



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

2018年12月

目錄

| | |
|--|----|
| 引言 | 3 |
| 第 1 節 | 4 |
| 檢討目的 | 4 |
| 2018 年檢討的範圍 | 5 |
| 本會如何進行評估 | 6 |
| 第 2 節 | 7 |
| 交易所就首次公開招股申請及申請人是否適合上市進行的審核 | 7 |
| 交易所在規管反收購交易方面的工作 | 13 |
| 交易所對核數師無法表示意見情況的處理方法 | 23 |
| 交易所有關上市規則執行的政策 | 28 |
| 本會對港交所於 2016 年及 2017 年的年報內有關上市部營運情況的 檢視 | 35 |

引言

1. 本報告撮述證券及期貨事務監察委員會（證監會）在 2018 年度就香港聯合交易所有限公司（交易所）於 2016 年及 2017 年的規管上市事宜表現進行檢討後的主要結果及建議。
2. 為擬備本報告，我們檢討了上市部於 2016 年及 2017 年的營運活動、流程及程序。此外，我們透過檢視交易所的相關個案檔案，了解其流程及程序的實際運作方式，藉此對多個範疇進行更深入的檢討。作為是次檢討的一部分，我們與上市委員會的主席及副主席進行了面談，了解他們對上市部表現的看法。
3. 是次檢討的範圍詳述於本報告第 1 節，而檢討的主要範疇為：
 - (a) 交易所就首次公開招股申請及申請人是否適合上市進行的審核；
 - (b) 交易所在規管反收購交易方面的工作；
 - (c) 交易所在處理核數師無表示意見方面的工作；及
 - (d) 交易所有關上市規則執行的政策。
4. 有關是次檢討的全部結果及建議載於本報告第 2 節。我們已識別出多個可能須予改善的範疇，並提出了相關建議供交易所考慮。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提出的建議方案。
5. 本會謹此感謝上市委員會成員及上市部職員在檢討過程中向本會提供的協助。

第 1 節

檢討目的

6. 本會根據《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，本會將會定期審核或檢討交易所在規管上市相關事宜方面的表現，藉此履行其監管和監察交易所的法定職能。
7. 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對其作為監管機構與同時作為牟利組織之間的利益衝突，包括由上市委員會履行的監督職能。
8. 《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，當中包括須在合理地切實可行的範圍內確保市場是有秩序、消息靈通及公平的。交易所在履行此職責時須：
 - (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認可交易所的利益有衝突時，優先照顧公眾利益。
9. 第 21 條亦規定交易所須提供和維持（其中包括）：
 - (a) 足以應付其業務的需求和設備妥善的處所以進行其業務；
 - (b) 稱職的人員以進行其業務；及
 - (c) 具有足夠處理能力、應變或應急設施、保安安排及技術支援的自動系統，以進行其業務。

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》。

10. 根據《上市事宜諒解備忘錄》，交易所同意其作為所有上市相關事宜的前線監管機構須：
- (a) 確保上市公司、上市公司的董事、控股股東、保薦人、授權代表或任何其他市場使用者適當及妥善地遵守：
 - (i) 《上市規則》；及
 - (ii) 該等規則對上述人士所施加的任何責任；
 - (b) 維持一個提供最新的上市公司資料的公眾資料庫；
 - (c) 維持合適的財務報表審閱計劃，藉此鼓勵作出高水平的財務披露和偵測不當披露的情況；
 - (d) 在上市部內維持足夠的人手，而職員須具備充分的專業水平及經驗，以便履行上市部的職責；
 - (e) 為妥善規管上市相關事宜，必須為所有交易和由上市部、上市委員會及上市上訴委員會處理的其他事宜備存妥善的檔案、紀錄及系統；及
 - (f) 為上市部職員制訂和維持充足的程序指引、查檢表及匯報機制，以協助他們執行《上市規則》及履行他們各自的職責。
11. 政府於 2004 年 3 月發表的《有關改善規管上市事宜的建議——諮詢總結》中建議，除其他事宜外，本會應就其對交易所履行上市職能的表現所作的檢討擬備報告，並在發表報告前將之呈交予財政司司長。
12. 本會是根據《證券及期貨條例》、《上市事宜諒解備忘錄》及《上市事宜諒解備忘錄的首份補充文件》所列明的準則進行是次檢討。本報告載有我們所進行的評估，以及（在適用的情況下）我們就交易所在持續履行其在《證券及期貨條例》下的法定責任的過程中應檢討或處理的事宜所提出的建議。

2018 年檢討的範圍

13. 我們對上市部於 2016 年及 2017 年的營運活動、流程及程序進行了一般性檢討。此外，我們就以下範疇進行了更深入的檢討：
- (a) 交易所就首次公開招股申請及上市合適性進行的審核；
 - (b) 交易所在規管反收購交易方面的工作；
 - (c) 交易所在處理核數師無表示意見方面的工作；
 - (d) 交易所所有關上市規則執行的政策；及
 - (e) 香港交易及結算所有限公司（**港交所**）就上市部於 2016 年及 2017 年的運作情況所作出的報告。

本會如何進行評估

14. 本會進行評估時參考了：
- (a) 上市部各營運組的相關內部文件、書面政策、程序及流程；
 - (b) 抽樣個案，包括有關營運組的內部報告及個案檔案；
 - (c) 本會在與上市部日常聯絡的過程中自上市部接獲的資料，包括上市部向本會提供的每月報告、內部報告及個案數據；
 - (d) 港交所《2016 年年報》及《2017 年年報》、《2016 年上市委員會報告》及《2017 年上市委員會報告》、《從審閱年報內容監察發行人合規情況 2016 年完成的報告》及《從審閱年報內容監察發行人合規情況 2017 年完成的報告》，和《財務報表審閱計劃—2016 年完成的報告》及《財務報表審閱計劃—2017 年完成的報告》；
 - (e) 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；
 - (f) 上市委員會的會議紀錄、交易所和港交所董事會的會議紀錄，以及其他與上市委員會和上市部的活動有關的相關內部文件；
 - (g) 上市部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) 本會與上市部主管、各營運組主管及上市部其他高層人員的討論；及
 - (j) 本會與有關個案主任的討論。
15. 本會對交易所表現的評估及在本報告內所發表的意見，代表了本會的實地視察或與上市委員會成員進行的討論，以及本會根據《上市事宜諒解備忘錄》與交易所的持續溝通的結果。
16. 本會與上市部主管及上市委員會主席討論了本會的檢討結果，並已將他們其後對該等結果所表達的意見納入本報告內。
17. 本報告已反映交易所在檢討期完結後因應本報告所載的建議而採取的任何措施。

第 2 節

交易所就首次公開招股申請及申請人是否適合上市進行的審核

引言

18. 在有關期間內，媒體日益關注到透過首次上市製造空殼公司的情況，特別是在創業板（現稱 **GEM**）上，原因是該板的上市門檻及市值要求均較低。該等空殼公司通常在上市後便會易手（見下文第 61 及 62 段）。上市部向我們表示已注意到媒體的關注，並決定應處理空殼公司的問題，及建議向市場發出指引。上市部與上市委員會就該問題進行討論，並在討論後發出《首次公開招股指引信》（定義見下文）。
19. 交易所在 2016 年 6 月就那些規模及前景均與其獲取上市地位所付出的成本或上市目的不匹配的新申請人是否適合上市，發出指引（《首次公開招股指引信》）³。這些情況或會令人對申請人的上市理由及目的提出疑問，繼而質疑他們事實上是否適合上市（見第 22 段）。若某上市申請人具有指引信所載的一些特點，交易所會對該宗上市申請進行更針對性的檢視。

《上市規則》的相關規定和指引

20. 《上市規則》第 8.04 條⁴訂明，發行人及其業務必須屬於交易所認為適合上市者。
21. 《上市規則》第 2.06 條訂明，上市申請人是否適合上市，須視乎多項因素而定。上市申請人應了解到符合《上市規則》是不能確保其適合上市。交易所保留酌情決定接納或拒絕申請的權利，而於作出決定時，交易所會特別考慮《上市規則》第 2.03 條所列的一般原則，包括（除其他事項外）申請人適合上市。

《首次公開招股指引信》

22. 《首次公開招股指引》信第 1.4 段概述交易所識別為“預警跡象”的特點。交易所觀察到具有“類似空殼”特質的公司（即在是否適合上市方面可能存有問題的公司）有以下一個或多個特點⁵：
- (a) 低市值；
 - (b) 僅勉強符合上市資格規定；
 - (c) 集資額與上市開支不合比例；
 - (d) 僅有貿易業務且客戶高度集中；
 - (e) 絕大部分資產為流動資產的“輕資產”模式；

³ HKEX-GL68-13A—有關首次公開招股審批及申請人是否適合上市的指引（2016 年 6 月）。

⁴ 對等的《GEM 上市規則》是第 11.06 條。

⁵ 交易所在 2012 年至 2014 年期間審核於主板及 GEM 上的所有新上市公司時，注意到這些共同特點，即在有關公司上市後，控股股東於監管禁售期屆滿後不久便更改，或逐步出售其權益。

- (f) 與母公司的業務劃分過於表面：申請人的業務只是按地區、產品組合或不同開發階段等刻意從母公司業務劃分出來；及／或
 - (g) 在上市申請之前階段幾乎沒有或無外來資金。
23. 若上市申請人出現上述某些“類似空殼”的特點，交易所預期申請人及保薦人提交詳盡分析以證明申請人適合上市，分析包括（除其他事項外）以下方面：
- (a) *所得款項用途* — 交易所預期申請人會披露具體的所得款項用途，而有關用途應符合申請人過往及未來的業務戰略及行業趨勢，並解釋上市的商業理據；
 - (b) *未來目標及戰略* — 交易所預期申請人提交全面的分析以證明其就業務營運及增長有詳細的策略計劃；
 - (c) *溢利及收益增長* — 若申請人(i)曾出現溢利及收益的增長下跌或偏低；及／或(ii)將在上市後錄得溢利增長下跌或偏低，應提交全面的分析以證明申請人的業務能夠持續發展；及
 - (d) *潛在夕陽行業* — 若申請人處於潛在夕陽行業或其業內市場前景下滑，申請人須能證明其業務可行性，及其有能力與資源調整其業務以回應市場需求的轉變。申請人亦應證明業務的回報值得公司付出上市的費用。
24. 交易所亦可對申請人施加額外規定或條件，或行使其酌情權以不適合上市為由拒絕有關申請。

經檢視的個案

25. 我們對交易所在審核新上市申請時就潛在空殼公司所作出的決定進行檢視，以了解其在採納《首次公開招股指引信》的原則時所用的方針。
26. 在有關期間內及於刊發《首次公開招股指引信》後，交易所接獲了 446 宗上市申請。我們檢視了涉及 28 宗新上市申請的交易所個案檔案，當中包括五宗在《首次公開招股指引信》生效後提交予上市委員會以尋求指引的個案，及 23 宗似乎涉及與空殼公司有關的重大潛在問題的個案。

上市部對上市申請的審核

27. 交易所在接獲上市申請時，首次公開招股個案小組首先會參照《首次公開招股指引信》所載的特點來考慮有關申請，並填妥內部核對表。有關核對表屬於上市部報告的一部分，而該報告會提交予上市委員會或 GEM 上市審批小組⁶考慮。
28. 若上市申請人出現如同《首次公開招股指引信》信所載的某些“類似空殼”特點，該個案小組會就（除其他事項外）該申請人的(i)所得款項的擬定用途；(ii)集資需要；及(iii)業務策略及日後增長計劃，向該上市申請人及其保薦人作出查詢。

⁶ 《GEM 上市規則》第 3.05 條規定，上市部可批准或拒絕某項 GEM 上市申請。GEM 上市審批小組就此目的而成立，並由上市主管及上市部的高級職員組成。GEM 上市審批小組的權力由 GEM 上市委員會轉授，並須受到 GEM 上市委員會的監察。實際上，若特定的上市申請引起罕見或敏感的問題，GEM 上市審批小組會尋求 GEM 上市委員會的指引。

上市委員會對《首次公開招股指引信》的應用

29. 在《首次公開招股指引信》生效後，上市部就如何在五宗上市申請中應用《首次公開招股指引信》一事，向上市委員會尋求指引⁷。
30. 在某些個案中，儘管上市部及上市委員會對申請人的上市理據有所懷疑（例如，若申請人的擴展計劃或所得款項的建議用途似乎並不合理），但他們認為難以質疑申請人所述的上市意圖⁸。在這些情況下，申請人須在上市文件內加強資料披露，以處理該等關注事項。
31. 下文載有關於該五宗個案的討論。上市委員會就該等個案所作出的決定，為上市部在它審核其後的上市申請時提供指引，並有助令決策過程保持一致。

個案一（GEM 申請人）—具有“類似空殼”特點的申請人

32. GEM 上市審批小組關注到申請人可能屬於潛在空殼公司，因而向上市委員會尋求指引，原因是申請人在提交上市申請時，香港經濟放緩，故此其擴展計劃令人質疑，加上申請人的純利微薄。申請人亦沒有任何明顯的集資需要，而且申請人其實可省略其上市開支，並運用這筆款項來擴展業務。其所述的上市理由亦似乎是樣板式的披露。
33. 上市委員會認同 GEM 上市審批小組的關注事項。該委員會注意到，申請人預期集資的金額較其他 GEM 上市公司的集資金額少，因此其上市開支相對龐大（實際金額卻不多）。然而，該委員會認為，公司規模小及集資金額低，是 GEM 獨有的特點⁹。
34. 上市委員會亦考慮到，申請人在 2006 年便開始營運，因此並不是在提交上市申請前不久才“製造”出來¹⁰。申請人於香港的經營場所證明其業務似乎是真實的。
35. 上市委員會視申請人為“邊緣”個案，並要求申請人顯示其對上市有更大的承諾。為回應該委員會的要求，控股股東自願地同意向交易所承諾會將禁售期¹¹延長額外 12 個月。上市委員會批准了該上市申請。

其後個案

36. 在其後多宗具有類似潛在空殼特點的首次公開招股個案中，申請人在上市部或上市委員會並無作出有關要求下，自願延長禁售期（見下文個案四及五）。
37. 鑑於上市委員會對本個案的意見，上市部建議該委員會批准多個(i)市值非常低；或(ii)以大部分上市所得款項支付上市開支的申請人上市（見下文個案二及四）。

⁷ 在 2016 年 6 月底至 2016 年 11 月初期間發生。

⁸ 摘錄自上市委員會會議紀錄：“由於上市部從未依據〔《首次公開招股指引信》〕拒絕過任何上市申請，因此上市部只應拒絕情況最差的個案，從而向市場傳達清晰的訊息。再者，該做法須對公司董事及股東的意圖作出評估，但公司董事及股東的意圖卻難以證實。猜度公司所得款項用途是否合乎情理，並不是上市部的慣常做法。”

⁹ 摘錄自上市委員會會議紀錄：“設立 GEM 旨在協助規模較小的公司（例如該公司）滿足其集資要求。因此，該公司規模小及集資金額不多，正是其上市所在的市場的特點。”

¹⁰ 摘錄自上市委員會會議紀錄：“該公司的營運歷史可追溯至 2006 年，因此並非在上市申請前不久才製造出來的潛在空殼公司（通常是上市前 18 個月或兩年製造出來）。”

¹¹ 在禁售期內，控股股東不得出售相關上市發行人的股份，以致他們在出售有關股份後不再成為控股股東。

個案二（主板申請人）－沒有明顯集資需要的申請人

38. 申請人有穩定的盈利，並且是其所屬行業的市場龍頭。申請人亦有大量現金結餘、可隨時提取的銀行信貸額及充裕的營運資金流。申請人透過上市擬集資的金額不多，而且其首次公開招股所得款項沒有任何特定用途¹²。上市部質疑申請人的上市理據，並尋求上市委員會的指引。
39. 在上市委員會聆訊上只就上市部的關注事項進行簡單的討論。該委員會認同上市部的意見，認為申請人由於現金充裕，似乎沒有確實的集資需要。儘管如此，該委員會認為，單單因為該理由而視申請人為不適合上市，這做法過於嚴格¹³，故此批准了該上市申請。

其後個案

40. 其後有數宗個案涉及申請人擁有大量現金結餘及可動用資金，且有關金額超出了在首次公開招股中擬集資的建議金額，上市部建議上市委員會批准有關上市申請。上市部會要求有關申請人在上市文件中就所得款項的建議用途作出詳細的披露，以證實其集資需要。

個案三（GEM 申請人）－具有“類似空殼”特點及殼股活動紀錄的申請人

41. GEM 上市審批小組尋求上市委員會的意見，因為該小組認為申請人屬於潛在空殼公司，理由如下：
- (a) 申請人的控股股東過往曾設立及出售同一行業的公司。由於申請人的控股股東過往曾經將類似業務上市，並在股東禁售期屆滿後不久便出售有關公司，故上市部質疑股東對經營有關業務的承諾；及
- (b) 申請人無法證明有落實其擴展計劃的業務需要。申請人亦似乎沒有任何即時的集資需要，因為它有足夠的資金及內部資源以實行其擴展計劃。上市部認為，所得款項的擬定用途與其過往及未來業務策略並不相符。
42. 上市委員會委員的意見不一。部分委員認為，若基於所得資料對某公司事實上是否為空殼公司一事有合理懷疑，交易所便不應視該公司為潛在空殼公司¹⁴。
43. 其他委員並不認為申請人所述的所得款項用途是可信的，因為他們認為，除了尋求上市外，申請人其實可在不尋求上市的情況下獲得銀行貸款來為其擴展計劃提供資金。該委員會注意到，鑑於其業務的性質及市值低，申請人在上市後可輕易地把公司賣出（作為空殼公司）。考慮到申請人的特點及其控股股東過往曾建立及出售同一行業的公司，上市委員會決定，申請人不適合上市及拒絕其申請。

¹² 申請人表示，集資所得的款項淨額會作為其資訊科技管理系統升級之用，以提高承接大型合約的能力，及聘請更多員工。

¹³ 摘錄自上市委員會會議紀錄：“由於該公司有大量現金，故似乎沒有確實的集資需要。然而，交易所若認為某公司因有大量現金而不適合上市，並採納這做法的話，便屬過於嚴格。”

¹⁴ 摘錄自上市委員會會議紀錄：“交易所應基於無罪推定，而非有罪推定的原則來審核首次公開招股個案。如有合理懷疑，交易所不應視某公司為潛在空殼公司。我們對本個案有合理懷疑。”

其後個案

44. 我們注意到，在其後的一宗個案中（見下文個案五），上市部就另一宗上市申請尋求該委員會的意見，而有關申請人的控股股東同樣有涉及殼股活動的紀錄。在該個案中，該委員會決定上市部應繼續審核該公司的上市申請，但沒有提供理由以說明為何在評估該申請人是否適合上市時，有關控股股東過往涉及殼股活動一事並不構成問題。其後，有關上市申請獲該委員會批准。

個案四（GEM 申請人）－申請人的所得款項用途與其業務策略不符

45. GEM 上市審批小組尋求上市委員會的指引，因為該小組關注到，申請人可能屬於潛在空殼公司，原因是申請人有意將大部分首次公開招股的所得款項用來購買辦公室，以舉行講座及作陳列室用途，而在往績紀錄期間，申請人並無購買任何物業作其業務之用，而且其租金支出微不足道。申請人的上市開支會由該公司首次公開招股前的投資者的投資所得款項所支付，GEM 上市審批小組質疑該首次公開招股前的投資者投資於申請人的理據。
46. 在上市委員會會議上，上市委員會集中討論申請人在利潤及純利方面的負增長（此現象是須作出詳盡分析的其中一項因素，見《首次公開招股指引信》第 3.2 段）¹⁵。上市委員會得出的結論是，其關注事項可透過資料披露獲得處理，並要求申請人在招股章程內〈業務概覽〉及〈監管概覽〉的章節中加強資料披露，以及批准了有關上市申請。我們注意到，於進行上市委員會聆訊前，申請人的控股股東在上市部沒有作出相關要求下，自願地將禁售期延長額外 12 個月。

其後個案

47. 鑑於上市委員會對本個案的意見，上市部不會視建議使用首次公開招股所得款項來支付收購項目的申請人為潛在空殼公司，前提是他們可證明建議的收購項目與同業的收購項目相若，及在上市文件中適當地作出披露。

個案五（主板申請人）－申請人有“類似空殼”活動紀錄

48. 申請人是從現有上市公司分拆出來的。雖然申請人沒有顯示《首次公開招股指引信》所列的任何特點，但其控股股東有“類似空殼”活動紀錄¹⁶。上市部尋求上市委員會的指引。
49. 上市委員會認為，雖然申請人看來屬於潛在空殼公司，但該申請人似乎不是首次公開招股指引信所指的潛在空殼公司，而且其業務規模似乎相當大¹⁷。上市部其後向我們表示，上市委員會從上市部的報告得知申請人的市值在上市時會介乎 18 億至 22 億元，大大超出近期主板

¹⁵ 摘錄自上市委員會會議紀錄：“GEM 上市審批小組所提出的主要問題是，該公司依據〔《首次公開招股指引信》〕是否屬於潛在空殼公司。GEM 上市審批小組的關注事項及推薦人的進一步呈述載於上市部報告第 III 節。上市部就該公司是否可能屬於空殼公司，尋求委員會的意見，而根據《GEM 上市規則》第 11.06 條這點可能令該公司不適合上市。上市部邀請委員發表意見。”然而，會議紀錄內沒有記錄委員會對 GEM 上市審批小組提出的關注事項所作出的討論。

¹⁶ 控股股東是一家在香港的上市公司，過往曾分拆旗下兩家公司以在主板上獨立上市。在根據《上市規則》所訂的相關 12 個月禁售期屆滿後不久，控股股東便出售其在有關公司的全部權益。在分拆後，兩家公司進行多項涉及在截然不同的行業收購業務的主要交易。該兩家公司的董事會成員亦有不少變動。

¹⁷ 摘錄自上市委員會會議紀錄：“儘管該公司看來屬於潛在空殼公司，但似乎不是〔《首次公開招股指引信》〕的框架所指的潛在空殼公司。以其規模來看，該公司亦不似是空殼公司。”

殼股約 7 億元的市值¹⁸。上市委員會其後要求申請人在另一個標題下，重覆披露其控股股東過往在其他公司分別於交易所上市後不久便將它們出售一事（已載於上市文件摘要的章節內）。

50. 上市委員會會議紀錄沒有提及在考慮申請人是否適合上市時，有否考慮控股股東過往的“類似空殼”活動紀錄，亦沒有提及為何申請人似乎不是《首次公開招股指引信》所指的潛在空殼公司，有關上市申請亦被批准。我們注意到，於進行上市委員會聆訊前，申請人的控股股東在上市部沒有作出相關要求下，已自願地將禁售期延長額外 24 個月。

後續發展—經更新的指引

51. 交易所在 2018 年 4 月刊發經更新的《首次公開招股指引信》（HKEX-GL68-13A—有關首次公開招股審批及申請人是否適合上市的指引）。
52. 在經更新的指引信中，交易所強調其重點在於審核申請人是否適合上市，而不是採取“核對清單”的方式來判斷。交易所強調會全面評估申請人是否適合上市，特別是研究所述的所得款項用途及集資需要是否與其未來目標及策略一致，及上市申請人是否有上市的商業理據。上市申請人若未能證明有上市的商業理據，可能不會被視為適合上市。
53. 自刊發經更新的《首次公開招股指引信》起至 2018 年 10 月為止，交易所以申請人未能證明有上市的商業理據及似乎沒有確實的融資需要為由，已拒絕九宗上市申請。五宗被拒的上市申請正等待覆核聆訊。

證監會的觀察所得

申請人是否適合上市

54. 上市委員會承認難以應用《首次公開招股指引信》的概念（特別是在“類似空殼”特點並不明顯的情況下），因為有關做法需要評估申請人的意圖¹⁹。根據上市委員會就其中一宗經檢視的個案（上文個案三）所作出的會議紀錄，除非可毫無合理疑點地斷定申請人屬於空殼公司，否則該申請人應獲准上市。為處理其對“邊緣”個案的關注事項，交易所已規定申請人在上市文件中加強資料披露，例如規定申請人披露所得款項的擬定用途，及解釋有關用途是否與申請人過往及日後的業務策略相符。
55. 在審核上市申請人是否適合上市時，交易所根據《上市規則》須就申請人及其業務是否適合上市一事得出意見。在拒絕申請人上市申請之前要求無合理疑點的證據以證明申請人不適合上市，與《上市規則》有所抵觸。上市部其後向我們表示，上市委員會沒有在個案三應用有關準則，而是在整體上檢視所有事實（包括融資需求；擴展計劃是否可獲得證實；及在建議擴展後業務是否沒有增長等），然後就該個案的情況作出判斷。
56. 我們注意到，在某些個案中，申請人的控股股東在交易所沒有作出相關要求下，自願地將禁售期延長，以證明其對上市有更大的承諾（見第 46 及 50 段）。我們質疑這做法是否能令交

¹⁸ 上市部其後向我們表示，上市委員會認為申請人不大可能是空殼公司，因為其市值超過傳聞 6 億元的殼股價。我們亦從相關上市委員會的會議紀錄得知，有意見指：“然而，有 18 億港元的重大資產淨值的上市發行人看來是理想的殼股，因為可向該發行人注入新資產或業務，而不會觸發該規則第十四章的規定”。

¹⁹ 摘錄自上市委員會會議紀錄：“由於上市部從未依據〔《首次公開招股指引信》〕拒絕過任何上市申請，因此上市部只應拒絕情況最差的個案，從而向市場傳達清晰的訊息。再者，該做法須對公司董事及股東的意圖作出評估，但公司董事及股東的意圖卻難以證實。猜度公司所得款項用途是否合乎情理，並不是上市部的慣常做法。”

易所對申請人的上市意圖感到安心。我們認為，自願延長禁售期可能是那些涉嫌製造空殼公司人士的手段，試圖藉此利用交易所的明確測試方針來達到他們將空殼公司上市的目的，因而可能屬於預警跡象。上市部其後向我們表示，他們並非只以延長禁售期的承諾作為申請人並非潛在空殼公司的指標，而且在 2018 年 4 月刊發的經修訂的《首次公開招股指引信》清楚指明，延長禁售期的承諾並沒有解決對潛在空殼公司的關注事項。

57. 我們注意到，經更新的《首次公開招股指引信》改善了交易所在評估具有潛在空殼特點的上市申請人是否適合上市時所採用的方針。這證明交易所一直致力加強對上市申請人的審核，以打擊造殼及殼股的交易活動，並確保進入本地市場的公司的質素。我們鼓勵交易所繼續致力維持香港市場的質素及廉潔穩健，及保障投資大眾的利益。

討論紀錄

58. 我們注意到，在某些個案中（例如上文個案四及五），上市部或 GEM 上市審批小組對申請人可能屬於潛在空殼公司（見第 45 及 48 段）感到特別關注，並向上市委員會尋求指引。然而，個案檔案並無記錄上市委員會就該等特別關注事項所作出的討論。我們不清楚該等關注事項是如何獲得處理（如有的話）。
59. 我們建議，交易所應檢討其作業手法及程序，確保上市部或 GEM 上市審批小組所提出的關注事項獲得處理，及將有關決定的理由適當地以文件記錄下來（不論該委員會是否認同或駁回所提出的關注事項）。至少，上市委員會的個案檔案及會議紀錄應載明足夠的細節、在會上討論的所有要點，及該委員會對上市部、GEM 上市審批小組及上市委員會提出的關注事項所作的考慮，以及該等關注事項是如何獲得處理。

交易所在規管反收購交易方面的工作

引言

60. 根據《上市規則》，反收購（反收購行動）交易被當作猶如是新上市般處理，並須符合《上市規則》第八及九章所刊載有關新上市申請的程序及規定（見第 65 段）。
61. 借殼上市涉及經刻意策劃的交易及安排，藉此令資產得以上市，並可同時規避適用於新上市申請人的規定，當中包括《上市規則》下的各項首次上市準則，例如是否適合上市²⁰、財務資格準則²¹及是否有足夠公眾人士對發行人的業務感興趣²²。若不將此類交易視為反收購行動，上市發行人便得以逃避相關的披露及盡職審查責任，以及監管審核程序。
62. 近年，與借殼上市及殼股活動相關的問題引起傳媒廣泛報道。據報，借助空殼公司進行借殼上市的需求令這些公司的價值飆升，因為部分市場參與者為求以借殼方式將非上市業務或資產上市，願意支付大額溢價收購已上市的空殼公司。

《上市規則》的相關規定

63. 根據《上市規則》第 14.06(6)條所界定，反收購行動指上市發行人的某項收購或某連串收購，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的其中一部

²⁰ 《上市規則》第 8.04 條。

²¹ 《上市規則》第 8.05 條。

²² 《上市規則》第 8.07 條。

分)，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擬收購的資產上市的意圖，同時亦構成規避有關新申請人規定的一種方法。這是一項原則為本測試。

64. 另外，《上市規則》第 14.06(6)(a)及(b)條載有適用於兩類涉及發行人控制權²³變動的特定反收購行動的明確測試，分別為：
- (a) 由上市發行人進行構成非常重大收購事項²⁴的一項資產收購或一連串資產收購，而當該發行人進行有關收購之同時，該發行人的控制權（如《收購守則》所界定的）出現變動；或有關收購將導致該發行人的控制權有所改變；或
 - (b) 在控制權轉手後的 24 個月內，上市發行人向新控股股東收購資產，而有關資產收購或一連串資產收購（以個別或總體而言）構成非常重大收購事項。
65. 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²⁵般處理，而該發行人將須遵守適用於新上市申請人的規定²⁶。

有關執行反收購行動規定的指引

66. 反收購行動規則屬反規避條文，旨在防止任何人規避新上市規定，因此執行有關規則須運用判斷力。在釐定某項交易是否屬於一項反收購行動時，交易所認為重要的是在容許正當業務活動（例如業務合併及擴充）與必須維持市場質素（透過要求反收購行動必須符合新上市規定）之間取得平衡。
67. 交易所於 2014 年 5 月就應用反收購行動規則下的原則為本測試發出了指引（《反收購行動指引信》）²⁷。根據原則為本測試，交易所會考量六項準則，來評估某項收購是否構成達致擬收購資產上市的意圖，同時亦構成規避新上市規定的一種方法。這些準則分別為：
- (a) 交易規模相對於發行人的規模；
 - (b) 所收購業務的質量，即能否符合上市的營業紀錄規定，或有關業務是否不適合上市；
 - (c) 發行人於收購前的業務性質及規模；
 - (d) 發行人的主要業務有否出現任何根本轉變；

²³ 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。

²⁴ 《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。

²⁵ 《上市規則》第 14.54 條。

²⁶ 當中包括：(a)經擴大後的集團或將被收購的資產須符合《上市規則》第 8.05 條下有關新申請人的營運紀錄規定；(b)經擴大後的集團須符合《上市規則》第八章的所有其他新上市規定；(c)上市發行人須刊發一份載有新上市申請所需的全部資料及非常重大收購事項所需的全部資料的上市文件；及(d)上市發行人須委任一名保薦人，而該保薦人須就該交易進行妥善的盡職審查。

²⁷ HKEX-GL78-14—就根據《上市規則》14.06(6)條（《創業板規則》第 19.06(6)條）執行有關反收購行動規定的指引（2014 年 5 月）。

- (e) 過去、建議中或計劃中的其他事件及交易，連同該收購會構成一連串的安排，以規避反收購行動規定；及
- (f) 向賣方發行任何受限制可換股證券，使賣方取得對發行人的實際控制權。

68. 若交易所經考量上述六項準則後將某項交易視為“極端”個案，該交易便會根據原則為本測試被視作反收購行動處理，除非(i)擬收購的資產能符合《上市規則》第 8.05 條²⁸下的最低盈利規定；及(ii)規避新上市規定不會構成重大關注問題，該交易在該情況下則會被視作極端非常重大收購事項而非反收購行動處理。
69. 上市部認為屬反收購行動的交易，不須上報上市委員會。另一方面，潛在極端非常重大收購事項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 65 段）。然而，如該委員會認為反收購行動規則並不適用於某項極端非常重大收購事項，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²⁹。

後續發展－市場諮詢

70. 為解決涉及借殼上市及殼股相關活動的問題，交易所於 2018 年 6 月就建議修訂反收購行動規則展開市場諮詢（《借殼上市諮詢文件》）³⁰。該諮詢文件所載的建議一方面旨在加強反收購行動規則，以防止借殼上市（尤其是涉及空殼公司的借殼上市）；而另一方面旨在加強適用於上市發行人的持續上市準則，以阻止製造及維持上市空殼公司。我們對交易所的建議表示歡迎³¹。
71. 交易所建議(i)將原則為本測試下的六項評估準則編納成規；(ii)擴大該等準則的範圍或釐清該等準則的應用；及(iii)施加適用於被歸類為反收購行動及極端交易的交易的額外規定（見下文第 95 及 110 段）。

交易所就潛在反收購行動進行的審查

72. 交易所透過以下途徑識別潛在反收購行動個案：(i)事後審核關於低於非常重大收購事項界線的交易的公告；(ii)審核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。上市部於 2016 年及 2017 年分別審核了 60 及 64 份關於非常重大收購事項的公告草擬本，並分別處理了 28 及 32 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 95 宗個案（2016 年：53 宗及 2017 年：42 宗），以考慮這些個案會否被視為反收購行動或是極端非常重大收購事項。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。

²⁸ 就 GEM 公司而言，《GEM 上市規則》第 11.12A 條下的淨現金流入規定。

²⁹ 根據《反收購行動指引信》，發行人將須應用新上市申請人所適用的上市文件披露標準，加強披露有關收購目標及發行人未來業務前景的資料。財務顧問須就有關交易的盡職審查工作，向交易所提供符合該指引信附件二所載格式的聲明。

³⁰ 《有關借殼上市、持續上市準則及其他〈上市規則〉條文修訂的諮詢文件》（2018 年 6 月）。

³¹ 見證監會 2018 年 6 月 29 日題為“證監會支持聯交所處理借殼上市問題的應對措施”的新聞稿（<https://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/news-and-announcements/news/doc?refNo=18PR74>）。

73. 在該 95 宗個案中，上市部斷定 22 宗個案（23.1%）屬反收購行動（2016 年：12 宗及 2017 年：十宗），以及七宗（7.4%）屬極端非常重大收購事項（2016 年：三宗及 2017 年：四宗）。

74. 由上市發行人監管組審核的潛在反收購行動的宗數概述如下：

| | 2016 | 2017 |
|---|---------------|---------------|
| 經審核的非常重大收購事項公告的數目 | 60 | 64 |
| 接獲有關潛在反收購行動事宜的查詢的數目 | 28 | 32 |
| 總數 | 88 | 96 |
| 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） | 53 (60.2%) | 42 (43.8%) |
| - 被斷定為反收購行動（註 2） | 12 (22.6%) | 10 (23.8%) |
| - 被斷定為極端非常重大收購事項（註 2） | 3 (5.7%) | 4 (9.5%) |
| 註 1：百分率乃根據有關年度內經審核的非常重大收購事項公告及所接獲有關潛在反收購行動事宜的查詢的總數計算得出。 | | |
| 註 2：百分率乃根據有關年度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。 | | |

75. 在有關期間內，上市部及上市委員會曾在不同的上市委員會政策會議上，探討與借殼上市及殼股活動有關的政策和交易所審查這些個案的方式。交易所亦先後刊發多份指引材料，說明該委員會就如何應用反收購行動規則、現金資產公司及發行人是否擁有足夠的業務運作而作出的決策。

76. 交易所向我們表示，雖然反收購行動評估準則自《反收購行動指引信》發出以來並無任何修改，但交易所留意到市場對反收購行動的策劃手法有所改變，故近年在考慮反收購行動規則會否適用於擬進行的交易時，已採用更嚴格的方式應用原則為本測試。舉例來說，鑑於有愈來愈多上市發行人企圖透過多項較小型的交易來規避反收購行動規則，從而達致借殼上市，上市部遂開始審查多項主要交易³²（即低於非常重大收購事項界線的交易），藉此（經考慮有關發行人進行的其他交易後）評估有關交易實際上是否反收購行動。

77. 交易所亦對看來並未根據《上市規則》第 13.24 條具備足夠的業務運作或資產以保持其持續上市地位的上市發行人³³，加強其規管方針。

經檢視的個案

78. 本會檢視了全部 95 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 32 宗在應用原則為本測試時涉及較不尋常或複雜事宜的個案，進行更詳細的

³² 這些個案佔該段期間內經審核的潛在反收購行動個案超過 10%。

³³ 交易所在多宗個案中斷定，多名上市發行人因(i)終止其原有業務，並為求維持上市地位而尋求開展多項新業務；或(ii)出售其原有業務及保留極小規模的運作而未能符合《上市規則》第 13.24 條下的持續上市責任（見上市決策 HKEX-LD99-2016、HKEX-LD98-2016 及 HKEX-LD97-2016（全部均於 2016 年 3 月公布））。

檢視。我們亦根據本會對上市公司的持續監察，另外挑選了一宗個案進行詳細檢視³⁴。

79. 作為檢視過程的一部分，本會檢視了全部 33 宗個案的相關檔案，藉此了解上市部為識別潛在反收購行動而逐項考量在原則為本測試下的六項準則時的經歷。我們亦探討了上市部對該等準則的應用情況是否符合《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。
80. 我們在檢視有關個案時，清楚知道反收購行動規則是以原則為本的，因此即使是兩組相類似的事實，也仍有可能會視乎該兩宗個案的*其他*情況而有不同詮釋。故此，就某宗交易是否屬於一項反收購行動所作的評估，應以各項準則的綜合結果為依據並從整體角度考量。

發行人的主要業務出現根本轉變

業務規模的比較

81. 《反收購行動指引信》述明，若發行人收購一項與其現有業務截然不同的業務，該收購便更有可能被視為一種為求令到目標資產得以上市的方法。尤其是若目標業務屬專門行業，而現有管理層並無相關專業知識以管理新業務；又或收購後，發行人將只會以經營新業務為主，使其現有業務變得微不足道，那麼屬上述情況的可能性將會更大。
82. 上市部在判斷擬進行的收購會否導致發行人的業務出現根本轉變時，通常會比較新業務與現有業務之間的相對規模。我們在檢視有關檔案時注意到，上市部採用了此方針來處理當中大部分個案。但有五宗個案是我們無法找到任何紀錄，以顯示個案小組在按照“主要業務出現根本轉變”的準則進行評估時曾進行上述比較。
83. 部分個案主任向我們表示，當發行人的現有業務不會終止或以絕對數值衡量不會變得微不足道時，他們並不認為業務有根本轉變。在此情況下，他們認為無須為施行此項準則而評估新業務的規模會否遠較現有業務的規模為大³⁵。
84. 以其中一宗個案為例，發行人在相隔七個月的時間內，先後收購了兩個屬同一行業的新業務（這些業務均有別於其原有業務），而來自新收購業務的合計收益為該發行人原有業務的收益近乎 20 倍³⁶。個案小組根據若干因素——其中包括發行人作出陳述指其將會繼續經營原有業務（該業務產生可觀收益及擁有可觀資產）——得出結論，認為該兩宗收購是業務多元化安排，而非主要業務的根本轉變。我們於上市部就主要業務出現根本轉變的準則所作的檔案紀要內，並無留意到該部門有考慮到該兩宗收購的綜合規模是否遠較原有業務為大，繼而可能令該發行人的主要業務出現根本轉變³⁷。

“現有”業務的範圍

85. 在評估某項交易會否導致發行人的業務出現根本轉變時，上市部通常須判斷哪些業務構成發行人的“現有”業務，以及是否應將近期收購或開展的業務視為“現有”業務的一部分，還

³⁴ 所考慮的指標因素包括：(i) 控制權出現變動或實際控制權出現變動；(ii) 曾進行重大交易；及(iii) 業務轉變。在呈現上述部分或全部因素的多宗個案中，我們挑選了三家公司，而其中兩家已包括在經抽樣選擇進行更詳細檢視的 32 宗個案之內。

³⁵ 為按照另一項準則“交易規模”進行評估，各百分比率仍須加以計算（見第 98 段）。

³⁶ 資產比率為 13.4%（以新的電子商務及金融服務業務與現有的地產發展及管理業務作比較）。

³⁷ 上市部其後解釋，有關兩項收購的合計效果（包括合併規模測試）於“構成一連串旨在規避反收購行動規則的安排的一部分”的準則之下而非“主要業務出現根本轉變”的準則之下的檔案紀要中有所討論。

是應將它們視為令到“新”業務得以上市而進行的一連串交易的一部分。我們檢討了上市部處理此問題的方針。

86. 在一宗個案中，發行人收購了一個新業務，並透過在同一行業內進行了數次進一步收購，將該項新業務發展成為一個主要業務分部。首次收購後兩年多，該發行人擬在同一行業內進行一項非常重大收購事項，而上市部當時斷定該項擬進行的非常重大收購事項與先前的多項交易屬於一連串構成業務根本轉變的安排的一部分，藉此規避反收購行動規則，故將該項擬進行的非常重大收購事項視為一項反收購行動。
87. 另一方面，對於同樣在相對短的時間內涉及數項新業務交易的四宗個案，上市部職員則認為新業務在首次交易後已成為發行人現有業務的一部分，因此將事後進行的各項收購視為擴充該等業務的安排，而非業務上的根本轉變³⁸。
88. 交易所在 2017 年 6 月發出的上市決策中，釐清了其在此範疇的處理方針³⁹。在該上市決策所列舉的例子中，發行人宣稱其在電玩遊戲業進行第一次收購後，電玩遊戲業務已成為其主要業務活動之一，而擬向同一行業的另一名賣方進行的第二次收購則為擴充該現有業務的安排。然而，交易所斷定該兩項收購構成了一連串收購，並應該合併計算，理由是該等收購於短時間內先後進行，將共同導致該發行人大量參與一項不同的新業務。交易所進一步表示，該兩項收購連同該發行人出售其原有業務的建議，將會令該發行人的主要業務完全改變，並構成旨在令電玩遊戲業務得以上市的一連串交易。交易所指出，有關規則沒有訂明在進行原則為本測試時可將一連串收購合併計算的明確時限，而有關評估須視乎個別個案的情況而進行。

信賴發行人的陳述

89. 我們在檢視個案檔案時注意到，上市部在評估業務是否出現根本轉變時，通常信賴發行人作出有關現有業務將會繼續經營的陳述⁴⁰。
90. 在三宗個案中，當上市部審核擬進行的有反收購行動疑問的交易時，有關發行人都表明將會繼續經營現有業務。然而，有關發行人當時已局部出售或縮減其原有業務，或其財務表現已經惡化。此外，這三宗個案中均已發生控制權轉變及轉換董事會，而在現有業務方面擁有經驗的執行董事全部或大部分被在新業務方面擁有經驗的新執行董事所取代。在有關交易後的六至 15 個月內，有關發行人便建議出售或進一步縮減其原有業務。儘管交易所對於這些發

³⁸ 在上述個案中，有關發行人於有關期間內分別在與其原有業務無關的行業內收購或展開了新業務。在上述四宗個案中，三宗所涉及的新業務是在控制權轉變後才收購或展開的。事隔約 12 至 20 個月，有關發行人各自在其先前收購或開展的較小型業務所屬的行業內訂立了較大型的交易。上市部未有將該兩宗交易合併計算，以釐定該兩宗交易（經一併考量時）會否導致有關發行人的主要業務出現根本轉變，反而是將近期收購或開展的業務視為有關發行人的“現有”業務，並認為後來進行的較大型交易屬於擴充有關發行人現有業務的安排。上市部其後解釋，其在處理這些個案時亦有顧及將有關收購項目合計後所得出的規模測試結果，但在作出反收購行動評估時認為這些個案不屬“極端”。然而，這些考慮因素未有記錄在某些個案的文件內。

³⁹ 上市決策 HKEX-LD109-2017（2017 年 6 月），當中所列舉的例子涉及一名原本從事食品業務的發行人。在該發行人的前控股股東出售其持有該發行人的全部股權的數月後，該發行人宣布向獨立第三方收購一家從事電玩遊戲業務的公司。約在首次收購完成後一年，該發行人擬再向獨立第三方收購另一家從事電玩遊戲業務的公司，並向其前控股股東出售其食品業務。雖然有關收購各自會獨立構成一項主要交易，但若合併計算的話，將會構成一項非常重大收購事項。

⁴⁰ 上市部其後解釋，其一般會向有關發行人查問其在現有業務方面的意向。若有關發行人其後的行動被認為與先前作出的披露並不相符，有關個案將會涉及合規問題，並須透過執法行動處理（見《2009 年上市委員會報告》

（https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Listing/How-We-Regulate/Listing-Committee/Listing-Committee-Report/AnnualRpt_2009dec_c.pdf））。

行人擬出售或進一步縮減現有業務的做法提出了關注，但已完成的交易不能被事後審核為反收購行動。

91. 上述其中一宗個案的發行人在其首次公開招股後的兩年內(i)轉換了控制權；(ii)更換了其董事會，而新任董事對於該發行人的現有業務毫無經驗；及(iii)更改了名稱，而新名稱和另一家與新控股股東有關聯的公司的名稱相近。該發行人同時已縮減其現有業務，並向新控股股東收購一項與其現有業務不同的新業務。以資產及收益計，該項新業務的規模約為現有業務規模的 70 至 80%。該發行人在交易通函中披露，其並無任何出售、縮減或終止其現有業務的意向或計劃。上市部雖然注意到該發行人已經在縮減其現有業務，但基於現有業務仍在產生收益，故認為主要業務並無出現根本轉變⁴¹。
92. 事後，根據該發行人於完成收購後刊發的首份中期報告，新業務所錄得的收益及資產分別約為現有業務的收益及資產的 130%及 520%。大約在當時，該發行人擬進一步縮減其現有業務，而上市部在此時向該發行人發出了關注信⁴²。

證監會的觀察所得

93. 上市部一般會根據內部會議的討論內容，向職員提供有關應用原則為本測試的指引，以及向職員講解最新的發展及監管回應。潛在反收購行動個案通常會在上市發行人監管組管理層會議或每日會議上討論，而討論紀要（連同決策）會向上市發行人監管組所有職員傳閱。上市發行人監管組的培訓計劃亦包括向新職員提供有關反收購行動規則的培訓。由於並無書面指引，故須依賴職員的經驗及能力來識別問題及作出正確判斷。我們建議上市部就反收購行動制訂書面指引，並更恒常地向職員提供持續培訓。有關指引及培訓應包括最近期且值得留意的案例，以說明上市部是按照相關準則進行評估以達致交易屬於或不屬於反收購行動的意見，及有關決策的依據。
94. 我們留意到，上市部職員在判斷擬進行的收購會否導致發行人的主要業務出現根本轉變時，通常會比較新業務與現有業務之間的相對規模。在經檢視的 95 宗個案中，我們發現有五宗個案的個案主任以狹義方式詮釋《反收購行動指引信》中有關“主要業務出現根本轉變”準則的指引⁴³，而只要發行人的現有業務不會終止或以絕對數值衡量不會變得微不足道，他們便不會比較業務的相對規模。我們亦留意到，有四宗個案涉及發行人近期收購或展開了與其原有業務無關的業務，並隨後在同一行業進行了更大型的收購。交易所認為新展開或收購的業務屬有關發行人的“現有”業務的一部分，並將其後進行的更大型交易視為擴充該“現有”業務的安排。
95. 為消除對於交易所按照此項準則進行評估的方式的任何誤解，交易所在《借殼上市諮詢文件》中重申反收購行動規則乃以原則為本，並建議假如發行人各項新業務的合計規模與其原有業務的規模相比顯得龐大，交易所可能會認為主要業務出現了根本轉變。根據該建議，交易所在進行評估時，會將新業務的合計規模與發行人原有業務在最近期擬進行交易時的規模作出比較（而“原有業務”指發行人在一連串交易中的首宗交易或事件發生之前所經營的業務）。該諮詢文件亦就如如何比較新業務與原有業務提供了指引，並舉例說明了該建議。

⁴¹ 上市部職員其後解釋，他們亦有考慮下列因素：(i)現有業務的規模較大，並產生了超過 1 億元的收益；及(ii)擬進行的收購在規模上僅屬一項主要交易。

⁴² 上市部關注到，擬進一步縮減現有業務的安排連同先前的企業行動及發展，構成了一連串意圖令新業務得以上市和規避新上市規定的交易及安排。

⁴³ 見第 81 段。

96. 據我們了解，上市部在審核擬進行的交易的過程中，有時可能會要求發行人提供陳述或確認。以第 90 段所述的三宗個案為例，我們強調，在該等情況下必須考慮可能指向其他結論的已知事實及情況，以批判性的態度對所獲提供的陳述是否值得信賴進行評估。在考慮有關陳述時，如有強烈理由顯示有關陳述不可信賴，上市部便應作出進一步跟進查詢，並在信賴獲提供的陳述前對所有相關資料進行批判性評估。
97. 我們留意到，有若干宗個案並無詳細記錄上市部在考慮交易是否屬於反收購行動時，如何按照原則為本測試下的若干準則進行評估。我們建議，上市部職員應在其檔案內就其評估及結論所依據的理由，備存更為詳細的書面紀錄。

對交易規模的評估

98. 《上市規則》提供了指引，說明應如何計算百分比率⁴⁴，以評估某宗交易應否被視為非常重大交易或其他交易。
99. 《反收購行動指引信》闡明，交易所並無就釐定交易規模是否極端設定絕對的門檻水平。交易所在評估某項收購對發行人的影響時，會考慮其現有業務的性質及規模，以及該項收購會否導致發行人的業務出現根本轉變。交易所於 2016 年 3 月發出了一項上市決策，當中交易所經考慮該個案的事實後，認為有關交易在規模上雖然未及非常重大收購事項⁴⁵，但卻屬一宗極端個案⁴⁶。
100. 我們從與個案主任的面談中了解到，他們採用規模測試進行評估時，會在考慮所有規模比率後才得出結論，而不會單憑某一個比率偏高而斷定某宗個案屬極端規模。

要多大規模才屬“極端”？

101. 我們在檢視上市部的個案檔案時，留意到有部分個案涉及的交易規模在 100%至 110%之間，或是在 110%至 150%之間，在規模準則下都被視為“重大”。然而，在某些個案中，即使撇除了最高並可能屬異常的比率後，每宗個案中剩下最高的比率仍在 200%至超過 400%的範圍內，但上市部卻沒有將這些比率視為極端規模。我們在有關個案檔案中未能找到任何紀錄，說明為何這些交易未被視為極端規模的理由。上市部回覆我們的查詢時指，現時並無明確測試以釐定規模是否“極端”。

百分比率的計算

102. 上市發行人監管個案小組在審閱公告草擬本或查詢的過程中，會審閱由發行人提交用以釐定交易規模的百分比率計算。

⁴⁴ 即資產比率、代價比率、盈利比率、收益比率及股本比率（見《上市規則》第 14.07 至 14.21 條）。

⁴⁵ 見註腳 24。

⁴⁶ 上市決策 HKEX-LD95-2016。

103. 我們在檢視上市部的個案檔案時，注意到有一宗個案涉及就收購目標公司分期支付代價，而在計算代價比率時卻沒有計及各期付款。這宗個案的詳情如下：
- (a) 發行人先向借款人批出一筆貸款（該借款人的股份被質押作為抵押品），而該借款人將貸款資金用作支付其收購目標公司若干債項及超過 50% 股權的首期代價；
 - (b) 由於該筆貸款無法收回，該發行人於是強制執行了該抵押品，全權控制了該借款人，並承擔了支付有關代價餘下款額的責任，藉此完成對目標公司的收購；
 - (c) 當上市部審核有關通函時，留意到該發行人亦承擔了該借款人就收購目標公司的若干債項、向目標公司提供營運資金和支付由目標公司產生的若干費用而作出的多項承諾。
104. 我們在檢視上述個案的相關檔案時留意到，當上市發行人監管個案小組考慮收購該目標公司是否構成該發行人作出反收購行動時，接納了由該發行人提交、單憑須予支付的收購代價餘額計算得出的代價比率。並無任何記錄顯示個案小組曾修改規模測試的計算，或要求該發行人重新提交經更新的規模測試計算，藉此將向該借款人批出的首筆貸款（用作支付該項收購的首期代價）或該發行人承擔的其他承諾⁴⁷計算在內。
105. 上市部其後解釋(i)雖然經修改的規模測試並無記錄在檔案內，但向該借款人批出的首筆貸款已被考慮並記錄在檔案中；及(ii)在通函階段，個案小組已識別出並考慮到其他承諾；然而，有關評估並未記錄在相關檔案之內。由於在通函階段修改的規模比率（99%）（已計及多項承諾）仍稍微低於非常重大收購事項的水平，加上根據原則為本測試下的其他準則作出評估的結果並無改變，故個案小組的結論是該宗交易不屬反收購行動，而該個案亦沒有重新提交至上市發行人監管組管理會議上討論。

證監會的觀察所得

106. 當評估某宗交易的規模是否屬於極端時，我們建議上市部應就其結論所依據的理由備存更詳細的紀錄。我們亦建議，上市部在處理如同第 103 段所述的個案時，應以批判性的態度考慮發行人所提交的資料（例如比率的計算），並在適當情況下索取經更新的資料。假如在進行反收購行動的初步評估（通常在查詢或公告階段）之後出現可能對該初步評估有所影響的新資料，上市部應根據新取得的資料，重新評估擬進行的交易是否構成反收購行動，並就該重新評估備存詳細的書面紀錄。

控制權或實際控制權出現變動

107. 《反收購行動指引信》訂明，在釐定某宗交易是否屬於反收購行動時，交易所會考慮有否向賣方發行任何受限制可換股證券⁴⁸，使賣方擁有發行人的實際控制權。交易所注意到有部分涉及發行受限制可換股證券的個案欠缺支持採納有關交易安排的商業理由。交易所在處理這些個案時，會考慮發行受限制可換股證券是否是為了逃避在明確測試中觸發控制權轉變⁴⁹的一種方法，以及買方實際上是否在“控制”發行人。即使某項建議可以通過明確測試，仍可根據原則為本測試被視為反收購行動。

⁴⁷ 《上市規則》第 14.15(4)條訂明，在計算代價比率時，如上市發行人可於將來繳付或收取代價，則代價為根據協議應付或應收取的最高代價總額。

⁴⁸ 受限制可換股證券是指設有機制以限制證券轉換不會導致證券持有人持有 30%或以上相關股份的具高攤薄性證券，藉此避免觸發《收購守則》下的控制權轉變。

⁴⁹ 見上文第 64 段。

108. 我們在檢視個案檔案時觀察到，上市部有些職員似乎認為此項準則僅在《反收購行動指引信》所指明因發行受限制可換股證券而令實際控制權出現變動的情況下才適用，而不會在其他情況下適用。舉例來說：
- (a) 有一宗個案的發行人擬收購一家目標公司，並會向賣方發行相當於該發行人已發行股本逾 40%⁵⁰的新股份作為代價。根據原則為本測試的結果，該個案最終不被視為極端非常重大收購事項或反收購行動⁵¹。上市部在其就實際控制權轉變的準則所作的分析中，簡單註明了該收購並不涉及發行受限制可換股證券。
 - (b) 在另外兩宗個案中，有關發行人各自擬向新控股股東收購新業務，而有關新控股股東均曾在過去 24 個月內取得有關發行人的控制權⁵²。上市部在其就實際控制權轉變的準則所作的分析中，僅註明有關收購並不涉及發行受限制可換股證券，但並無考慮近期出現的控制權變動及新控股股東為賣方的事實。
109. 我們向上市部查詢了其在處理上述個案時有否考慮控制權轉變的事實，而上市部向我們表示其在審核潛在反收購行動時，假如當中並不涉及發行受限制可換股證券，便不會將控制權轉變或實際控制權轉變作為原則為本測試下其中一項評估準則加以考慮。上市部其後向我們表示其在處理上述個案時，已應用原則為本測試，並斷定該等交易並非反收購行動。

證監會的觀察所得

110. 我們留意到，《反收購行動指引信》中有關“發行受限制可換股證券而導致實際控制權轉變”的準則以狹義方式被詮釋。交易所在《借殼上市諮詢文件》中建議明確地將現行的“發行受限制可換股證券而導致實際控制權轉變”準則延伸至涵蓋發行人控制權或實際控制權出現任何轉變的情況，而交易所會評估發行人的控制權或實際控制權轉變是否構成將新業務上市的一連串安排的一部分。

⁵⁰ 見註腳 23。

⁵¹ 規模測試（資本比率）的結果為 95%，故該個案通過明確測試。

⁵² 見上文第 64(b)段。有關個案的規模測試結果分別為 77%及 85%，故有關個案通過明確測試。上市部亦認為，經平衡各項因素後，有關個案根據原則為本測試不屬於極端非常重大收購事項或反收購行動。

交易所對核數師無法表示意見情況的處理方法

引言

111. 在有關期間內，公眾高度關注上市發行人公布的財務報表附帶修訂及保留意見的核數報告的數量。根據交易所的統計數據（如下表所示），獲發出附帶修訂或保留意見的核數報告的上市發行人的數目相當多，在 2016 年及 2017 年分別為 119 及 113。
112. 以下是由交易所編製的數據，當中列出發出附帶修訂或保留意見的核數報告的上市發行人數目：

| | 截至 2015 年 12 月 31 日止 財政年度 | 截至 2016 年 12 月 31 日止 財政年度 | 截至 2017 年 12 月 31 日止 財政年度 |
|------------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|
| 年結日為 12 月 31 日的發行人總數 | 1,412 | 1,469 | 1,565 |
| 獲發出附帶修訂意見的核數報告的發行人數目 ⁵³ | 41 (2.9%) | 49 (3.3%) | 44 (2.8%) |
| 獲發出附帶保留意見的核數報告的發行人數目 ⁵⁴ | 53 (3.8%) | 70 (4.8%) | 69 (4.4%) |
| 獲核數師發出無法表示意見的發行人數目 | 26 (1.8%) | 36 (2.5%) | 37 (2.4%) |
| 獲發出附帶修訂或保留核數意見的發行人總數 | 94 (6.7%) | 119 (8.1%) | 113 (7.2%) |
| 註：百分比率乃根據有關年度內的發行人總數而計算出來。 | | | |

113. 在 2016 年，有報道指核數師就香港上市公司所發出的附帶修訂及保留意見的核數報告的數目大幅增加，因而提高了人們對某些上市公司的財務穩健性的關注。在 2016 年第二季，交易所對年結日為 2015 年 12 月 31 日並在 2016 年 3 月 31 日或之前⁵⁵刊發附帶保留核數意見的業績公告的發行人進行檢視，並就有關檢視結果編製內部文件。
114. 交易所合共檢視了 94 份附帶保留核數意見的發行人年度業績。交易所的檢視工作對有關保留意見提供事實分析，例如因應保留意見的類別及引起保留意見的事項的性質進行分析。
115. 該文件得出的結論是，有關小組會在事後審核發行人刊發的業績公告，識別出可能引致停牌的情況，了解引起核數保留意見的事項的性質，評估其對發行人的影響，及考慮是否須作出任何跟進行動。有關小組亦會考慮是否就可能違反《上市規則》的行為採取必要的執法行動，或就可能違反《證券及期貨條例》的行為轉介證監會跟進。

⁵³ 附帶修訂意見的報告指在沒有保留核數意見的情況下，包含令使用者能從根本上理解財務報表來說屬重要的事項的核數報告。

⁵⁴ 附帶保留意見的報告包括附帶保留意見、否定意見或無法表示意見的核數報告。否定意見（指核數師與發行人在財政數字上的意見完全分歧）及無法表示意見（指核數師對財務報表無法表示意見）屬嚴重情況，因為這表示若錯誤聲明不被發現，所產生的風險可能既重大且影響廣泛。

⁵⁵ 即年結日為 2015 年 12 月 31 日的公司刊發年度業績公告的限期。

相關的上市規則規定

116. 《上市規則》第 2.03 條所載的一般原則是關於於：
- (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”（《上市規則》第 2.03(2)條）；及
 - (b) “上市發行人……須向投資者及公眾人士提供可能影響其利益的重要資料”（《上市規則》第 2.03(3)條）。
117. 此外，《上市規則》附錄十六第 2 段規定，年度報告內所呈列的每份財務報表，均須能真實而公平地反映上市發行人的事務狀況以及其營運業績及現金流量情況。
118. 《上市規則》附錄十六第 3 段規定，如有關財務報表未能真實而公平地反映發行人的事務狀況以及其營運業績及現金流動情況，則須提供更詳盡及／或附加的資料。如上市發行人不知應提供何種較詳盡及／或附加的資料，應向交易所尋求指引。
119. 《上市規則》第 13.50 條規定，若有發行人未能發表定期的財務資料，交易所一般會要求該發行人的證券停牌，直至發行人發表了公告公布所規定的財務資料為止。
120. 《上市規則》第 3.08 條規定，上市發行人的董事須共同與個別地履行誠信責任及應有技能、謹慎和勤勉行事的責任，而履行上述責任時，至少須符合香港法例所確立的標準。即每名董事在履行其董事職務時，必須：
- (a) 誠實及善意地以公司的整體利益為前提行事；
 - (b) 為適當目的行事；
 - (c) 對發行人資產的運用或濫用向發行人負責；
 - (d) 避免實際及潛在的利益和職務衝突；
 - (e) 全面及公正地披露其與發行人訂立的合約中的權益；及
 - (f) 以應有的技能、謹慎和勤勉行事，程度相當於別人合理地預期一名具備相同知識及經驗，並擔任發行人董事職務的人士所應有的程度。

上市部對核數師無法表示意見個案進行的審核

121. 在截至 2016 年及 2017 年 12 月 31 日止各年度分別有 36 及 37 個發行人發表了附帶核數師無法表示意見的財務業績（**核數師無法表示意見的個案**）。
122. 2016 年的 36 宗核數師無法表示意見的個案中，29 個發行人（或 80.6%）至少連續兩年獲核數師發出無法表示意見，當中 21 個發行人（或 58.3%）至少連續三年接獲核數師發出無法表示意見。2017 年的 37 宗核數師無法表示意見的個案中，26 個發行人（或 70.3%）至少連續兩年接獲核數師發出無法表示意見，當中 23 個發行人（或 62.2%）至少連續三年接獲核數師發出無法表示意見。

對公告進行審閱

123. 根據慣例，當年度業績公告登載於交易所網站時，上市部會即時對每份公告進行初步審閱，以確定是否須作出任何即時的監管行動（例如停牌），然後才會進行更詳細的審閱。
124. 個案小組會以核對表來審閱業績公告及記錄其結果。若業績公告載有核數師發出的保留或修訂意見，個案小組須確定產生有關保留或修訂意見的事件。審核核對表指明，個案小組應在有需要時就以下事項與發行人作出跟進：
- (a) 導致核數師發出保留或修訂意見的原因；
 - (b) 發行人建議如何處理相關問題；
 - (c) 發行人已採取或建議採取的補救措施；及
 - (d) 審核委員會的意見（如適用）。
125. 上市發行人監管手冊⁵⁶內有關在事後審核業績公告的指引有限。例如，該手冊載明，當小組填寫核對表時，應檢視發行人集團的活動在報告期內的發展及業績公告的披露資料，並考慮發行人是否已遵守(i)業績公告的內容規定；(ii)《上市規則》的特定規定；及(iii)《上市規則》第 13.09 條的一般披露責任。
126. 審核核對表沒有提供解釋指引，讓個案小組決定是否需要作出有關的跟進行動。相反，審核核對表列舉了一些例子，說明在某些情況下可能是適當的特定跟進行動。舉例來說，審核核對表載有以下有關暫停相關股份買賣的例子：
- (a) 當內部監控系統出現重大故障及刊發的資料未能準確地呈示發行人的財務狀況時；
 - (b) 當出現嚴重違反《上市規則》的行為時；及
 - (c) 當公眾持股量不足時。

跟進行動

127. 在有關期間內，上市部對核數師發出無法表示意見個案的處理方法⁵⁷及其跟進程序⁵⁸如下：
- (a) 在發行人持續經營的能力方面有重大不明確因素—上市部認為大多個案可用發行人的披露方式解決。在事後審核該等個案的業績公告時，上市部會確保公司已披露(i)發行人是根據甚麼基準認為其財務報表可在假設公司持續經營的情況下而編製；及(ii)發行人為應付其現金流需求而採取的措施；
 - (b) 在會計方面的違規行為—上市部會要求發行人成立獨立委員會以檢視有關問題，進行調查及採取補救行動。法證會計師可能須調查有關問題及處理監管方面的關注事項；

⁵⁶ 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。

⁵⁷ 就附帶否定核數意見的財務業績採取類似的方針。

⁵⁸ 在嚴重情況下可能需要停牌，舉例來說，在識別到會計違規行為或涉嫌欺詐活動時，或在發行人的內部監控系統出現重大故障時（如帳簿及紀錄不完整）。

- (c) *內部監控缺失*—上市部通常會要求發行人聘請獨立顧問以檢視內部監控系統及糾正任何漏洞；
- (d) *限制範圍*—上市部會要求發行人就引起核數師關注的問題作出解釋，及提供處理有關問題的建議計劃；及
- (e) *對財務報表的特定項目表示關注（如應收賬目的可收回程度）*—上市部會確保公司已量化相關金額及有關財務影響已適當地在財務報表內披露。

128. 自 2017 年起，上市部已採取更嚴謹的方式來審核載有核數師無法表示意見的財務業績的公告⁵⁹。特別是：

- (a) 上市發行人監管小組已將更多焦點放在相關發行人所採取的跟進行動，以解決引起保留意見的事項，包括要求發行人提出行動計劃的建議（附加詳盡的時間表）及在公告內披露有關計劃。個案人員亦會作出跟進，確保發行人的建議行動計劃已獲得依循；
- (b) 若保留意見涉及判斷問題，個案人員可向發行人的審計委員會作出跟進查詢，以了解他們的意見及審計委員會是否已檢視及認同管理層在判斷範疇方面的立場；
- (c) 上市發行人監管小組已更積極地將核數師無法表示意見的個案轉介至上市規則執行組處理，以調查涉嫌違反《上市規則》第 3.08 及 3.09 條的董事誠信責任的個案；及
- (d) 透過刊發交易所年度檢討報告向市場提供指引。

證監會的觀察所得

上市部審閱核數師無法表示意見的個案

129. 在 2016 年 1 月 1 日至 2018 年 6 月 30 日期間，上市部採取的跟進行動主要包括向相關發行人作出查詢，以及確保他們作出妥當而充分的披露。我們留意到，上市發行人監管組在這段期間內向上市規則執行組轉介了 19 宗個案（見第 134 段）。上市發行人監管組在有關期間內審核了 73 宗核數師無法表示意見的個案，但並無就當中任何個案向發行人或其董事發出警告或警誡信（儘管在 2016 年及 2017 年分別有 80.6% 及 70.3% 的個案屬重複個案（見第 122 段））。
130. 當核數師無法取得充足及適當的審計憑證作為其意見的基礎時；或當核數師在極少數涉及多個不確定因素的情況下，得出結論認為基於該等不確定因素之間有可能互相影響及可能會對財務報表造成影響，以致其對財務報表無法得出意見時，核數師便對財務報表發出無法表示意見⁶⁰。核數師無法表示意見屬嚴重事件，因為這表示若錯誤陳述未被發現，其所產生的風險可能既重大又影響廣泛，並且令人對已公布的財務報表能否被視為真實而公平地反映發行

⁵⁹ 如交易所 2016 年及 2017 年《從審閱年報內容監察發行人合規情況》的報告所述，上市部就(a)有關修訂意見的披露；及(b)發行人處理核數修訂意見的計劃，審閱了那些附有修訂核數意見及保留意見（包括無法表示意見）的發行人的年報。

⁶⁰ 見《香港審計準則》第 705 號（經修改）—〈修改獨立核數師報告中的意見〉第 9 及 10 段。

人的財務狀況及業績，或能否按《上市規則》第 2.03 條的規定讓投資者作出有適當根據的評估，產生根本性疑問。

131. 上市部認為現行的《上市規則》允許發行人刊發無審計意見的財務報表，並認為只要發行人已就無審計意見一事作出了適當披露（見第 118 段），其股份便可繼續買賣。
132. 我們獲悉上市部自 2017 年以來，已經更嚴厲地就核數師無法表示意見的個案採取跟進行動，以及研究該等個案有否涉及違反《上市規則》第 3.08 條下的董事誠信責任，以致須採取執行《上市規則》行動。

後續發展

133. 交易所重新審視了其處理核數師無法表示意見情況的方針，並於 2018 年 9 月 28 日發表了一份諮詢文件⁶¹，當中建議若發行人已刊發初步年度業績公告，而核數師就相關財務報表發出了或表示會發出無法表示意見或否定意見，發行人便須停牌。公司一旦因核數師對其財務報表無法表示意見而遭停牌，則僅在有關發行人解決了導致核數師發出無法表示意見或否定意見的問題後，才可復牌⁶²。交易所的建議如獲採納，將可杜絕基於核數師無法表示意見下進行的股份買賣。

向上市規則執行組轉介的個案

134. 由 2016 年 1 月 1 日至 2018 年 6 月 30 日，上市發行人監管組向上市規則執行組轉介了 19 宗與核數師無法表示意見所涉及的問題有關的個案。有關問題包括：
 - (a) 違反董事誠信責任⁶³（《上市規則》第 3.08 及 3.09 條）；
 - (b) 延遲刊發應在訂明時限內發表的年度業績或年度報告（《上市規則》第 13.46 及 13.49 條）；
 - (c) 未有就須予公布的交易或關連交易遵從公告及／或匯報和股東批准的規定（《上市規則》第十四及十四 A 章的若干規則）；
 - (d) 上市合適性（《上市規則》第 6.01 條）；
 - (e) 未有披露監管機構過往對董事作出的公開制裁（《上市規則》第 13.51 條）；及
 - (f) 在財務報表內提供的資料的準確性（《上市規則》第 2.13 條）。

⁶¹ 《有關上市發行人財務報表附有核數師發出之無法表示意見或否定意見的建議的諮詢文件》（2018 年 9 月）。

⁶² 根據取消上市地位的規則（《上市規則》第 6.01A(1)條），若主板發行人未能糾正導致其停牌的問題，並已連續停牌 18 個月（或根據對等的《GEM 上市規則》第 9.14A(1)條，GEM 發行人已連續停牌 12 個月），交易所便可取消該發行人的上市地位。

⁶³ 在衡量有否出現須轉介予上市規則執行組的違反董事誠信責任個案時，上市發行人監管組會顧及多個因素，其中包括下列各項：

- (a) 在收購業務或資產前是否已進行充分的盡職審查；
- (b) 董事有否採取及時和適當的行動，解決導致核數師多年均對財務報表無法表示意見的審計問題；及
- (c) 董事有否履行其職責，保存足以合理地準確顯示和說明發行人財務狀況的會計紀錄，以及維持有效的內部監控系統。

135. 我們獲悉，上市部正就上市發行人監管組向上市規則執行組轉介核數師無法表示意見的個案，研究制訂一套準則，以向上市發行人監管組提供指引。
136. 我們認為，交易所採取更嚴格的方式規管不獲表示審計意見的上市發行人，將有助保障市場廉潔穩健和提高市場質素。

交易所有關上市規則執行的政策

交易所有關上市規則執行的目標及取向

137. 上市規則執行組負責調查可能違反《上市規則》的個案（可能由上市部其他營運組轉介的指稱違反《上市規則》的投訴所產生），向上市（紀律）委員會提出並執行紀律處分程序，以及發出告誡信及警告信。
138. 《規則執行政策聲明》⁶⁴概述交易所執行《上市規則》的取向，及評估應採取何種力度的執行規則行動的準則。有關聲明述明，交易所的規則執行目標是阻嚇違規行為、教育市場、改善合規文化及態度，進而提升企業管治。
139. 根據有關聲明，交易所會將調查資源集中於處理“最公然及嚴重的行為問題”。這些行為一般都是需要尋求對違規行為負責的人士作出某種形式的公開制裁的個案。
140. 交易所採取按主題劃分的規則執行取向。上市委員會在 2016 年就交易所的規則執行重點採納了以下七個主題⁶⁵：
- (a) 董事履行誠信責任；
 - (b) 財務報告一延遲，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、不完備及／或具誤導性的披露；
 - (f) 未能遵守有關須予公布／關連交易的程序規定；及
 - (g) 屢次違反《上市規則》。
141. 交易所在決定監管回應的力度及是否適合採取紀律處分行動時，都會以《規則執行政策聲明》所列的各項因素（並非涵蓋所有情況）作為指引⁶⁶。在 2017 年 7 月，交易所刊發第一

⁶⁴ 交易所在 2013 年 9 月首次刊發《規則執行政策聲明》，並在 2017 年 2 月對其作出更新。交易所在履行其法定責任時，會確保在交易所上市的證券是在有秩序、信息靈通和公平的市場中進行買賣的。

⁶⁵ 當規則執行主題在 2014 年首次制訂時，上市委員會批准了五個主題。在 2016 年，部分主題的範圍有所修改，及加入了以下新主題：(i) 公司通訊中出現不準確、不完備及／或具誤導性的披露；(ii) 未能遵守有關須予公布／關連交易的程序規定；及(iii) 屢次違反《上市規則》。

⁶⁶ 有關因素是：(a) 可能違規事宜的性質及嚴重程度；(b) 導致可能違規事宜的行為發生的情況及方式；(c) 董事及高級管理人員的行為；(d) 可能違規事宜對市場的影響及對投資者的損害；(e) 須對可能違規事宜負責的人士所得的任何個人利益及利益的多寡；(f) 有關人士違規後的行為；(g) 有否實施及維持足夠及有效的內部監控；(h) 可能違規事宜有否揭露發

期《上市規則執行通訊》，目的是提高交易所規則執行慣例和工作的透明度，及達成其執行《上市規則》的目標。

調查及規則執行

142. 交易所報告其在 2017 年及 2016 年處理的調查宗數⁶⁷分別為 86 宗及 71 宗（2015 年為 52 宗），即在 2017 年及 2016 年分別增加了 15 宗（21.1%）及 19 宗（36.5%）。在 2017 年處理的 86 宗（2016：71 宗）調查中，78 宗或 91%（2016 年：64 宗或 90%）與七個指明的規則執行主題（見第 140 段）當中的一個或多於一個主題有關⁶⁸。
143. 交易所在 2017 年完成了九宗紀律處分個案，而在 2016 年及 2015 年則分別完成了八宗及六宗紀律處分個案。所有這些紀律處分個案均以交易所對違規者施行公開制裁告終。除了紀律處分行動外，交易所在 2017 年發出了九封警告信或告誡信，而在 2016 年及 2015 年則分別發出了 15 封及五封警告信或告誡信。交易所在 2017 年以“不採取進一步行動”為理由，結束了 11 宗調查個案，而在 2016 年及 2015 年的以這個理由結束的調查個案則分別有八宗及十宗。
144. 以下為交易所在 2013 年至 2017 年期間處理的調查數目及規則執行結果的概要：

| | 調查宗數* | 已發出的警告信／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 |
|------|-------|-------------|----------------------|--------|
| 2013 | 69 | 16 | 8 | 8 |
| 2014 | 60 | 14 | 12 | 6 |
| 2015 | 52 | 5 | 10 | 6 |
| 2016 | 71 | 15 | 8 | 8 |
| 2017 | 86 | 9 | 11 | 9 |

* 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 2017 年底仍未解決的調查宗數為 28 宗，而在 2016 年底及 2015 年底則分別為 32 宗及 22 宗。在 2017 年底有待處置或採取紀律處分行動的個案宗數為 29 宗，而在 2016 年底及 2015 年底則分別為八宗及九宗。

行人程序中存在嚴重或系統性的弱點或缺陷；(i)調查期間的合作程度；(j)發行人及其董事過往的違規紀錄；及(k)任何其他減輕或惡化事件的因素，詳列於《關於紀律委員會及覆核委員會釐定所施加的制裁及指令的原則及因素的聲明》（《制裁聲明》）。

⁶⁷ 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。

⁶⁸ 包括：(a)16 宗關於董事履行誠信責任（2016 年：17 宗）；(b)五宗關於公司通訊中出現不準確、不完備及／或具誤導性的披露（2016 年：一宗）；(c)七宗關於未能遵守有關須予公布／關連交易的程序規定（2016 年：七宗）；(d)一宗關於屢次違反《上市規則》（2016 年：無）；(e)十宗關於發行人及董事未能配合交易所的調查（2016 年：四宗）；(f)零宗關於延遲復牌（2016 年：一宗）；(g)零宗關於財務報告一延遲，或內部監控及企業管治事宜（2016 年：一宗）；及(h)39 宗關於兩個或多於兩個指明的主題（2016 年：33 宗）。

上市規則執行組處理轉介個案的程序

覆核轉介個案

145. 上市規則執行組的工作來自多個源頭，包括由上市部其他營運組轉介的個案。上市規則執行組在 2016 年及 2017 年接獲的轉介個案絕大部分來自上市發行人監管組⁶⁹。
146. 我們獲告知，上市規則執行組的主管及多名副總裁會在每周的個案轉介會議上討論轉介個案，及決定會否接納轉介個案以進行調查。我們注意到，在有關期間，上市規則執行組本身的運作手冊沒有就在評估轉介個案時須予考慮的因素，載列任何指引或說明。上市規則執行組告知本會，是否展開調查是參考以下各項而決定的：(a)交易所以維護公眾利益為原則而行使的法定責任，尤其須顧及投資大眾的利益；(b)有關追究最公然及嚴重的行為問題的規則執行取向；(c)《規則執行政策聲明》所載有關評估應採取何種力度的執行規則行動的準則；及(d)潛在違規事項所涉及的問題是否屬規則執行主題的範圍。上市規則執行組其後告知本會，該組在 2018 年 4 月 25 日更新了其運作手冊，以納入上述因素⁷⁰。
147. 若轉介個案被拒納，有關營運組會以書面獲通知上市規則執行組的決定（及其決定的理由）⁷¹。若作出轉介的營運組不同意有關決定，可提供進一步資料以供上市規則執行組考慮，或在每月的紀律事宜協調會議⁷²上提出有關事項以作討論。

立項調查

148. 若上市規則執行組決定調查一宗潛在違規個案，該個案將會被分派予一名個案主任，以對有關個案進行調查前評估，從而識別出調查事項、範圍及目標。調查前評估結果一旦獲得個案主管批准，而上市規則執行組主管亦贊成目標調查完成日期後，調查便會展開。
149. 調查進展大約每隔三個月在紀律事宜協調會議上討論。

決定調查個案的處置方式

150. 在調查完結時，將會決定須採取何種紀律處分行動（如有）。個案主任會編製一份簡報文件⁷³，而有關事項將在紀律事宜協調會議上討論。在紀律事宜協調會議上討論有關事項後，上市部主管將會決定調查個案的處置方式。

⁶⁹ 見第 154 及 155 段。

⁷⁰ 上市規則執行組運作手冊附註 2：“個案管理：處理轉介個案及合併／分拆個案”。

⁷¹ 上市規則執行組告知本會，自 2018 年第三季起，上市規則執行組開始在有關通訊中更詳盡地說明在達致拒納一宗轉介個案的決定時曾經考慮的因素。

⁷² 紀律事宜協調會議提供了一個平台，供各營運組就可能對任何調查或紀律處分行動造成影響的問題進行跨組討論。有關會議的出席者包括上市部主管、上市部營運總監、上市規則執行組主管、上市發行人監管組主管及副主管、政策及秘書服務組主管、會計事務組主管及上市規則執行組所有屬專業人員級別的職員。

⁷³ 簡報文件載有違規事項分析，有關事宜的建議處置方式，及擬向遭採取紀律處分行動的各方施行的建議制裁及／或指示，以便在紀律事宜協議會議上供與會者考慮。

151. 個案主任會參考《規則執行政策聲明》所載的因素⁷⁴和顧及到交易所以維護公眾利益為原則而行使的法定責任，就有關事項的處置方式作出建議，及參考《制裁聲明》中的原則及因素，就擬向遭採取紀律處分行動的各方施行的制裁或指示提出建議。
152. 若某個案將以紀律處分行動的方式處置，上市規則執行組將編製一份紀律處分報告，並將該報告發送給上市（紀律）委員會，以展開紀律處分程序⁷⁵。若某個案將以非紀律處分行動的方式處置，上市規則執行組可能會向有關各方發出警告信或告誡信，或作出無須採取進一步行動的結論。
153. 上市規則執行組在 2015 年、2016 年及 2017 年完成一宗調查的平均時間分別為九個月、8.2 個月及 9.4⁷⁶個月。

經檢視的個案

154. 在有關期間，上市規則執行組從上市部其他營運組接獲 106 宗轉介個案，當中大部分是來自上市發行人監管組。在這 106 宗轉介個案中，上市規則執行組拒納了 39 宗個案（37%）。上市發行人監管組沒有質疑上市規則執行組的決定，也沒有將任何被拒納的個案上報紀律事宜協調會議以作討論。
155. 下列是由交易所編製的數據，當中列出上市規則執行組在有關期間接獲的轉介個案數目，以及有關接納或拒納作調查的轉介個案數目⁷⁷：

| 作出轉介的營運組： | 2016 | | | 2017 | | |
|-----------|---------|---------|-----|---------|---------|-----|
| | 接獲的轉介個案 | 被接納以作調查 | 被拒納 | 接獲的轉介個案 | 被接納以作調查 | 被拒納 |
| 上市發行人監管組 | 54 | 33 | 21 | 50 | 32 | 18 |
| 首次公開招股審核組 | 2 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 4 | 2 | 2 | 6 | 3 | 3 |
| 總計 | 60 | 37 | 23 | 56 | 35 | 21 |

156. 我們檢視了由上市發行人監管組轉介並遭上市規則執行組拒納的全部 39 宗個案的檔案，包括轉介備忘錄及上市規則執行組的書面決定和拒納理由。下文載述本會在部分這些個案中的觀察所得。

⁷⁴ 見第 141 段。

⁷⁵ 《主板上市規則》第 2A.09 條及《GEM 上市規則》第 3.10 條列出了可施行的制裁。

⁷⁶ 根據港交所刊發截至 2017 年的統計數據，完成一宗調查的平均時間為 8.7 個月；這個數字是錯誤的，預期會在 2018 年刊發的統計數據中糾正。

⁷⁷ 根據港交所《2017 年年報》（第 38 頁），在 2016 年及 2017 年由上市發行人監管組轉介予上市規則執行組調查的個案（包括投訴）分別為 35 宗及 40 宗，當中包括由上市發行人監管組轉介且文件齊備的個案，及上市發行人監管組要求與上市規則執行組進行初步討論而其後獲接納以作調查的個案。上述數據由上市規則執行組提供，代表由上市發行人監管組作出轉介或查詢的個案總數（不論個案其後是否獲接納以作調查）。

沒有取得股東批准

157. 上市規則執行組列舉的一個嚴重失當行為⁷⁸例子是，有關人士沒有就交易取得必要的股東批准。然而，我們在檢視檔案的過程中，注意到上市規則執行組在多宗有關個案中因各種理由而沒有採取進一步行動，例如發行人合規紀錄良好；不曾接獲投訴；事後已取得股東批准；及有關行為看來並非極其惡劣。在這些個案中，上市規則執行組建議向發行人發出告誡信。

事隔已久的涉嫌違規行為

158. 在一宗被拒納的個案中，發行人被停牌六年，原因是其主要附屬公司的管理人在提供財務紀錄方面不合作，導致該發行人未能刊發其財務業績及年報。這宗個案是在違規行為首次發生後六年、於所有與該發行人停牌有關的問題已獲解決後，才被轉介予上市規則執行組。
159. 上市規則執行組的職員拒納這宗個案，原因是其認為(a)延遲刊發財務報表是由於董事與該附屬公司的管理人之間的商業糾紛所導致，董事為解決這個問題而可以採取的行動有限；及(b)難以聯絡有關各方，及他們可能會因事隔多時而難以憶起有關這宗個案的事實。有關檔案沒有清楚顯示職員曾經考慮董事是否已勤勉盡責地履行其誠信責任（包括妥為備存簿冊及紀錄的責任）。

依賴發行人提供的資料

160. 上市規則執行組告知本會，在達成接納或拒納一宗個案的決定時，上市規則執行組通常都依賴發行人及／或作出轉介的營運組所提供的資料，及除非有理由懷疑所提供的資料，否則不會作進一步查詢。
161. 在一宗涉及發行人收購某家目標公司的個案中，收購代價是經參考發行人所取得對目標公司的估值而釐定的，而該估值是按照目標公司主要業務的預計現金流量計算。然而，在作出收購後 12 個月內，發行人便將商譽全數減值，及將收購所得的無形資產的重大部分進行減值，原因是經營業績欠佳及市場需求不斷下跌導致業務被終止。
162. 雖然上市發行人監管組對於董事在訂立有關交易時可能沒有以適當的謹慎和勤勉行事表示關注，但上市規則執行組的職員考慮了發行人提交的資料所載列的事項，當中包括董事已取得估值來支持收購代價，及已委聘律師進行其他盡職審查工作，遂決定不就這宗個案作進一步調查。根據我們檢視的檔案，雖然目標公司的主要業務在該公司被收購後很快便已終止，但我們注意到，上市規則執行組的職員依賴發行人透過其律師提交的資料，認為沒有理由懷疑估值報告或董事進行的盡職審查工作。

實際困難

163. 上市規則執行組告知本會，在對上市發行人的董事採取行動時所遇到的其中一項實際困難，是董事經常辭任及不回應上市規則執行組的查詢。在某些個案中，除了將這些人士的名字列於上市部的監察名單⁷⁹以供日後參考，或在港交所網站上登載“要求協助”通知，以要求公眾協助提供這些人士的資料以利便其查詢工作外，上市規則執行組無法對這些人士採取行動。我們注意到，在一些個案中，交易所因董事不配合上市規則執行組的調查而對他們採取

⁷⁸ 見第 139 及 146 段。

⁷⁹ 上市部的監察名單旨在提醒其職員注意因過往某些行為導致定罪、制裁、違規及／或不恰當作為而被質疑是否適當擔任董事的人士。

紀律處分行動及施加公開制裁，但須依賴該等董事向交易所提交的承諾書中的某項條文，使得文件及通知能夠以郵遞或傳真方式有效地送達至有關董事最後所提供的地址。

證監會的觀察所得

164. 正如第 138 段所述，交易所列出的規則執行目標集中於防範違規行為，以及影響和改變發行人及其他市場參與者的行為。防範措施固然重要，但在確保及時終止和糾正任何違規行為及盡可能就所造成的任何損失向股東和投資大眾作出彌償方面，交易所亦擔當一定角色。《證券及期貨條例》第 21(2)條規定，交易所須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。《上市規則》就多項為保障投資者及市場而可以採取的補救措施作出規定，例如上市委員會可要求發行人在指定期間內糾正違規行為或採取其他補救行動⁸⁰。
165. 據本會了解，交易所現正就履行其規則執行職能的過程及程序進行檢討。交易所應嘗試加快檢討過程，及研究能否以更有效的方式履行有關職能。本會建議，交易所亦應檢討其規則執行目標及常規，以顧及終止和糾正違規行為及向投資者作出補救的事宜。
166. 有關接納或拒納轉介個案的決策依賴上市規則執行組職員的判斷⁸¹。正如第 147 段所述，若作出轉介的營運組不同意上市規則執行組拒納轉介個案的決定，有關個案將被上報至每月的紀律事宜協調會議。為了加強制衡有關接納或拒納轉介個案的決定，本會建議部分該等個案（例如具爭議性或涉及難題者）應交由上市部高級管理層組成的委員會（例如在紀律事宜協調會議上⁸²）或上市委員會轄下的小組委員會來決定。有關委員會拒納轉介個案或不就個案採取進一步行動的原因應以文件妥為記錄。
167. 正如第 160 段所述，在考慮是否接納一宗轉介個案以作進一步調查時，上市規則執行組通常都依賴發行人及／或作出轉介的營運組所提供的資料，及除非有理由懷疑所提供的資料，否則不會作進一步查詢。我們建議上市規則執行組應在適當情況下（例如當發行人提供的陳述或資料顯然有遺漏或矛盾之處時）作進一步查詢，以便在作出決定之前確定有關事實及情況。若有關該個案的事實及情況令發行人提供的陳述或資料的可靠性受到質疑，上市規則執行組的職員應在依賴所提供的陳述或資料前，以批判性的態度考慮所有相關資料。
168. 關於該宗因事隔久遠而被拒納的個案（見上文第 158 段），上市發行人監管組告知本會，其有關作出轉介的作業常規自該個案後已作出修訂。今後，上市發行人監管組擬在與公司長期停牌有關的問題獲得解決前，便將有關公司涉嫌違規的個案轉介給上市規則執行組。
169. 上市發行人的數目在 2015 年至 2017 年期間增加了 13.5%⁸³。交易所在同期所處理有關違反《上市規則》的調查宗數穩步上升⁸⁴。仍未解決的調查宗數亦由 2015 年底的 22 宗上升至 2016 年的 32 宗，至 2017 年底則回落至 28 宗。有待處置或採取紀律處分行動的個案宗數在 2017 年增加至 2015 年的三倍。儘管上市發行人的數目及交易所處理的調查宗數同告上升，而同期的企業交易亦日益複雜，但本會注意到，上市規則執行組專業人員的實際數目

⁸⁰ 見《上市規則》第 2A.09(6)條。

⁸¹ 見上文第 146 段。

⁸² 根據上市規則執行組的運作手冊，若上市部主管認為適當（例如當涉及罕見的事宜時），上市規則執行組可將轉介個案提交紀律事宜協調會議，以討論應否調查有關事宜及（如進行調查）調查範圍。

⁸³ 上市發行人數目由 2015 年的 1,866 名上升至 2017 年的 2,118 名，即增加了 252 名（13.5%）。

⁸⁴ 見第 142 至 144 段。



保持不變，仍然是十人；事實上，上市規則執行組在 2017 年底短缺了一人⁸⁵。本會建議交易所應評估其資源及規則執行能力是否足夠。

⁸⁵ 2017 年獲批准的預算專業人員數目為 11 人。見第 192 段。

本會對港交所於 2016 年及 2017 年的年報內有關上市部營運情況的檢視

概覽

170. 下表載述交易所報告其於 2013 年、2014 年、2015 年、2016 年及 2017 年在上市監管方面的營運活動水平⁸⁶。

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|------------------------------------|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 首次公開招股審核組接納以進行審核的上市申請數目 | 177 | 194 | 217 | 275 | 310 |
| 首次公開招股審核組審核的上市申請數目 ⁸⁷ | 227 | 232 | 256 | 349 | 412 |
| 原則上批准的申請數目 | 146 | 148 | 151 | 181 | 216 |
| 上市發行人監管組處理的合規及監察行動數目 ⁸⁸ | 49,103 | 58,450 | 71,088 | 64,932 | 66,368 |
| 上市規則執行組處理的調查數目 | 69 | 60 | 52 | 71 | 86 |
| 已刊發的上市決策數目 | 38 ⁸⁹ | 8 | 8 | 11 | 14 |
| 已刊發的指引信數目 | 24 ⁹⁰ | 10 | 5 | 5 | 0 |
| 已刊發的常見問題數目 | 6 個系列 | 5 個系列 | 1 個系列 | 1 個系列 | 3 個系列 |
| 已刊發的其他指引文件 | 9 | 6 | 3 | 3 | 2 |
| 結構性及定息產品組處理的上市申請數目 ⁹¹ | | | | | |
| - 衍生權證 | 16,212 7,264 | 17,543 7,560 | 17,549 6,336 | 13,771 4,875 | 21,224 7,989 |
| - 可收回牛熊證（一般簡稱牛熊證） | 8,948 | 9,983 | 11,213 | 8,896 | 13,235 |

首次公開招股

171. 交易所在 2017 年、2016 年及 2015 年接納以進行審核的上市申請數目分別為 310 宗、275 宗及 217 宗，即在 2017 年增加了 35 宗（或 12.7%），而在 2016 年則增加了 58 宗（或 26.7%）。

172. 交易所在 2017 年、2016 年及 2015 年審核的上市申請數目分別為 412 宗、349 宗及 256 宗，即在 2017 年增加了 63 宗（或 18.1%），而在 2016 年則增加了 93 宗（或 36.3%）。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。

173. 於 2017 年，由接獲申請至發出首封意見函件平均需時 21 個營業日（2016 年：16 個營業日；2015 年：11 個營業日）。交易所解釋，在 2017 年及 2016 年發出首封意見函件所需的時間增加，是由於上市申請數目上升及部分個案情況複雜所致。
174. 於 2017 年，在 120 日內提交上市委員會進行聆訊的上市申請百分比為 31%（2016 年：53%；2015 年：70%）。於 2017 年、2016 年及 2015 年獲交易所原則上批准上市的上市申請數目分別為 216 宗、181 宗及 151 宗，即在 2017 年增加了 35 宗（或 19.3%），而在 2016 年則增加了 30 宗（或 19.9%）。有關增幅與交易所審核的上市申請數目的增幅相符。
175. 首次公開招股審核組在 2017 年並無刊發指引信（2016 年：三封；2015 年：兩封），但刊發了兩項上市決策⁹²（2016 年：兩項；2015 年：四項）。
176. 首次公開招股審核組在有關期間的實際及預算專業人員數目如下：

| | 於 2015 年 12 月 31 日 | 變動 | 於 2016 年 12 月 31 日 | 變動 | 於 2017 年 12 月 31 日 |
|----|--------------------|--------------|--------------------|--------------|--------------------|
| 實際 | 47 | + 1 (+ 2.1%) | 48 | + 3 (+ 6.3%) | 51 |
| 預算 | 49 | + 2 (+ 4.1%) | 51 | + 1 (+ 2.0%) | 52 |

上市發行人的監管

177. 交易所在 2017 年、2016 年及 2015 年處理的上市發行人監管行動數目分別為 66,368 項、64,932 項及 71,088 項，即在 2017 年增加了 1,436 項（或 2.2%），而在 2016 年則減少了 6,156 宗（或 8.7%）。在 2015 年至 2017 年期間所處理的上市發行人監管行動錄得跌幅⁹³，與上市發行人數目於有關年度出現上升（2017 年：2,118 名；2016 年：1,973 名；2015 年：1,866 名）的情況不符。下表為上市發行人監管組在 2015 年、2016 年及 2017 年所處理的公告的分項數字：

⁸⁶ 資料來源：港交所《2017 年年報》第 38 至 39 頁。

⁸⁷ 有關數字包括在現年度獲接納的新上市申請（包括 GEM 轉板申請），及未能於上年度處理完畢的上市申請。

⁸⁸ 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。

⁸⁹ 在這 38 項上市決策中，13 項與《上市規則》第十八章（礦業公司）有關。

⁹⁰ 在這 24 份指引信中，十份與為配合新的保薦人監管規定而修訂規則有關，五份與上市文件的簡化有關。

⁹¹ 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。

⁹² 指引信：“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股份”（2016 年 1 月）；“簡化股本證券新上市申請上市文件編制指引”（2016 年 2 月）；“有關‘控股股東’事宜及相關上市規則影響的指引”（2016 年 11 月）。

上市決策：“就聯交所為何拒絕若干上市申請提供指引”（2016 年 4 月，2017 年 5 月）；“就聯交所為何退回若干上市申請提供指引”（2016 年 4 月，2017 年 5 月）。

⁹³ 特別是，監察股價和成交量的行動由 2015 年的 13,757 項大幅下跌至 2016 年的 6,279 項及 2017 年的 6,461 項。

| | 事後審閱 | 佔總數的百分比 | 事前審閱 | 佔總數的百分比 | 總計 |
|------|--------|---------|------|---------|--------|
| 2015 | 54,512 | 99.68% | 176 | 0.32 | 54,688 |
| 2016 | 55,793 | 99.73 | 153 | 0.27 | 55,946 |
| 2017 | 57,376 | 99.79 | 122 | 0.21 | 57,498 |

178. 於 2017 年，發行人被要求採取補救跟進行動的事後審閱個案有 1,426 宗（或 2.5%）（2016 年：1,232 宗或 2.2%；2015 年：1,037 宗或 1.9%）。
179. 上市發行人監管組在 2017 年向上市規則執行組轉介了 40 宗個案，略高於 2016 年的 35 宗轉介個案（2015 年：26 宗）。轉介予外界監管機構⁹⁴的個案由 2016 年的九宗增加至 2017 年的 37 宗，但這兩年的數字均低於 2015 年（47 宗轉介個案）。
180. 關於長期停牌的公司，交易所在 2017 年向三名上市發行人（2016 年：一名；2015 年：四名）發出其有意將有關公司除牌的通知。
181. 在完成時間方面，交易所：
- (a) 於 2017 年及 2016 年，在分別 97% 及 96%（2015 年：99%）的個案中，於業績公告刊發後五個營業日內完成事後審閱；
- (b) 於 2017 年及 2016 年，在 99%（2015 年：97%）的個案中，於其他公告刊發後一個營業日內完成事後審閱；及
- (c) 於 2017 年及 2016 年，在分別 96% 及 98%（2015 年：96%）的個案中，即日完成審閱需事前審閱的公告⁹⁵。
182. 上市發行人監管組在 2017 年並無發出指引信（2016 年：兩封；2015 年：三封），但發出了 12 項上市決策⁹⁶（2016 年：九項；2015 年：四項）。

⁹⁴ 證券及期貨事務監察委員會、財務匯報局及其他監管機構。

⁹⁵ 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。

⁹⁶ 指引信：“有關發行人應對市場評論或傳聞的指引”（2016 年 4 月）；“有關發行紅股的指引”（2016 年 4 月）。上市決策：“聯交所會否豁免甲公司就分拆建議遵守股份分配保證權利的規定”（2017 年 1 月）；“甲公司是否擁有《創業板規則》第 17.26 條所指足夠的業務運作或資產”（2017 年 4 月）；“甲公司建議收購目標公司的交易是否構成反收購行動或極端非常重大收購事項”（2017 年 6 月）；“甲公司是否須將建議收購與早前的收購合併計算，以及該等收購會否構成反收購行動”（2017 年 6 月）；“甲公司因公眾持股量不足而長期停牌，聯交所會否啟動取消其上市地位的程序”（2017 年 6 月）；“聯交所會否按《主板上市規則》第 14A.19 條的條文行使權力，將乙公司視作甲公司的關連人士”（2017 年 10 月）；“甲公司若完成建議中的主要出售事項，是否擁有《上市規則》第 13.24 條所指的足夠的業務運作或資產”（2017 年 10 月）；“聯交所會否按《上市規則》第 2.04 條就甲公司出售原有業務的建議增訂附加規定”（2017 年 10 月）；“甲公司是否不再適合上市”（2017 年 10 月）；“甲公司是否擁有足夠的業務運作或足夠資產符合《主板規則》第 13.24 條的規定”（2017 年 11 月）；“甲公司是否擁有足夠的業務運作或足夠資產符合《上市規則》第 13.24 條的規定”（2017 年 11 月）；“甲公司（不包括其於新公司的權益）是否符合《上市規則》第八章的新上市規定”（2017 年 11 月）。

183. 交易所報告其在 2016 年及 2017 年繼續其推動上市發行人自律遵守《上市規則》的工作。進行這項工作的方法主要是發出指引文件，舉行有關《上市規則》的教育研討會和會議，及就上市發行人的年報和企業管治常規進行檢視並刊發檢視報告。
184. 上市發行人監管組在有關期間的實際及預算專業人員數目如下：

| | 於 2015 年 12 月 31 日 | 變動 | 於 2016 年 12 月 31 日 | 變動 | 於 2017 年 12 月 31 日 |
|----|--------------------|--------------|--------------------|--------------|--------------------|
| 實際 | 67 | + 5 (+ 7.5%) | 72 | + 2 (+ 2.8%) | 74 |
| 預算 | 68 | + 6 (+ 8.8%) | 74 | + 2 (+2.7%) | 76 |

證監會的觀察所得

185. 正如上文所述，首次公開招股審核組的個案量在 2017 年及 2016 年分別上升了 18.1% 及 36.3%（見第 172 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在 2017 年增加了 2.2%，在 2016 年則減少 8.7%（見第 177 段）。
186. 首次公開招股審核組的實際職員人數在 2015 年底為 47 人，翌年微增一人；至 2017 年底為 51 人，較 2016 年底增加了三人。交易所表示，首次公開招股審核組的職員人數在 2018 年已增加 19 人（或 37.3%）。
187. 上市發行人監管組的實際職員人數在 2015 年增加了五人至 2016 年底的 72 人，並進一步增加兩人至 2017 年底的 74 人。2016 年及 2017 年的實際職員人數均較預算人數短缺了兩人。交易所表示，上市發行人監管組的職員人數在 2018 年已增加 13 人（或 17.6%）。
188. 同期：
- 上市申請的處理時間在 2015 年至 2016 年期間大幅增加，及在 2017 年進一步增加（見第 173 段）；及
 - 在一個營業日內完成審閱的其他公告的比例在 2017 年及 2016 年錄得微升，而在五個營業日內完成事後審閱的業績公告的比例則在 2016 年及 2017 年輕微下跌（見第 181 段）。

上市決策：“甲公司（不包括其在新公司的權益）能否依賴其投資物業的未變現公平值收益以符合《主板規則》第 8.05(1)(a)條的盈利要求”（2016 年 3 月）；“甲公司建議認購該基金的權益是否一項反收購行動”（2016 年 3 月）；“甲公司擬向乙先生收購目標公司權益是否構成反收購行動”（2016 年 3 月）；“甲公司建議收購目標公司會否構成一項反收購行動”（2016 年 3 月）；“甲公司完成出售事項後，會否擁有《主板規則》第 13.24 條所指足夠的業務運作或資產”（2016 年 3 月）；“甲公司完成出售事項後，會否擁有《主板規則》第 13.24 條所指足夠的業務運作或資產”（2016 年 3 月）；“甲公司完成出售事項後，會否擁有《主板規則》第 13.24 條所指足夠的業務運作或資產”（2016 年 3 月）；“聯交所會否就甲公司的供股建議給予上市批准”（2016 年 12 月）；“聯交所會否批准甲公司建議進行的股份拆細”（2016 年 12 月）。

189. 本會注意到，各營運組所報告以文件記錄的表現衡量基準均與處理個案所需的時間及各營運組的效率有關。本會強調，設有針對工作質素的表現衡量基準十分重要，以確保上市部職員不會過於重視個案的完成時間，以致忽略了其他工作方面（例如個案檢視的深度或範圍、能否準確及成功地查找問題）。交易所表示，上市部主管在 2018 年 6 月發出了一份備忘錄，提醒職員在設定表現目標時要將重點放在妥為履行交易所的監管職責之上。
190. 本會亦注意到，首次公開招股審核組在有關期間發出了合共三封指引信及四項上市決策（見第 175 段），而上市發行人監管組則發出了合共兩封指引信及 21 項上市決策（見第 182 段）。多名專業顧問過往曾經指出，指引文件（例如指引信、上市決策、常見問題及詮釋函件）的數量已經變得非常龐大，及應加以整合。本會注意到，首次公開招股審核組及上市發行人監管組在有關期間內均沒有將任何現行的上市指引編纂成條文。交易所在 2018 年開始了將現行指引編纂成條文的工作。

調查及規則執行

191. 有關詳情已載於題為“交易所有關上市規則執行的政策”的章節。
192. 上市規則執行組在有關期間的實際及預算專業人員數目如下：

| | 於 2015 年 12 月 31 日 | 變動 | 於 2016 年 12 月 31 日 | 變動 | 於 2017 年 12 月 31 日 |
|----|-----------------------|----|-----------------------|----------|-----------------------|
| 實際 | 10 | 無 | 10 | 無 | 10 |
| 預算 | 10 | 無 | 10 | +1 (10%) | 11 |

債務及衍生工具

193. 債務及衍生工具組所處理的衍生權證及牛熊證上市申請總數由 2016 年的 13,771 宗增加 54.1% 至 2017 年的 21,224 宗，而 2016 年與 2015 年的 17,549 宗相比則下跌了 21.5%。