

工行招股為大型國企證券化封頂



工行成功上市最為直接的意義，是標誌着內地國有銀行公開上市基本上大功告成。(彭博圖片)

而從更為宏大的內地國有經濟證券化的視角來看，工行作為內地和香港歷史上最大的一次公開招股活動(能否超越日本N的發行規模而成為世界第一，尚待實際發行結束後才能確定)，標誌着內地自世紀九十年代初開始的大型國有企業海外IPO達到了高潮和頂點。工行的此番上市規模無疑將成為內地企業IPO的封頂之作，因為縱觀內地各大行業的巨型企業，基本都已經成為公開上市企業。或許未來中國郵政倘公開上市，有望打破工行的發行紀錄，但是至少在看來尚是時間久遠、確定性較低之事。

但是高潮和頂點一定意味着轉折和調整，工行的封頂之作也就意味着內地國有經濟和國有企業的證券化結束了「高歌猛進」的階段。事實上，自從內地國有企業開始通過海外IPO的方式利用國際資本發展國有經濟開始，內地國有企業改革也進入了「抓大放小」階段；而國資委作為專門的國有企業監管部門自成立以來，更是將推進國企之間的兼併重組、做大單個企業規模作為重要工作內容。由此造成的結果就是國有企業的「大者更大」，而事實上，幾乎所有的巨型國有企業都實現了海外公開上市。

回歸內地資本市場

內地最大商業銀行，亦是最大的金融機構中國工商銀行，已經通過內地和本港發行審核機構的上市聆訊，國際路演將在本周正式開始，預計十月下旬完成公開上市過程。僅就已經公開披露的訊息而言，工行IPO除創下本港和內地公開

開募股的規模之最外，同時也是第一種真正實現內地和本港同步上市的IPO，而其所額外負擔和昭示的多元化制度轉折點，也是內容豐富、意義深遠。

結束「高歌猛進」階段

工行成功上市後最為直接的意義，是標誌着始自交通銀行的內地國有銀行公開上市宣告基本成功。雖仍有農業銀行、集資金規模和上市後市值而言，內地此次密集推出的國有銀行財務重組和公開上市，也已經基本完成了既定的戰略任務，甚至可以說是大功告成。

由此，內地資本市場在基本完成了股權分置改革的同時，將進入一個海外上市企業的回歸階段，一大批巨型國有企業將密集登陸內地資本市場。此番工行的「A+H」同步上市，以及前不中中行在港公開募股後的「閃電登陸」上海證券交易所和國航發行A股，加上基本確定的平安保險和中國人壽的內地公開發行，內地資本市場在長期的扭曲發展後，終於開始接受超級大盤監籌股的集體回歸，內地資本市場的結構和行為模式將為之徹底改變。

已經海外上市的巨型國有企業的回歸，除去一般意義上的增大內地資本市場規模，改變市場的上市公司結構和貢獻更多的企業盈利等直接作用外，最讓人期望的價值應該是在主要國有經濟證券化過程完成後，終結內地資本市場所長期負擔的為國企提供融資平台的錯誤定位，從而回歸一個資本市場所應該具有的經濟資源配置和市場資源優化的本來含義。這一點對於內地非國有經濟的發展具有直接和決定性的意義，同時也是內地經濟持續高速發展所不可或缺的。

從公司管治的角度而言，已經在海外公開上市並按海外資本市場監管要求運作的大型企業回歸內地資本市場，可以直接有效提升內地上市公司的平均管治水平；同時，這些兩地上市公司的管治所具有的「示範效應」和「溢出效應」也將影響其它內地上市公司，從而帶動內地上市公司整體管治

將從不斷追逐新上市企業，轉變為追捧能持續提升經營管理水平的優質企業，其中良好的內部管治機制無疑是成就優質企業的必要條件。

打通同步上市樽頸

雖然自交通銀行IPO兩地監管機構即開始醞釀劃A+H同步發行，但遲至此番工行IPO，集兩地聯動發行制度創新之大成始成正果。而此番兩地公司公開發行一體化，也標誌着兩地證券資本市場的內在聯繫達到了更高的水準。可以預期，隨着先行先例的確立，將有更多的內地企業採用A+H的模式進行兩地同步上市，從而在一級市場上基本拉平兩地相關公司的股票價格。

同時，考慮到已經存在的數量眾多、規模龐大的兩地上市公司，現在又充分打通了同步上市的程序瓶頸，未來兩地資本市場的互動性將明顯提高。再考慮到大量的內地港上市企業和諸多港企業在內地投資的比重不斷加大，由此帶來的連續性日常監管問題要比一次性的發行程序更為複雜，也更為關鍵，這也在更大程度上決定着未來兩地資本市場的有機合作和整體發展。

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



中國郵政倘公開招股，有望打破工行的發行量紀錄，但現在看來尚是時間久遠、確定性較低。(彭博圖片)

水準的提升。而在內地主要企業完成IPO後，投資者也