

中国境内上市公司网站投资者关系栏目实证研究

郝臣¹, 李礼¹

(1.南开大学商学院,天津 300071)

摘要: 首先指出我国境内上市公司的投资者关系管理正处于起步阶段;其次界定了投资者关系和投资者关系管理的定义,设计了一个初步的投资者关系管理模型;最后在对 400 家境内上市公司网站中设有投资者关系栏目的样本进行评价的基础上,客观地论证了我国境内上市公司网站投资者关系栏目的现状及存在问题,给出一个相对完整的投资者关系栏目。

关键词: 投资者关系;投资者关系管理;投资者关系管理模型;投资者关系栏目

中图分类号: F830159 **文献标识码:** A

1 引言

投资者关系(investor relations, IR)首次正式在国内媒体上出现是在 2000 年 6 月 28 日《中国证券报》上一篇题为“我们所理解的投资者关系”的文章中。近几年来,随着我国证券市场开放步伐的加快以及上市公司国际化和在海外发行股票的增多,IR 已经越来越多地被上市公司所了解。投资者关系管理(investor relations management, IRM)是证券市场不断发展深化的必然产物^[1],我国系统实施 IRM 战略的先行者是我国海外上市公司,如中石化、中移动、联想等。

境内上市公司从发行路演到开通 IR 网站及组织投资者参观等一系列活动,说明我国境内上市公司也已经意识到 IRM 在公司发展战略中的重要地位。IRM 作为提升公司价值的有效手段,已经受到国内企业的重视,但是目前国内 IRM 还处于起步阶段^[2],即使从 20 世纪 90 年代末一些公司零星开展的上市或增发路演活动算起,我国上市公司开展 IRM 也只有 4~5 年的时间。2003 年 10 月,深圳证券交易所发布了《深圳证券交易所上市公司投资者关系管理指引》,这标志着 IRM 工作已在国内上市公司中全面展开。

2 IR、IRM 定义及问题提出

据有关文献介绍,1953 年美国通用电器公司 Ralph Cordiner 为规范公司与投资者的关系第一次提出 IR。美国早在 1969 年就率先成立了全国投资者关系协会,将 IR 定义为上市公司的一种市场战略活动,通过加强与投资者全方位的联系和沟通,向现有和潜在的投资者高透明度地展现公司经营状况及发展前景,以强化公司在资本市场上的良好形象。Rao 和 Sivakumar 认为一个普遍可以接受的 IR 定义是:IR 是公司一项战略性营销活动,这种活动融合了财务和沟通两个学科^[3];Marston 和 Straker 将 IR 定义为一个公司和金融界、分析者、投资者以及潜在投资者的信息沟通^[4];曹兰英认为 IR 是指上市公司(包括拟上市公司)与公司的股权、债权人或潜在投资者之间的关系,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^[5];朱瑜、凌文铨认为 IR 是上市公司(包括拟上市公司)与公司的股权、债权人或潜在投资者之间关系的总称^[6];上官婉约认为 IR 是一项战略管理职责,它通过综合运用金融的、公关的和营销的原理,管理公司传递给金融机构和其它机构的信息内容和数量流动,使公司市值达到相对的最大化^[7]。

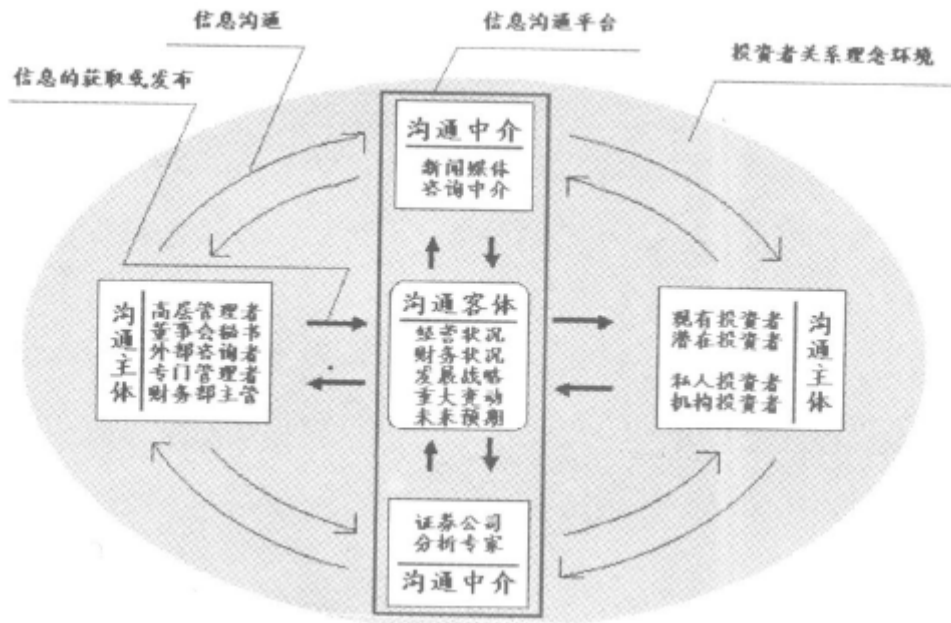


图1 投资者关系管理模型

从上面的定义可以看出 IR 有两个层面的含义,一是名词层面的含义,即是一种关系 (IR);二是动词层面的含义,即对关系的管理或运作(IRM)。国外学者和国内大部分学者倾向于第二种解释.顾文军对 IR 和 IRM 做了很好的界定^[8],但为了从文字上区别 IR 和 IRM,如果没有特别加以说明,IR 主要是指名词层面含义的 IR.IRM 更合理的定义是一个有投资者的赢利组织(主要指沟通主体)通过信息沟通平台(主要指沟通中介和沟通客体载体,例如网站、财务报告等)与它的现有和潜在投资者(包括债权和股权投资者)的双向互动信息(主要指沟通客体)沟通,当然还包括以信息沟通为基础的公共关系、危机处理、参与公司发展战略制订以及 IRM 人员培训等更高层次内容,以实现赢利组织价值最大化,进而使投资者的价值最大化,这一内涵可以通过投资者关系管理模型(investor relations management model,IRMM)来表示,见图 1.

随着资本市场的发展,IRM 已成为管理中必不可少的一部分.1989 年,美国全国投资者关系协会在美国对高层管理人员的一项调查表明,55%的人认为 IRM 至关重要.蔡传里认为 IRM 是保护投资者的重要措施之一^[9];李胜楠、牛建波认为有效和积极的 IRM 会给公司带来丰厚的回报,实现公司相对价值最大化,同时降低融资成本^[10];朱瑜、凌文轻认为良好的 IRM 有助于使公司的股票具有投资吸引力,让目前的投资者满意,同时吸引潜在投资者^[6];张欣亮认为 IRM 有助于公司及时处理企业在资本市场上的各种危机^[11];唐国琼、朱伟认为 IRM 是公司投资者双赢的选择^[12].

综上所述,关于 IRM 的研究目前主要集中在 IRM 的定义、作用等定性研究上,除 2004 年 3 月深圳证券信息公司发布的《中国投资者关系现状调查报告》之外,很少有人对 IRM 进行实证研究.鉴于理论界的研究现状和中国境内上市公司 IRM 所处的阶段,IRM 的实证研究具有较大的理论意义和现实意义.中国境内上市公司网站投资者关系栏目(investor relations column, IRC)实证研究是以 400 家随机抽取的境内上市公司为样本,对中国境内上市公司网站 IRC 进行实证研究,以求反映中国境内上市公司 IRM 的真实状况.之所以选择从上市公司网站角度研究 IRM,主要是因为网站是沟通主体进行信息沟通的重要平台,IRM 大部分内容都能在其中有所体现,例如对投资者偏好分析研究、各种信息对外发布、与媒体和中介机构的公共关系等.

3 IRC 实证研究

3.1 调研方法说明

样本的选取采用随机抽样的方法,即从沪深股市上市公司中随机选择样本.从沪深两市分别随机选择 200 个有效样本,有效样本总数为 400 个,约占总体数的 20%,满足统计学对样本代表性的要求.在抽样得到的 400 个有效样本中,再选择样本网站中具有 IRC 的样本,其中沪市有 40 个样本,深市有 46 个样本,共计 86 个样本(根据有关统计,截至 2002 年 11 月底,在沪深两市 1 215 家上市公司中,只有 18 家公司在公司网站上建立了 IRC,占 1 215 家上市公司的 1.5%,而本次调研 400 家上市公司中就有 86 家公司在公司网站上设有 IRC,占样本的 21.5%,不到两年的时间提高了 20 个百分点).

然后邀请 10 位公司治理研究方向的在读博士研究生和在站博士后担任评价专家,对样本 IRC 进行百分制评价打分.打分工作包括两个方面的内容,一是第 k 位专家对样本 i 网站 IRC 第 h 个项目内容饱和度评价打分(P_{ikh}),取所有评价专家打分均值 P_{ih} 作为样本 i 网站 IRC 中第 h 个项目内容饱和度的评价打分,将所有项目 P_{ih} 的均值作为样本 i 网站内容饱和度评价打分(P_i),这是从“质”的角度评价 IRC;二是第 k 位专家对样本 i 网站 IRC 的项目数量的评价打分(Q_{ik}),为尽可能消除评价专家主观因素的影响,取所有评价专家打分均值 Q_i 作为样本 i 网站 IRC 的项目数量的评价打分,这是从“量”的角度评价 IRC.质和量的结合($P_i \times Q_i$)就可以较客观地评价 IRC,具体计算过程如下.

第 i 个样本网站 IRC 中第 h 个项目内容饱和度的评价打分为

$$P_{ih} = \frac{1}{10} \sum_{k=1}^{10} P_{ikh} \quad (1)$$

其中, i 为样本个数; k 为评价专家人数(10 个).

第 i 个样本网站 IRC 内容饱和度评价打分为

$$P_i = \frac{1}{m_i} \sum_{h=1}^{m_i} P_{ih} \quad (2)$$

其中, m_i 为第 i 个样本网站 IRC 中的项目数量,取值从 1 到 18,但 16 和 17 除外(见表 1); i 同上.

第 i 个样本网站 IRC 的项目数量评价打分为

$$Q_i = \frac{1}{10} \sum_{k=1}^{10} Q_{ik} \quad (3)$$

其中, i、k 同上.

第 i 个样本网站 IRC 的评价打分为

$$Z_i = \frac{1}{100} P_i \times Q_i \quad (4)$$

这样就得到沪深两市样本 IRC 的 Z_i 数据,然后运用 SPSS 12.0 统计软件对这些数据进行处理,详见调研结果描述部分相关内容.

采用从上市公司网站 IRC 角度来研究 IRM 的方法有一个假设前提,即样本网站 IRC 内容能较真实地反映样本 IRM 的状况,在这个假设前提下这种方法将客观地反映我国境内上市公司 IRM 的状况及存在的问题.另外,进行 IRM 评价打分时,严格遵守实质重于形式的原则,对于有标题(形式)而无内容(实质)的 IRC 内容饱和度评价打分为零.采用这种研究方法还有一个好处,那就是能够避免采用发放问卷方式时公司填写问卷人员有意隐藏或夸大某些信息,评价专家完全处于第三方位置,没有任何利益倾向,而这种方法在资金和时间上也比较经济.

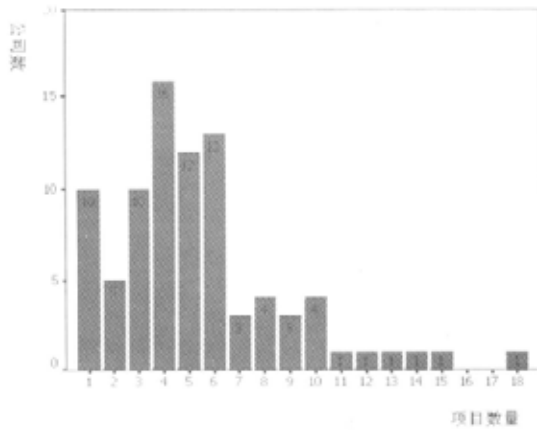


图 2 中国境内上市公司 IRC 包括项目数量分布
Figure 2 The IRC Items Amount of Chinese Domestic Listing Companies' Websites

资料来源:中国境内 400 家上市公司网站 IRC 统计分析结果

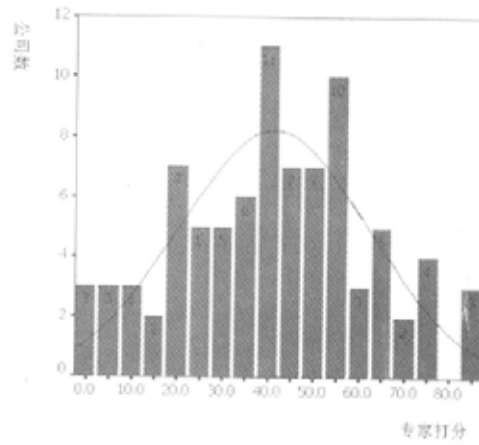


图 3 中国境内上市公司 IRC 的 Z_i 分布
Figure 3 The Z_i Distribution of Chinese Domestic Listing Companies' Websites

资料来源:中国境内 400 家上市公司网站 IRC 统计分析结果

3.2 调研结果描述

从图 2、图 3 可以看出,中国境内上市公司网站 IRC 的项目数量主要集中在 3、4、5、6 这几个数值上,共计 51 例,占总体的 59.3%; IRC 只有 1 个项目或 2 个项目情况共有 15 例,占总体 17.14%; IRC 设有 11 个项目以上的样本网站非常少,最多设有 18 个项目,但只有 1 例.中国境内上市公司网站 IRC 的 Z_i 总体上服从正态分布, IRC 的 Z_i 最低分数为 0,最高分数 83.6, 86 个样本网站 IRC 打分总和为 354114,样本网站 IRC 平均 Z_i 为 41.18,均值标准误差为 2.25,打分方差为 433.84,标准差为 20.83,偏度为 -0.142,峰度为 -0.55.

从表 1 可以看出,在 86 家上市公司网站中,IRC 主要包括 38 项内容(为了增加各公司网站 IRC 内容的可比性,一些项目被合并,一些项目被分拆,经合并和分拆后的项目总数为 404 个,与图 2 中给出的项目总数 455 个相比减少 41 个).有些项目使用频率比较高,例如定期报告和临时报告,也有些项目使用频率较低.从某一个项目评价情况来看,共有 45 次某些项目一次或多次其内容饱和度评价打分低于 60 分,其中有 17 次某些项目一次或多次其内容饱和度评价打分为 0 分;项目内容饱和度评价打分最高分 96,最低分 0 分,5 个项目内容饱和度评价打分低于 60 分,14 个项目的内容饱和度评价打分不低于 80 分;各项目评价打分的全距比较大,评价打分的方差也比较大.

以上是对沪深两市上市公司网站 IRC 的总体描述,下面是对两市上市公司统计结果的分别描述.在沪市随机抽取 200 家上市公司网站中 40 家设有 IRC,占沪市样本总体的 20%;在深市随机抽取 200 家上市公司网站中, 46 家公司网站设有 IRC, 占深市样本总体的 23%.沪市 40 家上市公司网站 IRC 平均 Z_i 是 40. 0,均值标准误差为 2. 97, 标准差为 18. 76; 深市 46 家上市公司网站 IRC 平均 Z_i 是 47. 9, 均值标准误差为 3. 01, Z_i 标准差为 20. 38. 利用 SPSS 提供的两独立样本的非参数检验方法检验后发现, 两独立样本的 Mann-Whitney U 非参数检验、两独立样本的 Kolmogorov-Smirnov 非参数检验显示, 沪深两市公司网站 IRC 的 Z_i 总体分布存在显著差异, 而两独立样本的 Wald-Wolfowitz Runs 检验和两独立样本的 Mouse Extreme Reactions 检验显示,沪深两市 Z_i 总体分布不存在显著差异, 因此不能确定沪深两市公司网站 IRC 的 Z_i 分布是否相同.对两独立样本进行 T 检验来探究二者之间是否存在显著差异, 从表 2 可以看出 F 的置信水平为 0. 64, 大于显著水平 0. 05, 不能拒绝方差相等的假设,因此可以认为沪深两市 Z_i 方差无显著差异, T 统计量的置信水平为 0. 001 小于显著水平 0. 05,拒绝 T 检验的零假设,也就是说沪深两市 Z_i 的平均值存在显

著差异, 而从沪深两市 Zi 均值差的 95%置信区间来看, 区间不跨 0, 这也说明沪深两市 IRC 的 Zi 平均值存在显著差异.

表 1 境内上市公司网站 IRC 各项目内容饱和度评价打分统计

Table 1 The IRC Items Content Saturation Mark Distribution of Chinese Domestic Listing Companies' Websites

项目名称	使用频率	评价总分	均值		最小值	最大值	方差
			统计量	标准误差			
定期报告	59	4 590	77.8	2.13	0.0	92.0	268.61
临时报告	59	4 538	76.9	2.41	0.0	90.0	342.80
公司基本情况	30	2 176	72.5	3.03	10.0	90.0	276.53
分红配送	24	1 677	69.9	4.76	0.0	88.0	544.89
即时行情	23	1 510	65.7	6.54	0.0	90.0	984.78
股本情况	19	1 428	75.2	4.11	10.0	90.0	321.69
投资者交流	17	1 056	62.1	5.88	10.0	90.0	589.11
联系我们	17	1 102	64.8	3.19	40.0	90.0	173.52
常见问题解答	17	942	55.4	6.17	0.0	80.0	649.00
十大股东	15	1 240	82.7	1.96	60.0	90.0	57.81
财务指标	14	1 178	84.1	2.15	69.0	95.0	65.20
公司治理	12	969	80.8	1.92	66.0	88.0	44.56
路演中心	11	779	70.8	10.63	0.0	90.0	1 243.56
管理层	9	729	81.0	2.76	62.0	90.0	69.00
发行上市	9	682	75.8	2.71	60.0	88.0	66.44
内部制度	8	624	78.0	2.74	66.0	86.0	60.28
公司章程	7	548	78.3	2.29	70.0	85.0	36.90
新闻与评论	7	438	62.6	11.04	0.0	90.0	854.61
投资项目	5	408	81.6	2.46	75.0	90.0	30.30
公司战略规划	5	337	67.4	7.35	50.0	86.0	270.80
运营数据	5	333	66.6	5.16	55.0	83.0	133.30
公司动态	5	410	82.0	4.70	70.0	90.0	110.50
回访报告	4	303	75.8	5.54	60.0	86.0	122.91
相关资料	3	243	81.0	7.50	66.0	89.0	169.00
流通股股东	3	245	81.7	2.96	76.0	86.0	26.33
经营范围	2	79	39.5	29.50	10.0	69.0	1 740.50
直接融资历史	2	170	85.0	5.00	80.0	90.0	50.00
优惠政策	2	65	32.5	32.50	0.0	65.0	2 112.50
领导致词	2	50	25.0	25.00	0.0	50.0	1 250.00
上市公告书	1	90	90.0	-	90.0	90.0	-
招股说明书	1	88	88.0	-	88.0	88.0	-
融资观念	1	50	50.0	-	50.0	50.0	-
名词术语	1	76	76.0	-	76.0	76.0	-
友情链接	1	80	80.0	-	80.0	80.0	-
投资者接待日	1	96	96.0	-	96.0	96.0	-
企业文化	1	86	86.0	-	86.0	86.0	-
法规制度	1	76	76.0	-	76.0	76.0	-
电话会议	1	0	0.0	-	0.0	0.0	-

数据来源: 中国境内 400 家上市公司网站 IRC 统计分析结果

表 2 沪深上市公司网站 IRC 的 Z_i两独立样本 T 检验

Table 2 Two Independent Samples Test of Shanghai and Shenzhen Stock Markets Listing Companies Websites' Z_i

	方差齐性检验		均值相等 T 检验						
	F 值	置信水平	T 值	自由度	置信水平	均值标准误差	95% 置信区间		
							下限	上限	
专家打分	方差相等	0.21	0.64	3.40	84.00	0.001	4.24	6.00	22.89
	方差相等	-	-	3.42	83.71	0.001	4.22	6.05	22.84

数据来源:中国境内 400 家上市公司网站 IRC 统计分析结果

3.3 调研结果分析

从上面调研结果的统计描述中可以看出:

(1) 我国境内上市公司网站建立 IRC 存在“量”的问题,主要表现为境内 400 家上市公司网站建立 IRC 的比重较小,仅为 21.5%。同时还表现在已经建立 IRC 的上市公司网站的 IRC 包括的项目比较少,一般只包括 3 至 6 个项目,另外 Q_i 均值偏低(沪市 Q_i 均值为 52.3, 深市 Q_i 均值为 60.3, 沪深两市 Q_i 均值为 56.7)。

(2) 我国上市公司网站建立 IRC 存在“质”的问题,主要表现为 Z_i 偏低, Z_i 不低于 60 分的有 16 个样本(沪市 3 个,深市 13 个), 不低于 70 分的有 8 个样本(沪市 1 个,深市 7 个), 不低于 80 分的有 3 个样本(沪市 0 个,深市 3 个), 另外 P_i 均值偏低(沪市 P_i 均值为 59.9, 深市 P_i 均值为 79.4, 沪深两市 P_i 均值为 72.8)。

(3) 沪深两市 Z_i 均值存在显著差异,深市样本 Z_i 均值明显高于沪市,这有可能是受深圳证券交易所 2003 年发布的《深圳证券交易所上市公司投资者关系管理指引》影响的结果。

(4) 通过对 IRC 各个项目使用频率的统计以及一些项目的合并和分拆,可以得到上市公司网站 IRC 包括的主要内容,即 7 个方面的内容(见表 3)。

表 3 中,公司信息、信息披露以及公司治理是对投资者发布的信息,投资者投资一个公司后拥有要求披露信息的权力^[13], Eugene Fama 建立的“有效市场假说”证实信息能够对投资人的投资决策产生影响^[14],因而这三个方面内容对投资者来说非常重要;对投资者分析研究是从投资者获得信息,是信息的双向沟通,构成了 IRM 的基础内容;媒体评论反映的是 IRM 内容的公共关系;投资者联系与沟通以及投资者服务是为了公司更好地与投资者进行信息沟通,便于 IR 部门高管或 IR 负责人参与制定公司发展战略以体现投资者的愿望,同时还要进行危机管理,这与所构建的 IRMM 是相一致的。

表 3 境内上市公司网站 IRC 项目表

Table 3 The IRC Items of Chinese Domestic Listing Companies' Websites

公司信息	信息披露	公司治理	对投资者 分析研究	媒体 评论	投资者联 系与沟通	投资者服务
公司简介 经营范围	定期财务报告	公司治理概况	股本情况	报纸	联系方式	投资者接待日
战略规划 上市公告书	临时公告	管理层	十大股东	期刊	投资者论坛	名词术语
公司动态 招股说明书	分红配送	股东大会	流通股	杂志	电话会议	相关资料
企业文化 融资观念	运营数据	董事会	即时行情	电视	回访报告	常见问题解答
公司章程 优惠政策	财务指标	监事会	融资历史	网络	路演中心	友情链接
内部制度 投资项目	财务数据	治理细则	债权状况	公众	董秘信箱	法规制度

资料来源:中国境内 400 家上市公司网站 IRC 统计分析结果

(5)利用 SPSS 统计软件层次聚类分析中的 Q 型聚类分析,将境内上市公司聚类为四大类, Z_i 在 0~13.4 区间划分为第一类(IRC 非常差,样本数为 11 个), Z_i 在 18~42.3 区间划分为二类(IRC 很差,样本数为 34 个), Z_i 在 43.2~61.2 区间划分为三类(IRC 较差,样本数为 27 个), Z_i 在 65~83.6 区间划分为第四类(IRC 一般,样本数为 14 个)。大部分样本属于第三类,这也从一定角度上说明我国境内上市公司网站 IRC 目前现状的确是不尽如人意。

4 结论

从 IRC 的实证分析结果可以看出,我国进行 IRM 的上市公司还只是很少一部分,IRM 的内容也主要集中在信息沟通基础工作上,即对投资者简单的分析研究及向投资者发布一些基本信息,而这种沟通没有形成一种互动机制,缺乏基于信息沟通的参与公司战略制定、危机处理及公共关系。专业的 IR 机构和人才较为缺乏等问题的存在也在一定程度上阻碍了 IRM 在我国的发展,但是不少有战略眼光的企业已经主动地走出了这一步。提高中国境内上市公司 IRM 水平,要积极借鉴吸收国外先进 IRM 经验,树立 IR 理念和强化信息披露制度。

参考文献

- [1] 肖斌卿. 投资者关系管理初探[J]. 现代管理科学, 2004, (7): 78 - 79.
- [2] 周斌. 谈金融资本市场下的投资者关系管理[J]. 现代管理科学, 2004, (6): 96 - 97.
- [3] RAO HAYAGREEVA, KUMAR SIVAKUMAR. Institutional sources of boundary2spanning structures: the establishment of investor relations departments in the fortune 500 industrials [J]. Organization Science ,1999, (10) : 27 - 42.
- [4] MARTON M STRAKER. A survey of European investor relations [J]. Corporate Communications, 2001, 6 (3) :82 - 93.
- [5] 曹兰英. 美国投资者关系建设的经验及对我国的启示[J]. 经济师, 2004, (4) : 77 - 78.
- [6] 朱瑜,凌文铨. 投资者关系管理的理念与实践[J]. 求实, 2004, (2) : 38 - 40.
- [7] 上官婉约. 投资者关系官——中国上市公司虚缺的席位[J]. 银行家, 2002, (9) : 105 - 106.
- [8] 顾文军. 我国上市公司投资者关系管理: 制约因素与改善途径[J]. 商业研究, 2004, (9) : 44- 46.

- [9] 蔡传里. 投资者关系管理研究[J]. 云南财贸学院学报, 2004, 20 (1) : 38 - 42.
- [10] 李胜楠,牛建波. 非对称信息与投资者关系管理研究[J]. 管理科学, 2004, (2) : 92 - 96.
- [11] 张欣亮. 中国上市公司投资者关系浅析[J]. 企业管理, 2003, (10) : 27 - 30.
- [12] 唐国琼, 朱伟. 论上市公司投资者关系管理[J]. 中央财经大学学报, 2003, (11) : 18- 21.
- [13] RAFAEL La Porta ,FLORENCIO LOPEZ-DE-SILANES, ANDREI SHLEIFER, ROBERT VISHNY. Investor protection and corporate governance [J]. Journal of Financial Economics, 2000, (58) : 3 - 27.
- [14] EUGENE FAMA. Efficient capital markets: a review of theory & empirical work [J]. Journal of Finance ,1970, 25 (2) : 383 - 417.

An Empirical Study on Investor Relations Column of China Domestic Listing Companies' Websites

HAO Chen¹ , L I L i¹

(1.Business School , Nankai University , Tianjin 300071, China)

Abstract: At first, the paper puts forward that the investor relation management of Chinese domestic listing companies is in an important phase. Then, the paper defines investor relations and investor relations management, designs an elementary investor relations management model. Finally, by evaluating the investor relations column of Chinese domestic listing companies' websites among 400 samples, the article demonstrates that there are many problems in the investor relation column of Chinese domestic listing companies' websites. The paper presents a relatively complete sample of investor relations column.

Key words: Investor relations (IR); Investor relations management (IRM); Investor relations management model (IRMM); Investor relations column (IRC)

收稿日期: 2004 - 12 - 15 ;

基金项目: 教育部哲学社会科学研究重大攻关资助项目(03JZD0018)

作者简介: 郝臣(1978 -), 男, 黑龙江大庆人, 南开大学商学院博士研究生, 研究方向: 企业理论与公司治理等。

