

侯思明 | 改革資本市場 須公平多元俱備

編輯：子涵 責編：韓進珞

2025-08-04 09:09



香港資本市場的改革必須以「公平性」和「多元化」為核心。

文：侯思明

香港作為全球三大主要國際金融中心之一，其資本市場的發展一直以來都偏向以大型企業的融資項目為主導，香港監管機構的政策和資源也明顯傾向於大型發行項目。事實上，在2025年上半年，香港市場有42家公司來港進行IPO，較2024年同期的30家增長40%。融資額方面，2025年上半年募資額達1071億港元（約140億美元），同比激增約700%，遠超2024年同期的130億港元。這一融資規模不僅創下近十年次高紀錄（僅次於2021年同期），還超過了2024年全年融資總額（900億港元）。此外，上半年全球十大IPO中，至少三家來自港股，其中寧德時代(3750.HK)以52.5億美元（約410億港元）的募資額成為2025年全球最大IPO。海天味業(3288.HK)以約13億美元（約100億港元）和恒瑞醫藥(1276.HK)（近100億港元）亦分列第六和第七位。僅寧德時代一家的融資額就佔據上半年港股總融資額的約38%，若加上恒瑞醫藥和海天味業，這三隻大型集資項目貢獻比例已經超過50%！從另外一個角度去分析，筆者認為香港IPO市場近期的卓越表現主要由大型A+H上市項目激增所驅動，若果沒有了當下中美關係的緊張及中央支持龍頭企業來港上市的舉措，筆者認為港股IPO市場亦難有如此亮麗的表現。

筆者認為香港監管機構近年來在制定和實施與IPO相關政策時，往往更多考量的是大型IPO項目對市場穩定、國際資金流入等關鍵指標的影響。例如，於2025年3月，香港證監會針對IPO認購及融資亂象發布通函，對打新槓桿等進行嚴格限制。此外，於2024年12月，港交所刊發《建議優化首次公開招股市場定價及公開市場規定》的諮詢文件，其中，關於新股發售回撥機制的調整建議，引起了廣泛關注和激烈討論。從表面上看，港交所調整回撥機制或許有其自身的考量，新機制下機構投資者能夠更好地發揮定價作用，更多機構參與議價，似乎有助於確保發行價反映市場真實需求，降低新股發行價過高甚至破發的概率，進而保護散戶利益。同時，給予發行人更多靈活性，也被認為有利於吸引更多優質且大型企業來港上市。但筆者認為這個建議之新制度對於散戶來說反而可算是一種歧視，亦與一直以來保護公眾投資者利益的原則相違背。

在制定和實施這些政策時，香港監管機構更多考量的是大型IPO項目對市場穩定、國際資金流入等關鍵指標的影響。無可否認，大型企業來港上市往往能吸引大量國際資金，提升香港證券市場的國際知名度，與香港監管機構的KPI高度契合。相比之下，中小型企業IPO由於融資規模小、影響力有限，對香港市場整體KPI的提升作用不明顯，因此筆者認為這正正導致香港監管機構在制定政策時，較少以小型IPO項目的需求和特點為出發點，資源投入也更多向大型項目傾斜。

監管機構政策和資源傾向大型發行項目的做法，雖在短期內有助於實現KPI目標，如香港於全球IPO市場的排名、提升香港作為國際金融中心的影響力、吸引大規模資金流入等，但從長遠看，也存在一些弊端。小型發行項目的發展空間由於受到嚴重擠壓（如大型企業通常能更快通過審核，而中小企業則面臨相對更嚴苛的審查），絕對是不利於香港金融市場的多元化發展。這種趨勢削弱了整個香港金融市場的多元化，尤其是影響了中小型中介機構（如：券商、律師樓及會計師樓等）在香港資本市場的生存空間。市場焦點集中大型項目導致資源配置不均，中小型中介機構生存壓力加大，導致這幾年很多中小型中介機構選擇退出香港市場。長遠來看，這不僅限制了中小型中介機構的發展，也可能阻礙新興產業中小型企業的融資管道，損害市場活力。此外，香港市場的資金流向主要集中於大型藍籌股或知名科技企業，中小型企業的股票流動性較低，難以吸引機構投資者。這不僅限制了其融資能

精選文章



陳嘉華 | 北上熱潮下的本土餐飲保衛戰：香港味道何...



博梁 | 推廣抗戰歷史 成青年愛國教育新動能



劉暢 | 解讀《香港營商環境報告》：投資者、創業者...



卓偉 | 楊穎宇有何資格講教育？



梁文聞 | 拓展新經濟增長點 須精準勿藥石亂投



龔靜儀 | 事實勝於雄辯 公道自在人心

力，也削弱了資本市場對其成長潛力的信心，形成一個惡性循環。**長此以往，筆者認為會導致香港IPO市場活力不足，創新動力減弱，損害香港金融市場長期的競爭力與穩定性。因此，香港監管機構在追求 KPI 的同時，有必要重新審視政策與資源配置，尋求大型項目與小型項目協調發展的平衡之道，以促進金融市場的可持續繁榮。**

筆者建議港交所可以考慮進一步改革上市機制：降低門檻，設立多元化通道，旨在構建一個更公平、更具活力的市場環境，尤其為中小型公司來港上市融資提供更好的支持，真正落實「公平市場」原則：

適度放寬GEM上市標準，並引入分層制度

筆者認為，GEM作為未達主板門檻但又有資本市場融資需求的中小企業的融資平台確實有其存在的必要性。中小企業對於香港以及很多國家來說可謂其經濟命脈。**以香港為例，中小企佔香港企業數量超過9成，並提供約一半的就業機會，對經濟發展的重要性可見一斑。正因如此，香港必須在主板以外為中小企量身定制一個切合其實際需要的上市融資平台，而GEM作為扶持中小企的融資市場，其上市制度持續改革絕對是對整個香港資本市場健康發展的重要一環。**

儘管港交所對《GEM上市規則》於2024年進行若干改革（主要是簡化轉板機制、為大量從事研發活動的高增長企業增設「市值 / 收益 / 研發測試」及取消強制季度匯報規定），但按照現有的市場架構及相關上市規定，大部分處於高增長和發展階段的中小企業可能會由於各種原因而不合資格在香港交易所市場上以任何形式上市。雖然現行的《GEM上市規則》並無對潛在發行人作出盈利規定，但當中對於營業現金流、市值之規定、研發費用金額同相對嚴格且漫長的IPO審批程序，仍然可能會導致GEM整體欠缺活力而導致投資者和發行人的吸引力仍然偏低，亦在某程度上將規模較小但具有成長潛力的中小型企業拒諸門外。現行GEM上市規則要求營業現金流為兩年業績期不少於3,000萬港元，因此，部分估值高但未有較多收入但具備未來盈利增長之中小型創科公司將被拒諸門外。考慮到市場流動性、近年籌集的資金等多項因素，GEM的特點及對投資者和發行人的吸引力值得商榷。因此，筆者全面檢討GEM業務實屬適當。

筆者建議港交所可以參考美國納斯達克市場的分層制度，針對不同規模和發展階段的企業設立差異化上市標準，例如：對科技創新型企業放寬現金流或者收入要求，除現有財務資格測試外，可考慮增加更多維度的評估指標，如用戶增長數、市場份額等，對於一些處於新興行業、具有高潛力但短期盈利不明顯的公司，給予更多上市機會。例如，對於互聯網平台公司，若其使用者活躍度、使用者規模等指標達到一定標準，可允許其上市。此外，為推動綠色金融與科技創新，筆者建議亦可以考慮設立「綠色科技成長板」，專注於與綠色科技相關之初創和中小企業，允許尚未盈利但具備高增長潛力的公司先行上市，並通過香港的國際化融資平台吸引全球ESG（環境、社會、治理）相關之投資資金參與其中。

對於未能達到主板或創業板要求的企業提供以專業投資者為主要參與者的場外交易（OTC）市場，作為企業上市前的過渡融資平台。這不僅能幫助中小企業籌集資金，也能讓專業投資者提前發現具備優越潛力的初創企業，是香港慢慢形成多層次的資本市場。待企業規模擴大後再轉至創業板，甚至主板。此模式既降低了中小型企業初次的融資門檻，也為專業投資者提供了更多早期投資的機會

香港資本市場的改革必須以「公平性」和「多元化」為核心，尤其要改變目前對大型企業的過度傾斜。通過降低上市門檻、完善退市機制、優化融資支持等措施，中小企業將能更順利地進入市場並實現成長。唯有如此，香港才能鞏固其國際金融中心地位，並在國家發展戰略中發揮更大作用。2025至26年度《施政報告》正在展開公眾諮詢，盼香港特區政府能就香港的香港資本市場改革做出長遠規劃。

作者為香港證券及期貨專業總會理事

本文為作者觀點，不代表本媒體立場

圖：中通社



#港交所

#IPO

#GEM

#香港國際金融中心

#侯思明

#香港資本市場

#香港證券及期貨專業總會

#金融改革

#本港IPO



評論



寫下您的評論...

評論