



国有资本运营平台 集权式市值管理模式探索

Exploring Centralized Market Value Management of State-owned Capital Operation Platform

顾 远

摘 要：现代资本市场对国有企业的改革和发展起着重要的“助推器”和“加速器”作用。充分发挥资本市场资源配置功能、通过国有资本运营平台做好集权式市值管理，已成为国有经济体制改革的历史必然，成为国有经济产业结构转型升级的有力抓手，成为推进国资国企深化改革的现实途径。加大国资委对国有资本运营平台的放权力度、上收资本运作权力提升国有资本运作效率、强化国有资本运营平台的集权式市值管理权力，可以大幅提升国资系统上市公司的整体资本运作效能，显著增强其在二级市场上的价值和影响力，吸引更多投资者参与交易，从而形成正向的良性循环，让国有资本真正运转起来。

关键词：集权式市值管理 国有资本运营平台 资本市场

Abstract: The modern capital market plays an important role in accelerating the reform and development of state-owned enterprises. This reflects the market's ability to give greater play to the allocation of resources combined with the employment of centralized market value management of state assets. It contributes to the upgrading of the state industrial structure and spurs deeper reforms of state-owned enterprises. The efficient use of capital by listed state-owned companies can be greatly enhanced by the delegation of more authority from the State-owned Assets Supervision and Administration Commission of the State Council. That in turn significantly increases their value and attractiveness to investors in the secondary market.

Keywords: Centralized Market Value Management, State Owned Capital Operation Platform, Capital Market

作者单位：上海市国资国企改革发展研究中心。



引言

改革开放以来，在国有企业和资本市场的发展过程中，为国资国企改革发展服务，一直是资本市场建设的重要任务。在四千多家A股上市公司中，央企的数量占比一成左右，总市值占比四分之一，净利润占比近50%，现金分红占比也近50%；地方国企方面，尽管其数量约为央企的2倍，但净利润以及现金分红都只有央企的一半；民企的数量在A股占比超过六成，总市值是地方国企的一倍左右，净利润及现金分红情况与地方国企不相上下。^①由此可见，地方国企在依托资本市场、运用市值管理进行上市公司市值维护及资本运作方面存在不足。鉴于此，一些地方国资委着力加强市值管理，例如，上海启动了国有上市企业高质量专项行动，尝试将市值管理纳入企业考核评优体系；广东则提出，要加强市属国有控股上市公司市值管理，并修订完善监管企业负责人经营业绩考核办法。

新一轮国资国企改革的发展

从“管企业”到“管资本”

2019年11月，国务院国资委提出，要求落实党的十九届四中全会关于建立以管资本为核心的监管体制的决定和部署，大力推进国家治理体系和治理能力

现代化。“管资本”并不管理企业的经营行为和业务流程，而是更加注重代表股东的意志、更加注重对国有资本的统筹控制、更加注重国有资本整体收益的形成和产出，从而促进实现市场经济与国有经济的高度融合。

国有资本监管模式的持续优化

由实物形态的国有企业转变为金融服务形态的国有资本。从监管对象来看，国资委过去主要以实体“国企”的形式对国有企业进行监管，即“管人、管事、管资产”，政府和企业的独立性无法得到保证。“十三五”以来，监管视角从“管理企业”转向“管理资本”，即推动国有资产实现形式从实体企业向包括证券化在内的价值资本转变，充分利用市场手段运营国有资本，确保交易过程的公平和阳光，避免国有资产流失。

由两层直接架构转变为三层授权架构的国有资产监管体制。国资委成立后，国企监管由政府直接监管转变为国资委授权监管，解决了国企在原有体制下由多个上级机构管理、职责不明确的问题。然而，国资委仍然是一个政府行政机关，法律和财务意义上的委托代理关系尚未建立。党的十八届三中全会提出将国有资产管理体制转变为三级结构，国资委是履行国有资产出资人职能的最高层级，各类国有企业

① 数据来自Wind，根据企业2020年年报数据整理。



是第三层级，国有资本投资运营公司是两者之间的第二层级，这使得权力划分的边界更加清晰。

由流动性差的国有产权改变为流动性强的国有资本。国有产权资本效率普遍较低，流动性不足，国有经济合理布局升级和产业结构调整难以取得实质性进展。国有经济结构调整的关键是通过国有资产的资本化或证券化，大幅度提高国有资本的流动性。国有资本运营平台在此可以发挥积极作用，将缺乏流动性的国有产权转化为流动性充裕的国有资本，使国有经济的布局和功能能够在适当的时候灵活调整、扩大或退出。

深化国资国企改革的出发点

国有企业负债率亟须降低。在国际上，欧美企业的负债率一般略高于30%，而中国约30万家企业的负债率高于50%，这还是在不包括固定资产和存量土地的情况下，否则负债率将超过70%。2022年2月末，中国国有企业资产负债率64.0%，中央企业66.4%，地方国有企业62.7%。^①面对如此高的负债率，企业难以进行新产品研发、技术改造和产品结构调整。此外，随着市场竞争的日益激烈，企业可能会出现不同程度的信用危机。

国有企业偿债能力亟须提高。按照

国际标准，衡量企业偿付能力的主要指标有四个：流动比率、速动比率、利润倍数和资本公积率。只有在流动比率为200%、速动比率为100%、利润倍数为3倍时，企业才能有足够的短期偿债能力。然而，中国国有企业的实际标准不到国际标准的一半，企业资本公积率不到25%。这表明中国企业的偿付能力和准备金较差，造成了内外环境都对企业不利的局面。

国有企业融资渠道的拓宽。中国国有企业的高负债率一直是不争的事实，对其债务结构的分析表明，这些债务大多来自金融机构的贷款，银行已成为企业的最大债权人；同时，企业的资金成本过高，导致流动性令人担忧，这又使企业更加依赖银行。银行不得不继续增加贷款，因为企业无法偿还早期贷款。如此下去，企业和银行的资产结构在各个层面都容易陷入困境。

国有企业不良资产处理待提速。比高负债更严重的是不良债务占总负债的比例，企业中有30%以上的不良资产已成为一个普遍现象，逾期、呆账、坏账等司空见惯。国有企业的资金来源过度依赖银行贷款，融资方式单一，背负沉重利息，导致成本上升、利润水平下降，随之产生还款能力自然下降的趋势。

^① 数据来自财政部网站公告。



市值管理对国有企业的发力处

现代资本市场具有快速低成本筹集资金、分散投资风险、约束企业行为、优化资源配置等重要功能，对国有企业改革和发展有重要的“助推器”和“加速器”作用，对于国有上市公司来说，进行市值管理具有重要意义。

有利于理顺政府、企业与市场之间的关系。一是国有资产资本化或证券化就是利用资本市场、以产权和资本为纽带、通过上市融资盘活资产，真正实现以市场为主体的资源配置，改革阻力相对较小，为政企分开、政资分开创造条件，国有资产资本化的预期效率不是通过行政强制，而是通过市场运作实现的，政府可以站在更加超然的位置，正确处理与市场的关系。二是从经营企业到经营资本，意味着国有企业没有“婆婆”了，取而代之的是国企股东，将企业应该自主决定的事项归于企业，从而按照公司章程和公司治理结构履行投资者责任。市值管理坚持以所有权和权益所代表的市场价值为最终目标，推动国有企业真正成为依法独立经营的独立市场主体，对自己的盈亏负责，培养自律精神。

有利于采取更为科学的国企监管手段。一是国有企业在市场化发展过程中，传统的公司业绩和管理层经营能力评价机制存在固有缺陷，容易被管理层操纵，而市值是国有资产价值在资本市场上的直接

表现，更能真实地反映市场反响，从而科学检验国企改革成效。二是从纵向和横向两个纬度来观察。纵向上，今年的企业市值是否比上一年有所提高，或更换管理层后，新管理层引领的企业市值是否有所提高；横向上，比较公司在一定时期内与同行业、同地区的所有其他公司的平均市值变动水平，或将公司的市值变动幅度与初始设定的基准公司进行比较。三是对于市值相对上升的公司，可以对其进行业务授权、利益激励和资源供应；对于市值相对下降的公司，可以对其进行管理层重组、资产重组和股份出售。

有利于国有经济布局优化和结构调整。一是集权式市值管理作为一种顶层战略管理行为，不仅关注国有企业的经营，而且关注国有资本的整体价值贡献，推动企业严格按照国家产业政策，系统规划和协调国有资本配置，强化国有资本控制权，即增强国有资本在关系国家安全和国民经济命脉的重要行业中的影响力和在重点领域的主要控制地位。二是资本化是国有资产流动性和国有资本运营效率的巨大释放，使国有企业按照功能定位调整布局结构，促进国有资本的合理流动和优化配置，增强对国有经济的控制和影响，即促进国有资本有序退出产能过剩和一般工业领域，从“低效”产业向“高效”产业转型，从“低战略价值”产业向“高战略价值”产业转型。



有利于通过产权多元做强做优做大国有资本。一是为了提高国有资本整体效率，国有企业呈现出股权多元化、资产资本化的新格局，依托资本市场，社会资本进入国有企业的很多障碍也被扫除，促进股权混合，进一步吸收更多的社会资本，扩大国有资本的控制力和影响力。在中央企业中，混合所有制企业约占70%，并购重组、借壳上市、混合改制等资本运作手段也越来越多地被使用。二是从法人治理结构角度看，国有企业产权由单一向多元化的转变更有利于实现股东会、董事会和管理层之间的相互制衡，从外部监管角度看，证监会的监管、行业自律组织的约束、中介机构以及媒体的监督迫使国有企业创新商业思维，理顺经营机制。

集权式管理是效能提升的关键

集权与分权的管控体系分析。根据管理权限的不同，企业的管控体系可分为集权型和分权型，主要区别是管理权的归属，即权力的上收或下放以及下放的程度。集权和分权是相对概念，集权在一定程度上把决策权集中到组织体系的最高层次，有利于集中领导并有效协调各单位的活动，使工作专业化的同时，提高管理效率；分权则将生产管理决策权分配给下级组织，充分发挥下级单位及其领导的主观能动性，有利于具体问题的分析与解决。

根据战略进行权力结构设置。管理理

论的核心内容实际上是企业的战略定位和组织控制模式。基于钱德勒“战略决定结构，结构跟随战略”的观点，根据上级对下级战略规划程序的不同影响，设置相应的组织结构及相应的管理控制模式。从国有资本运营平台及其下属国有企业的经营战略来看，属于平台公司对其下属国有企业的积极性判断，以及专业分工、整体利益和价值创造机制的形成。

集权式管理实现整体价值目标。国有资本运营平台及下属国企的集权式市值管理权力结构，从整体上提升下属国有企业的企业价值。一是将各国有企业自身的战略和业务联系起来，为国有企业的战略定位和业务发展提供必要的资金支持和资本充实；二是在市值管理中融入“管资本”运作思考，为国有资本运营平台与下属国企一起作为地方国企整体价值创造目标实现的有效融合；三是通过持续的资本运营，促进企业内部价值与其市场价值相互匹配，进而提升企业的市场价值。

企业市值管理现状是改革的症结

证券部的市值管理职能

一般而言，国有上市公司都会有从事上市公司证券管理的部门或岗位，上市公司的证券部是上市公司联系投资者和社会公众的窗口，也是资本运作的枢纽部门，其中，市值管理的职能一般就设在证券部内。证券部的核心职能包括以下三方面：



真实、准确完整的信息披露、良好的投资者关系维护及上市国企的市值管理。

市值管理综合性较强，涵盖了信息披露和投资者关系两方面内容。市值管理最重要的一个作用是提升公司获取各种显性和隐性资源的能力，促进公司依托资本市场、通过市场手段获取资本金从而提升经营能力。此外，市值管理也是为股东创造价值的一种有效方式。可以说，市值管理是证券部的战略目标。市值管理的手段包括了上市公司所有资本运作事项，还包括主动信息披露和公关、优化法人治理结构等。在处理资本运作事项时，证券部通常是核心驱动部门，需要把握每一个事项的关键节点，进行法律、财务和金融论证，规划相关结构，设计并实施相应的方案。

市值管理职能亟须引起重视

市值管理因体制机制问题而缺乏原动力。许多国有企业的考核机制及经营目标中缺少市值指标，上市公司管理者的利益与市场价值没有充分挂钩，管理者对实体生产经营的重视程度远远超过资本运营。此外，国有企业还承担着优化经济结构、稳定经济增长等政府性职能。因此，国有企业的经营目标也受到政府的高度监管，市值管理在整体经营管理中的地位较低，这导致国企从原动力上对市值管理的运用及相关举措的实施形成一定的制约。

对市值管理的本质认识不足。很多企业很容易误解，市值管理就是炒股，讲故

事。他们将股价管理等同于市值管理，错误地追求股价最大化，为了迎合市场来提高股价。一些上市公司甚至通过“编造主题、讲故事”和业绩欺诈等非法手段操纵股价，这些都是“伪市值管理”，其忽略了企业的价值实现与价值创造，导致一些国有企业管理者仍然难以接受通过与资本市场良性互动促进企业运营的理念。

缺少市值管理专职机构和专业人才。

根据主营业务不同，大多数国有上市公司中各类专业技术型人才和相关业务的经营管理人才较为充足，但专门从事市值管理或资本运营的专业运营人才寥寥无几，能够配备单独市值管理岗位的专职部门也就更少了。

“两类公司”是解决问题的切入点

“两类公司”改革是国企改革的大鼻子

改革开放四十多年来，国有企业改革始终以“企业所有权与经营权分离”为重点，经历了从分权让利、两权分离、股份制改革到国资委出资人监督制度的不同阶段，最终目标是实现“政资分开、政企分开”。现阶段，国企深层次改革的核心在于能否实现“以管资本为主”的监管机制转变。一个重要突破在于能否成功重组国有资本投资运营公司（即两类公司），这是改革国有资本授权经营机制、推进国有资产监管体制转型的重要载体，是能否最



通过股权运营、价值管理等市场化力量，让国有资本流向最能发挥作用的地方，实现国有资产的有序进退和合理布局。国有资本运营公司着眼于国有资本的战略大局，在经济中发挥主导作用，实施对国有资本的引导。



终实现政企分开的重要平台，平台公司的改组已成为新一轮国企改革的关键环节。

具体而言，其中的国有资本运营平台，采取的是资本运营与资本整合相结合的方式，重点通过市场机制促进国有资本从实体企业向价值资本的转化。通过股权运营、价值管理等市场化力量，让国有资本流向最能发挥作用的地方，实现国有资产的有序进退和合理布局。国有资本运营公司着眼于国有资本的战略大局，在经济中发挥主导作用，实施对国有资本的引导。政策性资本运营公司也肩负着实现政府特殊公共目标的重要任务。

“两类公司”改革探索步入深水区

从率先启动国有资本投资、运营公司改革试点地区及企业的具体实践看，仍存在一些急需解决的问题。

国有资产的监管框架不明确。由于中央政策层面没有明确规定监管机构与国有资本投资运营公司之间的权责接口，在改革实践中，一些地区很难准确把握国有资产监管机构出资人和监管者的责任定位。

国有资本投资运营公司在新一轮国资国企改革中的作用和地位并不十分明确。这直接导致大量改革措施无法在清晰的界面下运行，不利于国企改革的稳步推进。

平台建设和运行机制薄弱。国有资本投资运营公司自身运行机制和制度建设薄弱，难以完成作为新一轮国企改革支撑力量的使命。大多数地方国有资本投资运营公司处于试点改革阶段，内部部门设置、功能设计、监管模式仍处于探索阶段，公司层面的董事会、监事会等制度体系不完善，因此很难实现对下属经营企业的有效控制。这进一步导致大多数地方国有资产监管机构仍采用旧的授权监管方式，使国有资本投资运营公司难以摆脱行政干预，真正实现市场化经营。同时，一些地区虽然名义上设立了投资运营公司，但并没有真正按照新一轮国企改革的方向运作。

集权式市值管理赋能国有资本运营平台

进入“双循环”新发展格局，在资本市场创新发展、全面深化国资国企改革的新形势下，把握国企改革三年行动的战略机遇期、发挥资本市场资源配置的决定性作用、通过国有资本运营平台做好集权式市值管理，已成为国有经济体制改革的历史必然，成为国有经济产业结构转型升级的有力抓手，成为推进国资国企深化改革的现实途径。



加大国资委对国有资本运营平台的放权力度。国有资产的三级监管结构能否真正实现政企分开，关键在于国资委的放权和国有资本投资运营公司的市场化运作。归根结底，平台公司市场化运作的有效性取决于国资委的放权程度。国资委的放权程度决定了平台公司是行政型还是市场型。放权程度越高，市场化程度越高，政企分开的目标就越容易实现。实践证明，放权越早越多的省市，国有资本投资运营平台市场化运作越成熟，国企改革效果越好。例如，上海、广东、重庆和山东都取得了阶段性进展。

上收资本运作权力提升国有资本整体价值。国有资本运营公司是以布局结构为重点的横向运营平台，充分发挥国有资本结构调整的作用，以布局优化功能为重点，对非特定行业和领域的国有资本进行运营管理，以“资本+产业”的方式布局新兴产业和领域。国有资本运营平台全面推进持股企业全方位改革，促进企业高质量发展，即将国有上市公司证券部的三大职能中的市值管理职能统一上收至国有资本运营平台进行资本运作指导和管理，由平台开展集权式市值管理，即进行整体战略布局及统一开展下属企业的资本运作，而信息披露和投资者关系职能等日常证券事务仍留在各国有上市公司，根据证监会派出机构及交易所的要求，自行完成相关事务。

采取集权式市值管理大幅增强国资效能。下属国有上市公司的市值管理职能上收给国有资本运营平台后，平台可以充分运用其专业化的运营团队进行国有资本管理，其中包括进入、运作和退出各环节，根据每个上市公司所处行业周期、市场占有率及关键核心技术等宏观微观因素，并考虑其在二级市场的表现及流动性情况，量身定制符合其自身特点的资本运作方案；资本市场上，时间就是金钱，平台的统筹管理还可以大幅降低各上市公司在选择券商时面临的选择成本、机会成本及质量风险，及时抓住风口机会、高质高效地完成每一次运作。各上市公司在其中需要配合平台公司要求，提供各自财报数据，并配合完成公司内部尽调等工作。

处理好国企日常财务权及资本运作权的运行边界。由于集权式市值管理只是上收资本运作权力，包括融资决策权、投资决策权等，而各下属公司短期财务规划和日常财务管理等财务权仍留在下属公司进行管理和操作，故集权式市值管理主要适用于实体制造与生产经营类的下属国企，因为其公司股本结构较为复杂多元或缺少市值管理能力，且财务运作与资本运作两者相对独立的情况；而资本密集型企业的日常经营就是进行与资本运作相关的业务，财务权与市值管理权密不可分，所以以资本经营为主业的国企排除在此模式之



外。而在收益分配方面，资本收益根据来源归于企业，国有资本运营平台收取管理费及运营费。

总结

党的十九届四中全会指出，要加快实现国有资产监管体制从“管企业”向“管资本”的转变，推进国家治理体系和治理能力现代化。国有企业管理者身份发生了变化，“管资本”从国有企业的直接管理者转变为基于出资关系的监管者。管资本不是管理企业的整个业务流程，而是更加关注国有资本的整体收益和对控制权的掌控，以及股东意愿的行使。

国有经济是国民经济的重要支柱，国资国企改革发展肩负着推动和引领供给侧结构性改革的重要使命，而资本市场是推动并实施国资改革的重要平台，正以其独特的市场属性和功能发挥着重要作用，资

本市场可以通过资本的加速聚集，扩大社会再生产，为经济信息获取提供重要来源与渠道，最重要的是，还可以帮助企业改善经营管理。

党的十九大明确指出，要发挥市场在资源配置中的决定性作用，在国企改革伟大征程中，我们也必须按照市场化的要求和价值取向深入推进国资国企改革的步伐。由国有资本运营平台进行下属上市公司的集权式市值管理可以大幅提升国资系统上市公司的整体资本运作效能、大力提升市值管理效率，还可以显著增强国资系统上市公司在二级市场上的价值和影响力，吸引更多投资者参与交易，充实流动性基础，改变国企普遍流动性不足的现状，从而形成正向的良性循环，让国有资本真正运转起来。^[N]

学术编辑：韦燕春

参考文献：

- [1]何林.基于管资本为主深化国企改革形势下的市值管理研究[J].企业改革与管理,2020(7):22-23.
- [2]贾小波,黄菊英,任家华.市值管理在深化国企改革中的作用研究[J].财会通讯,2016(16):29-31.
- [3]李晓晨.国企改革背景下国有控股上市公司市值管理研究[J].法制与经济,2020(4):112-114.
- [4]刘永恒.国资国企改革再提速:《关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见》出台[J].中国财政,2018(16):12-14.
- [5]徐菲.市值管理:国资带动国企改革的最佳管理方法[J].上海国资,2013(9):33-34.
- [6]杨复兴.云南国资国企改革的创新模式及发展趋势[J].中共云南省委党校学报,2020(21):108-113.
- [7]张婷.论推进国有企业资产证券化的意义与对策[J].中国经贸导刊,2020(4):160-161.
- [8]张银平.对国企从管资产向管资本转变的思考[J].中国石油和化工,2020(1):62-63.