

# 银行信贷融资可获性与企业恶性增资

唐 洋(教授) 高佳旭

(天津商业大学商学院 天津 300134)

**【摘要】** 本文以 2005~2009 年我国沪深两市上市公司为样本,实证检验了银行信贷融资可获性对企业恶性增资行为的影响。研究首先发现,更强的银行信贷融资可获性将显著增加上市公司发生恶性增资行为的概率;进一步以上述样本中仅发生恶性增资的公司为研究对象,发现更强的银行信贷融资可获性显著加深了上市公司发生恶性增资的程度。上述发现对于理解企业信贷融资的经济后果具有重要意义,为规范上市公司的投融资行为提供了理论依据。

**【关键词】** 银行贷款 融资约束 恶性增资

## 一、引言

Staw 于 1976 年首次提出了恶性增资 (Escalating Commitment) 的概念,此后各学科领域的学者纷纷对此进行了大量的研究。恶性增资是指对于已经投入大量资源但前景并不乐观的项目,决策者仍然坚持增加额外投入的行为 (Wilson 和 Zhang, 1997)。其中,“前景并不乐观”是指该项目的净现值为负,“额外投入”是指货币资金、时间以及精力等资源的投入。例如,1992 年福州市政府开始了长乐国际机场项目,该项目投资预算为 17 亿元,然而其初始筹得资金仅 4 亿元左右。在随后的项目建造过程中,成本大幅超支,在投入 27 亿元后,福州长乐国际机场于 1997 年正式通航。通航后,项目出现严重亏损,4 年负债达 30 多亿元。类似的案例还有很多,我们可以看出,由于决策者不当的继续增资行为,给企业造成了巨大的损失。

如今,在诸多制约我国企业发展的体制性因素中,最为突出的就是上市公司的外源融资障碍。在我国以间接融资为主导的金融体制下,银行信贷融资是企业外源融资的主渠道。2010 年我国企业 83% 的融资都来源于银行借款,而企业债券和股票的直接融资仅占社会融资总量的 17% 左右。企业信贷融资获得的难易程度又会在一定程度上影响企业的经营战略活动。因此,本文以银行信贷融资可获性为切入点,探讨了企业融资难易程度与恶性增资现象之间的关系,并且进行了实证分析,既丰富了恶性增资研究的基础理论,同时这也是本文的创新之处。

## 二、文献回顾与理论分析

### (一) 银行信贷融资可获性

自从 Stiglitz 和 Weiss (1981) 等将不完全信息理论引入企业信贷融资研究以来,信贷配给现象已经成为各学者研究信贷融资的重要问题。国内外学者认为影响企业信贷融资可获性的主要因素包括融资技术的创新、融资环境的改善、金融市场结构的优化以及竞争程度的提高 (Berger 和 Udell, 2006)。其中,李志赞 (2002) 建立了一个企业融资问题的分析框架,通

过创建数学模型分别探讨了不同银行业结构对企业贷款可获性的影响,最终得出中小金融机构的信息优势、数量和中小企业融资总额之间存在正相关关系的结论。罗正英 (2010) 等从企业家异质性特征与金融市场化程度角度,考察了中小企业信贷融资可获性的影响因素。另外,周中胜 (2010)、刘焕蕊 (2011) 等分别以企业家能力、企业信用评级和会计信息质量作为切入点,探讨了中小企业银行信贷融资可获性的问题。

通过上述文献回顾,我们不难发现,现有研究主要集中在银行信贷融资可获性的影响因素,却很少有学者针对其经济后果进行研究,如信贷融资可获性对企业投资行为的影响。进一步来看,信贷融资可获性对企业恶性增资行为影响的研究更是一片空白。信贷融资可获性属于企业债务融资的研究范畴,而企业的融资活动又进一步制约了其资本投资行为。因此,银行信贷融资可获性是影响企业恶性增资行为的一种重要因素。

### (二) 恶性增资

关于恶性增资的研究文献,主要集中于恶性增资的解释理论和驱动因素两个方面。刘超 (2004) 认为,驱动因素是那些直接导致决策者做出恶性增资决策的因素,而解释理论揭示的是决策者做出恶性增资决策的内在机理,驱动因素是按照解释理论的机理发生作用的。

首先,关于恶性增资的解释理论方面,已有研究主要从决策者的信息处理能力局限性出发,探讨了恶性增资的内在机理。如自辩理论 (Arkes 和 Blumer, 1985)、期望理论 (Vroom, 1964)、前景理论 (Staw, 1976; Brockner, 1992)。与以往研究不同,1989 年 Kanodia 等从决策者完全理性角度出发,在代理理论的框架下将恶性增资归因于动机和激励因素。

其次,关于恶性增资的驱动因素方面,归纳起来主要有:项目的高收益 (Staw 和 Ross, 1987)、高退出成本 (Ross 和 Staw, 1993)、完成程度 (Garland 和 Conlon, 1998)、财务预算 (Tan 和 Yates, 2002) 等是导致恶性增资的项目因素。心理预算 (Heath, 1995)、认知偏差 (Keil 等, 2007)、预期后悔 (Wong 和 Kwong,

2007)等,这些因素是导致恶性增资的心理因素。过度自信(Whyte和Saks,2007)、理性或是非理性思维风格(Wong等,2008)、A型人格(Schaubroeck和Williams,1993)、大五人格(Moon等,2003)等,这些因素是导致恶性增资的个体差异因素。竞争(Haunschild等,1994)、决策类型和目标(Weber和Zuchel,2005;Karlsson,2005)、奖励方式(李伟和唐洋,2010)、代理关系(Salter和Sharp,2001;唐洋等,2010)、文化(于窃和李纾,2006)等,这些因素是导致恶性增资的情景因素。

孟猛(2007)认为,企业发生恶性增资现象的两个必要条件为:一是决策者有继续投资的意愿;二是企业能为继续投资提供资金支持。即只有当企业能为继续投资提供足够的资金支持时,恶性增资现象才可能发生,否则即使决策者有继续投资的意愿,企业也没有发生恶性增资行为的能力。通过上述文献回顾可知,现有文献几乎都隐含假定企业可以提供足够的项目资金,因此大部分学者均围绕着第一个必要条件展开研究,而针对第二个必要条件的研究较少有人涉及。然而,资源是相对紧缺的,对于投资项目而言,企业很少能够提供足够的资金支持。从这个角度来看,我们认为仅从第一个条件分析恶性增资行为,而忽视再投资决策过程中的资金约束因素是片面的。虽然孟猛(2007)从宏观层面上对融资约束与恶性增资之间的关系进行了理论分析,但是他并没有从微观角度针对上市公司进行实证分析。

(三)理论分析

MM理论认为在一个完美的资本市场中,企业的投资行为不会受到公司财务状况的影响,它仅仅与企业的投资需求有关。虽然在MM理论框架下,可以推出企业融资与企业价值无关,并且可以进一步推出融资活动与企业的投资活动以及投资选择无关;但是MM理论是建立在完美的资本市场上的,随后的研究表明,由于信息不对称以及代理问题,企业的投资行为必然受到融资约束的影响。

在企业投资项目的再决策过程中,此时的资金状况影响了管理者的决策结果。当企业可支配资金充裕,且管理者有继续投资的意愿时,企业才可能发生恶性增资行为;相反,即使管理者有继续投资的意愿,但此时企业没有充足的资金,那么这种增资行为也不可能发生。

对于普遍存在融资约束的我国企业而言,内部资金基本上无法满足其投资需求,因此外部融资对于企业的战略活动具有重要影响作用。根据我国金融市场的发展状况,银行信贷融资是企业获得外部融资的主要方式。企业的信贷融资可获得性越强,其贷款成本就越低,因而企业获得银行信贷融资的难易程度必然会影响其随后的投资选择。如果企业获得银行信贷融资较为容易,那么当项目开始出现亏损迹象时,由于考虑到其较少的融资成本,决策者往往会继续增资,最终导致企业发生恶性增资行为;相对地,如果企业获得银行信贷融资较为困难,那么当项目开始出现亏损迹象时,决策者往往由于较高的融资成本而放弃对其继续增资,最终可能会在一定程度上减少企业发生恶性增资行为的概率。因此,银行信贷融资可获得性客观地影响了管理者的投资决策过程,进而对企业的恶性

增资现象产生影响。

三、研究设计

(一)样本选取与被解释变量的度量

本文采用了唐洋(2010)等学者的度量方法度量恶性增资,在Richardson(2006)过度投资模型基础上进行适当修正,其度量模型见式(1):

$$INV_t = a_0 + a_1 Growth_{t-1} + a_2 Lev_{t-1} + a_3 Cash_{t-1} + a_4 Age_{t-1} + a_5 Size_{t-1} + a_6 RET_{t-1} + a_7 INV_{t-1} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \quad (1)$$

模型中各变量的含义及估算见表1 Panel A。

表1 变量及其定义

变量符	变量名称及定义
<b>Panel A: 恶性增资的度量变量</b>	
INV <sub>t</sub>	资本投资量。t年固定资产、在建工程、无形资产和长期待摊费用的净值改变量/平均总资产
Growth <sub>t-1</sub>	企业增长机会。t-1年的销售收入增长率
Lev <sub>t-1</sub>	t-1年末的资产负债率
Cash <sub>t-1</sub>	现金持有量。t-1年末现金与短期投资之和/总资产
Age <sub>t-1</sub>	截至t-1年末的公司上市年龄
Size <sub>t-1</sub>	公司规模。t-1年末公司总资产的自然对数
RET <sub>t-1</sub>	股票收益。t-1年5月到t年4月经市场调整后的、以月度计算的股票年度回报率
Year	4个年度哑变量,2005年为基准。控制不同年度宏观经济因素的影响
Industry	行业哑变量,控制行业因素的影响
<b>Panel B: 被解释变量</b>	
PESC	是否发生恶性增资行为。1:发生,0:没有发生
ESC	发生恶性增资的程度。根据式(1)计算的正残差
<b>Panel C: 解释变量</b>	
A1	总资产负债率。t年长短期负债之和/总资产
A2	流动负债比率。t年流动负债/总资产
A3	担保价值。t年固定资产净值/总资产
<b>Panel D: 控制变量</b>	
AY	薪酬变量,为薪酬最高的前三名高管年薪总额的对数
Ctrl	大股东性质。国有为1,其他为0
FCF <sub>t</sub>	第t年的自由现金流量。等于公司第t年的经营现金流量减预期的t年新增投资后的余额与平均总资产的比例。其中,t年的新增投资为式(1)估算的预期资本投资
C1	总资产增长率。t年总资产增长额/年初资产总额
C2	流动比率。t年流动资产/流动负债
C3	现金流负债比率。t年经营现金净流量/年末流动负债
C4	流动资产周转率。t年主营业务收入/平均流动资产总额
C5	主营业务收入增长率。t年主营业务收入增长额/t-1年主营业务收入总额

我们选取了2005~2009年沪深两市上市公司作为研究样本,所需数据均来自于CCER数据库。其中,确定公司发生恶性增资行为的步骤是:①选取2003~2009年沪深两市除金融企业外,主营业务利润逐年下降直至为负的公司,取这些公司在2005~2009年之间主营业务利润为负的当年及前几年

的数据。②将上述数据代入式(1)作回归,取有正残差的公司。③在有正残差的公司中,查询其当年及前几年是否有改变资金使用用途的公告。如果没有,则确定该公司当年发生恶性增资行为,正残差为企业当年发生恶性增资的程度。本文采用恶性增资发生的概率(是否发生恶性增资哑变量 PESC)和恶性增资额(式(1)计算出来的正残差 ESC)两个维度来度量恶性增资行为,其定义及计算见表 1 Panel B。

2005~2009 年主营业务下降直至为负的观测值为 2 264 个,其中发生恶性增资的观测值为 1 204 个,恶性增资行为比例高达 50%以上,因此我国企业的恶性增资行为不容忽视。表 2 为恶性增资模型的回归结果。

**表 2 恶性增资模型的回归结果**

变量	Intercept	INV <sub>t-1</sub>	Growth <sub>t-1</sub>	Lev <sub>t-1</sub>	Cash <sub>t-1</sub>	Age <sub>t-1</sub>	Size <sub>t-1</sub>	RET <sub>t-1</sub>
系数	3.986 ***	0.495 ***	-4.051E-16	-0.001 ***	-0.079	-0.006 **	-0.187 ***	-0.455 ***
(T值)	25.489	24.713	-0.014	-3.030	-0.998	-2.452	-27.562	-2.686

Adj.R<sup>2</sup>=0.439, F=85.301 \*\*\*, N=2 491, 行业和年度已控制

注:回归因变量为t年的资本投资(INV<sub>t</sub>);经检验方程不存在异方差和多重共线;\*、\*\*、\*\*\*分别表示显著性水平为10%、5%、1%。

(二)解释变量及控制变量的定义

1. 解释变量。

(1)负债比率。我们参照罗正英(2010)等学者的文献,选取了总资产负债率(A1)、流动负债比率(A2)来衡量企业获得银行信贷融资的难易程度。负债比率越高,表明企业获得的信贷融资就越多。由于此时企业获得信贷融资更加容易,因此我们预期该变量系数为正。

(2)担保价值。我们参照 Huang 和 Song(2006)等学者的文献,当公司担保价值较高时,银行向其贷款的风险较低,此时公司可以得到更多的信用贷款,其信贷融资则更加容易,因此我们预期该变量系数为正。

解释变量的定义及计算见表 1 Panel C。

2. 控制变量。

参考已有研究,本文选择薪酬变量(AY)、大股东性质(Ctrl)、自由现金流量(FCFt)、相关财务比率作为控制变量,其定义及计算见表 1 Panel D。

(三)研究方法及其模型的建立

本文实证检验的思路是:首先检验银行信贷融资可获性的难易程度是否增加了上市公司发生恶性增资行为的可能性,我们采用 Logit 回归方法对其进行验证。如果这种可能性增加了,则进一步选取上述样本中仅发生恶性增资的公司,检验银行信贷融资可获性的难易程度是否加深了公司发生恶性增资的程度,我们采用多元回归分析法对其进行检验。由于资本投资的效果具有滞后性,因此本文分别选用当期、滞后一期、滞后两期的解释变量和控制变量分别与当期的被解释变量进行回归分析。基于上述分析,本文建立如下模型:

$$\ln(PESC_t/1-PESC_t) = \beta_{0,i} + \beta_{1,i}A_{1,t-i} + \beta_{2,i}A_{2,t-i} + \beta_{3,i}A_{3,t-i} + \beta_{4,i}AY_{t-i} + \beta_{5,i}Ctrl_{t-i} + \beta_{6,i}FCF_{t-i} + \beta_{7,i}C_{1,t-i} + \beta_{8,i}C_{2,t-i} + \beta_{9,i}C_{3,t-i} + \beta_{10,i}C_{4,t-i} + \beta_{11,i}C_{5,t-i} + \epsilon_i \quad (2)$$

$$ESC_t = \beta_{0,j} + \beta_{1,j}A_{1,t-j} + \beta_{2,j}A_{2,t-j} + \beta_{3,j}A_{3,t-j} + \beta_{4,j}AY_{t-j} + \beta_{5,j}Ctrl_{t-j} + \beta_{6,j}FCF_{t-j} + \beta_{7,j}C_{1,t-j} + \beta_{8,j}C_{2,t-j} + \beta_{9,j}C_{3,t-j} + \beta_{10,j}C_{4,t-j} + \beta_{11,j}C_{5,t-j} + \epsilon_j \quad (3)$$

式(2)、式(3)分别检验银行信贷融资可获性对恶性增资行为影响的 Logit 回归模型、多元回归模型,其中 i/j 分别取值为 0,1,2,且与之相对应的 t-i、t-j 分别表示当期、滞后一期和滞后两期。

四、实证研究

(一)Logit 回归分析结果

我们首先用 Logit 回归模型即模型(2)检验银行信贷融资可获性对上市公司发生恶性增资行为概率的影响,回归结果见表 3。

表 3 中,模型 1、模型 2、模型 3 分别表示当期、滞后一期、滞后两期的回归结果。

由表 3 可知,总资产负债率(A1)、流动负债比率(A2)和担保价值(A3)均通过了显著性检验。这说明银行信贷融资可获性显著增加了上市公司发生恶性增资行为的可能性,与理论分析结论一致。

**表 3 银行信贷融资可获性与恶性增资概率的回归结果**

变量	模型 1	模型 2	模型 3
Intercept	-3.127 *** (12.292)	-5.635 *** (51.982)	-4.998 *** (39.262)
A1	0.090 (0.535)	0.398 *** (7.010)	0.424 (1.742)
A2	-0.149 (0.675)	-0.732 *** (9.064)	-0.867 ** (4.832)
A3	-1.043 *** (8.768)	0.643 ** (4.510)	0.736 ** (5.245)
AY	0.280 *** (17.189)	0.412 *** (49.484)	0.365 *** (37.359)
Ctrl	0.082 (0.485)	0.267 *** (7.340)	0.287 *** (8.100)
FCFt	-4.171 *** (394.721)	0.448 *** (14.934)	-0.226 (0.353)
C1	0.473 ** (4.788)	0.842 *** (19.333)	0.786 *** (12.302)
C2	-0.226 *** (6.888)	-0.179 ** (5.830)	-0.186 ** (5.863)
C3	0.367 *** (6.671)	0.189 (2.359)	0.294 ** (5.234)
C4	0.185 *** (9.120)	0.291 *** (28.907)	0.283 *** (23.426)
C5	-0.052 (0.628)	-0.140 ** (4.609)	-0.008 (0.533)
行业和年度	控制	控制	控制
N	2 264	2 264	2 264
RN <sup>2</sup>	0.503	0.142	0.139
H-L	12.005 (0.151)	16.582 (0.035)	13.692 (0.090)

表3注:①模型中的因变量均为是否发生恶性增资;②模型1是以当年公司为样本的回归结果;模型2是以滞后一年的公司为样本的回归结果;模型3是以滞后两年的公司为样本的回归结果;③括号里的数为Wald统计量;④\*、\*\*、\*\*\*分别表示显著性水平为10%、5%、1%;⑤RN<sup>2</sup>为Nagelkerke R<sup>2</sup>;H-L检验是指Hosmer和Lemeshow检验,该检验的统计量为 $\chi^2$ ,括号里的数为对应的概率。对于H-L检验, $\chi^2$ 值越小、Sig.值越大模型就越好。

(二)多元回归分析结果

更进一步进行研究,我们选取上述样本中仅发生恶性增资的公司,用多元回归模型检验银行信贷融资可获性对公司发生恶性增资程度的影响。回归分析中主要变量的描述性统计见表4,多元回归结果见表5。模型4、模型5、模型6分别表示当期、滞后一期、滞后两期的回归结果。

表4 描述性统计

项目	模型4		模型5		模型6	
	均值	标准差	均值	标准差	均值	标准差
	(中位数)	(观测值)	(中位数)	(观测值)	(中位数)	(观测值)
ESC	0.290 6	0.239 4	0.290 6	0.239 4	0.290 6	0.239 4
	(0.235 6)	(1 190)	(0.235 6)	(1 193)	(0.235 6)	(1 144)
A1	0.664 5	0.951 7	0.613 7	0.727 9	0.570 2	0.438 3
	(0.595 9)	(1 190)	(0.569 1)	(1 193)	(0.552 1)	(1 144)
A2	0.557 0	0.855 3	0.521 5	0.679 8	0.487 8	0.428 2
	(0.483 2)	(1 190)	(0.462 6)	(1 193)	(0.458 4)	(1 144)
A3	0.362 5	0.185 4	0.348 9	0.179 0	0.346 4	0.178 7
	(0.350 2)	(1 190)	(0.337 4)	(1 193)	(0.330 6)	(1 144)
AY	13.089 0	0.867 7	13.044 0	0.838 3	12.912 0	0.835 5
	(13.168 0)	(1 190)	(13.100 0)	(1 193)	(12.924 0)	(1 144)
FCFt	-0.281 0	0.428 3	-0.014 8	0.484 3	-0.001 7	0.142 6
	(-0.167 0)	(1 190)	(0.006 8)	(1 193)	(0.006 9)	(1 144)
C1	0.065 1	0.425 3	0.107 7	0.515 7	-0.615 7	8.425 8
	(0.016 3)	(1 190)	(0.043 0)	(1 193)	(0.063 2)	(1 144)
C2	1.087 1	1.035 3	1.171 7	1.057 2	1.251 1	1.112 4
	(0.873 0)	(1 190)	(0.958 1)	(1 193)	(1.008 8)	(1 144)
C3	0.276 4	0.618 4	0.299 3	0.607 1	0.344 6	0.674 1
	(0.159 7)	(1 190)	(0.175 6)	(1 193)	(0.196 6)	(1 144)
C4	1.630 6	1.230 5	1.588 2	1.182 5	0.748 3	8.613 2
	(1.367 6)	(1 190)	(1.280 2)	(1 193)	(1.205 5)	(1 144)
C5	0.051 3	0.550 3	0.153 6	0.947 6	-0.515 1	8.482 3
	(0.000 1)	(1 190)	(0.012 4)	(1 193)	(0.086 1)	(1 144)

从表4中我们可以看出,企业当期总资产负债率的均值为66.45%,其中流动负债比率达55.70%,而且资产负债比例均有逐年上升的趋势。这意味着我国上市公司倾向于采用流动负债的方式获得信贷融资,我们认为造成这种情况的原因在于现阶段我国银行对企业长期信贷审批条件的苛刻,以至于企业更容易获得短期贷款。另外,企业当期的担保价值为36.25%,而且担保价值均呈逐年上升的趋势,我们认为造成这

种现象的原因可能是公司降低了银行向其贷款的风险,从而企业可以获得更多的信用贷款。

表5 银行信贷融资可获性与恶性增资程度的回归结果

变量	模型4	模型5	模型6
Intercept	0.235 *** (2.552)	-0.152 (-1.402)	0.200 * (1.736)
A1	-0.008 (-0.223)	0.230 *** (4.397)	0.345 *** (4.601)
A2	0.022 (0.517)	-0.246 *** (-4.344)	-0.367 *** (-4.657)
A3	0.129 *** (3.286)	0.355 *** (7.947)	0.226 *** (4.576)
AY	-0.007 (-0.945)	0.022 *** (2.700)	-0.003 (-0.306)
Ctrl	-0.006 (-0.455)	0.025 * (1.689)	0.005 (0.330)
FCFt	-0.284 *** (-17.790)	0.129 *** (8.604)	0.073 (1.250)
C1	0.061 *** (3.212)	0.058 *** (2.964)	0.029 (0.975)
C2	-2.455E-5 (-0.002)	-0.028 ** (-2.510)	-0.013 (-1.117)
C3	0.003 (0.202)	0.050 *** (2.678)	0.034 * (1.792)
C4	0.004 (0.654)	0.013 ** (1.990)	0.019 *** (2.601)
C5	0.000 (0.024)	-0.018 ** (-2.005)	-0.010 (-1.004)
行业和年度	控制	控制	控制
N	1 190	1 193	1 144
Adj.R <sup>2</sup>	0.320	0.145	0.095
F	51.885 ***	19.312 ***	11.925 ***
D-W	1.769	0.384	0.307

注:①模型中的因变量均为发生恶性增资的程度;②模型4是以当年公司为样本的回归结果;模型5是以滞后一年的公司为样本的回归结果;模型6是以滞后两年的公司为样本的回归结果;③括号里的数为T统计量;④\*、\*\*、\*\*\*分别表示显著性水平为10%、5%、1%。

由表5可知,总资产负债率(A1)在滞后一期、滞后两期模型中均与恶性增资程度在1%水平上显著正相关,与预期相一致。这表明总资产负债率越高,企业获得的信贷融资就越多。由于此时企业获得信贷融资更加容易,则其发生恶性增资的程度就越高。流动负债比率(A2)在滞后一期、滞后两期模型中均与恶性增资程度在1%水平上显著负相关,我们认为这一结果的原因是较高的流动负债比率限制了可供管理者支配的现金,由于可控的自由现金流减少了,管理者在投资决策过程中会表现出更高的谨慎性,则企业就更加不容易发生恶性增资行为。担保价值(A3)在3个模型中均与恶性增资程度在1%水平上显著正相关,与预期相一致。当公司担保价值较高时,由于银行向其贷款的风险较低而使企业可以获得更多的

# 平衡计分卡理论研究展望

白胜

(西南政法大学管理学院 重庆 401102)

**【摘要】** 本文基于库恩的“范式”理论,从理论“扫尾”和用“范式”解谜两个方面,展望得出平衡计分卡的七个未来研究方向:平衡计分卡四个层面因果关系链验证、领导力的作用研究、战略学习的研究、平衡计分卡的边界研究、风险管理、预算管理、公司层面战略管理。

**【关键词】** 平衡计分卡 范式 风险管理 战略管理

从1992年第一篇关于平衡计分卡(Balanced Scorecard, BSC)的文章发表于《哈佛商业评论》后20年间,BSC的发展速度和影响力令人叹为观止。在实务界,BSC跨越企业边界,扩散到了世界各地的公共部门和非营利组织,并成为各类组织衡量业绩的主流框架;在理论上,一方面它在业绩衡量领域占据了绝对地位,以至于2002年后75%以上的业绩衡量文献要提及BSC,另一方面,它超越了初始时仅作衡量工具用途,发展为描述战略、沟通战略和实施战略的工具或系统。那么,BSC的研究还有进一步发展的空间吗?如果有,研究方向会在哪里?此问题的答案有助于研究者选择恰当的学术突破口,合理分配自己的学术资源,尽快形成实践所需要的理论成果。但是,目前除卡普兰(2008)和Lynn等(2006)对于BSC的未

信用贷款,从而其信贷融资更加容易,则企业此时发生恶性增资的程度也就越高。通过上述分析可知,银行信贷融资可获性显著增加了上市公司发生恶性增资行为的程度,与理论分析结论一致。

### (三)稳健性检验

为了验证上述结论的稳健性,我们进行了如下稳健性检验(结果未报告):在恶性增资度量模型中,我们以现金流量表中“购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金”作为公司当年的资本投资额,重新选取发生恶性增资的样本并进行了实证检验,检验结果与上述结论没有实质性差异;此外,我们还以固定资产与银行贷款之差除以总资产来度量企业担保价值,并将其代入回归模型中进行实证检验,其结果与前文基本保持一致。由此可见,本文的实证结果是稳健的。

### 五、结论及建议

本文以2005~2009年我国沪深两市上市公司为样本,考察了银行信贷融资可获性对企业恶性增资行为的影响。研究发现:更强的银行信贷融资可获性显著增加了上市公司发生恶性增资行为的概率;进一步以上述样本中仅发生恶性增资的公司为研究对象,发现更强的银行信贷融资可获性显著加深了上市公司发生恶性增资的程度。上述发现为理解企业信

来方向稍有涉足外,未见其他相关文献,更无系统性论述。

本文拟以库恩的“范式”理论为指导,回答上述问题,并按照理论“扫尾”类和使用理论“解谜”类展望BSC的未来方向。

### 一、“范式”理论概说

“范式”理论由著名科学哲学家托马斯·库恩提出,他认为“范式”可以归结为两层含义或者说是两种不同的使用方式:①指一个科学研究的特定共同体成员所共有的信念、价值、技术等构成的整体,②指一种可以替代明确规则的、具体的、用于解谜的模型和共有的范例。“范式”是“前科学——规范科学——科学危机——科学革命——新规范科学”演化模式中的核心概念,是一门学科由“前科学”成为“规范科学”的标志。

“扫尾”的目的在于精炼理论、澄清以前模糊的细节,或者

贷融资的经济后果具有重要意义,为规范上市公司的投融资行为提供了理论依据。

我们基于上述研究结果,提出以下建议:第一,详细披露企业对于重大投资项目的信贷融资投入及其效益情况,以增加项目投资信息的透明度。第二,在信贷决策时,银行可以将企业以往发生恶性增资的概率及程度纳入其考核体系,从信贷融资发放的根源上减少企业发生恶性增资的可能性。

### 主要参考文献

1. 刘超. 资本预算项目恶性增资研究:理论框架与预警模型. 南开大学博士论文, 2004
2. 孟猛. 我国转轨时期恶性增资形成机理研究. 天津:南开大学出版社, 2007
3. 唐洋, 刘志远, 李伟. 上市公司恶性增资行为的度量研究. 财经理论与实践, 2010; 2
4. Huang, Samuel G. H., Frank M. Song. The Determinants of Capital Structure: Evidence from China. China Economic Review, 2006; 17
5. Wilson, R. and Zhang, Q.. Entrapment and Escalation Commitment in Investment Decision Making: A Review. British Accounting Review, 1997; 29