

港交所上市機制第二階段諮詢：放寬程序不等於放鬆管治

銘察秋 毫

香港交易所於9月21日公布《上市機制競爭力檢討(第二階段)諮詢文件》，將改革焦點由企業「如何上市」，進一步延伸至上市後「如何運作」。諮詢期至11月30日，主要涉及須予公布的交易、關連交易及分拆上市三大範疇，政策方向是簡化行政程序、提升企業靈活性，同時加強資訊披露及董事會問責。這不是單純的技術性修例，而是香港在全球資本市場競爭日益激烈之際，重新平衡市場效率與投資者保障的一項重要部署。



陳淦銘
特許公司秘書公會會士、榮譽法律學士、EMBA、證監會委員人員牌照

首先，聯交所建議取消須予公布交易的盈利比率測試，並容許發行人以市值或資產淨值兩者中的較高者計算代價比率，減少因特殊盈利波動及股價低估造成的偏差。更重要的是，主要交易的門檻擬由現時一般適用的25%提高至50%，並取消非常重大收購及出售事項的獨立分類。換言之，大部分規模介乎5%至50%的相關交易，將無須單因分類而強制召開股東大會及刊發通函，但公告披露要求亦會提高。涉及財務資助、證券或其他投資活動的交易，則維持25%的主要交易門檻。

提升決策效率 須兼顧小股東保障

對上市公司而言，這有助縮短併購、資產重組及業務擴張的決策時間，減少法律、會計及通函製作成本，尤其有利需要迅速整合業務的企業。對投資銀行、律師及其他專業服務機構而言，部分傳統合規工作或會減少，但交易效率提升亦可能帶動更多

併購及融資項目，長遠未必是壞事。然而，投資者不能只着眼效率。股東大會是制衡管理層的重要渠道，若更多重大交易無須交由股東表決，控股股東便可能擁有更大的資產配置空間。若公告內容流於形式，或對交易估值、商業理據及財務影響交代不足，小股東便可能在交易完成後才發現利益受損。

鬆綁分拆限制 警惕空心化風險

第二項改革，是建議把界定關連附屬公司的表決權門檻由10%提高至30%，並容許屬日常業務性質的持續關連交易，以經審計年度收益或其他財務指標的固定百分比設定年度上限，無須一律訂明固定金額。前者可減少小股東改變持股便觸發繁複申報的情況，後者則可令企業的交易額隨業務規模自然調整，減少頻繁修訂上限的行政成本。大型企業、跨境業務平台及經常進行內部資源調配的公司，將是主要受惠者。但關連交易涉及的核心問題，從來不是程序是否繁複，而是交易條款是否公平，以及有沒有利益輸送。把門檻提高至30%，可能令部分原本需要納入關連交易監管的附屬公司交易不再觸發相關規定。若董事會缺乏獨立

判斷，或內部監控未能有效識別利益衝突，便可能削弱小股東保障。聯交所因此必須確保披露、審核及董事責任能夠發揮實質作用，而不是讓程序簡化演變成監管空隙。

第三項改革最具戰略意義。聯交所建議，符合條件的上市公司可採用自行評估途徑推進分拆，毋須事先取得聯交所批准。初步條件包括母公司市值至少100億港元、年度收益至少10億港元，以及分拆後餘下業務的收益及總資產均須佔母公司相應總額50%以上，並須符合相關分拆上市規定。此外，上市後通常須等待三年才考慮分拆的限制，擬縮短至一年；現行向母公司股東提供新公司股份保證配額的要求亦建議取消。

優化上市後監管 鞏固市場信任

這些改動有助成熟企業把科技、金融、物流或其他具獨立發展潛力的業務分拆上市，讓市場更準確評估不同業務的價值，並為子公司引入專業投資者及獨立融資渠道。對香港而言，更多優質分拆項目亦可增加新股供應、提升市場深度，形成企業融資與投資者配置資金的良性循環。但自行評估不等於自行豁免監管。若母公司利用分拆釋放估值，卻把風險、債務或低回報業務留給原有股東，甚至令母公司逐步空心化，市場便可能出現短期炒作多於長期價值創造的情況。

港交所為何持續推進改革？因為上市制度的競爭，已不再局限於首次公開招股の估值與集資能力，更包括上市後企業能否靈活併購、重組、分拆，以及以合理成本回應市場變化。美國及其他國際交易所亦不斷調整制度以增加吸引力。若香港只重視

上市門檻，卻忽略企業上市後的營運需要，便可能令部分企業在選擇上市地時卻步。事實上，這次是港交所2026年上市機制競爭力檢討的第二階段；由上市資格到上市後監管，改革的主線不單讓更多企業進入市場，也讓已上市企業更有效運用資本。

然而，香港的核心競爭優勢，不應只是規則較寬、程序較快，而是兼具國際資金流動、普通法制度、專業中介服務及可信賴的投資者保障。因此，這輪改革方向值得支持，但應以實質披露、獨立董事履行責任及監管機構有效執法作為配套。真正有競爭力的市場，不是監管最少的市場，而是能以最低必要成本，換取最高程度市場信任的市場。



●港交所持續優化上市機制，放寬部分程序，有分析強調，此舉不等於放鬆管治。 資料圖片

憂AI板塊估值高 資金恐轉投債

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

日前本欄曾論及系統性風險蔓延；當前系統性風險，一方面固然來自債市。美國國債孳息率持續攀升，類似情況已不再局限於美債，連歐債亦變得明顯，也許就如美國財長之前所言，相關情況是全球性，而不只美國獨有。

美債孳息率豈無風險？

公道說，美債孳息率常被視作指標基準，其他地方，不管成熟市場如歐洲，抑或新興市場如亞洲，以至其他債券種類如企業債，一般都在美債息之上再加風險溢價，作為反映真實情況。簡言之，多年來，美債無驚無險，發揮定海神針之效，即使美債不是絕無風險，但通常都視作類似理論上的無風險利率。自去年美國挑起關稅貿易戰後，一切便不一樣，美債之險，市場意識到可能嚴重低估，以美國債台高築而言，萬一外國大買家不買甚至直沽，情況堪虞。不得不提，系統性風險同樣來自有多多年戰績，看來戰無不勝的科技板塊。金融海嘯後，量寬和

超低息環境之下，科技股估值再貴，也有增長支持，互相催生。

韓股熔断恐觸連鎖反應

隨著今年韓國股市科技股出事，某程度上，漸令人擔心，AI相關產業估值下降可能觸發全球股災，甚至資金由股重投債。有趣的是，上周四亞太股市挫，轉眼間，當晚美債十年期孳息率回落，帶動美股反彈，似乎上述資金流向已在進行。韓股多次觸發熔断，外界不少人擔心，有可能觸發股災，以至系統性風險連鎖反應。股災反而可能局限於當地股民，但萬一由相關企業的估值，繼而影響企業債，則又作別論。這亦正是何以近月以來，美高科技巨企龍頭，一眾主事人領導紛紛出來，要求減慢AI的發展步伐，堂而皇之的理由，當然是科技安全之類大議題，但其實有關安全事故，早在半年前已陸續曝光，如今才拿出來作藉口。顯然，重點不在此，反而是已進場布局的一眾巨頭，希望不要太多閒雜人等擠進其俱樂部，搞

從戴爾暴跌看人工智能硬體利潤擠壓

黃偉棠 寰宇天融投資管理行政總裁、香港都會大學客席講師、註冊會計師、特許金融分析師

近期美國科技股板塊出現顯著震盪，伺服器龍頭戴爾（Dell）在上周單日暴跌超過11%，引發市場廣泛震撼。這次拋售潮源於投行巴克萊將其評級由增持下調至中性，直指市場對其數百億美元的人工智能伺服器抱過度樂觀預期。從財務數據觀察，戴爾雖在營收端展現訂單大幅增長，但基礎設施解決方案部門的毛利率卻承受着結構性稀釋。在整個人工智能伺服器產業鏈中，上游高昂的圖形處理器與高頻寬記憶體成本佔據絕大部分價值，處於中游組裝交付的硬體廠商淪為利潤微薄的代工整合者，這種「營收暴增但利潤率被嚴重擠壓」的現實，徹底打破市場對硬體廠商享有超額利潤的幻想。戴爾閃崩並非個案，而是超微電腦（Super Mi-

cro）與惠普企業（HPE）等同業同步承壓的集體考驗。這反映出產業鏈定價權的殘酷分化：話語權與超額收益幾乎全被上游芯片設計巨頭掠奪，中游整機廠在激烈招標中缺乏議價能力，不得不自行消化高昂成本。更關鍵的是，隨着企業端預算進入理性審視期，客戶對散熱、能耗及投資回報率的審核日趨嚴苛。這種上下游利潤率的嚴重倒掛，宣告硬體板塊僅靠沾邊概念推升估值的時代正式終結，資本市場正以極嚴厲的標準，重新審視每家硬體公司的實質現金流與利潤率底線。

調整持倉 穿透熱點迷霧

面對科技板塊高估值回調的潛在風險，投資者須調整持倉策略，主動規避缺乏護城河的虛高資

產。在挑選科技類標的時，投資者應摒棄單看營收增速的粗放邏輯，將注意力徹底轉向「自由現金流轉化率」與「毛利率穩定性」等核心指標。真正具備長期價值的企業，必須在上游擁有不可替代的技術專利，或者在下游擁有強大的軟體生態與客戶轉換成本，如此方能在成本上升周期中成功轉嫁通脹壓力。與此同時，在宏觀高利率維持時間超乎預期的環境下，投資者應適度降低高市盈率硬體概念股的曝險，將部分資金輪動至資產負債表強健、具備實質分紅能力的防禦性優質標的。唯有保持嚴格的估值紀律，透視產業鏈中真實的利潤分配格局，投資者才能在科技浪潮的波動中穩健前行，避免淪為泡沫退潮時的買單者。

EIP-8288 背後的以太坊路線演進 (三之三)

孫偉 HashKey Group 高級研究員

三、以太坊最後還剩下什麼？它會怎樣改變行業？

過去幾年，交易去了L2，數據去了Blob，證明交給專業證明者，那以太坊自己還剩什麼？似乎以太坊只剩下驗證這一個核心功能了。然而，若從歷次升級來看，此說法似乎又存在矛盾。Glamsterdam升級正在為把gas上限推到2億目標鋪路，以太坊主網依舊在大力擴容執行。關鍵變量是zkEVM的逐步工程化與經濟化。因為zkEVM真正改變的，是把執行成本和驗證成本逐漸拆開。以後即使一個區塊本身包含非常龐大的計算量，只要最終能夠生成一個足夠小、足夠快的Proof，普通驗證者承擔的工作量未必需要同比增長。這也是為什麼主網今天既在推進Glamsterdam的大幅L1擴容，又在推進zkEVM。某個角度上，EIP-8288和zkEVM解決的不是同一個問題，但方法論是一致的，複雜計算交給專業系統去完成，把可驗證的結果交給全網。這並不意味着以太坊主網會越來越小。恰恰相反，以太坊甚至可能處理越來越大的計算量。變化在於，網絡安全不再要求每一個參與共識的節點，都完整重複一遍這些計算。

從產業角度看，如果EIP-8288能按路線圖在2028年前後落地，那麼後量子遷移將會真正開始。無論是交易所、託管機構、HSM和MPC服務商，未來幾年可能需要面對一次真正的密碼學基礎設施遷移。此外就是隱私發展，如果STARK驗證能夠被全網批量聚合，那麼隱私交易就不再需要每筆獨立承擔高昂的鏈上驗證成本。過去隱私往往是一項昂貴的特殊功能，未來它有可能逐漸成為賬戶層的普通能力。但這也會帶來新的行業問題。今天交易所、託管機構和KYT公司的很多合規能力，建立在公開地址和資金鍊路分析之上。如果隱私交易成本大幅降低，那麼零知識證明未來可能不僅服務加密原生的隱私需求，也可能成為機構合規基礎設施的一部分。還有一個可能的變化在於計算，原來由主網所有節點重複承擔的部分工作，未來可能更多轉移給專業化計算網絡。今天的mempool主要承擔交易傳播，未來還需要承擔證明的話，也由此可能形成新的證明基礎設施。

四、世界計算機之後 以太坊想成為什麼？

回到文章開頭的問題：為什麼一個可能深刻影

響以太坊未來架構的EIP，在今天沒有獲得太多市場討論？一個原因或許正是，以太坊本身正在越來越像真正的基礎設施。基礎設施成熟以後，用戶不會每天討論它內部的技術結構。沒有人會因為TCP/IP協議的一次重要優化，就決定第二天是否繼續使用互聯網。人們真正關心的，是它之上能夠承載什麼樣的產品、資產和商業活動。今天的加密市場也越來越如此。市場討論的是穩定幣有多少支付量、多少傳統資產開始上鏈、BlackRock等機構正在做什麼，以及代幣化基金能不能真正形成規模。某種程度上，這恰恰是行業逐漸成熟的表現：協議層開始退到後台，而資產、應用和商業模式走向前台。但從技術演進的角度看，EIP-8288仍然值得被認真討論。因為它進一步揭示了以太坊過去十年不斷逼近的一個答案：一條公共區塊鏈真正不可替代的能力，並不是親自完成所有計算，而是為計算結果提供最終可信的驗證與共識。這或許才是以太坊不斷拆分執行、數據和驗證之後，最終真正留下來的東西。也是區塊鏈最核心、最難被替代的價值：不是替所有人完成計算，而是讓所有人能夠對計算的最終結果達成共識。（完）

服務消費何以成為內需新引擎？

宏觀分析

「且將新火試新茶，詩酒趁年華。」在剛剛過去的假期裏，內地服務消費表現亮眼，已然成為節日經濟中最具活力的領域。文旅出行熱度攀升，演出、餐飲、休閒等體驗型消費持續升溫，是居民消費結構由商品為主逐步轉向服務深化的縮影。由此引出一個核心問題：當消費服務時，我們在消費什麼？從經濟邏輯看，服務所承載的並非可佔有的實物形態，而是場景體驗與情緒價值的綜合實現。它無法儲存，與個體生命時間直接綁定，需求彈性更高，且更多滿足發展型與享受型需求，具備更強的擴張潛力。正是這些區別於商品的特徵，使得服務消費對場景、制度、收入和價格高度敏感。既然服務消費已成為擴內需的重要支撐，政策思路亦要區別於對傳統商品消費的刺激路徑。

建議從三層面協同發力

從服務的本質屬性出發，未來可以圍繞完善配套設施與制度環境、提升居民可支配收入、優化服務相對價格結構等方向協同發力，使居民更想消費、更能消費、更易消費，推動服務消費成為內需增長的持續引擎。

第一，服務是無形的存在，其消費過程依賴場景與制度，效用實現取決於體驗與情緒價值。若借用海德格爾（Martin Heidegger）在《存在與時間》中提出的「上手」（Zuhandenheit）與「在手」（Vorhandenheit）區分，可以作一種有限而審慎的類比。商品更接近「在手」狀態，即作為對象化、可陳列、可度量、可交換的存在，被擺放在主體面前，通過其功能屬性滿足人的物質慾望。商品生產完成後即以相對客觀的方式存在，消費商品獲得效用的過程依賴交換，但其存在本身並不依賴具體情境。服務則更接近「上手」狀態，不以獨立客體存在，而是在具體場景中被使用和參與，其生產與消費高度同步，價值在互動過程中生成。因此，服務不是被擁有，而是被經歷，其核心在於過程與體驗。正因如此，近年來圍繞情緒滿足與沉浸體驗的消費需求快速擴張，演出經濟、陪伴型服務、沉浸式文旅等新模式興起，為中國消費市場注入持續活力。

第二，服務消費與時間不可分離，需求彈性更大，也更容易產生政策效果。柏格森（Henri Bergson）的時間觀強調「綿延」（durée），有助於理解這一差異。實物商品嵌入的是一種「空間化時間」：購買之後可以儲存，消費與時間相對分離。服務則發生於時間流動之中，一旦發生即被耗盡，無法庫存，本質上是對個體生命時間的直接佔用。當我們討論消費時，學術理論往往以商品為中心。微觀經濟學通常區分非耐用品與耐用品：前者不可儲存、效用當期實現；後者可以跨期使用但存在折舊，消費者決策需考慮跨期效用折現。正因耐用品可跨期調整，其需求彈性通常更高——價格上升可以延遲購買，價格下降可以提前購買。

第三，服務更能夠滿足人的高層次需要，並具備更强的就業吸納能力。馬斯洛需求層次理論指出，當生理與安全等基礎需求得到滿足後，個體將逐步轉向更高層次的認知、尊重與自我實現需求。黨的十九大以來，我國社會主要矛盾轉化為人民日益增長的美好生活需要與不平衡不充分的發展之間的矛盾，消費結構升級因此具有內在邏輯。國際經驗亦表明，隨着收入水平提升，服務業增加值佔比和服務消費佔居民支出的比重持續上升，發展型、享受型消費會替代部分生存型消費。從收入分層結構看，服務消費對高收入群體的吸引力更強，其可替代性相對更低。因此，高收入群體在教育、醫療、文化、旅遊等領域的支付能力和支付意願更為穩定，對價格與品質改善的響應度更高。

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立論。