



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

保薦人主題視察報告

2011年3月



目錄

摘要	1
引言	3
保薦人監管制度	3
證監會對保薦人的監察	6
保薦人調查	6
保薦人主題視察	10
概覽	10
主要視察結果	10
就上市申請人業務所進行的盡職審查有欠妥善	10
(a) 沒有就業務的主要相關人士進行充分的盡職審查	11
(b) 沒有就臨近上市前的重大業務變動進行充分的盡職審查	12
(c) 沒有就第三方專業人士／專家的工作進行充分的盡職審查	13
於上市申請過程中向聯交所作出有問題的資料披露	13
沒有就盡職審查備存適當的文件紀錄	15
有關保薦人工作的內部系統和監控制度不足之處	16
(a) 承擔保薦人工作的人手及資源	16
(b) 保薦人的內部系統和監控制度的年度評估	17
未來路向	18



摘要

1. 香港是全球其中一個主要的首次公開招股¹中心²，在2009年的首次公開招股活動集資總額為2,480億港元³。根據《上市規則》⁴，上市申請人應委任保薦人，以協助處理首次上市申請⁵，並緊密參與編製上市文件⁶。因此，保薦人在首次公開招股活動中擔當重要角色。
2. 保薦人的工作（**保薦人工作**）涉及就機構融資提供意見，即《證券及期貨條例》訂明的第6類受規管活動，而與保薦人有關的《適用於申請或繼續以保薦人和合規顧問身分行事的法團及認可財務機構的額外適當人選指引》（《**保薦人指引**》），已於2007年1月1日生效。
3. 證監會非常重視市場的廉潔穩健及維持集資活動的透明度。為評估保薦人遵從相關法例及監管規定的表現，我們不時對保薦人進行視察，作為例行視察工作的一部分。如有需要，亦會要求保薦人作出糾正措施。由於《保薦人指引》已實施四年，證監會認為是適當時候進行更大規模的視察，以收集更多關於保薦人市場環境的資料，並評核保薦人的合規水平。以下是證監會最近為監察保薦人而採取的主要措施：
 - 於2009年下旬成立證監會內部專責小組，該組已對17家保薦人進行主題視察，重點為保薦人在首次上市申請中執行的工作（**保薦人主題視察**）；及
 - 在2009年10月對所有保薦人進行調查，收集更多關於保薦人行業一般環境的資料，並要求保薦人自我評核對若干監管規定的合規狀況（**保薦人調查**）；根據保薦人調查的結果，截至2009年9月20日，香港有73家保薦人，其中六家保薦人（約佔保薦人總數8%）是註冊機構（**銀行保薦人**）。銀行保薦人在業界佔重要地位，就整個業界的保薦工作收入總額而言，銀行保薦人佔39%；而在從事保薦人工作的持牌代表／有關人士（**保薦人職員**）當中，超過三分之一是受僱於銀行保薦人。銀行保薦人（及所聘用的保薦人職員）受香港金融管理局（**金管局**）監察，而其餘所有保薦人均受證監會監察。
4. 在保薦人主題視察過程中，證監會發現部分保薦人的工作出現了若干缺失，其內部系統和監控制度亦有不足之處，包括：
 - (a) 就上市申請人業務所進行的盡職審查有欠妥善
 - 沒有適當地會見上市申請人的主要客戶（以核實銷售數據的真偽），即會見工作並不符合理應達致的標準，例如未能有效地核實會見人士的身分，以及沒有就盡職審查問卷所遺漏的重大資料作出跟進。

¹ 就本文而言，“首次公開招股”、“首次公開招股活動”、“首次公開招股交易”、“首次公開招股市場”及其他類似詞彙指透過各種方式進行的上市活動，例如公開認購、以介紹形式上市、配售等。

² 證券及期貨事務監察委員會研究論文46：《2009年環球及香港證券市場回顧》，第2頁。

³ 香港交易及結算所有限公司（**香港交易所**）於2010年3月發表的《香港交易所市場資料2009》，第15頁。

⁴ 《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創業板證券上市規則》（《**創業板上市規則**》）（統稱《**上市規則**》）。

⁵ 《主板上市規則》第3A.02條。《創業板上市規則》的相應條文為第6A.02條。

⁶ 《主板上市規則》第3A.11(1)條。《創業板上市規則》的相應條文為第6A.11(1)條。



- 沒有披露新客戶資料，亦沒有就該客戶進行盡職審查。該客戶在最後經審核資產負債表的日期後不久（但在上市前）成為上市申請人的最大客戶，這可能會影響上市申請人的業務模式（例如本來以本地銷售業務為主，但逐漸將業務重點轉移至出口銷售業務）。
 - 不適當地依賴一項法律意見；該法律意見乃根據若干事實作出，但這些事實本身未能全面反映上市申請人的實際業務運作。
- (b) 於上市申請過程中向香港聯合交易所有限公司（**聯交所**）作出有問題的資料披露
- 曾經就上市申請人的主要供應商的獨立性，向聯交所作出有問題的資料披露。
- (c) 沒有就盡職審查備存適當的文件紀錄
- 部分保薦人沒有就盡職審查的查詢適當地備存文件紀錄，以致未能編製相關紀錄以證明曾經適當地考慮及處理在有關情況下若干表面看來屬重大的事項。
- (d) 有關保薦人工作的內部系統和監控制度不足之處
- 於本會視察期間，保薦人沒有因應其承擔的保薦工作的規模及性質調配足夠的人手及資源。
 - 沒有依照《保薦人指引》的規定，每年評估其內部系統和監控制度。
5. 證監會將繼續進行視察及採取執法行動，以監督保薦人的工作。如有需要，證監會將與相關的監管機構保持密切溝通。基於本報告所提出的關注事項，並為了加強保薦人監管制度以提升投資者保障及市場質素，證監會將檢討與保薦人工作有關的現行規定。與此同時，本會將向所有保薦人發出通函，提醒他們遵從相關的監管規定。



引言

6. 香港擁有穩健的金融基礎設施，是全球其中一個國際金融中心，在首次公開招股市場上的地位日益重要。值得注意的是，香港在 2006 年是全球第二大首次公開招股集資市場，僅次於倫敦⁷。香港在 2009 年成爲全球最大的首次公開招股中心⁸，年內首次公開招股活動的集資總額達 2,480 億港元⁹。
7. 在聯交所上市的公司主要是本地公司（包括所有在香港或海外註冊成立，而業務主要位於香港及／或中國的公司）。截至 2011 年 2 月 28 日，H 股公司¹⁰ 及紅籌公司¹¹ 的市值佔聯交所主板市場的 45.14%¹²。除內地機構外，聯交所一直積極吸引其他國家的公司來港上市。
8. 隨著香港首次公開招股市場在近年持續擴展，我們必須維持穩健的法律及監管制度，以確保投資者能取得真實、準確及完整的資訊，了解上市申請人的財政狀況及業務前景，從而作出有根據的投資決定。
9. 從保障投資者角度而言，在上市文件中作出真實、準確及完整的披露，對香港的首次公開招股活動非常重要。儘管上市申請人的董事須對上市文件所載的資料負有主要責任¹³，但保薦人亦須按照監管規定，緊密參與編製新申請人的上市文件。

保薦人監管制度

10. 基本上，上市程序開始時首先須向聯交所提交上市申請表格及《上市規則》規定的其他文件¹⁴，包括招股章程草稿。如聯交所認爲所提交的招股章程草稿不屬較完備版本¹⁵，便可能會拒絕審閱有關文件，並會將所有文件退還保薦人。如聯交所接納有關文件，此等提交予聯交所的文件會被視爲已交予證監會存檔¹⁶。聯交所與證監會企業融資部雙重存檔小組（**雙重存檔小組**）將會同時審閱、考慮及評論上市申請文件，並在有需要時向保薦人索取進一步資料，亦可能會要求提交招股章程的修訂版本。

⁷ 證券及期貨事務監察委員會研究論文 35：《在 2006 年進行的首次公開招股活動及其表現》，第 2 頁。

⁸ 證券及期貨事務監察委員會研究論文 46：《2009 年環球及香港證券市場回顧》，第 3 頁。

⁹ 香港交易所於 2010 年 3 月發表的《香港交易所市場資料 2009》，第 15 頁。

¹⁰ 在聯交所上市並根據中國法律發行股份的中國發行人，股份面值以人民幣計價，並以港元認購及買賣。

¹¹ 以下公司被視作紅籌公司：(1) 最少有 30% 股權由中國內地機構直接或間接（通過其擁有控股權的公司）持有；或 (2) 由中國內地機構直接或間接（通過其擁有控股權的公司）持有的股權少於 30% 但在 20% 以上，但中國內地機構在公司董事局有明顯支配權。中國內地機構包括國有企業及由中國內地各省、市機關控制的機構。（上述定義摘自香港交易所網站 <http://www.hkex.com.hk/chi/index.htm>）。

¹² 數據摘自香港交易所網站（<http://www.hkex.com.hk/chi/index.htm>）〈統計數據及研究〉－〈證券市場統計數據〉－〈相關中國股份統計〉－〈相關中國股份之市價總值（主板及創業板）〉環節。

¹³ 《主板上市規則》第 11.12 條及附錄一 A 部第 2 段。《創業板上市規則》的相應條文載於第 14.23 條及附錄一 A 部第 2 段。

¹⁴ 文件規定載於《主板上市規則》第 9.11(1) 至 (5) 條及《創業板上市規則》第 12.22 條。

¹⁵ 《主板上市規則》第 9.03(3) 條。《創業板上市規則》的相應條文爲第 12.09 條，當中指明招股章程須爲“預期的最後定稿”。

¹⁶ 所依據的是《證券及期貨條例》的《證券及期貨（在證券市場上市）規則》（《**在證券市場上市規則**》），該規則於 2003 年 4 月 1 日生效。



11. 聯交所上市委員會將召開聆訊以考慮上市申請，該委員會可能批准亦可能不批准該項申請。與此同時，證監會亦有權¹⁷根據若干理由反對上市申請，並在聯交所對上市申請作出最終決定之時或之前，向聯交所表明對該上市申請有沒有任何意見。如無進一步的意見，聯交所將繼續完成上市程序。
12. 根據《上市規則》，上市申請人應委任保薦人，以協助進行首次上市申請¹⁸。
13. 保薦人在整個上市過程中擔當舉足輕重的角色。具體而言，保薦人的職責包括¹⁹：
 - 緊密參與編製新申請人的上市文件；
 - 進行合理盡職審查的查詢²⁰，使其可向聯交所作出聲明，確認（除其他事項外）上市文件載有充足詳情及資料，使合理的人皆可據此而對上市文件刊發時新申請人的股份、財務狀況及盈利能力達致有根據並有理由支持的意見；
 - 確保符合《主板上市規則》²¹有關上市申請程序及要求的具體規定²²；
 - 盡合理的努力處理聯交所就上市申請提出的所有事項，包括應聯交所的合理要求，適時向聯交所提供資料以核實保薦人、新申請人及新申請人的董事目前或過往是否符合《主板上市規則》²³的規定；
 - 陪同新申請人出席與聯交所舉行的任何會議（但聯交所另有要求的除外），以及出席任何其他會議，及應聯交所要求，參與和聯交所進行的任何其他討論；及
 - 符合保薦人向聯交所作出的承諾的條款，包括遵守《主板上市規則》²⁴適用於保薦人的條文，及盡合理的努力，確保在上市申請過程中呈交予聯交所的所有資料，在各重大方面均屬真實，且並無遺漏任何重大資料，以及假若保薦人其後得悉有任何資料導致呈交予聯交所的資料的真實性、準確性或完整性受到質疑，其將即時通知聯交所有關資料。
14. 聯交所是所有上市相關事宜的前線監管機構²⁵，負責公布、落實及執行《上市規則》，包括《應用指引》²⁶。上述規則及指引訂明新申請人在聯交所上市前須符合的規定，以及保薦人的責任和職責。聯交所並負責執行上市程序，包括審閱有關上市申請的所有文件，以及執行若干根據《公司條例》轉移予聯交所並關乎招股章程的審閱及認可工作的職能²⁷。

¹⁷ 根據《在證券市場上市規則》（請參閱附註 16）的規定獲賦權。

¹⁸ 《主板上市規則》第 3A.02 條。《創業板上市規則》的相應條文為第 6A.02 條。

¹⁹ 《主板上市規則》第 3A.11 條。《創業板上市規則》的相應條文為第 6A.11 條。

²⁰ 在釐定保薦人必須為盡職審查進行哪些合理查詢時，《主板上市規則》第 3A.12 條規定保薦人必須參閱《主板上市規則》第 21 項應用指引有關盡職審查的應用指引。《第 21 項應用指引》於 2005 年發表，載有聯交所要求保薦人在首次公開招股申請程序中應進行的盡職審查查詢。《創業板上市規則》的相應條文載於第 6A.12 條及《第二項應用指引》。

²¹ 如屬尋求於聯交所創業板（**創業板**）上市的申請人，則須符合《創業板上市規則》的規定。

²² 《主板上市規則》第 9.03 條及第 9.05 至 9.08 條。《創業板上市規則》的相應條文為第 12.07、12.09、12.10 及 12.12 至 12.15 條。

²³ 如屬尋求於創業板上市的申請人，則須符合《創業板上市規則》的規定。

²⁴ 如屬尋求於創業板上市的申請人，則須符合《創業板上市規則》的規定。

²⁵ 證監會與聯交所在 2003 年 1 月 28 日簽訂的《上市事宜諒解備忘錄》。

²⁶ 《主板上市規則》的《第 21 項應用指引》及《創業板上市規則》的《第二項應用指引》（統稱《應用指引》）。

²⁷ 《證券及期貨（職能的轉移－聯交所）令》。



然而，聯交所對上市文件的內容概不負責，而上市申請人的每份招股章程均載有表明此意的免責聲明。²⁸

15. 另一方面，證監會對保薦人及其活動履行以下規管職能：

▪ **發牌**

保薦人工作涉及就機構融資提供意見，該活動屬《證券及期貨條例》訂明的第 6 類受規管活動，故此所有中介人²⁹在接受委聘為保薦人前，必須先根據《證券及期貨條例》獲發適當牌照（或註冊）。

此外，《保薦人指引》已於 2007 年 1 月 1 日生效。自該日起，持第 6 類牌照（或註冊）的中介人亦必須符合《保薦人指引》下的資格規定，方會獲證監會發牌科批准承擔保薦人工作。

《保薦人指引》詳細訂明保薦人須符合的適當人選及持續合規要求，例如具體的勝任能力規定、管理層的責任、保薦人主要人員的資格準則及規定，以及維持有效的系統和監控制度的規定。證監會發牌科擔當把關者的角色，確保只有符合指定的資格規定並已適當地獲發牌照（或註冊）的人士，方獲批准擔任保薦人。

▪ **雙重存檔**

正如上文第 10 段指出，雙重存檔小組會與聯交所同時審閱及考慮上市申請。雙重存檔小組有權要求進一步資料，若證監會認為（除其他事項外）上市申請載有在要項上屬虛假或具誤導性的資料，雙重存檔小組亦有權反對上市。雙重存檔小組並會不時發表《雙重存檔簡訊》，論述小組在審閱由保薦人代表上市申請人提交的上市文件草擬本的過程中所發現的實質事宜。

▪ **持續監察**

證監會中介團體監察科持續監察保薦人（銀行保薦人除外）。具體而言，該部門不時對保薦人進行實地視察，以評核他們遵從法例規定的表現。有關本會的保薦人主題視察的詳情，將於下文“保薦人主題視察”一節討論。

金管局則負責對銀行保薦人作出日常的監察，監督他們執行受規管活動。無論如何，金管局與證監會在有需要時會就監察保薦人保持密切溝通。

▪ **執法**

證監會法規執行部在適當情況下會行使調查權力，並對違反相關監管規定的保薦人採取紀律行動³⁰。

²⁸ 《主板上市規則》第 11.20 條。《創業板上市規則》的相應條文為第 2.19 條。

²⁹ 就本文而言，“中介人”一詞指《證券及期貨條例》訂明的持牌法團及／或註冊機構。

³⁰ 《證券及期貨條例》第 182、183 及 194 條。



證監會對保薦人的監察³¹

16. 證監會非常重視市場的廉潔穩健及維持集資活動的透明度。為評估保薦人遵從相關法例及監管規定的表現，我們不時進行保薦人視察，作為例行視察工作的一部分。如有需要，亦會要求保薦人作出糾正措施。由於《保薦人指引》已實施四年，證監會認為是適當時候進行更大規模的視察，以收集更多關於保薦人市場環境的資料，並評核保薦人的合規水平。以下是證監會最近為監察保薦人而採取的主要措施：
- 在 2009 年 10 月對所有保薦人進行調查，收集更多關於保薦人行業一般環境的資料，並要求保薦人自我評核對若干監管規定的合規狀況；及
 - 在 2009 年下旬設立證監會內部專責小組，該小組已對多家保薦人進行視察，並特別對 17 家保薦人進行保薦人主題視察，重點為保薦人在首次上市申請中執行的工作。
17. 下文將詳述有關的監察措施，包括本會察悉與保薦人活動有關的常見缺失及合規事宜。

保薦人調查

18. 2009 年 10 月，證監會向根據其牌照／註冊合資格進行保薦人工作的中介人進行了一項調查。保薦人調查搜集了在 2007 年 10 月 1 日至 2009 年 9 月 30 日期間（調查期間），保薦人就聯交所上市申請而承擔的保薦人工作的資料。
19. 以下是本會的主要觀察所得³²：
- 保薦人於截至 2008 年 9 月 30 日止的年度處理了 238 宗首次公開招股交易³³，在 2009 年 9 月 30 日止的年度，則處理了 305 宗首次公開招股交易。
 - 截至 2009 年 9 月 30 日的保薦人職員總數為 1,640 名。
 - 截至 2008 年 9 月 30 日止，來自保薦人工作的收入總額（主要是包銷費形式）為 47.59 億港元，截至 2009 年 9 月 30 日止的年度的該項收入總額則為 22.14 億港元。
 - 調查期間共有 65 家活躍保薦人，當中只有六家為銀行保薦人，而該六家銀行保薦人共佔來自保薦人工作收入總額的 39%，並聘用了超過三分之一的保薦人職員。

保薦人數目

20. 下表列出了截至 2009 年 9 月 30 日止按行業及規模（按保薦人職員人數而定）劃分的保薦人分布情況。

³¹ 在本報告下文，除文意另有所指外，關於保薦人監察的提述及討論不包括銀行保薦人；這些銀行保薦人由金管局負責規管。

³² 在 73 家保薦人當中，有 65 家保薦人在保薦人調查中表示曾於調查期間承擔保薦人工作（簡稱“活躍保薦人”）。本會的分析集中於這 65 家活躍保薦人。

³³ 該等交易不包括(i)籌備中的交易；及(ii)尚未釐定招股規模的上市申請。此外，如一宗交易(i)涉及聯席保薦人；或(ii)經營任保薦人處理，會被重複計算。



表 1：根據行業及規模劃分的保薦人類別

保薦人類別	保薦人數目	保薦人職員人數
銀行保薦人	6 (9%)	539 (33%)
保薦人職員數目為 20 名或以上的證監會持牌保薦人 (規模較大的保薦人)	14 (22%)	743 (45%)
保薦人職員數目為 19 名或以下的證監會持牌保薦人 (規模較小的保薦人)	45 (69%)	358 (22%)
總計	65 (100%)	1,640 (100%)

21. 上表顯示，截至 2009 年 9 月 30 日止，雖然銀行保薦人及規模較大的保薦人合共只佔保薦人總數 31%，但他們合計的保薦人職員總數卻佔總數 78%。

保薦人主要人員

22. 截至 2009 年 9 月 30 日，與規模較小的保薦人比較，銀行保薦人及規模較大的保薦人僱用較多保薦人主要人員。
23. 有少數規模較小的保薦人表示，其保薦人主要人員數目不足兩名，未能符合《保薦人指引》第 1.3.1 段的規定。證監會已立即跟進這些個案，並察悉他們已停止進行／承擔進行保薦人活動。

同時處理的交易數目

24. 在調查期間，根據匯報，在大部分個案中，保薦人主要人員及其他保薦人職員在同一時間只需處理一至兩宗交易。
25. 然而，據一名保薦人匯報，在截至 2009 年 9 月 30 日止年度期間，其保薦人主要人員需同時處理五宗或更多首次公開招股交易，意味著該商號可能缺乏足夠資源應付保薦人工作。證監會已就此事作出調查，並確保有關方面立即採取適當的補救措施。

調查期間來自保薦人工作的收入

26. 在截至 2008 年 9 月 30 日止的年度，直接或間接來自保薦人工作的收入總額達 47.59 億港元，截至 2009 年 9 月 30 日止的年度的該項收入為 22.14 億港元，當中約 90%是支付予銀行保薦人及規模較大的保薦人。

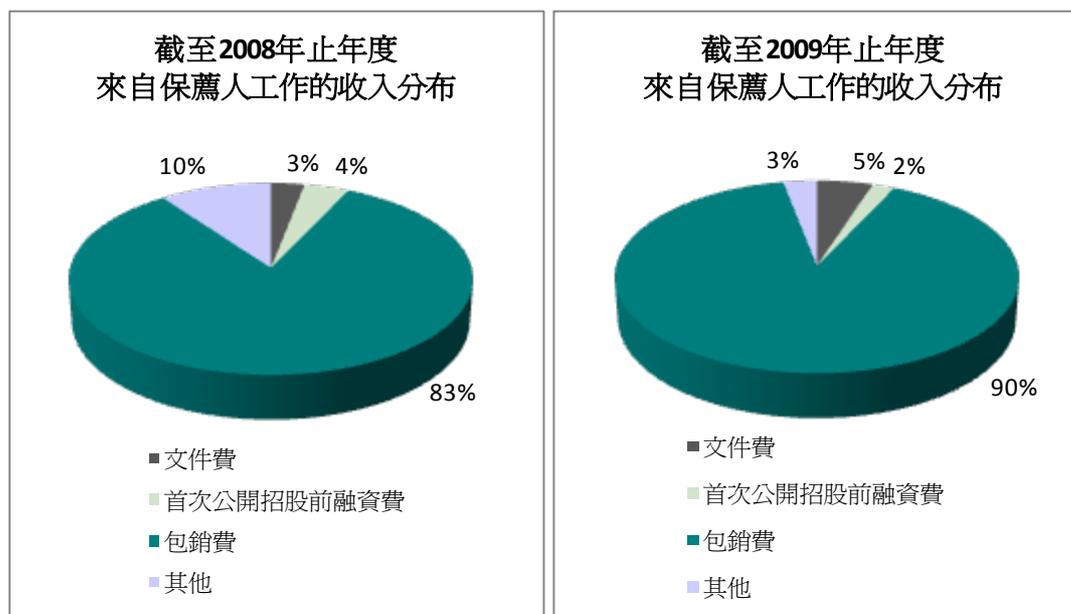


表 2：付予保薦人的費用

保薦人類別	截至以下日期止年度向各類保薦人支付的費用	
	2008年9月30日 (以千港元計)	2009年9月30日 (以千港元計)
銀行保薦人	1,744,138 (36%)	991,923 (45%)
規模較大的保薦人	2,365,690 (50%)	1,070,276 (48%)
規模較小的保薦人	648,880 (14%)	151,831 (7%)
總計	4,758,708 (100%)	2,214,030 (100%)

27. 大部分費用均由保薦人以其商號名義收取。部分保薦人亦會以集團名義收取與保薦人工作有關的費用，主要是包銷費形式收取。

圖 1：收費類別



其他業務關係

28. 除提供保薦人服務外，保薦人及／或其集團公司亦會同時向上市申請人提供其他服務，包括³⁴：
- 資產管理；
 - 借款及銀行信貸；

³⁴ 《主板上市規則》第3A.07條規定，新申請人至少須有一名保薦人獨立於新申請人。如在上市日期之前出現以下情況，保薦人即不屬獨立於新申請人：例如，保薦人集團（定義見《主板上市規則》第3A.01 (9)條）任何成員當其時與新申請人或新申請人的董事、附屬公司、控股公司或主要股東之間有業務關係，而此關係會合理地被視為會影響保薦人履行《主板上市規則》第三章所載職責的獨立性，或可能合理地令人覺得保薦人的獨立性將受影響。《創業板上市規則》的相應條文為第6A.07條。



- 槓桿式及結構性融資；及
- 首次公開招股前配售服務。

聯席／唯一保薦人

29. 在調查期間，銀行保薦人及規模較大的保薦人主要為首次公開招股交易擔任聯席保薦人，而規模較小的保薦人則主要擔任唯一保薦人，詳見下表。

表 3：各類保薦人在調查期間擔任唯一或聯席保薦人的情況

保薦人類別	截至 2008 年 9 月 30 日止年度處理的 首次公開招股交易數目			截至 2009 年 9 月 30 日止年度處理的 首次公開招股交易數目		
	唯一保薦人	聯席保薦人	總計	唯一保薦人	聯席保薦人	總計
銀行保薦人	3 (3%)	16 (12%)	19 (8%)	10 (7%)	27 (16%)	37 (12%)
規模較大的保薦人	55 (53%)	87 (64%)	142 (60%)	59 (43%)	106 (64%)	165 (54%)
規模較小的保薦人	45 (44%)	32 (24%)	77 (32%)	69 (50%)	34 (20%)	103 (34%)
總計	103 (100%)	135 (100%)	238 (100%)	138 (100%)	167 (100%)	305 (100%)

30. 就涉及聯席保薦人的首次公開招股交易而言，由銀行保薦人及規模較大的保薦人承擔的大部分交易的招股規模均超過 10 億港元。

表 4：調查期間涉及聯席保薦人的交易的分布情況

招股規模 (以百萬港元計)	銀行保薦人		規模較大的保薦人		規模較小的保薦人	
	2008 年	2009 年	2008 年	2009 年	2008 年	2009 年
<500	3 (19%)	1 (4%)	3 (3%)	3 (3%)	14 (44%)	13 (38%)
500-1,000	3 (19%)	1 (4%)	4 (5%)	4 (4%)	8 (25%)	5 (15%)
>1,000	10 (62%)	25 (92%)	80 (92%)	99 (93%)	10 (31%)	16 (47%)
總計	16 (100%)	27 (100%)	87 (100%)	106 (100%)	32 (100%)	34 (100%)

自我評核

31. 本會要求保薦人作出自我評核，檢討本身是否已遵從適用的監管規定。根據其報告，部分保薦人似乎未能符合以下範疇的規定：

- 由保薦人主要人員履行監督職責；
- 倚賴第三方專業人士；
- 每年檢討有關保薦人工作的系統和監控制度；及
- 符合持續專業培訓規定。



32. 證監會已要求有關保薦人就上述回覆作出進一步的解釋，並要求他們在適當情況下採取糾正措施。此外，業界表示較難找到一些針對保薦人工作的專題培訓課程，本會已向香港證券專業學會反映有關情況。

保薦人主題視察

概覽

33. 自 2009 年下旬開始，證監會向 17 家保薦人進行了保薦人主題視察。
34. 保薦人主題視察的主要目的，是評估保薦人遵守相關監管規定的情況，而本會所進行的主題視察工作涵蓋以下範疇：
- 從保薦人以往曾處理的首次公開招股交易中選出若干個案，因應每項交易的具體情況和商業實況，視察保薦人就相關上市申請人的業務活動、向聯交所提交的財務資料及其他重大資料所進行的盡職審查；及
 - 保薦人進行保薦工作所涉及的整體內部系統和監控制度。主要的檢討範圍包括保薦人承辦首次公開招股交易的能力、保薦人的管理層參與監督屬下相關職員的程度，以及保薦人的合規職能的成效。
35. 證監會在揀選持牌法團³⁵作為保薦人主題視察的視察對象時，已確保當中有不同規模的保薦人。除了保薦人的公司規模外，證監會在挑選過程中亦會考慮保薦人處理若干上市申請工作所得的評語，以及其他相關因素。

主要視察結果

36. 證監會在進行保薦人主題視察時發現，部分保薦人在上市申請過程中所進行的盡職審查工作出現了若干缺失，而保薦人工作所涉及的內部系統和監控制度亦有不足之處。下文將詳述並以個案說明少數保薦人所出現的主要或常見缺失。

就上市申請人業務所進行的盡職審查有欠妥善

37. 保薦人進行盡職審查時應作出合理的查詢，使其得以在上市申請中向聯交所作出聲明³⁶，聲明內容須涵蓋各項相關事宜³⁷，例如申請人符合上市資格³⁸、上市文件載有充足詳情及資料，使投資者可據此而對上市申請人的財務狀況及盈利能力達致有根據並有理由支持的意見³⁹，以及上市文件所載資料均屬真實，且無遺漏重大資料⁴⁰。

³⁵ 證監會並沒有視察銀行保薦人，因為他們受金管局監督。

³⁶ 《主板上市規則》第 3A.11(2)條。《創業板上市規則》的相應條文為第 6A.11(2)條。

³⁷ 《主板上市規則》第 3A.13 條。《創業板上市規則》的相應條文為第 6A.13 條。聲明的指定格式載於《主板上市規則》附錄十九，或《創業板上市規則》附錄七 G 表格。

³⁸ 《主板上市規則》第 3A.15(2)條。《創業板上市規則》的相應條文為第 6A.15(2)條。

³⁹ 《主板上市規則》第 3A.15(3)條。《創業板上市規則》的相應條文為第 6A.15(3)條。

⁴⁰ 《主板上市規則》第 3A.15(4)條。《創業板上市規則》的相應條文為第 6A.15(4)條。



38. 爲了適當地履行職責，保薦人對上市申請人的業務應有合理程度的理解。爲達致此目標，保薦人必須從所有重大方面考慮上市申請人的業務，從而判斷其盡職審查的查詢性質及範圍是否適當。《應用指引》規定，除其他事項外，一般盡職審查的查詢應包括：
- 評估新申請人的業務表現及財務狀況、業務計劃及任何盈利預測或估計，這一般包括會見新申請人的主要供應商及客戶、債權人及銀行⁴¹（**就業務的主要相關人士進行盡職審查**）；
 - 評核自上市文件所載最近期經審計資產負債表日期以後有否出現任何變動而須作出披露，以確保上市文件完整，且並無誤導⁴²（**就臨近上市前的重大業務變動進行盡職審查**）；及
 - 評核專家意見所依據的假設是否公平合理及完整；並評核第三方專業人士／專家的工作範圍是否與所須發表的意見相稱⁴³（**就第三方專業人士／專家進行盡職審查**）。

(a) 沒有就業務的主要相關人士進行充分的盡職審查

39. 保薦人須評估上市申請人過去及預計未來的表現及財務狀況，作爲盡職審查的一部分。這一般包括會見業務相關人士，例如上市申請人的主要客戶及供應商。
40. 由於每宗個案均有獨特之處，《應用指引》並沒有訂明就供應商／客戶而進行的盡職審查的範圍及方式。保薦人有責任自行作出專業判斷，因應情況進行必要及適當的工作。
41. 不論任何情況，就上市申請人的供應商／客戶而進行的盡職審查都不應與上市文件內容的最基本規定混爲一談，亦不應受該等規定所限。保薦人的盡職審查應時刻依從《應用指引》所載原則⁴⁴，而盡職審查的範圍及深入程度亦應符合任何保薦人爲適當地履行職責而理應達致的標準。
42. 在盡職審查過程中進行會見的方式，可以直接影響所得資料的質素及可靠程度，若保薦人依賴這些資料來編製上市文件，會見方式亦將影響保薦人（以至投資者）能否適當地評估上市申請人的財務狀況。
43. 本會在進行保薦人主題視察時發現，部分保薦人進行盡職審查所採納的會見程序有欠妥善。從以下個案可看到，如保薦人的會見程序不能有效地核實會見人士的身分，而保薦人亦沒有就不完整／有欠妥善的回應作出跟進，從會見所取得的資料可能並不可靠，但這些資料卻成爲盡職審查的主要部分，以供保薦人核實主要客戶的身分以及招股章程的銷售數據的真偽。這情況可能會造成深遠的影響，因爲上市申請人可能在首次公開招股申請過程中作出欺騙、欺詐行爲或提供虛假資料，但卻於成功上市後才被揭發。

⁴¹ 《應用指引》第 13(b)段。

⁴² 《應用指引》第 13(c)段。

⁴³ 《應用指引》第 5、14(a)及(e)段。

⁴⁴ 《主板上市規則》的《第 21 項應用指引》。《創業板上市規則》的相應條文爲第 6A.12 條及《第二項應用指引》。請參閱上文附註 19。



個案 1：

保薦人在電話訪問上市申請人部分主要客戶及供應商，並經由上市申請人發出問卷。我們在審閱若干文件樣本後發現：

- (i) 受訪人士的資料不全，不足以證明該人士是接受訪問的適當人選；
- (ii) 若干問卷有大部分未有填妥；及
- (iii) 所收回的部分問卷只有個別人士簽署（據稱是代表其公司簽署），但根據本地市場的慣常做法，問券上應蓋有公司印章。

保薦人並沒有就遺漏的資料作出跟進，亦沒有確認受訪者的身分或職位。

- 44. 如保薦人沒有安排從受訪者直接收回問卷或確認，有關文件的內容可能會被上市申請人截取或以其他方式被干擾或竄改，以致可能影響盡職審查的查詢結果。在這情況下，保薦人應執行額外的盡職審查，才可信納查詢結果。我們認為更有效的做法是由保薦人自行發出及收回這些問券，盡量避免讓上市申請人參與其中。
- 45. 由於第三方受訪者可能對披露或討論某些機密或商業敏感資料存有戒心，因此保薦人進行盡職審查會見時，有時或會遇到受訪者在某程度上拒絕合作或參與。若發生這情況，保薦人應嘗試了解受訪者拒絕合作的原因及性質，而向受訪者解釋訪問範圍及會見程序，往往有助減輕其疑慮。若受訪者不願合作的原因是源自或似乎源自上市申請人，保薦人應對此提高警覺。
- 46. 為達致盡職審查會見的目標，並確保取得可靠的資料，保薦人必須適當地籌劃、管理及進行會見。

(b) 沒有就臨近上市前的重大業務變動進行充分的盡職審查

- 47. 如上文所述，《應用指引》訂明一般盡職審查的查詢應包括“*評核自上市文件所載最近期經審計資產負債表日期以後有否出現任何變動而須作出披露*”⁴⁵。保薦人應適當地進行上述盡職審查的查詢，因為發生在最後經審核資產負債表日期後的任何重大變動，尤其是上市申請人財務資料的變動，可能會對上市申請人的業務模式及／或業務前景造成影響，而有關資料亦可能會影響投資者評估上市申請人目前及日後的財務表現。
- 48. 以下個案說明了上述論點：

個案 2：

本會在查閱上市申請人的交易檔案時發現，在緊接最後經審核資產負債表日期之後的三個月內，申請人的銷售情況出現了若干變動。具體來說，以往對上市申請人的營運狀況並無重大影響的出口銷售業務，在上述期間顯著增加，而增幅主要來自一名新客戶，該客戶更成為上市申請人最大的客戶。

這是重大的變動，因為一般人會認為上市申請人的核心業務可能會因此逐步由本地銷售轉移至出口銷售，進而影響其業務風險，保薦人理應對此進行盡職審查。

⁴⁵ 《應用指引》第 13(c)段。



(c) 沒有就第三方專業人士／專家的工作進行充分的盡職審查

49. 在申請上市期間，上市申請人及保薦人可委聘第三方專業人士及／或專家，以協助處理需以專門技術處理的事宜。第三方專業人士／專家提供的資料及意見，可以對上市申請造成重大影響。這些資料及意見亦可能會納入招股章程，最終投資者會根據這些資料作出投資決定。
50. 凡任何合理的人若處於該保薦人的位置亦須以專門知識及技術方可處理的事宜，保薦人不會被認為應能識別和處理這些事宜，但保薦人須確信能夠合理依賴由第三方專業人士及／或專家提供的資料或意見，才可依賴由該第三方專業人士及／或專家所執行的工作⁴⁶。
51. 保薦人亦應確保第三方專業人士及／或專家的工作範圍符合有關的工作要求。具體來說，若第三方專業人士／專家的工作範圍過於狹窄，以致須在很大程度上根據上市申請人管理層的陳述或確認來提供意見，而且沒有作出進一步的獨立查詢或評估，除非屬特殊情況，否則不可接受。
52. 此外，根據《應用指引》第 14(e)段，保薦人就上市文件的專家部分進行盡職審查的查詢時，應根據保薦人對新申請人所知，評核專家披露其意見所依據的假設是否公平合理及完整。

個案 3：

上市申請人所從事的業務受某司法管轄區的法例規管。從表面看來，申請人的若干業務運作似乎會違反適用的法例規定，而提交予聯交所的法律意見卻表示，該上市申請人應該不會涉及違例事項。這法律意見似乎只是根據審閱上市申請人曾經進行的有限交易類別而作出。我們在視察過程中發現，上市申請人在日常業務過程中亦會進行其他類別的交易，當中清晰顯示申請人違反了適用的法例規定，但有關的法律意見並沒有考慮或討論這情況。

鑑於該法律意見所依據的事實及假設與保薦人所掌握的資料並不相符，保薦人理應質疑該法律意見的立論基礎。此個案的申請人最終並沒有上市。

53. 如專家意見所載的陳述，與保薦人就上市申請人的業務或業務計劃所掌握的資料並不相符，保薦人須作出進一步的盡職審查以釐清問題，不應就此依賴專家意見。

於上市申請過程中向聯交所作出有問題的資料披露

54. 香港的招股章程制度是以披露為本，即上市文件須遵從《上市規則》⁴⁷及《公司條例》⁴⁸內有關上市文件內容的最基本規定。如上市文件沒有披露上市申請人的若干重要資料，投資者可能缺乏足夠資料就相關股份達致有根據並有理由支持的意見，以致未能作出有根據的投資決定。

⁴⁶ 《應用指引》第 5 及 14(a)段。

⁴⁷ 簡單而言，《主板上市規則》第 11.06 條規定，上市文件必須載有附錄一所載的各項指定的資料。《創業板上市規則》的相應條文為第 14.08 (4)條。

⁴⁸ 《公司條例》第 38 條、第 342 條及附表 3。



55. 在以下個案中，我們對招股章程的披露程度及質素提出質疑。

個案 4：

上市申請人於紀錄期內曾與供應商訂立若干融資安排，違反了本地法規。招股章程披露，上市申請人早已制訂該等安排及實行了一段時間，並已在上市前停止實施該等安排。

根據交易檔案，我們注意到上市申請人可能已作出其他類似的安排，但沒有向聯交所披露。保薦人曾經尋求法律意見以確定該等安排會否同樣構成違規，但所得到的法律意見初稿對此沒有定論且遺漏了若干重要資料。保薦人在這情況下仍決定接受上市申請人的申述，即上市申請人認為本身並無違反本地的相關法規，故無須作出披露。

56. 沒有披露重大資料會帶來相當嚴重的後果。沒有披露重大資料或提供了虛假資料，不但會令人懷疑相關披露的準確性及完整性，亦會令人質疑上市申請人於上市當時的業務運作的合法性。這可能會影響聯交所對上市申請人是否適合上市所作出的評估。
57. 保薦人有責任盡合理的努力，確保在上市申請過程中呈交予聯交所的所有資料，在各重大方面均屬真實，且並無遺漏任何重大資料⁴⁹。如有重大遺漏，證監會將視乎保薦人提出的理由、解釋及背後的理據，考慮應否向保薦人採取任何行動。
58. 在某些情況下，遺漏資料可能不純粹視為違反《上市規則》及《應用指引》的規定，重大而明顯的漏遺可能會構成向聯交所提供具誤導性的資料。甚至可能會損害保薦人的誠信，同時影響證監會對保薦人是否繼續持牌的適當人選所作出的裁決。以下個案說明了上述論點：

個案 5：

根據提交予聯交所的招股章程，Z 公司是上市申請人其中一家主要供應商，屬獨立的第三方機構，但由於上市申請人的一名董事（A 先生）曾經是 Z 公司的主要股東，故 Z 公司以前是關連機構。A 先生將所持有的 Z 公司股份悉數售予第三方（即 B 先生），Z 公司自此成為上市申請人的獨立第三方。

我們從交易檔案中發現，大約在提交招股章程之時，保薦人曾經發出電郵，當中顯示 A 先生曾經與 B 先生達成信託協議，由 B 先生以信託形式代 A 先生持有 Z 公司股份，故 B 先生僅屬名義股東。若此資料屬實，Z 公司不應視為上市申請人的獨立第三方。

聯交所曾經在招股章程已經發出但申請人尚未上市的這段時間內，要求保薦人作出澄清，說明（除其他事項外）Z 公司的持股分布情況及保薦人對 Z 公司所執行的盡職審查詳情。

儘管保薦人知悉上述信託安排並且保薦人就該信託安排的影響的論述，屬保薦人為考慮 Z 公司的獨立性而進行的盡職審查的一部分，但保薦人在回覆聯交所時卻完全沒有提及該信託安排。

⁴⁹ 《主板上市規則》第 3A.04 (2) 條及第 3A.11 條。《創業板上市規則》的相應條文為第 6A.04 (2) 條及 6A.11 條。



沒有就盡職審查備存適當的文件紀錄

59. 保薦人在執行職責的過程中，除了必須遵從所有適用規定，還應該能夠向證監會證明已遵守所有適用規定。保薦人須備存適當的簿冊及紀錄，同時可應證監會要求就其工作提供適當的線索⁵⁰。
60. 就盡職審查工作而言，保薦人須詳細記錄其對盡職審查工作的計劃、其後實際工作如何重大偏離原定的計劃，以及其對上市申請人在符合若干條件方面達致的總結⁵¹。保薦人應能清楚表示他們已因應某個案的內容及情況而將焦點轉往應該進行哪些必須及合理可行的查詢工作。此外，管理層應建立並維持有效的紀錄保存政策，以證明一切有關的法律及監管規定均獲得遵守；同時令證監會得以定期及就個別個案進行全面的檢討或調查，以評估合規表現⁵²。
61. 我們進行保薦人主題視察時，部分保薦人未能提供相關紀錄，可令我們信納他們已適當地考慮及處理在有關情況下若干表面看來屬重大的事項。該等保薦人對此的解釋通常是：經仔細考慮後，有關事項被發現是“非重大”的，因此保薦人認為無須作出披露。基於同一原因，保薦人亦認為無須就有關事項的盡職審查查詢工作備存紀錄。以下個案可作說明：

個案 6：

在上市申請過程中，保薦人向聯交所提交一份與上市申請人有關的名單，當中列出上市申請人的競爭對手及潛在競爭對手。同一份名單亦載於招股章程內。

我們在查核交易檔案時發現，該名單沒有包括數家與上市申請人有關的公司，而根據該等公司的營業執照內所述的業務範圍，該等公司的業務或與上市申請人構成競爭。當我們向保薦人了解何以沒有在招股章程內提及該等公司時，保薦人提供了一些解釋，並表示他們在擬備上市文件時曾就此事在口頭上徵詢法律意見。

若該保薦人有備存適當文件紀錄，應能證明其採取了哪些步驟及基於甚麼考慮而作出上述結論，而本會亦理應不會就此事提出質疑。

62. 我們明白在很多情況下，對於某事項是否屬重大且須予披露的資料，以及披露內容是否載有充足詳情及資料，使任何合理的人可據此對上市申請人的股份、財務狀況及盈利能力達致有根據並有理由支持的意見，可以是主觀的判斷。然而，若某事項在某程度上屬重要事項，即使最終結論是該事項的重大程度並未達致應該作出披露的程度，我們仍預期有關方面提供文件紀錄，說明如何得出該結論。只有這樣保薦人才能清楚表示其已因應情況而將焦點轉往應該進行哪些必須的查詢工作。
63. 如未能提供任何使人信納的文件證據，證監會可能不相信該保薦人實際上已考慮該重要事項並已就此作出合理的盡職審查。在這情況下，保薦人可能不僅已違反應備存適當文件及就其工作提供線索的規定，同時亦可能違反有關事項所涉及的其他監管規定。

⁵⁰ 《企業融資顧問操守準則》第 2.3 段。

⁵¹ 《應用指引》第 4 段。

⁵² 《適用於證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人的管理、監督及內部監控指引》第 IV 章第 6 段，請同時參閱《保薦人指引》第 1.2.6 段。



有關保薦人工作的內部系統和監控制度不足之處

64. 上文討論了保薦人在遵從《上市規則》（包括《應用指引》）方面的不足之處。爲了取得及繼續具備擔任保薦人的資格，中介人亦須符合《保薦人指引》所訂明的具體的資格規定及持續規定，及其他所有適用的法例及監管規定。
65. 《保薦人指引》就保薦人及其職員訂明了多項具體的適當人選規定，涵蓋以下範疇：
- 以專業知識及資源執行保薦人工作；
 - 委任交易小組成員及保薦人主要人員；
 - 管理層的責任及監督工作；及
 - 內部系統和監控制度
66. 在所有規定之中，其中一項最基本的規定是保薦人應擁有至少兩名全職的主要人員⁵³（須獲證監會核准），而每一宗首次公開招股交易均有一名主要人員，負責監督首次公開招股交易小組。並應參與制訂與交易小組進行的工作有關的關鍵決策，並必須留意該項工作涉及的主要風險及對應付該等風險所採取的措施負責⁵⁴。
67. 根據保薦人調查及保薦人主題視察結果，我們發現所有保薦人（須暫停從事有關活動的保薦人除外）均符合主要人員數目的最低規定，並已委任至少一名主要人員監督每個交易小組。
68. 然而，有部分保薦人沒有遵從或忽略了《保薦人指引》其他規定，詳情於下文討論。

(a) 承擔保薦人工作的人手及資源

69. 爲適當地執行保薦人職責，管理層應確保，保薦人具備充足的專業知識及資源以執行其工作⁵⁵。人力資源及專業知識的水平應與保薦人所承擔的保薦人工作的工作量、規模、複雜程度及性質相稱。保薦人不應承擔超出其能力及專業知識範圍的保薦人工作及其他機構融資顧問工作。
70. 於視察保薦人期間，我們發現兩名保薦人所僱用的人手及資源，顯然不足以應付該等保薦人在當時所承擔的保薦人工作的工作量。
71. 以其中一宗個案的保薦人主要人員爲例，該主要人員負責在同一時間監督七個首次公開招股交易小組，而該七個小組的首次公開招股交易活動均仍在進行。除了保薦人工作，該主要人員亦同時參與其他機構融資工作。另一個案的保薦人合共只有八名持牌代表（當中包括四名保薦人主要人員），他們須同時處理六宗仍在進行的首次公開招股交易。

⁵³ 《保薦人指引》第 1.3.1 段。

⁵⁴ 《保薦人指引》第 1.3.3 段。

⁵⁵ 《保薦人指引》第 1.1.2 段。



72. 證監會關注到，上述個案的保薦人及／或保薦人主要人員處理太多項目，超越了其能承擔的工作量及能力，以致未能對每個項目適當地執行職能及適當地監督保薦人工作。證監會認為這類安排不可接受，有關方面已即時採取糾正措施。
73. 《操守準則》規定，持牌人或註冊人應具備及有效地運用其所需的資源和程序，以便適當地進行其業務活動⁵⁶。保薦人亦應以勤勉盡責的態度規劃首次公開招股交易小組的成員編制，並應考慮所有可能影響保薦人工作水平的相關因素。具體而言，保薦人應具備勝任能力，包括具備專業知識、人力及資源，並應按照符合有關規則、規例、守則及指引所要求的標準從事保薦人工作⁵⁷。
- (b) 保薦人的內部系統和監控制度的年度評估**
74. 保薦人應設立有效的系統和監控制度，以確保遵從可能適用於保薦人工作的所有法例及規例⁵⁸，並須每年評估其系統和監控制度，以確保它們維持有效⁵⁹。
75. 根據調查所搜集的回應及保薦人視察結果，我們發現部分保薦人並沒有遵從年度評估規定。他們沒有適當地進行年度評估，甚至完全沒有執行年度評估。這些保薦人提出各種沒有充分理據支持的理由，作為違規藉口，例如有少數保薦人表示對這項規定一無所知。
76. 由於每年評估內部系統及監控制度是《保薦人指引》中的規定，保薦人必須妥為遵從年度評估規定，才可繼續具備保薦人資格。

⁵⁶ 《操守準則》第 3 項一般原則。

⁵⁷ 《保薦人指引》第 1.1.3 段及 1.2.5 段。

⁵⁸ 《保薦人指引》第 1.5.1 段。

⁵⁹ 《保薦人指引》第 1.5.3 段。



未來路向

77. 在適當情況下，證監會已要求上述所有個案的相關保薦人採取適當行動，以處理本會所關注的事項及避免日後發生同類事件。部分涉及嚴重違規的個案須接受進一步的查訊。在適當情況下，證監會將會向聯交所跟進任何與披露有關的關注事項，並會毫不猶豫地採取進一步及適當的規管行動。
78. 由於銀行保薦人在保薦人業界佔重要地位，本會已與金管局分享保薦人主題視察結果及視察經驗。金管局與證監會在有需要時將繼續就監察保薦人保持密切溝通，本報告的全文已送交金管局及聯交所以供知照。
79. 證監會將繼續致力監察保薦人的工作。基於本報告所提出的關注事項，並為了加強保薦人監管制度以達致加強投資者保障及提升市場質素的目標，證監會將檢討與保薦人工作有關的現行規定。與此同時，保薦人應妥為遵從《上市規則》（包括《應用指引》）、《保薦人指引》、《企業融資顧問操守準則》的相關法例規定及其他所有適用的規定。證監會將特別發出通函，提醒保薦人：
- 保薦人必須在上市申請過程中向聯交所提交的保薦人聲明的條款⁶⁰，當中包括保薦人確認已作出“合理盡職審查的查詢”，使其有“合理理由相信並實際上相信”有關上市文件“載有充足詳情及資料，使合理的人皆可據此而對上市文件刊發時新申請人的股份、財務狀況及盈利能力達致有根據並有理由支持的意見”。在這前提下必須注意的是，保薦人若沒有作出合理盡職審查的查詢，將有可能會面對重大紀律制裁；此外，保薦人若明知本身沒有作出合理的查詢，但作出了上述的聲明，將有可能會因提供《證券及期貨條例》第 384 條所指的虛假或具誤導性資料而須承擔刑事責任。
 - 保薦人向聯交所作出承諾的條款⁶¹，特別是保薦人必須“盡合理的努力，確保在上市申請過程中呈交予[聯交所]的所有資料，在各重大方面均屬真實，且並無遺漏任何重大資料，以及假若保薦人其後得悉有任何資料導致呈交予[聯交所]的資料的真實性、準確性或完整性受到質疑，其將即時通知[聯交所]有關資料”；及
 - 《保薦人指引》的規定，特別是保薦人須具備充足資源及能力以執行保薦人工作及進行年度評估的規定。

⁶⁰ 《主板上市規則》第 3A.13 條。《創業板上市規則》的相應條文為第 6A.13 條。有關聲明的指定格式載於《主板上市規則》附錄十九，或《創業板上市規則》附錄七 G 表格。

⁶¹ 《主板上市規則》第 3A.04 條。《創業板上市規則》的相應條文為第 6A.04 條。指定表格載於《主板上市規則》附錄十七，或《創業板上市規則》附錄五 A 表格第 21 段。