

金融关联与内部控制对企业创新投资的影响： 互补抑或替代？

周雪峰，左静静

(郑州航空工业管理学院会计学院，河南 郑州 450046)

摘要：本文以2012~2016年沪深A股上市公司为样本，探讨金融关联、内部控制及其交互作用对企业创新投资的影响。研究发现，金融关联和内部控制均能促进企业创新投资，且在促进创新投资过程中，金融关联和内部控制存在替代效应。区分金融关联类型后发现，该替代效应主要存在于银行金融关联之中，而非银行金融关联未影响内部控制作用的发挥。本研究表明，在目前大力推行内部控制制度建设过程中，应当考虑“关系”这一非正式制度背景，进而优化企业创新投资行为。

关键词：金融关联；内部控制；创新投资；互补效应；替代效应

中图分类号：F239

文献标识码：A

文章编号：1004-4892(2019)02-0037-10

一、引言

目前，我国处于供给侧改革的深化阶段，新旧经济增长点的交替和产业结构调整使鼓励企业创新成为供给侧改革的重点。技术创新通过强化企业市场竞争能力和调整成本对冲能力影响企业杠杆水平^[1]，对矫正资源配置扭曲、优化经济结构、培育经济发展新动力发挥了重要作用。然而，创新投资的资产专用性、不确定性和弱排他性^[2]等特征降低了企业创新活动的信息披露意愿，使企业与外部投资者之间存在较高的信息不对称，因此融资约束成为制约企业创新投资的关键因素。转型经济体制下，作为正式制度的替代机制，金融关联能够增加企业融资规模、降低融资成本和延长债务期限^{[3][4]}，对企业创新活动产生重要影响。同时，随着市场机制逐渐规范，高质量的内部控制会对企业创新投资产生积极影响^[5]。企业创新投资具有高度信息不对称和抵押担保物稀缺的特点，内部控制作为一种正式制度，通过提高会计信息质量^[6]在企业与利益相关者(如股东、债权人等)的缔约过程中发挥重要的置信和抵押作用，从而影响企业创新投资行为。既然金融关联(非正式制度)与内部控制(正式制度)均能影响企业创新投资，那么，随着正式制度的逐渐建立，是否会对非正式制度的作用造成冲击？非正式制度的存在是否影响正式制度的形成？目前针对上述问题的研究并不多见，本文将从金融关联和内部控制两个方面探讨对企业创新投资的影响，以期丰富相关领域的研究成果。

企业创新投资面临的最大问题是融资约束，而融资约束根源在于企业与金融机构之间的信息不

收稿日期：2018-04-23

基金项目：国家社会科学基金项目(16CJY006)

作者简介：周雪峰(1982-)，男，河南新乡人，郑州航空工业管理学院会计学院副教授，博士；左静静(1993-)，女，河南济源人，郑州航空工业管理学院会计学院硕士生。

对称。一方面,创新投资极易引起同行“搭便车”行为,而创新活动的对外信息披露会强化这种“正外部性”,因此,企业难以向资本市场有效传递创新项目的相关信息。另一方面,一些企业为获得创新项目贷款,向金融机构提供虚假会计信息,逆向选择直接引发金融机构的“信贷配给”,使企业创新活动面临更高的融资成本。而建立金融关联后,企业可向金融机构披露其不愿向资本市场披露的私有信息,金融机构也能够长期交往中对企业的信息披露行为进行有效识别,因此,金融关联使双方信息不对称程度大大降低,从而有利于企业创新活动的开展。同时,内部控制作为弥补契约不完备的补充机制和控制机制,能够为金融机构提供稳健可靠的会计信息^[7],缓解企业与金融机构之间的信息不对称。内部控制作为企业内部实施的全程、全员、全面的过程控制,能够限制对外报告信息的故意操纵,降低会计处理和财务报告中无意的程序和估计差错风险^[8],高质量的内部控制能够提高企业会计信息透明度^[9]。而会计信息质量是金融机构发放贷款的重要依据,由此可见,内部控制质量会直接影响金融机构的信贷投放等决策^[10],而金融关联的直接经济后果就是影响金融机构的贷款行为。因此,将金融关联与内部控制纳入同一研究框架,探讨其对企业创新投资的交互效应,具有一定的理论与现实意义。

本文的贡献主要有以下两个方面:第一,有别于现有的分别探讨金融关联和内部控制对企业创新投资影响的文献,本文将金融关联与内部控制纳入同一研究框架,完善了有关正式制度与非正式制度的交互效应研究;第二,本文研究发现,内部控制有利于企业创新投资,这为我国内部控制制度的推行和创新战略的实施提供了有力证据,也为有关内部控制和创新投资保护方面的政策出台提供借鉴。

二、理论分析与研究假设

(一)金融关联与企业创新投资

企业创新活动具有典型的高风险性、不可预测性和长期性特征^[11],债权人向来厌恶对其进行投资^[12],因此企业创新活动面临严重的融资约束。如果金融市场能够对融资企业进行事前仔细审查与事后有效监管,便可有效缓解融资约束^[13]。但是,新兴国家资本市场流动性较差,企业在向投资者传递创新活动价值时面临较多困难^[14],披露的创新项目信息有限^[15],直接制约企业创新活动的开展意愿。目前,关系导向战略成为中国企业的生存法则之一,社会关系网络及企业的根植性(社会资本)能够提升企业内部各种活动的效率,其中也包括创新活动^[16]。金融关联作为社会网络中的重要内容,成为企业创新活动的重要治理机制。当企业建立金融关联后,其与金融机构来往更加密切,信息交流更及时,金融机构通过历史交易数据能够有效搜集企业各方面的信息,不管是提供贷款还是进行担保都具有信息上的优势,从而产生信息揭示的帕累托改进效应。祝继高等(2015)发现银行金融机构与企业关系的紧密程度与信贷可获得性显著正相关,金融关联对企业融资行为的影响主要通过资源效应、信息效应及管理效应产生^[4]。即长期的“关系”能够减少信息不对称,显著增强企业融资能力,而融资能力的提升会进一步增强高管创新活动的开展意愿。金融关联除了对创新项目融资有直接影响外,还会影响企业创新项目的决策行为。Manso(2011)认为,对高管最佳的创新激励计划应容忍早期可能发生的失败,风险承担能力便成为影响企业创新意愿的重要因素^[17]。高阶理论认为,工作经历作为一种高管特征,能够影响管理者价值观、任职和风险偏好等进而影响其战略决策^[18]。由于金融业天然具有高风险特征,这对企业高管的风险承担水平与投资项目评估能力提出更高要求,长期的金融机构工作经历使金融关联高管对失败具有较高的容忍度。因此,具有金融机构工作背景的高管往往具备更高的风险承担能力,而高风险承担促使企业产生更高的创新积极性^[19]。据此,提出本文的假设1:

H1：金融关联有利于企业创新投资。

（二）内部控制与企业创新投资

由于信息对称和代理成本的存在，企业创新面临投资不足、财务舞弊、创新资金链断裂和决策失误等问题。内部控制通过一系列制衡和监督制度安排来降低信息不对称和代理成本，防范逆向选择和道德风险的发生^[20]，对创新投资产生重要影响。从内部控制的五要素来看，内部环境建设要求企业建立有效的治理机制，以对经理人形成约束。管理防御是企业创新活动面临的主要问题之一，当经理人追求自身利益最大化时，倾向于减少企业创新投入，而内部控制将有利于缓解管理防御对企业创新投资的抑制作用^[21]。风险评估要求企业及时识别影响内部控制目标实现的各种不确定因素。创新投资存在高昂调整成本和转换成本，突发的资金链断裂可能致使创新活动失败。风险评估可有效识别企业创新投资面临的潜在风险，降低创新投资失败的概率。控制措施要求企业建立良好的职责分工、审核批准和绩效考核体系。良好的职责分工有利于避免企业内部创新投资活动的互相推诿，审核批准制度可有效规范研发经费的使用流程。绩效考核机制则提高了高管的薪酬－业绩敏感性^[22]，激励高管开展创新活动。信息与沟通主要包括信息收集机制及内外部沟通机制。企业内部有效的信息传递可以帮助组织中的人员更全面了解创新投资项目的真实情况，使企业内部相互监督；外部沟通机制则有利于缓解企业与投资者之间的信息不对称，从而更好地发挥市场配置信贷资金的作用^[23]，缓解创新投资面临的融资约束。监督和检查通过对创新活动的事前、事中和事后进行监控以降低创新活动中存在的低效率，从而对企业创新投资起到重要的“护航”作用。当企业内部控制质量较高时，良好的内部环境、风险评估、控制活动的设计与实施均能降低代理问题所带来的隐患，在完善的信息系统和监督反馈机制下，内部信息不对称水平较低，代理人与股东的目标也趋于一致。据此，提出本文的假设2：

H2：内部控制有利于企业创新投资。

（三）金融关联、内部控制与企业创新投资

企业创新投资面临着债权人与企业之间以及股东与管理者之间的债权与股权代理成本。对于债权代理成本，建立金融关联是一种更为直接有效的解决方式。当企业建立金融关联后，便于及时将创新投资的相关信息传递给金融机构，进而降低双方的信息不对称程度，提高企业融资效率，缓解创新活动的债权代理问题。虽然金融关联为企业提供了融资便利性，但由于两权分离，高管是企业创新投资的制定者和执行者，有限信息披露为高管寻求私利提供方便^[24]，即产生股权代理成本。当企业获得大量资金后，经理人的“帝国建造”动机便可能诱使企业的非效率投资^[25]，金融关联提高了企业非效率投资的可能性，尤其加大了过度投资程度^[26]，从而挤出企业创新投资。而内部控制作为企业内部的一种制度安排，通过明确契约各方的权利关系以及制定相关的游戏规则^[27]，能够避免经理人的自利行为，从而提高公司的创新投资水平和效率。C-SOX 明确规定在研发过程中编制的可行性研究报告应体现研究与开发费用预算及使用进度等，这些规定将有利于企业内部资金的合理配置，防止创新过程中的资金挪用行为引发的资金链断裂，使创新投资更有资金保障。基于上述分析，本文认为，金融关联与内部控制两种机制的交互作用在促进企业创新投资时体现为互补效应。

金融关联和内部控制互补效应存在的前提是资本市场发展不够完善，内部控制所释放的信号无法有效被资本市场识别，但随着市场交易越来越依赖正式制度，金融关联的作用可能会被内部控制所替代。内部控制所显现的缓解信息不对称优势正得到学者们的广泛关注。高质量内部控制向外界发出高质量会计信息和财务状况良好的可置信承诺，大大降低信息不对称程度^[28]。创新投资很难像其它资产一样进行估值，而内部控制所提供的高质量财务报告能够帮助外部投资者获取企业创新投资的相关信息，从而增加潜在债权人的信心，因此，内部控制制度的完善可能会替代企业所建立

的金融关联对创新投资的信息效应。然而,内部控制的建设成本高昂不容忽视,相关研究表明,企业在执行 SOX404 条款中的平均遵循成本高达 220 万美元^[29],德勤会计师事务所(2013)调查了 2012 年中国内部控制情况,有 33% 的受访者认为内部控制成本过高^[30]。如果企业内部控制审计鉴证被发现存在问题,还将产生巨额的整改完善成本,甚至提高财务报告被出具非标审计意见的可能性,使监管机构和投资者对公司产生质疑,带来巨大的隐性成本^[31]。因此从成本投入来看,廉价高效的金融关联使得企业较少依赖内部控制。此外,金融关联为管理层追求私利提供方便,而内部控制会降低管理层规避创新活动获得巨额收益的可能性,这将降低企业内部控制建设的积极性。由成本投入和管理层自利行为可知,金融关联的存在降低了内部控制对创新投资的积极作用。综合来看,金融关联和内部控制可能存在抑制彼此发挥促进创新投资作用的可能性,即两者之间存在替代效应。

由以上分析可知,金融关联和内部控制对企业创新投资的交互作用既可能体现为互补效应,也可能体现为替代效应。据此,本文提出如下竞争性假设 3a 和 3b:

H3a: 金融关联与内部控制在促进企业创新投资中存在互补效应;

H3b: 金融关联和内部控制在促进企业创新投资中存在替代效应。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文以 2012~2016 年沪深 A 股所有上市公司为研究对象,并剔除金融业、ST 等 T 类以及数据披露不全的公司,最终得到 5 年 7582 个公司年度数据,为了消除异常值对实证结果的影响,对连续变量进行了 winsorize 缩尾处理,本文通过从 CSMAR 数据库中获得高管金融背景的原始数据,并根据研究需要在 Excel 2010 中进行相关变量的统计计算。对于 CSMAR 数据库中所界定的金融背景不明晰的高管,则通过上市公司年报、百度等渠道进行搜集进而确定,企业的内部控制数据来自深圳迪博公司所公布的内部控制指数。其余数据通过 CSMAR 数据库和 Wind 数据库补充得到。本文所采用的软件为 Stata13.0。

(二) 变量定义

1. 被解释变量。创新投资(Innovation):目前对企业创新投资的衡量主要基于研发投入水平,本文也用研发投入作为创新投资的代理变量,并借鉴陈爽英等(2010)^[32]的研究,用销售收入对创新投资做平减处理,得到的创新投资记为 Innovation1。此外,基于实证结果的稳健性考虑,本文同时借鉴刘运国和刘雯(2007)^[33]的研究,用总资产对企业的创新投资做平减处理,得到的创新投资记为 Innovation2。

2. 解释变量。(1)金融关联(FIN):与以往研究仅考虑银行金融关联不同,本文同时考虑了非银行金融关联^①,将企业高管现在或曾经在金融机构任职认定为企业存在金融关联。这里的金融机构主要包括银行金融机构、证券公司、基金公司、保险公司、信托公司、期货公司、融资租赁担保公司、金融资产管理公司以及小额贷款公司,并用金融关联强度来衡量企业所具有的金融关联,具体而言,用企业所具有的金融背景高管人数占高管总人数的比例来表示。(2)内部控制(IC):本文采用深圳迪博公司发布的内部控制指数来衡量企业的内部控制程度。该指数满分为 1000 分,分数

① Wind 资讯的相关数据显示,非银行金融机构资产总额从 2011 年的 26067 亿元上升至 2016 年的 79311 亿元,增长率为 204.26%,利润总额从 2011 年的 598.8 亿元上升至 2016 年的 1554.6 亿元,增长率为 159.62%,非银行金融机构在我国已占据重要地位,大量企业已开始重视建立非银行金融关联。

越高，内部控制质量越好。出于统计回归的考虑，本文将企业内部控制指数除以 1000 作为最终的内部控制衡量指标。

3. 控制变量。借鉴已有的实证研究成果，本文还引入如下控制变量：政治关联(Pol)、资本性支出(Capex)、长期债务(Ldebt)、经济发展水平(GDP)、税收负担(Tax)、成长能力(Growth)、企业规模(Size)、年度效应(Year)和行业效应(Industry)。具体的变量定义见表 1：

表 1 变量定义

| 类型 | 名称 | 定义 |
|-------|-------------------|----------------------------------|
| 被解释变量 | 创新投资(Innovation1) | 研发投入/销售收入 |
| | 创新投资(Innovation2) | 研发投入/总资产 |
| 解释变量 | 金融关联(FIN) | 金融关联高管人数/高管总人数 |
| | 内部控制(IC) | 用深圳迪博公司发布的内部控制指数来衡量 |
| 控制变量 | 政治关联(Pol) | 政治关联高管人数/高管总人数 |
| | 资本性支出(Capex) | 企业购建固定资产、无形资产等其他长期投资所支付的现金/平均总资产 |
| | 长期债务(Ldebt) | 长期负债/总资产 |
| | 经济发展水平(GDP) | 企业注册地所在省份每年人均 GDP 总额的自然对数 |
| | 税收负担(Tax) | 应交税费/销售收入 |
| | 成长能力(Growth) | (本期主营业务收入 - 上期主营业务收入)/上期主营业务收入 |
| | 企业规模(Size) | 总资产的自然对数 |
| | 年度效应(Year) | 年度虚拟变量 |
| | 行业效应(Industry) | 行业虚拟变量 |

(三) 模型构建

为了检验本文所提出的研究假设，构建如下模型：

$$Innovation1_{i,t}/Innovation2_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 FIN_{i,t} + \alpha_2 IC_{i,t} + \sum Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$Innovation1_{i,t}/Innovation2_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FIN_{i,t} + \beta_2 IC_{i,t} + \beta_3 FIN_{i,t} * IC_{i,t} + \sum Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

模型(1)是为了检验假设1和假设2,若 α_1 和 α_2 显著为正,则表明金融关联和内部控制能够促进企业创新投资。模型(2)是为了检验假设3a和假设3b,通过观察 β_3 的符号及显著水平来确定。具体而言,若 β_3 显著为正,则表明一个变量随着另一个变量的增加而增加,两者之间存在互补效应。若 β_3 显著为负,则表明一个变量随着另一个变量的增加而减少,两者之间存在替代效应。

四、实证结果

(一) 描述性统计分析

表2呈现了主要变量的描述性统计结果。基于销售收入的企业创新投资强度均值为0.035,最大值为0.122,最小值为0.000,基于总资产的企业创新投资强度均值为0.018,最大值为0.054,最小值为0.000,即不同企业创新投资水平存在较大差异。从整体来看,我国企业创新投资水平较低,国际上一般认为,企业创新投资强度达到0.05才具有竞争优势,所以我国企业创新能力有待提高。企业内部控制指数均值为0.659,最大值为0.806,表明我国企业内部控制水平也存在较大差异。金融关联强度指标的均值为0.090,即将近每十个高管中就存在一个高管具有金融关联,同时金融关联强度在不同企业中存在较大差异,具体表现为:金融关联的最大值为0.333,最小值为0.000,标准差为0.089。政治关联的均值为0.150,相对于金融关联而言,政治关联的建立更为普遍。从控制变量的描述性统计结果来看,经济发展水平、企业成长性及规模在不同企业之间存在较大差异。

表 2 描述性统计结果

| 变量 | 观测值 | 平均值 | 中位数 | 最小值 | 最大值 | 标准差 |
|-------------|------|--------|--------|--------|--------|-------|
| Innovation1 | 7582 | 0.035 | 0.032 | 0.000 | 0.122 | 0.027 |
| Innovation2 | 7582 | 0.018 | 0.016 | 0.000 | 0.054 | 0.013 |
| IC | 7582 | 0.659 | 0.670 | 0.484 | 0.806 | 0.069 |
| FIN | 7582 | 0.090 | 0.077 | 0.000 | 0.333 | 0.089 |
| Pol | 7582 | 0.150 | 0.133 | 0.000 | 0.455 | 0.115 |
| Ldebt | 7582 | 0.057 | 0.016 | 0.004 | 0.289 | 0.080 |
| Capex | 7582 | 0.053 | 0.039 | 0.000 | 0.642 | 0.048 |
| Tax | 7582 | 0.008 | 0.007 | -0.013 | 0.033 | 0.009 |
| Growth | 7582 | 0.136 | 0.092 | -0.449 | 0.929 | 0.287 |
| GDP | 7582 | 10.860 | 10.980 | 9.602 | 11.590 | 0.469 |
| Size | 7582 | 22.080 | 21.880 | 17.810 | 28.500 | 1.255 |

(二) 多元回归结果分析

表 3 列示了金融关联、内部控制与企业创新投资的回归结果,列(1)和(2)的被解释变量为基于销售收入平减的创新投资(Innovation1),列(3)和(4)的被解释变量为基于资产总额平减的创新投资(Innovation2)。从中可以看出,当没有放入金融关联与内部控制的交互项 FIN * IC 时,金融关联均显著促进企业创新投资,假设 1 得到验证。内部控制与创新投资之间的关系也存在类似的结果,进而验证假设 2 的成立。当在模型中放入交互项 FIN * IC 时,金融关联和内部控制对企业创新投资的影响依然显著,但交互项 FIN * IC 的系数为负,且在以 Innovation1 为被解释变量的回归结果中,这一效应在 5% 水平上显著,在以 Innovation2 为被解释变量的回归结果中,这一效应在 1% 水平上显著,这说明企业金融关联与内部控制之间存在替代效应,验证了假设 3b,即假设 3a 不成立。由此可见,金融关联与内部控制并不能有效发挥协同作用,这可以从两个方面进行分析。一方面,由于我国企业长期以来依靠关系型融资,已与金融机构形成长期稳定的合作关系,金融机构对企业风险控制要求也会下降,使企业更少地依赖内部控制建设。而金融关联所引起的债务代理冲突则可通过债权监督效应得以解决,金融机构的固定收益索取权所带来的偿债压力和破产风险能够抑制管理层私利,同时,“声誉租金”成为抑制企业非效率投资的防线,一旦企业获得金融机构的贷款而发生资产替代行为,可能会失去声誉资本,关系圈子的“惩罚机制”可引发无任何金融机构向其贷款的可能性,从长远来看,企业的损失更大。因此,金融机构的债权治理作用可以得到有效发挥,此时企业内部控制的治理效应会减弱。另一方面,如果企业的内部控制建设已经很完善,会吸引更多的潜在投资者,而不需要依赖与金融机构的长期合作关系,在市场机制中,企业可能会赢得更为优越的贷款,而且内部控制制度的建设会降低创新投资活动中的机会主义行为,从而会减弱企业对金融关联资源的渴求。

表 3 金融关联、内部控制与企业创新投资的回归结果

| 变量 | Innovation1 | | Innovation2 | |
|--------------------|------------------|-------------------|--------------------|--------------------|
| | (1) | (2) | (3) | (4) |
| FIN | 0.015 *** (4.97) | 0.074 ** (2.49) | 0.003 * (1.92) | 0.042 *** (2.85) |
| IC | 0.016 *** (3.69) | 0.024 *** (4.07) | 0.023 *** (10.84) | 0.028 *** (9.88) |
| FIN * IC | | -0.088 ** (-1.98) | | -0.059 *** (-2.66) |
| Control | Yes | Yes | Yes | Yes |
| _ Cons | 0.051 *** (5.67) | 0.046 *** (4.83) | -0.016 *** (-3.63) | -0.020 *** (-4.26) |
| N | 7582 | 7582 | 7582 | 7582 |
| F | 80.79 | 78.26 | 79.62 | 77.26 |
| Adj-R ² | 0.234 | 0.234 | 0.232 | 0.233 |

注:括号内为 t 值; *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 水平上显著。下同。

(三) 稳健性检验

为验证本文研究结论的稳健性，进行如下检验：第一，替换关键变量的衡量方式，采用虚拟变量来衡量金融关联。若企业高管现在或曾在金融机构任职，则认为具有金融关联，并设置金融关联虚拟变量重新回归；第二，考虑部分公司未在年报中披露研发信息，而本文未将此种情况考虑在内，可能造成样本选择偏误，因此，本文采用 Heckman 两阶段备择模型对这一偏差进行修正；第三，考虑到金融关联与企业创新投资之间可能存在互为因果的内生性问题，本文采用联立方程组模型，分别以创新投资和金融关联为被解释变量，构建相关模型，并采用两阶段最小二乘法(2SLS)对联立方程模型进行估计；第四，考虑到企业金融关联的建立存在自选择问题，以及内部控制与企业创新之间可能存在的内生性，本文采用工具变量法进行控制。借鉴李文贵(2015)采用同年度同行业其他企业金融机构背景高管比例的均值作为金融关联的工具变量^[34]，对于内部控制的工具变量则借鉴金融关联工具变量的构建思想，采用同年度同行业其他企业内控指数均值作为内部控制的工具变量，在此基础上采用两阶段最小二乘法(2SLS)重新进行检验。上述稳健性检验结果均支持本文的基本结论(基于篇幅限制，未列示相关回归结果，作者备案)。

五、进一步研究

基于金融关联类型视角，高管的金融机构任职经历主要包括银行金融机构与非银行金融机构，因此形成两种不同类型的金融关联：银行金融关联与非银行金融关联^①，但现有研究往往忽视非银行金融关联的存在。2010年7月，中国的非银行金融机构所提供的融资规模首次与银行融资渠道持平，作为规模最大的非银行类信贷供给方——信托公司2010年的信贷规模增幅超过40%，相比之下，银行渠道的贷款规模仅增长15%，按照此趋势，非银行类信贷增量将打破以往国有银行一统天下的局面。张瑾华等(2016)发现企业对银行的依赖程度越高，企业的创新能力越受到抑制，但是当非银行金融机构持股比例较高时，企业对银行的依赖程度与创新能力之间的负相关关系反而得到一定程度的缓解，即非银行金融机构的存在有利于提高企业创新能力^[35]。作为中国金融机构多样化和金融市场发展的动力，非银行金融机构对资本市场的作用具有历史意义。由前述分析可知，企业金融关联与内部控制在促进企业创新投资过程中存在替代效应，那么该替代效应主要由何种金融关联类型引起的呢？因此，区分不同金融关联类型，并分析不同金融关联类型与内部控制对企业创新投资的交互效应具有重要的现实价值。

一方面，从融资渠道来看，银行金融关联与非银行金融关联均能通过缓解信息不对称拓宽企业创新活动的融资渠道，但是银行侧重于捕获企业的财务状况、抵押能力以及偿债能力等重要信息^[36]，通过对上述信息进行分析以减少企业创新活动的逆向选择行为。银行金融关联的建立能够帮助企业快速将相关信息传递至银行金融机构，从而缓解创新活动面临的融资约束。非银行金融机构则多集中于证券公司、信托公司、基金管理公司等，这些非银行金融机构除了经营日常融资活动之外，还开展大规模的战略投资。进行战略投资所需要的信息不仅包括企业目前的基本财务状况，还更侧重于企业未来发展潜力的相关信息。内部控制主要通过提高企业会计稳健性^[37]、盈余质量^[38]、盈余预测水平^[39]等进而影响企业信息披露行为，即内部控制对缓解企业信息不对称的影响主要体现在当前的会计信息。因此，从融资渠道分析，可以发现内部控制与银行金融关联在缓解信息不对称方面存在相似性，而非银行金融关联所发挥的作用则存在较大差异，所以银行金融关联

① 用银行金融关联高管(现在或曾经在银行任职)人数占企业高管总人数比例衡量银行金融关联，用非银行金融关联高管(现在或曾经在证券公司、基金公司、保险公司、信托公司、期货公司、融资租赁担保公司、金融资产管理公司以及小额贷款公司任职)人数占企业高管总人数比例来衡量非银行金融关联。

与内部控制在促进企业创新投资过程中更可能存在替代效应。另一方面,从金融背景高管的创新决策行为来看,由于不同金融机构的业务范围存在较大差异,导致不同金融背景高管表现出不同的创新决策倾向。“烙印”理论认为,在不同“单位”工作的高管将会发展与“单位”环境相匹配的特征,进而通过“能力烙印”和“认知烙印”影响其决策行为^[40]。相对于非银行金融机构,银行金融机构较少开展大规模的对外投资活动,因此银行金融背景高管对企业创新活动并不敏感。而随着非银行金融机构的规范化发展,非银行金融机构不仅能给企业带来资金支持,还为企业带来管理、技术、市场和其他需要的专业能力。非银行金融机构侧重开展对外投资战略,为了保持被投资企业产业优势最大化,非银行金融机构往往会专注于打开新技术的信息渠道,开发新产品或替代品。所以,具有非银行金融背景的高管在日常工作中逐渐培养出对创新活动的洞察力。因此,非银行金融关联的建立有利于其利用雄厚的资金和技术力量协助企业研发更新技术,缩短技术的产业化过程。由前述分析可知,内部控制也能够通过降低企业代理成本进而影响企业创新投资意愿,即从创新决策倾向来看,非银行金融关联与内部控制在促进企业创新投资过程中更可能存在替代效应。综上所述,企业整体金融关联与内部控制的替代作用既可能存在于银行金融关联,也可能存在于非银行金融关联,因此需要相关实证分析进行检验。

表 4 为金融关联类型与内部控制对企业创新投资的交互效应回归结果,其中,FINT 表示金融关联类型。列(1)至(4)为银行金融关联的回归结果,列(5)至(8)为非银行金融关联的回归结果。可以看出,金融关联类型与内部控制的交互项系数在银行金融关联中显著为负,而在非银行金融关联中不显著,表明金融关联与内部控制的替代效应主要存在于银行金融关联。这可能是因为,目前内部控制制度的建设主要从提高企业财务信息透明度方面影响企业创新投资,而金融关联对企业创新投资具有明显的信息效应,因此,当银行金融关联与内部控制制度同时存在时,两者所发挥的作用将相互抵消。而非银行金融背景高管所具有的创新决策倾向并未与内部控制产生替代效应,这可能是因为目前非银行金融机构所发挥的作用有限,还难以影响内部控制作用的发挥。

表 4 金融关联类型、内部控制与企业创新投资

| 变量 | 银行金融关联 | | | | 非银行金融关联 | | | |
|--------------------|---------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|---------------------|---------------------|-----------------------|-----------------------|
| | Innovation1 | | Innovation2 | | Innovation1 | | Innovation2 | |
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) |
| FINT | 0.016 *** (4.39) | 0.111 *** (3.07) | 0.003 ** (1.98) | 0.053 *** (3.00) | 0.018 ** (2.28) | -0.075 (-0.94) | 0.004 * (1.81) | -0.006 (-0.15) |
| IC | 0.016 *** (3.72) | 0.025 *** (4.56) | 0.023 *** (10.85) | 0.028 *** (10.44) | 0.016 *** (3.69) | 0.014 *** (2.90) | 0.023 *** (10.84) | 0.023 *** (9.80) |
| FINT * IC | | -0.144 *** (-2.64) | | -0.077 *** (-2.85) | | 0.142 (1.18) | | 0.016 (0.27) |
| Control | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| - Cons | 0.050 *** (5.52) | 0.044 *** (4.76) | -0.016 *** (-3.69) | -0.019 *** (-4.26) | 0.050 *** (5.51) | 0.051 *** (5.61) | -0.016 *** (-3.69) | -0.016 *** (-3.63) |
| N | 7582 | 7582 | 7582 | 7582 | 7582 | 7582 | 7582 | 7582 |
| F | 80.55 | 78.16 | 79.57 | 77.26 | 79.92 | 77.30 | 79.51 | 76.85 |
| Adj-R ² | 0.233 | 0.234 | 0.232 | 0.233 | 0.232 | 0.232 | 0.232 | 0.232 |

六、研究结论和政策建议

本文以 2012~2016 年沪深 A 股上市公司为研究样本,研究金融关联、内部控制及其交互作用对企业创新投资的影响。研究发现,金融关联和内部控制均能促进企业创新投资,且在促进创新投

资过程中，金融关联和内部控制存在替代效应。区分金融关联类型后发现，该替代效应主要存在于银行金融关联之中，而非银行金融关联未影响内部控制作用的发挥。

据此，本文提出以下建议：企业建立正式制度时需要充分考虑非正式制度的影响。企业应当在银行金融关联和内部控制之间进行权衡。若企业具有高质量的内部控制，则无需花费精力与银行金融机构维持关系，因为聘请银行金融背景高管进入企业需要支付较高的薪酬，这会增加企业的成本，导致创新投资被挤出。而且随着金融市场竞争日趋激烈，贷款定价机制将越来越市场化，企业仅凭高质量的财务报告便能为创新项目融到资金，“关系”的作用会被“弱化”。若企业具备强银行金融关联，则会降低内部控制建设动机。相比于高成本的内部控制，长期合作关系是一种更为廉价和有效的方式，然而随着资本市场趋向完善，资源配置效率大大提高，非正式制度的作用会受到抑制。长远来看，加强内部控制建设更有利于企业的创新投资活动。但是，企业内部控制建设是一项系统工程，需要持续的资金投入，政府应积极引导并进行适当的资金扶持，以进一步推动我国《企业内部控制基本规范》及其配套指引的实施。

参考文献：

- [1] 于博. 技术创新推动企业去杠杆了吗？——影响机理与加速机制 [J]. 财经研究, 2017, (11): 113-127.
- [2] Aboody D., Lev B. Information Asymmetry, R&D, and Insider Gains [J]. Journal of Finance, 2000, 55(6): 2747-2766.
- [3] 邓建平, 曾勇. 金融关联能否缓解民营企业的融资约束 [J]. 金融研究, 2011, (8): 78-92.
- [4] 祝继高, 韩非池, 陆正飞. 产业政策、银行关联与企业债务融资——基于 A 股上市公司的实证研究 [J]. 金融研究, 2015, (3): 176-191.
- [5] 钟凯, 吕洁, 程小可. 内部控制建设与企业创新投资：促进还是抑制？——中国“萨班斯”法案的经济后果 [J]. 证券市场导报, 2016, (9): 30-38.
- [6] Cohen D. A., Dey A., Lys T. Z. Real and Accrual-Based Earnings Management in the Pre- and Post-Sarbanes-Oxley Periods [J]. Accounting Review, 2008, 83(3): 757-787.
- [7] Mitra S., Jaggi B., Hossain M. Internal Control Weaknesses and Accounting Conservatism: Evidence From the Post-Sarbanes-Oxley Period [J]. Journal of Accounting Auditing & Finance, 2013, 28(2): 152-191.
- [8] 张国清. 内部控制与盈余质量——基于 2007 年 A 股公司的经验证据 [J]. 经济管理, 2008, (3): 112-119.
- [9] 孙光国, 杨金凤. 高质量的内部控制能提高会计信息透明度吗？ [J]. 财经问题研究, 2013, (7): 77-86.
- [10] 宋常, 田莹莹, 陈茜. 内部控制自愿披露、披露成本与融资需求 [J]. 山西财经大学学报, 2014, (1): 91-102.
- [11] Holmstrom B. Agency Cost and Innovation [J]. Journal of Economic Behavior & Organization, 1989, 12(3): 305-327.
- [12] Ahn S., Choi W. The Role of Bank Monitoring in Corporate Governance: Evidence from Borrowers' Earnings Management Behavior [J]. Journal of Banking & Finance, 2009, 33(2): 425-434.
- [13] Kortum S., Lerner J. Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation [J]. Rand Journal of Economics, 2000, 31(4): 674-692.
- [14] Durnev A., Li K., Mørck R., et al. Capital Markets and Capital Allocation: Implications for Economies in Transition [J]. Economics of Transition, 2004, 12(4): 593-634.
- [15] Bhattacharya S., Ritter J. R. Innovation and Communication: Signalling with Partial Disclosure [J]. The Review of Economic Studies, 1983, 50(2): 331-346.
- [16] Coleman J. S. Social Capital in the Creation of Human Capital [J]. American Journal of Sociology, 1988, 94(1): 95-120.
- [17] Manso G. Motivating Innovation [J]. Journal of Finance, 2011, 66(5): 1823-1860.
- [18] Hambrick D. C., Mason P. A. Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers [J]. The Academy of Management Review, 1984, 9(2): 193-206.
- [19] Hilary G., Hui K. W. Does Religion Matter in Corporate Decision Making in America? [J]. Journal of Financial Economics, 2009, 93(3): 455-473.
- [20] 谢志华. 内部控制：本质与结构 [J]. 会计研究, 2009, (12): 70-75.
- [21] 林钟高, 陈俊杰. 管理防御、企业研发投入与内部控制治理 [J]. 中国注册会计师, 2016, (10): 52-59.
- [22] 罗正英, 詹乾隆, 段姝. 内部控制质量与企业高管薪酬契约 [J]. 中国软科学, 2016, (2): 169-178.

- [23] 李万福, 林斌, 林东杰. 内部控制能有效规避财务困境吗? [J]. 财经研究, 2012, (1): 125 - 135.
- [24] 胡元木. 技术独立董事可以提高 R&D 产出效率吗? ——来自中国证券市场的研究 [J]. 南开管理评论, 2012, (2): 136 - 142.
- [25] Jensen M. C. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers [J]. American Economic Review, 1986, 76(2): 323 - 329.
- [26] 曲进, 高升好. 银行与企业关联提升抑或降低了企业投资效率? [J]. 数量经济技术经济研究, 2015, (1): 36 - 51.
- [27] 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): 81 - 99.
- [28] 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.
- [29] Krishnan J., Rama D., Zhang Y. Costs to Comply with SOX Section 404 [J]. Auditing A Journal of Practice & Theory, 2008, 27(1): 169 - 186.
- [30] 德勤会计师事务所. 2012 中国企业内部控制调查分析报告: “分类分批”, 如何全面实施内部控制 [EB/OL]. <http://wenku.baidu.com/view/38738ce3856a561252d36f5b.html>.
- [31] 逯东, 王运陈, 王春国, 等. 政治关联与民营上市公司的内部控制执行 [J]. 中国工业经济, 2013, (11): 96 - 108.
- [32] 陈爽英, 井润田, 龙小宁, 等. 民营企业社会关系资本对研发投资决策影响的实证研究 [J]. 管理世界, 2010, (1): 88 - 97.
- [33] 刘运国, 刘雯. 我国上市公司的高管任期与 R&D 支出 [J]. 管理世界, 2007, (1): 128 - 136.
- [34] 李文贵. 银行关联、所有权性质与企业风险承担 [J]. 财经理论研究, 2015, (5): 83 - 91.
- [35] 张瑾华, 何轩, 李新春. 银行融资依赖与民营企业创新能力——基于中国企业家调查系统数据的实证研究 [J]. 管理评论, 2016, (4): 98 - 108.
- [36] Berger A. N., Udell G. F. Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance [J]. Journal of Business, 1995, 68(3): 351 - 381.
- [37] Goh B. W., Li D. Internal Controls and Conditional Conservatism [J]. Accounting Review, 2011, 86(3): 975 - 1005.
- [38] Feng M., Li C., Mcvay S. Internal Control and Management Guidance [J]. Journal of Accounting & Economics, 2009, 48(2): 190 - 209.
- [39] Ashbaugh-Skaife H., Collins D. W., Kinney W. R., et al. The Effect of SOX Internal Control Deficiencies and Their Remediation on Accrual Quality [J]. Accounting Review, 2008, 83(1): 217 - 250.
- [40] 戴维奇, 刘洋, 廖明情. 烙印效应: 民营企业谁在“不务正业”? [J]. 管理世界, 2016, (5): 99 - 115.

The Impact of Financial Connection and Internal Control on Corporate Innovation Investment: Complementary or Substitution?

ZHOU Xuefeng, ZUO Jingjing

(School of Accounting, Zhengzhou University of Aeronautics, Zhengzhou 450046, China)

Abstract: Taking A-share's listed companies from 2012 to 2016 as sample, this paper explores the impact of financial connection, internal control and the interaction between the two on corporate innovation investment. It finds that both financial connection and internal control can promote enterprise innovation investment. In the process of innovation investment promotion, there is a substitution effect between financial connection and internal control. After distinguishing the types of financial connection, the study finds that the substitution effect mainly exists in the bank financial connection, and non-bank financial connection has not affected the function of internal control. The research shows that “relationship” should be taken into consideration as informal institutional background when we promote the construction of internal control system, and then the innovative investment behavior can be optimized.

Key words: Financial Connection; Internal Control; Innovation Investment; Complementary Effect; Substitution Effect

(责任编辑: 原 蕴)