资本结构理论与我国国有企业产权制度改革

张 皓[1]，汤 红[2]

（1. 首钢集团 机电公司；2 首钢集团 实业公司，北京 100043）

[摘要] 对国有企业产权制度的改革，人们往往不注意从资本结构入手进行研究，而是直接从企业治理结构方面进行改革，从而形成控制权的错位，导致“内部人控制”比较严重的现状。要从根本上解决国有企业法人治理问题，就应该借鉴资本结构理论中有益的原理，正确认识国有企业产权制度中存在的问题，优化资本结构，从而达到防止国有资产的流失，按照现代企业制度的要求，实现国有企业公司制改造。

[关键词] 资本结构理论；国有企业；产权制度；企业改革

[中图分类号] D922.29 [文献标识码] A [文章编号] 1004-3489(2006)06-0042-08

资本结构的选择对于一个企业是非常重要的，因为它不仅影响企业的成本和企业的市场价值，而且它与企业的治理结构密切相关，不同的资本结构影响着企业的治理效率。

一、西方资本结构理论综述

资本结构理论是西方当代财务理论的主要研究成果之一。企业的资本结构是由于企业采取不同的筹资方式形成的，表现为企业长期资本的构成及其比例关系即企业资产的长期负债、优先股、普通股权益的结构。各种筹资方式及其不同组合类型决定着企业的资本结构及其变化。资本结构的变化与企业价值处于怎样的关系？当企业资本结构处于什么状态能使企业价值最大？这种关系构成了资本结构理论的焦点。

（一）MM理论

MM理论是被西方经济学界称为最有影响的资本结构理论。该理论是由美国经济学家莫迪格莱尼（Modigliani）和米勒（Miller）共同提出的，包括无公司税模型和有公司税模型。它们都具有以下假设：

1. 风险是可以衡量的，有相同的经营风险的企业被划入同类风险级别。

2. 投资者对未来收益风险的估计完全相同，即信息是对称的。

3. 股票和债券在完善市场上进行交易。

4. 负债利率属于无风险利率。

5. 企业的 EBIT处于零增长状态。

在上述假设条件，无公司所得税情况下 MM定理：企业的资本结构不影响企业价值，即在上述假设前提下，不存在最优资本结构问题。有公司所得税情况下 MM定理：由于利息费用在交纳所得税以前支付，负债具有减税作用，因为利用负债可以增加企业的价值，在此种情况下，企业负债越多越好。

?1994-2017 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

MM理论的众多假设方便了理论推导，却在实践中受到挑战。但也正是因为这些假设抽象掉了现实中的许多因素，才使得 MM理论能够从数量上揭示资金结构的最本质的问题，即资金结构与企业价值的关系。后人的发展就是放松这些假定，使理论更接近事实。

（二）权衡理论

权衡理论在 MM理论的基础上，充分考虑财务拮据成本和代理成本两个因素来研究资本结构。

1. 财务拮据成本。财务拮据是指企业没有足够的偿债能力，不能及时偿还到期债务。许多企业都要经历财务拮据的困扰，其中一些企业可能会破产。即使最终企业不破产，也会产生大量的额外费用或机会成本，这就是财务拮据成本。财务拮据成本是由负债造成的，而且负债越多，固定利息越大，收益下降的概率从而导致财务拮据成本的概率就越高。财务拮据成本越高，势必提高企业的资金成本，降低企业价值。

2. 代理成本。源于委托代理关系，随着所有权、经营权的分离，出现所有者与经营者的委托代理。代理成本是指为处理股东和经理之间、债权人与经理之间的关系而发生的成本。它实际上是一种监督成本。代理成本的存在会提高负债成本从而降低负债利益。

3. 数学模型：VL= VU+ TD- FPV- TPV权衡理论。认为负债企业的价值等于无负债企业价值加上负债的纳税利益，减去预期财务拮据成本和代理成本的现值。最优资本结构存在于减税利益与财务拮据成本和代理成本现值相互平衡点上。

权衡理论通过加入财务拮据成本和代理成本，使得资本结构理论变得更加符合实际，同时指明了企业存在最优资本结构。然而，根据此项理论，尚无法准确计算财务拮据成本和代理成本的价值，即最优资本结构实际上很难找到。但权衡理论揭示以下三个数量关系：（1）经营风险小的企业可较多地利用负债，反之，只能利用较少的负债，因为风险大的企业，出现财务拮据的可能性大，财务拮据成本大；（2）有形资产多比无形资产多的企业能更多地利用负债，因为有形资产可合理变现，偿还债务；（3）边际所得税率高，利用负债的作用大，因为高税率下减税利益大，能负担更多财务拮据成本和代理成本。

（三）资本结构理论的启示

资本结构理论的重要贡献不仅在于提出了“是否存在最佳资本结构”这一财务命题，而且认为客观上存在资本结构的最优组合，并使我们对资本结构有了以下几点明确认识：

1. 负债筹资是成本最低的筹资方式。在企业的各项资金来源中，由于债务资金的利息在企业所得税前支付，而且，债权人比投资者承担的风险相对较小，要求的报酬率较低，因此，债务资金的成本通常是最低的。当存在公司所得税的情况下，负债筹资可降低综合资本成本，增加公司收益。

2. 成本最低的筹资方式，未必是最佳筹资方式。由于财务拮据成本和代理成本的作用和影响，过度负债会抵消减税增加的收益。因为，随着负债比重的增加，企业利息费用在增加，企业丧失偿债能力的可能性在加大，企业的财务风险在加大。这时，无论是企业投资者还是债权人都会要求获得相应的补偿，即要求提高资金报酬率，从而使企业综合资本成本大大提高。

3. 最优资本结构是一种客观存在。负债筹资的资本成本虽然低于其它筹资方式，但不能用单项资本成本的高低作为衡量的标准，只有当企业总资本成本最低时的负债水平才是较为合理的。因此，资本结构在客观上存在最优组合，企业在财务决策中，要通过不断优化资本结构使其趋于合理，直至达到企业综合资本成本最低的资本结构，方能实现企业最大化这一目标。

（四）资本结构重要指标——财务杠杆利益

由于企业一般都采用债务筹资和股权筹资的组合，由此形成的资本结构一般称为“杠杆资本结构”，其杠杆比率即为资本结构中债务资本

?1994-2017 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

与股权资本的比例关系。因此，财务杠杆利益就在为衡量企业资本结构，评价企业负债经营的重要指标。

财务杠杆利益是企业运用负债对普通股收益的影响额。财务杠杆理论的重心是负债对股东报酬的扩张作用。其计量公式如下：

普通股利润率＝投资利润率＋负债股东权益×投资利润率－负债利率×（1－所得税率）

由上式可见，当企业全部资金为权益资金，或当企业投资利润率与负债利率一致的情况下，企业不会形成财务杠杆利益；当投资利润高于举债利率时，借入资金的存在可提高普通股的每股利润，表现为正财务杠杆利益。当投资利润率低于举债利率时，则普通股的利润率将低于税后投资利润率，股东收益下降，表现为负财务杠杆利益。为充分运用正的财务杠杆利益，限制或消除负的财务杠杆利益，应注意以下两个方面的问题：

一是提高企业的盈利能力。因为企业投资利润率与财务杠杆利益呈正方向变动，企业盈利能力的提高有利于正财务杠杆利益的提高。企业应通过合理配置资产，加速资金周转，降低产品成本，改进产品质量和结构等措施，促进企业盈利能力的增长。并将企业各类负债的加权平均利率作为投资利润率的最低控制线，以防止发生负的财务杠杆利益。因此，企业在追求高投资报酬率时，应注意投资报酬与经营风险的协调平衡。

二是降低企业负债利率。企业负债利率与财务杠杆利益呈反方向变动关系，降低负债利率能增强财务杠杆利益。企业应通过比较各金融机构的信贷条件和各种举债方式的特点，选择适合企业生产经营所必需且利息成本较低的负债资金。如：预计今后利率有上升趋势时，企业应选用固定利率计息的借款，以避免利息支出的增加，反之，选用浮动利率计息的借款。另外，企业还可以通过选择合理的还本付息方式，最大限度地降低借款实际利率；根据企业资产配置的要求，优化借款结构，在不增加筹资风险的情况下，最大限度地利用短期贷款。

二、资本结构对企业治理效率的影响

（一）资本结构和企业治理的关系

企业资本结构的形成受多种因素影响，资本结构本身又会对企业的经营绩效和治理结构产生重要影响。就一般意义而言，资本结构是指股权资本与债权资本的比例关系，它反映的是市场经济条件下企业的金融关系，即以资本和信用为纽带，通过投资与借贷构成的股东、债权人和经营者之间相互制约的利益关系。由于在产权意义上，企业的资本结构体现了企业治理主体的权利基础，因此合理的资本结构在一定程度上，能够决定企业的经营绩效和企业治理的有效性。

资本结构理论与企业治理之间有着高度的相关性。首先，资本结构通过在激励委托人努力工作方面和减少代理成本上发挥动力和作用，通过规定一定的举债规模、以一定的财务杠杆效益来实现对企业的激励。其次，资本结构通过从股权约束与债务约束两方面来形成对企业的约束机制。第三，资本结构与企业控制权问题，一个企业的资本结构的安排实际上就是企业控制权的安排。资本结构中最典型的比率关系权益负债率的选择，就是决定控制权在何时（企业不能支付债务时）由股东转移给债权人。这种安排克服了控制权在投资者与经营者之间非此即彼分配的简单、机械、低效的弊端，既能防备投资者随意插手和滥用权力，又能防备经营者攫取投资者的投资收益的机会主义行为。

（二）股东和债权人在企业治理中的作用

股东的基本权益是由其出资额所决定的资本受益权和投票权，投票权主要体现在选择经营者和重大决策等权利上。首先，股东通过股东大会来行使投票权（“用手投票”），达到对公司的最终控制作用。在投票制基础上，一些要夺取公司管理权的人（也包括股东），也可不必通过收购股份而是通过说服、联合其他股东，以争夺更多投标选举的方式挤掉

?1994-2017 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

在职管理者或改变公司的政策。投票制和在此基础上形成的争夺代理权，就是股东控制权的基本形式。其次，由股东决定了董事会的人选，特别是部分股东进入董事会之后，股东的控制权又顺延到董事会中或间接通过董事会机能进一步发挥出对经理层的控制作用。董事会成为股东控制权的又一形式。以上控制权的实施方式可称为内部控制途径。在内部控制不能有效发挥作用时，股东唯一可实施的控制就是市场控制——退出（“用脚投票”），股东对公司业绩和管理效率表示不满或失望的信号就是利用资本市场转让股份或抛出股票。公司股票被大量抛售，不仅给公司经营者带来极大的市场压力，而且给“恶意收购”事项的发生创造了条件。这种对公司经营者有致命打击的“接管”是资本市场比较发达的国家中一个非常重要的外部治理机制。退出和接管机制，可以说是股东一种剧烈的彻底的外部控制权形式。

当企业违反债务契约或资不抵债时，债权人可以通过抵押资产，迫使企业破产等方式来行使控制权，对经营者构成硬约束。这就是说债权人对企业的控制通常是通过受法律规范的破产程序来进行的。大多数国家的《破产法》都规定债权人对偿债能力不足的企业可以有两种处理方式：一种是清算，即把企业的资产卖掉，收益按债权的优先序列分配。清算有自愿和强制两种情况，后一种情况更为债权人所采纳。这时经营者将同时被“清算”出。另一种方式是重组，即股东、债权人和经营者等对负债企业的资产、负债重新进行调整、组合和处理的协商过程。如果重组后的价值大于清算的价值，破产企业可能被重组。典型的债务重组可能包括剥离不良资产，引入新的管理制度，改变经营方向及采用更合适的生产技术。重组也有可能更换企业经营者。由于交易成本问题，清算与重组之间的选择与债权人的集中度有关。如果债权人比较集中，每个债权人持有的债权比较大，重组的可能性就大，因为大的债权人清算后的损失大，而债权人较集中时达成重组协议的可能性也大。相反，如果债权人比较分散，每个债权人持有的债权相对较小，重组的成本就高，清算的可能性就大。

三、国有企业产权制度中资本结构存在的问题及成因

（一）国有企业资本结构存在的问题

1. 国有企业负债率高。据统计，1980年国有企业的资产负债率为18.7%，1993年国有企业资产负债率为67.4%，1994年则为79%。我国80年代中期开始实行固定资产投资由财政拨款改为银行贷款，即所谓的“拨改贷”，从1984年开始实行银行统管流动资金制度。这一改革初衷是国家试图通过银行债务关系来硬化对企业的约束，但结果却事与愿违，由于银行本身体制的严重缺陷，借贷双方由于产权不清而形成信贷软约束，使负债比例畸高。而且，财政拨款改为银行贷款以后，国家财政几乎不对国有企业增加资本金。国家财政投资占全社会固定资产投资比重从1981年的28.1%下降到1995年2.6%。一些新建国有企业完全靠银行贷款建成，成为无资本金企业。

从国有企业负债用途来看，非经营性负债占据很大比重，表现在两方面：一方面企业依靠负债兴办社会福利设施；另一方面，企业负债用于上缴利税及应付各种社会摊派支出。

国有企业负债率偏高，严重影响了企业的经营效益，并带来较大的财务风险。其主要表现为以下方面：

（1）债务总量快速增长，资产负债率大幅度上升；

（2）企业银行借款等正常渠道形成的债务比重不断下降，拖欠货款、欠缴税利和应付工资福利费等非正常渠道形成的债务比重不断上升，债务结构不合理；

（3）不合理资金占用越来越多，债务逾期未还金额不断增加，企业偿债压力越来越大；

（4）从企业资金融入效率来讲，负债率偏高导致企业融资成本偏高，影响了企业的权益—资本收益率的现象并不鲜见，这样的高利率、低收益，其结

?1994-2017 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

果是企业利润不够偿还贷款利息，贷款包袱越来越重，使企业面临越来越大的财务风险。

2. 国有股权比重高。随着现代企业制度的改革，国有企业通过改制成为有限责任公司和股份有限公司。除了国有独资公司以外，其他组织形式的公司制企业中，国有股权比重也相当高。以上市公司为例，我国上市公司国有股（国家股和法股）比例基本上均在60%以上。

国有股份过大，又没有对国有资产的约束和监督机制，势必会形成内部人控制，难以形成有效的公司治理结构。股权过度集中，使中小股东参与权力有限，损害中小股东利益，助长了大股东操纵股票市场的投机行为。资本结构影响法人治理结构，股权过分集中，使得传统的政府干预企业现象变成了所有者干预企业现象，旧体制做法得以延续。

3. 企业筹资方式单一。对筹资方式的不同选择将影响企业的筹资成本和筹资效率，多元化筹资途径可以减少企业对某种筹资方式的依赖性，增强企业的筹资弹性。企业筹资方式的选择与资源配置机制密不可分，在高度发达的市场经济国家，资本市场孕育着灵活多样的淘汰分配方式，企业作为市场的平等参与者可自由地选择筹资方式，根据企业内部需要筹集不同性质的资本，以达到优化企业资本结构的目的。企业筹资方式按性质划分不外乎有两种：自有资本筹资方式和债务资本筹资方式。从自有资本的筹资方式来看，企业可通过发行股票、吸收直接投资或采用内源性融资等方式来增加自有资本，我国国有企业基本上是靠吸收国家财政资金的方式实现的，由于国有企业效益太差和资本市场规模的限制，内部留存收益和发行股票等权益筹资方式对企业融资贡献相当有限，因此，当企业过度依赖的财政拨款被取消后，企业自有资本的筹措便陷入了困境，由此陷入了高负债经营的泥潭。从债务筹资方式看，债务资本一般可通过发行债券和银行借款等方式进行筹措，由于国有企业银行借款面临的“软预算约束”，使得企业偏好于银行借款的融资方式（即所谓的“吃银行”），发行债券是西方企业筹资的主要方式，但在我国，企业债券由于面向广大的社会公众，与银行软预算约束不同的是，债券对企业形成“硬预算约束”，国家对企业债券发行有严格的发行条件和额度限制，符合债券发行条件和资格的国有企业数量相对较少。

（二）国有企业资本结构不合理原因分析

目前，形成国有企业资本结构不合理的原因极为复杂。既有历史遗留问题，也有现实缘由；既有宏观经济政策方面的，也有企业自身方面的；既有客观形势所迫，也有主观思想使然；既有管理体制问题，也有改革措施失当问题；既有理论指导上的失误，也有实际操作上的不足。我们认为归纳起来大致有以下几个方面：

1. 国家作为出资者投入资本不足。国家是国有企业的所有者，行使对国有企业全部或大部分资产法律上的所有权，是企业完全或主要的出资者。然而，我国的相当一部分国有企业在规模扩大，甚至设立过程中，国家作为最大的出资者没有注入或没有注入足够的资本。对企业的自有资本和借入资本未予明确界定并且让作为企业债权人的银行替代出资者，以贷款填补出资缺口。把本应由国家作为出资者的权益让渡给银行，减少了出资者本应投入的自有资本，凭空增加了企业的借入资本。而且，企业规模扩大，势必负债越多。

2. 企业的自有资本长期得不到足额补充。国家作为国有企业的出资者拥有对国有资产的所有权，对企业的债务以其出资额承担有限责任，不得随意抽取注入企业的全部资本或部分资本，不得平调法人财产。而企业作为一个独立的法人，拥有其全部出资者投资形成的全部法人财产权，企业以其全部法人财产权依法自主经营、自负盈亏、照章纳税，对出资者承担资产保值增值的责任。一般认为，企业法人财产权是指企业对投资者授予其经营管理的财产享有占有、使用和依法处理的权利。然而，长期以来我们不承认国有企业拥有法人财产权。国家作为国有企业的最大出资者，对企业投入的自有资本本来就不足，又通过各种形式抽回本应形成企业自有资本的折旧基金、税后利润等，使企业的自有资本长

?1994-2017 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

期得不到足额的补充。

3. 税利负担过重，影响了企业自行补充自有资本的能力。建国以来，国有企业的盈利分配制度经历了多次变革，其目的在于建立适合我国国情的盈利分配制度，逐步扩大企业自主权。但从总体上看，企业的税利负担过重。在国有企业经济效益普遍不高的情况下，过重的税利负担严重影响了企业自行补充自有资本的能力。对企业盈利分配的规定是按照“税利分流”的要求设计的，即企业在按照税法交纳所得税后，在税后利润分配顺序和比例上赋予了企业较多的自主权，但其中仍有不少问题，如明文规定企业盈余公积金按税后利润扣除以前年度亏损和罚款等项目后的 10%提取，但提取数达到注册资本 50%时可不再提取。这一规定限制了企业盈余公积金的积累，也就是限制了企业自有资本的积累。从多数发展中国家的法律规定看，这一比例已经放宽到 100%，且还有进一步放宽的趋势。从我国国有企业过度负债经营的现实看，企业多提盈余公积金就意味着企业可能有更多的自有资本，可谓有利而无害。

4. 企业经济效益长期偏低，自行补充自有资本心有余而力不足。从根本上讲，企业增加自有资本的途径主要有两条：一是投资者的投入，二是企业税后利润转让。前者要求投资者真正履行出资的义务，及时地向企业投入资本，并以此享有对企业净资产的要求权；后者则要求企业在其存续期间正确决策，努力经营提高资本收益率，实现更大的经济效益，以便从税后利润中提取更多的盈余公积金用于补充生产经营所需的自有资本。对此，国家在有关文件中有明确规定，但执行效果却很不理想，究其原因，除了企业从吃财政“大锅钣”变为吃银行“大锅饭”后，认为生产需要资金找银行是天经地义的思想观念以及实行承包经营责任制，承包指标体系中没有自有资金应该达到的比例指标约束外，一个很重要的原因在于企业经济效益不高，资本收益率偏低，支付利息后的税前利润已经不高，税后利润更低，企业自行补充自有资产实际上是“无源之水”，心有余而力不足。大多数企业资本营运效率不高，许多企业一年的经营利润还不足以支付银行贷款利息，企业事实上成了银行的“长工”。即使盈利企业，缴纳所得税后的利润也微乎其微，连职工的医疗费用都不够支付，根本无法补充生产经营所需自有资本。

5. 资产的配置不合理、营运效率低，加剧了企业资本结构的不合理。资产是企业拥有或控制的，能以货币计算的经济资源。共本质是它能为企业提供未来的经济效益。但这种效益的取得必须以资产的合理配置和运用为前提。目前国有企业在资产的配置和运用上存在很多问题，集中起来主要有以下四个方面：（1）固定资产占用量大、设备闲置、在建工程多、现实生产能力低；（2）一些企业设备严重老化、生产效率低下；（3）应收账款居高不下；（4）产成品积压严重。造成固定资产占用量偏大的主要原因是投资体制问题。许多企业没有从“大而全”、“小而全”的陈旧经营模式中解放出来，一味争项目、争投资，项目批准立项后，又往往超预算，延长工期。结果一方面在建工程不能转化为现实生产能力，另一方面有些项目建成后使用效率很低。

此外，企业办社会，侵吞了一部分本应转化为自有资本的税后利润；吃银行“大锅饭”的思想观念，是造成企业资本结构不合理的深层原因；“负债经营有利论”对企业资本结构的畸形起了理论上的误导作用。

四、国有企业资本结构的对策

（一）我国企业资本结构优化与企业治理结构的完善：债转股的实施

债转股是指将银行对企业的债权转化为资产管理公司（AMC）对企业的股权。其目标是实现资本的充分流动，增加资本整体回报率，所以，债转股实质上是一种在特定环境下的资本运作或财务运作。其运作机理为 1. AMC购买商业银行的不良债权，形成新的债权债务关系；2. AMC与企业实施债转股，形成新的股权关系；3. AMC对债转股企业实施资产

?1994-2017 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

重组，以备出售；4. AMC通过兼并、合并、股份回购等方式收回投资。上述4个环节环环相扣，与此同时，资本结构的优化、资产重组的调节和资产组合的调整3个方面也同时展开。将债权转化为股权，降低企业的资产负债率，优化企业资本结构；通过资产重组，剥离掉非经营性资产，剥离掉企业办社会的那些不应由企业负担的部分，变不良资产为优质资产，新的资产组合在资产重组过程中也得以形成。在这3个方面中，关键在于资产重组，因为AMC的性质是对债转股企业实行阶段性持股，最终要让股权变现，收回资金，保全国有资产，并使其增值，而重组和转制是AMC股权退出并增值的重要保障，只有通过重组才能提高企业的成长性、盈利性和投资价值，企业才能被社会所认可。另外，资产重组在这三者中起着核心作用，通过资产重组，企业盈利增加，充实企业自有资本，从而可以改善资本结构，利用新增资金也有利于形成良性的资产组合。所以，在债转股的运作体系中，无论是债权与股权的转换，还是股权的阶段性控制与退出，均留下了财权流动的足迹，也是治理结构完善的有力保障。

（二）股权结构、减持国有股与企业治理

长期以来，我国国有企业存在着投资主体错位的问题。真正有能力、有资格当股东的投资者成了债权人，而没有能力当股东的国家却是最大甚至是唯一的股东。减持国有股的根本目的，就是在国有企业股权中让出一部分股权甚至大部分股权给社会公众，使企业国有股比重降低到让有能力、有积极性控制企业的股东能够较好地控制企业的地步，国家无须操心便可获取“搭便车”所带来的资本收益。不仅如此，国有股由不同所有制的法人来经营后，有利于形成多元产权模式，改善企业法人治理结构和微观运行机制，保证国有资本的安全与效率。国有股减持从财务的角度看，实质上是对财权结构的调整。即把一部分原由国家控制的财权退出来，让给有积极性、有能力控制企业的股东。它非常有利于企业财权的独立和财务目标的实现。因为在国有股占绝对控股的情况下，由于国家拥有“一票否决权”，企业难以摆脱国家以资本所有者的身份对企业实施行政干预，企业的市场主体和产权主体地位依然难以确立。在财权不能独立的情况下，企业就难以按照自己的意图行使财务职能，更不用谈财务目标的实现了。

（三）加快国有企业改制

按照现代企业制度的要求，实现国有企业公司制改造。从组织形态方面，应将国有独资企业比重降至最低，改组和设立股份有限公司和有限责任公司，实现产权多元化。同时，应采取多种方式，科学设计企业资本结构和股权结构。而且，设计股权结构并不是要有意压低或减少国有资本，恰恰相反，应该通过审计、资产评估等手段，科学核实和估算国有资本，防止国有资产的流失。

（四）大力发展资本市场，特别是债券市场

最近几年，股市不断扩容，上市公司已达到2000多家，有效的资本市场正在逐步形成。但资本市场仍存在较大缺陷，一是上市公司中占总股本60%以上的国有股权没有上市流通；二是大量非国有企业未能成为上市公司，抽样调查表明，我国上市公司中大概只有6%的公司没有国有股；三是上市公司退出机制尚未形成。因此，造成上市公司优于非上市公司获得优惠融资权。所以，发展资本市场，应根据公平、公正、公开的原则，核准一切要求上市并且符合条件的公司上市，不论是国有企业还是非国有企业。只有形成供求相对平衡的资本市场，企业融资才能真正地比较判断融资成本，选择融资方式，实现资本结构最优。

企业债券市场是资本市场重要组成部分。经济效益好的企业融资，债权融资应是首先要考虑的，因为债权融资有抵税作用，可以获得税收优惠，使融资成本降低。近几年来，企业债券市场虽有发展，企业债券总规模每年增长，但企业债券占融资比重很低，影响企业融资效率，也不利于促进企业改善资本结构。因此，大力发展资本市场，特别是发展债券市场，是优化资本结构的前提条件。

?1994-2017 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

[参考文献]

[1] 席酉民，赵增耀.公司治理[M].北京：高等教育出版社，2004.

[2] 伍中信.现代企业财务治理结构论纲[J].财务与会计导刊，2004(8).

[3] 卢现祥.西方新制度经济学[M].北京：中国发展出版社会，1996.

[4] 林钟高.财务治理结构：一项理论研究问题[J].世界经理人，2004(4).

[6] 于东智.董事会行为、治理效率与公司绩效[J].管理世界，2001(2).

(责任编辑　双木)

·学术信息·

国际关系的意识形态背景

张惠玲、张陟遥在发表于《重庆社会科学》2006年第11期的《论国际关系的意识形态背景》一文中指出：意识形态是影响国际关系的一个重要因素。冷战时期，资本主义与社会主义两种意识形态的抗争占据国际关系的主导地位，使得国际政治带上了浓厚的意识形态色彩。冷战结束后，意识形态在国际政治中的作用逐渐被弱化，争取国家间关系非意识形态化的呼声日益高涨。但是，意识形态在国际关系中所释放出的巨大势能仍无处不在。资本主义和社会主义本来都是人类社会发展到一定阶段的产物，都是人类对自身如何走出困境的一种有益探索，双方也都面临着相似或相同的社会问题，但是意识形态的差异无法根除。这种差异既体现在各民族的文化传统之中，也融入了他们的外交实践中，使它们从一开始就作为对立面出现在历史舞台上，成为两种在意识形态上根本对立的社会制度。在后冷战时代，社会主义和资本主义两大社会制度的对抗转向政治、经济、军事、宗教、科技、文化等领域，不可避免地带来意识形态领域接触和渗透的空间范围更加宽泛。从目前的情况看，世界社会主义与资本主义斗争的焦点已经不再是具体制度和经济模式了，而是聚焦在意识形态的建立和影响上。意识形态不仅没有终结，反而伴随着全球化进程的日益深入，愈加凸现出意识形态之间的冲突。罗伯特·达尔认为："美利坚是一个高度注重意识形态的民族，只是作为个人，他们通常不注意他们的意识形态，因为他们都赞同同样的意识形态，其一致程度令人吃惊。"赫尔科默则指出，人们可以毫不夸张地说，从来没有像现在这个所谓的后意识形态时代那样，有这么多种类的意识形态。但也应该看到，从根本上讲，全球化的最终追求是社会公正和人类的共同命运问题，全球化的意识形态也将随着全球化过程的深入而逐步发展变化，最终达到深层次的核心主题。从历史的视野来看，不同国家和民族的意识形态的对立和冲突将伴随着全球化进程的不断深入而走向和谐和统一。但是，这需要不同社会制度和不同意识形态国家的协作和共同努力，它将是一个漫长而艰辛的过程。

(王旁)

?1994-2017 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net