

# 從大山教育停牌看香港市場的制度保障與警示

銘秋毫



陳漳銘

特許公司秘書公會會士、榮譽法律學士、EMBA、證監會持牌人

香港證監會日前勒令大山教育停牌，理由是其涉嫌使用虛假銀行結單、隱瞞可疑資金流，以及財務報表存在銀行結餘被嚴重誇大等問題，事件隨即引起市場高度關注。對於一間上市企業，財務造假不單觸犯法律，更會動搖市場對香港作為國際金融中心的信任。事件的發酵也凸顯在香港受監管機構規管的上市公司制度中，監管角色強而有力，在企業管治、核數及內部監控失效時，市場會演變至由證監會直接介入調查。

## 監管制度的保障：底線監管與投資者信心

香港實行以披露制度為核心的監管制度，要求上市公司持續、準確、完整地披露財務和營運狀況。其作用有三：第一，向市場提供透明資訊，讓投資者作出理性判斷；第二，建立問責框架，一旦公司違規，監管機構可採取強制措施，包括停牌、追究責任及刑事起訴；第三，維護市場整體運作秩序，避免單一公司風險演變成市場系統性風險。大山教育被勒令停牌，正反映監管機構有能力在懷疑財務造假、管理層不誠信之情況下迅速介入，以保障公眾利益及阻止資產可能被進一步轉移。此舉代表香港金融市場的保障有效。

### 問題由監管機構發現 企業管治的逆向示範

大山教育的問題，起於前任核數師調查期間發現疑點，其後企業復牌，市場曾誤以為風波平息。然而證監會進一步核對銀行證明後，發現公司向監管機構披露的賬目與銀行實際資料存在重大差異，足以反映涉嫌偽造文件及隱瞞交易。若銀行結餘誇大

高達資產淨值五成，核數師竟然無法捕捉或未能堅持查證，那麼市場會產生合理懷疑：外部核數是否有做好專業懷疑？內部審計及風險管理機制是否徒具形式？董事會是否對管理層失去監督能力？大山教育被懷疑在復牌過程中提交誤導性資料，顯示此事件不單是財務造假，更是企業管治失靈、制度信任被濫用的典型案例。

### 三道防線失效：企業治理的根本問題

在理想情況下，上市公司有三道防線防止財務舞弊：內部監控與管理層治理；外部核數師的獨立審核；監管機構的事後監察。大山教育事件中，前兩道防線明顯失效，甚至疑似出現舞弊參與或縱容行為。一旦前兩道防線失效，市場風險即劇增，監管機構便需採取介入式行動。此外有一種情況，如果上市公司由控股股東或創辦人高度掌控，董事會缺乏制衡力量，獨立董事容易流於橡皮圖章。當企業文化本身缺乏廉潔自律，制度工具便顯得脆弱。

### 改善制度：透明度與問責的雙重改革

大山教育事件不是單一企業問題，而是提醒大家市場制度需要與時並進。若要減少類似風險，有三項改革方向值得特區政府考慮：

## 美聯儲易帥預期利金價抑美元

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

百家觀點

普作對。

觀乎利率期貨在這幾星期的變化，可見支持和反對減息者之爭，相當激烈，局內不同理事有些早已表態，會否順應近來的數據而改變立場？又或者，尚未公開表態的，又會否考慮到近日當局陣前易帥的決定而變？

### 降25點子概率逾九成

今明兩周看來，全球金融市場關鍵字，依然在於美聯儲動態。隨着12月議息減息25點的概率已升至九成以上，相信最終成事機會甚大。顯然，這個結局跟幾周前仍在停擺時，只是機會均等，甚至至停擺剛終結時數據尚未馬上出台，一眾美聯儲理事已急不及待表態反對減息，概率一度低至四成以下，可謂極大對比。

上述現象正是本欄何以一直指出，隨着數據陸續出台，基於數據為本的大前提，相關概率會有變化，畢竟相關央行大員不能擺明車馬已有預設的立場，否則便不客觀。

### 日本擬加息 投資者做空美元

當然，美聯儲有變，其他地方央行皆有相應的互



●美聯儲易帥預期升溫，投資者普遍料進入較激進的減息情境。圖為紐約證券交易所。

動，近期日本央行有傳積極考慮加息，但若單純從資金流角度，若美方大舉減息，則日本無需加息，亦可受惠資金流入。當然，日本一直打算利率正常化，這是另一回事，但當中牽涉太多人等，不是央行行長說了算。惟短期而言，投資者仍傾向做空美元做多日圓。

（權益披露：本人為證監會持牌人士，本人或本人之聯繫人或本人所管理基金並無持有文中所述個股。）

## 2026年展望：

### 全球經濟在混沌中凝聚秩序

程實 工銀國際首席經濟學家

財政主導、技術革新與產業重組正在重塑增長基礎，人類文明將以理性勇氣與制度創新，在失序中構建新的平衡。

混沌中的規律：全球經濟的非線性演化。歷史不會簡單重複，但底層邏輯能跨越周期。IMF預計全球經濟2025年和2026年的增長預期值分別為3.2%和3.1%。相比4月預測的2.8%和3.0%有所改善，但2026年經濟增長預期值相比2024年10月仍下調了接近0.2個百分點，顯示多重不確定因素下，全球經濟重新進入溫和增長與高不確定性交織的階段。外部衝擊、周期錯位和市場與政策的反身性互動，使系統對擾動更加敏感。預期管理成為核心變量，技術擴散加劇情緒同步化，經濟運行更呈現非線性與高波動特徵。

### 全球進入以財政主導階段

失序中的秩序：全球經濟運行特徵。2026年，全球經濟預計呈現自適應性、非線性、高敏感性和雙向性四大特徵。貿易體系仍保持一定韌性，但舊周期的動力正在消散，新動能尚未形成。高利率、債務壓力和地緣風險抬升系統敏感度，但技術投資、綠色轉型和供應鏈重構正在孕育新的增長點，使全球經濟運行於舊均衡消解與新均衡生成的臨界區間。增長雖趨緩，但並非失速；擾動雖放大，但韌性猶存；路徑雖不確定，但演化方向逐漸清晰。動盪下的選擇：財政主導的經濟列車駛向何方？全球經濟正進入以財政主導的階段。

貨幣政策受債務與通脹約束，逐漸退至穩定物價與維護金融體系的角色；財政政策則承擔戰略投資與產業塑造的任務。財政擴張的有效性取決於財政乘數與供給響應能力，若刺激有效可形成良性循環，否則可能陷入債務加速累積的陷阱。對於擁有貨幣主權、以本幣計價發債的國家來說，財政空間理論上更加寬裕，但風險仍可能以資產價格、通脹或市場失衡的形式體現。

分化中的共振：全球經濟增長新範式。美國方面，短期韌性尚存，但內生需求走弱。財政不確定性上升，通脹回落路徑仍存擾動。歐洲方面，經濟預計仍處在低速增長區間，復甦乏力，長期來看債務規模上升已在壓縮財政空間。新興市場整體相對穩健，但在高利率、外需波動和地緣摩擦中仍面臨分化壓力。

## 智慧家居對人類未來之啟示

財經淺談

陸宏立 香港理大工商管理博士、香港銀行學會審核委員會委員、香港董事學會培訓委員會委員、香港學術及職業評審局專家

### 平凡人孕育夢想

談起夢想，學者總喜歡以蘋果公司創辦人喬布斯 (Steve Jobs) 為例。他曾發下豪語：自己活着就是改變世界。其後，夢想支撐他不斷超越自己，不斷提升蘋果的品牌奇跡。喬布斯的事例讓我們認識到：平凡人也能有不平凡成就，只要先找到不平凡的夢想，並勇敢地埋下種子，揮汗耕之耘之，讓夢想茁壯，終能成林成蔭。

筆者近期閱麥斯威爾所著《找對夢想》(Put your dreams to the test, by J. Maxwell) 一書，看到有一句話：「你的背景越是平凡，夢想潛力就越大。」書中列出不少事例為此佐證，如美國企業霍華德·舒爾茲 (Howard Schultz)，儘管出身卑微，卻以豐富的想像力，孕育星巴克的構想。舒爾茲並這樣說：「我注意到浪漫主義者試圖在平凡的日常生活中創造一個新的、更美好的世界，星巴克的目

標也是如此，我們要在咖啡店中打造一個綠洲，你可以在這個小小的社區一角暫時逃離現實，聆聽一些爵士樂，或是在享受咖啡的同時思考一些宇宙的、個人的，甚至是異想天開的問題。」

### 充分準備 實現夢想

英國小說家瑪麗·韋伯 (Mary Webb) 提示世人：「在你馳騁夢想之前，先安上好馬鞍。」這表示策略和夢想本身一樣重要，代表我們需要事先釐訂周詳計劃。筆者在郭平著《常變與長青》一書看到華為創始人任正非的前瞻性，他帶領華為在「冬天」沒有到來的時候，就提前準備好了「棉衣」，因此華為每次進行重大變革都順利完成，波折不多。

今天的幸福生活來之不易，筆者期待香港年輕一代出現更多腳踏實地的夢想家！數生萬物，智聯萬物，面對世界科技前沿，我們須開放心胸，擁抱嶄新事物。明日世界，更加絢麗多彩、引人入勝！

## 在全球系統重要性續提升

龐溟 經濟學博士、經濟學家

根據金融穩定理事會 (FSB) 最新發布的全球系統重要性銀行 (G-SIBs) 名單，中國工商銀行從第二組升至第三組，成為首家進入該組別的中資銀行。筆者認為，這一變化向全球金融市場傳遞了三重信號。

首先，它標誌着中資銀行在全球金融體系中的系統重要性顯著提升，特別是中資大型銀行在全球金融生態中的樞紐地位進一步鞏固。G-SIBs評估不僅關注資產規模，更涵蓋跨境業務、複雜性、關聯度等綜合指標。

工行升組直接反映其全球互聯性（如同業業務和跨境證券發行增長）和金融基礎設施參與度的深化，體現在對其跨境業務複雜度、市場聯通性與風險外溢度的前瞻評估上調，這既是國際市場對工行全球化經營的認可，也意味着中資銀行系統重要性與中國金融體系穩健性在國際市場中的認受度進一步提高。

## 中資銀行需擔當更大責任

另一方面，全球銀行競爭格局呈現銀行特別是高能級銀行分化與重塑的態勢：跨境聯通性更強、風險吸收能力更高、治理與合規更成熟，獲得資本市場與監管體系的更高權重。這將推動批發融資、託管與結算、複雜衍生品和大型項目融資等領域的資源向頭部銀行集中，抬升行業准入門檻與運營標準。

### 加速重塑全球銀行業競爭格局

再次，這一變化可能加速重塑全球銀行業競爭格局。工行升組，並非是對單純基於規模的外延式擴張模式的肯定，而是對有關銀行在跨市場清算、同業網絡、資產負債結構與產品線多樣性等眾多綜合指標和內涵式擴張、精細化擴張模式的認可。工行升組後，需滿足更嚴格的資本要求（附加資本緩衝提升）和總損失吸收能力 (TLAC) 等標準。這將推動其進一步提升風險管理與國際合規能力，在資本、風控、資產負債結構、服務模式等方面轉型，同時將資本成本嵌入業務決策，做好業務轉型擴張與風險防控的平衡。

### 經營模式轉向「質量與效率驅動」

工行的升組，將為其他中資大型銀行設立可觀

察、可學習、可借鑑的標杆，形成顯著的示範效應與競爭壓力，促使其他重要銀行等進一步對標全球大型銀行的經營、治理與風控，推動全行業在資本規劃、TLAC達標、流動性儲備與處置預案方面加速完善，縮小與國際同業在方法論與工具層面的差距，同時激勵主要銀行的經營模式從「規模驅動」轉向「質量與效率驅動」，促進資產結構優化、客戶分層運營與交易型能力建設等方面的工作。

### 將從「跟跑」晉升為「並跑」

在全球化經營上，中資銀行在分行治理、同業合作與結算網絡的深度與韌性，以及在全球銀行系統中的活躍度，有望不斷提升。在監管協同的要求下，國內D-SIBs（國內系統重要性銀行）標準也可能加快國際接軌，激勵國內銀行從規模競爭加速轉向質量競爭和資本約束型發展。總體看，這將推動中國銀行業加速向國際一流的經營、治理與風控範式靠攏，助推中國銀行業從「跟跑」進化為「並跑」，為全球金融體系的穩健性作出貢獻。

### 話語權與責任同步增迎四大挑戰

不過，筆者認為，中資銀行全球話語權的上行，意味着在監管協同、跨境風險防控、治理與合規等

方面的責任與壓力同步上升，需妥善應對。

首先，需適應多司法區域、跨監管框架的合規體系，同步滿足資本、槓桿、流動性與可處置性等各方面更嚴格的標準，並處理監管差異帶來的操作複雜度與合規成本。

其次，在地緣政治與匯率波動背景下，跨市場風險可能傳導更快，需強化壓力測試的場景化與聯動性，提升對極端事件的吸收與隔離能力。此外，中資銀行非人民幣資產佔比偏低使其易受單一匯率波動影響，需有效防範和對沖風險。

再次，分支機構治理與數據跨境流動合規要求趨嚴，必須在集團層面對數據安全、風控模型與審計追蹤等方面建立統一標準，完善協同機制與做好人才儲備。

最後，制裁、反洗錢與制裁規避風險的疊加，對客戶盡職審查與交易篩查的提出了更為精細化、專業化的要求。與此同時，中資銀行還要適時主動參與全球金融治理秩序重構和國際規則制定（如參與優化FSB評估框架），實質性提升話語權和主導權。

題為編者所擬。本版文章，

為作者之個人意見，不代表本報立場。

## 環球競爭重心東移 誕新機遇

其次，工行升組發生在美國銀行升組、德意志銀行降組這一歐美銀行格局動態調整的背景下，凸顯了全球銀行業競爭重心向新興市場傾斜的趨勢。中資銀行憑藉「一帶一路」倡議、人民幣國際化等機遇，正逐步縮小與歐美巨頭在全球化布局上的差