

国有上市公司要以价值创造为核心加强市值管理

■ 王峰

市值管理是企业通过综合运用各种合规、科学的管理手段，实现公司价值创造最大化最优化，促进公司市值与内在价值保持一致的战略管理行为。

加强市值管理 是促进国有资产保值增值的重要手段

国资国企是中国特色社会主义的制度基石，是实现中国式现代化的中坚力量，也是我国资本市场的重要组成部分，加强市值管理是促进国有资产保值增值的重要手段。国资国企是我国资本市场的的重要组成部分，深化改革、强化市值管理更需要成熟稳定的资本市场。

首先，我国资本市场促进了国资国企改革发展。客观看，国有企业改革与我国资本市场的发展密切相关。正是因为我国资本市场的长足发展，为国有企业实现与资本市场对接，在改变国有资产大量沉淀局面、加快产权制度改革、打破产权单一化、促进法人治理结构转变、加快并购重组、深化内部机制改革、推进混合所有制改革等多方面发挥了重要作用。当前中央企业上市公司贡献了约65%的营业收入和80%的利润总额，进一步做强做优做大国有企业，促进高质量发展仍需要促进我国资本市场健康发展。

其次，国有控股上市公司是我国资本市场健康发展的重要力量。目前，沪深交易所上市公司突破5000家，其中国有控股上市公司数量近1500家，中央企业控股境内外上市公司超过440

户，其中境内超过350户。虽然国有企业在数量上不占优势，但市值占比超过50%，其中，中央国有企业占比约34%，地方国有企业占比约22%。国有上市公司市值在石油石化、通信、公用事业等基础行业占比达30%，在保障国家经济安全和宏观经济稳定，夯实经济长期健康发展的基础等方面起关键作用。

再次，国有控股上市公司是维护资本市场稳定、积极回报股东的表率。国有上市公司通过加强合规经营，提升资产质量、积极回报股东，在提振市场信心、促进我国资本市场健康发展方面起到了表率作用。党的十九大以来，央企A股上市公司累计上缴税费总额达69万亿元，占A股公司上缴税费总额近四成；合计实施现金分红15万亿元，占A股公司派现总额约两成。2022年度，中央企业控股400余户上市公司的现金分红额占我国境内5000余户上市企业分红总额的44%，2023年20户中央企业中期业绩分红近800亿元。党的十九大以来，中央企业累计向所控股上市公司注入优质资产近6500亿元。2023年，为进一步稳定资本市场，12户央企进行了回购，32户得到了大股东增持。

完善市值管理 需要解决一些深层次问题

当前，完善我国上市公司市值管理仍需要解决我国上市公司和资本市场存在的一些深层次问题。

一是上市公司平均规模偏小的问题影响市值管理。当前，我国上市公司市值、营收、利润分别占全球总量的16%、

19%、16%，综合规模占比为17%；而美国上市公司市值、营收、利润分别占全球总量的41%、29%、31%，综合规模占比为36%。

二是我国上市公司效益与效率偏低问题也影响市值表现。与美国上市公司相比，我国非金融A股ROE整体水平为9%，非金融美股则是16%。我国上市公司市值占比第一的行业是工业，其次为银行业，而美国市值最大的前10家公司主要集中在信息技术、消费和医疗保健行业。

三是机构投资发展较慢对市值形成影响。与发达国家资本市场相比，我国机构投资相对较弱，基金投资规模与发达国家差距较大，A股市场散户投资者占比较大，中长期资金持股比例偏低，占比不足6%，远低于发达国家成熟市场的普遍超过20%的水平。

四是我国上市公司股权集中度较高的问题也影响市值管理的效果。目前，我国多数上市公司具有大股东持股占比较大、实际进入市场流通的股份占比较小的特点，虽然实施了股改，这一情况依然不同程度地存在。目前，中央企业上市公司的平均持股率为40%左右，有些企业持股率高达近90%。“一股独大”一方面导致企业内部制衡机制较弱，另一方面由于企业在资本市场发行环节股价偏高，二级市场对投资者减持行为过于敏感。

以增强价值创造功能为核心 促进企业加强市值管理

深化国资国企改革，促进国有资产

保值增值，就要以增强价值创造功能为核心促进企业加强市值管理。

一要深化国资国企改革，进一步完善企业法人治理结构。要进一步分类分层推进国有企业改革，特别是上市公司股权结构改革。要依据企业不同功能和市场地位，分类确定控股比重，采取不同比例的股权控制模式，做到宜独则独、宜控则控、宜参则参，既发挥国有资本控制力，也充分发挥影响力和带动力，还要有效激发企业内在活力。要在进一步全面加强党的领导的同时，建立起股东、经营者的长期利益捆绑与制约机制，切实维护中小股东和利益相关方的权益，推动中国特色国有企业现代公司治理制度化、长效化。

二要通过增强核心功能和提高核心竞争力促进企业市值管理。要按照党的二十大提出的“以提高核心竞争力和增强核心功能为重点，谋划新一轮深化国有企业改革行动方案。”为导向，促进国有上市公司坚守主业，合理流动和优化配置，聚焦增强国有经济主导和战略支撑作用，注重服务国家战略和价值创造，在建设现代化产业体系、构建新发展格局中充分发挥科技创新、产业引导、安全支撑作用，展现其战略功能价值，成为推动我国资本市场长期健康发展的中坚力量。

三要大力提升价值创造能力，积极承担社会责任。国有上市公司要不断在资本回报率、资本成本、可持续增长率等多方面深入挖掘，紧抓当前新一轮科技革命和产业变革的重要机遇，加快转变发展方式，注重创新发展、显著提升

质量效益，加快建设世界一流企业，通过卓越的价值创造回馈股东。同时国有上市公司也要依据自身能力，积极承担起社会责任，创立社会品牌，促进长期可持续发展。

四要发挥好国有资本投资运营公司的功能与作用，促进市值管理。国有资本投资运营公司具有孵化新产业、盘活存量资产、促进资产证券化等功能，具有与上市公司进行股权合作及股权管理的天然优势。要充分利用国有资本投资、运营公司及结构调整基金、创新基金等投资持股优势，进一步优化上市公司股权结构，通过国有资本运营公司与上市公司甚至其他产业公司相互持股共同进行市值管理，有效制约大股东操纵股价行为，使上市公司当期市值与长期价值保持一致。三年行动以来，有86家国有控股上市公司引入持股比例超过5%的积极股东，在优化治理结构的同时，也发挥国企在A股市场中的估值定价、产业引导等枢纽功能，提升了价值创造能力。

五要健全激励约束机制。要在建立健全市值管理与其他关键的企业经营业绩指标相配套的考核机制的同时，建立健全相匹配的市场化激励约束机制，特别是长效激励机制，促进上市公司不断优化业绩，成为产品卓越、品牌卓著、创新领先、治理现代的世界一流企业，成为促进我国资本市场长期健康发展的中坚力量。■

（作者单位为国务院国有资产监督管理委员会研究中心。本文仅代表个人观点）

公募基金如何写好科技金融的大文章

■ 邵炜 黄卓

当前，新一轮的科技革命和产业革命深入发展，中国要实现高水平科技自立自强，进入创新型国家前列成为科技强国，就需要大力支持实施创新驱动发展战略，把更多金融资源用于促进科技创新，推动创新链产业链资金链等的深度融合。公募基金作为重要的机构投资者，在中国金融体系及资本市场的发展中发挥着日益重要的作用。未来，公募基金可以从如下三个方面加快行业的高质量发展，提升对科技创新行业的服务支持，写好科技金融这篇大文章。

丰富创新科创产品让普通投资者 分享科创企业成长红利

在控制风险和有效保护投资者利益的前提下，公募基金应不断加强对于最新科技成果的研究、应用和投资，加大基金产品的创新力度，积极布局契合科技创新驱动发展的相关产品，切实提高公募基金服务实体经济助力科技创新发展的能力，满足居民日常增长财富管理的需求。

一方面，普通投资者直接投资科技企业不仅需要承担更高的投资风险，而且投资准入门槛也相对较高，比如根据上交所发布的关于个人投资者参与科创板股票交易需要满足至少两年以上的证券投资经验及户均证券账户资产不低于50万元。

根据中登披露的数据（截至2015年底），93%的自然人投资者不符合科创板的开户条件要求，尤其经过最近几年

的熊市，投资者持有的市值还下降了，截至目前，持股市值在50万元以下的投资者占比高达96%。

而如果普通投资者通过公募基金投资科创板，投资门槛将大大降低了，首批获批的科创板主题公募基金最低投资额只需要1元起。通过公募基金，就可以让更多普通投资者参与分享科创板企业的成长红利。

另一方面，公募基金应加大产品创新力度，积极开发更多和科创板相关的产品，如主题基金、ETF、ESG等基金产品，为机构投资者中长期资金入市提供更好的投资工具。

比如ETF产品，虽然最近几年资本市场表现一般，但是ETF市场却逆市增长得到更多机构投资者的认可，截至2022年底，国内共有753只ETF上市交易，同比增长19%，资产总规模达到1.59万亿元，同比增长14%，其中机构投资者持有沪市ETF市值占比为66.74%，交易总规模占比为57.49%。

公募基金应积极践行中长期投资 理念支持科技企业长周期发展

公募基金应积极践行长期投资和价值投资理念，建立健全管理层和基金经理等核心员工的长期考核机制，尤其将三年以上长期投资业绩等纳入绩效考核范畴，弱化规模排名、短期业绩、收入利润等指标的考核比重。着力提升基金公司投资研究的核心能力，加强对技术创新和核心领域等的研究，支持科创企业长周期的发展。



提升专业研究能力发现科技企业 中长期的投资价值

金融市场最重要的核心功能之一就是对企业进行评估及价格发现。

对科技企业等新经济而言，很多传统的估值评价方法比如DDM/DCF或者PE/PB等可能并不一定适用。由于科技企业在投入产出及行业发展等方面具有很多不确定性，目前行业对科技企业等新经济的企业估值并没有形成公允的评价标准，如果直接套用传统的方法可能会存在很多困难。由于科技企业的特殊性，尤其在散户占比越高的市场，更容易低估科技企业的价值。

虽然过去十年的时间，散户投资者占比下降了近40%，但目前散户投资者占比依然高达44%左右，所以在A股市场，由于散户占比过高，相比海外成熟市场，A股市场的波动性也更大。

最近几年，机构投资者在A股市场的占比不断提升，从2012年的31%提升到2022年的56%，尤其是公募基金，作为目前A股市场上最大的机构投资者，公募基金对市场的定价权和影响力不断增强。

一方面，公募基金作为专业的投资者，应提升专业研究能力，为科创企业提供相对合理的估值和准确的定价，避免价格长期偏离其价值，助力科创企业利用资本市场做大做强，提升资本市场服务实体经济的能力，增强A股市场的稳定性，提升资本市场的价格发现功能。

另外一方面，公募基金作为中长期投资者，应坚持长期投资价值投资理念，

淡化对短期投资业绩的追求，注重企业中长期的持续发展，为普通投资者树立正确的投资理念，践行公募基金服务实体经济和国家战略的能力和使命。

关于促进公募基金支持科技金融的 监管政策建议

参考海外成熟市场的经验并结合中国当下的实际情况，未来，建议监管部门可以从如下两个方面来积极引导推动公募基金助力科技创新发展，写好科技金融的大文章。

一是优化基金注册机制，简化科创主题基金等的注册流程。为更好推动公募基金支持科技创新行业的发展，建议未来可以进一步优化基金注册机制，为科创主题相关的基金开辟单独的审核通道，提升科创主题基金的审批效率。

二是扩大公募基金的投资范围，为中小企业创新发展提供资金支持。中国的科技创新公司上市目前主要集中在三个板块包括创业板、科创板和北交所，然而目前公募基金投资北交所的规模和占比都较小，相比创业板和科创板，北交所主题基金发行也相对较少。

建议未来可以逐步放宽公募基金投资北交所的限制，让公募基金更多参与北交所的投资，更好发挥资本市场服务中小企业创新发展，支持中国科技创新自立自强，促进形成“科技-产业-金融”的良性循环。■

【邵炜系基金公司投资分析师，金融学博士；黄卓系北大国发院经济学副教授（长聘）、发树学者、国发院副院长。本文转自《证券市场周刊》】