

# 关系投资、内部控制与企业财务杠杆水平

——基于关系契约与规则契约理论的经验证据

徐虹 李亭 林钟高

(安徽工业大学商学院,安徽马鞍山 243002)

**摘要:**本文基于关系契约与规则契约的理论视角,以公司与前五大供应商/客户的购销比例作为关系投资的替代变量,探讨关系投资、内部控制及其交互作用对企业财务杠杆水平的影响,研究发现:供应商/客户的关系投资与财务杠杆具有负向关系,但当内部控制因素加入后,这种负向关系会因关系投资的角色不同发生变化,即供应商关系投资与内部控制存在互补效应,而客户关系投资与内部控制存在替代效应。同时,相对于非国有企业,国有企业的供应商关系投资治理机制与内部控制治理机制对降低企业财务杠杆水平的互补效应更明显,而国有企业的客户关系投资治理机制与内部控制治理机制对降低企业财务杠杆水平存在明显的替代效应。

**关键词:**关系投资;内部控制;财务杠杆;关系契约;规则契约

**中图分类号:**F235.19 **文献标识码:**A **文章编号:**1003-5230(2014)03-0106-09

## 一、引言

20世纪80年代日本企业特别是日本汽车制造商,依靠他们与供应商之间的战略伙伴关系取得了极大的成功,也使得近年来企业与供应商/客户之间的关系成为学术界研究的热点。双方通过关系专用性投资,在彼此之间建立起一体化的合作关系,有助于企业实现资源共享、资源互补、降低成本、增强抗风险能力、维持稳定的业务关系,以促进企业可持续发展。然而,Wilson和Mummaleneni的研究认为,只有对关系进行专用性投资后,才可能兑现对供应商/客户的承诺<sup>[1]</sup>。Ulrich进一步认为,只有完全承诺的企业,才会与其供应商建立起长期、忠实的关系<sup>[2]</sup>。为了降低因企业履约动机与履约能力不足带来的风险,增强主要供应商/客户对未来的长期交易关系的稳定预期,企业必须向供应商/客户传递准备履约的信号和承诺,其中,采取一些比较保守和稳健的财务政策来表明自己不可能面临破产清算,如保持较低的资产负债率、减少股利支付等等<sup>[3]</sup>,可以成为企业表达其履约动机与履约能

**收稿日期:**2014-02-14

**基金项目:**国家自然科学基金资助项目“内部控制对关系专用性投资价值创造的传导机制研究”(71272220);教育部人文社科青年基金资助项目“基于信任视角的内部控制与资源配置效率研究”(11YJC630235)

**作者简介:**徐虹(1972—),女,安徽桐城人,安徽工业大学商学院教授,博士;

李亭(1991—),女,安徽潜山人,安徽工业大学商学院硕士生;

林钟高(1960—),男,福建泉州人,安徽工业大学商学院教授,博士生导师。

力的“可置信承诺”。基于投资者保护比较健全的西方资本市场的研究大多发现,内部控制能够提高公司会计信息的可靠性,从而在公司与利益相关者(如股东、债权人等)之间的缔约过程中起到重要的置信与抵押作用。然而遗憾的是到目前为止,国内文献对高质量的内部控制是否在企业与包括供应商/客户在内的利益相关主体的契约关系中发挥作用以及发挥什么样的作用却鲜有涉及,并且已有的基于西方成熟资本市场的研究成果也未必适用于处于经济转型时期的中国,本文试图提供这方面的直接经验证据。

内部控制作为企业在取得低交易成本收益的同时弥补契约不完备的补充机制和控制机制,存在的前提之一,是不同的缔约主体之间首先存在了解和信任,并且需要维持这种信任。已有研究指出,会计作为维系人类社会信任的低成本工具,已经成为取得和维持信任的不可或缺的手段,因为在企业与交易伙伴的交易过程中,无论是正常的购销关系,还是利用商业信用进行替代性融资,交易伙伴都有对企业稳健、可靠会计信息的需求,但是高质量的会计信息是建立在健全有效的内部控制基础上的,高质量的内部控制增强了会计信息的可靠性。一方面,高质量的内部控制构成了各利益相关主体进行持续性交易的显示信号,诱致新的交易伙伴加入,保证了信号显示的可置信性;另一方面,高质量的内部控制又能起到信息甄别的作用,选择出诚实的新交易伙伴加入,增强了交易伙伴之间的诚意。内部控制正是充分发挥了这种信号显示与信息甄别的作用机制,以实现企业间交易的不断扩展。既然内部控制制度内生决定着会计信息质量,因此分析内部控制质量如何影响供应商/客户关系投资与企业财务杠杆的水平,是否有助于增强供应商/客户对企业的稳定性预期,继续维持缔约关系,可能是一个更加有效的视角。

本文的可能贡献在于:(1)丰富了内部控制经济后果方面的文献。如果把内部控制制度视为规则契约,则供应商/客户关系投资便是以社会关系为基础的关系契约,很显然,关系投资必然受到来自以市场秩序为基础的规则契约的影响。随着市场交易范围的扩大,企业对供应商/客户关系网络的依赖性大大降低,从而减弱了企业被逐出关系网络而可能导致的威胁。因此,内部控制规则治理拓宽了人们交易范围,弱化了供应商/客户关系对企业的约束。本文研究发现,在降低财务杠杆水平方面,内部控制规则治理不可能完全取代供应商/客户关系治理,二者既存在一定替代性,同时也存在一定互补性。(2)研究结论具有较强的理论价值和实践意义。内部控制的重要目标之一是提高企业经营效率和效果,促进企业实现发展战略,本文从供应商/客户和内部控制的角度出发,实证检验发现加强内部控制建设有助于降低企业财务杠杆、提高经营效率,并且本文的研究结果也表明内部控制信息披露有利于供应商/客户的利益保护,从而为实务界和监管机构制定有关内部控制和保护投资者利益方面的政策提供一个有益的视角。

## 二、理论分析与研究假设

关系投资可以看做是一种基于信任而建立起来的非正式外部治理机制。外部市场不完善所造成的高昂机会主义成本阻碍企业进行正常的市场交易,利用关系投资相对狭小的私人信任体系降低交易成本就成为企业的一种自然选择。Claessens等发现,在法律保护程度低,又缺乏有效市场显示信誉的情况下,建立在关系基础上的交易就成为主要选择<sup>[4]</sup>。根据交易成本理论,财务报告作为企业信息的重要传导机制,一方面能使交易双方以更低的成本获得对未来的预测,做出相应决策;另一方面能更有效地实施自我约束机制,满足长期契约治理(关系投资)的需要。一些研究成果提供了企业的资产负债率会随着关系投资程度的提高而下降的经验证据。Maksimovic和Titman通过产品市场竞争模型证明了供应商和客户对企业的关系投资水平与企业的财务杠杆负相关,因为高水平的财务杠杆增加了企业破产清算的可能性,降低了客户和供应商对企业的稳定预期,从而减少了企业在高质量产品和自身声誉积累方面的投资<sup>[5]</sup>。Banerjee等以美国上市公司为研究对象,发现更依赖于大供应商和客户进行生产和销售的企业会主动选择较低水平的财务杠杆。Maksimovic建立的重复博弈模型表明,负债比率的提高将使企业间合谋的能力下降<sup>[6]</sup>。近期,越来越多的学者关注了转型经济社

会中关系投资的重要性,研究结果发现关系投资对公司的股权结构和资本结构都会产生重要影响。国内的相关研究成果较少,孔翔等以中国资本市场的制造业上市公司为研究对象,发现更依赖于前五大供应商和客户进行生产和销售的企业会主动选择更保守的资本结构<sup>[7]</sup>。尽管供应商和客户对企业经营状况的关注点可能存在差异,比如供应商可能因为求偿要求而更加关注企业的信用状况;客户可能更为关注企业提供商品/服务的质量、价格以及稳定生产及时供货等相关信息,但是最终的落脚点都离不开对合理企业财务状况和有效财务资源配置的关切。因此我们预期,随着供应商/客户关系投资程度的上升,企业会主动控制其经营风险、财务风险,选择较低的财务杠杆水平。据此提出研究假设 1:

H1:限定其他条件,企业与其供应商/客户的关系投资越高,企业财务杠杆比例越低。

内部控制作为组织自身降低内部各层级之间代理问题而建立的一套风险控制机制,其目标是通过保证内部各层级委托代理关系中代理人信托责任的履行,进而保证组织目标实现。作为组织内部的组织设计和程序,内部控制可以减少财务风险的发生,抑制企业内幕交易行为,有助于降低企业风险<sup>[8][9][10]</sup>。国内的相关研究成果表明,内部控制可以优化资本结构、降低理财风险,以风险管理为主要内容的内部控制可以分散企业风险,抑制企业预期现金流的波动性,降低企业破产的可能性。袁小波通过对沪市制造业上市公司的研究发现,内部控制对财务风险具有一定的影响,内部环境、风险评估、控制活动、信息与沟通以及内部监督与财务风险之间呈显著的正相关关系<sup>[11]</sup>。黄寿昌发现内部控制良好的公司通过信息披露将自身与那些内部控制较差的公司区别开来,发出高质量会计信息和良好财务状况的可置信承诺,大大降低信息不对称程度<sup>[12]</sup>。内部控制通过风险管控,降低企业的波动性,确保企业在一个适度的资产负债率下经营,向外界传递一种好的财务信号。因此我们可以合理推测,企业内部控制质量越高,企业能更好地控制财务风险和财务杠杆水平。据此提出研究假设 2:

H2:限定其他条件,内部控制越好,企业财务杠杆比例越低。

以关系为基础调节人们的行为取向是中国社会自古以来的一个重要特征。虽然历经时代变迁,关系的内容和形式也在不断发生变化,然而作为中国社会的重要特征之一,关系却始终是我们挥之不去的事实。作为一种关系治理机制,关系投资是一种基于信任而建立起来的非正式外部治理机制<sup>[13]</sup>,当加入基于规则治理的内部控制这一企业内部治理机制,并发生交互作用时,两类交易治理机制将会对企业财务杠杆水平产生怎样的影响?

关系投资在财务杠杆配置过程中发挥着极为重要的作用,但是,信息不对称和代理问题却使关系投资的配置效率大大降低。相反,内部控制在缓解信息不对称、提高监督激励力度、放松融资约束方面却具有显著的优势。因而,关系投资与内部控制能形成一种优势互补关系。以会计稳健性为例,在企业间的合作中,主要供应商作为企业的主要债权人之一,会计稳健性成为缓解和降低债权人承担破产风险,从而有效解决债权人和企业之间利益的重要选择<sup>[14]</sup>。Leftwich 发现债权人会调整 GAAP 以满足债务契约对稳健性的需求<sup>[15]</sup>。当企业的债务比率大幅度提高或者经营业绩严重下滑时,破产风险随之加大,债权人为了有效监督债务人的经营状况,缓解信息不确定性,就会要求企业采取更为稳健的会计政策以保护自身利益。孙铮等的研究表明,相对债务比重低的公司而言,债务比重较高公司的会计政策选择更稳健<sup>[16]</sup>。方红星和张志平的研究发现,当上市公司具有较高的内部控制质量时,管理层机会主义行为受到限制,对预期经济损失坏消息及时识别和确认力度增加,会计稳健性增强<sup>[17]</sup>。内部控制作为企业内的一种制度安排,和公司治理的防掠夺相比,内部控制更强调防舞弊,通过抑制管理层机会主义行为(管理层会出于自身或企业经济利益的考虑,利用会计准则提供的选择余地进行盈余操纵),防范舞弊发生,改进财务报告质量,减少供应商/客户与企业之间的信息不对称,增进企业与供应商/客户之间的信任关系,实现内部财务激励与约束,降低财务风险<sup>[12][13]</sup>。因此可以认为,内部控制(规则契约治理)与供应商关系投资(关系契约治理)两种治理机制的交互作用,在降低企业财务风险、控制财务杠杆水平方面存在互补效应。

关系投资治理有助于降低或解决正式合同所面对的交易风险,基于信任的反复交易对具有长期合作关系的合作者来说是有益的<sup>[26]</sup>。稳定和持久的关系型财务交易关系可以缓解和抑制财务交易

主体之间的财务冲突,从而为财务交易主体专用性投入提供足够的激励。其一,关系投资向外界传递了企业准备履行隐性契约的资本承诺,表明企业具有履约动机。关系投资使企业存在可占用性租金,从而对企业行为产生约束,这种约束作用使企业行为具有可置信性。企业一旦发生机会主义行为就会因关系投资遭受的损失而承担机会成本;其二,关系投资有助于提高企业的履约能力,可以培育企业为顾客提供独特产品和服务的能力,建立与顾客的长期交易关系,有助于企业形成有竞争优势的核心能力。内部控制作为一种向外界传递承诺的信任机制,一方面能够为合作成员提供稳定的心理预期,从而减少交易的风险,因此企业完善的内部控制机制会促进关系投资的建立;另一方面内部控制机制能够降低交易的机会主义,减少不确定性,但是由于内部控制的构建与完善需要大量的成本,也需要足够的人力和经验去维护<sup>[18]</sup>,当企业已经与外部发展了一定的关系合作对象时,由于关系投资企业成员间稳定持久的合作关系,企业对自身风险控制的要求也势必会下降。当关系投资构建完善、企业所面临的风险程度降低、抵御外部风险能力增强,企业间形成相互信任的长期稳定的合作关系时<sup>[19]</sup>,企业对内部控制治理机制的依赖性必定会降低。因此,从成本投入视角看,内部控制与关系投资通过不同的方式增加企业在交易中的可预测性,通过内部控制与关系投资的相互替代关系,可以更真实地描述关系投资与内部控制之间关系的动态性;廉价而高效的内部控制的存在使得企业较少依赖关系投资;而当关系投资存在时企业可以降低因设置内部控制机制而带来的成本和复杂性。从信息角度看,如果企业内部控制较完善,内部控制对于企业风险的控制已经达到了一定的水平,在企业依靠产品及服务获得核心竞争力时,降低了主要客户群对企业财务杠杆水平的关注度。基于上述分析,我们可以认为内部控制(规则契约治理)与客户关系投资(关系契约治理)两种治理机制的交互作用,在降低企业财务风险、控制财务杠杆水平方面存在替代作用。

由以上分析可知,供应商/客户关系契约有其两面性:一方面建立在良好声誉基础上的关系契约能够促进内部控制规则契约的有效执行;另一方面关系契约也可能因其垄断和主导力量,破坏以市场为基础的规则契约的执行,表现为对交易一方或第三方权益的侵害,其结果使经济导向“坏”的市场经济轨道上。在供应商/客户关系契约向内部控制规则契约转变过程中,合理的社会经济结构和均衡的社会资源配置对于推动内部控制规则契约的执行有着重要意义。通过经济交易各方的充分协商和谈判,使内部控制规则契约成为普遍共识,从而促进供应商/客户关系契约的和谐发展。据此提出研究假设 3:

假设 H3a:限定其他条件,供应商关系投资与内部控制在降低企业财务杠杆比例中存在互补效应。

假设 H3b:限定其他条件,客户关系投资与内部控制在降低企业财务杠杆比例中存在替代效应。

### 三、研究设计

#### 1. 样本的选择

本文用 2007~2011 年沪深两市所有上市公司为样本,剔除了金融类上市公司、ST 公司以及数据缺失样本。向前五大供应商采购比例 Supply 和向前五大客户销售比例 Customer 数据均由手工收集年报并经复核检查所得,保证了数据的准确性,最终确定 Supply 的有效观测值为 3 319 个, Customer 的有效观测值为 5 265 个。公司最终控制人数据和第一大股东持股比例数据均由手工收集并与 CCER 数据库复核检查所得,上市公司的财务数据来自 CSMAR 数据库和 Wind 数据库,为了减少异常值对研究结论的影响,本文对所有连续性变量进行了上下 1% 的 Winsorize 处理。

#### 2. 模型设定

为了检验本文研究假设,我们建立如下模型:

$$LEV = \alpha + \beta_1 RSI + \beta_2 ICQ + \beta_3 RSI \times ICQ + \beta_4 Size + \beta_5 Roa + \beta_6 Growth + \beta_7 Shr1 + \beta_8 Private + \beta_9 Tobinq + \beta_{10} Shr1_{10} + \beta_{11} ETR + \beta_{12} Age + Ind + Year + e$$

模型中的被解释变量是企业财务杠杆水平 LEV,本文用资产负债率(总负债/总资产)来衡量。模型中的主要解释变量是关系专用性投资 RSI 和内部控制 ICQ。本文借鉴 Kong 和何小杨的做

法<sup>[19][20]</sup>,采用向前五大供应商采购比例 Supply 或向前五大客户销售比例 Customer 来度量企业的关系投资。内部控制变量则采用深圳迪博公司的内部控制指数来衡量。

借鉴有关文献,本文还引入以下控制变量:资产规模(Size)、资产收益率(Roa)、控制人性质(Private)、托宾 Q 值(Tobinq)、实际所得税税率(ETR)、成长性(Growth)、第一大股东持股比例(Shr1)、前十大股东持股比例(Shr1-10)、公司上市年限(Age)、年度(Year)和行业(Ind)等变量,各变量的具体定义见表 1。

表 1 变量定义表

变量名称	变量代码	变量定义
企业财务杠杆水平	LEV	总负债/总资产
供应商关系投资	Supply	公司向前五大供应商采购额占公司全年采购额的比例
客户关系投资	Customer	公司向前五大客户销售额占公司全年销售额的比例
内部控制	ICQ	采用迪博内部控制指数,该指数越高,说明内部控制越好
产权性质	Private	虚拟变量,如果公司的最终控制人为非国有股东,取值为 1,否则为 0;
公司规模	Size	年度账面总资产的自然对数
公司价值	Tobinq	市场价值/重置成本=(每股价格×流通股份数+每股净资产×非流通股份数+负债账面价值)/总资产
实际所得税税率	ETR	(所得税费用-递延税款贷项)/息税前利润
大股东持股比例	Shr1	公司第一大股东持股比例
前十大股东持股比例	Shr1-10	公司前十大股东持股比例总和
总资产报酬率	Roa	公司当年总资产报酬率
成长能力	Growth	公司当年年末资产总额减年初资产总额再除以年初资产总额
上市年限	Age	公司的上市年限
行业变量	Ind	虚拟变量,根据证监会对制造业的二级分类标准进行分类,用来控制行业因素的影响
年度变量	Year	虚拟变量,用来控制宏观经济因素的影响

#### 四、实证分析

##### (一)描述性统计与主要变量的相关性检验

从相关变量的描述性统计可以看出(限于篇幅,结果未在文中列示),变量 Supply 和 Customer 的均值都超过了 29%,说明企业与前五大供应商和客户的交易比例都超过了四分之一,表明上市公司的前五大供应商和客户都比较集中,依赖性大,且企业对供应商依赖程度更高(达到 67%)。另外,变量 Supply 和 Customer 的最大值和最小值之间的差距非常明显,这也为本文的研究提供了非常好的契机。同样,我们可以观察到内部控制变量 ICQ 最小值和最大值之间的差距较为明显,说明中国各地区的制度环境差异较大,上市公司的内部控制质量差异也很大;变量 ICQ 的均值为 6.99,说明我国上市公司的内部控制发展极不平衡,且内部控制的建设和投资不足,质量普遍偏低。LEV 的均值为 0.47,最小值为 0.007,最大值为 1.32,标准差为 0.20,最小值与最大值之间的差距非常明显,中位数为 0.48,这说明大部分企业的财务杠杆水平还是偏高,而且企业之间的财务杠杆水平差异也很大,这为关系投资的研究提供了很好的契机。

从主要变量的系数矩阵分析可以发现,各主要变量间的相关系数并不大,这说明多重共线性问题可能并不严重。企业的财务杠杆水平 LEV 和供应商关系投资 Supply 在 5%的水平上显著负相关,表明企业与主要供应商构建的关系投资可以降低企业财务杠杆比例;与客户关系投资变量 Customer 在 10%的水平上显著负相关,初步验证了企业与主要客户构建的关系投资可以降低企业财务杠杆比例的假设。但是,我们必须谨慎看待这些初步的结果,因为两两相关系数的检验并没有控制其他可能的影响因素。下面我们将在控制企业特征、时间效应和行业效应以后,对上述关系进一步检验。

##### (二)多元回归结果分析

###### 1.关系投资与企业财务杠杆水平

关系投资与企业财务杠杆水平之间关系的回归结果如表 2 所示。表 2 前两列考察的是当期关系

投资的情况,关系投资变量 RSI 的系数和本文的预期基本一致,供应商关系投资变量 Supply 的系数为-0.026 82,客户关系投资变量 Customer 的系数为-0.011 60,且都在 5%水平下显著为负,这说明随着供应商/客户关系投资的增加,企业的财务杠杆水平会降低,假设 H1 得到验证。表 2 后两列考察的是滞后一期的关系投资情况,Supply 和 Customer 的回归系数均依然显著为负,假设 1 再次得到验证。

表 2 关系投资与企业财务杠杆水平

自变量	当期关系投资(t 期)		滞后一期关系投资(t+1 期)	
	供应商关系投资(Supply)	客户关系投资(Customer)	供应商关系投资(Supply)	客户关系投资(Customer)
RSI	-0.026 82** (-2.15)	-0.011 60** (-2.27)	-0.028 07** (-2.24)	-0.043 55*** (-4.21)
Size	0.055 80*** (19.41)	0.065 84*** (30.65)	0.055 94*** (19.46)	0.064 97*** (30.22)
Roa	-0.783 35*** (-16.63)	-0.887 79*** (-23.16)	-0.785 21*** (-16.66)	-0.887 92*** (-23.20)
Growth	0.082 75*** (7.11)	0.105 12*** (10.88)	0.082 55*** (7.09)	0.105 64*** (10.95)
Shr1	-0.010 75(-0.57)	0.049 18** (2.54)	-0.010 90(-0.58)	0.051 53*** (2.66)
Private	-0.007 31(-1.26)	0.004 21(0.86)	-0.007 53(-1.30)	0.003 90(0.80)
Tobinq	-0.015 25*** (-5.21)	-0.000 42(-0.24)	-0.015 31*** (-5.23)	-0.000 48(-0.28)
Shr1-10	0.035 16* (2.03)	-0.080 04*** (-3.84)	0.034 85** (2.01)	-0.077 62*** (-3.73)
ETR	0.115 69*** (6.18)	0.031 05** (2.12)	0.115 07*** (6.14)	0.031 85** (2.18)
Age	0.004 16*** (6.45)	0.006 61*** (12.25)	0.004 14*** (6.39)	0.006 78*** (12.54)
Year/Ind	控制	控制	控制	控制
F 值	65.29	125.17	63.46	122.21
Adj-R <sup>2</sup>	0.390 0	0.437 7	0.390 2	0.439 2
观测值	3 319	5 265	3 319	5 265

注:括号内为 t 值;\*\*\*、\*\* 和 \* 分别表示在 1%、5%和 10%的水平上显著,下表同。

## 2.内部控制与企业财务杠杆水平

内部控制与企业财务杠杆水平之间关系的回归结果如表 3 所示。从表 3 前两列看,无论是供应商关系投资样本,还是客户关系投资样本,内部控制质量均与财务杠杆比例显著负相关,假设 H2 得到验证,即内部控制越好,企业财务杠杆比例越低。表 3 后两列是从行业平均财务杠杆水平的角度对此关系做进一步的考察。内部控制好有利于更好地进行风险管控,但是,好的风险管控应该是适度的财务杠杆,而不是一味追求低的财务杠杆。因此,本文进一步考察并得到验证:内部控制越好,企业财务杠杆越不可能高于行业均值,或者说更可能采用低于行业均值的杠杆水平,假设 2 得到更为坚实的验证。

表 3 内部控制与企业财务杠杆水平

自变量	财务杠杆水平		行业平均财务杠杆水平	
	供应商关系投资(Supply)	客户关系投资(Customer)	供应商关系投资(Supply)	客户关系投资(Customer)
ICQ	-0.019 13*** (-4.41)	-0.011 85** (-2.24)	0.259 85*** (3.45)	0.055 58*** (5.50)
Size	0.065 83*** (19.02)	0.067 68*** (31.50)	-0.880 31*** (-13.35)	-0.165 48*** (-23.74)
Roa	-0.676 78*** (-12.78)	-0.857 0*** (-21.36)	10.203 7*** (10.45)	1.679 25*** (14.40)
Growth	0.083 4*** (7.18)	0.105 11*** (10.88)	-1.090 93*** (-4.50)	-0.197 35*** (-6.45)
Shr1	-0.014 27(-0.76)	0.049 20** (2.54)	0.341 55(1.02)	-0.122 58** (-2.30)
Private	-0.006 40(-1.10)	0.004 42(0.90)	0.151 16(1.54)	0.012 13(0.85)
Tobinq	-0.015 13*** (-5.18)	-0.000 52(-0.30)	0.179 05*** (3.10)	0.003 82(0.80)
Shr1-10	0.034 31** (1.98)	-0.078 93*** (-3.78)	-0.675 09** (-2.28)	0.186 90*** (3.22)
ETR	0.118 19*** (6.32)	0.032 38** (2.21)	-1.571 11*** (-4.67)	-0.066 56(-1.60)
Age	0.004 26*** (6.61)	0.006 58*** (12.19)	-0.032 49*** (-2.84)	-0.012 53*** (-8.25)
Year/Ind	控制	控制	控制	控制
F 值	66.03	125.16	763.03(卡方值)	130.96(卡方值)
Adj-R <sup>2</sup>	0.392 8	0.437 7	0.260 3	0.308 6
观测值	3 319	5 265	3 319	5 265



### 3. 关系投资、内部控制与企业财务杠杆水平

关系投资、内部控制与企业财务杠杆水平之间关系的回归结果如表 4 所示。在表 4 的第 1 列, 企业向前五大供应商购买比例变量 Supply 显著为负, 企业内部控制质量变量 ICQ 也显著为负, 在将两者交互之后, 交互项 Supply×ICQ 的系数也显著为负, 假设 H2a 得到验证, 即关系投资与内部控制在降低企业财务杠杆比例中存在互补效应, 表明高质量的内部控制在供应商关系投资抑制企业高财务杠杆水平方面起到了积极的作用。同样, 由表 4 第 3 列可以看出, 客户关系投资 Customer 的回归系数显著为负, 内部控制质量 ICQ 的回归系数也显著为负, 但客户关系投资与内部控制的交互项 Customer×ICQ 的回归系数却显著为正, 假设 H2b 得到验证, 即客户关系投资与内部控制制度在降低企业财务杠杆比例的过程中起到了替代效应。由此说明较完善的企业内部控制对于企业风险的控制已经达到了一定的水平, 从而导致当企业依靠产品及服务获得核心竞争力时, 主要客户群对企业财务杠杆水平的关注度降低。

表 4 关系投资、内部控制与企业财务杠杆水平

自变量	因变量:LEV			
	参数估计	T 值	参数估计	T 值
Supply	-0.028 23 **	-2.26		
Customer			-0.032 21 ***	-3.00
ICQ	-0.019 22 ***	-4.42	-0.035 3 ***	-3.00
Supply×ICQ	-0.022 04 *	-1.65		
Customer×ICQ			0.025 34 **	2.14
Size	0.064 64 ***	18.52	0.066 79 ***	30.61
Roa	-0.669 12 ***	-12.63	-0.860 14 ***	-21.45
Shrl	-0.011 58	-0.62	0.048 33 **	2.49
Growth	0.084 26 ***	7.26	0.106 04 ***	10.98
Private	-0.006 44	-1.11	0.004 71	0.96
Tobinq	-0.015 01 ***	-5.14	-0.000 495 23	-0.28
Shrl-10	0.034 68 **	2.01	-0.079 58 ***	-3.82
ETR	0.118 70 ***	6.36	0.031 76 **	2.17
Age	0.004 40 ***	6.80	0.006 58 ***	12.21
Year/ind	控制	控制	控制	控制
F 值	62.61 ***		118.48 ***	
Adj-R <sup>2</sup>	0.393 9		0.438 6	
观测值	3 319		5 265	

### 4. 产权性质视角下的进一步检验

不仅企业内部控制质量因产权不同而存在差异, 产权性质的差异还导致了国有与非国有企业在缓解供应商/客户谈判要挟的能力上存在差异<sup>[21][22]</sup>。对国有企业来说, 和政府天然的密切联系决定了政府会优先将所控制的稀缺资源分配给它们<sup>[23]</sup>, 这些资源包括资金、财政补贴、土地、经营许可、销售渠道等诸多方面。因此, 在面临供应商或客户的要挟时, 国有企业会利用政府的支持来缓解这种压力, 例如选择替代性的销售渠道、生产多元化的产品等等。因此, 在政府干预较为普遍的中国, 产权性质是影响企业治理机制作用发挥的一个重要因素。为了检验在产权性质不同的情况下, 关系投资治理机制与内部控制治理机制(对企业财务杠杆水平的影响)之间的交互作用是否存在差异, 我们将样本分为国有企业和非国有企业, 进一步检验由于产权性质差异带来的影响。

由表 5 可以看出, 对于供应商关系投资而言, 在国有企业样本和非国有企业样本中, 交互项 Supply×ICQ 的回归系数在统计上均不显著, 但是国有企业样本的回归系数的绝对值(-0.016 35) 远远高于非国有企业(-0.001 70), 即相对于非国有企业, 国有企业的供应商关系投资治理机制与内部控制治理机制对降低企业财务杠杆水平的互补效应更明显。对于客户关系投资而言, 交互项 Customer×ICQ 的回归系数在国有企业样本中显著为正, 而在非国有企业样本中为正但不显

著,即相对于非国有企业,国有企业的客户关系投资治理机制与内部控制治理机制对降低企业财务杠杆水平存在明显的替代效应。其主要原因在于非国有企业的草根性,为了巩固良好的供应商/客户关系,必然要增强规则治理意识,强化企业内部控制建设与执行力度,对供应商/客户关系的管理风险进行防范与控制,以取得企业更为长久的发展,因此即使规则治理完善,也依然无法取代关系治理的作用;而国有企业与政府的天然联系以及为企业形象及竞争力提供的隐性担保,所以导致这两种治理机制间的替代作用明显。

表 5 关系投资、内部控制与企业财务杠杆水平回归结果(按企业产权性质分组)

自变量	供应商关系投资(Supply)		客户关系投资(Customer)	
	国有企业样本	非国有企业样本	国有企业样本	非国有企业样本
Supply	-0.032 63** (-2.06)	-0.001 38(-0.69)		
Customer			-0.050 25*** (-3.27)	-0.013 73(-0.93)
ICQ	-0.020 45*** (-3.70)	-0.011 42(-1.63)	-0.039 44*** (-2.60)	-0.021 87(-1.44)
Supply×ICQ	-0.016 35(-1.01)	-0.001 70(-0.79)		
Customer×ICQ			0.043 45*** (2.61)	0.010 10(0.61)
F 值	35.85	28.80	50.17	65.08
Adj-R <sup>2</sup>	0.380 6	0.405 0	0.373 5	0.469 8
观测值	1 929	1 390	2 805	2 640

注:限于篇幅,回归模型中的控制变量不再一一列示,有兴趣的读者可向作者索取。

### 5. 稳健性检验

本文采用了以下几种方式进行稳健性检验:(1)借鉴曾春华的研究<sup>[24]</sup>,用短期负债比率作为财务杠杆的替代变量,检验结论不变;(2)相对于其他行业而言,制造业企业更依赖与供应商和客户进行交易,因此本文剔除了其他行业,只对制造业样本进行检验,发现结果不变。因此,本文的研究结论是可靠的。

## 五、研究结论与不足

本文以 2007~2011 年中国上市公司为研究对象,分别以“向前五大供应商采购额占企业采购总额的比例”、“向前五大客户销售额占企业销售总额的比例”来衡量企业与供应商、客户的关系投资,探讨企业关系投资对企业财务杠杆水平的影响,并进一步考虑在引入内部控制机制后关系投资对企业财务杠杆水平的影响会产生什么样的变化。研究表明:(1)企业与其供应商/客户的关系投资越高,企业财务杠杠比例越低;(2)内部控制越好,企业财务杠杠比例越低;(3)供应商关系投资与内部控制在降低企业财务杠杠比例中存在互补效应,客户关系投资与内部控制在降低企业财务杠杠比例中存在替代效应;(4)相对于非国有企业,国有企业的供应商关系投资治理机制与内部控制治理机制对降低企业财务杠杠水平存在明显的互补效应,而国有企业的客户关系投资治理机制与内部控制治理机制对降低企业财务杠杠水平存在明显的替代效应。

本文可能存在如下不足:(1)由于受到上市公司披露前五大供应商/客户具体信息内容的限制,不能具体判断公司每年的前五大供应商和前五大客户是否包含了公司的关联方,以及可能关联方交易的具体数量;(2)如果公司处于那些集中度非常高的行业,其市场地位提供了相对于其供应商和客户而言更有利的谈判优势,这使得公司在与其供应商和客户交易时可能处于更加有利的地位。(3)供应商供货给企业可能存在三种情况,即现金交货、企业预付款项、企业赊账。应该说,赊账情况下,供应商企业更有可能因为求偿要求而关注企业的财务杠杠水平。但受制于数据限制,本文无法具体甄别。这些问题对研究结论可能产生何种影响,将是后续研究进一步探索的方向。

### 参考文献:

[1] Wilson, D.T., Mummaleneni, V. Bonding and Commitment in Supplier Relationships: A Preliminary Conceptualization[J]. Industrial Marketing and Purchasing, 1986, 1(3): 44—58.



- [2] Ulrich, D. Tie the Corporate Knot-Gaining Complete Customer Commitment[J]. Sloan Management Review, 1989, 30(4): 19—27.
- [3] 郭红彩. 管理层权力对上市公司分红行为的影响——基于我国 A 股上市公司的经验证据[J]. 中南财经政法大学学报, 2013, (1): 137—143.
- [4] Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H., et al. When Does Corporate Diversification Matter to Productivity and Performance? Evidence from East Asia[J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2003, 11(3): 365—392.
- [5] Maksimovic, V., Titman, S. Financial Policy and Reputation for Product Quality[J]. Review of Financial Studies, 1991, 4(1): 175—200.
- [6] Maksimovic, V. Capital Structure in Repeated Oligopolies[J]. The RAND Journal of Economics, 1988, (3): 389—407.
- [7] 孔翔, 陈炜. 我国上市公司应该选择什么样的股权结构? [R]. 深圳证券交易所研究报告, NO.0116, 2005.
- [8] 盛常艳. 内部控制缺陷信息披露与公司业绩的关系——来自中国 A 股上市公司的数据[J]. 现代财经, 2012, (6): 88—95.
- [9] Brochet, F. Information Content of Insider Trades before and after the Sarbanes-Oxley Act[J]. The Accounting Review, 2010, 85(2): 419—446.
- [10] 苏秀花, 赵息. 内部控制效率的地区差异及其影响因素研究[J]. 求索, 2013, (2): 10—13.
- [11] 袁晓波. 内部控制与财务风险——来自中国沪市制造业上市公司的经验证据[J]. 经济与管理研究, 2010, (5): 60—68.
- [12] 黄寿昌, 杨雄胜. 内部控制报告、财务报告质量与信息不对称——来自沪市上市公司的经验证据[J]. 财经研究, 2011, (7): 81—91.
- [13] 刘仁军. 关系契约与企业网络转型[J]. 中国工业经济, 2006, (6): 91—98.
- [14] Watts, R. L. Conservatism in Accounting Part II: Evidence and Research Opportunities[J]. Accounting horizons, 2003, 17(4): 287—301.
- [15] Leftwich, R. Accounting Information in Private Markets: Evidence from Private Lending Agreements[J]. Accounting Review, 1983, 58 (10): 23—42.
- [16] 孙铮, 刘凤委, 汪辉. 债务、公司治理与会计稳健性[J]. 中国会计与财务研究, 2006, 7(2): 112—173.
- [17] 方红星, 张志平. 内部控制质量与会计稳健性——来自深市 A 股公司 2007—2010 年年报的经验证据[J]. 审计与经济研究, 2012, (5): 3—10.
- [18] Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D. W., Kinney, Jr. W. R. The Discovery and Reporting of Internal Control Deficiencies Prior to SOX-Mandated Audits[J]. Journal of Accounting and Economics, 2007, 44(1): 166—192.
- [19] Kong, X. Why Are Social Network Transactions Important? Evidence Based on the Concentration of Key Suppliers and Customers in China[J]. China Journal of Accounting Research, 2011, 4(3): 121—133.
- [20] 何小杨. 我国家族企业中的“人际关系网”——现状及制度诱因[J]. 证券市场导报, 2011, (11): 54—66.
- [21] 刘启亮, 罗乐, 何威风, 陈汉文. 产权性质、制度环境与内部控制[J]. 会计研究, 2012, (3): 52—61.
- [22] 张敏, 马黎珺, 张胜. 供应商—客户关系与审计师选择[J]. 会计研究, 2012, (12): 81—86.
- [23] Shleifer, A., Vishny, R. W. Politicians and Firms[J]. The Quarterly Journal of Economics, 1994, 109(4): 995—1025.
- [24] 曾春华, 杨兴全. 多元化经营、财务杠杆与过度投资[J]. 审计与经济研究, 2012, (6): 83—91.

(责任编辑: 胡浩志)