



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

2023年7月

目錄

第 1 節	3
引言	3
檢討目標	3
2022 年檢討的範圍	3
本會如何進行評估	3
本會的檢討結果	4
觀察所得及建議的撮要	4
第 2 節	7
交易所對涉及主要（或規模更大的）收購事項及出售事項的業務估值的審核工作	7
交易所對首次公開招股《配售指引》的執行工作及對首次公開招股承配人名單的審閱工作	12
交易所在(i)上市營運管治委員會、(ii)上市科合規職能及(iii)上市委員會成員和上市科員工於處理個案時的利益衝突管理方面的流程和程序	16
第 3 節	28
2019 年及 2021 年檢討後的跟進行動	28
第 4 節	34
檢視上市科於 2021 年 的營運情況	34
附錄	38

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 2022 年度就香港聯合交易所有限公司（**交易所**）在 2021 年規管上市事宜的表現進行檢討後的主要結果及建議。
2. 交易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》¹所協定，證監會將定期審核或檢討交易所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；當中包括評估交易所在制訂、執行和實施《上市規則》²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。

2022 年檢討的範圍

5. 本會的 2022 年檢討涵蓋交易所在 2021 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) 交易所對涉及主要（或規模更大的）收購事項及出售事項的業務估值的審核工作；
 - (b) 交易所對首次公開招股《配售指引》的執行工作及對首次公開招股承配人名單的審閱工作；及
 - (c) 交易所在(i)上市營運管治委員會、(ii)上市科合規職能及(iii)上市委員會成員和上市科員工於處理個案時的利益衝突管理方面的流程和程序。

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《2021 年年報》、《2021 年上市委員會報告》及交易所的《2021 年發行人年報審閱》；

¹ 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》）。

² 《香港聯合交易所有限公司證券上市規則》。

- (b) 由交易所刊發的紀律處分程序、上市決策、指引信，以及其他在港交所網站上的相關文件；
- (c) 上市科各營運部門的相關內部文件、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) 上市委員會和上市營運管治委員會的會議紀錄、交易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及上市營運管治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；及
- (i) 本會與前上市主管³、各營運部門主管及上市科其他高層人員的討論，以及對本會查詢的書面回應。

本會的檢討結果

- 7. 下文概述本會在完成 2022 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 年及 2021 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。

觀察所得及建議的撮要

- 9. 證監會的觀察所得及建議如下：

交易所對涉及主要（或規模更大的）收購事項及出售事項的業務估值的審核工作

在 2019 年，證監會注意到有關上市發行人收購事項及出售事項失當行為的常見類別，該等失當行為引起了涉及相關資產或業務的估值的關注。我們檢討了交易所審核主要（或規模更大的）收購事項及出售事項的通函所載的業務估值的流程和程序。

- (a) 在代價是否公平合理似乎有重大疑問的數項交易中，我們注意到交易所進行了相關查詢並妥善執行了《上市規則》（第 40 段）。
- (b) 在數宗經檢視的個案中，有關通函所披露的資料的類別及質素似乎有重大差異。《上市規則》並無訂明應如何及在何種程度上描述議定代價的基礎（包括任何業務估值）。我們建議交易所採取措施來改進上市發行人在這方面的披露及其他做法，特別是當有關交易涉及使用折現現金流量法來對沒有公開交易價格的封閉式持股的業務或公司進行估值，且上市發行人沒有取得財務顧問對有關估值的意見（第 41 至 42 段）。

³ 前上市主管退任後，現任上市主管在 2023 年 2 月上任。

交易所對首次公開招股《配售指引》的執行工作及對首次公開招股承配人名單的審閱工作

我們檢討了交易所在審閱首次公開招股承配人名單和監察中介人遵守首次公開招股《配售指引》的情況方面的流程和程序，以及交易所就向《配售指引》下的若干指明人士（包括“關連客戶”，以及上市申請人的董事、現有股東或其緊密聯繫人）分配股份授出同意的準則。

- (c) 我們從檢討中注意到，某些首次公開招股個案顯示了與承配人名單有關的預警跡象。審閱首次公開招股承配人名單的流程欠缺系統，讓交易所無法及時識別“有問題”（例如受控制）的承配人。在某些個案中，涉及提交予交易所的承配人名單的相關問題在審閱流程的後期才獲處理，因此需要對首次公開招股的股份分配作出最後一刻的修改。此外，交易所在處理配售同意申請時，主要依賴有關各方提供的獨立性確認書，沒有進行進一步審查（第 58 至 65 段）。
- (d) 除此之外，交易所的書面程序及培訓材料並無提供充足指引，以說明在評估承配人的獨立性或真實性，或在處理就向關連客戶配售證券而提出的交易所同意申請時應考慮的因素（第 54 段）。
- (e) 港交所開發了全新網上平台 **Fast Interface for New Issuance**（簡稱 **FINI**）⁴，藉以將香港的首次公開招股結算流程簡化和數碼化。在 **FINI** 系統下，首次公開招股承配人名單審閱流程及紀錄備存的效率將得以提升，交易所將能夠依靠 **FINI** 的專門技術功能及能力來自動偵測承配人名單中的錯誤和重複的申請。**FINI** 預期於 2023 年下半年推出。
- (f) 我們建議交易所考慮 **FINI** 下的新流程及政策，檢討其審閱承配人名單和配發結果公告的內部指引，以進一步提高承配人審閱流程的效率及成效。長遠而言，交易所應考慮能否在 **FINI** 中引入新功能，以助識別值得注意的預警跡象，例如在過去個案中發現的預警跡象。交易所亦應就審閱所收到的支持配售同意申請的獨立性確認書制訂適當的程序。此外，首次公開招股審查部門高層人員對案件進展的監察亦應加強。交易所應更新其培訓材料，以顧及上述變化（第 70 段）。

交易所在(i)上市營運管治委員會、(ii)上市科合規職能及(iii)上市委員會成員和上市科員工於處理個案時的利益衝突管理方面的流程和程序

上市營運管治委員會

- (g) 上市營運管治委員會的成立，是為了協助港交所董事會監察上市科的管理及營運。前上市主管和上市委員會主席及副主席認為，上市營運管治委員會會議的討論有效，港交所董事會透過上市營運管治委員會對上市科的營運有了更深入的了解，港交所董事會與上市科及上市委員會之間的溝通有所加強（第 86 段）。
- (h) 在制訂上市政策方面，上市營運管治委員會的職權範圍規定，該委員會須就港交所及交易所履行維護公眾利益的責任向上市科提供指導，並向港交所董事會提供意見。鑑於上市營運管治委員會的歷史較短，其往績紀錄尚待累積。我們建議，上市營運管治委員會的會議紀錄應更詳細，以就上市科向上市營運管治委員會提出的公眾利益考慮及問題，以及所考慮和討論的分析與所得出的任何結論，提供公平準確的撮要（第 89 段）。

⁴ 見第 66 段。

上市科合規部門

- (i) 上市科合規部門促進了對上市科的系統、流程、程序及監控的改善工作，並設計了一個監察和測試程序來評估流程及監控的成效（第 109 段）。

上市委員會成員和上市科員工於處理個案時的利益衝突管理

- (j) 我們建議完善《上市委員會手冊》，以就潛在衝突情況提供更詳細的指引，特別是將與上市委員會正在考慮的具體事項並非直接有關，但卻可能在觀感上影響成員公正性的關係的常見例子包括在內（第 121 段）。
- (k) 關於修訂程序以要求成員將在個案的整個流程中出現的新衝突的最新情況通知上市委員會，我們建議就首次公開招股申請而言，在指引內釐清成員的商號一旦開始與上市申請人進行基石投資討論，該成員便不應獲得相關文件或參與委員會的討論。該成員亦應向交易所確認，有關投資（如在該成員獲得相關文件或參與上市申請的任何委員會討論後進行）並非以其憑藉委員會成員身分參與此事所得到的非公開資料作為依據（第 122 段）。
- (l) 為了解決觀感上的問題，我們建議上市主管的潛在衝突聲明應例行轉交港交所集團合規部門（第 136 段）。
- (m) 上市科合規部門識別出上市科各營運部門的衝突管理流程及程序的一些有待改善的範疇。我們從交易所獲悉，於 2023 年升級至一站式處理及審批系統（One-stop Processing and Approval System，簡稱 OPAS）後，衝突檢查流程得以自動化，已解決了過去因依賴人手檢查而導致的問題。我們建議上市科合規部門在轉用 OPAS 系統後，繼續監察和測試上市科與營運部門的衝突管理監控、流程及程序的成效（第 137 段）。

2019 年及 2021 年檢討後的跟進行動

- (n) 我們注意到，港交所行政總裁及上市科以外的若干其他人員透過出席可能會討論上市事宜的定期會議，會獲得非公開的上市相關資料。我們建議港交所採取適當的程序，以確保非公開的上市相關資料對上市科以外的人員保密（第 142 段）。
- (o) 港交所已制訂集團層面的“職能分隔”政策，以納入目標及原則，從而識別和管理港交所作為上市公司的利益與交易所妥善履行上市相關職能及責任之間可能出現的實際或潛在利益衝突，並同時讓港交所董事會能夠監察上市科。除少數指明的例外情況外，職能分隔政策一般禁止與非上市科員工分享非公開的上市相關資料（第 143 段）。
- (p) 我們注意到，交易所實施了新的非紀律事宜覆核流程、程序及做法，以回應我們在 2021 年檢討中的建議。我們建議，交易所進一步縮短在上市覆核委員會將個案發回上市委員會後進行重新聆訊的時間，並提高覆核聆訊流程的整體效率（第 153 段）。上市覆核委員會亦應確保在推翻上市委員會的決定時，所推翻的決定的重點已在上市覆核委員會的決定中得到充分回應（第 156 段）。我們亦建議交易所採取行動來確保上市覆核委員會遵守交易所已發表的上市指引。例如，可考慮在交易所的上市監管職能內設立內部法律職能，以確保（除其他事項外）決策者在日常執行《上市規則》時知悉其職權及酌情權範圍。交易所亦可考慮向上市覆核委員會成員發出提示函，並向其提供有關交易所在除牌及停牌方面的相關規則及政策的進一步培訓（第 157 段）。

第 2 節

交易所對涉及主要（或規模更大的）收購事項及出售事項的業務估值的審核工作

引言

10. 當上市發行人收購或出售業務時，其董事有責任釐定（除其他事項外）交易條款（包括代價）是否公平合理。在此過程中，董事務必確保對有關目標進行妥善的盡職審查，以便業務的價值得以適當地評估。同樣重要的是，釐定交易條款（包括代價）的基礎應充分詳細地披露，讓股東能夠對交易作出有根據的評估。

證監會有關董事在企業交易估值方面的責任指引

11. 證監會於 2017 年 5 月發表 [《有關董事在企業交易估值方面的責任指引》](#)⁵，提醒董事（除其他事項外）有責任在作出投資決定時進行獨立且充分的盡職審查。該指引列出董事在何種情況下應考慮是否有需要向專業估值師取得目標業務的估值⁶。另一方面，董事對估值報告的依賴必須合理，且他們有責任在顧及專業人士及其他專家的建議及意見後作出獨立判斷。
12. 如該指引所述，如董事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便可能因上市發行人以過高價買入或以過低價出售業務或資產而對該發行人及其股東帶來損失。有關董事可能違反對發行人及其股東的受信責任。
13. 如 2019 年 2 月發表的 [《證監會監管通訊》](#) 所述，證監會行使其法定權力⁷，對涉及上市發行人的建議企業交易的個案進行查詢或調查，這些交易引起了對有關資產或業務的估值的嚴重關注，因為它們可能壓迫或不公平地損害股東或有意投資的人士，或導致股東或有意投資的人士未獲提供他們可合理期望獲得的關於發行人業務或事務的所有資料。
14. 2019 年 7 月，證監會發表 [《有關董事在考慮企業收購或出售項目時的操守及責任的聲明》](#)，該聲明概述與收購及出售項目有關的失當行為類別，而這些常見的失當行為已引起關注，包括在適宜取得獨立的專業估值時欠缺獨立的專業估值、估值師和董事欠缺獨立判斷及問責性，以及對市場上可比較公司的選擇存疑。
15. 我們檢討了交易所審核主要（或規模更大的）收購事項及出售事項的通函所載的業務估值的流程和程序。

⁵ 除此指引外，證監會亦就企業交易估值工作的預期標準向[財務顧問](#)及[估值師](#)發出通函。

⁶ 可能需要進行獨立估值的情況包括：(a)如董事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，或必須就所獲得關於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。

⁷ 根據《證券及期貨條例》和在《證券及期貨（在證券市場上市）規則》下反對上市或暫停證券交易的法定權力。

《上市規則》的相關規定

16. 當業務收購或出售構成主要交易、非常重大的收購事項或非常重大的出售事項時⁸，發行人便須刊登公告及通函，兩者均須由交易所審閱⁹。
17. 《上市規則》第 2.13 條規定，發行人的公告或通函所載資料在各重要方面均須準確完備，且沒有誤導或欺詐成分。
18. 依據《上市規則》第 14.58 條，須予公布的交易的公告須披露（除其他事項外）交易的代價總值及釐定代價的基礎。
19. 就業務收購及出售而言，《上市規則》沒有明確規定發行人須取得目標的獨立估值，而在已編製估值報告的情況下亦沒有強制刊登要求。然而，若估值是達成交易代價或其他重要條款的基礎之主要因素，交易所便會要求披露有關估值¹⁰。
20. 此外，如公告或通函載有有關發行人或其附屬公司（或準附屬公司）的盈利預測，該公告或通函便須列出(i)該項預測所根據的主要假設（包括商業假設）、(ii)由發行人的核數師或申報會計師發出函件，確認他們已審閱該項預測的會計政策及計算方法，並在函件內作出報告，以及(iii)由發行人的財務顧問（如並無委任財務顧問，則由董事會）發出報告，確認經過他們證實，預測乃經董事作出適當及審慎查詢後方行制訂¹¹。任何發行人收購資產或業務的估值，若建基於折現現金流量或對利潤、盈利或現金流量的預測，亦會被視作盈利預測¹²。

經檢視的個案

披露釐定代價的基礎，包括業務估值

21. 我們抽樣檢視了 2021 年刊發的 35 項涉及收購或出售非上市業務的交易的通函，以評估有關業務估值或（如並無披露獨立估值）發行人釐定交易代價的基礎的披露。我們亦檢視了該 35 項交易中所選定的個案檔案，以確定交易所審閱披露的流程及程序。經檢視的交易概述如下：

已刊發的交易通函	具有獨立估值（備註）	沒有獨立估值	總計
收購事項	33	14	47
- 經檢視的通函	13	5	18
- 經檢視的個案檔案	2	2	4
出售事項	36	31	67
- 經檢視的通函	11	6	17
- 經檢視的個案檔案	2	1	3
總計	69	45	114
- 經檢視的通函	24	11	35
- 經檢視的個案檔案	4	3	7

備註：已在通函中披露估值報告或其摘要。

⁸ 某項交易(i)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）為 25%或以上，即被視為主要交易；(ii)如有任何一項百分比率為 100%或以上，即被視為非常重大的收購事項；或(iii)如有任何一項百分比率為 75%或以上，即被視為非常重大的出售事項。見《主板上市規則》第 14.08 條。對等的《GEM 上市規則》是第 19.08 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。

⁹ 主要交易的公告須在刊發後經交易所事後審閱，而非常重大的收購事項或非常重大的出售事項的公告，以及主要或規模更大的交易的通函，則須在刊發前經交易所事前審閱。見《上市規則》第 13.52 條。

¹⁰ 最初於 2008 年發表的《常問問題系列七》編號 21。

¹¹ 《上市規則》第 14.60A、14.62、14.66(2)條及附錄一 B 部第 29(2)段。

¹² 《上市規則》第 14.61 條。

具有獨立業務估值的交易

22. 業務估值常用的估值方法包括收入法、市場法、成本法及資產基礎法。
23. 我們抽樣檢視了 24 項以獨立估值作為代價基礎的交易的通函。抽樣通函涵蓋(i)所有上述估值方法、(ii)收購事項及出售事項，以及(iii)具有不同市值的發行人。這些通函包括 14 項採用收入法的交易（七項收購及七項出售）、五項採用市場法的交易（三項收購及兩項出售）、一項採用成本法的交易（一項收購）及四項採用資產基礎法的交易（兩項收購及兩項出售）¹³。
24. 有關通函所披露的資料的類別及質素似乎有重大差異。在某些個案中，與業務估值有關的資料合理全面，而在其他個案中，有關資料僅載有千篇一律且籠統的陳述。下文論述本會的檢視結果。

收入法

25. 根據收入法，資產價值乃參考有關資產所產生的收入、現金流量或所節省的成本的價值而釐定，並建基於將未來現金流量折讓至現值。
26. 為了讓股東能夠對採用收入法的估值的合理性作出有根據評估，除了應納入董事會及估值師所依賴的假設和基礎（見第 20 段），我們認為通函亦應披露定量資料（及其相關基礎），並清楚地呈示如何根據定量資料來計算預測及估值。本會對 14 份有關通函的檢視結果概述如下：
- (a) 只有兩宗個案作出了充分披露。
 - (b) 在八宗個案中，有關通函披露了收入法估值方法的理論及數學公式，以及一些一般假設¹⁴和估值結論，但用作支持估值的關鍵定量資料（特別是財務預測）及與公司或業務有關的具體假設的資料卻很少。
 - (c) 在四宗個案中，有關通函披露了估值所依據的部分（但非全部）定量假設（例如目標的產品的銷量的估計增長率及售價）。然而，該等通函欠缺其他重要定量假設，亦沒有呈示計算過程來顯示定量資料及預測如何轉化為最終估值。

市場法

27. 市場法透過與可獲取價格資料的相同或可比較資產進行比較，提供價值指標。
28. 為了讓股東能夠評估採用市場法的估值，有關通函應(i)載有充分詳細資料說明可比較公司的選擇準則（包括定量基準，例如可比較公司來自與目標相關的業務的收益或盈利的百分比）、(ii)證明所選擇的可比較公司合適和全面，以及(iii)充分說明估值結果的計算過程，包括任何適用的調整（例如控制權溢價及缺乏市場流通性折讓）。本會對五宗個案的檢視結果概述如下：
- (a) 有兩宗個案作出了充分披露。

¹³ 部分以資產基礎法作為整體估值方法的交易，同時亦採用收入法或成本法等其他方法來釐定個別資產的價值。

¹⁴ 例如，當前的宏觀經濟形勢、金融和產業政策、稅率及其他社會和經濟狀況，或被評估實體的主要業務、收益與成本的組成、銷售策略及成本控制，均不會發生重大變化。

- (b) 在其他三宗個案中，部分被選作加以比較的公司是否合適，令人質疑，因為與目標相比，它們在不同地區經營業務，或擁有更高的市值，或似乎擁有不同的業務及產品。在全部這三宗個案中，有關這些市場上可比較公司的業務分部的選擇準則，發行人僅提供概述（例如“主要”從事某些業務）作為支持理據，但沒有提供任何定量基準來支持所作的選擇。

成本法

29. 成本法透過計算資產目前的重置或重造成本，並減去實質損耗及其他相關形式的陳舊，提供價值指標。
30. 採用成本法的估值應充分披露用來釐定重置資產所需成本的定量資料、折舊調整及最終估值金額的計算過程。在一項經檢視的交易中，有關披露似乎不足，僅包括估值方法的簡介及一些籠統的定質假設，沒有披露定量資料或顯示如何得出最終估值的計算過程。

資產基礎法

31. 資產基礎法基於各項資產及負債成分的總額為實體整體價值的原則，提供價值指標。被評估企業的價值透過評估其全部資產及負債的價值來釐定，而各項資產的價值利用根據其具體情況選擇的特定估值方法來計算。
32. 就採用資產基礎法的交易而言，有關通函應清楚說明（如適用）主要資產的帳面價值與評估價值之間的重大差異、定量資料和假設，以及得出評估價值的計算過程。在全部四項經檢視的交易中，有關披露似乎不足，特別是普遍缺乏用來評估主要資產的量化資料及具體假設。

沒有獨立業務估值的交易

33. 在沒有披露獨立估值的交易中，部分發行人進行了分析，藉以比較目標與所選擇的可比較公司的若干定價倍數（例如市盈率、市帳率或市銷率），而這種分析的結果通常是釐定交易代價的重要因素。在沒有進行市場上可比較公司的分析的個案中，交易代價根據過往財務資料或相關交易的已付代價等因素而釐定。
34. 我們抽樣檢視了 11 項沒有提供目標的獨立估值的交易的通函。抽樣通函涵蓋(i)已進行市場上可比較公司的分析的交易（六項）和沒有進行此類分析的交易（五項）、(ii)收購事項（五項）及出售事項（六項），以及(iii)具有不同市值的發行人。
35. 我們考慮了這些通函是否載有(i)對釐定交易代價的基礎的充分說明、(ii)證明所選擇的基礎合適的足夠客觀資料，以及(iii)顯示如何得出代價的充足的定量資料和計算過程。在其中五宗個案中，有關披露似乎不足，特別是在有關市場上可比較公司及定量因素的評估方面的披露。

關於市場上可比較公司的分析的披露

36. 在六宗經檢視的個案中，提及了所選擇的市場上可比較公司。本會的檢視結果概述如下：
- (a) 在三宗個案中，市場上可比較公司的選擇準則得到清楚說明，且看來合理。

- (b) 在其他三宗個案中，所披露的市場上可比較公司的選擇準則相當籠統，且缺乏有關所選擇的可比較公司為何合適和全面的詳情。在其中一宗個案中，計算目標與可比較公司的定價倍數的基礎是否一致亦存疑。

關於定量因素的披露

37. 在五宗經檢視的個案中，有關通函並無載有市場上可比較公司的分析。我們評估了通函是否已就代價基礎提供其他有意義的資料。本會的檢視結果概述如下：
- (a) 在三宗個案中，通函提及了目標的資產淨值或過往相關交易的已付代價¹⁵等定量因素，充分說明了代價基礎。
- (b) 在兩項交易中，有關披露僅限於定質因素，而沒有充分的定量分析。在一項收購中，考慮到目標的市場地位及收購事項的協同效應，有關董事認為目標的代價與淨虧損之間的差額公平合理，但沒有提供定量分析來支持評估。在另一宗出售個案中，有關代價據稱已考慮（除其他事項外）目標訂立的長期協議而釐定。然而，沒有對長期協議的價值或其對目標價值的影響作出充分的定量披露。

代價公平性的潛在問題

38. 除了檢視上述交易通函外，我們透過持續監察上市發行人和檢視上市科的每月報告及其他文件，注意到四項建議收購¹⁶的代價公平性令人質疑。我們檢視了有關個案檔案，以評估交易所對這些個案的處理方法。
39. 這些個案的發行人已取得有關目標的獨立估值。在三宗個案中，有關獨立估值使用的基礎及假設是否合理令人質疑。例如，市場法估值下所選擇的公司似乎與目標沒有真正的可比性，而估值乃基於對目標的預期收益及盈利的進取假設，而有關的收益及盈利似乎不合理或無法實現。在另一宗個案中，議定代價遠超基於獨立估值的目標指示性價值。經交易所提出意見和查詢後，其中三項建議收購已失效，而另一項則獲准在經修訂的交易條款、加強披露及獨立股東批准的基礎上繼續進行。

證監會的觀察所得

40. 如上文所述，在代價是否公平合理似乎有重大疑問的四項交易中，交易所進行了相關查詢並妥善執行了《上市規則》（見第 38 至 39 段）。
41. 在數宗個案中，我們注意到有關通函沒有就業務估值或釐定代價的其他基礎提供充分且有意義的披露。最常見的不足是(i)缺乏詳細和具體的假設及定量資料來支持估值結果、(ii)沒有呈示如何得出估值結果的計算過程、(iii)市場上可比較公司並不合適及選擇準則不明確，以及(iv)在未取得業務估值的情況下，缺乏其他定量分析作為支持代價金額的理據（見第 24 至 37 段）。交易所審閱文件的做法亦視乎個別個案而有所不同。
42. 交易所注意到，由於《上市規則》並無訂明應如何及在何種程度上描述議定代價的基礎（包括任何業務估值），故交易所在檢討期內對相關交易的審閱工作未必一直有涵蓋第 41 段所討論的方面。鑑於以上觀察所得，我們建議交易所採取措施來改進上市發行人

¹⁵ 在一宗上市發行人的收購中，釐定代價的其中一個因素是賣方在近期交易中收購同一目標時，基於根據當地規則取得的獨立估值所支付的價格。

¹⁶ 一宗須予披露的交易和三宗須予披露及關連交易。

在這方面的披露及其他做法，特別是當有關交易涉及使用折現現金流量法來對沒有公開交易價格的封閉式持股的業務或公司進行估值，且上市發行人沒有取得財務顧問對有關估值的意見。

交易所對首次公開招股《配售指引》的執行工作及對首次公開招股承配人名單的審閱工作

引言

43. 證監會及交易所於 2021 年 5 月發表 [《有關涉及首次公開招股的失當行為的聯合聲明》](#)，表示在某些首次公開招股項目中，可能有人利用國際配售部分¹⁷，將股份分配予受控制承配人¹⁸，藉此非真實地滿足至少 100 名承配人的首次上市規定¹⁹。這些操縱活動令監管機構及投資者產生錯覺，誤以為投資者真正對該等首次公開招股項目感興趣。但事實上，對有關項目真正感興趣的投資者未必足夠。此外，該等活動可能會助長挾倉，為於上市後操縱市場提供便利，繼而阻礙一個公開、有秩序及公平市場的發展。
44. 有鑑於此，本會檢視了交易所就審閱首次公開招股承配人名單，及監察中介人是否有否遵守首次公開招股《配售指引》而採用的流程及程序。本會亦檢視了交易所根據《配售指引》就向某些指定人士分配股份而給予同意的流程及條件，當中包括“關連客戶”，以及上市申請人的董事、現有股東或其緊密聯繫人。

《上市規則》的相關規定

45. 《上市規則》第 2.03(2) 條規定，證券的發行及銷售應以公平及有序的形式進行，而有意投資的人士應獲提供足夠資料，以對發行人作出全面的評估。
46. 在上市文件刊發及首次公開招股定價後，保薦人會向交易所的首次公開招股審查部門呈交國際配售部分的承配人名單及其他相關文件進行審閱。
47. 《主板上市規則》附錄六（《配售指引》）規定，將予配售的證券須由足夠數目的人士所持有。一般而言，每配售 100 萬港元的證券，獲配售的持有人須至少有三名，而每次配售的持有人須至少有 100 名²⁰。
48. 根據在檢討期內生效的《配售指引》²¹，上市申請人如沒有事先取得交易所的書面同意（**配售同意**），便不得向下列各方分配股份²²：
- (a) 牽頭經紀或任何分銷商的“關連客戶”²³；

¹⁷ 香港首次公開招股的股份分配可分為兩部分：(i) 供香港投資者認購的香港公開發售部分；及(ii) 通常基於由機構及其他投資者參與的簿記建檔過程而作出分配的國際發售或“配售”部分（惟招股章程所披露向“基石投資者”作出的保證分配除外，它們通常是大型機構或知名投資者）。

¹⁸ 就此而言，受控制承配人是指受發行人或其內幕人士（例如控股股東）或其他意圖挾倉，以便在上市後操縱市場的人士控制的承配人。

¹⁹ 見第 47 段。

²⁰ 《配售指引》第 4 段。

²¹ 《配售指引》最後一次更新是在 2022 年 4 月。

²² 《配售指引》第 5 段。

²³ 《配售指引》第 13 段訂明，“關連客戶”就交易所參與者而言，指該名交易所參與者的任何客戶，而該客戶是：

- (b) 申請人的董事或現有股東或其緊密聯繫人（不論以自己的名義或通過代名人），除非在若干情況下獲豁免；或
 - (c) 代名人公司，除非能披露最終受益人的姓名。
49. 交易所在 2016 年發表了指引信²⁴（《**配售指引信**》），規定交易所可給予配售同意，允許向關連客戶、現有股東及其緊密聯繫人分配股份，但須符合若干條件，包括：
- (a) 上市申請人、每名保薦人、帳簿管理人、關連分銷商及相關的關連客戶（視屬何情況而定）須作出確認，表明關連客戶或現有股東或其緊密聯繫人不曾且將不會在首次公開招股的配股中獲得或被認為獲得特別優待；及
 - (b) 上市申請人及每名帳簿管理人及關連分銷商須就以全權委託形式持有證券的關連客戶作出確認，表明關連分銷商不曾且將不會參與關於是否會挑選關連客戶為承配人的決策過程。

承配人名單的審閱工作

50. 根據首次公開招股審查部門有關首次公開招股配售及分配的書面程序，相關的首次公開招股審查個案小組會檢查各首次公開招股承配人名單的完整性及配售經紀呈交的獨立性確認書，藉此對名單進行審閱並妥為保存所有配售文件的紀錄。個案小組亦會根據交易所的內部備忘錄（包括當懷疑出現“種票”²⁵時應遵循的審核程序）²⁶審閱配發結果公告。個案小組完成審閱承配人名單後，便會就配發結果公告向保薦人發出“無異議函件”。
51. 負責審閱承配人名單的首次公開招股審查個案小組一般包括三名成員：一名助理副總裁、一名經理及一名研究經理。個案主任會將識別到的重大問題上報副總裁、高級副總裁及首次公開招股審查部門的聯席主管以作討論。
52. 本會獲首次公開招股審查部門告知，由於向首次公開招股審查個案小組呈交承配人名單與刊發配發結果公告之間相隔的時間較短（一般為兩個營業日），故通常會以口頭方式

-
- (1) 該名交易所參與者的合夥人；
 - (2) 該名交易所參與者的僱員；
 - (3) 如該名交易所參與者為一家公司，
 - (a) 為該名交易所參與者的主要股東的任何人士；或
 - (b) 該名交易所參與者的董事；
 - (4) 上文(1)至(3)項所述任何個人的配偶或未成年子女或繼子女；
 - (5) 在私人或家族信託（退休金計劃除外）中出任受託人職位的人士，而該等信託的受益人包括上文(1)至(4)項所述的任何人士；
 - (6) 上文(1)至(4)項所述任何人士的近親，而其帳戶由該名交易所參與者依據一項全權管理投資組合協議管理；或
 - (7) 該名交易所參與者所屬集團的成員公司。

²⁴ 在 2016 年發表的指引信其後已獲更新及取代。在檢討期內生效的《配售指引信》是 2021 年 3 月的版本。最新版本是 HKEX-GL85-16《[根據〈上市規則〉向關連客戶以及現有股東或其緊密聯繫人配售證券](#)》（2016 年 1 月）（於 2018 年 2 月、2020 年 4 月、2021 年 3 月及 2022 年 8 月更新）。

²⁵ 一般來說，“種票”是指將分配予同一名實益股東的股份拆分為大量向不同承配人進行的配售，而每名承配人只會承接少量的股份（例如五手股份或以下），藉此非真實地滿足最低公眾股東數目的規定。

²⁶ 內部備忘錄規定，當懷疑出現“種票”時，首次公開招股審查個案小組應要求保薦人在配發結果公告內表明（除其他事項外）承配人的數目及分配予承接五手股份或以下的承配人的股份百分比，及以數字形式闡述配售部分股份的申購意向水平。個案小組亦應要求申請人或保薦人證明申請人的證券有一個公開市場，並展述股權高中集中的情況是否可能會對市場構成損害。

向保薦人或配售經紀提出意見或問題，而且在正常情況下，是不會有足夠的時間將這方面的溝通以書面方式記錄下來。在適當的情況下，保薦人或配售經紀可能會呈交經修訂的文件，包括經修訂的承配人名單。

53. 本會亦獲首次公開招股審查部門告知，其職員有在審閱承配人名單方面接受年度培訓。在檢討期內，職員培訓在 2021 年 3 月舉行。除其他內容外，有關培訓材料涵蓋：(a) 規管配售部分的相關規則的規定；(b) 有關基石投資及向關連客戶進行配售的指引；(c) 上市申請人須呈交的文件及資料；及 (d) 個案小組在進行審閱時應注意的事項，例如配售經紀與它們的分配售經紀分別提供的資料不一致，以及在未經交易所事先同意下，將股份分配予關連客戶或現有股東的情況。
54. 本會注意到，有關書面程序和培訓材料並無提供充足指引，以說明在評估承配人的獨立性或真實性，或在處理就向關連客戶配售證券而提出的交易所同意申請時應考慮的因素，包括過去曾經遇到而值得注意的問題（例如有承配人重複地出現在不同的首次公開招股項目，但在每個項目中都只承接數手股份²⁷），或常見的預警跡象（例如有承配人曾經被識別為內幕人士的代名人或受其所控制）。

經檢視的個案

55. 本會根據首次公開招股的規模和複雜程度，從 2021 年的首次公開招股個案當中挑選了 23 宗進行詳細檢視，以對交易所審批首次公開招股承配人名單的程序進行評估。在 23 宗個案當中，交易所曾就 18 宗個案接獲同意申請，以向上文所述的指明人士進行配售，而我們審閱了交易所對這些申請的處理手法。
56. 交易所的個案檔案主要載有由配售經紀或其分配售經紀呈交的承配人名單，當中包括各個承配人的相關資料，例如其名稱、地址及獲分配的股份數目，以及保薦人作出的回應和配售經紀的獨立性確認書。
57. 在大部分經檢視的個案當中，首次公開招股審查部門審閱承配人名單時進行的工作（例如識別當中的問題或預警跡象，或作出跟進查詢）或隨後作出的決定或採取的行動沒有文件紀錄²⁸。因此，本會沒有足夠的資料，以評估首次公開招股審查部門在審閱承配人名單及相關文件，以及評估承配人獨立性及真實性方面所進行的工作。在某些個案中，本會注意到檔案中載有簡短的摘要，記錄了個案小組曾進行的工作、所識別到的問題及其處理方法。然而，當中沒有足夠的資料讓我們就審閱的流程作出結論。我們亦與交易所的首次公開招股審查人員，以及證監會負責處理這些個案的首次公開招股小組進行了面談，以確定個案中的相關問題及已採取的跟進行動。

證監會的觀察所得

延遲跟進可能出現的問題

58. 我們從檢討和討論中注意到，某些個案顯示了與承配人名單有關的預警跡象。在上述的大部分個案中，保薦人或配售經紀曾經替換“有問題”的承配人及更改承配人名單，或者就首次公開招股審查個案小組提出的問題提供解釋。但我們注意到，在至少一宗個案

²⁷ 這包括在多個不同的首次公開招股項目都只承接少量上市申請人股份的承配人，它們涉嫌令相關申請人得以非真實地符合《上市規則》下最低公眾股東數目的規定（即“種票”）。

²⁸ 見第 52 段。

中，首次公開招股審查個案小組原應可更適時地識別並跟進涉及獲呈交的承配人名單的潛在問題。

59. 舉例而言，在一宗個案中，一名準基石投資者是上市申請人控股股東的緊密聯繫人，故須取得交易所的配售同意（見第 48 段）。
60. 基石投資者和上市申請人的控股股東的背景資料在上市文件草擬本內已作出披露，而該草擬本在上市委員會的聆訊之前，已獲首次公開招股審查個案小組審閱。然而，有關問題直至聆訊之後，證監會的首次公開招股小組與交易所討論有關事項後才向保薦人提出。首次公開招股審查個案小組隨後就此問題向保薦人作出了兩次查詢。最終，由於基石投資者與控股股東之間有著緊密關係，交易所並無授出配售同意。該名準基石投資者最後被剔除，而配售經紀須在最後一刻尋找新的承配人。
61. 本會獲首次公開招股審查個案小組告知，儘管上述問題屬於首次公開招股審查部門須作出進一步查詢的其中一項預警跡象，但在正常情況下，這些查詢會在保薦人確認招股章程批量印製版本內所有基石投資者的詳情之後才會作出。

對獨立性確認書的依賴

62. 對於交易所處理配售同意申請的方式，我們在審閱選定的個案的內部備忘錄時注意到，交易所在接獲所需的“獨立性確認書”後便授出配售同意（見第 49 段）。在經檢視的個案中，除了下文所述的一宗個案外，首次公開招股審查部門在處理交易所配售同意的申請時，似乎有按預期運作。
63. 在一宗個案中，一名準首次公開招股承配人與獨家全球協調人屬相同公司集團的成員，故該名承配人是一名關連客戶²⁹。為了向交易所申請配售同意³⁰，獨家全球協調人提供了確認書，表示它並無參與有關挑選這名關連客戶作為承配人的決策流程或討論。身為獨家全球協調人，它理應曾參與有關挑選承配人的討論及決策，因此它如何能夠提供這項確認值得質疑。
64. 保薦人沒有被問及上述的問題，首次公開招股審查部門的高層人員亦沒有就此進行討論。在證監會的首次公開招股小組對確認書的合理性表示關注後，此事獲上報首次公開招股審查部門的聯席主管，並在此後才作出查詢以作澄清。由於有關問題並未以交易所滿意的方式得到處理，故配售同意未獲授出，而配發結果公告的監管批准亦出現了延誤。首次公開招股審查人員回應本會查詢時表示，在處理配售同意申請時，有關團隊通常會確保所需的確認書已獲呈交，並會依賴該等確認書而不會進行進一步審查。
65. 基於本會對個案檔案的審閱，我們注意到，審閱首次公開招股承配人名單的流程欠缺系統，令首次公開招股審查個案小組無法及時識別“有問題”（例如受控制）的承配人。我們亦注意到，在某些個案中³¹，交易所在審閱流程的後期才處理潛在的問題，導致需要對首次公開招股的股份分配作出最後一刻的修改。此外，若依賴有關各方提供的獨立性確認書，而沒有進行進一步審查，便可能會導致無法偵測到關連承配人，並不當地容許它們承接首次公開招股的股份配售。上述的情況可能會影響首次公開招股流程的效率、公平性和秩序。

²⁹ 見註腳 23。

³⁰ 見第 49 段。

³¹ 見第 58 至 60 段。

後續發展

66. 港交所開發了全新網上平台 **Fast Interface for New Issuance** (簡稱 **FINI**)，藉以將香港的首次公開招股結算流程簡化和數碼化。此舉令首次公開招股定價與開始買賣之間的結算周期由 **T+5** 縮短至 **T+2**³²。FINI 預期於 2023 年下半年推出。
67. 配售經紀、股份登記機構、首次公開招股保薦人、律師、包銷商、分銷商及監管機構可透過 FINI 這個全新網上平台履行其各自的職責，並協調不同的首次公開招股工作流程，包括啟動上市、認購、定價、呈交承配人名單、分配、繳費、監管審批及納入股份的流程。
68. 由於監管機構與參與首次公開招股的各方之間的所有通訊都可透過 FINI 進行，故首次公開招股承配人名單的審閱流程及紀錄備存預期將會更有效率。此外，交易所將能夠依靠 FINI 系統內設置的技術功能及能力³³來自動偵測承配人名單中的錯誤和重複的申請。
69. 本會明白，在 FINI 推出後，在審閱承配人名單和配售資料方面，交易所職員將須依循大為縮短的時限進行工作。然而，FINI 簡化了通訊的過程，並設置了核證功能，有助處理從不同分銷商接獲的承配人名單，後續的修改及相關的書信往來。這應可減輕交易所職員的部分行政負擔。
70. 本會建議交易所考慮 FINI 下的新流程及政策，檢討其審閱承配人名單和配發結果公告的內部指引，以進一步提高承配人審閱流程的效率及成效。長遠而言，交易所應考慮能否在 FINI 中引入新功能，以助識別在過去的個案³⁴中發現而值得注意的預警跡象。交易所亦應就審閱所收到的支持配售同意申請的獨立性確認書制訂程序。我們亦建議首次公開招股審查部門高層人員對案件進展的監察應該加強。交易所亦應更新其培訓材料，以顧及上述變化。

交易所在(i)上市營運管治委員會、(ii)上市科合規職能及(iii)上市委員會成員和上市科員工於處理個案時的利益衝突管理方面的流程和程序

上市營運管治委員會

71. 交易所是一家《證券及期貨條例》所指的認可交易所，亦是港交所的全資附屬公司，而港交所則是《證券及期貨條例》所指的認可控制人。
72. 《證券及期貨條例》第 21 條對交易所作為一家認可交易所施加了若干責任，要求它：
 - (a) 以維護公眾利益為原則而行事，尤其須顧及投資大眾的利益；及

³² “T”是指定價日（預期是公開招股截止後的一日）。

³³ FINI 會記錄每宗首次公開招股的認購人及承配人的詳情。FINI 可根據分銷商呈交的承配人名單自動產生相關的統計數字，並基於由不同類別承配人持有的股份數目來確定承配人及認購集中度。為了進一步推動和簡化流程，FINI 系統亦會設有一些新的工作流程功能，有助減少人手核對工作（例如識別懷疑或實際在同一宗首次公開招股項目中重複出現的準承配人或成功認購公開招股股份的認購者）。

³⁴ 見第 59 及 63 段的示例。

(b) 確保一旦公眾利益與認可交易所的利益有衝突時，優先照顧公眾利益。

港交所作為認可控制人亦須根據《證券及期貨條例》第 63(2)條³⁵履行類似責任。

73. 港交所董事會是港交所的管治機構，有責任監督交易所履行其法定職能。我們在 2019 年就交易所上市監管而作出的檢討報告（《2019 年檢討報告》）內建議，港交所董事會應加強監察上市監管職能。為回應上述報告，港交所董事會在 2021 年 6 月設立了上市營運管治委員會，協助董事會監察上市科的管理和營運。
74. 依照其職權範圍，上市營運管治委員會現由五名成員組成，包括(i)三名由港交所董事會委任的非執行董事及(ii)上市委員會主席及一名副主席。職權範圍規定，上市營運管治委員會每年須召開不少於四次會議，而委員會主席須定期向港交所董事會進行正式匯報。
75. 上市主管擔任上市營運管治委員會的秘書。其他定期參與上市營運管治委員會會議的人士包括港交所行政總裁³⁶、港交所集團首席風險總監、港交所集團首席合規總監、港交所集團總法律顧問、上市科政策及秘書服務主管及上市科合規主管。
76. 上市營運管治委員會在 2021 年舉行了兩次會議，並在 2022 年舉行了四次會議。自 2021 年 10 月起，上市營運管治委員會主席（港交所董事會的一名非執行董事）定期在港交所董事會會議上向全體成員作出簡報，講述上市營運管治委員會檢討過的主要議題，及提交上市營運管治委員會的會議紀錄。
77. 根據職權範圍，受上市營運管治委員會監察的事宜包括上市政策項目、上市科的監管活動、架構變動（例如上市主管及各個上市科部門主管的任免）、人力資源及其他營運規定、培訓、表現評估、員工操守事宜或事件以及上市科的特定風險及政策事宜。

上市政策發展的監督

78. 職權範圍規定上市營運管治委員會須收取及審閱由上市科提供的有關上市科建議的上市政策重大變更、措施或改革的最新資料，並就港交所及交易所須維護公眾利益的責任向上市科提供指導及意見，並在上市營運管治委員會認為適當的情況下就有關事宜向港交所董事會提供意見。
79. 我們在審閱上市營運管治委員會的會議紀錄時注意到，前上市主管會首先向上市營運管治委員會成員匯報上市政策項目，然後再進行提問和討論。我們注意到，上市營運管治委員會在 2021 年曾討論它應如何履行其就上市政策事宜向上市科提供指引和意見以維護公眾利益的責任。上市營運管治委員會認為它不應取代上市科或上市委員會的角色，而在考慮政策措施方面，上市營運管治委員會的工作重點應放在上市科重點指出的特定範疇（加入斜體以作強調）。
80. 在上市營運管治委員會 2022 年的會議上，當上市科向上市營運管治委員會成員匯報政策項目時，前上市主管作出了口頭匯報，講述已獲上市科和上市委員會審議的公眾利益考慮。會議紀錄內並無載述上市營運管治委員會成員就公眾利益考慮而給予的指引或意

³⁵ 《證券及期貨條例》第 63(2)條規定：“認可控制人在履行第(1)(a)、(b)或(c)款所指的責任時，須——(a)以維護公眾利益為原則而行事，尤其須顧及投資大眾的利益；及(b)確保一旦公眾利益與該控制人的利益有衝突時，優先照顧公眾利益。”

³⁶ 在上市營運管治委員會於 2021 年及 2022 年召開的六次會議中，港交所行政總裁出席了三次。

見。港交所董事會的會議紀錄亦無載述上市營運管治委員會主席就有關事宜向港交所董事會所提交的報告的詳情。

81. 前上市主管解釋指，上市營運管治委員會會議的討論重點並非在於實務方面的事宜，而是上市政策措施的發展是否得到有效管治和遵從適當程序，以及有關政策措施是否有獲上市委員會妥為審議。前上市主管表示，上市營運管治委員會成員有就若干諮詢的公眾利益考慮提出問題³⁷。

上市科的管理和營運的監督

82. 上市營運管治委員會主要透過收取上市科提交的報告，及在上市營運管治委員會的會議上討論報告事項，藉以監督上市科的管理和營運。前上市主管及上市委員會主席告知本會，上市營運管治委員會主席亦有分別與前上市主管及上市委員會主席舉行臨時會議及進行討論。
83. 上市營運管治委員會在 2021 年及 2022 年有接獲上市科提交的每月報告，當中涵蓋其業務營運及監管運作的數據及其他資料摘要。此外，上市營運管治委員會亦有接獲有關上市科的營運程序與監管及管理監督（例如改善上市科的程序及職員相關事宜）的主題報告³⁸。
84. 會議紀錄顯示，上市營運管治委員會成員及其他與會者曾就部分匯報主題提出意見及查詢。舉例而言，在某次關於改善上市科程序的討論當中，港交所集團總法律顧問建議將獨立監管思維的元素納入職員培訓計劃。上市營運管治委員會成員建議，鑑於最近增聘了來自投資銀行業界的職員，故培訓計劃應著重覆蓋某些特定範圍，並涵蓋操守相關的事宜。
85. 在另一個場合中，上市科就其投訴處理程序的更新向上市營運管治委員會作出匯報。上市營運管治委員會成員表示，經更新的程序應受港交所集團的內部審核，而上市科應向上市營運管治委員會重點說明其接獲的不常見投訴。

證監會的觀察所得

86. 在上市科的管理和營運的監督方面，前上市主管和上市委員會主席及副主席認為，上市營運管治委員會會議的討論有效，港交所董事會透過上市營運管治委員會對上市科的營運有了更深入的了解，而港交所董事會與上市科及上市委員會之間的溝通有所加強³⁹。
87. 就上市政策發展而言，我們過去曾建議監管職能在上市政策發展方面應維持獨立，不受港交所的商業目標、利益及目的所影響。在港交所有合理商業利益的政策方案方面，由港交所各業務相關部門所提出的任何看法和建議，都必須由監管職能作出獨立而客觀的

³⁷ 舉例而言，本會獲前上市主管告知，在[有關特專科技公司上市制度的諮詢](#)中，上市營運管治委員會成員曾詢問上市科是否有考慮過讓未有收益的公司取得上市資格的風險，以及如何在容許散戶投資者參與上市項目與確保這些公司妥善地進行價格探索之間取得平衡。

³⁸ 關於(i)上市科改善其程序（見第 92 至 94 段），包括（除其他事項外）發展港交所上市監管職能的“職能分隔”政策；(ii)上市科的定期監控及測試計劃的結果（見第 101 至 104 段）；(iii)上市科僱員的操守事宜；(iv)上市科的年度預算開支、主要人力資源、系統支援及其他營運需要、表現評估及員工培訓計劃；(v)證監會及其他執法機關對交易所的審查；及(vi)上市委員會、上市覆核委員會及港交所生物科技諮詢小組成員的委任。

³⁹ 舉例而言，上市營運管治委員會的非上市委員會成員就向港交所董事會作出的半年度簡報應涵蓋的主題，向上市委員會的主席及副主席提出了建議。上市營運管治委員會亦要求了前上市主管向港交所董事會說明若干上市政策措施的理據。

考慮和評估。但監管職能亦必須顧及到，一旦公眾利益與交易所和港交所的利益有衝突時，交易所所有責任優先照顧公眾利益⁴⁰。

88. 上市營運管治委員會的成立，是為了在交易所及港交所履行《證券及期貨條例》第 21 及 63(2)條下的責任方面向上市科提供指引，並向港交所董事會提供意見。鑑於上市營運管治委員會的歷史較短，其往績紀錄尚待累積。我們審閱上市營運管治委員會對於履行上述責任的監督工作時，主要依賴前上市主管針對我們的提問而作出的口頭回覆，原因是上市科的相關工作報告和上市營運管治委員會的會議紀錄一般都沒有足夠的細節記錄有關事宜。
89. 我們建議，上市營運管治委員會的會議紀錄應更詳細。此紀錄不必是逐字紀錄，但應載有足夠的詳情，以就上市科向上市營運管治委員會提出的公眾利益考慮及問題，以及所考慮和討論的分析與所得出的結論（如有），提供公平準確的撮要。

上市科合規部門

90. 交易所在 2020 年 7 月成立了上市科轄下的上市科合規職能，以監察上市科的合規、內部監控及風險管理。上市科合規部門負責制訂上市科的政策及程序，及進行必要的審批工作，以確保相關法例及規則下的責任獲得遵從。此外，上市科合規部門參與制訂操作流程，令政策和程序得到充分理解及有效執行。
91. 在檢討期內，上市科合規部門由一名高級副總裁領導，成員包括一名副總裁及兩名助理副總裁。
92. 自 2020 年 8 月起，港交所及交易所為上市科的管治和程序開展了一項改進計劃，以回應證監會在《2019 年檢討報告》內提出的意見及建議。上市科內部對該計劃的實施由上市科合規部門領導。
93. 上述計劃包括四個專責範疇：
- (a) 改善上市監管職能的管治架構（見第 95 至 98 段）；
 - (b) 加強合規及監察框架（見第 99 至 104 段）；
 - (c) 收緊以下方面的紀錄備存標準及做法：(i)備存個案檔案及(ii)對決策及監督工作的文件記錄；及
 - (d) 透過培訓及提升合規責任方面的交流，促進持續合規及重點關注風險的文化。
94. 交易所告知本會，除了港交所的“職能分隔”政策⁴¹以及持續實施的措施（例如第 101 至 104 段論述的監察及測試計劃）之外，上市科改善程序計劃下的其他必要措施已在 2021 年底完成。

⁴⁰ 見《2019 年檢討報告》第 38 至 41 段。

⁴¹ 見第 96 及 143 段。

改善上市監管職能的管治架構

95. 上市監管職能在管治方面的改善工作，包括三個層面的改革：**(i)**改善港交所董事會對上市委員會、上市主管及上市科的監察；**(ii)**提升上市委員會對上市主管及上市科的監察；及**(iii)**加強上市主管對上市科的監察。
96. 在董事會的層面上，成立了上市營運管治委員會，協助港交所董事會監察上市科（見第 71 至 89 段）。港交所已制訂集團層面的“職能分隔”政策以納入目標及原則，以識別和管理實際或潛在利益衝突，並同時讓港交所董事會能夠妥為監察上市科（見第 143 段）。上市委員會主席及副主席繼續就上市委員會的工作向港交所董事會作出半年度匯報。
97. 在上市委員會的層面上，有關政策已獲更新，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)**接獲的投訴；**(iii)**獲批准或被拒絕的豁免申請；及**(iv)**規則執行個案及決定⁴²。
98. 上市主管對上市科進行監察方面的改善措施包括（除其他措施外）成立上市科合規職能，及確立上市科管理小組會議的議程項目，以確保能涵蓋人力資源、管理及其他事項。

加強合規及監察框架

99. 為了加強上市科的合規及監察框架，上市科合規部門**(i)**重新制訂及改善了上市科的多項流程；及**(ii)**開發了合規監察及測試計劃。

重新制訂及改善主要流程

100. 已改善的流程包括：
 - (a) 開發實時中央平台，以管理職員的利益衝突申報⁴³；
 - (b) 檢討上市委員會及上市覆核委員會的衝突管理程序；
 - (c) 引入中央投訴處理程序，據此**(i)**將營運部門的投訴處理流程劃一，並一致地採納適用於整個上市科的程序；**(ii)**從多個渠道⁴⁴接獲的所有投訴由上市科合規部門集中分類至適當的類別，並按上市科的程序⁴⁵作進一步處理；**(iii)**定期檢討處理投訴及備存紀錄的方式⁴⁶；及**(iv)**在適當的範圍內將對投訴的回應統一⁴⁷；及
 - (d) 審視及更新首次公開招股審查部門的運作程序及流程，從而提高首次公開招股審查流程的監控、效率及透明度。

⁴² 見證監會在 2021 年就交易所上市監管而作出的檢討報告（《2021 年檢討報告》）第 176 段。

⁴³ 見第 127 段。

⁴⁴ 包括正式的港交所溝通渠道（一般查詢及投訴、上市投訴組及監管合規舉報），直接發送至上市科的投訴及來自其他各方的轉介個案。

⁴⁵ 投訴會獲分類為非職員投訴（由上市科內部的相關部門處理）或職員投訴（由上市科合規部門統籌，並視乎所接獲投訴的指控及被投訴的對象，交由港交所集團法律及合規部門，上市主管連同上市科合規部門主管或相關部門主管作進一步處理）。

⁴⁶ 見註腳 48。

⁴⁷ 見證監會《2021 年檢討報告》第 182 至 185 段。

監察及測試計劃

101. 上市科合規部門在 2021 年 4 月設立了監察及測試計劃，以評估上市科的內部監控及流程。在這個計劃下，上市科合規部門人員就流程監控進行定期審閱⁴⁸及主題審閱⁴⁹。
102. 港交所集團的內部稽核職能在 2022 年對上市科合規部門在 2021 年 4 月至 2022 年 5 月期間根據監察及測試計劃而進行的部分審閱工作進行了測試。儘管稽核結果可視為理想，但該報告指出，上市科合規部門在制訂監察及測試計劃時，未有正式地確立一套方法，以概括各項考慮因素及基礎，包括識別及評估上市科面臨的主要風險，以及涵蓋某些主要風險的方針及採納任何取樣策略的理據。
103. 上市科合規部門解釋指，在監察及測試計劃展開之初，其焦點在於各項檢討工作（包括證監會的《2019 年檢討報告》）當中識別到的不足之處。其後，在挑選測試的主題時考慮的多項因素包括（除其他因素外）近期上市政策的發展，接獲的投訴，內部稽核的結果以及上市事宜聯絡小組⁵⁰、上市主管及部門主管提供的意見。在檢討期內進行的測試計劃是由上市科合規部門所提出，並與前上市主管討論。
104. 上市科合規部門告知本會，港交所集團風險管理部門正在制訂一個集團層面的風險管理框架，包括一套監察及測試方法。上市科的監察及測試計劃正在持續改良，並會作出調整以切合集團層面的監察及測試方法。

管治及匯報

105. 上市科合規主管向上市主管匯報。在檢討期內，上市科合規部門為上市科擔當其監控職能的第一和第二道防線⁵¹，而上市科合規主管亦向港交所集團首席風險總監及集團首席合規總監⁵²進行“虛線”匯報。由 2022 年 8 月起，監控職能的第二道防線有部分職責由上市科合規部門轉交予港交所集團合規團隊（見第 107 段）。
106. 上市科合規部門為上市事宜聯絡小組會議及上市營運管治委員會擬備下列的定期報告：
 - (a) 上市科合規部門已進行或將會進行的審閱的列表，以及已完成的審閱的結果及建議撮要；
 - (b) 值得注意的合規、風險及監控事宜；
 - (c) 員工投訴統計數字及值得注意的員工投訴的撮要；及
 - (d) 有關上市委員會監察上市科的定期更新，包括根據《上市規則》規定須由上市委

⁴⁸ 除其他事項外，包括對個人帳戶交易、防止數據洩漏、投訴處理、衝突申報及首次公開招股個案檔案的定期審閱。

⁴⁹ 除其他事項外，包括對營運部門的衝突管理程序的主題審閱。

⁵⁰ 交易所上市事宜聯絡小組會議的出席人士有上市委員會主席及副主席，港交所行政總裁及上市主管。該小組的成立是為了讓上市委員會主席及副主席向港交所行政總裁及上市主管提出運作事宜，反之亦然（見《2022 年上市委員會報告》第 31 頁）。

⁵¹ 根據交易所提供的資料，港交所集團的營運部門是內部監控職能的第一道防線，負責進行日常營運監控，並負有承擔和管理與其日常營運活動有關的風險，以及設計、操作和實施相關的監控措施的主要職責。監控職能的第二道防線負責界定集團的準則，並以框架、政策、工具和監察系統的形式提供合規方面的意見及進行監察。

⁵² 集團首席合規總監在 2021 年 9 月加入港交所。

員會進行決策的保留事宜列表，以及上市科向上市委員會提供的定期報告或材料的列表⁵³。

後續發展

107. 港交所集團合規團隊在 2022 年 8 月聘請了一名高級副總裁，擔任上市科第二道防線的角色。自此以來，港交所集團合規團隊從上市科合規部門接手處理某些關於在營運方面遵從港交所集團政策的範疇的監督職責，當中包括（除其他事項外）資訊分隔管理及上市科員工的個人帳戶交易事宜。
108. 在過渡期後，上市科合規部門的職能演變為前線監控，側重於上市科內部的監控措施的質素保證及自我監管，以協助上市主管識別業務及營運程序上有待改善之處。上市科合規部門繼續進行監察及測試計劃下的審閱工作。上市科合規部門在 2023 年 2 月更名為“上市營運風險管控”，該團隊現由一名董事總經理、一名副總裁、四名助理副總裁及兩名經理組成。

證監會的觀察所得

109. 由上市科合規部門成立以來，上市科的系統、流程、程序及監控已進行改善。上市科告知本會，它計劃將其監控系統及流程與港交所集團進一步協調一致，以便港交所監察上市科。

上市委員會成員和上市科員工於處理個案時的利益衝突管理

110. 交易所作為一家認可交易所，根據《證券及期貨條例》有責任以維護公眾利益為原則而行事，尤其須顧及投資大眾的利益，及確保一旦公眾利益與認可交易所的利益有衝突時，優先照顧公眾利益。
111. 交易所亦是《防止賄賂條例》附表 2 載列的公共機構，而上市委員會成員及上市科的員工在《防止賄賂條例》下被視為“公職人員”。他們有責任秉持最高的專業標準和道德操守，及應時刻將公眾利益置於私人利益之上，避免牽涉於潛在或可視為與其公務有衝突的相關利益，並在無法避免該等利益衝突的情況下作出申報。
112. 本會審閱了就處理個案的上市委員會成員及上市科員工管理利益衝突的政策、流程及程序。

上市委員會成員

指引及原則

113. 根據在檢討期內生效的《上市委員會手冊》，成員在以下情況將被視為有利益衝突：
 - 該等成員或其家人（在該成員知情的情況下）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（或合計擁有）5%或以上⁵⁴的股權或經濟權益。在上述情況下，該等成員不應參與上市委員會涉及有關公司或實體的討論；

⁵³ 有關報告只會向上市事宜聯絡小組提供。

⁵⁴ 這個5%的標準僅作參考。即使某成員擁有某公司不多於5%已發行股份，亦可能在與該公司進行的交易中擁有重大利益。若該成員認為有關利益屬重大，便應作出申報。

- 與其有聯繫的公司、商號或實體因其為上市委員會的成員而獲得財務利益；
 - 該等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；
 - 該等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，例如擔任首次公開招股申請的保薦人（在該等成員不再具有以上身分後的 12 個月期間亦包括在內）；或
 - 該等成員於上市申請人或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。
114. 就首次公開招股交易而言，上述手冊規定，如某成員（或其商號）有可能會在上市委員會正在考慮的股份發售中獲配股，該成員不一定會被視為有利益衝突。成員可參與有關上市申請的討論，但前提是在委員會考慮有關事項時，股份獲配與否仍須視乎其後未必會發生的未來事件有否發生而定（例如分配額及定價）。另一方面，如成員在委員會正在考慮的發售中獲得（或其商號獲得）保證分配（例如其商號擔任首次公開股股的基石投資者），該等成員便會在有關事宜上被視為有利益衝突。

115. 該手冊指出，儘管上述指引在制訂時已經考慮到多種可能出現的情況，但如某成員不確定某事項是否屬於有關條文的範圍之內，便應採取較為審慎的做法。原則上，如果成員知悉某事宜可能會導致出現偏頗或欠缺獨立的觀感（或憑有關情況看似如此），即使成員未必知悉任何實際或潛在利益衝突，該等成員亦應申報有關利益。上市委員會主席告知本會，大部分的委員會成員都是經驗豐富的市場參與者，對利益衝突的原則有充分了解，在手冊未有明確指明的情況下作出利益衝突申報決定時，會採取較為保守的做法⁵⁵。

流程及程序

116. 上市委員會成員獲委任後須作出初步利益申報，他們亦須在出現任何變動時即時對其申報作出更新，並每六個月確認他們的申報仍屬準確。
117. 每次舉行定期會議或聆訊前，上市委員會秘書處會向上市科索取有關待討論個案的衝突查核資料，並將有關資料與成員的利益衝突申報及履歷進行核對，以篩選出有潛在利益衝突的情況。有關衝突查核資料隨後會發送予成員，以供他們申報在初步篩選中未識別出的任何其他利益衝突。若秘書處對於成員是否有利益衝突有任何疑問，應向主席尋求確認或決定（若主席在相關事宜有利益衝突，則向職位僅次於主席的另一名委員會成員尋求確認或決定）⁵⁶。
118. 如成員對將於會議上討論的事宜有重大利益，便有責任在會議舉行前向秘書處或與會人士申報有關利益，並在得悉有關利益衝突後隨即交還或銷毀所有相關文件。
119. 在檢討期後，為了加強成員在利益衝突方面的紀律，《上市委員會手冊》在 2022 年進行檢討及修訂，當中規定如成員在上市委員會會議上討論某事項之後就相關事項有任何

⁵⁵ 舉例而言，上市委員會主席告知本會，如上市委員會正在考慮一項涉及某實體或個人的事宜，而某成員（或其家庭成員）與一家為相同實體或個人就與委員會正在處理的個案無關的事宜提供意見的專業公司有聯繫，儘管手冊沒有明確規定，但成員在這個情況下的做法是會申報利益衝突。

⁵⁶ 上市委員會主席告知本會，委員會一般都會採取保守的做法。成員一旦有潛在利益衝突的風險，便不會獲邀出席會議。

新衝突，便須向上市委員會更新其申報。就首次公開招股申請而言，此申報責任將會一直適用，直至上市日期為止。舉例而言，若一名成員的僱主在上市委員會聆訊後開始與上市申請人討論有關基石投資的事宜，該成員應在得悉有關討論後盡快通知秘書處。有關基石投資一經確認，涉及有關利益的成員在上市委員會聆訊結束後將不會獲提供相關文件。

證監會的觀察所得

120. 《上市委員會手冊》就可能導致委員會成員有利益衝突的情況提供了一些指引。主要來說，有關指引僅載列牽涉到成員與委員會正在考慮的事宜之間有直接關係的情況（例如成員以其專業人士的身分就委員會正在處理的事宜向客戶提供意見）。至於手冊內沒有具體載述的情況，本會明白委員會將會依賴成員的專業判斷，遵守審慎的原則及維持委員會流程及決策方面的誠信⁵⁷。
121. 廉政公署刊發的《[公共機構成員行為守則範本](#)》就公共諮詢及法定組織成員的利益申報提供指引，有關範本亦可供其他公共機構參考。上述指引載列了可能會涉及利益衝突的各種情況⁵⁸。我們建議修訂《上市委員會手冊》，以就潛在衝突情況提供更詳細的指引，特別是將與上市委員會正在考慮的具體事項並非直接有關，但卻可能在觀感上影響成員公正性的關係的常見例子包括在內（例如一名成員的專業公司與委員會正在處理的個案所涉及的人士之間另有業務關係）。
122. 關於修訂程序以要求成員將在個案的整個流程中出現的新衝突通知上市委員會⁵⁹，我們建議就首次公開招股申請而言，在指引內釐清成員的商號一旦開始與上市申請人進行基石投資討論（而非在有關投資獲確認後），該成員便不應獲得相關文件或參與委員會的討論。該成員亦應向交易所確認，有關投資（如在該成員獲得相關文件或參與上市申請的任何委員會討論後進行）並非以其憑藉委員會成員身分參與此事所得到的非公開資料作為依據。

上市科員工

指引及原則

123. 《香港交易所操守準則》要求所有員工管理及減輕與利益衝突有關的風險，方法是(i)避免可能會影響其誠信並損害港交所利益及聲譽的利益衝突，而不論是直接或間接，亦不論是實際或潛在的利益衝突；及(ii)如有關情況無可避免，便須申報利益衝突及（如港交所所有此要求）不參與員工本身可能有利益的事項的考量或決策。
124. 上市科有關利益衝突的指引旨在對港交所集團政策進行補充，要求所有員工及時申報其知悉的可能導致實際或觀感上的偏頗或缺獨立任何事宜或關係。員工必須評估，該

⁵⁷ 見第 115 段及註腳 55。

⁵⁸ 包括：(i)委員會的成員本人或任何近親在委員會正予考慮的事項中所擁有的金錢利益；(ii)委員會所考慮的事項涉及某一公司、商行、會社、協會、聯會或其他機構，而委員會成員為該公司、商行、會社、協會或機構的董事、合夥人、顧問、客戶或僱員，或與其有其他重要連繫者；(iii)委員會成員與某人士或機構的友好關係也可能需要申報；(iv)本身為大律師、律師、會計師或其他專業顧問的委員會成員，若曾以個人或公司成員身分，向任何與委員會正予考慮的事項有關的人士或機構提供意見，或出任其代表，或經常與其有交往者；及(v)委員會成員擁有的任何利益可能導致客觀的旁觀者相信他提意見的動機可能是基於個人利益，而非因為有責任而提出公正無私的意見。

⁵⁹ 見第 119 段。

等關係會否令公眾認為可能有偏頗或欠缺獨立的情況，而較為審慎的做法是在員工有任何懷疑的情況下都作出申報。

125. 根據上市科的指引，可能會導致出現利益衝突的關係包括血緣、婚姻、僱傭及其他聯繫。有關指引載有並非詳盡無遺的列表，舉例說明需要作出申報及可能導致某名員工不得處理特定事宜的常見關係，當中包括：

- 對於準上市申請人、上市申請人或上市發行人：某員工或與該員工有個人關係的某人在該公司擔任高級或相關職位，或有能力以其他方式影響該公司的決策，或在該公司有利益；
- 對於核數公司或申報會計師：某員工或與該員工有個人關係的某人直接參與上市發行人的核數，或作為申報會計師直接參與準上市申請或上市發行人的重大交易項目；及
- 對於核數公司或申報會計師以外的專業顧問：某員工或與該員工有個人關係的某人直接參與進行與上市科所處理的事宜屬相同類別的工作的項目（例如就首次公開招股、持續遵從《上市規則》或《上市規則》紀律事宜提供意見），或在專業顧問公司擔任高級或相關職位，而不論該人士是否有親自參與有關事宜⁶⁰。

流程及程序

126. 上市科的衝突管理程序包括以下步驟：(i)由員工將關係識別出來，及作出初步的申報；(ii)由部門主管作出評估，以決定應採取的行動；(iii)持續對申報進行確認及監察；及(iv)就特定工作進行衝突管理。
127. 全體員工須就其最近的前僱主，個人關係及其他可能會導致有利益衝突的情況，在加入上市科時及在一旦得知上述關係或情況有任何更新或改變後，隨即作出申報。他們亦須每六個月確認其申報屬準確。上市科合規部門在 2021 年為上市科設立了網上平台，以代替先前所用的紙本系統。所有申報均須在該平台上進行。
128. 員工作出的申報會由部門主管審閱⁶¹，以評估獲申報的關係是否構成實際或觀感上的利益衝突，以及為了減輕其影響而需採取的行動（例如限制有利益衝突的員工處理個案或接觸個案紀錄）⁶²。在作出評估後，所有已確認的利益衝突及需採取的行動會記錄在上市科為申報關係而設的中央紀錄冊。上市科合規主管負責監察評估的流程。
129. 作為工作流程的一部分，上市科的各個部門負責就其處理的事宜進行利益衝突的查核。在檢討期間，不同營運部門的衝突管理程序有異。

⁶⁰ 上市科合規部門告知本會，上市科對前任職專業公司的上市科新入職員工施加六個月的冷靜期。在冷靜期內，相關員工不得處理與其前僱主相關的事宜。這項規定沒有在書面政策中載明，而上市科合規部門會考慮正式確立有關規定。

⁶¹ 部門主管作出的申報會由上市主管作出評估，而上市主管作出的申報會由上市科合規小組委員會作出評估（該小組委員會由上市科合規主管和政策及秘書服務主管擔任主席，並可將可能會影響上市科的獨立性和客觀性的事項上報上市委員會主席）。交易所告知本會，尚未有由上市主管作出的申報獲上報上市委員會主席。

⁶² 本會獲上市科合規部門告知，除了上市科指引所載的示例外，沒有書面政策或準則可供部門主管遵循，以判斷某項獲申報的關係是否構成實際或觀感上的衝突。根據上市科合規部門所述，對獲申報的關係所作的評估大部分都簡單直接，而罕見問題將會向上市科合規部門提出並進行討論。

130. 上市發行人監管部門的員工獲分配至不同的團隊，各團隊負責監察一組發行人。向團隊分配員工前，上市發行人監管部門的高級管理層會查核中央紀錄冊，而任何與發行人有利益衝突的員工將不會被委派至負責該發行人所屬組別的團隊。上市發行人監管部門自2020年起一直使用一站式處理及審批系統（**One-stop Processing and Approval System**，簡稱 **OPAS**）進行個案管理，而個案的利益衝突查核流程已被納入這個系統，並大致上已自動化。個案資料（包括有關各方及其顧問的名稱）會自動與取自中央紀錄冊的利益衝突申報進行比對，並在系統上產生及顯示有利益衝突的員工名單。這個系統亦會禁止有衝突的員工查閱相關的個案資料。
131. 上市科其他部門在檢討期間尚未實施 **OPAS**，它們的利益衝突查核須根據各部門的特定程序以人手處理。舉例而言，首次公開招股審查部門有一名指定人員，負責在首次公開招股申請審閱流程的多個主要階段對上市科全體員工進行利益衝突查核。如有員工在某項申請的審閱工作進行途中申報新衝突，或因新加入的人士（例如新的保薦人或顧問）而引起衝突的話，該名有衝突的員工將會被要求停止處理有關個案，並會被禁止查閱個案檔案⁶³。

監察及測試

132. 作為監察及測試計劃的一部分，上市科合規部門透過定期審閱及主題審閱，評估營運部門的衝突管理流程及監控措施的成效，例如有否及時申報和進行評估，為減輕利益衝突的影響而採取的行動，以及部門處理利益衝突的流程。
133. 2021年定期審閱的過程中發現了88宗事件，當中有79宗涉及延誤呈交半年度員工利益衝突申報確認，有六宗涉及沒有妥善進行利益衝突查核或遵從衝突管理程序⁶⁴，以及三宗涉及限制有衝突的員工查閱個案檔案的疏漏。
134. 主題審閱的過程中亦識別到營運部門的衝突管理流程及監控措施有數項不足之處。例如，上市科規則執行部門、結構性產品及定息產品部門及會計事務部門在2021年生效的程序，都沒有明文規定每次委派個案前都必須對團隊的成員進行利益衝突查核⁶⁵。
135. 上市科合規部門表示有就逾期的利益衝突確認發出政策提示。首次公開招股審查部門制訂了利益衝突查檢表，將利益衝突查核流程的範圍和時間表劃一，並為員工提供了培訓。其他營運部門亦更新了它們的衝突管理流程，以改善識別到的不足之處。

證監會的觀察所得

136. 根據上市科的衝突管理流程，當上市主管申報可能會導致利益衝突的關係，有關申報便會由上市科合規主管和政策及秘書服務主管進行評估⁶⁶。上市科合規主管和政策及秘書服務主管都是向上市主管直接匯報的。為了解決觀感上的問題，我們建議上市主管作出的申報應例行轉交港交所集團合規部門。

⁶³ 港交所集團的內部稽核職能在2022年審閱了首次公開招股審查部門的衝突管理流程，並注意到在某些個案中，當有員工在審閱流程中申報新衝突時，限制他們查閱個案檔案方面出現了延誤。有關延誤是由於衝突查核是在審閱流程的多個主要階段進行，而兩個階段之間獲申報的新衝突直至下次進行衝突查核才會被處理。這個問題在首次公開招股審查部門實施 **OPAS** 後已獲解決（見第137段）。

⁶⁴ 包括沒有在傳閱事先核准會議材料前進行衝突查核，以及不準確及不完整的衝突搜索結果。

⁶⁵ 反之，衝突查核在團隊成員作出新的申報時，或在委派個案後才需進行。

⁶⁶ 見註腳61。

137. 上市科合規部門透過其監察及測試計劃，識別出各營運部門的衝突管理流程及程序的一些有待改善的範疇。我們從上市科合規部門獲悉，自 2023 年 OPAS 已在上市科全面推行，所有營運部門的利益衝突檢查流程現已自動化⁶⁷，解決了過去因依賴人手檢查而導致的問題。上市科合規部門向我們表示，在轉用 OPAS 後，上市科的衝突管理監控、流程及程序正在更新。我們建議上市科合規部門繼續監察和測試這些監控、流程及程序的成效。

⁶⁷ 見第 130 段。

第 3 節

2019 年及 2021 年檢討後的跟進行動

2019 年檢討後的跟進行動

138. 在《2019 年檢討報告》中，我們檢討了“職能分隔”政策的實施，該政策旨在管理上市科與港交所及交易所實際、潛在及觀感上的利益衝突。
139. 我們亦注意到，上市委員會主席及副主席與上市主管每月在上市事宜聯絡小組會議上會面，並在會上提出及討論監管職能的運作事宜。前港交所行政總裁在 2018 年雖然仍是上市事宜聯絡小組會議的成員，但卻沒有出席過該小組會議的任何會議。
140. 本會建議交易所收緊政策，除其他事項外，在上市科與港交所各業務相關部門分享非公開、非個別個案的資料方面加強監管職能的獨立性。交易所亦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，進行徹底而全面的研究，以釐清及制訂就落實職能分隔而言屬必要和適當的書面規則、做法、政策、指引和程序。

證監會的觀察所得

非上市科人員出席上市相關的會議

141. 我們注意到，在上市事宜聯絡小組會議上向其匯報及進行討論的事宜，除了上市監管職能的運作事宜以外，亦包括上市政策發展及上市科所處理而值得注意的個案。儘管前港交所行政總裁在 2018 年不再出席上市事宜聯絡小組的會議，但我們注意到，現任港交所行政總裁不時會出席這些會議。此外，儘管港交所行政總裁、集團首席風險總監、集團首席合規總監及集團總法律顧問都不是上市營運管治委員會的成員，但他們定期出席上市營運管治委員會會議，並在會上取得某些非公開的上市相關資料（見第 75 段）。
142. 我們建議港交所採取適當的程序，以確保非公開的上市相關資料對上市科以外的人員保密。

職能分隔政策

143. 港交所已制訂集團層面的“職能分隔”政策，以納入目標及原則，從而識別和管理港交所作為上市公司的利益與交易所妥善履行上市相關職能及責任之間可能出現的實際或潛在利益衝突，並同時讓港交所董事會能夠監察上市科。除少數指明的例外情況外，職能分隔政策一般禁止與非上市科員工分享非公開的上市相關資料。

2021 年檢討後的跟進行動

144. 本會在 2021 年檢討了交易所在 2019 年及 2020 年期間規管上市事宜的表現。我們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《2021 年檢討報告》提出的建議而採取的措施。

交易所對非紀律上市事宜的覆核聆訊的處理方法

145. 本會檢討了交易所對非紀律上市事宜的覆核聆訊的處理方法。

146. 我們的主要觀察所得及建議是：

- (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，以納入充足的指引，讓各成員能夠以更貫徹一致的方式就有關要求作出評估及決定。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；
 - 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）；
- (b) 交易所應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，及改善上市覆核委員會成員的利益衝突查核程序；
- (c) 交易所應考慮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個案的問題。交易所告知本會，自 2021 年以來已就上市覆核委員會考慮所提交的新資料一事採取新的方針，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；
- (d) 上市科應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；
- (e) 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。我們獲交易所告知，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現有上市政策的理據，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將該個案發回上市委員會（即上市政策的決策機關）；
- (f) 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）；及
- (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，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。

證監會的觀察所得

147. 下表載列 2021 年及 2022 年由上市覆核委員會及上市委員會進行聆訊的非紀律覆核個案：

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	
		2021	2022	2021	2022
取消上市地位	上市委員會	不適用	不適用	14	11
因不遵從《上市規則》第 13.24 條而被停牌 ⁶⁸	上市科	13 (註)	6	14	4
反收購行動	上市科	3 (註)	0	1	1
豁免及其他申請	上市科	2	0	0	0
總計		18 (註)	6	29	16

註：有兩宗個案（一宗涉及停牌，另一宗涉及反收購行動）是被上市覆核委員會發回後，由上市委員會進行的重新聆訊（見第 152 段）。

148. 我們注意到，交易所在覆核非紀律事宜方面實施了新的流程、程序和做法，以回應本會在 2021 年的檢討提出的建議。如下文所述，我們建議在若干範疇做進一步改善。

覆核聆訊流程的管理

149. 交易所在覆核聆訊流程方面採納了若干新內部指引及程序，納入了本會對於覆核申請人就作出書面陳述的期限尋求延期的情況而建議的原則（見第 146(a)段），並為委員會提供了一套統一的因素以作考慮，從而決定是否批准延期⁶⁹。據交易所提供的統計數字顯示，上市覆核委員會在 2021 年就 21 宗非紀律覆核個案批准了延期（平均為 18 天），及在 2022 年就九宗個案批准了延期（平均為九天）。上市委員會在 2021 年就 15 宗覆核個案批准了延期（平均為 28 天），及在 2022 年就兩宗個案批准了延期（平均為 28 天）。
150. 對於利益衝突查核程序（見第 146(b)段），本會獲交易所告知，上市覆核委員會的程序已經與上市委員會覆核聆訊的程序劃一。上市覆核委員會秘書現向上市科（而非覆核申請人）索取衝突查核資料⁷⁰。上市覆核委員會成員的數目亦有所增加，以減低聆訊因成員有利益衝突或無暇出席導致法定人數不足而需延遲的風險。由接獲覆核聆訊申請起計，直至完成對上市覆核委員會成員進行的衝突查核，在 2021 年舉行的覆核聆訊中平均需時 27 天，而在 2022 年舉行的覆核聆訊中則平均需時 14 天。

⁶⁸ 《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。

⁶⁹ 當中包括：(i)無延誤地處理所有程序的一般性需要；(ii)申請延期的人士為支持有關要求提供的理由；(iii)有關人士就遵守時限已經擁有的機會；及(iv)延期會否對任何其他人士造成損害或可能影響聆訊日期。

⁷⁰ 當中包括發行人的以下資料：(i)現任董事及高級管理層，和涉及有關事宜的董事或高級管理層；(ii)主要股東；(iii)主要附屬公司；(iv)涉及有關事宜或載述於發行人的年報內的顧問；及(v)涉及有關事宜的任何其他主要各方。

151. 據交易所提供的統計數字顯示，與 2020 年相比，上市覆核委員會在 2021 年及 2022 年已更為及時地安排舉行非紀律覆核聆訊。在 2021 年舉行的覆核聆訊中，上市委員會作出決定與上市覆核委員會舉行聆訊之間的平均時間間隔為 16 星期，而在 2022 年則為 12 星期。

接納及考慮新資料

152. 對於提交予上市覆核委員會的新資料（見第 146(c)段），上市覆核委員會在 2021 年向上市委員會發回了兩宗個案（涉及停牌及反收購行動），並在 2022 年發回了一宗個案（涉及取消上市地位）。在上述個案中，上市委員會作出決定後，情況出現了重大進展，故覆核申請人呈交了新資料。在另一宗個案中，上市覆核委員會考慮了新資料，並推翻了上市委員會的決定⁷¹。
153. 在上市覆核委員會發回上市委員會的三宗個案中，上市覆核委員會在其決定中指示，有關個案須由上市委員會從速進行重新聆訊。然而，上市委員會的重新聆訊直至上市覆核委員會公布其決定的八至 13 星期後才進行，而耗時漫長的覆核流程實際上為覆核申請人提供了額外時間解決導致它們可能被停牌或除牌的潛在問題。我們建議交易所進一步縮短在上市覆核委員會將個案發回上市委員會後進行重新聆訊的時間，並提高覆核聆訊流程的整體效率。
154. 對於覆核申請人在覆核聆訊前不久提交補充文件（見第 146(d)段），交易所表示在 2021 年及 2022 年有少數個案曾出現上述提交文件的情況。上市科沒有反對委員會接納有關新資料，亦無要求將聆訊延期。我們注意到，在其中一宗個案中，上市科接獲申請人提交補充文件的翌日，便對有關文件作出了回應。

上市覆核委員會的決定及上市覆核委員會覆核個案中對上市政策的考慮

155. 上市覆核委員會成員的培訓材料在 2021 年獲改進，為重要的上市政策（例如停牌和除牌）納入更多詳情和示例，以為上市覆核委員會在覆核個案時應用上市政策提供便利（見第 146(e)段）。
156. 上市覆核委員會分別在 2021 年及 2022 年推翻了一項上市委員會就非紀律個案作出的決定，兩者都涉及發行人因沒有遵守《上市規則》第 13.24 條而遭停牌。在 2023 年初，上市覆核委員會推翻了三項上市委員會涉及取消上市地位的決定。在大部分被推翻的個案中，我們留意到上市覆核委員會都有回應上市委員會先前作出的決定，並說明了上市覆核委員會的看法與上市委員會有所不同的理據。然而，在五宗個案的其中一宗裏，上市委員會在決定中所載述的部分關注事項，似乎沒有獲上市覆核委員會妥為回應⁷²。上市覆核委員會應確保在推翻上市委員會的決定時，上市委員會的決定的重點已在上市覆核委員會的決定中得到充分回應。
157. 此外，在三宗被推翻的個案中，上市覆核委員會的決定超出了交易所有關為長時間停牌的發行人延長補救期及新設立業務的業務充足水平的政策和指引准許的範圍。我們對上述個案的檢討結果載於附錄。根據交易所的政策，若上市覆核委員會認為某個案的事實

⁷¹ 在有關個案中（涉及發行人因沒有遵守《上市規則》第 13.24 條而遭停牌），有重大的新資料獲提交予上市覆核委員會，說明發行人實施的新業務計劃。在聆訊後，上市覆核委員會指示發行人進一步提交資料，並要求上市科發表意見。經考慮各方的陳述後（包括上市科的意見認為發行人已解決第 13.24 條下的關注事項），上市覆核委員會基於新發展，推翻了上市委員會的決定。

⁷² 見附錄內的個案三。

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，則上市覆核委員會便應將該個案發回上市委員會決定。上述三宗個案並無遵守該政策。當上市覆核委員會以這種方式偏離交易所已公布的上市指引，或會削弱上市委員會獲授予的制訂上市政策的權力，可能導致制訂規則的制度變得任意和欠缺清晰。我們建議交易所採取進一步行動以解決上述情況，在此過程中應考慮到針對證監會 2021 年檢討而已經實施的措施。例如，可考慮在交易所的上市監管職能內設立內部法律職能，以確保（除其他事項外）決策者在日常執行《上市規則》時知悉其職權及酌情權範圍。同時，交易所亦可考慮向上市覆核委員會成員發出提示函，並向其提供有關交易所在除牌及停牌方面的相關規則及政策的進一步培訓。

158. 為了回應我們在 2021 年的檢討作出的建議（見第 146(f)段），新的內部指引已釐清，上市覆核委員會不應作出任何以達成某些特定條件為前提的決定。在一宗被推翻的個案中，上市覆核委員會給予發行人一個指定期限，以完成一項關鍵交易從而符合《上市規則》第 13.24 條的規定，並直至上述交易完成後才發出最後決定。

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

159. 我們檢討了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。

160. 我們的主要建議是：

- (a) 在事後審閱發行人的公告方面，交易所應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；及
- (b) 在對發行人年報中所作出的披露進行檢視方面，交易所應(i)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；及(ii)加強其內部指引及程序，並向上市發行人監管部門職員提供適當的培訓。

證監會的觀察所得

161. 本會獲交易所告知：

- (a) 交易所於 2021 年 7 月以試驗方式推出了發行人風險概況數據庫，利用一套預設風險參數（包括首次公開招股所得款項用途的更改）⁷³來識別及標示出發行人。本會從交易所得悉，透過監察發行人風險概況，交易所至今尚未識別出任何涉及首次公開招股所得款項用途的潛在問題而值得注意的個案；
- (b) 對於出現預警跡象的首次公開招股個案，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。本會從交易所得悉，它曾就一項上市申請施加這項條件，而該上市申請其後

⁷³ 其他參數包括（除其他事項外）殼股活動及董事和企業操守。發行人風險概況有助達致更廣泛目標，協助上市科在監察發行人活動時實施風險為本的方法，及決定是否需要就發行人所提出的企業行動加強監管方面的審查。

已失效。交易所相信，施加這項條件應可更有效解決首次公開招股所得款項用途可疑的相關問題；

- (c) 交易所透過審閱年報、業績公告及重要交易識別出數宗個案，當中涉及有關首次公開招股所得款項用途的潛在問題⁷⁴；及
- (d) 在對發行人年報所進行的審閱工作方面，(i)由年結日在 2021 年的年報的審閱開始，交易所已調整其審閱流程，以配合發行人不同的匯報期限，並應在相關年報的刊發期限後三個月內完成審閱工作及將有關結果記錄在案；及(ii)交易所已加強其內部指引及培訓材料，以列舉從過往的年報審閱工作中注意到的有潛在問題的示例，並作出提示，訂明任何已披露／識別到的首次公開招股所得款項用途更改以及團隊作出的分析及行動，都應妥善記錄於檔案紀要內。

交易所根據經修訂的規則對反收購行動交易的處理方法

162. 我們就交易所根據於 2019 年生效的經修訂規則對反收購行動交易的處理方法進行了檢視。

163. 我們的主要建議如下：

- (a) 在經刻意安排時間次序的交易（即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）方面，我們注意到，在兩宗類似個案中，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。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；及
- (b) 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。若發行人為確定收購的規模而提交的百分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，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，以便於進行評估。

證監會的觀察所得

164. 上市科認為，對於經刻意安排時間次序的交易，它已貫徹一致地應用反收購行動規則，而有差異的個案將會有不同的評估結果。為了反映我們所提出的建議，上市科更新了其內部指引，以訂明在評估收購的規模及其是否會導致發行人的主營業務出現根本轉變時，應在適當的情況下要求發行人提供經更新的財務資料及相關財務預測以作考慮。

⁷⁴ 舉例而言，交易所審閱了一項主要交易的公告，並在其後發現進行該項交易所用的資金來自首次公開招股所得款項，藉此發現發行人更改首次公開招股所得款項用途而沒有作出披露。該個案獲轉介上市規則執行部門及證監會。在另一宗個案中，交易所審閱了中期報告及年報所載的現金結餘，發現發行人更改了首次公開招股所得款項用途而沒有作出披露，並要求發行人刊發補充公告，以說明有關更改及其理由。

第 4 節

檢視上市科於 2021 年的營運情況

概覽

165. 下表撮述交易所報告其於 2017 年、2018 年、2019 年、2020 年及 2021 年在上市監管方面的營運活動⁷⁵。

	2017	2018	2019	2020	2021
首次公開招股審查部門接納以進行審核的上市申請數目	310	372	300	231	316
首次公開招股審查部門審核的上市申請數目 ⁷⁶	412	511	467	357	408
原則上批准的申請數目	216	245	209	179	153
上市發行人監管部門處理的合規及監察行動數目 ⁷⁷	66,368	70,293	73,704	82,228	82,227
上市規則執行部門處理的調查宗數	86	111	112	128	164
已刊發的上市決策數目	14	3	3	6	2
已刊發的指引信數目	0	10	7	3	1
已刊發的常見問題數目	3	5	7	2	2
	個系列	個系列	個系列	個系列	個系列
已刊發的其他指引文件數目	2	2	2	7	6
結構性產品及定息產品部門處理的上市申請數目 ⁷⁸	21,224	38,472	33,671	50,167	59,491
- 衍生權證	7,989	11,794	8,939	12,128	16,684
- 可收回牛熊證（一般簡稱牛熊證）	13,235	26,678	24,732	38,039	42,807

⁷⁵ 資料來源：港交所《2021 年年報》。

⁷⁶ 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。

⁷⁷ 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。

⁷⁸ 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。

首次公開招股

166. 交易所在 2021 年接納以進行審核的上市申請數目為 316 宗，較在 2020 年的 231 宗增加了 85 宗（或 36.8%）。
167. 交易所在 2021 年審核的上市申請數目為 408 宗，較在 2020 年的 357 宗增加了 51 宗（或 14.3%）⁷⁹。
168. 在 2021 年，由接納個案以進行審核至發出首次意見函平均需時 18 個營業日（2020 年：13 個營業日）⁸⁰。在 2021 年，交易所接獲來自新興及創新產業申請人根據 2018 年推出的《上市規則》新章節（第八 A、十八 A 及十九 C 章）提出的上市申請增加了 93%。當中交易所接獲生物科技公司根據第十八 A 章提出的上市申請數目，較 2020 年增加了 124%。交易所的報告表示，由於生物科技公司的性質及複雜程度，審閱這類公司的上市申請普遍需時較長。
169. 在 2021 年，由接納個案至送呈上市委員會平均需時 111 個營業日（2020 年：133 個營業日），而在 120 日內送呈上市委員會進行聆訊的上市申請百分比為 40.7%（2020 年：33.8%）。於 2021 年獲交易所原則上批准上市的上市申請數目為 153 宗（2020 年：179 宗），減少了 26 宗（或 14.5%）。
170. 首次公開招股審查部門在 2021 年刊發了一封指引信⁸¹（2020 年：兩封），但沒有刊發任何上市決策（2020 年：兩項）。

上市發行人的監管

171. 交易所在 2021 年處理的上市發行人監管行動數目為 82,227 項（2020 年：82,228 項），即在 2021 年略為減少了 1 項（或 0.001%）。下表為上市發行人監管部門在 2021 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
2020	68,416	99.85	106	0.15	68,522
2021	65,228	99.87	87	0.13	65,315

172. 上市發行人監管部門在 2021 年向上市規則執行部門轉介了 93 宗個案，較 2020 年的 78 宗轉介個案增加了 19%。轉介予外界監管機構⁸²的個案由 2020 年的 42 宗增加了 69% 至 2021 年的 71 宗。轉介個案的增加主要因涉及以下問題的個案所致：(i) 審計問題；及(ii) 對發行人授出的貸款作出了重大減值或沒有進行足夠的風險評估。
173. 在完成時間方面，交易所：

⁷⁹ 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。

⁸⁰ 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時間為四個營業日，最長時間為 40 個營業日。

⁸¹ 指引信：“就首次公開招股向關連客戶配售證券作出預先審閱”（2021 年 3 月）。

⁸² 證監會、財務匯報局（現稱為會計及財務匯報局）及其他監管機構。

- (a) 在2021年的100%（2020年：97%）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2021年的99%（2020年：99%）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2021年的94%（2020年：98%）個案中，即日完成審閱需事前審閱的公告⁸³。

174. 上市發行人監管部門在 2021 年沒有發出任何指引信（2020 年：兩封），但發出了兩項上市決策⁸⁴（2020 年：四項）。

175. 交易所報告其在 2021 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上市決策、《上市科通訊》（每半年一次）、《上市發行人監管通訊》、《上市規則執行簡報》、更新的《〈上市規則〉執行政策聲明》和《規則執行制裁聲明》⁸⁵、企業管治材料和氣候披露指引，以及提供網上培訓。

證監會的觀察所得

176. 正如上文所述，首次公開招股審查部門的個案量在 2021 年上升了 14.3%（見第 167 段），而上市發行人監管部門所處理的上市發行人監管行動數目則略為減少（見第 171 段）。

177. 同期：

- (a) 發出首次意見函處理時間有所增加（見第168段），但上市科於2021年在向上市委員會送呈個案方面更有效率（見第169段）；及
- (b) 在三個營業日內完成審閱的業績公告的比例在2021年微升，在一個營業日內完成事後審閱的其他公告的比例維持不變，而即日完成事前審閱的公告的比例在2021年略有下跌（見第173段）。

178. 首次公開招股審查部門在 2021 年發出一封指引信，但沒有發出任何上市決策（見第 170 段）；而上市發行人監管部門沒有發出任何指引信，但發出了兩項上市決策（見第 174 段）。

調查及規則執行

179. 交易所在 2021 年公布了其特別關注的三項重點：(a)責任；(b)監控及文化；及(c)配合調查⁸⁶。這些執法重點取代了於 2017 年確立的執法主題，表明了交易所當前投放執法資源的主要目標。

⁸³ 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。

⁸⁴ 上市決策：“聯交所會否豁免《上市規則》第 14.06B 條的規定，使 A 公司建議收購目標公司不會被界定為一項反收購行動”（2021 年 7 月）及“A 公司建議收購目標公司的交易是否構成反收購行動”（2021 年 7 月）。

⁸⁵ 見更新的[《〈上市規則〉執行政策聲明》](#)和更新的[《規則執行制裁聲明》](#)，兩份聲明均在 2021 年 7 月刊發。

⁸⁶ 見註腳 85。

180. 交易所報告其在 2021 年處理了 164 宗調查（2020 年：128 宗），較 2020 年增加了 28.1%。
181. 交易所在 2021 年完成了 36 宗紀律處分個案（2020 年：13 宗），當中有 35 宗以交易所對違規者施行公開制裁告終（2020 年：13 宗）。
182. 除了紀律處分行動外，交易所亦：
- (a) 在 2021 年針對 56 名人士發出損害權益聲明⁸⁷（2020 年：八名）；
 - (b) 發出 29 項執行指令⁸⁸（2020 年：八項）；及
 - (c) 發出 12 封監管信函（2020 年：九封）。
183. 2021 年，交易所亦對 185 名董事採取行動⁸⁹，較 2020 年（59 名董事）顯著增加。
184. 以下為交易所在 2017 年至 2021 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
2017	86	9	11	9
2018	111	14	13	21
2019	112	15	21	13
2020	128	9	6	13
2021	164	12	10	36

*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 2021 年底仍未解決的調查宗數為 61 宗（2020 年：54 宗），有待處置或採取紀律處分行動的個案宗數為 44 宗（2020 年：45 宗）。

185. 在 2021 年完成一宗調查平均需時 10.5 個月，而在 2020 年則為 8.7 個月。

證監會的觀察所得

186. 上市發行人的數目在 2020 年至 2021 年期間增加了 1.3%⁹⁰，而交易所處理的有關違反《上市規則》的調查宗數亦見上升⁹¹。仍未解決的調查宗數亦由 2020 年的 54 宗上升至 2021 年的 61 宗。

債務及衍生工具

187. 結構性產品及定息產品部門所處理的衍生權證及牛熊證上市申請總數由 2020 年的 50,167 宗增加 18.6%至 2021 年的 59,491 宗。

⁸⁷ “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，表示如該董事仍留任有損或將會有損投資者權益。

⁸⁸ 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 2021 年發出六項“內部監控檢討”指令（2020 年：兩項）、兩項“委聘合規顧問”指令（2020 年：一項）及 21 項“董事培訓”指令（2020 年：五項）。

⁸⁹ 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》。

⁹⁰ 上市發行人的數目由 2020 年的 2,538 名上升至 2021 年的 2,572 名，即增加了 34 名（或 1.3%）。

⁹¹ 見第 180 至 184 段。

附錄

偏離已刊發的上市指引的上市覆核委員會決定

個案一

基於“特殊情況”延長復牌期限

1. 根據 [GL95-18](#)《有關長時間停牌及除牌的指引》，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解決問題並復牌的期限，而非先前機制下遞交復牌建議的期限（加上底線以作強調）。為了確保除牌架構的效用及認受性，並防止除牌程序有不必要的延誤，上市委員會只有在特殊情況下才會延長補救期。例如：**(i)**發行人已切實採取措施並頗肯定公司能復牌；但是**(ii)**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。不受控制的原因一般預期僅為程序性問題。
2. 在有關個案中，發行人在復牌期限前三天才遞交復牌建議，而在上市覆核委員會聆訊舉行時（即復牌期限後五個月⁹²）仍未能符合任何一項復牌條件，包括**(i)**刊發有待發表的財務業績；**(ii)**證明已遵守《上市規則》第 13.24 條；**(iii)**撤回或駁回清盤令；及**(iv)**重新遵守《上市規則》有關獨立非執行董事的規定。
3. 復牌條件是否能獲滿足，取決於一項建議財務重組是否能夠完成，但該等財務重組當時尚未獲得發行人的股東批准。然而，上市覆核委員會擴大了對指引信所述的“特殊情況”的詮釋，並進一步將發行人的補救期延長了六個月。

個案二

基於“特殊情況”延長復牌期限

4. 這宗個案與個案一相似，發行人在復牌期限前三天才遞交復牌建議。它接著利用了復牌期限與上市覆核委員會聆訊之間的五個月時間來符合某些復牌條件。
5. 在上市覆核委員會聆訊時，尚未滿足的主要復牌條件為證明管理層的品格操守。發行人的三名前執行董事在事前涉嫌市場失當行為和欺詐被拘捕。儘管他們已辭任董事職務，但三名前董事中的兩名仍然持有發行人的多數股份。為了解決交易所對他們仍在發行人的管理和營運方面具有影響力的憂慮，他們訂立了協議，**(i)**向一名獨立第三方出售部分發行人的股份（**該出售**）；及**(ii)**委任一名配售經紀以促使餘下股份的出售（**該配售**）。上市覆核委員會聆訊前不久，他們亦向發行人作出承諾，表示除為了促成該出售和該配售外，不會轉讓他們持有的發行人股份，亦不會行使他們的投票權（**該等承諾**）。該出售和該配售在上市覆核委員會聆訊時仍未完成，而發行人要求進一步延長補救期。
6. 在上市覆核委員會聆訊中，上市科表示考慮到該等承諾，它對發行人管理層的品格操守沒有進一步意見。上市覆核委員會適當地提出了與上市科不同的觀點，並指出管理層品格操守方面的復牌條件如要全面達成，該出售和該配售必先得以完成。上市覆核委員會亦承認“鑑於配售經紀難以尋找投資者，該配售是否能在[建議的經延長期限]前完成，甚至是否能夠完成，仍然未能確定”（加上底線以作強調）。儘管如此，上市覆核委員會認為“除

⁹² 在個案一和個案二中，上市委員會將發行人除牌的決定都是在復牌期限後兩個月發出，而上市覆核委員會的聆訊在上市委員會決定後三個月舉行。

卻該出售和該配售尚未完成，[發行人]已切實採取了一切措施以促使根據 GL95-18 的指引復牌”（加上底線以作強調），並決定將補救期進一步延長三個月。經延長的期限屆滿時，發行人的股份將已停牌 26 個月，而非《上市規則》規定的 18 個月。

個案三

評估新發展業務的業務充足水平

7. 根據《上市規則》第 13.24 條，上市發行人有持續責任維持足夠的業務運作及擁有相當價值的資產支持其營運，發行人才得以繼續上市。根據 [GL106-19](#)《有關業務充足水平的指引》，發行人為了證明新設立業務可行及可持續發展，其業務預測必須有具體及可信的業務計劃支持，而有關預測亦必須基於已簽署的合約以及可靠的客戶需求（加上底線以作強調）。
8. 在有關個案中，發行人依賴了新設立業務來證明其已遵守《上市規則》第 13.24 條。上市覆核委員會在評估發行人的新發展業務時，採取了較上市委員會更為樂觀的態度，並表示“整體認為[有關業務]有前途，相當可能在未來發展成為有價值、可行及可持續發展的業務”。
9. 上市覆核委員會在得出上述的結論時，注意到有關業務的若干正面因素，但沒有妥為回應上市委員會表示的憂慮，即這項新業務未能達成 2021 財政年度的盈利預測，而其 2022 財政年度的盈利預測亦缺乏指引信所要求的有效客戶訂單的支持。