

# 治理抑或风险：负债融资与公司内部控制

宋小保, 郭 春

(汕头大学 商学院, 广东 汕头 515063)

**[摘要]**近年频发的食品安全和财务舞弊事件,暴露了我国上市公司内部控制的缺失。以我国2009—2018年沪深上市公司为样本,考察负债融资对公司内部控制的影响。研究发现:负债融资与公司内部控制水平显著负相关。考虑到债务主体异质性后发现,相对于供应商债权,银行债权对公司内部控制的负向影响更为显著。进一步地,负债融资通过降低经营绩效,实现对公司内部控制的负向影响。

**[关键词]**公司治理;债务风险;负债融资;供应商债权;银行债权;公司内部控制

**[中图分类号]**F272.3 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2021)02-0032-09

## 一、引言

近年来频发的瑞幸咖啡、康美药业等财务造假事件以及三鹿奶粉和双汇瘦肉精等食品安全事件,暴露了我国部分公司内部控制的缺失,反映出我国公司内部控制在建设和运行等方面仍存在诸多问题<sup>[1]</sup>。为了指导、规范和鼓励公司建立健全内部控制制度,我国财政部等五部委在2008年和2010年先后出台了《企业内部控制基本规范》和《企业内部控制配套指引》。高质量的内部控制对内有利于对内监督高管行为,降低内部代理成本,提高公司绩效<sup>[2-3]</sup>;高质量的内部控制对外可以传递积极信号,降低债务融资成本,提升公司估值<sup>[4-5]</sup>。但与前述分析相悖的是,即便在政府规章制度和诸多现实利益的推动下,现实中公司内部控制缺失所导致的不良事件仍旧频频发生。

内部控制是公司董事会、监事会、管理层和全体员工实施的一系列程序和政策,但现实中内部控制建设和执行的关键主体仅为管理层<sup>[6]</sup>,因此,解释现实中公司内部控制缺失事件的频频发生,需要探究影响管理层从事内部控制建设的内在动机和阻力。一方面,作为公司重要的外部治理机制和融资渠道,负债融资可以凭借“债务硬约束”,促进管理层勤勉尽责,缓解股东与管理层之间的利益冲突,成为股东和管理层加强内部控制建设来改善公司业绩的内在动机;另一方面,鉴于我国商业实践中普遍存在“债务软约束”的特点,负债融资也可能加剧委托代理问题,恶化股东与管理层之间的利益冲突并诱发管理层的自利行为。如为后者,加强内部控制建设对管理层来说无异于“自缚手脚”,进而使得负债融资体现出风险效应,成为管理层从事内部控制建设的阻力。

负债融资作为公司重要的外部治理机制和融资渠道,会对公司内部控制产生显著影响,但负债融资对于公司既可能体现为外部治理机制,也可能体现为债务风险。此外,考虑到银行债权的主要目的在于获取借款利息,供应商债权则是基于商业信任而建立起业务上的合作,两者在借款动机上存在着明显差别,因而银行债权和供应商债权对公司内部控制的影响是否会存在显著差异呢?最后,考虑到我国公司管理层业绩考核仍以经营绩效为主以及管理层常常为了任期内的短期绩效而做出违背股东或公司价值最大化经营决策的现实,负债融资是否可能通过公司经营绩效这一路径,实现对公司内部控制的影响呢?

**[收稿日期]**2020-06-09

**[基金项目]**国家社会科学基金项目(16BGL078);广东省哲学社会科学规划项目(GD15CGL12)

**[作者简介]**宋小保(1974—),男,河南开封人,汕头大学商学院教授,硕士生导师,主要研究方向为公司财务与公司治理;郭春(1994—),男,安徽阜阳人,汕头大学商学院硕士生,主要研究方向为公司财务与公司治理,邮箱:14cguo@stu.edu.cn。

## 二、理论分析与假设提出

### (一) 负债融资与公司内部控制

负债融资作为重要的外部治理机制,不仅间接地提高了管理者持股比例,其强制性的还本付息压力还抑制了管理层对公司自由现金流量的滥用和“帝国构造”<sup>[7]</sup>,这能降低股东和管理层之间的信息不对称,缓解两者的利益冲突,从而发挥积极的代理成本效应<sup>[8]</sup>。信息沟通和内部监督作为公司内部控制建设的重要方面,既能确保信息在公司内和公司间进行有效沟通,也可以对公司内部行为进行监督检查和及时查错纠弊<sup>[9]</sup>。为了缓解与管理层之间信息的不对称及制约管理层逆向选择和道德风险问题,股东有动机加强公司内部控制建设,从而强化内部信息沟通和监督机制。“债务硬约束”下,管理层也有通过加强内部控制建设向股东和其他利益相关者进行“表白”的动机。

负债融资所要求的强制性到期偿本付息会定期减少公司现金流量并增加公司还款压力,这会增加公司的财务风险,从而迫使管理层恪尽职守以避免公司绩效不佳甚至破产对自身声誉和职业生涯的不良影响<sup>[10]</sup>,因此负债融资能够发挥债务治理的压力效应。作为内部控制的重要组成部分,完善的风险评估和风险应对等风险管理制度可以有效地控制和降低公司风险,国内外众多学者也验证了公司内部控制在风险管理<sup>[11]</sup>、抑制非效率投资等方面的积极作用<sup>[9]</sup>。因此为了识别和规避潜在风险,提高投资和经营效率,股东和管理层都有强化公司内部控制建设,以更好应对公司风险并提高公司价值的充足动力。

不同于负债融资凭借“债务硬约束”所发挥的相机治理作用,部分学者认为我国作为新兴的市场国家,政府对市场干预较多,商业实践中普遍存在“债务软约束”的现象<sup>[12]</sup>。债务软约束下,负债融资难以约束和监督管理者行为,甚至还会出现债务治理效应扭曲的现象<sup>[12]</sup>。基于我国国情,众多学者研究发现,负债融资不仅难以发挥对管理层的激励作用<sup>[12]</sup>,还会降低管理层工作的积极性,诱发管理层过度投资<sup>[13]</sup>,最终增加公司代理成本,表现出消极的代理成本效应。此外,负债融资所导致的债务压力,还会使得管理层为了自身声誉和短期业绩而出现逆向选择和道德风险的代理问题。尤其在负债融资合约相对宽松时,管理层反而更有动机进行“帝国构造”<sup>[13]</sup>。因此,负债融资会表现出消极的债务压力效应。

内部环境和内部监督是公司内部控制的重要方面,内部环境主要包括治理结构、内部审计、反舞弊机制等内容,是实施内部控制的基础;内部监督则有利于公司内部查错纠弊。可见,公司内部控制水平越高,内部监督和反舞弊机制建设就越完善,因此加强内部控制建设会对管理层的自利行为形成制约。委托代理理论认为公司管理者具有利己特质,往往以追求自身利益最大化为目标,若管理者自身利益与公司利益出现冲突,管理者可能违背委托者的初衷,表现出逆向选择和道德风险行为。作为公司内部控制建设的关键主体和实际执行者,管理层加强公司内部控制建设意味着让管理层自己约束自己,这对管理层来说无异于“自缚手脚”。作为“债务软约束”在内部控制方面的作用体现,管理层缺乏从事内部控制建设的内在动力,这也使得内部控制建设成为“一纸空文”<sup>[14]</sup>。基于上述正反两面的分析,本文提出如下竞争性假设:

H<sub>1a</sub>: 负债融资会显著改善公司内部控制。

H<sub>1b</sub>: 负债融资会显著恶化公司内部控制。

### (二) 银行债权、供应商债权与公司内部控制

银行债权与供应商债权是我国公司负债融资的两个重要方面,不同形式的负债融资形成了不同的债务合约,从而对公司行为决策的影响也存在显著差异<sup>[15]</sup>。供应商债权作为公司重要的非正式融资渠道,产生于公司和供应商间长期的业务合作<sup>[16]</sup>,其债权主体分布比较分散,融资数额相对较小且无期间利息,并具有“人情关系”的性质,这导致供应商债权监督成本较高,从而致使供应商债权普遍存在“监督搭便车”的现象。此外,身处激烈的商业竞争环境,供应商倾向于选择提前供给商品,而供应商债权的治理效应在供大于求的市场环境下难以有效发挥,因而供应商常常处于消极被动地位,对公司治理影响较弱<sup>[17]</sup>。

考虑到事前无保障、事中难监控、事后难维权的特点,供应商债权对公司行为没有明显的约束作用<sup>[18]</sup>。

与供应商不同,银行作为公司最主要的融资渠道和“大贷款人”,其贷款数额较大,期限较长。考虑到银行数量较少以及银行债权较为集中的现实,银行承担的平均违约风险也会较高。为了降低信贷资源错配和平均违约风险,银行更有动机监督公司并参与公司治理。此外,银行在收集和评价借款公司信息以及降低监督成本等方面有一定优势,因而其常常承担“委托监督”的角色,被授予信贷契约规定的监督任务,成为债权人公司治理的主要代表<sup>[19]</sup>。银行不仅可以通过债权人权利有效地监督和规范借款公司,降低委托代理成本<sup>[20]</sup>,还可以通过内部治理机制发挥作用,甚至部分替代公司内部治理机制<sup>[21]</sup>,可见银行债权比供应商债权更具监督和治理公司的动机和能力。因而,相比于供应商债权,银行债权更具“治理效应”,表现出更为显著的对内部控制建设的促进作用。

前文述及我国作为新兴的市场国家,商业实践中普遍存在“债务软约束”。债务软约束下,债权人难以制约管理层,当公司难以偿本付息时,债权人可能会放弃公司治理角色,发挥出债务风险效应。在我国不完善的金融体系下,银行主导着信贷资源配置,其借贷关系的转移成本和风险较低,因而依据银行信贷原则,为了避免不良贷款损失,银行提供贷款时,会严格规定贷款的期限和数额。此外,如果公司难以偿本付息,银行往往会放弃公司治理角色,选择强制执行贷款协议,这将大大增加公司的债务风险。不同于银企间单纯的借贷关系,公司与供应商之间存在着长期的业务合作关系<sup>[16]</sup>,并且双方会投入大量专用资产来保持合作关系。供应商如果强制性地执行债务合约,会影响甚至终止长期的商业合作关系,这将增大专用资产的套牢风险<sup>[22]</sup>,甚至危及公司经营业绩、现金流和偿债能力<sup>[23]</sup>。因此,相比于供应商,银行的借贷关系转换成本和风险相对较小,其更易放弃公司治理角色,导致公司提前被清算,这将加剧公司破产风险。破产风险压力下,管理层更易出现自我防御行为,忽视内部控制建设。

银行与借款公司之间还存在着信息不对称,为了降低违约风险和信贷错配风险,银行会与借款公司签订一系列限制性条款来实现信贷歧视。信贷歧视下,公司在与银行的借贷关系中处于弱势地位,公司为了获得银行贷款不得不付出更高的融资成本和接受更严格的借贷条款。不同于银行在金融市场占绝对优势地位而可以进行信贷歧视,在激烈的商业竞争环境下,供应商倾向于提前供给商品和延期付款等优惠条件,这使得供应商在与客户公司的业务往来中处于相对弱势的地位<sup>[15]</sup>,因而公司能够低成本、低压力地获取供应商债权融资。因此,相比于供应商债权,银行债权到期偿本付息的债务压力更大,更易导致管理层自我防御行为,使其表现出逆向选择和道德风险,从而倾向于减少制约自身自利行为的内部控制建设。因而相比于供应商债权,银行债权的“风险效应”也更加显著,即银行债权比供应商债权更能显著地降低公司内部控制。基于上述正反两面的分析,本文提出如下第二个竞争性假设:

H<sub>2a</sub>: 银行债权对公司内部控制的正向影响比供应商债权更为显著。

H<sub>2b</sub>: 银行债权对公司内部控制的负向影响比供应商债权更为显著。

### 三、研究设计

#### (一) 样本选取

2008年证监会等颁布了《企业内部控制基本规范》,这显著影响了公司内部控制建设,并可能降低内部控制指数前后的可比性,故本文选取2009年至2018年沪深上市公司为研究样本。为了确保研究结论的可靠性,本文对样本公司进行如下筛选:(1)剔除ST和\*ST公司;(2)剔除金融行业公司;(3)剔除数据不完整的公司;(4)剔除数据存在异常值的公司,最终得到17922个有效样本观测值。为进一步排除异常值对研究结论的影响,对所有连续变量进行了1%和99%的缩尾处理。公司内部控制指数来自迪博数据库,其余财务数据均来自CSMAR和WIND金融数据库。

#### (二) 变量选取

1. 被解释变量。借鉴现有文献<sup>[24-25]</sup>,选择深圳市迪博企业风险管理技术有限公司公布的“迪博·

中国上市公司内部控制指数”+1的自然对数作为衡量公司内部控制水平的指标。

2. 解释变量。选取能够反映公司负债融资总体水平的资产负债率来衡量公司负债融资。现有研究普遍采用短期借款与长期借款之和来衡量银行债权<sup>[16]</sup>,但本文考虑到1年内到期的非流动负债大部分属于金融性负债,需要支付利息,也符合银行债权的特点,故以短期借款、长期借款、1年内到期的非流动负债之和(BANK1)衡量银行债权,将短期借款、长期借款之和(BANK2)作为稳健性检验的银行债权替换指标。

现有文献普遍采用应付账款或应付账款与应付票据之和来衡量供应商债权<sup>[26-27]</sup>。考虑到预付账款是公司预先以货币资金或货币等价物支付供应单位的款项,依据我国会计准则,既可单独列示,也可作为应付账款的备抵科目,因此为了增强应付账款在不同公司间的可比性,本文以应付账款、应付票据之和扣除预付账款后的余额(TC1)来衡量供应商债权,并将应付账款、应付票据之和(TC2)作为稳健性检验的供应商债权替换指标。

3. 控制变量。借鉴现有文献关于公司内部控制的<sup>[28-29]</sup>研究,选择公司规模、总资产报酬率、股权集中度、公司年龄、高管变动、机构投资者持股和市场化指数以及行业和年份作为模型的控制变量。

具体变量定义如表1所示。

(三) 模型设定

为了探究负债融资对于我国上市公司是发挥了“治理效应”还是“风险效应”,即表现为提高公司内

部控制水平还是降低公司内部控制水平,本文建立如下线性回归模型(1):

$$IC_{it} = \beta_0 + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 CONTROL_{it} + \sum IND + \sum YEAR + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

为了对比银行债权与供应商债权对内部控制影响的差异,本文依据 Johnston 建立模型方法<sup>[31]</sup>,将银行债权和供应商债权一起纳入模型<sup>①</sup>,设计如下线性回归模型(2):

$$IC_{it} = \beta_0 + \beta_1 TC_{it} + \beta_2 BANK_{it} + \beta_3 CONTROL_{it} + \sum IND + \sum YEAR + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

为了研究负债融资是通过经营绩效实现对公司内部控制的影响,借鉴温忠麟等的研究<sup>[32]</sup>,本文采用逐步回归法检验经营绩效在负债融资与公司内部控制的中介效应,建立如下模型:

$$IC_{it} = \beta_0 + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 CONTROL_{it} + \sum IND + \sum YEAR + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 CONTROL_{it} + \sum IND + \sum YEAR + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$IC_{it} = \beta_0 + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 CONTROL_{it} + \sum IND + \sum YEAR + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

①现有针对异质债务的对比分析普遍采用建立不同模型将不同债务代入回归模型,再对比回归系数的方法,此方法存在不同模型的回归系数缺乏可比性的缺陷。鉴于此,本文借鉴 Johnston 建立模型的方法<sup>[31]</sup>,即将多个解释变量一起代入回归模型,再使用 t 检验进行同一模型中不同解释变量回归系数的差异分析。此方法解决了多个解释变量回归系数无法对比的问题。此外,考虑到公司在进行一种债务融资时,也会受到另一种债务融资的选择,因此将两种债务一起进入模型是合适的。

### 四、实证结果

#### (一) 描述性统计分析

表2列示了主要变量的描述性统计结果。Panel A显示,公司内部控制均值为6.268,标准差为1.185,说明我国上市公司内部控制较差且差异较大,公司内部控制建设有待进一步提高。总负债融资均值为48.393%,由此看出我国上市公司负债融资处于一个合理水平,但84.358%的极值和19.518的标准差说明我国公司负债融资整体差异较大,这可能源于不同行业间公司融资模式存在差异。我国上市公司供应商债权(TC1)的均值为10.279%,标准差为9.827;供应商债权(TC2)的均值为13.043%,标准差为9.647。后者与前一个指标差异较小。我国上市公司银行债权(BANK1)的均值为20.153%,标准差为14.668;银行债权(BANK2)的均值为18.062%,标准差为13.314。后者与前一指标差异也较小,并且都处于正常范围。我国上市公司供应商债权均值小于银行债权,说明银行债权在我国上市公司的负债融资结构中占主体地位。

表2中Panel B为按资产负债率、供应商债权和银行债权高、中、低分组的统计结果。结果显示:负债融资越高,内部控制指数均值越低,并且银行债权分组后内部控制差异比供应商债权更为明显,该统计结果与H<sub>1b</sub>和H<sub>2b</sub>相一致。

#### (二) 实证模型分析

为了排除模型异方差对研究结论的影响,本文后续均使用稳健线性回归分析。表3列示的是公司当期内部控制的回归结果。在控制相关影响变量的情况下,模型(1)、模型(2)和模型(3)结果显示,总负债融资、供应商债权和银行债权均与公司内部控制显著负相关,即随着总负债融资、供应商债权和银行债权的增加,公司内部控制水平会逐渐降低。模型(4)结果显示,银行债权和供应商债权均与内部控制呈现负相关且回归系数差异在1%水平上显著,说明银行债权对公司内部控制的负向影响比供应商债权更为显著。为了增强实

表2 描述性统计

Panel A 主要变量的描述性统计						
变量	N	均值	中值	极小值	极大值	标准差
IC	17922	6.268	6.510	0.000	6.794	1.185
LEV	17922	48.393	48.111	9.974	94.332	19.518
TC1	17922	10.279	8.162	-9.682	41.829	9.827
TC2	17922	13.043	10.627	0.527	45.049	9.647
BANK1	17922	20.153	17.976	0.009	63.313	14.668
BANK2	17922	18.062	6.038	0.000	58.158	13.314
SIZE	17922	22.255	22.074	19.880	26.179	1.272
ROA	17922	5.382	5.082	-18.811	22.843	5.887
TOP10	17922	56.685	57.330	22.050	89.650	15.354
AGE	17922	15.284	15.000	2.000	29.000	6.860
TURNOVER	17922	0.262	0.000	0.000	1.000	0.439
INS	17922	39.920	40.704	0.352	87.005	22.541
MARKET	17922	7.952	8.180	2.870	10.619	1.876

Panel B 公司内部控制分组描述性统计

变量	N	高	中	低
LEV	5967	6.080	6.345	6.377
TC1	5976	6.254	6.265	6.284
BANK1	5979	6.148	6.296	6.360

表3 负债融资与公司内部控制:回归分析

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
LEV	-0.133*** (-11.07)	—	—	—
TC1	—	-0.003 (-0.36)	—	-0.008 (-0.93)
BANK1	—	—	-0.068*** (-6.83)	-0.069*** (-6.72)
SIZE	0.139*** (12.54)	0.082*** (8.82)	0.103*** (10.64)	0.104*** (10.48)
ROA	0.202*** (15.00)	0.238*** (17.57)	0.223*** (16.38)	0.222*** (16.17)
TOP10	-0.044*** (-4.77)	-0.037*** (-3.92)	-0.040*** (-4.29)	-0.040*** (-4.30)
AGE	-0.081*** (-7.71)	-0.100*** (-9.33)	-0.096*** (-8.94)	-0.096*** (-8.95)
TURNOVER	-0.051*** (-6.12)	-0.055*** (-6.49)	-0.053*** (-6.35)	-0.053*** (-6.34)
INS	0.028*** (3.17)	0.025*** (2.84)	0.024*** (2.75)	0.025*** (2.80)
MARKET	0.073*** (8.25)	0.080*** (8.84)	0.072*** (8.01)	0.073*** (8.06)
IND	控制	控制	控制	控制
YEAR	控制	控制	控制	控制
CONS	4.047*** (20.56)	4.726*** (26.03)	4.492*** (24.51)	4.473*** (24.03)
F test	43.13***	41.17***	42.29***	40.70***
Adj. R <sup>2</sup>	0.109	0.097	0.101	0.101
N	17922	17922	17922	17922
系数差异检验(β <sub>1</sub> =β <sub>2</sub> )	—	—	—	19.07***

注:\*\*\*, \*\*和\*分别表示在1%,5%和10%的水平上的显著性(双侧检验),括号中为t值。自变量和控制变量的系数均采用标准化回归系数(Beta值)。变量TC1与BANK1的回归系数差异检验使用t检验。

证结果的可靠性和减少因果倒置对研究结论的影响,本文使用滞后一期的公司内部控制进行稳健性回归分析,结果与表3相一致,因此实证结果支持了 $H_{1b}$ 和 $H_{2b}$ 。

究其原因,我国作为新兴的市场国家,公司破产制度还不尽完善,且政府对市场干预较多,债权人权益未得到相应保护,使得我国普遍存在“债务软约束”的现象。“债务软约束”下,债务契约的公司治理效应难以发挥甚至会被扭曲,并且负债融资强制性到期偿本付息压力还会使得管理层出现短期行为。如此作为内部控制的主体,管理层加强内部控制建设无异于自己约束自己,因而管理层缺少内在动机建设公司内部控制,使得负债融资在我国表现出“风险效应”。此外,我国作为典型的买方市场,供应商在与公司的商业交易中处于弱势地位,而在不完善的金融体系下,银行却占据着主导地位。因此,相比于供应商,银行拥有更低的借贷关系转移成本和更加强强制性的到期偿本付息压力,这使得银行更易放弃公司治理角色,也导致管理层为了短期业绩而出现短视行为,表现为银行债权对公司内部控制的负向影响比供应商债权更为显著。

### (三) 稳健性分析

1. 解释变量更换。使用 $TC2$ 和 $BANK2$ 作为解释变量进行回归分析,结果与表3一致。进一步地,使用滞后一期公司内部控制与当期 $TC2$ 和 $BANK2$ 进行回归,数据结果仍与表3相一致。

2. 被解释变量更换。鉴于上述分析的因变量是量化的公司内部控制指数,此处将公司当期内部控制指数减上期内部控制指数,若差值为负设为1,表示公司内部控制水平下降,否则设为0。Logistics回归结果与表3一致。此外,使用滞后一期的公司内部控制指数减当期内部控制指数,如差值为负设为1,表示公司内部控制水平下降,否则设为0。Logistics回归结果也与表3相一致,因此该实证结果支持了前文 $H_{1b}$ 和 $H_{2b}$ 。

### (四) 内生性分析

鉴于存在管理层会根据公司内部控制的的好坏来决定是否进行负债融资以及选择负债融资结构的可能性,即可能存在因果倒置的情况。参考现有文献普遍采用公司所处行业自变量均值作为工具变量<sup>[33-34]</sup>,本文使用公司负债融资与其所处行业负债融资均值的差值和审计单位是否为“四大”会计师事务所作为工具变量,以缓解负债融资与公司内部控制的内生性问题。类似地,选择公司供应商债权与其所处行业供应商债权均值的差值、银行债权与其所处行业银行债权均值的差值,以及审计单位是否为“四大”会计师事务所作为缓解供应商债权、银行债权和公司内部控制回归分析中内生性问题的工具变量。

由于各公司的融资决策很大程度上是相互独立的,因此公司负债融资与其所处行业负债融资均值的差值具有很好的外生性,与模型中未控制的因素没有直接相关性,该工具变量只通过负债融资这一途径间接影响公司内部控制。国际四大会计师事务所具有的审计权威和可靠性,会向债权人传递公司对自身财务的信心,这会增强债权人对公司借款的意愿,但审计单位是否为国际四大会计师事务所对公司内部控制影响则相对较弱。此外,选取的工具变量都通过了有效性检验。因此,选取的工具变量在理论上和统计上都是合适的。

表4列示了工具变量法2SLS回归模型的结果。负债融资与当期公司内部控制显著负相关,且银行债权对公司内部控制的负向影响比供应商债权更为显著。此外,滞后一期公司内部控制的2SLS回归结果与表4相一致,这说明研究结论在考虑到因果倒置内生性问题的基础上仍是稳健的。

### (五) 内在机制分析:经营绩效的中介效应

由上文分析可知,负债融资通过加剧股东与管理层间的利益冲突,增加委托代理成本,从而发挥消极的代理成本效应,以及强制性到期偿本付息诱发管理层自利行为而发挥消极的债务压力效应,使得管理层缺乏公司内部控制建设的动机,从而使得公司内部控制表现较差。

随着我国上市公司负债率不断上升,负债融资会增加公司债务风险,降低公司绩效的结论得到众多学者的认可<sup>[35-36]</sup>。商业实践中,公司对管理层的考核一般是基于绩效的考核,因而经营绩效会直接影响管理层的薪酬和声誉,如此管理层可能为了任期内的短期绩效而做出违背股东利益的经营决策<sup>[10]</sup>。

此外,作为公司治理中重要的控制和约束机制,内部控制恰恰会限制管理层的机会主义行为,因而管理层主动提升内部控制水平无疑是“自缚手脚”<sup>[14]</sup>。因此,负债融资是否通过恶化经营绩效对公司内部控制产生影响呢?

本文使用总资产报酬率(ROA)作为公司经营绩效的衡量指标,中介效应检验结果如表5所示。表5中第(1)列结果显示,负债融资显著地降低了公司经营绩效;在控制总负债融资后,第(2)列显示内部控制与经营绩效显著相关,说明公司经营绩效在负债融资影响公司内部控制的过程中起到了中介效应,即负债融资是通过公司经营绩效影响公司内部控制的。表5中第(3)列结果显示,供应商债权、银行债权均显著降低了公司经营绩效;在控制供应商债权和银行债权后,第(4)列显示内部控制与经营绩效仍显著相关,这再次说明负债融资是通过恶化公司经营绩效这一路径发挥“风险效应”,降低内部控制。

为了增加中介效应检验的可靠性,本文使用息税折旧摊销前利润(EBITDA)来衡量公司经营绩效,结果与表5相一致,这验证了负债融资会因消极的代理成本效应和债务压力效应,对公司经营绩效产生不良影响,导致管理层出现逆向选择和道德风险等自利行为,从而降低其建设公司内部控制的内在动力,表现出公司内部控制水平的降低。

### 五、结论性评述

近年来频发的财务造假和食品安全事件,暴露了我国上市公司内部控制的缺失。公司内部控制影响因素的研究成了学术界和实务界关注的重要问题。本文考察负债融资对公司内部控制的影响,并得到如下结论:(1)负债融资会显著降低公司内部控制水平,表明负债融资对于我国上市公司是一种债务风险,而非外部治理机制;(2)基于债务异质性假说,研究发现银行债权和供应

表4 负债融资与公司内部控制:内生性分析

变量	IC		LI. IC	
	(1)	(2)	(3)	(4)
LEV	-0.009*** (-11.78)	—	-0.009*** (-10.76)	—
TC1	—	-0.001 (-1.39)	—	-0.003*** (-2.92)
BANK1	—	-0.006*** (-7.12)	—	-0.006*** (-6.45)
SIZE	0.137*** (13.03)	0.099*** (10.70)	0.160*** (13.88)	0.123*** (12.20)
ROA	0.040*** (14.75)	0.044*** (16.08)	0.005*** (2.09)	0.010*** (4.17)
TOP10	-0.004*** (-4.87)	-0.003*** (-4.34)	-0.005*** (-6.02)	-0.004*** (-5.49)
AGE	-0.014*** (-7.48)	-0.017*** (-8.94)	-0.015*** (-8.19)	-0.018*** (-9.50)
TURNOVER	-0.137*** (-6.06)	-0.143*** (-6.31)	-0.115*** (-4.99)	-0.120*** (-5.15)
INS	0.001*** (3.22)	0.001*** (2.81)	0.002*** (3.55)	0.002*** (3.19)
MARKET	0.046*** (8.16)	0.046*** (8.00)	0.046*** (7.72)	0.046*** (7.58)
IND	控制	控制	控制	控制
YEAR	控制	控制	控制	控制
CONS	3.953*** (19.95)	4.440*** (23.81)	3.103*** (13.30)	3.627*** (16.78)
Wald chi2	778.12***	761.510***	477.23***	471.25***
R <sup>2</sup>	0.109	0.101	0.061	0.051
N	17922	17922	14243	14243
Sargan 过度识别检验	0.195 (p=0.659)	0.445 (p=0.505)	0.151 (p=0.697)	0.0001 (p=0.992)
最小特征值统计量	46299.100	45714.400	36246.200	36994.200
系数差异检验(β <sub>1</sub> =β <sub>2</sub> )	—	16.570***	—	5.07**

注:\*\*\*, \*\*和\*分别表示在1%,5%和10%的水平上的显著性(双侧检验),括号中为z值。变量TC1和BANK1的回归系数差异检验为t检验。限于篇幅,只列示第二阶段回归结果。

表5 负债融资与公司内部控制:中介效应分析

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	ROA	IC	ROA	IC
LEV	-0.359*** (-34.48)	-0.153*** (-12.19)	—	—
TC1	—	—	-0.150*** (-19.63)	-0.013 (-1.51)
BANK1	—	—	-0.258*** (-30.06)	-0.076*** (-7.15)
ROA	—	0.203*** (15.04)	—	0.226*** (16.39)
SIZE	0.192*** (19.68)	0.127*** (11.75)	0.134*** (14.96)	0.086*** (8.90)
TOP10	0.117** (14.58)	-0.017** (-2.16)	0.139*** (17.21)	-0.007 (-0.89)
AGE	0.035*** (4.72)	-0.035*** (-4.65)	0.021*** (2.75)	-0.042*** (-5.41)
TURNOVER	-0.065*** (-8.97)	-0.056*** (-6.64)	-0.073*** (-9.76)	-0.059*** (-7.03)
INS	0.070*** (8.39)	0.012 (1.54)	0.058*** (6.88)	0.004 (0.50)
MARKET	0.020** (2.49)	0.075*** (8.00)	0.035*** (4.25)	0.081*** (8.48)
IND	控制	控制	控制	控制
YEAR	控制	控制	控制	控制
CONS	-13.967*** (-14.09)	4.043*** (18.67)	-10.381*** (-10.82)	4.565*** (22.04)
F test	71.68***	23.22***	68.99***	21.88***
Adj. R <sup>2</sup>	0.163	0.111	0.141	0.100
N	17922	17922	17922	17922
系数差异检验(β <sub>1</sub> =β <sub>2</sub> )	—	—	7.59***	15.64***

注:\*\*\*, \*\*和\*分别表示在1%,5%和10%的水平上的显著性(双侧检验),括号中为t值。自变量和控制变量的系数均采用标准化回归系数(Beta值)。变量TC1和BANK1的回归系数差异检验为t检验。前文研究均表明负债融资会降低公司内部控制,故此处不再列示第一步的回归结果。

商债权对公司内部控制的影响存在显著差异,这揭示出负债融资主体异质对识别公司内部控制水平的作用存在差异的现实,也为债务异质性假说提供了新的经验证据;(3)从公司经营绩效的角度出发,发现负债融资通过公司经营绩效影响公司内部控制的内在机制,这不仅解释了负债融资“风险效应”的内在逻辑,也为改善公司内部控制缺失的问题提供了具体的路径和方法。

负债融资在我国会发挥“风险效应”,使得管理层缺少建设公司内部控制的动机,从而致使我国公司内部控制缺失事件时常发生,为此本文提出如下建议:(1)针对我国商业实践中普遍存在“债务软约束”,建议政府减少对市场和金融业的干预,完善公司破产制度对债权人的保护,以强化“债务硬约束”,引导债权人发挥公司治理作用。(2)基于负债融资消极的代理成本效应和债务压力效应会使得管理层缺乏从事内部控制建设内在动力的现实,建议公司改革现存以短期绩效为主的考核制度,更加注重对管理层长期绩效和努力程度的考核。(3)鉴于银行信贷歧视和到期偿本付息的强制性,银行债权对公司内部控制的负向影响比供应商债权更显著的现实,建议公司从自身实际出发,做到科学负债融资,并合理确定异质债务融资结构;此外,政府应加强对金融市场交易的监督和对银行信贷机制的改革,改善银行信贷歧视,以实现公平信贷资源分配。如此才能促使负债融资从“风险效应”到“治理效应”的转变。

本文研究仍存在如下不足之处:(1)本文探究了异质负债融资对内部控制的差异影响,未来研究可拓展至异质融资方式对公司治理的差异影响;(2)本文揭示了负债融资对我国公司来说是一种债务风险,但未能探究不同行业和产权间是否存在差异,未来研究可作进一步探讨。

#### 参考文献:

- [1]周守华,胡为民,林斌,等. 2012年中国上市公司内部控制研究[J]. 会计研究, 2013(7):3-12.
- [2]Hazarika S, Karkoff J M, Nahata R. Internal corporate governance, CEO turnover and earnings management[J]. Journal of Financial Economics, 2012, 104(1):44-69.
- [3]赵息,张西栓. 内部控制、高管权力与并购绩效——来自中国证券市场的经验证据[J]. 南开管理评论, 2013(2):75-81.
- [4]肖华,张国清. 内部控制质量、盈余持续性与公司价值[J]. 会计研究, 2013(5):73-80.
- [5]陈汉文,周中胜. 内部控制质量与企业债务融资成本[J]. 南开管理评论, 2014(3):103-111.
- [6]李维安,戴文涛. 公司治理、内部控制、风险管理的关系框架——基于战略管理视角[J]. 审计与经济研究, 2013(4):3-12.
- [7]张兆国,何威风,闫炳乾. 资本结构与代理成本——来自中国国有控股上市公司和民营上市公司的经验证据[J]. 南开管理评论, 2008(1):39-47.
- [8]田侃,李泽广,陈宇峰. “次优”债务契约的治理绩效研究[J]. 经济研究, 2010(8):90-102.
- [9]李万福,林斌,宋璐. 内部控制在公司投资中的角色:效率促进还是抑制?[J]. 管理世界, 2011(2):81-99.
- [10]曹国华,杨俊杰,林川. CEO声誉与投资短视行为[J]. 管理工程学报, 2017(4):45-51.
- [11]Chen H W, Yang D G, Zhang J H, et al. Internal controls, risk management, and cash holdings[J]. Journal of Corporate Finance, 2020(64):101-123.
- [12]郭泽光,敖小波,吴秋生. 内部治理、内部控制与债务契约治理——基于A股上市公司的经验证据[J]. 南开管理评论, 2015(1):45-51.
- [13]徐晨阳,王满,马影. 债务契约与过度投资:“治理扭曲”抑或“帝国建造”[J]. 山西财经大学学报, 2018(6):113-124.
- [14]杨有红,胡燕. 试论公司治理与内部控制的对接[J]. 会计研究, 2004(10):14-18.
- [15]马如飞,何涌. 债权人监督、负债融资与企业R&D投资——基于我国高科技上市公司的实证研究[J]. 中国工业经济, 2015(7):137-144.
- [16]陆正飞,杨德明. 商业信用:替代性融资,还是买方市场[J]. 管理世界, 2011(4):6-14.
- [17]黄文青. 债权融资结构与公司治理效率——来自中国上市公司的经验证据[J]. 财经理论与实践, 2011(2):46-50.
- [18]童盼,陆正飞. 负债融资、负债来源与企业投资行为——来自中国上市公司的经验证据[J]. 经济研究, 2005(5):75-84.
- [19]Wang Y, Xia H. Do lenders still monitor when they can securitize loans[J]. Review of Financial Studies, 2014, 27(8):2354-2391.
- [20]Qian M, Yeung B Y. Bank financing and corporate governance[J]. Journal of Corporate Finance, 2014(32):258-270.
- [21]Byers S S, Fields L P, Fraser D R. Are corporate governance and bank monitoring substitutes: evidence from the perceived value of

- bank loans[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2008, 14(4):475-483.
- [22] Banerjee S, Dasgupta S, Kim Y. Buyer-supplier relationships and the stakeholder theory of capital structure[J]. *Journal of Finance*, 2008, 63(5):2507-2552.
- [23] Dhaliwal D, Judd J C, Serfling M, et al. Customer concentration risk and the cost of equity capital[J]. *Journal of Accounting & Finance*, 2016, 61(1):23-48.
- [24] 中国上市公司内部控制指数研究课题组. 中国上市公司内部控制指数研究[J]. *会计研究*, 2011(12):20-24.
- [25] 周美华, 林斌, 林东杰. 管理层权力、内部控制与腐败治理[J]. *会计研究*, 2016(3):56-63.
- [26] Giannetti M, Burkart M, Ellingsen T. What you sell is what you lend? explaining trade credit contracts[J]. *The Review of Financial Studies*, 2011, 24(4):1261-1298.
- [27] Chod J, Lyandres E, Yang S A. Trade credit and supplier competition[J]. *Journal of Financial Economics*, 2019, 131(2):484-505.
- [28] 逯东, 付鹏, 杨丹. 媒体类型、媒体关注与上市公司内部控制质量[J]. *会计研究*, 2015(4):78-85.
- [29] 李越冬, 严青. 机构持股、终极产权与内部控制缺陷[J]. *会计研究*, 2017(5):85-91.
- [30] 王小鲁, 樊纲, 胡李鹏. 中国分省份市场化指数报告(2018)[M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2019.
- [31] Johnston D. Environmental R&D and the uncertainty of future earnings[J]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2012, 31(6):593-609.
- [32] 温忠麟, 张雷, 侯杰泰. 中介效应检验程序及其应用[J]. *心理学报*, 2004(5):614-620.
- [33] 温军, 冯根福. 异质机构、企业性质与自主创新[J]. *经济研究*, 2012(3):53-64.
- [34] 李仲泽. 机构持股能否提升企业创新质量[J]. *山西财经大学学报*, 2020(11):85-98.
- [35] Berk J B, Stanton R, Zechner J. Human capital, bankruptcy and capital structure[J]. *Journal of Finance*, 2010, 65(3):891-926.
- [36] 刘晓光, 刘元春. 杠杆率、短债长用与企业表现[J]. *经济研究*, 2019(7):127-141.

[责任编辑:高 婷]

## Governance or Risk: Debt Financing and Corporate Internal Control

SONG Xiaobao, GUO Chun

(School of Business, Shantou University, Shantou 515063, China)

**Abstract:** In recent years, frequent incidents of food safety and financial fraud have exposed the lack of internal control of listed companies in China. This paper aims to investigate the impact of debt financing on internal control, using annual data from listed companies in Shanghai and Shenzhen from 2009 to 2018. Results document that debt financing is negatively associated with internal control. Considering the heterogeneity of debt subjects, this study indicates that the negative effect of bank creditor's rights on internal control is more significant than that of creditor's rights of suppliers. Furthermore, debt financing has a negative impact on the internal control by the way of deteriorating business performance.

**Key Words:** corporate governance; debt risk; debt financing; creditor's right of suppliers; bank creditor's right; corporate internal control