

负面事件中投资者关系管理的价值效应考察^{*}

权小锋 张欣哲 尹洪英

内容提要: 资本市场上的关系构建和维护是否对上市公司股东利益产生真实效应?这是近年来财务学和管理学交叉研究的热点问题。本文切入危机管理的创新视角,利用中国资本市场上市 A 股公司的投资者关系管理调查数据,探讨投资者关系管理活动在负面事件中的价值作用及其形成机理。研究结果显示:(1)通过负面事件的市场效应考察,发现企业前期的投资者关系管理质量越高,则企业负面事件下的市场效应越高。这表明高质量的投资者关系管理确实能够抑制股东财富的损失和保护股东利益,起到类“保险效应”的作用。(2)通过对公司特性和事件特性的考察,发现投资者关系管理的保险效应仅在大规模公司、公司违规事件中存在,而在小规模公司、高管违规事件中并不存在,并且相比远期违规,即期违规事件下投资者关系管理的保险效应更加强烈和显著。(3)通过对负面事件后公司可视性的变化程度分析,发现在负面事件当年高质量的投资者关系管理活动能够显著增强危机后机构投资者的持股比例。这表明在中国资本市场,投资者关系管理具有一定的“危机公关效应”。总之,在负面事件发生时,高质量的投资者关系管理能够产生保护股东利益的作用。

关键词: 投资者关系管理 保险效应 股东财富

作者简介: 权小锋,苏州大学东吴商学院教授,215021;

张欣哲(通讯作者),四川师范大学数学与软件科学学院讲师,610000;

尹洪英,苏州大学东吴商学院副教授,215021。

中图分类号: F830.59 **文献标识码:** A **文章编号:** 1002-8102(2017)06-0080-18

一、引言

根据美国投资者关系管理协会(American Investor Relation Management Committee)的定义,投资者关系管理(Investor Relations Management, IRM)是上市公司通过充分的自愿性信息披露,

^{*} 基金项目:国家自然科学基金青年项目“风险投资、财务信息质量与股票崩盘风险”(71302121);国家自然科学基金青年项目“口口相授对股票市场参与问题的研究”(71401119);江苏省社会科学基金项目(14EYC007)。作者感谢匿名审稿人的建议。当然,文责自负。

运用金融和市场营销的方法加强与投资界(涵盖公司现有的投资者和潜在投资者、证券分析师、基金经理、经纪商以及媒体等中介群体)的沟通,促进投资界对公司的了解和认同,实现公司价值最大化的战略管理行为。自20世纪90年代以来,投资者关系管理开始引入到财务学研究领域,但是从引入开始,财务学者对投资者关系管理与股东利益之间的关系就存在很大争论。

有些文献持肯定意见,认为良好的投资者关系管理活动具有战略价值。这些文献研究发现投资者关系管理活动能够降低投资双方的信息不对称程度,规范公司治理体系,提高公司的透明度和可信用,增强投资者对公司前景的信心,吸引机构投资者和分析师的跟进,有效避免股价波动率过大,同时增强股票的流动性,降低资本成本,最终提升公司价值(Hong和Huang,2005;Bushee和Miller,2012)。而有些文献持否定意见,认为投资者关系管理活动仅仅是对公司已有信息的重新复杂化包装而已,这种包装仅仅是为了提高公司正常经营情况下的产品营销,而对构建企业声誉及其投资者信心并没有显著影响。因此投资者关系管理对于公司而言,仅能起到短期营销的目的,并不能产生显著的战略作用,投资者关系管理活动仅是一个“面子工程”(Farragher等,1994;Peasnell等,2011)。由此可见,在实践中投资者关系管理活动到底具有“面子”还是“里子”特征?这些特征对应的表现、影响因素以及形成机理如何?这些问题的研究非常迫切和重要,需要寻找一个好的实验场所和情景进行谨慎测试。

从实验场所来看,中国转制经济的资本市场为投资者关系管理价值效应检验提供了良好的检验环境。与国外资本市场发展投资者关系管理不同的是,中国投资者关系管理是被作为投资者保护的一种重要手段出现的。2004年12月,中国证券监督管理委员会(简称“证监会”)发布《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》,该规定将投资者关系管理作为一项主要的规定以保护社会公众股股东。国内外学者的研究结果指出,健全的法律体系和完善的投资者保护制度,可以降低投资者风险,保护外部投资者利益,以及给公司带来股票溢价;但在像中国这样的新兴市场国家,依靠司法力量保护公众企业的投资者权益是不现实的。良好的投资者关系的作用得到凸显,是否可以通过加强信息沟通,增进投资者对企业的了解与认同,从而增强投资者对企业投资的信心,给公司带来价值提升。在2005年7月,中国证券监督管理委员会发布了《上市公司与投资者关系工作指引》以后,在中国资本市场,IRM从制度层面被提到前所未有的高度。在实务活动中,诸多的上市公司制定了正式的投资者关系管理制度,将投资者关系管理活动纳入企业发展战略的高度。

从实验情景来看,以往文献对投资者关系管理的价值效应检验几乎都是从正面事件中考察和分析投资者关系管理对企业绩效、股票收益、资本成本的影响效应。但正面事件下的情景测试存在的一个关键问题是:虽能考察投资者关系管理对公司绩效直接和间接的影响效应,但仅能分析投资者关系管理在增加股东财富方面的作用,而无法分析投资者关系管理对保护股东利益和财富所发挥的作用。负面事件的情景测验无疑能够有效补充和完善这一短板。鉴于此,本文聚焦考察当企业陷入负面事件时,企业以往构建的高质量投资者关系管理活动是否能够形成类“保险效应”,即对负面事件效应下股东财富的减少产生显著的抑制作用。并预期根据“保险效应”的检验结果,回答在实践中高质量的投资者关系管理是否具有“里子”特征?即日常经营中构建的高质量投资者关系在负面事件发生时能够产生保护股东财富的战略价值;还是具有“面子”特征?即日常经营中构建的高质量投资者关系仅是“面子工程”,亦即在负面事件发生时并不能产生保护股东财富的价值效应。

本文研究的边际贡献是:(1)拓展了IRM价值效应的研究范式。先前的大部分研究结果局限在收益影响的框架内,从正面事件分析IRM对公司绩效的直接影响(Frankel等,2010;李心丹等,2007;Agarwal等,2012)或间接影响(Hong和Huang,2005;Bushee和Miller,2012;Kirk和

Vincent, 2014; Chandler, 2014), 这种分析范式重点考察了企业正面事件下 IRM 对股东财富创造的影响效应及其机理, 而忽视了风险管理框架内 IRM 对股东财富保护的影响效应及其机理。本文发现企业前期高质量的投资者关系管理活动能够帮助企业在投资界形成正面声誉, 在负面事件发生时, 这种正面声誉能够对股东可能产生的损失进行补偿, 从而减少负面事件为企业带来的损失, 产生保护股东财富的保险效应。本文研究能够有效拓展 IRM 价值效应的研究范式, 为构建 IRM 的综合价值框架提供了重要的学术参考。(2) 丰富了违规市场效应的影响因素文献体系。以前文献对于企业违规市场效应的影响因素, 几乎都是从企业财务特征和公司治理特征两个层次进行考察的(Kinney 等, 2004), 而本文研究聚焦投资者关系管理的特殊因素考察, 研究基于声誉机制的传导机理, 分析和验证了投资者关系管理对违规市场效应的影响效应和调节因素。研究为规范企业投资者关系管理活动, 强化政策监管以及稳定市场提供了重要的实践启示。(3) 证实了资本市场“关系”的价值。通过高质量的投资者关系管理, 上市公司形成了正面的企业声誉, 提高了投资者信心, 并在负面事件后吸引了高质量市场参与者——机构投资者的注意力。因此, 高质量的投资者关系管理活动在负面事件中发挥了事前和事后的风险管理作用, 具有显著的战略价值。

二、理论分析与研究假设

(一) 投资者关系管理对股东财富的保险效应机理

投资者关系管理对股东财富的保险效应, 是指由于企业前期良好的投资者关系管理活动, 赢得投资者和市场中介的信赖, 形成了企业声誉。当负面事件与企业相关时, 先前形成的声誉能够缓冲负面事件对企业的不利影响, 减少股东财富的损失。因此, 企业在声誉市场上的高质量声誉可以为企业形成隐性的“声誉保险”。这种作用并不会产生直接的价值提升, 而是当企业与负面事件相关时, 能减少企业价值可能遭受的损失, 起到保护股东财富的作用。那么投资者关系管理如何保护股东财富呢? 即在负面事件发生时投资者关系管理的保险效应是如何形成的? 对应的机理和传导途径是什么? 本文结合理论分析从声誉资本的传导机理角度切入对上述问题进行理论分析和讨论。

1. 企业声誉理论

Fombrun(1996)认为企业声誉是一个企业凭借其过去的表现以及未来的预期表现给投资者带来的吸引力, 长期以来这种观点是学界主流观点。企业声誉理论相关研究产生于 20 世纪 60 年代, 随后 Fama(1980)在 80 年代提出基于经理人市场的“声誉效应”概念。上述研究奠定了声誉的理论基础。目前相关的声誉机制研究结果主要集中在声誉信息理论、声誉交易理论和声誉的第三方治理机制这三大方面。声誉信息理论关注声誉的传送机制, 认为声誉的形成是一种信号传递活动, 声誉系统是一种信号发送, 综合反映了过去交易的信息, 并将现阶段的机会主义行为与未来可能更低的声誉动态变动预期联系起来(Kennes 和 Schiff, 2007)。声誉交易理论认可声誉是企业重要的无形资产(Kreps, 1990; Tadelis, 1999)。声誉的第三方治理机制研究则主张第三方治理机制是声誉机制重要活动的中介, 通过声誉的加强与补偿, 使声誉作用效果更为有效(Greif, 1994)。

2. 投资者关系管理与声誉资本

投资者关系的有效管理真能产生企业声誉资本吗? 对此, 相应文献是有发现和验证的。投资者关系管理本质上是一种战略性沟通活动(李心丹等, 2007)。通过沟通, 加强信息的对称性, 从而降低投资者的风险, 维持公司与投资者之间的良好关系, 最终为股东创造财富。Chandler(2014)基于对大量 CEO 的深度访谈, 发现 CEO 认为 IRM 最重要的作用就是投资者对公司的信任, 因此

CEO存在通过IRM来提升公司品牌形象和市场声誉的动机。Bushee和Miller(2012)通过对经验丰富的公关公司从业人员的问卷调查发现,成功的投资者关系价值并不在于信息披露,而是在于投资界与企业直接畅通的沟通渠道,这样可以吸引市场中机构投资者和证券分析师的关注。由此可见,IRM是一种战略性工具。一方面,企业通过机构投资者和证券分析师等市场参与者的信息沟通,提供自身的战略经营信息以及运营信息,提高了投资者的信息知晓程度,减少了公司内外的信息不对称性,提升了投资者的满意度和忠诚度,最终提高了公司的市场声誉;另一方面,投资者关系管理活动的有效开展,也向外释放了公司重视声誉构建的正面信号,强化了投资中介对公司声誉的正面评价,这种隐性的声誉资本对于企业有重要的价值。

3. 声誉资本与保险效应

当市场上发现与企业相关的负面事件时,声誉资本又是如何发挥保险效应的?我们认为声誉资本可以发挥的机理如下:

首先,声誉资本在负面事件中存在“归因效应”。当企业负面事件发生时,监管层和交易所将采取相应措施谴责和处罚这些违规企业。但机构投资者、市场中介等市场参与者对企业价值的评价是依据自身的经验进行归因总结,评估企业应在多大程度上为负面信息负责任(Vanhamme和Grobben,2009)。如果市场参与者认为公司丑闻是企业精心策划的、有意识的,那么市场参与者会严厉惩罚企业,严重的甚至“用脚投票”;如果市场参与者认为企业负面行为不是企业故意为之,是偶然的,那么市场参与者对企业的惩罚则会减缓(Godfray,2005)。因此市场中的投资者如何评价企业违规的动因,对减少公司价值的损失至关重要。当企业发生违规行为时,声誉资本是投资者评估企业违规原因的重要因素,拥有好的声誉资本的企业,投资者会倾向于认为公司丑闻是外在原因导致的,而非企业管理者的恶意行为(Vanhamme和Grobben,2009)。企业前期构建的良好投资者关系会对市场参与者形成“形象锁定”和“关系黏性”。因此企业前期投资者关系管理的质量越高,市场参与者对其违规动机的主观恶意归因的倾向就越低,客观无意归因的倾向就越高(Dolphin,2004;权小锋等,2016)。

其次,声誉资本在负面事件中存在“光环效应”。光环效应可以解释投资者关系管理的重要作用。企业前期高质量的投资者关系管理活动使得企业拥有了光环,负面事件发生时,投资者关系有效管理产生的光环效应将保护企业的正面形象,使市场参与者对企业的信任得以保持,企业声誉得以维护(Vanhamme和Grobben,2009)。在“归因效应”和“光环效应”的联合影响下,负面事件发生时声誉资本能够减缓投资界对企业的制裁和惩罚,减少企业关系资产的损失,减缓股东财富损失。

简而言之,企业前期高质量的投资者关系管理活动一旦被市场参与者认同,这种认同所产生的声誉资本,会帮助企业渡过难关。当负面事件发生时,这种声誉资本会通过“归因效应”和“光环效应”形成投资者对企业的高度信任,市场参与者会认为这种负面事件的发生是企业不得已为之的,而非主动的结果。相比前期未获得这种声誉资本的企业,投资者不会对拥有好声誉的企业进行严厉的制裁,从而减少了股东财富的损失。

(二)假设的提出

由以上投资者关系管理对股东财富的保险效应机理可见,在负面事件中,投资者关系管理是通过企业声誉资本的中介效应实现对股东财富的保护的,在这一过程中,企业前期高质量的投资者关系管理是否能够产生真实的企业声誉资本非常关键。

有些文献发现投资者关系管理能够正面影响企业声誉,形成声誉资本。他们认为企业前期的投资者关系管理活动是具有长期战略价值的,投资者关系的有效管理和沟通是改善和提升公司资

本市场声誉的有效策略,因此,有效的投资者关系管理活动是具有“里子”战略特征的。如 Deephouse(1997)指出财务声誉对投资者来说至关重要,投资者关系管理可以提高相关企业的财务声誉。一个具有较高财务声誉的公司,往往意味着企业具有良好的业绩前景,企业的高管能够良好地、战略性地运用公司的声誉(Fombrun,1996)。Higgins 和 Bannister(1992)从沟通的视角出发验证 IRM 的作用,IRM 对相关的企业声誉做出了重大贡献。Jong 等(2007)分析了荷兰皇家阿霍得公司案例,他们发现:IRM 与公司声誉息息相关。投资者关系管理给投资者和分析师提供了非常重要的信心,荷兰皇家阿霍得公司崩盘的重要原因就是没有处理好投资者关系管理与公司发展策略的正确关系。IRM 的失误导致了外部利益相关者丧失信心,最终使公司的股价崩溃。从这个反面案例我们可以看出,IRM 在沟通基础上产生声誉信任方面发挥着重要作用。公司应当正确使用 IRM,内外形成合作关系,维持并提高上市公司与投资者之间的合作关系,这些在市场效率的提高,降低交易成本和代理成本,优化资源配置,构建企业竞争优势等多个方面都发挥着不可忽视的作用。Agarwal 等(2012)、Kirk 和 Vincent(2014)研究发现企业开展有效的投资者关系管理活动可以产生两方面的显著作用:一方面能够提高市场估值模型的可靠性;另一方面能够显著提升企业的声誉资本。

由此可见,在负面事件中,企业前期高质量的投资者关系管理能够对企业声誉产生显著作用,企业前期高质量的投资者关系管理是具有长期战略价值的,有效的投资者关系管理能够正面促进企业声誉资本的形成,因此在负面事件中能够有效保护股东财富。基于此,本文提出如下假设:

H1:在中国资本市场,投资者关系管理在负面事件中能够产生“保险效应”,即企业前期的投资者关系管理质量会显著提高负面事件中股票的累计超额收益。

投资者关系活动的主要内容是沟通,而沟通的目的是通过畅通的信息渠道降低投资者的风险,维持公司与投资者之间的良好关系并通过有效管理创造关系价值。如 Bushee 和 Miller(2012)针对美国中小企业的调查发现,企业高管对 IRM 的重视程度越高,则企业越愿意花代价聘请职业的公关公司实施投资者关系维护,并且还发现相比没有聘请公关公司的中小企业,专门聘请公关公司的中小企业信息披露显著增加,市场中高质量参与者如机构投资者、媒体报道、分析师的跟踪程度更高,公司的价值提升也更快。Kirk 和 Vincent(2014)针对美国大型企业的调查研究发现,相比没有专门设置职业化 IR 部门的企业,专门设置 IR 部门的企业信息披露会更加充分,分析师跟踪、机构持股、股票流动性以及市场估值会显著增加。由此可见,投资者关系管理具有战略沟通职能,投资者关系管理具有“公关效应”。那么在负面事件中,我们进一步推测和预期企业负面事件中构建的良好投资者关系应该具有“危机公关效应”,因此我们提出如下假设:

H2:在中国资本市场,投资者关系管理在负面事件后具有“危机公关效应”,即负面事件中的投资者关系管理质量会正面影响事件后机构投资者持股、媒体报道和分析师跟踪程度。

三、研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文使用的是南京大学联合证监会在 2004—2007 年、2009 年开展的中国上市公司投资者关系管理抽样调查数据,我们以调查到的上市公司为初始研究样本,^①并和下一年发生负面事件的上

^① 投资者关系综合调查问卷发送时间基本是在次年 3 月到 4 月,2004 年投资者关系综合调查有效问卷 563 份、2005 年 371 份、2006 年 470 份、2007 年 811 份、2009 年 445 份。由于特殊原因,2008 年综合调查没有展开,但对研究主题没有产生实质影响。

市公司样本进行匹配。负面事件选取被上交所、深交所公开谴责的事件,以因违规而被交易所公开谴责的上市公司为匹配样本,探索分析企业投资者关系管理的质量是否能够影响企业遇到负面事件时的市场反应。由于公开谴责处罚较轻,与其他类型的处罚相比,被交易所公开谴责时企业罚款为零,对此类遭受谴责的事件选为负面事件。研究样本特别经过以下剔除程序:(1)剔除在被公开谴责窗口期间有财务年报、季报等影响公司股价的重大事件发生的样本;(2)为估算市场模型参数,剔除违规事件前不足 280 天交易日的样本;^①(3)如果一家企业样本期间存在多次被证券机构公开谴责的情况,那么只选取该样本企业年度内第一次被公开谴责的事件样本;(4)剔除谴责公告日期不明确的样本;(5)剔除财务和公司治理数据缺失的样本。最终得到 107 个有效样本。

违规事件数据来源于 CSMAR 公司违规数据库,并经过深交所和上交所网站进行了交叉核对。投资者关系管理数据来源于南京大学课题组联合证监会多年来抽样发送的问卷调查、实验测试、网站调查、年报评价等综合调查数据。2008 年由于特殊原因针对 A 股上市公司投资者关系管理的调查问卷并没有发放,出于数据的可获得性,本文选定了样本区间。媒体报道数据是从《CNKI 中国重要报纸全文数据库》依据公司代码和公司简称手工整理而来,行业划分数据来源于 RESSET 数据库,公司财务变量数据、分析师跟踪数据、机构投资者持股数据、公司治理变量及其他变量数据来源于 CSMAR 数据库。为了控制极端值对研究结论的影响,对相关变量在 1%和 99%分位数处做了 Winsorize 处理。

(二)变量测度

1. 负面事件的市场反应

本文以事件研究法来分析上市公司因违规而被交易所公开谴责公告的股票市场反应,并通过检验企业前期的投资者关系管理质量与负面事件冲击时股票市场反应之间的关系来分析投资者关系管理的保险效应。其中市场效应计算累计超额收益率 CAR 的过程如下:

在这里,借鉴 Chen 等(2005)、许年行等(2013)的方法,计算了累计超额收益率 CAR。谴责公告的市场效应我们取 $CAR(-1, 1)$ 和 $CAR(-3, 3)$ 两个窗口计算期,稳健性检验中取 $CAR(0, 1)$ 和 $CAR(0, 3)$ 两个计算窗口, CAR 值取百分位数。

2. 投资者关系管理

投资者关系管理质量指标体系是在使用李心丹课题组构建的 2009 年度南京大学投资者关系管理指数(CIRITM)的基础上整理得来。投资者关系管理数据借鉴美国投资者关系管理协会(AMIR)对投资者关系管理质量评价的方法,关注投资者关系管理的决定因素,而非管理的结果,通过上述思考方式来构建投资者关系管理的质量指标体系。其中一级指标从沟通质量、信息质量与组织质量三个角度展开。投资者关系管理的沟通质量衡量的是上市公司与投资者进行战略沟通所达到的绩效和水平,主要包含了沟通渠道的便捷程度和有效程度,公司对投资者问题的响应速度,沟通深度三个维度;IRM 的信息质量衡量的是信息披露的质量和绩效,主要包含信息的完整性、可靠性以及及时性三个方面的指标;IRM 的组织质量衡量的是企业的投资者关系管理制度的完善程度,主要包含管理层参与、部门是否独立设置和 IRM 工作人员基本素质三个方面。三种质量指标数值最终通过主成分合成,同时经百分位数的无量纲化处理得到。具体的指标测评、计算方法、数据来源见表 1。

^① 为保证估计窗口期内参数估计的可靠性,这里剔除了事件估计窗口发生并购重组的 3 个样本,剔除了控制权变更的 2 个样本,剔除了发生诉讼的 1 个样本。

表 1

投资者关系管理的质量指标体系

一级指标	二级指标	指标解释	指标标准	数据采集方法及计算方式
沟通质量 (B1)	沟通渠道易达性与有效性指标(B11)	衡量公司是否为投资者提供联系公司、获取相关信息的便利条件	一对一或一对多等沟通,次数越多越好	调查问卷
	响应速度指标(B12)	神秘投资人测试上市公司对电子邮件的反应速度,用来测试公司对投资者质询的时效性	上市公司公布联系邮件是否有效,反馈速度越快越好	实验测试 调查人员根据专门设计的问题向上市公司公布的电子邮箱发送邮件,记录反馈信息(反馈时间、反馈内容)。两天内反馈赋5分,第三天反馈赋3分,第四天反馈赋1分,4日内未反馈赋0分,工作日8点上班前发邮件
	沟通深度指标(B13)	上市公司研究投资者结构和行为的深度以及与分析师沟通情况	研究报告质量水平高低;沟通越充分越好	调查问卷
信息质量 (B2)	完整性指标(B21)	衡量年报披露信息完整性和透明性的程度	年报披露信息越完整、越透明越好	年报数据采集 设置31条信息检测项目进行0~1打分合计
	可信性指标(B22)	衡量外部审计师对公司报告的审核意见	上市公司是否被出具保留意见、否定意见或拒绝表示意见	年报数据采集 根据内容采用0~1法标准
		衡量年报信息是否经全体高管签名证实	年报是否有全体高管签名	年报评价 如有全体高管签名,则可信度高
及时性指标(B23)	定期报告披露的及时性	法定信息披露的时效性	定期报告披露时效测试 年、半年、季报披露越早得分越高	
	不定期报告披露的及时性	发生重大事件时在网络上的披露速度,衡量信息披露的及时性	网站调查 调查人员查阅巨潮资讯上或新浪财经各公司不定期披露专栏,评价披露速度,对比事件发生日和信息披露日:2日内,赋5分;3日内,赋4分;4日内,赋3分;5日内,赋2分;5日~15日,赋1分;15日以上,赋0分	

续表 1

一级指标	二级指标	指标解释	指标标准	数据采集方法及计算方式
组织质量 (B3)	高层参与 IRM 指标 (B31)	衡量管理层对 IR 重视程度	管理层对 IR 越重视越好	调查问卷
	IR 组织设置指标 (B32)	衡量 IR 组织设置的完善状况	企业内部 IR 的组织结构设置越完善越好	调查问卷
	IR 人员素质指标 (B33)	衡量 IR 人员的素质	IR 人员素质越高越好	调查问卷

3. 控制变量

对企业违规市场效应的影响因素研究,以往文献重点从公司财务因素和公司治理因素两个层次进行考量,因此本文在参考 Peasnell 等(2011)、许年行等(2013)文献的基础上,选用以下控制变量:(1)公司财务变量。*LNSIZE* 表示公司规模,用总资产的自然对数测度。*ROA* 表示总资产收益率,用净利润与期末总资产余额的比率测度。*LOSS* 表示公司亏损状态,用年末净利润是否亏损测度,亏损时取 1,否则为 0。*LEV* 表示公司财务杠杆,用公司总资产负债率测度。(2)公司治理变量。*DUAL* 表示两职合一状况,当公司董事长和总经理为同一人时取 1,否则为 0。*TOP1* 表示第一大股东持股比例,用第一大股东持股占公司总股数的比例测度。*LAW_INDEX* 表示地区法律环境,借鉴许年行等(2013)文献,地区法律环境会通过影响公司内部治理而影响企业违规的市场效应,因此应加以控制。地区法律环境用樊纲等(2011)编制的“市场中介组织发展和法律环境保护指数”测度。具体变量定义和测度见表 2。

表 2 变量定义表

变量名称	变量标识	定义及计算公式
累计超额收益率	<i>CAR</i> (-1,1)	应用事件研究法计算的交易所谴责公告前后 1 天的累计超额收益
	<i>CAR</i> (-3,3)	应用事件研究法计算的交易所谴责公告前后 3 天的累计超额收益
投资者关系管理的沟通质量	<i>IRM_C</i>	见表 1 的 B1 指标测度方法
投资者关系管理的信息质量	<i>IRM_I</i>	见表 1 的 B2 指标测度方法
投资者关系管理的组织质量	<i>IRM_O</i>	见表 1 的 B3 指标测度方法
投资者关系管理的综合质量	<i>IRM</i>	$IRM = \alpha_1 IRM_C + \alpha_2 IRM_I + \alpha_3 IRM_O$, 权重 α 利用 AHP 方法的对数最小二乘法得到
公司规模	<i>LNSIZE</i>	公司报告期期末总资产的自然对数
资产收益率	<i>ROA</i>	报告期公司总资产收益率
公司亏损状态	<i>LOSS</i>	报告期公司净利润为负数则取值为 1, 否则为 0
资产负债率	<i>LEV</i>	报告期公司负债总额占总资产的比率
两职合一	<i>DUAL</i>	如报告期公司董事长和总经理为同一人则为 1, 否则为 0
第一大股东持股比例	<i>TOP1</i>	报告期公司第一大股东持股比例
地区法律环境	<i>LAW_INDEX</i>	公司所处地区的法律环境指数,用樊纲等(2011)编制的“市场中介组织发展和法律环境保护指数”测度
行业虚拟变量	<i>IND</i>	控制行业效应
年份虚拟变量	<i>YEAR</i>	控制年份效应

(三) 回归模型设定

$$CAR_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 IRM_t + \beta_2 LNSIZE_t + \beta_3 ROA_t + \beta_4 LOSS_t + \beta_5 LEV_t + \beta_6 DUAL_t + \beta_7 TOP1_t + \beta_8 LAW_INDEX_t + \beta_9 IND + \beta_{10} YEAR + \varepsilon_t \quad (1)$$

其中, CAR 分别用 $CAR(-1,1)$ 和 $CAR(-3,3)$ 测度。 IRM 表示投资者关系管理的综合质量。模型中其他变量的定义及其测度见表 2。

四、投资者关系管理的保险效应:基本考察

(一) 分组检验

表 3 列示了高质量投资者关系管理公司和低质量投资者关系管理公司之间的累计超额收益率 CAR 的分组比较结果。其中投资者关系管理质量分组是依据行业一年度的中位数进行分组得来。从全样本来看,企业违规受到交易所公开谴责公告四个窗口期的 $CAR(-1,1)$ 、 $CAR(-3,3)$ 、 $CAR(0,1)$ 、 $CAR(0,3)$ 分别为 -0.88% 、 -1.17% 、 -0.51% 、 -1.29% ,且均在 5% 的水平上统计显著。表明公司因违规被公开谴责被市场视为公司丑闻和负面事件,因此谴责公告引起的市场效应显著为负,在谴责公告下股东的财富遭受了损失,累计超额收益率结果符合市场预期。而根据分组对比分析结果可见,前期投资者关系管理质量确实对负面事件的市场反应产生了显著影响,高质量的 IRM 公司在不同窗口期内的市场反应显著高于低质量 IRM 公司。在 $(-1,1)$ 、 $(-3,3)$ 、 $(0,1)$ 、 $(0,3)$ 窗口期内的低质量 IRM 公司的市场反应与高质量 IRM 公司的市场反应的差值分别为 1.53% 、 0.31% 、 0.87% 、 1.04% ,且都在 1% 的水平上统计显著。表明当企业遭受交易所公开谴责时,相比前期低质量 IRM 公司,高质量 IRM 公司的股票市场反应程度更高。企业前期高质量的投资者关系管理活动确实对企业遭受负面事件引起的股价下跌起到了很好的减缓和抑制作用,高质量的 IRM 活动在负面事件下起到了声誉保险效应,保护了股东财富。研究结论初步证实了假设 $H1$ 成立。

表 3 高质量 IRM 和低质量 IRM 公司的累计超额收益率比较

$CAR(-1,1)$				$CAR(-3,3)$			
全样本	High IRM	Low IRM	High-low	全样本	High IRM	Low IRM	High-Low
$-0.88\%^{**}$ (-2.291)	0.25% (1.255)	$-1.28\%^{***}$ (-2.756)	$1.53\%^{***}$ (2.773)	$-1.17\%^{***}$ (-3.074)	$-1.01\%^{***}$ (-2.789)	$-1.32\%^{***}$ (2.747)	$0.31\%^{***}$ (3.139)
$CAR(0,1)$				$CAR(0,3)$			
$-0.51\%^{***}$ (-2.988)	$-0.02\%^{**}$ (-2.331)	$-0.89\%^{***}$ (-2.752)	$0.87\%^{**}$ (2.070)	$-1.29\%^{**}$ (-2.488)	$-0.69\%^{***}$ (3.120)	$-1.73\%^{**}$ (2.167)	$1.04\%^{***}$ (3.229)

注: *、**和***分别表示 10% 、 5% 和 1% 的显著性水平,括号内为 t 值统计量。下同。

(二) 回归分析

表 4 是负面事件下的股票累计超额收益率 CAR 对企业前期投资者关系管理质量的多元回归结果。由结果可见:在栏目 1 中当因变量是 $CAR(-1,1)$ 时,企业前期投资者关系管理质量 IRM 的回归系数为 0.074 ,在 5% 的水平上统计显著;在栏目 2 中当因变量是 $CAR(-3,3)$ 时,企业前期投资者关系管理质量 IRM 的回归系数为 0.030 ,在 10% 的水平上统计显著。多元回归结果证实企

业前期构建的投资者关系管理质量 IRM 与负面事件下企业股票的累计超额收益率 CAR 呈显著正向关系。表明企业前期构建的高质量 IRM 活动确实能起到保险作用,在企业遭受负面事件时能起到抑制股东财富损失,保护股东利益的作用。因此在中国资本市场,投资者关系管理活动具有战略价值,假设 H1 是成立的。

表 4 投资者关系管理对累计超额收益率 CAR 的影响

变量		CAR(-1,1)	CAR(-3,3)
名称	符号	栏目 1	栏目 2
常数项	CON	19.828 (0.837)	54.592 (1.640)
投资者关系管理质量	IRM	0.074** (2.108)	0.030* (1.785)
公司规模	LNSIZE	-1.356 (-1.131)	-2.714* (-1.703)
总资产收益率	ROA	0.075 (0.008)	-2.666 (-0.130)
公司亏损状态	LOSS	-4.440** (-2.279)	-7.438* (-1.815)
财务杠杆	LEV	3.980 (0.835)	4.280 (0.507)
两职合一	DUAL	0.540 (0.276)	-0.464 (-0.132)
第一大股东持股比例	TOP1	0.039 (0.848)	0.059 (0.736)
地区法律环境	LAW_INDEX	-0.119 (-0.615)	-0.274 (-0.840)
行业	IND	控制	控制
年份	YEAR	控制	控制
N		107	107
R ²		0.238	0.219

五、公司特性和事件特性考察

前述研究证实企业前期的投资者关系管理质量确实具有保险效应,那么下一个拓展思考的问题是:这种保险效应是否会受到公司特性和事件特性的影响?

对于公司特性,我们聚焦两个因素:(1)公司规模;(2)公司产权属性。从公司规模来看,以往文献针对正面事件下投资者关系管理质量对股东利益的影响研究,发现公司规模会显著影响投资

者关系管理在增加股东财富上的表现。如 Kirk 和 Vincent(2014)通过对美国大公司的投资者关系管理活动的研究,发现大公司具有更高的声誉考量,因此从事投资者关系管理活动具有更加真实的动机。从产权属性来看,中国资本市场国有企业和民营企业在法律待遇上存在显著差异。如陈信元等(2009)的研究结果表明,当公司最终控制人是地方政府时,上市公司所在地的法院会对公司提供保护,因此违规处罚公司的负向市场反应程度更低。另外,相比国有企业,民营企业由于缺乏国有企业的政治待遇,是否对声誉的考量更加侧重,从事投资者关系活动的动机是否更具有真实性?这是值得探讨的问题。

对于事件特性,我们聚焦两个因素:(1)事件责任归属;(2)事件查处时效。对于事件违规责任归属,本文依据违规事件的背景材料,将违规样本分为企业违规和高管违规两个种类。并预期分析当负面事件发生时,企业前期构建的投资者关系管理质量对公司和高管违规事件是否都能产生保险效应?或者在不同责任归属的事件中存在显著差异?对于事件查处时效,本文依据违规事件的背景材料,将违规样本分为即期违规和远期违规两种:即期违规表示违规行为实际发生时间在交易所谴责公告前1年或者当年;远期违规表示违规行为实际发生时间在交易所谴责公告2年及以前。预期分析当企业负面事件发生时,企业前期构建的投资者关系管理质量对即期违规和远期违规是否产生差异性作用,或者在不同违规时效事件中是否存在显著差异。

(一)公司特性考察

为检验公司特性对投资者关系管理保险效应的影响,特设定如下回归模型:

$$CAR_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 IRM_t + \beta_2 IRM_t \times BIG_t + \beta_3 BIG_t + \beta_4 LNSIZE_t + \beta_5 ROA_t + \beta_6 LOSS_t + \beta_7 LEV_t + \beta_8 DUAL_t + \beta_9 TOP1_t + \beta_{10} LAW_INDEX_t + \beta_j IND + \beta_k YEAR + \varepsilon_t \tag{2}$$

$$CAR_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 IRM_t + \beta_2 IRM_t \times SOE_t + \beta_3 SOE_t + \beta_4 LNSIZE_t + \beta_5 ROA_t + \beta_6 LOSS_t + \beta_7 LEV_t + \beta_8 DUAL_t + \beta_9 TOP1_t + \beta_{10} LAW_INDEX_t + \beta_j IND + \beta_k YEAR + \varepsilon_t \tag{3}$$

其中,BIG表示大公司的虚拟变量。具体测度是:当公司规模大于行业一年度中位数时,则为大公司,取1;否则为小公司,取0。SOE表示国有企业的虚拟变量。具体测度是:当公司产权属性属于国有企业时,则取1;当公司产权属性属于民营企业时,则取0。模型中其他变量的定义及其测度见表2。

表5 投资者关系管理对累计超额收益率CAR的影响:公司特性考察

变量		CAR(-1,1)	CAR(-3,3)	CAR(-1,1)	CAR(-3,3)
名称	符号	栏目1	栏目2	栏目3	栏目4
常数项	CON	-1.251 (-0.162)	10.242 (0.650)	18.208 (0.759)	48.706 (1.456)
投资者关系管理质量	IRM	-0.015 (-0.179)	-0.185 (-0.991)	0.079** (2.207)	0.049* (1.811)
投资者关系管理质量× 大公司虚拟变量	IRM×BIG	0.156* (1.948)	0.317* (1.698)		

续表 5

变量		CAR(-1,1)	CAR(-3,3)	CAR(-1,1)	CAR(-3,3)
名称	符号	栏目 1	栏目 2	栏目 3	栏目 4
投资者关系管理质量× 国有企业虚拟变量	<i>IRM</i> × <i>SOE</i>			-0.022 (-0.250)	-0.012 (-0.066)
大公司虚拟变量	<i>BIG</i>	-9.216** (-2.082)	-21.036** (-2.565)		
国有企业虚拟变量	<i>SOE</i>			0.257 (0.161)	-0.207 (-0.154)
公司规模	<i>LNSIZE</i>			-0.426 (-1.046)	-0.332 (-1.415)
总资产收益率	<i>ROA</i>	-4.276 (-0.519)	-9.825 (-0.472)	0.347 (0.037)	0.657 (0.031)
公司亏损状态	<i>LOSS</i>	-5.764*** (-3.090)	-10.206** (-2.527)	-4.397** (-2.253)	-6.868 (-1.635)
财务杠杆	<i>LEV</i>	1.684 (0.350)	1.644 (0.217)	3.717 (0.738)	3.793 (0.437)
两职合一	<i>DUAL</i>	0.735 (0.400)	0.040 (0.012)	0.533 (0.273)	-0.559 (-0.162)
第一大股东持股比例	<i>TOP1</i>	0.015 (0.328)	0.015 (0.186)	0.042 (0.881)	0.073 (0.865)
地区法律环境	<i>LAW_INDEX</i>	-0.113 (-0.605)	-0.296 (-0.936)	-0.125 (-0.612)	-0.335 (-1.001)
行业	<i>IND</i>	控制	控制	控制	控制
年份	<i>YEAR</i>	控制	控制	控制	控制
N		107	107	107	107
R ²		0.253	0.266	0.239	0.225

表 5 列示了公司特性考察下,投资者关系管理的声誉保险效应检验结果。其中栏目 1 和栏目 2 是针对公司规模因素的考察,栏目 3 和栏目 4 是针对公司产权属性因素的考察。从栏目 1 和栏目 2 的结果可见,在回归模型考虑公司规模因素的交互影响以后,发现投资者关系管理质量的回归系数不再显著,但投资者关系管理和大公司虚拟变量的交乘项 *IRM*×*BIG* 的回归系数都显著为正。其中当因变量为 *CAR*(-1,1)时,回归系数为 0.156 且在 10%水平上统计显著;当因变量为 *CAR*(-3,3)时,回归系数为 0.317 且在 10%水平上统计显著。表明投资者关系管理的声誉保险效应仅在大公司存在,而在小公司并没有得到显著体现。从栏目 3 和栏目 4 的结果可见,在回归模型考虑公司产权属性的交互影响以后,发现投资者关系管理质量的回归系数依然显著为正,而投资者关系管理和国有企业虚拟变量的交乘项 *IRM*×*SOE* 的回归系数都不显著。表明产权属性并不会显著影响投资者关系管理的声誉保险效应。投资者关系管理活动保护股东财富的作用在国有和民营企业中并不存在显著差异。

(二)事件特性考察

为检验事件特性对投资者关系管理保险效应的影响,特设定如下回归模型:

$$CAR_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 IRM_t + \beta_2 IRM_t \times FIRM_VIO_t + \beta_3 FIRM_VIO_t + \beta_4 LNSIZE_t + \beta_5 ROA_t + \beta_6 LOSS_t + \beta_7 LEV_t + \beta_8 DUAL_t + \beta_9 TOP1_t + \beta_{10} LAW_INDEX_t + \beta_j IND + \beta_k YEAR + \epsilon_t \quad (4)$$

$$CAR_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 IRM_t + \beta_2 IRM_t \times TIME_VIO_t + \beta_3 TIME_VIO_t + \beta_4 LNSIZE_t + \beta_5 ROA_t + \beta_6 LOSS_t + \beta_7 LEV_t + \beta_8 DUAL_t + \beta_9 TOP1_t + \beta_{10} LAW_INDEX_t + \beta_j IND + \beta_k YEAR + \epsilon_t \quad (5)$$

其中, *FIRM_VIO* 表示公司违规的虚拟变量。具体测度是:当违规事件责任归属于公司时,则取 1;当违规事件责任人归属于企业高管时,则取 0。 *TIME_VIO* 表示即期违规的虚拟变量。具体测度是:当违规事件归属于即期违规时,则取 1;当违规事件归属于远期违规时,则取 0。模型中其他变量的定义及其测度见表 2。

表 6 投资者关系管理对累计超额收益率 CAR 的影响:事件特性考察

变量		CAR(-1,1)	CAR(-3,3)	CAR(-1,1)	CAR(-3,3)
名称	符号	栏目 1	栏目 2	栏目 3	栏目 4
常数项	CON	19.261 (0.800)	48.913 (1.509)	20.000 (0.842)	49.860 (1.451)
投资者关系管理质量	IRM	0.035 (0.973)	0.019 (1.213)	0.046* (1.877)	0.024* (1.886)
投资者关系管理质量× 公司违规虚拟变量	IRM×FIRM_VIO	0.079** (2.517)	0.057** (2.004)		
投资者关系管理质量× 即期违规虚拟变量	IRM×TIME_VIO			0.032* (1.746)	0.031 (1.504)
公司违规虚拟变量	FIRM_VIO	2.013 (0.415)	17.858** (2.087)		
即期违规虚拟变量	TIME_VIO			0.722** (2.141)	9.593 (1.043)
公司规模	LNSIZE	-1.385 (-1.162)	-2.979* (-1.937)	-1.350 (-1.133)	-2.756* (-1.696)
总资产收益率	ROA	-0.349 (-0.038)	-5.827 (-0.295)	-0.266 (-0.030)	-1.034 (-0.051)
公司亏损状态	LOSS	-4.581** (-2.317)	-8.630** (-2.173)	-4.667** (-2.321)	-6.435 (-1.549)
财务杠杆	LEV	4.075 (0.825)	4.284 (0.475)	3.608 (0.726)	5.101 (0.568)
两职合一	DUAL	0.108 (0.051)	-2.923 (-0.792)	0.661 (0.321)	-0.563 (-0.153)

续表 6

变量		CAR(-1,1)	CAR(-3,3)	CAR(-1,1)	CAR(-3,3)
名称	符号	栏目 1	栏目 2	栏目 3	栏目 4
第一大股东持股比例	TOP1	0.047 (1.036)	0.118 (1.408)	0.036 (0.750)	0.085 (1.003)
地区法律环境	LAW_INDEX	-0.125 (-0.635)	-0.280 (-0.934)	-0.127 (-0.656)	-0.230 (-0.698)
行业	IND	控制	控制	控制	控制
年份	YEAR	控制	控制	控制	控制
N		107	107	107	107
R ²		0.242	0.277	0.239	0.232

表 6 列示了事件特性考察下投资者关系管理的保险效应检验结果。其中栏目 1 和栏目 2 是针对事件责任归属因素的考察结果,栏目 3 和栏目 4 是针对事件查处时效因素的考察结果。从栏目 1 和栏目 2 的结果可见,在回归模型考虑事件违规责任归属因素的交互影响以后,发现投资者关系管理质量的回归系数不再显著,但投资者关系管理质量和公司违规虚拟变量的交乘项 $IRM \times FIRM_VIO$ 的回归系数都显著为正。其中当因变量为 $CAR(-1,1)$ 时,回归系数为 0.079 且在 5% 的水平上统计显著;当因变量为 $CAR(-3,3)$ 时,系数结果为 0.057,且在 5% 水平上显著。表明投资者关系管理的声誉保险效应仅在公司违规的事件中存在,而在高管违规的事件中并不存在。从栏目 3 和栏目 4 的结果可见,在回归模型考虑事件违规时效因素的交互影响以后,发现投资者关系管理质量的回归系数依然显著为正,而投资者关系管理和即期违规虚拟变量的交乘项 $IRM \times TIME_VIO$ 的回归系数在 $(-1,1)$ 的 CAR 值窗口期显著为正。表明企业前期构建的高质量投资者关系管理活动在即期违规和远期违规中都发挥了保险效应,但相比远期违规事件,在即期违规事件中投资者关系管理的保险效应更为强烈和显著。

六、负面事件的后期表现考察

保险效应考察的是企业前期构建的投资者关系管理活动在负面事件发生时对股东财富的影响,本部分我们进一步考察负面事件发生年度投资者关系的管理质量是否对负面事件后公司的表现产生显著影响,即考察负面事件中投资者关系管理活动是否具有危机公关作用。以往文献发现在正常事件下,投资者关系管理能够显著提升公司的可视性,如 Bushee 和 Miller(2012)通过对美国 210 家中小公司的调查研究发现,公司的 IRM 活动有专业的公关公司参与后,公司的媒体关注、机构持股、分析师跟进都会显著提升和改进,公司的可视性会显著提高。Kirk 和 Vincent(2014)进一步针对美国大公司的调查研究发现,大公司设置专业的内部投资者关系管理部门以后,公司的信息披露、分析师跟进、机构持股、流动性以及市场价值都会得到显著提升。以上文献聚焦正常事件下投资者关系管理对公司可视性的影响,但缺乏在负面事件下投资者关系管理活动是否具有危机公关作用的检验,因此本文对这一问题进行补充检验。

(一) 分组检验

为检验负面事件中投资者关系管理是否具有危机公关作用,我们聚焦考察负面事件发生年度上市公司投资者关系管理质量是否对负面事件后公司相关分析师跟踪数量变化($\Delta ANALYST$)、媒体报道数量变化($\Delta MEDIA$)以及机构持股比例变化(ΔIO)产生了显著影响。其中 $\Delta ANALYST = ANALYST_{t+1} - ANALYST_{t-1}$; $\Delta MEDIA = MEDIA_{t+1} - MEDIA_{t-1}$; $\Delta IO = IO_{t+1} - IO_{t-1}$, 表示负面事件发生年度。表 7 是负面事件中高质量 IRM(High IRM)和低质量 IRM(Low IRM)公司可视性变化程度的对比分析结果。从表 7 中的结果可见,在负面事件发生年度,高质量投资者关系管理的公司分析师跟踪数量显著增加 44.467,而低质量投资者关系管理的公司分析师跟踪数量显著增加 23.938,但高质量和低质量投资者关系管理公司的分析师跟踪数量变化的差异在统计上并不显著。媒体报道数量变化结果相似。而在机构持股比例的变化方面,负面事件发生年度,如高质量 IRM 的公司(High IRM)在负面事件后机构投资者持股比例显著增加 4.1%,而低质量投资者关系管理的公司(Low IRM)在危机事件后机构持股比例显著减少 4.5%,两者之间的差异为 8.6%,且在 1%的水平上统计显著。表明负面事件中的投资者关系管理活动确实发挥了一定的危机公关作用,吸引了机构投资者的注意,提升了机构投资者的持股比例。

表 7 高质量 IRM 和低质量 IRM 公司的可视性变化比较

不同类型公司	$\Delta ANALYST$		$\Delta MEDIA$		ΔIO	
	样本数	均值	样本数	均值	样本数	均值
全样本	46	37.326*** (5.037)	61	4.148** (2.094)	78	-0.003*** (-3.088)
High IRM	30	44.467*** (4.242)	31	7.710** (2.117)	38	0.041*** (3.373)
Low IRM	16	23.938*** (3.169)	30	0.467** (2.159)	40	-0.045*** (-3.468)
High IRM-Low IRM	—	20.529 (1.331)	—	7.243 (0.955)	—	0.086*** (3.598)

(二) 回归分析

在分组比较分析的基础上,我们同时进行多元回归分析。回归模型设定如下:

$$\begin{aligned} \Delta ANALYST / \Delta MEDIA / \Delta IO = & \beta_0 + \beta_1 IRM_t + \beta_2 LNSIZE_t + \beta_3 ROA_t + \beta_4 LOSS_t + \beta_5 LEV_t \\ & + \beta_6 BM_t + \beta_7 DUAL_t + \beta_8 TOP1_t + \beta_9 SOE_t + \beta_j IND \\ & + \beta_k YEAR + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (6)$$

表 8 是负面事件发生年度投资者关系管理质量对负面事件后公司可视性改变程度的回归结果。从表 8 中的结果可见:当因变量是分析师跟踪数量改变程度 $\Delta ANALYST$ 时,回归系数为 1.208,统计上不显著;当因变量是媒体报道数量改变程度 $\Delta MEDIA$ 时,回归系数为 0.348,统计上不显著;当因变量是机构持股比例改变程度 ΔIO 时,回归系数为 0.007,在 5%的水平上统计显著。研究结果部分证实了假设 H2 的推测,表明负面事件发生年度高质量的投资者关系管理和维护能够吸引机构投资者注意力,提升公司机构投资者的持股比例。负面事件下的投资者关系管理活动具有一定的“危机公关效应”。

表 8 投资者关系管理对公司可视性的影响

变量		$\Delta ANALYST$	$\Delta MEDIA$	ΔIO
名称	符号	栏目 1	栏目 2	栏目 3
常数项	CON	-5.7e+02*** (-4.027)	-4.2e+02 (-1.073)	-0.7857 (-1.253)
投资者关系管理质量	IRM	1.208 (1.515)	0.348 (0.841)	0.007** (2.414)
公司规模	LNSIZE	28.691*** (3.167)	22.376 (1.138)	0.047 (1.317)
总资产收益率	ROA	279.104 (1.212)	-18.832 (-0.439)	-0.326 (-1.320)
公司亏损状态	LOSS	-19.634 (-0.886)	-5.384 (-0.496)	0.064 (0.963)
财务杠杆	LEV	-76.069 (-1.559)	-2.113 (-0.088)	-0.346** (-2.325)
市值账面比	BM	-70.037 (-1.113)	-35.978 (-1.181)	0.000 (0.001)
两职合一	DUAL	1.277 (0.065)	-11.883 (-0.842)	0.021 (0.409)
第一大股东持股比例	TOP1	-0.303 (-0.376)	0.228 (0.497)	-0.000 (-0.131)
国有企业虚拟变量	SOE	21.218 (1.105)	-2.618 (-0.256)	0.027 (0.562)
行业	IND	控制	控制	控制
年份	YEAR	控制	控制	控制
N		46	61	78
R ²		0.576	0.341	0.377

七、研究结论、启示与局限性

本文利用南京大学联合证监会对中国 A 股上市公司调查得到的投资者关系管理调查数据,分析和检验了投资者关系管理在企业遭受负面事件时的价值效应及其形成机理。研究发现:(1)企业遭受负面事件时,前期构建的高质量投资者关系能够显著降低股东财富的损失,产生保险效应。(2)投资者关系管理的保险效应仅在大公司和公司违规事件中存在,而在小公司和高管违规事件中并不存在,且相比远期违规,投资者关系管理活动在即期违规事件中的保险效应更为强烈和显著。(3)负面事件发生时,企业从事的高质量投资者关系管理活动具有一定的危机公关作用,能够吸引市场中高质量投资者——机构投资者的注意力,提升机构持股的比例。总体而言,本文结论证实了在中国资本市场,投资者关系管理在负面事件下具有显著的价值效应。

本文研究的启示是:(1)随着中国公司上市制度的不断规范和完善,上市公司所面临的竞争将会越来越激烈,要求将会越来越多,同时相应的标准也会越来越高。对上市公司来说,要改变思维

方式,积极维护与投资者的关系,与其亡羊补牢后的兴叹,不如做好事先的准备,维护双方的关系,在资本市场上建立自己的声誉资本。IRM就是建立声誉资本的很好实践,借鉴国外的先进做法,加强和投资者之间的信息沟通,减少双方的信息不对称,从而减少投资者方面对公司股价的非理性反应,这对保护投资者价值具有积极的意义,尤其是在中国法律体系不完善的情况下,在IRM方面做得好的公司相对做得差的公司将会意味着更高的溢价,这对提高公司价值来说具有积极意义。(2)上市公司在进行危机管理时,除了从事后做出积极的反应之外,还应该致力于事前和事中的有效控制,而事前和事中风险控制的重要策略就是将投资者关系管理活动纳入战略核心位置。因为从事前风险控制视角出发,高质量的投资者关系管理活动事前积累的企业声誉资本,能够给外界传递一种良好企业形象的信号,可以获得和保持市场参与者对企业的信心,使得企业在遭受负面事件时产生显著的保险效应。而从事中风险控制视角出发,企业一旦遭受负面事件,市场中高质量的投资者关系管理和维护能够产生危机公关作用,吸引市场中高质量投资者(机构投资者)的注意力,因此会逐步恢复和提升企业的形象和声誉,提高公司的可视性程度。因此,以投资者关系管理为战略核心,打造资本市场品牌对上市公司的可持续发展具有重要的战略意义。

本文研究切入负面事件的情景,深入考察和分析了投资者关系管理的价值效应,研究虽取得了一些重要结论和启示,但是还存在一些固有局限。如由于声誉机制难以直接测度,本文研究虽做了相关的逻辑推理,但还缺乏投资者关系在负面事件下发挥声誉机制作用的直接证据。因此,在后续研究中寻找一些特殊的情景进行考察,补充两者之间关系的直接证据还需要继续努力探索。

参考文献:

1. 陈信元、李莫愁、芮萌、夏立军:《司法独立性与投资者保护法律实施——最高人民法院“1/15通知”的市场反应》,《经济学(季刊)》2009年第1期。
2. 樊纲、王小鲁、朱恒鹏:《中国市场化指数——各地区市场化相对进程2009年报告》,经济科学出版社2011年版。
3. 李心丹、肖斌卿、张兵、朱洪亮:《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IRM调查的实证研究》,《管理世界》2007年第9期。
4. 权小锋、肖斌卿、吴世农:《投资者关系管理能够稳定市场吗?》,《管理世界》2016年第1期。
5. 许年行、江轩宇、伊志宏、袁清波:《政治关联影响投资者法律保护的执法效率吗?》,《经济学(季刊)》2013年第2期。
6. Agarwal, V., Taffler, R. J., Bellotti, A., & E. A. Nash, Does Investor Relations Add Value?, Working Paper, 2012.
7. Bushee, B., & Miller, G., Investor Relations, Firm Visibility, and Investor Following. *The Accounting Review*, Vol. 87, No. 3, 2012, pp. 867—897.
8. Chandler, C. S., Investor Relations from the Perspective of CEOs. *International Journal of Strategic Communication*, 8, 2014, pp. 160—176.
9. Chen, G., Firth, M., Gao, D., & Rui, O., Is China's Securities Regulatory Agency a Toothless Tiger? Evidence from Enforcement Actions. *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 24, No. 6, 2005, pp. 451—488.
10. Deephouse, D. L., The Effect of Financial and Media Reputations on Performance. *Corporate Reputation Review*, Vol. 1, No. 1/2, 1997, pp. 68—71.
11. Dolphin, R. R., The Strategic Role of Investor Relations. *Corporate Communications: An International Journal*, Vol. 9, No. 1, 2004, pp. 25—42.
12. Fama, E. F., Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy*, Vol. 88, No. 2, 1980, pp. 288—307.
13. Farragher, E. J., Kleiman, R., & Bazaz, M. S., Do Investor Relations Make a Difference. *Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 34, No. 4, 1994, pp. 403—412.
14. Fombrun, C. J., Reputation: Realizing Value from the Corporate Image. Boston: Harvard Business School Press, 1996.
15. Frankel, R., Mayew, W. J., & Sun, Y., Do Pennies Matter? Investor Relations Consequences of Small Negative Earnings Surprises. *Rev Account Stud*, Vol. 15, 2010, pp. 220—242.

16. Godfray, P. C. , The Relationship between Corporate Philanthropy and Shareholder Wealth. *Academy of Management Review*, Vol. 30, No. 4, 2005, pp. 777—798.
17. Greif, A. , Cultural Beliefs and the Organization of Society: A Historical and Theoretical Reaction on Collectivist and Individualist Societies. *The Journal of Political Economy*, Vol. 102, No. 5, 1994, pp. 912—950.
18. Higgins, R. B. , & Bannister, B. D. , How Corporate Communication of Strategy Affects Share Price. *Long Range Planning*, Vol. 25, 1992, pp. 27—35
19. Hong, H. , & Huang, M. , Talking up Liquidity: Insider Trading and Investor Relations. *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 14, No. 1, 2005, pp. 1—31.
20. Jong, A. D. , DeJong, D. V. , G. Mertens, & P. Roosenboom, Investor Relations, Reputational Bonding, and Corporate Governance: The case of Royal Ahold”. *Journal of Accounting & Public Policy*, Vol. 26, No. 3, 2007, pp. 328—375
21. Kennes, J. , & Schiff, A. , Simple Reputation Systems. *the Scandinavian Journal of Economics*, Vol. 109, No. 1, 2007, pp. 71—91.
22. Kinney, W. R. , Palmrose, Z. V. , & Scholz, S. , Auditor Independence, Non-Audit Services, and Restatements: Was the U. S. Government Right. *Journal of Accounting Research*, Vol. 42, No. 3, 2004, pp. 561—588.
23. Kirk, M. , & Vincent, J. , Professional Investor Relations within the Firm. *The Accounting Review*, Vol. 89, No. 4, 2014, pp. 1421—1452
24. Kreps, D. M. , Corporate Culture and Economic Theory. *Cambridge, England: Cambridge University Press*, 1990.
25. Peasnell, K. , Talib, S. , & Young, S. , The Fragile Returns to Investor Relations: Evidence from a Period of Declining Market Confidence. *Accounting and Business Research*, Vol. 41, No. 1, 2011, pp. 69—90.
26. Tadelis S. , What's in Name? Reputation as a Tradable Asset. *American Economic Review*, Vol. 89, No. 3, 1999, pp. 548—563.
27. Vanhamme, J. , & Grobbsen, B. , Too Good to Be True. *Journal of Business Ethics*, Vol. 85, No. 2, 2009, pp. 273—283.

On Value Effect of Investor Relations Management in Negative Event

QUAN Xiaofeng (Suchow University, 215021)

ZHANG Xinzhe (Sichuan Normal University, 610000)

YIN Hongying (Suchow University, 215021)

Abstract: Whether building and maintenance a good relation with investors is valuable for listed companies? The value of investor relations management (IRM) is a hot issue for the financial and management studies. This paper is to explore the value effect and its formation mechanism of investor relationship management in the negative event by using the sample survey data from the A shares of Chinese listed firms. We find that IRM could produce insurance effect and reduce the declining value in negative event. Secondly, insurance effect of IRM is in the presence of large companies and firm violations, not in small companies and executive's violations. The insurance effect of investor relations management is more intense and significant in short-term violations compared to in the long-term violations. Lastly, institute investor equity of high quality IRM will increase more after negative events, which indicates that IRM could play the role of crisis management. In concludes, this paper show better IRM can protect shareholders' wealth, and it is reasonable and valuable for companies to build a good relation with their investors.

Keywords: Investor Relations Management, Insurance Effect, Shareholder Wealth

JEL: G18, G30