

2024

上市公司高质量发展论坛

High-Quality Development Forum for Listed Companies

## 张平：上市公司创新是商业实践而非科技发明

本报记者 石健 北京报道

党的二十届三中全会提出了“健全投资和融资相协调的资本市场功能”“建立增强资本市场内在稳定性长效机制”“完善上市公司分红激励约束机制”等一系列改革

### 构建“信任+激励”的公司治理机制

近年来,创新完善上市公司治理结构是很多上市公司关心的热点问题。对此,张平认为,上市公司应该理解治理的内涵,上市公司治理的核心是处理好投资人(股东)委托—代理(企业管理者)关系。作为公众公司,增加代表小股东利益的独立董事机制,以此建立与投资者的信任,并激励管理者更好地创新和获得绩效。“建立信任,就是不辜负投资人对上市公司的信任,这是治理的重要内容。同时,还需要激励上市公司不断创新和提升绩效。所以,信任与激励是一对重要的治理概念。”

对于中国的上市公司治理从信任到创新激励,张平认为,中国上市公司已经迈出坚实的一步,特别是新“国九条+N”的监管系统,这是监管层面的政策延续。“自2018年以来,一系列政策举措对上市公司的质量

举措。对于构建高质量的资本市场来说,培育高质量的上市公司是基石。

8月7日,在由中国经营报社举办的主题为“聚势赋能 向新而行”的“2024上市公司高质量发展论坛”上,中国社会科学院上市公司

研究中心主任张平表示,持续提升上市公司的创新与治理水平,首先要建立“信任+激励”的机制,要理解创新并非科技发明,而是商业活动。同时,推动上市公司治理现代化,必须推动公司颠覆式创新和容错制度的建立。

而且有风险。从治理方面看,一方面,要约束上市公司建立信任;另一方面,也要激励上市公司开展创新活动。现阶段,最重要的是要建立信任和公平,完善监管体制。但是,也要预留高质量发展和新质生产力创新活动的空间,要更多地允许公司治理方面有金融工具的创新。

张平进一步阐释,创新分为横向创新和纵向创新。“横向创新是增加品类。纵向创新是质量创新,也称颠覆式创新。对于质量创新的概念,比如通信手机被智能手机替代,街边零售店被互联网替代,这都是质量性替代。”不过,张平提示:“颠覆式创新的背后蕴含着巨大的监管无知性和经济价值的毁损性(波动性),比如AI的崛起,监管并不清楚(无知性)它的发展,需要引入新的监管机制‘监管沙盒’试试看。”

而且有风险。从治理方面看,一方面,要约束上市公司建立信任;另一方面,也要激励上市公司开展创新活动。现阶段,最重要的是要建立信任和公平,完善监管体制。但是,也要预留高质量发展和新质生产力创新活动的空间,要更多地允许公司治理方面有金融工具的创新。

张平进一步阐释,创新分为横向创新和纵向创新。“横向创新是增加品类。纵向创新是质量创新,也称颠覆式创新。对于质量创新的概念,比如通信手机被智能手机替代,街边零售店被互联网替代,这都是质量性替代。”不过,张平提示:“颠覆式创新的背后蕴含着巨大的监管无知性和经济价值的毁损性(波动性),比如AI的崛起,监管并不清楚(无知性)它的发展,需要引入新的监管机制‘监管沙盒’试试看。”

张平直言,创新都是有成本的,而且有风险。从治理方面看,一方面,要约束上市公司建立信任;另一方面,也要激励上市公司开展创新活动。现阶段,最重要的是要建立信任和公平,完善监管体制。但是,也要预留高质量发展和新质生产力创新活动的空间,要更多地允许公司治理方面有金融工具的创新。

### 创新离不开资本市场

张平认为,创新离不开资本市场,当今离开资本市场的创新,都不足以真正激励创新活动。资本市场已经成为全球创新的核心引擎。同时,创新并不是一堆要素的堆砌,而是鲜活的内生激励机制以及企业家、科学发明者的共同努力和组合。

随着数字化时代的到来,上市公司的估值也在发生根本性变化。“互联网革命后有一个积极的要素出现,即要素边际生产成本等于零,这个要素就是现在大家无限推崇的数据要素。一个边际成本为零的数据要素,其集合起来有无限价值。比如,作为零售商的亚马逊利用数据积累转变成世界最大的云服务商,数据是可以跨行业的。所以,我们要理解新的估值模式发生根本性变化的原因,公司不再是单一只卖产品的企业,而是依据数据要素成为平台服务商。”

依据全球企业价值形态变化的分析,研发支出、人才和专利积累、数据等无形要素占公司价值的比重越来越重要,而有形的劳动力和厂房等占比越来越低,这势必会出现新的公司形态和新的估值模式。如何去评估创新公司,需要资本市场去估值,估值越高,对人力资本、创新活动、数据要素激励越大。

公司颠覆式创新是一个特别



张平

中国社会科学院上市公司研究中心主任

不确定的活动,需要人们分散投资,而不是把所有资金集中在一个公司上。资本市场具有分散投资特征,解决了创新不确定性需要的“容错”。资本市场的分散配置具有了对创新的“容错机制”。张平解释说:“现在基本是分散投资,你喜欢亚马逊可以买点,喜欢苹果再买点,未必投资鸡蛋放在一个筐里。正是因为资本市场分散性投资组合的特征,导致了资本市场对各类创新风险的容错机制。这就是说,一方面,高估值激励了创新企业、指数发展企业和利用好创新要素的企业;另一方面,又给了投资决策的容

错机制。”

在业内人士看来,资本市场是现代创新中无可替代的发动机,这也是全球都在争夺资本市场的原因。张平说:“资本市场给予创新者激励,利用好非线性增长、数据,都可以要利润指标,只采取PS估值就可以推荐上市,因为资本市场自带估值和容错机制。”

回顾中国资本市场的发展历程,我国移动互联网领域全球领先,2019年我国两家公司市值进入全球前10位。不过,随着AI的崛起,如何能够实现新的配置继而迎头赶上值得关注。张平认为,资本市场是通过创新的引导,也同时成为引导产业发展的风向标。

展望未来,张平表示,中国的创新不仅仅是制造业、工业技术的变革,最重要的内容是服务业数字化发展。最近政策上恢复教育培行业,鼓励数字化消费等,这些都是服务业数字化发展过程中,未来创新和产业演进的重要内容,与硬技术共同构成了人类的知识生产体系。

未来,创新就是节约人的劳动时间,人们节约下来的时间可以享受精神服务。当然,这些都需要充分利用好资本市场,以资本市场的蓬勃发展推动上市公司高质量发展。

## 张鹏：在传统中“增值” 在成长中“掘金”

本报记者 罗辑 北京报道

8月7日,在由中国经营报社举办的“2024上市公司高质量发展论坛”上,《中国经营报》联合中国社会科学院上市公司研究中心发布《中国上市公司发展报告(2024)》

### 关注传统稳定性和创新成长性

据了解,《报告》分为总报告、分报告和专题报告三部分,并从财务指标、估值与成长性、创造价值、公司治理、创新与研发等多个方面测算出中国上市公司高质量发展评价结果。《报告》的发布,为促进我国资本市场的健康发展和上市公司高质量发展提供了重要的学术支持。

张鹏提到,《报告》最大特点在于系统的、自上而下的研究体系,即在宏观分析的基础上,结合中观,最后再到微观上市公司,从价值投资视角关注中国各行各业优质领域的上市公司。同时,每年根据一些新的热点,提出一些新观察和新观点。

例如2022年在疫情冲击背景下,《报告》中提出上市公司高质量发展的一个评价基准就是韧性,其中包含规模韧性和适应性韧性,即基于企业发展生命周期视角,用规模韧性去考察企业从疫情冲击中是

(以下简称《报告》)。《报告》旨在系统记录中国上市公司发展,以中国上市公司价值评估为特色,并从微观上市公司运营中发现中国宏观经济运行情势,对未来经济发展与资本市场改革趋势进行展望。

中国社会科学院上市公司研究

否恢复到正常增长,用适应性韧性去考察企业不仅从原来的冲击中恢复增长,而且是否达到了一种新的均衡状态,实现新的增长路径。又如2023年,数字经济蓬勃发展,《报告》则提出数字经济对传统行业的重塑、重组作用,也突出了数字经济本身作为新产业、未来产业对上市公司高成长的意义。

“《中国上市公司蓝皮书》历来遵循在传统中寻找‘稳定’‘长期’等标签的优质上市公司,来获得传统产业长期持续的‘红利’和‘复利’收益,同时积极发掘与中国经济转型方向相一致的优质成长性上市公司来获得企业成长中的‘指数’收益。无论是2021年找寻‘确定性溢价’、2022年的韧性视角,还是2023年的数字化转型分析视角,本质上都是讨论如何在传统和成熟的产业通过持续和稳定的红利收益来实现

中心副主任张鹏对《报告》解读认为:“随着中国经济向高质量发展阶段转型,作为中国企业的优质代表,上市公司与中国宏观经济发展相一致。一方面,传统产业上市公司通过与新经济、新业态和新模式相组合,重组了传统产业的内生发展逻辑,在‘新’的牵引下实现‘旧’的‘凤凰涅槃’‘浴火重生’;另一方面,新型产业从无到有、从小到大、从大到强,新产业上市公司高成长为中国经济找到了新的动力,从中国制造到中国创造再到中国智造成为中国高质量发展的亮眼标志。”



张鹏

中国社会科学院上市公司研究中心副主任

投资者财富不断保值增值,同时又通过投资一定‘未知’和‘不确定’的新赛道、新产业和未来产业获得成长高收益。”张鹏提到,在传统中

“增值”、在成长中“掘金”正是《报告》撰写的核心思路。

具体来看,一方面,传统和成熟型行业上市公司成熟的业务模式、稳定的营业收入、波动较小的净利润,使得其不需要通过大量的资本支出甚至研发支出就能维持稳定和健康的成长路径,相应地也能为投资者创造稳定持久的现金红利,在复利效应支撑下长期看是一笔可观的“收益”,这与西格尔在其经典的《股市长线法宝》中通过回溯美国百年股票投资收益中主要由红利构成的结论一致。

另一方面,通过发掘新行业上市公司,例如符合新质生产力发展要求的前沿企业,通过投早、投小和投新获得成长期高估值和高成长带来的双重收益,不仅为投资者提供了很高的回报,也能通过支持创新型中小企业的发展壮大为中国经济向“新”、向“质”转型奠定基础。

创新研发方面,《报告》主要是从创新投入、创新产出、创新效益、创新资金来源来观察上市公司发展。张鹏分享道,通过这些细分指标,他观察到当前我国上市公司创新产出能力的持续提升。

就整体而言,张鹏指出,当前中国经济正处于转变经济发展方式、优化经济结构、转换增长动力的关键时期。作为中国企业的优质代表,上市公司展现的非凡韧性不仅体现在抗冲击方面,更主要表现在淬炼的重生能力方面。

良性的资本市场。从融资端来看,通过资本市场深化改革,进一步服务实体经济,让创新型中小企业通过资本市场发展壮大并走向成熟,这样的企业能为投资者持续创造稳定回报,形成融资端和投资端的共生共长机制,那么资本市场或也将承担起老龄化后的中国国家减负(养老金支出)、扶企业“上马”、为个人财富增值的使命,进一步推动我国经济高质量发展。

## 张宗堂：优质合规数据是AIGC版权保护核心竞争力

本报记者 李静 北京报道

8月7日,在由中国经营报社举办的“2024上市公司高质量发展论坛”上,视觉(中国)文化发展股份有限公司(以下简称“视觉中国”)总编辑、副总裁张宗堂指出,AI生成图片除了数量方面迅速增长,生产的质量也在快速提升,经过几代的变革之后,已经基本能够达到真假莫辨的状态。尽管AIGC浪潮汹涌,数量增长巨大,但AI仍处于辅助创作的阶段,驾驭AI的创作者依然扮演着主导角色。

“由于AIGC是在人工智能技术学习前人知识产权成果生成的内容,如何进行版权保护就成了全球范围都关注的重大问题。”张宗堂指出,目前AIGC的版权保护问题讨论的范围很广,内容很多,主要集中在三个方面:一是人工智能生成内容的版权归属问题,二是AIGC生成的平台如何履行平台职责问题,三是用于模型训练数据的合规性问题。

在人工智能生成图片的版权归属问题上存在很多争论,法律实践中也存在不同的判例。比如,2022年,美国的一个作者运用AI技术生成了一幅作品,之后他到美国版权局申请这张作品的版权,美国版权局最终拒绝了他的申请,理由是“这幅图片不是人类创作的产物”。2023年11月,北京互联网法院作出了国内第一个和AI相关的案件判决,判决结果是支持AI生成图片的作者享有图片的版权,理由是作品“基于原告的智力投入直接产生,且体现了原告的个性化表达”。

在模型训练数据的合规性问题上,全球范围内也发生了很多经典案例。比如,2023年年初,Getty Images图片社起诉了Stability AI公司未经过Getty Images授权,学习了Getty Images的1200万张作品并能够生成近似的内容。

张宗堂说,从全球范围来看,运用大模型训练的数据来源可以分为三大类。第一类是已经进入公权的作品,即已经过了保护期,不受著作权法的



张宗堂

视觉中国总编辑、副总裁

约束,这类数据可以自由使用。第二类是通过正规的法律授权,和版权所有人、著作权所有人已经达成了共识,可以在法律范围内许可使用。第三类是未获得授权的作品,比如利用网络爬虫技术或者非法的手段盗取的数据。“第三种情况在AIGC初期发展中广泛存在,现在仍是比较重要的获取数据的来源渠道。”

通过对日本、欧盟、英国、美国等国家关于数据来源法律法规方面的研究,视觉中国方面分析认为,目前大部分国家对使用数据集进行AI训练持审慎态度,总体的态度还是希望能够用比较规范化的数据来源进行大模型训练。我国在2023年8月份出台的《生成式人工智能服务管理办法》明确指出:“用于训练的数据集要确保其来源的合法,并且不得包含任何侵犯他人知识产权的内容。”

“一些大模型领域的玩家,在‘不合规’的情况下‘裸奔’了几年之后,逐渐认识到创建版权合规大模型的重要性。”张宗堂说,在AI大模型的这波浪潮里,视觉中国最核心的优势就是优质合规的海量数据资源,且这些数据均通过安全审核,符合中国的主流价值观。视觉中国成立20多年,和全球近300家机构、超过60万签约摄影师建立了稳固的合作关系。目前,视觉中国聚合超过5.3亿优质图片、视频、音乐等内容,其中包括80万小时的视频素材。

### 五大评价指标科学剖析企业发展

《报告》的发布不仅为中国上市公司高质量发展提供评价结果,更为投资者理解上市公司提供新的思路,为上市公司高质量发展提供参考,从而为我国资本市场高质量发展以及形成良性共生的投融资环境提供学术视角的“工具”。

可以看到,《报告》评价指标体系包括五个方面,即财务指标、估值与成长性、创造价值、公司治理、创新研发。

张鹏从这五个方面介绍道,财务指标方面,内容与现金相关。

例如,考量业绩成长稳定性方面,若业绩波动较大,去年下降50%,今年增长100%,虽然一分钱没增加,但是平均下来有25%的增长率。在观察时,张鹏提出一种方差调整方式,即对企业业绩负向调整,计算将进行“惩罚”,而正向调整,如持续增长,则可以保留。这种方式将有效甄别企业价值创造能力及其稳定性。

估值与成长性方面,对于资本支出问题做区分理解,例如传统企业进入成熟期,往往不需要大量的资本投资。但是成长性行业的资

本支出则对其未来发展较为重要。

创造价值方面,主要从EVA(经济增加值)角度和MVA(市场价值增值)角度,对传统企业和成长企业两种不同盈利模式和两种不同价值创造模式,加以区别理解。

公司治理方面,今年相关政策文件密集发布,不断提升对投资者利益的关注,而这背后的分红数据就成为观察和认识上市公司高质量发展的一个重要细分指标。张鹏指出,今年的《报告》也对分红方面加大了关注。

### 多层次资本市场正进一步助力经济高质量发展

站在更宏观的维度,张鹏提到,随着中国人口老龄化时代的到来,建设现代金融体系刻不容缓。无论是传统行业上市公司转型还是培育创新型中小企业,多层次资本市场在支持中国上市公司和宏观经济高质量发展中正发挥着越来越重要的作用。

在张鹏看来,过去,中国多层次资本市场体系建设更多强调了对企业市场主体的融资支持,对居民等广大投资者的投资支持却相对较少

提及。强调多层次资本市场的“投资”功能建设,就是要从投资端更好地改革目前中国居民参与资本市场积极性不高、信心不足、投机心态重等问题,形成融资端和投资端相互促进、共生共长的良好生态。

“随着中国老龄化时代的到来,支出多、储蓄少的格局要求我们要合理和科学用好存量资金供给,优化资源配置,以融资企业的高质量发展来回馈投资者,促进投

资者财富保值增值,增强各年龄段人口特别是老年人口参与资本市场的信心。”张鹏说道。

去年,政策层面提出构建“以投资者为本”的资本市场,让资本市场为投资者服务,给投资者带来实实在在的收益。从投资端来看,人口老龄化问题往往伴随着养老金以及其他社会保障支出的重大挑战。通过资本市场制度建设提升投资端的作用和价值,形成健康