

第一章

投资者关系管理： 资本运营的新理念

投资者关系管理是我国证券市场的新鲜事物。它是在证券市场经过 10 多年的发展，形成 A 股、B 股、基金、债券、中小企业板、代办股份转让等多层次市场，1 300 多家上市公司、7 100 万开户投资者、100 多只证券投资基金、10 多家合格的境外投资者^①规模的背景下产生的。随着投资者日益成熟、上市公司运作的逐渐规范，中国证券市场对外开放趋势越来越明显，上市公司与投资者、潜在投资者的沟通显得越来越必要。

我国上市公司开展投资者关系工作是近几年的事情。作为一种探索，投资者关系管理在帮助上市公司树立诚信市场形象、增强与投资者的亲和力、更好地利用资本市场开展资本运营等方面已经展示了足够的魅力。一些有远见的上市公司已经意识到投资者关系管理对于公司价值发现和价值创造方面具有的独特作用。投资者关系管理成为上市公司资本运营的新理念。

第一节

投资者关系管理的基本概念

投资者关系（Investor Relationship，IR）是指上市公司（包括拟上市公司）与公司的股权、债权投资者或潜在投资者之间的关系，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。

投资者关系管理（Investor Relationship Management，IRM）是指运用财经

传播和营销的原理，通过管理公司同财经界和其他各界进行信息沟通，实现相关利益者价值最大化，并如期获得投资者的广泛认同、规范资本市场运作、实现外部对公司经营约束的激励机制、实现股东价值最大化和保护投资者利益，以及缓解监管机构压力等。IRM 还经常被通俗理解为公共关系管理（Public Relation Management, PRM）。如果希望通俗地了解投资者关系管理的内涵，我们也可以说投资者关系管理是营销公司，而非简单地销售产品或者扩大市场份额，或者营销部分公司资产、债务等等。这是站在公司内部人的角度讲的含义。如果站在公司外部观察，投资者关系管理实际上还相当于帮助投资者识别和发掘公司真实价值的一个手段。诚实的投资者关系管理，的确可以让大多数投资者更好地了解公司的资产、运营状况、治理结构的完善程度等影响公司价值创造能力的主要方面，从而获得更多有价值的信息。

一、各国对投资者关系管理的定义

IRM 产生于海外资本市场，海外发达资本市场的发展创新使人们对 IRM 的认识也经历了一个逐渐成熟的过程。以美国为例，20 世纪 30 年代以前，美国的证券市场也处在不规范状态，内幕交易盛行，虚假信息泛滥，谈不上上市公司与投资者之间的正常良好沟通。1929 年后，随着美国证券监管、法制的逐步健全，以及上市公司、投资者素质的提高，市场本身自发形成了对投资者关系管理的需求。1969 年，美国成立了投资者关系协会，英国、加拿大、德国、法国、日本等国也纷纷效仿。1990 年，国际投资者关系联盟应运而生，现已有 18 个国家成员。

对投资性资本的竞争，是 IRM 产生的直接原因。就某个发达地区证券市场或者全球市场来看，基金经理、做市商、经纪人及个人投资者等，可选择的投资方向非常多。仅以美国为例，其证券市场上就有约 13 000 家上市公司。在这样拥挤的市场环境中，很多上市公司甚至真正的蓝筹股公司都很容易被忽视。显然，对上市公司管理层而言，只在管理、业绩、财务状况等层面达到相应目标，已不再是吸引投资者的充分条件。公司管理层还应积极向现有及潜在投资者、合伙人、销售商等相关主体，主动提供有关公司竞争力及发展潜力的信息。从更深层次上讲，除了内生于投资品种相对过剩的资本市场结构外，IRM 的产生、发展还与以“股东至上主义”为核心的公司治理在全球如火如荼的发展紧密相关。

尽管投资者关系管理起源于国外资本市场的发展，但由于各国市场环境不同，造成各国对投资者关系管理的表述存在较大差异。美国投资者关系协会（National Investor Relations Institute, NIRI）目前拥有 5 000 多家会员。该会对投资者关系管理的定义是，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来管理公司与金融机构以及其他投资者之间的信息交流，以实现企业价值最大化^①。加拿大投资者关系协会（Canadian Investor Relations Institute, CIRI）成立于1990年，该组织对投资者关系管理的定义是，投资者关系是公司综合运用金融、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作出投资决策。有效的投资者关系有利于提高市场对公司的相对估价水平，从而降低资本成本，成为公司管理层听取投资者建议的渠道。

尽管存在着不同的表述，但从各国对投资者关系管理的定义可知，投资者关系管理有三个方面的重要特点。

（一）投资者关系管理是“股权文化”的重要组成部分

投资者关系管理的出发点是“股东至上”，是对投资者知情权的尊重。在投资者关系工作中，既有针对现有投资者的，也有针对战略投资者的。尽管投资者关系工作需要针对不同的对象采取不同的方法和策略，但公平、诚信地对待每位投资者的原则是不变的。

（二）投资者关系管理是公司创造价值的行为

投资者关系管理是通过提高投资者对公司的认同度和忠诚度，进而提高公司价值。在这个过程中，公司向投资者传递信息，也会接受来自投资者的信息，因此不可避免地要通过互动形式来实现。其结果是公司获得投资者的支持，获得价值发现和价值创造；而投资者通过行使知情权，获得了识别公司价值的简单信号。

（三）投资者关系管理是充分的信息披露

虽然各国证券监管部门和证券交易所对上市公司的信息披露进行了严格的规定，但在强制信息披露的情形下，上市公司仅披露所需披露的信息。然而，随着证券市场的不断扩大和全球金融、投资的一体化，投资者特别是境外投资者特别需要与上市公司建立定期信息披露的机制，以获得企业额外的、有价值的信息。上市公司也需要通过自愿信息披露，吸引更多的投资者参与投资。因此，投资者关系管理实际上也是上市公司自愿信息披露的重要途径。

1999年以后，我国证券市场发生了重要的变化。一方面是机构投资者的类型和规模逐渐扩大，一般的企业法人、证券投资基金、保险基金、社保基金、信托公司等投资机构逐渐入市，他们专业化的投资对上市公司信息披露提出了较高的要求。另一方面，以银广夏、蓝田股份为代表的一系列上市公司欺诈违规行为的曝光，使上市公司的诚信受到投资者的广泛质疑。尽管

^① 资料来源：the NIRI Board of Directors. September, 2001。

中国证监会和证券交易所不断出台上市公司的规范举措，但外部治理的作用是有限的，投资者和上市公司的信息沟通始终缺乏合适的平台。投资者关系管理机制的引入无疑成为改善上市公司与投资者关系的一剂良方。

目前，我国上市公司的首次发行、再融资过程中，路演、分析师会议等投资者关系管理的形式已为众多的投资者所熟悉。但上市公司运用投资者关系处理危机事件还较少见，持续性的投资者关系管理尚缺乏一整套行之有效的规章制度。

二、投资者关系管理在中外上市公司中的作用

尽管投资者关系管理在我国还是新鲜事物，但一些上市公司通过投资者关系管理实现了在资本市场上的再融资。以雅戈尔（600177.SH）为例，该公司在2003年发行可转债时，申购资金高达1592.7亿元，中签率仅为0.5%，超额认购近199倍。这不仅创出了可转债发行的记录，在整个再融资市场上也是极为罕见的。

此前，1998年丝绸转债（一期）曾创出过80倍的超额认购记录。核准制后，则以国信证券承销的阳光转债近14倍为最高。雅戈尔可转债发行热销的秘密来自公司对转债条款的修改。公司自1998年上市以来一直保持着年均30%的增长，发行可转债的募集资金主要投向又是在上游纺织面料的开发上，其主要特点是周期短、风险低、回报高，吸引力毋庸置疑。但是，资本市场并不与产品市场完全协调。9月之后，丝绸（二期）、燕京转债相继发生包销，大批转债跌破面值。在这种背景下，公司接受主承销商的意见，向市场推出递增利率债券，并在初始转股价的溢价比例、向下修正、赎回和回售等方面推出了具有市场诱惑的新条款，较以前发行的可转债产品有了重大突破。在其后短短几月内，雅戈尔公司在宁波地区举行了四场大型机构投资者见面会。雅戈尔为何全面收缩金融业投资？房地产已有过热之嫌，为何还要频频购地？雅戈尔高层管理者必须实时面对专业的询问。不仅如此，还要网上、实地路演，每个周末公司高层管理者还要与承销商一起与客户交流，表达发行人对投资者的诚意和重视。

通过转债发行，雅戈尔公司认识到投资者需要教育和引导，市场关注的热点可以通过传播新投资理念形成，并不单纯靠资金推动。同时，投资者关系管理在中国证券市场日益重要。一个公司只有运作透明，积极与投资者沟通，才能获得认同。

几年前发生在美国的惠普、康柏合并案，充分体现了IRM在上市公司经营运作中发挥的重要作用。2001年9月，惠普公司宣布将以250亿美元的价格，通过股票收购其竞争对手康柏公司。然而，这一收购方案遭到惠普家

族持股成员的强烈反对，有因股东大会否决而流产的危险；同时，该收购方案也受到当局（反垄断法）的质疑。惠普决策层为了说服投资者和监管部门接受其合并康柏的理念，动员了 IRM 部门的全部力量展开攻势。首先，他们向美国司法部、欧共体解释，两公司的合并不会构成对市场的垄断，而且可以促进竞争。此外，公司管理层还通过各种媒体以及举办说明会等多种 IRM 手段，向广大机构投资者和中小投资者反复阐述收购方案的合理性，以及公司合并后良好的发展前景。每个持有 100 股惠普股票的投资者，都会收到公司 IRM 部门发来的电子邮件和说明材料。就这样，他们先后说服有关管理当局接受了合并计划。2002 年 3 月 8 日，美国联邦贸易委员会以 5:0 的绝对优势，批准了惠普与康柏的合并，也为将于当月 19 日进行的股东大会表决扫清了障碍。应该说，这是一个 IRM 危机处理的成功案例。

从惠普的案例中我们看到，对于一个注重长远发展的公司，如果没有出色的 IRM 工作，那是不可想象的。在海外发达的证券市场上，如果忽视 IRM 工作，负面效果会非常明显。对此，曾在华尔街有 8 年证券从业经历的黄杰夫介绍说：“如果我们的 IRM 工作没做好，会直接影响到股票价格。如果发行上市的时候大家兴趣都不大，即使买了你股票也是短期操作，价格受到压抑，公司到二级市场融资的成本就比较高。如果公司股票长期受到压抑，直接的结果就是公司被人收购。那么公司的管理层统统都要换掉了。不是你兼并别人，而是你被别人兼并了。因此，在美国西方资本市场比较发达的地方，投资者关系成为公司长远发展的一个非常重要的组成部分。”

第二节 投资者关系管理的起源和发展

美国是投资者关系管理的发源地。在经历了 1929~1940 年的经济大萧条和第二次世界大战后，从 1950 年起，美国开始了长达 20 年的经济增长，企业的扩张、居民收入的不断增加和政府长期实行的低利率政策促进了股票市场的发展。

一、投资者关系管理的起源阶段

正是由于社会公众大量参与，股票市场孕育了 IRM。起先，公司的股东主要是那些为数不多的有钱人（百万美元左右），他们是投资银行、经纪商、信托部门、投资顾问和银行的客户，公司只需要对他们负责。但逐渐地，公

司发现那些持股量仅 100 股或 200 股，甚至不足 100 股的小股东越来越多。这些新股东有一个明显的特征，即他们是公司产品的潜在购买者。于是，像宝洁、通用汽车、克莱斯勒、美国电话等等消费品行业的公司看到了这一市场机会。1950 年，福特公司向社会公众大规模地发行普通股，并且要求承销商要把推销力度集中到那些 200 股左右的购买者身上。公司的目的是为了吸引购买福特汽车的新客户，它的竞争对手通用和克莱斯勒也早已借助股东来提高销量。逐渐地，这些新股东意识到自己也是公司的所有者，应该有发言的权利，应该被公司所关注。这些新股东还对参加公司的股东大会颇感兴趣。于是，公司管理层有些犯难了，因为他们只习惯于跟那些有长期合作关系的银行、投行家和保险公司打交道，而没有一点与小股东沟通的经验。在众多小股东的压力下，管理层不得不转而求助大众传播专家。少数大公司利用自身的公众关系部（**Public Relations Department**）来和投资者交流，而大部分公司则只有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、外界的法律顾问等人来安排。这些可謂是 **IRM** 的初级阶段了。

启用大众传播人士来处理股东关系，他们的工作同真正意义上的 **IRM** 还是有较大差距。在大众传播人士手里，“股东关系”一词逐渐演变成宣传、促销和盛典的代名词。年度报告成为公司产品的宣传手册，财务数据只占很少比重。每年的股东大会经常在上好的酒店里召开，提供咖啡、早餐、自助午餐或者礼品。管理层做这一切的目的只是让前来参会的股东能够心平气和地参会，而不会出现任何不利于公司形象的正面对质。

当时的电视还没有财经类的节目，广播电台关于财经方面的信息也少得可怜，公司如果想向投资者披露信息，就必须求助于报界或者如美林之类的证券市场中介机构发行出版的《分析师分析摘要》等。对传播类人士而言，他们缺乏足够的财务和法律知识来正确传播公司想要或者应该传达的信息；对金融分析师而言，他们可能把握不了恰当的传播方式或渠道。此时，**IRM** 面临两个难题：一方面，要找出可靠的向投资者和金融界传播信息的方式；另一方面，又要找出有效的方式将潜在投资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。于是，市场上意识到需要设立专门的投资者关系职能部门来履行这样的职责。

二、投资者关系管理的发展成熟和成熟阶段

到 1953 年，美国的大型公司基本上都设立了股东关系一职。同年，美国管理协会（**American Management Association, AMA**）出具了第一份关于股东

关系的研究报告，旨在指导公司股东关系的操作。在这一年，美国管理协会的主要支持者——通用电器率先设置了正式的 IRM 部门。

1958 年，AMA 召开了一次推进 IRM 发展的会议。会议讨论了实施 IRM 的必要性、公司管理层对股东的认知程度及建立专业的 IRM 队伍的重要性等问题。1963 年 5 月，“投资理念和投资教育会议”在底特律 Wayne 州立大学召开，召集了企业界和投资界专业人士来共同探讨 IRM 发展的紧迫性和未来发展道路。通过这次会议，IRM 得到学术界的认可。

1965 年秋天，业界人士在哈佛俱乐部聚集商议组建专业的 IRM 组织一事。经过 1966 年 Haven Mountain 会议的进一步讨论，一个正式的 IRM 组织——投资者关系协会（Investor Relations Association, IRA）诞生了。但该协会会员仅限于公司的管理者，并且入会者人数较少，不具备广泛性。1969 年 7 月 10 日，在 IRA 举办的会议上成立了全国性的 IRM 组织——美国投资者关系协会（NIRI），而 IRA 作为其发起人，也只是它的一个分会。

NIRI 是由企业管理者和投资者关系顾问组成，负责企业管理层、投资公众和金融界之间交流沟通的专业性协会。它主要通过定期举行讲座和研讨会、发行关于 IRM 的出版物、提供无偿咨询网络、跟踪监管部门的监管动态、建立 IRM 人才库和组织分会的日常活动开展工作。NIRI 在美国共有 33 家分会和 5 000 多名成员。NIRI 的使命为致力于提高投资者关系操作水准和成员的专业水平。该协会对 IRM 定义是，以特定的传播方式，将投资信息向现有的和潜在的股东精确展示公司的现行经营活动和未来前景的战略性企业推介活动。作为行业的先驱者，NIRI 在历届成员的共同努力下奠定了其在 IRM 领域的权威性地位。

1980 年，在 NIRI 成立 11 年后，英国成立了 IRM 组织——英国投资者关系协会（Investor Relations Society, IRS），这是第二家全国性的 IRM 组织。1990 年，NIRI 的加拿大分支机构从母体脱离出来，更名为加拿大投资者关系协会（Canadian Investor Relations Institute, CIRI）。同年，芬兰投资者关系协会（Finnish Investor Relations society, FIRS）也宣告成立。也是在 1990 年，最先成立的美国 NIRI 又在德国召集组建了 DIRK（Deutscher Investor Relations Kreis）还有许多这样的组织如雨后春笋般地出现，如法国的 CLIFF（Cerle de Liaison des Informateurs Financiers en France）日本的 JIRA（Japan Investor Relations Association）巴西的 IBRI（Instituto Brasileiro de Relacoes Com Investidores）等。

1990 年，各国的会员代表联合起来成立了国际投资者关系联合会（the International Investor Relations Federation, IIRF），总部设在伦敦。在成立之初，这个国际性机构还只有 10 个成员，目前已增加到了 18 个，而且还有其他国

家的 IRM 组织有意加盟。 IIRF 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。

各国投资者关系协会组织的纷纷成立，为在世界范围内探讨投资者关系管理的行业规范创造了条件。

世界各国的 IRM 组织纷纷制定和完善其职业操守条例。这是由于资本市场存在利益主体之间的取向矛盾，道德“逆向选择”往往导致内幕交易、选择性信息披露、会计造假等侵害投资者利益的行为，市场上必须有法律和道德规范来对此进行约束。 NIRI 在其成立当年，就制定了两条投资者关系管理从业人员基本守则。这个守则的基本内容包括：（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）只有在掌握足够多的渠道来获取上市公司较全的正负两方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。

秉承着建立投资者关系操作标准的使命， NIRI 于 1998 年发布了《投资者关系操作标准》（第 I 版）。由于 NIRI 的权威性，使得该标准对全球范围的 IRM 都有指导性。2001 年 1 月，根据美国证券交易委员会（Security and Exchange Commission, SEC）2000 年 10 月颁布的《公平信息披露监管条例》， NIRI 经过调整更新发布了更为完备的《投资者关系操作标准》（第 II 版）。该版规定了投资者关系管理的七个方面的内容：（1）公司投资者关系官员的职责；（2）投资者关系内涵；（3）公司在操作投资关系中的信息披露方式；（4）内部信息沟通；（5）公司在处理分析师和投资者的关系时需考虑的财务因素；（6）投资者关系顾问的作用；（7）附件，包括《信息披露的标准和指南》《公平信息披露监管条例守则指南》《IRI 职业操守》。在这一版中，修改了 IRM 顾问收费指南和 NIRI 职业操守。

NIRI 操作标准不仅为其他国家的投资者关系协会所采纳（成立较晚但发展迅猛的日本投资者关系协会就依据该标准制定了本国的操作规则），而且成千上万的投资者关系管理从业人员在参照这套标准来进行信息披露，处理与企业高级管理人员的关系以及与分析家和投资者沟通。

三、扩展和创新阶段

随着通讯技术的发展，经济全球化的扩张及人们投资观念的变化，投资者越来越受到重视。越来越多的上市公司意识到要保证融资渠道的畅通和公司的持续发展，就必须拥有长期稳定的投资者客户，建立与公众投资者良好的互动关系。通过投资者关系管理，上市公司实现了价值发现和价值创造。对于资本市场而言，投资者关系管理也有助于股权文化的培育。经过几十年

的发展，投资者关系管理也有了更为丰富的内涵和操作工具。

（一）投资者关系管理工作地域的延伸

长期以来，投资者关系管理的运用主要针对本国投资者，随着证券市场国际化和融资方式的多元化，许多上市公司将目光转向了海外投资者。由于投资者跨境持股数日渐增加，为了与海外投资者或潜在投资者搭建相互沟通的平台，IRM的工作范围就理所当然地延伸到了境外，于是IRM工作变得愈发复杂。一些境外上市公司的CEO和投资者关系官员（Investor Relations Officer, IRO）不得不每年到海外投资者所在地做现场推介，而投资者关系管理的专业性也在针对文化差异、法制差异等方面得到拓展。

在一体化的进程中，走在最前列的当属欧盟。欧元的诞生，使得欧盟国家能够避开汇率风险而进行跨国界的分散投资组合，即国内股票市场已扩展到整个使用欧元的地带。那些曾经专注于国内投资者的公司，开始拓宽他们的视野。欧洲公司的IRO必须将工作范围从国内转换到国际。单一货币使得业绩的比较变得容易，也让上市公司有更大的压力提高股东价值。

目前，股票的监管在欧洲大陆还是一件艰难的事，因为没有统一的股权登记中心，要查出哪些股票归谁所有就得四处跑腿和打大量的电话。大多数大陆公司至今仍有无记名股票，因此很难找出股票的所有者。英国是个例外，因为英国要求必须登记股权，并且法律赋予公司权利去获知他们股东的信息。虽然美式的股权登记仍旧远离欧洲大陆，但欧洲清算所的兼并浪潮将极大可能地加速实现股权登记的进程。

有观察家预言，中央系统将会在5年内到位。现今进行股票监管仅仅是为了搜寻数据，而在不久的将来是希望能够得到更多的、关于持股者的分析性信息，并且在确定目标投资者的能力方面有极大提高。

（二）信息披露内涵的延伸

资本市场的不断发展、投资者的不断成熟，使他们对自己的权益有了更深的认识，对信息披露有了更高的要求。例如，在财务信息披露方面，投资者开始要求上市公司增加对品牌、商誉等无形资产价值的披露。但当前的会计准则无法对此作明确规定，主要问题在于定价方面。例如，同样是饮料集团，Diageo公司可以将从外部获得的Smirnoff品牌资本化，却不能将自身的Bailey品牌资本化。这对IRM操作者及会计制度是一个挑战。

在其他信息披露方面也同样存在问题。例如，国外的投资者一般更愿意投资于一些易识别的大型公司，这要求公司面对国外投资者不仅要披露强制信息披露的内容，而且还需要有针对性地进行选择性自愿信息披露，以帮助这些投资者更好地识别自己的公司，增强对公司的投资信心。而对于一些多地上市的公司，面对文化和法律迥异的投资者，同样的信息披露需要特别的

说明，以使不同的投资者能充分了解公司投资或融资对于公司价值提升的重要意义。这对于投资者关系管理来说也是一个挑战。

又如，投资者逐渐关心起上市公司非财务类的信息，比如说环保问题、道德问题、社会公益事业等。投资者普遍认为优秀的上市公司应该有效地降低废物的排放和能量的损耗，他们希望那些污染环境、利用童工和向战乱地区销售武器的公司能够幡然悔悟。一些基金经理也要求对他们所投资公司的社会公益事业有更多的知情权。公司的治理结构也是投资者日益关注的问题。如现阶段，在中国和日本的资本市场上，股东由于对公司管理现状不满，纷纷要求上市公司引入独立董事制度，并进行相关信息披露。

我们还可以看到，国际资本市场上，关于利益冲突信息披露的呼声越来越强烈，一些当地监管机构也正在研究制定或修改有关的立法问题。美国证券交易协会（NASD）就建议证券交易委员会（SEC）增添约束投资顾问的法规，要求分析家们和其所属公司披露他们是否与所推荐的证券有利益关系，是否拥有发行人发行在外的任何种类证券 5% 以上的份额，是否向证券发行人提供投资银行服务而收取费用。SEC 正在考虑 NASD 的建议，我们可以期待更多的、保护投资者利益的相关法规出台。

（三）网络工具的运用

互联网时代的到来为 IRM 提供了新的活动方式。此前，大量的投资者交流和沟通是通过报刊、书信、电话和现场会议进行的。尽管面对面的互动能拉近投资者与上市公司之间的距离，但现场会议或邮寄的缺陷是成本高、信息迟滞和范围具有局限性。互联网的普及使网络成为最有效、最经济的信息交流媒介。上市公司网站的建设和信息发布使投资者增加了了解上市公司动态的窗口；网上发布的电话会议（包括图像和声音）可以帮助公司将信息有效地传播给最广泛的投资者受众；网络还提供从 EMAIL 信息的每日更新到在线接触管理等一系列新型服务。网络将成为 IRO 日常工作的得力助手，而企业的形象越来越依赖于各自网站 / 页上信息披露的深度和可靠性。在一个跨国投资日益盛行的时代，互联网在投资者关系战略管理中将扮演重要角色。

四、澳大利亚上市公司投资者关系管理实践

投资者关系管理在国外成熟市场是一门比较成熟的专门学问。它是公众公司通过充分的信息沟通，运用金融和市场营销的原理，加强与投资者和潜在投资者之间的沟通，促进投资者对公司的了解和认同，在公众中建立公司的诚信形象，最终实现公司价值最大化和股东利益最大化的一系列战略管理行为。这门学问涉及金融、财经、大众传播、市场营销和公共关系等很多专

业，属于上市公司战略管理的范畴。因为是战略管理，所以需要在公司的各个管理环节加以落实和体现。

最恰当的例子是澳大利亚在投资者关系管理方面的实践，这些实践包含了金融理论、控制权理论、营销理论的基本架构和思维方式。首先，澳大利亚的上市公司普遍把公司与投资者之间的交流作为一种企业文化来构建，要求董事会以及高级管理人员必须投入相当的精力，以便保持一个面向所有投资者的、持续透明的交流文化。为了在组织体系中落实与投资者持续交流的通道，上市公司要求至少要有一个人负责与投资者共享信息的管理人员。在一个人无法实时负责所有与投资者交流的事项时，可以同时授权多个代表人。被指定的代表人负责审查公司在媒体发表的信息、公开投标文件、公司出版物等信息载体所表达的内容与实际情况一致；代表人员还应该时时依据公司所发生的变化，如内部结构、法律管理方面的变化等，周期性地调整信息交流政策。

尽管澳大利亚的上市公司十分重视内部交流文化的构建，但对外发言则强调责任匹配优化，尤其强调对外信息发布的一致性。通常，上市公司的授权发言人数一般很少，以便降低产生不一致或不利信息交流的可能性。授权的发言人可以是主席、首席执行官、财务总监、投资者关系官员，或者任命的公司事务负责人。其他的经理可以就他们所管理的领域成为发言人，但只能发表关于他们有权控制范围内的有关信息。任何公司职员或相关人员都不得公开评论公司机密，公司职员和其他相关人员应签署保密协议以防止无授权的信息披露。同时，发言人应与交流负责人保持紧密联系，以保证计划中的所有评论发言都在信息披露范围内，即所涉及信息是已公布或不具有重大影响的信息。

如果有关公司的机密信息被非正常公开，尤其是关于公司兼并收购的信息被公开，公司可以考虑采用停止交易的办法，向市场公布恰当文件。在准备重大公告及正式发布之前，公司也可以组织新闻发布或简报。由于这类活动可能会引起市场的剧烈动荡，在公布之前公司可以申请停止交易，防止投机。

上市公司还可以考虑利用电话会议与更多的投资者进行直接交流，尤其是当投资者分散在多个不同地区时。电话会议的内容应向所有投资者公开，相关的记录应以录音或记录的形式保存，并在网站公布。

为了避免不经意的敏感信息泄露，并进而导致投资者享有信息方面的不公正待遇，澳大利亚要求公司对于分析师披露的信息，应限于已公开的信息或大众范围内的信息；负责与投资者交流的人员应保存所有已公开发布的信息的记录以有利于与投资者/分析师的交流。考虑到收益预测的价格敏感性，

上市公司一般不应对分析师的预测进行评论或公布自己的预测。但若公司未来预测与已公布的预测（若存在）有重大出入，并 / 或分析师忽略了以前披露的重大信息时，公司有必要对分析师的预测进行更正；若公司得知市场对公司的收益预测与公司本身情况存在重大出入时，公司可能会发布盈利说明。但在该文件中应着重对市场预测与公司预测不同的原因进行解释，而不是只具体提供自己的预测数字。这就要求负责交流的人员保存所有分析师的预测记录并了解公司自己的预测。此外，澳大利亚的公司还经常召集经纪人资助的投资者会议，或者在网站上开设聊天室等方法加强与投资者的交流。值得注意的是，澳大利亚监管人在公司与媒体的关系中，对公司行为有一些较强的约束。通常情况下，上市公司不应对媒体的猜测或谣言加以评论，除非存在影响公司的重大错误或由交易所提出此类要求。同时，公司对那些可能影响股价的信息应只停留在一般性的评论基础上，不应对媒体提供含有重大影响信息独家采访或消息；上市公司应避免向媒体提供无记录的重大信息，以防止选择性披露和可能的违规行为发生。

与澳大利亚注重公司内部建设、并通过内部制度强化上市公司与投资者交流的做法不同，美国在安然事件以后，在投资者管理方面，尤其是信息交流的内容和方式方面，出台了一系列监管法规，通过外部法律环境的完善，来约束公司的投资者关系管理行为。在新颁布的《OXLEY 法》中，监管人专门设立了上市公司财务监督委员会。该委员会是非盈利性组织，用来监督那些对上市公司提供审计等财务服务的会计事务所。事务所必须在该委员会注册取得对上市公司服务资格后才可从事相应服务；同时，必须向委员会提供年度报表或依据委员会要求提供其他各类文件。委员会建立并采纳相应的审计、审计质量控制、审计独立性的检查标准，并随时确保该事务所及相关人员行为的合规性。《OXLEY 法》还强化了审计师的独立性和公司在信息管理方面的法律责任。对白领犯罪规定了更加严厉的处罚等。这些规定在约束公司恣意行为的同时，实际上还是对公司的一种激励，激发公司与投资者进行规范的交流，确保信息准确地传递给投资者。

第三节 投资者关系管理的概括性特点

投资者关系管理在海外普遍受到重视，是因为在发达的证券市场上，机构是主要的投资主体。上市公司必须竞争成为基金投资组合的核心部分，因

此，资本的竞争性迫使上市公司必须不断地向基金经理说明其自身价值，吸引他们长期投资。IRM在其中发挥的作用是提升公司亲和力和透明度，消除投资者对陌生公司的怀疑和谨慎投资心理。因此，IRM的好坏直接决定了投资者对公司股份的认购兴趣和持有期限，进而影响公司二级市场融资成本。

对于上市公司而言，投资者关系管理涉及金融、大众传媒、市场营销等行业，是由市场驱动的，这与建立公共关系形成公司识别（Corporate Identity）（CI）系统进而促进产品销售没什么两样。不同的是，IRM更着眼于吸引投资者购买并持有公司股票或债券，所以，我们可以将IRM看作是将上市公司作为商品来营销，尊重“消费者”——投资者的选择。

一、投资者关系管理的基本特点

（一）投资者关系管理的性质是公司持续战略管理行为

公司战略包括产品运营和资本运营两个部分。产品运营是指企业生产经营的战略规划和实施方案；资本运营是指企业在资本市场的投融资战略。从表面上看，投资者关系似乎只是面对资本市场，但是在企业竞争逐渐由单一的产品竞争转向资本竞争的今天，企业资本市场战略更能体现公司对全局的掌控。作为企业战略的重要组成部分，投资者关系管理将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，达到彼此支持、相得益彰的效果，增强了企业在两个市场的竞争力。

由于企业战略是一项长期行为，投资者关系管理必然是一种持续行为。因为伴随着企业战略的变化，上市公司需要不断向已有的投资者或潜在投资者介绍公司生产经营情况和战略规划，以取得他们对公司投资价值的认可。另外，投资者关系管理作为企业的一项共识，是一种长期根植于企业员工头脑中的观念。也就是说，不管企业面对多么纷繁复杂的经营环境，在生产经营和资本经营中，都要从投资者角度去考虑问题，替他们打算，为他们最大限度地创造价值。因此，投资者关系的持续性和长期性，决定了其目标是上市公司与已有的投资者和潜在投资者建立长期、稳固、亲和的关系。

（二）投资者关系管理的目的是实现公司相对价值最大化

公司价值、产品价值和资产价值是完全不同的三个概念。公司价值不仅是净资产和利润所体现的过去和现在的价值，还包含着公司未来盈利和发展的潜力，是投资者对企业未来的一种预期。体现在市场上，公司价值就是股票二级市场波动的价格。因为在理性的市场上，公司股票价格反映的是投资者对公司价值的估计。但考虑到股票市场面临着外部环境和系统风险，公司价值更多地表现为一种相对估值。相对市盈率和相对市净率是表现公司价值高低的重要指标，反映了投资者对公司相对价值的估计程度。

投资者关系管理的目的是通过向投资者不断展示公司前景，以及与投资者的互动沟通，使投资者能够发现公司价值，或者引进战略投资者为公司创造价值。当投资者对公司未来预期很好的时候，就会不断买进股票并且长期持有，其结果是提高了公司在股票市场的相对价值。

（三）投资者关系管理的核心是通过沟通促进了解与认同

随着证券市场的不断扩大、上市公司数量不断增加，如何让投资者发现公司价值，并且保持活跃的交易是一件不容易的事情。事实上，即便是在整体换手率极高的国内股票市场，我们也可以发现不少公司交易清淡，不受投资者关注。为此，必须通过与投资者的不断沟通使公司价值得到市场的认同，投资者关系管理正是上市公司与投资者沟通的重要途径之一。

投资者关系管理的核心是通过与投资者的有效沟通，促进上市公司与投资者平等、诚恳、相互尊重，使之成为一种长期、持续的共处态度。而沟通本身就涉及金融学、营销学等专业知识。

（四）沟通互动的主要内容是与投资者决策相关信息

强制信息披露是保证每位投资者获得对公司平等的知情权的制度保证。站在证券监管的角度，强制信息披露是从形式和实质上帮助投资者判断股价敏感信息。但问题在于，强制披露只规定了信息的最低标准，上市公司只要符合披露程序、披露要求和披露格式，它可以对其他信息不予披露，这样投资者仍然无法清楚地知道什么公司具有较好的投资价值。

同时，好的上市公司需要融得更多的资金和获得更高的市值。强制信息披露下可以保证投资者对上市公司基本情况进行了解，但对于公司的文化、战略、经营理念、管理层勤勉情况等信息，则需要上市公司自愿披露。投资者关系管理在这方面可以起到补充作用。一般地，上市公司可以通过电话、参观、分析师会议、小型说明会、一对一的介绍、路演等形式，与投资者小范围沟通。由于投资者对公司了解程度、投资偏好、资产配置的不同，投资者关系也可以有不同的形式。但在形式上，都是公司自愿信息披露，并且这些信息均能影响到投资者的决策。

（五）投资者关系管理的手段是金融营销

上市公司存在于两个市场：一个是生产市场（或者说是商品市场）。上市公司要在这个市场完成生产和产品的营销，以确认收入和利润。另一个市场是资本市场。上市公司要在资本市场完成融资和再融资，寻找潜在的投资者和扩大资产规模，优化资本结构、股权结构、治理结构。上市公司在证券市场上销售自己的金融产品，如股票、公司债券、可转换债券等，必不可少地要运用公司营销，使投资者能通过购买公司股票、债券而获得收益。就这点而言，公司营销比产品营销的难度要大得多，但本质上一样，都需要针对

产品、受众、目标的不同采取不同的手段和方法。

（六）投资者关系管理的对象是投资者和潜在投资者

投资者关系管理的对象既可分为已有的投资者和潜在投资者，也可分为机构投资者和个人投资者，还可分为一般投资者和战略投资者。不管怎么划分，在投资者关系管理过程中，都需要通过与不同对象的交流，帮助投资者获得对公司价值的了解。当然，这个过程绝不是单向的，投资者与公司的互动也可以促进公司更好地优化治理结构，了解市场需求，从而为较好地把握投融资市场机会创造条件。

上市公司现有的投资者对公司历史沿革和特点比较熟悉，投资者关系管理工作的重点是帮助投资者建立对公司发展重点和战略的长期信任。对于战略投资者的重点是提供与公司有关的行业趋势和公司相对价值的信息，使其能够很快地掌握公司与其他同类的区别；而对于市场中的短线或阶段性投资者，工作的重点则是就影响公司阶段性价值的敏感因素进行披露，帮助其作出自己的判断。

（七）投资者关系管理的基础是充分信息披露

IRM 工作的主要内容是信息交换和信息沟通，因此，充分信息披露是投资者关系工作的基础。充分信息披露的要求包含着三个方面的含义：第一，作为强制信息披露的补充，更多的与公司生产经营和战略经营相关的信息是采取自愿信息披露方式。第二是在公布好的信息的时候公布坏的信息，尤其是公司出现重要事项或重大危机的时候，做到即报喜又报忧，使投资者能够全面了解公司。第三是公司的持续信息披露。其含义是上市公司与投资者的沟通是长期工作，不能等到公司需要再融资或出现问题时才找投资者沟通，而是要在持续的信息披露过程中建立与投资者的理解与相互信任，提高投资者对公司的忠诚度，进而树立公司独特的股权文化。

二、案例分析：东风汽车的投资者关系管理

东风汽车作为汽车行业的龙头上市公司，非常重视投资者关系管理。公司总经理认为，不论是为了公司长期发展的战略利益，还是为了推进股权文化的建立和证券市场发展的历史责任和社会责任，作为一家有影响力的大公司，东风汽车都需要开展投资者关系管理，倡导“尊重投资者，回报投资者”的企业文化。因此，从 2002 年初到现在，东风汽车实施了一系列改善与投资者关系的行动。东风汽车的投资者关系管理主要包括以下几方面内容。

（一）对东风汽车投资者关系现状进行调查

公司向 17 家基金管理公司、大证券公司的基金经理、分析师和一些投

投资者、媒体记者开展问卷调查。从这次调查结果的分析看，东风汽车在投资者心中有较好的形象，但是公司的 IRM 工作缺乏计划性、规范性、系统性和针对性，公司管理层眼中的东风汽车与投资者眼中的东风汽车不一致，投资者缺乏与公司沟通的渠道，对公司发展战略和经营策略也缺乏了解。

（二）确定东风汽车的资本市场形象定位

通过对国内主要的机构投资者和专业证券研究机构分析师的调查，结合东风汽车战略规划、产业地位以及经营状况，确定了东风汽车资本市场形象定位。

（三）制定公司内部投资者关系管理规范

首先，规范公司的公开信息披露。董事会根据《证券法》《上海证券交易所股票上市规则》等相关法规制定并颁布了《东风汽车股份有限公司信息披露管理制度》，规范公司的信息披露。其次，以董事会决议的方式宣布系统实施投资者关系管理，制定并颁布了《东风汽车股份有限公司投资者关系管理规定》。第三，证券事务及投资者关系管理部制定了相关的日常工作规范，包括《东风汽车股份有限公司投资者关系管理手册》和其他日常的工作制度。

（四）设立投资者关系管理组织机构

根据实施投资者关系管理的需要，公司设立了“证券事务与投资者关系管理部”，明确了证券事务与投资者关系管理部的投资者关系管理职责和具体工作内容。公司还充实了证券事务与投资者关系管理部的工作人员，并对他们进行 IRM、信息披露和证券事务管理、东风汽车相关知识的培训。

（五）召开分析师说明会

2002 年 4 月 8 日，由公司与中国证券业协会证券分析师专业委员会联合召开的“东风汽车 2002 年说明会”在湖北襄樊召开。参加会议的单位达 30 多家，包括富国、长盛、华夏等基金管理公司的基金经理或分析师，以及海通、申银万国、国泰君安、华夏、南方、湘财、西南等证券公司的分析师。这次说明会在公司与投资者沟通方面取得了良好效果。公司拟将这种方式作为公司投资者关系活动的基本标准，在每年年报公布后邀请投资界人士进行面对面交流，让公司管理高层和基金经理、分析师进行更多的直接交流，让东风汽车给人留下深刻印象。

（六）利用网站加强投资者关系管理

东风汽车在公司网站上建立了投资者关系管理栏目，使网站成为加强信息披露、改善与投资者的联系和降低沟通成本、提高沟通效率的阵地。从网站运行的情况来看，在未经宣传和推荐的情况下，网站已经成为东风汽车投资者和关心东风汽车发展的投资者的乐园。有许多投资者就公司的会计政

策、中报、发展方向，以及媒体对公司的相关报道提出了问题，这为公司进一步改进信息披露工作提供了依据。

第四节

投资者关系管理与强制信息披露

强制信息披露、独立审计与公司治理，是现在资本市场对上市公司进行外部监管的三大重要因素。在我国证券市场发展过程中，由于上市公司普遍对投资者缺乏尊重的理念，强制信息披露制度起到了规范上市公司信息披露义务和保护中小投资者利益的作用。但强制信息披露制度仅规定了上市公司对投资者信息披露的最低要求，它本身能够体现上市公司的部分价值。而诸如价值发现和价值创造，则需要依赖于上市公司与投资者互动过程中的自愿信息披露。

一、强制信息披露与自愿信息披露的关系

上市公司强制信息披露与自愿信息披露之间在沟通的目的、信息量、渠道上存在着不同。

（一）披露的目的不同

强制信息披露属于法定信息披露。从产生的背景看，强制信息披露是为了防止上市公司对投资者进行欺诈、提高上市公司透明度、保护股东特别是中小股东的制度性安排。强制信息披露的特点是最低要求和被动披露。在强制信息披露要求下，上市公司仅披露要求披露的信息，并且只要合规就可以了。尽管强制信息披露保证了投资者能通过指定渠道获得最基本信息，但投资者一般都希望自己获得的信息越多越好。在这种情形下，就需要上市公司进行主动的自愿信息披露了。

投资者关系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。从公共关系的角度来看，上市公司通过投资者关系管理，改善了公司市场形象，使公司在产品市场、资本市场和人才市场上有所收获。由此看来，上市公司投资者关系更加强调信息披露的主动性，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。