

非对称信息与投资者关系管理研究

李胜楠¹, 牛建波²

(1.南开大学国际商学院,天津 300071 ; 2.南开大学公司治理研究中心,天津 300071)

摘要: 投资者关系管理作为公司治理的一项前沿性课题逐渐引起我国理论界和实务界的关注,但对其内涵和理论支撑的研究还很欠缺,实践中也仅仅局限在对西方企业做法的简单模仿上,极大地限制了投资者关系管理在我国的发展和其重要价值的挖掘.利用非对称信息理论作为分析工具,对投资者关系管理的运作机理进行了探讨,并针对我国国情,提出了从外部制度环境完善和公司主动向投资者传递信号两个角度完善投资者关系管理的建议,在融洽公司与外部投资者关系的基础上,以期提高我国的公司治理水平.

关键词: 非对称信息; 投资者关系管理; 信号理论; 公司治理

中图分类号: F830.59 **文献标识码:** A

1 投资者关系管理的涵义及其国际经验

1.1 投资者关系管理的涵义

投资者关系管理(Investor Relations Management, IRM)是证券市场发展和股权文化兴起的产物,它既包括上市公司与股东、债权人和潜在投资者之间的关系管理,也包括在与投资者沟通过程中,上市公司与资本市场各类中介机构之间的关系管理.美国全国投资者关系协会(National Investor Relations Institute, NIRI)在2001年9月对投资者关系管理做了如下定义:投资者关系管理是指运用财经传播和营销规则,通过管理公司向财经界和其他各界传播信息的内容和渠道,以实现相关利益者价值最大化的一项战略性管理工作.

1969年,美国在世界上率先成立了全美投资者关系协会,至今已有31个分会和5000多会员.90年代初兴起的公司治理运动为投资者关系的变革提供了契机.借助股东积极行动主义(Shareholder Activism),机构投资者已公开对公司的决策施加压力和影响,迫使上市公司在遵照相关准则(如Cadbury, Greenbury和Hampel报告)完善其公司治理的同时,不得不更加注重投资者关系管理,并将投资者关系管理由过去防范式、危机导向的模式,逐渐调整为主动征询意见、建立相互信任的模式.1990年是全球投资者关系管理事业发展史上的一个里程碑,在这一年成立了国际投资者关系联合会(International Investor Relations Federation, IIRF).

从我国上市公司的实践来看,近年来暴露出来了银广夏、中科创业、猴王股份、大庆联谊、三九医药、棱光实业和ST海洋等众多侵害投资者利益的案件,严重挫伤了投资者的信心.开展IRM,融洽投资者关系,为他们提供更多的治理信息和途径,将成为实现和提升公司价值、塑造竞争优势的新源泉.

1.2 国外投资者关系管理的经验

国外投资者关系管理的实践已较为成熟,国外发达资本市场上IRM的主要内容包括六个方面.

(1) 分析研究.它要求对公司的现有投资者和潜在投资者的数目、资金量、投资偏好等进行统计分析,研究证券公司、机构投资者分析员的需求及其使用的主要分析方法.

(2) 信息沟通.

(3) 公关关系.

(4) 危机处理.当危机发生或预计危机将出现时,必须有迅速、有效的危机处理方案.

(5) 参与制定公司的发展战略.

(6) 对 IRM 从业人员进行培训.实施 IRM 从业人员培训活动,培养一支高素质的专业 IRM 队伍,提高 IRM 水平,实现公司价值最大化.

2 非对称信息与 IRM

新古典主义经济学的一般均衡理论建立在一系列市场完全假设的基础之上,其中一个假设就是经济主体拥有完全信息,从而忽略了信息不完全所引起的各种现实问题.事实上,市场中交易双方对交易所拥有的信息或知识存在明显的差异,从而导致了拥有信息优势的一方在交易中处于有利的地位,交易者是在不完全信息条件下决定其交易行为的.在经济系统中引入非对称信息后,市场中不仅存在获取信息的激励,也存在着传递经济信息的激励.引入信息不完全和非对称使人们更深刻地认识到市场中一些无效率的现象,从而提出改善策略.本文以非对称信息理论作为投资者关系管理研究的起点和基础,并提出相应的改进对策,期望从根本上提升我国公司投资者关系管理的水平

2.1 非对称信息理论

非对称信息是指某些参与人拥有但另一些参与人不拥有的信息^[1].信息的非对称性可以从两个角度来理解.

(1) 从非对称发生的时间来看,包括事前非对称和事后非对称.事前非对称发生在当事人签约之前,会导致逆向选择.逆向选择指的是代理人或卖主凭借信息优势而使处于信息劣势的委托人或买主处于不利选择的境地,这将导致低质商品排斥优势商品,市场效率低下,资源浪费严重.Akerlof 指出,当贷款人或汽车的买方拥有不完全的信息时,还贷可能性低的贷款人或劣质车的卖方就可能把市场上的其他卖方挤出市场,形成混合均衡(pooling equilibrium),最终会阻碍对双方有利的交易的进行^[2].事后非对称发生在当事人签约之后,会产生道德风险.

道德风险是指经济代理人在追求自身效用最大化时,损害委托人或其他代理人的利益.

(2) 从非对称信息的内容看,非对称信息可能指某些参与人的行动,即隐藏行动;也可能是指某些参与人的知识或信息,即隐藏知识或隐藏信息.隐藏行动或隐藏信息都属事后,即道德风险范畴,在这种情况下,交易双方在签约时信息是对称的;但签约后由于一方对另一方的某些信息缺乏了解,就可能会产生道德风险.Spence 在其论文《就业市场上的信号揭示》和著作《市场信号揭示》中分析了受教育水平在劳动力市场上的信号揭示功能,^[3-4]证明了市场中代理人可以通过信号显示消除逆向选择的不利影响.所谓信号显示,是指经济代理人采取的可以让对方相信其产品质量或价值的可观察的行动.Spence 将这一理论模型化,指出只有当显示信号的成本在信号发送者之间具有显著差异时,信号显示才会起作用.

在证券市场上,同样存在着信息不对称及其导致的逆向选择和道德风险问题,即不同质量的证券可以相同的价格出售.在股份有限公司中,广大的股东不直接参与公司的日常经营管理,而是委托经理人员进行经营管理.但是,股东无法直接观察到经理的全部行为,也无法充分了解经

理的能力,而只能获取关于经理行为和能力的信息.经理等内部人员拥有更多、更准确的有关企业的经营状况和发展前景等信息.同时,投资者意识到存在内部信息的可能性,但由于他们不能区分企业的质量,因而他们就会降低愿意支付的购买股票的价格,其结果是证券市场将会变得无效率或萎缩.而且由于不对称信息存在,投资者和信贷者将会要求更高的资本报酬,以补偿其风险或进行财务分析的成本,导致企业筹资活动的困难和资本成本的上升.

在这种情况下,企业经理人员就有动机通过适当的方法向市场传递有关信号,向外部投资者表明企业的真实价值,以此来影响投资者的决策.但问题是,公司经理如何向投资者传递信息,又不会被业绩欠佳公司的经理所效仿.根据信号理论,在信息不对称的市场环境中,信号是否有效必须符合两项检验.其一,信号对所采用的公司来说代价昂贵.也就是说,如果不是为向投资者传递信息,公司不会采用这种信号(信号本身应当被看作是一种净现值为负的策略,就是在“烧钱”).其二,信号对业绩欠佳公司比对业绩好的公司成本更高,如果能对弱小公司具有排斥作用就更理想^[5].比如,分派大比例现金股利就是一种有效的信号方式,采用这种策略,虽然代价昂贵(为了支付股利,公司可能需要减少其资本投资支出,而无法达到投资最优化目标),业绩良好的公司仍然能够在提高投资水平、支付投资者现金的同时,保持足够的盈利能力.但是,对业绩不佳的公司而言,如支付现金股利则可能放弃投资机会,所以对这种信号方式只能望而却步.

2.2 投资者关系管理的价值

有效和积极的投资者关系管理会给公司带来丰厚的回报.IRM 的价值体现在以下几个方面.

(1) 实现公司相对价值最大化.公司价值与企业的产品价值和资产价值不同,它不仅是企业利润和净资产所能体现的公司过去和现在的价值,更重要的是企业的未来,是企业过去和现在基础上的盈利能力和发展潜力,它是企业的已有投资者和潜在投资者对企业的一种预期.IRM 就是要通过有效的沟通,缩短信息交流的时滞,保障投资者的知情权及其合法权益,增强辨识能力,进而实现公司相对价值最大化.

(2) 保障公司持续的再融资能力.公司只有通过良好的投资者关系工作,展示公司内在价值,尊重投资者的投资,公司经营管理才能得到股东支持.反过来,也使公司价值得以真实和及时地实现,为公司的持续再融资奠定坚实的基础,最终使公司、投资者和资本市场三方获益.

(3) 增强市场对公司管理层的信心.良好的投资者关系有利于实现管理预期,增强市场对公司管理层的信心.管理预期、防止惊奇是投资者关系管理的关键和重要方面.管理预期主要是指上市公司尽量不要对公司前景描述得过于乐观,使投资者产生过高预期,而在预期不能实现时丧失对公司的信心.通过投资者关系管理,保证投资者对公司的业务和动态经营状况有充分的了解,做到公开性、准确性和及时性,是实现管理预期、防止惊奇最好的办法.

(4) 改善上市公司的治理机制.由于我国上市公司流通股比例较低,决定了在当前状况下公司外部治理机制很难发挥主导作用.同时,由于国有股“一股独大”,加之国有股所有者缺位,形成了与美、英不同的“内部人控制”问题(美、英主要是由于股权分散造成的),加强 IRM 则可以使公司的运作更加规范和透明,降低上市公司与投资者间的信息不对称以及国有股东、法人股东与中小投资者之间的信息不平等.外部投资者在充分知情的情况下,可以对公司决策产生积极的影响,维护利益相关者的公平利益,提高上市公司的治理水平,降低治理风险.

3 提高我国 IRM 水平的思考

随着我国证券市场的不断成熟和与国际接轨的加快,一些上市公司已逐步认识到投资者关系管理的重要性,特别是一些在海外上市的公司(如中石化、联想等),由于受成熟资本市场环境

的影响,以及为适应不同市场的监管要求,已经开始注重投资者关系管理工作.其他的上市公司也开展过一部分属于投资者关系管理范畴的工作,如在报刊和网站上定期或不定期刊发公司重要信息、公布年报和中报、公布股民咨询电话并回答股民提问、路演、网上直播新股发行等.但从整体上说,投资者关系管理在中国还刚刚起步,目前国内对 IRM 的探讨仅仅局限于对国外 IRM 实践的简单模仿,而没有深入挖掘其背后的理论基础.我们以不对称信息理论为指导,结合我国国情,提出了提高我国 IRM 水平的一些对策.

在加强和完善 IRM 的过程中,我国没必要完全遵循国外制度变迁的路径,而应该发挥后发优势.根据非对称信息理论,证券交易所和证监会等机构应积极引导上市公司选择性地向投资者披露高质量的信号,使高质量的公司得到投资者的认可和接受.这一思路可促进高质量公司的价值得以实现,并获得快速发展,同时又对低质量的公司施加压力,促使其摆脱在市场上的“柠檬”角色,尽可能完成由“柠檬”到“李子”的转换,最终实现我国上市公司投资者关系管理机制的制度变迁.下面将从两个方面来探讨加强和完善 IRM 的措施,一是政府作为整个制度环境的塑造者和规制者应充分发挥作用;二是公司应发挥积极主动性,不断向投资者提供高质量的信号,以明投资者视听.

3.1 外部制度环境完善

(1) 改革产权制度,建立公司声誉的形成机制

声誉制度(the reputation institutions)是介于单纯建立在重复关系之上,依赖双方自我实施的声誉和以国家强制力实施保障的国家司法系统之间,或者依靠社会规范,或者依靠缺乏强制力的私人司法系统来组织实施的、围绕合约执行而展开的有关的社会成员商业行为的信息披露,纷争的仲裁的、欺诈行为的惩罚等活动的规则和程序的总称.无名氏定理证明,对相同的个体进行无限次重复博弈,则互利的结果可以作为子博弈精炼均衡出现,即通过无限次重复博弈才可促使声誉的形成.Krepsn 等则通过将不完全信息引入重复博弈,进一步证明尽管重复博弈的次数不是无限的,经济主体都注重信誉同样可以作为均衡结果出现^[6].Kandori 的工作说明,尽管在一个社会中不同成员的交易次数十分有限,但如果存在信息传播机制能够及时将成员中的欺诈行为传达给相关的成员,并由他们(不一定是受害者本人)对欺诈者实施惩罚,同样可以促使每个成员有激励维持诚实的声誉^[7].对欺诈者进行惩罚的机制显然来自自利的成员对可能因没有惩罚应该受到惩罚的成员而自身受到社会规范惩罚的恐惧.

实际上,声誉对证券公司、会计事务所等金融中介同样重要.从某种意义上讲,金融中介的惟一资本就是它的声誉^[8].企业上市需要投资银行的推荐,需要会计事务所审计,就是因为这些机构起到了甄别的作用.但实际操作中却存在诸多问题,问题的根源在于产权制度,如果不改革产权制度,就不可能真正使金融中介的从业人员有建立自己声誉的积极性.

(2) 完善法律,加强对投资者的保护

尽管声誉机制很重要,但仅仅靠声誉机制并不能解决资本市场上的欺诈行为.除声誉机制外,对投资者的法律保护也是很重要的.事实上,声誉机制的作用也常常依赖于法律对投资者的保护,保护投资者的一个办法是让投资者对企业行使一定的控制权.投资者对企业的控制权是通过各种各样的法律来保证的,大股东可以直接进入董事会管理企业,但大量的中小股东和债权人对企业行使直接的控制权是不可能的,搭便车行为的普遍存在会使他们的控制权失效,于是就要求更有效的法律来保护他们的利益.因此我国有关部门应以保护中小股东和债权人的利益为出发点,完善相关法律,如完善强制性信息披露,并鼓励自愿性信息披露;对内部交易进行严格限制,以及完善投资规则等.

一个国家企业融资成本的高低、资本市场的健全与否,很大程度上取决于这个国家对投资者的法律保护.不同国家之间金融制度的差异、公司融资方式的差异、公司治理结构的差异很大程度上决定于对投资者保护的法律差异^[9-10].如果这个国家的法律制度不能有效地保护投资者的利益,投资者就不会轻易进行投资;即使决定进行投资,他们要求的报酬也会很高,这将导致企业不愿意从外部筹集资金.反之,法律对投资者的保护越好,投资者要求的报酬就越低,企业也就越愿意发行股票,从外部筹集资金.当然,对投资者的保护不仅取决于法律条文,更重要的在于法律的执行.

3.2 公司积极向投资者传递信号

(1) 要加深对相关主体的研究

相关主体特征的分析研究是 IRM 中一项必须的基础性工作.要对上市公司现有投资者和潜在投资者数量、结构、资金、偏好等进行统计分析,以制定针对性的管理策略.要对财经研究人员的研究方法、成果、动态等进行分析.财经研究人员有两类,一类是职业股票分析师;另一类是机构投资公司、基金管理公司和对冲基金公司的证券分析师与基金经理以及为投资者和这些基金公司提供分析报告、但不靠股票交易本身挣钱的独立证券分析师.由于他们的评价和分析会对投资者产生重大影响,因此必须对他们的特点进行事前研究,以建立良好的联系.要对新闻媒体的传播方式、基调、风格等进行研究.财经媒体是公认的监督者之一,其信息的公开披露对公司有着重要的影响,为避免对公司的不利宣传,对其特征分析也是必要的.还要对监管部门实施的监管法规、要求、变化等进行跟踪,增强公司适应外部不可抗力的能力.

(2) 要制定 IRM 战略

IRM 是公司的一项长期行为,伴随着企业战略逐步演进,是一项面向未来的管理.IRM 的侧重点要以公司战略为基础,在迅速变化和竞争性的资本市场中,为企业战略的顺利实施创造有利条件.长期、良好、互动的投资者关系可以吸引一批志同道合的战略投资者,保障企业长期稳定地发展.为此企业应制定 IRM 战略,规范公司的 IRM 工作,一个完整的 IRM 应包括:明确 IRM 在公司发展中的重要作用;确定 IRM 要实现的目标(如建立起良好的内部信息汇集机制、与投资者建立起畅通的沟通关系、建立起良好的资本市场形象、公司战略得到投资者普遍认同等);实施 IRM 的组织保障、手段、渠道、工具、时间安排等具体策略.

(3) 应加强与相关方面的信息沟通

建立在分析研究基础之上的与公司各利益相关者的信息沟通是 IRM 的重要内容.在沟通的对象上,对内信息沟通与对外沟通要同样重视;在沟通的内容上,战略管理信息和日常经营信息的沟通不可偏废.对外的信息沟通应包括:与现有投资者或潜在投资者的信息沟通.在沟通过程中,要坚持如下原则:提供真实信息,让投资者自己去判断,而不是去说服他们,更不能强迫他们,在沟通中要保持客观和公允,既要让投资者了解公司的投资价值,又要降低投资者对上市公司的过度乐观预期,防止惊奇,这是 IRM 的关键之一.与财经研究人员的信息沟通.在此过程中,应注意保持慎重,不能超越法律法规的界限,否则即为选择性披露,可能引致法律纠纷.与新闻媒体主动的信息沟通.新闻媒体作为一个沟通桥梁,能在上市公司与投资者之间建立起一种更广泛的联系,并会产生类似“放大器”的作用.公司有问题本身并不可怕,可怕的是问题的负面影响被无限度地扩大.

对内(如与董事会、管理层、员工等)的信息沟通应包括:与公司高层的沟通.为了沟通工作更有效,IRO 需要了解和进入高级管理层,更理想的是成为高级管理层的一部分.与公司普通员工的信息沟通.IRM 工作的一个任务是在公司组织内部树立起这样一种意识,即公司所

有员工都有责任提高外界对公司的认同度,让员工充分了解公司的经营状况和 IRM 工作的重要性,提高责任感和使命感。

(4) 超越强制性信息披露,强化自愿性信息披露

上市公司信息披露是指上市公司将直接或间接地影响投资者决策的重要信息以公开报告的形式提供给投资者。按照所披露信息的内容,可划分为自愿性披露信息和强制性披露信息。强制性披露信息是指由公司法、证券法、会计准则和监管部门条例等法律、法规明确规定的上市公司必须披露的信息,如基本财务信息、重大关联交易信息、审计意见等。自愿性披露信息是指除强制性披露的信息之外,上市公司基于投资者关系等动机主动披露的信息,如管理者对公司长期战略及竞争优势的评价、环境保护和社区责任、公司实际运作数据、前瞻性预测信息、公司治理效果等。自愿披露的信息一是对强制披露信息的细化和深化,以提高强制披露信息的可信度和完整性;二是对强制披露信息的补充和扩展,以突出公司的“核心能力和竞争优势”^[11]。

为了提高 IRM 的效果,对处于转轨经济体制下的中国上市公司,自愿性信息披露更具重要的信息传递意义。中国当前的证券市场存在着某种程度的“诚信”危机,银广夏、蓝田股份等上市公司披露虚假信息欺骗投资者的“丑闻”被曝光后,投资者对上市公司披露的信息产生了普遍的不信任感。在这样的市场背景下,资质优良、业绩不俗的上市公司经理人员的理性选择是增加“自愿性信息披露”,提高本公司在投资者心目中的形象和公信力。另外,为保证自愿披露信息的质量,发挥后发优势,在充分借鉴成熟资本市场的自愿信息披露监管经验的基础上,立足于当前中国新兴证券市场的公司实践特征,证券监管部门应尽快推出上市公司自愿信息披露的章程指引,以鼓励并规范上市公司的自愿披露行为。

4 结论

开展 IRM、融洽投资者关系、为投资者提供更多的治理信息及获取途径将成为公司实现和提升公司价值、塑造竞争优势新的不竭源泉。以非对称信息理论作为投资者关系管理研究和实践的逻辑起点和理论基础,证券交易所和证监会等机构应积极引导上市公司选择性地向投资者披露高质量的信号,使高质量的公司得到投资者的认可和接受。这一思路可促进高质量公司的价值得以实现,并获得快速发展,同时又对低质量的公司施加压力,促使其摆脱在市场上的“柠檬”角色,尽可能完成由“柠檬”到“李子”的转换,最终实现我国上市公司的投资者关系管理机制的建立和完善。另外,政府作为整个制度环境的塑造者和规制者,建议积极推进产权制度的改革和法规条文的进一步完善;同时,公司应发挥积极主观能动性,主动加强投资者关系管理的制度建设,为整个证券市场的健康发展奠定坚实的基础。

参考文献

- [1] 张维迎. 博弈论与信息经济学[M]. 上海: 上海人民出版社,1996.
- [2] GEORGE A. AKERLOF . The Market for Lemons : Quality Uncertainty and Market Mechanism [J] . The Quarterly Journal of Economics , 1970 ,(84) :488 - 500.
- [3] M. SPENCE . Job Market Signaling [J] . Quarterly Journal of Economics , 1973 ,(87) :355 - 374.
- [4] M. SPENCE . Market Signaling : Information Transfer in Hiring and Related Screening Process [M] . Cambridge . Massachusetts . Harvard University Press ,1974.
- [5] William L . MEGGINSON . Corporate Finance Theory[M] . Person Education and Dongbei University of

Finance & Economics Press,1997.

[6] 郑志刚. 声誉制度理论及其实践评述[J]. 经济学动态,2002 , (5) :73 - 77.

[7] KANDORI M. Social Norms and Community Enforcement [J]. Review of Economic Studies, 1992, (59):63 - 80.

[8] 张维迎. 企业理论与中国企业改革[M]. 北京: 北京大学出版社,1999.

[9] LA PORTA , RAFAEL , FLORENCIO LOPEZ-DE-SILANES , ANDREISHLEIFER , ROBERT W. VISHNY . Investor Protection and Corporate Valuation [R]. NBER Working Paper7403, 1999.

[10] LA PORTA , RAFAEL , FLORENCIO LOPEZ-DE-SILANES , ANDREISHLEIFER , ROBERT W. VISHNY. Investor Protection and Corporate Governance [J]. Journal of Financial Economics, 2000(58):3 - 28.

[11] 何卫东. 上市公司自愿性信息披露研究[R]. 深圳证券交易所研究报告,2003 - 04 - 08.

Research of Asymmetric Information and Investor Relations Management

LI Sheng-nan¹, NIU Jian-bo²

(1.School of International Business, Nankai University, Tianjin 300071, China; 2. Research Center of Corporate Governance, Nankai University, Tianjin 300071, China)

Abstract: Investor relations management is a new problem in corporate governance which has been paid much attention to by the theoretical and practical researchers. But, our practice is focused on the simple simulation. Using the asymmetric information theory we probe into its operational mechanism and suggest that we can develop the effectiveness of Investor Relations Management (IRM) by perfecting the legal environment and signaling to the investors.

Keywords: asymmetric information; IRM; signal theory; corporate governance

收稿日期: 2004-02-16 ;

基金项目: 国家社会科学基金资助项目(02BJ Y127)

作者简介: 李胜楠(1976--), 女, 山东菏泽人, 南开大学商学院博士研究生, 研究方向: 公司理财。