

# 投资者关系管理能提升上市公司价值吗？

——基于中国 A 股上市公司投资者关系管理调查的实证研究

李心丹 肖斌卿 张兵 朱洪亮 \*

(南京大学工程管理学院 210093)

作者简介：李心丹，南京大学工程管理学院副院长、教授、博士生导师；肖斌卿，南京大学工程管理学院博士研究生；张兵、朱洪亮，南京大学工程管理学院副教授。

联系地址：南京大学 443 信箱，邮编 210093，

联系电话：13905188585，025-83597503；

电子邮件：[xdli@nju.edu.cn](mailto:xdli@nju.edu.cn) (李心丹)

声明：本稿件是李心丹、肖斌卿、张兵、朱洪亮原创研究成果，没有侵犯他人著作权；论文署名权归于李心丹、肖斌卿、张兵、朱洪亮，作者同意年会对稿件的编辑处理。

---

\* 论文受，教育部“新世纪优秀人才支持计划”及“2005 年科学技术重点项目（105080）”，教育部创新基地“南京大学经济转型与发展研究中心”子课题“行为金融学”及“复杂经济系统演化”支持。

# 投资者关系管理能提升上市公司价值吗？\*

## ——基于中国 A 股上市公司投资者关系管理调查的实证研究

李心丹 肖斌卿 张兵 朱洪亮

**内容提要：**2005 年来中国证券市场正经历着一场深刻的全流通变革，证券监管部门把保护中小投资者利益和提高上市公司质量作为重要的监管工作。国外研究发现投资者关系管理与公司治理一样，是保证上市公司质量和证券市场效率的有效手段。通过投资者关系管理，上市公司能够提高信息披露的质量，增强与投资者之间的相互信任，提高投资者的满意度和忠诚度，降低融资资本成本 (LL, 1993)，实现公司价值最大化 (Higgins, 1992)，从而建立一个稳定而有效率的资本市场。本文以南京大学投资者关系管理指数  $CIRI^{NJU}$  和公司价值相关指标数据为基础，首次通过理论模型和实证检验，探索中国上市公司投资者关系管理的价值效应。研究发现，对所有样本公司而言，投资者关系管理水平与托宾 Q 值呈显著正相关关系，而且投资者关系管理水平与公司的净资产收益率、每股收益、主营业务利润率以及每股净资产都存在着显著的正相关关系。对于具有较高投资者关系管理水平 ( $CIRI^{NJU} \geq 59.77$ ) 的上市公司，投资者关系管理水平与托宾 Q 值正相关性更加显著。这表明，具有良好的投资者关系管理的上市公司通常具有较强的盈利能力和股本扩张能力，投资者也愿意为投资者关系管理水平高的公司支付溢价，投资者关系管理能提升上市公司价值。本文认为提升中国上市公司投资者关系管理水平具有重要现实意义，证券市场监管层和上市公司等市场参与者各方应加大力度携手推进实施投资者关系管理。

**关键词：**投资者关系 公司价值 托宾 Q 财务绩效

### 一、引言

投资者关系管理是上市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方法，加强与投资界的沟通，建立良好的公司与投资界的互动关系，促进投资界对公司的了解和认同，实现公司价值的最大化的战略管理行为 (李心丹, 2006)。那么，投资者关系管理在多大程度上会影响上市公司价值，其影响机制又是如何？国内外尚未有专门文献对这个问题进行探讨。现有的文献均把研究重点置于研究投资者关系管理与投资者满意度和忠诚度 (Higgins, 1992, 2002; Diamond & Verrecchia, 1991; Gruner, 2000)，与上市公司投资者结构、股价波动率、股票流动性 (Diamond & Verrecchia, 1991; Lev, 1992; Hong & Huang, 2005)，与权益资本成本 (Merton, 1987; Lang & Lundholm, 1993; Botosan, 1997; Brennan & Tamarowski, 2000) 等上市公司在资本市场相关表现的相关关系上。

从实证研究结果看，对于投资者关系管理能提高投资者满意度和忠诚度，并对投资者结构、股价波动率和流动性产生影响的结论是比较一致的；但在投资者关系管理是否能降低公司权益资本成本以及提高股价上，结论并不一致。而且，这些文献都没有直接对投资者关系管理与上市公司价值的相关性进行实证研究。Higgins (1992) 通过构建公司战略沟通的概念性模型对投资者关系管理如

---

\* 李心丹、肖斌卿、张兵、朱洪亮：南京大学工程管理学院，邮编：210093，电子信箱：xdli@nju.edu.cn; bengking@126.com; zhangbing@nju.edu.cn; hlzhu@nju.edu.cn。本文受教育部“新世纪优秀人才支持计划”及“2005 年科学技术重点项目 (105080)”，教育部创新基地“南京大学经济转型与发展研究中心”子课题“行为金融学”及“复杂经济系统演化”支持。

何作用于公司价值进行了阐释。投资者关系管理能够提升上市公司价值的通俗解释为：上市公司通过投资者关系管理，提高信息披露的水平和质量，降低上市公司与投资者之间的信息不对称，增强上市公司与投资者之间的相互信任，提高投资者的满意度和忠诚度，降低权益资本成本，降低上市公司价值被低估的风险，进而最大化上市公司价值。

进入 2005 年以来，中国证券监管部门在各种场合不断强调投资者关系管理对保护中小投资者利益和提高上市公司质量的作用和意义，并于 2005 年 7 月发布了《上市公司投资者关系工作指引》，投资者关系管理在中国被提到前所未有的高度。与此同时，上市公司也纷纷制定投资者关系管理相关制度，实施投资者关系管理。

本文从理论上首次对投资者关系管理的真正价值，投资者关系管理在微观层面是否能够带来公司溢价，投资者关系管理与公司价值的相关关系，以及投资者关系管理在多大程度上能够提升上市公司价值等问题进行了研究，探索转型与新兴的中国证券市场上投资者关系管理的价值效应，回答投资者关系管理能否提升上市公司价值这个问题。随后，本文以南京大学投资者关系管理指数 *CIRI<sup>NU</sup>* 作为上市公司投资者关系管理水平的度量指标<sup>1</sup>，以托宾Q以及非流通股折价后的托宾Q、净资产收益率、每股净资产、主营业务利润率以及每股收益为公司价值的度量指标，在控制了股权结构、公司规模、资本结构、风险、资本销售比例以及主营收入销售比例等公司价值影响因素后，对投资者关系管理水平与公司价值的关系进行实证检验。

## 二、投资者关系管理与公司价值：文献述评与理论解释

投资者关系管理与公司价值存在什么关系？投资者关系管理的实施能否提升上市公司价值？现有的文献并没有说明这一点。与这个问题相关的研究主要体现在两个方面：第一个方面是 Higgins 等人倡导的公司战略性沟通（Strategic Communication）与股票价值以及公司价值的关系，作为战略性沟通最主要工具的投资者关系能够提升股票价格，最大化公司价值。

Higgins（1992）认为投资者关系管理通过提高公司可信度（Credibility），进而提升投资者的满意度和忠诚度，提升公司整体形象。Higgins（1989）还研究了与投资界进行坦率、明确、及时的战略沟通的风险与回报，认为坦诚的沟通行为可以避免“战略阻碍”的失败（在缺乏合理的战略与财经信息时，分析师等通常会做最坏的预测）。此后，希金斯继续对公司沟通战略进行了深入研究，并提出了一个战略可信度模型，认为战略可信度至少能带来三种利益，即增进了与财经界的关系，提高了员工的士气，增进了与股东的关系；影响公司战略可信度的主要因素有战略能力、公司业绩、战略和财经沟通以及 CEO 的可信度，他通过实证统计检验证实了战略和财经沟通是非常重要的决定因素（Higgins, 1992；希金斯，2002）。公司可信度的提高，意味着公司的信息披露越公开、透明，减少了信息不对称性，投资者对公司的前景充满信心（Diamond & Verrecchia, 1991；Lev, 1992），因此投资者的满意度也会得到提高。投资者在对某一上市公司满意度不断提高的基础上，就可能持续持有该公司的股票，并会向其他投资者推荐该上市公司。这种行为模式尤其受上市公司欢迎。因此投资者满意度的提高将对投资者忠诚度产生积极影响。

第二个方面是以公司披露水平对公司股价和资本成本影响作用为主题的研究，但这个方面的研究结论并不一致。理论上分析认为，作为投资者关系管理的重要内容，公司可以向投资者、评论分析家、新闻媒体等提供有关企业成长性、收益性以及战略、理念等方面的资料，强调继续持有本公司股票或新购本公司股票的优越性，对股票价格产生积极影响，从而最大化公司价值；当公司对股价不满意时，或者与同行业相比觉得股价太低，或者由于谣传等导致股价极不稳定，或者由于一个部门的欠缺而影响了整个公司，觉得以偏盖全没有受到公正评价的公司可以通过投资者关系管理保

---

<sup>1</sup> 李心丹等（2004，2005）构建了中国上市公司投资者关系管理评价指标体系，并对该评价体系进行了实证研究，验证了评价体系的逻辑运行机理及其有效性，本文的第三节对该指数做了比较详细的说明，并重新进行了有效性的检验。

证股价的稳定甚至上涨。很多专家对此进行了深入的研究发现，好的投资者关系能够带来公司股价的提升。Diamond & Verrecchia (1991) 认为，因为大多数的投资者很少在流动差的股票上进行投资，所以流动性差会降低股票的价格。投资者关系管理不管是通过公开披露有用信息，还是通过吸引开展专业化研究和发布研究报告的分析师，其实质都是为所有投资者提供一个诚信的信息平台。因此投资者关系管理可以提高股票的流动性 (Hong & Huang, 2005)，从而导致更高的股票价格。Brennan & Tamarowski (2000) 持有类似观点。他们认为，投资者关系管理可以为所有投资者亮化（增加透明度）交易平台，降低逆向选择成本并降低讨价还价等其他成本，提高股票价格。Kennedy & Wilson (1980) 在一项对 150 个注册金融分析师的调查中发现，70% 的被调查者相信有效的投资者关系管理对股票价格有积极的影响。Merton (1987) 认为，由于股票流动性好，上市公司会有更多的机会从保证经营稳定的角度出发调整个人投资者和机构投资者比例，实现并维持股东在地区分布上的平衡；当证券交易量不高时，上市公司还可借助投资者关系管理通过增加交易量来提高在证券市场上的流动性，通过增加交易量以稳定股价。

然而，在投资者关系管理和提高披露水平是否必然降低资本成本，还存在很多争议。Berton (1994) 认为，披露水平的提高，交易者获得更多信息可能会增加股票价格波动性，增加风险并可能导致更高的资本成本。Botosan (1997) 认为，现有的研究都是选择某些指标来替代资本成本，很多研究结论不是直接使用真实资本成本，所以结论是可疑的。Hong & Huang (2005) 通过建模研究发现，由于投资者关系管理是需要投入和成本的，管理层实施 IR 活动并不必然会提升股价，但可以强化他们股票份额的流动性，以防他们不得不因为流动性原因卖出他们的权益资产。为了更细致研究这个问题，Botosan (1997) 详细定义了权益资本成本的计算公式，通过披露水平和资本成本的相关性分析发现，并不是所有公司的投资者关系管理都能降低资本成本，只有那些只有少量分析师关注的公司，投资者关系管理才能降低资本成本。

上述文献均研究了上市公司投资者关系管理与其在证券市场的表现（投资者满意度和忠诚度、投资者结构、股价波动率、股票流动性以及权益资本成本等）的相关关系，尽管结果并不是很一致，但公司披露水平提高能够降低权益资本成本和提升股价的结论还是基本得到认可。汪炜和蒋高峰 (2004)、张宗新等 (2004)、曾颖和陆正飞 (2006) 等人对中国资本市场的信息披露研究也基本支持这一结论。

鉴于 Higgins 等人关于投资者关系管理与公司价值的理论分析和投资者关系管理与资本成本以及股价的相关性，本文预期投资者关系管理与公司价值存在相关关系，并运用南京大学上市公司投资者关系管理指数  $CIRI^{NW}$ ，在国内文献中首次来研究中国投资者关系管理和公司价值的相关关系。

Merton (1987) 提出了一个不完全信息下资本市场均衡模型<sup>2</sup>，给我们指出了研究提高投资者数量以降低资本成本并提高股票价格的框架思路。借鉴 Merton (1987) 的不完全信息下资本市场均衡模型和 Chen et al. (2003) 建立公司治理与资本成本关联模型的思路，以下本文将构建投资者关系管理与公司价值关联模型来解释投资者关系管理与公司价值的相关关系。

考虑两个时间点：时间  $t$  和时间  $t+1$ 。为简单起见，不妨假定所有公司按照市场标杆或行业标准在  $t+1$  时刻应该产生的自由现金流  $\tilde{C}$ ，且该现金流为正。投资者在具体评估第  $i$  个公司的现金流时，由于投资者关系管理的作用，投资者对第  $i$  个公司自由现金流的最后评估由如下三个方面的因素决定：1) 行业标杆自由现金流  $\tilde{C}$  的一个折扣部分  $\tilde{C}_i$ ，且有  $\tilde{C}_i = IR_i \times \tilde{C}$ ，其中  $IR_i$  为公司  $i$  的投资者关系管理水平， $0 \leq IR_i \leq 1$ ，即投资者关系管理水平越高，投资者与公司的沟通越充分，对公司的信任度越大，此部分的现金流评估就越大。2) 成本扣减因素，即投资者会考虑到公司实施投资者关系管理的成本，如信息收集、处理、公布等方面的成本，此成本因素可以表达为  $C_0(IR_i)$ ，且  $C_0(IR_i) = C_0 \times IR_i$ ，其中  $C_0$  为常数，该表达可以理解为实施投资者关系管理成本与  $IR_i$  成正比

<sup>2</sup> Merton (1987) 的这一模型具有十分重要的意义，此后很多关于资本市场均衡、信息不对称以及对权益资本的估计等相关问题的研究都基于该模型并不断进行优化和改善（如 Botosan, 1997; Chen et al., 2003 等）。

例关系，即投资者关系管理水平越高，则公司在投资者关系管理的实施上成本越高。3) 为其它的不确定风险因素  $\tilde{\epsilon}_i$ ，投资者关系管理水平的提高能减少这种不确定风险。且  $\tilde{\epsilon}_i = (1 - IR_i)\tilde{\epsilon}$ ，其中  $\tilde{\epsilon}$  为其他共有的不确定风险因素，假定其均值为 0 ( $E(\tilde{\epsilon}) = 0$ )，标准差为  $\delta_\epsilon$ 。

因此，投资者估计的自由现金流 ( $\tilde{F}_i$ ) 就可表示为：

$$\tilde{F}_i = \tilde{C}_i + \tilde{\epsilon}_i - C_0 IR_i = IR_i(\tilde{C} - C_0) + (1 - IR_i)\tilde{\epsilon} \quad (1)$$

公式 (1) 表示，如果公司投资者关系管理越好 ( $IR_i$  越接近于 1)，投资者与公司沟通越充分，投资者得到的自由现金流越多 ( $IR_i(\tilde{C} - C_0)$  越高)，而且风险估计的误差也越小 ( $(1 - IR_i)\tilde{\epsilon}$  越小)。

由 (1) 可知，公司  $i$  在  $t$  时刻的价值  $V_i$  就可以表述为：

$$V_i = \frac{E(\tilde{F}_i)}{1 + R_i} = \frac{IR_i E(\tilde{C} - C_0)}{1 + R_i} \quad (2)$$

其中， $R_i$  是公司  $i$  的经风险调整后的贴现率。

另外本文还假定可用资本资产定价模型 (CAPM) 来评估公司价值。设  $R_f$  是无风险利率， $R_{F_i}$  为现金流  $\tilde{F}_i$  的收益率， $\tilde{R}_m$  是市场投资组合的回报率，且假定市场风险价格标准化为 1，则可以得到：

$$E(R_{F_i} - R_f) = E(\tilde{R}_m - R_f) \frac{\text{cov}(R_{F_i}, \tilde{R}_m)}{\sigma^2(\tilde{R}_m)} = \frac{E(\tilde{R}_m - R_f)}{\sigma^2(\tilde{R}_m)} \text{cov}(R_{F_i}, \tilde{R}_m) = \text{cov}(R_{F_i}, \tilde{R}_m) \quad (3)$$

其中  $E(\cdot)$  是期望函数， $\text{Cov}(\cdot, \cdot)$  是协方差函数，这样将 (3) 两边同时加上 1 后同乘以价值  $V_i$ ，整理后就有：

$$E(\tilde{F}_i) - V_i R_f = \text{cov}(\tilde{F}_i, \tilde{R}_m) + V_i \quad (4)$$

即：

$$V_i = \frac{E(\tilde{F}_i) - \text{cov}(\tilde{F}_i, \tilde{R}_m)}{1 + R_f} \quad (5)$$

又根据 (1) 可以得到：

$$\text{Cov}(\tilde{F}_i, \tilde{R}_m) = \text{Cov}\{[IR_i(\tilde{C} - C_0) + (1 - IR_i)\tilde{\epsilon}], \tilde{R}_m\} = IR_i \text{Cov}(\tilde{C}, \tilde{R}_m) + (1 - IR_i) \text{Cov}(\tilde{\epsilon}, \tilde{R}_m) \quad (6)$$

将公式 (6) 代入公式 (5) 中，并由公式 (2) 和 (5) 即可得到：

$$V_i = \frac{E(\tilde{F}_i)}{1 + R_i} = \frac{IR_i E(\tilde{C} - C_0) - IR_i \text{Cov}(\tilde{C}, \tilde{R}_m) - (1 - IR_i) \text{Cov}(\tilde{\epsilon}, \tilde{R}_m)}{1 + R_f} \quad (7)$$

对公式 (7) 后面等式整理得到关于  $R_i$  的表达式：

$$R_i = \frac{IR_i(1 + R_f)E(\tilde{C} - C_0)}{IR_i E(\tilde{C} - C_0) - IR_i \text{Cov}(\tilde{C}, \tilde{R}_m) - (1 - IR_i) \text{Cov}(\tilde{\epsilon}, \tilde{R}_m)} - 1 \quad (8)$$

由公式 (8) 对  $IR_i$  求偏导得到：

$$\frac{\partial R_i}{\partial IR_i} = - \frac{(1 + R_f)E(\tilde{C} - C_0)Cov(\tilde{e}, \tilde{R}_m)}{[IR_i E(\tilde{C} - C_0) - IR_i Cov(\tilde{C}, \tilde{R}_m) - (1 - IR_i)Cov(\tilde{e}, \tilde{R}_m)]^2} \quad (9)$$

投资者如果评估认为不确定风险因素（ $\tilde{e}$ ）越大，则会要求市场投资组合的回报率（ $\tilde{R}_m$ ）越高，即  $Cov(\tilde{e}, \tilde{R}_m) > 0$ 。而且，只有在期望自由现金流大于投资者关系管理成本（ $\tilde{C} > C_0$ ）时，投资者关系管理才可能在公司得以正常实施。那么由（9）可知，贴现率和投资者关系水平是负相关的（ $\frac{\partial R_i}{\partial IR_i} < 0$ ）。根据公式（2），可知存在下面传导机制：

$$IR_i \uparrow \rightarrow R_i \downarrow \rightarrow V_i \uparrow。$$

即公司价值是投资者关系水平的增函数。基于此，本论文提出研究的基本假设：

**投资者关系管理能够提升上市公司价值。**

本文接下来将运用 2004 年的相关数据，对这一假设进行实证检验。

### 三、研究设计与变量选择

#### （一）研究变量的确定

##### 1、投资者关系管理水平的度量

投资者关系管理评价源于国外投资者关系管理发展比较完善的国家。开展投资者关系管理评价以专业机构居多，如各个投资者关系协会（如全美投资者关系协会，NIRI）、Reuters（路透社）、IR Magazine、亚洲机构投资者以及一些网络公司如 IR Web Report、IR society 等对上市公司 IR 的评价。此外对 IR 的评价还有一些专家进行研究（Fathilatul et al., 2002 等）。这些研究主要有以下三个特征：

（1）以路透社和 IR 杂志以及亚洲机构投资者为代表的通过对证券分析师的大规模调查来获取对上市公司投资者关系的评价和排名；（2）以网络公司如 IR Web Report、ISAC 和 FASB 专业机构等为代表的通过采用内容分析法（content analyze），对给定的一些 IR 核对项（items）进行核对，构建一个较为简单的评价指数，对 IR 进行评价；（3）采用内容分析法对上市公司 IR 进行评价的又主要以基于因特网（Hedlin, 1999；Brennan & Kelly, 2000；Fathilatul et.al., 2002 等）和年报（Botosan, 1997 等）的评价居多。这些研究与 CLSA 和 S&P 对公司治理的评级类似（Kevin C.W. Chen.et.al., 2003）。

为了综合考虑投资者关系管理的水平高低，本文综合上市公司投资者关系管理政策和实施活动的效率，投资者关系管理的质量以及上市公司对投资者关系进行管理的组织保障和承诺等三个方面构建了投资者关系管理评价指标体系。状态水平指标、质量指标及管理指标三者之间的逻辑结构图<sup>3</sup>如图 1 所示，具体指标架构如表 1 所示。根据该评价指标体系，本文计算出南京大学投资者关系管理指数（ $CIRI^{NJU}$ ），公式如下：

$$CIRI^{NJU} = \alpha_1 IRL + \alpha_2 IRQ + \alpha_3 IRS \quad (10)$$

式中， $CIRI^{NJU}$  表示南京大学投资者关系管理指数； $\alpha_1$ 、 $\alpha_2$ 、 $\alpha_3$  分别表示评价要素的权重<sup>4</sup>； $IRS$  表

<sup>3</sup> 李心丹等（2004，2005）通过严格的实证检验方法，采用结构化方程模型（SEM）检验了中国上市公司投资者关系管理逻辑结构模型的合理性和科学性，以该评价体系为基础构建了南京大学投资者关系管理指数，详见上海证券交易所联合计划报告。具体链接为：[http://www.sse.com.cn/sseportal/ps/zhs/fwzc/ir/ir\\_cases.shtml](http://www.sse.com.cn/sseportal/ps/zhs/fwzc/ir/ir_cases.shtml)；另外，评价指标体系的理论基础和权重及其计算，作为“第二届中国金融学年会”宣读论文提交，具体可以从下面网址下载：<http://202.113.23.180/uploadfile/pdf/2005-11/20051114113632183.pdf>

<sup>4</sup> 指标权重的设定我们采用了德尔菲法，设计判断矩阵让专家打分，并采用层次分析法对三级以上指标的权重进行了计算。这些专家包括证券监管部门的官员、学者以及知名券商和研究机构的研究人员。详细参见上述研究报告。

示投资者关系管理的管理指标；*IRQ* 表示投资者关系管理的质量指标；*IRL* 表示投资者关系管理的状态水平指标。状态水平指标直接衡量上市公司实施投资者关系管理后达到的状态。投资者关系管理作为一种沟通活动，其质量包括两个方面的内容，沟通关系的质量和披露信息的质量。管理指标是从公司的IR组织角度考虑的，主要包括上市公司的组织和管理承诺程度。

更详细的评价指标体系、指标解释、权重计算及理论阐述见李心丹等（2004）。

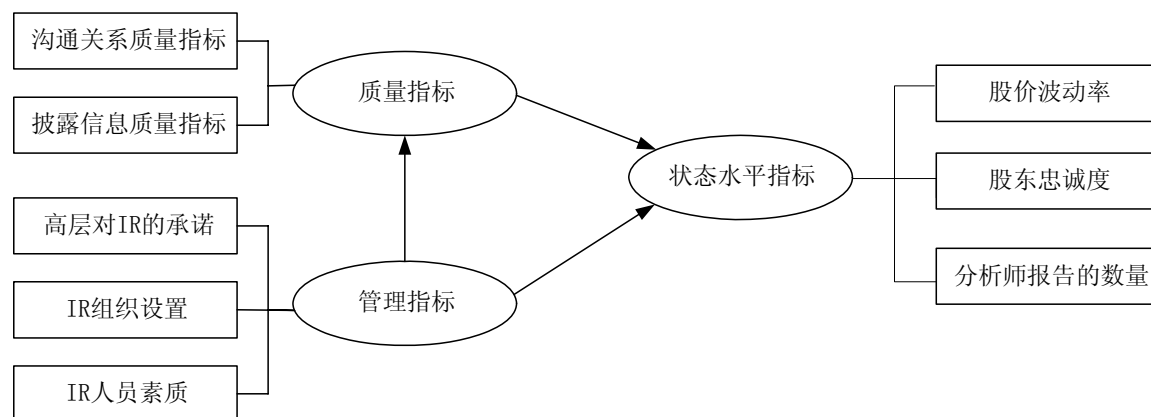


图 1：投资者关系逻辑结构模型

## 2、南京大学投资者关系管理指数（*CIRI<sup>NU</sup>*）有效性的评估

在传统公司金融和财务会计研究上，通过构建信息披露指数来度量公司披露水平及其影响因素的方法已经被证明是有效的<sup>5</sup>。投资者关系管理与信息披露水平紧密相关，可认为投资者关系管理水平与通过年报和其它公告披露的信息水平具有一致性<sup>6</sup>（Botosan, 1997）。基于这种一致性，本文认为南京大学投资者关系管理指数是一项有效的研究工具。

投资者关系管理的评价有一部分指标带有很强的评价者的主观性（比如对上市公司与投资者互动沟通质量的评价），国外有很多文献针对带有主观性评价的指标有效性进行了研究，主要集中在对信息披露评价的有效性上。Botosan（1997）认为，信息披露指数的内部一致性检验会表明一些关于该评价体系的可靠性和可能存在的不足等方面信息。Botosan通过四种方法来检验其所构建的指数的有效性：（1）指数各组成部分的相关性，分析师数目与评论的一致性；（2）Cronbach's coefficient alpha<sup>7</sup>；（3）指数与公司特征（规模、审计规模、财务杠杆、上市地点）的相关性与先前研究的一致性；（4）指数与AIMR（美国投资管理协会）关于子样本公司评级的相关性。

本文采用前三种方法来评估南京大学投资者关系管理指数的有效性。实证结果表明<sup>8</sup>，（1）作为南京大学投资者关系管理指数组成部分的分析师报告数量与披露的信息的质量是正相关的，相关系数为 0.126，在 1% 的显著性水平下显著；（2）*CIRI<sup>NU</sup>* 与公司规模也是正相关的，相关系数为 0.344，在 1% 的显著性水平下显著，这与LL（1993）以及Craven & Marston（1998）的研究结论是一致的；

<sup>5</sup> 如 Lang & Lundholm（1993）就是通过构建信息披露指数来研究信息披露水平与公司特征相关关系并得出了类似结论。

<sup>6</sup> Botosan（1997）说明了年报的自愿性信息披露水平能够作为整个公司信息披露水平的替代。因为LL（1993）研究了年报的排名和通过其他公开披露排名以及投资者关系披露排名三者之间的相关关系，发现年报的排名和通过其他公开披露排名相关系数为 0.62，年报排名和投资者关系披露排名相关系数为 0.41，这也就意味着通过评价公司披露的任何一个方面（年报、其他公告、投资者关系）都能大致代表公司整体信息披露水平。

<sup>7</sup> Cronbach's coefficient alpha 是一个通过使用重复指标（信息披露指数的不同类）度量内部一致性指标用来评估所有指标之间相关性的程度。

<sup>8</sup> 由于论文篇幅所限，分析师报告数量与披露的信息的质量的回归结果在论文中未展示，有兴趣读者可与作者联系。投资者关系管理指数与公司规模的相关分析，见表 5 双变量相关性分析。

(3) 深交所的披露考评结果<sup>9</sup>和本论文投资者关系管理指数Cronbach相关系数为 0.292, 在 1%的显著性水平下显著。因此, 基于上述三种评估方法得到的结论, 本文认为南京大学投资者关系管理指数 (CIRI<sup>NU</sup>) 在评价中国上市公司投资者关系管理水平是有效的。

表 1 投资者关系管理评价指标体系

目标层指标	准则层指标	子因素层指标	指标说明
状态水平指标	股价波动率		衡量公司进行 IR 努力的效果, 好的 IR 努力使股价波动率小
	股东忠诚度	衡量股东增持股票比例	衡量前十大股东增持股票比例
		衡量前十大股东结构变化状况	衡量公司前十大股东结构变化状况
	分析师报告数量		衡量跟踪上市公司的分析师报告数量状况
质量指标	沟通关系质量	沟通渠道易达性	衡量公司是否为投资者提供接触公司、获取公司相关信息的便利条件以及是否采用了一些公认的有利于投资者关系管理的渠道
		对投资者质询的响应速度	衡量上市公司在对投资者质询的反馈速度情况
		对投资者质询进行反馈的质量	衡量上市公司对投资者询问进行反馈的效果
		与投资者互动的效果	投资者部门是否将 IR 的信息反馈给公司高层(如投资者对公司经营管理方面的想法和建议)以及投资者反馈的信息对公司决策的影响程度
	披露信息质量	信息的完整性(透明性)	衡量披露信息的透明性和上市公司信息披露的主动性和积极性
		信息的可信性	
		信息的及时性	
管理指标	高层对 IR 的承诺		衡量管理层对 IR 重视状况
	IR 组织设置		评价公司对 IR 组织设置情况
	IR 人员素质		评价从事 IR 工作人员的素质

### 3、公司价值的度量

关于公司价值的衡量, 有很多实证研究采用了不同的指标。作为衡量上市公司绩效的一个主要指标托宾 Q 自从被提出以来就引起了很多实证研究的广泛应用 (Chung & Pruitt, 1994; Lemmon & Lins, 2001; Bai et al., 2004), 相比其他财务指标而言, 托宾 Q 有其很好的特质。按照托宾 Q 理论, 托宾 Q 是公司市场价值与当期重置资本成本的比率 (Tobin, 1969)。托宾 Q 值受到股票价格的影响, 而股价又是信息的集合器, 因而托宾 Q 指标可以比较直观地反映公司投资者关系管理指数对公司价值的作用力度和作用方向。在关于托宾 Q 的定义上也同样存在很多观点, 因为根据托宾 Q 原本定义经常遇到不少资料不易取得的困扰。为克服此困扰, 本文采取 Chung 与 Pruitt (1994) 提出的近似托宾 Q 为替代, 该研究的证据显示, 近似托宾 Q 的准确率可以达到 96.6%左右。根据 Chen & Xiong (2002) 研究, 中国非流通的国有股和法人股的非流通性折扣平均为 70%到 80%, Bai et al. (2004)、王鹏和周黎安 (2006) 也采用这种折价法。为了更加准确度量上市公司价值, 加强结论的稳健性, 本文将采用三种计算方法计算托宾 Q 值, 分别是非流通股未折价、折价 70%和折价 20%。

为了更好说明投资者关系管理对公司价值的影响作用, 本文还综合考虑了其增强上市公司股

<sup>9</sup> 这个考评结果在进行投资者关系管理价值效应的内生性检验中也使用到, 第四节(四)的第4点。



本扩张能力（股权再融资能力）、盈利能力等方面的贡献。本文从上市公司的市场价值、赢利性能力以及股本扩张能力等三个方面综合考虑公司价值，公司价值各要素度量指标及其计算方法见表 2。

表 2 公司价值要素变量定义及其含义列表

价值要素	变量	变量名称	意义及其计算公式
市场价值	近似托宾 Q 值	TQ_100	$(\text{流通市值} + \text{非流通市值} \times 100\% + \text{总负债}) / \text{公司总资产}$
	非流通市值折价 20%	TQ_80	$(\text{流通市值} + \text{非流通市值} \times 80\% + \text{总负债}) / \text{公司总资产}$
	非流通市值折价 70%	TQ_30	$(\text{流通市值} + \text{非流通市值} \times 30\% + \text{总负债}) / \text{公司总资产}$
盈利能力	主营业务利润率	ROM	主营业务利润 / 主营业务收入
	净资产收益率	ROE	净利润 / 净资产
	每股收益	ESP	净利润 / 股本总额
股本扩张能力	每股净资产	NAOS	股东权益 / 股本总额

#### 4、控制变量的选择

从现有的研究文献看，影响上市公司价值的因素很多，这些因素包括股权结构、经理人激励、资本结构、股权流动性、公司风险、公司成长性、公司规模、行业等因素（Jenson & Meckling, 1976; Demsetz and Lehn, 1985; Shleifer & Vishny, 1986; Myeong-Hyeon, 1998; 李维安, 2004; 张宗新等, 2004）。在以托宾 Q 为公司价值度量指标研究中，Bai et al. (2004) 认为还应该控制资本销售额比例和主营收入销售额比例两个指标。因此为准确反映出投资者关系管理水平对公司价值的影响，必须控制上述这些因素对托宾 Q 和公司价值的影响。基于此，本文选择包括公司规模因素、公司资本结构（财务风险）、股权结构、经理人激励、行业、第一大股东性质、流动性、资本销售额比例、主营收入销售额比例等作为控制变量。这些控制变量的定义及其含义见表 3。

表 3 控制变量定义及其含义列表

变量	变量定义	意义
LNASSET	总资产的自然对数	公司规模对价值的影响
ATDEBT	资产负债比	资本构成对价值的影响
HERFIN	前十大股东持股比例平方和	股权结构对公司价值的影响
MANAGER	管理层持股比例	经理人持股比例对公司价值的影响
INDUSTRY	行业分类 <sup>10</sup>	行业因素对治理绩效的影响
TOPI-Chrc	第一大股东的性质 <sup>11</sup>	第一大股东性质对公司价值的影响
VOLITY	流通股比率	股权流动性对公司价值的影响
SHARPR	夏普率(收益减去无风险投资收益, 再除以标准差)	衡量公司风险对公司价值的影响
ZBXSL	资本销售额比例	股东权益 / 销售额
ZYSRXSL	主营收入销售额比例	主营业务收入 / 销售额

<sup>10</sup> 参照证监会的行业分类标准基础上，采用如下的五大行业分类：工业（石油化工、食品饮料、医药生物、造纸印刷、采掘业、电子、房地产、纺织服装、机械设备仪表、建筑业、金属非金属、其他制造业）、服务业（交通运输、金融保险、商业贸易、社会服务、信息传播、信息技术）、公用事业（电力煤气供应、通信）、农业（农林牧渔）和综合类。对于每个虚拟变量，如果属于该行业，则取值为 1，否则为 0。

<sup>11</sup> 为简单起见，论文将大股东性质划分为四类：国有股、法人股、流通股和自然人。对于每个虚拟变量，如果属于该行业，则取值为 1，否则为 0。

## （二）样本选取与数据采集

论文在南京大学投资者关系管理指数研究成果基础上，选择计算投资者关系管理指数的样本公司共 563 个，数据可以从年报采集的直接从年报中采集，部分数据通过调查问卷获得，其他数据通过公开披露数据加工获得。南大投资者关系管理指数采用的是 2004 年的指数<sup>12</sup>。计算托宾Q值和和其它相关财务绩效指标的基础数据和控制变量的相关数据均从天相软件数据库获取。

## 四、实证分析与结果讨论

### （一）描述性统计分析

表 4 是主要研究变量的描述性统计。样本公司的南京大学投资者关系管理指数（ $CIRI^{NJU}$ ）的最小值为 41.44，最大值为 82.36，均值为 59.67，这表明大多数中国上市公司对投资者管理重要性的认识和实践还处于起步阶段，整体水平比较低。从投资者关系管理在中国的发展历程看，投资者关系管理概念被引进中国并开始受到重视应该是始于 2003 年<sup>13</sup>。投资者关系管理整体水平的偏低和没有受到上市公司普遍重视可能会影响其对公司价值的影响效果。托宾Q均值为 1.5993，最小值为 0.84，最大值为 7.34。

表 4 主要研究变量的描述性统计

	样本数	最小值	最大值	均值	标准差
$CIRI^{NJU}$	563	41.4400	82.3600	59.6700	7.3400
TQ_100	563	0.8400	7.3400	1.5993	0.0289
TQ_80	563	0.77	7.13	1.4565	0.0254
TQ_30	563	0.53	6.60	1.0997	0.0179
ROM	563	-46.0300	84.7800	24.8300	0.6468
ROE	563	-451.6000	53.6300	4.9620	1.2647
ESP	563	-3.0900	2.3700	0.2362	0.0167
NAOS	563	-5.5200	11.2600	3.1496	0.0666
LNASSET	563	19.2900	27.1200	21.3873	1.0674
HERFIN	563	0.0100	0.7200	0.2372	0.1462
VOLITY	563	0.1500	1.0000	0.3931	0.1203
MANAGER	563	0.0000	0.3349	0.0036	0.0241
ATDEBT	563	3.5200	608.2400	48.7332	32.2140
SHARPR	563	-0.2000	0.1400	-0.0354	0.0526

### （二）双变量相关性分析

为了进行主要变量的线性关联程度的预先性检验和判断回归模型是否存在多元共线性问题，本

<sup>12</sup> 其结果已于 2005 年 6 月 18 日在北京由南京大学和《证券市场周刊》联合主办的“首届中国上市公司投资者关系年会暨 A 股上市公司最佳投资者关系颁奖大会”上发布。

<sup>13</sup> 从投资者关系实践角度看，可以以 2002 年底 2003 年初为分界线，把国内投资者关系管理活动分为两个主要阶段。2002 年以前的投资者关系管理还不能成为真正意义上的系统的投资者关系管理。2001 年到 2002 年有部分在海外上市的公司开始系统实施投资者关系管理，在这些先行者带领下部分 A 股上市公司也开始比较系统实施投资者关系管理。2003、2004 年是中国上市公司实施投资者关系管理较为活跃两年。证券监管部门开始重视上市公司开展投资者关系管理活动。部分上市公司开始自觉运用各种方式加强与投资者的沟通，促进与投资者之间的相互信任。2005 年可以说是投资者关系管理在中国上市公司被提及最多的概念之一，伴随着股权分置改革的浪潮，投资者关系管理被推到了改革的浪尖。

文进行了相关性分析。表 5 表明，股权集中度和流动性（相关系数为-0.522，在 1%的显著性水平下显著）、托宾 Q 和公司规模（相关系数为-0.406，在 1%的显著性水平下显著）以及南京大学投资者关系管理指数和公司规模（相关系数为 0.344，在 1%的显著性水平下显著）三个相关系数较高，其它变量间的相关性均较小，但由于均没有超过 0.8，所以可以认为相关性并不严重，这也意味着并不存在很严重的多元共线性问题。

令人疑惑的是，双变量的相关系数结果表明公司价值和南京大学投资者关系管理指数竟然存在数值很小的但在统计上很不显著的负相关（相关系数为-0.021，P 值为 0.310）。细细琢磨，存在的原因可能在于中国上市公司投资者关系整体水平偏低（均值为 59.67），且公司间差异大。这也说明把投资者关系管理水平高的样本和投资者关系管理水平低的样本混在一起回归，可能会降低良好的投资者关系管理能提升公司价值这一结论的显著性水平。由于这只是双变量之间的相关关系，未考虑其它变量的影响，为了更细致研究投资者关系是否能够提升公司价值，本文紧接着采用多元回归、分类回归等具有更大灵活性和更强有力的检验方法来进行考察。

表 5 主要研究变量的双变量相关系数

	TQ	$CIRI^{NJU}$	LNASSET	HERFIN	VOLITY	MANAGER	ATDEBT	SHARPR
TQ	1.000							
$CIRI^{NJU}$	-0.021	1.000						
LNASSET	-0.406**	.344**	1.000					
HERFIN	0.022	.007	.200**	1.000				
VOLITY	-.0244**	-.035	.084*	-.522**	1.000			
MANAGER	.135**	-.003	-.130**	-.106	-.131**	1.000		
ATDEBT	.153**	-.081*	.081*	-.069	.061	-.073	1.000	
SHARPR	.248**	.165**	.084*	.034	.063	-.026	-.063	1.000

\* 表示在 5%显著性水平下显著；\*\* 表示在 1%显著性水平下显著。

### （三）多元回归模型与研究假设的检验

根据前述理论分析，本文构建投资者关系管理指数与公司价值的基本模型为：

$$\text{Value}_i = \alpha + \beta_1 \text{CIRI}_i^{NJU} + \beta_2 \text{LNASSET}_i + \beta_3 \text{ATDEBT}_i + \beta_4 \text{HERFIN}_i + \beta_5 \text{MANAGER}_i + \sum \beta_6 \text{INDUSTRY}_i + \sum \beta_7 \text{TOP1Chrc}_i + \beta_8 \text{VOLITY}_i + \beta_9 \text{SHARPR}_i + \beta_{10} \text{ZBXSL} + \beta_{11} \text{ZYSRXSL} + \varepsilon_i \quad (11)$$

多元回归使用了南京大学投资者关系管理指数和公司规模、股权集中度、流动性等指标作为自变量。在多元回归中，多元共线性是否存在是通过几种方法加以检验的。首先从双变量相关性检验的相关矩阵（表 5）中所得各双变量之间的相关性不高，这表明多元模型存在共线性的问题不大，然而，当所有的双变量相关系数都比较小时，由于单个自变量可能与其他一组自变量存在线性相关关系，所以一定程度的多元共线性可能仍然存在。因此本文另外计算方差扩大因子（Variance Inflation Factor），在用 TQ\_100 进入回归的模型中观察到最大的 VIF 为 1.778，所有自变量的 VIF 都小于 2.0，这表明模型不存在共线性问题。因此本文认为，回归模型有更大程度的可靠性。

### （四）假设的检验结果与研究发现的讨论

#### 1. 上市公司托宾 Q 与投资者关系管理指数的全样本回归

在回归检验中，本文首先用 TQ\_100 代表模型中的公司价值进行回归，通过运行 SPSS 软件，得到相关的回归结果（表 6 中 A 列）。

表 6

上市公司托宾 Q 与投资者关系管理指数的回归结果

	全样本回归 (A列)	投资者关系管理指数分类回归 (B列)	
	TQ	TQ( $CIRI^{NJU} \geq 59.77$ )	TQ( $CIRI^{NJU} < 59.77$ )
截距	8.0000*** (16.201)	6.332*** (10.915)	9.908*** (0.000)
$CIRI^{NJU}$	0.00989*** (2.825)	0.01999*** (2.877)	0.01017 (1.189)
LNASSET	-0.31000*** (-12.248)	-0.232*** (-8.214)	-0.424*** (-8.907)
HERFIN	-0.08598 (0.407)	-0.279 (0.162)	0.463 (1.396)
VOLITY	-1.36400*** (-5.453)	-1.943*** (0.005)	-0.760* (-1.946)
MANAGER	2.93500** (2.392)	4.098** (1.979)	2.176 (1.357)
SHARPR	3.93900*** (8.514)	4.819*** (0.000)	2.706*** (0.003)
ATDEBT	0.00511*** (6.924)	-0.00110 (0.559)	0.006423*** (7.405)
ZBXSL	0.00000 (0.573)	-0.000012 (-0.710)	-0.000006 (-0.482)
ZYSRXSL	0.00000 (-0.588)	-0.000018 (-0.205)	-0.000003 (-0.497)
R-squared	0.377	0.502	0.405
Adjusted R-squared	0.359	0.472	0.369
N	563	282	281

注:  $t$  统计量标注在各项的括号内。\* 表示在 10% 显著性水平下显著; \*\* 表示在 5% 显著性水平下显著; \*\*\* 表示在 1% 显著性水平下显著。

$CIRI^{NJU}$  是南京大学投资者关系管理指数; LNASSET 是公司资产规模取自然对数, HERFIN 为前十大股东持股比例的平方和, VOLITY 是流通股比例, MANAGER 是管理层持股比例, SHARPR 是度量公司风险的指标, ATDEBT 是度量财务杠杆比例, 以上指标数据均通过天相软件数据库获得的上市公司 2004 年 12 月 31 日数据。

表 6 中 A 列表明以托宾 Q 为因变量的多元回归模型相关系数调整  $R^2$  为 0.359, 这说明托宾 Q 有 35.9% 能被模型中所有自变量整体解释。表 6 中 A 列表明, 在控制了公司规模、公司治理、财务杠杆、流动性、行业以及资本销售比例和主营收入销售比例等变量后投资者关系管理指数与公司市场价值呈现出显著的正相关关系。

## 2. 上市公司托宾 Q 与投资者关系管理指数的分类回归

为了使研究结论更加稳健和可靠, 本文引入了虚拟变量 IRHI (当投资者关系管理指数  $\geq 59.77$  时, IRHI=1; 当投资者关系管理指数  $< 59.77$  时, IRHI=0) 把样本进行了分类<sup>14</sup>, 即高投资者关系管

<sup>14</sup> Botosan (1997) 在研究权益资本成本与信息披露水平相关关系时发现, 对于所有样本的回归结果表明, 在控制了市场贝塔和公司规模后, 资本成本并不随着信息披露水平的提高而降低, 为了更深入考察, 她把样本根据信息披露水平高低划分为两类, 即高信息披露水平和低信息披露水平的公司样本。然而回归结果发现与总样本回归结果并没有存在很大的差异。选择 59.77 作为样本的分段点基于 59.77 是样本公司投资者关系管理指数的中位数, 本文还以均值 59.67 作为分段点, 回归结果没有显著差异。

理水平的公司样本和低投资者关系水平的公司样本。表 6 中 B 列以 TQ\_100 回归的结果表明，对于投资者关系水平较高的样本公司（ $CIRI^{NJU} \geq 59.77$ ）而言，投资者关系管理水平与公司价值的托宾 Q 在 5% 的显著性水平下显著正相关，这也意味着投资者关系管理能够提升公司价值，对较高水平的投资者关系管理的样本公司而言，在控制了比如公司规模、财务杠杠、风险以及公司治理等公司价值相关影响变量后，公司价值随着上市公司投资者关系管理水平的提高而提高。标准化后的公司价值和投资者关系管理指数相关系数为 0.141，这意味着一个单位的投资者关系管理指数的提高能够带来 0.141 个单位的公司价值的提升。换句话说，投资者愿意为投资者关系管理表现良好的公司支付溢价。表 6 中 B 列还表明较高水平 IR 的样本公司回归模型的相关系数调整  $R^2$  为 0.472，这说明托宾 Q 有 47.2% 能被模型中所有自变量整体解释，显然投资者关系管理对托宾 Q 的解释在分类后得到明显提高（由 0.359 提高到 0.472）。对于另外一个回归模型，即投资者关系管理水平较差的公司而言，投资者关系管理与公司价值的相关系数并不显著，因此可以认为对于投资者关系管理水平较低的公司而言，其价值效应还未得到体现。这些结果验证了本文的假设：好的投资者关系管理在提升公司价值上更加显著，差的投资者关系管理对公司价值并不会产生显著性影响。

对样本进行合理分类后在回归能更深入分析一些相关性问题，这也成为目前很多实证研究采用的方法。但是这种分类回归存在如何保证不同样本间一致性问题。为了保证研究结论的可靠性，本文对上述两个分类样本进行了系数等价性检验。本文把 (11) 式中的  $\beta_1 CIRI$  分解为两部分  $\beta_{igood} CIRI_{good}$  和  $\beta_{ibad} CIRI_{bad}$ ，其中  $\beta_{igood} CIRI_{good}$  对应于投资者关系管理指数  $\geq 59.77$  的样本， $\beta_{ibad} CIRI_{bad}$  对应于投资者关系管理指数  $< 59.77$  的样本。当指数  $\geq 59.77$  时， $CIRI_{good} = 1$ ，否则为 0。当指数  $< 59.77$  时  $CIRI_{bad} = 1$ ，否则为 0。运行修正后的 (11) 式，假设检验  $\beta_{igood} = \beta_{ibad}$ ，Wald 检验结果为 4.24 (p 值约为 0.039)，在 5% 水平拒绝该假设，说明两组样本系数不相等，因此两组不同投资者关系管理水平样本的市场价值差异是有统计意义的。

### 3. 上市公司非流通股折价后的托宾 Q 与投资者关系管理指数的全样本和分类回归

考虑到中国股票市场上经过非流通股折价后的托宾 Q 可能更加贴近上市公司价值的现实，本文继续以折价 20% 和 70% 后的托宾 Q (TQ\_80 和 TQ\_30) 分别进行全样本回归和分类回归。回归结果表明，使用折价后的托宾 Q 和未折价的托宾 Q 回归结果没有显著差异（回归结果简要总结在表 8 和表 9 中），即投资者关系管理能够提升上市公司市场价值，好的投资者关系管理与差的投资者关系管理对提升上市公司价值的效果相比，前者更加显著。

表 8 考虑到非流通股折价时，全样本的托宾 Q 与投资者关系管理的回归结果

	参数	截距	$R^2$	调整 $R^2$	样本数 N
TQ_80	0.0084*** (2.748)	6.984*** (16.194)	0.384	0.366	563
TQ_30	0.0047*** (2.357)	4.446*** (15.837)	0.476	0.461	563

注：t 统计量标注在各项的括号内。\*\*\* 表示在 1% 显著性水平下显著。

表 9 考虑到非流通股折价时，分类样本托宾 Q 与投资者关系管理的回归结果

		参数	截距	$R^2$	调整 $R^2$	样本数 N
$CIRI^{NJU} \geq 59.77$	TQ_80	0.0173*** (2.878)	5.510*** (10.952)	0.486	0.455	282
	TQ_30	0.0107*** (2.748)	3.456*** (10.813)	0.452	0.419	281

$CIRI^{NJU} < 59.77$	TQ_80	0.0086 (1.149)	8.692*** (10.238)	0.432	0.397	282
	TQ_30	0.0048 (0.961)	5.652*** (10.059)	0.571	0.554	281

注：t 统计量标注在各项的括号内。\*\*\* 表示在 1%显著性水平下显著。

#### 4. 上市公司盈利能力、股本扩张能力与投资者关系管理指数的回归

如前所言，为了更全面考察投资者关系的影响，本文在模型中利用公司的其它财务性绩效（主要是盈利能力和股本扩张能力）指标进行了回归。在控制了相关变量后，表 10 的回归结果发现，投资者关系管理指数与后者存在显著正相关关系，投资者关系管理水平对公司净资产收益率、每股净资产、主营业务利润率以及每股收益都有显著正面影响，回归系数和 t 统计量分别为 0.486(2.611)，0.02068 (2.367)，0.259 (2.0899)，0.0094 (4.271)，这也说明投资者关系管理水平对公司盈利能力和股本扩张能力有显著正面影响，也意味着良好的投资者管理关系水平将使上市公司具有较强的盈利能力和股本扩张能力，投资者也愿意为投资者关系管理水平高的公司支付溢价。投资者关系管理能够提升公司的盈利能力，主要因为从分析师、经纪商和投资者所反馈的信息能够帮助公司精炼公司旨在价值创造的战略，帮助管理层理解投资者如何对公司特定的行动进行响应，这对公司的战略决策和股价有直接的影响（Higgins, 2000）。投资者关系管理能够提升公司的股本扩张能力正是投资者关系管理的基本原理的体现，因为通过投资者关系管理的实施，能够降低公司的融资成本（Lang & Lundholm, 1993 等）。

表 10 上市公司盈利能力、股本扩张能力与投资者关系管理指数的回归结果

	盈利能力			股本扩张能力
	净资产收益率 (ROE)	主营业务利润率 (ROM)	每股收益 (EPS)	每股净资产 (NAOS)
截距	-73.480*** (-2.800)	55.494*** (4.403)	-1.745*** (-5.625)	-4.74*** (-3.847)
$CIRI^{NJU}$	0.486*** (2.611)	0.259*** (2.0899)	0.0094*** (4.271)	0.02068** (2.367)
LNASSET	2.416* (1.798)	-1.348** (-2.089)	0.0077*** (4.820)	0.356*** (5.647)
HERFIN	24.931** (2.222)	-6.207 (-10152)	0.260** (1.963)	-0.323 (-0.612)
VOLITY	-8.581 (-0.645)	-23.298*** (-3.648)	-0.266* (-1.691)	0.236 (0.379)
MANAGER	21.676 (0.333)	53.542* (1.710)	0.191 (0.248)	-0.591 (-0.193)
SHARPR	61.534** (2.503)	62.325*** (5.278)	1.819*** (6.257)	0.573 (0.500)
ATDEBT	-0.0093** (-2.373)	-0.119*** (-6.308)	-0.0019*** (-4.118)	-0.0184*** (-10.011)
ZBXSL	0.000042 (0.08)	-0.0003 (1.210)	0.00003 (0.582)	0.00002 (-0.852)

ZYSRXSL	-0.000023 (-0.08)	-0.00017 (-1.240)	-0.00002 (-0.602)	-0.000011 (0.815)
R-squared	0.083	0.191	0.268	0.271
Adjusted R-squared	0.056	0.167	0.247	0.250

注： $t$  统计量注在各项的括号内。\* 表示在 10%显著性水平下显著；\*\* 表示在 5%显著性水平下显著；\*\*\* 表示在 1%显著性水平下显著。

$CIRI^{NJU}$  是南京大学投资者关系管理指数；LNASSET 是公司资产规模取自然对数，HERFIN 为前十大股东持股比例的平方和，VOLITY 是流通股比例，MANAGER 是管理层持股比例，SHARPR 是度量公司风险的指标，ATDEBT 是度量财务杠杆比例，以上指标数据均通过天相软件数据库获得的上市公司 2004 年 12 月 31 日数据。

以往的研究表明，投资者关系管理与公司财务绩效的相关关系和因果关系是非常复杂的（LL, 1993），即究竟是因为业绩表现优秀，上市公司由于有更多资源和能力负担投资者关系管理的成本（Hong & Huang, 2005）更倾向于在投资者关系上投资，从而具有更好水平的投资者关系管理，还是因为期望通过投资者关系管理，加强与投资者沟通来提升业绩。这个问题本质上是投资者关系管理的内生性问题。如果这个内生性问题没有得到有效控制，可能导致有偏的 OLS 估计结果。本文采用广义矩方法（GMM），GMM 估计不需要同方差和线性无关假定，也不需要正态分布假设。

GMM方法关键是寻找一个能够替代投资者关系管理指数的工具变量，该变量必须与误差项无关。目前中国尚未有其他机构对投资者关系管理进行评价，考虑到投资者关系管理和公司披露的紧密相关性，本文考虑寻找权威机构对上市公司信息披露评价。基于这种考虑，我们考虑使用深交所每年开展的通过年报对上市公司信息披露考评的结果<sup>15</sup>。该考评将上市公司信息披露水平分为：优秀、良好、及格和不及格四个等级，分别用 5、4、3、2 代表。由于深交所仅对在深交所上市的公司进行考评，所以本文从 563 个样本中选取在深交所上市的 209 个样本作为内生性检验的样本，209 个样本公司的信息披露考评结果来自深交所<sup>16</sup>。

表 11 的结果显示，运用 GMM 以净资产收益率和每股收益为代表的上市公司盈利能力和以每股净资产为代表的股本扩张能力进行回归，发现在 1%的显著性水平下都非常显著。因此通过 GMM 回归得到的结论与前面的结论是一致的。这使得本文更加相信投资者关系管理能够提升公司价值这一结论。这也说明在中国股票市场上投资者关系管理的价值效应是存在的，而且这种价值效应的内生性问题并不明显。

表 11 209 家上市公司盈利能力、股本扩张能力与投资者关系管理指数的 GMM 回归结果：  
(工具变量：深交所上市公司信息披露考评结果评分)

	盈利能力		股本扩张能力
	净资产收益率 (ROE)	每股收益 (EPS)	每股净资产 (NAOS)
截距	-62.51*** (-2.67)	-3.220*** (-3.611)	-13.898*** (-3.293)
$CIRI^{NJU}$	1.145*** (2.85)	0.0581*** (3.811)	0.285*** (3.985)

注： $t$  统计量注在各项的括号内。\*\*\* 表示在 1%显著性水平下显著。

<sup>15</sup> 曾颖、陆正飞（2006）利用该考评结果作为上市公司信息披露水平的度量指标进行了信息披露水平与公司资本成本相关关系的研究。

<sup>16</sup> 数据采集自深交所网站的栏目“诚信档案”，具体链接为[http://www.szse.cn/main/disclosure/Catalog\\_1759.aspx](http://www.szse.cn/main/disclosure/Catalog_1759.aspx)

## 五、结论与建议

本文通过理论模型解释和实证研究，认为中国上市公司投资者关系管理能够提升公司价值，良好的投资者关系管理水平使上市公司具有较强的盈利能力和股本扩张能力，投资者也愿意为投资者关系管理水平高的公司支付溢价。实证研究还发现，投资者关系管理对公司市场价值的作用效果与投资者关系管理水平有关。高投资者关系管理水平的价值效应更加显著。低水平的投资者关系管理影响了其对公司市场价值的提升作用。因此，证券监管部门以及中国证券市场的其他参与者提倡并实践投资者关系管理，对于中国证券市场而言具有重要的意义和价值。再者，投资者关系管理能够提升公司价值不仅可以从公司微观角度来理解的，而且在监管意义上还可以作为上市公司监管的有力工具和中小投资者利益保护的有效工具（杨华，2005）。因此提升上市公司投资者管理水平不仅具有企业微观战略层面的意义，还有政府监管战略层面的价值，对重建中国资本市场诚信度和重树投资者信心意义重大。当前中国上市公司投资者关系整体还处于较低水平，因此更加迫切要求证券市场各参与方携手努力，致力于全面改进我国的投资者关系管理状况。

改变当前低水平的投资者关系管理，还应该从其根本原因加以分析。本文认为，中国上市公司投资者关系管理水平偏低的根本原因是当前中国资本市场的制度约束。中国证券市场经过多年的发展取得了很大的成就，但是相比国外成熟的资本市场还存在诸多不足之处，包括诚信问题、股权分置、发行的市场化程度不高以及股权文化尚未建立等，所有这些现象都不同程度制约了上市公司实施投资者关系管理。在国内由于非流通股一股独大的股权结构几乎抵消恶意收购的可能，公司管理层容易忽视与投资者、尤其是中小投资者沟通。因此作为上市公司战略管理举措的投资者关系就较难得到反映。当前正在推进的股权分置改革使得大股东的价值和利益也要通过二级市场来体现，所有股东利益更加一致，这必将会对上市公司实施投资者关系管理带来革命性的变化。其次，股票发行的市场化程度仍然不高，降低了上市公司通过投资者关系管理，路演推介股票的积极性。再者，目前中国资本市场的投机氛围仍很浓厚，股权文化缺失，投资者的理性投资理念也尚未形成，通过分析上市公司披露的信息进行投资决策的专业投资者并不多。

本文的未来研究中还需要对投资者关系管理对公司价值的作用机制进行深入探讨。投资者关系管理对公司价值的作用可能会存在一定的时滞效应，囿于缺乏投资者关系管理指数的时间序列数据，本文针对 2004 年中国上市公司投资者关系管理指数，采集该年度财务数据进行统计分析，因此可能会对结果产生一定影响。至于实际影响效果和影响机制需要进一步深入研究。由于中国上市公司投资者关系管理的研究还刚刚开始起步，研究的一个不足在于缺乏数据的积累。随着中国上市公司投资者关系管理评价的逐年开展，上市公司投资者关系管理指数的数据库慢慢会得到完善和充实，这必将为以后的深入研究提供有力的帮助。

## 参考文献

1. 李心丹等，2004，《上市公司投资者关系管理评价指标体系研究》，上海证券交易所联合研究计划报告。
2. 李心丹、刘玉灿、肖斌卿，2005：《中国上市公司投资者关系管理运作机制研究》，《中国管理科学》Vol.13。
3. 李心丹，2006：《投资者关系管理：研究综述》，《经济学动态》第 2 期。
4. 王鹏，周黎安，2006：《控股股东的控制权、所有权与公司绩效：基于中国上市公司的证据》，《金融研究》第 2 期。
5. 汪炜、蒋高峰，2004：《信息披露、透明度与资本成本》，《经济研究》第 7 期。
6. 希金斯，2002：《全球投资者关系最佳案例》，中译本，机械工业出版社。
7. 杨华，2005：《投资者关系管理与公司价值创造》，中国财政经济出版社。



8. 曾颖、陆正飞, 2006: 《信息披露质量与股权融资成本》, 《经济研究》第 2 期。
9. 张宗新等, 2004: 《上市公司自愿性信息披露的有效性研究》, 深圳证券交易所研究成果。
10. Bai, C.E., Q. Liu, J. Loe, F. M. Song, and J. X. Zhang, 2004, “Corporate Governance and Corporate Valuation in China”, *Journal of Comparative Economics* 32, PP599-616.
11. Botosan, C.A., 1997, “Disclosure level and the cost of equity capital”, *The Accounting Review* 72, PP323-349.
12. Brennam, N. and Kelly, S., 2000, “Use of The Internet by Irish Companies for Investor Relations purposes”, *Accountancy Ireland*, August, PP23-25.
13. Brennan and Tamarowski, 2000, “Investor relations, liquidity, and stock prices”, *Journal of Applied Corporate Finance*, 12(4), PP26-37.
14. Chen, Kevin C.W., Chen, Zhihong and Wei, K.C. John, 2003, “Disclosure, Corporate Governance, and the Cost of Equity Capital: Evidence from Asia’s Emerging Markets,” [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
15. Chen, Zhiwu, and Xiong, Peng, 2002, “The Illiquidity Discount in China”, Working Paper, International Center for Financial Research, Yale Univeristy.
16. Chung Kee H. and Stephen W. Pruitt, 1994, “A simple approximation of Tobin’s q”, *Financial Management* 23, PP70-74.
17. Craven and Marston, 1998, “Investor Relations, Corporate Governance and Corporate Characteristics”, working paper, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
18. Demsetz, H. and Lehn, K. 1985, “The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences”, *Journal of Political Economy*, Vol. 93, PP1155-1117.
19. Diamond, D.W. and Verrecchia, R.E, 1991, “Disclosure, liquidity and the cost of capital,” *Journal of Finance*, Vol. XLVI, no.4, PP1325-1359.
20. Fathilatul Zakimi Abdul Hamid et al.2002, “Investor Relations in Developing Countries: A Disclosure Strategy”, working paper, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
21. Fishman, M.J. and Hagerty, K.M., 1989, “Disclosure decisions by firms and the competition for price efficiency,” *Journal of Finance*, Vol. XLVI, no.3, PP633-646.
22. Gruner, R. H., 2002, “Corporate Disclosure: The Key to Restoring Investor Confidence”, *Strategic Investor Relations*, Vol. 2 No.2, PP12-15.
23. Hedlin, Pontus. 1999, “The Internet as a Vehicle for Investor Relations: The Swedish Case”, *European Accounting Review*, 8(2), PP373-381.
24. Higgins, Richard B., and John Diffenbach, 1989, “Communicating Corporate Strategy: The Payoffs and the Risks” *Long Range Planning* 22, PP133-139
25. Higgins, Richard B., and Brendan D. Bannister, 1992, “How Corporate Communication of Strategy Affects Share Price.” *Long Range Planning* 25, PP27-35.
26. Hong and Huang, 2005, “Talking Up Liquidity: Insider Trading and Investor Relations”, *Journal of Financial Intermediation* 14, PP1-31.
27. Jensen, M.C. and Meckling, W.H., 1976, “Theory of The Firm: Management Behavior, Agency Cost and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No.3, PP305-360.
28. Johnson, La Potra, Lopez-de-Silanes, and Shleifer, 2000, “Tunneling”, *American Economic Review Papers and Proceedings*, XC, PP22-27.
29. Kennedy, R. and M. Wilson, 1980, “Are Investor Relations Programs Giving Analysts What They Need?” *Financial Analyst Journal* 36, PP63-69.
30. Lang, M. and Lundholm, R., 1993, “Cross-sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosures”, *Journal of Accounting Research* 31, PP246-271.

31. Lev, B., 1992, "Information Disclosure Strategy", *California Management Review*, Summer, PP9-32.
32. Merton, R., 1987, "Presidential address: A simple model of capital market equilibrium with incomplete information," *Journal of Finance* 42, PP483-510.
33. Myeong-Hyeon Cho, 1998, "Ownership structure, investment and the corporate value: an empirical analysis", *Journal of Financial Economics* 47, PP103 – 121.
34. Shleifer, A. and R. Vishny, 1986, "Shareholders and Corporate Control", *The Journal of Political Economy* 94(3), PP461-488.
35. Tobin, J, 1969, "A general Equilibrium Approach to Monetary Theory", *Journal of Money, Credit and Banking* 1, Feb, PP15-29

## **Dose Investor Relations Management Enhance Corporate Value?**

——An Empirical Research Based on Chinese Securities Market's IR Survey

**Xindan Li    Binqing Xiao    Bing Zhang    Hongliang Zhu**

School of Engineering and Management, Nanjing University, 210093

**Abstract:** Through investor relations management, listed company may increase its disclosure level and quality, reduce the information asymmetry, enhance the trusts between corporate and the investors, increase the investor's satisfaction and loyal, reduce the cost of equity(LL,1993) , and maximize the corporate value(Higgins, 1996). In order to find the connections between investor relations management and corporate value in emerging and transition Chinese stock market, we originally carry empirical studies on the investor relations management through Tobin's q and other financial indexes with the datum of Chinese securities market. The results show that Tobin's q has a positive relation with investor relations level only if the IRM level is higher( $CIRI^{NJU} \geq 59.77$ ), which means those who adopts active investor relations have higher market value, and that ROE, NAOS, ROM, EPS have strong positive relations with investor relations level. The empirical results suggest the utmost calling on the enhancing the IR of corporate by SEC of China. So we confirm that China listed company together with other participators may try their best to enhance the investor relations management.

**Key Words:** Investor Relations management    Corporate Value    Tobin's Q

**JEL Classification:** E62; G38; H54