

基于投资者关系管理的 公司营销价值效应研究

马连福^{1,2}, 高丽³, 张春庆^{1,2}

1 南开大学 公司治理研究中心, 天津 300071

2 南开大学 商学院, 天津 300071

3 天津外国语大学 国际商学院, 天津 300204

摘要:以公司内部的投资者关系管理职能为出发点,运用投资者关系管理的相关指标,回顾和分析公司营销理论,在此基础上考察中国上市公司的公司营销状况,并选取机构投资者作为营销对象,通过中介变量法对公司营销的作用路径和价值效应进行深入探究。实证研究表明,以互动沟通为核心的投资者关系管理,通过对机构投资者的营销可以显著影响公司的股票换手率和公司价值,公司营销的价值效应显著;机构投资者作为重要的营销中介,对公司营销的作用路径产生显著的中介效应,机构投资者的价值贡献率占公司营销价值的一半。机构投资者应该是互动沟通的主要对象,是公司营销的重要中介,应该作为公司营销的核心,该研究结论对于中国资本市场环境中的上市公司管理具有特殊的指导意义。

关键词:公司营销;投资者关系管理;价值效应;机构投资者

中图分类号:F276.6

文献标识码:A

文章编号:1672-0334(2010)05-0062-10

1 引言

传统营销模式以产品市场的顾客、分销商和供应商等为中心,营销战略的重点是竞争性产品、行业和市场中的公司业绩。而上市公司需要关注顾客和投资者,重视产品市场和资本市场两个市场的营销。投资者作为公司最重要的利益相关者,他们是公司的资本提供者,与公司的根本利益是一致的,应成为公司营销的核心。

马连福等认为公司营销本质上是一种公司治理机制,是运用营销工具在竞争性市场上传递公司层价值,引导利益相关者的未来预期,促进公司与关键利益相关者的互动沟通,以减少市场的不确定性和风险,降低信息不对称,提升公司价值的战略行为,公司营销的主要对象是投资者^[1]。投资者关系管理是公司营销战略工具,通过与投资者的双向互动沟通,可以实现影响投资者预期、降低公司与投资者之间的信息不对称以及提高公司价值的目标。本研究

将在马连福等公司营销定义的基础上,进一步考察公司营销战略所能产生的价值效应。投资者关系管理是公司营销战略的集中体现,对资本市场利益相关者的影响以及由此带来的公司价值的变动是公司营销价值效应的表现。因此本研究以南开大学公司治理研究中心投资者关系管理研究室设计的投资者关系管理水平指数作为公司营销战略的衡量指标,考察投资者关系管理水平对公司的核心利益相关者(即机构投资者)的影响,在此基础上检验公司在股票市场的表现以及公司价值的变化。

2 文献回顾和研究假设

投资者关系管理作为公司内部与投资者沟通的战略工具,是公司营销的核心体现。Dolphin认为投资者关系管理是用来识别、建立、维持和加强公司与现在和潜在的投资者、金融分析师及其他利益相关者之间长期和短期关系的持续的、有计划的、主动的

收稿日期:2009-11-19 **修返日期:**2010-05-26

基金项目:国家自然科学基金(70532001,70872050);教育部人文社会科学重点研究基地项目(06JJD630008)

作者简介:马连福(1963-),男,河北沧州人,毕业于南开大学,获管理学博士学位,现为南开大学公司治理研究中心、南开大学商学院教授、博士生导师,研究方向:公司治理、投资者关系管理和营销管理等。

E-mail: malianfu@nankai.edu.cn

营销活动^[2]; Tuominen 主张, 投资者关系管理的目标是建立公司与投资公众中的直接参与者和间接参与者间常见的、长期的互动关系^[3]; 唐国琼等认为投资者关系管理是建立人们对公司基于未来预期的信任惯性, 并小心加以维护的系统理论和实践方法, 是上市公司的资本营销或股权营销^[4]。本研究认为投资者关系管理是公司利益相关者之间的双向互动沟通, 投资者关系管理活动传递的信息以前瞻性信息为主, 通过传递公司未来信息影响投资者的预期和信心, 使公司在资本市场获得良好的知名度、信誉度和美誉度。前瞻性信息传递和互动沟通不仅可以降低双方的信息不对称, 减少逆向选择和道德风险发生的可能, 保护利益相关者的权益, 而且有助于降低公司经营的不确定性和风险, 提高决策的科学性和效率, 从而提高公司价值, 实现公司营销的目标。

投资者关系管理作为资本市场的公司营销行为, 可以降低投资者与上市公司之间的信息不对称, 降低机构投资者参与公司治理的成本, 为机构投资者的决策建议提供低成本的沟通渠道。Bushee 等发现机构投资者偏好于信息披露水平高的上市公司, 以降低监督成本, 披露实践的改进可以潜在改变企业的投资者基础构成, 远离短视投资者而吸引稳定的资本^[5]。对于成长型企业, 投资者关系管理水平越高, 越容易获得机构投资者的跟随^[6]。江向才在对机构投资者持股进行研究后得出结论, 企业提高信息透明度不应以达到法令规定要求为最终目标, 法律的要求仅是企业达到信息透明化最基本的水准, 企业提高信息透明度的最重要目标应是改善与投资者和债权人间的沟通机制, 使企业与决策有关的信息能被利害关系人充分了解^[7]。投资者关系管理可以通过互动沟通降低机构投资者参与公司治理的成本, 从而有利于规模小的公司吸引机构投资者的投资^[8], 并通过机构投资者治理的信号显示作用吸引个体投资者投资, 达到融资目的。而投资者关系管理的信息沟通和反馈可以降低机构投资者监督公司内部人的成本, 达到降低代理成本的作用。杨德明等发现投资者关系管理活动可以在一定程度上抑制大股东侵占小股东利益的隧道行为, 降低代理成本^[9]; 马连福等证实, 在投资者关系管理水平较高的家族上市公司中, 控股股东的现金流权比例对公司价值的侵占效应会降低^[10]。基于上述分析, 提出研究假设。

H₁ 投资者关系管理水平越高, 上市公司机构投资者的数量和持股比例越高。

机构投资者持股可以为上市公司带来稳定的投资者基础和较低的股价波动, 并提高公司的市场价值。诸多的经验证据表明, 机构投资者积极治理具有显著的价值效应。Useem 认为机构投资者积极参与了对外部投资者的保护、信息披露的真实准确、高层管理的组织安排和薪酬开支、聘用和辞退以及公司的长远发展战略^[11]; McConnell 等证实机构投资者对公司的监督能够迫使管理层更加关注公司绩效并

且减少其机会主义行为^[12]; Ferreira 等发现机构投资者所有权的比例与企业的托宾 Q 显著正相关^[13]; Del Guercio 等也发现机构投资者所有权与各种计量企业绩效的指标之间存在正向相关关系^[14]; Faccio 等发现, 从长期看那些养老基金拥有较大股权比例的企业显著改善了其股票回报^[15]; 姜伟和续芹的实证检验发现, 机构股东持股与上市公司股票涨跌幅和换手率有显著的正相关关系^[16,17]。基于上述分析, 提出研究假设。

H₂ 投资者关系管理水平越高, 通过机构投资者持股产生的价值效应越大, 投资者关系管理水平、机构投资者持股和公司价值三者之间存在传递关系。

3 实证检验

本研究以机构投资者中介效应为例考察中国上市公司的营销状况, 并对公司营销的价值效应进行检验。实证研究分为样本和数据采集、变量和模型设定、描述性统计分析以及回归分析 4 个部分。

3.1 样本和数据采集

本研究选取在 2007 年 3 月 ~ 2007 年 10 月披露《公司自查报告与整改计划》的 A 股上市公司进行研究, 在剔除金融保险类上市公司后得到初始样本 1 037 家。为减少研究误差, 对初始样本进行如下处理。①剔除 2007 年度 ST 上市公司 84 家和新上市公司 15 家, 这两类公司自身均备受资本市场关注, 会影响机构投资者的关注和投资; ②剔除样本中 2007 年度发生更名的上市公司 27 家, 此类公司中有一定比例的并购或重组行为发生, 公司重大战略行为会影响机构投资者的关注度; ③剔除机构投资者数量、机构投资者持股比例数据缺失的上市公司。按照上述标准对初始样本进行筛选后, 最终得到 633 份样本。公司自查报告来源于深圳证券交易所和上海证券交易所网站, 投资者关系管理水平数据根据自查报告手工整理得到, 其他变量数据均取自 WIND 资讯数据库。

3.2 变量选择

(1) 公司价值变量。从公司在股票市场的表现和公司价值两个方面衡量, 包括股票换手率 (TURN)、净资产收益率 (ROE) 和每股收益 (EPS) 3 个指标。度量股票换手率的公式为

$$TURN = \frac{\sum \frac{\text{单个交易日成交量(手)} \times 100}{\text{当日股票流通股总股数}}}{2007 \text{ 年交易日数}} \times 100\%$$

(2) 机构投资者变量。包括机构投资者数量 (NII) 和持股比例 (RII) 两个指标。机构投资者数量用 $\log(1 + \text{机构投资者数量})$ 进行衡量, 机构投资者持股比例采用 2007 年各季度机构投资者持股比例的平均值。

(3) 投资者关系管理水平 (IRML)。投资者关系管理主要指公司与投资者、分析师和媒体等第三方信息中介互动沟通公司的相关信息, 投资者关系管理工作的有效开展需要公司高层的支持和组织机构作

为保障,根据中国上市公司开展的《公司治理自查报告》选取组织保障的指标,参考中国证监会《上市公司投资者关系工作指引》、《深圳证券交易所上市公司投资者关系管理指引》和《上海证券交易所上市公司投资者关系管理自律公约》的相关内容,将公司与投资者、分析师、媒体等的互动沟通作为度量投资者关系管理水平的主要方面,指标体系的具体含义见表1。

以上所有指标都采用0-1赋值法,自查报告中涉及该项内容赋值为1,否则为0。评分专家包括8名公司治理研究方向的在读博士研究生和硕士研究生,在对本研究样本的投资者关系管理水平三级指标进行评分时,每一指标至少由两人共同完成,最后得分取平均值,避免由于个体主观认识不同导致评分差异。具体步骤为,第 k 位专家对样本公司 i 第 h 个项目内容评价打分 P_{ikh} ,取所有评分专家打分均值 P_{ih} 作为样本公司 i 第 h 个项目内容的评价打分,将所有项目 P_{ih} 的均值作为样本公司 i 内容评价打分 P_i 。本研究采用分配权重的方法处理各评价指标的得分。基于变异系数的客观权重法和AHP的主观权重法确定要素指标的重要性系数, P_i 为介于0~1之间的数值,最大值为1,最小值为0,为方便后文表述,本研究拟采取百分值,因此评分结果均乘以100得到

最终结果。具体计算过程如下。

样本公司 i 第 h 个项目内容的评价打分为

$$P_{ih} = \frac{1}{n} \sum_{k=1}^n P_{ikh}$$

其中, i 为样本个数; k 为评分专家个数($2 \leq k \leq 8$); h 为项目内容个数。根据专家对4个主因素指标和对应的子项评判打分,通过评判矩阵和一致性检验得到各指标的权重 W 。将各投资者关系管理水平三级指标得分($IRML_{11} \sim IRML_{13}$ 、 $IRML_{21} \sim IRML_{210}$)分别与权重($W_{11} \sim W_{13}$ 、 $W_{21} \sim W_{210}$)相乘得到投资者关系管理水平二级指标($IRML_1$ 和 $IRML_2$)得分,再将二级指标得分与权重(W_1 和 W_2)相乘得到投资者关系管理水平总得分($IRML$)。有关计算公式为

$$IRML_1 = W_{11} \cdot IRML_{11} + W_{12} \cdot IRML_{12} + W_{13} \cdot IRML_{13} \quad (1)$$

$$IRML_2 = W_{21} \cdot IRML_{21} + W_{22} \cdot IRML_{22} + W_{23} \cdot IRML_{23} + W_{24} \cdot IRML_{24} + W_{25} \cdot IRML_{25} + W_{26} \cdot IRML_{26} + W_{27} \cdot IRML_{27} + W_{28} \cdot IRML_{28} + W_{29} \cdot IRML_{29} + W_{210} \cdot IRML_{210} \quad (2)$$

最终样本公司 i 的投资者关系管理水平得分为

$$IRML = W_1 \cdot IRML_1 + W_2 \cdot IRML_2 \quad (3)$$

表1 投资者关系管理水平指标体系

Table 1 Index System of Investor Relations Management Level

一级指标	二级指标	三级指标
投资者关系 管理水平	组织保障	制定相应投资者关系管理制度
		设立相应投资者关系管理工作职能部门
	互动沟通	投资者关系管理人员培训
		咨询电话、传真信函
		分析师会议、业绩说明会和路演(包括网上和现场路演)
		公司网络沟通平台建设(如投资者关系管理专栏、投资者问答、投资者关系管理论坛、IR电子邮箱)
		跟踪分析师,主动与分析师保持联系
		媒体采访、报道和合作
		网上交流会
		一对一沟通,接待投资者来访,现场参观调研
主动接触、拜访投资者		
邮寄资料、年报等		
定期编制投资者关系管理周报、证券资讯周报、IR手册		

为保证指标设计的可信度,借鉴 Botosan 提出的公司信息披露有效性检验的方法^[18]对投资者关系管理水平进行可信度检验。以深交所对公司信息披露质量评定的等级标准作为数据来源,深交所根据会计信息质量特征和上市公司信息披露规则制定评价标准,跟踪上市公司全年的信息披露行为(包括强制性信息披露和自愿性信息披露),对其信息披露质量(包括披露数量和会计信息质量特征等)做出全面评价。深交所的评价标准有4类,按信息披露质量的高低依次为优秀、良好、及格和不及格,分别赋予其4、3、2、1的分值,分值越高表示信息披露质量越高。*IRML*与深交所信息披露评级的皮尔逊相关系数见表2,由表2可知,投资者关系管理水平与公司信息披露等级在5%水平上呈现显著的正相关。

表2 IRML与深交所信息披露评级的皮尔逊相关系数表

Table 2 IRML and Pearson Correlation Coefficient of Information Disclosure Level of Shenzhen Stock Exchange

		<i>RATING</i>
<i>IRML</i>	皮尔逊相关系数	0.147**
	<i>Sig. (2-tailed)</i>	0.014
	样本数	278

注:**为在5%水平上显著,下同;*RATING*为深交所信息披露评级。

(4)控制变量。包括公司规模(*SIZE*)和代理成本两类。根据 Bushee、Brammer 和林小驰等的研究^[5,19-22],由于机构投资者对大公司具有相当程度的偏好,公司规模对机构投资者持股会产生影响,同时对公司市场表现也会产生影响,因此本研究采用公司期末总资产的自然对数衡量公司规模。公司代理成本的高低决定机构投资者持股和参与上市公司治理的成本,对机构投资者指标会产生影响。两类代理成本的衡量分别用管理费用率(*MANA*)和大股东占款(*OREC*)度量, $MANA = \frac{\text{管理费用}}{\text{主营业务收入}}$, $OREC = \frac{\text{其他应收款}}{\text{总资产}}$ 。最后还将控制系统风险(*BETA*)、债务比例(*LEV*)和行业变量(*INDUSTRY*),根据2001年中国证监会颁布的《上市公司行业分类指引》,设置11个行业哑变量。

3.3 描述性统计分析

各主要变量的统计特征见表3。从表3可以看出,机构投资者数量统计量*NII*取对数之后的均值为1.034,原始数据显示平均每家公司的机构投资者数量为18.900,最多为221家,最少为1家。从各指标

的变异系数看,股票换手率和大股东占款的变异系数显著高于其他指标,说明样本上市公司这两项指标的差异性较大;与其他指标相比,投资者关系管理水平在各公司间的差异性最小。

表3 主要变量的统计特征

Table 3 Statistic Characteristics of Main Variables

	均值	最大值	最小值	标准差	变异系数
<i>NII</i>	1.034	2.346	0.301	0.460	0.445
<i>RII</i> (%)	24.980	91.011	3.500	21.675	0.868
<i>TURN</i>	0.166	2.044	-0.276	0.305	1.837
<i>ROE</i>	68.309	151.876	-46.407	15.668	0.229
<i>EPS</i>	3.622	9.068	0.408	1.340	0.370
<i>IRML</i>	77.600	93.500	0.000	0.190	0.002
<i>SIZE</i>	21.668	27.301	19.232	1.126	0.052
<i>MANA</i>	7.238	59.006	0.350	6.017	0.831
<i>OREC</i>	0.026	0.513	0.000	0.041	1.577
<i>BETA</i>	0.839	1.766	-0.156	0.246	0.293
<i>LEV</i>	49.402	94.686	0.912	16.638	0.337

表4显示了样本公司投资者关系管理水平三级指标的得分统计情况,制定相应的投资者关系管理制度以及咨询电话和传真信函是上市公司实施的最为常见的投资者关系管理活动。另外,经过多年的努力,上市公司也大多建立了公司网络沟通平台,开始进行一对一沟通,接待投资者来访,现场参观调研,并设立相应的投资者关系管理工作职能部门。

为进行主要变量间线性相关程度的预检验和判断回归模型是否存在多重共线性问题,本研究进行变量间的相关性分析,表5给出各变量间的皮尔逊相关系数。由表5可知,机构投资者与投资者关系管理水平显著正相关,与公司规模显著正相关。

3.4 回归分析

由于本研究涉及到机构投资者作为中介变量对公司营销价值效应的影响,借鉴温忠麟等的中介变量法进行研究^[23]。当一个变量*M*能够在某种程度上解释自变量与因变量之间关系时,就认为它可能起到中介作用,具体见图1。

表4 IRML 三级指标统计
Table 4 Statistics of Third Class Index of IRML

	详细指标	平均得分
	制定相应投资者关系管理制度	90.510
	设立相应投资者关系管理工作职能部门	54.130
	投资者关系管理人员培训	1.390
	咨询电话、传真信函	92.830
	分析师会议、业绩说明会和路演(包括网上和现场路演)	31.980
	公司网络沟通平台建设	77.610
投资者关系管理水平	跟踪分析师,主动与分析师保持联系	13.580
	媒体采访、报道和合作	24.910
	网上交流会	27.990
	一对一沟通,接待投资者来访,现场参观调研	78.510
	主动接触、拜访投资者	29.250
	邮寄资料、年报等	11.260
	定期编制投资者关系管理周报、证券资讯周报、IR手册	0.240

表5 变量间的皮尔逊相关系数检验
Table 5 Examination of Pearson Correlation Coefficient among Variables

	<i>NII</i>	<i>RII</i>	<i>TURN</i>	<i>ROE</i>	<i>EPS</i>	<i>IRML</i>	<i>SIZE</i>	<i>MANA</i>	<i>OREC</i>	<i>BETA</i>
<i>NII</i>	1.000									
<i>RII</i>	0.834*	1.000								
<i>TURN</i>	-0.620*	-0.681*	1.000							
<i>ROE</i>	0.361*	0.322*	-0.292*	1.000						
<i>EPS</i>	0.539*	0.478*	-0.419*	0.637*	1.000					
<i>IRML</i>	0.339*	0.354*	-0.295*	0.155*	0.132*	1.000				
<i>SIZE</i>	0.648*	0.438*	-0.308*	0.267*	0.406*	0.240*	1.000			
<i>MANA</i>	-0.124	-0.109	0.051	-0.185*	-0.161*	-0.256*	-0.261*	1.000		
<i>OREC</i>	-0.192*	-0.163*	0.102	-0.181*	-0.211*	-0.092	-0.101	0.301*	1.000	
<i>BETA</i>	0.127*	-0.011	0.096	0.090	0.132*	0.057	0.239*	-0.058	0.085	1.000
<i>LEV</i>	0.102	0.111*	0.002	0.190*	0.017	0.017	0.318*	-0.225*	0.025	0.054

注:*为在10%水平上显著,下同。

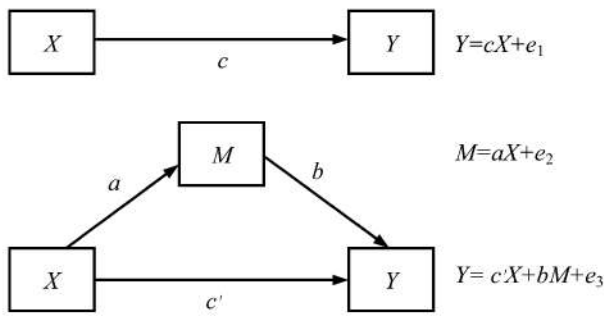


图1 中介变量法示意图

Figure 1 Mediator Variable Method Figure

图1中, X 为自变量, Y 为因变量, M 为中介变量, a 、 b 、 c 为自变量系数, e 为残差。 X 对 Y 影响的总效应为 c , 直接效应为 c' , 间接效应(中介效应)为 ab , 总效应为直接效应与间接效应之和, 即 $c = c' + ab$ 。中介效应的检验程序为, 首先检验 c 的显著性, 当 c 显著时, 检验 a 和 b , 若 a 和 b 至少有一个不显著, 做 Sobel 检验验证中介效应是否显著; 若 a 和 b 均显著, 则中介效应显著; 进一步地, 如果在 a 和 b 显著的基础上, c' 不显著, 则称为完全中介效应显著。

根据上述方法, 建立计量模型以考察机构投资者的中介效应和投资者关系管理的总效应。

(1) 构建投资者关系管理水平与股票流动性和公司价值的计量模型, 模型1、模型2和模型3分别考察投资者关系管理水平对股票换手率、净资产收益率和每股收益的影响(见表6), 代表了投资者关系管理水平的总价值效应, 即

$$f(TURN, ROE, EPS) = \beta_0 + \beta_1 IRML + \beta_2 SIZE + \beta_3 BETA + \beta_4 LEV + \sum_{i=5}^{15} \beta_i INDUSTRY + \varepsilon$$

其中, β_0 为常数项, $\beta_1 \sim \beta_{15}$ 为变量回归系数, ε 为残差。

如果投资者关系管理水平对股票换手率和公司价值存在显著影响, 则 β_1 显著; 若 β_1 不显著, 投资者关系管理水平的价值效应微小, 考察机构投资者的中介效应也就没有意义。

(2) 构建投资者关系管理水平与机构投资者变量的回归模型, 模型4和模型5分别考察投资者关系管理水平对机构投资者数量和机构投资者持股比例的影响(见表7), 即

$$f(NII, RII) = \beta_0 + \beta_1 IRML + \beta_2 SIZE + \beta_3 MANA + \beta_4 OREC + \beta_5 BETA + \beta_6 LEV + \sum_{i=7}^{17} \beta_i INDUSTRY + \varepsilon$$

其中, $\beta_1 \sim \beta_{17}$ 为变量回归系数。

如果投资者关系管理水平对机构投资者存在显著影响, 则 β_1 显著; 如果 β_1 不显著, 即使中介变量机构投资者影响换手率和公司价值, 也无法说明它是由投资者关系管理通过机构投资者传导而来的。

(3) 构建投资者关系管理水平和机构投资者联合对股票流动性和公司价值的模型, 模型6、模型7和模型8分别考察当加入机构投资者变量时投资者关系管理水平对股票换手率、净资产收益率和每股收益的影响(见表8), 即

$$f(TURN, ROE, EPS) = \beta_0 + \beta_1 IRMI + \beta_2 (NII, RII) + \beta_3 SIZE + \beta_4 BETA + \beta_5 LEV + \sum_{i=6}^{16} \beta_i INDUSTRY + \varepsilon$$

其中, $\beta_1 \sim \beta_{16}$ 为变量回归系数。

如果加入机构投资者变量后, 投资者关系管理水平对股票流动性和公司价值的影响不再显著, 说明投资者关系管理主要是通过机构投资者间接影响公司价值的, 即机构投资者的间接效应显著。若模型1~模型5中投资者关系管理水平的系数显著不为零, 而模型6~模型8中投资者关系管理水平系数的显著性水平降低或者不显著, 说明在模型1~模型3中投资者关系管理水平对股票流动性和公司价值的解释力主要是通过机构投资者传导体现的, 机构投资者发挥显著的中介作用。变量的系数符号也反映出投资者关系管理是如何通过机构投资者对股票流动性和公司价值产生影响的。

使用 SPSS 对模型进行多元回归后, 得到以标准化回归系数显示的结果, 见表6、表7和表8。根据回归结果可知, 模型1和模型3通过显著性检验, 解释能力好, 模型2虽然解释力度稍差, 但仍然显著。投资者关系管理水平 $IRML$ 均显著, 说明投资者关系管理水平可显著降低股票换手率, 提高公司价值。

表6 投资者关系管理水平的总效应回归结果

Table 6 Regression Results of Total Effect of IRML

	模型1 TURN	模型2 ROE	模型3 EPS
IRML	-0.214*** (0.001)	0.124* (0.060)	0.139** (0.021)
SIZE	0.395*** (0.000)	-0.211*** (0.004)	0.446*** (0.000)
BETA	0.139** (0.035)	0.020 (0.777)	0.028 (0.662)
LEV	0.101 (0.123)	0.107 (0.121)	-0.108* (0.087)
INDUSTRY	已控制	已控制	已控制
调整 R ²	0.152	0.056	0.211
F 统计量	3.775*** (0.000)	1.926*** (0.022)	5.131*** (0.000)

注: 表中数据为标准化后的回归系数取值, 括号内的数据为 p 值; ***为在1%水平上显著。下同。

表7 投资者关系管理水平与
机构投资者变量的回归结果
Table 7 Regression Results of Variables
of IRML and Institutional Investors

	模型4 NII	模型5 RII
IRML	0.205*** (0.000)	0.245*** (0.000)
SIZE	0.677*** (0.000)	0.466*** (0.000)
MANA	0.139** (0.014)	0.122* (0.064)
OREC	-0.085* (0.100)	-0.106* (0.085)
BETA	0.025 (0.636)	-0.137** (0.025)
LEV	-0.042 (0.425)	0.008 (0.893)
INDUSTY	已控制	已控制
调整 R ²	0.468	0.272
F 统计量	13.028*** (0.000)	6.096*** (0.000)

模型4和模型5通过显著性检验,解释力度好。投资者关系管理水平、公司规模以及两类代理成本均对机构投资者数量和持股比例产生显著影响。投资者关系管理水平越高,机构投资者数量和持股比例越高。

模型6、模型7和模型8分别考察机构投资者的中介效应。每个模型均检验机构投资者数量和持股比例两方面,第一列为加入机构投资者数量变量构成的回归方程,第二列为加入机构投资者持股比例变量构成的回归方程。回归模型对股票换手率和每股收益的回归拟合优度高,解释力强,对净资产收益率的解释力稍差。从投资者关系管理水平的回归系数看,对股票换手率和公司价值虽然存在影响,但显著性降低或不显著。机构投资者数量和持股比例对股票换手率和公司价值均存在影响,且均在1%的水平上显著。因此,机构投资者数量对股票换手率的中介效应显著,机构投资者持股比例对股票换手率为完全显著的中介效应,机构投资者数量和持股比例对公司价值为完全显著的中介效应。由此可知,投资者关系管理水平对公司价值的影响主要是通过机构投资者来实现的。

上述回归结果反映了投资者关系管理水平影响股票流动性和公司价值的直接效应和间接效应,从

模型回归结果可以看出,投资者关系管理水平对公司市场表现产生显著影响,即以互动沟通为特征的投资者关系管理水平对股票流动性和公司价值产生显著影响,说明公司营销的价值效应显著。将投资者关系管理水平的影响效应分解后可以看到,以机构投资者数量为中介变量的路径中,机构投资者对股票换手率发挥的中介效应占总效应的比重为59.9% ($\frac{0.205 \times (-0.625)}{-0.214} \times 100\%$),机构投资者对净资产收

益率发挥的中介效应占总效应的比重为51.6% ($\frac{0.205 \times 0.312}{0.124} \times 100\%$),机构投资者对每股收益产生

的中介效应占总效应的比重为49.8% ($\frac{0.205 \times 0.338}{0.139} \times$

100%)。在以机构投资者持股比例为中介变量的路径中,机构投资者对股票换手率发挥的中介效应占总效应的比重为71.1% ($\frac{0.245 \times (-0.621)}{-0.214} \times 100\%$),

机构投资者对净资产收益率发挥的中介效应占总效应的比重为44.1% ($\frac{0.245 \times 0.223}{0.124} \times 100\%$),机构投资者对

每股收益产生的中介效应占总效应的比重为50.2% ($\frac{0.245 \times 0.285}{0.139} \times 100\%$)。机构投资者发挥的中介效

应基本都在50%左右,机构投资者的价值贡献率占公司营销价值的一半;更突出的是,在股票换手率方面,机构发挥了71%的作用,这意味着,如果上市公司希望干预公司股票的流动性、稳定公司股价,应主要针对机构投资者进行信息沟通和营销,吸引机构投资者更多地持股。通过机构投资者的营销中介所产生的价值效应均显著,说明机构投资者是公司营销的重要中介,应该作为互动沟通的主要对象。

3.5 稳健性检验

肖斌卿、Healy和Ajinkya等都分析了投资者关系管理与机构投资者的内生性问题^[24-26]。为检验本研究实证结果的稳健性,采用2005年机构投资者平均持股数据与2007年投资者关系管理水平指数进行回归。由于部分机构投资者持股数据缺失,内生性样本共有233个。回归结果显示,机构投资者持股对投资者关系管理水平的影响不显著,二者的内生性问题并不明显。这表明,中国上市公司机构投资者的治理作用不显著,对上市公司的投资者关系管理活动作用甚微,现阶段机构投资者更多的是被动接受公司信息,因此上市公司的营销需加强沟通,提高机构投资者的主动性,为发挥机构投资者的监督作用提供便利渠道。

诸多研究表明,投资者关系管理与公司价值之间也存在内生性问题。Ma等发现,投资者关系管理对公司绩效具有显著的促进作用,尤其是在控制内生性问题之后,这种促进作用更加强烈,同时公司绩效对投资者关系管理也存在着强烈的反馈作用,两

表8 机构投资者的中介效应回归结果
Table 8 Regression Result of Mediating Effect about Institutional Investors

	模型6 TURN		模型7 ROE		模型8 EPS	
	估计系数 (对NII)	估计系数 (对RII)	估计系数 (对NII)	估计系数 (对RII)	估计系数 (对NII)	估计系数 (对RII)
IRML	-0.094* (0.094)	-0.065 (0.219)	0.064 (0.333)	0.068 (0.309)	0.074 (0.216)	0.071 (0.240)
NII	-0.625*** (0.000)		0.312*** (0.000)		0.338*** (0.000)	
RII		-0.621*** (0.000)		0.223*** (0.002)		0.285*** (0.000)
SIZE	0.014 (0.852)	-0.117* (0.064)	0.007 (0.943)	0.106 (0.182)	0.225 (0.007)	0.318*** (0.000)
BETA	0.155*** (0.007)	0.055 (0.307)	0.011 (0.867)	0.051 (0.458)	0.019 (0.759)	0.066 (0.286)
LEV	0.055 (0.331)	0.088* (0.100)	0.130* (0.055)	0.113* (0.098)	-0.084 (0.171)	-0.102* (0.094)
INDUSTRY	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
调整R ²	0.362	0.435	0.105	0.092	0.270	0.267
F统计量	9.226*** (0.000)	12.143*** (0.000)	2.705*** (0.001)	2.478*** (0.002)	6.351*** (0.000)	6.289*** (0.000)

者之间存在着显著的正相关关系^[27];李心丹等也发现与此一致的结论^[28]。本研究选取2005年净资产收益率和每股收益作为工具变量考察二者的内生性,得出与其他学者一致的结论,投资者关系管理与公司价值之间存在严重的内生性问题,上市公司业绩表现好,也会促进公司更多地投资于投资者关系管理活动,从而获得更高的公司营销收益。

4 结论

本研究以公司内部的投资关系管理职能为出发点,考察中国上市公司的公司营销状况,选取机构投资者作为营销对象,通过中介变量法研究公司营销的作用路径和价值效应。实证研究结果表明,以互动沟通为特征的投资者关系管理对股票流动性和公司价值产生显著影响,说明公司营销的价值效应显著。进一步研究发现,在以机构投资者数量和持股比例为中介变量的路径中,机构投资者发挥的中介效应基本都在50%左右,机构投资者的价值贡献

率占据公司营销价值的一半,所以如果上市公司希望干预公司股票的流动性、稳定公司股价,应主要针对机构投资者进行信息沟通和营销,吸引机构投资者更多地持股。

本研究结论对中国资本市场环境中的上市公司具有特殊意义。上市公司需要关注顾客和投资者,重视产品市场和资本市场的营销。目前中国国内的研究普遍重视产品营销,忽视或不重视公司营销。投资者作为公司最重要的利益相关者,他们是公司的资本提供者,与公司的根本利益是一致的,应成为公司营销的重点。而且机构投资者对上市公司资本市场的其他利益相关者的影响广泛,如分析师、媒体、中小投资者等,因而会显著影响公司的市场表现,应该是公司营销的核心。在分析机构投资者中介效应的基础上,进一步研究投资者关系管理对分析师、媒体、中小投资者的影响,考察这些利益相关者在公司营销价值链中的直接作用以及与机构投资者相互影响后的间接作用将成为未来的研究方向。

参考文献:

- [1] 马连福,高丽,胡艳. 公司治理框架下的公司营销模式探析[J]. 外国经济与管理, 2008, 30(8):39-44.
Ma L F, Gao L, Hu Y. Study on the Corporate Marketing Model Based on Corporate Governance[J]. Foreign Economics and Management, 2008, 30(8):39-44. (in Chinese)
- [2] Dolphin R R. Approaches to Investor Relations: Implementation in the British Context[J]. Journal of Marketing Communications, 2003, 9(1):29-43.
- [3] Tuominen P. Investor Relations: A Nordic School Approach[J]. Corporate Communications: An International Journal, 1997, 2(1): 46-55.
- [4] 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.
Tang G Q, Zhu W. Investor Relations Management for the Share Issuer[J]. Journal of Central University of Finance & Economics, 2003(11):18-21. (in Chinese)
- [5] Bushee B J, Noe C. Corporate Disclosure Practices, Institutional Investors, and Stock Return Volatility[J]. Journal of Accounting Research, 2000, 38(1): 171-202.
- [6] Bradshaw M T, Bushee B J, Miller G S. Accounting Choice, Home Bias, and U. S. Investment in Non-U. S. Firms[J]. Journal of Accounting Research, 2004, 42(5):795-841.
- [7] 江向才. 公司治理与机构投资者持股之实证研究[J]. 南开管理评论, 2004, 7(1):33-40.
Jiang X C. A Study of the Relationship between Corporate Governance and Institutional Shareholders[J]. Nankai Business Review, 2004, 7(1):33-40. (in Chinese)
- [8] 马连福,高丽. 投资者关系管理对资本市场可见度的影响[J]. 中南财经政法大学学报, 2008(5):62-67.
Ma L F, Gao L. The Effects of Investor Relation Management of Listed Companies on Corporate Visibility in Capital Market[J]. Journal of Zhongnan University of Economics and Law, 2008(5):62-67. (in Chinese)
- [9] 杨德明,辛清泉. 投资者关系与代理成本——基于上市公司的分析[J]. 经济科学, 2006(3):47-60.
Yang D M, Xin Q Q. Investor Relations and Agency Cost——Analysis Based on Listed Companies[J]. Economic Science, 2006(3):47-60. (in Chinese)
- [10] 马连福,陈德球,高丽. 投资者关系管理、现金流权和公司价值——基于中国家族上市公司的实证研究[J]. 山西财经大学学报, 2007(12):72-80.
Ma L F, Chen D Q, Gao L. Investor Relations Management, Cash-Flow Rights and Corporate Value——Empirical Study on Family-Owned Listed Companies in China[J]. Journal of Shanxi University of Finance and Economics, 2007(12):72-80. (in Chinese)
- [11] Useem M. Investor Capitalism: How Money Managers Are Changing the Face of Corporate America[M]. New York: Basic Books, 1996.
- [12] McConnell J J, Servaes H. Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value[J]. Journal of Financial Economics, 1990, 27(2):595-612.
- [13] Ferreira M A, Matos P. The Colors of Investors' Money: The Role of Institutional Investors around the World[J]. Journal of Financial Economics, 2008, 88(3):499-533.
- [14] Del Guercio D, Hawkins J. The Motivation and Impact of Pension Fund Activism[J]. Journal of Financial Economics, 1999, 52(3):293-340.
- [15] Faccio M, Lasfer M A. Do Occupational Pension Funds Monitor Companies in Which They Hold Large Stakes? [J]. Journal of Corporate Finance, 2000, 6(1):71-110.
- [16] 娄伟. 基金持股与上市公司业绩相关性的实证研究[J]. 上海经济研究, 2002(6):58-62.
Lou W. Empirical Research on Pertinence between Fund Share-holding and Performance of Listed Companies[J]. Shanghai Economic Review, 2002(6):58-62. (in Chinese)
- [17] 续芹. 我国机构投资者的作用力研究[M]. 北京:对外经济贸易大学出版社, 2008.
Xu Q. Research on the Function of Chinese Institutional Investors[M]. Beijing: University of International Business and Economics Press, 2008. (in Chinese)
- [18] Botosan C A. Disclosure Level and the Cost of Equity Capital[J]. The Accounting Review, 1997, 72(3):323-349.
- [19] Bushee B J, Miller G S. Investor Relations, Firm Visibility, and Investor Following[R]. SSRN Working Paper, 2007.
- [20] Brammer S, Millington A. Firm Size, Organizational Visibility and Corporate Philanthropy: An Empirical Analysis[J]. Business Ethics: A European Review, 2005, 15(1):6-18.
- [21] Bushee B, Noe C. Corporate Disclosure Practices, Institutional Investors, and Stock Return Volatility[J]. Journal of Accounting Research, 2000, 38(1):171-202.
- [22] 林小驰,欧阳婧,岳衡. 谁吸引了海外证券分析师的关注[J]. 金融研究, 2007(1):84-98.
Lin X C, Ouyang J, Yue H. Who Are the Attention-

- getting Finns for Foreign Securities Analysts? [J]. *Journal of Financial Research*, 2007(1):84-98. (in Chinese)
- [23] 温忠麟,侯杰泰,张雷. 调节效应与中介效应的比较和应用[J]. *心理学报*, 2005,37(2):268-274.
Wen Z L, Hau K T, Chang L. A Comparison of Moderator and Mediator and Their Applications [J]. *Acta Psychologica Sinica*, 2005,37(2):268-274. (in Chinese)
- [24] 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*, 2007,10(3):51-60.
Xiao B Q, Li X D, Gu Y, Wang S H. Investor Relations and Corporate Governance in China: Evidence from the Investor Relations Survey of A Listed Company [J]. *Nankai Business Review*, 2007,10(3):51-60. (in Chinese)
- [25] Healy P M, Hutton A P, Palepu K G. Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Sustained Increases in Disclosure [J]. *Contemporary Accounting Research*, 1999,16(3):485-520.
- [26] Ajinkya B B, Bhojraj S, Sengupta P. The Governance Role of Institutional Investors and Outsider Directors on the Properties of Management Earnings Forecasts [R]. 14th Annual Conference on Financial Economics and Accounting, 2003.
- [27] Ma L F, Chen D Q. Investor Relations Management and Firm Performance——An Empirical Research Based on the Perspective of Endogeneity [C] // *Proceedings of the 3rd IEEE International Conference on Wireless Communications, Knowledge and Engineering Management*. Shanghai, 2007:4018-4025.
- [28] 李心丹,肖斌卿,王树华,刘玉灿. 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.
Li X D, Xiao B Q, Wang S H, Liu Y C. Evaluation Index and Its Practice Research of IRM of Chinese Listed Companies [J]. *Management World*, 2006(9):117-128. (in Chinese)

Value Effect of Corporate Marketing Based on Investor Relations Management

MA Lian-fu^{1,2}, GAO Li³, ZHANG Chun-qing^{1,2}

1 Center for Studies of Corporate Governance, Nankai University, Tianjin 300071, China

2 Business School, Nankai University, Tianjin 300071, China

3 International Business School, Tianjin Foreign Language Studies University, Tianjin 300204, China

Abstract: This study takes the function of Investor Relations Management of the corporate as the starting point to development corporate marketing. With the Investor Relations Management Index and based on reviewing and analyzing the basic marketing theory, this paper studies Chinese listed companies marketing conditions, then selects institutional investors as marketing target to test value effect of corporate marketing through mediator method. The results of empirical research show that Investor Relations Management, whose core is interactive communication, can significantly affect the turnover rate and company value through marketing to institutional investors, and the value effect of marketing is significant. As the marketing agency, the institutional investors bring the significant mediating effect on the corporate marketing and their value contribution is half of the corporate marketing value. The institutional investors should be the main target of interactive communication and the important mediator as well as the core of corporate marketing. The conclusion of this paper is of special significance for the listed companies of China.

Keywords: corporate marketing; investor relations management; value effect; institutional investors

Received Date: November 19th, 2009 **Accepted Date:** May 26th, 2010

Funded Project: Supported by the National Natural Science Foundation of China (70532001, 70872050) and Key Research Institute Project of Humanities & Social Science of Ministry of Education of China (06JJD630008)

Biography: Dr. MA Lian-fu, a Hebei Cangzhou native (1963 -), graduated from Nankai University and is a professor and Ph. D. advisor in the Center for Studies of Corporate Governance and Business School at Nankai University. His research interests include corporate governance, investor relations management, marketing management, etc. E-mail: malianfu@nankai.edu.cn □