



# 證監會監管通訊

今期的《證監會監管通訊》特刊提供關於證監會的前置式監管方針的最新資訊。前置式監管方針旨在處理本港市場所面臨的最大風險，並且及早介入以解決持續存在的問題和應對新冒起的威脅。

創業板及主板股票在2015年及2016年所出現的異常劇烈的股價波動，是與殼股相關的交易活動及其他不當的市場行為有關。當時有很多上市公司，尤其是股權高度集中的公司，是以不公平地損害公眾股東的手法營運。

因應上述情況，本會在2016年7月成立了一個跨部門工作小組，將中介機構部、企業融資部及法規執行部的專才匯聚一起，確保我們採取協調有致、具針對性及富有成效的監管行動。這個名為“ICE”<sup>1</sup>的工作小組旨在落實連貫的綜合監管方針，以處理一系列有關市場質素和企業操守的關注事項。

這個多管齊下的方針主要包括就上市事宜作出前置式監管介入，加強對中介人的監管，以及針對高級管理層及擔當重要把關角色的人採取執法行動。

## 上市監管及企業交易

根據《證券及期貨（在證券市場上市）規則》，我們可在上市前階段對上市申請提出反對，或指示香港聯合交易所有限公司（聯交所）暫停上市公司的股份買賣。我們亦可就可疑的企業交易提出疑問或反對，例如在交易似乎並不符合商業原則的情況下。

## 監管

我們採納前置式及以風險為本的方針來對中介人進行監管，並針對公司的財政穩健程度和業務經營方式採取各種監管措施，包括現場主題視察及非現場監察。我們非常注重於2017年引入的核心職能主管制度<sup>2</sup>下的高級管理層問責性。

## 執法

我們行使《證券及期貨條例》賦予的權力以採取具針對性的執法行動，藉以凍結非法所得的款項，尋求法庭對不負責任的董事發出取消資格令<sup>3</sup>，對沒有履行職責的保薦人採取紀律處分，及在廣泛的投資者利益可能受損的情況下暫停上市公司的股份買賣。

<sup>1</sup> ICE是Intermediaries（中介機構部）、Corporate Finance（企業融資部）及Enforcement（法規執行部）的縮寫。

<sup>2</sup> 請參閱在2018年5月刊發的《證監會合規通訊：中介人》。

<sup>3</sup> 請參閱在2017年5月刊發的《執法通訊》。



## 自2016年以來的重要政策措施

與香港交易所 <sup>a</sup> 發出有關具高度攤薄效應的供股的聯合新聞稿	2016年
就創業板股票發出適用於中介人的指引，同時與香港交易所發表聯合聲明 發表有關近期創業板上市申請人的聲明 就估值發出有關董事責任的指引及致財務顧問的通函	2017年
發出有關保薦人的質素的通函 發出有關使用代名人及以他人名義代持股份的安排的通函 有關集資活動及除牌的新規定生效	2018年
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 發表有關借殼上市及殼股活動的聲明 發出有關可疑的私人基金及委託帳戶安排的通函 發表有關披露對手方的最終實益擁有權的聲明	2019年

<sup>a</sup> 香港交易及結算所有限公司

## 首次公開招股保薦人

保薦人在確保市場質素方面擔當獨一無二的角色。他們不但協調首次公開招股的過程及向董事提供意見，亦是對上市申請人進行的盡職審查工作的核心參與者。保薦人須確保上市文件載有充足的資料，讓投資者能夠對申請人的業務達致有根據及合理的意見。

我們於近期進行的主題檢視中，發現從事保薦人業務的持牌法團在盡職審查手法以及內部系統和監控措施方面的多項不足之處。我們已公布檢視結果<sup>4</sup>，並提醒保薦人注意其須負有的責任及證監會的預期標準。

## 盡職審查

保薦人工作一再出現的問題包括沒有抱著專業的懷疑態度，及對在盡職審查發現的明顯的預警跡象視而不見。保薦人應抱著嚴格查探的心態，審慎而客觀地評估申請人，並特別留意一些與他們正尋求了解的事實互相矛盾或令該等事實的可靠性備受質疑的資料。保薦人應保存盡職審查的詳細紀錄，以證明他們已遵守監管規定。

<sup>4</sup> 在2018年3月26日發出的《關於從事保薦人業務的持牌法團的主題檢視報告》及《致持牌法團有關保薦人工作的預期標準的通函》。



## 第三方的工作

另一個問題是過度依賴如律師及會計師等的第三方專業人士。保薦人最終仍然須對他們委聘的代理人所進行的盡職審查的質素和內容負責。他們必須監督其代理人，並確保其代理人充分了解有關工作的深入程度及範圍。他們亦應信納其可以合理地依賴代理人進行有關工作。

## 監督初級職員

高級管理層對初級職員監督不力或不足亦是問題所在。保薦人公司有責任確保任用有效的人員及設立監控措施，同時亦須妥善履行各方面的保薦人職能，包括確保至少一名高級管理層成員具備必要的經驗、知識和技能，以便時刻密切監督所參與的每個項目。

### 針對保薦人主要人員的紀律行動

本會的調查旨在查明有關缺失是否由保薦人主要人員所引致，以及他們對交易的監督是否充分。我們近期採取的紀律行動包括：

- 渣打證券(香港)有限公司的一名前保薦人主要人員及招商證券(香港)有限公司的一名前保薦人主要人員因沒有以適當的技能、小心審慎和勤勉盡責的態度處理某項上市申請，分別遭本會禁止重投業界三年及18個月。
- 新鴻基國際有限公司的一名前保薦人主要人員因在保薦人工作上的嚴重缺失(包括未有評估上市申請人所交資料的準確性和完整性)，遭本會暫時吊銷牌照三年。
- UBS AG的一名前保薦人主要人員因在處理某項上市申請時未有履行其監督職責，遭本會暫時吊銷牌照兩年。

## 個案研究

### I. 設計及執行盡職審查計劃

一名保薦人未有依循由其律師編製的最終盡職審查計劃，亦沒有記錄未有完成相關工作的理由。此外，該保薦人的盡職審查側重上市申請人的生產數據，但卻未有充分核實其銷售數據。

保薦人應該避免“機械式逐項核查”的處事方針。他們應就每個上市申請人定制盡職審查計劃，並依照所定計劃進行相關工作。計劃如有任何變動或更新，便應連同箇中理由妥為記錄在案。

### II. 對財務資料的盡職審查

一名上市申請人於業績紀錄期內每宗交易的平均顧客消費額錄得顯著增幅。本會經連番查詢後發現，該上市申請人於若干日子錄得多名人士異常地高的消費額。此外，收入的波幅與相關的業務周期並不吻合。保薦人未能就上述異常情況提供令人信納的解釋。本會對上市申請文件所載財務資料的真實性表示關注，但申請人沒有作出回應，而有關申請其後亦告失效。



保薦人務必徹底了解上市申請人的業務模式、行業環境及相關風險，同時亦應核實主要業務資產（包括資產是否確實存在及有關的法定權益），並在必要時向可靠的合資格專家尋求協助。

### III. 客戶盡職審查

在不少個案中，保薦人與客戶進行盡職審查訪談的手法未如理想。一名保薦人因上市申請人施壓而更改訪談計劃。另有其他訪談則由申請人代為安排，或者在申請人代表在場時進行。在部分個案中，保薦人未有獨立核實客戶身分或針對交易及銷售等重要範疇作出查詢，亦未有跟進資料不一致的情況。

保薦人應獨立地安排不受干預的盡職審查訪談。訪談應在受訪者的營業處所進行，而受訪者的身分及權限必須透過多項證明文件核實。保薦人亦有責任在訪談中提出明確的問題，並保留完整且準確的紀錄。

### IV. 依賴專家

在某個特別嚴重的個案中，一名保薦人依賴內地律師核實上市申請人所持內地資產的法定擁有權的證明文件，但卻未有嘗試了解實際擁有權的核實程序是否合理。該律師事務所僅檢視有關資產證明文件，而沒有獨立地核實其真確性或資產是否確實存在。

保薦人應監督並評估第三方的工作，確保盡職審查程序是合理的，以及對任何關注事項的處理方式均感滿意。

### V. 預警跡象

一名保薦人未能合理地解釋，為何上市申請人連年累積虧損，但卻出現存貨成本下跌及收入增加的情況。該保薦人亦無法解釋更換兩名主要供應商的原因。本會致函申請人並對此表示關注，同時要求就保薦人的獨立盡職審查作出解說。申請人其後解僱該名保薦人，並終止上市申請。

在另一個案中，保薦人未有就客戶獲得的短期貸款進行合理盡職審查，而該等貸款乃由多名關連人士（包括其行政總裁及一家由第二大股東控制的公司）提供擔保。該保薦人起初沒有披露上述擔保資料，在本會的幾次查問下才作出披露。

另一名保薦人儘管面對明顯的預警跡象，但並沒有調查上市申請人與其客戶之間的第三方付款安排，令人對多份協議上簽名的真偽感到懷疑。保薦人應該抱著專業的懷疑態度，審閱在盡職審查過程中所收集的資料，以及徹底地跟進任何預警跡象。

### VI. 監督初級職員

一名保薦人主要人員在一宗上市申請中以“簽署負責人員”身分行事，但卻沒有參與盡職審查及與聯交所通訊的工作。此外，該保薦人主要人員並沒有向進行客戶訪談的交易小組初級成員提供任何指引。交易小組似乎由一名董事總經理監督，該名人員不是保薦人的主要人員，但卻參與對上市申請人資產及業務的盡職審查工作。



保薦人主要人員肩負繁重的職責，需要具備高水平的專業判斷能力，並須投入相當大量的時間履行職務。保薦人需要確保每個交易小組都由至少一名合資格保薦人主要人員進行妥善及充分的監督。

保薦人若過往曾經有上市申請遭退回或拒絕或出現嚴重缺失及不合規情況，預期可能會受到更頻繁的視察及監管行動。此外，這些因素可能令保薦人履行其責任的能力備受質疑，並反映潛在的合規風險。這些保薦人日後呈交的上市申請亦可能會受到較嚴格的監管審查。

## 針對保薦人公司的執法行動

自新的保薦人制度於2013年10月推出以來，我們對11家保薦人公司採取了紀律行動，合共罰款9.225億元。

	保薦人公司	罰則	上市申請人
2019年5月	招商證券(香港)有限公司	<ul style="list-style-type: none"> <li>遭譴責及罰款2,700萬元</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>中國金屬再生資源(控股)有限公司</li> </ul>
2019年3月	UBS AG及UBS Securities Hong Kong Limited	<ul style="list-style-type: none"> <li>遭譴責及罰款合共3.75億元</li> <li>UBS Securities Hong Kong被暫時吊銷出任首次公開招股保薦人的牌照一年</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>中國森林控股有限公司</li> <li>天合化工集團有限公司</li> <li>中國金屬再生資源(控股)有限公司</li> </ul>
2019年3月	Merrill Lynch Far East Limited	<ul style="list-style-type: none"> <li>遭譴責及罰款1.28億元</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>天合化工集團有限公司</li> </ul>
2019年3月	摩根士丹利亞洲有限公司	<ul style="list-style-type: none"> <li>遭譴責及罰款2.24億元</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>天合化工集團有限公司</li> </ul>
2019年3月	渣打證券(香港)有限公司	<ul style="list-style-type: none"> <li>遭譴責及罰款5,970萬元</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>中國森林控股有限公司</li> </ul>
2018年7月	建銀國際金融有限公司	<ul style="list-style-type: none"> <li>遭譴責及罰款2,400萬元</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>福建東亞水產股份有限公司</li> </ul>
2018年5月	花旗環球金融亞洲有限公司	<ul style="list-style-type: none"> <li>遭譴責及罰款5,700萬元</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>瑞金礦業有限公司</li> </ul>
2017年3月	交銀國際(亞洲)有限公司	<ul style="list-style-type: none"> <li>遭譴責及罰款1,500萬元</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>中國惠農資本集團有限公司</li> </ul>
2016年8月	華富嘉洛企業融資有限公司	<ul style="list-style-type: none"> <li>遭罰款80萬元</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>喜尚控股有限公司<sup>a</sup></li> </ul>
2014年1月	新鴻基國際有限公司	<ul style="list-style-type: none"> <li>遭譴責及罰款1,200萬元</li> <li>被暫時吊銷就機構融資提供顧問服務的牌照一年</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>中國生命集團有限公司</li> </ul>

<sup>a</sup> 現稱新煮意控股有限公司



## 企業交易

打擊上市公司的失當行為仍然是本會的首要工作。我們採取前置式及多管齊下的方針（包括暫停公司上市證券的交易），務求應對以下的失當行為和監管關注事項：

### 被隱瞞的股份擁有權及控股權

在殼股活動、相互聯繫的公司網絡、股東的“種票”和“炒高拋售”的計劃中，股份擁有權及控股權經常被隱瞞。一些企業交易似乎是以不披露新控權人身分的方式轉移控股權的計劃的一部分。在某些個案中，代名人帳戶、保證金融資、第三方融資安排以及另類形式的投資工具（例如私人基金）都曾被用來隱瞞擁有權。

### 可疑估值

目前，估值活動在香港不受監管。董事會可自行委任看似符合資格的人士擔任估值師。上市公司、董事及其他專業人士依賴估值報告，並且經常容許這些報告凌駕於自己的專業判斷之上。

本會曾於2017年發表一份聲明<sup>5</sup>，提醒上市公司董事在企業交易估值中負有受信責任，並同時藉一份通函提醒中介人注意財務顧問在審慎行事方面的職責及應達到的標準。我們於2019年7月發表另一份聲明<sup>6</sup>，列出企業交易中涉及董事或估值師的嚴重失當行為或失職的常見情況。

### 以他人名義代持股份及代名人安排

我們會仔細審查通常被用作不當用途的安排，包括“以他人名義代持股份”的安排，當中涉及利用代名人掩飾實際控股權，以及利用有關安排進行“種票”和市場操縱。

我們在2018年10月發出了一份通函<sup>6</sup>，提醒中介人應保持警覺，留意那些可能意味著為不合法目的使用上述安排的潛在預警跡象，並向客戶作出跟進查詢及迅速舉報可疑交易。

### 具高度攤薄效應的供股

近年來，我們注意到具高度攤薄效應的供股及股份公開發售以可能不利於小股東的結構或方式進行。聯交所在與本會磋商後，引入了一系列措施以應對有關問題，再加上本會所採取的前置式監管方針，有關交易的數目因而大幅減少。由於本會一般會直接介入涉及股份以重大折讓的價格進行配售的個案，故有關個案的數目亦有所下降。

<sup>5</sup> 2017年5月15日發表的《有關估值師須就披露虛假或具誤導性的資料承擔法律責任的聲明》及《致財務顧問的通函—關於在企業交易估值方面的顧問服務工作》。

<sup>6</sup> 在2019年7月4日發表的《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》。





## 個案研究

### I. 估值過高的收購

某公司建議收購一家目標公司的多數權益，而該目標公司只有極少的純利及資產。賣方所提供的2019年利潤保證，較2017年所得的純利高出20倍。本會關注到，由於這宗收購估值進取而且顯然不是經由獨立方式釐定，股東利益可能會受到損害。該公司未有清楚解說為何其董事認為所保證的利潤是切實及可達致的。

在本會致函該公司後，該公司修訂了收購條款，但此舉並不能解決我們所關注的問題。在本會發出兩封關注函後，該公司改為建議只收購目標公司的少數權益，並將估值大幅降低。儘管如此，我們仍然發出第三封關注函，當中指出新的估值看似是隨意訂定及毫無根據可言。該公司其後終止收購。

另一家公司建議收購一家目標公司的權益，而該目標公司已連續兩年錄得虧損，並具有淨負債。用以釐定收購價的估值，是建基於該公司董事認為目標公司的估計收入增長率會超過40%及其會轉虧為盈的假設。

該公司未有清楚解說其董事如何得出該等假設是合理或可達致的結論。我們懷疑他們有否履行其作為董事的受信責任，並向該公司發出關注函。該公司其後公布終止該宗建議收購。

### II. 可疑的收購

某公司建議透過發行新股，向一家目標公司的控股股東收購該目標公司。目標公司的主要資產是一項將會發展成為商業綜合項目的內地物業。

我們留意到有關收購公告披露內地政府禁止目標公司從事房地產開發，遂就此向該公司提出關注。該公司其後公布，它所取得的法律意見指這項禁令不會妨礙其進行該發展項目。然而，在本會再次發出關注函後，該公司公布終止交易。

在另一宗個案中，某公司建議收購一家錄得虧損的目標公司的40.02%權益，而用作收購的資金則來自多個來源（包括A先生）。該公司擬擴大其投資物業組合及在酒店業發展新業務，但目標公司的物業投資業務看來規模不大。對於該公司、目標公司、其各自的控股股東及A先生之間是否存在任何未經披露的關係或安排，本會向該公司提出關注。

在本會發出函件後，該公司公布將會改為收購目標公司19%而非40.02%的權益，而收購資金則全數由該公司的內部現金資源支付。由於有關交易已重組，我們沒有進一步採取行動。

<sup>7</sup> 在2018年10月9日發出的《致中介人的通函—市場及企業失當行為中使用“代名人”及“以他人名義代持股份”的安排》。



### III. 可疑的資金籌集

某公司建議配售新股，以籌集資金來發展其食品及飲料業務。該公司沒有任何債務，看來也沒有迫切的資金需要，而有關配售所籌集的金額偏低，配售價較該公司的資產淨值及現金有大幅折讓，且會對該公司股東造成重大的攤薄效應。

我們關注到，該公司的業務可能以壓迫或不公平地損害其股東的方式進行。本會向

該公司發出初步關注函，隨後再發出反對意向書。該公司其後公布終止交易。

在另一宗個案中，某上市公司完成了兩輪具高度攤薄效應的資金籌集，並在非常可疑的情況下建議進行第三輪資金籌集，本會遂暫停該公司的股份買賣。我們發現，部分董事與投票贊成籌集資金的股東之間有未經披露的關係，而某些董事亦看似與在上述資金籌集期間買入該公司股份的人有關連。

### 董事的責任

許多可疑的企業交易都涉及董事行事疏忽或沒有避免利益衝突。由於董事在管理公司事務及保障股東利益方面擔當重要角色，這個情況令人憂慮。

股東非常依賴公司董事在處理利益衝突時保持廉潔持正，在作出重要的企業交易決定時堅守專業精神，並保持警覺，務求迅速和可靠地公布企業資訊。

董事應確保他們就公司業務及前景具有第一手和深入的知識，及應使自己能夠全面履行責任。董事對投資者的責任載錄於法例條文、普通法及《上市規則》等非法定條文內。

雖然獨立非執行董事不參與上市公司的日常管理，但他們在監督企業管理團隊及保障股東利益方面擔當不可或缺的角色，並在協助捍衛本港市場的整體質素方面發揮重要作用。當獨立非執行董事與管理團隊意見相左或認為股東利益受損時，獨立非執行董事應向全體股東公開傳達其意見，而他們如果選擇請辭，便應向投資者披露這樣做的實質原因。

董事及高級人員如沒有履行其責任，可能會面臨嚴厲的執法行動。在最近一宗涉及上市公司及其有聯繫公司的網絡的執法個案中，本會與廉政公署合作瓦解了一個涉嫌旨在欺詐股東且非常可疑及精密的計劃。我們的聯合行動導致康宏環球控股有限公司四名前執行董事被廉政公署控以串謀欺詐罪。



如欲以電郵方式收取《證監會監管通訊》，只需在證監會網站訂閱並在指定頁面選擇《證監會監管通訊》即可。

證券及期貨事務監察委員會  
香港皇后大道中2號  
長江集團中心35樓

(852) 2231 1222  
enquiry@sfc.hk  
www.sfc.hk