

## 摘要

本人對於本港“證券條例”草案以澳洲為藍本的作法表示完全反對。反之，對於在國際上公認最能保障小股東利益的美國法例，港府則以“比較複雜，私人訴訟文化亦不同，難以比較”來形容並捨棄跟隨，我方亦表示完全反對。我方認為，就算中國的法例與美國大為不同，但中國的監管法規亦取經於美國。我方亦認為，香港在金融市場的地位較澳洲強，但香港竟不做法英、美這些發展得更成熟的金融市場，香港更有走“倒頭車”之感。

我方建議以下兩點：

第一，《證券條例》新草案中，六項市場失當行為中的五項，控方需證明“行事意圖”，這與美國及英國《證券條例》有違背。因為“意圖舉證”非常的困難，只要有這一條在，新證券條例與舊條例相差甚微，根本無法達到監管目的。美國證交法只需採行“事實舉證”。事實舉證相對而言較容易。而且英國證監會對於一些影響市場信心，但又不包括在內幕交易及操縱市場刑事罪行定義中的市場失當行為，英國當局建議在民事索償追訴及在《市場行為守則》中，都不用提出“意圖證明”。

第二，在美國及英國舉證責任中“burden of going forward with the evidence”被切實執行了。也就是說美英證監會認定了不當交易的“事實”後，舉證責任即轉成辯方，而不需如同香港證監會般必須證明其意圖。當辯方提供辯護後，若證監會覺得仍有問題，則舉證責任即轉成控方以進行正式檢控。這種舉證責任可以在控辯雙方互換的機置，在香港新修訂的《證券條例》是不存在的。

我方強烈主張新草案中所有“意圖證明”部份應該改為美英法的“事實舉證”。而且“burden of going forward with the evidence”應被加入草案中。

本人提出 6 項附錄。

附錄 1： 新草案與舊草案有關“意圖舉證”的比較。

附錄 2： 本人提出《證券條例》“意圖舉證”不當，應如同美國及英國證交法只需採行“事實舉證”。

附錄 3： 本人提出舉證責任在辨方無法檢控內幕交易和操縱股價。

附錄 4： 本人反對證監會主席所謂“舉證責任在辨方”符合普通法精神的說法。

附錄 5： 本人所提出的舉證責任問題符合普通法精神。

附錄 6： 本人提出香港證監會水平不如巴基斯坦。

# 附錄 1

## 舊草案和新草案的比較：有關「意圖」 和控辯雙方提出證明的條款

市場失當行爲	舊草案	新草案
1. 內幕交易	控方須證明行事宜圖（即「知道」所持有的消息為「有關消息」）；而辯方可引用所提供的免責辯護條款，證明其真誠行事或沒有持有有關消息等。	沒有原則上改變。
2. 虛假交易 （如通過虛售或對銷交易發生）	控方須證明行事宜圖（如蓄意或罔顧後果） 控方須證明該等不法交易曾經發生；辯方可引用免責辯護條款，證明其行事的目的是並非進行不法的交易。	沒有原則上改變，但條文更清晰地述明行事宜圖的適用範圍。 沒有改動。
3. 操控價格 （如通過虛售交易發生）	控方須證明行事宜圖（如蓄意或罔顧後果） 控方須證明該不法交易曾經發生；辯方可引用免責辯護條款，證明其行事的目的是並非進行不法的交易。	沒有原則上改變，但條文更清晰地述明行事宜圖的適用範圍。 沒有改動。
4. 披露關於受禁交易的資料	控方須證明行事者在收取利益的情況下進行該不法活動；辯方可引用免責辯護條款，證明其沒有收取利益或真誠行事等。	沒有改動。
5. 披露虛假或具誤導性的資料以誘使進行交易	控方須證明資料可影響證券價格或誘使交易；辯方可引用一般性免責辯護條款，證明其真誠行事及不知道資料失實性等，條文亦提供適用於純粹作為資料發放「渠道」的人士的免責辯護條款，該有關人士證明自己無辜。	除白紙草案中所訂明的要求外，控方須證明行事宜圖（如知道、罔顧或忽視資料的失實性）；提供給辯方的一般性免責辯護條款相應地刪除，適用於資料發放「渠道」的免責辯護條款則予以保留，條文亦新加入適用於資訊系統經營者（如網頁經營者）的免責辯護條款，供有關人士在某些情況下證明其無辜。
6. 操縱證券市場	控方須證明行事宜圖（即「意圖」操縱市場）	沒有原則上改變，但修訂至適用於兩宗或以上數目的交易（白紙草案中的要求為一宗或以上）。

# 《證券條例》行事意圖難證明

財經事務局闡述去年十一月作出的《證券及期貨條例》草案修訂，港府指就有關政策的大原則，是把六項市場失當行為的「行事意圖」盡可能寫得清晰。不過，有學者認為，在法律上證明「行事意圖」非常困難，建議控方只須提出有交易事實這些表面證據，並不用提出「行事意圖」便可興訟。學者說法與英國金融服務業管理局主席 David Davies 九九年三月提出的相同。

對於有學者關注港府修訂是屈服於外資行壓力，並指港府修改條例亦不符美國的做法，建議把舉證責任「還原」辯方。財經事務局發言人回應說不能把草案直接與美國的法例比較，因草案非以美國為藍本。同時，發言人又指出，美國的民事法比較複雜，私人訴訟文化亦不同，難以比較。

發言人指出，有關市場失當行為條文的草擬工作，首先參考了英國和澳洲，經考慮後，決定以澳洲的《公司法》為藍本，因澳洲的法例行之已久，草擬方式亦與香港法例相似，而澳洲所累積的案例亦可讓香港法庭在詮釋這些條文時作為指引。

港府指出，「舉證責任」不能一言蔽之，單放在辯方或控方。不過，港府亦有有關

政策的大原則，就是把有關失當行為的「行事意圖」盡可能寫得清晰。在草案諮詢期間，當局亦收到同樣意見，故當局在原有草案中作出修訂，以增加條例的清晰度及消除市場憂慮。

中文大學工商管理學院財務學講座教授郎咸平並不同意港府的修訂，並建議就港府提出的六項市場失當行為都作出「意圖舉證」。他認為，「證明意圖」非常困難，擔心證監會或檢控機關最終因難以提出意圖證明而未能提出適當檢控，難以保障本港的小投資者。

他又質疑，本港的草案以澳洲《公司法》為藍本；反之，對於在國際上公認最能保障小股東利益的美國法例，則以「比較複雜，私人訴訟文化亦不同，難以比較」一來形容並捨棄跟隨。他說，就算中國的法例與美國大為不同

，但中國的監管法規亦取經於美國；此外，目前財務學中有逾九成理論都在美國發展出來，按港府的理據，學術界亦不用再基於這些理論作研究發展。

他認為，香港在金融市場的地位較澳洲強，但香港竟不效法英、美這些發展得更成熟的金融市場，香港更有走「倒頭車」之感。

Howard Davies 於九九年三月亦曾明確地指明，當局認為不是所有失當行為的案件都須提出舉證意圖，這一點非常重要。

Davies 指出，對於一些影響市場信心，但又不包括在內幕交易及操控市場刑事罪非行定義中的市場失當行為，當局建議在民事索償追訴及在《市場行為守則》中，都不用提出「意圖證明」。

他說，有人士曾質疑不加入「意圖證明」的做法，並要求在沒有意圖證明的情況下亦不可作出罰款懲罰；不過，目前在《刑事法》中，亦有部分條例不需要證明意圖，就算在沒有意圖的情況下，亦絕對有可能對市場帶來嚴重打擊。

# 易幕視內坐不足人手

中文大學管理學院財務專講席歐威平表示，在美國證券監理個案中，百分之九十五是涉及欺騙、操縱價格及內幕交易。但上述失當行為在香港現行單案中，舉證責任即在控方。他昨呼籲正在立法會討論的《證券及期貨條例草案》，應把六項失當行為的舉證責任全部歸於控方，否則香港將淪為「一個二十四小時開放的賭場」。

他還指出舉證責任的差異，美國證券監理會對香港證券界一香港上市公司處理同一案件的不同，以致讓舉證責任成為香港證券監理會能力的絆腳石。

九十年代中期，本地「匯豐公司」美國上市的酒店業務，在交易公布的前一天，股價上升二成，在交易公布當天，股價一落千丈，漲幅四成。一名香港人在交易公布的前一天及公布交易當天共買進十四股股票，股價上升令他獲利二十萬美元。

不過，事件引起美國證券監理會，並在公布交易後的三天內對該名香港人的交易戶口，且沒收該名香港人的銀行證件，同時，他須於六個月後向法庭證明清白。

結果，該名香港人最後被證實有隱瞞業務所得利潤，而且還罰款一百萬美元。不過，美國證券監理會並無公布獲得有關消息的資料來源。

直至今年九月，歐威平回香港證券監理會處理該案，香港證券監理會向歐威平證實，該宗內幕交易的消息來源是由酒店界人士——香港匯豐公司的投資顧問洩露。不過，證券監理會表示無意也不會就此採取任何行動。

因為舉證的責任在於證券監理會，但證券監理會人手不足，而且舉證太費時力事。

歐威平表示，上述例子充分反映出舉證責任的重要性。他說，由於舉證責任的差異，美國證券監理會既能降小股東利益，但香港證券監理會則無能為力。

對於市場信心舉證責任由控方轉移至證方將令證券監理會權力過大，歐威平監理會不難，證方可能出現種種情況。歐威平回應說，監理的角色在於法庭，因法庭不是裁決機構。他呼籲，市場不要擔心可能出現證方濫權的情況而抗拒上述概念。他舉例說，市民可能不滿證方的權力過大，但市民並不會因而反對證方的檢控限制。

根據中文大學工商管理學院財務專講席歐威平的分析，去年十一月中國移動(九四一)的股價變動極不尋常，但在新條例控方須作出意圖舉證的情況下，他認為證券監理難以採取任何行動，因為要舉證意圖是非常困難的事。

他指出，中移動在去年十一月八日前逾一星期出現大量賣空盤，每天賣空價值高達交易量的三成五，一周賣空價值每天交易量的七成。在十一月八日，瑞士信貸第一波士頓分析員突然改變該行過去對中國移動的股價預測，由十月份的目標價七十六元，一下子調低至四十九元。即威平認為，當時市場上並沒有負面消息出現，而且中國信息產業部也尚未對外宣稱流動電話將從明年一月改成單向收費。他對一波分析的做法深感不解。其後，一波在十一月二十一日繼續調低中國移動目標價至三十九元。但在十一月八日到十一月二十一日間，市場沒有繼續發現大額賣空中移動的現象。十一月

## 單向收費事件證監唯有坐視

基本上與一波前兩周的預計吻合。但張作樞在昨日已否認錢進潮的意見代表信息產業部，只說錢的意見只代表個人意見。

月二十一日，投資者得悉中國可能實施單向收費的傳聞，對中移動盈利可能構成打擊開始拋售中移動，中移動股價在十一月二十二日跌至四十七元一角兩個月內最低點。

十一月二十四日開市前，華資德威中國研究部主管張作樞舉行一電話會議，會上介紹一信息產業部高級研究員錢進潮接受訪問，錢進潮證實了市場傳言，更指在今年一月份開始，中國便實施手機單向收費政策。結果中移動股價一周內跌至三十九元六角。中移動股價變動及跌幅

證監會必須自行取證，太費時力。不過，即威平認為，若這事發生在美國，美國證券監理會的做法將有所不同，因美國證券監理會不用作出意圖證明。

# 郎咸平：舉證責任在辯方



沈聯濤表示，要提升本港企業管治水平至與經合組織標準齊齊，但目前未有有關經合組織企業管治水平的資料。

司行動上。他說：假設無罪是在第十世紀時，英國大憲章(Magna Carta)明確立法規定疑犯假設無罪。不過，他指出第十世紀時，普通法尚未成形，因此假設清白根本與普通法無關。

## 公司必須承擔信託責任

至於證券法，他說，其遠不涉及疑犯的問題，因為當公司收股股東的錢以後，公司對股東就立刻產生信託責任(Holden Day)，該公司必須依信託責任盡自己最大努力替股東賺錢，但若公司大股東或管理層刻意偷股東的錢，那他就有罪。他說：「公司既然偷了股東的錢，不應當叫股東自己出錢證明公司偷錢！公司收了股東的錢若管理不好便是有罪，其罪是未能達成其信託責任。」

沈聯濤表示，證監會希望提升本港的企業管治水平至與經合組織的水平，但被記者追問經合組織水平的細節時，他說，目前並無有關資料，只有市場有人士在做調查，證監會將待有關調查完成後，才回應相應行動。不過，目前郎咸平正為經合組織就中國入世歐洲銀行在亞洲區的角色進行研究。他指出，其實目前部分經合組織也開始逐步向市場失當行為的舉證責任放到辯方，例如美國、法國、新加坡、英國也正在進行。

證監會主席沈聯濤(圖)昨天再次解釋不把所有市場失當行為都列作「舉證責任在辯方」安排，是基於普通法，同時主要跟隨英國倫敦的模式。不過，曾為世界銀行及經合組織(OECD)擔任顧問的郎咸平則反駁其說法，舉出普通法歷史及個案解釋普通法並不涉及「舉證責任」問題，並指美國亦是普通法國家，但當地的市場失當行為的舉證責任都在於辯方。

沈聯濤昨天表示，從監管角度看，香港最重要是符合美國紐約及英國倫敦水平，不得較英美兩地走得更前，因世界市場目前一體化，全球監管水平也應一致。

郎咸平則反駁美國也奉行普通法，但美國要求市場失當行為的舉證責任在於辯方。他指出，市場失當行為主要分三類別，操縱市場、披露資料及內幕交易。在美國、新加坡及愈來愈多地區，已開始提出上述三項失當行為的舉證責任在於辯方。

## 社會公平標準引入裁決

郎咸平指出，美國普通法是在十八世紀英國獨立以後才漸形成的，美國證券法是在一九二四年訂定的，明顯地舉證責任在辯方是在普通法

# 正編寫有關中國入世報告

郎咸平目前正與中大大學工商管理學院財務學講座教授，去年他聯同世界銀行兩名經濟師向世銀提交一份有關香港經濟發展及國際化進程的報告。郎咸平表示，在撰寫有關香港經濟發展及國際化進程的報告時，他發現香港的經濟及國際化進程，管水準嚴重低落，且與他正編寫有關中國入世報告的進度比較，他希望未來國際化進程能向世銀提交。

# 到奴役之路

在此與香港證券監  
及財經事務局對於《證券  
及期貨條例草案》(下稱  
《證券法》)互相交換意  
見的過程，筆者深刻的  
感覺到政府官員對於美  
國證監會的實際操作應進  
一步加強認識。在目前認  
識不足的情況下，如何能  
夠要求當局把《證券法》  
導向保護小股東的正途呢  
？尤其是筆者最近幾天在  
電視上看到小股東舉着牌  
子抗議被大股東剝削事件  
此起彼落，例如迪克創業  
小股東的悲慘境遇，前陣  
子連卡佛小股東抗議會德  
豐的收購等等案例，再度  
顯出小股東受剝削已到了  
極限。但我們期望重新修  
正的《證券法》起到保護  
小股東的作用嗎？筆者只  
能很遺憾的說，目前修正  
的《證券法》將無法有效  
保護小股東。

## 舉證責任須符合法治精神

但港府擬定把舉證責任在於控方(除  
虛售及對銷交易)。他們的理論基礎在  
於舉證責任由控方轉到辯方不符合《普通法  
》精神。但這一意見卻是抵觸同樣實行  
《普通法》的美國：美國是將舉證責任歸於  
辯方的。筆者希望利用這個機會向讀者說  
明何謂《普通法》。美國《普通法》的廣  
泛宗旨是提供一個社會大眾的公平標準。

用陪審團代替法官判案能把社會的公平標準  
引入判決，這個標準是所謂非精英制度，也  
就是由一般平民大眾(不是專家)加入陪審  
團。舉例而言，在美國陪審團選成員時，  
寧選農民而不選法學專家。這對亞洲人民而  
言，簡直是匪夷所思。因為在《普通法》架  
構下，平民的意見才代表社會平民的公平標  
準，專家的意見基本上被認為是偏執的。

此外，控辯雙方必須承擔自己的訴訟費  
用，律師樂意接受勝訴才分錢的案件(這一  
點在香港是不可能存在的，加上香港法院須  
收取一大筆一般人不能負擔的訴訟費，更打  
擊小股東的訴訟可能)。但最重要的一點是  
商業法中取證對象是被告而不是原告，因此  
任何公司損害小股東的行為將引致連串的訴  
訟行動，但不會對原告造成不利影響。陪審  
團經過審理後，根據公平原則及雙方法律理  
據作出判決。被告的公司要提出無罪證據，  
也當然會受時間、精力及龐大法律費用  
的損失，很可能是長期的民事羞辱或是數億  
元訴訟費。因此決策人必須衡量公司每個行  
動，確保不會與公眾對抗，這個法律系統提  
供一個權力分散、市場控制的機制，把社會  
的公平標準加於公司行動上。這在香港是幾  
乎完全欠缺的。

在美國《普通法》的架構下，為什麼《  
刑事法》(舉證責任)與《民事法》(舉證責任)在控方，  
但對於《證券法》，則採用相反的策略呢？  
因為這個做法基本上符合大眾的公平標準。  
筆者將其立法精神以簡單的方式陳述。  
《刑事法》：一個人被控，警方在一百  
人中找到一個嫌疑犯，但很有可能是警方隨  
意找的，因此對社會大眾而言，每個人都有  
危險，所以在十世紀時，英國大憲章就明確  
立法規定該嫌疑犯假設無罪，檢方必須舉證  
證明其有罪。對於社會大眾而言，那個嫌疑  
犯應該是假設無罪，因為唯有如此才能保護  
社會大眾的安全。讀者請注意，在十世紀時  
《普通法》尚未成形，因此假設清白根本  
與《普通法》無關。

《證券法》與《刑事法》  
本質不同，《證券法》沒有嫌疑犯的問題。  
因為公司收取股東的錢後，他們對於股東就  
立刻產生信託責任。該公司必須依託責任  
盡自己最大努力替股東賺錢，當然若經營不  
善造成損失是無所謂的，只要公司控股人盡  
最大努力即可。但如果公司控股人偷取股東  
的錢，他就是有罪。公司既然偷了股東的錢

難道還能叫股東自己出錢證明公司偷錢嗎  
？因此對社會大眾的公平標準而言，公司既  
然收了股東的錢，若不好好經營就是有罪。  
各位讀者請注意，美國《普通法》是在十八  
世紀獨立形成的，美國《證券法》是在一  
九三四年制訂的，因此舉證責任在辯方這個  
原則是明確確的在《普通法》架構下訂定的。  
大律師公會完全忽略這個歷史的事實。  
取證對象這一點是證券交易能否有效執  
行的最重要關鍵。當然香港未來控辯雙方必  
須承擔自己訴訟費用，律師也應該允許接受  
勝訴才分錢。這兩點也應該慎重考慮。

## 不要屈服投資銀行壓力

美國證監會不但受法律的授權(取證對  
象是辯方)，而且他們還採取幾項香港證監  
會及財經事務局想也不敢想的狠招。筆者簡  
述其中一項如下：  
美國證監會在對付內幕交易採取如下政  
策：美國任何上市公司的董事、高級經理及  
大股東(持百分之十以上股權)每個月十五  
日必須把上個月月份交易自己公司股票詳細  
紀錄，包括金額、數量、交易方  
式(買賣股票或現貨期權)、交  
易對象、填妥表三(股權資料)  
及表四(交易資料)呈交證監會  
列管。

證監會規定，任何兩筆買賣與  
賣及買與買之間的時差必須在六  
個月以上(買、買、買之間時差  
及買、賣、買之間時差不算)，  
而且不得利用內幕消息買賣。至  
於何為內幕交易將由證監會依其  
自由心證或自由意志做判斷。  
美國證監會由於人手有限，  
他們不可能每筆查核，因此他們  
把所有交易資料造成磁帶，以一  
百二十美元價格發售(筆者為做  
學術研究也有幸買了一卷)。  
讀者請注意，美國證監會將  
調查責任加於所謂「看門狗」(watchdog)之上，也就是由民間  
律師(與證監會不相干的律師)  
自行審閱調查。當律師發現某位  
董事的買賣時差在六個月內，或  
有任何可疑交易(例如交易時間  
剛好在公司宣告日前)，他們就

會去函該公司主席，通常該公司都是付筆錢  
給與該律師了事，不然該律師控告到美國證  
監會去，則麻煩更大。  
這樣的監管有可能在香港實施嗎？  
答案是可能的。  
筆者這篇簡單的文章很清楚的說明幾個  
事實：  
一、《證券法》舉證責任在辯方完全符  
合《普通法》精神，希望利益團體不要再利  
用《普通法》作為借口，阻撓舉證責任在辯  
方這一建議。  
二、舉證責任在辯方是《證券法》成功  
的關鍵，任憑法案再漂亮，若無舉證責任在  
辯方這一條，整個法案將無法有效保護小股  
民。

三、香港證監會及財經事務局對美國《  
證券法》應進一步加強了解。筆者希望兩個  
機構能立刻放棄黑箱作業的心態，立刻舉行  
聽證會，聽取專家的意見，不要屈服於投資  
銀行的壓力。  
中文大學財務學講座教授、世界銀行公  
司治理顧問，以及歐盟、經合組織和世貿組  
織銀行顧問。



近年發生多宗小股東抗議被大股東剝削事件

# 港證監水平不及巴基斯坦

企業管治專家、中文大學管理學院財務學講座教授郎威平【圖】炮轟香港證監會的監管水平。他表示：「連巴基斯坦都不如！」雖然港府有意改革並提出新條例，但郎威平認為，最重要改革在於舉證責任，即由被告證明清白，而非由控方證明其有罪。「否則條例通過亦只是笑話！」對於立法會現行討論的條例，他認為完全沒有用，對香港的小投資者保障完全不足。

郎威平接受本報記者訪問時表示，巴基斯坦的法規與本港相若，但巴基斯坦證監會的成功檢控個案卻遠高於香港。他說，巴基斯坦證監會有龐重行事：反之，本港證監會則非常怕事。巴基斯坦的證監會要求當地所有上市公司無論同意與否都必須派

發股息，反映巴基斯坦證監會有極大權力；反之，香港證監會的權力則非常薄弱。

另一方面，他指出，美國證監會的員工人數與香港證監會相若，美國證監會監管的上市公司數目卻達二十四萬家，但香港證監會監管的上市公司數目僅六百多家。

郎威平關注到，近年證監會處理的逾一百宗調查中，成功作出刑事檢控的個案竟然是一宗都沒有。他表示，違犯者嚴重的刑罰只為罰款；更大問題的是，即使法庭作出罰款判決，若當事人拒絕繳交罰款，法庭也只能宣布「這個人是壞人！」此外別無他法。

熟悉證監會的人士反駁說，當事人若拒絕繳交罰款，便可把罰款列作當事人的負債。郎威平回應說，

會向證監會市場監察部執行董事狄勤思查證，狄勤思證實證監會無法就拒絕繳交罰款的人士申請破產。

研究此草案的法律界人士黃覺岸指出，在七四年至九〇年間，內幕交易是刑事罪，但成功檢控的個案也是絕無僅有，唯一例子是八九年就隆輝集團前主席彭礪基在任期間大量出售所持股票的交易進行研究，但結果審裁處只是高度譴責了事。

至於就操縱證券市場、虛假交易、披露受禁資料以及披露虛假或誤導性資料等失當行為，黃覺岸指出，證券條例列明屬刑事罪行，但條例自七四年制定後，對操縱市場行為的檢控只有兩次，這兩次成功檢控亦只基於每宗案件的被告都分別承認控罪，但法院只判處緩刑。

郎威平說，出現上述情況，就是因為兩地條例的舉證責任不同。在美國，目前六種市場失當行為的舉證責任都在於辯方；反之，在香港，目前六種失當行為的舉證責任都在於控方。

案也是絕無僅有，唯一例子是八九年就隆輝集團前主席彭礪基在任期間大量出售所持股票的交易進行研究，但結果審裁處只是高度譴責了事。

至於就操縱證券市場、虛假交易、披露受禁資料以及披露虛假或誤導性資料等失當行為，黃覺岸指出，證券條例列明屬刑事罪行，但條例自七四年制定後，對操縱市場行為的檢控只有兩次，這兩次成功檢控亦只基於每宗案件的被告都分別承認控罪，但法院只判處緩刑。

郎威平說，出現上述情況，就是因為兩地條例的舉證責任不同。在美國，目前六種市場失當行為的舉證責任都在於辯方；反之，在香港，目前六種失當行為的舉證責任都在於控方。