基于财务信息披露视角的投资者关系管理探讨

孙燕东(博士)　胡　静

(广东商学院　广州　510320)

【摘要】随着我国证券市场的发展和投资者自我保护意识的增强,我国上市公司已经意识到投资者关系的重要性,但是我国证券市场建立时间较晚,投资者关系管理方面还存在很多问题需要完善。本文从我国投资者关系管理的现状出发,找出其中存在的信息差别披露、披露不透明和缺乏内外部约束机制等问题,分析原因并从企业管理层和投资者两方面来提出改进建议。

【关键词】投资者关系管理　信息披露　差别披露　证券市场

在经济学中,有效市场是所有市场的理想状态,它的基本假设是"信息在市场条件下是均匀分布的,信息的传递是不需要成本的,所有投资者在相同的信息条件下能对证券价格作出相似的判断"。然而在现实中,这些假设条件是不可能完全存在的,信息不对称广泛存在于各类市场中,由此引发逆向选择和道德风险。经济学家 Spence(1973)指出,解决信息不对称的一个重要方法是信息显示,即通过信息帮助人们在观察和预测经济活动中降低不确定性。为缓解信息不对称问题,企业内部人员必须通过适当的方式向市场传递有关信号,使外部投资者了解企业的真实价值。

在资本市场发展的早期,并没有"投资者关系管理"的概念,作为投资者关系管理基础的信息披露仅仅是作为监管机构的强制要求而存在。1953 年,美国通用电气公司主席 Ralph Cordiner 先生第一次为规范公司与投资者的关系而作出了努力,在公司成立了一个新部门,"投资者关系"这一术语由此产生。自 20 世纪 90 年代以来,投资者关系很快从一种被动、单向的信息披露角色演化为一种积极互动的、以市场为导向的战略沟通和营销角色。今天,投资者关系管理已成为公司的一项重要工作。伴随我国证券市场的发展,兴起于西方发达证券市场的投资者关系管理,逐步被我国上市公司所了解和熟悉。

一、我国投资者关系管理的现状

随着我国证券市场的不断完善,投资者关系管理的理念逐渐开始引入,良好的投资者关系将成为公司宝贵的战略资源和无形资产。一些上市公司已逐步意识到投资者关系的重

0.04、0.04、0.04 和 0.08。

3. 债务偿还能力指标体系的说明。本体系采用了速动比率、资产负债率、利息保障倍数和投融资匹配率四个财务指标。选择速动比率而不选择流动比率,是因为这两个指标具有极高的相关性,而且问卷调查结果显示被调查者更偏爱速动比率;产权比率与股东权益比率、资产负债率的相关性也非常高,故选择被调查者偏爱的资产负债率;投融资匹配率可从整体上审视企业财务风险综合控制能力。

4. 现金流量能力指标体系的说明。现金流量与盈利能力只不过是一个问题的两个侧面,二者并没有本质冲突。现金流量的重要使命在于辅助企业保持可持续的盈利能力,只要企业现金链条不发生断裂,企业风险控制能力就在可控制范围之内。故该大类指标权重共计 0.15。

本体系内共有三个指标,即现金比率、销售现金比率和现金再投资比率,其重要性依次增强,其指标权重依次为 0.04、0.05 和 0.06。

本体系没有采用被调查者认为相对重要的盈利现金保障倍数,这主要是基于以下假定:如果公司销售现金比率较优,一般情况下就意味着企业的市场议价能力较强,其现金回收能力较强,随之企业利润的现金含量也较高。

5. 成长能力指标体系的说明。本体系仅采用主营业务成长率和总资产成长率这两个指标。成长能力可以视为盈利能力、资产管理能力、债务偿还能力和现金流量能力的副产品,它是这四类指标的自然结果。因此,成长能力指标大类的权重仅为 0.05,其中:主营业务成长率占 0.03,总资产成长率占 0.02。

我们提出了一套基于以具有扎实专业基本知识的被调查者为对象的主动性问卷调查,经过系统分析并附之改进问卷调查的缺点,最终提出一套工业类上市公司持续性盈利能力体系。但囿于本文只是对该体系的规范分析,并没有涉及体系的有效性检验,它的科学性有待进一步验证。

主要参考文献

1. 胡文献.试析资产负债表、利润表和现金流量表的勾稽关系.财会月刊,2009;29

2. 胡文献,金式容,林峰.基于上市公司的杜邦财务分析体系.华侨大学学报(哲社版),2004;2

要性,特别是一些在海外上市的公司,由于受成熟资本市场环境的影响以及为适应不同市场的监管要求,早在2002年初就开始着手开展投资者关系管理工作。

有关统计数据显示,目前我国上市公司对于投资者关系管理的重要性有了一定的认识,并且开展投资者关系管理工作的方式也日趋增多,但其披露投资者所需信息的质量却参差不齐。由于证监会要求的强制性信息披露是信息披露的基本要求,为了解我国上市公司信息披露的总体状况,我们统计了来源于深交所2004~2009年的上市公司信息披露考评数据(如"深圳证券交易所上市公司信息披露考评数据表"所示),可以看出总体上上市公司信息披露的质量并不高,被评为优秀的上市公司比重较低,大部分处于良好,仍有差不多三分之一的上市公司信息披露考评为合格及不合格,这种信息披露质量不能满足投资者的需求,需要提高信息披露的质量和程度。强制性信息披露尚且如此,以投资者所需信息进行自愿性信息披露为主的投资者关系管理工作的质量就可想而知。

深圳证券交易所上市公司信息披露考评数据表

年份	总数	优秀		良好		合格		不合格	
		数目	比例	数目	比例	数目	比例	数目	比例
2004	502	30	5.98%	303	60.36%	147	29.28%	22	4.38%
2005	547	55	10.05%	308	56.31%	149	27.24%	35	6.40%
2006	592	59	9.97%	313	52.87%	188	31.76%	32	5.41%
2007	690	66	9.57%	363	52.61%	234	33.91%	27	3.91%
2008	759	80	10.54%	454	59.82%	206	27.14%	19	2.50%
2009	812	97	11.95%	550	67.73%	147	18.10%	18	2.22%

同时,上市公司由于缺乏投资者保护意识,在信息披露等问题上屡屡违规。在上交所的诚信记录中,2001~2009年被公开谴责的上市公司有125家;在深交所的诚信记录中,1994~2009年被处罚的公司及人员的信息多达200条。虽然有很多上市公司在不断加大信息披露力度,改善与投资者的关系,提高投资者关系管理的水平,但是我们也要看到仍然有一些上市公司缺乏这种意识,不顾投资者的需求,侵害投资者的利益,挫伤他们的投资信心。所以,我国开展投资者关系管理工作任重而道远。

二、从信息披露角度分析我国上市公司投资者关系管理存在的问题

密歇根大学的罗素·伦德霍尔姆教授和北卡罗来纳大学的马克·兰教授于1996年研究发现,一家比同类公司具有更公开的信息披露政策的公司在盈利预测、股价波动性和分析师跟进方面更有优势。可见,良好的信息沟通有可能为上市公司赢得较好的市场形象,同时能吸引各类人才的关注,从而产生综合效益。然而,与西方国家较为成熟的投资者关系管理工作相比,我国上市公司投资者关系管理在信息披露方面还存在一些问题。

1. *信息的差别披露*。一般来说,"差别披露"这一概念主要是指机构投资者拥有众多的、优秀的、专业的分析师和资产组合经理,在工作过程中比个人投资者使用更多、更为详细的关于公司业绩和前景方面的信息,还包括一些尚未公开披露的重要信息,这些信息超出了财务报告的范围。提供详细的信息给需要它们的人是完全适当的,但是在实践中,当一个公司向分析师和资产组合经理提供了更多、更为详尽的信息,而不以同一个标准向媒体或中小投资者披露,这样做往往对金融市场有害。当企业的"好消息"或"坏消息"还没有公布时,机构投资者已经预先得知或了解到,他们能对这些情况迅速作出反应,对"好消息"能获得巨大的利益,对"坏消息"能及时避免影响,而当上市公司进行信息披露后,中小投资者再进行决策就为时已晚,最终损害的都是中小投资者的利益。中小投资者势单力薄,没有话语权,唯一能做的就是以"用脚投票"代替"用手投票"。一时的股价变动对公司的业绩是没有影响的,但从长远来看,当公司需要融资,增发新股时,其股票的发行是否还具有优势呢,投资者受伤的心能否得到慰藉?

2. *信息披露的透明度不够*。从制度层面来看,目前我国信息披露以强制性披露为主,自愿性披露为辅。随着我国证券市场的发展,投资者越来越关注上市公司的信息披露状况,对信息披露的质量要求越来越高,强制性信息披露已经不能满足投资者的需求。与此同时,我国上市公司自愿性信息披露无论是在内容上还是质量上,都远远不能满足投资者的要求,绝大多数上市公司只愿意按照证券法规进行最低程度的信息披露,即使自愿披露也都是外围的、表面的信息。在上市公司年报、中报(包括季报)中有许多是不确定性和容易产生误导的信息。从实践层面看,一些上市公司披露信息不及时、不充分,我国很多上市公司在披露年报信息之后,都会在以后一段时间发布年报更正或补充公告。这极大地削弱了信息的准确性和相关性,影响公司的诚信度。还有一些上市公司自愿性披露信息具有功利性,偶尔的信息披露只是为了满足向投资者融资的需要。同时,我国上市公司财务信息披露冗余、繁琐,披露的信息太专业化。Hirshleifer等(2003)研究发现人们在处理大量信息的时候,常常会因为有限的处理能力产生有限的注意和对取得的信息过于轻信的现象,而轻易地信赖报表的形式将对投资决策的判断产生偏误。而我国大部分中小投资者能力有限,很多不具有专业的财务知识,分析、加工、处理数据和信息的能力不强,这样的财务信息对投资者决策的参照性是有限的。

3. *缺乏内外部约束机制*。西方传统的管理理论认为,人的行为不仅具有一定的目的性,而且还具有社会性。会计行为也不例外,在管理当局与经济环境之间需要进行"社会互动",而要使得这种互动能够顺利进行,必要条件是能够获得有关各方的信息。行为会计认为,正是这种社会互动的需要,使得管理当局作为信息呈报的主体具有把自己呈现给他人,使他人了解自己的内在动力。行为会计对企业的经营管理有重大作用,为了全面、清晰地反映企业经营活动的全貌,不仅要求提供与企业经营决策相关的财务信息,还要求对与财务信息有重要关系的非财务行为或事项进行必要的计量、报告和说明。信息使用者迫切需要这些行为信息,以更深入地了解企业

及其行为,并进行企业间的横向比较和评价。这是一种内部机制促使管理当局有向外披露信息的自我呈现需要。

在发达资本市场,公司控制权市场比较完善,上市公司若表现不好,中小投资者就没有能力也没有强烈的动机通过内部治理机制监督管理层,但他们可以在股票市场通过抛售股票来表达自己的不满。股票一旦被大量抛售,股价就会下跌,由于其完善的外部约束机制,当股票价格跌落到一定水平,该上市公司将会面临被外部投资者收购的危险,而当公司控制权易主时,原有的管理层一般会被更换,这使得公司的管理层必须尊重投资者,积极和投资者交流沟通,树立良好的诚信形象。而我国上市公司缺乏内外部约束机制,股价的浮动对公司影响不大,管理层往往缺乏进行投资者关系管理的动力,缺乏股东价值观念,使得上市公司不重视外部投资者特别是中小投资者的利益。

三、改进我国投资者关系管理工作的建议

我国应当在借鉴西方成熟证券市场开展的投资者关系管理工作的成功经验的基础上,兼顾我国证券市场的现状,采取相应的措施,从而推动我国的投资者关系管理工作的顺利开展。

1. *培养投资者关系管理理念,建立投资者数据库。*完善信息披露制度是保护投资者关系管理工作顺利开展的关键。在实践中,由于种种原因,我国上市公司存在一些高管没有责任感,甚至随意侵占上市公司资产、越权、渎职、掏空上市公司等现象,给上市公司和股东利益造成了很大的损害。只有高管的诚信和责任意识得到强化,加上外部的监督和约束,上市公司的信息披露制度才得以完善,从而提高信息披露的真实性、完整性、相关性和及时性,有效保障广大投资者的利益,促进上市公司规范运作。我国上市公司应该建立本公司的投资者资料库,包括他们的联系方式、资金规模、投资偏好、投资风险、来访情况等信息,了解投资者的需求和其对公司治理、发展前景的建议,并及时将信息传达给公司的管理层,促进公司的健康发展。

2. *形成投资者关系、媒体和投资者之间有效的动态沟通关系。*投资者关系管理的目标是建立、促进、维护与传媒财经界和投资者的关系,并使管理层承诺披露的信息是公正、可信、完整的。有效的沟通要形成投资者关系、媒体和投资者之间的动态关系。信息由管理层传递给投资者关系管理部门,投资者关系管理部门以新闻发布的形式将信息传递给新闻界和社会大众。新闻发布后,媒体会先征询投资者的意见,然后通过报导、记者提问和投资者评论等方式把信息反馈给管理层。公司的投资者关系管理部门上到经理要经常与投资者进行网络视频,解答投资者关于公司的治理、发展前景等方面的疑惑,下到员工要与投资者进行电话沟通和及时更新公司网站投资者关系专栏的信息披露,可以借鉴通用电气的投资者关系管理的成功经验,包括每季都要在纽约与200~300位投资者聚会并参加在欧洲召开的各类会议,投资者关系负责人每月都有与通用电气高层领导共同参加午餐会和晚餐会,此外还要到通用电气分布在世界各地的车间进行参观,每周在美国两至三个城市访问研究机构并与卖方分析师和主要的买方分析师进行沟通。通过这些方式可以建立公司的战略可信度,理查德·B.希金斯认为战略可信度主要特指公司总体的形象,它比《财富》杂志推出的公司声誉更受各方关注,尽管这两者存在某些交叠,如《财富》所使用的声誉包含两个显著特征——"管理质量"和"财务安全"。一个拥有巨大战略可信度的公司能增进与财经界的关系,提高员工的士气,增进与股东的关系。

3. *加强投资者教育。*证券市场是一个高风险的市场,如果投资者缺乏对市场运作和金融工具的认识,极易蒙受损失,尤其是在信息披露不完善,存在证券欺诈、操纵市场、内幕交易等违规违法行为时威胁着中小投资者的权益。同时,我国中小投资者中有很多自身缺乏投资的相关知识,只是从众的心理让其投身于股市。面对投资者素质的参差不齐,对于上市公司来说,要充分发挥自己公司网站的门户作用,与网页浏览者进行交流,了解他们的需求,然后在投资者专栏内就投资者关心的信息进行披露,但披露的信息应简单明了,使投资者能充分理解上市公司所传递的信号。同时,投资者自身也要通过学习提高个人素质,一个公司投资者关系管理的好坏,并不仅仅全是公司的责任。投资者可以通过政府机构建立的投资者教育网站进行在线沟通与学习,也可以参加一些投资者见面会或讲座来增加投资知识,同时购买一些与投资者教育、权益保护等方面有关的书籍进行全面学习。

面对纷繁复杂的市场环境和激烈的市场竞争,越来越多的公司都意识到要想取得长足发展就必须积极开展投资者关系管理这项工作。随着我国证券市场的不断发展和规范,投资者的理念也会随之发生变化,监管水平也会不断地提高。可以预计在不久的将来,投资者关系管理会成为我国上市公司不断完善治理结构、加强与投资者及中介机构交流与沟通的有效管理工具,并将成为上市公司进一步优化内部治理结构、提升企业价值的一项重要工作。

【注】本文系广东高校优秀青年创新人才培育项目"基于投资者保护的上市公司会计信息披露有效性研究"(项目编号:Z9992012)、广州市社科项目"股份全流通背景下公众投资者权益保护制度设计"(项目编号:08B24)和广商校级课题"全流通背景下基于投资者保护的会计信息披露问题研究"(项目编号:08YJRC63005)的研究成果。

主要参考文献

1. 理查德·B.希金斯著.张凯,卢锋译.全球投资者关系最佳案例:如何创造股东价值.北京:机械工业出版社,2002

2. 王桂琴,王俊.我国上市公司开展投资者关系管理现状研究.企业经济,2005;8

3. 施光耀,王华.中国A股市值管理2009年度报告(四):公司治理、信息披露与投资者关系管理.资本市场,2010;5

4. 陈收. 行为金融理论与实证. 湖南:湖南大学出版社,2004

5. 孙燕东. 证券市场投资者保护与会计信息披露问题研究.经济问题,2007;5