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

證券及期貨事務監察委員會就交易所規管上市事宜的表現而作出的檢討報告

2021 年 12 月

目錄

第 1 節 3

引言 3

檢討目標 3

2021 年檢討的範圍 3

本會如何進行評估 3

本會的檢討結果 4

建議撮要 4

第 2 節 7

交易所對非紀律上市事宜的覆核聆訊的處理方法 7

交易所對新上市發行人有關如何使用其上市所得款項作出的披露進行的監察工作 20

交易所根據經修訂的規則對反收購行動交易的處理方法 26

第 3 節 35

2019 年檢討後的跟進行動 35

第 4 節 39

檢視上市科於 2019 年及 2020 年的營運情況 39

附錄 A 44

附錄 B 49

第 1 節

引言

1. 本報告撮述證券及期貨事務監察委員會（**證監會**）在 2021 年度就香港聯合交易所有限公司（**交易所**[1]或**聯交所**，視屬何情況而定）在 2019 年及 2020 年期間規管上市事宜的表現進行檢討後的主要結果及建議。

2. 聯交所是香港交易及結算所有限公司（**港交所**）的全資附屬公司。

檢討目標

3. 證監會根據《證券及期貨條例》第 5(1)(b)條，負有監管、監察和規管交易所活動的法定責任。根據《上市事宜諒解備忘錄》[2]所協定，證監會將定期審核或檢討交易所在規管上市相關事宜方面的表現，藉此履行證監會監管和監察交易所的法定職能。

4. 日期為 2018 年 3 月 9 日的《上市事宜諒解備忘錄的首份補充文件》訂明，證監會在進行上述定期審核或檢討期間，將會重點審視以下範疇：

   (a) 交易所在執行其上市監管職能的過程中，是否已經並正在履行其在《證券及期貨條例》下的責任；當中將包括評估交易所在制定、執行和實施《上市規則》[3]方面的工作，及有關該等規則在合規事宜方面的監察和紀律執行工作；

   (b) 交易所為執行上市職能而採用的系統、流程、程序及資源是否充足；及

   (c) 交易所是否有效管理其作為監管機構與同時作為牟利組織的一部分之間的利益衝突，包括由上市委員會履行的監督職能。

2021 年檢討的範圍

5. 本會的 2021 年檢討涵蓋交易所在 2019 年及 2020 年（**檢討期**）規管上市事宜方面的工作，並重點檢討以下範疇：

   (a) 交易所對非紀律上市事宜的覆核聆訊的處理方法；

   (b) 交易所對新上市發行人有關如何使用其上市所得款項作出的披露進行的監察工作；及

   (c) 交易所根據經修訂的反收購行動規則對反收購行動交易的處理方法。

本會如何進行評估

6. 本會進行評估時參考了以下資料：

   (a) 港交所的《2019 年年報》和《2020 年年報》、《2019 年上市委員會報告》和《2020 年上市委員會報告》及交易所的《發行人年報內容審閱——2019 年完成

---

[1] 本報告內使用的“交易所”一詞，是指聯交所作為《證券及期貨條例》所指的認可交易所的上市監管職能。

[2] 交易所與證監會於 2003 年 1 月 28 日簽訂的諒解備忘錄（**《上市事宜諒解備忘錄》**）。

[3] 《香港聯合交易所有限公司證券上市規則》。

的報告》和《發行人年報內容審閱——2020 年完成的報告》；

(b) 由交易所刊發的紀律處分程序、上市決策、拒納信、指引信，以及其他在港交所網站上的相關文件；

(c) 上市科各營運組的相關內部文件、書面政策、程序及流程；

(d) 在本會監督工作的日常過程中自上市科接獲的資料，包括上市科的每月報告及個案數據；

(e) 抽樣個案的檔案；

(f) 上市委員會的會議紀錄、聯交所和港交所各自的董事會會議紀錄摘要，以及其他與上市委員會和上市科的活動有關的相關內部文件；

(g) 上市科就其活動而向上市委員會提交的相關內部文件；

(h) 本會與上市委員會主席及副主席的討論；

(i) 本會與上市主管[4]、各營運組主管、上市覆核委員會的署任秘書及上市科其他高層人員的討論。

本會的檢討結果

7. 下文概述本會在完成 2021 年檢討後所得出的結果及建議。我們在達致有關建議時，已考慮到交易所在檢討期後採取的措施和承諾提出的方案。有關本會的檢討結果及建議的更詳細內容，載於本報告第 2 節。我們亦注意到，交易所已採取步驟，以回應載列於本會 2019 年檢討報告內的建議。

8. 上市主管及上市委員會主席已閱覽本報告。本報告亦載列了交易所的回應。本會謹此感謝上市委員會成員及上市科職員在檢討過程中向本會提供的協助。

建議撮要

9. 證監會的建議如下：

交易所對非紀律上市事宜的覆核聆訊的處理方法

在交易所進行市場諮詢後，新的上市覆核委員會在 2019 年 7 月 5 日成立，作為上市委員會決定的獨立及最終覆核機關。上市委員會繼續覆核上市科所作出的決定。我們抽樣檢視了多宗個案，並注意到交易所有關覆核聆訊的程序獲得依循。此外，在檢討期後，交易所優化了關於上市覆核委員會考慮新資料及上市政策的做法（見下文(c)及(e)項）。下文載列本會的觀察所得及建議。

對覆核聆訊流程的管理

(a) 關於覆核申請人就作出書面陳述的期限尋求延期的情況，我們建議上市覆核委員會及上市委員會檢視其政策及程序，以納入更多指引，讓各成員能夠以更貫徹一

[4] 前上市主管在 2019 年底退休，現任上市主管在 2020 年 1 月上任。

致的方式就有關要求作出評估及決定（第 44 段）。特別是：

i. 為了維護以時效為本的除牌規則的執行，如作出有關要求主要是為了讓上市發行人在訂明的補救期外有更多的時間來改善其業務或相關事宜，從而避免停牌或除牌，或主要是為了減低遭受司法覆核質疑的風險，那麼便不應批准延期（第 45 段）；

ii. 以外界環境為由要求延期的覆核申請人應被要求提供具體的詳情，以就有關要求提出充分理據，而延期的時間長短應與編製和提交書面陳述所需的時間相稱（除特殊情況外，一般來說應為 30 天或以下）（第 45 段）。

(b) 我們建議交易所考慮是否應將上市覆核委員會及上市委員會的利益衝突查核程序統一（第 47 段），及改善上市覆核委員會成員的利益衝突查核程序（第 48 段）。

接納及考慮新資料

(c) 交易所告知本會，自 2021 年以來已就上市覆核委員會對所提交的新資料作出考慮一事採取新的方針，而在這項新的方針下，有關個案在某些情況下會被發回上市委員會（第 65 至 67 段）。

(d) 為進一步加強有關流程，我們建議，上市科應該審閱覆核申請人在覆核聆訊前不久提交予覆核委員會的新資料，並在適當情況下考慮要求將聆訊延期，讓其有足夠的時間作出答辯陳述，以供覆核委員會考慮（第 69 段）。

上市覆核委員會覆核個案中上市政策的考慮因素

(e) 交易所告知本會，自 2021 年起，交易所採取了一項政策，若上市覆核委員會認為某個案的事實和情況可能構成支持偏離既定政策的充分理據，或者產生可適用於其他發行人的新政策考慮因素，則上市覆核委員會便會將該個案發回上市委員會（這是上市政策的決策機關）（第 75 段）。

(f) 我們建議，上市覆核委員會在推翻上市委員會的除牌決定時，應給予明確指示，即復牌（如信納所有復牌條件已獲符合），或發行人須在規定的日期或之前符合復牌條件並復牌（否則便面臨除牌）（第 77 段）。

上市覆核委員會的決定

(g) 為提升透明度及協助市場了解兩個決策機關意見分歧背後的理據，我們建議，當上市覆核委員會推翻上市委員會作出的決定時，上市覆核委員會的決定應針對先前的決定作出回應，並以充分具體的方式解釋推翻先前的決定的理由（第 83 段）。

交易所對新上市發行人有關如何使用其上市所得款項作出的披露進行的監察工作

事後審閱發行人的公告

(h) 在檢討期內，我們注意到，上市科按照其內部程序審閱發行人有關改變其上市所得款項用途的公告。上市科在三宗個案中識別出不合規情況，並迅速採取跟進監管行動。我們建議，交易所檢討其與審閱發行人就上市所得款項用途所作出的披露和相關合規情況有關的政策及程序，從而加強交易所對從公告表面上看來並不

明顯但具有值得注意的預警跡象的失當行為的偵測（第 102 及 106 段）。

對發行人年報中所作出的披露進行檢視

(i) 在檢視發行人的年報就上市所得款項用途所作出的披露時，我們注意到，在某些個案中，交易所審閱年報的時間遠遠地遲於年報刊發的日期，原因是各發行人有不同的匯報期限。我們建議交易所考慮有何方法，可使其審閱流程與發行人不同的匯報期限更為協調得當，例如在具有相同匯報年度完結日的發行人刊發年報後，迅即將該等年報列作同一批次並加以審閱，以便可迅速採取跟進行動（第 114 段）。

(j) 交易所亦應考慮加強其有關審閱發行人年報的內部指引及程序，並向上市科職員提供適當的培訓（第 119 段）。

交易所根據經修訂的反收購行動規則對反收購行動交易的處理方法

新的反收購行動規則在 2019 年 10 月 1 日生效。我們注意到，一般來說，上市科貫徹一致地應用新的規則和指引，及就其達致結論的理據備存適當的紀錄。下文載列本會就上市科對反收購行動交易的處理方法的一些觀察所得及建議。

構成一連串交易／安排的其他交易或安排

(k) 新的反收購行動規則旨在應對（除其他事項外）業務的注入被分拆為一連串規模較小的交易或安排以規避若不如此便會適用的上市規定的情況。在兩宗涉及收購新業務後出售原有業務的類似個案中，上市科對有關交易是否構成一連串交易的一部分及因而受反收購行動規則所規限達致不同的結論。我們建議，就該等經刻意安排時間次序的交易而言，交易所應加強其內部培訓計劃及指導材料，從而以更一致的方式貫徹應用新的反收購行動制度下的反規避原則（第 159 段）。

新上市發行人進行的收購

(l) 在涉及控股股東向新上市發行人注入業務的個案中，上市科應加強審查，以決定應否要求須按首次公開招股的標準進行盡職審查及作出披露。若發行人提交的百分比率（其目的在於確定收購的規模）是根據距離當時超過六個月的財務數字而計算出來的，上市科應考慮要求發行人同時提供經更新的財務報表和最近期的管理帳目，以及（如有需要）相關的財務預測，以利便進行評估（第 166 段）。

第 2 節

交易所對非紀律上市事宜的覆核聆訊的處理方法

引言

10. 為了減少實際、潛在及觀感上的利益衝突，交易所的董事會（**聯交所董事會**）已將其全部與一切上市事宜有關的權力及職能轉授予上市委員會，惟須受《上市規則》所載的覆核程序所規限[5]。上市委員會繼而將其大部分職能及權力轉授予上市科，惟須受《上市規則》所載的保留條件及覆核程序所規限[6]。

11. 除其他事項外，上市委員會是上市科所作的決定（例如發回上市申請及停牌）的覆核機關。對上市決策的覆核是應上市發行人或上市申請人的要求（或假如證監會行使其酌情權要求進行覆核[7]）而進行的。

2019 年覆核架構的實施

12. 在 2019 年 7 月之前，上市委員會的決定（不論是初次決定還是對上市科的決定所作出的覆核決定）可由上市（覆核）委員會及上市上訴委員會覆核。

13. 證監會與港交所在 2016 年就上市監管進行聯合諮詢，相關的諮詢總結[8]表示，交易所將會進行諮詢，以加強上市委員會決定的覆核架構，以及提升決策的透明度、問責性及一致性。經交易所在 2018 年進行市場諮詢[9]（**2018 年諮詢**）後，新的覆核架構在 2019 年 7 月 6 日生效。

14. 在新的覆核架構下，交易所成立了一個新的上市覆核委員會，作為上市委員會決定的獨立及最終覆核機關，並取代先前的上市（覆核）委員會及上市上訴委員會。上市委員會的決定只有一次由上市覆核委員會進行的覆核，而上市科的決定則會繼續由上市委員會及上市覆核委員會進行覆核。

15. 上市覆核委員會由至少 20 名市場參與者組成，當中包括至少六名投資者代表，其餘的成員則代表上市發行人及其他市場界別（例如律師、會計師或企業融資顧問），且對《上市規則》事宜具有經驗和專業知識，或熟悉上市委員會的工作[10]。

覆核聆訊

16. 下表載列在檢討期內分別(i)由上市覆核委員會進行覆核及(ii)由上市委員會進行覆核且可由上市覆核委員會作進一步覆核的非紀律覆核個案的分項數字（不包括上市委員會於檢

---

[5] 《主板上市規則》第 2A.01 條。對等的《GEM 上市規則》是第 3.01 條。為求簡潔，本報告僅提述《主板上市規則》的規則或章節。《GEM 上市規則》載有大致上對等的規則。

[6] 《上市規則》第 2A.01 條。上市委員會保留就對新的申請人、上市發行人及有關人士而言極為重要的事宜作出決定的權力，當中主要包括審批上市申請、取消上市地位及紀律事宜。

[7] 依據《上市規則》第 2A.16A(1)及 2B.16(1)條，證監會有權要求覆核上市科或上市委員會的任何決定。

[8] 《有關建議改善香港聯合交易所有限公司的上市監管決策及管治架構的聯合諮詢總結》（2017 年 9 月）。

[9] 《有關上市委員會決定的覆核架構的諮詢文件》（2018 年 8 月）。

[10] 《上市規則》第 2A.37A 及 2A.37B 條。上市覆核委員會將不會包括現行上市委員會成員或證監會或港交所代表。

討期內在舊覆核制度下覆核的個案，或受《上市規則》第 2B.17 條所述的過渡安排所規限的個案）：

個案類別	初次決策機關	覆核機關	
		上市委員會	上市覆核委員會
上市申請被拒絕	上市委員會	不適用	4
上市申請被發回	上市科	2	1
因不遵從《上市規則》第 13.24 條而被停牌 [11]	上市科	12	5*
取消上市地位	上市委員會	不適用	27
反收購行動	上市科	3	0*
規則詮釋	上市科	1	0
總計		**18**	**37**
** 上市覆核委員會在 2021 年進一步覆核了於檢討期內由上市委員會覆核的五宗停牌個案及一宗反收購行動個案。由於上市覆核委員會對這些個案的覆核工作是在檢討期外進行的，故這些個案沒有被納入上表有關上市覆核委員會的統計數字。*			

經檢視的個案

17. 在檢討期內，上市覆核委員會覆核了上市委員會就非紀律上市事宜所作出的 37 項決定，而上市委員會則覆核了上市科就非紀律上市事宜所作出的 18 項決定。我們從這些個案中抽選了一批樣本作詳細檢視。為免生疑問，這批樣本未必能夠代表上市覆核委員會或上市委員會於檢討期內覆核的所有個案。

18. 在上市覆核委員會所覆核的 37 宗個案中，我們審視了涉及首次公開招股申請的全部五宗個案，和 32 宗上市後個案中涉及明顯特點（例如在上市委員會作出決定之後較長時間才進行上市覆核委員會的聆訊）的 14 宗個案。

19. 在上市委員會所覆核的 18 宗個案中，12 宗個案其後應上市申請人或上市發行人的要求由上市覆核委員會進一步覆核。在該 12 宗個案中，有三宗已在本會對上市覆核委員會進行的檢討中加以審視（見第 18 段）。本會亦就這三宗個案審視了上市委員會的覆核流程。我們亦檢視了其他五宗於檢討期內由上市委員會覆核而未經上市覆核委員會覆核的個案。

20. 在我們所檢視的個案中，我們注意到，交易所為覆核聆訊而制訂的程序一般來說都獲妥為依循。下文論述本會的多項觀察所得。

[11] 《上市規則》第 13.24 條規定，發行人經營的業務須有足夠的業務運作並且擁有相當價值的資產支持其營運，其證券才得以繼續上市。

對覆核聆訊流程的管理

21. 上市申請人或上市發行人可要求覆核上市科或上市委員會的任何決定[12]。覆核要求必須在接獲相關決定後七個營業日內[13]送達上市覆核委員會的秘書或上市委員會的秘書[14]（**秘書**）（視屬何情況而定）。

22. 秘書在接獲申請後，將會向覆核申請人及上市科（統稱**覆核有關各方**）發出初步函件，內含覆核程序及作出書面陳述的時間表。

23. 上市覆核委員會及上市委員會設有各自的覆核聆訊程序，除下文所述的幾個範圍外，兩者大致上相類似。

覆核聆訊的排期及利益衝突查核流程

24. 秘書負責統籌利益衝突查核，就個案篩選委員會成員及排期以進行覆核聆訊。根據上市覆核委員會的書面程序，預期上市覆核委員會的覆核聆訊通常在覆核申請日期後三個月內進行。另一方面，上市委員會的覆核聆訊一般排期在初步函件發出後兩個月內舉行。

25. 上市覆核委員會或上市委員會的覆核聆訊所需的法定人數，為五名親自出席的委員會成員[15]。

26. 在檢討期內，上市覆核委員會設有一組候選主席，由四名獲聯交所董事會委任的成員組成[16]。上市覆核委員會各主席輪流主持覆核個案的聆訊[17]，惟須視乎他們是否已被確認沒有利益衝突[18]及能否出席有關聆訊。

---

[12] 若證監會就任何非紀律事宜的決定提出覆核，而覆核機關推翻、修正或更改被覆核的決定，上市申請人或上市發行人有權向上市覆核委員會尋求進一步及最終覆核。如該宗由證監會提出的覆核是由上市覆核委員會擔任覆核機關，就進一步及最終覆核進行聆訊的上市覆核委員會成員，須並無出席就該宗由證監會提出的覆核在較早前所進行的聆訊。見《上市規則》第 2B.16(7)條。

[13] 《上市規則》第 2B.08(1)條。根據《上市規則》第 2B.13(1)條，有關人士可在接獲上市科、上市委員會或上市覆核委員會的決定後三個營業日內，要求取得有關決定的書面理由。交易所將在 14 個營業日內提供書面理由。覆核申請必須在接獲該等書面理由後七個營業日內提出。

[14] 依據《上市覆核委員會程序的規程》（Procedures Governing the Proceedings of the Listing Review Committee）及《上市委員會程序的規則》（Rules Governing the Proceedings of the Listing Committee），上市覆核委員會及上市委員會各自的秘書須為上市主管。在實踐上，當上市主管未能就某事宜擔任秘書，上市科政策及秘書服務組中過往並無參與該事宜的一名成員將會就該事宜擔任署任秘書。本報告內對“秘書”的提述包括署任秘書。

[15] 《上市規則》第 2B.11(2)條。

[16] 第五名主席在 2021 年 7 月獲委任。見第 51 段。

[17] 聆訊通常由各候選主席中的一名成員輪流主持，除非在各候選主席中沒有任何成員可擔任主席；在這個情況下，便會*臨時*從其他成員中物色署任主席。

[18] 上市覆核委員會或上市委員會的成員在以下情況下將被視為有利益衝突：

- 該成員或其家人於與港交所或其附屬公司有或將會有事務往來的公司或其他實體中擁有5%或以上的股權或經濟權益；
- 與其有聯繫的公司、商號或實體因其為上市覆核委員會或上市委員會的成員而獲得財務利益；
- 該成員以其專業身分向某公司、商號或個人就與委員會的任何事務往來提供意見；及
- 該成員是擬與委員會有任何事務往來的公司的董事或僱員，或擬與委員會有任何事務往來的商號的合夥人或所有人；在該成員不再具有以上身分後12個月期間亦包括在內。

若該成員於上市申請人或有事由委員會處理的上市公司的主要競爭對手中擁有重大權益，亦可能會被視為有利益衝突。

27. 就上市委員會的覆核聆訊而言，上市委員會主席及兩名副主席會獲邀出席每宗覆核個案的聆訊，除非他們有利益衝突及／或曾經出席上市委員會就被覆核的事宜向上市科提供指導的會議（**上市委員會指導會議**）。

28. 上市覆核委員會及上市委員會中並非主席的成員，會根據其背景及專業知識被分為兩組。每宗覆核個案的聆訊邀請會以輪流方式發出，即今次發送給其中一組成員，然後下次發送給另一組成員。

29. 根據上市覆核委員會的程序，覆核申請人須在接獲初步函件後五個營業日內，向上市覆核委員會秘書提交必要的資料（有關其主要股東、董事和附屬公司的資料及其他資料）[19]，以便就上市覆核委員會成員進行利益衝突查核。於檢討期內，上市覆核委員會僅在有關成員已通過所有利益衝突查核及已確認能夠出席聆訊的成員達到法定人數後，才會定出聆訊日期。我們注意到，上市覆核委員會的聆訊有時須排期至三個月限期後[20]，以配合各成員的時間。

30. 相反，就上市委員會的覆核個案而言，上市科（而非覆核申請人）將根據覆核申請人送交存檔的公開資料及委員會成員有否出席上市委員會指導會議，提供利益衝突查核資料[21]。秘書通常在接獲覆核申請後（即使是在確認上市委員會成員能否出席聆訊之前）訂出聆訊日期（在兩個月限期內的某個日期[22]），而這個日期會於致覆核有關各方的初步函件內指明。若在第一組獲邀[23]的成員中能夠在預定日期出席聆訊的人數不足，秘書將聯絡另一組成員，務求聆訊可如期在預定日期進行。

31. 預定的聆訊日期可因多種原因而押後，例如覆核申請人為了提交其書面陳述而尋求延期[24]，或委員會成員在無法預料的情況下未能出席聆訊。在 2020 年期間，2019 冠狀病毒病（即 COVID-19，簡稱冠狀病毒）疫情亦令大量個案有所延誤（例如，在 2020 年，上市委員會與上市覆核委員會的聆訊之間的平均時間差距為 5.1 個月，而在 2019 年則為 3.3 個月）。在 2020 年 3 月底至 5 月初及 2020 年 7 月中至 9 月初，沒有預定任何聆訊日期或進行任何聆訊，導致大量聆訊被長時間押後或經長時間等候仍未獲排期。交易所告知本會，在 2021 年初大致上已清理了積壓的非紀律覆核個案。

32. 自 2020 年 5 月起，交易所開始透過 Webex 進行聆訊。交易所告知本會，交易所由 2020 年 9 月起就所有聆訊推出這項安排。覆核申請人的代表可選擇於交易所辦事處內設有 Webex 設施的獨立房間親身出席聆訊，或在其本身的地點（特別是就居於香港以外地方的人士而言）透過 Webex 或電話會議出席聆訊。委員會成員及上市科的代表則於交易所其他的獨立房間就座。

覆核有關各方的陳述

33. 根據上市覆核委員會聆訊的書面程序，預期覆核申請人及上市科各自有兩輪陳述，並指

---

[19] 當中包括：(1)發行人的主要股東；(2)發行人過去五年的董事；(3)發行人過去五年的附屬公司；(4)發行人的專業顧問；及(5)發行人的董事在其他上市公司持有的董事職位。

[20] 見第 24 段。

[21] 當中包括：(1)發行人的現任董事及高級管理層（及履歷），和涉及有關事宜的董事或高級管理層；(2)發行人的主要股東及主要附屬公司；(3)涉及有關事宜或載述於年報內的顧問的名單；及(4)涉及有關事宜的任何其他主要各方，包括標的交易的對手方。

[22] 見第 24 段。

[23] 見第 28 段。

[24] 見第 39 至 43 段。

明覆核有關各方應在接獲初步函件後一個月內作出第一輪書面陳述，及應在其後兩個星期內提交任何補充書面陳述[25]。

34. 上市委員會的覆核聆訊預期只有一輪書面陳述，而覆核有關各方通常應在接獲初步函件後兩個星期內提交書面陳述[26]。

35. 若覆核有關各方中的某一方要求將其作出書面陳述的限期延長，該項要求應交由聆訊的主席決定[27]。兩個委員會的內部手冊均規定，秘書須向主席提供該項要求的撮要，當中載列有關事宜的背景以及相關規則、程序及行政法律原則。在考慮該項要求時，兩個委員會需確保有關流程是以及可被看作以公平和適當的方式進行，並且必須在確保申請人獲給予合理機會來提出其論據與有關流程迅速推進且沒有被濫用之間，取得平衡。

證監會的觀察所得

初始決定與覆核聆訊之間的時間差距

36. 在上市覆核委員會及上市委員會於檢討期內覆核的個案中，我們注意到，大量個案在作出初始決定後很長時間才進行覆核聆訊，尤其是涉及停牌[28]或取消上市地位[29]的個案。。**附錄 A** 就於檢討期內由(i)上市委員會及上市覆核委員會所覆核的 12 宗停牌個案，及(ii)上市覆核委員會所覆核的 27 宗取消上市地位個案，列出有關的時間表。由於覆核流程的緣故，在上市科或上市委員會（視情況而定）作出初始決定後，通常要延遲幾個月才會實際上停牌或取消上市地位。在某些個案中，由於冠狀病毒疫情爆發或覆核申請人尋求司法覆核，令延遲的情況變得更為嚴重。

交易所的回應：就不涉及司法覆核的個案而言，於檢討期內，若初始聆訊的日期與上市覆核委員會或上市委員會聆訊的日期之間相隔時間較長，這主要是由於疫情直接或間接的影響所致，包括在 2020 年 7 月中至 9 月初因當時疫情嚴峻而沒有進行任何聆訊，覆核申請人亦按常規尋求延期，能夠出席聆訊的上市覆核委員會成員減少（身在海外或因其他原因而無法出席），及覆核申請人因疫情而獲給予更長的寬限期。

書面陳述的延期

37. 雖然通常須在接獲初步函件後一個月內向上市覆核委員會（及在接獲初步函件後兩個星

---

[25] 若就停牌或其他事宜而尋求上市覆核委員會進行覆核，而有關的初始決定是由上市科作出，且申請人(i)已獲上市委員會進行全面聆訊，及(ii)已獲提供就上市科提交予上市委員會的陳述或報告作出回應的機會，有關程序預期只向上市覆核委員會進行一輪陳述。然而，在實踐上，特別是在於陳述內提供新資料的情況下，覆核有關各方被邀請作出補充陳述以作回應。

[26] 若覆核有關各方中的某一方希望作出補充書面陳述，便必須盡早提出書面申請，並列出支持有關申請的理由。

[27] 根據《上市規則》第 2B.12(5)條，秘書須將聆訊前的查詢或事宜交由主席確認或決定；如主席有指示，秘書則須將該等查詢或事宜交由上市委員會或上市覆核委員會（視情況而定）確認或決定。就上市委員會的覆核聆訊而言，秘書已獲轉授權力，可批准最長達兩星期的延期；任何進一步的延期要求必須交由主席審批。

[28] 當（除其他情況外）發行人(i)所經營的業務不符合《上市規則》第 13.24 條的規定（《上市規則》第 6.01 條）；(ii)未能按照《上市規則》規定如期發表定期的財務資料（《上市規則》第 13.50 條）；或(iii)刊發財政年度的初步業績公告時，其核數師發出或表示會發出無法表示意見或否定意見（《上市規則》第 13.50A 條），上市科可決定將發行人的股份停牌。上市科的停牌決定可由上市委員會及上市覆核委員會覆核。

[29] 發行人被停牌後，須在分別適用於主板發行人及 GEM 發行人的 18 個月（《上市規則》第 6.01A(1)條）及 12 個月（《GEM 上市規則》第 9.14A(1)條）訂明補救期內，符合上市科施加的復牌條件。如發行人未能在期限之前符合有關條件，上市委員會可決定取消其上市地位。上市委員會取消上市地位的決定可由上市覆核委員會覆核。

期內向上市委員會）作出書面陳述[30]，但覆核申請人經常尋求延長有關限期。有關上市覆核委員會及上市委員會進行覆核的政策及程序載列了考慮有關要求時須顧及的不同因素。根據上市覆核委員會成員手冊，在考慮延期申請時將會顧及以下並非詳盡無遺的因素：

(a) 有關各方就作出書面陳述已經擁有的機會；

(b) 為支持有關要求而已經提供的理由；及

(c) 延期會否造成損害或可能影響聆訊日期。

38. 另一方面，就上市委員會的覆核聆訊而言，在決定是否批准延長作出書面陳述的期限時，會考慮另一套並非詳盡無遺的不同因素（交易所告知本會，這些因素是由秘書處根據適用的自然公正原則和程序公義而編製的）：

(a) 有關覆核程序的重要性，及相當可能會對有關方造成的不利影響；

(b) 提出要求的一方受到損害的風險；

(c) 如要求獲批准，另一方受到損害的風險；

(d) 是否利便上市委員會，及與確保其業務有效進行相關的公義利益；及

(e) 提出要求的一方對引致提出有關要求的情況須負多大的責任。

39. 我們發現，上市申請人經常獲准延期，讓其有更多時間作出書面陳述，導致聆訊被押後。在我們檢視的 19 宗上市覆核委員會個案及八宗上市委員會個案中，發行人在全部 14 宗由上市覆核委員會覆核的上市後個案及七宗上市委員會個案中要求延期以作出書面陳述，而兩個委員會就這些個案全都批准延期。八宗上市覆核委員會個案獲批准延期超過兩個月，其中數宗個案獲連續多次延期，一宗個案更獲延期共達六個月。

40. 在多宗被檢討的個案中，覆核申請人以需要更多時間來（除其他事項外）(i)商議新合約，(ii)完成審計，或(iii)實施重組計劃為由，尋求延期並獲得批准。在某些個案中，主席雖然知道有關要求沒有具說服力的充分理據支持，但仍批准延期，原因是因冠狀病毒疫情而尚未定出聆訊日期[31]。另外一些申請人籠統地聲稱，疫情下的社交距離及旅遊限制阻礙了其陳述的編製工作，雖然沒有提供具體詳情，但卻獲批准延期。

41. 相反，在另外一些個案中，主席拒絕延期申請，理由是延期的目的是讓申請人能夠編製其書面陳述，而不應被用來“爭取時間”以處理覆核所針對的相關事宜。在某些個案中，申請人以冠狀病毒疫情為由要求延期，但未能具體說明其陳述的編製工作如何受到影響，其要求於是被拒[32]。

42. 秘書向主席提供的分析[33]亦視乎個別個案而有所不同。在某些上市覆核委員會個案中，

[30] 見第 33 及 34 段。

[31] 見第 31 段。

[32] 在一宗個案中，上市委員會主席注意到，發行人已有充裕的時間來習慣遙距工作，及可透過視像會議或電話會議與董事會成員就陳述進行討論。主席亦指出，雖然聆訊日期相當可能因冠狀病毒疫情而延遲，但申請人不應因此而逾期作出陳述，因為其沒有就延遲作出陳述提供任何具說服力的理由。

[33] 見第 35 段。

秘書就有關要求是否適當，向主席提供詳細的分析，但在其他個案中，卻沒有提供分析。在上市委員會的覆核個案中，秘書循例地在向主席提供的撮要中提醒主席，較安全的做法是容許額外延期。

交易所的回應：有關撮要是在秘書按每宗個案的個別情況評估後向上市委員會主席提供的所有因素和指引的背景下編製的，並包括考慮有否偏離自然公正原則。

43. 在有關停牌或取消上市地位的覆核聆訊中，某些個案的發行人透過要求延期而推遲覆核聆訊，從而得以將其停牌一事大幅押後，或在就潛在除牌行動而訂明的 18 個月（或就 GEM 發行人而言的 12 個月）補救期[34]屆滿後，實質上獲得額外的時間以符合復牌條件。

44. 我們注意到，上市覆核委員會及上市委員會對於考慮為作出陳述而提出的延期要求，設有不同的指引[35]，及現行指引所載的部分因素（例如對另一方造成損害的風險）其實可進行修訂，從而更為切合兩個委員會所進行的聆訊的類別。我們建議兩個委員會檢視其政策及程序，以納入充分的指引，讓各成員能夠以更貫徹一致的方式就延期要求作出評估及決定。秘書應向主席提供相關原則及政策的提示，及關於是否已獲提供充分理由以支持延期要求的分析。

45. 應強調的是，如作出有關要求主要是為了讓上市發行人在訂明的補救期外有更多的時間來改善其業務或相關事宜，從而避免停牌或除牌，或主要是為了減低遭受司法覆核質疑的風險，那麼便不應批准延期，因為這會削弱以時效為本的除牌規則[36]。當申請人以外界環境（例如冠狀病毒疫情）為由要求延期以編製其陳述時，該申請人應被要求提供具體的詳情，以就有關要求提出充分理據，而延期的時間長短應與編製和提交書面陳述所需的時間相稱。我們預期，除特殊情況外，延期應為 30 天或以下。

交易所的回應：於檢討期內，上市覆核委員會及上市委員會主席批准延期以便作出陳述的決定，是以相關申請的具體情況為依據，並顧及程序公義和自然公正原則，以確保覆核申請人獲給予合理的陳述權，及確保聆訊公平地進行。公平的程序及按照自然公正原則舉行聆訊的結果是，覆核決定較難被司法覆核。陳述延期申請的相關背景資料由秘書提供予主席。

上市覆核委員會聆訊的排期及利益衝突查核

46. 在某些由上市覆核委員會進行聆訊的上市後個案中，我們注意到，漫長的利益衝突查核流程延誤了篩選主席及其他成員的工作，導致覆核聆訊的排期受阻。有關延誤通常是因以下情況所致：(i)覆核申請人未能在訂明的五天期限[37]內提供相關的利益衝突查核資料；(ii)秘書向成員展開查核時，或部分成員在回覆時，有所延誤；或(iii)成員（包括主

[34] 見註腳 29。

[35] 見第 37 及 38 段。

[36] 見註腳 28 及 29。為促使不再符合持續上市準則的發行人及時除牌，並讓市場更確定地了解除牌的過程，除牌規則在 2018 年予以修訂。見《有關除牌及〈上市規則〉其他修訂的諮詢總結》（2018 年 5 月）。

[37] 見第 29 段。在一宗個案中，在接獲要求取得資料的初始函件後三個星期，覆核申請人才提交有關資料。

席）申報有利益衝突或未能出席聆訊[38]。在所檢視的 14 宗上市後個案中，九宗是在覆核申請被提交後超過三個星期才完成首輪利益衝突查核及組成法定人數，其中兩宗個案所需的時間超過六個星期。有關延誤令交易所無法達到上市覆核委員會三個月覆核期的目標[39]。

交易所的回應：於檢討期內，漫長的利益衝突查核只是少數個案延遲進行聆訊的一個原因。在利益衝突查核流程的同時，交換陳述及其他程序事宜亦繼續進行。值得一提的是，在 2020 年，疫情影響了上市覆核委員會成員能否出席聆訊及作出回覆。

47. 為了減少延誤，我們建議交易所規定覆核申請人須在其覆核申請中提供利益衝突查核資料，及在確保申請人依循有關期限方面採取更為堅定的立場，以避免程序遭濫用。一旦獲提供資料，秘書應迅速展開利益衝突查核，及與沒有及時回覆的成員密切跟進。各成員通常應被要求在五個營業日內回覆有關要求。我們亦注意到上市覆核委員會與上市委員會的利益衝突查核程序之間的某些差異[40]，並建議交易所考慮是否應將兩個委員會的有關程序統一。

交易所的回應：在定期的內部監察檢視中，交易所對上市覆核委員會及上市委員會聆訊的利益衝突查核程序進行了檢視。正如第 51 段所述，某些查核步驟其後已趨於一致。交易所將繼續評估是否需要進一步統一這些程序。在適當情況下，交易所將與證監會討論有關變動。

48. 另一個延誤的原因是，上市覆核委員會成員被分為兩組，與上市委員會成員的安排相類似。上市覆核委員會秘書通常會先就其中一組的上市覆核委員會成員進行利益衝突查核及查問他們能否出席聆訊，然後才考慮另一組的成員[41]。鑑於經常因利益衝突或成員未能出席聆訊而難以從單一組成員中組成法定人數，我們建議交易所就每宗個案對上市覆核委員會全體成員進行利益衝突查核，儘管在作出最終篩選時可根據分組安排而定出人選的優先次序。

後續發展

49. 交易所告知本會，上市覆核委員會的程序在 2021 年曾作出若干變動。

50. 上市覆核委員會就書面陳述實施一項新流程。與規定覆核有關各方須同時作出陳述的舊做法不同[42]，新的流程預期覆核申請人及上市科將順序作出陳述，因而能夠更有效率地回應另一方的陳述。緊隨覆核申請被提交後，申請人會收到上市科提交予上市委員會的有關先前決定的報告（根據舊做法，覆核申請人須在其接獲上市科的報告之前提供其第

[38] 於檢討期內的兩宗個案中，秘書花了三至四個星期逐一聯絡全部四名主席，因為他們全部或大部分都申報有利益衝突或未能出席聆訊。在另一宗個案中（見第 148 段），發行人申請就上市委員會在 2020 年 11 月所作出的有關一宗潛在反收購行動交易的決定進行覆核，而直至 2021 年 8 月目標公司被除牌及發行人撤回覆核要求，上市覆核委員會的聆訊仍未獲得排期，因為大部分上市覆核委員會成員不是有利益衝突便是未能出席聆訊，因而無法組成法定人數。

[39] 見第 24 段。

[40] 見第 29 及 30 段。

[41] 於檢討期內，利益衝突查核的延誤影響上市覆核委員會聆訊（在主席及達法定人數的成員確認其將在建議日期出席聆訊後，才會定出聆訊日期）的排期的可能性，高於上市委員會的聆訊（在進行利益衝突查核之前定出聆訊日期）的排期。

[42] 見第 33 段。

一輪陳述[43]）。申請人應在接獲上市科的報告後 15 個營業日內，將其書面陳述提交上市覆核委員會，其後上市科有七個營業日來作出答辯陳述。若上市科選擇作出陳述，申請人可在接獲上市科的陳述後七個營業日內提交補充陳述。在大部分個案中，聆訊都在接獲覆核申請後三個月內進行。

51. 為減輕因成員有利益衝突或未能出席聆訊而導致在聆訊排期方面的困難，交易所在 2021 年 7 月委任第五名主席及五名新成員[44]。此外，上市覆核委員會聆訊排期的做法已經與上市委員會的趨於一致，使聆訊日期可於利益衝突查核完成之前定出。若第一組成員無法組成法定人數，秘書將聯絡另一組成員，務求不必押後預定的聆訊日期。這個新的做法有助於更適時地為聆訊排期。

接受及考慮新資料

52. 根據《上市規則》第 2B.11(1)條，上市委員會或上市覆核委員會的覆核聆訊乃以重新聆訊方式進行。覆核委員會將考量之前進行的聆訊的所有證據及論點，以及任何其他就覆核聆訊而提交的舉證或資料，再重審個案，重新作出決定。

53. 為確保程序的公平性及保障覆核申請人的陳述權，交易所的政策和程序一般要求覆核委員會接受和考慮申請人提交的額外證據或資料，不論在作出原先決定時是否可取得有關證據或資料。根據有關政策，這些資料僅在例外情況下才會被拒絕，例如當申請人因沒有及早提交資料而構成嚴重過錯時。

54. 根據在檢討期內實施的政策和程序，如果在聆訊期間提交新資料，覆核委員會可能會認為有必要在另一方或委員會考慮有關資料時將聆訊延期。有關程序規定，若新資料屬非常重要或關鍵的資料或從根本上改變個案的資料，覆核委員會便可酌情決定接受及考慮新資料並作出決定，或將個案發回原先的決策機關。有關政策和程序沒有就個案在哪些情況下應發回原先的決策機關，提供具體的指引[45]，以及在檢討期內，並無個案被發回。

55. 在本會檢視的個案中，我們注意到，大部分覆核申請人在覆核聆訊階段提交了新資料，以及在所有此類個案中，新資料均獲得覆核委員會接納和考慮。下文載述若干值得關注的個案。

證監會的觀察所得

就首次公開招股申請被拒進行的覆核

56. 在檢討期內，上市覆核委員會就上市委員會四項拒絕首次公開招股申請的決定進行覆核，而在這四宗個案中，上市覆核委員均推翻了上市委員會的決定。在其中兩宗個案中，覆核申請人向上市覆核委員會提交重要的新財務資料，而在三個月前當上市科和上市委員會考慮有關個案時並未獲得這些資料。

57. 在該兩宗個案中，上市委員會拒絕有關上市申請，因為它認為有關申請人沒有證明具上

[43] 根據於檢討期內實施的流程，覆核申請人在覆核有關各方交換向上市覆核委員會作出的首份書面陳述後（見第 33 段），才會接獲上市科先前提交予上市委員會的報告。上市科向上市覆核委員會作出的陳述會包含其先前提交予上市委員會的報告。

[44] 與此同時，三名成員已卸任。

[45] 在檢討期後，交易所已修訂有關政策及程序，以指明在甚麼情況下上市覆核委員會可將個案發回上市委員會。見第 65 至 68 段。

市的商業理據。經考慮新資料後，上市覆核委員會推翻了上市委員會的決定，並允許有關申請人繼續進行上市申請[46]。

58. 根據《上市規則》，首次公開招股的申請版本在提交上市申請時必須*大致完備*[47]。因此，我們質疑，將具有重大差異的資料的覆核個案視為同一宗申請的一部分，並由上市覆核委員會在此基礎上考慮其價值，在程序上是否正確。此外，我們不清楚提交予上市覆核委員會的新資料是否像招股章程的其他部分一樣，曾獲保薦人按相同標準進行盡職審查[48]和經上市科審查。

就取消上市地位或停牌進行的覆核

59. 如果在原先決定和覆核聆訊之間已相隔很長的時間，特別是涉及取消上市地位或停牌的個案，覆核申請人有時會提供新資料，以證明其業務、營運或經濟狀況有所改善。雖然為公平起見[49]，發行人理應有機會出示與該覆核個案相關的新資料，但交易所應審慎管理有關接納新資料的流程，以免削弱除牌制度的監管用意[50]。

60. 在檢討期內，上市覆核委員會在三宗取消上市地位的個案中推翻了上市委員會的決定，而上市委員會在一宗涉及因沒有遵守《上市規則》第 13.24 條[51]而停牌的個案中推翻了上市科的決定。

61. 在上述各個案中，覆核委員會在達致其決定前，已考慮到覆核申請人為支持其說法（指導致停牌決定的問題已獲得解決，或應延長補救期[52]）而提交的新資料。舉例來說，所提交的新資料包括經簽署的新合約，為確認業務的合法性而取得的新法律意見，新業務發展及經更新的財務資料和預測。

62. 我們注意到，上市覆核委員在未經獨立審閱或查訊下便信賴某些新資料，但這些資料似乎與先前提交予上市委員會的資料不一致，或其真實性或有效性令人質疑[53]。

63. 在某宗個案中，上市委員會推翻了上市科將發行人的股份停牌的決定，而覆核申請人是在覆核聆訊前*兩日*才提交有關其新業務發展及經更新的財務資料和預測的資料。上市科既沒有反對提交有關資料，亦沒有要求將聆訊延期，使其能夠審視有關新資料及作出答辯陳述。

64. 在覆核聆訊上，上市委員會成員花了不少時間就申請人新提交的有關其新業務和財務預測的資料，向覆核申請人提出問題，而這些資料似乎是影響委員會最終決定的關鍵因素。上市科在作出最後的口頭陳述時表示，由於較遲才接獲新資料，因此它對申請人能否切實發展新業務以大幅提升盈利能力仍有疑問。上市科其後向我們澄清，在考慮申請

---

[46] 被拒絕的首次公開招股申請會被發回上市科以重新評估。

[47] 見《上市規則》第 9.03(3)條。

[48] 見《第 21 項應用指引》。

[49] 見第 52 至 53 段。

[50] 見註腳 36。

[51] 見註腳 28 及 29。

[52] 見註腳 29。

[53] 在某個案中，覆核申請人就其業務的合法性提交了新的法律意見，有關意見與早前提交給上市委員會的法律意見不一致。申請人亦提交了一份在上市委員會作出決定後不久才簽訂的新協議，看來是為了處理與其業務的可持續性有關的問題。令人質疑的是，該協議是否為避免除牌而以人為方式捏造，因為對手方似乎沒有訂立有關協議的商業理據。

人對委員會成員提出的問題的口頭回應後，上市科同意申請人已證明其已重新遵守《上市規則》第 13.24 條。

其後發展 —— 適用於新資料的加強措施

65. 我們與交易所討論了有關覆核委員會被要求根據存在重大差異的事實和情況考慮各個案的問題。交易所告知我們，自 2021 年初以來已就上市覆核委員會對新資料作出考慮一事採取新的方針。

66. 就首次公開招股申請而言，若在某宗上市覆核委員會的個案中提交的新資料令人對是否應維持上市委員會拒絕首次公開招股申請的決定產生懷疑，以及上市覆核委員會認為，上市委員會就政策適用情況作出分析和提出意見會對該個案有幫助，那麼有關個案便會被發回上市委員會。

67. 就上市後個案而言，若在上市委員會作出決定後的發展或提交予上市覆核委員會考慮的新資料在《上市規則》下引起新的實質性問題，而上市委員會並未考慮有關問題，以及對該問題的評估會對上市覆核委員會考慮是否維持上市委員會的決定產生重大影響，則上市覆核委員會會將該個案發回上市委員會重新考慮 [54]。若上市覆核委員會認為某個案的事實和情況可能構成支持偏離既定政策的理據，或者產生可適用於其他發行人的新政策考慮因素，那麼上市覆核委員會亦會將該個案發回 [55]。

68. 截至本報告日期，上市覆核委員會已將兩宗個案發回上市委員會重新考慮，而沒有事先自行對個案作出決定。

69. 為進一步加強考慮新資料的流程，我們建議，若覆核申請人較遲才提交新資料，上市科應該審閱新資料，並在適當情況下考慮要求將聆訊延期，使其有足夠的時間作出答辯陳述，以供覆核委員會考慮。

交易所的回應：上市科至今已評估和審閱在這些情況下較遲提交的新資料，並仔細考慮是否有必要將聆訊延期，以便有時間作出答辯陳述。

在上市覆核委員會覆核個案中對上市政策的考慮

70. 在交易所的決策架構下，上市委員會是一個獲聯交所董事會授權，負責制訂和批准上市政策的機關 [56]。作為覆核機關，上市覆核委員會的權力來自上市委員會，並受《上市規則》及上市委員會所制訂且已公布的政策所約束，而這些政策應以一致的方式進行詮釋。上市覆核委員會的政策述明，上市覆核委員會必須採納交易所的相關政策，而上市覆核委員會應確保它持續掌握當前隨時間不斷演變的政策。

71. 上市覆核委員會成員透過入職培訓獲悉現行上市政策，及透過秘書獲悉上市科作出的持續更新。舉例來說，在檢討期內，上市覆核委員會成員獲提供有關以下方面的入職培

[54] 若在一宗有關《上市規則》第 13.24 條（見註腳 11）的個案中，(i)發行人在上市委員會作出決定後，憑藉公司的一些發展而證明其財務業績出現重大改善，但沒有產生《上市規則》下的新問題；或(ii)發行人所提交的新資料導致產生《上市規則》下的新問題，但上市覆核委員會因其他監管問題維持上市委員會的除牌決定，而不論對新問題的評估為何，則該個案一般都不會被發回。若發行人在上市委員會作出決定後，對其業務計劃作出重大改動，上市覆核委員會便將有酌情權，以考慮新的業務計劃並就個案作出決定，或將個案發回上市委員會。

[55] 見第 70 至 75 段。

[56] 見第 10 段。

訓：首次公開招股範疇的重大發展（例如適用於具不同投票權架構的發行人、生物科技公司和第二上市的制度），是否適合上市，《上市規則》第 13.24 條下的規定及除牌架構（包括何時可獲准延長復牌期限[57]）。

72. 2020 年 8 月，為了確保除牌架構的有效性，並防止除牌流程有不必要的延誤，上市委員會贊成上市科就發行人因 2019 新型冠狀病毒病疫情的相關理由而尋求延長補救期以符合復牌條件[58]所提出的建議方式[59]。秘書在翌日將相關政策文件及摘要發給上市覆核委員會成員傳閱。2020 年 9 月，秘書向上市覆核委員會主席提供進一步指引，當中列出要求延期的案例，須予考慮的因素及處理各類個案的建議方式。

證監會的觀察所得

73. 在新的除牌制度下，長時間停牌發行人必須在復牌期限前符合所有復牌條件並復牌，而不僅僅是提交復牌建議[60]。根據已公布的指引，若要符合延長復牌期限的“特殊情況”，發行人需證明已採取措施並頗肯定能復牌[61]。此外，上市委員會決定，以疫情的影響為由尋求延長復牌期限的發行人，必須提供行動計劃，當中附帶詳盡的時間表，以顯示預期遵守《上市規則》第 13.24 條（即證明發行人正進行的業務的營運水平和資產價值，足以確保其可繼續上市）的時間。如果有關業務被認為是不可行或不可持續，便不會獲批准延期[62]。

74. 在我們檢視的個案中，我們注意到上市覆核委員會曾三度推翻上市委員會的除牌決定，儘管發行人沒有證明他們已遵守《上市規則》第 13.24 條，以及上市覆核委員會的做法似乎偏離了新的除牌規則，而該規則要求發行人在復牌期限前須符合所有復牌條件。在這些個案中，即使發行人無法提供未來業績的預測，或發行人提交的業績目標能否實現存在不確定性，或沒有明確跡象顯示發行人何時可完成建議的重組並復牌，但上市覆核委員會基於並未被新除牌政策所認可的理由，延長了 18 個月或 12 個月的補救期[63]，讓發行人重新遵守《上市規則》第 13.24 條。在有關過程中，上市覆核委員會似乎對指引信內的“特殊情況”作出不同的詮釋，或就這些個案的情況需要特別延期而設立一項新政策。**附錄 B** 概述本會在上述個案中的觀察所得。

75. 作為覆核機關，上市覆核委員會不應以臨時或任意的方式偏離或修改《上市規則》或已公布的政策。如上文所述[64]，我們與交易所討論了有關問題，而自 2021 年起，交易所採取了一項政策，若上市覆核委員會認為某個案的事實和情況可能構成支持偏離既定政策的理據，或者產生可適用於其他發行人的新政策考慮因素，那麼上市覆核委員會便會

---

[57] 見附錄 B 第 6 段。

[58] 見註腳 29。

[59] 上市委員會贊同的原則包括：(i)延期的要求應根據每宗個案的具體事實和情況來考慮；(ii)延期的要求若要獲得批准，發行人須確立其未能在期限前復牌是由於新冠病毒疫情所致；(iii)如有其他與新冠病毒疫情無關的原因而導致發行人未能在期限前復牌，則發行人不會被視為已確立其論據；(iv)發行人須提出具體的延期要求，並提供具體的行動計劃及詳細的時間表，當中顯示預期復牌的時間，並說明達致該時間表的考慮因素；如有關業務模式被視為不可行或不可持續，則不會批准延期；(v)為打擊殼股活動，不會為利便反向收購或與發行人現有業務無關的新業務發展而批准延期；及(vi)延期通常不會超過六個月，而上市委員會在考慮（除其他事項外）發行人是否能夠符合進度或預測，或未能符合進度或預測的理由後，可在其認為適當的情況下批准進一步延期。

[60] 見附錄 B 第 4 段。

[61] 見附錄 B 第 6 段。

[62] 見第 72 段及註腳 59。

[63] 見註腳 29。

[64] 見第 65 至 68 段。

將該個案發回上市委員會。

76. 我們亦注意到，在一宗個案中（附錄 B的個案 1），雖然上市覆核委員會推翻了上市委員會的除牌決定，但上市覆核委員會指示發行人的股份應繼續停牌，直至獲得上市科及／或上市委員會批准復牌為止，而沒有指明發行人須完成建議重組及復牌的任何期限。這實際上讓發行人無限期延長復牌期限，從而削弱除牌制度的政策原意。截至本報告日期，在上市覆核委員會作出決定後 14 個月及最初復牌期限屆滿後 28 個月，發行人的股份仍然停牌。

77. 為了防止除牌流程有不必要的延誤，我們建議，上市覆核委員會在推翻上市委員會的除牌決定時，應向所涉各方給予明確指示。上市覆核委員應指示發行人復牌（如信納所有復牌條件已獲符合），或發行人需在規定的日期或之前符合復牌條件並復牌（否則便面臨除牌）。

上市覆核委員會的決定

78. 在上市覆核委員會的聆訊結束後，秘書會將會議紀錄草擬本（包括聆訊前討論的紀錄、聆訊錄音謄本和聆訊後審議的紀錄）及書面決定發給上市覆核委員會成員傳閱，以供他們發表意見及作出批准。經批准的會議紀錄將由主席簽署並送交存檔。上市覆核委員會的決定將予以刊發。

79. 在舊的覆核制度下，我們注意到在覆核上市決定的流程和程序方面的一些值得關注的事項。這些概述於 2018 年的諮詢文件和隨後在 2019 年發表的諮詢總結內的事項包括：

(a) 在重新聆訊[65]的機制下，覆核委員會有時作出不同的決定，而不會考量或提及上一個決策機關作出的決定和所提供的理由。這做法使決策過程看來具有任意性，並令上市申請人或上市發行人有機會在收到不利的決定後作第二次嘗試；及

(b) 覆核委員會成員過往是來自上市委員會，而前者成員的人數有時少於作出原來的上市決定的委員會。在數宗個案中，覆核委員會成員在專業和出任上市委員會成員方面的經驗均少於作出最初決策的成員。因此，不清楚為何覆核委員會的主觀決定會較最初決策機關的更具權威性。

80. 在新的覆核制度下，交易所決定繼續以重新聆訊的方式來進行上市覆核委員會及上市委員會的覆核聆訊。為處理對舊覆核制度的關注事項，交易所決定，上市覆核委員會將（除其他事項外）(i)刊發上市覆核委員會就非紀律事宜作出的決定及其理由；(ii)在其決定中考慮及處理上一個決策機關的決定（不論是維持或推翻原先的決定）[66]。

81. 上市覆核委員會的書面程序述明，上市覆核委員會不應從考慮上市委員會正確與否的角度來處理個案。相反，重點應放在重新考慮所有相關陳述和證據，而不是能否在先前的決定中找出錯誤。

證監會的觀察所得

82. 一般來說，上市覆核委員會公布的決定具充分理據，並載有足夠的細節，以方便公眾了解其決定的依據。在我們檢視的兩宗個案中，上市覆核委員會推翻了上市委員會的決

[65] 見第 52 段。

[66] 《上市規則》第 2B.11(1)條。

定，雖然上市覆核委員會的決定函已列出其意見的理由，但我們認為這些決定沒有就上市委員會先前的決定及其理由作出足夠的回應。

83. 上市覆核委員會可以及應該在就個案重新作出決定與妥為回應先前的決定之間取得平衡。雖然上市覆核委員會的覆核重點並非要在先前的決定中找出錯誤，但如果上市覆核委員會得出與上市委員會不同的結論，而沒有充分解釋意見分歧的原因，那麼上市覆核委員會便似乎是在純粹以其酌情權取代上市委員會的酌情權，而交易所的整個決策過程可能會被視為欠缺透明度或任意的，並鼓勵人們將提交覆核申請作為“選擇對自己最有利的法院”的手段。我們建議，當上市覆核委員會推翻上市委員會所作出的決定時，上市覆核委員會的決定應針對先前的決定作出回應，並以充分具體的方式解釋推翻先前決定的理由，讓市場了解這兩個決策機關出現意見分歧的理據。

交易所對新上市發行人有關如何使用其上市所得款項作出的披露進行的監察工作

引言

84. 在 2020 年，證監會與交易所注意到，不少新上市發行人將其上市所得款項用於有別於其上市招股章程所述的用途，而且某些個案出現潛在失當行為的跡象。因此，我們對交易所監察新上市發行人在上市所得款項用途方面的披露的相關流程和程序，進行了檢視。

85. 為了檢視新上市發行人就截至 2019 年及 2020 年 12 月 31 日止年度所公布的上市所得款項用途，我們審視了在之前兩年上市的申請人。截至 2018 年及 2019 年 12 月 31 日止年度，共有 371 名新上市發行人[67]。下表載列由交易所編製、有關發行人在上市後兩年內更改上市所得款項用途的分析。

	在截至 2018 年 12 月 31 日止年度上市的發行人	**在截至 2019 年 12 月 31 日止年度上市的發行人**	**總計**
更改上市所得款項用途的發行人數目	32 *15.4%*	19 *11.7%*	51 *13.8%*
更改在招股章程所披露的各類用途下的上市所得款項*分配*的發行人數目	32 *15.4%*	10 *6.1%*	42 11.3%
並無更改上市所得款項用途的發行人數目	144 *69.2%*	134 *82.2%*	278 *74.9%*
新上市發行人的總數	**208** *100%*	**163** *100%*	**371** *100%*
備註：有關百分比是根據各年度新上市發行人的總數計算。			

86. 在 371 名新上市發行人中，交易所審閱並跟進了 93 名曾在上市後兩年內公布更改上市所得款項用途的新上市發行人（佔 25%）。當中 51 名發行人的上市所得款項用途與上市招股章程所述的建議用途截然不同。至於其餘 42 名發行人，有關更改主要與招股章

[67] 資料來源：交易所發出的《發行人年報內容審閱 – 2020 年完成的報告》第 28 頁。

程所披露的各類用途的分配比例有關。

經檢視的個案

87. 我們對根據更改上市所得款項用途的性質和幅度而選定的 31 宗個案的上市科個案檔案進行了檢視。

《上市規則》的相關規定

88. 《上市規則》第 2.03 條載有相關的一般原則：

(a) "……有意投資的人士獲提供足夠資料，以對發行人……作出全面的評估……"（第 2.03(2)條）；及

(b) "……須向投資者及公眾人士提供可能影響其利益的重要資料……"（第 2.03(3)條）。

89. 根據《上市規則》附錄一 A 部第 48 段，上市申請人須在招股章程內披露其上市所得款項的建議用途的詳情。

90. 《上市規則》附錄十六 [68]亦規定新上市發行人須在中期報告及年度報告內披露上市所得款項如何被使用的詳情，當中應包括：

(a) 所得款項的細項及描述，及於財政期間或年度內的各個不同用途；

(b) 任何尚餘未動用款項的各個不同的擬定用途細項及描述以及預期時間表；及

(c) 所得款項的用途或計劃用途是否符合發行人先前所披露的計劃，及若出現重大變動或延誤，提供箇中原因。

91. 根據《上市規則》第 2.03 條 [69]，如上市後上市所得款項用途出現重大變動，上市發行人須盡快發出公告，以通知市場有關變動的詳情和理由。

92. 交易所透過事後審閱發行人的公告（包括初步中期和末期業績公告）及審查發行人在年度報告中作出的披露，對新上市發行人在上市所得款項用途方面的披露進行監察。

事後審閱發行人的公告

93. 根據《上市發行人監管手冊》[70]，在公告刊載於披露易網站後，上市發行人監管組會盡快對該公告進行初步審查，以確定是否需立即採取監管行動（例如停牌），然後再進行更詳細的審查。

94. 《上市發行人監管手冊》載有關於審查公告及採取各類跟進行動的一般指引。

95. 《上市發行人監管手冊》表明，當對發行人的公告進行詳細的審查時，上市發行人監管

[68] 《上市規則》附錄十六第 11(8)、11A 及 41A 段。

[69] 見第 88 段。

[70] 適用於專業人員的《上市發行人監管手冊》載有關於上市發行人監管組的工作流程及程序。

組將考慮以下事項：

(a) 發行人是否已遵守有關披露的一般原則。有關資料必須清楚陳述，採用淺白語言，以及在各重要方面均須準確完備，且沒有誤導成份。（見《上市規則》第 2.13 條）；

(b) 發行人是否已遵守適用於某類公告的特定披露規定。就新上市發行人對所得款項用途的披露而言，《上市發行人監管手冊》規定上市發行人監管組應考慮有關交易或所得款項用途是否與招股章程所披露的業務目標一致[71]；及

(c) 任何可能對買賣證券的有序市場構成影響的交易安排和企業行動，例如暫停辦理過戶登記手續，以便進行股東行動。

96. 上市發行人監管組將在下一個營業日之前與發行人聯絡，以釐清實質性問題。在適當情況下，上市發行人監管組可規定發行人須刊發澄清公告或採取適當的補救行動。以下是上市發行人監管組可採取的跟進行動的例子：

(a) 若上市發行人監管組識別到的問題，令人關注發行人的證券交易是否可以公平及有序的形式進行，便可能需要短暫停牌或停牌；

(b) 發行人可能須採取適當的補救行動以重新遵守《上市規則》；

(c) 發行人可能須刊發進一步公告以處理違反披露規定的情況；及

(d) 上市發行人監管組視乎違規行為的性質，可向發行人發出指引或警告函，或將有關個案轉介上市規則執行組作進一步調查。

證監會的觀察所得

97. 我們注意到，除一宗個案（見第 116 段）外，所有經檢視的新上市發行人均已根據《上市規則》的規定及時刊發公告，以通知市場有關其上市所得款項用途的變動。在經檢視的 31 宗個案中，雖然有 18 宗個案的上市所得款項用途有別於招股章程披露的原定用途，但新的用途仍與公司的主營業務相符。

98. 上市發行人監管組根據內部程序審閱更改所得款項用途的公告，並在適當情況下及時作出跟進查詢。上市發行人監管組沒有為此目的而使用審閱清單，因為這些公告相對簡單直接。

99. 上市發行人監管組發出的詢問函，發行人的回應和上市發行人監管組採取的跟進行動，是上市發行人監管組已進行任何跟進工作（例如規定發行人須刊發補充或澄清公告，或將個案轉介上市規則執行組作進一步調查）的證明。有關上市發行人監管組的調查結果、跟進行動及其原因的簡介，載於摘要表內作紀錄之用。

上市所得款項可能遭濫用的個案

100. 我們在三個經檢視的個案中注意到，新上市發行人將大量所得款項投資於與其中一名聯席全球協調人相關的某些金融產品。有關投資規模相當於透過該名聯席全球協調人所籌

[71] 《上市發行人監管手冊》B2.2“事後審閱公告及在刊發公告前處理交易安排”的附錄 2 第 28(b)段。

集的上市所得款項的金額。

101. 上市發行人監管組亦透過定期監察發行人的公告而發現這些個案。上市發行人監管組認為，在這些個案中，有關金融產品的投資並不符合閒置上市所得款項的原定用途。上市發行人監管組注意到，在作出有關投資決定時，發行人依賴聯席全球協調人所提供的資料，而沒有進行獨立的盡職調查。

102. 這些個案已轉交上市規則執行組及證監會考慮是否需採取任何執法行動。交易所對更改上市所得款項用途的監察工作，使其能夠對少數涉及可能濫用上市所得款項的個案採取及時行動。

具有可疑特點的個案

103. 在經檢視的五宗個案中，我們注意到，大部分上市所得款項從原定用途重新分配至一般營運資金或與公司現有業務無關的新用途。在其中四宗個案中，上市發行人監管組及時向發行人進行查詢，並要求他們在補充公告或通函內提供有關變動的全部詳情。在其中一宗個案中，上市發行人監管組關注到上市所得款項用途的建議變動會導致發行人的主營業務出現根本轉變，因此向發行人發出“要求提出因由”的函件。該交易其後已失效。

104. 雖然發行人就更改其上市所得款項用途提供更詳細資料，對潛在投資者能夠評估發行人的業務發展並作出有根據的決定至為重要[72]，但其中一些個案的事實模式可能需在監管方面作出額外的考慮。舉例來說：

(a) 在其中一宗個案中，發行人在上市後約 12 個月及 30 個月，分別宣布將其上市所得款項的 43%（即 1,700 萬元）及 30%（即 1,200 萬元）從其原定用途重新分配至一般營運資金。在上市後約 24 個月，發行人的公司亦出現重大變化，例如行政總裁辭職[73]，數名在發行人的業務方面似乎沒有任何經驗的執行董事獲委任，發行人在上市後 30 個月便出售其中一項業務。

(b) 在另一宗個案中，發行人的控制權於上市後 18 個月內出現變動。在控制權出現變動的六個月後（即 2020 年 7 月），發行人發出公告，表示其上市所得款項的 86%（即 2,200 萬元）（原定用作擴展其現有業務）重新分配至新業務的發展及作一般營運資金用途。此外，新董事會在發行人的現有業務方面似乎沒有任何經驗。

(c) 在第三宗個案中，在上市後大約八個月，發行人發出公告，表示上市所得款項的 41%（即 3,500 萬港元）（原定用作擴展發行人的業務）已用於收購由控股股東的配偶與母親共同擁有的住宅物業。這是一項須予披露及關連交易。

105. 我們曾就這些具有可疑特點的個案所適用的監管方針作出查詢，上市發行人監管組在回應時告知我們，它已考慮這些個案，但沒有足夠基礎對其採取進一步行動。

106. 我們認為，這些個案引起潛在的關注事項，可能需要進一步考慮是否曾出現任何違反《上市規則》的行為。例如，引起質疑的問題包括有關董事是否已根據《上市規則》第 3.08 條就上市所得款項用途適當地履行其受信責任，以及在第 104(b)段所述的情況

[72] 見第 91 段及第 95(a)段。

[73] 行政總裁一職由主席擔任，而主席是離任的行政總裁的兄弟，亦是具有相關行業經驗的控股股東。

下，鑑於控制權出現變動與有關更改上市所得款項用途的公告之間的時間相當短，在 2020 年 7 月的公告發出之前是否已打算更改所得款項用途，以及發行人的公告或通函是否已按照《上市規則》第 2.13 條的規定備齊所需的資料。我們建議，交易所檢討其與審閱發行人就上市所得款項用途所作出的披露和相關合規情況有關的政策及程序，從而加強交易所對從公告表面看來並不明顯但存在值得注意的預警跡象的失當行為的偵測。

交易所的回應：交易所明白發行人及其董事履行《上市規則》（包括第 3.08 條）下的責任至關重要。就上述個案而言，交易所已審閱發行人的公告及通函，並要求發行人或其董事作出回應，以證實所得款項用途的變動是以符合發行人及其股東利益的方式作出。交易所得出的結論是，沒有足夠理據就違反任何《上市規則》的規定的行為立即採取行動。

借殼上市和殼股相關活動通常是透過一連串交易和安排進行的。交易所透過持續及具系統性的審閱及監察工作，來監察此類活動的發展。自 2021 年 7 月起，交易所進一步加強審閱工作，重點在於對特定發行人的狀況進行監察，包括與殼股活動有關的風險。如交易所與證監會於 2021 年 5 月發出的《有關涉及首次公開招股的失當行為的聯合聲明》中所載，日後，若首次公開招股的個案出現預警跡象，交易所將繼續密切監察其所得款項在上市後的用途。為加強審查這些個案，作為一項上市條件，交易所可要求發行人向其合規顧問和交易所定期提供最新資料，述明首次公開招股所得款項的用途。

對發行人年報中所作出的披露進行檢視

107. 交易所每年對發行人年報進行主題審閱，作為其持續監察上市相關活動的一部分。交易所在港交所網站上刊發有關其審閱工作的年度報告[74]。

108. 自 2012 年起，交易所一直審閱新上市發行人在更改其上市所得款項用途方面所作的披露，作為其審閱發行人年報的工作的一部分。交易所在 2020 年對發行人年報中所作的披露進行的審閱範圍，涵蓋在 2018 年及 2019 年上市且財政年結日在 2019 年 1 月至 12 月的所有發行人。

109. 上市發行人監管組的個案小組將其年報審閱工作的結果記錄在一份名為《年報審閱工作 —— 2020 年審閱附註》（Annual Report Review Program – Review Note 2020）（**《審閱附註》**）的文件中，當中列出與發行人的上市所得款項用途有關的披露規定。如識別到任何問題，上市發行人監管組會在《審閱附註》中記錄個案小組對有關問題的評估及採取的任何跟進行動。

110. 我們從上市發行人監管組得知，其職員每年都接受有關如何審閱發行人年報的培訓。相關職員於 2020 年 2 月獲提供有關 2019 年年報審閱結果（包括與新上市發行人在上市所得款項用途方面所作的披露有關的結果）的簡報，並於 2020 年 4 月接受了一次培訓。我們注意到，職員獲提供的培訓材料只有《審閱附註》（見第 109 段），而沒有任何其他資料，例如關於上市發行人監管組職員可能預期遇到的問題及其處理方式的書面指引（以及例子）。有關培訓材料自 2020 年起已有所改善。舉例來說，在 2021 年 5 月的培訓所用的材料，包括有關的書面指引，及上市發行人監管組先前在審閱發行人在上市所得款項用途方面的披露時注意到的問題的例子。

111. 我們亦從上市發行人監管組得知，他們在進行 2020 年的年報審閱工作時，會確定發行

[74] 有關發行人年報內容審閱事宜。

人在年報中對上市所得款項用途所作的披露，是否與在招股章程及其後刊發的公告中所作的披露一致，以及是否遵循《上市規則》[75]。如識別到任何不合規的情況，上市發行人監管組會採取適當的跟進行動，例如向發行人作出查詢或向他們發出指引信。

112. 上市發行人監管組在 2020 年的年報審閱工作中對 371 名發行人進行審閱工作，並在當中的 119 宗個案（佔經審閱的發行人的 32%）中識別到發行人沒有恰當披露是否已經或將會依照招股章程所述的計劃和時間表使用其上市所得款項。上市發行人監管組跟進了這些個案，並要求有關發行人刊發補充公告，以通知市場有關事項。在適當情況下，上市發行人監管組發出指引信，提醒發行人注意其在《上市規則》下的責任。

證監會的觀察所得

113. 我們注意到，上市發行人監管組是在 2020 年 6 月至 11 月期間進行 2020 年的年報審閱工作（涵蓋財政年結日在 2019 年 1 月至 12 月的年報）。因此，在某些個案中，年報刊發日期與上市發行人監管組進行審閱的時間之間可能相隔一段長時間；例如，若某發行人的年結日是在 3 月，與審閱的時間便會相隔至少十個月。

114. 在經檢視的數宗個案中，我們注意到，上市發行人監管組在發行人 2019 年年報刊發後 12 至 14 個月，才對有關年報進行審閱及就可能違反披露規定的情況向發行人作出查詢。由於已事隔一段時間，這些發行人大多在其 2020 年年報中再犯同一違反披露規定的行為。我們建議交易所考慮有何方法，可使其審閱流程與發行人不同的匯報期限更為協調，例如在具有相同匯報年度完結日的發行人刊發年報後，迅即將該等年報列作同一批次並加以審閱，以便可迅速採取跟進行動。

115. 我們注意到，上市發行人監管組除了為審查一致性及識別可能違反規則要求的情況而審閱年報之外[76]，不會核對年報的其他部分，以證實發行人實際上是否已按年報所述的方式使用其上市所得款項。

116. 舉例來說，在某個案中，發行人在 2018 年 3 月至 9 月期間（即在上市後二至八個月）更改其所得款項用途，藉此將 44%的所得款項分配至購買原材料（新用途）。然而，發行人在 2019 年 3 月（即上市後約 14 個月），才在自願性公告及發行人截至 2018 年 12 月 31 日止年度的年度業績公告內公布有關所得款項用途的變動。在回應上市發行人監管組的查詢時，發行人表示其財務總監（同時擔任執行董事兼合規主任）將部分上市所得款項存入“質押存款帳戶”，以採購原材料。由於財務總監認為這筆存款屬於發行人銀行帳戶之間的資金往來，而不是更改所得款項用途，因此他沒有通知董事會。當有關事項在 2018 年年度業績公布前不久被發行人的審計委員會揭發時，董事會才得悉有關所得款項用途的變動。

117. 上市發行人監管組要求發行人刊發澄清公告，以詳細說明發行人在何時首次考慮更改其上市所得款項用途。上市發行人監管組亦將該個案轉介上市規則執行組，以調查（除其他事項外）發行人的 2018 年中期公告及報告是否載有不準確、不齊全及具誤導成分的資料[77]，及發行人是否已及時就此事徵詢合規顧問的意見[78]。經調查後，交易所就上述

[75] 見第 90 段。

[76] 見第 111 段。

[77] 《GEM 上市規則》第 17.56(2)條。

[78] 《GEM 上市規則》第 6A.23(3)條規定，若發行人擬運用上市所得款項的方式與上市文件所披露者不同，發行人必須及時諮詢及徵詢合規顧問的意見。

違規情況及董事違反有關盡力促使發行人遵守《上市規則》的承諾，向發行人及其董事發出警告信。

118. 在該個案中，雖然發行人沒有迅速披露其上市所得款項用途的變動，但若有對發行人截至 2018 年 6 月 30 日的現金結餘進行審閱，則可能已提醒上市發行人監管組須對現金不足的情況作出查詢，及更迅速地採取適當的監管行動。

119. 我們明白，年報審閱工作的效用在某程度上取決於個別職員的經驗和技能。儘管如此，為職員制訂若干一般程序和指引及設有適當的培訓是有幫助的，以確保審閱流程保持一致和有效。我們建議，交易所應考慮加強其有關審閱發行人年報的內部指引及程序，並向上市發行人監管組職員提供適當的培訓。

120. 我們亦注意到，在少數個案中，《審閱附註》僅記錄了上市發行人監管組將採取跟進行動，而沒有述明最終採取了哪些行動。我們從上市發行人監管組得知，跟進行動一般都不會記錄在《審閱附註》內。如需採取跟進行動，交易所會在其工作流程系統上開立檔案以記錄所採取的任何行動。

交易所根據經修訂的規則對反收購行動交易的處理方法

引言

121. 2018 年，我們就上市科根據反收購行動規則下的原則為本測試對潛在反收購行動個案的評估進行了檢視 [79]。

122. 本會提議（除其他事項外）上市科應就評估反收購行動個案的方式制訂書面指引，並應更恒常地向職員提供培訓。在某些個案中，如發行人就其業務或前景作出陳述或提供資料，本會提議上市科在信賴獲提供的陳述前，應以批判性的態度對所有相關資料進行評估，並作出跟進查詢。

123. 2019 年 7 月，交易所就為打擊借殼上市及其他殼股活動的相關問題而提出的建議規則修訂刊發諮詢總結 [80]，並在作出少量改動的情況下採納了所有建議。新規則已在 2019 年 10 月 1 日生效。

124. 交易所亦發出新的反收購行動指引信 [81]，以釐清交易所會如何詮釋有關規則及作出評估。因應本會的提議，上市發行人監管組已制訂書面指引，並為上市發行人監管組職員提供有關新的反收購行動規則的培訓。《上市發行人監管手冊》亦已予更新，就編製會議紀要及規定上市發行人監管組職員就其評估和決定備存適當紀錄一事提供指引。

《上市規則》的相關規定

125. 根據新訂的《上市規則》第 14.06(B)條所界定，反收購行動是上市發行人的某項或某連串資產收購，而有關收購按交易所的意見構成一項交易或安排（或一連串交易或安排），或者屬於一項交易或安排（或一連串交易或安排）的其中一部分；而該等交易或安排具有達致把收購目標上市的意圖，同時亦構成規避有關新申請人規定的一種方法。

---

[79] 《證券及期貨事務監察委員會就交易所規管上市事宜的表現而作出的檢討報告》（2018 年 12 月）。

[80] 《有關借殼上市、持續上市準則及其他〈上市規則〉條文修訂的諮詢總結》（2019 年 7 月）。

[81] GL104-19 有關應用反收購行動規則的指引（2019 年 10 月）。

這是一項原則為本測試。

126. 作為規則修訂的一部分，交易所亦將六項準則編纂成條文，而交易所根據原則為本測試來考量該六項準則，以評估某項收購是否具有達致把擬收購資產上市的意圖，同時亦構成規避適用於新上市的規定的一種方法。《上市規則》第 14.06B 條附註 1 所載的有關準則是：

(a) 收購或一連串收購的規模相對於發行人的規模；

(b) 發行人的主營業務有否出現根本轉變；

(c) 發行人於收購或一連串收購前的業務性質及規模；

(d) 收購目標的質素；

(e) 上市發行人的控制權（按《收購守則》所界定 [82]）或實際控制權有否出現轉變 [83]；及

(f) 其他交易或安排，連同該收購或一連串收購會構成一連串意圖將收購目標上市的交易或安排。

127. 另外，《上市規則》第 14.06B 條附註 2 載有適用於兩類涉及上市發行人控制權變動的特定反收購行動的明確測試，分別為：

(a) 構成非常重大的收購事項 [84]的一項資產收購或一連串資產收購，而當發行人進行有關收購之同時，該發行人的控制權出現變動；或有關收購將導致發行人的控制權有所改變；或

(b) 在控制權轉手後的 36 個月內，發行人向新控股股東收購資產，而有關資產收構或一連串資產收購（以個別或總體而言）構成非常重大收購事項。

128. 若交易所經考慮六項準則後，認為某交易屬於“極端”個案，該交易將根據原則為本測試被視為反收購行動，除非發行人能夠證明有關交易並非試圖規避適用於新上市的規定，而在這情況下有關交易會被視為極端交易（**極端交易**）。根據《上市規則》第 14.06(C)條 [85]，發行人須符合以下其中一項額外規定，有關交易才會符合條件成為極端交易：

(a) 發行人在建議交易前長期（通常不少於 36 個月）受同一人士控制或實際控制，而交易不會導致發行人的控制權或實際控制權有所轉變；或

---

[82] 根據《公司收購、合併及股份回購守則》（**《收購守則》**），“控制權”被界定為持有一家公司 30%或以上的投票權。反收購行動亦可能包括涉及向發行人注入資產以令資產得以上市的交易，而當中並不涉及發行人的控制權轉變。

[83] 這項新準則取代了舊的反收購行動規則下的準則，即有否向賣方發行任何受限制可換股證券，使賣方擁有發行人的實質控制權。

[84] 《上市規則》第 14.08 條訂明，某宗交易如有任何一項百分比率（即資產比率、代價比率、盈利比率、收益比率或股本比率）達 100%或以上，即被視為非常重大收購事項。

[85] 《上市規則》第 14.06(C)條進一步規定，(i)收購目標須符合上市的營業紀錄規定及適合上市；及(ii)經擴大後集團須符合所有適用於新上市的規定（營業紀錄規定除外）。

(b) 發行人經營的主營業務規模龐大[86]，而發行人將在交易後繼續經營該主營業務。

129. 如某項交易被視為《上市規則》下的反收購行動，交易所便會將有關發行人當作猶如是新上市申請人[87]般處理，而該發行人將須遵守適用於新上市申請人的規定[88]。上市科認為屬反收購行動的交易，不須上報上市委員會。

130. 另一方面，潛在極端交易均須上報上市委員會，以供其決定反收購行動規則是否適用。如該委員會認為反收購行動規則適用，有關發行人便會被當作猶如新上市申請人般處理（見第 129 段）。然而，如該委員會認為反收購行動規則並不適用於該極端交易，有關發行人便須根據加強披露及審核的方法擬備交易通函，並委任財務顧問對該收購事項進行盡職審查。

有關執行反收購行動規則的指引

131. 反收購行動規則屬反規避條文，旨在防止任何人規避適用於新上市的規定，因而涉及判斷力的運用。在釐定某項交易是否屬於反收購行動時，交易所認為重要的是在不禁止正當業務活動（例如業務合併及擴充）與需維持市場質素之間取得平衡。

132. 在修訂反收購行動規則的同時，交易所發出新的反收購行動指引信，以釐清在評估交易時實際上如何根據原則為本測試應用該六項準則。

133. 為協助市場了解有關規定，交易所亦列舉例子，以說明其在評估具有一些可疑特點的交易時所採用的方針，例如：(i)將某項反收購行動交易拆分為一連串規模較小的收購，或刻意安排交易的時間次序，在購入新業務之後才出售原有業務；及(ii)涉及發行人的控制權有所變動及利用發行人來收購與其原有業務無關的新業務的相關安排，而這些新業務在原有業務出售、終止或縮減後，成為發行人的主要業務。

交易所就潛在反收購行動進行的審閱

134. 交易所透過以下途徑識別潛在反收購行動個案：(i)事後審閱關於低於非常重大收購事項界線的交易的公告；(ii)審閱關於非常重大收購事項的公告草擬本；及(iii)處理有關潛在反收購行動的查詢。

135. 上市科在 2019 年 10 月 1 日（即經修訂的規則的生效日期）至 2020 年 12 月 31 日期間審閱了 48 份關於非常重大收購事項的公告草擬本，並處理了 50 項有關潛在反收購行動的查詢。上市發行人監管組在其管理層會議或每日全組會議（統稱**上市發行人監管會議**）上討論了 39 宗個案，以考慮這些個案會否被視為反收購行動或是極端交易。未有在上市發行人監管會議上討論的個案均在個案小組的層面，由相關個案主任考慮及作出決定。

136. 在該 39 宗個案中，上市科斷定九宗個案（23%）屬反收購行動，以及六宗個案（15%）屬極端交易。

---

[86] 這可能包括年度收益或資產總值達 10 億元或以上的發行人。

[87] 《上市規則》第 14.54 條。

[88] 包括：收購目標必須符合《上市規則》第 8.04 條及第 8.05 條（或第 8.05A 條或第 8.05B 條）的規定，以及經擴大後集團必須符合《上市規則》第八章的所有適用於新上市的規定（第 8.05 條除外）。如反收購行動是由未能遵守《上市規則》第 13.24 條的發行人所提出的，收購目標亦須符合《上市規則》第 8.07 條的規定。

137. 自採納新反收購行動規則起，由上市發行人監管組在檢討期內審閱的潛在反收購行動的宗數概述如下：

	2019 年 10 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日	**2018 年 10 月 1 日至 2019 年 9 月 30 日** *（註 3）*
經審閱的非常重大收購事項公告的數目	48	41
接獲有關潛在反收購行動事宜的查詢的數目	50	16
總數	98	57
在上市發行人監管會議上討論的潛在反收購行動個案的數目（*註 1*）	39 *(39.8%)*	10 *(17.5%)*
- 被斷定為反收購行動[89]（*註 2*）	9 *(23.1%)*	1 *(10.0%)*
- 被斷定為極端交易（*註 2*）	6 *(15.4%)*	3 *(30.0%)*

註 1：百分率乃根據期內經審閱的非常重大收購事項公告及所接獲的有關潛在反收購行動事宜的查詢的總數計算得出。

註 2：百分率乃根據期內在上市發行人監管會議上討論的潛在反收購行動個案的總數計算得出。

註 3：截至 2019 年 9 月 30 日止 12 個月的統計數據旨在反映新的反收購行動規則生效前後的交易量，與截至 2020 年 12 月 31 日止 15 個月的統計數據不能直接互相比較。

經檢視的個案

138. 本會檢視了全部 39 宗曾在上市發行人監管會議上討論的潛在反收購行動個案的會議紀要，並從中挑選出 18 宗具有一項或以上明顯特點的個案，進行更詳細的檢視，例如，被上市科裁定為反收購行動的個案，而發行人就其作出的決定向上市委員會提出上訴；被裁定為極端交易的個案；及在應用原則為本測試時涉及不尋常或複雜問題的個案。為免生疑問，所選定的有關個案未必能代表所有潛在反收購行動的個案。

139. 本會檢視了上述 18 宗個案，藉此了解上市科經考慮我們於 2018 年的檢視中的觀察所得和建議後，在執行新反收購行動規則方面的經歷。我們亦探討了上市科對該等準則的應用情況是否符合新的反收購行動指引信所載的指引，以及是否切合原則為本測試的反規避性質。

證監會的觀察所得

140. 以下選定作探討的個案，說明我們認為交易所在審閱潛在反收購行動的個案時應注意的一些問題。

141. 我們注意到，一般來說，上市科已貫徹一致地應用新的反收購行動規則和指引，及在上市發行人監管會議的會議紀要內闡釋其達致結論的理據，特別是對交易規模、業務有否出現根本轉變及收購目標的質素的評估。我們認為，上市科在對先收購新業務然後出售原有業務的活動進行審閱時可採用更貫徹一致的方針，並在審閱涉及控股股東向新上市發行人注入業務的公告時，進行更全面的審查。

[89] 不包括發行人自願將其視為反收購行動及無需交易所討論或裁決的個案。

交易規模

142. 與我們上一次在 2018 年的檢視中審查的個案相比，上市科以批判性的態度評估發行人提交的計算方式，以確定交易規模相對於發行人的規模是否屬於極端。舉例來說，在某個案中，上市科注意到發行人在計算收益比率時，發行人的收益（作為分母）包含一個大額的非經常性項目。如果該非經常性項目被排除在外，收益比率便會由發行人提交的 88% 增加至 967%，及將會被視為相當重大。

業務出現根本轉變

143. 新的反收購行動指引信釐清，在評估業務有否出現根本轉變時，(i)交易所會將收購目標（於各自收購時間）的規模，與原有業務（於一連串交易的最後一宗交易時）的規模作比較；及(ii)原有業務指發行人於該連串交易開始之時所營運的業務。該指引釐清交易所因應我們在 2018 年的檢視中所指的一些問題 [90] 而採取的方針。

144. 在檢視有關個案時，我們注意到上市科總體上已遵守新指引下的原則。舉例來說，在若干宗個案中，上市科在具有充分基礎的情況下裁定，儘管發行人現有業務的規模相當大，但擬收購的新業務規模遠遠大於現有業務規模，因而導致業務出現根本轉變。有關個案檔案已充分解釋這些決定的理據。

145. 在某個案中，發行人向新控股股東收購了一項與其原有業務無關的新業務，並在 18 個月後建議另行收購在同一行業中類似規模的業務。上市科在進行評估時，考慮到原有業務轉趨惡化及發行人對進一步收購新業務感興趣等相關因素後，不同意發行人有關其後的收購純粹是擴大新開展的“現有”業務的說法，反而認為該兩項收購是一連串為達致新業務上市而進行的收購。

所收購業務的質量

146. 當上市科在舊的反收購行動制度下評估目標業務的質素時，主要關注該業務能否符合《上市規則》下的最低盈利規定。新的反收購行動指引信強調，除資格準則外，交易所亦會考慮目標公司是否適合上市 [91]。我們注意到，上市科與新的反收購行動指引信保持一致，收緊了其審核目標公司是否適合上市的做法 。

147. 在兩宗涉及建議收購目標公司（該等目標公司之前曾申請在交易所上市但不果）的個案中，上市科注意到，該等目標公司的上市申請因有關是否適合上市的問題尚未解決而被拒絕或失效。在各個案中，上市科均向發行人提出關注事項，即建議的收購實質上是否具有達致把目標公司上市的意圖及構成規避適用於新上市的規定的一種方法。

148. 另一宗個案涉及一家從事娛樂業務的 GEM 發行人擬收購一家從事金融服務業務的主板發行人。目標公司的股份自 2017 年起停牌，而上市委員會決定於 2020 年 5 月取消其上市地位，因為該公司不符合上市科所施加的復牌條件。2020 年 6 月，當目標公司就覆核上市委員會的除牌決定提出的申請仍在等候上市覆核委員會聆訊時，該 GEM 發行人建議收購目標公司，理由是反收購行動規則（旨在防止規避*適用於新上市的規定*）不應適用於*已上市*目標公司的收購。考慮到經修訂的規則後，上市科得出的結論是，建議交易構成反收購行動，並在決定信內清楚解釋相關理據。上市科注意到，目標公司尚未解決導致其繼續停牌的所有監管問題，以及聯交所對該公司是否適合繼續上市所表達的

[90] 有關上市科就比較新業務與現有業務的相對規模及界定“現有業務”的範圍而對這項準則所作的評估。

[91] 新的反收購行動指引信第 18 段。

關注，尤其是該公司未能刊發有待發表的財務報表及解決任何非標準審計意見。此外，目標公司的規模遠遠大於該 GEM 發行人的規模，因此該項收購將導致業務出現根本性轉變。上市委員會其後維持上市科的決定。

構成一連串的其他交易或安排

149. 經修訂的反收購行動規則亦應對在舊的反收購行動制度下，業務的注入被分拆為一連串規模較小的交易或安排以規避若不如此便會適用的上市規定的情況。如這些交易和安排在合理接近的時間內（*通常*為 36 個月之內）進行，交易所可視之為一連串的交易和安排 [92]（即它們將被視為一項交易）。反收購行動規則將適用於一連串交易中的所有交易。

150. 根據新的反收購行動指引信，如建議中的一連串交易或安排涉及首先一宗收購項目和之後一宗出售項目，那麼反收購行動規則便可適用於屬該一連串交易或安排的一部分的該一項／多項被收購業務 [93]。

151. 在我們檢視的個案中，我們注意到，在兩宗案情相似的個案中，上市科在考慮於出售原有業務前收購新業務是否構成一連串交易的一部分並因而須受反收購行動規則約束時，採取了不同的方針。

152. 在一宗個案中：

(a) 從事餐飲業務的發行人於 2013 年 12 月在 GEM 上市，並於 2015 年 8 月轉至主板上市。發行人的控制權在 2016 年 9 月出現變動。

(b) 由 2018 年 10 月至 2019 年，發行人(i)在主要交易中收購了一項環境相關的新業務；(ii)在須予披露交易中將兩家餐廳售予聲稱是獨立第三方的買方 [94]；及(iii)將另外五家餐廳結業。

(c) 在 2020 年 4 月，發行人達成了另一項主要交易，將剩餘兩家餐廳售予同一買方。在出售有關餐廳後，發行人的業務由原來的餐飲業務徹底改為環境相關業務。

153. 當上市科在 2020 年 4 月對餐飲業務的第二項出售進行審閱時，評估了上述多項交易是否應被視為一連串交易以致反收購行動規則會適用於在 2018 年進行的環境相關業務的主要收購。上市科認為，該收購及 2019 年和 2020 年的出售不應被視為一連串交易的一部分，因為 2020 年的出售是在控制權出現變動後超過 36 個月才進行。上市科亦注意到，出售餐廳及業務出現徹底轉變是由於不利的市場環境所致。此外，上市科注意到環境相關業務能符合《上市規則》第 8.05 條下的最低盈利規定。

154. 此個案似乎正屬於新反收購行動制度擬應對的經刻意安排時間次序的交易的範圍 [95]。環保相關業務的主要收購項目及其後進行的兩項餐廳出售項目均在 18 個月之內發生，因此根據新的反收購行動指引信應被視為一連串交易，而該指引信 並無 要求一連串交易

[92] 有關例子包括從同一方或關連方收購業務。

[93] 新的反收購行動指引信第 37 段。

[94] 然而，我們注意到，發行人的原控股股東、主席兼行政總裁（於 2016 年出售其控股股權）仍在發行人已出售且持有餐飲業務的附屬公司中擔任董事，而且在出售後，他被媒體廣泛報道為該餐廳集團的“主席”。

[95] 見第 150 段。

中的所有交易須在控制權變動後 36 個月之內進行。

155. 我們從上市科獲悉，其決定主要基於兩個考慮因素。第一，發行人表示，餐廳因不利的市場環境和業績欠佳而被出售，而上市科認為反收購行動規則無意禁止出售業績欠佳的業務。然而，我們注意到，發行人的餐廳並未終止營業，而是似乎被賣回給原控股股東並由該股東繼續經營。

156. 第二，上市科認為該環境相關業務能符合最低盈利規定。然而，我們注意到，上市科沒有就該業務是否可符合其他適用於新上市的規定進行評估，例如是否適合上市，而這點根據新的反收購行動指引信，是需要被評估的 [96]。

157. 相反，在另一宗情況相似的個案中，上市科得出的結論是，該交易應被視為反收購行動。在該個案中：

(a) 發行人原本從事個人護理產品業務，其控制權在 2016 年出現變動。

(b) 發行人在 2016 年及 2017 年出售原有業務的一部分，其後在 2018 年及 2019 年透過兩項收購購入食品及飲料業務。

(c) 在 2020 年，發行人擬出售剩餘的個人護理產品業務。

158. 雖然最後一項出售是在控制權出現變動後超過 36 個月提出的，而且發行人表示該決定是由於個人護理產品業務的業績欠佳所致，但上市科得出的結論是，先前的收購和該項出售構成一連串安排的一部分，目的是要在規避適用於新上市的規定的情況下把食品及飲料業務上市 [97]。上市委員會在覆核時維持上市科的決定。

159. 我們建議，就經刻意安排時間次序的交易（例如上述的交易）而言，交易所應加強其內部培訓計劃及指導材料，從而以更一致的方式貫徹應用新的反收購行動制度下的反規避原則。

交易所的回應：2020 年 12 月，交易所向相關職員發出內部指引。該指引提供新的反收購行動規則下的個案摘要，並說明經修訂的反收購行動規則在這些情況下如何適用。2021 年 7 月，交易所作出兩項關於反收購行動規則的上市決定。

新上市發行人進行的收購

160. 當新上市發行人在上市後不久擬向其控股股東收購一項業務，但該業務在上市時被明確排除在上市集團之外，便會產生該交易的目的是否為了在規避適用於新上市的規定的情況下把目標公司上市的問題。

161. 在檢討期內，我們注意到兩項由上市科審閱且屬這種性質的建議收購項目。在各個案中，目標公司均從事與發行人不同但相關的業務。在上市時，目標公司被排除在上市集團之外，理由是這兩項業務各自獨立，而將它們合併不會產生額外的協同效應。然而，

[96] 見第 146 段。

[97] 在覆核聆訊上，發行人表示收購和出售行動具有商業理據。上市科回應提出，該論點與反收購行動的評估無關，因為反收購行動規則屬反規避條文，旨在防止規避適用於新上市的規定。關於發行人指控制權在過去 36 個月並無出現變動的論點，上市委員會注意到，發行人的主營業務會在建議出售項目（自之前的收購項目起計約一年內進行）後轉為食品及飲料業務。

在上市後 20 個月內，各個案的發行人均聲稱，上市後的一些事件[98]促使它決定收購目標公司。兩宗個案均令人擔憂，首次公開招股及建議收購項目構成一連串安排，具有達致把目標公司上市的意圖及構成規避適用於新上市的規定的一種方法。

162. 在一宗個案中，上市科認為發行人就其在上市後不久便改變意向的解釋並無說服力。此外，上市科注意到，目標公司將佔經擴大後集團的收益及資產的 56%，因此若視該交易為非常重大收購事項，則意味著經擴大後集團的主要業務無須進行盡職審查及通過新上市流程。因此，該交易被歸類為極端交易（因為上市科考慮到，目標公司似乎能符合適用於新上市的規定，以及規避適用於新上市的規定並非重大的關注事項），因此發行人須以加強披露和審查的方式擬備交易通函，並委任一名財務顧問對收購事項進行盡職審查[99]。

163. 在另一宗個案中，上市科對發行人在上市後不久便更改業務計劃的解釋有所保留，但經權衡各因素後，上市科認為收購項目的規模並不極端[100]，而且業務不會出現根本轉變，因此將該交易視為主要及關連交易。

164. 該決定主要是出於對收購項目規模的考慮。上市科在 2019 年 11 月審查該建議收購項目，當時採用的規模比率按照發行人及目標公司在 2018 年的收益、利潤和資產計算。上市科亦考慮發行人的原有業務在 2019 年首六個月的財務業績（與 2018 年同期相比沒有重大變動）及目標公司在 2019 年首八個月的業績（與 2018 年同期相比，收益增長 35%）。收購項目於同年 12 月完成，而發行人在三個月後公布的年度業績顯示，由於發行人的原有業務在 2019 年下半年大幅下滑，加上目標公司在同期內的業務持續增長，因此目標公司在 2019 年的收益實際上已經超過原有業務的收益。上市科在審閱有關收購項目時，並無獲得有關資料。在 2020 年，目標公司的收益進一步增長至原有業務的收益的近三倍，而後者自上市起一直下跌。這顯示收購項目實際上導致業務出現根本轉變。

165. 我們進一步注意到，在審閱該個案期間，上市科向發行人的首次公開招股保薦人作出查詢，而該保薦人表示，發行人在上市後不久便收購與其主營業務並無直接關係的業務的做法在市場上並不常見，並且該保薦人已建議發行人考慮目標公司的業務與發行人的主營業務的相關性以及與《上市規則》有關的事宜。

166. 上市科應加強審查，以決定在此類個案中應否要求須按首次公開招股的標準進行盡職審查及作出披露。《上市規則》規定，盈利及收益比率應根據*最近期的*審計帳目計算出來[101]，但這些數字不一定反映發行人*當前的*財務狀況。若發行人提交的有關比率是根據距離當時超過六個月的財務數字而計算出來的（如同上文的個案），上市科應考慮要求發行人同時提供經更新的財務報表和最近期的管理帳目，以及（如有需要）相關的財務預測，以便進行評估[102]。

---

[98] 發行人聲稱的有關事件包括（除其他事件外）中美貿易戰、科技的發展和發現新商機。

[99] 見第 128 段及 130 段。

[100] 根據上年度的財務資料計算得出的最大規模比率（資產比率）約為 70%。

[101] 《上市規則》第 14.17 條。

[102] 我們注意到，在另一宗個案中，雖然發行人擬收購的新業務按照當前規模比率來說僅構成一項主要交易，但交易所認為，發行人現有業務規模的預期變動，與評估業務會否出現根本性轉變相關。交易所要求發行人提供未來兩年的財務預測，當中應顧及建議的收購項目。

內部指引及備存紀錄

167. 繼我們於 2018 年檢討中提出建議後，我們注意到，上市發行人監管組為職員制訂了有關反收購行動評估的書面指引，當中概述（除其他事項外）反收購行動規則的改動及關於有足夠業務運作和資產的繼續上市準則[103]，修改有關規則的目的及應用時須注意的要點[104]。內部指引亦載有在新的反收購行動規則下的重要個案摘要，作為在實踐上如何應用明確測試及原則為本測試下的因素的有用例子。

[103] 《上市規則》第 13.24 條。

[104] 有關例子包括(i)當根據原則為本測試應用控制權或實際控制權變動的因素時，職員應考慮在人事和董事執行職能方面的轉變；及(ii)說明構成一連串收購的精簡例子。

第 3 節

2019 年檢討後的跟進行動

168. 2019 年，本會就交易所於 2018 年規管上市事宜的表現進行檢討，並識別出多個可能須予改善的範疇，亦提出了相關建議供交易所考慮。本節探討交易所因應我們在 2019 年檢討報告提出的建議而採取的措施。

港交所對潛在利益衝突的管理，及上市科與港交所各業務單位之間在首次公開招股前查詢方面的溝通往來

169. 我們對“職能分隔”政策的實施情況進行檢視，有關措施旨在管理上市科與港交所和聯交所之間實際、潛在及觀感上的利益衝突。我們亦審視了上市科與港交所各業務相關部門在處理有意上市申請人就監管事宜作出的首次公開招股前查詢時的溝通往來。

170. 我們的主要建議如下：

(a) 上市科人員不應聯同港交所業務行政人員出席與準上市申請人舉行的業務會議，以及港交所業務行政人員應避免就準上市申請人提出與監管相關的具體問題作出回應；

(b) 交易所應收緊有關以下範疇的做法以加強監管職能的獨立性：(i)上市科與港交所各業務相關部門分享非公開、非個別個案的資料；(ii)上市科主要依賴港交所各業務相關部門提供的市場數據和意見，來制定各項上市政策；(iii)港交所各業務相關部門就制訂上市規則及政策提供意見（交易所應考慮《證券及期貨條例》第 21 條）；及(iv)港交所業務部門的員工就任何上市科員工的“360°”表現檢討提供意見；

(c) 交易所應在考量上市監管職能作為公共機關的角色及其於《證券及期貨條例》第 21 條下的法定責任後，迅速進行徹底而全面的研究，以釐清並制定各項就落實職能分隔而言乃屬必需和適當的書面規則、做法、政策、指引和程序。職能分隔政策應由上市委員會及港交所和聯交所各自的董事會加以檢視及批核；及

(d) 港交所應引入各項系統或程序，以便更有效地監察職能分隔的合規情況，及為上市科及港交所內與上市科有溝通往來的業務行政人員設立更全面和定期的職能分隔培訓。

證監會的觀察所得

171. 2020 年 7 月，交易所在上市科設立了一個新的上市科合規職能，由一名高級副總裁領導。上市科合規主管負責監督上市科的合規、內部控制和風險管理事項，包括員工的利益衝突及針對上市科員工的投訴。港交所在 2021 年 6 月委任了一名新集團首席合規總監。上市科合規主管向上市科主管、港交所集團首席合規總監及上市營運管治委員會作出匯報（見第 177 及 178 段）。

172. 我們從上市科獲知：

(a) 上市科人員不再聯同港交所業務行政人員出席與準上市申請人舉行的業務會議，而上市申請人與上市科舉行的會議及上市申請人與港交所各業務相關部門舉行的會議現時是分開安排的；

(b) 上市科在制訂上市規則和政策時會自行作出研究，以及若要徵詢港交所各業務相關部門的意見（例如，當政策事宜與港交所集團在重大策略、監管、風險管理、商業及營運事宜或企業管治方面的政策有關，或可能導致港交所出現潛在責任問題）時，港交所業務部門的員工及上市科員工都會注意他們在《證券及期貨條例》第 21 條下的責任；及

(c) 除了上市科主管（作為港交所管理委員會成員，會收到來自其他委員會成員的意見）外，港交所業務部門的員工不再就任何上市科員工的“360°”表現檢討提供意見。

173. 截至本報告日期，港交所與上市科之間的職能分隔政策（包括就分享上市相關資料而言）的檢討工作仍在進行中。

對上市科的監察工作及上市委員會的監督角色

174. 我們檢視了上市委員會及港交所董事會對上市科的監察工作。

175. 我們的主要建議如下：

(a) 就《上市規則》的執行及詮釋而言，上市委員會應探討更多其他渠道，以監督上市科行使上市委員會向其轉授的職權及職務的情況。特別是，我們建議，上市科應擴大其向上市委員會定期匯報的事宜的範圍，及上市委員會應檢討首次公開招股前諮詢的流程，以考慮首次公開招股前查詢應在何時被轉介予上市委員會，以便其作出指引；及

(b) 就上市監管職能的管理及運作而言，交易所應就上市監管職能檢討現行組織架構及匯報途徑，以加強港交所董事會或獲其轉授職能者的監察工作，並同時秉持《證券及期貨條例》規定所需的獨立性。

證監會的觀察所得

《上市規則》的執行及詮釋

176. 交易所採納了新的做法，以規管上市科就以下事項向上市委員會的上報及匯報：(i)首次公開招股前查詢，(ii)針對上市申請人、上市發行人及上市科職員的投訴，(iii)獲批准或被拒絕的豁免申請，及(iv)規則執行個案及決定。上市科及上市事宜聯絡小組議定了在該等新的做法下將首次公開招股前查詢及針對首次公開招股上市申請人的投訴上報予上市委員會的準則。針對上市發行人的投訴、授出的豁免以及規則執行個案及決定將被納入每月向上市委員會提交的報告中。

上市監管職能的管理及運作

177. 港交所董事會在 2021 年 6 月成立了上市營運管治委員會，以協助董事會對上市科的營運及管理進行監察。根據其職權範圍，上市營運管治委員會須由至少五名成員組成，當中包括：(i)至少三名由港交所董事會委任的非執行董事；及(ii)上市委員會主席及至少一名上市委員會副主席。上市營運管治委員會每年須舉行至少四次會議，及其主席須定期

向港交所董事會作出正式的匯報。上市營運管治委員會的首次會議已於 2021 年 8 月舉行。

178. 上市營運管治委員會透過收取上市科每月就各項事宜（包括監管活動，上市政策項目，上市科的架構變動（例如上市主管及上市科各部門主管的任免），人力資源，培訓，上市科職員的操守問題或事件，以及上市科的特定風險和政策事宜）提交的報告，並就當中出現的任何問題進行討論，從而對上市科的營運及管理進行監督及監察。

交易所對《上市規則》第十七章下的股份期權計劃的處理方法

179. 在我們對交易所對《上市規則》第十七章下的股份期權計劃的處理方法進行檢討後，交易所在 2021 年 10 月就建議修訂第十七章發表諮詢文件[105]，旨在（除其他事項外）：

(a) 在第十七章制度下規管股份獎勵計劃；

(b) 規管可獲授予股份獎勵或股份期權的合資格參與者的範圍；

(c) 施加最短有效期；及

(d) 規管股份獎勵或股份期權向關連人士的授予。

交易所對涉及上市申請人及上市發行人的投訴的處理方法

180. 我們檢討了交易所對涉及上市申請人及上市發行人的投訴的處理方法。

181. 我們的主要建議如下：

(a) 上市科應更改其處理針對上市申請人的投訴的做法。根據當時的做法，當有關上市申請被撤回或終止時，便無須採取進一步監管行動。相反，首次公開招股審查組應按每宗個案的個別情況，評估是否須採取進一步的監管行動（例如轉介予證監會）；

(b) 對於在上市委員會聆訊後接獲的針對某上市申請人的投訴，所有由上市科作出不再向上市委員會進行匯報的決定連同有關理由應被妥善記錄在案；及應定期向上市委員會提供該等屬此性質的投訴的撮要；

(c) 如上市科並無在個案中發現有違反《上市規則》的情況，我們建議交易所修改其向投訴人作出的回覆，以準確地反映其發現和避免誤會；及

(d) 交易所應繼續促進職員遵守投訴處理政策及程序。

證監會的觀察所得

182. 由 2021 年 2 月開始，上市科採納了新的投訴處理指引。首次公開招股審查組及上市發行人監管組各自更新了其投訴處理程序，以補充上市科的指引。

183. 新的指引規定，上市科職員應在有需要時向其他機構（包括證監會）作出轉介，而第

[105] 《有關上市發行人股份計劃的〈上市規則〉條文修訂建議的諮詢文件》（2021 年 10 月）。

181(a)段所述的過往做法已被刪除。

184. 根據新的首次公開招股投訴處理程序及有關上報的新做法，如在上市委員會聆訊後接獲針對某上市申請人的投訴，首次公開招股審查組應就是否需要將有關事宜向上市委員會再作匯報，諮詢首次公開招股審查聯席主管的意見。如投訴關乎申請人是否適合或合資格上市，並獲有根據的事實和證據支持，及如投訴屬實的話，會對申請人的業務營運或財務表現造成重大影響，便應向上市委員會匯報有關投訴。有關決定及其理據，首次公開招股審查組的評估和決定的原因，及來自首次公開招股審查聯席主管的指引均應記錄在案。此外，上市科將向上市委員會就投訴數目提供每月撮要，當中涵蓋在當月內接獲的投訴連同按性質劃分的分項數字，及在當月內結束的投訴連同按性質和決定劃分的分項數字。

185. 此外，致投訴人的標準回覆已因應本會的建議而予以修改。

2018 年檢討後的跟進行動

對申請人是否適合上市的問題所作的分析

186. 我們建議，上市科應繼續採取步驟，藉以加強其在向上市委員會提交的報告中有關對申請人是否適合上市的問題所作的分析，及加強對上市委員會會議上的相關討論內容的記錄工作，而上市委員會的會議紀錄應完整、準確且公正地反映這些討論的內容。

證監會的觀察所得

187. 上市科告知本會，首次公開招股審查組的職員獲提供內部培訓，以更新其知識及提升其對主要問題的認知（包括申請人是否適合上市的問題）。在 2019 年 7 月向職員呈示的培訓材料包含書面指引，及首次公開招股審查組過往在審視上市申請人是否適合上市時注意到的問題的例子。此外，上市科在 2021 年中向其全體職員發出“有關會議紀錄的指引”，以就編製會議紀錄提供指導。

對轉介個案的覆核

188. 我們建議，上市規則執行組檢討其對某宗由上市發行人監管組向其轉介的個案的處理手法（在該個案中，儘管發行人提供的資料顯示發行人及其董事可能有違規行為，但有關個案的轉介仍被拒絕），及考慮是否須對其程序作出任何改變，以避免有關情況再次發生。

證監會的觀察所得

189. 交易所告知本會，上市規則執行組已對該個案進行查核，並認為已遵照適當的流程，及拒絕轉介該個案的決定是合理的。

第 4 節

檢視上市科於 2019 年及 2020 年的營運情況

概覽

190. 下表撮述交易所報告其於 2016 年、2017 年、2018 年、2019 年及 2020 年在上市監管方面的營運活動 [106]。

	2016	2017	2018	2019	2020
首次公開招股審查組接納以進行審核的上市申請數目	275	310	372	300	231
首次公開招股審查組審核的上市申請數目 [107]	349	412	511	467	357
原則上批准的申請數目	181	216	245	209	179
上市發行人監管組處理的合規及監察行動數目 [108]	64,932	66,368	70,293	73,704	82,228
上市規則執行組處理的調查宗數	71	86	111	112	128
已刊發的上市決策數目	11	14	3	3	6
已刊發的指引信數目	5	0	10	7	3
已刊發的常見問題數目	1 個系列	3 個系列	5 個系列	7 個系列	2 個系列
已刊發的其他指引文件數目	3	2	2	2	7
結構性產品及定息產品部處理的上市申請數目 [109]	13,771	21,224	38,472	33,671	50,167
- 衍生權證	4,875	7,989	11,794	8,939	12,128
- 可收回牛熊證（一般簡稱牛熊證）	8,896	13,235	26,678	24,732	38,039

首次公開招股

191. 交易所在 2020 年接納以進行審核的上市申請數目為 231 宗，較在 2019 年接納的 300 宗減少了 69 宗（或 23%）。

[106] 資料來源：港交所《2020 年年報》第 54 至 56 頁。

[107] 有關數字包括在現年度獲接納的新上市申請及未能於上年度處理完畢的上市申請。

[108] 合規及監察行動包括審閱公告及通函、監察股價和成交量以及處理投訴。

[109] 有關數字指新的結構性產品發行，並不包括有關產品的再發行。

192. 交易所在 2020年審核的上市申請數目為 357宗，較在 2019 年審核的 467宗減少了 110 宗（或 23.6%）[110]。

193. 在 2020 年，由接納個案以進行審核至發出首次意見函平均需時 13 個營業日（2019 年：14 個營業日）[111]。在 2020 年，交易所根據《上市規則》新的章節（第十八 A 及十九 C 章）所接獲的上市申請較 2019 年增加了 170%。交易所報告，儘管根據新的章節提出的申請數目大增，但上市科在 2020 年接獲的上市申請中，有 99%（2019 年：97%）能夠於接納上市申請日期起計 20 個營業日內發出第一輪意見。

194. 於 2020 年，在 120 日內送呈上市委員會進行聆訊的上市申請百分比為 33.8%（2019 年：52.9%）。於 2020 年獲交易所原則上批准上市的上市申請數目為 179 宗（2019 年：209 宗），減少了 30 宗（或 14.4%）。有關下跌情況與交易所審核的上市申請數目的下跌情況相符。

195. 首次公開招股審查組在 2020 年刊發了兩封指引信（2019 年：四封）及兩項上市決策[112]（2019 年：一項）。

上市發行人的監管

196. 交易所在 2020 年處理的上市發行人監管行動數目為 82,228 項（2019 年：73,704 項），即在 2020 年增加了 8,524 項（或 11.6%）。所處理的上市發行人監管行動錄得升幅，與上市發行人數目在 2020 年上升（2020 年：2,538名；2019年：2,449名）的情況相符。下表為上市發行人監管組在 2019年及 2020年所處理的公告的分項數字：

	事後審閱	佔總數的百分比	事前審閱	佔總數的百分比	總計
2019	62,889	99.86	88	0.14	62,977
2020	68,416	99.85	106	0.15	68,522

197. 在 2020 年，發行人被要求採取補救跟進行動的事後審閱個案有 2,176宗（佔所有事後審閱個案的 3.2%）（2019年：1,682宗，佔 2.7%）。

198. 上市發行人監管組在 2020年向上市規則執行組轉介了 78宗個案，略多於 2019年的 74

[110] 已審核的申請數目包括在現年度獲接納以進行審核的申請，及未能於上年度處理完畢的“進行中”的申請。已審核的申請數目與獲接納的申請數目之間的差距代表未能於上年度處理完畢的個案數目，有關數字受不同因素影響，包括接獲的申請數目，個案的複雜程度及在何時接獲申請。

[111] 根據就首次公開招股申請而設的詳細審核及行政程序，交易所預期在確認收妥新上市申請後，會於切實可行的情況下盡快發出首次意見函。本會注意到，申請日期與首次意見函日期之間相隔的最短及最長時間分別為一個營業日及 32 個營業日。

[112] 指引信：“有關新申請人與控股股東之間的業務競爭的指引”（2019 年 3 月）、“有關制裁風險的指引”（2019 年 3 月）、“有關會計政策及申報會計師執行盤存程序的指引”（2019 年 4 月）、“有關申請人在上市文件內列報非公認會計原則財務指標的指引及根據本交易所《上市規則》發出的任何有關文件”（2019 年 4 月）、“生物科技公司上市文件的披露”（2020 年 4 月）及“公司秘書的經驗及資格規定”（2020 年 8 月）。在這些指引信當中，兩封（第四封及最後一封）由首次公開招股審查組與上市發行人監管組聯合刊發。

上市決策：“就聯交所為何拒絕若干上市申請提供指引”（2019 年 3 月）、“就聯交所為何拒絕若干上市申請提供指引”（2020 年 6 月）及“就聯交所為何退回若干上市申請提供指引”（2020 年 6 月）。

宗轉介個案 。轉介予外界監管機構[113]的個案由 2019年的 47宗微跌至 2020年的 42宗。

199. 在完成時間方面，交易所：

(a) 在2020年的97%（2019年：98%）個案中，於業績公告刊發後三個營業日內完成事後審閱；

(b) 在2020年的99%（2019年：98%）個案中，於其他公告刊發後一個營業日內完成事後審閱；及

(c) 在2020年的98%（2019年：96%）個案中，即日完成審閱需事前審閱的公告[114]。

200. 上市發行人監管組在 2020 年發出了兩封指引信（2019 年：四封）及四項上市決策（2019 年：兩項）[115]。

201. 交易所報告其在 2020 年延續有關推動上市發行人自律遵從《上市規則》的工作。進行這項工作的方法主要是發出指引信和上市決策，刊發《上市科通訊》（每半年一次）、《上市發行人監管通訊》和《上市規則執行簡報》，刊發有關環境、社會及管治的指導材料和企業管治材料，及提供網上培訓。

證監會的觀察所得

營運事宜

202. 正如上文所述，首次公開招股審查組的個案量在 2020 年上升了 23.6%（見第 192 段），而上市發行人監管組所處理的上市發行人監管行動數目則增加了 11.6%（見第 196 段）。

203. 同期：

(a) 上市申請的處理時間有所減少（見第193段），上市科於2020年在發出首次意見函及向上市委員會送呈個案方面更有效率；及

---

[113] 證券及期貨事務監察委員會、財務匯報局及其他監管機構。

[114] 主要包括就非常重大收購事項、非常重大出售事項、反收購行動及現金資產公司作出的公告。根據《上市規則》，這些公告須由交易所事先審閱。

[115] 指引信：“有關申請人在上市文件內列報非公認會計原則財務指標的指引及根據本交易所《上市規則》發出的任何有關文件”（2019 年 4 月）、“有關應用反收購行動規則的指引”（2019 年 10 月）、“有關大規模發行證券的指引”（2019 年 10 月）、“有關業務充足水平的指引”（2019 年 10 月）、“公司秘書的經驗及資格規定”（2020 年 8 月）及“有關根據《主板規則》第二十章而上市的認可集體投資計劃的持續責任的指引”（2020 年 11 月）。在這些指引信當中，兩封（第一封及第五封）由首次公開招股審查組與上市發行人監管組聯合刊發。

上市決策：“聯交所會否根據《上市規則》第 2.04 條對甲公司就有關其原有娛樂業務的租賃協議的建議終止增訂附加規定”（2019 年 7 月）、“聯交所會否根據《上市規則》第 2.04 條對甲公司與乙公司的建議持續關連交易增訂附加規定”（2019 年 7 月）、“餘下集團能否達到《上市規則》第 8.09(2)條規定的最低市值”（2020 年 4 月）、“餘下集團能否達到《上市規則》第 8.09(2)條規定的最低市值”（2020 年 4 月）、“X 公司可否按《GEM 規則》第 17.39 條尋求股東的一次性事先授權以按某項股份發行建議在一段時間內發行新股”（2020 年 9 月）及“甲公司擬根據股份期權計劃向某全權信託授出期權的建議是否符合《主板規則》第十七章的規定”（2020 年 9 月）。

(b) 在三個營業日內完成審閱的業績公告的比例在2020年微跌，而在一個營業日內完成事後審閱的其他公告的比例及即日完成事前審閱的公告的比例在2020年均略有上升（見第199段）。

204. 首次公開招股審查組在 2020 年發出合共兩封指引信及兩項上市決策（見第 195 段），而上市發行人監管組則發出合共兩封指引信 [116]及四項上市決策（見第 200 段）。本會注意到，因應市場人士的意見，交易所在 2020 年繼續進行有關精簡刊載於港交所網站的指導材料的工作 [117]。

調查及規則執行

205. 交易所採取按主題劃分的規則執行取向。在 2020 年，交易所的調查及規則執行活動聚焦於以下主題 [118]：

(a) 董事履行誠信責任；

(b) 財務報告——延遲，或內部監控及企業管治事宜；

(c) 延遲復牌；

(d) 發行人及董事未能配合交易所的調查；

(e) 公司通訊中出現不準確、不完備或具誤導性的披露；

(f) 未能遵守有關須予公布或關連交易的程序規定；及

(g) 屢次違反《上市規則》。

206. 交易所報告其在 2020 年處理的調查宗數為 128 宗（2019 年：112 宗），即較 2019 年增加了 14.3%，其中 121 宗或 94.5%（2019 年：104 宗或 92.9%）與七個指定的規則執行主題當中的一個或多個主題有關。

207. 交易所在 2020 年完成了 13 宗（2019 年：13 宗）紀律處分個案，全部均以交易所對違規者施行公開制裁告終（2019 年：13 宗）。

208. 除了紀律處分行動外，交易所亦：

(a) 在 2020 年針對八名人士發出損害權益聲明 [119]（2019 年：五名）；

(b) 發出八項執行指令 [120]（2019 年：14 項）；及

---

[116] 其中兩封指引信由首次公開招股審查組與上市發行人監管組聯合刊發。見註腳 112 及 115。

[117] 在完成了更新及精簡其指引文件的工作後，交易所更新了三封指引信和八個系列的常見問題，同時亦撤回了 15 份指引文件。

[118] 這些主題在 2021 年被交易所在有關規則執行的新政策聲明內公布的一套規則執行重點所取代。

[119] "損害權益聲明"包含的制裁為交易所除公開譴責外還根據《上市規則》第二 A 章（《GEM 上市規則》：第三章）作出的一項意見聲明，其內容表示如該董事仍留任有損或將會有損投資者權益。

[120] 這些指令要求上市發行人及董事積極採取補救行動以糾正違規事項，並改善內部監控及企業管治方面的整體表現。交易所在 2020 年發出兩項"內部監控檢討"指令（2019 年：兩項）、一項"委聘合規顧問"指令（2019 年：三項）及五項"董事培訓"指令（2019 年：九項）。

(c) 發出九封監管信函（2019 年：15 封）。

209. 在 2020 年，交易所亦對 59 名董事採取行動[121]，較 2019 年（63 名董事）輕微下跌。

210. 以下為交易所在 2016 年至 2020 年期間處理的調查宗數及規則執行結果的概要：

	調查宗數*	已發出的監管信函（即警告信／告誡信）	以“不採取進一步行動”為理由而結束的個案	紀律處分個案
2016	71	15	8	8
2017	86	9	11	9
2018	111	14	13	21
2019	112	15	21	13
2020	128	9	6	13
*有關數字代表在年內完結的個案及在年底仍在進行的個案。在 2020 年底仍未解決的調查宗數為 54 宗（2019 年：28 宗）。在 2020 年底有待處置或採取紀律處分行動的個案宗數為 45 宗（2019 年：32 宗）。				

211. 在 2020 年完成一宗調查平均需時 8.7 個月，而在 2019 年則為 9.6 個月。

證監會的觀察所得

212. 上市發行人的數目在 2019 年至 2020 年期間增加了 3.5%[122]，而交易所處理的有關違反《上市規則》的調查宗數亦見上升[123]。仍未解決的調查宗數亦由 2019 年的 28 宗上升至 2020 年的 54 宗。

債務及衍生工具

213. 結構性產品及定息產品部所處理的衍生權證及牛熊證上市申請總數由 2019 年的 33,671 宗增加 49%至 2020 年的 50,167 宗。

[121] 董事必須以個人身分承諾會促使上市發行人遵守《上市規則》。

[122] 上市發行人的數目由 2019 年的 2,449 名上升至 2020 年的 2,538 名，即增加了 89 名（或 3.5%）。

[123] 見第 206 至 210 段。

附錄 A

對停牌個案的覆核

發行人（股份代號）	上市科作出停牌決定的日期	上市委員會聆訊日期	上市委員會作出決定的日期及結果	上市覆核委員會聆訊日期	上市覆核委員會作出決定的日期及結果	停牌日期	上市科的停牌決定與最終停牌之間的時間差距
正乾金融控股有限公司（1152）	20/12/2019	26/05/2020 28/06/2021	09/06/2020 維持決定 23/07/2021 維持決定	03/03/2021 30/09/2021	24/03/2021 發回上市委員會 03/11/2021 維持決定 [124]	04/11/2021	22 個月
深圳市明華澳漢科技股份有限公司（8301）	20/12/2019	20/10/2020	02/11/2020 維持決定	不適用	不適用	12/11/2020	11 個月
匯創控股有限公司（8202）	26/07/2019	10/10/2019	23/10/2019 維持決定	29/05/2020	17/06/2020 維持決定	18/06/2020	11 個月
華人飲食集團有限公司（8272）	16/08/2019	14/01/2020	13/02/2020 維持決定	08/05/2020	02/06/2020 維持決定	03/06/2020	10 個月
南華資產控股有限公司（8155）	03/04/2020	09/09/2020	24/09/2020 維持決定	12/01/2021	27/01/2021 維持決定	28/01/2021	10 個月
廣州基金國際控股有限公司（1367）	24/04/2020	22/09/2020	09/10/2020 維持決定	26/01/2021	05/02/2021 維持決定	08/02/2021	10 個月
即時科研集團有限公司（8119）	28/02/2020	02/06/2020	12/06/2020 維持決定	22/09/2020	14/10/2020 維持決定	15/10/2020	8 個月
匯銀控股集團有限公司（1178）	14/02/2020	15/06/2020	23/06/2020 維持決定	16/12/2020	07/01/2021 維持決定	05/10/2020（在上市覆核委員會聆訊前已因沒有刊發 2020 年的年度業績而被停牌）	8 個月
東方滙財證券國際控股有限公司（8001）	20/12/2019	10/03/2020	18/03/2020 維持決定	10/07/2020	29/07/2020 維持決定並施加某些條件	30/07/2020	7 個月

[124] 這宗個案被發回上市委員會後，上市委員會再次進行聆訊，並決定維持上市科將發行人股份停牌的決定。發行人申請上市覆核委員會覆核上市委員會的決定。上市覆核委員會再次就這宗個案進行聆訊，並決定維持上市委員會的決定。

華建控股有限公司（479）	15/05/2020	16/09/2020	18/09/2020 維持決定	19/01/2021	29/01/2021 維持決定	05/10/2020（在上市覆核委員會聆訊前已因沒有刊發 2020 年的年度業績而被停牌）	5 個月
雙樺控股有限公司（1241）	07/02/2020	15/07/2020	20/07/2020 推翻決定	不適用	不適用	不適用	不適用
盛源控股有限公司（851）	12/05/2020	29/09/2020	27/10/2020 維持決定	02/02/2021	27/07/2021 推翻決定	不適用	不適用

對取消上市地位個案的覆核

發行人（股份代號）	上市委員會作出決定的日期	上市覆核委員會聆訊日期	上市覆核委員會作出決定的日期及結果	除牌日期	上市委員會的除牌決定與最終除牌之間的時間差距
龍潤茶集團有限公司（2898）	23/08/2019	29/11/2019	09/12/2019 維持決定	21/07/2021[125]	23 個月
久康國際控股有限公司（850）	20/03/2020	05/10/2020	10/12/2020 維持決定	28/05/2021[126]	14 個月
區塊鏈集團有限公司（364）	12/06/2020	28/10/2020	16/11/2020 維持決定	10/08/2021[127]	14 個月
中國滙源果汁集團有限公司（1886）	14/02/2020	09/12/2020	05/01/2021 維持決定	18/01/2021	11 個月
航標控股有限公司（1190）	08/05/2020	30/09/2020	04/11/2020 維持決定	10/03/2021[128]	10 個月
五洲國際控股有限公司（1369）	13/03/2020	21/10/2020	25/11/2020 維持決定	08/12/2020	9 個月
創達科技控股有限公司（1322）	07/02/2020	21/09/2020	05/10/2020 維持決定	12/10/2020	8 個月
光滙石油（控股）有限公司（933）	28/02/2020	18/09/2020	07/10/2020 維持決定	20/10/2020	7 個月
星美控股集團有限公司（198）	08/05/2020	12/11/2020	01/12/2020 維持決定	14/12/2020	7 個月
奇峰國際集團有限公司（1228）	08/11/2019	23/01/2020	24/01/2020 維持決定	04/06/2020[129]	6 個月

[125] 發行人向香港高等法院申請提出司法覆核的許可，以質疑上市覆核委員會的決定。法庭在 2021 年 7 月 9 日駁回這項申請。

[126] 發行人向香港高等法院申請提出司法覆核的許可，以質疑上市覆核委員會的決定。發行人在 2021 年 5 月 10 日撤回這項申請。

[127] 發行人大股東向香港高等法院申請提出司法覆核的許可，以質疑上市覆核委員會的決定。法庭在 2021 年 7 月 9 日駁回這項申請。

[128] 發行人向香港高等法院申請提出司法覆核的許可，以質疑上市覆核委員會的決定。法庭在 2021 年 2 月 26 日駁回這項申請。

[129] 發行人向香港高等法院申請提出司法覆核的許可，以質疑上市覆核委員會的決定。法庭在 2020 年 5 月 27 日駁回這項申請。

天喔國際控股有限公司（1219）	08/05/2020	16/10/2020	02/11/2020 維持決定	13/11/2020	6 個月
康佰控股有限公司（8190）	12/06/2020	25/11/2020	11/12/2020 維持決定	24/12/2020	6 個月
銘源醫療發展有限公司（233）	16/08/2019	18/12/2019	10/01/2020 維持決定	23/01/2020	5 個月
天合化工集團有限公司（1619）	20/12/2019	15/05/2020	29/05/2020 維持決定	11/06/2020	5 個月
中國宇天控股有限公司（8230）	08/05/2020	28/09/2020	15/10/2020 維持決定	29/10/2020	5 個月
天下圖控股有限公司（402）	27/03/2020	06/07/2020	21/07/2020 維持決定	03/08/2020	4 個月
神舟航天樂園集團有限公司（692）	09/08/2019	27/11/2019	04/12/2019 維持決定	10/12/2019	4 個月
新昌集團控股有限公司（404）	09/08/2019	11/12/2019	17/12/2019 維持決定	31/12/2019	4 個月
中國糖果控股有限公司（8182）	16/08/2019	12/12/2019	17/12/2019 維持決定	31/12/2019	4 個月
煜新控股有限公司（1048）	23/08/2019	04/12/2019	16/12/2019 維持決定	27/12/2019	4 個月
瑞金礦業有限公司（246）	08/11/2019	11/03/2020	20/03/2020 維持決定	02/04/2020	4 個月
北斗嘉藥業股份有限公司（8197）	15/11/2019	25/02/2020	05/03/2020 維持決定	18/03/2020	4 個月
富貴鳥股份有限公司（1819）	09/08/2019	06/11/2019	18/11/2019 維持決定	25/11/2019	3 個月
國農控股有限公司（1236）	09/08/2019	13/11/2019	15/11/2019 維持決定	22/11/2019	3 個月

中國幸福投資（控股）有限公司（8116）	12/06/2020	02/11/2020	19/11/2020 推翻決定 [130]	28/09/2021	15 個月
亞洲果業控股有限公司（73）	13/09/2019	02/03/2020	27/03/2020 推翻決定	不適用	不適用
國家聯合資源控股有限公司（254）	30/08/2019	15/01/2020 及 09/09/2020	16/09/2020 推翻決定	不適用	不適用

[130] 上市覆核委員會推翻了上市委員會的除牌決定，並延長了復牌期限。在經延長的復牌期限屆滿後，發行人仍未能符合復牌條件。上市委員會在 2021 年 9 月 10 日決定取消發行人的上市地位。

附錄 B

涉及政策考慮的上市覆核委員會覆核個案

個案一

基於成功重組後便可符合復牌條件而延長復牌期限

1. 發行人的股份自 2016 年 8 月起被停牌。上市委員會在 2019 年 8 月決定將發行人除牌，原因是其沒有在 2019 年 7 月 31 日的復牌期限[131]前處理審計師發出無法表示意見的聲明一事及證明其已遵守《上市規則》第 13.24 條。

2. 上市覆核委員會在 2020 年 1 月及 9 月就此個案進行聆訊[132]。

3. 經考慮發行人提交的某些新資料後[133]，上市覆核委員會的結論是，發行人*能夠*圓滿解決導致審計師發出無法表示意見的聲明的事宜，及*能夠*擁有可行和可持續的業務，並將其資產狀況由重大淨負債改善至淨資產，而*這一切都取決於*成功完成一項建議收購、公開要約及債務重組。上市覆核委員會推翻了除牌決定。

4. 根據在 2018 年採納的新的除牌制度[134]下刊發的交易所指引[135]，長時間停牌發行人若在補救期屆滿時仍未能補救導致停牌的問題並重新遵守《上市規則》，交易所會取消其上市地位。該補救期的最後期限是指發行人符合所有復牌條件和復牌的限期，而非只是先前機制下遞交復牌建議的期限。但是，上市覆核委員會卻沒有依循這項原則，僅基於發行人在完成建議集資和重組後*能夠*滿足復牌條件而推翻除牌決定。

個案二

基於“特殊情況”而延長復牌期限

5. 上市委員會決定將發行人除牌，原因是其認為發行人沒有在訂明的 18 個月補救期內重新遵守《上市規則》第 13.24 條的規定[136]，及此個案不屬於可批准延期的情況的範圍。

6. 根據交易所的指引，上市委員會只可在以下特殊情況下延長補救期：

   (a) 發行人已切實採取措施並*頗肯定*公司能復牌；但是

   (b) 基於一些*不受其控制的原因*而未能符合計劃中的時間表，以致發行人需要稍多時間敲定有關事宜。不受發行人控制的原因一般預期*僅為程序性問題*（斜體為本報

---

[131] 見《上市規則》第 6.01A(2)(b)(ii)條。

[132] 上市覆核委員會在 2020 年 1 月的聆訊後提出多項問題，並要求發行人以書面陳述提交其回覆。其後，這宗個案的進一步聆訊被排期在 2020 年 3 月進行，但由於冠狀病毒疫情而數次推遲，直至 2020 年 9 月才進行。

[133] 見註腳 53。

[134] 見註腳 36。

[135] GL95-18 有關長時間停牌及除牌的指引（2018 年 5 月）。

[136] 見註腳 29。

告所加，以示強調）[137]。

7. 雖然上市覆核委員會在檢視發行人的經更新財務預測及新的銷售合約後，同意發行人沒有證明其遵守《上市規則》第 13.24 條，亦不確定財務預測能否實現，但上市覆核委員會仍推翻了上市委員會的決定，並批予發行人額外六個月以證明其業務的可行性及可持續性，理由是發行人已提供充分的證據，以顯示其財務表現*能夠*大幅改善，從而使其能夠在*合理短期*內證明其遵守《上市規則》第 13.24 條。上市覆核委員會應用的標準看來偏離了交易所已發表的政策下有關延長補救期的標準。

個案三

基於“特殊情況”及冠狀病毒疫情而延長復牌期限

8. 上市委員會決定將發行人除牌，原因是其在復牌期限前(i)沒有處理審計師基於 2019 年年度業績就公司能否持續經營所出具的保留意見；及(ii)沒有重新遵守《GEM 上市規則》第 17.26 條（即《上市規則》第 13.24 條的對應規則）。

9. 發行人向上市委員會作出陳述，表示其已展開法律程序，以撤銷某個已導致全盤虧損的業務收購項目，理由是賣方作出虛假失實陳述。發行人聲稱，如獲勝訴，便能夠解除其就該收購項目支付進一步代價的責任，從而提升其淨資產狀況及解決有關持續經營事項的審計保留意見。發行人亦聲稱，其他業務受到“短暫的非經常性事件”的不利影響，包括（除其他事項外）香港社會動亂及冠狀病毒疫情。

10. 上市委員會在達致其除牌決定時，注意到(i)審計師無法確信發行人的陳述，因為有關法律程序的結果無法確定，及(ii)發行人的業務自 2018 年起已惡化，遠早於社會動亂及冠狀病毒疫情爆發，且發行人未能證明若非這些事件，其業務會是可行及可持續的。因此，上市委員會決定將發行人除牌。

11. 上市覆核委員會在覆核上市委員會的決定時，注意到發行人已取得法律意見，表示有關法律程序將獲勝訴。上市覆核委員在沒有尋求審計師意見的情況下作出結論，認為發行人若成功取得法律救濟措施，便能解決審計保留意見。上市覆核委員會認為，賣方的欺詐行為及可能成功的法律訴訟令這宗個案屬“特殊”情況，故發行人應獲批予額外的時間，以獲法庭就其個案進行聆訊。

12. 就沒有遵守《GEM 上市規則》第 17.26 條一事而言，上市覆核委員會認同，發行人未能提供其未來業績表現的預測，有關業務在 2019 年前已惡化，其現金流不足，及其資金來源極其有限。然而，上市覆核委員會對發行人頗感同情，原因是其認為在現時的營商環境下，發行人無法證明其業務的可行性。然後，上市覆核委員會進而作出結論，認為鑑於這宗個案因欺詐行為而屬“特殊”情況，及發行人應獲批予延期以獲法庭就有關法律程序進行聆訊，發行人亦可利用該等額外時間來證明其是否有足夠的業務運作和資產。

13. 上市覆核委員會的決定看來忽視了一項事實，即解決審計保留意見與重新遵守《GEM 上市規則》第 17.26 條（即發行人必須有足夠的業務運作和資產），是發行人為免被除牌而必須在復牌期限期前符合的兩項獨立的復牌條件。

[137] GL95-18 有關長時間停牌及除牌的指引（2018年5月）。

14. 即使上市覆核委員會有意為了讓發行人獲法庭聆訊來解決審計保留意見而批准延期，但發行人未能重新遵守《GEM 上市規則》第 17.26 條一事本身已足以成為除牌的理由，而就這宗個案（有關決定在 2020 年 11 月作出）的情況而言，若要根據交易所在 2020 年 8 月採納的政策[138]以冠狀病毒疫情為由延長補救期，以便重新遵守《GEM 上市規則》第 17.26 條，似乎並沒有充分理據。

15. 在經延長的復牌期限屆滿後，發行人仍未能符合所有復牌條件，其上市地位其後被上市委員會取消。

[138] 見第 72 段及註腳 59。