内部控制、现金持有及经济后果*

张会丽　吴有红

（北京师范大学经济与工商管理学院　100875　国家发展和改革委员会投资研究所　100038）

【摘要】以我国A股上市公司为研究样本，本文系统研究了内部控制质量对于企业现金持有的影响及作用机制。实证结果表明，内部控制质量改善能够显著提高企业的现金持有价值，即投资者对内部控制质量高的企业的现金持有给予了显著更高的定价；其作用机制在于，内部控制质量的完善有助于抑制企业内部对自由现金流的过度投资，从而有助于企业更高效地持有相对较多现金以预防未来经营中的不确定性。本文的研究丰富和拓展了内部控制及现金持有等相关领域的研究文献，同时印证了近些年我国监管机构致力于内控体系规范建设的重要现实意义。

【关键词】内部控制　现金持有价值　过度投资　现金持有

一、引言

现金被视为企业的“血液”，从而对企业的健康运营与持续发展具有重要的战略影响（如Oler and Picconi，2013）。同时，由于现金又是一种稀缺和极易被代理人随意使用的资源（Dittmar and Mahrt－Smith，2007；Fresard and Salva，2010），企业的现金持有与管理一直是理论界关注的重要问题。从实务方面看，近些年来，现金在国内外企业总资产中的比重均日益升高，据Gao et al.（2013）统计，2011年底，美国上市公司持有现金水平占总资产的比重平均为20.45%。就国内而言，以本文的研究样本为例，截止2012年底，平均而言我国上市公司持有现金均值为19.8%，中位数为15.9%。上述数据显示，国内外上市公司中现金持有水平日益攀升，且平均近五分之一的资产以现金形式存在。企业为何放弃投资机会而选择保持收益率较低的高流动性？

已有关注现金持有水平的文献主要从预防性动机、交易性动机、税收动机、代理成本动机等方面对企业保持高流动性的动机进行分析和考察（Bates et al.，2009）。已有文献表明，在融资约束问题较为典型的新兴市场国家，由于企业面临来自外部众多因素的不确定性所导致的风险，预防性动机是影响企业高现金持有水平的重要因素。然而，当企业内部缺乏有效机制对现金加以控制、约束与监管时，代理问题将使现金持有背离预防不确定性的初衷。也就是说，预防性动机的需求客观上要求企业持有较多现金，而代理成本假说则意味着企业应尽可能降低自由现金流水平，亦即二者对于企业现金持有的影响存在冲突。自然地，建立一定的机制对现金的使用和分配形成有效的监督和制约，就成为缓解二者矛盾冲突的重要途径。本文拟从企业现金管理中可能所受最直接的制约机制——企业内部控制出发，对内部控制质量对现金持有的影响做系统考察。

近些年来，我国相关政府部门致力于推动企业内部控制体系的建立和完善。财政部、审计署、证监会、银监会、保监会五部委先后于2008年和2010年发布了《企业内部控制基本规范》和《企业内部控制配套指引》，初步构建了我国企业内部控制规范体系。2011年，68家境内外同时上市公司和216家内控规范试点公司开始强制实施企业内部控制规范体系。2012年，财政部和证监会联合发布公告，将内部控

* 本文受国家自然科学基金青年项目（71202030）、国家自然科学基金重点项目（71132004）、教育部人文社会科学研究青年基金项目（12YJC630287）、教育部人文社会科学研究规划基金项目（13YJA630014）、教育部新世纪优秀人才支持计划（NCET－12－0602）、国有资产管理协同创新中心项目（GZ20130601）及中央高校基本科研业务费专项基金青年项目资助。衷心感谢北京大学陆正飞教授、复旦大学吕长江教授和北京师范大学崔学刚教授等老师以及匿名审稿人对本文的修改完善所给予的建设性意见和建议。当然，文责自负。

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

制规范体系的强制实施范围进一步扩大到主板国有控股上市公司，从而标志着我国上市公司正式进入内部控制规范体系的分类分批实施阶段（周守华等，2013）。2014 年 1 月，证监会与财政部联合发布《年度内部控制评价报告的一般规定》，标志着资本市场全面贯彻实施企业内部控制规范体系又向前迈进了一步。内部控制体系的不断完善，能否提高企业内部的现金管理效率？若是，其中可能的作用机制是什么？本文通过系统考察内部控制质量对企业现金持有的影响，对上述问题进行全面考察。

我们的研究表明，内部控制质量的改善能够显著提高企业的现金持有价值，即投资者对内部控制质量高的企业的现金持有给予了显著更高的定价；进一步研究显示，其作用机制在于，企业内部控制质量越高，企业过度投资水平越可能得到有效抑制，从而企业能够更高效地持有相对较多现金以预防未来经营中的不确定性。上述结论表明，企业内部控制在缓解企业现金持有的代理成本与预防性动机之间的矛盾冲突中发挥着重要的战略作用。

本文的研究将可能从以下几个方面具有一定贡献：其一，本文的研究给出了内部控制对现金持有价值影响的直接经验证据，并系统地探索内部控制对现金持有影响的作用机制，从而扩充和发展了有关内部控制领域的相关文献；其二，本文的研究探索了现金持有的预防性动机和代理成本之间冲突的协调机制，相应丰富和拓展了现金持有领域的相关文献；其三，本文从现金持有视角系统考察了企业内部控制体系建设在企业财务战略中的重要地位，从而印证了近些年我国监管机构致力于内控体系规范建设的重要现实意义。

二、文献综述与研究假说

（一）文献综述

1. 现金持有及后果

学术界对于现金持有问题的关注主要集中于考察企业现金持有的可能动机以及投资者对于现金持有的定价——现金持有价值等方面。

在现金持有影响因素的相关研究中，预防性动机、代理成本动机、交易性动机以及税收成本动机等均被视为企业保持较高的现金持有水平的可能原因（Bates et al.，2009）。其中预防性动机和代理成本动机讨论最为广泛，也在各类型企业中更为普遍存在。一方面，企业持有现金而不是转换为盈利性资产，可能出于更好地处理将来可能出现的突发事件或者融资需求考虑，即预防性需要。已有文献如 Bates et al.（2009）、Duchin（2010）以及 Mclean（2011）等研究表明，预防性动机是企业保持较高水平现金持有的重要原因。另一方面，企业持有较多现金则可能是管理层出于谋取私利的考虑：尽管没有良好的投资机会，企业还是不愿将现金返还给股东，而是持有大量现金以满足管理层自身的利益需求，即代理成本动机。已有文献如 Nikolov and Whited（2011）、Gao et al.（2013）等发现内部的代理问题会导致企业维持较高的现金持有水平。

现金持有价值是在假定市场有效的前提下，从市场对现金估价的角度来衡量企业持有现金的潜在效率。企业所持现金的市场价值因公司治理水平、财务约束程度等方面的不同而存在显著差异。Pinkowitz et al.（2006）研究发现，在投资者保护较弱或公司治理程度较差的国家，随着企业现金持有量的增加，每增加 1 元现金的边际价值小于 1 元，从而揭示了自由现金流中代理成本与效率损失的存在。Drobetz et al.（2010）发现信息不对称程度与企业的现金持有价值显著负相关。国内的研究显示，我国企业的现金持有存在一定的代理成本损失，从而现金持有价值存在一定程度的折价（如杨兴全和张照南，2008）。

总的来看，企业通常更普遍地出于预防性动机或代理成本动机而持有较多现金。遗憾的是，从投资者定价后果来看，上述两种动机对企业价值的作用方向并不一致。基于此，在现金管理中建立适当的约束或规范机制就显得尤为重要。

2. 内部控制及经济后果

内部控制可通过一系列制度安排来提高企业经营效率和效果，促进企业实现发展战略，从而给投资

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

者带来显著的利益（李万福等，2011）。关注内部控制在企业管理中的经济后果，日渐成为学术界关注的焦点。周守华等（2013）等统计，截止2013年6月，已有近80篇内部控制领域论文被会计学国际TOP5的学术期刊发表或录用。

国内外已有内部控制领域的相关文献较集中于内部控制对融资成本、盈余质量、审计费用以及投资效率等方面的影响。例如，已有研究发现，内部控制存在缺陷或者内部控制质量较低公司的财务约束程度更大（Ashbaugh－Skaife et al.，2008）、面临的外部融资成本更高（Kim et al.，2011）、盈余质量更差（Altamuro and Beatty，2010）、审计费用更高（Hoitash et al.，2008）、投资效率更低（如李万福等，2011；方红星和金玉娜，2013）。

综合上述研究内部控制的文献，目前尚较少有研究关注内部控制在企业现金持有与管理中的影响，且尚未有相关文献在相对较系统的框架下探索内部控制对现金持有经济后果及其作用机制。本文对该问题的考察将有效拓展与扩充相关文献。

（二）研究假说的提出

由于现金是一种稀缺和极易被代理人随意使用的资源，投资者对现金的定价常将企业内部可能存在的现金持有效率损失作为首要考虑因素。这意味着，当企业为防备未来经营中不确定性所带来的财务风险或交易成本而保持较高流动性时，如何确保所持现金不受来自企业内部人的滥用或低效耗用，成为利益相关方尤其外部中小投资者关注的重要问题。

内部控制质量将是影响现金持有效率损失程度的重要因素。原因在于：首先，内部控制通过贯穿于企业决策、执行和监督全过程的一系列有效的制度安排，在治理结构、机构设置及权责分配、业务流程等方面形成相互制约、相互监督，可以提高企业决策的科学性，进而提升运营效率和效果。也就是说，内部控制质量较高的企业，其现金持有更可能受到较为严格的程序规范或制度控制，同等条件下将更多受到科学合理决策的支配，从而为投资者创造更高的价值。其次，内部控制将为企业财务报告可靠性提供合理保证。高质量的内部控制通过提升财务报告质量、增加信息披露的可信度，可降低管理层与股东特别是与中小股东之间的信息不对称程度，从而帮助投资者了解企业真实的运营状况、盈利能力和投资机会，并提高投资者对现金持有外部监督的有效性。综上，可以预期，内部控制体系较完善企业的现金持有可能为投资者创造更高的价值，并相应可能得到较高的现金定价水平。

由此，提出本文的研究假说1：

假说1：在其他条件既定时，企业内部控制质量与其现金持有价值显著正相关。

依据代理理论，管理层总是通过各种方式追求扩张自己的“商业帝国”。其追逐私利的行为很可能导致企业现金流被投向净现值为负的项目，进而损害股东财富最大化的财务目标。相应地，提高现金的管理效率，需要设计一套完善的激励约束机制来有效制约和监督作为代理人的管理层行为，从而有效抑制过度投资。为达到上述目标，公司治理被寄予厚望。通过在委托－代理方之间建立一系列激励兼容的制度安排，良好的公司治理机制可以有效监督企业运作，并激励利益相关者为企业整体利益而一致努力。

内部控制对企业内部权力运作的约束、监督与控制的重视，本质上是公司治理契约在企业内部的延伸。通过构建和优化内部控制体系，以契约形式保证企业内部利益各相关方权责的合理分配、权力的有效制衡、流程的优化安排，并有效执行内部各种契约，是减少股东和管理层之间代理问题、实现良好公司治理的基础性保障。随着美国萨班斯法案的提出，强化企业内部控制体系已成为世界各国特别是发达国家提高公司治理水平的重要手段。公司治理与内部控制的对接，为实现促使管理层为股东利益最大化目标行动，有效约束企业过度投资的治理目标提供了合理保证。

另外，内部控制也可能有效减少投资决策中不具主观故意性的操作性失误。原因在于，作为内部控制五大要素之一的有效风险评估，能帮助企业及时识别、系统分析经营活动中的投资风险，有助于早期预防和后期纠偏低效率的投资行为。同时，内部控制体系对于信息与沟通的重视，意味着良好的内部控制能够提高信息和沟通的效率，降低企业内部契约各方间的信息不对称程度，使各方更全面地了解投资

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

项目的真实信息，客观评价投资收益与成本，并做出合理的投资决策。

因此，内部控制质量较高的企业更有可能通过有效的制度安排，实现内部控制与公司治理的有效对接，从而降低企业内部自由现金流的代理成本和操作性决策失误。由此，我们提出本文的研究假说2：

假说2：在其他条件既定时，企业内部控制质量越高，则企业对自由现金流的过度投资水平越低。

均衡状态下的现金持有水平，应是企业内部将现金持有的流动性收益与代理成本相权衡的结果，而内部控制质量可能是其中影响均衡状态下现金持有量的重要因素。Masulis and Mobbs（2011）指出，在代理成本较为严重的公司，为避免现金被管理层挥霍，企业可能将选择持有较少现金。这意味着，从长期来看，只有当内部代理成本较低时，企业才有可能为保持较高流动性而相对更好地享受现金持有带来的潜在收益。而内部控制将可能通过降低自由现金流的代理成本，帮助企业更好地享有持有现金的流动性收益。同时，当企业内部控制质量较高且持有较多资金时，因预期企业现金持有效率较高，外部投资者的分红舆论压力或对现金余额的监督压力也可能较小。

因此，可以合理预期，当企业内部控制质量较高时，企业可以保持相对较高的现金持有水平并从中获得更高的收益。由此，我们提出本文的研究假说3：

假说3：在其他条件既定时，企业内部控制质量越高，则企业现金持有水平越高。

三、研究设计、数据来源与描述性统计

（一）研究设计

为检验假说1，借鉴如Dittmar and Mahrt－Smith（2007）、Drobetz et al.（2010）、Fresard and Salva（2010）等同类研究，我们采用价值回归模型来度量投资者对于现金的定价。

$$\begin{aligned} mv_{i,t} = {} & \alpha_0 + \alpha_1 oi_{i,t} + \alpha_2 doi_{i,t} + \alpha_3 foi_{i,t} + \alpha_4 dnca_{i,t} + \alpha_5 fnca_{i,t} + \alpha_6 \mathrm{int}_{i,t} + \alpha_7 d\mathrm{int}_{i,t} \\ & + \alpha_8 f\mathrm{int}_{i,t} + \alpha_9 div_{i,t} + \alpha_{10} ddiv_{i,t} + \alpha_{11} fdiv_{i,t} + \alpha_{12} cap_{i,t} + \alpha_{13} dcap_{i,t} \\ & + \alpha_{14} fcap_{i,t} + \alpha_{15} fmv_{i,t} + \alpha_{16} cash_{i,t} + \alpha_{17} cash_{i,t} * ic_{i,t} + \alpha_{18} ic_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

其中，模型的因变量是公司的市场价值（*mv*），自变量为公司的营业利润（*oi*）、非现金资产（*nca*）、利息费用（*int*）、现金分红（*div*）、资本性支出（*cap*）以及前一期市场价值（*fmv*）和现金持有水平（*cash*）。式中所有变量经总资产标准化，*dx*表示当期的变化值，*fx*表示下一期的变化值，并对行业和年度效应加以控制。*cash*的系数α_{16}表示市场对公司边际每增加1元现金的定价情况。为了检验本文的研究假说1，我们将变量*ic*按照中位数分组，高于中位数的观测取值为1，否则为0，并设置与*cash*的交互项。根据上文的研究假说1，我们预期交互项α_{17}的系数显著为正。

为检验假说2，本文设定如下研究模型：

$$\begin{aligned} Overinv_{i,t} = {} & \beta_0 + \beta_1 fcf_{i,t} + \beta_2 fcf_{i,t} * ic_{i,t} + \beta_3 ic_{i,t} + \beta_4 salary_{i,t} + \beta_5 dual_{i,t} \\ & + \beta_6 tunnel_{i,t} + \beta_7 roa_{i,t} + \beta_8 state_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

其中，因变量为*Overinv*表示企业的过度投资水平，其计算方式为：采用Richardson（2006）的方法，将企业的公司*i*第*t*年的实际新增投资支出表示为公司期初规模、杠杆、成长性、市场业绩、公司年龄、现金以及滞后一期投资水平函数，回归估计得到的企业投资水平的估计值即为企业的正常投资水平，由此得到的残差大小即代表企业的过度投资程度。*fcf*表示企业的自由现金流水平，计算方式为经营现金净流量与估计得到的正常投资水平之差取自然对数。同时借鉴同类文献，我们控制了高管薪酬（*salary*，高管薪酬取自然对数）、董事长与总经理是否两职合一（*dual*，两职合一取值为1，否则为0）以及关联方占款（*tunnel*，其他应收款/总资产）等变量，用以控制企业内部来自高管、关联方等方面的代理成本。另外对企业的业绩（*roa*，净利润/总资产）和控制权性质（*state*，国有企业取值为1，否则为0）、行业和年度效应加以控制。根据研究假说2，我们预期β_2的符号显著为负。

为检验假说3，我们设置如下研究模型：

$$cash_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 size_{i,t} + \gamma_2 lev_{i,t} + \gamma_3 roa_{i,t} + \gamma_4 pb_{i,t} + \gamma_5 state_{i,t} + \gamma_6 ic_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中，因变量*cash*为经行业均值调整的现金持有水平，现金持有计算方式为期末货币资金与短期投

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

资的和除以总资产；自变量为内部控制水平 *ic*（企业内部控制指数取自然对数）。我们在回归模型中控制了企业规模 *size*（总资产取自然对数），并以 *lev*（负债/总资产）代表企业的负债程度，以 *roa* 表示企业的盈利水平，以 *pb*（市净率）代表企业的成长机会，以 *state* 表示企业控制权性质在式中加以控制。同时我们还控制了行业效应和年度效应的影响。系数 γ_6 的符号和大小体现了内部控制质量对现金持有水平影响的方向和程度。

（二）数据来源与描述性统计

本文采用的内部控制数据来自胡为民（2012）的“迪博·中国上市公司内部控制指数”。该指数以企业内部控制基本框架体系作为制度基础，基于内部控制战略、经营、报告、合规和资产安全五大目标的实现程度设计内部控制基本指数，并将内部控制重大缺陷作为修正指标，对内部控制指数进行补充与修正。研究中用到的其他数据来自国泰安数据库（CSMAR）。

由于模型 1 用到前一期和滞后一期变量，我们采用了 2008－2012 年度的数据，有效数据观测年度为 2009－2011 年。我们以 A 股公司为样本，按照同类研究的惯例，剔除了以下的样本观测：（1）金融类公司；（2）IPO 当年的观测；（3）存在相关变量缺失观测。最终共得到 4688 个观测值。同时，为了剔除极端值的影响，我们对所有连续变量进行了 1%－99% 水平的 winsorize 处理。

表 1 给出了本文研究用到的主要变量的描述性统计结果。可以看出，经行业均值调整的 *cash* 最小值为－0.243，最大值为 0.469，说明我国上市公司的现金持有状况在行业内部公司间存在较大差异，从而表明本文关注企业现金持有的影响机制及其经济后果就具有一定的现实意义。

表 1　　描述性统计

变量	均值	中位数	最小值	P25	P75	最大值	标准偏差
cash	0.016	－0.011	－0.243	－0.072	0.074	0.469	0.134
ic	6.526	6.542	5.224	6.496	6.585	6.903	0.147
size	21.855	21.681	19.244	20.951	22.593	25.789	1.257
nca	0.802	0.841	0.287	0.739	0.905	0.992	0.143
roa	0.043	0.039	－2.746	0.017	0.068	2.637	0.091
lev	0.483	0.494	0.035	0.326	0.644	1.260	0.216
pb	4.329	3.311	0.395	2.144	4.999	195.968	5.495
state	0.537	1	0	0	1	1	0.499
mv	2.323	1.866	0.844	1.366	2.739	11.360	1.496
oi	0.046	0.042	－0.279	0.015	0.075	0.237	0.062
int	0.009	0.008	－0.018	0.001	0.016	0.062	0.012
cap	0.059	0.043	－0.076	0.016	0.085	0.288	0.059
div	0.010	0.005	0.000	0.000	0.014	0.083	0.015
dual	0.164	0	0	0	0	1	0.371
salary	13.902	13.915	10.308	13.430	14.407	16.964	0.786
tunnel	0.019	0.009	0.000	0.004	0.021	0.217	0.029

四、实证研究结果

（一）实证研究结果

1. 内部控制与现金持有价值

为检验假说 1，我们在表 2 给出了内部控制质量与现金持有价值的回归结果。*cash* 的回归系数为 0.568，且在 10% 水平下显著，表明在本文样本区间年度内，投资者对于内部控制质量较低的企业现金持有的平均定价水平为 0.568 元，从而说明由于企业内部代理成本的存在，投资者对于该类企业的现金持有

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

表2　内部控制质量与现金持有价值

变量	系数	t值
cash	0.568*	1.90
cash ic*	0.832***	3.29
ic	-0.442***	-13.69
oi	-0.094	-0.11
doi	-1.882***	-3.08
foi	-4.200***	-6.66
dnca	1.053***	4.09
fnca	0.858**	2.09
int	15.737***	2.66
dint	-7.552*	-1.88
fint	6.710	1.56
cap	0.267	0.53
dcap	-1.721***	-4.07
fcap	0.777	1.60
div	3.951**	2.23
ddiv	4.031***	2.59
fdiv	-4.468**	-2.37
fmv	0.704***	12.15
constant	1.460***	3.72
Observations	4688	
adj. R-square	0.4238	

注：***、**、*分别表示在1%、5%、10%水平下显著；异方差经Peterson（2009）方法调整。下表同。

2. 内部控制与自由现金流的过度投资

上述实证结果表明，市场对于高质量内部控制企业持有的现金给出了显著更高的定价。那么，内部控制质量对于现金持有价值的作用机制是什么呢？我们在表3中检验了本文的假说2，即内部控制对自由现金流（*fcf*）的过度投资程度的影响。

表3在第（1）列给出了以自由现金流*fcf*为自变量的回归结果。*fcf*的回归系数为0.836，且在1%水平下显著为正。这表明在内部控制质量较差的企业中，自由现金流的过度投资现象显著存在。进一步看，*ic*与*fcf*的交叉项系数为-0.121，且在1%水平下显著为负，表明内部控制质量较高的企业对自由现金流的过度投资程度显著低于内部控制给予了显著的折价。上述结果与同类文献如Pinkowitz et al.（2006）及Drobetz et al.（2010）等研究结论相类似，在内部代理成本较高与信息不对称问题较严重的企业，其现金持有价值远远低于1元。

进一步看，表中*ic*与*cash*的交互项系数为0.832，且在1%水平下显著。这表明内部控制质量较高的企业的现金持有价值显著高于内部控制质量较差的企业。具体而言，该类内部控制质量较高企业的现金持有价值平均为1.400元（=0.568+0.832）。这意味着，投资者预期该类企业的现金持有能够较好地发挥预防性功能，从而防范企业未来经营中的不确定性所导致的融资约束或资金链断裂风险。因而，他们对内部控制质量较高企业的现金持有给予了显著更高的定价水平。本文的假说1得以验证。

表3　内部控制质量与自由现金流的过度投资

变量名	*fcf*	*cash*
salary	-0.000	0.000
	(-0.19)	(0.02)
dual	-0.000	0.000
	(-0.04)	(0.03)
tunnel	-0.095***	-0.101***
	(-4.62)	(-4.82)
roa	-0.007	0.026*
	(-0.51)	(1.90)
state	-0.002	-0.002
	(-1.27)	(-1.49)
ic	0.005	-0.000
	(1.10)	(-0.07)
fcf	0.836***	
	(3.03)	
ic fcf*	-0.121***	
	(-2.88)	
cash		0.294
		(1.59)
ic cash*		-0.051*
		(-1.80)
constant	-0.029	0.004
	(-0.98)	(0.12)
Observations	4333	4333
adj. R-square	0.0160	0.0184

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

制质量较低企业。上述结果说明，企业内部控制质量的提高，显著降低了企业内部自由现金流的代理成本。我们在表3第（2）列给出了以现金持有 *cash* 代替自由现金流 *fcf* 的回归结果。*ic* 的系数为正，但不显著。进一步看，*ic* 与 *cash* 的交叉项符号在10%水平下显著为负。从而也说明内部控制质量较高企业的现金被用于过度投资的水平显著更低。

上述结果解释了市场对高质量内部控制企业的现金持有给予高定价的原因，揭示了内部控制质量显著提高现金持有价值的作用机制。本文的研究假说2得以验证。

3. 内部控制质量与现金持有水平

表4 内部控制与现金持有水平

变量名	系数	*t* 值
ic	0.040***	2.60
size	-0.004	-1.30
roa	0.073***	2.76
lev	-0.256***	-15.88
pb	-0.000***	-4.54
state	-0.018***	-3.44
constant	-0.020	-0.20
Observations	4688	
adj. R-square	0.2032	

表4给出了假说3的检验结果。变量 *ic* 的回归系数为0.040，在1%水平下显著为正。从而表明企业内部控制越好，企业的现金持有水平越高。本文的研究假说3得到验证。从控制变量来看，企业盈利能力（*roa*）与现金持有显著正相关，表明企业业绩越好，其现金储备能力也越强；杠杆水平（*lev*）与现金持有显著负相关，表明企业负债水平越高，企业的现金持有水平越低；企业成长性（*pb*）与现金持有水平显著负相关，表明企业成长性越好则对资金投入需求越大，企业的现金储备越少；另外，控制权性质（*state*）与现金持有水平显著负相关，表明非国有企业比国有企业持有更多现金，可能的原因在于民营企业由于受到信贷歧视或融资约束，出于预防性动机持有较多现金。上述控制变量的符号与已有文献和企业现实情形较为一致。

（二）稳健性检验

我们对上述结果做了一系列稳健性检验，比如，我们对内部控制变量取期初值以控制可能存在的内生性问题，以及将企业内部控制是否存在重大缺陷作为企业内部控制质量的度量并重复进行本文的研究，结论并未发生显著变化。另外，我们借鉴 Fresard and Salva（2010），将公司现金持有表示为企业资产规模、营业利润、净营运资本、资本性支出、公司市值、杠杆水平以及现金分红的函数，以估计得到的残差衡量公司的超额现金持有，本文的研究结论未发生显著变化。

五、研究结论与政策含义

以我国A股上市公司为研究样本，本文考察了内部控制质量对企业现金持有的影响，并系统研究了内部控制质量影响企业现金持有效率的作用机制。实证结果表明，内部控制质量改善能够显著提高企业的现金持有价值，即投资者对内部控制质量高的企业的现金给予了显著更高的定价；其作用机制在于，企业高质量的内部控制有助于抑制企业内部的过度投资水平，从而有助于企业相对高效地持有较多现金以预防未来经营中的不确定性。

在以我国为代表的新兴市场国家，企业经营中总是面临诸如融资约束、金融危机、宏观经济政策不确定性等方面的众多不确定性。企业为避免资金链断裂带来的毁灭性打击，总体上选择保持相对较高的现金储备水平。本文的研究显示，企业内部控制质量改善能够显著提高企业现金管理效率，并在缓解传统现金持有理论中预防性动机和代理成本动机的冲突中发挥着重要作用。

本文研究的政策性启示在于，企业建立健全内部控制规范体系，不仅是为了满足监管要求，更重要

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

的则是借内部控制体系建设的契机，提升现金管理效率，使内部控制成为企业价值创造的“助推器”。同时，发挥内部控制在企业持续、健康发展中的重要战略作用，强化内部控制在资金配置与管理中的重要导向和监控功能，对于完善我国资本市场建设和加强投资者保护意义重大，影响深远。

主要参考文献

方红星，金玉娜. 2013. 公司治理、内部控制与非效率投资：理论分析与经验证据. 会计研究，7：63～69

胡为民. 2012. 中国上市公司内部控制报告（2012）. 北京：电子工业出版社

李万福，林斌，宋璐. 2011. 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，2：81－98

杨兴全，张照南. 2008. 制度背景、股权性质与公司持有现金价值. 经济研究，12：111～123

周守华，胡为民，林斌，刘春丽. 2013. 2012 年中国上市公司内部控制研究. 会计研究，7：3～12

Altamuro，J.，and A. Beatty. 2010. How Does Internal Control Regulation Affect Financial Reporting?. Journal of Accounting and Economics，49（1－2）：58～74

Ashbaugh－Skaife，H.，D. Collins，W. Kinney，and R. LaFond. 2008. The Effect of Internal Control Deficiencies and Their Remediation on Accrual Quality. The Accounting Review，83（1）：217～250

Bates，T.，K. Kahle.，and R. Stulz. 2009. Why do U. S. Firms Hold so much More Cash than They Used to?. Journal of Finance，64（5）：1985～2021

Dhaliwal，D.，C. Hogan，R. Trezevant，and M. Wilkins. 2011. Internal Control Disclosures，Monitoring，and the Cost of Debt. The Accounting Review，86（4）：1131～1156

Dittmar，A.，and J. Mahrt－Smith. 2007. Corporate Governance and the Value of Cash Holdings. Journal of Financial Economics，83（3）：599～634

Drobetz，W.，M. C. Gruninger，and S. Hirschvogl. 2010. Information Asymmetry and the Value of Cash. Journal of Banking & Finance，34（9）：2168～2184

Duchin，R. 2010. Cash Holdings and Corporate Diversification. Journal of Finance，65（3）：955～992

Fresard，L. 2010. Financial Strength and Product Market Behavior：The Real Effects of Corporate Cash Holdings. Journal of Finance，65（3）：1097～1122

Gao，H.，J. Harford，and K. Li. 2013. Determinants of Corporate Cash Policy：Insights from Private Firms. Journal of Financial Economics，109（3）：623～639

Hoitash，R.，U. Hoitash，and J. Bedard. 2008. Internal Controls Quality and Audit Pricing under the Sarbanes－Oxley Act. Auditing：A Journal of Practice and Theory，27（1）：105～126

Kim，J. B.，B. Y. Song，and L. Zhang. 2011. Internal Control Weakness and Bank Loan Contracting：Evidence from Sox Section 404 Disclosures. The Accounting Review，86（4）：1157～1188

Masulis，R. W.，C. Wang，and F. E. I. Xie. 2009. Agency Problems at Dual－Class Companies. Journal of Finance，64（4）：1697～1727

McLean，R. D. 2011. Share Issuance and Cash Savings. Journal of Financial Economics，99（3）：693～715

Nikolov，B.，and T. M. Whited. 2011. Agency Conicts and Cash：Estimates from a Structural Model. Working Paper，University of Rochester

Oler，D. K.，and M. P. Picconi. 2013. Implications of Insufficient and Excess Cash for Future Performance. Contemporary Accounting Research（Forthcoming）

Petersen，M. A. 2009. Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets：Comparing Approaches. Review of Financial Studies，22（1）：435～480

Pinkowitz，L.，R. Stulz，and R. Williamson. 2006. Does the Contribution of Corporate Cash Holdings and Dividends to Firm Value Depend on Governance? A Cross－country Analysis. Journal of Finance，61（6）：2725～2751

Richardson，S. 2006. Over－investment of Free Cash Flow. Review of Accounting Studies，11（2－3）：159～189

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net