

陳志華 | 推動「粉紅單市場」，是「危」還是「機」？

編輯：周瑋瑜 責編：韓進珞

2025-04-11 12:17



討論多時的「粉紅單市場」(Pink Sheet Market) 仍然是「只聞樓梯響」。資料圖片

文：陳志華

討論多時的「粉紅單市場」(Pink Sheet Market)，即是讓一些因重大問題而被除牌的上市公司，例如業務萎縮、財務造假、長期停牌等等，在正規二手市場外，即是場外進行交易。其實外國不少成熟市場早存在「粉紅單市場」，例如美國OTC市場主要有三個交易平台：OTC Markets Group（前稱粉紅單市場）、OTCQX、OTCQB；英國AIM（Alternative Investment Market）；日本JASDAQ；南韓KOSDAQ；中國新三板的全國中小企業股份轉讓系統；新加坡Catalist；德國Freiverkehr。近年來，包括筆者在內，不少行家為如何促進股市流通方面建言，但是有關當局討論多時，總是「議而不決，決而不行」，老是「只聞樓梯響」，令人費解。或許是沒有利益原故，有重要角色的證券交易機構，沒有動力去推廣這件事。又或者是有關監管當局，認為場外交易不透明，這些股票很多由散戶持有，根據現有準則，需要特定身份的「專業投資者」才可進行交易。又可能這些合規風險原因，未能在香港推動「粉紅單市場」。

一、問題緣起：退市企業流動性危機的制度性根源

作為全球第五大股票市場，香港資本市場在上市公司數量突破2600家之際，退市率長期維持在0.3%以下的異常低位。這種「只進不出」的市場格局，已造成超過120家長期停牌公司形成逾800億港元的流動性凍結。比較研究顯示，成熟資本市場普遍通過建立分層交易體系實現風險隔離與流動性疏導。美國OTC市場承載紐交所退市企業佔比達67%，英國AIM市場為倫交所提供超過40%的上市資源，而香港GEM市場在2023年的日均成交額僅佔主板市場的0.02%。

這種制度性缺陷源於香港特殊的市場演進路徑：監管當局長期奉行「主板優先」發展策略，在2008年全球金融危機後更強化投資者保護導向。《證券及期貨條例》將專業投資者門檻設定為800萬港元投資組合，實質上將93.7%的散戶排除在風險市場之外。這種監管哲學與多層次資本市場建設存在根本性矛盾，導致場外交易市場陷入「監管套利恐懼-流動性匱乏-市場主體退出」的死亡螺旋。

二、國際比較視野下的分層市場運行機理

全球主要場外交易市場功能比較

市場層級	准入標準	流動性機制	轉板成功率 (2022)
美國OTCQX	財務信息披露+做市商保薦	電子做市商網絡	18.7%
英國AIM	終身保薦人制度	混合交易系統	22.3%
日本JASDAQ	差異化披露標準	指定做市商制度	15.4%
中國新三板	分層動態調整機制	集合競價+做市商	9.8%

數據來源：世界交易所聯合會（WFE）2023年報

精選文章



李謫 | 堅守自由港地位 從容因應美關稅「大棒」



來論 | 美國加關稅作繭自縛 霸權主義破壞世界秩序



環球探討 | 比較優勢與絕對優勢：國際貿易與關稅政...



韓成科 | 中央周邊工作會議傳達出哪些重要信息？



梁文聞 | 借鑒「片區模式」為發展新旅遊區拆牆鬆綁

成熟市場的運行規律顯示，有效場外交易體系需實現三重制度耦合：首先，建立與風險等級匹配的信息披露體系，如美國OTC市場實行三級披露制度；其次，通過混合交易機制維持基礎流動性，倫敦證券交易所AIM市場採用「做市商+訂單驅動」雙軌模式；最後，設計市場化轉板通道，納斯達克近5年累計接收327家OTC市場轉板企業。

三、香港場外市場建設的多維約束分析

（一）市場結構層面的流動性陷阱

我們對2018至2023年GEM市場數據的實證分析發現：

- 1. 日均換手率從0.85%下降至0.12%，流動性溢價消失
- 2. 轉板成功率持續為零，市場預期自我強化

（二）監管哲學層面的價值衝突

香港有研究機構2023年調查顯示，78%的機構投資者認為現行監管存在「過度保護悖論」：一方面通過提高准入門檻限制風險暴露，另一方面卻加劇了市場分割和流動性危機。這種監管邏輯的異化，實質是將系統性風險轉化為更隱蔽的制度性風險。

（三）利益驅動機制缺失

證券交易機構缺乏開拓場外市場的商業誘因：

- 場外交易佣金收入遠低於主板
- 合規成本高於潛在收益（如反洗錢審查責任）
- 缺乏衍生品配套，難以創造附加價值

（四）監管邏輯的內在矛盾

- 證監會對散戶保護的嚴格立場，與場外市場的高風險屬性存在根本衝突；
- 現行《專業投資者制度》將90%散戶排除在外；
- 場外市場需引入做市商制度，資訊披露標準若過度寬鬆，可能加劇市場操縱風險；
- 跨部門協調成本高昂（涉及交易所、結算所、券商等多方）。

（五）歷史失敗經驗的制約

- GEM市場教訓：2023年日均成交額僅0.58億港元，流動性枯竭源於「轉板機制虛設」與「機構投資者准入限制」，儘管2024年引入GEM市場改革，但條件門檻仍較高，未能有效吸引中小型高增長企業
- SPAC制度困境：強制專業投資者參與（佔香港股市成交額<2%）和複雜的上市及de-SPAC要求，導致2023年僅5家SPAC上市，遠低於預期

四、機制設計缺陷的惡性循環

若按外媒披露的框架，香港版粉紅單市場恐陷入「三無困境」：

缺陷維度	具體影響
無融資功能	退市企業喪失造血能力，缺乏新資金重塑企業，加速資產劣化
無轉板機制	企業價值上升空間受限，投資者缺乏價值錨定，市場定價功能失效
無流動性支持	做市商風險收益不對等，報價深度不足

此結構將導致「殭屍企業集中營」效應：據美國SEC研究，OTC市場中僅12%企業能重返主板，其餘88%平均年化跌幅達34%。若香港複製此模式，恐引發散戶資產二次蒸發的社會風險，最終香港OTC市場淪為缺乏投資價值和欠缺流動性的市場，令投資者卻步，原被迫退市的股東失去減持股票退出的機會。

五、制度重構的可行路徑與政策建議

香港場外交易市場生態系統重構模型

風險定價層	← 信息披露梯度管理 →	投資者適當性管理
↓		↓
流動性傳導層	← 做市商激勵計劃 →	產品創新層
↓		↓
轉板培育層	動態調整機制	主板市場

具體政策建議：

- 1. 建立「階梯式」信息披露制度，區分財務健康企業與問題企業披露標準；

- 2. 實施做市商稅收抵扣政策，對場外交易業務減免50%利得稅；
- 3. 創設「轉板預備板」，允許符合條件企業再融資，恢復企業融資功能；
- 4. 引入散戶可投資制度。

六、結論與政策啟示

本研究揭示香港資本市場面臨的深層制度矛盾：在維護國際金融中心地位與防控系統性風險的雙重目標下，監管當局陷入制度創新的「安全區困境」。破解這一困局需要從根本上重構市場生態邏輯，將場外交易市場定位為資本市場「修復層」而非「隔離區」。建議參考歐盟MiFID II框架下的SME成長市場制度，建立差異化的監管沙盒，在可控範圍內進行制度實驗。唯有實現監管邏輯從「風險規避」向「風險定價」的範式轉變，才能真正提升香港資本市場的制度韌性和全球競爭力。

作者是香港證券及期貨專業總會會長

本文為作者觀點，不代表本媒體立場



- #流動性
- #陳志華
- #香港資本市場
- #場外交易
- #粉紅單市場
- #監管政策
- #退市企業



評論



寫下您的評論...

評論

編輯推薦



梁文聞 | 借鑒「片區模式」為發展新旅遊區拆牆鬆綁
講事堂 | 2天前



顧長風 | 京東攻港帶來「新經濟模式」的革新
講事堂 | 2天前



林智彬 | 香港七大應對措施務實有為
講事堂 | 2天前



陳穎峯 | 美元全球儲備貨幣的地位遇上挑戰？
講事堂 | 3天前



梁文廣 | 優化流程加快簡樸房認證 保障雙方權益促有序過渡
講事堂 | 3天前



韓成科 | 特朗普掀起金融風暴 香港不能見步步步
講事堂 | 3天前