

自主性治理、投资行为与股票收益

——基于上市公司投资者关系管理的研究视角

陈德球 马连福 钟昀珈*

摘要: 投资者关系管理作为上市公司的一项自主性治理机制,通过合理地配置信息权,不仅能够降低投资者与上市公司之间因信息不对称而导致的逆向选择问题,而且能够监督上市公司或管理层,解决投资者与公司之间的代理问题。本文以我国上市公司2005-2007年的数据为样本进行的实证检验结果发现,通过公司投资行为这一中介变量,投资者关系管理与股票收益显著正相关。上述研究为理解公司治理影响经济后果的实现方式提供了一个有益的视角。

关键词: 自主性治理 投资者关系管理 投资不足 过度投资 股票收益

一、引言

公司治理作为确保公司资金提供者获得投资回报的一系列制度安排(Shleifer and Vishney,1997),对公司财务行为产生了重要的影响,近年来已成为学术研究的热点之一。公司治理能够产生怎样的经济后果?对此问题的研究由来已久,其中大部分研究是通过研究公司治理与一些公司经营变量的关系来评价公司治理的经济后果,但是这种“公司治理”直接到“经济后果”的关联研究似乎过于简单,无法揭示我们公司治理通过何种途径影响经济后果?中间存在着“黑箱”。公司治理机制的有效性能够影响管理层的决定,进而提高公司业绩(Bushman and Smith,2001)。因此,为治理机制与公司绩效之间搭建一座桥梁,对于我们了解公司治理的意义具有不可或缺的价值。本文希望能为理解治理机制对经济后果的实现方式,揭开“黑箱”之谜提供来自转轨国家的经验证据。

我国证券市场经过十多年的发展,在国民经济中发挥着日益重要的作用。南开大学公司治理研究中心课题组(2007,2008)通过对2004-2007年连续4个年度的公司治理评价样本数据的比较和分析发现:中国上市公司整体治理水平呈现逐年提高的趋势。我国上市公司治理水平正从完全迫于监管压力的“合规”过程中的强制性治理,向源自市场压力和公司内部需求的“创新”过程中的自主性治理转变(李维安等,2008)。自主性治理是公司治理制度在其演进过程中出现的一种新趋势(Anand et al.,2005,2006;Silveira and Silva,2007;Ma et al.,2008)。自主性治理在公司组织领域上市公司参与人内生的自我实施机制与外生的法律监管制度相互博弈的过程中占据主导地位,上市公司出于自身提高公司治理效率和创造公司价值的内在需要,在满足法律监管要求的基础上主动进行的治理创新(Ma et al.,2008;马连福和陈德球,2008)。进入2007年以来,中

* 陈德球,南开大学商学院,南开大学公司治理研究中心,邮政编码:300071,电子信箱:nkchendq2006@163.com;马连福,南开大学公司治理研究中心,邮政编码:300071;钟昀珈,南开大学商学院,南开大学公司治理研究中心,邮政编码:300071。

本研究得到国家自然科学基金重点项目“中国公司治理及其评价研究”(70532001)、国家自然科学基金面上项目“基于投资者关系管理的上市公司治理优化研究”(70872050)、教育部人文社科重点研究基地项目“基于公司治理的投资者关系价值创造及其战略管理行为研究”(06JJD630008)资助。

另一种研究路径是采用“事件研究法”,具体研究方法是通过新施行的公司治理规则检验公司治理对公司绩效的影响。Chhaochharia和Ginsstein(2007)通过构建符合内部交易、财务报告、关联交易、内部控制以及董事和委员会独立性等条款的五种组合,并检验这五种组合与不符合这五个方面条款的其他公司组合在条款宣布日的市场表现差异来检验公司治理对于公司价值的影响程度,他们的研究表明这些规则的宣布对公司价值有很明显的正向影响,从而间接验证了公司治理的有效性(曹廷求等,2008)。

国证券监管部门在开展加强上市公司治理专项自查活动中,将上市公司开展的治理创新活动作为一项调查内容,自主性治理备受实践界和学术界的高度关注。但是,对于中国的公司治理实践而言,自主性治理作为在资本市场上近几年才出现的新兴治理形态,是否发挥了治理效应,带来了怎样的经济后果,以及如何产生这些经济后果,现有文献少有论及。我们试图弥补这一缺憾。

本文以自主性治理中的投资者关系管理为研究视角,考察其在资本市场上的治理效应及其实现方式。之所以选择投资者关系管理,是基于以下两点考虑:(1)在理论上,投资者关系管理作为一种新型的治理机制(肖斌卿等,2007),是公司治理契约执行机制从强制性治理向自主性治理演进的必然结果,是一种新型的自主性治理机制(Anand et al.,2005,2006;马连福等,2008)。(2)在实践上,2003年7月,中国证监会采取的推进上市公司治理改革七大措施之一就是“推动投资者关系管理,把投资者关系管理作为公司治理的一项重要制度,在上市公司中加以全面推进和建立”。2005年7月,中国证监会颁布了《上市公司与投资者关系工作指引》,积极倡导与推动上市公司投资者关系管理工作的进程,并结合股权分置的改革,把投资者关系管理推到了改革的浪尖。

上市公司是资本市场的主体,其质量直接影响着资本市场资源配置效率,而上市公司投资行为则是决定上市公司质量和长期价值的关键所在。投资者关系管理作为保障投资者信息权(信息的获取权和使用权)、降低上市公司与投资者之间的信息不对称的治理机制,能够提高公司信息的供给水平,保证投资者对信息权利的获取与使用,缓减管理层与外部投资者分离引起的代理问题,监督和约束公司管理层进行正确的投资决策,提高资本的使用效率,进而提高公司在股票市场上的回报。在这一逻辑框架下,本文基于中国上市公司从强制性治理向自主性治理跃迁的制度背景,采用“治理机制-公司行为-经济后果”这一研究范式,以投资者关系管理为研究视角,对自主性治理、投资行为与股票收益之间的逻辑关系进行了理论分析,并以我国上市公司2005-2007年的数据为样本进行了实证检验。结果发现,投资者关系管理显著降低上市公司投资不足和过度投资行为,有利于稀缺的财务资本有效地流向好的投资机会;投资者关系管理与股票收益显著正相关,而其影响股票收益的主要途径是通过作用于公司投资行为这一中介变量,降低非效率投资,进而提高股票收益。上述研究发现,探究了公司治理影响经济后果的具体途径,为公司治理与经济后果之间搭建一座桥梁,提供了公司治理对于公司绩效改进和公司价值提升更加可信赖的有效性证据。同时也对理解公司治理影响经济后果的实现方式上提供了一个有益的视角。

二、理论分析与研究假设

(一) 理论分析

公司治理机制产生于解决企业代理问题的需要,并随着代理问题的拓展,其内容不断丰富,大体上形成了解决股东和经理层之间以及控股股东和中小股东之间利益冲突的两类机制。投资者关系管理作为一种公司治理机制,主要是通过信息的相互沟通,降低资本市场投资者与公司之间的信息不对称程度,赋予投资者基于信息的获取权、建议权和监督权,增加公司信息供给量。一个成功的投资者关系管理计划能够通过公司业绩与股票市场估值的相关性得到加强(Dolphin,2004)。Conger(2004)指出,投资者关系管理能够增强投资者信心,便于公司沟通和建立关系,有利于公司业务和股票市场价值增加。投资者关系管理能够通过增加信息供给,降低不同类别投资者之间以及投资者与公司之间的信息不对称程度,从而增强股票流动性,降低融资成本,提高股票回报(Diamond and Verrecchia,1991;Kim and Verrecchia,1994)。但对于新兴的中国资本市场而言,公司开展的投资者关系管理能否有效提高公司的股票收益呢?如果能,如何实现其对股票收益的影响?资本市场上的信息具有监督功能,影响管理层的决策行为(Bushman and Smith,2001)。投资者关系管理作为提供信息权的一种治理机制,能够影响管理者的行为,进行正确的投资项目选择,保证资本的高效率运用和投资者财富的完整,同时约束管理者的机会主义行为,降低投资者资本被掠夺的风险。因此,我们以公司投资行为(过度投资或投资不足等非效率投资行为)为分析视角,探寻投资者关系管理所导致的公司行为差异以及行为差异是否影响公司在市场上的股票收益。

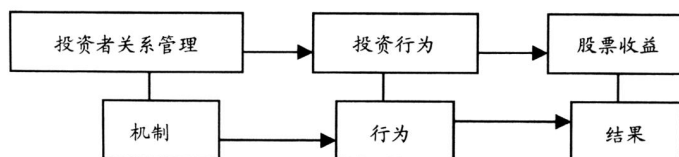


图1 投资者关系管理、投资行为与股票收益三者的关系

1. 投资者关系管理与投资行为

在现实世界中,税收和交易成本等因素的存在,使得市场不可能完美地运行,公司始终面临着投资不足或者投资过度的风险,从而潜在地降低了公司的资本配置效率,但是影响公司资本配置效率的最普遍和重要因素可能来自于信息不对称及由此引起的代理问题(Stein,2003)。一方面,由于信息不对称,公司经理对于项目有着更多的信息,而外部投资者对公司的项目缺乏了解,而不会轻易即使投资通常也会要求较高的风险溢价,这就使得外部融资成本大大高于内部融资成本,一些本来好的项目不得不放弃,公司出现投资不足。Kanodia 和 Lee(1998)认为,若管理层能代表公司现有股东的利益,管理者对投资项目盈利能力的私人信息和投资信号的不确定性将会引起无效的资本配置,如信息不对称引起投资不足。另一方面,由信息不对称引发的代理问题也会引起投资无效率。在信息不对称下,投资者无法获取基于公司信息的知情权,更无法实施对公司管理层的监督权和建议权。同时,经理层的薪酬、晋升等主要与其管理期间的公司规模增长相挂钩,而与投资绩效关系不大。因此,经理层在做投资决策时会常常为了规模而舍弃质量,这造成了投资过度问题,损害了投资者权益。Jensen 和 Meckling(1976)研究认为,考虑所有权和控制权分离引起的代理问题,管理者可能会因拥有自由现金流而过度投资以享受私人利益。

Verdi(2006)以1980-2003年美国上市公司为样本,运用Hubbard(1998)的投资需求模型来度量公司投资效率,结果发现会计信息质量与公司投资不足和投资过度之间都显著负相关。公司与投资者之间的信息不对称是公司融资成本的一个重要驱动因素,并且会导致投资不足(Myers and Majluf,1984)。他们认为,当管理者需对现有的项目进行融资并且将按股东的利益进行投资时,由于信息不对称,管理者可能会拒绝以折扣价进行融资,即使放弃现有的好项目。在管理者和股东之间的信息不对称也会阻止有效的投资。由于管理层会最大化私人财富,他们会选择不是股东最佳利益的投资机会(Berle and Means,1932;Jensen and Meckling,1976)。如果投资者预计管理者侵占资金资源,会提高公司外部融资的成本(Lambert,Leuz,and Verrecchia,2005)。Wang(2003)以1967-2000年美国上市公司为样本,直接运用Wurgler(2000)模型和Richardson(2006)模型来度量公司资源配置效率,结果发现资源配置效率与信息质量显著正相关。Durnev等(2004)以美国上市公司行业数据为样本,运用边际托宾q比率度量公司投资效率,发现从行业的角度来看,股价里包含的上市公司特质信息与公司投资效率显著正相关。

信息是股东对管理层监控的一项重要资源(Bushman and Smith,2001)。投资者进入市场首先面临的是逆向选择问题。信息的有效配置能够向参与者传递信号、重新调整市场中的信息分布,有助于维持和改善外部市场的流动性,将内部信息可靠地转化为外部信息以控制可能的逆向选择,为投资者提供有助于形成正确资产定价和投资决策的相关信息。道德风险问题是委托代理关系确立后投资者面临的另一个信息问题。投资者对公司信息的获取能够约束代理人机会主义行为,协助投资者与上市公司之间的缔约并监督契约的履行情况,保证投资者获取相应的投资回报。因此,信息的合理配置能够发挥其治理功能和价值功能,解决所有权与控制权分离下的公司与外部投资者之间的信息不对称和代理冲突,实现剩余索取权和剩余控制权的相匹配,决定资本市场的有效程度,社会资源的配置效率。代理人借助信息权的配置来反映受托责任的完成和履行情况,并向资本市场的投资者传递决策有用的信息(马连福和陈德球,2008)。

投资者关系管理作为上市公司自主性治理中的一项治理机制,能够优化信息在投资者中间的配置,把公司层面的信息主动、及时、准确地与投资者进行交流,提高公司透明度,使投资者获取知情权,保护投资者基本权益;赋予投资者监督权和建议权,吸引投资者尤其是战略投资者对公司的信任,降低公司融资成本,提高在证券价格形成中的信息效率;合理采纳投资者的良好建议,进而正确的投资决策,实现公司价值创造,不仅能够降低投资者与上市公司之间因信息不对称而导致的逆向选择问题,同时还能够监督上市公司或管理层,解决投资者与公司之间的代理问题,降低融资成本,进而提高投资效率。

2. 投资行为与股票收益

对投资行为与公司绩效之间的关系,Jensen 和 Meckling(1976)指出,由于信息与激励缺陷的存在,使得企业的管理机构直接影响公司的投资决策,从而改变公司价值。Blanchard等(1993)发现企业投资与公司利润率相关。Morck、Shleifer 和 Vishny(1990)运用公司水平的数据发现了类似的结论。Wei 和 Xie(2005)研究了非效率投资与企业回报之间的关系,发现关于股票回报与企业投资之间存在负相关关系。目前国内对于公司投资水平与未来股票收益的研究比较多,如Xiao(2003)、陆正飞等(2002)研究了企业固定资产投资的信息含量问题。但对于股票回报与非正常投资水平的文献尚不多见,赵景文(2005)分析了中国A股上市公司的资本投资水平与未来股票收益的关系,认为只有适度的资本投资才会导致显著为正的超额收益。上市公司通过无效率投资,会导致好的投资项目流失,投资于低效的项目,资源不能够得到有效配置,进而导致公司收益

降低。

(二) 研究假设

通过以上的理论分析可以发现,投资者关系管理能够影响公司投资行为,同时投资行为对股票收益具有一定影响。因此,我们以投资者关系管理作为自变量(X),它对因变量股票收益(Y)的影响要通过投资行为(M)这一中介变量来实现。

本文借鉴了管理学、心理学、社会学等学科中的中介变量方法(Baron and Kenny,1986; Shaver,2005)。该方法三个层次关系的统一体,必须满足三个步骤(见图2):第一,自变量 X 对因变量 Y 的影响成立;第二,自变量 X 对中介变量 M 的影响成立;第三,自变量 X 和中介变量 M 同时影响因变量 Y 时,即纳入同一方程时,自变量对因变量的影响不再存在。这时可以证明自变量对因变量的影响全部由中介变量传递实现。当然,在人文与社会科学中,这种绝对的中介变量很少存在,所以这一步骤中经常出现的情况是自变量对因变量的作用依然存在但显著弱于第1个步骤,那么就可以认为它对因变量的影响有一部分通过中介变量实现(温忠麟等,2004;佟岩和王化成,2007)。判断自变量对因变量的影响是否变小不能通过比较两个步骤自变量的系数直接得到,而要用到严格的统计检验方法(Freedman et al.,1992; MacKinnon et al.,2002)。

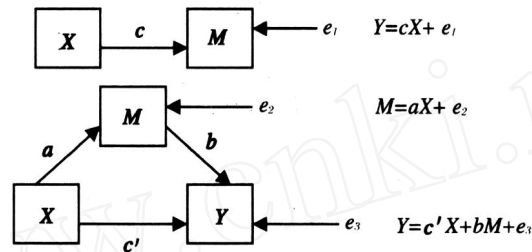


图2 中介变量示意图

根据以上分析,我们提出以下研究假设:

假设1:投资者关系管理水平与股票收益正相关。

假设2:投资者关系管理水平与投资不足和过度投资负相关。

假设3:投资行为是投资者关系管理与股票收益之间的中介变量,即投资者关系管理通过影响公司投资行为来改变公司的股票收益。

三、研究设计

(一) 变量定义与样本选择

1. 投资行为的度量

Richardson(2006)认为企业的新增投资支出由两部分组成,一部分为预期的投资支出,与企业的成长机会、融资约束、行业和其他因素相关,另一部分为企业的非正常投资支出,其可能为正也可能为负,正的代表投资过度,负的代表投资不足。本文投资行为(IB)主要是指非效率投资,即投资过度或投资不足,现有关于投资不足和过度投资的文献较为丰富,然而直接将投资不足或投资过度量化分析的文献却较为少见。借鉴Richardson(2006)和Verdi(2006)模型,采用以下模型估计投资不足或投资过度。上述方法获得了学术界的认可,并见于许多文献的实证研究中(Wang,2003;Godman,2005;Bushman et al.,2006;辛清泉等,2007;魏明海和柳建华,2007;李青原,2007)。

$$Inv_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Grow_{i,t-1} + \alpha_2 Lev_{i,t-1} + \alpha_3 Cash_{i,t-1} + \alpha_4 Age_{i,t-1} + \alpha_5 Size_{i,t-1} + \alpha_6 Inv_{i,t-1} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

$Inv_{i,t}$ 第 t 年的购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金、购买和处置子公司及其他营业单位所支付的现金、权益性投资和债权性投资支出所支付现金之和与第 t 年初资产总额的比值; $Grow_{i,t-1}$ 为公司投资机会,用公司主营业务收入增长率来度量; $Lev_{i,t-1}$ 代表资产负债率; $Age_{i,t-1}$ 代表公司上市年龄; $Cash_{i,t-1}$ 代表公司现金余额/总资产; $Size_{i,t-1}$ 代表公司总资产的自然对数。模型(1)的回归残差大于0,则其值便为投资过度,我们用符号 $OverInv$ 表示,相反则为投资不足,用符号 $UnderInv$ 表示。为了便于理解和解释,我们将 $UnderInv$ 取绝对值。因此, $OverInv$ 和 $UnderInv$ 越大,意味着上市公司投资效率越低(Wang,2003;Verdi,2006)。回归的结果见表1,我们以表1中的第4列残差来计算投资不足和过度投资的程度。

表 1 投资行为模型的回归结果

变量	预测符号	$Inves_t$
constant	?	- 0.0089* (0.091)
$Grow_{t-1}$	+	0.0121** (0.034)
$Size_{t-1}$	+	0.0028** (0.027)
Lev_{t-1}	-	- 0.036* (0.081)
$Cash_{t-1}$	+	0.071 (0.106)
Inv_{t-1}	+	0.463*** (0.003)
Age_{t-1}	-	- 0.0027*** (0.002)
Industry and Year		控制变量
样本个数 (N)		1661
F 统计量		0.000
调整的 R^2		0.297

注:括号内的数字为 p 值, *表示在 10%水平上显著, **表示在 5%水平上显著, ***表示在 1%水平上显著。

2. 投资者关系管理度量

投资者关系管理是度量上市公司与投资者之间互动信息沟通的一项治理机制,是一个复合概念,有多方面的内容,我们尝试性地从多个维度,构建一个度量上市公司投资者关系管理水平的综合指标。在借鉴国内外研究(Deller et al., 1999; Prichegger and Wagenhofer, 1999; Fathilatil et al., 2005; Greetings et al., 2003; 林斌等, 2005; 李心丹, 2006)基础上,结合国内上市公司投资者关系管理实践,我们采用德尔斐法,通过专家调研打分,来确定投资者关系管理包括的内容以及这些内容在总体中的权重。专家组的成员包括理论界和实务界的人士。其中,理论界专家来自于复旦大学、南开大学、山东大学等高校专家,实务界人士来自于上市公司董事会秘书、从事投资者关系管理的专业人员。在汇总整理各位专家意见的基础上,我们所设计的投资者关系管理度量指标如表 2 所示。

表 2 上市公司投资者关系管理水平度量指标

准则层指标	子因素层
网络沟通平台	互联网对股东大会进行现场直播
	开设投资者关系管理专栏
	公司网站或其他可行方式公布股东大会情况
	设立电子邮箱
	投资者关系论坛/网上交流
	新闻发布
	公司概况
	经营产品或服务情况
	专题文章
	股票行情
	投资者问答
	电话咨询、传真信函、电话专线
	主动接触、走访投资者
现场互动沟通	接待投资者来访、现场参观调研
	跟踪分析师、主动与分析师保持联系
	一对一沟通
	分析师会议、业绩说明会和路演
	中小股东参加股东大会
组织保障	高管参与
	投资者关系管理制度
	投资者关系管理部门
	投资者关系管理人员培训
	激励与约束机制

3. 样本选择

本文选取 2005 - 2007 年共三年的在深交所进行交易的上市公司为初始样本。按以下标准对初始样本做了剔除:首先剔除了金融和保险行业的上市公司样本;其次,剔除了极端值样本和所有数据缺失的样本。对于本文所使用的主要连续变量,为消除极端值的影响,我们对处于 0~1%和 99%~100%之间的样本进行了 winsorize 处理。最后我们得到 1 661 个观测值,其中 2005 - 2007 年样本观测值分别为 428、573、660 个。投资者关系管理水平的数据主要由笔者根据中国证券监督管理委员会网站、巨潮资讯网、深交所、上市公司等门户网站上的信息加以整理一一获得。本文所使用的其他数据均来自 CSMAR 中国股票市场研究数据库和色诺芬数据库 (CCER)。

四、实证检验与分析

(一) 模型设计

针对前文所提出的三个假设,构建以下三个待检验模型:

$$Ret_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 IRM_{i,t} + \alpha_2 Control_{i,t} + \alpha_3 Industry + \alpha_4 Year + \alpha_5 i_{i,t} \quad (2)$$

如果投资者关系管理对股票收益存在显著影响,则 α_1 显著,若不显著,也就无所谓中介变量的存在。

$$IB_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 IRM_{i,t-1} + \alpha_2 Control_{i,t-1} + \alpha_3 Industry + \alpha_4 Year + \alpha_5 i_{i,t} \quad (3)$$

如果投资者关系管理对投资行为存在显著影响,则 α_1 应显著,如果不显著,则即使中介变量投资行为显著影响上市公司股票收益,也无法说明它是投资者关系管理影响股票收益的中间途径。

$$Ret_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 IRM_{i,t} + \alpha_2 IB_{i,t} + \alpha_3 Control_{i,t} + \alpha_4 Industry + \alpha_5 Year + \alpha_6 i_{i,t} \quad (4)$$

如果投资行为在投资者关系管理和股票收益之间发挥的中介效应确实存在,那么根据假设 3 以及中介效应变量的初步检验标准, α_1 显著小于 α_2 ,而且 α_1 和 α_2 分别显著为正和负。

在模型 (2) 和模型 (4) 中,为考察投资者关系管理对股票回报的影响,在投资者关系管理特征变量之外,对与公司业务和经营特征相关的变量进行了控制,如公司规模 (期末总资产的自然对数, *Size*)、反映企业受到债权人监督差异的财务杠杆 (*Lev*)、行业属性 (*Indu*) 和终极控制人特征 (虚拟变量,国有控股为 1,其他为 0, *Ult*)。此外,考虑到很多投资者通过贝塔系数来衡量股票相关风险,我们还加入贝塔系数 (*Beta*) 作为控制变量。

在模型 (3) 中,根据 Bushman 和 Smith (2001)、Wang (2003)、Verdi (2006)、辛清泉等 (2007)、李青原等 (2007) 等的模型设计,且结合我国上市公司的具体情况,我们选取管理费用率 (*Mfee*)、现金流量波动性 (*Cfv*)、大股东占款率 (*Tunnel*) 和高管薪酬 (*Pay*) 作为检验模型的控制变量 (*Control*),同时为了避免因变量与解释变量间可能存在的同期性偏见问题,解释变量采用滞后一期的数值来建立计量检验模型。

IB 是公司投资行为的代理变量,即过度投资或投资不足。对于股票收益的变量,根据现有文献,我们采用以下方法来度量: $Ret_t = \frac{\prod_{T=0}^T (R_t + 1)}{\prod_{T=0}^T (R_{mt} + 1)}$ 。

其中, R_t 为个股月回报率, R_{mt} 为按照流通市值加权平均的综合市场回报率。由于我国上市公司年报公布的截止日期为每年的 4 月 30 日,计算年度超额回报率的月回报区间取当年 5 月份至次年 4 月份。个股月回报取“考虑现金红利再投资的月回报率”。考虑到之前我国特有的股权分割问题,市场月回报采用按照流通市值加权平均的“考虑现金红利再投资的综合月市场回报率”。

(二) 实证分析

1. 描述性统计与分析

表 3 主要研究变量的描述性统计

变量	均值	中位数	标准差	最大值	最小值	样本量
<i>IRM</i>	61.305	66.667	12.15	83.35	32.17	1 661
<i>Overinvest</i>	0.086	0.051	0.100	0.894	0.000	731
<i>Underinvest</i>	0.065	0.053	0.087	1.198	0.000	930
<i>Ret</i>	0.0865	0.0753	0.340	7.625	-2.959	1 661
<i>Ult</i>	0.64	1	0.481	1	0	1 661
<i>Beta</i>	1.12	1.13	0.29	2.118	-0.599	1 661

表 3 中的描述性统计显示,最终样本包括 1 661 个公司年度数据,其中 930 (731) 个公司年度数据是公司

投资不足(或过度)类型样本,占总样本的 56%(或 44%)。投资者关系管理(IRM)的均值(中位数)为 61.305(66.667)。这说明,自 2003 年投资者关系管理被中国证监会作为推进上市公司治理改革的重要措施之一,尤其是 2005 年以后,伴随着股权分置改革,投资者关系管理被推到了改革的浪尖,成为加强投资者与上市公司之间信息沟通,完善公司治理结构,保护投资者权益的重要治理机制,因此,上市公司投资者关系管理水平在稳步提高。公司过度投资的均值(中位数)为 0.086(0.051),而投资不足的均值(中位数)为 0.065(0.053),意味着虽然我国上市公司样本中投资不足类型的样本比重大,但是公司投资过度类型样本中投资无效率现象更严重。

在进行多变量回归分析之前,需要解决多重共线性的问题。在多元回归模型中,如果解释变量存在多重共线性,将对参数估计、统计检验以及模型估计的可靠性、稳定性产生不利影响。为了判别回归模型是否存在多重共线性以及为了预检验解释变量与被解释变量之间的关联程度和方向,我们对主要研究变量之间相关性进行了初步分析,发现,投资行为(过度投资和投资不足)与投资者关系管理负相关,且相关系数为 -0.0134;投资者关系管理与股票收益正相关,相关系数为 0.035;投资行为变量与股票收益负相关,相关系数为 -0.122。该结果初步表明高水平的投资者关系管理有助于降低公司投资不足和过度投资行为,投资者关系管理水平能提高股票收益,但过度投资和投资不足会降低股票收益。样本变量之间的相关系数不大,意味着我们样本不存在较大的多重共线性。为了进一步检测变量之间可能存在的多重共线性问题,我们还测试了 *VIF* 值,发现所有的 *VIF* 值都小于 5,因此,多元回归模型不存在多重共线性问题。

2. 回归结果

表 4 中,回归结果(2)报告了投资者关系管理对股票收益的影响。投资者关系管理与股票收益在 1%的水平上显著正相关,这说明高水平的投资者关系管理有助于提高我国上市公司在资本市场上的股票回报率。这和前面的理论分析一致,假设 1 得到验证。从控制变量的回归结果看,公司规模与股票回报正相关,这可能是规模大的公司容易得到投资者的信赖。终极控制人性质与股票回报正相关,这可能是受到大量民营终极控制公司频发的财务舞弊、关联交易、董事长失踪等恶性事件影响,虽然国有企业的公司治理水平还存在较大的改进余地,但是投资者对该类公司给予了相对较高的信任,同时这也与国家及各级国资委在建立现代企业制度方面所做出的众多努力有关,使国有企业过去的不良形象有所改变。*Beta* 与股票回报负相关,这可能说明市场对风险程度越高的公司,其相应回报也就越高,从而导致公司的成本提高。

表 4 模型 2 和 4 的回归结果

变量	<i>Ret</i>	<i>Ret</i>	<i>Ret</i>	<i>Ret</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Constant</i>	- 1.1196 *** (0.000)	- 1.171 *** (0.000)	- 0.895 *** (0.000)	- 0.934 *** (0.000)
<i>IRM</i>	0.031 *** (0.003)	0.021 ** (0.017)	0.019 ** (0.011)	0.016 ** (0.015)
<i>Underinvest</i>		- 0.087 ** (0.031)		
<i>Overinvest</i>			- 0.215 ** (0.027)	
<i>IB</i>				- 0.149 *** (0.003)
<i>Size</i>	0.042 *** (0.000)	0.047 *** (0.000)	0.036 *** (0.000)	0.031 *** (0.000)
<i>Lev</i>	0.003 (0.251)	0.003 (0.363)	0.004 (0.371)	0.003 (0.397)
<i>Ult</i>	0.028 ** (0.031)	0.07 (0.173)	0.146 (0.627)	0.10 * (0.074)
<i>Beta</i>	- 0.172 ** (0.034)	- 0.241 *** (0.002)	- 0.169 ** (0.023)	- 0.177 ** (0.038)
<i>Industry and Year</i>	控制变量	控制变量	控制变量	控制变量
样本个数(<i>N</i>)	1661	930	731	1661
调整的 <i>R</i> ²	0.156	0.159	0.178	0.165
<i>F</i> 统计量	0.000	0.000	0.000	0.000

注:括号内的数字为 *p* 值,*表示在 10%水平上显著,**表示在 5%水平上显著,***表示在 1%水平上显著。

表 5 报告了投资者关系管理对公司投资行为的影响。就整体上市公司样本而言,投资者关系管理与公司投资不足和过度投资显著负相关,意味着高水平的投资者关系管理能够通过信息权配置,缓减管理层与外部投资者分离引起的代理问题,显著降低上市公司投资不足和过度投资行为,有利于稀缺的财务资本有效地

流向好的投资机会,这和前面的理论分析相一致,假设 2 得到验证。从控制变量的回归结果来看,高管薪酬与公司投资过度 and 不足显著负相关,意味着当薪酬契约无法对经理工作努力程度做出补偿和激励时,将诱发管理层的自利行为,从而导致公司资本投资不足或投资过度,与辛清泉等(2007)、李青原(2007)的经验证据相一致。现金流量波动性和管理费用与过度投资正相关,大股东侵占与投资过度呈负相关。

表 5 模型 2 的回归结果

变量	预测符号	IB	
		Underinvest	Overinvest
Constant	?	0.086 *** (0.000)	0.174 *** (0.000)
IRM	-	-0.053 *** (0.001)	-0.085 *** (0.003)
Cfv	+	0.061 (0.113)	0.0518 * (0.092)
Mfee	+	0.189 * (0.053)	0.028 (0.352)
Tunnel	+ / -	0.026 (0.651)	-0.071 * (0.062)
Pay	-	-0.008 ** (0.027)	-0.003 ** (0.031)
Industry and Year		控制变量	控制变量
样本个数 (N)		930	731
F 统计量		0.0000	0.000
调整的 R ²		0.072	0.057

注:括号内的数字为 p 值, *表示在 10%水平上显著, **表示在 5%水平上显著, ***表示在 1%水平上显著。

在模型(2)和模型(3)显示出较好的统计结果后,下一步我们需要用模型(4)将投资者关系管理、投资行为与股票收益三个变量联系起来,考察公司投资行为能否发挥中介变量的作用。表 4 中,回归结果(2)至(4)中报告了模型(4)的统计结果。在引入投资行为(过度投资或投资不足,或两种行为全部引入)模型后,投资行为变量的系数显著性为负,这说明投资行为对公司股票收益有负面影响,投资者关系管理变量的回归系数要小于模型(2)中相对应的回归系数,但仍然显著。方程整体性检验 F 值通过检验,整个方程的拟合度 R² = 0.165,相比回归结果(2) R² = 0.156 有所提高。这说明投资行为变量部分地起着投资者关系管理与股票收益之间的中介效应作用。为了进一步检验投资行为的中介效应能否实现在统计上的显著性,我们借鉴了 Mackinnon(2002),Freedman 和 Schatzkin(1992)、佟岩(2007)、李志杰(2008)采用的判断中介变量效果的度量方法,检验投资者关系管理变量在模型(2)和模型(4)中的系数之差是否显著异于 0,统计量的计算方法是:

$$t_{N-2} = \frac{\beta_1 - \beta_2}{\sqrt{\frac{s^2_{\beta_1} + s^2_{\beta_2} - 2s_{\beta_1\beta_2}}{N-2}}}, \text{其中, } s_{\beta_1} \text{ 是 } \beta_1 \text{ 的标准差, } s_{\beta_2} \text{ 是 } \beta_2 \text{ 的标准差, } s_{\beta_1\beta_2} \text{ 为投资者关系管}$$

理与投资行为变量的相关系数。全样本的 T 检验结果显示, T 值为 12.142,这说明投资行为发挥着中介效应的作用,成为投资者关系管理影响股票收益的一个途径,有助于我们深化认识治理机制与公司收益之间的作用机理,逐步揭开了两者之间的“黑箱”之谜。

3. 敏感性测试

为检验上述结论的稳健性,我们执行了如下敏感性分析:(1) Richardson(2006)模型的一个假定条件是,上市公司整体资本投资行为正常,不存在系统性地投资过度或投资不足现象。否则,在使用模型残差计量投资过度 and 投资不足时,容易产生系统性偏差。为克服这一问题,我们借鉴辛清泉等(2007)、李青原(2007)的研究,将回归正负残差的绝对值按大小分成三组,并剔除中间的一组,将残差最大的一组作为投资过度组,将残差最小的一组作为投资不足组再重新做回归分析。回归结果均表明上述结论依然成立。(2)投资者关系管理是以上市公司与投资者之间信息互动沟通为基础,赋予投资者更多的信息权,实现企业价值最大化的一项战略行为。投资者关系管理水平较高,公司的信息披露水平也会较高(Diamond and Verrecchia, 1991)。深交所根据会计信息质量特征和上市公司信息披露规则制定了评价标准,跟踪上市公司全年的信息披露行为(包括强制性信息披露和自愿性信息披露),对其信息披露质量(包括披露数量和会计信息质量特征等)做出全面评价。我们以深交所对公司信息披露质量评定的等级标准(依次为优秀、良好、及格和不及格)为数据来源,分别赋予其 5、4、3、2 的分值,分值越高,表示信息披露质量越高,替代投资者关系管理水平,重新进行回归分析,回归结果发现系数略有变化,但显著性程度并未发生实质性改变,上述结论依然成立。

五、研究结论

在公司治理改革背景下的公司治理优化研究在深度和广度上不断拓展,从国家层面的强制性治理跃迁至公司层面的自主性治理去分析一些关键问题已成为国际上公司治理优化研究的新趋势。我们基于投资者关系管理的研究,采用“治理机制-公司行为-经济后果”这一研究范式,对自主性治理、投资行为与股票收益之间的作用机制进行了理论分析,并以我国上市公司2005-2007年的数据为样本进行了实证检验。结果发现,投资者关系管理与股票收益显著正相关,而其实现途径主要是通过作用于公司投资行为这一中介变量。投资者关系管理作为上市公司的一项自主性治理机制,通过合理地配置信息权,不仅能够降低投资者与上市公司之间因信息不对称而导致的逆向选择问题,而且能够监督上市公司或管理层,解决投资者与公司之间的代理问题,提高对项目的选择效率,降低融资成本,有利于稀缺的财务资本有效地流向好的投资机会,同时向投资者传递良好的公司信号,赢得投资者的支持,最终提高公司在市场上的股票回报。上述研究揭开了公司治理机制与经济后果之间的“黑箱”,为理解公司治理影响经济后果的实现方式提供了一个新的视角。

尽管我们的实证结论有效地支持我们的分析结论,但是实证检验给我们留下了许多需要进一步研究的问题:(1)如何从产出或公司投入产出的视角来全面又准确地度量公司投资行为?(2)本文从事后的角度对投资者关系管理水平评价进行了尝试性的探讨,有其合理性和一定的意义,但是投资者关系管理是一个动态性的概念,很多效果体现在与投资者之间的沟通过程中,对于从事中的角度来界定和评价指标是一项很困难、富有挑战性的工作;同时,本文对投资者的界定仅仅是指股东,对于债权人这一重要的投资者也是投资者关系管理的重要内容,这些都将是今后需要进一步努力的方向。

参考文献:

1. 曹廷求、钱先航、李维安:《公司治理有效性的新证据》,“南开大学公司治理研究中心/山东大学经济学院”工作论文,2008。
2. 林斌、辛清泉、杨德明、陈念:《投资者关系管理及其影响因素分析》,载《会计研究》,2005(9)。
3. 陆正飞、黄明辉:《固定资产投资的信息含量研究——来自中国A股市场的证据》,载《中国会计与财务研究》,2002(2)。
4. 李青原:《高质量会计信息会改善资本配置效率吗?——来自我国上市公司的经验证据》,“中国金融国际年会”论文,2008。
5. 李心丹、肖斌卿、王树华、刘玉灿:《中国上市公司投资者关系管理评价指标及其应用研究》,载《管理世界》,2006(9)。
6. 王化成、李志杰、孙健:《境外上市背景下治理机制对公司价值的影响——基于融资决策传导效应的研究》,载《会计研究》,2008(7)。
7. 马连福、陈德球:《强制性治理与自主性治理问题探讨与比较》,载《外国经济与管理》,2008(6)。
8. 南开大学公司治理研究中心公司治理评价课题组:《中国上市公司治理评价与指数分析——基于2006年1249家公司》,载《管理世界》,2007(5)。
9. 南开大学公司治理研究中心公司治理评价课题组:《中国公司治理评价与指数报告——基于2007年1161家上市公司》,载《管理世界》,2008(1)。
10. 佟岩、王化成:《关联交易、控制权收益与盈余质量》,载《会计研究》,2007(4)。
11. 魏明海、柳建华:《国企分红、治理因素与过度投资》,载《管理世界》,2007(4)。
12. 王化成、李志杰、孙健:《境外上市背景下治理机制对公司价值的影响——基于融资决策传导效应的研究》,载《会计研究》,2008(7)。
13. 温忠麟、张雷、侯杰泰、刘红云:《中介效应检验程序及其应用》,载《心理学报》,2004(5)。
14. 辛清泉、林斌、王彦超:《政府控制、经理薪酬与资本投资》,载《经济研究》,2007(8)。
15. 肖斌卿、李心丹、顾妍、王树华:《中国上市公司投资者关系与公司治理》,载《南开管理评论》,2007(3)。
16. 赵景文:《资本投资、代理成本与股票收益》,“中国第四届实证会计国际研讨会”论文,2005。
17. Anand, Milne and Purda, 2005. “Voluntary vs. Mandatory Corporate Governance Regulation: Theory and Evidence.” SSRN Working Paper.
18. Anand, Milne and Purda, 2006. “Voluntary Adoption of Corporate Governance Mechanism.” SSRN Working Paper.
19. Baron, R. and Kenny, 1986. “The Moderator Mediator Variable Distinction in Social Psychological Research: Conceptual, Strategic, and Statistical Considerations.” Journal of Personality and Social Psychology, No. 51, pp. 1173 - 1182.
20. Berle, A. and Means, G., 1932. The Modern Corporation and Private Property. Commerce Clearing House, New York.
21. Brennam and Tamarowski, 2000. “Investor Relations, Liquidity, and Stock Prices.” Journal of Applied Finance, Vol. 12, No. 4, pp. 26 - 37.
22. Bushman, R. and Smith, A., 2001. “Financial Accounting, Information and Corporate Governance.” Journal of Accounting Economics, No. 31, pp. 237 - 333.
23. Bushman, R.; Piotroski, J. and Smith, A., 2006. “Capital Allocation and Timely Accounting Recognition of Economic Losses: International Evidence.” Chicago University Working Paper.

(下转第26页)

Economics, Vol. 73(3) ,pp. 671 - 680.

18. Pissarides ,C. ,1990. Equilibrium Unemployment Theory. London : Blackwell.
19. Van der Gaag J. and Vijverberg ,W. ,1988. " A Switching Regression Model for Wage Determinants in the Public and Private Sectors of a Developing Country. "The Review of Economics and Statistics ,Vol. 70(2) ,pp. 244 - 252.
20. Zhao ,Yaohui ,1999. " Migration and Earnings Difference : The Case of Rural China. "Economic Development and Cultural Change , Vol. 47(4) ,pp. 767 - 782.

(责任编辑:彭爽)

(上接第 19 页)

24. Chhaochharia and Girstein ,2007. " Corporate Governance and Firm Value : The Impact of the 2002 Governance Rules. " Journal of Finance ,Vol. 62 ,pp. 1789 - 1825.
25. Diamond ,D. and Verrecchia ,R. ,1991. " Disclosure ,Liquidity ,and the Cost of Capital. " Journal of Finance ,Vol. 46 No. 4 pp :1325 - 1359.
26. Durnev ,A. ;Morck ,R. and Yeung ,B. ,2004. " Value - enhancing Capital Budgeting and Firm Specific Stock Return Variation. " Journal of Finance ,Vol. 59 ,No. 1 ,pp. 65 - 105.
27. Fathilatul Zakimi and Abdul Hamid ,2005. " Malaysian Companies 'use of the Internet for Investor Relations. " International Journal of Business in Society ,Vol. 5 No. 1 ,pp. 5 - 14.
28. Freedman L. S. and Schatzkin ,A. ,1992. " Sample Size for Studying Intermediate Endpoints within Intervention Trials of Observational Studies. " American Journal of Epidemiology ,No. 136 ,pp. 1148 - 1159.
29. Geerings ,J. ; Bollen ,L. and Hassink ,H. ,2003. " Investor Relations on the Internet : A Survey of the Euronext Zone. " Europe Account Review ,Vol. 12 ,pp. 567 - 579.
30. Lambert ;Leuz and Verrecchia ,2007. " Accounting Information ,Disclosure and the Cost of Capital. " Vol. 45 ,No. 2 ,pp. 385 - 420.
31. Ma ,Lianfu ; Chen ,Deqiu and Gao ,Li ,2008. " Oversea Listing , Voluntary Corporate Governance and Performance. " Frontiers of Business Research in China ,Vol. 2 ,No. 3 ,pp. 440 - 457.
32. MacKinnon ,P. P. ; Lockwood ,C. M. ; Hoffman ,J. M. ; West ,S. G. and Sheets ,V. ,2002. " A Comparison of Methods to Test Mediation and Other Intervening Variable Effects. " Psychological Methods ,Vol. 17 ,No. 11 ,pp. 83 - 104.
33. Morck ,R. ; Shleifer ,A. and Vishny ,R. ,1990. " Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions ? " Journal of Finance ,Vol. 45 , pp. 31 - 48.
34. Myers ,S. C. and Majluf ,N. S. ,1984. " The Capital Structure Puzzle. " Journal of Financial Economic ,Vol. 39 ,pp. 575 - 592.
35. Jensen ,M. C. and Meckling ,W. H. ,1976. " Theory of the Firm : Managerial Behavior ,Agency Costs and Ownership Structure. " Journal of Financial Economics ,No. 3 ,pp. 305 - 360.
36. Kanodia ,C. and Lee ,D. ,1998. " Investment and Disclosure : The Disciplinary Role of Periodic Performance Reports. " Journal of Accounting Research ,Vol. 36 ,pp. 33 - 55.
37. Pekka Tuominen ,1999. " Episodes and Bonds in Investor Relationships. " Scandinavian Journal of Management ,Vol. 15 ,pp. 269 - 288.
38. Richardson ,S. ,2006. " Over - investment of Free Cash Flow. " Review of Accounting Studies No. 11 ,pp. 159 - 189.
39. Dolphin ,Richard R. ,2004. " The Strategic Role of Investor Relations. " Corporate Communications : An International Journal ,Vol. 9 , No. 1 ,pp. 25 - 42.
40. Shaver J. M. ,2005. " Testing for Mediating Variables in Management Research Concerns ,Implications and Alternative Strategies. " Journal of Management ,Vol. 31 ,No. 3 ,pp. 330 - 353.
41. Shleifer ,Andrei and Vishny ,Robert ,1997. " A Survey of Corporate Governance. " Journal of Finance 52 ,pp. 4 - 25.
42. Silveira ,Leal and Silva ,Barros ,2007. " Evolution and Determinants of Firm - level Corporate Governance Quality in Brazil. " SSRN Working Paper.
43. Stein J. ,2003. " Agency ,Information and Corporate Investment in Handbook of the Economics of Finance. " Milt Harris and Ren é Stulz ,Elsevier ,pp. 111 - 165.
44. Verdi ,R. ,2006. " Financial Reporting Quality and Investment Efficiency. " University of Pennsylvania ,Working Paper.
45. Wang ,X. ,2003. " Capital Allocation and Accounting Information Properties. " Emory University Working Paper.
46. Wei ,K. C. John and Xie ,Feixue ,2005. " Earnings Management ,Corporate Investments and Stock Returns. " SSRN Working Paper , March 12.
47. Wurgler J. ,2000. " Financial Markets and the Allocation of Capital Journal of Financial Economics. " Vol. 58 ,pp. 187 - 214.

(责任编辑:孙永平)