

产品市场竞争、内部控制质量与债务融资

胡 苏(副教授)

【摘要】以2008~2015年沪深A股非金融类上市公司为样本,研究产品市场竞争、内部控制质量对上市公司债务融资的影响,结果发现:上市公司内部控制质量与债务融资的规模和期限正相关,与债务融资成本负相关。进一步研究表明,当产品市场竞争程度较高,或公司产品处于竞争劣势地位时,上市公司内部控制质量的提高对扩大债务融资规模、获得较多长期融资及降低债务融资成本的影响较为显著,且这一现象主要存在于非国有企业。由此可知,产品市场竞争程度、企业竞争优势与公司内部控制质量对债务融资治理存在着一定的替代效应。

【关键词】产品市场竞争; 内部控制质量; 债务融资规模; 债务融资期限; 债务融资成本

【中图分类号】F272.3

【文献标识码】A

【文章编号】1004-0994(2019)08-0039-10

一、引言

公司治理可以分为内部治理和外部治理。内部治理也就是通常所说的公司法人治理结构,是指掌握着公司剩余索取权的出资人(主要指股东),在股东会、董事会、监事会和经理层之间合理分配和行使公司控制权的机制安排,主要目的是在各内部机构之间形成权力制衡,保障企业的有效运行。外部治理则包括市场监督机制和法律制度保障机制。市场监督机制通常包括产品及要素市场、经理人市场、金融及资本市场、并购市场与控制权市场等,而相关的法律法规、社会中介、信息披露制度则属于法律制度保障机制。

源于委托代理关系的内部控制可以视为企业内部一套有效的制约机制,有助于实施所有者对经营者的监督,以及经营者对整个经营过程的有效控制。内部控制可以视为广义上的内部治理安排,其目的在于促使企业提高经营效率及效果,实现资产安全,提高信息披露透明度,合理促进公司战略目标的实现。内部控制的心理理念就是风险控制,无论是保证

财务报告的可靠性,还是保证资产的安全,均体现为保障投资者的利益(股东和债权人)、降低利益相关者的出资风险。从这个角度来讲,内部控制的运行效果必然会影响到公司债权人(本文主要指银行)的信贷决策,如信贷规模、信贷期限和信贷利率,这种影响最终会反映在公司所获得的债务规模、债务期限和债务成本上。

公司治理的两种模式之间有着天然不可分割的紧密联系。内部治理是公司的一种内生性制度安排,而市场监督等外部治理机制可以为内部治理提供良好的外部环境,可以有效地监督公司高管的治理行为,防止职业经理人产生机会主义动机且谋取私利。因此,以风险管理为核心的内部控制必须与外部治理环境相协调,两者在功能上存在着一定的替代或协同作用,共同影响公司的经营效率和效果。

产品市场竞争作为一种重要的外部治理机制,其竞争强度不同代表着企业所处的外部治理环境不同。外部治理环境上的这种差异会影响内部控制对债务融资的治理效果吗?两者之间是否存在替代或协同关系呢?现有研究大多从外部治理或内部治理

【基金项目】江苏省高校哲学社会科学研究一般项目“投资者保护视角下的内部控制治理效应研究:理论分析与实证检验”(项目编号:2014SJB194)

的某一个特定视角去研究,且结论不一。本文尝试将产品市场竞争和内部控制这两种不同的内外部治理机制结合起来,考察其对公司债务契约的治理效应。为此,本文拟以我国上市公司的数据为样本,对其进行实证检验。

本文的主要贡献在于:①区别于以往文献主要采取内部控制这一内部治理因素或产品市场竞争这一外部治理因素,分别考察其对公司债务融资的影响,本文将内部控制对公司债务融资的影响纳入产品市场竞争这一外部治理环境中,协同考虑两者对公司债务融资所产生的治理作用;②结合公司的产权属性进一步研究不同的外部治理环境下,内部控制对债务融资的治理作用,拓展了内部控制与债务融资的研究内容。

二、理论分析与假设提出

(一)产品市场竞争、内部控制质量与债务融资

充分竞争的市场环境有利于提高公司的内部治理效果,凸显外部市场体系对公司经营者行为的约束,是公司治理中倡导“市场控制模式”的一种重要的研究线索。Jensen、Ruback^[1]认为,市场对公司的控制作用可以借助良好的产品市场竞争加以实现,市场的力量能有效阻止公司经理层利用内部人控制的优势实施利益侵占。

提倡“股东控制模式”的公司治理研究则强调公司内部产权安排的重要性。这一派研究认为,产权激励和内部监督是控制公司管理层经营行为,缓解信息不对称,降低代理成本的主要治理手段。大量的实证研究结果表明,在规模不大的公司中,以产权激励为主的内部治理是有成效的;而在规模比较大的上市公司中,必须将以产权激励和内部监督为主的内部治理,与以竞争为特点的外部市场体系有效结合,才能对公司管理层的决策行为产生良好的治理成效。因此,本文认为,内部控制实施的有效性应以产品市场竞争环境为条件,两者需要有机结合,才能更好地发挥对公司的治理作用。

现有研究认为,产品市场竞争是一种外生于企业的有效治理措施,是连接宏观经济和微观企业的桥梁。产品市场竞争越充分,行业内各公司经营信息的透明度就会越高,自然会降低利益各方之间的信息不对称程度^[2,3],有利于抑制公司管理层和大股东的资产占用和掏空行为,市场也较易观察到公司管理层的努力程度^[4,5]。同时,行业内产品市场竞争

强度的增加也会导致企业利润的下降,增大企业破产的风险,进而激发管理层更加投入地工作。因此,产品市场竞争程度越高,越能有效降低经理层的道德风险,缓解代理冲突,从而提高公司的经营效率^[6]。

但是,产品市场竞争程度的提高,也会引发公司管理层的风险规避行为。由于担心市场竞争加剧会导致公司业绩下滑^[7],为避免公司陷入财务困境所造成的经营困难,以及由此可能给经理层自身带来的负面影响,即使公司面临一些较为有利的投资机会,管理层也不愿意从事高风险的价值投资,以降低未来经营的不确定性。这种追求短期收益、忽视长期价值创造的行为,实质上违背了公司股东和债权人的根本利益。市场竞争程度越高,公司受到其他竞争对手掠夺而破产的风险就越大^[8]。当期的经营风险加大,市场给予公司的评价将会以负面为主,银行等债权人也会因此降低企业的授信额度,缩减信贷规模,以减少贷款风险;其提供的信贷也会倾向于短期借款,减少长期借款。

产品市场竞争主要是通过引发债务违约风险及违约可能造成的损失来影响公司债务融资成本的^[9]。产品市场竞争越激烈,来自于竞争对手的威胁越大,公司的利润和现金流越容易下滑,致使公司无法按期偿债的违约风险增大,银行会要求负债企业给予更多的风险补偿,从而提高贷款利率。

内部控制作为公司的内部治理安排,是一种重要的风险控制机制。企业内部控制质量在一定程度上可以衡量公司风险控制的效果,也是公司财务报告可靠性的重要影响因素。公司所处行业的竞争程度提高,表明公司面临的外部环境较为不利,其生存压力会明显增大,此时公司更有动机制定并实施良好的内部控制,通过有效的内部监管和权力制衡,促使管理层更好地从事经营管理,提高经营效率。所以,本文认为,公司内部控制质量与产品市场竞争在影响债务融资时存在一定的替代效应。当外部产品市场竞争不利时,公司通过加强内部控制缓解来自于外部市场的负面冲击,从而向银行等债权人传递良好信号,降低债权人的出资风险,以求获得规模更大、期限更长、成本更低的银行融资^[10]。基于上述分析,本文提出以下假设:

假设 1a: 在其他条件相同的情况下,产品市场竞争程度越高,公司内部控制质量的提高越有利于公司增大债务融资规模。

假设 1b: 在其他条件相同的情况下,产品市场

竞争程度越高,公司内部控制质量的提高越有利于公司延长债务融资期限。

假设 1c: 在其他条件相同的情况下,产品市场竞争程度越高,公司内部控制质量的提高越有利于公司降低债务融资成本。

(二) 产权性质、产品市场竞争、内部控制质量与债务融资

产品市场竞争更多是指同种或同类型产品在某个行业里的竞争状况。相比于整个宏观市场环境来讲,是行业层次的竞争态势,可以将其理解为外部治理环境的中观层面。产品市场竞争与公司内部控制能否有效发挥对公司债务融资的治理作用,还会受到制度环境的影响。政府和市场的混合,是我国目前制度环境最大的特点,在转型经济背景下,企业融资行为必然会受到制度因素的影响。

国有企业具有较高的政治关联,其承担着多元化社会目标的背景必然会使政府在其面临财务和经营困难时,为其提供政策和资源上的支持,从而使其在取得债务融资时贷款额度、贷款成本都具有一定的“松弛”现象。政府的这种隐形担保会导致公司的债务融资决策与其内部控制质量的相关性有所下降。而且,相关机构发布的一些治理规定和监管制度,通常会首选在大中型中央企业和地方国有企业推行,政府对这些企业会更加关注^[11]。有关数据分析显示,目前国企经营绩效整体显著低于民企。从债务风险来看,国企(特别是央企)资产负债率更高,其债务集聚攀升的风险比民企更加突出。国有企业绩效较低的深层次原因与软预算约束、非市场化激励机制、非经营目标过多等有关。这一研究结论再次证明,在产品市场竞争加剧引发国有企业业绩下滑、资金短缺、还本付息困难甚至面临生存危机时,政府会考虑到国有企业所承担的多种社会目标,在融资上给予国有企业更多的扶持。这充分说明我国商业银行债务决策并非是完全市场化的,尤其是国有企业的银行贷款,政府干预仍然发挥着重要的作用^[12]。显然,企业产权制度属性上的这种差异会影响外部市场竞争与内部控制治理效应的发挥。

从市场结构来看,非国有企业大多处在竞争性的下游产业,而国有企业多数处在电信、金融、能源、交通、采掘等垄断性的上游产业。这一结构布局必然会导致非国有企业在获取银行信贷配额时需要更多地突出自身的竞争优势。由于非国有企业大多没有银行关系和政治关联,在外部市场竞争加剧的情况

下,银行为减少自身风险,会更关注非国有企业的经营业绩和风险控制^[13]。基于企业竞争能力的不同,银行对非国有企业的信贷配给会有差异^[14]。因此,非国有企业为了获得更高的信贷额度,需要加强内部治理,提升内部控制效率。这一方面可以实现公司业绩的增长,进而在市场上获得更多的竞争优势;另一方面,内部控制的有效运行也会降低公司的经营风险和市场风险。由于风险的降低和业绩的提升,非国有企业也更容易获得较多的商业银行贷款。由于降低了银行债权人与公司之间的信息不对称程度,银行能更好地洞悉公司未来的业绩情况,在贷款期限上会更倾向于提供长期贷款。基于上述分析,本文提出以下假设:

假设 2a: 在其他条件相同的情况下,产品市场竞争程度越高,相比于国有企业,非国有企业的内部控制质量越高,债务融资规模越大。

假设 2b: 在其他条件相同的情况下,产品市场竞争程度越高,相比于国有企业,非国有企业的内部控制质量越高,债务融资期限越长。

假设 2c: 在其他条件相同的情况下,产品市场竞争程度越高,相比于国有企业,非国有企业的内部控制质量越高,债务融资成本越低。

(三) 产品竞争态势、内部控制质量与债务融资

产品市场竞争涉及行业竞争程度与企业产品竞争态势这两个方面。企业选择合适的竞争策略既要考虑所处行业的竞争环境,也要考虑该行业内企业可能存在的竞争态势。当行业竞争程度一定时,行业内处于产品竞争优势地位的企业由于拥有相比同行业内其他企业的核心竞争优势,面临竞争对手的掠夺效应较小,企业经营比较安全,风险较低。而处于产品竞争劣势的企业往往在市场上扮演着产品价格的接受者,只能被动地适应市场的变化,容易成为其他企业掠夺的对象,其市场份额有可能被竞争对手抢走。由于其拥有的市场资源不足,在同行业中的话语权较小,在市场上会面临更多信息壁垒。严重的信息不对称致使其成为行业内的追随者,无法对市场竞争形势进行准确预测,应变能力较差,生存和发展的空间不断被挤压,在行业内被淘汰出局的风险较大^[15]。因此,对于产品竞争劣势的企业,为了谋求自身的长远发展,在盈利不断下降、破产风险不断加大的情境下,为了赢得银行债权人的青睐,必须努力从内部管理出发,加强内部控制,努力挖掘内部潜力,清晰界定公司内部各责任层次的责、权、利关系,制

定完善的激励约束机制,实现企业内部各部门的权利制衡,通过企业内部经营全过程的规范化,减少自身竞争地位劣势所带来的负面影响。据此,本文认为,相比于产品竞争优势的企业,产品竞争劣势的企业更需要通过加强内部控制来提高企业的内部治理效率,减小债权人的出资风险,进而获得融资。基于上述理论分析,本文提出以下假设:

假设 3a:在其他条件相同的情况下,当公司在产品市场竞争中处于劣势地位时,内部控制质量的提高有利于公司获取更多的债务融资。

假设 3b:在其他条件相同的情况下,当公司在产品市场竞争中处于劣势地位时,内部控制质量的提高有利于获得更长期限的债务融资。

假设 3c:在其他条件相同的情况下,当公司在产品市场竞争中处于劣势地位时,内部控制质量的提高有利于债务融资成本的下降。

三、研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文的研究样本为沪深上市公司公开数据,考虑到会计准则的变化和企业内部控制基本规范的执行规定,将样本期限界定为 2008~2015 年。为了使样本更为有效,剔除了样本数据缺失的公司和金融业上市公司,并对所有的连续性数据进行了极端值的处理,最终得到 6058 个样本,其中:2008 年 531 个、2009 年 602 个、2010 年 626 个、2011 年 710 个、2012 年 818 个、2013 年 865 个、2014 年 925 个、2015 年 981 个。实证研究相关的财务数据和公司治理数据主要来源于 CSMAR 数据库,少数变量缺失的数据从 WIND 资讯数据库补充,计算赫芬达尔指数(用以衡量行业竞争程度)的有关基础数据也来源于 WIND 资讯数据库。

(二)模型设计

本文用行业竞争程度和产品竞争态势两个指标分别检验企业面临不同产品市场竞争情境时,内部控制对公司债务融资的影响。其中,在行业竞争程度层面,考虑到我国不同产权性质的企业所处行业的竞争结构差异,对内部控制与债务融资的关系进行细分检验,以使研究结论更为具体。

借鉴陈志斌等^[16]、陈运森^[17]的研究成果,本文对衡量公司债务融资规模、债务融资期限和债务融资成本的变量逐一进行了明确界定。为了检验行业竞争程度 1(Hed)、内部控制质量(IC)以及两者的交

互项 Hed×IC 共同对公司债务融资的影响,建立模型(1):

$$\text{Loan}(\text{Term or Cost})=\alpha+\beta_1\text{IC}+\beta_2\text{Hed}\times\text{IC}+\beta_3\text{Hed}+\beta_4\text{Size}+\beta_5\text{Growth}+\beta_6\text{Roe}+\beta_7\text{Lev}+\beta_8\text{CFO}+\sum\beta_i\text{Ind}_i+\sum\beta_j\text{Year}_j+\varepsilon \quad (1)$$

为了检验行业竞争程度 1(Hed)、内部控制质量(IC)以及两者的交互项 Hed×IC 共同对不同产权性质公司债务融资所产生的影响,在上述模型(1)的基础上引入了产权性质(State)以及行业竞争程度 1、内部控制质量和产权性质的交互项 Hed×IC×State,建立模型(2):

$$\text{Loan}(\text{Term or Cost})=\alpha+\beta_1\text{IC}+\beta_2\text{Hed}\times\text{IC}+\beta_3\text{Hed}+\beta_4\text{State}+\beta_5\text{Hed}\times\text{IC}\times\text{State}+\beta_6\text{Size}+\beta_7\text{Growth}+\beta_8\text{Roe}+\beta_9\text{Lev}+\beta_{10}\text{CFO}+\sum\beta_i\text{Ind}_i+\sum\beta_j\text{Year}_j+\varepsilon \quad (2)$$

为了检验产品竞争态势(Share)、内部控制质量(IC)以及两者的交互项 Share×IC 共同对公司债务融资的影响,将上述模型(1)中的行业竞争程度 1(Hed)变量替换为产品竞争态势(Share),建立模型(3):

$$\text{Loan}(\text{Term or Cost})=\alpha+\beta_1\text{IC}+\beta_2\text{Share}\times\text{IC}+\beta_3\text{Share}+\beta_4\text{Size}+\beta_5\text{Growth}+\beta_6\text{Roe}+\beta_7\text{Lev}+\beta_8\text{CFO}+\sum\beta_i\text{Ind}_i+\sum\beta_j\text{Year}_j+\varepsilon \quad (3)$$

(三)变量定义

1. 被解释变量。本文用 Loan(债务融资规模)、Term(债务融资期限)和 Cost(债务融资成本)作为被解释变量。具体定义如下:

(1)Loan 为债务融资规模,采用公司期末长短期贷款(包括长期贷款、短期贷款和一年内将要到期的长期借款)占期初总资产的百分比来表示。

(2)Term 为债务融资期限,采用长期贷款(包括一年内将要到期的长期借款)占公司期末长短期贷款(包括长期贷款、短期贷款和一年内将要到期的长期借款)的百分比来表示。

(3)Cost 为债务融资成本,采用净财务费用占比衡量,即净财务费用与公司总负债之比。由于利息成本可能只是债务融资成本的一部分,企业在融资时还会支付手续费等其他成本,本文以利息支出加上手续费支出和其他财务费用作为净财务费用。

2. 解释变量。本文选择 IC(内部控制质量)、Hed(行业竞争程度 1)、Ratio(行业竞争程度 2)、State(产权性质)、Share(产品竞争态势)作为解释变量。具体定义如下:

(1)IC表示内部控制质量,该指数越大,说明内部控制质量越好。本文采用迪博公司研发的内部控制指数的自然对数作为上市公司内部控制质量的衡量指标。

(2)Hed为行业竞争程度1。现有文献采用赫芬达尔指数(H)定义行业的竞争程度,计算公式为 $H = \sum (X_i/X)^2$,其中 X_i 表示行业内某一上市公司的营业收入, X 表示行业内所有上市公司的营业收入总和。该公式的含义是行业内各上市公司营业收入的市场份额的平方和,该值越大表明行业的竞争程度越低,行业集中度越高。本文研究的是在行业竞争程度越高的情况下内部控制质量与债务融资的关系,所以对赫芬达尔指数进行如下处理,即 $Hed = 1 - H$,意味着赫芬达尔指数越小,行业的竞争程度越高,则Hed的数值越大。

(3)Ratio为行业竞争程度2,采用销售费用与营业收入之比来计算。一般而言,如果此数值越大,说明为了实现一定的营业收入需要花费的销售费用越多,则表明该行业的竞争程度越高。该变量在稳健性检验的过程中使用。

(4)State代表产权性质,为虚拟变量。除中央国有企业和地方国有企业之外的所有公司都定义为非国有企业。若产权性质为非国有企业则定义为1,否则为0。

(5)Share为产品竞争态势,采用企业在行业内的市场份额衡量,用某一公司营业收入除以行业内总收入来定义。该数值越大,说明企业在行业内的影响程度越高,竞争优势越明显。

3. 控制变量。考虑到除解释变量外,还有许多其他因素影响债务融资,故选取以下变量作为控制变量,包括公司规模、资本结构、公司盈利、公司成长性、自有现金充裕度、行业和年份等。具体变量定义如表1所示。

四、实证检验与分析

(一)描述性统计

表2列示了本文主要变量的描述性统计结果。

从表2中可以发现,债务融资规模(Loan)均值为0.347,债务融资期限(Term)的均值为0.456,债务融资成本(Cost)的均值为0.063,这从总体上表明样

表 1 变量名称及定义

变量类别	变量符号	变量名称	变量定义
被解释变量	Loan	债务融资规模	期末长短期贷款/期初总资产
	Term	债务融资期限	长期贷款/期末长短期贷款
	Cost	债务融资成本	净财务费用/总负债
解释变量	IC	内部控制质量	迪博公司研发的内部控制指数的自然对数
	Hed	行业竞争程度1	1-H
	Ratio	行业竞争程度2	销售费用与营业收入之比
	State	产权性质	非国有企业为1,否则为0
	Share	产品竞争态势	某一公司营业收入除以行业内总收入
	Size	公司规模	期末总资产的自然对数
控制变量	Growth	公司成长性	主营业务收入增长率
	Roe	公司盈利	净利润/净资产
	Lev	资本结构	期末总负债/总资产
	CFO	自有现金充裕度	(经营现金净流量-投资现金净流量)/期初总资产
	Ind	行业	21个行业虚拟变量
Year	年份	7个年份虚拟变量	

表 2 主要变量的描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	25%	中位数	75%	最大值
Loan	6058	0.347	0.241	0.016	0.199	0.314	0.439	1.734
Cost	6058	0.063	0.041	0.000	0.040	0.059	0.078	0.247
Term	6058	0.456	0.283	0.000	0.215	0.432	0.688	0.991
IC	6058	6.511	0.172	2.818	6.453	6.530	6.583	6.903
Hed	6058	0.056	0.088	0.007	0.008	0.009	0.063	0.380
Share	6058	0.009	0.027	0.000	0.000	0.001	0.005	0.182
State	6058	0.462	0.499	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
Ratio	6058	0.050	0.058	0.000	0.016	0.033	0.060	0.350
Roe	6058	0.055	0.054	-0.201	0.029	0.050	0.079	0.298
Growth	6058	0.153	0.343	-0.649	-0.037	0.102	0.267	1.955
Size	6058	22.648	1.250	19.417	21.757	22.467	23.413	25.765
CFO	6058	0.103	0.116	-0.298	0.031	0.100	0.173	0.453
Lev	6058	0.573	0.165	0.185	0.458	0.584	0.693	0.917

本公司采用债务尤其是长期债务作为公司的主要融资来源;内部控制质量(IC)的均值为6.511;行业竞争程度1(Hed)均值仅为0.056,中位数为0.009,最

大值仅为0.380,小于0.5,说明样本公司的竞争程度不算太激烈;产品竞争态势(Share)均值为0.009,最大值仅为0.182,说明样本公司在市场中竞争优势不算太明显;产权性质(State)均值为0.462,标准差为0.499,说明样本中非国有企业的公司数量不到50%;行业竞争程度2(Ratio)的均值为0.050,最大值为0.350,说明有部分公司需要花费近三分之一的营业收入用于营销。

(二)多元回归分析

1. 行业竞争程度、内部控制质量与债务融资。

表3列示了模型(1)的回归结果。

表3 行业竞争程度、内部控制质量与债务融资的回归结果

变量	Loan		Term		Cost	
	系数	t值	系数	t值	系数	t值
Cons	4.020***	2.81	-0.298	-0.14	-0.082	-0.26
IC	0.597***	2.7	0.040*	2.1	-0.020***	-4.31
Hed	-3.597**	-2.36	-0.029	-0.01	0.179	0.55
Hed×IC	2.550**	2.36	0.008**	2.52	-0.029***	-5.8
Roe	0.667***	6.21	0.021	0.21	0.041*	2.29
Growth	0.094***	7.14	0.004	0.35	-0.007***	-3.8
CFO	0.006	0.16	0.213***	4.45	-0.009	-1.36
Size	-0.011***	-2.6	0.043***	6.95	0.001	1.55
Lev	0.768***	26.96	-0.042	-0.99	-0.016***	-2.63
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	6058		6058		6058	
Adj. R ²	0.305		0.246		0.113	
F值	36.53***		17.32***		15.98***	

注:***、**、*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著,文中采用基于样本的cluster回归。下同。

由表3可知,当被解释变量为债务融资规模(Loan)时,内部控制质量(IC)的回归系数为0.597,在1%的水平上显著,说明提高内部控制质量有助于公司获取债务融资。行业竞争程度1(Hed)的回归系数为-3.597,在5%的水平上显著,说明行业竞争程度越高,公司债务融资规模越小。这是因为行业竞争的加剧使行业内的企业盈利被摊薄,盈余的下滑致使公司风险抵抗能力下降,从而会对信贷资金的安全带来一定的隐患。行业竞争程度1与内部控制质量的交互项(Hed×IC)的回归系数为2.550,在5%的水平上显著,表明在产品市场竞争较为激烈的环境中,公司自身内部控制质量的提升有助于其获取更多的债务融资。尽管市场竞争越激烈,企业面临的

不确定性越大,但是有效的内部控制能够减少外部市场竞争带来的不确定性,从而保证信贷资金的安全。相比于市场竞争程度较低的环境,处于激烈竞争环境的公司其内部控制质量与公司债务融资的相关性更为显著。通常来说,公司债务融资规模的变化,一方面可能是公司基于外部市场竞争环境变化对自身经营业务进行调整,进而从财务战略上所做出的一种主动选择;另一方面也是银行等债权人基于企业内部经营风险和财务风险的变化,相应地从放贷策略上所做出的对应选择。产品市场竞争程度的提高,一定程度上加大了企业业绩下滑的可能性,致使企业现金流减少或短缺,进而增大了还款风险。公司为了在激烈的行业竞争中保持优势地位,必须寻求充足的资金来源。为此,企业必须主动加强内部控制,提高内部治理效率,降低信息不对称程度,主动向外部的资金提供者(主要是银行)披露公司经营良好的信息,从而抵消外部竞争程度提高所产生的负面影响。该回归分析结果显著支持假设1a。

当被解释变量为债务融资期限(Term)时,内部控制质量(IC)的回归系数为0.04,在10%的水平上显著,说明提高内部控制质量有助于延长债务融资期限。行业竞争程度1(Hed)的回归系数为-0.029,没有通过显著性检验,说明行业竞争程度对债务融资期限没有显著影响。但该回归系数符号为负,也从一定程度上表明行业竞争程度与债务融资期限之间存在负相关性。行业竞争程度1与内部控制质量的交互项(Hed×IC)的回归系数为0.008,且在5%的水平上显著,表明在外部产品市场竞争激烈的环境中,高质量的内部控制能够提高长期借款资金的安全性,提高内部控制质量有助于企业延长债务融资期限。一般来说,债务融资期限的变化既受企业内部经营战略方向调整 and 经营业绩的影响,也受外部政策环境和行业变动趋势影响。银行在风险控制中应特别关注借款公司非财务信息的风险提示,其中内部控制便是非财务信息的关注重点。这表明,银行等债权人提供长期贷款时要考虑整个外部竞争环境的变化,更要考虑单个企业内部控制的治理效率。对内部治理较好的企业来说,其还款现金流相对较为充裕,出于降低放贷风险的考虑,银行更愿意将资金长期投放到内部控制质量较好、内部治理效率较高的企业中。

当被解释变量为债务融资成本(Cost)时,内部控制质量(IC)的回归系数为-0.02,在1%的水平上

显著,说明提高内部控制质量能够降低企业的融资成本。行业竞争程度1(Hed)回归系数为0.179,没有通过显著性检验,说明行业竞争程度对债务融资成本没有显著影响。行业竞争程度1与内部控制质量的交互项(Hed×IC)的回归系数为-0.029,在1%的水平上显著,意味着在行业竞争激烈的环境中,提高内部控制质量有利于降低企业的融资成本。这是因为当企业处于激烈的外部产品市场竞争环境中时,为了降低自身的经营风险,需要通过强化自身内部治理来提高在产品市场上的竞争力,而内部控制质量的提高能够降低资金的不确定性。企业内部控制质量的提高,一方面有利于公司提供高质量的财务信息,降低信息不对称程度,缓解因行业竞争加剧所带来的业绩下滑影响;另一方面也能帮助银行有效识别公司的内部控制情况,获知企业的真实资本实力,进而降低银行的出资风险以及企业的债务融资成本,假设1c得证。

2. 产权性质、行业竞争程度、内部控制质量与债务融资。表4列示了模型(2)的回归结果。

表4 产权性质、行业竞争程度、内部控制质量与债务融资的回归结果

变量	Loan		Term		Cost	
	系数	t值	系数	t值	系数	t值
Cons	3.415**	2.3	-0.965	-0.49	-0.033	-0.11
IC	0.527**	2.33	0.050	0.16	-0.014**	-2.3
Hed	-3.114*	-1.98	0.653	0.32	0.132	0.41
State	-0.147*	-1.59	-0.248*	-1.85	0.016*	1.71
Hed×IC	0.488**	2.04	-0.086	-0.27	-0.023	-0.47
Hed×IC×State	0.020*	1.95	0.044**	2.04	-0.003*	-1.67
Roe	0.653***	6.03	0.060	0.62	0.040**	2.18
Growth	0.090***	6.9	0.004	0.37	-0.007***	-3.73
CFO	0.003	0.08	0.224***	4.69	-0.010	-1.41
Size	-0.008*	-1.91	0.041***	6.36	0.001	1.56
Lev	0.770***	27.25	-0.045	-1.06	-0.016***	-2.61
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	6058		6058		6058	
Adj. R ²	0.308		0.249		0.113	
F值	34.64***		16.53***		15.16***	

由表4可知,当被解释变量为债务融资规模(Loan)时,内部控制质量(IC)的回归系数为0.527,在5%的水平上显著,说明提高内部控制质量有助于公司获得较多债务融资。行业竞争程度1(Hed)的

回归系数为-3.114,在10%的水平上显著,说明行业竞争程度越高,债务融资越困难。产权性质(State)的回归系数为-0.147,在10%的水平上显著,说明与国有企业相比,非国有企业更不容易获得银行借款。行业竞争程度1与内部控制质量交互项(Hed×IC)的回归系数为0.488,且在5%的水平上显著,表明在行业竞争的环境中,提高内部控制质量有助于企业获得债务融资。行业竞争程度1、内部控制质量与产权性质三者的交互项(Hed×IC×State)的系数为0.02,在10%的水平上显著,说明行业竞争越激烈,提高内部控制质量越有助于非国有企业获得银行借款,假设2a得证。这是因为产品市场竞争越激烈,银行越不愿意提供贷款,但有效的内部控制能够降低银行贷款风险,从而增强其提供贷款的意愿。与国有企业相比,非国有企业缺少良好的政策资源和制度支持,由于我国四大银行具有与国有企业相同的政治属性,其放贷决策往往基于“政治正确”标准,因此,产权属性的差异削弱了国有企业内部控制对债务融资的影响,即使面临激烈的外部市场竞争,国有企业仍然会获得贷款优势。而当非国有企业面临激烈的市场竞争时,应当在投资方向或产业链的选择上尽可能避开与国有企业竞争,减少竞争劣势,在追求效益以保障企业获得投资所需融资的同时,更需加强企业内部治理,提高内部控制质量,进而帮助企业在稳定经营的基础上获取较多的债务融资。

当被解释变量为债务融资期限(Term)时,内部控制质量(IC)的回归系数为0.05,没有通过显著性检验。行业竞争程度1(Hed)的回归系数为0.653,没有通过显著性检验。产权性质(State)的回归系数为-0.248,在10%的水平上显著,说明与国有企业相比,非国有企业更不容易获得长期借款。行业竞争程度1与内部控制质量的交互项(Hed×IC)的回归系数为-0.086,没有通过显著性检验。行业竞争程度1、内部控制质量与产权性质三者的交互项(Hed×IC×State)的系数为0.044,在5%的水平上显著,说明在激烈的产品竞争市场中,有效的内部控制为非国有企业提供了较好的制度安排,帮助其在竞争激烈的外部市场中生存和发展。非国有企业在竞争激烈的情况下会面临行业利润摊薄、自身业绩下滑的风险,由此导致还款风险加大,进而使得银行承担更大的坏账风险。银行为降低无法回收贷款的可能性,会缩短贷款期限,从而进一步加大了非国有企业在实际经营中资金运用和周转的困难。此时,非国有企业

只有通过提升内部管理效率来缓解融资困境。通过完善企业内部控制来保证对外披露的信息质量,进而向市场债权人提供一种无形的承诺,债权人基于预期业绩看好的良好讯号,会增加对非国有企业的长期借款,假设2b得证。

当被解释变量为债务融资成本(Cost),内部控制质量(IC)的回归系数为-0.014,在5%的水平上显著,说明提高内部控制质量能够降低企业的融资成本。行业竞争程度1(Hed)的回归系数为0.132,没有通过显著性检验。产权性质(State)的回归系数为0.016,在10%的水平上显著,说明与国有企业相比,非国有企业融资成本相对更高。行业竞争程度1与内部控制质量的交互项(Hed×IC)的回归系数为-0.023,没有通过显著性检验。行业竞争程度1、内部控制质量与产权性质三者的交互项(Hed×IC×State)的系数为-0.003,在10%的水平上显著。这表明外部产品市场竞争越激烈,越会导致非国有企业无法与拥有贷款支持甚至政府托底的国有企业相抗衡,为立足于市场及发展,非国有企业会承受较高的贷款成本。银行在寻求优质贷款时,对非国有企业除了关注其自身未来的财务业绩,还会看重其本身的治理效率。良好的内部控制作为一种有效的风险控制机制,可以降低企业运营风险,有效的内部控制质量在一定程度上能够保证非国有企业资金的安全,从而降低银行的信贷风险和信贷成本,假设2c得证。

3. 产品竞争态势、内部控制质量与银行债务融资。表5列示了模型(3)的检验结果。由表5可知,当被解释变量为债务融资规模(Loan)时,内部控制质量(IC)的回归系数为0.054,在5%的水平上显著,说明提高内部控制质量有助于扩大借款规模。产品竞争态势(Share)的回归系数为12.165,且在5%的水平上显著,表明产品竞争优势越大,越容易获得银行贷款。产品竞争态势与内部控制质量的交互项(Share×IC)的系数为-1.869,在5%的水平上显著,说明在产品竞争优势比较明显的公司,提高内部控制质量并不能明显增大债务融资规模。当一个行业中企业数量较多,且无太多进入壁垒时,表明该行业的竞争较为激烈,业绩较差、内部控制缺失或薄弱的企业由于无法获得银行资金的及时注入,往往难以生存。相比于竞争程度低的行业环境来说,在竞争程度较高的行业中那些暂时不具备竞争优势的企业,若其内部治理完善、内部控制效率较高,则更容易成为市场中的佼佼者,进而会获得银行较多的关注,当其内部控

产品竞争态势、内部控制质量
与债务融资的回归结果

变量	Loan		Term		Cost	
	系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值
Cons	0.431**	2.29	-0.449**	-2.34	0.105**	2.99
IC	0.054**	1.98	0.044*	1.82	-0.009*	-1.85
Share	12.165**	2.41	4.542**	3.66	-1.544*	-1.76
Share×IC	-1.869**	-2.48	0.598	0.58	0.234	1.46
Roe	0.655***	6.07	0.010	0.1	0.043**	2.35
Growth	0.094***	7.19	0.003	0.3	-0.007***	-3.84
CFO	0.007	0.17	0.216***	4.56	-0.009	-1.35
Size	-0.009*	-1.96	0.048***	7.53	0.001	1.31
Lev	0.765***	26.98	-0.042	-0.98	-0.016**	-2.6
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	6058		6058		6058	
Adj. R ²	0.306		0.247		0.113	
F 值	36.64***		17.46***		16.23***	

制质量有所提高时,银行根据其治理效率的变化预期企业未来的业绩可能会上升,进而愿意提供较多的贷款,假设3a得证。

当被解释变量为长期借款(Term)时,内部控制质量(IC)的回归系数为0.044,在10%的水平上显著,说明提高内部控制有助于获得长期借款。产品竞争态势(Share)的回归系数为4.542,在5%的水平上显著,说明产品竞争优势越大,越容易获得长期借款。产品竞争态势与内部控制质量的交互项(Share×IC)的系数为0.598,没有通过显著性检验,说明提高内部控制质量对产品竞争优势明显的企业获得长期借款没有显著的影响。企业具有产品竞争优势往往意味着比同行具有更低的产品成本、拥有更领先的技术专利、享有更高的品牌声誉等,而这些因素会成为银行出资的重要关注点。而处于劣势地位的企业为了生存和发展,更多依靠内部挖潜,通过加强内部控制,进而走出一条效率提升业绩之径。也即通过改变自身内部治理来获得银行债权人的长期贷款,以缓解短期偿债压力,为企业稳定持续发展赢得更长期的资金来源,假设3b得证。

当被解释变量为债务融资成本(Cost)时,内部控制质量(IC)的回归系数为-0.009,在10%的水平上显著,说明提高内部控制质量能够降低企业的融资成本。产品竞争态势(Share)的回归系数为-1.544,在10%的水平上显著,说明产品竞争优势越强,企业

的融资成本越低。产品竞争态势与内部控制质量的交互项(Share×IC)的系数为0.234,没有通过显著性检验,说明提高内部控制质量对产品竞争优势明显的企业降低融资成本并未产生显著的影响。拥有产品竞争优势的企业往往会在市场中拥有较高的垄断地位,更容易获得大量低成本的银行信贷资金。而对于行业中处于劣势地位的企业来说,更多情况下扮演着市场追随者的角色,其财务业绩相对不佳。在这类企业当中,那些内部控制治理效果较好的企业有可能会成为市场中未来发展较好的企业,因此它们会成为银行债权人贷款的次优选择,银行基于其未来业绩提升的可能性,会对内部控制质量较好、内部治理效率较高的企业提供成本相对较低的债务融资,假设3c得证。

五、稳健性检验

现有文献研究指出,当企业处于激烈的产品市场竞争条件下时,为了增大其产品的竞争优势,会花费一定的资金用于宣传、公关等。所以,本文采用销售费用与营业收入的占比作为行业竞争程度的代理变量,用Ratio表示,其数值越大表明产品市场的竞争程度越高。

(一)假设1的稳健性检验

表6列示了被解释变量为债务融资规模(Loan)、债务融资期限(Term)和债务融资成本(Cost)的稳健性检验结果。

表6 假设1的稳健性检验

变量	Loan		Term		Cost	
	系数	t值	系数	t值	系数	t值
Cons	0.364*	1.86	-0.392*	-1.92	0.085**	2.44
IC	0.030*	1.74	0.037*	1.76	-0.007*	-1.75
Ratio	2.192***	3.02	1.577*	1.65	-0.083*	-1.84
Ratio×IC	1.063***	6.24	0.245*	1.78	-0.020**	-2.11
Controls	已控制					
样本量	6058		6058		6058	
Adj. R ²	0.309		0.246		0.115	
F值	37.57***		17.44***		16.1***	

由表6可以看出,内部控制质量(IC)的回归系数分别0.03、0.037和-0.007,均在10%的水平上显著,说明提高内部控制质量有助于促进债务融资。Ratio的回归系数分为2.192、1.577和-0.083,分别在1%、10%和10%的水平上显著,说明提高销售费用与营业收入占比有助于企业获得更大规模、更长期限、

更低成本的债务融资。行业竞争程度2与内部控制质量的交互项(Ratio×IC)的回归系数分别为1.063、0.245和-0.02,分别在1%、10%和5%的水平上显著,说明产品市场竞争越激烈,提高内部控制质量越有助于企业获得更大规模、更长期限、更低成本的债务融资,进一步验证了假设1a、假设1b、假设1c。

(二)假设2的稳健性检验

表7列示了被解释变量为债务融资规模(Loan)、债务融资期限(Term)和债务融资成本(Cost)的稳健性检验结果。

表7 假设2的稳健性检验

变量	Loan		Term		Cost	
	系数	t值	系数	t值	系数	t值
Cons	0.275	1.38	-0.309	-1.48	0.079**	2.23
IC	0.030*	1.72	0.038*	1.71	-0.007*	-1.69
Ratio	6.281***	2.94	1.698	1.61	-0.007*	-1.91
State	-0.026**	-2.28	-0.025*	-1.74	0.002*	1.84
Ratio×IC	1.022***	3.11	0.261	0.61	-0.009**	2.1
Ratio×IC×State	0.010*	1.86	0.001*	1.83	-0.005**	-2
Controls	已控制					
样本量	6058		6058		6058	
Adj. R ²	0.312		0.247		0.116	
F值	35.89***		16.41***		15.33***	

由表7可知,内部控制质量(IC)基本上通过了显著性检验,说明内部控制质量的提高有助于促进债务融资。行业竞争程度2(Ratio)基本上通过了显著性检验,说明提高销售费用与营业收入占比有助于企业获得更大规模、更长期限、更低成本的债务融资。产权性质(State)的回归系数分别为-0.026、-0.025和0.002,均通过显著性检验,说明非国有企业存在融资难、融资贵的问题。行业竞争程度2与内部控制质量的交互项(Ratio×IC)基本通过显著性检验,说明提高内部控制质量有助于促进产品市场竞争激烈的企业融资。行业竞争程度2、内部控制质量与产权性质三者的交互项(Ratio×IC×State)回归系数分别为0.01、0.001和-0.005,均通过显著性检验,进一步验证了假设2a、假设2b、假设2c。

六、结论

本文以2008~2015年A股上市公司为样本,实证检验了产品市场竞争对内部控制质量与债务融资关系的影响,研究发现:当公司所处的外部市场竞争

程度较高时,公司提高自身内部控制质量有利于获取规模更大、期限更长、成本更低的债务融资;相比于国有企业,非国有企业由于不具备类似国有企业的天然政治关联和关系资源,更需通过自身内部控制质量的提高,以获取规模更大、期限更长、成本更低的债务融资;当公司在市场中处于竞争劣势时,内部控制质量的提升会更有利于其获取规模更大、期限更长、成本更低的债务融资。

从行业层面来讲,产品市场竞争是公司的一种重要外部治理机制,是连接宏观经济与微观企业的重要桥梁;而内部控制则是公司重要的内部治理机制,两者对公司债务融资的治理作用需要有效结合。因此,本文认为:政府相关部门应通过相关规范制度的强制执行和动态评估,促进上市公司加强内部控制的建设,提高内部控制的质量,促使公司主动及时地对外公布内部控制信息,以降低利益各方的信息不对称程度,便于公司获取银行等债权人的信贷融资。同时,公司需要优化内部治理,加强内部控制,提高产品的市场竞争能力,充分发挥公司的产品竞争优势,以降低外部债权人对公司的出资风险,并与公司的内部控制建设相匹配,从而实现对债务融资的治理效应。

主要参考文献:

- [1] Jensen M. C., Ruback R. S.. The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence [J]. Journal of Financial Economics, 1983(1):5~50.
- [2] Holmstron B.. Moral Hazard in Team [J]. Bell Journal of Economics, 1982(2):324~340.
- [3] Nalebuff B. J., Joseph E. Stiglitz. Prizes and Incentives: Towards a General Theory of Compensation and Competition [J]. Bell Journal of Economics, 1983(1):21~43.
- [4] Hart O. D.. The Market Mechanism as an Incentive Scheme [J]. Bell Journal of Economics, 1983(2):366~382.
- [5] Schmidt K. M.. Managerial Incentives and Product

Market Competition [J]. Review of Economic Studies, 1997(2):191~213.

- [6] Fama E. F.. Agency Problem and the Theory of the Firm [J]. Journal of Political Economy, 1980(88):288~307.
- [7] Hou K., Robinson D. T.. Industry Concentration and Average Stock Return [J]. Journal of Finance, 2006(4):1927~1956.
- [8] 韩忠雪,周婷婷. 产品市场竞争、融资约束与公司现金持有:基于中国制造业上市公司的实证分析 [J]. 南开管理评论, 2011(4):149~160.
- [9] Merton R.. On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates [J]. Journal of Finance, 1974(2):449~470.
- [10] 陈汉文,周中胜. 内部控制质量与企业债务融资成本 [J]. 财经理论与实践, 2014(3):103~111.
- [11] 余明桂,潘红波. 政府干预、法治、金融发展与国有企业银行贷款 [J]. 金融研究, 2008(9):1~22.
- [12] 郑军,林中高,彭琳. 产权性质、治理环境与内部控制的治理效应 [J]. 财经理论与实践, 2014(3):73~78.
- [13] 尹律,徐光华,易朝晖. 环境敏感性、产品市场竞争和内部控制缺陷认定标准披露质量 [J]. 会计研究, 2017(2):69~75.
- [14] 翁舟杰,陈和智. 隐性合约、租值耗散及我国信贷市场非规范融资行为 [J]. 经济学家, 2008(3):99~105.
- [15] 邢立全,陈汉文. 产品市场竞争、竞争地位与审计收费——基于代理成本与经营风险的双重考量 [J]. 审计研究, 2013(3):50~58.
- [16] 陈志斌,王诗雨. 产品市场竞争对企业现金流风险影响研究——基于行业竞争程度和企业竞争地位的双重考量 [J]. 中国工业经济, 2015(3):96~107.
- [17] 陈运森. 产品市场竞争、公司违规与商业信用 [J]. 会计与经济研究, 2014(5):26~40.

作者单位:南京审计大学会计学院,南京211815