

过度负债与所有者控制

王合绪

摘要: 过度负债是导致企业财务危机和国家金融危机的一个直接原因, 然而, 在不确定性相似的情况下, 导致财务危机发生的企业过度负债状况有的是财务管理技术方面的原因造成的, 也有的是由于经营者追求自身定额效用最大化的行为造成的。在存在信息的不对称性、行政干预造成的所有者行为障碍以及市场评价扭曲等因素时, 经营者追求自身效用最大化的行为常造成企业的过度负债, 从而财务风险的加大乃至财务危机的发生。本文主要研究所有者控制受阻时的经营者行为造成的企业过度负债及如何通过所有者的有效控制来防止过度负债乃至金融危机的发生。

关键词: 过度负债 经营者行为 所有者控制

由于不确定性的存在, 任何企业都存在着经营风险, 如果企业同时利用负债资金从而形成财务杠杆, 经营风险就会被放大而形成财务风险, 事前确定的负债资金的收益率导致企业的权益收益率的变动幅度大于息税前利润, 因而财务危机最直接的原因就是负债的存在。没有负债的企业也就不存在财务危机。但是负债并不必然导致财务危机的发生, 现实中没有负债的企业几乎没有, 因为负债可以给企业带来很多好处, 下文我们将会论证, 企业在理论上存在一个最适资本结构, 或者说最适负债率。企业在此负债率下经营应该是既能获得举债的利益又能有效地避免陷入财务危机。但为什么现实中却有许多企业过度负债以至发生财务危机呢? 在不确定性相似的情况下, 导致财务危机发生的企业过度负债状况有的是财务管理技术方面的原因造成的, 也有的是由于经营者追求自身定额效用最大化的行为造成的。因为存在信息的不对称性和行政干预造成的所有者行为障碍和市场评价扭曲等因素, 经营者追求自身效用最大化的行为常造成财务风险的加大乃至财务危机的发生。本文主要研究所有者控制受阻时的经营者行为造成的财务危机及如何通过所有者的有效控制来防止财务危机的发生。

一、所有者控制、经营者行为与企业价值

根据现代企业理论, 企业是不同的资产所有者通过契约形式合作组成组合资产, 并把组合资产的索取权(收益权)与控制权在所有者之间进行分配的组织。企业的资产包括资本、企业家才能和劳动, 分别归资本所有者(股东和债权人)、经营者和工人所有。由于市场不确定性和信息不对称性, 组合资产的收益是不确定的, 这就导致企业契约是一种不完备契约, 索取权与控制权的配置无法在契约中一一明确, 也就是说必须有人分得由于不确定性而造成的企业的“剩余”; 而

企业的“剩余”可能表现为收益也可能表现为亏损, 这意味着分得“剩余”者也就是风险承担者。因此剩余索取权必须由能“亏得起”的人来享有。由于人力资本与其所有者的不可分性, 没有物质资本的经营者和工人是没有“赌注”可押的, 因而也就没有资格参与赌博, 而资本所有者因拥有可抵押的资本而自然成为企业的剩余索取者。剩余控制权指的是在契约中没有明确的活动的决策权, 为使参与者参与企业行动的外部效应最小, 剩余索取者也应是剩余控制者, 即剩余索取权和剩余控制权的配置应该对应。

经济学界一般把剩余索取权和剩余控制权理解为“企业所有权”。并认为“企业所有权”是一种“依存状态的所有权”, 根据“依存状态的所有权”理论, 企业在不同的经营状态下应由不同的要素所有者掌握企业的剩余控制权, 企业的主要控制者是股东和债权人, 股东和债权人都企业的资金提供者, 只是提供者根据自己不同的能力和风险偏好而选择不同内容的契约, 即在不同状态下应由不同的主体拥有剩余索取权和剩余控制权。从企业盈利能力的角度看, 企业的经营状态可以分为四种: (1) 税前利润能满足股东的“满意利润”; (2) 税前利润不能满足股东的“满意利润”, 但能保证对债权人的利息支付; (3) 税前利润不能保证对债权人的利息支付, 但销售收入能保证对工资的合同支付; (4) 销售收入连工资的合同支付也不能保证。从企业的市场价值 V_M 和帐面价值 V_R 的关系来看, 在这四种状态下分别有 (1) $V_M \geq V_R$; (2) $D \leq V_M \leq V_R$; (3) $W \leq V_M \leq D$; (4) $V_M \leq W$ 。其中 V_M 是企业的市场价值, V_R 是企业的帐面价值, D 是企业负债(债券的帐面价值), W 是工资的帐面价值。从边际上讲, 在四种状态中依次是股东、经营者、债权人及工人承担风险成为实际的剩余索取者和剩余控制者(见图 1)。现实中(1)(4)两种状态极少

存在,在破产和兼并机制较为完善的经济中(3)也极少见。只有(2)才是企业的常态。在常态下,即企业价值大于负债价值时,债权人对未来收益有优先认可权,但补偿比例是事先给定的,股东则与企业共担风险,因此,常态下由股东拥有企业的剩余索取权和剩余控制权。经营者通过对企业的“自然”控制为股东创造财富,对股东负责。当企业市场价值小于其负债价值时,债权人的收益不能得到保证,债权人成为实际的风险承担者,这时企业的主要控制者由股东变为债权人(见图1)。但在常态时,经营者履行对股东的责任既可以通过增加企业总价值的方式,也可以通过降低债务资本价值和损害工人福利的方式。后一种方式表现为高风险投资、解雇工人以及降低工资等行为。因为股东对保证工资、债务以上的企业潜在收入有无限索取权,而对债务仅负有限责任,所以经营者采取以上行为时会发生企业财富向股东的转移。在产权受到侵害的可能性存在的情况下,债权人和工人也要求分享一部分剩余控制权以保护自己的产权。因而现实中企业的剩余索取权和剩余控制权的分配形式是复杂多样的,往往由股东、债权人、经营者甚至工人共同拥有剩余索取权和剩余控制权,但根据各种要素所有者对企业未来的收益的不同认可,其所有权的程度也是不一样的,常态下股东对企业有最优先的控制权。

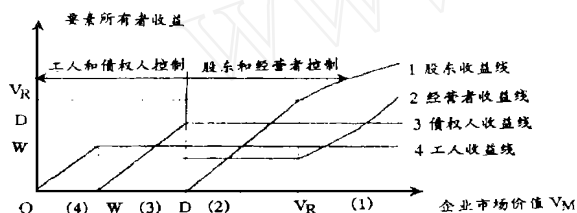


图1 企业依附状态所有权分配

说明: 在图1中曲线1、2、3、4分别表示各要素所有者在企业的不同的经营状态(4)(3)(2)(1)(对应企业的不同价值)下的收益,其中 V_M 是企业的市场价值, V_R 是企业的账面价值, D 是企业负债(债券的账面价值), W 是工资的账面价值。状态(4)和(3)其实是破产状态,企业的剩余收益分别被工人和债权人获得并应该由工人和债权人控制企业;只有在企业的价值超过债权价值的经营状态(2)和(1)时,企业的剩余收益才能由经营者和股东获取并应该由经营者和股东控制企业。

在所有权和经营权相对分离的现代企业中,经营者掌握了企业的日常经营控制权,而所有者股东则由于股权的分散,对企业的直接控制力被削弱,这就产生了经营者目标函数和所有者目标函数不一致的情况,所有者的目标是利润的最大化,而经营者的目标可能是销售额的最大化(W·Baumol,1959)、增长的最大化(R·Manris,1964)、经理效用最大化(O·Williamson,1963)或企业价值最大化。市场

对企业的评价主要根据其未来的盈利能力而不是企业的现实资产,企业的市场价值由企业的自有资本价值 S 和企业的债务资本价值 B 组成(假设没有优先股),自有资本与债务的比例即企业的资本结构。我们假设在给定投资决策的情况下,经营者的目标函数就是寻找最佳的金融资本结构使其市场价值极大化,亦即使自己的资本结构对投资者(企业股票购买者)有最大的吸引力。在股利政策不影响企业价值和发行新债券不影响旧债券价值以及完全信息(也就是MM理论所假设)的条件下,经营者以企业价值最大化为目标所选择的资本结构也是使投资者资产最大化的目标资本结构,即经营者的目标函数和投资者的目标函数是一致的。但现实中往往并不能满足这些假设条件,如总是存在信息不对称及资本市场无效等因素,因而现实中所有者与经营者的目标函数往往并不一致,所有者需要通过一定的制度安排对经营者进行约束与控制,使经营者的行为符合所有者的目标函数。

在现代企业中,所有者对经营者进行控制的制度安排主要有三种:企业治理结构、证券市场和经理人员市场。

企业治理结构是有关剩余索取权和剩余控制权在时间和空间上分配形式的一整套的法律、文化和制度安排,这种安排决定着企业内部不同所有者之间的关系,决定在不同状态下由谁、如何控制企业,风险和收益如何在不同所有者之间分配,是企业所有权安排的具体化。企业治理结构的机制通过股东会、董事会、监事会等机构发挥作用,又被称为“内部人监督”,投资者通过治理结构直接对经营者进行监督与控制的方式称为“用手投票”。由于内部人对经营者的管理能力、行为及绩效有更好的了解因而可以减轻信息不对称性和搭便车行为。

证券市场是剩余索取权和剩余控制权分配的市场实现方式,包括股票市场和债券市场。有效的证券市场一方面为投资者提供经营管理有效的信息,另一方面也是投资者对经营者进行控制的一个渠道,当投资者不能通过企业治理结构有效行使自己的权利时可以通过证券市场转让产权(剩余索取权和剩余控制权),这种方式被称为“用脚投票”。因为股票价格反映出管理的效率,从而存在被相信能提高企业管理效率的团体接受企业的威胁即“竞争可能性和敌意接管”的威胁,这就迫使经营者努力提高管理效率以免遭受被接管和被替代的厄运。

经理人员市场归根结底是企业治理结构和证券市场机制作用的结果。有效的经理人员市场使低能和不负责的经理只能获得低的薪水和职位并且在被解雇之后很难找到如意的工作,而有才能和尽职的经理得到提拔和较高的报酬。同时,经理人员市场还使经营者面临为被相信具有更高经营才能的经理人员替代的威胁而更加努力。

以上三种制度安排被称为现代企业的“替代性约束机制”，在“两权”分离的现代企业制度中所有者通过有效的“替代性约束机制”对企业进行控制以达到利润最大化的目标。

二、企业价值与企业资本结构

对企业来说，负债经营可以为它们带来多方面的好处。根据MM 理论，在有效的资本市场条件下，无公司税时处于同一风险等级盈利能力相同的两个企业，其价值与企业的资本结构无关，即企业因利用成本低的债务资金的好处完全被股本成本的上升所抵消： $V_L = V_U = S + B$ ，其中 V_L 是负债企业的市场价值， V_U 是无负债企业的市场价值， S 是企业所有者权益， B 是负债。存在公司税时，由于负债的税收屏蔽效应，企业价值随负债率的增加而增加，即 $V_L = V_U + TB$ ，其中 T 为公司税率。可见，根据MM 理论企业价值和企业的资本结构无关，而根据修正的MM 理论有公司税时企业的价值却是随着负债率的增加而增加，也就是说，企业的最佳负债率应是 100%，这显然是和实际不相符的，原因是MM 理论只考虑了负债带来的税收屏蔽利益，即没有考虑负债的增加带来的额外成本。

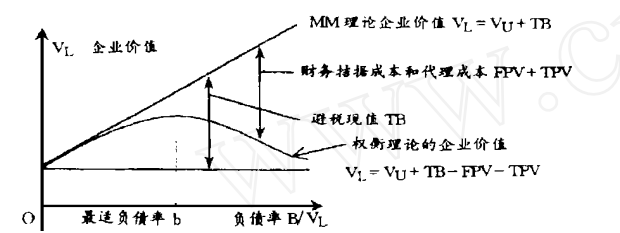


图2 企业资本结构与企业价值

综合考虑了这两方面的效应的理论是 20 世纪 70 年代发展起来的权衡理论。根据权衡理论，负债的增加给企业带来避税利益的同时也给企业带来了财务拮据成本和代理成本，这两项成本（可统称为亏空成本）主要是由企业的利益相关者争夺企业财富的机会主义而导致，财务拮据成本包括企业因偿还到期的债务造成营运资金短缺乃至信誉受损、管理上的短期行为或者不得不高利率借款而付出很高的成本，以及企业破产时所付出的直接破产成本（诉讼费、律师费以及其他行政开支）和间接破产成本（包括清算资产的贬值、整顿组合造成的成本上升和人力资本和无形资产的贬值等）。代理成本是指为保证经营者按照企业同股东和债权人之间所签定的和约行事而发生的对经营者进行监督的成本以及由于股东与债权人之间目标利益相冲突而造成的次优决策成本^①。这两项成本随负债率的增加呈加速上升趋势，是制约企业无限度举债的主要因素，考虑两项成本的企业的价值公式为： $V_L = V_U + TB - FPV - TPV$ ，其中 FPV 是财务拮据成本， TPV 是代理成本。因为在负债率超过一定程度后，这两项成本将超过举债所带来的利益，企业的价值将下降（如图 2

所示）。

根据以上分析可知，由于财务拮据成本和代理成本的存在，企业在理论上存在一个最适资本结构，或者说最适负债率，企业在此负债率下经营应该是既能获得举债的利益又能有效地避免陷入财务危机，虽然要十分精确的测定这个点是不太可能的，但可以定性地分析负债率偏离这个点的程度与财务危机的关系，从而确定企业负债率的一个最适区域。但为什么有的企业偏好低负债率以致企业丧失利用财务杠杆的机会收益，而有的企业却偏好高负债率以致企业陷入财务危机呢？这和不同的制度环境中经营者行为与所有者的控制是密切相关的。

三、内部人控制、所有者行为障碍与过度负债

1. 企业价值高估与企业过度负债

上文所提到的MM 理论和权衡理论是在有效资本市场以及完全信息的假设条件下得出的，我们可以认为此条件下得出的企业价值就是企业的真实价值，企业价值最大化的负债率就是理论上的最适负债率。但现实中不可能满足其假设条件，如资本市场不会是完全有效的，信息总是不对称的。因此现实中的企业的市场价值往往偏离其真实的价值，负债率也往往偏离最适负债率。

若考虑到利率管制（人为压低利率）和经营者利用信息不对称隐瞒风险等因素，则权衡理论关于企业的价值公式可以修正如下：在有公司税，不考虑亏空成本的情况下，企业的价值由 $V_L = V_U + TB$ 变为 $V'_L = V_U + TB + (1 - T)(1 - K_b/K_p)B$ ；在有公司税并考虑亏空成本的情况下，企业的价值由 $V_L = V_U + TB - FPV - TPV$ 变为 $V'_L = V_U + TB + (1 - T)(1 - K_b/K_p)B - FPV_1 - TPV_1$ 。其中 V_L 、 FPV 、 TPV 是在完全信息、资本市场有效以及所有者行为不存在障碍的情况下，企业的市场价值、财务拮据成本和代理成本； V'_L 、 FPV_1 、 TPV_1 是存在信息不对称、资本市场无效以及所有者行为障碍的情况下企业的市场价值、财务拮据成本和代理成本。 V_U 是无负债企业的市场价值， B 是负债， T 为公司税率， K_b 是企业负债利率， K_p 是私人负债利率。在资本市场不完全有效（如存在利率管制）时有 $K_b < K_p$ ，在存在信息不对称、资本市场无效以及所有者行为障碍的情况下，企业所负担的财务拮据成本以及代理成本低于其应负担的实际成本，即 $FPV + TPV > FPV_1 + TPV_1$ ，从而使后一种情况下企业的价值（企业的市场评价）高于前一种情况下的企业价值（可以认为是企业的实际价值），即 $V_L < V'_L$ ，相应地，企业的负债率也高于最适负债率（见图 3），我国的国有企业就属于这种情况；相反地，由于融资渠道的缺乏，一些民营企业只能通过民间渠道进行融资，这时往往有 $K_b > K_p$ ，于是企业由于债务融资成本太高而贬值，所以民营企业往往偏好低负债率以致企业丧

失利用财务杠杆的机会收益。因此,和外资企业、民营企业相比我国的国有企业普遍存在“过度负债”现象。

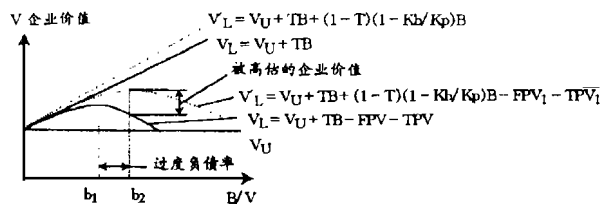


图3 企业价值高估与企业过度负债

2. 国有企业的内部人控制、所有者行为障碍与过度负债

在我国,政府主导的单一的融资模式是造成所有者行为障碍的一个重要原因。当所有者的控制行为受到行政干预等因素的阻碍时,会使企业负担的亏空成本低于企业应负的成本。以国有企业为例,张春霖分析了处于“行政干预下的内部人控制”中的国有企业的所有者行为障碍,如图4所示,居民的资金通过国家和银行两条途径注入企业,“拨改贷”之前国有企业的资产主要通过③④②和③⑤两条交易链形成,企业和银行之间不存在负债关系,由于投资失败和效率低下而造成的不良资产可以由国家统一核销,风险其实被分散到每个居民的头上,因而企业不存在财务危机的压力,另一方面,由于居民和企业之间存在各级政府组成的委托代理链,使得原始所有者——居民的监督积极性和所获收益经过这个代理链的扩散和损耗后变得微乎其微,而普遍采取搭便车的行为,结果使国有企业长期效率低下,其根本原因是原始所有者——居民存在对企业控制的行为障碍。20世纪80年代中期“拨改贷”后,国有企业的增量资产主要通过①②这条交易链形成,在这条交易链中,居民与银行之间的交易①是一种相对完备的契约,具有市场交易的性质。本来居民通过这条交易链是可以给企业一个比较硬的约束的,但由于国家的行政干预,国有银行与国有企业之间的交易②实际上蜕变成特殊的保险契约,企业也因预期到国家和银行会对企业进行保护而不会从根本上提高资金使用效率,这就使得原始债权人——居民因行政干预下的国有银行的存在而无法直接有效地对企业施加影响,形成债权人的行为障碍,最终的结果是国有银行承担了国有企业转嫁的大量社会成本,包括财务拮据成本和代理成本。与此同时,由于银行的商业化改造,逐步从政府部门游离出来而形成独立的利益主体的银行不该也不愿承担这些成本和因此而造成的风险,最后的风险承担者还是国家。但问题是,对于外部人来说,行政干预造成的不良资产与银行经营不力造成的不良资产往往难以分清,这时,作为独立利益主体的银行必然利用信息不对称最大限度地攫取国家的利益。这样,企业因过度负债而造成的亏空成本就可以通过银行部分或全部转嫁给国家,企业和银行因负

债和放贷而获得了大量的利益,但却不必为过度负债和投资不慎承担风险,自然都存在过度负债和放贷的偏好。由此可见,由于原始所有者的行为障碍使得企业经营者可以不顾股东利润最大化目标而追求自身利益,而原始债权人的行为障碍使得企业经营者可以不顾债权人的安全要求而过度负债。这是长期以来,我国国有企业资产盈利率(一般认为只有5~6%)大大低于负债利率(一般认为高达10~14%)而资产负债率却居高不下的主要原因(一般认为高达80%)。

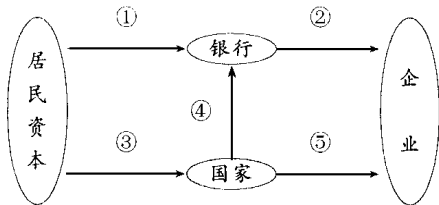


图4 企业的融资渠道

国有企业所有者的行为障碍还表现在股东和债权人不能根据“依存状态的所有权”理论在相应的状态下掌握企业的控制权,主要表现为在任何经营状态下都由经营者掌握主要的控制权(形成所谓的“内部人控制”)以及在企业资不抵债时控制权仍然由股东掌握。由于经营者的效用目标往往是和所有者的效用目标不一致的,在所有者存在行为障碍的情况下,“内部人”实现自身利益最大化往往是以损害所有者利益为代价的。由于企业和银行的盲目扩张和盲目放贷,亏空成本大大增加,企业实际价值大大降低,但“内部人”却可以通过隐瞒信息、上项目、搞合资搞联营以及产品外加工等方式获得大量隐性收入和黑色收入。同时,由于低折旧以及利润上缴等政策的不合理使得企业的价值被高估,而企业的价值被高估的结果就是不同状态下的控制者角色发生错位。如图5所示这时企业被认为有E C所代表的价值,按前文所述依附状态的所有权理论,这时企业被认为处于第(3)种经营状态,即 $W > V_L > D$,股东和经营者享有较高的收益并掌握企业的控制权,如G点所示。企业经营者按照被高估的企业价值E C选择负债率OE'。而如果企业价值不被高估,企业的最适负债率应该为OE,对应价值为EC。负债率为OE时,对应的企业实际价值只有EF,企业其实已经过度负债并因此处于破产状态,因而应该由债权人掌握控制权,事实上却依然由股东和经营者掌握控制权,这时股东和经营者将不愿进行具有确定正收益的投资而只愿意进行高风险高收益的投资,因为如果进行具有确定正收益的投资,股东和经营者的净收益将会低于债权人的净收益,而进行高风险高收益的投资可以使财富从债权人向股东转移,因此,如果依然由股东(国有企业的股东往往由行政部门代表)和经营者掌握企业的控制权必然会造成企业的过度负债和次优决策成本的大大增加,从而造成大量的社会净效益的损失,长此以往,最终将酿成企业的财务危机乃至国家的金融危机。

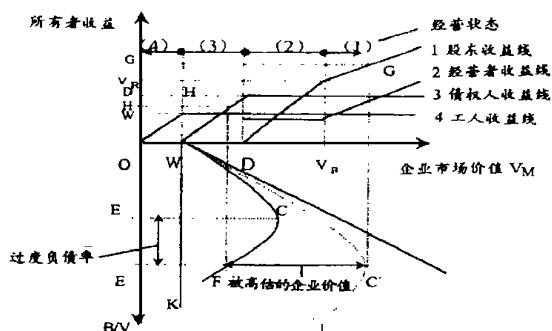


图5 企业价值与依附状态的所有权

说明: 图5就是图1与图3的结合, 具体含义见图1和图3, 上半部分表示企业“依存状态的所有权”理论, 下半部分表示在存在信息不对称、资本市场无效以及所有者行为障碍的情况下的“权衡理论”所表示的企业价值被高估的情况。存在信息不对称、资本市场无效以及所有者行为障碍的情况时, 由于企业价值被高估, 企业价值由曲线WCF变为WC', 此时企业被认为有EC表示的价值, 对应的最适负债率为OE', 对应上半图为第(1)种经营状态, 由股东和经营者掌握控制权; 但实际上, 对应此时负债率OE'的企业实际价值只有EF, 对应上半图应该是第(3)种经营状态, 其实已处于破产状态。

最后, 我国“替代性约束机制”的不成熟, 使得所有者即使可以按“依存状态的所有权理论”掌握企业控制权, 也不能有效地行使其控制权, 现代企业制度改革因此也往往只是流于形式。首先, 由于规模较小、不流通的国有股所占比例太大和管理不规范等原因, 我国股票市场还不能成为所有者控制企业和传递信息的有效渠道; 其次, 由于长期以来的政企不分, 企业经营者被作为有行政级别的国家干部, 对国有企业高层经理人员的选拔一直坚持“党管干部”的原则, 我国至今没能形成独立的经理阶层, 因而也就不存在针对经理人员的独立利益和声誉, 以提高企业效益为导向的激励与约束机制, 以及来自经理人员市场的被相信有更高的经营才能者替代的威胁, 造成国有企业经理人员的竞争不力和低效率; 最后就是由于产权不清、市场机制不成熟以及法制不健全等原因, 使得企业治理结构也往往成为摆设, 不能起到约束和激励经营者的作用。

四、小结

由上文的分析可以看出, 所有者行为的障碍和控制者角色的错位使得企业因亏空成本可以被部分或全部转移出去而过度负债, 而亏空成本不会因为被转移而消失, 总要以各种形式表现出来, 总要有谁来承担。在国有企业中, 亏空成本最终以银行不良资产和企业的亏损表现出来, 企业和银行的价值的一部分是由不良资产支撑起来的, 是被高估的。企业虽然因亏空成本的转移而在高负债率下维持经营, 但企业并不能因此就可以逃避财务危机的命运, 若不解决企业的

过度负债问题, 不良资产的积聚和积累迟早会导致企业财务危机转化成国家的财务危机, 从而爆发大规模的金融危机, 最终企业乃至国家将为此付出沉重得多的代价。

企业过度负债的原因是所有者的行为障碍以及不同状态下的控制者角色错位, 而所有者的行为障碍以及控制者角色错位的根本原因还是产权制度的不合理以及市场机制的不成熟。具体表现为国有企业的单一的国有产权形式, 单一靠借贷融资的方式使民有资本只能以债务形式在国有企业中出现, 企业治理结构、证券市场和经理人员市场的不成熟使投资者(股东和债权人)缺乏有效的低成本的控制企业的渠道。因此, 解决企业过度负债, 预防财务危机最终有赖于两个方面的改革, 其一就是要完善资本市场, 其二就是消除所有者的行为障碍。具体地说, 必须加快产权调整的步伐, 在国有企业中引入适量的民有资本; 发展多元化多渠道的融资方式, 完善和规范证券市场, 尽快建立运行科学的企业治理结构和经理人员市场, 为所有者提供一个约束和激励经营者的有效“替代性约束机制”; 加快银行商业化改革, 完善企业破产兼并机制, 硬化企业预算约束。这是解决不良债权和预防财务危机的根本途径, 任何债务重组方式(不管是“拨改贷”还是“债转股”)如果不同时革除导致过度负债和效率低下的制度因素, 最终只能是杯水车薪, 不可能使问题得到根本性解决。

参考文献

1. 朱民, 刘涓珊:《企业资本结构之谜——现代企业资产结构理论简析》, 见《现代经济学前沿专题》, 第1集, 北京, 商务印书馆, 1989。
2. 王化成:《企业财务学》, 北京, 中国人民大学出版社, 1995。
3. 张军:《现代产权经济学》, 上海, 上海三联书店, 上海人民出版社, 1989。
4. 许小年:《银行不良资产: 成因与清理》, 载《改革》, 1999 (3)。
5. 张杰:《转轨经济中的国有银行呆帐》, 载《金融研究》, 1999 (5)。
6. 罗昌宏:《资产负债率中外异同论》, 载《经济学家》, 1999 (6)。
7. 刘力:《国有企业高资产负债率成因分析》, 载《经济科学》, 1996 (5)。
8. 张杰:《国有企业的不良债权与清债博弈》, 载《经济学家》, 1997 (6)。
9. 张荣刚, 刘小玄:《国有企业的债务困境及其原因——湖北钢丝厂的案例调查》, 载《经济研究》, 1996 (2)。
10. 李文:《国有企业财务问题研究》, 载《经济学家》, 1996 (5)。
11. 陆正飞:《企业适度负债的理论分析与实证研究》, 载《经济研究》, 1996 (2)。
12. 张维迎:《所有制、治理结构与委托—代理关系》, 载《经济研究》, 1996 (9)。

(作者单位: 南京大学国际商学院 南京 210093)

(责任编辑: 陈永清)