

我国金融结构宏微观悖论新解： 融资权约束

高明生,李泽广,刘欣

(南开大学金融系,天津 300071)

摘要:通过对我国金融资产结构的实证分析,可以发现我国金融结构宏微观变量间存在着相背离的悖论。经典的金融制度结构理论对此悖论的解释是苍白乏力的。在探讨我国金融结构悖论的形成机理时,需要引入“中国特色”变量:融资选择权约束、银行效率、企业成长周期和居民资产组合偏好与内外部约束等因素,从而构建新的逻辑框架来解释这一悖论。

关键词:融资选择权;银行效率;金融结构

中图分类号:F830 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2004)12-0130-11

金融结构是指构成金融总量的各个组成部分的规模、运作、组成与配合的状况。金融结构分析包括对金融资产组成结构、货币结构和融资结构等的考察。在金融总量和总体发展的同时,金融结构也随之变动。由于各国历史、文化和金融制度等方面差异的演进都有其特殊的内生性特点,因此各国金融结构便存在着较大的差异。若用经典的金融制度理论对于我国金融结构存在的宏微观悖论加以解释,就很难自圆其说。本文通过分析这些差异,引入经典理论所没有涉及的金融变量,对我国金融结构存在的宏微观悖论进行解释,也对金融结构变迁的内在规律产生新的认识。

一、我国金融结构宏微观指标的背离:统计描述

结构作为总量中各个部分的构成状况与总量同时存在,经济学中的结构分析便是研究总量与组成总量的各个部分之间的数量比例关系。判断金融结构的变化可以从以下几个层面进行综合判断:(1)各类金融资产在金融资产总

收稿日期:2004-09-12

作者简介:高明生(1973—),男,安徽滁州人,南开大学金融系博士生;

李泽广(1981—),男,山东聊城人,南开大学金融系硕士生;

刘欣(1980—),女,天津人,南开大学金融系硕士生。

量中的比重；(2)企业融资来源构成比例，如股票市场融资额度与银行融资额度的比例；(3)从居民持有的资产组合的微观层面判断，各类金融资产所占的比重。

表1 我国金融资产结构的变化

单位：%

	1978年	1985年	1990年	1995年	2000年	2001年	2002年
一、货币性金融资产	100.00	95.47	91.97	91.12	80.27	81.68	82.57
其中：居民储蓄存款	13.93	25.91	39.31	43.77	37.30	37.82	38.13
二、有价证券		3.92	6.72	7.35	17.77	15.97	14.59
其中：股票(流通市值)		0.0	0.25	1.38	9.33	7.42	5.478
三、保险类基金		0.61	1.32	1.53	1.96	2.35	2.85
四、金融资产总值(%)	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
金融资产总值(亿元)	1512.5	6261.4	18112.08	67764.9	172484.5	195038.0	227934.4

资料来源：中国经济统计年鉴(1981~2003年)各期；保监会，<http://www.circ.gov.cn/>。

如表1所示，近年来我国资本市场特别是股票市场发展较快，我国金融资产的总量和结构也发生了巨大变化。宏观金融资产结构呈现出新的变化特点，资产由单一的银行资产向市场化、多元化方向发展，与之相对应，宏观金融资产结构的变化应该体现在企业的资产负债结构和居民的资产组合中。

我们首先从企业融资结构的变化来对此进行分析。1984年以前，财政在收入分配和储蓄向投资转化中仍发挥主导作用，1982~1983年财政利税改革后，银行信贷投放开始高速增长，银行信贷资金在分配和供应中的地位不断提高。虽然我国从1986年开始发行企业债券，20世纪90年代初企业可以从股市融资，但事实上企业很难通过这种直接融资方式来获得资金，银行信贷仍然是企业融资的主要来源。尤其是最近几年，作为间接融资的银行贷款比重却一直呈现上升趋势。2001年银行贷款在融资来源中的比重为75.9%，2002年为80.2%，2003年上升为85.1%。与此同时，企业通过发行股票和债券方式的融资比重反而明显下降，2001年为8.5%，2003年则为4.9%（朱叶，2003）。这一变化表明，尽管以股票市场为核心的资本市场的总市值在金融资产中所占比例的总趋势上升很快，但是从企业微观层面上看，却出现间接融资比重上升的态势，微观和宏观层面出现了“断裂”。这说明我国资本市场的发展速度落后于企业对直接融资的需求，也说明资本市场的功能并未得以良好地发挥。

再看居民的资产组合中各类资产的比重变化情况。居民储蓄存款一直是保有资产的最普遍形式，所占比例基本上都维持在40%左右。当然原因是多方面的，其中金融市场不够发达，可以选择的金融工具较少无疑是重要的原因之一。尽管目前股票和债券持有量所占比重小，但是从总趋势看股票和债券

在金融资产总量中的比重上升较快,2000年居民持有的股票和债券在金融资产中的比例接近18%;与此同时,手持现金比例明显下降;外币储蓄也呈现出上升趋势;作为金融资产的重要组成部分的居民保险所占比重很小,这与发达国家的经验有所区别,可能与我国保险业的发展现状与居民的资产组合偏好有关,这从侧面也反映了我国金融市场发展中的问题。综合判断,微观层面上的各类金融资产在居民资产组合中所占的比例与其在宏观层面上金融资产总量中所占的比例差异较大,出现了金融结构宏观微观层面不相对称的局面。

二、金融结构宏观微观悖论的进一步分析:计量检验

本部分我们主要考察在金融结构的形成中,政府、企业融资结构与居民资产组合中各种资产所占比例之间的关系^①。数据区间为1978~2002年,来源于《中国统计年鉴》(1981~2003)、世界银行数据库(<http://devdata.worldbank.org/dataonline/>)、陈庆庆(2002)和臧旭恒等(2002)。

如前所述,我们可以从企业与居民的资产组合中判断金融制度结构的微观层面。然而由于我国企业数据的相对缺失,这里我们只对居民资产组合中各种资产比例,特别是持有股票与存款的比例进行了数据分析和计量分析。我们首先从宏观和微观两个层面对金融制度结构指标的相关性进行分析,然后以居民手中持有的股票与存款的比例为被解释变量,从宏观变量与微观变量两个层面进行了计量检验,从而寻找不同层面宏观微观指标间的联系,对被解释变量的变动情况进行了解释。

(一)我国金融资产结构中各项融资来源的相关性:宏观层面(1978~2002年)

表2 金融资产结构宏观指标间的相关系数

	银行贷款	国外融资	融资总额	股票交易量	准货币
银行贷款	1				
国外融资	-0.44	1			
融资总额	0.76	-0.57	1		
股票交易量	0.71	-0.71	0.41	1	
准货币	0.93	-0.73	0.75	0.86	1

首先是基于宏观层面数据的分析。从我国金融资产结构和各项融资来源间的相关性上看,银行贷款与融资总额的相关性为正向,相关系数为0.76;可见在企业融资中银行贷款所占的重要地位。与此同时,银行贷款同政府控制的货币供应量有着极强的相关性,相关系数为0.93。股票交易量同银行贷款间的相关系数也较强,相关系数为0.71,这说明目前我国各类型的金融资产之间互补性较强。还可以看出,国外融资额度同银行贷款、股票交易量和准货币都呈现负相关关系,这意味着从融资来源上看,国外融资来源对国内融资起

着部分的替代作用。

(二)居民资产组合中各类资产的相关性:微观层面(1978~2000年)

表3 居民资产组合中各类资产的相关系数

	债券	现金	股票	外币储蓄	保险	储蓄存款余额
债券	1					
现金	-0.69	1				
股票	0.53	-0.81	1			
外币储蓄	0.42	-0.50	0.87	1		
保险	-0.25	0.26	0.02	0.34	1	
储蓄存款余额	0.23	-0.63	0.12	-0.32	-0.55	1

表3显示,股票和债券两种资产形式在居民资产组合中呈现出正的相关性,相关系数为0.53;除了保险外,现金同其他资产都呈现出负的相关性;储蓄存款同债券和股票两种形式的资产呈现正向相关关系,这说明居民的资产组合中,储蓄存款占了很大的比重,证券类资产(尤其是股票)虽然增长很快,但是存量有限,且与居民储蓄存款没有呈现出替代性。而储蓄存款同现金、保险等资产持有形式都呈现出负向相关关系。据上述分析可以看出,由于我国各种资产市场的有效性不足、可投资的金融工具单一和居民的资产组合意识不强,各项市场机制未能在金融领域完全发挥其作用。金融结构的微观指标同宏观指标相比较而言,明显呈现出相背离的状况。

(三)微观金融变量的计量分析

以下我们将以金融结构微观指标——居民资产组合中所持有股票与储蓄的比值为被解释变量,分别从宏观层面和微观层面对其变化趋势进行计量检验。为了避免数据绝对数值处理中的问题,采取了各项宏观指标/GDP的相对数值。从理论上讲,居民资产组合中股票与储蓄的比值应该与股票交易量呈现正向变动关系,与银行贷款呈现负向变动关系。而从表4的回归方程(1)和方程(2)中的变动可以看出银行贷款对被解释变量的回归系数为正值,与经典理论相背离^②。宏观指标间出现了背离。方程(2)中也表明了股票交易量对居民组合中的股票相对比例的影响没有统计意义上的显著性。与此同时,国外融资对国内居民资产组合没有统计意义上的显著性。回归结果显示这些变量不能够从宏观面较好地解释微观结构指标,二者间存在着悖论。

表4 金融结构微观变量的宏观解释

解释变量	回归方程(1)	回归方程(2)
常数项	-0.091 ** (-3.94)	-0.094 *** (-3.51)
国外融资	-0.002624 (-0.25)	

续表4 金融结构微观变量的宏观解释

解释变量	回归方程(1)	回归方程(2)
股票交易量	0.0006 * (2.02)	0.0002 (3.89)
银行贷款	0.113 * * * (4.48)	0.0011 * * * (3.76)
R-Square	0.95	0.96
F-Statistic	31.04	79.92
D. W.	2.10	2.09

注：* * * 表示1%水平上的显著性，* * 表示5%水平上的显著性，* 表示10%水平上的显著性。

表5 金融结构微观变量的微观解释

解释变量	回归方程(1)	回归方程(2)	回归方程(3)
常数项	-0.002 (-0.3267)		
债券	-6.21E-06 (-1.22)	-6.03E-06 (-1.30)	
现金	1.24E-06 * * * (4.41)	1.18E-05 * * * (5.62)	1.18E-05 * * * (5.34)
股票	2.91E-05 * * * (5.25)	2.98E-05 * * * (6.33)	2.84E-05 * * * (5.92)
保险	-4.49E-05 * * (-3.064)	-4.64E-05 * * (-3.61)	-4.65E-05 * * (-3.45)
储蓄余额	-1.10E-06 (-1.87)	-1.07E-06 * (-2.0)	-1.55E-06 * * * (-3.89)
R-Square	0.99	0.993	0.991
D. W.	2.4	2.22	1.9

注：* * * 表示1%水平上的显著性，* * 表示5%水平上的显著性，* 表示10%水平上的显著性。

从微观层面指标计量检验也可以发现,尽管上述微观指标与股票的持有量呈现正向关系(在1%水平显著),与储蓄余额呈现负向相关关系比较符合理论。不过,通过比较回归方程(1)、方程(2)和方程(3),可以发现伴随着其他变量影响的剔除,储蓄余额变量的显著性才逐步提高;同时还可以看出,现金和保险作为资产组合的重要形式与被解释变量间分别呈现正向和负向变化关系。这说明居民在进行资产组合时各类资产间并不是明显的替代关系,由于金融市场不完全和金融工具选择的有限性,各类资产间的互补关系更强于彼此间的竞争关系。总之,对比宏微观两个层面指标的统计检验分析,可以发现宏微观指标在解释时呈现不同的特征和不一致现象,反映了金融结构宏观指标间的背离。

三、我国金融结构宏微观悖论解释的新框架

(一) 金融结构形成的制度因素分析

一国金融结构形成的影响因素是多方面的,研究者从不同的角度对此进行了理论探讨并形成了诸多的观点。一些经济学家认为转型国家政府实施的货币政策、财政政策和开放度的差异,对金融制度甚至金融结构的形成有非常重大的影响。而 Allen 和 Gale(2002)则认为是投资者通过衡量由信息、交易成本和金融制度带来的监督与治理功能,主动地选择金融制度,而不是政府人为设计的结果。Vladimir Popov(1999)也指出,转型经济中出现的金融系统不是基于各种模型优劣比较的基础上、有意识地进行政策选择的事情,而是路径依赖的结果。哈佛大学的知名学者 Hirshleifer 等人认为,各国的法律制度体系对于现有金融制度结构的形成影响很大。还有的学者从金融制度的微观层面,即金融中介和市场的竞争与互补关系的变迁来探讨金融结构的差异,Allen 和 Gale(2002)就认为,不同类型国家的金融体系体现着不同金融制度特征的组合,在不同的金融体系下进而产生结构的差异。

(二) 解释悖论的特殊变量及其逻辑思路

在具体分析我国金融结构的形成时,如果直接套用上述理论而不结合我国的特征和现实就显得有些苍白无力。因此,我们需要引入“中国特色”的变量,如融资选择权、企业成长周期、居民资产组合偏好与内外部约束以及金融中介机构特别是银行的运营效率等因素和政府约束变量等。

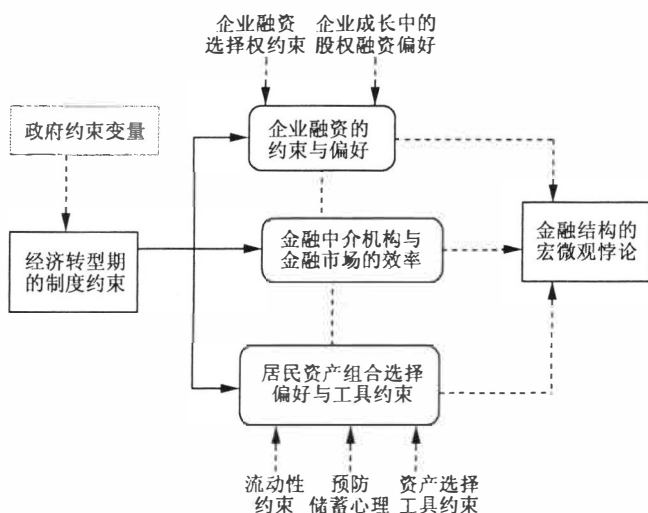


图1 我国金融结构宏微观悖论形成的解释框架

上述逻辑框架着眼于企业的融资需求、资金的来源供给和金融机构与金融市场的运作效率对我国金融制度进而金融结构变迁的影响。由于我国大多

数企业处于企业的初创期和成长期,这就内生地决定了其融资需求较为强烈,且对股权融资的方式较为偏好;而外部政策环境造成了企业融资的选择权约束,即由于政府的政策和延续的制度约束了企业的融资选择,另一方面金融市场和金融机构的运作效率较低,企业在选择融资模式时也考虑由此带来的企业的治理成本与收益。上述变量的共同作用,形成了我国现行的金融结构。

1. 融资选择权约束

融资选择权的配置对于企业的发展是十分重要的,在发达市场国家一般是由市场来实现的。但是在我国由于股票市场建立的“原罪”,大多数具备上市条件的企业却无法获取上市的机会。通过市场为企业融资的机会多数被赋予了国有企业。

假设由于制度因素经济体中不同企业具有不同的融资选择权。一些企业拥有的是股市融资和银行贷款的双重选择权(dual option);而另一些企业由于本身不具备上市的条件,或者虽然具备了上市的条件,却无法获取上市的权利,这些企业通过股市融资的权利受到约束。在此规则下,企业(融资者)、居民(资金供给者)以及其他市场主体间的博弈决定了金融系统内各类资产比重的变动和金融结构的形成。

设经济体中,仅能从银行贷款的 A 类企业所占的比例为 θ ,且 $\theta \in (0, 1)$, $1 - \theta$ 即为拥有双重融资渠道和融资选择权不受约束的企业所占比例,为类型 B。然后假设企业 B 在各种成本收益的权衡下,以 ρ 的比例从银行融资,以 $1 - \rho$ 的比例从资本市场获取融资支持,所以 $\rho \in (0, 1)$ 。与此同时,企业需求资金意味着创造金融资产。从中可以看出, θ 不是由企业所能决定的,而 ρ 则是由企业决定。单个企业的融资额度即为:

$$A_i = \theta F_{B_i} + (1 - \theta)\rho F_{B_i} + (1 - \theta)F_{C_i} \quad (1)$$

假设各企业同质,融资额度相同。其中 F_{B_i} 和 F_{C_i} 表示以不同方式的融资额度。整理(1)式可得:

$$A_i = (\theta + (1 - \theta)\rho)F_{B_i} + (1 - \theta)(1 - \rho)F_{C_i} \quad (2)$$

金融结构的测度指标以各类金融资产结构比例 S 表示,S 的大小就取决于政府赋予企业融资选择权的大小和企业从银行和资本市场进行选择的行为。在单位融资额度下,根据以上假设可知:

$$S = \frac{A_B}{A_M} = \frac{\theta + (1 - \theta)\rho}{(1 - \theta)(1 - \rho)} \quad (3)$$

其中, A_B 表示银行资产, A_M 表示金融市场资产。为了进一步了解融资选择权约束对金融结构的影响作用,对(3)式求 θ 的一阶和二阶偏导数:

$$\frac{\partial S}{\partial \theta} = \frac{1}{(1 - \theta)^2(1 - \rho)} \quad (4)$$

$$\frac{\partial^2 S}{\partial \theta^2} = \frac{-2}{(1 - \theta)^3(1 - \rho)} \quad (5)$$

由于 $\rho \in (0, 1)$, $\theta \in (0, 1)$, 所以(4)式大于零, 说明企业的融资选择权越明显, 则 θ 值越大, 能够通过银行和资本市场同时融资企业所占的比重 $(1 - \theta)$ 越小, 企业对银行融资的需求越大, 表现为银行资产比例伴随着企业融资需求的增加而增加, 在金融体系中处于主导地位。但是这种趋势伴随着企业融资约束权的增加而呈现出减缓的趋势, 因为(5)式小于零。

同时也可以考察企业主体从银行融资的意愿 ρ , 同样可得:

$$\frac{\partial S}{\partial \rho} > 0, \frac{\partial^2 S}{\partial \rho^2} < 0 \quad (6)$$

通过(6)式说明了企业从银行进行融资的比例增加, 自然会促使银行资产的增加, 但是这种增加的趋势是递减的。从各式的符号也可以看出, 企业融资方式的选择会直接影响金融结构的变化。20世纪90年代初期, 国内资本市场建立, 企业融资选择权不断扩大, 资本市场作为金融产品和金融资源的供给方, 不断改变着金融结构的变化。但是由于资本市场发行条件和审批的发行制度约束, 都使得企业的融资选择权依然不够充分, 在融资选择权受到约束的情况下, 金融结构的形成就受到政府作用的主导。

2. 银行等金融中介机构的效率约束

Boot 和 Thakor(2001)认为银行等中介机构的效率也是决定金融结构演进的重要内容。发展中国家由于企业的治理不良, 再加上银行低效率带来的监管无力造成了资本市场发展的障碍。此时主要体现为银行和市场之间是竞争与互补的关系。当银行的运作效率很差时, 大量投资者会选择从银行融资, 资本市场就无法得到发展。当将银行效率提高到一定程度时, 企业从银行融资, 并接受银行的监督, 融资的成本大大提高。于是企业又会转向资本市场, 此时, 银行和市场之间是互补关系。当银行的效率一旦超过了临界点, 资本市场和银行之间的关系又变为竞争关系, 银行的高效率又会吸引更多的资金需求者, 因为企业从中得到的外部治理收益更为明显。整个变化如下图2所示, 对银行融资需求比例呈现倒“S”形变化。在我国的金融结构演进过程中, 银行和金融市场的效率同样也极大地影响了融资者的选择, 进而影响着金融结构的形成。

3. 企业成长周期、融资模式与金融结构的互动

企业融资决策的出发点是, 在某些给定的条件下, 寻找一个使企业价值最大化的最优融资结构。企业对不同融资模式的选择, 会创造不同类型的金融资产。事实上, 现代金融理论中的MM定理和融资的排序理论(pecking order theory)都对这些方面进行了深刻的研究和阐述。从企业发展的生命周期看, 如图3所示, 企业在初创期, 由于资产规模小, 缺少业务记录和相关信用保证, 外部融资面临着信息不对称问题, 很难外源融资, 主要依赖于内源融资。伴随这企业成长周期发生变化, 企业的资产规模和信息条件发生了较大的变

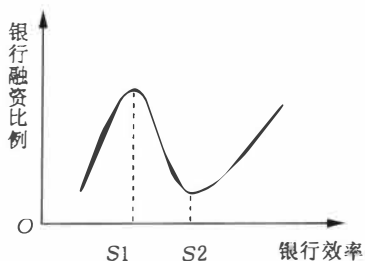


图2 发展中国家银行效率与融资比例

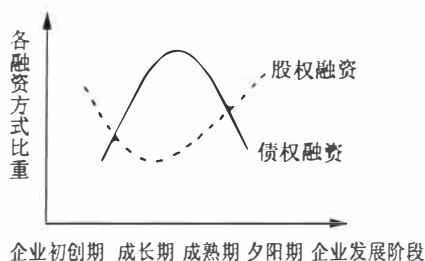


图3 企业的生命周期与融资结构

化,企业的融资渠道和结构也发生了很大的变化。

由于中国特殊的国情,除了上述因素外,还需从两方面进行分析:一是中国企业融资的选择权约束。这一点使得企业的股权融资选择权呈现出类似于“配额”的形式,受到抑止。另一方面,一般来说,把银行效率考虑在内,企业融资比例的变化会呈现出如前所讨论的“倒U形”曲线。由于我国上市企业中国有企业占据主导地位,这些企业普遍存在着股权融资偏好,因此,即使伴随着银行效率的提高,具有双重融资选择权的企业融资比例会改变原来的形状,呈现为一条平滑向上的曲线(见图4)。

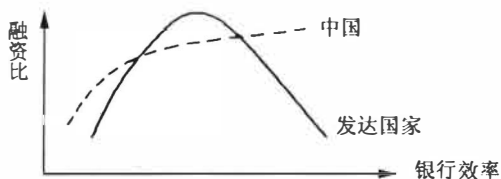


图4 不同国家类型的银行效率与市场融资比例

4. 居民资产组合偏好与外部约束

我国经济发展体现出双重特征:一是作为发展中国家,具有发展中的结构问题;二是我国是转型经济国家,具有转型国家的制度问题。所以在这两种宏观特征下,我国居民资产组合呈现出较为鲜明的特点。由于人均收入仍然处在较低水平,用于资产组合的资金仍然受到流动性的约束;加上我国转型期的特殊背景,社会保障体制的运作低效,居民面临的不确定性因素对潜在风险的预期较为敏感,预防性储蓄的动机非常强烈。即便伴随着经济的稳步增长,流动性约束逐步减缓,储蓄作为自我保障的一个重要手段,依然发挥着重要作用。这种状态下,居民仍然在资产组合中保持大量的储蓄比例。因此,从1995年以来,居民资产组合中的储蓄存款所占比例约为40%,明显高于同期的其他国家水平。此外,尽管我国资本市场发展迅速,但资本市场的投资工具、信息披露和投资者保护的相关工作并不完善,也就是说,资本市场内生的结构性矛盾和脆弱性也使得居民进行投资组合时有所顾虑。所以近年来,资

本市场投资工具在居民资产组合中所占的比率一直徘徊不前。这也是造成我国金融结构在宏微观间呈现不对称性的重要原因。

四、解决悖论的政策建议

借鉴经典的理论并基于中国的现实,本文分析了融资选择权约束、银行等中介机构的运营效率、企业的成长周期等因素对我国金融结构宏微观悖论形成的影响作用。这种悖论表明了我国金融体系潜藏着巨大的结构风险,同时也提供了重要的启示意义:必须从机制上理顺各种关系,打通宏微观间的阻隔与障碍;必须从微观主体的运行机制入手,采取一系列的改革措施来提高我国目前金融制度的运作效率,防范金融风险。

这些措施包括:(1)拓宽企业的融资选择权。规范发展股票市场,应尽快改变原有的企业上市制度,完善和健全企业上市的保荐商制度,建立和完善与证券市场发展相适应的多重交易制度和交易规则,充分发挥资本市场的资源配置、风险分担和外部治理约束功能;(2)建立层次分明、有序竞争、有效风险管理的微观金融组织体系;(3)规范调整政府的作用与行为方式,政府在宏观政策的制订与执行中更多的应该基于微观层面的企业和居民的视角进行考虑;(4)目前金融结构的调整中,应选择以银行金融中介机构和资本市场协同发展的模式。

注释:

- ①因为企业、居民和金融中介是市场的三大微观主体,所以在考察宏微观悖论的时候以这三个部门作为检验对象。在选取指标的时候由于数据的可得性,特别强调了居民组合和企业融资情况。其中企业融资在1984年以前是以财政资金注入的方式为主,其后银行信贷在企业融资中逐渐占居主导地位,即使是1991年开始股票市场发展很快,但由于融资权约束,只有少数的企业可以获得这种股市融资权,银行贷款仍然是企业融资的主要途径,所以我们在进行微观检验时,以企业获得的银行贷款量作为替代变量。
- ②在经典的资产组合理论中,成熟市场经济的股票与其他融资工具存在较强的替代关系,它们的相关系数为负。

参考文献:

- [1]Andrew W Mullineux, Christopher J Grter. Economic performance and financial sector reform in central and eastern Europe[M]. Bookcraft(Bath) Ltd, 1999.
- [2]A V Thakor. Bank efficiency and financial system evolution: An analysis of complementary problems in transitional and state-dominated economies[J]. Research in Economics, 1998, 8(52): 271~284.
- [3]Erik Berglof, Patrick Bolton. The great divide; Financial architecture in transition[J]. The Journal of Economic Perspective Vol. 16 No. 1, 2002.
- [4]Jan Svejnar. Transition economics performance and challenges [J]. The Journal of Economic Perspective Vol. 16 No. 1, 2002.

- [5] Micola Celoreli, Michale Gambern. Banking market structure, financial dependence and growth: International evidence from industry data[J]. *The Journal of Finance* Vol. 56 No. 2, Feb, 2001.
- [6] Oliver E Williamson. The theory of the firm as governance structure: Iron choice to contract[J]. *The Journal of Economic Perspective* Vol. 16 No. 3, Summer, 2002.
- [7] William Pyle. Overbanked and credit starved: A paradox of the transition[J]. *The Journal of Comparative Economic*, 2002, No. 3: 25~50.
- [8] [美] 富兰克林·艾伦, 道格拉斯·盖尔. 比较金融系统[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2002.
- [9] 林辉. 现代金融制度分析[M]. 厦门: 厦门大学出版社, 2003.
- [10] 张捷, 王霄. 中小企业金融成长周期与融资结构变化[J]. *世界经济*, 2002, (9).
- [11] 朱叶. 中国上市公司资本结构研究[M]. 上海: 复旦大学出版社, 2003.

A New Explanation to the Paradox of Chinese Financial Structure from Macro and Micro Aspects: Financing Option Constraint

GAO Ming-sheng, LI Ze-guang, LIU Xin

(Finance Department, Nankai University, Tianjing 300071, China)

Abstract: Through empirical analysis of the financial asset structure in China, it can be found that there exists a paradox between macro and micro variables of Chinese financial structure. Classical financial structure theory only offers flat explanation to the paradox. When we attempt to understand the forming mechanism of the paradox of Chinese financial structure, it is necessary to introduce the variables with “Chinese features”: financing option constraint, banking efficiency, life cycle of an enterprise, asset combination bias of residents and factors as interior and exterior constraints, so as to build a new logical framework to expound the paradox.

Key words: financing option; banking efficiency; financial structure