调与监管的操作问题，并一致认为，“对于监管制度的设计，关键之一，就是应当充分考虑保证监管实施的主要前提，而且这一主要前提就是法律的基础保障”。因此，本文研究认为，针对资本市场分业监管协同机制设计来说，应当充分考虑以下几个方面的问题：第一，针对资本市场分业监管系统的监管协调机制来说，必须充分考虑保障其对各资本子市场监管系统协调运行的法律基础环境，由法律直接规定协同监管的框架和安排，或者由法律明确给出原则性的协调监管要求；第二，明确资本市场分业监管协同机制中包括协调委员会在内的各参与主体之间即分业监管机构之间的协同规范，由协同规范对那些法律中难以细化的具体事宜，做出进一步的规定；第三，就是对协调委员会协同运作方式进行的一系列安排，主要包括协调管理层任职、建立委员会和具体协调监管业务上的安排等等。强调资本市场分业监管协同机制需要考虑的这几个方面，

就是要明确监管协同机制充分发挥作用的制度法律基础，和系统间相互联系的制度性框架规范。

特别需要进一步指出的是，中国资本市场分业监管诸系统既有的协调监管，没有发挥应有的作用，分业监管依然对市场形成了显著的分割，关键原因，除了缺乏独立行使协同监管职能的协调监管委员会以外，更为重要的是，我国资本市场分业监管制度的演化路径依赖所形成的各分业监管系统，显著地存在着“行政轴心结构”的影响。这种影响，不仅阻碍了保险、信贷、债券和股票市场的互联互通，形成资本市场分割，而且，使监管偏离理性行为，带有浓厚的行政色彩。在制度环境上弱化了分业监管协同的理性，资本市场系统中的互联互通协调运行的协同机制，难以发挥正常有效的作用。

为了确保资本市场分业监管系统协同机制的有序运行，确保资本市场分业监管实现预期的监管协同效率，还需要从协同机制所需要的理性制度保障上，净化资本市场分业监管制度的现实生态环境。一方面，要建立资本市场监管法，并进一步完善信息共享和信息披露为核心的相关立法和法律执行制度，同时，通过建立人大制度性的资本市场监管立法控制机制，构建资本市场分业监管协同机制运行所需要的法律制度环境；另一方面，必需有针对性地调整目前政府非理性行政干预资本市场系统运行的“行政轴心”结构，只有弱化行政干预和行政观念的干扰，才能理顺我国现有资本市场分业监管中的多层委托代理关系，资本市场分业监管系统，才有可能真正做到依法行政和依法监管，才能够从净化制度

环境上，降低由分业监管的“行政轴心结构”所形成的运行噪音，避免因监管系统协调不足或协调职能弱化导致资本市场分割，提高资本市场资本资源配置的帕累托效率。

7.4 本章小结

在中国资本市场分业监管制度下，不仅因分业监管制度导致了资本市场的硬分割，而且还导致了资本市场资本资源配置效率的弱化；虽然资本市场融资规模及自身的发展都达到了一个相对较高的水平，但与资本市场资源配置效率的提高预期不相匹配，各资本子市场监管与其它资本子市场监管协同度低，相对独立的不同监管机制相互作用形成市场资本价格扭曲，使资本市场资本资源的配置难以实现帕累托最优。究其原因，主要是分业监管制度下各监管部门之间缺乏协调。

首先，为了探索如何能够让资本资源配置的市场机制充分发挥作用，特别是，如何协调资本市场分业监管，以有效解决监管的边界效应问题，本章通过监管边界效应理论分析，在充分认识监管边界效应分析所提供的监管决策思想的基础上，从成本和效率分析入手，结合资本市场分业监管的实际效率与最优效率之间的差异，对资本市场分业监管的边界效应进行了探讨，并提出，中国的资本市场分业监管，应当通过成本控制和目标收益的不断调整，来实现监管效率最大化。

基于成本 - 收益分析的监管边界效率研究，本章进一步从资本市场分业监管目标函数的统一以及现实监管均衡强度的协调思考入手，针对中国资本市场的分业监管协调优化路

径问题进行了探讨。考虑到资本市场分业监管中的间接效率损失主要是由于监管部门之间的分业监管机制不同作用所造成的，而且，正是由于分业监管所形成的信息壁垒、市场寻租、风险扩散、分割阻断资本流通等主要问题，导致了较多的监管间接效率损失。这些效率损失，在资本市场分业监管系统中被监管部门所忽视的结果，导致了我国资本市场分业监管的弱化效应。通过进一步的研究分析认为，中国的资本市场分业监管的协调优化路径，应当参照社会经济系统分析理论，从三个方面入手。一是，控制资本市场分业监管各子系统序参量的无序发展，以避免导致资本市场分割，通过控制各资本子市场监管的成本和收益与资本市场系统运行效率的割裂与独立，实现资本市场监管的运行效率；二是，设立一个专门的监管协调委员会，专职服从于系统的动态协同和稳定有序的适时监控。在接近系统临界点区域之前的混沌状态下，由专门的协调委员会，服从于系统的动态协同和温性有序的适时监控，对子系统之间的序参量做出协调，使资本市场分业监管系统的效率有序地接近监管边界，实现资本市场系统的资源配置最优化；三是，建设资本市场监管系统协同运行的良好制度生态环境，以免资本市场分业监管系统的监管强度受到理性监管以外非理性的行政化因素的左右和干预。

然后，本章运用协同学原理，针对中国资本市场分业监管协调优化的制度设计问题，进行了重点分析与思考，并提出了建立资本市场分业监管协调委员会、完善资本市场

分业监管系统协同机制再造、净化资本市场分业监管协同机制的制度生态环境等监管制度设计建议。

第8章 全文研究结论与展望

针对资本市场分业监管分割导致社会资源帕累托改进无法得到有效实现，市场配置资本资源、促进资本形成、推动经济良性运行与持续增长等方面的作用难以有效发挥等问题，如何认识资本市场分业监管所导致的市场分割，分业监管下资本市场分割的特征都有哪些，如何检验分业监管导致的资本市场分割对资本资源配置效率的影响，如何分析检验市场分割给各子市场的投融资所带来的影响等，是探寻资本市场监管协调与监管效率优化乃至有效消除分割的关键。为有益于资本市场监管当局能够从整体资本市场宏观配置资本资源效率的角度，正确认识和科学把握资本市场监管的制度设计与完善的关键，本文针对我国分业监管形成的资本市场分割缺陷问题，综合运用金融学和投资学理论，以及当代数量经济与技术经济学的相关分析方法，在文献综述和相关理论分析的基础上，首先对由分业监管形成的资本市场分割进行了概念界定，并由此奠定了本文研究的逻辑起点。

本文研究认为，分业监管下的资本市场，指的是中长期资金市场，即证券融资和经营期限在一年以上的资金借贷和证券交易的总和，我国分业监管对资本市场的分割属于硬分割。这种硬分割在一定程度上使得统一的资本市场体系处于相互割裂互不打通状态，资本市场上投融资双方的选择自由度，有一定程度的缺失，资本隔离和市场投融资主体以及产品交易的限制，比较严格；分业监管导致的资本市场分割，影响了资本价格形成的市场机制功能发挥。通过系统的分析，本文研究发现，中国分业监管下的资本市场分割，呈现出

了四个方面的显著特征：一是，信贷市场和证券市场与保险市场割裂特征显著，各监管部门各司其职职责分明，但资本市场由此形成制度分割，市场资源优化配置渠道，也由于分业监管形成的分割，而出现梗阻化；二是，资本市场分业监管制度与我国特有的区域行政管理体制相互渗透，过度行政干预割裂资本市场；三是，中国分业监管下的资本市场，缺乏有效的市场价格机制，资本市场价格扭曲，资本配置成本加重；四是，分业监管下各资本子市场的资本配置结构，是分业监管的制度供给，资本市场的制度供给资本结构偏离市场均衡。

基于对分业监管下资本市场分割的现有状态和特征进行的系统分析和认识，本文通过设计资本市场分割程度指标和指标体系，构建了检验分业监管下资本市场分割程度的计量经济学分析模型 - 相对价格指数模型，并基于对分业监管所形成的资本市场分割程度的定量检验与测度，通过对分业监管下资本市场分割程度及其动态演化趋势的分析和认识，从宏观资本资源配置角度，借鉴生产函数分析法和相应的总量指标分析方法，进一步深入考察分析了分业监管导致的资本市场分割对资本市场配置效率的影响。本文通过系统的实证研究发现，我国的资本市场分割程度，不仅没有随着分业监管模式的确立而趋向收敛，反而，随着分业监管制度的演化，呈现出一种显著加剧的趋势。近 10 年来，我国各资本子市场的资本资源价格，不仅偏离均衡价格的程度较高，而且持续波动和偏离均衡的趋势也比较显著。这种波动与偏离趋势，也说明了在分业监管下，资本价格的市场形成机制不健

全，资本市场的资本供给，不能反映市场的均衡需求，资本资源的流动，受分业监管因素影响而存在梗阻，市场间分割程度显著。

通过对中国当前信贷市场、证券市场、债券市场与保险市场关联性关系所形成的割裂程度的测度，以及对资本价格偏离均衡市场价格的动态变化趋势的基本认识，本文综合考虑了分业监管下的银行中长期信贷市场、股票市场和债券市场以及保险市场等相互分割对我国资本市场效率、资本市场与经济增长的关系和存在问题的实际，运用生产函数分析法和总量指标检验法，对我国分业监管分割下的主要资本子市场的资本资源配置效率，进行了实证分析。一方面，从资本市场融资规模和其本身的规模入手，通过资本市场融资额与固定资产投资的比率以及资产证券化率两个指标的变化，考查了资本市场效率的变化；并通过生产函数分析方法，进一步分析了证券市场直接融资与银行信贷市场间接融资的效率；另一方面，从资本市场价格的形成机制应该能够充分反映市场信息的角度出发，考虑到投资变动对工业增加值变动的弹性系数 β_t 能较好地反映资源配置效率,进一步对分业监管下的资本市场分割对工业行业的资本配置效率的影响，进行了检验。通过实证研究分析发现，在分业监管分割影响下，我国的资本市场融资规模及其本身的发展与我国的资本市场配置效率，呈显著的负相关关系，在 1995 年到 2013 年这一段时期内，我国银行中长期信贷市场间接融资占比的提高，对资本边际效率和经济总量的影响效应，基本上为负面的，来自银行中长期信贷的间接融资占比每提高一个百分点，经济总量反而会减少

(0.46lnK - 5.45)个百分点；而债券和股票市场直接融资占比的提高，对资本边际效率和经济总量的影响效应，总体上来说积极的，这部分占比每提高一个百分点，经济总量增加(3.28lnK - 32.34)个百分点。通过本文的进一步检验分析还发现，股票市场在市场规模上与资本配置效率 β_t 的关系是弱正相关，而股票市场的流动性与资本配置效率，则呈现显著的负相关。这表明，我国股票市场规模的不断扩大，并没有进一步显著有效地促进宏观经济的资本配置效率的提高。虽然债券市场和保险市场资本配置对经济的作用也是正相关关系，通过与其它各资本子市场不同机制的作用，对整体宏观资本的配置效率，依然是下降的。分析结果充分表明，在我国的分业监管制度模式下，资本市场价格的形成机制不能够充分反映市场信息，资本市场的资本资源是错配的。

为了探索我国资本市场分业监管消除分割走向协调优化的路径，为监管当局适时采取有针对性的监管协调决策策略提供相应的决策建议，本文运用监管边界效应分析方法，对中国资本市场分业监管协调与优化的路径，进行了分析和探讨，并结合社会经济系统分析和相关协同学原理，对我国资本市场分业监管协调优化的制度设计，提出若干思考。本文研究认为，中国的资本市场分业监管的协调优化路径，应当参照社会经济系统分析理论，从三个方面入手：一是，控制资本市场分业监管各子系统序参量的无序发展，避免资本市场过度分割，通过控制各资本市场监管的成本和收益与资本市场系统运行效率的协调，实现资本市场监管的运行效率；二是，设立专门的协调委员会，专职服务于系统的动态协同

和稳定有序的适时监控。在接近系统临界点区域之前的混沌状态下，由专门的协调委员会，专职伺候于系统的动态协同和温性有序的适时监控，对子系统之间的序参量做出协调，使市场监管系统的效率，有序地接近监管边界，实现系统的资源配置最优化；三是，建设市场监管系统协同运行的良好制度生态环境，以免资本市场分业监管系统的监管强度受到理性监管以外的非理性行政化因素的左右和干预。针对中国资本市场分业监管协调优化的制度设计问题，本文提出了建立资本市场分业监管协调委员会、完善资本市场分业监管系统协同机制再造、净化资本市场分业监管协同机制的制度生态环境等监管制度设计建议。

本文研究所取得的主要成果集中体现在以下几个方面：

第一，系统提出了中国分业监管下资本市场分割问题，并且，本文所指的资本市场分割不同于现有文献研究所关注的狭义的资本市场分割。和绝大多数研究所关注的股票市场分割相区别的是，本文关注的是中长期资金市场，即证券融资和经营期限在一年以上的资金借贷和证券交易的总和市场，关注的是这一市场在分业监管制度下的硬分割问题。

第二，本文基于相对价格分析理论，通过构建资本市场分割度指数模型，对分业监管下资本市场分割所进行的实证检验分析，以及通过资本市场融资额与固定资产投资的比率和资产证券化率的变化，对资本市场效率进行考查，得到的与现有文献研究不同的新发现和我国的市场监管政策的实际效应是吻合的，也是当前中国资本市场改革所亟需要了

解和掌握的量化依据。我国的信贷市场对整体宏观资本的配置效率与其规模自身的发展和监管强度呈负相关关系，虽然，证券市场对整体宏观资本配置效率与其规模自身的发展呈正的相关关系，但这种关系相当微弱。对于工业行业资本配置效率波动的实证分析也充分表明，宏观资本资源的配置效率并没有随资本市场整体规模的扩大和监管强度的提高而不断改善。这对于资本市场监管当局来说，是一个比较新颖的量化分析认识。

第三，与现有的研究相比，在认识和检验影响资本市场功能深层次制度因素的理论和方法方面，具有一定的独特性，特别是，运用生产函数分析方法，对资本边际效率的分析研究，对信贷市场融资占比影响因子 θ_1 和证券融资市场占比影响因子 θ_2 的测算，以及对中国资本市场价格较高程度偏离均衡所存在的扭曲分析，是本研究的一个最新贡献。一方面，在1995年到2013年这一段时期内，分析给出的资本市场监管部门在两个市场融资效率的量化认识，以及资本市场价格动态变化趋势的综合对比分析结论，对于资本市场分业监管当局的管理与决策，具有重大的理论现实意义和政策决策的指导参考价值。我国银行中长期信贷市场间接融资占比的提高对资本边际效率和经济总量所存在的负效应，资本价格扭曲偏离市场均衡的实际，特别是，信贷资本价格和保险资金运用收率，长期处在显著的低于均衡利率水平下的运行动态趋势，充分表明了信贷市场和保险市场监管与利率市场化改革的必要性和紧迫性。另一方面，债券和股票市场直接融资占比的提高对资本边际效率和经济总量的积极效应，信贷市场融资占比的提高对资本变价效率和经济总量的负效

应，二者之间的矛盾恰好说明了，正是由于监管分割市场的制度性和政策性因素，阻碍了我国资本市场资源配置的帕累托最优的实现。同时，本文运用监管边界效率分析和系统序参量分析等方法，对分业监管下资本市场系统的监管效率研究，对于分析协调分业监管系统成本与效率，有着重要的理论启示，同时也为监管当局统一优化资本市场的管理决策，乃至消除市场分割，提供了新的利率分析和量化认识视角。

第四，通过系统理论分析，特别是基于协调学的理论分析，本文针对分业监管协调优化的制度设计，提出了“建立资本市场分业监管协调委员会”的设想，从完善资本市场监管制度的角度来说，可以看作是对我国资本市场分业监管制度顶层设计的一个创新性思考。

但是，囿于时间和我国资本市场相关指标数据的刚性约束，以及针对企业资本市场融资成本研究的困难，本文在对分业监管资本市场分割条件下的资本配置效率研究中，无法从企业的直接融资和间接融资的成本上，对效率问题进行深入的量化考查，这在一定程度上影响了本文的研究深度。同时，针对分业监管系统诸监管部门的监管成本，特别是间接成本，即间接效率损失，也因为数据获取的难度，而只停留在一般的理论和定性分析层次上。尽管这不影响本文的研究分析结论，但从学术的严谨性高度来衡量，也是一个遗憾。所有这些不足，都将是今后研究需要进一步深入探讨的核心内容之一。

分业监管下资本市场分割问题，作为当前我国经济管理学界与资本市场实际管理工作者关注的研究热点，针对分业监管导致资本市场分割条件下的资本资源配置效率问题，包

括资本市场监管自身的监管成本和监管效率问题，随着资本资源在经济主体之间的优化配置问题的日益突出，资本市场监管的间接成本（即监管效率损失）问题的研究，是下一步在实际工作中需要继续努力探索的一个研究方向。

参考文献

- Allen, F., and Santomero, S. The theory of Financial Intermediation. *Journal of Finance*, December 1997
- Alexander, G., Cheol S., Janakiraman S. Asset pricing and dual listing on foreign capital markets: A note [J]. *Journal of Finance*, 1987, (42):151-158
- Atje, R., and Jovanovic, B. Stock Markets and Development [J]. *European Economic Review*, 1993(37):632-6401
- A. Young. The Razorps Edge : Distortions and Incremental Reform in the People's Republic of China [J]. *Quarterly Journal of Economics*, 2000, 115(4):1091- 1135
- Amihud, Y., and Mendelson, H. Liquidity and stock returns. *Financial Analysts Journal*. 1986, 42:43-48
- Bailey, W., and Jagtiani, J. Foreign Ownership Restrictions and Stock Prices in the Thai Capital Market, *Journal of Financial Economics*. 1994, 36:57~87
- Babbel, D., and Santomero, A. Financial Management by Insurers: An Analysis of the Process. *Journal of Risk and Insurance*. June 1997
- Black, F. International Capital Market Equilibrium with Investment Barriers . *Journal of Financial Economics* 1974 (9):337-352
- Campbell, J. and Hamao, Y. Predictable S tock Returns in the United States and Japan. *Journal of Finance*, 1992, 47, pp. 43 - 69
- Chen, Z., and Knez, P. Measurement of Market Integration and Arbitrage. *Review of Financial Studies*, 1995, 8, pp. 287 - 325
- Chen, G., Lee, B., and Rui, O. Foreign Ownership Restrictions and Market Segmentation in China's Stock Markets. *Journal of Financial Research*, 2001, 24 (1):133 - 155
- Chen , W. "Basic New Keynesian Model" , Department of Political and Economic Studies, University of Helsinki, Working Papers No. 20, 2012
- Cummins, J., Derrig, R. Financial models of insurance solvency. *Journal of Risk and Insurance*, 1989, 54(2): 312-324
- Daniel, K., Hirshleifer, D., Subrahmanyam, A. Overconfidence, Arbitrage, and Equilibrium Asset Pricing. *Journal of Finance*, 2001, 56 (3): 921-965
- Doherty, N., and Schlesinger, H. Optimal Insurance in Incomplete Markets, *Journal of Political Economy*, 1983, 91(6): 1045-1054

- North, D. & Weingast, B. Introduction: Institutional Analysis and Economic History [J].
The Journal of Economic History, vol. 60(02), 2000
- Domowitz, I., & El-Gamal, M. A consistent nonparametric test of ergodicity for time
series with applications, Journal of Econometrics, Elsevier, 2001.102(2): 365-398
- Engel, C., and Rogers, J. How wide is the Border [J]. The American Economic Review,
1996 (86): 1112 - 1125
- Errunza, V., Losq, E. International asset pricing under mild segmentation: Theory and
test[J] . Journal of Finance, 1985, 40: 105- 124
- Fama, E., and French, K. Common risk factors in the returns on stocks and bonds[J].
Journal of Financial Economics.1993, 33: 3-55
- Fama, E. Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work [J]. Journal
of Finance, 1970, (25):383-417
- Feldstein, M., and Horioka, C. Domestic Saving and International Capital Flows.
Economic Journal, 1980(90):314-329
- Foerster, S., Karolyi, A. International listings of stocks: The case of Canada and the U. S.
[J]. Journal of International Business Studies, 1993 (Fourth Quarter): 763-784
- Foerster, S., Karolyi, A. The effects of market segmentation and investor recognition on
asset prices: Evidence from foreign stocks listing in the united states[J] . Journal
of Finance, 1999, (54): 981-1013
- Frank, M., Goyal, V. Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure [J]. Journal
of Finacial Economics, 2003(67):217-248
- Franks, Schaefer, S., Staunton, M . The Direct and Compliance Costs of Financial
Regulation [J]. Journal of Banking and Finance, 1998 (21) PP:1547-1572
- Fabozzi, F. Bond markets analysis and Strategies [M]. Prentice Hall, 2012
- French, C. The Treynor Capital Asset Pricing Model, Journal of Investment
Management, 2003, Vol. 1, No. 2, pp. 60-72
- Becker, G. Crime and punishment: An Economic Approach [J], Journal of Political
Economics, Vol .76, No. 2. 1968
- Stigler, G. The Optimal Enforcement of Laws [J], Pol. Econ. Vol .78, 1970
- Gollier, C., and Schlesinger, H. Second-Best Insurance Contract Design in an
Incomplete Market, Scandinavian Journal of Economics, 1995, 97(1): 123-135
- Gollier, C., and Pratt, J. Risk Vulnerability and the Tempering Effects of Background
Risk, Econometrica, 1996, 64(5): 1109-1123

- Kadlec, G., McConnell, J. The Effect of Market Segmentation and Illiquidity on Asset Prices: Evidence from Exchange Listings. *The Journal of Finance*, 1994, 49:611-636
- Goodhart, C., Schonemaker, D., Dasgupta, P. The Skill Profile of Central Bankers and Supervisors. Discussion paper, 377. Financial Markets Group, London School of Economics and Political Science, London, UK. 2001 (04)
- Gultekin, N., Mustafa, G., and Penati, A. Capital Control an International Capital Market Segmentation: Evidence from Japanese and American Stock Markets. *Journal of Finance*, 1989(44):849-869
- Harris, R. Stock Markets and Development: A Reassessment[J]. *European Economic Review*, 1997 (41):139-1461
- Heston, S., Rouwenhorst, K., & Wessels, R. The structure of international stock returns and the integration of capital markets[J]. *Journal of Empirical Finance*. 1995, 2(3):173-19
- Hietala, P. Asset Pricing in Partially Segmented Markets: Evidence from the Finnish Market[J]. *Journal of Finance*, 1989. 44: 697-718
- Jayaraman, N., Shastri, K., and Tandon, K. The impact of international cross listings on risk and return: Evidence from American depository receipts [J]. *Journal of Banking and Finance*, 1993, (17): 91- 103
- Wurgler, J. Financial market and the allocation of capital [J]. *Journal of Financial Economics*, 2000 (58):187-214
- Cogan, J. Cost-Benefit Analysis in Financial Regulation: Case Studies and Implications. Working Paper N°. 234/2014. John C. Coates IV, Harvard Law School <http://www.ecgi.org/wp/>
- Jorion, P. and Schwartz, E. Integration vs. Segmentation in the Canadian S tock Market. *Journal of Finance*, 1986, 41, pp. 603 - 616.
- Kyung So Im, Pesaran, M., and Shin, Y. Testing for Unit Roots in Heterogeneous Panels. *Journal of Econometrics*, 2003(115):53-74
- Bertalanffy, L. General System Theory: Foundations, Development, Applications [M]. George Braziller, Inc. 1969
- Lomax, D. London Markets after Financial Services Act[M]. Butterworths, London. 1987
- Alessi, L. Development of the Property Rights Approach[M]. Texas A & M University Press. 1996
- Mayer, C. New Issues in Corporate Finance [J]. *European Economic Review*, 1988 (32):1167-11891
- Darius, P. The market reaction to international cross-listings: Evidence from depository receipts [J]. *Journal of Financial Economics*, 1999, (51):103- 123

- Mittoo, U. Additional Evidence on Integration in the Canadian Stock Market. *Journal of Finance*, 1992, 47, pp. 2035 - 2054
- Morgan Stanley. Annual Report 2002 [R]. 2003.5 www.morganstanley.com
- Murphy, R. Capital Mobility and the Relationship between Saving and Investment Rates in OECD Countries. *Journal of International Money and Finance*, 1984(3):327-342
- Meyer, M. Chinas Second Economic Transition: Building National Markets[J]. *Management and Organization Review*, 2008, (4):13-15
- Majluf, M. Corporate Financing and Investment Decisions When firms Have Information That Investors do not have [J]. *Journal of Financial Economics*, 1984(13):187-221
- Naughton, B. "How Much can Regional Integration Do to Unify China's Markets?" [C]. Conference for Research on Economic Development and Policy, Stanford University, 1999
- Nishiotis, G. Do indirect investment barriers contribute to capital market segmentation, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2004, 39: 613-30
- Nummelin, K., and Vaihekoski, M. World Capital Markets and Finnish Stock Returns[J]. *European Journal of Finance*. 2001, 8: 500-524
- Oh, Y. European Sector Returns and Capital Market Integration. Pan European conference on "Finance , Trade and Factor Mobility Issues in the Global Economy." 2001
- Parsley, D., and Wei, S. Integration of China's Major Agricultural Product Markets [C]. The third International Conference on Chinese Economy, 2001
- Parsley, D., and Wei, S. Limiting Currency Volatility to Stimulate Goods Market Integration: A Price Based Approach. NBER Working Paper 8468
- Parsley, D., and Wei, S. Convergence to the Law of One Price without Trade Barriers or Currency Fluctuations [J]. *Quarterly Journal of Economics*, 1996, (111):1211-1236
- Explaining the Border Effect: the Role of Exchange Rate Variability, Shipping Cost, and Geography. NBER Working Paper 7836, 2000
- Parsley, D., and Wei, S. Limiting Currency Volatility to Stimulate Goods Market Integration: A Price Based Approach. NBER Working Paper 8468, 2001
- Polinsky, A., and Shavell, S. The Economic Theory of Public Enforcement of Law. Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series. Paper 235. 1998
- Posner R. Theories of Economic Regulation Bell[J]. *Journal of Economics and Management Science*, Vol. 5, 1974

- Merton, R. A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information. *The Journal of Finance* 1987, 42: 483–510
- Coase, R. The Problem of Social Cost[J]. *Journal of Law and Economics*, Vol. 3, 1960
- Stapleton, R., Subrahmanyam, M. Market imperfections, Capital Market Equilibrium and Corporate Finance [J]. *Journal of Finance*, 1977, (32):307-319
- Cox, S., Fairchild, J., Pedersen, H. Valuation of structured risk management products. *Insurance: Mathematics and Economics*. 2004, 34(2):259-272
- Sharpe, W. A Simplified Model for Portfolio Analysis. *Management Science*, 1963, 9 (2): 277–93
- Shyam-Sunder L, Myers S. Testing Static Trade Off Against Pecking Order Models of Capital Structure [J]. *Journal of Financial Economics*, 1999(5):219-224
- Solnik, B. An Equilibrium Model of the International Capital Market [J]. *Journal of Economic Theory* 1974(8):500-524
- Stapleton R., Subrahmanyam M. Market Imperfections, Capital Market Equilibrium and Corporation Finance. *The Journal of Finance* 1997, 2(32):307-319
- Stehle, R. An Empirical Test of the Alternative Hypotheses of National and International Pricing of Risky Assets. *Journal of Finance*, 1977, 32, pp. 493 - 502
- Faerman, S., McCaffrey, D., Slyke, D. Understanding Inter-organizational Cooperation: Public-Private Collaboration in Regulation Financial Market Innovation. *Organization Science*, 2001, 12(3):372-388
- Lutz, S. The revival of the nation-state? Stock exchange regulation in an era of globalized financial markets. *Journal of European Public Policy*, 1998, 3 (5):153-168
- Tobin, J. On the Efficiency of the Financial System. *Lloyds Bank Review*, 1984, (153):1-15
- Sharpe, W. *Portfolio Theory and Capital Markets*. McGraw-Hill Trade 1999
- Wooldridge, J. *Introductory Econometrics, A Modern Approach* [M]. South-Western, Thomson Learning, 2003
- Xu J. Have the Chinese Provinces Become Integrated under Reform? [J]. *China Economics Review*, 2002(13):116-133
- Young, A. “the Razor’s Edge: Distortions and Incremental the People’s Republic of China.” *Quarterly Journal of Economics*, 2000, Vol. CXV, pp.1091-1135.
- 白重恩, 杜颖娟, 陶志刚. 地方保护主义及产业地区集中度的决定因素和变动趋势[J]. *经济研究*, 2004(4):29-40

- 陈东升. 寿险业、资本市场和经济增长：一个理论框架[J]. 管理世界, 1999(02):45-52
- 陈抗, Arye, L., Hillman, 顾清扬. 财政集权与地方政府行为变化——从援助之手到攫取之手 [J]. 经济学 (季刊), 2002(4):111-130
- 陈信元, 黄俊. 政府管制与企业垂直整合——刘永行“炼铝”的案例分析[J]. 管理世界, 2006(2):134-140
- 曹晓军, 胡达沙, 吴杰. 我国上市公司股权融资效率问题探讨[J]. 科技管理研究, 2007, (3):231-233
- 陈玉婵. 制度变迁中的国债流通市场一体化研究 - 基于我国银行间市场和交易所市场的实证分析[D]. 厦门大学, 2009.
- 蔡晓惠. 融资约束的度量与检验 - 基于债务融资视角[J]. 浙江社会科学, 2013(6):20-30
- 陈永伟, 胡伟民. 价格扭曲、要素错配和效率损失：理论和应用 [J]. 经济学 (季刊), 2011, 4(10):1401-1422
- 杜凯. 制造业中小企业融资结构选择研究[D]. 河北经贸大学, 2013
- 杜若宇. 我国保险投资资金介入资本市场问题研究[D]. 郑州大学, 2006.05
- 邓红征, 周长信. 中小企业融资效率的模糊综合评价[J]. 企业经济, 2003, (2):66-68
- 方芳, 曾辉. 中小企业融资方式与融资效率比较[J]. 经济理论与经济管理, 2005, (4):38-42
- 冯兴元. 中国的市场整合与地方政府竞争—地方保护与地方市场分割问题及其对策研究 [R].“中国的市场整合与地方政府竞争”课题研究报告, 2003
- 冯军政. 我国银行业竞争格局演变与监管制度变革研究[J]. 新金融, 2014, 6 (229):49-53
- 樊纲. 两种改革成本与两种改革方式[J]. 经济研究, 1993, 1:41-46
- 傅元略. 财务管理[M]. 厦门大学出版社, 2003
- 封富育. 转型时期我国储蓄投资转化率实证分析[D]. 华中科技大学, 2007
- 高西有. 中国金融体制的效率评价及改革[J]. 经济与管理研究, 2000, (6):36-40

- 高学哲. 企业融资效率: 内涵及外延[J]. 生产力研究, 2005, (6):205-207
- 高有才. 企业融资效率研究[D]. 武汉大学博士论文, 2003
- 桂琦寒, 陈敏. 中国国内商品市场趋于分割还是整合: 基于相对价格法的分析[J]. 世界经济, 2006(2):20-30
- 韩志国. 中国资本市场的制度缺陷[J]. 经济导刊, 2001, 02:21 - 26
- 贺聪, 项燕彪, 陈一稀. 我国均衡利率的估算[J]. 经济研究, 2013(8): 107 - 119
- 韩立岩, 蔡红艳. 我国资本配置效率及其与金融市场关系评价研究[J]. 管理世界, 2002 (01):65-70
- 蒋贤锋, 史永东. 国债交易市场统一、风险度量及影响因素分析[J]. 世界经济, 2010, 02:120-140
- Tobin, J. 资本、信贷和货币市场, 新帕尔格雷夫经济学大辞典[M]. 北京: 经济科学出版社. 1996: 348-352
- 刘海龙, 仲黎明, 吴冲锋. B股向境内开放对A、B股流动性影响的分析[J]. 系统工程学报, 2002, 10: 417- 423.
- 林文胜, 翁骋. 经济变量对市场分割下我国债券市场的动态影响--基于银行间债券市场和交易所债券市场的比较研究[J]. 商业时代, 2013, (27):76-78
- 李峻岭. 金融监管协调机制面临突破[N]. 人民网 - 国际金融报, 2007.08.03
- 刘红霞, 王卫波. 基于证券市场分割的企业IPO融资成本研究[J]. 会计师, 2007, (05):6-10
- 刘海虹. 国有企业融资效率与银行危机相关问题研究[J]. 财经问题研究, 2000, (3):41-45
- 吕景波. 企业资本结构与融资效率: 一个经济学的分析框架[D]. 中国人民大学博士论文, 2003.
- 卢福财. 企业融资效率分析[M]. 北京: 经济管理出版社, 2001
- 刘力昌, 冯根福, 张道宏, 毛红霞. 基于DEA的上市公司股权融资效率评价[J]. 系统工程, 2004, (1):55-59

- 李冬梅. 黑龙江省上市公司融资效率问题研究[D]. 哈尔滨工程大学经济学硕士学位论文, 2007.
- 李扬, 何德旭. 经济转型中的中国金融市场[M]. 经济科学出版社, 1999
- 李文洁. 国内市场分割问题的实证研究 - 基于经济增长和企业层面的视角[D]. 西南财经大学, 2011
- 林毅夫, 蔡日方, 李周. 论中国经济改革的渐进式道路[J]. 经济研究, 1993, 9: 26-36
- 李文军. 资本市场的效率 - 理论与时政[D]. 中国社会科学院, 2002
- 刘雅清. 市场分割条件下股票价格差异研究[D]. 华中科技大学博士论文, 2008.
- 刘培林. 地方保护和市场分割的损失[J]. 中国工业经济, 2005(4):69-76
- 李善同, 侯永志, 刘云中, 陈波. 中国国内地方保护问题的调查与分析[J]. 经济研究, 2004(11): 78 - 84 .
- 刘伟, 王汝芳. 中国资本市场效率实证分析 [J]. 金融研究, 2006, 1(307):64-74
- 罗嘉. 我国金融监管协同机制研究[D]. 湖南大学博士论文, 2010.
- 马保明, 邓晓兰, 张旭涛. 从制度经济学视角解析我国债券市场分割问题[J]. 金融与经济, 2010(04):56-58
- 聂新兰, 黄莲琴. 企业融资效率理论分析框架[J]. 工业技术经济, 2007(10):157-159
- 皮建才. 中国地方政府间竞争下的区域市场整合[J]. 经济研究, 2008,(3):115-124
- 庞仙君. 安康中小企业融资效率研究——基于模糊综合评价法[J]. 现代管理科学, 2013, (8):55-57
- Poncet, S. 中国市场正在走向“非一体化”? - 中国国内和国际市场 - 体化程度的比较分析 [J], 世界经济文汇, 2002,(1):3-17
- 宋琳. 资本成本缺位与我国资本市场功能缺陷[D]. 厦门大学博士论文, 2006
- 宋增基, 张宗益. 上市公司融资效率实证分析[J]. 商业研究, 2003, (5):97-100

- 宋渊洋, 单蒙蒙. 市场分割、企业经营效率与出口增长[J]. 上海经济研究, 2013(4):39-49.
- 沈立人, 戴园晨. 我国诸侯经济的形成及其弊端和根源[J]. 经济研究, 1990,(3):12-21
- 申景奇. 关于中小企业融资活动中的效率分析[J]. 经济论坛, 2007, (7):70-72
- 童威, 林琳, 张杨. 交易所国债市场和银行间国债市场定价比较研究[R]. 上证联合研究计划第十二期课题报告, 2005.03
- 田彩英. 上市公司融资行为的资本成本敏感性研究[D]. 首都经贸大学, 2013
- 王珏, 董虹. 中国保险基金投资问题研究[J]. 统计与决策, 2006(02):38-39
- 王宪章. WTO 挑战中国保险[J]. 中国经济信息, 2001(18):60-61
- 王明华. 企业融资效率. 融资制度. 银行危机[M]. 北京:中国经济出版社, 2000.
- 王颖, 钟佩聪. 中小企业股权融资效率评价[J]. 经济论坛, 2006, (23):108-109+128.
- 王承炜, 吴冲锋. A、B 股互自相关研究[J]. 系统工程理论方法应用, 2001,11: 265-268.
- 吴婷婷, 余锐. 金融监管边界分析: 对成本 - 收益法的质疑及新方法的提出[J]. 特区经济, 2004, (12):209-210
- 吴敬琏. 让保险与资本市场互动[N]. 人民日报, 2000.
- 吴文锋, 朱云, 吴冲锋, 芮萌. B 股向境内居民开放对 A、B 股市场分割的影响[J]. 经济研究, 2002, 12: 33- 41.
- 吴少新, 杨丽萍. 中国货币市场与资本市场关联性分析[J]. 湖北经济学院学报, 2003.03
- 温彬, 张友先, 汪川. 我国债券市场分割问题研究[J]. 宏观经济研究, 2010, 11:24 - 28 + 45
- 魏华林, 刘娜. 保险市场与资本市场融合发展的经济学分析[J]. 经济评论, 2006(06): 99-104
- 肖劲, 马亚军. 企业融资效率及理论分析框架[J]. 财经科学, 2004, (S1): 337-340
- 肖科, 谢婷. 湖北中小企业融资效率的模糊综合评价[J]. 武汉金融, 2006,(1):42-44

- 徐涛. 中国资本市场配置效率 - 一个制度经济学的分析[M]. 中国金融出版社, 2005. PP28-70
- 徐现祥, 李郁, 王美. 区域一体化、经济增长与政治晋升[J]. 经济学(季刊), 2007,(4):1075-1096
- 于承. 我国保险资金运用于资本市场的法律监管问题研究[D]. 西南财经大学, 2006.04
- 叶望春. 金融工程与金融效率相关问题研究综述[J]. 经济评论, 1999, (4):76-84
- 余东华, 刘运. 地方保护和市场分割的测度与辨识 - 基于方法论的文献综述[J]. 世界经济, 2009(1):80-93.
- 严建红. 保险市场与资本市场对接对经济增长的贡献[J]. 证券市场导报. 2000(11):28-32
- 杨谊, 刘军, 王刚. 后危机时代金融监管边界有效性的反思和实践[J]. 金融经济, 2011(01):68-73
- 杨兴全. 我国上市公司融资结构的治理效应分析[J]. 会计研究, 2002, (8):42-48.
- 杨蕾. 中小企业版上市公司融资效率分析[D]. 广东外语外贸大学硕士学位论文, 2007.
- 袁怀宇, 张宗成. 金融监管边界与发布制改革[J]. 天府新论, 2009(02):63-66
- 袁东. 中国债券流通市场的比较研究[R]. 上证联合研究计划课题, 2004
- 银温泉, 才婉茹. 我国地方市场分割的成因和治理[J]. 经济研究, 2001,(6):3-14
- 朱云, 吴文锋, 吴冲锋, 芮萌. 市场分割下的股价微观行为及其行为金融学解释[J]. 系统工程理论与实践, 2006.10:24 - 30, 49.
- 朱楚珠, 严建红. 中国保险市场与资本市场对接的系统设计及其影响研究[J]. 金融研究, 2001(05):103-110
- 朱冰心. 浙江中小企业融资效率的模糊综合评价和实证分析[J]. 浙江统计, 2005, (10):14-16+34
- 朱巧伦. 中小企业融资效率评析--以郑州市中小企业融资情况为例[J]. 科技创业月刊, 2006, (11):34-35+61
- 祝金甫. 市场分割环境下的资本资产定价研究[M]. 中国经济出版社, 2008.

- 邹功达,陈浪南.中国 A 股与 B 股的市场分割性检验[J].经济研究,2002,4: 51- 59.
- 郑伯良.中小企业融资效率的模糊综合评价[J].科技进步与对策,2002,(11):134-136
- 郑文博.论中小企业融资效率[D].中共中央党校博士学位论文,2004.
- 郑毓盛、李崇高.中国地方分割的效率损失[J].中国社会科学,2003(1):64-72+205
- 郑长德,刘丽雪.中国债券市场分割的理论探讨[J].西南民族大学学报,2005.5(28):48-54
- 张卫.基于绩效的资本市场与保险市场最优路径[J].生产力研究,2007(16):55-56
- 张成军,谢海玉.证券公司开展融资融券业务的风险控制[J].中国金融,2010(02):59-60
- 张雪梅,赛志刚.企业融资效率涵义及评价方法相关文献综述[J].山东财政学院学报,2009(9):80-84
- 曾江洪,陈迪宇.基于 DEA 的中小企业债务融资效率研究[J].经济理论与经济管理,2008,(1):50-53
- 张人骥,贾万程.中国市场分割下的多贝它资本资产定价模型 - 理论模型及实证检验[J].金融研究,2005(10)32 - 41
- 赵留彦,王一鸣.A、B 股之间的信息流动与波动溢出[J].金融研究,2003,10: 37- 52.
- 詹绪伟.保险资金直接入市的投资比例与策略研究[D].浙江大学,2005.11.
- 周黎安.晋升博弈中政府官员的激励与合作[J].经济研究,2004,(6):33- 40