

中行回歸內地市場的象徵意義

企業管治



何順文

當本港輿論尚在熱烈討論中國銀行在港的轟動性招股認購和上市倍受追捧之際，內地證監會關於中行將在內地公開招股的一紙公告又在內地資本市場「二石激起千層浪」，一是輿論和投資者對於中行「閃電登陸」內地資本市場的驚訝，二是由此引起對於已在海外上市的內地國有巨頭回歸內地資本市場的預期。一時之間，風頭無兩的中行成為連接香港和內地兩個股票市場的風向標，機緣巧合之下，標誌了內地國有銀行改革和股票市場發展的階段性轉折。

從內地國有銀行改革的整體進展而言，中行在港公開上市標誌着內地國有銀行改革已經「棋過中盤」——四大國有銀行已經公開上市有二，加上已經具備公開上市條件的工商銀行，國有銀行已經按照既定計劃破解了以往束縛國有銀行發展的企業組織形式、資本充足狀況和高層公司管治諸問題。當然，這些外力強制下的改變是否構成實質上的制度進步，是否能逐步演變成自生性的可持續發展尚待觀察，且就以在內地其他行業國有企業改革的經驗而言，並不樂觀。

在多方面繼續往開來

將中行的財務重組和兩地上市作為內地國有銀行改革的代表事例，有充分理由。橫向比較而言，先於中行上市的代表事例，交行因不屬於四大國有銀行，並由滙豐戰略入股在前，而不具有典型性；建行雖屬四大銀行上市的「破題之舉」，但為後面其他三家上市鋪路考慮，而更多試驗性和演習性，從而難言代表性。而中行則在很多方面繼續往開來，成為國有銀行改革經驗的集大成者。

而中行內部結構則相對更為複雜——轄下「中銀香港」早已在港上市，加上在投資銀行、保險等其他金融產業的眾多投資，因而公司架構設計更為複雜；規模龐大的外匯業務和內地銀行中比例最高的海外業務，在內地正在大力推進滙率改革的背景下，無疑需要更為高超的運營管理水平，以獲得投資者的信任；建行上市之後，因上市價格和私募戰略投資價格之差異引發的國有銀行資產定價過低的爭論，也使得中行引入戰略投資者的過程更為曲折，同時也迫使其考慮更為周

全、操作更為成熟。

僅中行在港上市，的轟動效應和閃電式登陸內地資本市場而言，就既對早於其上市的中行和建行提供了一個可行的回歸內地公開發售的路徑，又對尚未進行招股的工商銀行乃至農業銀行提供了一個範本。從另一個角度觀之，則可以說後續的國有銀行改革步驟和上市方式，將不會再有什麼大的突



僅中行在港上市的轟動效應和閃電式登陸內地資本市場而言，就為交行和其他內地三大銀行提供了一個範本。

破，只能在中行模式下稍加修補而已——中行的代表性即在於此。

首隻A+H股同步上市

內地股票市場在去年上半年開始股權分置改革後，實際上停止了所有企業的IPO和各種形式的再融資。在中行此

新審核新股發行，但是幾隻於中行上市前公開發行的公司規模都不大，沒有太大的代表性。而中行的閃電式招股，就其規模而言，無疑是內地重開IPO之後的重量級公司，內地股市在中行招股消息公布後第二天大幅下挫，也說明了中行回歸上市對於內地股票市場基本面和資金流動性的巨大衝擊力。

從發行形式上看，中行是第一家A+H股幾乎同步上市的企業，現在同時發行A股和H股的內地上市企業，兩次公開發售之間都間隔了一個會計年度以上，兩次招股價也不具有直接可比性。而此次中行在內地發售緊接在港發行之後，雖然期間有一個月時間差，但主要財務資料和招股文件差異甚小，可以理解為近似是同時招股上市。這種發行模式極大地豐富了內地企業兩地上市的可選擇模式，對於以後內地大型企業不無示範效應和操作參考價值。

改善內地資本市場

由於資本市場規模和內地政策原因，長期以來內地其他壟斷性行業的龍頭都沒有回歸內地資本市場。例如三大石油巨頭中，只有收益率最低的中石化在內地發行了A股，而投資回報更高的中石油和中海油卻只在海外上市，造成內地投資者無法分享其超額壟斷收益——雖然這些收益主要來自於內地市場。類似的狀況在電訊企業中也很突出，迄今在內地公開上市的基礎電訊運營商只有規模最小、收益最差的中國聯通，而以中國移動為代表的多家回報更高的電訊企業卻沒有在內地本土市場上市交易。

如果再考慮到其他多家僅在海外上市的大型保險企業、電力企業和資源型企業等，此番作為內地銀行「翹楚」的中行，回歸內地資本市場的標誌性價值，將是難以估量的。進一步說，長期以來內地大型優質企業在海外上市，造成內地欠缺真正有規模有實力的上市公司，投資者無法進行有價值的投資，從而在一定意義上成為內地股市投機盛行的根源之一。中行此次內地公開發售，事逢內地股市基礎性制度重構之後，對於提高內地上市公司質量、改善內地資本市場整體結構，也不無標誌性意義。

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

次內地公開招股之前，內地證監會剛開始重