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

2026 年 10 月 13 日

致持牌法團有關從事保薦人工作以及進行簿記建檔及配售活動的通函

1. 繼證券及期貨事務監察委員會（證監會）於 1 月發出通函[1]後，本通函載述證監會對從事保薦人工作的持牌法團（保薦人）的資源及主要人員[2]能力的最新觀察所得。本通函亦重點闡述有關首次公開招股及上市後活動所涉及的可疑安排的預警跡象，並提醒保薦人、整體協調人及資本市場中介人，他們有責任識別、審核、上報及向監管機構匯報該等安排所引致的關注事項。

背景

2. 在發出 1 月的通函後，證監會觀察到市場已作出具建設性的回應，且保薦人的資源及主要人員的能力均見改善。保薦人普遍配合證監會的監管工作，並已採取實際措施來紓緩資源緊絀問題和改善保薦人工作的分配。這些措施包括增聘主要人員、在主要人員之間重新分配委聘項目，以及重新評估活躍上市委聘項目[3]，從而在適當情況下終止或延後某些委聘項目。以下觀察所得顯示，1 月的通函在推動加強資源規劃的恰當性和提升管理層[4]的關注方面發揮了正面作用；有關觀察所得亦重點闡述了需進一步改善的範疇。

3. 與此同時，在審理上市申請以及對參與保薦人工作、簿記建檔及配售活動的中介人進行監督期間，證監會發現，某些可疑安排可能曾產生可疑的認購指示或人為誇大首次公開招股中發售的股份的投資者需求。證監會對於該等安排可能破壞香港資本市場的質素和廉潔穩健並損害投資者利益，表示關注。

有關主要人員能力的觀察所得

4. 在 2026 年首九個月，活躍上市申請、保薦人及簽署主要人員的數目均有所增加。截至 2026 年 9 月 30 日，正在審批的活躍上市申請增至超過 610 宗[5]，涉及 64 家保薦人及 325 名簽署主要人員；而截至 2026 年 1 月 30 日，有關申請超過 420 宗，涉及 53 家保薦人及 261 名簽署主要人員。

5. 保薦人工作的集中程度亦有所下降。涉及五家最活躍保薦人而正在審批的活躍上市申請佔整體申請的比例，由截至 2026 年 1 月 30 日的約 77%降至截至 2026 年 9 月 30 日的約 65%，顯示保薦人工作在市場上的分布變得更為廣泛。

---

[1] 請參閱日期為 2026 年 1 月 30 日的《致持牌法團有關保薦人工作的通函》（1 月的通函）。
[2] 依據《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》）第 17.15(l)段，“主要人員”指符合《保薦人指引》所訂明的條件並獲保薦人委任充當主要人員的個人；就上市任務而言，主要人員指由保薦人委任負責監督交易小組的個人。依據《操守準則》第 17.15(s)段，“交易小組”指獲保薦人委任執行上市任務的職員。“《保薦人指引》”指適用於從事保薦人和合規顧問工作的法團及個人的額外勝任能力規定，即《勝任能力的指引》附錄 A。
[3] 請參閱 1 月的通函註腳 9。
[4] 依據《操守準則》第 17.15(i)段，“管理層”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。
[5] 此數字包括因香港聯合交易所有限公司（聯交所）延長新上市申請有效期的豁免而增加的活躍上市申請，相關豁免載於本通函第 17 段。

6. 雖然活躍上市委聘項目有所增加，但簽署主要人員的平均工作量卻見改善。根據證監會所得的資料，活躍上市委聘項目的數量由截至 2026 年 1 月 30 日的超過 520 宗，增至截至 2026 年 9 月 30 日的超過 660 宗，而所涉的每名簽署主要人員平均負責的有關委聘項目數量，則由 3.4 宗降至 3.0 宗。有關改善在五家最活躍保薦人當中尤為顯著，儘管其活躍上市委聘項目的數量增加逾 4.1%，但所涉的簽署主要人員數目增加超過 12.7%。因此，這些保薦人的每名簽署主要人員平均負責的活躍上市委聘項目數量，在同期由 5.3 宗降至 4.9 宗。

7. 從保薦人按照 1 月的通函所作出的回應可見，市場已以具建設性的方式回應證監會的關注事項，且最迫切的資源緊絀問題已有所紓緩。在 2026 年 1 月 30 日至 9 月 30 日期間，擁有負擔過重的主要人員[6]的保薦人數目由 9 家減少至 2 家，而負擔過重的主要人員數目由 45 名減少至 10 名，減幅同樣為 78%。

8. 鑑於上述的觀察所得，證監會認為 1 月的通函推動了保薦人更適切地規劃資源，並有助紓緩資源緊絀問題較為嚴重的情況。證監會樂見多家保薦人作出了具建設性的回應，並支持他們為改善資源和主要人員能力而持續進行的工作。

有關主要人員委任申請的質素及資格的觀察所得

9. 主要人員委任申請的質素，是衡量保薦人是否具備足夠資源及有效內部監控措施以支持其保薦人工作的一項重要指標。在 2026 年 1 月 30 日至 9 月 30 日期間，證監會收到 210 份主要人員委任申請，其中 50 份因各種原因而被退回或被保薦人撤回。大部分個案均涉及資料不完整的情況或有重要問題，以致證監會未能就有關人士是否符合資格形成初步意見。截至 2026 年 9 月 30 日，主要人員的人數為 495 名，較 2025 年 12 月 31 日淨增加 35 名。

10. 此外，證監會已迅速處理新提交的主要人員委任申請，以便利保薦人加強其主要人員能力的工作。在 2026 年 1 月 30 日至 9 月 30 日期間，獲審批的新主要人員數目較 2025 年同期增加 65%。

11. 雖然上述發展或有助加強保薦人的資源和監督，但近期所提交的主要人員委任申請的質素仍然參差。在近期所提交的主要人員委任申請中，證監會觀察到以下不足之處反覆出現：

    (a) 負責人員的勝任能力：部分尋求獲核准為第 6 類受規管活動[7]負責人員的擬任主要人員未符合適用的勝任能力規定，例如通過相關監管考試；

    (b) 首次公開招股經驗：部分聲稱其有關參與首次公開招股的經驗看似有所誇大、沒有適當的紀錄支持，或未有清楚區分擬任主要人員與其他交易小組成員的職責；及

    (c) 機構融資經驗：部分擬任主要人員未能充分證明其具備《保薦人指引》所規定的最少五年相關機構融資經驗。

[6] “負擔過重的主要人員”指同時監督或參與六宗或以上活躍上市委聘項目的主要人員。
[7] 第 6 類（就機構融資提供意見）受規管活動。

有關上市申請質素及保薦人操守的觀察所得

12. 在審視保薦人資源和主要人員資格的同時，證監會繼續監察上市申請的質素及保薦人的操守。證監會與聯交所在 2025 年 12 月向 13 家保薦人（受關注保薦人）發出一份聯合函件，當中引用了於 57 宗上市申請中出現的具體關注事項；其後，證監會已就持續出現的具體關注事項作出進一步的監管工作。在 2026 年 1 月至 9 月期間，被暫停審理的上市申請有 65 宗；截至 2026 年 10 月 1 日，其中 14 宗的審理流程已獲恢復，該等上市申請中的相關關注事項已獲解決，並達到令監管機構滿意的程度。

13. 此外，直至 2026 年 9 月 30 日，證監會進一步向 11 家保薦人發出書面函件，當中包括六家受關注保薦人，並列出了在 13 宗上市申請中所識別的具體關注事項。這些關注事項涉及上市申請人的業務實質，以及保薦人的盡職審查和回應是否充分，包括：

    (a) 上市申請人在業績紀錄期收購新業務，令人質疑其是否適合上市及符合上市資格；

    (b) 有關主要產品、收益增長、研發活動及業務模式的資料嚴重不足；

    (c) 監管機構曾要求對重大未解決事項、主要的客戶和供應商交易以及收益真實性進行充足的盡職審查，但有關要求未有得到充分回應；

    (d) 上市申請人持續錄得虧損且現金轉換周期偏長，故其業務的可持續性存疑；

    (e) 上市申請人業務的合法性存疑；

    (f) 預計上市時間表僅在技術上符合規定，但沒有實際的執行基礎；及

    (g) 上市申請人在缺乏合理依據的情況下進行上市前重組，令人質疑其過往業績的代表性。

有關保薦人資源及工作質素的監管期望

14. 保薦人應維持充足的資源，適當地調配資源，並保持其保薦人工作的質素。具體而言，保薦人應：

    (a) 在評估上市申請人是否適合上市及符合上市資格時，以質素為先、數量為後，並秉持專業懷疑態度；保薦人應專注於實質的盡職審查，並向上市申請人提供適切的顧問服務，而非採取以程序為主導的方針；

    (b) 確保主要人員委任申請內容完整、具充分理據支持，且僅就符合適用資格準則的個人而提交；在提交委任申請前，管理層應嚴格地評估已有的資料和證明文件，以確保擬任主要人員符合相關資格準則。為不合資格的個人提交委任申請會對保薦人及證監會造成不必要的負擔，亦會不當地延長評估程序；

    (c) 維持充足資源以履行其責任；主要人員應具備足夠能力以監督交易小組及參與上市委聘項目，而管理層應確保保薦人工作獲妥善分配和監察；及

(d) 一直對其工作承擔最終責任，並確保其本身盡職審查的質素不會因依賴專家及第三方而有所下降；保薦人應避免在未有充分評估專家及第三方的勝任能力及資源，或未有考慮他們的工作是否為履行保薦人的盡職審查責任提供適當基礎的情況下，過度依賴他們執行特定工作。

15. 如保薦人未能達到上述監管期望，可能會令人質疑其系統及監控措施的成效、資源和管理層監督的充足性，以及其進行保薦人工作的適當人選資格。證監會將繼續透過其監管工具，包括進行主題視察及就上市申請中所識別的特定關注事項發出書面函件，審查保薦人的操守及任何補救行動的成效。在評估主要人員委任申請時，如保薦人一貫擬委任合資格的主要人員，並提出內容完整、可信兼具充分理據支持的申請，證監會將優先處理其提交的委任申請。證監會亦可能將有關事宜告知相關保薦人的集團高級管理層及證監會的對口監管單位。

16. 證監會觀察到，保薦人的總部及駐香港以外地方的集團高級管理層，正日益參與香港保薦人活動的監督和管理。有關參與或可提升集團問責性、資源分配及對香港保薦人業務的監督。如某位個人所履行的實際職能構成在香港進行第 6 類受規管活動，該位個人便須在進行該等活動前取得適當的牌照或批准。保薦人應按其總部及集團高級管理層實際所履行的職能作出評估，而非僅依賴職銜、匯報途徑或工作地點，並應及時識別和處理任何牌照問題。

有關活躍上市委聘項目的指引

17. 繼聯交所實施短期豁免，將新上市申請有效期由六個月延長至 12 個月[8]後，證監會現於下文就何時應將上市申請視為活躍上市委聘項目提供進一步指引，以促進市場採取一致做法，並便利有效管理和調配監管資源以及保薦人資源和主要人員能力。

18. 就 1 月的通函腳註 9(b)而言，證監會謹此澄清，一般來說，如保薦人已就上市申請收到聯交所的聆訊文件函及證監會的無意見函件，有關上市委聘項目便可被視為非活躍。然而，如有任何後續發展或新資料可能引起《證券市場上市規則》[9]或《上市規則》[10]下的重大監管關注並須作進一步監管評估，有關上市申請可能會再次被視為活躍上市委聘項目。

19. 在收到聯交所的聆訊文件函及證監會的無意見函件前，上市申請一般被視為活躍。如上市申請人在遞交其原先的上市申請後，因各種原因而決定延後其上市時間表，保薦人應以書面形式將有關延後及任何經修訂時間表通知監管機構。保薦人亦應表明在某較後日期之前，其不會就相關上市申請提交任何進一步文件（包括回應尚未解決的意見或提供中期財務資料更新），而保薦人應適時地就此通知監管機構。在制訂任何經修訂時間表時，保薦人須考慮監管機構為審視所有上市申請材料的更新及完成監管評估而合理所需的時間。在直至保薦人通知監管機構重啟審理程序（附有更新時間表）或提交尚欠的回應及／或經更新的業務和財務資料（以較早者為準）的有關期間內，該委聘項目可被視為非活躍。

[8] 請參閱聯交所日期為 2026 年 8 月 21 日的《聯交所延長新上市申請有效期》監管通訊。
[9] 《證券及期貨（在證券市場上市）規則》。
[10] 《聯交所證券上市規則》（《主板規則》）及《聯交所 GEM 證券上市規則》（《GEM 規則》，統稱《上市規則》）。

有關首次公開招股及上市後活動所涉的可疑安排的觀察所得

20. 證監會對於有些可疑安排可能產生可疑的認購指示或人為誇大首次公開招股中發售的股份的投資者需求，深表關注。在某些個案中，證監會發現有上市申請人可能曾與投資者訂立未經披露的安排，包括提供資金以供他們認購配售股份，或就他們的回報作出保證。該等安排可能涉及將配售股份集中分配予指定投資者，而有關投資者就其持倉或上市後股份買賣與上市申請人訂有未經披露的安排，包括維持市值或製造成交量。上市申請人可能在上市前後將公司資金轉移予投資者或與投資者有關連或有聯繫的人士。整體而言，這些安排可能意味著投資者需求和股份分配是預先安排或被人為誇大，並可能構成延伸至上市後操縱買賣的交易活動的更廣泛安排的一部分。有關安排亦可能造成就業績紀錄期或上市文件中註明的最後實際可行日期後的重大發展，作出虛假、具誤導性或不完整的披露；令人質疑投資者需求的真實性，以及有關公眾持股量的合規情況；並削弱價格發現機制及損害上市後市場的廉潔穩健。

21. 為協助市場參與者識別該等可疑安排，下文列出一些預警跡象作為示例（並非詳盡無遺）：

(a) 上市申請人作出的重大付款、預付款項、貸款或投資直接或間接惠及投資者或與投資者有關連或有聯繫的人士，特別是在臨近上市前（例如在上市文件中註明的最後實際可行日期之後）所作出者[11]；

(b) 投資者看似與上市申請人有關聯[12]，包括該等投資者是由上市申請人、其董事、現有股東或他們的緊密聯繫者所介紹或招攬的，以及該等投資者是現有或潛在服務提供者、供應商或業務夥伴，而其承諾看似是就業務合作、投資或持續委聘而作出的；

(c) 上市申請人在投資者甄選、簿記建檔或股份分配方面的積極參與超出其一般擔任的角色，包括指示資本市場中介人接觸特定投資者或將股份分配予他們，或導致投資者組成和分散程度[13]與協定的推銷、鎖定目標投資者或分配策略不符；例如，儘管整體協調人建議採用不同的策略，但在上市申請人的指示下，大部

[11] 依據《操守準則》第 17.6(a)段，保薦人應進行盡職審查，藉以透徹地認識及了解上市申請人，並使本身信納上市文件所載的披露事宜。保薦人應在顧及所有相關事實及情況後，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。依據《主板規則》內〈第 21 項應用指引〉及《GEM 規則》內〈第二項應用指引〉的第 13(c)段，保薦人就每名新申請人及編製新申請人上市文件及證明資料所進行的一般盡職審查的查詢，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，以確保上市文件完整，且並無誤導。

[12] 《操守準則》第 21.4.4(a)(i)段規定，整體協調人應就資本市場中介人代表其投資者客戶、其本身或其集團公司輸入，且看似不尋常或異常的認購指示（例如看似與發行人客戶有關聯的認購指示），向資本市場中介人作出查詢。

[13] 《操守準則》第 21.4.3 段規定，由整體協調人在諮詢發行人客戶的意見後所制訂的推銷及鎖定目標投資者策略，應旨在根據聯交所規定達致開放的市場和充分的投資者分散程度，及促進有關股份在二級市場上有序和公平的買賣。《操守準則》第 21.4.4(c)(ii)段規定，整體協調人提出的分配建議應確保向受限制投資者作出的分配符合聯交所規定，並旨在達致公開的市場、足夠的股東分散程度和有關股份在二級市場上有序及公平的買賣。根據《操守準則》第 21.4.8(a)(i)段，整體協調人應及時向證監會匯報與其本身或發行人客戶進行的配售活動有關的任何重大不遵守聯交所規定的情況。

分配售股份仍集中於少數投資者；此外，該等投資者可能是在近期才於一名或少數資本市場中介人開立或持有帳戶；

(d) 不尋常的認購指示，包括在掛盤冊即將截止前突然出現大額認購指示，但在簿記建檔過程中卻是鮮有參與，或認購指示的規模與投資者的財務狀況不相稱[14]；

(e) 有關安排可能掩飾最終投資者的身分[15]，包括令投資者得以投資於首次公開招股股份，且上市申請人、其控股股東或其他關聯方就有關回報作出保證的衍生工具安排；及多名投資者使用由同一人／同一個實體所操作的帳戶或共用同一個通訊地址；及

(f) 與首次公開招股前投資者有預先協定的承諾或其他未經披露的安排，導致即使真實的投資者需求偏弱，發售規模及時間表卻未有作出充分調整。

有關可疑的首次公開招股及上市後安排的監管期望

22. 鑑於上述的觀察所得，證監會謹此強調，保薦人、整體協調人及資本市場中介人在維護香港首次公開招股市場的廉潔穩健方面肩負關鍵的把關者角色，並應對上述預警跡象保持警惕。

23. 保薦人、整體協調人及資本市場中介人在顧及上市申請人、投資者和股份發售的情況以及所有其他可得資料後，應逐一及整體地評估有關預警跡象。他們如識別到任何預警跡象，便應進一步作出查詢，並嚴格地評估所接獲的回應及佐證文件，以及妥善記錄他們作出的查詢、評估及結論。如有關疑慮仍未獲解決，整體協調人及資本市場中介人應拒絕接受相關可疑的認購指示。保薦人、整體協調人及資本市場中介人應向證監會及聯交所匯報任何可疑的首次公開招股及上市後安排。他們不應單單因為某宗首次公開招股或配售或可照常進行，便對預警跡象置之不理。

保薦人

24. 保薦人有責任向聯交所及整體市場保證，上市申請人符合《上市規則》及其他相關法律及監管規定[16]。為此，保薦人應確保向公眾就上市申請人作出真實、準確及完整的披露[17]，並應有合理理由相信上市文件載有充足詳情及資料[18]。如保薦人得悉關於上市申請人

[14] 《操守準則》第 21.3.5(a)段規定，資本市場中介人在輸入認購指示前，應就看似不尋常的認購指示（例如與投資者客戶的財務狀況不相稱的認購指示），向其投資者客戶作出查詢。
[15] 《操守準則》第 21.3.5(b)段規定，資本市場中介人應在掛盤冊內（不論是直接或間接地）披露所有投資者客戶的身分。《操守準則》第 21.4.5(a)(ii)段規定，整體協調人應採取一切合理步驟，以識別出在發行人的董事、現有股東、其緊密聯繫者，及由上述任何人士就認購或購買該首次公開招股所發售的股份而委聘的代名人的名單上的投資者，並確保他們僅會根據適用的聯交所規定獲分配股份。
[16] 依據《操守準則》第 17.1(b)段，保薦人的主要角色是向聯交所及整體市場保證，上市申請人符合《上市規則》及其他相關法律及監管規定。
[17] 依據《操守準則》第 17.2(c)段，保薦人應採取合理步驟以確保向公眾就上市申請人作出真實、準確及完整的披露。
[18] 依據《操守準則》第 17.5(a)段，在上市文件刊發時，保薦人在進行合理盡職審查後，應有合理理由相信並應該相信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。

不符合《上市規則》或其他法律或監管規定的重要資料，保薦人應適時向聯交所匯報有關事項[19]。

25. 保薦人應主動就上市申請人的持續合規及披露責任向他們作出提醒，並採取穩健的盡職審查措施以識別任何上市前可疑安排，以及嚴格地評估交易的商業實質、相關資金流及投資者關係。保薦人亦應確保招股章程或（如有需要）補充招股章程妥善披露任何重大發展，從而讓投資者能夠作出有根據的投資決定。此外，上市申請人及其保薦人應確保配發結果公告載有一項聲明，確認除上市文件所披露者外，上市申請人集團、其任何董事、控股股東、主要股東或現有股東或他們各自的任何緊密聯繫人與任何其他人士之間，並無就股份的認購、購買、出售、估值或成交量訂立任何附屬協議或安排。

26. 在上述情況下，保薦人的盡職審查應包括（除其他事項外）識別上市申請人在最近期經審計資產負債表日期至上市日期期間的重大交易和協議，審視該等交易的相關文件及資金流，以及基於從其先前盡職審查工作所獲得的其他資料，評估該等交易的商業實質。此外，在臨近上市前，保薦人應與上市申請人的控股股東、執行董事及高級管理層進行更實質的盡職審查訪談以更新審查結果，並索取背對背確認書。保薦人亦應以書面方式提醒每名作出確認的人士，如情況有任何重大轉變以致上市申請資料變得失實、不準確或不完整，便須通知保薦人。

整體協調人及資本市場中介人

27. 整體協調人及資本市場中介人在簿記建檔及配售活動中擔當關鍵角色，並應時刻以有利維護市場廉潔穩健的方式行事[20]。整體協調人應記錄在整個簿記建檔過程中掛盤冊的所有變更[21]，並應及時匯報先前透過 FINI[22]或其他方式向證監會及聯交所提供的資料的任何重大更改[23]。如對掛盤冊模式、投資者情況、資金安排或其他可得資料有疑慮，整體協調人及資本市場中介人應作出進一步查詢，嚴格地評估所接獲的解釋及佐證文件，並採取合理步驟以令其本身信納簿記建檔及配售過程的穩健性未受損害，且市場原定的價格發現、分配及披露機制沒有被規避[24]。如有關疑慮仍未獲解決，整體協調人及資本市場中介人應拒絕接受相關可疑的認購指示。

28. 在上述情況下，整體協調人及資本市場中介人的查詢應涵蓋（除其他事項外）投資者的資金來源，上市申請人與投資者之間的關係及該種關係對投資者需求的真實性的影響，以及任何可能影響到就投資者或有關公眾持股量的合規情況所作披露是否準確，或可能損害上市後市場的廉潔穩健的安排（例如為了助長上市後操縱買賣的交易活動而將一大部分股份分配予上市申請人指定的少數投資者）。

29. 如投資者需求的真實性、投資者的獨立性、資金安排、披露的準確性或簿記建檔及配售程序的廉潔穩健程度引起關注，整體協調人及資本市場中介人便應迅速作出適當的跟進

[19] 《操守準則》第 17.9(c)段。
[20] 《操守準則》第 21.1.3 及 21.4.4 段。
[21] 《操守準則》第 21.4.7(a)段。
[22] Fast Interface for New Issuance。
[23] 《操守準則》第 21.4.8(a)(ii)段。
[24] 《操守準則》第 21.3.5(a)、21.4.4 及 21.4.4(a)段。

查詢，並在其機構內部上報有關事宜。他們應向證監會及聯交所匯報任何可疑的首次公開招股及上市後安排[25]。

上報監管機構

30. 如有資料顯示可能存在可疑安排，保薦人、整體協調人及資本市場中介人便應考慮迅速將有關事宜上報證監會及聯交所。及早行動可讓監管機構在審理上市申請及審核相關事宜（例如獲配售人的股份分配、有關公眾持股量的合規情況、披露影響及首次公開招股程序的整體廉潔穩健程度）時，評估該等關注事項。就此而言，保薦人兼整體協調人處於有利位置，能夠識別出因發行人的行為、投資者需求、資金安排及股份分配結果而引起的預警跡象。

31. 如保薦人、整體協調人及資本市場中介人參與的首次公開招股項目令人關注當中可能存在可疑安排，三方均可能受到更嚴格的監管審查（包括更深入的視察），以評估其有否遵守適用的法律及監管規定。如有發現重複的不足之處，證監會可能會加強對有關中介人及其集團管理層進行的監管工作，並與證監會的對口監管單位加強合作。

證券及期貨事務監察委員會
企業融資部及中介機構部

完

SFO/IS/041/2026

[25] 《操守準則》第 21.3.12 以及 21.4.8(a)(i)及(iv)段。