

金融发展、金融市场化与实体经济资本配置效率

戴伟^{1,2}, 张雪芳²

(1. 华中科技大学管理学院, 湖北 武汉 430074; 2. 湖北理工学院 经济与管理学院, 湖北 黄石 435003)

[摘要]在对 Wurgler 的资本配置效率估算模型进行修正的基础上, 实证检验了我国金融发展和金融市场化水平对实体经济资本配置效率的影响, 研究表明: 金融市场化显著优化了我国实体经济资本的配置, 而我国以银行信贷为主体的金融体系的发展虽然促进了实体经济资本配置效率的提高, 但效果不明显。研究还发现: 在所引入的控制变量中, 经济发展水平对资本配置效率的影响显著较大。进一步分区域回归结果显示, 经济越发达的地区, 金融市场化程度越高, 其优化作用越显著, 但随着地区经济发展, 经济发展水平自身对资本配置的优化作用在减弱。

[关键词] 金融发展; 金融市场化; 实体经济; 资本配置效率; 金融体系; 银行业结构; 金融资本; 金融资源配置

[中图分类号] F830 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 1004-4833(2017)01-0117-11

一、引言

近年来, 我国金融呈现出的“脱实向虚”发展态势引发社会广泛关注, 具体表现为金融资本在体系内自我循环和膨胀, 导致产业空心化, 直接影响了经济的平衡发展。基于此, 中央多次指出金融要回归服务实体经济的本质。那么, 究竟是什么原因引起了金融资本“脱实向虚”呢? 我们知道资本是逐利的, 资本害怕没有利润或利润太少。一旦有适当的利润, 资本就胆大起来; 如果有 10% 的利润, 它就得保证到处被使用; 有 20% 的利润它就活跃起来; 有 50% 的利润, 它就铤而走险^[1]。所以是否是因为我国实体经济资本配置效率低下而引起了资本铤而走险流向虚拟经济呢? 相关研究表明, 完善的金融体系能够提高成功创新的概率, 改善信息不对称和降低交易成本, 从而提高资本配置效率, 促进经济增长; 同样地, 金融体系的扭曲会抑制创新, 降低经济增长的速度^[2-6]。当前, 我国正处于金融体制不断深化改革的进程中, 尤其是 2013 年, 随着新一届领导人上台, 金融改革的节奏明显加快, 如贷款利率下限松绑、人民币自由兑换进程加速等政策的推出, 都预示着我国金融改革已步入深水区, 由此加速了我国金融的发展。那么我国金融的发展究竟是促进还是抑制了资本配置效率的提高? 金融改革的核心是处理好政府与市场的关系, 更多地发挥市场配置资源的基础性作用, 因此, 我们不仅需要知道我国金融发展是否改善了实体经济资本配置效率, 而且需要知道金融改革的核心即金融市场化是否促进了资本配置的提高。其中, 金融发展强调的是发展的程度, 而金融市场化主要是衡量市场体制的变量。鉴于此, 本文拟对我国实体经济资本配置效率进行测度, 并在此基础上, 重点考察我国金融的发展, 尤其是金融市场化与实体经济资本配置效率之间的关系。

二、文献综述

有大量文献从不同的角度研究了金融发展水平对资本配置效率的影响。King 和 Levine 指出, 完

[收稿日期] 2016-06-22

[基金项目] 国家自然科学基金项目(71473074); 教育部人文社会科学研究青年基金项目(13YJCZH028); 湖北省教育厅人文社会科学研究重点项目(16D101)

[作者简介] 戴伟(1981—), 男, 湖北黄石人, 华中科技大学管理学院副教授, 博士后, 从事金融风险、企业信息管理研究; 张雪芳(1980—), 女, 湖北黄石人, 湖北理工学院经济与管理学院讲师, 硕士, 从事金融学、服务经济学研究。

善的金融体系能够提高成功创新的概率,从而加速经济增长;同样地,金融体系的扭曲会抑制创新,降低经济增长的速度^[2]。Levine 进一步解释了金融系统的作用及其对经济增长的影响,理论表明:完善的金融系统能改善信息不对称和降低交易成本,从而提高资本的配置效率,促进经济增长^[3]。随后,Wurgler^[4]、Beck 和 Levine^[5]、Almeida 和 Wolfenzon^[6]、李青原等^[7]从实证角度进一步验证了金融发展与资本配置效率呈正相关关系。有的学者进一步研究认为,这种影响存在显著的区域不平衡性,东部和中部金融发展对资本配置效率的促进作用最为显著,而西部地区却不明显,如王永剑和刘春杰^[8];还有的学者认为地区的经济政策环境、政府干预、法律和制度等因素降低了金融发展与金融资源配置效率之间的敏感性,而控制了这些变量后,金融发展促进了资本配置效率的提高,相关研究者有 Aghion 和 Howitt^[9]、尹希果和桑守田^[10]、张庆君等^[11]。因此,无论是从理论还是实证来看,金融发展对资本配置效率的提高都有重要影响,而这种影响的大小与金融系统的完善程度呈正相关关系,同时还受到地区政策、制度、政府干预等差异的影响。

但是,鲜有文献专门研究金融市场化对资本配置效率的影响。即有的研究有的是研究金融市场化的某个方面,主要是利率市场化对资本配置效率的影响。如王年咏等^[12]研究得出利率市场化改善了国有企业的资本配置效率,但抑制了非国有企业的资本配置效率;而刘磊^[13]研究发现随着利率市场化进程的深入,我国金融资本配置效率有所改善,但中央银行的利率政策未能显著促进金融资源配置效率的提高,且政府的行政干预对资本配置效率产生较大的影响。有的学者研究市场化进程对资本配置效率的影响。如方军雄^[14-15]研究发现,整体上国有企业的资本配置效率显著弱于非国有企业,而随着市场化进程的深入,其资本配置效率均有所改善,且两者的差异逐渐缩小。如前文所述,金融市场化是指减少政府干预,充分发挥市场配置资源的基础性作用。McKinnon 和 Shaw^[16-17]指出,减少金融市场的人为干预,可消除金融抑制,提高资本配置效率;Krueger^[18]研究指出,政府手中的权力对市场具有“双刃剑”的作用,一方面可以纠正市场失灵行为,另一方面政府的不当干预可能引起资源配置的无效率;Falcetti 等^[19]研究认为市场化程度的提高有助于经济增长;张庆君等^[11]研究认为财政压力加大了市场化程度与金融资源配置效率之间的敏感性;陈志斌和范圣然^[20]研究发现,随着政府质量的提升,制度环境的优化,市场化程度较低地区的企业现金流敏感性显著降低,而市场化程度较高地区的企业则变化不明显。由此可见,多数观点认为金融市场化水平的提高能够改善资本配置效率,促进经济增长,而政府不当干预会阻碍资源的合理配置,影响产业结构的转型升级。

综上所述,金融发展及金融市场化水平的提高能改善资本配置效率,但却受到诸多因素的影响,因而造成有些地区金融发展及金融市场化程度与资本配置效率间的正相关关系不显著。但是,现有文献主要是单一地研究影响资本配置效率的某一类因素,如金融发展、所有制等,且鲜有文献研究金融市场化程度对我国实体经济资本配置效率的影响^[14-15]。而在我国当前的政治经济制度框架下,显然影响我国实体经济资本配置效率的因素很多,从理论上分析,金融机构是配置资本的机构,因而金融发展及金融市场化水平直接影响了资本配置效率水平。因此,本文拟重点考察金融发展及市场化水平对我国实体经济资本配置效率的影响,并同时考虑其他影响因素,如地区的经济发展水平、政府干预程度、人力资本状况等。

本文有以下贡献:(1)与方军雄^[14-15]、潘文卿和张伟^[21]、李青原等^[22]以及蒲艳萍和成肖^[23]等以工业或服务业为研究对象相比,本文以我国的实体经济为研究对象,实证检验了我国金融发展和金融市场化是否改善了我国实体经济的资本配置效率,丰富和拓展了防止金融资本“脱实向虚”及促进实体经济稳定健康发展方面的文献。(2)与现有文献单一研究某类影响因素不同,本文不仅重点考察了金融发展和金融市场化水平这两类直接影响资本配置效率的影响因素,而且同时考察了其他影响因素,因此在资本配置效率的众多影响因素中,可以对其影响力的高低进行排序,从而为提高我国实体经济资本配置效率提供更有针对性和切实有效的措施。(3)在研究金融发展、金融市场化等因素对资本配置效率影响时,为了增强结果的可靠性和说服力,本文还增加了对区域的相关数据进行实证检

验,以更好地说明不同的金融发展水平、不同的金融市场化程度及其他因素对实体经济资本配置效率的影响差异,而现有文献基本都是以我国整体为研究对象,来研究某个或某些影响因子对资本配置效率的影响^[14-15,22-24]。

三、理论分析与研究假说

金融发展旨在促进金融体系的完善,而完善的金融体系首先应当是一个结构合理健全的、多种经营形式的、多层次的投融资体系,因为只有这样的金融体系才能够满足不同投融资主体的需求。但当前,我国是以间接融资为主,直接融资为辅的融资体系。间接融资中又以商业银行为主导的,且银行贷款并非以效率优先,而是偏重于国有大中型企业,一些效益好的中小企业反而很难获得贷款,这就直接造成了商业银行的资本配置效率不高,也造成了当前中小企业融资难的困境。所以应完善银行体系,发展小型和民营银行,一方面它可以解决中小企业融资难的问题,特别是一些效益好的企业能够获得资金支持,从而使得资本的配置效率提高了;另一方面,在于它可促进银行业之间的竞争,有利于商业银行改变当前的贷款模式,从而提高资本配置效率。同时,我国当前以银行为主导的间接融资体系由于缺乏价格信号导向和风险分散功能,因而不利于高风险技术创新活动的债务融资^[25-26],而资本市场拥有独特的价格信号功能能够更好地促进金融资本的配置,使资本以最合理的成本流向所需企业。因此,政府在完善银行体系的同时,还应该提高直接融资的比重,健全资本市场,这不仅分散金融风险,提高金融体系弹性,而且可以满足多方面的融资需求,尤其是可以为技术创新型企业提供必要的资本支持,从而提高其成功创新的概率,进而以资本为纽带引导生产要素向新兴企业聚集,促进科技成果向生产力转化,实现经济增长和资本的优化配置。随着金融体系由以银行信贷为主导的间接融资体系向以资本市场为主导的直接融资体系的转变,资本市场的价格信号功能会使得信息不对称的程度逐渐降低,弱化因信息不对称而造成的信贷资源向国有大中型企业集中,从而优化资本配置。基于上述的理论分析,本文提出第一个假说。

H1:金融发展水平的提高能够优化资本配置。

金融市场化,是指让市场来发挥配置金融资源的基础性作用。根据樊纲和王小鲁^[27-28]提出的著名的“中国市场化指数”体系中,他们用“金融业竞争”和“信贷资金分配的市场化”两个四级指标来衡量金融市场化程度,这也就意味着金融市场化改革效果如何,就看金融业间的竞争程度如何,以及信贷资金的分配是否以效率优先、依靠市场来分配。因此,一方面金融市场化改革可促进金融业竞争,尤其是在我国当前以商业银行为主导的间接融资体系下,银行的准入门槛高,民间资本、外国资本很难进入,商业银行在我国金融市场中处于相对垄断地位,竞争的缺乏在一定程度上造成了金融资本的不合理配置。在这种情况下,积极进行金融市场化改革,尝试由民间资本发起设立自担风险的民营银行,才有望打破银行业垄断,真正解决银行业的结构性矛盾,逐步实现金融机构间的自由竞争,形成多种所有制、多种经营形式、结构合理和功能完善的地方银行体系,从而优化资本配置。另一方面,金融的市场化改革不仅有利于促进银行业间的竞争,而且有利于银行与资本市场间的竞争,因为相对于间接融资,直接融资成本更低,那么随着资本市场的不断完善,必然会对银行业的发展带来冲击,所以银行必须以客户为中心,不断地、积极地提高素质,增强服务能力,提高资本配置的效率,尤其是要使得那些效益好的企业能够很方便地从银行获得资金支持;相反,如果银行的资本配置效率不高,一些好的企业得不到或难以方便地从银行获取资金,那么它们就会转向或者更多地依靠资本市场来获取资金,长此以往,必然会对整个银行业的效益造成较大影响,所以以客户为中心,提高资本配置效率才是根本。综上所述,金融业的竞争不仅包括银行间的竞争,而且包括银行与资本市场间的竞争,它们之间的竞争都能够促进资本更多地流向效益高的企业,即资本配置效率得到提高。另外,金融市场化改革还可促进信贷资金分配的市场化。近年来,我国进行了利率市场化改革,其主要目的就是促进了信贷资金分配的市场化。实现利率市场化后,利率作为资本的价格,能够灵敏地反映资金的供求

状况,从而实现资本的优化配置。具体来看:第一,生产率低的部门因利息负担能力差而难以获得资金支持,因而导致资金由生产率低的部门向生产率高的部门转移,从而优化了资本配置;第二,利率市场化后,技术创新型企业也将更容易获得资金支持,从而有利于技术创新,进而促进经济更好更快地发展,实现资本的优化配置;第三,利率市场化后,各企业为了以更低的成本从银行获得资金支持,会积极向银行传递企业的相关信息,减少信息不对称程度,从而使资金更多地投向资本边际收益更高的企业,达到资本优化配置目的;第四,利率市场化可疏通社会资金在金融体制内外的循环,实现金融体系建设的目标由资金筹集型向资源优化配置型转变。利率市场化之前,中小企业难以通过正规的金融机构获得资金支持,导致部分中小企业被迫走向民间高利贷及 P2P 平台等高利贷融资渠道,这不仅极大地增加了中小企业融资成本,而且加剧了金融的不稳定性;利率市场化后,中小企业通过正规金融机构融资变得相对容易,因而对高利贷的需求会逐渐下降,有利于缩减正规与非正规金融机构之间的利率差异,进而使资金逐步回流到正规金融市场,这不仅优化了社会资金的投资结构,而且使更多的资金通过银行系统流向了实体经济。基于上述理论分析,本文提出第二个假说。

H2:金融市场化水平的提高有利于改善资本配置效率。

四、实证分析

(一) 模型、变量选择与数据来源

Wurgler 利用世界银行提供的 65 个国家 1963—1995 年 28 工业行业的面板数据为样本,构建了一个资本配置效率估算模型,测算了不同国家资本配置效率的差异,发现德国、美国、瑞士、新西兰等发达国家的资本配置效率普遍较高,而印度、科威特等发展中国家的资本配置效率普遍较低,由此得出“金融市场越发达,资本配置效率越高”的结论,同时还发现在“上升”的行业应继续追加投资,而在“下降”行业应及时削减资金流入^[4]。

Wurgler 的资本配置效率估算模型如下:

$$\ln \frac{I_{i,t}}{I_{i,t-1}} = \alpha + \eta \ln \frac{V_{i,t}}{V_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

上式中, $I_{i,t}$ 为样本 i 第 t 年的固定资本形成总额; $V_{i,t}$ 为样本 i 第 t 年的产业增加值; ε 为随机扰动项。 η 代表资本配置效率,即产业增加值增长率每增加 1% 引起的投资增长率增加的百分比,该值越大表明资本配置趋向越合理,也即资本配置效率越高。若 $\eta > 0$,代表产出水平的增加吸引了资本流入,即资本配置有效;若 $\eta < 0$,代表产出水平增加却引起资本流出,即资本配置无效。

Wurgler 对资本配置效率的开创性研究得到了国内外的普遍认同和广泛运用,被运用于测算国家、地区和行业的资本配置效率^[5-6,15,29-30]。因此,本文拟借鉴其模型并对其进行修正,重点考察金融发展和金融市场化对实体经济资本配置效率的影响,同时将其他影响资本配置效率的主要因素作为控制变量,构建模型如下:

$$\ln \frac{I_{i,t}}{I_{i,t-1}} = \alpha + \beta_1 \ln \frac{V_{i,t}}{V_{i,t-1}} + \beta_2 \ln F_{i,t} + \beta_3 \ln \frac{V_{i,t}}{V_{i,t-1}} \times \ln F_{i,t} + \beta_4 \ln M_{i,t} + \beta_5 \ln \frac{V_{i,t}}{V_{i,t-1}} \times \ln M_{i,t} + \text{control} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

式中: $F_{i,t}$ 代表样本的金融发展指标。对于衡量金融发展水平的指标,国内外学者选取的衡量指标非常丰富,如 Goldsmith^[31] 从金融结构的角度提出了金融相关比率(FIR)等 8 项指标,用金融总资产与国民财富比值等指标来度量金融发展水平;King 和 Levine^[2] 第一次从金融功能的角度,设计了 4 个衡量金融发展的指标,它们分别是反映金融中介规模的“金融机构流动性负债/GDP”、反映银行规模的“商业银行国内资产总额/商业银行与中央银行国内资产总额”、反映银行对私人部分贷款的“私人部门贷款总额/国内信贷总量”和“私人信贷/GDP”。Levine^[3] 为全面认识金融市场对经济增

长的作用,设计了6个衡量股票市场发展的指标;Wurgler^[4]运用股票市场和信贷市场规模之和占GDP的比例来衡量一国的金融发展程度;王子鸣和周立^[32]运用国有银行存贷款和金融机构存贷款指标反映了我国各地区金融发展和金融资产配置状况,得出我国各地区金融发展与经济增长相关性较显著;庞晓波和赵玉龙^[33]运用金融深化指标、股市总市值/GDP等5项指标分析了金融发展与经济增长的关系,得出金融深化指标与经济增长关系不显著,而其余几项指标都与经济增长显著相关;林毅夫和姜烨^[34]设计了“商业银行存贷款余额/全部金融机构存贷款总额”和“金融机构存贷款总额/GDP”两项指标衡量了金融发展对经济增长的影响。综上所述,多数学者基本都沿用了Goldsmith^[31]提出的用金融总资产与国民财富比值等指标来度量金融发展水平,只是结合具体情况进行了适度改良。我国当前的金融结构是以银行信贷为主体的间接融资体系,直接融资总量相对较小,还不足18%,且无法将其按照地区进行合理分割,故只有总量数据,并没有分省数据。因此,鉴于我国的现实情况与数据的可得性,同时兼顾指标的权威性,本文拟综合Wurgler^[4]、林毅夫和姜烨^[34]所设计的指标,用“金融机构存贷款总额/GDP”来衡量各省的金融发展水平,其中金融机构各项存贷款余额数据来源于2000—2015年《中国金融统计年鉴》,GDP数据来源于2000—2015年《中国统计年鉴》。 β_3 为金融发展与产业增加值交乘项的系数,若 β_3 大于零,表明金融发展改善了资本配置效率,反之说明金融发展抑制了实体经济资本配置效率的提高,且该系数值越大,表示金融发展对资本配置效率的影响力越大。

$M_{i,t}$ 代表各省的金融市场化指标。但对于如何测度金融市场化程度,现有文献鲜有研究。Laeven^[35]从六个方面设计了自由化指数来衡量金融自由化程度,如果某一方面进行了自由化改革,则赋值1,否则为0,因此这种测度依赖于某种明确的自由化举措,如彻底放开利率,故无法测度渐进式改革;Bandiera等^[36]运用主成分分析法建立了一个新的自由化指数来衡量金融自由化程度,但仍然存在同样的问题,即无法测度改革过程的渐进特征;樊纲和王小鲁^[27-28]在借鉴国内外相关市场化测度体系基础上,提出了“中国市场化指数”,该指标由于具有“针对经济转轨过程中我国各地区市场化程度的测度”,以及获取资料上的优势等优点在我国产生了很大的影响。但是“中国市场化指数”是从政府与市场关系、非国有经济发展、产品市场发育、要素市场发育、市场中介组织发育和法律制度环境5个方面来衡量经济的市场化,而本文要研究的是金融市场化,因此本文拟选用其中反映要素市场发育的指标之一“金融市场化程度”指标来衡量样本的金融市场化程度,但是该指标只有1999—2009年数据,而樊纲和王小鲁^[27-28]这套指标体系的计算相当烦琐,因此对于2010—2014年的数据本文拟采用拟合的方法对其进行测算,同时已知年份越接近预测年份,其值也越接近预测值,所以采用加权线性回归更合理,其中权重衰减方案使用指数衰减,原理如下:

$$\text{设拟合曲线为: } y = a + bx \tag{3}$$

$$\text{目标函数为: } f = \sum_i \alpha_i \times (a + bX_i - Y_i)^2 \tag{4}$$

其中: $\alpha_i = \exp[-(2009 - year)/12]$,即2009年的权重为 $\exp(-0/12) = 1$,1999年的权重为 $\exp(-10/12) = 0.4346$ 。那么取极小值时满足:

$$\frac{\partial f}{\partial a} = 0 \tag{5}$$

$$\frac{\partial f}{\partial b} = 0 \tag{6}$$

$$\text{由以上两式可以推出: } b = \frac{\sum \alpha_i \times \sum (\alpha_i X_i Y_i) - \sum (\alpha_i X_i) \sum (\alpha_i Y_i)}{\sum \alpha_i \sum (\alpha_i X_i^2) - [\sum (\alpha_i X_i)]^2} \tag{7}$$

$$a = \frac{\sum (\alpha_i Y_i) - b \times \sum (\alpha_i X_i)}{\sum \alpha_i} \tag{8}$$

使用上述方法可得到各地区 2010—2014 年的金融市场化程度的预测值。拟合效果如表 1 所示,除了海南调整后的 R^2 只有 0.2199,其他地区的拟合效果基本都比较好。 β_5 为金融市场化与产业增加值交乘项的系数,若 β_5 大于零,表明金融市场化有助于改善资本配置效率,反之说明金融市场化阻碍了实体经济资本配置效率的提高,且该系数数值越大,表示金融市场化对资本配置效率的影响力越大。 $control$ 为模型的控制变量,因为资本配置效率除了受到金融发展和金融市场化的影响外,还受到很多其他因素的影响。参考已有的相关研究,本文拟选择地区经济增长水平、政府对市场的干预程度、人力资本状况和经济的开放程度四个指标作为控制变量。各指标解释如下。

(1)地区经济增长水平(Eco)。由前文分析基本可以得出,一个地区经济越发达,资本配置效率越高,即经济的发展可以促进资本配置效率水平的提高。本文拟选择国内生产总值指数来衡量地区的经济增长水平。(2)政府对市场的干预程度(Gov)。地方政府可以通过直接干预或制定战略规划等手段来影响资本配置。适度的干预,从某种角度来讲是对市场机制的有益补充,尤其是地方政府对教育和科技的投入;但是过度地干预,严重影响了资本配置效率。因此,本文拟选择地区政府开支(扣除教育和科技支出)占 GDP 比重作为衡量地方政府对经济的干预程度。数据来源于 2000—2015 年《中国统计年鉴》。(3)人力资本状况(Edu)。一个地区吸引资本流入的能力不仅取决于该地区的物质基础和技术能力,而且与该地区的人力资源状况密切相关。在计算各地区的人力资本状况时,本文拟采用国际通行方法,即以人均受教育年限来度量人力资本状况。其中,小学、初中、高中和大学受教育年限分别设为 6 年、9 年、12 年和 16 年。平均受教育年限 = 小学教育程度人口比重 \times 6 + 初中教育程度人口比重 \times 9 + 高中教育程度人口比重 \times 12 + 大专以上教育程度人口比重 \times 16。数据来源于 2000—2015 年《中国统计年鉴》。(4)地区经济开放程度($Open$)。地区经济开放程度的提高通常表现为要素和产品在区域间流动的日益扩大,各地区可通过积极参与国际分工和国际竞争,充分发挥比较优势,实现资本在国际流动,促进资本配置效率提高。因此,本文拟选用进出口总额表示地区经济开放程度。数据来源于 2000—2015 年《中国统计年鉴》。相关变量描述性统计结果见表 2。

(二)实体经济资本配置效率的测度

为了更好地考察金融发展和金融市场化对实体经济资本配置效率的影响,本文拟首先运用 Wurgler^[4]的资本配置效率估算模型对我国的资本配置效率进行测算,在此基础上再将各影响因子分别纳入模型,得到一个新的资本配置效率值,然后将两者进行比较可得到金融发展和金融市场化对其所产生的影响。

表 1 我国各省金融市场化程度拟合效果

| 地区 | P 值 | | adj R^2 | 地区 | P 值 | | adj R^2 |
|-----|-------|-------|-----------|----|-------|-------|-----------|
| | a | b | | | a | b | |
| 北京 | 0.001 | 0.000 | 0.8498 | 湖北 | 0.055 | 0.000 | 0.9527 |
| 天津 | 0.001 | 0.000 | 0.8259 | 湖南 | 0.000 | 0.000 | 0.8869 |
| 河北 | 0.000 | 0.000 | 0.9487 | 广东 | 0.000 | 0.000 | 0.8476 |
| 山西 | 0.043 | 0.000 | 0.9355 | 广西 | 0.078 | 0.000 | 0.9233 |
| 内蒙古 | 0.613 | 0.000 | 0.9044 | 海南 | 0.000 | 0.146 | 0.2199 |
| 辽宁 | 0.000 | 0.000 | 0.9681 | 重庆 | 0.000 | 0.000 | 0.8998 |
| 吉林 | 0.422 | 0.001 | 0.7113 | 四川 | 0.168 | 0.002 | 0.6518 |
| 黑龙江 | 0.097 | 0.000 | 0.9124 | 贵州 | 0.237 | 0.000 | 0.7974 |
| 上海 | 0.000 | 0.001 | 0.7138 | 云南 | 0.003 | 0.000 | 0.9722 |
| 江苏 | 0.000 | 0.001 | 0.6951 | 西藏 | 0.004 | 0.000 | 0.9363 |
| 浙江 | 0.000 | 0.000 | 0.9150 | 陕西 | 0.000 | 0.000 | 0.8755 |
| 安徽 | 0.000 | 0.000 | 0.9316 | 甘肃 | 0.115 | 0.000 | 0.7325 |
| 福建 | 0.000 | 0.000 | 0.9608 | 青海 | 0.184 | 0.000 | 0.9487 |
| 江西 | 0.066 | 0.000 | 0.8747 | 宁夏 | 0.042 | 0.000 | 0.8743 |
| 山东 | 0.000 | 0.000 | 0.9541 | 新疆 | 0.591 | 0.000 | 0.8699 |
| 河南 | 0.000 | 0.000 | 0.9585 | | | | |

表 2 相关变量描述性统计

| 变量 | 样本量 | 均值 | 标准差 | 最小值 | 最大值 | 四分位数 | | |
|---------------------|-----|---------|-------|---------|--------|--------|--------|--------|
| | | | | | | 25% | 50% | 75% |
| $I_{i,t}/I_{i,t-1}$ | 496 | 1.189 | 0.107 | 1.691 | 0.880 | 1.116 | 1.180 | 1.241 |
| $V_{i,t}/V_{i,t-1}$ | 496 | 1.146 | 0.058 | 1.323 | 1.006 | 1.100 | 1.139 | 1.192 |
| $F_{i,t}$ | 496 | 1.204 | 1.096 | 7.928 | 0.000 | 0.555 | 1.057 | 1.363 |
| $M_{i,t}$ | 496 | 8.245 | 3.622 | 16.436 | 0.000 | 5.315 | 8.410 | 11.062 |
| $Eco_{i,t}$ | 496 | 111.471 | 2.467 | 123.800 | 104.90 | 109.70 | 111.50 | 112.90 |
| $Gov_{i,t}$ | 496 | 8.177 | 1.238 | 12.028 | 2.948 | 7.537 | 8.242 | 8.870 |
| $Edu_{i,t}$ | 496 | 0.317 | 0.398 | 1.868 | 0.032 | 0.081 | 0.131 | 0.343 |
| $Open_{i,t}$ | 496 | 0.167 | 0.137 | 1.115 | 0.047 | 0.099 | 0.132 | 0.179 |

1. 我国实体经济资本配置的整体效率测度

为了从整体上衡量我国实体经济资本配置的效率水平,本文将1999—2014年我国31个省份的全行业固定资本形成总额与地区总产值的面板数据(数据来源于2000—2015年《中国统计年鉴》)代入(1)式,运用固定效应模型进行回归,结果如表3所示。

即我国实体经济资本配置效率的测算模型为:

$$\ln \frac{I_{i,t}}{I_{i,t-1}} = 0.0444 + 0.9241 \ln \frac{V_{i,t}}{V_{i,t-1}} \quad (9)$$

由以上回归结果看,我国实体经济资本配置效率为0.9241,大于0,且在1%的显著性水平上通过检验。因此,从整体来看,我国实体经济资本配置效率水平显著有效。

2. 我国实体经济资本配置效率的区域差异

我们分别将1999—2014年我国东部、中部和西部各省的全行业固定资本形成总额和地区总产值数据(数据来源于2000—2015年《中国统计年鉴》)代入(1)式,建立3个面板数据模型,可得到我国东、中、西部区域的实体经济资本配置效率,如表4所示。

由以上回归结果看,我国东、中、西部三大地区实体经济资本配置效率分别为1.1335、1.0283和0.7455均大于零,且均在1%的显著性水平上通过了检验,这表明我国三大地区的实体经济资本配置效率都是有效的。具体来看,东部最高,中部次之,西部最低,这在一定程度上验证了资本配置效率与经济增长水平是正相关的,即提高资本配置效率可以促进经济增长。

(三) 金融发展、金融市场化对实体经济资本配置效率影响的实证检验与结果分析

1. 单位根检验

为避免数据的非平稳性造成伪回归,回归前先对面板数据进行单位根检验,以验证数据的平稳性。在此我们采用ipshin命令检验各变量数列及其一阶差分数列的平稳性,因为该命令考虑了截面异质性和干扰项的序列相关问题,但该命令要求面板是平行的,因此在平稳性检验之前,我们先用xtbalance命令将其处理为平行面板。检验结果如表5所示。

从上述检验结果可以看出,所有变量中除了 $\ln(I_{i,t}/I_{i,t-1})$ 、 $\ln(V_{i,t}/V_{i,t-1})$ 和 $\ln M_{i,t}$ 都在1%的显著性水平拒绝了“面板中所有截面对应的数列都是非平稳”的原假说,即这两个变量数列是平稳的,而其他几个变量是非平稳数列,于是我们又

对这几个变量进行一阶差分之后再行单位根检验,检验结果显示差分后的面板数列均在1%的显著水平上拒绝了原假说。因此,我们认为,各变量均为平稳数列,不会出现伪回归的可能。

2. 回归结果

为选择适合的回归模型,本文又进行了Hausman检验。当Hausman检验结果被拒绝时,选择固

表3 1999—2014年我国实体经济资本配置效率

| | 系数 | 标准误 | t值 | P值 |
|--------------------------|--------|--------|-------|------------|
| $\ln(V_{i,t}/V_{i,t-1})$ | 0.9241 | 0.0656 | 14.10 | 0.000(***) |
| 常数项 | 0.0444 | 0.0094 | 4.73 | 0.000(***) |

注:***表示在1%水平上显著性,下同。

表4 1999—2014年我国东、中、西部区域实体经济资本配置效率

| 区域 | 资本配置效率 | 标准误 | t值 | P值 | 常数项系数 |
|----|--------|--------|-------|------------|---------|
| 东部 | 1.1335 | 0.0970 | 11.68 | 0.000(***) | -0.0003 |
| 中部 | 1.0283 | 0.1048 | 9.81 | 0.000(***) | 0.0359 |
| 西部 | 0.7455 | 0.1180 | 6.31 | 0.000(***) | 0.0823 |

表5 变量单位根检验结果

| 变量 | t-bar | 临界值 | | | P值 |
|--------------------------|--------|--------|--------|--------|-------|
| | | 10% | 5% | 1% | |
| $\ln(I_{i,t}/I_{i,t-1})$ | -1.970 | -1.690 | -1.740 | -1.830 | 0.005 |
| $\ln(V_{i,t}/V_{i,t-1})$ | -2.014 | -1.690 | -1.740 | -1.830 | 0.003 |
| $\ln F_{i,t}$ | -1.370 | -1.690 | -1.740 | -1.830 | 0.766 |
| $\ln M_{i,t}$ | -3.948 | -1.690 | -1.740 | -1.830 | 0.000 |
| $\ln Eco_{i,t}$ | -1.671 | -1.690 | -1.740 | -1.830 | 0.180 |
| $\ln Gov_{i,t}$ | -1.655 | -1.690 | -1.740 | -1.830 | 0.204 |
| $\ln Edu_{i,t}$ | -1.682 | -1.690 | -1.740 | -1.830 | 0.165 |
| $\ln Open_{i,t}$ | -1.174 | -1.690 | -1.740 | -1.830 | 0.963 |
| $D. \ln F_{i,t}$ | -2.401 | -1.700 | -1.750 | -1.850 | 0.000 |
| $D. \ln Eco_{i,t}$ | -3.223 | -1.700 | -1.750 | -1.850 | 0.000 |
| $D. \ln Gov_{i,t}$ | -3.001 | -1.700 | -1.750 | -1.850 | 0.000 |
| $D. \ln Edu_{i,t}$ | -3.516 | -1.700 | -1.750 | -1.850 | 0.000 |
| $D. \ln Open_{i,t}$ | -2.698 | -1.700 | -1.750 | -1.850 | 0.000 |

定效应模型(*Fe*);反之,如果检验结果无法拒绝时,就使用随机效应模型(*Re*)。为了考察实证模型的稳定性,本文在保持控制变量的条件下逐步加入重点考察的影响因子及其交乘项,从而得到四个实证方程,如表6所示。模型(1)主要考察我国实体经济的资本配置效率,模型(2)和模型(3)分别考察金融发展和金融市场化对实体经济资本配置效率的影响,模型(4)则是考察制度约束对实体经济资本配置效率的综合影响,Hausman 检验结果显示,除模型(4)应选择随机效应模型进行估计外,其余几个模型均应选择固定效应模型进行回归。同时,经济增长水平可能与干扰项相关,为了避免因内生性问题造成模型不合理,本文以经济增长水平为内生变量,以政府对市场干预程度、人力资本状况和地区经济开放程度为工具变量,运用 Davidson-MacKinnon 内生性检验进行IV估计。回归结果见表6。

从实证结果分析可得出以下结论。

(1)四个模型中, $\ln(V_{i,t}/V_{i,t-1})$ 的系数均显著为正,意味着我国金融资本能够根据实体经济发展状况做出正确的增资或撤资的决策,表明我国实体经济的资本配置效率整体是有效的。但是,与表3相比,在模型中加入影响因子后, $\ln(V_{i,t}/V_{i,t-1})$ 的系数值出现明显变化。其中,模型(1)仅加入控制变量,其系数值明显下降,而模型(2)在此基础上再加入金融发展变量后,其系数值增加,但幅度较小,表明我国金融发展虽然优化了资本配置,可效果并不明显,这与本文的理论假说(H1)以及相关文献^[21]研究结论相符;但是在模型(1)的基础上加入金融市场化变量后, $\ln(V_{i,t}/V_{i,t-1})$ 系数值显著增加,表明我国金融市场化水平的提高极大地促进了资本配置效率水平的提高,这与本文的理论假说(H2)完全吻合;在同时考虑所有影响因子后, $\ln(V_{i,t}/V_{i,t-1})$ 系数值达到最大,表明各种影响因子在整体上是促进了

我国实体经济资本配置效率的提高。(2)模型(2)和模型(4)中交乘项 $\ln(V_{i,t}/V_{i,t-1}) \times \ln F_{i,t}$ 的系数仅在10%的显著性水平为正值,且系数值较小,表明我国金融的发展虽然促进了实体经济资本配置效率的提高,但相关性较弱,再次证实了本文理论假说(H1)。(3)模型(3)和模型(4)交乘项 $\ln(V_{i,t}/V_{i,t-1}) \times \ln M_{i,t}$ 的系数在1%的显著性水平均为正,且系数都接近0.5,表明我国金融市场化改革有效促进了实体经济资本配置效率的提高,再次证实了本文理论假说(H2)。(4) $\ln Eco_{i,t}$ 、 $\ln Gov_{i,t}$ 、 $\ln Open_{i,t}$ 系数均通过了显著性检验,其中 $\ln Eco_{i,t}$ 系数为正,且系数较大,表明我国地区的经济增长明显促进了资本配置效率水平的提高;而 $\ln Gov_{i,t}$ 和 $\ln Open_{i,t}$ 系数为负,表明地方政府的行政干预和地区经济开放程度引起了实体经济的固定资本形成总额的减少,这可能是由于随着区域的对外开放,

表6 回归结果估计

| 解释变量 | 模型 | | | | IV估计模型 |
|---|-------------------------------|------------------------|-------------------------|------------------------|-------------------------|
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
| $\ln(V_{i,t}/V_{i,t-1})$ | 0.3499*** (0.1176) | 0.3664*** (0.1089) | 1.2670*** (0.2601) | 1.3684*** (0.2703) | 1.1682*** (0.4533) |
| $\ln F_{i,t}$ | | -0.0149* (0.0132) | | -0.0099* (0.0132) | -0.0406* (0.0242) |
| $\ln(V_{i,t}/V_{i,t-1}) \times \ln F_{i,t}$ | | 0.1145* (0.0892) | | 0.0614* (0.0888) | 0.1139* (0.1021) |
| $\ln M_{i,t}$ | | | -0.0350*** (0.0.132) | -0.0436*** (0.0141) | -0.0412** (0.0216) |
| $\ln(V_{i,t}/V_{i,t-1}) \times \ln M_{i,t}$ | | | 0.4310*** (0.1145) | 0.4887*** (0.1201) | 0.5284*** (0.1715) |
| $\ln Eco_{i,t}$ | 1.7987*** (0.2731) | 1.6588*** (0.2424) | 1.6897*** (0.2343) | 1.6147*** (0.2408) | 2.3918*** (0.6731) |
| $\ln Gov_{i,t}$ | -0.0142** (0.0065) | -0.0111* (0.0071) | -0.0128** (0.0067) | -0.0095* (0.0072) | |
| $\ln Edu_{i,t}$ | -0.0120 (0.0213) | -0.0125 (0.0231) | -0.0004 (0.0254) | 0.0125 (0.0276) | |
| $\ln Open_{i,t}$ | -0.0125*** (0.0035) | -0.0140*** (0.0039) | -0.0125*** (0.0036) | -0.0154*** (0.0039) | |
| 常数项 | -7.7281*** (1.1081) | -7.6725 (1.1325) | -7.29133*** (1.0969) | -7.6121*** (1.1242) | -11.1984*** (3.3127) |
| 观测值 | 496 | 496 | 496 | 496 | 496 |
| R^2 (within) | 0.3697 | 0.3326 | 0.274 | 0.3643 | 0.2923 |
| 截面数 | 31 | 31 | 31 | 31 | 31 |
| Hausman 检验 | 18.51 | 62.64 | 15.58 | 5.51 | 10.85 |
| p 值 | 0.0051 | 0.0000 | 0.0488 | 0.8544 | 0.0932 |
| 备注 | 固定效应 | 固定效应 | 固定效应 | 随机效应 | 固定效应 |
| | Davidson-MacKinnon 内生性检验(p 值) | | | | 0.2616 |

注:*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$,系数下括号内的数值为标准误,下同。

实体经济的增长模式由粗放型扩张模式向集约型增长模式转变结果。但是地区人力资本状况 $\ln Edu_{i,t}$ 未通过显著性检验,且系数非常小,表明当前人力资本状况对资本配置效率未产生明显影响。(5)综合各变量系数来看,影响我国实体经济资本配置效率的各因素中,地区经济发展水平影响力最大,金融市场化 and 金融发展次之,其他几个因素的影响力都比较小。(6)IV估计的结果显示, p 值为0.2616,表明无法拒绝“不存在内生性问题”的原假设,因此我们认为模型设置是合理的。

3. 分区域回归结果

为了进一步研究不同的金融发展水平和金融市场化程度对资本配置效率的影响,同时综合上述实证结果,本文决定以影响力较显著的地区经济增长水平为控制变量,分区域进行回归,构建如下模型:

$$\ln \frac{I_{i,t}}{I_{i,t-1}} = \alpha + \beta_1 \ln \frac{V_{i,t}}{V_{i,t-1}} + \beta_2 \ln F_{i,t} + \beta_3 \ln \frac{V_{i,t}}{V_{i,t-1}} \times \ln F_{i,t} + \beta_4 \ln M_{i,t} + \beta_5 \ln \frac{V_{i,t}}{V_{i,t-1}} \times \ln M_{i,t} + \beta_6 \ln Eco_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (10)$$

为了解各区域金融发展及金融市场化水平,在进行实证之前,我们先分东、中、西三大区域对这两个变量进行描述性统计。我们知道东部是我国经济发达地区,而西部是我国经济欠发达地区,中部经济发展水平居中,但由表

表7 分区域金融发展和金融市场化变量的描述性统计

| 变量 | 东部 | | | 中部 | | | 西部 | | |
|-----------|-----|-------|-------|-----|-------|-------|-----|-------|-------|
| | 样本量 | 均值 | 标准差 | 样本量 | 均值 | 标准差 | 样本量 | 均值 | 标准差 |
| $F_{i,t}$ | 177 | 2.464 | 2.448 | 128 | 2.953 | 1.687 | 191 | 3.178 | 3.239 |
| $M_{i,t}$ | 177 | 9.606 | 3.016 | 128 | 7.823 | 3.631 | 191 | 7.265 | 3.758 |

7可以看出,用“金融机构贷款余额/GDP”来衡量的金融发展水平显示,西部的金融发展水平最高、而东部最低,这与我国的经济发展水平刚好相反,原因可能是西部地区经济的发展更多地依赖于银行信贷,而金融市场化水平与经济发展水平呈现出一致性,即金融市场化程度高的地区,经济越发达。

由表8可以看出:(1)与表3和表4结果对比发现,在考虑了主要影响因子后,我国整体及各区域实体经济的资本配置效率都显著得到提高,表明这些因素整体上改善了资本配置状况。(2)各区域金融发展与产业增加值的交乘项系数均为正值,表明各区域金融的发展都促进了其资本配置效率的提高,其中西部的促进作用最大,结合各区域金融发展水平(见表7)我们可基本得出,金融发展水平越高,其对资本配置的优化作用越明显,进一步证实了本文的理论假说(H1)。(3)各区域金融市场化水平都与资本配置效率正相关,其中,东部和中部的金融市场化对资本配置效率的促进作用最大,西部相对较低,结合各区域的金融市场化水平(见表7),可得出金融市场化程度越高,资本配置效率水平也越高,进一步证实了本文的理论假说(H2),但金融市场化对资本配置的优化作用明显优于

表8 分区域回归结果估计

| 解释变量 | 全国 | 东部 | 中部 | 西部 |
|---|-------------------------|-------------------------|-------------------------|--------------------------|
| $\ln(V_{i,t}/V_{i,t-1})$ | 1.3973 *** (0.2887) | 2.8029 *** (0.8281) | 1.9620 *** (0.4882) | 1.0370 ** (0.4561) |
| $\ln F_{i,t}$ | -0.0283 (0.0223) | 0.0102 (0.0344) | -0.0762 * (0.0694) | -0.0634 * (0.0366) |
| $\ln(V_{i,t}/V_{i,t-1}) \times \ln F_{i,t}$ | 0.0909 (0.0921) | 0.1097 (0.1133) | 0.1041 * (0.1081) | 0.1819 (0.0834) |
| $\ln M_{i,t}$ | -0.0458 *** (0.0144) | -0.1280 *** (0.0435) | -0.0687 *** (0.0219) | -0.0370 * (0.0242) |
| $\ln(V_{i,t}/V_{i,t-1}) \times \ln M_{i,t}$ | 0.5273 *** (0.1278) | 0.9251 ** (0.3638) | 0.7980 *** (0.2129) | 0.5275 ** (0.2040) |
| $\ln Eco_{i,t}$ | 1.7163 *** (0.2774) | 1.0460 *** (0.3812) | 1.7705 *** (0.5342) | 2.2105 *** (0.5177) |
| 常数项 | -8.0556 *** (1.2923) | -5.1538 *** (1.7823) | -8.3370 ** (2.4886) | -10.3057 *** (2.4113) |
| 观测值 | 462 | 165 | 120 | 177 |
| R^2 (within) | 0.3581 | 0.4698 | 0.5172 | 0.2827 |
| 截面数 | 31 | 11 | 8 | 12 |
| Hausman 检验 | 14.34 | -10.40 | 1.19 | 4.83 |
| p 值 | 0.0260 | | 0.9772 | 0.5658 |
| 备注 | 固定效应 | 固定效应 | 随机效应 | 随机效应 |

金融发展。(4)各地区经济的发展都显著地促进了资本的流入,但经济最发达的东部其促进作用最

小,而经济最不发达的西部其促进作用最大,这表明当经济发展达到一定水平后,其对资本配置效率的促进作用在弱化。

五、结论

本文在对 Wurgler^[4]的资本配置效率估算模型进行修正的基础上,利用 1999—2014 年我国 31 个省市的省际面板数据,实证检验重点考察了金融发展和金融市场化对资本配置效率的影响,得出如下结论:(1)我国实体经济资本配置效率整体有效,且效率水平较高,但存在显著的区域差异。东、中、西三部的资本配置效率均显著有效,其中东部最高,中部次之,而西部最低,这在一定程度上表明资本配置效率与经济增长水平正相关。(2)我国以银行信贷为主体的金融体系虽然对实体经济资本配置效率的提高有一定的促进作用,但效果不明显。因此,我国应积极改变依靠扩大金融业务、增设机构的粗放型扩张模式,向以改善金融服务、优化金融结构、提高金融效率的集约型模式转变,而且金融机构资本的配置应以“效率优先,兼顾公平”,向符合条件的民营企业积极提供金融支持,以更好地促进我国实体经济的发展。(3)我国金融市场化有效促进了实体经济资本配置效率的提高,且金融市场化程度越高,其促进作用越显著。因此,我国不仅要保持经济稳定健康发展,而且要进一步深化金融市场化改革,提高金融市场化程度,充分发挥市场在资源配置中的作用,积极引导金融资本回流入实体经济,防止出现金融资本“脱实向虚”和实体经济“空心化”现象。(4)多个维度都表明地区经济的发展能显著提高资本配置效率水平,但随着经济发展水平的提高,这种促进作用在弱化,因此随着经济的发展,还应借助其他手段,如金融市场化等来优化我国实体经济资本的配置。(5)影响我国实体经济资本配置效率的各因素中,地区经济发展水平和金融市场化水平影响力最大,这表明当前我国应着重从这两方面着手来提高我国实体经济资本配置效率,以促进经济的稳定健康发展。

参考文献:

- [1]登宁. 工联和罢工[R]. 伦敦:英国工会活动,1983.
- [2]King R G, Levine R. Finance and growth: schumpeter might be right[J]. The Quarterly Journal of Economics, 1993, 108(3): 717-737.
- [3]Levine R. Law, finance, and economic growth[J]. Journal of Financial Intermediation, 1999, 8(1): 8-35.
- [4]Wurgler J. Financial markets and the allocation of capital[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58(1): 187-214.
- [5]Beck T, Levine R. Industry growth and capital allocation: does having a market-or bank-based system matter? [J]. Journal of Financial Economics, 2002, 64(2): 147-180.
- [6]Almeida H, Wolfenzon D. The effect of external finance on the equilibrium allocation of capital[J]. Journal of Financial Economics, 2005, 75(1): 133-164.
- [7]李青原, 赵奇伟, 李江冰, 等. 外商直接投资, 金融发展与地区资本配置效率 [J]. 金融研究, 2010(3):80-97.
- [8]王永剑, 刘春杰. 金融发展对中国资本配置效率的影响及区域比较[J]. 财贸经济, 2011(3): 54-60.
- [9]Aghion P, Howitt P. A model of growth through creative destruction[J]. Econometrica, 1992, 60(2):323-351.
- [10]尹希果, 桑守田. 地方政府财政干预, 金融发展与区域资本配置效率[J]. 贵州财经学院学报, 2010(1): 41-46.
- [11]张庆君, 苏明政, 闵晓莹. 市场化能提高金融资源配置效率吗? [J]. 会计与经济研究, 2014, 28(3): 92-103.
- [12]王年咏, 刘方, 高云玲. 中国利率市场化对不同所有制企业资本配置效率的影响[J]. 云南师范大学学报(哲学社会科学版), 2014(3):88-95.
- [13]刘磊. 我国利率市场化与金融资源配置效率实证研究[J]. 征信, 2015(4):68-72.
- [14]方军雄. 市场化进程与资本配置效率的改善[J]. 经济研究, 2006(5): 50-61.
- [15]方军雄. 所有制, 制度环境与信贷资金配置[J]. 经济研究, 2007(12): 82-92.
- [16]McKinnon R I. Money and capital in economic development[M]. Washington: Brookings Institution Press, 1973.
- [17]Shaw E S. Financial deepening in economic development[M]. New York: Oxford University Press, 1973.
- [18]Krueger A O. The political economy of the rent-seeking society[J]. The American economic review, 1974, 64(3): 291-303.

- [19] Falcetti E, Missale A. Public debt indexation and denomination with an independent central bank [J]. *European Economic Review*, 2002, 46(10): 1825-1850.
- [20] 陈志斌, 范圣然. 政府质量、市场化程度与现金—现金流敏感性——来自后金融危机时期的经验证据 [J]. *审计与经济研究*, 2015(2): 52-60.
- [21] 潘文卿, 张伟. 中国资本配置效率与金融发展相关性研究 [J]. *管理世界*, 2003(8): 16-23.
- [22] 李青原, 李江冰, 江春. 金融发展与地区实体经济资本配置效率 [J]. *经济学(季刊)*, 2013(2): 527-548.
- [23] 蒲艳萍, 成肖. 金融发展, 市场化与服务业资本配置效率 [J]. *经济学家*, 2014(6): 43-52.
- [24] 徐浩, 冯涛, 张蕾. 金融发展、政府干预与资本配置效率——基于中国 1978—2013 年的经验分析 [J]. *上海经济研究*, 2015(10): 40-48.
- [25] Boot A W A, Thakor A V. Can relationship banking survive competition? [J]. *The Journal of Finance*, 2000, 55(2): 679-713.
- [26] Brown J R, Martinsson G, Petersen B C. Do financing constraints matter for R&D? [J]. *European Economic Review*, 2012, 56(8): 1512-1529.
- [27] 樊纲, 王小鲁. 中国各地区市场化进程 2000 年报告 [J]. *国家行政学院学报*, 2001(3): 17-27.
- [28] 樊纲, 王小鲁, 张立文, 等. 中国各地区市场化相对进程报告 [J]. *经济研究*, 2003(3): 9-18.
- [29] 韩立岩, 王哲兵. 我国实体经济资本配置效率与行业差异 [J]. *经济研究*, 2005(1): 77-84.
- [30] 吴涛, 李宏瑾. 我国各地区金融资源配置效率及其与金融发展的关系 [J]. *南方金融*, 2011(12): 37-40.
- [31] Goldsmith R W. *Financial structure and development* [R]. 1969.
- [32] 王子明, 周立. 中国各地区金融发展与经济增长实证分析: 1978—2000 [J]. *金融研究*, 2002(10): 1-13.
- [33] 庞晓波, 赵玉龙. 我国金融发展与经济增长的弱相关性及其启示 [J]. *数量经济技术经济研究*, 2003(9): 47-51.
- [34] 林毅夫, 姜烨. 经济结构, 银行业结构与经济发展——基于分省面板数据的实证分析 [J]. *金融研究*, 2006(1): 7-22.
- [35] Laeven L. *Financial liberalization and financing constraints: evidence from panel data on emerging economies* [R]. World Bank, Financial Sector Strategy and Policy Department, 2000.
- [36] Bandiera O, Caprio G, Honohan P, et al. Does financial reform raise or reduce saving? [J]. *Review of Economics and Statistics*, 2000, 82(2): 239-263.

[责任编辑:杨志辉]

Financial Development, Financial Marketization and Capital Allocation Efficiency of the Real Economy

DAI Wei^{1,2}, ZHANG Xuefang²

(1. School of Management, Huazhong University of Science and Technology, Wuhan 430074, China;

2. School of Economics and Management, Hubei Institute of Science and Technology, Huangshi 435003, China)

Abstract: In this paper, based on Wurgler's corrected estimation model of capital allocation efficiency, we did an empirical test of the impact of financial development and financial marketization level on capital allocation efficiency of the real economy. The results show that the financial marketization significantly optimizes the capital allocation of the real economy, meanwhile, bank credit as the main financing system has promoted the improvement of the capital allocation efficiency of the real economy, but the effect is not obvious. In addition, we also found that in the control variables introduced, the impact of the level of economic development capital allocation efficiency is significantly larger; and by further sub-regional regression results show that the more economically developed areas, the higher the degree of financial marketization, the more significant its optimization. But with the regional economic development, the level of economic development itself on the optimization of capital allocation is weakened.

Key Words: financial development; financial marketization; real economy; capital allocation efficiency; financial system; banking structure; financial capital; financial resources allocation