

中国国有企业债务问题的制度性分析

胡玉明

一、中国国有企业债务的基本特征

1. 负债水平比较高, 偿债能力比较差

根据统计, 1980 年国有工业企业负债比率仅为 18.7%, 1990 年则为 58.4%, 1991 年为 60.5%, 1992 年为 61.5%, 1993 年为 71.7%。到 1994 年对 12.4 万户国有企业进行清产核资时, 国有企业的负债比率已经上升为 75.1%。如果扣除实际的挂帐损失, 国有企业的负债比率高达 83.3%。中国 18 个“优化资本结构”试点城市国有企业的平均负债比率, 考虑资产损失和潜亏挂帐后为 89.9%。与此相对照, 美国和企业英国的企业负债比率一般在 35%~40% 之间, 德国在 60% 左右, 日本也从高速发展时期的 70% 下降到目前的 60% 左右。

从中国工业企业内部的部分行业来看, 在同行业中, 国有企业的负债比率一般不仅高于非国有企业, 而且高于行业的平均水平(参见表 1)。

表 1 1995 年工业企业内部部分行业负债比率(%)

	国有企业	非国有企业	行业平均水平
煤炭采选业	61.3	62.4	61.4
食品加工业	77.6	67.4	73.7
纺织业	82.3	72.2	77.4
服装业	71.9	64.8	65.7
家具制造业	75.1	69.0	69.8
造纸及纸制品业	74.2	67.4	70.7
医药制造业	74.1	59.0	67.5
化学纤维制造业	74.5	53.7	61.5
普通机械制造业	71.2	63.1	67.5
橡胶制品业	74.2	65.0	69.3
全部行业平均	65.6	63.7	64.8

资料来源: 国家统计局:《中国统计年鉴(1996)》, 北京, 中国统计出版社, 1996。

从各种经济类型的工业企业负债比率来看, 国有企业负债比率的实际水平也高于非国有企业的整体水平(见表 2)。

表 2 1995 年不同经济类型工业企业负债比率

	负债比率(%)
国有经济	65.6(74.2*)
集体经济	70.9
股份制经济	54.9
外商投资经济	54.5
港澳台投资经济	62.2
全部工业	64.8

资料来源: 国家统计局:《中国统计年鉴(1996)》, 北京, 中国统计出版社, 1996。

* 为扣除资产水分的实际负债比率。

国有企业的债务问题不仅表现在负债比率比较高, 更为严重的是国有企业偿债能力比较差, 存在大量的不良债务。

与上述行业(表 1)相对应, 1995 年有关行业的流动比率都没有达到 200% 的通用标准(见表 3)。

表 3 1995 年工业企业内部部分行业偿债能力情况表

	流动资产(亿元)	流动负债(亿元)	流动比率(%)
煤炭采选业	713.08	727.56	98
食品加工业	846.13	1 074.27	78
纺织业	1 192.09	1 542.98	77
服装业	80.05	86.33	93
家具制造业	16.48	18.49	89
造纸及纸制品业	236.73	301.50	78
医药制造业	420.43	427.07	98
化学纤维制造业	157.60	168.31	94
普通机械制造业	1 064.58	1 066.55	99
橡胶制品业	176.95	189.51	93
全部行业平均	4 904.12	5 602.57	88

资料来源: 同表 1。

2. 负债结构不合理

根据 1995 年对 30.2 万户国有企业调查的数据显示, 在国有企业负债总额中, 流动负债占 65.6% (其中, 短期借款占流动负债的 50.8%), 长期负债占 34.4% (其中, 长期借款占长期负债的 82.9%), 长短期借款合计占负债总额的 61.9%。这说明, 从全国国有企业总体情况看, 国有企业的负债中, 大约有 60% 以上是对金融机构(主要是国有银行)的负债。国有银行成为国有企业最大的债权人。

中国国有企业债务问题不仅直接危及国有企业本身的生存和发展, 而且对国民经济的持续稳定发展都产生极其不利的影响。它已经成为推进中国经济体制改革的障碍。

二、目前国有企业债务问题研究存在的缺陷

根据中国国家统计局公布的数据, 人们发现国有企业负债比率过高, 并已经成为国有企业进一步改革和发展的主要障碍。于是, 经济学界纷纷为解决国有企业债务问题开“药方”, 提出了许多对策。比较有代表性的是: 债权转股权、国家免除企业债务、国家注入资金和实行破产制度。这些对策只着眼于解决眼前问题, 没有从建立适应市场经济环境的企业制度的角度作长远考虑, 它们只是“治标不治本”。这些对策在一定程度上体现了学术界对国有企业债务问题研究的局限性。

1. 研究的焦点局限于负债比率的高低

根据中国统计数据所揭示的现象, 人们发现中国国有企业的负债比率过高。由此, 多数学者将国有企业债务问题研究的焦点局限于负债比率的高低。

其实, 中国国有企业债务问题决非一个单纯的负债比率问题。负债比率高低是一个相对的动态概念, 不同的企业有所不同, 即使是同一企业在不同时期也不同。对企业负债比

率是否合适,不能一概而论,要结合具体企业及其所面临的具体环境来分析。因此,从理论上说,企业负债比率过高是一个相当模糊的概念。从这个意义上,笼统地说中国国有企业负债比率过高并不科学。在一定条件下,企业适度举债经营是有利的。这就是企业理财学的财务杠杆效应。只有当企业的资本利润率高于企业债务资本成本率,才会出现有利财务杠杆效应,企业利用负债创造价值。世界上不乏企业人创造高负债比率以获得有利财务杠杆效应的成功例证。“德国和日本的企业都是在较高的负债率下取得了良好的业绩”。因此,问题的关键不在于国有企业负债比率高低,而在于国有企业盈利能力高低。中国国有企业负债比率过高只不过是一种表象而已。实际上,它是中国经济体制改革在国有企业这个层面上所暴露出来的问题。当前国有银行负债比率更高。根据中国人民银行1995年年报显示,截至1995年12月31日,中国工商银行、中国农业银行、中国银行和中国建设银行四大有商业银行平均负债比率为96.11%。但人们并没有像国有企业那样充分意识到这个问题的严重性。因为中国金融体制改革和商业银行的企业化经营远没有走到国有企业这一步。原来体现在国有企业的“护身符”还在国有商业银行身上延续。因此,将研究焦点局限于负债比率高低没有深入到事物的本质特征。负债比率高不是国有企业陷入困境的根源,而只是其结果的表现形式之一。单纯研究负债比率高没有意义,负债比率的高低(体现在资本结构上)涉及到企业治理结构问题,它本身是一个权利、责任与利益分配的问题。

2. 研究的侧重点局限于企业外部环境

学术界对国有企业债务问题的讨论曾经很热烈,但是,都过分注重外部因素,似乎外部因素解决了,国有企业债务问题就可以解决。事实上,外部因素只是国有企业债务问题的外因,企业内部经营机制才是国有企业债务问题的内因。

当然,从企业外部环境看,企业资本结构的选择需要一个完善的资本市场,以市场为导向,建立市场化的投资与融资体制,为企业提供在多种可行的资本结构之间进行选择的机会。当前中国国有企业负债比率过高的实质是资本结构僵化的问题,它是资本结构自由选择机制尚未形成的问题。现代企业制度与金融市场具有共生互动性。只有企业内部建立完善的经营机制才能建立资本结构自由选择机制。凡是内部经营机制健全,具有生命力的企业,市场自然会为它找到一个相当合理的负债率。因为市场上会有不同的投资者愿意以不同的方式向这样的企业提供融资。在市场上不能找到融资的企业说明市场已经认为它没有生命力,这样的企业只能退出市场,国家没有必要为其债务问题操心。一个连资本成本最低的债务利息都负担不起的企业,在市场中还有什么生命力可言!

俗话说,“治标要治本”。在不解决国有企业债务问题根源的前提下,无论采取何种方式解决了债务存量问题之后,新的债务流量依然会产生,债务流量再度转化为债务存量。解决国有企业债务问题应该从杜绝产生债务流量的根源开始。只有产生债务流量的根源消除了,与解决债务存量相联系的各种改革才是“最后的晚餐”。

由于对国有企业债务问题研究存在上述两个方面的局限性,学术界所提出的一些对策无法从根本上解决国有企业债务问题。我们不禁要问:中国国有企业究竟是负债比率过高还是收益率过低?导致负债比率过高的根源是什么?资产管理公司为国有企业和国有银行“解困”,将来谁为资产管理

公司“解困”呢?因此,只有实现研究思维的突破才能“标本兼治”地解决国有企业债务问题。

三、国有企业债务问题的制度性因素

国有企业债务问题以及由此引发的财务困境源于财务运作,但是,其根源却在于资产营运效率和效益。这就涉及到企业制度以及由此而引发的企业内部经营机制问题。单纯的资本市场培植只能解决融资问题,不能解决企业内部经营机制问题。中国上市公司经营业绩令人失望就是典型的例证。

我们一再强调企业应该是一个独立经济主体。虽然法律可以赋予企业独立经济主体地位,但是,法律解决不了企业内部经营机制问题。目前,国有企业难以实现自我发展机制,势必危及其独立经济主体地位。国家只能给企业体制(外生性制度安排),而不能给企业机制(内生性制度安排)。因此,应该从国有企业特有的制度安排来研究国有企业的债务问题。

1. 中国国有企业产生的逻辑背景

国有企业债务问题只是一种表象。“透过现象看本质”,其实是国有企业特殊的制度安排以及由此引发的企业内部经营机制在转轨时期的不适应性。

中国国有企业的产生并非随意的。中华人民共和国建立之初,中国面对的是相当落后的经济发展水平和不合理的经济结构状况。面对这样的格局,中国共产党领导的政权面临的首要任务就是如何尽快地改变落后的经济结构,提高工业化水平,特别是提高重工业在工业结构中的比重。因此,中国选择了重工业优先发展作为经济发展战略。重工业是资本高度密集型的产业。在经济基础十分薄弱,资本稀缺的条件下,如果依靠市场机制来配置资源,不可能将投资引导到重工业部门。为了实现优先发展重工业的战略,中国政府不仅要掌握资源的配置方向,而且还要对生产经营过程所产生的剩余加以控制,由此,中国相继实行了人为扭曲产品和生产要素价格的宏观经济政策,高度集中的资源计划配置制度,以及没有自主权的微观经营机制。总之,企业没有任何自主权。国有企业这种特殊的制度安排便应运而生。

然而,中国政府不可能直接经营管理国有企业,只能将其委托给国家任命的经营者代为经营管理。为了防止经营者侵犯国家作为所有者的权益,国有企业治理结构的特点自然而然就是不给企业在生产、供应、销售和人力、财力、物力等各个方面的自主权。显然,国有企业这种特殊的治理结构是内生的。按照当时的设计,国有企业本来就不具有企业的性质。¹⁰国有企业是一个“超经济性质”的组织,它担负着特殊的“历史使命”。

中国国有企业的产生及其特殊的治理结构是建国初期在资金短缺的条件下推行重工业优先发展战略而形成的一种制度安排。从根本上说,国有企业的产生在于弥补市场机制配置资源的缺陷。因此,从这个意义上说,国有企业本质上是“反市场”的。今天,中国正致力于建立社会主义市场经济体制,国有企业的“反市场”本质与市场经济环境不相容。国有企业债务问题的根源也就在于此。

2. 国有企业债务问题的制度性因素

中国目前已经确立了建立社会主义市场经济体制的目标,并根据这个目标对国有企业进行市场化改革。这样,国有企业制度本身的内在逻辑与市场经济作为资源配置的基本机制的内在逻辑之间存在制度性矛盾。

(1)在国有企业制度安排没有根本改变的情况下,国家

改革了资金供应方式(从财政主导型转化为银行主导型), 而导致国有企业债务(主要是对国有银行的债务)之畸形格局。中国的银行主导型融资机制是导致这种畸形格局的根源。

尽管对于实施发展重工业战略来说, 国有企业制度安排有其合理性和客观必然性, 但是, 随着时间的推移, 其问题日益暴露。各部门、各企业纷纷争计划、争项目、争资金, 但资金的使用效益却少有人关心。为此, 从 1979 年国务院颁布的《关于国营工业企业流动资金全额信贷的暂行规定》开始, 国家在国有企业资金管理方面先后进行了诸如 1983 年的“流动资金统一由银行管理”和 1984 年的“拨改贷”等一系列改革措施。这些改革措施的主导思想相当明确, 那就是为了配合整个经济体制的转轨, 扭转计划经济体制下国有企业资金使用的低效益局面, 将国有企业资金管理方式基本上由财政无偿拨付改为通过银行贷款有偿使用, 以此增强国有企业在资金使用方面的约束能力。

客观地说, 这些改革措施的出发点都是好的。但从各项改革措施出台的时间看, 国有企业资金管理方式的改革明显先于国有企业制度的改革。在国有企业制度及其经营机制没有实质性改变的前提下, 率先推进了资金管理方式的改革, 由此引发了一系列问题。对国有企业而言, 并没有意识到资金来源方式的变化对企业经营所带来的严重影响。在国有企业看来, 财政和银行都是国家的, 问题只是国家从哪个“口袋”拿钱。因此, 国有企业依然按照传统的经营机制运行, 无视体制环境与市场需求变化, 继续盲目争计划、上项目、创产值, 从而导致 80 年代中期以后国有企业负债水平急剧攀升, 到 90 年代出现负债比率过高的严重局面。

(2) 国有企业在统收统支的制度安排下, 不仅资本投入不足甚至根本没有投入, 而且缺乏资本补偿机制(包括自我补偿机制、市场补偿机制和资产变现机制)。

改革开放之前, 在国有企业制度安排下, 国有企业只是国家的一个附属单位, 生产所需要的资金实行统收统支的高度计划管理体制, 甚至连企业计提的固定资产折旧也要上缴国家。这时, 国有企业根本就没有“债务”概念。

伴随着中国经济体制的改革, 非国有经济的成长, 国有企业由于自身制度改革的滞后, 市场竞争能力不断下降, 亏损额逐年增加, 利润率持续下降, 严重削弱了国有企业上缴利税的能力。由此导致国家财政收入占国民生产总值的比重逐年下降(见表 4), 由改革开放之初(1978 年)的 31.2% 下降到 1995 年的 10.9%, 从而, 国家投资能力不断下降。

表 4 1978—1995 年国家财政收入占国民生产总值的比重

	比重(%)		比重(%)
1978 年	31.2	1991 年	14.5
1980 年	25.6	1992 年	13.1
1985 年	22.3	1993 年	12.5
1987 年	18.4	1994 年	11.2
1990 年	15.8	1995 年	10.9

资料来源: 同表 1。

然而, 与国家投资能力不断下降形成鲜明对比的是, 由于国有企业特殊的制度安排, 国有企业投资盲目扩张, “拨改贷”之后, 中国不仅形成了大批完全依靠银行贷款建设的项目, 而且形成了大批完全依靠银行贷款创立的“企业”。这些国有企业具有“先天不足”的特点。

与此同时, 由于中国国有企业制度本身是“反市场”的,

国有企业隐性负担过重, 在市场经济环境下, 国有企业亏损面较大, 国有企业缺乏自我补偿资本的机制, 而资本市场和产权交易市场的不完善, 又使国有企业缺乏资本的市场补偿机制和资产的变现机制。

3. 国有企业债务问题的更深层制度性因素是产权主体残缺, 委托代理关系模糊, 难以构建与市场经济环境相适应的企业治理结构。

在市场经济环境下, 任何企业组织都必须建立适应外界环境变化的内在机制, 而这个机制产生于企业组织的自我修炼能力及其效果。企业内在机制的建立需要有合理的企业治理结构, 而企业治理结构又涉及到明确的产权基础即所有者到位问题, 否则, 这种机制无从产生。从总体上看, 中国国有企业改革主要针对国有企业效率低下而展开。从利润留成、盈亏包干, 到实行企业承包经营责任制, 以至股份制改造和现代企业制度试点, 整个改革的思路基本上围绕“放权让利”这个中心进行, 而没有从根本上触及产权问题, 从根本上解决所有者缺位问题。如此, 国有企业的内部经营机制难以建立。因此, 形成国有企业债务问题的更深层的制度性因素是国有企业特殊的制度安排而导致的所有者缺位。

在市场经济环境下, 委托代理制度的成功是以产权主体或所有者高度关心企业经营成果为前提。产权主体或所有者都可以“人格化”, 追溯到自然人。他们受商法和民法的保护, 可以利用各种法律形式, 有效地监督和保护其利益不受代理人(经营者)侵犯。建立有效的企业治理结构就是其中之一。而在中国, 作为国有企业的委托人虽然都“人格化”为自然人, 但是, 委托人和代理人都只是拿工资的政府官员。由于产权主体或所有者缺位, 没有人真正关心国有企业的经营成果, 也没有人最终对国有企业真正负责。因此, 国有企业难以构建与市场经济环境相适应的企业治理结构。事实上, “国有企业在任何经济社会制度中都显得比其他所有制经济效率低下, 则早已是不争的事实。”⁴¹ 国有企业经营的低效率, 一方面, 导致国有企业根本无法实现资本补偿机制, 依靠国有银行举债融资成为国有企业生存的唯一选择; 另一方面, 导致国有企业无力清偿债务, 从而产生大量的不良债务。如此一来, 债务问题成为国有企业面临的严重问题。

4. 中国国有企业债务悖论

企业的资本无非来自债务和股权两个方面, 因此, 国有企业的债务问题实质就是资本结构的问题。资本结构是财务经济学研究的重要课题, 围绕着资本结构这个主题发展起来的理论称之为资本结构理论。在过去的几十年里, 西方国家在这方面的研究取得了引人注目的成果, 数位研究成就突出者获得了诺贝尔经济学奖。但是, 多年的理论研究也没有取得一致公认的结论, 当前企业资本结构问题被称为“资本结构之谜”⁴²。

詹森(Jensen)认为在企业具有剩余资金的情况下, 债权对企业经营者的经营行为具有控制作用。詹森指出, “股权转让权”的做法在激励企业的经营行为方面会起积极作用。因为债权所包含的破产权利将迫使经营者偿还债务本息, 减少由经营者所能够掌握的剩余资金, 从而减少由经营者对剩余资金的不当利用所产生的代理成本。⁴³ 如前所述, 负债比率的高低(体现在资本结构上)涉及到企业治理结构问题, 它本身是一个权利、责任与利益分配的问题。债权与股权不仅收益索取权不同, 而且其控制权安排也不同。债权对企业经营者是一种“硬约束”, 它对企业经营者的不当经营行为具有制约作用。委托代理理论特别强调债务在企业治理结构中的作用。

如果说股东是对经营者的一种匿名的软约束,债权人对经营者则是看得见的硬约束。“股权是座垫,债务是针毡”。有鉴于此,与“债权转股权”相反,张维迎主张将“股权转债权”,希望通过债权的控制作用规范国有企业的经营行为。¹⁴我认为,在中国国有企业特殊制度安排下,国有企业与债权人尤其是国有银行的债权债务关系“虚拟化”;债权债务关系的契约性和严肃性被破坏,债权的控制作用严重“弱化”。本来,当企业无力偿债时,债务契约触发控制权的自动转移机制将启动,但在中国它却失灵。因此,中国国有企业资本结构的根本缺陷在于债权约束的作用严重“弱化”。作为最大债权人的国有银行并未在国有企业的治理结构中得到其应有的地位。在中国国有企业中,存在严重的债权弱化问题。在中国国有企业特殊制度安排下,试图通过强化债权的控制作用来规范国有企业的经营行为是很难的。

根据信号传递理论,资本结构起着传递信息的作用,负债比率越高,企业质量越高,反之亦然¹⁵。但是,这个理论在中国国有企业却不能得到实证检验。中国国有企业负债比率越高,问题越大。中国国有企业不是因为质量高,才多举债,而是因为质量不好,无可奈何才多举债!在市场经济环境下,如果企业质量不好,难以进入金融市场,自然难以得到必要的融资。而中国国有企业质量不好,却不必通过金融市场,照样可以通过国有银行得到必要的融资。问题的关键还是在于国有企业特殊制度安排。在这种特殊制度安排下,国有银行成为国有企业融资的唯一选择。国有银行也别无选择。国有银行对信贷资金的安排无法完全按商业银行信贷法则进行,而隐含着某种行政干预或政府行为。中国的银行主导型融资机制是导致国有企业债务畸形格局的根源。

因此,中国国有企业债务问题是国有企业特殊制度安排的产物。在国有企业制度安排下,债权与股权没有什么差别,债权对经营者的约束作用或控制功能无法发挥作用。中国国有企业债务的形成与变动并非资本结构理论和常规技术分析方法所能解释。这是一个悖论。无视中国国有企业的历史渊源,就不可能全面认识中国国有企业的债务问题。

四、结论:国有企业债务问题的解决已经超越了命题本身的含义

中国国有企业债务问题虽然只是中国经济体制转轨时期矛盾的一个侧面,但它折射出中国国有企业制度的市场不适应性。

如前所述,在中国建国初期,国有企业制度安排是历史的必然选择。国有企业是一个“超经济性质”的组织,它担负着特殊的“历史使命”。国有企业“反市场”的本质及其“政企不分”的特殊企业制度安排与市场经济环境不适应是国有企业债务问题的根源。中国国有企业债务问题是国有企业特殊制度安排的产物。

然而,试图通过“政企分离”来解决国有企业经营机制以及由此引发的债务问题是不现实的。国有企业作为一种国家现象即有国家才可能出现国有企业,无论哪种社会形态,国有企业一产生,便具有“政企不分”,甚至“政企合一”的制度特殊。¹⁶只要是国有企业制度安排,国家还是其所有者,国有企业就不应当也不可能“政企分离”。国有企业的“政企分离”就是剥夺国家作为所有者的权益。国有企业“政企不分”的制度特征决定了国有企业不是一般意义上的企业。它不可能象一般企业那样真正成为完全独立的生产经营企业。国有企业是政治经济混合体。国有企业的性质决定其经营目标多元化,这与作为市场主体的企业以经济效益为单一经营目标矛

盾。国有企业本质上是“反市场”的。如果要求国有企业适应市场经济环境并进入竞争领域,要求国有企业“政企分离”,实际上,就是对国有企业实行非国有化改造,国有企业也就改变了其“国有”的性质。因此,国有企业债务问题的最终解决依赖于国有企业制度安排的变革。试图在现有的制度安排下解决国有企业债务问题只能是一种难以实现的美好愿望。中国国有企业只有走向非国有化,才能根本解决其债务问题。如此,国有企业债务问题的解决已经超越了命题本身的含义。

由于存在市场的外部性,中国国有企业还需要继续存在,但不能单独用经济效益衡量国有企业。对这个问题的进一步讨论已超出本文的主题。

本文对国有企业债务问题的研究目的在于揭示国有企业作为特殊制度安排与市场经济环境的不适应性,国有企业债务问题是国有企业特殊制度安排的产物。它有助于人们进一步认识企业资本结构与企业治理结构的关系。其研究意义已经超出命题本身,也超越问题的解决。

注释:

鲁利玲、沈莹:《国有企业改组中的债务处理》,24、31~32页,北京,经济科学出版社,1997。

吕景峰:《债权的作用与我国国有企业治理结构的改进》,载《经济科学》,1998(3)。

周小川等:《企业改革:模式选择与配套设计》,北京,中国经济出版社,1994;吴晓灵、谢平、王艳娟主编:《中国国有经济债务重组研究报告》,北京,中国金融出版社,1997。

有关学术界化解国有企业债务问题对策的评述可参阅:胡玉明:《从理财和会计的角度评析“债转股”》,载《广西会计》,2000(5);胡玉明:《化解中国国有企业债务问题的对策评述——兼论债权转股权的功能缺陷与制度依赖》,载《学术交流》,2000(4)。

吕景峰:《债权的作用与我国国有企业治理结构的改进》,载《经济科学》,1998(3)。

中国金融学会:《中国金融年鉴(1996)》,北京,中国金融出版社,1996。

胡玉明:《试论现代公司制度、金融市场与企业理财和会计的共生性》,载《会计研究》,1996(4)。

林毅夫、蔡昉、李周:《充分信息与国有企业改革》,15~17页,上海,上海三联书店、上海人民出版社,1997。

11 吴敬琏:《当代中国经济改革:战略与实施》,156~158页,上海,上海远东出版社,1999。

11 王健:《资本市场发育与国有企业改革》,载《经济科学》,1998(3)。

12 Stewart C. Myers, The Capital Structure Puzzle, Journal of Finance, July 1984, pp. 575~592.

13 Michael Jensen, A Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, American Economic Review 76, 1986, pp. 323~329.

14 张维迎:《中国国有企业改革的理性思考》,载《中华工商时报》,1995-01-23。

15 S. A. Ross, The Determination of Financial Structure: The Incentive Signaling Approach, Bell Journal of Economic and Management Science 8(1), 1977, pp. 23~40; H. Leland and D. Pye, Information Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation, Journal of Finance 32(2), 1977, pp. 371~387.

16 刘伟、高明华:《转型期的国有企业重组》,88页,上海,上海远东出版社,1999。

(作者单位:暨南大学会计系 广州 510632)

(责任编辑:陈永清)