

内部控制有效性对营运资金管理效果的影响

谢海娟(副教授), 刘晓臻, 王新闪

【摘要】 本文旨在研究内部控制有效性与营运资金管理效果的相关性,以2011~2013年沪市和深市A股上市公司为样本,运用多元回归分析的方法进行了实证分析。经研究发现,内部控制有效性对企业营运资金管理效果具有显著的正向影响,即内部控制有效性将提升企业营运资金管理的效果。进一步研究发现,实际控制人为国有性质的上市公司相较于非国有性质的上市公司而言,其内部控制有效性对营运资金管理效果的影响更大;根据上市公司所在地区的不同,按东部、中部、西部的顺序,企业内部控制有效性对营运资金管理效果影响的显著性呈逐渐降低的趋势。

【关键词】 内部控制有效性; 营运资金管理效果; 实际控制人性质; 所在地区

【中图分类号】 F276.6

【文献标识码】 A

【文章编号】 1004-0994(2016)06-0070-7

一、引言

随着营运资金相关概念、理论的发展与延伸,作为维持企业日常经营运转必不可少的营运资金管理日益受到学术界与实务界的关注。企业日常的经营管理活动是实现收益与创造价值的过程,而营运资金管理则是使经营管理活动资金顺畅的主要保障。营运资金所具有的流动性与营利性特性也将决定其对整个企业发展的实质性影响,甚至决定着企业生存的根基,并逐渐成为企业提高竞争力的关键。

莱瑞·吉特曼和查尔斯·马克斯维尔曾经对美国一千家大型企业的财务经理如何分配工作时间进行调查,发现他们花费在营运资金管理上的时间几乎占到三分之一。根据相关调查,中国公司的财务经理也将60%的时间用于营运资金管理。然而,即使我国财务经理投入了如此多的时间,营运资金管理的效果并未得到显著提升,营运资金管理过程中出现的问题仍亟待解决。

值得关注的是,1997年美国REL咨询公司与CFO杂志首次发布了对美国一千家最大企业开展的营运资金调查,并分行业对这些企业的营运资金管理绩效进行了排名。该调查发现,戴尔、苹果、沃尔玛等公司通过将营运资金管理与商业模式、供应链管理等业务活动进行整合,并不断创新营运资金管理模式,从而成为行业翘楚。

由于近几年受次贷金融危机和欧债危机的影响,我国营运资金管理的绩效在不断下滑,而且情况愈演愈烈。由中国企业营运资金管理研究中心提供的2012年中国上市公司营运资金管理调查数据显示:2010~2012年中国上市公司年平均整体营运资金周转期无论按要素还是按渠道划分都逐年持续增高,其中,营运资金周转期增长幅度按要素由46天增

长到61天,按渠道由18天增长到26天;整体营运资金管理绩效普遍呈持续下降的趋势。

该调查研究还发现:大部分行业营运资金占用增加,少部分行业营运资本增加,资金配置以投资活动为主,但正在向经营活动倾斜。相关研究表明,这种情况是由企业营运资金管理理念落后、资金存量较大、企业营运资金周转效率低下、资金营运能力较低等众多问题造成的,都严重影响了公司的经营效益。

以上这些问题从企业管理的角度来看,恰恰是由企业高层意愿性的决策不当、中层和基层操作性的实施不当所导致的,而中基层、业务层面操作性的实施效率问题又都指向了企业内部控制的有效性。面对我国企业营运资金管理全面持续恶化的现状,使得从内部控制的机制、业务层面来解决这一问题变得更加迫切。为此,本文在经营活动营运资金管理的基础上,从内部控制有效性与企业营运资金管理效果的相关性角度入手,研究内部控制有效性对企业营运资金管理效果的影响。

二、文献综述

(一) 营运资金管理国外研究综述

国外对营运资金管理的研究始于20世纪30年代,营运资金这一概念则在更早的年代就已被提出。George William Collins(1946)使用企业资产负债表和利润表编制了营运资金的来源及使用表,为进一步研究和说明企业营运资金的具体变动与流向提供了必要的工具。William Beranek(1966)在其著作中对现金、存货、应收账款等各项具体的营运资金管理项目进行了研究。总的来说,国外对营运资金管理的相关研究主要包括四个方面:

1. 对营运资金理论(概念)的研究。研究内容从营运资金各项目 and 综合营运资金到立体营运资金,对营运资金管理的内容由单个资金项目的分散研究逐渐融合为对整体营运资金的研究;营运资金管理理论通过引入供应链优化、渠道管理等思想,已逐渐发展为基于供应链导向的营运资金管理理论研究(Peter Edwards, 2001; Wadhwa, 2006; Erik Hofinan, 2010)。

2. 对营运资金管理的决定性因素研究。国外大多数学者采用营运资金需要量(WCR)、变现净余额(NLB)等作为衡量营运资金管理的被解释变量(Nazir, Appuhami 等, 2008),研究发现,营运资金需求与债务比率呈负相关关系(Myers, 1984),与公司业绩呈负相关关系(Wu, 2001),与公司成长机会呈负相关关系,与公司规模呈正相关关系(Chan, 1993; Peel 和 Wilson, 1996; Wu, 2001; Su, 2001);而财务杠杆、经营现金流量、销售收入增长率、行业特征等也对营运资金需要量有显著的影响(Nazir, Afza, Appuhami 等, 2008);经济周期的不确定性(Merville 和 Tavis, 1973)、产品线(Kenneth P. Nunn, 1981)、行业性质(Nunn 和 Kenneth, 1981)等也影响着营运资金管理的策略;行业特征、企业大小、固定资产占比、销售收入增长性、CEO 持股比例等也对以现金周转期衡量的营运资金管理具有显著的影响(Moussawi 和 Kieschnick, 2006)。

3. 对营运资金管理绩效评价的研究。包括:①对营运资金管理效率的评价,主要由现金周期(Richard V.D. 和 E.J. Laughlin, 1980)、加权现金周期(James A. Gentry R. Vaidyanathan 和 Hei Wai Lee, 1990)、净营业周期(Hyun Han Shin 和 Luc Soenen Shin, 1998)发展到营运资金周转期(美国 REL 咨询公司和 CFO 杂志, 1997)。②对营运资金管理效果的评价,主要是 1991 年波士顿咨询公司(BCG)从营利性角度考察企业营运资金管理绩效,并提出“营运资金生产率”这一指标,但这一指标是该领域研究的一枝独秀。

4. 对营运资金管理所产生经济后果的研究。相关研究表明,现金周转期和企业获利能力之间存在显著的负相关性(Jose, Lancaster 和 Stevens, 1996),证明了营运资金管理效率与企业的收益正相关(Afza, T.a., 2008),进而验证了有效的营运资金管理对企业的盈利能力具有显著的正向影响(D., M., 2009; Harsh Vineet Kaur 和 Sukhdev Singh, 2013; Nadeem Iqbal, 2014);部分学者选取现金周转期来反映营运资金管理效率,均证明现金周转期与企业资产报酬率负相关,与企业资产负债率正相关,即现金周期与公司绩效存在负相关关系(Deloof, 2003; Tryofonidis, 2006);其他实证研究也发现营运资金管理效率与企业经营绩效呈显著的相关性(Kamath, 1989; Manual Jose, 1996; Debasish Sur, 2011),营运资金管理的有效实施将促进企业经营绩效的提高(Abdul Raheman, 2010; Pankaj K. Agarwal, 2013)。

(二) 营运资金管理国内研究综述

国内对营运资金管理的研究源于 1993 年,我国为了与国际会计制度趋同,引入营运资金管理相关概念。毛付根(1995)在《论营运资金管理的基本原理》一文中首次较为全面地定义了营运资金,为国内展开对营运资金管理的研究提供了理论基础。

中国上市公司之所以多采用中庸型营运资金管理策略,是由于我国企业缺乏冒险和创新精神,企业理财者缺乏营运资金管理能力和勇气,故在流动资金存量管理上趋于保守(刘运国, 2001)。

周景仁、李承(2006)以台湾 1996~2004 年的季度数据为样本,将营运资金管理用变现净余额(NLB)与营运资金需要量(WCR)进行量化,发现资产负债率与经营现金流量是影响营运资金管理的重要因素。

刘翰林(2006)经过实证检验发现:行业因素对企业营运资金需要量的影响是复杂的、多方位起作用的,而不是简单地以某种单一的方式来发挥作用;而企业所处行业的交易方式、产品生产周期、资本结构和资本有机构成则是行业影响营运资金需要量的主要因素。

相关实证研究还发现,营运资金管理效率与企业经营绩效呈显著的相关性(赵旭、胡运生, 2003; 汪平、闰甜, 2007)。

另有研究将由股权结构、董事会特征、领导权结构、管理层激励构成的公司治理与以现金周期衡量的营运资金管理效率的相关性进行实证分析(黄潇, 2013)。

还有学者引用国外较为成熟的研究理念,进一步研究基于供应链导向的营运资金管理理论(王竹泉、马广林, 2005; 刘树海、齐二石, 2008; 王兴, 2010; 逢咏梅, 2013)。

由此,学术界一致认为应以供应链为基础,将营运资金占用情况、经营活动营运资金周转期和经营活动营运资金周转绩效细化为按要素与按渠道划分的指标体系。其中,《中国上市公司营运资金管理调查: 2012》(王竹泉、孙莹等, 2013)还根据不同的渠道与要素计算各营运资金周转期,以衡量与分析各行业、地区及专题营运资金管理效率。

(三) 国内外对内部控制产生经济后果的相关研究综述

国内外越来越多的实证研究发现内部控制质量与应计质量呈正相关关系(Doyle, 2007; Ashbaugh-Skaife, 2008; 董望、陈汉文, 2011),且内部控制与会计稳健性有关(Beng, Dan 等, 2011)。

相关研究还发现内部控制缺陷与企业债务契约显著相关(Costello, Wittenberg-Moerman 等, 2011),而提高内部控制的质量将有助于降低企业的债务融资成本(Kim, 2011; 陈汉文, 2014)。

部分学者研究了内部控制有效性的信息披露质量(Irving, 2006; Beneish 和 Hamersley, 2008),发现有效的内部控制可以降低会计信息重大错报风险,从而降低公司的股权成本

□ 业务与技术

(Beneish, 2008; Ashbaugh-Skaife, 2009), 而内部控制有效性与公司盈利能力之间具有显著的正相关性(高婷, 2011; 林思宇, 2013)。

有关研究还发现内部控制质量与审计费用相关(Hogan, Wilkins, 2008; 张旺峰, 2011), 其中, 内部控制重大缺陷与审计费用之间存在显著的正相关关系(Raghuandan 和 Rama, 2006; 李越冬, 2014)。

国外部分学者从公司价值的角度说明了内部控制缺陷对公司管理绩效的影响: 以提高报告可靠性为目的的内部控制将促进公司价值的创造。Tang 等(2007)则通过研究内部控制实质性缺陷与企业绩效之间的相关性, 发现内部控制存在重大缺陷的公司经营业绩差, 且股票回报率低。

而近几年来, 国内越来越多的学者开始研究内部控制对并购绩效(杨忠智, 2011; 赵息, 2013; 杨道广, 2014)、盈余管理(董望等, 2011; 叶建芳, 2012; 范经华, 2013; 刘行健, 2014)的影响。

国内部分学者还通过内部控制五大目标(周守华、胡为民, 2012)、内部控制五要素(陈汉文等, 2012)等构建中国上市公司内部控制指数, 以衡量和研究国内各上市公司内部控制执行的具体情况。

(四)小结

通过国内外文献回顾可以看出:

一方面, 对营运资金管理绩效在效率评价方面的研究已经较为成熟与全面, 但在效果评价方面仍是一片空白, 相关研究也是止步不前。而本文将从营运资金管理效果的角度入手, 采用更为合理、有效的评价指标, 进一步优化营运资金管理效果的评价体系。

另一方面, 对内部控制有效性的研究仅停留在制度层面, 缺乏内在机理的深入探索及更多实证研究, 无法具体说明内部控制有效性对企业营运执行过程中的具体管控作用, 更无法验证内部控制是如何影响营运资金管理绩效的。并且国内外文献中缺少对内部控制有效性与营运资金管理效果的相关性理论与实证研究。故本文计划通过理论分析和实证检验说明内部控制有效性对公司营运资金管理绩效的影响机理, 这不但可以拓展与丰富企业营运资金管理影响因素的研究, 还能为提升企业营运资金管理绩效提出相应的优化路径。

三、理论分析与研究假设

内部控制的五大目标之一是提高企业经营的效率和效果, 而营运资金是公司资产中最具活力的部分, 营运资金运转效率很大程度上决定了公司的生存能力与发展潜力, 营运资金管理也决定着整个企业经营管理的正常运转。内部控制作为媒介, 通过影响企业经营管理的整体效果与效率, 进而对营运资金管理效果产生影响。故提出假设1:

假设1: 在控制其他因素影响的情况下, 内部控制有效性

对企业营运资金管理效果具有显著的正向影响, 即内部控制有效性越高, 企业营运资金管理效果越好。

内部控制有效性将对企业营运资金管理的效果产生影响, 但此影响在不同的管制环境下是存在显著差异的。随着产业升级、经济转型以及所有权的改制, 我国企业在市场经济与政府管制两大主导力量的作用下, 国有性质与非国有性质的企业呈现出了很大的差异。企业实际控制人的性质决定着公司治理、内部控制执行力度、企业文化、管制结构等众多因素; 而由于人员配备、经济基础、发展前景、国家开放政策及市场化程度等差异, 东、中、西部地区企业的管理机制亦存在着显著的差异。企业所有制、地区发展状况、行业市场化程度的差异成为影响中国经济的三个主要制度因素。因此, 本文选择实际控制人性质、企业所在地区作为衡量制度经济环境的替代变量。

相关研究发现, 控股股东性质或企业产权性质影响着营运资金管理效率(逢咏梅、黄潇, 2013), 企业所处的地区、行业等经济环境的不同也将影响到企业的营运资金管理效率(王竹泉、孙莹等, 2013)。特别需要说明的是, 由中国企业营运资金管理研究中心每年对外公布的《中国上市公司营运资金管理调查》均证实: 营运资金管理的地区性差异较大; 与非国有上市公司相比, 国有上市公司经营活动营运资金管理的水平更高。而在内部控制方面, 产权性质、所在地区、行业的不同将使企业内部控制质量对企业债务融资的影响产生显著差异(陈汉文, 2014); 产权性质、经济区域、行业等不同的企业, 也将导致其内部控制重大缺陷与审计费用的相关性不同(李越冬、张冬等, 2014)。这说明上市公司所在经济地域属于东部、中部还是西部, 实际控制人是国有还是非国有的性质将影响到内部控制实施的过程与其机制的完善程度, 进而制约内部控制有效性对营运资金管理效率的影响。由此认为, 实际控制人性质、企业所在地区的不同将导致内部控制有效性对企业营运资金管理效果影响的差异。故由上述的论证, 分别提出假设2与假设3:

假设2: 与非国有性质的上市公司相比, 实际控制人为国有性质的上市公司内部控制有效性对营运资金管理效果的影响更大。

假设3: 根据上市公司所在地区的不同, 按东部、中部、西部的顺序, 企业内部控制有效性对营运资金管理效果影响的显著性将呈逐渐降低的趋势。

四、研究设计

(一)样本选取与数据来源

本文以2011~2013年我国沪市和深市A股上市公司为研究样本, 并在考虑样本应保持普适性、有效性与一致性等性质及研究目的的基础上对样本做如下处理: ①剔除所有金融类上市公司的样本; ②剔除ST、PT类公司的样本; ③剔除2011~2013年关键数据缺失的样本。最终得到6085家上市公

司2011~2013年的样本观测值数据,其中2011年1771家,2012年2137家,2013年2177家。同时,为提高研究结论的稳健性,对连续变量进行了按1%和99%的奇异值缩尾(win-sorize)处理。

本文实证研究所使用的内部控制指数数据来自迪博·中国上市公司内部控制与风险管理网,其余数据自国泰安CS-MAR数据库及上海证券交易所、深圳交易所网站上披露的上市公司年报、内部控制审计报告等上市公司公告中手工收集整理取得。

(二)变量设定

1. 被解释变量:营运资金管理效果(WCME)。20世纪90年代,波士顿咨询公司(BCG)首次提出由营利性角度出发衡量企业营运资金管理绩效的指标,即营运资金生产率。其表达式为:

营运资金生产率=销售收入净额/年度平均营运资本额

营运资金生产率表示每个单位的营运资金将为企业带来多少销售净额的收益。该指标区分了以营运资金周转期(率)为主要指标的营运资金管理绩效体系,从营运资金管理效果出发,诠释营运资金管理的绩效水平。

对企业来说,营运资金管理可区分为理财活动营运资金管理与经营活动营运资金管理,由营运资金管理的目的与效益理念及内部控制经营目标出发,考虑营运资金投入所产生的经营盈利,并剔除理财对盈利的影响,最终对营运资金管理主要从营利性这个角度进行测量,即营运资金管理效果的评价采用营运资金经营利润率(WCME)指标。其具体的计算公式为:

营运资金经营利润率=经营利润/当期营运资金净额

经营利润=(营运收入-营运成本)-(销售费用+管理费用)-营业税金及附加

此处的经营利润剔除了利息、投资收益等短期投融资活动对经营活动盈利所产生的影响,该指标表示每个单位营运资金净额将为企业带来的经营活动利润。

2. 解释变量:内部控制有效性(ICE)。根据COSO在《Internal Control An Integrated Framework》中对有效内部控制的定义,王宏、胡为民等认为对企业内部控制体系有效性的衡量应围绕企业内部控制战略、经营、报告、合规和资产安全五大目标的实现程度。而由中国上市公司内部控制指数研究课题组构建的内部控制指数体系正是基于内部控制五大目标实现程序设计的,并将内部控制重大缺陷作为其修正指标。故采用迪博·中国上市公司内部控制指数作为对内部控制有效性(ICE)进行度量的指标,并根据该评价体系给出的具体数值取其自然对数后确定,即:

$ICE = \ln(\text{上市公司内部控制指数})$

3. 分组变量。由于各经济区域带发展程度不同,政企管

制也有所区别,有必要将其进行区分,以更为深入地研究在不同情况下所导致内部控制有效性对营运资金管理效果产生影响的差别。本文根据上文所述,将上市公司所在地区(Area)、实际控制人性质(ACQ)作为分组变量,进一步验证与说明内部控制有效性对营运资金管理效果的影响。

4. 控制变量。为了提高与保证研究假设验证的准确性、可信度,本文对其他可能影响企业营运资金管理效果的因素进行了控制。综合参考目前研究中的大多数做法(Nazir、Afza等,2008;逢咏梅、黄潇等,2013;杨道广、陈汉文等,2014),将经营杠杆系数(DOL)、财务杠杆系数(DFL)、营运资金周转率(WCTR)、公司规模(Size)、成长性(Growth)、公司上市年数(Age)、行业(Industry)、年度(Year)设定为影响企业营运资金管理的控制变量。

具体对各变量的说明与定义如表1所示:

表1 变量定义及说明

变量性质	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	营运资金管理效果	WCME	营运资金经营利润率
解释变量	内部控制有效性	ICE	$\ln(\text{上市公司内部控制指数})$
分组变量	实际控制人性质	ACQ	实际控制人为国有性质则为1,否则为0
	所在地区	Area	以经济区域划分为标准,上市公司位于东部地区取值为3;位于中部地区取值为2;位于西部地区取值为1
控制变量	经营杠杆系数	DOL	息税前利润变动率/营业收入总额变动率
	财务杠杆系数	DFL	普通股每股收益变动率/息税前利润变动率
	营运资金周转率	WCTR	营业收入/营运资金平均数
	公司规模	Size	$\ln(\text{总资产平均数})$
	成长性	Growth	营业收入增长率
	上市年数	Age	公司上市年数
	年度	Year	设置两个年度哑变量
行业	Industry	哑变量,按证监会行业分类标准划分	

(三)模型构建

根据上文的理论分析和设置的相应变量,构建如下研究模型:

$$WCME = \beta_0 + \beta_1 ICE_{it} + \beta_2 DOL_{it} + \beta_3 DFL_{it} + \beta_4 WCTR_{it} + \beta_5 Size_{it} + \beta_6 Growth_{it} + \beta_7 Age_{it} + \beta_8 ACQ_{it} + \beta_9 Area_{it} + \beta_{10} Year + \beta_{11} Industry + \varepsilon$$

五、实证分析

(一)描述性统计

根据表2对各个变量的描述性统计可知:被解释变量营运资金管理效果的均值为0.1457726,最小值为-5.27305,最大值为5.627659,且标准差为1.068438,说明各上市公司间营运资金管理效果的差别较大,甚至出现了正负极的差异。而

□ 业务与技术

解释变量内部控制有效性的均值为 6.51837, 最小值为 6.193997, 最大值为 6.813917, 标准差只有 0.1053098, 说明各上市公司内部控制有效性分布大体较为均匀, 上市公司整体内部控制有效性在各监管部门与法律法规的监控下得到了一定程度的规范, 但个体仍存在一定的差距。

表 2 各个变量的描述性统计

变量名	样本数	均值	标准差	中位数	最大值	最小值
WCME	6085	0.1457726	1.068438	0.1250905	5.627659	-5.27305
ICE	6085	6.51837	0.1053098	6.536242	6.813917	6.193997
DOL	6085	1.470351	0.8763934	1.330024	5.594163	-2.404393
DFL	6085	1.453025	1.409161	1.079431	10.2897	-1.097612
WCTR	6085	8.472723	380.1186	1.390662	27047.97	-5098.873
Growth	6085	0.1996474	0.4968096	0.119721	3.762414	-0.517721
Size	6085	21.86806	1.240436	21.678	25.77829	19.53923
Age	6085	9.23221	6.223628	9	23	1

(二) 变量间相关性分析

基于以上对各变量的描述性统计, 通过表 3 中各变量间相关性分析的结果进行更进一步的研究。虽然表 3 显示出较多解释变量之间的相关性过于显著, 但经过检验, 其最大的方差膨胀因子 VIF 为 1.29, 远小于 10, 故各个变量之间不存在严重的多重共线性问题。

表 3 单变量相关性分析

变量	WCME	ICE	DOL	DFL	WCTR	Size	Growth
ICE	0.048***						
DOL	-0.059***	0.004					
DFL	-0.045***	-0.035***	0.229***				
WCTR	0.035***	0.026**	-0.004	0.001			
Size	-0.021*	0.348***	0.021	0.130***	0.021*		
Growth	0.038***	0.125***	-0.043***	-0.048***	0.005	-0.024*	
Age	-0.030**	-0.063***	0.037***	0.130***	0.018	0.009	0.274***

注: ***表示显著性水平为 1%, **表示显著性水平为 5%, *表示显著性水平为 10%, 下同。

由表 3 可知: 内部控制有效性与营运资金管理效果的相关系数为 0.048, 且显著性水平为 1%, 这说明内部控制有效性与营运资金管理效果呈显著的正相关关系, 由此初步证明了本研究的假设 1, 即内部控制有效性越高, 企业营运资金管理效果也就越好。同时也说明有效的内部控制可以促进企业营运活动管理效率与质量的提升, 进而提高企业营运资金管理的效果。

在控制变量方面, 经营杠杆、财务杠杆与营运资金管理效果都为显著的负相关关系, 此关系验证了企业的经营风险与财务风险都对营运资金管理效果具有反向影响的作用, 即企业的经营风险和财务风险越高, 则营运资金管理的效果就越差; 而营运资金周转率、企业成长性与营运资金管理效果呈显著的正相关关系, 说明营运资金周转率的提高将明显地

促进营运资金管理效果的提升, 且企业的成长性良好亦将促进营运资金管理效果的进一步提升。虽然公司规模、上市年数与营运资金管理效果之间的显著性水平较低, 但足以说明随着企业规模的扩大、年龄的增长, 企业营运资金管理必将面临越来越多的问题与漏洞, 从而制约了营运资金管理效果的提升。

(三) 多元回归分析

表 4 内部控制有效性的单变量分组检验

变量	内部控制有效性较高		内部控制有效性较低		均值差异的显著性检验	
	样本量	均值	样本量	均值	T 值	p 值
WCME	3662	0.1738168	2423	0.103388	-2.5182**	0.0118
DOL	3662	1.443517	2423	1.510907	2.9382***	0.0033
DFL	3662	1.373695	2423	1.572919	5.4112***	0.0000
WCTR	3662	11.23537	2423	4.297393	-0.6969	0.4859
Size	3662	22.05349	2423	21.58781	-14.5828***	0.0000
Growth	3662	0.2398895	2423	0.1388276	-7.8061***	0.0000
Age	3662	8.664391	2423	10.09038	8.8043***	0.0000

1. 以上市公司样本内部控制有效性的均值为标准, 将内部控制有效性分为较高和较低两组, 然后做各变量的样本均值分组检验, 以进行比较分析, 具体结果如表 4 所示。结果表明,

内部控制有效性较高的上市公司, 其营运资金管理效果比内部控制有效性较低的上市公司要高, 更进一步地验证了假设 1, 即内部控制有效性对企业营运资金管理效果有正向影响。

除了营运资金周转率, 其他控制变量与内部控制有效性的均值差异都很显著, 说明内部控制有效性越高, 企业的财务风险与经营风险越低、公司规模越大、成长性越好。而营运资金周转率与内部控制有效性的均值差异不显著, 这可能是由于营运资金周转率还受到企业管理机制、上下游供应链等其他各种内、外在因素的影响。

2. 由 Breusch-Pagan (LM) 检验结果可知, P 值为 0.0001, 远小于 0.05, 故强烈拒绝“不存在个体随机效应”的原假设, 即拒绝混合 OLS 模型, 表明随机效应模型优于混合 OLS 模型; 由 hausman 检验 (使用不包括常数项的默认设置) 可知, P 值为 0.0042, 但由 hausman 检验 (使用包括常数项的比较系数估计值) 可知, P 值为 0.2012, 且在 5% 的水平上显著, 即认为随机效应模型是最有效率的。考虑到回归模型扰动项条件异方差的存在, 由辅助回归方法聚类稳健标准误检验的结果可知, P 值为 0.0635, 故应接受原假设, 即接受随机效应模型。

表 5 对混合数据与面板数据分别进行了回归, 以进一步比较其差别, 面板数据通过 Breusch-Pagan (LM) 检验、hausman 检验以及用辅助回归方法所做的聚类稳健标准误检验, 证明随机效应模型更有效, 更适用于本研究。

以下两个模型(pooled模型和panel模型)回归的结果最终都证明了内部控制有效性对企业营运资金管理效果具有显著的正向影响,即验证了本文的假设1。经检验,面板数据存在异方差,故对其进行修正,虽然FGLS最有效率,但在稳健性与有效性的权衡下,将采用“GLS+聚类稳健标准误”来修正该panel模型。两个模型结果基本一致,而回归系数与部分控制变量显著性水平出现偏差是因为对随机效应模型做了修正处理。

表5 内部控制有效性对营运资金管理效果影响的多元回归结果

变量	因变量WCME			
	pooled		panel	
ICE	0.5451207***	(3.60)	0.5364078***	(3.55)
DOL	-0.06264416***	(-5.46)	-0.0622318***	(-5.45)
DFL	-0.01855235**	(-2.12)	-0.018087**	(-2.08)
WCTR	0.00009498*	(1.71)	0.0000908	(1.64)
Size	-0.0276828*	(-1.86)	-0.027264*	(-1.84)
Growth	0.05762191	(1.56)	0.0572231	(1.55)
Age	-0.00231205	(-0.93)	-0.0023675	(-0.95)
_cons	-2.6740541***	(-2.81)	-2.627251***	(-2.77)
Year	控制		控制	
Industry	控制		控制	
F value/Wald chi2	11.68***		80.17***	
R-sq	0.0100		0.0100	

通过表5多元回归分析(panel模型部分)得出的结果可知:在控制了其他变量的影响后,内部控制有效性与营运资金管理效果在1%的水平上呈显著的正向影响关系。由此直接证明了假设1,并说明了内部控制有效性对营运资金管理效果的影响程度,内部控制有效性每提高1%,则营运资金管理效果将提高53.64%(即每单位营运资金净额将产生0.5364的经营利润)。

就控制变量而言,经营杠杆与财务杠杆对公司营运资金管理效果分别在1%和5%的水平上呈显著负向影响关系,且经营杠杆对其影响更显著、负向影响程度更高。这说明经营风险与财务风险的降低将有利于提高公司营运资金管理的效果,即经营风险与财务风险越低,公司的经营管理越有效,越能促进营运资金管理效果的提升。公司规模对营运资金管理效果在10%的显著性水平上影响系数为负,可能是由于随着企业的扩张、上市,出现诸多问题使得企业不适应,来不及调整相应管理战略、采取应对经营措施。

但营运资金周转率、成长性、上市年数对营运资金管理效果的影响并不显著,其中营运资金周转

率属于企业短期经营决策的重要部分,而成长性与上市年数是影响企业经营的长期因素。其显著性与前文相关性分析的结果有一定差距,究其原因可能是在该回归模型中,营运资金周转率、成长性、上市年数等因素对营运资金管理效果的影响程度远不及内部控制、经营杠杆等。

3. 为了验证假设2和假设3,本文还根据公司实际控制人性质、所在地区的不同,对研究样本进行了分组。由表6内部控制有效性对营运资金管理效果影响的分组回归结果可知:①在实际控制人性质分组上,国有性质的上市公司较非国有性质的上市公司其内部控制有效性对营运资金管理效果的正向影响更大,说明国有上市公司的内部控制有效性更高,其营运资金管理效果也更好。②在上市公司所在地区的分组上,东部地区上市公司内部控制有效性对营运资金管理效果影响的显著性达到1%,中部地区上市公司的显著性只有5%,而西部地区不显著。即根据上市公司所在地区的不同,按东部、中部、西部的顺序,企业内部控制有效性对营运资金管理效果影响的显著性逐渐降低。

究其原因,可能是各个上市公司所在地区的经济管制不同,实际控制人为国有或非国有性质的治理环境不同,以及其他影响因素的干扰,都制约着内部控制有效性、企业营运资金管理的具体运作。故本文认为,实际控制人性质、公司所在地区的不同是导致内部控制有效性对公司营运资金管理效果影响不同的两个重要的外部监管结构、地域经济环境制度因素。

表6 内部控制有效性对营运资金管理效果影响的分组回归结果

变量	实际控制人性质		所在地区		
	国有	非国有	东部	中部	西部
ICE	0.7131099*** (2.70)	0.4751025*** (2.85)	0.4895511*** (2.57)	0.7443165** (2.00)	0.2055766 (0.54)
DOL	-0.083679*** (-4.17)	-0.0413282*** (-3.33)	-0.0682286*** (-4.37)	-0.0302573 (-1.41)	-0.0678094*** (-2.84)
DFL	-0.0112558 (-1.11)	-0.0289508* (-1.79)	-0.0253008* (-1.81)	0.0034269 (0.26)	-0.0244269 (-1.44)
WCTR	0.0001126** (2.06)	-0.0003786 (-1.29)	0.0004244 (1.19)	-0.0000795 (-0.19)	0.0000815** (2.40)
Size	-0.0522779** (-2.40)	0.0008256 (0.04)	-0.0123603 (-0.67)	-0.0526513 (-1.47)	-0.0645915* (-1.72)
Growth	0.0062526 (0.10)	0.0874473* (1.89)	0.075834 (1.61)	0.1104061 (1.24)	0.0105222 (0.14)
Age	-0.0061649 (-1.25)	-0.0013291 (-0.40)	-0.0005701 (-0.20)	-0.0042044 (-0.58)	-0.0059841 (-0.87)
_cons	-3.142977** (-2.01)	-2.855986** (-2.45)	-2.624951** (-2.33)	-3.536262 (-1.31)	0.349236 (0.14)
Year	控制		控制	控制	控制
Industry	控制		控制	控制	控制
R-sq	0.0120	0.0116	0.0125	0.0111	0.0141
F value	5.84***	7.05***	6.81***	3.08***	3.64***
Obs	2576	3509	4031	1118	936

(四) 稳健性检验

此外,通过加入资产负债率、经营活动现金流量等控制变量对该研究的稳健性进行检验,发现其结果虽然存在细微的偏差,但与本文结论基本一致。然后,采用不同的口径对营运资金管理效果进行计算(如将营运资金净额扩大为广义的营运资金总额、营运资金净额平均数等),得出的结果也与本文大致相符。最后,采用FGLS与“OLS+面板校正标准误”得出的回归结果与前文回归结果非常相似,且“OLS+面板校正标准误”得出的回归结果与pooled模型中的回归系数完全相同。故由稳健性检验的结果可知,该实证研究的结论是较为可靠、完整的。

六、研究结论与启示

本文实证研究的结果表明:①内部控制有效性对企业营运资金管理效果具有显著的正向影响,即内部控制有效性的提高有助于企业营运资金管理效果的提升,内部控制有效性越高,则其营运资金管理效果越显著;②进一步的研究还发现,与非国有性质的上市公司相比,实际控制人为国有性质的上市公司内部控制有效性对营运资金管理效果的影响更大;③根据上市公司所在地区的不同,按东部、中部、西部的顺序,企业内部控制有效性对营运资金管理效果影响的显著性将呈逐渐降低的趋势。这说明与非国有上市公司相比,上市公司为国有性质的内部控制有效性、营运资金管理水平较高,故在内部控制有效性对营运资金管理效果的影响上更具有优势。

究其原因,可能是相较于非国有性质的上市公司,实际控制人对国有性质的上市公司对营运资金管理机制更为严格,内部控制执行的成本更高,内部控制有效性也就更高。而上市公司所在地区由东部、中部、西部的顺序,内部控制有效性对营运资金管理效果影响的显著性逐渐降低,说明企业在不同经济管制环境下,其营运资金管理与内部控制有效性存在较大的差距。东部地区内部控制有效性对营运资金管理的影响最为显著,其次是中部地区,而西部地区不显著。究其原因,可能是东部地区的经济贸易较为发达,对营运资金管理的水平普遍较高,政府监管力度更大,东部地区内部控制有效性更高。

本文实证研究得出的结果将为实务界和理论界带来重要启示:①企业不仅应从内部控制制度设计、实施的角度去提高与实现企业内部控制有效性,更需要充分考虑影响企业经营效率与效果的实质性因素,以进一步完善其内部控制机制,促进营运资金管理效率与效果的提升。②企业与其他相关的监管部门都应加大对内部控制所产生经济后果的关注力度,重视影响企业具体经营管理活动的因素,加强内部控制体系对内部控制缺陷的检测与防范,以降低其对企业

运营管理带来的损失。③政府与企业都应加大对非国有性质企业内部控制的执行力度、关注度与投入,完善中西部地区的管理机制、提高其市场化程度,以促进经济制度环境的进一步发展。

本文的研究贡献主要在于:①直接证明了内部控制有效性对企业营运资金管理效果的正向影响,并从上市公司所在地区、实际控制人性质两方面入手,具体说明不同企业情况其内部控制有效性对营运资金管理效果的影响。②国内外关于内部控制有效性对企业营运资金管理效果影响的研究很少,本研究可以丰富该领域,另外,具体实证研究变量与指标选取结合前人的研究成果,采用更为合理、适用的研究方式。③此研究结论将有利于内部控制与企业营运资金管理双方的研究,并进一步丰富了对内部控制所产生经济后果的研究与解释。

主要参考文献:

- 孙兰兰.营运资金管理国外文献综述[J].财会通讯,2014(12).
- 王竹泉,孙莹,王秀华,张先敏,杜媛等.中国上市公司营运资金管理调查:2012[J].会计研究,2013(12).
- 刘运国.上市公司营运资金管理策略实证分析[J].贵州财经大学学报,2001(3).
- Jeng-Ren Chiou, Li Cheng, Han-Wen Wu. The Determinants of Working Capital Management [J]. The Journal of American Academy of Business, 2006(1).
- 刘翰林.营运资金需要量与行业因素——基于上证180指数成分股的实证研究[J].杭州电子科技大学学报(社会科学版),2006(3).
- 王竹泉,逢咏梅,孙建强.国内外营运资金管理研究的回顾与展望[J].会计研究,2007(2).
- Chih-Yang Tseng. Internal Control, Enterprise Risk Management, and Firm Performance [D]. College Park: University of Maryland, 2007.
- Tang, A. P., Xu, L.. Institutional Ownership, Internal Control Material Weakness and Firm Performance [D]. Baltimore: Morgan State University, 2007.
- 李茜,张建君.制度前因与高管特点:一个实证研究[J].管理世界,2010(10).
- 中国上市公司内部控制指数研究课题组.中国上市公司内部控制指数研究[J].会计研究,2011(12).
- 王丽娜,高绪亮.营运资本政策研究综述[J].财会研究,2008(17).
- 作者单位:桂林电子科技大学商学院,广西桂林541004