

企业投融资决策互动关系研究： 税收利益与破产成本的视角

彭程 / 著



*Qi Ye Tou Rong Zi Jue Ce Hu Dong Guan Xi Yan Jiu:
Shui Shou Li Yi Yu Po Chan Cheng Ben De Shi Jiao*



经济科学出版社
Economic Science Press

企业投融资决策互动关系研究： 税收利益与 破产成本的视角

彭程 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

企业投融资决策互动关系研究：税收利益与破产成本的视角 / 彭程著. —北京：经济科学出版社，2010. 4
ISBN 978 - 7 - 5058 - 9145 - 6

I. ①企… II. ①彭… III. ①企业 - 投资 - 经营决策 - 研究②企业 - 融资 - 经营决策 - 研究 IV. ①F272. 3

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 038357 号

责任编辑：党立军

责任校对：杨晓莹

版式设计：代小卫

技术编辑：潘泽新

**企业投融资决策互动关系研究：
税收利益与破产成本的视角**

彭 程 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编部电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

北京密兴印刷有限公司印装

787 × 1092 16 开 12. 75 印张 240000 字

2010 年 4 月第 1 版 2010 年 4 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 9145 - 6 定价：29. 00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

摘 要

企业投融资活动是企业资金运动过程中不可分割的两个方面，融资活动解决的是企业发展中的资金来源问题，投资决策则思考的是企业资源如何配置的问题，两者之间存在相互影响、共生互动的关系。在过去相当长的一段时期内，不管是在实践中还是理论上，两种决策在更多情形下是被单独处理的。虽然，后来众多学者通过多方面的反思与探讨，已对投融资相互影响的关系有了初步的直觉，但人们更多关注的是在某些摩擦因素作用下负债融资对投资决策的单信道影响。本书以税收利益和破产成本为切入点，对企业投融资决策双向作用的理论关系进行了研究，在具有普适性意义的理论结果的指导下，对我国上市公司的投融资决策进行了实证分析，以检验上市公司投融资决策的合理性，并在此基础上提出了促进企业投融资融合、提高投融资决策效率的对策措施。

本书的主要内容如下：

1. 在实物期权方法下分析了投融资决策因税收利益与破产成本产生的互动关系。以税收利益和破产成本为切入点，首先分析了同时期投融资决策间的静态的协同关系，认为随着负债的增加，负债融资会对投资支出形成先增后减的作用关系，而投资支出则会对负债融资产生促进作用。由于负债代理冲突下股东会更加注重负债的税收利益因而会产生过度投资问题，相应地，这种过度投资问题会减少投资对负债融资的促进作用。其次，由于折旧税盾对负债税盾的替代作用，折旧会刺激企业投资并对负债融资产生抑制作用，并且，折旧税盾会缓解股东的过度投资问题。再次，由于存量资产和负债会改变企业存量的税收利益和破产成本状况，进一步分析了在存量税收利益和破产成本的联结下，历史投融资决策对当前投融资决策产生的动态作用关系。

结果发现历史投资会通过收入效应减少当前破产风险，提高负债税收利益净值，因而对负债融资产生促进作用；存量负债会通过破产风险和税收利益分别对投资决策产生负向和正向的作用关系。比较股东与企业价值最大化情形的差别发现：如果存量破产风险为零，随着负债融资的增加，股东会由过度投资转为投资不足；如果存量破产风险不为零，随着负债融资的增加，股东会由投资不足转为过度投资；投资不足会降低融资成本从而对负债融资产生促进作用，而过度投资则会减少负债融资。

2. 在理论分析的基础上，对同一时期投融资决策的静态协同关系进行了实证检验。实证结果表明：一方面，受税收利益的作用，负债融资会显著地增加企业的投资支出，这种正向作用即使在高负债水平下依然存在；另一方面，为了利用负债利息税盾的价值促进作用，投资会增加企业的负债融资，但是受高负债水平下高破产成本以及高折旧下折旧税盾替代效应的影响，这种促进作用会有所下降。进一步通过比较股权集中与股权分散企业投融资决策的差别，近似地考察了负债代理冲突下投融资决策协同关系的异化。结果发现：在破产风险上升的情形下，股权集中企业负债融资对投资支出的促进效应比股权分散企业更加强烈，说明股东确实存在过度投资的现象，但对于这种过度投资，折旧并没有产生相应的抑制作用；在破产风险下降的情形下，股权集中企业负债融资对投资支出的促进效应比股权分散企业更弱，说明股东存在投资不足的现象。由于破产风险上升情形下的过度投资问题，股权分散企业会在较低显著性水平上减少负债融资，但是对于过度投资问题更为严重的股权集中企业而言，负债融资不仅没有减少反而会随投资支出显著增加；由于破产风险下降时的投资不足问题，股权分散企业会通过减少存量负债水平的方式予以应对，但在投资不足问题更为严重的股权集中企业里这种应对措施相对较少。

3. 实证检验了负债融资与投资支出在税收利益与破产成本的联结下所产生的动态影响机理。结果发现：（1）负债融资会显著地降低企业的有效税率水平并因此对投资决策产生促进作用。（2）负债融资会显著地提高企业的破产风险，在总体样本下，破产风险会对企业投资产生约束作用。然而，由于低成长情形下股东会随存量破产风险产生

过度投资问题，所以破产风险抑制投资支出的程度会下降，由于高成长情形下股东并没有因为存量破产风险而表现出投资不足的现象，所以破产风险并没有对投资支出产生更强的抑制作用。(3) 投资支出会提高企业的有效税率，从而增加负债税盾的价值，但是负债税盾价值的增加只会对低财务约束企业的负债融资形成促进作用，而在高财务约束企业里反而会产生抑制作用。(4) 投资支出会提高企业的破产风险，从而会对负债融资产生约束作用。虽然，在高成长情形下，股东并不存在显著的投资不足问题，但投资支出的风险抑制作用并没有得以体现，并且在低成长情形下，由于股东过度投资问题以及经理决策技术偏误等原因，企业投资的风险促进作用更加强烈。

4. 针对我国上市公司投融资决策行为发生的割裂现象，本书提出了通过“引进”和“改进”两条途径进行治理机制完善的思路：(1) 加速引入人格化的投资主体，强化资本市场的公司治理机制；(2) 完善高管人员的遴选机制，构建高效的决策主体；(3) 改善银行的经营环境，加强银行对上市公司的治理效力。

本书的主要创新之处在于：

1. 通过建立企业投融资决策实物期权模型，对投融资决策因税收利益与破产成本而产生的互动关系进行了研究。发现投融资决策不仅会因新增税收利益和破产成本而存在静态协同的关系，而且在存量税收利益和破产成本的联结下会产生动态的作用关系。通过对照股东与企业价值最大化的投融资差别发现，负债代理冲突下股东会产生过度投资和投资不足的问题，这些投资决策的非效率会相应地改变企业的融资行为，并因此导致企业投融资决策相互关系的异化。

2. 实证检验了我国上市公司同时期投融资决策的静态协同关系，并认为上市公司投融资决策会因税收利益和破产成本而产生相互促进的协同关系。在负债代理冲突的作用下，股东投融资决策的协同关系会发生变化：在风险上升时，股东会产生过度投资，而这种过度投资并不会减少企业的负债融资；在风险下降情形下股东会投资不足，作为对策股东会减少存量负债水平，但是投资不足问题更为严重的股权集中企业采取应对措施的动力相对较小。

3. 实证检验了我国上市公司投融资决策因存量税收利益和破产成

本而产生动态作用关系，结果发现：负债融资会通过存量税收利益和破产成本对投资决策分别产生促进和约束的作用，但是由于低成长企业过度投资的影响，负债通过破产成本产生的投资约束作用会减弱；投资不仅会提高负债融资的税收利益价值而且会增加企业的破产风险，并因此在存量税收利益和破产成本的联结下会对负债融资分别产生促进和抑制的作用。

Abstract

Investment and financing are two aspects of funds flow, financing is the source of the funds, and investment involves the allocating of the funds, so they influence each other. In the long time of past, however, they are tackled separately not only in theoretic or practical activities. Although, many people have realized this problem after second thoughts in many views, but what attracting scholars attentions is the one way influence of financing on investment under some friction factors. In the perspective of tax benefits and bankruptcy costs, this paper analyzes the tow way influence between investment and financing by the means of theoretic analysis. Under the guide of the generalized theoretic results, studies the relations of investment and financing empirically with the sample of listed companies in China, and figures out the unreasonable factors in the decisions of investment and financing of the listed firms, which helps us put forward the countermeasures. The contents are listed below:

(1) It analyses the interrelations of investment and financing decisions theoretically, in the respective of tax benefit and bankruptcy cost. Firstly, it analyses the interrelations of investment and financing decisions in a simple model of project investment and financing. And it finds out that, debt financing will increase investment because of tax benefit, but bankruptcy cost will prevent otherwise, at the same time, investment would also increase debt financing because of interest tax shields. Therefore, there exists a static harmonizing relation between investment and financing decisions. This relation still holds even in the firms aiming at equity maximizing, but the relation between investment and financing will change little because the equity holder would over-investment due to their behavior of tax benefit over-pursuing, which will increase the risk premium of debt financing and hence decrease debt financing accordingly. Secondly, for the reason of tax substitute effect of depreciation, the model further introduce the harmonizing relation between investment and financing when there is depreciations, and it reveals that depreciation will increase investment but decrease debt financing, and it

will control the over-investment problem of stockholders. Thirdly, for the reason that the cumulative assets and debt would change the status of the existed tax benefit and bankruptcy, it develops the former model by introducing cumulative assets and debt, and emphasizing on the analysis of dynamic relation between investment and financing decisions. The results reveal that the past investment will decrease the existed bankruptcy risk and increase net tax benefit of debt financing, which will help to increase debt financing. On the other hand, cumulative debt would also boost and control investment by tax benefit and bankruptcy risk respectively. At the same time, after comparing circumstances of equity maximizing and value maximizing, it finds that, equity holder would shift from over-investment to under-investment along with debt financing when there is no bankruptcy risk before investment, and otherwise if there is bankruptcy risk before investment, accordingly, over-investment will decrease debt financing and under-investment will increase debt financing.

(2) It examines the static harmonizing relation between investment and financing empirically with the information of Chinese listed firms, under the guide of the theoretic results summarized formerly. The results reveal that, on the one hand, debt financing would increase investment level due to tax benefit of debt, and even on the high level of debt the positive relation still unchanged, on the other hand, in order to exploit tax benefit, the firm will raise investment funds partially from debt, and thus the positive effect of investment on debt financing, but it will become not significant when the debt level or the depreciation level is high. Further more, after comparing the circumstances with debt agency conflicts, if bankruptcy risk increasing after investment, due to much severer over-investment problem in equity concentrated firms, the positive effect of debt financing on investment will be stronger than firms with dispersed equity. And it also shows that depreciation can control the over-investment problem in firms with dispersed equity, but otherwise in firms with concentrated equity. On the other hand, if risk decreasing after investment, due to much severe under-investment problem in equity concentrated firms, the positive effect of debt financing on investment will be offset to some extent. Due to the problem of over-investment, firms with dispersed ownership will lessen debt financing in the low significant degree, but firms with concentrated ownership, which have severer over-investment problem, will significantly add debt financing. Due to the problem of under-investment, the firm will reduce the existing debt as the countermeasure, but the firms with concentrated ownership will reduce less while they encounter severer under-investment problem.

(3) It examines the dynamic relation between investment and financing because of the link of tax benefit and bankruptcy. The results reveal that: 1) Investment would increase effective tax rate, which means the value of debt tax shield. But debt tax shield value would prompt debt financing in firms with low financial constraint, and would restrain debt financing in those with high financial constraint. 2) Investment would increase bankruptcy risk and thus restriction effect on debt financing. Although high growth firms might decrease risk level after investment, but the evidence does not support it. In low growth firms, because of over-investment problem in equity concentrated firms and the bias of decision technique in equity dispersed firms, investment does not decrease risk but increases it. 3) Debt financing would decrease effective tax rate, and tax rate will exert budget constraints, so debt financing prompt corporate investment for the link of tax factors. 4) Debt financing would increase bankruptcy risk, and in the whole, bankruptcy risk will restrict investment. But with low growth opportunity, firms with concentrated ownership would over-investment with cumulative bankruptcy risk, therefore the negative effect of risk on investment will decline, but this is not true in firms with dispersed ownership because of the non significant under-investment. Besides, because firms with high growth would not under investment, so the negative effects of risk on investment would not be strengthened.

(4) It puts forward the relative countermeasures for the distorted behavior of investment and financing: firstly, to foster and develop institutional investors, and to set up and perfect the bond market, in order to introduce personalized equity holders and bond holders; secondly, to perfect selection mechanism of executives, as to foster decision-makers with high efficiency; thirdly, to improve operation circumstances of bank, release the governance power of banks.

The new point of this paper includes:

(1) Based on the models of investment and financing, it analyses not only the static harmonizing relation but also the dynamic relation between investment and financing, for the reason of tax benefit and bankruptcy risk. At the same time, it compares the relation in the circumstances of equity maximizing and that of value maximizing, and reveals the alienation of the relation between investment and financing when existing debt agency problems.

(2) It proves the static harmonizing relation due to tax benefit and bankruptcy cost in our country. And it finds out that, equity holder in firms with risk rising would over-investment, which would not decrease debt financing however. Equity holder in

firms with risk declining would under-investment, and comparing firms with dispersed equity, that with concentrated equity would adopt fewer countermeasures.

4 (3) It examines the dynamic relation due to tax benefit and bankruptcy cost. It finds out that debt financing would lessen tax burden and thus promotion for investment, and it would at the same time increase bankruptcy and thus restriction on investment on the whole. But for the reason of over-investment in low growth firms, risk restriction on investment would be rebated. Investment would increase tax rate, and thus gain in value of debt tax shields, so investment would increase debt financing. Investment would promote bankruptcy risk, and thus investment would exert negative effects on debt financing.



第一章 绪论	1
第一节 问题的提出	1
第二节 研究的目的和意义	5
第三节 概念界定和研究范畴的约定	7
第四节 研究方法和研究思路	9
第五节 研究的主要内容和主要框架	11
第六节 本书研究的创新之处	14
第二章 文献综述与评价	16
第一节 投融资决策相互关系的理论研究综述	16
第二节 投融资决策相互关系的实证研究述评	30
第三章 税收利益与破产成本下企业投融资决策 互动关系的理论分析	42
第一节 前言	42
第二节 模型的总体假设	45
第三节 投融资决策的基本模型及分析	47
第四节 考虑资本折旧的投融资决策：折旧税盾下的 协同关系再思考	62
第五节 考虑存量资产负债的投融资决策：存量税收 利益与破产风险下的动态关系	71
第六节 本章小结	91
第四章 企业投融资决策静态协同关系的实证检验	92
第一节 前言	92

第二节 研究假设	94
第三节 研究设计	97
第四节 实证结果	105
第五节 本章小结	129
第五章 企业投融资决策动态作用关系的实证检验	130
第一节 前言	130
第二节 研究假设	131
第三节 研究设计	136
第四节 实证结果	141
第五节 本章小结	161
第六章 相关政策建议	163
第一节 加速引入人格化的投资主体，强化资本市场的 公司治理机制	163
第二节 完善高管人员的遴选机制，构建上市公司高效 的决策主体	167
第三节 改善银行的经营环境，加强银行对上市公司 的治理效力	171
第四节 本章小结	174
第七章 研究结论、局限性及展望	176
第一节 主要研究结论	176
第二节 研究局限性及展望	178
参考文献	180
后记	192

第一章

绪论

第一节 问题的提出

新古典经济学理论基于经济行为主体的理性、充分信息和完全竞争，以及资源的自由流动与同质性假设认为，企业是一个按照市场均衡价格将生产要素组合起来追求利润最大化的经济主体（杨瑞龙、周业安，2001）^①。根据新古典经济学的假设，企业是一个充分有效率并且交易成本为零的基本微观单位，管理者所应做出的经营决策是依据其生产函数确定最优的生产产量，而并不需要考虑采购、销售过程以及货币资本的缺乏。作为应用经济学的一个分支，公司财务学几乎完全按照新古典经济学的假设展开研究，其中投融资决策也不例外，对此做出开创性贡献的是美国财务学家莫迪格里阿尼和米勒（Modigliani and Miller, 1958）^②。他们提出的 MM 模型证明，在完美的资本市场条件下，企业融资方式的选择与其价值水平无关。也就是说，企业投资决策与融资行为并无关联。然而，由于在现实市场中，不完善因素大量存在，因而 MM 定理有关投融资决策的“分离法则”（separation principle）远非投融资决策相互关系的真谛所在。

现代财务理论是在对现实中诸多不完善因素的反思中不断完善和发展起来的。权衡理论指出，考虑到现实中存在的税收成本因素，企业可以通过负债融资的方式降低其税收支出，产生税盾效应，从而对企业的价值形成促进作用。与此同时，企业负债融资的增加也会伴随财务拮据成本和破产成本的提高从而对企业价值产生负向的影响。所以，在这些成本因素的作用下，企业可以通过融资决策

① 杨瑞龙，周业安．企业共同治理的经济学分析．经济科学出版社，2001 年．

② Modigliani, F., and Merton H. M. . The cost of capital corporation finance, and the theory of investment. American Economic Review, 1958, 48: 261 - 297.

的选择产生价值效应，并因此左右企业的决策行为。根据现代企业理论，企业是一系列（不完全）契约的有机组合。科斯（Coase, 1937）认为企业是生产要素的交易，确切地说是劳动与资本的长期权威性的契约关系^①。由于契约当事人或契约仲裁者在有限理性以及外部环境不确定、信息不完全等条件下将无法准确验证或观测一切情况，所以契约具有不完全特性。当企业被看作是一个不完全契约的组合时，企业剩余索取权和剩余控制权的有效配置就是企业有效经营的关键。由于股权融资契约和债务融资契约具有不同的所有权配置特征，融资结构不仅是一个资金来源的配比问题，更重要的是隐藏在资金背后的产权主体相互依存、相互作用、共同构成的某种制衡机制的配置问题。所以，企业的融资过程也就是治理机制的选择过程。正如威廉姆森（Williamson, 1988）的观点，股本和债务与其说是融资工具，倒不如说就是控制与治理结构^②。阿弘和博尔顿（Aghion and Bolton, 1992）也认为，企业融资结构的选择也就是控制权在不同证券持有人之间分配的选择，最优的负债比例是在该负债水平上导致企业破产时将控制权从股东转移给债权人^③。依此而言，不同融资政策的选择会相应产生不同的治理机制，从而导致企业不同的决策行为。以委托代理理论、信息经济学等现代微观经济学为基础，契约理论在 20 世纪 70 年代取得较大的发展，并逐渐衍生出代理理论。在代理理论的框架下，詹森和麦克林（Jensen and Meckling, 1976）^④ 开创了融资决策的代理模型。代理理论认为，代理人是一个具有独立利益和行为目标的经济人，他的行为目标与委托人目标不可能完全一致，这种目标的不一致通常会导致代理人是决策过程中产生道德风险（moral hazard）和逆向选择（adverse selection）等代理问题。由于不同的融资契约会产生不同的委托代理关系，所以股权融资契约与债务融资契约往往涉及不一样的代理问题。具体而言，股权融资涉及的是股东经理之间的代理问题，而债务融资却潜藏着股东债权人之间的代理问题。在股权融资情形下，由于经理出于对高于市场平均水平的薪金、津贴和工资目标的追求，当企业拥有闲置的资金时，经理会倾向于将剩余资金投资于能够扩大企业规模的各种项目，而不管其盈利水平如何；在债务融资的情形下，如果股东与经理的利益保持一致，经理是股东利益的代言人，为了实现股东财富最大化的目标，经理通常会选择那些有利于增加股权价值但会降低整个企业或债权人

① Coase, R. H. . The Nature of the Firm. *Economica*, New Series, 1937, 4 (16): 386 - 405.

② Williamson, Oliver. Corporate finance and corporate governance. *Journal of Finance*, 1988, 43: 567 - 591.

③ Aghion, P. , and P. Bolton. An incomplete contracts approach to financial contracting. *Review of Economics Studies*, 1992, 59: 473 - 494.

④ Jensen, M. , and W. Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 1976, 2: 305 - 360.

价值的投资项目, 或者会放弃那些能够增加企业价值但减少股东财富的项目。20 世纪 80 年代中期以来, 产品市场的非完全竞争问题引发了财务学者们对不同融资方式下竞争战略状况的关注, 认为融资决策会传递企业的市场竞争承诺, 从而会对其产量状况产生影响。另一方面, 根据现代企业理论中瓦纳菲特 (Wernerfelt, 1984)^① 提出的企业资源学说以及普雷哈雷德和哈默尔 (Pralhad and Hamel, 1990)^② 提出的企业能力理论, 包括融资决策等企业决策行为都必须基于企业内部特征或能力状况, 所以企业规模、资产价值、投资机会、盈利水平、现金流状况等企业特点都将成为决定企业融资行为的重要变量, 而这些特征显然都与投资经营活动息息相关。投资行为会通过对企业规模、盈利水平、现金流状况等企业特征的影响左右负债融资的破产风险, 从而对融资决策产生作用。此外, 出于对股权代理问题相机治理的对策性思考, 企业负债融资的选择也是投资行为的反映函数, 为了最大化企业的价值, 决策者应根据投资决策中的代理问题选择相应的融资结构, 从而形成企业特定的治理结构, 对投资决策的代理问题产生最大化的约束。考虑到负债代理问题的客观性基础, 债务契约的资金供给方会通过企业内部特点如投资机会、负债程度等指标的观察理性地预测其资金使用过程中可能产生的代理问题类别以及严重程度, 从而会相应地改变资金使用的限制性条款或直接通过提高资金风险回报等其他方式抬高企业的融资门槛, 最终导致企业融资行为的变化。

综上所述, 企业融资决策就是选择一个最优的融资结构, 在考虑财务拮据成本和破产成本的条件上充分享受债务利息税盾, 并且以此为基础形成有效的治理机制和强力的战略工具保证企业的经营效率, 最终对企业的投资行为产生影响; 而投资行为则会通过内部风险状况的改善, 为企业融资奠定基础, 并因为投资非效率问题对融资结构的对策性调整提出需求。所以, 投融资决策会因为税收利益、破产风险、契约不完善以及市场竞争等因素产生相互作用的关系。正因如此, 企业投融资决策相互作用的关系已逐渐进入人们研究的视野, 深入探索投融资决策之间的互动机制, 并借此为企业财务决策提供相应的理论指导, 增进企业的整体效益, 已成为财务学界共同致力的课题。然而, 在上述因素中, 税收利益和破产风险是影响企业投融资决策及其相互关系的最为根本的内在要素, 无论决策主体的契约属性如何、外部市场竞争如何, 理性的企业都不能忽视内部的税收状况和破产风险, 事实证明这也正是各种具有不同代理关系、信息状况

① Wernerfelt, Birger. A resource-based view of the firm. *Strategic Management Journal*, 1984, 5: 171 - 180.

② Prahalad, C. K. and Gary Hamel. The core competence of the corporation. *Harvard Business Review*, 1990, 68 (3): 79 - 91.

以及市场地位的企业在其财务决策中所共同关注的焦点。有鉴于此，若要科学地认识企业投融资决策相互关系并借此提高企业的决策效率，其中最基础也是最关键的环节是，对税收利益和破产成本下的投融资决策及其互动关系进行系统深入的认识。

从传统的计划经济体制到社会主义市场经济体制的建立和完善，我国企业投融资模式经历了多次变迁，在模式的变迁过程中，投融资决策的相互关系也大有不同。在计划经济体制下，企业的收入全部为国家财政所集中，其投资活动由政府计划确定，所需投资资金由政府供给，企业对于投融资没有完全的自主能力，而只是对单一行政指令的简单服从。显然，在这种经济体制下，企业仅仅是一种政府的附属物，此时并不存在真正意义上的企业自主投融资决策，因而并没有形成投融资决策内在联结的关系。转轨经济是指由传统的集中计划经济体制向社会主义市场经济体制转变过程中形成的一种特定的经济体制。在这种经济体制下，企业自主投资的地位逐步确立，国家也基本上不再对已有的国有企业注入新的资本金，企业投资资金由最初政府无偿拨付的方式转变为以银行贷款为特征的“拨改贷”方式，此时国有企业与国有银行之间形式上的债权债务关系逐步形成，传统体制下的财政主导型融资模式逐步让位于银行主导型融资模式。随着我国社会主义市场经济体制改革的逐步深入，企业投资主体出现了多元化的局面，此时各种股权主体的企业基本上完全依照市场竞争规则进行经营决策，其投融资行为与政府行政指令几乎完全脱钩。与此同时，国民收入分配格局和全社会资产结构的变迁使得以间接融资为主导的金融结构也发生了巨大的变化，以股票市场为代表的资本市场逐步兴起并得到了迅速的发展。在此情形下，完善的融资体系基本形成，企业资金来源得到了空前的丰富，此时决策者可以完全根据自身内部特点在充分弹性的融资空间内进行决策，从而在考虑破产风险条件下赚取足够的税收利益。然而，普遍认为我国上市公司存在典型的股权融资偏好（黄少安、张岗，2001）^①，在股权融资偏好下，无论是否存在需要投资的项目，企业总有一种从股票市场进行融资的强烈驱动力，而在融入资金的后续配置过程中，相当部分的资金被闲置不用^②。同时，对融入资金以委托理财或项目变更等方式进行低效处置的现象也比比皆是，2000年上市公司募集资金3400亿元，真正投到项目上去的不到10%，相当多的募集资金通过委托理财投向了股市

① 黄少安，张岗：中国上市公司融资偏好分析，经济研究，2001，11：12～20。

② 据统计，我国上市公司1995年年末平均每家企业拥有货币资金量为1.666亿元，1999年年末为2.152亿元，到2001年中期则更是上升到3.11亿元，闲置资金占总资产的比重也达到了17.96%（参见赵涛，郑玄祖：上市公司的过度融资，社会科学文献出版社，2005年）。