



投资者关系管理与 公司现金价值

伊志宏, 丁艳平, 曹 嵘
中国人民大学商学院, 北京 100872

摘要: 现金价值作为公司价值的重要组成部分, 其影响因素一直是各界关注的焦点。已有研究主要关注内部控制制度和产品市场竞争等传统公司内外部治理机制对现金价值的影响, 缺乏研究投资者关系管理这一时兴的、公司自内向外自主实施的特殊治理机制对此发挥的作用。

基于委托代理理论, 以2012年至2019年沪深两市A股非金融类上市公司为研究样本, 采用多元回归方法实证检验投资者关系管理对公司现金价值的影响; 在此基础上进行分组回归, 分别考察公司可视性程度和股权性质对二者之间关系的调节作用。进一步地, 检验两类代理成本在投资者关系管理影响公司现金价值的过程中发挥的中介作用。此外, 还拓展性地检验投资者关系管理与公司超额现金持有水平和投资效率的关系, 以期从公司内、外两方面进一步验证投资者关系管理影响公司现金价值的作用机理。

研究表明, 投资者关系管理对公司现金价值具有显著的正效应, 这一效应在可视性较低(即低分析师跟踪和低机构投资者持股)和非国有股权性质的公司中更为显著; 机制检验的结果表明, 投资者关系管理显著降低管理层和大股东的两类代理成本, 继而提升公司现金价值。进一步研究发现, 投资者关系管理水平越高, 公司超额现金持有水平更低、投资效率更高, 说明投资者关系管理能够显著抑制管理层和大股东实施利益侵占, 并降低公司对外投资水平因其利益侵占而偏离最优投资水平的程度, 从而为投资者关系管理正向影响现金价值的作用机理提供进一步的证据和解释。

研究结果丰富了现金价值影响因素和投资者关系管理经济后果等方面的成果, 并为监管部门全面评估投资者关系管理制度的经济后果, 以及指导上市公司更好地开展投资者关系管理工作提供可靠的经验证据, 对进一步完善公司治理、优化公司现金管理、提升公司价值进而有效保障投资者利益具有一定的指导意义。

关键词: 投资者关系管理; 现金价值; 代理成本; 公司可视性; 股权性质

中图分类号: F275 **文献标识码:** A **doi:** 10.3969/j.issn.1672-0334.2021.06.012

文章编号: 1672-0334(2021)06-0113-14

引言

公司现金持有水平直接影响公司的投融资活动和日常经营, 关乎公司价值的实现甚至公司的生存和发展^[1]。然而, 根据代理理论, 现金同时也是一项

盈利能力最弱而转化成本最低的资产^[2], 当公司持有大量现金时, 现金更容易为内部人操控用于满足个人私利而非追求公司价值最大化^[3]。例如, 管理层可能将现金用于增加在职消费、进行过度投资等以谋

收稿日期: 2020-07-16 **修返日期:** 2021-06-04

基金项目: 国家自然科学基金(71872175)

作者简介: 伊志宏, 经济学博士, 中国人民大学商学院教授, 研究方向为公司财务和资本市场等, 代表性学术成果为“分析师研究报告负面信息披露与股价暴跌风险”, 发表在2019年第5期《南开管理评论》, E-mail: yizhihong@rmb.s.ruc.edu.cn

丁艳平, 中国人民大学商学院博士研究生, 研究方向为公司财务和公司治理等, 代表性学术成果为“投资者关系管理与企业风险承担”, 发表在2020年第11期《经济理论与经济管理》, E-mail: dyp@ruc.edu.cn

曹嵘, 中国人民大学商学院硕士研究生, 研究方向为公司财务和资本市场等, E-mail: caoron1996@163.com

求私利^[4],大股东可通过资金占用和关联交易掏空公司^[5],对现金利用效率和公司价值造成极大损害,相应地,这也将反映在市场对于公司股权价值的定价中^[3],体现为较低的现金价值。当前,中国投资者法律保护机制尚不完善,公司股权结构仍较为集中,上市公司普遍维持较高的现金持有水平^[6]。根据本研究的统计,2012年至2019年中国上市公司的平均现金持有率(经非现金资产调整)高达23%,而其他国家这一比率普遍约为12%^[7]。可见即使置于世界范围内,中国上市公司的现金持有水平也仍处于前列,这无形中给公司管理层和大股东实施利益侵占提供了更多的机会^[8]。近年来上市公司高额资金被公司内部人侵占、严重危害投资者利益的事件仍屡见不鲜,在此背景下,深入探讨如何优化和改善公司治理机制、提高公司现金利用效率和现金价值、保障投资者利益具有重要的学术价值和现实意义。

在中国资本市场,投资者关系管理制度于2004年开始被证监会作为一种改善公司治理进而保护投资者利益的重要手段逐渐引入^[9]。完善的投资者关系管理制度内容上要求上市公司管理层充分重视这一价值活动,主动、及时、充分和准确地传递公司信息,并在公司制定重要决策的过程中积极加强与投资者在多种形式上互动沟通,有效听取并采纳外界反馈的信息和建议。作为一种特殊的治理机制,投资者关系管理本质上是一种自内向外实施的自主性治理行为,近年来其制度设计是否起到监管部门预期的政策效果成为学术界的热点话题。已有研究证实了投资者关系管理在产品市场上与市场满意度和营销效应等有关的积极影响^[10-11],以及在资本市场上与股票收益和股票流动性等为主的正面表现^[12-14],从公司治理的角度评估其价值效应的研究还比较缺乏。鉴于此,本研究基于现金价值这一重要的具体内容,对投资者关系管理是否以及如何影响现金价值进行探索,并深入分析二者关系在不同公司可视性程度和不同股权性质下的表现差异。该问题的研究对监管部门正确评估投资者关系管理的经济后果、完善相关监管制度,以及对改善中国上市公司的公司治理体系和资源配置效率、保障投资者利益等具有重要意义。

1 相关研究评述

1.1 现金价值

现金价值是公司价值的重要组成部分,有效反映了现金资产在公司经营中产生的代理问题的严重程度及其利用效率^[15],传递市场对公司现金资产的定价信息^[16],因此现金价值的影响因素引起学术界的广泛关注。已有研究主要从代理成本视角进行考察,研究结果表明,公司股东与管理层、大股东与中小股东之间的两类代理问题是影响现金价值的主要因素^[3-6],而良好的内外部治理机制一定程度上能有效缓解代理冲突,约束公司管理层和大股东通过现金持有策略得以实施的私利行为,从而提高现金价值^[17]。

从内部治理看,张会丽等^[18]研究发现,完善的内部控制制度能有效约束公司管理层为追逐私利进行非效率投资的代理行为,因此投资者愿为内部控制质量较高的公司支付流动性溢价;唐婧清等^[19]认为“制衡”型大股东治理体制下的公司掏空行为更少,因而公司现金价值更高,并且“制衡”型大股东治理体制下的公司现金价值在非国有上市公司中更高;贾婧等^[20]的研究表明会计稳健性能约束公司管理层防御动机下的过度投资行为,显著增加现金价值。此外,也有研究发现产品市场竞争^[21]、交叉上市^[22]、投资者保护制度^[15]和融券卖空^[3]等外部治理环境对现金价值均有不同程度的影响。

1.2 投资者关系管理

已有关于投资者关系管理的研究主要从投资者关系管理的影响因素和经济后果两方面进行探讨。关于影响因素,已有研究发现公司股权结构^[23]、董事会结构^[24]和负债水平^[24]等公司治理机制是影响投资者关系管理的重要因素,也有学者发现公司规模^[14]、再融资需求^[12]和交叉上市计划^[25]等因素显著影响公司从事投资者关系管理的动机。关于经济后果,早期研究主要关注投资者关系管理在产品市场上的积极作用,认为投资者关系管理显著改善了公司的市场满意度、提高了社会声誉^[10]、创造了营销效应^[11]。已有研究主要探讨投资者关系管理在资本市场上的表现,结果表明投资者关系管理吸引分析师等资本市场重要信息中介的关注和机构投资者的持股^[12],进而促进公司股票交易量和股票流动性的提升^[13],带来股票价格和股票收益的增加^[14],提高公司的估值^[26]。同时也能改善资本市场的定价效率^[27],降低公司股权融资成本^[26]。在公司面临负面事件时,高水平的投资者关系管理还能发挥危机公关作用^[28-29]。还有部分研究认为投资者关系管理也可以作为一种特殊治理机制影响微观企业行为,CHANDLER^[30]通过大量对CEO的面访证实,公司管理者在积极参与投资者关系管理活动的过程中也自发地规范、抑制了自身的机会主义行为;权小锋等^[31]发现投资者关系管理能有效抑制管理层的信息披露操纵行为,并降低公司的股价崩盘风险;权小锋等^[9]还发现投资者关系管理能显著抑制公司的违规行为。

综上所述,投资者关系管理的经济后果研究是近期学术界关注的焦点,已有研究通过对投资者关系管理与公司价值的直接或间接检验,证实了投资者关系管理在产品市场和资本市场的正面价值效应,但是从公司治理角度评估投资者关系管理经济后果的研究仍然较少。现金价值从根本上来讲也是一个公司治理问题^[3],投资者关系管理是公司自内向外自主实施的,近年来备受中国监管部门、上市公司和外部投资者重视的重要治理机制^[11],它能否在一定程度上形成内部控制制度和产品市场竞争等传统公司治理机制的补充,有效改善公司治理水平,抑制公司管理层和大股东掏空或侵占现金资产的行为从而提升现金价值,又有何重要的环境要求或影响因素,这一

效应存在的传导机制和潜在证据又是什么,已有研究尚缺乏对上述问题的关注。因此,本研究对投资者关系管理影响现金价值的效应、重要调节因素和具体作用机理进行探索。

2 理论分析和研究假设

2.1 投资者关系管理对公司现金价值的影响

处于转型市场的中国经济和制度环境与美国等发达国家相比有较大差异,公司治理结构尚不完善,上市公司不仅普遍面临股东与管理层之间的第1类代理冲突,也存在大股东与中小股东之间的第2类代理冲突^[4]。中国资本市场信息透明度整体偏低、高度集中且长期存在“一股独大”的公司股权结构^[32],而投资者法律保护水平低下,以致中国上市公司中小股东以及资本市场中机构投资者、分析师、媒体等外部力量对公司的监督约束作用受到较大制约,上市公司侵害投资者利益的成本相对较低,两类代理冲突在中国上市公司中相对更为严重^[33]。已有研究表明,由于现金资产转化成本最低,更容易被公司管理层和大股东操控而实施利益侵占^[2]。而在低效率的治理水平下,公司管理层和大股东的利益侵占动机可能更强烈、实施的可能性更大^[33],对现金利用效率和公司价值造成更大损害,降低公司现金价值。

作为一种特殊的治理机制,投资者关系管理本质上是一种自内向外实施的自主性治理行为^[30],它有效建立了投资者与上市公司之间的双向沟通渠道,对于监督约束公司管理层和大股东掏空或侵占现金资产的行为产生重要影响。首先,公司本身存在通过投资者关系管理活动完善自身公司治理和管理体系的强烈动机^[30],在主动深化与投资者的互动沟通,以及有效吸收分析师、经纪商、媒体等外部监督者反馈的信息和意见的过程中,也促进了公司自身治理体系的规范和完善^[4],从源头上降低公司内部人实施现金侵占行为和滥用现金的投资决策发生的可能。其次,由于投资者关系管理要求上市公司积极加强与投资者之间的互动沟通,主动、及时、准确地传递公司信息,投资者与公司之间的信息不对称程度将得到有效缓解^[9],投资者也能够更及时地获取公司大股东和管理层日常侵占或在投资活动中滥用现金资产的负面行为信息,此时投资者可以通过投票抗议和举报,也可采取“用脚投票”的方式出售股票,以维护自身权益。而且,投资者关系管理渠道的畅通,使媒体和分析师等信息中介能够对此进行及时跟踪和报道扩散^[34-35],由此形成一定的监督和威慑作用,提高公司侵害投资者利益的成本^[36],从而能有效约束大股东或经理人的利益侵占行为等。事实上,2013年以来深圳证券交易所和上海证券交易所等监管部门相继出台了多项指引上市公司做好投资者关系管理工作的文件,明确要求上市公司应充分、及时、准确和完整地向投资者披露公司相关信息,重视和加强与投资者的互动和交流,并及时反馈和处理投资者有关公司经营行为管理的提问和建议。交易所

不仅要对投资者提出的相关投诉事宜予以受理,而且对于投资者问题的答复质量和投资者关系活动信息的公开情况等,将纳入上市公司有关考核指标和监管通报事项。因此,证券市场法规的不断完善也为上市公司通过做好投资者关系管理改善公司治理、有效约束和监督公司内部人的利益侵占行为,从而为合理利用现金资产和提升公司价值提供了可能。

综上所述,良好的投资者关系管理可以发挥自主性治理效应,有效缓解公司的代理冲突,抑制管理层或大股东掏空和侵占现金资产的行为,进而提高公司现金的利用效率,提升现金价值。因此,本研究提出假设。

H₁ 投资者关系管理显著增加公司现金价值。

2.2 公司可视性程度的调节作用

已有研究表明,公司可视性显著影响投资者关系管理的价值效应。KIRK et al.^[13]研究发现,高水平的投资者关系管理活动能带来更高的股票流动性和更多的股票超额收益,这一价值效应对于可视性程度低(体现为更少分析师关注等)的公司更为明显;BU-SHEE et al.^[12]认为,投资者关系管理显著增加了公司的媒体关注、分析师跟踪和机构投资者持股,提高了公司可视性,降低了公司资本成本,提升了公司价值;权小锋等^[37]发现,投资者关系管理显著抑制审计师出具非标准审计意见的概率,这一正面作用主要体现在可视性程度比较低的公司样本中。可见,公司可视性与公司信息不对称和代理问题等密切相关^[13],为管理层或大股东利益侵占行为的产生提供了“屏障”^[6]。公司可视性越低,上市公司与外部投资者之间的信息不对称程度越高,投资者、媒体和分析师等资本市场重要信息中介获取公司信息的成本越高,弱化的对管理层和大股东代理行为的监督约束作用,管理层和大股东也越有可能对公司现金资产实施掏空或侵占行为,此时对可视性较低的公司来说,投资者关系管理更有价值,更能有效发挥投资者关系管理在缓解代理冲突、提升现金价值的治理作用。因此,本研究提出假设。

H₂ 对于可视性较低的公司,投资者关系管理对现金价值的正面影响更为显著。

2.3 公司股权性质的调节作用

在分析中国公司治理问题和讨论公司治理机制时,应充分考虑国有和非国有这两类性质截然不同的公司^[38]。本研究认为,公司股权性质直接影响公司代理冲突和进行投资者关系管理的动机,对投资者关系管理与现金价值之间的关系具有重要影响。从影响公司代理冲突方面看,中国公司股权结构表现出高度集中且“一股独大”的典型特点,大股东直接掌握公司资源的支配权^[32]。在非国有上市公司中,不仅股权高度集中,且其广泛存在复杂的金字塔结构,使控股股东可以以较少的资本投入实现对整个公司的控制,获得对公司的超额控制权^[19];此外,由于非国有公司对于监管力度、政治成本和声誉的考量相对不及国有公司^[39],具有超额控制权的非国有

公司大股东更有动机与公司管理层合谋,侵占和掏空公司资产^[19]。因此,高水平的投资者关系管理对于非国有公司代理冲突的抑制作用更大,对提升现金价值的作用更为明显。从影响投资者关系管理动机方面看,中国非国有公司天然缺乏国有公司的政治待遇,在对外融资和市场竞争等方面面临差别对待等问题。因此,与国有公司相比,非国有公司具有更强的动力和意愿从事投资者关系管理活动,借此吸引投资者和信息中介来提高公司可见度,获取投资者认同,提升公司正面形象,改善公司融资能力。因此,非国有公司进行投资者关系管理对现金价值增加的边际效益更高。因此,本研究提出假设。

H₃ 在非国有股权性质的公司中,投资者关系管理对现金价值的正面影响更为显著。

3 研究设计

3.1 样本选择和数据来源

本研究选取2012年至2019年中国A股上市公司为样本,投资者关系管理综合指标的数据来自中国研究数据服务平台(CNRDS)数据库,财务数据来自CSMAR数据库,股票收益率数据来自RESSET数据库,机构投资者持股数据来自WIND数据库。样本研究起点之所以选择为2012年,因为CNRDS数据库较

为系统、完整地收录了本研究构建的投资者关系管理综合指标中互动沟通水平和工作组织水平两个子指标涉及的数据,这些数据始于2012年。结合已有研究惯例和本研究需要对数据进行处理:①剔除金融行业样本;②剔除ST、*ST样本;③剔除资产负债率大于1的样本;④剔除相关数据缺失的样本。最终获得13 258个公司-年度观测值。为了避免极端值对检验结果的影响,对研究涉及的主要连续变量进行1%和99%的winsorize处理。本研究采用面板数据回归,实证分析使用Stata 14.0完成。

3.2 变量测量和说明

3.2.1 投资者关系管理

本研究参考2009年南京大学联合中国证监会面向中国上市公司抽样发送的调查问卷、实验测试、网站调查、年报评价等综合调查涉及的问题,借鉴BUSHEE et al.^[12]、FIRTH et al.^[36]和权小锋等^[31]的研究,构建按年度动态测量上市公司投资者关系管理状况的定量数据。具体地,利用CNRDS数据库中的多项动态数据,基于数据可量化原则,定量构建由信息披露水平、互动沟通水平和工作组织水平3个一级指标加总构成的投资者关系管理水平综合指标。该指标越大,代表公司当年的投资者关系管理水平越高,指标的具体解释、设计标准和计算方法见表1。

表1 投资者关系管理综合指标的构建

Table 1 Construction of Comprehensive Index of Investor Relation Management

一级指标	二级指标	指标解释	指标标准	指标计算方法
信息披露水平(Irm1)	完整性	衡量公司信息披露的完整性和透明性	公司当年披露的临时公告数量	计算公司当年披露临时公告的总数量,若大于当年所有上市公司这一数值的中位数取值为1,否则取值为0
	可信性	衡量公司财务报表信息披露的可靠性	公司当年是否有重述、修正或补充的财务报表	公司当年财务报表未发生重述、修正或补充取值为1,否则取值为0
	及时性	衡量定期公告披露的及时性	公司当年财务报告披露的时滞长短	年报、半年报、季报的实际披露日均在预约披露日之内取值为1,否则取值为0
互动沟通水平(Irm2)	沟通渠道易达性	衡量公司为投资者提供联系方式、获取公司信息的便利程度	公司当年网站上是否有与投资者直接交流联系的便利渠道	公司网站上若有与投资者交流的版块或窗口取值为1,否则取值为0
	沟通响应度	衡量公司与投资者网络互动程度	当年投资者提问的回复比例	投资者提问的回复比例在样本的中位数水平之上取值为1,否则取值为0
	沟通深度	衡量投资者与公司进行沟通、对公司信息解读的深度	公司当年接待投资者实地调研的频次高低	计算公司当年接待投资者实地调研的频次,若大于当年所有上市公司该数值的中位数取值为1,否则取值为0
工作组织水平(Irm3)	高层参与投资者关系管理	衡量公司管理层对投资者关系管理组织工作的重视	董秘以外的公司其他高层当年是否参与投资者实地调研接待	董秘以外的公司其他高层当年若参与投资者实地调研接待取值为1,否则取值为0

3.2.2 现金价值

借鉴 FAULKENDER et al.^[40] 和张兆国等^[41] 的研究, 采用公司每一单位现金持有量的变化对股票超额回报率的影响测量现金价值, 即通过估计投资者对公司额外持有的1元现金资产给予的市场定价大小反映公司现金的边际价值。测量模型为

$$r_{i,t} - R_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta Cas_{i,t} + \alpha_2 \Delta Ebi_{i,t} + \alpha_3 \Delta NA_{i,t} + \alpha_4 \Delta RD_{i,t} + \alpha_5 \Delta Int_{i,t} + \alpha_6 \Delta Div_{i,t} + \alpha_7 Lev_{i,t} + \alpha_8 Cas_{i,t-1} + \alpha_9 Lev_{i,t} \cdot \Delta Cas_{i,t} + \alpha_{10} Cas_{i,t-1} \cdot \Delta Cas_{i,t} + \sum Yea_{i,t} + \sum Ind_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, i 为公司, t 为年度, $r_{i,t}$ 为个股股票年回报率, $R_{i,t}$ 为基于股票投资组合进行算数平均计算而得的基准回报率, $(r_{i,t} - R_{i,t})$ 为个股超额回报率, α_0 为常数项, $\alpha_1 \sim \alpha_{10}$ 为回归系数, $\varepsilon_{i,t}$ 为残差。具体而言, 为计算个股超额回报率, 参考 FAMA et al.^[42] 和张兆国等^[41] 的研究, 构建基于公司规模和账面市值比的标准组合。在每一年度, 依据公司规模和账面市值比分别将样本分为5组, 交叉组合得到25个组别。然后, 将组内所有公司的股票回报率进行算术平均, 分别得到25组的基准回报率。回归系数 α_1 即为本研究探讨的公司现金价值, 反映了公司每一单位现金持有量的变化带来的个股超额回报率的影响。(1)式中各变量定义见表2, 同时对年度固定效应和行业固定效应予以控制。

3.3 模型设计

为了验证 H_1 , 考察投资者关系管理对公司现金

价值的影响, 借鉴 FAULKENDER et al.^[40] 和侯青川等^[3] 的研究, 在(1)式基础上加入 $Irm_{i,t}$ 以及其与 $\Delta Cas_{i,t}$ 的交互项, 构建检验模型为

$$r_{i,t} - R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Irm_{i,t} + \beta_2 \Delta Cas_{i,t} + \beta_3 Irm_{i,t} \cdot \Delta Cas_{i,t} + \beta_4 \Delta Ebi_{i,t} + \beta_5 \Delta NA_{i,t} + \beta_6 \Delta RD_{i,t} + \beta_7 \Delta Int_{i,t} + \beta_8 \Delta Div_{i,t} + \beta_9 Lev_{i,t} + \beta_{10} Cas_{i,t-1} + \beta_{11} Lev_{i,t} \cdot \Delta Cas_{i,t} + \beta_{12} Cas_{i,t-1} \cdot \Delta Cas_{i,t} + \sum Yea_{i,t} + \sum Fir_{i,t} + \theta_{i,t} \quad (2)$$

其中, β_0 为常数项, $\beta_1 \sim \beta_{12}$ 为回归系数, $\theta_{i,t}$ 为残差。考虑到还有众多潜在影响公司现金价值的因素可能尚未被发现, 而控制变量的不完全可能导致回归模型遗漏若干既影响投资者关系管理、又与公司现金价值相关的变量, 因此, 为缓解重要变量遗漏导致的内生性问题对研究结果的潜在干扰, 借鉴侯青川等^[3] 做法, 本研究在主要检验中控制公司固定效应。本研究主要考察 β_3 , 它反映了随着投资者关系管理水平的提高, 市场对公司额外持有的1元现金资产给予的定价大小。若 β_3 显著为正, 表明投资者关系管理对公司现金价值具有正向的促进作用, 即投资者关系管理能够显著增加公司现金价值。

根据 H_2 , 如果将公司可视性的相关代理变量纳入(2)式进行交互检验可能因为3项交互导致严重的多重共线性^[3], 影响研究结果的准确性, 本研究借鉴侯青川等^[3] 的研究, 采用分样本进行假设检验。参考 BUSHEE et al.^[12] 和权小锋等^[37] 的研究, 以公司年度内分析师的跟踪数和机构投资者持股数在行业内

表2 变量定义

Table 2 Definitions of Variables

变量名称	变量符号	变量定义
投资者关系管理	$Irm_{i,t}$	等于 $Irm1_{i,t} + Irm2_{i,t} + Irm3_{i,t}$, 具体定义见3.2.1
个股超额回报率	$r_{i,t} - R_{i,t}$	基于各投资组合的算术平均回报率调整计算而得
现金变化量	$\Delta Cas_{i,t}$	期末与期初现金及现金等价物的差值除以期初公司市值
公司利润变化量	$\Delta Ebi_{i,t}$	期末与期初息税前利润的差值除以期初公司市值
非现金资产变化量	$\Delta NA_{i,t}$	期末与期初非现金资产(扣除现金及现金等价物的资产)的差值除以期初公司市值
研发费用变化量	$\Delta RD_{i,t}$	期末与期初研发支出的差值除以期初公司市值
利息支出变化量	$\Delta Int_{i,t}$	期末与期初利息费用的差值除以期初公司市值
股利支付变化量	$\Delta Div_{i,t}$	期末与期初每股股利的差值除以期初公司市值
财务杠杆	$Lev_{i,t}$	期末总负债与资产总额的比值
现金及现金等价物	$Cas_{i,t-1}$	期初持有的现金及现金等价物除以期初公司市值
年度固定效应	$Yea_{i,t}$	样本属于某一年度取值为1, 否则取值为0
行业固定效应	$Ind_{i,t}$	样本属于某一行业取值为1, 否则取值为0
公司固定效应	$Fir_{i,t}$	样本属于某一公司取值为1, 否则取值为0

的高低测量公司的可视性程度。当公司年度内分析师跟踪数、机构投资者持股数分别低于公司所处行业的中位数时,表示公司可视性低;反之,则表示公司可视性高。按照公司可视性高低对全样本进行分组,采用(2)式进行分组回归,以考察投资者关系管理与现金价值之间的关系在不同可视性公司中的差异,预期 β_3 在可视性较低(即低分析师跟踪和低机构投资者持股)的公司样本中显著为正。

根据 H_3 ,本研究按照公司国有和非国有的股权性质将全样本分为两组,采用(2)式进行分组回归,以考察投资者关系管理与现金价值之间的关系在不同股权性质公司中的差异,预期 β_3 在非国有股权性质的公司样本中显著为正。

3.4 描述性统计

表3给出主要变量的描述性统计结果。 $r_{i,t} - R_{i,t}$ 的均值为-0.004,最小值为-0.912,最大值达到1.483,表明不同公司的超额回报率具有较大差异。 $Irm_{i,t}$ 的最小值为0,最大值为7,标准差为1.675,说明样本公司投资者关系管理的波动性较大;从细分指标看, $Irm1_{i,t}$ 的均值和中位数较大, $Irm2_{i,t}$ 和 $Irm3_{i,t}$ 的较小,表明上市公司对外披露的信息质量在国家相关部门的强化监管下已有较大提升,而在加强与投资者各种形式的交流沟通、提高投资者关系管理活动的组织水平方面相对不足,这是上市公司在今后投资者关系管理活动中需要改进和努力的方向。 $\Delta Cas_{i,t}$ 的均值为0.008,中位数为0.004,这两个数值经济意义较大,从侧面反映了上市公司持有的现金资产增长迅速、现金持有量较高。 $Lev_{i,t}$ 的均值为0.432,中位数为0.424,表明中国去杠杆和防范化解风险初见成效,上市公司的资产负债率已有所回落。其余变量

表3 描述性统计结果

Table 3 Results for Descriptive Statistics

变量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
$r_{i,t} - R_{i,t}$	-0.004	-0.058	0.415	-0.912	1.483
$Irm_{i,t}$	3.965	4	1.675	0	7
$Irm1_{i,t}$	2.154	2	0.724	0	3
$Irm2_{i,t}$	1.486	1	0.906	0	3
$Irm3_{i,t}$	0.325	0	0.512	0	1
$\Delta Cas_{i,t}$	0.008	0.004	0.089	-0.205	0.462
$Irm_{i,t} \cdot \Delta Cas_{i,t}$	0.346	0.015	0.321	-1.461	12.154
$\Delta Ebi_{i,t}$	0.005	0.004	0.064	-0.058	0.095
$\Delta NA_{i,t}$	0.142	0.075	0.168	-0.121	0.906
$\Delta RD_{i,t}$	0.005	0.004	0.016	-0.004	0.047
$\Delta Int_{i,t}$	0.002	0	0.010	-0.009	0.018
$\Delta Div_{i,t}$	0	0	0.097	-0.516	0.604
$Lev_{i,t}$	0.432	0.424	0.188	0.052	0.875

注:观测值为13 258。

的统计结果分布均处于预期的合理范围内,这里不再赘述。

表4给出主要变量的相关系数检验结果。 $Irm_{i,t} \cdot \Delta Cas_{i,t}$ 与 $r_{i,t} - R_{i,t}$ 在1%水平上显著正相关,表明在不

表4 相关系数

Table 4 Correlation Coefficients

变量	$r_{i,t} - R_{i,t}$	$Irm_{i,t}$	$\Delta Cas_{i,t}$	$Irm_{i,t} \cdot \Delta Cas_{i,t}$	$\Delta Ebi_{i,t}$	$\Delta NA_{i,t}$	$\Delta RD_{i,t}$	$\Delta Int_{i,t}$	$\Delta Div_{i,t}$	$Lev_{i,t}$
$r_{i,t} - R_{i,t}$	1									
$Irm_{i,t}$	0.048***	1								
$\Delta Cas_{i,t}$	0.093*	-0.051***	1							
$Irm_{i,t} \cdot \Delta Cas_{i,t}$	0.105***	0.002	0.875***	1						
$\Delta Ebi_{i,t}$	0.286***	-0.023	0.252***	0.316***	1					
$\Delta NA_{i,t}$	0.184***	-0.112***	0.494***	0.408***	0.485***	1				
$\Delta RD_{i,t}$	0.210	-0.056***	0.096***	0.098***	0.372***	0.428***	1			
$\Delta Int_{i,t}$	-0.156***	-0.132***	0.225***	0.126***	0.356***	0.514	0.220	1		
$\Delta Div_{i,t}$	-0.087***	0.002	0.058***	0.025	-0.127***	-0.036	-0.070***	-0.008	1	
$Lev_{i,t}$	0.204***	-0.160***	0.145***	0.128***	0.046***	0.196***	-0.055***	0.265***	0.028	1

注:***为在1%水平上显著,*为在10%水平上显著,下同。

考虑其他因素的情况下,投资者关系管理对公司现金价值具有显著正向影响,初步验证了H₁。 $Irm_{i,t}$ 、 $\Delta Ebit_{i,t}$ 、 $\Delta NA_{i,t}$ 与 $r_{i,t} - R_{i,t}$ 均在1%水平上显著正相关,说明投资者关系管理水平、公司利润变化量和非现金资产变化量都能显著提高个股超额回报率。其他变量的相关系数基本在0.500以下,说明各变量之间的独立性较好,不存在严重的多重共线性问题。

4 实证结果和分析

4.1 投资者关系管理对公司现金价值的影响

表5给出投资者关系管理与个股超额回报率的回归结果。(1)列仅检验投资者关系管理对个股超额回报率的影响, $Irm_{i,t} \cdot \Delta Cas_{i,t}$ 的回归系数在1%水平上显著为正,表明投资者关系管理对公司现金价值具有正向的促进作用。(2)列为在控制公司利润变化量等潜在影响因素后,检验投资者关系管理对公司现金价值的增量解释力度, $Irm_{i,t} \cdot \Delta Cas_{i,t}$ 的回归系数在1%水平上显著为正,进一步证实了投资者关系管理对公司现金价值具有显著的正向影响。(3)列控制年度和公司固定效应后, $Irm_{i,t} \cdot \Delta Cas_{i,t}$ 的回归系数在5%水平上显著为正,说明投资者关系管理显著增加了公司现金价值,H₁得到验证。

表5中, $\Delta Cas_{i,t}$ 的回归系数均为正但不显著,正如DITTMAR et al.^[17]的研究结果,由于存在双重代理问题,公司持有过多的现金并不一定提升公司价值,因此有待于发挥投资者关系管理这一机制的治理作用。 $\Delta Ebit_{i,t}$ 和 $\Delta NA_{i,t}$ 的回归系数均显著为正,说明公司利润和资产的增加显著提高个股超额回报率。 $\Delta Div_{i,t}$ 的回归系数在1%水平上显著为负,表明现金股利发放并不能带来超额回报率,究其原因可能在于中国资本市场发展尚不完善,上市公司现金分红行为更多为国家政策和制度驱动,而未能形成有效的信号传递机制,以致公司发放现金股利并未被市场解读为利好消息。

4.2 公司可视性程度的调节作用

表6给出公司可视性程度对投资者关系管理对现金价值影响的结果。在低分析师跟踪组和低机构投资者持股组中, $Irm_{i,t} \cdot \Delta Cas_{i,t}$ 的回归系数在1%水平上显著为正,即投资者关系管理对现金价值具有显著的正向影响;在高分析师跟踪组和高机构投资者持股组中, $Irm_{i,t} \cdot \Delta Cas_{i,t}$ 的回归系数尽管为正但不显著,即投资者关系管理对现金价值的正向影响并不显著。以上结果证实,投资者关系管理对现金价值的正向影响主要体现在可视性程度较低即低分析师跟踪和低机构投资者持股的公司中,H₂得到验证。

4.3 公司股权性质的调节作用

表7给出投资者关系管理与现金价值之间的关系在不同股权性质下的差异。在非国有公司中, $Irm_{i,t} \cdot \Delta Cas_{i,t}$ 的回归系数在5%水平上显著为正,在国有公司样本中不显著,表明投资者关系管理对公司现金价值的正向影响在非国有股权性质的公司中更为显著,H₃得到验证。

表5 投资者关系管理与现金价值

Table 5 Investor Relation Management and Cash Value

	$r_{i,t} - R_{i,t}$		
	(1)	(2)	(3)
$Irm_{i,t}$	0.042* (1.955)	0.025* (1.802)	0.018 (1.540)
$\Delta Cas_{i,t}$	0.228 (0.313)	0.218 (0.184)	0.378 (0.236)
$Irm_{i,t} \cdot \Delta Cas_{i,t}$	0.632*** (4.986)	0.454*** (3.658)	0.328** (2.241)
$\Delta Ebit_{i,t}$		21.206*** (19.825)	24.352*** (27.285)
$\Delta NA_{i,t}$		0.286* (1.914)	0.443*** (2.906)
$\Delta RD_{i,t}$		0.025 (0.072)	4.022 (1.544)
$\Delta Int_{i,t}$		-10.423*** (-3.328)	-3.624 (-0.602)
$\Delta Div_{i,t}$		-0.722*** (-3.640)	-0.782*** (-4.765)
$Lev_{i,t}$		1.245*** (14.267)	0.734*** (3.424)
$Cas_{i,t-1}$		0.649*** (3.024)	0.526 (1.602)
$Lev_{i,t} \cdot \Delta Cas_{i,t}$		0.702 (0.446)	0.776 (0.528)
$Cas_{i,t-1} \cdot \Delta Cas_{i,t}$		-11.021*** (-3.628)	-9.524** (-2.438)
常数项	0.485*** (4.306)	-0.450** (-2.002)	-0.247 (-1.536)
年度固定效应	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	
公司固定效应			控制
观测值	13 258	13 258	13 258
调整的R ²	0.128	0.163	
组内R ²			0.176

注:括号中数据为t值,**为在5%水平上显著,下同。

4.4 稳健性检验

4.4.1 以超额现金持有量的变化重新检验

DITTMAR et al.^[17]的研究表明,超额现金持有量

表 6 投资者关系管理与现金价值：公司可视性的影响
Table 6 Investor Relation Management and Cash Value: Influence of Corporate Visibility

	$r_{i,t} - R_{i,t}$			
	高分析师跟踪组	低分析师跟踪组	高机构投资者持股组	低机构投资者持股组
$Irm_{i,t}$	1.322 (0.782)	1.784 (1.316)	2.326 (1.518)	-1.706 (-0.965)
$\Delta Cas_{i,t}$	0.002 (0.086)	0.005 (0.238)	-0.052 (-0.920)	0.010 (0.653)
$Irm_{i,t} \cdot \Delta Cas_{i,t}$	0.124 (0.582)	0.340*** (3.212)	0.146 (0.733)	0.452*** (3.074)
常数项	-0.688*** (-3.854)	-0.225 (-0.728)	-0.362 (-1.526)	-0.483 (-1.636)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年度固定效应	控制	控制	控制	控制
公司固定效应	控制	控制	控制	控制
观测值	6 033	7 225	6 254	7 004
组内 R^2	0.224	0.154	0.192	0.172

表 7 投资者关系管理与现金价值：公司股权性质的影响

Table 7 Investor Relation Management and Cash Value: Influence of Corporate Property of Ownership

	$r_{i,t} - R_{i,t}$	
	国有公司	非国有公司
$Irm_{i,t}$	1.454 (0.836)	-0.902 (-0.728)
$\Delta Cas_{i,t}$	-0.052 (-1.461)	0.010 (0.626)
$Irm_{i,t} \cdot \Delta Cas_{i,t}$	0.216 (0.672)	0.264** (2.324)
常数项	-0.363 (-1.485)	-0.278 (-1.604)
控制变量	控制	控制
年度固定效应	控制	控制
公司固定效应	控制	控制
观测值	5 672	7 586
组内 R^2	0.238	0.165

有效反映了公司实际现金持有量与目标状态的偏离程度，与公司面临的代理成本问题密切相关，可能蕴含着公司管理层和大股东更多私利行为的信息。因

此，本研究检验投资者关系管理对超额现金持有价值的影响，以对前文研究结果形成佐证。借鉴 DITTMAR et al.^[17] 的研究，构建目标现金持有量模型，以该模型回归所得的残差值测算超额现金持有量。具体模型为

$$\ln Cas_{i,t} = \varphi_0 + \varphi_1 Siz_{i,t} + \varphi_2 Cfo_{i,t} + \varphi_3 Nwc_{i,t} + \varphi_4 Gro_{i,t} + \varphi_5 Cap_{i,t} + \varphi_6 Lev_{i,t} + \varphi_7 DivD_{i,t} + \sum Yea_{i,t} + \sum Ind_{i,t} + \gamma_{i,t} \quad (3)$$

其中， $Cas_{i,t}$ 为现金及现金等价物，等于期末现金及现金等价物除以期初公司市值； $Siz_{i,t}$ 为公司规模，等于期末总资产的对数； $Cfo_{i,t}$ 为现金流，等于期末经营活动现金净流量除以期初公司市值； $Nwc_{i,t}$ 为净营运资本，等于当期流动资产与流动负债的差值减去现金持有量后除以期初公司市值； $Gro_{i,t}$ 为公司成长性，等于公司当期营业收入的增长率； $Cap_{i,t}$ 为资本性支出，等于期末购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金除以期初公司市值； $DivD_{i,t}$ 为是否支付现金股利的虚拟变量，若公司当期支付现金股利取值为 1，否则取值为 0； $\varphi_0 \sim \varphi_7$ 为回归系数； $\gamma_{i,t}$ 为残差，即超额现金持有量，记为 $ECas_{i,t}$ 。进而，以期末与期初超额现金持有量的差值除以期初公司市值，得到超额现金持有量的变化量，记为 $\Delta ECas_{i,t}$ 。

用 $\Delta ECas_{i,t}$ 替换 (2) 式中的 $\Delta Cas_{i,t}$ 重新进行假设检验，表 8 给出投资者关系管理对超额现金持有价值影响的回归结果，(1) 列控制年度和行业固定效应，(2) 列控制年度和公司固定效应。表 8 中， $Irm_{i,t} \cdot \Delta ECas_{i,t}$ 的回归系数均在 1% 水平上显著为正，说明对于投资者关系管理水平高的公司持有的超额现金资产，市

表8 投资者关系管理与超额现金持有价值

Table 8 Investor Relation Management and Value of Excess Cash Holdings

	$r_{i,t} - R_{i,t}$	
	(1)	(2)
$Irm_{i,t}$	-0.062 (-0.684)	-0.058 (-0.156)
$\Delta ECas_{i,t}$	-0.485** (-2.253)	-0.346 (-0.474)
$Irm_{i,t} \cdot \Delta ECas_{i,t}$	0.172*** (3.466)	0.164*** (3.328)
常数项	-0.154 (-0.836)	-0.205 (-1.620)
控制变量	控制	控制
年度固定效应	控制	控制
行业固定效应	控制	
公司固定效应		控制
观测值	13 258	13 258
调整的 R^2	0.232	
组内 R^2		0.186

场并不会因此降低其股权价值, H_1 得到进一步验证, 即高水平的投资者关系管理能够发挥治理效应, 减少现金被侵占或滥用, 从而促进公司现金价值的提升。

此外, 同样用 $\Delta ECas_{i,t}$ 替换 (2) 式中的 $\Delta Cas_{i,t}$, 重新检验 H_2 和 H_3 , 实证结果依然支持前文结果。在此未列示检验结果, 若有需求可备索。

4.4.2 以投资者关系管理的子指标进行检验

本研究构建的投资者关系管理综合指标由 $Irm1$ 、 $Irm2$ 和 $Irm3$ 这 3 个子指标加总得到, 将 3 个子指标分别与现金价值进行回归, $Irm1_{i,t} \cdot \Delta Cas_{i,t}$ 、 $Irm2_{i,t} \cdot \Delta Cas_{i,t}$ 和 $Irm3_{i,t} \cdot \Delta Cas_{i,t}$ 的回归系数均显著为正, 表明投资者关系管理的信息披露水平、互动沟通水平、工作组织水平均能显著提升公司现金价值, 这也说明投资者关系管理对现金价值的显著正向影响并非是投资者关系管理综合指标促成的, 进一步验证了投资者关系管理对于公司现金价值具有提升作用的研究结果是稳健的。

4.4.3 改变因变量个股超额回报率的计算方式

前述检验中, $(r_{i,t} - R_{i,t})$ 是基于各投资组合的算术平均回报率调整计算而得, 参考侯青川等^[3]的研究, 采用 3 种方式重新调整计算个股超额回报率。①将年度股票回报率计算的期间变更为每年 5 月至次年 4 月; ②基于各投资组合的市值加权平均回报率调整

计算; ③按照 $Beta$ 值、公司规模和账面市值比分别将样本分为 3 组, 交叉组合得到 $3 \times 3 \times 3$ 组别后再计算得出。基于上述 3 种计算方式的检验结果表明, $Irm_{i,t} \cdot \Delta Cas_{i,t}$ 的回归系数均在 5% 水平上显著为正, 即投资者关系管理对现金价值的正向影响依然显著成立, 结果与前文一致。

4.4.4 进一步控制内生性问题

尽管本研究的主要检验均控制了公司固定效应, 避免遗漏公司层面一些不随时间变化的潜在重要变量(如公司优秀文化等)对研究结果可能造成的干扰, 一定程度上能缓解相当部分的内生性问题。为了进一步消除内生性, 增强研究结果的可靠性, 本研究进行其他方面的检验。①控制公司治理水平。公司治理越好, 公司的投资者关系管理水平可能越高, 同时其现金价值也可能更高。因此, 借鉴罗进辉等^[1]和张兆国等^[41]的研究, 本研究以董事会规模 (Boa)、独立董事比例 ($Inde$)、董事长与总经理是否两职兼任 (Dua)、股权制衡度 (Bal) 和内部控制质量 (IC) 测量公司治理水平。董事会规模为董事会人数的自然对数; 独立董事比例为独立董事人数占董事会人数的比例; 当董事长与总经理两职兼任时 Dua 取值为 1, 否则取值为 0; 股权制衡度为公司第二至第十大股东持股比例之和; 内部控制质量用深圳迪博公司内部控制与风险管理数据库中的“内部控制信息披露指数”测量。将上述指标纳入 (2) 式重新进行检验, 结果表明, $Irm_{i,t} \cdot \Delta Cas_{i,t}$ 的回归系数在 1% 水平上显著为正, 表明投资者关系管理对现金价值的正向影响依然稳健成立。②采用工具变量回归。同行公司在经营环境、业务流程、产品和服务等方面具有一定的相似性, 面临直接竞争的同行之间有较多的相互学习或借鉴行为^[31]。当前中国上市公司的投资者关系管理制度正处于初步规范和建设, 行业内公司从事投资者关系管理活动时, 进行相互学习和借鉴的可能性在理论上更高^[29]。因而公司投资者关系管理水平与同行公司的投资者关系管理水平显著相关^[13], 但同行公司的投资者关系管理水平较难对某一特定公司的现金价值产生直接影响。因此, 参照权小锋等^[31]的做法, 本研究以行业内其他公司当年投资者关系管理的平均值 $Irm_{i,t}$ 作为 $Irm_{i,t}$ 的工具变量, 进行两阶段回归。第 2 阶段回归结果表明, $Irm_{i,t} \cdot \Delta Cas_{i,t}$ 的回归系数依然显著为正, 说明投资者关系管理水平对现金价值确实存在显著的正向影响, 表明本研究的主要结果稳健。

5 进一步研究

5.1 投资者关系管理与公司现金价值: 两类代理成本的中介效应

按照前文分析, 高水平的投资者关系管理活动可以发挥自主性治理效应, 有效缓解公司的代理冲突, 抑制管理层或大股东侵占现金资产的私利行为, 提高公司现金价值。但是投资者关系管理究竟缓解哪类代理冲突, 是否对管理层和大股东的利益侵占动

机都能加以有效抑制和约束,进而分别促进公司现金价值提升。因此,本研究探究这两类代理成本是否均在投资者关系管理影响现金价值的过程中发挥中介传导作用,以两类代理成本 $Age1_{i,t}$ 和 $Age2_{i,t}$ 为中介变量。 $Age1_{i,t}$ 用管理费用率测量,为管理费用与主营业务收入的比值^[43]; $Age2_{i,t}$ 用大股东占款测量,为其他应收款与总资产的比值^[44]。借鉴温忠麟等^[45]提出的中介效应方法进行检验,回归中所用的控制变量与(2)式相同。

表9给出基于两类代理成本的中介效应检验结果。(1)列和(3)列中 $Irm_{i,t}$ 的回归系数均显著为负,说明随着投资者关系管理水平的提高,公司管理层和大股东的现金侵占行为都能得到有效抑制和约束。(2)列和(4)列的检验结果表明,在模型中纳入中介变量 $Age1_{i,t}$ 和 $Age2_{i,t}$ 后, $Irm_{i,t} \cdot \Delta Cas_{i,t}$ 的回归系数比表5中第(2)列的回归系数0.454均有所降低,但都仍然显著为正,表明两类代理成本在投资者关系管理影响现金价值的过程中均发挥中介传导作用,高水平的投资者关系管理活动均可通过有效抑制公司管理层和

大股东对现金资产的侵占行为而提高公司现金价值。

5.2 其他潜在表现形式或证据

如前文所述,投资者关系管理显著提升公司现金价值,两类代理成本在投资者关系管理影响公司现金价值的过程中发挥重要的中介传导作用,但这一作用机理存在哪些潜在表现形式或证据,本研究从公司内部超额现金持有水平和对外投资效率方面进行分析和检验。①从超额现金持有水平看,持有超额现金是公司管理层和大股东实施现金侵占行为的重要表现和必要条件^[33],较低的超额现金持有水平一定程度上反映管理层和大股东实施利益侵占的空间,投资者关系管理既然能抑制管理层和大股东利益侵占行为,理应能够降低和压缩公司超额现金持有水平。②从公司投资效率看,现金持有水平直接影响公司的投资活动^[46],现金持有决策的优化直接关系到公司投资效率的实现^[15]。投资者关系管理能有效约束管理层和大股东的利益侵占行为,促进公司现金持有水平的优化,如此将降低公司对外投资水平因为管理层和大股东的利益侵占行为而偏离最优投资水平的程度,提升公司投资效率。对于以上两个问题的探究,有助于为投资者关系管理影响现金价值的作用机理提供进一步的证据。基于此,本研究分别检验投资者关系管理对公司超额现金持有水平和投资效率的影响。

为检验投资者关系管理对公司超额现金持有水平的影响,本研究分别以(3)式的回归残差测算的超额现金持有量和经行业均值调整后的超额现金持有量作为因变量,并将 $Irm_{i,t}$ 纳入模型进行回归。为检验投资者关系管理对公司投资效率的影响,借鉴刘艳霞等^[47]的研究,通过公司实际投资额与 RICHARDSON^[48] 研究中采用的模型回归拟合的期望投资额的差异表示投资效率,对该残差取绝对值,测量非效率投资水平,记为 $Nef_{i,t}$ 。本研究分别以 $Nef_{i,t}$ 和经行业均值调整后的 $Nef_{i,t}$ 作为因变量,并将 $Irm_{i,t}$ 纳入模型进行回归。上述检验中的控制变量与(3)式相同,并在此基础上控制公司固定效应。

检验结果表明,无论 $ECas_{i,t}$ 和 $Nef_{i,t}$ 是否经行业均值调整, $Irm_{i,t}$ 与 $ECas_{i,t}$ 和 $Nef_{i,t}$ 均呈显著负相关关系,表明投资者关系管理水平高的公司,其超额现金持有水平更低,公司投资水平因为管理层和大股东的利益侵占行为而偏离最优投资水平的程度更低,投资效率也更高,这些发现为投资者关系管理缓解公司管理层和大股东的双重代理问题、提高现金利用效率和现金价值提供了进一步的证据。

6 结论

现金价值作为公司价值的重要组成部分,有效反映了现金资产在公司经营中产生的代理问题严重程度及其利用效率。探讨潜在可行的公司治理机制,可以有效约束和监督公司内部人的利益侵占行为,优化公司的现金管理,提高现金利用效率和现金价值,保障投资者利益。

表9 投资者关系管理与现金价值：
两类代理成本的中介效应

Table 9 Investor Relation Management and Cash Value:
Mediating Effect of Two Types Agency Cost

	$Age1_{i,t}$ (1)	$r_{i,t} - R_{i,t}$ (2)	$Age2_{i,t}$ (3)	$r_{i,t} - R_{i,t}$ (4)
$Irm_{i,t}$	-0.142*** (-3.862)	0.023 (1.126)	-0.066** (-2.426)	0.018 (1.106)
$\Delta Cas_{i,t}$	0.878 (0.604)	0.468 (0.452)	-0.199 (-0.210)	0.490 (0.562)
$Irm_{i,t} \cdot \Delta Cas_{i,t}$		0.302** (2.014)		0.284** (2.362)
$Age1$		0.007 (0.908)		
$Age2$				-0.005 (-0.406)
$Age1_{i,t} \cdot \Delta Cas_{i,t}$		-0.125* (-1.862)		
$Age2_{i,t} \cdot \Delta Cash_{i,t}$				-0.312** (-2.504)
常数项	10.966*** (48.526)	-0.248 (-1.620)	1.354*** (9.861)	-0.242 (-1.614)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年度固定效应	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制
观测值	13 258	13 258	13 258	13 258
调整的 R^2	0.089	0.204	0.136	0.265

本研究采用2012年至2019年中国沪深A股上市公司数据,利用南京大学联合中国证监会开展的投资者关系管理状况调查实践,构建投资者关系管理的综合指标,深入分析和检验投资者关系管理这一特殊治理机制对公司现金价值的影响。研究结果表明,①投资者关系管理对公司现金价值有显著正向影响,表明投资者关系管理对公司现金价值具有正向的促进作用;②这一效应在低分析师跟踪、低机构投资者持股和非国有股权性质的公司中更加显著,说明公司可视性程度和股权性质对二者之间的关系具有重要的调节作用;③两类代理成本在投资者关系管理影响现金价值的过程中发挥显著的中介传导作用,投资者关系管理能够通过降低管理层和大股东的两类代理冲突,提升公司现金价值。④投资者关系管理水平越高、公司内部超额现金持有水平更低、投资效率更高,说明投资者关系管理显著抑制了管理层和大股东实施利益侵占的空间,并降低公司对外投资水平因其利益侵占行为而偏离最优投资水平的程度。这些发现为投资者关系管理正向影响现金价值的作用机理提供了进一步的证据和解释。

与已有研究相比,本研究的边际贡献主要体现在:①丰富了现金价值影响因素方面的研究。与已有聚焦于股权制衡和融券卖空等内外部治理力量对现金价值影响的研究不同,本研究发现投资者关系管理这一时兴的、公司自内向外自主实施的特殊治理机制具有提升现金价值的价值效应,丰富了现金价值影响因素和公司治理方面的研究。②拓展了投资者关系管理经济后果领域的研究。已有研究对于投资者关系管理价值效应的研究较多局限在产品市场和资本市场的正面价值效应上,从公司治理角度评估的研究仍然比较少,本研究从现金价值这一新视角对此进行检验,并结合投资者关系管理对公司代理成本、现金持有水平、投资效率等方面的影响深入探讨其作用机制,进一步丰富了投资者关系管理经济后果的研究。③探讨了投资者关系管理对现金价值影响的调节因素,研究结果既有利于监管部门更好地评估投资者关系管理制度的经济后果,也有助于指导不同性质的公司建设和强化投资者关系。

本研究具有如下启示:①对于上市公司,应该积极重视和改善投资者关系管理,将投资者关系管理工作上升到公司战略层面,进一步建立健全投资者关系管理工作制度,并采取更加主动的投资者关系管理方式,持续加强与投资者多种形式的互动交流和沟通,使其能够充分参与到公司治理当中。②对于监管部门,应进一步优化和完善上市公司投资者关系管理的评价指标体系,将其合理有效地纳入上市公司有关考核、监管和奖惩范围,充分发挥投资者关系管理对上市公司违规行为的预测和预警功能等。同时,应出台相应的政策积极引导更多上市公司建立规范的投资者关系管理制度,并从顶层设计方面加以指导,让投资者关系管理成为上市公司治理新

常态,有效推动上市公司提高投资者关系管理实践水平。③对于可视性较低、非国有股权性质的公司,加强投资者关系管理、提高投资者关系管理水平创造的价值效应更大,需要将这类公司的投资者关系管理工作提升到更高的战略层面。

基于本研究结果,未来研究可以进行深入的探索。一方面,本研究发现高水平的投资者关系管理对于公司现金价值具有提升作用,如何从公司层面有效做好投资者关系管理成为值得思考的重要问题,公司董事长和CEO是公司决策的主体,也是影响公司开展投资者关系管理活动最重要的内部力量,未来可以就公司高管的一些重要背景特征等进行拓展研究;另一方面,目前上市公司投资者关系管理活动对于资本市场其他主体的影响研究仍较为缺乏,可以进一步探讨公司债权人、新闻媒体和证券分析师等对于投资者关系管理活动的市场反应,从而探讨投资者关系管理与公司债务融资行为、媒体报道语调、分析师预测行为、预测评级等相关的研究问题,深化对投资者关系管理活动经济后果的研究。

参考文献:

- [1] 罗进辉,李小荣,向元高.媒体报道与公司的超额现金持有水平. *管理科学学报*, 2018, 21(7): 91-112.
LUO Jinhui, LI Xiaorong, XIANG Yuangao. Media coverage and corporate excess cash holdings. *Journal of Management Sciences in China*, 2018, 21(7): 91-112.
- [2] GAO H S, HARFORD J, LI K. Determinants of corporate cash policy: insights from private firms. *Journal of Financial Economics*, 2013, 109(3): 623-639.
- [3] 侯青川,靳庆鲁,刘阳.放松卖空管制与公司现金价值:基于中国资本市场的准自然实验. *金融研究*, 2016(11): 112-127.
HOU Qingchuan, JIN Qinglu, LIU Yang. Lifting of short sale constraint and market value of cash: an empirical test based on China stock market. *Journal of Financial Research*, 2016(11): 112-127.
- [4] JENSEN M C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 1986, 76(2): 323-329.
- [5] JIANG G H, LEE C M C, YUE H. Tunneling through intercorporate loans: the China experience. *Journal of Financial Economics*, 2010, 98(1): 1-20.
- [6] 郑宝红,曹丹婷.税收规避能影响企业现金持有价值吗? . *中国软科学*, 2018(3): 120-132.
ZHENG Baohong, CAO Danting. Can tax avoidance impact corporate cash holding value?. *China Soft Science*, 2018(3): 120-132.
- [7] TONG Z X, HUANG H. Labor unions and corporate cash holdings: evidence from international data. *Journal of Financial Research*, 2018, 41(3): 325-350.
- [8] 窦欢,陆正飞.大股东控制、关联存款与现金持有价值. *管理世界*, 2016, 32(5): 141-150.
DOU Huan, LU Zhengfei. Controlling shareholder's control, related deposits and cash holding value. *Journal of Management World*, 2016, 32(5): 141-150.
- [9] 权小锋,肖斌卿,尹洪英.投资者关系管理能够抑制企业违规风险吗?基于A股上市公司投资者关系管理的综合调查. *财经研究*, 2016, 42(5): 15-27.

- QUAN Xiaofeng, XIAO Binqing, YIN Hongying. Can investor relations management reduce enterprise violation risk? Evidence from the comprehensive survey of investor relations management in Chinese A-share listed companies. *Journal of Finance and Economics*, 2016, 42(5): 15–27.
- [10] HOCKERTS K, MOIR L. Communicating corporate responsibility to investors: the changing role of the investor relations function. *Journal of Business Ethics*, 2004, 52(1): 85–98.
- [11] DOLPHIN R R. The strategic role of investor relations. *Corporate Communications: An International Journal*, 2004, 9(1): 25–42.
- [12] BUSHEE B J, MILLER G S. Investor relations, firm visibility and investor following. *The Accounting Review*, 2012, 87(3): 867–897.
- [13] KIRK M P, VINCENT J D. Professional investor relations within the firm. *The Accounting Review*, 2014, 89(4): 1421–1452.
- [14] VLITTIS A, CHARITOU M. Valuation effects of investor relations investments. *Accounting and Finance*, 2012, 52(3): 941–970.
- [15] HUANG P, GUO J, MA T, et al. Does the value of cash holdings deteriorate or improve with material weaknesses in internal control over financial reporting?. *Journal of Banking & Finance*, 2015, 54: 30–45.
- [16] 杨洁, 吴武清, 蔡宗武. 企业社会责任对现金持有价值的影响: 基于分位数回归模型的研究. *系统工程理论与实践*, 2019, 39(4): 893–905.
- YANG Jie, WU Wuqing, CAI Zongwu. A quantile analysis to the impact of corporate social responsibility on the value of cash holdings. *Systems Engineering-Theory & Practice*, 2019, 39(4): 893–905.
- [17] DITTMAR A, MAHRT-SMITH J. Corporate governance and the value of cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 2007, 83(3): 599–634.
- [18] 张会丽, 吴有红. 内部控制、现金持有及经济后果. *会计研究*, 2014(3): 71–78, 96.
- ZHANG Huili, WU Youhong. Internal control, cash holdings and economic consequences. *Accounting Research*, 2014(3): 71–78, 96.
- [19] 唐婧清, 刘树海, 张俊民. 大股东治理体制对现金持有价值的影响: 基于“掏空”与“支持”双重动机视角. *管理评论*, 2016, 28(7): 53–65.
- TANG Jingqing, LIU Shuhai, ZHANG Junmin. The influences of large shareholder governance regimes on the value of cash holdings: based on the perspectives of tunneling and propping motives. *Management Review*, 2016, 28(7): 53–65.
- [20] 贾婧, 周晓苏, 吴锡皓. 市场竞争、会计稳健性与超额现金持有价值. *管理评论*, 2018, 30(7): 260–270.
- JIA Jing, ZHOU Xiaosu, WU Xihao. Market competition, accounting conservatism and value of excess cash holding. *Management Review*, 2018, 30(7): 260–270.
- [21] ALIMOV A. Product market competition and the value of corporate cash: evidence from trade liberalization. *Journal of Corporate Finance*, 2014, 25: 122–139.
- [22] FRESARD L, SALVA C. The value of excess cash and corporate governance: evidence from US cross-listings. *Journal of Financial Economics*, 2010, 98(2): 359–384.
- [23] 肖斌卿, 李心丹, 顾妍, 等. 中国上市公司投资者关系与公司治理: 来自A股公司投资者关系调查的证据. *南开管理评论*, 2007, 10(3): 51–60.
- XIAO Binqing, LI Xindan, GU Yan, et al. Investor relations and corporate governance in China: evidence from the investor relations survey of A listed company. *Nankai Business Review*, 2007, 10(3): 51–60.
- [24] 赵颖. 我国上市公司投资者关系水平影响因素实证研究. *经济管理*, 2009, 31(2): 70–77.
- ZHAO Ying. An empirical research on the determinants of investor relations in Chinese listed companies. *Business Management Journal*, 2009, 31(2): 70–77.
- [25] REITER N. Investor communication and the benefits of cross-listing. *Journal of Accounting and Economics*, 2021, 71(1): 101356-1–101356-31.
- [26] KAROLYI G A, KIM D, LIAO R. The theory and practice of investor relations: a global perspective. *Management Science*, 2020, 66(10): 4746–4771.
- [27] CHAPMAN K, MILLER G S, WHITE H D. Investor relations and information assimilation. *Accounting Review*, 2019, 94(2): 105–131.
- [28] XU M L, YANG W, HUANG Z X. Do investor relations matter in the tourism industry? Evidence from public opinions in China. *Economic Modeling*, 2021, 94: 923–933.
- [29] 权小锋, 张欣哲, 尹洪英. 负面事件中投资者关系管理的价值效应考察. *财贸经济*, 2017, 38(6): 80–97.
- QUAN Xiaofeng, ZHANG Xinzhe, YIN Hongying. On value effect of investor relations management in negative event. *Finance & Trade Economics*, 2017, 38(6): 80–97.
- [30] CHANDLER C S. Investor relations from the perspective of CEOs. *International Journal of Strategic Communication*, 2014, 8(3): 160–176.
- [31] 权小锋, 肖斌卿, 吴世农. 投资者关系管理能够稳定市场吗? 基于A股上市公司投资者关系管理的综合调查. *管理世界*, 2016, 32(1): 139–152.
- QUAN Xiaofeng, XIAO Binqing, WU Shinong. Can investor relations management stabilize the stock market?. *Journal of Management World*, 2016, 32(1): 139–152.
- [32] 姜付秀, 马云飙, 王运通. 退出威胁能抑制控股股东私利行为吗?. *管理世界*, 2015, 31(5): 147–159.
- JIANG Fuxiu, MA Yunbiao, WANG Yuntong. Can exit threaten restrain the controlling shareholder selfish behavior?. *Journal of Management World*, 2015, 31(5): 147–159.
- [33] 韩立岩, 刘博研. 公司治理、不确定性与现金价值. *经济学(季刊)*, 2011, 10(2): 523–550.
- HAN Liyan, LIU Boyan. Corporate governance, uncertainty and cash value. *China Economic Quarterly*, 2011, 10(2): 523–550.
- [34] KIRK M P, MARKOV S. Come on over: analyst/investor days as a disclosure medium. *Account Review*, 2016, 91(6): 1725–1750.
- [35] BROWN L D, CALL A C, CLEMENT M B, et al. Managing the narrative: investor relations officers and corporate disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 2019, 67(1): 58–79.
- [36] FIRTH M, LIN C, WONG S M L, et al. Hello, is anybody there? Corporate accessibility for outside shareholders as a signal of agency problems. *Review of Accounting Studies*, 2019, 24(4): 1317–1358.
- [37] 权小锋, 陆正飞. 投资者关系管理影响审计师决策吗? 基于A股上市公司投资者关系管理的综合调查. *会计研究*, 2016(2): 73–80.

- QUAN Xiaofeng, LU Zhengfei. Can investor relations management affect auditor decisions? Evidence from the investor relations management comprehensive survey of Chinese A share listed firms. *Accounting Research*, 2016(2): 73–80.
- [38] 姜付秀, KENNETH A KIM, 王运通. 公司治理: 西方理论与中国实践. 北京: 北京大学出版社, 2016: 55.
- JIANG Fuxiu, KENNETH A KIM, WANG Yuntong. *Corporate governance: western theory and China practice*. Beijing: Peeking University Press, 2016: 55.
- [39] JIANG F X, KIM K A. Corporate governance in China: a modern perspective. *Journal of Corporate Finance*, 2015, 32: 190–216.
- [40] FAULKENDER M, WANG R. Corporate financial policy and the value of cash. *Journal of Finance*, 2006, 61(4): 1957–1990.
- [41] 张兆国, 郑宝红, 李明. 公司治理、税收规避和现金持有价值: 来自我国上市公司的经验证据. *南开管理评论*, 2015, 18(1): 15–24.
- ZHANG Zhaoguo, ZHENG Baohong, LI Ming. Corporate governance, tax avoidance and value of cash holdings: empirical evidence from Chinese listed companies. *Nankai Business Review*, 2015, 18(1): 15–24.
- [42] FAMA E, FRENCH K. Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 1993, 33(1): 3–56.
- [43] 李文贵, 余明桂, 钟慧洁. 央企董事会试点、国有上市公司代理成本与企业绩效. *管理世界*, 2017, 33(8): 123–135, 153.
- LI Wengui, YU Mingui, ZHONG Huijie. Pilot program on the board of central enterprise, agency cost of state-owned listed company and firm performance. *Journal of Management World*, 2017, 33(8): 123–135, 153.
- [44] 彭涛, 黄福广, 李少育. 风险资本对企业代理成本的影响: 公司治理的视角. *管理科学*, 2018, 31(4): 62–78.
- PENG Tao, HUANG Fuguang, LI Shaoyu. Impact of venture capital on agency cost of firms: a corporate governance perspective. *Journal of Management Science*, 2018, 31(4): 62–78.
- [45] 温忠麟, 张雷, 侯杰泰, 等. 中介效应检验程序及其应用. *心理学报*, 2004, 36(5): 614–620.
- WEN Zhonglin, ZHANG Lei, HOU Jietai, et al. Testing and application of the mediating effect. *Acta Psychologica Sinica*, 2004, 36(5): 614–620.
- [46] 郑培培, 陈少华. 管理者过度自信、内部控制与企业现金持有. *管理科学*, 2018, 31(4): 3–16.
- ZHENG Peipei, CHEN Shaohua. Managers' overconfidence, internal control and corporate cash holdings. *Journal of Management Science*, 2018, 31(4): 3–16.
- [47] 刘艳霞, 祁怀锦. 管理者自信会影响投资效率吗: 兼论融资融券制度的公司外部治理效应. *会计研究*, 2019(4): 43–49.
- LIU Yanxia, QI Huaijin. Does the managers' confidence affect corporate investment efficiency? On the corporate governance effect of margin trading. *Accounting Research*, 2019(4): 43–49.
- [48] RICHARDSON S. Over-investment of free cash flow. *Review of Accounting Studies*, 2006, 11(2/3): 159–189.

Investor Relation Management and Corporate Cash Value

YI Zhihong, DING Yanping, CAO Rong

School of Business, Renmin University of China, Beijing 100872, China

Abstract: As an important component of corporate value, the influencing factors of cash value has become the focus for both academia and industry. Yet the existing literature mainly focuses on the effect of traditional internal and external corporate governance mechanisms, such as internal control system and product market competition, on cash value. Much less attention is paid to the effect of investor relation management (IRM, a fashionable special governance mechanism implemented by companies from inside to outside) on cash value.

Based on the principal-agent theory, this study uses non-financial firms listed in the A-share market of Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges from 2012 to 2017 as research samples, and then tests the influence of IRM on cash value by conducting the multiple regression method. On this basis, this study groups the samples by the degree of corporate visibility and the property of ownership to explore the relationship between IRM and cash value. Furthermore, we explore the mediating role of the two types agency costs in the impact of IRM on the cash value. In addition, we examine the relationship between IRM and the level of excess cash holdings as well as that between IRM and the investment efficiency to further verify the specific mechanism of IRM on cash value from both internal and external perspectives.

Our results indicate that IRM has a significant positive effect on cash value. This effect is more pronounced among companies with lower visibility (measured by lower analyst coverage and lower institutional ownership) and non-state ownership. The results of the mechanism test show that IRM significantly reduces the agency costs of management and major shareholders and enhances cash value consequently. Our further study finds that companies with better IRM have lower level of excess cash holdings and higher level of investment efficiency, suggesting that IRM could significantly reduce the space of interest en-

croaching of management and large shareholders, and reduce the deviation of the company's investment level from the optimal level due to the interest encroaching behavior. This provides further evidence and explanation for the positive effect of IRM on cash value.

This study contributes to the relevant research on the influencing factors of cash value and the economic consequences of IRM. It provides reliable empirical evidence for regulators to comprehensively evaluate the economic consequences of IRM system and to better guide the listed companies through their investor relations management. Besides, this research also has certain guiding significance to further improve corporate governance, optimize cash management, promote corporate value, and effectively protect the interests of investors.

Keywords: investor relation management; cash value; agency cost; corporate visibility; property of ownership

Received Date: July 16th, 2020 **Accepted Date:** June 4th, 2021

Funded Project: Supported by the National Natural Science Foundation of China(71872175)

Biography: YI Zhihong, doctor in economics, is a professor in the School of Business at Renmin University of China. Her research interests include corporate finance and capital market. Her representative paper titled "Negative information disclosure of analysts' reports and stock price crash risk" was published in the *Nankai Business Review* (Issue 5, 2019). E-mail: yizhihong@rmbc.ruc.edu.cn

DING Yanping is a Ph.D candidate in the School of Business at Renmin University of China. His research interests include corporate finance and corporate governance. His representative paper titled "Investor relations management and corporate risk-taking" was published in the *Economic Theory and Business Management* (Issue 11, 2020). E-mail: dyp@ruc.edu.cn

CAO Rong is a master degree candidate in the School of Business at Renmin University of China. Her research interests include corporate finance and capital market. E-mail: caoron1996@163.com □