

内部控制质量、债务融资与非效率投资

——来自中国上市公司的经验数据

朱湘萍(副教授), 李 敖

【摘要】 本文以2009~2013年我国沪深A股主板上市公司为样本,研究内部控制和债务融资对投资效率的影响。研究发现,高质量的内部控制对非效率投资具有明显的抑制作用,总体上债务融资与非效率投资之间不相关,但不同的债务融资方式的影响不同,其中,银行借款既会加剧过度投资,又能缓解投资不足,总体上与非效率投资正相关,而商业信用却相反。进一步研究发现,高质量的内部控制既能有效缓解银行借款导致的过度投资,又能强化商业信用对非效率投资的抑制作用。在区分企业控制类型的情况下,上述作用机制仅在国有企业得以体现。

【关键词】 内部控制质量; 债务融资; 非效率投资

【中图分类号】 F830.59

【文献标识码】 A

【文章编号】 1004-0994(2016)11-0114-6

一、引言

公司的投资、融资、股利分配决策是财务管理的三大支柱,如何制定合理的投资决策是其中的核心问题。投资对企业自身和宏观经济的发展起着至关重要的作用,但目前我国上市公司非效率投资的现象普遍存在,主要表现为过度投资和投资不足两种形式。过度投资将导致公司资源的浪费,而投资不足则使公司资源闲置,均不利于经营效率的提高和企业价值的提升。因此,分析企业非效率投资的影响因素并找到有效抑制非效率投资的途径,具有重要的理论价值和现实意义。

投资离不开融资提供的资金保障。目前企业的融资方式主要有三种:股权融资、债务融资和内部融资。Modigliani和Miller(1958)的MM理论认为,企业价值与企业是否负债无关,不存在最佳资本结构,企业做出的投资选择也与融资途径无关。Myers(1984)提出优序融资理论,即当公司面临融资选择时,会首先考虑内部资金,其次是债务融资,最后考虑发行新股,所以当公司必须发行普通股筹资时,可能会因资金不足而放弃有价值的投资机会。因此,融资决策会影响企业的投资决策。

债务融资对我国企业来说是一种重要的融资方式,已有学者对债务融资方式、期限、成本等对投资效率的影响做了大量的研究,但针对债务融资与投资效率关系的研究结论仍存在较大的分歧,代表性观点主要有以下三种:①债务融资具有相机治理作用,能降低经理人员的代理成本,约束其过度投资行为(Jensen, 1986);②由于信息不对称,企业将面临因融资约束导致的投资不足;③债务融资会导致投资不足或

过度投资。本文首先探讨债务融资水平与非效率投资之间的关系,然后研究不同的债务融资方式对非效率投资的影响,以丰富债务融资与投资效率关系的研究文献。

美国于2002年颁布对内部控制发展影响深远的《萨班斯—奥克斯利法案》(Sarbanes-Oxley Act,简称SOX),此后各国相继颁布关于内部控制的规范指引,我国于2008年也颁布了被誉为C-SOX的《企业内部控制基本规范》,内部控制越来越成为国内外研究关注的焦点。目前国外对于内部控制经济后果的研究较为丰富,而国内此方面的研究相对较少,涉及投资效率的文献更少,仅李万福等(2011)考察了内部控制在公司投资中的角色,孙慧、程柯(2013)以及方红星、金玉娜(2013)深入探讨了我国上市公司内部控制质量对投资效率的影响,得出高质量的内部控制对非效率投资有抑制作用的结论。

基于此,本文首先研究内部控制是否能有效抑制非效率投资,然后将内部控制与债务融资相结合,分析在不同质量的内部控制水平下,不同的债务融资方式对非效率投资影响的差异。本文既丰富了有关内部控制经济后果的文献,又为完善我国内部控制基本规范、提高公司内部控制管理水平提供了较强的理论支撑,同时,拓宽了企业寻求提高投资效率途径的思路,对公司的效率投资具有较强的实践意义。

二、理论分析与研究假设

非效率投资产生的根源主要是代理问题和信息不对称(Stein, 2003)。代理问题包括两类:第一类是管理者与股东之间的代理冲突,即管理者可能为谋取私利而投资于净现值为负的项目,导致过度投资(Jensen, 1976);第二类是大股东与

中小股东之间的代理冲突,即大股东可能会通过操纵管理层行为而侵害中小股东的利益,主要表现为公司以高于市场水平的价格购买控股股东的资产,或者投资于能使控股股东享受协同效应的投资项目(Laporta等,1998)。不管是哪类代理问题的存在,都不利于企业管理者做出正确的投资决策。在不完美的资本市场上,由于信息不对称的存在,企业面临较高的外部融资成本,当无法及时筹集到足够的资金时不得不放弃NPV大于零的项目,导致投资不足(Myers和Majluf,1984)。

内部控制作为公司治理结构中的重要一环,无疑会对公司的财务决策产生重要影响,从内部控制的三目标、五要素来看,内部控制的存在是为了更好地实现企业的经营管理目标。一方面,内部控制是一项系统性工程,涉及经营管理的各个方面,具有牵一发而动全身的效果,需要各部门的通力配合、相互协作,从而大大缩减企业不必要的资源浪费,提高经营效率;另一方面,内部控制的执行使企业内部形成一种有效的监督机制,各部门职责明确且又相互牵制,能够更好地防范风险,保障企业财产的安全完整。因此,良好的内部控制有助于保证信息的可靠性,提高财务报告的质量,降低因逆向选择而导致的过高的融资成本,缓解投资不足。同时,内部控制各要素也可有效缓解各部门、各层级之间的信息不对称,加强各决策部门之间的监督与制衡,从而有效地抑制经理的自利行为,减少过度投资。根据上述理论分析,提出如下假设:

H1:内部控制能有效抑制非效率投资。

H1a:在投资过度的企业,内部控制能减少过度投资。

H1b:在投资不足的企业,内部控制能缓解投资不足。

在不完美的资本市场条件下,股东、经理和债权人之间存在的信息不对称使外部债权人难以准确、及时地获得公司的财务和经营情况信息,会使外部债权人要求更高的资本成本,使企业面临融资约束,而出现投资不足(Myers、Majluf,1984)。债务融资相对于股权融资来说具有更高的财务风险,且债权人为保障自身利益、减少资金的不当使用,可能在债务合同中附加限定性条款,从而约束企业的过度投资行为(Jensen,1986)。从以上理论分析可以看出,债务融资似乎在带来投资不足的同时,又能抑制过度投资。但是我国正处于经济转轨的特殊时期,债务融资的作用也表现出特殊性,不同的债务融资方式对投资决策的影响也不一样。企业债务的来源主要有银行借款、商业信用和企业债券,目前我国主要的债务融资方式是前两种。

银行等金融机构似乎具有信息优势,监控债务企业的资源和经验更充足,同时也更有动机对债务企业实施监督,因此,银行借款比商业信用更能有效抑制企业的过度投资行为(童盼、陆正飞,2005)。但我国商业银行大多属于国有性质,在一定程度上要服从地方政府的经济目标,因此,在政府提

供隐形担保的情况下,银行不会耗费过多的成本或资源来监督企业的行为。另外,银行债权人与国有上市公司的实际控制人具有同源性,政府的干预会使银行借款出现“预算软约束”(Kornai,1986)。总之,由于银行这一债权人监督的失效和企业偿债压力的减弱,银行借款不仅不能抑制过度投资,反而会变相增加企业的自由现金流,加剧企业的过度投资行为(黄珺、黄妮,2012;张彤、王洁,2014)。但是这种资金的补足也会在一定程度上缓解企业的投资不足。

对于企业来说商业信用最大的约束力在于使企业面临再融资压力,若企业不能如期付款,可能会给企业的声誉带来严重的负面影响,再融资困难将不利于企业未来的持续经营。因此,当企业账上存在较多的应付款项时,经理人员会考虑备留部分现金流以偿还到期债务,从而商业信用的相机治理作用能得到充分发挥,有效抑制了经理人员为自身利益而进行的过度投资。基于此分析,提出如下假设:

H2:债务融资与非效率投资之间呈非简单的线性关系。

H2a:银行借款与非效率投资总体上正相关,银行借款既会加剧过度投资,又能缓解投资不足。

H2b:商业信用与非效率投资负相关,商业信用能有效抑制过度投资。

在分析内部控制的治理效果时,国内外学者都着眼于企业通过内部控制传递的外部效应上,例如内部控制的要素之一——信息与沟通,能够为财务报告的合规性、可靠性提供保证,提高会计信息的质量,减少契约各方的信息不对称,降低融资成本等(Deumes和Knechel,2008)。很少有文献从内部控制规范企业内部各主体行为的角度去发掘内部控制的作用。当公司利用银行借款的方式举债时,一方面会带来公司内部自由现金流的增加,从而增加了经理人员利用多余的现金流投资于净现值为负的项目的机会;另一方面会带来股东与债权人之间的代理冲突,因为在企业面临资金困难时,股东有动机将借款投资于风险大、收益大的项目,这样如果项目成功,大部分收益归股东所有,而如果项目失败则损失由债权人承担,从而实现财富从债权人向股东转移。但是,如果企业内部控制体系健全,便能有效降低这类代理成本。

首先,内部控制的控制环境是一个企业内部控制有效运行的基础,在不重视内部控制的企业文化和缺乏制衡与监督机制的内控环境下,很可能会出现管理层凌驾的现象,加剧代理冲突。但是,良好的内部控制环境对于企业上下各部门、各阶层都会形成一种无形的激励和监督作用,促使经理人员从企业的经营目标而不是个人私利出发来做出投资决策。其次,内部控制的一系列控制活动、风险评估体系能够在事前、事中及时有效地矫正决策过程中各种主观或非主观的错误,规避风险,提高效率。因此,良好的内部控制体系能够有效预防由银行借款导致的非效率投资,规范资金的使用以保障债权人的利益。最后,由于商业信用在一定程度上也能对非效

□ 投资·证券

率投资起到抑制作用,所以在内部控制体系健全、执行有效的企业,商业信用的治理作用能得到更有效的发挥,与内部控制形成一种内外部互相促进、互为补充的关系。因此提出如下假设:

H3a:高质量的内部控制能有效减少银行借款导致的过度投资。

H3b:高质量的内部控制能加强商业信用对非效率投资的抑制作用。

三、研究设计

1. 样本选择。本文选取 2009~2013 年沪深交易所 A 股主板上市公司为研究对象。剔除金融保险类上市公司、发行 B 股或 H 股的上市公司、ST 或 *ST 等经营异常的公司;由于投资期望回归模型中需要滞后一期的数据,因此剔除 2008 年以前上市的公司;因为需要连续 5 年的样本数据,所以剔除上市不足 5 年以及样本期间数据缺失的公司。经过上述剔除之后,共获得 1016 家公司的 5080 个样本数据。本文的上市公司数据来自国泰安 CSMAR 数据库,内部控制信息则通过手工整理获得,实证结果通过 STATA 11.0 输出。

2. 非效率投资的度量。Richardson(2006)首次构建投资期望模型检验自由现金流对过度投资的促进作用,本文将借鉴 Richardson 模型的计量方法,以模型 1 估计的残差 ε 的绝对值表示公司的非效率投资水平, $|\varepsilon|$ 的值越大,表明非效率投资越严重($\varepsilon > 0$ 表示过度投资; $\varepsilon < 0$ 则表示投资不足)。模型 1 具体表达式如下(相关变量的定义见表 2):

$$Inv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Growth_{i,t-1} + \beta_2 Lev_{i,t-1} + \beta_3 Cash_{i,t-1} + \beta_4 Size_{i,t-1} + \beta_5 Ret_{i,t-1} + \beta_6 Age_{i,t-1} + \beta_7 Inv_{i,t-1} + \sum YEAR + \sum IND + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

3. 内部控制质量的度量。考虑数据的可获得性和衡量的可靠性,本文借鉴方红星、张志平(2012)和方红星、金玉娜(2013)的处理方法,根据公司披露的内部控制自我评价报告、审计部门出具的鉴证报告以及相关目标的实现情况对内部控制质量进行度量,将内部控制质量(ICQ)区分为低、中、高三个等级,具体度量方法如表 1 所示:

质量等级	度量标准
低质量	具备下列情形之一的公司:①被出具非标准意见的内部控制鉴证报告;②内部控制自我评价报告中披露内部控制具有重大缺陷;③显著表明内部控制目标未实现的情形(年度亏损、发生违规行为、财务报表被出具非标准意见的审计报告)
中等质量	不存在低质量内部控制和高质量内部控制中列示情形的公司
高质量	被出具标准意见的内部控制鉴证报告,且不存在低质量内部控制中列示情形的公司

4. 控制变量。借鉴 Biddle 等(2009)、李万福等(2011)对于控制变量的选取,本文将控制变量分为对企业的投资行为有重要影响的三大部分,分别是公司特征、财务业绩、公司治理。其中自由现金流(FCF)是通过经营活动现金流量净额减去折旧、摊销等维持性投资支出,再减去模型 1 估计得到的预期投资计算得出的;公司特征仍然使用 Richardson(2006)模型中的部分控制变量;用总资产净利率(ROA)、资本回报率(Ret)来衡量财务业绩;公司治理水平以董事会规模(Bsize)、监事会规模(Supsize)、前三大股东持股比例(Herf 3)、高管薪酬(Pay)等指标来表示。具体的变量定义如表 2 所示:

表 2 相关变量定义

变量名称		变量定义
被解释变量	In_inv	非效率投资
	Over_inv	过度投资($\varepsilon > 0$)
	Under_inv	投资不足($\varepsilon < 0$)
解释变量	DEFIN	债务融资=(银行借款+商业信用)/期初总资产
	BD	银行借款=(长期借款+短期借款)/期初总资产
	CD	商业信用=(应付账款+应付票据+预付账款)/期初总资产
	ICQ	内部控制质量 内部控制质量高取值为 1,中等取值为 0,低质量则取值为 -1
公司特征	Cash	货币资金
	Age	企业年龄=当前年份-上市年份
	Growth	成长机会=托宾 Q 值
	Size	企业规模=ln(总资产)
	Lev	资产负债率=总负债/总资产
公司治理	Bsize	董事会规模(董事会人数)
	Supsize	监事会规模(监事会人数)
	Herf 3	前三大股东持股比例
	Pay	前三名高管薪酬的对数
财务指标	ROA	总资产净利率=息税前利润总额/总资产
	FCF	每股自由现金流量
	Ret	资本回报率
	YEAR	年度虚拟变量,若为当前年度则取值 1,否则取 0
	IND	行业虚拟变量

注:若无特别说明,变量计算所用到的财务指标为合并报表数据。

5. 模型构建。为了验证 H1,构建模型 2 如下:

$$In_inv(Over_inv/Under_inv) = \beta_0 + \beta_1 ICQ + \beta_k Control + \varepsilon \quad (2)$$

为了验证 H2,分别以 In_inv、Over_inv、Under_inv 为因

变量,对债务融资(DEFIN)、银行借款(BD)、商业信用(CD)进行回归分析,检验不同的债务融资方式与两种非效率投资类型的相关关系:

$$\ln_inv(Over_inv/Under_inv)=\beta_0+\beta_1DEFIN(BD/CD)+\beta_kControl+\varepsilon \quad (3)$$

为了验证H3a,将样本按照内部控制质量高低进行分组,分别在各组内对非效率投资与银行借款进行回归,比较两组之间及分组前后两者之间关系的差异。

为了验证H3b,本文拟引入商业信用与内部控制的交乘项(CD×ICQ),以将两者纳入同一模型,检验两者共同作用对非效率投资的影响:

$$\ln_inv=\beta_0+\beta_1CD+\beta_2ICQ+\beta_3CD\times ICQ+\beta_kControl+\varepsilon \quad (4)$$

四、实证分析

1. 描述性统计。如表3所示,投资不足的样本个数(3163)要明显多于过度投资的样本个数(1917),但是过度投资的均值(0.092)和最大值(1.066)都要大于投资不足的均值(-0.052)及最小值(-0.583)的绝对值,说明投资过度样本虽少于投资不足样本,但偏离正常投资的程度要比投资不足更大、更严重。另外,从表3中还可以看出,ln_inv、Over_inv的均值以及Under_inv的绝对值的均值都要大于中位数。这说明偏离正常投资水平的公司明显偏多,我们选取的样本具有代表性,以此为基础研究非效率投资是有意义的。

表3 主要变量的描述性统计

变量	N	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
ln_inv	5080	0.067	0.040	0.106	0.000	1.066
Over_inv	1917	0.092	0.039	0.155	0.000	1.066
Under_inv	3163	-0.052	-0.040	-0.054	-0.583	0.000
DEFIN	5080	0.388	0.387	0.180	0.000	0.924
BD	5080	0.203	0.187	0.153	0.000	0.787
CD	5080	0.185	0.151	0.133	0.000	0.793
FCF	5080	-0.050	-0.041	0.198	-7.389	7.340
Lev	5080	0.518	0.531	0.191	0.007	0.996
Growth	5080	2.278	1.818	1.490	0.622	13.000
ROA	5080	0.043	0.035	0.055	-0.277	0.477

2. 回归结果分析。首先,我们分别以非效率投资、过度投资和投资不足水平作为因变量进行全样本回归分析,结果列示于表4中。由表4可知,非效率投资与公司的内部控制质量(ICQ)在1%的显著性水平上负相关,过度投资与投资不足也均与内部控制质量显著负相关,即内部控制质量越好,公司的投资效率越高,从而验证了H1。控制变量中,自由现金流量(FCF)与非效率投资及过度投资显著正相关,说明企业可供支配的自由现金流越多,越有可能导致经理人员进行过度

投资。在公司治理变量中,董事会规模(Bsize)与非效率投资显著负相关,说明公司的治理层监督水平越高,越能有效抑制非效率投资行为,与预期的符号一致。前三名高管薪酬总额(Pay)也在较低的显著性水平上与非效率投资负相关,说明公司对管理层的薪酬激励及股权激励制度也会影响其投资行为。前三大股东的持股比例(Herf 3)与非效率投资显著正相关,与大股东通过侵占中小股东及债权人的利益进行非效率投资的理论相符。在反映财务业绩的变量中,总资产利润率(ROA)与过度投资正相关、与投资不足负相关,说明企业财务状况越好,管理层对企业的预期越高,越可能导致过度投资,抑制投资不足。

表4 内部控制与非效率投资

变量	非效率投资	过度投资	投资不足
ICQ	-0.006*** (-3.49)	-0.011*** (-2.77)	-0.002** (-2.41)
FCF	0.037*** (4.97)	0.044*** (3.65)	0.000 (0.06)
Growth	0.007*** (5.79)	0.013*** (4.37)	0.005*** (10.13)
Lev	-0.042*** (-5.03)	-0.069*** (-3.33)	-0.050*** (-12.14)
Supsize	0.002** (2.18)	0.006** (2.20)	0.001 (1.31)
Pay	-0.007*** (-3.34)	-0.013*** (-2.60)	-0.003*** (-2.95)
Bsize	-0.002*** (-3.14)	-0.003* (-1.91)	-0.001** (-2.54)
Herf 3	0.028*** (2.64)	0.054** (2.11)	0.018*** (3.38)
ROA	0.023 (0.75)	0.232*** (2.98)	-0.038** (-2.46)
Cash	0.098*** (12.38)	0.150*** (9.43)	-0.002 (-0.51)
L Inv	0.336*** (30.09)	0.288*** (12.04)	0.316*** (44.63)
β ₀	0.118*** (4.28)	0.193*** (2.86)	0.081*** (6.16)
IND/YEAR	控制	控制	控制
Adj R ²	0.238	0.227	0.569

注:L Inv表示上年的投资总额。括号内为t值,***、**和*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著,下同。

从表5列示的回归结果可知,债务融资整体上与非效率投资无显著相关性,而银行借款与非效率投资在1%的水平上显著正相关,商业信用与非效率投资显著负相关。为了验证H2a、H2b,进一步将非效率投资区分为过度投资与投资不足,发现对于过度投资企业来说,银行借款非但不能减少过度投资,反而加剧企业的过度投资;对于投资不足的样本则

□ 投资·证券

相反,银行借款在一定程度上缓解了投资不足。而商业信用能发挥出负债的相机治理作用,与过度投资负相关,但与投资不足不相关,说明商业信用在抑制过度投资的同时,并未导致企业投资不足。由于篇幅限制,表5只列示了主要自变量的回归结果。

表5 债务融资(银行借款/商业信用)与非效率投资

变量	非效率投资			过度投资		投资不足	
	DEFIN	0.006 (0.38)					
BD		0.043*** (3.44)		0.079*** (2.71)		-0.012* (-1.92)	
CD			-0.043*** (-3.27)		-0.061** (-1.99)		0.007 (1.14)
IND/ YEAR	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj R ²	0.236	0.237	0.237	0.227	0.225	0.569	0.569

为了检验内部控制质量是否对银行借款与非效率投资的关系产生影响,我们不考虑内部控制质量为中等水平的样本公司,仅取内部控制质量高和低的两个极端组,分别在这两组内检验前述的回归结果是否发生变化。从表5和表6的结果对比可知,对于投资不足组,内部控制质量高低不同的两组间并没有显著的差别,但是对于非效率投资及过度投资组而言有着明显的差异。在内部控制质量低的公司,银行借款与过度投资和非效率投资都显著正相关,与不考虑内部控制影响的样本的回归结果一致;而对于内部控制质量高的公司而言,这种相关关系消失了,即在内部控制的作用下,银行借款不再加剧过度投资和非效率投资水平,H3a得到充分验证。

表6 内部控制对银行借款与非效率投资关系的影响

变量	内部控制质量高			内部控制质量低		
	非效率 投资	过度 投资	投资 不足	非效率 投资	过度 投资	投资 不足
BD	0.016 (0.84)	0.030 (0.67)	-0.017 (-1.62)	0.046** (2.27)	0.077* (1.66)	-0.016 (-1.51)
IND/ YEAR	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj R ²	0.288	0.272	0.547	0.212	0.168	0.606

对于内部控制对商业信用与非效率投资关系的影响,考虑到从前述结果得出内部控制和商业信用均能有效抑制非效率投资,因此分组讨论没有意义,本文拟在回归模型中引入商业信用(CD)与内部控制(ICQ)的交乘变量(CD×ICQ)。表7的回归结果显示,CD与ICQ的符号仍在1%的水平上显著为负,CD×ICQ的符号显著为正,说明两变量之间具有相互促进作用,即内部控制质量越高的公司商业信用对

非效率投资的抑制作用越强;同时,商业信用的存在也会显著加强内部控制对非效率投资的抑制作用。

表7 商业信用与内部控制交互效应

变量	非效率投资
CD	-0.043*** (-3.30)
ICQ	-0.011*** (-3.99)
CD×ICQ	0.026** (2.35)
IND/YEAR	控制
Adj R ²	0.240
F	54.02

3. 稳健性检验与进一步研究。Richardson模型忽略了公司存在适度投资问题,即我们以0为临界值将样本公司分为过度投资和投资不足两组,显然过于极端,没有考虑到在0附近为公司的适度投资确定一个合理的区间。为了保证检验结果的可靠性,我们在稳健性检验中把投资不足和过度投资分别分成10个组,并将离残差值0最近的两个组予以剔除。经过如此处理之后得到的回归结果与不剔除之前的样本的回归结果一致。对于重要的控制变量,本文做了相应的替换,以保证回归结果的可靠性,如以销售收入增长率代替托宾Q值来度量企业的成长性、以净资产收益率(ROE)来代替总资产净利率(ROA),变换前后回归结果都保持一致,说明得出的结论是可靠的。

本文进一步区分了国有企业与非国有企业,以研究在我国特殊的制度环境下内部控制的治理效果,债务融资来源的不同影响效应,以及内部控制对债务融资与非效率投资之间关系的影响。回归结果显示国有企业样本的回归结果与前述全样本模型回归结果一致,而非国有企业样本回归结果则表现出相反的特征。具体数据如表8、表9所示。

表8 不同性质企业的内部控制对债务融资与非效率投资关系的影响

变量	国有企业			非国有企业		
	ICQ	-0.008*** (-2.59)		-0.020*** (-4.25)	-0.005 (-0.99)	
BD		0.057** (2.55)			0.003 (0.07)	
CD			-0.038 (-1.64)			0.029 (-0.59)
CD× ICQ			0.069*** (3.42)			0.059 (-1.24)
IND/ YEAR	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj R ²	0.196	0.196	0.200	0.240	0.240	0.240

注:被解释变量为非效率投资(in_inv)。

表 9 内部控制对不同性质企业银行借款与非效率投资关系的影响

变量	内部控制质量高		内部控制质量低	
	国有	非国有	国有	非国有
BD	0.005 (0.13)	0.020 (0.32)	0.079** (2.14)	-0.007 (-0.08)
IND/YEAR	控制	控制	控制	控制
Adj R ²	0.205	0.373	0.192	0.228
F	9.073	9.123	7.655	4.278

五、结论

本文以 2009~2013 年沪深 A 股主板非金融类上市公司为研究对象,分别考察了内部控制与债务融资对非效率投资的影响,并进一步将债务融资方式区分为银行借款和商业信用,深入分析当企业采用这两种债务融资方式筹集资金时,企业的投资行为会受到怎样的影响。然后将内部控制与债务融资相结合,探讨不同的内部控制水平对债务融资与非效率投资关系的影响。研究表明,有效的内部控制能抑制公司的非效率投资,债务融资总规模与非效率投资不相关;银行借款加剧过度投资,又缓解投资不足,但总体上还是与非效率投资正相关;商业信用则能发挥负债的相机治理效应,有效抑制过度投资,且总体上与非效率投资负相关;内部控制质量高的企业既能有效降低银行借款导致的过度投资,又能促进商业信用对过度投资的抑制作用,提高投资效率。进一步区分企业的性质发现,上述结论仅在国有企业得以体现。

从本文的研究结果可分析得出,我国上市公司非效率投资的现象十分普遍,债务融资中的银行借款是导致这种非效率投资的因素之一,在我国特殊的经济体制环境下,银行借款非但没有发挥其债务的相机治理效应,反而助长了企业的过度投资行为。本文通过实证检验证明了企业加强内部控制建设能有效抑制非效率投资行为,并发现在内部控制质量高的企业,银行借款与过度投资之间的正相关关系会消失,意味着高质量的内部控制有效减少了由于借款导致的过度投资。对于借款额度较高的企业来说,可以通过加强企业的内部控制建设来提高投资效率。

主要参考文献:

Modigliani F., Miller M.. The cost of capital, corporation finance, and the theory of Investment[J]. American Economic Review, 1958(3).

Myers S., Majluf N.. Corporate Investment and Financing Decisions When Firms have Information that Investors do not have[J]. Journal of Financial Economics, 1984(2).

Jensen M. C.. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers[J]. The American Economic Review, 1986(2).

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).

孙慧,程柯. 政府层级、内部控制与投资效率——来自国有上市公司的经验证据[J]. 会计与经济研究, 2013(3).

方红星,金玉娜. 公司治理、内部控制与非效率投资:理论分析与经验证据[J]. 会计研究, 2013(7).

La Porta R., Lopez de Silanes F., Shleifer A., Vishny R. W.. Law and finance[J]. Journal of Political Economy, 1998(6).

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).

黄珺,黄妮. 过度投资、债务结构与治理效应——来自中国房地产上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2012(9).

张彤,王洁. 政府干预、银行借款对过度投资的影响——以中国房地产上市公司为例[J]. 北京航空航天大学学报, 2014(2).

Deumes, Rogier Knechel, Robert W.. Economic incentives for voluntary reporting on internal risk management and control systems[J]. Auditing: A Journal of Practice & Theory, 2008(1).

Biddle G. C., Hilary G., Verdi R. S.. How does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency? [J]. Journal of Accounting and Economics, 2009(2).

作者单位:湖南大学工商管理学院,长沙 410000