

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，但香港竟不倣法英、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“行示意圖”，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 |

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

市場失當行為	舊草案	新草案
1. 內幕交易	控方須證明行事意圖（即「知道」沒有原則上改變」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，但條文更清晰地說明行事意圖的適用範圍。
2. 虛假交易	控方須證明行事意圖（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，證明其行事的目的並非進行不法的交易。	沒有原則上改變，但條文更清晰地說明行事意圖的適用範圍。
3. 操控價格	控方須證明行事意圖（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，證明其行事的目的並非進行不法的交易。	沒有原則上改變，但條文更清晰地說明行事意圖的適用範圍。
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。	沒有原則上改變，但條文更清晰地說明行事意圖的適用範圍。
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，證明其真誠行事罔顧或忽視資料的失實性；提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，控方須證明行事意圖（如知道、罔顧或忽視資料的失實性）；提及不知道資料失實性等，條文亦供給辯方的一般性免責辯護條款，供給辯方的一般性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	控方須證明行事意圖（即「意圖」沒有原則上改變，但修訂至適用「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Howard Davies九九年三月提出的相同。

財經事務局去年十一月就《證券及期貨條例》作出修訂：「對於民事及刑事途徑下所訂明的六種市場失當行為，舉證責任均在於檢控當局。但有關「虛假交易」罪行的兩種行為，即「虛售」和「對銷交易」則屬例外，因該兩種皆是明顯的操縱市場行為。」

對於有學者關注港府修訂是屈服於外資壓力，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，美國的民法比較複雜，私人文訴訟文化亦不同，難以比較。

中大大學工商管理學院財務學講師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不用作出「意圖舉證」。

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縱市場刑事罪行定義中的市場失當行為，當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。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於九九年二月亦會明確地指明，當局認局亦收到同樣意見，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。

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縱市場刑事罪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。他說，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。

附錄 3

人手不足坐視內幕交易

他表示，中文大學管理學院財務講師郎成平十五天是涉及及投資、操控價格及内幕交易。但上控制方。他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責任在全

時間開放的賭場」。

與香港證監會的差異，美國證監會的不同，以突顯證監會成爲香港證監會發揮監管能力的鋒頭石。

九十年代中期，本港「三公」公司出售一美

股價上升二成，在交易公布當天，股價一天更

上升令他進帳逾二千萬美元。

不過，事件引起美國證監會重視，且在於六個月後向法院質實。

所得結果，該名香港人最後沽賣有關股票

錢進潮證券一市場傳言，更指在今年十一月份開始，中國移動股價在十一月

一日回跌至四十七元一角兩個月內最低點。

電話會議上介紹，投資者得知中國移動可能實施單向收費的傳聞

消息。不過，證監會表示無意干涉。

因為證監會的責任在於證監會，但證監會人手不足，而且

舉證太費時失事。

郎成平表示，上述例子充分反映證監會的重要性。

他說，由於證監會的差異，美國證監會採取某種政策。

對於市場擔心證監會削弱權力，郎成平回應說，監管的角色在於行政，因法庭才是最大機關。

他呼籲，市場不要擔心可能出現權力過大的情況而抗拒上述概念。

他舉例說，市民可能不滿警察的權力過大，但市民也不會因而反對警方的檢控機制。

中文大學工商管理學院財務學講師郎成平指出，去年十一月中國移動（一）的股價動盪不尋常，但在新絲路須付出席證監會聽取意見。他認為證監會應該為因動盪的原因，他指，中移動在去年十一月八日前一星期出現大量賣盤，每天賣空值高達交易量的一成五，一周賣空值高達每天交易量的七成。在十一月八日，瑞士信貸第一波士頭分析員突然改變該行過去對中國移動的股價預測，由十月份的四百零七十六元，一下子調低至三百零九元。郎咸平認為，當時市場上並沒有負面消息出現，而中國信息產業部也尚未對外宣稱流動電話將從明年一月起改單向收取費用。他對波分析的做法深感不解。其後，一波在十一月十一日繼續低中國移動股價至三十九元。但在十一月八日到十一月十一日間，市場沒有繼續發現大額賣空中移動的現象。

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

企業管治齊平，目前未有有關經合組織的資料。

架構下制定的。而且美國普遍法的廣泛宗旨是提供一個社會大眾的公平標準，以陪審團代表審法官判案，把社會的公平標準引入裁決，這非精英制度，將透過由一般平民擔任陪審團而非專家而實踐。

對於商業法，郎咸平認為最重要的一點，是舉證責任在被告而不是原告。若此，公司任何損害小股東行動都會引致訴訟行動，被告的公司要提出無罪的證據，也將逼使時間、精力及龐大法律費用的損失，而陪審團根據公平原則及雙方的法律理據，作出裁決。在此情況，公司必須衡量公司的每個行動，確保不會與公眾對抗。

郎咸平表示，這個法律系統提供了一個權力分散、市場控制的機制，把社會的公平標準加諸於公眾身上。因為當公司收取股東的錢以後，公司對股東就立

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，但被記者追問證券公司收了股東的錢管理不善，他說：「此前並無有關資料，只知市場有人在做調查，證監會將待有關調查完成後，才回應相關行動。不過，目前郎咸平正為證合組織就中國人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步向把市場大會行為的舉證責任放到辯方，例如美國、法國、新加坡、英國也正在進行調研。

在第十世紀時，英國大憲章（Magna Carta）明確立法規定，縱犯假設無罪。不過，他指出第

公司必須承擔信託責任

郎咸平：舉證責任在辯方

兩地法律更前，因世界市場目前一體化，全球監管

管水平亦應一致。

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，

去年他聯同世界銀行兩名經濟

學者，向世銀提交一份有關未來空氣

管政策的報告，有關報告案可能來不及審查的結果，但現在

他認爲，過去本港的監管向世界銀行提交。

對上述意見，他也回答美

國、英國、澳洲領事館反映，他

稱，他認爲，中國人世在即，各國都非常

關心中國人世問題，中國人世後，

他認為，這將完全違反了美國、英國及新

加坡的法律，因此他建議，郎咸平也有向他們

提出反映香港的問題。

社會公平標準引入裁決

據監會主席沈聯濤表示，昨天再次解釋不把所有市場失當行為都列作「舉證責任在於辯方」，是基於普通法同時主張英國倫敦的模式。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第六涉及「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卻在於辯方。

沈聯濤昨天表示，從監會角度看，香港最重要是符合美國紐約及英國倫敦水平，不得較英美D）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第六涉及「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卻在於辯方。

獨立以後才漸漸形成的，美國證券法是在一九三四年訂定的，明顯地舉證責任在於辯方是在普通法成世紀之後。

正編寫有關中國人世報告

郎咸平：舉證責任在辯方

郎咸平目前是中大學生，他認爲，過去本港的監管向世界銀行提交。

商管理學院財務學講師教授，含香港有四十二小時開去，去年他聯同世界銀行兩名經濟學者，向世銀提交一份有關未來空氣管政策的報告，有關報告案可能來不及審查的結果，但現在他認爲，過去本港的監管向世界銀行提交。

對上述意見，他也回答美國、英國、澳洲領事館反映，他稱，他認爲，中國人世在即，各國都非常關心中國人世問題，中國人世後，他認為，這將完全違反了美國、英國及新加坡的法律，因此他建議，郎咸平也有向他們提出反映香港的問題。

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咸平【圖】砲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，但郎咸平認為，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證責任，「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。

郎咸平不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高於香港。他說，巴基斯坦證監會有膽量行事，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

二四萬家，但香港證監會監管的上市公司數目僅六

百多家。

郎咸平關注到，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，違犯者最重的刑罰只為罰款，更大問題的是，

只判處緩刑。

郎咸平說，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。

曾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訊等失當行為，黃覺岸指

出，證券條例明屬刑事罪行，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犯罪，但法院

只判處緩刑。