

国有企业A + H双重上市的研究和分析

王春光

华泰研究所, 北京

收稿日期: 2024年9月20日; 录用日期: 2024年10月9日; 发布日期: 2024年11月20日

摘要

本文通过对中国铁路工程集团有限公司(中铁工) A + H上市的案例分析, 探讨了国有企业在内地和香港同时上市的模式及其对企业治理结构和国际化发展的影响。研究发现, A + H上市为国有企业提供了更广泛的融资渠道, 显著推动了治理结构的优化和管理机制的创新, 有助于提升企业的国际竞争力。此外, A + H上市还促使企业向国际治理标准靠拢, 增强了企业的全球影响力。通过中铁工的成功经验, 本文为其他国有企业实施A + H上市提供了有价值的借鉴和参考。

关键词

A + H上市, 国有企业, 治理结构, 国际化战略

Research and Analysis of A + H Dual Listing of State-Owned Enterprises

Chunguang Wang

Huatai Institute, Beijing

Received: Sep. 20th, 2024; accepted: Oct. 9th, 2024; published: Nov. 20th, 2024

Abstract

It was found that the A + H listing provides state-owned enterprises with a wider range of financing channels, significantly promotes the optimization of governance structure and innovation of management mechanisms and helps enhance the international competitiveness of enterprises. In addition, A + H listing also pushes companies to converge on international governance standards and enhances their global influence. Through the successful experience of China Railway Engineering, this paper provides a valuable reference for other state-owned enterprises to implement A + H listing.

文章引用: 王春光. 国有企业A + H双重上市的研究和分析[J]. 金融, 2024, 14(6): 2008-2013.

DOI: 10.12677/fin.2024.146205

Keywords

A + H Listed, State-Owned Enterprises, Governance Structure, Internationalization Strategy

Copyright © 2024 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

随着全球经济一体化的推进，资本市场的国际化已成为不可逆转的趋势。伴随中国经济的崛起，越来越多的国有企业寻求在国内外资本市场进行多地上市，以拓宽融资渠道并提升国际影响力。A + H 上市模式，即在中国大陆和香港同时挂牌，已成为国有企业优化资本结构和推进国际化的重要途径。然而，由于该模式涉及不同法域和市场规则的协调，其操作复杂性和风险显著高于单一市场上市。因此，深入研究国有企业在 A + H 模式下的上市行为，具有重要的理论与实践意义。

国有企业作为中国经济的支柱，其治理结构和发展模式对国家经济的整体表现有着深远影响。研究 A + H 上市模式，有助于探讨这一模式如何在不同法域间协调资本市场规则，推动企业治理结构优化和国际化进程。同时，A + H 上市的成功经验和面临的挑战可为其他国有企业及全球多地上市公司提供宝贵借鉴。研究这一模式还能理解资本市场的国际化进程及其对企业长期战略规划和竞争力提升的影响，提供理论支持。

本研究采用案例分析和比较分析方法，以中国铁路工程集团有限公司(中铁工)的 A + H 上市为例，剖析其在定价、信息披露等方面的关键挑战及创新解决方案，并与其他国有企业的上市案例进行对比，归纳 A + H 上市模式在公司治理提升和国际化进程中的独特优势与不足。本研究旨在通过多角度分析，为学术界和实务界提供参考。

2. 国有企业 A + H 上市的理论基础

2.1. A + H 上市的概念与发展历程

A + H 上市是指企业同时在中国大陆的 A 股市场和香港的 H 股市场挂牌交易，这种模式旨在通过覆盖国内和国际两个资本市场，最大化企业的融资能力和市场影响力。A 股市场主要面向中国大陆的投资者，受中国证券监督管理委员会(证监会)的监管，而 H 股市场则面向国际投资者，受香港联合交易所的监管。A + H 上市模式最早出现在 20 世纪 90 年代，随着中国资本市场的逐步开放，越来越多的国有企业通过这一模式进入国际市场。其发展历程标志着中国资本市场的国际化进程和国有企业改革的深入推进。通过 A + H 上市，企业不仅能够在两个不同的市场筹集资金，还能够在全球范围内提升公司的知名度和影响力[1]。

2.2. 国有企业 A + H 上市的特殊性

国有企业在 A + H 上市过程中面临着独特的挑战和机遇。首先，由于国有企业的特殊身份，它们在两地市场同时上市时，需要处理不同监管环境下的制度性差异。例如，中国大陆的证券监管以保护投资者为主要目标，信息披露要求严格且详尽，而香港市场更注重市场自由和效率，信息披露要求相对宽松。因此，国有企业在 A + H 上市过程中需要在两个市场之间进行信息披露标准的协调与平衡，以避免法律和合规风险。此外，国有企业的 A + H 上市通常涉及复杂的股权结构和资产重组，这对企业的治理结构

提出了更高的要求。在实际操作中，一些企业选择先在 A 股或 H 股单一市场上市，再在另一市场挂牌，而同时获得 A 股和 H 股上市审批的企业则更为少见。中铁工作为第一家实现内地和香港两地同时挂牌的国有特大型企业，开创了 A + H 上市的新模式，其独特性在于一次审批同时获得两地上市的批文，极大地缩短了上市周期并降低了市场波动带来的风险[2]。

2.3. A + H 上市对国有企业的意义

A + H 上市对国有企业意义重大。首先，它拓宽了融资渠道，既吸引了国内投资者，又利用国际资本支持企业发展，提升了资金流动性和国际竞争力。其次，A + H 上市推动了企业治理结构的改革，提升信息披露透明度、增强董事会独立性并强化内部控制机制，从而提高了管理水平，并为中国资本市场的发展注入了新动力。此外，A + H 上市使国有企业更有效地利用国际资源，推动国际化进程，提升全球品牌形象，实现向国际化企业的转型。

通过 A + H 上市，企业在治理结构上进行了深度优化，遵守内地与香港两地的治理标准，推动了独立董事的引入和决策透明度的提升。同时，企业完善了内部控制和信息披露机制，逐步向国际治理标准靠拢，增强了国际竞争力和市场形象，成功实现了从行政管理模式向市场化管理模式的转变[3]。

3. 中国铁路工程集团有限公司 A + H 上市案例分析

3.1. 企业背景与上市动因

3.1.1. 中铁工的企业概况

中国铁路工程集团有限公司(简称中铁工)是中国最大的基础设施建设公司之一，具有集勘察设计、施工安装、工业制造、科技研发、技术咨询、工程监理、资本经营和外经外贸等多项业务于一体的多功能、特大型企业集团。中铁工在国内外承建了众多重大工程项目，特别是在铁路和高速公路建设领域，处于全球领先地位。作为一家国有特大型企业，中铁工在中国经济的发展过程中扮演了至关重要的角色。然而，尽管公司拥有雄厚的技术实力和广泛的市场覆盖面，但其内部治理结构仍存在较多的体制性和机制性障碍，这些问题在一定程度上制约了企业的进一步发展和国际化进程。

3.1.2. A + H 上市的内外动因

中铁工选择 A + H 上市的动因可分为内部和外部两个方面。从内部来看，企业通过上市优化资本结构、提高资金使用效率，并推动治理结构改革，以保持市场竞争优势和提高管理透明度与效率，提升全球品牌知名度。

从外部来看，A + H 上市为中铁工提供了拓展国际市场的机会，吸引更多国际投资者，支持企业全球化发展，并树立可靠的国际形象。同时，这一举措符合国家推动国有企业改革和国际化发展的政策，有助于提升企业的市场化运作水平和国际竞争力。

3.2. 上市过程中面临的主要挑战

3.2.1. 定价问题

定价问题是中铁工 A + H 上市过程中遇到的首要挑战。由于 A 股市场和 H 股市场的投资者结构和市场环境存在显著差异，同一家公司在两个市场的股票价格可能会出现较大差距。A 股市场通常受到国内经济政策和市场情绪的强烈影响，而 H 股市场则更多地受到国际资本流动和外部经济环境的影响。这种差异导致在 A + H 上市过程中，如何确定合理的股票发行价格成为一项极具挑战性的任务。为了实现股票价格在两个市场的合理定价，中铁工需要综合考虑国内外市场的资本流通性、投资者偏好以及市场走势等多重因素。

3.2.2. 信息披露问题

信息披露问题是中铁工 A + H 上市过程中面临的主要挑战之一。A 股市场的信息披露要求严格，旨在保护国内投资者；而 H 股市场更注重形式审查，赋予投资者更大的判断权。中铁工需确保信息披露在两个市场标准一致，以避免法律风险和市场波动，并遵循两地监管规定，协调信息披露口径，确保 A + H 上市的合规性。

3.3. 创新解决方案

3.3.1. A 股和 H 股独立发行策略

针对 A + H 上市过程中定价问题的挑战，中铁工提出了“保持 A 股和 H 股发行独立性”的创新策略。该策略的核心在于将 A 股和 H 股的发行彼此独立，不以一方的发行作为另一方的前提条件。这一策略允许公司在两地市场出现不同走势时灵活选择发行时机，从而有效规避市场波动带来的风险，并确保股票发行的顺利进行。通过这种方式，中铁工能够在不同市场条件下最大程度地保值增值，实现国有资产的增值。

3.3.2. “一次审批、积极准备、力争同步、互不影响”策略

中铁工在 A + H 上市过程中首次提出了“一次审批、积极准备、力争同步、互不影响”的策略，这一策略打破了传统的 A 股和 H 股分别报批的模式，显著缩短了上市周期。通过一次性提交 A 股和 H 股的上市申请，并同步准备两个市场的发行工作，中铁工确保了两个市场的独立性和同步性，为 A + H 上市的成功奠定了坚实的基础。这一策略不仅提高了上市效率，还为其他大型国有企业探索了新的上市模式，具有重要的示范意义。

3.3.3. “一个预估、两个靠拢”方案

在应对信息披露问题时，中铁工提出了“一个预估、两个靠拢”的解决方案。“一个预估”是指在 A 股申报时对特别股息进行预估，并在招股书中披露分配方案，待审计完成后再按照实际金额分配。这一方案为 A + H 上市争取了宝贵的时间，确保了上市的顺利进行。“两个靠拢”是指将 A 股的盈利预测和募集资金用途披露标准向 H 股靠拢。通过这种方式，中铁工有效地降低了因信息披露差异带来的法律风险，确保了 A + H 上市的合规性和成功率。

4. A + H 上市对国有企业治理结构的影响

4.1. 公司治理结构的优化

中国大陆和香港在公司治理标准上存在显著差异。大陆的公司治理受到严格的法律法规管控，监管机构对企业治理结构和信息披露要求详尽，尤其是在董事会构成、内部控制和审计监督方面，强调稳健经营和合规管理，以保护国内投资者。相比之下，香港的治理标准更注重市场导向和国际化，强调透明度、董事会独立性和股东权利保障，信息披露要求较为宽松，更依赖市场和投资者的判断。这种差异要求国有企业在 A + H 上市时平衡两地的治理标准，满足合规要求。

4.2. 经营机制的转换与创新

4.2.1. 体制机制创新的必要性

国有企业传统上具有复杂的治理结构和高度集中的管理体制，限制了市场反应能力和经营效率。随着中国经济的发展和全球化进程的加快，国有企业必须通过体制和机制创新，提升经营效率和竞争力。A + H 上市作为新的资本运作模式，要求企业在经营机制上全面调整和优化，以应对不同市场的需求和

挑战。这种创新不仅是企业发展的需要，也是适应全球化竞争的必然选择。

4.2.2. A + H 上市促进机制转换的实际效果

A + H 上市为国有企业的经营机制转换提供了强大推动力。首先，双重市场要求促使企业打破传统管理模式，逐步建立符合国际标准的市场化经营机制，包括加强内部控制、优化资源配置、提升市场反应速度和竞争力。其次，A + H 上市推动企业引入灵活的管理模式，如绩效考核、薪酬激励和企业文化建设，激发员工积极性和创造力，增强市场竞争力。同时，A + H 上市还提高了企业适应外部环境的能力，通过整合国内外资源，实现可持续发展。

5. 中铁工 A + H 上市的国际化战略分析

5.1. 提升国际知名度与竞争力

5.1.1. 国际市场对 A + H 上市的反应

中铁工在中国大陆和香港同时上市(A + H 上市)不仅是企业发展的里程碑，也引起了国际市场的广泛关注。国际投资者普遍认为 A + H 上市增强了企业透明度和治理水平，提升了中铁工在基建领域的全球影响力和发展潜力。这一举措不仅提高了企业的国际知名度，还增强了投资者对中国国有企业的信心。总体而言，国际市场对中铁工 A + H 上市反应积极。A + H 上市为国际投资者提供了参与中国基础设施发展的机会，许多机构看好中铁工的长期增长潜力。同时，A + H 上市也巩固了中铁工在全球资本市场的地位，为拓展海外业务和参与国际竞争奠定了坚实基础[4]。

5.1.2. 国际化战略的实施效果

中铁工通过 A + H 上市，有效推动了企业的国际化战略。首先，A + H 上市为企业开辟了多元化融资渠道，利用全球资本支持国际项目开发，巩固了其在全球市场的领导地位。其次，A + H 上市促进了企业管理的国际化转型。为了满足香港市场的监管要求，中铁工在治理结构、信息披露和风险管理等方面进行了系统改革，提升了运营效率和国际竞争力，实现了从国内市场向国际市场的战略转型，显著提升了企业的全球影响力[5]。

5.2. 中铁工 A + H 上市的示范效应

5.2.1. 对其他国有企业的借鉴意义

中铁工作为首家实现内地和香港同步上市的国有特大型企业，其成功经验为其他国有企业提供了宝贵借鉴。首先，其 A + H 上市的创新策略，如独立发行和“一次审批、积极准备、力争同步、互不影响”模式，为国有企业在全球资本市场的运作提供了新思路，不仅缩短了上市周期，还有效降低了市场波动风险，为多地上市提供了参考。

此外，中铁工在应对定价和信息披露等关键挑战时采取的“一个预估、两个靠拢”解决方案，展示了在复杂国际环境中进行有效风险管理成功案例，证明国有企业可以通过精准策略和高效执行在国际资本市场中取得成功。

5.2.2. 行业典范的树立

中铁工 A + H 上市的成功不仅为自身带来了巨大的市场价值，也为中国基础设施行业树立了国际化发展的标杆。通过这一上市，中铁工在国内外资本市场赢得了广泛认可，提升了中国基础设施行业在国际市场的话语权。作为行业领导者，中铁工的成功为其他企业提供了前进方向，展示了通过国际化战略提升核心竞争力的方法。

此外，中铁工的成功也为其他国家和地区的基础设施企业提供了重要参考。通过 A + H 上市，中铁

工构建了兼具国际视野和本土优势的发展模式，这一模式在全球基础设施建设中具有重要借鉴意义，其他企业可通过学习其经验更好地制定国际化战略，提升全球竞争力。

6. 结论与展望

6.1. 研究结论

通过对中铁工 A + H 上市案例的分析，得出以下结论：首先，A + H 上市作为国有企业实现资本市场双重覆盖的重要模式，拓宽了融资渠道，显著提升了企业治理结构和国际竞争力。中铁工通过创新策略成功应对了定价和信息披露等挑战，展示了国有企业在复杂国际环境中成功上市的可能性。其次，A + H 上市推动了企业治理结构优化和经营机制创新，为其他国有企业提供了宝贵经验，同时增强了中铁工的国际影响力和竞争力。

6.2. 对未来国有企业 A + H 上市的建议

基于中铁工的成功经验，未来国有企业在实施 A + H 上市时应考虑以下几点：首先，深入分析 A 股和 H 股市场特性，制定针对性的定价策略，以应对市场波动。其次，协调两地信息披露要求，确保一致性和透明度。企业应保持 A 股和 H 股的独立性，灵活应对不同市场状况，降低资本市场风险。同时，注重内部治理结构的优化，加强董事会独立性和内部控制机制，以满足监管要求。最后，将 A + H 上市视为国际化战略的重要组成部分，提升企业的全球影响力和竞争力。

6.3. 研究的局限性与未来研究方向

尽管本研究对中铁工 A + H 上市进行了详尽分析，但仍存在局限性。首先，研究聚焦于单一企业的案例分析，尽管具有代表性，但其经验未必适用于所有国有企业。未来研究可通过多个企业案例的比较分析，进一步揭示 A + H 上市的共性问题 and 独特挑战。此外，本研究主要关注了 A + H 上市对企业治理结构和国际化战略的影响，对其财务绩效和长期市场表现的影响探讨较少。未来研究可通过实证分析，评估 A + H 上市对国有企业财务表现和市场价值的影响。同时，随着全球资本市场的发展，未来研究应关注新的挑战 and 机遇，并提供相应的理论和实务指导。

参考文献

- [1] 王卓然. 我国 A + H 跨境双重上市公司业绩研究[D]: [硕士学位论文]. 天津: 天津财经大学, 2012.
- [2] 彭伟. 我国 A + H 双重上市公司绩效比较分析[D]: [博士学位论文]. 天津: 南开大学, 2012.
- [3] 郭静静. A + H 股双重上市公司治理效应研究[D]: [硕士学位论文]. 锦州: 辽宁工业大学, 2011.
- [4] 吴秀波. 沪港双重上市公司的发行问题研究[D]: [博士学位论文]. 上海: 复旦大学, 2008.
- [5] 覃家琦, 刘建明. A + H 双重上市与公司业绩关系的实证分析[J]. 管理科学, 2010, 23(5): 32-42.