

# 投资者关系管理、两权分离程度与公司价值的相关性分析

万晓文,宋振晓

(山东财经大学 会计学院,山东 济南 250014)

**摘要:**在目前所有权与经营权相分离的现代企业制度下,公司的控制权(投票权)与现金流权(所有权)也发生了分离。终极控股股东往往会用较小的现金流权控制公司较多的股份,在利益的驱动下很可能会侵犯中小股东利益,导致公司价值降低。基于此,本文试图通过研究发现一种机制来缓解这种侵权效应。本文以A股民营上市公司的经验数据为研究对象,以2008年至2012年连续5年公司网站投资者关系管理指数为依据,通过实证研究发现:在民营上市公司中,投资者关系管理水平与公司价值正相关;两权分离程度与公司价值负相关;投资者关系管理相对于两权分离程度对公司价值的负面影响具有调节效应。

**关键词:**投资者关系管理;控制权与现金流权的分离程度;公司价值

**中图分类号:**F272.5

**文献标识码:**A

**文章编号:**2095-929X(2015)02-0105-11

## 一、问题提出

现代公司制度的产生导致了企业经营权与所有权的分离,从而出现了委托代理问题(Jensen等)<sup>[1]</sup>。而在股份制公司中,大股东可能为了自身利益去侵害中小股东的利益,甚至背离企业价值最大化的目标,导致企业经营不善。在上市公司的控制链中,控股股东往往会利用金字塔结构、双重持股和交叉持股等形式致使企业控制权与现金流权相分离。然而,当两权分离度比较大时,控股股东更容易利用关联交易、担保、借款、股权转让等“隧道行为”损害其他股东的利益,这会减少其他股东通过现金分红获得的利益,致使中小股东采用“用脚投票”,使得公司股价下跌,公司价值降低。在我国民营上市公司中,也存在着企业控制权(投票权)与现金流权(所有权)相分离的情况。刘星、安灵的研究发现不同所有权结构在公司价值创造过程中的作用与效率和终极控制人所有权的性质密不可分,大股东在追求控制权的过程中对上市公司的投资收益产生了消极影响,而股权制衡对上市公司投资绩效有一定的积极作用<sup>[2]</sup>。

投资者关系管理(Investor Relations Management,简称IRM),根据国际投资者关系协会(IIRF)的定义,是指上市公司运用财务、传播和市场营销手段,向既有投资者及潜在投资者详尽展示公司经营状况和发展前景的战略管理过程。从其定义中可以看出,IRM将会披露更多的信息,提高公司的透明度,这肯定会对控股股东

**收稿日期:**2014-10-10

**作者简介:**作者简介:万晓文,男,山东巨野人,博士,山东财经大学会计学院教授,研究方向:会计理论和投资者关系管理;宋振晓,男,山东冠县人,山东财经大学会计学院硕士研究生,研究方向:投资者关系管理。

的“隧道行为”起到制衡作用。良好的 IRM 应该会在很大程度上可以消除控制权与现金流权的分离对公司价值的负面影响。虽然在国际上 IRM 已经相当流行,但在我国尚处于起步阶段,虽然近几年我国很多大公司对 IRM 工作开始重视,但在外并没有形成统一约束的协会组织,在公司内部也很少有公司成立专门的 IRM 部门。所以,在我国公司中存在的控制权与现金流权分离程度比较严重的情况下,积极探讨投资者关系管理对两权分离的负面影响的调节作用,促进 IRM 的发展,不但对我国 IRM 的发展具有至关重要的意义,也会对我国资本市场的健康发展具有重要的意义。

## 二、文献综述

### (一) IRM 与公司价值

IRM 自产生以来,在国际上产生了重大影响,从投资者关系管理产生的初衷来看,这是公司的一种内部治理制度,其中最主要的目的是吸引更多的中小投资者将资金投入公司中,增加公司的融资面以及公司在市场上的认可度。在这个过程中存在与投资者和潜在投资者的信息沟通过程,有利于企业经营业绩的改善和公司治理水平的提高,就会产生价值创造。

国内外学者对于这一问题进行过深刻探讨,首先从 IRM 实施的总体效果来考察, Bushee, Miller 通过实证分析在 1999 ~ 2004 年期间通过聘用 IRM 专业代理机构来开展 IRM 活动的 184 家小型和中型公司,发现这些公司表现出信息披露水平、媒体报道数量、分析师跟进增加和机构投资者持股数量持续增加,他们还发现这些公司 IR 活动后的第二年公司价值的评估得到改善<sup>[3]</sup>。这说明实施有效的 IRM 能够提高公司的价值。Agarwal 研究发现有效实施 IR 战略的公司获得了超常收益<sup>[4]</sup>。在此之前 Howard Stock 则从反面论证了缺乏有效的 IRM 将会降低公司的市场价值,导致较差的股票收益<sup>[5]</sup>。其次,根据信息不对称理论,在市场交易中拥有比较充分信息的交易者会处于优势地位,而在一个企业中,企业实际控制人或大股东往往拥有更充分的信息,而对于中小股东是在不完全信息条件下决定其交易行为的,从而导致投资者和信贷者要求更高的资本回报率,以补偿其投资或借款的风险,信息不对称也会导致投资者需要更多的成本去进行财务分析,所以信息不对称会使得企业筹资活动的困难和资本成本的上升。实行有效的 IRM,可以提高公司透明度,改善信息不对称的程度,降低企业的资本成本,从而提高公司价值。从这个角度来看, Akerlof、Aboody 等、Francis 等的实证研究都表明有效的 IRM 可以提高公司的透明度,降低信息不对称的风险,引起市场预期回报率的降低,使得公司市场价值提升<sup>[6-8]</sup>。最后,从对投资者利益保护的角度来看, Ball 等研究发现,较好的 IRM 不但可以减少对管理者的监督成本,还可以有效减少诉讼成本,提高公司价值<sup>[9]</sup>。

从我国来看,IRM 的发展尚处于起步阶段。郝臣、李礼研究了 400 家上市公司,观察这些公司网站投资者关系管理专栏建设情况。研究发现我国上市公司网站上设置投资者关系管理栏目的仅有 21.5%,已经建立网站投资者关系栏目的项目数量也比较少,并且质量也比较低<sup>[10]</sup>。但是,近年来 IRM 工作在我国公司管理中越来越受到重视,公司网站 IRM 建设速度开始加快,研究其实施对企业的影响作用,对其在我国的推行与发展起着至关重要的作用。李心丹、肖斌卿、张兵等采用南京大学投资者关系管理评价体系指标,以 A 股满足相关条件的 560 家上市公司为样本,采用实证研究的方法,发现公司的经营业绩与 IRM 水平有着显著的正相关关系。并在其接下来的研究中运用南京大学上市公司 IRM 指数,借鉴 Merton 构建的不完全信息下资本市场均衡模型和 Chen 等建立的公司治理与资本成本关联模型的方法,对我国上市公司相关数据进行分析研究发现:中国上市公司中采用 IRM 机制,能够在一定程度上增加公司价值,并且在 IRM 水平较高的公司中此种价值效应更加明显<sup>[11]</sup>。王秀基于公司财务的视角,以中国 2007 年投资者关系管理年会百强获奖公司为对象,研究了 IRM 与公司业绩的关联关系。作者以 70 家获奖公司和 70 家与之相匹配的非获奖公司作为研究

样本,经过对比研究发现在IRM水平较高的获奖公司中,公司业绩也会相应较好。作者又以上市公司2009年的年报数据作为依据,进行相关数据检验发现,IRM越高的公司其股票流动性越低,相反地,其公司价值和获利能力越强<sup>[12]</sup>。

## (二) 控制权与现金流权的分离与公司价值

La Porta等在分析世界发达经济体的上市公司所有权链条时,发现终极控股股东的控制权(投票权)往往会超过他们的现金流权(所有权),他在研究中指出了除企业经营权与所有权发生分离之外,企业控制权与现金流权也发生了分离<sup>[13]</sup>。Johnson Simon等的研究发现,在股权相对集中的公司中,大股东会利用自己的控制权,把资产和利润从上市公司转移,使得企业经营业绩下降,损害中小股东的利益,并在文中分析了控股股东存在的“隧道行为”<sup>[14]</sup>。在这之后,学者们开始考察控制权与所有权的分离对公司绩效的影响,La Porta等、Lins Karl、Lemmon Michael等等通过实证研究发现控制权与现金流权的分离会导致较差的公司绩效;而现金流权与公司绩效则存在正相关关系<sup>[15-17]</sup>。Markus Schmid对174家瑞士公司2002-2005年的数据进行观察统计数据后,实证发现,内部控股股东会利用多重持股结构谋取私人利益<sup>[18]</sup>。而Friedman Eric, Johnson Simon的研究发现,终极控股股东不只是有隧道,终极控股股东还可以通过对暂时陷入财务困境的子公司实施一些积极行为措施,避免其破产,这样会使得企业价值增加,并使小股东受益<sup>[19]</sup>。然而,我们不难发现,终极控股股东的决定肯定是首先实现其自利。

国内学者对这一问题也进行了多方面的研究。苏启林、朱文对我国128家家族上市公司进行的研究发现:企业的控制权与现金流权发生了分离,控制性家族会剥夺少数股东的利益,并会导致家族式企业公司价值的降低<sup>[20]</sup>。张华、张俊喜、宋敏研究发现:在我国大多数民营企业中,最终控制人更倾向于采用金字塔方式进行控股,因为这样可以用较少的投资控制公司更多的股份,却导致了我国民营上市企业的两权分离程度较大<sup>[21]</sup>。王鹏、周黎安的研究也表明随着两权分离程度的增加,公司的绩效将下降<sup>[22]</sup>。彭文伟、冉茂盛、周妹研究发现,当现金流权与控制权相分离时,最终控制人会表现出过度投资以实现隧道效应<sup>[23]</sup>。由于我国资本市场发展较晚,很多上市公司是政府控股的,针对这一现状,很多学者对控制权与所有权的分离及其经济后果进行了样本研究。例如:李善民、王德友、朱滔根据实际控制人性质将其分为四类,即政府控制、家族控制、广泛持有及其他,以2004年743家沪市上市公司为样本,对比研究发现,家族控制公司相对于政府控制公司具有更高的分离系数和更复杂的金字塔结构,整体上家族控制公司比国有控制公司绩效要差<sup>[24]</sup>。谷祺、邓建强、路倩研究了我国家族上市公司在两权分离下的公司价值;他认为由于控股股东的掠夺性分红影响了企业的长远发展,导致企业价值降低<sup>[25]</sup>。马连福、陈德球、高丽以2005年中国家族上市公司为样本,研究了金字塔控制结构下IRM的嵌入效应,他们认为在投资者关系管理水平较高的家族上市公司中,现金流权比例与公司价值的负相关效应会降低<sup>[26]</sup>。菊雪芹使用A股2008年的数据,选择国资委控股和自然人控股两类样本,对比研究发现:控制权、现金流权和股权控制链对两权分离度的影响在两类样本中是相同的,但是两权分离程度对企业价值的影响在两类样本中是不同的。主要表现在,在自然人控股上市公司中,两权分离程度与企业价值负相关,而在国资委控股的上市公司中,两权分离程度对企业价值并没有太大影响。这说明,相对于政府控股公司,自然人控股的上市公司的终极控制人更有可能有“隧道行为”,侵害中小投资者利益,导致企业价值降低<sup>[27]</sup>。

## 三、研究设计

### (一) 研究假设

IRM是调整股东对公司期望的有花费的活动,这些活动涉及自愿性信息披露以及投资者和分析师之间的

相互作用,这样可以在减少信息不对称的同时增加企业知名度。并且开展 IRM 活动,通过降低内外部信息不对称程度,必然会对公司的内部人行为产生一定的束缚,从而可以对内部人的行为形成一定的监督。这在理论上可以降低公司的代理成本,在总的效果上会使公司价值增加,尤其是公司的市场价值会得到改善。在我国上市公司中存在严重的信息不对称,在 IRM 较好的公司中,信息透明度会增加,内部管理应该会有较高的效率,也应该有较高的公司价值。基于以上分析,我们认为良好的 IRM 可以提高公司价值,所以提出本文的第一个假设:

假设一:在其他条件相同的情况下,投资者关系管理水平越高的上市公司,公司价值越大。

上市公司中控制权与现金流权的分离程度越高,说明企业通过较少的现金流(所有权)控制公司更多的投票权(控制权);那么企业对公司财产的剩余索取权和其所有的控制权不相符程度越大;控股股东越有可能通过利用关联交易、股权转让、担保、借款等“隧道行为”转移利润,损害中小投资者的利益。中小投资者面对这种情况只能“用脚投票”,放弃对公司的投资,这会导致公司股价下跌,公司价值降低。基于以上分析,本文提出了第二个假设:

假设二:在其他条件相同的情况下,上市公司的两权分离程度越高,公司价值越低。

IRM 是公司的一种自我治理机制,可以弥补法律制度的缺陷,防止控股股东或大股东对中小投资者的利益侵占。在控制权与现金流权相分离的情况下,良好的 IRM 可以稳定投资者情绪,调整股东的期望值,使公司股票形成合理的价格,防止公司价值被低估。原因主要有以下几个方面:首先,良好的 IRM 可以提高公司透明度,会约束管理者和大股东的不良行为。其次,良好的 IRM 可以和中小投资者进行很好的沟通,在重大决策或战略问题上可以得到投资者的支持。第三,良好的 IRM 可以提高公司知名度,调节两权分离程度对公司价值的负面影响。因此,基于以上分析,我们提出第三个假设:

假设三:投资者关系管理水平可以缓解两权分离程度对上市公司价值的负面影响。

## (二) 样本与数据来源

在我国国有上市公司中,由于各种政策的影响,控制权和现金流权的分离程度与公司价值的关系比较复杂,以现有的理论很难解释;而民营上市公司的数据比较符合市场的规律,所以本文以深、沪两市发行 A 股的民营上市公司为样本空间,使用了 2008 年至 2012 年的连续数据,并进行了如下筛选:(1)剔除金融保险类公司。因为这类公司由于其经营业务的特殊性,与其他行业财务数据差距较大,一般具有较高的资产负债率,会使研究产生大的误差。(2)剔除被 ST 或 PT 的公司,因为这些公司的财务状况异常,财务指标的异常值较多,排除其对研究的影响。(3)剔除存在 B 股或 H 股或有境外发行股票的公司,因为其企业价值难以衡量且其数量较小,对实证结果影响不大。(4)剔除控制权与现金流权未发生分离的公司。(5)剔除数据缺失的部分公司。(6)剔除在当年度上市的公司,选择上市时间较长的稳定样本。经过筛选后有效样本是 1763 个,其中 2012 年有 500 个,2011 年有 358 个,2010 年 319 个,2009 年 315 个,2008 年 271 个。

## (三) 变量的选择

### 1. 被解释变量

*Tobin's Q* 是以已故诺贝尔经济学奖获得者 James Tobin 命名的,是企业的市场价值与资本重置成本之比。计算公式如下:

$$Tobin's Q = \text{市场价值} / \text{重置成本}$$

$Tobin's Q > 1$ ,表示公司市场价值较账面价值高,显示公司经营绩效受投资人肯定,投资人会增加投资; $Tobin's Q < 1$ ,表示公司市场价值低于账面价值,显示公司经营绩效相对不受投资人肯定,投资人会减少投资。

公司总市值为流通股市值、负债市值和非流通股市值三者之和。由于非流通股的特殊性,直接采用股票市价对其衡量会产生很大的误差,因此通常考虑对非流通股的市值进行折价。但是由于折价的程度不容易合

理估计,所以本文用非流通股份占年末净资产的金额计算。此外,由于中国上市公司的重置成本难以获取,但可以用公司的重置成本用公司年末总资产替代,负债市值用负债账面价值替代。所以 Tobin's Q 计算公式如下:

$$Tobin's Q = (\text{每股价格} * \text{流通股股数} + \text{每股净资产} * \text{非流通股股数} + \text{负债账面价值}) / \text{总资产}$$

## 2. 解释变量

*IRM* 水平。*IRM* 水平量化难度比较高,本文参照刘善敏,林斌,聂毅俊(2008)构建的网站投资者关系指数指标进行量化,通过对样本公司网站指标分为两大类 30 个指标,根据公司网站是否存在相应指标进行 0-1 评分,计算得到投资者关系指数,结果具有一定的客观性<sup>[28]</sup>。两权分离程度(*VCR*)。最终控制人对上市公司控制权(投票权)与现金流权(所有权)的差。本文中关于两权分离程度的数据直接来源于国泰安数据库。交互项(*IRMI \* VCR*)。在回归分析中为了避免交互项的多重共线性问题,参照 Aiken 与 West 的做法,分别将 *IRMI* 与 *VCR* 的数据进行中心化处理后再交叉相乘,这样不会影响变量之间的相关关系,避免线性问题,可以有效研究交互项效应。

## 3. 控制变量

基于现有研究文献,影响上市公司价值的因素有很多,这些因素包括公司规模、股权结构、资本结构、上年公司业绩、第一大股东性质等。为准确反映投资者关系管理对上市公司价值的影响,必须控制这些因素的影响,因此本文选择资产负债率、公司规模、上年总资产报酬率、实际控制人是否担任董事长或总经理、股权集中度(前十大股东持股比例平方和)、公司成长性(营业收入的增长率)和行业(本文分为五大行业,房地产编

表 1 变量与变量含义一览表

变量类型	变量名称	变量符号	变量含义
被解释变量	公司价值	<i>TQ</i>	(流通股股数 * 股价 + 每股净资产 * 非流通股数 + 公司负债合计) / 总资产的账面价值
	解释变量		
解释变量	投资者关系管理指数	<i>IRMI</i>	公司网站上相关指标的得分
	两权分离程度	<i>VCR</i>	控制权与所有权的分离程度
	交互项	<i>IRMI * VCR</i>	投资者关系管理指数与两权分离程度的乘积
控制变量	资产负债率	<i>LEV</i>	年末负债总额 / 总资产
	公司规模	<i>SIZE</i>	公司总资产的自然对数
	上年总资产报酬率	<i>ROA<sub>1</sub></i>	上年期末净利润 / 上年平均总资产
	股权集中度	<i>CR10</i>	前十大股东持股比例平方和
	公司成长性	<i>GROW</i>	营业收入增长额 / 上年营业收入
	实际控制人是否担任董事长或总经理	<i>VCEO</i>	是取值为 1, 否取值为 0
	行业	<i>IND</i>	五大行业, 编号 1-5

号 1、工业编号 2、公用事业编号 3、商业编号 4、综合编号 5) 作为控制变量。这些变量的定义见表 1。

## (四) 模型的设定

针对假设一和假设二,把公司价值作为被解释变量,将 *IRM* 水平作为解释变量,资产负债率、公司规模、上年总资产报酬率、实际控制人是否担任董事长或总经理、前十大股东持股比例平方和、公司成长性和行业作为控制变量构建了模型一。

$$\text{模型一: } TQ = \alpha + \beta_1 IRMI + \beta_2 ROA_1 + \beta_3 CR10 + \beta_4 VCEO + \beta_5 VCR + \beta_6 SIZE + \beta_7 LEV + \beta_8 GROW + \beta_9 IND + \varepsilon$$

对于第三个假设,根据相关文献的研究,本文选取资产负债率、公司规模、上年总资产报酬率、实际控制人是否担任上市公司董事长或总经理、前十大股东持股比例平方和、公司成长性和行业作为控制变量,构建了模型二。

$$\text{模型二: } TQ = \alpha + \beta_1 IRMI + \beta_2 ROA_1 + \beta_3 CR10 + \beta_4 VCEO + \beta_5 VCR + \beta_6 SIZE + \beta_7 LEV + \beta_8 GROW + \beta_9 IRMI \times VCR + \beta_{10} IND + \varepsilon$$

## 四、实证结果与分析

### (一) 描述性统计

表2是我国民营上市公司相关变量的描述性统计结果。

表2 变量描述性统计结果

	N	极小值	极大值	均值	中值	标准差	偏度
<i>TQ</i>	1763	0.6837	14.4621	2.0958	1.074	1.859	2.896
<i>IRMI</i>	1763	3	26	16.69	19.00	14.259	-0.32
<i>ROA<sub>1</sub></i>	1763	-0.6394	2.9330	0.0621	0.03	0.012	11.783
<i>CR10</i>	1763	0.0046	0.7268	0.1500	0.05	0.014	1.753
<i>VCEO</i>	1763	0	1	0.56	1.00	0.247	-0.232
<i>VCR</i>	1763	1.0295	42.3469	12.1998	3.2830	53.201	0.520
<i>SIZE</i>	1763	19.0756	25.0561	21.551	21.609	1.091	0.377
<i>LEV</i>	1763	0.0071	0.8978	0.4544	0.16	0.037	-0.095
<i>GROW</i>	1763	-0.4937	1.6978	0.1643	-0.4937	0.103	1.305
<i>IRMI * VCR</i>	1763	-77.1542	97.2782	-1.41075	-46.551	671.117	0.186
<i>IND</i>	1763	1	5	2.67	2	1.286	1.653

样本公司中托宾 *Q* 值的均值为 2.0958,中值为 1.074,企业市价高于企业的重置成本,投资支出会增加,表明我国资本市场总体上投资支出会增加;样本中网站投资者关系管理指数极小值是 3,极大值是 26,均值是 16.69,中值是 19,说明我国公司对于网站投资者关系管理建设越来越重视,网站建设规范性成增加的趋势;上年的总资产报酬率均值为 0.0621,中值为 0.03,最小值为 -0.6394,最大值为 2.9330,说明上一年的企业绩效差距较大,总体上绩效水平较一般,并且有些企业总资产报酬率年度变化较大;前十大股东持股比例平方和均值 0.1500,中值为 0.05,最小值 0.0046,最大值 0.7268,说明我国股权集中度差别比较大,并且总体上股权相对集中;实际控制人担任董事长或总经理的企业有 983 个占总样本的 55.75%,说明我国民营上市公司中的董事长或总经理基本上是公司的实际控制人;资产负债率平均为 0.4544,中值为 0.16,最小值为 0.0071,最大值为 0.8978,说明我国民营企业中负债规模总体适中,但部分企业负债较大,风险较大,也有些企业负债太小,财务杠杆作用较小;公司资产自然对数均值为 25.0561,中值为 21.609,公司规模总体上来说有一定差距,但总体来说规模一般;两权分离程度最小值为 1.029%,最大值 42.3469%,均值 12.1998%,中值 3.2830%,其中高于 10% 的有 985 家,说明我国民营上市公司中控制权与现金流权的分离程度较严重。

### (二) 回归结果与分析

#### 1. 因素相关性检验

解释变量之间若存在多重共线性,会对回归结果产生影响,因此在回归分析之前,本文先对主要变量之间的多重共线性问题进行检验。本文运用 SPSS 软件对变量之间的共线性进行了检验,其结果如表 3 所示。

多重共线性是指解释变量之间存在某种线性相关,一般来讲如有解释变量之间的相关系数高于 0.5,那么模型将会出现多重共线性的危险,而表 3 中出现的各个变量的相关系数显示变量之间均没有超过 0.5 的,因此可以认为各解释变量之间不存在某种线性关系,回归模型不会有多重共线性的危险。从以上表格中可以看出,*TQ* 与投资者关系管理水平有正相关关系,与两权分离程度有负相关关系,初步验证了假设一和假设二的正确性。

表 3 主要变量间的相关性检验

	<i>TQ</i>	<i>IRMI</i>	<i>ROA<sub>1</sub></i>	<i>CR10</i>	<i>VCEO</i>	<i>VCR</i>	<i>SIZE</i>	<i>LEV</i>	<i>GROW</i>
<i>TQ</i>	1								
<i>IRMI</i>	0.409** (0.0000)	1							
<i>ROA</i>	0.126** (0.0000)	0.090** (0.0002)	1						
<i>CR10</i>	-0.177** (0.0000)	-0.0127 (0.5949)	0.116** (0.0000)	1					
<i>VCEO</i>	-0.059* (0.0132)	0.063** (0.0078)	0.060* (0.0116)	0.109** (0.0000)	1				
<i>VCR</i>	-0.139** (0.0000)	-0.051* (0.0336)	0.055* (0.0198)	0.258** (0.0000)	-0.073** (0.0020)	1			
<i>SIZE</i>	-0.408** (0.0000)	-0.0329 (0.1676)	0.086** (0.0003)	0.244** (0.0000)	0.0379 (0.1117)	0.198** (0.0000)	1		
<i>LEV</i>	-0.246** (0.0000)	-0.107** (0.0000)	-0.178** (0.0000)	0.084** (0.0004)	-0.111** (0.0000)	0.066** (0.0059)	0.390** (0.0000)	1	
<i>GROW</i>	0.0026 (0.9122)	-0.0196 (0.4112)	0.0089 (0.7090)	0.0303 (0.2040)	-0.0282 (0.2360)	0.0047 (0.8431)	-0.0124 (0.6037)	0.0262 (0.2711)	1

注:括号内标注的为显著性水平,\*表示在在0.01水平(双侧)上显著相关;\*表示在0.05水平(双侧)上显著相关。

## 2. 多元线性回归及结果检验

本文对模型一、模型二用 SPSS 回归,得到如表 4、表 5 所示的结果。

表 4 模型一、模型二的线性回归结果(1)

模型		非标准化系数		标准系数	t	Sig.	共线性统计量	
		B	标准误差				容差	VIF
1	(常量)	10.304	0.592		17.418	0.000		
	<i>IRMI</i>	0.138	0.007	0.383	19.773	0.000	0.979	1.022
	<i>ROA<sub>1</sub></i>	1.658	0.253	0.131	6.561	0.000	0.925	1.081
	<i>CR10</i>	-0.896	0.236	-0.078	-3.790	0.000	0.873	1.146
	<i>VCEO</i>	-0.209	0.054	-0.076	-3.883	0.000	0.955	1.047
	<i>VCR</i>	-0.007	0.004	-0.038	-1.892	0.059	0.901	1.110
	<i>SIZE</i>	-0.471	0.029	-0.361	-16.481	0.000	0.767	1.304
	<i>LEV</i>	-0.289	0.153	-0.041	-1.890	0.059	0.784	1.276
	<i>GROW</i>	0.025	0.082	0.006	0.310	0.756	0.996	1.004
	<i>IND</i>	0.076	0.021	0.071	3.600	0.000	0.934	1.070
2	(常量)	10.300	0.590		17.452	0.000		
	<i>IRMI</i>	0.136	0.007	0.377	19.390	0.000	0.968	1.033
	<i>ROA<sub>1</sub></i>	1.667	0.252	0.132	6.611	0.000	0.925	1.081
	<i>CR10</i>	-0.903	0.236	-0.078	-3.829	0.000	0.872	1.146
	<i>VCEO</i>	-0.211	0.054	-0.077	-3.919	0.000	0.955	1.047
	<i>VCR</i>	-0.007	0.004	-0.035	-1.726	0.085	0.898	1.114
	<i>SIZE</i>	-0.470	0.029	-0.360	-16.483	0.000	0.767	1.304
	<i>LEV</i>	-0.272	0.152	-0.039	-1.784	0.075	0.783	1.277
	<i>GROW</i>	0.031	0.082	0.007	0.385	0.700	0.996	1.004
	<i>IRMI * VCR</i>	0.003	0.001	0.059	3.049	0.002	0.981	1.020
<i>IND</i>	0.073	0.021	0.069	3.499	0.000	0.933	1.072	
N		1763						

由表4可以看出,回归方程在1%的显著水平上通过了检验(Significance F 小于0.01),另外表5调整后的R方的值大于0.2,说明该方程拟合度较好。对模型的系数分析得到,t检验结果通过(p值小于0.01),投资者关系管理水平指标(IRMI)同公司价值指标(TQ)存在正相关关系,也就证明了本文的研究假设一,在其他条件相同的情况下,投资者关系管理水平越高的上市公司,公司价值越大。两权分离度与公司价值在1%的水平上与公司价值显著负相关,说明两权分离程度越大,公司价值越小。因此,在民营上市公司中,在其他条件相同的情况下,两权分离程度越大,大股东越容易通过隧道行为侵害中小股东利益,导致公司价值降低,假设二得到验证。

从表5中可以看出,交互项的sig值为0.002,说明存在调节效应,即IRM对两权分离程度对公司价值的负相关关系具有调节作用,良好的IRM可以降低两权分离程度对公司价值的负面影响。这说明在民营上市公司中,公司有效开展投资者关系管理工作,对提高公司价值以及缓冲两权分离程度对公司价值的负相关关系可以起到作用,实证结果证明了假设三的正确性。

表5 模型一、模型二的线性回归结果(2)

模型	R	R方	调整R方	标准估计的误差	更改统计量					Durbin - Watson
					R方更改	F更改	df1	df2	Sig. F更改	
1	0.595a	0.354	0.351	1.098	0.354	120.3	8.000	1754	0.000	
2	0.598b	0.358	0.354	1.095	0.003	9.295	1.000	1753	0.002	1.964

### (三) 稳健性检验

本文以总资产收益率(ROA)替代托宾Q值(TQ)重新进行回归分析,回归结果如表6、表7所示,结论与前面所述基本一致,说明本文的实证结果具有较好的稳健性。

表6 替换变量后模型一、模型二的线性回归结果(1)

模型		非标准化系数		标准系数	t	Sig.	共线性统计量	
		B	标准误差				容差	VIF
1	(常量)	-0.261	0.030		-8.815	0.000		
	IRMI	0.001	0.000	0.073	3.454	0.001	0.930	1.075
	ROA <sub>1</sub>	0.189	0.012	0.320	15.183	0.000	0.925	1.081
	CR10	-0.049	0.012	-0.091	-4.191	0.000	0.872	1.147
	VCEO	-0.005	0.003	-0.043	-2.051	0.040	0.954	1.048
	VCR	-0.010	0.001	-0.040	-0.593	0.847	0.900	1.111
	SIZE	-0.014	0.001	-0.228	-9.868	0.000	0.766	1.306
	LEV	-0.102	0.008	-0.308	-13.424	0.000	0.779	1.284
	GROW	0.002	0.004	0.010	0.512	0.609	0.993	1.007
	IND	0.002	0.001	0.043	2.061	0.039	0.934	1.070
2	(常量)	-0.261	0.030		-8.811	0.000		
	IRMI	0.001	0.000	0.070	3.319	0.001	0.919	1.088
	ROA <sub>1</sub>	0.190	0.012	0.320	15.194	0.000	0.925	1.082
	CR10	-0.049	0.012	-0.091	-4.179	0.000	0.872	1.147
	VCEO	-0.005	0.003	-0.042	-2.040	0.041	0.954	1.048
	VCR	-0.010	0.001	-0.040	-0.593	0.802	0.898	1.114
	SIZE	-0.014	0.001	-0.229	-9.878	0.000	0.765	1.306
	LEV	-0.101	0.008	-0.307	-13.374	0.000	0.778	1.286
	GROW	0.002	0.004	0.011	0.539	0.590	0.993	1.007
	IRMI * VCR	0.002	0.001	0.042	2.023	0.043	0.033	1.072
IND	0.000	0.000	-0.021	-1.031	0.303	0.979	1.021	
N				1763				

表 7 替换变量后模型一、模型二的线性回归结果(2)

模型	R	R 方	调整 R 方	标准估计 的误差	更改统计量					Durbin - Watson
					R 方更改	F 更改	df1	df2	Sig. F 更改	
1	0.530a	0.28	0.27	0.054	0.281	76.098	9.000	1753	0.000	
2	0.530b	0.28	0.27	0.054	0.000	1.063	1.000	1752	0.033	1.996

## 五、研究结论与建议

本文前两个假设的验证结论表明,在我国民营上市公司中公司价值与控制权和所有权的分离程度负相关,与 IRM 的水平正相关。更进一步的是,本文在此基础上,分析了 IRM 对两权分离程度对于公司价值的负效应的调节作用,通过实证检验发现,良好的 IRM 可以调节两权分离程度所导致的公司价值的降低。这为公司的内部管理提供了一个很好的参考,在一个两权分离程度较高的公司,为防止公司价值的降低,一个可行的办法是实施有效的 IRM,有效的 IRM 会在提高企业经营效率的情况下,减少企业在资本市场所面临的风险。

虽然我国上市公司中两权分离程度总体上较高,但是我国的 IRM 水平从整体来看还比较低,因此本文为我国 IRM 的发展提出以下建议:

第一,成立中国投资者关系协会,制定我国的 IRM 标准,并培训 IRM 人才,为我国 IRM 项目的发展,提供基础保证,保证人才供应。虽然我国有投资者互动平台,但是由于我国上市公司众多,通过一个平台的建设显然不能满足广大投资者的信息需求,尤其在我国的股权结构不大合理,两权分离程度较高,大股东对中小股东的利益侵害严重的情况下,积极采取措施促进 IRM 的组织工作,对我国资本市场的健康发展大有裨益。

第二,在公司内部形成专门的 IRM 部门,学习外国上市公司的先进管理经验,并结合我国实际,做好 IRM 工作,把 IRM 工作提高到公司战略的高度上来。虽然我国很多上市公司开始制定了 IRM 工作指引,但从总体实施效果来看,并没有真正发挥 IRM 的作用。控股股东用较小的现金流权就可以拥有较多的控制权,这是法律规定所形成的一种客观结果,只有进行有效的股权制衡和行为约束才能防止控股股东的“隧道”行为,而有效的 IRM 可以提高社会监督,所以开展积极有效的 IRM 符合企业的战略发展。

### 参考文献:

- [1] JENSEN M C, MECKLING W H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure[J]. The Journal of Financial Economics, 1976(4): 305 - 360.
- [2] 刘星, 安灵. 大股东控制、政府控制层级与公司价值创造[J]. 会计研究, 2010, 31(1): 69 - 78.
- [3] BUSHEE B J, MILLER G S. Investor Relations, Firm Visibility, and Investor Following[EB/OL]. Available at <http://ssrn.com/abstract=643223>, 2007.
- [4] AGARWAL V, LIAO A, TAFFLER R, et al. The Impact of Effective Investor Relations on Market Value[EB/OL]. Available at <http://ssrn.com/abstract=1102644>, 2008.
- [5] STOCK H. B IR Can Trigger Poor Performance[J]. Investor Relations Business, 2002, 21(2): 1 - 9.
- [6] AKERLOF G A. The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism [J]. Quarterly Journal of Economics, 1970, 84(3): 488 - 500.
- [7] ABOODY D, HUGHES J, LIU J. Earnings Quality, Insider Trading and Cost of Capital [J]. Journal of Accounting Research, 2005, 43(5): 651 - 673.
- [8] FRANCIS J, LAFOND R, OLSSON P, SCHIPPER K. The Market Pricing of Earnings Quality[J]. Journal of Accounting and Eco-

- nomics,2005,39(3):295-327.
- [9] BALL R, SHIVAKUMAR L. Earnings Quality in UK Private Firms: Comparative loss Recognition Timeliness[J]. Journal of Accounting and Economics, 2005, 39(1): 83-128.
- [10] 郝臣, 李礼. 中国境内上市公司网站投资者关系栏目实证研究[J]. 管理科学, 2005, 18(1): 56-60.
- [11] 李心丹, 肖斌卿, 张兵, 等. 投资者关系管理能提升上市公司价值吗? ——基于中国 A 股上市公司投资者关系管理调查的实证研究[J]. 管理世界, 2007, 23(9): 117-128.
- [12] 王秀. 基于财务视角的投资者关系管理分析——来自上市公司的数据论证[D]. 山东经济学院, 2011: 25-60.
- [13] LA P R, FLORENCIO LOPEZ - DE - SILANES, ANDREI S. Corporate Ownership around the World[J]. The Journal of Finance, 1999, 54(4): 471-517.
- [14] JOHNSON S, LA P R, FLORENCIO LOPEZ - DO - SILANES, ANDREI S. Tunneling[J]. The American Economic Review, 2000, 190(2): 22-27.
- [15] LA PORTA RAFAEL FLORENCIO LOPEZ - DE - SILANES, ANDREI SHLEIFER VISHNV R. Investor Protection and Corpration [J]. Journal of Finance, 2002, 57(3): 1147-1170.
- [16] LINS KARL V. Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets[J]. Journal Of Financial and Quantitative Analysis, 2003, 38(1): 159-184.
- [17] LEMMON MICHAEL L, LINS KARL V. Ownership Structure, Corporate Governance and Firm Value: Evidence From the East Asian financial crisis[J]. Journal Of Finance, 2003, 58(4): 1445-1468.
- [18] MARKUS SCHMID. Ownership Structure and the Separation of Voting and Cash Flow Rights - Evidence from Switzerland[J]. Journal of Financial Economics, 2009, 19(18): 1453-1476.
- [19] FRIEDMAN E, JONHSON S. Todd Mitton: Propping and Tunneling[J]. Journal of Comparative Economic, 2003, 31(4): 732-750.
- [20] 苏启林, 朱文. 上市公司家族控制与企业价值[J]. 经济研究, 2003, 49(8): 36-44.
- [21] 张华, 张俊喜, 宋敏. 所有权和控制权分离对企业价值的影响——我国民营上市企业的实证研究[J]. 经济学(季刊), 2004, 3(S1): 1-13.
- [22] 王鹏, 周黎安. 控股股东的控制权、所有权与公司绩效: 基于中国上市公司的证据[J]. 金融研究, 2006, 27(2): 88-98.
- [23] 彭文伟, 冉茂盛, 周妹. 最终控制权、现金流权与上市公司过度投资[J]. 软科学, 2009, 23(12): 126-129.
- [24] 李善民, 王德友, 朱滔. 控制权和现金流权的分离与上市公司绩效[J]. 中山大学学报(社会科学版), 2006, 6(46): 83-91.
- [25] 谷祺, 邓建强, 路倩. 现金流权与控制权分离下的公司价值——基于我国家族上市公司的实证研究[J]. 会计研究, 2006, 27(4): 30-36.
- [26] 马连福, 陈德球, 高丽. 投资者关系管理、现金流权与公司价值[J]. 山西财经大学学报, 2007, 12(29): 72-79.
- [27] 菊雪芹. 控制权与现金流权分离及其对企业价值的影响——自然人控股公司与国资委控股公司的对比分析[J]. 管理研究, 2012, 9(33): 168-172.
- [28] 刘善敏, 林斌, 聂毅俊. 投资者关系管理与股权融资成本——来自公司网站投资者关系管理的实证发现[J]. 财经研究, 2008, 34(5): 75-86

## Correlation Analysis of Investor Relation Management, Separation Degree and Company Value

WAN Xiaowen, SONG Zhenxiao

(School of Accounting, Shandong University of Finance and Economics, Jinan 250014, China)

**Abstract:** Influenced by the current ownership - management separation enterprise system, the voting rights and cash - flow rights of a company become separated. Ultimate controlling shareholders tend to control more shares of

the company with a smaller cash flow right, and may, driven by interests, infringe the interests of minority shareholders, resulting in reduced company value. For the purpose of finding a mechanism to alleviate such infringement effects, an empirical study is conducted by taking as subject the empirical data of A – share listed private companies and based on the website investor relation management index from 2008 to 2012. The results show that in terms of private listed companies the level of investor relation management and the company value are positively correlated, the separation degree of voting rights from cash – flow rights is negatively correlated with the company value, and investor relation management has regulating effects on the negative influence caused by separation degree.

**Keywords:** Investor relation management; separation degree of voting rights from cash – flow rights; company value

(责任编辑 刘小平)

(上接第 63 页)

[12] 李德荃. 财政支出的效绩评价与项目预算管理[EB/OL]. [2012-07-25]. <http://www.docin.com/p-449328476.html>.

[13] 杨爽. “中国移动”消费者剩余实证分析[D]. 成都:西南财经大学,2012:25-38.

[14] 李德荃. 计量经济学[M]. 北京:对外经贸大学出版社,2014:234-246.

## A Study of Ecological Product Contingent Valuation Method

CAO Wen<sup>1</sup>, LI Dequan<sup>2</sup>, CAO Yuan<sup>3</sup>

(1. School of Finance and Tax, Shandong University of Finance and Economics, Jinan 250014, China;

2. School of Finance, Shandong University of Finance and Economics, Jinan 250014, China;

3. School of Economics, University of California at Santa Barbara, Santa CA 93106, United States)

**Abstract:** Contingent valuation method is a basic method for accounting the ecological product value, but in practice there exist some mistaken ideas about it. Based on the research methods in welfare economics, this paper teases out the practical problems encountered in evaluating the social value of ecological products and concludes that the economic benefits of ecological products contain economic efficiency, so the evaluation of ecological product items is essentially an assessment of their social net benefits; that the evaluation of ecological product items should be aimed at both beneficiary's pay willingness index and loser's repayment willingness index with the weight of these two indicators equal and balanced; and that the pay willingness curve is equivalent to the market demand curve in micro – economics but different from the market demand curve in econometrics.

**Keywords:** contingent valuation; pay willingness; repayment willingness; social benefit; demand curve

(责任编辑 时明芝)