

投资者关系管理、信息不对称与权益资本成本*

——来自深圳交易所的经验证据

马连福, 胡艳

(南开大学公司治理研究中心 天津 300071)

摘要: 本文以2005年度深圳上市公司为研究对象, 探索并分析投资者关系管理、信息不对称与权益资本成本的关系及作用机理。研究发现: 投资者关系管理与信息不对称程度、权益资本成本显著负相关, 并且投资者关系管理对权益资本成本的影响部分是通过降低中介变量——信息不对称程度实现的。研究结论有助于了解中国上市公司投资者关系管理对权益资本成本的作用机理, 并为投资者管理实施能够降低信息不对称程度提供了佐证。

关键词: 投资者关系管理; 信息不对称; 权益资本成本

中图分类号: F **文献标识码:** A

1 引言

投资者关系管理是公司、投资者、分析师之间的一系列行为, 它将自愿性披露、吸引分析师和媒体追随, 定位公司目标投资者等活动整合在一起, 以此增进资本市场对公司的了解、吸引信息传递中介、构建目标投资者基础 (Brennan & Tamarowski, 2000), 最终帮助公司提升资本市场的竞争力 (Marcus, 1997)。^[1] 随着对投资性资本竞争的加剧, 作为专门处理上市公司与资本市场关系的投资者关系管理日益成为理论界和实务界关注的焦点, 引发了一系列相关研究, 主要包括投资者关系管理的内涵研究、理论假说、战略角色研究、管理模式研究; 以及通过投资者关系管理活动实施效果评价, 考察与公司绩效之间的关系, 并对影响因素进行分析。

本文认为在衡量投资者关系管理的价值效应时, 权益资本成本都是一个不能被忽略的指标。权益资本成本是筹融资决策的重要依据, 能够影响公司绩效; 与资本使用效率有关, 是对公司经营过程的反映。权益资本成本能够很好地衡量公司内外部的经营状况。另外, 唐清泉 (2004) 认为信息不对称是影响公司治理效率高低的重要因素, 公司治理效率的提高意味着公司治理的优化; Easley and O'Hara (2004) 认为权益资本成本会受到信息不对称的影响, 因此, 考察投资者关系管理、信息不对称、权益资本成本三者的关系, 除了分析投资者关系管理对公司的价值影响外, 还能进一步探索投资者关系管理作为一种自主治理行为, 能否提高公司治理效率。

目前, 国内外鲜有研究涉及到三者关系, 有关投资者关系管理与权益资本成本关系的研究也比较匮乏。比如, Botosan (2002) 发现投资者关系活动与权益资本成本并无关系。^[2] 相较之下, 国内外学者对信息披露水平 (投资者关系管理的主要活动) 与权益资本成本的关系已进行了深入探索。理论界普遍认为二者存在着负相关关系 (Botosan, 1997; Diamond and Verrecchia, 1991)。但也有反对的声音存在, 认为额外的披露增加了股价的波动性, 导致权

益资本成本增加 (financial executives institute,1994)。^[3]因此, Verrecchia (2001) 指出需要更多实证检验披露和信息不对称之间的关系。国内相关研究较少, 汪炜和蒋高峰 (2004) 发现公司披露水平和权益资本成本存在明显的负相关关系; ^[4]曾颖和陆正飞 (2006) 认为信息披露质量越高、边际股权融资成本越低; ^[5]王华和张程睿 (2005) 认为公司提高信息透明度将带来对其筹资成本的改善。^[6] 本文将在总结有关信息披露水平与信息不对称、权益资本成本关系基础上, 采用南开大学构建的投资者关系管理衡量指标, 尝试性地分析投资者关系管理、信息不对称与权益资本成本之间的关系。

2 理论分析与研究假设

投资者关系管理面对的是资本市场。全球经济的一体化, 不仅产品市场的竞争加剧, 资本市场上大量外来资金的涌入也使得上市公司面临着更多的机遇与挑战。上市公司希望从股票市场上获得持续稳定的现金流以满足经营发展的需要, 同时保持资本成本最低。与产品市场不同, 资本市场本质上是一个信息市场, 信息处于资本市场的核心和枢纽的地位, 也是投资者判断公司价值的基础。信息不对称的现象十分普遍, 不仅存在两权分离带来的公司内部人与外部投资者之间的信息不对称, 即便外部投资者之间信息拥有的程度也不尽相同。我们知道, 由于主观认识因素对“客观信息”的传递和交换过程的渗透, 会导致信息传递过程中“噪声”的出现, 交易者实际接收到的是客观信息与噪声的混合产物, 无法辨别。基于认知偏差对公司的预测判断可能会通过羊群效应及从众心理放大, 引起逆向选择和市场波动, 形成的额外的交易成本, 最终将使企业出售股份的成本增加, 进而提高资本成本。有关信息披露水平与权益资本成本的研究并不少: 公司与 (潜在) 投资者之间的低水平披露, 导致了公司股票买卖双方之间的“逆向选择”, 资本成本增加 (Copeland & Galai, 1983; Glosten & Milgrom, 1985); “逆向选择”降低了公司股票的流动性, 为了吸引投资者, 流动性低的公司折价发行股票, 降低了公司融资能力, 资本成本增加。而流动性增加, 信息不对称程度降低, 资本成本降低 (Botosan, 1997; Botosan & Plumlee, 2002; Diamond & Verrecchia, 1991; Leuz & Verrecchia, 2000); 投资者掌握的公司信息越多, 给定股票的期望回报越低 (Lombardo and Pagano, 2002; Drobetz et al., 2002; Merton, 1987), 资本成本降低。^[7]

投资者关系管理对信息不对称有积极影响 (Brennan and Tamarowski, 2000)。Kiss (2002) 认为投资者关系作为降低信息不对称的工具, 能够降低代理成本。^[8] 证据显示, 投资者关系管理的实施导致公司提供信息量的增加, 无论是信息披露, 还是媒体报道以及分析师报道增加 (Bushee, Miller, 2006)。股票的预期回报由其流动性决定, 流动性的增加, 意味着资本成本的降低。

投资者关系管理不仅意味着信息量的增加, 它还影响了市场对信息理解的准确度。披露质量对吸引投资者以及其它新闻媒体更加重要 (Bushee, 2006)。市场参与者会阅读和利用所有的披露, 其中分析师报告是影响投资者决策最重要的信息之一。Lang and Lundholm (1996) 的研究表明, 更高等级的投资者关系管理活动与更多的分析师追随相关。并且 Edward J. Farragher, et al. (1993) 指出, IR 评分等级高的公司, 分析师对 EPS 预测的一致性要高于等级低的公司。^[9] 分析师报告可以在行业报告中包含公司信息, 或者作为行业组成内容包含在其他大型公司的报告中, 增加了透明度和可信度。Lehavy and Sloan (2005) 指出公司透明度甚至比公司本身更影响价格。媒体也是金融市场上的很重要的信息媒体, 是影响中小股东的首要工具。虽然有关新闻稿的文献很少, 但是仍然显示新闻稿与规模 and 分析师追随高度相关。通过赢得分析师和新闻媒体的支持, 投资者关系管理间接影响到投资者对所获信息的了解。不仅如此, 投资者关系管理还通过股东大会、现场参观等方式加强与投资者的直接接触, 赢得资本市场的支持。Handelsblatt (2003) 将网络投资者关系描述为信息有

效创造过程的重要一步。ICT（信息通信技术）能够显著降低股东大会成本（大约 50%），低成本的股东年会增加了公司与投资者之间的关系，推动了董事决策的合法性。投资者对公司战略的支持能够影响投资者对公司未来发展的判断。直接沟通降低了信息传递过程中“噪音”的产生，降低了上市公司与投资者之间的信息不对称程度，最终降低了权益资本成本。

除此之外，投资者关系管理是基于投资者权益保护的自主治理行为（马连福，2007）^[10]。由于信息透明度的提高，投资者关系管理起到监督管理层行为的作用，以此来避免来自政府和利益相关者的制度压力（Deller et al.,1999）；由于约束了经理对外部投资者利益的剥夺，促使其进行有效的的项目选择，因此降低投资者因面临可能被经理剥夺的损失风险而要求的额外风险补偿，降低了资本成本。披露质量和透明度还是机构投资者所有权比例提高的重要决定因素。正如 Brian J.Bushee, Gregory S.Miller（2006）的观点，投资者关系管理吸引了更多的机构投资者支持管理层的决策。机构投资者的参与有利于将监督落到实处，利于形成稳定的所有者与经营者之间的关系，凭借信息和人才背景优势支持公司决策，利于公司战略的实施。企业由此获得持续增长的机会，并塑造值得信赖的资本市场形象，投资者认同公司的未来，权益资本成本降低。

基于以上论述，我们认为，投资者关系管理能够保护投资者的权益、监督管理层行为，促使其提高公司信息透明度，降低了信息不对称的程度，从而降低了权益资本成本和证券交易成本。Brian J.Bushee, Gregory S.Miller（2006）指出，即使控制了公司披露方面的增长，投资者关系管理活动对克服低透明度、吸引机构投资者和其他媒体方面扮演了重要的角色，投资者关系管理活动显著影响公司价值。由此，本文提出研究假设：

H1. 在其它条件相同的情况下，投资者关系管理水平与权益资本存在负相关关系。

H2. 在其它条件相同的情况下，投资者关系管理水平与信息不对称程度呈负相关关系。

H3. 在其它条件相同的情况下，投资者关系管理能够影响信息不对称程度，进而影响权益资本成本。

3 研究设计

3.1 变量定义与描述

3.1.1 投资者关系管理水平（IRMI）的度量

本文采用南开大学公司治理研究中心投资者关系管理研究室设计的投资者关系管理水平指数，从历史性非财务信息、前瞻性信息和沟通渠道和组织设置等方面对上市公司投资者关系管理活动进行全面评价（具体指标见附录）。

投资者关系管理是公司通过充分自愿信息披露，积极主动地与投资者进行互动沟通，实现公司价值最大化的一项战略管理活动。Lev（1998）的实证研究表明，即使在发达证券市场上，会计财务信息对证券价格影响程度占 2%-5%左右。证券价格的变动中的绝大部份是由投资者心理因素和投机因素所导致（肖正再，王平，2007）。投资者本质上是前瞻性的，其投资行为往往受到公司预期性信息的影响（Lehmann,1993）。未来的预期信息是投资者对公司信息需求的重要内容。股东沟通的关键一点，披露不是单向的交流，它实际上是建立双向的通道。有效的公司投资者关系意味着寻找和听取有吸引力的投资者的意见，从而帮助管理层设计投资者需要的业绩测度指标（Shenton,1993）。双向信息沟通其实质就是一种收益的交换。因此，沟通过程在投资者关系管理中起着重要的桥梁作用。基于以上分析我们认为投资者关系管理的主要内容是与投资者之间关于非财务信息、未来预期信息的互动沟通。

在指标的设计过程中,对于原始数据属于定性指标的,采用语义差别隶属赋值法将定性指标量化,原始数据属于定量指标的,采用功效系数法对定量指标无量纲处理,利用专家评分、层次分析法确定上市公司投资者关系管理的主因素与子因素的权重。综合专家组的建议,我们确定的上市公司投资者关系管理水平评价的四个主因素(历史性非财务信息(IRMI1)、前瞻性信息(IRMI2)、沟通渠道(IRMI3)、组织设置(IRMI4)以及相应子因素。其中前瞻性信息、历史性非财务信息和部分沟通渠道信息、以及组织设计通过对样本公司2005年度年报查阅、分析、专家评分以及深圳证券交易所网站信息跟踪获取,另一部分沟通信息内容从上市公司网站进行跟踪观测,观测期为2005年1月10日—2005年12月31日。

为了保证指标设计的可信度,南开大学公司治理研究中心投资者关系管理研究室还利用深交所的公司信息披露质量评定等级以及wind数据库的分析师评价等级进行了可信度检验,结果在5%水平上呈现显著正相关。

3.1.2 权益资本成本 (r) 的度量

对于权益资本成本的计量,一种方法是实现收益率(realized returns)替代,但是Fama and French (1992)指出平均实现收益率很难建立与市场贝塔值之间的显著关系;一种是利用资本资产定价模型(CAPM),但是Botosan (1997)指出CAPM中,只有市场贝塔值能够影响资本成本,没有理论支持披露水平能够影响贝塔;Penman (1993)指出,收益价格比用简单的当期收益判断公司资本成本是不合理的,它并不能反映公司发行权益资本的真正成本。基于以上原因,我们选择股利折现模型作为本文计量资本成本的方法。

$$P_t = \sum_{\tau=1}^{\infty} (1+r)^{-\tau} E_t [d_{t+\tau}]$$

股利折现模型可以用每股净资产和每股净收益函数式来表示,即每股价格等于每股净资产加上未来各期新增收益的现值(Botosan, 1997)。

$$P_t = b_t + \sum_{\tau=1}^T (1+r)^{-\tau} E_t [x_{t+\tau} - rb_{t+\tau-1}] + (1+r)E_t (P_T - b_T)$$

其中, r =预测期 i 的权益资本成本; P_t = t 时点的价格; b_t = t 时点的每股净资产; x_t = t 时点的每股盈余。本研究按照Botosan的方法,采用四阶段折现模型。结果中有三个值显然不符合权益资本成本的经济含义,排除后剩余一个即为样本公司的 r 值。

3.1.3 信息不对称指标 (INF) 的度量

虽然公司的信息不对称程度不能直接观察到,但可以用不同的方法去测量,比如,公司股票的交易价差、交易量、换手率(Leuz and Verrecchia,2000)、分析师预测的准确性(Marquardt and Wiedman,1998)等等;Clarke and Shastri (2001)比较了信息不对称的不同的测量方式,发现买卖价差比分析师预测、公司增长机会、股票回报的波动性能更好地代表信息不对称程度。^[11]

基于以上原因,本文采用买卖价差作为信息不对称的测量。买卖价差的计量依照Leuz and Verrecchia (2000)采用相对买卖价差,即 t 时刻的相对买卖报价差等于 t 时刻的绝对价差除以 t 时刻买价和卖价的平均值。同时用换手率进行稳定性检验,日股票换手率等于股票交易量/公司总市值。

3.1.4 控制变量的定义与计量

Beta: CAPM理论认为Beta反映了股票的系统性风险,权益资本成本与之正相关,二者的关系得到了很多文献的认同(如Hamada. 1972;叶康涛等,2004),因此,用Beta值表示市场风险。

Size: 权益资本成本具有规模效应, 并且大公司的股票更具流动性, 因此规模与权益资本成本呈负相关关系 (Botosan,1997); 但陆颖丰 (2006) 也解释说公司规模越大, 投资者要求的回报越高, 权益资本成本可能就越高。因而二者之间的关系不确定。本文以年末流通A股市值的自然对数来度量市场规模。

3.2 样本选择与数据来源

本研究选取 2005 年作为研究年度。虽然深圳证券交易所和上海证券交易所分别于 2003 年 10 月和 2004 年 1 月发布了《深圳证券交易所上市公司投资者关系管理指引》和《上市公司投资者关系管理自律公约》, 但效果了了, 且缺乏互动沟通行为。^①2005 年伴随着股权分置改革的浪潮, 股东意识在上市公司中全面觉醒, 2005 年 7 月《上市公司投资者关系工作指引》的发布, 投资者关系管理真正全面实施开来。2005 年是中国投资者关系真正的“元年”。而之前有关投资者管理活动的效果在 2005 年度能够得到体现。

本文数据库样本主要采用深圳证券交易所上市的公司。投资者关系管理水平的数据来源于巨潮网站公布的 2005 年度上市公司年报和公司网站, 权益资本成本的计算涉及到的预测信息均来自于 wind 数据库, 由于预测数据缺失严重, 剔除金融类和资料缺失的上市公司后, 最终获得有效样本 103 家。其余数据来源于北京大学中国经济研究中心 CCERTM 数据库。

4 实证检验结果及分析

4.1 研究变量描述性统计和相关性分析

表 1 列示了回归方程中主要变量的描述性统计。可以看出, 各公司之间的权益资本成本差异比较大, 变化幅度范围从 0.14% 到 80%, 均值为 33.26%; 信息不对称程度的均值和中值分别为 4.2%、4.1%; 样本公司投资者关系管理水平总体不高, 均值为 55.50, 最小值为 38.08, 最大值为 88; 各公司的 Beta 值也有很大的差异, 最小值为 0.356, 最大值为 1.877, 均值为 0.963, 接近于 1; 公司规模的变化范围为 19.03-23.17, 均值为 20.50。

表2 主要研究变量的描述性统计

	n	r (%)	INF (%)	IRMI	Beta	Size
Mean	103	33.2647	4.2451	55.50	0.96352	20.5040
Median	103	31.8763	4.1592	52.84	0.94560	20.3805
Maximum	103	80.0383	5.9279	88.00	1.87660	23.1674
Minimum	103	0.1489	2.5694	38.08	0.35570	19.0344
Std. Dev.	103	16.1112	0.6849	11.068	0.31446	0.94397

为了判别回归模型是否存在多重共线性以及预检验解释变量与被解释变量之间的关联程度和方向, 在多元回归之前, 对权益资本成本、INF、IRM、Beta以及Size进行了皮尔逊相关分析, 结果如表2所示, 各研究变量的相关系数均未超过0.4。另外, 为了使结果更可靠, 我们检验了VIF值, 发现所有的VIF值都小于1.3, 因此, 多元回归模型不存在多重共线性问题。

投资者关系管理水平 (IRMI) 与信息不对称水平 (INF) 在10%的水平上显著负相关, 这初步印证了本文的研究假设H2; 为了更清楚地研究权益资本成本与各因素之间的相关关系, 我们运用多元回归方程进行实证分析。

表3 主要研究变量的皮尔逊相关系数

variable	<i>r</i>	<i>INF</i>	<i>IRMI</i>	<i>Beta</i>	<i>Size</i>
<i>r</i>	1.00				
<i>INF</i>	0.257(**)	1.00			
<i>IRMI</i>	-0.165	-0.198(*)	1.00		
<i>Beta</i>	0.137	0.400(**)	-0.043	1.00	
<i>Size</i>	0.247(*)	-0.075	0.128	-0.252(*)	1.00

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

4.2 多元回归结果及分析

根据上文分析，我们分别构建回归方程（1）、（2）、（3），来检验假设1至假设3。

$$r = a_0 + a_1IRMI + a_2Beta + a_3Size + \varepsilon \quad (1)$$

$$INF = a_0 + a_1IRMI + a_2Beta + a_3Size + \varepsilon \quad (2)$$

$$r = a_0 + a_1IRMI + a_2INF + a_3Beta + a_4Size + \varepsilon \quad (3)$$

模型中控制变量只包含了*Beta*以及*size*，并没有包含其它公司特征方面的控制变量。**Botosan**（2001）认为鉴于研究的最终目的是为了检验权益资本成本与披露水平之间的关系，所以与其它研究权益资本成本与公司特征之间关系的研究不同，只控制*Beta*以及*Size*即可。*INF*、*IRM*分别代表上市公司的信息不对称的程度、投资者关系管理的水平。所有变量进行了中心化处理（变量减去均值）。

表4给出了模型(1)到(3)的回归结果，结果显示，论文的研究假设得到了部分证实。

表4 权益资本成本、不对称信息与投资者关系管理回归分析结果

自变量	模型（1）		模型（2）		模型（3）	
	预期符号	因变量： 权益资本成本（ <i>r</i> ） (1)	预期符号	因变量： 信息不对称程度（ <i>INF</i> ） (2)	预期符号	因变量： 权益资本成本（ <i>r</i> ） (3)
Constant	?	-1.266***	?	-0.0175	?	-1.178**
<i>IRMI</i>	-	-0.003**	-	-0.00012**	-	-0.0024*
<i>INF</i>					+	5.024**
<i>Beta</i>	?	0.1064**	?	0.0088***	?	0.06236
<i>Size</i>	-	0.057***	-	0.000441	-	0.0545**
Adj-R ²		0.1215		0.1697		0.150
D-W		1.963		1.964		1.945

F-statistic		5.7027**		7.949***		5.528***
Obs		103		103		103

假设1: 表4模型（1）的回归结果显示，投资者关系管理水平与权益资本成本在5%的水平上显著负相关，这表明投资者关系管理水平的提高能够降低权益资本成本。杨德明、辛清泉(2007)认为上市公司为了获取更多的筹集资金，有动机去搞好与流通股股东的关系。投资者掌握的公司信息越多，给定股票的期望回报越低，由此权益资本成本降低。另外，由于投资者对公司未来预期的把握加大，即使股票出现波动，投资者也会表现理性，不至于盲目跟风而加重波动性，因此降低权益资本成本。

假设 2: 从表 4 模型（2）的回归结果中我们可以发现，投资者关系管理水平与信息不对称程度之间 5%的水平上显著负相关，这表明投资者关系管理水平越高，信息不对称程度越低。雷东辉（2005）指出在投资者与管理层之间、大股东与中小股东之间、私人信息获得者与只拥有公共信息的投资者之间存在信息不对称现象。控股股东和管理层拥有对信息的垄断权和控制权，中小投资者仍常常会因缺少信息而在博弈中失败。由于积极主动与资本市场进行互动沟通，投资者关系管理能够提高信息透明度，从而监督管理层和控股股东行为、吸引机构投资者、完善对投资者权益的保护，优化了公司治理结构和机制。

假设 3: 模型（1）（2）（3）联合解释了信息不对称在投资者关系管理和权益资本成本二者关系的中介效应。我们来依次检验回归系数：模型（1）投资者关系管理水平与权益资本成本在 5%的水平上显著负相关；模型（2）投资者关系管理水平与信息不对称程度之间在 5%的水平上显著负相关，并且模型（3）中信息不对称程度与权益资本成本在 5%的水平上显著负相关，则信息不对称变量具有中介效应，投资者关系管理对权益资本成本的影响部分源于信息不对称程度的降低^[12]。这一方面验证了投资者关系管理能够降低权益资本成本的信息不对称的部分，另一方面，投资者关系管理能够使公司以组织利益最大化的方式管理信息流（Marston,1996）。对运营过程的影响以及经营效率的提高，间接影响到权益资本成本。

在控制变量中，Size系数显著为正，即公司规模越大，权益资本成本越高。汪炜（2004）在检验上市公司权益资本成本与其自愿披露水平的过程中，也发现权益资本成本与公司规模呈较为明显的正相关关系。Beta值与权益资本成本的相关系数为正，与预期符号相同，并在模型（1）和（2）中通过了显著性检验。

为了验证本文结论的可靠性，我们还用年末总资产的自然对数作为公司规模的替代变量进行了稳健性检验中，主要变量的符号及其显著性基本没有变化。

5 研究结论及启示

本文以2005年度深圳证券交易所A股上市公司为研究样本，对投资者关系管理水平、信息不对称与权益资本成本之间的关系以及作用机理进行了实证研究。研究发现：（1）投资者关系管理水平与权益资本成本、信息不对称程度显著负相关，即投资者关系管理水平越高，权益资本成本越低、信息不对称程度越低。（2）信息不对称具有中介效应。投资者关系管理水平影响了信息不对称程度，进而影响了权益资本成本。信息不对称程度的降低，有利于公司治理效率的提高，这表明了投资者关系管理对公司治理的优化作用；研究结果也支持了投资者关系管理确实能够降低权益资本成本中信息不对称的部分，这意味着信息透明度的改善对公司绩效的影响，同时也表明，投资者关系管理还能给公司带来其它方面的竞争优势。作为影响资本市场的重要工具，投资者关系管理值得公司的长期重视与关注。

本文初步验证了投资者关系管理的实施有利于公司治理效率的提高，除了需要进一步证明该结论外，对公司治理优化具体方面的探索将是未来的研究方向；另外，本文采用分析师的预测数据进行权益资本成本的计算，这限制了样本容量。另外，虽然股利折现模型近年来被国内外研究广泛采用，并且能够比较准确地计算出面向未来的权益资本成本，但由于受到分析师预测能力以及股票表现的限制，可能会对结果产生一定的影响。未来可以扩大研究期限，比较不同时期投资者关系管理水平对公司权益资本成本的影响是否不同。

参考文献

- [1] BUSHEE, B. J. AND G. S. MILLER. 2006. Investor relations, firm visibility, and investor following, Working Paper.
- [2] CHRISTINE A. BOTOSAN AND MARLENE A. PLUMLEE. A Re-examination of disclosure Level and the expected cost of equity capital. Journal of accounting research, Vol.40, No.1, March 2002, pp.21-42.
- [3] CHRISTINE A. BOTOSAN. Disclosure level and the cost of equity capital. The accounting review, Vol. 72, No.1, July 1997, pp.323-349.
- [4] 汪炜, 蒋高峰. 信息披露、透明度与资本成本. 经济研究, 2004 (7): 108-114.
- [5] 曾颖, 陆正飞. 信息披露质量与股权融资成本. 经济研究, 2006 (2): 69-79.
- [6] 王华, 张程睿. 信息不对称与 IPO 筹资成本——来自中国一级市场的经验证据, 经济管理, 2005 (6): 13-20.
- [7] CHRISTIAN PETERSEN, THOMAS PLENBORG. Voluntary disclosure and information asymmetry in Denmark. Journal of International Accounting, Auditing and Taxation, 15, 2006, pp. 127-149.
- [8] CHRISTOPH LATTEMANN. The Use of ICT in Annual Shareholder Meetings and Investor Relations: An Examination of the German Stock Market. Corporate Reputation Review .Volume 8 Number 2,2005, pp. 110 - 120.
- [9] EDWARD J. FARRAGHER, et al. investor relations. Financial management, Vol.22, No.2. 1993, p.21.
- [10] 马连福, 陈德球, 高丽. 强制性治理向自主性治理演进: 公司治理契约执行机制演进中的投资者关系管理, 天津社会科学, 2008 (1) .
- [11] CHRISTIAN PETERSEN, THOMAS PLENBORG. Voluntary disclosure and information asymmetry in Denmark. Journal of International Accounting, Auditing and Taxation, 15, 2006, pp. 127-149.
- [12] 温忠麟等. 中介效应检验程序及其运用, 心理学报, 2004, 36 (5): 614-620.

附录 上市公司投资者关系管理评价指标体系			
目标层准则	准则层指标	子因素层	指标说明
投资者关系管理评价指标 (IRMI)	历史性非财务信息 (IRMI ₁)	公司行业竞争状况分析 (IRMI ₁₁)	考察上市公司对投资者关注的公司非财务信息自愿披露水平
		公司社会责任履行情况 (IRMI ₁₂)	
		公司重大投资 (IRMI ₁₃)	

		公司治理 (IRMI ₁₄)	
		企业文化建设 (IRMI ₁₅)	
投资者关系管理 评价指标 (IRMI)	前瞻性信息 (IRMI ₂)	未来公司业绩影响因素 (IRMI ₂₁)	反映公司对投资者需求的预期信息自愿披露水平
		顾客关系管理方案 (IRMI ₂₂)	
		公司发展战略与成长性分析 (IRMI ₂₃)	
		产品市场及新产品开发 (IRMI ₂₄)	
		行业前景预期 (IRMI ₂₅)	
		社会责任投资 (IRMI ₂₆)	
	沟通渠道 (IRMI ₃)	公司网络沟通平台建设 (IRMI ₃₁)	考察公司与投资者等进行沟通的状况
		分析师会议、业绩说明会和路演 (IRMI ₃₂)	
		一对一沟通 (IRMI ₃₃)	
		现场参观 (IRMI ₃₄)	
		电话咨询 (IRMI ₃₅)	
		主动走访投资者 (IRMI ₃₆)	
	组织设置 (IRMI ₄)	投资者关系管理人员培训 (IRMI ₄₁)	考察公司投资者关系管理的制度建设状况
		投资者关系管理制度 (IRMI ₄₂)	
		高层参与 (IRMI ₄₃)	
		激励与约束机制 (IRMI ₄₄)	

Investor relations and the cost of equity capital

---Evidence from the Shenzhen stock exchange market

Ma Lian-fu, HU Yan, Chen De-qiu

(Center for Studies of Corporate Governance ,Nankai university, Tianjin, 300071)

Abstract: The effect of investor relations on the cost of equity capital is a matter of considerable interest and importance to the financial community. However, investor relations level has been difficult to quantify. In this paper, I examine the association between investor relations level and the cost equity by regressing firm-specific estimates of cost of equity capital on market beta, firm size and investor relations level. Also, I used mediator---the degree of information asymmetry to explain how investor relation influence the cost of equity capital. My measure of investor relations level is Nankai IRMI(investor relations management index), which based on amount of key non-financial statistics, forward-looking information, communication panel and mechanism provided in the 2005 annual reports and web sites of a sample of 103 firms. The results showed that: investor relations and the cost of equity capital had a significant negative correlation after controlling for market beta and firm size, and investor relations partly through reducing information asymmetry to reduce the cost of equity capital. The conclusion of the study contributed to the better understanding the investor relations and cost of equity capital in China's listed companies and supported that the implementation of investors would be reducing information asymmetry.

Key words: investor relations; information asymmetry; cost of equity capital

收稿日期: 2008-12-25;

基金项目: 本研究得到国家自然科学基金重点项目“中国公司治理及其评价研究”(编号: 70532001, 主持人: 李维安)、教育部人文社科重点研究基地项目“基于公司治理的投资者关系价值创造及其战略管理行为研究”(编号: 06JJD630008, 主持人: 马连福), 天津社科研究规划项目(编号: TJGL06-010, 主持人: 马连福)等资助

作者简介: 马连福(1963-), 男, 河北沧州人, 南开大学公司治理研究中心教授, 博士生导师, 博士, 研究方向: 公司治理、营销管理、投资者关系管理; 胡艳(1981-), 女, 山东莱州人, 南开大学公司治理博士生。