

# 投资者关系管理及其影响因素分析

——基于深圳上市公司的实证检验

林斌<sup>1</sup>, 辛清泉<sup>1</sup>, 杨德明<sup>1</sup>, 陈念<sup>1</sup>

(1. 中山大学管理学院, 广东 广州 510275)

**摘要:** 基于中国的制度背景; 结合公司网站投资者关系的性质, 本文从公司管理者开展网站投资者关系管理的内部影响因素和外部影响因素两个方面尝试性地对我国上市公司网站投资者关系水平进行理论分析。在此基础上, 我们以深圳主板上市公司网站为样本, 对影响公司网站投资者关系水平的因素进行了实证检验。研究表明, 公司的再融资计划、公司规模、公司业绩、流通股比重等显著影响到公司网站投资者关系水平。

**关键词:** 公司网站; 投资者关系; 影响因素; 理论分析; 实证检验

中图分类号: F 文献标识码: A

## 1 引言

近年来, 投资者关系 (IR) 得到了监管部门的高度关注。为推进公司治理和诚信建设, 强化企业股权文化和市场股东意识, 中国证监会、深交所和上交所都采取了一系列旨在加强流通股股东利益保护的政策措施, 以推动上市公司投资者关系工作的有效开展。根据全美投资者关系协会 (NIRI, 2001) 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。其中, 在公司网站上建立“投资者关系”栏目, 以充分运用网络优势, 建立快速、方便、高效、低成本的沟通管理, 是投资者关系管理的重要工作。基于此, 本文将从上市公司自身网站上的投资者关系这一视角展开研究。

在学术界, 国内外已有一些文献对公司网站投资者关系进行过调查研究。A shbaugh 等 (1999) 对来自美国投资管理与研究协会 (AMR) 的 290 家公司的网上财务报告进行过研究。他们以公司规模、盈利水平、公司传统财务报告的质量排名以及个人投资者所持有的股份占公司总股份的比重作为解释变量, 采用二元逻辑回归模型对公司是否进行网上报告加以检验。结果发现, 仅有公司规模在统计上是唯一显著的变量。Ettredge 等 (2002) 扩展了 A shbaugh 等的研究。他们将公司网站信息分成强制性披露和自愿性披露信息两类十六个细项, 通过评分并加总的方式来反映公司网上信息披露的整体水平。然后对公司网上信息披露水平的决定因素进行了实证检验。研究表明, 公司网上信息披露水平同公司规模、企业是否进行权益筹资正相关, 同盈余与股票回报的相关系数负相关, 而公司业绩作为解释变量并不显著。类似的还包括 Debreceiny 等 (2002) Heddin (1999) Deller 等 (1999) Geerlings 等 (2003) 的研究。在国内, 潘淡 (2000, 2002) 张天西等 (2003) 则对上市公司网站上的财务报告与信息披露进行过调查。然而, 这些研究的视角主要集中于公司网站现状的调查, 针对公司网站财务信息披露或投资者关系管理水平的影响因素的研究还为数甚少。Xiao, He 和

Chow (2004) 以中国最大的 300 家 A 股上市公司 (以 2001 年底的总资产为衡量标准) 为样本,运用传统的自愿披露理论——代理理论和信号理论,对我国上市公司网上信息披露水平的影响因素进行了检验.他们的研究表明,在控制住公司规模、盈利水平、负债水平、是否进行权益筹资以及固定资产占总资产比重后,公司网上信息披露指数同法人股比例、外资股比例、非执行董事比例以及是否属于信息技术 (IT) 行业正相关,与国家股比例、国有法人股比例负相关.

以上的研究对于人们认识和理解公司网站投资者关系管理有积极意义.但它们也存在一些共同缺陷,如普遍将网站投资者关系或网站信息披露视为传统的自愿信息披露行为的自然延伸,忽视了传统的自愿披露行为强调信息披露的“增量”,而网站投资者关系更为注重和强调投资者服务这一事实.此外,在 xiao 等 (2004) 的研究中,使用样本为 2001 年以总资产衡量的最大的 300 家 A 股上市公司,由于公司规模是影响公司网上信息披露水平的一个重要变量 (Ashbaugh 等,1999; Ettredge 等,2002),从而导致他们的研究在样本空间上的群集,即所选研究样本都是那些披露水平相对较好的公司.因此,其研究结论并不足以揭示我国上市公司网上信息披露水平的整体影响因素.另外,他们的研究集中在 2002 年,而当时我国因特网投资者关系管理尚处于起步阶段,因此研究时机的选择并不理想.

## 2 制度背景和理论分析

### 2.1 制度背景分析

自上世纪九十年代初我国证券市场成立以来,在相当长的一段时期内,投资者关系对上市公司和投资者而言都是一个陌生的事物.2000 年以来,伴随着我国证券市场市场化改革的逐渐深入,投资者关系逐渐引起了上市公司和监管者的注意.特别是 2001 年以来,由于国内连续爆发了一系列重大公司财务舞弊丑闻,大股东损害中小股东利益的恶性事件时有发生,证券市场和上市公司遭遇了空前的信任危机.在此背景下,上市公司日益认识到了加强投资者关系管理的重要性.同时,证券交易所和证监会也开始在上市公司之间倡导和推动投资者关系管理.2003 年 7 月,中国证监会出台《关于推动上市公司加强投资者关系管理工作的通知》;同年 10 月,深圳交易所发布《深圳证券交易所上市公司投资者关系管理指引》.2004 年 1 月,为了加强对上市公司与投资者关系的管理工作,增进投资者对上市公司的了解,建立上市公司与投资者之间及时、互信的良好沟通关系,上海证券交易所出台了《上市公司投资者关系自律公约》.2004 年 5 月深圳证券交易所发布《中小企业板块上市公司特别规定》,明确指出上市公司要开展投资关系管理活动.2005 年 7 月 11 日,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,切实保护投资者特别是社会公众投资者的合法权益,证监会发布《上市公司与投资者关系工作指引》.这些均有力地推动了我国投资者关系的发展.

正是在这样的背景下,越来越多的上市公司开始在其自身网站上开辟专栏进行针对投资者的信息披露和交流.我们的调查结果表明,在 2004 年年底,深市上市公司已有 116 家在自己的网站上建立了直接以“投资者关系”命名的专栏,占调查总样本的 23.02%,远大于 2002 年的 1.5%.

### 2.2 公司网站投资者关系管理水平影响因素的理论分析

严格地说,不能将公司自愿在网站上进行投资者关系管理等同于信息的自愿披露.从国外公司网站投资者关系的实践来看,其主要功能在于为分散的投资者服务.比如,按不同的格式、不同的语言表达的财务报告;将多年的历史财务信息重新整理并加以排列;设立网上论坛供投资者相互交流,甚至对投资者的提问加以耐心解答等.这同自愿性信息披露强调信息披露的“增量”并不相同..

在我国,公司网站投资者关系的服务对象主要是以流通股股东为代表的中小投资者.尽管当前我国中小投资者的力量在逐渐增强,但目前他们直接影响公司管理层的能力依然有限.那么,除了制度性因素的影响之外,上市公司为什么愿意耗费资源进行网站投资者关系管理呢?

### 2.2.1 管理者开展网站投资者关系管理的内部因素

从内部因素看,管理者有主动开展 IR 管理的动机.由于人力资本功用的发挥总要依附财务资本,为证明自己有效履行了合约所规定义务,争夺市场上更多的财务资本的投入,以及防止公司被接管的可能,管理者在一定程度上有动机向外发送信号,以消除信息不对称导致的逆向选择问题.(1) 公司的再融资动机.公司投资者关系管理水平与公司证券的发行价格以及发行效果存在密切的联系.公众一般都愿意投资那些透明度高、尊重投资者权益的上市公司.2002 年以来,伴随着股市低迷和投资者信心的下降,股票上市跌破发行价的现象开始出现,在增发和配股中,券商大比例包销余额的案例也屡见不鲜.在此背景下,为争夺资本市场上相对紧缺的财务资源,保证公司再融资计划的顺利推行,公司管理层应该会有更强的激励主动做好与投资者之间的关系,其中,在公司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.(2) 公司业绩.在发展公司网站投资者关系方面,公司业绩对管理者自我激励的影响较为复杂.当公司业绩良好时,管理者更可能乐于同投资者进行交流,以显示其业绩.但当公司业绩不佳时,公司管理层也有可能进行细致的投资者关系管理,以取得投资者的谅解,挽回投资者的信任和信心.这样,公司业绩与投资者关系管理水平之间的关系可能不再是简单的线形关系.Ettredge 等(2002)的经验证据表明,公司业绩与网上信息披露的水平并不存在相关性,这也许是忽略了公司业绩影响的非线性特征所致.(3) 管理者的声誉.重视自身声誉的管理者更愿意主动与投资者进行交流.这样有利于维持其私人形象,扩大其社会影响力,以及获取非货币性的个体满足等.一般认为,规模大的公司会受到媒体、投资者、监管者等更多的关注,因此管理者会更注意其声誉的维护.(4) 行业因素. IT 类的上市公司由于拥有较为明显的技术优势,为显示自己的特长,IT 类的公司管理者可能更愿意在自身网站上进行“门面装饰”.此外,IT 类的公司由于拥有技术优势,其开展网站投资者关系活动的成本也可能更为低廉.因此,我们推测,IT 类的上市公司有更强的激励从事网站投资者关系活动.

### 2.2.2 管理者开展网站投资者关系管理的外部因素

从外部因素角度看,如果有一套能够有效保护中小投资者利益的制度或外在环境,以及外在势力影响管理者行动的能力足够强烈的话,管理者迫于外在的压力也有可能实施良好的投资者关系管理.结合我国的制度背景,我们主要考虑以下几个因素.(1) 公司治理结构.设置合理的公司治理结构理应更能达至企业利益相关者之间的利益博弈均衡. 公司股权集中度.当股权过于集中时,管理者的行动更多将以大股东的利益为重,从而忽视中小投资者利益.而公司股权较为分散时,管理者可能需要很好地兼顾各大股东之间的利益平衡,从而可能影响到其投资者关系管理行为. 独立董事比重.当独立董事比重越高时,其对管理者施加影响的能力可能会更大. 流通股比重.当流通股比例越大时,管理者可能不得不更多的考虑流通股股东的需求,从而更有可能在网站上发展投资者关系管理. 机构投资者参股情况.目前,机构投资者在我国证券市场中的影响力正在逐渐加强,如果机构投资者是公司十大股东之一,公司管理者进行投资者关系管理的可能性应该会更大大.(2) 是否海外上市或发行 B 股.由于国外资本市场或 B 股市场的制度背景不同,海外的证券市场普遍比较重视投资者关系,因此,海外上市公司或发行国际背景的 B 股的公司,更有可能在其网站上进行投资者关系管理.

## 3 调查设计和描述性统计

### 3.1 样本选择

本文首先选取 2004 年深圳交易所主板市场上 A 股所有公司为样本,对其网站投资者关系情况进行观测.观测期间为 2004 年 10 月 1 日到 2004 年 12 月 31 日.在扣除 2004 年 9 月 30 日终止上市的公司 20 家、观测期间没有网站的 82 家、观测期间有网站但无法进入的 46 家和金融类上市公司 3 家后,得到最终样本 353 家.

### 3.2 公司网站投资者关系指数 ( Internet Investor Relations Index ,简称 IIRI )

在 Pirchegger 等 ( 1999 )、潘淡 ( 2002 )、Geerings 等 ( 2003 ) 及 xiao 等 ( 2004 ) 研究的基础上,本文基于中国上市公司网站投资者关系管理实践,将网站投资者关系活动划分为信息披露的内容和投资者支持两大类,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.对每个公司的分数进行加总,就得到了各个公司的网站投资者关系指数 ( IIRI ).具体指标和观测结果的描述性统计见表 1 .

表 1 公司网站投资者关系指数 ( IIRI ) 观测结果的描述性统计

A 栏 : 公司网站投资者关系指数 ( IIRI ) 的具体指标 ( N=356 )		
	出现频率	占样本百分比
一、信息内容类		
当年年度报告	196	55.06
历史年度报告	208	58.43
当年半年度报告	182	51.12
历史半年度报告	197	55.34
当年季度报告	175	49.16
历史季度报告	184	51.69
当年临时公告	205	57.58
历史临时公告	186	52.25
当年年度报告摘要	69	19.38
单独提供财务报表	27	7.58
单独提供主要财务指标	65	18.26
单独提供重要财务比率	76	21.35
当前股价数据 ( 直接 )	94	26.40
历史股价数据 ( 直接 )	23	6.46
股价数据 ( 链接证券网站 )	78	21.91
股东信息	126	35.39
历史股利分配信息	55	15.45
历史配股、增发信息	37	10.39

公司背景	351	98.60
公司新闻	288	80.90
公司内部规章制度	98	27.53
单独提供生产运营数据	156	43.82
单独提供销售、市场数据	80	22.47
高级管理人员履历	137	38.48
其他重要信息	72	20.22
分析师信息	1	0.28
网上路演	11	3.09
业绩推介	8	2.25
二、投资者支持类		
投资者信息是否醒目	218	61.24
投资者关系专栏 a	240	67.42
投资者信息分类是否清晰	197	55.34
投资者信息是否便于下载	203	57.02
投资者信息是否用外语表达	29	8.15
投资者论坛	46	12.92
公司参与投资者论坛	19	5.34
投资者信息定制服务	13	3.65
是否有投资者关系负责人联系方式	101	28.37
投资者常见问题解答	9	2.53
投资者信箱	47	13.20
是否链接到证券交易所或 CSRC 网站	42	11.80
是否链接到专业证券、财经网站	68	19.10
是否有英文网站	166	46.63
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	7.02
视频/音频表达投资者信息	11	3.09
定期报告中信息项目的链接	12	3.37
投资者关系内部搜索引擎 (可用)	40	11.24

在线股票分析工具	3	0.84
----------	---	------

B 栏：IIRI 指标的描述性统计 (N=356)

均值	中值	标准差	最小值	最大值
13.88	15	8.24	0	36

注：a 在这 240 家公司中,有 116 家公司直接“投资者关系”对投资者关系专栏进行命名,其他 124 家以“投资者天地”“股票信息”“证券披露”“股东之家”等名称命名。

从表 1 中可以看到,公司网站上所披露的信息绝大部分都能从其他信息来源同时或更早地获得,因此其更多的表现出了“二手信息”的特征.因此,我们重点关注那些利用网络优势而设计的投资者关系活动,如投资者论坛、投资者信息定制服务、可加工形式的财务数据,以及视频音频表达投资者信息等指标.但是,表 1 的结果表明,这些指标的出现频率均比较低,如只有 46 家公司设置了投资者论坛,其中又只有 19 家公司进行了投资者问题的答复;只有 13 家公司开展了网上投资者信息定制服务,占调查样本的 3.65 % ;没有一家公司提供了 Excel 表达的财务数据;只有 11 家公司提供了视频/音频投资者信息,占 3.09 % .这些数据表明,目前我国上市公司的网站投资者关系管理还存有较大的不足,网络的优势还大有潜力,通过网站进行投资者关系管理还具有较大的发展空间.

#### 4 统计检验与结果分析

在本文的自变量中,财务数据来源于 CSMAR 数据库,股权结构和再融资数据来自巨灵金融数据库网络系统.部分缺失数据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.

##### 4.1 单因素分析

###### 4.1.1 内部影响因素的单变量分析

我们分别将样本按照是否有再融资计划、公司业绩高低、公司规模大小、是否属于 IT 行业分成若干组,然后,采用 T 检验、非参数秩和检验或者单因素方差分析 (ANOVA) 检验各组之间的得分是否存在显著差别,统计结果见表 2.

从表 2 可以看到,公司有再融资计划的 IIRI 便高,并且至少在 5%水平上通过了 T 检验和非参数秩和检验.说明有再融资计划的公司有更强的内在激励进行网站投资者关系管理.这同我们前面的分析一致.从公司业绩的分组情况来看,业绩最好的组 IIRI 最高,业绩最差的组 IIRI 最低,单因素方差检验的 F 值为 4.55,在 1%水平上显著.这说明,我国公司的管理者在业绩优良时,更愿意积极主动地进行投资者关系管理,以提高企业形象.而业绩差的公司则宁愿“遮遮掩掩”,并没有主动进行投资者关系管理,以取得中小投资者谅解.这从另一个侧面也可看出,目前,我国上市公司并未真正树立起以投资者利益为中心的理念.从公司规模的分组情况来看,公司规模大的公司其 IIRI 较高,并且在 5 %水平上存在显著差异.而从行业因素来看,IT 类公司与非 IT 类公司的 IIRI 没有显著差异.这表明技术的优势并不必然导致更好的网站投资者关系管理..

表 2 内部影响因素的单变量分析

样本组别	样本数 N	IIRI 均值	IIRI 中值	IIRI 标准差	统计检验量
------	-------	---------	---------	----------	-------

公司再融资计划 a	有	32	15.78	16	10.03	T 值=2.81***
	无	321	12.96	13	9.25	Z 值= - 2.39**
公司业绩 (2003 年 ROA)	好	70	17.13	18	8.62	ANOVA 检验 F 值 4.55***
	良	70	12.90	13	8.35	
	中	73	14.40	15	8.17	
	较差	70	13.08	14	7.99	
	差	70	11.79	13	7.20	
公司规模 (2003 年销售收入)	大	70	16.40	17	8.24	ANOVA 检验 F 值 3.80***
	较大	70	13.55	14	7.81	
	中	73	14.84	16	8.65	
	较小	70	12.56	13	7.76	
	小	70	11.85	12	8.03	
行业因素	IT 类	21	16.57	17	8.04	T 值=1.52
	非 IT 类	332	13.89	15	8.27	Z 值= - 1.58

注:(1)\* 指 10%水平上显著;\*\* 指 5%水平上显著;\*\*\*指 1%水平上显著.下同.

(2) a:“公司有再融资计划”是指 2004 年进行了配股、增发或者发行可转债,或 2004 年董事会提出了明确的再融资方案(包括配股、增发或发行可转债议案).

#### 4.1.2 外部影响因素的单变量分析

我们分别将样本按照公司股权集中度的高低、独立董事比重的高低、流通股比重的高低、机构投资者是否是前十大股东以及是否发行 H 股和 B 股分成若干组,进行单变量分析,统计结果见表 3.

表 4 外部影响因素的单变量分析

样本组别		样本数 N	IIRI 均值	IIRI 中值	IIRI 标准差	统计检验量
股权集中度 a	高	70	13.45	14	8.26	ANOVA 检验 F 值 0.75
	较高	70	13.61	14	8.86	
	中	73	13.89	15	7.91	
	较低	70	13.32	14	9.04	
	低	70	15.34	16	7.07	
独立董事比重	高	70	14.56	16	8.20	ANOVA 检验 F 值 0.56
	较高	70	13.42	15	8.09	
	中	73	13.16	14.5	7.84	

	较低	70	13.49	14	8.33	
	低	70	14.72	17	8.92	
流通股比重	高	70	16.18	16	8.07	ANOVA 检验 F 值 2.84**
	较高	70	13.80	15	7.32	
	中	73	14.30	16	8.46	
	较低	70	11.61	11	8.39	
	低	70	13.46	15	8.25	
前十大股东是否 有机构投资者 b	有	97	15.70	16	8.92	T 值=2.76***
	无	256	13.12	14	7.81	Z 值 = - 2.48**
是否发行 B 股 或 H 股	是	38	16.39	17	9.41	T 值=2.00**
	否	315	13.56	15	8.04	Z 值= - 1.73*

注：a. 我们使用赫尔芬德（Herfindahl）指数代表股权集中度。这里赫尔芬德指数指 2003 年底上市公司前五大股东持股比例的平方和。

b. 这里的机构投资者指投资基金或基金管理公司

从表 3 的统计数据可以看到,随着股权集中度的下降,公司的 IIRI 总体上呈逐步上升的趋势,但这在统计意义上并不显著。其中原因可能在于网站投资者关系管理的主要服务对象是那些相对处于信息弱勢的中小投资者。而股权集中度主要反映的是股份在大股东之间的分配情况,这可能导致股权集中度无法对 IIRI 出解释。从独立董事的分组情况看,独立董事与 IIRI 没有统计意义上关系。表明独立董事在促进公司开展投资者关系活动上并没有发挥太大的作用。从流通股比重来看,流通股比重越高的公司其 IIRI 越高,F 值为 2.84,在 5%水平上显著,说明流通股比重高的公司更有可能考虑流通股股东的需求。从机构投资者的参与情况来看,前十大股东有机构投资者的公司的 IIRI 显著高于没有机构投资者的公司。但是,我们必须小心地对这一结果进行解释。一方面,机构投资者的参与可能促进了公司主动开展 IR 活动,但另一方面,机构投资者也可能正是因为上市公司良好的投资者关系而选择投资该公司。为消除这种内生性的影响,我们在多元回归过程中,将分组进行回归统计。最后,从是否发行 B 股和 H 股情况来看,存在外资流通股的公司更趋向于开展 IR,这同前述的理论分析是一致的。

## 4.2 多变量分析

为控制解释变量之间的相互关系对单因素分析的影响,根据前述的理论分析,我们建立如下回归模型以进一步进行实证检验：

$$IIRI = \alpha_0 + \beta_1 ISSUE + \beta_2 ROA + \beta_3 SIZE + \beta_4 IT + \beta_5 HI + \beta_6 ID + \beta_7 OSHR + \beta_8 INST + \beta_9 FISSUE + \varepsilon$$

IIRI 为公司网站投资者关系指数;ISSUE 为虚拟变量,若公司 2004 年进行了配股、增发或者发行可转债,或 2004 年董事会提出了明确的再融资方案的,ISSUE 取 1,否则为 0;ROA 指公司 2003 年度加权平均总资产收益率;SIZE 为 2003 年主营业务收入净额(百万元)的自然对数;IT 为虚拟变量,若公司属于信息技术业,则 IT 取 1,否则为 0;HI 指公司前五大股东的赫尔芬德指数;ID 指公司独立董事人数占董事会总人数的比重;OSHR 指公司 2003 年底流通

股与总股本的比重;INST 为虚拟变量,若公司前十大股东中有机构投资者,则 INST 取 1,否则为 0;FISSUE 为虚拟变量,如果公司发行了 B 股或 H 股,则 FISSUE 取 1,否则为 0.

在进行多元线性回归时,我们采用逐步回归 (stepwise regression) 的方法,以找出在一定的显著性水平上哪些变量对于 IIRI 的解释能力最强.为消除机构投资者持股可能导致的内生性影响,我们除对总体进行回归外,还将样本按前十大股东有无机构投资者分成两组,分别进行回归.统计结果见表 4.

表 4 多元回归结果

变量名称	总体 N=353		前十大股东有机构 投资者 N=97		前十大股东无机构 投资者 N=256	
	系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值
截距	1.69	0.99	- 1.15	- 0.18	7.91***	4.01
ISSUE	3.85**	2.14			5.66***	2.71
ROA	18.41**	2.32			28.53***	3.67
SIZE	0.98***	2.72	2.28***	2.89		
OSHR	10.25***	2.89			11.40***	2.55
INST	2.20**	1.99				
F 值	8.15***		8.21***		7.67***	
Adj_R2	0.08		0.07		0.07	

从表 4 中可以看到,在 5%的置信度水平上,全样本组中最终只有再融资计划 (ISSUE)、公司业绩 (ROA)、公司规模 (SIZE)、流通股比重 (OSHR) 和前十大股东中无机构投资者 (INST) 五个变量进入了模型,这一结果同单变量分析的结果大致相同.但发行 B 股和 H 股不再同 IIRI 保持显著相关性.这可能由于发行 B 股和 H 股的公司本身的特征所致 (FISSUE 同 SIZE、OSHR 的 Pearson 相关系数在 1%水平上显著,同 ROA 在 5%水平上显著).有意思的是,在前十大股东有机构投资者的样本组中,只有公司规模 (SIZE) 一个变量进入了模型,这可能是由于基金公司在选股时存在一定的共同趋势,或称“羊群行为”,从而导致基金参股的公司明显区别于其他公司.在前十大股东无机构投资者的样本组中,有三个变量进入了模型,分别是 ISSUE、ROA、OSHR,而公司规模 (SIZE) 在这里却不再与 IIRI 保持相关性.经过计算,我们发行机构投资者参股 (INST) 同公司规模的 Pearson 相关系数达到了 0.437,并在 1%水平上显著相关.这可能说明那些前十大股东中无机构投资者的公司一般规模偏小,而从表 3 的单变量统计结果来看,公司规模较大的公司(中值为 14)其 IIRI 相对于公司规模大(中值为 17)和公司规模中等(中值为 16)都更小,这可能是导致 SIZE 无法进入模型的原因.

## 5 总结

通过对深市 A 股主板所有上市公司网站样本的单变量分析和多元回归分析后,发现:(1) 公司规模大、业绩好的上市公司更趋向于在公司网站上开展 IR 管理,这表明在不对称信息条件下,公司更愿意把好的消息尽可能广泛传播出去,以在当前股市低迷的情况下努力挽回投资者信心.同时,规模大的公司管理者也可能出于自身声誉考虑,主动保持与中小投资者沟通,以树立自身形象;(2) 公司的再融资计划显著影响到 IIRI.在当前一级市场“抽血”严重

的情况下,公司的再融资方案不再象前几年那样风光无限.为保证公司再融资方案的顺利实施,公司管理者在事前有很强的内在激励主动做好与中小投资者的关系。(3)流通股比重越大的公司,管理者受到的外在干预更强,从而会更多的考虑与流通股股东的需求,导致 IIRI 更高。(4)机构投资者的存在也与 IIRI 保持了显著的相关性.这可能是由于机构投资者能够对管理者施加一些压力,导致管理者根据机构投资者的需求而主动进行网站 IR 管理.但更可能的原因是,基金公司首先是因为公司良好的投资者关系而介入该公司的。

<sup>1</sup> 该排名是由投资管理研究协会 (AMR) 做出的。

<sup>2</sup> 注意这里可能存在的内生性问题。机构投资者可能是因为上市公司良好的投资者关系而介入该公司,而并非是机构投资者的介入引起了上市公司投资者关系的改善。因此,严格来说,本文后续部分主要检验的是二者的相关关系,而非因果关系。

#### 参考文献

- [1] 迈克尔·詹森、威廉·梅克林. 1976. 企业理论: 管理行为、代理成本与所有权结构. 载于陈郁: 所有权、控制权与激励——代理经济学文选. 上海: 上海三联书店.
- [2] 潘琰. 2000. 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. 会计研究, 9.
- [3] 潘琰. 2002. 因特网财务报告若干问题研究. 厦门大学会计学博士论文
- [4] 张天西, 薛许军, 林进安. 2003. 信息技术环境下的财务报告及信息披露研究. 会计研究, 3.
- [5] ASHBAUGH, H., K.M. JOHNSTONE and T. WARFIELD, 1999, Corporate reporting on the Internet, Accounting Horizons,3: 241—257.
- [6] DELLER, D., STUBENRATH, M., and WEBER, C. A survey on the use of the Internet for investor relations in the USA, the UK and Germany. The Europe Accounting Review,1999, 2:351—364.
- [7] DEBRECENY,R., GLEN L.GRAY, ASHEQ RAHMAN. The determinants of Internet financial reporting. Journal of Accounting and Public Policy 21(2002):371-394.
- [8] ETTREDGE.M., RICHARDSON , V. J.,and SCHOLZ,S. Determinants of voluntary dissemination of financial data at corporate web sites. 2002, Working paper, University of Kansas.
- [9] GEERLINGS, J., L.BOLLEN, and HASSINK.H. Investor relations on the Internet: A survey of the Euronext zone. The European Accounting Review, 2003,12:, 567—579.
- [10] HEDLIN. P. The Internet as a vehicle for investor relations: the Swedish case. The European Accounting Review, 1999, 8: 373-381.
- [11] NIRI: 2001, Niri Mission and Goals'(available at: <http://www.niri.org/about/index.cfm>).
- [12] PIRCHEGGER, B., WAGENHOFER, A. Financial information on the Internet: a survey of the homepages of Austrian companies. The European Accounting Review, 1999,8(2): 383—395.
- [13] XIAO, J.Z., HE, Y., and CHOW, C.W. The determinants and characteristics of voluntary Internet-based disclosures by listed Chinese companies. Journal of Accounting and Public Policy, 2004, 23: 191—225.

## Investor Relations on China's Listed Corporate Websites : Empirical

---

## Evidence from Corporate Websites on Shenzhen Stock Exchange

Linbin<sup>1</sup>, xinqingquan<sup>1</sup>, yangdeming<sup>1</sup>, chennian<sup>1</sup>

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

**Abstract:** Based on the institutional background of investor relations(IR) activities in Chinese security market, and combining the nature of Investor Relations on Corporate Websites, in term of interior determinants and exterior determinants, this paper develops a theoretical framework to explain why China's listed corporation undertake IR on their websites. According to our Internet investor relations index(IIRI), we survey 356 corporate websites that have A-shares on the Shenzhen stock exchange. Furthermore, we analyze empirically these data. The results indicate that present financing plans, size and performance of corporation, proportion of negotiable share have important effect to IR level of corporate websites.

**Key words:** Corporate Websites; Investor Relations; Survey; Determinant

收稿日期: 2005-09-10;

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