



SECURITIES AND FUTURES COMMISSION
證券及期貨事務監察委員會

有關交易前研究的規管架構的諮詢總結

2011年6月



目錄

摘要	1
引言	2
接獲的意見及證監會的回應	2
伸延證監會管限負責進行投資研究的分析員的規定	3
以法團以外的形式組成的業務營運的上市事宜	4
將現有常規編纂為守則條文，規定商號應在投資與研究職能之間，設立、維持及落實執行一套確保獨立持平的措施	4
分析員不應索取非招股章程資料	6
將現有常規編纂為守則條文，規定保薦人應就新上市的股本證券，向分析員維持發放穩妥的資料	7
附錄 1 — 《操守準則》的修訂	9
附錄 2 — 《企業融資顧問操守準則》的修訂	18
附錄 3 — 回應者名單	19



摘要

1. 證券及期貨事務監察委員會（“證監會”）於2010年9月30日發表了諮詢文件，邀請公眾就以下建議提出意見：
 - (a) 將證監會管限負責進行投資研究的分析員的規定伸延至：
 - (i) 對即將上市的公司作出的研究；及
 - (ii) 對已上市或即將上市的房地產基金作出的研究；及
 - (b) 要求保薦人採取步驟，確保向分析員披露或提供與新上市項目有關的所有重要資料或前瞻性資料（不論是量化或質化資料），均載於相關的招股章程或上市文件、發售通函或其他類似文件。

對原有建議的修訂

2. 除了一名代表多家銀行的回應者指禁止向分析員提供任何並沒有載於招股章程或上市文件的質化前瞻性資料的建議構成不必要的限制外，回應者普遍贊同有關建議。因應這些意見，本會已對有關建議作出輕微修改，並將該項豁除局限於並沒有載於招股章程或上市文件的重要資料。重要資料包括過往資料及前瞻性資料。
3. 最近，本會接獲關於業務營運能否以商業信託形式上市的查詢。本會不擬過早判斷該等上市活動對香港市場是否合適，但本會認為，分析員對以公司以外的形式組成的業務營運（例如信託）作出的投資研究，應與對上市公司或上市申請人作出的投資研究一樣，遵守相同的證監會規定。按照將這些證監會規定擴大至已上市的房地產基金這一邏輯，相關規定亦應涵蓋任何計劃上市或已上市的業務營運。
4. 本會進一步諮詢早已對原來的諮詢文件作出回應的人士。所有作出回應的人士一致同意應將對分析員的有關規定伸延至以法團以外的形式組成的業務營運。本會已決定將有關以法團以外的形式成立及上市的業務營運的分析員報告，納入證監會管限負責進行投資研究的分析員的規定範圍之內。
5. 本會強調，上述做法並不代表本會擬過早判斷業務營運以何種特定形式成立將會適合上市及當中的利弊。



引言

6. 本會於 2010 年 9 月 30 日發表了諮詢文件，邀請公眾就多項對《證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則》（“《操守準則》”）及《企業融資顧問操守準則》的建議修訂提出意見，有關修訂擬：
- (a) 將證監會管限負責進行投資研究的分析員的規定伸延至：
 - (i) 對即將上市的公司作出的研究；及
 - (ii) 對已上市或即將上市的房地產基金作出的研究；及
 - (b) 要求保薦人採取步驟，確保向分析員披露或提供與新上市項目有關的所有重要資料或前瞻性資料（不論是量化或質化資料），均載於相關的招股章程或上市文件、發售通函或其他類似文件。

市場諮詢

7. 諮詢期已於 2010 年 11 月 30 日結束，本會共接獲六份回應意見。回應者名單載於本文件**附錄 3**，有關意見書全文可於證監會網站 <https://www.sfc.hk/sfcConsultation/TC/sfcConsultCommentServlet?name=predealresearch> 閱覽。此外，本會亦在有關建議的諮詢期完結後，諮詢了多名市場從業員。本會對這些回應表示歡迎，並感謝各參與人士。本文件將討論他們的意見及證監會對該等意見的回應。
8. 除了與新上市活動有關的規定外，回應者普遍贊同該諮詢文件內所載述的建議修訂，有關修訂將在作出本文件所載述的修改後於 2011 年 9 月 1 日起實施。就新上市申請人而言，有關新規定將適用於任何在 2011 年 8 月 1 日或之後向香港聯合交易所提交上市申請（即 A1 表格）的新上市項目。本會的回應建基於就諮詢文件所接獲的意見書及由業內人士提供的其他意見。
9. 除另有指明外，我們採用了諮詢文件所界定的詞語。
10. 是次諮詢所涉及的對《操守準則》及《企業融資顧問操守準則》的修訂已標示在其文本上，並分別載於**附件 1**及**附件 2**。

接獲的意見及證監會的回應

11. 回應者普遍支持有關建議。有意見認為有關建議仍不足夠。一個代表銀行的回應組別大致支持有關建議，但指出如禁止向分析員提供質化前瞻性資料，或會使香港失去其競爭優勢，令其他亞洲（或國際）市場取代其成為在亞洲（及全球）的首選上市市場。
12. 除了在公眾諮詢過程中接獲的回應外，本會亦曾與市場從業員見面，藉此了解他們的關注及意見。
13. 下文討論的實質意見以各項事宜在諮詢文件中的相同次序呈列。



伸延證監會管限負責進行投資研究的分析員的規定

證監會在該諮詢文件提出的建議：

14. 本會建議擴大《操守準則》第 16 段有關分析員操守的現有規定，使其不但適用於對香港上市公司進行研究的分析員，亦包括對以下對象進行研究的分析員：
 - (a) 其股本證券將在交易所首次上市並須發出招股章程的公司；及
 - (b) 計劃在香港上市及已在香港上市的證監會認可房地產基金。

公眾意見：

15. 所有回應者均贊成建議將《操守準則》第 16 段的規定伸延，以涵蓋與交易前研究有關的研究分析員及計劃在香港上市及已在香港上市的證監會認可房地產基金有關的研究分析員。
16. 不過，多名回應者要求本會：
 - (a) 重新研究 2006 年諮詢總結文件中有關不宜全面禁制交易前研究的決定；及
 - (b) 考慮為擔任保薦人的投資銀行設立為期最少一個月的安靜期，使其在首次公開招股前的一段期間內不能發表交易前研究。
17. 一名回應者建議在首次公開招股中擔任保薦人的商號在發表交易前研究報告時，應在招股章程的顯眼處詳盡解釋其在該首次公開招股交易中的潛在利益。

證監會的回應：

18. 本會認為目前不宜檢討應否全面禁制交易前研究及設立安靜期。交易前研究應是根據申請人的招股章程或上市文件而作出對該申請人、其業務及前景的持平分析。僱用分析員的商號應設立步驟及程序，以確保其分析員所作出的交易前研究不會被其在首次公開招股中的財務權益及商務關係（特別是其擔任保薦人或包銷商的工作）影響。
19. 為處理商號在其交易前研究內包括對某申請人有利的推介作為推廣銷售的工具以確保首次公開招股成功的潛在利益衝突問題，商號應在處理利益衝突的政策中加入對其發表交易前研究的時間的限制。很多商號均在其發表交易前研究報告後設有為期最少兩星期的安靜期。本會相信應由商號因應其業務性質、複雜程度及規模而考慮安靜期的長短，並予以施行。
20. 本會擬在作出下文討論的修改後落實有關建議修訂。
21. 《操守準則》第 16.5(d)段規定商號如與上市法團有投資銀行業務關係，便須在其研究報告中披露有關事實，這項規定將伸延至與申請人的投資銀行業務關係。本會認為投資銀行業務關係包括因商號在首次公開招股中擔任保薦人或因商號擔任企業融資顧問而產生的關係。這些商號應在發表交易前研究報告時披露該等關係。作為良好的常規，商號亦應解釋其利益衝突，包括來自其投資銀行業務關係的潛在利益。



以法團以外的形式組成的業務營運的上市事宜

22. 本會在發表該諮詢文件後，接獲關於業務營運能否以商業信託形式上市的查詢。本會不擬過早判斷該等上市活動對香港市場是否合適，但本會認為，分析員對以公司以外的形式組成的業務營運（例如信託）作出的投資研究，應與對上市公司或上市申請人作出的投資研究一樣，遵守相同的證監會規定。按照將這些證監會規定擴大至已上市的房地產基金這一邏輯，相關規定亦應涵蓋任何計劃上市或已上市的業務營運。
23. 本會進一步諮詢早已對原來的諮詢文件作出回應的人士，當中共有七名人士作出回應，他們均一致同意應將對分析員的規定伸延至以法團以外的形式組成的業務營運。本會認為適宜擴大《操守準則》第 16 段的現有規定，以涵蓋對任何計劃上市或已上市的業務營運（不論該業務是以何形式組成或成立）進行研究的分析員。
24. 本會強調，上述做法並不代表本會擬過早判斷業務營運以何種特定形式成立將會適合上市及當中的利弊。
25. 本會已修訂《操守準則》第 16 段，將有關規定伸延至包括以法團或房地產基金以外的形式組成的業務營運。本會亦以“發行人”取代對“上市法團”的提述，以反映有關業務營運可能是以法團以外的形式組成。

將現有常規編纂為守則條文，規定商號應在投資與研究職能之間，設立、維持及落實執行一套確保獨立持平的措施

證監會在諮詢文件提出的建議：

26. 本會建議將現有常規編纂為守則條文，規定僱用研究分析員為申請人擬備交易前研究報告的商號，應設立、維持及落實執行一套書面政策及監控程序，確保商號本身不會向該等分析員提供與申請人有關、但並非合理地預期將會載於招股章程或予以公開的任何重要資料或前瞻性資料（不論是質化或量化資料）。

公眾意見：

27. 回應者支持這項建議。一名回應者指出，對保薦人及包銷商適當的監察和監管措施必須構成監控程序的一部分。制訂這些政策和監控程序時需要考慮商號的性質、規模及業務的複雜程度。另一名回應者建議應該每年檢討這些政策和監控程序的效用。
28. 一名回應者建議證監會鼓勵申請人向公眾發放更多重要和準確的資料。另一名回應者建議證監會就如何應用“合理地預期”的測試提供進一步解釋或指引。
29. 然而，一名代表多家銀行的集體回應者並不同意禁止分析員向上市申請人索取質化前瞻性資料。該名回應者同意不應向研究分析員提供不在招股章程內的財務預測，但相信對分析員而言，討論不包含在財務預測內的質化前瞻性資料是恰當和有用的。該名回應者要求澄清“重要資料或前瞻性資料”的意思。
30. 該名集體回應者提交的意見指出，應該容許分析員與申請人的管理層討論對行業未來趨勢的看法、對未來發展或需求的假設、以及對石油或其他商品成本的假設。該名回應者認為，這些資料不能載於招股章程內，因為這些資料無法核實，亦不會經過盡職審查。



這些資料並非投資者作出投資決定時可依據的重要資料。這些資料可能較主觀及具有不確定性。

證監會的回應：

31. 在招股章程或銷售文件中披露所有相關和重要的資料，由申請人全權決定。招股章程或銷售文件應該包含足夠的資料，使一名合理的人能夠對申請人及其在招股章程發出時的財政狀況和盈利能力，達成確切和有充分理由支持的結論。
32. 本會並不同意只有能夠被核實或經過盡職審查的資料才可以載入招股章程或上市文件內，特別是當該等資料對投資者作出有根據的決定而言十分重要。招股章程、發售通函或上市文件不應遺漏任何重要資料。
33. 根據本會的原意，“重要資料或前瞻性資料”一詞理應解作：
 - (a) 任何重要資料，足以使一名合理的人能夠對公司的股票以及在招股章程發出時的財政狀況和盈利能力，達成確切和有充分理由支持的結論；及
 - (b) 任何前瞻性資料，不論該等資料是量化還是質化。本會無意對前瞻性資料賦予重要性概念。
34. 所有回應者都同意不應向分析員提供不在招股章程內的重要資料。
35. 對於前瞻性資料，回應者意見分歧。回應者普遍認為不應向分析員提供不在招股章程內的申請人財務預測。不過，一名代表多家銀行的集體回應者提出異議，反對禁止提供不在招股章程內但屬於質化前瞻性資料的資訊，例如一般行業趨勢或上市申請人所經營的行業或版塊的未來發展。
36. 該名集體回應者指出，分析員編寫交易前研究報告時，需要該等資料來嚴謹地評估上市申請人管理層的意向，並確認對申請人業務模式作出的假設，但投資者未必會認為該等資料有用。把該等資料載入招股章程可能會造成混淆和誤導。
37. 本會理解若干質化或量化前瞻性資料對投資者就申請人及其財政狀況和盈利能力達成確切和有充分理由支持的結論而言，並非必要。不過，本會並不同意所有質化前瞻性資料，對投資者達致確切和有充分理由支持的結論是不必要的。本會亦不同意所有與申請人無直接關係的量化前瞻性資料，對投資者達致確切和有充分理由支持的結論是不必要的。
38. 與其界定可給予分析員而不在招股章程內的前瞻性資料的性質，本會相信較適合的做法是對所有類型的資料進行單一測試（不論是否屬於不在招股章程內而可給予分析員的前瞻性資料）。應予進行的測試是要判斷資料對投資者就申請人及其財政狀況和盈利能力達致確切和有充分理由支持的結論而言，是否重要。
39. 本會注意到，儘管大部分申請人會就營運需要而進行預測和預算，惟少部分申請人會把財務預測載於招股章程內。此外，《上市規則》規定上市申請人必須向香港聯合交易所有限公司提交盈利預測及現金流預測。有進行預測和預算但卻沒有將這些資料載入招股章程內，並不代表這些就不是重要資料。



40. 判斷任何資料（尤其是任何前瞻性資料）是否重要從而受到禁制，必須考慮如果這些資料載入招股章程，會否重大地影響到一名合理的人對申請人及其財政狀況和盈利能力所達致的結論。

分析員不應索取非招股章程資料

證監會在諮詢文件提出的建議：

41. 本會建議修訂《操守準則》第 16.11 段，禁止就申請人擬備交易前研究報告的研究分析員，向申請人或其顧問直接或間接索取任何與申請人有關、但並非合理地預期將會載於招股章程或予以公開的重要資料或前瞻性資料（不論是質化或量化資料）。

公眾意見：

42. 回應者普遍支持有關建議。回應者同意研究分析員在任何時間都應進行獨立的盡職審查，以達致自己的預測和建議。
43. 一名回應者指出以下兩種資料或意見的分別：
- (a) 研究員透過本身獨立進行的盡職審查獲得的資料而形成的意見。分析員應該獲准索取該等資料；及
 - (b) 向申請人取得而未經進一步分析的資料。分析員不應獲准索取該等資料，並當作本身意見發表。

該回應者建議證監會清楚界定這類資料，並要求證監會就獲准索取和不獲准索取的資料類別制訂清晰指引。

44. 另一名回應者建議，准許分析員即時向保薦人或上市中介人披露間接取得（並非主動索取）而可能影響其誠信和操守的非招股章程資料。
45. 一項代表多家銀行的回應不支持這項建議。回應者指招股章程與研究報告完全不同，用途亦不一樣。向研究分析員提供的所有資料並非都適合載於招股章程內。證監會建議不准向分析員提供質化前瞻性資料，會妨礙他們向申請人索取若干前瞻性資料，使分析員失去目前擁有的其中一個重要的資料來源。回應者認為要分析員承擔以下責任並不合適：
- (a) 為擬備交易前研究報告和持續研究報告而壓抑符合香港和海外的業界標準的發問方針；及
 - (b) 判斷是否已獲提供任何並非合理地預期載於招股章程或予以公開的重要資料或前瞻性資料。
46. 該集體回應者指出，控制向分析員發放的資料是申請人的責任。回應者建議，申請人應承擔相關責任，不得主動向分析員提供這些資料，並應採取措施以確保向分析員提供的所有重要資料都已載於有關招股章程。



證監會的回應：

47. 本會同意禁止分析員向申請人要求提供有關其業務的資料，然後把這些資料放進交易前研究報告內當作自己的意見。分析員在任何時間都應進行獨立的盡職審查，以達致自己的意見、預測和建議。
48. 《操守準則》及《企業融資顧問操守準則》並無禁止分析員向保薦人或上市中介人披露間接取得（並非主動索取）而可能影響其誠信和操守的非招股章程資料。作為良好的常規，商號的利益衝突政策應該要求分析員在獲提供不在招股章程內而可能影響其誠信和操守的資料時作出披露。保薦人及其他上市中介人應該對企圖向分析員提供不在招股章程內的資料及影響其意見和建議的行為有所警惕。
49. 在本會與市場參與者的討論中，普遍同意研究分析員應該懂得分辨哪些是可以合理地向申請人及其顧問發問的問題。本會認為無必要制訂指引，以澄清哪些問題分析員可以和不應向申請人及其顧問發問。
50. 本會明白分析員通常由保薦人提供資料（“分析員簡報文件”）。因此，保薦人商號最能夠確保任何向分析員提供的重要資料都已載於招股章程。分析員具備獨一無二的資格，可判斷所要求提供而不在分析員簡報文件內的資料，對投資者達致有根據的意見而言是否重要，以及應避免索取並非合理地預期將會載於招股章程或予以公開的重要資料。倘若分析員收到不在分析員簡報文件內而可能是重要的資料，應該通知保薦人及申請人。保薦人及申請人須自行決定這些資料是否重要，而如屬重要資料，則要確保已載於招股章程。參看下述第 58 至 59 段的討論。
51. 本會將會修訂《操守準則》第 16.7(b)及 16.11(c)段，規定商號制訂書面政策及監控程序，確保負責為申請人擬備研究報告的分析員不會獲提供重要資料。

將現有常規編纂為守則條文，規定保薦人應就新上市的股本證券，向分析員維持發放穩妥的資料

證監會在諮詢文件提出的建議：

52. 本會建議修訂《企業融資顧問操守準則》第 5.10 段，規定新上市股本證券的保薦人須採取步驟，確保向分析員披露或提供的所有重要資料或前瞻性資料（不論是質化或量化資料），均載於相關的招股章程或相關上市文件、發售通函或類似文件（如建議上市不涉及招股章程）。

公眾意見：

53. 幾乎所有回應者都同意，保薦人有責任確保向分析員提供的資料已載於招股章程或上市文件。在首次公開發售中，保薦人或包銷商商號是申請人與關連分析員之間的中介人，它們最能夠確保向客戶（即申請人）提供適當簡介，指導他們如何與研究分析員交涉。
54. 只有團體回應者不同意，指期望保薦人為以下情況負責並不合理：
 - (a) 上市團隊中有機構的研究分析員不遵守《研究指引》、《證監會持牌人或註冊人操守準則》或《企業融資顧問操守準則》；及



(b) 上市團隊中有機構因這種違規情況而導致的任何後果。

特別是保薦人可能根本並無參與挑選上市團隊機構，以及不知道亦不想干預該等上市團隊機構有關研究獨立的內部措施。

55. 一名回應者建議，應該規定保薦人確保在簡報時要有一名合規顧問在場，防止上市申請人利用這個場合在無須承擔法律責任的情況下發放重要資料。另一名回應者指出一些可能出現的困難，例如獨立分析員在上市前不久獲悉申請人的主席對申請人在某個市場的業務前景的評語。回應者建議證監會應該就預期保薦人最少需要採取的步驟以及預期後果提供進一步指引。
56. 另一名回應者建議，《企業融資顧問操守準則》也可以加入類似第 16.11(c)段的備註，清楚說明分析員根據自己所做的盡職審查而得出的意見和預測，無需載於招股章程。
57. 另一名回應者建議，《企業融資顧問操守準則》第 5.10 段應該修訂以加入房地產基金。

證監會的回應：

58. 一個上市團隊中如果有多於一名保薦人，則這個上市團隊的所有保薦人都具有遵守《企業融資顧問操守準則》的共同責任。本會並不同意建議修訂對以團體形式行事的保薦人施加了不合理的責任。因此，本會擬落實這項建議。
59. 保薦人或包銷商一般作為申請人與分析員之間的中介人，其中一項責任是負責公開要約的整體管理¹，包括設立足夠的安排，確保向客戶提供適當簡介，及指導他們如何與研究分析員交涉。為了監察資料的發放，作為良好的常規，有些商號會規定申請人與分析員開會時必須有一名監督人員在場，而有些則會規定申請人與分析員之間的所有溝通都要經過一名指定的人員。保薦人要自行決定在有關情況下的適當步驟。
60. 本會認同一名回應者指保薦人及包銷商適當的監察和監管措施必須構成監控程序的一部分。制訂這些政策和監控程序時需要考慮商號的性質、規模及業務的複雜程度。一名回應者建議應該每年檢討這些政策和監控程序的效用。本會認為並無必要就此提供進一步指引。
61. 《房地產投資信託基金守則》第 5.12 段的附註已清楚訂明，房地產基金的管理公司所委任的上市代理人必須遵守證監會的守則和指引（包括《企業融資顧問操守準則》）訂明的所有規定。本會不同意需要修訂《企業融資顧問操守準則》以包含房地產基金。
62. 本會將會落實《企業融資顧問操守準則》的建議修訂，規定保薦人採取合理步驟，以確保向分析員提供的所有重要資料已載於招股章程或銷售文件。

¹ 《企業融資顧問操守準則》第 5.3(a)段



《證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則》第 16 段

分析員

16.1 適用範圍

- (a) 本段適用於下列人士：
- (i) 分析員；
 - (ii) 僱用任何分析員的商號；及
 - (iii) 發表任何投資研究的商號。
- (b) 本段涵蓋：
- (i) 對於香港買賣的證券作出的投資研究；及
 - (ii) 對已發行的證券或新上市申請人將予發行並將於香港買賣的證券作出的投資研究，
- 及對該等證券構成影響的投資研究。

16.2 釋義

- (a) 就本段而言，“分析員”指商號內擬備及／或發表投資研究或投資研究的實質內容的個人。該詞並不涵蓋以下個人：
- (i) 在完全附帶於本身的交易或經紀職能的情況下提供投資意見或評論的個人；
 - (ii) 所進行的研究純粹供該商號內部使用且不會分發予客戶的個人；或
 - (iii) 提供個人（一對一）投資意見的個人。
- 就第16.2(a)(ii)段而言，商號的內部使用包括集團內所有公司（而並非單純第16.2(d)段所指明的商號）的使用。
- (b) 就本段而言，“有聯繫者”指：
- (i) 分析員的配偶、親生或領養的未成年子女，或未成年繼子女；



- (ii) 某信託的受託人，而分析員、其配偶、其親生或領養的未成年子女或其未成年繼子女是該信託的受益人或酌情對象；或
 - (iii) 慣於或有義務按照分析員的指示或指令行事的另一人。
- (c) 就本段而言，“財務權益”指任何通常為人所知的財務權益，例如就某發行人上市法團或新上市申請人的證券的投資，或發行人上市法團或新上市申請人與商號或分析員之間的財務通融安排。
- “財務權益”一詞並不包括根據正常交易關係而作出的商業貸款，或在某發行人或新上市申請人房地產基金以外的任何集體投資計劃的投資（儘管事實上該計劃擁有涉及某發行人上市法團或新上市申請人的證券的投資）。
- (d) 就本段而言，“商號”指任何中介人及其公司集團。若某公司在香港進行涉及證券的以下業務，才會被視為一家公司集團的公司：
- (i) 投資銀行；
 - (ii) 自營交易或莊家活動；或
 - (iii) 代理經紀。
- (e) 就第 16.5(c)段而言，“受僱於商號或與該商號有聯繫的個人”指：
- (i) 受僱於該商號而分析員慣於或有義務按照其發出的指示或指令行事的個人；
 - (ii) 受僱於該商號及對有關投資研究的題材或內容或分發時間具有影響力的個人；或
 - (iii) 負責釐定有關分析員的報酬的個人。
- (f) 就本段而言，“投資研究”包括載有以下任何一項資料的文件：
- (i) 證券的投資分析結果；
 - (ii) 對可能影響證券日後表現的因素的投資分析，但不包括就宏觀經濟或策略性事宜所作的任何分析；或
 - (iii) 根據任何前述的結果或投資分析而提出的意見或建議，
- 並須據此解釋任何投資／研究報告。
- (g) 就本段而言，“發行人上市法團”指：
- (i) 法團；



(ii) 房地產基金；及

(iii) 為進行業務營運而建立並以法團或房地產基金以外的形式組成的實體，而其證券在香港聯合交易所有限公司上市，及包括房地產基金。

(h) 就本段而言，“新上市申請人”指：

申請其證券在香港聯合交易所有限公司上市及批准交易的實體，包括房地產基金，

(i) 法團；

(ii) 房地產基金；及

(iii) 為進行業務營運而建立並以法團或房地產基金以外的形式組成的實體，

而其證券（包括房地產基金權益）未曾在香港聯合交易所有限公司上市。

(i) 就本段而言，“招股章程”指新上市申請人發出的招股章程、上市文件、發售通函或類似文件。

(j) 就本段而言，“房地產基金”指根據《證券及期貨條例》第 104 條獲證監會認可或向其申請認可的房地產投資信託基金。

(k) 就本段而言，“證券”指：

(i) 由發行人上市法團發行的、在香港聯合交易所有限公司上市或交易的股份、預託證券、權益或單位，及該等股份、預託證券、權益或單位的任何同時於香港聯合交易所有限公司上市或交易的權證或期權；及

(ii) 由新上市申請人發行或將予發行的、將在香港聯合交易所有限公司上市或交易的股份、預託證券、權益或單位，及該等股份、預託證券、權益或單位的任何將同時於香港聯合交易所有限公司上市或交易的權證或期權。

16.3 原則

證監會相信，以下原則²對於本段適用的所有分析員及商號所進行的業務至關重要。

(a) 分析員的交易及財務權益

應設立機制，使分析員的交易活動或財務權益不會妨礙其投資研究及建議。

² 這些原則大致上重申國際證券事務監察委員會組織（“國際證監會組織”）於 2003 年 9 月 25 日發表的《處理賣方證券分析員利益衝突的原則聲明》（“《原則聲明》”）中的原則。除了這些原則外，本會亦鼓勵分析員及商號採納《原則聲明》所列載的措施，作為最佳作業方式。《原則聲明》載於國際證監會組織的網站，網址為 www.iosco.org。



(b) 商號的財務權益及商務關係

應設立機制，使僱用該分析員的商號的交易活動、財務權益或商務關係不會妨礙該等分析員的投資研究及建議。

(c) 分析員的匯報途徑及補償

應設立分析員的匯報途徑及補償安排架構，藉以消除或大幅限制任何實際及潛在的利益衝突。

(d) 商號的監察制度

僱用分析員的商號應確立書面的內部程序或監控措施，以識別及消除、避免、管理或披露任何實際及潛在的分析員利益衝突。

(e) 外來影響

應消除或管理證券發行人、機構投資者及其他外間人士對分析員施加的任何不當影響。

(f) 披露的清晰度、具體程度及顯眼程度

就實際及潛在的利益衝突的披露應是完整、適時、清晰、準確、具體及顯眼的披露。

(g) 誠信及道德操守

分析員應秉持嚴格的誠信標準。

16.4 分析員的交易及財務權益

(a) 商號應為分析員訂立交易政策

僱用任何分析員的商號應設立及維持書面政策及監控程序，管限任何該等分析員的交易及買賣，從而消除、避免、管理或披露因該等交易或買賣而產生的任何實際及潛在的利益衝突。

(b) 分析員進行交易的限制

分析員或其有聯繫者不應：

- (i) 以有違其已發表的建議的方式；或
- (ii) 在就發行人上市法團的投資研究發出前 30 日內及就發行人上市法團的投資研究發出後的 3 個營業日內；



交易或買賣涉及其評論的發行人上市法團的任何證券，但在於有關商號的政策內概述的特殊情況以及已獲得有關的法律或監察部門預先核准的情況下進行的交易或買賣除外。

就第 16.4(b)(ii)段而言，如分析員或其有聯繫者曾在之前的 30 日內，交易或買賣涉及某發行人上市法團的證券，則該分析員不應就該發行人上市法團發出任何投資研究，但在發生會影響該等證券的價格且已為公眾所知悉的重大事件的情況下發出投資研究則除外。

(c) 相關關係的披露

如分析員或其有聯繫者擔任該分析員所評論的發行人上市法團或新上市申請人的高級人員（包括就房地產基金而言，擔任該房地產基金的管理公司的高級人員；及就任何其他實體而言，在該實體中擔任負責管理該發行人或新上市申請人的高級人員或其同級人員），該分析員便應在研究報告中披露該項事實。

(d) 相關財務權益的披露

如分析員或其有聯繫者擁有與該分析員所評論的發行人上市法團或新上市申請人有關的任何財務權益，該分析員便應在研究報告中披露該項事實。

16.5 商號的財務權益及商務關係

(a) 商號應作出相關財務權益的披露

如商號擁有任何發行人上市法團或新上市申請人的財務權益，而某研究報告所評論的是涉及該發行人上市法團或新上市申請人的證券，且該等權益的合計總額：

(i) （如屬發行人）相等於或高於發行人上市法團的市場資本值的 1%；或

(ii) （如屬新上市申請人）相等於或高於新上市申請人的已發行股本或已發行單位（視何者適用而定）的 1%，商號便應在研究報告中披露該項事實。

(b) 商號應作出相關莊家活動的披露

商號如為或將會為涉及有關發行人上市法團或新上市申請人的證券進行莊家活動，商號便應在研究報告中披露該項事實。

(c) 商號應作出相關關係的披露

如受僱於商號或與該商號有聯繫的個人擔任有關發行人上市法團或新上市申請人的高級人員，商號便應在研究報告中披露該項事實。



(d) 商號應作出相關商務關係的披露

商號如與有關**發行人上市法團**或新上市申請人有投資銀行業務的關係，便應在研究報告中披露該項事實。在過去 12 個月內就投資銀行服務所收取的任何補償或委託均構成投資銀行業務關係。

(e) 商號於發出投資研究前進行不當交易

如商號的投資研究涵蓋涉及某**發行人上市法團**的證券，商號便不應在該等投資研究發表前不當地進行該等證券的交易或買賣。

(f) 商號不應向發行人上市法團**或新上市申請人提供若干保證**

商號不應為求展開或影響與**發行人上市法團**或新上市申請人的商務關係而提供任何承諾或保證，表示其將會在投資研究內發表對該**發行人上市法團**或新上市申請人有利的評論，或更改其研究的涵蓋範圍或評級。

(g) 安靜期

在公開發售中擔任經理人、保薦人、上市代理人或包銷商的商號，不應在以下期間內的任何時間，發出涵蓋某**發行人上市法團**或新上市申請人的任何投資研究：

- (i) 如該宗發售屬首次公開招股，則有關期間為緊接該等證券定價後的 40 天；或
- (ii) 如屬第二次公開發售，則有關期間為緊接該等證券定價後的 10 天，

除非該商號在其正常業務的過程中，一直以來都有按照合理的規律定期就該**發行人上市法團**或新上市申請人發出投資研究，或在當發生會影響有關證券的價格且已為公眾所知悉的重大事件的情況下發出投資研究則除外。

證券的定價日期指訂定有關發售的具體價格的日期。

16.6 分析員的匯報途徑、補償及在其他部門的參與

(a) 分析員的匯報途徑與補償

凡設有投資銀行部的商號都不應：

- (i) 安排其分析員向該部門匯報；或
- (ii) 將其分析員的補償與任何特定的投資銀行交易直接掛鈎。

(b) 投資銀行部預先核准投資研究

凡設有投資銀行部的商號都不應允許該部門預先核准分析員的報告或建議，但由投資銀行部於研究報告發表前，在監察部或法律部的監察下審核該報告內的事實是否準確則屬例外。



(c) 分析員不應招攬投資銀行業務

分析員不應參與旨在招攬投資銀行業務的商業活動，例如商務推銷及交易巡迴推介。

16.7 商號的監察制度

(a) 商號應設立、維持及落實執行一套書面政策及監控程序，以消除、避免或管理實際及潛在的分析員利益衝突。商號應在顧及本身的特殊架構與業務模式，及其客戶的經驗與投資狀況的情況下，適當地制定相關的政策及程序。

(b) 商號應設立、維持及落實執行一套書面政策及監控程序，以確保商號本身不會向負責就新上市申請人擬備研究報告的分析員，提供下述與新上市申請人有關的任何重要資料（包括或前瞻性資料）（不論是質化或量化資料）：

(i) 並非合理地預期將會載於招股章程的資料；或

(ii) 非公開資料。

16.8 外來影響

如發行人上市法團、新上市申請人或其他第三者曾就有關投資研究提供或同意提供任何補償或其他利益，則分析員或其所屬商號便應在研究報告中披露該事實。

16.9 透過大眾媒體作出評論或建議

分析員透過大眾媒體作出評論或建議時，第 16 段內所有根據下文第 16.9(a)及(b)段（如適用）作出修改的條文將適用。

(a) 分析員以個人身分在大眾媒體中出現

如分析員在大眾媒體中以個人身分就涉及某發行人上市法團或新上市申請人的證券提供分析或評論（包括親身出現），便應於提供該等分析或評論時披露以下資料：

(i) 其姓名；

(ii) 其持牌狀況；及

(iii) 如其及／或其有聯繫者於發行人上市法團或新上市申請人擁有財務權益，則披露擁有該等權益的事實。

(b) 分析員以個人身分回應觀眾／聽眾及記者的提問

當分析員被觀眾／聽眾要求或在其他情況下被記者要求就特定證券作出分析或評論時，分析員可以作出有關分析或評論（儘管事實上該分析員及／或其有聯繫者在該分析員提供有關分析或評論前的 30 天內曾經買賣有關證券），但其必須作出第 16.9(a)(i)至(iii)段所述明的披露。



(c) 商號透過大眾媒體傳達投資研究

為免生疑問，商號透過大眾媒體傳達其投資研究時（例如在贊助節目中發布其研究報告的全部或部分內容），第 16 段內所有有關係文將適用。

16.10 信息披露的清晰度、具體程度與顯眼程度

(a) 披露的素質

凡任何事宜須根據本段的規定而作出披露者，該等披露應該符合以下說明：

- (i) 清晰；
- (ii) 準確；
- (iii) 具體；
- (iv) 具備足夠的顯眼程度；及
- (v) 以適時和公平的方式發布。

(b) 披露方法

根據本段的規定作出的任何披露，應以切合投資研究或分析員的意見或評論的發放媒體的方法作出。須作出的披露限於有關事實的事實，而所涉及的數額或性質等詳情則毋須披露。

(c) 披露責任

凡分析員及／或商號已作出有關披露，倘若有關的大眾媒體發表或以其他方式轉載其投資研究或建議的全部或部分內容而沒有附帶該等有關披露，分析員及／或商號均毋須就此負責。

16.11 誠信及道德操守

- (a) 分析員的分析及建議應該是建基於合理的基礎上。
- (b) 分析員在提出建議時，應對所使用的詞語賦予定義，並貫徹使用該等定義。
- (c) 分析員不應向新上市申請人或其顧問索取下述與新上市申請人有關的任何重要資料（包括或前瞻性資料）（不論是質化或量化資料）：
 - (i) 並非合理地預期將會載於招股章程的資料；或
 - (ii) 非公開資料。



備註：儘管預期分析員僅可採用合理地預期將會載於招股章程的資料或公開資料，此規定並不禁止分析員自行作出實地參觀等盡職審查。



《企業融資顧問操守準則》第 5 段的修訂

在新上市過程中向分析員提
供資料 5.10

如企業融資顧問為其股本證券在聯合交易所上市的公司擔任保薦人，保薦人應採取合理步驟，確保向分析員披露或提供的所有重要資料（包括或前瞻性資料），不論是量化或質化資料，均載於相關的招股章程或（如建議上市不涉及招股章程）相關上市文件、發售通函或類似文件。



回應者名單

1. 天智合規顧問有限公司
2. 香港會計師公會
3. 香港財經分析師學會
4. NortonRose Hong Kong
5. Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom
6. SUEN Chi Wai