

**香港中文大學會計學院**  
**公司法律副教授劉殖強先生就**  
**《證券及期貨條例草案》**  
**提出的意見**

## 引言

《證券及期貨條例草案》(下稱“條例草案”)對簡化香港特別行政區證券及期貨業的監管安排及提高其運作效率發揮正面的作用。由於擬採用的規管架構源自澳洲已沿用30多年的制度，透過綜合不同的條例及引入一些新措施，條例草案消除了規管架構所引起的多項關注問題。然而，儘管條例草案篇幅浩繁(共有1 125頁)，但只是達到最終目標的手段，本身並非最終的目標。因此，長遠而言，制定條例草案只是為設立合適的規管架構踏出的第一步，預期該架構可消除各項疑慮，並達致香港資本市場各項不同(有時更互相矛盾)的目標。

## 具體意見

一如上文所述，制定合適的規管架構涉及一連串步驟，以維持市場穩定及可持續發展。此外，由於證券及期貨業漸趨全球化及無分國界，規管架構必須作出修訂，以加強香港金融市場的競爭力。

然而，在考慮到有關各方或會就較廣泛的問題，其中包括維持銀行機構獲豁免身份的理據、經修訂的發牌規定及有需要進一步加強企業管治<sup>1</sup>等提出意見，因此本意見書會集中討論若干具體事項，希望藉此鼓勵立法會就這些問題進行辯論，並對條例草案作出一些修訂。具體而言，本意見書會就以下3方面提出意見：

- i. 核數師的角色；
- ii. 就市場失當行為須負的民事法律責任；及
- iii. 權益披露。

### **i. 核數師的角色**

有關審計的條文載於條例草案第VI部第5分部。核數師的職責是進行審計，並就公司的帳目及財政狀況提交一份可靠及獨立的報告<sup>2</sup>。核數師在維持金融市場穩健方面擔當守門人的角色，提供一項重要的服務。

---

<sup>1</sup> 香港或可參考馬來西亞有關加強企業管治的一些建議。關於企業管治財務委員會(Finance Committee on Corporate Governance)提出的相關建議的摘要，請參閱Low C.K. “Corporate Governance in Malaysia” in Low C.K. (ed) (2000) *Financial Markets in Malaysia*, Malayan Law Journal, Kuala Lumpur。

<sup>2</sup> 有關核數師工作的總覽，請參閱Arjunan K. and Low C.K. (1996) *Lipton & Herzberg's Understanding Company Law in Hong Kong*, LBC Information Services, Sydney, 第16章。

Denning法官在*Fomento (Sterling Area) Ltd v Selsdon Fountain Pen Co Ltd*<sup>3</sup>一案中表示：

“核數師的工作並非只限於核對單據及作出數學上的運算。他不僅是一名“加減數字”的專業人員。核數師所肩負的重任，是要謹慎行事，確保一切並無出錯，無論是計算上的錯誤、漏報或錯報資料，抑或填報虛假的數據。為妥善履行審計工作，核數師必須保持一份探究精神——這並非要懷疑他人作出不誠實的行為，而是要揣測猜度某處可能出錯，故有必要進行核對的工作，確保一切並無出錯。”

雖然核數師以合理程度的謹慎及技術進行審計的法律責任沒有改變，但必須注意的是，隨着時間過去及因應社會的發展，謹慎的標準已有所不同。由於公眾對核數師的才幹抱有更大的期望，因此核數師在處事謹慎及技術水平方面所需達到的標準，亦相對地較為嚴格。Lopes法官在*Re Kingston Cotton Mill Co (No 2)*<sup>4</sup>一案中表示：

“核數師有責任以一名合資格及小心謹慎的核數師所會採用的技巧，小心謹慎地執行工作。什麼是應有的技巧及小心謹慎，須視乎每宗個案的具體情況而定。核數師並非偵探，進行本身的工作時無須凡事存有戒心，或妄下判斷，認為必定有不妥當的地方。核數師是監察者，而並非追捕者。”

這並不表示核數師沒有責任找出錯誤或揭發欺詐行為。核數師必須進行足夠及合適的測試，使其本人信納有關的內部系統是有效的，理應可以倚賴。倘若這些測試證明情況有欠理想，核數師便有責任更深入探討有關情況。因此，核數師在履行其職責時，應時刻提高警覺，留意僱員及管理層可能出現犯錯或挪用公司財產的情況，以便就公司的財政狀況提出“真確及持平的意見”。

國際會計師行畢馬威會計事務所最近進行了一項調查，共訪問本港1 500多間公司。該項調查顯示，機構詐騙(即非重刑罪、偽造帳目及行賄等)的個案預期會有所增加，而大部分個案涉及公司的僱員及管理層<sup>5</sup>。事實上，有關問題相當嚴重。在受訪的公司中，每4間公司便有一間表示，過去兩年，公司曾發生至少一宗詐騙個案。公司並無舉報該等個案，這顯示公司不欲聲譽受損，及／或相信舉報或會影響公司討回所損失的資產的機會。

基於此一背景，條例草案並無向公司的核數師施加舉報欺詐行為的責任，實屬明顯的遺漏<sup>6</sup>。條例草案必須就**察覺**有欺詐行為及向有關當局

<sup>3</sup> [1958] 1 All ER 11。

<sup>4</sup> [1896] 2 Ch 279。

<sup>5</sup> Tsang D. “Fraud Cases Seen Soaring”，*南華早報*，財經版(*Business Post*)，2001年1月19日，第1頁。

<sup>6</sup> 條例草案讓核數師可選擇舉報欺詐行為，但選擇舉報欺詐行為完全是出於自願的。然而，條例草案建議給予核數師法定豁免權，豁免他們根據普通法須負上的民事法律責任，這有利核數師作出舉報：條例草案第154、368及369條。

**舉報**欺詐行為之間作出清晰無誤的區分。筆者並非主張(不論是明示或隱含地主張)核數師應有責任察覺有欺詐行為，因為此舉會對核數師的業務造成不必要的負擔，甚至可能會妨礙核數師的業務，同時又不能保證必定會發現有欺詐行為。然而，最重要的是，核數師在進行日常的審計工作時，如察覺有任何違規情況，則必須向有關當局舉報。

上述的規定將會與條例草案第154(1)(b)條的規定一致。條例草案第154(1)(b)條規定，倘若有關資料與證券及期貨事務監察委員會(下稱“證監會”)及香港金融管理局(下稱“金管局”)的任何職能“有關”，則有關人士必須向證監會及金管局傳達該等資料。證監會的擬議職能載於條例草案第5條，而強制舉報欺詐行為的規定將會由第(1)(a)、(d)、(g)、(m)及(n)款推動。此外，訂定該項規定將會與證監會的擬議法定目標(請參閱條例草案第4條)完全相符。

## ii. 就市場失當行為須負的民事法律責任

現建議擴大條例草案第272條的涵蓋範圍，以阻嚇有關人士不得作出市場失當行為。根據該條文現時的草擬方式，倘若法院認為受害人向“市場操控者”<sup>7</sup>追討損失是公平、公正及合理，受害人便可向市場操控者追討損失。筆者認為這做法會施加不必要的限制，並建議訂立一個架構，容許受害人可依賴市場失當行為審裁處就市場操控者須負上的法律責任所作出的裁決。

這項建議的主要優點是，倘若市場操控者被裁定曾作出條例草案所載列的任何一種市場失當行為，投資者便**有權**控告市場操控者。倘若實施這項建議，一方面會減輕受害人的舉證責任，同時亦會加重市場操控者的舉證責任。所建議的架構將會包括以下兩個互相關連的步驟：

- i. 聲稱受害人要證明本身在證券及／或期貨市場所進行的買賣，是在涉嫌發生市場失當行為時進行的；及
- ii. 被指稱的市場操控者繼而需要提出證據，證明他／她並無直接或透過其代理人進行某項買賣。

聲稱受害人及被指稱市場操控者將需按民事舉證準則(即相對可能性的衡量)提出證據。由於根據上述的建議，聲稱受害人可依賴市場失當行為審裁處作出的裁決，來解除他／她提出證據的責任，因此這項建議亦會節省訴訟費用。

另一項令人關注的問題是條例草案第247(1)條的措辭。該條文或會令市場操控者的同黨可逃避民事法律責任。條例草案訂明第三者提供的證據“不得...獲接納”，這可能會導致意料之外的後果，就是無意中令受害人喪失向市場操控者的同黨採取法律行動的權利。市場操控者的同黨只要答應作證及提供證據，便可根據條例草案第247條所訂的抗辯理由，

---

<sup>7</sup> “市場操控者”指那些被裁定須為市場失當行為負責的人。有關市場失當行為的事宜將屬條例草案擬議第XIII部的規管範圍。

提出享有豁免，無須承擔若干民事或刑事法律責任。務須注意的是，財政司司長仍可提起在市場失當行為審裁處席前進行的研訊程序。然而，根據目前的規管架構，只有政府(而並非個別投資者)才可從該項規定中得益<sup>8</sup>。因此，較可取的做法是擴大條例草案第249條的適用範圍，讓市場失當行為審裁處可作出命令，規定市場操控者的同黨必須就協助及教唆他人作出市場失當行為負責，正如市場操控者必須就其市場失當行為負責。

### iii. 權益披露

《證券(披露權益)條例》是根據戴維森報告中的建議制定。一般意見認為，有必要充分披露資料，以期達致下述3項目的：確保市場有秩序及順利運作、營造及維持一個公平的市場，以及保障投資者。該條例沒有完全採納戴維森報告的建議，並無訂定5%最低披露界線的規定。因此，政府是否有誠意提高本港金融市場的透明度，實在令人懷疑。

除降低最低披露界線的水平及縮短披露權益的期限<sup>9</sup>外，條例草案所採取的做法，與現時的《證券(披露權益)條例》所採取者大致相同。換言之，擬議的第XV部保留了原有條例的不足之處，令設立披露權益架構的作用受損。當局的原意是參照英國《公司法》所訂較具透明度的模式，訂立披露權益架構。

當局必須解決兩個問題，就是將最低披露界線建議訂在5%的水平是否足夠，以及就沒有遵守法規所施加的制裁。關於將最低披露界線訂在5%水平的建議，由於與國際標準比較，香港上市公司的公眾持股量異常少<sup>10</sup>，因此倘若將最低披露界線進一步降低至3%，有關規定會更具成效。即使將最低披露界線降至3%(不大可能會這樣做)，與其他發展成熟的市場比較，所佔的股份流通量也會較高。假如有關公司只撥出10%的股票供公眾買賣，有關人士理論上將須持有市場流通量30%的股票，才需披露權益<sup>11</sup>。這對發展一個具透明度及公平的市場並無太大幫助，因為就持股量的多寡所造成的相對影響而言，香港仍未達到國際標準。

另一項更迫切的問題關乎根據條例草案有關條文可施加的刑罰。這些罰則條文有一共同目標，就是防止轉移證券的擁有權。由於條例草案仿效現時《證券(披露權益)條例》施加“凍結令”的做法，因此條例草案訂定刑罰以防止轉移證券的擁有權，這做法不足為奇。筆者認為，更可取的做法是，該等凍結令應針對證券的**控制權**，而並不只是證券的

<sup>8</sup> 見條例草案第249條有關市場失當行為審裁處可作出的命令。

<sup>9</sup> 不過，必須指出一點，條例草案擴大了須予披露的資料類別，例如持淡倉的詳情。

<sup>10</sup> 在現行架構下，凡在香港聯合交易所上市的公司，倘若其資本市值超過40億元，只需撥出10%的股票供公眾買賣。倘若公司的資本市值少於所指定的40億元，公眾持股的比例增加至25%。

<sup>11</sup> 倘若公司的股份流通量為25%，這數字會減至12%。然而，倘若當局打算提高市場的透明度，便有需要降低最低披露界線的水平。目前，英國的最低披露界線為3%，馬來西亞更低至2%。

**擁有權**。這做法與當時的財政司提出的意見完全相符，他認為該條例的目的，是“透過公司權益的擁有，知悉持有控制權股東的實際情況。”<sup>12</sup>

雖然擁有權本身或會是持有證券的一項重要證明，但同樣亦有其他重要的考慮因素。這包括投票權及在公司宣布派息時收取股息的權利，無論是以現金或以發行紅股的形式收取股息。條例草案容許繼續授予這些權利，而又無須披露有關權益，在這種情況下，所訂的刑罰便無從發揮作用。倘若當局認為單單限制股份擁有權的轉移便足以促使有關人士披露權益，這實在是十分天真的想法，尤其是該名人士可在周年大會上自由行使投票權，以及繼續收取股息。因此，倘若當局確實希望提高市場的透明度，便應該對條例草案的條文作出修訂，以反映此一情況。

## 一般意見

本部分所載的意見，是筆者的一些“願望”。有關建議只是初步構思，將需進一步研究及探討。

### a. 股份流通量

雖然香港是主要國際金融中心，但以國際標準而言，本港大部分上市公司的股份流通量仍然相對較低。此外，上市公司相互持股的比率甚高，以致香港公司的控制權集中在小部分人士的手中。雖然此情況或會反映本港的潮流文化，但長遠而言，對金融市場的進一步發展並無幫助，尤其是現時金融市場正漸趨全球化。因此，增加股份流通量的比例會是有利的做法，但最終的流通量將需經徵詢各方面的意見後才訂定。筆者建議，至少把最低股份流通量調高至30%。至於資本較少的公司，其股份流通量更應訂在50%的較高水平。當局應逐步取消根據公司的資本市值訂定不同流通量的做法，把所有公司的股份流通量劃一在50%的較高水平。

### b. 須提出收購的持股比例

鑒於香港公司的股份流通量相對較低，目前將須提出收購的持股比例訂在35%的水平實屬過高，而且不切實際。此外，與亞洲區內其他國家比較(澳洲須提出收購的持股比例為20%，新加坡則為25%)，香港須提出收購的持股比例偏高。鑒於香港渴望在企業管治方面成為亞洲區內的典範<sup>13</sup>，因此為提高企業管治水平，香港應將須提出收購的持股比例逐步降低，減至上文所建議的股份流通量的一半，即25%。

---

<sup>12</sup> 香港立法局的文件，1988年6月8日，第1560至1562頁。

<sup>13</sup> 財政司司長於2000年3月8日發表的政府財政預算案演辭。

### **c. 加強資料披露**

目前，證券公司只須提醒投資者，表明該公司可能會持有或買賣其研究部所推介的證券，而投資者在決定如何處理該公司的推介時，應自行作出判斷。上述做法或可予以改善。除現有的披露資料規定外，當局可實施“禁止在某段時間內進行買賣”的措施。換言之，倘若有關證券公司作出某項推介，該公司應確保在作出推介之前或之後最少3個交易日，本身並無買賣所推介的證券。

### **d. 執行規例**

透過執行法例及規例，司法機構在確保資本市場暢順及有效地運作方面擔當重要的角色。然而，儘管各條例訂定嚴厲的制裁，但司法機構似乎不大願意嚴懲違法者。法庭輕判違法者會向市場發出錯誤的信息，並且可能會妨礙營造一個公平競爭的環境。因此，有效地執行法例及規例十分重要。

### **e. 獨立董事**

鑒於公司的股份流通量偏低，以及大股東緊握委任董事的大權，因此“獨立”董事往往並非完全獨立。由於董事是由公司股東在周年大會上投票選出，而周年大會中各項重要決策是由大股東或持有控股權的股東作出，因此獨立董事未能或不願意替小股東提出意見。透過投票支持某人成為董事，有關股東可在董事局的成員組合(包括獨立董事)中佔有優勢。為確保董事的獨立性，現建議獨立董事只能由獨立股東在周年大會上投票選出。此外，亦建議獨立董事在董事局中所佔的比例，應至少是董事局成員總數的三分之一，以便他們更能代表小股東的權益。

### **f. 股東支援基金**

成立“股東支援基金”(下稱“該基金”)的目的，是要保障小股東的權益，從而提高香港的企業管治水平。該基金可由香港特別行政區政府、證監會、金管局、香港交易及結算所有限公司及“獨立”私營機構如香港賽馬會等撥款及捐款成立。當局可把從證券及期貨交易所徵收的費用的某一百分比撥入該基金。該基金的運作會由一個由各行各業人士組成的董事局監察督導。該基金可向受屈股東提供多方面的協助，例如當小股東對有關公司及／或其董事提出法訴律訟時，向小股東提供意見或財政援助。為確保妥善運用資金，所提供的服務均需收費。此外，就法律訴訟提供的財政援助，該基金必須按討回“成本及風險溢價”的原則收回有關費用。換言之，倘若小股東在有關法律程序中勝訴，該基金會攤分法庭判給小股東的賠償的一部分。再者，該基金亦應考慮購入公司的股份，因為此舉可確保該基金有權出席周年大會，向董事提出質詢。