内部控制目标实现程度与投资者关系管理水平的相关性

万晓文(教授)，张萍萍

(山东财经大学会计学院，济南 250014)

【摘要】本文基于内部控制目标实现程度的视角,研究了内部控制与投资者关系管理的关系,通过实证检验发现,内部控制对投资者关系管理水平存在显著正向影响。同时研究还发现,内部控制的资产安全目标、经营效率和效果目标及企业发展战略目标的实现对投资者关系管理水平的提高也存在显著的促进作用,而合法合规性目标和财务报告目标的实现程度与投资者关系管理也是正向弱相关。

【关键词】投资者关系管理；内部控制；资产安全；经营效率和效果；企业发展战略

一、引言

在西方发达资本市场中,投资者关系管理(**Investor Relations Management**,**IRM**)已经逐渐走向成熟,近年来,我国资本市场对**IRM**也更加关注和重视。为了加大市场监管,引导上市公司的**IRM**工作,促进资本市场健康发展,证监会针对我国资本市场发展的现状,于**2005**年**7**月**11**日发布了《上市公司与投资者关系工作指引》,以规范和指引上市公司投资者关系管理活动的开展。其后上交所于**2012**年**6**月**18**日又发布了《关于进一步加强上市公司投资者关系管理工作的通知》。在相关法律规章制度的指引下,我国上市公司进一步增强了对投资者关系管理的重视程度。本文在研究过程中发现,在选取的**661**家初始样本中,上市公司网站中增设投资者关系栏目的公司有**505**家,占总样本的**76.40%**,其中设立投资者互动平台的有**323**家,占总样本的**48.87%**;在公司年度报告中将投资者关系管理单独进行披露的公司有**245**家,占总样本的**37.07%**,与**2002**年相比(沪深两市上市公司建立网站投资者关系栏目的只有**18**家,占比**1.5%**),可见我国投资者关系管理水平得到了极大的提升。

投资者关系管理作为上市公司治理结构改革的重大举措之一,近年来越来越多的上市公司在年度报告的公司治理模块中披露投资者关系管理工作成果,而内部控制与公司治理是不能割舍的,应将内部控制置于公司治理的路径之上(程新生,**2004**)。内部控制经过不断的发展演变,已经成为影响企业组织生存和发展的重要机制,其为企业经营效率和效果、财务报告的可靠性和合法合规性提供合理保证,从而满足利益相关者的需求。已有研究证明,投资者对上市公司内部控制有着较强的需求(张先治、张晓东,**2004**);李志斌、尤雯(**2013**)研究发现,保护投资者权益是内部控制最为重要的溢出效应之一;由此可见,内部控制与投资者关系管理同为投资者服务,那么我们能否通过内部控制建设推进我国上市公司投资者关系管理的制度化和规范化呢?

本文以沪市**A**股上市公司为研究对象,实证研究内部控制与投资者关系管理之间的相关关系,并从内部控制目标出发,研究内部控制目标的实现程度对投资者关系管理水平的影响,希望能为我国投资者关系管理制度建设提供有益的启示和借鉴。

二、理论分析与提出假设

(一)理论分析

内部控制与投资者关系管理均具有投资者保护的功能,同时受到公司治理、股权集中度和公司特征等因素的影响。程晓陵、王怀明(**2008**)认为,公司治理的目标和内部控制的目标是一致的,内部控制目标是合理保证企业目标的实现,而公司治理的目标是实现股东财富最大化。没有系统、具体而有效的内部控制,公司治理将成为一纸空文(杨雄胜,**2005**)。与财务报告审计意见相比,审计师对于内部控制报告的审计意见更能为投资者提供增量价值信息(**Thomas J. Lopez**等,**2009**;**Arnold Schneider**等,**2008**),因此,建立有效的内部控制制度是完善公司治理的重要举措。而赵颖(**2009**)研究发现,股权集中度对投资者关系水平的影响呈倒**U**型曲线,股权过于分散使得管理层脱离监管,形成管理层操纵,甚至披露虚假信息,不与股东沟通,进而导致投资者关系水平低下;股权过分集中也会导致内部人控制的问题,控股股东拥有绝对话语权,引发大股东与中小股东冲突,进而造成投资者关系水平的低下,只有在保持适当的股权集中度情况下,才有利于投资者关系管理水平的提高。马连福、陈德球、胡艳

(**2008**)研究发现,股权集中度与投资者关系管理水平之间存在着显著的负相关关系:股权集中度高时,上市公司自愿性信息披露程度和与中小股东的互动沟通程度也较低。股权集中度影响内部控制的投资者保护功能,股权分散为内部控制的投资者保护功能的发挥创造了良好的环境,在股权集中度较低的公司,内部控制对投资者关系管理水平的正向作用更强(李志斌,**2013**)。

投资者保护程度受企业内部因素和外部因素的影响。内部因素包括公司治理机制、内部控制制度等的建立和完善;外部因素包括政府、法律和社会组织等的制约和监督。**David Schwarzkopf**(**2006**)研究发现,当投资者对上市公司管理者信任程度较高时,投资者愿意承担风险的可接受水平较高,那么如何提高投资者的信任程度,就有赖于企业投资者关系管理工作的落实。杜海霞、李睿(**2012**)研究提出内部控制的投资者保护的直接路径和间接路径,并认为内部控制对投资者保护的直接路径必须基于治理功能的实现进行构建。在法律法规健全且执法效率和执法力度较高的地区,公司治理机制更为合理,投资者保护程度较高,投资者关系管理水平相对较高。在此基础上,内部控制通过信息披露和外部监督将内部人侵吞投资者利益的可能性降到最低,内部控制的投资者保护功能得到发挥,提升了投资者关系管理的水平。

投资者关系管理注重企业与投资者之间的信息交流和沟通,企业对外进行信息披露的数量和质量也是衡量企业投资者关系管理水平的重要因素,从投资者关系管理活动来看,信息披露是投资者关系管理的核心。大多数学者认为,信息披露越充分,透明度越高,企业融资成本越低,股票市场越活跃,投资者越容易获利。在信息不对称的资本市场中,信息披露的质量备受投资者重视,有效的内部控制制度能够遏制财务舞弊,保证财务报告的合规性和合法性。个人投资者在进行风险投资决策时更加重视消极信息的参考和使用,而且内部控制缺陷会引起市场的消极反应(**Hammersley**等,**2008**)。曹建新和董瑞超(**2010**)研究发现,高质量的内部控制能够提高公司的信息披露质量,且信息披露质量越高,企业的债务融资成本越低;反之亦然,企业在资本市场中的表现也会更好,更容易得到投资者的青睐。从投资者保护角度来看,内部控制运行信息披露得越详细,投资者知情权得到保障的程度越高(杜海霞、李睿,**2012**);详细且有信息含量的披露不仅可以使投资者更加了解公司经营风险(**Elliott**等,**1994**),而且能明显降低投资者感知的重大错报风险,提高投资者投资的可能性(张继勋、周冉、孙鹏,**2011**)。内部控制建立企业内部的监督制约机制,保障企业内部人员权力与收益的平衡,从内部防止内部人侵吞外部投资者利益行为的发生;内部控制信息披露使投资者对企业可持续经营情况更加了解,进而做出合理的投资决策。

(二)提出假设

根据上文分析可见,内部控制对投资者关系管理水平的提高存在正向影响。我国**2008**年发布的《企业内部控制基本规范》中将内部控制目标划分为五个方面:维护资产安全、合理保证企业经营管理合法合规、保证财务报告及相关信息真实完整、提高经营效率和效果、促进企业实现发展战略。内部控制目标的实现将在减少信息不对称的影响、提高投资者知情权、维护投资者合法权益方面发挥重要的作用,因此,本文将从内部控制目标实现角度出发,研究内部控制与投资者关系管理的相关性关系。

基于以上分析,本文提出如下研究假设:

H1:内部控制对投资者关系管理水平存在正向影响。

H2:在其他条件不变情况下,企业资产安全程度越高,投资者关系管理水平就越高。

H3:在其他条件不变情况下,企业经营管理合法合规性水平越高,投资者关系管理水平越高。

H4:在其他条件不变情况下,企业财务报告目标实现程度越高,投资者关系管理水平越高。

H5:在其他条件不变情况下,企业经营效率和效果实现程度越高,投资者关系管理水平越高。

H6:在其他条件不变情况下,企业发展战略实现程度越高,投资者关系管理水平越高。

三、研究设计

(一)变量定义

1. 投资者关系管理指标(详见表**1**)。

表 1　　投资者关系管理指标(IRM)

互动沟通渠道	公司网络沟通平台建设
	分析师会议、业绩说明会路演
	一对一沟通
	重大风险提示
	投资者关系服务的联系方式
	对投资者质询做出的响应
历史性非财务指标	公司行业竞争状况分析
	社会责任履行情况
	重大投资
	公司治理
	企业文化建设
前瞻性信息	未来公司业绩影响因素
	公司发展战略与成长性分析
	顾客满意度
	新产品市场及新产品开发
	行业前景预期
	社会责任投资
组织设置	投资者关系管理部门
	授权和培训制度
	高管重视程度

本文借鉴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评价体系，从四个方面对投资者关系管理水平进行评价，主要包括互动沟通渠道、历史性非财务信息、前瞻性信息、组织设置四类指标，每类指标由若干小指标来衡量，总共**20**个小指标。在企业网站及年度财务报告中披露的指标赋值为**1**，未披露的赋值为**0**，具体指标见表**1**。

2. 变量定义及解释（详见表**2**）。内部控制变量：传统的内部控制指标通常从内部控制五要素出发，采用赋值法、构建指数体系等方法衡量内部控制有效性，大多是定性分析，主观性较大，因此本文在借鉴前人（**Chil - Yang Tseng**、陈汉文、张先治、王宏等）研究的基础上，从实现内部控制的目标出发，构建上市公司内部控制指数，共分为两层指标，如表**2**所示。

表 2　　变量定义及解释

变量性质		变量名称	符号	定义
被解释变量		投资者关系管理	**IRM**	根据表**1**指标加总获得
解释变量	内部控制变量（IC）	资产安全性变量	**ASS**	每股净资产=期末净资产/总股数
		经营管理合法合规性变量	**COM**	虚拟变量受到监管部门处罚或作为被告，则赋值**0**，否则赋值**1**
		财务报告目标变量	**REP**	审计意见（标准的无保留意见赋值**1**，其他赋值**0**）
		经营效率和效果变量	**OPE**	投资资本回报率=息税前经营利润率×投资资本周转率
				销售净利率=净利润/销售收入
		企业发展战略变量	**STR**	每股收益=归属普通股股东当期净利润/当期发行在外普通股的加权平均数
				β值用来度量企业风险
控制变量		公司规模	**SIZE**	**SIZE=LN**（公司年末总资产）
		财务杠杆	**LEV**	**LEV=**期末总负债/期末总资产
		股权集中度	**OC**	公司前五大股东持股比例之和
		独立董事比例	**ID**	独立董事人数占董事会人数的比例

第一层为目标层指标，包括资产安全性变量、合法合规性变量、财务报告目标变量、经营效率和效果变量、企业发展战略变量五个变量。第二层为具体评价指标，包括选取每股净资产衡量资产安全性变量；合法合规性变量，根据企业是否存在违规行为，是否存在诉讼，存在赋值**0**，不存在赋值**1**；财务报告目标变量，根据财务报告审计意见赋值，标准的无保留意见赋值**1**，其他审计意见赋值**0**；经营效率和效果变量采用投资资本回报率和销售净利率衡量；企业发展战略变量包括每股收益和贝塔系数指标。

本文内部控制指标既包括定量指标也包括定性指标，在很大程度上降低了主观评价的影响，而且包括的小指标较多，包含的信息充分，因此本文直接采用各指标的加权平均数作为内部控制水平的衡量指标。

3. 控制变量。投资者关系管理作为自主性公司治理机制，受多重因素的影响，主要包括公司特征、股权结构等因素，借鉴前人的研究，本文选取了公司规模、财务杠杆、股权集中度及独立董事比例作为控制变量。

（二）研究模型

本文构建以下模型检验假设：

$$IRM=a+\beta_1 IC+\beta_2 SIZE+\beta_3 LEV+\beta_4 OC+\beta_5 ID+\varepsilon \quad (1)$$

$$IRM=a+\beta_1 ASS+\beta_2 SIZE+\beta_3 LEV+\beta_4 OC+\beta_5 ID+\varepsilon \quad (2)$$

$$IRM=a+\beta_1 COM+\beta_2 SIZE+\beta_3 LEV+\beta_4 OC+\beta_5 ID+\varepsilon \quad (3)$$

$$IRM=a+\beta_1 REP+\beta_2 SIZE+\beta_3 LEV+\beta_4 OC+\beta_5 ID+\varepsilon \quad (4)$$

$$IRM=a+\beta_1 OPE+\beta_2 SIZE+\beta_3 LEV+\beta_4 OC+\beta_5 ID+\varepsilon \quad (5)$$

$$IRM=a+\beta_1 STR+\beta_2 SIZE+\beta_3 LEV+\beta_4 OC+\beta_5 ID+\varepsilon \quad (6)$$

（三）样本选取

本文选取沪市**A**股上市公司为研究对象，投资者关系管理指标的数据来源于巨潮资讯网和上市公司网站；其他数据来源于**CSMAR 2013**年年度数据；剔除金融保险类企业、数据缺失企业、存在极端值企业以及公司网站异常企业，最终获得有效样本**661**个。

四、实证研究结果

（一）描述性统计

表 3　　主要变量描述性统计

	N	极小值	极大值	均值	标准差
IRM	**661**	**5**	**20**	**14.97**	**3.510**
IC	**661**	**2.131 0**	**19.599 8**	**8.764 104**	**3.004 488 5**
ASS	**661**	**0.171 8**	**14.676 9**	**4.734 013**	**2.574 150 7**
COM	**661**	**0.00**	**2.00**	**1.706 5**	**0.497 06**
REP	**661**	**0**	**1**	**0.97**	**0.167**
OPE	**661**	**- 4.660 4**	**2.479 5**	**0.178 910**	**0.307 914 6**
STR	**661**	**- 1.310 2**	**5.894 1**	**1.173 420**	**0.816 531 5**
SIZE	**661**	**19.258 8**	**28.482 0**	**22.809 419**	**1.394 285 8**
LEV	**661**	**0.000 8**	**2.044 3**	**0.494 365**	**0.224 239 6**
OC	**661**	**0.001 3**	**0.962 0**	**0.311 708**	**0.191 381 0**
ID	**661**	**0.272 7**	**0.666 7**	**0.376 398**	**0.060 558 4**

从表**3**可以看出，投资者关系管理指标的最小值为**5**，最大值为**20**，平均值为**14.97**，由此可见沪市**A**股上市公司投资者关系管理水平差异较大，但是总体平均水平较高，

说明我国上市公司越来越重视投资者关系管理工作;内部控制指标的最小值为**2.131**,最大值为**19.6**,说明我国内部控制水平差异也较大,这为本文研究内部控制与投资者关系管理的相关性提供了基础。

(二)相关性分析

各变量之间的相关系数见表**4**。从表**4**中我们可以看出内部控制与投资者关系管理之间存在显著的正相关关系;内部控制各分层指标与投资者关系管理之间也存在显著的正相关关系,在一定程度上验证了本文提出的假设。自变量与控制变量以及控制变量相互之间也存在相关关系,相关系数最高为**0.456**,由此可以初步判断各变量之间不存在共线性问题。

(三)模型回归分析

表**5**为所有模型的回归结果汇总。模型(**1**)结果表明,内部控制对投资者关系管理水平存在着显著的正相关关系,加强内部控制建设有利于提高投资者关系管理水平,假设**1**得到了验证。

模型(**2**)、(**3**)、(**4**)、(**5**)、(**6**)主要检验内部控制目标实现程度对投资者关系管理水平的影响。回归结果表明内部控制的资产安全性目标、企业经营效率和效果目标及企业发展战略目标的实现程度与投资者关系管理之间存在显著的正相关关系,这证明了研究假设**2**、假设**5**和假设**6**。

模型(**3**)、(**4**)的回归结果表明,合规合法性目标及财务报告目标的实现程度对投资者关系管理水平并没有显著的正向促进作用,假设**3**、假设**4**未得到认证,这可能与指标设置有关。合规合法性目标和财务报告目标均采用赋值方法衡量,且选取的指标不能完全包括目标内容,存在误差,因此影响了实证结果,但是从表**5**中我们也可以发现,它们对投资者关系管理水平有一定的正向影响作用,只是实证分析结果表现不显著而已。

由表**5**可知,各模型的杜宾—瓦特森检验统计量(**DW**)的数值均在**2**与**4**之间,表明模型变量之间无序列相关;本文同时对模型进行了共线性诊断,容差均大于**0.5**,方差膨胀因子(**VIF**)均小于**5**,说明模型不存在严重的共线性问题。

表 4　　主要变量相关性分析

	IRM	IC	ASS	COM	REP	OPE	STR	SIZE	LEV	OC	ID
IRM	1										
N	661										
IC	0.482**	1									
	0.000										
N	661	661									
ASS	0.423**	0.935**	1								
	0.000	0.000									
N	661	661	661								
COM	0.189**	0.252**	0.082*	1							
	0.000	0.000	0.034								
N	661	661	661	661							
REP	0.331**	0.286**	0.175**	0.162**	1						
	0.000	0.000	0.000	0.000							
N	661	661	661	661	661						
OPE	0.122**	0.269**	0.142**	-0.014	0.080*	1					
	0.002	0.000	0.000	0.727	0.041						
N	661	661	661	661	661	661					
STR	0.215**	0.456**	0.191**	0.016	0.108**	0.169**	1				
	0.000	0.000	0.000	0.687	0.005	0.000					
N	661	661	661	661	661	661	661				
SIZE	0.382**	0.305**	0.264**	0.080*	0.145**	0.077*	0.191**	1	0.313**		
	0.000	0.000	0.000	0.040	0.000	0.049	0.000		0.000		
N	661	661	661	661	661	661	661	661	661		
LEV	0.345**	0.103**	0.145**	0.087*	0.051**	-0.029**	-0.131**	0.313**	1		
	0.000	0.008	0.000	0.026	0.000	0.004	0.001	0.000			
N	661	661	661	661	661	661	661	661	661		
OC	-0.196*	-0.100*	-0.151**	-0.062**	0.137**	0.048**	0.123**	0.342**	-0.135**	1	
	0.000	0.010	0.000	0.000	0.001	0.003	0.002	0.000	0.001		
N	661	661	661	661	661	661	661	661	661	661	
ID	0.297**	0.142**	0.124**	0.049*	0.119**	0.044**	0.060*	0.234**	0.126**	-0.045	1
	0.000	0.000	0.001	0.021	0.002	0.001	0.026	0.000	0.001	0.246	
N	661	661	661	661	661	661	661	661	661	661	661

注:**表示在**0.01**水平(双侧)上显著相关,*表示在**0.05**水平(双侧)上显著相关,表**5**同。

表 5　　模型回归结果

	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)	模型(5)	模型(6)
			IRM			
Cons	-6.938** (0.027)	-7.651** (0.000)	-8.554 (0.134)	-12.187 (0.158)	-10.656** (0.000)	-9.315* (0.067)
IC	0.34** (0.001)					
ASS		0.265** (0.003)				
COM			0.118 (0.275)			
REP				0.252 (0.546)		
OPE					0.104** (0.007)	
STR						0.203** (0.009)
SIZE	0.261** (0.000)	0.303** (0.004)	0.385** (0.000)	0.359* (0.024)	0.387** (0.003)	0.346** (0.007)
LEV	0.179** (0.000)	0.160** (0.013)	0.154** (0.000)	0.162** (0.000)	0.165** (0.000)	0.202** (0.000)
OC	-0.22** (0.000)	-0.231** (0.008)	-0.292** (0.000)	-0.29** (0.000)	-0.304* (0.087)	-0.305** (0.000)
ID	0.155** (0.000)	0.162* (0.027)	0.168** (0.000)	0.149* (0.094)	0.167** (0.006)	0.165* (0.048)
R^2	0.415	0.377	0.330	0.378	0.327	0.354
DW	2.694	2.781	2.884	2.779	2.891	2.831

(四)稳健性检验

本文从以下三个方面进行了稳健性检验:第一,由净资产增加额替换每股净资产指标评价资产安全进行回归;第二,使用净利润替换销售净利率评价经营效果和效率进行回归;第三,在控制变量中,股权集中度的度量使用第一大股东持股比例。经过回归分析,检验结果与本文结论一致,说明本文结论具有较强的稳健性。

五、结论与启示

1. 结论。本文选择沪市A股上市公司作为样本,研究内部控制与投资者关系管理之间的相关关系,本文研究发现,内部控制水平与投资者关系管理之间存在着显著的正相关关系,内部控制水平对投资者关系管理水平有正向的促进作用;企业资产安全对投资者关系管理水平有着正向促进作用;在合法合规性和财务报告目标方面的实证结果与假设不符,可能是由于指标设置过于简单,不能充分体现这两方面的内涵,但是我们也可以看出其对投资者关系管理水平的提升有一定的促进作用;内部控制实现企业经营效率和效果目标与企业发展战略目标时,企业投资者关系管理水平更高。这也在一定程度上印证了现实中很多上市公司开展投资者关系管理往往通过业绩说明会路演等方式加强与投资者的交流与沟通,越是在经营效率和效果、企业发展战略方面表现好的企业,越能够与其他企业相区分,越能够进行自愿性信息披露,提供的信息越充分,投资者关系管理工作就做得越好。

2. 启示。要提高上市公司投资者关系管理水平,企业就应该重视内部控制的建设,充分发挥内部控制作用,实现资产安全、合规合法、财务报告目标、经营效率和效果及企业战略五方面的目标,为投资者保护、信息披露和投资者的互动沟通提供保证。目前,我国投资者关系管理还缺乏制度化、规范化,许多上市公司在达到上市目的后往往忽视投资者关系管理,但在资本市场日趋成熟的情况下,投资者自身的保护意识越来越强,因此,要求上市公司投资者关系管理工作应始终贯穿于企业目标实现的全过程。

一方面,上市公司在结合内部控制建设的基础上,将内部控制目标的实现与投资者关系管理工作相结合,形成以内部控制为导向的投资者关系管理的制度体系,使投资者关系管理工作更有规可循,充分发挥内部控制对投资者关系管理水平的正向影响作用。另一方面,上市公司应区分投资者的不同性质,有针对性、有侧重点地对机构投资者、个人投资者和潜在投资者进行沟通交流,因人而异地开展投资者关系管理活动,建立投资者关系管理长期的、系统的战略部署,避免急功近利的短期行为。

主要参考文献

程新生.公司治理、内部控制与组织结构互动关系研究[J].会计研究,2004(4).

张先治,张晓东.基于投资者需求的上市公司内部控制实证分析[J].会计研究,2004(12).

李志斌,尤雯.内部控制的基本效应与溢出效应——内涵挖掘视角的研究[J].现代管理科学,2013(5).

程晓陵,王怀明.公司治理结构对内部控制有效性的影响[J].审计研究,2008(4).

杨雄胜.内部控制理论研究新视野[J].会计研究,2005(7).

Thomas J. Lopez, Scott D. Vandervelde, Yi-Jing Wu. Investor perceptions of an auditor's adverse internal control opinion[J].Journal of Accounting and Public Policy, 2009(28).

Arnold Schneider, Bryan K. Church. The effect of auditors' internal control opinions on loan decisions[J].Journal of Accounting and Public Policy,2008(27).

赵颖.我国上市公司投资者关系水平影响因素实证研究[J].经济管理,2009(1).

马连福,陈德球,胡艳.治理环境、股权结构与投资者关系管理[J].当代经济科学,2008(5).

李志斌.内部控制、股权集中度与投资者关系管理——来自A股上市公司投资者关系调查的证据[J].会计研究,2013(12).