

投资者关系管理与股权融资成本

——来自公司网站投资者关系管理的实证发现

刘善敏^{1,2}, 林 斌², 聂毅俊²

(1. 华南师范大学 经济与管理学院, 广东 广州 510006; 2. 中山大学 管理学院, 广东 广州 510275)

摘 要:文章以沪市2004年、2005年A股上市公司为研究样本,从信息披露与战略管理两个角度分析上市公司投资者关系管理对企业股权融资成本的影响,结果发现上市公司网站投资者关系指数(IIRI)与股权融资成本显著负相关,进一步检验交流信息质量指标对企业股权融资成本的影响,也发现同样的结果。这表明投资者关系管理活动,特别是加强与投资者之间的战略沟通确实能够起到降低股权融资成本的作用,从而为上市公司主动进行投资者关系管理、监管者推动投资者关系管理活动提供了证据支持。

关键词:投资者关系管理;股权融资成本;剩余收益模型

中图分类号:F23 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2008)05-0075-12

一、问题的提出

信息披露强调信息的“增量”(私有信息转变为公共信息的数量)和所披露信息的质量(可靠性及相关性),本质上是属于单向交流。而投资者关系管理除包括信息披露外,还强调企业与投资者的交流和沟通,更体现为一种服务投资者的战略管理工具。一般认为,投资者关系管理的主要目的在于降低股权融资成本(Marston, 1996)。一方面,上市公司通过网站披露公司信息,增进投资者对公司的了解,降低上市公司与投资者之间的信息不对称(Marston, 1996),从而降低上市公司的权益资本成本(Amihud 和 Mendelsom, 1986; Brennan 和 Tamarowski, 2000);另一方面,投资者关系管理已经发展成为一种重要的赢得股东支持的战略沟通工具,通过设立网站与投资者交流,降低外部投资者搜寻信息和使用信息的成本。一个成功的投资者关系管理计划能够通过广告或者其他媒体影响公司形象,使公司业绩与股票市场估值的相关性

收稿日期:2007-10-11

作者简介:刘善敏(1972—),男,江西上饶人,华南师范大学经济与管理学院讲师,中山大学管理学院会计学专业博士生;

林 斌(1962—),男,江西金溪人,中山大学管理学院会计系教授,博士生导师;

聂毅俊(1982—),女,湖南人长沙,中山大学管理学院会计学硕士。

得到加强(Dolphin, 2004)。

但是,对于新兴的中国证券市场而言,公司开展的投资者关系管理能否有效地降低股权融资成本,尚存在争议。这是因为,投资者关系管理的主要服务对象是流通股股东,在股权分置、大股东控制以及 IPO、增发及配股受到严重管制的背景下,投资者关系管理的积极作用不可避免地将受到削弱。然而,从目前的上市公司投资者关系管理的实践看,一方面,证监会等监管机构近年来出台了一系列的政策,希望积极推动中国投资者关系管理;另一方面,的确有越来越多的公司开始借助网络等多种工具开展投资者关系管理。因此,着眼于中国的制度背景,实证检验投资者关系管理对股权融资成本的影响,有着重要的意义。

近年来,已有研究考察了投资者关系管理的影响因素(林斌等,2005)、投资者关系与代理成本(杨德明、辛清泉,2006)、投资者关系与公司业绩(杨德明等,2007)、投资者关系与公司治理(肖斌卿,2007)等方面,但正如前文所言,投资者关系管理的主要目的是降低股权融资成本,其核心功能事实上并不在于直接提升公司治理水平或公司业绩。因此,着眼于股权融资成本这一角度,本研究通过选择常规信息披露指标和交流信息质量指标建立投资者关系管理指数,检验其对上市公司股权融资成本的影响;进一步地,我们只考虑交流信息质量指标指数对股权融资成本的影响,以检验上市公司与投资者战略沟通水平对融资成本的影响,从而为考察投资者关系管理的经济后果提供更为直接的补充证据。此外,以前的文献一般只使用单年度的数据,而本研究通过收集 2004 年和 2005 年两年的数据进行分年度检验和混合回归,研究结论因此将更为稳健。

二、理论分析与假设提出

投资者关系管理对公司股权融资成本影响的研究主要是从信息披露和战略管理的角度展开。因此,本文将从这两个角度进行相关综述,并在这两个研究角度基础上,结合中国资本市场的制度背景建立本文的投资者关系管理指数并展开研究。

1. 信息披露角度

为了降低股权融资成本,上市公司引入了包括自愿性信息披露在内的各种机制^①。理论与实证研究从两个角度支持了提高信息披露水平能够降低股权融资成本。

首先,增强信息披露水平能够减少上市公司与投资者之间的信息不对称程度,信息不对称程度的降低可以减少股票交易成本,促使投资者对公司股票需求增加,从而增强股票市场的流动性,降低公司的股权融资成本。Welker (1995)认为披露水平与股票价差之间存在负相关关系,Healy 等(1999)认为

企业增加信息披露能够提高股票收益以及股票流动性。而 Diamond 和 Verrecchia(1991)、Kim 和 Verrecchia(1994)等则认为,如果企业增加信息披露,可以吸引大投资者的投资,或降低不同类别投资者之间的信息不对称程度,从而增强股票的流动性,降低融资成本。汪炜、蒋高峰(2004)认为,上市公司信息披露水平的提高有助于降低公司的权益资本成本。

其次,在其他条件既定的情况下,投资者要求的回报率与预测的风险水平成正比,未来收益的不确定性越高,投资者要求的回报率就越高。公司通过提高信息披露水平,可以降低投资者估计未来收益时考虑的风险水平,从而投资者要求的投资回报率降低,股权融资成本则相应降低。Barry 和 Brown(1994)、Handa 和 Linn(1993)等从理论上证明了投资者会对信息披露水平低的股票赋予更高的风险水平,从而对这类股票出价更低,使得公司的股权融资成本更高。

因此,投资者关系管理较好、信息披露水平较高的公司,能够降低股权融资行为中事前与事后的信息不对称,使投资者面临的道德风险与逆向选择风险降低。一方面,投资者投资这类公司要求的回报率比投资者关系管理较差的公司更低;另一方面,投资者购买信息透明度较高的公司股票的意愿更强,公司股票流动性增大,两方面因素的共同作用降低了股权融资成本。

2. 战略管理角度

根据全美投资者关系协会(NIRI)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、沟通和市场营销学的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”。英国投资者关系协会(IRS)将投资者关系管理定义为“公司与现有股东以及潜在投资者保持对话的一种手段,它的目的是将公司业绩和前景准确地呈现出来,使投资群体通过有效的市场来决定公司股票的真实价格,从而投资者关系对公司价值与资本成本产生积极影响”。两个定义都表明投资者关系管理的目的不仅仅是满足投资者的信息需求,而且在于公司可以以一种具有优势的方式去管理这种需求(Rowbottom 等,2005)。

Armon 认为,投资者关系管理分为两类,第一种是与股票交易和证券监管当局规则基本一致的投资者关系管理,第二种是一种战略方法论,它不仅能满足最基本的要求,还能实现投资者关系的真正透明化,并可以起到稳定公司股价,对公司进行现实、恰当的估价和降低公司资金成本的作用。Marcus 认为,投资者关系管理的作用已经超越了仅仅传播信息的范畴,它具备对市场进行教育以及影响公司战略的功能,它将减少投资者要求的风险溢价,提高股票的价值。Gregory(1997)则明确指出,投资者关系管理是公司整体沟通中的一部分,与投资者的良好沟通是公司信号的传递过程。

可见,从战略管理角度分析投资者关系管理对股权融资成本的影响主要

体现在两个方面:一方面是通过向现有以及潜在投资者提供关于公司业绩与发展前景的准确描述(Brown, 1994),增进投资者对公司发展战略、经营情况的了解,促进其对公司的认同;另一方面是通过与直接、间接的投资群体之间建立长期联系,提升上市公司的公众形象,向资本市场传递一个良好的信号,赢得投资者的支持。这两个方面最终都归结到一点,即通过投资者关系管理传递信号,增加投资者对公司股票的需求。

综上所述,信息披露能够降低股权融资事前与事后的信息不对称,战略沟通能够向资本市场传递影响投资者决策的良好信号。所以本文通过建立上市公司投资者关系指数来验证本文的假设:投资者关系管理水平与股权融资成本负相关。

三、研究设计

1. 样本选取

本文选取 2004—2005 年上海证券交易所 A 股上市公司为研究样本,对其网站投资者关系管理情况进行观测,观测期间为当年的 10 月 1 日到 12 月 31 日。由于本文对公司网站观测期间的限定,故当年首发上市的公司予以剔除,另外剔除无网站公司以及网站无法进入的公司。为了得到回归分析的样本,同时剔除下面两类公司:(1)上市年限小于三年的公司;(2)亏损公司。剔除后得到可用于检验公司网站投资者关系管理水平与股权融资成本之间关系的样本共 738 家,其中 2004 年 338 家,2005 年 400 家。

2. 数据收集方法

我们根据 Wind 资讯和巨潮资讯网提供的公司网址,对网站进行检测。如果输入从上述来源获得的网址后进入的界面不是该公司网站首页,则需查看该公司最近一期年报,核对公司网址;如果无法进入网站,5 天后重试,连续三次都无法进入则确认为网站无法进入的公司;如果没能从 Wind 资讯和巨潮资讯网获得公司网站名称的公司,同样通过查看年报确认,年报也没有披露公司网站,则确认为无网站公司。

3. IIRI 的构建

本文在国内外研究(Deller 等,1999;Pirchegger 和 Wagenhofer,1999;Fathilatil 等,2005;Geerings 等,2003;潘琰,2002;李心丹,2006;林斌等,2005)的基础上,借鉴国外研究的内容分析法,结合国内上市公司投资者管理实践,将网站投资者关系评价指标划分为常规信息披露指标、交流信息质量披露指标两大类共 30 个指标。常规信息披露指标是指一些公司的常规性信息,主要是财务信息,共有 17 个指标;交流信息质量指标是指上市公司通过使用互联网及其相关技术,与投资者交流他们感兴趣的信息(如投资者电子信箱),或作为投资者的交流平台(如投资者在线参与会议),共有 13 个指标。具体见表 1。

表 1 公司网站投资者关系指数(IIRI)具体指标

信息内容		出现频率		占样本百分比(%)	
		2004 年	2005 年	2004 年	2005 年
常规信息披露指标	当年资产负债表	341	378	57.41	60.00
	当年利润表	341	378	57.41	60.00
	当年现金流量表	341	377	57.41	59.84
	当年报表附注	342	376	57.58	59.68
	当年中期报告	359	390	60.44	61.90
	以前年度公司报告	390	412	65.66	65.40
	审计报告	362	409	60.94	64.92
	财务数据的时间序列比较	87	186	14.65	29.52
	会计数据	432	486	72.73	77.14
	公司公告	345	456	58.08	72.38
	当年股票价格	241	259	40.57	41.11
	组织结构图	373	423	62.79	67.14
	公司经理、董事长致词	217	236	36.53	37.46
	财务日历	0	8	0.00	1.27
	网站信息更新提示	18	126	3.03	20.00
	环境报告或社会报告	10	17	1.68	2.70
	公司报告的 PDF 格式	271	305	42.62	48.41
交流信息质量指标	链接外部网站	134	170	22.56	26.98
	会计信息的超级链接	22	14	3.70	2.22
	公司报告的 XBRL 格式	0	0	0.00	0.00
	可加工形式的财务报告	19	5	3.20	0.79
	多种语言支持	283	296	47.64	46.98
	内部搜索引擎	201	123	33.84	19.52
	Cookies	117	185	19.70	29.37
	投资者电子信箱	235	392	39.56	62.22
	邮件清单	14	41	2.36	6.51
	投资者常见问题解答	27	37	4.55	5.87
	投资者在线定制信息服务	11	9	1.85	1.43
	投资者在线参与会议	0	3	0.00	0.48
	会议的视频/音频信息	29	6	4.88	0.95

通过对公司网站两大类 30 个指标进行分项观测和检测计算投资者关系指数。每项指标采用 0—1 评分标准,指标在公司网站上存在则给 1 分,否则为 0 分,最后将每个公司的分数加总,得到公司网站投资者关系指数(IIRI)。

4. 股权融资成本的计量

根据前人不同的研究目的和本研究的具体情况,本文参考陆正飞等(2004)、汪炜和蒋高峰(2004)、沈艺峰等(2005)、曾颖和陆正飞(2006)等的做法,采用剩余收益贴现模型来估算研究样本 2004 年、2005 年的股权融资成本。

具体计算公式如下:

$$P_t = B_t + \frac{FROE_{t+1} - r_e}{(1 + r_e)} B_t + \frac{FROE_{t+2} - r_e}{(1 + r_e)^2} B_{t+1} + \frac{FROE_{t+3} - r_e}{(1 + r_e)^3} B_{t+2} + TV$$

而 $TV = \sum_{i=4}^{T-1} \frac{FROE_{t+i} - r_e}{(1 + r_e)^i} B_{t+i-1} + \frac{FROE_{t+T} - r_e}{r_e (1 + r_e)^{T-1}} B_{t+T-1}$, 因此

$$P_t = B_t + \frac{FROE_{t+1} - r_e}{(1 + r_e)} B_t + \frac{FROE_{t+2} - r_e}{(1 + r_e)^2} B_{t+1} + \frac{FROE_{t+3} - r_e}{(1 + r_e)^3} B_{t+2}$$

$$+ \sum_{i=4}^{T-1} \frac{FROE_{t+i} - r_e}{(1 + r_e)^i} B_{t+i-1} + \frac{FROE_{t+T} - r_e}{r_e (1 + r_e)^{T-1}} B_{t+T-1}$$

其中: P_t 为股权再融资的潜在价格,参考曾颖和陆正飞(2006)的做法,计算方法是上年度每股收益乘以当年公司所处行业市盈率中位数。

B_t 为第 t 期每股净资产,计算公式是: $B_{t+i} = B_{t+i-1} + EPS_{t+i} - DPS_{t+i}$, EPS_{t+i} 是第 $t+i$ 期每股收益, DPS_{t+i} 是第 $t+i$ 期支付的股利。 $DPS_{t+i} = k \times EPS_{t+i}$, k 按公司前三年平均股利支付率进行计算, EPS 为有实际数据的年份用实际数据,没有实际数据的年份根据历年平均增长率逐年算出。

$FROE_{t+i}$ 为第 $t+i$ 期的预测净资产收益率。对于有实际数据的年份,采用企业第 $t+i$ 期的净利润除以期初账面净资产来替代第 $t+i$ 期的 ROE 的预测值,即 $FROE$;对于没有实际数据的年份,计算方法如下:假设企业有实际数据 n 期,那么企业从第 $n+1$ 期至第 $t+T-1$ 期的 ROE 从第 $t+n$ 期的水平向行业平均 ROE 直线回归,得到 $FROE$,从第 $t+T$ 期开始,上市公司的 $FROE_{t+T}$ 一直维持在行业平均 ROE 水平上^③。在计算行业平均 ROE 时,按照证监会的行业分类方法,将所有上市公司分为 13 类。行业平均 ROE 为 1996—2005 年间同行业所有上市公司 ROE 的中位数,在计算时,舍弃了亏损年份的 ROE ,因为从长期来看,盈利公司更好地反映了行业长期均衡收益率(Gebhardt 等,2001;陆正飞等,2004)。

5. 控制变量选择

财务学文献中已经积累了大量关于权益资本成本影响因素的研究成果,本文在这些研究成果的基础上,结合研究问题的实际,选择以下控制变量。

(1)市场风险(Beta)。CAPM 模型认为, β 系数反映了股票的系统性风险,是企业股权融资成本的主要决定因素,权益资本成本与之正相关。这种正相关的关系也得到了很多实证研究的支持,如 Bstosan(1997、2002)等。在我国,叶康涛、陆正飞(2004)的研究结果表明,股票 β 系数对股权融资成本的解释能力约为 21%。本文以 Wind 资讯公布的最近 24 个月的 β 系数的平均值作为衡量市场风险的指标。

(2)经营风险(OperationRisk)。理论上,企业的经营风险越大,则股东所要求的相应回报也就越高,从而股权融资成本上升。度量经营风险的常用指标有利润波动率(如 Madden,1998;Gebhardt 等,2001;叶康涛等,2004)、财务分析师对收益预测的变异系数(如 Gebhardt 等,2001)、长期资产与总资产之比(如沈艺峰等,2005)等。但由于具体情况的限制,本文参考 Gebhardt 等(2001)、叶康涛等(2004)的做法,采用收益波动率来反映公司经营风险,计算公式为:公司近 3 年净利润标准差/近 3 年净利润平均值。

(3)市场的异常性(B/M)。Fama 和 French(1992)、Berk 等(1999)发现,账面市值比(B/M)较高的公司面临较高的系统风险,因而投资者要求的风险

溢价较高,但另一方面,也有研究文献表明(Fama 和 French,1992;Lakonishok、Shleifer 和 Vishny,1994),账面市值比较高的公司其股价常被低估,能够在未来赚取更多的收益,直到股价合理反映公司的价值。较高的未来收益赚取能力导致投资者要求的回报率较低。在实证研究中,很难解决这两者的矛盾(Gebhardt 等,2001)。尽管账面市值比对股权融资成本的影响具有正负相反的两个方面,但同时也体现其在股权融资成本影响因素中的重要性,故本文将其作为控制变量之一。

(4)行业(industry_i)。根据前文的 IIRI 指数以及股权融资成本的描述性统计可以看出,不同行业的投资者关系管理水平、股权融资成本水平参差不齐,行业之间存在较大差异,因此对行业也加以控制。

6. 模型的建立

在前文的基础上,我们建立以下模型来检验本文的假设:

$$\text{Cost} = a + b_1 \text{IIRI} + b_2 \text{Beta} + b_3 \text{op-risk} + b_4 \text{B/M} + \sum_{i=1}^{12} b_{4+i} \text{industry}_i + \epsilon$$

其中:Cost 为股权融资成本,采用剩余收益贴现模型逐家手工计算;IIRI 为网站投资者关系指数,通过登陆上市公司网站按指标设计标准手工查找;Beta 为度量上市公司市场风险的 β 系数;op-risk 为经营风险,用近 3 年收益波动率替代;B/M 为账面市值比;industry 为行业;ε 为随机扰动项。

四、实证结果分析

(一)描述性统计分析

1. 上市公司网站设立的基本情况

表 2 为上市公司分年度网站设立情况。表 2 显示,没有设立公司网站的比重呈逐年下降趋势,设立“投资者关系或投资者天地专栏”的公司数有所上升,从表面上反映出我国网站投资者关系管理受重视程度有所提高。

大部分公司在网上披露了为数不少的常规信息,而交流信息则披露较少。在常规信息的 17 个指标中,2004—2005 年每个指标的平均披露比例分别为 44.09%、48.76%、46.41%;而在交流信息的 13 个指标中,2004—2005 年每个指标的平均披露比例分别为 14.14%、15.64%、13.89%。常规信息披露的比例明显高于交流信息。说明我国网站投资者关系管理在现阶段更多地是作为信息披露的一种手段,还没有充分发挥其与投资者之间互动交流的功能。

表 2 上市公司分年度设立网站情况

年度	观测样本数	没有设立网站	设立网站	设立网站但无法进入	设立网站(投资者关系或投资者天地)
2004	755	83	672		
2005	816	75	741	111	277

2. IIRI 与股权融资成本分区间分析

表 3 为 IIRI 与股权融资成本分区间对应值。表 3 表明总体上网站投资者关系指数与股权融资成本表现出负相关关系。在 IIRI 指数较小的区间上, 股权融资成本较高; 随着 IIRI 的增大, 股权融资成本逐渐降低。

表 3 IIRI 与股权融资成本分区间对应值

Panel A: 按 IIRI 指数分类(2004 年)

IIRI 区间段	样本量	融资成本均值	融资成本中位数
[0,5]	105	0.080177	0.059287
(6,10]	53	0.070703	0.060361
(10,15]	140	0.062133	0.053731
>15	40	0.067537	0.055742

Panel B: 按 IIRI 指数分类(2005 年)

IIRI 区间段	样本量	融资成本均值	融资成本中位数
[0,5]	89	0.09267	0.0772
(6,10]	63	0.077804	0.07545
(10,15]	197	0.077762	0.0682
>15	51	0.07271	0.06837

3. IIRI 差异的统计检验

为进一步观察投资者关系管理与股权融资成本的关系, 我们分别考察了不具备融资资格的亏损公司和有融资资格的上市公司这两类公司的投资者关系水平。以净资产收益率为标准, 对 253 家亏损公司以及净资产收益率大于 0 的 738 家公司进行参数 T 检验与非参数 Wilcoxon 秩和检验, 见表 4。

表 4 有融资资格的公司与 253 家亏损公司 IIRI 的参数检验和非参数检验

IIRI 指标和检验(Z 值)	N	均值	中值	标准差	T 检验	Wilcoxon 秩和
盈利公司	738	10.12	12	5.210	5.424***	-5.208***
亏损公司	253	8.03	7	5.527	(0.000)	(0.000)

注: 括号中的数字为 p 值; ***、**、* 分别代表在 1%、5%、10% 水平上显著。

表 4 表明, 具有融资资格的公司的样本与亏损公司之间 IIRI 的参数和非参数检验都在 1% 显著性水平上有差异, 说明净资产收益率为正的公司投资者关系管理水平显著高于亏损公司。也就是说没有股权融资机会的公司其投资者关系管理水平更低, 这类公司更没有动力进行投资者关系管理, 或许这从另一角度说明, 正是因为投资者关系管理能够影响融资成本, 而亏损公司不具备融资资格, 所以也就不重视投资者关系管理了。

(二) 多元回归分析

1. 因素相关性检验

表 5 给出了变量的 Pearson 秩和相关系数。股权融资成本变量(cost)与网站投资者关系指数(IIRI)显著负相关, 与市场风险(Beta)、经营风险(op-risk)以及市场的异常性(B/M)也存在显著的正相关关系。在自变量的相互

关系中,Beta 与 op-risk、B/M 存在着较强的相关性,但在多重共线性诊断中,方差膨胀因子 VIF 均小于 2,因此对随后的多元回归不会产生什么影响。

表 5 变量 Pearson 相关系数矩阵(混合样本 N=738)

变量符号	cost	IIRI	Beta	op-risk	B/M
cost	1				
IIRI	-0.123***	1			
Beta	0.114***	-0.503	1		
op-risk	0.280***	0.004	0.123***	1	
B/M	0.101***	-0.056	0.115***	-0.045	1

注:***、**、* 分别在 1%、5%、10% 水平上显著。

2. 多元回归结果

表 6 是根据本文研究模型,采用普通最小二乘法(OLS)进行回归的结果。

表 6 OLS 回归结果

变量	2004 年样本:cost ₁		2005 年样本:cost ₂		全样本:cost ₃	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
截距	0.03** (2.342)	0.035 (0.97)	0.06*** (4.367)	0.055* (1.721)	0.051*** (5.006)	0.051** (2.149)
IIRI	-0.001*** (-2.771)	-0.002*** (-3.371)	-0.001** (-2.172)	-0.001** (-2.242)	-0.001*** (-3.462)	-0.001*** (-3.986)
Beta	0.013 (1.482)	0.026* (1.97)	0.006 (0.698)	0.008 (0.98)	0.009 (1.414)	0.011* (1.722)
op-risk	0.088*** (6.5)	0.084*** (6.357)	0.06*** (4.832)	0.061*** (4.948)	0.071*** (7.781)	0.07*** (7.802)
b/m	0.032** (2.45)	0.026** (1.97)	0.012 (1.246)	0.014 (1.413)	0.019** (2.388)	0.018** (2.267)
Year					-0.006 (-1.487)	-0.006 (-1.553)
行业	未控制	控制	未控制	控制	未控制	控制
样本	338	338	400	400	738	738
F	14.876***	6.671***	8.034***	3.449***	18.428***	8.663***
Adj R ²	0.141	0.212	0.066	0.089	0.106	0.15

注:括号里的数字为 T 值;***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著;cost₁、cost₂ 分别代表 2004 年、2005 年样本公司的融资成本,cost₃ 为 2004 年、2005 年两年全部样本公司的融资成本。

从回归结果可以看出,无论是分年度的样本还是混合样本,控制行业还是没有控制行业,IIRI 符号都与预期相符,且显著为负。除了 2005 年的回归(4)中,IIRI 的显著性水平为 5%之外,回归(1)、(2)、(3)、(5)、(6)的系数的显著性水平均为 1%。可见,网站投资者关系管理水平显著地降低了上市公司的股权融资成本。

另外,为进一步讨论从战略管理角度分析投资者关系管理对股权融资成本的影响,我们利用 IIRI 中的交流信息质量指标指数与股权融资成本进行回归得到与表 5 同样的结果(因篇幅有限,省略具体的回归结果)。说明公司加

强与投资者之间的信息沟通,能够促进投资者对公司的认同,提升上市公司的公众形象,赢得投资者的支持,从而降低上市公司的股权融资成本。

五、结 论

本文基于我国上市公司网站投资者关系管理状况,考察了上市公司投资者关系管理与股权融资成本的关系。上市公司进行网站投资者关系管理,使广大中小投资者获取信息更为便捷、信息消费成本更低,尤其是交流信息的提供,为投资者与上市公司间的互动搭建了一个良好的沟通平台,企业与投资者之间的信息不对称程度降低。

检验结果显示上市公司网站投资者关系管理水平与股权融资成本之间存在较显著的负相关关系,提高网站投资者关系管理水平,能够显著降低股权融资成本。因此,对有融资需求的上市公司而言,应当在网站上披露与投资者决策相关的信息,充分利用因特网的优势,主动加强与投资者的沟通,增强公司透明度,使投资者愿意将资源投入公司。

本研究的不足为:只是对上海证券交易所 A 股上市公司进行研究,具有一定的局限性;在建立上市公司网站投资者关系指数 IIRI 时,本文使用 0—1 评分标准,这不可避免地忽视了诸如指标内容的丰富程度等因素;本文研究建立在假设网站上披露的信息是与投资者决策相关信息的基础上,网站信息是否相关、可靠没有检验。

注释:

- ①关于自愿性信息披露的经验研究表明,公司管理层愿意增强公司透明度的目的在于:
(1)降低代理成本或契约成本(Chow 和 Wong-Boren, 1987);(2)降低权益资本成本(Botosan, 1997; Sengupa, 1998);(3)提高公司价值(King 等, 1990; Yeo 和 Ziebart, 1995; Frankel 等, 1999)。
- ②Gebhardt 等(2001)认为该模型的预测区间不应少于 12 期,因此本文采用 $T=12$ 计算股权融资成本。
- ③举例说明 FROE 的预测方法:预测期为 12,第 1 期有实际数据,那么从第 2 期 FROE 的计算方法是:第 1 期的 FROE+(第 1 期 FROE—行业 ROE)/11,依此类推。

参考文献:

- [1]李心丹,刘玉灿,肖斌卿.中国上市公司投资者关系管理运作机制的研究[J].中国管理科学,2005,(3):79—83.
- [2]李心丹,肖斌卿,王树华,等.中国上市公司投资者关系管理评价指标及其应用研究[J].管理世界,2006,(9):117—128.
- [3]林斌,辛清泉,杨德明,等.投资者关系管理及其影响因素分析[J].会计研究,2005,(9):32—38.
- [4]陆正飞,叶康涛.中国上市公司股权融资偏好分析——偏好股权融资就是缘于融资成本

- 低吗? [J].经济研究,2004,(4):50—58.
- [5]潘琰.因特网上的公司财务报告——中国上市公司财务信息网上披露情况调查[J].会计研究,2000,(9):54—58.
- [6]沈艺峰,肖珉,黄娟娟.中小投资者法律保护与公司权益资本成本[J].经济研究,2005,(6):115—123.
- [7]汪炜,蒋高峰.信息披露、透明度与资本成本[J].经济研究,2004,(7):107—113.
- [8]杨德明,辛清泉.投资者关系与代理成本——基于上市公司的分析[J].经济科学,2006,(3):47—60.
- [9]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[J].南开管理评论,2007,(3):43—50.
- [10]叶康涛,陆正飞.中国上市公司股权融资成本影响因素分析[J].管理世界,2004,(5):127—131.
- [11]曾颖,陆正飞.信息披露质量与股权融资成本[J].经济研究,2006,(2):69—91.
- [12]肖斌卿,李心丹,顾妍,等.中国上市公司投资者关系与公司治理[J].南开管理评论,2007,(3):51—60.
- [13]Ashbaugh H, K M Johnstone, T Warfield. Corporate reporting on the internet [J]. Accounting Horizons, 1999, (3): 241—257.
- [14]Barry C B, Brown S J. Differential information and the small firm effect [J]. Journal of Financial Economics, 1984, 13(2): 283—295.
- [15]Brennam, Tamarowski. Investor relations, liquidity, and stock prices [J]. Journal of Applied Finance, 2000, 12(4): 26—37.
- [16]Ettredge M, Richardson V J, S Scholz. Dissemination of information for investors at corporate web sites[J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2002, 21: 357—369.
- [17]Hedlin P. The internet as a vehicle for investor relations: The Swedish case[J]. The European Accounting Review, 1999, (8): 373—381.
- [18]Kai Hockerts, Lance Moir. Communicating corporate responsibility to investors: The changing role of the investor relations function [J]. Journal of Business Ethics, 2004, 52: 85—98.
- [19]Xiao J Z, He Y, Chow C W. The determinants and characteristics of voluntary internet-based disclosures by listed Chinese companies[J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2004, 23: 191—225.

Investor Relations Management(IRM) and the Cost of Equity Capital: Evidence from Internet Investor Relation Management

LIU Shan-min^{1, 2}, LIN Bin², NIE Yi-jun²

(1.School of Economics and Business, South China Normal University,

Guangzhou 510006, China;

2.School of Business, Sun Yat-sen University, Guangzhou 510275, China)

Abstract: Based on the A-share listed companies in 2004 and 2005 in

Shanghai Stock Exchange, this dissertation analyzes the association between IRM and the cost of equity capital in the information disclosure and strategic management. We assume that a negative correlation exists between IIRI and the cost of equity capital, and similarly about the influence of the index of intercommunion quality on the cost of equity capital. The results show that IRM, especially corporate strategical communion with investors, indeed plays a role in lowering the cost of equity capital, providing support for initiating IRM by listed companies and promoting IRM by regulators.

Key words: investor relation management; cost of equity capital; residual income discount model

(责任编辑 金 澜)

(上接第 14 页)

A Modest Proposal about the Paradigm of Chinese Economics: Two Level Consiliences

ZHU Fu-qiang

(Lingnan College, Sun Yat-sen University, Guangzhou 510275, China)

Abstract: Since the beginning of reform and opening up, the practical problem caused the crisis of traditional political economics paradigm, and “patch” reform view which occupied mainstream status appeared. After 1990s, problem consciousness rose to the level of theory consciousness, and “substitute” reform view which advocates adopting modern western economics paradigm comprehensively began to be on mainstream. However, “substitute” reform view also meets more and more predicament at the beginning of 21 century. In fact, there are two levels of consilience to construct Chinese economics: the first takes place between Marxism economics and western mainstream economics; the second occurs between the theory of economics and the behavior mechanism of Chinese.

Key words: science paradigm; Chinese economics; Marxism economics; mainstream economics; indigenization

(责任编辑 金 澜)