

构建中国特色估值体系的难点：国有企业估值过低

王 利 娜

摘 要：2023 年中央金融工作会议首次提出“加快建设金融强国”。金融是国民经济的血脉，是国家核心竞争力的重要组成部分。建设金融强国离不开构建中国特色资本市场，其中，中国特色的估值体系是题中应有之义。当前，中国资本市场估值体系的症结之一在于偏离价值投资，同时，估值体系完全没有考虑中国自身的特征，这导致资本市场估值短期化且存在相当程度的扭曲，重点表现在国有上市企业估值普遍偏低。因此，考虑中国因素，推动国有企业估值回归合理水平，完善其市场资源配置功能，是构建中国特色的估值体系的重要环节。

关键词：国有股估值；价值投资；不成熟资本市场；中国特色估值体系

中图分类号：F830；F832；F830.91 **文献标志码：**A **文章编号：**1002-462X(2024)10-0147-10

2023 年，中央金融工作会议首次提出“加快建设金融强国”，强调金融是国民经济的血脉，是国家核心竞争力的重要组成部分，要全面加强金融监管，完善金融体制，优化金融服务，防范化解风险，坚定不移走中国特色金融发展之路，推动我国金融高质量发展。建设金融强国离不开构建中国特色现代金融体系，进而构建中国特色的估值体系成为题中应有之义。然而，在我国股票市场中，国有企业，尤其是业绩较好的优质国有企业，估值偏低成为一个广受关注的问题^[1]。截至 2022 年末，A 股市场共有 596 家百亿元市值以上的国有上市公司，其中中央国有上市公司占比达到 21.14%。这 596 家国有上市公司中，市盈率低于 13 倍的多达 372 家，其中中央国有上市公司平均市盈率不足 8 倍，为近十年以来最低水平；而金融业国有上市公司估值更低，平均市盈率为 6.29 倍。以市盈率为衡量标准，这些国有上市公司的市盈率远低于 A 股总体 16.72 倍的平均市盈率水平^[2]。2022 年 11 月 21 日，时任证监会主席易会满在金融街论坛年会上对党的二十大精神进一步阐述，特别指出“探索建立具有中国特色的估值

体系，促进市场资源配置功能更好发挥”。关于国企估值与构建中国特色估值体系的问题成为市场分析人士、研究者与政策制定者讨论的热点。中国资本市场的特征对国有估值产生了哪些影响？国企估值为什么偏低？如何构建中国特色估值体系？在深入推进资本市场改革的背景下，这些问题显然具有非常重要的理论与实践意义。从理论上看，企业合理估值是资本市场功能有效发挥的关键，探索国企估值的独特之处无疑是市场估值的重要理论问题，将深化人们对不同类型企业估值影响因素的认识。从现实方面看，估值不尽合理一直是困扰我国资本市场发展的重要问题，深入研究企业估值规律，探索构建中国特色估值体系，对深化资本市场改革具有重要的政策指导价值。

一、中国特色估值体系的内涵

从易会满在金融街论坛年会讲话中，可以提炼出中国特色估值体系的内涵，即中国资本市场的发展定位和功能职责必须充分考虑当前中国的市场基础、投资者结构和法治诚信环境等现实条件。中国特色估值体系的建立应分两步走：一是建立正确的价值投资理念，二是在此基础上，考虑

作者简介：王利娜，中国社会科学院经济研究所副编审，经济学博士。

中国资本市场的特色。建立在价值投资基础之上、成熟完善的估值体系对于资本市场的价值发现以及资源配置功能的发挥具有重要作用,也是资本市场支持实体经济发展的基础。上市公司的估值作为投资者的核心参考指标,直接作用于股票价格,是资本市场建设的重要一环,对资本市场资源配置十分关键。必须承认,我国资本市场的建立存在一定程度的先天不足:伴随着改革开放,中国设立资本市场的初衷是动员金融资源,为经济发展提供高效的资金支持,但同时要求资本市场不能大起大落,扰乱经济秩序。其结果是,国家信用为资本市场的发展提供“隐性担保”。隐性担保下,资本市场集聚资金的功能很强,但资源配置机制和激励机制扭曲,引发粗放式的股本扩张,上市公司大多有“免费资本”幻觉^[3]。经过30多年的发展,我国资本市场制度虽然已初步完善,但国家信用的退出却并非一日就能实现。多年来的隐性担保已经使上市公司习惯于分享政策租金,而不是为股东创造最大价值,表现为:我国上市公司分红率偏低,投资者难以通过分红获得投资收益。

资本市场制度的完善是解决上述问题的根本。首先是在法律制度完善的基础上,价值投资理念的回归。成熟的资本市场价值投资处于主导地位。所谓价值投资,是强调依据所投企业或项目未来发展及创造利润价值做出投资决策的投资方式,重点关注内在价值和长期性,与追涨杀跌的短期投机模式相反^[4]。随着2023年注册制改革全面落地,中国资本市场法律制度已经形成了以公司法、证券法、证券投资基金法、期货和衍生品法为核心,以刑法、民法、行政处罚法等为支撑,以700余部行政法规、司法解释以及证监会规章和规范性文件为主干,以众多规则为配套的资本市场法律体系,总体上实现了市场行为和监管活动有法可依、有章可循。

在投资回归公司基本面的基础上,接下来讨论中国资本市场的独特性,这是中国特色估值体系的重点,即回到易会满提到的市场基础、投资者结构和法治诚信环境。

从市场基础的角度,我国资本市场上国有企

业或国有控股企业的重要性不容忽视:截至2024年2月,A股共有1405家国有上市公司(包括央企、省属国资、地市国资以及其他国有企业),占上市公司总数(5166家)的27%,央企国企市值在A股市值中的占比为46.60%,接近一半。同时,国有企业还肩负着稳定国计民生的重任,更多集中在公用事业、环保等公益属性强的行业,在稳就业、稳民生等正外部性强的领域承担着重要责任。公益属性更强的市场结构采用传统的绝对估值法或相对估值法都不太合适。近来的估值理论开始考虑ESG,也是出于这种考虑。

从投资者结构的角度,我国股票市场投资者中散户占比较高,他们往往缺乏专业知识,获取信息的能力有限,经常表现出非理性投资的现象,容易受到短期信息与情绪的影响。同时,投资者的风险教育相对不足,这导致其对上市公司的甄别不足,通常过度关注业绩不稳定的股票,不愿意进行价值投资。随着机构投资者比例的不断提升,估值理念也将发生重大改变。

从法治环境的角度,我国资本财务造假、信息披露不及时不真实等现象依然广泛存在,投资者长期持有存在很大的风险,内幕消息问题时常被诟病,大资金借助概念与消息操纵股价短期大涨大跌极为普遍。这种大涨大跌与资本市场的资源配置功能相去甚远。可喜的是,2023年以来,随着资本市场法治建设的落实,对各参与主体的监管和中小投资者的保护都提升到了新的高度,强责任时代已经来临,资本市场高质量发展已经在路上。在这样的背景下,对市场主体——企业的估值提出新的要求也就成为应有之义。

二、中国资本市场偏离价值投资的表现

价值投资立足企业自身价值,强调股票投资和实业投资的一致性,往往要求投资者长期、耐心地持有股票。从这个角度来看,中国资本市场上投资者过于频繁地买卖股票,是偏离价值投资的表现。图1展示了2000年以来中国A股市场按市值加权的平均换手率,并与美国股票市场进行了对比。可以看到,美国股票各时期的换手率较低,普遍在100%附近甚至是更低的水平,且波动

较为平稳。而中国 A 股市场的股票换手率水平较高,且波动幅度较大,尤其是在 2000 年、2006—2008 年、2015 年等市场较为火热的时间段,换手

率急速攀升。从换手率的角度来看,相比于美国,中国股票市场的价值投资取向较弱,短期炒作的成分更高。

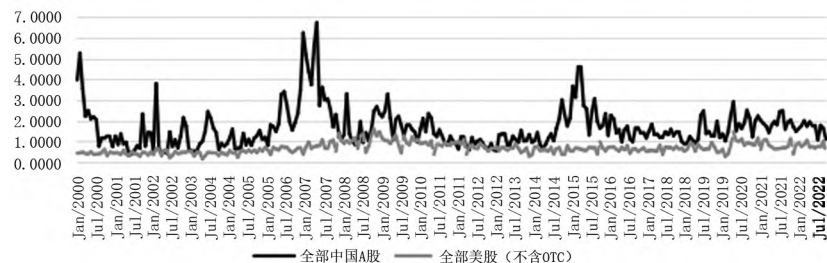


图 1 中国 A 股与美国股票的市值加权平均换手率比较(单位:100%)

数据来源:Wind 数据库。

深入分析中国 A 股的市场结构,很容易发现,中小市值的股票和新兴行业公司的股票更受短线投资者青睐。一方面,小市值股票市值越小,资金炒作难度越小,更容易受到市场情绪和消息的影响,从而导致短时间内的股价大幅波动,换手率也因此较高。另一方面,小市值股票的流通盘通常较小,因此,买卖相同数量股票需要相对较少的资金量,这使得小市值股票的换手率相对较高。相反,市值越大的股票,基本盘越大,非基本面因素拉动股价波动的难度也就越大,炒作资金的交易兴趣往往较低。图 2 将全部中国 A 股股票按总市值大小排序等分为五组,并分别计算了每组股票在 2006—2022 年的平均换手率。可以看到,分组越靠前,即市值规

模越小的股票,平均换手率越高。平均换手率在五个组别之间的变动,是随着市值规模的增加而递减的。对于市值规模最大的 80%~100%分位数组别,平均换手率不足市值规模最小的 0%~20%分位数组别的 70%。图 3 测算了 2006—2022 年股票换手率与股票总市值的相关性系数。可以看到,最近 17 年间,中国 A 股市场股票总市值与换手率的相关性为负。在真正成熟有效的资本市场中,投资者对小市值上市公司成长空间的关注,应当直接反映在股票的价格上,而非股票的换手率上。然而数据显示,中国 A 股市场中股票价格与股票总市值没有呈现明显的相关关系。换句话说,小市值股票被频繁交易的主要原因在于其流通盘较小容易炒作。

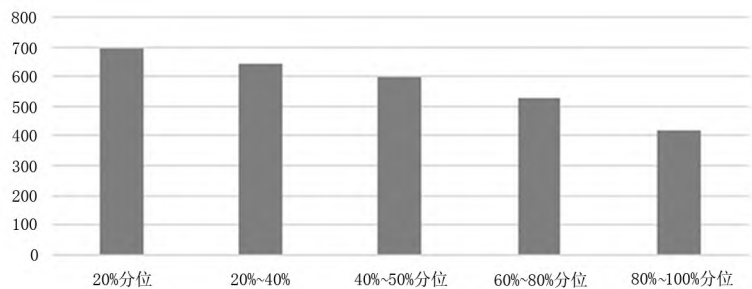


图 2 2006—2022 年中国 A 股不同市值规模股票的平均换手率(单位:1%)

数据来源:Wind 数据库,作者计算。下同。

除换手率外,衡量一个市场或一只股票是否符合价值投资,关键要看股票估值和上市公司基

本面的吻合程度,其中前者为股票价格,而后者的衡量指标之一是每股收益。股价与收益之比是市

盈率, 市盈率水平反映股价相对估值的高低, 在成熟有效的资本市场中, 每股收益较高的上市公司其股价应当较高, 反之, 每股收益越低的上市公司其股价也应当越低。因而, 有效市场中不同上市公司的股价与收益之比, 即市盈率应当是较为接近的。图 4 展示了中国 A 股市场股票市盈率的变异系数, 并与美国股票进行了对比。变异系数代

表了不同股票之间市盈率的差异程度, 即单位均值对应的标准差。计算变异系数时剔除了中国和美国股票市场市盈率平均水平的差异, 代表市盈率在均值附近的百分比离散程度。可以看到, 中国股市市盈率的离散程度明显高于美国股市, 即中国资本市场上股票估值与每股收益的相关性较低, 这进一步证明了中国资本市场价值投资的取向较弱。

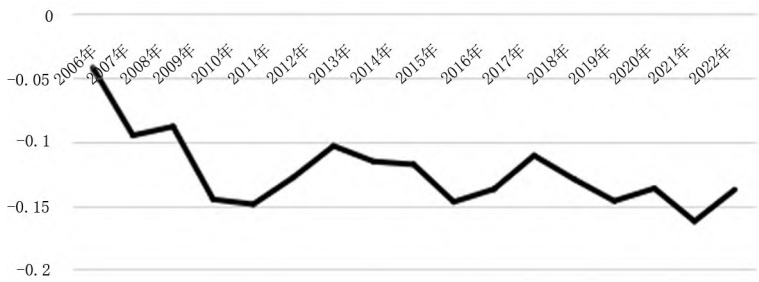


图 3 2006—2022 年中国 A 股股票换手率与总市值的相关性系数



图 4 2008—2022 年中国 A 股与美国股票的市盈率的变异系数比较

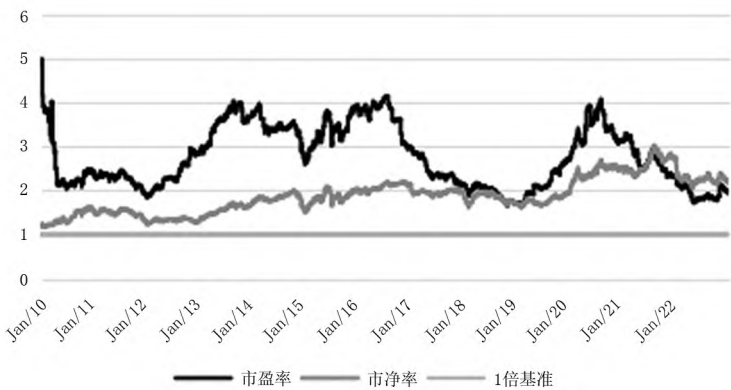


图 5 新兴行业股票与传统行业股票的估值之比

注: 行业分类标准为 Wind 二级行业分类, 新兴行业包括导体与半导体生产设备、材料、电信服务、技术硬件与设备、汽车与汽车零部件、软件与服务、医疗保健设备与服务、制药、生物科技与生命科学。

一直以来, 国内股票市场上概念、主题风行, 新兴行业股票受到青睐。在充满信息不对称和噪

音的市场上,投资者无法全面获取上市公司的基本信息,也没有办法准确预测每只股票的未来发展路径。在这种背景下,“热点概念”的追捧成为多数投资者做出投资决策的抓手。热点概念通常与上市公司的主要经营领域和所处行业紧密捆绑,这就导致新兴行业通常会受到投资者的关注,特别是在市场行情较好的情况下,投资者更倾向于选择这些备受瞩目的公司股票,以获得更好的投资回报。图5展示了新兴行业上市公司的股票估值与传统行业上市公司的股票估值之比,其中估值的口径采用了市盈率和市净率两种指标。可以看到,中国新兴行业上市公司的股价估值明显高于传统行业。纵然考虑到新兴行业企业可能存在更强的成长性,但中美市场间持续存在的估值差异是难以用成长性差异来解释的。作为对比,美国股票市场中,新兴行业上市公司的市盈率仅为传统行业上市公司的1.3倍。可见,中国股票市场新兴行业的高估值存在一定的短期炒作因素。

三、国有企业估值偏低的典型事实

在资本市场发展逐步成熟的过程中,上市的国有企业享受了早期的低成本融资,但随着时间的推移,也开始承受估值普遍较低的苦果。不合理的估值水平严重影响上市央企、国企利用资本市场实现再融资,阻碍了国有资本实施战略转型优化布局。

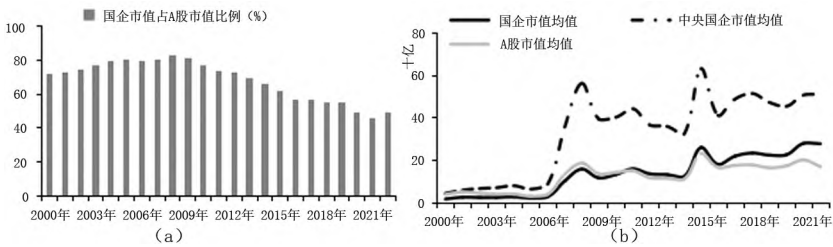


图6 2000—2021年国企的市值规模

(二) 国企主要集中在传统行业,成长弹性较小

上市公司估值的主要决定因素之一是企业的成长性。根据基本的股票定价模型,股票价格等于预期未来现金流的折现值。成长性高意味着未来现金流的增长率较高,即预期未来现金流更大,

国企估值偏低的原因有以下几个方面。
(一) 单个企业平均市值较高,占总市值的比值不断降低

规模大、市值高是我国上市国企的显著特征,优质的央企国企平均市值尤其较大。图6a报告了2000—2021年上市国企市值占A股总市值的比重。2008年以来,国企市值占A股总市值比重总体呈下降态势,但2021年占比仍高达50%左右,而上市国企数量占比仅为30%左右。从图6b可以看出:一方面,央企平均市值远高于A股整体平均市值。另一方面,2016年以前,国企平均市值与A股整体平均市值大体相当;2016年以来,国企平均市值逐渐明显高于A股平均市值。这些事实清晰地表明,国企平均市值明显较高。如上文分析,中国股票投资者普遍偏好中小市值企业。国企由于市值较大,受到资金的关注显著较小,不利于其估值的提升。A股市场的实际情况也证实,股票市值和估值存在负相关性。股票的流通市值越大,估值往往越低。以中证规模指数为例,中证100、200、500和1000指数的成分股市值从大到小,但以市盈率和市净率度量的估值却从低到高。根据上文分析,我国资本市场的价值投资倾向较为缺乏,投资者热衷于快速获利,“炒小炒差”的现象不断发生,这也会降低大市值股票的受关注度,从而降低其估值。

给定当前每股收益,其股价也就更高,进而意味着更高的估值。因此,一般来说,成长性越高,市场给予企业的估值越高。以A股市场为例,成长板块的估值明显高于其他板块,成长板块估值接近稳定风格指数的3倍,大致相当于金融风格指数的7倍。此外,科创50、创业板指数估值明显

高于上证综合指数。图 7 展示了不同行业上市国有企业的数量,可以看出,上市国有企业主要集中在资本货物、公用事业、技术硬件与设备、运输、房地产、食品饮料等传统行业,软件服务、半导体、消费者服务、医疗保健等新兴行业中国企数量较少。

行业发展一般有明显的生命周期,大致可以分为幼稚期、成长期、成熟期、衰退期。在幼稚期与成长期,行业增长率较高;到了成熟期,行业规模达到顶峰,但增长率大幅放缓;到了衰退期,行

业规模甚至会逐渐缩小。传统行业多数已经步入成熟期甚至衰退期,而新兴行业更多处在幼稚期或成长期。由于国企主要集中在传统行业,成长弹性较小,因而估值相对偏低。传统行业的另一个特征是创新活跃程度相对较低。大量研究表明,创新能力对企业估值有显著影响。蒋先玲和王梓霖(2021)用 2010—2018 年中国创业板上市公司数据构建企业创新能力综合评价指标,发现创新能力与企业估值具有直接相关性,创业板上市公司创新能力正向影响市盈率^[5]。

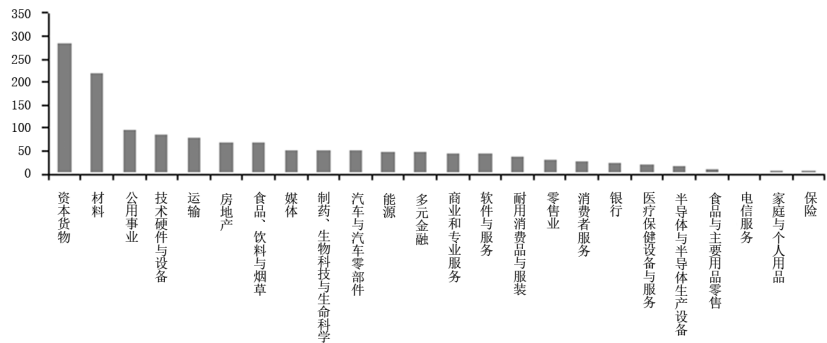


图 7 上市国有企业行业分布数量

(三)机构投资者持有比例不高,国企价值发现任重道远

我国资本市场的投资者结构仍有待优化。投资者结构方面,近年来 A 股市场机构投资者持股

和交易占比稳步上升,但在个人投资者交易占比超过 60% 的国内资本市场,其所占比例仍然偏低,导致市场总体对低波动和相对稳健的大型央企投资偏好度不高。

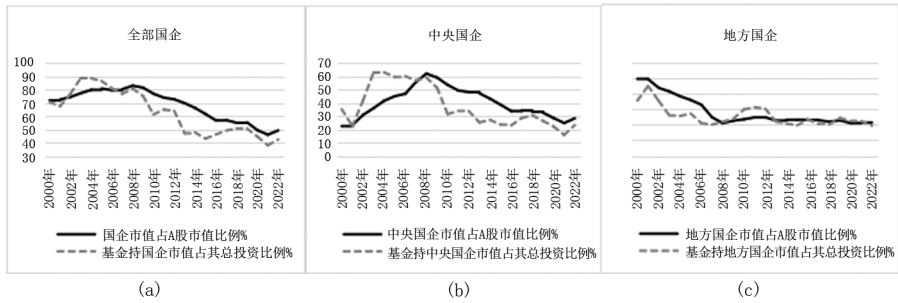


图 8 2000—2022 年国企股的机构持有占比与国企市值占 A 股市值比例

机构投资者持有国企比例偏低是国企市值较低的重要原因。总体来看,机构投资者专业性较强,持有期限更长,更加重视价值投资,有足够的研发能力对国企进行价值发现。因此,只有机构

投资者大量持有国企股份,国企价值才能在相当程度上得到重估。图 8 展示了机构投资者持有国企股份的情况。从图 8a 可以看出,2008 年以来,基金持有国企市值占其总投资的比例显著低于国

企市值在 A 股总市值中的比例。这表明,基金对国股的持股比例偏小。图 8b 与图 8c 分央企与地方国企展示了基金持股情况,可以看出,基金持有国企比重偏低主要体现在持有国有企业、央企的比重低。

(四)相对于民企,国企存在创新后劲不足导致资产回报率偏低

如上文所述,估值从本质上体现了对现在以及未来盈利能力的估计。总体来看,企业效率与资产回报率仍是股票估值极其重要的决定因素,投资者还是给予优质公司较高的估值。总资产收益率体现了企业运用资产获得利润的综合能力,可以作为企业效率与资产回报率的较好替代指

标。图 9 比较了 A 股上市央企与民企的总资产收益率中位数(算术平均与加权平均的结果与中位数一致)。可以看出,民企总资产收益率显著高于央企。2020 年以后,两者的差距显著缩小,这主要源于民企总资产收益率的显著下降。图 10 比较了上市央企与民企市盈率的变化。可以看出,2018 年前,民企市盈率显著高于国企,2018 年后,民企市盈率整体呈下降态势。2018—2022 年,民企市盈率与央企市盈率中位数非常接近。这表明,随着央企与民企总资产收益率逐渐接近,其市盈率也逐渐靠近。近年来,中央对国企战略性地位的强调,一定程度上对国企价值回归产生了积极影响。

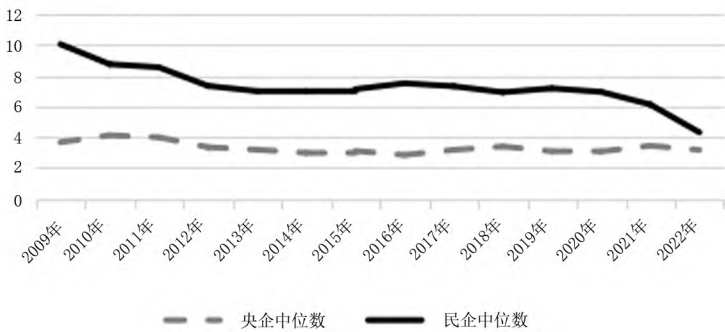


图 9 2009—2022 年上市央企与民企总资产收益率中位数比较

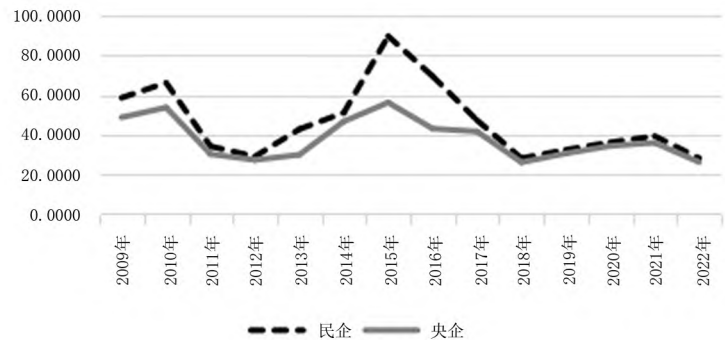


图 10 2009—2022 年上市央企与民企市盈率比较

但是,国企的研发投入强度仍显著低于民企,创新投入相对较低,可能降低国企的业绩弹性,不利于其长期估值的提升。央企国企在国家重大战略及安全相关领域的技术创新中发挥着重要作用,但在部分市场化领域,技术和商业模式创新能

力仍有提升空间。以研发人员/员工以及研发费用率两个维度来衡量企业对创新的投入程度,近年来央企国企创新投入力度持续提升,但从总体看仍低于非国企。从创新业务占比角度看,央企国企的创新业务占比相比自身主业占比仍偏低,

对估值定价也带来一定影响。

(五) 国企对市值管理不够重视, 导致市值普遍偏低

企业的价值与股票市场估值紧密联系, 但并不相同。企业内在价值是一个较为综合但不容易度量的概念, 而股票市场估值是一个较为具体的概念。企业内在价值不仅包含企业的经营能力与盈利能力等业绩方面, 还包括其他非常广泛的内涵。例如, 企业的原创性创新可能给社会带来巨大的外部性, 为其他企业提供大量的投资机会; 企业承担的公益捐赠等社会责任可能大大造福社会; 一些优秀企业文化精神、经营模式可能影响其他企业。这些都是企业价值的重要组成部分。企业股票市场估值是指股票市场为企业的定价, 是一个相对具体的概念, 可以用市盈率、市净率等具体指标衡量。一般来说, 企业内在价值越大, 股票市场估值越高。但企业内在价值也可能与股票市场估值产生较大偏离。企业内在价值的提升与股票市场估值的提升有不同的规律。提升股票市场估值, 不仅要着力提升企业内在价值, 还要重视市值管理。国企长期以来对市值管理不够重视也是估值偏低的一个可能原因。

从国企考核角度看, 过去国企更多考核资产总额、利润总额等总量指标, 近几年才开始重视净资产收益率、营业现金比率等资本市场投资者高度关注的盈利质量指标。2019 年以来, 国企考核指标体系从“两利一率”到“两利三率”, 再到“两利四率”, 越来越重视资产收益的质量, 这将有利于国企估值的提升。从分红角度看, 国企分红相对偏低。研究表明, 股票市场对持续稳定高分红的企业的估值较高。在 A 股与港股市场上, 持续稳定高分红企业的市场表现显著优于市场平均水平。从市值管理行为来看, 国企较少采用股份回购、高管持股、增减持等市值管理的常用方法。从与市场沟通角度看, 相对来说, 国企信息透明度较低, 这可能增加投资者面临的不确定性, 对其正确估值造成障碍。

四、重塑国企市值, 构建中国特色估值体系

构建更加合理、全面和包容的中国特色估值

• 154 •

体系既要遵循成熟市场估值理论的一般原理, 同时也要充分考虑我国制度体系、市场机制、发展阶段等方面表现出的鲜明中国特色。目前, 我国经济已由高速发展阶段转向高质量发展阶段, 开启全面建设社会主义现代化国家新征程、向第二个百年奋斗目标进军, 我国进入了一个新发展阶段。为此, 我们需要深刻把握我国产业发展特征、体制机制特色、上市公司可持续发展能力等因素, 提升估值定价科学性和有效性, 逐步完善适应不同类型企业的估值定价逻辑和具有中国特色的估值体系, 更好发挥资本市场的资源配置功能。中国特色估值体系应是一个从价值创造到价值实现的系统体系, 包含国企改革、资本市场改革和估值体系改革三个方面。国企改革通过从价值创造层面提升国企的内在价值, 进而促进其市场估值。资本市场改革旨在从价值投资理念和制度层面激励投资者更加重视企业的中长期价值。估值体系改革旨在引导投资者更好地全面识别国企的价值。

(一) 完善资本市场制度, 提升国有企业效率 and 创新能力

从国有上市公司的发展历程看, 它们都曾经是优质资产, 但因为制度的原因, 很长一段时间, 成为利益输送的渠道。在额度审批制的背景下, 上市公司的身份就意味着融资的权利, 国有股东、控股母公司, 甚至地方政府, 大多只考虑上市公司的融资功能, 对提升上市公司的效率没有动力; 在股权分置的背景下, 国有股无法流动和变现, 国有股东对业绩和经营也不敏感。注册制改革和股权分置改革的完成, 激励国有股东提升公司业绩, 这是国有股价值重估的基础。未来在退市机制和监管更完善的背景下, 国有股将实现优胜劣汰, 拥有更优质资产的国有股的价值将更容易被市场发现并认可。

事实上, 经过 30 多年的积累, 在一些重要的新兴领域和传统领域的前沿创新中, 国企扮演着“科技创新国家队”的角色, 例如新一代信息技术、人工智能、集成电路、工业母机、新能源等。央企改革的方向之一是偏重于科技和新兴产业, 进一步加大对关键核心技术攻关和战略性新兴产业培育的支持力度, 包括新一代信息技术、人工智能、生物技术、航空航天、轨道交通、新能源、新材

料、智能装备、绿色环保等领域。虽然在关键领域、核心环节与全球顶尖水平存在差距,但作为国家队的国企在科技创新、自主可控领域扮演着重要的角色。未来,在提高效率和创新能力方面还有更多潜力可挖:一方面,基础研发需要大量的前期投资,国有企业可以作为先行者,承担数额巨大的前提投资成本,为新技术产业化过程提供一定外部性。同时,在新技术成熟的过程中,利用先行优势和规模优势,获得一定回报。渠慎宁(2022)认为,发展中国家普遍存在“资本市场失灵”^[6]。股权融资方面,市场化的风险投资所关注和偏好的资产类型有限,往往难以对未来产业公司股权进行合理定价,导致未来产业的相关资产缺乏市场吸引力。因此,对于担负产业政策导向的国有企业,可以通过资金支持、风险补贴等手段进行扶持,帮助先行企业构筑产业基础设施,提高生产能力。另一方面,深化国有企业改革,使得创新的容错机制在发挥国企高风险创新方面发挥更大作用。杨天宇和朱光(2022)发现,正向的薪酬激励能鼓励低风险的创新,而对高管创新的容错机制才能激励他们进行更高风险的创新^[7]。2016年开始实行并逐渐扩大的央企容错机制,为未来国有企业进行更大的创新打下了良好基础。

(二) 树立价值投资理念,实现真正的大众持股

价值投资作为一种重要的投资理念和文化,重在挖掘企业的中长期内在价值。当前,我国资本市场普遍热衷于“炒小炒差”“炒短期消息”“炒短期政策”,形成非价值投资理念与低质量上市公司之间的恶性循环,忽视价值投资,不利于国企价值的实现。同时,由于价值投资不足,投资者普遍难以获得稳定收益,居民财富在股市配置较少,更加不利于国企价值实现。第一,营造激励价值投资的资本市场制度环境。一方面,在全面注册制改革的基础上,强化信息披露,完善退市制度,提升上市公司质量。注册制的核心理念在于,让市场选择优质企业,注册上市、信息披露与退市制度是注册制的关键制度要素,成熟的资本市场均高度重视信息披露与退市制度。另一方面,严厉打击财务造假、内幕信息、证券操纵等违法行为。

实际上,我国监管部门高度重视打击证券市场违法行为。上交所2021年工作报告中就提到,要精准打击“炒小炒差”等严重投机炒作行为。证监会也强调坚持“零容忍”查办大案要案,严肃查处欺诈发行、财务造假、操纵市场等严重影响市场秩序的违法行为,研究推进资本市场财务造假的惩防工作,提升日常监管效能,进一步提升打假防假工作质效。加大对控股股东、实际控制人指使公司造假,以及保荐承销、审计评估、法律服务等中介机构严重失职缺位行为的惩戒力度。第二,形成真正的大众持股格局,让资本市场成为促进共同富裕的重要制度安排。股票市场是大众广泛参与投资的关键渠道。当前,我国居民财富中权益类资产占比过低,体现出资本市场难以为居民带来稳定的投资收益。在提升上市公司质量、保护投资者利益、树立价值投资理念和文化的基础上,让广大居民真正实现财富增值,进而吸引公众更多地将财富配置到股票市场。我国产业升级需要大量资金支持,居民将更多财富投向风险权益投资可支持产业升级,资本市场要在制度上保障产业升级红利可以惠及广大居民,形成良性循环。在具体政策设计中,社保基金、基金公司、国家产业投资基金、国有资本投资公司等机构投资者可发挥重要作用,可充当大众普遍参与资本市场的桥梁。

(三) 加强国企市值管理,重塑市场价值认知

第一,加强国企市值管理,让国企价值更好地被市场识别。一方面,进一步推动国企考核指标体系改革,强化净资产收益、经营现金流比率、资产负债率等资本市场高度关注的资产质量指标的考核。另一方面,提升国企信息透明度,加强国企与市场投资者的交流。通过股东大会、投资者说明会、路演、分析师会议、接待来访、公司网站专栏、新媒体平台等多种途径与投资者加强交流,增加投资者对企业的关注度与认同感。陈玲(2019)研究表明,创新信息披露能够促进企业创新行为被市场感知,进而促进公司估值的长期溢价^[8]。第二,重塑市场价值认知,纠正市场价值判断扭曲。价值应是一个综合概念,不仅包括财务价值,还包括其他价值,如企业社会责任、创新等。大量文献研究了企业社会责任对企业价值的

影响^{[9]-[14]}。目前,主要市场对价值的认知主要集中在财务价值,这种价值认知具有深刻的基础,但也明显失之偏颇,从理论上不利于整个社会整体的价值创造,将市场价值认知从只重视财务价值重塑为重视全面的内在价值将会改进社会福利。值得强调的是,市场之所以主要重视财务价值,不仅在于财务价值最容易度量,还在于财务价值可以被投资者取得。因而,在实践层面上,重塑价值认知必须解决两个问题。一是找到非财务价值的度量方法。例如,对于企业社会责任,可以通过第三方独立机构在透明可监督的基础上发布企业的社会责任指标,供市场交易。二是构建中国特色的非财务价值向投资者反馈渠道。国企的公有制特征在这方面具有独特优势,可加大向中央上缴利润,然后用于社会民生建设。如果将该渠道透明化,公众便可以充分认识到这一价值的实现过程,逐步形成对全面价值的认知。

参考文献:

- [1] 王军、肖塞、李昕澎:《加快探索中国特色估值体系》,《中国金融》2023年第7期。
- [2] 方净植:《国有上市公司估值研究》,《中国金融》2023年第18期。
- [3] 东北证券公司金融与产业研究所课题组:《中国证券市场制度缺陷与风险防范》,《经济研究参考》2002年第8期。
- [4] 潘丽华:《股票价值投资估值理论探讨》,《科教导刊》2014年第8期。
- [5] 蒋先玲、王梓霖:《市盈率隐含的公司创新能力——基于创业板上市公司的实证分析》,《技术经济》2021年第10期。
- [6] 渠慎宁:《未来产业发展的支持性政策及取向选择》,《改革》2022年第3期。
- [7] 杨天宇、朱光:《容错机制能促进国有企业创新吗?》,《经济理论与经济管理》2022年第10期。
- [8] 陈玲:《创新信息披露驱动了公司估值的长期溢价吗?——基于投资者信心的中介效应分析》,《财会通讯》2019年第3期。
- [9] Dowell G., Hart S., Yeung B., “Do Corporate Global Environmental Standards Create or Destroy Market Value?”, *Management Science*, vol.46, no.8, 2000.
- [10] Alareeni B. A., Hamdan A., “ESG Impact on Performance of US S&P 500-listed Firms”, *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, vol.20, no.7, 2020.
- [11] Xie J., Nozawa W., Yagi M., Fujii H., Managi S., “Do Environmental, Social, and Governance Activities Improve Corporate Financial Performance?”, *Business Strategy and the Environment*, vol.28, no.2, 2019.
- [12] Galant A., Cadez S., “Corporate Social Responsibility and Financial Performance Relationship: A Review of Measurement Approaches”, *Economic Research-ekonomska Istraživanja*, vol.30, no.1, 2017.
- [13] Kim K. H., Kim M., Qian C., “Effects of Corporate Social Responsibility on Corporate Financial Performance: A Competitive-action Perspective”, *Journal of Management*, vol.44, no.3, 2018.
- [14] Su W., Peng M. W., Tan W., Cheung Y. L., “The Signaling Effect of Corporate Social Responsibility in Emerging Economies”, *Journal of Business Ethics*, vol.134, 2016.

[责任编辑:房宏琳,曾博]