

江苏省金融市场发展对资本配置效率

影响的实证研究¹

陈祖华，高 燕

（南京审计大学 经济与贸易学院，江苏 南京 211815）

【摘要】：金融发展会影响资本配置效率进而作用于经济增长，在金融发展与经济增长的关系中，资本配置效率是一个重要的传导机制。文章以资本配置效率为切入点，对金融市场发展与资本配置效率的关系进行了分析。首先基于 Wurgler（2000）资本配置效率估算模型，利用 1994-2015 年江苏省工业内部 34 个行业的数据测算出江苏省历年的资本配置效率；在此基础上，运用协整检验、向量误差修正模型（VECM）等方法分析了江苏省金融市场发展与资本配置效率的关系；最后的实证结果表明，江苏省金融市场发展与资本配置效率存在着长期协整关系，信贷市场、短期信贷规模的发展提高了资本配置效率，而股票市场未能有效促进资本配置效率的提高。

【关键词】：资本配置效率；金融市场；Jeffrey Wurgler 模型

【中图分类号】：F127；F830.9

【文献标识码】：A

【文章编号】：1007-5097（2018）03-0028-06

一、引言

金融发展与经济增长存在着紧密关联，早在 20 世纪 50 年代，Gurley 和 Shaw（1955；1956）就提出金融发展是推动经济增长的动力源泉，经济发展阶段越高金融发挥的作用越强。国内外很多研究表明，金融市场发展、资本配置效率和经济发展三者之间存在着密切关联，金融市场发展对经济增长的促进作用依赖于资本配置效率这一传导机制。因此，在经济发展中，如何通过金融市场发展来提高资本配置效率是一个重要的问题。

江苏作为经济大省，其经济总量一直居全国前列，地区生产总值连跨万亿元台阶，与此同时，江苏省的金融业也得到了较好发展。国内一些学者在以地区为样本的研究中，发现我国一些地区金融市场发展通过扩张资本总量规模促进经济增长，以高投入获得高产出，并非以提高资本配置效率的方式^[1]，这与长期以来粗放式的经济发展方式有着密不可分的关系。作为经济和金融发展程度相对领先的省份，江苏省是否也存在这一问题呢？在经济新常态下，探讨江苏省金融市场发展对资本配置效率的影响，对于准确把握其资本配置效率、客观评价其金融市场发展对资本配置的影响及两者之间的相关性，以更好促进经济发展转型升级，显然具有重要的现实意义。

二、文献回顾

关于金融市场发展与资本配置效率的关系，国外学者的理论研究表明，金融市场发展能够提高资本配置效率^[2-3]，这些学者

¹**【作者简介】：**陈祖华（1972-），男，江西宜春人，副教授，理学博士，研究方向：区域经济学；高燕（1955-），女，安徽六安人，硕士研究生，研究方向：金融发展与经济增长。

从不同角度研究认为，金融发展可以通过改善信息不对称、提供信贷等途径来提高资本配置效率。在实证研究上，很多学者基于国家层面来分析^[4-6]，他们的实证研究表明，金融市场发展能够促进资本配置效率的提高，从而积极作用于经济发展。

国内学者根据我国现实情况进行了较多研究。在对资本配置效率进行测量时，大部分文献采用 Jeffrey Wurgler 公式^[7]考察我国国家整体、区域以及各行业的资本配置效率情况^[8-13]，研究发现我国整体的资本配置效率较低，地区、行业间的资本配置效率也不高，并且资本配置效率在地区间有很大差异。关于金融市场发展对资本配置效率的影响，多数观点认为这种影响是正的，即金融发展能够提高资本配置效率^[14-17]。也有一部分研究表明我国金融发展对资本配置效率的影响不显著甚至为负，两者呈现出弱相关或负相关关系，金融市场未能有效发挥提高资本配置效率的作用^[8, 1, 18-19]。对于作用微弱的原因，不同学者提出了不同的看法，有的考虑政府干预这一因素，认为政府的过多干预阻碍了金融市场发挥提高资本配置效率的职能^[12, 16]；还有的考虑政策环境、制度等与地区自身特性相关的因素，认为这些因素会降低金融发展与资本配置效率之间的相关性^[20]。

综上所述，金融发展能促进资本配置效率的改善，但受政府干预、法律、制度等诸多因素的影响，有些区域或地区正相关关系不显著。从现有的探讨金融市场发展与资本配置效率关系的文献来看，以国家为整体进行研究的较多，基于区域、地区层面的研究相对较少。鉴于我国经济发展不平衡，各个地区经济和金融发展程度有差距，基于国家层面的研究会忽视其内部各地区之间发展的差距，可能导致其研究结果平均化。所以有必要对具有不同特征的地区进行单独研究，以作为对现有研究的补充。本文参考 Wurgler 提出的资本配置效率研究方法，选择江苏省 1994-2015 年 34 个工业行业数据，测算江苏省不同年份动态变化的资本配置效率，在此基础上选取金融市场发展的相关指标，进一步讨论江苏省资本配置效率与金融市场之间的相关关系，探索江苏省资本配置效率以及怎样通过金融市场发展来提高资本配置效率，从而促进江苏省经济发展。

三、实证结果与分析

（一）变量选择与计算

本文主要研究江苏省金融市场发展对资本配置效率的影响，以江苏省 1994-2015 年的资本配置效率作为被解释变量，以金融市场相关指标作为解释变量，进行实证检验。将江苏省金融市场分为信贷市场、短期信贷规模、股票市场三个部分，相应地以这三个部分的发展来衡量江苏省金融市场发展。下文采取的金融市场指标均以单位 GDP 为基准，其中，用江苏省金融机构信贷规模与 GDP 的比例 cred 来衡量江苏省信贷市场的发展水平；短期贷款占 GDP 的比例 sd 衡量短期信贷规模；股票市场发展水平指标用股票市值与 GDP 的比值 stk 来代表。

以上各指标的数据均来自江苏省统计年鉴和江苏省金融运行报告，时间跨度为 1994-2015 年。

为研究江苏省金融市场发展对资本配置效率的影响，需要测算作为被解释变量的资本配置效率。

1. 资本配置效率度量模型

资本配置效率一般是衡量稀缺资本或资源配置到利润率或生产效率较高的企业、行业和区域中的有效程度。稀缺资本从利润率较低的部门或地区流向利润率较高的地方，说明资本得到了很好的配置，资本配置效率得到了提高。

本文借助 Wurgler 模型测算资本配置效率：

$$\ln \frac{I_{c,t}}{I_{c,t-1}} = \theta_t + \eta \ln \frac{V_{c,t}}{V_{c,t-1}} + \varepsilon_{ct} \quad (1)$$

其中， I 是行业固定资产原值； V 是行业的工业总产值；下标 c 代表工业行业，下标 t 为年份； η 为资本配置效率，反映资本对于行业盈利能力的敏感性。 η 的取值范围是 $-1 \sim 1$ ， η 取值越大表明其资本配置效率越高，反之， $\eta < 0$ ，表明资本并没有对盈利性好的行业追加投资。需要说明的是，对于 I 和 V 的选取，韩立岩和蔡红艳（2002）^[8] 选定固定资产存量和利润额；李青原（2010）^[15] 使用各省工业行业数据，选取固定资产原值和行业的工业增加值。本文对这两个指标的选取参考了相关的文献，并且考虑到数据可得性，最终以行业的工业总产值增长率和固定资产原值增长率来测算江苏省资本配置效率。时间跨度为 1994-2015 年，又因为江苏省工业内部 39 个行业中“其他矿采选业”“汽车制造业”“金属制品、机械和设备修理业”“废弃资源和废旧材料回收加工业”以及“烟草制品业”这五个行业数据资料不全，最终选定工业内部的 34 个行业进行分析。进行实证分析需要消除通货膨胀对结果的影响，本文以 1994 年数据为基期，分别用工业品出厂价格和固定资产投资价格对 V 和 I 进行平减处理。所有数据均来源于 1994-2015 年的《江苏统计年鉴》，统计检验软件为 Eviews9.0。

2. 江苏省各年资本配置效率的动态变化

将江苏省 1994-2015 年各年工业内部 34 个行业的工业总产值增长率和固定资产原值增长率带入公式（1）建立 22 个方程。为了减少数据的偏度，对工业总产值和固定资产原值的增长率先加上 1 再取对数，应用最小二乘法进行回归，可得历年资本配置效率，回归系数和相应的统计指标见表 1 所列。

表 1 江苏省 1994-2015 年资本配置效率

年份	η_t	s.e	D-W	t 值	R ²	Prob
1994	0.532	0.239	1.925	2.23	0.134	0.033
1995	0.466	0.187	2.189	2.49	0.163	0.018
1996	0.016	0.131	1.804	0.12	0.000 5	0.902
1997	0.688	0.160	1.667	4.30	0.367	0.000
1998	0.585	0.137	2.074	4.27	0.363	0.000
1999	-0.098	0.292	1.385	-0.34	0.004	0.740
2000	0.588	0.201	2.027	2.92	0.211	0.006
2001	0.776	0.115	1.513	6.72	0.585	0.000
2002	1.374	0.154	2.279	5.42	0.471	0.000
2003	0.521	0.120	2.164	4.33	0.369	0.000
2004	0.126	0.126	1.592	1.00	0.0302	0.326
2005	1.198	0.157	1.892	5.24	0.454	0.000
2006	0.550	0.133	2.271	4.13	0.348	0.000
2007	0.045	0.166	2.083	0.27	0.0022	0.790
2008	0.497	0.308	1.768	1.61	0.075	0.116
2009	0.258	0.129	1.176	2.00	0.111	0.054
2010	0.765	0.221	1.915	3.46	0.273	0.002
2011	0.826	0.125	1.838	6.60	0.576	0.000
2012	0.734	0.180	2.174	4.08	0.342	0.000
2013	0.429	0.220	1.977	1.94	0.106	0.061
2014	0.502	0.350	1.568	1.43	0.0604	0.161
2015	0.283	0.089	2.724	3.20	0.242	0.003

由表 1 可知, 1996 年、1999 年、2004 年、2008 年和 2014 年的回归系数不显著 (t 值小于临界值), 其他年份的结果均显著, 1994-2015 年江苏省平均资本配置效率值为 0.518。Wurgler 测算出我国香港地区二十多年前平均资本配置效率为 0.948, 上文测算的结果与二十年前的香港地区相比还有着很大差距, 说明江苏省资本配置效率处于较低水平。从表 1 所示的历年资本配置效率数值可以看出, 江苏省资本配置效率波动较大, 究其原因, 本文从两方面来进行分析。首先, 作为经济大省和沿海省份, 江苏省资本市场对国家宏观经济形势和世界经济波动的反应较为敏感。宏观经济形势较好时, 资本配置效率总体较高, 且波动较小, 如 1994-1998 年我国经济发展势头强劲, 处于增长的起步期, 江苏省资本配置效率在这段时期整体处于上升的态势。而 2004-2007 年江苏省的资本配置效率降低, 主要是因为这些年间我国 CPI 一直处于较高的位置, 通货膨胀严重, 政府采取紧缩型货币政策。此时, 各个行业所能获得的资金会出现减少。其次, 金融市场发展是影响资本配置效率的重要因素之一, 金融市场的基本职能是提高资本配置效率。2000 年以后国有银行逐步开始商业化改革, 以期提高自身的运营效率和竞争力, 2000-2003 年改革初见成效, 资本配置效率大幅上升, 资本配置效率情况总体较好。

(二) 计量经济学方法及模型运用

本文选择利用多变量的 VAR 模型分析资本配置效率与金融市场发展之间的关系。构建包含变量 $\ln \eta$ 、 $\ln(\text{cred})$ 、 $\ln(\text{stk})$ 、 $\ln(\text{sd})$ 的 VAR 模型后, 运用协整检验、向量误差修正模型 (VECM)、脉冲响应函数和方差分解分析、Granger 因果关系检验进行实证分析, 实证结果比以单方程模型进行简单 OLS 回归更具可靠性。以下实证检验都是基于 Eviews9.0 软件。

1. 平稳性检验

在实证分析中, 由于时间序列可能存在异方差问题, 首先对所有变量做取自然对数处理, 同时为了减少数据的偏度, 对所有变量加上 1 后再取对数。

对时间序列数据分析之前需要检验数据是否平稳, 以避免数据不平稳造成的虚假回归等问题, 同时协整分析需要各变量均为 t 阶平稳。本文用 ADF 单位根检验的方法分别对 $\ln \eta$ 、 $\ln(\text{cred})$ 、 $\ln(\text{stk})$ 、 $\ln(\text{sd})$ 四个变量进行平稳性检验。由各个变量的 ADF 统计量可知, $\ln(\text{cred})$ 、 $\ln(\text{sd})$ 变量的原序列为不平稳, $\ln \eta$ 、 $\ln(\text{stk})$ 为平稳。对变量分别进行一阶差分, 记为 $D\ln \eta$ 、 $D\ln(\text{cred})$ 、 $D\ln(\text{stk})$ 、 $D\ln(\text{sd})$, 检验结果列于表 2。由表 2 可以看出四个变量的一阶差分是平稳的, 即四个变量为一阶平稳。

表 2 单位根检验结果

变量	ADF 统计量	1%临界值	5%临界值	10%临界值	P 值	结论
$\ln \eta$	-4.634	-3.750	-3.000	-2.630	0.0001	平稳
$\ln(\text{cred})$	-1.027	-3.750	-3.000	-2.630	0.743	不平稳
$\ln(\text{stk})$	-2.704	-3.750	-3.000	-2.630	0.073	平稳
$\ln(\text{sd})$	-1.183	-3.788	-3.012	-2.646	0.662	不平稳
$D\ln \eta$	-6.317	-3.750	-3.000	-2.630	0.000	平稳
$D\ln(\text{cred})$	-4.335	-3.750	-3.000	-2.630	0.0004	平稳
$D\ln(\text{stk})$	-4.104	-3.750	-3.000	-2.630	0.001	平稳
$D\ln(\text{sd})$	-3.371	-3.832	-3.03	-2.655	0.026	平稳

2. Johansen 协整检验

本文采用 Johansen 方法检验变量 $\ln \eta$ 、 $\ln(\text{cred})$ 、 $\ln(\text{stk})$ 、 $\ln(\text{sd})$ 之间的协整关系。协整检验的结果会受到滞后阶数影响，需要通过 VAR 模型确定一个最优滞后阶数，这里根据常用的 AIC 和 SC 准则，选定 VAR 滞后阶数为 2。

根据滞后阶数做出协整检验的结果见表 3 所列，可以看出至少在 5% 的显著性水平下，迹统计量和最大特征值统计量拒绝了存在 0 个协整向量的原假设，因此变量 $\ln \eta$ 、 $\ln \text{cred}$ 、 $\ln \text{stk}$ 和 $\ln \text{sd}$ 存在着长期协整关系。

表 3 协整检验结果

原假设	迹统计量	5%临界值	最大特征值	5%临界值
0 个协整向量	83.765**	47.856	45.992**	27.584
至多一个协整向量	37.773**	29.797	27.04**	21.132
至多两个协整向量	10.733	15.495	10.719	14.265
至多三个协整向量	0.013	3.841	0.013	3.841

注：*、**的数据表示在 5%、1% 的水平下拒绝原假设，表 5 同。

3. 向量误差修正模型（VECM）的构建和分析

VECM 模型是含有协整约束的 VAR 模型，当非平稳的时间序列存在协整关系时就可以建立 VECM 模型。由上文协整检验结果可知，所要研究的四个变量之间存在长期协整关系，符合建立 VECM 模型的条件。分析 VECM 模型可得到变量的长期协整方程和短期协整方程，实证结果依赖于模型的合理稳定性。因此在分析模型之前，需要检验所构建的 VECM 模型是否稳定。本文采用特征值图法，图 1 显示所有的点即特征值的根都包含在单位圆里，说明 VECM 模型是合理稳定的。

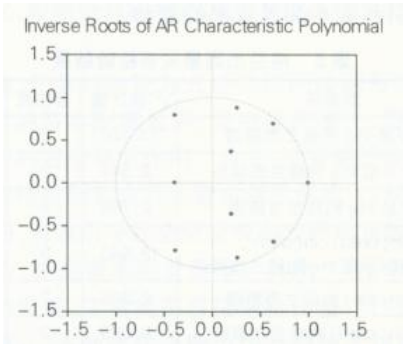


图 1 VECM 稳定性检验结果（Graph 形式）

（1）长期协整关系。由 VECM 的回归结果可得到长期协整方程为：

$$\ln \eta = 2.311 \ln(\text{cred}) - 1.976 \ln(\text{stk}) + 3.076 \ln(\text{sd}) + 1.847 \quad (1)$$

协整方程中各变量前的系数反映了长期关系。在其他变量保持不变的情况下，信贷市场发展程度提高 1%，资本配置效率提高 2.311%；短期贷款规模提高 1%，会带动资本配置效率提高 3.076%；股票市场发展程度每提高 1%，会带来资本配置效率降低 1.976%。由此可知，从长期发展角度看，信贷市场的发展、短期贷款的规模会对提高资本配置效率有一定的积极促进作用；而股票市场的发展一定程度上抑制了资本配置效率的提高。

(2) 短期协整关系。由上述协整分析可知，变量之间存在着长期均衡关系，但从短期来看，变量之间并不总是处于均衡状态。VECM 模型可以把要研究的四个变量的短期关系与长期变化联系起来，得到误差修正模型如下：

$$\begin{bmatrix} \Delta \ln \eta_t \\ \Delta \ln \text{cred}_t \\ \Delta \ln \text{sd}_t \\ \Delta \ln \text{stk}_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} -0.058 \\ 0.013 \\ -0.002 \\ 0.03 \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} -0.627 \\ 0.024 \\ -0.04 \\ 0.452 \end{bmatrix} \text{ecm}_{t-1} + \begin{bmatrix} -0.177 & 2.177 & -4.27 & 1.26 \\ 0.019 & 0.78 & -0.132 & -0.22 \\ 0.049 & -0.241 & 0.868 & -0.121 \\ 0.322 & 0.172 & -0.451 & 0.049 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \Delta \ln \eta_{t-1} \\ \Delta \ln \text{cred}_{t-1} \\ \Delta \ln \text{sd}_{t-1} \\ \Delta \ln \text{stk}_{t-1} \end{bmatrix} + e_t$$

所以可得到：

$$\Delta \ln \eta_t = -0.058 - 0.627 \text{ecm}_{t-1} - 0.177 \Delta \ln \eta_{t-1} + 2.177 \Delta \ln \text{cred}_{t-1} - 4.27 \Delta \ln \text{sd}_{t-1} + 1.26 \Delta \ln \text{stk}_{t-1} \quad (3)$$

由误差修正模型可以看出，上期资本配置效率的变化 $\Delta \ln \eta_{t-1}$ 、上期股票市场规模的变化 $\Delta \ln (\text{stk}_{t-1})$ 、上期信贷市场规模的变化 $\Delta \ln (\text{cred}_{t-1})$ 、上期短期贷款规模的变化 $\Delta \ln (\text{sd}_{t-1})$ 分别以 -0.177 、 1.26 、 2.177 、 -4.27 的比例影响本期资本配置效率的变化。误差修正项前的系数表明短期内当变量偏离均衡状态时调整回归到长期均衡的修正速度，误差修正项 ecm_{t-1} 的系数为 -0.627 ，表明偏离时会以 0.627 单位的速度修正调整。

4. 脉冲响应函数与方差分解分析

在 VECM 模型是合理稳定的前提下，通过脉冲响应和方差分解探究金融市场对资本配置效率的动态影响。

(1) 脉冲响应函数分析。脉冲响应函数反映在一定时间段内，一个变量受到冲击时对其他变量的影响，并且这个影响是动态的。被解释变量 $\ln \eta$ 和解释变量 $\ln (\text{stk})$ ， $\ln (\text{cred})$ 、 $\ln (\text{sd})$ 之间的脉冲响应图如图 2~4 所示，横轴表示时间，纵轴表示当解释变量受到冲击时，被解释变量的变动情况。

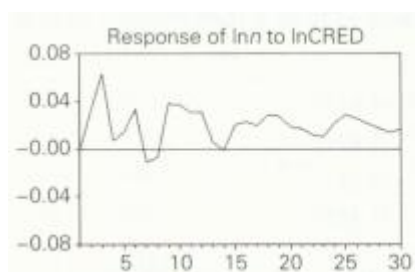


图 2 lncred 对 lnn 的脉冲响应

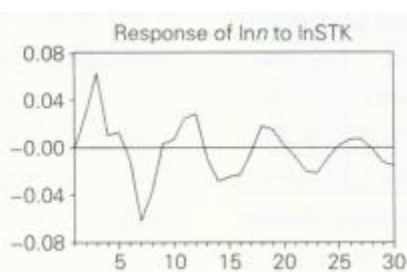


图 3 lnstk 对 lnn 的脉冲响应

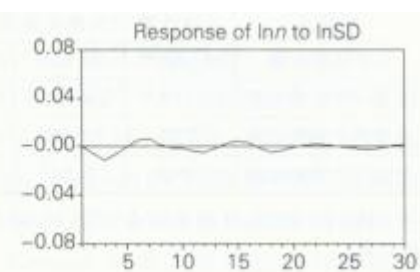


图 4 lnspd 对 lnn 的脉冲响应

图 2 考察解释变量 lncred（信贷市场发展指标）受到一单位冲击时对资本配置效率的动态影响。首先资本配置效率反应为正，并在第 3 期达到最大值，之后在前 30 期内上下波动，基本上稳定在一个正值，最终长期状态趋于收敛且大于资本配置效率

的原始数值。由上述分析可知，信贷市场的发展在短期和长期中有利于提高资本配置效率，与前文短期和长期协整方程所得结果相一致。由图 3 可以看出，就 $\ln stk$ （股票市场规模指标）来看，当给股票市场规模指标一个正向冲击，资本配置效率同向变动，在第 2 期达到正向最大值，随后在第 5 期出现负向影响，直至达到第 7 期局部出现负向最大。之后正负向影响相互交替，最终长期收敛的状态低于最开始资本配置效率原始数值，因此，可以得出 $\ln stk$ （股票市场发展指标）长期会阻碍资本配置效率的提高，短期会带来资本配置效率同向变动的结论，这与协整方程所分析的结果相符合。图 4 中，在本期给 $\ln (sd)$ （短期信贷规模指标）一个正冲击，资本配置效率前 6 期内反应为负，之后稳定在一个正值，表明短期内江苏省短期信贷规模受外部某一冲击后，将给资本配置效率带来反向的冲击，随着时间的推移，在长期则具有促进作用。

（2）方差分解分析。通过方差分解分析，可以考察金融市场相关变量对资本配置效率的影响程度，得到衡量金融市场发展的三个变量对资本配置效率变动一单位的贡献率。下面把江苏省的资本配置效率变量 $\ln \eta$ 进行方差分解，结果见表 4 所列。

表 4 $\ln \eta$ 方差分解结果

Variance Decomposition of $\ln \eta$					
Perio...	S. E.	$\ln \eta$	$\ln CRED$	$\ln STK$	$\ln SD$
1	0.263581	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.296560	92.79239	4.012136	2.721545	0.473926
3	0.343914	83.29092	10.04967	6.258746	0.400661
4	0.346260	82.69044	10.31248	6.597897	0.399178
5	0.349145	81.56446	10.29200	7.748064	0.395470
6	0.351050	81.12014	10.39412	8.092642	0.393094
7	0.355627	79.46023	11.06323	9.006561	0.469979
8	0.357959	79.05579	11.35040	8.908860	0.684949
9	0.359302	78.87780	11.33446	9.054546	0.733194
10	0.359557	78.76736	11.33403	9.165139	0.733474

由表 4 的结果可以看出，排除江苏省资本配置效率 $\ln \eta$ 对自身的贡献率， $\ln (cred)$ 对资本配置效率的预测误差方差的解释率一直逐渐增大并最后稳定在 11% 左右； $\ln (sd)$ 对资本配置效率的预测误差方差的解释率较小且变化不大，小于 1%； $\ln (stk)$ 对资本配置效率的预测误差方差的解释率一直逐渐增大直至 9.17%。以上表明，江苏省信贷市场的发展对资本配置效率的贡献率较大，股票市场的发展其次。

5. 格兰杰因果关系检验

研究变量之间的相互关系，除了协整检验外，需要进行因果关系分析。本文采用格兰杰因果关系检验，考察江苏省资本配置效率与金融市场发展之间的因果关系。根据表 5，实证结果在 1% 水平下拒绝了“ $\ln (stk)$ 不是 $\ln \eta$ 的格兰杰原因”的原假设，即股票市场发展是资本配置效率的格兰杰原因。另外， $\ln (stk)$ 、 $\ln (cred)$ 、 $\ln (sd)$ 三个变量的联合检验表明，金融市场的三个变量同时是资本配置效率的格兰杰原因，说明股票市场、信贷市场、短期信贷规模的共同发展会引起资本配置效率的变动。

表 5 格兰杰因果关系检验结果

原假设	X^2 统计量	自由度	P 值
-----	-----------	-----	-----

$\ln(stk)$ 不是 $\ln \eta$ 的格兰杰原因	13.120	2	0.001**
$\ln(cred)$ 不是 $\ln \eta$ 的格兰杰原因	2.544	2	0.280
$\ln(sd)$ 不是 $\ln \eta$ 的格兰杰原因	2.766	2	0.251
$\ln(stk)$ 、 $\ln(cred)$ 、 $\ln(dim)$ 、 $\ln(sd)$ 同时不是 $\ln \eta$ 的格兰杰原因	18.540	8	0.018*
$\ln \eta$ 不是 $\ln(stk)$ 的格兰杰原因	2.319	2	0.314
$\ln \eta$ 不是 $\ln(cred)$ 的格兰杰原因	9.069	2	0.011*
$\ln \eta$ 不是 $\ln(sd)$ 的格兰杰原因	5.585	2	0.061

四、结论与建议

本研究得出如下结论：

第一，江苏省 1994-2015 年平均资本配置效率为 0.518，与 Wurgler 测算的一些发达国家和地区资本配置效率值相比，还处于较低水平，江苏省资本配置效率需要得到进一步提高。

第二，格兰杰因果关系检验显示，股票市场、信贷市场、短期信贷规模的共同发展导致资本配置效率的变动，即金融市场发展是资本配置效率的格兰杰原因。这与前文理论分析是一致的，金融市场的发展会对资本配置效率产生影响，无论是促进作用还是抑制作用。

第三，信贷市场的发展在短期和长期中都推动了江苏省资本配置效率的提高，相比股票市场和短期信贷规模，信贷市场对资本配置效率变动一单位的贡献度最大。信贷市场的基础功能就是把储蓄资金从盈余单位向赤字单位有偿地转移，将资金分配到需要用的地方，这有利于资本配置效率的提高。

第四，股票市场的发展在短期会促进资本配置效率的提高，作为重要的直接融资市场，股票市场在筹集资金、监督公司经营、以利润为导向引导资金流向等方面发挥着重要作用，有利于社会资源和资本的合理配置。而在长期中，股票市场发展一定程度上抑制了江苏省资本配置效率的提高。主要原因是股票市场交易、价格等机制还不完善。

第五，江苏省的短期工业贷款有利于提高资本配置效率，并且对资本配置效率的促进作用优于信贷市场。这是因为相比于长期贷款，首先短期贷款期限短，资金出借方银行对短期贷款的贷款对象审核更加严格。其次短期贷款中的政策性贷款相对减少，资金流向受政府干预较少，市场调控起到更大的作用，即资金将更多地流入到发展较好并且需要资金的企业中，而更少地流入到发展前景差的企业去。同时，银行短期贷款可以随企业的资金需要安排，便于灵活使用。因此，短期贷款很好地发挥了提高资本配置效率的作用。

目前，江苏的融资方式还是以间接融资为主，提高江苏省的资本配置效率，促进经济增长，需要发挥间接融资的资金导向作用。首先，商业银行应加强银行内部风险控制和自我监管机制的形成，以利润最大化为原则，有效引导社会资金流向发展前景较好的行业和产业，提高资本配置效率。其次，应推动直接融资市场的发展，注重提高直接融资比重，营造良好的市场环境，一方面优化金融市场基础制度建设，如规范 IPO、入市退市政策；另一方面加强对市场行为的监管，完善监管政策，监督上市公司的融资活动、严厉惩罚市场操作、非法集资、内幕交易等行为。最后，要鼓励企业直接上市融资，解决中小企业和具有发展潜力缺乏资金的创新型企业融资问题。用直接融资市场自身的良好发展来带动资本的有效配置，提高资本配置效率。

[参考文献]：

-
- [1]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.
- [2]BAGEHOT W. Lombard street: A Description of the money market[M]. London: John Murray, 1987; 90-101.
- [3]MCKINNON R I. Money and capital in economic development [M]. Washington D. C. : Brookings Institution Press, 1973: 56-59.
- [4]ODEDOKUN M O. International evidence on the effects of directed credit programmes on efficiency of resource allocation in developing countries: The case of development bank lend-ings [J]. Journal of Development Economics, 1996, 48 (2) : 449-460.
- [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]GALINDO A, SCHIANTARELLI F, WEISS A. Does financial liberalization improve the allocation of investment? Microe-vidence from developing countries[J]. Journal of Development Economics, 2007, 83 (6) : 562-587.
- [7]WURGLER J. Financial markets and the allocation of capital[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58 (1) : 187—214.
- [8]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 (2) : 65-70.
- [9]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.
- [10]曾五一, 赵 楠. 中国区域资本配置效率及区域资本形成影响因素的实证分析[J]. 数量经济技术经济研究, 2007 (4) : 35-42.
- [11]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.
- [12]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.
- [13]戴 伟, 张雪芳. 金融发展、金融市场化与实体经济资本配置效率[J]. 审计与经济研究, 2016 (1) : 117-126.
- [14]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) : 4 卜 46.
- [15]李青原, 赵奇伟, 李江冰. 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.
- [16]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.
- [17]张雪芳, 戴 伟. 金融发展及其市场化是否提高了实体经济资本配置效率——基于省际面板数据的实证分析[J]. 天津财经大学学报, 2016 (10) : 3-13.
- [18]王少国. 金融发展对资本配置效率的影响分析[J]. 商业研究, 2006 (10) : 4-10.

[19]于 震, 刘 淼, 赵振全. 中国金融发展与资本配置效率关联性研究[J]. 当代经济研究, 2009 (6): 48-51.

[20]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 (3): 92-103.