内部控制影响企业融资决策有效性的研究

谢海娟（副教授），刘晓臻，王新闪

【摘要】本文以2011～2013年沪市和深市A股上市公司为样本，运用多值选择模型及面板二值选择模型进行实证分析，通过验证内部控制指数与企业融资决策有效性的相关性，说明内部控制对企业融资决策的影响。研究发现：内部控制指数与企业融资决策有效性呈显著正相关关系，内部控制指数越高，则融资决策对企业越有利；与非国有性质企业相比，实际控制人为国有性质的企业融资有效性较低。同时结合中国国情，分别深入验证企业内部控制对各融资模式的重要影响。研究发现在各融资模式的选择中，与缩资模式相比，采用单独股权融资、双重融资、内源融资、单独债务融资模式的企业，其内部控制有效性水平的提高将依次递减。

【关键词】内部控制；融资决策；有效性；融资模式

【中图分类号】F279.23　　【文献标识码】A　　【文章编号】1004-0994(2016)03-0013-5

一、引言

目前，我国企业普遍存在融资结构不合理的问题，而通过提高融资决策的有效性可降低由融资结构安排不合理所导致的代理成本。再则，融资是企业筹集正常生产经营所需的资金，不恰当的融资决策将增大企业的财务风险。当企业采用不同的融资决策时，也将对其产生不同的经济后果，以致进一步影响企业的经营管理。越来越多的研究发现，内部控制与融资成本呈显著的负相关关系，即内部控制质量越好，融资成本越低。具体而言，制约着内部控制对融资成本的影响因素应包括融资结构，即内部控制通过影响融资决策，进而影响着企业的融资成本。

Myers和Majluf(1984)提出了企业融资优序理论，认为企业应优先选择内源融资，其次是债务融资，最后才是股权融资。然而，由于中国融资市场发展的不完全性，资本市场存在圈钱动机，中国上市公司更偏好股权融资，其次是债务融资，但以内源融资为主。本文旨在进一步剖析融资决策对企业整体融资的影响，先要研究不同融资模式的选择问题。同时，通过验证内部控制对各融资模式选择的影响，进而解析相关融资理论与中国企业融资现状不一致的深刻原因。

二、文献综述

（一）国外融资决策研究

1. 融资决策影响因素研究。多数研究已证明了市值账面比、资产实物性、公司规模等是影响企业融资决策的关键因素（A.Hovakimian，2004；Tijs，2007；W.Drobetz，2013等）。A.Hovakimian(2004)经过实证研究发现，与动态权衡理论相一致，双重融资弥补了偏离目标所导致的累计收益和损失，也验证了较高市值账面比的公司目标负债比较低，而高股票回报率增加了公司股票的发行但对目标杠杆没有影响。而Tijs De Bie(2007)的实证研究结果证明，股价起伏不定对债务融资、股权融资及双重融资模式的影响与市场时机假说的预测是一致的。以息税前利润率表示企业盈利能力，发现基于啄序理论，其对杠杆具有显著负向影响，而基于权衡理论，其对杠杆却具有显著正向影响。W.Drobetz等(2013)分别以账面资产负债率和市场价值资产负债率作为衡量企业融资决策行为的被解释变量，实证检验的结果发现，企业盈利能力、经营杠杆及资产风险等都对其具有显著的负向影响。

2. 融资决策相关理论研究。Modigliani与Miller(1958)提出了MM理论，他们认为在完美的资本市场条件下，企业的内源融资与外源融资是可以互相替代的，且其资本结构并不会影响企业价值。但由于MM 理论仅仅考虑到税收对企业的影响，仍忽略了负债为其带来的财务风险，故Kraus、Kim等相继提出了权衡理论，考虑了负债融资同时为企业带来的风险与收益，并研究了企业市场价值与其融资结构之间的关系。而Jensen和Meckling(1976)提出了代理理论，认为公司增加负债融资将产生一定的代理成本，进而为企业带来资产替代与债权侵蚀的问题。Ross(1977)提出的信号传递理论则认为，企业的价值越高，越倾向于采用债务融资，因为可以向市场传递良好的信号，反之则更依赖于权益融资。

（二）国内融资决策研究

部分学者发现中国企业更偏好于进行股权融资（原红

【基金项目】桂林电子科技大学研究生教育创新计划资助项目（项目编号：YJCXS201552）

旗，2003；刘星，2004等），但亦有学者从1998～2004年的实证研究结果中发现，内源融资是上市公司融资的主要来源（林伟，2006）。林伟（2006）基于股权账面价值最大化与股价最大化的决策目标，分别构建了融资决策模型。研究发现，中国上市公司的决策者做出的融资决策多以股权账面价值最大化为主要目标，故导致其更偏好股权融资。张宝生（2007）的研究发现，不同股权集中度、不同性质股东控股的公司其融资方式也不尽相同；其中，研究还验证了公司的负债比率与公司国有股比例、股权集中度呈显著的负相关关系。柴晓星（2010）的研究认为，影响上市公司融资决策的直接原因是其融资成本，而影响中国上市公司融资决策的深层次原因则是市场发展、公司治理以及市场监管。屈宏志（2012）以资产负债率作为因变量，发现资产担保价值、获利能力、公司规模、成长性等是影响资本结构的重要决定因素。而近年来，越来越多的学者更趋向于采用实证研究的方法来说明高层管理者的过度自信对企业融资决策产生的影响（易露霞，2011；周家文、杨静芳，2012；苏明，2013等）。

（三）内部控制与企业融资相关性的实证研究

国外学者Kim（2011）等以SOX 404条款内部控制信息披露为依据，验证了内部控制缺陷对企业银行贷款契约的影响，发现内部控制存在重大缺陷的公司较那些不存在内部控制缺陷或内部控制缺陷不重大的公司，银行融资条款对其限制更为苛刻，且融资成本更高。Ashbaugh Skaife（2008）等则验证了内部控制缺陷的信息披露将增加企业权益资本的成本。而国内有关研究结果表明：内部控制质量与企业所取得的银行债务融资成本之间呈显著正相关关系；内部控制有效性作用的发挥则受到企业外部制度环境的制约；内部控制对企业债务融资成本的影响主要由企业内部环境与控制活动决定。但由于该研究只从债务融资的角度进行说明，而中国上市公司更偏好于股权融资，因此该研究缺乏对股权融资的考虑。

又有研究发现，上市公司内部控制信息披露质量与股权融资成本、债务融资成本都显著负相关，且股权融资成本对于上市公司内部控制信息露质量的变化更为敏感。戴经纬（2014）研究发现，内部控制与会计稳健性在缓解融资约束方面存在着替代效应，即会计稳健性水平低的企业倾向于提高内部控制水平，从而向外界传达积极的信号，以缓解自身的融资约束。金玉娜（2014）经过实证研究发现，披露了内部控制信息的公司具有更低的融资约束和更高的融资能力。

综上可知，虽然内部控制与企业融资成本相关性的研究得到进一步发展，但这类研究只是从融资成本的角度说明内部控制对企业融资发挥的作用，不足以说明内部控制对企业整体融资决策的影响。而采用不同的融资模式，内部控制对企业的影响将产生不同的作用。故为了弥补现存研究的不足，本文主要从融资决策有效性角度入手，说明内部控制对企业融资模式的影响。

三、理论分析与研究假设

企业的融资决策决定着其财务风险的大小，并受到内部控制要素即风险评估的制约。为确保企业战略目标的实现，融资决策风险应控制在企业可接受的水平，而内部控制将为合理确定企业风险的承受能力发挥重要的作用。虽然大多数研究验证了内部控制与企业融资成本呈显著的负相关关系，但并没有从更深层的机理上说明内部控制对企业融资决策的具体影响。因为融资决策将对企业的财务风险产生影响，但内部控制通过对企业的会计信息、业务加强管控能够减小该风险。且在业务活动层面的控制上，企业的融资控制活动也是其中必不可少的重要环节。由于实际控制人性质的不同，企业的公司治理、管理机制、决策机制将存在很大的差异，而内部控制对企业融资决策有效性的影响在不同实际控制人性质的企业中是存在显著差异的，实际控制人性质不同的企业也将决定其被管控的力度不同。影响中国制度改革渐进性的制度因素主要包括企业的所有制、地区发展、行业市场化程度等。因此，选取实际控制人性质、行业作为测量制度因素的代理变量是较为科学、合理的。故由上述推断，本文提出假设：

H1：内部控制指数与企业融资决策有效性呈正相关关系，即内部控制指数越高，则越有利于企业做出有效的融资决策；与非国有性质企业相比，实际控制人为国有性质的企业，融资有效性较低。

企业对融资模式的选择主要是由于资本成本导向的融资结构，即通过比较各种融资成本的大小来确定。如果企业的股权融资与内源融资的成本要大于其债务融资成本，则企业选择债务融资对企业是有利的；反之，如果股权融资成本要小于其债务融资与内源融资成本，则企业选择股权融资对企业是有利的；如果股权融资成本与债务融资成本都大于其内源融资成本，则应考虑采用内源融资；如果股权融资与债务融资成本差异不大，且都大于其内源融资成本，则应进行双重融资；如果各类融资成本都超过了企业的可承受水平，则应选择缩资。如果企业没有选择对其有利的融资方式，则说明企业融资的管控机制、融资决策存在问题，即其内部控制存在缺陷。故企业的融资模式在一定程度上说明了企业管理的效率，并在一定程度上反映了企业内部控制的优劣。综合以上的研究观点，本文提出假设：

H2：在各融资模式的选择中，与缩资模式相比，单独股权融资、双重融资、内源融资、单独债务融资模式的内部控制有效性水平的提高将依次递减。

四、研究设计

（一）数据来源与样本选取

本文采用自2011～2013年的沪市和深市A股上市公司为样本。考虑到特殊情况，对样本数据进行了筛选，即剔除以下样本：①金融类上市公司；②ST类上市公司；③2011～2013

年关键数据缺失的样本。最终得到6209家基本符合研究目的的上市公司。其中，2011年有1785家，2012年有2145家，2013年有2279家。实证分析使用的内部控制数据来源于中国内部控制与风险管理网迪博·中国上市公司提供的内部控制指数。其余变量数据均从巨潮资讯网、中国证监会等监管部门网站、上交所网站上披露的上市公司年报、内部控制审计报告等公告，并有部分数据来自国泰安CSMAR数据库。

（二）变量设定

1. 被解释变量。

（1）融资决策有效性（FME）。采用企业融资决策的有效性作为判断企业融资模式是否对企业有利的指标变量。以企业市场价值和盈利作为企业的融资决策目标，将市值账面比（market-to-book）与息税前利润率作为判断融资决策是否有效的标准。市值账面比表示每一个单位的账面资产所产生的市场价值，而息税前利润率表示每一单位资产所获得的盈利，亦代表企业的融资回报率。当市值账面比大于1，且息税前利润率大于0时，说明企业的融资行为是有回报的，且为企业创造了价值，此类融资模式对企业是有利的，故认为融资决策是有效的，即FME=1。反之，FME=0。

（2）融资模式（FM）。从严格意义上来说，融资的内容不应该包括日常经营活动中的相关商业信用融资，故在判断融资模式时不应将其归入债务融资的部分加以考虑。同时，参照A.Hovakimian（2004）和刘端（2009）的方法计算目标资本结构、区分融资模式：将当期公司债务净增加额占上年总资产的比值大于5%，且权益净增加额占上年总资产的比值也大于5%的确认为双重融资；将当期公司债务净增加额占上年总资产的比值大于5%，但权益净增加额占上年总资产的比值小于5%的确认为单独债务融资；将当期公司债务净增加额占上年总资产的比值小于5%，但权益净增加额占上年总资产的比值大于5%的确认为单独股权融资。

但为了更为深入、合理地区分各个融资模式，将总资产增长率为负的公司确认为缩资，而除了上述三种融资模式与缩资行为外，若其余的融资模式的外源融资变动较小或基本没有变动，故应确认为存在内源融资。在公司债务的范围界定上，应剔除由信用融资等在内的经营活动产生的短期融资行为，但应包括短期借款、一年内到期的长期借款、长期借款、应付债券、长期应付款等融资行为。融资模式采用FM变量表示：当企业缩资时，FM为Shrink Financing；选择内源融资时，FM为Internal Financing；选择单独股权融资时，FM为Equity Issue；选择单独债务融资时，FM为Debt Issue；而选择双重融资时，FM为Dual。

2. 解释变量：内部控制指数（ICI）。根据内部控制有效性的定义、内部控制基本规范及内部控制执行现状，王宏、胡为民等基于内部控制的战略、经营、报告、合规和资产安全五大目标的实现程度，将内部控制重大缺陷作为其修正指标并构建了内部控制指数体系。采用大多数学者的做法（杨德明，2009；赵息、毛新述，2013；逯东，2014等），内部控制指数ICI根据迪博·中国上市公司内部控制指数来表示，即采用迪博·中国上市公司内部控制指数数据库提供的各上市公司样本当年内部控制指数取自然对数后确定。

3. 控制变量。包括资产负债率、经营杠杆、资产实物性、市值账面比、成长性、公司上市年龄这6个指标变量（A.Hovakimian，2004；刘端，2009；W.Drobetz，2013等）。同时，以实际控制人性质、行业、年度作为虚拟变量，对影响内部控制与企业融资决策有效性、融资模式选择相关性研究的各种干扰因素加以控制。具体各变量定义见表1。

表1　　各变量定义

变量性质	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	融资决策有效性	FME	虚拟变量，融资决策有效则为1，否则为0
	融资模式	FM	设置为五种融资模式
解释变量	内部控制指数	ICI	上市公司内部控制指数取对数
控制变量	资产负债率	Leverage	负责总额/资产总额
	经营杠杆系数	DOL	息税前利润变动率/营业收入总额率变动率
	资产实物性	Tangibility	（长期资产-无形资产）/总资产
	市值账面比	MB	（总资产-账面权益+市场权益）/总资产
	成长性	Growth	营业收入增长率
	公司上市年龄	Age	公司已上市年数取对数
	实际控制人性质	ACQ	虚拟变量，国有企业为1，否则为0
	行业	Industry	虚拟变量，按证监会行业分类标准进行行业划分
	年度	Year	设置为两个年度虚拟变量

（三）模型构建

根据前文提出的研究假设，构建以下回归模型：

$$\text{Probit/Logit}(FME=0,1)=\alpha+\beta_1 ICI+\beta_2 Leverage+\beta_3 DOL+\beta_4 Tangibility+\beta_5 MB+\beta_6 Growth+\beta_7 Age+\beta_8 ACQ+\beta_9 Year+\beta_{10} Industry+\varepsilon \quad (1)$$

$$\text{Mlogit}(FM=1,2,3,4,5)=\alpha+\beta_1 ICI+\beta_2 Leverage+\beta_3 DOL+\beta_4 Tangibility+\beta_5 MB+\beta_6 Growth+\beta_7 Age+\beta_8 ACQ+\beta_9 Year+\beta_{10} Industry+\varepsilon \quad (2)$$

五、实证分析

（一）描述性统计

由表2可知，融资决策有效性的平均值为0.885811，中位数为1，说明上市公司融资决策大部分是有效的，但其标准差较大，说明各上市公司间的融资决策有效性还是存在着差距。内部控制指数的最大值为6.903104，最小值为2.193886，均值为6.51242，其标准差较小，故认为上市公司的整体内部控制有效性较好，但仍存在少部分公司内部控制有效性水平较低的情况。

表 2　　各变量描述性统计

变量名	样本数	均值	标准差	中位数	最大值	最小值
FME	6209	0.885811	0.318066	1	1	0
ICI	6209	6.51242	0.15925	6.535836	6.903104	2.193886
Leverage	6209	0.437028	0.221412	0.438678	1.094212	0.00708
DOL	6209	2.630843	103.2592	1.325154	8123.917	−342.769
Tangibility	6209	0.369103	0.202137	0.342816	0.991243	−0.00385
MB	6209	1.843997	4.092477	1.44048	259.1345	0.683714
Growth	6209	24.62753	1718.681	0.119307	134607.1	−1
Age	6209	1.82467	0.995179	2.197225	3.135494	0

（二）内部控制影响上市公司融资决策有效性的回归分析

表3中，Logit、Probit多元回归采用混合数据（pooled）与面板数据（panel）分别进行回归，且通过检验可知，最大的方差膨胀因子vif值为8.12，小于10，故认为各解释变量之间并不存在严重的多重共线性问题。再则，LR检验p值=0.000，故强烈拒绝原假设，认为应使用面板随机效应模型，而不是混合回归。同时，为保证随机效应面板Logit模型中数值积分的稳健性，在48个点上进行数值积分，以确保系数估计值的“相对差距”（Relative difference）不超过10^{-4}。

表 3　内部控制影响上市公司融资决策有效性的 Logit与Probit多元回归结果（1）

变　量	Logit回归		Probit回归	
	pooled	panel	pooled	panel
ICI	1.530797***	4.201858***	0.800161***	2.28261***
	(5.85)	(7.93)	(6.71)	(8.72)
Leverage	−2.60379***	−4.4345***	−1.33125***	−2.34441***
	(−10.63)	(−7.73)	(−10.79)	(−7.62)
DOL	1.318311***	2.270456***	0.492511***	1.077129***
	(16.68)	(14.93)	(17.46)	(15.93)
Tangibility	−2.82748***	−5.58347***	−1.45194***	−2.98836***
	(−13.26)	(−9.61)	(−13.04)	(−9.73)
MB	−0.00815	−0.01708	−0.00338	−0.00915
	(−0.98)	(−1.09)	(−0.83)	(−1.05)
Growth	0.02381	0.040396	0.01036	0.023242
	(1.07)	(1.34)	(1.37)	(1.41)
Age	−0.22251***	−0.64536***	−0.12978***	−0.36208***
	(−3.57)	(−4.34)	(−4.2)	(−4.48)
_cons	−6.70191***	−20.2676***	−3.1531***	−10.7827***
	(−3.93)	(−6.14)	(−4.05)	(−6.61)
Year	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制
LR chi2(7)/ Wald chi2(7)	1047.92***	286.75***	945.28***	319.99***
Log likelihood	−1681.38	−1453.0105	−1732.7	−1471.82
Pseudo R2	0.2376	——	0.2143	——
Number of obs	6209	6209	6209	6209

注：***、**、*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著，下同。

由表3的回归结果可知，虽然Logit与Probit回归、混合数据与面板数据回归的结果有较大差异，但在各模型中，内部控制指数对上市公司融资决策有效性都具有显著的正向影响。说明内部控制有效性的提升有助于企业有效地进行融资决策，直接验证了假设1。

在随机效应面板Logit回归中，内部控制指数的系数值达到4.201858，显著性水平达到1%。其中，经营杠杆与企业融资有效性也具有显著的正相关性，而资产负债率、资产实物性、公司上市年龄与企业融资有效性则呈显著的负相关性。但市值账面比、营业收入增长率则与企业融资有效性不具有显著的相关性。

为了进一步验证假设1，加入实际控制人性质虚拟变量再次做回归分析，如表4所示。其中Logit、Probit的混合数据与面板数据回归结果均与上表中的回归结果相似，说明在引入实际控制人性质这一虚拟变量的情况下，模型并没有发生本质的变化。与上文的做法相同，此处为保证随机效应面板Logit模型中数值积分的稳健性，亦采用在36个点上进行数值积分的方式，确保了系数估计值的“相对差距”（Relative difference）不超过10^{-4}。

表 4　内部控制影响上市公司融资决策有效性的 Logit与Probit多元回归结果（2）

变　量	Logit回归		Probit回归	
	pooled	panel	pooled	panel
ICI	1.64822***	4.244391***	0.856291***	2.283269***
	(6.14)	(8.07)	(7.15)	(8.83)
Leverage	−2.3957***	−4.02078***	−1.19821***	−2.12564***
	(−9.69)	(−7.14)	(−9.56)	(−6.98)
DOL	1.348792***	2.269649***	0.507607***	1.075917***
	(16.72)	(15.03)	(17.7)	(15.93)
Tangibility	−2.60301***	−5.1363***	−1.33481***	−2.75751***
	(−12.13)	(−9.07)	(−11.85)	(−9.11)
MB	−0.01062	−0.0201	−0.00469	−0.0109
	(−1.39)	(−1.3)	(−1.14)	(−1.26)
Growth	0.017398	0.031813	0.007456	0.018593
	(0.85)	(1.12)	(1.01)	(1.19)
Age	−0.1009	−0.42984***	−0.06353**	−0.24656***
	(−1.55)	(−2.9)	(−1.96)	(−3.04)
_IACQ_1	−0.68817***	−1.10928***	−0.37923***	−0.60035***
	(−6.55)	(−4.65)	(−7.06)	(−4.66)
_cons	−7.57902***	−20.8963***	−3.58362***	−10.9624***
	(−4.32)	(−6.34)	(−4.58)	(−6.8)
Year	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制
LR chi2(8)/ Wald chi2(8)	1092.3***	297.36***	995.95***	320.95***
Log likelihood	−1659.19	−1441.9898	−1707.37	−1461.1
Pseudo R2	0.2476	——	0.2258	——
Number of obs	6209	6209	6209	6209

采用虚拟变量法，以随机效应面板Logit回归部分为例进行分析，与非国有性质的上市公司相比，实际控制人为国有性质的上市公司与融资决策的相关性降低了1.10928个单位。说明实际控制人为国有性质的上市公司较非国有性质的上市公司其融资决策有效性更低，从而进一步验证了假设1。再则，由此表的Logit、Probit的混合数据与面板数据回归结果可知，实际控制人性质虚拟变量_IACQ_1的回归系数均为负数，验证了本文假设1。

（三）内部控制对上市公司融资模式影响的回归分析

经统计，在6209个总体中，采用内源融资的上市公司最多，达到1799家；其次，单独股权融资的有1353家；单独债务融资的有1315家；缩资上市公司有1070家；双重融资的上市公司只有672家。此现状与前人的研究相符，说明我国的企业融资较多地采用内源融资模式，却也偏好于股权融资，其次是债务融资。表5的多项Logit回归以缩资的融资模式为基准，其中该模型的LR chi2(8)=1907.41，Prob>chi2=0.0000，Pseudo R2=0.0983。

表5　内部控制对上市公司融资模式影响的多项Logit回归结果

变　量	Internal Financing	Equity Issue	Debt Issue	Dual
ICI	1.365846*** (4.62)	6.952464*** (16.11)	1.249416*** (4.02)	5.983342*** (12.57)
Leverage	0.206213 (0.93)	−2.89531*** (−11.61)	4.509372*** (17.53)	2.395476*** (8.39)
DOL	−0.00282 (−0.44)	−0.00875 (−1.28)	−0.00071 (−0.45)	−0.00548 (−0.7)
Tangibility	−1.11673*** (−5.45)	−1.48616*** (−6.36)	−0.2533 (−1.18)	−0.2844 (−1.12)
MB	−0.29273*** (−7.76)	0.000741 (0.1)	−0.46506*** (−8.22)	−0.00771 (−0.28)
Growth	0.003873 (0.54)	0.003938 (0.52)	0.004076 (0.58)	0.00527 (0.74)
Age	−0.26012*** (−5.14)	−0.05063 (−0.95)	−0.68895*** (−12.11)	−0.54408*** (−8.44)
_cons	−6.97688*** (−3.6)	−43.3716*** (−15.41)	−7.93302*** (−3.88)	−39.3888*** (−12.63)

由表5的回归结果可知：与缩资融资模式相比，单独股权融资模式的内部控制有效性最高，较之高出6.952464个单位；其次是双重融资，高出5.983342个单位；然后是内源融资，高出1.365846个单位；最后才是单独债务融资，高出1.249416个单位。说明与缩资模式相比，单独股权融资、双重融资、内源融资、单独债务融资模式的内部控制有效性水平的提高将依次递减，由此验证了假设2。

（四）稳健性检验

为了验证研究结论的稳健性，本文做了如下处理：①对连续性变量进行了按1%和99%的winsorize极端值缩尾处理，其Logit与Probit回归的结果与上文实证分析的结果基本一致；②由quadchk检验的结果显示，随机效应面板Logit模型分别在36和48个点上进行数值积分时，其所有系数的相对差距均小于10^{-4}，故认为此数值积分的稳健性值得信赖；③假设2采用多项Probit回归的方式，仍与上文中多项Logit回归的结果保持基本一致；④Logit与Probit混合、面板回归结果与加入实际控制人性质虚拟变量后的回归结果很接近。

六、结论

由上文的实证研究发现：①内部控制指数对企业融资决策有效性具有显著的正向影响，即内部控制指数越高，则融资决策对企业越有利；②而与非国有性质企业相比，实际控制人为国有性质的企业其融资有效性较低；③在各融资模式的选择中，与缩资模式相比，采用单独股权融资、双重融资、内源融资、单独债务融资模式的企业其内部控制有效性水平的提高将依次递减。究其原因，可能是内部控制通过影响企业的融资决策进而影响其融资成本，从而形成了企业的资本结构。而实际控制人为国有性质的企业，其融资决策将受到更为严格的监管，不利于企业选择融资成本更低的融资模式，而且融资目标的明显差异也是主要原因。实证研究的结果与目前中国企业的融资现状基本相符，说明选择各类融资模式的企业间其内部控制是存在较大差异的。采用单独股权融资的企业需要增发新股，将受到证监会等机构更为强力的监管，进而要求进一步提高其内部控制的水平、完善内部控制机制。

由上文的检验与分析，笔者提出如下整改建议：第一，通过提升企业内部控制可以提高企业融资决策的有效性，故进一步发展与完善上市公司的内部控制机制，将成为企业重点实施整改的内容；第二，为提高实际控制人为国有性质上市公司的融资有效性水平，应考虑完善其公司治理的结构；第三，应进一步提高内源融资、单独债务融资企业的内部控制水平，同时重点关注缩资企业的内部控制问题。

主要参考文献：

W. Drobetz et al.. Capital structure decisions of globally-listed shipping companies[J]. Transportation Research Part E: Logistics & Transportation Review，2013(6).

林伟.中国上市公司融资结构及行为分析[J].中央财经大学学报，2006(4).

张宝生，石雅芳.我国上市公司股权结构对其融资决策影响实证分析[J].现代经济(现代物业下半月刊)，2007(2).

刘端，陈收.上市公司权益与负债双重融资决策实证研究[J].管理科学学报，2009(1).

屈宏志.基于Tobit回归的融资决策影响因素分析[J].经济问题，2012(4).

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).

作者单位：桂林电子科技大学商学院，广西桂林541004