



投资者关系管理的 价值效应研究

胡 艳 / 著



天津大学出版社
TIANJIN UNIVERSITY PRESS

投资者关系管理的 价值效应研究

胡 艳 著



内 容 提 要

本书以投资者关系管理的价值效应作为研究对象,以权益资本成本作为公司价值效应的替代变量,分析和挖掘了投资者关系管理对公司价值的作用路径以及效果,进而得出投资者关系管理的实施能够有效降低信息不对称,加强外部监督,利于中小投资者利益的保护和上市公司质量的提升等结论。

图书在版编目(CIP)数据

投资者关系管理的价值效应研究/胡艳著. —天津: 天津大学出版社, 2012. 10

ISBN 978-7-5618-4521-9

I. ①投… II. ①胡… III. ①证券市场—市场管理—研究 IV. ①F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 247463 号

出版发行 天津大学出版社
出 版 人 杨欢
地 址 天津市卫津路 92 号天津大学内(邮编: 300072)
电 话 发行部: 022-27403647
网 址 publish.tju.edu.cn
印 刷 昌黎太阳红彩色印刷有限责任公司
经 销 全国各地新华书店
开 本 148mm × 210mm
印 张 5.75
字 数 166 千
版 次 2012 年 11 月第 1 版
印 次 2012 年 11 月第 1 次
印 数 1—3 000
定 价 15.00 元

凡购本书,如有缺页、倒页、脱页等质量问题,烦请向我社发行部门联系调换

版权所有 侵权必究

《投资者关系管理的价值效应研究》是教育部人文社科基金项目(基于投资者关系管理的公司治理效率分析:12YJC630061),四川省教育厅面上项目(四川省上市公司投资者保护与公司治理状况研究:11SB058)的研究成果。

前 言

自 1999 年以来,中国证监会等相关部门不断加强投资者权益保护,进行了一系列完善和健全资本市场的有益探索,包括:积极立法,规范上市公司行为;完善退出机制,强化各市场主体的市场化意识;放松各类主体的市场准入限制,丰富证券产品的供应。然而,日渐全面和规范的制度并未带来预期的市场信任,分层次的资本市场也并未按计划满足不同类型主体的融资需求。诚然,可以用“全球经济环境的跌宕起伏”来解释 2008 年以来的资本市场的低迷,但是,忽视投资者利益是导致股东“用脚投票”的主要原因。2009 年五粮液虚假陈述、2010 年云南绿大地欺诈上市、2011 年汉王科技违法信息披露,连续的违法违规行为加剧了资本市场的信任危机,也对资本市场的资源配置功能产生了明显的负面影响,资本市场持续低迷。面对这样的现实,如何引导上市公司重视投资者权益保护,完善公司治理、实现双赢是政府和上市公司都应该认真思考的问题。

本书拟从投资者关系管理的角度研究该问题。2005 年 7 月,为进一步加强上市公司与投资者之间的信息沟通,完善公司治理结构,切实保护投资者的合法利益,中国证监会颁布了《上市公司与投资者关系工作指引》,倡导与推动上市公司实施投资者关系管理,并结合股权分置的改革,把投资者关系管

理推到了改革的浪尖。在 2007 年中国证监会开展的公司治理自查活动中,投资者关系管理成为上市公司开展的一项治理创新活动,进一步引发理论界和实践界的关注。作为推进中国公司治理改革的七大措施之一,投资者关系管理凭借双向互动沟通,能够传递更多的信息,强化媒体等外部监督能力,引入目标(机构)投资者,约束内部人行为,从而实现投资者权益保护,提高公司治理效率和公司绩效。国内外学者们对投资者关系管理和公司治理、公司绩效的关系开展了大量的实证研究,实证结果或不显著,或存在一定矛盾,结论的不一致在一定程度上弱化了相关研究。在现实情况中,上市公司的投资者关系管理实践也存在着差异,一些公司乐意开展更多的投资者关系管理活动,而大多数公司则只愿意做规定动作,从而出现了一些有趣的现象,比如五粮液,2007—2008 年连续获得“最佳投资者关系”的殊荣,2009 年却爆出了虚假陈述案。是评选标准有偏差,还是在一定程度上说明上市公司更重形式不注重内涵?从五粮液网站(www.wuliangye.com.cn)或许可以看出端倪。2006 年正处于股权分置改革中的五粮液设立了投资者关系栏目,迄今为止只有 10 条信息,2006 年发布 7 条,2011 年 3 条。投资者关系管理制度和投资者关系互动平台也在 2011 年刚刚出台和建立。

正如五粮液新闻稿所言,“经过一系列复杂而务实的操作,五粮液实现了在资本市场上的转身”。切实有效的投资者关系管理活动才能够真正实现信息权(信息的获取权和使用权)的优化配置,赢得资本市场的认同。上市公司对投资者关系管理价值效应认识的不足是影响投资者关系管理实施效果

的重要原因之一。本书选取权益资本成本作为公司最终价值效应的替代变量,试图回答在中国制度背景下,投资者关系管理的有效实施是否有助于上市公司降低再融资成本,在多大程度上降低了融资成本。针对这些问题的研究和检验,对唤起上市公司主动采取投资者关系管理的自觉意识有重要的现实意义,并将进一步解释投资者关系管理的公司治理作用以及价值效应。

本书在分析和检验投资者关系管理与权益资本成本关系的过程中,特别强调了信息不对称变量。之所以考虑信息不对称,是因为:第一,任何直接检验信息披露和权益资本成本之间关系的研究,实际上检验的是披露质量和信息不对称之间关系以及信息不对称和权益资本成本之间关系的联合作用,如果信息披露本身导致了更严重的信息不对称,则会引起权益资本成本的增加,这会影响到检验结果;第二,基于信息不对称视角还有助于解释投资者关系管理对公司治理的优化作用,公司治理与信息流动是互动的,公司内的信息流动状况会影响公司的治理效率,公司的治理效率又会影响到公司内的信息流动。无论是股东大会与董事会之间的“信任托管”关系,还是董事会与经理人员之间、上层经理与下层经理之间的“委托代理”关系,要有效地履行和维护这些关系及契约,信息的支持是最为关键的因素^[1]。这意味着有效降低信息不对称成为公司治理的重要命题。通过与资本市场多样化的信息交流,投资者关系管理的实施能够在一定程度上降低内外部信息不对称程度。Jong 等更明确地指出,运用公司治理解决代理问题时,离不开投资者关系管理和经营者激励^[2]。那么,基于信息不对称可以分析投资者关系管理对外部投资者信息

权保护的作用效果。

本书以权益资本成本作为公司价值效应的替代变量,基于公司内外部信息的变化来分析投资者关系管理对权益资本成本的作用路径和效果,以促使上市公司充分认识到投资者关系管理的价值效应并自主实施。全书共分六章,包括:第一章核心概念的界定,第二章相关文献回顾与评述,第三章投资者关系管理影响权益资本成本的理论模型,第四章研究设计,第五章实证检验及结果分析,第六章研究结论及展望。

作者

2012年9月

目 录

第一章 核心概念的界定	(1)
第二章 相关文献回顾与评述	(7)
第一节 投资者关系管理的研究述评	(7)
第二节 信息不对称与权益资本成本的研究述评	(19)
第三节 投资者关系管理与权益资本成本的研究评析	(25)
第三章 投资者关系管理影响权益资本成本的理论模型	(29)
第一节 模型基础: 投资者关系管理对信息不对称的影响 ...	(29)
第二节 模型分析: 投资者关系管理对权益资本成本的作用路径...	(37)
第三节 模型构建: 基于信息不对称的双重传导模型	(57)
第四章 研究设计	(63)
第一节 研究假设	(63)
第二节 研究变量	(71)
第三节 模型设定	(97)
第五章 实证检验及结果分析	(104)
第一节 描述性统计	(104)
第二节 投资者关系管理、控股股东与盈余管理的实证分析 ...	(114)
第三节 投资者关系管理、信息不对称与权益资本成本的实证分析	(125)
第六章 研究结论及展望	(138)
第一节 研究结论与政策建议	(138)
第二节 研究局限及展望	(143)
附录 信息与权益资本成本模型	(146)
致谢	(154)
参考文献	(156)

第一章 核心概念的界定

一、核心概念的界定

(一) 投资者关系管理与投资者关系

梳理已有文献,发现除了“investor relations management”,西方学者更常用“investor relations”表述投资者关系管理的内容。中文表述也常是“投资者关系管理”和“投资者关系”混同使用,常说的“IR”实际上有两层含义:一是名词层面的含义,强调关系本身(IR),即指管理层与公司所有者之间或公司与个体及机构投资者间的长期关系;二是动词层面的含义,强调对关系进行管理和运作(IRM),即通过对公司及其证券现有及潜在所有者之间关系的管理,降低风险不确定性,构建股东欢迎的战略,促进公司价值最大化。

国内外学者普遍使用的是第二种解释。之所以强调管理职能,是因为理论界普遍赞同投资者关系管理是一种战略营销活动,希望通过信息的传递内容和流向的管理,达到公司相对价值最大化的目的。但这并不意味着对“关系”的忽略。正如 Tuominen 对投资者关系的表述:IRM 意味着长期的、计划的、有目的的、持续的管理活动,包括确认、建立、维持和推动公司与现有及潜在投资者、投资顾问之间的长期互惠关系^[3]。基于此,本书并不对投资者关系管理和投资者关系做区分,即 IRM 与 IR 具有相同的含义。

(二) 投资者关系管理和信息披露

信息处于资本市场核心和枢纽的地位,也是投资者判断公司价值

的基础。信息披露的方式可以分为强制信息披露和自愿信息披露。Healy 和 Palepu 指出,自 20 世纪 70 年代起,伴随着强制披露的日益规范,自愿披露已成为公司披露领域理论研究和实践的焦点^[4]。

自愿信息披露比强制信息披露提供了更多的信息,比如非财务信息。然而,有学者指出仅靠增加信息披露的数量和质量还不足以吸引投资者。有证据表明,虽然竞争导致公司的信息披露费用高于最优水平(比如年报的页数越来越多),但没有受到专业训练或者时间不充裕的人可能仍然读不懂年报中有关公司价值的全部信息。Kim 和 Verrecchia 认为盈余报告增加而不是降低了信息不对称。Mohan Venkatachalam 指出,披露增加可能会吸引短期机构投资者,导致股票波动性增加,投资者会要求高回报补偿增加的风险^[5]。这意味着仅靠信息发布是不够的,公司需要一个更明智、更令人信服的方式向公众传递确切的、暗含公司增长机会的信息。投资者关系管理就是这样一种信息传播方式。有学者将投资者关系管理职责的演进划分为三个阶段:开始是公司活动的简单沟通;然后发展为对财务功能和财务结果的关注;未来的趋势是营销,鼓励投资者购买或持有公司的股票,确保公司价值被公平评价。Hockerts K. 和 Moir L. 认为投资者关系管理功能应从“广播”的模式发展到更关注关系管理的模式^[6]。

重视“关系”使得投资者关系管理区别于信息披露,虽然从表面上看,都是为了降低信息不对称程度向资本市场披露信息,但二者出发点不同。Healy 和 Palepu 梳理并总结了影响管理者资本市场披露决策的六大动机:资本市场交易动机、公司控制权竞争动机、股票薪酬动机、诉讼成本动机、经理层才能信号动机、专有成本动机。除专有成本动机假定经营者和股东之间没有利益冲突外,其余五项动机都是经营者出于自身利益考虑所做的权衡,而股东积极主义是投资者关系管理产生的驱动因素之一。Rao H. 和 Sivakumar K. 分析了 1984—1994 年期间,财富 500 强公司内部设立投资者关系管理部门的强制性和模仿性条件。

结果显示,对抗管理层(Anti-management) 的决心赋予了行动者(Social Movement Activists) 投票权,行动者促使公司重视股东权利,通过投资者关系管理部门加大对管理层的监督^[7]。这意味着为了更好地解决委托代理问题,股东很可能通过投资者关系管理来维护自身利益,因为识别投资者关系管理成功的基础就是优先为股东创造价值,而人们也会忽略投资组合原则而投资于那些熟悉的公司。正是强调关系和维护双方的利益,才使得投资者关系管理比信息披露更注重多元化的营销手段,也使得投资者关系管理与信息披露在信息内容和深度上有显著的不同。

可以看出,投资者关系管理之所以比披露更受关注,莫过于其具有两个重要特点。①投资者关系管理强调沟通。Tuominen 指出,成功的投资者关系管理要求公司从披露合规的年报、中报发展到经常性的、前瞻性的、多样化的互动和沟通。为了完成沟通目的,公司会主动了解和关心资本市场,不断延伸沟通内容,比如包含公司社会责任信息。②重视关系,特别是与重要投资者之间的关系,尤其是在股东意识日益觉醒的今天。McMullen 认为,公司应当理解投资者受众(Audience), 并对其进行细分,向投资者传递适当的信息^[8];吸引长线投资的机构投资者,寻找更有效的关键合伙人,使得公司拥有稳定的股权结构,这样公司股票才不会受到短期发展的影响,同时为实现长期战略目标而组成公司战略联盟。

因此,投资者关系管理是公司进一步发展沟通的需要,强调公司与投资者之间双向的互动沟通。自愿披露是投资者关系管理活动的一部分。Brennanand 和 Tamarowski 明确指出,投资者关系管理涵盖了自愿性披露、吸引分析师和媒体追随,定位公司目标投资者等活动。

(三) 信息不对称

信息不对称是信息经济学研究的一个重要领域。按照生成因素,信息不对称可分为两类情况:一类是外生的信息不对称,是指自然状态

所具有的一种特性、性质和分布状况,这不是由交易人所造成的,而是客观事物本来所具有的;另一类是内生的信息不对称,指在契约签订以后,其他人无法观察到的,事后也无法推测。按照发生的时间分为事前(Ex Ante)不对称和事后(Ex Post)不对称,即发生在当事人缔约前的,叫事前不对称;发生在当事人签约以后的,叫事后不对称。研究事前当事人之间博弈的信息不对称的模型叫做逆向选择模型(Adverse Selection),研究事后不对称的模型叫做道德风险模型(Moral Hazard)。按照信息内容划分为隐藏行动或隐蔽行动(Hidden Actions)的信息不对称和隐藏信息或隐藏知识(Hidden Information, Hidden Knowledge)的信息不对称。前者指的是当事人的行动只被他自己知道,或只被一个契约中的签约人知道,而局外人不能观察到;后者指的是签约一方对他本人的知识(个人特征)知道得很清楚,而其他人不知道或知之甚少,或者某个人知道可能影响契约的自然状态的知识,而另外的人不知道。^[9]

在以两权分离为主要特征的现代企业中,信息不对称很容易导致经营者(代理人)的道德风险和逆向选择。经营者事实上拥有大量的诸如经营状况、风险、竞争能力等方面的私有信息,代理问题不可避免。然而,La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer 和 Vishny(LLSV)指出,在大多数国家中,代理问题主要不是股东和经理人之间的问题,而是控股股东和小股东之间的问题^[10]。由于股权集中所形成的控制性股东掌握着公司的实际控制权,从而形成由控制性股东和经理构成的内部人集团和由中小股东和债权人构成的外部人集团。因此,代理问题就演变成成为控股股东利用控股地位和信息优势对中小股东进行疯狂掠夺。信息不对称的状况也演变成为由控股股东和经理层构成的内部人共同拥有外部人未曾掌握的私有信息。

在我国,内部人包括控股股东及经理层。由于我国大部分公司是由国有企业转制而来,国家及其代表机构在上市公司股权控制中处于

主导地位。截止到2008年11月2日,实际控制人属于国资委/地方国资委、国有企业/地方国有企业、国家机关/地方政府的公司占有上市公司总数的59%,实际控制人属于集体企业、职代会和大学的公司占有上市公司总数的5%,个人、境外及其他类别实际控制人类型的比例为36%(Wind数据库)。国有上市公司的管理层通常是由政府机构或母公司任命的,经理人员的行为通常体现了控股股东的私有利益。以证券投资基金和券商为代表的机构投资者规模虽然在不断壮大,但张祥建和郭岚的研究表明,机构投资者对上市公司治理效率的影响还很微弱,对控制权的分配问题还没有发挥实际作用,内部人控制实际是控股股东控制的一种表象^[11]。

在外部人集团中,由于信息的获取能力、认知能力等方面存在差异,即便面对相同的公开信息也会产生信息不对称的状况。正如Raffi J的观点,获取财务报告不需要成本,分析财务报告才需要花费成本,财务报告只有被分析解释出来才是信息;另外,对信息理解能力的不同还会引起信息混淆。因为在信息传递和交换的过程中,主观认识因素会不断地对“客观信息”进行渗透,导致“噪声”的出现,使得交易者实际接收到的是客观信息与噪声的混合产物,不可直接辨别,这增加了信息的识别难度,加大了信息不对称程度。

由此,按照主体的不同,信息不对称的状况可分为两种情况:内部人和外部人之间的信息不对称以及外部人之间的信息不对称。由于本书旨在探索投资者关系管理的实施情况以及市场认知是否与公司的内在价值保持一致,投资者关系管理是否能够优化信息权配置,对控股股东行为进行监督。因此,本研究所称的信息不对称主要指在公司内外部之间的信息不对称程度。

(四) 权益资本成本

公司上市最主要的目的是融资,希望获得资本市场持续融资的通道。资本成本是公司筹融资决策的主要标准,能够影响公司的经营并

最终影响到利润率,Ryan Thomas 认为,如何维持较低的资本成本是 CEO、CFO 生产经营和创造股东价值所关注的焦点。为了反映资本市场对公司未来的预期,本文选用权益资本成本作为公司价值效应的替代变量。权益资本成本是财务理论中的一个核心概念,代表资本的必要报酬率,亦即资本所有权者要求的最低报酬率。Botosan 认为权益资本成本包括债务权益资本成本和权益资本成本两部分。权益资本成本是投资者提供资金所要求的最低报酬率,包括无风险利率和不可分散风险溢价^[12]。在实际中,普通股股东作为所有者,可供分配利润与未来收益状况相关。未来收益状况好,则在成本费用(包括债务权益资本成本)相同的情况下,扣除所得税后可供分配的利润就多,反之就少。可见,权益资本成本具有很大的不确定性。在研究中,另外一个常用的概念是股权融资成本,表示企业运用股权方式融资要付出的代价。从数值上讲,股权融资成本等于权益资本成本。二者只是分别从投资人的角度和企业角度考虑,计算方式和含义并无太大差别。权益资本成本也可表述为折现率,即股票现在的价格等于投资者预期的未来现金流的折现。另外,Easley D 和 O'Hara M 也曾用“资本成本(Cost of Capital)”一词代替“资本成本(Cost of Equity Capital)”的含义^[13]。

本研究主要探讨的是投资者关系管理的实施对市场反应以及投资者认知的影响,因此权益资本成本是本研究的研究对象。

第二章 相关文献回顾与评述

本章分别从投资者关系管理、信息不对称与权益资本成本、投资者关系管理与权益资本成本三个方面对国内外已有文献进行梳理和评述。

第一节 投资者关系管理的研究述评

全球资本市场的竞争加剧,投资者关系管理在公司组织中的战略地位不断提高,研究热点从最初的相关实践和组织设置发展到实施效果和影响因素研究。为了更好地了解国内外研究脉络,本节梳理了投资者关系管理的国内外相关文献,具体可分为理论分析、经济后果和影响因素三个部分。

一、投资者关系管理的理论分析

Marston 和 Straker 指出,在投资者关系管理的相关研究中,很少有研究关注理论,大多数研究侧重于投资者关系管理的实践活动^[14]。Hamid 指出,虽没有专门理论解释,投资者关系管理可能与代理理论或者有效市场假说理论相关。Tuominen 认为,需从三个学术领域来定义和理解 IRM: ①服务营销的北欧服务营销(Nordic School)方法;②工业营销的互动(Interaction)方法;③关系营销^[3]。袁国华指出,服务营销和工业营销都可看做是在不同背景、视角下对关系营销的研究^[15]。基于此,本研究基于有效市场假说理论、代理理论以及关系营销理论探讨投资者关系管理。

(一) 有效市场假说理论与投资者关系管理

Fama 将有效资本市场定义为这样一个市场: 市场上任何时候的证券交易价格将正确地反映所有为公众所知的、与该证券有关的消息。一个有效率的资本市场会迅速准确地把资本导向收益最高的企业, 价格在任何时点上都是证券内在价值的最佳评估。根据市场价格反映信息量和速度的区别, 可以把有效市场分为三种类型: 弱式有效, 证券的现行价格充分反映了有关过去价格和过去收益额的一切信息; 半强势有效, 现行的证券价格不仅能反映过去价格和过去收益的信息, 还融会了一切可以公开得到的信息, 包括公司公开的财务状况; 强势有效, 证券价格充分反映一切可获公开信息的同时, 还对非公开信息异常敏感, 能反映全部公开和非公开信息。

从定义中可以看出, 如果信息能够及时地、低成本地传递给投资者, 则市场是有效的。那么, 公司可以通过信息来影响市场。投资者为了提高对证券价格预测的准确性, 会尽可能使用所有可获得的相关信息, 从而引发了对公司信息数量和质量的要求。Marston 认为投资者关系管理提供了一个关于公司业绩和前景的准确描述^[16]。网络技术的运用也使得投资者关系管理在成本、分配信息、频率和速度上具有优势^[17]。

另一方面, 上市公司通过实施投资者关系管理, 公平、及时、有效地传递公司信息, 能够增进市场的有效性。即使在不确定的环境下, 信息公开的范围和质量也会影响投资者预期。Lev 认为公司持续向股东传递有关公司活动的信息, 将会最小化负面消息给投资者带来的影响^[18]。因此, 投资者关系管理可以看做是重塑投资者信心的关键。

(二) 代理理论与投资者关系管理

现代企业建立在所有权与经营权相分离的基础上, 出资人将其拥有的资产根据预先达成的条件委托给经营者经营, 按出资额享有剩余索取权和最终控制权, 经营者在授权范围内, 按企业法人制度的规则对