



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

關於從事保薦人業務的持牌法團的主題檢視報告

2018年3月



目錄

摘要	1
引言	2
主題視察結果	
A. 《操守準則》的規定	3
I. 盡職審查	3
(a) 作出合理判斷及抱著專業的懷疑態度	3
(b) 會見常規	5
II. 妥善紀錄	6
III. 資源、系統及監控措施	7
(a) 企業管治	7
(b) 其他方面	7
(c) 年度評估	8
B. 《企業融資顧問操守準則》的規定	8
(a) 職能分隔制度	8
(b) 收受或提供利益	8
C. 《上市規則》的規定	9
未來路向	9



摘要

1. 證券及期貨事務監察委員會（證監會）對 31 家從事保薦人業務的持牌法團（保薦人）進行了主題視察，檢視它們在 2013 年 10 月至 2017 年 12 月 31 日期間（即自引入新的保薦人監管制度以來）進行的工作。本報告主要概述證監會在是次主題視察中識別出的主要觀察所得。
2. 在 GEM（前稱創業板）就首次公開招股交易進行的保薦人工作中常出現嚴重的缺失及不合規情況。舉例來說，儘管有明顯的預警跡象，有些保薦人卻沒有採取合理步驟以跟進其盡職審查工作，顯示其專業判斷水準欠佳及缺乏專業的懷疑態度。
3. 我們在是次檢視期間注意到的缺失及不合規情況與以下各項有關：
 - A. 《操守準則》¹的規定
 - I. 盡職審查
 - (a) 作出合理判斷及抱著專業的懷疑態度
 - (b) 會見常規
 - II. 妥善紀錄
 - III. 資源、系統及監控措施
 - (a) 企業管治
 - (b) 其他方面
 - (c) 年度評估
 - B. 《企業融資顧問操守準則》²的規定
 - (a) 職能分隔制度
 - (b) 收受或提供利益
 - C. 《上市規則》³的規定
4. 本報告亦重點指出我們在主題視察期間觀察到的某些作業手法，而這些作業手法符合保薦人在遵從適用規定方面應達到的預期標準。這些例子並非詳盡無遺，保薦人不應視其為確保合規的唯一作業手法。

¹ 指《證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則》（《操守準則》），具體來說是指有關保薦人的第 17 段。

² 《企業融資顧問操守準則》（Corporate Finance Adviser Code of Conduct）。

³ 《香港聯合交易所有限公司證券上市規則》（《主板上市規則》）及《香港聯合交易所有限公司GEM證券上市規則》（《GEM上市規則》）（統稱《上市規則》）。香港聯合交易所有限公司在本報告中簡稱為“聯交所”。



引言

5. 在 2009 年至 2016 年期間，以集資額計，香港在這八年當中有五年是全球最大規模的首次公開招股市場⁴，包括在 2016 年籌集了 1,953 億元⁵。
6. 根據《上市規則》，上市申請人應委任保薦人，以協助處理其首次公開招股活動，並緊密參與編製上市文件。鑑於保薦人在首次公開招股活動中的關鍵角色，證監會一再以保薦人工作為視察主題，曾經檢視保薦人在選定的首次公開招股交易中進行盡職審查的水準，及評估保薦人有否充分地設計和實施關於遵從適用守則、規則及規例方面的系統和監控措施。證監會在 2011 年 3 月就其首次對保薦人工作進行的主題視察發表報告⁶，當中提及多項缺失及不合規情況，包括就上市申請人業務所進行的盡職審查有欠妥善，於上市申請過程中向聯交所作出有問題的資料披露，沒有就盡職審查備存適當的文件紀錄，及有關保薦人工作的內部系統和監控措施不足之處。
7. 經證監會進行公眾諮詢後，新的保薦人監管制度在 2013 年 10 月生效⁷。除了對《操守準則》第 17 段所作的增補外，新制度下另一項主要變動是規定申請版本⁸在呈交時必須大致完整。
8. 證監會其後就保薦人為新的保薦人監管制度所作的預備工作進行調查，結果顯示就調查作出回應的公司都報告普遍合規。然而，證監會自 2013 年 10 月以來與保薦人的互動溝通顯示，它們的盡職審查工作及系統和監控措施均存在缺失及不合規情況。舉例來說，證監會在審閱上市申請的招股章程草擬本時，識別出在呈交上市申請前理應可以透過合理的盡職審查發現和加以處理的關注事項。截至本報告日期，有 44 宗上市申請因足夠嚴重的關注事項而遭監管機構發回或拒絕⁹。在其他個案中，這些關注事項若非導致上市申請失效，便是令上市時間表嚴重延誤。
9. 另一方面，現時多了許多持牌法團根據其牌照獲容許從事保薦人的工作¹⁰。這些持牌法團當中有 17 家是在 2016 年 1 月以後才加入業界，其營運方式通常是職員人數不多，但卻進行大量規模較小的交易。

⁴ 資料來源：聯交所在 2017 年 6 月刊發的《有關建議設立創新板的框架諮詢文件》。香港在 2009 年、2010 年、2011 年、2015 年及 2016 年均名列第一。

⁵ 資料來源：香港交易及結算所有限公司 2016 年年報。

⁶ 該報告載於證監會網站：http://www.sfc.hk/web/doc/TC/speeches/public/surveys/11/Sponsor%20report_FINAL_Chi.pdf

⁷ 有關監管首次公開招股保薦人的諮詢總結載於證監會網站：

<http://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/consultation/conclusion?refNo=12CP1>

⁸ 定義見《操守準則》第 17.15(a)段。

⁹ 指根據公開資料遭聯交所發回或遭聯交所或證監會拒絕的上市申請（不包括與由 GEM 轉往主板上市有關的申請）。

¹⁰ 截至 2012 年 12 月 31 日及 2017 年 12 月 31 日，分別有 75 家及 107 家持牌法團根據其牌照獲容許從事保薦人的工作。



主題視察結果

A. 《操守準則》的規定

I. 盡職審查

(a) 作出合理判斷及抱著專業的懷疑態度

《操守準則》的規定

10. 保薦人應依據合理的盡職審查，對上市申請人、其董事、主要高級管理人員及控股股東有充分了解¹¹。保薦人呈交上市申請前，應已進行對上市申請人的所有合理盡職審查（但有關只能於較後日期處理的事項除外），及確保所有重大資料已載入申請版本內¹²。
11. 保薦人應對需就上市申請人進行的盡職審查工作的性質及範圍，作出合理判斷¹³。保薦人亦應抱著提問求證的心態，審查上市申請人或其董事所提供的資料的準確性及完整性，並特別留意一些有矛盾或令該等資料的可靠性備受質疑的資料¹⁴。保薦人應進一步執行適當的核實程序，例如審閱來源文件、詢問具備有關知識的人士或取得以獨立方式索取的資料¹⁵。

缺失及不合規情況

12. 在以下的個案 A、B、C、D 及 E 中，儘管有明顯的預警跡象，負責的保薦人卻沒有採取合理步驟以跟進其盡職審查工作。在個案 F 中，有些保薦人只是依循標準的盡職審查清單，而沒有因應特定上市申請的情況作出調整。

個案 A：

證監會在審閱保薦人的交易檔案時，注意到多個重大的預警跡象，令上市申請人多名最大客戶（佔其總銷售額超過 50%）的真實性備受質疑。舉例來說，上市申請人與其多名最大客戶之間的貨運及交收過程大幅度牽涉到某些第三方，但保薦人卻沒有就該等第三方進行盡職審查。此外，證監會注意到：(i) 保薦人取得的帳單所述明的銷售額與所支付的款項之間存在重大差異，兩者無法對帳；(ii) 提單所記錄的貨物重量與出口表格所記錄的貨物重量之間存在顯著差異；及(iii) 提單上有關付運貨物的描述不準確。然而，保薦人沒有跟進這些問題。

個案 B：

根據招股章程的披露內容，上市申請人的五大供應商都是獨立第三方。我們從保薦人得悉，上市申請人的控股股東以信託方式為一名第三方持有其中一個最大供應商的股份。然而，我們在保薦人所取得以證明這項信託安排的文件中注意到許多矛盾之處、將日期追溯到過去某日的情況及其他錯誤，令有關信託安排的有效性備受質疑，及顯示控股股東可能實際上擁有該供應商的實益權益。然而，保薦人沒有進行合理的盡職審查以跟進

¹¹ 按照《操守準則》第 17.3(a)(i)及(ii)段的規定。

¹² 按照《操守準則》第 17.4(a)段的規定。

¹³ 按照《操守準則》第 17.6(a)段的規定。

¹⁴ 按照《操守準則》第 17.6(b)段的規定。

¹⁵ 按照《操守準則》第 17.6(c)段的規定。



這些問題，反而依賴控股股東的法定聲明及上市申請人提供的確認書，但這些文件不足以確保招股章程的披露內容的準確性及當中並無重大遺漏。

個案 C：

保薦人審閱了有關上市申請人的客戶的背景研究報告，當中載有從當地政府部門調取的客戶財務資料。上市申請人所提供的對若干客戶的銷售額，遠高於當地政府提供的數字所顯示的該等客戶的買賣金額。然而，雖然上市申請人的銷售數字的可靠性因此備受質疑，但保薦人沒有作出跟進。

個案 D：

保薦人沒有就一項不尋常的安排進行合理的跟進盡職審查；在該項安排下，據了解，大部分客戶都是透過代表與上市申請人聯絡，及透過來自不同國家的第三方向其支付款項。代表獲轉授過多權力，第三方身分不明，及在上市申請人的銷售數字中發現的矛盾之處，均令所呈報的銷售額的真實性備受質疑。

根據保薦人所述：**(i)**其進行的盡職審查確認間接付款是業界慣例；及**(ii)**其獲得的法律意見確認該慣例在相關司法管轄區不屬違法或無效。然而，保薦人沒有考慮該項安排對上市申請人的銷售額的真實性所造成的更廣泛影響。

保薦人進一步表示，申報會計師並無就該項安排提出任何關注。然而，保薦人未能證明其曾經與申報會計師進行討論以了解這方面的審核程序。總的來說，保薦人未能證實有關付款安排的關注事項如何得以妥善處理。

個案 E：

為了揀選接受會見者，保薦人依賴上市申請人提供的一份摘要表，當中顯示了其網上服務的多名最大用戶的消費額。我們注意到，某些最大用戶的消費額與上市申請人的內部系統所產生的原始數據不符。然而，保薦人沒有跟進此一差異。

個案 F：

多名保薦人依循標準的盡職審查清單，及只採用“剔格子”的方法來進行盡職審查；這樣一來，若上市申請人業務的主要範疇不屬標準清單覆蓋範圍，便會導致沒有就該等業務的主要範疇進行充分的盡職審查。即使某些保薦人將上市申請人業務的主要範疇納入其盡職審查清單，但它們仍然沒有就須進行的盡職審查的範圍和深入程度作出合理判斷，因而導致盡職審查不足。舉例來說，雖然招股章程的披露內容將重點放在上市申請人的有機產品，但我們注意到對其最大供應商的有機認證的盡職審查並不足夠。

符合預期標準的作業手法

13. 一名保薦人規定在上市申請期間須定期更新對上市申請人的背景研究，特別是當上市申請的過程預期會持續一段時間，或上市申請人是在急速演變的行業或監管環境中營運。另一



名保薦人規定須由交易小組¹⁶的指定高級成員來批核按個別情況特設的盡職審查計劃及後續更新。

(b) 會見常規

《操守準則》的規定

14. 保薦人應：

- i. 按客觀及相稱的準則¹⁷，獨立地揀選須會見的主要業務持份者；
- ii. 直接進行會見，盡量避免讓上市申請人¹⁸參與其中；
- iii. 確定接受會見者的真實身分，以使其本身信納接受會見者具有適當的權限和知識¹⁹；
- iv. 務求就所有問題取得充分和令人滿意的回應，並就任何不完整或未如理想的回應或尚待處理的事項作出跟進²⁰；
- v. 識別在會見過程中發現的任何不尋常情況（例如並非在接受會見者的註冊或營業地址進行會見），並確保任何不尋常情況均獲得充分解釋及解決²¹；及
- vi. 採取有效及足夠的措施，確保會見紀錄在所有重大方面均合理地準確、完整及可靠²²。

缺失及不合規情況

15. 一些保薦人在與主要業務持份者（例如客戶、供應商及銀行）進行盡職審查會見的過程中所採取的作業手法未如理想。與業務持份者的重要會見被安排在盡職審查過程的最後階段進行。保薦人亦未有確定接受會見者的真實身分，以及他們具有適當的權限和知識。有些保薦人亦沒有就會見過程中尚未解答的問題作出跟進。

個案 G：

保薦人在呈交上市申請當日會見了某些業務持份者。這種情況下，保薦人顯然沒有足夠的時間妥善考慮在會見過程中所提出的問題並解決潛在的預警跡象。

個案 H：

保薦人訪問了部分上市申請人的主要客戶和供應商，但沒有妥善核實近一半受訪者的真實身分。考慮到大部分訪問都是在上市申請人的辦公室處所進行，或者是在未對上市申請人提供的受訪者電話號碼作出任何進一步核實的情況下透過撥打該等電話號碼而進行，故上述情況顯得尤其嚴重。

¹⁶ 定義見《操守準則》第 17.15(s)段。

¹⁷ 按照《操守準則》第 17.6(f)(i)段的規定。

¹⁸ 按照《操守準則》第 17.6(f)(ii)段的規定。

¹⁹ 按照《操守準則》第 17.6(f)(iii)段的規定。

²⁰ 按照《操守準則》第 17.6(f)(iv)段的規定。

²¹ 按照《操守準則》第 17.6(f)(v)段的規定。

²² 按照《操守準則》第 17.6(f)段的規定。



符合預期標準的作業手法

16. 一些保薦人在接受會見者的營業處所進行會見，並交叉查閱多於一類可證明接受會見者身分的文件。例如，接受會見者被要求提供他們的名片以及政府簽發的身分證或附有照片的職員證。另一名保薦人在電話訪問過程中，透過撥打受訪者所屬公司的總機電話號碼聯絡受訪者或再次確認其身分，而該等電話號碼取自電話簿等可靠的公共來源。
17. 本會注意到一個較好的作業手法是，一名保薦人要求電話訪問紀要由受訪者所屬公司進行核實，並附上受訪者身分證明文件的副本。此作業手法的另外一個好處是確保受訪者所作的陳述能夠反映公司的立場。

II. 妥善紀錄

《操守準則》的規定

18. 保薦人應備存充分的紀錄，藉以向證監會顯示其已遵從《操守準則》，尤其是當中第 17 段的規定。保薦人亦應以文件載明其規管保薦人工作的系統和監控措施，以及對該等系統和措施所作出的年度評估²³。
19. 就每項上市任務而言，保薦人應在其監控下備存（包括有關的證明文件及往來書信）：與盡職審查計劃有關的紀錄²⁴；進行盡職審查的結果，連同保薦人對這些結果的評估²⁵；以及在上市過程中出現的所有重大事項，包括內部討論及已採取的行動，不論上市文件的最後定稿有否披露有關事項²⁶。

缺失及不合規情況

20. 許多接受視察的保薦人都未能提供相關的紀錄，以向證監會顯示並使其信納主要問題已得到妥善考慮和處置。在其他一些個案中，保薦人未能備存適當的盡職審查計劃及以文件妥善記錄某些已進行的盡職審查（例如，對重要商業合約的審閱及與主要業務持份者的會見）。

符合預期標準的作業手法

21. 一名保薦人的政策要求將識別到的所有重大風險和問題以問題日誌的形式加以記載，並附有獨立的盡職審查紀要。

²³ 按照《操守準則》第 17.10(a)段的規定。

²⁴ 按照《操守準則》第 17.10(c)(ii)(A)段的規定。

²⁵ 按照《操守準則》第 17.10(c)(ii)(D)段的規定。

²⁶ 按照《操守準則》第 17.10(c)(v)段的規定。



III. 資源、系統及監控措施

(a) 企業管治

《操守準則》的規定

22. 保薦人的管理層²⁷應設有合適的系統、監控措施及程序以規管保薦人的工作，包括對執行保薦人工作的職員實施充分的監督和管理²⁸。重大事項的決定均應由管理層或管理層所指定的委員會作出，該等事項包括解決可疑情況、棘手或敏感事宜、互相矛盾的資料及上市申請人的重大不合規事項等²⁹。管理層亦應就重大事項的上報制訂適當的程序³⁰。

缺失及不合規情況

23. 我們注意到管理層對保薦人工作監督不足的情況。在一宗個案中，保薦人未能顯示管理層曾參與考慮一些主要的關注事項，而其中一項是監管機構曾提出的涉及上市申請人對某些重大資產的擁有權。在另一宗個案中，當上市申請人拒絕接受保薦人的一些盡職審查措施，並威脅若其堅持執行這些措施便會更換保薦人時，交易小組未能就該重大事項向管理層或其指定的委員會上報以供審議。

符合預期標準的作業手法

24. 一些保薦人在進行上市申請的保薦工作時，設立了由保薦人的獨立主要人員³¹和來自風險、法律及合規部門的高級職員組成的委員會，以監督盡職審查過程並就此提供指引。

(b) 其他方面

《操守準則》的規定

25. 如上所述，保薦人的管理層應確保對執行保薦人工作的職員實施充分的監督和管理，並且信納，每個交易小組都由至少一名具備監督所需的才能、本領及勝任能力的保薦人主要人員進行妥善及充分的監督³²。

缺失及不合規情況

26. 證監會注意到部分保薦人沒有向其職員提供充足的培訓和指引，以及一些顯示他們沒有足夠資源承擔保薦人工作的情況。例如，保薦人的主要人員未必有能力對交易小組進行充分監督。在一宗個案中，某保薦人的主要人員據報同時監督六項正在進行中的上市申請。這情況令人懷疑相關的保薦人主要人員能否充分地監督交易小組作業手法，因為大多數調查回應者表示其保薦人的主要人員和他們的職員平均只同時處理兩至三項首次公開招股。

²⁷ 定義見《操守準則》第 17.15(i)段，包括保薦人的董事會、董事總經理、行政總裁、負責人員、主管人員及其他高層管理人員。

²⁸ 按照《操守準則》第 17.11(e)及(e)(iv)段的規定。

²⁹ 按照《操守準則》第 17.11(d)段的規定。

³⁰ 按照《操守準則》第 17.11(e)(vi)段的規定。

³¹ 定義見《操守準則》第 17.15(i)段。

³² 按照《操守準則》第 17.11(c)段註 2(B)的規定。



符合預期標準的作業手法

27. 某保薦人在其合規手冊內列舉了重大風險及問題的例子，並具體說明內部上報的門檻，並已制訂計劃，以便就識別和解決重大問題向職員提供情境培訓。
28. 一些保薦人要求其保薦人主要人員與初級的小組成員一起出席重要的盡職審查會見。這使保薦人的主要人員能夠更好地了解上市申請人，並在有需要時及時向交易小組提供指引。

(c) 年度評估

《操守準則》的規定

29. 保薦人應每年進行一次評估，以確保其系統及監控措施持續有效³³。

缺失及不合規情況

30. 一些保薦人沒有對其系統和監控措施進行任何年度評估；其中一名保薦人的年度評估單單建基於保薦人主要人員的證詞，而沒有詳細說明為了確保主要的政策和程序得以有效實施而曾進行的工作或檢視的樣本。

B. 《企業融資顧問操守準則》的規定

(a) 職能分隔制度

《企業融資顧問操守準則》的規定

31. 保薦人應確保設立有效的職能分隔制度（Chinese Walls），避免機密或價格敏感的資料在企業融資活動和其他業務活動之間流傳³⁴。

缺失及不合規情況

32. 一些保薦人沒有維持有效的職能分隔制度，以防止機密資料在保薦人和相關持牌法團之間流轉。在一些個案中，交易小組在獲准繞過職能分隔制度之前，將某些尚未公開的上市申請相關資料轉交給相關持牌法團的職員。

(b) 收受或提供利益

《企業融資顧問操守準則》的規定

33. 保薦人在沒有事先向其客戶作出詳細披露前，不應提供或接受任何涉及該客戶的業務或其有份參與的交易的誘因。保薦人亦應確保其制訂及備存書面政策和程序，規定職員在提供或收受價值超過某個款額的饋贈時，必須披露有關饋贈的價值，以及訂明在何種情況下方可提供或收受有關的饋贈³⁵。

³³ 按照《操守準則》第 17.12 段的規定。

³⁴ 按照《企業融資顧問操守準則》第 4.3 段的規定。

³⁵ 按照《企業融資顧問操守準則》第 4.6 段的規定。



缺失及不合規情況

34. 一些保薦人沒有設立書面公司政策以規管向客戶提供利益的行為，未能遵從關於收受客戶利益的公司政策，或者由於缺少文件資料而無法顯示其已符合規定。

C. 《上市規則》的規定

《上市規則》的規定

35. 保薦人應依據《主板上市規則》第 3A.07 條或《GEM 上市規則》第 6A.07 條進行完整的獨立性審查，以便為其向聯交所作出的獨立性聲明提供適當依據。

缺失及不合規情況

36. 大多數保薦人在獨立性審查方面的內部監控程序較差。例如，許多保薦人未對交易小組成員、保薦人所屬集團的董事或其緊密聯繫人（定義見《上市規則》）的獨立性進行確認。

未來路向

37. 除了審閱上市申請的材料外，證監會將會繼續進行現場視察，以監察保薦人的表現，並向業界公開視察結果。
38. 證監會於 2017 年 7 月刊發《證監會監管通訊：上市公司》，向上市公司、上市申請人及保薦人提供更多指引，闡明證監會如何就上市公司及其他上市事宜履行其在《證券及期貨（在證券市場上市）規則》（簡稱《在證券市場上市規則》）及《證券及期貨條例》下的某些職能。正如該通訊的創刊號所述，為了更好地保障本港市場及投資者，證監會曾根據《在證券市場上市規則》發出“反對意向書”，以反對數宗上市申請。
39. 展望將來，證監會在有需要時，定必果斷地採用上述及其他“實時”的監管工具，以輔助其正在進行的監管和執法工作，藉以追究違規者的責任、尋求補救方法及阻止失當行為。