

# 内部控制质量与债权人保护研究

## ——基于债务契约特征的视角

李晓慧, 杨子萱

(中央财经大学 会计学院, 北京 100081)

**[摘要]**从债务契约特征的视角探讨内部控制对债权人的保护作用,并对比分析内部控制和公司治理在债权人保护方面的差异,通过研究发现:内部控制质量较高时,债权人会感知到更多的保护信号,并通过放宽债务契约条件表现出来,此时债权人会倾向持有更多的债务资本以及偏好更低的债务资本成本和更长的债务期限。另外,通过对比内部控制与公司治理在债权人保护方面的差异,发现在债权人保护方面,内部控制更具有增量作用。

**[关键词]**内部控制质量;公司治理;债权人保护;债务契约理论;债务资本;内部牵制;相关利益者保护

**[中图分类号]**F272.5 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1004-4833(2013)02-0097-09

### 一、研究背景

自1912年蒙哥马利提出内部牵制理论以来,内部控制的重要性在企业经营、投资者保护方面日益得到体现。2001—2002年间发生的安然、世界通讯等系列财务舞弊事件震惊了国际资本市场,并严重削弱了投资者的信心。为此,美国国会于2002年7月通过了《萨班斯-奥克斯利法案》(以下简称SOX法案),从监管的角度对上市公司的内部控制及其披露做出了严格规定。SOX法案的出台,标志着内部控制的发展和进入到了一个新的阶段。各国监管部门开始逐渐认识到内部控制对于企业及资本市场健康、稳定发展的重要性。

近年来,我国相继出台了一系列政策、法律、法规,以期推动企业内部控制进一步完善。2006年,上海证券交易所与深圳证券交易所先后颁布并实施的《上海证券交易所上市公司内部控制指引》与《深圳证券交易所上市公司内部控制指引》拉开了我国内部控制现代化的序幕。2008年6月财政部等五部委发布的《企业内部控制基本规范》,标志着我国内部控制的发展进入了规范发展时期。2010年4月26日,五部委又联合发布了《企业内部控制配套指引》,该指引构建了内部控制建设、评价和审计的完整体系。至此,我国才正式拥有了既具有国际视野又有本土适应性的内部控制规范体系。

企业内部控制的进一步完善和体系化,为推动企业具体落实内部控制奠定了基础。当前,人们都非常注重企业内部控制在企业的具体实施效果。《企业内部控制基本规范》将内部控制的目标确定为确保单位经营活动的效率性和效果性、资产的安全性、经营合规性和财务报告的可靠性<sup>[1]</sup>。因此,内部控制能够满足企业“内部需求”与“外部需求”两个方面。从“内部需求”来看,人们重视内部控制,强调其管理职能,重点关注公司战略目标的实现和公司经营效率的提高<sup>[2]</sup>;从“外部需求”来看,内部控制是作为企业信息处理的一个重要环节,确保企业所披露的财务信息具有真实性与合法性,这也是企业外部利益相关者最为关注、最能够感知或获取到的一个具有显著特征的信息。对于独立于企业之外的债权人,与股东相比,尽管其承担的风险小于股权投资者,且对企业履约情况的监督较为

**[收稿日期]**2012-06-03

**[基金项目]**中央财经大学“211工程”重点学科建设项目;北京市教育委员会共建项目

**[作者简介]**李晓慧(1967—),女,河南南召人,中央财经大学会计学院党总支书记,教授,博士生导师,从事现代审计理论与实务、注册会计师管理、政府会计与绩效审计、内部控制与内部审计、上市公司会计信息披露研究;杨子萱(1986—),女,黑龙江牡丹江人,中央财经大学会计学院硕士研究生,从事审计理论、内部控制及资本市场信息披露研究。

间接,主要以财务信息为载体,但债权人因以下两个方面因素反而更看重企业内部控制质量。一方面,企业内部控制缺失或失效导致企业经营效益低下,而企业经营效益好坏直接关系着债权人能否按期收回利息以及到期收回本金;另一方面,企业内部控制存在缺陷是导致企业财务信息失真的主要原因。基于此,我们认为内部控制是保护债权人的一个重要机制,企业债权人会根据自己获取的企业内部控制信息而抉择是否给企业增量贷款、贷款成本高低以及贷款的时间长短。因此,本文试图从企业债务契约等特征来探讨企业内部控制对债权人的保护作用,并对比分析内部控制和公司治理在债权人保护方面的差异,以期为建设企业内部控制制度、评价政策有效性等方面提供依据。

## 二、文献回顾与研究问题的提出

### (一) 内部控制与利益相关者保护

内部控制的实施效果是内部控制制度建立的最终落脚点,很多学者们把内部控制对投资者的保护作为研究重点。内部控制受投资者需求的影响基本确定,但对于内部控制制度是否真正保护了利益相关者尚未得到统一结论。Zhang 2007 年的研究认为,SOX 法案对企业内部控制的严格要求会增加企业的成本,而出于成本效益原则和自利行为,企业会将这些额外的成本转嫁给投资者,使得投资者成为成本的最终承担者,这意味着内部控制在投资者保护方面不具有有效性<sup>[3]</sup>。Doyle 等研究发现,内部控制的完善可以有效地提高财务报告可靠性,从而减少契约双方之间的信息不对称,且能够增加公司的透明度,有利于投资者进行理性决策,从而起到保护投资者利益的作用<sup>[4-5]</sup>。

国内研究主要集中在内部控制对股权投资者的保护方面。张先治从投资者需求的角度探讨内部控制发挥的作用,通过发放调查问卷,得到有关结论:内部控制对投资者而言具有决策有用性,但不同类型投资者对内部控制的需求存在差异性(短期投资者偏好内部会计控制,而长期投资者则对内部管理控制的需求比较强烈)<sup>[6]</sup>。杨德明等研究探讨了内部控制对股东的保护作用,他们认为在股东和经理人之间,内部控制制度能够缓解经理人与股东之间的代理问题,但在大股东和中小股东之间,内部控制能够保护中小股东的利益,且内部控制质量的提高会显著抑制大股东资金占用行为<sup>[7-8]</sup>。

总体而言,直接研究内部控制对债权人保护作用的文章较少。杨德明、冯晓利用 2007 年和 2008 年的相关数据,实证研究了银行债务契约与上市公司内部控制的关系,他们的研究表明:内控质量较高的公司能获得相对更为宽松的债务契约(如获得更多的长期贷款和更长的贷款期限),但是这种现象仅在国有控股公司中得到体现,在民营上市公司中并不明显<sup>[9]</sup>。因此,他们建议在利用信贷资金扶持中小企业、非国有企业的过程中,重视对此类企业进行信贷风险评估,避免信贷资金过度流入高风险的非国有上市公司。

综合国内外学者关于内部控制对利益相关者保护的研究结果,我们可以得到:(1)关于内部控制对利益相关者保护作用的研究尚未形成统一意见,甚至存在相悖的观点;(2)学者们要么笼统地研究内部控制对所有利益相关者的影响,要么单独研究内部控制对股权投资者、中小股东的保护作用,而关于内部控制对债权人的保护作用研究非常缺乏。

### (二) 内部控制与债权人保护

学术界研究普遍认为债权人和股东(管理当局)之间确实存在利益冲突,也正是基于此,债权人需要通过区别借款企业类型来签订不同特征的债务契约以保障自身的权益。

债权人和股东(管理当局)之间存在冲突的主要原因在于贷款人没有直接参与借款人的经营管理,容易产生委托代理及信息不对称问题。解决此类委托代理问题一般可以通过两种方式来解决。一是事先制定完备的债务契约。债权人通过收集信息对借款人进行甄别,并通过不同的合约内容把债务人类别区分开来。如在合同中设置一系列限制条款:利率条件、债务期限结构限制、债务规模、担保物要求以及提前收回贷款约束等条件。这些条款常被用来部分消除债权人与债务人之间的信息不

对称问题,对债权人实施保护。二是合约签订后,对债务人进行有效的监督,以识别企业是否按照合约履行相关义务。上述的这两个方面都需要借助于真实、可靠、有效的信息。一个具有良好内部控制的企业,一方面可以向外界传递企业经营效率、效益良好,管理完善,遵守国家法律,这有助于债权人事先进行有效的甄别并制定相对完备的债务契约;另一方面,也意味着企业对外披露的信息相对较为可靠、真实,从而便于债权人进行监督。在目前还没有其他根本办法解决信息不对称问题时,良好的内部控制被视为解决信息失真的有效手段之一,特别是经过审计师鉴证实施有效的内部控制。

内部控制具有信号传递的功能,能够向外界传递公司财务信息真实可靠、经营合规、高效的信号<sup>[5-6]</sup>。因此,我们可以认为内部控制能够较为有效地解决债务市场上的信息不对称问题;债权人能够据此通过事前的债务契约及事后的有效监督在一定程度上解决债权人与股东(管理当局)之间的委托代理问题,从而对债权人形成保护。据此我们提出假设1。

假设1:内部控制对债权人具有保护作用。

在债务市场中,债权人可以选择不同的方式来保护自身利益。当债权人能够获得更充足的利益保护时,债权人则更愿意向债务人提供债务资本;而当债务违约风险增高时,债权人则更可能削减债务资本规模<sup>[10]</sup>。Bharath等以1988—2003年美国上市公司为样本,发现债权人会要求会计信息质量较低的企业支付更高的债务资本成本<sup>[11]</sup>。叶志峰等认为,在我国的制度环境下,银行防范违约风险的主要途径是缩短债务期限。当他们的权利能够得到有效保护时,他们就愿意接受期限较长的债务,而不用过多地担忧违约风险所带来的损失<sup>[12]</sup>。综上所述,我们可以发现,现有学者大多认为债权人常常通过调整借款数量、提高借款利率、改变债务期限等来降低自身风险。因此,内部控制对债权人的保护作用可以通过债权人设置的债务契约条款反映出来,当企业内部控制质量处于高水平时,会向外界传递良好的信号,表明公司财务报告信息的可靠、真实以及公司经营效率的高效,因此这一信号会改变债权人对企业风险的评估。据此我们可以在假设1的基础上,进一步提出3个分假设。

假设1a:在其他条件相同的情况下,企业内部控制质量越高,企业越容易获得新增债务资本。

假设1b:在其他条件相同的情况下,企业内部控制质量越高,企业债务资本成本越低。

假设1c:在其他条件相同的情况下,企业内部控制质量越高,企业越容易获得较长的债务期限。

当然,内部控制质量与债权人保护之间本身就存在着互动过程,债权人通过给予良好内部控制的企业更低的利率、更多的贷款、更长的期限、来向市场传递其偏好,进而促使借款人在内部控制方面有所改进。企业内部控制质量越高,这种互动信息的传递也就越明显。

### (三) 内部控制、公司治理与债权人保护之比较

从表象上来看,公司治理属于企业上层建筑,而企业内部控制属于企业的运营基础,公司治理水平决定着企业内部控制的质量,但基于以下三点,内部控制能够比公司治理更有效地解决债务契约的信息不对称问题,从而保护债权人利益。首先,公司治理有广义与狭义之分,狭义的公司治理,是指所有者对经营者的监督及所有者之间的制衡机制;广义的公司治理则是通过一套包括正式或非正式的内部或外部制度来协调公司与所有利益相关者之间的利益关系<sup>[13]</sup>。公司治理起因于所有者与经营者相脱离所导致的委托代理问题,虽然广义的公司治理也涉及所有利益相关者,但在实践中往往只强调所有者之间(大股东与小股东)及所有者与经营者的委托代理关系问题,忽视债权人与股东(管理当局)之间的委托代理问题。与此同时,无论公司治理结构是否完善,经济人的自利很容易导致公司控制者(管理当局)从自身利益作出决策,侵犯债权人利益。其次,内部控制是为了实现公司管理目标而建立的一系列规章、政策、程序和方法。内部控制的目标包括五个方面:一是保证经营管理合法合规;二是维护资产安全;三是保证财务报告及相关信息的真实完整;四是提高经营效率与效果;五是促进企业实现发展的战略<sup>[1]</sup>。五部委联合发布的《企业内部控制基本规范》,将公司治理作为内部控制中的一个要素,即内部环境囊括在内部控制内。在实务操作中,企业披露的内部控制评价报告,也

把公司治理作为内部控制披露的一个重要内容。杨有红认为随着公司治理机制的完善,内部控制框架与公司治理机制的关系表现为内部管理监控系统与制度环境的关系<sup>[14]</sup>。钟宜彬提出,如果不强化公司治理结构的基础建设,要建立、健全内部控制以确保会计信息的真实、完整只能是奢谈<sup>[15]</sup>。因此,我们认为内部控制所传递的信息量涵盖了公司治理,比公司治理更具有信息含量。最后,内部控制的缺失或失效,不仅造成会计信息失真,也是导致公司经营失败的主要原因。尽管债务人在法律上具有优先的求偿权,然而一旦公司经营失败,往往损失最大的是债权人,特别是在我国“内部人控制”极为严重的环境下,一旦企业有“风吹草动”,“内部人”往往早已“掏空”了企业。只有公司经营成功了,债权人利益才有可能得到最全面的保障。通过实施有效的内部控制,使公司决策权、执行权和监督权相互制衡、监督,使各部门、各岗位和各员工职责得以明确,从而有利于实现公司高效运营和防止舞弊,更好地实现公司的经营目标。

基于以上认识,我们认为内部控制比公司治理更有效地对债权人形成保护。据此我们进一步提出假设2。

假设2:内部控制能够比公司治理更有效地解决债务契约的信息不对称问题,保护债权人利益。

### 三、研究设计

#### (一) 变量设计

本文主要是基于债务契约的视角,考察内部控制对债权人的保护作用。文中主要变量定义如下。

#### 1. 内部控制质量的衡量

国内外学者对内部控制的度量采用了不同方式。目前对内部控制进行评价的方法主要有三种。

(1) 根据所披露的内部控制信息来确定指标。如是否披露内部控制缺陷、是否拥有审计师的审核意见、是否披露内部控制报告和披露的详细程度等;再如利用是否披露内部控制评价报告来度量内部控制质量高低,假设披露了内部控制评价报告,则取值为1,表明企业内部控制水平较高,这也是当前大多数研究所采用的评价方法。(2) 通过设置调查问卷来评价内部控制质量,如张先治和张晓东采用调查问卷形式来度量内部控制质量<sup>[6]</sup>。(3) 构建内部控制指数来评价内部控制质量,一部分学者利用加权法构建企业内部控制水平评价指数的方式来衡量企业的内部控制质量。

中山大学和深圳市迪博企业风险管理技术有限公司联合课题组共同研发制定了内部控制指数。该指标是在参考国内外内部控制相关标准的基础上制定的。评价数据来源于上市公司年报“公司治理”或“重要事项”一节或者单独披露的“内部控制自我评估报告”中披露的信息。该评价指标由内部环境(包括19个指标)、风险评估(包括8个指标)、控制活动(包括12个指标)、信息与沟通(包括6个指标)、监督检查(包括6个指标)、会计师事务所是否出具评价报告以及独立董事和监事会是否发表意见等七部分指标组成。在对上市公司年报的查询过程中,一旦上市公司建立或从事了与某一指标相关的制度或行为,即赋予1分,最后对分值进行加总,即可得该评价指标。内部控制指数越高,公司内部控制质量也就越好。该内部控制指数是当前内部控制研究领域中最新的理论成果,也被诸多学者在最新的研究中所采用。因此,本文借鉴中山大学和深圳市迪博企业风险管理技术有限公司联合课题组研发的内部控制评价指数来度量内部控制质量。

#### 2. 债务人保护的代理变量

债务契约理论认为,债务契约条款可以反映对债权人的保护程度。因此本文从债务契约特征角度入手,选取三个方面的代理变量进行度量。

(1) 新增债务资本规模(LZ)。现有研究认为,在债务契约签订时,如果债权人评估债务人的信用风险后认为能够获得更多的保护时,债权人则会发放新增债务资本。因此,本文采用新增债务资本规模作为债权人保护的代理变量之一,并使用长期借款、短期借款、一年以内到期的长期借款的年度增

加额来度量新增债务资本规模。(2)企业的债务资本成本(LC)。债务资本成本是债权人用以约束债务人经营行为的主要途径之一。债权人会给保护程度高的企业以较低的利率,因此本文采用利息支出率来进行度量。(3)企业的债务期限结构(LD)。在现有债务期限结构理论的研究中,度量公司债务期限结构的方式主要有两种:一是资产负债表法,即用总债务中长期债务所占的比重来衡量债务期限或公司债务项目的加权平均期限。二是增量法即债务工具发行的期限。基于中国上市公司发行债务工具较少的现状,同时对外公开的财务数据中并不会详细披露各个债务项目的具体情况,因此本文采用长期债务占总债务的比重来度量债务期限结构。

(二) 研究模型和变量定义

参照以往研究债权人保护的文献,本文构建模型(1)。

$$LZ/LC/LD = \alpha_0 + \alpha_1 \times LNICQ + \alpha_2 \times Lev + \alpha_3 \times State + \alpha_4 \times Cashps + \alpha_5 \times Growth + \alpha_6 \times Assu + \alpha_7 \times Lnincome + \sum \lambda Year + \sum \gamma Ind + \varepsilon \quad (1)$$

利用模型(1)来检验债务契约视角下,内部控制对债权人的保护作用。其中LNICQ为内部控制质量的代理变量,本文利用中山大学课题组设计的内部控制指数并取自然对数。LZ、LC、LD为债权人保护的代理变量,即新增债务资本、债务资本成本、债务期限三个债务契约特征。另外,本文控制了能够影响企业债务契约特征的其他变量:企业的盈利能力(Cashps)、财务风险水平(Lev)、成长性(Growth)、担保能力(Assu)、上市公司的终极控制人类型(State)及公司规模(Lnincome)。此外,本文引入行业虚拟变量Ind和年度虚拟变量Year来控制对行业和年度的影响。模型中主要变量定义与计算方法见表1。

为了进一步对比检验内部控制和公司治理在债权人保护方面的差异,我们构建模型(2)进行回归以便于考察在债权人保护方面的因素作用。

$$LZ/LC/LD = \alpha_0 + \alpha_1 \times Gov/YICQ + \alpha_2 \times Lev + \alpha_3 \times State + \alpha_4 \times Cashps + \alpha_5 \times Growth + \alpha_6 \times Assu + \alpha_7 \times Lnincome + \sum \lambda Year + \sum \gamma Ind + \varepsilon \quad (2)$$

(三) 样本和数据

由于2008年5月财政部等五部委发布了《企业内部控制基本规范》,这些规定对上市公司的内部控制建设提出了较为严格的要求,另外考虑到制度的稳健性及资料的可获得性,本文拟选取《基本规范》颁布后的2010—2011年的年沪、深两市A股上市公司为总体研究对象,数据来源于CCER数据库,并按照以下方法对样本进行了筛选:(1)剔除了金融行业上市公司;(2)剔除了部分变量数据不全或者缺失的样本公司。最终本文选定了3167个观测值。为消除极端值影响,我们对主要连续变量上下1%进行了Winsorize处理。本文的数据处理使用STATA 11.0软件。

表1 主要变量及定义

变量名称	变量简称	变量定义及计算方法
新增债务资本规模	LZ	新增债务资本 = Δ(长期借款 + 短期借款 + 一年以内到期的长期借款)/年末总资产
债务资本成本	LC	债务资本成本 = 利息支出/借款总额(Loan Cost)
长期借款比例	LD	长期借款/总借款
内部控制指数	ICQ	选用迪博公司发布的内部控制指数
内部控制水平	LNICQ	借鉴上面内部控制指数,并取自然对数
内部控制哑变量	YICQ	将内部控制按中位数分组, > = 中位数取值1,否则取0
公司治理水平	Gov	哑变量,如果公司入围深证或上证治理指数取1,否则取0
每资产净现金流量	CashPS	现金流量净额/年末总资产
担保能力	Assu	[固定资产净额 + 存货净额]/年末总资产
公司成长性	Growth	(本年营业收入 - 上年营业收入)/上年营业收入
资产负债率	Lev	总负债/总资产
公司性质	State	非国有控股取1,否则为0
公司规模	Lnincome	以公司当年营业收入取自然对数



## 四、实证结果与分析

### (一) 样本描述性统计

#### 1. 全样本描述性统计(具体见表2)

#### 2. 分组样本描述性统计

本文将观测值分为高质量内部控制组和低质量内部控制组,并对其进行独立样本的T检验,检验结果见表3。

表3的结果显示:高质量内部控制组与低质量内部控制组在诸多特征上存在显著差异,具体表现在四个方面。

(1)高质量内部控制组的新增债务资本规模显著高于低质量内部控制组。高质量内部控制组新增债务资本规模的均值为0.036,低质量内部控制组的新增债务资本规模的均值为0.025,这一结果初步验证了假设1a。(2)高质量内部控制组的债务资本成本小于低质量内部控制组。高质量内

部控制组债务资本成本的均值为0.052,低质量内部控制组的债务资本成本均值为0.056,这一结果初步验证了假设1b。(3)高质量

内部控制组的长期债务比率显著大于低质量内部控制组。高质量内部控制组长长期债务比率的均值为0.269,低质量内部控制组债务期限的均值为0.206,这一结果初步验证了假设1c。

(4)高质量内部控制组企业之所以更容易获得新增债务资本、较长债务期限、较低的债务资本成本,是因为高质量内部控制组的财务指标及其他公司特征普遍优于低质量内部控制组。高质量内部控制组的每股资产净

现金流量、公司成长性等显著优于低质量内部控制组。这说明债权人能够通过内部控制有效地识别借款公司,并通过债务契约来保护自己。这一结果进一步验证假设1,即良好的内部控制质量能够对债权人形成有效的保护。

#### 3. 相关性分析

各个变量之间的相关系数矩阵见下页表4。从总体上来看,变量设置比较符合预期,解释变量之间不存在严重的多重共线性(在回归过程我们也进行了VIF检验,不存在严重的多重共线性)。

表2 全样本描述性统计

变量名	观测量	中位数	均值	标准差	最小值	最大值
LD	3167	0.102	0.238	0.287	0.001	1.000
LC	3167	0.048	0.054	0.058	0.001	0.441
LZ	3167	0.011	0.031	0.084	-0.226	0.317
ICQ	3167	692.72	689.981	86.393	167.21	995.36
LNICQ	3167	6.541	6.528	0.134	5.119	6.903
Gov	3167	0	0.176	0.381	0	1
State	3167	0	0.491	0.499	0	1
Cashps	3167	0.00056	-0.002	0.095	-0.737	0.970
Lev	3167	0.491	0.478	0.215	0.049	0.993
Assu	3167	0.421	0.425	0.186	0.037	0.861
Growth	3167	0.21	0.329	0.698	0.546	5.691
Lnincome	3167	21.184	21.328	1.456	18.004	25.289

表3 内部控制质量与债务契约保护特征的均值检验

变量	高质量内部控制组 (1583)		低质量内部控制组 (1584)		方差齐性 F检验		T检验	
	均值	标准差	均值	标准差	F	p	T	p
LZ	0.036	0.079	0.025	0.088	11.48***	0.001	-3.388***	0.001
LC	0.052	0.055	0.056	0.062	2.72*	0.099	1.650*	0.099
LD	0.269	0.287	0.206	0.284	39.68***	0.000	-6.299***	0.000
State	0.474	0.499	0.508	0.500	3.62*	0.057	1.903*	0.057
Cashps	0.003	0.085	-0.007	0.088	11.90***	0.001	-3.450***	0.001
Lev	0.485	0.202	0.471	0.226	3.06*	0.08	-1.750*	0.080
Assu	0.424	0.185	0.426	0.187	0.03	0.871	0.162	0.87
Growth	0.372	0.673	0.286	0.721	11.98***	0.001	-3.461***	0.001
Lnincome	21.899	1.436	20.758	1.236	573.99***	0.000	-23.957***	0.000

注: \*、\*\*、\*\*\* 分别表示统计显著性水平为10%、5%和1%。

表4 变量之间的相关系数矩阵表

Correlate	LD	LC	LZ	LNICQ	Gov	State	Cashps	Lev	Assu	Growth	Lincome
LD	1.000										
LC	-0.0239	1.000									
LZ	0.1658	-0.2148	1.000								
LNICQ	0.1255	-0.0682	.1042	1.000							
Gov	0.1674	0.0091	0.041	0.3094	1.000						
State	-0.1923	-0.0428	-0.0177	-0.0726	-0.1970	1.000					
Cashps	0.0814	-0.0619	0.0642	0.0480	0.0640	-0.1428	1.000				
Lev	0.2932	0.0858	0.2797	-0.0477	0.1356	-0.2541	0.1969	1.000			
Assu	0.2173	0.0117	0.0750	-0.0147	0.0753	-0.1426	-0.0069	0.4037	1.000		
Growth	0.0303	-0.0199	0.1951	0.0492	-0.0089	0.0165	0.0713	0.0826	0.0132	1.000	
Lincome	0.1828	0.0435	0.1632	0.4889	0.4147	0.3158	0.1275	0.4243	0.1941	0.1110	1.000

(二) 内部控制对债权人保护的回归分析

我们选取新增债务资本规模、债务资本成本、债务期限三个变量作为债务契约特征的因变量分别进行回归,以期检验内部控制对债权人保护具有显著性这一假设,回归结果见表5。

表5的多元回归结果显示,新增债务资本规模与内部控制质量在1%的水平上显著正相关。这说明,内部控制在债务契约决策中的新增债务数额方面具有显著相关性,这支持了本文的假设1a。企业的债务资本成本与总样本的内部控制质量在1%的水平上显著负相关。这说明,内部控制质量在债务契约中具有有效性,以及债权人从内部控制质量中取得了保护,这支持了本文的假设1b。企业的债务期限结构与总样本的内部控制质量在1%的水平上显著正相关。这说明,内部控制质量在债权人保护中具有显著相关性,这支持了本文的假设1c。

控制变量 Lev 与因变量的系数显著,并且符号与预期相符,说明公司内部财务风险水平是影响债权人保护的重要因素。State、Lincome、Growth 和因变量的符号与预期一致,且在不同情形下显著,说明在进行债务契约具体条款设置时,债权人考虑的因素并不完全一致。比如在进行新增债务资本规模决策时,债权人并不看重企业的所有权类型,这可能是由于国家出台的对中小企业、民营企业的信贷支持政策具有一定的关系,债权人在发放债务资本时更多地考虑公司的信用风险以及经营情况。

在稳健性与内生性检验中,我们采用 LNICQ 滞后一期作为其工具变量重新进行回归,回归结果系数的方向及显著性均没有发生改变,我们在回归过程中还进行遗漏变量检验,结果显示在5%的显著性下均支持没有遗漏的假设。因此我们认为前述的研究是稳健和可靠的。

(三) 内部控制与公司治理对债权人保护之比较回归分析

我们选取公司治理水平的代理变量 Gov 作为自变量,其他控制变量不变,对模型(2)进行回归。同时我们选取按内部控制指数中位数值进行分组的哑变量 YICQ(在其他控制变量不变的情况)对模型(2)进行回归。回归后将二者进行比较,以期发现二者在保护债权人方面的差异,具体见下页表6。

通过分析发现,在债权人保护的问题上,总体而言内部控制质量比公司治理更具有信息含量。具体回归结果如以下几个方面。

第一,YICQ 及 Gov 与 LZ 的回归结果显示:YICQ 与 Gov 系数的实际符号与预期不符,但都不显著。第二,YICQ 及 Gov 与 LC 的回归结果显示:Gov 系数的实际符号与预期相符,但不显著;YICQ 系数为

表5 模型(1)回归结果

变量	LZ	LC	LD
LNICQ	0.0815 *** (6.30)	-0.0377 *** (-3.98)	0.2609 *** (6.35)
Lev	-0.1276 *** (-14.56)	0.0249 *** (3.87)	-0.2527 *** (-9.08)
State	0.0092 *** (2.97)	-0.016 (-0.70)	-0.0336 *** (-3.42)
Cashps	0.0229 (1.35)	0.0346 *** (2.78)	0.0509 (0.35)
Assu	0.0194 ** (2.24)	-0.0056 (-0.88)	0.0831 *** (3.00)
Growth	0.0204 *** (10.08)	-0.0022 (-1.51)	0.0020 (0.32)
Lincome	-0.0026 * (-1.85)	0.0018 * (1.75)	-0.0027 (-0.59)
_cons	-0.5216 *** (-7.17)	0.2602 *** (4.88)	-1.5271 *** (-6.61)
Adjusted R <sup>2</sup>	0.1311	0.034	0.2468
F	26.39 ***	6.16 ***	57.31 ***
N	3167	3167	3167

注:( )内为t值,\*、\*\*、\*\*\*分别表示统计显著性水平为10%、5%和1%。

-0.0041,在 10%的水平上显著,并与预期的方向相符。这说明内部控制质量在降低公司借款成本上比公司治理更具有信息增量。第三,YICQ 及 Gov 与 LD 的回归结果显示:二者系数的实际符号与预期相符,并在 1%的水平上都显著。但 YICQ 系数为 0.0512 大于 Gov 对应的系数 0.047。这一结果说明,高的公司治理水平与内部控制质量都有助于公司获得长期借款,但内部控制质量更具有增量作用。

综上分析,内部控制在对债权人保护的作用上具有更强的影响力,这一研究结果支持了假设 2。

## 五、结论与政策建议

### (一) 研究结论

由以上实证研究结果可知,内部控制能够对债权人形成保护,说明内部控制在债务契约形成的过程中,包括决定是否新增债务资本、债务资本成本、债务期限等方面能发挥一定的作用。

1. 高水平的内部控制质量能够为债权人带来更多的保护,并通过新增债务资本规模、债务资本成本和债务期限等债务契约特征体现出来。

2. 内部控制与公司治理相比,内部控制质量与债务契约特征的相关关系更为显著,这说明内部控制在

债权人保护方面比公司治理具有增量作用。这可能是由于,债权人无法积极的参与公司治理过程,其更加看重能够保障财务信息真实可靠、经营合规高效的机制,即内部控制。

3. 债权人保护程度还受到其他因素的影响,如每股资产净现金流量(Cashps)、成长能力(Growth)等企业经营管理指标等。这说明企业的经营管理、盈利、成长能力越强,债权人越能够获得还款保证,也就越能够放松放贷要求。审计意见作为独立意见更加具有可信赖性,能够提高企业财务信息的可靠程度,获得标准意见的企业更能够对债权人形成保护。

以上的研究及其结论,一方面突破了过去内部控制对投资者保护的研究多聚焦在股权投资者上,创新地选取了债权人角度,丰富了该领域的研究。另一方面,通过对比内部控制和公司治理二者在债权人保护问题上的差异,证明了内部控制对债权人的保护比公司治理具有增量贡献,为强化企业建设内部控制制度提供了理论支撑。

### (二) 政策建议

目前,我国上市公司建立健全内部控制体系的工作正在如火如荼地展开,这既是促进公司做大做强的基础,也是为资本市场稳定发展提供重要保障。本文的研究表明,内部控制质量的提高能够有效的保护债权人权益。为了更好地促进内部控制发挥作用和体现价值,本文提出两点建议。

#### 1. 建议出台法律法规明确约束上市公司披露内部控制行为

政府部门和监管机构纷纷出台了相应的法律法规要求上市公司建立健全内部控制体系,并指导上市公司实施内部控制体系,但是尚缺乏相应的法律法规明确规定上市公司如果内部控制存在缺陷或披露问题时,应当受到什么处罚。美国在 SOX 法案 404 条款中要求上市公司的 CEO 和 CFO 对主体财务呈报的内部控制的有效性进行评价和报告。SOX 法案 906 条款规定:故意进行证券欺诈的犯罪最高可判处 25 年入狱。这两项有力条款迫使美国的上市公司依据相关法律法规真实地向社会公

表 6 模型(2)回归结果

变量	LZ		LC		LD	
	内部控制	公司治理	内部控制	公司治理	内部控制	公司治理
YICQ/Go	-0.0046 (-1.42)	-0.0006 (-0.15)	-0.0041* (-1.79)	-0.0002 (-0.06)	0.0512*** (5.13)	0.0472*** (3.58)
Lev	-0.1115*** (-13.24)	-0.1104*** (-13.15)	0.03150*** (5.12)	0.0324*** (5.29)	-0.2149*** (-8.06)	-0.2018*** (-7.6)
State	0.0100*** (3.22)	0.0103*** (3.33)	-0.0018 (-0.80)	-0.0021 (-0.94)	-0.0337*** (-3.42)	-0.0282*** (-2.86)
Cashps	0.0287* (1.69)	0.0295* (1.73)	0.0322*** (2.59)	0.0315*** (2.53)	0.0641 (1.17)	0.0702 (1.30)
Assu	0.0206** (2.35)	0.022*** (2.51)	-0.0053 (-0.83)	-0.0038 (-0.58)	0.0836*** (3.01)	0.0784*** (2.82)
Growth	0.0204*** (9.98)	0.0203*** (9.96)	-0.0022 (-1.47)	-0.0022 (-1.49)	0.0015 (0.23)	0.0033 (0.51)
Lincome	0.0017 (1.33)	-0.0026** (2.05)	0.0002 (0.19)	-0.0005 (-0.58)	0.0046 (1.13)	0.0084** (2.11)
_cons	-0.0748*** (-2.90)	-0.0832*** (-3.13)	0.0572*** (2.51)	0.0529*** (2.72)	0.0163 (0.20)	-0.0406 (0.50)
Adjusted R <sup>2</sup>	0.1207	0.1204	0.0302	0.0296	0.2435	0.2403
F	24.01***	22.67***	5.44***	5.06***	56.30***	55.31***
N	3167	3167	3167	3167	3167	3167

注:( )内为 t 值,\*、\*\*、\*\*\* 分别表示统计显著性水平为 10%、5%和 1%。



众披露内部控制信息。美国上市公司披露内部控制缺陷的比例高达 13.8%, 而我国 2010 年上市公司披露内部控制缺陷的低于 1%, 另外在 99% 以上认为自身控制体系有效的上市公司中, 多家上市公司很可能存在内部控制的重大缺陷。针对这种现象, 建议我国借鉴美国 SOX 法案的 906 条款, 出台相应的法律法规对隐瞒内部控制缺陷、虚假披露内部控制有效性的上市公司进行严厉处罚, 以此促进我国资本市场健康发展。

## 2. 设立内部控制行业标杆

监管机构可以结合内部控制规范实施计划的推进, 评选出内部控制质量较好的企业, 为其他上市公司建设内部控制体系树立标杆, 并组织专家定期评价和改进行业内部控制标准, 为上市公司建设内部控制体系提供借鉴。

### 参考文献:

- [1] 财政部. 企业内部控制基本规范[M]. 北京: 中国财经出版社, 2008.
- [2] 侯玉凤, 卿向阳. 企业内控机制构建与防治会计信息失真[J]. 合作经济与科技, 2007(18): 71-72.
- [3] Zhang Liyi. Economic consequences of the Sarbanes-Oxley act of 2002[J]. Journal of Accounting and Economics, 2007, 44(5): 74-115.
- [4] Doyle J, Ge W, McVay S. Accruals quality and internal control over financial reporting[J]. The Accounting Review, 2007, 78(5): 1141-1170.
- [5] Ashbaugh S H, Collins D, Kinney W, et al. The effect of SOX internal control deficiencies and their remediation on accrual quality[J]. The Accounting Review, 2008, 83(2): 217-250.
- [6] 张先治, 张晓东. 基于投资者需求的上市公司内部控制实证分析[J]. 会计研究, 2004(12): 55-60.
- [7] 杨德明. 内部控制、审计质量与代理成本[J]. 财经研究, 2009(12): 40-49.
- [8] 杨德明, 冯晓. 银行贷款、债务期限与上市公司内部控制[J]. 山西财经大学学报, 2011(8).
- [9] 靳永翥, 彭吉黔. 信息不对称条件下有效公共决策模式探析[J]. 南京审计学院学报, 2011(2): 80-85.
- [10] 吴宗法, 张英丽. 基于法律环境和两权分离的利益侵占研究[J]. 审计与经济研究, 2012(1): 90-98.
- [11] Bharath S T, Sunder J, Sunder S V. Accounting quality and debt contracting [J]. The Accounting Review, 2008(1): 118-124.
- [12] 叶志锋, 胡玉明, 纳超洪. 基于银行借款融资动机的盈余管理研究——来自中国证券市场的经验证据[J]. 山西财经大学学报, 2008(1): 118-124.
- [13] 李维安, 武立东. 公司治理教程[M]. 上海: 上海人民出版社, 2001: 39-41.
- [14] 杨有红, 毛新述. 内部控制、财务报告质量与投资者保护[J]. 财贸经济, 2011(8): 44-50.
- [15] 钟宜彬. 资本结构与股权结构、股权性质的关系[J]. 南京审计学院学报, 2011(1): 66-72.

[责任编辑: 杨志辉]

## Quality of Internal Control and Creditors' Protection: from the Perspective of the Characteristic of Debt Covenants

LI Xiaohui, YANG Zixuan

(School of Accounting, Central University of Finance and Economics, Beijing 100081, China)

**Abstract:** From the perspective of the characteristics of debt covenants, the paper investigates the protective effect of internal control for creditors and compares and analyses the differences between internal control and corporate governance in the protection of creditors. The paper finds that facing the high quality of internal control, the creditors will perceive more protective signals and then express them by the relaxation of the conditions in the debt covenants, such as put more new debt capital, lower cost of debt capital and expand longer debt maturity. Compared with corporate governance, internal control has more incremental effect in creditors' protection, which provides a theoretical basis for the inspecting effectiveness of policies and enterprises to strengthen internal control system.

**Key Words:** internal control system; corporate governance; creditor protection; debt covenants; debt capital; internal balance; protection of interested parties