

实地调研、信息披露 与市场主体行为研究

唐松莲◎著

Research on private-in house meeting,
information disclosure
and capital market entities behaviors



华东理工大学出版社
EAST CHINA UNIVERSITY OF SCIENCE AND TECHNOLOGY PRESS

Research on private-in house meeting, information disclosure and capital market entities behaviors



国家自然科学基金委员会资助项目(项目号:71672059)

上海市浦江人才计划资助项目(项目号:16PJC20)

实地调研、信息披露与市场 主体行为研究

唐松莲 著



华东理工大学出版社

EAST CHINA UNIVERSITY OF SCIENCE AND TECHNOLOGY PRESS

· 上海 ·

图书在版编目(CIP)数据

实地调研、信息披露与市场主体行为研究/唐松莲著.
—上海:华东理工大学出版社,2018.1
ISBN 978-7-5628-5280-3

I. ①实… II. ①唐… III. ①上市公司—会计信息—
研究—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 287592 号

策划编辑/周 颖

责任编辑/徐知今

装帧设计/戚亮轩

出版发行/华东理工大学出版社有限公司

地址:上海市梅陇路 130 号,200237

电话:021-64250306

网址:www.ecustpress.cn

邮箱:zongbianban@ecustpress.cn

印 刷/江苏凤凰数码印务有限公司

开 本/710mm×1000mm 1/16

印 张/14.75

字 数/264 千字

版 次/2018 年 1 月第 1 版

印 次/2018 年 1 月第 1 次

定 价/49.00 元

版权所有 侵权必究

前言

公开披露和私下接触是上市公司信息披露的两大途径。公司与投资者私下接触的方式主要包括实地调研、电话会议、分析师会议和反向路演等。近年来,实地调研在上市公司信息披露行为中愈发重要(Abramowitz,2006;Jackson,2009)。根据2012年的全欧研究调查(All-Europe Research Team Survey)结果,实地调研已经成为上市公司与投资者私下接触最重要的一种方式。从WIND金融数据终端的统计结果来看,三分之二左右的深市上市公司发生了实地调研,公司实地调研年平均次数在6~11次。可见,中国上市公司偏好采用实地调研的方式与资本市场主要投资者进行私下接触。

近年来,对上市公司进行实地调研后,引起公司股价大幅波动,有许多案例,如2014年4月25日,长期无人问津的“华泽钴镍”突然迎来机构实地调研,公司股价连续拉出五个涨停板;同年5月20日,泽熙投资实地调研“海兰信”,公司股价六个交易日上涨近50%。这些现象将实地调研活动推上了资本市场的风口浪尖。实地调研中是否存在重大信息披露、是否有碍于公平信息披露原则,成为市场参与者和监管者关注的焦点。

中国证监会2006年颁布了《公平信息披露指引》,规定上市公司不得在私下接触中向特定对象披露重大信息,该指引类似于美国证监会2000年颁布的公平信息披露法则。但是具体到实地调研信息披露规则,沪深两市在2009年后奉行两种截然不同的态度:上交所鼓励自愿披露;深交所从2009年起强制要求年报披露,特别是到2012年7月后,深交所要求公司在调研发生后要及时披露。

基于中国2009—2012年的实地调研数据(谭松涛和崔小勇,2015;贾琬娇,洪剑峭和徐媛媛,2015;Cheng et al,2015a),发现证券分析师和证券投资基金可以通过实地调研获得信息优势。这些研究都是从投资者的视角,研究投资者是否因实地调研而成为知情交易人。而实际上,实地调研中信息披露主体是公司管理层,管

理层对实地调研中的信息披露具有更多自主权和选择权;与此同时,现有研究发现我国上市公司管理层通过对公司的信息操控和内幕交易等行为可获取超额收益(Huang,2005,2013)。那么,在实地调研中,上市公司管理层是否会通过策略性信息披露实现其利益诉求,基于现有文献,我们对该领域知之甚少。

本专著不仅仅基于投资者视角,同时还基于公司管理层视角,研究了2012年7月监管层要求实地调研信息及时披露后,实地调研接待方管理层和参与方证券分析师和证券投资基金的行为变化。在专著编写过程中,我们采用层层递进的方法,将全书分为四篇:基础篇、市场主体行为篇、公司管理层行为篇和案例篇。在研究方法上,对市场行为篇和公司管理层篇,主要采用实证研究方法;对案例篇,主要采用案例研究方法,分别选择利欧股份和苏宁云商,分析某一个特定上市公司在实地调研前后的行为。

通过本专著研究,至少可以实现以下实践意义:第一,对监管层而言,本课题基于自愿披露、强制年报披露和强制及时披露制度背景的研究,为监管层客观看待实地调研的自愿性披露、强制年报披露和强制及时披露提供依据;第二,对市场投资者而言,更加深刻地理解实地调研中管理层和投资者行为,不仅可以基于实地调研日前后市场反应建立交易策略进行套利,还可以从另一角度理解机构投资者信息优势的来源;第三,对上市公司而言,为其建立适应注册制改革背景下的投资者关系活动管理制度,特别是实地调研制度提供有益参考。

全书共四篇。第一篇“基础篇”,包括三章,分别是第一章我国投资者关系活动现状,第二章制度背景和第三章文献综述。第二篇“市场主体行为篇”,包括三章,分别是第四章实地调研、基金持股和超额收益,第五章实地调研类型、基金持股和超额收益及第六章实地调研、分析师跟随和预测准确性;其中,第四章和第五章主要研究实地调研参与主体证券投资基金行为,第六章主要研究实地调研参与主体证券分析师行为。第三篇“公

司管理层行为篇”，包括两章，分别是第七章审计意见、实地调研和管理层策略性信息披露及第八章高管权力、实地调研和信息不对称。第四篇“案例篇”，包括两章，分别是第九章企业转型、实地调研和管理层信息披露策略——基于利欧股份的案例分析，第十章投资者实地调研动因研究——基于苏宁云商案例。

感谢：

在本书编著过程中，要感谢我的研究生团队：他们是卢婧、李君如、陈伟、刘婧、戴文镜、高夏莉、尤瑞如和陈贇。他们在我撰写的本专著中留下了绚丽的色彩。与他们相处的时光，也是我人生路途中最美好的回忆。衷心感谢。

具体来说，在“基础篇”中，感谢卢静和陈伟所做的大量工作；在“市场主体行为篇”中，感谢卢婧和李君如所做的大量工作；在“管理层行为篇”中，感谢刘婧、戴文镜、高夏莉所做的大量工作；在“案例篇”中，感谢尤瑞如和陈贇所做的大量工作；此外，还要感谢我的女儿刘伊默，在暑假期间，女儿懂事乖巧，自己安排假期生活，使得我有大量时间进行本书写作。最后，感谢我的先生刘经国，他总是在我研究最困惑和最艰难的时候，给予我最大的帮助。

感谢国家自然科学基金委员会对“管理层利益诉求与公司策略性信息披露：基于实地调研视角研究”项目的资助（项目号 71672059）；感谢上海市浦江人才计划对“实地调研、重大信息披露与管理层理性选择”项目的资助（项目号 16PJC20）。

唐松莲

2017年8月于上海

第一篇 基础篇

第一章 我国投资者关系活动现状 / 003

一、引言 / 003

二、投资者关系活动的基本情况描述 / 004

- (一) 公司投资者关系活动数量逐年增加,类别以特定对象调研和现场参观为主 / 004
 - (二) 证券公司和基金是投资者关系活动主要参与单位,但私募基金影响力不容忽视 / 005
 - (三) 投资者关系活动行业分布基本均匀,略偏好电子和信息技术行业 / 006
 - (四) 投资者关系活动时间上呈现周期性,静默期明显 / 008
 - (五) 投资者关系活动披露的及时性逐年改善 / 008
 - (六) 投资者关系活动披露内容的详细程度 / 010
- 三、“投资者关系活动记录表”披露问题分析 / 010
- (一) 同一天的投资者关系活动多次披露 / 010
 - (二) “记录表”包含多天投资者关系活动 / 011
 - (三) “记录表”直接扫描手写稿,笔迹潦草难以辨认 / 011
 - (四) 某些“记录表”披露时间差较长,及时性需进一步规范 / 012
 - (五) 活动披露内容详细程度差异较大,部分公司零披露 / 013

参考文献 / 014

第二章 制度背景 / 019

一、实地调研 / 019

二、实地调研信息披露监管制度 / 019

三、实地调研参与主体的利益关系 / 021

附录:投资者活动记录表 / 023

参考文献 / 027

第三章 文献综述 / 029

- 一、实地调研等私下接触行为的研究进展 / 029
- 二、证券分析师行为研究 / 030
 - (一) 证券分析师与信息不对称 / 030
 - (二) 影响证券分析师盈余预测准确性的因素 / 031
 - (三) 证券分析师的盈余预测行为 / 033
 - (四) 证券分析师与资本市场 / 034
- 三、实地调研与证券分析师 / 035
- 四、实地调研与管理层信息披露 / 036
 - (一) 管理层策略性信息披露 / 036
 - (二) 实地调研与管理层信息披露 / 037
- 五、公平信息披露与资本市场主体行为 / 040
 - (一) 公平信息披露与上市公司信息供给 / 041
 - (二) 公平信息披露与证券分析师预测 / 042
 - (三) 公平信息披露与机构投资者信息优势 / 042
 - (四) 公平信息披露与内幕交易和股市波动 / 043
 - (五) 公平信息披露与信息不对称 / 044
- 六、研究述评 / 044
- 参考文献 / 045

第二篇 市场主体行为篇

第四章 实地调研、基金持股与超额收益 / 057

- 一、引言 / 057
- 二、研究假设 / 059
 - (一) 实地调研与公司特征 / 059
 - (二) 实地调研与持股交易行为 / 059
 - (三) 实地调研与超额收益 / 060
- 三、研究设计 / 060
 - (一) 研究样本与数据来源 / 060
 - (二) 变量定义与描述 / 061
 - (三) 模型构建 / 064
- 四、实地调研实证分析 / 064
 - (一) 实地调研公司特征描述 / 064

(二) 机构调研偏好分析 / 067
(三) 实地调研与基金持股交易行为 / 068
(四) 基金调仓行为超额收益分析 / 071
五、研究结论 / 071
参考文献 / 072

第五章 实地调研类型、基金持股与超额收益 / 076

一、引言 / 076
二、理论分析与研究假设 / 077
(一) 基金参与实地调研动机:重大信息披露假说 / 077
(二) 基金参与实地调研动机:信息马赛克假说 / 079
三、研究设计 / 080
(一) 样本选择与数据来源 / 080
(二) 变量定义 / 082
(三) 研究模型 / 085
四、调研类型实证分析 / 086
(一) 描述性统计 / 086
(二) 回归结果分析 / 087
(三) 稳健性检验 / 095
五、研究结论 / 095
参考文献 / 096

第六章 实地调研、分析师跟随和预测准确性 / 101

一、引言 / 101
二、理论推演与假设提出 / 103
三、研究设计 / 104
(一) 样本与数据收集 / 104
(二) 变量衡量指标 / 105
(三) 模型构建 / 107
四、实地结果分析 / 108
(一) 描述性统计与相关性分析 / 108
(二) 回归分析 / 110
(三) 实地调研与机构持股交易行为 / 114
五、研究结论及政策建议 / 118
参考文献 / 119

第三篇 公司管理层行为篇

第七章 审计意见、实地调研与管理层策略性信息披露 / 125

- 一、引言 / 125
- 二、理论推演与假设提出 / 126
- 三、研究设计 / 128
 - (一) 研究样本与数据来源 / 128
 - (二) 变量设计 / 129
 - (三) 研究模型 / 130
- 四、实证回归结果分析 / 131
 - (一) 描述性分析 / 131
 - (二) 相关性分析 / 134
 - (三) 回归分析 / 135
 - (四) 稳健性检验 / 138
- 五、研究结论与政策建议 / 139
 - (一) 研究结论 / 139
 - (二) 政策建议 / 140
- 参考文献 / 140

第八章 高管权力、实地调研与信息披露 / 144

- 一、引言 / 144
- 二、文献回顾与假设提出 / 145
- 三、研究设计 / 147
 - (一) 样本与数据收集 / 147
 - (二) 变量衡量指标 / 148
- 四、实证结果分析 / 150
 - (一) 描述性统计 / 150
 - (二) 组间分析 / 152
 - (三) 相关性分析 / 153
 - (四) 回归结果分析 / 155
 - (五) 稳健性检验 / 160
- 五、研究结论与政策启示 / 161

(一) 研究结论 / 161

(二) 政策启示 / 162

参考文献 / 162

第四篇 案例篇

第九章 企业转型、实地调研和管理层信息披露策略

——基于利欧股份的案例分析 / 167

一、引言 / 167

二、理论基础 / 170

(一) 寻租理论 / 170

(二) 经济后果观 / 170

(三) 印象管理 / 171

三、企业转型与实地调研 / 172

(一) 案例的选择与介绍 / 172

(二) 利欧股份投资者关系活动纪要 / 176

(三) 企业转型与管理层实地调研意愿度 / 179

四、企业转型、实地调研与管理层信息披露策略 / 181

(一) 管理层的信息披露策略 / 181

(二) 企业转型与实地调研的分析 / 187

五、研究结论与建议 / 193

参考文献 / 193

附录:投资者关系活动纪要 / 196

一、利欧集团股份有限公司投资者关系活动记录表 / 197

二、调研纪要问答语调明细 / 199

第十章 投资者实地调研的动因研究

——基于苏宁云商的案例 / 206

一、引言 / 206

二、案例部分 / 208

(一) 苏宁云商简介 / 208

(二) 苏宁云商投资者关系活动类型分布 / 210

(三) 投资者调研记录概述 / 211

(四) 基金调研后持仓变化描述性统计 / 212

三、实证研究 / 214

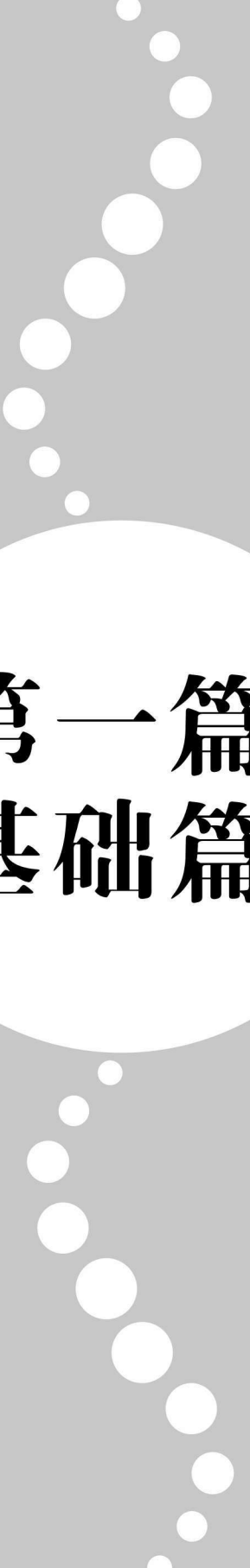
(一) 事件研究法及样本选择 / 214

(二) 基金持仓变化与苏宁云商股票收益 / 216

(三) 分析师专业程度与苏宁云商股票收益 / 217

四、研究结论 / 221

参考文献 / 221



第一篇 基础篇

第一章 我国投资者关系活动现状

一、引言

近年来,投资者关系活动特别是特定对象调研活动因引发公司股价的大幅波动,备受市场投资者关注。如2014年4月25日,长达一年无人问津的“华泽钴镍”突然迎来机构实地调研,公司股价随后探底回升,连续拉出五个涨停板。同年5月20日,徐翔旗下的泽熙投资实地调研“海兰信”,公司股价六个交易日上涨近50%。参与投资者关系活动,特别是特定对象调研的参与主体一般是大型投资者或证券分析师,为防止特定投资者或证券分析师通过投资者关系活动获取的私人信息进行获利,美国证券交易委员会(SECurities and Exchange Commission,简称SEC)于2000年10月颁布“Regulation Fair Disclosure”(简称RFD),根据该条例,特定投资者和证券分析师与公司管理层可进行一对一会议(one-to-one meetings)等多种形式的投资者关系活动,但如果在投资者关系活动中无意或有意披露了重要的非公开信息,公司必须在24小时内公开披露相同内容的信息(SEC File No. S7-31-99)。

2006年,中国证监会发布《上市公司信息披露管理办法》,首次引入“公平信息披露”理念。同年8月,深交所发布了《深圳证券交易所上市公司公平信息披露指引》,要求在年报中披露投资者关系互动情况记录。之后,2012年7月,深交所出台《中小企业板信息披露业务备忘录第2号》,要求上市公司在投资者关系活动结束后的3个交易日内,通过深交所网站“互动易”专栏中“投资者关系”栏目(<http://irm.cninfo.com.cn/szse/>),披露“投资者关系活动记录表”。记录表内容一般包括“投资者关系活动类别、参与单位名称及人员姓名、时间、地点、上市公司接待人姓名和活动主要内容介绍”。可见,2006年和2012年是深市投资者关系活动要求公平信息披露的两个关键年度,从年报披露演变到“互动易”网站及时披露。

证券市场制度建设和变迁主要体现在信息披露制度的不断优化和完善方面(Bethel, 2007)。如何在保证市场效率的前提下公平披露投资者关系

活动是国内外理论界和实务界都十分关注的话题。本文手工收集深交所上市公司从 2012 年 7 月 1 日到 2014 年 12 月 31 日投资者关系活动的 19 002 份“记录表”。从投资者关系活动类别、参与单位、行业分布、时间周期性和披露时间差五个方面对我国深市投资者关系活动基本情况进行描述,同时,对同一天活动多次披露、一张“记录表”包含多天活动、“记录表”笔迹潦草难以辨认和某些“记录表”披露时滞较长等披露问题进行总结,为监管层进一步规范投资者关系活动披露提供现实依据。

二、投资者关系活动的基本情况描述

(一) 公司投资者关系活动数量逐年增加,类别以特定对象调研和现场参观为主

由表 1.1 可见,从 2012 年到 2014 年,深市上市公司发生投资者关系活动比例从 52%提高到 76%,数量从 802 家上升到 1230 家,总体来说,三年间深市将近三分之二的上市公司进行了不同类别的投资者关系活动。公司发生投资者关系活动平均次数在 4 到 6 次之间,且表现出逐年增加趋势,说明我国上市公司管理层愿意在投资者关系活动上花费时间,通过投资者关系活动,建立与投资者之间的良好互动,从而提升公司价值,这与 Cross Border Group (2010)调研是一致的,在美国,上市公司 CEO 和 CFO 每年平均花费 17 天和 26 天在投资者关系活动上。

目前我国投资者关系活动类别有特定对象调研、现场参观、媒体采访、分析师会议、业绩说明会、路演和新闻发布会等。特定对象调研和现场参观是现阶段深市上市公司选择投资者关系活动的主要方式,从表 1.1 来看,特定对象调研占比在 70%到 80%之间,现场参观为 10%到 14%之间。其他形式的投资者关系活动,如媒体采访、分析师会议、业绩说明会和路演也是上市公司特定情况下采用的投资者关系活动方式,但占比不高。说明相对于一对多、互动时间较短的业绩说明会或分析师会议,证券分析师、基金经理和私募基金还是偏好参与人数较少、互动时间较长和上市公司管理层接触更多的特定对象调研和现场参观。

表 1.1 投资者关系活动类别及年度变化

活动类别/年度	2012 年	2013 年	2014 年	合计
发生活动的公司	802	1 121	1 230	3 956
深市上市公司数	1 540	1 536	1 618	4 694
发生活动的比例	52.08%	72.98%	75.96%	67.2%
投资者关系活动	3 260	7 574	8 168	19 002