

融资动机与上市公司投资者关系管理

——来自公司网站投资者关系管理的实证发现

辛清泉^{1,2}, 杨德明², 陈念²

(1. 福州大学管理学院, 福建 福州 350002; 2. 中山大学管理学院, 广东 广州 510275)

摘要：为实证检验上市公司融资动机与投资者关系管理的关系，从公司网站这一视角出发，构建上市公司网站投资者关系管理指数。以深圳交易所 A 股上市公司为样本，研究发现，网站投资者关系管理指数受到了当前融资计划和未来融资动机的影响。当公司在未来年度内获得融资资格的机会较大时，投资动机和圈钱动机都会导致网站投资者关系管理指数的上升；而当公司未来年度内获得融资资格的机会较小时，公司进行网站投资者关系管理的动机则大大弱化。因此上市公司进行投资者关系管理的真正动机并不是出于中小投资者利益考虑，而更多的表现为一种自利行为。

关键词：投资者关系管理；公司网站；融资动机；投资动机；圈钱动机

中图分类号： F830 **文献标识码：** A

1 引言

近年来,西方成熟资本市场推崇的投资者关系管理(investor relation management,IRM)在中国日益受到监管者、金融机构和上市公司的高度关注.根据全美投资者关系协会(National Investor Relations Institute NIRI)的定义,投资者关系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,以实现企业价值最大化^[1].对上市公司而言,IRM 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.一般认为,IRM 的主要目的是达到和维持高的股票价格、促进融资计划的顺利实施、增强投资者信心从而降低融资成本以及减少公司被恶意接管的可能性等^[2].

同已往的文献不同,本文研究在中国资本市场特有的制度背景下上市公司进行 IRM 的动机.根据 2004 年 3 月深圳证券信息有限公司对中国投资者关系现状的调查发现,在“您认为搞好 IRM 的主要意义是什么”这一问题的回答上,98%的上市公司投资者关系负责人选择“保护投资者的知情权”,82%选择了“诚信形象”,75%选择了“企业治理需要”,而选择“融资”的仅为 37%^[3].然而,在中国股权分置、接管市场尚未成形、缺乏投资者保护意识的股权文化氛围里,这些回答是否真正反映了上市公司管理层的心声.

事实上,从中国 IRM 的发展历程看,其初衷便是考虑融资.1999 年 6 月,由于有 H 股背景,科龙电器首开国内新股发行路演之先河,先后在北京、深圳召开路演推介会,这可能是中国最早的正式的 IRM.随后,中国上市公司在 IPO、配股、增发之前进行各种形式的推介便成为一种惯例.特别地,自 2001 年底股市开始低迷以来,IRM 反而得到了长足的发展,除了监管层推动带来的影响外,由于股市低迷进而带来的融资失败是导致上市公司进行 IRM 的一个重要的内在原因.比如,2002 年泸州老窖(000568)在实施配股行动中,社会公众股只认购实际配售股份的 0.77%,主承销商光大证券包销比例高达 99.23%,光大证券也因此成为该公司第二

大股东.类似的例子还包括神火股份、江泉实业、升华拜克以及莱钢股份等^[4].其实,部分投资者对于上市公司进行 IRM 背后的行为已有深刻地认识,在 2003 年 8 月举行的上市公司 CEO 论坛上,华安基金管理公司总经理韩方河尖锐地指出,中国上市公司只有在融资时才能够体现出对投资者的热情,而一旦融资成功,上市公司则对投资者不大理睬^[5].

中国上市公司的融资动机可以分为投资动机和圈钱动机^[6],这两种动机(特别是圈钱动机)对上市公司 IRM 有何影响.这些问题牵涉到投资者利益保护,因此有着相当重要的研究意义,但相关的经验研究还十分贫乏,限制了对中国上市公司 IRM 行为的深刻了解.本文通过实证检验融资决策及其投资动机和圈钱动机对上市公司 IRM 水平的影响,为上述问题的解答提供经验证据.

早期投资者关系的主要沟通媒介为报刊、电话和现场会议,近年来因特网所特有的优势使其日益成为上市公司与外部投资者之间进行信息沟通的理想平台,因此本文将从上市公司自身网站上的 IRM 视角展开研究.

为进行实证分析,首先根据国内外文献和中国上市公司网站投资者管理的实践建立一套评价指标体系,然后根据该指标体系对 2004 年中国深市 A 股上市公司的网站投资者关系管理进行评分,相应地得到各个公司的网站投资者关系管理指数(internet investor relation index, IIRI).统计分析表明,中国上市公司 IIRI 受到当前融资计划和未来融资动机的影响.当公司在未来年度内获得融资资格的机会较大时,投资动机和圈钱动机都会导致了 IIRI 的上升;而当公司未来年度内获得融资资格的机会较小时,公司进行网站投资者关系管理的动机则大大弱化.因此本文认为,上市公司管理层进行 IRM 的真正动机并不是出于中小投资者利益考虑,中国上市公司 IRM 的本质依然是公司管理层的一种短期的自利行为.

2 制度背景和理论分析

2.1 上市公司进行 IRM 的原因

在中国当前的制度环境下,上市公司进行 IRM 的服务对象主要是外部的中小流通股股东,公司进行网站投资者关系管理存在着成本,那么中国上市公司 IRM 的具体收益是什么.

在回答此问题之前,首先要理解良好的投资者关系对中国上市公司管理层与控股股东的意义.由于中国存在着非流通股与流通股的区分,管理层和控股股东并不能享受到因良好的投资者关系而带来的股票升值利益.此外,由于中国证券市场上公司控制权的接管机制尚不健全,也导致公司管理层很少因为与中小投资者关系不佳而遭受外部接管的威胁.但是中国上市公司普遍存在着强烈的股权融资偏好,上市公司融资除了要满足中国证监会既定的条件外,与投资者之间的关系也是影响公司融资方案能否顺利实施的重要因素.自 2002 年以来,多家上市公司融资计划受挫导致公司管理层与控股股东不得不重视发展与中小投资者的良好关系.在此背景下,培育和维持与中小投资者的良好关系,进而推动融资方案的顺利实施就成为中国上市公司进行 IRM 的主要收益.由于与投资者良好关系的建立并非一朝一夕可以完成,一些意识较好的公司着眼于当前或未来的融资计划,开始系统实施 IRM,在其自身网站中建立和发展投资者关系不失为一种方便、有效、成本相对低廉的理性选择.由此可以合理地推断,在当前已实施或拟实施融资计划以及在未来融资动机强的上市公司更有可能进行良好的网站投资者关系管理.

2.2 融资动机与网站投资者关系管理水平

中国上市公司融资动机可以分为投资动机和大股东圈钱动机^[6],下面分析这两种融资动机对 IRM 水平的影响.

(1) 投资动机与网站投资者关系管理水平

如果公司存在着报酬率高的项目且所需资金较多,或者公司投资机会丰富,通过内部资金难以满足需要时,公司一般会考虑进行外部融资.一般说来,处于成长阶段的公司有着更强的资金需求,或者说,那些成长性高的公司在未来更有可能因为投资的需要而进行外部融资.

中国外部融资主要包括债权融资和股权融资.当公司的负债水平较高时,违约风险上升,从而导致公司进行债权融资的难度加大,此时公司一般趋向于选择股权融资;而如果公司负债水平低时,基于负债的税盾效应考虑一般会进行债权融资.

假设公司进行网站投资者关系管理的动机主要来自融资需要,根据上面的投资动机可推导出影响网站投资者关系管理水平的一个因素是:成长性高且资产负债水平高的公司更有可能在未来进行股权融资,从而更有可能进行良好的网站投资者关系管理.

(2) 圈钱动机与网站投资者关系管理水平

在影响中国上市公司圈钱动机上,公司股权结构引起了学术界的格外关注.根据 Shleifer 和 Vishny、Pagano 和 Roell 等人的观点,当公司股权集中到一定程度后,控股股东就可以凭借其实际控制权,以合法或法庭很难证实的方式,从上市公司中转出利益至高层企业,以谋取私人利益,同时使分散的投资者利益受到损害^[7,8].Johnson 等将控股股东这种利益转移行为称为掏空(tunneling)^[9].在中国证券市场特有的二元股权结构以及上市公司大股东控制的背景下,经验证据表明,大股东利用了诸如资金占用、关联交易、担保、资产购销、高额派现等多种掏空手段^[10,11].正是由于存在着这种利益转移的可能,大股东才有强烈的动机进行非生产投资性用途的圈钱性融资.根据李志文和李增泉等人的研究结论,股权集中度、其他大股东的控股比例、控股股东的控制方式以及控股股东的产权性质可能影响到大股东的圈钱动机^[6,11].

结合股权结构、大股东圈钱动机以及上市公司投资者关系管理三者的关系,对影响上市公司网站投资者关系管理水平的因素分析如下.

(1) 第一大股东持股比例.当第一大股东持股比例逐渐上升时,其对公司的控制权不断加大,转移上市公司资源的能力也越强,就越有可能将圈来的资金转走以谋取私人利益.大股东为圈钱目的而进行融资的动机上升,但当大股东持股比例上升到较高水平后,由于利益协同效应的扩大,控股股东掏空上市公司的行为反而会减少^[12].假定中国融资方案高昂的发行成本和其他隐性成本,大股东圈钱动机可能会因为持股比例进一步上升而削弱.因此当第一大股东持股比例在较低水平上增长时,公司可能因为圈钱动机而主动进行网站投资者关系管理;但第一大股东持股比例处于较高水平上增长时,公司进行网站投资者关系管理的动机可能逐渐下降.

(2) 公司其他大股东的持股比例.如果第一大股东没有绝对控制权且存在着与其相抗衡的其他大股东时,第一大股东从上市公司中转移资源的能力就受到了限制,或者转移资金的成本上升了.考虑到融资成本,上市公司的融资动机有可能会下降,因此当公司其他大股东的持股比例上升时,公司圈钱动机可能降低,从而影响到公司网站投资者关系管理的积极性.但是在公司满足融资条件,并且预期到公司未来获利能力会下降时,公司仍有进行时机性圈钱的动机^[13].

(3) 控股股东的性质.如果控股股东为企业集团,则这种企业集团的形式为公司进行资源转移行为提供了绝好的掩护;而控股股东为纯粹的控股公司时,进行资源转移的能力较弱,此时控股股东进行圈钱的动机会下降.这里的控股公司主要指那些国有资产管理局或其他政府部门、国有资产经营公司以及其他控股公司等.当控股股东为企业集团形式时,其进行网站投资者关系管理的动机更强.

(4)流通股的规模.当一个上市公司的流通股绝对规模较大,但非流通股东又在上市公司中占有实质控制权时,笼络流通股股东显然能够为非流通股股东带来更大的收益.因此假设非流通股股东对上市公司存在实质控制权,当流通股的规模越大时公司进行圈钱的动机便越强,也就越有可能建立与发展流通股股东良好的投资者关系.当流通股规模更大时,流通股股东对公司施加影响的能力可能会增强,公司也就更有可能考虑流通股股东的信息需求,从而也越有可能进行网站投资者关系管理.

2.3 其他影响网站投资者关系管理水平的因素

由于其他一些因素也可能影响到网站投资者关系管理水平,因此需要对这些因素的影响进行控制.本文考虑的其他因素主要是:①公司规模.当公司规模越大时,它会受到媒体、投资者、监管者等更多的关注,公司管理层出于声誉角度考虑,就越有可能进行网站投资者关系管理.②公司治理的优劣程度.投资者关系与投资者保护存在紧密的关联,公司治理效果较好的公司,可能会更多的关注中小投资者的利益,进行网站投资者关系管理的可能性更大.③是否海外上市或发行 B 股.由于制度背景不同,海外的证券市场普遍比较重视投资者关系,海外上市公司或具有国际背景的 B 股公司投资者关系意识可能会更强.④公司业绩.业绩对公司 IRM 的影响可能是双方面的.在公司业绩良好时,公司可能乐于同投资者进行交流;但当公司业绩不佳时,公司管理层也有可能进行细致的 IRM,以取得投资者的谅解,重建投资者信心.国外经验研究也表明,公司业绩与网上信息披露的水平并不存在相关性^[14],但本文依然将其作为一个控制变量.⑤行业.不同的行业特征可能影响到公司网站投资者关系管理水平.如 IT 行业的技术优势可能使其进行网站投资者关系管理的成本下降,增加了网站投资者关系管理的边际效益;竞争性的消费产品行业,如果与投资者关系良好,中小投资者更有可能被发展成公司产品的消费者,导致这些行业进行 IRM 的动机更强.

3 研究设计

3.1 样本选择

本文首先选取 2004 年深圳交易所 A 股主板上市公司为样本,对其网站投资者关系管理实践进行观测,观测期间为 2004 年 10 月 1 日-2004 年 12 月 31 日.在剔除以下 3 类公司后,得到了 347 个研究样本,最终样本的具体生成过程见表 1.

表 1 最终样本的生成过程

Table 1 Sample Derivation

2004 年深圳证券交易所 A 股主板上市公司	484 家
减: 2003 年末净资产为负的公司	13 家
观测期间没有网站的上市公司	79 家
观测期间有网站但无法进入的上市公司	46 家
最终样本公司	347 家

注:之所以剔除净资产为负的公司,是因为这些公司的财务比例会存在较大程度的异常,可能会对本文后续的实证检验造成不利影响.

3.2 数据来源

该领域的研究文献使用了不同的调查指标反映公司网站投资者关系管理或财务信息披露水平.由于西方发达国家的公司网上信息披露水平总体上显著高于中国上市公司[15],完全参照国外文献中的调查指标并不切合中国的实际,如财务日历等在中国上市公司的网站上并未出现.在国内外相关研究的基础上[15-18],本文基于中国的实践,将网站投资者关系管理活

动划分成中国证监会指定披露的内容、非指定披露的内容和投资者支持 3 大类共 48 个指标.每个指标采用 0-1 评分标准,即该指标在公司网站上存在给 1 分,否则为 0 分.对每个公司的得分进行加总,就得到了各个公司的 IIRI 具体的指标体系见附表 1.

另外,文中使用的公司年末股票价格、股权结构、融资数据等来自巨灵金融数据库网络系统.部分缺失数据以及前五大股东是否存在关联方关系的确定通过深圳巨潮资讯网提供的上市公司年度报告手工整理获得.

3.3 检验模型和变量说明

由于中国上市公司在提出融资计划之前,其净资产收益率首先要满足中国证监会对上市公司新股发行的要求,那些业绩不良、预期在近年内无法满足这些条件的上市公司,即使其融资动机非常强烈,但由于证监会的这种硬性规定,使其融资计划无法实施,可能导致其没有动机保持与中小投资者的良好关系.在检验融资动机与公司网站投资者关系水平时,必须将研究锁定于那些在未来年度内可能达到证监会硬性要求的上市公司.本研究分两步进行,第一步主要考察融资计划对网站投资者关系管理水平的影响,第二步根据上市公司在未来一年内是否可以满足证监会融资硬性规定的可能性大小,将样本分成两组以考察未来融资动机对公司网站投资者关系管理水平的影响.

(1) 第一步研究:融资计划对 IIRI 的影响

根据前文的理论框架,以 IIRI 为因变量,以样本公司 2004 年融资情况为解释变量,以其他可能对 IIRI 产生影响的指标为控制变量,构建如下多元回归模型.

$$\begin{aligned}
 IIRI = & \alpha + \beta_1 Issue + \beta_2 Growth + \beta_3 Lev + \beta_4 Growth \cdot Lev + \\
 & \beta_5 Lshrl + \beta_6 Ushrl + \beta_7 Dshr + \beta_8 Gov + \beta_9 Oshr + \beta_{10} Size + \\
 & \beta_{11} ID + \beta_{12} Fissue + \beta_{13} ROA + \sum_{i=1}^{12} \beta_{13+i} IND_i + \varepsilon
 \end{aligned} \tag{1}$$

其中, α 为截距, $\beta_1 - \beta_{25}$ 为系数, ε 为残差.模型中各变量的含义见表 2.

在第一步研究中并未将样本按未来年度内达到证监会融资硬性条件的可能性大小进行划分,因此这些研究事实上无法考察未来融资动机与 IIRI 之间的关系,主要是考察 2004 年已实施和拟实施融资方案对 IIRI 的影响.

(2) 第二步研究未来融资动机对 IIRI 的影响

从样本公司中剔除掉 2004 年已实施融资方案的公司(共 17 家),之所以剔除掉这 17 家公司,是为了排除 2004 年已实施融资方案对 IIRI 的影响以减少未来融资动机与 IIRI 关联研究中的噪音,剔除之后得到研究样本共 330 家.然后,根据中国证监会证监发第 43 号文件《关于做好上市公司新股发行工作的通知》对净利润的规定,将这 330 家公司分成两组,如果公司 2002 年和 2003 年的加权平均净资产收益率大于等于 6% 划为 A 组,否则划为 B 组.因为在 2002 年和 2003 年平均加权净资产收益率超过 6% 的公司,其未来年度满足中国证监会硬性规定的可能性更高.可以合理地推断,在硬性条件得到满足后,上市公司更可能因为融资动机而主动做好 IRM 因此预计, A 组的公司由于在未来年度满足融资条件的可能性更大,投资动机和圈钱动机对公司网站投资者关系管理水平的影响会更强烈.

第二步研究使用的模型与模型(1)基本相同,但由于剔除了 2004 年已实施再融资方案的公司,自变量 Issue 可以从模型中删掉,具体的回归模型如下.

$$IIRI = \alpha + \beta_1 Growth + \beta_2 Lev + \beta_3 Growth \cdot Lev + \beta_4 Lshrl + \beta_5 Ushrl + \beta_6 Dshr + \beta_7 Gov + \beta_8 Oshr + \beta_9 Size + \beta_{10} ID + \beta_{11} Fissue + \beta_{12} ROA + \sum_{i=1}^{12} \beta_{12+i} IND_i + \varepsilon \quad (2)$$

(2) 式中的变量含义同(1)式.在本步研究中,分别使用(2)式对 A 组样本和 B 组样本进行回归,以考察未来融资动机对 IIRI 的影响以及两组样本之间的差异.

表 2 自变量描述及说明

Table 2 Definition of Independent Variables

变量类型	变量名称	符号	含义
融资状况	融资方案 *	Issue	虚拟变量,若 2004 年进行了配股、增发,或 2004 年董事会提出了明确的再融资方案的取 1,否则为 0
投资动机	成长性	Growth	过去三年主营业务收入净额的平均增长率
	资产负债率	Lev	2003 年长期负债/总资产
	第一大股东持股比例 **	Lshrl	$Lshrl = \begin{cases} r, r \leq 50\% \\ 50\%, \text{其他} \end{cases} \quad Ushrl = \begin{cases} r-50\%, r > 50\% \\ 0, \text{其他} \end{cases}$
		Ushrl	
圈钱动机 (股权结构)	大股东之间的抗衡程度	Rshr	第二到第五大股东持股比例之和除以第一大股东比例
	控股股东的性质	Gov	虚拟变量,当第一大股东为国有资产管理局、国有资产经营公司、政府部门以及科研事业机构时取 1,否则为 0
控制变量	流通股相对规模	Oshr	流通股股数/非流通股股数
	公司规模	Size	ln(2003 年主营业务收入净额)
	独立董事比重	ID	独立董事在董事会中的比重
	是否海外发行	Fissue	虚拟变量,若公司同时发行 B 股或 H 股取 1,否则为 0
	公司业绩	ROA	2003 年度加权平均总资产收益率
	行业	IND _i	i = 1, 2, ..., 12, 分别代表中国证监会 2001 年指定的 12 个行业(不包括金融业)

注: * 这里的融资具体指配股和增发、不包括发行可转债

** 主要参考了 Morck、Shleifer 和 Vishny 以及李增泉等人的研究设计[11,19].当第一大股东比例在低水平增长时,由于私人控制权收益,其圈钱机会更强烈;而当第一大股东在高水平上增长时,由于利益协同效应,考虑到再融资的成本,其圈钱动机可能会下降.另外,如果第一大股东与前五大股东之间存在关联方关系,则第一大股东持股比例为第一大股东和其关联方的持股比例的合并数.

4 实证检验结果及分析

4.1 第一步研究的统计结果分析

(1)式回归结果见表 3,从中可见,在控制公司规模、业绩和行业等影响因素后,Issue 同 IIRI 在 5% 水平上显著正相关,这同预期一致投资动机(Growth·Lev)对 IIRI 的影响在 10 %水平上显著为正.在反映圈钱动机的各指标中,除流通股相对规模(Oshr)对 IIRI 在显著正相关关系以外,其他指标均无法对 IIRI 做出统计意义上的解释,但第一大股东比例在超过 50 %以后,Ushr1 对 IIRI 产生了显著负影响.在控制变量中,惟一显著的变量是公司规模 (Size),这同国外已有的文献是一致的[14,20],而业绩 (ROA)、是否海外发行同 IIRI 不再有显著影响.

第一步的研究表明,在控制了行业、公司业绩、公司规模、是否海外发行等影响因素后,中国上市公司网站投资者关系管理水平同融资状况的相关关系显著为正,即那些已实施或有明确融资预案的上市公司更趋向于在自身网站上开展 IRM.

4.2 第二步研究结果的统计分析

由于第一步研究未对样本按照其未来融资计划可能性程度高低进行分组,这可能是导致投资动机和圈钱动机无法解释 IIRI 的一个原因.按照研究设计中陈述的分组方法得到了 A、B 两组样本,A 组样本 131 个,B 组样本 199 个.由于 A 组样本在未来年度更有可能达到证监会的融资硬性规定,从而投资动机和圈钱动机对 IIRI 的影响应该会更强烈.

首先对 A、B 组样本的 IIRI 得分进行了描述性统计 (见表 4).从中可以看到,A 组公司的 IIRI 无论是参数 T 检验还是非参数秩和检验(Mann-Whitney U 检验),都显著高于 B 组公司,这初步说明未来融资动机强的公司更可能进行网站投资者关系管理.

表 3 投资者关系管理水平与融资计划的回归结果 (因变量 IIRI)

Table 3 Regressions of IIRI on Equity Financing Plan (Dependent Variable: IIRI)

变量	预期符号	回归系数	T 值
截距	?	- 4.713***	- 2.773
Issue	+	3.878**	2.223
Growth	?	- 0.718	- 0.518
Lev	?	- 2.095	- 0.351
Growth · Lev	+	19.682*	1.871
Lshr1	?	4.158	0.509
Ushr1	?	- 2.683*	- 1.780
Rshr	?	0.126	0.085
Gov	?	- 0.242	- 0.208
Oshr	+	3.293***	2.628
Size	+	1.145***	2.713
ID	+	6.731	1.218
Fissue	+	- 0.221	- 0.135

ROA	+	13.637	1.313
INDi		控制	控制
N = 347	F 值 = 2.21***		AdjR2 = 0.08

注:* 为 10%水平上显著,** 为 5%水平上显著,*** 为 1%水平上显著,下同.

A 组与 B 组样本对 (2) 式进行多元回归的结果见表 5.从模型的整体效果来看,A 组回归模型的 F 值高于 B 组.从模型的拟合度来看,尽管 A、B 两组调整后的 R2 都相对较低,但 A 组要高于 B 组,说明融资动机对 A 组公司 IIRI 的解释能力要强于 B 组.

从回归系数的显著性水平来看,A 组样本中投资动机 (Growth-Lev) 与 IIRI 在 1%的水平上显著正相关,这同我们前面的理论分析完全一致,即那些成长性高、且债务杠杆高的公司,在未来年度很可能获得融资资格的情况下,考虑到未来融资计划的顺利实施,更趋向于在公司网站上进行投资者关系管理,以树立良好的公司形象和吸引中小投资者人气,为将来配股或增发的顺利实施打好基础.

从 A 组样本来看,圈钱动机对 IIRI 也能做出一些解释.当第一大股东的持股比例在低水平上增长时,第一大股东的持股比例与 IIRI 在 10%水平上显著正相关而当第一大股东的持股比例超过 50%以后,随着其持股比例的上升,IIRI 反而开始下降.这与前文的分析基本保持一致即公司在未来年度很可能获得融资资格的情况下,随着第一大股东持股比例的上升,第一大股东的私人控制权收益开始增加就越有可能因为圈钱动机而主动与投资者保持良好关系,以保证圈钱计划的顺利落实,从而引起 IIRI 增加.但第一大股东持股比例上升到一定程度后,由于利益协同效应,其圈钱动机反而减少,从而更忽视与中小投资者之间的关系.从控股股东的性质来看,国有资产管理公司等控制的上市公司更趋向于忽视投资者关系,这同前文的理论分析也相一致.

表征圈钱动机的第二个指标——大股东之间的抗衡程度 (Rshr) 却未能通过检验,这或许与李志文和宋衍蕃提出的时机性圈钱动机有关,即公司预期到未来获利会下降时,即使是股权相对分散的公司也会考虑充分利用现有的融资资格,从而表现出时机性圈钱动机.此时股权相对分散的公司也有可能因为时机性圈钱动机而建立和维持与中小投资者的良好关系.

与第一步研究结果一致流通股的相对规模(Oshr)也同 IIRI 显著为正,表明流通股比重越大时公司越有可能考虑与流通股股东保持良好关系.在控制变量中,依然只有公司规模(Size)与 IIRI 正相关.

表 4 A、B 组 IIRI 均值参数检验和非参数秩和检验

Table 4 Comparison s of IIRI in Group A and Group B : T-test and Mann-Whitney U-test

组别	N	均值	中值	标准差	T 检验(T 值)	非参数秩和检验(Z 值)
A 组	131	15.67	16.00	8.06	3.277 * * *	-2.987 * * *
B 组	199	12.25	14.00	7.81		

表 5 投资者关系管理水平与融资动机的回归结果: A 组与 B 组的比较

Table 5 Regression s of IIRI on Incentive of Equity Financing:

Comparison of Group A and Group B

变量	A 组(n = 131)		B 组(n = 199)	
	(2002 年~ 2003 年 ROE 平均 \geq 6%)		(2002 年~ 2003 年 ROE 平均 $<$ 6%)	
	回归系数	T 值	回归系数	T 值
截距	- 5. 226* * *	- 2. 82	- 4. 706* * *	- 2. 51
Growth	- 1. 323	- 0. 80	- 1. 420	- 0. 92
Lev	- 7. 725	- 0. 83	- 6. 514	- 1. 13
Growth · Lev	32. 49* * *	2. 90	7.104	1. 00
Lshlr	2. 14*	1. 79	6. 214	1. 12
Ushr1	- 4. 570*	- 1. 87	- 8. 880*	- 1. 70
Rshr	0. 205	0. 06	0. 821	0.43
Gov	- 1. 114* *	- 2. 12	- 1. 026	- 0.70
Oshr	3.389* * *	2. 79	3. 621* * *	1. 96
Size	1. 862* * *	2.49	1. 009*	1.77
ID	9. 164	0. 88	6.210	0. 88
Fissue	- 1. 033	- 0. 38	0. 844	0. 40
ROA	40. 680	1. 45	2. 272	0. 18
INDi	控制	控制	控制	控制
F 值	2. 37* * *		1.729* *	
AdjR2	0.09		0. 06	

从 B 组样本的回归情况来看, Growth·Lev、Lshr 与 IIRI 之间的关系不再显著.与 A 组公司相比较,在公司未来年度内获得融资资格希望比较渺茫的情况下,公司进行 IRM 的动机大为削弱,这从前面有关 A、B 组 IIRI 指标的描述性统计也可看到.从回归系数来看,Oshr、Size 同 IIRI 显著正相关,Ushr1 也在 10%水平上同 IIRI 显著负相关,说明第一大股东比例在高水平上增长时公司更没有动机进行 IRM.

5 结论

在中国资本市场环境里,由于股权分置、股权高度集中以及接管市场的不完善,上市公司控股股东和管理层并不会真正重视中小投资者利益保护.2001 年底股市低迷以及随之而来的融资失败给上市公司配股、增发方案的顺利进行带来很大的压力.由此推断,着眼于融资考虑是导致上市公司进行 IRM 的一个重要动机.为验证融资动机对 IRM 的影响,首先从公司网站这一视角出发,构建了上市公司 IIRI,然后以深圳交易所 A 股 347 家上市公司为研究样本,研究发现:① 在当年已经实施配股、增发以及有明确再融资计划的上市公司更有动机进行网站投资者关系管理.②在公司未来年度内很有可能获得融资资格的前提下,成长性高且杠杆水平高的公司更有可能进行网站投资者关系管理.③ 在公司未来年度内很有可能获得融资资格的前提下,大股东的圈钱动机也能部分解释上市公司网站投资者关系管理行为.那些更有可能掏空上市公司的控股股东,也会因为圈钱计划的顺利实施而主动与中小投

投资者保持良好关系。④ 当公司未来年度内获得融资资格的机会较小时,公司进行网站投资者关系管理的动机大大弱化.基于以上结论本研究认为,上市公司进行 IRM 的真正动机并不是出于中小投资者利益考虑,而更多的表现为一种自利行为.如何针对这种自利行为进行规范,以确实加强投资者保护,对于监管部门而言依然任重道远.

附表 1 公司网站投资者关系指数及描述性统计

中国证监会指定披露的内容 (CRC)	出现频率	占样本百分比
当年年度报告	192	55.33%
历史年度报告	205	59.08%
当年半年度报告	179	51.59%
历史半年度报告	194	55.91%
当年季度报告	172	49.57%
历史季度报告	181	52.16%
当年临时公告	200	57.64%
历史临时公告	182	52.45%
当年年度报告摘要	66	19.02%
单独提供财务报表	25	7.20%
单独提供主要财务指标	64	18.44%
非中国证监会指定的内容 (NCRC)	出现频率	占样本百分比
单独提供重要财务比率	75	21.61%
当前股价数据 (直接)	93	26.80%
历史股价数据 (直接)	22	6.34%
股价数据 (链接证券网站)	77	22.19%
股东信息	125	36.02%
历史股利分配信息	55	15.85%
历史配股、增发信息	37	10.66%
公司背景	342	98.56%
公司新闻	281	80.98%
公司内部规章制度	98	28.24%
单独提供生产运营数据	153	44.09%
单独提供销售、市场数据	80	23.05%
高级管理人员履历	135	38.90%

其他重要信息	69	19.88%
分析师信息	1	0.28%
网上路演	11	3.17%
业绩推介	7	2.02%
投资者支持类 (IS)	出现频率	占样本百分比
投资者信息是否醒目	214	61.67%
投资者关系专栏 a	237	63.80%
投资者信息分类是否清晰	194	55.91%
投资者信息是否便于下载	199	57.35%
投资者信息是否用外语表达	28	8.07%
投资者论坛	45	12.97%
公司参与投资者论坛	19	5.48%
投资者信息定制服务	13	3.75%
是否有投资者关系负责人联系方式	99	28.53%
投资者常见问题解答	9	2.59%
投资者信箱	46	13.26%
是否链接到证券交易所或 CSRC 网站	42	12.10%
是否链接到专业证券、财经网站	67	19.31%
是否有英文网站	163	46.97%
可加工形式的财务数据 (Excel 表)	0	0.00
图像表达投资者信息	25	7.20%
视频表达投资者信息	11	3.17%
定期报告中信息项目的链接	12	3.46 %
投资者关系内部搜索引擎 (可用)	39	11.24%
在线财务分析工具	3	0.86%

参考文献

- [1] NIRI Board of Directors. Definition of Investor Relations [EB /OL]. (2003 - 03 - 20) [2005 - 05 - 10].Http: //www. Niri. Org /.
- [2] MARSTON C. The Organization of the Investor Relations Function by Large UK Quoted Companies [J].Omega,1996,(24): 477 – 488.

- [3] 深圳证券信息有限公司股民呼叫中心. 上市公司投资者关系现状调查[N]. 证券时报, 2004 -3 -15 (7).
- [4] 曹雪峰. 券商包销成大股东之后[N]. 中国证券报, 2002 - 12 - 9 (6).
- [5] 周春明. 上市公司日益重视投资者关系[N]. 证券时报, 2003 - 10 - 18 (3).
- [6] 李志文, 宋衍衡. 股权结构会影响筹资决策吗?[J]. 管理世界, 2003, (6): 128 – 138.
- [7] SHLEIFER ANDREI, VISHNY ROBERT W. A Survey of Corporate Governance [J]. The Journal of Finance, 1997, (52): 737 – 783.
- [8] PAGANO MARCO, ROELL AILSA. The Choice of Stock Ownership Structure: Agency, Monitor, and the Decision to Go Public [J]. The Quarterly Journal of Economics, 2000, (113): 187 – 225.
- [9] JOHNSON S R, LA PORTA F, LOPEZ-DE-SILANES, A SHLEIFER. Tunneling [J]. American Economic Review, 2000, (90) : 22 – 27.
- [10] 刘峰, 贺建刚. 股权结构与大股东利益实现方式的选择[J]. 中国会计评论, 2004, (2) : 56 -64.
- [11] 李增泉, 孙铮, 王志伟. “掏空”与所有权安排[J]. 会计研究, 2004, (12) : 3 – 12.
- [12] CLAESSENS S, S DJANKOV, J FAN, L LANG. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholding [J]. The Journal of Finance, 2002, (57): 2741 – 2771.
- [13] 李志文, 宋衍衡. 影响中国上市公司配股决策的因素分析[J]. 经济科学, 2003, (3) : 59 – 69.
- [14] ETTREDGE M, RICHARDSON V J, SCHOLZ S. Determinants of Voluntary Dissemination of Financial Data at Corporate Web Sites [R]. University of Kansas, 2002.
- [15] 潘琰. 因特网财务报告若干问题研究[D]. 厦门: 厦门大学, 2002.
- [16] GEERLINGS J, L BOLLEN , HASSINK H. Investor Relations on the Internet: A Survey of the Euronext Zone [J]. The European Accounting Review, 2003, (12) : 567 -579.
- [17] PIRCHEGGER B, WAGENHOFER A. Financial Information on the Internet: A Survey of the Homepages of Austrian Companies [J]. The European Accounting Review, 1999, (8): 383 – 395.
- [18] 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.
- [19] MORCK R, A SHLEIFER, R W VISHNY. Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis [J]. Journal of Financial Economics, 1988, (20) : 293 – 315.
- [20] ASHBAUGH H. K M JOHNSTONE. WARFIELD T. Corporate Reporting on the Internet [J]. Accounting Horizons. 1999, 13 (3): 241 – 257.

Incentive of Equity Financing and Investor Relation Management: Evidence from Investor Relation on Corporate Websites

XIN Qing-quan^{1,2} , YANG De-ming² , CHEN Nian²

(1.School of Business, Fuzhou University, Fuzhou 350002, China; 2 School of Business, Sun Yat2sen University, Guangzhou 510275, China)

Abstract: In order to verify the effects of incentive of equity financing on investor relation management, the paper constructs the internet investor relation index (IIRI). From a sample comprising the listed corporations that have A shares on the Shenzhen Stock Exchange, the paper finds that the IIR I is affected by p resent financing plans and future refinancing incentive. If the possibility of achieving the financing qualification is greater in the coming year, the investing motivation and enclosing money motivation will make IIR I increase. Otherwise, the corporations' motivation to undertake investor relation on their websites will be weakened. The conclusion indicates that investor protection is not the true purpose of investor relation management. Actually, investor relation management is a self interest behavior of Chinese listed companies.

Key words: investor relation management; corporate websites; incentive of equity financing; investment motivation; enclosing money motivation.

收稿日期: 2006 -01-26 ;

基金项目: 国家社会科学基金 (01BJY017) ; 国家自然科学基金 (70372024)

作者简介: 辛清泉 (1975-), 男, 江西上高人, 福州大学管理学院讲师, 中山大学管理学院会计学博士研究生, 研究方向公司财务和会计信息等。