



● SHANGSHI GONGSI TOUZIZHE GUANXI GUANLI

上市公司 投资者关系管理

● 潘功胜 等著

 中国金融出版社

Bank

商业银行战略管理丛书

上市公司投资者 关系管理

● 潘功胜 等著

 中国金融出版社

责任编辑：亓霞

责任校对：李俊英

责任印制：毛春明

图书在版编目 (CIP) 数据

上市公司投资者关系管理 (Shangshi Gongsì Touzizhe Guanxi Guanli) / 潘功胜等著. —北京: 中国金融出版社, 2008. 9

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4775 - 8

I. 上… II. 潘… III. 上市公司—投资—监督管理—研究—中国
IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 121628 号

出版 **中国金融出版社**

发行

社址 北京市广安门外小红庙南里3号

市场开发部 (010)63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com> (010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 北京松源印刷有限公司

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 14

字数 230 千

版次 2008 年 9 月第 1 版

印次 2008 年 9 月第 1 次印刷

印数 1—4090

定价 38.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4775 - 8/F. 4335

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

序

2006年10月27日，中国工商银行（简称工商银行）在上海和香港两地同步挂牌上市，完成了全球最大规模的IPO。一路走来，工商银行出色的表现折射出中国企业和中国资本市场历经十多年的发展与磨砺而出现的转折性变化。

截至2007年年底，沪、深交易所A股上市公司共1526家，总市值约32万亿元，占GDP的比重达到133%，资本市场与国民经济关联度不断增强。港交所H股上市公司146家，总市值约5.1万亿港元，其中同时在内地和香港两地上市的公司超过52家，中国资本市场与国际金融市场的联动性也日益增强。

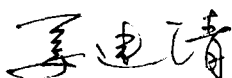
伴随着中国经济与全球经济的日益融合，越来越多的中国企业选择在香港和内地两地上市，以工商银行为代表的上市公司成为国际资本市场关注的焦点。作为两地同步上市的银行，工商银行面对着来自不同市场文化、不同市场投资者和监管要求的挑战。如何通过投资者关系管理增加上市公司透明度，如何推进公司股价充分反映公司内在价值，如何利用资本市场促进公司治理结构的持续改善和股东价值的不断提升，已成为工商银行和其他上市公司管理层重视的问题。

与起源于20世纪50年代的全球投资者关系管理现状相比，中国投资者关系管理才刚刚起步，但中国上市公司力求通过理论联系实际，不断改善、提高投资者关系管理，使之日臻完善。为此，工商银行从事投资者关系管理的同志们倾注了大量心血，潜心研究相关理论，悉心借鉴国际范例，总结工商银行上市一年多来在投资者关系管理领域的实践，完成了本书，希望能从投资者关系管理的理论出发，以识别投资者——理解投资者——沟通投资者为主线，对上市公司的投资者分类、投资者预期、投资者沟通等相关问题进行探讨。

当前，国际、国内金融市场动荡加剧，全球经济前景扑朔迷离，如何通过

良好的投资者关系管理，提高投资者与资本市场对中国经济和上市公司更高的认同，是中国上市公司面临的重大挑战。

“九尺之台，起于垒土；千里之行，积于跬步。”我相信，只要我们立足中国经济，面向国际资本市场，以发展的战略目光来迎接各种挑战，必将开创投资者关系管理的新局面。



中国工商银行股份有限公司董事长

目 录

第一章 投资者关系管理概述	1
第一节 信息不对称理论与投资者关系管理的产生	1
一、证券市场信息不对称引发信息披露的必要性	1
二、由信息披露衍生出投资者关系管理	2
三、投资者关系管理的发展	3
第二节 投资者关系管理的概念与目标	5
一、投资者关系管理的概念	5
二、投资者关系管理的目标	8
第三节 投资者关系管理的框架	10
一、投资者关系管理的主客体	11
二、投资者关系管理的内容	12
三、投资者关系管理的实现方式	15
第四节 国内外投资者关系管理现状	17
一、国外投资者关系管理的最新进展	17
二、我国上市公司投资者关系管理现状	18
第二章 投资者及股权结构	21
第一节 资本市场投资者概述	21
一、资本市场投资者的变迁	21
二、机构投资者	23
三、个人投资者	24
第二节 机构投资者分类介绍	25
一、机构投资者的分类	25

二、最应关注的投资者	33
第三节 投资公司与基金	35
一、境外资本市场基金分类	35
二、境外主要机构投资者介绍	42
三、国内资本市场基金分类	46
四、国内主要证券投资基金介绍	49
第四节 股权结构分析及其优化	53
一、外国上市公司股权结构特点	53
二、我国上市公司股权结构特点	55
三、上市公司股权结构优化	56
第三章 理解企业价值和投资者决策的因素	59
第一节 投资者确定投资组合的基本方法介绍	59
一、“Top-Down”方法确定投资组合	59
二、“Bottom-Up”方法确定投资组合	60
三、数量型基金建立投资组合的模式	60
第二节 估值方法：资本市场估值常用模型介绍	61
一、现金流量贴现模型	62
二、可比公司法	67
三、交易比较法	69
第三节 估值艺术：不同投资者运用 DDM 模型进行估值的讨论	70
一、模型的使用	71
二、股本成本的确定	71
三、不同阶段增长率的预测	73
第四节 投资者关注的问题与盈利预测指标	76
一、投资者通常关心的问题	76
二、投资者衡量企业价值的指标和盈利预测	78
第四章 上市公司法定合规的信息披露	82
第一节 信息披露制度概述	82
一、何谓信息披露	82
二、上市公司进行信息披露的意义	82

三、信息披露基本原则	84
四、上市公司信息披露规范体系	86
第二节 信息披露制度框架	88
一、信息披露主体	89
二、信息披露方式	89
三、信息披露时点	90
四、信息披露范围	91
五、信息披露渠道	91
六、信息披露审核规定	92
七、信息披露豁免规定	93
第三节 上市公司信息披露具体规定	93
一、上市公司定期报告披露合规要求	94
二、上市公司临时公告披露合规要求	98
第五章 主动、精细、互动的投资者关系管理	103
第一节 主动、精细、互动的投资者关系管理概述	103
第二节 投资者关系管理的整体框架和平台设计	105
一、投资者关系管理的制度建设	105
二、投资者关系管理的组织建设	107
第三节 投资者关系管理工作的主体和客体	109
一、投资者关系管理工作的主体——投资者关系管理团队	109
二、投资者关系管理工作的客体	115
第四节 投资者关系管理的互动式信息沟通	118
一、良好信息沟通的原则	118
二、向投资者提供信息的内容	120
三、向投资者提供信息的内容准备	120
四、沟通信息材料的编制方法	122
五、加强信息互动式沟通	123
第五节 投资者关系管理的沟通形式	125
一、精细化投资者关系沟通的原则	125
二、投资者关系沟通活动计划	125

三、投资者关系管理的实现方式	127
第六节 投资者关系管理中的危机管理	133
一、危机事件	133
二、危机公关的基本原则	133
三、危机管理各阶段处理措施	134
第六章 上市公司投资者关系管理绩效评价	135
第一节 公司外部对上市公司投资者关系管理绩效评价	135
一、资本市场对上市公司投资者关系管理的评价	136
二、监管部门对上市公司投资者关系管理的评价	137
三、学术研究机构对投资者关系管理的评价	138
第二节 上市公司内部对投资者关系管理部门的评价	141
一、部分上市公司对投资者关系管理部门的评价	141
二、本书对上市公司投资者关系管理部门的评价体系	142
第三节 提升上市公司投资者关系管理工作绩效的几个 重要问题	144
一、妥善处理非流通股禁售期结束后股价波动问题	145
二、周密考虑各方面利益，成功进行股权再融资	147
三、加强高管层对投资者关系管理工作的重视和推动	148
四、加强对投资者预期的引导	149
附录一：主要国际多头基金管理公司背景介绍	150
附录二：国内基金产品列表	159
附录三：上市公司定期报告披露内容要求	170
附录四：董事、监事、高级管理人员持股变动报告制度 相关内容	178
附录五：内幕交易禁止和预防制度相关内容	181
附录六：关于股东权利义务的规定	184

附录七：《投资者关系杂志》投资者关系调查问卷样本 （加拿大）	190
附录八：资本市场上投资者关系管理相关奖项简介	200
参考文献	204

第一章 投资者关系管理概述

第一节 信息不对称理论与投资者关系管理的产生

投资者关系管理从 20 世纪中叶诞生之初，即与证券市场的规制密切相关。这不仅是出于满足证券市场投资者需求的目的，也是上市公司应对市场竞争和选择的需要，更是证券市场对平等、信息透明的无止境的追求。

一、证券市场信息不对称引发信息披露的必要性

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：信息在市场中是平均分布的，信息的传递不需要成本，所有的投资者在相同的信息条件下能作出对证券价格相似的判断。然而在真实市场中，这些假设的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。不仅如此，信息不对称也会导致管理者激励的短期化。Narayanan（1985）在《管理者激励的短期效应》一文中指出，由于信息不对称，管理者的决策倾向于以牺牲股东的长期利益为代价而追逐短期利益，这是因为管理者通过取得短期利润的决策，可以尽快提高其声誉，从而促使其工资的增长。^①

作为一个特殊的市场，证券市场的信息不对称问题更为严重。证券市场的信息不对称主要体现在上市公司与投资者之间信息不对称、上市公司与监管机构之间信息不对称以及机构投资者与个人投资者之间信息不对称。在这些关系中，上市公司与投资者之间的关系被公认为是证券市场中最基本的关系。在证券市场上，投资者购买股票是为了获取红利以及股票增值。如果企业经营不善，投资者不仅无法获取红利，更可能血本无归。证券市场的信息不对称使得

① 林俊波：《证券市场信息传导机制与信息披露制度研究》，浙江大学博士学位论文，2005。

投资者在作出投资决策之前,不可能完全了解企业的质量信息。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,内部人士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。^①

为保障证券市场的公平性,充分保障投资者的利益,大部分国家都采用强制信息披露制度来解决两者的信息不对称问题。所谓强制信息披露是相对于自愿信息披露而言,指上市公司依照证券监管的法律法规及监管规则的要求,在法定的时间以法定的形式向社会公众披露其财务状况、经营管理状况及公司治理情况等信息,接受投资者和社会公众监督的行为。强制信息披露制度在增加证券市场的透明度、缓解证券市场的信息不对称状况方面发挥着举足轻重的作用。

二、由信息披露衍生出投资者关系管理

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和核心的信息披露仅仅是作为监管机构的强制要求而存在。上市公司既没有进行投资者关系管理的理念,也没有动力;公司管理层所要做的只是维护好与那些有长期合作关系的银行、投资银行和保险公司的关系。然而到了 20 世纪五六十年代,社会公众开始大量参与股票市场,虽然这些个人投资者的持股量仅为 200 股或 100 股甚至更少,但这些股东有一个明显的特征——他们是公司产品的购买者或是潜在购买者,如何与这些小股东进行良好的沟通成为上市公司的管理层不得不面对的一个问题。^②

为了更好地同小股东进行沟通,管理层开始求助大众传播专家。某些大公司选择使用自设的公众关系部 (Public Relations Department),但大部分公司都求助于外界专家顾问。那些选用自己公众关系部的公司就将这一职责定名为股东关系 (Shareholder Relations),职责范围主要是准备年报、季报及一些财务信息的披露。年度的股东大会主要还是由公司秘书、外界的法律顾问

① 林俊波:《证券市场信息传导机制与信息披露制度研究》,浙江大学博士学位论文,2005。

② 智又盈财经公关:《投资者关系管理的兴起》,载《上市公司》,2002 (10)。

等人来安排。^① 1953 年,美国通用电气公司主席 Ralph Cordiner 为了规范公司与投资者的关系,在公司成立了一个新的部门,由此就产生了投资者关系管理的术语。以此为起点,投资者关系管理越来越受到上市公司,特别是大型上市公司的重视,投资者关系管理的范围也从强制性信息披露逐渐拓展开来。

三、投资者关系管理的发展

从上面的分析可以看出,投资者关系管理最初是从强制信息披露发展起来的,是西方发达国家特别是美国证券市场发展和股权文化兴起的产物。在西方,投资者关系管理产生之后,经历了启蒙期和蓬勃发展期,目前已建立了遍布主要发达国家的庞大的投资者关系协会组织,并且形成了一系列较为完善的行业规范。这些行业组织和规范推动着投资者关系管理的进一步深化和投资者关系管理理念的进一步扩展。应该说,经历了五十多年的发展,投资者关系管理在西方主要发达国家已渐趋成熟。

(一) 启蒙期

在最初的阶段,上市公司对于投资者关系管理的认识还处于朦胧状态,也缺乏必要的经验,因而不得不借助外部的大众传播人士来从事股东关系的操作。实质上,他们的工作同真正意义上的投资者关系管理还有较大差距。这一阶段被称为投资者关系管理的启蒙期。在大众传播人士手里,股东关系被视为宣传、促销的代名词,年度报告成为公司产品的宣传手册,财务数据只占很小比重,每年的股东大会经常在豪华酒店召开,向来参会的股东提供美食甚至礼品。管理层所做的一切,只不过是为了让前来参会的股东能够心平气和,不会给公司招致任何麻烦。如果公司想要向投资者发布什么相关信息,则必须求助于报界或者如美林之类的证券市场中介机构所发行的分析师分析摘要。^②

此时,投资者关系面临着两个难题:一方面要找出向投资者和金融界传播信息的可靠方式;另外又要找出将股票购买者和影响其投资决策的需求、看法、关注点等信息有效地反馈给管理层的方式。于是,人们意识到需要设立专

^① 智又盈财经公关:《投资者关系管理的兴起》,载《上市公司》,2002(10)。

^② 智又盈财经公关:《投资者关系管理的兴起》,载《上市公司》,2002(10)。

门的投资者关系职能部门来履行它的职责。

（二）蓬勃发展期

这一时期的表现主要体现在两个方面：一是投资者关系管理组织的成立，二是行业规范的形成。

就行业组织而言，自 1966 年 7 月第一个正式的投资者关系组织——投资者关系协会（Investor Relations Association, IRA）诞生开始，投资者关系管理组织便如雨后春笋般在主要西方国家纷纷成立。比较有影响力的包括美国投资者关系协会（National Investor Relations Institute, NIRI）^①、英国投资者关系协会（Investor Relations Society, IRS）及加拿大投资者关系协会（Canadian Investor Relations Institute, CIRI）^②。1990 年，各国的会员代表联合起来成立了国际投资者关系协会（the International Investor Relations Federation, IIRF），总部设在伦敦。^③ 目前这个国际机构的成员已超过 25 个。国际投资者关系协会的目标之一就是鼓励所有证券业活跃的国家成立全国性的投资者关系组织。

就行业规范而言，美国投资者关系协会在成立之初，就制定了两条投资者关系管理从业人员基本守则：（1）投资者关系的职能是将上市公司或其客户公司好坏两方面的信息及时有效地反馈给证券市场中的股东和其他群体，以便他们在客观信息基础上作出对股票价值的正确判断。（2）只有在掌握足够的渠道来获取上市公司较全的正负两面相关信息的前提下，个人才能逐步参与投资分析师的工作。^④ 其后，美国投资者关系协会于 1998 年发布了《投资者关

① 美国投资者关系协会成立于 1969 年，是由公司管理层和投资者关系顾问组成的，服务于公司管理、投资大众和金融业之间沟通的专业协会。其成员代表了绝大多数在美国上市的大型公众公司以及一些中小型公司，在全美 33 个州有超过 4 400 名会员。资料来源：<http://www.niri.org/>。

② 加拿大投资者关系协会成立于 1990 年，起初是作为美国投资者关系协会的加拿大分会，为美国投资者关系协会提供顾问和支持。1992 年，美国投资者关系协会加拿大分会更名为加拿大投资者关系协会，并致力于进一步提升投资者关系在加拿大的地位，促进其发展。尽管从美国投资者关系协会独立出来，加拿大投资者关系协会与美国投资者关系协会仍保持着密切的工作关系。

③ 国际投资者关系协会是一家联络世界各国的投资者关系协会的国际合作组织。其目标是推动投资者关系的国际实践以及为其协会会员提供如下几方面的支持：一是在那些证券市场较为活跃的国家，提升投资者关系的地位以及鼓励全国性的投资者关系协会的成立；二是在全球范围内进一步提升投资者关系管理的质量，以及提供投资者关系管理最佳实践、经验和想法交流的平台；三是收集并整理对全球投资者关系管理实践有价值的信息，然后以国际刊物的方式提供给政府、监管机构和专业结构；最后一项是鼓励成员团体之间的信息共享和合作以及提供满足它们日常需求的增值服务。

④ 资料来源：<http://www.niri.org/>。

系操作标准》第一版，由于美国投资者关系协会的权威地位，该标准对全球的投资者关系管理都有指导作用。2001年1月，美国投资者关系协会又根据美国证券交易委员会（Securities and Exchange Commission, SEC）于2000年10月颁布的《公平信息披露监管条例》，调整并发布了更为完备的《投资者关系操作标准》第二版。该版共66页，主要包括以下7个领域：（1）公司投资者关系官员的职责；（2）投资者关系内涵；（3）公司在操作投资者关系中的信息披露方式；（4）内部信息沟通；（5）处理分析家和投资者的关系公司需考虑的财务因素；（6）投资者关系顾问的作用；（7）附件——《信息披露的标准和指南》、《公平信息披露监管条例守则指南》、《NIRI 职业操守》。^①

第二节 投资者关系管理的概念与目标

一、投资者关系管理的概念

（一）权威机构对投资者关系管理的界定

在对投资者关系管理进行探讨之前，首先需要明确定义何谓投资者关系管理。应该说迄今为止对于投资者关系管理并没有一个被公认准确的定义，一些权威机构往往从自身的角度出发界定投资者关系管理。本书从投资者关系协会、股票交易所和监管机构这三类主体的角度，汇总投资者关系管理的概念。

1. 权威投资者关系协会的界定

国际投资者关系协会对投资者关系的定义为：“投资者关系是公司的战略管理职责，它运用金融、沟通和市场营销学的方法，向公司现有投资者及潜在投资者详尽地展示公司的经营情况和发展前景。”

美国投资者关系协会对投资者关系的定义为：“投资者关系是公司的战略管理职责，它综合运用金融、沟通、市场营销学的方法及证券法的规定来促进公司与金融机构和其他机构之间有效的信息沟通，最终服务于公司股价趋近于公允价值。”

加拿大投资者关系管理协会对投资者关系的定义是：“投资者关系是公司的战略管理职责，是指公司综合运用金融、沟通和市场营销的方法，促进上市

^① 资料来源：<http://www.niri.org/>。

公司和投资团体之间有效的信息沟通，以促进资本市场的公平和有效。”

英国投资者关系协会对于投资者关系管理的界定很简单，即“通过有效沟通增强公司价值”。其中有两个要点：首先是有效沟通，要将公司的情况客观、全面、及时地告诉投资者，避免他们低估公司的价值。其次是增强公司价值，使公司股价建立在坚定的投资者信心的基础上，防止公司股价被低估从而沦为收购者的猎物，也要避免股价被盲目或恶意炒高后，最终因伤害投资者而退出历史舞台。

2. 证券交易所的界定

伦敦证券交易所在其出版的《投资者关系操作指南》中对投资者关系的表述为：“投资者关系包含了一系列活动，通过这些活动，上市公司与现有和潜在的投资者进行沟通。投资者关系最核心的工作是要让市场知晓可能影响公司股票价格的公司发展情况和相关事件，这些也称为股价敏感信息。但是投资者关系管理又不只是由公司单向地向市场传递信息，也应该能将投资者的反馈及时传递至公司。”^①

纳斯达克证券交易所在其出版的《投资者关系战略与实践》一书中对投资者关系的表述为：“投资者关系包含了三项重要又相互关联的要素：第一项是沟通，即有价值的信息流动，其目标是向投资者提供尽可能充分的信息，以帮助投资者评估公司。公司公布最新发展和财务业绩之后，投资者会判断哪些行动是符合公司基本战略的。充分的信息有助于投资者和分析师对公司所做的努力和前景作出理性决策。第二项是同投资者、分析师和中介机构建立互利关系。而该种关系的建立基于有价值的信息，及时的信息披露，披露信息的完整性、准确性、真实性及管理层的诚信度。第三项是向公司高管层反馈市场对于公司及其战略的基本看法，以及对公司如何创造和保持价值的建议。”^②

3. 监管机构的界定

中国证监会颁布的《上市公司与投资者关系工作指引》（证监公司字[2005] 52号）认为，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。该

① London Stock Exchange, *Investor Relations: A Practical Guide*, 2003.

② Nasdaq Stock Market, *The Strategy and Practice of Investor Relations*, 2001.

指引第三条指出,投资者关系工作的目的是:(1)促进公司与投资者之间的良性关系,增进投资者对公司的进一步了解和熟悉。(2)建立稳定和优质的投资者基础,获得长期的市场支持。(3)形成服务投资者、尊重投资者的企业文化。(4)促进公司整体利益最大化和股东财富增长并举的投资理念。(5)增加公司信息披露透明度,改善公司治理。

(二) 本书对投资者关系管理的定义

尽管不同的机构对投资者关系管理的界定不尽相同,但从这些概念中,我们可以看到一些共通的地方:

第一,将投资者关系管理界定为公司的一项战略职责,从地位上对投资者关系管理的重要性予以肯定。公司战略具有全局性,以企业发展全局为对象,因此具有综合性和系统性。投资者关系管理表面看起来只是面向资本市场,实现公司与投资者之间的沟通。实际上,在企业之间的竞争逐渐由单一的产品市场竞争转向包括资本市场竞争在内的全方位竞争的今天,企业在资本市场上的表现更能统揽企业的方方面面。因此,投资者关系管理必将是企业的一项全局战略管理行为。投资者关系战略也将和企业的产业发展战略、产品战略、市场营销战略、财务战略、人力资源战略等协调一致而彼此支持,相得益彰,形成一种良性循环。

第二,投资者关系管理的基础是充分的信息披露,以实现上市公司同投资者和潜在投资者之间的有效沟通和良性互动。可以说,信息披露是投资者关系管理的基础和核心,只有在充分、及时、可靠的信息披露基础上,投资者才能形成对公司价值的合理判断,也才能够据此作出投资决策。不仅如此,充分的信息披露和市场透明对于整个证券市场的规范运作也是至关重要的。通过充分的信息披露,上市公司既可以尽可能地向市场诚实、准确和及时地描述本公司的表现和前景;又能够从市场获得有助于公司制定和实施发展战略的各种反馈。这种积极互动的、以市场为导向的战略沟通和营销角色正是投资者关系管理的特点所在。

第三,投资者关系管理要综合运用金融、沟通和市场营销的方法。现代公司的营销工作主要包括两个方面:产品(服务)营销和金融营销。对于一家现代的公司,特别是上市公司,它既向消费者销售产品或服务,另外还向投资者销售股票、债券或其他金融产品,以筹集企业发展所需要的资金,充分体现公司的价值。金融营销的对象是公司的股票、债券或其他金融产品,目标受众