

财务重述视角的投资者关系管理与公司治理效率

马连福，高丽

(南开大学公司治理研究中心，天津 300071)

摘要：财务报告重述行为的发生是公司治理效率低下的反映。以沪深两地上市公司为样本实证检验了引发财务重述的治理诱因以及投资者关系管理调节效应的发挥。研究结果证实，投资者关系管理作为自主性治理创新机制可以提高公司治理效率，抑制财务重述的发生，对既定公司治理结构和机制的治理效率具有显著调节作用。研究贡献在于突破了以往仅从公司价值视角考察投资者关系管理的价值效应，以财务重述为研究出发点考察了代理人具体行为的驱动因素，深化了投资者关系管理价值效应的研究积累，同时拓展了财务重述的研究局限，投资者关系管理调节效应的衡量使财务重述影响因素的研究进一步向前推进，有助于全面了解财务重述发生的治理诱因及传导机制。在我国现阶段法律保护尚不完善的情况下，应该鼓励上市公司积极主动开展投资者关系管理等公司治理创新活动，提高上市公司治理质量，保护投资者权利。

关键词：投资者关系管理，公司治理效率，财务重述，调节效应

中图分类号：F **文献标识码：**A

自 2003 年以来，在中国证券市场上，由于监管部门的积极推动和股权分置改革力度的加强，投资者关系管理作为推进中国公司治理改革的七大措施之一，引起理论界的广泛关注，尤其是 2007 年中国证监会开展的公司治理自查活动中，投资者关系管理成为上市公司开展的一项治理创新活动，进一步推动理论界对投资者关系管理研究的深入。然而，投资者关系管理为什么能够提高公司治理效率？如何提高治理效率？目前国内的理论研究集中于投资者关系管理的治理动因和投资者关系管理提高公司价值两方面，对投资者关系管理的治理优化和效率提高功能缺乏相关的研究，仅有马连福等（2007）^[1]分析了投资者关系管理调节现金流权对家族上市公司价值侵占效应方面的作用。本文将从代理人具体行为视角深层分析投资者关系管理提高公司治理效率的作用机理与表现，以期推动上市公司治理创新活动的开展，对提高公司治理效率、保护投资者权益和提升公司价值做出有益的探索。

1 相关研究评述

财务报告重述也称“打补丁”，是上市公司对前期财务报告的会计数字进行更正的事后声明。对上市公司而言，财务报告重述行为在相当程度上揭示了公司内部人的盈余操纵行为^[2]，向市场传递了不利信号，表明先前财务报告的低质量和不可信。财务重述的直接后果是负面的市场反应，Palmrose 等人（2004）^[3]和 Wu（2002）^[4]、GAO（general accounting office, 2002）^[5]的相关研究表明财务重述会造成公司在资本市场的声誉受损，严重影响投资者的信心，引起公司市值的大幅下滑和投资者的巨大损失，进而引发高管变更或董事的撤换^[6,7]。我国上市公司进行财务重述的动机多是粉饰利润损失、获得配股资格，而不是为了融资需要，重述项目大多是线下项目¹，并且重述行为大都发生在利润率较低、国有股东控股、股权分散和机构投资者持股比例较低的上市公司^[8]。目前的研究普遍认为财务重述是上市公司治理

¹线下项目包括投资收益、营业外收支净额、补贴收入。

效率低下的反映。Baber (2007)^[9]研究证实财务重述是内外部治理机制共同作用的结果。于鹏 (2007)^[10]以我国国有控股上市公司为基准,分析了股权结构与财务重述发生概率的相关关系,研究证实分散化的股权和国有股权发生财务重述的概率最大。Burns 等人 (2006)^[11]发现短视的机构投资者持股与财务重述发生概率正相关,短视机构投资者的存在加大了管理层盈余操纵的动机。Agrawal 和 Chadha (2004)^[12]发现企业的 CEO 属于企业的创始家族时更容易发生财务重述,而当企业的董事会或审计委员会包含具有财务专门知识的独立董事时,较不容易发生财务重述。

现有国内外的文献多从引发财务重述的制度诱因进行研究,较少考察抑制财务重述发生的制度因素,尚无文献从投资者关系管理的视角分析治理因素对财务重述的抑制作用。投资者关系管理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^[1]。投资者关系管理的实施不仅使公司在资本市场中的信息量增加 (Bushee and Miller, 2006),还可以影响市场对公司信息理解的准确度。Edward et al (1993)指出,投资者关系管理评分等级高的公司,分析师对 EPS 预测的一致性要高于等级低的公司。信息量的增加以及信息准确性的提高降低了信息搜索成本和代理成本,降低了公司内外信息不对称的程度,提高公司可信度、塑造公司形象 (Marston, 1996; Higgins, 1992),增加股票流动性,降低资本成本 (Diamond and Verrecchia, 1991),并最终影响公司价值 (Mary Conger, 2004)。目前国内学者对投资者关系管理作用效果的研究主要集中在投资者关系管理与公司价值之间的关系上^[1],然而,投资者关系管理作为上市公司自主实施的一项治理创新活动,如何降低上市公司与投资者之间的信息不对称,保护投资者的基本权益,并最终实现公司价值创造?如何衡量投资者关系管理对现有公司治理制度效率的调节作用?现有文献都没有进行相关研究。随着中国公司治理问题的频频出现和投资者关系管理的应用开展,现有的理论研究对于这一现状的回应明显存在着不足。

为了更好地挖掘财务重述的影响因素,深入理解投资者关系管理提高治理效率的作用机理,本文在吸收国内外相关研究成果的基础上,以沪深两地上市公司为研究样本,分析在既定公司治理结构和机制影响下,投资者关系管理作为自主性治理创新机制,对降低上市公司与投资者之间的代理成本、抑制财务重述发生的作用。本文与以往研究不同的是:(1)拓展了财务重述的研究局限,投资者关系管理调节效应的衡量使财务重述影响因素的研究进一步向前推进,有助于全面了解财务重述发生的治理诱因及传导机制;(2)突破以往仅从公司价值视角考察投资者关系管理的价值效应,以财务重述为研究出发点考察了代理人具体行为的驱动因素,深化了投资者关系管理价值效应的研究积累。本文沿着结构——行为——绩效的分析思路对上市公司的治理行为及其影响因素进行了深刻的分析,为上市公司抑制内部控制人私利行为、保护投资者权益、提高公司价值提供理论借鉴。其政策意义是在我国现阶段法律保护尚不完善的情况下,法律外制度的有效实施可以作为投资者保护的替代和补充,因此应该鼓励上市公司积极主动开展公司治理创新活动,有助于提高上市公司治理质量,促进证券市场的健康发展。

2 理论分析与研究假设

2.1 公司治理与财务重述

公司治理的核心问题是企业内部控制人与外部投资者之间的代理问题^[13],内部控制人攫取控制权私人收益的一个主要途径就是盈余操纵行为,而对前期报告的会计数字进行更正的财务重述行为从相当程度上揭示了上市公司的盈余操纵行为,因此,财务重述行为的发生是公司治理效率低下的反映^[2, 10, 14]。

良好的公司治理结构能够对内部控制人的行为产生约束，防止其盈余操纵的自利行为。由于我国资本市场上投资者利益保护机制还不健全，股权趋于集中是股东对自身利益保护的结果^[15]。在缺乏控股股东监督的情况下，公司内部控制人进行盘剥的机会主义行为缺乏有效的约束和抑制，公司发生财务重述的概率将显著上升。

在终极控制人为政府的上市公司中，“所有权缺位”会带来监督效率的低下，同时政府官员出于社会责任需要使企业偏离价值最大化的目标，导致企业利益的外流^[16]。政府控制的上市公司更容易出现滥用公司资源建造个人帝国的行为，对企业外部投资者利益侵害程度更为严重，公司内部人操纵盈余、发生财务重述的可能性高于非政府控制的上市公司，同时会降低控股股东的支持效应，使控股股东的“掏空”效应占据主导地位，降低上市公司的治理效率，增加财务重述的发生概率。综合上述分析，我们提出研究假设：

H1a: 在其他条件相同情况下，控股股东的存在会降低上市公司财务重述发生的概率。

H1b: 在其他条件相同情况下，政府控制的上市公司财务重述发生概率较非政府控制的上市公司高。

综合考虑控股股东性质和股权比例两方面，我们提出假设：

H1c: 在其他条件相同情况下，政府控制且控股的上市公司会增加财务重述发生的概率。

董事会作为一种工具能够限制公司对信息的隐瞒和扭曲行为，董事会独立性越强，公司越透明。独立董事作为监督管理层的工具会增加公司主动开展信息沟通的次数。Fama 和 Jensen(1983)^[17]认为独立董事为了保持其在职业市场上的声誉资本有动机发挥其监督职能，限制管理层对权力的滥用，决定公司的战略决策、薪酬设计等内容。尤其是在“一股独大”和“内部人控制”严重的情况下，独立董事的增强会增加董事会的独立性，积极发挥对公司的监督职能，具有财务和审计专业知识的独立董事会降低公司财务重述的发生概率^[12]，提高公司治理效率。因此，我们提出研究假设 2：

H2: 在其他条件相同情况下，上市公司独立董事比例的增加会降低财务重述发生的概率。

2.2 投资者关系管理抑制财务重述

对于如何避免财务重述的发生，学者们认为外部市场的声誉机制可以发挥作用。声誉作为显性合约的替代品，通过信号发送、甄别和搜寻机制，可以集中反映行为人过去交易的有关信息，将现阶段的机会主义行为与下一阶段更低的声誉水平联系起来，对当事人的当期行为形成约束，同时甄别出高质量的产品并提升它们的价格，所有市场声誉好的企业将得到长期回报^[18~19]。Holmstrom (1982)^[20]建立了“代理人市场声誉”模型，当财务重述发生时，上市公司可以变更高管或改组董事会以恢复失去的声誉资本、加强对经理人的监督。然而在我国，由于资本市场的完善、经理人市场的不成熟以及国有上市公司居多，依靠经理人或内部董事的变更避免公司声誉损失的可操作性不强，通过投资者关系管理与投资者互动沟通，进行事前监督可以有效降低上市公司财务重述发生的概率。

上市公司在与投资者的长期重复博弈中，财务重述向投资者传递了内部人盈余操纵、治理效率低下的信号，理论上委托人会采用最严厉的惩罚来保证最有效的合作均衡出现，即使委托人没有采用最严厉的惩罚，只是简单的断绝了和代理人之间的委托代理关系，那么代理人所遭受到的长期损失也是显然的。相反，代理人如果理性地选择积极建立声誉，与投资者建立长期合作关系，通过互动沟通保障投资者知情权，合理引导投资者预期；通过信息反馈和监督保障投资者话语权，约束内部人的自利行为，可以使双方在长期合作博弈中达到收益最大化的均衡状态。投资者关系管理以互动沟通和信息反馈为核心，是在法律强制基础上的

内生于自主性的公司治理创新行为[21]，其有效实施可以保障投资者权益，从根本上消除内部人的自利动机，提高公司治理效率，避免公司声誉受损，最大化股东价值。根据上述理论分析，我们提出研究假设 3：

H3: 在其他条件相同情况下，上市公司投资者关系管理水平的提高会降低财务重述发生的概率。

2.3 投资者关系管理的治理调节效应

现有文献仅考虑了单一因素的变化对财务重述的影响，在以投资者关系管理为调节变量的多变量共同作用下，财务重述的发生概率会受到显著影响。投资者关系管理嵌入到现有的公司治理结构中，会对股权结构和董事会的治理效率起到调节作用。

按照法与金融的经典理论，加强对投资者的法律保护是完善公司治理的根本途径，但在中国这样的新兴市场国家，短期内依靠法律制度的完善解决投资者保护不足的问题并不现实，因此，在把投资者权利的法律保护作为长期努力方向的基础上，寻求法律外制度的实施作为法律投资者保护的替代或补充，是短期内我国资本市场保护投资者权益的应对措施[22]。投资者关系管理能够弥补法律制度的缺陷，作为公司自主实施的制度安排，嵌入到现有公司治理结构中，能够合理地在上市公司与投资者之间进行信息权的优化配置，保护投资者权益。在缺乏控股股东监督的上市公司中，随着投资者关系管理水平的提高，内部人要盗走某一份额的公司利润被发现的概率较高，付出的代价也很高，因此，内部人的行为会受到一定的约束，此时，股权结构的治理效率会受到投资者关系管理水平的影响，财务重述行为发生的概率会降低。同样，在投资者管理水平较高的政府控制的上市公司中，缺乏监督、利益目标多元化和政府官员的寻租行为都会受到投资者的有效监督与投资者关系管理机制的约束。上市公司董事会中独立董事作用的发挥会由于与投资者的信息沟通和信息反馈而进一步提升，在充分获取信息的条件下，其监督效果将更加显著。据此，我们提出下列假设：

H 4a: 在其他条件相同的情况下，投资者关系管理水平的提高会弱化政府控股上市公司增加的财务重述发生概率。

H 4b: 在其他条件相同的情况下，投资者关系管理水平的提高会强化独立董事比例的增加而降低的财务重述发生概率。

3 研究设计

3.1 变量设计

3.1.1 投资者关系管理水平的度量

投资者关系管理是公司通过充分自愿信息披露与信息反馈，积极主动地与投资者进行互动沟通，实现公司价值最大化的一项战略管理活动。上市公司通过开展投资者关系管理活动，积极主动地与投资者进行互动沟通，保护投资者的权益，吸引投资者对公司的信任[23]。投资者关系管理的主要内容是与投资者之间关于非财务信息、未来预期信息的互动沟通。同时我们参考中国证监会《上市公司投资者关系工作指引》、《深圳证券交易所上市公司投资者关系管理指引》和《上海证券交易所上市公司投资者关系管理自律公约》的相关内容以及对投资者信息需求的调查内容，以历史性非财务信息、前瞻性信息作为度量投资者关系管理水平的重要指标；同时投资者关系管理工作的有效开展需要公司高层的支持和组织机构作为保障，我们加入度量组织保障的指标；网站信息披露的及时性、有效性、公平性成为投资者关注的焦点，我们以公司网站和上市公司年报相关内容来度量公司与投资者之间的沟通信息。

因此,本文采用南开大学公司治理研究中心投资者关系管理研究室设计的投资者关系管理水平指数,从历史性非财务信息、前瞻性信息、沟通信息和组织设置等方面对上市公司投资者关系管理活动进行全面评价,在指标的设计过程中,对于原始数据属于定性指标的,采用语义差别隶属赋值法将定性指标定量化,原始数据属于定量指标的,采用功效系数法对定量指标无量纲处理,利用专家评分、层次分析法确定上市公司投资者关系管理的主因素与子因素的权重。综合专家组的建议,我们确定的上市公司投资者关系管理水平评价的四个主因素历史性非财务信息 (IRMI1)、前瞻性信息 (IRMI2)、沟通信息 (IRMI3)、组织设置 (IRMI4) 以及相应子因素 (参见表 1),再根据专家对四个主因素指标与对应的子项评判打分,通过评判矩阵与一致性检验,得到各指标的权重。对于前瞻性信息、历史性非财务信息和部分沟通渠道信息、以及组织设计,通过对样本公司 2005 度年报查阅、分析、专家评分以及深圳证券交易所网站信息跟踪获取,另一部分沟通信息内容从上市公司网站进行跟踪观测,观测期为 2005 年 1 月 10 日—2005 年 12 月 31 日。

表1 上市公司投资者关系管理评价指标体系

目标层准则	准则层指标	子因素层	指标说明
投资者关系管理评价指标 (IRMI)	历史性非财务信息 (IRMI ₁)	公司行业竞争状况分析 (IRMI ₁₁)	考察上市公司对投资者关注的公司非财务信息自愿披露水平
		公司社会责任履行情况 (IRMI ₁₂)	
		公司重大投资 (IRMI ₁₃)	
		公司治理 (IRMI ₁₄)	
		企业文化建设 (IRMI ₁₅)	
	前瞻性信息 (IRMI ₂)	未来公司业绩影响因素 (IRMI ₂₁)	反映公司对投资者需求的预期信息自愿披露水平
		顾客关系管理方案 (IRMI ₂₂)	
		公司发展战略与成长性分析 (IRMI ₂₃)	
		产品市场及新产品开发 (IRMI ₂₄)	
		行业前景预期 (IRMI ₂₅)	
		社会责任投资 (IRMI ₂₆)	
	沟通渠道 (IRMI ₃)	公司网络沟通平台建设 (IRMI ₃₁)	考察公司与投资者等进行沟通的状况
		分析师会议、业绩说明会和路演 (IRMI ₃₂)	
		一对一沟通 (IRMI ₃₃)	
		现场参观 (IRMI ₃₄)	
		电话咨询 (IRMI ₃₅)	
		主动走访投资者 (IRMI ₃₆)	

组织设置(IRMI ₄)	投资者关系管理人员培训 (IRMI ₄₁)	考察公司投资者关系管理的制度建设状况
	投资者关系管理制度 (IRMI ₄₂)	
	高层参与 (IRMI ₄₃)	
	激励与约束机制 (IRMI ₄₄)	

3.1.2 控制变量的选取

财务重述与公司经营业绩有关,上市公司掩饰不佳的经营业绩和粉饰利润损失的动机是导致财务重述泛滥的主要原因。于鹏(2007)[10]实证结果表明公司经营业绩(ROA)和财务杠杆(LEV)与财务重述发生概率具有显著相关性。Ahmed和Goodwin(2007)[24]发现公司规模对财务重述的影响并不显著,因为小公司因会计制度相对不完善而更有可能进行财务重述,而大公司更经常利用重述作为信号工具向外界传递公司信息,因此我们选取公司业绩、财务杠杆和公司规模为控制变量。

以LLSV为代表的众多学者研究证实法律环境以及治理环境与公司治理模式、公司价值以及资本市场发展息息相关。对公司治理结构及代理人行为的研究必然要考虑上市公司所处的法律环境和治理环境的影响。Baber(2007)[9]研究证实股东权利保护较好的法律环境会降低财务重述的发生概率。我们借鉴夏立军等[25~26]的做法,应用樊纲、王小鲁(2004)[27]公布的2002年“中国各地区市场化进程相对指数”来衡量地区制度环境变量。樊纲和王小鲁(2004)根据大量的统计和调查资料,采用“主因素分析法”,编制出中国各地区2002年市场化相对进程指标。这一指标涉及五个方面,分别是政府与市场的关系、非国有经济的发展、产品市场的发育程度、要素市场的发育程度以及市场中介发育和法律制度环境。

本文相关变量的定义如表2所示。

表2 研究变量定义

变量	定义	变量说明
被解释变量		
RESTATE	财务重述	当上市公司发生财务重述时,变量取值为1,否则为0
解释变量		
BLOCK	控股股东	当上市公司存在控股股东时,变量取值为1,否则为0
GOV	政府控制	当最终控制人为政府时,变量取值为1,否则为0
IDD	独立董事比例	独立董事人数/董事会规模
IRMI	投资者关系管理水平	见表1
控制变量 CONTROL		

ROA	公司业绩	资产收益率
LEV	财务杠杆	公司的资产负债率
SIZE	公司规模	年末公司总资产的自然对数
INEI	制度环境指数	采用樊纲、王小鲁（2004）编制的2002年市场化进程指数

3.2 样本与数据来源

本文选取2005年为研究年度，其原因是进入2005年度以来，证券监管部门在各种场合不断强调投资者关系管理对保护中小投资者利益和提升上市公司质量的作用和意义，并于2005年7月发布了《上市公司投资者关系工作指引》，投资者关系管理在中国被提到前所未有的高度。本文的股权结构、独立董事比例和财务数据来源于CCER数据库，投资者关系管理水平数据来源于南开大学投资者关系管理研究数据库。财务重述数据来源于2005年年报的手工整理。在剔除金融类、ST上市公司和数据缺失的公司以及西藏地区上市公司²，本研究的有效样本数为1120家，其中财务重述上市公司为189家，重述比例为16.88%。

4 实证结果分析

4.1 描述性统计分析

在1120家上市公司中，共有189家发生财务重述，占总样本数的16.88%。在股权结构方面，政府控制的上市公司共有728家，发生财务重述的有140家，占政府控制样本数的19.23%。全部样本中存在控股股东（第一大股东持股比例超过50%）的上市公司共有289家，发生财务重述的有52家，占控股股东样本数的17.99%。最终控制人为政府，并且第一大股东控股的上市公司共有197家，其中发生财务重述的共有37家。独立董事比例、投资者关系管理水平和相关控制变量的描述性分析见表4。

表3 股权结构变量的描述性统计

	总数	发生财务重述	比例
GOV	728	140	19.23%
BLOCK	289	52	17.99%
GOV*BLOCK	197	37	18.78%

表4 控制变量的描述性统计

	平均值	中位数	最小值	最大值	标准差

²樊纲、王小鲁（2004）编制的“中国各地区市场化进程相对指数”数据不包括西藏地区。

	重述样 本	非重述 样本	重述样 本	非重述 样本	重述样 本	非重述 样本	重述样 本	非重述 样本	重述 样本	非重述样 本
IDD	0.348	0.340	0.333	0.333	0.333	0.182	0.429	0.429	0.034	0.056
IRM	40.303	51.918	49.500	52.000	20.100	28.100	83.700	89.000	3.924	2.726
ROA	-0.061	-0.010	-0.007	0.008	-0.440	-0.339	0.087	0.140	0.179	0.104
LEV	0.504	2.537	0.442	0.580	0.364	0.207	10.124	23.075	0.454	0.558
SIZE	20.454	21.095	21.489	21.301	18.654	17.484	24.413	26.383	0.821	0.889
INEI	6.69	7.26	6.58	7.06	3.15	3.40	8.41	8.41	1.83	1.94

4.2 逻辑回归及结果分析

针对理论分析和研究假设，我们进行了逻辑回归分析，并在做调节效应分析时，对自变量和调节变量做了相应的中心化变换^[28]。

表5是对全体样本公司回归分析的结果。从模型1可看出，上市公司是否存在控股股东与财务重述发生概率显著负相关，控股股东的存在可显著抑制财务重述的发生。结合控股股东性质考虑，当上市公司由政府控制时，财务重述发生概率会显著上升，同时控股股东的监督和抑制作用会由于其政府性质而削弱，如模型2结果显示，在加入二者的交互项后，模型的总体拟合度上升了0.126。与我们的理论分析一致，政府控制的上市公司控股股东对内部人的监督约束作用会削弱，主要原因可能是地方政府会帮助上市公司获得配股资格，以便从证券市场获得更多资源的掏空动机更加明显^[25]。如模型3和4所示，上市公司独立董事比例以及投资者关系管理水平与财务重述发生概率负相关，分别在10%和1%的水平上显著。加入投资者关系管理调节项的分析结果如模型5和6所示。模型5与模型2相比，政府控股上市公司与财务重述发生概率的正相关关系变得不显著，并且方程的拟合度有所提高，在控股股东为政府的上市公司中，投资者关系管理水平会调节股权结构的治理效率，抑制政府控股股东的掏空行为，降低财务重述的发生概率。模型6与模型3相比，独立董事抑制财务重述发生的显著性从10%提高到5%，模型的整体拟合度从0.310提高到0.413，说明随着投资者关系管理水平的提高，独立董事的作用进一步增强，信息获取和监督控制作用面都得到更有效的发挥。如理论分析，投资者关系管理作为治理创新机制，有利于公司治理效率的提高和投资者权益保护的增强，对稳定投资者信心，降低内部控制人的私利动机，提高公司价值和市场表现都有作用。

控制变量中，ROA、LEV的回归系数显著为负，这表明上市公司的经营业绩越好，发生财务重述的概率越低；财务风险越高，发生财务重述的概率越高。SIZE的回归系数为正，但未通过显著性检验。制度环境变量INEI与财务重述发生概率负相关，且均在1%的水平上显著，制度环境变量是上市公司股东权利保护的基本影响因素。

表5 回归分析结果

自变量	预期符号	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6
Constant	?	7.430 (0.021)	1.690 (1.011)	4.883 (1.789)	-2.488 (1.312)	2.670 (1.458)	3.219 (2.011)
BLOCK	-	-33.639* (2.882)	-32.006 (1.983)				
GOV	+		2.204** (3.204)				
GOV*BLOCK	?		7.552* (2.284)			5.390 (1.649)	
IDD	-			-6.871* (2.014)			-13.431** (4.192)
IRMI	-				-8.324*** (5.250)	-6.572** (3.258)	-5.974** (3.363)
IRMI*GOV* BLOCK	?					-4.390* (2.359)	
IRMI*IDD	-						-5.498 (1.409)
ROA	-	-24.430** * (4.711)	-25.044** (4.650)	-29.031** * (5.590)	-27.882** * (5.778)	-22.725*** (4.493)	-23.652*** (3.459)
LEV	+	41.710* (2.682)	11.261** (4.542)	30.289** (4.309)	10.686** * (4.942)	12.882** (4.366)	40.309* (2.340)
SIZE	?	1.371 (0.361)	0.212 (0.066)	0.340 (1.239)	0.207 (1.376)	0.302 (1.030)	0.349 (1.276)
INEI	-	0.297*** (4.901)	0.386*** (4.729)	0.012*** (5.843)	0.438*** (5.342)	0.549*** (4.602)	0.430*** (4.998)
Adj-R ²		0.369	0.495	0.310	0.489	0.522	0.413
Obs		1120	1120	1120	1120	1120	1120

括号中为 WALD 检验值。*表示在 10%的水平上显著；**表示在 5%的水平上显著；***表示在 1%的水平上显著，变量定义见表 2。

5 研究结论及启示

本文以 2005 年度我国 A 股上市公司为研究样本，对股权结构、董事会以及投资者关系管理水平与财务重述发生概率之间的关系进行了实证研究。研究发现：（1）控股股东的存在会抑制财务重述发生的概率，但控股股东的政府性质诱使其“掏空”上市公司的行为更为显著，降低了控股股东的支持效应；（2）独立董事的存在可以显著抑制上市公司财务重述的发生；（3）上市公司投资者关系管理水平越高，发生财务重述的概率越低；（4）随着上市公司投资者关系管理水平的提高，政府控股上市公司的“掏空”效应会减弱，最终会降低财务重述的发生概率。投资者关系管理水平的提高也会促进独立董事作用的发挥，有助于独立董事获取充分的信息，进一步发挥其监督职能，提高公司治理效率。

因此，我们认为股权结构和董事会的治理效率可以通过相应的治理机制进行调节，上述实证研究证明了我们的理论推演：如果上市公司委托人和代理人之间建立起基于合作的长期交易关系，通过内部控制人和外部投资者之间的相互信任，并以未来长期收益最大化为目标而放弃短期机会主义行为，会克服公司治理结构自身的一些弊端，促进有效治理机制的发挥，提高公司治理效率，进而有利于双方收益的最大化。投资者关系管理是上市公司与投资者长期合作关系建立的枢纽，在提高公司治理效率方面发挥着有益的作用，我们以财务重述为背景考察了投资者关系管理的价值效应，是对上述观点的有利佐证。但由于投资者关系管理数据采集的困难，本文仅考察了 2005 年的财务重述样本，研究结论具有一定的局限性，解决这一问题有待于上市公司投资者关系管理信息披露的进一步完善；同时本文是以投资者关系管理作为外生的调节变量进行分析，没有考虑股权结构和独立董事对投资者关系管理的影响，可以通过中介效应分析进行详细分析，这也是本文进一步研究的方向。

本文的实践意义在于：中国上市公司治理效率的提高需要加强法制监管，完善投资者权益保护制度，但法律制度的完善不可能一蹴而就，因此，应该鼓励公司内部投资者关系管理等治理创新机制的建立，这些机制的建立是对法律制度投资者保护的有益补充，是当前中国制度环境条件下提高公司治理效率的适宜选择。对于政府控制的上市公司，解决“所有权缺位”带来的一系列问题更需要鼓励上市公司的内部创新，在寻求外部监督与市场完善的同时，积极鼓励上市公司开展投资者关系管理活动，防止内部人控制，切实保护投资者的利益，提高公司治理效率和公司价值。

参考文献

[1] 马连福，陈德球，高丽. 投资者关系管理、现金流权与公司价值——基于中国家族上市公司的实证研究[J]. 山西财经大学学报, 2007(12): 72-79.

MA L F, CHEN D Q, GAO L. Investor relations management, cash flow and corporate value-based on empirical of Chinese family firms[J]. Journal of Shanxi Finance and Economics University, 2007(12):72-79.(in Chinese)

[2] LEV, B. Corporate Earnings: Facts and Fiction[J]. Journal of Economics Perspectives, 2003, 17(2): 27-50.

[3] PALMROSE, Z., V. RICHARDSON, S. SCHOLZ. Determinants of Market Reactions to Restatement

- Announcements[J]. Journal of Accounting and Economics, 2004, 37(1):59-89.
- [4] WU, M. Earning Restatements: A Capital Markets Perspective. Working Paper, Hong Kong University of Science and Technology, 2002.
- [5] GAO. Financial Statement Restatements Trends, Market Impacts, Regulatory Responses, and Remaining Challenges[R], 2002(10).
- [6] SRINIVASAN, S. Consequences of financial reporting failure for outside directors: Evidence from accounting restatements and audit committee members[J]. Journal of Accounting Research, 2005, 43(2):291-334.
- [7] DESAI, H, HOGAN C, and WILKINS, M. The reputational penalty for aggressive accounting: Earnings restatements and management turnover[J]. The Accounting Review, 2006, 81(1):83-112.
- [8] WU, M., Accounting Restatements: an Oriental Version. Working Paper, Hong Kong University of Science and Technology, 2007.
- [9] BABER, WILLIAM R., KANG, SOK-HYON and LIANG, LIHONG. Shareholder Rights, Corporate Governance and Accounting Restatement. SSRN 2007.
- [10] 于鹏. 股权结构与财务重述: 来自上市公司的证据 [J]. 经济研究, 2007 (9): 134-143.
- YU P. Ownership Structure and Financial Restatements: Evidence from China[J]. Economic Research Journal, 2007, 42(9): 134-143. (in Chinese)
- [11] BURNS N., KEDIA S., LIPSON M. The Effects of Institutional Ownership and Monitoring: Evidence from Financial Restatements. SSRN, 2007.
- [12] AGRAWAL, A., CHADHA S. Corporate Governance and Accounting Scandals[J], Journal of Law and Economics, 2005(48):371-406.
- [13] LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A. Investor protection and corporate governance [J]. Journal of Financial Economics, 2000, 57(3):3-27.
- [14] 魏志华、王毅辉. 基于公司治理视角的财务重述研究综述 [J]. 外国经济与管理, 2007, 29 (11): 32-37.
- WEI Z H, WANG Y H. A literature review of financial restatement based on corporate governance[J]. Foreign Economics and Management, 2007, 29(11): 32-37. (in Chinese)
- [15] LA PORTA, RAFAEL, FLORENCIO LOPEZ-DE-SILANES, ANDREI SHLEIFER, and ROBERT VISHNY. Corporate ownership around the world [J]. Journal of Finance, 1999, 54(2):471-517.
- [16] SHLEIFER A., VISHNY R. Large Shareholders and Corporate Control[J]. The Journal of Political Economy, 1986, 94(3):461-488.
- [17] FAMA, E. F., JENSEN, M. C. Separation of ownership and control[J]. Journal of Law and Economics, 1986, 26(6):301-325.
- [18] 姚宏, 李延喜, 薛光, 高锐. 市场监管、信息成本与声誉机制——对市场舞弊行为约束效应的实验研究 [J]. 中国金融评论, 2007, 1 (3): 21-37.
- YAO H. LI Y X. XUE G. GAO R., Market regulation, information cost and reputation mechanism[J]. China Finance Review, 2007, 1(3):21-37. (in Chinese)

[19] FUDENBERG, KREPS M. Reputation in the Simultaneous Play of Multiple Opponents[J]. The Review of Economic Studies, 1987, 54(4):541-568.

[20] HOLMSTROM, B. Moral Hazard in Teams[J]. Bell Journal of Economics, 1982, 13(2):324-340.

[21] 马连福、陈德球、高丽. 强制性治理向自主性治理演进的选择依赖—公司治理契约执行机制演进中的投资者关系管理[J]. 天津社会科学, 2008(1): 86-90.

MA LIANFU, CHEN DEQIU, GAO LI. The Path of Manatory Governance to Voluntary Governance. Tianjin Social Science(in Chinese). 2008(1):86-90. (in Chinese)

[22] 郑志刚. 法律外制度的公司治理角色——一个文献综述[J]. 管理世界, 2007(9):136-147.

ZHENG Z G. A literature review of corporate governance role of outside law institutions. Management World, 2007(9):136-147. (in Chinese)

[23] 马连福、赵颖. 基于公司治理的投资者关系文献综述与研究展望[J]. 南开管理评论, 2006, 9(1): 21-27.

MA L F, ZHAO Y. A review of literature on investor relations based on corporate governance and research prospect[J]. Nankai Business Review, 2006, 9(1):21-27. (in Chinese)

[24] AHMED, K., GOODWIN. An empirical investigation of earnings restatements by Australian firms[J]. Accounting and Finance, 2007, 47(1): 1-22.

[25] 夏立军, 方轶强. 政府控制、治理环境与公司价值—来自中国证券市场的经验证据[J]. 经济研究, 2005, 40(5): 40-51.

XIA L J, CHEN X Y. Government Control , Institutional Environment and Firm Value: Evidence from the Chinese Securities Market[J]. Economic Research Journal, 2005, 40(5):40-51.(in Chinese)

[26] 夏立军, 陈信元. 市场化进程、国企改革策略与公司治理结构的内生决定[J]. 经济研究, 2007, 42(7): 82-95.

XIA L J, CHEN X Y. Marketization, SOE Reform Strategy , and Endogenously Determined Corporate Governance Structure[J]. Economic Research Journal, 2007, 42(7):82-95.(in Chinese)

[27] 樊纲, 王小鲁. 中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2002 年度报告[M]. 经济科学出版社, 2004.

FAN G, WANG X L. NERI Index of Marketization of China' s Provinces 2002 report[M]. Economic and Science Press, 2004. (in Chinese)

[28] AIKEN L S, WEST S G. Multiple regression: Testing and interpreting interactions[M]. Newbury Park, 1991.

Investor relations and Corporate Governance Efficiency on Perspective of Financial Restatements

MA Lianfu, GAO Li, CHEN Deqiu

(Corporate Governance Center at Business School of Nankai University, Tianjin 300071)

Abstract: The occurrence of financial restatement reflects low efficiency of corporate governance. We use the sample of Chinese listed companies to examine the governance reasons for financial restatements and the moderating effect of investor relations management. It is verified that investor relations management can improve governance efficiency and restrain financial restatement as a voluntary governance innovation mechanism and the moderating effect to governance structure and mechanisms is significant. The contribution of this paper is deepening the research accumulation of investor relations management value effect from the perspective of financial restatements activities of agent and expanding the research limitation of financial restatements with better understanding of the governance reasons and the transmission mechanism. It should be encouraged that listed companies innovate governance mechanisms such as investor relations management to improve the governance efficiency and protect the interests of investors.

Key words: investor relations management, corporate governance efficiency, financial restatement, moderating effect

收稿日期: 2008-12-25;

作者简介: 马连福(1963-), 男, 汉族, 河北沧州人, 南开大学商学院/公司治理研究中心教授, 管理学博士, 博士生导师, 南开大学公司治理研究中心副主任, 南开大学现代管理研究所所长。研究方向: 公司治理、投资者关系管理、营销管理。