

二零零八年十二月十九日至二零零九年一月十三日  
中國銀行股份有限公司及中國建設銀行股份有限公司股份交易  
市場失當行為審裁處報告書

審裁處依據《證券及期貨條例》(第 571 章)  
第 252(3)(a)、(b)和(c)條規定呈交的報告書

索引

	段數
第一章 引言	1-63
A. 二零零八年十二月三十一日的配股 事宜	6-15
B. 二零零九年一月七日的配股事宜	16-23
C. 二零零九年一月十三日的配股事宜	24-29
案情	30-33
依據《條例》第 213 條規定在香港進行的 研訊程序	34-40
美國的研訊程序	41-47
發出通知	48
發出通知後進行的研訊程序	49-56
審裁處就市場失當行為作出的裁斷	57-58
沒有要求依據《條例》第 257(1)(d)條的規 定作出命令	59-61
訟費	62
唯一備受爭議的事項	63
第二章 兩道備受爭議的命令	64-80
冷淡對待令	67-73
停止及終止令	74-77
概覽	78-80
第三章 Raymond Park	81-96

	段數
第四章 Bill Hwang 與 Tiger Asia	97-135
背景	97-100
施加命令目的為何？	101-103
審視求情事項	104-124
A. 罪責屬民事性質，不及刑事罪責嚴重	105-108
B. 已蒙受的損失	109-110
C. 沒有謀取私利	111-113
D. 承認法律責任	114-117
E. 過去的良好品格	118-121
F. 制訂合規監控程序	122-124
審裁處就 Bill Hwang 作出的裁定	125-133
審裁處就 Tiger Asia 作出的裁定	134-135
第五章 審裁處頒布命令的摘要	136-145
Tiger Asia	137
Bill Hwang	138
Raymond Park	139
William Tomita	140
訟費	141-144
《條例》第 264(1)條	145

報告書的連署人

### 附錄索引

	頁數
附件 A 證券及期貨事務監察委員會的通知	A1-A7
附件 B 同意並確認為事實的聲明	A8-A18

# 第一章

## 引言

1. 二零一三年七月十一日，證券及期貨事務監察委員會(下稱“證監會”)發出通知(下稱“通知”)<sup>1</sup>，要求市場失當行為審裁處(下稱“審裁處”)進行研訊，裁定在中國銀行股份有限公司(下稱“中銀”)和中國建設銀行股份有限公司(下稱“建銀”)的證券交易中，是否有人曾有市場失當行為。中銀及建銀兩者均在香港證券交易所(下稱“港交所”)上市。有關的市場失當行為的性質，分別屬於《證券及期貨條例》(第 571 章)(下稱“《條例》”)第 270 和 274 條所界定的“內幕交易”和“虛假交易”。

2. 本審裁處依據通知組成。

3. 本章下文提述通知的全部內容；通知全文可參閱本報告附件 A。

4. 證監會在通知內列出四個涉嫌曾有上述市場失當行為的法團及個人。他們分別是 Tiger Asia Management LLC (下稱“Tiger Asia”)、Bill Hwang Sung Kook (下稱“Hwang”)、Raymond Park (下稱“Park”)和 William Tomita (下稱“Tomita”)。相關資料概述如下：

- (i) Tiger Asia 是一家在美國特拉華州註冊成立的有限責任公司，主要在紐約營業。該公司是管理兩隻對沖基金(特別是兩隻“Tiger Asia 基金”)的法人團體。兩隻 Tiger Asia 基金專門投資亞洲上市股票，包括在港交所上市的股票<sup>2</sup>。

---

<sup>1</sup> 依據《證券及期貨條例》第 252(1)和(2)條及附表 9 的規定發出。

<sup>2</sup> 二零一四年五月時，Tiger Asia 已更名為 Archegos Capital Management LLC，似乎再也不能代表公眾投資者進行證券交易。該公司目前管理僅由 Hwang 及其家族成員的資產組成的 Archegos 基金，成為人稱“家族辦公室”的公司。

(ii) Hwang 是 Tiger Asia 的控股股東<sup>3</sup>，全面負責管理其投資事務。他當時是兩隻 Tiger Asia 基金的唯一主事人兼投資組合經理。

(iii) Park 是 Tiger Asia 的僱員，任職常務董事兼交易部主管。他是 Hwang 的下屬，負責執行 Hwang 的買賣指示。

(iv) Tomita 是 Tiger Asia 的僱員，負責支援交易活動。

5. 上文所述構成市場失當行為的事情，在二零零八年十二月至二零零九年一月期間發生，可分為三部分，每部分的模式相若。因此，為便於閱覽，本文會按通知的劃分方式，把事發經過分為三部分，予以概述。

#### A. 二零零八年十二月三十一日的配股事宜

6. 二零零八年十二月十九日前後，一名瑞士銀行(下稱“瑞銀”)的代表聯絡 Park，表示瑞銀有意大手出售中銀股份。瑞銀原意是私下向少數投資者配售股份。該名代表電話聯絡投資者，旨在確定他們對該證券的需求有多少。

7. 在透露瑞銀擬出售股份的消息之前，該名代表告知 Park，謂會透露一則未公開並會影響股價的消息。他詢問 Park 是否同意“跨牆”。

8. 該名代表 Peter Guenthardt 在二零零九年十一月三十日的誓章中解釋，“跨牆”一詞是證券業界的熟語：

“……用以形容的狀況，是向客戶透露有關某項準交易的未公開並會影響股價的消息，旨在確定他們是否有意參與交易。客戶如同意‘跨牆’，便不可再買賣相關股

---

<sup>3</sup> 他當時、迄今仍持有 99% 股份，餘下 1% 股份為其妻所有。

份，並須把資料絕對保密。除非客戶同意跨牆，否則便不可對他們透露尚未公開的消息”<sup>4</sup>。

9. 在詳述擬作的交易之前，該名代表先確定 Park 同意“跨牆”。

10. 該名代表隨後告知 Park，瑞銀有意出售其全部約 33.78 億股中銀 H 股股份。他說，交易日期及取值日期俱為二零零八年十二月三十一日，價格則按二零零八年十二月三十日收市價的 8%至 10%折讓率釐定<sup>5</sup>。

11. Park 把所得消息轉告 Hwang。Hwang 明知如此大手拋售股份會令股值下跌，於是指示 Tiger Asia 基金參與中銀股份的私人配售活動，但在二零零八年十二月三十一日前賣空中銀股份<sup>6</sup>。

12. Park 依照 Hwang 的指示並在 Tomita 協助下，以平均每股 2.23 港元的價格，順利賣空 1.04 億股中銀股份。

13. 二零零八年十二月三十一日，兩隻 Tiger Asia 基金獲配售 1.99 億股中銀股份，每股折讓價為 1.93 港元。

14. 二零零八年十二月三十一日和二零零九年一月二日，中銀股份的平均售價為 2.14 港元<sup>7</sup>。在市場得悉私人配股的消息之前，Tiger Asia 先賣空股份，從中獲純利超逾 900 萬港元。

15. 就此，證監會要求審裁處調查是否有人以內幕交易方式作出市場失當行為。

---

<sup>4</sup> Guenthardt 在誓章中續稱：“我與 Park 先生通話時告知他，如他同意跨牆，我便把一則內幕消息相告。他須遵守有關內幕交易的法例及／或市場舞弊的規例，這會禁止他買賣與所得資料相關的證券。我告知他，他有責任把相關資料嚴格保密，直至該則消息公布周知，或瑞銀投資銀行告知該則消息不再機密為止。我向他明言，告知他該則消息，旨在確定投資者對相關證券的需求，但非要求他買入相關證券。”

<sup>5</sup> 中銀 H 股(證券代號 3988)自二零零六年起在港交所上市。尤須注意的是，瑞銀曾是中銀首次公開招股前的策略投資者，同意持股至二零零八年十二月三十日。

<sup>6</sup> “賣空”是指從第三方借入股票出售，但日後購回股票來歸還借出一方。賣空一方期望從賣出與購回股票期間的股價跌幅中獲取利潤。

<sup>7</sup> 為方便參考，所有股價均以小數點後兩位數字顯示。

## B. 二零零九年一月七日的配股事宜

16. 二零零九年一月六日前後，瑞銀另一名代表聯絡 Park，這次是關於美國銀行(下稱“美銀”)有意拋售建銀股份事宜<sup>8</sup>。同樣地，該名代表詢問 Park，謂在透露會影響股價的消息前，Park 是否同意跨牆。Park 一再表示同意。

17. 該名代表繼而告知 Park，謂美銀有意以較市價折讓約 15% 的價格，出售約 56 億股建銀股份。該名代表稱，有關交易會在 48 小時內完成。

18. Park 把該則消息轉達 Hwang。Hwang 指示 Tiger Asia 基金參與其中，但在美銀大手拋售股份前，先賣空相關股份。

19. 二零零九年一月六日，Park 在 Tomita 的協助下，以平均每股 4.52 港元的價格，全日賣空約 9300 萬股建銀股份。

20. 同日，Tiger Asia 以平均每股 4.59 港元的價格，買入 1700 萬股建銀股份。在同日的收市競價交易時段內，這 1700 萬股以 4.45 港元的較低價賣出。

21. 二零零九年一月七日，兩隻 Tiger Asia 基金獲配售 19.77 億股建銀股份，每股折讓價為 3.92 港元。同日，建銀股份的平均成交價為 4.17 港元。

22. 在市場獲悉美銀大手拋售股份的消息前，兩隻 Tiger Asia 基金先以平均每股 4.52 港元的價格賣空股份，從中獲純利超逾 3,200 萬港元。

23. 就此，證監會要求審裁處調查是否有人以內幕交易和虛假交易等方式作出市場失當行為。

## C. 二零零九年一月十三日的配股事宜

24. 二零零九年一月十二日前後，摩根士丹利一名代表就蘇格蘭皇家銀行(下稱“蘇銀”)擬大手拋售中銀股份一事聯絡 Park。同樣

---

<sup>8</sup> 建銀 H 股(證券代號 939)自二零零五年十月起在港交所上市。美銀曾是建銀首次公開招股前的策略投資者，同意持股至二零零八年十月二十七日。

地，該名代表詢問 Park，謂在透露會影響股價的消息前，Park 是否同意跨牆。Park 一再表示同意。

25. 該名代表及後告知 Park，謂蘇銀有意大手拋售 108 億股中銀股份，售價較市價折讓 7%至 11%。該名代表稱，有關交易會在 24 至 48 小時內完成。

26. Park 把該則消息轉達 Hwang。Hwang 指示 Tiger Asia 基金參與其中，但在蘇銀大手拋售股份前，先賣空相關股份。

27. 因此，二零零九年一月十二日和十三日，Tiger Asia 基金賣空約 2.56 億股中銀股份，平均股價為 1.87 港元。

28. 二零零九年一月十三日收市後，Tiger Asia 基金獲配售 4.5 億股中銀股份，每股折讓價為 1.71 港元。

29. 不過，翌日(即二零零九年一月十四日)股價不跌反升，收市價為 1.90 港元，令 Tiger Asia 基金淨虧損約 1,030 萬港元。

#### 案情

30. Hwang 沒有試圖抽離與上述事情的關係，但不承認自己從事大規模的不誠實詐騙活動之說。他的代表律師稱，該等買賣決定就如市場上很多決定一樣，必須瞬間作出。儘管如此，他也考慮到決定的本質或後果。Tiger Asia 基金就這些銀行股維持空倉已一段長時間，並預期利用該等私人配股活動，實行補倉的部分策略。該等私人配股活動屬廣為預期之事，料會在某些“禁售”協議期滿後展開。Hwang 的代表律師稱，當時機來到，Hwang 把策略付諸實行，但對當時情況考慮不周，就此作出了嚴重的判斷錯誤。雖然如此，這純粹是判斷錯誤，縱使嚴重，但絕無惡劣意圖。

31. 審裁處考慮以上陳詞時，認為必須因應關鍵的事實來考量：這點就是在每組交易之前，均已有人正式而明確地同意跨牆。

32. 我們較早前已藉着 Peter Guenthardt 的言詞<sup>9</sup>，述明“跨牆”的性質和目的。簡單而言，跨牆此舉，是向第三者透露某些消息，使第三者成為“內幕人士”，而透露消息的人(一律為市場專業人士)認

---

<sup>9</sup> 見第 8 段及相關註釋。

為該等消息屬內幕消息。這是國際金融市場上廣為接受的做法，但不是純粹出於便利。在舉行集資活動之前，通常會先進行機密的意向調查(特別是機構投資者的意向)，為特定的金融交易作出評估，或尋求支持(包括相關的作價)。因此，跨牆是重要的工具，確保金融市場有效運作。這種工具建基於信任。市場從業員如同意跨牆，即同意收取相信(其他市場從業員也一致相信)是未公開並會影響股價的消息，也即內幕消息。因此，市場從業員同意跨牆，等同接受把所得消息絕對保密的責任。他並同意不得因應所得消息進行交易(或行事)，直至該則消息明顯公開為止。

33. Hwang 和 Park 是證券市場上成功的資深交易商。在最低限度而言，他們肯定明白跨牆做法是重要舉措，由來已久。假若市場從業員因同意跨牆而取得相關消息後，又耍手段，辯稱不認為該等消息屬未公開並會影響股價的消息，故可以自己認為利己的方式行事，不管業內其他從業員在作出相同的承諾後會予以遵守，則跨牆的做法會名存實亡。我們較早前說過，跨牆建基於信任。就本案而言，有人在三個情況下均正式承諾跨牆。Hwang 全都知情，但三次都對跨牆承諾置若罔聞。審裁處認為，此舉並非純粹判斷錯誤，不論嚴重與否，均足以構成內幕交易的行為。以 Hwang 和 Park 當時所知，他們公然違反誠信，事態更加嚴重。

#### *依據《條例》第 213 條規定在香港進行的研訊程序*

34. 事發後約七個月，證監會在二零零九年八月於香港原訟法庭展開研訊程序，指控 Tiger Asia、Hwang、Park 和 Tomita 在買賣中銀和建銀股份的交易中，作出市場失當行為，尤指從事內幕交易。該等研訊程序，是證監會依據《條例》第 213(2)(b)條規定提起的法律程序，與其後在本審裁處席前提起的研訊程序不同。該條文賦權法庭，如有人看來曾有市場失當行為，可飭令該人採取補救措施，包括凍結強制令，以及採取步驟來使受影響各方回復原狀的命令<sup>10</sup>。該等研訊程序本屬補救性質。

---

<sup>10</sup> 第 213(2)(b)條訂明：“(如某人曾經(或看來是曾經)、正在或可能牽涉入第(1)(a)(i)至(v)款提及的任何事項，不論該人是否明知而牽涉入該等事項)飭令該人採取原訟法庭指示的步驟，包括使交易各方回復他們訂立交易之前的狀況的命令”。

35. 在提起原訟法庭研訊程序的前後期間，案情是否涉及內幕交易似受爭議。舉例來說，Tiger Asia 的紐約律師<sup>11</sup>較早前在二零零九年四月二十九日去信證監會，就建銀股份的交易寫道：

“買賣相關股份期間，[Tiger Asia]不像擁有重要的未公開消息。除其他事情外，二零零九年一月六日，美國銀行決定大手拋售部分建銀股份的消息在市場上已人所皆知。因此，大手拋售可能產生的效果，早已計入股份價格中。”

36. 原訟法庭的研訊程序在終審法院作出判決後才告完結。不過，這些研訊程序的主要爭論點不在於是否曾出現市場失當行為；唯一而決定性的問題在於司法管轄權。爭議中的司法管轄權問題，源於在刑事法庭或市場失當行為審裁處尚未裁定曾有人從事內幕交易之前，原訟法庭無權引用第 213 條的規定，裁定有人違規並相應頒布命令。

37. 主審法庭裁定，有關論點法律上成立。不過，法庭的決定被上訴法庭推翻。事件上訴至終審法院。終審法院在二零一三年五月十日作出判決，維持上訴法庭的決定<sup>12</sup>。

38. 終審法院作出判決後，證監會在二零一三年七月十一日發出通知，組成本審裁處。

39. 二零一三年十二月十六日，Tiger Asia、Hwang 和 Park 簽署一份同意並確認為事實的聲明，目的是結束證監會依據第 213 條規定提起、但遭發回原訟法庭裁決的研訊程序。在該份聲明中，他們承認違反第 291(5)條(即內幕交易)和第 295(1)(b)條(即虛假交易)的規定。

40. 二零一三年十二月二十日，原訟法庭批准一份同意令的條款。該同意令規定 Tiger Asia 交付法庭一筆為數 45,266,610.00 港元的款項，用以向那些在 Tiger Asia 從事中銀和建銀股份內幕交易時曾與 Tiger Asia 交易的人，歸還款項。Tiger Asia 的中銀股份內幕交易共有 1426 個交易對象，而建銀股份內幕交易則有 373 個交易對象。

---

<sup>11</sup> 所指的律師是 Ropes & Gray LLP。

<sup>12</sup> 見證券及期貨事務監察委員會訴 Tiger Asia Management LLC 及其他人一案(尚無彙報)FACV2012 年 10、11、12 和 13 號。

## 美國的研訊程序

41. 二零一二年十二月，即原訟法庭發出同意令前一年，美國檢察署和美國證券交易委員會(下稱“美國證交會”)已宣布完成關於該等內幕交易的刑事和民事研訊程序。研訊程序似乎是以整體認罪協議方式進行。

42. 根據該協議的一部分，Tiger Asia 由 Hwang 代表，承認美國檢察署提出的一項電信詐騙<sup>13</sup>刑事控罪。刑事法庭發出沒收令，沒收該公司逾 1,625 萬美元的款項，並向該公司施以一年感化令。

43. 根據該協議的另一部分，美國證交會向新澤西州的地方法院提出民事研訊程序，控告 Tiger Asia、Hwang 和 Park<sup>14</sup>多項違反美國證券法的罪名。三方均沒有承認或否認控罪，但同意判決<sup>15</sup>。

44. 就判決而言，Tiger Asia 和 Hwang 須共同及各自承擔法律責任，交出逾 1,675 萬美元的款項(另加判決前的利息)，即他們在該等申訴中因被控罪名的行為而獲取的利潤。此外，二人接受法院命令，每人付款逾 829 萬美元作為民事處分，並受永久限制，不得再違反美國證券法<sup>16</sup>。就 Park 而言，他須負上交出 34,897.00 美元款項(另加判決前的利息)的法律責任，另付款 34,897.00 美元，作為民事處分。他也受永久限制，不得再違反美國證券法。

---

<sup>13</sup> 違反《美國法典》第 18 篇第 1343 條的規定。

<sup>14</sup> 該民事申訴書涉及的另一方為一家相聯法團，名為 Tiger Asia Partners LLC。

<sup>15</sup> 在較後期總結個別行政法律程序的命令中，以簡略方式說明美國證交會的民事申訴書。舉例來說，對 Hwang 施加行政制裁的命令，概述對他提出的民事申訴書如下：“美國證交會的申訴書指控 Hwang 從事內幕交易，即在二零零八年十二月和二零零九年一月的三次私人配售中資銀行股份活動中，Tiger Asia 訂立跨牆協議，其後卻違反協議，賣空有關股份，再以在私人配售活動中以折扣價購入的股份補倉。該份申訴書續稱，Hwang 在獲得有關私人配股的重要而尚未公開的消息後買賣股份，違反對提供私人配股消息的人(即代表出售該等股票的配售代理)應有的責任。申訴書又指控 Hwang 違反《顧問法》，在二零零八年十一月、十二月及二零零九年一月、二月的月底，指示買賣某些中資銀行股票，以圖操控股價，增加所管理的資產，繼而增加該四個月的管理費。”

<sup>16</sup> 廣義來說，美國法例的“永久限制”相等於依據《條例》第 257(1)(c)條規定發出的“停止及終止令”。

45. 法院對 Tiger Asia、Hwang、Park 和相聯法團 Tiger Asia Partners LLC 頒布的民事命令，估計<sup>17</sup>總值約為 4,400 萬美元，部分用作繳付刑事沒收令的款項。

46. 尤須注意的是，美國證交會提出行政研訊程序。當局依據《顧問法》第 203(f)條的規定，裁定 Hwang 和 Tiger Asia 不得在美國司法管轄區內以代表身分從事金融業務，為期五年；Park 所受的制裁相同，但為期三年。在本審裁處舉行研訊期間，Hwang 從事個人和家族資產的投資活動，而該公司則更名為 Archegos Capital Management LLC，管理該等投資資產。

47. 最後，另外須注意的是，在美國進行的研訊程序並沒有傳喚 Tomita。

#### *發出通知*

48. 二零一三年七月十一日，證監會在上述背景下發出通知。如上文所述，通知內容見本報告附件 A。

#### *發出通知後進行的研訊程序*

49. 在委任審裁處成員之前，初步聆訊在二零一三年九月五日主席夏正民法官席前進行，商議未來路向。提控官由韋仕博資深大律師擔任，領導聶心平大律師進行研訊。所有指明人士(Tiger Asia、Hwang、Park 和 Tomita)均有律師代表，在其後的聆訊中亦然。

50. 雖然本章較早前曾提及美國法律程序已有定奪，但初步聆訊仍按照審裁處待決事項不牽涉承認法律責任問題的原則進行。因此，二零一四年五月全月留作正式聆訊之用，而聆訊前的會議則在二零一三年十二月十九日舉行。

51. 不過，二零一三年十二月十七日，審裁處秘書獲悉訴訟各方已簽署一份同意並確認為事實的聲明(下稱“聲明”)，以令有關研訊程序得以作結。聲明的副本見本報告附件 B。

52. 在聲明中，三名指明人士(Tiger Asia、Hwang 和 Park)承認他們在買賣中銀和建銀股票時曾有市場失當行為，違反《條例》第

---

<sup>17</sup> 見鄭德嘉在二零一四年三月十二日所作的供詞。他是證監會的副總監。

270(1)(e)條的內幕交易規定，以及第 274(1)(b)條的虛假交易規定。就此，聲明第一段開首如下：

“在二零零八年十二月十九日至二零零九年一月十三日期間，Tiger Asia Management LLC、Bill Hwang Sung Kook 及 Raymond Park 在中國建設銀行股份有限公司(下稱“建銀”)及中國銀行股份有限公司(下稱“中銀”)的證券交易中，作出《證券及期貨條例》第 270(1)(e)和 274(1)(b)條所界定的市場失當行為。”

53. 經一致同意的市場失當行為細節，於聲明第 13 至 41 段內載述。

54. 在聲明中，Tiger Asia 因市場失當行為而獲取的名義上收益總值，一致同意為 41,193,734.00 港元。

55. 至於 Tomita，證監會在聲明的第 2 段中，同意在所有關鍵時刻，Tomita 都是初級職員，時刻按照 Hwang 及／或 Park 的指示行事，並未有《條例》第 XIII 部所述的市場失當行為。免除他的責任的做法，自然與美國的研訊程序中沒有傳喚 Tomita 的事實一致。

56. 因此，為免除疑慮，審裁處確認 Tomita 的行為並非該處再須予考慮的事，也不予以裁斷。

#### *審裁處就市場失當行為作出的裁斷*

57. 審裁處經考慮席前所有相關證據，聽取三日正式聆訊(即二零一四年五月七日、五月八日及六月十六日)中代表律師的陳詞，以及主席在法律方面的指示後，裁斷 Tiger Asia、Hwang 和 Park 曾在聲明所述的情況下，以所述的方式，作出市場失當行為。此外，審裁處信納他們所得的收益數額，一如聲明所述者。

58. 就 Tomita 而言，審裁處裁斷他不應界定為曾作出本研訊所討論的市場失當行為的人。

#### *沒有要求依據《條例》第 257(1)(d)條的規定作出命令*

59. 至於審裁處在裁斷法律責任誰屬後應作出的命令方面，韋仕博資深大律師告知審裁處，謂證監會沒有要求依據第 257(1)(d)條的規定，命令有關人等繳付一筆款項，金額相等於因他們任何一方的失當行為而獲取利潤的金額。在此事上，該條文訂明，審裁處可命令被辨

識為曾作出市場失當行為的人，“向政府繳付一筆款項，金額不得超過該人因其失當行為而獲取利潤或避免損失的金額”。

60. 韋仕博資深大律師告知審裁處，謂證監會認為在本案中，考慮已施加的財務處分後，審裁處不宜作出該命令。就此，他提述以下事項：

- (i) 在美國的研訊程序中，對有關各方施加的民事和刑事處分約為 4,400 萬美元；以及
- (ii) 有關各方向本港原訟法庭繳付一筆為數 45,266,610.00 港元的款項，用以向 Tiger Asia 在中銀股份內幕交易中的 1426 個交易對象，以及在建銀股份內幕交易中的 373 個交易對象歸還款項。

61. 審裁處經考慮所有情況後，同意無須依據第 257(1)(d)條的規定作出命令。

#### *訟費*

62. 事實上，訟費不是問題所在。被辨識為曾有市場失當行為的三方同意審裁處依據第 257(1)(e)和(f)條規定對他們作出的命令，分別為首先向政府繳付訟費(如不同意的話，須予評定)，然後向證監會繳付訟費。審裁處認為這些是適當的命令。

#### *唯一備受爭議的事項*

63. 事實上，目前唯一備受爭議的問題，就是審裁處應否依據《條例》第 257(1)(b)和(c)條規定作出命令。

## 第二章

### 兩道備受爭議的命令

64. 提控官韋仕博資深大律師告知審裁處，謂在所有其他事宜定案後，證監會只要求對涉案各方施加兩道命令。施加該等命令的目的，純粹用作保障香港金融市場的廉潔穩健。

65. 要求施加的命令分別是：《條例》第 257(1)(b)條所指的命令，俗稱“冷淡對待令”，以及第 257(1)(c)條所指的命令，俗稱“停止及終止令”。

66. 律師代表涉案各方陳詞，謂雖然審裁處有權酌情施加該等命令，但考慮到涉案各方的情況，施加命令既無意義，便不應為之：簡單(而非全面)來說，涉案各方不會再對香港金融市場的廉潔穩健構成威脅，故對他們施加命令並不公平。

#### 冷淡對待令

67. 第 257(1)條指示，在研訊程序完結時，審裁處可依據第 257(1)(b)條的規定，就任何被辨識為曾有市場失當行為的人作出命令。因此，這是可酌情行使的權力。該條條文訂明，審裁處可命令被辨識為曾有市場失當行為的人：

“……在該命令指明的不超過 5 年的期間內，未經原訟法庭許可，不得在香港直接或間接取得、處置或以其他方式處理任何證券、期貨合約、槓桿式外匯交易合約，或任何證券、期貨合約、槓桿式外匯交易合約或集體投資計劃的權益。”

68. 除非事先獲原訟法庭許可，否則在冷淡對待令有效期內，遭施加命令的人不得在香港金融市場直接或間接進行任何交易。簡言之，在命令有效期內，該人將完全被摒諸香港市場之外。對以能夠涉足市場為業的人來說，冷淡對待令可算是嚴厲的禁制令。因此，施加該命令並非理所當然的做法。

69. 根據經驗，冷淡對待令可能難以執行，尤其是可利用代名人安排作煙幕，更顯其難處。為免出現這種情況，第 257(1)(9)條訂明，

凡審裁處施加冷淡對待令，證監會均可按該會認為適當的方式，將該命令通知任何持牌人或註冊機構。

70. 任何人沒有遵從冷淡對待令，即構成刑事罪行。一經循公訴程序定罪，可處罰款 100 萬港元及監禁兩年；一經循簡易程序定罪，可處第六級罰款及監禁六個月。

71. 有鑑於此，持牌人或註冊機構如協助或教唆任何人規避遵從冷淡對待令，即觸犯刑事罪行。

72. 即使冷淡對待令可能導致遭施加命令者有金錢損失，但法院已有定案，即其作用與保障公眾的基本原意有連帶及附帶關係。在這方面，可參考的例子有上訴法庭在張秀蓮及另一人訴市場失當行為審裁處及另一人一案<sup>18</sup>中的見解(第 34 及 35 段)：

“依我們判斷，施加‘冷淡對待令’與施加取消資格令的基本目的相同，其性質並非懲罰，而是保障。我們必須保障金融市場的誠信，如已證明不可信任某人根據該條例規定進行市場營運，則可在審裁處認為適當的期間禁止他進行上述營運。‘冷淡對待令’可以保障金融機構及大眾投資者。

當然，‘冷淡對待令’可能對確定的人士造成損害，但不會減損該命令的基本目的及特性。在這方面，我們須注意一點，就是原訟法庭獲授權減輕‘冷淡對待令’引起的任何負擔，因該命令會損害確定人士的利益，但不一定會促成該命令的保障目的。”

73. 施加“冷淡對待令”的有效期最長為五年。審裁處在考慮所有相關情況後，可行使酌情權來決定命令的合適時效。明顯地，在決定命令時效時須予考慮的相關情況之一，是已證實的市場失當行為的性質。該行為愈有組織，無視用以規管市場參與者按既定原則參與市場的法定條文、規則及操守守則的意圖愈明顯，實際或意圖造成的損害愈大，則縱使沒有其他令人信服的因素，命令的有效期也極可能愈長。這並不是因為要施加命令來懲處違規者，而是因為已證實的行為對市場廉潔穩健所造成的威脅愈大，須採取的保障措施的應愈全面。

---

<sup>18</sup> HCAL 123/2007、124/2007 及 22/2008，二零零八年九月二十二日，無彙報。

## 停止及終止令

74. 第 257(1)(c)條訂明，審裁處可命令被辨識為曾有市場失當行為的人：

“……不得再作出構成該命令指明的市場失當行為(不論是否屬該研訊程序的對象的市場失當行為)的任何行為。”

75. 《條例》明確容許審裁處施加無限期的停止及終止令：一種永久強制令。此外，當審裁處相信為保障市場廉潔穩定，《條例》明確容許審裁處指明不屬研訊程序裁定事項的市場失當行為。

76. 與根據第 257(1)(b)條規定作出的命令一樣，凡不遵從停止及終止令者，均構成刑事罪行，可處以相同的最高刑罰。

77. 停止及終止令並不禁止遭施加命令的人涉足市場。這類命令旨在確保該人日後進行一切交易時，不會有命令所述的市場失當行為，否則會處以刑罰。在張秀蓮及另一人訴市場失當行為審裁處及另一人一案(前文曾引述)中，上訴法庭裁定該等命令屬預防而非懲處性質，旨在為日後的市場提供保障。

## 概覽

78. 就審裁處所見，冷淡對待令與停止及終止令本質相同，均旨在以不同方式保障市場。因此，兩者並非不可互存；審裁處可施加任何一道命令，但不可同時施加兩道命令。冷淡對待令禁止確定違規的人在指明時間進行交易；停止及終止令容許他進行交易，但頭上就好像頂着一把刀，提醒他必須時刻依法行事。

79. 在考慮冷淡對待令與停止及終止令等保障性質的命令的目的時，我們認為必須顧及要保障的對象為何。要保障的對象，是香港金融市場的廉潔穩健。本港的法院(不論是刑事還是規管方面的機構)曾多次說明，香港的繁榮何等仰仗其金融業，而金融業的發展又何等依

賴所有市場參與者(包括本地及國際參與者)對香港這個運作有序、具透明度的市場<sup>19</sup>的看法。

80. 最後，為免混淆，必須清楚說明，審裁處認為只在有必要作出保障時，才會施加冷淡對待令與停止及終止令；施加命令是保障市場廉潔穩健，並非作出懲處。

---

<sup>19</sup> 在這方面，在香港特別行政區訴杜軍一案[CACC 334/2009，二零一二年九月二十日，無彙報](第 158 段)中，上訴法庭提出以下觀點：“香港司法管轄區在審視內幕交易(特別是由處於有誠信地位的人所進行的內幕交易)時，須顧及本身的種種情況。保障這個特定市場廉潔穩健非常重要，這並非僅是引人注意的警句。事實上，這點雖屬老生常談，但其重要性仍不言而喻，不會有所減損。”

### 第三章

#### Raymond Park

81. 在這段期間，Park 遇上醫療事故，證據顯示其智力永久受損。他的情況特殊，須與 Hwang 及其公司 Tiger Asia 分開考慮。

82. 二零一四年一月七日，年僅 41 歲的 Park 出現俗稱“中風”的症狀，證據確鑿。他因腦動脈瘤破裂而導致中風，其腦部左顳葉及周邊組織大範圍受損，必須進行顳骨切除術(切除部分顳骨)，以摘除血塊和緩減腦腫脹所構成的壓力。他在大約十天後出院返家。其後，他的神經系統稍有改善。他不但能夠活動手腳，而且能夠聽從簡單的指示。不過，他的說話能力嚴重受損，以致口齒不清，所說的英語或韓語都難以令人明白。

83. 二零一四年一月三十日，Park 因頭部右側溢血而再次入院。經診斷後，證實他再度大量出血，令病情惡化。其後，他再進行腦部手術，並在同年三月六日出院。

84. 為了全面(並獨立)評估 Park 的康復機會，紐約大學醫學院腦神經科助理臨床教授 Hal Gutstein 醫生在二零一四年五月二十三日為 Park 進行檢查，並於同日備妥評估報告。

85. 在該報告中，Gutstein 醫生確認已閱讀《專家證人的行為守則》，並同意受該守則約束。該守則旨在規管專家在香港作證的行為。

86. 在翻查病歷和研究所有磁力共振掃描及電腦斷層掃描影像後，Gutstein 醫生總結：“這一切研究的結果是，病人因腦部大量出血、梗塞(組織壞死)和腫脹，以致左顳葉及周邊腦組織大範圍嚴重受損。”

87. Gutstein 醫生解釋腦部受損的後果時說：“顳葉掌管保留言語理解能力和視覺記憶、處理感知、儲存新記憶和情感，以及詮釋言語意義。”他續稱：“左顳葉中的主要聽覺皮層是處理言語及視覺意義的重要部位。顳葉與頂葉之間的韋尼克氏區(連同額葉的布洛卡氏區)在言語理解方面擔當重要角色。左顳葉的功能不限於初級認知，也涵蓋理解、描述，以至與語言有關的記憶。”

88. Park 的妻子向 Gutstein 醫生說，Park 能以簡短的句子表達所想，但掌握不到語言的深層或複雜意義。她估計其丈夫失去了約九成詞彙。她說，其丈夫約有四五成時間口齒不清，能說的韓語比英語好不了多少。她又稱，其丈夫每周接受幾節言語治療，初時情況有所改善，其後卻停滯不前。

89. Gutstein 醫生所進行的檢查，證實 Park 太太所言屬實。就 Park 的精神狀態而言，該醫生在報告中寫道，Park 當時神志清醒，有警覺性，而且心情舒暢。不過，他說話能力有限，言語間明顯礙於生造語句(口齒不清)，表達總是有欠精準。該醫生又在報告中稱，Park 說不出一些簡單物件的名稱，例如手錶、戒指或筆；做不到簡單的算術；說不出完整的地址，只能說出“紐約”。至於身體活動能力方面，該醫生的報告寫道，很多事情 Park 都做不了，包括依從左右協調的指令(例如“舉起左手觸摸右耳”)，不是被指示混淆，就是無法正確完成<sup>20</sup>。

90. 根據 Gutstein 醫生的診斷結果，Park 的康復機會很微。他在報告中闡明 Park 腦部受損的性質後，繼續作出結論如下：

“因此，正如在本個案中，左顳葉受損會削弱多方面的能力，包括保留視覺記憶、處理感知、理解和表達言詞、儲存新記憶和情感，以及詮釋文字和話語。

根據合理的醫學判斷，我可斷言，這些腦部損傷及後遺症對 Park 先生的日常活動造成實質的局部永久性損害……

因此，根據合理的醫學判斷，我可以說，這些創傷性腦部損傷及後遺症(包括適應、認知、執行及言語等功能缺損的後遺症)，加上右半身肌能失常，已經引致不同程度的慢性徵狀，並將會繼續引致這些徵狀日益惡化。

不幸地，Park 先生的腦部損傷及後遺症，會削弱他大部分進行康樂、職業、社交及個人活動的能力。基於中風及相關的腦部損傷，加上適應、認知、執行及言語功能有所局限的後遺症，以及右半身肌能失常，Park 先生的徵狀日後會持續趨於嚴重和惡化。

---

<sup>20</sup> Gutstein 醫生的報告也提及 Park 肌能受損的情況。舉例來說，他右半身總是容易絆倒和撞到物件，原因是他右面的視覺受損。不過，在這份報告中，我們的焦點並非 Park 在這一方面的受損情況，我們更加關注他目前及短期內其智力是否足以應付各類金融工具的交易。

令人傷感的是，Raymond 因二零一四年一月七日的腦部損傷及其後腦部大量出血及損傷，引致日後有較高機會併發多種症狀，包括抽筋、氣腦、血腫復發、硬膜下積膿、腦膜炎、腦膿腫，以及腦積水。Raymond [也]有較高機會患上早發性帕金森病、阿茲海默症及嚴重抑鬱……

基於這些與中風有關的腦部損傷，Park 先生須持續接受長期治療，包括言語治療、職業治療、藥物治療、限制活動，以及涵蓋認知康復及輔導的家居計劃。不過，這些治療都不大可能令他腦部損傷的情況好轉。”

91. Gutstein 醫生繼續陳述其看法：Park 的腦部損傷必須視為永久性的。最後，他總結如下：

“明確而言，Raymond 的評估結果顯示，這些損傷完全康復的機會很微。我認為，他的認知神經或身體肌能缺損難有實質改善，因而以後也難以重操故業，擔任股票交易員。

我認為，他的認知神經或身體肌能缺損，以後難有實質改善。我斷定他屬於完全傷殘，沒有從事任何工作的能力，主要原因一如本報告所述，他認知神經缺損及肌能受損。”

92. 審裁處認為，該報告明確作出結論，即 Park 嚴重中風所造成的認知及智力損害遠大於肌能損害，故不能作出須理解眾多數字(極簡單的數字除外)後才能作出的決定，不論形式為何。

93. 綜觀整份報告，審裁處對報告內所載有關 Park 腦部損傷的性質和範圍，以及康復評估等事，沒有理由質疑其準確性。

94. 那麼，審裁處認為所得結果是什麼？結果是事實證明，Park 在未來幾年內——事實上極有可能在其有生之年——都沒有所需的認知能力，可掌握在股票市場買賣股票的最基本技巧，更遑論試圖運用該等技巧。審裁處認為，以商營方式投資股票、衍生工具及其他金融工具涉及多層次動態策略，但 Gutstein 醫生的報告斷言否定 Park 有理解和處理該等策略的能力。

95. 有見及此，審裁處認為，向 Park 施加冷淡對待令或停止及終止令毫無意義。得出這個結論，是因為保障性質的命令，只會在某人(擬施加命令的對象)對香港市場的廉潔穩健構成威脅時才向其施加。簡單來說，就是在有需要保障市場時才施加這道命令。Park 並不構成

任何威脅。審裁處信納，對目前以至以後來說，他的認知能力均屬遭到災難性的損害。因此，在運用有限資金為一己利益進行少量買賣，或運用第三者的資金以營商方式進行日常的頻繁買賣方面，他都不構成任何威脅。

96. 因此，我們不擬對 Park 施加任何一道命令。

## 第四章

### Bill Hwang 與 Tiger Asia

#### 背景

97. 正如我們先前所說，Hwang 成立了兩隻 Tiger Asia 基金，並一直擁有管理兩隻基金的 Tiger Asia 公司的 99% 已發行股本，持股量看來並無改變。因此，他在所有關鍵時刻均一直控制管理兩隻基金的公司，以及基金運作時的日常活動。毫無疑問，對於本報告所討論的市場失當行為，他須承擔最終責任。

98. 兩隻 Tiger Asia 基金在運作期間表現十分理想，基金投資者看來都獲得每年 15.8% 左右的回報。在二零零八年年底或前後，即有人作出市場失當行為時，投資者投放了大約 47 億美元在基金內。Hwang 成為了大富翁，據說也當了知名的慈善家。不過，由於美國證交會的調查帶來了負面的消息，投資者撤走資金，兩隻基金被逼倒閉。

99. 在審裁處席前進行聆訊期間，由於美國證交會禁止 Hwang 在五年內以代表身分從事金融業，因此他只為本身(或許也為家族成員)的利益而以個人身分投資。此外，正如先前所說<sup>21</sup>，Tiger Asia 已易名為 Archegos Capital Management LLC，不再獲准代表公眾投資者進行證券交易，只可管理由 Hwang 的金融資產所組成的基金，即 Archegos Funds。正如在聆訊中所言，Tiger Asia 現在只屬“家族辦公室”<sup>22</sup>。

100. 儘管如此，雖然我們不知道 Hwang 的金融資產有多少，但似乎非常可觀。盛德國際律師事務所香港辦事處的李顯能律師在二零一四年五月八日的陳述書中說，該家族辦公室僱用了大約 17 名職員，其行政職能包括負責支付寫字樓租金及“彭博終端機”費用等開支。

---

<sup>21</sup> 見本報告註釋 2。

<sup>22</sup> “家族辦公室”似乎不受美國《1940年投資顧問法》所規管，因為私人顧問獲得豁免。獲豁免的家族客戶包括家族成員(定義頗為廣泛)、公司行政人員，以及家族慈善和信託基金。審裁處席前沒有證據顯示，屬家族辦公室的公司的狀況可循若干程序改變，使之可接受公眾投資者所交予其管理的基金。

簡言之，根據這項主要證供，可推論該公司繼續管理非常大量的資金，而資金不僅用於美國境內的交易，實際上也有可能用於包括香港在內的國際股票市場。

### *施加命令目的為何？*

101. 須謹記一點，就是若不施加冷淡對待令，似乎無法阻止 Hwang 動用本身的巨額資金或來自美國境外的第三方資金，在包括香港在內的亞洲市場運作。

102. 有人說，由於 Hwang 就其市場失當行為接受調查，他的專業信譽幾已盡毀。當然，我們同意他的專業信譽會嚴重受損。不過，儘管如此，完全忘記他過去在亞洲市場的業績也不大可能。如果說他再度籌募投資資金(不論獨自或聯同其他認可交易商)，以便在美國境外的亞洲市場進行交易，他應能獲得不少的財政支援，這是不足為奇的。

103. 簡言之，只是概括且不計及下文所述的數項求情事項來說，在香港市場方面，兩隻 Tiger Asia 基金倒閉和向 Hwang 及／或其公司施加規管限制，並不表示無須頒布保障性質令的命令。

### *審視求情事項*

104. 審裁處現考慮 Hwang 及 Tiger Asia 的代表律師所提出的數項求情事項。

#### A. 罪責屬民事性質，不及刑事罪責嚴重

105. 代表律師稱，雖然所有形式的內幕交易及操縱市場行為無疑都是嚴重罪行，但刑事類別的市場失當行為必定較民事類別的嚴重，原因是刑事罪行定罪後可判處刑罰，而相比之下，本審裁處在民事司法管轄權限下，基本上只可執行保障措施。基於這項概括性的原因，加上一旦裁定刑事罪成及／或民事罪成，可依據《條例》的規定，向違規者施加為期最長五年的冷淡對待令，代表律師因而認為為期較長的冷淡對待令明顯適用於較嚴重的刑事失當行為，而為期較短的則適用於民事失當行為。

106. 我們得承認，有點難以認同陳詞所言。如果依據《條例》的規定，裁定刑事罪成及民事罪成時，均可施加有效期相同的冷淡對待令，則立法者必定已預計在刑事或民事司法管轄權限下的情況，均有可施加有效期最長的命令的充分理由。因此，不論屬刑事或民事範疇，審議中的市場失當行為一經證實，其性質為何，以及防止再度出現有關或類似失當行為的共識，方為重點。

107. 我們須補充一點，就是我們認為在考慮法定條文的性質時，若說所有較嚴重的失當行為由刑事法庭審理，而所有不太嚴重的失當行為則由本審裁處審理，未免以偏概全。雖然一般做法多屬如此，但也可能有多個與失當行為控罪的嚴重程度並無直接關係的理由，可決定審理的管轄權誰屬。舉例來說，被控干犯市場失當行為罪的人可能不再在司法管轄區內。因此，我們的刑事法庭鞭長莫及，但審裁處的民事司法管轄權仍告適用。

108. 事實上，本案正是如此。我們知悉決定在審裁處而非刑事法庭提起現有研訊程序理由之一，在於有關的三方已經與美國當局達成和解方案，故由刑事法庭審理可能引起雙重提控的問題。為免出現這個問題，加上有關人士已經支付巨額罰款，故決定進行民事研訊。

## B. 已蒙受的損失

109. 據 Hwang 及 Tiger Asia 的代表律師鄧樂勤資深大律師估算，在美國進行的刑事、民事及行政法律程序已招致略低於 3.42 億港元的罰款，而在香港原訟法庭進行的法律程序則招致款額約為 4,500 萬港元的補償令：即兩者款額合共約為 3.87 億港元。此外，Hwang 及 Tiger Asia 已被禁止在美國金融市場從事受牌照規管的活動。再者，另一嚴重後果是，基於隨之而來的負面新聞，Hwang 別無選擇，只好結束 Tiger Asia 基金。

110. 我們同意 Hwang 及 Tiger Asia 已蒙受極大的損失。正如先前所述，令證監會在本審裁處而非刑事法庭提起研訊程序的因素之一，顯然是損失龐大及再處以罰則可能成為欺壓。不過，我們當然並非考慮是否再處罰則，我們僅限於決定是否有需要頒布保障性質的命令，以確保香港市場廉潔穩健。儘管如此，我們同意，蒙受損失所起的阻嚇作用是相關因素。

### C. 沒有謀取私利

111. 代表律師稱，Hwang 沒有透過市場失當行為獲取花紅、佣金或類似的利益。Tiger Asia 則收取獎勵費(不過基於種種原因，當時無論如何都不適用)，以及每年按所管理的外部資金總額的 1.5%計算的管理費。此外，Hwang 是“極為成功的基金經理，本身非常富裕，故透過失當行為獲取的間接或名義上的利益，在全局來看，是微不足道的。”

112. 雖然情況可能如此，但審裁處不能忽視一點，就是 Hwang 把自己一大部分的流動資產投資於 Tiger Asia 基金。因此，當基金有所進帳，他也隨之有所進帳。

113. 我們認為還必須考慮的是，基金由 Hwang 一手創立，他的聲譽與基金的業績攸關。顯而易見，他在投資者以至同業之間的名聲，極大程度上建基於基金持續輝煌的業績。在這樣的情況下，雄心壯志及自豪感兩者都是強大的推動力，驅使他追求直接金錢利益。從這一點來看，我們確信 Hwang 所謀取的是個人利益。

### D. 承認法律責任

114. Hwang 及 Tiger Asia 的代表律師稱，對於在香港(本審裁處及原訟法庭)進行的研訊程序，他們都採取合作的態度，最終承認法律責任，並因而縮短了有關過程。

115. 提控官韋仕博資深大律師不擬沒有保留地認同這項陳詞所言。他指出一點：最初證監會在原訟法庭提起研訊程序時，Hwang 及 Tiger Asia 並未準備承認法律責任；事實上，恰好相反，他們的立場是不承認曾作出市場失當行為。

116. 審裁處同意，在原訟法庭進行研訊程序時，他們曾就市場失當行為提出異議，可見他們並未準備承認法律責任，直到終審法院作出判決後才予承認。儘管如此，正如我們在本報告較前篇幅中所說，由原訟法庭以至終審法院，研訊程序唯一考量的是司法管轄權一事。此事非常重要，即使上訴不成功，但在翻閱過有關判詞後，我們認為，若說上訴完全建基於錯誤的理解，未免流於嚴苛<sup>23</sup>。在這前提下，我們認為，他們可能並非從一開始便在美國明確承認市場失當行

---

<sup>23</sup> Hwang 的代表律師強調，事實上，原訟法庭就其司法管轄權的爭議判其勝訴。

為的法律責任，而是等待司法管轄權一事最終定奪才承認，這是可以理解的。事實上，此事一經定奪後，他們即適時在原訟法庭及本審裁處承認法律責任。

117. 因此，審裁處擬接納他們在香港進行的研訊程序上採取了負責態度的說法。他們理所當然並頗為適當地先顧及本身的利益，然後才與法庭／法院合作。這個取態無可指責，加上承認法律責任，在某程度上可視為他們示意日後當會避免作出市場失當行為。

#### E. 過去的良好品格

118. Hwang 的代表律師陳詞時，說 Hwang 所涉及的三次市場失當行為“是極為嚴重的判斷錯誤，令他在金融服務業二十多年來的良好記錄蒙上污點”。代表律師續稱，Hwang 的行為“十分反常”，對他造成極大的打擊。

119. 雖然審裁處同意，在二零零八年年底前，Hwang 及 Tiger Asia 都沒有因任何行動而受到刑事、民事或行政制裁，但正如我們較早前所強調，我們無法同意這三次失當行為(即本報告所討論的事項)都只是判斷錯誤，因為這說法的言下之意，就是即使是嚴重的錯誤，也是出於真誠的。正如我們先前所說，這三次市場失當行為是分別發生的事件，性質相近，但並無關係。每一次，Hwang 都必然知道 Park 已承諾把所獲悉的消息視作內幕消息，不會按消息而行事。因此，每一次 Hwang 都必然明白，他至少是無視該項承諾的。有關這類事件，或許可以寬厚一點來看，即是否有證據顯示他立刻徵求法律意見(或類似意見)，以確定所做的事沒有違反法律或專業操守守則。然而，沒有證據證明這一點。因此，Hwang 的行動是有系統的，除了顯然經過計算之外，也顯然着眼於謀取利益或避免損失。在這樣的情況下，難以令人不認為 Hwang 的行動是有所圖謀的。代表律師在求情期間，也從未表示可以無視向業內其他專業人士鄭重作出的承諾而免於懲處。Hwang 擬悔諾一點，必然令人大大質疑其專業精神、行為是否合宜，以至是否以身為金融巨擘為榮。

120. 此外，審裁處有證據清楚顯示，在二零零九年三月前後，即本報告所討論的三次市場失當行為發生後不久，日本證券及交易監察委員會(下稱“日本證監會”)向 Hwang 的其中一家公司 Tiger Asia

Partners LLC，就操縱雅虎日本公司股份的市場交易一事，徵收大約816,500美元的行政罰款<sup>24</sup>。

121. 審裁處認為，綜觀這三次市場失當行為，反映 Hwang 不僅打算輕忽每一次鄭重作出的承諾，尤有甚者，是他為了使基金賺取利益，未有嚴格確保在參與市場交易時，遵守規管市場的法規、規例及操守準則。

#### F. 制訂合規監控程序

122. 審裁處獲悉，Tiger Asia 雖然現已成為“家族辦公室”，但仍曾大幅修訂其合規監控程序。在這方面，據我們所知，二零一零年年初，Tiger Asia 聘請了一名富經驗的合規主任；他至今一直負責定期向所有員工提供合規培訓，並制訂合規手冊。具體來說，該人員一直負責訂定書面跨牆程序，並親自獨立調查公司所有市場活動(當然，其中也包括 Hwang 親自作出與市場有關的決定後所引致的活動)。

123. 在考慮 Hwang 和 Tiger Asia 將來是否可能對香港市場的廉潔穩健構成威脅時，該公司已實施合規程序這一點有直接關係。然而，雖然我們無意小覷制訂這些程序的重要性，但我們必須考慮兩個局限因素：第一，Hwang 仍然控制 Tiger Asia，因此他能隨時改變現狀，減少、削弱或甚至取消合規監控程序；第二，我們無從阻止 Hwang 在 Tiger Asia 合規機制的保護環節外行事，因為他可以個人身分、與他人聯營或透過成立新法團等途徑來達到此目的。

124. 韋仕博資深大律師認為，本報告所討論的市場失當行為，並非因合規程序失效而引致。他說，這些違規行為是公司高層漠視曾鄭重許下的承諾而直接作出的。因此，這三次違規行為，每一次都有經過計算的風險。我們認為，韋仕博資深大律師的意見也有一定道理。

---

<sup>24</sup> 日本證監會裁定(見該會二零一二年十二月十三日的建議書)，Tiger Asia Partners LLC 的行為構成罪行，包括以全權委託盤形式，讓多名經紀代為發出連串買盤指示，買入雅虎日本公司股份，價格上限高於最新的執行價格，導致市場價格大幅上升。該證監會裁定，Tiger Asia Partners LLC 的行為違反《金融商品取引法》第 159(2)(i)條的規定。

## 審裁處就 Hwang 作出的裁定

125. Hwang 的代表律師說，Hwang 的“單一市場失當行為”沒有令他對香港市場的廉潔穩健構成威脅。事發距今約有六年，期間他繼續在香港市場買賣證券，相安無事。代表律師並說，如不讓他用自己的帳戶買賣股票，並因而令他不能行善(現為其慈善工作的一部分)，屬於欺壓。

126. 對此我們未敢苟同。正如我們早前所說，根據已曝光的市場失當行為事件，我們信納在有關時間，Hwang 沒有謹慎地確保交易符合他所參與市場的法規、規例及行為守則。如果說本報告所討論的市場失當行為只是偶一違規事件，這並不正確。他一共三次作出市場失當行為。更甚者，數月之間，日本市場又裁定他觸犯了操縱市場罪。

127. 我們已強調以下事實：第一，Hwang 一定知道其交易部主管 Park 三次應允不會在取得消息後行事；第二，無論從哪個角度看，Hwang 都決定輕忽這些承諾。悔諾本身是否構成違反市場規則的行為，這並非重點。我們認為，當有人向第三者許下承諾而其後第三者基於該承諾來透露消息時，則該承諾明顯是市場賴以高效廉潔運作的基石，這才是重點。因此，連續三次悔諾反映了有關人士的心態，尤其是我們現時細探其動機的當事人本身非常富有，而且還是兩隻表現理想的基金的創建者，情況尤可慮。正如我們早前所說，Hwang 的行為令人質疑他是否以身為金融巨擘為榮。此事本身引發的問題是，對一個不看重個人誠信的人，我們可以有多信任他？

128. 我們曾多次說過，香港的持續繁榮繫於香港市場的持續發展能力，也即香港市場能否保持其良好聲譽——運作井然有序、透明、遵循行為守則、不受操縱等。公共政策因而規定，如有人對市場的聲譽造成威脅，便應採取措施，保障市場。

129. 我們認為，無論 Hwang 的失當行為屬於民事失當或行政失當(一如日本所界定者)，性質都是嚴重的。再者，其失當行為所反映的並非是偶然的失誤，而是慣常的行為模式。更重要的是，展現這種行為模式的，是一個經驗老到且技術純熟的市場人員。這人在財政或其他方面，仍有能力重施故技或作出類似性質的失當行為。因此，我們相信，就這宗案件而言，為保障香港市場的廉潔穩健而頒布命令，實屬恰當。

130. 因此，我們裁定，為了香港市場的最佳利益着想，必須頒布冷淡對待令。命令的期限則較難決定。在 Hwang 的代表律師陳詞期

間，我們須參考本審裁處過往撰寫的多份報告。雖然這些報告都有用，但我們重申，每宗個案必須按其情況而作裁定。我們不能說 Hwang 的行為性質是最為嚴重的一類，以致可合理地預期他會對香港市場構成威脅。因此，我們認為向他施加為期整整五年的命令並不適當。話雖如此，但正如我們已清楚指出，我們信納他的行為性質嚴重，而且基於上述原因，我們難以相信 Hwang 具有誠信。我們並信納，他有能力在美國司法管轄區之外吸引非常巨額的投資資金，以及調度該等資金在亞洲市場運作。為了保障香港市場，我們認為，應向他施加為期四年的冷淡對待令。

131. 我們明白，這預示日後我們將更嚴厲地執行法律所規定的保障措施。然而，我們一致認為，保障市場對公眾十分重要，而冷淡對待令是提供該類保障的關鍵所在，故市場營運者因其行為顯示他們不值得信賴時，從今起便須預期禁止他們涉足市場的命令的有效期將會更長。

132. Hwang 的代表律師在陳詞期間，提到 Hwang 樂善好施，冷淡對待令會嚴重阻礙他為慈善工作籌款。如果這是冷淡對待令的副作用，那麼儘管我們覺得遺憾，但仍必須接受。然而，現時情況並未致於那麼令人沮喪。《條例》的措詞准許有關人士在取得原訟法庭許可的情況下買賣證券。因此，如 Hwang 有意代慈善基金或信託、或為清晰界定的慈善目的而進行大規模投資，大可向法院提出申請。

133. 我們並信納審裁處應頒布停止及終止令。該命令指明構成內幕交易、虛假交易、操控價格和操縱證券市場的行為。

#### *審裁處就 Tiger Asia 作出的裁定*

134. Tiger Asia 是 Hwang 一直以來賴以行事的商業工具。雖然我們同意，制訂合規程序是該公司繼續按照市場規則進行買賣的一項保證，但正如以上所述，只要 Hwang 仍然是控股股東，他便有權削減甚或廢除那些程序。我們認為，審裁處也應向 Tiger Asia 施加為期四年的冷淡對待令。

135. 我們並信納審裁處應頒布停止及終止令。該命令指明構成內幕交易、虛假交易、操控價格和操縱證券市場的行為。

## 第五章

### 審裁處頒布命令的摘要

136. 基於本報告正文所述原因，審裁處依據《條例》第 257 條的規定，向下列人士施加以下命令。

#### *Tiger Asia*

137. 向 Tiger Asia (Tiger Asia Management LLC)施加以下命令：

- (i) 依據第 257(1)(b)條的規定，該公司未經原訟法庭許可，不得在香港直接或間接取得、處置或以任何其他方式處理任何證券、期貨合約、槓桿式外匯交易合約，或任何證券、期貨合約、槓桿式外匯交易合約或集體投資計劃的權益，為期四年，由本報告發出日期起計。
- (ii) 依據第 257(1)(c)條的規定，該公司不得再作出可構成《條例》所界定為內幕交易、虛假交易、操控價格或操縱證券市場的失當行為。

#### *Bill Hwang*

138. 向 Hwang 施加以下命令：

- (i) 依據第 257(1)(b)條的規定，未經原訟法庭許可，不得在香港直接或間接取得、處置或以任何其他方式處理任何證券、期貨合約、槓桿式外匯交易合約，或任何證券、期貨合約、槓桿式外匯交易合約或集體投資計劃的權益，為期四年，由本報告發出日期起計。
- (ii) 依據第 257(1)(c)條的規定，不得再作出可構成《條例》所界定為內幕交易、虛假交易、操控價格或操縱證券市場的失當行為。

### *Raymond Park*

139. 根據記錄，審裁處沒有依據第 257(1)(b)及(c)條的規定向他施加命令，只有就下文所述的訟費作出命令。

### *William Tomita*

140. 根據記錄，審裁處並未查證他觸犯罪行，沒有向他施加命令。

### *訟費*

141. 關於依據《條例》第 257(1)(f)(i)及(ii)條的規定應付予證監會的訟費方面，我們從二零一四年七月四日的來函得悉，各方已達成協議，由 Tiger Asia 代為繳付有關訟費。訟費總額為 3,162,562 港元，其計算方法於函中解釋：

- (1) 依據《條例》第 257(1)(f)(i)條的規定，由證監會就有關研訊程序而合理地招致或合理地附帶招致的訟費及開支為 3,007,046 港元，當中專家費用為 482,046 港元，法律訟費及代墊費用則為 2,525,000 港元；以及
- (2) 依據《條例》第 257(1)(f)(ii)條的規定，由證監會在提起該研訊程序前作出調查而合理地招致或合理地附帶招致的訟費及開支為 155,516 港元。

142. 因此，在各方同意下，審裁處按上述條款作出命令。

143. 至於依據《條例》第 257(1)(e)條的規定，應付予政府(審裁處)就有關研訊程序而招致或附帶招致的訟費及開支方面，違規者應付的訟費金額為 451,511 元。此外，鑑於各方就證監會訟費達成協議，審裁處作出暫准命令，訟費須由 Tiger Asia 代為繳付。然而，Tiger Asia 或任何一方如希望審裁處作出不同的命令，則須在本報告發出日期起計 30 日內提出申請。如無人提出申請，這道命令便會成為最終命令。

144. 不論各方就訟費所議定的條款，以及本審裁處在執行其認為合理的各方協議時所採取的步驟為何，訟費問題最終由審裁處酌情決定。因此，上述頒布的命令，不論是最終還是臨時命令，均受以下條

件所規限：Hwang 和 Park 仍須與 Tiger Asia 一起就所有訟費負上共同及各別的法律責任，直至訟費全數繳付為止。

《條例》第 264(1)條

145. 審裁處依據《條例》第 264(1)條的規定，指令發出書面通知，以便在原訟法庭登記該等命令。

(簽署)

終審法院非常任法官夏正民

(主席)

(簽署)

張家利先生

(成員)

(簽署)

陳宛珊女士

(成員)

二零一四年十月七日

# 附錄 A

關於中國銀行股份有限公司(股份代號：3988)及  
中國建設銀行股份有限公司(股份代號：939)的  
上市證券事宜

依據《證券及期貨條例》(第 571 章)  
(“該條例”)  
第 252(2)條及附表 9  
向市場失當行為審裁處發出的通知

證監會認為，中國銀行股份有限公司(股份代號：3988)(“中銀”)及中國建設銀行股份有限公司(股份代號：939)(“建銀”)的證券交易曾發生或可能曾發生該條例第 XIII 部第 270 條(“內幕交易”)及第 274 條(“虛假交易”)所指的市場失當行為，故現要求市場失當行為審裁處進行研訊並裁定：

- (a) 是否曾發生市場失當行為；
- (b) 任何曾從事該項被斷定為已作出的市場失當行為的人的身分；及
- (c) 因該市場失當行為而獲取的利潤或避免的損失的金額(如有的話)。

涉嫌曾從事市場失當行為活動的人士及／或法人團體

Tiger Asia Management LLC(“Tiger Asia”)、Bill Hwang Sung Kook 先生(“Hwang”)、Raymond Park(“Park”)先生及 William Tomita 先生(“Tomita”)。

為提起研訊程序而作的陳述

1. 在所有關鍵時間，Tiger Asia 是一家在美國特拉華州註冊成立的有限責任公司。該公司管理經由 Tiger Asia Fund LP 及 Tiger Asia Overseas Fund Ltd(“該兩隻基金”)運作的對沖基金。

2. Hwang 在所有關鍵時間為 Tiger Asia 的管理層股東，對其投資管理負有整體責任。他當時是該兩隻基金的唯一主事人兼投資組合經理。
3. Park 在所有關鍵時間為 Tiger Asia 的董事或僱員。自 2006 年 4 月以來，他在 Tiger Asia 一直任職常務董事兼交易部主管，負責掌管 Tiger Asia 的交易部門、監督其買賣盤和管理其與經紀的關係。Park 當時是該兩隻基金(由 Tiger Asia 管理)的首席交易員。
4. Tomita 在所有關鍵時間為 Tiger Asia 的董事或僱員，負責為 Tiger Asia 的交易活動提供支援。
5. 在所有關鍵時間，Park 及 Tomita 同獲 Tiger Asia 授權以代其向以下公司落盤買賣證券：CLSA Singapore Pte(“CLSA”)(Tiger Asia 在 Calyon Securities (USA) Inc 設有一個帳戶，而 Calyon Securities (USA) Inc 為買賣香港和亞洲其他國家的股票所發出的交易指示均經由 CLSA 處理)、野村國際(香港)有限公司(“野村”)(作為 Nomura Securities International Inc 的代理)、Fox-Pitt Kelton (Asia) Ltd(“Fox Pitt”)(作為 Fox-Pitt New York 或 Fox-Pitt London 的代理)、大和証券盛民博昌(香港)有限公司(“大和”)(代表 Daiwa Securities America Inc)、法國巴黎證券(亞洲)有限公司(“法巴證券”)、中國國際金融香港證券有限公司(“中國金融”)以及香港上海滙豐銀行有限公司(“滙豐”)(代表 HSBC Securities (USA) Inc)。
6. 2008 年 12 月 31 日，UBS AG 代其本身以每股 1.93 港元配售 3,377,860,684 股中銀 H 股(“12 月 31 日配售”)。
7. 2009 年 1 月 7 日，UBS AG 代表 Bank of America Corporation(“BOA”)以每股 3.92 港元配售 5,623,655,000 股建銀 H 股(“1 月 7 日配售”)。
8. 2009 年 1 月 13 日，Morgan Stanley & Co International PLC、ABN AMRO Bank N.V. 香港分行及中銀國際亞洲有限公司

代表 The Royal Bank of Scotland Group PLC(“RBS”)以每股 1.71 港元配售 10,809,154,259 股中銀 H 股(“1 月 13 日配售”)。

### 12 月 31 日配售

9. 2008 年 12 月 19 日，Park 向 UBS AG 的 Peter Guenthardt 先生(一名根據該條例第 247 條所訂與中銀有關連的人士)承諾，Tiger Asia 在取得以下消息後不會買賣中銀股份：
  - a. UBS AG 有意在禁售期屆滿後，於 2008 年 12 月 31 日透過多家機構聯合交易的方式出售其全部總值約 10 億美元的 33.78 億股中銀股份；
  - b. 交易日期及取值日期俱為 2008 年 12 月 31 日，因此交收將在 T+0 日(即交易日期)進行；
  - c. 價格將以折讓 2008 年 12 月 30 日收市價的方式釐定，折讓率將介乎 8%至 10%之間(統稱為“UBS 配售消息”)。
10. UBS 配售消息乃關於中銀、一名中銀股東(即 UBS AG)及／或中銀上市證券的具體消息，而這些消息並非普遍為慣常(或相當可能會)進行該法團上市證券交易的人所知，但該等消息如普遍為他們所知，則相當可能會對該等上市證券的價格造成重大影響，故此，UBS 配售消息屬該條例第 245 條所界定的有關消息。
11. Park 將 UBS 配售消息轉告予 Hwang°Hwang 於是(1)代表 Tiger Asia 決定在 12 月 31 日配售中認購股份；及(2)促致 Park 及／或 Tomita 在 2008 年 12 月 31 日前就中銀股份發出賣空指示。
12. 在 2008 年 12 月 19 日至 30 日期間，Tiger Asia 和 Park 及／或 Tomita(兩人以 Tiger Asia 的代理人身分並代表 Tiger Asia

行事)在掌握從某名他們知道或有合理理由相信與中銀有關連的人士(Guenthardt 先生)獲悉的有關消息(即 UBS 配售消息)的情況下，透過大和、法巴證券、滙豐及中國金融以每股平均價 2.2359 港元賣空 1.04 億股中銀股份。

13. 2008 年 12 月 31 日，經由 Tiger Asia 管理的該兩隻基金獲分配合共 1.99 億股中銀股份，每股作價 1.93 港元。2008 年 12 月 31 日及 2009 年 1 月 2 日，中銀股份的平均成交價為 2.1478 港元。公眾在 2008 年 12 月 31 日收市後才獲悉配售消息，此前 Tiger Asia 先以每股平均價 2.2359 港元賣空股份，使其能夠以較 2008 年 12 月 31 日及 2009 年 1 月 2 日的每股平均成交價高出 0.0881 港元的價格，沽出 1.04 億股股份，繼而從中獲利 9,126,116 港元（經計及交易成本）。

#### 1 月 7 日配售

14. 2009 年 1 月 6 日，Park 向 UBS AG 的 Samuel James Kendall 先生(一名根據該條例第 247 條所訂與建銀有關連人士)承諾，Tiger Asia 在獲得消息後不會買賣建銀股份。該消息是指 BOA 有意根據與先前在 2008 年 12 月中提出的方案相若的條款(即以較收市價折讓約 15%的價格)，出售其 56 億股建銀股份(“BOA 配售消息”)。
15. BOA 配售消息乃關於建銀、一名建銀股東(即 BOA)及／或建銀上市證券的具體消息，而這些消息並非普遍為慣常(或相當可能會)進行該法團上市證券交易的人所知，但該等消息如普遍為他們所知，則相當可能會對該等上市證券的價格造成重大影響，故此，BOA 配售消息屬該條例第 245 條所界定的有關消息。
16. Park 將 BOA 配售消息轉告予 Hwang。Hwang 於是(1)代表 Tiger Asia 決定在 1 月 7 日配售中認購股份；及(2)促使 Park 及／或 Tomita 在 2009 年 1 月 7 日前就建銀股份發出買股、賣空及賣股的指示。

17. 2009 年 1 月 6 日，Tiger Asia 和 Park 及／或 Tomita(兩人以 Tiger Asia 的代理人身分行事)在掌握從某名他們知道或有合理因由相信與建銀有關連的人士(Kendall 先生)獲悉的有關消息(即 BOA 配售消息)的情況下，整日透過 CLSA 以每股平均價 4.5912 港元買入 1,700 萬股建銀股份，然後在同日透過大和於收市競價交易時段內以每股 4.45 港元沽出該等 1,700 萬股股份。
18. 此外，Tiger Asia 在 2009 年 1 月 6 日以每股平均價 4.5263 港元賣空 9,300 萬股建銀股份(其中 5,000 萬股透過野村落盤，另外 4,300 萬股則透過 Fox-Pitt 落盤)。
19. 2009 年 1 月 7 日，Tiger Asia 獲分配合共 19.77 億股建銀股份，每股作價 3.92 港元。2009 年 1 月 7 日，除卻配售股份外，建銀股份的平均成交價為 4.1788 港元。公眾在 2009 年 1 月 7 日才獲悉配售消息，此前 Tiger Asia 先以平均價 4.5263 港元賣空 9,300 萬股股份，使其能夠以較高價格(每股高出 0.3475 港元)沽出該等 9,300 萬股股份，繼而從中獲利 32,067,618 港元(經計及交易成本)。
20. 此外，在 Park 及 Tomita 於 2009 年 1 月 6 日發出的買盤及賣空指示之中，依據部分指示所作之交易並不涉及該等股份的實益擁有權的轉變。
21. 落盤買入 1,700 萬股股份的目的及作用，在於取得股份以備在 2009 年 1 月 6 日的收市競價交易時段內可輸入指示(透過大和發出)將 1,700 萬股股份沽出，藉此壓低建銀股份的收市價。如此一來，只要股價反應合乎預期，Tiger Asia 便能在 2009 年 1 月 7 日以較低價格獲得建銀配售股份。
22. 在 2009 年 1 月 6 日先後落盤買入和沽出 1,700 萬股建銀股份，是意圖使該等交易具有或相當可能具有或罔顧該等交易是否具有或相當可能具有造成在香港聯交所交易的建銀股份在行情或買賣價格方面的虛假或具誤導性的表象的效果。

1 月 13 日配售

23. 2009 年 1 月 12 日，Park 向 Morgan Stanley 的 Justin Haik 先生(一名根據該條例第 247 條所訂與中銀有關連人士)承諾，Tiger Asia 在獲得消息後不會買賣中銀股份。該消息是指 RBS 有意在投資者有所需求的情況下出售其持有的全部 108 億股中銀股份；該項大規模出售中銀股份的交易，預期會在緊隨的 24 至 48 小時內進行，而指示折讓率介乎當日收市價的 7%至 11%(“RBS 配售消息”)。
24. RBS 配售消息乃關於中銀、一名中銀股東(即 RBS)及／或中銀上市證券的具體消息，而這些消息並非普遍為慣常(或相當可能會)進行該法團上市證券交易的人所知，但該等消息如普遍為他們所知，則相當可能會對該等上市證券的價格造成重大影響，故此，RBS 配售消息屬該條例第 245 條所界定的有關消息。
25. Park 將 RBS 配售消息轉告予 Hwang。Hwang 於是(1)代表 Tiger Asia 決定在 1 月 13 日配售中認購股份；及(2)促致 Park 及／或 Tomita 在 2009 年 1 月 14 日前就中銀股份發出賣空指示。
26. 2009 年 1 月 12 日及 13 日，Tiger Asia 和 Park 及／或 Tomita(兩人以 Tiger Asia 的代理人身分行事)在掌握從某名他們知道或有合理理由相信與中銀有關連的人士(Haik 先生)獲悉的有關消息(即 RBS 配售消息)的情況下，透過 CLSA 及法巴證券以每股平均價 1.8718 港元賣空 256,432,000 股中銀股份(透過直接向市場賣空股份及藉訂立一項股權掉期進行)。
27. 2009 年 1 月 13 日收市後，Tiger Asia 獲分配 4.5 億股中銀股份，每股作價 1.71 港元。2009 年 1 月 13 日及 2009 年 1 月 14 日，中銀股份的收市價分別為 1.85 港元及 1.90 港元。公眾在 2009 年 1 月 13 日收市後才獲悉配售消息，此前 Tiger Asia 先以每股 1.8718 港元沽出 256,432,000 股股份，但此價格最終卻低於中銀股份在 2009 年 1 月 14 日的平均成交價 1.9121 港元，因而造成虧損 10,307,816 港元(經計及交易成本)。Hopu Investment Management Company 參與 RBS 配售項

目成為其中一名重要承配人，加上有傳言指 Central SAFE Investments Ltd 亦為承配人之一，以及中國投資有限責任公司在配售後在市場買入有關股份，均對配售後的股價表現造成重大影響。這些意料之外的事件似乎能夠解釋公眾在 2009 年 1 月 14 日獲悉配售消息時，股價為何會突然攀升。

28. 因此，基於上述所有事宜，Tiger Asia、Hwang、Park 及 Tomita 已共同或各別地從事或可能已從事市場失當行為，違反該條例第 270 條及／或第 274 條。

日期：2013 年 7 月 11 日

證券及期貨事務監察委員會

# 附錄 B

市場失當行為審裁處研訊程序  
中國銀行股份有限公司(證券代號 3988)及  
中國建設銀行股份有限公司(證券代號 939)  
上市證券事宜

同意並確認為事實的聲明

二零一三年七月十一日，證券及期貨事務監察委員會(下稱“證監會”)發出通知，根據《證券及期貨條例》(第 571 章)(下稱“《條例》”)第 252(2)條的規定，在香港市場失當行為審裁處提起研訊程序。本聲明的內容，僅供有關研訊程序作出完整和最終定奪之用；以下指明人士未有就其他目的而承認任何事項。

1. 在二零零八年十二月十九日至二零零九年一月十三日期間，Tiger Asia Management LLC (下稱“Tiger Asia”)、Bill Hwang Sung Kook(下稱“Hwang”)及 Raymond Park(下稱“Park”)在中國建設銀行股份有限公司(下稱“建銀”)及中國銀行股份有限公司(下稱“中銀”)的證券交易中，作出《條例》第 270(1)(e)及 274(1)(b)條所界定的市場失當行為。有關的市場失當行為詳情，載於下文第 13 至 41 段；Tiger Asia 所取得的名義上的利潤，則詳載於下文第 42 至 45 段。
2. 就本聲明而言，證監會同意 William Tomita(下稱“Tomita”)沒有作出《條例》第 XIII 部所述的市場失當行為，以及他在關鍵時間是一名初級職員，一直都是按照 Hwang 和 Park 的指示而行事的。

相關各方的背景

3. 在所有關鍵時刻，Tiger Asia 是一家在美國特拉華州註冊成立的有限責任公司，主要的營業地點在 101 Park Avenue, New York, New York 10178，負責管理 Tiger Asia Fund LP 的行政事務。Tiger Asia Fund LP 是特拉華州一家有限責任合伙公司，專營中國、日本及韓國的股本投資。Tiger Asia 也是 Tiger Asia Overseas Fund Limited 的投資經理。Tiger Asia Overseas Fund Limited 根據開曼群島的法律註冊成立，是一隻供非美國人及某些免繳美國稅的人士購買的平行基金。Tiger Asia Fund LP 和 Tiger Asia Overseas Fund Limited 在此統稱為“兩隻 Tiger Asia 基金”。Tiger Asia 所有僱員都在紐

約，該公司在香港並無營業地點，也沒有設立辦公室。

4. 在所有關鍵時刻，Hwang 是 Tiger Asia 的主要及唯一管理層股東，直接負責兩隻 Tiger Asia 基金的所有投資決定。他根據 Tiger Asia Fund LP 在二零零八年十二月訂立的《機密私募備忘錄》的條款，以及 Tiger Asia Overseas Fund Limited 在二零零八年十二月訂立《機密解釋備忘錄》，直接為兩隻 Tiger Asia 基金作出所有投資決定。此外，Hwang 是 Tiger Asia Fund LP 的普通合伙人 Tiger Asia Partners LLC 的主要及唯一管理層股東。Tiger Asia Partners LLC 是一家在美國特拉華州註冊成立的有限責任公司，負責管理 Tiger Asia Fund LP 的投資事務。
5. 在所有關鍵時刻，Park 是 Tiger Asia 的董事或僱員。他在二零零六年四月加入 Tiger Asia，自此一直擔任公司的常務董事兼交易部主管，也一直在 Hwang 屬下掌管 Tiger Asia 的交易部門、督導買賣盤及管理部門與經紀的關係。Park 當時是由 Tiger Asia 所管理的兩隻基金的首席交易員。
6. 在所有關鍵時刻，Tomita 是 Tiger Asia 的僱員。他是一名初級職員，按照 Hwang 和 Park 的指示，為 Tiger Asia 的交易活動提供支援。
7. 在所有關鍵時刻，Park 和 Tomita 同獲 Tiger Asia 授權，代其向若干證券公司發出買賣盤指示，以買賣證券。該等公司為 CLSA Singapore Pte (下稱“CLSA”；Tiger Asia 在 Calyon Securities (USA) Inc 設有帳戶，而後者為買賣香港和亞洲其他國家股票所發出的交易指示，均經由 CLSA 處理)；野村國際(香港)有限公司(下稱“野村”，是 Nomura Securities International Inc 的代理)；Fox-Pitt Kelton (Asia) Ltd (下稱“Fox Pitt”，是 Fox-Pitt New York 或 Fox-Pitt London 的代理)；大和証券盛民博昌(香港)有限公司(下稱“大和”，代表 Daiwa Securities America Inc 行事)；法國巴黎證券(亞洲)有限公司(下稱“法巴證券”)；中國國際金融香港證券有限公司(下稱“中國金融”)；以及香港上海滙豐銀行有限公司(下稱“滙豐”，代表 HSBC Securities (USA) Inc 行事)。

## 有關的上市法團

8. 建銀是一家在中華人民共和國註冊成立的有限責任合股公司。自二零零五年十月二十七日開始，建銀在香港證券交易所(下稱“港交所”)上市，發行 H 股，證券代號為 939。美國銀行(下稱“美銀”)是建銀首次公開招股前的策略投資者兼大股東，承諾在二零零八年十月二十七日前會繼續持有建銀股份。
9. 中銀是一家在中華人民共和國註冊成立的有限責任合股商業銀行。自二零零六年六月開始，中銀在港交所上市，發行 H 股，證券代號為 3988。瑞士銀行(下稱“瑞銀”)和 RBS China Investments Sarl(下稱“RBS China”)都是中銀首次公開招股前的策略投資者，而 RBS China 更是中銀的大股東；兩者分別承諾在二零零八年十二月三十及三十一日前會繼續持有中銀股份。
10. 二零零八年十二月三十一日，瑞銀代表本身集團，以每股 1.93 港元的價格，配售 3377860684 股中銀 H 股股份(下稱“十二月三十一日配股計劃”)。
11. 二零零九年一月七日，瑞銀代表美銀，以每股 3.92 港元的價格，配售 5623655000 股建銀 H 股股份(下稱“一月七日配股計劃”)。
12. 在二零零九年一月十三日收市後，Morgan Stanley & Co International PLC(下稱“摩根士丹利”)、ABN AMRO Bank N.V.香港分行及中銀國際亞洲有限公司代表蘇格蘭皇家銀行有限公司(下稱“蘇銀”)，以每股 1.71 港元的價格，配售 10809154259 股中銀 H 股股份(下稱“一月十三日配股計劃”)。

## 十二月三十一日配股計劃——市場失當行為——内幕交易(《條例》第 270(1)(e)條)

13. 大約由二零零八年十二月十九日開始，瑞銀向準承配人打聽他們對十二月三十一日配股計劃的意向，並獲他們承諾，在得知此促銷消息後，不會買賣有關股份。

14. 二零零八年十二月十九日，Park 向瑞銀的 Peter Guenthardt(根據《條例》第 247 條的定義，屬與中銀有關連的人)承諾，Tiger Asia 在取得以下消息後不會買賣中銀股份：

- a. 瑞銀有意在禁售期屆滿後，於二零零八年十二月三十一日，透過集團式籌資交易的方式，出售其全部總值約 10 億美元的 33.78 億股中銀股份；
- b. 交易日期及取值日期俱為二零零八年十二月三十一日，因此交收將在 T+0 日(即交易日期)進行；
- c. 售價將按二零零八年十二月三十日收市價的某折讓幅度釐定，折讓率將介乎 8%至 10%之間。

(統稱為“瑞銀配股消息”)

15. 瑞銀配股消息乃關於中銀、一名中銀股東(即瑞銀)及／或中銀上市證券的具體消息，而這些消息並非普遍為慣常(或相當可能會)進行該法團上市證券交易的人所知，但該等消息如普遍為他們所知，則相當可能會對該等上市證券的價格造成重大影響。因此，瑞銀配股消息屬《條例》第 245 條所界定的有關消息。

16. Park 將瑞銀配股消息轉告 Hwang。Hwang 於是(1)決定代表 Tiger Asia 在十二月三十一日配股計劃中認購股份；以及(2)促使 Park 及／或 Tomita 在二零零八年十二月三十一日前發出賣空中銀股份的指示，因而作出了《條例》第 270(1)(e)條所界定的內幕交易。

17. 二零零八年十二月十九日至三十日，Tiger Asia 和 Park 從一名他們知道與中銀有關連的人(Guenthardt)處獲悉有關消息(即瑞銀配股消息)，並在掌握該消息的情況下，透過大和、法巴證券、滙豐及中國金融，以平均每股 2.2359 港元的價格，賣空 1.04 億股中銀股份，因而作出了《條例》第 270(1)(e)條所界定的內幕交易。

18. Tomita 按照指示，協助 Park 向不同的經紀發出買賣盤指示。

19. 由 Park 及／或 Tomita 作出並由有關經紀執行的買賣盤指示，總結如下：

日期	經紀	賣空中銀股份
二零零八年十二月十九日	大和	1 700 萬股
二零零八年十二月二十二日	法巴證券	1 700 萬股
二零零八年十二月二十三日	滙豐	1 700 萬股
二零零八年十二月二十四日	中國金融	1 700 萬股
二零零八年十二月二十九日	滙豐	1 800 萬股
二零零八年十二月三十日	大和	1 800 萬股

20. 二零零八年十二月三十一日，由 Tiger Asia 管理的兩隻基金合共獲配售 1.99 億股中銀股份，每股作價 1.93 港元。二零零八年十二月三十一日及二零零九年一月二日，中銀股份的平均成交價為 2.1478 港元。公眾在二零零八年十二月三十一日收市後才獲悉配股消息，此前 Tiger Asia 先以平均每股 2.2359 港元的價格賣空股份，即能以每股較二零零八年十二月三十一日及二零零九年一月二日的平均成交價高出 0.0881 港元的價格，賣出 1.04 億股股份。Tiger Asia、Hwang 和 Park 因而作出了《條例》第 270(1)(e)條所界定的內幕交易。在除去交易成本後，Tiger Asia 從中獲利 9,126,116 港元。

**一月七日配股計劃——市場失當行為——內幕交易及虛假交易(《條例》第 270(1)(e)及 274(1)(b)條)**

21. 二零零九年一月六日，瑞銀向準承配人打聽他們對一月七日配股計劃的意向，並獲他們承諾，在得知此促銷消息後，不會買賣有關股份。

22. 二零零九年一月六日，Park 向瑞銀的 Samuel James Kendall(根據《條例》第 247 條的定義，屬與建銀有關連的人)承諾，Tiger Asia 在取得消息後不會買賣建銀股份。該消息是指美銀有意根據與先前在二零零八年十二月中提出的方案相若的條款(即以較收市價折讓約 15%的價格)，出售其 56 億股建銀股份(下稱“美銀配股消息”)。
23. 美銀配股消息乃關於建銀、一名建銀股東(即美銀)及／或建銀上市證券的具體消息，而這些消息並非普遍為慣常(或相當可能會)進行該法團上市證券交易的人所知，但該等消息如普遍為他們所知，則相當可能會對該等上市證券的價格造成重大影響。因此，美銀配股消息屬《條例》第 245 條所界定的有關消息。
24. Park 將美銀配股消息轉告 Hwang。Hwang 於是(1)決定代表 Tiger Asia 在一月七日配股計劃中認購股份；以及(2)促使 Park 及／或 Tomita 在二零零九年一月七日前發出買入、賣空及賣出建銀股份的指示，因而作出了《條例》第 270(1)(e)條所界定的內幕交易。
25. 二零零九年一月六日，Tiger Asia 和 Park 從一名他們知道與建銀有關連的人(Kendall)處獲悉有關消息(即美銀配股消息)，並在掌握該消息的情況下，整日透過 CLSA，以平均每股 4.5912 港元的價格，買入 1700 萬股建銀股份，然後在同日收市競價交易時段內，透過大和，以每股 4.45 港元的價格，賣出該 1700 萬股股份，因而作出了《條例》第 270(1)(e)所界定的內幕交易，並在交易中虧損 2,952,385 港元。
26. Tomita 按照指示，協助 Park 向不同的經紀發出買賣盤指示。
27. 由 Park 及／或 Tomita 作出並由有關經紀執行的買賣盤指示，總結如下：

日期	經紀	建銀股份
二零零九年一月六日	CLSA	買入 1 700 萬股
二零零九年一月六日	大和	賣出 1 700 萬股

28. 此外，二零零九年一月六日，Tiger Asia 以平均每股 4.5263 港元的價格，賣空 9300 萬股建銀股份(其中 5000 萬股透過野村，另外 4300 萬股則透過 Fox-Pitt 執行)。Tiger Asia、Hwang 和 Park 因而作出了《條例》第 270(1)(e)所界定的內幕交易。
29. 由 Park/Tomita 作出並由有關經紀執行的買賣盤指示，總結如下：

日期	經紀	賣空建銀股份
二零零九年一月六日	野村	5 000 萬股
二零零九年一月六日	Fox Pitt	4 300 萬股

30. 二零零九年一月七日，Tiger Asia 一共獲配售 19.77 億股建銀股份，每股作價 3.92 港元。同日，除配售股份外，建銀股份的平均成交價為 4.1788 港元。公眾在當日才獲悉配股消息，此前 Tiger Asia 先以平均每股 4.5263 港元的價格，賣空 9300 萬股股份，即能以較高價格(每股高出 0.3475 港元)賣出該 9300 萬股股份。Tiger Asia、Hwang 和 Park 因而作出了《條例》第 270(1)(e)條所界定的內幕交易。在除去交易成本後，Tiger Asia 從中獲利 32,067,618 港元。
31. 此外，二零零九年一月六日，Park 在 Tomita 協助下，發出買入及賣空建銀股份的指示。部分依據指示所作的交易並不涉及實益擁有權的轉變，總數為 2017000 股。
32. 發出買入 1700 萬股買盤的目的及作用，在於取得股份，以便於二零零九年一月六日的收市競價交易時段內輸入賣盤指示(透過大和發出)，將 1700 萬股股份賣出。由於在收市競價交易時段內不得輸入新的賣空指示，Tiger Asia 在二零零九年一月六日開市時並未持有建銀股份，必須先從市場買入股份，方可於收市競價交易時段內賣出股份。至於發出賣盤指示的目的，是阻止建銀股份的收市價上升。因此，只要股價的反應一如預期，Tiger Asia 便能在二零零九年一月七日以較低價格(低於假若 Tiger Asia 沒有發出賣盤指示的價格)買入建銀配售股份。

33. 二零零九年一月六日，Park 執行並指示 Tomita 協助他執行買入和賣出 1700 萬股 建銀股份的買賣盤交易，令在港交所交易的建銀股份在行情或買賣價格方面出現虛假或具誤導性的表象。Tiger Asia、Hwang 和 Park 因而作了《條例》第 274(1)(b)條所界定的虛假交易。

一月十三日配股計劃——市場失當行為——內幕交易(《條例》第 270(1)(e)條)

34. 二零零九年一月十二日，摩根士丹利向準承配人打聽他們對一月十三日配股計劃的意向，並獲他們承諾，在得知促銷消息後，不會買賣有關股份。
35. 二零零九年一月十二日，Park 向摩根士丹利的 Justin Haik(根據《條例》第 247 條的定義，屬與中銀有關連的人)承諾，Tiger Asia 在取得消息後不會買賣中銀股份。及後從 Haik 處取得的消息，是關於蘇銀有意在投資者對中銀股份有需求的情況下，出售其持有的全部 108 億股股份；該項大手拋售中銀股份的交易，預期會在緊隨的 24 至 48 小時內進行，而參考折讓率則介乎當日收市價的 7% 至 11% (下稱“蘇銀配股消息”)。
36. 蘇銀配股消息屬關於中銀、一名中銀股東(即蘇銀)及／或中銀上市證券的具體消息，而這些消息並非普遍為慣常(或相當可能會)進行該法團上市證券交易的人所知，但該等消息如普遍為他們所知，則相當可能會對該等上市證券的價格造成重大影響。因此，蘇銀配股消息屬《條例》第 245 條所界定的有關消息。
37. Park 將蘇銀配股消息轉告 Hwang。Hwang 於是(1)決定在一月十三日配股計劃中，代表 Tiger Asia 認購股份；以及(2)促使 Park 及／或 Tomita 在二零零九年一月十四日前發出賣空中銀股份指示，因而作出了《條例》第 270(1)(e)條所界定的內幕交易。
38. 二零零九年一月十二日及十三日，Tiger Asia 和 Park 從一名他們知道或有合理理由相信是與中銀有關連的人(Haik)處取得有關消息(即蘇銀配股消息)，並在掌握該消息的情況下，透過 CLSA 及法巴證券，以平均每股 1.8718 港元的價格，賣空 256432000 股中銀股份(透過直接向市場賣空股份，以及藉訂立股權掉期合約的方式進行)。Tiger Asia、Hwang 和 Park 因而作出了《條例》第 270(1)(e)條所界定的內幕交易。

39. Tomita 按照指示，協助 Park 向不同的經紀發出買賣盤指示。
40. 由 Tomita 作出並由有關經紀執行的買賣盤指示，總結如下：

日期	經紀	賣空中銀股份
二零零九年一月十二日	CLSA	82733000 股 <sup>1</sup>
二零零九年一月十三日	法巴證券	173699000 股 <sup>2</sup>

41. 在二零零九年一月十三日收市後，Tiger Asia 獲配售 4.5 億股中銀股份，每股作價 1.71 港元。一月十三日及一月十四日，中銀股份的收市價分別為 1.85 港元及 1.90 港元。公眾在一月十三日收市後才獲悉配股消息，但此前 Tiger Asia 先以每股 1.8718 港元的價格，賣空 256432000 股股份。不過，此價最終低於中銀股份在一月十四日的平均成交價 1.9121 港元，在除去交易成本後，Tiger Asia 虧損 10,307,816 港元。

### 獲利金額

42. 在十二月三十一日的配股計劃中，Tiger Asia 在跨牆後、配股消息公布前，透過賣空中銀股份，賺得約 9,126,116 港元利潤。
43. 在一月七日配股計劃中，Tiger Asia 在跨牆後、配股消息公布前，透過賣空建銀股份，賺得約 32,067,618 港元利潤。這個利潤數字，並未計及 Tiger Asia 在二零零九年一月六日因買賣 1700 萬股建銀股份而虧損的 2,952,385 港元。
44. 在一月十三日配股計劃中，Tiger Asia 在跨牆後、配股消息公布前，因賣空股份而虧損 10,307,816 港元。

---

<sup>1</sup> 實際發出和執行的賣空盤指示涉及 142733000 股股份，當中部分賣空盤指示在 10:06:23 時發出，較 11:58:06 時發生的跨牆事件為早，因此不構成目前所指稱的內幕交易。這裏的“跨牆”事件是指 Tiger Asia 在取得配股消息後不會買賣中銀股份的承諾。

<sup>2</sup> 賣空倉因訂立股權掉期合約而成立。

45. Hwang、Park 及 Tiger Asia 在十二月三十一日及一月七日配股計劃中作出市場失當行為後，為 Tiger Asia 賺得名義上的利潤 41,193,734 港元。

原告人簽署：

簽署：(簽署)

姓名：(MARK STEWARD)

日期：二零一三年十二月十七日

見證人簽署：(簽署)

姓名：MAUREEN GARRETT

日期：二零一三年十二月十七日

代表第一被告人：

簽署：(簽署)

姓名：A.H.LINNING

日期：二零一三年十二月十六日

見證人簽署：(簽署)

姓名：LEE SHEUNG SHAN

日期：二零一三年十二月十六日

代表第二被告人：

簽署：(簽署)

姓名：(印章)Alexander David Morrison

Solicitor

Reed Smith

Richards Butler

20/F Alexandra House

Hong Kong SAR

日期：二零一三年十二月十六日

見證人簽署：(簽署)

姓名：(印章)Veronica Siwang To

Solicitor

Reed Smith

Richards Butler

20/F Alexandra House

Hong Kong SAR

日期：二零一三年十二月十六日

代表第三被告人：

簽署：(簽署)

姓名：(印章)BENJAMIN DOMINIC CHAN

Solicitor, Hong Kong SAR

Robertsons

日期：二零一三年十二月十六日

見證人簽署：(簽署)

姓名：(印章)YEUNG TAK YI STEPHANIE

Solicitor, Hong Kong SAR

Robertsons

日期：二零一三年十二月十六日