

提升市場流動性和多樣性： 強化香港作為 國際集資中心的競爭力



目錄

➤ 行政摘要	3
➤ 第一節:提升市場流動性和多樣性	4
香港公開市場近期發展概況	5
➤ 第二節:市場動態和投資者需求的變化	6
私募市場	6
全球私募市場規模	7
投資私募市場的挑戰	11
參考其他司法管轄區的做法	12
中小企在部分市場面對的融資挑戰	12
參考其他司法管轄區的做法	14
➤ 第三節:建議	16
主要建議	16
建議 1: 設立專為專業投資者而設的市場,以推動市場創新和促進新興投資產品和另類資產類別的發展	16
其他短中期措施	19
建議 2: 探索創業板與其他市場之間的協同效應	19
建議 3: 審視股票交易印花稅	20
建議 4: 針對非傳統/新興資產類別,制定促進投資者教育和理財教育的策略架構	22
➤ 結論	24
➤ 附錄 1:特殊目的收購公司和虛擬資產	25
特殊目的收購公司 (SPACs)	25
虛擬資產 (VAs)	26
➤ 附錄 2:香港現行金融法規和監管方式	28
➤ 附錄 3:只限於專業投資者的市場中,潛在新產品開發的新建議	30
香港債券市場	30
香港的證券化市場	31
➤ 附錄 4:調查結果	33
➤ 附錄 5:香港專業投資者法規範例	40

行政摘要

香港憑藉著穩健及充滿活力的金融生態圈，任何企業在香港都能獲得廣大的資本支持。這就是身為國際金融中心的香港所擁有的集資能力。香港亦是全球最活躍和流動性最高的證券市場之一，截至2023年7月，香港交易所共有超過 2,600 家上市公司，總市值約為 36萬億港元¹。

隨著全球金融市場不斷演變，香港不斷重新定位，適應新的金融創新和投資趨勢變化。近年來，中小型企業和未有收入的公司可選擇全新的融資方案，同時越來越多的投資者開始探索更多新興市場和私募市場的投資機會，以此作為分散投資組合和改善投資成果的一種手段。例如，特殊目的收購公司 (SPACs) 和虛擬資產 (VAs) 的興起，以及亞太地區私募股權 (PE) 投資的顯著增長。與此同時，這些新的投資機會也為投資者帶來全新風險，當中包括流動性風險，而普遍意見亦認為這些投資產品的風險程度將高於傳統資產類別。

香港作為首屈一指的國際金融中心，有需要推動金融體系健康發展，特別是鼓勵非傳統資產類別的成長，以及滿足中小企和未有收入的公司的資金缺口。而市場流動性和多元化發展是健康的投資環境和市場持續發展的關鍵因素之一。所謂有效的市場結構，除了需要促進新興投資產品的發展，同時亦要兼顧社會利益，降低操控市場的風險，減少市場受到價格扭曲和其他形式的詐欺行為所影響，這對於任何一個國際金融中心的穩定成長至關重要。

為了在全球高速的金融發展中維持領先地位，香港要建立完善的審查機制，以確保本地上市和監管制度能夠滿足不同投資者的需求。

因此香港金融發展局 (金發局) 成立一個專家小組，由不同行業的專業人士組成，旨在收集市場意見和相關資料，並制定相關政策建議，供政府和監管機構考慮。

本報告建議在香港建立專門供專業投資者參與的市場，為專業投資者提供包括新興投資產品或另類資產類別，以促進交易活動作主要目標。金發局亦考慮了其他針對公開資本市場的短中期改進措施，認為採取一系列平衡的措施方能確保金融市場的競爭力，並可回應不同市場的投資需求。以下是主要建議的摘要：

主要建議

- i. 設立專為專業投資者而設的市場，以推動市場創新和促進新興投資產品和另類資產類別的發展

短中期措施：

- ii. 探索創業板 (GEM) 與其他市場之間的協同效應；及
- iii. 檢視股票交易印花稅；及
- iv. 針對非傳統或新興資產類別，制定促進投資者教育和理財教育的策略架構

我們希望透過一系列的加強措施，有助於提高公開市場和私募市場的市場效率，促進市場流動性並提升產品多樣性，更加鞏固香港作為頂尖國際集資中心的地位。

¹ 香港交易所。(2023年7月)。[香港及內地市場概況](https://www.hkex.com.hk/Mutual-Market/Stock-Connect/Statistics/Hong-Kong-and-Mainland-Market-Highlights?sc_lang=en#select3=0&select2=0&select1=2)。https://www.hkex.com.hk/Mutual-Market/Stock-Connect/Statistics/Hong-Kong-and-Mainland-Market-Highlights?sc_lang=en#select3=0&select2=0&select1=2

第一節：提升市場流動性和多樣性

市場流動性是指市場能在對價格影響甚少的情況下，迅速促成大量交易的能力(國際結算銀行,2000)²作為金融市場中資源配置和風險管理的重要考量因素，維持及促進市場流動性對持續經濟發展成功的至關重要。一如金發局在2022年8月發表的研究報告³所述，健康的市場流動性不僅有助於維持金融市場穩定，還能透過降低投資者的交易成本和發行人的集資成本，鼓勵更多投資者參與。這代表在其他條件相同的情況下，健康的市場流動性可令市場價格波動較小，價格資訊透明度更高。一個高效和透明的投資市場能夠吸引更多不同種類的投資者，並可開創更好經濟價值和商機。

在不同資產類別中保持充足的市場流動性必然有利於金融體系的穩健發展。由於買方和賣方數量眾多且交易執行迅速，股票被認為是流動性最強的資產之一。交易的透明度則要歸功於上市公司的財務披露義務及其他企業管治方面必需遵循的上市規則。在監管方面，股市與新興資產和私募市場形成強烈對比，因為傳統上只有專業和機構投資者才能買賣新興資產和私募市場的投資產品，同時亦因為投資風險較高，而且難以確定價格和進行估值，因此此類資產的流動性亦較低。

資本市場的流動性與推動多元化發展密不可分(國際證監會組織新興市場委員會,2007)⁴交易所包含種類多元的上市公司，加上各種獨特投資產品可供選擇，對增加零售投資者的參與非常重要，從而對流動性產生正面影響(奧緯諮詢及世界交易所聯會,2016)⁵。

根據國際證監會組織的報告，基於投資者都有自己獨特的交易策略、風險偏好和投資期限，廣泛的產品選擇可滿足各類投資者的需求。最重要的是，投資者能夠利用市場上不同種類的投資產品，有效地對沖他們面對的風險敞口。⁶在這方面，對部分投資者而言，另類投資產品既可以抵禦股票波動，而且能夠對沖通脹，對他們相當吸引(美世諮詢,2023)。⁷無可否認，市場上具備多樣化投資產品，與這些市場對投資者的吸引力之間存在著相互關聯的關係。

此外，市場上新的和替代性資產類別的出現鼓勵了具有不同偏好和策略的投資者更廣泛地參與。通過分析不同界別的投資工具，擴大市場參與可能會在各式新舊投資的交易活動之間產生潛在的相關性和相互依賴性。這不僅可以促進對整個市場更全面的了解，使投資者能夠制定更明智的策略，還可以注入額外的流動性並刺激整體交易活動。⁸同時，流動性強的市場可以吸引更多發行人發行不同類型的證券，從而增強產品供應的多樣性。總之，促進資本市場的流動性和多樣性可以提高市場效率。

過去數年，在公開市場投資持續活躍的同時，非傳統資產在全球各地受到廣泛關注，越來越多亞太區的投資者亦積極尋找創新和另類產品以維持多元化的投資組合。鑑於流動資金和多元化對市場的整體有效運作十分重要，香港應致力在整個金融業維持這兩方面。除了針對公開市場的加強措施外，本報告旨在提升資本市場的效率，使新興資產和曝光率較低的投資產品能夠以具備成本效益的方式有效執行，同時促進市場流動性，在保護投資者的同時確保投資產品安全性，並使企業在多變的市場環境中有效獲得融資。

2 國際結算銀行。(2000年11月)。國際結算銀行季度報告 (“BIS quarterly review”)。https://www.bis.org/publ/r_qt0011e.pdf

3 香港金融發展局。(2022年8月)。提高市場流動性的觀察報告。https://www.fsdc.org.hk/media/3au04nby/up_market-liquidity-eng-final_updated.pdf

4 國際證監會組織新興市場委員會。(2007年12月)。影響新興市場流動性的因素 (“Factors Influencing Liquidity in Emerging Markets”)。https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD258.pdf

5 奧緯諮詢及世界交易所聯會。(2016年)。加強新興市場交易所的流動性 (“Enhancing Liquidity in Emerging Market Exchanges”)。https://www.world-exchanges.org/storage/app/media/research/Studies_Reports/liquidity-in-emerging-market-exchanges-wfe-amp-ow-report.pdf

6 國際證監會組織新興市場委員會。(2007年12月)。影響新興市場流動性的因素 (“Factors Influencing Liquidity in Emerging Markets”)。https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD258.pdf

7 美世諮詢。(2023年)。透過私募市場和對沖基金參與另類投資 (“Alternative Investments through Private Markets and Hedge Funds”)。https://www.mercer.com/en-nz/solutions/investments/alternatives/#:~:text=Alternative%20investments%20provide%20an%20opportunity.of%20equities%20without%20sacrificing%20returns

8 EDHEC商學院。(2022年10月)。另類投資策略的好處與風險 (“Benefits and Risks of Alternative Investment Strategies”)。https://climateimpact.edhec.edu/sites/ercii/files/full_text.pdf

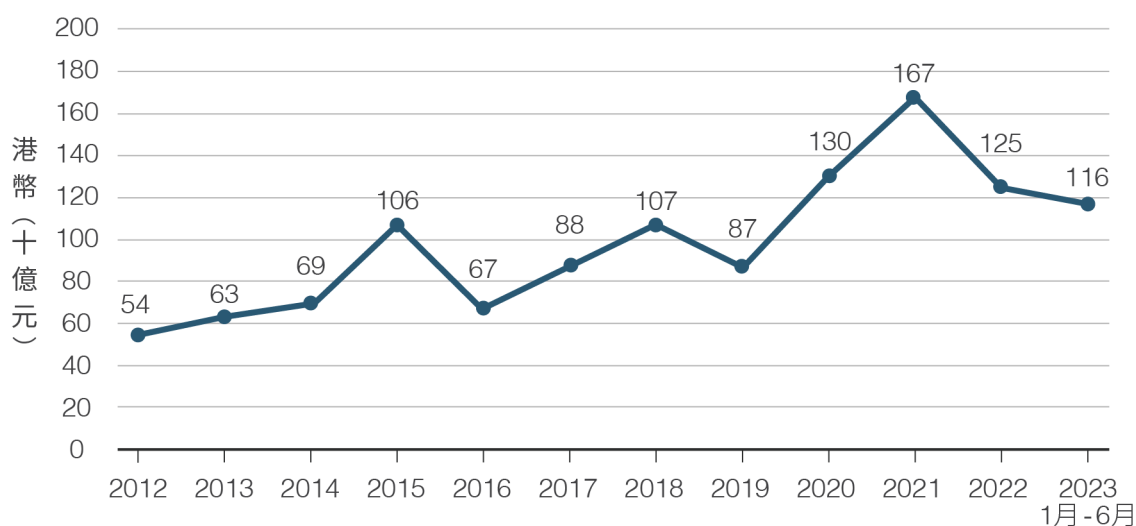
香港公開市場近期發展概況

香港政府和香港交易所一直致力於保持香港資本市場的競爭力和流動性。近年港府推出的三項新措施，包括在 2018 年進行上市改革引入了未達到香港交易所主板上市要求的生物科技公司、不同投票權架構的新經濟公司、以及允許大中華地區的上市公司在香港進行二次上市，這些措施能夠大力提升香港資本市場的韌性。透過吸引高增長和創新型公司在香港上市，擴大了投資者和發行人的基礎，推動全球流動性資本流向香港市場。

值得注意的是，在 2022 年成功上市的 51 家新經濟公司佔香港首次公開招股 (IPO) 集資額達 73%。⁹香港在 2023 年 3 月修訂主板上市規則，希望可滿足尚未達到盈利和交易記錄要求的特專科技公司的集資需求，^{10,11} 因此預計將來會有更多新經濟公司上市，這些改革措施都有助推動香港的創新和科技發展。

近年來，持續加息造成的環球市場波動、已發展國家的高通脹壓力和地緣政治壓力下，全球公開市場(包括香港)均出現劇烈波動。儘管在過去十年間交易量持續上升，但在今年首六個月，香港交易所的平均每日成交額只有 1,155 億元，較 2022 年同期下跌約 7.5% (圖 1)。^{12,13}

圖 1. 香港證券市場平均每日成交額



資料來源：香港交易所

此外，市場的交易流通比率 (按成交額相對於整體市值計算) 亦是其中一個評估市場流動性的指標之一。根據金發局於 2022 年 8 月發布的報告顯示，香港公開市場的流動性落後於其他主要金融市場。香港交易所於 2022 年的交易流通比率為 62.4%，而其他主要金融市場的交易流通比率超過 100%。¹⁴有鑒於此，香港應繼續審視其公開市場，以滿足發行人和投資者不斷演變的需求，這將有助促進交易活動，加強市場流動性，從而提升市場效率。

9 香港交易所。(2022年12月)◦香港交易所2022年回顧◦https://www.hkex.com.hk/News/News-Release/2022/221220news?sc_lang=en

10 香港交易所。(2023年3月)◦新增特專科技公司《上市規則》◦https://www.hkex.com.hk/News/Regulatory-Announcements/2023/230324news?sc_lang=en

11 特專科技公司是指屬於五大指定的高增值行業 (前沿行業) 的公司。

12 香港交易所。(2023年6月)◦香港交易所每月市場概況◦https://www.hkex.com.hk/Market-Data/Statistics/Consolidated-Reports/HKEX-Monthly-Market-Highlights?sc_lang=en&select={99B25159-DF7E-46A8-840D-

13 香港交易所。(2023年12月)◦2022年度市場數據◦https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Market-Data/Statistics/Consolidated-Reports/Annual-Market-Statistics/c_2022-Market-Statistics.pdf

14 世界交易所聯會。(2023年5月)◦《2022年度數據指南》◦<https://www.world-exchanges.org/our-work/articles/annual-statistics-guide-2022> (納斯達克為148.2%，上海證券交易所為206.9%，深圳證券交易所為394.6%)

第二節：市場動態和投資者需求的變化

作為首屈一指的國際金融中心，香港應加速跟上全球金融市場的改革步伐，特別是近年來受到關注的創新和特殊產品，包括特殊目的收購公司 (SPACs) 的出現和對虛擬資產的需求增加，再加上公開市場的波動性，促使投資者更加關注另類投資以希望獲得超額回報。(請參見附錄 1)

要區別於其他市場的關鍵是在於維護公眾利益的同時提供多樣化產品的能力，這可以吸引全球投資者，促進更多的市場活動。雖然香港近年來已針對特殊目的收購公司和虛擬資產服務提供者分別設立全新上市機制和發牌制度，但需繼續擴大市場基礎，並透過促進投資活動以維護金融穩定性，同時亦應留意私募市場的未來發展趨勢和中小企的融資需求。

私募市場

私募市場投資的重要性正日益提升，根據美世諮詢顧問公司的報告，投資者透過另類投資工具，追求更高的潛在回報、分散投資組合的風險，以及提高對抗通脹的能力。¹⁵根據漢領資本報告指出，在過去二十年中，大多數私募股權基金的表現歷來優於相應的公共市場指數 (圖2)。¹⁶這突顯在全球環境不確定性上升，公開市場投資意願持續低迷的情況下，投資者對私募市場的另類投資產品的興趣日益增加。

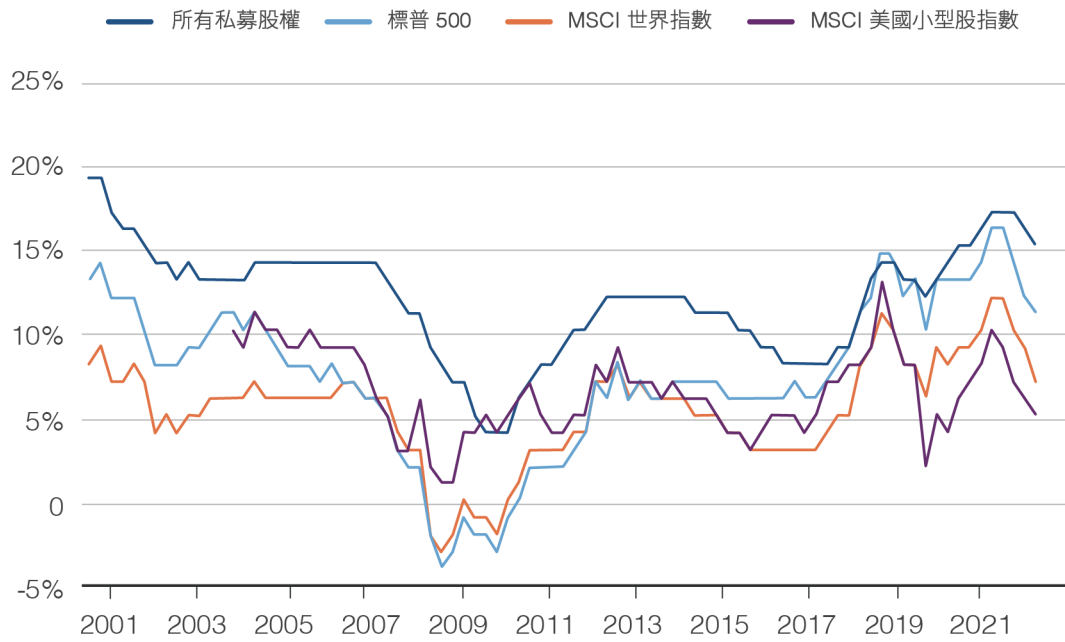
從私人企業的角度而言，私募市場在相對寬鬆的監管環境下較易取得大量資本和商機，對於未達到公開上市所需的收入或資本要求的初創公司和新興企業尤其有利，¹⁷而投資者和發行人對投資產品的興趣及需求轉變亦推動了全球私募市場的發展。

15 美世諮詢。(2022年1月)。^{2022年} 私募市場的主要考慮因素 (“Top considerations for private markets in 2022”)。https://www.mercer.com/content/dam/mercer/attachments/global/gi-2022-mercer-private-markets.pdf

16 麥肯錫顧問公司。(2023年3月)。^{全球} 私募市場評論 (“Global Private Markets Review”)。https://www.mckinsey.com/-/media/mckinsey/industries/private%20equity%20and%20principal%20investors/our%20insights/mckinseys%20private%20markets%20annual%20review/2023/mckinsey-global-private-markets-review-2023.pdf

17 Adams Street Partners。(2022年3月)。^{私募} 市場的觀察：變革時代的樂觀主義 (“Private Markets Insights: Optimism in an Age of Change”)。https://www.adamsstreetpartners.com/insights/2022-private-markets-insights/

圖 2. 截至 2022 年 9 月，私募股權 10 年滾動時間加權回報



資料來源：漢領資本數據，彭博社 (2023年1月)

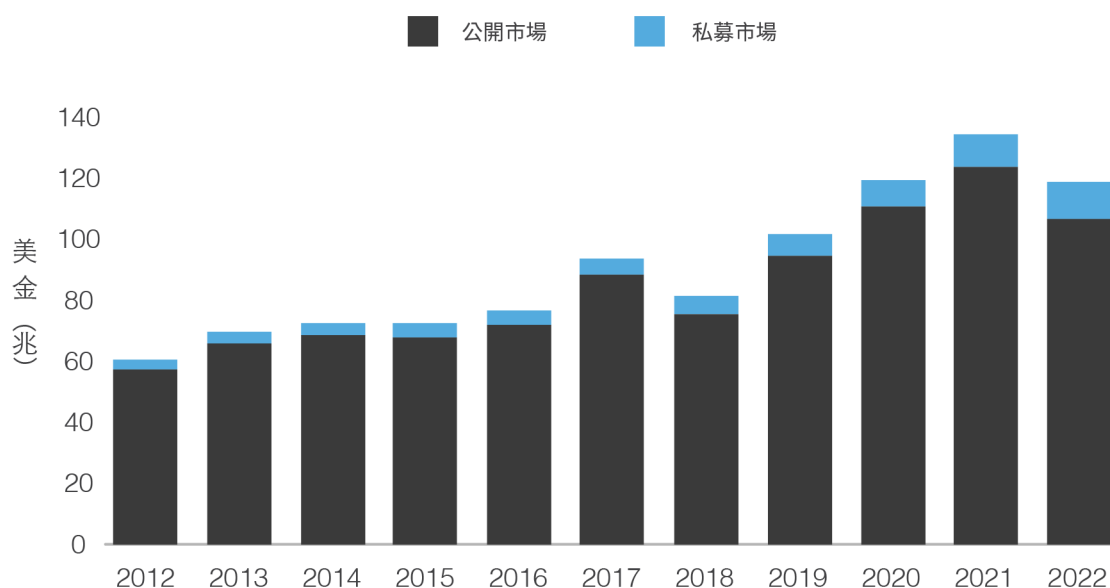
全球私募市場規模

儘管私募市場的規模無法與公開市場相比，但在過去十年間，私募市場有顯著增長，全球私募市場的資產規模從2012年的3.2萬億美元增長至2022年度的12.2萬億美元，年均複合增長率 (CAGR) 為12.9%，¹⁸ 相較於同期全球公開市場的市值增長 (年均複合增長率：5.5)¹⁹ 較高 (圖 3)。

¹⁸ Preqin資料庫 (在2023年5月18日存取)

¹⁹ SIFMA^o (2023年7月)°資本市場手冊°，<https://www.sifma.org/resources/research/fact-book/>

圖 3. 截至2022年12月，全球公開市場的市值與全球私募市場的資產規模



資料來源：睿勤、美國證券業及金融市場協會

隨著上述發展趨勢，香港的投資者亦越來越關注私募市場發展。截至 2022 年底，香港私募股權公司的資產管理規模達到 2,120 億美元，²⁰相較 2017 年的 1,410 億美元增長達 50%，²¹而香港仍是亞洲第二大私募股權中心（首位是中國內地）。儘管近幾個月出現輕微波動，香港的私募股權市場仍具備更大的增長潛力，參考其他市場的經驗，截至 2022 年，香港的私募股權市場規模約佔公開股票市場的市值約 4.0%，比例低於其他主要的環球金融中心，例如中國內地（上海及深圳合計佔比為 13.1%）、英國（18.0%）、美國（10.6%）、新加坡（8.0%）等。（圖 4）

圖 4：公開市場和私募市場比較 (截至 2022 年)

	香港	中國內地	美國	英國	新加坡
公開市場					
市值 ²²	香港交易所： 4.6 萬億美元	上海證券交易所：6.7 萬億美元 深圳證券交易所：4.7 萬億美元 合計：11.4 萬億美元	納斯達克：16.2 萬億美元 紐約證券交易所：22.8 萬億美元 總額：39.0 萬億美元	倫敦證券交易所： 3.1 萬億美元	新加坡交易所： 0.6 萬億美元
私募市場					
市值 ²³	1,841 億美元	15,012 億美元	41,389 億美元	5,583 億美元	497 億美元

資料來源：睿勤、世界交易所聯會

20 證監會。(2023年8月)。資產及財富管理活動調查 https://www.sfc.hk/-/media/TC/files/COM/Reports-and-surveys/AWMAS-2022_C.pdf?rev=3e9aaab04154ce19c9bcb10c6e25242&hash=2EE81E7A784B1BEDD8C30DAD321C3349

21 證監會。(2018年7月)。資產及財富管理活動調查 https://www.sfc.hk/-/media/TC/files/ER/PDF/Asset-and-Wealth-Management-Activities-Survey-2018_TC.pdf?rev=b63c685ed51140e8a9afa2311984202c&hash=3F2ACA891B0527A31FBE74102CE873E5

22 世界交易所聯會。(2022年12月)。市場統計 ("Market Statistics")。 <https://focus.world-exchanges.org/issue/december-2022/market-statistics>

23 睿勤資料庫 (在2023年5月18日存取)

與此同時，私募股權二級市場的交易規模亦迅速擴大，交易額也有所增加，由2017年的510億美元增長至2021年的高峰達到1,350億美元，2022年亦達1,060億美元，在六年間年均複合增長率達13%，^{24,25}這主要受到幾個因素的推動，包括私募股權在一級市場日益普及，越來越多公司打算長期維持私有化，以及股東對投資組合流動性的需求。²⁶

從近期經驗而言，無論是已開發市場和新興市場，私募股權投資在長遠角度而言可提供潛在良好的回報。雖然這些投資在一年內回報可能為負數，但根據統計數據顯示，全球私募股權和風險投資在三年或更長時間可產生超額回報(圖5)²⁷，這足以說明為甚麼私募股權投資越來越受歡迎並成為一眾投資者分散投資組合的選擇。

圖 5:全球 (除美國外) 私募股權和風險投資指數回報率

數據截至2022年6月30日數據，以百分比顯示

指數	6 Mo	1 Yr	3 Yr	5 Yr	10 Yr	15 Yr	20 Yr	25 Yr
CA 全球發展市場私募股票/風險投資(美國除外)(美元)	-11.1	-0.1	20.4	18.6	15.3	9.6	14.8	14.5
CA 全球發展市場私募股票/風險投資(美國除外)(歐元)	-3.3	13.3	23.7	20.4	17.5	11.6	14.8	14.7
MSCI EAFE (美元) mPME	-19.6	-18.1	0.6	1.9	5.9	2.2	4.4	4.0
MSCI EAFE (歐元) mPME	-12.5	-7.0	3.9	4.0	8.2	4.4	5.7	5.0
MSCI World/ MSCI 全球 全國指數 (美元) mPME*	-19.9	-15.4	6.6	7.5	10.0	6.0	7.6	6.8
CA 新興市場私募股票/風險投資(美元)	-5.9	-7.7	12.7	11.9	11.6	10.4	11.4	10.2
MSCI 新興市場 (美元) mPME	-17.5	-25.0	0.6	2.2	3.3	2.7	5.2	4.6
MSCI World/ MSCI All Country World (美元) mPME*	-20.0	-15.3	6.8	7.6	9.2	6.9	7.6	7.0
MSCI EAFE (美元) AACR	-19.6	-17.8	1.1	2.2	5.4	1.4	5.3	3.9
MSCI EAFE (歐元) AACR	-12.5	-6.7	4.0	4.0	7.5	3.2	5.0	4.2
MSCI 新興市場 (美元) AACR**	-17.5	-25.0	0.9	2.5	3.4	2.3	8.8	5.1
MSCI World/ MSCI 全球 全國指數 (美元) AACR*	-20.0	-15.4	6.7	7.5	9.3	5.3	7.8	6.3

* MSCI 全球指數：1986年1月1日至1987年12月31日的數據由 MSCI World 指數總回報計算。1988年1月1日至今的數據由總回報計算。

** MSCI 新興市場指數1986年1月1日至1987年12月31日的數據由新興市場價格回報計算。1988年1月1日至今數據由新興市場總回報計算。

資料來源：康橋匯世集團報告、全球金融數據、MSCI、路透社

另一個值得注意的是，個人投資者在私募市場中的活躍程度越來越高，即使機構投資者仍然是私募市場的主要投資者，預計到 2025 年，個人投資者的投資額將增加 18.8%，佔總市場份額達 10.6%。²⁸(圖 6)

24 Campbell Lutyens。(2022年3月)◦2022年二級市場概況 (“2022 Secondary Market Overview”)◦<https://campbelllutyens.foleon.com/2022-secondary-market-overview/2022-secondary-market-overview/highlights/>

25 Campbell Lutyens。(2022年3月)◦2022年二級市場概況 (“2022 Secondary Market Overview”)◦<https://campbelllutyens.foleon.com/2022-secondary-market-overview/2022-secondary-market-overview/highlights/>

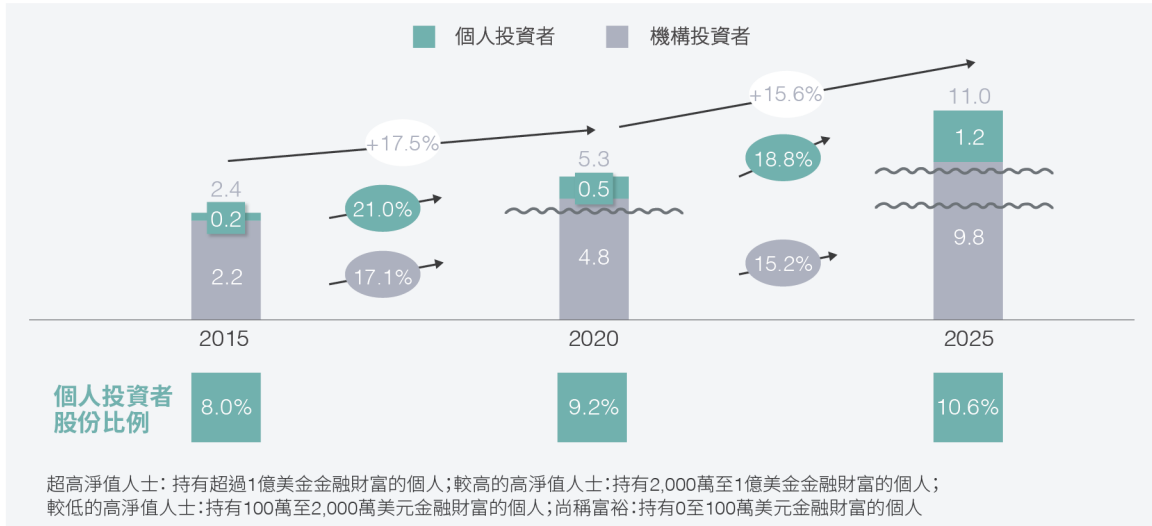
26 福布斯。(2021年6月)◦私募股權增長的關鍵在於二級市場的蓬勃發展 (“The Key to Private Equity's Growth is the Blooming Secondary Market”)◦<https://www.forbes.com/sites/antoinedrean/2021/06/21/the-key-to-private-equitys-growth-is-the-booming-secondary-market/?sh=229630792c16>

27 康橋匯世集團。(2023年1月)◦全球除美國外的私募股權 / 初創投資基準評論：2022年上半年 (“Global ex US PE/VC Benchmark Commentary: First Half 2022”)◦<https://www.cambridgeassociates.com/insight/global-ex-us-pe-vc-benchmark-commentary-first-half-2022/>

28 波士頓諮詢公司。(2022年3月)◦未來屬於私募市場 (“The Future is Private”)◦<https://web-assets.bcg.com/36/e6/5e6897294b22908b44c9a19d182b/bcg-icapital-the-future-is-private.pdf>

圖 6. 全球私募股權基金和個人投資者的股份比例

私募基金市場的總規模，分為機構投資者和個人投資者(兆美元)



根據瑞銀集團《2023年全球家族辦公室報告》顯示，全球投資環境的發展，繼續促使家族辦公室將資產配置轉向另類投資產品和新興市場，以提升潛在超額回報。總體而言，報告強調大多數受訪者(66%)認為非流動性資產將提供更可觀的回報。雖然這些家族辦公室在未來五年內傾向於增加股票投資(44%)，但他們對私募股權投資的興趣依然濃厚，因為他們希望在整個私募市場實現多元化。41%的受訪家族辦公室計劃在未來五年內將重點轉向私募股權直接投資和私募股權基金/基金中的基金(35%)，就證明瞭這一點。(圖7)，值得注意的是，加密貨幣和數碼財富管理也引起了家族辦公室的興趣，56%受訪者已經或考慮投入加密貨幣交易。²⁹

29 瑞銀集團。(2023年)《2023年環球家族辦公室報告》("Global Family Office Report 2023")
<https://www.ubs.com/global/en/family-office-uhnw/reports/global-family-office-report-2023.html>

圖 7. 全球家族辦公室計劃在未來五年改變資產配置

	淨增長* 2021	淨增長* 2022	淨增長* 2023	增加	保持不變	減少	不計劃投資於 該資產類別				
固定收益(已開發市場)	-18%	-4%	22%		38%		37%		16%		8%
固定收益(新興市場)	3%	8%	10%		20%		53%		9%		18%
股票(已開發市場)	35%	29%	32%		44%		43%		12%		2%
股票(新興市場)	56%	28%	18%		34%		42%		16%		8%
私募股權(直接投資)	42%	42%	28%		41%		39%		13%		7%
私募股權(基金/ 基金中的基金)	26%	38%	21%		35%		42%		14%		10%
私募債券	N/A	27%	15%		26%		46%		11%		18%
對沖基金	16%	11%	4%		21%		48%		17%		13%
房地產	22%	37%	22%		33%		48%		11%		7%
基礎設施	23%	25%	17%		20%		54%		3%		23%
黃金/貴金屬	10%	4%	9%		15%		59%		6%		20%
大宗商品	9%	10%	12%		19%		54%		7%		20%
現金(或等價現金)	-18%	-15%	-13%		17%		50%		30%		4%
藝術品和古董	8%	10%	12%		14%		57%		2%		28%

*淨增長等於增加減去減少

資料來源：瑞銀集團

投資私募市場的挑戰

儘管投資者將越來越多的資金投放至私募市場和其他新興產品，但它們在資金操作和市場流動性方面也遇到挑戰。

舉例而言，私募市場的資產發行和二級交易通常涉及較高成本，而且對於吸納投資者、進行「認識你的客戶」(KYC)和「打擊洗錢」(AML)等金融合規檢查需要耗費更多時間。此外，與公開市場不同，私募市場依賴發行人和投資者自身的場外交易(OTC)網絡進行非上市證券交易，這代表私募市場的價格發現效率和交易價格透明度不足，令投資者難以確定資產的真實價值。

通過場外交易也給私募市場帶來另一個潛在挑戰——由於缺乏保薦人要求而導致盡職審查效率低。相比之下，在公開上市的情況下，強制要求發行人進行保薦人盡職調查，費用由發行人承擔。這項單一的工作取代了個別投資者對同一發行人進行各自獨立盡職調查的需要，從而避免了投資者的重複工作和額外成本。

此外，可靠的資訊對評估投資風險十分重要，可有助投資者作出明智的投資決定。由於私募市場和相關投資產品的資訊通常較為分散，收集相關資訊通常需要花費更多的時間和開支，因此可能會延誤交易決策，加上投資者對相關市場和產品的理解、興趣和流動性不足，這些因素都會增加產品價格和回報表現的不確定性。

舉例而言，因為2022年公開市場波動，私募二級市場的表現也同樣受到影響。在2022年上半年，二級市場上的私募市場基金或私募持股在轉手時較之前的估值折損近50%，³⁰相較於同期標普 500 (S&P 500

30 彭博社。(2022年6月)。「二級市場風險創投基金股權價值削減高達 50%」("Venture Fund Stakes Slashed by Up to 50% in Secondaries Market")。 <https://news.bloomberglaw.com/private-equity/venture-fund-stakes-slashed-by-up-to-50-in-secondaries-market>

) 下跌21%的表現³¹，可見二級市場缺乏充足的流動性，這促使業內人士尋求非傳統的融資選擇。例如資產淨值貸款 (NAV貸款)，³²以支持其在資本市場活動中的替代流動性來源，這可能直接和間接地對其他業界人士產生影響甚至風險。

另一個例子是風險投資 (VC) 基金的回報下降，由於全球初創產業的市場出現波動，截至2022年第四季，連續四個季度為負回報，這是十多年來表現最差的紀錄。³³此外，私募市場籌集資金額從 2021 年的 1.4 萬億美元歷史新高之後下跌了11.4%至 2022 年的 1.2 萬億美元。³⁴

一般而言，私募市場可能因為上述因素出現較多波動，投資者應持續關注此類投資所涉及的潛在風險和回報，並對上述因素作出深入了解及分析。

參考其他司法管轄區的做法 深入了解部分私募市場

為了把握私募市場的機遇，各個證券交易所獨自或透過與數碼平台合作制定策略，將相關產品納入其產品範疇中，開拓市場商機。

例如，在歐美方面，納斯達克於 2013 年建立了納斯達克私募市場，為需要籌集資金和尋求在二級市場交易的私募公司提供一個電子交易平台，該平台已成功完成 600 項融資計劃，截至2022年的累計交易金額超過 430 億美元³⁵。此外，倫敦證券交易所與數據公司 Floww 聯手建立一個籌集私募資本的數碼平台³⁶。倫交所亦計劃在 2024 年推出「間歇交易場地」(Intermittent Trading Venue) 的平台，旨在促進私人公司股票拍賣，從而為其二級市場交易創造流動性。³⁷

在亞太區方面，新加坡交易所亦積極支持新加坡數碼證券交易所 (ADDX) 的發展，這個數碼證券交易平台讓投資者可針對部分私募市場產品 (包括私募股權、基金和債券) 進行交易³⁸。ADDX 在 2021 年的成交額達 1.5 億美元，並與日本和中國內地的財富管理公司建立了合作關係。此外，中國監管機構於 2021 年推出了一項試驗計劃，以促進私募股權和風險投資基金的二級交易。根據試驗計劃的規定，私募股權公司有權將一個基金投資的未上市股份轉讓至其他類型的基金項目，擴大了私募股權風險投資公司的退出管道，將對私募市場的長遠發展帶來正面影響³⁹。

中小企在部分市場面對的融資挑戰

中小企獲普遍認為有潛力成為重要產業，透過自身專長領域的趨勢和商機，不斷發揮創意生產具競爭力的產品⁴⁰。

儘管中小企在早期規模較小，但它們通常是促進經濟發展、創新和提供就業機會的主要驅動力。在國際組織如經濟合作暨發展組織 (OECD) 和世界銀行發表中小企對經濟發展的報告指出，主張擴大融資工具的範圍以強化中小企資本結構，及強調資本市場在中小企融資方面的潛在作用，股權融資亦被視為企

31 標普500 (在2022年6月存取)。標普500指數概覽 (“S&P 500 Overview”)。https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-500/#overview

32 彭博社。(2022年11月)。私募股權基金因交易放緩而借助另類貸款獲得流動性 (“Private Equity Funds Tap Exotic Loans for Liquidity as Deals Ebb”)。https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-11-15/private-equity-funds-tap-exotic-loans-for-liquidity-as-deals-ebb

33 華爾街日報。(2023年5月)。風險創投基金回報率為十多年來跌幅最嚴重的一次 (“Venture-Fund Returns Show Worst Slump in More Than a Decade”)。https://www.wsj.com/articles/venture-fund-returns-suffer-amid-lower-startup-values-15dc0130

34 麥肯錫顧問公司。(2023年3月)。2023年環球私募市場回顧 (“Global Private Markets Review 2023”)。https://www.mckinsey.com/~media/mckinsey/industries/private%20equity%20and%20principal%20investors/our%20insights/mckinseys%20private%20markets%20annual%20review/2023/mckinsey-global-private-markets-review-2023.pdf

35 納斯達克私募市場。(2023年2月)。https://www.nasdaqprivatemarket.com/state-of-private-market-thank-you/

36 Pitchbook。(2022年3月)。倫敦證券交易所透過平台交易延伸至公開市場之外。https://pitchbook.com/news/articles/london-stock-exchange-private-markets-Floww-vc

37 倫敦證券交易所集團。(2023年)。將私募與公開市場連繫以幫助包括企業與英國成長 (“Connecting the private and public markets to help companies (and Britain) grow”)。https://www.lseg.com/en/insights/private-public-markets-help-companies-britain

38 Citywire Asia。(2022年4月)。新加坡 ADDX 為財富管理機構推出私募市場服務 (“Singapore's ADDX launches private market service for wealth managers”)。https://citywireasia.com/news/singapores-addx-launches-private-market-service-for-wealth-managers/a2384716?re=96097&ea=1681969&utm_source=BulkEmail_International+Daily+Asia&utm_medium=BulkEmail_International+Daily+Asia&utm_campaign=BulkEmail_International+Daily+Asia

39 中國證券監督管理委員會。(2022年7月)。证监会启动私募股权创投基金向投资者实物分配股票试点 支持私募基金加大服务实体经济力度。http://www.gov.cn/xinwen/2022-07/11/content_5700378.htm

40 歐洲投資銀行集團。(2022年11月)。中小企業概覽 (“Small and medium enterprises overview”)。https://www.eib.org/attachments/lucalli/smes_overview_2022_en.pdf

業「尋求長期企業投資以維持創新和增長」的關鍵工具 (OECD, 2015年)。⁴¹

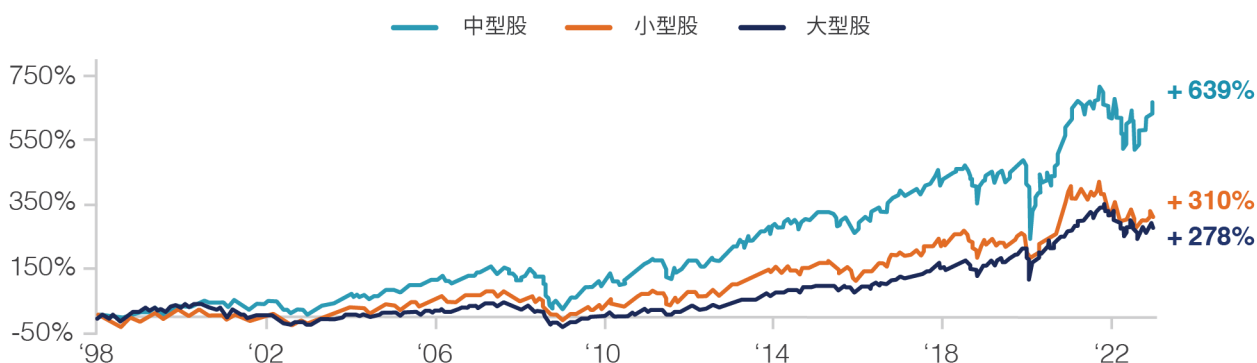
儘管許多擁有良好發展前景的企業，最終可以成功上市並籌得資金以作進一步擴展，但相較大型企業而言，中小企在發展早期會面對更多挑戰，例如與股權融資相關的成本，包括包銷費用、法律費用和持續的不同監管報告要求，這些都對中小型發行人而言帶來沉重成本壓力。在香港，創業板上市的保薦人制度要求任命一名創業板保薦人，而強制性的季度報告要求會產生額外費用。這突顯了資源有限的中小型發行人在上市過程中所面臨的巨大財務負擔。例如就 2020 年及 2021 年在創業板上市的所有 9 間公司而言，其平均估計上市開支總額為 3,720 萬港元。換句話說，其預期發售所得款項總額的約 54% 已被用作支付上市相關費用。⁴²再者，它們亦可能很難滿足嚴格監管法規下的營收、盈利以及市值相關的要求。

此外，在缺乏有效的定價過程的情況下，這些中小型企業通常參考私募股權類似項目的估值進行定價，但定價過程往往不透明。因此，它們的議價能力很低，而且私人市場上的信息不對稱現象通常導致這些企業充當價格接受者 (Price takers)，可能接受有利於投資者的條款。這難以改善它們的財務狀況，而且窒礙它們的增長前景。⁴³

知名度對這些中小型企業構成了另一個挑戰，因為它們的曝光度和品牌認知度有限，難以吸引投資者的注意力和興趣。這些障礙限制了它們獲得股權融資的能力，最終阻礙了它們持續增長的潛力。除了上述挑戰外，基於中小型企業通常面對二級市場流動性不足的問題，如何出售中小型股權成為投資者另一個需要考慮的因素。此外，在這個上市市場中普遍存在資訊不對稱，而這可能導致投資者必須付出高昂的監控成本，這對小型投資者造成了不成比例的負擔 (OECD, 2022)。⁴⁴這一連串因素導致投資中小型股票成為相對較高風險的投資選擇，促使投資者轉向其他投資機會。

儘管中小型企業面對種種挑戰，以美國上市公司的業績為基準，但在過去 25 年，中小型股票的增長表現超越較大型企業，這展現了中小型股票市場的靈活性和應變力以應對不斷變化的市場動態，也可能反映出投資者對中小企的興趣，令投資中小型股票市場可以成為追求投資組合多元化的投資者的另一選擇 (圖 8)。⁴⁵

圖 8. 過去 25 年回報率 (%)



大型股代表標普 500 指數，中型股代表標普 Midcap 400 指數，小型股代表羅素 2000 指數。過去的表现並不代表未來的結果，無法直接投資於指數

資料來源：彭博金融。截至2023年3月2日的數據。

41 經濟合作暨發展組織。(2015年2月)。中小企業和創業融資新方法：擴大投資工具範圍 (“New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing: Broadening the Range of Instruments”)。 <https://www.oecd.org/cfe/smes/New-Approaches-SME-full-report.pdf>

42 資料摘自9間在創業板上市的公司上市章程與公告

43 國際會計師聯會。(2020年9月)。為中小型企業定價的挑戰 (“The Challenges in Valuing Small and Medium Sized Entities”)。 <https://www.ifac.org/knowledge-gateway/preparing-future-ready-professionals/discussion/challenges-valuing-small-and-medium-sized-entities>

44 經濟合作暨發展組織。(2022年7月)。2022年更新的G20/經濟合作暨發展組織中小企業融資最高原則 (“2022 Updated G20/ OECD High-Level Principles on SME Financing”)。 <https://www.oecd.org/cfe/smes/2022-Update-OECD-G20-HLP-on-SME-Financing.pdf>

45 摩根大通財富管理。(2023年3月)。投資 - 重新評估您對大價股的認知 (“Investing - Is it time to reassess your focus on large-cap stocks”)。 <https://www.jpmorgan.com/wealth-management/wealth-partners/insights/is-it-time-to-reassess-your-focus-on-large-cap-stocks>

香港有超過 36 萬間中小型企業，佔全港企業總數 98% 以上，並佔香港私營企業就業人數約 44%。⁴⁶截至 2023 年 6 月，香港交易所共有 406 隻中小型股票，當中，中型股票有 198 隻，小型股票有 208 隻，合計市值達到 5.79 萬億港元。⁴⁷儘管作為經濟不可或缺的一員，在香港的公開資本市場中，中小企取得有效的集資管道仍然有限。

設立創業板的主要目的在於填補中小企的融資缺口，透過提供比主板更寬鬆的上市要求，以促進集資活動，然而因為各種不同原因，創業板的新股上市數量在絕對值和相對值上都在減少。截至 2022 年 12 月，創業板的總市值僅為 850 億港元，比 2021 年同期下降 21%，僅佔主板總市值的 0.2%。2022 年創業板甚至沒有新股上市，最後一次新股上市是在 2021 年第一季度。⁴⁸

創業板於 1999 年 11 月推出，旨在為新興企業提供另類資本融資平台。在 2000 年「科網泡沫」爆破後，創業板的新股上市數量下降，與主板上市公司相比，創業板的發行人於上市後的集資活動明顯下降。香港交易所知悉市場普遍認為這是「對創業板市場失去信心」，因此自 2008 年 7 月 1 日起，創業板被重新定位為通往主板的「墊腳石」，主要在滿足新興成長型公司的集資需求。⁴⁹

然而，創業板隨後經過 9 年營運仍未能達到理想表現，⁵⁰加上市場和監管機構對創業板上市申請人和已上市發行人的品質和表現的擔憂，因此創業板於 2018 年再次重新聚焦發展中小企市場，並取消「簡化轉板申請程序」，創業板轉板至主板需要任命保薦人並發行上市文件。另外自 2018 年 4 月起，亦進一步修訂主板上市規則，包括新增生物科技公司和具有不同投票權架構的公司（生物科技和不同投票權架構章節），在 2023 年 3 月更新增了為特專科技公司提供新的上市途徑的章節。⁵¹

至今為止，創業板的角色演變，包括改革和修補措施，並未能滿足市場參與者的期望，也沒有滿足國內外高增長中小型企業利用香港世界一流的集資基礎設施平台的需求（請參閱附錄 2 以了解香港目前的法規和監管方法）。

參考其他司法管轄區的做法 不同司法管轄區中小企融資的情況

世界各地的交易所均針對中小型發行人的融資需求採取了相應措施，透過建立多個獨立市場，以較寬鬆的上市要求為中小企提供專門的股權融資計劃，簡化中小企的上市流程。⁵²

在中國內地，政府充分認識到中小企的巨大潛力以及它們在推動全國市場發展的重要性，特別是創新和科技產業發展，這在一定程度上反映政府致力解決中小企融資所作出的努力。

在 2021 年，北京證券交易所推進全面深化改革，希望滿足以創新為主導的中小企融資需求，值得注意的是，北京證券交易所的交易和上市規則是建基於全國中小企業股份轉讓系統（NEEQ，即新三板）的要求。新三板是中國內地用於小型企業上市的現有平台，在新三板精選層掛牌的企業，即被認為高品質、創新、盈利穩定及已在新三板連續 12 個月上市的企業，將被平移進入北京證券交易所。截至 2023 年 6 月，北京證券交易所上市公司有 204 間，市值達到 2,668 億人民幣，總成交額為 284 億股。⁵³

46 香港工業貿易署（在 2022 年 11 月 21 日存取）。為香港中小企業提供的支援服務。https://www.tid.gov.hk/english/smes_industry/smes/smes_content.html

47 恒指服務公司。（2023 年）◦恒生綜合中小型股指數。<https://www.hsi.com.hk/eng/indexes/all-indexes/sizeindexes>

48 香港交易所。（2022 年 12 月）◦香港及內地市場概況。https://www.hkex.com.hk/Mutual-Market/Stock-Connect/Statistics/Hong-Kong-and-Mainland-Market-Highlights?sc_lang=en#select3=1&select2=11&select1=29

49 香港交易所。（2017 年 6 月）◦有關檢討創業板及修訂《創業板規則》及《主板規則》的諮詢文件。<https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/Consultation-Paper-on-Review-of-the-GEM-and-Changes-to-the-GEM-and-Main-Board-Listing-Rules/cp2017062.pdf>

50 香港交易所。（2023 年 3 月）◦新增特專科技公司《上市規則》。https://www.hkex.com.hk/News/Regulatory-Announcements/2023/230324news?sc_lang=en

51 香港交易所。（2023 年 3 月）◦新增特專科技公司《上市規則》。https://www.hkex.com.hk/News/Regulatory-Announcements/2023/230324news?sc_lang=en

52 世界交易所聯會。（2017 年 2 月）◦中小企業融資和股票市場（“SME financing and equity market”）。https://www.world-exchanges.org/storage/app/media/research/Studies_Reports/WFE%20Report%20on%20Equity%20Market%20Financing%20of%20SMEs.pdf#page=23&zoom=100,92,97

53 北京證券交易所。（2023 年 6 月）◦股票市場數據（“Stock Market Statistics”）。<https://www.bse.cn/static/statisticdata.html>

其他專注於初創企業和中小企的高增長市場包括歐洲的泛歐交易所 (Euronext) 旗下的 Euronext Growth 及 Euronext Access 市場、英國的另類投資市場 (AIM)、加拿大的多倫多證券交易所創業板 (TSX Venture)、日本東京證券交易所 (TSE) 旗下的增長市場 (Growth Market) 以及新加坡的創業板 (Catalist)。

這些市場雖然設計用於滿足初創企業或中小企的融資需求，但某些市場出現交易量較低及交易活動水平較低等問題，例如英國的另類投資市場在監管標準方面受到批評，投資者在該市場成立的首二十年間可能損失高達72%的投資，⁵⁴因此進一步削弱投資者的信心，而相較於大型企業，小型企業的固有特性使得投資者信心更加脆弱。

相較之下，歐洲已建立了多個多邊交易平台，以滿足初創企業和中小企的多元化需求，並設有不同的上市要求。Euronext Growth 專注針對高增長的中小企，而 Euronext Access 和 Euronext Access+ 則具有較寬鬆的法規要求，主要作為初創企業和中小企的進入融資市場的起步點以及進入其他 Euronext 市場的門戶。值得注意的是，Euronext Growth 和 Access 在過去五年間取得顯著成長，在 2022 年交易額達到 76.98 億歐元，五年均複合增長率為 10.8%。⁵⁵

加拿大的多倫多證券交易所創業板 (TSX Venture)，憑藉其兩級上市類別，一直受到市場參與者的關注，在 2022 年新上市掛牌數目達 161 間，總上市公司數目達到 1,713 間。撇開交易規模不談，TSX Venture 的上市活動量與多倫多證券交易所非常相似，在同一時期，多倫多證券交易所共有 113 個新企業上市掛牌，總上市公司數目達 1,789 家。⁵⁶

金發局認為，香港可以參考中國內地和其他市場的類似上市板的優點和缺點，藉此進行適當及有利的調整，以更有效協助中小企的融資需求，強化香港作為國際金融中心的地位。

54 金融時報。(2019年9月)。^{集資減緩構成倫敦另類投資市場 (AIM) 的最新挫敗} (“Aim suffers fresh setback as fundraising slows to a trickle”)。https://www.ft.com/content/3eaca2bc-c8bb-11e9-a1f4-3669401ba76f

55 泛歐交易所實時市場。(2023年3月)。^{泛歐交易所2022年回顧} (“Euronext Fact Book 2022”)。https://live.euronext.com/en/resources/statistics

56 多倫多證券交易所。(2022年12月)。^{創業板市場MiG報告} (“the MiG Report”)。https://www.tsx.com/resource/en/2952/mi-g-report-december-2022-en.pdf

第三節：建議

綜合上述觀察，本報告提出的主要建議是為了應對多變的全球金融市場格局和投資者需求，引入一個只限專業投資者參與的市場。雖然金發局承認本建議只有在市場或香港交易所認為合理的情況下方可實現，但考慮到這個市場有潛質成為值得信賴的另類資產二級市場交易平台，我們認為這項主要建議值得進一步探討。這個全新市場將可為可持續成長提供更穩固的基礎，並促進長遠創新發展。憑藉香港交易所作為領先全球及享負盛名的交易所，如果能夠積極考慮執行本建議或推動進一步研究，將對投資者極具吸引力。

在研究過程中，工作小組亦十分關注其他重要問題，並認為不同持份者應共同優先解決這些問題。為了加強香港作為國際集資中心的競爭力，本報告提出了一系列短期、中期和長期的措施，這些短期至中期建議具有一定可行性，可以在現有的市場監管架構下迅速達成目標，以使現有市場的產品更多樣化。

我們相信這些建議將有助於強化不同資產類別的市場效率和流動性，同時提高香港整體金融市場的多樣性和透明度，金發局相信這些建議將有助於鞏固香港作為全方位國際集資中心的地位。

參考其他司法管轄區的做法

建議1：設立專為專業投資者而設的市場，以推動市場創新和促進新興投資產品和另類資產類別的發展

雖然建立新機制並非易事，然而如果能有助推動行業發展，則值得進行深入探討和評估。

目前香港交易所根據以下上市規則，在不同的制度下提供一些僅面向專業投資者的產品，包括：(i) 根據《上市規則》第 21 章適用於已上市的投資公司（只向專業投資者提供產品）；(ii) 根據《上市規則》第 37 章適用於僅售予專業投資者的債務證券；(iii) 根據《上市規則》第 18B 章適用於已上市的特殊目的收購公司 (SPAC)，直至公司的併購交易完成。

值得注意的是，根據《主板上市規則》第 21 章上市的公司，可豁免遵守《上市規則》第 8.05 條規定的財務資格要求，這意味著尋求根據《主板上市規則》第 21 章上市的公司，從技術上無需遵守任何收入、現金流以至營運要求。換言之，如果申請人不是一家投資公司，那麼它將不符合根據《主板上市規則》第 21 章而獲得任何財務上的豁免。第 21 章同時規定，這類投資公司不能自行或聯同任何核心關連人士取得有關投資的法定或有效的管理控制權，而且在任何情況下，不能擁有或控制任何一間公司或機構超過 30%（或《收購守則》不時予以規定會觸發強制性公開要約所需的其他百分比）的投票權。

至於特殊目的收購公司 (SPAC)，這個制度已在全球多個主要金融司法管轄區引入，以促進市場創新和新兴投資產品。在 2020 年，美國上市 SPAC 籌集的 IPO 資金大幅增長，從 2019 年的 136 億美元增至 2020 年的 834 億美元，並在 2021 年繼續增長近倍，達到 1,625 億美元⁵⁷。為了回應市場發展的訴求，香港交易所推出了針對 SPAC 的新規則，並於 2022 年 1 月生效。回顧整個過程，可以發現引入此類全新規則的過程並不短。

在與不同的市場參與者和持份者進行深入討論後，金發局建議香港應考慮在現有的主板及創業板以外，推出一個僅面向專業投資者的全新的交易平台或交易所。此類平台將成為一個高效市場，為從未在公開市場交易的新興產品或相關投資提供充足的流動性。

市場上普遍認同當投資產品的風險水平過高時，一般只會容許專業投資者參與。基於這個前設，如果市場上缺乏被本地和國際專業投資者認可，而且可信的交易平台，專業投資者和產品發起人（如銀行和私募基金經理）往往很難期望這些產品能夠提高流動性，而這則可能引起惡性循環，例如，如果投資產品和其他工具沒有充足的流動性，對於個人投資者來說是極為危險，因為他們可能在沽出持倉時遇到問題，但另邊廂，非專業投資者（通常以資產要求的聲明作為分類依據）將被拒絕投資於私募股權和債券等工

⁵⁷ Statista (在 2023 年 5 月存取)。由 2003 年至 2023 年 5 月期間，在美掛牌的特殊目的收購公司 (SPACs) 數目 (“A number of special purpose acquisition company (SPAC) IPOs in the United States from 2003 to May 2023”) <https://www.statista.com/statistics/1178249/spac-ipo-usa/>

具，然而這些投資在過去幾十年中的表現，已經證明是重要的風險分散工具，對於投資者的風險管理非常有用。

此外，私募股權投資此前並未被納入香港早前的資本投資者入境計劃 (CIES) 的獲許投資資產類別。這進一步限制了 CIES 投資者的投資選擇。雖然這些投資者沒有被正式歸類為專業投資者，但實際上符合相關標準。由於政府在2023年財政預算案宣布打算重新引入資本投資者入境計劃⁵⁸，修訂後的計劃可以考慮允許CIES投資者將其部分投資組合分配給在香港註冊的私募股權基金。如此一來不僅可以增強私募股權基金的流動性 - 而流動性對於高效的投資市場至關重要。更重要的是，它可以為CIES投資者提供顯著的優勢，讓他們獲得更廣泛的多元化投資選擇，從而豐富他們的投資潛力並增強他們的風險管理策略。

修訂後的計劃可能會考慮允許CIES投資者將其部分投資組合分配給在香港註冊的私募股權基金。這一預期的變化好處甚大，它可以增強私募股權基金的流動性，而流動性對於充滿活力和高效的投資市場至關重要。更重要的是，它可以為CIES投資者提供顯著的優勢，讓他們獲得更廣泛的多元化投資選擇，從而豐富他們的投資潛力並增強他們的風險管理策略。

雖然金發局並非主張所有類型的投資者都應該可以投資相對非傳統的資產類別，但我們認為，投資者應該能夠獲得更廣泛的投資選擇，同時金發局希望強調這些產品需要透過高流動性和高交易頻率等特點展現其可靠性，從而提高效率，降低操控市場等風險，並保護相對較為脆弱的個人投資者，這與香港一貫採取的投資者保護措施是一致的。

除了上述所提到的考慮因素外，由於市場創新的速度不斷加快，需要以靈活的方法引進市場涵蓋這些新類型投資產品，而現行上市規則和監管架構所能並未能滿足上述要求（詳見附錄2）。在這種情況下，一個僅限專業投資者參與的一級和二級市場可以在投資者保護、創新和上市時間之間取得合理平衡。這個架構可以幫助避免個人投資者過度接觸新興或未經測試的產品，而且特別適合監管快速演變，愈趨複雜的投資產品。鑑於專業投資者的經驗、專業水平和風險承受能力，應採取寬鬆的監管方式，而中介機構則有責任確保這些一級和二級市場僅限專業投資者參與。

根據建議訂立的全新市場可以為債券市場和證券化市場等更多創新產品或市場的啟動平臺雖然個人投資者可能對這些市場較為不熟悉，但它們對於有經驗的投資者、企業和投資機構而言是十分重要的投資工具，可有助實現多元化投資組合和風險管理。附錄3概述了債券市場和證券化市場的發展和潛在產品。此外，由於不少市場從業者認為，投資者將產品原創和創新兩者都視為同樣重要，因此在專為專業投資者參與的平台設計市場機制和監管細節時，需要更好地了解各種非常規資產類別以及導致這些資產的使用率偏低的因素。

⁵⁸ 香港特別行政區政府。(2023年2月)。2023-2024年度政府財政預算案第25頁。https://www.budget.gov.hk/2023/eng/pdf/e_budget_speech_2023-24.pdf

調查結果 – 衡量專業投資者對香港資本市場的看法

為了解投資者對設立新市場的興趣，金發局設計了一份問卷，以明白專業投資者對香港資本市場的整體發展以及訂立推動市場發展相關措施的看法。在三星期的調查期間，共收到63份來自專業投資者的回覆。

儘管該調查的結果可能不足以代表整個行業的情況，金發局認為，調查結果可提供一些關於專業投資者對香港資本市場的深度見解。

專業投資者的投資行為及考慮因素

根據調查結果，受訪者透過香港在其他市場進行投資，這凸顯了香港作為投資門戶的角色，⁵⁹調查亦顯示香港作為目的地市場，在創新產品、投資產品種類以及對市場趨勢作出反應等方面仍有改進空間，這些都是讓投資者猶豫不決的主要原因。

投資者希望在各種資產類別上能夠實現多元投資組合目標，針對產品多元化的需求在未來12至18個月內可能變得更加強烈，超過一半的受訪者對各種風險水平的已上市產品都感興趣。除了傳統的產品類型，如傳統股票和投資基金等，其他新興的投資工具，例如上市科技公司、與環境、社會及管治 (ESG) 相關的產品以及與加密貨幣相關的產品等也日益受到關注。

投資者對建立只限專業投資者參與的市場感興趣

在調查中，大部份受訪者 (71%) 表示對在香港建立一個以專業投資者為主的市場感興趣，支持者認為這樣的市場將讓他們接觸更廣泛的產品選擇，而對相關建議有所保留的受訪者則擔心全新市場的漏洞和風險。在考慮建立新市場時，最重要的三個要素是多元化的投資選擇、充足的流動性和市場深度，以及合理的交易成本 (有關調查的詳細內容請參閱附錄4)。

金發局明白投資者保護的重要性，尤其是對於佔市場多數及相對專業投資者脆弱的散戶投資者的保護尤其重要，因此香港在這方面已經採取相對謹慎的監管措施 (詳見附錄5)。

根據金發局透過與工作小組成員的交流、問卷調查以及與眾多行業和專業組職的溝通互動，結果顯示專業投資者對於新型投資工具的需求十分強烈，在這種情況下，金發局認為現在正是提出有關僅面向專業投資者市場建議的適當時機。

香港政府和相關部門應考慮對新市場進行深入分析和研究，以確定詳細實施機制或方法，以及新市場中應提供的產品。我們明白只限專業投資者參與的市場並非全無爭議，例如有些人可能認為這樣的市場限制過於嚴格或沒有非要，並可能排除以散戶投資者為重點客戶的中介人，然而這項限制可以讓大眾更加了解市場規模，並盡可能擴大香港資本市場的產品多樣性，從中期發展而言，這將對各持份者都有利。

如果需要制定優先事項清單，金發局認為所建議的全新市場可優先考慮促進私募股權基金的二級市場交易，其次是債券和證券化產品。簡單而言，香港市場變得更活躍將可加強全球金融中心和離岸人民幣中心的地位，而這些都要透過多元化和創新的投資產品，並充分利用與其他證券交易所建立夥伴合作關係，香港可以為本地和國際投資者提供股票市場以外的新資本市場商機，進而促進市場發展和成長 (詳見附錄3以了解債券和證券化產品帶來的商機)。除此之外，政府有必要在金融行業快速發展的背景下，重新審視專業投資者的框架和定義。金發局欣悉香港金管局和證監會於 2023 年 7 月發布聯合通函，引入新的專業投資者級別 — 高端專業投資者 (Sophisticated Professional Investors)。通函將高端專業投資者引入到原本的投資者框架中，並概述了中介機構對高端專業投資者應遵循的合適性義務。此舉與金發局在 2022 年發表的「鞏固香港作為亞洲優秀私人財富管理樞紐的地位」當中的建議可謂異曲同

⁵⁹ 63%的受訪者表示，他們會把少於50%的投資投入香港市場

工，⁶⁰因為報告內建議重新考慮使用淨資產測試，作為劃分個別人士或公司是否符合專業投資者資格，並在考慮投資者在投資領域的經驗和成熟程度後，引入新的投資者類別「高端專業投資者」。

其他短中期措施

如一開始所述，除了需要引入一個只限專業投資者參與的市場外，工作小組還針對提升國際集資中心的競爭力的其他重點領域，以下列出需要優先關注的領域：

建議 2: 探索創業板與其他市場之間的協同效應

香港一直致力於促進跨境投資和雙向資金流動，透過推出一系列互聯互通機制，如滬深港通、債券通、理財通和ETF納入互聯互通合資格證券，使國際投資者能夠透過香港參與內地市場。近期推出的三大金融市場一體化計劃或強化措施更進一步加強香港和內地市場的聯繫，加強香港作為中國國際金融中心的地位，這些重要措施包括：(i) 在2023年5月啟動的互換通，(ii) 在2023年3月將更多在香港上市的外國公司納入港股南向通，以及(iii) 在2022年9月在前海推出支持深圳和香港風險投資聯動發展的滬港通和深港通計劃。

值得鼓舞的是，在2022年10月發表的施政報告中，⁶¹政府強調計劃探討活化創業板，為中小型發行人提供更有效的集資平台。此外，港交所最近於2023年6月宣布與北京證券交易所簽署諒解備忘錄，建立長期合作關係。鑒於近期的發展，根據2022年3月發表的研究報告⁶²，重新提出希望評估香港交易所創業板和北京證券交易所之間的合作模式和協同效應的建議，以創立更有效的交易平台，擴大和推動中小型發行人股東基礎更多元化發展。這個建議預期能夠進一步提升對潛在發行人的吸引力和促進市場流動性，加強兩個證券交易所之間的互聯互通將促進市場的深度和廣度，從而實現雙向市場流動性。在這種情況下，擴大滬港通計劃的覆蓋範圍可更有效加速此過程。

互聯互通計劃為香港的金融市場注入重要動力。在2022年，滬深港通北向和南向的平均每日成交額分別為1,004億元人民幣和317億港元，分別相當於港股股票市場每日成交額的80.4%和25.4%（香港股票市場在同一期間的平均每日成交額為1,249億港元）。⁶³這顯示了交易所之間的聯通性和市場流動性之間的正相關性，因此將滬深港通計劃擴展至北京證交所和創業板的潛力值得進一步探討，擴大跨境投資範圍和增加投資產品將有助提升香港和中國內地金融市場的活躍程度，同時為香港、內地和世界其他地區的投資者提供更多商機和更多元化的投資。

除了加強與內地市場的連繫外，促進與其他區域資本市場的連繫對於鞏固香港作為國際集資中心至關重要。為了實現這目標，包括香港交易所和相關監管機構在內的公營持份者可以進一步探索擴大現有的互聯互通機制範圍，或者借鑒歐洲多邊交易設施平台（如泛歐證券交易所的Growth、Access和Access+），這些設施平台將歐洲經濟體與全球資本市場聯繫起來。如果與創業板類似定位的其他區域交易所建立夥伴合作關係可以促進中小型發行人的集資活動，將其集資範圍延伸至更多地方，這些措施將擴大投資者的基礎，並吸引更多國際資本流入。全新的機制亦應努力提高流動性，讓大部份在創業板上市的公司都能夠受惠。此外，透過夥伴合作關係將令香港的資本市場受到更多關注，同時提升香港在全球資本市場的地位，包括在創業板上市的公司。

專門針對加強市場監管和創業板運作效率的團隊

如前文所述，考慮到中小型企業在融資方面面臨的各種挑戰，一些行業從業者認為，建立專門的團隊和委員會，專門為創業板生態系統內的企業提供服務可以幫助簡化和加快這一過程。這些從業者認為，由於創業板上市申請人具有鮮明的特點，例如新興初創企業和創新型企業，因此，擁有適當專業知識、資源

60 金融發展局。(2022年9月)。鞏固香港作為亞洲優秀私人財富管理樞紐的地位。https://www.fsd.org.hk/media/rvqi03sy/20220907_pwm-eng-final.pdf

61 香港特別行政區政府。(2022年10月)。2022年施政報告。<https://www.policyaddress.gov.hk/2022/en/>

62 金融發展局。(2022年3月)。香港作為國際金融中心 - 優化香港的上市制度。<https://www.fsd.org.hk/media/yflh4p1h/20220303-fsdc-paper-enrichment-of-hong-kong-s-listing-offerings-en-2.pdf>

63 香港交易所。(2023年2月)。2022年全年業績、股息及暫停辦理股份過戶登記手續。https://www.hkexgroup.com/-/media/HKEX-Group-Site/ccd/Media-Centre/hkexnews/2023/230223news/230223news_e.pdf

和決策能力的專業團隊以審批這些申請人是否適合上市會更恰當。憑藉適當水平的專業知識、資源、注意力和決策能力，專門的團隊將能夠更好地了解中小企業在尋求資金時遇到的障礙。

金發局了解到，香港交易所在 1999 年推出創業板時，最初的確採納了為創業板設立專責團隊和委員會的建議。在此期間，創業板有一個獨立於主板的上市委員會和人力架構，符合其預期為早期公司提供一個以披露為本為主的市場。在這一點上，創業板與主板有明顯不同。

然而，隨著千禧科網泡沫爆破，創業板表現不佳，引來公眾檢討，創業板其後被重新定位為主板的「踏腳石」，而不是一個純粹為新興公司而設的獨立市場。因此，香港交易所於 2003 年 5 月合併了兩個上市委員會，並於 2004 年 1 月將創業板的上市部門納入主板更廣泛的上市部門；其後在 2004 年 3 月修訂《上市規則》後，盡可能地將守則和解釋標準化。其後，創業板再被重新定位為「成熟」中小企業的市場。⁶⁴這些公司在上市時，平均已營運 15 年，反映了尋求在創業板上市的公司公司的性質。

儘管有上述歷史，但隨著政府正在探索活化創業板以及擴大與其他交易所聯繫的可能性，加上工作量增加，金發局建議港交所重新評估成立一個專責應對創業板生態系統的團隊及委員會，負責審核和批准創業板公司上市的申請。這個團隊能夠更有效率地審核相關的上市申請，同時透過有效的法規加強市場監管和風險管理。這項建議證明了業界致力於促進上市過程的透明度、合規性和高規格上市標準，有望讓市場所有持份者受惠。

建議 3: 審視股票交易印花稅

低稅率和簡單稅制是香港作為國際金融中心賴以成功的基石。香港的稅制別具吸引力，因為散戶投資者在股票方面不需要扣繳股息稅⁶⁵，也不需要預扣固定收益投資工具的利息稅⁶⁶，此外香港對於本地和外國投資者在沽售股票時也沒有資本利得稅。

印花稅是香港的主要稅收模式，適用於轉讓香港股票。根據香港《印花稅條例》，以下屬於四類可予徵收印花稅的項目⁶⁷。

- 香港境內的不動產；
- 香港股票；
- 香港不記名票據；
- 針對上述三個稅項收費的文件副本。

雖然印花稅是金融工具交易中少數的稅收形式之一，但許多從業員質疑是否應進一步審視印花稅安排，他們認這可提升香港資本市場的競爭力並確保與國際標準接軌。

自 2021 年 8 月起，香港股票的買賣交易，需由買方和賣方各自負擔 0.13% 的印花稅（總計為 0.26%）。據估計，全球只有不超過 30 個經濟體對股票交易徵印花稅⁶⁸，事實上，除了香港和英國，其他主要的國際金融中心不會對股票交易徵印花稅。近期，中國財政部宣布自 2023 年 8 月 28 日起，將股票交易印花稅從 0.1% 降低至 0.05%，旨在刺激資本市場，增強投資者信心（圖 9）。⁶⁹

64 香港交易所。(2007年7月)。有關創業板的諮詢文件。<https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2006-to-2010/July-2007-Consultation-Paper/Consultation-paper/cp200707e.pdf>

65 中國內地對於在香港交易所交易的某些H股和紅籌股徵收扣繳稅。

66 香港特別行政區政府。(2023年7月)。第112章《稅務條例》第26條。<https://www.elegislation.gov.hk/hk/cap112>

67 香港特別行政區政府。(2023年2月)。香港印花稅條例。<https://www.elegislation.gov.hk/hk/cap117>

68 香港立法會秘書處資料研究組。(2022年8月)。選定地方的證券交易稅項及收費。<https://www.legco.gov.hk/research-publications/english/2022rt07-security-taxes-and-fees-in-selected-places-20220810-e.pdf>

69 中華人民共和國財政部。(2023年8月27日)。關於減半徵收印花稅公告。http://szs.mof.gov.cn/zhengcefabu/202308/t20230827_3904226.htm

圖 9：全球主要證券交易所市值(截至 2023 年 6 月)⁷⁰

證券交易所名稱	世界排名	亞洲排名	市值(兆美元)	印花稅率
美國(紐約泛歐證券交易所)	1		24.8	無
美國(納斯達克)	2		21.3	無
中國(上海證券交易所)	3	1	6.8	自 2023 年 8 月 28 日起,稅率降至 0.05% (僅限賣方) 之前的稅率為 0.1% ⁷¹
歐洲(紐約泛歐證券交易所)	4		6.7	無
日本(日本交易所集團)	5	2	5.8	無
中國(深圳證券交易所)	6	3	4.7	自 2023 年 8 月 28 日起,稅率降至 0.05% (僅限賣方) 之前的稅率為 0.1% ⁷²
香港	7	4	4.3	0.26% ⁷³ (0.13% 買方) (0.13% 賣方)
印度	8	5	3.3	0.00001% - 0.015% ⁷⁴
英國(倫敦證券交易所集團)	9		3.2	0.5% (僅買方) ⁷⁵
加拿大(多倫多)	10		3.0	無
沙特阿拉伯證券交易所(Tadawul)	11		2.9	無
德國德意志交易所(Deutsche Börse)	12		2.2	無
北歐證券交易所(NASDAQ Nordic Exchange)	13		2.0	無
瑞士	14		1.9	0.15% (買賣瑞士本地證券) 0.3% (買賣外國證券) 需經瑞士當地證券經紀商辦理 ⁷⁶
韓國	15	6	1.9	無 (KRX市場的賣方需繳付0.15%的股票交易稅,至於KONEX市場的賣方需繳付0.3%) ⁷⁷

金發局明白股票交易徵收的印花稅是香港政府的一項重要財政收入來源,事實上,印花稅收入在 2021/2022 財政年度達 997 億港元,佔香港總政府收入約 14.4%。^{78,79}

其他成本亦包括香港交易所交易徵費和證監會交易徵費,分別對股票交易徵收 0.00565% 和 0.0027% 的稅率。⁸⁰與之相比,香港的印花稅佔了股票交易成本的重要部分。在現今電子化及全球相互聯繫的市

70 香港證監會。(2023年3月)◦世界各大證券交易所的市值◦<https://www.sfc.hk/-/media/EN/files/SOM/MarketStatistics/a01.pdf>

71 上海證券交易所。(2019年)◦交易、清算及結算◦<http://english.sse.com.cn/access/stockconnect/settlement/>

72 深圳證券交易所。(2023年)◦交易費用◦<http://www.szse.cn/English/services/trading/tradingFees/index.html>

73 香港交易所。(2023年)◦證券交易費用◦[https://www.hkex.com.hk/Services/Rules-and-Forms-and-Fees/Fees/Securities-\(Hong-Kong\)/Trading/Transaction?sc_lang=en#:~:text=Stamp%20Duty%20on%20Stock%20Transaction,the%20buyer%20and%20the%20seller.](https://www.hkex.com.hk/Services/Rules-and-Forms-and-Fees/Fees/Securities-(Hong-Kong)/Trading/Transaction?sc_lang=en#:~:text=Stamp%20Duty%20on%20Stock%20Transaction,the%20buyer%20and%20the%20seller.)

74 印度國家證券交易所。(2023年)◦交易費用及其他徵費 (“SEBI TURNOVER FEES, STT AND OTHER LEVIES”)◦<https://www.nseindia.com/invest/first-time-investor-sebi-turnover-fees-stt-other-levies>

75 倫敦證券交易所。(2023年)◦印花稅豁免 (“Stamp Duty Exemption”)◦<https://www.londonstockexchange.com/securities-trading/stamp-duty-exemption.>

76 紐約梅隆。(2018年)◦環球財務交易稅務概覽 (“Global View of Financial Transaction Taxes”)◦<https://www.bnymellon.com/content/dam/bnymellon/documents/pdf/emea/global-view-of-financial-transaction-taxes.pdf.coredownload.pdf>

77 加拿大皇家銀行投資者服務。(2023年1月)◦南韓市場概覽 (“South Korea Market Profiles”)◦<https://www.rbcits.com/fr/gmi/global-custody/market-profiles/market.page?dcr=templatedata/globalcustody/marketprofiles/data/south-korea>

78 稅務局。(2022年8月)◦選定地方的證券交易稅項及收費◦<https://www.legco.gov.hk/research-publications/english/2022r07-securities-transaction-taxes-and-fees-in-selected-places-20220810-e.pdf>

79 香港立法會秘書處資料研究組。(2022年11月)◦政府收入的主要來源◦<https://www.legco.gov.hk/research-publications/english/2022issf03-major-sources-of-government-revenue-20221110-e.pdf>

80 香港交易所。(2023年)◦證券交易費用◦[https://www.hkex.com.hk/Services/Rules-and-Forms-and-Fees/Fees/Securities-\(Hong-Kong\)/Trading/Transaction?sc_lang=en#:~:text=Stamp%20Duty%20on%20Stock%20Transaction,the%20buyer%20and%20the%20seller](https://www.hkex.com.hk/Services/Rules-and-Forms-and-Fees/Fees/Securities-(Hong-Kong)/Trading/Transaction?sc_lang=en#:~:text=Stamp%20Duty%20on%20Stock%20Transaction,the%20buyer%20and%20the%20seller)

場，市場參與者和投資者可以輕易選擇在其他不徵收印花稅的金融市場，以其他國際股票或產品進行交易，同時實現更低的交易成本獲得類似的回報。

再者，徵收印花稅可能會妨礙高頻交易活動。高頻交易的本質是高換手率和高訂單交易比，⁸¹截至 2020 年，高頻交易約佔美國股票市場交易量的一半，至於在歐洲股票市場的交易量佔比介乎 24%至43%。⁸²考慮到這些因素，徵收印花稅可能會影響交易行為和市場動態。如果市場人士傾向在不徵收印花稅的市場進行交易，可能會導致徵收印花稅的市場出現流動性下降和總體交易量減少的情況。

在過去幾年，我們可以看到一個令人鼓舞的趨勢，香港為了培育創新產品和促進本地證券市場的產品多樣化，已經對更多在香港交易所上市的产品，包括交易所買賣基金 (ETFs)、債券、衍生權證和牛熊證豁免印花稅。此外，從2023年1月開始實施，針對雙櫃檯模式的雙幣股票 (雙幣雙股) 買賣落實豁免徵收印花稅⁸³，也可以視為應對市場發展的一項措施。

減少交易障礙確實可以增強市場流動性，並為未來的改進或創新提供堅實的基礎，從而有可能吸引更多私人 and 公共資金。因此香港政府可考慮與國際慣例接軌，不再對股票交易徵收印花稅，金發局認為現在是時候考慮根據不斷變化的金融市場和環球眾多交易所的實際操作以審視目前的印花稅稅率，這有助於提升香港作為國際集資中心的競爭力，任何改善交易運作的舉措都可被發行人和全球投資者視為一項堅定的承諾。

建議 4: 針對非傳統/新興資產類別，制定促進投資者教育和理財教育的策略架構

科技的迅速發展、市場互聯互通的蓬勃發展以及全球創新投資產品的興起，已經在許多方面改變了金融市場。⁸⁴

近年來，全球金融市場見證了如特殊目的收購公司 (SPACs) 和虛擬資產 (VAs) 的新興投資機會的興起。不過然而，其快速發展的性質和離岸投資平台對公眾的普遍可及性，突顯了規避監管的現象。現時全球市場針對這類產品仍然缺乏完整的監管框架，⁸⁵特別是隨著全球金融市場之間的聯通性日益成長，令零售投資者能夠輕鬆地透過離岸交易平台接觸各種不同投資產品，包括在香港尚未受到監管的新興產品或私募基金商機。

有鑒於全球市場發展趨勢，將某些投資工具僅限於專業投資者應該只是香港監管市場發展的第一步，市場需要對引入創新投資產品作出迅速回應，隨著大眾對這些僅供專業投資者的產品的特點和特性更為熟悉，在觀察相關產品一段時間錄得良好的交易紀錄後，可以考慮將其擴展到零售市場。

我們的最終目標，是提高市場對創新產品的認識和了解，因此建立一個全面的生態系統可有助提升市場風險敞口和流動性。以下是香港對市場創新的可行監管措施：

提升金融知識教育：由於新的投資產品可能相對複雜和抽象，不僅對投資者、對中介機構和從業員亦可能無法輕易理解，因此需要提供大規模的培訓、技能提升和轉型培訓，例如針對可持續金融產品所提及的可持續聲明所涉及的科學數據分析等都需要專家進行驗證，因此應與大學合作，對中介人和專業從業員提供持續培訓，以打造一個可持續的生態圈。作為國際集資中心，吸引外國專家並培養本地人才在創新領域發展專業知識尤其重要。令人鼓舞的是，政府和監管機構一直在合作支持金融領域的人才發展，綠色和可持續金融跨機構督導小組就是一個例子，該小組由各個監管機構和政府部門組成。他們啟動了綠色和可持續金融培訓先導計劃，為本地從業員提供綠色和可持續金融培訓補貼。⁸⁶同樣地，政府也應

81 CFA協會。(2023年)。⁸¹高頻交易 ("High Frequency Trading")><https://www.cfainstitute.org/en/advocacy/issues/high-frequency-trading#sort=%40pubbrowedate%20descending>

82 Johannes Breckenfelder。(2020年12月) 第78號研究：高頻交易者之間的競爭如何影響市場流動性 ("Research Bulletin No. 78: How does competition among high-frequency traders affect market liquidity")>歐洲央行網址<https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-research/resbull/2020/html/ecb.rb201215~210477c6b0.en.html>

83 稅務局。(2023年5月)。⁸³印花稅署 印花通告第 02/2023 號>https://www.ird.gov.hk/eng/pdf/sdo/ext_cir/so_ext_cir_02_2023.pdf

84 經濟合作暨發展組織。(2019年6月)。⁸⁴數碼時代的監管有效性 ("Regulatory effectiveness in the era of digitalisation")><https://www.oecd.org/gov/regulatory-policy/Regulatory-effectiveness-in-the-era-of-digitalisation.pdf>

85 畢馬威。(2021年)。⁸⁵2022年十大重要監管挑戰 ("Ten Key Regulatory Challenges of 2022")><https://advisory.kpmg.us/articles/2022/ten-key-regulatory-challenges-2022-crypto-digital-assets.html>

86 財經事務及庫務局。(2022年12月)。⁸⁶綠色和可持續金融培訓先導計劃>https://www.fstb.gov.hk/fstb/en/business/funding_schemes/pilot-green-and-sustainable-finance-capacity-building-support-scheme.html#:~:text=The%20Government%20launched%20the%20Pilot,trend%20of%20developing%20low%20carbon

該對創新產品和僅限專業投資者參與的交易平台等新興領域提供類似培訓，以提升從業員的認知和確保行業持續增長。

投資者教育和理財教育：提升投資者教育和理財教育對於維護經濟穩定同樣重要，這可有助改善投資行為並強化投資者對金融市場的信心。⁸⁷當全新投資產品在早期推出市場，僅限開放給專業投資者發售時，也應提高投資者對新投資產品和相關潛在風險的認識和了解，同時考慮到新投資產品新穎性及其發展，監管機構和市場參與者亦應一起努力，透過投資者及理財教育委員會（投委會）和香港證券及投資學會等攜手提升投資者教育和理財教育，從只開放給專業投資者參與特定產品，過渡到向所有投資者開放。政府亦可考慮為相關機構提供額外資源，以提高大眾對新興產品和趨勢的理解和認識，從而支援他們作出適當的投資決定。

87 EFAMA。(2014年7月)◦EFAMA對國際證監會組織在投資者教育策略框架諮詢文件的回應 (“EGAMA Response to IOSCO Consultation paper on Strategic Framework for Investor Education”)◦<https://www.iosco.org/library/pubdocs/462/pdf/EFAMA.pdf>

結論

隨著世界經濟和投資需求的不斷演變，香港無可避免地需要擴大投資產品種類，並在整個金融市場的各個資產類別中維持充足的流動性，以服務不斷增加的全球投資者。近年來，隨著中小企、未有收入的公司和私募市場投資等另類融資選擇相繼出現，作為頂尖國際金融中心，香港在促進金融創新的同時，也應該保護投資者利益。

為實現這個目標，香港應保持一個活躍及高效的金融生態系統，透過便利投資者參與私募市場投資等新興投資產品以擴大產品組合選擇，並維持一個強大及靈活的監管框架，可令香港滿足全球投資者的需求。

我們深信，本報告所提出的建議，透過在香港資本市場注入創新元素後，能夠促進流動性並加強產品組合選擇，將有助於香港轉型成更具活力的公開和私募投資市場。透過加強本地集資平台的廣度和深度，可以鞏固香港作為東西方全球資本流動樞紐的領先地位。

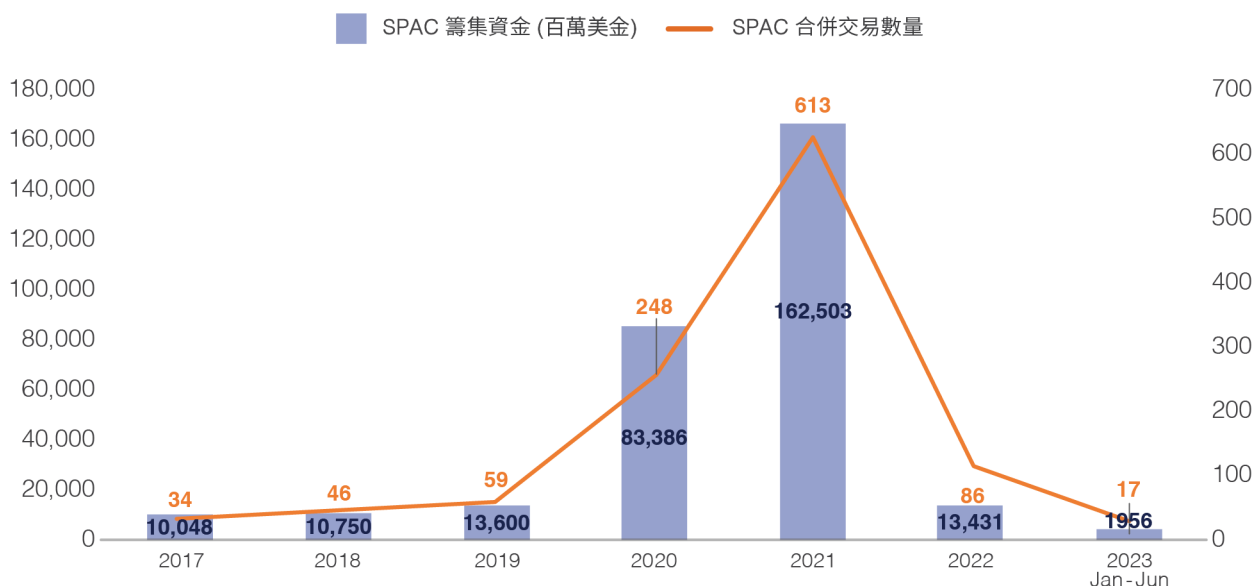
附錄 1: 特殊目的收購公司和虛擬資產

特殊目的收購公司 (Special Purpose Acquisition Companies, SPACs)

特殊目的收購公司，有時被稱為「空頭支票」公司。雖然自上世紀90年代以來就一直存在，然而直到 2019 年，美國市場對其興趣急遽上升。儘管公開市場在疫情期間出現波動，但自 2020 年開始對 SPACs 的需求急劇增加，交易量在 2021 年達到高峰，主要可歸功於 SPACs 相對於傳統 IPO 提供一個更快速的上市流程。隨著市場因地緣政治不確定性、利率上升的和高通脹壓力而變得更加波動，因此全球 SPACs 活動在 2022 年減少 (圖10)⁸⁸。

儘管特殊目的收購公司的 IPO 集資額減小，美國的集資額仍達到 130 億美元，佔美國總 IPO 集資額 59% 以上，超越了 2021 年的 49%⁸⁹。

圖 10. 自 2017 年來美國 SPAC 活動



資料來源: SPAC 分析數據庫

隨著 SPAC 在美國市場興起，其他主要金融中心也針對 SPAC 建立了新的上市制度，例如英國、新加坡、韓國和馬來西亞等亞洲市場在 2021 年也制定類似的法規，以促進 SPAC 的上市。香港交易所亦於 2022 年 1 月推出了 SPAC 上市制度，為 IPO 申請人提供除傳統 IPO 路徑外的「雙軌」上市選擇，有鑑於 SPAC 對香港投資者來說是相對較新穎的投資工具，並考慮到相關風險，香港的 SPAC 上市制度限制由認購以至上市後交易，均只限專業投資者參與，直至 SPAC 完成收購目標公司為止，即所謂的「De-SPAC」過程。⁹⁰考慮到本地市場的情況，香港交易所的 SPAC 上市制度旨在保護投資者和支持創新企業之間取得平衡，本制度的重要原則是持續不懈地充分保護個人投資者。

88 標普全球市場資訊。(2022年11月)。「SPAC 產品及交易回落至急升前水平」(“SPAC offerings, deals fall to pre-surge levels”)。https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/spac-offerings-deals-fall-to-pre-surge-levels-72960244

89 SPAC Analytics (在2023年1月6日存取)。「SPAC Analytics 資料庫」(“SPAC Analytics Database”)。https://www.spacanalytics.com/

90 根據本文，個人投資者指的是非機構專業投資者，包括符合「證券及期貨(專業投資者)規則」(第571D章)的任何個人和法人實體。因此，專業投資者包括：(i) 持有不少於800萬港元投資組合的個人，(ii) 具有不少於4,000萬港元總資產的信託公司，以及(iii) 具有不少於800萬港元投資組合或不少於4,000萬港元總資產的公司或合夥企業。

虛擬資產 (Virtual Assets, VAs)

近年來由於科技進步令虛擬資產 (VAs) 變得更加普及，並受到全球投資者的關注。虛擬資產的交易也有顯著增長，全球加密貨幣的市值大幅上升便是最好的證明，截至 2021 年 11 月，虛擬資產市值達到高峰接近 29,000 億美元，自 2017 年以來成長達 140 倍。儘管在接下來的幾年中，市場出現波動，但加密貨幣市場的投資力道仍十分強勁，截至 2023 年 5 月市值達到 1,137 億美元 (圖11)⁹¹，預計到 2023 年，全球持有加密貨幣的人數將超過 4.1 億，相當於全球人口 4.2%⁹²。

圖 11. 全球加密貨幣圖表 - 總加密貨幣市值



上圖顯示包括穩定幣和代幣 (加密貨幣) 在內的所有加密貨幣的總市值。

資料來源: 加密貨幣價格追蹤網站Coinmarketcap

91 Coinmarketcap (在2022年11月3日存取)◦環球加密貨幣圖表 ("Global Cryptocurrency Charts")◦<https://coinmarketcap.com/charts/>

92 Triple-A (在2023年1月6日存取)◦加密貨幣持有權益數據 ("Cryptocurrency Ownership Data")◦<https://triple-a.io/crypto-ownership-data/#:~:text=Global%20crypto%20adoption&text=As%20of%202023%2C%20we%20estimated,420%20million%20crypto%20users%20worldwide>

虛擬資產規模和香港的監管制度

考慮到虛擬資產 (VA) 可能存在的風險，包括英國、美國、新加坡等許多司法管轄區都針對虛擬資產優先制訂全面的監管框架，以監管此類新興資產的發展，這些監管框架的共同目標是保護投資者的利益，促進行業的可持續發展。

就香港而言，證監會首次於 2017 年把虛擬資產列入監管範圍，當時首次代幣發行 (ICO) 變得普遍⁹³，在 2018 年證監會為虛擬資產交易平台營運商、投資組合經理公司和基金經銷商引入一套監管框架，投資組合中超過 10% 資金投資於虛擬資產的基金，有義務遵守額外的要求，例如僅限專業投資者參與。

隨著虛擬資產相關行業的快速發展，香港正對虛擬資產的監管框架進行調整。在 2021 年，財經事務及庫務局提出了修訂「打擊洗錢條例」的建議，主要在於對虛擬資產服務提供者 (VASP) 設定發牌制度⁹⁴，該制度旨在監管虛擬資產活動，從事虛擬資產相關行業的人士都必須向證監會申請 VASP 牌照，相關修訂案於 2022 年 12 月通過，並針對相關監管要求進行後續諮詢後於 2023 年 6 月生效。值得注意的是，與最初的建議內容不同的是，針對獲得牌照的交易所，現在可以向零售客戶提供服務，但需受到特定限制，例如代幣必須納入由兩個獨立指數提供者所推出的至少兩個獲接納的指數當中，及施加了額外的披露義務和其他要求。^{95,96}這一方向的改變受到了 Web3 生態系統和傳統金融從業者的好評，自政府致力於該行業以來，眾多公司已被吸引到香港落戶。從 2022 年 11 月至 2023 年 5 月中旬，超過 90 家來自中國大陸和海外的與 VA 相關的公司表示有興趣在香港開展業務。⁹⁷截至 2023 年 8 月，由政府全資附屬公司管理的數碼港已聚集了超過 180 家專門從事 Web3 技術的公司。⁹⁸

93 香港證監會。(2021年11月)。證監會時任副行政總裁梁鳳儀在2021年香港金融科技周上的演講 (“Keynote address by Ms. Julia Leung, Deputy Chief Executive Officer and Executive Director, Intermediaries, the SFC at Hong Kong FinTech Week 2021”)。https://www.sfc.hk/-/media/EN/files/COM/Speech/DCEO-at-HK-FinTech-Week-2021.pdf

94 財經事務及庫務局。(2021年5月)。有關香港加強打擊洗錢及恐怖分子資金籌集規管的立法建議。https://www.fstb.gov.hk/fsb/en/publication/consult/doc/consult_conclu_aml_e.pdf

95 財經事務及庫務局。(2022年10月)。有關虛擬資產在港發展的政策宣言。https://gia.info.gov.hk/general/202210/31/P2022103000454_404805_1_1667173469522.pdf

96 金杜律師事務所。(2023年4月)。香港新的虛擬資產制度 (“Hong Kong's New Virtual Asset Regime”)。https://www.kwm.com/global/en/insights/latest-thinking/hong-kongs-new-virtual-asset-regime-what-you-need-to-know.html#:~:text=What%20is%20the%20Hong%20Kong,a%20licence%20is%20an%20offence

97 立法會財經事務委員會(2023年6月)。香港金融科技及其他創新金融服務的發展。https://www.legco.gov.hk/yr2023/chinese/panels/fa/papers/fa20230605cb1-569-3-c.pdf

98 立法會財經事務委員會(2023年6月)。香港金融科技及其他創新金融服務的發展。https://www.legco.gov.hk/yr2023/chinese/panels/fa/papers/fa20230605cb1-569-3-c.pdf

附錄 2：香港現行金融法規和監管方式

上市資格和合適性要求

香港作為全球頂尖的上市中心之一，在保持嚴格的上市標準以促進市場誠信和強化大眾信心的同時，香港交易所致力於滿足投資者需求，引入更多元化的投資選擇，然而市場參與者普遍認為，進一步改革對市場及投資者有利，例如，重新審視一些上市要求以滿足新興行業潛在發行人的融資需求。

具體而言，申請在香港交易所主板進行上市的公司必須滿足《上市規則》第 8.05 (1) 條的「盈利測試」，或《上市規則》第 8.05 (2) 條的「市值／收益／現金流量測試」。對於在創業板上市申請者，必須達到最低現金流及市值的規定，除了盈利表現門檻外，在主板和創業板上市時，申請人亦需提供提供過往公司股東控股權、管理層名單等資料，以證明公司能夠可持續營運。以下是香港交易所主板和創業板上市資格要求摘要：

	主板			創業板
	盈利測試	市值／營收／現金流測試	市值／營收測試	
交易記錄	3個會計年度			2個會計年度
盈利	最近一年至少為 3,500萬港元；前兩年累計亦不得低於 4,500萬港元。	不適用		不適用
營收	不適用	最近一個經審計的會計年度帳目營收至少為港幣5億元。		
營業現金流	不適用	前3個會計年度的營業現金流量合計至少為 1 億港元	不適用	前2個財政年度的營業現金流合計不少於3,000 萬港元
市值	上市時的市值為港幣 5億元	上市時的市值為港幣 20 億元	上市時的市值為港幣 40 億元	上市時的市值為港幣 1.5 億元
公司股東控股權的持續性	至少最近一個經審計的財政年度			至少最近一個經審計的財政年度
公司管理層的持續性	3個會計年度			2個會計年度

企業除了滿足相關要求外，業務還必須適合在香港交易所主板和創業板上市。根據香港交易所的指引，判定一家公司是否適合上市時，必須考慮各種因素，包括籌集資金用途、未來目標和策略，盈利和收入成長、上市成本，以及申請公司是否處於潛在的「黃昏產業」。

目前對企業上市資格和要求普遍偏向已有獲利或產生營收，上市時已達到一定的市值水平，這些要求可能會使有資格和適合上市的企業更集中於傳統行業和/或已經經營一段時間的公司，初創企業以及中小企可能因此無法籌得資金。

近年來，針對特定行業（如生物科技、礦業和專業科技）的企業，香港交易所採取更靈活的資格和合適性要求，但僅限於特定類型的企業，並受到其自身產業所要求的限制。

下文概述了生物科技、礦業、特專科技以及持有不同投票權架構的公司的主要上市要求。

	生物科技公司	礦業公司	不同投票權架構的公司	特專科技公司
能否在不符合《上市規則》第8.05條中的財務資格要求的情況下上市嗎？	可以，但須遵守各項的合適性規定、資格審查和其他要求以及修訂後的財務資格要求： (1) 上市時市值至少為15億港元；及 (2) 在2個會計年度內管理層維持不變。	可以，但仍須遵守其他合規性要求。	修訂後的財務資格要求： (1) 上市時市值至少為400億港元；或 (2) 上市時市值至少為100億港元，最近一個會計年度的營收至少為10億港元。	修訂後的財務資格要求： (1) 已商業化公司於上市時市值至少為60億港元；或未商業化公司上市時的市值至少為100億港元；及 (2) 至少3個會計年度內實際管理層維持不變
上市資格要求與合適性	必須至少有一項核心產品已通過概念階段 上市前至少12個月主要專注於研發以開發核心產品 上市集資主要作研發用途，以將核心產品推出市場 申請人從事醫藥（小分子藥物）產品或生物產品研發，須證明其擁有多項潛在產品 上市日期的至少六個月前已獲至少一名資深投資者提供相當數額的第三方投資 ⁹⁹	至少有一個正在開發/勘探階段的礦產資產 應證明董事和高級管理層擁有足夠相關經驗，每個人至少有五年的相關產業經驗 必須顯示清晰的商業生產計劃以達到有盈利的商業生產	申請人必須是創新產業公司 ¹⁰⁰ 必須展示有高增長業務的紀錄並預計相關狀況會持續下去 不同投票權持有人積極參與業務營運的行政事務，為業務持續增長作出重大貢獻、以及在申請上市時必須是該公司的董事 需要最少一名資深投資者提供相當數額的第三方投資 ¹⁰¹	必須是屬於「特專科技公司」 ¹⁰² 必須主要從事研發特專科技產品至少3個會計年度及相關研發開支達到以下金額： (i) 其研發開支至少佔總營運開支的15%；或 (ii) 對於營收從1.5億港元至2.5億港元的未商業化公司，其研發開支至少佔總營運開支的30%；對於營收少於1.5億港元的未商業化公司，其研發開支至少佔總營運開支的50%，上述統計數據以經審計的最近一個會計年度為基礎。 需要至少2至5名資深獨立投資者進行實質的投資，且上述投資者在上市日期前至少已投資12個月 ^{103,104}
其他要求	經營當前業務至少2個會計年度 擁有足夠的營運資金，在公司刊發上市文件日期起計的未來最少12個月，足以支付集團成本的125%。	根據特定披露要求而進行詳細披露 ¹⁰⁵ 擁有足夠的營運資金，在公司刊發上市文件日期起計的未來最少12個月，足以支付集團成本的125%。	不同投票權持有人必須在首次上市時合計擁有申請公司已發行股本總額中至少10%的基本經濟利益。	必須經營當前業務至少3個會計年度。 擁有足夠的營運資金，在公司刊發上市文件日期起計的未來最少12個月，足以支付集團成本的125%。

實施新規則/諮詢流程

針對生物科技公司、礦業公司、持有不同投票權架構的公司、特殊目的收購公司以及最近的特專科技公司，香港交易所根據各個行業的特性，制訂了適用於個別行業的專用上市要求，因此，上市申請人必須屬於上述特定類型的公司。

引入新上市規定的過程頗為複雜，香港交易所必須首先考慮新行業、公司類型或市場發展是否不符合現行上市規則的資格要求，以及是否應該授予任何豁免，在進行此類審查後，香港交易所會發布一份有關新規則的諮詢文件，隨後進入（一般為期兩個月）諮詢期，香港交易所隨後對諮詢結果進行整理和評估，並在新規則生效之前公布結論。

雖然這種制度的靈活性有助於促進資本市場的創新。然而，這種制度的漫長程序局限了交易所在應對動態全球投資市場，以至出現新趨勢時，能否及時回應市場需求。因此，港交所必須在維持市場穩定和促進創新之間找到平衡。

99 香港交易所。(2023年)。上市規則與指引。<https://en-rules.hkex.com.hk/>。香港交易所將根據投資者的淨資產或其管理的資產、相關投資經驗以及投資者於相關領域的知識和專業技術等因素，根據第18A章個別情況評估投資者是否為資深投資者以用於評估其上市申請(第3.2(g)(i)段，GL92-18)。

100 香港交易所。(2023年)。上市規則與指引。<https://en-rules.hkex.com.hk/>。創新企業通常應具備以下一項或多項特徵：(a) 其成功可歸因於運用公司核心業務的，包括新技術、創新和/或新業務模式，藉此證明該公司相比現有市場參與者的獨特之處；(b) 研發是其預期價值的重要因素，同時也是主要活動和支出；(c) 其成功可歸因於其特有特徵或智慧財產權；和/或(d) 相對於有形資產價值，其市值/無形資產價值較高(第4.2段，GL93-18)。

101 香港交易所。(2023年)。上市規則與指引。<https://en-rules.hkex.com.hk/>。港交所會考慮一位投資者的淨資產或其管理資產、相關投資經驗以及投資者在相關領域知識和專業技術等因素，以判定其是否屬於「資深投資者」(第4.6段，GL93-18)。

102 香港交易所。(2023年)。上市規則與指引。<https://en-rules.hkex.com.hk/>。主要在可接受的特定技術行業範疇內從事（無論是直接或是透過子公司）特定技術產品的研發、商業化和/或銷售的公司(第7段，GL 115-23)。

103 香港交易所。(2023年)。上市規則與指引。<https://en-rules.hkex.com.hk/>。香港交易所將定期在其網站上發布有關資深投資者的定義及符合此規定的投資性質和範圍的指引，並適時進行修訂(第31段，GL 115-23)。

104 香港交易所。(2023年)。上市規則與指引。<https://en-rules.hkex.com.hk/>。至少有2至5名被認為資深獨立投資者，其合計持有申請人已發行股本的≥10%，或以其他方式對申請人進行總投資金額≥15億港元，其中至少有2個資深獨立投資者分別持有申請人已發行股本的≥3%，或以其他方式每個資深獨立投資者對申請人進行投資≥4.5億港元(第37(a)段，GL 115-23)。

105 香港交易所。(2023年)。上市規則與指引。<https://en-rules.hkex.com.hk/>。《上市規則》第18章和香港交易所的通函GL52-13。

附錄 3: 只限於專業投資者的市場中，潛在新產品開發的新建議

為強化香港作為國際集資中心的地位，提升市場流動性和多樣性尤其重要，香港應利用新興趨勢擴大其產品選擇，從而促進市場活力。

在香港，銀行貸款和債券，股債融資是政府和企業融資的主要途徑¹⁰⁶，多年來，包括中國內地、日本和新加坡在內的亞洲市場採取各種措施來推動融資管道多元化發展，例如建立指導性債券和證券化框架，但香港在這方面的進展尚未達到相應水平，儘管香港在2021年全球股權發行中佔比為 9.1%，但僅佔全球債券發行的 0.4%。¹⁰⁷相比之下，中國內地（分別為16.4%和20.3%）、美國（35.8%和33.9%）、日本（3.5%和13.7%）和新加坡（0.4%和0.2%）在這方面則展現出更平衡的狀態。¹⁰⁸

提升香港的債券發行和證券化能力不僅為資產和企業提供了額外的集資選擇，還擴大了投資品種的範圍，而這對尋求多元化、股權投資之外的商機的專業投資者而言將更加有利。

香港債券市場

香港的債券市場利用率不及其股票市場被充分利用，這在市場規模上有所體現。2022年，雖然該城市股票市場的市值相當於本地生產總值（GDP）的1,265%，但未到期債務證券僅佔GDP的159%。^{109,110,111}

政府債券通常被全球固定收益市場視為基石，它們為市場提供基準，增強流動性，並促進私營部門參與債券市場（世界銀行，2016年）。在香港，政府發行的未到期債務證券在2022年佔GDP的54%。¹¹²

將這些數字與其他市場進行對比，同時注意到香港的債務可能並非完全國內專注，可以鼓勵進一步利用我們的債務設施和生態系統（圖12）。此外，政府和相關機構發行的潛力提供了一個引人注目的機會。通過在這個方向上進一步探索，香港可以培育一個更加強大和多樣化的債券市場。

圖 12：未到期債務證券市場佔本地生產總值的百分比（2022年）

2022年 (十億美元 / GD(百分比))	香港	中國內地	英國	美國
股票市值	4,567 (1,265%)	11,425 (63%)	3,096 (101%)	39,004 (153%)
未到期債務證券	573 (159%)	21,660 (120%)	4,793 (156%)	51,937 (204%)
政府發出的未到期債務證券	194 (54%)	9,147 (51%)	3,071 (79%)	25,464 (106%)

資料來源：國際結算銀行、世界交易所聯合會、國際貨幣基金組織

此外，亞洲基礎設施項目對資金的強勁需求，加上逐漸普及的綠色和可持續金融產品，¹¹³都為香港擴大債券市場帶來巨大商機，香港可以藉此探索發行新型基礎設施債券、綠色債券、社會債券和可持續發展相關債券。

金發局欣悉政府在 2021 年成立債券市場發展督導委員會。委員會於 2022 年就三個策略方向提出了相關建議，旨在推動香港債券市場的發展，其中包括推動發展電子債券交易平台。該平台旨在促進二級市

106 Guorong Jiang, Nancy Tang和Eve Law。(2022年)。國際結算銀行報告第11號 - 發展債券市場的成本與效益：香港的經驗（“BIS Paper No.11 - The costs and benefits of developing debt markets: Hong Kong's experience”）。國際結算銀行網址<https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap11h.pdf>

107 即距離到期日尚有13個月或更長時間的固定收益證券。

108 證券業暨金融市場協會研究。(2021年7月)。2021年資本市場數據集（“2021 Capital Markets Fact Book”）。<https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2021/07/CM-Fact-Book-2021-SIFMA.pdf>

109 國際結算銀行。(2022年4月)。未償還債券列表。<https://stats.bis.org/statx/srs/table/c1>

110 世界交易所聯合會。(2023年)。交易所聯合會數據庫（“Statistics Portal”）。<https://www.world-exchanges.org/our-work/statistics>

111 國際貨幣基金。(2023年)。國際貨幣基金數據庫（“IMF Data”）。<https://www.imf.org/en/Data>

112 世界銀行。(2015年12月)。政府債券市場的發展（“Government Bond Market Development”）。<https://www.worldbank.org/en/topic/financialsector/brief/government-bond-markets>

113 羅兵咸永道。(2022年)。填補亞太地區萬億美元基礎設施缺口（“Bridging the trillion-dollar infrastructure gap in Asia Pacific”）。<https://www.pwc.com/id/en/pwc-presence-at-the-b20-forum/bridging-the-trillion-dollar-infrastructure-gap-in-asia-pacific.html>

場交易，並擴大投資者基礎，概念與本報告建議發展一個僅供專業投資者參與的市場相似。¹¹⁴

發展二級債券市場

除了積極發展一級債券市場外，推動二級市場發展，同時引入政府債券及公司債的回購協議，對強化整個債券市場發展亦同樣重要。

一個高效和流動性高的二級債券市場可讓投資者購買和出售之前發行的債券，可以強化市場參與度並吸引新的投資者。¹¹⁵

二級債券市場和債券回購協議可以說關係非常密切，債券回購協議是一種短期借款形式，其中中介人（可以是經紀）向投資者出售債券，並承諾在指定的日期以指定價格回購債券。目前香港交易所尚未提供債券回購協議，¹¹⁶但這也是決定債券市場流動性的重要因素，並為互換市場提供套戥機會。債券回購協議作為抵押品，為其帶動的流動性發揮著重要作用。

因此，市場應進一步探索發展二級債券市場和債券回購協議，為投資者提供有效管理投資組合的多元化選擇。

香港的證券化市場

普遍認為，資產證券化為一種融資替代方案，在經濟不確定時期有助於分散風險。根據歐洲金融市場協會和歐洲央行的意見，證券化能夠把具有不同風險程度的非流動性資產轉變為可交易證券，透過吸引投資者參與資本市場，可以將貸款從資產負債表中轉移並降低信用風險。^{117,118}

以證券化市場中的新發行的結構性融資而言，在2022年，中國的證券化市場排行全球第二（市佔率約27%），僅次於美國（約54%），在亞太地區市場具領先地位（圖14）¹¹⁹。

圖 13：全球結構性融資新發行量

全球結構性融資新發行量							
除另有註明外，否則則以是億美元計	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 (預測)
美國	510	540	582	452	783	595	507
加拿大 (以加幣計)	20	25	19	11	14	17	21
歐洲 (以歐元計)	82	107	102	69	114	81	80
中國	220	292	334	432	485	299	310
日本	48	56	61	60	61	45	45
澳洲	36	23	31	22	38	32	31
拉丁美洲	17	9	13	13	24	22	25
全球新發行總額 (大致總計)	930	1,050	1,150	1,070	1,530	1,092	1,019

資料來源：標準普爾全球評級、歐洲金融市場協會和歐洲央行

114 香港債券市場發展督導委員會。(2022年8月)。香港債券市場發展督導委員會發表有關香港債券市場的報告。https://www.fstb.gov.hk/fsb/en/publication/report/docs/Report%20of%20the%20Steering%20Committee%20on%20Bond%20Market%20Development%20in%20Hong%20Kong_EN_2022_08.pdf

115 國際結算銀行。(2022年)。新興經濟體的債券市場：政策問題概述 (“Bond markets in emerging economies: an overview of policy issues”)。<https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap11b.pdf>

116 香港交易所。(2020年9月)。中國內地與香港的交易所債券市場的崛起。https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Research-Reports/HKEx-Research-Papers/2020/CCEO_ExBond_202009_e.pdf?la=en

117 歐洲金融市場協會。(2021年9月)。證券化作為英國未來監管架構的關鍵基礎 – 第9頁概述證券化的獨特價值 (“Securitisation as a key pillar of the UK Future Regulatory Framework p.9 – the unique value of securitisation”)。<https://www.dlapiperintelligence.com/export/sites/intelligence/investmentrules/securitisation/commentary/Securitisation-as-a-key-pillar-of-the-UK-Future-Regulatory-Framework-September-2021.pdf>

118 歐洲央行。(2007年12月)。工作論文系列第838號第25頁 (“Working Paper Series No. 838 P.25”)。<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp838.pdf>

119 標準普爾全球評級。(2023年1月)。環球結構性融資2023年展望 (“Global Structured Finance 2023 Outlook”)。https://www.spglobal.com/_assets/documents/ratings/research/101571302.pdf

香港的證券化市場主要由私人資產驅動，主要參與者包括金融機構、保險公司和私募基金等機構投資者。¹²⁰雖然私人企業在香港的證券化市場扮演重要角色，但公營機構的參與仍然有限。除了香港按揭證券有限公司發行的住宅按揭抵押證券外，香港金融管理局在本地證券化市場中的參與有限。由於政府在過往十多年間沒有為公共資產或基礎設施項目發行任何證券化計劃，本地投資者對資產證券化計劃的了解較少。¹²¹

為了發展證券化市場，市場可積極探討引入如資產抵押證券 (ABS) 和合成證券化產品。資產抵押證券是美國和中國內地等金融市場十分受歡迎的結構性證券產品¹²²，而香港交易所已經發布了向專業投資者發售資產抵押證券的上市規則，但現時仍然沒有主動發行的資產抵押證券¹²³。

合成證券化是另一種交易類型，使金融機構能夠轉移信用風險並降低監管資本要求，合成證券化通常是一項交易，銀行為其貸款組合或其他金融資產當中一層或多層的風險，購買一些金融工具。這些工具可以讓銀行轉移部分風險，同時保留金融資產的擁有權。¹²⁴隨著於2021年6月生效的新資本規則，這代表合成證券化結構可以全面在香港適用例如以特定目的工具 (SPV) 收納擔保資產或信貸違約掉期。這亦是合成證券化產品的常見結構，相關變更亦為香港的合成證券化市場提供了更多發展空間。

120 The Legal 500 (2022年1月)。「The Legal 500國家比較指南 (“The Legal 500 Country Comparative Guides”)」。
<https://www.legal500.com/guides/chapter/hong-kong-securitisation/?export-pdf>

121 亞洲國際法律研究院。(2020年1月)。「為基礎設施和中小企業而設的證券化融資中心 (“A Securitisation Financing Hub for Infrastructure and Small and Medium Enterprises”)」。
https://www.hkib.org/pdf/1596682794_HK-A%20Securitisation%20Financing%20Hub%20for%20Infrastructure%20and%20Small%20and%20Medium%20Enterprises-final.pdf

122 Regulation Asia。(2021年11月)。「中國的資產抵押證券市場：吸引全球投資者 (“China ABS Market: A Magnet for Global Investors”)」。
<https://www.regulation.asia.com/china-abs-market-a-magnet-for-global-investors/>

123 香港交易所。(2023年)。「資產抵押市場的上市規則與指引 (“Asset-backed Securities Rules and Guidance”)」。
<https://en-rules.hkex.com.hk/rulebook/asset-backed-securities-0>

124 西蒙斯律師行。(2020年8月)。「合成證券化：在亞太地區打開巴塞爾工具箱 (“Synthetic securitisation: opening the Basel toolbox in Asia-Pacific”)」。
<https://www.simmons-simmons.com/en/publications/ckdsmx0c0i9i09790z1qey1a/synthetic-securitisation-opening-the-basel-toolbox-in-asia-pacific>

附錄 4: 調查結果

背景

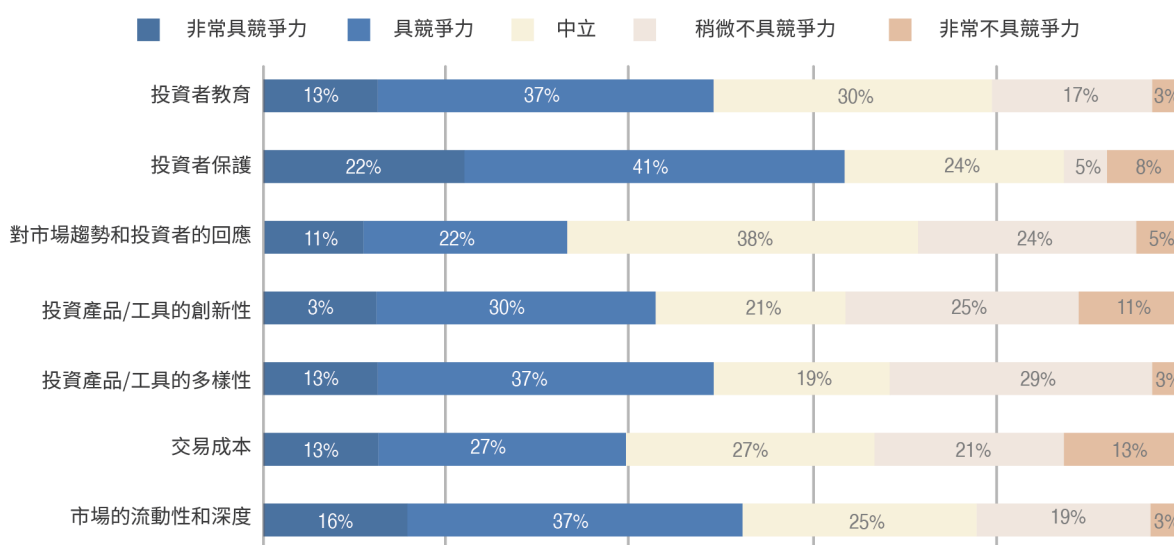
在剛才的章節提及，積極推動資本市場更具效率，以為新興和熱門投資產品提供流動性，將確保香港保持、甚至增強競爭力，帶動香港作為領先且成功的集資中心，其中應探索一個僅限專業投資者披露為本的市場，以對現有的上市制度形成互補。為了深入了解投資者對設立新市場的興趣，金發局設計了一份問卷，以了解專業投資者對香港資本市場的整體發展以及訂立推動市場發展相關措施的看法。在三星期的調查期間，共收到63份來自專業投資者的回覆。

儘管該調查的結果可能不足以代表整個行業的情況，金發局認為，調查結果可提供一些關於專業投資者對香港資本市場的深度見解。

香港資本市場的競爭力

與環球其他先進的金融市場相比，大部份受訪者認為香港在投資者保護方面具有競爭力(63%)，其次是市場流動性和深度(52%)，然而在投資產品或工具的多樣性、創意和交易成本方面出現意見分歧。雖然超過40%的受訪者認為，香港在這些方面具有競爭力，但至少三分之一的受訪者持反對意見。

圖 14. 香港於其他先進的國際金融市場相比的資本市場競爭力

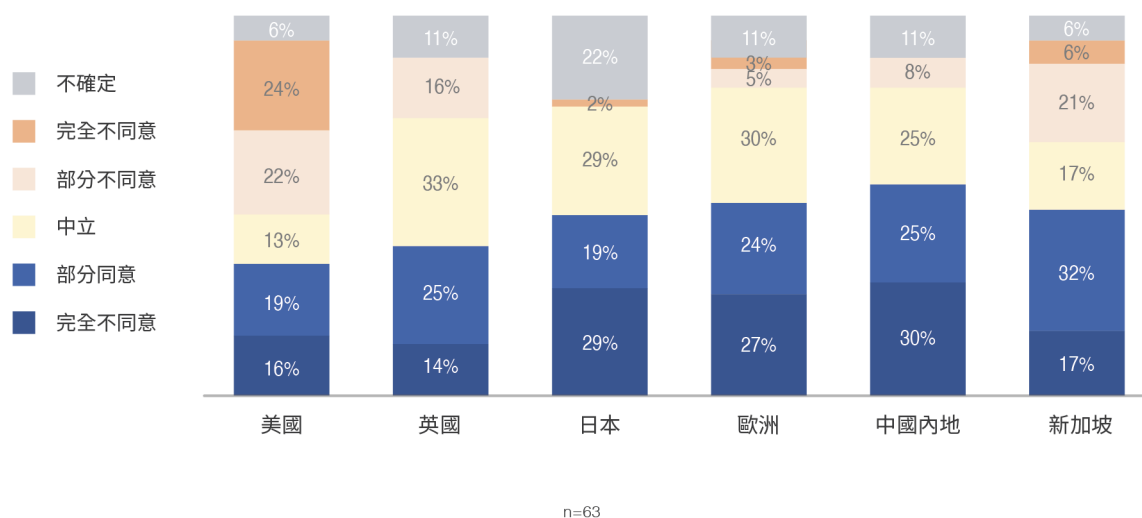


n=63

針對香港與其他資本市場的競爭力比較，調查未能得出明確結論。針對香港對新投資趨勢和產品能否及時作出反應方面，有相當比例的受訪者認為，與中國內地、歐盟、新加坡、日本和英國相比，香港的反應不算遜色。事實上，超過40%的受訪者同意這一觀點。儘管如此，認為新加坡及英國對於新投資趨勢和產品的反應相比香港更快的受訪者佔比也不少，分別佔27%及16%，這代表香港在這方面的認知存在改進空間¹²⁵。對於美國市場，絕大部份的受訪者認為它在市場創新和應對不斷變化的市場需求方面，反應能力更快和更先進。

¹²⁵ 關於新加坡方面的調查結果，部分受訪者表示，他們的回覆是以新加坡在推出新產品(例如特殊目的收購公司(SPAC)和數碼資產)方面更加積極的做法為基礎。

圖 15. 對於推出新的投資產品/工具，香港於以下市場具有相同表現

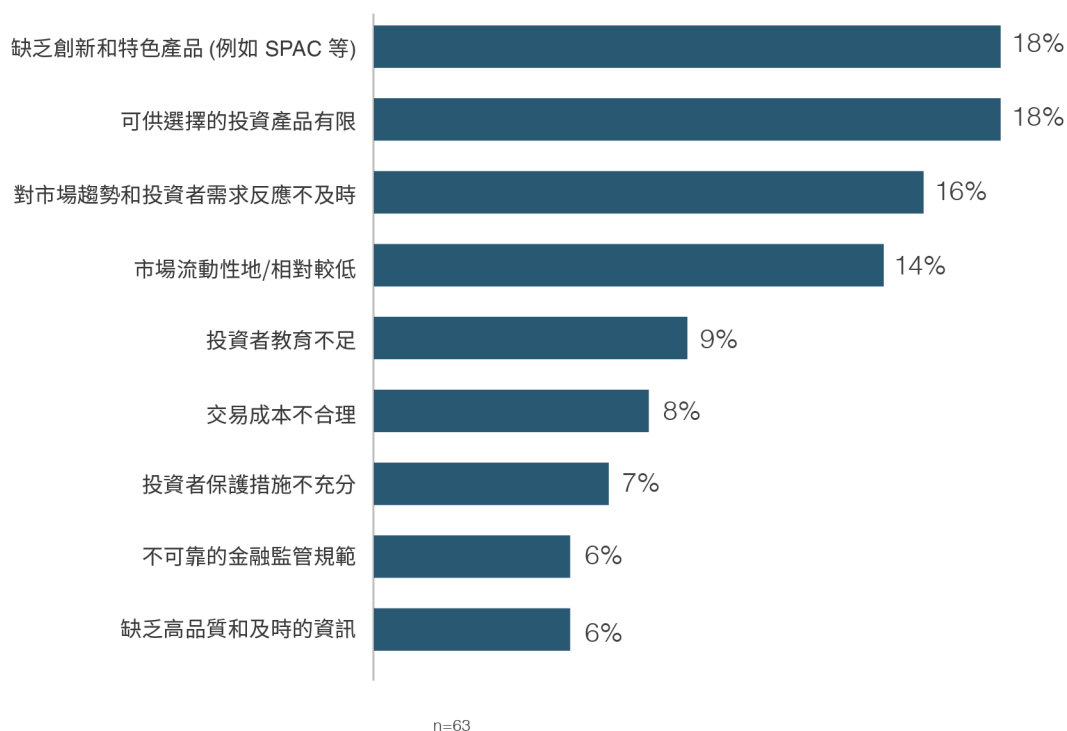


受訪者普遍認為，在交易各種投資產品方面，香港和美國是最受歡迎的兩個交易市場，受訪者更傾向於在美國市場交易新型投資產品，例如特殊目的收購公司 (SPACs) (33%)、加密貨幣相關的產品 (27%) 和代幣化資產 (23%)。雖然如此，35% 的受訪者不確定會否投資上述產品。值得注意的是，香港在上市科技公司 (35%)、其他股票 (29%) 和衍生產品 (26%) 方面被列為主要交易市場。

專業投資者的投資行為及考慮因素

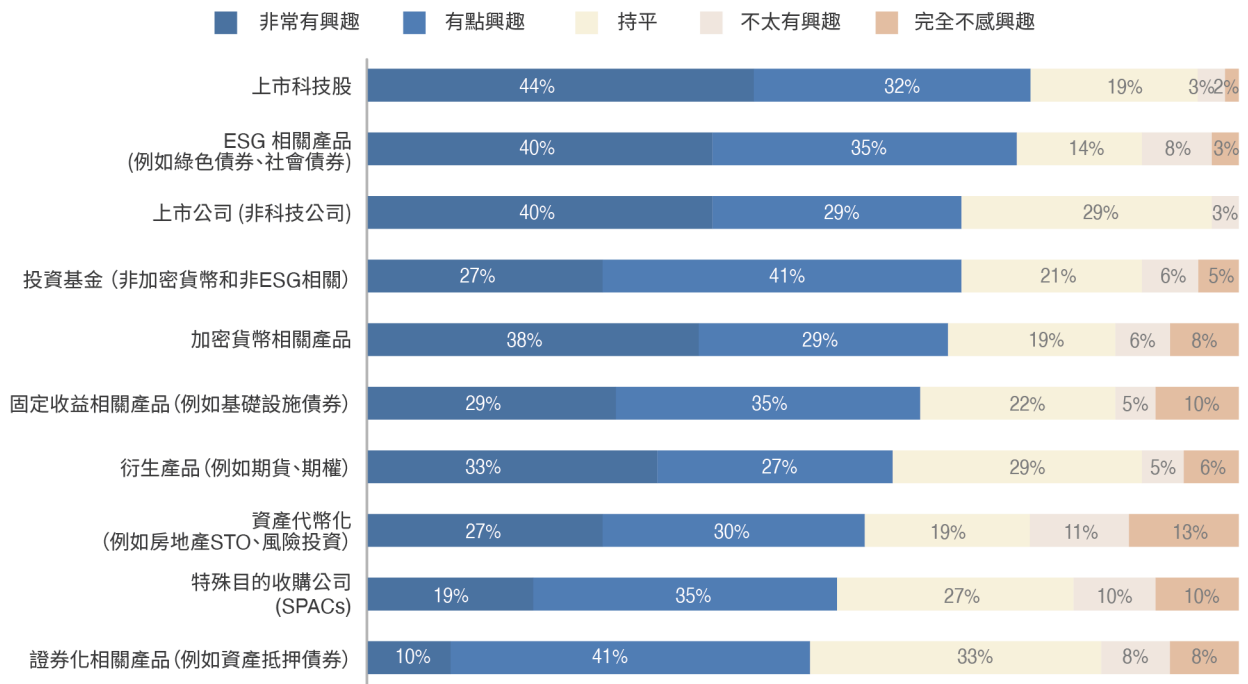
香港作為一個連繫不同市場的投資門戶，投資者經常會透過香港在其他市場進行投資。63% 的受訪者表示他們把少於 50% 的投資資金分配給與香港市場相關的領域，這個數字突顯出香港在作為目的地市場方面，可以做得更好。投資者選擇其他市場作為投資目的地的主要原因包括缺乏創新產品 (18%)，有限的投資產品選擇 (18%) 和對市場發展趨勢的反應過慢 (16%)。另外，有 37% 的受訪者將大部分資金投放在香港市場，採取這種投資策略的決定基於對本地市場的偏好 (20%)，對香港可靠的金融監管框架或生態系統的信任 (14%) 和接近投資商機 (12%)。

圖 16. 不投資或將投資的主要比例不分配給香港市場的原因



投資者希望在各種資產類別上能夠實現多元投資組合目標，而且他們在未來12至18個月傾向進一步分散投資組合。超過一半的受訪者對各種風險水平的產品都感興趣。除了傳統的產品類型，如傳統股票和投資基金等，其他新興的投資工具，例如上市科技公司、與環境、社會及管治相關的產品以及與加密貨幣相關的產品等也日益受到關注。

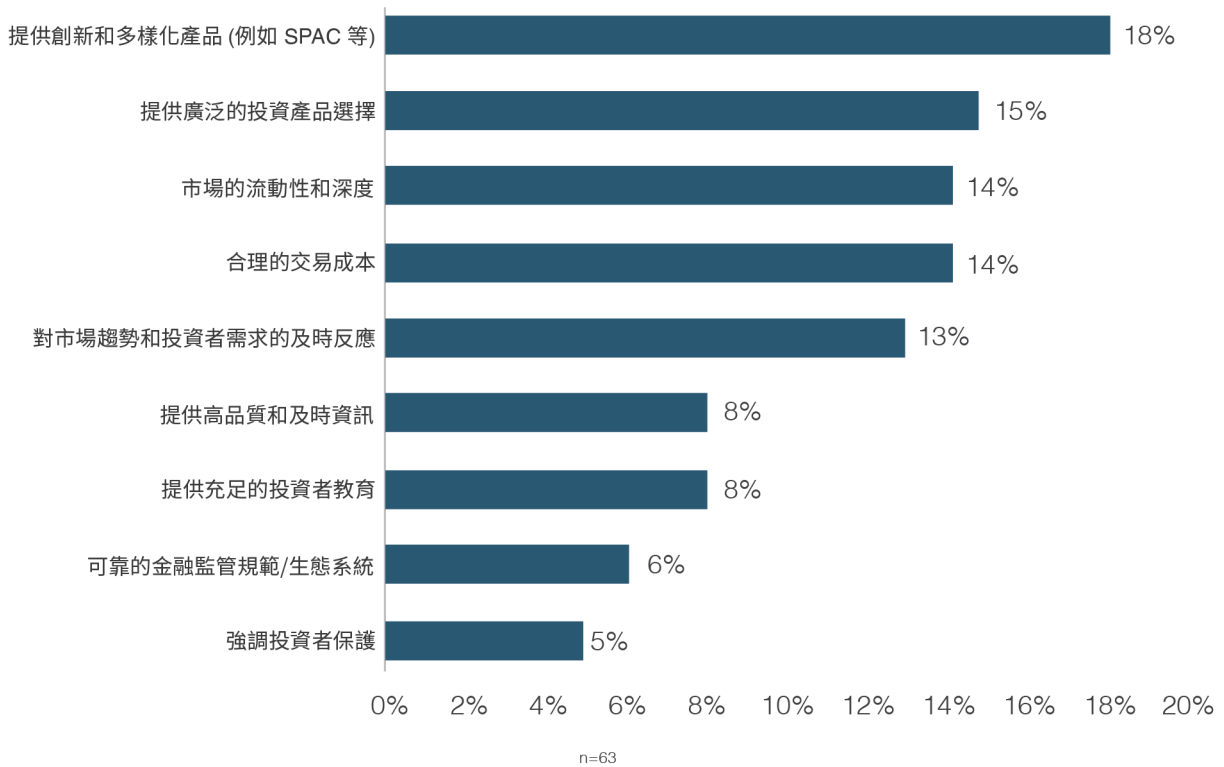
圖 17. 在未來12至18個月內對以下各項產品的投資興趣程度



n=63

為了提升香港投資吸引力和競爭力，以作為首屈一指的資本市場，受訪者認為香港需要更積極地推動產品創新，提供更多元的投資產品並強化市場的流動性和深度。

圖 18. 作為投資者，你認為香港資本市場為提升其吸引力，最需要改善的首三項



投資者對建立只限專業投資者參與的市場感興趣

在調查中，大部份受訪者（71%）表示對在香港建立一個以專業投資者為主的市場感興趣，支持者認為這樣的市場將讓他們接觸更廣泛的產品選擇，而對相關建議有所保留的受訪者則擔心全新市場的漏洞和風險。在香港考慮建立新市場時，受訪者認為最重要的三個要素分別是多元化的投資選擇（81%）、充足的流動性和市場深度（79%）以及合理的交易成本（49%）。

圖 19. 受訪者對於香港設立一個僅供專業投資者參與的市場的取態

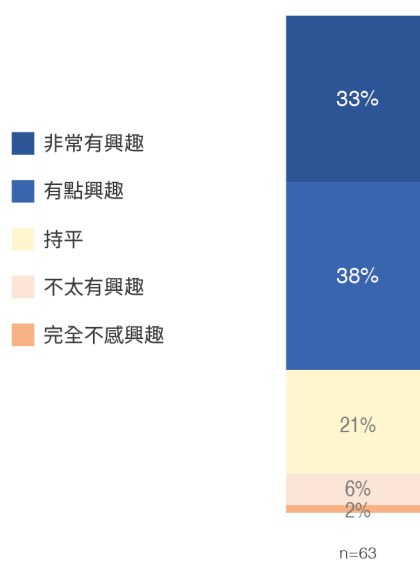
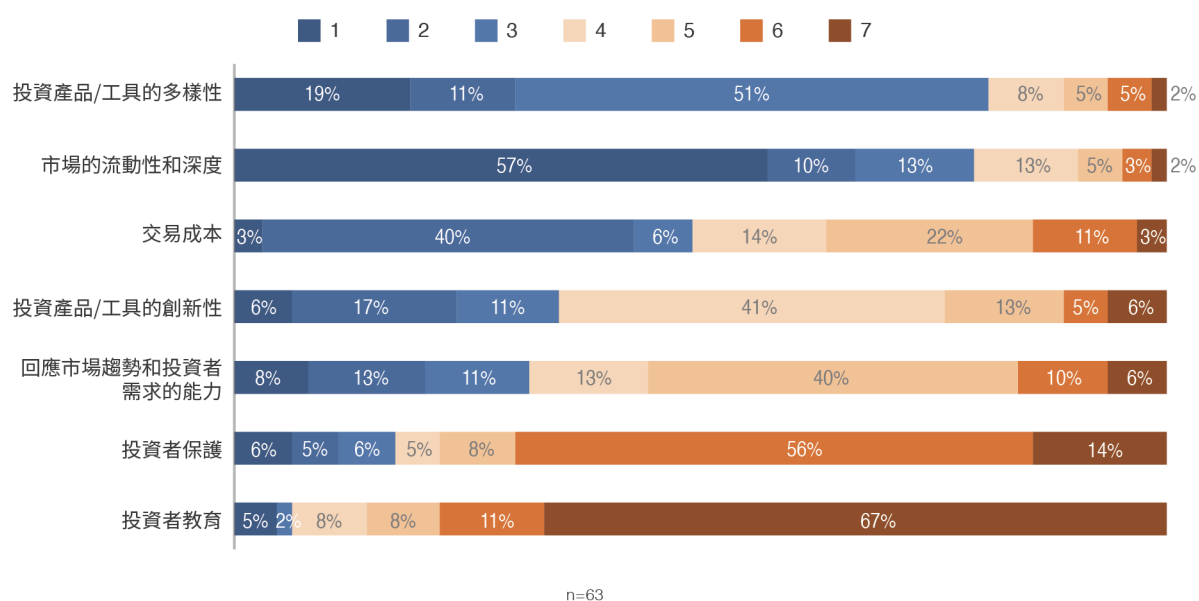


圖 20. 如果在香港建立一個只限專業投資者參與的市場，以下是對於各種不同範疇的重要性評估 (1 表示最重要 7 表示最不重要)



超過一半的受訪者進一步談論香港資本市場的主要優勢和缺點，以及在促進市場發展的同時，保持市場質素和投資者保護方面提出可行措施。

相當多的受訪者強調，香港作為首屈一指的集資中心的基礎，是建基於與中國內地的緊密聯繫、充足的市場流動性和健全的金融監管框架。

在缺點方面，受訪者表示最關鍵因素是相對嚴格的監管框架，這在一定程度上限制了產品和市場創新的靈活性，令香港難以跟上多變的全球發展趨勢。

受訪者表示可以透過以下方式解決這些弱點：(i) 簡化資本市場的監管體制，(ii) 借鑒其他司法管轄區以應對不斷變化的市場發展趨勢，以及 (iii) 政府提供政策支持，以保留和吸引優質企業和投資者。

附錄 5: 香港專業投資者法規範例

以下是現行監管框架下對專業投資者處理方式的一些例子：

資料來源	說明	受相關規定要求豁免或限制？
證券及期貨條例	證券市場行銷限制： 任何向大眾發出邀請以取得、處置、認購或承銷證券的文件必須獲得證監會授權，如文件僅提供予專業投資者除外。	豁免
第32章《公司(清盤及雜項條文)條例》	招股說明書要求： 任何向大眾要約提供股票或公司債券的文件必須符合《公司(清盤及雜項條文)條例》的招股說明書要求，如僅發售予專業投資者除外。	豁免
第571Q章《證券及期貨(成交單據、戶口結單及收據)規則》	提供成交單據、戶口結單及收據： 持有證監會持牌或註冊的中介人必須根據《證券及期貨(成交單據、戶口結單及收據)規則》向客戶提供成交單據、戶口結單及收據，但客戶如是專業投資者可以豁免此要求。	豁免
證監會發牌/登記條件	僅針對專業投資者的條件： 證監會可能會對中介人施加發牌/註冊條件，該規定僅針對專業投資者。	限制
證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則	證監會持牌或註冊的中介人的行為準則： 中介機構需遵守證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則中的行為準則要求，在與專業投資者交易時，可以豁免部分要求(例如，需簽訂客戶協議或確保產品合適性)，但需留意的是，行為準則嚴格區分機構專業投資者、符合某些要求的高淨值資產企業專業投資者、未符合要求的高淨值資產企業專業投資者和高淨值資產個人專業投資者。未符合要求的高淨值資產企業專業投資者或高淨值資產個人專業投資者未必能夠豁免所有要求。	豁免
證券及期貨事務監察委員會對持牌或註冊於該委員會的人士的行為準則(行為準則)	持有證券及期貨事務監察委員會許可或註冊的中介機構的行為要求- 中介機構需遵守《行為準則》中訂定的行為要求。在與專業投資者(PI)打交道時，某些要求可以豁免(例如，無需簽訂客戶協議或確保產品的合適性)。然而，請注意，《行為準則》區分「機構」專業投資者、符合特定要求的高淨值公司專業投資者、不符合要求的高淨值公司專業投資者和高淨值個人專業投資者。並非所有要求都可以豁免適用於不符合要求的高淨值公司專業投資者和高淨值個人專業投資者。	豁免
香港交易所的交易所規則及期權交易規則	《上市規則》第三十七章 — 僅售予專業投資者的債務證券： 只有專業投資者方可購買根據主板上市規則第三十七章上市的債券。	限制
	《上市規則》第二十一章 — 投資公司： 根據主板上市規則第21章，只有專業投資者才被允許購買交易所上市的基金。	限制
	特殊目的收購公司 (SPAC)： 特殊目的收購公司 (SPAC) 將僅向專業投資者進行市場營銷，並且只能由專業投資者進行交易和自由轉讓。	限制
金管局於2012年6月12日發出的「向私人銀行客戶銷售投資產品」的通函	投資者保護措施： 2012年，香港金融管理局引入了「私人銀行客戶」概念，針對此類客戶，在向「私人銀行客戶」銷售投資產品時，銀行可放寬部分投資者保護措施，金管局在後續的投資者保護措施的通函中也提到了「私人銀行客戶」。	豁免

鳴謝

金發局感謝以下工作小組成員的寶貴意見：

歐振興先生
鍾慕貞女士
狄勤思先生
何敏博士
何兆邦先生
何耀波先生
何志恒先生
關蕙女士
梁悅汶女士
劉濤江先生
白思佳女士
魏永達先生

金發局謹此向亞洲家族辦公室協會、香港英商會、香港特許金融分析師協會、香港家族辦公室協會、香港投資基金公會、金樂琦亞洲家族企業與家族辦公室研究中心以及私人財富管理公會致以誠摯謝意，感謝他們協助向相關持分者或團體派發問卷調查以作出研究。

金發局亦衷心感謝呂志宏先生及林小芳女士為此報告提供的協助。

金發局的運作由行政總監領導：

區景麟博士
行政總監

此報告由金發局的政策研究團隊妥為準備：

董一岳博士
總監·政策研究主管
陸浩賢女士
高級經理
陳晴臻女士
經理
鍾曦文女士
經理
李恩如女士
經理
梁雋邦先生
經理
梁彥彪先生
助理經理
施凱凝女士
分析師



本報告的連結

本報告pdf版的連結



金發局網頁連結

香港金融發展局

香港金融發展局

香港金融發展局於二零一三年一月由特區政府宣布成立，為高層和跨界別的平台，就如何推動香港金融業的更大發展及金融產業策略性發展路向，徵詢業界並向政府提出建議。金融發展局會集中研究如何進一步發展香港金融業，促進金融業多元化，提升香港國際金融中心在國家和地區中的地位和作用，並背靠國家優勢、把握環球機遇，以鞏固本港的競爭力。

聯絡我們

電郵：enquiry@fsdc.org.hk

電話：(852) 2493 1313

網頁：www.fsdc.org.hk