

投资者关系管理对企业并购行为的影响研究

刘波波 高明华

(北京师范大学经济与工商管理学院,北京 100875)



内容提要:本文以2014—2019年我国深交所上市公司为研究对象,考察了投资者关系管理对企业并购行为的影响。研究发现:投资者关系管理能够显著提高企业发起并购的可能性和并购规模。机制检验表明,缓解融资约束和经理人代理问题是投资者关系管理影响企业并购行为的潜在机制。进一步研究表明,企业外部信息环境和产权性质会影响投资者关系管理的效果,投资者关系管理对企业并购行为的促进作用在分析师关注度较低、投资者信息需求较强的企业中以及国有企业中更加明显。本文的研究提供了投资者关系管理与企业并购行为之间因果关系的经验证据,对于现实中如何提高上市公司质量、推进产业结构升级以及推动我国经济高质量发展具有较强的启示意义。

关键词:投资者关系管理 企业并购 融资约束 外部信息环境

中图分类号:F275.5 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2021)10—0154—19

一、引言

并购作为企业扩张的最主要方式之一,对提高上市公司质量、推进产业整合和升级具有重要的作用。2019年10月,中国证监会发布《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》,旨在进一步放宽并购重组的相关要求,促进资本市场高质量发展。宽松的并购重组政策为上市公司做大做强、优化资源配置提供了有利条件。在相关政策^①的支持下,我国资本市场的并购重组活动日趋活跃。据国泰安数据统计显示,2020年上市公司发起的并购事件总量达1261例,总交易金额高达6675.61亿元。

然而,企业并购过程各个环节总是存在着信息不对称,由此带来的并购风险可能会阻碍并购活动的有效开展(王艳和李善民,2017)^[1]。具体而言,信息不对称引发的融资约束问题和代理冲突可能是影响企业并购决策的两个关键因素。一方面,并购所涉及到的资金规模庞大,企业面临的融资约束越高,意味着越难筹集到充足的资金进行并购(李善民等,2020)^[2],从而导致放弃一些具有投资价值的并购项目;另一方面,信息不对称也使股东无法完全对经理人在并购决策中的行为进行有效的监督和约束,可能导致经理人因私利动机而不愿意发起一些复杂的、高风险的并购项目。因此,如何减少并购交易过程中的信息不对称,缓解融资约束和代理冲突,对增强企业并购动机至关重要。

在中国资本市场,投资者关系管理制度被中国证监会作为一种保护投资者利益的重要手段而

收稿日期:2021-05-27

作者简介:刘波波,女,博士研究生,研究领域是国企改革与公司治理,电子邮箱:boboliu91@163.com;高明华,男,教授,博士生导师,研究领域是国企改革与公司治理,电子邮箱:mhgao@bnu.edu.cn。通讯作者:高明华。

① 2014年10月23日,证监会发布《上市公司重大资产重组管理办法》和《关于修改〈上市公司收购管理办法〉的决定》;2015年8月31日,证监会、财政部、国资委、银监会四部委联合发布《关于鼓励上市公司兼并重组、现金分红及回购股份的通知》;2019年10月18日,证监会发布《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》。

强制引入(权小锋等,2016)^[3]。信息披露和互动沟通是投资者关系管理的两个核心内容。良好的投资者关系管理可以减轻上市公司与投资者之间的信息不对称,增进投资者对公司的了解和认同,降低公司的融资成本,最终缓解公司面临的融资约束。上市公司在与投资者进行深入沟通的过程中也规范了公司治理体系,抑制了管理层的机会主义行为,降低了代理成本(Dolphin,2004^[4]; Chandler,2014^[5])。由此可见,投资者关系管理可能会通过缓解融资约束和降低代理成本而对企业的并购行为产生正向影响。然而,到目前为止却少有研究探讨投资者关系管理在企业并购决策中的价值效应。

鉴于此,本文从投资者关系管理视角出发,以2014—2019年深交所A股上市公司为研究对象,实证检验投资者关系管理对企业并购行为的影响及其作用机理,并探究企业面临的外部信息环境和企业产权性质如何影响投资者关系管理与企业并购行为的关系。本文的研究贡献主要体现在以下几个方面:第一,从研究视角来看,有别于从高管特征和经历、外部环境以及公司治理特征等角度研究企业并购行为的影响因素,本文尝试从“投资者关系管理”的视角探讨其对企业并购行为的影响,为理解企业并购决策的影响因素提供了新的经验证据。并在进一步研究中,将企业外部信息环境和产权性质引入考察投资者关系管理影响企业并购行为的研究框架中,发现投资者关系管理的作用会受到企业外部信息环境和产权性质的影响。建议企业在开展投资者关系管理活动时要充分考虑到其所处的外部信息环境的差异和其最终控制人性质的不同,以实现投资者关系管理效果的最优化。第二,本文基于信息不对称理论和委托代理理论,对投资者关系管理影响企业并购行为的机制进行了理论分析和数据验证,发现投资者关系管理会通过缓解融资约束和第一类代理问题影响企业并购行为,这一发现对于促进企业并购具有一定的政策启示。第三,提供了新的数据支撑。国内学者大多通过自行设计指标体系对投资者关系管理水平进行评价,由于指标体系涉及的具体指标比较多,相关数据主要来自公司网站和年报的手工搜集(杨德明等,2007)^[6]或者通过调查问卷的方式(李心丹等,2007^[7];权小锋等,2016^[8])获取,这导致有关投资者关系管理的实证研究在样本使用方面有些局限性。本文在已有研究的基础上,考虑到数据的可获取性,利用北京师范大学公司治理与企业发展研究中心的自愿性信息披露指数数据库和公开的国泰安数据库,重新构建了包含主动披露和互动沟通两个维度的投资者关系管理评价指标体系,比较全面、客观地评价了上市公司的投资者关系管理水平,并使用该指数数据进行了大样本实证研究。

二、文献综述、理论分析和研究假设

1. 文献综述

(1)投资者关系管理的经济后果。投资者关系管理是财务学研究领域关注的热点问题之一,现有研究主要从绩效效应和风险效应两个方面考察了投资者关系管理的价值效应。

在绩效效应方面,国内外学者主要从以下两个层面展开了大量研究:一是投资者关系管理对企业价值的直接效应。研究表明,投资者关系管理能够提升上市公司价值(李心丹等,2007^[7]; Vittis和Charitou,2012^[9])。二是投资者关系管理对企业价值的间接效应。研究发现,投资者关系的有效管理能够减少上市公司与投资者之间的信息不对称(Chang等,2008)^[10],提升投资者的满意度和忠诚度(Diamond和Verrecchia,1991^[11]; Higgins和Bannister,1992^[12]),提高股票流动性和股票价格(Brennan和Tamarowski,2000)^[13],增加机构投资者和分析师的关注度(Bushee和Miller,2012)^[14],降低权益资本成本或融资成本(Botosan,1997^[15];刘善敏等,2008^[16]),规范公司治理体系、降低代理成本(Dolphin,2004^[4];杨德明和辛清泉,2006^[17]),以及提高公司市场声誉(Chandler,2014)^[5]等。

在风险效应方面,已有研究表明,投资者关系管理能够通过发挥信息效应或治理效应对企业股

价崩盘风险(权小锋等,2016)^[8]、企业审计的固有风险和控制风险(权小锋和陆正飞,2016)^[18]、企业违规风险或违规行为(权小锋等,2016^[3];卜君和孙光国,2020^[19])产生显著的抑制作用。也有学者从企业风险承担的视角考察了投资者关系管理的经济后果,发现投资者关系管理具有自主性治理效应,能降低企业承担过高的风险(伊志宏等,2020)^[20]。

基于上述文献回顾,可以看到,已有研究主要集中于投资者关系管理对企业价值、企业风险的影响,却鲜有文献关注投资者关系管理是否以及如何影响企业并购活动。

(2)企业并购行为的影响因素。目前,已有研究主要关注高管特征和经历、外部环境因素以及公司治理特征等因素对企业并购决策的影响。

在高管特征和经历因素的影响方面,已有研究发现,高管年龄(Yim,2013)^[21]、高管过度自信(Malmendier和Tate,2008^[22];姜付秀等,2009^[23])、高管政治晋升(陈仕华等,2015)^[24]、高管政治关联(张雯等,2013)^[25]以及管理者从军经历(赖黎等,2017)^[26]等因素会对企业并购行为产生重要的影响。

在外部环境因素的影响方面,已有研究发现,地方政府干预(方军雄,2008)^[27]、政策不确定性(Bonaime等,2018)^[28]以及国家产业政策支持(蔡庆丰和田霖,2019)^[29]等会显著影响企业并购行为。此外,融资约束也会影响企业并购行为,有学者发现,面临融资约束的企业可能会放弃具有投资价值的项目,融资约束程度低的企业更有可能成为收购方(林学军和官玉霞,2020)^[30]。还有学者从融资约束的视角进行了机制检验,发现信用评级能够通过缓解企业融资约束对企业并购决策产生正向影响(翟玲玲和吴育辉,2021)^[31]。

在公司治理特征因素的影响方面,已有研究发现,公司治理机制会显著影响企业并购决策(郭冰等,2011)^[32]。独立董事和高管激励是重要的公司治理机制,从独立董事的影响来看,独立董事的网络中心度与企业并购行为显著正相关(万良勇和胡璟,2014)^[33],而独立董事的投行经历对企业并购行为并不能产生实质影响(孙甲奎和肖星,2019)^[34]。从高管激励机制的影响看,期权激励会通过减轻第一类代理问题对企业并购决策产生正向影响(王姝勋和董艳,2020)^[35],但相对绩效评价会导致企业经理人的激励扭曲,进而对并购行为产生显著的抑制作用(李广众等,2020)^[36]。

通过对现有文献的回顾,可以发现,已有企业并购决策影响因素的研究主要集中在高管特征和经历、外部环境因素以及公司治理特征因素等方面,而从资本市场“关系”视角出发展开的相关研究仍十分缺乏。

2. 理论分析与研究假设

(1)投资者关系管理影响企业并购行为的理论分析。理论上,投资者关系管理对企业并购行为的影响主要基于信息不对称理论和代理理论两个方面。首先,由于资本市场是不完全的,在并购过程中,上市公司与投资者之间总是存在较为严重的信息不对称,由此引发的融资约束问题可能会导致企业外部筹资困难。而并购交易所涉及到的资金规模庞大,外部融资又是并购中最常采用的融资方式,如果公司不能及时足额地从外部筹集到资金,将很难保证并购的顺利进行。已有研究发现,受到融资约束影响的公司会减少投资,投资决策更谨慎(Almeida和Campello,2007^[37];Pardoel,2011^[38])。而投资者关系管理作为投资者利益保护的一种重要的制度安排,通过充分的信息披露和与投资者的互动沟通,对于缓解公司的外部融资约束具有重要的作用。一方面,投资者关系的有效管理提高了上市公司的信息披露水平,减少了上市公司与投资者之间的信息不对称。信息不对称程度的降低不仅可以减少股票交易成本,增强股票的流动性(Diamond和Verrecchia,1991)^[11],还可以降低投资者要求的回报率(刘善敏等,2008)^[16],从而使得公司的股权融资成本降低。另一方面,投资者关系管理本质上是一种战略性沟通活动,除要求上市公司积极主动披露信息外,还要求上市公司加强与投资者之间的沟通交流。通过沟通和互动,使得投资者能够获取更多第一手的、

及时的关于公司真实经营管理情况的信息或者未在公司年报、季报上披露的经营细节(卜君和孙光国,2020)^[19],增进了投资者对公司的了解和认同,从而降低了股权融资成本。另外,投资者关系管理还可以提高公司的财务声誉,而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,有利于吸引更多的投资者投资,降低融资成本(Deephouse,1997)^[39]。融资成本越小的公司面临的融资约束程度就越低,越容易筹集到充足的资金来实施并购行为。由此可见,投资者关系管理可以通过缓解企业的融资约束而对企业的并购行为产生正向影响。

其次,现代企业所有权和经营权的分离导致的代理冲突也会阻碍并购交易进行。高管作为上市公司并购行为的重要决策主体,并购活动中的每一个投资决策都需要他们收集大量信息、付出大量努力(王姝勋和董艳,2020)^[35],但由于信息不对称的存在,股东无法完全对经理人在并购过程中的行动和工作努力程度进行有效监督和约束,这使得经理人有机会去“偷懒”,不愿实施较复杂的并购行为。Aggarwal和Samwick(2006)^[40]的研究也发现,当投资给经理人带来的私人成本较高时,他们会放弃一些净现值为正的投资项目。此外,在并购过程中,并购交易双方之间也存在着较严重的信息不对称,主并企业的经理人通常会面临并购对象选择、并购对象估值以及并购过程等方面的不确定性(李善民等,2015)^[41],而这些不确定性会给经理人带来较高的并购决策风险。由于代理问题的存在,经理人很可能会因私人利益而放弃那些高风险但净现值为正的并购项目,或者可能因信息不对称而对目标方估值过高,支付较高的并购溢价,从而对股东的利益造成损害。因此,信息不对称引发的代理问题会阻碍企业实施并购投资活动。而投资者关系管理活动的有效开展能够在一定程度上降低经理人的代理成本。一方面,信息披露质量的提高可以降低股东与经理人之间的信息不对称,有利于股东对经理人的行为进行监督约束,从而降低企业的代理成本(Bushman和Smith,2003)^[42];另一方面,企业通过与投资者的良好沟通和互动,可以使投资者更好地发挥监督效应,有效抑制经理人的机会主义行为,从而最终改善经理人的代理问题(Dolphin,2004)^[4]。同时,主并企业通过与被并企业进行信息交流和沟通,可以有效降低并购交易双方之间的信息不对称,使得经理人获取目标方的信息更加便捷,沟通反馈更加顺畅,从而能够降低经理人面临的并购风险,有利于经理人基于股东的利益做出合理的科学的并购决策。因此,投资者关系管理可以通过减少经理人的代理成本而对企业并购决策产生正向影响。因此,本文提出以下研究假设:

H_{1a}:投资者关系管理水平越高,企业发起并购的可能性越高,企业发起并购的规模越大。

H_{1b}:投资者关系管理会通过缓解融资约束和经理人代理问题进而对企业并购行为产生正向影响。

(2)外部信息环境的影响。投资者关系管理会正向影响企业并购决策,重要原因在于投资者关系管理作为企业的一项重要战略管理行为,在一定程度上缓解了并购过程中的信息不对称。外部信息环境由信息的分析、传播、鉴证等机制共同构成,较好的外部信息环境也是降低企业信息不对称程度的重要方面(张纯和吕伟,2009)^[43]。本文参考曹廷求和张光利(2020)^[44]的研究,以分析师关注和投资者信息需求作为企业外部信息环境的代理变量。一方面,分析师作为证券市场的信息中介之一,其在企业和市场之间发挥着重要的传递信息的角色。分析师通过对上市公司信息进行收集、分析和公开发布,可以有效缓解企业的信息不对称问题(李春涛等,2014)^[45]。分析师对企业的关注程度越高,企业的信息不对称程度越低。显然,分析师关注与投资者关系管理在缓解企业信息不对称方面存在替代关系。另一方面,投资者为了保证理性投资,也有主动获得企业信息的强烈动机。由于所有权与经营权的分离,投资者(特别是个人投资者)通常处于信息劣势地位,上市公司通过发布公告提供的公开信息远不足以满足投资者的信息需求。为了减少信息不对称带来的投资风险,投资者也会主动地通过各种渠道获取企业的经营信息(冯旭南,

2014)^[46]。一般而言,投资者主动搜集企业信息的动机越强,即投资者对企业信息的需求程度越高,意味着此时所处的信息环境越不透明。而在信息环境不透明时,投资者关系管理发挥作用的空间就较大。因此,可以预期,如果投资者关系管理主要通过缓解并购过程中的信息不对称进而影响企业并购决策,那么这个效果应该在外部信息环境较差的企业中更加明显。因此,本文提出以下研究假设:

H_{2a}:对于分析师关注程度较低的企业,投资者关系管理对企业并购行为的正向作用更大。

H_{2b}:对于投资者信息需求程度较高的企业,投资者关系管理对企业并购行为的正向作用更大。

(3)企业产权性质的影响。产权属性是我国上市公司的重要特征。最终控制人不同的企业由于受到的政府干预以及承担的政策性负担存在显著的差异,其开展的投资者关系管理活动在并购决策中的价值效应也可能有所不同。一方面,不同于民营企业,国有企业通常存在着所有者缺位、委托代理链过长等问题,这导致经理人的代理问题在国有企业中更加突出(Shleifer和Vishny,1998)^[47]。如果投资者关系管理通过降低代理成本进而影响企业并购行为,那么这个作用应该在国有企业中更大。另一方面,相较于民营企业,国有企业与政府、银行具有天然联系,资金来源更广,享受更多的融资便利和政府补贴(Brandt和Li,2003^[48];Faccio,2006^[49]),投资决策受到融资约束的影响更小。如果投资者关系管理通过缓解融资约束进而影响并购行为,那么这个效果应该在民营企业中更明显。可见,产权性质会影响投资者关系管理与企业并购行为的关系,但具体是正向影响还是负向影响,则取决于代理成本路径和融资约束路径孰占主导。因此,本文提出以下两个备择假设:

H_{3a}:相对于民营企业,投资者关系管理对国有企业并购行为的正向作用更大。

H_{3b}:相对于国有企业,投资者关系管理对民营企业并购行为的正向作用更大。

三、研究设计

1. 变量定义

(1)企业并购行为(MA)。本文借鉴姜付秀等(2009)^[23]、陈仕华等(2015)^[24]的做法,选择并购倾向(MA_D)和并购规模(MA_A)两个指标来衡量企业并购行为。其中,并购倾向(MA_D)是一个哑变量,若该公司当年发起并购则取值为1,否则为0;并购规模(MA_A)以该公司在一个年度内发起全部并购支付的金额总和取自然对数加以度量。

(2)投资者关系管理(IRM)。根据国内外一些权威机构和学术界对投资者关系管理的定义,投资者关系管理是指上市公司通过充分的自愿性信息披露,加强与现有及潜在投资者之间的沟通,增进投资者对公司的了解和认同,实现公司价值最大化的战略管理行为(李心丹等,2006^[50])。已有关于投资者关系管理的研究也指出,信息披露(主要是自愿性信息披露)和战略沟通是投资者关系管理的核心内容。因此,上市公司主动信息披露和与投资者的互动沟通是评价投资者关系管理水平时需要考虑的两个关键要素。本文基于数据可量化原则,利用北京师范大学公司治理与企业发展研究中心开发的“中国上市公司治理分类指数数据库”和现有公开数据库中的数据,构建了一套包含主动披露(IRM1)和互动沟通(IRM2)两个一级指标的投资者关系管理评价指标体系。其中,主动披露维度衡量的是上市公司自愿披露信息的质量,本文直接使用课题组开发的自愿性信息披露指数来衡量;该指数的评价始于2014年,到目前已有六次测度,主要从治理结构、治理效率、利益相关者与风险控制四个方面展开,相关指标的评价立足于投资者权益保护,是按照国际公司治理基本规范来确定的,因此是一种全方位的、更客观的评价。自愿性信息披露指数相关指标的详细评分标准和计算方式参考高明华等(2014^[51];2020^[52])。互动沟通维度衡量的是上市公司与投资者进行战略沟通所达到的水平,主要从沟通渠道易达性、沟通互动性和沟通组织管理三个方面选取八

个指标进行衡量。互动沟通水平(IRM2)由这八个指标通过简单加总平均计算得到。

本文使用上述两个一级指标计算了投资者关系管理指数(IRM)。目前,已有文献在测度投资者关系管理时,对于投资者关系管理评价体系中一级指标权重的确定,主要采取如下两种方法:一是基于层次分析法(AHP)来计算,认为各一级指标对投资者关系管理指数的贡献度是不同的。如李心丹等(2006)^[50]构建的投资者关系管理评价指标体系包含状态水平指标、质量指标和管理指标三个一级指标,并采用AHP方法中的对数最小二乘法来计算投资者关系管理综合指数。权小锋等(2016)^[8]构建了一套包含沟通职能、信息职能和组织职能三个一级指标的IRM职能绩效指标体系,在计算IRM综合水平时,使用AHP方法中的对数最小二乘法来确定三个职能指标的权重。二是直接将各一级指标进行加总计算,认为各一级指标的贡献度是相同的。如刘善敏等(2008)^[16]构建了包含常规信息披露指标、交流信息质量披露指标两大类共30个指标的网站投资者关系评价指标,并将每个公司的两大类30个指标的分数加总计算得到公司网站投资者关系指数。伊志宏等(2020)^[20]将信息披露水平、组织沟通水平、工作组织水平三个一级指标直接加总计算得到投资者关系管理水平综合指标。由于层次分析法确定指标权重时,人为主观因素的影响较大,并且根据投资者关系管理的定义和已有相关研究,难以明确本文构建的主动披露和互动沟通两个维度孰重孰轻,因此,本文对主动披露和互动沟通两个一级指标赋予相同的权重,即将两个一级指标等权重加总后得到投资者关系管理指数(IRM)。该指数越大,说明企业的投资者关系管理水平越高。为了研究结果的可靠性,本文还采用基于AHP法计算的投资者关系管理指数进行稳健性检验。具体的指标说明和评分标准如表1所示。

表1 投资者关系管理评价指标体系

一级指标	二级指标	评价标准	指标说明
主动披露	1. 董事会构成	明确披露董事会构成(1分);未披露或模糊披露董事会构成(0分)	衡量与公司治理结构相关的信息披露情况,包括董事会和监事会的构成及成员情况、高层管理人员学历及经历情况,以及专门委员会的构成情况
	2. 董事学历	完全披露(1分);不完全披露(0.5分);不披露(0分)	
	3. 董事任职经历(不含兼职、社会称号等)	完全披露(1分);不完全披露(0分)	
	4. 专门委员会构成	详细介绍委员会成员的情况(1分);只做一般性说明(0.5分);未披露任何信息(0分)	
	5. 监事会构成	明确披露监事会构成(1分);未披露或模糊披露监事会构成(0分)	
	6. 监事会成员	既披露个人背景信息也披露履职情况(1分);只披露个人背景信息或只披露履职情况(0.5分);未披露任何信息(0分)	
	7. 高管层学历	完全披露(1分);不完全披露(0.5分);不披露(0分)	
	8. 高管层任职经历(不低于三年)(不含兼职、社会称号)	完全披露(1分);不完全披露(0分)	

续表 1

一级指标	二级指标	评价标准	指标说明
主动披露	9. 股东大会(包括临时股东大会)股东出席率	完全披露(1分);不完全披露(0.5分);不披露(0分)	衡量与公司治理效率相关的信息披露情况,包括股东大会和董事会的召开情况、独立董事履职情况,以及高层管理人员薪酬和关系网络情况等
	10. 股东大会(包括临时股东大会)投票机制的说明	完全披露(1分);不完全披露(0.5分);不披露(0分)	
	11. 是否有明确的董事考核或薪酬制度	既披露考评制度也披露考评结果(1分);只披露考评制度但没有考评结果(0.5分);未披露任何信息(0分)	
	12. 《董事会议事规则》的说明	详细介绍议事规则(1分);只作一般性说明(0.5分);未披露任何信息(0分)	
	13. 董事会召开方式的说明	披露(1分);不披露(0分)	
	14. 独立董事同意、质疑或否决董事会某项决议的说明	披露(1分);不披露(0分)	
	15. 高管薪酬结构及额度	完全披露(1分);不完全披露(0.5分);不披露(0分)	
	16. 高管层关系网络	明确披露高管层关系网络(1分);未披露任何信息(0分)	
	17. 投资者关系建设情况的说明	详细披露投资者关系沟通细节或接待措施(1分);只说明有《投资者关系管理制度》,但没有具体内容(0.5分);关于投资者关系建设没有任何说明或者笼统说明(0分)	衡量有关公司对投资者、债权人、债务人、供应商、客户等利益相关者利益保护信息的披露情况
	18. 社会责任	披露社会责任报告或可持续发展报告(1分);只披露参与社会公益或环保情况(0.5分);未披露任何信息(0分)	
	19. 债权人情况	披露(1分);不披露(0分)	
	20. 债务人情况	披露(1分);不披露(0分)	
	21. 供应商情况	披露(1分);不披露(0分)	
	22. 客户情况	披露(1分);不披露(0分)	
	23. 企业发展战略目标	披露(1分);不披露(0分)	
	24. 盈利能力分析	披露(1分);不披露(0分)	衡量公司经营风险及控制方面的信息分析与披露情况
25. 营运能力分析	披露(1分);不披露(0分)		
26. 偿债能力分析	披露(1分);不披露(0分)		
27. 发展能力分析	披露(1分);不披露(0分)		
28. 关于现聘会计师事务所的说明	详细披露(1分);笼统披露(0.5分);没有任何说明(0分)		
29. 宏观形势对公司业绩影响的分析	披露(1分);不披露(0分)		
30. 行业地位(或市场份额)分析	披露(1分);不披露(0分)		
31. 竞争对手分析	披露(1分);不披露(0分)		

续表 1

一级指标	二级指标	评价标准	指标说明
互动沟通	32. 沟通渠道多样性	是否开通公司网站、微信或微博、投资者咨询电话或在线互动平台,根据开通的种类赋值,标准化处理为0—1区间数值	沟通渠道易达性:衡量上市公司为投资者提供联系公司、获取公司相关信息、参与股东大会的便利性
	33. 股东大会是否采用网络投票制	是(1分);否(0分)	
	34. 临时股东大会次数	用报告期内公司召开临时股东大会的次数衡量,标准化处理为0—1区间数值	沟通互动性:衡量公司与投资者进行沟通交流的充分程度
	35. 开展调研活动次数	用报告期内公司开展业绩说明会、特定对象调研、现场参观等调研活动的次数衡量,标准化处理为0—1区间数值	
	36. 年度股东大会是否及时召开	是(1分);否(0分)	
	37. 是否有10%以上股东提议召开临时股东大会	是(1分);否(0分)	
	38. 是否制定了投资者关系管理制度	是(1分);否(0分)	沟通组织管理:衡量公司或管理层对投资者关系活动的重视
	39. 当年除董秘外是否有其他高管参与调研活动	是(1分);否(0分)	

注:主动披露维度的全部指标和互动沟通维度中的指标32、33、37和38来自北京师范大学公司治理与企业发展研究中心高明华教授主持开发的“中国上市公司治理分类指数(2009—2020)”

资料来源:作者整理

(3)控制变量。影响企业并购行为的因素有很多,为避免干扰,本文借鉴现有研究的做法,主要对以下变量进行控制:公司规模(*Size*)、资产负债率(*Lev*)、企业成长性(*Growth*)、现金持有(*Cash*)、资产有形性(*PPE*)、董事会规模(*Scale*)、独立董事比例(*Indpt*)、第一大股东持股比例(*First*)。同时,为了控制行业和年份固定效应,本文还引入了行业(*industry*)和年份(*year*)虚拟变量。

本文主要变量的定义如表2所示。

表 2 主要变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
因变量	并购倾向	<i>MA_D</i>	是否发起并购,当年发起并购取1,否则取0
	并购规模	<i>MA_A</i>	当年所发起全部并购支付的金额总和,取对数
解释变量	投资者关系管理水平	<i>IRM</i>	根据主动披露和互动沟通两方面构建的投资者关系管理指数, $IRM = (IRM1 + IRM2) / 2$

续表 2

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
控制变量	公司规模	<i>Size</i>	员工人数的自然对数
	资产负债率	<i>Lev</i>	总负债/总资产
	企业成长性	<i>Growth</i>	主营收入增长率
	现金持有	<i>Cash</i>	货币资金/总资产
	资产有形性	<i>PPE</i>	固定资产/总资产
	董事会规模	<i>Scale</i>	董事会人数的自然对数
	独立董事比例	<i>Indpt</i>	独立董事人数/董事会总人数
	第一大股东持股比例	<i>First</i>	企业第一大股东持股比例
	年份	<i>year</i>	年度虚拟变量
	行业	<i>industry</i>	行业虚拟变量

资料来源:作者整理

2. 研究样本

本文选取 2014—2019 年深交所 A 股上市公司为研究样本。其中,本文构建的投资者关系管理指数的主动披露维度的全部指标数据、互动沟通维度的指标 32、33、37 和 38 的数据、分析师关注数据、产权性质数据来源于北京师范大学公司治理与企业发展研究中心开发的“中国上市公司治理分类指数数据库”;其他数据均来源于 CSMAR 数据库。由于本课题组对互动沟通维度中的指标 32、33、37 和 38 涉及的有关数据的搜集整理始于 2014 年,因此本文以 2014 年作为研究的起始点。

考虑到研究需要,本文采用以下标准对初始样本进行筛选:(1)选择并购交易地位是买方的并购事件;(2)剔除交易失败的并购事件;(3)剔除金融行业的上市公司;(4)剔除 ST、*ST 上市公司;(5)剔除资产负债率大于 1 的上市公司;(6)剔除主要变量数据缺失的上市公司。通过样本筛选,共获得 10618 个有效样本。为消除极端值对研究结论的影响,本文对所有连续性变量在 1% 和 99% 水平上进行了 Winsorize 处理。

3. 模型构建

为了考察投资者关系管理对企业并购行为的影响,本文构建如下模型进行检验:

$$MA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 IRM_{i,t} + \gamma Controls_{i,t} + \sum year + \sum industry + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中,*MA* 是衡量企业并购行为的变量,本文选择并购倾向 (*MA_D*) 和并购规模 (*MA_A*) 两个指标来度量;*IRM* 是衡量企业投资者关系管理水平的变量;*Controls* 为影响企业并购行为的相关控制变量。当因变量是并购倾向 (*MA_D*) 哑变量时,采用 Logit 模型进行回归估计;当因变量是并购规模 (*MA_A*) 时,采用混合 OLS 模型进行回归估计。

4. 描述性统计

表 3 列示了主要变量的描述性统计结果。数据显示,是否并购 (*MA_D*) 的均值为 0.353,表明样本区间内有大约 35.3% 的上市公司发起了并购。并购交易金额 (*MA_A*) 的均值为 6.449,标准差为 9.011。投资者关系管理水平 (*IRM*) 的均值为 51.802,最小值为 33.752,最大值为 67.469,表明我国上市公司的投资者关系管理水平平均来看并不高,离 60 分的及格线还有一定差距,并且不同上市公司间的投资者关系管理水平差异较大。

表 3 主要变量描述性统计

变量	样本量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
<i>MA_D</i>	10618	0.353	0	0.478	0	1
<i>MA_A</i>	10618	6.449	0	9.011	0	22.372
<i>IRM</i>	10618	51.802	52.004	7.598	33.752	67.469
<i>Size</i>	10618	7.515	7.448	1.122	4.920	10.607
<i>Lev</i>	10618	0.398	0.385	0.197	0.056	0.862
<i>Growth</i>	10618	0.429	0.159	1.127	-0.750	8.433
<i>Cash</i>	10618	0.170	0.139	0.116	0.018	0.587
<i>PPE</i>	10618	0.196	0.167	0.147	0.002	0.657
<i>Scale</i>	10618	2.096	2.197	0.193	1.609	2.565
<i>Indpt</i>	10618	0.378	0.364	0.055	0.333	0.571
<i>First</i>	10618	31.713	29.803	13.575	8.947	68.759

资料来源：作者整理

四、实证结果与分析

1. 投资者关系管理与企业并购行为

本文采用模型(1)检验投资者关系管理对企业并购行为的影响,回归结果如表4所示。

表4的列(1)和列(2)显示了投资者关系管理(*IRM*)与企业并购倾向(*MA_D*)的回归结果,回归结果表明,不论是否控制其他变量的影响,投资者关系管理(*IRM*)的回归系数均在1%水平上显著为正,说明投资者关系管理水平越高的企业,越有可能发起并购活动。列(3)和列(4)显示了投资者关系管理(*IRM*)与企业并购规模(*MA_A*)的回归结果,回归结果表明,不论是否控制其他变量的影响,投资者关系管理(*IRM*)对企业并购规模(*MA_A*)的影响系数均在1%水平上显著为正,说明企业的投资者关系管理水平越高,企业的并购规模越大。由此,本文的假设 H_{1a} 得到验证,即上市公司通过开展投资者关系管理活动能够提高企业发起并购的可能性和企业发起并购的规模。

表 4 投资者关系管理与企业并购行为回归结果

变量	并购倾向 <i>MA_D</i>		并购规模 <i>MA_A</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>IRM</i>	0.030*** (8.15)	0.027*** (7.06)	0.128*** (8.39)	0.107*** (7.01)
<i>Size</i>		0.066*** (2.64)		0.378*** (3.65)
<i>Lev</i>		0.289** (2.02)		1.095* (1.86)
<i>Growth</i>		0.083*** (4.48)		0.457*** (5.10)

续表 4

变量	并购倾向 MA_D		并购规模 MA_A	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Cash</i>		-0.893 *** (-4.09)		-4.062 *** (-4.76)
<i>PPE</i>		-1.424 *** (-6.81)		-6.142 *** (-7.49)
<i>Scale</i>		-0.408 ** (-2.44)		-1.521 ** (-2.17)
<i>Indpt</i>		-0.771 (-1.41)		-2.822 (-1.26)
<i>First</i>		0.000 (0.14)		0.001 (0.13)
常数项	-1.953 *** (-7.31)	-0.834 (-1.45)	0.744 (0.69)	4.429 * (1.88)
年份/行业	Yes	Yes	Yes	Yes
观测值	10616	10616	10618	10618
伪/调整 R^2	0.023	0.032	0.032	0.046

注:***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著;括号内为 t 值,标准误经过公司层面 cluster 调整;下同

资料来源:作者整理

2. 稳健性检验

(1)内生性问题。为缓解互为因果、遗漏变量偏误的内生性问题对研究结论的潜在干扰,本文采用以下方法进行稳健性检验:①解释变量滞后一期。考虑到投资者关系管理与企业并购行为之间可能存在着反向因果问题,本文借鉴学术界的常用方法,将解释变量滞后一期处理重新带入模型(1)进行回归,回归结果如表 5 列(1)和列(2)所示,研究结论与前文保持一致。②工具变量法。残差 ε 可能包含影响企业并购行为的其他变量,导致模型(1)存在遗漏变量问题;投资者关系管理影响企业并购行为的同时,也可能会受到企业并购行为的影响,二者之间存在反向因果问题。为了缓解内生性问题对研究结果的潜在干扰,本文借鉴谢德仁等(2016)^[53]的做法,选取同一省份内其他企业当年的 *IRM* 水平的平均值 *IRM_pro* 作为工具变量进行 2SLS 回归。选取该变量的理由是,同一省份内其他企业的投资者关系管理水平会影响到某一企业,即企业的投资者关系管理水平与同一省份内其他企业相关,但是同一省份内其他企业的投资者关系管理水平较难直接影响本企业的并购行为。第二阶段回归结果如表 5 列(3)和列(4)所示,可以发现,*IRM* 的系数均在 1% 水平上显著为正,结果与前文保持一致。以上结果表明,在缓解模型(1)的内生性问题后,本文的研究结论是稳健的。

(2)进一步稳健性检验。为了增强研究结论的可靠性,本文还采用以下方式进一步进行稳健性检验:①改变解释变量的度量方法。本文借鉴李心丹等(2006)^[50]、权小锋等(2016)^[8]的方法,采用 AHP 方法中的对数最小二乘法重新确定投资者关系管理指标体系的两个一级指标的权重,然后按照新确定的权重对两个一级指标进行加权汇总计算得到投资者关系管理指数,并以该指数作为解释变量的替代变量进行稳健性检验。②改变被解释变量的度量指标。本文采用并购频率(报告期企业发起并购的次数)作为企业并购行为的替代变量重新对模型(1)进行估计。③改变被解

释变量的度量时点。考虑到投资者关系管理对企业并购战略选择的影响可能存在时滞性, 本文将被解释变量更换为 $t+2$ 期的并购倾向和并购规模, 检验了投资者关系管理对企业未来的并购行为的影响。以上稳健性检验的回归结果如表 5 的列(5)~列(9)所示, 检验结果依然与前文的结论保持一致, 进一步证明了本文研究结果的稳健性。

表 5 内生性检验结果和其他稳健性检验结果

变量	解释变量 滞后一期		2SLS 回归第二 阶段回归结果		改变 解释变量		改变被 解释变量	改变被解释 变量度量时点	
	并购倾向 MA_D	并购规模 MA_A	并购倾向 MA_D	并购规模 MA_A	并购倾向 MA_D	并购规模 MA_A	并购频率 MA_freq	并购倾向 MA_D_{t+2}	并购规模 MA_A_{t+2}
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
IRM			0.026*** (3.21)	0.493*** (3.20)	0.023*** (7.75)	0.093*** (7.70)	0.013*** (7.76)	0.019*** (3.99)	0.076*** (4.06)
IRM_{t-1}	0.013*** (3.12)	0.047*** (2.68)							
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
常数项	0.062 (0.10)	8.614*** (3.46)	-0.458 (-1.37)	-9.977 (-1.58)	-0.709 (-1.25)	4.939** (2.12)	0.270 (1.15)	-0.376 (-0.51)	6.335** (2.15)
年份/行业	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
观测值	8440	8441	10618	10618	10616	10618	10618	6363	6365
伪/调整 R^2	0.032	0.045	0.339	0.330	0.033	0.047	0.049	0.016	0.019
Kleibergen-Paap $rk\ LM$	—	—	65.164	65.164	—	—	—	—	—
Kleibergen-Paap $rk\ Wald\ F$	—	—	65.765	65.765	—	—	—	—	—

资料来源:作者整理

3. 投资者关系管理影响企业并购行为的机制检验

前文的实证结果表明, 良好的投资者关系管理有利于企业的并购战略选择, 不仅能够显著提高企业发起并购的可能性, 也能显著提高企业并购的交易规模。为了考察这一现象背后的作用机制, 本文将进一步检验缓解融资约束和代理问题是否是投资者关系管理影响企业并购行为的重要途径。

首先, 在融资约束机制方面, 为了检验投资者关系管理对企业融资约束困境的缓解作用, 本文借鉴 Kaplan 和 Zingales(1997)^[54]、魏志华等(2014)^[55] 的研究, 以中国上市公司为样本来构建 KZ 指数^①, 用以度量企业的融资约束程度。KZ 指数越大, 表示企业面临的融资约束程度越高。以 KZ 指数为因变

① 本文以 2014—2019 年深交所上市公司为样本, 按照以下步骤构建 KZ 指数: 首先对经营活动现金流量净额/期初总资产 (CF/A)、现金股利/期初总资产 (D/A)、现金及现金等价物/期初总资产 (C/A)、资产负债率 (Lev)、Tobin's Q (Q) 五个指标进行分类, 如果 CF/A 低于年度中位数则令 KZ_1 为 1, 否则为 0; 如果 D/A 低于年度中位数则令 KZ_2 为 1, 否则为 0; 如果 C/A 低于年度中位数则令 KZ_3 为 1, 否则为 0; 如果 Lev 高于年度中位数则令 KZ_4 为 1, 否则为 0; 如果 Q 高于年度中位数则令 KZ_5 为 1, 否则为 0。然后令 $KZ = KZ_1 + KZ_2 + KZ_3 + KZ_4 + KZ_5$, 并以 KZ 为因变量, 采用 Ordered Logit 模型对 CF/A 、 D/A 、 C/A 、 Lev 和 Q 进行回归得到各变量的回归系数。最后将各变量的回归系数带入上述回归模型, 得到每一家上市公司融资约束程度的 KZ 指数。本文计算 KZ 指数使用的公式为: $KZ = -10.900 \times (CF/A) - 30.707 \times (D/A) - 6.363(C/A) + 4.407 \times Lev + 0.487 \times Q$ 。

量的回归结果如表 6 的列(1)和列(2)所示。可以看出,不论是否控制其他变量的影响,投资者关系管理(*IRM*)的回归系数均在 1% 水平上显著为负。该结果表明,投资者关系管理确实缓解了企业融资约束问题。

其次,在股东-经理人之间的代理问题机制方面,为检验投资者关系管理对代理成本的降低作用,本文使用管理费用率(%),即管理费用占营业收入的比乘以 100 来衡量企业的代理成本(*Cost*)。管理费用率越高,表示股东与经理人之间的代理问题越严重。以管理费用率为因变量的回归结果如表 6 的列(3)和列(4)所示。可以看出,不论是否控制其他变量的影响,解释变量投资者关系管理(*IRM*)的回归系数均显著为负。该结果表明,投资者关系管理确实降低了企业的代理成本。

综合上述结果,可以发现,缓解企业的融资约束和降低经理人的代理成本确实是投资者关系管理影响企业并购行为的重要途径,支持了本文的假设 H_{1b} 。

表 6 投资者关系管理影响企业并购行为的路径检验结果

变量	融资约束 <i>KZ</i>		代理成本 <i>Cost</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>IRM</i>	-0.027 *** (-5.22)	-0.022 *** (-7.46)	-0.099 *** (-5.33)	-0.033 ** (-2.04)
<i>Size</i>		-0.422 *** (-17.34)		-1.577 *** (-10.62)
<i>Lev</i>		6.634 *** (45.13)		-4.349 *** (-5.31)
<i>Growth</i>		-0.049 ** (-2.52)		0.076 (0.77)
<i>Cash</i>		-8.354 *** (-29.75)		2.297 * (1.80)
<i>PPE</i>		-0.605 *** (-3.60)		-1.248 (-1.24)
<i>Scale</i>		-0.361 ** (-2.52)		-0.360 (-0.43)
<i>Indpt</i>		-0.201 (-0.41)		5.506 ** (1.97)
<i>First</i>		-0.010 *** (-6.02)		-0.049 *** (-5.19)
常数项	2.296 *** (6.37)	4.997 *** (9.96)	15.159 *** (9.87)	26.039 *** (8.44)
年份/行业	Yes	Yes	Yes	Yes

续表 4

变量	融资约束 <i>KZ</i>		代理成本 <i>Cost</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)
观测值	10260	10260	10618	10618
调整 R^2	0.056	0.593	0.147	0.237

资料来源:作者整理

五、进一步讨论

1. 投资者关系管理、外部信息环境与企业并购行为

(1) 分析师关注的影响。为了研究分析师关注对投资者关系管理与企业并购行为关系的影响,本文采用报告期内分析师发布研究报告的次数 (*Analyst*) 来衡量分析师对企业的关注程度,并根据每年的分析师关注度是否高于其样本均值设置 *Analyst_d* 虚拟变量,当分析师关注度高于其年度均值时,取值为 1, 否则为 0。然后将虚拟变量 *Analyst_d*、交互项 $IRM \times Analyst_d$ 加入模型(1)进行回归,回归结果如表 7 的列(1)和列(2)所示。

表 7 的列(1)显示了分析师关注对投资者关系管理与企业并购倾向关系的影响,结果表明,投资者关系管理 (*IRM*) 的回归系数为 0.027, 在 1% 水平上显著,与分析师关注虚拟变量交互项 ($IRM \times Analyst_d$) 的回归系数为 -0.013, 在 5% 水平上显著,表明在分析师关注程度较低的企业,投资者关系管理对企业并购倾向的影响更大。列(2)显示了分析师关注对投资者关系管理与企业并购规模关系的影响,结果同样显示,投资者关系管理 (*IRM*) 的回归系数在 1% 水平上显著为正,与分析师关注虚拟变量交互项 ($IRM \times Analyst_d$) 的回归系数在 5% 水平上显著为负,表明投资者关系管理对企业并购交易规模的影响也在分析师关注程度较低的企业中更大。该结果支持了假设 H_{2a} 。

表 7 外部信息环境和产权性质的影响

变量	分析师关注的影响		投资者信息需求的影响		产权性质的影响	
	<i>MA_D</i>	<i>MA_A</i>	<i>MA_D</i>	<i>MA_A</i>	<i>MA_D</i>	<i>MA_A</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>IRM</i>	0.027 *** (6.28)	0.106 *** (6.24)	0.020 *** (4.54)	0.081 *** (4.45)	0.019 *** (4.70)	0.072 *** (4.33)
<i>Analyst_d</i>	0.933 *** (2.90)	3.996 *** (2.89)				
$IRM \times Analyst_d$	-0.013 ** (-2.15)	-0.054 ** (-2.09)				
<i>Web-sear_d</i>			-0.877 *** (-2.81)	-3.514 *** (-2.78)		
$IRM \times Web-sear_d$			0.016 *** (2.68)	0.064 *** (2.66)		
<i>State</i>					-1.553 *** (-4.18)	-6.498 *** (-4.70)

续表 7

	分析师关注的影响		投资者信息需求的影响		产权性质的影响	
	<i>MA_D</i>	<i>MA_A</i>	<i>MA_D</i>	<i>MA_A</i>	<i>MA_D</i>	<i>MA_A</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>IRM</i> × <i>State</i>					0.022 *** (3.00)	0.091 *** (3.39)
<i>Size</i>	0.032 (1.22)	0.221 ** (2.05)	0.072 *** (2.83)	0.398 *** (3.80)	0.095 *** (3.78)	0.501 *** (4.82)
<i>Lev</i>	0.346 ** (2.41)	1.347 ** (2.29)	0.287 ** (2.01)	1.088 * (1.85)	0.424 *** (2.96)	1.629 *** (2.80)
<i>Growth</i>	0.084 *** (4.52)	0.458 *** (5.12)	0.083 *** (4.43)	0.454 *** (5.07)	0.090 *** (4.83)	0.483 *** (5.40)
<i>Cash</i>	-0.925 *** (-4.22)	-4.191 *** (-4.90)	-0.901 *** (-4.11)	-4.098 *** (-4.79)	-0.775 *** (-3.55)	-3.534 *** (-4.16)
<i>PPE</i>	-1.335 *** (-6.37)	-5.744 *** (-6.98)	-1.442 *** (-6.87)	-6.202 *** (-7.56)	-1.279 *** (-6.06)	-5.470 *** (-6.68)
<i>Scale</i>	-0.423 ** (-2.53)	-1.581 ** (-2.26)	-0.393 ** (-2.35)	-1.461 ** (-2.09)	-0.234 (-1.38)	-0.778 (-1.11)
<i>Indpt</i>	-0.820 (-1.49)	-3.052 (-1.36)	-0.749 (-1.37)	-2.740 (-1.23)	-0.563 (-1.02)	-1.905 (-0.85)
<i>First</i>	0.000 (0.17)	0.001 (0.16)	0.000 (0.09)	0.001 (0.08)	0.001 (0.81)	0.006 (0.80)
常数项	-0.715 (-1.22)	5.123 ** (2.13)	-0.585 (-1.00)	5.466 ** (2.27)	-1.151 * (-1.92)	3.195 (1.32)
年份/行业	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
观测值	10616	10618	10616	10618	10616	10618
伪/调整 R ²	0.034	0.049	0.033	0.046	0.038	0.052

资料来源:作者整理

(2) 投资者信息需求的影响。为了研究投资者信息需求对投资者关系管理与企业并购行为关系的影响,本文借鉴曹廷求和张光利(2020)^[44]的做法,采用中国研究数据服务平台(CNRDS)中上市公司网络搜索指数来衡量投资者对企业信息的需求程度(即投资者对企业的关注度),该指数越大,表示投资者对企业信息的需求量越大。并根据该搜索指数是否高于其年度均值设置 *Web-sear_d* 虚拟变量,当高于其年度均值时取值为1,否则为0。然后将虚拟变量 *Web-sear_d*、交互项 *IRM* × *Web-sear_d* 加入模型(1)进行回归,回归结果如表7的列(3)和列(4)所示。

表7的列(3)显示了投资者信息需求对投资者关系管理与企业并购决策关系的影响,列(4)显示了投资者信息需求对投资者关系管理与企业并购规模关系的影响。从这两列的结果可以看到,投资者关系管理(*IRM*)的回归系数均在1%水平上显著为正,与网络搜索指数虚拟变量交互项 *IRM*

× *Web-sear_d* 的回归系数也均在 1% 水平上显著为正,表明当投资者对企业信息的需求量较高时,投资者关系管理不仅对企业并购可能性的提升作用更大,也对企业并购交易规模的提升作用更大。该结果支持了假设 H_{2b} 。

2. 投资者关系管理、产权性质与企业并购行为

根据前文分析,产权性质会影响投资者关系管理与企业并购行为的关系,但具体是正向影响还是负向影响需要进一步探讨。本文将产权性质 (*State*)、投资者关系管理与产权性质的交互项 ($IRM \times State$) 加入模型(1)进行回归,以检验产权性质对投资者关系管理与企业并购行为关系的影响。

表 7 的列(5)显示了投资者关系管理对不同产权性质企业并购决策的影响,列(6)显示了投资者关系管理对不同产权性质企业并购规模的影响。从列(5)和列(6)的结果来看,投资者关系管理 (*IRM*) 的回归系数均在 1% 水平上显著为正,与产权性质变量交互项 $IRM \times State$ 的回归系数也均在 1% 水平上显著为正,表明与民营企业相比,投资者关系管理对国有企业并购倾向和并购规模的正向作用更大。这个结果意味着,不同产权属性的企业在开展并购活动时,面临的代理问题比融资约束问题更严重。该结果支持了假设 H_{3a} 。

六、研究结论与启示

投资者关系管理对于降低企业信息不对称、保护投资者利益具有重要作用,近年来受到监管部门、上市公司、市场中介、投资者的高度重视。本文基于信息不对称理论和代理理论,以 2014—2019 年我国深交所上市公司为研究对象,从企业并购视角,分析和检验了投资者关系管理对企业并购行为的影响及其作用机理。研究发现:(1)投资者关系管理能够正向影响企业并购行为,不仅提高了企业发起并购的可能性,也提高了企业发起并购的规模。(2)从融资约束和经理人代理问题的视角分析了投资者关系管理对企业并购行为的作用机制,发现缓解融资约束和降低代理成本是投资者关系管理影响企业并购行为的重要途径。(3)从企业外部信息环境和产权属性两个角度进一步研究了投资者关系管理对企业并购行为的不同影响。从外部信息环境角度来看,投资者关系管理对企业并购行为的正向影响在外部信息环境较差(分析师关注程度较低、投资者信息需求较强)的企业中更加明显;从企业产权属性角度来看,相较于民营企业,国有企业的投资者关系管理对企业并购行为的正向影响更大。

本文的研究结论可以提供如下政策启示:(1)企业应当通过加强投资者关系管理为并购投资活动营造良好环境。上市公司通过管理和维护投资者关系可以降低企业信息不对称,增进投资者对公司的了解和认同,缓解企业并购所面临的融资约束与经理人代理问题,为企业并购活动创造透明的信息环境。这一发现对于那些希望通过并购重组实现资源整合和产业升级的企业来说具有重要的启示价值。目前,我国上市公司投资者关系管理虽然取得了明显的进步,但是上市公司整体的投资者关系管理水平仍然偏低。并且企业在开展投资者关系管理活动时,普遍比较重视信息披露质量的提高,而在加强与投资者的战略性互动和沟通方面还存在很大不足。因此,上市公司需要高度重视投资者关系管理活动在企业并购决策中的价值,应主动、及时、准确地披露更多投资者关心的企业经营信息,更应加强和深化与投资者的双向互动沟通。(2)研究发现,外部信息环境会影响投资者关系管理的效果,良好的外部信息环境意味着企业的信息不对称程度较低,在这样的环境下,投资者关系管理发挥其缓解信息不对称作用的空间有限。因此,建议企业在开展投资者关系管理活动时,要充分考虑到所处的外部信息环境的差异,以实现投资者关系管理效果的最优化。对于那些分析师关注程度较低、投资者信息需求程度较高的公司,更应将投资者关系管理活动纳入战略核心位置。(3)投资者关系管理对国有企业并购的促进作用更加明显,因此,企业要结合其最终控制人的性质有针对性地开展投资者关系管理活动,国有企业更应将投资者关系管理活动纳入战略

核心位置。(4) 证券监管部门应当不断完善投资者关系管理制度, 发挥监管与协调作用, 引导和鼓励上市公司不断提高投资者关系管理水平。

参考文献

- [1] 王艳, 李善民. 社会信任是否会提升企业并购绩效? [J]. 北京: 管理世界, 2017, (12): 125 - 140.
- [2] 李善民, 黄志宏, 郭菁晶. 资本市场定价对企业并购行为的影响研究——来自中国上市公司的证据[J]. 北京: 经济研究, 2020, (7): 41 - 57.
- [3] 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[J]. 上海: 财经研究, 2016, (5): 15 - 27.
- [4] Dolphin, R. R. The Strategic Role of Investor Relations[J]. *Corporate Communications: An International Journal*, 2004, 9, (1): 25 - 42.
- [5] Chandler, C. S. Investor Relations from the Perspective of CEOs[J]. *International Journal of Strategic Communication*, 2014, 8, (3): 160 - 176.
- [6] 杨德明, 王彦超, 辛清泉. 投资者关系管理、公司治理与企业业绩[J]. 天津: 南开管理评论, 2007, (3): 43 - 50.
- [7] 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 股上市公司投资者关系管理调查的实证研究[J]. 北京: 管理世界, 2007, (9): 117 - 128.
- [8] 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[J]. 北京: 管理世界, 2016, (1): 139 - 152, 188.
- [9] Vitis, A., M. Charitou. Valuation Effects of Investor Relations Investments[J]. *Accounting and Finance*, 2012, 52, (3): 941 - 970.
- [10] Chang, M., G. D'Anna, I. Watson, M. Wee. Does Disclosure Quality via Investor Relations Affect Information Asymmetry? [J]. *Australian Journal of Management*, 2008, 33, (2): 375 - 390.
- [11] Diamond, D. W., R. E. Verrecchia. Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital[J]. *The Journal of Finance*, 1991, 46, (4): 1325 - 1359.
- [12] Higgins, R. B., B. D. Bannister. How Corporate Communication of Strategy Affects Share Price[J]. *Long Range Planning*, 1992, 25, (3): 27 - 35.
- [13] Brennan, M. J., C. Tamarowski. Investor Relations, Liquidity, and Stock Prices[J]. *Journal of Applied Corporate Finance*, 2000, 12, (4): 26 - 37.
- [14] Bushee, B., G. Miller. Investor Relations, Firm Visibility and Investor Following[J]. *The Accounting Review*, 2012, 87, (3): 867 - 897.
- [15] Botosan, C. A. Disclosure Level and the Cost of Equity Capital[J]. *The Accounting Review*, 1997, 72, (3): 323 - 349.
- [16] 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]. 上海: 财经研究, 2008, (5): 75 - 86.
- [17] 杨德明, 辛清泉. 投资者关系与代理成本——基于上市公司的分析[J]. 北京: 经济科学, 2006, (3): 47 - 60.
- [18] 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[J]. 北京: 会计研究, 2016, (2): 73 - 80, 96.
- [19] 卜君, 孙光国. 投资者实地调研与上市公司违规: 作用机制与效果检验[J]. 北京: 会计研究, 2020, (5): 30 - 47.
- [20] 伊志宏, 丁艳平, 陈钦源, 杨圣之. 投资者关系管理与企业风险承担[J]. 北京: 经济理论与经济管理, 2020, (11): 4 - 20.
- [21] Yim, S. The Acquisitiveness of Youth: CEO Age and Acquisition Behavior[J]. *Journal of Financial Economics*, 2013, 108, (1): 250 - 273.
- [22] Malmendier, U., G. Tate. Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction[J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 89, (1): 20 - 43.
- [23] 姜付秀, 张敏, 陆正飞, 陈才东. 管理者过度自信、企业扩张与财务困境[J]. 北京: 经济研究, 2009, (1): 131 - 143.
- [24] 陈仕华, 卢昌崇, 姜广省, 王雅茹. 国企高管政治晋升对企业并购行为的影响——基于企业成长压力理论的实证研究[J]. 北京: 管理世界, 2015, (9): 125 - 136.
- [25] 张雯, 张胜, 李百兴. 政治关联、企业并购特征与并购绩效[J]. 天津: 南开管理评论, 2013, (2): 64 - 74.
- [26] 赖黎, 巩亚林, 夏晓兰, 马永强. 管理者从军经历与企业并购[J]. 北京: 世界经济, 2017, (12): 141 - 164.
- [27] 方军雄. 政府干预、所有权性质与企业并购[J]. 北京: 管理世界, 2008, (9): 118 - 123, 148, 188.
- [28] Bonaime, A., H. Gulen, M. Ion. Does Policy Uncertainty Affect Mergers and Acquisitions? [J]. *Journal of Financial Economics*,

2018,129,(3):531-558.

[29]蔡庆丰,田霖.产业政策与企业跨行业并购:市场导向还是政策套利[J].北京:中国工业经济,2019,(1):81-99.

[30]林学军,官玉霞.融资约束与企业并购——来自中国上市公司的经验证据[J].南京审计大学学报,2020,(3):51-60.

[31]翟玲玲,吴育辉.信用评级的融资与监督效应——来自企业并购的证据[J].天津:南开管理评论,2021,(1):27-38,45-47.

[32]郭冰,吕巍,周颖.公司治理、经验学习与企业连续并购——基于我国上市公司并购决策的经验证据[J].上海:财经研究,2011,(10):124-134.

[33]万良勇,胡璟.网络位置、独立董事治理与公司并购——来自中国上市公司的经验证据[J].天津:南开管理评论,2014,(2):64-73.

[34]孙甲奎,肖星.独立董事投行经历与上市公司并购行为及其效应研究——来自中国市场的证据[J].北京:会计研究,2019,(10):64-70.

[35]王姝勋,董艳.期权激励与企业并购行为[J].北京:金融研究,2020,(3):169-188.

[36]李广众,朱佳青,李杰,李新春.经理人相对绩效评价与企业并购行为:理论与实证[J].北京:经济研究,2020,(3):65-82.

[37]Almeida,H.,M.Campello. Financial Constraints, Asset Tangibility, and Corporate Investment[J]. Review of Financial Studies, 2007,20,(5):1429-1460.

[38]Pardoel,M. Financing Constrains in Mergers and Acquisitions: Method of Payment, Leverage Change and Firm Performance[D]. University of Tilburg,2011.

[39]Deephouse,D. L. The Effect of Financial and Media Reputations on Performance[J]. Corporate Reputation Review,1997,1,(1/2):68-71.

[40]Aggarwal,R. K., A. A. Samwick. Empire-builders and Shirkers; Investment, Firm Performance, and Managerial Incentives[J]. Journal of Corporate Finance,2006,12,(3):489-515.

[41]李善民,黄灿,史欣向.信息优势对企业并购的影响——基于社会网络的视角[J].北京:中国工业经济,2015,(11):141-155.

[42]Bushman,R. M., A. J. Smith. Transparency, Financial Accounting Information, and Corporate Governance[J]. Economic Policy Review,2003,9,(4):65-87.

[43]张纯,吕伟.信息环境、融资约束与现金股利[J].北京:金融研究,2009,(7):81-94.

[44]曹廷求,张光利.自愿性信息披露与股价崩盘风险:基于电话会议的研究[J].北京:经济研究,2020,(11):191-207.

[45]李春涛,宋敏,张璇.分析师跟踪与企业盈余管理——来自中国上市公司的证据[J].北京:金融研究,2014,(7):124-139.

[46]冯旭南.中国投资者具有信息获取能力吗?——来自“业绩预告”效应的证据[J].北京:经济学(季刊),2014,(3):1065-1090.

[47]Shleifer,A.,R. W. Vishny. The Grabbing Hand: Government Pathologies and their Cures[M]. Cambridge, Mass; Harvard University Press,1998.

[48]Brandt,L.,H. Li. Bank Discrimination in Transition Economies: Ideology, Information, or Incentives? [J]. Journal of Comparative Economics,2003,31,(3):387-413.

[49]Faccio,M. Politically Connected Firms[J]. The American Economic Review,2006,96,(1):369-386.

[50]李心丹,肖斌卿,王树华,刘玉灿.中国上市公司投资者关系管理评价指标及其应用研究[J].北京:管理世界,2006,(9):117-128.

[51]高明华等.中国上市公司自愿性信息披露指数报告(2014)[M].北京:经济科学出版社,2014.

[52]高明华等.中国上市公司治理分类指数报告(2020)[M].北京:中国纺织出版社,2020.

[53]谢德仁,郑登津,崔宸瑜.控股股东股权质押是潜在的“地雷”吗?——基于股价崩盘风险视角的研究[J].北京:管理世界,2016,(5):128-140,188.

[54]Kaplan,S. N.,L. Zingales. Do Investment-cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints[J]. Quarterly Journal of Economics,1997,112,(1):169-215.

[55]魏志华,曾爱民,李博.金融生态环境与企业融资约束——基于中国上市公司的实证研究[J].北京:会计研究,2014,(5):73-80,95.

Investor Relations Management and Firms' M&A Behaviors

LIU Bo-bo, GAO Ming-hua

(School of Business and Administration, Beijing Normal University, Beijing, 100875, China)

Abstract: As one of the most important ways of enterprise expansion, M&A plays an important role in improving the quality of listed companies and promoting industrial integration and upgrading. The relaxed merger and reorganization policies issued by CSRC provide favorable conditions for listed companies to become bigger and stronger and optimize resource allocation. Under the support of relevant policies, M&A activities in China's capital market are increasingly active. However, information asymmetry always exists in each link of M&A process, and the financing constraints and agency conflicts caused by information asymmetry may cause enterprises to give up some M&A projects with positive net present value. Therefore, how to reduce the information asymmetry in the process of M&A and alleviate financing constraints and agency conflicts is of great importance to enhance the motivation of M&A. Good investor relations management can reduce information asymmetry between listed companies and investors, enhance investors' understanding and recognition of the companies, and reduce the financing cost of the companies. In the process of in-depth communication with investors, listed companies also standardize the corporate governance system, restrain the opportunistic behavior of management, and reduce agency cost. It can be seen that investor relations management may have a positive impact on M&A behaviors by alleviating financing constraints and agency problems. However, up to now, few studies have explored the value effect of investor relations management in M&A decision making.

From the perspective of investor relations management, this paper takes the listed companies on Shenzhen Stock Exchange from 2014 to 2019 as the research sample, and examines the impact of investor relations management on corporate M&A behavior. The results show that investor relations management can significantly improve the possibility and scale of mergers and acquisitions. The mechanism test shows that the mitigation of financing constraints and manager agency problems are the potential mechanisms for investor relations management to affect M&A behavior. Further research shows that the external information environment and property right nature of enterprises will affect the effect of investor relations management, and the promotion effect of investor relations management on M&A is more obvious in enterprises with low analyst attention and strong investor information demand and state-owned enterprises. This paper provides empirical evidence of the causal relationship between investor relationship management and M&A behavior, which has strong enlightenment significance for how to improve the quality of listed companies, promote the upgrading of industrial structure and promote the high-quality development of China's economy in reality.

Therefore, we can get the following policy recommendations. 1. Listed companies should attach great importance to the value of investor relations management in M&A decisions, proactively, timely and accurately disclose more business information that investors care about, and strengthen two-way interaction and communication with investors to create a good environment for M&A investment activities. 2. External information environment will affect the effect of investor relations management. It is suggested that enterprises should fully consider the differences of external information environment when carrying out investor relations management activities, so as to optimize the effect of investor relations management. For those companies with low analyst attention and high investor information demand, investor relations management activities should be brought into the core strategic position. 3. Enterprises should carry out investor relations management activities according to the nature of their ultimate controller, and state-owned enterprises should bring investor relations management activities into the strategic core position. 4. Securities regulatory authorities should constantly improve the investor relations management system, play a regulatory and coordinating role, and guide and encourage listed companies to continuously improve the level of investor relations management.

Key Words: investor relations management; M&A; financing constraints; external information environment

JEL Classification: D22, D89, G34

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2021.10.009

(责任编辑: 闫梅)