

编者按:

“市值管理”并非新词。2014年5月版“国九条”即明确提出了“鼓励上市公司建立市值管理制度”。在市场监管体系和力量不足的情况下,市值管理容易陷入股价操纵、内幕交易陷阱,因此,市值管理的提法争议不少。

2024年初以来,国务院国有资产监督管理委员会(以下简称“国资委”)通过国务院新闻办公室(以下简称“国

新办”)发布会,明确宣布“将进一步研究把市值管理纳入中央企业负责人业绩考核”。由此,央企市值管理就此进入公众视野。

受自身国有属性影响,央企市值管理怎么搞?可用的“管理工具包”是否和民营企业一样?这些工具的使用与国资委的考核目标设定、时间、实施等存在哪些风险?如何从顶层设计上

进行制度性规避等等议题,值得深入探讨。

正如《繁花》所讲述的上海滩“阿宝”们的奋进一样,记者也期待央企上市公司在高质量市值管理工具的科学合理使用下,如繁花一样盛放。针对诸多争议话题广纳各方灼见,以期辨是非、析利害、呈事实、助落地。

央企考核更上层楼 市值管理进入“深水区”

1月24日,国新办就聚焦增强核心功能、提升核心竞争力、更好实现中央企业高质量发展举行发布会。国资委副主任袁野在会上介绍央企2023年的整体运行情况。但与数据相比,国资委产权管理局负责人谢小兵的表态更为引人关注。

“国资委将进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核。”谢小兵说。

一语惊雷。国资委的这番公开表态,不仅

意味着央企的考核指标更上层楼,将在2023年“一利五率”(“一利”是指利润总额,“五率”是指资产负债率、营业现金比率、净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率)的基础上,进一步增加市值管理指标。

更重要的是,睽违十年,这也是继2014年5月版资本市场“国九条”明确提出“鼓励上市公司建立市值管理制度”后,首次将央企市值管理落地推向聚光灯下。

央企考核跃迁加码

中信建投研报显示,2013年十八届三中全会拉开了国企改革序幕,会议明确指出了国企改革的重点方向,并对后续国企改革奠定了坚实基础。

随后的2015年8月,国务院发布《关于深化国企改革的指导性意见》,从顶层设计上勾画了改革的具体方向,并陆续出台了相关文件,逐渐形成了“1+N”的完善政策体系。

相应地,国资委对核心央企的考核体系也不断丰富完善。从2019年“两利一率”(利润总额、净利润、资产负债率),到2020年“两利三率”(在2019基础上增加营业收入利润率、研发投入强度),再到2021年“两利四率”(增加全员劳动生产率),以及2022年提出“两增一控三提高”(利润总额和净利润增速要高于国民经济增速,资产负债率要控制在65%以内,营业收入利润率再提高0.1个百分点、全员劳动生产率再提高5%、研发经费投入要进一步提高),央企的考核指标不断加码。

2023年,新一轮国企改革顶层设计落地,围绕“功能性改革”及“体制机制改革”深化部署。这一年,国资委央企考核指标也进一步提升至“一利五率”。

“国资委在2024年引入央企市值管理考核,反映了国家对央企高质量发展和市场化运

“市值管理”再引争议

国新办发布会上,谢小兵表示,市值管理纳入中央企业负责人业绩考核,将引导中央企业负责人更加重视所控股上市公司的市场表现,及时通过应用市场化增持、回购等手段传递信心、稳定预期,加大现金分红力度,更好地回报投资者。

尽管管理层用心良苦,但一如此前“市值管理”概念被提及即引发热议,央企市值管理纳入考核的消息同样引发了各方争议。

清华大学经济管理学院一位不愿具名的教授对记者表示,从国民经济的整体运行出发,政府宏观经济管理部门确实可以通过监管政策等对市值进行调节,以此促进股市健康发展,尤其需要避免证券市场总市值出现短时间内剧烈波动。

“但是,从上市公司自身来说,其市值具有突出的表征性、市场决定性和高频波动性。这三个特征共同决定了上市公司有意识地去管理自身的市值是典型的舍本逐末行为,并不可取。”该教授说,市值具有很强的外部信号表征性,仅是企业成长性、盈利水平等在证券市场的外在体现。

“企业直接去管理市值,实际上是在管理一个并不能完全由自己来决定、每个交易日都在上下波动的表象,显然是不合适的。实际上,企业可以适当关注自身的市值,借助这一表征透露的信号,分析企业经营管理中存在的问题及其深层的原因,以此服务于企业提高市场竞争力的目标,持续提升技术与管理水平。”该教授说。

知名投资专家、天相投资顾问有限公司董事长兼总经理林义相也持有类似观点。

作的进一步要求。央企需要转变过去单一关注财务指标的经营方式,更加注重市值增长与内在价值的匹配,以实现可持续发展。”鑫正舆情与市值管理首席咨询师王一鸣告诉记者。

中信建投研报也指出,早在2022年,建设“中国特色估值体系”已开始聚焦央地国企市值管理。

以2022年相关数据为例。截至2022年末,A股441家央企上市公司共实现总营收30.9万亿元,利润总额3.55万亿元,归母净利润总额2.69万亿元,分别占全部上市公司体量的43.3%、52.1%、52.0%。但截至2022年末的央企上市公司总市值仅22.79万亿元,约占上市公司总市值的26.9%。

央企上市公司在A股市场上的总市值占比与其盈利能力和体量占比,明显存在低估差距;央企上市公司静态估值水平更是显著低于民营、混合所有制等非国有上市企业。

“一利五率考核体系凸显价值创造,市值管理凸显价值实现。”中信建投认为,国资委在2024年引入央企市值管理考核,“从短期来看,国资委或通过鼓励上市公司回购、加大现金分红、加强股权激励、做好信息披露等方式助力央企上市公司市值提高。从长期来看,政策或聚焦优化企业经营考核指标以提高央企效率和盈利能力从而提升整体估值。”

“市值管理这个说法和做法需要非常慎重。我曾经说过市值管理离内幕交易和股价操纵只有半步之遥。因为只有半步之遥,所以市值管理跌进内幕交易和股价操纵泥坑的风险还是蛮大的。”林义相接受媒体采访时称。

当然,支持国资委引入市值管理考核的同样不乏鲜明观点。

“决定上市公司市值的只有两个因素:一是股本,二是股价。在股价不变的情形下,股本的扩张如定增,或缩小如回购注销,导致市值增加或减少;在股本不变的情形下,股价的上涨或下跌导致市值增加或减少。其中,起主导作用的是股价,股本扩张或缩小与股价上涨同行,市值上涨;股本扩张或缩小与股价下跌同行,市值下跌。这是证券市场的常识。”武汉大学弘毅特聘教授、博士生导师孟勤国及其博士研究生严冬撰文表示,“近几年来,由于以新股和增发为主的融资缺少必要节制,A股市场的资金流入远远小于资金流出,上证指数由3400点下跌至2700点以下,个股市值均因股价下跌而下滑。此时,国资委提出市值管理,显然不是指股本扩张或缩小意义上的市值,而是股价上涨或下跌意义上的市值,更不是指股价下跌的市值,而是指股价上涨的市值。这是市值管理的特定语境意义。”

也因此,孟勤国和严冬进而指出,目前许多央企控股的上市公司股价低于净资产,有的打六七折,而且业绩优良,分红高于同期银行存款。这些上市公司股价无理性下跌对中小股东不公,而且低市值导致资产低估值也就是国有资产流失,国务院国资委提出市值



管理具有充分的正当性、合理性、可行性。地方国资委应当紧跟国务院国资委,对地方国企控股的上市公司实行市值管理。

“当前的市值管理就是股价管理。这一点不难,上市公司可以大幅回购注销流通股,社

保基金等国家队可以增持流通股,上市公司经营层可以努力提高经营效益,有了这些,就能自然吸引机构投资者和2亿股民,进可获得估值提升收益,退可取得高于银行同期存款利息的分红。”孟勤国和严冬表示。

“市值管理工具箱”需做好顶层设计

不难发现,孟勤国和严冬不仅旗帜鲜明地支持央企市值管理,还清晰地列出了市盈率10倍以下央地国企上市公司进行市值管理的具体工具箱和市值管理路径。

一般而言,上市公司市值管理的工具箱大致可分为经营层面和综合层面两类。前者包括完善信息披露、资本市场充分沟通、分红、回购、股权激励、大股东增持等;后者则包括资产证券化、并购重组、混改、拆分上市等。

其中,大部分市值管理工具的使用无需区分民营上市公司还是国有,抑或混改,但央企市值管理使用股权激励和股份回购方式则存在不同程度的“敏感”。

以“生鲜电商第一股”每日优鲜为例。2023年11月,纳斯达克听证会小组决定将每日优鲜从纳斯达克股摘牌,并自2023年11月17日开盘时起暂停证券交易。这引发了国有资产投资失败导致国有资产流失的讨论。

也因此,即便股份回购所需的资金不成问题,央地国企上市公司使用股份回购工具在当前也是非常谨慎的。

“回购是市值管理的重要价值经营工具,而我国央地国企对于回购工具的使用历史较短、意识较为欠缺。美国市场对于回购工具应用广泛,有着较为先进的应用经验、宽松的制度等。从相关法律法规来看,我国上市企业回购制度从2018年公司法修订后才步入正轨,而美国从上世纪80年代至今已有40年的经验积累。”大成律师事务所财税团队专家王美慧告诉记者,“自2010年以来,国企A股回购金额占净利润比重,仍低于2%,明显落后美国的60%。”

“央企增持、回购资金主要来源于企业自有资金、银行贷款或发行债券等。这些资金来源各有特点,企业需要根据自身情况和市场环境进行选择。”王一鸣表示,如果增持回购未能助益股价上涨,需要综合考虑市场环境、企业业绩、投资者信心等多个因素进行风险界定。同时,应建立有效的内部控制机制,确保资金使用合规,避免造成国有资产流失。

而与股份回购可能存在不达预期、引发国有资产流失相比,“股权激励”作为市值管理手段的使用更是少之又少。

“股权激励作为企业的一种长期激励制

度,通过条件性给予管理层和员工一定的股东权利,使其与企业结合成利益共同体,来实现长期发展及稳定性目标。但是,据统计自2010年以来,央地国企的股权激励案例远低于民企。”王美慧说。

“股权激励在央企市值管理中的使用存在的诸多限制和敏感点,主要源于其产权的国有性质和对公平、公正的严格要求。然而,随着国企改革的深化和市场化进程的推进,股权激励在某些特定情况下,已逐渐被接受和应用。”

王一鸣告诉记者,“可以通过设计合理的激励方案、建立有效的约束机制等方式,以确保股权激励的合规性和有效性,推进这一重要手段在央企市值管理应用的破局。”

事实上,作为引入央企市值考核的主责人,国资委对此当然有所考量。2024年两会期间,国资委主任张玉卓即通过“部长通道”集中采访活动,“喊话”一汽集团、东风集团和长安汽车三大央企,将对新能源汽车业务进行单独考核。

“国有这几家新能源汽车企业发展不够快,不如特斯拉、比亚迪。我们调整政策,对中央这三家汽车企业,对新能源汽车单独考核。”张玉卓直言,“我们出政策,就是要破除这个障碍,考核它的技术、市场占有率和未来的发展。”

当然,只是单独考核企业的技术、市场占有率、未来发展空间可能还不够,适度送出“股权激励”,或是国资委下一步该重点考虑、激发央系新能源车企开创新局面的重要手段。

值得借鉴的是,潍柴动力、伊利股份当年企业遭遇经营困境时,都分别给予了公司核心高管谭旭光、潘刚股权。而在两人的分别带领下,潍柴动力、伊利股份目前分别是国内发动机、乳业领军企业。

“对央企而言,由于其国有特殊性质和监管要求,选择市值管理手段进行考核目标设定时,需根据央企类型和运营状况、市值管理手段界定、考核目标设定的可操作性进行‘三重考虑’。”兰州大学经济学院副教授周平录告诉记者,“央企市值管理应在多方利益平衡中实现价值最优,才能确保实现企业的长期可持续发展。”

来源:中国工业新闻网 王永强 吴晨/文