



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

有關董事在企業交易估值方面的責任指引

2017年5月15日

引言

1. 證監會關注到在某些交易中，上市公司在有關情況顯示適宜取得估值時未有取得估值，或當依賴估值並非審慎之舉時卻依賴估值作為支持某項交易的理據。在該等情況下進行的交易，有部分可能因買入價過高或出售價過低而對上市公司及其股東帶來損失。本指引旨在提醒上市公司董事應有的職責，並說明董事在考慮或審批涉及某項資產或某家目標公司的估值的企業交易時，證監會對他們的行為所抱持的期望。
2. 本指引將適用於收購交易，但有關原則亦一概適用於出售交易。本指引凡提述收購交易，應理解作包含對出售交易的提述（經任何必要的相應修改）。
3. 本指引適用於香港聯合交易所有限公司主板或創業板上市發行人的所有董事，並且是參照法例對董事普遍施加的責任而編成，但並非詳盡無遺或明確完整地列出適用的法律規定，亦不能取代關乎董事責任的相關法例、規則、規例、守則及指引，或減免當中的規定。尤其是，上市公司董事的行為亦受到《上市規則》及《企業管治守則》規限。

背景

4. 根據《證券及期貨條例》（第 571 章）第 214 條，證監會能夠在高等法院提起法律程序，就任何須為經營上市法團的業務或處理其事務負責的人對該法團或其成員作出的失當行為或其他錯誤行為，尋求補救辦法。
5. 如上市法團的業務或事務曾以下列方式經營或處理，證監會便可提起法律程序：
 - (a) 導致該法團成員或其任何部分成員未獲提供他們可合理期望獲得的關於其業務或事務的所有資料；
 - (b) 涉及對該法團或其成員或其任何部分成員作出虧空（即不當運用（包括挪用）任何財產）、欺詐、不當行為（即以不當方式作出合法行為）或其他失當行為；或
 - (c) 欺壓該法團的成員或其任何部分成員，或對他們造成不公平損害。

所謂行為，可包括單一作為或一連串作為或沒有作出任何作為。

6. 到目前為止，證監會都有就上市法團的現任或前任董事違反責任並因而導致上市法團或其附屬公司蒙受損失的情況，根據第 214 條採取行動及取得法院命令。單憑董事違反責任，便足以構成“不當行為”或“其他失當行為”，並將成為根據第 214 條採取行動的理據。有關董事無需從有關錯誤行為中獲得個人利益。法院可根據第 214 條作出多項命令，包括：
 - (a) 作出命令，飭令某名須為法團的業務或事務曾以不當方式經營或處理負全部或部分責任的人，在不超過 15 年的期間內（其中包括）被取消擔任董事的資格，及不得直接或間接關涉或參與任何法團的管理（第 214(2)(d)條）
 - (b) 作出法庭認為適當的任何命令，包括命令有關人士支付賠償（第 214(2)(e)條）
 - (c) 命令有關上市法團以其名義針對任何須為以被投訴的方式經營業務或處理事務負責的人提起法律程序（第 214(2)(b)條）

7. 法院過往曾根據第 214(2)(e)條頒布命令，要求違反其責任並因而令上市公司或其附屬公司蒙受損失的董事，向有關公司賠償損失¹。另外，法院亦曾就某家上市公司因若干前董事在處理該公司多個投資項目時違反其責任而蒙受損失，根據第 214(2)(b)條命令該上市公司針對該等董事提起法律程序追討賠償²。
8. 證監會在評估董事違反責任的情況時，將考慮他們有否遵從本指引。若上市公司董事沒有按照本指引行事，證監會便有較大可能性針對該等董事進行調查並根據第 214 條尋求頒令。證監會因而可尋求取消資格令、賠償令及其他命令。

一般事項

9. 當考慮某項建議交易時，董事有責任：
 - (a) 善意地以公司利益為前提行事
 - (b) 在履行其責任時，以適當及合理水平的謹慎、技能及勤勉行事
 - (c) 作出獨立判斷
 - (d) 為適當的目的行使其權力
 - (e) 避免實際或潛在的職務及利益衝突
 - (f) 不暗中圖利
10. 就建議收購資產／目標公司而言，董事有責任判斷交易的條款（包括將予支付的代價）是否公平及合理。在此過程中，董事務必確保對有關資產／目標公司進行妥善調查及盡職審查，並評估該資產／目標公司的價值。這些職責是法例及《上市規則》對上市發行人的董事所施加有關以適當的謹慎、技能及勤勉行事的責任的一部分³。然而，對將予支付的適當代價作出評估，僅屬董事責任的其中一個範疇——董事必須同時考慮建議的交易或安排是否符合公司以及其股東的整體利益，以及在與其他投資方案比較之下，應否付諸實行。
11. 董事在遵守公司的組織章程／細則的情況下，可將特定職能轉授予在管理架構中的其他下屬，並在合理的範圍內信任該獲轉授職能的人的能力及品格。然而，董事不得任由他人代為履行其責任，並有責任監督其轉授的職能。董事的責任或法律責任並不會因轉授職能而獲免除。上述原則亦同樣適用於董事委聘專業估值師或其他顧問以為某項交易提供協助的情況：董事依然須在顧及專業人士及其他顧問的建議及意見後作出獨立判斷及關注相關事宜。董事在沒有作出獨立判斷且如此行事並不合理的情況下，不加質疑地依賴估值報告，將可能違反其對公司負有的以謹慎、技能及勤勉行事的責任。下文會重點就該等責任的特定方面作進一步闡述。

¹ 舉例來說，首華財經網絡集團有限公司案；大凌集團有限公司案；證監會訴李和鑫及其他人士案（即神州醫療科技有限公司案）。

² 證監會訴張鏡清及其他人士案（即朗迪國際控股有限公司案）。

³ 《公司條例》（第 622 章）第 465 條及《上市規則》（主板第 3.08 條及創業板第 5.01 條）。所有董事必須符合的最低客觀標準是指任何合理努力並具備可合理預期任何董事在執行有關董事就有關公司所執行的職能時會具備的知識、技能以及經驗的人所達到的標準，當中因而顧及到有關董事所擔任的職位及其職責，以至有關公司的性質及種類。最低客觀標準可因應有關董事所具備的特定知識、技能及經驗予以提高（但不可降低）。

妥善調查及盡職審查

12. 在作出投資決定時，董事應進行獨立且充分的調查及盡職審查，當中包括：
- (a) 了解有關資產或目標公司業務的性質，以便對建議的投資項目作出有根據的考量；
 - (b) 仔細考慮與評估建議投資項目的利弊相關的所有資料；
 - (c) 採取一切合理步驟，核實可能影響有關資產／目標公司估值的重要資料的準確性及合理性，尤其是：
 - (i) 在顧及相關因素（包括其財政狀況、過往表現、前景、在同一界別／行業中經營的同業公司、經濟、政治及行業狀況和有關資產／目標公司的任何市場）後，信納所得到有關該資產／目標公司的財務預測及假設均有合理的理據支持；
 - (ii) 董事不應盲目及不加質疑地接納任何所得到的財務預測、假設或業務計劃；董事有責任了解及（如有需要）在合理可能的情況下核實該等預測、假設或計劃；
 - (d) 如適當的話，尋求專業估值師或其他顧問的協助；
 - (e) 如適當的話，向賣方及任何其他人士索取進一步資料。
13. 當考慮交易所帶來的風險及核實獲提供有關資產／目標公司的資料時，如出現下列任何因素（非詳盡無遺），便可能需加緊注意：

收購目標的往績紀錄有限

- (a) 該目標是新近成立或是一項新業務或最近才開始經營新的業務線
- (b) 該目標處於虧蝕狀況或所產生的利潤非常微薄
- (c) 該目標的資產淨值微不足道或錄得負數

預測採用了大膽假設

- (d) 資產／目標公司的估值是以無過往數據支持的預測作為依據
- (e) 有關預測是在增長凌厲的假設下作出

銷售額成疑

- (f) 該目標訂立了不具約束力的合約或最近簽訂了新合約，而該等合約其後被用作為預測銷售額的基準

最近進行了股份轉讓

- (g) 目標公司的股份最近以較上市公司被要求支付的代價為低的價值被轉讓

14. 若公司宣布被收購資產或目標公司的價值在有關交易進行後的一段短時間內大幅下跌，即可能表示董事先前過於樂觀，或在訂立交易前沒有進行充分的盡職審查。

委聘估值師

獨立估值

15. 董事應考慮是否有需要由專業估值師對建議的投資項目進行估值，尤其是：
- (a) 如董事本身對該資產或目標公司所屬的業務範疇或對估值並無充分經驗或專業知識；
 - (b) 如目標業務屬全新業務或仍處於初始階段，或必須就所獲得關乎該業務的資料徵詢專業人士的意見或將該等資料交予專業人士審查，才能妥善評估該投資項目的利弊；
 - (c) 相對於上市發行人的規模而言，該投資項目的規模；或該投資項目對上市發行人的重要性；
 - (d) 考慮到該交易涉及的風險或該交易的複雜程度或性質；或
 - (e) 如提出收購的公司的任何董事在建議的交易中有實際或潛在利益衝突。

估值師的資格

16. 董事應確保獲委聘的專業估值師：
- (a) 獨立於上市公司／提出收購的公司、賣方及目標業務和它們各自的關連人士，且與它們／他們並無利益衝突，而建議的交易成功執行並不會令其個人得益；
 - (b) 具備適當的資格，並在該項特定工作方面具有足夠的信譽，使其意見將能經得起質疑；及
 - (c) 具有相關專業知識及充足資源，讓其妥善履行職務。

向估值師提供所有相關資料

17. 董事在向估值師發出指示時，必須提供所有可能會影響估值的重要資料，以便估值得以顧及所有相關事宜。此項因素有助於顯示董事依賴估值師擬備的估值報告是合理及有理據支持的。

委託範圍

18. 董事應考慮為估值師界定適當的委託範圍。該委託範圍應確保估值報告在協助董事為資產／目標公司釐定公平及合理的價格方面將會相關及有用，而該估值亦可供董事能合理地依賴來作出決定。若董事僅向估值師提供賣方的推測、預測或利潤保證，並要求估值師在該等推測、預測或利潤保證將獲實現的假設下對目標公司進行估值，這在一般情況下是不足夠的。

委聘其他顧問

19. 上述原則（會視乎情況作出必要的修改）同樣適用於獲董事委聘以協助進行交易的其他顧問或專家。在上市公司委任財務顧問協助進行交易的情況下⁴，董事應（經徵詢財務顧問的意見後）適當地就須予處理的事宜（包括檢視在估值中所作的任何相關假設的合理性）擬訂財務顧問的審核及委託範圍。假如企業交易涉及估值師的估值，董事應擬訂財務顧問的委託條款，以確保財務顧問會執行證監會《企業融資顧問操守準則》所列的規定，特別是第 5.3(a) 段及（如適用的話）第 5.3(b) 段⁵。

依賴必須是合理的

20. 雖然董事應在適當情況下聘用專業估值師的服務，但過度或不加質疑地依賴估值報告或任何其他顧問的建議可能會構成違反責任。董事對估值報告的依賴必須在各種情況下均為合理。董事有明確責任投放所需時間及精神就相關事宜自行作出判斷，並就建議的投資項目作出有根據的決定，包括：
- (a) 對估值所依據的計算基準、審核範圍、假設、限制及保留意見和估值方法，保持專注及批判的態度；
 - (b) 分析估值報告，包括閱讀真正的估值報告，而非只依賴為管理層擬備或由管理層擬備的摘要；
 - (c) 就估值、其假設或方法等向估值師作出查詢，直至令其本人信納；
 - (d) 經顧及合理地預料所涉及的風險、被收購的資產／目標公司的規模或重要性、交易性質及任何其他需以批判態度詳細檢視的事宜後，釐定董事參與交易的程度。

⁴ 《上市規則》並無強制規定須就所有交易委任財務顧問。另外，《上市規則》規定須就某些交易委任獨立財務顧問。

⁵ 《企業融資顧問操守準則》第 5.3(b) 段的規定不適用於由下列人士進行的工作：(i) 產業估值師就房地產進行的估值（有關估值師必須為有關監管機構或專業團體的成員）；(ii) 法律顧問提供的法律意見；及 (iii) 會計師就業績審核和會計師報告進行的工作。