

投资者关系管理的框架与目标分解研究

杨理强

摘要: 投资者关系管理对于上市公司提升信息披露、市值管理、公司治理、战略管理,乃至维护证券市场有效性都具有重要的作用。随着我国资本市场改革开放的深入,对于上市公司投资者关系管理的要求也不断提高。但与国外资本市场国家相比,我国投资者关系管理仍处于初级阶段,在经验借鉴、专业指导和目标明确上有所缺乏。鉴于上述原因,本文通过对投资者关系管理的内容、性质、框架与目标分解的分析,探究投资者关系管理具体做什么、怎么做的问题。

关键词: 投资者关系管理 ; 角色 ; 框架 ; 目标分解

中图分类号: F832 文献标识码: A

一、问题的提出

投资者关系管理作为上市公司与资本市场双向信息交流的方式之一,对于上市公司提升信息披露、市值管理、公司治理、战略管理,乃至维护证券市场有效性都具有重要的作用。同时,随着我

国科创板试点和注册制改革的深入推进,以及资本市场专业化投资者话语权的加大和股票筹码聚焦头部企业的趋势愈发明显,对于上市公司投资者关系管理工作的主动性、专业性要求进一步加强。但与国外资本市场相比,我国资本市场投资者关系管理仍处于初级阶段(上海证券交易所等 2020)。为此,近些年,监管层在推动上市公司投资者关系管理研究、案例梳理、实践活动上加大了投入。其中,在中国证监会投资者保护局、上交所、深交所指导下,全景网发布的《上市公司投资者关系工作年度报告(2019)》调查显示,受访上市公司对于投资者关系管理提升诉求最高的前三是“需要更多的经验借鉴、专业指导和培训(56.90%)”“需要更明确的监管指引,避免出现违规(48.31%)”“需要明确投资者关系工作目标,做好工作规划(35.10%)”。因此,本文希望通过投资者关系管理的内容、性质、框架与目标分解的分析,为上市公司理清投资者关系管理具体做什么、怎么做的问题,包括梳理投资者关系与信息披露、市值管理、公司治理以及战略管理之间的联系路径。

作者简介:杨理强,中国社会科学院、兴业银行博士后。

二、投资关系管理活动的内容与性质分析

(一) 需求(资本市场) - 供给(上市公司)分析

从资本市场角度来看,信息是资产定价的基础,有效的信息传递能够修正价值和价格的偏误。由于信息存在收集成本、解读成本和理解偏误,因此,围绕着信息的收集、传递、解读和验证(背书),便形成诸如证券机构、评级机构、媒体机构等信息中介。由此,信息成为能够反映证券价值的商品——上市公司是信息的供给者,投资者是信息的需求者,证券机构、评级机构、媒体机构是信息的中介者,政府和社会组织是信息的监管者。同时,在上市公司内部,围绕外部信息需求的满足,形成了以上市公司投资者关系管理工作为中心的跨部门团队,以及专门进行投资者关系管理的岗位(IRO),来负责在公司内部(即管理层和董事会)与外部(即当前和潜在投资者、金融分析师、媒体和其他利益相关者)之间的沟通(见图1)。

从对外信息提供角度,投资者关系岗位(IRO)的职责包括以下方面。一是在监管范围内,根据企业战略、市场形势和投资者情况制定投资者关系活动计划。二是畅通和把关外部资本市场与企业内部的交流,包括组织和畅通与分析师、媒体、投资者、监管部门等资本市场参与主体的多渠道联系,为资本市场沟通活动协调高级管理层和各部门负责人,增进资本市场对公司的了解和认同,提升公司治理水平,实现公司整体利益最大化和保护投资者合法权益。三是准备和协助公司信息披露,例如,交易所网络平台互动答复、新闻稿、管理层讨论与分析,并作为上市公司日常对外与资本市场交流的主要发言人。

上述重要的职责使得IRO在诸多公司信息披露的活动当中起重要作用,并需要作为公司日常对外与资本市场的主要发言人,来引导和管理资本市场预期,因此,IRO被视为是公司的“首席披露官”(Chief disclosure officers)(Brown et al, 2019)。同时,IRO

还需要为管理层筛选、安排与分析师/投资人见面的合理时间,控制他们对高层管理人员的访问权限,并将敏感信息在对外披露中进行过滤,因此,也被视作是上市公司的“守门人”(Brown et al, 2019)。

形式上,对外信息的提供主要以强制信息披露为核心,进行的自愿性信息披露活动。包括披露公告、召开业绩说明会、接待分析师/机构调研、组织管理层交流、路演、参与券商策略会、参与互联网平台交流、接听和回复投资者来电和邮件。其中,在披露公告中,投资者关系管理人员的职责主要负责自愿信息披露部分。

(二) 需求(上市公司) - 供给(资本市场)分析

对于上市公司,资本市场信息构成决策部分依据和基础,包括制定企业差异化战略和战术、进行二级市场融资/进行信息披露和投资者关系管理等,并最终帮助企业提升公司治理水平和企业价值。因此,上市公司董监事会、管理层、业务部门同样需要来自资本市场的信息,审视(Perception Audit)相关经济行为的资本市场反馈(见图1)。

从对内信息提供角度,投资者关系岗位(IRO)的职责包括以下几方面。一是建立动态研究和分析体系,包括宏观、行业、资本市场、同业竞争企业、本企业、投资者等,为经营决策(含投融资)、投资者关系工作、信息披露工作提供参考和建议。二是将资本市场主体(包括分析师、投资者等)对公司的观点(例如,关注问题、评价和期望)反馈管理层,帮助管理人员了解资本市场的想法。

在上述信息由外向内传递的过程中,由于投资者关系岗位(IRO)需要将市场信息进行甄别、筛选、加工和分析后反馈给管理层,因此,IRO起着“守门人”(Brown et al, 2019)“研究员”和“情报官”的作用。英国投资者关系协会(IRS)主席Richard Davies指出,如果使用得当,投资者关系团队将成为公司在市场中的“耳目”,并将提供对市场变化的宝贵见解。

形式上,对内信息的提供主要以内部报告体系

① 原文请见 <https://www.lseg.com/media-centre/news/corporate-press-releases/london-stock-exchange-promotes-best-practice-investor-relations>

图1 资本市场投资者关系的信息生态圈

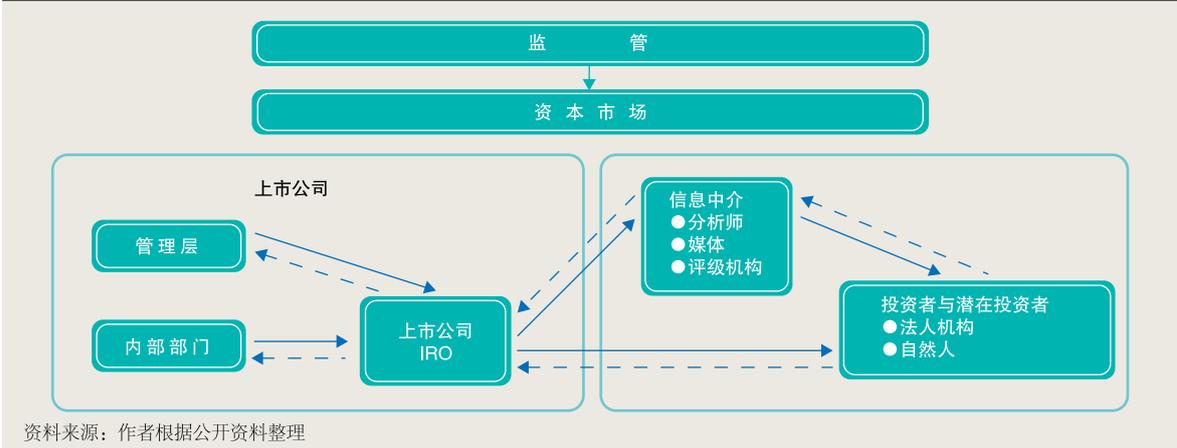


图2 资本市场投资者关系的信息传递方式



为核心，进行的正式和非正式报告，包括以纸质/电子方式，通过周报、月报、季报、年报的定期报告形式，以及舆情监测报告、资本市场观点报告、高管增持报告、同业对比报告、股价-股东分析报告、股东变动分析报告等不定期报告。

无论是对外还是对内进行信息供给，作为上市公司与资本市场的沟通桥梁，投资者关系岗位(IRO)都是上述信息的交换中心。这就要求投资者关系管理需要同时做好外部人和内部人的服务工作，建立广泛和深入的投资者关系管理朋友圈，进行日常关系的维护，从而在资本市场和公司之间建立信任、可持续的关系，减少负面舆情带来的资本市场影响。基于此，IRO也需要成为一名“资本市场公共关系管理专家”和“危机活动管理专家”。

综合以上六种角色，结合投资者关系管理的双向信息本质，本文认为投资者关系管理岗位可进一步被视为是公司的“资本市场信息官”，涵盖了“披

露官”“守门人”“研究员”“情报官”“公共关系管理专家”“危机活动管理专家”的角色与职能。

由此，通过内部信息传递，投资者关系管理间接影响公司内在价值创造活动（起咨询作用），并通过外部信息传递和营销，直接影响公司外在价值实现（起信息定价纠偏作用）。

三、投资关系管理框架分析

基于投资者关系管理的岗位角色与职责，本文进一步尝试从上市公司角度对投资者关系管理的框架进行分析。从国外实践来看，以美国投资者关系协会发布的《投资者关系操作标准》(Standards of Practice for Investor Relations)为基础，各国投资者关系组织相继制定了适合本国的IRM操作指南。从最新一次《投资者关系操作标准》的修订来看，其确定了三个独立的实务操作指引，涉及披



露 (Disclosure)、盈余发布内容 (Earnings Release Content)、实施通知和访问 (Implementing Notice and Access), 主要包括投资者关系岗位职责、公司信息披露、内部信息沟通、投资者关系顾问作用、信息披露标准和指南、处理分析师和投资者关系时需考虑因素等内容。针对我国投资者关系管理的框架, 我国学者和政策制定者曾在 2005—2010 年期间进行了一些研究, 包括, 监管层面, 2005 年我国证监会颁布实施的《上市公司与投资者关系工作指引》第二十二条指出, 投资者关系工作的主要职责包括: 分析研究、沟通与联络、公关关系、其他; 学者研究层面, 肖斌卿等 (2008) 提出投资者关系管理的纵深发展是以实现为公司创造价值为导向的整合体系, 包括上市公司市值管理、投资者群体的分析与研究, 以及沟通信息的组合策略与沟通手段的创新设计以及信息反向沟通管理。夏天等 (2006)、潘功胜等 (2010) 指出, 投资者关系管理的基本内容大致可以归纳为八个方面, 包括信息披露、与投资者和分析师的日常沟通、研究报告的追踪与监测、股东结构监测与分析、媒体监测、市值管理、危机防范与处理、与监管机构的联系与沟通。唐国琼 (2003) 在总结国内外优秀投资者关系案例基础上, 提出投资者关系管理的内容, 包括研究分析、信息沟通、公关关系建立与维护、危机管理、参与公司发展战略制定、专业培训工作。

在近两年投资者关系管理重新得以重视后, 根据《上市公司投资者关系工作年度报告 (2019)》

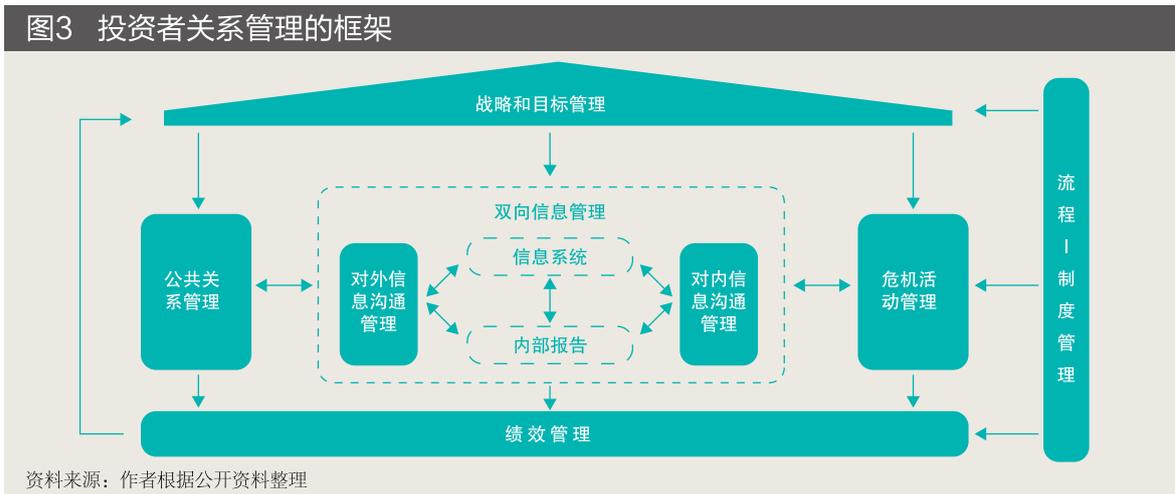
的调研结果, 投资者关系工作的重要性从高到低的选择分别是“强制信息披露工作”“与监管机构的沟通”“与控股股东、实际控制人的沟通交流”“机构投资者实地调研”“自愿信息披露”。

综合上述研究, 并结合投资者关系管理内容与角色, 大致可以归纳出如下几方面关键工作内容。一是信息披露, 二是沟通与联系 (联络), 三是分析和研究 (追踪、监测), 四是公共关系管理 (监管、媒体、机构), 五是危机管理。其中, 由于投资者关系活动是以信息披露为基础, 并包括其他非正式沟通在内的双向交流, 因此, 可以将“信息披露”与“沟通与联系 (联络)”一并概括为企业对外的信息沟通管理。分析和研究主要针对的是对资本市场信息的加工、分析, 并提供内部管理层决策, 因此, 可以概括为企业对内的信息研究管理。由此, 对外信息沟通管理和对内信息研究管理便成为投资者关系管理双向信息交流的两个方面。综上所述, 本文将投资者关系管理的核心内容概括为以下几方面。

一是对外信息沟通管理, 主要是以信息披露为基础 (包括法定合规信息披露和自愿信息披露) 的对外沟通交流。

二是对内信息研究管理, 主要对资本市场信息进行加工、分析, 并提供内部管理层决策, 在内、外信息管理之间通过信息系统和内部报告进行连接和互动。一方面, 信息沟通管理是信息研究管理的基础, 信息研究基于企业经营成果、信息披露和沟

图3 投资者关系管理的框架



资料来源：作者根据公开资料整理

通的市场效果和反馈，通过信息系统形成内部分析报告，以供管理层经营决策和进行市值管理；另一方面，信息研究管理是信息沟通管理的依据，根据监管要求、投资者画像（披露对象）、资本市场信息偏好（披露方式、披露时间、披露技巧）等信息研究的成果，企业可以更好地进行信息披露和交流，并在沟通方式、内容、技巧上进行合理安排，例如，定期制定报告、举办业绩说明会、举办路演活动、参加券商策略会、组织机构调研、与中小投资者沟通等。

三是公共关系管理，包括建立并维护与证券交易所、行业协会、媒体以及其他上市公司和相关机构之间良好的公共关系，在涉讼、重大重组、关键人员的变动、股票交易异动以及经营环境重大变动等重大事项发生后配合公司相关部门提出并实施有效处理方案，积极维护公司的公共形象。

四是危机管理，包括为应对各种影响上市公司股价的危机情况所进行的规划决策、动态调整、化解处理及员工训练等的活动。

除上述四个方面外，由于投资者关系管理是服务于企业的战略和目标，需同监管层、决策层的要求、目标相一致，因此，投资者关系管理的起点应该是企业战略和目标的分解，形成投资者管理的目标。同时，投资者关系管理工作作为上市公司市值管理工作的内容之一，对企业优化股东结构、提升公司治理、实现内部价值和外部价值统一、降低融资成本具有重要作用。和其他企业管理工作一样，其同样可以用定性和定量的指标衡量结果，因此，

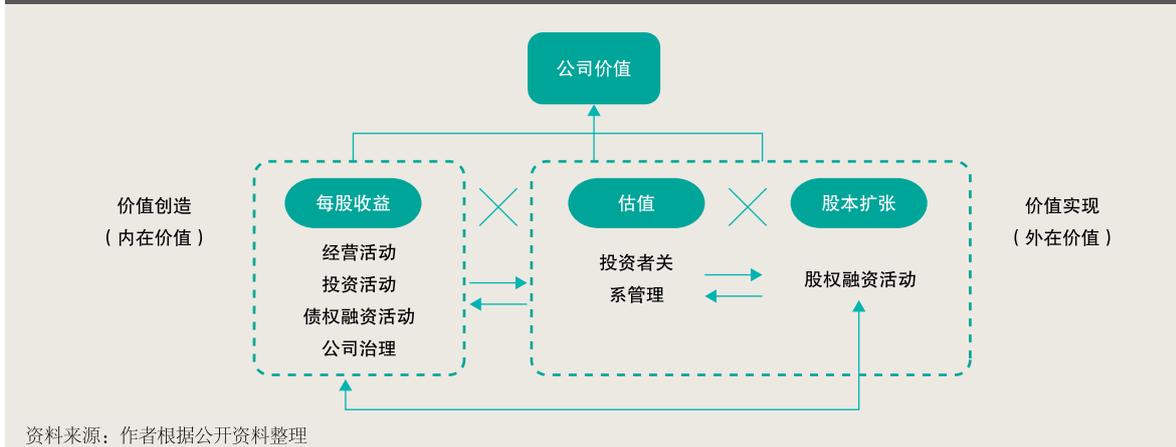
终点应该是绩效考核与评价。此外，流程和制度作为起点、过程、终点的全周期控制，也应是投资者关系管理的一部分。本文提出投资者关系管理框架如图3所示。

四、投资关系管理目标分析

对于投资者关系管理的目标，综合各国家主要机构的界定，可以概括为两方面。一是微观层面的公司价值最大化，包括实现公司证券价格的公允（美国国家投资者关系协会、英国投资者关系协会、中国香港投资者关系协会），或实现公司整体利益最大化（中国证监会）。二是宏观层面的证券市场的有效性，例如，实现公平有效的资本市场（加拿大投资者关系学会、德国投资者关系协会），或帮助资本市场对股票和公允价值做出明智判断（中国香港投资者关系协会），或实现公司证券价格公允（美国国家投资者关系协会），或投资者合法权益保护制度的完善（中国证监会）。此外，还应意识到，微观目标和宏观目标是一个有机的统一，一方面，资本市场安全运行和功能发挥，保障了公司价值能够被有效识别和定价，从而促进公司通过再融资实现更大的价值；另一方面，投资者关系管理在促进企业内在价值和外在价值统一过程中，通过畅通信息，维护资本市场的信息-价格机制，亦促进了资本市场的安全运行和功能发挥，达到资源有效配置的目标。

因此，投资者关系管理的微观目标（公司价值

图4 基于公司价值的投资者关系管理目标分解



最大化)和宏观目标(证券市场有效性)具有内在统一性,微观目标的实现可促进宏观目标的达成。从微观目标出发,投资者关系管理可进一步细化为投资者关系管理对每股收益的贡献、对估值的贡献以及对股本扩张的贡献(见图4)。

从估值角度看,投资者关系管理对企业估值的影响可以分为价、量。价格的影响,主要通过有效的双向预期管理和投资者教育管理。由于股票价格背后是人们综合各方面信息之后,对于上市公司的预期所给出的价格。因此,投资者关系管理主要通过管理信息来引导预期,包括对外预期管理和对内预期管理两方面。一方面,对外引导投资者和分析师对公司过去和未来绩效的期望;另一方面,对内向管理层传递资本市场公司的预期以及基于预期下可能的市场反应,以引导管理层在进行决策前,能充分做好与资本市场的沟通。通过双向预期管理,构建广泛、深入、认同的投关朋友圈,最终能在资本市场和公司之间建立信任、可持续的关系,维护企业资本市场声誉,降低危机事件带来的影响。对估值量的影响,主要通过保障股票的合理流动性。一方面,通过保持与市场的持续沟通,构建广泛、深入、认同的投关朋友圈,吸引资本市场中介和投资者的广泛关注,以保障股票交易的流动性;另一方面,持续分析和优化机构股东结构,做好机构投资者稳定性管理,保障股票交易的稳定性,特别是做好大额减持的平稳。

从每股收益角度,投资者关系管理主要通过促进企业内在价值的不断提升来推动每股收益。一是

收集资本市场情报资讯和观点,帮助制定和实施更有效的战略和策略。从制定来看,资本市场对于行业、企业的估值计算,往往结合了未来一段时间宏观、行业和微观企业的发展趋势,因此,通过资本市场“外部之眼”,及时了解资本市场对行业的判断和期望,并对比与国内外竞争企业估值差异,把握行业动向,能有效发掘本行业甚至跨行业的发展机会,为集团战略规划、投融资管理、资本运作提供决策支持;从实施来看,通过分析估值的决定变量(例如,ROE、营收增速、资产质量),也可为调整业务策略、分解经营目标、实施精准控制、进行绩效评价提供决策依据。二是改善公司治理。通过畅通资本市场内外部交流,可促进投资者和分析师了解、监督、谏言和认同公司发展,参与公司治理,以“用脚投票”方式监督企业经营行为。从大样本研究角度,权小锋等(2016)利用南京大学联合证监会对A股上市公司投资者关系管理状况的综合调查数据。研究发现,投资者关系管理与企业未来的违规倾向呈显著的负向关系;卜君和孙光国(2020)利用深A上市公司投资者实地调研数据发现,投资者实地调研能有效抑制上市公司违规行为。

从股本扩张角度,投资者关系管理主要为企业及时融资、较低成本融资提供帮助。一是跟踪资本市场融资环境和政策。包括掌握资本市场融资规则,跟踪和分析融资环境变化。二是积极挖掘和发现潜在投资者,包括了解国内外现有和潜在投资者资金风格、回报需求。三是结合公司战略发展需求,为适时推动公司再融资计划提供帮助。

表1 基于公司价值的投资者关系管理目标分解

	每股收益	×	估值	×	股本扩张
投资者关系目标	促进内在价值不断提升		有效管理内外部预期		保障股票合理流动
对外沟通维度			有效引导资本市场预期 做好投资者保护		保持资本市场对公司的关注度，做好股票流动性管理
对内研究维度	帮助制定和实施更有效战略和策略 改善公司治理结构（投资者保护）		有效引导管理层预期		分析和优化股东结构，做好投资者稳定性管理
公共关系维度			构建广泛、深入、认同的投关朋友圈		构建广泛、深入、认同的投关朋友圈 做好大额减持平稳
危机管理维度			做好危机管理		
角色	情报官、研究员		首席披露官、守门人、研究员、情报官、公共关系管理员、危机管理员		研究员、情报官、公共关系管理员

资料来源：作者根据公开资料整理

上述目标可进一步围绕投资者关系管理框架的四个维度进行概括，包括对外沟通维度、对内研究维度、公共关系维度和危机管理维度（见表1）。

五、总结

鉴于资本市场环境变化催生投资者关系管理提升的需求，以及我国投资者关系发展处于初级阶段，本文就投资者关系管理的内容、性质、框架与目标分解进行分析。首先，在对投资者关系管理内外部环境分析方面，本文提出在新时代下，投资者关系管理发挥的作用应该是公司的“资本市场信息官”，承担“披露官”“守门人”“研究员”“情报官”“公共关系管理专家”“危机活动管理专家”的角色与职能，并且通过内部信息传递，投资者关系管理间接影响公司内在价值创造活动（起咨询作用），通过外部信息传递和营销，直接影响公司外在价值实现（起信息定价纠偏作用）。其次，基于投资者关系管理的角色和双向信息管理的本质，本文提出投资者关系管理体系应包括，战略和目标管理、对外信息沟通管理、对内信息研究管理、公共关系管理、危机活动管理、绩效管理、流程-制度管理；此外，战略和目标管理是起点，对外信息沟通管理、对内信息研究管理、公共关系管理、危机活动管理是过程，绩效管理是终点，流程和制度是起点-过程-终点的全周期控制。最后，基于投资者关系管理的微观目标——企业价值最大化，本文按照框架对各

部分的目标进行分解分析，并形成分板块的细化目标。

参考文献：

- [1] 潘功胜主编. 上市公司投资者关系管理 [M]. 北京: 中国金融出版社, 2010
- [2] 全景网. 上市公司投资者关系工作年度报告 [R]. 2019
- [3] 权小锋、肖斌卿、吴世农. 投资者关系管理能够稳定市场吗?——基于 A 股上市公司投资者关系管理的综合调查 [J]. 管理世界, 2016 (1): 139-152+188
- [4] 上海证券交易所、商道纵横. 上市公司境内外投资者关系管理比较研究 [R]. 2020
- [5] 唐国琼、朱伟. 论上市公司投资者关系管理 [J]. 中央财经大学学报, 2003 (11): 18-21
- [6] 夏天主编. 投资者关系管理 (第 2 版) [M]. 北京: 中华工商联合出版社, 2006
- [7] 肖斌卿、李心丹、顾青. 上市银行投资者关系最佳实践——基于 14 家中国上市银行数据的实证研究 [J]. 南方经济, 2008 (8): 14-27
- [8] 中国证监会投资者保护局. 上市公司与投资者关系工作指引 [R]. 2005
- [9] Lawrence D. Brown, Andrew C. Call, Michael B. Clement, Nathan Y. Sharp. Managing the Narrative: Investor Relations Officers and Corporate Disclosure [J]. Journal of Accounting and Economics, 2019, 67(1)
- [10] National Investor Relation Institute. Standards of Practice for Investor Relations [R]. 2014

（责任编辑：冯天真）