

內地優質上市資源外流問題難解

本價值原則和發展規律的思維方式，根深蒂固的影響着監管機構、中介機構和上市公司等相關利益主體的行為模式，構成了制約內地股市走向正常化的無形約束。

企業管治



何順文
李元莎

最近在聯交所的兩大IPO都是H股：一個是煤炭行業「龍頭」神華股份，一個是位居商業銀行第五位的交通銀行，兩者均以百億元計的融資額，成為年內重大的上市專案。這兩家企業在籌備上市過程中，都同時以發行H股和A股作為發行策略，交通銀行更是信誓旦旦要成為同步發行A股及H股的第一家。但在各種因素作用下，兩家公司最終都放棄了這一試圖有利內地股市的構想，選擇單純首發H股。但兩家企業上市地的反覆調整，再次啟動內地優質上市資源「流失」海外的話題。

這些所謂「流失」海外的內地優質上市資源中，主流是石油、電力、交通等資源性、壟斷性的國有巨頭，代表性公司為在本港上市的三大石油公司和四大電訊營運商；另外一個典型性群體就是登陸納斯特的新經濟企業，其中以內地三大門戶網站——新浪、網易和搜狐為代表；最後值得一提的是同為內地民族產業代表、並產生標誌性企業領袖的海爾集團和聯想集團，也選擇了在本港上市。海爾買殼後正積極地把A股上市公司股權注入，以作為集團資本運作的基本平台。

國企巨頭海外上市迫不得已

新經濟企業尋求海外上市的原因似乎簡單而直接——資本力量自這些企業誕生之日，以至在醞釀孕育過程中，就已經鎖定「上市變現」為最終選擇。內地股市的股權分置從根本上限制了創業者與風險投資者的退出通道，加上上市流程和標準的僵化，這些「未來之星」出走海外就勢所必然了。海爾和聯想則代表了另一種價值取向——作為激烈競爭產業的領



交通銀行成今年重要內地企業來港上市的個案

先企業，先進完善的資本平台，成為企業從優秀到卓越的必需支點。

國企巨頭登陸海外原因較為複雜，除內地股市制度設計缺陷之外，更多的是因為負擔了內地長期資源分配錯位的後果而不得已而為之，是長期的計劃體制導致的居民積累不足在股市上的集中反映。這些產業巨頭的原始投入和資本積累，是舉全國之力，調動了整個社會資源，不計成本傾斜性投入而來。這種發展方向是當時歷史背景和資源稟賦條件下發展現代工業的無奈之舉，由此造成的後果就是社會積累過剩、擠佔居民消費，經濟資源集中分配到生產領域，尤其是以石油、鋼鐵、電力等為核心的資本密集型的行業，此次進行IPO的神華股份亦是顯例。

民間資本能量不足

後來，內地發展以國有銀行為主的金融產業面臨同樣的資本積累不足之時，複製依靠行政控制集中資源發展重工業的策略就順理成章，駕輕就熟——依靠國家「信用」吸納社會資金，彌補資金不足之短；進行市場准入控制和金融抑制，維持行業回報之利。時至今日，這種資本和資產積累方式依然發揮着潛在作用。如在內地國有商業銀行正在進行的財務重組中，動輒上千億，總額預計將達萬億的國家注資，從純財務角度而言，和國家主宰一切的計劃經濟年代為支援重點企業發展，任意無償支配經濟資源沒有本質上的區別。即使是交通銀行IPO前相對市場化一點的財務重組，也是在反覆使用國家資源補充資本的情況下才得以完成。

在長期過抑消費分配和金融壟斷的歷史背景下，內地民間資本積累嚴重不足，即使在經歷近二十多年的市場化發展後，仍無法形成與資本密集型的國有巨頭融資規模相匹配的資本能量。具體而言，普通民眾長期低收入下財產積累極為有限，只能滿足自身家庭生活而已，難以承擔投資股市的成本和風險；新興財富階層尚處在資本積累和擴張中，自身資金需求尚有待滿足；國企雖然資金寬餘，但由於政策限制和自身投資管理能力低下，亦難成為平衡股市發展的資金主力；國外資本除獲准投資內地股市的QFII外，基本都是產業資本的直接投資，於股市直接裨益不大。監管當局大力鼓勵的基金等機構投資者也只是充當集合投資的作用，無法化解民間資本積累不足的難題。

反思內地股市內生性缺陷，除上述無法規避的歷史羈絆和宏觀束縛外，一些在股市自身發展過程中衍生、擴展並固化的錯誤理念的負面作用也不容忽視。這些背離資本市場基

過分迷信股市的能力

首先是內地在發展股市初期片面強調其融資功能，在政策取向上造成融資功能對於投資功能的擠出和替代。內地股市發展的初表即為發展國有企業籌集資金，而對於投資大眾的利益保護缺乏相應制度安排。這種思維方式表面上逐漸趨消，但其基因卻早已滲透入了政府決策層的血液中，國有巨頭海外融資的根本目的仍是籌集經營擴張所需的巨額資本；後來，一種迷信股市和「上市萬能」的錯誤理念開始流行，把上市等同於企業現代化，將發展股市等同於發展現代金融市場。扭曲的國有企業與股票市場的關係下，股市負擔了過多無法承載之重，以至每項政策或制度的出台，總要搞得聲勢浩大，路人皆知，最後卻往往收效不大甚至不了了之。正在進行的股權分置改革試點恐怕也在重蹈這一覆轍。由此，內地股市形成了「興奮劑」體質，不斷的政策刺激就是維持股市正常運作的興奮劑，這一點恐怕是內地股市可預見的時期內難以擺脫的制度詛咒。

何順文 浸會大學工商管理學院院長兼教授
李元莎 浸會大學工商管理學院博士研究生



中國股市改革一直忽視小投資者權益