

投资者关系与代理成本

——基于上市公司的分析

杨德明 辛清泉

(中山大学管理学院 广州 510275)

摘 要:本文从法与金融学理论出发,分析了上市公司投资者关系与企业代理成本的关系。由于上市公司投资者关系提高了投资者知情权,减少了上市公司与投资者间的信息不对称,故而应与代理成本存在负相关关系。利用上市公司网上投资者关系信息披露的检验结果显示,上市公司投资者关系指数 *IIRI* 与大股东占款显著负相关,但与资产周转率、管理费用率无显著关系。这表明上市公司投资者关系活动在一定程度上抑制大股东侵占小股东利益的隧道行为,但未起到提高经理人员经营效率、提高公司运作效率的作用。

关键词:投资者关系 代理成本 大股东占款 资产周转率 管理费用率

一、引 言

一系列研究均发现:对投资者的法律保护有助于资本市场的发展,有助于抑制大股东掠夺中小股东的隧道行为(Claessens 等,2002;La Porta 等,1998、1999、2002;Shleifer 和 Wolfenzon,2002)。在我国资本市场上,由于缺乏有效的保护投资者的法律机制,加之相应约束大股东行为的市场机制尚未建立,大股东利用其控制侵害中小股东利益的现象,应当具有一定的普遍性。有关研究(李增泉等,2004;李增泉等 2005;刘峰等,2004;姜国华和岳衡,2005)也证实了这一点。大股东利侵害中小股东利益的直接后果表现为:2001 年以来,连续爆发了一系列恶性的公司财务报告舞弊案,多宗损害中小股东利益的违规案件的曝光。随着而来的是,上市公司遭遇了空前的信任危机,股指持续下滑。

在此背景下,监管层在一些相关政策中加强了对中小股东的利益保护,其中一项重要的就是在上市公司之间倡导和推动投资者关系(Investor relations,简称为 IR;也有称之为投资者关系管理,简称为 IRM)。2003 年 7 月,证监会出台《关于推动上市公司加强投资者关系管理工作的通知》;2005 年 7 月,为进一步加强上市公司与投资者之间的信息沟通,完善公司治理结构,切实保护投资者特别是社会公众投资者的合法权益,证监会发布《上市公司与投资者关系工作指引》(以下简称为《指引》);上交所与深交所也出台了相关规定。这些均有力地推动了我国上市公司投资者关系管理的发展。伴随着股权分置改革的浪潮,投资者关系更是被推到了改革的浪尖。在全流通背景下,以保护流通股股东利益为前提的股权分置改革无形中大大

大提高了流通股股东的话语权,投资者关系已经成为直接影响股权分置改革成功的一个重要因素。

那么上市公司的投资者关系管理行为是否能如证监会所愿,起到“提升公司治理水平,以实现公司整体利益最大化,保障投资者合法权益”的作用^①呢?这显然有待进一步研究。本文通过法与金融学有关理论分析和实证检验,论证上市公司 IR 行为与其代理成本之间的关系。如果 IR 确实起到了降低上市公司代理成本的作用,则意味着 IR 确实起到了保障投资者合法权益的作用。通过观测 2004 年 A 股上市公司网上投资者关系的有关信息,我们构建公司投资者关系指数 IIRI,以检验 IR 与上市公司代理成本之间关系。

二、文献述评

根据全美投资者关系协会(NIRI,2001)的定义,投资者关系是“公司的战略管理职责,它运用金融、沟通和市场营销学等方法来管理公司与金融机构及其他投资者之间的信息交流,以实现企业的价值最大化”。对上市公司而言,投资者关系的主要工作包括对投资者的分析研究、信息沟通、公共关系、危机处理、参与制定公司的发展战略以及对投资者关系从业人员进行培训等。其中,在公司网站上建立“投资者关系”栏目,以充分运用网络优势,建立快速、方便、高效、低成本的沟通管理,是投资者关系管理的重要工作。故其中大量研究的研究对象都界定为网上投资者关系的相关信息披露(或网上财务信息披露)。

在国外,对投资者关系学术上的研究主要沿两条线展开:一条是从投资者关系理论本身展开的研究,包括投资者关系的理论假说(Fathilatul,2002;Marston 和 Starker,2001;Harrison 和 Huang,2002;Diamond 和 Verrecchia,1991),上市公司投资者关系的经验研究,即如何实施投资者关系管理(Marston,1996;Breeman 和 Kelly,2000),以及上市公司如何通过因特网有效进行投资者关系管理(Ashbaugh 等,1999;Ettredge 等,2002;Gray 和 Debreceeny,1997;Debreceeny 等,2002;Heddin,1999;Deller 等,1999;Geerlings 等,2003);另一条是投资者关系管理的评价研究,即一些专业机构、学者对上市公司实施投资者关系管理活动后的效果进行评价(路透社 IR 评选;IR 杂志评选等)。

在国内,潘琰(2000)、张天西等(2003)则对上市公司网站上的财务报告与信息披露进行过调查。然而,这些研究的视角主要集中于公司网站现状的调查,针对公司网站财务信息披露或 IRM 的研究还为数甚少。李维安、唐跃军(2005)的研究涉及投资者关系管理与企业业绩的问题,他们的研究发现投资者关系管理指数与托宾 Q 等业绩指标并不相关。林斌等(2005)的研究则发现,公司的再融资计划、流通股比例、企业业绩、公司规模等因素显著地影响公司网站投资者关系水平。李心丹等(2005)则发现,信息披露等投资者关系管理的质量指标会对结构指标产生正相影响。

总体上来看,国内的研究主要侧重 IR 与企业业绩(或企业价值)的研究,但研究结论也不

^① 在《指引》第二条中,证监会指出“投资者关系工作是指公司通过信息披露与交流,加强与投资者及潜在投资者之间的沟通,增进投资者对公司的了解和认同,提升公司治理水平,以实现公司整体利益最大化和保护投资者合法权益的重要工作”。

太一致。我们认为,这种现象可以归咎以下几点原因:(1)研究理论的缺乏。似乎“没有专门的理论对公司的 IR 实践进行解释,IR 可能和代理理论或是有效市场假说有关”Fathilatul, 2002),Marston 和 Starker (2001)也认为,有关 IR 的学术研究还比较少。一些理论的研究(Diamond 和 Verrecchia,1991 等)主要是分析信息披露问题。而企业 IR 并不仅仅是信息披露问题(NIRI,2001)。(2)数据的测量误差问题。有关研究的数据主要包括网上信息披露、机构的 IR 指数和调查问卷等。而这些数据不可避免地存在测量误差问题,由此可能引起解释变量的内生性问题。存在内生性问题时,回归的结果很可能是一种有偏估计(大样本下则为不一致估计)。

相对国内的一些研究,本文将在以下三方面有所改进:(1)将 IR 引入法与金融学有关理论框架。这主要是考虑了上市公司 IR 活动实际上可以起到保障投资者知情权的作用。(2)从数据收集上来看,本文的研究样本来自 2004 年证券市场上 A 股所有公司,这相对林斌等(2005)、李心丹等(2005)^①的研究是一个改进。本文的投资者关系指数是通过观测上市公司网上投资者关系的有关信息而获取,这可能不能全面地反映上市公司 IR 活动,但数据获取具有较强的客观性。(3)考虑到我们的数据同样具有测量误差问题,我们采用 TSLS 估计来解决这个问题。

三、理论分析与研究设计

(一) 理论分析与假设

本文的研究对象界定为网上投资者关系的相关信息披露。这主要考虑到在公司网站上建立“投资者关系”栏目以及相关的信息披露是上市公司 IR 的重要组成部分,且公司网站上“投资者关系”栏目的有关指标相对于公司其他 IR 行为更容易量化。在公司网站上建立“投资者关系”,作为上市公司与投资者之间的一种交流,这在一定程度上保障了投资者的知情权,减少了上市公司与投资者之间的信息不对称,故而应当有利于企业价值的提高,有利于代理成本的降低。为了说明这个问题,我们将上市公司 IR 引入 La Porta 等(2002)、Shleifer 和 Wolfenzon (2002)的理论模型,以分析上市公司 IR 与公司代理成本的关系。

La Porta 等令大股东收益函数由下式决定: $\alpha(1-s)RI + sRI - c(k,s)RI$ (1)

其中, I 表示公司拥有的资产, R 表示项目的投资回报率,则 RI 表示一段时间内公司的盈利。 α 表示大股东持股比例, s 表示大股东通过隧道行为(Tunneling)侵占的公司盈利的比重, k 表示法律对中小投资者保护程度, $c(k,s)RI$ 表示大股东为其隧道行为所付出的成本。令 $c_s > 0$ 、 $c_k > 0$ 、 $c_{ks} > 0$ 和 $c_{ss} > 0$ 。式(1)最大化的一阶条件为:

$$c_s(k,s) = 1 - \alpha \quad (2)$$

式(2)表示大股东持股比例 α 越高, c_s 越小。因为 $c_s > 0$,故式(2)表示大股东隧道行为会随着其持股比例的提高而减少。在 La Porta 等(2002)的分析中,公司价值托宾 Q 表示为:

$$q = (1 - s^*)R$$

s^* 表示满足于式(2)的 s 。这就有:

① 林斌等(2005)数据仅包含深圳证券市场,李心丹等(2005)仅包括江苏的上市公司。

$$\frac{dq}{dk} = -\frac{ds^*}{dk}R = \frac{c_{ks}}{c_s}R > 0 \quad (3)$$

式(3)表示对法律对中小投资者保护程度越高,则企业市场价值越大。

根据我国有关法律,投资者依法享有获取信息、参与重大决策、取得投资收益和选择管理者等权利。中小股东主要依靠股东大会行使这些权利。在现实中,由于中小股东远离上市公司经营决策,上市公司管理层与大股东^①就可以利用其信息优势侵占中小股东利益。由于缺乏有效的保护中小投资者的法律机制,加之相应的约束大股东行为的市场机制尚未建立,大股东隧道行为应当具有一定的普遍性。上市公司为了给大股东隧道行为披上合法的“外衣”,通常需要隐瞒一些信息、披露虚假信息,或者为其隧道行为提供“合理的”解释。否则一方面中小股东必然会采用“以脚投票”表示对上市公司的不满,另一方面监管层也会对上市公司进行相应的处罚。如果中小股东无法识别虚假披露或“合理的”解释背后的真正意义,其合法权益就很难得到有效保障。而上市公司 IR 则为识别虚假披露或“合理的”解释的真正意义提供了一种途径:一方面,上市公司 IR 中需披露大量信息,中小股东可以便捷、低成本地(主要是从网络)获取大量有用信息;另一方面,上市公司 IR 通常需要就投资者关心的问题做出解答,并与投资者进行信息的互动交流。总之,通过 IR 与投资者进行信息交流与沟通,可以大大降低投资者获取信息的成本,有效地保障投资者对企业的知情权,进而保障投资者其他权益。

本文中,我们对 La Porta 等(2002)进行扩展,令 $k = k_1 \cdot k_2$ 。 k_1 表示中小投资者知情权, k_2 表示法律给予中小投资者的其它权利。 $k = k_1 \cdot k_2$ 表示中小投资者唯有在拥有知情权,了解大股东行为的前提下才可以很好地履行法律给予其它权利。则

$$\frac{dq}{dk_1} = -\frac{ds^*}{dk}k_2R = \frac{c_{ks}}{c_s}k_2R > 0 \quad (4)$$

式(4)表示中小投资者知情权的提高有助于提高公司价值^②。故从理论上来说,IRM 的实施,有助于提高公司价值。根据 Jensen 和 Mecking(1976)的分析,代理成本(表示为 AC)将导致企业价值下降,即 $dq/dAC < 0$,由此可得 $dAC/dq < 0$ 。故

$$\frac{dAC}{dk_1} = -\frac{dAC}{dq}\frac{ds^*}{dk}k_2R = \frac{dAC}{dq}\frac{c_{ks}}{c_s}k_2R < 0 \quad (5)$$

式(5),我们证明了对中小投资者知情权的保护有助于降低企业代理成本。而 IR 有助于保障投资者知情权,故有助于降低企业代理成本。

在 Shleifer 和 Wolfenzon(2002)模型中,大股东禀赋为 W ,其向上市公司的投资 R_E ,从市场募集的资金为 R_M 。上市公司进行项目投资 $I \leq R_E + R_M$,该项目投资回报率为 g ,市场上无风险回报率为 i 。在第二期上市公司的利润可表示为:

$$\pi = (1+g)I + (1+i)(R_M + R_E - I)$$

令大股东持股比例为 $(1-x)$,大股东的隧道行为对利润的攫取比例为 d 。令 K 表示大股东隧道行为被发现的概率, K 同时表示对投资者的保护程度。一旦大股东隧道行为被发现,他将被处以 $f(d)\pi$ 的罚金。设 f 满足以下三个条件:(1) $f(0) = 0$, (2) $f'(0) = 0$, (3) $f''(d) > 0$ 表

① 在我国资本市场,考虑到“一股独大”和“内部人控制”的背景,本文的分析认为管理层与大股东利益趋同。

② 令 $k = k_1 + k_2$,这表示法律对中小投资者的保护由知情权和其它权利组成。此时,亦可得出中小投资者知情权的提高有助于提高公司价值的结论。

示 $f(d)\pi$ 是关于 d 的凸函数。大股东的效用函数可以表述为：

$$K[(1-x)\pi - f(d)\pi] + (1-K)[(1-x)(1-d)\pi + d\pi] + (1+i)(W - R_E) \quad (6)$$

式(6)中, $[(1-x)\pi - f(d)\pi]$ 和 $[(1-x)(1-d)\pi + d\pi]$ 分别表示大股东隧道行为被发现和未被发现情况下大股东的收益; $(1+i)(W - R_E)$ 表示大股东未投入公司的资金所获得的无风险回报。对式(6)最大化, 可得一阶条件:

$$Kf'(d^*) = (1-K)x \quad (7)$$

由式(7)求关于 K 的偏导, 可得:

$$\frac{\partial d^*}{\partial K} = -\frac{x + f'(d)}{f''(d)} < 0 \quad (8)$$

Shleifer 和 Wolfenzon(2002) 证明了企业价值托宾 Q 等于: $[1 - d^*(1-K)](1+g)$

求关于 K 的偏导, 可得:

$$\frac{\partial Q}{\partial K} = (1+g) \left[d^* - (1-K) \frac{\partial d^*}{\partial K} \right] \quad (9)$$

由式(8)可得, 式(9)必大于零。这就证明了对投资者的法律保护与企业价值之间的正相关关系。显然, 上市公司的投资者关系管理会促进与投资者的信息交流, 从而降低了信息不对称, 这使得大股东隧道行为更为明显地暴露在投资者面前。于是, 我们认为上市公司投资者关系管理会使得大股东隧道行为被发现的概率提高, 即

$$\partial K / \partial IRM > 0$$

这就有:

$$\frac{\partial Q}{\partial IRM} = (1+g) \left[d^* - (1-K) \frac{\partial d^*}{\partial IRM} \right] \frac{\partial K}{\partial IRM} > 0 \quad (10)$$

式(10), 我们证明了上市公司投资者关系管理会促进企业价值的提高。由此可得:

$$\frac{\partial AC}{\partial IRM} = \frac{\partial AC}{\partial q} \frac{\partial q}{\partial IRM} < 0 \quad (11)$$

式(11), 我们证明了上市公司投资者关系管理会促进企业代理成本的降低。根据以上理论模型分析, 可以得出本文的假设: 上市公司投资者关系管理将有助于降低企业代理成本。

(二) 数据收集与上市公司投资者关系指数构建

本文通过建立投资者关系指数 $IIRI$ 来衡量上市公司 IR , 指数越大就意味着上市公司 IRM 开展得越好。

本文首先选取 2004 年证券市场上 A 股所有公司为样本, 对其网站投资者关系情况进行观测。观测期间为 2004 年 10 月 1 日到 2004 年 12 月 31 日。参考 Hedlin(1999) 和 Geerlings 等(2003) 的研究, 我们使用 29 个指标(指标的内容见表 1) 来衡量 $IIRI$ 。我们把这 29 个指标分为两类: 常规信息和交流信息。常规信息是指一些公司的常规性信息, 投资者通常可以通过其它媒介获取这些信息。交流信息是指上市公司通过使用互联网及其相关技术, 与投资者交流他们感兴趣的信息, 或为与投资者交流构建平台。显然, 相对交流信息, 常规信息这可以理解为“二手”信息, 它对投资者的意义也远不如交流信息大。指数 $IIRI$ 的建立标准如下: 每个指标采用 0—1 评分标准, 即该指标在公司网站上存在就给 1 分, 否则为 0 分。对每个公司的分数进行加总, 就得到了各个公司的指数 $IIRI$ 。有关指数的描述性统计资料见表 1 和表 2。

表1 公司网站投资者关系有关指标的描述性统计

信息内容类	出现频率	占样本百分比
一、常规信息		
1 当年资产负债表	599	56.83%
2 当年利润表	601	57.02%
3 当年现金流量表	601	57.02%
4 当年报表附注	600	56.93%
5 当年中期报告	599	56.83%
6 以前年度公司报告	600	56.93%
7 财务数据的时间序列比较	190	18.03%
8 会计数据	733	69.54%
9 环境报告或社会报告	20	1.90%
10 公司公告	604	57.31%
11 财务日历	0	0.00%
12 当前股票价格	421	39.94%
13 组织结构图	624	59.20%
14 网站信息更新提示	29	2.75%
15 公司报告的 PDF 格式	452	42.88%
16 公司经理、董事长致词	353	33.49%
二、交流信息		
17 链接外部网站	250	23.72%
18 会计信息的超链接	39	3.70%
19 公司报告的 XBRL 格式	0	0.00%
20 可加工形式的财务数据	22	2.09%
21 多种语言支持	525	49.81%
22 内部搜索引擎	368	34.91%
23 Cookies	254	24.10%
24 投资者电子信箱	391	37.10%
25 邮件清单	27	2.56%
26 投资者常见问题解答	66	6.26%
27 投资者在线定制信息服务	28	2.66%
28 投资者在线参与会议	0	0.00%
29 会议的视频 / 音频信息	86	8.16%

注：2004 年底 A 股公司 1354 家，设有网站的 1180 家，网站可以进入的 1054 家；其中 528 家公司设有“投资者关系”栏目或相关栏目，如“投资者天地”、“股票信息”、“证券披露”、“股东之家”等。

从表 1 可以看到，大部分的公司在网上披露了为数不少的常规信息，而交流信息则较少披露。在常规信息的 16 个指标中，每个指标平均披露比例为 41.66%；而在交流信息的 13 个指标中，每个指标平均披露比例为 15.01%。常规信息披露的比例明显地高于交流信息。这些数

据表明,目前我国上市公司的网站投资者关系管理还存有较大的不足,网络的优势还大有潜力,通过网站进行投资者关系管理还具有较大的发展空间。

表 2 指数的描述性统计

行业	样本数	指数 <i>IIRI</i>		
		均值	中位数	标准差
采掘业	12	7.67	7.5	5.97
传播与文化产业	7	9.86	12.0	6.20
电力、煤气及水的生产和供应业	38	9.26	11.0	5.39
房地产业	30	11.60	12.5	4.45
建筑业	20	10.35	11.0	4.39
交通运输、仓储业	44	9.93	12.0	5.54
金融、保险业	10	11.30	12.5	4.30
农、林、牧、渔业	24	7.33	7.5	5.04
批发和零售贸易	66	7.00	6.5	5.19
社会服务业	31	6.87	7.0	4.94
信息技术业	73	9.73	11.0	4.93
制造业	644	8.34	10.0	5.25
综合类	55	9.78	11.0	4.14
总体样本	1054	8.62	10.0	5.21

从表 2 来看,房地产业和金融、保险业的网上投资者关系管理开展得最好;而社会服务业和批发和零售贸易行业的网上投资者关系管理开展得最差。而信息技术产业的指数 *IIRI* 并不太高,这表明技术的优势并不必然导致更好的网站投资者关系管理。总体上来看,行业之间 *IR* 存在着较大差异。

(三) 模型设计

我们构建以下模型来检验本文假设。模型中除指数 *IIRI* 由我们通过手工查找,其他指标均来自 CSMRA 数据库的 2004 年末数据。

$$AC = \alpha + \beta_1 IIRI + \beta_2 liquid + \beta_2 BH + \beta_4 NO1 + \beta_5 NO1S + \beta_6 NO2 + \beta_7 inst + \beta_8 fina + \beta_9 state + \beta_{10} size + \beta_{11} lever + \sum_{i=1}^{11} \beta_{11+i} \times industry_i + \epsilon$$

模型中个变量的含义如下:

1、被解释变量

AC 表示企业代理成本。Jensen 和 Mecking(1976) 的观点,代理成本包括委托人的监督支出,代理人的保证支出与剩余损失。他们认为股东和经理人员间的委托代理关系和由此产生的代理成本是现代企业的根本弊端。La Porta 等(1998) 也指出了另一种代理成本,“…… 全球大企业最为重要的代理问题已经转为如何限制大股东剥削小股东利益的问题”。^①

① 本文将由股东和经理人员间的委托代理关系和由此产生的代理成本简称为第一类代理成本,将大股东剥削小股东利益由此产生的代理成本简称为第二类代理成本。

关于代理成本的计算,Ang等(2000)认为可以采用资产周转率、管理费用率、营业费用率和财务费用率等。在我国营业费用包括商品销售过程中发生的相关费用,以及职工工资和福利费等。财务费用为筹集生产经营所需资金等而发生的费用,包括应当作为期间费用的利息支出(减利息收入)、汇兑损失(减汇兑收益)以及相关的手续费等。这些显然无法反映经理人员(高管)经营效率。而管理费用包括企业的董事会和行政管理部门在企业的经营管理中发生的,或者应当由企业统一负担的公司经费、工会经费、待业保险费、劳动保险费、董事会费、聘请中介机构费、咨询费等。企业高管人员的在职消费一般都应当记入管理费用(陈冬华等,2005)。因此,管理费用率(管理费用/主营业务收入)作为衡量经理人员的工作效率,衡量股东和经理人员间的利益不一致和由此产生的代理成本,应当是合适的。此外,资产周转率(主营业务收入/平均总资产)也可以在一定程度上反映经理人员对资产的运作效率。故本文采用管理费用率和资产周转率作为衡量第一类代理成本的指标。

考虑到在我国大股东侵占中小股东利益现象较为普遍,大股东隧道行为的一种重要表现就在于占用上市公司资金。因此,以大股东占用上市公司资金作为衡量大股东侵占中小股东利益所引发的第二类代理成本,应该还是比较合适的。姜国华和岳衡(2005)发现,大股东占款是会计科目其它应收款的主要组成部分。因此,本文参考姜国华和岳衡(2005)、马曙光等(2005)的研究,本文以其它应收款作为衡量大股东占款的指标,并以大股东占款(其它应收款/总资产)作为衡量第二类代理成本的指标。

2、解释变量

IIRI 表示投资者关系指数,每个指数均包括表1中的29个指标。根据本文研究假设,*IIRI*应当与代理成本负相关。具体来说,*IIRI*应当与资产周转率正相关、管理费用率负相关、大股东占款负相关。

3、控制变量

控制变量的选择,我们主要是把那些即会对公IR产生影响,又会对代理成本产生影响的因素放入控制变量。如果这些因素不考虑,必然将会导致解释变量与回归残差的相关,OLS估计下将会导致有偏的估计量(大样本下则为不一致估计量)。参考林斌等(2005)、李心丹等(2006)、叶康涛和陆正飞(2004)、白重恩等(2005)、夏立军、方秩强(2005)等的研究,我们选择了以下控制变量。

liquid 表示流通股比例。当流通股比例越大时,管理者可能不得不更多地考虑流通股股东的需求,从而更有可能在网站上发展投资者关系管理。

BH 为虚拟变量,如果公司发行了B股或H股,则为1,否则为0。由于国外资本市场或B股市场的制度背景不同,海外的证券市场普遍比较重视投资者关系,因此,海外上市公司或发行国际背景的B股的公司,其投资者关系管理的意识可能会更强,也就更有可能在其网站上进行投资者关系管理。

NO1 和 *NO2* 分别表示第一大股东持股比例、第二至第十大股东持股比例和。当股权过于集中时,管理者的行动更多将以大股东的利益为重,从而忽视中小投资者利益。而公司股权较为分散时,管理者可能需要很好地兼顾各大股东之间的利益平衡,从而可能影响到其投资者关系管理行为。*NO1S* 表示表示第一大股东持股比例的平方,考虑这个变量,主要是因为已有研究(白重恩等,2005;夏立军、方秩强,2005)发现了我国股权结构与业绩之间“正U”关系。*state* 表示第一大股东性质,1表示国有或国有法人股,0表示其他。

inst 为虚拟变量,取 1 表示前十大股东中有机构投资者,否则取 0。目前,机构投资者在我国证券市场中的影响力正在逐渐加强,机构投资者的参与将对公司管理者的行为产生一定程度的影响。因此,如果机构投资者是公司十大股东之一,公司管理者进行投资者关系管理的可能性应该会更大。

*fin*_{*a*} 为公司融资计划的虚拟变量,取 1 表示公司 2004 年进行了配股、增发或者或 2004 年董事会提出了明确的再融资方案(包括配股、增发)。为争夺资本市场上相对紧缺的财务资源,保证公司再融资计划的顺利推行,公司管理层应该会有更强的激励主动做好与投资者之间的关系。

此外,我们引入两个常见的规模控制变量 *size*(年末总资产自然对数)和资产负债率 *lever*。*industry_i* 表示行业的虚拟变量。

(四) 工具变量选择

在本文涉及的模型中,以下两个因素造成了指数 *IIRI* 可能存在内生性问题。第一,指数 *IIRI* 会影响企业业绩,另一方面,业绩较好的企业开展 IR 时具有技术与资金上的优势。林斌等(2005)研究发现,企业的业绩会显著地影响公司 IR。故代理成本也可能与指数 *IIRI* 存在类似的关系,即指数 *IIRI* 会影响代理成本,代理成本也会影响指数 *IIRI*。第二,指数 *IIRI* 作为企业 IR 的代理变量,显然不足以完全反映企业 IR,所以 *IIRI* 作为企业 IR 的代理变量必然存在测量误差问题。

本文以各地区法制水平 *law* 作为指数 *IIRI* 的工具变量,采用 TSLS 估计来解决解释变量内生性问题。参考夏立军、方轶强(2005)的研究,*Law* 表示各地区法制水平,本文中它表示对投资者的法律保护的代表变量。有关数据来源于樊纲、王小鲁(2001,2002,2004)的报告。表 3 给出了各地区法制水平。

根据法与金融学有关研究(Claessens 等,2002;La Porta 等,2002;Shleifer 和 Wolfenzon, 2002),对投资者的法律保护会对企业价值产生正面的影响,夏立军、方轶强(2005)的研究也发现了各地区法制水平对企业价值的正面影响。因此,对投资者的法律保护也会影响企业代理成本;而企业代理成本显然不会对影响各地区法律水平。另外,对投资者的法律保护也会影响公司的 IR。这是因为在一个对投资者保护更为充分的环境下,公司当然不敢随意侵占投资者利益,否则其侵占投资者利益行为将遭受更为严厉的处罚。综上分析,选择 *Law* 作为指数 *IIRI* 的工具变量是合理的。

表 3 各地区公司法治水平指数

地区	法治水平	地区	法治水平	地区	法治水平
海南	5.10	广东	7.92	湖北	4.20
安徽	4.02	浙江	5.83	湖南	3.16
四川	3.98	福建	5.61	江西	3.76
重庆	3.42	上海	7.90	吉林	4.73
河南	4.11	江苏	5.27	黑龙江	4.93
广西	4.07	天津	6.34	云南	3.51
贵州	2.99	北京	10.27	山西	5.10
新疆	3.76	山东	4.65	陕西	3.16
宁夏	3.40	河北	4.28	内蒙古	4.08
青海	3.91	辽宁	5.19	甘肃	3.04
西藏	4.52				

四、检验结果与分析

(一) 回归结果分析

表 4、表 5 和表 6 分别给出了有关样本生成过程、OLS 估计与 TSLS 估计的回归结果。

在被解释变量为资产周转率(AC1_1)的回归(1)、(2)、(7)和(8)中,指数 *IIRI* 的系数均为正,与预期相符,但仅有回归(7)系数显著为正(在 0.05 的显著性水平显著)。考虑到回(7)未考虑其它因素影响,因此可以认为指数 *IIRI* 未对资产周转率产生显著影响。

在被解释变量为管理费用率(AC1_2)的回归(3)、(9)和(10)中,指数 *IIRI* 的系数均为负,与预期相符;但回归(4)中指数 *IIRI* 的系数均为正,这可能是因为回归(4)是一种有偏估计有关。但仅有回归(9)系数显著为负(在 0.1 的显著性水平显著)。考虑到回(9)未考虑其它因素影响,因此可以认为指数 *IIRI* 未对管理费用率产生显著影响。

在被解释变量为大股东占款(AC2)的回归(5)、(6)、(11)和(12)中,指数 *IIRI* 的系数均为负,与预期相符,且系数均显著。因此,可以认为指数 *IIRI* 对大股东占款产生显著的负面影响。换言之,上市公司 *IR* 行为在一定程度上抑制了大股东占用上市公司资金行为。

综合以上分析,可以得出结论:上市公司 *IR* 行为对减少第一类代理成本没有起到明显的作用;但上市公司 *IR* 行为确实明显抑制了第二类代理成本。这就是说,上市公司 *IR* 行为对提高经理人员经营效率、提高公司运作效率没有起到明显的促进作用,但确明显地抑制了大股东侵占投资者利益的隧道行为。

表 4 样本生成过程

2004 年底 A 股公司	1354
减:无网站公司	174
网站无法进入公司	126
金融类公司	10
年末无股价公司	9
有关财务数据不全的公司	12
删除被解释变量极端值公司	5
其他变量有缺失的样本	24
最终研究样本	994

(二) 稳健性检验

本文采用以下几种方式进行稳健性检验。

(1) 参考叶康涛、陆正飞(2004)的研究,我们以第一大股东持股比例作为大股东侵占小股东利益而引发的代理成本。回归结果^①显示,指数 *IIRI* 与第一大股东持股比例显著负相关。这进一步验证了上市公司 *IR* 对大股东隧道行为的抑制作用。

(2) 参考 Ang 等(2000)的研究,以财务费用率、营业费用率作为衡量第一类代理成本的指

^① 由于第一大股东持股比例作为被解释变量,因此模型的控制变量中我们删除了 *NO1*、*NO2* 和 *NO1S* 三个变量。

标。回归结果显示,指数 *IIRI* 对财务费用率、营业费用率均无显著影响。

(3) 在模型中,我们加入其它一些可能影响代理成本的变量,如董事会结构(包括董事会规模、独立董事比例)、高管持股比例等、企业业绩等变量。表 5 和表 6 的研究结论都没有发生实质性改变。

综合以上三种稳健性检验,可以认为,本文研究结论具有较高的稳健性。

表 5 OLS 回归结果

变量	AC1_1		AC1_2		AC2	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
截距	0.658 * * *	-0.419	0.116 * * *	0.876 * * *	0.062 * * *	0.137 * *
	(16.222)	(-0.811)	(9.376)	(6.245)	(11.629)	(2.479)
<i>IIRI</i>	0.003	0.003	-0.0004	0.001	-0.002 * * *	-0.001 * *
	(0.882)	(0.962)	(-0.303)	(0.793)	(-3.276)	(-2.328)
<i>liquid</i>		-0.629 * *		0.153 * *		0.044
		(-2.151)		(2.003)		(1.315)
<i>BH</i>		0.172		0.007		-0.004
		(1.539)		(0.398)		(-0.462)
<i>NO1</i>		0.260		-0.007		-0.005
		(1.213)		(-0.132)		(-0.152)
<i>NO1s</i>		0.410		0.115		0.113
		(0.502)		(0.420)		(1.501)
<i>NO2</i>		0.005		-0.062		0.000
		(0.022)		(-0.733)		(0.011)
<i>inst</i>		0.109 * * *		-0.007		-0.027 * * *
		(3.027)		(-0.727)		(-6.048)
<i>fina</i>		0.005		-0.046 * * *		-0.024 * * *
		(0.093)		(-2.832)		(-5.355)
<i>state</i>		-0.013		-0.020		-0.007
		(-0.369)		(-0.824)		(-1.217)
<i>size</i>		0.058 * *		-0.045 * * *		-0.006 * *
		(2.472)		(-5.216)		(-2.090)
<i>lever</i>		0.065		0.290 * * *		0.077 * * *
		(0.841)		(2.653)		(4.914)
行业	未控制	控制	未控制	控制	未控制	控制
样本	994	994	994	994	994	994
<i>F</i>	0.797	11.966 * * *	0.088	5.645 * * *	11.020 * * *	8.286 * * *

注:括号数字为经过 White 异方差稳健性修正后的 *T* 值;***、**、* 分别表示在 0.01、0.05 和 0.1 水平以下的显著性水平;*NO1* 和 *NO1s* 已经过了中心化处理;*AC1_1*、*AC1_2* 和 *AC2* 分别表示被解释变量资产周转率、管理费用率和大股东占款。

表 6 TSLS 回归结果

变量	AC1_1		AC1_2		AC2	
	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
截距	0.279 (1.455)	-0.171 (-0.298)	0.225*** (3.266)	0.819*** (4.927)	0.098*** (4.317)	0.113** (1.971)
<i>IIRI</i>	0.046** (2.084)	0.036 (1.416)	-0.013* (-1.788)	-0.006 (-0.746)	-0.006** (-2.263)	-0.004** (-1.985)
<i>liquid</i>		-0.567* (-1.912)		0.139* (1.879)		0.038 (1.136)
<i>BH</i>		0.151 (1.313)		0.012 (0.726)		-0.002 (-0.194)
<i>NO1</i>		0.336 (1.545)		-0.025 (-0.382)		-0.012 (-0.369)
<i>NO1s</i>		0.470 (0.550)		0.101 (0.351)		0.107 (1.412)
<i>NO2</i>		0.030 (-0.116)		-0.054 (-0.660)		0.004 (0.105)
<i>inst</i>		0.071 (1.510)		0.002 (0.142)		-0.023*** (-3.836)
<i>fin</i>		0.030 (0.465)		-0.051** (-2.393)		-0.026*** (-4.884)
<i>state</i>		-0.012 (-0.328)		-0.020 (-0.822)		-0.007 (-1.206)
<i>size</i>		0.032 (1.027)		-0.039*** (-3.478)		-0.003 (-0.989)
<i>lever</i>		0.094 (1.055)		0.284*** (2.667)		0.075*** (4.693)
行业	未控制	控制	未控制	控制	未控制	控制
样本	994	994	994	994	994	994
<i>F</i>	4.935**	10.914***	2.326	5.482***	4.418**	7.737***

注：括号数字为经过 White 异方差稳健性修正后的 T 值；***、**、* 分别表示在 0.01、0.05 和 0.1 水平以下的显著性水平；NO1 和 NO1s 已经过了中心化处理；AC1_1、AC1_2 和 AC2 分别表示被解释变量资产周转率、管理费用率和大股东占款；IIRI 工具变量分别为 *law*。

五、结 论

本文研究发现，投资者关系指数与被解释变量大股东占款显著负相关，这表明上市公司 IR 活动在一定程度上抑制大股东侵占小股东利益的隧道行为，抑制了由此引发的第二类代理成本。投资者关系指数 *IIRI* 与资产周转率、管理费用率关系均不显著，这表明上市公司 IR 活

动对抑制第一类代理成本无显著作用。

其原因在于,上市公司 IR 活动常常是被动的。一方面,上市公司 IR 通过与投资者的信息交流,在一定程度上提高了投资者的知情权,因此大股东对投资者的利益侵占在一定程度上得到了抑制。另一方面,由于上市公司开展 IR 的积极性不高,所以我国上市公司投资者关系管理往往是单向的,与投资者的互动交流不多。上市公司也不希望投资者影响其经营管理决策,影响公司内部运作。因此,IR 对提高经理人员经营效率、提高公司运作效率没有起到明显的促进作用。本文的研究意味着上市公司 IR 活动在一定程度上起到了保障投资者合法权益的作用。但另一方面,由于上市公司 IR 活动常常是被动,与投资者的互动交流不多,因此其作用有限。

参考文献:

- (1) 白重恩、刘俏、陆洲、宋敏、张俊喜:《中国上市公司公司治理结构的实证研究》[J],《经济研究》2005 年第 2 期。
- (2) 陈冬华、陈信元、万华林:《国有企业中的薪酬管制与在职消费》[J],《经济研究》2005 年第 2 期。
- (3) 樊刚、王小鲁:《中国市场化指数——各地区市场化相对进程报告》[M],经济科学出版社 2004 年版。
- (4) 姜国华、岳衡,2005:《大股东占用上市公司资金与上市公司股票回报率关系的研究》[J],《管理世界》第 9 期。
- (5) 李心丹、刘玉灿、肖斌卿:《中国上市公司投资者关系管理运作机制的研究》[J],《中国管理科学》2005 年第 3 期。
- (6) 李维安、唐跃军:《上市公司利益相关者治理机制、治理指数与企业业绩》[J],《管理世界》2005 年第 9 期。
- (7) 李增泉、孙铮、王志伟:《“掏空”与所有权安排——来自我国上市公司大股东资金占用的经验证据》[J],《会计研究》第 12 期。
- (8) 李增泉、余谦、王晓坤:《掏空、支持与并购重组——来自我国上市公司的经验证据》[J],《经济研究》2005 年第 1 期。
- (9) 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——基于深圳上市公司的实证检验》[J],《会计研究》2005 年第 9 期。
- (10) 刘峰、贺建刚、魏明海:《控制权、业绩与利益输送——基于五粮液的案例研究》[J],《管理世界》2004 年第 8 期。
- (11) 马曙光、黄志忠、薛云奎:《股权分置、资金侵占与上市公司现金股利政策》[J],《会计研究》2005 年第 9 期。
- (12) 潘琰:《因特网上的公司财务报告——中国上市公司财务信息网上披露情况调查》[J],《会计研究》2000 年第 9 期。
- (13) 张天西、薛许军、林进安:《信息技术环境下的财务报告及信息披露研究》[J],《会计研究》2003 年第 3 期。
- (14) 夏立军、方轶强:《政府控制、治理环境与公司价值——来自我国证券市场的经验证据》[J],《经济研究》2005 年第 5 期。
- (15) 叶康涛、陆正飞:《中国上市公司股权融资成本影响因素分析》[J],《管理世界》2004 年第 5 期。
- (16) Ang, J. S., Cole, R. A., Lin, J. W., 2000, “Agency Cost and Ownership Structure” [J], *Journal of Finance* 55: 81—106.
- (17) Ashbaugh, H., K. M. Johnstone and T. Warfield, 1999, “Corporate Reporting on the Internet” [J], *Accounting Horizons*, 3: 241—257.
- (18) Botosan, C. A., Plumlee, M. A., 2002, “A Re-examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital” [J], *Journal of Accounting Research* 40: 21—40.

- (19) Claessens, S. , Djankov, S. , Fan, J. , Lang, L. , 2002, "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholding" [J], *Journal of Finance* 57, 2741 - 2772.
- (20) Deller, D. , Stubenrath, M. , and Weber, C. , 1999, "A Survey on the Use of the Internet for Investor Relations in the USA, the UK and Germany" [J], *The Europe Accounting Review*: 2:351—364.
- (21) Debreceeny, R. , Glen L. Gray, Asheq Rahman. , 2002, "The Determinants of Internet Financial Reporting" [J], *Journal of Accounting and Public Policy* 21:371—394.
- (22) Diamond, D. W. and Verrecchia, R. E, 1991, "Disclosure, liquidity and the cost of capital" [J], *Journal of Finance* 4:1325—1359.
- (23) Ettredge, M. , Richardson , V. J. , and Scholz, S. , 2002, "Determinants of Voluntary Dissemination of Financial Data at Corporate Web Sites" [J]. Working paper, University of Kansas.
- (24) Fathilatul Zakimi Abdul Hamid et al. 2002, "Investor Relations in Developing Countries: A Disclosure Strategy", [J]working paper, www. ssrn. com
- (25) Geerlings, J. , L. Bollen, and Hassink, H. , 2003, "Investor Relations on the Internet: A survey of the Euronext Zone" [J]. *The European Accounting Review*, 12:, 567—579.
- (26) Hedlin. P. , 1999, "The Internet as a Vehicle for Investor Relations; the Swedish Case" [J]. *The European Accounting Review*, 1999, 8: 373—381.
- (27) La Porta, R. , F. Lopez—de—Silanes, A. Shleifer, R. Vishny, 1998, "Law and Finance" [J], *Journal of Political Economy*, 106: 1131—1155.
- (28) La Porta, R. , F. Lopez—de—Silanes, A. Shleifer, R. Vishny, 1999, "Corporate Ownership Around the World" [J], *Journal of Finance*, 54: 471—517.
- (29) La Porta, R. , F. Lopez—de—Silanes, A. Shleifer, R. Vishny, 2002, "Investor Protection and Corporate Valuation" [J], *Journal of Finance*, 3:1147—1170.
- (30) Marston, C. and Straker, M. , 2001, " Investor Relations: A European Survey" [J], 6:2, 82—93.
- (31) NIRI; 2001, "Niri Mission and Goals"(available at: <http://www.niri.org/about/index.cfm>).
- (32) Pirchegger, B. , Wagenhofer, A. , 1999, "Financial information on the Internet: a survey of the homepages of Austrian companies" [J]. *The European Accounting Review* 8: 383 - 395.
- (33) Shleifer, A. , D. Wolfenzon, 2002, "Investor Protection and Equity Markets" [J], *Journal of Financial Economics* 16: 3—28.
- (34) Xiao, J. Z. , He, Y. , and Chow, C. W. , 2004, "The determinants and characteristics of voluntary Internet—based disclosures by listed Chinese companies" [J]. *Journal of Accounting and Public Policy* 23: 191—225.

(H)