

高内部控制质量能否提升企业现金持有价值

——来自我国上市公司的经验证据

俞雪莲

(厦门大学管理学院 厦门 361005)

【摘要】 本文选取 2008~2010 年 A 股上市公司为研究样本,构建内部控制指数,考察内部控制质量对现金持有价值的影响。结果表明:由于双重代理问题,每一元现金价值低于其账面价值,且现金持有量越多,其边际价值降低得越多;而内部控制的有效实施可以约束管理层或大股东的自利行为,且内部控制质量越高,其现金持有价值也越高。

【关键词】 内部控制质量 现金持有价值 代理成本

一、引言

现金往往被视为净现值(NPV)为零的投资,如果资本市场是完美的,企业每增加一元现金持有量,其在资本市场上会产生给股东增加一元价值的效应。适量的现金持有量能给企业带来一定的财务弹性和战略机会,提高企业价值,从这个角度看可以提高现金持有量。但现金是公司中最“脆弱”的资产,最容易被公司管理层或大股东操控和攫取。

近几年我国许多上市公司逐渐对外披露了内部控制报告和内部控制鉴证报告。内部控制信息披露对隐性代理成本有明显抑制作用,对显性代理成本具有综合抑制作用。但目前尚没有学者从内部控制角度研究代理问题对现金价值的影响,本文拟基于“内部控制质量——代理成本——现金价值效应”的研究范式,构建内部控制指数,从内部控制视角间接探讨代理问题对现金价值的影响。

二、文献回顾

代理理论认为由于所有权和经营权普遍分离,管理层与股东之间、大股东与中小股东之间的代理问题普遍存在,自利的管理者往往具有增加公司现金持有量的动机,更易通过增加自己的津贴、在职消费及其他控制权满足私利,或寻求过度并购以营造自己的企业帝国(Jensen,1986),沿着“每一元现金持有价值=每一元现金面值-代理成本”的影响路径,每一元现金持有价值普遍存在折价。

Dittmar 和 Mahrt-Smith(2007)研究发现,公司治理较差的公司的现金价值明显低于公司治理好的公司。同时,好的治理环境下,管理层和控股股东使用现金时将受到更多的监督和控制。杨兴全、张照南(2010)研究表明,治理环境越好,公司持有现金对公司价值的正向作用越强。投资者保护在很大程度上影响着大股东与中小股东的代理成本。Pinkowitz 等(2006)的研究表明,在股东保护较差的国家,自由现金流引发的代理冲突更为严重,现金持有的市场价值较低。

三、假设提出

公司高额的现金持有量将会通过“中间桥梁”对现金价值

产生影响,这个桥梁就是管理层和控股股东的双重代理问题。在我国特殊的制度背景下,国有企业所有者缺位,内部人控制比较严重,同时股权相对集中,大股东侵占比较普遍,非正常消费、盲目并购与扩张、低下的经营效率、侵占中小股东的利益等代理问题更为突出,且现金持有量越多,被操控、侵占和攫取的现金资产越多。在我国,投资者特别是中小股东获取信息的渠道非常有限,信息不对称程度较为严重,管理层更可能进行低价值投资、不合理消费、无效并购等行为,从而导致现金持有价值的降低。另外,我国对中小股东法律保护能力低下,控股股东常通过关联方交易、转移定价、资产重组等“隧道行为”获取私有价值,这也会导致资本市场对企业现金持有价值产生负面影响。因此,本文提出假设 1:每一元现金价值低于其账面价值,且随着现金持有量的增加,现金边际价值将降低,现金持有量增加得越多,现金边际价值降低得越多。

内部控制制度的建立和有效实施必然会加强对管理层和控股股东的监督,公司的投资效率、消费合适度、经营活动效率等得到一定程度提高,从而减少管理层和控股股东对现金价值的剥夺。许多上市公司的内部控制报告或内部控制鉴证报告的公布,在一定程度上减少了管理层与股东特别是与中小股东之间的信息不对称,市场上对企业现金持有价值评价将得到一定的提高。如果企业的内部控制制度能够得到有效执行,能在很大程度上抑制“隧道行为”的发生,减少大股东和中小股东之间的代理成本,进而缓解每一元现金价值的折价。相反,更低的内部控制质量会加剧企业投资过度或投资不足现象的发生,加强企业内部控制建设可以提高公司投资效率(李万福、林斌,2011)。因此,本文提出假设 2:内部控制质量与现金持有价值正相关,内部控制质量越高的企业,现金持有价值越高,内部控制质量较低,现金持有价值也较低。

四、样本选择、模型建立

(一)研究样本

本文选择沪深两市 A 股上市公司 2008~2010 年年报的数据进行研究,并按照以下原则进行样本筛选:①剔除金融类

上市公司;②剔除 ST 和 PT 公司;③剔除存在任一变量数据缺失的公司;④剔除部分异常值。经过上述处理后本文最终得到 3 928 个观测值。内部控制有关数据主要通过对上市公司年报资料进行整理得到,其他数据均来自于 CSMAR 数据库和 CCER 数据库。

(二)模型建立

本文主要参考了 Faulkender and Wang(2006)和 Dittmar and Maht-Smith(2007)的现金价值模型,并根据现阶段企业内部控制实际情况,考察内部控制系数对企业现金持有价值的影响,建立如下基准回归模型:

$$BHAR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \times \frac{\Delta Cash_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_2 \times \frac{\Delta Cash_{i,t-1}}{M_{i,t-1}} \times \frac{\Delta Cash_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_3 \times ICI_{i,t} + \beta_4 \times \frac{\Delta Earnings_{i,t}}{M_{i,t}} + \beta_5 \times \frac{\Delta NA_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_6 \times \frac{\Delta Interest_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_7 \times \frac{\Delta Dividend_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_8 \times \frac{\Delta Cash_{i,t-1}}{M_{i,t-1}} + \beta_9 \times \frac{\Delta NF_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_{10} \times Leverage_{i,t} + \beta_{11} \times Levergae_{i,t} \times \frac{\Delta Cash_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_{12} \times Industry_i + \beta_{13} \times Year + \epsilon_{i,t}$$

1. 因变量:超额回报率(BHAR_{i,t})。为尽可能让现金价值效应与企业披露的年报信息形成对应关系,本文选择上一年度 5 月到次年度 4 月经过市场调整后的、以月度计算的股票年度回报率作为因变量,具体计算公式为:

$$BHAR_{i,t} = \left\{ \prod_{j=1}^{12} (R_{i,t,j} + 1) - 1 \right\} - \left\{ \prod_{j=1}^{12} (RM_{i,t,j} + 1) - 1 \right\}$$

式中:R_{i,t,j} 为第 i 个企业在 t 年 j 月的考虑现金股利再投资的个股市场报酬率;RM_{i,t,j} 为第 i 个企业在 t 年 j 月对应的市场报酬率。

2. 解释变量。

(1) 现金及其等价物增加额(ΔCash_{i,t})。由于现金的增加可以增加财务弹性,因而把握机会,创造企业价值,增加企业净现金流量,最终将体现为资本市场的投资者对现金及其等价物增加额给予正面评价,对企业产生积极效应。因此,我们预计当年现金及现金等价物增加额与现金持有价值成正相关关系。为验证不同现金持有水平下再增加现金及其等价物与现金价值的关系,分析现金的边际价值,本文设置了一个交乘项,用 ΔCASH_{i,t} × CASH_{i,t-1} 表示,等于当年现金及现金等价物增加额乘以上一年度现金及其等价物持有量。我们预计交乘项与现金价值成负相关关系,企业增加的现金持有量越多,现金的边际价值越低。

(2) 内部控制指数(ICI):目前国内关于内部控制指数的研究不多,一部分学者从内部控制五大目标即战略目标、经营目标、报告目标、合规目标和资产安全等构建内部控制指数,另一部分学者从内部控制五要素即内部环境、风险评估、控制活动、信息与沟通和内部监督等五要素评价内部控制质量。本文借鉴中国上市公司内部控制指数研究课题组(2011)构建内部控制的方法,基于目标导向下选取内部控制指数各变量,进行无量纲化数据处理后,直接采用算术平均法计算指数各变量的权重,从而构建内部控制评价指数,公式如下:

$$ICI = \sum_{k=1}^2 Strategy_k + \sum_{k=1}^2 Operation_k + \sum_{k=1}^2 Reporting_k + \sum_{k=1}^2 Compliance_k + \sum_{k=1}^2 Assetsafe_k$$

表 1 内部控制指数

内部控制目标	内部控制指标	指标说明
战略目标	市场份额	销售收入/市场同类产品的销售收入
	贝塔系数	股票和市场之间的协方差除以市场的方差
经营目标	投资资本回报率	息税前经营利润率乘以投资资本周转率
	净利润率	净利润/销售收入
报告目标	审计意见	注册会计师发表的审计意见为哪一种
	财务重述	是否进行财务重述,发生几次
合规目标	违法违规事项	公司自身及其高管的违法违规行为的次数
	被诉讼事项	公司发生被诉讼事项的次数
资产安全	净资产的增加	本期净资产减去上期净资产
	为股东发放的现金红利	本期发放的现金红利的总和
	向国家缴纳的税收	缴纳的税收总和

研究表明,盈利能力、股利政策、投资政策和财务杠杆等因素会影响现金持有的边际价值。因此,本文控制了息税前利润增加额、非现金资产增加额、利息支出增加额、现金股利增加额、上一期的现金及其等价物持有量、吸收投资收到的资金、资产负债率等控制变量。同时,为了消除因年度和行业差异对回归结果的影响,还将行业类别及年份作为控制变量。自变量定义及说明见表 2。

表 2 自变量定义及说明

自变量名称	自变量名称及定义	预计符号	变量类型
ΔCash _{i,t}	现金及其等价物增加额	+	解释变量
ΔCash _{i,t} × ΔCash _{i,t-1}	交叉项,当年现金及其等价物增加额乘以上一年度现金及其等价物持有量	-	
ICI _{i,t}	内部控制指数	+	
ΔEarnings _{i,t}	息税前利润增加额	+	控制变量
ΔNA _{i,t}	非现金资产增加额	+	
ΔInterest _{i,t}	利息支出增加额	-	
ΔDividend _{i,t}	现金股利增加额	+	
ΔCash _{i,t-1}	上一期的现金及其等价物持有量	-	
ΔNF _{i,t}	吸收投资收到的资金	-	
ΔLeverage _{i,t}	资产负债率	-	
ΔLevergae _{i,t} × ΔCash _{i,t}	交叉项,资产负债率与现金及其等价物增加额的乘积	-	
ΔIndustry _i	行业类别,按证监会行业类别进行分类		
Year	年份控制变量		

五、实证结果与分析

1. 变量描述性统计。从表3可以看出,2008~2010年间中国上市公司的内部控制质量呈正态分布,内部控制指数主要集中在600~799之间。当内部控制质量较好时,现金持有相对值即现金持有量/总资产、现金持有量/净资产均处于较高水平,股票的市场回报率也处于较高水平。由此可见,公司内部控制水平与现金持有量呈正相关关系,说明较好的内部控制能够抑制控股股东和管理层对现金资产的操控、侵占和转移,从而使得企业现金持有量得到提高。

表3 各阶段内部控制指数与现金持有量相对值、市场回报率

各阶段 内部控制 指数	样本 量	现金持有量相 对值(现金持 有量/总资产)		现金持有量相 对值(现金持 有量/净资产)		市场回报率	
		平均值	中位数	平均值	中位数	平均值	中位数
		900~1000	131	16.20%	15.51%	43.23%	37.10%
800~899	301	16.43%	13.80%	39.19%	31.68%	0.1588	0.0765
700~799	1335	16.60%	13.93%	35.88%	30.03%	0.2370	0.1561
600~699	1722	15.41%	12.62%	32.58%	26.72%	0.1754	0.1074
500~599	360	13.12%	11.02%	29.23%	23.77%	0.1480	0.0727
400~499	64	10.77%	7.58%	31.23%	22.85%	0.0983	0.0273
300以下	15	11.46%	5.76%	11.49%	9.59%	0.1798	0.1557

表4 各年度内部控制指数、现金持有量相对值年变化

年份	内部控制指数		现金持有量相 对值(现金持 有量/总资产)		现金持有量相 对值(现金持 有量/净资产)		样本 量
	均值	中位数	均值	中位数	均值	中位数	
	2008	0.6942	69.57%	13.99%	11.56%	31.17%	
2009	0.6966	69.13%	16.33%	13.57%	35.20%	28.45%	1301
2010	0.7016	69.66%	16.42%	13.52%	35.70%	29.20%	1389
2008~2010	0.6976	69.44%	15.63%	12.79%	34.23%	27.64%	3928

由表4看出,随着内部控制制度的逐步开展,中国上市公司内部控制质量也逐年提高。但对比各年及三年内部控制指数的平均值、中位数可以发现,我国上市公司内部控制水平较低,且不同公司的内部控制质量差别较大。

同时,2008~2010年上市公司的平均现金持有量也逐年增加,一方面内部控制质量的逐年提升抑制了控股股东和管理层的代理成本,减少了他们对现金持有的侵占,从而增加了企业现金持有量;另一方面2008年金融危机爆发以后,企业未来不确定性增加,财务风险变大,许多企业纷纷增加现金持有量。但是,对比现金持有量相对值的平均值、中位数,可以发现现金持有量总体上处于较高水平,不同公司的现金持有量水平差异较大。

为了进一步检验内部控制质量对现金价值的影响程度,本文按内部控制指数的大小对全样本进行排序,将前1900家和后1900家分别定义为内部控制好的上市公司和内部控制差的上市公司两个子样本。

表5和表6分别对全样本、两个子样本的主要变量进行了基本的描述性统计。结果显示,全样本、内控好子样本和

控差子样本的超额回报率平均值分别为0.1896、0.2179和0.1645,中位数分别为0.1147、0.1357和0.0968。由此可见,内部控制质量基本上能够反映于资本市场中,进而影响投资者对现金价值的评判。

表5 主要变量描述性统计

变量	平均值	中位数	最小值	最大值	标准差	样本量
BHAR	0.1896	0.1147	-0.5433	6.6157	0.4050	3928
dCash	0.0209	0.0066	-0.8326	0.7197	0.0830	3928
Cash ₋₁ ×dCash	0.0017	0.0002	-0.6963	0.6627	0.0250	3928
ICI	0.6976	0.6944	0.2538	0.9909	0.0921	3928
Cash ₋₁	0.1064	0.0774	-0.0505	1.6155	0.1089	3928

表6 内部控制好(差)上市公司主要变量描述性统计

变量	平均值	中位数	最小值	最大值	标准差	样本量
BHAR	0.2179	0.1357	-0.5185	6.6157	0.4376	1900
	(0.1645)	(0.0968)	(-0.5433)	(4.0853)	(0.3711)	(1900)
dCash	0.0282	0.0109	-0.3462	0.6980	0.0903	1900
	(0.0140)	(0.0035)	(-0.4943)	(0.7197)	(0.0714)	(1900)
Cash ₋₁ × dCash	0.0026	0.0005	-0.2967	0.2701	0.0231	1900
	(0.0010)	(0.0001)	(-0.6963)	(0.6627)	(0.0264)	(1900)
ICI	0.7636	0.7389	0.6951	0.9909	0.0682	1900
	(0.6315)	(0.6573)	(0.2538)	(0.6924)	(0.0646)	(1900)
Cash ₋₁	0.1200	0.0875	-0.0505	1.6048	0.1173	1900
	(0.0925)	(0.0680)	(0.0000)	(1.6155)	(0.0985)	(1900)

注:上一行数据为内部控制好子样本,下一行数据为内部控制差子样本。

2. 回归结果分析。表7全样本组的回归结果显示,现金持有量增加额(dCash)的系数为0.658,显著性水平为5%,表明如果企业上期留存的现金持有量为零,在不考虑其他因素的情况下,每增加一元的现金持有量,其边际价值为0.66元,远低于其一元的账面价值。

另外,本期现金持有量增加额与上一期现金持有量交叉项(Cash₋₁×dCash)的系数为-1.035,在1%水平上显著,代入表5的上期现金持有量(Cash₋₁)的平均数0.1064,我们可以计算出现金的边际价值约0.55[0.658+(-1.035)×0.1064]。这说明在上一期现金持有水平上,本期每增加一元现金持有量,其边际价值约为0.55元,也低于其一元的账面价值。

进一步分析,假定其他因素不变,当本期现金持有量占企业市场价值(Cash₋₁/M₋₁)的比例为5%时,现金持有量每增加一元,其边际价值约为0.61元[0.658+(-1.035)×5%]。如果Cash₋₁/M₋₁增加到15%,现金持有量每增加一元,其边际价值将减少,约为0.50元[0.658+(-1.035)×15%]。因此,当企业现金持有量占其市场价值从5%增加到15%时,现金边际价值将会从0.61元降低到0.50元,若增加到25%,现金边际价值将再次降低到0.40元,从而支持了假设1,即每一元现金价值低于其账面价值,且随着现金持有量的增加,现金边际价值将降低,现金持有量增加得越多,现金边际价值降低得越多。

表7 回归分析结果

变量	全样本	内部控制好子样本	内部控制差子样本
Constant	1.342***	0.929***	1.886***
	(7.489)	(3.369)	(8.430)
dCash	0.658**	0.945**	0.653*
	(2.416)	(2.194)	(1.776)
dCash ₋₁ ×dCash	-1.035***	-1.070*	-1.083***
	(-3.033)	(-1.737)	(-2.647)
ICI	0.133*		
	(1.879)		
dEarning	0.545***	0.431***	0.760***
	(4.846)	(2.751)	(4.517)
dNA	0.002	0.036	-0.030
	(0.128)	(1.417)	(-0.819)
dInterest	-1.312***	-1.547**	-0.736
	(-3.017)	(-2.177)	(-1.152)
dDividend	0.964*	0.716	2.666***
	(1.792)	(1.061)	(2.262)
Cash ₋₁	-0.114*	-0.170*	-0.024
	(-1.800)	(-1.892)	(-0.254)
NF	-0.164*	-0.251*	-0.129
	(-1.881)	(-1.816)	(-1.004)
Leverage	-0.026	-0.036	-0.016
	(-0.890)	(-0.643)	(-0.643)
Leverage×dCash	-0.483	-0.973	-0.306
	(-1.113)	(-1.472)	(-1.472)
Industry	0.034***	0.045***	0.023***
	(7.310)	(6.262)	(3.764)
Year	-0.046***	-0.089***	0.001
	(-5.638)	(-6.949)	(0.105)
R Square	0.058	0.072	0.075
Adjusted R-squared	0.055	0.066	0.069
F统计值(Sig.)	17.302***	11.240***	11.813***
样本量	3 928	1 900	1 900

注:***、**、* 分别表示统计值在1%、5%和10%的水平上显著。

内部控制指数(ICI)的系数为0.133,通过显著性检验,说明内部控制指数与超额回报率呈正相关关系。当内部控制指数为中国上市公司内部控制指数的平均数、最大值、最小值0.697 6、0.991 0和0.253 8,内部控制指数给现金持有带来的价值效应分别为0.09元、0.13元和0.03元。这说明内部控制质量能对现金价值起到正向的积极作用,企业内部控制质量越高,现金持有价值越高,从而支持了假设2。

表7中,本文分别对内部控制好和内部控制差两个子样本分别进行了多元统计回归。表中的回归结果表明,内部控制好与内部控制差的上市公司现金持有量增加额的回归系数分

别为0.945和0.653,都通过显著性检验,说明内部控制好的企业其每增加一元现金产生的价值效应高于内部控制差的企业,支持了假设2。另外,持有量增加额与上一期现金持有量交叉项(Cash₋₁×dCash)回归系数分别为-1.070和-1.083,且都通过显著性检验,分别代入内部控制好和内部控制差企业上一期现金持有量的平均数0.120 0和0.092 5,我们可以计算出现金的边际价值为0.82元和0.55元。这说明在上一期现金持有水平上,本期每增加一元现金持有量,内部控制好的企业其现金边际价值高于内部控制差的企业,再次支持了假设2。

3. 稳健性检验。为检验上述结论的稳健性,本文分别用三种方法度量因变量股票超额回报率:①采用规模调整法计算超额回报率,即先将各年度所选样本的考虑现金红利再投资的年个股回报率按总市值分为10组,计算各组平均回报率,再将考虑现金红利再投资的年个股回报率减去所在组的平均回报率。②流通市值市场调整法,即将各年度所选样本的个股回报率减去按流通市值加权计算的市场收益率;③总市值市场调整法,即将各年度所选样本的个股回报率减去按总市值加权计算的市场收益率。

上述三种方法的回归分析结果显示,△Cash_{i,t}和Cash_{i,t-1}×△Cash_{i,t}系数分别为0.937和-1.863、1.056和-1.892、1.056和-1.892,都有较高的显著性水平;ICI_{i,t}系数分别为-0.317、-0.214、-0.214,都有较高的显著性水平。这三种方法的回归结果与上述研究都没有产生实质性差异,回归系数的稳健性表明了回归模型的有效性,基本上支持了本文提出的两个假设。

六、结论

本文基于中国上市公司的内部控制现状建立了内部控制指数,考察了企业内部控制质量对企业现金价值的影响。实证结果发现:我国上市公司普遍持有高额现金持有量,来自控股股东和管理层的双重代理问题较严重,沿着“每一元现金价值=每一元现金-代理成本”的影响路径,现金价值折价较大,远低于其一元的账面价值,现金持有量越多,双重代理成本越高,现金边际价值将降低得越多。

但是,我国内部控制制度的建立和实施对提升现金持有价值具有积极作用,能在一定程度上约束企业管理层或大股东的自利行为,从而降低企业的代理成本,提升现金持有的使用效率,进而增加现金持有价值。

主要参考文献

1. Dittmar, Mahrt-Smith. Corporate governance and the value of cash holdings. Journal of Financial Economics, 2007; 83
2. Faulkender M., Wang R.. Corporate Financial Policy and the Value of Cash. Journal of Finance, 2006; 61
3. 杨玉凤,王火欣,曹琼.内部控制信息披露质量与代理成本相关性研究.审计研究,2010;1
4. 杨兴全,张照南,吴昊旻.治理环境、超额持有现金与过度投资.南开管理评论,2010;5
5. 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.管理世界,2011;2