

# 中国上市公司投资者关系管理运作机制的研究

李心丹, 刘玉灿, 肖斌卿

(南京大学工程管理学院, 南京 210093)

**摘要:** 本文给出了投资者关系管理指标的运行机理, 即管理指标对质量指标产生正面影响; 质量指标对结果指标产生正面影响; 管理指标对结果指标产生正面影响。并用结构化方程模型验证了这三个假设。

**关键词:** 投资者关系; 投资者关系管理; 结构方程模型

**中图分类号:** F830.59      **文献标识码:** A

## 1 引言

投资者关系管理 (Investor Relation Management, IRM) 是指公司通过充分的自愿性信息披露, 综合运用金融和市场营销的原理加强与投资界的沟通, 促进投资界对公司的了解和认同, 实现公司价值最大化的战略管理行为。

国内外有关投资者关系 (Investor Relation, IR) 的学术研究还比较少。Watts 和 Zimmerman 认为公司会增加自愿的信息披露, 以避免来自政府和股东的压力, 因为这种压力会导致来自于法规规则的将来代理成本的增加<sup>[1]</sup>。Lev 指出如果没有积极的公司信息披露, 真实情况决不会被知道, 在内部知情者和外部股东之间总是存在着永久的信息沟壑<sup>[2]</sup>。在有效市场假说 (EMH) 之下, 公司可以通过给他的参与者提供新的信息来影响市场<sup>[3]</sup>。现有的投资者关系理论研究侧重于研究当严格的市场有效性假设不成立时投资者关系是如何影响股票价格的。主要包括四个方面: 投资者关系是如何降低市场信息不对称性, 进而提升公司股票价格; 通过信息披露投资者关系能够让股票价格更准确反应公司的基本面 (这并不必然降低交易中的信息不对称), 而这将带来更高的股票价格; 投资者在信息不完全或受到蒙蔽时, 投资者关系是如何影响股票价格的; 在多元化竞争性公司中的财务披露、由竞争产生的外部性以及被用来应对这些外部性的合适的披露规则。

国内关于投资者关系的学术性研究主要有文 [4] 和 [5]。投资者关系管理的文献主要以介绍为主, 研究的较少 [6] - [11], 在对投资者关系管理评价方面的研究更是凤毛麟角。然而在资本市场比较发达的港澳台地区的学者对投资者关系管理的研究已经比较深入。李纯青等给出了同时考虑公司及其包括投资者在内的五类客户多方利益时客户关系管理的定量分析方法, 仅给出了公司与最终消费者感知价值的量化问题<sup>[12]</sup>。

目前, 国内外文献中尚未有研究投资者关系管理运行机理的研究, 本文填补这方面的空白。本文利用结构化方程模型以江苏上市公司为样本, 对投资者关系管理的运行机理进行研究, 验证三个假设: 管理指标对质量指标产生正面影响; 质量指标对结果指标产生正面影响; 管理指标对结果指标产生正面影响。基于此, 建立投资者关系管理的评价指标体系, 并在投资者关系管理实践中给中国上市公司投资者关系管理水平进行评价排名, 以指导中国上市公司投资者关系管理的展开与强化。

## 2 投资者关系管理的影响因素

投资者关系管理水平的高低是基于外部对上市公司实施投资者关系管理质量 (好/坏) 的评价。在评价中本文关注投资者关系管理的两个层面: 即投资者关系管理的当期水平以及影响投资者关系管理水平的潜在因素。投资者关系管理的当期水平状况用结果指标来度量, 影响投资者关系管理水平的潜在因素用管理和质量两个方面共同度量。投资者关系管理水平由这三方面来共同解释和度量。

### 2.1 影响因素的解释和度量

结果指标是属于前置性指标 (leading mea-

收稿日期: 2004-09-13; 修订日期: 2005-04-28

作者简介: 李心丹 (1966-), 男 (汉族), 湖南人, 南京大学工程管理学院副院长、教授、博士生导师, 研究方向: 金融证券市场等。

tures), 即该指标直接衡量投资者关系管理的状态水平。结果指标度量投资者关系管理的效果, 通过对好的投资者关系管理理论上应该能够达到的目标和效果进行衡量是否达到来评价投资者关系管理的。好的投资者关系管理能够建立与投资者良好的关系, 提高投资者满意度, 增强投资者对公司的忠诚度, 并最终实现股价的提高, 资本成本的降低等目标。结果指标由股价波动率、前十大股东变化率、分析报告的数量这三个指标来度量<sup>[13]</sup>。

质量指标和管理指标是属于后置性指标(lagging measures), 即该指标是一种潜在指标, 是影响投资者关系管理效果的潜在因素指标, 这些指标作用的效果是通过结果指标体现出来的。质量指标衡量投资者关系管理活动的质量。投资者关系管理在本质上是一种以金融团体为对象的战略性沟通活动。作为一种沟通活动, 其质量包括两个方面的内容, 其一是沟通关系的质量, 其二是披露信息的质量。沟通关系的质量度量上市公司与投资者进行沟通的过程的质量, 包括进行沟通的渠道的质量和沟通本身特征的质量。信息披露是投资者关系管理的一个核心重要组成, 信息披露质量是衡量投资者关系管理质量的一个重要方面。质量指标由沟通关系的质量和披露信息的质量两个指标度量。

管理因素主要是从公司的 IR 组织角度考虑的。组织, 一般包含两个层面的意义: 其一, 是作为行为的组织, 即上市公司对投资者关系管理活动的组织, 这主要体现在上市公司高层管理者对 IR 的承诺和参与上; 其二, 作为一种事物的组织, 这里主要是 IR 组织的健全方面, 主要体现在 IR 部门设置、IR 人员配备素质等方面。因此在管理指标中包括三个子指标, 高层参与指标、部门设置和 IR 人员素质指标。

## 2.2 投资者关系管理的运行机制

结果指标度量投资者关系管理的当期水平状况, 质量指标和管理指标体现了投资者关系管理水平的潜在影响因素。这三类指标共同作用, 影响投资者关系管理的水平。

假设 1: 质量指标对结果指标产生正面影响。

质量指标衡量投资者关系管理活动的质量。作为一种战略管理举措, 投资者关系管理活动所包含各个子活动, 这些子活动的质量对投资者关系管理的结果指标产生影响。质量指标表现优秀, 那么投资者关系管理的结果指标也会表现优秀。以投资者关系质量主要体现的信息披露质量为例, 已经有大

量的研究支撑了本文的观点, 事实上现有的很多关于投资者关系管理的文献均是从信息披露的角度展开研究的<sup>[14]</sup>。他们认为良好的信息披露会对投资者关系管理的结果指标, 即诸如股价波动率、股东变化率等产生正面影响。

假设 2: 管理指标对结果指标产生正面影响。

投资者关系管理作为一种管理活动, 必然涉及公司对这种活动的承诺, 如果公司对该活动的承诺越高的话, 那么该活动的效果就会越好。把这种承诺定义为管理指标, 即整个公司层面对投资者关系管理活动的承诺。但是作为一种投资者关系的战略活动, 从长远来看一定会带来分析师数量的提高。管理指标会对结果指标产生积极影响, 即好的管理指标会导致好的结果指标。基于此, 本文提出第二个假设, 即投资者关系管理指标对结果指标有正面影响作用。

假设 3: 管理指标对质量指标产生正面影响。

管理指标是影响结果指标的另一个重要因素, 也会对质量指标产生积极影响。现有文献并没有研究投资者关系的管理指标与投资者关系管理质量指标相互关系。但是从目前国内外的投资者关系管理的实践看, 投资者关系管理结构方面的高要求均被认为是最佳实践, 如要求高层对投资者关系管理的参与、设置专门的 IR 部门以及培训高素质的 IR 人员。从理论上讲管理指标对质量指标产生积极影响主要体现在投资者关系管理的实施者上, 管理指标越好, 意味着公司对投资者关系活动承诺程度高, 那么公司在实施 IR 活动方面的能力就高, 实施水平越高, IR 质量就会越好, 进而 IR 水平指标也会越好。

## 3 结构化方程模型

结构方程模型(Structural Equation Modeling, SEM)是一种综合性统计分析技术和模型方法, 通过把一系列假设的变量间的因果关系反映成统计依存模式的综合假设, 反映这种因果关系的参数表示解释变量(可观测变量和潜在变量)对被解释变量(可观测变量和潜在变量)的影响(直接的或间接的)程度。通过把这种假设的关系转换成可检验的数学模型, SEM 提供了量化理论假设和检验理论模型的综合分析工具。在研究中, 经常会有一些潜在变量, 潜在变量是无法直接观测的、隐含的假设或理论变量(结构), 一般缺乏明晰或精确的尺度, 但往往可以通过一些可观测的指标(变量)来反映其结构。而

SEM 即是被用来研究这些潜在变量之间的联系以及这些潜在变量和相关指标之间的联系。潜在变量在模型中既可以是解释变量也可以是被解释变量。

投资者关系管理的两个层面: 即投资者关系管理的当期水平以及影响投资者关系管理水平的潜在因素, 都无法直接测量, 是潜在变量, 要通过分指标(可观测变量)来度量。并且, 验证投资者关系管理评价指标架构合理性的关键在于验证本文关于投资者关系管理三个基本假设是否成立, 即: 假设 1- 质量指标对结果指标产生正面影响; 假设 2- 管理指标对结果指标产生正面影响; 假设 3- 管理指标对

质量指标产生正面影响。如果这三个基本假设成立, 关于指标体系架构就是合理的, 这种验证同时也是对模型内在逻辑和理性的验证。

因此, 本文采用结构化方程模型( SEM) 作为检验的工具, 既可以帮助本文检验实证数据是否支持投资者关系管理结构模型, 还可以帮助本文通过实证数据的反复分析来发展理论模型和探索变量间的潜在关系。

根据投资者关系管理运行机理的三个假设以及投资者关系水平三类指标的度量, 投资者关系管理评价指标运行机理的 SEM 模型建立如下, 如图 1 所示。

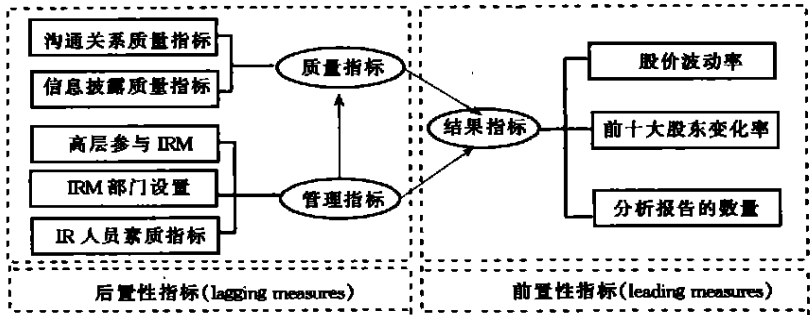


图 1 投资者关系管理结构模型解释图

其中 IR 结果指标、质量指标和管理指标是潜在变量。本文分别采用前面得出的股价波动率、前十大股东变化率和分析师报告数量来度量 IR 结果指标; 用沟通关系质量、信息披露质量来度量 IR 质量指标; 用高层参与程度、IR 组织设置情况和 IR 人员素质来度量 IR 管理指标。在这些度量指标中, 股价波动率、前十大股东变化率和分析师报告数量、高层参与程度、IR 组织设置情况和 IR 人员素质可以通过观测和简单计算得到; 而沟通关系质量和信息披露质量也是属于潜在变量, 其中沟通关系质量通过沟通渠道易达性、互动性、对投资者询问反馈质量以及响应速度进行度量; 信息披露质量通过完整性、可信性和及时性进行度量。

建立 SEM 模型后, 即可通过运行 AMOS 软件, 以样本数据进行运算, 研究 IR 结果指标、IR 质量指标和 IR 管理指标的内在运行机理。

4 实证分析

(1) 数据

样本为 2003 年江苏省在上海证券交易所和深圳证券交易所上市交易的 A 股股票, 共计 74 家上市公司( 600862\* ST 纵横已经下市, 故排除在外。

另外, 长电科技、江南高纤、高淳陶瓷、南京水运未提交问卷亦除外)。

(2) 分析与结果

结构化方程模型是“大样本”方法, 但对于大样本, 并没有一致的定义。不同的学者对“大”样本有不同的定义<sup>[15]</sup>。一般来说, 对中等复杂度模型, 有至少 200 个观测值的样本规模是合适的。Bentler 和 Chou 建议样本大小与估计参数之比要在 5: 1 和 10: 1 之间<sup>[16]</sup>。

投资者关系管理结构模型要估计的变量数为 18, 而不同的样本矩数为  $8 \times (8 + 1) / 2 = 36$  个, 因而模型的自由度为  $36 - 18 = 18$ 。这里研究的样本大小与估计参数之比接近 5: 1。通过运行 AMOS 软件并进行参数调整后得到回归权重见表 1, 结构关系如图 2 所示。

表 1 回归权重

$Q \leftarrow S$	0. 399
$L \leftarrow S$	- 0. 654
$L \leftarrow Q$	2. 032

其中 Q 为 IR 质量指标, S 为 IR 管理指标, L 为 IR 结果指标

从表 1 或图 2 中可以发现, 质量指标对结果指标的回归权重系数为 2. 032, 质量指标对结果指标

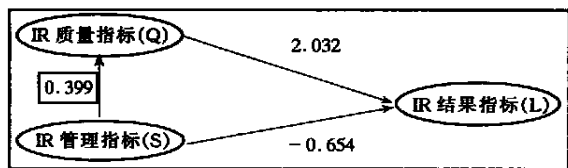


图 2 投资者关系管理结构关系图

产生正面影响,验证了投资者关系管理指标体系的假设 1,即投资者关系管理质量指标越好,上市公司实施投资者关系管理的结果指标越好;管理指标对质量指标的回归权重系数为 0.399,管理指标对质量指标产生正面影响,验证了投资者关系管理指标体系的假设 3,即投资者关系管理的管理指标越好,

表 2 投资者关系管理 SEM 拟合指数表

拟合度	GFI	AGFI	NFI	IFI	CFI	RMSEA
拟合值	0.917	0.835	0.786	0.906	0.898	0.089

GFI: Goodness of Fit Index, 拟合优度指数; AGFI: Adjusted Goodness of Fit Index, 调整自由度的拟合优度指数; NFI: Normed Fit Index, 正规拟合指数; IFI: Incremental Fit Index, 增量拟合指数; CFI: Comparative Fit Index, 相对拟合指数; RMSEA: Root Mean Square Error of Approximation, 近似误差均方根。

一般,调整  $\chi^2 < 2$ , 或  $RMSEA < 0.05$ , 或其他拟合指数  $> 0.9$  的情况下,模型和数据拟合好<sup>[17]</sup>。而  $RMSEA$  当其小于 0.2 时,表示模型拟合较好,当其小于 0.1 时,表示模型拟合很好。

从上表结果看,本文架构的投资者关系管理结构模型内在逻辑是合理的,验证了三个假设:管理指标对质量指标产生正面影响;质量指标对结果指标产生正面影响;管理指标对结果指标产生正面影响。但管理指标对结果指标直接的作用为负的。这说明投资者关系管理中的管理因素只能通过信息的公开披露和正常沟通渠道才能对投资者关系管理所要达到的指标产生正的作用,否则投资者关系管理机构可能对投资者关系管理的结果会起到反作用,如内部信息者的信息优势等。

实证结果不足之处,实证样本以江苏上市公司为例,样本偏小。以所有上市公司为样本验证最佳,这需进一步的工作。

## 5 结束语

本文利用结构化方程模型以江苏上市公司为样本,对投资者关系管理的运行机理进行了研究,研究发现:管理指标对质量指标产生正面影响;质量指标对结果指标产生正面影响;管理指标对结果指标产生总体上正面影响。但管理指标对结果指标直接的作用为负的。这说明投资者关系管理中的管理因素只能通过信息公开披露和正常沟通渠道才能对投资

实施投资者关系管理的成效越好;尽管管理指标对结果指标的直接回归权重系数为  $-0.654$ ,但是以质量指标为中介,管理指标对结果指标的间接回归权重系数为  $2.032 \times 0.399 - 0.654 = 0.157 > 0$ ,因此可以认为管理指标对结果指标产生正面影响,验证了投资者关系管理指标体系的假设 2。但是由直接回归权重系数  $< 0$  的结果来看,IR 的管理指标并不是直接对 IR 结果指标产生影响,而是通过质量指标对结果指标产生正面影响。

### (3) 拟合度分析:

带自由度 18 的  $\chi^2$  为 29.371,因而调整  $\chi^2$  为 1.632,拟合指数分别为(表 2):

者关系管理所要达到的指标产生正的作用。基于此,建立投资者关系管理的评价指标体系,并在投资者关系管理实践中给中国上市公司投资者关系管理水平进行评价排名,以指导中国上市公司投资者关系管理的展开与强化。

本文不足之处,实证样本以江苏上市公司为例,样本偏小。以所有上市公司为样本验证最佳,这需进一步的工作。同时指标体系及度量需进一步改进与完善。获取投资者、识别有价值的投资者并予以保持是投资者关系管理的核心之一,投资者价值的定量分析将是投资者关系管理研究的一个重要方向。

### 参考文献:

- [1] Watts, R. L., Zimmerman, J. L. Towards Positive Theory of The Determination of Accounting Standards[J]. The Accounting Review, 1978, 53: 112- 134.
- [2] Lev, B. Information Disclosure Strategy [J]. California Management Review, 1992, Summer, 9- 32.
- [3] Deller, D., Stubenrath, Weber, C. A Survey on the use of the Internet for the Investor Relations in the USA, UK and Germany[J]. European Accounting Review, 1999, 8 (2): 351- 364.
- [4] 上海证券交易所. 上海证券市场投资者关系状况[R]. 2003.
- [5] 上海证券交易所. 上市公司投资者关系管理[R]. 2003.
- [6] 石勇进. 投资者关系管理及其对我国上市公司的启示

[ J ]. 上海管理科学, 2002, 2.

[ 7 ] 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.

[ 8 ] 文逢博. 浅议投资者关系管理[ J ]. 经济论坛, 2003, 7: 25– 26.

[ 9 ] 蔡庆妮, 葛文雷. 上市公司实施投资者关系管理战略的思考[ J ]. 东华大学学报( 社会科学版), 2003, 3( 12): 44– 46.

[ 10 ] 黄莲琴. 投资者关系管理与上市公司价值的提升[ J ]. 财经·金融, 2003, 5: 68– 71.

[ 11 ] 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.

[ 12 ] 李纯青, 徐寅峰, 张洋. 基于知识管理的动态客户关系管理研究[ J ]. 中国管理科学, 2004, 12( 2): 88– 94.

[ 13 ] 李心丹, 幺红等. 上市公司投资者关系管理评价指标体系研究[ R ]. 上海证券交易所研究报告, 2004.

[ 14 ] Merton, R. A simple model of capital market equilibrium with incomplete information [ J ]. Journal of Finance, 1987, 42: 483– 510.

[ 15 ] Marsh, H. W. , Balla, J. R. , & MacDonald, R. P. Goodness– of– fit Indexes in Confirmatory Factor Analysis: The Effect of Sample Size[ J ]. Psychological Bulletin, 1988, 88: 245– 258.

[ 16 ] Bentler, P. M. , Chou, C. P. Practical Issues in Structural Equation Modeling[ J ]. Sociological Methods & Research, 1987, 16: 78– 117.

[ 17 ] Barbara, M. Byrne. Structural Equation Modeling with LISREL PRELIS and SIMPLIS: Basic Concepts. Applications and Programming[ M ]. Lawrence Erlbaum Associates, Publishers Mahwah, New Jersey, 1998.

Study on Runnable Mechanism of Investor Relation Management of Chinese Listing Company

LI Xin-dan, LIU Yu-can, XIAO Bin-qing

( School of Engineering and Management , Nanjing University, Nanjing 210093, China)

**Abstract:** In this paper, operating mechanism of index of Investor Relation Management is put forward. That is, positive effect of management index on quality index, positive effect of quality index on outcome index, and positive effect of management index on outcome index. These three hypotheses are confirmed by using Structural Equation Model.

**Key words:** investor relation; investor relation management; structural equation model