

中国上市公司投资者关系 理论与实证研究

李心丹 肖斌卿 / 著

南方出版社

自序(代前言)

投资者关系管理的实践活动从2001年左右在中国开始萌芽,到2005年股权分置改革的启动,使之成为真正意义上的“中国上市公司投资者关系管理元年”,再到完成股权分置改革进入全流通时代的今天,已经走过了近十个年头。“投资者关系”这一舶来品也从一开始的“闻所未闻”到现在上市公司中“耳熟能详”,一个显著的证据就是近80%的上市公司在主页上的显著位置开设“投资者关系”主页,并且绝大多数上市公司已经制定投资者关系管理制度。

股权分置改革的完成给中国证券市场带来的影响是深远的:从股权制度、利益关系,到经营哲学、考核机制,再到激励机制、投资理念,一切都在告别初创,走向成熟和规范,资本市场进入一个崭新的发展阶段,投资者关系管理成为中国上市公司现实的必修之课,并且,中国上市公司投资者关系管理运行环境、运行模式和运行目标发生了根本性的转变。

第一个转变,中国证券市场的价值体系和关系体系发生了根本性的变化。全流通时代,证券市场价值的一体化导致两类股东关系从以前“松散”的关联关系,变成现在真正对立统一的“矛盾”关系,两类股东的根本利益日渐趋同一致。股权分置时代,大股东股权不能流通,股票二级市场涨跌只与中小投资者相关,因此,大股东基本不关心股价走势,普遍热衷于高溢价融资、业绩操纵、利益输送、巨额占款等灰色行为,以实现自己的利益,严重侵犯中小投资者权益。随着全流通的到来,市值成为各方面管理的焦点,资本市场的发展,上市公司的运作(如IPO、增发),管理层绩效的考核,收购与反收购,投融资等方方面面带来深刻影响,市值管理正在引发深刻而巨大的变革,所有这些都有赖于公司投资者关系管理的有效运行。

第二个转变,投资者关系管理从“好人举手”到“责无旁贷”到成为公司战略

行为。之前虽然监管层一再倡导和推进“投资者关系管理”,但从投资者关系管理本身的体系上而言,既非政策强制性,也非常规普及性。股权分置时代的投资者关系管理,更多是被作为部分优质企业融资与再融资的推介手段和“噱头”,因此属于被动型的“好人举手”,对普通上市公司而言都是可有可无的行为。而在全流通的市值体系时代,投资者关系管理作为推动上市公司市值良性成长和改善股票供求关系的重要手段,其作用也变成了主动性的“责无旁贷”。随着资本市场的成熟,投资者关系管理将真正成为上市公司优化股东基础,强化公司治理,增强融资能力,降低融资成本的公司战略行为。

第三个转变,投资者关系管理的运行模式面临更加体系化、规范化和专业化的要求。体系化,投资者关系管理应由以前“临时抱佛脚”的事件型模式转变为持续化、流程化和体系化的模式,只有形成了体系,才能称之为真正的投资者关系管理。规范化,全流通时代不仅赋予投资者关系管理全新的内涵和面貌,同时也缔造着一个全新的规则体系和规范体系,对投资者关系管理也提出了更高的规范性要求。专业化,作为上市公司战略管理、金融营销和资本运作的重要手段,投资者关系管理与操作的专业化程度将直接影响其企业价值及金融营销目标效果。只有通过积累和学习不断地适应环境变化、满足市场需求,才能圆满完成上市公司在资本市场上的资本战略目标和使命。

实务的要求推动了学术界的理论研究。本书的写作即是对上市公司投资者关系管理运行要求越来越高的一个回应。本书是作者多年来进行投资者关系管理理论和实务研究成果的梳理和总结。本书共分为三个部分,分别是:理论、运用及专题三篇,并在附录详列研究方法及工具。全书共十三章主体内容。

理论篇主要是对投资者关系管理的相关理论进行研究,包括五章内容。第一章主要是对投资者关系管理的理论基础,包括概念内涵、缘起发展、理论假说、经济后果、影响因素以及国内外发展现状的评析;第二章对投资者关系管理运行体系框架的研究,包括投资者关系管理运行模型、目标与组织体系、对象、沟通方式和沟通内容、投资者关系管理工作以及投资者关系管理最佳实践模型;第三章构建南京大学投资者关系管理评价指标体系并对评价指标体系进行实证检验;第四章深入探讨了投资者关系管理与公司价值的作用关系;第五章对投资者关系管理的公司治理效应进行了实证检验。

运用篇主要是基于南京大学投资者关系管理评价指标体系对中国上市公司投资者关系管理实践进行综合评述,包括三章内容。第六章是对中国上市公司投资者关系管理发展水平的总体评价,对中国投资者关系管理运行特征进行概述,重点阐述了股权分置改革后全流通时代的投资者关系管理要求,并对金融危机下的投资者关系管理运作进行了研究;第七章是对上市公司投资者关系管理百强进行了深度剖析,提出上市公司提升投资者关系管理水平的关键;第八章是以投资者关系管理单项指标为切入点,比如沟通质量、披露质量、IPO中的投资者关系管理以及投资者关系管理创新等角度,研究了中国上市公司的各项表现,并选择表现最好的数家上市公司进行深度点评。

专题篇主要是选择数个专题对中国上市公司投资者关系管理进行研究,包括五章内容。第九章是投资者关系管理的国际比较研究;第十章是对上市银行投资者关系管理的研究;第十一章是中国投资者关系管理官员(IRO)生存状态的调查研究;第十二章是对中国上市公司基于互联网的投资者关系管理调查研究;第十三章是以上市公司社会责任为主题对上市公司构建和谐投资者关系管理进行研究。

附录主要选择了本书调查研究所采用的部分研究方法和研究工具,包括调查问卷、数据采集说明、评价程序、部分上市公司投资者关系管理指数结果、监管部门政策法规以及近年来值得阅读的国内投资者关系管理文献。

本书是在作者从2004年完成上海证券交易所联合课题《中国上市公司投资者关系管理评价指标体系研究》以来持续多年的上市公司投资者关系管理评价实践以及理论研究成果的总结。2004年度至今连续四年,在上海证券交易所、深圳证券交易所、《中国证券报》、《证券市场周刊》和宜众通达财经公关公司等单位支持下,以投资者关系管理评价指标体系为基础,每年对中国上市公司投资者关系管理水平进行评价,发布中国上市公司投资者关系管理年度报告和排行榜,并召开投资者关系管理年度会议。该评选活动和年度会议已经成为当前国内由第三方机构组织的最为权威的上市公司投资者关系管理评选活动,在业内引起了广泛而深远的反响。已经有越来越多的上市公司参与到这项自我审视和外部评价工作中。年度报告和评选活动对推进中国上市公司投资者关系管理发挥了重要作用。

本书具有以下几个特色:特色之一,基于多年中国上市公司投资者关系管理独有的数据库,以及对中国上市公司投资者关系管理运行实践的深入了解,在实践基础上对投资者关系管理理论的系统思考。特色之二,本书结合公司管理理论,架构了基于上市公司战略沟通管理的投资者关系管理理论体系,是国内第一本在理论上对投资者关系管理进行梳理和总结的著作,填补了国内该领域理论研究的空白。作者提出的上市公司投资者关系管理的战略沟通管理理论以及金融营销理念体系,也是对公司管理理论的拓展和深化。本书的部分理论成果已经在国内一流期刊上刊登。特色之三,从实践中提炼理论,理论再指导实践,理论和实践的高度结合。本书紧密地将投资者关系管理理论运用于中国上市公司投资者关系管理实践,对于推动中国上市公司提升投资者关系管理水平已经并将继续发挥重要作用。

尽管还有很多不完善,但作者仍期冀通过本书的出版为中国投资者关系管理的发展添砖加瓦。更重要的是,抛砖引玉,吸引更多的有志之士加入研究的队伍中。作者真诚地希望广大理论工作者和上市公司的实践者们多多批评指正,共同为提高我国上市公司投资者关系管理水平而努力!

李心丹 肖斌卿

2009年6月于南京大学

目 录

自序(代前言)	/ 1
---------	-----

理论篇	/ 1
-----	-----

第一章 投资者关系管理的理论基础	/ 3
------------------	-----

第一节 投资者关系管理概念的界定	/ 4
------------------	-----

第二节 投资者关系管理在国外的产生与发展	/ 9
----------------------	-----

第三节 管理层实施投资者关系管理的理论假说	/ 13
-----------------------	------

第四节 实施投资者关系管理的结果	/ 14
------------------	------

第五节 投资者关系管理水平的影响因素	/ 18
--------------------	------

第六节 基于互联网的投资者关系管理	/ 21
-------------------	------

第七节 投资者关系管理在国内研究现状与展望	/ 23
-----------------------	------

第二章 投资者关系管理的运行体系	/ 26
------------------	------

第一节 投资者关系管理运行体系概述	/ 26
-------------------	------

第二节 投资者关系管理目标与对象	/ 28
------------------	------

第三节 投资者关系管理预算与计划	/ 36
------------------	------

第四节 投资者关系管理组织架构	/ 42
-----------------	------

第五节 投资者沟通内容及其方式	/ 45
-----------------	------

第六节 日常以及危机中的投资者关系管理	/ 50
---------------------	------

第七节 投资者关系管理运行最佳实践	/ 52
-------------------	------

第三章 投资者关系管理的评价体系	/ 64
第一节 投资者关系管理评价研究综述	/ 64
第二节 中国上市公司投资者关系管理评价指标体系及其实证	/ 68
第三节 中国上市公司投资者关系管理指数的构建与有效性评估	/ 88
第四章 投资者关系管理的价值效应	/ 93
第一节 问题的提出	/ 93
第二节 投资者关系管理与公司价值:文献述评与理论解释	/ 95
第三节 研究设计与变量选择	/ 100
第四节 实证分析与结果讨论	/ 102
第五节 结论与建议	/ 110
第五章 投资者关系管理的治理效应	/ 112
第一节 问题的提出	/ 113
第二节 文献评论与研究假设	/ 114
第三节 数据收集与研究设计	/ 120
第四节 实证检验与结果讨论	/ 122
第五节 结论与建议	/ 130
运用篇	/ 135
第六章 中国上市公司投资者关系管理发展现状与总体特征	/ 137
第一节 中国上市公司投资者关系管理发展历程	/ 137
第二节 上市公司投资者关系管理总体水平与特征	/ 139
第三节 上市公司投资者关系管理水平的主要制约因素	/ 157
第四节 全流通背景下的中国投资者关系管理挑战	/ 160
第五节 金融危机背景下的投资者关系管理	/ 162
第七章 中国上市公司投资者关系管理百强公司特征研究	/ 165
第一节 百强公司基本特征	/ 165
第二节 百强入选之三大因素	/ 170
第三节 以百强为标杆提高投资者关系管理水平的策略	/ 172

第八章 中国上市公司投资者关系管理单项表现优秀公司研究 / 179

- 第一节 百强榜前十位公司总体特征与公司研究 / 179
- 第二节 小型公司投资者关系管理特征与公司研究 / 189
- 第三节 上市公司与投资者沟通表现 / 197
- 第四节 上市公司信息披露与表现优秀公司研究 / 212
- 第五节 2008年IPO公司投资者关系管理评价 / 226
- 第六节 上市公司投资者关系管理创新 / 231

专题篇 / 237

第九章 投资者关系管理国际比较研究 / 239

- 第一节 投资者关系管理理念的国际比较 / 239
- 第二节 投资者关系管理实践的国际比较 / 241
- 第三节 投资者关系管理评价的国际比较 / 243
- 第四节 投资者关系管理的发展趋势及其对中国的启示 / 246

第十章 中国上市银行投资者关系管理研究 / 248

- 第一节 上市银行投资者关系管理问题的提出 / 248
- 第二节 中国上市银行投资者关系管理水平的评价 / 252
- 第三节 提升中国上市银行投资者关系管理水平的策略思考 / 259

第十一章 中国投资者关系官员(IRO)生存状态调查研究 / 261

- 第一节 IRO及其能力素质要求 / 261
- 第二节 中国IRO生存状态 / 264

第十二章 中国上市公司投资者关系主页调查研究 / 270

- 第一节 上市公司投资者关系管理评价的发展趋势:基于互联网的评价 / 270
- 第二节 基于互联网的中国上市公司投资者关系管理评价体系 / 274
- 第三节 中国上市公司投资者关系主页建设现状 / 277
- 第四节 最佳投资者关系主页上市公司分析与点评 / 284
- 第五节 基于互联网提升中国上市公司投资者关系管理水平 / 290

第十三章 中国上市公司社会责任调查研究 / 292

第一节 公司社会责任的思想演化 / 292

第二节 中国上市公司社会责任评价指标体系的构建 / 302

第三节 中国上市公司社会责任主要特征 / 306

第四节 中国十佳社会责任上市公司点评 / 319

第五节 中国上市公司社会责任实证研究 / 325

第六节 上市公司社会责任报告解读与评点 / 332

附 录 / 339

附录1 南京大学投资者关系管理指数(CIRI^{NJU})数据采集 / 341

附录2 2007年度中国上市公司投资者关系管理排行榜 / 348

附录3 投资者关系管理相关法规 / 359

附录4 值得阅读的投资者关系管理中文文献 / 376

参考文献 / 391

中文文献 / 391

英文文献 / 394

致 谢 / 405

理论篇

第一章 投资者关系管理的理论基础

2005年以来中国证券市场经历了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¹。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(Lang & Lundholm, 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。

投资者关系管理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。投资者关系管理的产生并非一蹴而就,而是伴随着资本市场的不断发展而产生并逐步成熟的,与资本市场的发展程度紧密相关。投资者关系管理自进入中国以来²,实务界的研究要多于理论界的研究。由于数据资料的缺乏,对投

1 股权分置改革无疑成为2005年中国资本市场的重大改革举措之一。上市公司流通股和非流通股股东围绕股改中的对价展开博弈。中国证监会的两个2/3规定大大提升非流通股股东的博弈地位(参见中国证监会文件:《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》,2005年4月),重视非流通股股东的利益,加强与非流通股股东的沟通使投资者关系管理成为股改中的关键词。投资者关系管理效果直接影响上市公司股权改革的进程乃至成功与否。

2 从投资者关系管理实践角度看,可以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(转下页)

投资者关系管理的理论研究更多停留在对理论的引进和介绍上,近年来开始有不少实证研究成果出现,但相对而言还是少之又少。投资者关系管理在国外已经比较成熟,研究成果也已相当丰富,这些理论成果对于今天开展得轰轰烈烈的投资者关系管理实践无疑具有十分重要的借鉴作用。

本章从投资者关系管理概念内涵、国外发展历程与变迁、相关理论假说、经济后果、影响因素以及国外实证研究主要方式进行概述,并对中国研究现状进行评述且提出未来研究方向。

第一节 投资者关系管理概念的界定

投资者关系管理的概念界定并不一致。例如,国际投资者关系管理协会(IIRF)对投资者关系管理的定义是:“投资者关系管理是指公司的战略管理职能,它运用金融、沟通和市场营销学的方法,向公司现有的投资者以及潜在投资者详尽地展示公司经营情况和发展前景。”

美国全国投资者关系管理协会(NIRI)对IR的定义:“IR是一种把企业的财务功能和沟通功能结合在一起进行的、战略性的、企业全体的市场行为,是向投资者提供与企业业绩及其发展前景有关的正确资料的行为。而从本质上看,这种行为可为企业带来降低经营成本的效果。”

加拿大投资者关系管理协会(CIRI)对IR的定义:“投资者关系管理是指公司综合运用金融、市场营销和沟通方法,向已有的投资者和潜在的投资者介绍公司的经营和发展前景,以便其在获得充分信息的情况下做出投资决策。”

中国证监会在《上市公司与投资者关系工作指引》中提出,投资者关系管理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

(接上页)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年、2004年是中国上市公司实施投资者关系管理较为活跃的两年。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。2005年投资者关系管理已经成为焦点。

和保护投资者合法权益的重要工作。其目的是:(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)形成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,提高公司治理水平。

投资者关系管理的内涵相当广泛:它既包括了上市公司与股东、债权人和潜在投资者之间的关系管理,也包括在与投资者沟通过程中,上市公司与资本市场各类中介机构之间的关系管理。投资者关系管理属于上市公司战略管理的范畴,它涉及金融、财经、大众传播、市场营销和公共关系等专业,旨在通过信息披露与交流,促进上市公司与投资者之间的良性关系,倡导理性投资,并在公众中建立公司的诚信度,实现公司价值最大化和股东利益最大化。

综上所述,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原理加强与投资界(investor communities)的沟通,促进投资界对公司的了解和认同,实现公司价值最大化的战略管理行为。所谓投资界涵盖公司现有的投资者和潜在投资者、证券分析师、基金经理、经纪商以及媒体等中介群体。

与投资者关系管理相关的概念包括信息披露、公共关系等,这些概念既紧密相关又相互区别。

(一) 投资者关系管理与信息披露

1. 信息披露是投资者关系管理的核心内容。

投资者关系管理本质上是上市公司以投资界为对象的战略性沟通活动。作为一种沟通活动,其必然包含两个方面:如何与投资界进行沟通,包括沟通渠道的选择、沟通方式的设计以及沟通时机的选择;沟通什么,即沟通的内容(Content)。这也正是信息披露的核心主题,即如何进行信息披露和披露什么信息。因此,信息披露是投资者关系管理的一个重要组成部分(NASDAQ,2000)。

2. 自愿性信息披露是投资者关系管理成功的关键。

一般地,信息披露可以分为强制性信息披露和自愿性信息披露,前者是由公司法、证券法、会计准则和监管部门条例等法律法规明确规定的必须披露的信

息;后者是基于上市公司战略性需要考虑的主动进行披露的信息。由于信息不对称,投资界特别是非流通股中的中小投资者对公司信息的了解少于公司内部人士,投资者关系管理通过信息披露让投资界了解公司的战略、运营和财务信息,这些信息必须有助于投资者的投资决策。因此,投资者关系管理强调上市公司自愿地、主动地、充分地进行信息披露。

3. 投资者关系管理比信息披露内涵更为广泛。

互动性是沟通的本质特征(Hybels, 1998),投资者关系管理不是上市公司单向的活动而是包括投资界对上市公司信息的反馈过程(Reuters; Higgins, 2000; 天相投资, 2003; 上海证券交易所, 2003)。投资者关系管理更强调上市公司与投资者之间的互动,一方面向投资者充分披露相关信息,另一方面投资者关系管理负责人还需收集来自投资界的反馈信息和信息需求,经系统整理后反馈给公司高层作为公司重要决策依据。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(NASDAQ, 2000; Higgins, 2000)。因此,投资者关系管理的内涵要远比信息披露广泛。

(二) 投资者关系管理与公共关系

公共关系(Public Relations, PR)也是公司重要管理职能。一般认为,公共关系是一个组织为了达到与它的公众之间相互了解的确定目标,而有计划地采用一切向内和向外的传播沟通方式的总和,其本质上帮助一个组织建立并维持与公众之间双向的交流、理解、认可与合作,并建立一种与这些公众互相信任的关系。这些公众一般包括媒介、雇员、社区、政府、投资者、消费者和特殊公众。因此,可以认为投资者关系管理是一种内涵比公共关系较为狭小的公共关系,其沟通公众仅限制于投资界,包括股东以及潜在投资者等有直接利益关系的特定人群。另外,作为一种战略性沟通工具,投资者关系管理在沟通中强调信息披露的主动性和充分性,因此无论业绩好坏都要进行沟通(Higgins, 2000),这与传统对公共关系建立组织的知名度、美誉度等企业形象有一定的区别。无论如何,公共关系的基本原理和实践对投资者关系管理的开展具有很强的借鉴价值和意义。

(三) 投资者关系管理与中小股东保护

投资者关系管理是上市公司战略性管理活动。出于对资本市场投资性资本的竞争需求和日趋成熟的“股权文化”和“股东至上主义”的压力(Kwok and Frank, 2001),上市公司开始主动与投资界进行沟通和交流。从对资本的竞争角度看,投资者关系管理其实是上市公司一种相对于产品营销的金融营销活动,因此其更多是出于上市公司自愿性和主动性的管理活动。投资者关系管理在中国更多地被作为一种保护中小股东利益的工具和方法。这与中国资本场所处的历史阶段紧密相关,在股权文化还没有完全建立和上市公司对资本的需求还处于卖方阶段,上市公司出于对资本竞争而开展投资者关系管理的动机较弱。因此监管部门出于监管的需要和保护中小股东利益的角度要求上市公司开展投资者关系管理,加强与投资者的沟通,充分披露信息有一定的意义。

(四) 投资者关系管理作为上市公司战略管理举措

公司战略可以被看作是组织内部资源管理以及组织与外部,诸如与顾客、供应商、竞争者以及组织与所处的经济、社会环境之间的联系过程(Lynch, 2001)。对于上市公司而言,一个重要的外部关系就是与股东或投资者之间的关系。随着公司在资本市场面临的竞争压力,也出于加强与投资者沟通所能带来的利益驱动,上市公司纷纷开始实施战略性沟通活动,提高投资者关系管理水平。通过战略沟通,上市公司一项重要目的就是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。

战略沟通已经成为企业的一项全局战略管理行为。有效的战略沟通活动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达到彼此协同、相得益彰,形成一种良性循环。

公司战略沟通是一项长期战略行为。上市公司需要不断向已有的投资者和潜在的投资者介绍公司的战略规划和发展前景,以取得他们对公司及公司战略的认可。而且,与投资者的战略沟通,应当作为一种共识、一种观念根植于企业员工的行为观念。只有公司形成真正尊重投资者的理念,才能在面临纷繁复杂

的外部环境和内部事务之时,做好与投资者的战略沟通。公司通过战略沟通影响投资者也不是一朝一夕的事情,它需要公司多种方式、多种渠道的持续沟通和互动,方能与投资者形成长期的、稳固的、亲善的关系,形成投资者的忠诚度和满意度。

对于上市公司而言,投资者是公司必须处理好的重要外部关系。从融资的角度,良好的投资者关系管理可以降低资本成本和融资成本,方便公司的融资;从管理公司价值的角度,良好的投资者关系管理将提高公司的相关估价水平,提升公司的价值。投资者关系管理是管理公司与投资者之间的信息交流,以实现公司价值最大化的活动,它是公司的一种全局性的职能活动。因此,投资者关系管理是公司整体战略中的一项重要的职能战略,它通过与公司业务领域中的市场营销战略、产品战略、财务战略、人力资源战略等协调一致而达到彼此支持、相互加强的作用。投资者关系管理在公司战略管理中的作用可如图 1—1 所示:

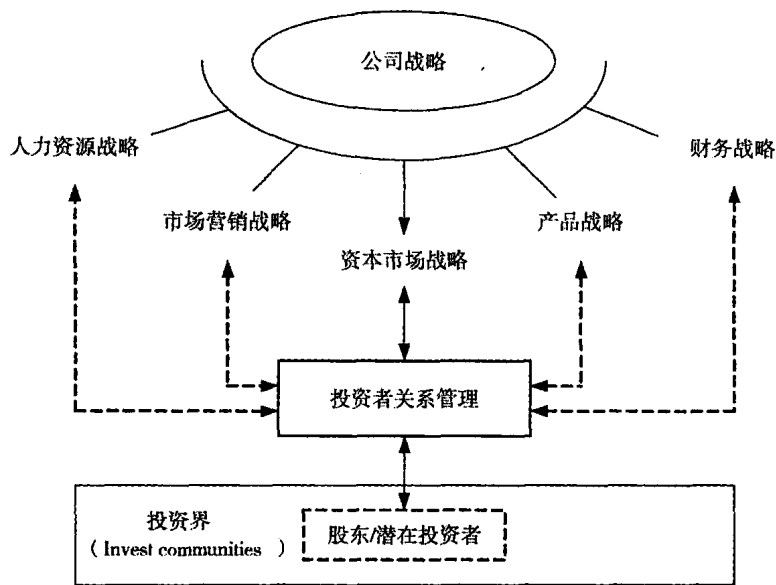


图 1—1 投资者关系管理与公司战略系统相关关系示意图

资料来源:修改自上海证券交易所编《上市公司投资者关系管理》,2003 年。