

在不斷轉變的首次公開招股環境中對保薦人的監察之道  
**Hong Kong Conference 2019 :**  
首次公開招股的保薦人及對他們的規管  
(**IPO Sponsors and Regulations**)

梁鳳儀女士  
副行政總裁兼中介機構部執行董事

2019年10月21日

各位先生、女士，午安。

感謝梁繼昌議員和郭榮鏗議員邀請我今天下午發表演說。作為證監會中介機構部的執行董事，監察保薦人是我的職責所在。今天同場亦有證監會主要負責上市政策事宜的同事鄧兆芳，以及負責針對首次公開招股保薦人的執法行動和紀律事宜的同事程蘋。她們將會在茶歇後的專題討論發表意見。所以，正如你們所見，各位將會聽到對首次公開招股保薦人來說非常重要的三位監管機構人員的講話。

維持及改善市場質素是證監會的首要工作之一，而今天出席的證監會代表人數正好反映了這點。我們的出席亦表示本會認同保薦人是確保市場質素的主要把關者；而最重要的是我們對保薦人的期望，即保薦人應進行充分的盡職審查，以便對尋求上市的公司有完整的瞭解，並對它們作出評估。股票市場是否穩健，取決於投資者是否對獲提供的資料抱有信心。這由一家公司最初藉首次公開招股涉足市場時開始，及在之後透過定期更新披露而繼續。

首次公開招股是經過嚴謹協作過程的成果。在過程中，公司董事扮演著關鍵角色，及對上市文件內的資料負上主要責任，但這個過程亦牽涉會計師、律師、估值師和其他專家，以及包銷商、保薦人和監管機構。

保薦人的角色獨一無二。只有保薦人的職能始於首次公開招股亦終於招股過程的結束，並特定地以這身分領有證監會的牌照。他們擔任領導角色，協調首次公開招股過程中的所有參與方。他們向董事作出建議及指引，亦是嚴謹的盡職審查工作的核心參與者，確保投資者掌握足夠的資訊，能夠對公司業務與前景作出公平和有充分理據支持的意見。

### 首次公開招股市場環境的轉變

在過去十年，首次公開招股市場的環境已經有所改變。香港依然是首選的上市地點，在過去五年的其中三年居於全球榜首。價值數十億元的首次公開招股仍然佔主導地位並得到最多的媒體關注，但有較大比例的首次公開招股的規模都相對較細。以首次公開招股項目的數字計算，在GEM的首次公開招股於2008年僅約佔所有首次公開招股的百分之六，但在2017年及2018年已分別佔50%及36%，即使GEM公司佔總市值少於百分之一。

---

備註：此為演講辭草擬本的譯文，與現場發表的版本可能稍有出入。

在 2018 年接獲的上市申請接近 400 宗，較 2012 年多逾一倍。雖然上市的數目攀升，但它們的規模比較多都是較細的。在 2016 年至 2018 年間，發行規模少於 1 億元的首次公開招股約佔所有首次公開招股項目總數的 40 至 50%。相比之下，在 2011 年至 2015 年間，發行規模少於 1 億元的首次公開招股只佔 20 至 30%。

當我們看看那些在近年完成及規模較細的招股項目時，便會發現，有相當部分在上市時的持股量相對集中。

香港雖然在首次公開招股集資及市值方面名列前茅，但流動性卻落後於其他主要市場。截至 2018 年底，聯交所在市值方面全球排名第五，及在平均每日成交額方面排名第八，但其年度成交量相對市值的比率在主要交易所當中僅排名第 13 位。由此可見，與其他主要交易所相比，香港的成交量仍有可提升的空間。

為了提升市場的整體流動性，證監會正與聯交所聯手研究可能導致成交量相對偏低的各種原因。這個課題相當複雜，遠遠超出今天的討論範圍。不過，從我們的研究及透過與持份者接觸而得出的一致看法是，本港部分的股票缺乏成交量和流動性，與該部分的上市公司及證券所認為存在的問題有關。

作為市場的監管機構，證監會最關注的是這些問題對市場質素和中介人操守的影響。近年，很多上市申請人，尤其是那些發行金額較細的申請人，在尋求上市時都欠缺令人信服的上市理據。不但如此，上市成本往往與集資額不成正比，而且它們實際上並不需要新資金。這些公司當中有許多往往在首次公開招股後不久便轉手，或獲注入重大資產。以上情況不但成為趨勢，還伴隨著各種操縱活動，例如極端的價格波動，定價過高的收購及具高度攤薄效應的集資項目。

三年前，證監會成立了一個跨部門工作小組，目標是找出那些旨在操縱股價、種票或欺騙小股東的失當行為的操作模式。這些活動可能影響投資者信心及損害市場的聲譽。

我們對這類失當行為的回應十分清晰——無論是前線還是後防的把關工作都要做得更好。一旦懷疑出現嚴重問題，證監會便會行使權力，就上市申請作出查詢，而當中有很多申請不是最終處理期限已過，就是自行撤回。聯交所亦曾經因為看來沒有支持上市的商業理據的情況下，基於合適性的原因，拒絕了多項上市申請。處理期限已過、自行撤回或被拒的上市申請的百分比，由 2016 年的 33% 上升至 2018 年的 51%。與此同時，成功的新申請的百分比則由 67% 跌至 49%。在後防的把關工作方面，聯交所藉修訂《上市規則》收緊了借殼上市及持續上市準則。

證監會一旦懷疑有企業干犯了失當行為，我們便會行使在《證券及期貨（在證券市場上市）規則》（或簡稱《在證券市場上市規則》）下的權力，反對某宗上市或下令上市公司暫停股份買賣。然後，我們對涉事的公司董事進行調查，並在有需要時對他們採取行動。在 2017 及 2018 年，我們直接介入的首次公開招股個案及上市後個案的總數分別為 27 及 43 宗，當中涉及證監會實際或可能使用《在證券市場上市規則》所賦予的權力。鄧兆芳在接下來的專家專題討論環節內會就此作更深入的講解。

## 對保薦人的監察制度

正如我之前所說，保薦人扮演重要的把關者角色。持牌保薦人公司數量的增加伴隨著首次公開招股環境的改變；持牌保薦人公司由 2012 年底的 75 家上升至今天的 123 家。保薦人數量的增加意味著競爭愈趨激烈，逼使收費降低。然而，保薦人必須注意，不應該任由這些趨勢令它

們在盡職審查的質素方面作出讓步。保薦人在盡職審查工作方面應達到的標準，不應受到收費高低、保薦人公司大小以及資源多寡所影響。

我們是如何監察保薦人？我們主要進行現場監察來監察保薦人。我們透過審視持牌機構的合規歷史、投訴的數量及我們內部的市場影響評估等資料來識別出各類中介人（例如保薦人）的視察目標。本會負責審查上市申請的同事亦會提供關於在審查過程中識別出的關注事項的資料，當中包括申請被退回或被拒的保薦人工作的潛在缺失。過往工作表現一直未達標的保薦人相當可能會受到更頻密的視察<sup>1</sup>。

我們亦會直接向保薦人收集資料。我們推出了經修改的《業務及風險管理問卷》。持牌機構已開始就 2019 年 3 月 31 日或之後結束的財政年度向我們遞交新的《業務及風險管理問卷》。透過這份問卷所遞交的資料包括獲聘進行保薦人工作的項目數量，保薦人公司如何管理保薦人工作，及盡職審查一般所需的時間。這些資料對我們的監察工作很有用。

### 合理的盡職審查

我們的視察工作主要旨在確立保薦人有否進行合理的盡職審查，以及有沒有足夠的內部監控措施。我要強調的是，雖然沒有規定保薦人須防範詐騙，但他們必須確保就警告訊號作出妥善的跟進。

大家對合理的盡職審查不應感到新奇或陌生，因為這個概念一直載於《上市規則》及《第 21 項應用指引》內。保薦人的主要職責已綜合地載於在 2013 年生效的《操守準則》更新版<sup>2</sup>第 17 段中，其中一項最重要的規定是保薦人應就上市申請採取合理的盡職審查步驟，而相關工作的質量應達到在第 17 段已有所界定的標準。

另一項規定是，保薦人應在呈交上市申請前完成對上市申請人的所有合理盡職審查，惟只能於較後階段才處理的事項除外。2013 年 10 月之前，保薦人很多時候遞交質素差劣或有欠完整的招股章程，留待聯交所或證監會去發現問題及提出查詢。幸好，這種極之不理想的情況已有所改變。若我們發現某項上市申請有嚴重問題，及保薦人的盡職審查可能低於規定的標準，我們會對保薦人進行視察，或展開執法調查。這做法同時適用於最終不成功的上市申請。我們曾經就在失敗的上市申請中質素差劣的保薦人工作，採取監管行動。

我肯定在座各位對 2018 年 3 月<sup>3</sup>發出的關於保薦人的主題檢視報告及通函相當熟悉，當中重點指出了五大缺失：

#### 1. 採用“剔格子”的方法

在我們進行的視察中一個持續被識別出的問題，這就是保薦人沒有考慮需進行盡職審查的範圍，而只是使用剔格子的方法應對。我們所視察的計劃均確認已執行概括性的盡職審查措施，但通常未能顯示出在計劃盡職審查時所考慮的因素，所進行的具體盡職審查，所識別到的問題，及為解決有關問題所採取的措施。

---

<sup>1</sup> 請參閱 2018 年 3 月 26 日發出的《致持牌法團有關保薦人工作的預期標準的通函》。

<sup>2</sup> 《證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則》。

<sup>3</sup> 請參閱 2018 年 3 月 26 日發表的《關於從事保薦人業務的持牌法團的主題檢視報告》。

我們反覆強調，保薦人在展開每項工作時都必須制訂全面的盡職審查計劃，而不是依賴通用的盡職審查清單。盡職審查計劃應按照申請人的獨特業務模式量身訂製。盡早審慎周詳地考慮整個盡職審查過程是十分重要的。若太遲進行有關工作，例如在臨近呈交上市申請之前，保薦人可能會面對趕上時間表的壓力，以致漠視重大問題。

## 2. 忽略警告訊號

另一個持續被識別出的問題是，保薦人沒有採取合理步驟，就明顯的警告訊號作出跟進。舉例說，我們期望保薦人能核實上市申請人的業務營運情況，是否已於上市申請內得到準確描述。

在一宗個案中，我們發現某個上市申請人在業務紀錄期的收益有大約九成是透過對某群顧客作出銷售而得來的，而這其中大約九成是由顧客透過第三方付款人支付給上市申請人。這顯然是一項警告訊號。保薦人理應跟進此事，以確立其銷售是否真確。

## 3. 會見安排存在缺失

此外，《操守準則》對保薦人的會見安排列明詳細規定，但我們的主題視察發現，保薦人並沒有遵守這些規定。某些保薦人沒有確定接受會見者的真實身分，因而無法確定其具有適當的權限和知識。

我們在某些個案中，見到保薦人在與顧客進行會見時，沒有獨立地核實接受會見者是否該顧客的真正代表。保薦人在進行合理的盡職審查時，最起碼必須致電接受會見者的公司，以確定其在該處任職。

## 4. 過分依賴專家及第三方

第四，保薦人應嚴格地審閱專家意見，並進行必要的跟進工作，以解決任何重大差異、不尋常情況及不一致之處。證券及期貨事務上訴審裁處就中國生命的首次公開招股的裁決清楚指出，兩家核數師所提供的帳目數字存在差異，實屬重要事項，保薦人應作出調查，並向監管機構披露。保薦人應抱著專業的懷疑態度，不可假設專家意見便可照單全收。

保薦人亦須對第三方進行的工作負責，並須證明他們已適當考慮有關工作是否可以成為其履行盡職審查責任的基礎。例如，若保薦人沒有就一份第三方調查報告所預警的關注事項或所作出的建議採取跟進，那麼這份第三方報告便不能成為保薦人盡職審查工作的基礎。

## 5. 沒有妥善的監督和不足夠的資源

第五，在我們遇到的某些情況中，保薦人主要人員未必有能力對交易小組<sup>4</sup>作出充分的監督。保薦人費用亦不夠吸引，無法就做好保薦人工作提供適當誘因。在一宗個案中，一名保薦人主要人員據報負責監督六宗進行中的上市申請，這令人懷疑他到底有沒有能力充分地監察各項工作。

<sup>4</sup> 如《操守準則》第 17.15(s)段所界定。

我們期望管理層能展現足夠的監察能力。在一些個案中，交易小組沒有把重大事項上報。一名上市申請人曾拒絕接受保薦人的盡職審查措施，並威脅若保薦人堅持執行盡職審查，便會更換保薦人。這顯然是管理層應考慮的重點。隨著證監會的核心職能主管制度於 2017 年落實後，管理層的職責現已成為一個特定的焦點。

總括而言，問題的根源在於有沒有探究精神。我們期望保薦人能行使合理判斷，並抱持專業的懷疑態度。他們應有提問求證的精神，以審查資料的準確性及完整性，並特別留意任何會令該等資料的可靠性存疑的事物。適當的核實措施亦同樣重要。

### 監管行動

在視察期間，若發現保薦人在遵守應達到的標準方面有重大不足之處及出現嚴重缺失，我們通常都會把這些個案轉介予法規執行部，以便進行調查或可能採取紀律行動。這是一項有效的阻嚇措施。過去 30 個月，證監會已對八家保薦人公司及三名保薦人主要人員採取紀律行動，涉及罰款超過 9 億元。暫時吊銷公司及保薦人主要人員的牌照是我們給市場發出的一个強烈訊息，顯示我們絕不容忍失當行為，並堅決秉持嚴格的操守標準。這是程頴的專屬範圍，稍後她將作更詳盡的探討。

誠如大家所瞭解，保薦人個案很多時候都較為複雜，且調查需時。為打擊不當行為，我們已尋求在較早階段介入的方法。在某些個案中，如我們的關注事項已達至足夠的嚴重程度，且那些保薦人屢次重複著同一類行為，我們曾要求保薦人以自願承諾來提升管治架構及其系統和監控措施。該等承諾可包括委任獨立董事以實行有效的監察，或委任獨立於交易小組的保薦人主要人員，以便就上市申請進行同業檢視。

若他們拒絕作出自願承諾，我們會向其施加發牌條件，但分別在於，我們會向公眾披露發牌條件。

我們希望透過這個對保薦人的“前置式”監察方針，能夠聚焦於主要的風險，並集中精力糾正嚴重的內部監控缺失，以防止對首次公開招股的投資者造成實際損失。

### 展望未來

雖然保薦人在首次公開招股上市申請的把關工作方面扮演重要角色，但在座各位並非市場質素的唯一守護者。牽頭包銷商同樣扮演主要角色。他們不但指導進行簿記建檔的工作過程，而且很多時亦是保薦人。

機構投資者和投資銀行都曾向我們提起，他們非常關注要從利潤可觀的首次公開招股包銷費用中分一杯羹的龐大市場競爭壓力。包銷商可能會基於各種不當誘因，建立大量大額訂單，因而犧牲了訂單的質素。在一些極端個案中，包銷團的成員甚至可能會提交經誇大或虛構的訂單。這類失當行為會對價格探索過程造成嚴重損害，最終亦削弱投資者對市場的廉潔穩健和透明度的信心。

我們正就股票及債券資本市場的簿記建檔過程進行主題檢視，並會根據檢視結果發出指引。同時，我們亦正就首次公開招股過程的架構，與香港交易所上市科展開對話。

總括而言，讓我再次提醒各位，我們不應只著眼於首次公開招股的集資額，我們亦需確保上市公司的質素及買賣的流動性。對優質的首次公開招股市場所作的規管，是包括設立適當的上市公司准入門檻，監察企業融資活動，以及要求中介人秉持嚴格的操守標準。我們的最終目標是



希望達致一個能夠減少投資者及首次公開招股的所有參與方（包括保薦人及其他專業人士）面對的風險的環境。

我希望各位在今天的專題討論中能有所得著。

多謝各位。