

# 投资者关系管理 与公司价值创造

杨华 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

投资者关系管理与公司价值创造/杨华著. —北京:  
中国财政经济出版社, 2005. 7

ISBN 7-5005-8290-0

I. 投… II. 杨… III. 证券交易—资本市场—市  
场管理—研究—中国 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 068614 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: [cfeph@cfeph.cn](mailto:cfeph@cfeph.cn)

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

787×960 毫米 16 开 16.5 印张 300 000 字

2005 年 7 月第 1 版 2005 年 7 月北京第 1 次印刷

定价: 33.00 元

ISBN 7-5005-8290-0/F·7246

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

# 序

## 努力构建上市公司和投资者良性互动的优质市场环境

国务院《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》明确提出，“要认清形势，抓住机遇，转变观念，大力发展资本市场，提高直接融资比例，创造和培育良好的投资环境”，力争资本市场“为国民经济持续快速协调健康发展和全面建设小康社会做出新的贡献”。国务院的九条意见是我们在新的历史时期，思考和把握资本市场格局与趋势，解决发展中的各种新的矛盾和问题，提高资本市场对经济发展的贡献度的一个总的指针。循着这条指针来分析当前的市场环境，我们发现，如何落实国务院九条意见，本身是一个需要各个部门和地方以及市场内外通力配合的过程。其中，不断增进各方的了解与共识，夯实市场基础，实现上市公司、中介机构和投资者相互信任、相互监督与制衡、良性互动的市场环境，就显得特别重要。正是由于这个原因，我愿意借杨华同志撰写的《投资者关系管理与公司价值创造》一书即将付梓的机会，来谈一谈上市公司投资者关系管理这个议题。

投资者关系管理是落实国务院九条意见的一个重要手段和作用机制。国务院在九条意见中指出，要“建设透明高效、结构合理、机制健全、功能完善、运行安全的资本市场。要围绕这一目标，建立有利于各类企业筹集资金、满足多种投资需求和富有效率的资本市场体系；完善以市场为主导的产品创新机制，形成价格发现和风险管理并举、股票融资与债券融资相协调的资本市场产品结构；培育诚实守信、运作规范、治理机制健全的上市公司和市场中介群体，强化市场主体约束和优胜劣汰机制；健全职责定位明确、风险控制有效、协调配合到位的市场监管体制，切实保护投资者合法权益”。这一论述高层建瓴地勾画出了资本市场今后的发展目标，即我们要把资本市场培育成国有企业改革与发展的引擎和主阵地之一，而且要把资本市场发展

成为消化宏观经济波动风险、提高国民经济资本化水平、满足广大居民各种投资需求的现代市场。我们不仅要重视资本市场的融资功能，而且要充分关注资本市场的价值发现、资源配置优化等方面的基础功能。站在这个高度来分析问题，面对当前的市场环境，我们看到落实社会公众股各项权益、切实保护社会公众股利益就变成制度建设中的一项基础性工作，显得十分重要和紧迫。

近年来，监管部门在保护社会公众股利益方面做了大量的、不懈的努力。一是坚持运用市场化手段，在规范上市公司行为、强化上市公司治理方面，围绕健全制度、狠抓落实做了一系列工作，促进了市场朝着透明公开的方向发展，初步净化了社会公众股落实自身权益的市场环境。二是在中介机构诚信建设、专业技能建设方面，围绕解决问题、消化风险、监督引导等几个重点，促使中介机构尊重和落实社会公众股的权益。三是直接面向投资者，在拓宽渠道、培育理性、促进参与等方面强化了监管的引导功能，积极发展机构投资者，开展形式多样的投资者教育，增强市场系统风险的预测和防范能力；整合监管资源，增强监管工作的应变能力，把保护投资者权益放在一个极其突出的位置来抓。应该说，这些措施都收到了应有的效果，得到了投资者的广泛认同。

但是，随着市场化监管理性的逐步深入和市场化监管手段的更多运用，市场环境也出现了一系列新的矛盾和问题。首先，国际政治经济形式复杂多变，增加了国内宏观经济走势的变数，证券市场的波动性增加，投资者识别风险、防范风险的难度增加，需要更高的参与热情和更专业的参与能力，才能应付市场环境的变化。其次，市场内部创新行为不断涌现，投资者面临的风险收益机构越来越复杂，尤其是社会公众股对这些复杂的信息，显得处理能力不足。第三，多数发生在市场内的创新行为具有双重性，既有对市场开放和国际化程度提高有帮助和裨益的一面，也有增加风险、提高隐蔽性的一面，不能一概禁止或者一概鼓励。所有这些对市场化监管手段和监管部门的应变能力、科学监管提出了更高的要求，需要我们更加紧密地依靠市场，依靠投资者和各类市场主体。对这些行为和现象善加引导，其中一个关键环节就是要通过监管规章和监管行为的促进，增强投资者的自我保护意识，主动维护自身的权益，积极参与上市公司决策，最终变为科学合理的上市公司监督制衡机制中的一个重要而又关键的积极因素。

在2004年召开的中国证券期货监管工作会议上，我们曾经有过一个共识，就是监管工作要推动诚信文化、股权文化的建设。通过推动国民经济的发展、增加社会财富、创造就业机会、提供投资选择，来保护投资者利益，最终体现人民的长远利益。这个共识有两个关键点：其一是通过科学合理的

作用机制保护投资者权益是监管工作在相当长的时间里的一项重要任务；其二是投资者关系管理本身就是促进市场诚信建设、股权文化建设的一个重要手段和作用机制。

投资者关系管理在国外已经有很多成熟经验，我们要积极总结这一领域的共性特征，发掘上市公司同投资者实现相互信任的良性互动规律，积极增进市场各方的了解；同时，要积极归纳投资者关系管理的国别个性特征，找到一条适合我国国情的投资者关系管理促进路径，避免水土不服。只有这样，投资者关系管理才能真正变为诚信建设、股权文化和一系列市场的、法律规则的作用机制，上市公司、投资者和其他市场主体才能有感受、有动力通过投资者关系管理，提升公司价值，塑造良好形象，投资者关系管理也才能真正被落实成保护社会公众股权益的一个重要手段和途径。

我愿意把杨华同志撰写的《投资者关系管理与公司价值创造》一书介绍给读者，希望它的出版对进一步探索有效保护投资者权益的途径起到有益作用。

中国证监会主席 尚福林

2005年6月

# 前言

我在撰写《投资者关系管理与公司价值创造》一书时，为自己设定的目标是把它处理成一本专门论述公司价值营销的理论书籍和政策研究专著。公司价值营销关注公司作为一个整体，在“公司市场”交易时的价值发现过程。它区别于传统上资产市场的交易，资产市场更关心一类或者某一些特定资产的价值发掘，而且公司所拥有的所有资产，其价值加总以后未必就等于公司价值。它也区别于传统的兼并收购市场研究，兼并收购市场更关心控制权和潜在控制人对公司价值的看法。“公司市场”则更多地关注普通利害关系人对公司作为一个整体的价值内涵。这个定位决定了本书具有较高的政策启发性和理论探讨特征。

简单地说，投资者关系是公司与投资之间的关系。这个关系的质量如何，决定了投资者愿意在多大程度上关心、支持和谅解公司内部主体的管理工作。站在内部主体的角度，从长期看，由于投资者关系管理决定了投资者愿意为公司价值支付多少溢价，因而应该是公司的战略性管理工作。在投资者关系管理中，公司运用财经传播和市场营销的原理，管理公司信息沟通的内容和渠道，以实现公司与投资者的良性互动，最终获得相关利益者价值最大化。投资者关系在国外成熟的证券市场已形成完善的理论体系和操作准则。近年来，投资者关系理论被引入我国证券市场。在广泛传播过程中，得到中国证券市场的认可。引入上市公司投资者关系管理的理念以后，证券市场一般会出现下列几个变化：（1）市场交易更多关注公司控制权人的管理习惯和作风。以往股票和债券的发行和交易，强调资产出售、重组和债务重整；投资者关系管理则强调上市公司的整体销售和价值营销。它不仅关注资产和债权债务，还关注包括公司声誉资产在内的公司价值创造系统，通过声

誉资产的构建、识别、发掘和实现，最终更加全面地体现和落实证券市场的功能定位。(2) 证券市场不再是一个单纯分配利益的场所，还是一个构建和谐利益格局的场所。市场交易强调长期性，强调重复博弈，强调谈判和妥协，而不是简单化的非理性行事。也由于这些机制的保障，证券市场的稳定性得以增加，和谐股市才有可能真正成为现实。(3) 证券市场获得开放性特征。由于更多的关心来自各方投资者对公司的看法，更重要的是，这种关心是上市公司的自觉行动，因而来自市场内外各个领域的投资者和上市公司之间的紧张关系得以缓和，市场基础得以拓展，并在不断拓展基础的过程中，证券市场获得了开放和稳定的坚实基础。

国外投资者关系组织是伴随着国外证券市场的成熟而发展起来的。虽然国外的投资者关系组织的历史并不长，但在证券市场中却发挥了不可磨灭的巨大作用。1969年7月，美国投资者关系协会正式宣告成立。1980年，英国成立英国投资者关系协会。1990年，加拿大成立加拿大投资者关系协会；同年，芬兰成立芬兰投资者关系协会，德国成立投资者关系组织。此后，法国、日本、巴西等全国性投资者关系组织日益增多。1990年，国际投资者关系联合会成立。

由于全球资本市场的发展程度不尽相同，因而投资者关系操作水平相距甚远。英国、美国等欧美国家历来重视金融监管，经过近4个世纪的发展，投资者关系体系比较完善。亚洲国家大多没有充分认识到投资者关系的重要性。但在经历亚洲金融危机冲击后，亚洲上市公司的意识和观念正在发生变化，逐步认识到要确保上市公司融资渠道的畅通，必须与投资者建立互相信任的良好关系，建立投资者关系体系势在必行。如日本、韩国、中国香港及台湾等国家和地区进步明显。

国内已有实践表明，随着监管力度的加大，一些上市公司的造假行为纷纷曝光，引发投资者对上市公司诚信的普遍质疑。因此，树立上市公司诚信形象已迫在眉睫。政府监管部门打击造假力度将不断加大，提高上市公司的规范操作水平也势在必行。只有上市公司的经营运作日趋规范，水平得到提高，才能树立诚信的形象。从目前的实践看，尽管机构投资者日渐增多，但在中国证券市场中仍然只占极少数。针对这一特征，只有引导、教育投资者，提高投资者对上市公司的经营发展的关注和参与程度，从而通过市场调整约束经营者的行为，即引导上市公司与投资者之间建立互动关系，才能不断提高投资者的理性投资意识，形成理性的投资者队伍，建立市场稳定的基础。

我国的投资者关系无论在理论研究领域还是在实际操作方面，都处在极为初级的阶段。2002年，国内开始倡导投资者教育，但由于投资者教育把

投资者始终放置在一个被动的地位，导致效果不佳。国外研究者包括机构投资者对我国上市公司的投资者关系评价较低，认为上市公司的投资者关系管理根本没有提上议事日程，甚至存在散布误导信息、操纵股市运作的现象。其实，中国海外上市公司在改善投资者关系方面已经作出了很大的努力，并且取得了一定的成绩。中石化、中石油、中国移动、联想等多家在海外上市的公司都曾先后获得过投资者关系方面的最高奖项。

本书的内容包括二部分：第一章、第二章属于理论构架部分，这部分的内容区别于其他介绍证券市场实务的书籍，我们把上市公司投资者关系管理放在比较的层面上进行介绍。第一个比较，是把上市公司投资者关系管理的观念体系与国内目前已经普遍开展的其他证券市场活动进行比较，突出其特点和独立性，通过与投资者权益保护、强制性信息披露、公司治理等内容的比较，说明提出投资者关系管理绝非标新立异。第二个比较，是把上市公司投资者关系管理看作一个交叉学科领域，进行深入探讨。其中，关于公共关系管理和社会责任是本书独有的角度。第二部分包括第三章、第四章、第五章，用来进行实践讨论和理论体系的深化。这部分内容首先介绍国外在投资者关系管理方面的经验，包括理念、实务和理论支撑点等几个方面；接着用国内的案例，进一步说明这些理念、实务和理论支撑在多大程度上可以被国内移植。在第三章的内容中，我们详尽总结了投资者关系管理的可能路径和各自的优缺点，以便第四章和第五章的分析变得有的放矢。第六章是一个独立的部分，着重讨论投资者关系管理的监管。一般而言，投资者关系管理是一个市场化程度很高的操作性内容，但由于国内要在市场中实现自发演进，需要耗费大量的时间和交易成本，因而通过监管途径加以推动是十分必要的。

这样一个内容框架，不仅照顾了投资者关系管理的理论性，实际上还照顾了国内实务操作的可行性。在具体写作过程中，我还注意吸取一些国内著作的经验和教训。国内金融学专著一般着眼于介绍金融运行过程的复杂机理和虚拟特征，这使得我在作为一个读者阅读和学习此类书籍时，经常产生一种“隔”了一层的感觉得，影响读书效率。本书吸取这个教训，在讲述投资者关系管理的复杂理论之前，一般都匹配了一个通俗的案例，作为分析的引子并进一步深度挖掘。这些案例多数来自国内。在一些投资者关系管理的理论介绍内容国内尚没有实践涉及的地方，本书也借用了一些国外典型案例。本书选择的案例一般都是市场中所发生的、读者耳熟能详的事情，目的是希望能够方便读者理解投资者关系管理的机理和其中暗含的金融证券理论、公共选择理论，以及复杂的公司治理理论。

在本书即将出版之际，我要特别感谢中国证监会主席尚福林同志，他在

不同的时期，用精辟和独到的眼光，从提高上市公司质量和直接推动社会公众股保护等各个方面提出的真知灼见，启发我对证券市场和上市公司问题的思考，有些思考的结论更直接来自对他各种指示的归结和理解。实际上，他在日常工作中对我在上市公司监管理念和处置手段方面给予的肯定、认同和鼓励，也构成了我持续思考公司监管和价值创造问题的主要动力。另外，还要感谢中国证监会范福春副主席，他在证券市场监管方面拥有非常丰富的经验和深厚的理论功底。他的直接指导，在帮助我少走弯路的同时，还对投资者关系管理议题的提出和完成发挥了重要的启迪作用。最后要感谢我的老领导、现任央行行长周小川教授，他不遗余力地推动国内公司治理的规范与发展的实践，以及构建富有国情特色的股权文化的胸怀，使我们扩大了眼界，并获得了思考这一问题的重要的出发点。

尽管如此，由于本人水平所限，书中舛错难免，请读者批评指正。

杨 华

2005年6月于北京寓所

# 目录

---

第一章 投资者关系管理：资本运营的新理念.....	( 1 )
第一节 投资者关系管理的基本概念.....	( 1 )
第二节 投资者关系管理的起源和发展.....	( 5 )
第三节 投资者关系管理的概括性特点.....	( 12 )
第四节 投资者关系管理与强制信息披露.....	( 17 )
第五节 投资者关系管理与投资者保护.....	( 23 )
第六节 投资者关系管理与公司治理.....	( 30 )
第七节 投资者关系的法律属性与市场地位.....	( 43 )
第二章 理论准备：交叉学科的新突破.....	( 54 )
第一节 公司价值创造与投资者关系管理.....	( 54 )
第二节 公共关系视角下的投资者关系管理.....	( 61 )
第三节 公司社会责任视角下的投资者关系管理.....	( 69 )
第四节 股权文化视角下的投资者关系管理.....	( 82 )
第五节 控制权理论框架下的投资者关系管理.....	( 91 )
第三章 投资者关系管理的路径选择.....	(100)
第一节 投资者关系工作的目标管理.....	(100)
第二节 建立信息汇集和信息发布的机制和组织.....	(105)
第三节 与投资者沟通的主要内容.....	(109)
第四节 投资者关系管理的渠道和方式.....	(112)
第五节 投资者关系管理的日常工作.....	(117)

---

第六节	投资者关系的事件管理举例.....	(118)
第七节	投资者关系媒体管理.....	(128)
第八节	互联网在投资者关系管理中的运用.....	(131)
第四章	国际投资者关系管理的理念与实践.....	(136)
第一节	国际投资者关系协会及其运作.....	(136)
第二节	国际投资者关系管理的主要理念.....	(142)
第三节	SONY 公司的投资者关系管理.....	(168)
第四节	AT&T 公司的投资者关系管理.....	(173)
第五节	巴斯夫公司的投资者关系管理.....	(176)
第六节	国际上市公司事件管理案例分析.....	(179)
第五章	我国上市公司的投资者关系管理.....	(185)
第一节	我国投资者关系管理的现状.....	(186)
第二节	投资者关系管理在证券市场发展中的作用.....	(189)
第三节	政府对上市公司投资者关系管理的作用.....	(190)
第四节	投资者关系顾问的作用.....	(194)
第五节	上市公司投资者关系案例分析.....	(197)
第六章	我国投资者关系管理工作的监管.....	(214)
第一节	我国投资者关系工作中的共性问题.....	(215)
第二节	投资者关系管理的制度化路径.....	(222)
第三节	投资者关系管理的行政监管.....	(228)
附录一	上市公司投资者关系管理自律公约.....	(239)
附录二	深圳证券交易所上市公司投资者关系管理指引.....	(241)
参考文献	.....	(247)

---

# 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<sup>①</sup>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

---

<sup>①</sup> 以上数据来源于中国证监会网站公布的截止到 2004 年 3 月的统计。

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<sup>①</sup>。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

<sup>①</sup> 资料来源：the NIRI Board of Directors, September, 2001。

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，为何还要频频买地？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游说攻势。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。这些可谓是 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