

Company Brand Research

Based On The Perspective Of Investor Relations

基于投资者关系视角的 公司品牌研究

刘华◎著



中国工信出版集团



电子工业出版社
PUBLISHING HOUSE OF ELECTRONICS INDUSTRY
<http://www.phei.com.cn>

基于投资者关系视角的 公司品牌研究

刘华 著

電子工業出版社

Publishing House of Electronics Industry

北京·BEIJING

内 容 简 介

上市公司的价值取决于产品市场和资本市场两方面的影响。其在产品市场上取得的品牌影响力是否会对资本市场产生影响,影响机理是什么,以及如何利用这些影响等问题是本书研究的重点。

本书以信息不对称和投资者关系理论为基础,从公司品牌信息的价值效应和沟通效应两方面进行了相关探讨。研究发现,公司品牌价值对资本市场公司价值会产生正面影响;年报作为上市公司最重要的沟通媒介,在沟通公司品牌价值信息方面的作用并不显著;公司品牌信息互动沟通水平与公司价值之间呈现非线性的U形关系。

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究。

图书在版编目(CIP)数据

基于投资者关系视角的公司品牌研究 / 刘华著. —北京:电子工业出版社, 2016. 4

ISBN 978-7-121-28412-0

I. ①基… II. ①刘… III. ①上市公司—品牌—研究—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆CIP数据核字(2016)第056398号

责任编辑:秦绪军

特约编辑:田学清 赵海红

印 刷:北京季蜂印刷有限公司

装 订:北京季蜂印刷有限公司

出版发行:电子工业出版社

北京市海淀区万寿路173信箱

邮编:100036

开 本:720×1000 1/16 印张:12.75 字数:204千字

版 次:2016年4月第1版

印 次:2016年4月第1次印刷

定 价:45.00元

凡所购买电子工业出版社图书有缺损问题,请向购买书店调换。若书店售缺,请与本社发行部联系,联系及邮购电话:(010)88254888。

质量投诉请发邮件至zlts@phei.com.cn,盗版侵权举报请发邮件至dbqq@phei.com.cn。

服务热线:(010)88258888。

前 言

近年来，随着越来越多知名品牌公司的不断上市，一些新的问题呈现在管理者的面前。作为股份制企业，上市公司必须同时满足产品市场顾客和资本市场投资者两方面的需求。这些知名品牌公司，经过多年的经营和积累，已经在产品市场上获得了顾客的认可，取得了较高的品牌价值。这些在产品市场积累的公司品牌影响力是否会对资本市场的公司价值产生影响，影响机理是什么，以及如何有效利用这些影响提升公司价值等问题，是这类公司迫切需要解决的。

本书在文献梳理的基础上，采用规范分析与实证研究结合的方法，构建了以公司品牌信息和沟通为手段的投资者关系管理系统框架，尝试从投资者关系的视角探讨公司品牌信息的价值效应和沟通效应问题。本书得出的主要研究结论如下。

（1）基于投资者关系视角的公司品牌研究的理论基础是信息不对称理论和投资者关系模型。

信息不对称理论为基于投资者关系视角的公司品牌研究提供了机制性解释基础。现有的投资者关系管理模型为公司品牌与投资者关系管理之间关系的建立提供了有利的线索，并为相关研究提供了理论借鉴和支撑。

基于投资者关系视角的公司品牌研究站在上市公司的角度，将公司品牌作为一种信息商品，以信息不对称理论中的信号传递机制和声誉机制为理论支撑，以公司营销理论为指南，探讨公司品牌信息在降低上市公司与投资者之间信息不对称、提升公司价值方面的作用。

（2）公司品牌价值效应研究显示，公司品牌价值对资本市场公司价值具有正面影响作用。

理论方面,我们以 Ohlson (1995) 的净收益模型为基础,推导了公司价值、公司净资产信息及公司品牌信息之间的关系。这一关系成为本书研究相关问题的基础。

实证方面,本书基于“公司产品市场表现—投资者行为—公司资本市场表现”的研究思路,以 2009 年《中国 500 最具价值品牌排行榜》上榜公司中 106 家样本为研究对象,对这些公司的公司品牌价值与公司价值之间的关系进行了理论分析和实证检验。研究发现,公司品牌价值的大小与公司价值之间显著正相关,公司品牌价值通过影响资本市场股票的换手率,影响公司价值。股票换手率作为股东行为变量,在其中发挥了中介变量的作用。公司品牌价值作为第三方中介机构发布的关于公司产品市场综合表现的信号,是资本市场股东对公司价值评估的一种低成本、高可信度的参考。公司品牌价值信息的有效应用能在一定程度上缓解上市公司与投资者之间的信息不对称问题。

(3) 年报是上市公司与投资者之间信息沟通的重要途径,但在沟通公司品牌价值信息方面的作用并不显著。

年报是上市公司沟通信息的最重要的途径,但是通过对 2009 年《中国 500 最具价值品牌排行榜》上市公司的调查发现,在 106 家样本公司中,披露公司品牌价值的公司为 19 家,仅占样本总数的 17.9%。利用配对样本参数和非参数检验后发现,在配对样本资产规模和公司品牌价值得到控制的情况下,配对样本市场附加值(MVA)、托宾 Q 值(TQ)和每股收益(EPS)的 T 检验和 Z 检验结果均不显著,两者的平均值不存在显著差异。也就是说,上市公司是否在年报中披露有关公司品牌价值的信息对公司价值并未产生影响。

(4) 样本的品牌信息互动沟通整体水平较低,公司品牌信息互动沟通水平(S)与公司价值(MVA)之间呈现非线性的 U 形关系。

调查显示, 样本公司常用的互动沟通渠道可以分为两大类: 第一类属于以互联网为基础的投资者关系互动沟通渠道, 包括网站投资者专线电话、投资者信箱、投资者论坛和留言、针对投资者的常见性问题解答和网上路演等; 第二类为面对面沟通, 包括业绩说明会、路演、投资者见面会、分析师会议、媒体见面会、记者招待会、投资者见面会、走访投资者等形式。其中, 网络互动沟通渠道的使用比例明显高于面对面互动沟通渠道。

在此基础上, 本文利用因子分析的方法, 构建了公司品牌信息互动沟通指数。利用该指数对样本公司的公司品牌互动沟通水平进行了评价。结果显示, 样本公司的渠道整体水平较低, 公司之间存在较大差异。深沪两地公司品牌信息互动沟通总体水平不存在显著差异, 但是常设网络互动(F2)方面, 沪市优于深市。主动互动(F3)和媒体互动(F4)方面, 深市优于沪市。

通过进一步的多元回归分析可发现, 公司品牌信息互动沟通水平(S)与公司价值之间呈现非线性的U形关系。

目 录

第1章 绪 论	1
第一节 研究问题的提出和选题意义	1
一、研究问题的提出	1
二、选题意义	4
第二节 核心概念的界定	8
一、公司品牌、公司品牌信息和公司品牌价值	8
二、投资者关系与投资者关系管理	10
三、公司价值与公司经营绩效	11
第三节 研究思路和框架	12
一、研究目标和基本思路	12
二、研究框架	12
第四节 研究内容和方法	13
一、研究内容	13
二、研究方法	15
第2章 文献综述	17
第一节 公司品牌及其价值表现	17
一、公司品牌及相关概念内涵	18

二、公司品牌与产品品牌之间的区别·····	25
三、公司品牌在产品市场的价值表现·····	28
四、公司品牌与资本市场公司价值·····	30
五、公司品牌价值的评价·····	33
第二节 投资者关系管理的研究视角·····	38
一、作为信息沟通工具的投资者关系管理·····	39
二、营销战略角度的投资者关系管理 ^② ·····	48
三、公司营销视角的投资者关系管理·····	56
第三节 文献评析·····	62
一、公司品牌研究的局限性·····	62
二、投资者关系管理研究的重点·····	63
三、公司品牌与投资者关系管理研究的契合点·····	65
第3章 公司品牌、投资者关系管理与公司价值的理论关联·····	67
第一节 投资者关系管理存在的理由·····	67
一、资本市场的信息不对称·····	68
二、信息不对称对上市公司的影响·····	69
第二节 信息不对称问题的解决思路·····	71
一、契约和监管与信息不对称·····	71
二、市场机制与信息不对称·····	72
第三节 投资者关系管理、公司品牌关系模型·····	74
一、吸引投资者营销模型·····	74
二、西蒙等人的投资者营销模型·····	78
三、公司营销组合的“6C”模型·····	79

第4章 基于投资者关系视角的公司品牌研究框架	82
第一节 投资者的信息需求分析	82
一、资本市场的目标投资者及信息流动	83
二、分析师与机构投资者的信息需求	84
三、个人投资者的信息需求	87
四、我国投资者的信息需求	89
五、小结	91
第二节 上市公司对投资者信息需求的满足	94
一、商品化的信息	94
二、资本市场信息的内容	95
三、上市公司的信息沟通渠道	102
四、小结	105
第三节 以公司品牌信息及沟通为手段的投资者关系管理系统	106
一、投资者关系管理系统	107
二、投资者关系管理系统中的公司品牌信息	112
三、公司品牌信息的价值效应	117
四、公司品牌信息的沟通效应	121
第5章 公司品牌价值效应检验	123
第一节 理论分析与研究假设	123
一、理论分析	123
二、研究假设	125
第二节 研究设计	129
一、研究变量的定义与度量	129

二、样本选取与数据分析方法·····	132
第三节 实证检验·····	133
一、研究模型设计·····	133
二、实证分析·····	134
三、研究结论·····	139
第6章 公司品牌信息沟通效应检验·····	141
第一节 公司品牌价值年报沟通效应检验·····	141
一、样本和研究方法的选择·····	142
二、研究变量定义·····	142
三、实证检验·····	144
第二节 公司品牌信息互动沟通评价与检验·····	145
一、研究样本·····	146
二、公司品牌信息互动沟通评价指标的设计·····	148
三、公司品牌信息互动沟通水平评价·····	153
四、公司品牌信息互动沟通水平与公司价值的关系检验·····	156
第三节 本章小结·····	160
一、样本公司投资者关系沟通渠道建设使用情况·····	161
二、年报在公司品牌信息沟通中的作用·····	162
三、样本公司的公司品牌信息互动沟通水平评价结果·····	162
四、公司品牌信息互动沟通水平与公司价值关系的检验结果·····	163
第7章 研究结论与展望·····	164
第一节 研究结论与启示·····	164
一、研究结论·····	164

二、启示.....	169
第二节 论文的创新之处	171
一、对公司品牌理论在投资者关系管理中的应用进行了尝试...	171
二、对原有的投资者关系管理模型进行了补充和完善.....	172
三、对公司品牌信息沟通渠道水平进行了量化评价和检验.....	173
四、对公司品牌与公司价值的关系进行了量化考察.....	173
第三节 局限性与研究展望	174
一、研究局限.....	174
二、研究展望.....	175
参考文献	176



绪 论

第一节 研究问题的提出和选题意义

一、研究问题的提出

《中国 500 最具价值品牌排行榜》是世界知名品牌评价机构——世界品牌实验室发布的有关中国公司品牌情况比较权威的报告。相关数据显示（见表 1.1），从 2004 年发布至今，上市公司在 500 强中的比例呈逐年上升的趋势。2004 年共有 208 家公司上市，占 500 强公司的 41.6%，到 2011 年上市公司数量为 227 家，占 500 强公司总数的比例达到 45.4%。在排行榜中，排名越靠前的公司，上市比例越大。排名前 300 的品牌公司中，上市公司比例由 2004 年的 51%，上升到 2011 年的 56%；而排名前 100 的品牌公司中，上市公司比例由 2004 年的 71%，上升到 2011 年的 80%。

表 1.1 《中国 500 最具价值品牌排行榜》上市公司比例变化

年 度	排名前 500 品 牌上市公司 数目	占 500 强 公 司总数的百 分数 (%)	排 名 前 300 品牌上市公 司数目	占 前 300 强 公司总数的 百分数 (%)	排 名 前 100 品牌上市公 司数目	占 前 100 强 公司总数的 百分数 (%)
2004	208	41.6	153	51.0	71	71.0
2006	230	46.0	165	55.0	75	75.0
2009	210	42.0	155	51.7	76	76.0
2011	227	45.4	168	56.0	80	80.0

资料来源：作者收集整理归纳

随着一些知名品牌公司的不断上市，一些新问题开始引发人们的思考。上市公司股份制的性质和特点决定了公司的服务对象发生了扩展，由原来单纯服务于产品市场顾客的需求，发展到需要同时满足产品市场顾客和资本市场投资者两方面的需求。在当今多变的环境中，公司面临着越来越多的来自产品市场和资本市场的激烈竞争。现代市场竞争的加剧，使公司的管理者尤其是上市公司的管理者不但要考虑产品市场的经营问题，还必须充分考虑公司在资本市场上的表现，才能确保自身的生存和发展。

而类似《中国 500 最具价值品牌排行榜》的很多公司，他们经过多年的经营和积累，已经在产品市场上获得了顾客的认可，取得了较高的品牌声誉和价值。这些在产品市场积累的公司品牌影响力是否会对公司资本市场公司价值产生一定的影响，影响机理是什么，以及如何有效利用这些影响有效提升公司价值等问题，是这类公司迫切需要解决的。

我们通过对相关文献的梳理发现，以往对公司价值相关问题的研究多从公司治理、财务管理角度展开。Mueller (2002)、Wright 等人 (2002)、Simonton 和 Georgic (2004) 等人研究了所有权与公司价值的关系；McCone 和 Serves (1990)、Burkhart、Grump 和 Annuli (1997)、Claessens 等人 (2002)、Wolfenzon 和 Young (2005) 等研究了股权集中度与公司价值的关系；Pfeiffer

(1973)、Baysinger 和 Butler (1985)、Rosenstein 和 Wyatt (1990)、Lipton 和 Lurch (1992)、Yemark (1996)、Bhagat 和 Black (1996)、Millstein 和 Macavoy (1997)、Eisenberg 等人 (1998) 从董事会和独立董事与公司价值的关系角度做了一些探讨。国内学者何浚 (1998)、周业安 (1999)、吴淑琨 (2002)、李维安等 (2004)、王鹏、周黎安 (2006)、余镜怀、胡洁 (2007) 等研究了股权结构和控股股东对公司价值的影响; 孙永祥、章融 (2000)、胡勤勤、沈艺峰 (2001)、李维安、张耀伟 (2005)、徐二明、张晗 (2006)、孙文 (2007) 等对董事会治理与公司价值的相关性进行了实证检验。除此之外, 营销学界的一些学者从无形资产、品牌价值、股东价值关系 (Aaker, 1996; Doyle, 2001; Kerin 和 Sethuraman, 1998; Peter Doyle, 2001; Charles Pahud DE Mortanges 和 Allard Van Riel, 2003) 的角度对此做了一些探讨。但是从目前研究情况看, 各方的研究尚未给出普遍认可的答案。

随着资本市场的发展和股东自我保护意识的不断增强, 投资者关系成为顾客关系、员工关系之外另一个决定公司价值的重要力量。投资者关系管理作为处理上市公司与投资者之间关系的一种特殊的管理专长, 却一直未受到应有的重视 (Marston, 1996)。投资者关系管理通过帮助上市公司吸引更多投资者关注 (D.S.Dhaliwal, Craven 和 Marston, 1997)、降低融资成本 (Mary Conger, 2004)^①、稳定股价 (Fathilatul Zakimi Abdul Hamid, 2005)^②、提高公司声誉水平 (Deephhouse, 1997), 达到提升公司价值的目的。我国学者的相关研究也发现并证实了投资者关系管理的上述作用 (马连福, 2007^③; 杨德明, 2007^④)。投资者关系管理对内是一种公司治理创新, 对外则表现为一种公司营销 (马连福, 2007)。在投资者关系管理中, 信息的选择与有效的沟通是其核心的内容。

① Mary Conger. How a comprehensive IR program pays off. Financial Executive, 2004, January/February.

② Edward J. Farragher, Robert Kleiman, Mohammed S. Razaz. Do Investor Relations Make a Difference? The Quarterly Review of Economics and Finance, 1994, 34 (4): 403-412.

③ 马连福, 陈德球. 投资者关系管理、现金流权与公司价值. 第二届东亚公司治理会议论文.

④ 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. 南开管理评论, 2007 (3): 43-48.

而公司品牌是公司形象的代表,它体现了与公司核心价值相关的特征(Balmer 和 Gray, 2001)。从这一点看,公司品牌相关信息比较综合全面地反映了公司在产品市场的表现,它是公司财务信息与非财务信息的综合全面反映。该信息对于资本市场投资者决策具有重要的参考价值,是投资者关系管理中可以利用的重要信息资源。

投资者关系管理的本质及公司品牌信息的独特性质,为两者有效结合的研究提供了可能。而以往有关公司价值、信息披露、公司营销等问题研究思路和成果则为基于投资者关系视角的公司品牌研究的开展提供了理论和思维方面的指导。

本研究立足于资本市场,从投资者关系的视角研究公司品牌与资本市场公司价值的关系。研究过程借助了公司营销思维,从整体战略的角度开展研究设计,在此基础上,借助现有投资者关系管理框架,对公司品牌价值效应和沟通效应两方面的内容进行比较深入的探讨和实证检验。研究的目的在于:第一,尝试补充和完善现有的投资者关系管理理论内容,为上市公司投资者关系管理实践活动提供指导和理论支撑。第二,尝试公司品牌理论在资本市场的扩展和应用的机理探讨,并实证检验相应的结论。

二、选题意义

本选题的意义体现在如下几个方面。

(1) 对投资者关系管理理论进行补充和完善,回应上市公司价值管理的需要。

中国经济的高速发展和企业制度创新的不断深化,给上市公司相关治理和管理的研究提供了丰富的素材。尤其是进入 21 世纪以来,中国股份制企业比例不断加大。据相关统计数据显示,截至 2011 年年底,中国上市公司总数

为 2 342 家, 市值为 21.48 万亿元。我国资本市场近年来得到了飞速发展, 股票总市值已居全球第三位, 属于全球瞩目的新兴市场。上市公司如何在资本市场实施有效的价值管理问题成为中国上市公司不可避免的主题。资本市场竞争的加剧, 迫使上市公司开始重新思考如何处理与资本市场各种关系尤其是投资者关系问题, 投资者关系管理的作用日益凸显, 面向投资者的管理问题成为公司关注的焦点。

传统的投资者关系管理理论和实践兴起于 20 世纪 50 年代, 相关研究涉及投资者关系管理的内涵、沟通内容、投资者关系管理价值、评价指标等内容。多数研究立足于资本市场, 将投资者关系管理看作一种简单的沟通工具, 从沟通战术的层面关注投资者关系管理在解决上市公司与投资者信息不对称问题时的作用和效果。信息是上市公司投资者关系管理的核心要素。与此相对应, 信息内容的选择和沟通问题成为投资者关系管理研究的核心。

在信息内容的选择方面, 传统的投资者关系管理研究主要借助财务会计领域的研究思路和成果, 从财务信息与非财务信息、强制性与自愿性披露信息的角度开展相关研究。在信息沟通方面, 主要关注传统的单向信息沟通渠道的作用。

随着我国资本市场的发展完善, 产品市场与资本市场的联系日益紧密。投资者对上市公司信息提供工作提出了更高的要求。除传统的财务信息外, 他们更需要那些能够真实、有效地反映公司产品市场经营状况的综合性信息。同时他们对上市公司的信息沟通渠道也提出了更高的要求。

基于投资者关系视角的公司品牌研究为上市公司投资者关系管理工作信息的选择和传递提供了新的思路。本研究将公司品牌信息作为投资者关系管理重要的信息资源, 强调通过互动沟通渠道有效沟通公司品牌信息。本文对公司品牌信息的价值效应和沟通效应进行了阐述和论证, 其研究结论在一定程度上充

实了现有的投资者关系管理理论的内容,有助于帮助上市公司更好地开展投资者关系管理工作。

(2) 探索了基于产品市场的公司品牌理论和方法在资本市场投资者关系管理中的应用,为公司品牌理论和方法的扩展应用提供了参考和检验。

传统的公司品牌理论是基于产品市场竞争的需要而提出的。一些重要的研究内容,如公司品牌结构维度、公司品牌影响及品牌价值效应等,多立足于公司产品市场范畴,关注的是公司品牌对顾客价值及公司经营绩效的影响。

现代企业制度的出现,使股份制企业得到了迅猛的发展,股份制的性质和特点决定了上市公司的服务对象发生了扩展,由原来单纯服务于产品市场顾客,发展到需要同时满足产品市场顾客和资本市场投资者两个方面的需要。现代市场竞争的加剧,使公司的管理者尤其是上市公司的管理者在关注产品市场顾客价值和经营绩效的同时,必须把公司资本市场的表现纳入绩效考察的范围。他们不但要考虑产品市场的经营问题,还必须充分考虑公司在资本市场上的表现,才能确保公司的生存和发展。

为此,一些学者(Chaney, Devinney 和 Winer, 1991; Geyskens, Gielens 和 Dekimpe 2002; Lane 和 Jacobson, 1995; Pauwels 等, 2004; Joshi 和 Hanssens, 2004)开始考虑资本市场的营销问题,探索传统市场营销理论和方法在资本市场的应用。他们发现,品牌、广告等营销活动对公司在资本市场的表现会产生积极影响。

与此相适应,一些学者开始站在资本市场投资者的角度,研究公司品牌与资本市场公司价值关系问题。虽然部分学者实证说明了公司品牌对公司价值具有正向的影响作用,但是对于这种影响的机理及公司品牌信息的传递效应等问题尚未给出有利的说明。从目前我国品牌研究情况看,我国学者在公司品牌问