



DONGWU BUSINESS SCHOOL

应用经济学丛书

丛书主编 孙文基

国家社会科学基金重大项目“国有企业监督制度改革与创新研究”
(编号: 17ZDA087)资助

基于风险情景考察的 投资者关系管理价值效应研究

JIYU FENGXIAN QINGJING KAOCHA DE
TOUZIZHE GUANXI GUANLI JIAZHI XIAOYING YANJIU

权小锋 著



苏州大学出版社
Soochow University Press



DONGWU BUSINESS SCHOOL

应用经济学丛书

丛书主编 孙文基

基于风险情景考察的 投资者关系管理价值效应研究

JIYU FENGXIAN QINGJING KAOCHA DE
TOUZIZHE GUANXI GUANLI JIAZHI XIAOYING YANJIU

权小锋 著



苏州大学出版社
Soochow University Press

图书在版编目(CIP)数据

基于风险情景考察的投资者关系管理价值效应研究 /
权小锋著. —苏州: 苏州大学出版社, 2018. 11
(应用经济学丛书 / 孙文基主编)
ISBN 978-7-5672-2676-0

I. ①基… II. ①权… III. ①上市公司—风险管理—
研究—中国②上市公司—公共关系学—研究—中国 IV.
①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 265619 号

书 名	基于风险情景考察的投资者关系管理价值效应研究
著 者	权小锋
责任编辑	孙志涛
出版发行	苏州大学出版社 (地址: 苏州市十梓街 1 号 215006)
印 刷	丹阳市兴华印刷厂
开 本	787 mm×960 mm 1/16
字 数	175 千
印 张	9.75
版 次	2018 年 11 月第 1 版 2018 年 11 月第 1 次印刷
书 号	ISBN 978-7-5672-2676-0
定 价	32.00 元

苏州大学版图书若有印装错误, 本社负责调换
苏州大学出版社营销部 电话: 0512-67481020
苏州大学出版社网址 <http://www.sudapress.com>
苏州大学出版社邮箱 sdcbs@suda.edu.cn

致 谢

本书阶段研究受到国家自然科学基金面上项目（编号：71772131）、教育部人文社会科学基金规划项目（编号：17YJA630081）、江苏省高校哲学社会科学基金重大项目（编号：2017ZDAXM017）、江苏省软科学基金项目（编号：BR2018014）、2017—2018 名城名校融合发展战略项目（编号：MZ33700218）、2018 年度“江苏省社科应用研究精品工程”财经发展专项课题（编号：18SCB-02）、霍英东教育基金会、江苏省高校“青蓝工程”中青年学术带头人项目、江苏省首届青年社科英才项目资助，特此致谢！

前 言

投资者关系管理制度在中国资本市场虽然起步较晚，但是监管层、上市公司和投资者对投资者关系管理的价值效应认知却非常重视。这从制度根源上归因于在中国转制经济市场中，投资者关系管理制度是作为投资者保护的一种重要手段出现的。2004 年中国证券监督管理委员会发布《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》，该规定将加强投资者关系管理作为一项重要的规定以保护社会公众股股东。2005 年 7 月中国证券监督管理委员会又发布了《上市公司与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。很多上市公司纷纷在企业内部制订正式的投资者关系管理制度，将投资者关系管理活动纳入企业战略管理。2014 年 6 月，中国证券投资者保护基金公司依托全国个人投资者固定样本库开展了投资者满意度调查，调查结果显示投资者对上市公司主动开展投资者关系管理活动状况表示满意的比例大约接近 50%。说明投资者存在对于上市公司开展投资者关系管理，畅通投资者与上市公司联系渠道的强烈需求，投资者关系管理在现实的投资者认知层面具有重要的价值效应。

然而从学术研究上而言，当前文献对投资者关系管理的价值效应研究还存在固有局限。具体表现在研究视角上将价值效应限定在绩效框架内，研究方法停留在静态和正面情景的单一考察，忽视了从风险框架，融合正面情景和负面情景，利用动态研究方法系统考察投资者关系管理影响企业风险的效应和机理。有鉴于此，本书切入风险考察的创新视角，以投资者关系管理的风险价值效应考察为研究主线，利用南京大学联合中国证券监督管理委员会针对 A 股上市公司发放的问卷调查、实验测试、网站调查、年报评价等综合调查的特别数据，结合正面情景和负面情景对投资者关系管理的风险价值效应进行统一考察和检验。正面情景的价值效应检验预期考察投资者关系管理与违规风险、审计风险以及股价崩盘风险之间的内在关系及其机理。负面情景的价值效应检验预期考察当上市公司遭受负面事件冲击时，企业前期和当期积累的投资者关系资本是否能够显著降低股东财富损失及吸引高质量投资者的效应和机理。研究获得的结论如下：

(1) 聚焦正面情景下的违规风险考察发现，投资者关系管理绩效与未来期企业违规倾向呈显著的负向关系。表明投资者关系的有效管理能够显

著降低企业的违规风险。进一步通过考察内部控制质量的治理因素发现,相比内部控制质量低的公司而言,内部控制质量高的公司投资者关系管理绩效与未来期企业违规倾向之间的负向关系更显著。表明就抑制企业违规风险、稳定市场而言,内部控制制度和投资者关系管理制度具有互补作用。最后通过公司可视性的因素考察发现,相对于媒体报道数量多、分析师跟踪程度高这类可视性高的公司,媒体报道数量少、分析师跟踪程度低的这类可视性低的公司投资者关系管理绩效对未来期企业违规倾向并不能产生更加显著的影响。这表明公司可视性并不能对投资者关系管理绩效与企业违规风险之间的负向关系产生显著影响。

(2) 聚焦正面情景下的审计风险考察发现,投资者关系管理绩效与审计师出具非标准审计意见的概率呈显著的负向关系,但与审计费用并不存在显著关系。这表明上市公司开展的投资者关系管理活动虽影响了审计师的意见表述,却没有影响审计师的审计定价决策。进一步的机理分析表明,投资者关系管理绩效与审计风险呈显著的负向关系,与审计师的工作负荷呈显著的正向关系。这表明上市公司开展的投资者关系管理活动虽降低了审计风险,却增加了审计师的工作负荷,两种不同的传导途径在审计费用的影响效应上会相互抵消。最后通过公司可视性的因素考察发现,公司可视性显著影响了投资者关系管理绩效与审计师出具负面审计意见概率之间的负向关系。即相比可视性高的公司(大公司和高分分析师跟踪公司),可视性低的公司(小公司和低分析师跟踪公司)中投资者关系管理绩效对审计师出具非标准审计意见概率的负向影响更加显著。

(3) 聚焦正面情景下的股价崩盘风险考察发现,投资者关系管理的信息职能和组织职能与未来期股价崩盘风险之间呈显著的负向关系。表明在中国资本市场上,投资者关系管理的信息职能和组织职能具有“市场稳定效应”。进一步的机理分析表明,市场稳定效应主要源于投资者关系管理的信息职能抑制了股价崩盘风险生成的内因(管理层信息披露操纵倾向)和外因(信息环境的不透明度),而组织职能抑制了股价崩盘风险生成的内因。最后还发现就稳定市场而言,内部控制质量与投资者关系管理的组织职能具有互补关系。

(4) 聚焦负面情景下的股东财富保护效应考察发现,当企业遭受负面事件时,前期构建的高质量投资者关系能够显著降低股东财富的损失,产生类“保险效应”。进一步对公司和事件特性因素的考察发现,投资者关

系管理的保险效应仅在大公司和公司违规事件中存在，而在小公司和高管违规事件中并不存在，且相比远期违规，投资者关系管理活动在即期违规事件中的保险效应更为强烈和显著。最后对负面事件的后期表现考察发现，负面事件发生当期企业从事的高质量投资者关系管理活动具有一定的危机公关作用，能够吸引市场中高质量投资者——机构投资者的注意力，提升机构持股的比例。

本书总体结论证实了资本市场中“关系”的价值。通过高质量的投资者关系管理，上市公司形成了正面的企业声誉，提高了投资者信心，并在正面情景和负面情景中发挥了显著的风险控制和危机管理作用，具有显著的战略价值。因此在未来的制度建设和规范中，上市公司与投资界的互动关系应该被作为上市公司管理的一项重要课题提出。提升上市公司投资者关系管理的实践水平和战略沟通能力，不仅有助于上市公司提升公司价值，还有助于稳定市场波动，抑制企业风险，改善和规范公司治理与信息披露行为。这无论对微观上市公司管理，还是宏观金融安全稳定来说都具有重要战略意义。

目 录 CONTENTS

第一章 研究概述 / 001

第一节 研究背景及意义 / 002

第二节 研究内容与基本框架 / 005

第三节 研究贡献与创新之处 / 009

第二章 理论基础与文献综述 / 011

第一节 投资者关系管理的宏观价值 / 013

第二节 投资者关系管理的市场价值 / 015

第三节 投资者关系管理的声誉价值 / 017

第四节 投资者关系管理的财务价值 / 018

第五节 文献评述 / 021

第三章 投资者关系管理与违规风险 / 023

第一节 理论分析与研究假设 / 024

第二节 实证设计 / 029

第三节 实证结果分析与讨论 / 035

第四节 稳健性检验 / 041

第五节 本章小结 / 045

第四章 投资者关系管理与审计风险 / 047

第一节 理论分析与研究假设 / 048

第二节 实证设计 / 053

第三节 实证结果分析与讨论 / 056

第四节 稳健性检验 / 062

第五节 本章小结 / 066

第五章 投资者关系管理与股价崩盘风险 / 069

第一节 理论分析与研究假设 / 070

- 第二节 实证设计 / 074
- 第三节 实证结果分析与讨论 / 078
- 第四节 稳健性检验 / 087
- 第四节 本章小结 / 096

第六章 投资者关系管理与股东财富保护 / 099

- 第一节 理论分析与研究假设 / 101
- 第二节 实证设计 / 106
- 第三节 实证结果分析与讨论 / 109
- 第四节 稳健性检验 / 119
- 第五节 本章小结 / 125

第七章 研究结论与启示 / 127

- 第一节 研究结论 / 128
- 第二节 研究启示 / 129
- 第三节 研究局限与未来研究方向 / 132

参考文献 / 134

后 记 / 143



第一章 研究概述

第一节 研究背景及意义

一、研究背景及问题的提出

自 20 世纪 90 年代以来,全球资本市场逐渐趋于规范化、市场化和机构化,买方市场的主导地位日益凸显,如何满足投资者的信息需求以及保护投资者的利益已成为维持资本市场良性发展的关键。然而,传统的信息披露难以完全满足投资者多元化的信息需求,因此资本市场不可避免地出现了不同程度的信息不对称。这些信息不对称问题对中小股东利益造成极大的损害,引发投资者对上市公司的信任危机,严重扰乱了资本市场正常的运行秩序。如何克服信任危机,重塑投资者信心,保护投资者利益,成为构建和谐有序资本市场亟须解决的问题,因此,投资者关系管理(Investor Relations Management,简称 IRM)理论应运而生。根据全美投资者关系协会(NIRI, 2001)的定义,投资者关系管理是“公司的战略管理职责,它运用金融、沟通和市场营销学等方法来管理公司与金融机构及其他投资者之间的信息交流,以实现企业的价值最大化”。对上市公司而言,投资者关系管理的主要工作包括对投资者的分析研究、信息沟通、公共关系、危机处理、参与制定公司的发展战略以及对投资者关系从业人员进行培训等。投资者关系管理是上市公司通过充分自愿的信息披露,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。

理解投资者关系管理含义的要点:第一,投资者关系是公司战略之一,它的理论基础是金融、市场营销、沟通和公司治理;第二,投资者关系管理面向的对象是投资者和潜在的投资者,既包括个人投资者也包括机构投资者;第三,投资者关系活动的主要手段是双向的互动沟通,它与财务信息的单向信息披露有本质不同,而网络技术的出现为这种沟通方式提供了更加有效的途径;第四,投资者关系活动的目的是通过充分的互动沟

通降低投资者的风险,维持公司与投资者之间的良好关系并通过有效管理创造关系价值。

与国外资本市场发展投资者关系管理有所不同,在中国投资者关系管理是被作为投资者保护的一种重要手段出现的。2004年中国证券监督管理委员会发布《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》,该规定将投资者关系管理作为一项重要的规定以保护社会公众股股东。国外学者的研究表明,健全的法律体系和投资者保护制度,可以较好地保护外部投资者利益,降低投资者风险及由此产生的风险溢价,但在像中国这样的新兴市场国家,仅依靠司法力量保护企业的投资者权益是不现实的。良好的投资者关系可以增进投资者对企业的了解与认同,增强投资者对企业投资的信心。特别是2005年7月中国证券监督管理委员会发布了《上市公司与投资者关系工作指引》以后,IRM在中国被提到前所未有的高度。很多上市公司纷纷在企业内部制定正式的投资者关系管理制度,将投资者关系管理活动纳入企业战略管理高度。2014年6月,中国证券投资者保护基金公司依托全国个人投资者固定样本库开展了2014年投资者满意度调查,调查结果显示投资者对上市公司主动开展IRM活动状况表示满意的比例大约接近50%。说明投资者存在要求上市公司开展IRM,畅通投资者与上市公司沟通渠道的强烈需求,IRM在现实的投资者认知层面具有重要的价值效应。

那么学术界对IRM的价值效应是如何认识和研究的呢?当前文献对IRM的价值效应研究主要从两个层面展开:一是IRM与公司价值的直接检验,包括IRM与股票收益的检验(如Frankel等,2010;Peasnell等,2011;Vlittis和Charitou,2012;Agarwal等,2012)、IRM与公司业绩的检验(如李心丹等,2007;杨德明等,2007;Jiao,2011;马连福等,2011;Garay等,2013);二是IRM与公司价值的间接检验,主要从分析IRM影响公司价值的决定因素进而间接影响公司价值入手,包括IRM与公司可视性(如Bushee和Miller,2012;Kirk和Vincent,2014)、IRM与信息披露质量(如Bushee等,2011;Ferguson和Scott,2014;Kirk和Vincent,2014)、IRM与代理成本(Craven和Marston,1997;Chandler,2014)、IRM与股票流动性(Hong and Huang,2005;Agarwal等,2012;Kirk和Vincent,2014)、IRM与企业声誉(Deephhouse,1997;Hockerts和Moir,2004;Uysal,2014)、IRM与企业营销效应(Petersen

和 Martin, 1996; Dolphin, 2004)。这些文献的研究脉络基本都延承了绩效框架分析, 而忽视了从风险框架去分析 IRM 的价值效应。

有鉴于此, 本书引入风险框架, 从风险价值效应的视角分析投资者关系管理对上市企业运营管理的影响效应、机理和途径。研究要考察的问题是在现实的中国资本市场和制度环境下, 当前上市公司大力开展的投资者关系管理活动是否具有价值效应? 是否真能起到抑制企业风险, 提高投资者市场信心的作用? 如果能, 那么其中的客观表现、影响因素和作用机理又是如何?

■ 二、研究意义

1. 理论意义

在转制经济市场中, 投资者关系管理是否真有价值效应? 价值效应在何种制度和市场环境下更为显著? 其中的客观表现、影响因素及作用机理如何? 这些问题困扰着财务和战略管理两个重要学术领域的研究学者。作为跨学科的研究, 长久以来学者们完成了一些规范和实证分析, 但是这些文献仅局限在绩效框架内, 而忽视了从风险框架考察的价值效应分析。本书研究通过引入风险框架, 使用南京大学联合证监会发放的投资者关系管理综合调查的特别数据, 进行实证检验和分析后得出结论: (1) 正面情景下, 投资者关系管理有抑制违规风险、股价崩盘风险、审计风险等方面的作用效应和机理。(2) 负面情景下, 投资者关系管理有通过声誉机制保护股东价值、降低股东财富损失的保险效应。研究结论对构建投资者关系管理的综合价值框架, 扩展投资者关系管理的研究范式具有重要的理论价值。

2. 实践意义

对于整个中国资本市场而言, 投资者关系管理相当于在参与方之间搭建了互动互信的桥梁, 有利于维系规范有序的交易秩序, 促进国民经济发展, 这也恰恰是市值管理的内在需求之一。基于我国制度背景下的现实需要, 证监会要求上市公司将投资者关系管理作为公司治理的重要制度, 积极推动上市公司的投资者关系管理。然而, 从目前我国投资者关系管理现状来看, 虽然证券监管部门和上市公司对实施投资者关系管理持日渐积极的态度, 但同时许多不足之处也不断凸显, 集中体现在以下几方面:

(1) 信息披露方面,我国上市公司的信息披露仍处于强制性信息披露为主,自愿性信息披露为辅的阶段,这种缺乏形象管理和市值维护意识的信息披露体系的弊端在遭遇危机的情况下尤为凸显;(2) 意识层面,大部分上市公司并没有给予投资者关系管理足够的重视,体现在没有配备专业的投资者关系管理人员,没有规范的投资者关系管理手册;(3) 沟通方式,虽然很多上市公司通过设立投资者关系管理专栏、公布信箱、接待投资者等方式实施投资者关系管理,但这些变化并没有从根本上改变单向沟通为主的状况。在这种背景下,利用直接数据求证投资者关系管理是否确实发挥提升企业价值的作用,并从风险控制战略管理视角探究其作用机制,对上市公司和监管机构来说都具有现实可操作性。因此,研究投资者关系管理的实施效果和操作规则对于推进公司治理改革具有积极的现实意义,有助于监管机构完善法律法规,大力推进投资者关系管理的发展,保护中小投资者利益,稳定市场;有助于上市公司清楚理解投资者关系管理的本质和作用效果,按照其作用路径有针对性地实施投资者关系管理战略,推进实践应用。

第二节 研究内容与基本框架

一、研究内容

本书总计7章,具体内容如下:

第一章为研究概述,主要阐述本书的研究背景、研究意义、基本内容及研究的创新之处。

第二章为理论基础与文献综述。主要从投资者关系管理的宏观价值、市场价值、声誉价值、财务价值四个方面进行文献梳理和评述。

第三章为投资者关系管理与违规风险。当前中国资本市场上市企业违规事件屡屡发生,除了公开的监管因素和市场因素以外,企业本身是否存在一些关键因素没有挖掘?本章另辟蹊径,从资本市场的“关系”价值

检验入手,分析上市公司开展投资者关系管理活动对企业违规风险的影响效应及其机理。首先检验和分析了企业构建的投资者关系管理是否能够显著抑制上市公司的违规风险;其次检验和分析了在公司可视性程度存在差异的情况下,投资者关系管理对违规风险的差异性影响;最后分析和考察了在抑制违规风险中,内部控制质量和投资者关系管理的交互作用机理。

第四章为投资者关系管理与审计风险。相比信息披露,投资者关系管理更强调上市公司与投资者之间的互动,互动中向投资者充分披露相关信息,提高公司透明度,降低公司与投资者之间的信息不对称,进而对其信息风险产生显著的抑制作用。而 Sengupta and Shen (2007)、Beck and Mauldin (2014)、Jha and Chen (2015) 等又发现信息风险会影响审计师决策。从研究逻辑上看,IRM 预期应该会对审计师决策产生影响,那么这种影响是否真实存在?本章从现代风险导向理论的视角,系统检验和分析了投资者关系管理对审计意见、审计费用的影响效应和机理。同时还进一步分析了不同规模、不同分析师关注的公司,投资者关系管理对审计意见的影响差异,将金融市场和审计市场进行有效融合和连接。本研究在实践上对上市公司完善投资者关系管理的具体职能和组织体系具有重要的战略启示价值。

第五章为投资者关系管理与股价崩盘风险。本章切入非对称风险的视角,检验和分析了 IRM 影响未来期股价崩盘风险进而分析其稳定市场的效应及其机理。首先分析了投资者关系管理的不同职能对未来期股价崩盘风险的影响效应;其次在管理层捂盘假说的理论基础上,深入检验和分析了投资者关系管理影响股价崩盘风险的机理和途径;最后分析了内部控制制度对投资者关系管理的影响。本研究对建立股价崩盘风险的综合因素框架,防止股市崩盘和稳定市场具有一定现实价值。

第六章为投资者关系管理与股东财富保护。本章聚焦考察当企业陷入负面事件时,企业以往构建的高质量投资者关系管理活动是否能够形成类“保险效应”,即对负面事件效应下股东财富的下降是否能够产生显著的保护和抑制作用。并预期根据“保险效应”的检验结果,回答在实践中高质量的投资者关系管理是具有“里子”特征,即日常经营中构建的高质量投资者关系在负面事件发生时能够产生保护股东财富的战略价值;还是具有“面子”特征,即日常经营中构建的高质量投资者关系仅是“面子工程”,

在负面事件发生时并不能产生保护股东财富的价值效应。研究并不停留在静态研究的视角,而是以负面事件为契机,不仅分析了企业前期的投资者关系管理的质量对负面事件下市场效应的影响效应和调节因素,同时还进一步分析了在负面事件中投资者关系的管理和维护质量对发生负面事件后公司可视性程度(分析师跟踪数量、媒体报道数量以及机构持股比例)变化的影响。本章动态的研究链条设计突破了静态研究的固有限制,对上市公司开展危机管理和形象维护具有重要的指导价值。

第七章为研究结论与启示。具体包括研究的主要发现与政策启示,并且指出了本书的研究局限性和未来研究方向。

■ 二、研究的技术路线

本书研究依据问题展开,预期要回答的核心问题主要包括:(1) IRM 在抑制风险上是否能产生真实作用,进而产生风险价值效应?(2) 如果 IRM 能抑制风险,那么对应的表现形式是什么?(3) IRM 抑制风险的机理是什么?(4) 公司治理因素(如内部控制质量和外部机构投资者持股)和公司可视性因素(如公司规模、媒体跟踪、分析师关注)是否能对 IRM 的风险价值效应产生显著影响?研究主体思路是通过情景检验的思维,结合正面情景和负面情景下的价值效应进行统一检验展开。正面情景的价值效应检验预期考察 IRM 与违规风险、审计风险以及股价崩盘风险之间的内在关系。其中的理论机理围绕代理理论和信息不对称理论展开。负面情景的价值效应检验预期考察当上市公司发生遭受交易所谴责的负面事件时,企业前期和当期积累的投资者关系资本是否能够显著降低股东财富损失及吸引高质量投资者。其中的理论机理展开围绕声誉理论和关系资本理论展开。具体的研究技术路线图如图 1-1 所示。

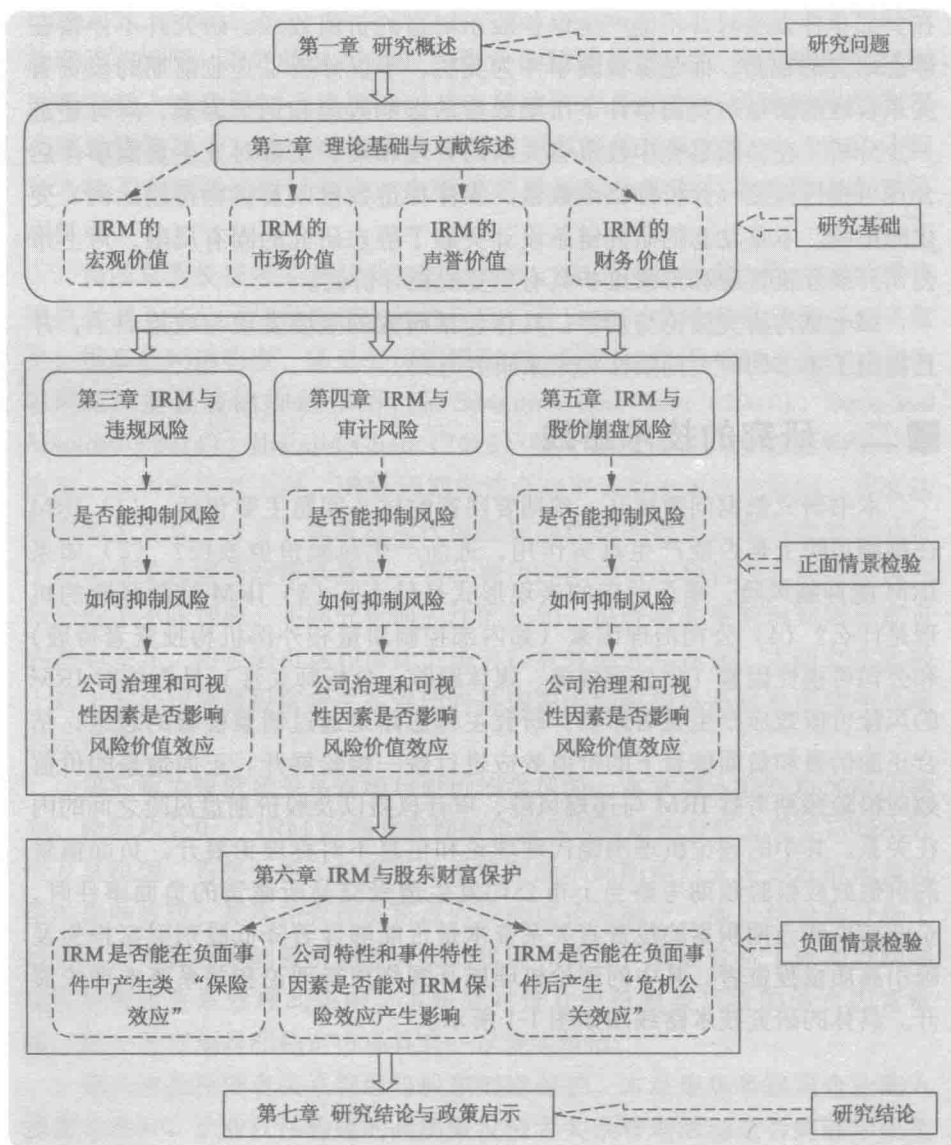


图 1-1 研究的技术路线图