

香港在內地金融市場改革中的定位

市場監察部研究科¹

2006年6月

摘要

1. 近年，內地政府推出了多項改革措施。這些改革的最終目標是透過市場力量及適當的監管來發展內地資本市場。香港可作為一個平台來加快內地的改革進程，並為兩地締造雙贏局面。
2. 在 2005 年，內地推行股權分置改革並將在內地市場的集資活動暫時擱置，進一步鞏固了香港作為內地企業主要集資中心的地位。隨著股權分置改革大致完成，內地市場逐漸恢復了集資活動。於是有人擔心內地企業在香港的集資活動可能會因此受到影響。然而這些憂慮低估了香港所發揮的全部作用。香港不僅是內地企業集資的平台，也是讓它們提高企業管治水平和擴闊國際視野的平台。此外，香港亦具備其他優勢，例如鄰近內地及與內地關係密切等。因此，只要香港能夠不斷增強其競爭優勢，就應能維持其作為內地企業的主要集資中心的地位。內地企業最近繼續採用 A+H 的模式進行首次公開招股，便可以證明這點。
3. 合格境內機構投資者計劃的實施，讓合資格的機構投資者及金融機構有機會採納國際市場的標準和作業方式，並鼓勵他們將這些國際標準和作業方式帶返內地。長遠來看，這將會促進內地市場日趨成熟及在運作方面更加國際化。合格境內機構投資者計劃亦為香港帶來不少機會，但前提是香港要不斷創新。若要吸引資金來港投資，我們便需要繼續推出更多及更佳的金融產品和服務，以滿足各類投資者的不同需要。

¹ 本文僅作探究事實及研究之用，並無意圖評論任何市場/公司的發展或詮釋有關的政策。本文所表達的意見並不代表證監會的觀點。

背景及目的

4. 近年，內地政府推出了多項改革措施。這些改革的最終目標是通過市場力量和適當的監管來發展內地資本市場。因此，改革重點是要提高發行人(在本文中指上市公司)和中介人的質素及加深投資者對金融市場的了解。近期的股權分置改革和合格境內機構投資者計劃就是依據這個方向而作出的重大舉措。同時，這些改革對香港股票市場亦有所影響。本文將探討這兩項改革的現況及香港市場在這些發展中應如何定位。

股權分置改革

背景

5. 在推行股權分置改革之前，內地股票市場上約三分之二的股份都是“國有股”或“法人股”。這些股份並沒有上市，所以是非流通的。非流通股份的存在導致大股東、小股東和管理層的利益有時並不一致。股權分置改革的目的就是將非流通股份上市。當有關股份可以流通後，各方面的利益便會得到更好的協調，從而有助改善企業管治及最終增強投資者的信心。
6. 股權分置改革在 2005 年 4 月底推出。由於將非流通股份上市無可避免會增加市場上股份的供應，所以內地有關當局暫停了當地市場的所有集資活動。結果，香港成爲內地企業在該段期間內的主要集資中心。在 2005 年，香港市場集資總額達到 3,020 億港元，成爲全球第五大及亞洲最大的集資市場。在上述 3,020 億港元中，約有 1,590 億港元(53%)是 H 股企業的集資額。

最新發展

7. 目前，在內地 1,372 家上市公司中 991 家公司已完成或正在進行股權分置改革，佔市場總市值的 70%多。鑒於股權分置改革取得顯著進展，中國證券監督管理委員會(中國證監會)決定恢復暫停了一年的內地市場集資活動。
8. 在 2006 年 4 月 16 日，中國證監會發出一份聲明，表示將於短期內批准企業在上海及深圳證券交易所集資。根據該聲明，集資活動將分三個階段恢復進行：
 - 首先批准上市公司以私人配售的方式發行新股；
 - 然後批准已上市的公司公開發行新股；及
 - 最後批准進行首次公開招股。

9. 在 2006 年 5 月 7 日，中國證監會修訂了有關規管上市公司集資活動的規則。在 5 月 17 日，中國證監會發出了對首次公開招股申請人的新指引。在 5 月 25 日，中工國際工程股份有限公司公布其首次公開招股計劃，成為首家在集資活動暫停一年後上市的公司。

對香港的影響

10. 股權分置改革取得重大進展加上內地恢復集資活動，令人擔心香港作為內地企業的集資平台的作用會受到影響。然而，這些憂慮可能是不必要的，因為這些憂慮低估了香港所發揮的全部作用。香港不僅是內地企業的集資平台，亦是幫助它們提高企業管治水平和擴闊國際視野的平台。香港得以蓬勃發展，得益於其市場機制及國際化的標準和作業方式，例如嚴格的監管標準和公司管治水平。此外，香港亦具備其他獨特優勢，例如在地理位置和文化方面鄰近內地及與內地關係密切等。
11. 這些條件加起來使香港無可代替地成為內地與全球各地市場接軌的平台，從而為內地和香港建立雙贏局面。更重要的是，儘管內地恢復了首次公開招股活動，但香港亦擁有優勢以保持其作為內地企業的主要集資中心的地位。展望未來，預期內地企業將會繼續採用 A+H 模式作為主要的集資方式。

合格境內機構投資者計劃

背景

12. 擁有一批高質素的中介人，以及一群專業的和掌握充分資訊的機構投資者，對內地資本市場的發展至關重要。合格境內機構投資者計劃將有助於實現這個目標。
13. 合格境內機構投資者計劃將為內地帶來很多好處，包括讓參與的機構投資者投資於廣泛類別的金融產品，使他們有機會增加回報(否則他們的回報可能會由於內地投資機會有限而受到限制)，並可透過多元化投資來減低風險。在該計劃下，投資者亦有機會參與設有妥善監管架構的市場，與遵守全球最佳作業方式和標準的中介人進行交易。這樣，隨著合格的機構投資者漸漸熟悉了較先進市場的運作，他們將會體驗到採納國際標準和作業方式的好處，並將這些標準和作業方式帶回內地。最終，這將會進一步加快內地市場的發展，促進內地市場日趨成熟及在運作方面更加國際化。在這一改革進程

中，香港可作為一個平台方便內地投資者投資海外，從而為中港兩地締造雙贏局面。

最新發展

14. 在 2004 年及 2005 年，內地有關當局批准了保險公司在某個投資額度內將其外匯收入投資於境外市場。商業銀行亦獲准接受個人客戶的外匯信託基金，以投資於境外定息產品。
15. 在 2006 年 4 月，中國人民銀行公布三類金融機構獲准將人民幣兌換為外匯再投資境外。具體來說：
 - 內地商業銀行將可接受來自機構及個人投資者的人民幣信託基金，將之兌換為外匯以投資於境外定息產品；
 - 內地基金管理公司及券商將可接受外匯信託基金，以投資於包括股票在內的境外產品；
 - 保險公司可擴展其境外投資業務，將其人民幣資金兌換成外匯，以投資於境外定息產品及貨幣市場產品。
16. 在 2006 年 4 月底，全國社會保障基金理事會(全國社保基金會)發表了《全國社會保障基金境外投資管理暫行規定》，並於其後公布了有關選擇境外託管人及基金經理的要求。
17. 這些政策被市場視為期待已久的內地合格境內機構投資者計劃的一部分。

對香港的影響

18. 內地放寬境外投資限制及實施合格境內機構投資者計劃很可能會為香港帶來新的資金。
19. 即使香港已提供了廣泛類別的金融產品，但在合格境內機構投資者計劃下，仍有部分資金將會投資於其他海外市場。香港若要保持其競爭力，便應繼續推出更多及更佳的金創產品及服務，以滿足各類投資者的不同需要。

總結

20. 隨著內地經濟持續發展，其對一個發展成熟的資本市場的需求亦顯得日趨迫切。內地成功推行了多項改革，透過提高發行人和中介人的質素及加深投資者對市場的了解來改善資本市場。更多地參與國

際市場有助於加快內地與國際標準接軌，而香港可作為一個平台加快內地市場的改革進程，並為內地和香港締造雙贏局面。香港亦可為內地投資者提供一個平台，幫助他們投資於海外市場並從中開拓視野及累積經驗。為了抓住內地發展所帶來的機遇，香港必須繼續充分利用目前的競爭優勢，發揮其作為內地通往國際市場的金融門檻的作用。

