

西方投资者关系管理构成要素与资本成本研究述评

万晓文,杨璐璐

(山东财经大学 会计学院,山东 济南 250014)

[摘要]投资者关系管理起源于美国,是西方成熟资本市场的产物,它通过加强与投资者之间的信息沟通来增强投资者对公司的满意度,从而达到实现增加公司价值的目的。基于西方学者关于投资者关系管理的相关研究,对IRM的构成要素进行了重新界定,并分别对IRM的构成要素与资本成本的关系研究进行了回顾述评,总结出了一些有助于我国IRM发展的经验和启示,以期推动我国理论界和实务界探索并构建符合我国资本市场特点的IRM模式。

[关键词]投资者关系管理;IRM;资本成本;信息披露质量;信息不对称;公司治理;资本市场

[中图分类号]F272 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1672-8750(2014)03-0078-09

一、引言

投资者关系管理(Investor Relations Management,以下简称IRM)最早源于美国,是成熟资本市场的产物。全美投资者关系协会(NIRI)将IRM定义为公司运用信息传播和财务手段,向现有投资者及潜在投资者准确描述公司的经营业绩和未来发展前景,从而对总体市场价值和公司资本成本产生积极作用的一种营销活动。国外学者普遍认为,IRM可以减少投资者的投资风险,市场评估的公司投资风险越低,公司面临的资本成本就越低。由此可见,有效的IRM对于提升整个资本市场的价值以及降低公司资本成本具有重要意义。

资本市场的有效运转依赖于相关信息的自由流动,进而实现高效的资产定价。在过去的几十年里,在各类投资者强烈要求提高公司信息透明度的推动下,IRM得到了实质性的发展^[1]。在西方发达国家尤其是美国,资本市场已经比较成熟,且这些国家的IRM起步较早,关于IRM的实践经验和理论研究都已经相当丰富。我国在本世纪初才开始引入IRM,学者们对IRM研究的正式开展也是近几年的事情,经过几年的发展,虽然我国的IRM取得了明显的进步,积累了一定的理论研究成果和实践经验,但仍处于起步阶段。目前,我国关于IRM的研究还比较少,IRM活动缺乏完善的理论体系的指导,而且相关的法律法规和监管体系也不够健全,上市公司实施IRM活动的积极性不高,这些都严重阻碍了我国IRM的发展进程。因此针对我国资本市场出现的众多问题,本文认为有必要借鉴西方IRM的理论研究及实践成果来进一步推动我国IRM的发展。

经过20多年的建设,我国证券市场取得了很大的进展,但我国证券市场上的上市公司尚未建立起完整的IRM理念,开展IRM的积极性和主动性不高,投资者利益得不到切实的尊重和保护。究其原因,主要在于上市公司对IRM的理解及其所能带来的经济价值认识不清,缺乏开展IRM的内在动

[收稿日期]2013-12-13

[基金项目]山东省软科学研究计划项目(2011RKGB7022)

[作者简介]万晓文(1970—),男,山东巨野人,山东财经大学会计学院教授,硕士生导师,财政部财政科学研究所应用经济博士后流动站研究人员,主要研究方向为会计理论和投资者关系管理;杨璐璐(1989—),女,山东潍坊人,山东财经大学会计学院硕士生,主要研究方向为会计理论。

力。IRM 活动对上市公司的影响主要表现在对公司资本成本,尤其是对公司股权融资成本的影响上,西方关于 IRM 的理论研究也主要集中在通过构建模型和中间变量分析 IRM 与资本成本之间的关系上,因此本文选择以资本成本作为 IRM 研究的切入点,对 IRM 的构成要素以及各构成要素与资本成本之间关系的相关研究进展分别进行回顾述评,并总结出一些有益于我国 IRM 发展的经验和启示,以期进一步丰富我国的 IRM 理论研究,从而推动我国理论界和实务界探索并构建符合我国资本市场特点的 IRM 模式。本文在对西方学者关于投资者关系管理构成要素与资本成本的相关研究进行回顾的基础上,按照已有文献的发表年份和研究视角的不同分别做了两个分类图示,详见图 1 和图 2。

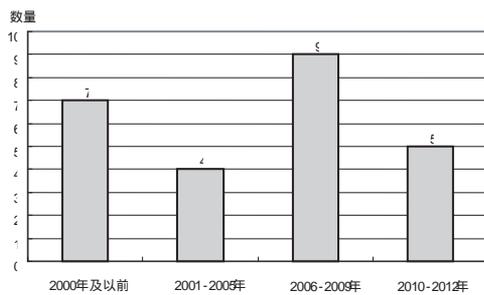


图 1 文献分类图(按发表年份分类)

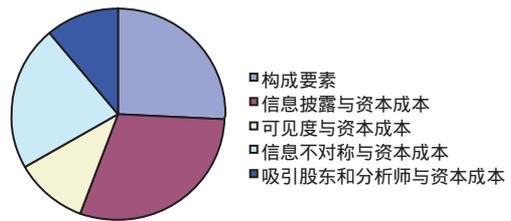


图 2 文献分类图(按研究视角分类)

二、投资者关系管理的构成要素

对于 IRM 的构成要素这个问题,国外学术界众说纷纭。Marston 和 Straker 认为,IRM 就是公司与金融团体、分析师、现有投资者和潜在投资者进行信息沟通的一种活动,它包括两个构成要素:公司与投资者和分析师的互动、公司为减少信息不对称和提高公司可见度而进行的自愿性信息披露^[2]。Brennan 和 Tamarowski 指出,IRM 活动包括公司进行的自愿性有用信息披露、吸引分析师和媒体、努力获得公司所需的投资者^[3]。Bushee 和 Miller 认为,IRM 主要包含信息披露、提高可见度、吸引投资者和分析师三个方面^[4]。总结已有学者的研究观点,本文认为 IRM 包含四个构成要素,即信息披露、提高可见度、减少信息不对称、吸引投资者和分析师。

首先,在 IRM 的四个构成要素中,信息披露是最重要的,它是其他三个要素的基础。高质量的信息披露有助于减少信息不对称、促进资源的有效分配、降低股价的波动程度、提高分析师预测的准确度和降低资本成本。依据 Kothari 等的观点,信息披露的质量是通过管理层在公司网站上披露的 IRM 信息来衡量的^[5]。IRM 活动的重点是通过公司与公众投资者的有效沟通来达到减少信息不对称和提高公司可见度的目的。现有的关于信息披露的研究也表明,信息披露对分析师预测的准确度存在一定的影响。Lang 和 Lundholm 研究发现,当公司披露更多的信息时,就会引起更多分析师对公司的关注,分析师的预测也会更加准确,预测的离散度和修正的频率也会降低^[6]。

其次,大量的文献都论述了信息披露对股票流动性和资本成本的重要积极作用,即通过简单地增加信息披露数量和提高信息披露质量就可以降低资本成本,但这一说法遭到了公司可见度相关研究者的挑战。公司可见度是指公司或其证券被资本市场上的其他市场参与者熟悉和认可的程度,其他市场参与者主要包括投资者、证券分析师以及媒体等。研究公司可见度的学者普遍认为,尽管许多证券有着较高的风险回报,但由于证券可见度低而常常被投资者忽视。Bushee 和 Miller 对之前的相关研究做了系统的归纳总结,认为某些特定的公司特征(如公司规模、股票流动性、上市交易等)往往会引起机构投资者和证券分析师的关注,从而有利于解决公司可见度问题。同时,他们研究指出,一些交易量比较少的小公司在提高公司可见度和吸引投资者方面面临重大挑战^[4]。

再次,公司增加信息披露、提高信息披露质量是为了减少公司内部知情者和外部投资者之间的信息不对称,因此减少信息不对称也属于 IRM 活动的一项重要内容,应作为 IRM 构成要素的一部分。Chang 等以澳大利亚公司为样本,通过互联网调查所得数据分析了 IRM 与信息不对称之间的关系。他们通过研究发现,公司 IRM 水平的高低会影响信息不对称程度,而且 IRM 水平不同的公司对信息不对称程度变化的反应也大不相同。积极进行 IRM 的公司,其信息不对称程度较低,信息不对称程度的变动也较小^[7]。注重 IRM 的上市公司往往会进行更多的更高质量的信息披露,这就保证了所有市场参与者都能更加充分地了解公司的内部政策和未来的发展前景,从而有助于减少信息不对称。

最后,上市公司进行 IRM 活动、加强信息披露、减少信息不对称、提高公司可见度的最终目的就是要引起投资者和分析师的关注,进而提高公司价值,也就是说,公司可以通过积极主动地开展 IRM 活动来吸引大型的机构投资者。那么,公司究竟是怎样通过 IRM 活动吸引到大型的机构投资者和分析师的呢? Bushee 和 Noe 研究发现,机构投资者,尤其是短期机构投资者会被那些进行高质量信息披露活动的公司所吸引^[8]。因此,上市公司进行 IRM、提高信息披露质量必然会吸引这类机构投资者。Bushee 和 Miller 选取了 210 家开展 IRM 活动的中小企业作为样本进行实证检验发现,这些公司的信息披露、媒体报道以及跟随的分析师的数量都有所增加,并且机构投资者所有权呈现出了大幅度持续增长的态势^[4]。

IRM 是上市公司进行公司治理的一个重要方面,公司开展积极的 IRM 活动可以提高信息披露质量、加强与投资者之间的信息沟通,使投资者对公司的业绩和未来发展前景有一个更加清晰的认识,增加投资者对公司的信任,从而有利于公司降低融资成本,增加公司价值,达到公司治理的最终目的。西方学者对 IRM 与资本成本之间关系的研究大多是从 IRM 构成要素的某一个方面或某几个方面着手的,直接研究 IRM 与资本成本两者之间关系的文献不多。因此,本文将对 IRM 各构成要素与资本成本之间的关系分别进行综述,对西方学者的相关研究成果做一个较为详细的解读。

三、信息披露与资本成本

公司信息披露、投资者关系管理和资本成本之间的联系是财务和会计中最基本的关系之一,了解这一关系对公司治理具有十分重要的意义,现有的西方学者关于信息披露的研究也大多集中在信息披露与资本成本的关系方面。

从已有的研究文献来看,学者们通常假设信息披露至少以三种方式对资本成本产生影响:首先,公司信息披露会提高股票和债券的流动性,因为信息披露往往会降低公司的内部人士和外部人士之间以及公司的各类现有投资者和潜在投资者之间的信息不对称程度^[9]。其次,投资者并不知道证券预期回报率参数的真实值。关于估计投资风险的文献大都表明,在估计参数值时出现的偏差代表了不可分散风险的来源,构成了资本成本的一个组成部分^[10]。但是,信息披露恰恰解决了这一问题,公司通过自愿性信息披露、加强与投资者之间的沟通就会大大降低投资者对参数的估计值与参数真实值之间的偏离程度,从而有利于降低公司的资本成本^[5]。最后,根据 Lambert、Leuz 和 Verrecchia 的理论,更加精确的信息披露会减少本公司的现金流量同其他公司的现金流量的协方差^[11]。这一理论表明,更加精确的信息披露会减少公司的资本成本。此外,公司信息披露质量的提高降低了投资者对公司现金流的不确定性,从而有助于投资者做出更高水平的投资决策。

以上研究表明,在其他条件不变的情况下,信息披露水平与资本成本之间呈负相关关系。但是,上述研究只是笼统地阐述了信息披露对资本成本的影响,并没有具体说明不同的信息披露内容是否会对资本成本产生不同的影响,即披露有利信息是否能够降低公司资本成本,而披露不利信息则会使资本成本升高。一方面,在有效资本市场中,股价的变动受到预期未来现金流量信息和现金流量风险信息的影响。通常的假设为:不利的现金流量信息与现金流量风险的增加有关,而有利的现金流量信

息与预期未来现金流量风险的下降有关。French、Schwert 和 Stambaugh 基于短期视角测试了这一假设,之后 Ball 和 Kothari 基于长期视角测试了这一假设。Ball 和 Kothari 利用资本资产定价模型进行分析发现,公司的资本成本与所披露信息内容之间呈负相关关系,即有利的现金流量信息会降低资本成本,不利的现金流量信息会增加资本成本。另一方面,信息对公司财务杠杆的影响也表明所披露信息的内容与公司资本成本之间呈负相关关系^[12]。

Lambert、Leuz 和 Verrecchia 提出,会计信息通过两种途径影响公司的资本成本:一是直接影响,即高质量的会计信息不会影响现金流量本身,但是会影响市场参与者对未来现金流量情况的评估。二是间接影响,即高质量的会计信息会影响公司的真实决策,进而影响公司现金流量的期望值和协方差。为验证会计信息质量对资本成本的影响,首先,他们利用传统的信息经济学分析方法研究后发现,高质量的会计信息披露可以降低市场对公司现金流协方差的评估值,而这种影响又会明显地使公司的资本成本更加接近于无风险利率。其次,他们通过分析信息披露质量与公司现金流量之间的关系发现,会计信息质量会通过对公司真实决策的影响而影响到公司的资本成本。此外,他们还探讨了信息披露制度对公司资本成本的影响,认为信息披露强制性的增加也会降低公司的资本成本,但这种影响因不同公司而有所差异^[11]。Ng 等通过分析公司管理者和投资者的信息不对称而进一步丰富了信息披露内容与资本成本变化之间关系的研究。他们认为,所披露信息的内容很可能会对投资者关于公司未来现金流量预测的不确定性产生定向影响,信息的内容对买卖价差逆向选择成分的影响很可能是定向的。也就是说,好消息很可能会减少买卖价差的逆向选择成分,而坏消息可能会增加买卖价差的逆向选择成分。同时,他们还指出,证券市场上存在着做市商(即获得资格可以独立与投资者进行证券交易的特许交易商),做市商可以利用业绩报告等公司信息来评估公司的预期值及其不确定性,所以业绩报告等信息会通过做市商对不确定性的评估而影响逆向选择成本。上述这些影响最终都会体现在公司资本成本、收益回报率以及分析师盈余预测的波动等方面^[13]。Leuz 和 Schrand 以 2001 年发生的安然丑闻事件为案例,采用事件研究技术分析了信息披露与资本成本之间的关系。他们认为,安然事件的发生引起了社会公众对美国公司财务报告质量的普遍关注,它改变了投资者对公司所披露信息的精确度或质量的认识,使公司失去了投资者对 IRM 的信任,从而导致公司普遍面临信息透明度危机。安然丑闻引起了公司贝塔系数的变动,公司不得不通过向投资者披露更多的信息以减轻这一事件对公司股价的冲击,而公司在信息披露上的反应引起了显著的市场效应(如异常的交易量),同时有效地降低了资本成本的变动^[14]。Bertomeu、Beyer 和 Dye 利用 BBD 模型研究了公司的自愿信息披露政策、资本结构与资本成本之间的关系。资本成本是指在筹集资金过程中公司为弥补投资者的预期交易损失而事先给予的补偿。他们通过分析得出这样的结论:公司的资本结构会影响公司的信息披露政策,同时资本结构又依赖于信息披露政策,两者共同决定了市场参与者的信息不对称程度,而信息不对称程度又决定了投资者的预期交易损失,进而影响了公司的资本成本^[15]。此外,他们还通过创建公式研究了公司的资本成本是如何依赖于证券的升值潜力和下跌风险这一问题,结果显示,随着公司信息披露政策的变化,证券的升值潜力和下跌风险对公司资本成本的影响力也会随之变动。尤其是当公司披露更多的信息时,证券的升值潜力对资本成本的影响力会减少,而证券的下跌风险对资本成本的影响力会增加。

总的来说,关于上市公司信息披露对资本成本影响的研究得出了较为一致的结论,即高质量的有利信息披露会减少信息不对称和降低资本成本,而不利的信息披露会增加资本成本。也就是说,上市公司开展 IRM 活动,向投资者披露高质量的利好会计信息会有效降低公司的资本成本,从而实现公司治理的目标。

四、可见度与资本成本

提高公司可见度是 IRM 活动的一项重要内容,因此研究 IRM 与资本成本的关系必然要考虑公司

可见度对资本成本的影响。然而,西方学者对可见度与资本成本之间关系进行直接研究的文献还不是很,他们主要是通过引入其他变量来间接地考察两者之间的关系。

关于可见度与资本成本关系的较早研究是 Merton 利用一个“信息不完全的资本市场均衡模型”得出的结论,他认为市场可见度(或投资者认可度)会影响公司的资本成本,进而影响公司的市场价值。Merton 认为,熟悉公司的投资者数量越多,公司的价值就会越大,这是因为当越来越多的投资者开始熟悉某公司时,就会有大量的潜在投资者将这家的股票放在他们的最优投资组合中加以考虑,从而降低了每个投资者都必须面对的公司特有风险以及他们所要求的股票的必要回报率,进而降低了公司的整体资本成本,增加了公司价值^[16]。Bushee 和 Miller 以中小企业作为研究样本,对 IRM 与公司可见度、投资者跟随之间的关系进行分析后发现,IRM 在帮助中小企业克服低可见度问题方面起到了显著作用,公司可见度的提高有助于吸引大批机构投资者和信息中介机构的跟随。Bushee 和 Miller 虽然没有明确指出公司可见度与资本成本之间的关系,但他们的研究结果表明,机构投资者的增加意味着公司能够更容易地筹得权益资金,相应的股权融资成本也就会降低^[4]。Lehavy 和 Sloan 对 Merton 的研究做了系统的概述,认为投资者认可度的变化与公司的筹资活动和投资活动呈正相关关系。如果外部事件引起了投资者对公司认可度的增加,那么公司的资本成本就会下降,而且公司的最佳筹资水平和投资水平也会提高,这意味着公司从资本成本的降低中获得了更多好处,因此公司就会更加努力地增强投资者对公司证券的认可度。同时,他们还强调,公司 IRM 活动尤其是投资者认可度(公司可见度)的提高在大幅度降低资本成本、创造更大的公司价值方面具有相当大的潜力^[17]。

上述研究结论表明,公司可见度的提高对于降低公司资本成本确实能够起到很大的作用。IRM 是公司治理的一项重要内容,开展 IRM 活动可以提高公司在资本市场上被其他市场参与者熟悉和认可的程度,从而引起更多的潜在投资者和分析师的关注,有利于增加股票的交易量和流通程度,降低投资者所要承担的公司特有风险以及他们要求的必要报酬率,使公司能够更方便地筹集到权益资金和降低公司的权益资本成本。

五、信息不对称与资本成本

投资者之间的信息不对称是证券监管机构长期以来一直关注的一个问题。2000年8月,美国证券交易委员会(SEC)通过了一项公平交易法案(简称FD法案),该法案禁止公司为了自身利益而向特定的市场参与者披露大量的非公开信息。美国 SEC 认为,选择性的信息披露会造成投资者之间的信息不对称,投资者可能会要求公司支付更高的风险溢价,最终会导致公司的资本成本升高^[18]。Bushee, Matsumoto 和 Miller 就美国社会各界对 FD 法案颁布的的相关文献进行梳理分析后发现,FD 法案的支持者认为如果特定的市场参与者私下获得了大量的未公开信息,那么资本市场的完整性就会受到损害,而禁止选择性的信息披露则会为个人投资者创造一个“公平的竞争环境”;而 FD 法案的批评者则认为法案要求公司所披露的信息能够被广泛地获取,这将会导致公司因为担心竞争者会利用这些信息且个人投资者又不能很好地理解这些信息而减少高质量的信息披露^[19]。由此可见,信息不对称对于资本市场尤其是资本成本所产生的后果是证券监管机构所考虑的一项十分重要的内容,然而,学术界对此还是争论不休。

信息不对称究竟是如何影响公司资本成本的呢?减少信息不对称能否降低公司的资本成本呢?对此,学者们通过研究得出了不同的结论。Admati 认为投资者私有信息的准确度在一定程度上决定了资本成本的高低^[20]。虽然公司的内幕交易行为会增加经济环境中的信息不对称,但允许内幕交易的公司股票价格一般会出现上涨态势。尽管他并没有直接指明信息不对称与资本成本之间的关系,但股票价格的上涨也就等同于公司资本成本的下降,这意味着信息不对称与公司资本成本之间是负相关关系。与此相反,Easley 和 O'Hara 利用一个高噪音的多元资产理性预期均衡模型研究了信息不

对称与公司资本成本之间的关系,该模型包含了公开信息和私有信息、信息灵通的投资者和信息不灵通的投资者。Easley 和 O'Hara 研究发现,在均衡状态下,私有信息的持有情况会影响投资者对股票所要求的必要报酬率的高低,因为私有信息已成为引发系统风险的一种新形式,不能获得私有信息的投资者会为承受这种风险而要求更多的补偿^[9]。站在公司的视角上看,这一结果表明,私有信息相对较多而公开信息相对较少的公司面临更高的权益资本成本,也就是说,信息不对称程度较高的公司面临更高的资本成本。Hughes 等对 Easley 和 O'Hara 的研究进行了延伸,他们利用相似的模型对信息不对称与资本成本之间的关系进行了更加深入的研究,结果表明更高层次的信息不对称会提高风险溢价,从而导致资本成本增加^[21]。

上述研究都是在假定市场是完全竞争的情况下进行的,但在完全竞争市场下,投资者都是价格的接受者,股票需求曲线是水平的。而且 Hughes 等的研究结果也表明,在完全竞争市场环境下,信息不对称并不能单独决定资本成本,资本成本的高低也受到其他因素的影响^[21]。那么,在不完全竞争市场环境下,信息不对称对资本成本的影响又是怎样的呢? Armstrong 等进行了一项实证测试,研究在不完全竞争市场环境下信息不对称是否能够单独影响资本成本。他们将市场的竞争程度作为一个重要的条件变量,这在其他的实证文献中是没有的。Armstrong 等人的实证结果表明,在完全竞争市场环境下,信息不对称不能单独影响资本成本;而在不完全竞争市场环境下,信息不对称能够对公司的资本成本产生单独影响。同时,他们还发现,当股东人数较少时,信息不对称程度高的公司比信息不对称程度低的公司能够赚取更高的超额收益;而当股东人数较多时,这两类公司的超额收益没有明显的差异^[22]。Lambert 等通过进一步的实证研究得出了与 Armstrong 等相同的结论,如果公司在不完全竞争市场中进行股票交易,那么信息不对称对资本成本会产生较大的影响。市场的竞争程度在测试信息不对称与资本成本的关系中是一个很重要的条件变量。此外,Lambert 还对 FD 法案的影响作了分析,认为 FD 法案在有关选择性信息披露方面的规定对那些有大量分析师跟随并且交易很活跃的公司影响不大,对这些公司来说,FD 法案对公司资本成本的影响主要取决于法案对投资者信息平均精确度的影响上。相反,对于规模较小、股票交易量较少的公司来说,FD 法案对信息不对称的影响确实可以影响到公司的资本成本,而且远远超过了对经济环境中其他任何信息因素的影响^[18]。

由此可见,信息不对称对资本成本的影响是比较复杂的,在判断信息不对称对资本成本的影响时需要考虑多方面的因素,包括系统风险因素、风险溢价、资本市场的竞争程度、公司规模、分析师跟随、股东人数以及股票的交易情况等。如果忽视了这些因素的影响而单纯考察信息不对称与资本成本之间的关系,必然会导致片面甚至错误的结论。

六、吸引股东和分析师与资本成本

IRM 活动的最终目的就是为了引起股东和分析师的关注,从而增加公司的市场价值。上市公司增加信息披露、提高公司可见度、减少投资者之间的信息不对称最终也是要通过影响投资者和分析师对公司的兴趣和关注程度来影响公司的资本成本。西方学者普遍认为吸引投资者(尤其是大的机构投资者)对降低资本成本、增加公司价值有着显著影响,但是关注证券分析师对公司资本成本影响的文献却相对较少,许多学者忽视了证券分析师对降低资本成本所起的作用。

Agarwal 等分析了美国公司 IRM 活动对公司市场价值的影响,研究发现,分析师更愿意支持他们所跟随的公司的股票,因此当采取有效 IRM 的公司获得了更多的分析师追随时,公司获得 IR 奖提名的机会就会更大,而公司获得 IR 奖的等级又会对公司的股票回报、股票流动性、分析师关注以及资本成本产生影响^[23]。根据信息风险理论和代理理论,公司加强与其他市场参与者的信息沟通能够降低因较高的信息不对称所带来的信息风险和代理成本问题。Agarwal 等的研究结果与上述理论相一致,他们发现获得 IR 奖提名的公司的股票流动性有所增加,并且公司的权益资本成本也会相对降低^[23]。

Brown 研究发现,投资者和分析师对未来期望收益的乐观程度会影响资产价格,当分析师对股票的未来期望收益持比较乐观态度时,投资者就会愿意为股票支付较高的价格^[24]。公司通过 IRM 吸引股东和分析师的关注,分析师对自己所跟随的公司股票的未来期望收益通常持比较乐观的态度,如此一来,公司就可以拥有较高的股价,从而也就可以以较低的成本筹得同等金额的资金。然而,分析师的乐观态度对投资者的影响程度到底有多大呢? Barber 等的研究结果表明,分析师对投资者的影响只是短期的,不会造成长期的错误资产定价^[25]。Brown 的研究证据表明,分析师的乐观态度不仅在短期内会影响投资者,在长期内也会对投资者造成一定的影响^[24]。

上述研究结论表明,吸引股东和分析师确实有助于降低公司的资本成本,尤其是分析师在影响投资者的投资心理、提高公司股价方面起到了非常重要的作用。因此,我们开展 IRM 不仅要考虑对股东的吸引,也要顾及分析师对公司的关注,通过分析师和股东的共同作用来降低公司的资本成本。

七、启示

综上所述,IRM 的各项活动与公司的资本成本密切相关,公司通过开展 IRM(包括提高信息披露质量、增加公司的市场可见度、减少投资者之间的信息不对称、吸引股东和分析师)的确有助于降低公司的资本成本。但是,IRM 活动的各项构成要素对于降低公司资本成本所起的作用又有所差异。首先,作为 IRM 的核心,信息披露在降低公司资本成本方面的作用是比较显著的。公司通过高质量的信息披露可以向外界传递公司积极的、利好的消息,这不仅能够增强现有投资者对公司未来发展的信心,而且更能引起更多的外部投资者的关注,进而有利于稳定公司股价,降低公司资本成本。其次,提高公司可见度对于降低公司的资本成本也起到了很重要的作用。提高公司在资本市场上被其他市场参与者熟悉和认可的程度有利于公司股票的流通,从而有助于降低了股东持有公司股票的风险以及他们要求的必要报酬率,进而降低公司的资本成本。再次,减少信息不对称对于资本成本的影响比较复杂,需要考虑其他多方面因素的影响。一定程度上的减少信息不对称会给公司带来回报,但如果公司存在大量的非公开信息或内部信息,一味地追求减少信息不对称程度而大量披露公司内部信息可能会给公司带来损失,反而会增加资本成本。最后,作为 IRM 的目标,吸引股东和分析师在降低公司资本成本方面也起着重要作用。当分析师对公司未来期望收益持有更为乐观的评价时,投资者对公司未来回报的信心就会增强,他们就会愿意支付较高的股价,公司也可以因此来降低资本成本。

在我国,IRM 是在本世纪初才逐渐得到上市公司和学术界的关注,在我国的发展也不过十几年的时间,因此,西方已经取得的研究成果对我国现阶段乃至将来的 IRM 理论和实践研究都具有重要的启示意义。具体来说,主要有以下四个方面:

第一,正确认识 IRM 的内容,构建一套适合于我国发展实际的 IRM 理论体系。上市公司 IRM 实践的健康发展必须要有完善的理论体系的指导,西方国家对 IRM 理论的研究比较深入,已经构建起了比较完善的 IRM 理论体系,但是西方关于 IRM 的研究主要是基于资本主义市场的特点而展开的,其理论体系也只适用于成熟的资本主义市场,这虽然对我国开展 IRM 有很大的借鉴意义,但我国也不能全盘照搬,否则不仅不利于我国 IRM 的发展,反而会起到阻碍作用。我国在 IRM 理论的研究方面虽然也取得了一定的成果,但基本上还是一些零散的理论研究,IRM 理论体系还没有真正地构建起来。

第二,上市公司应充分认识 IRM 对于降低公司资本成本的作用,将 IRM 作为公司治理的一项重要内容。目前,我国上市公司还未充分认识到 IRM 在降低公司资本成本、增加公司价值方面的重要意义,只是将 IRM 作为了公司治理的一项辅助性活动,必要时处理一些简单的 IRM 事务;或者是仅仅迫于法律监管和压力,被动地进行 IRM 活动,大多数上市公司还没有建立独立的 IRM 部门,缺乏开展 IRM 活动的积极性和主动性。因此,IRM 对我国上市公司还起不到它应有的作用,不能像在西方国

家那样得到深入的发展。

第三,加强 IRM 制度建设。西方关于 IRM 的法规制度比较健全,对于 IRM 的定义以及如何开展 IRM 都有明文条款。相比之下,我国政府部门和监管机构在这方面做的还远远不够,我国在 IRM 方面的法规制度还不是很明确。近几年来,虽然我国证监会、沪深交易所等相继出台了一些专门针对上市公司 IRM 活动的规定,但由于这些规定普遍缺乏强制力,而且可操作性也差,部分规定甚至已经被废除,因此其所起到的作用也很有限。如果 IRM 得不到制度保障,也就不能对企业构成强制性约束,企业开展 IRM 的积极性也就很难得到提高,因此我国必须进一步加强 IRM 相关法规制度的建设。

第四,善于利用现代化工具,鼓励上市公司开展网络 IRM 活动。随着投资者股权意识的不断增强,投资者对公司信息的需求越来越大,而公司加强信息披露又必然会增加成本。互联网的应用使得信息传递更加方便、快捷,上市公司通过网络加强与投资者之间的信息交流,不仅可以节约信息披露的成本,而且可以使信息披露更具及时性和准确性。对上市公司和投资者而言,互联网是最有效、最经济的信息交流媒介,因此应积极引导上市公司利用网络开展 IRM 活动。

参考文献:

- [1] Bellotti A, Agarwal V, Nash E, et al. Does investor relations add value? [EB/OL]. [2012-06-12]. <http://ssrn.com/abstract=1695934>.
- [2] Marston C, Straker M. Investor relations: a European survey [J]. *Corporate Communications: An International Journal*, 2001, 6: 82-93.
- [3] Brennan M J, Tamarowski C. Investor relations, liquidity, and stock prices [J]. *Journal of Applied Corporate Finance*, 2000, 12: 26-37.
- [4] Bushee B J, Miller G S. Investor relations, firm visibility, and investor following [EB/OL]. [2012-06-12]. <http://ssrn.com/abstract=643223>.
- [5] Kothari S P, Li Xu, Short J E. The effect of disclosures by management, analysts, and financial press on cost of capital, return volatility, and analyst forecasts: a study using content analysis [EB/OL]. [2012-06-13]. <http://ssrn.com/abstract=1113337>.
- [6] Lang M H, Lundholm R J. Corporate disclosure policy and analyst behavior [J]. *The Accounting Review*, 1996, 71: 467-492.
- [7] Chang M, Wee M, Watson L, et al. Do investor relations affect information asymmetry? Evidence from Australia [EB/OL]. [2012-06-09]. <http://ssrn.com/abstract=947191>.
- [8] Bushee B J, Noe C F. Disclosure quality, institutional investors, and stock return [EB/OL]. [2012-05-17]. <http://ssrn.com/abstract=146434>.
- [9] O'Hara M, Easley D. Information and the cost of capital [J]. *Journal of Finance*, 2004, 59: 1553-1583.
- [10] Barry C, Brown S. Differential information and the small firm effect [J]. *Journal of Financial Economics*, 1984, 13: 283-294.
- [11] Lambert R A, Leuz C, Verrecchia R E. Accounting information, disclosure, and the cost of capital [J]. *Journal of Accounting Research*, 2007, 45: 385-420.
- [12] Ball R, Kothari S P. Nonstationary expected returns: implications for tests of market efficiency and serial correlation in returns [J]. *Journal of Financial Economics*, 1989, 25: 51-74.
- [13] Ng J, Verrecchia R E, Weber J. Firm performance measures and adverse selection costs [EB/OL]. [2012-06-15]. http://www.researchgate.net/publication/256000137_Firm_Performance_Measures_and_Adverse_Selection.
- [14] Leuz C, Schrand C. Disclosure and the cost of capital: evidence from firms' response to the Enron shock [EB/OL]. [2012

- 06-07]. <http://ssrn.com/abstract=1319646>.
- [15] Bertomeu J, Beyer A, Dye R. Capital structure, cost of capital, and voluntary disclosures[J]. *Accounting Review*, 2011, 86:48-69.
- [16] Merton R C. A simple model of capital market equilibrium with incomplete information[J]. *Journal of Finance*, 1987, 42: 483-510.
- [17] Lehavy R, Sloan R G. Investor recognition and stock returns[J]. *Review of Accounting Studies*, 2008, 13:327-361.
- [18] Lambert R A, Leuz C, Verrecchia R E. Information asymmetry, information precision, and the cost of capital[EB/OL]. [2012-06-10]. <http://ssrn.com/abstract=1113649>.
- [19] Bushee B J, Matsumoto D A, Miller G S. Managerial and investor responses to disclosure regulation: the case of reg FD and conference calls[J]. *Accounting review*, 2004, 79:617-643.
- [20] Admati A. A noisy rational expectations equilibrium for multi-asset securities markets[J]. *Econometrica*, 1985, 53:629-658.
- [21] Hughes J, Liu J. Information, diversification and the cost of capital[J]. *The Accounting Review*, 2007, 82:705-729.
- [22] Armstrong C S, Core J E, Taylor D J, et al. When does information asymmetry affect the cost of capital? [J]. *Journal of Accounting Research*, 2011, 49:1-40.
- [23] Agarwal V, Liao A, Nash E A, et al. The impact of effective investor relations on market value[EB/OL]. [2012-06-12]. <http://ssrn.com/abstract=1102644>.
- [24] Brown C O. The lure of the slant: analyst optimism and asset prices[EB/OL]. [2012-06-13]. <http://ssrn.com/abstract=1746463>.
- [25] Barber B, Lehavy R, McNichols M, et al. Can investors profit from the prophets? Security analyst recommendations and stock returns[J]. *Journal of Finance*, 2001, 56:531-563.

[责任编辑:王丽爱,黄燕]

An Review of Western Research on Elements of Investor Relations Management and Cost of Capital

WAN Xiaowen, YANG Lulu

Abstract: Investor relations management, originated from the United States, is a product of the western mature capital markets. It increases the satisfaction of investors with companies by strengthening information communication with investors. This paper, based on previous scholars' research, redefines the constituent elements of IRM. On the basis of review of western literatures in recent years about the relationship between the elements of IRM and cost of capital, this paper also summarizes some experience and enlightenment contributing to the development of our IRM in order to promote our theorists and practitioners to explore and build the IRM model suiting to our own capital market features.

Key Words: investor relations management; IRM; capital cost; quality of information disclosure; asymmetric information; corporate governance; capital market