



# 基于投资者关系管理的 机构股东积极治理研究

Study on Institutional Shareholder Activism  
based on Investor Relations Management



高丽 著

中国物资出版社

# 基于投资者关系管理的机构股东积极治理研究

Study on Institutional Shareholder Activism  
based on Investor Relations Management

ISBN 978-7-5047-3569-0



9 787504 735690 >

定价: 32.00元

天津外国语学院国际商学院精品专著系列

国家自然科学基金项目——基于投资者关系管理的上市公司治理优化研究  
(项目号: 70872050) 阶段性成果

# 基于投资者关系管理的机构 股东积极治理研究

中国物资出版社

**图书在版编目 (CIP) 数据**

基于投资者关系管理的机构股东积极治理研究/高丽著. —北京: 中国物资出版社, 2010. 10

(天津外国语学院国际商学院精品专著系列)

ISBN 978-7-5047-3569-0

I. ①基… II. ①高… III. ①上市公司—股东—治理—研究—中国  
IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 181909 号

策划编辑 寇俊玲

责任编辑 寇俊玲

责任印制 方朋远

责任校对 孙会香 杨小静

中国物资出版社出版发行

网址: <http://www.clph.cn>

社址: 北京市西城区月坛北街 25 号

电话: (010) 68589540 邮政编码: 100834

全国新华书店经销

中国农业出版社印刷厂印刷

开本: 710mm×1000mm 1/16 印张: 12 字数: 197 千字

2010 年 10 月第 1 版 2010 年 10 月第 1 次印刷

书号: ISBN 978-7-5047-3569-0/F·1413

定价: 32.00 元

(图书出现印装质量问题, 本社负责调换)

# 前 言

在过去的几十年中，全球金融市场发展的一个突出表现就是机构投资者的迅速崛起。无论是发展中国家还是发达国家，机构投资者在金融市场和金融体系中的作用越来越重要，对公司治理结构和机制的影响越来越大，其监督经理层和制衡大股东的功能逐渐凸显，因而备受理论界和实务界关注。我国政府和学术界也对机构股东积极治理寄予厚望，但其表现却不尽如人意。在现有的市场条件下，如何促进机构股东积极治理作用的发挥成为关键问题，本书认为，投资者关系管理的发展是我国机构股东积极治理走出困境的路径之一。

在此背景下，研究基于投资者关系管理的机构股东积极治理具有一定的理论和现实意义。首先，在理论研究方面，从公司营销视角探讨投资者关系管理理论，加深了对投资者关系管理本质的认识，拓宽了投资者关系管理的研究视角。其次，研究投资者关系管理作用于机构股东积极治理的机理，理清了机构股东积极治理的约束条件和投资者关系管理的作用路径，丰富了机构股东积极治理的研究成果。同时，基于投资者关系管理视角的研究有助于促进机构股东监督作用的发挥，实现中小投资者利益的保护和上市公司质量的提升，并为政策制定者提供经验借鉴；从机构投资者角度可以清晰地描绘出投资者关系管理的作用路径和作用效果，有助于上市公司有针对性地开展投资者关系管理活动，深层次推进投资者关系管理的实践应用。

本书总体的研究思路为：从公司治理和公司营销视角分别阐释了机构股东积极治理与投资者关系管理的理论基础；从投资者关系

管理的融资和价值创造动机出发，构建了投资者关系管理作用于机构股东积极治理的理论分析框架，分析了投资者关系管理作用于机构股东积极治理的机理，并建立了融资驱动和价值创造驱动的机构股东积极治理模型；结合我国上市公司的实践背景，设计了投资者关系管理水平评价体系，最后对投资者关系管理作用于机构股东积极治理的路径和效果加以检验，得出研究结论。

本书的主要研究结论有如下几点：

1. 投资者关系管理是基于资本市场的公司营销战略，公司营销视角成为投资者关系管理理论研究的演进方向。投资者关系管理是运用营销工具，在竞争性市场上传递前瞻性信息，引导利益相关者的未来预期，促进与关键利益相关者的互动沟通，从而降低信息不对称，减少市场不确定性和风险，提升公司价值的战略行为。从公司营销视角研究投资者关系管理能够突出体现投资者关系管理的价值创造功能。

2. 提高投资者关系管理水平是促进机构股东积极参与公司治理的最佳途径。信息披露与沟通功能的融合是投资者关系管理的优势所在。上市公司主动传递前瞻性信息使机构股东获取的信息更加全面、准确和及时；互动沟通渠道的建立使机构股东积极治理有了低成本的通道，投反对票、征集投票权以及媒体公开批评等方式将成为次优选择，从而降低了机构股东积极治理的外在约束，为机构股东积极参与公司治理创造了条件。

3. 投资者关系管理作用于机构股东积极治理的路径为：从公司融资和价值创造动机出发，选择符合公司战略目标的机构投资者，调整公司的投资者结构；向机构股东传递前瞻性信息，促使其积极参与公司治理，并对市场中的投资者作出“承诺”，鼓励投资者进行投资，实现融资目的；通过互动沟通渠道得到市场对公司的评价和反馈以及投资者的相关建议，及时调整公司策略，提高公司决策的科学性和效率，实现公司价值的提升。

4. 在我国上市公司中，机构股东偏好公司规模大、第一类代理

成本高和投资者关系管理水平高的上市公司，投资者关系管理作用于机构股东积极治理的价值效应显著。上市公司开展投资者关系管理的重点应放在机构股东积极治理的引入。

本书是基于我国上市公司机构股东积极治理的现实需要而进行的理论探索，其创新在于揭示了公司营销视角的投资者关系管理对于机构股东积极治理的作用。首先，从公司营销视角构建了投资者关系管理的理论框架，拓展了投资者关系管理的研究领域；其次，基于公司营销框架下的投资者关系管理理论，提出投资者关系管理是影响机构股东积极治理的有效途径，客观上为引入机构股东积极治理创造了条件；最后，从投资者关系管理的融资动机和价值创造动机出发，构建了融资驱动和价值创造驱动的机构股东积极治理模型，并通过数理模型和实证研究加以检验。

**高 丽**

**2010 年 8 月**

# 目 录

|                                        |       |
|----------------------------------------|-------|
| <b>第一章 引 言</b> .....                   | (1)   |
| 第一节 问题的提出 .....                        | (1)   |
| 第二节 核心概念的界定 .....                      | (11)  |
| 第三节 研究思路、主要内容与框架 .....                 | (16)  |
| 第四节 研究方法与创新点 .....                     | (19)  |
| <b>第二章 文献回顾与述评</b> .....               | (23)  |
| 第一节 机构股东积极治理及价值效应 .....                | (23)  |
| 第二节 机构股东积极治理的影响因素 .....                | (33)  |
| 第三节 投资者关系管理的研究视角 .....                 | (38)  |
| 第四节 投资者关系管理的价值效应 .....                 | (44)  |
| 第五节 文献评析 .....                         | (49)  |
| <b>第三章 投资者关系管理与机构股东积极治理的理论基础</b> ..... | (52)  |
| 第一节 公司营销视角的投资者关系管理 .....               | (52)  |
| 第二节 机构投资者的特征与机构股东积极治理 .....            | (70)  |
| 第三节 机构股东积极治理的所有权结构与机制 .....            | (81)  |
| 第四节 机构股东积极治理的动因与约束 .....               | (88)  |
| <b>第四章 投资者关系管理作用于机构股东积极治理的机理</b> ..... | (102) |
| 第一节 投资者关系管理的动机 .....                   | (102) |
| 第二节 投资者关系管理的作用路径 .....                 | (105) |
| 第三节 投资者关系管理驱动的机构股东积极治理模型 .....         | (110) |
| 第四节 研究假设的提出 .....                      | (117) |

|                         |       |
|-------------------------|-------|
| <b>第五章 实证检验</b>         | (121) |
| 第一节 研究变量的设计与选取          | (121) |
| 第二节 样本选择与描述性统计分析        | (129) |
| 第三节 机构股东积极治理的影响因素检验     | (136) |
| 第四节 投资者关系管理的调节效应和价值效应检验 | (140) |
| <b>第六章 研究结论及展望</b>      | (150) |
| 第一节 研究结论与启示             | (150) |
| 第二节 局限性与研究展望            | (155) |
| <b>参考文献</b>             | (158) |
| <b>附录</b>               | (176) |
| <b>后 记</b>              | (182) |



# 第一章 引言

作为本书起点，本章将在相关研究背景的基础上提出研究问题，明确研究意义，界定核心概念并介绍主要内容和创新点，最后概括本书的研究方法和技术路线。

## 第一节 问题的提出

### 一、研究背景

在过去的几十年中，全球金融市场发展的一个突出表现就是机构投资者的迅速崛起，无论是发展中国家还是发达国家，机构投资者在金融市场和金融体系中的作用越来越重要，机构股东积极治理成为重要的公司监督机制，备受理论界和实务界关注。我国政府和学术界也对机构股东积极治理寄予厚望，但其表现却不尽如人意。在现有的市场条件下，如何促进机构股东积极治理作用的发挥成为关键问题，本书认为，投资者关系管理的发展是我国机构股东积极治理走出困境的路径之一。

#### （一）机构股东积极治理：监督与制衡功能凸显

1932年，律师 Berle 和记者 Means 将现代公司制度的典型特征概括为“所有权和控制权的分离”，但他们却对无法回避所有权和控制权的分离问题的现代公司制度的运行表现出无比的悲观，他们甚至表示，所有权与控制权的分离是“对过去三个世纪赖以生存的经济次序构成的威胁”。究其原因，是因为现代公司分散的所有权特征，以及股东之间免费“搭便车”的问题，使股东对经理人实施有效的监督十分困难。“把所有权分散在一张张股票里，等于是对这种权利的弱化，它再也不能有效地控制公司的经营活动了”，因此，在 20 世纪 80 年代之前的“经理人资本主义”时代，冷



漠的股东通常奉行“华尔街法则”，在无法动用“发言权”的情况下只能选择“退出”。但是，在 20 世纪 80 年代中期各种机构投资者（包括各种养老基金、互助基金、保险基金等）的大规模崛起，给公司结构带来了震撼性的影响，并动摇了它的各个方面。国家上市公司的股权呈现出向大型机构投资者快速集中的趋势，股东法人化和机构化的趋势使得美国、英国等发达国家股东高度分散化的状况发生了很大变化，机构投资者的持股比例已经接近 50%。经过几十年的发展，全球金融市场的资金结构发展呈现出机构化的趋势，机构投资者在金融市场和金融体系中的作用越来越重要，在 1993 年，成熟市场<sup>①</sup>上机构投资者所持有的资产为 18 万亿美元，到了 2001 年，其持有的资产已经增加到 34 万亿美元，增长了 90%，是成熟市场国家 GDP 的 147.2%。

机构股东一开始是为了抵制监管时代的权力滥用而积极行使股东权利，到 20 世纪 80 年代末，机构股东积极治理全面盛行，要求获得“话语权”的公司治理行动显著增加，机构投资者的监督对公司治理日益重要。正如同 Lashbrooke (1995) 所言：“公司治理问题不再是交易和经济学问题，而是机构投资者采取积极还是消极态度的问题。”他们积极行使投票权、提出议案和公开批评等一系列股东权利来监督经理人的行为，投资人对经理人实行有效制约的“投资者资本主义”<sup>②</sup>时代已经到来。他们反对经理人的过高薪酬，替换和罢免不合格的董事和高管，以彻底改变公司的根本战略和关键人事，确保新战略的迅速实施。据调查，由于机构股东的积极行动，美国总裁的平均任职周期已经从 20 世纪 80 年代的 10 年降到了 90 年代末的 7 年。

除英美等少数国家外，世界上大部分国家的公司股权不是分散而是相当集中的，如果存在持股比例较高的大股东，公司中就会产生不能为其他股东分享的控制权私人收益，而且，Johnson 等 (2000) 认为大股东常常

<sup>①</sup>统计的成熟市场国家包括所有的 OECD 成员国。

<sup>②</sup>沃顿商学院迈克尔·尤辛 (Michael Useem) 教授率先提出“投资者资本主义” (investor capitalism)，他认为投资者和经理人之间关系的发展不像市场或组织的发展，他们是通过非正式的纽带形成一个长久的网络，指导双方进行信息交流和相互影响。“投资者资本主义”改变了经理与所有者之间的平衡，结束了不受约束的经理垄断时代。



将上市公司的资源从小股东手中转移到自己控制的企业中去，利用金字塔式的股权结构，把底层企业的资金转移到高层企业，从而使小股东利益受到侵害，产生“隧道行为（Tunneling）”。Lins（2003）认为，由于在新兴市场保护小股东的治理机制和法律监督非常不健全，致使大股东侵害小股东的利益更加容易，而且遭到相应惩罚的可能性较小，因此，新兴市场上大股东与小股东的代理问题尤其严重。

在股权相对集中以及新兴转轨国家中，机构股东积极行为也逐渐流行。随着机构投资者持股比例的增加，其作为非控股大股东以及小股东的代言人，最有能力和动力来监督控股股东的行为，维护自身以及小股东的利益。Claessens 和 Fan（2002）在回顾亚洲各国公司治理研究后指出，在中国这样的发展中国家，由于缺乏完善的法律体系对小股东进行保护，发展机构投资者在内的其他公司治理机制将大大促进市场的规范和良性发展。Merton 和 Bodie（1995）认为激励成本的存在会导致公司外部融资比内部融资的成本更高，因此，以机构投资者为代表的金融中介可以强化上市公司的信息披露，通过股权制衡<sup>①</sup>增加约束的方式减少代理成本。

可以说，在股权分散的市场中，机构股权的适度集中起到了监督经理人的作用，机构投资者的确有效地约束了公司的管理人员，使他们以公司的真实业绩为目标，减少管理者的投机行为。在股权集中的市场中，机构股东可以形成与大股东制衡的股权结构，通过对大股东行为的监督，降低大股东的侵占效应和代理问题。这就是本研究所依托的国际背景。

## （二）我国的机构股东积极治理：困境与反思

在不同法律体系下的治理模式中，机构投资者都可以发挥相当的作用，有学者提出，传统的英美治理模式和德日治理模式的共同演进方向是机构主导的治理模式，我国应当构建“机构主导型”的公司治理模式。这反映了机构股东积极治理的普遍适用性，在公司治理中起到不可或缺的作用。鉴于此，国内许多学者也提出要改变我国“一股独大”的现状，提高上市公司治理质量，需要引入多元股东，形成多元股东的制衡，大力发展

<sup>①</sup>股权制衡是指控制权由少数几个大股东分享，通过内部牵制，使得任何一个大股东都无法单独控制企业的决策，达到大股东互相监督同时抑制内部人掠夺的股权安排模式。



机构投资者，使之成为今后投资者的主流，同时，吸引中小投资者加盟，提高证券市场的成熟度（仲继银，2000；李青原，2002；王奇波、曹洪，2006）。在股市动荡的2008年，《董事会》杂志有多篇文章集中探讨了机构投资者进入上市公司董事会的可能性与障碍<sup>①</sup>，表明对机构投资者参与公司治理寄予了厚望。

我国政府也意识到了发展机构投资者的重要性，并于1997年之后开始大规模发展机构投资者。2000年上半年，中国证券监督管理委员会（以下简称证监会）提出“超常规、创造性地培育和发展机构投资者”的口号；2002年1月颁布的《上市公司治理准则》中规定，机构投资者应在公司董事选任、经营者激励与监督、重大事项决策等方面发挥作用；2002年7月颁布的《关于上市公司增发新股有关条件的通知》明确规定，增发新股的股份数量超过公司股份总数20%的，其增发提案还须获得出席股东大会的流通股（社会公众股）股东所持表决权的半数以上通过；2002年12月，正式启动QFII（合格境外机构投资者）制度；2004年12月发布的《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》，规定上市公司向社会公众增发新股，须经全体股东大会表决通过，并经参加表决的社会公众股股东所持表决权的半数以上通过，方可实施或提出申请；2005年4月发布的《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，规定股改方案如要获得通过，不仅要经参加表决的股东所持表决权的2/3以上通过，并且要经参加表决的流通股股东所持表决权的2/3以上通过。经过一系列的“超常规”运作，机构投资者得到了大力发展。中国人民银行发布的《2006年中国金融市场发展报告》中指出，机构投资者已经成为我国金融市场的主体，占据了股市的主导权和话语权，机构投资者时代已经到来。机构投资者持市值比例如表1-1所示。

---

<sup>①</sup>《董事会》于2008年1月号刊登了“机构投资者适合进入董事会吗？”、“机构投资者参与董事会治理的途径”、“机构投资者不会代表中小投资者的利益”等多篇文章集中讨论机构投资者的作用。



表 1-1

机构投资者持股市值比例

单位：%

| 占流通市值比例   |        |        |        |        |        |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 机构投资者     | 2004 年 | 2005 年 | 2006 年 | 2007 年 | 2008 年 |
| 证券投资基金    | 13.283 | 15.927 | 20.627 | 25.796 | 19.864 |
| 券 商       | 0.905  | 0.897  | 0.398  | 0.403  | 0.144  |
| 保险机构      | —      | 0.333  | 1.389  | 1.364  | 0.478  |
| QFII      | 0.253  | 0.887  | 1.325  | 0.314  | 0.179  |
| 全部机构      | 16.615 | 20.751 | 29.828 | 40.439 | 33.076 |
| 占股票市价总值比例 |        |        |        |        |        |
| 机构投资者     | 2004 年 | 2005 年 | 2006 年 | 2007 年 | 2008 年 |
| 证券投资基金    | 4.190  | 5.221  | 5.769  | 7.338  | 7.400  |
| 券 商       | 0.285  | 0.294  | 0.111  | 0.115  | 0.054  |
| 保险机构      | —      | 0.109  | 0.388  | 0.388  | 0.178  |
| QFII      | 0.080  | 0.291  | 0.371  | 0.089  | 0.067  |
| 全部机构      | 5.241  | 6.802  | 8.342  | 11.504 | 12.322 |

资料来源：Wind 资讯数据库整理。

在几年的迅速发展中，虽然发生过一些“中兴通讯 H 股发行事件”、“招商银行可转债事件”等机构投资者发挥积极作用维护中小股东利益的事件<sup>①</sup>，但总的来说，我国机构投资者并没有像预期的那样表现出积极治理的一面，起到监督大股东行为和稳定市场的作用。2000 年证券投资基金曝出了“基金黑幕”的丑闻<sup>②</sup>；在股改中由于基金、券商等具有举足轻重的一票，在巨大的利益驱动下，导致上市公司暗箱操作进行“贿票”<sup>③</sup>，向机构投资者进行利益输送，吴超鹏等（2006）、姚颐等

①王彩萍：机构投资者与公司治理关系研究。北京：经济科学出版社，2007。

②2000 年 10 月，《财经》杂志以“基金黑幕”为题披露了当时国内基金业的一些问题，包括基金组织买卖自己持有的股票，以制造虚假成交量来吸引其他投资者的“对倒”行为；同一家基金管理公司的两只基金通过事先约定的价格、数量和时间，在市场上进行交易的“倒仓”行为；采取“对倒”、“倒仓”等手法将股价拉高，提高基金净值，从而吸引投资者等。

③股改中频曝黑幕，上市公司对机构投资者进行股改贿票，甚至出现基金经理向上市公司索贿现象。



(2007)证实机构投资者未能发挥期望的议价能力,虽然机构投资者具有谈判优势,但是并未发挥,股改中以机构投资者作为流通股东的代言人,并不能实现对投资者利益的保护,甚至随着流通股2/3表决权权力的增大,基金之前还能表现出的积极主义行为已不复存在;一些基金频繁买卖股票,有的年换手率甚至超过600%,其他的也均为200%~300%,高换手率的背后,有机构投资者本身排名上的压力因素,更主要的是机构的利益诉求,这样的频繁进出,不利于持股的稳定。证券投资基金、证券公司、三类企业(国有企业、国有控股企业和上市公司)是我国的主要机构投资者,但是,这些机构投资者不但没有发挥应有的功能,而且还成了我国证券市场中的违法、违规者,成了市场操纵者的代表,坐庄、炒作行为时常发生。孙培源和施东晖(2002)、宋军和吴冲锋(2001)、张羽和李黎(2005)等研究发现我国的证券投资基金存在着显著的羊群行为,以我国证券投资基金为代表的机构投资者总体上仍然没有显示出稳定市场的功能。班耀波、齐春宇(2003)对我国情况总结后指出:我国股市中的机构投资者并未发挥稳定市场的作用。何佳等(2007)研究了以证券投资基金为代表的机构投资者对股价波动的影响,基金的行为有时增加股价波动,有时减少波动,没有一致性结论。政策制定者应通过市场基础和制度建设,建立相应的机制和提高监管能力来维护市场稳定,而不是指望机构投资者来维护市场稳定。

总之,寄希望于借助机构投资者稳定市场,实现监督上市公司管理层及制衡大股东的预想并没有实现。究其原因,可能是机构投资者自身的原因,根据“战略合作”假说,机构投资者与公司管理当局存在着合作关系,因此在双方目标一致时,议事可顺利进行,计划可顺利通过,但损害了外部人的利益(Pound, 1988);同时,政府在机构发展壮大和治理行为中进行了过多的行政干预,如明确要求机构在股市震荡时“救市”、“托市”,机构成了政府调控市场的窗口。姚颐(2006)认为,以基金为主的机构从诞生到发展是一种强制性而非诱致性制度地变迁,基金的运作受到政府的强烈干预,导致基金既不是独立运作的市场主体,也不是完全政府主导下的平准基金,而是成为了二者的混合体。因此,双重目标下的基金运作存在诸多问题,发挥的功能也已经变异,远远不同于成熟市场体制下



美国共同基金所发挥的作用。因此，机构投资者的发展不能超越其本身的功能，机构投资者只是一种金融中介，一种市场力量，本质含义在于代人理财，由此决定了逐利的本质特征。政府的职能实现需要通过政府的途径，而不能将政府的意图完全附加在机构的身上，任何超越机构自身功能的监管政策，都带有拔苗助长的色彩，最终只能破坏金融体系的效率。

那么，机构股东积极治理的内在动因和外在约束是什么？影响机构股东积极治理的原因何在？能否通过市场的力量而非政府的力量实现促进机构股东积极治理的目标？目前的研究忽略了上市公司的自发力量，上市公司本身有引入机构股东监督的诉求，也可以主动选择投资者以实现其融资和价值创造的目的，因此，本书认为，从上市公司角度寻找动力是我国机构股东积极治理走出困境的路径之一。

### （三）投资者关系管理的产生：走出困境的路径之一

投资者关系管理产生的动力在于资本竞争，即上市公司希望在资本竞争中胜出，这样它必须通过与投资者主动沟通，获得投资者对公司的了解和认同，进而取得投资者的支持，实现低成本融资和较高的相对价值。上市公司投资者关系更加强调信息沟通的主动性，是在资本竞争背景下上市公司谋求自身价值最大化的持续性行为。

投资者关系管理最初产生于 20 世纪 50 年代的美国。随着证券市场环境变化、资本市场全球化和上市公司数量的增多，企业、上市公司需要通过投资者关系活动来引起投资者的关注，从而吸引更多的投资。到了 20 世纪 70 年代，机构投资者的力量大幅增强，他们以其出色的资产管理能力和极强的分析能力，对股票价格产生巨大的影响，使公司开始极大地重视投资者关系。1982—1987 年，美国股市走“牛”，使得投资者关系管理的显著作用被市场承认，确立了其在证券市场中的重要地位。从 1987 年 10 月以后，美国股市崩溃，机构投资者趋于消极投资战略，投资者关系对公司股票价值的支撑作用达到前所未有的地步。发展到现在，投资者关系管理的主要对象是长期价值型的机构投资者，投资者关系管理理论已经深入人心，并被普遍实施。1956 年 3 月，美国管理协会（American Management Association, AMA）公布了第一份关于美国上市公司股东关系的研究报告，旨在指导美国上市公司股东关系管理实



践。20 世纪 90 年代，美国、英国、加拿大、德国、法国、日本等国家都先后成立了全国性投资者关系组织。

我国投资者关系管理的发展历程并不长。2001 年股市发生大规模的动荡，“中科系”崩盘，中科创业也成为我国证券市场中第一个股价泡沫破灭的典型，ST 猴王大股东通过担保、关联交易等方式恶意占用上市公司资金，最终提出破产申请，还有亿安科技、银广夏、郑百文虚假陈述案等违规事件的曝光，使得股票市场走势低迷，股票融资难度加大，从而使上市公司产生了对投资者关系管理的客观需要。同时，中石化、中国移动和联想等海外上市公司将适应海外资本市场的投资者关系管理理念带回国内，客观上促进了国内投资者关系管理的发展。我国的投资者关系管理开始出现了。

与机构投资者的发展相同，投资者关系管理的快速发展也得益于相关政策的大力推动。2003 年 7 月，证监会出台《关于推动上市公司加强投资者关系管理工作的通知》；同年 10 月，深圳证券交易所发布了《深圳证券交易所上市公司投资者关系管理指引》；2004 年 1 月，上海证券交易所出台了《上市公司投资者关系自律公约》；2004 年 12 月，证监会公布了《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》，第三条要求加强投资者关系管理，保障社会公众股股东的知情权，对投资者关系管理进行了清晰的界定；2005 年 7 月，证监会发布《上市公司与投资者关系工作指引》；2007 年 3 月，证监会下发《关于开展加强上市公司治理专项活动有关问题的通知》，在上市公司专项治理活动调查中，投资者关系管理是公司治理创新的主要内容，说明投资者关系管理在公司治理制度创新中的重要地位。

现实中笔者看到，主动实行投资者关系管理为上市公司带来了较高的收益。理论分析也证明（马连福等，2007、2008；李心丹等，2007；刘善敏等，2008），投资者关系管理作为公司自主性治理活动，是对投资者权益保护的一种有效治理机制，与公司价值显著正相关；在投资者关系管理水平较高的家族上市公司中，作为内部人的控股股东其现金流权比例的提高对公司价值的侵占影响要小；较高的投资者关系管理水平可以显著降低上市公司的股权融资成本；公司投资者关系管理对公司绩效具有显著的促