

投资者关系职能研究综述与展望 ——基于平衡计分卡框架

冯彦杰 徐波

(上海对外经贸大学工商管理学院, 上海 201600)

摘要: 投资者关系职能是上市公司中一项普遍存在的重要职能, 但理论研究非常缺乏。本文基于平衡计分卡的框架, 从财务目标、顾客、内部流程、学习与成长四个层面回顾总结了投资者关系职能现有的研究成果, 在已有研究基础上总结提炼了各层面的绩效衡量指标, 提出从投资者关系顾客细分、投资者关系产品细分和投资者关系顾客产品偏好的视角研究投资者关系职能, 归纳了投资者关系产品的细分方法, 并构造了投资者关系职能的平衡计分卡模型, 最后分析了现有研究中的不足并提出了未来研究展望。

关键词: 投资者关系; 信息披露; 投资者市场细分; 公司金融; 平衡计分卡

中图分类号: F272 **文献标识码:** A **文章编号:** 1008-7184(2014)02-0043-15

一、引言

中国证监会对投资者关系的定义是: “投资者关系工作是指公司通过信息披露与交流, 加强与投资者及潜在投资者之间的沟通, 增进投资者对公司的了解和认同, 提升公司治理水平, 以实现公司整体利益最大化和保护投资者合法权益的重要工作”。^①本文中投资者关系职能指公司中承担投资者关系工作的机构及其职责、功能, 它如同公司中的会计职能、销售职能等, 是公司为了实现自己的整体功能所进行的一项工作分工。

投资者关系(Investor Relations, 简称IR)作为一项公司职能在国外发展历史比较长。1953年美国的通用电气公司设立了第一个专职投资者关系部门, 2002年萨班斯-奥克斯法令的出台极大地促进了投资者关系的发展, 大多数上市公司设立了专职的投资者关系部门或专职人员,^②很多公司的投资者关系工作从以前隶属于首席财务官或者公司公共关系部门变成直接向首席执行官汇报(Bloomberg, 2013)。投资者关系引

① 中国证券监督管理委员会.上市公司与投资者关系工作指引[EB/OL].证监会网站[2005-07-11].<http://www.csrc.gov.cn/n575458/n776436/n804965/n806153/2034248.html>.

② A.V.Laskin, *Investor Relations: The State of the Profession*. Bledcom [2013-10-01].http://www.bledcom.com/_files/391/BledCom_Zbornik2012_E_verzija_WEB.pdf#page=115.

入中国的历史还比较短,2001年开始中国部分在海外上市的公司开始开展投资者关系工作。^①为了促进投资者关系的发展,2005年证监会出台了《上市公司及投资者关系指引》,指定公司董事会秘书作为投资者关系工作的负责人,投资者关系职能成为了上市公司中普遍存在的一种职能。^②

尽管投资者关系职能普遍存在,但是理论界对于投资者关系职能的研究尚处于起步阶段,尚未形成统一的理论体系(Laskin, 2009, 2011),国内理论界对于这方面的研究更是非常少。而投资者关系职能实践的发展迫切需要理论的发展和探索。本文基于平衡计分卡的框架,梳理国内外关于投资者关系职能相关研究的现有成果,并提出未来的研究方向。

平衡计分卡最初是由卡普兰和诺顿于1992年提出的一种绩效评价体系(Kaplan和Norton, 1996),之后卡普兰和诺顿将这种工具的使用从绩效评价推广到了战略开发、战略实施、管理沟通、管理控制等管理的各个方面,使之成为一种管理系统理论。^③这种理论在过去20多年里得到了管理实践界和学术界的广泛认同。^④

用平衡计分卡框架分析企业投资者关系职能,使得我们从投资者关系职能财务目标、工作对象(顾客)细分、内部流程以及学习和成长等平衡记分卡的四个层面全面理解这一职能,并可从现有研究中寻找已经证实的因果关系,肯定和推广企业一些科学的做法和实践,发现尚未经研究和实证的因果关系领域,为未来的研究提出方向。

本文首先从平衡计分卡的各个层面出发回顾现有研究,之后将现有研究集成为一个平衡计分卡模型,从模型出发总结现有研究中的不足,并对未来的研究方向进行展望。

二、投资者关系职能的财务目标

平衡计分卡的财务目标指业务单元的长期目标,这种目标可以是利润目标,也可以是其他财务衡量指标(Kaplan和Norton, 1996)。

投资者关系工作的总体财务目标是什么?从各国对投资者关系的定义看,这是一个有争议的问题。中国证监会的指引中提出投资者关系是为了实现公司整体利益最大化和保护投资者合法权益。美国投资者关系协会(NIRI)2001年以前在投资者关系的定义中指出投资者关系的目标是使企业实现价值最大化,但2001年以后该目标被修改为使企业的证券在公开市场上实现公平价值。将价值最大化改成公平价值,使从业者在

① 巴曙松,曹梦柯.投资者关系管理的关键是保护中小投资者权益[J].Directors & Boards,2007(10): 48-50.

② 胡宇飞.中国IR-从冰火两重天到制度化—访上证所投资者教育中心高级经理袁秀国[J].董事会,2007 (10):51-55.

③ R.S.Kaplan,D.P.Norton,*The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action*.Boston: Harvard Business Press,1996.

④ H.Nørreklit,et al. "The Rise of the Balanced Scorecard! Relevance Regained?" *Journal of Accounting & Organizational Change*,2012,8(4): 490-510.

兼顾资本市场投资者利益和公司利益时有了较明确的准绳。

公司在投资者关系上的努力是否有助于公司达成其在证券公平价值上的目标呢?可能由于公平价值非常难以考量,以往文献对这个问题研究甚少。取而代之的是,很多学者对诸如投资者关系是否可以提升公司价值、是否可以降低权益资本成本等进行的实证研究。

在投资者关系水平对公司价值的影响方面,一些研究发现投资者关系管理水平与公司托宾Q值呈显著正相关关系,表明投资者关系管理能提升上市公司价值。^{①②}但是也有学者提出了不同的观点。Banerjee等研究发现,对于小市值和大市值公司,投资者关系水平与公司价值正相关,而对中等市值公司来说,平均水平的投资者关系是最好的选择,同时在不同的行业,投资者关系对公司价值的影响是不一样的。^③综合这些研究成果,可以发现,投资者关系与上市公司价值可能不是线性关系,而更有可能是S型或其他关系,或者其正相关关系仅在一定条件下才能成立。

在投资者关系对公司权益资本成本的影响方面,一些研究表明投资者关系水平与权益资本成本呈现出显著的负相关关系,^④大多数机构投资者愿意为具有良好投资者关系的股票付出10%以上溢价。^⑤但是也有学者得出不同的结论。Botosan等人将投资者关系活动的评价分为三种:第一类,强制信息披露如年报数据的清晰性和完整性等;第二类,自愿信息披露如季报和新闻发布的清晰性、及时性、全面性等;第三类,交流活动如分析师的拜访、与高层的会晤和路演等。他发现总体上投资者关系与公司权益资本成本之间没有关系,但第一类活动与公司权益资本成本负相关,第二类活动与权益资本成本正相关,第三类活动与权益资本成本无关(Botosan和Plumlee, 2002)。

考察公司价值和权益资本成本需要比较长时段的数据和比较复杂的测算,所以可以看成是投资者关系职能的滞后指标。一些学者还从股票价格波动、分析师预测等直观财务指标方面考察投资者关系职能的作用,这些指标可以看成是投资者关系职能的前导财务指标。

一些研究以分析师预测的准确度和离散程度为代理变量,考察了投资者关系是否有利于降低上市公司的信息不对称程度。大部分研究表明,投资者关系有利于降低资本市场的信息不对称。投资者关系水平较高的公司,分析师预测的离散程度较低,而

① 李心丹,肖斌卿,张兵等.投资者关系管理能提升上市公司价值吗?[J].管理世界,2007(9):117-128.

② V. Agarwal, A. Liao, R. Taffler, et al. *The Impact of Effective Investor Relations on Market Value*. 宾州大学网[2008-07]. <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.192.6024&rep=rep1&type=pdf>.

③ P. Banerjee, A. D. R. Coppa. *Investor Relations and Firm Value*. University of Gothenburg, Master theses, MSc in Finance[2011]. <https://gupea.ub.gu.se/handle/2077/26348>.

④ 马连福,胡艳,高丽.投资省关系管理水平与权益资本成本——来自深交所A股上市公司的经验证据[J].经济与管理研究,2008(6):23-28.

⑤ Mark Chong. *Institutional Investors' Assessment of Investor Relations in SGX-Listed Companies*. 新加坡IR协会网[2013-08-21]. <http://www.irpas.com/SMU%20IRPAS%20Study%202009.pdf>.

且准确度也比较高,^{①②}但Farraghe等发现投资者关系水平在降低离散程度的同时却与分析师预测的准确度没有显著关系。^③

关于投资者关系与股票价格波动之间的关系,现有研究表明投资者关系的活动形式不同、吸引的投资者类型不同,会产生不同的影响。Botosan等发现公司发布季报、即时新闻等,不但不会降低公司股票波动,反而会提高其波动率(Botosan & Plumlee, 2002)。Bushee(2004)认为投资者关系对于股价的波动有直接和间接影响。直接影响应该是降低股价波动,因为投资者关系可以降低信息不对称,但是间接影响则不确定。高质量投资者关系会吸引快进快出型机构投资者,这类投资者的频繁交易将增加股票价格的波动性,同时高质量投资者关系也会吸引类指数型机构投资者,这类投资者则能减少价格的波动性。

在有些财务指标上,现有研究达成了比较一致的结论,包括投资者关系可以增加公司股票的交易量(Laskin, 2011)^{④⑤}、增加跟踪分析师的数量(Chang et al., 2008; Bushee and Miller, 2012)、减小公司股票的买卖报价价差(Chang, 2008)^⑥、增加机构持股者的持股比例(Bushee et al., 2000; 肖斌卿等, 2007; Bushee & Noe, 2000)^⑦等。另外, Bushee和Miller(2012)发现提高投资者关系水平可以扩大投资者的地域分布和增加媒体报道。

现有研究有关投资者关系职能的财务目标及可供考核用的指标,总结如表1。

表1 投资者关系职能的财务目标及现有研究关于因果关系的结论

滞后指标	前导指标
公司价值(+、不确定) 资本成本(-、不确定)	跟踪分析师数量(+) 股票交易量(+) 机构投资者持股比例(+) 股票买卖报价价差(-) 投资者的多样化(+) 媒体报道(+) 分析师预测的一致性(+) 分析师预测的准确度(+、无关) 股价的波动(-、不确定)

注: +表示与投资者关系水平正相关、-表示负相关

① R.M.Bowen, et al., "Do Conference Calls Affect Analysts' Forecasts?", *The Accounting Review*, 2002, 77(2): 285-316.

② M.H.Lang, R.J.Lundholm, "Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior", *Accounting Review*, 1996, 71(4): 467-492.

③ E.J.Farraghe, R.Kleiman, M.S.Bazaz, "Do Investor Relations Make a Difference?" *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 1995, 34(4): 403-412.

④ 胡艳, 赵根. 投资者关系管理与信息不对称——基于中国上市公司的经验证据[J]. 山西财经大学学报, 2010 (2): 96-103.

⑤ Mary Conger, "How a Comprehensive IR Program Pays off", *Financial Executive*, 2004 (1): 1-4.

⑥ Ly Kosal, "Investor Relations Level and Cost of Capital: Evidence from Japanese Firms", *Asia-Pacific Journal of Business Administration*, 2010, 2(1): 88-104.

⑦ 肖斌卿, 李心丹, 顾妍, 王树华. 中国上市公司投资者关系与公司治理——来自 A 股公司投资者关系调查的证据[J]. 南开管理评论, 2007 (3): 51-60.

三、投资者关系职能的顾客细分

按照平衡计分卡框架,为实现组织的财务目标,经理人应该对自己的顾客和市场进行细分,并且确定在这些细分市场中的绩效目标(Kaplan & Norton, 1996)。

尽管“投资者关系”一词可能意味着投资者或者股东是这项职能的工作对象(泛指投资者关系工作中需要服务的人或某些人组成的群体,在平衡计分卡中被称为“顾客”),但从各国对投资者关系的定义和学者的研究来看,投资者关系的顾客范围要大得多。从现代投资者关系职能的演变来看,投资者关系职能的顾客可分为内部顾客和外部顾客两种。外部顾客包括各类分析师、财经媒体、个人投资者、机构投资者和政府及相关监管机构等,内部顾客则包括公司高层管理人员、董事会、公司雇员等(Bloomberg, 2013)。Laskin在调查中发现机构投资者、分析师和内部顾客被投资者关系部门认为是最重要的三种顾客(Laskin, 2009)。

在与投资者及其代表打交道以前,企业应该对自己的目标资本市场有所了解并进行细分以避免走弯路。比较常用的市场细分方法是对自己的顾客进行分类。不同类型的顾客对公司证券表现的影响是不一样的,这些关系的确定,可以帮助企业根据自己的需求有的放矢地开展投资者关系工作,建立在顾客层面的平衡计分卡的指标。下面讨论两类投资者关系最常打交道的工作对象——机构投资者和媒体。

(一) 机构投资者的分类及其对公司证券的影响

机构投资者可以按其法律身份分为保险公司、基金公司、信托公司、投资公司、投资顾问公司、证券经纪公司、QFII等等,不同身份的公司因投资目的和考核压力不同,可能会导致不同的交易行为,例如有些基金公司面临的短期业绩压力比较大从而可能更注重短期行为,而投资公司(例如伯克希尔哈萨维公司)更看重公司的长期增值潜力等。但由于法律身份的多样化和同一类别内公司投资行为的多样化,这种分类方法往往并不能十分全面地指导投资者关系的实践。

机构投资者的代表最常见的是分析师。传统中,投资者关系对分析师通常分为卖方分析师和买方分析师。卖方分析师通常受聘于经纪企业和券商的研究部门,研究报告公开发布,主要供机构和个人投资者使用;买方分析师主要在基金企业、保险企业、投资顾问企业等机构工作,研究报告主要供企业内部投资决策使用。投资者关系往往倾向于更加重视买方分析师。但是由于买方的投资风格是多样化的,这样的分类显得过于笼统,也无法很好地指导投资者关系的实践(Robert et al., 2008)。

一些研究表明,将机构投资者按持仓期、投资组合集中度、参与决策的专业人员数量、平均交易量以及投资者对目标企业开展研究时所要求的详尽程度等进行划分,可能更有利于指导投资者关系的实践。例如Bushee等(2000, 2001, 2004)将机构投资者分为快进快出型(“transient”,持股时间短,单个股票持股规模小,占机构投资

者的31%), 专注型(“dedicated” 持股时间长, 单个股票持股规模大, 占机构投资者的8%) 和类指数型(“quasi-indexer” 持股时间长, 单个股票持股规模小, 占机构投资者的61%)投资者。快进快出型投资者在提高股票流动性的同时, 也会加大股价波动的风险。专注型投资者和类指数型投资者可以降低股价的波动风险。类似地, Robert等将机构投资者分为交易商(traders)、内在价值型(intrinsic)投资者和技术型(mechanical)投资者, 并认为内在价值型投资者一旦投资, 就会支持当前的管理层和企业战略, 对企业的内在价值与市值趋于一致产生重大影响(Robert et al., 2008)。

Bushee和Robert等人的研究意义在于, 公司可以根据投资者关系的目标定位自己的顾客细分, 例如按照Bushee的研究, 如果公司希望降低股价的波动风险, 则应将专注型和类指数型投资者定为自己的主要顾客; 按照Robert的研究, 为了使公司价值尽量靠近公平价值, 投资者关系的工作重点应该是内在价值型投资者。

(二) 媒体对公司证券和投资者的影响

媒体关注度可以显著影响公司证券在市场上的表现。媒体关注度与投资者关注度正相关, 可以提高股票的交易量,^{①②}而股票交易量的提高可能会使公司的股价获得一定的溢价^③和其他的一些益处, 例如徐莉萍等的研究发现在中国2006~2009年期间发生的股权分置改革中, 媒体关注程度越高, 证券所要求的实际股改对价也会相对较低。^④但是也有研究发现媒体报道不总是为公司证券带来正面效应, 例如Ferguson等的研究发现媒体报道多的股票, 二级市场的股票收益率会比较低, 而且, 报道非常广泛的股票, 投资者更有可能对媒体消息反应过度, 尤其是对于大公司的股票。^⑤还有学者发现不同类型内容的新闻可能对股价带来不同的影响。Beatriz等的研究发现新客户、收购、长期战略决策和联盟方面的新闻可以提高股价, 但新产品或产品升级方面的新闻则可能降低股价。^⑥

上述大部分研究中, 媒体都是被作为一个整体进行研究, 但是媒体显然也可以分为各种不同的类型, 尤其是随着网络的发展, 媒体类型正在变得非常丰富, 一些新型媒体的作用越来越显著。Blankespoor等(2013)研究发现通过新型社交媒体发布新闻信息后, 传统媒体报道比较少的企业的证券信息不对称情况可以得到明显改善, 其流动性也会显著提高。

但尽管机构投资者、个人投资者、甚至政府都使用媒体信息作为重要信息来

① J.E.Engelberg,C.A.Parsons, “The Causal Impact of Media in Financial Markets”, *The Journal of Finance*,2011,66(1): 67-97.

② 张雅慧,万迪昉,付雷鸣.基于投资者关注的媒体报道影响投资行为的实验研究[J].系统工程,2012,30(10): 19-27.

③ 张雅慧,万迪昉,付雷鸣.媒体报道,投资者情绪与IPO 抑价——来自创业板的证据[J].山西财经大学学报,2011 (9): 42-48.

④ 徐莉萍,辛宇.媒体治理与中小投资者保护[J].南开管理评论,2011(6): 36-47.

⑤ N.J.Ferguson, J.M.Guo, H.Y.T.Lam, et al, *News Media Content and UK Stock Returns*, Durham Business School Working Paper,2011.

⑥ C.F.Beatriz ,et.al, “The Impact of Corporate Media News on Market Valuation”, *Journal of Media Economics*,2010,23(2):90-110.

源，^①研究发现媒体报道对个人投资者和非专业投资者的影响尤其显著(Kalay，2011；Davis，2006)。媒体对投资者的作用，一方面可以影响到投资者怎么想从而直接影响其决策，另一方面还可以影响到投资者关注什么及其日程安排(Agenda Setting)。

表2总结了本节内容并提出了投资者关系职能在顾客层面上可选的绩效评价指标。

表2 投资者关系职能顾客细分、对公司证券的影响和绩效衡量指标

顾客类型		对公司证券影响	职能绩效可选指标
机构投资者、 分析师	快进快出型投资者	股票流动性(+)、股价波动(+)	增加或减少持股比例
	类指数投资者	股价波动(-)	持股数量
	内在价值型投资者	股票价值(+)、股价波动(-)	提高持股比例、增加持股时间
媒体		流动性(+)、非专业投资者(+)、投资者对消息过度反应(+)	媒体报道数量、频率和媒体覆盖面
个人和中小投资者(非专业)		流动性(+)、不确定	增加或减少持股比例、满意度调查等
政府和监管机构		法律和监管后果	合规、评比成绩
内部顾客：董事会和高级管理层		多方面	内部顾客评价

注：+表示正相关关系、-表示负相关关系

四、投资者关系职能的内部工作流程

在平衡计分卡的内部工作流程层面，经理人确定组织应该出色完成的内部流程(internal process)，尤其是根据目标市场的需求，创新、提供符合细分顾客价值诉求的产品和服务(Kaplan & Norton, 1996)。为此我们首先对投资者关系产品进行分类，其次确定各投资者细分市场对不同类别投资者关系产品的需求情况，以确定不同顾客的价值诉求并使投资者关系职能可以根据自己目标顾客的需求提供相应的产品，最后将讨论投资者关系产品质量的评价指标，以建立内部工作流程层面的平衡计分卡。

(一) 投资者关系产品细分

本文中将投资者关系职能向内部、外部顾客提供的所有服务和产品、所做的工作统一称为投资者关系产品。结合现有研究，并为下文讨论方便，本文将投资者关系向外部顾客提供的产品按照标准化程度分为三种：标准化产品、半标准化产品和个性化产品。

① G.S.Miller, “The Press as a Watchdog for Accounting Fraud” , *Journal of Accounting Research*,2006,44(5): 1001-1033.

标准化产品主要是法定信息披露,所有上市公司都需要按照监管部门的要求提供这种产品,所以标准化程度非常高。但需要注意的是,即使是这类信息,也不是百分百标准化的,例如披露质量有高低,设计美观程度有差异,可读性不同等。AIMR(美国投资管理研究学会)评价数据库中的年报信息可以归为此类产品。

半标准化产品,如半年报、季度信息披露和其他自愿信息披露包括新闻发布、业绩发布会及其随后的问答环节、营运信息发布、PPT文件、EXCEL文件、投资者问答汇总、时事通讯和投资者关系通讯刊物、各种会议的网络直播和录播、新型社交媒体上的信息发布等。半标准化产品提供与否取决于公司的政策,一旦公司政策确定会提供这些服务和产品,公司通常就会定时或者不定时按照一定的方式,通过较固定的渠道发布、提供或更新,所以称为半标准化产品。半标准化产品有些公司会提供,有些公司则不提供。半标准化产品大多为常规性的自愿信息披露或者其他股东服务产品。AIMR评价数据库分类中的半年报信息可以归为此类产品。

个性化产品的主要特征是具体情况具体分析,同时互动性比较强,所以称为个性化产品。如在投资者交流会议上发表演说、回答投资者问询、CEO或CFO接受访谈、拜访各种投资者、网上路演或现场路演、一对一会议等。AIMR评价数据库分类中的投资者关系活动可以归为此类产品。

除了上述分类方法以外,也有学者把网络投资者关系作为一种单独的投资者关系产品大类进行研究。^{①②}网络投资者关系(WIR)泛指上市公司通过因特网开展的各种形式的投资者关系相关信息的披露与交流的活动。仔细审视网络投资者关系的内容,可以发现按标准化程度划分产品的方式同样适用于网络投资者关系,网络投资者关系的条目和内容都可以归类为标准化程度不同的三种产品之一。

(二) 投资者产品偏好

现有研究发现不同类型的投资者,其产品偏好是不同的,公司可以通过调整自己的投资者关系产品,吸引不同类别投资者。

在机构投资者中,内在价值型投资者对个性化产品最为敏感(Robert et al., 2008)。快进快出型投资者对投资者关系中的半标准化产品和个性化产品非常敏感,类指数型投资者对标准化产品和半标准化产品敏感(Bushee, 2004)。另外投资者的专业性与信息需求偏好之间也存在一定的关联关系,专业性与否的衡量方式包括每单交易额大小和在投资方面花费的时间和精力及专业能力等(Kalay, 2011),^③专业投资者

① H.B.Laury, et al., "Best Practices in Managing Investor Relations Websites: Directions for Future Research", *Journal of Information Systems*, 2008, 22(2): 171-194.

② 郝臣,李礼.中国境内上市公司网站投资者关系栏目实证研究[J].管理科学,2005,18(1):56-61.

③ M.B.Mikhail, B.R.Walther, and R.H.Willis, "When Security Analysts Talk, Who Listens?" *The Accounting Review*, 2007, 82(5): 1227-1253.

更喜欢发布业绩前瞻性数据的公司,非专业投资者更喜欢投资新闻发布比较多和投资者关系活动(指投资者关系产品中的个性化产品)活跃的公司。

(三) 媒体信息偏好及其与投资者关系的互动

从现有研究来看,上市公司影响媒体的能力取决于几个方面:一是上市公司的公共关系活动的强度,二是公司规模和所处行业,三是是否聘请公关或者投资者关系顾问公司。

大公司、明星行业(例如在英国,生物制药公司和IT公司)非常容易影响到财经媒体(Davis, 2006),但小公司只有在被并购或者发生重大危机的时候才容易得到媒体关注。Miller也认为,对于中、小规模的公司,记者挖掘其负面报道的兴趣最大,所以管理好公司信息至关重要。^①

对于中小公司,提高媒体关注度和增加媒体正面报道的可行办法是聘请专业的公关顾问公司或者投资者关系顾问公司或者利用新型社交媒体(Bushee & Miller, 2012)。另外,新型社交媒体的出现可能给预算紧张的中小公司提供了更经济的媒体途径,Blankespoor等(2013)研究发现通过推特(Twitter,美国的一种新型社交媒体)发布新闻信息后,传统媒体报道比较少的企业的证券信息不对称情况可以得到明显改善,其流动性也会显著提高。

(四) 内部顾客需求

投资者关系管理中的信息沟通不仅仅是企业向投资者披露信息,还包括将投资者对企业的判断、看法和意见建议等反馈给公司管理层,因而投资者关系中的信息是双向的。参与公司战略制定、分析竞争对手情况、收集和分析投资者对公司的看法并向高层汇报成为越来越多的投资者关系人员的工作内容(Bloomberg, 2013)。表3总结了投资者关系各类顾客的产品偏好。

(五) 投资者关系产品质量评价

有一些机构常规性地定期开展上市公司投资者关系评选或信息披露质量评价,为我们评价投资者关系产品质量提供了丰富的信息,如深交所公司信息披露考核结果、路透社投资者关系评选、IR杂志每年的投资者关系各种奖项的评选结果等。但相关机构的评价结果大多是建立在分析师和机构投资者对各公司的打分基础上,这些打分的依据往往非常笼统。例如IR杂志的打分依据中,有关投资者关系产品的指标只有三个:公司资料(corp literature)、技术运用和会议。^②

^① G.S.Miller.怎样通过媒体与投资者沟通[J].Directors & Boards,2008(7):96.

^② IR Magazine, *Investor Perception Study Asia 2012/2013*.IR杂志网站 [2012.11].<http://www.irmagazine.com>.

表3 各类顾客的投资者关系产品偏好

顾客类型		产品和服务偏好
机构投资者、分析师	快进快出型投资者	半标准化产品(eg.季报、新闻、即时信息等)
	类指数投资者	高质量标准化产品(eg.年报质量)、半标准化产品
	内在价值型投资者	个性化产品(eg.面对面交流)
媒体		大公司信息、企业公共关系产品、中小公司并购和负面信息
个人和中小投资者(非专业)		半标准化产品、个性化产品、媒体报道
政府和监管机构		合规
内部顾客：董事会和高级管理层		竞争对手分析、战略制定支持、持股人分析

另外学界和评级机构等也从不同角度提出了比较详尽的投资者关系产品质量的评价指标。例如李心丹等提出,对投资者关系中的沟通关系的评价,可以从沟通渠道易达性、响应速度、问询反馈效果、互动性指标几个方面进行评价。^①标普(S&P)为了考察世界各地上市公司的信息透明和披露水平,建立了一套包含98个要素指标的评价体系,评价上市公司年报。^②

从投资者关系实践的角度看,IR杂志2012年的调查发现欧洲公司最常使用的评价投资者关系职能的指标为:来自于投资界的正式反馈、一对一会议的数量、是否有效利用了高层管理的时间、证券估值和股票表现、跟踪分析师数量。表4总结了现有研究提出的与投资者关系向外部顾客提供的产品的质量评价相关的指标。

表4 各类投资者关系外部产品的评价指标

产品分类	定量指标	定性指标
标准化产品	要素数量(可参考标普指标体系)	完整性、可信性、及时性、友好性、投资者评价
半标准化产品	网站条目数量、信息发送和更新频率、投资者会议数量	信息的完整性、便捷性和友好性、实时性、精确性、公平性、为股东服务的导向、投资者评价
个性化产品	路演、一对一会议数量; 问询响应速度	沟通渠道易达性、投资者评价

① 李心丹,肖斌卿,王树华,等.中国上市公司投资者关系管理评价指标及其应用研究[J].管理世界,2006(9): 117-128.

② S.A.Patel, A.Balic, and L.Bwakira, "Measuring Transparency and Disclosure at Firm-Level in Emerging Markets", *Emerging Markets Review*,2002,3(4): 325-337.

五、学习与成长层面：人员、系统、组织规程

平衡计分卡的第四个层面是学习和成长，确定组织需要建设的基础条件(infra-structure)，以创造长期的增长和改进(Kaplan & Norton, 1996)。这些基础条件来自于三种主要资源：人员、技术和信息系统以及组织规程。

(一) 人员

有关投资者关系职能人员的研究目前大多是来自欧美的描述性研究，涉及到投资者关系职能人员的数量、在公司结构中的位置、教育背景和技能等。

Laskin(2012)综合其他人的研究发现，美国上市公司中IR职能平均有2.5个员工。英国金融时报指数成份股FTSE100公司中，IR职能人数平均为3个。在欧洲大陆，DAX指数公司和CAC指数公司中，IR职能人数平均为8.2个。在美国，大多数上市公司有独立的投资者关系部门(56%)，或者将IR职能放在融资或证券部(28%)，或者在沟通/公共关系部门(9%)。投资者关系官中62%向首席财务官汇报，21%向首席执行官或总裁汇报。欧洲的情况基本相似。

投资者关系管理人员需要具备良好的知识结构，熟悉金融证券、公司治理、财务会计、战略管理等专业知识，并了解相关法律、法规和证券市场的运作机制，具有良好的沟通和协调能力。Heffes等人的一项调查发现，在美国60%以上的投资者关系官具有MBA学位和注册会计师CPA证书，约43%的投资者关系官的年收入在30万美元以上。^①

(二) 技术与信息系统

随着网络使用的普及，投资者希望上市公司深入利用网络的特性，为投资者提供便捷的服务。IR杂志2012年针对亚洲机构投资者的调查发现，投资者希望上市公司在投资者关系技术相关领域的如下三个方面提高：投资者关系网站(上市公司网站投资者关系栏目)，包括网络广播和交互式的年报；移动IR，例如智能手机的应用和新型社交媒体；IR延伸(outreach)服务，例如视频会议和电子邮件通告。

(三) 组织规程

投资者关系职能能否顺利开展自己的工作，对组织规程具有很大的影响。现有研究认为投资者关系职能在组织规程方面应该注意以下原则：

首先，公司应该赋予投资者关系职能接触和获得信息的能力。NIRI在其投资者关系工作规范中强调公司投资者关系官必须拥有接触公司高层的权力。^②

① E.M.Heffes, "Data Defines New Shape of the IRO", *Financial Executive*, 2008,24(7):10.

② NIRI, *Standards of Practice for Investor Relations*. [2004-01-10].<http://www.niri.org>.

其次,投资者关系职能应该建立严格正式的信息披露内容审批流程,并建立完整的信息披露记录。NIRI强调投资者关系人员只有得到CEO或其他方面的负责人的批准,并且在符合公司披露政策的前提下,才可以发布信息。Bollen等提出了两种可能影响网络投资者关系质量的组织规程:(1)披露信息的内容管理;(2)批准流程的正式程度。^①

最后,公司应该制定信息披露或者投资者关系工作政策。NIRI建议公司制定正式的信息披露政策和投资者关系工作规范,并提供了一个样本。

六、总结:基于平衡计分卡的投资者关系职能模型、现有研究不足和未来研究展望

投资者关系职能作为上市公司和财经界沟通的桥梁,是上市公司中普遍存在的职能,对于提高上市公司透明度,建立公平、公正、公开的资本市场具有重要的意义,同时对于上市公司实现公平的证券价值也至关重要。

本文回顾了已有研究成果,按照平衡计分卡的框架,总结了投资者关系职能的财

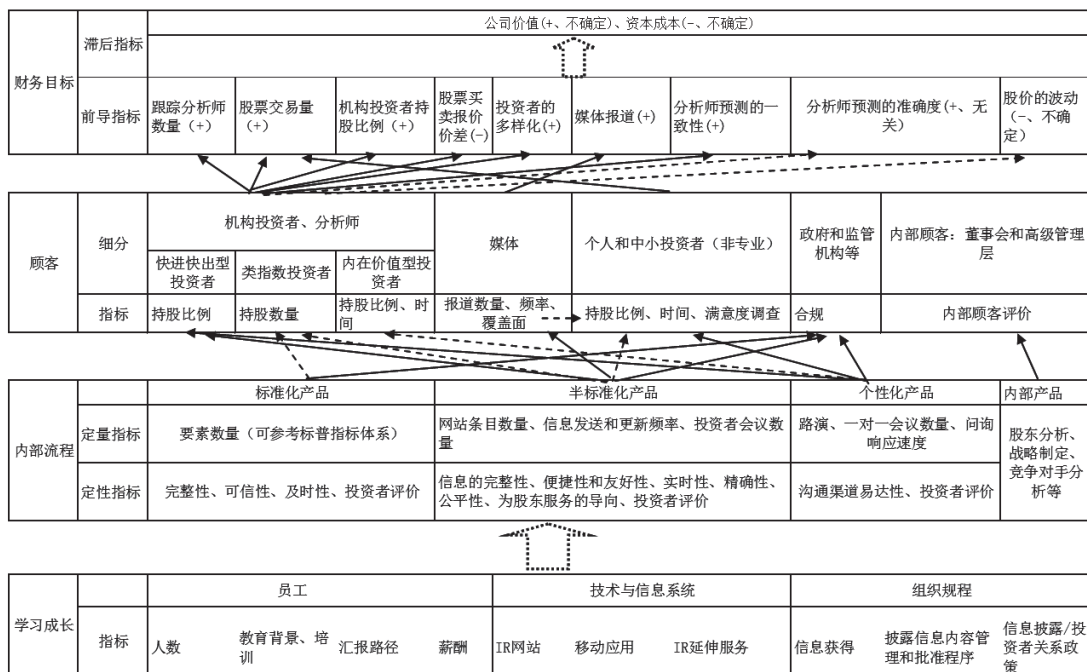


图1 投资者关系职能平衡计分卡模型

^① L.H.Bollen,et al, "Best Practices in Managing Investor Relations Websites: Directions for Future Research", *Journal of Information Systems*,2008,22(2): 171-194.

务目标、顾客、内部流程和学习与成长四个层面中的一些重要方面和相互之间的影响关系。基于这些回顾与总结的主要内容,可形成如图1的投资者关系职能的平衡计分卡模型。图中实线箭头为现有研究已经证实的影响关系,虚线箭头为研究尚不充分或者现有研究尚未达成一致的影响关系,“+”表示正相关关系,“-”表示负相关关系。

基于投资者关系职能的平衡计分卡模型,对现有研究的总结及不足的分析以及未来研究的展望如下:

(一) 财务目标层面

现有研究中关于滞后指标、前导指标和投资者关系之间的因果关系有些尚不明确,有些研究结论还相互矛盾,例如有的研究认为投资者关系水平与权益资本成本成反比,有的研究认为两者无关。

按照平衡计分卡理论,处于不同发展阶段的公司,其目标或某项职能的目标应该是有所差异的,应用到投资者关系职能上,不同规模、处于不同行业、不同的资本需求阶段和不同的市场境况下的上市公司,其投资者关系的目标应该是有所不同的。研究结论的分歧或许正是公司内外部环境多样性也就是企业异质性的体现。有关投资者关系的价值和作用方面的研究理论,应该在企业异质性方面更加丰富,才能够满足处于各种不同情境下的上市公司实践所需的理论指导需求。

除了结论不一致的问题外,现有研究中还有一些关键的问题尚未解答,例如,投资者关系的核心财务目标是使公司证券获得公允价值,那么如何衡量公允价值?投资者关系是否有利于公平价值的实现?另外,现有研究尤其是国内研究大多只用了横截面数据,利用时间序列数据和面板数据进行研究的还非常少,今后这方面的研究也应该加强,包括建立相应的数据库等。

(二) 顾客层面

从顾客细分角度分析投资者关系职能是一个新的研究领域,国外的一些研究已经提出了一些细分的方法,但总体上研究成果还比较少,国内的研究尤其匮乏。

1. 机构投资者

国外的学者已经开展了机构投资者细分的研究,但是各个研究分类方法并不完全相同,得出的结论不十分详尽和一致,并且学术分类方法对投资者关系职能从业者定位自己公司的目标市场并不非常容易使用。投资者关系杂志的调查发现,实践中,被公司列在前三位的机构投资者选择标准是:在同行公司的持股情况、投资风格和行业聚焦。学界和实践的差异尚待进一步完善。

2. 媒体

中国市场上个人投资者持股比例和交易量占比都明显高于国际发达资本市场水

平,^①媒体关系在投资者关系中应该占据重要地位。但是国内关于财经媒体、投资者和公司投资者关系之间的互动和因果关系的研究还非常少,亟需加强。未来的研究方向可以包括:媒体类型和投资者媒体偏好;媒体报道影响投资者行为的通道、效果衡量及其机理等。

(三) 内部流程层面

有关投资者关系顾客的产品偏好方面的大部分研究成果,特别是关于机构投资者和媒体的研究,都是基于美国等发达资本市场的数据的结果,在国内环境下这些结论是否成立还有待研究和检验,而且国外的研究由于分类方法不一致并没有形成统一的结论。

在媒体的产品偏好方面,国外研究已经发现了一些规律,国内的研究还非常少。但是鉴于媒体对个人投资者的显著影响和我国个人投资者持股和交易量在资本市场上的重要地位,国内这方面的研究有必要加强。

(四) 学习与成长层面

有关投资者关系职能学习与成长层面问题国内的研究非常少见,总体上需要加强。在人员方面,国外从描述性研究的角度提供了投资者关系职能的人员状况。虽然人员是提供高质量投资者关系产品的最重要的条件之一,但是有关人员背景、培训和公司投资者关系产品质量之间关系的研究还非常少。在技术与信息系统方面,国外现有研究从投资者的需求调查出发提出了技术与系统需要发展的方向,并从调查数据上支持了其重要性,但是技术与信息系统对投资者关系产品质量、顾客和财务目标的影响方面的实证研究非常少,还需要进一步丰富。在内部规程方面,中国很多上市公司都建立了相关制度,但制度的完善情况、执行情况、对公司投资者关系水平的影响等都还有待进一步研究。

参考文献

- [1] Blankespoor, E., G. Miller, H. White. *Dissemination, Direct-Access Information Technology and Information Asymmetry*. SSRN[2013-04]. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1657169.
- [2] Bloomberg, *The Evolution of the Modern IRO*. IR杂志网 [2013-08-10]. <http://www.irmagazine.com/>.
- [3] Botosan, C. A., M. A. Plumlee, "A Re-examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital", *Journal of Accounting Research*, 2002, 40(1): 21-40.
- [4] Bushee, B. J., G. S. Miller, "Investor Relations, Firm Visibility, and Investor Following", *The Accounting Review*, 2012, 87(3): 867-897.
- [5] Bushee, B. J., "Identifying and Attracting the 'Right' Investors: Evidence on the Behavior of

^① 徐明.沪市去年个人投资者交易额占比83.5%[EB/OL].新浪网[2012-04-20]. <http://finance.sina.com.cn/money/fund/20120420/101411876438.shtml>.

- Institutional Investors” , *Journal of Applied Corporate Finance*, 2004, 16(4): 28–35.
- [6] Bushee, B. J., Noe C. F., “Corporate Disclosure Practices, Institutional Investors, and Stock Return Volatility” , *Journal of Accounting Research*, 2000, 38: 171–202.
- [7] Bushee, B. J., “Do Institutional Investors Prefer Near–Term Earnings Over Long– Run Value?” , *Contemporary Accounting Research*, 2001, 18:207–46.
- [8] Chang, M., G. D. Anna, I. Watson, et al, “Does Disclosure Quality Via Investor Relations Affect Information Asymmetry?” *Australian Journal of Management*, 2008, 33(2): 375–390.
- [9] Davis, A., “The Role of the Mass Media in Investor Relations” , *Journal of Communication Management*, 2006, 10(1): 7–17.
- [10] Kalay, A., *Investor Sophistication and Disclosure Clientele*. Columbia University Working Paper[2011–01–10]. http://132.66.167.15/Eng/_Uploads/dbsAttachedFiles/kalay.pdf.
- [11] Kaplan, R. S., D. P. Norton, “The Balanced Scorecard—Measures That Drive Performance” , *Harvard Business Review* ,1992,70(1):71–79.
- [12] Laskin, A. V. “ How Investor Relations Contributes to the Corporate Bottom Line” , *Journal of Public Relations Research*, 2011, 23(3): 302–324.
- [13] Laskin, A. V., “A Descriptive Account of the Investor Relations Profession: A National Study” , *Journal of Business Communication*, 2009, 46(2): 208–233.
- [14] Robert, N. Palter, Rehm Werner, and Shih Jonathan. 与投资者沟通，要找准对象[J].当代经理人. 2008(8):52–54.

【作者简介】冯彦杰：博士，上海对外经贸大学副教授。研究方向：公司金融、战略管理、物流管理等。

徐 波：博士，上海对外经贸大学教授。研究方向：公司金融和战略管理等。

Literature Review and Research Prospects of Investor Relations Function—From a Balanced Scorecard View

FENG Yan-jie & XU Bo

(Shanghai University of International Business and Economics, Shanghai 201600, China)

Abstract: Based on the Balanced Scorecard framework, from perspective of financial objectives, customers, internal process, learn and grow, extant literatures about Investor Relations function are reviewed and summarized. Based on the review, performance measures of all the perspectives are put forward; market segment, Investor Relations product classification and customer value proposition analysis of Investor Relations function are performed; a classification method of Investor Relations products are put forward; a balanced scorecard model of Investor Relations function is established. Finally, imperfect areas of existing researches are analyzed and research prospects are put forward.

Keywords: investor relations; information disclosure; investors market segmentation; corporate finance; balanced scorecard

(责任编辑：山草)