

二零一二年六月二十一日

恒大地產集團有限公司的證券交易

市場失當行為審裁處報告書

第一及第二部分：審裁處依據《證券及期貨條例》(第 571 章)

第 252(3)(a)、(b)及(c)條規定呈交的報告書

索引

	段數
第一章 引言	1-61
恒大	1-8
二零一二年六月二十一日的 事件	9-12
<i>Citron</i> 報告	13-16
<i>Andrew Left</i>	17-24
<i>Citron</i> 報告概覽	25-30
香港市場得知消息	31-37
沽空	38-39

	證監會的通知	40-49
	限定研訊範圍	50-54
	證監會的通知和案情概要送達後 所發生的事情	55-61
第二章	在研訊提出證據的涵蓋範圍	62-80
	二零一五年十月二十七日的 裁定	62-70
	結案陳詞：剝奪陳詞的機會	71-78
	二零一六年二月二十三日的 裁定	79-80
第三章	有關法律的指示	81-135
	《條例》第 277(1)條所需的要素	81-82
	第一項所需要素：指明人士必須散 發該資料或牽涉入散發該資料	83

第二項所需要素：該資料必須相當 可能會誘使他人 在香港進行股份 交易	84
第三項所需要素：該資料必須在某 “事關重要的事實” 方面屬 “虛 假或具誤導性”	85
第四項所需要素：知情、罔顧實情 或後果、疏忽	86
(i) 知情	87-89
(ii) 罔顧實情或後果	90-94
(iii) 疏忽	95-127
舉證責任和準則	128-129
良好品格	130
作出推論	131
專家證供	132-135

第四章	第 277(1)條所需的第一及第二項要素	136-162
	散發有關資料的要素，即 <i>Left</i> 先生牽涉入在互聯網上發布 <i>Citron</i> 報告一事	136-137
	“相當可能會”對市場造成影響的要素，即 <i>Citron</i> 報告頗有可能誘使他人 在香港售賣或購買恒大股份而對市場造成影響	138-162
第五章	第 277(1)條所需的第三項要素	163-243
	虛假資料的要素(即資料必須在某事關重要的事實方面屬虛假或具誤導性)	163
	該如何解讀 <i>Citron</i> 報告？	164-172
	楊楚豪先生的證供	173-178
	謝惠華先生的證供	179-181

馮保羅先生的證供	182-187
A. 關於無力償債的指稱	188-190
B. 第一組技術性會計指稱—— 利用“帳外”工具少報債項	191-218
C. 第二組指稱——誇大恆大 業投資組合的價值，編 造“虛擬”利潤，以及 少報開發成本	219-243
第六章 第 277(1)條所需的第四項要素	244-254
證明構成罪責的思想狀態，即 <i>Left</i> 先生知道該資料在某事關重要的 事實方面屬虛假或具誤導性，或罔 顧該資料是否屬上述資料，或在該 資料是否屬上述資料方面有疏忽	
知情	244
罔顧實情或後果	245-253

第七章	審裁處就罪責所作裁定的摘要	255-256
-----	---------------	---------

報告書第一部份的連署人

第八章	命令	257-281
-----	----	---------

A.	背景	257-260
----	----	---------

B.	施加的命令	261-271
----	-------	---------

C.	審裁處施加“冷淡對待”令	272-281
----	--------------	---------

和“終止及停止”令的理由

報告書第二部份的連署人

索引——附錄

	段數	
附錄 “A”	二零一二年六月二十一日早上發 表的 Citron 報告	A1-A57
附錄 “B”	恒大在二零一二年六月二十二日 發表的第二份澄清公告	A58-A66
附錄 “C”	證券及期貨事務監察委員會的通 知	A67-A69
附錄 “D”	案情概要	A70-A74
附錄 “E”	二零一五年十月二十七日發下的 裁定	A75-A82
附錄 “F”	二零一六年二月二十三日發下的 第二項裁定	A83-A89
附錄 “G”	第二份澄清公告第 4.1 段	A90

第一章

引言

恒大

1. 恒大地產集團有限公司(“恒大”)是在開曼羣島註冊成立的控股公司，連同旗下多家附屬公司，在中華人民共和國(“中國”)內地擁有廣泛的房地產業務，包括房地產開發及建設、物業投資和物業管理。

2. 二零零九年十一月，恒大在香港聯合交易所(“聯交所”)上市(股份代號為 3333)。在本報告書發表當日，恒大仍然維持上市地位。

3. 二零一二年年初，恒大是內地一家主要的房地產開發公司，業務覆蓋廣泛地區。

4. 在二零一二年三月底發表的恒大二零一一年年報中，恒大主席許家印先生描述集團的開發活動蓬勃發展：

“於 2011 年 12 月 31 日，集團在建工程面積 3,652.4 萬平方米，竣工面積 1,134.2 萬平方米，建設規模與速度業內

領先。集團繼續堅持規模化快速開發，全年新增在建工程面積 2,389.6 萬平方米，在建項目達到 146 個，而大部分項目取得土地後 6 個月內實現開盤銷售。由於上半年新增土地儲備相對較多，上半年新增在建工程面積為 1,439 萬平方米，下半年相應減少，新增在建工程面積為 950 萬平方米。”

5. 關於集團的土地儲備，恒大主席在其報告書載述：

“年內，集團新進入 41 個城市，項目數量增加 75 個，土地面積增加 4,083.9 萬平方米，新增土地儲備成本約人民幣 667 元／平方米。新增土地儲備分布於重慶、天津、成都、哈爾濱、蘭州、長春、合肥、南昌、鎮江等具增長潛力的 62 個二三線城市。其中，集團於上半年敏銳捕捉調控帶來的併購機遇，新購土地 70 幅，土地儲備面積較 2010 年底增加 3,938.7 萬平方米；下半年則堅持‘消耗多少，補充多少’的基本策略，維持土地儲備消耗與補充的動態均衡。”

6. 總括而言，恒大主席表示，截至二零一一年十二月三十一日的年度，集團收入達 619.2 億元人民幣，所得毛利為 206.1 億元人民幣。集團純利增至 117.8 億元人民幣，增幅為 46.9%。每股盈利為 0.761 元人民幣。

7. 在恒大發表二零一一年年報後數月內，中國中央政府為遏抑樓價施加不少限制，令內地房地產市場受壓。投資者似乎也關注恒大負債偏高的情況。儘管出現這些因素，但在二零一二年首五個月，絕大多數香港市場分析員均看好恒大前景。現舉例說明：

- (i) 德意志銀行在二零一二年四月十日發表分析報告，建議“買入”恒大股份，並表示“在中國住宅物業發展商之中，恒大在我們首選之列”。至於恒大的負債水平，該行再於同年五月二十一日發表分析報告，標題為“市場對恒大盈利／成本過分憂慮；重申‘買入’評級”。
- (ii) 中國工商銀行在二零一二年三月二十九日發表分析報告，建議“買入”恒大股份，並指“雖然市場形勢嚴峻，但該公司業務遍布國內二、三線城市，加上定價策略卓越，銷售動力依然強勁。另一方面，該公司有 61%的項目並非位於限購範圍，最新的限購政策對銷售表現的影響也因而較小。現時該公司股份以我們估計的每股資產淨值

(8.48 港元)的 50%折讓價買賣，我們認為股價廉宜”。

(iii) 星展銀行研究部也在二零一二年六月十一日發表分析報告，建議“買入”恒大股份，理由是股份的估值吸引，以及預料恒大可繼續受惠於“中國支持首次置業的政策”。

8. 恒大股價在二零一二年首個交易日收報 3.25 元，在同年一月餘下時間及二月輕微下跌，其後穩步上揚，惟升幅未見突出。股價在二零一二年五月四日升至新高，收報 4.79 元。

二零一二年六月二十一日的事件

9. 具體而言，截至二零一二年六月二十日(包括該日)的三個月內，恒大股價雖有波動，但沒有呈明顯的上升或下跌趨勢。在這三個月期間，交易股價介乎 3.55 元至 4.81 元。每日成交量為 2670 萬股至 1.873 億股，每日成交價則為 1.126

億元至 7.849 億元；平均成交量為 8220 萬股，平均成交價則為 3.518 億元。¹

10. 然而，在二零一二年六月二十一日，即本報告書所述的關鍵日期，交易情況出現顯著變化。在當天交易初段，恒大股價升至 4.52 元高位，然後卻急跌至 3.60 元的全日低位，較上一天收市價下跌 19.6%。恒大透過聯交所發出公告並與分析員舉行電話會議後，股價稍為回升，但仍收報 3.97 元，較上一天收市價下跌 11.4%。以恒生指數作為參考，當日該指數只下跌 1.3%。

11. 同樣令人注目的是，當日股份成交量高達 9.4 億股，但該年較早時間的單日最高成交量卻只有 2.32 億股，少於二零一二年六月二十一日成交量的 25%。此外，股價波幅也創該年新高，以往最高波幅為 12%，但六月二十一日卻高達 22.7%。²

¹ 上述數字及對股價波動的評估，引述自龍克裘先生二零一四年十二月十七日的專家報告；所述數字並無爭議。

² 上述數字也引述自龍克裘先生的專家報告；所述數字並無爭議。

12. 當日究竟發生何事明顯刺激恒大股份成交量大增，令交投情況如此波動？

Citron 報告

13. 證監會認為，就所有實際目的而言，在成交量及波幅如此巨大的情況下，股價下跌的主要及唯一原因，就是當天早上(香港時間)互聯網上發表了一份深入的分析報告，力圖證明恒大肆意“製造欺詐性帳目”和作出其他不當行為，而且“無力償債”。

14. 發表該報告的組織似乎在東南亞並不廣為人知。該組織以美國為基地，自稱為 Citron Research。然而，不管事前該組織是否為人所知，證監會認為，該組織作出如此嚴重的指稱，引起香港市場強烈反應。

15. Citron Research 在其網站發表了以下內容，稱之為 Citron 報告的預覽也許最為貼切不過：

“這份研究與分析報告經過數月編製，所得的結論是，HK:3333(恒大)實質上是一家無力償債的公司，而且持續向投資大眾呈報有欺詐成分的資料。

我們會在以下篇幅證明上述結論。

恒大的冒起並不關乎“中國房地產泡沫”，而是關於一家公司如何濫用資本市場及中國政府慷慨的借貸，令某人致富、增加他個人的虛榮感，以及支持他進行所喜好的項目。

恒大的財政充斥着賄賂、超支及帳外交易等問題。

恒大的財政狀況混亂不堪，在去年更因提交不準確的財務報表而被中國財政部罰款。”

16. 該預覽繼續作出以下陳述：

“Citron 想清楚說明一點：我們不建議沽空任何中國國有銀行或獲中國政府支持的建設項目的股份。另一方面，我們認為恒大誤導投資者，以及體現了中國新資本主義最壞的一面。*因此，在中國資本市場上，相對其他持倉比重而言，現在是沽空恒大股份的良機。*

不論是因為資本市場、政府執法，還是經濟軟或硬着陸的關係，恒大的下場是可以肯定的，唯一不明確的是何時會發生。” [斜體為本文所加，以示強調]

Andrew Left

17. Citron Research 並非法人團體，姑且稱之為營業名稱，是由一名叫 Andrew Left 的男士所取名的。Citron Research 在其網站自我介紹如下：

“Citron Research 發表專欄文章超過十年，是營運最悠久的股評網站之一。Citron 曾發表超過 150 份報告，在辨識欺詐行為和無以為繼的業務模式方面往績驕人，在同行中無出其右。Citron Research 以往發表的報告均可於本網站‘昔日資料’的分頁瀏覽，當中所評述的公司絕大多數(但非全部——誰又能作出完全準確的預測)在作為投資工具方面表現差劣。歡迎讀者自行研究各公司的往績再作結論。 [斜體為本文所加，以示強調]

一如既往，本網站旨在以饒富趣味的手法，為投資大眾提供真實的資訊。我們從不採用“抓人把柄”的手法報道，反而鼓勵讀者在作出投資前，先考慮我們的報告和其他所有資訊，在有需要時尋求專業協助，再自行作出結論。”

18. 該網站就 Left 先生有以下提述：

“Citron Research 是以 Andrew Left 為首的調查團隊的工作成果。Left 先生是私人投資者，擁有 17 年交易經驗，

美國各大財經報刊(包括《福布斯雜誌》、《財富雜誌》、《華爾街日報》、《巴倫周刊》、CNBC、《投資者商業日報》和《商業周刊》)和許多中文傳媒均曾引述 Left 先生的言論。”

19. 在調查期間，證監會經美國證券交易委員會國際事務辦公室資深大律師 Stephen Herm 先生聯絡 Left 先生。在聯絡過程中，Left 先生在二零一二年八月一日的電郵中形容 Citron Research：

“……多年來較任何其他通訊、分析員或網站揭露更多公司欺詐行為。”

20. Left 先生從事發表報告揭露公司不法行為的工作，其事業顯然並非一帆風順。Citron Research 的網站序言指，Left 先生曾：

“……四度因上載的內容而被公司起訴要求各項賠償。Left 先生在該四宗訴訟均獲勝訴，其中在 *GTX Global* 訴 *Left* 一案中更獲加州上訴法院判給訟費，確認了加州《反

妨礙公眾參與策略性訴訟法》³能為把關乎公眾利益的內容上載互聯網的公眾人士提供更大保障。”

21. Left 先生過往從未就聯交所上市公司發表評論，也沒有證據顯示他曾買賣香港股票。那麼為何他選擇評論恒大？

22. 一項無可爭議的證據顯示，在二零一二年三月左右或該月之內，Left 先生在美國收到一個包裹，當中既無回郵地址也無資料顯示寄件者的身分。包裹載有一份有關恒大的分析文件，長約 68 頁。該分析文件(“該擬稿”)以辛辣的“小報”版式撰寫，Left 先生其後發表的報告也採用同一版式。他的報告也同樣作出無力償債及多項會計欺詐行為的嚴重指稱。雖然 Left 先生沒有在審裁處席前作出口頭證供，也沒有提交詳細的書面陳述，但正如上文所述，他確曾與美國證券交易委員會代表 Stephen Herm 先生聯絡；Herm 先生當時代表證監會行事。鑑於審裁處在研訊中獲賦予很大酌情權考慮哪些證據，審裁處留意到他們之間的通信內容。在二零一二年八月一日的電郵中，Left 先生表示：

³ 訂立《反妨礙公眾參與策略性訴訟法》的目的，部分在於保障與公眾議題有關的言論自由。

“閱畢文件後，我認為應該把這件事說出來。我把所有無法核實的資料刪去，然後更新數字並發表報告。

在中國沒有任何人幫我做這些事。所有資料都取自互聯網和該公司申報的資料。所有資料都是公開資料；他們只須閱讀我的報告，便知道幫我擬備報告的人，就只有一名居於美國的中國學生。”

23. 據 Left 先生所述，他沒有單憑表面意思便相信包裹的內容。他曾進行核證，把“所有無法核實的資料”刪去。Left 先生根本不是“內幕人士”，他在核證過程中所考慮的資料全都是公開資料。正如他所說，資料全都“取自互聯網和該公司申報的資料”。

24. 如上文所述，儘管 Left 先生過往從未就聯交所上市公司發表評論，對所收到載有該擬稿的包裹來歷也一無所知，但在審裁處席前呈交的證據，並無顯示他決定就恒大須受的規管限制，尤其是須符合的會計準則，徵詢專家的意見。審裁處斷定，如該報告旨在作出審慎客觀的分析，而非純粹用作沽空工具，則他作出不徵詢意見的決定實屬輕率。

Citron 報告概覽

25. 如早前所述，Citron 報告採用尖銳的“小報”手法，以一系列“PowerPoint”投影片呈示內容。報告所作的指稱未經深思熟慮，只是以“製造欺詐性帳目”為大字標題，指恒大“故意及有系統地”向投資者隱瞞重要財務資料。在研訊期間，Citron 報告內容被形容為令一般投資者“吃驚”⁴。

26. Citron 報告開首詳述對恒大所謂的“看法”，即：

- (i) 該公司主要在內地二、三線城市營運，自二零零六年以來資產已增長 19 倍，因此成為中國最大房產商。
- (ii) 該公司以廉價收購極大量土地作為儲備，因而在市場上享有競爭優勢，得以在多方面實施中央管理及規範模式，在成本控制及資產周轉方面勝人一籌。

⁴ 見專家證人馮保羅先生的證供(在第六日作供)：“如你並非會計師……這定必會令你吃驚。”

(iii) 雖然房地產業流動資金收緊，但該公司仍有充裕的資本和大量流動資金。

27. Citron 報告接着概述所謂的“事實”，並表示所作分析和主要研究都顯示：

“1]恒大無力償債；以及 2]恒大的流動資金狀況面對嚴峻考驗。”

28. 報告續稱：

- “ ● 該公司的管理層利用至少六項會計把戲⁵掩飾恒大無力償債的事實。我們的研究顯示，恒大所需的資產減值總額為 710 億元人民幣，而備考資本額為負 360 億元。
- 過去五年，恒大採用不正當的策略，專門賄賂地方官員，以建立未經開發土地業務。由於賄款、其後買地和相關房地

⁵ 根據《新縮本牛津英語辭典》(The New Shorter Oxford English Dictionary)(第四版)所述，“把戲”(“shenanigan”)是指“騙局、不可信的行為……”。

產建造活動所需的現金流量日益短缺，恒大利用龐氏騙局式的複雜網絡集資。這些集資計劃的特點，是倚重不斷擴展的預售活動、帳外合伙經營，以及向第三方保證可得的內部回報率。

- 恒大的業務模式無以為繼，正呈現嚴重受壓的跡象。管理層力圖掩飾該公司岌岌可危並迅速惡化的財政狀況。不過，預售數字和房價現正急跌，公司收益表和資產又嚴重誇大失實，加上帳外保證額變成日益迫切的債務，我們的分析顯示，各種掩飾手段即將告終。”

29. Citron 報告正文分為多個章節，每章略述如下：

第一章：

“……講述恒大多項欺詐帳目計劃。這些計劃令恒大得以掩飾其資不抵債的資產負債表。

恒大申報其資本額達 350 億元人民幣。我們發現六項會計方面的失實陳述，當中不是誇大資產便是少報負債。因應這些失實陳述作出調整後，恒大的備考資本額為負360 億元人民幣。我們並非發現恒大涉及欺詐行為的唯一分析員：二零一一年十月十日，中國財政部公布，恒大因提交不準確的財務報表而被罰款。”

第二章：

“……講述恒大利用行賄手法以折扣價購入未經開發土地並加以囤積，無視中國的閒置土地法規，涉及巨大風險。

恒大賄賂地方官員，以當時市價大幅折讓的價格購入大量土地儲備。恒大的行賄手法即將曝光，以往案例顯示，中央政府會強迫恒大歸還非法取得的土地。此外，中央政府正着手實施閒置土地法規，如政府持續執法，恒大將要承擔繳付巨額罰款和失去絕大部分土地儲備的風險。”

第三章：

“……概述各種徵兆，揭示恒大的財政及營運危機正急劇惡化。

我們發現七項警號，全都說明恒大正面臨嚴峻的財政及營運壓力。”

第四章：

“……講述許主席的虛假履歷和〔不盡不實〕的財務背景。

許主席的資歷是虛構的。此外，他以龐氏騙局式的手法借下纍纍債項，並私下進行資產互換，藉以為恒大融資。”

第五章：

“……講述許主席基於個人喜好迫使恒大推行的奇怪項目。

許主席屬意的項目既可笑又毫無章法，而且對恒大股東來說花費驚人。截至二零一一年十二月三十一日，許主席已下令動用最少 160 億元人民幣(即 25 億美元)，支持這些奇怪又無利可圖的項目。”

30. Citron 報告在二零一二年六月二十一日早上(香港時間)發表，現載於本報告書附錄“A”。

香港市場得知消息

31. 雖然 Citron Research 當時(及現在還是)以美國為基地，但有關其報告的消息似乎在國際間不脛而走。舉例來

說，當時在香港德意志銀行擔任研究分析員的程爵生作供稱，他最初是在二零一二年六月二十一日上午 10 時 56 分得知該報告，當時他收到香港境外另一投資部同事的電郵，當中夾附 Citron 報告。

32. 當天上午 11 時 04 分在互聯網上出現一則言詞隱晦的彭博報道，儘管發表時間稍遲，但市場上很多專業人士都應該會留意到。該報道的內容如下：

“六月二十一日(彭博)——恒大大跌達 8.3%，是自三月一日以來的最大跌幅。★Citron Research 在報告中作出負面提述。”

33. 至於恒大的高級管理層，他們知悉 Citron 報告的時間較彭博報道稍早。當天上午約 10 時 30 分，恒大的首席財務官謝惠華先生收到新加坡一家銀行的電郵，當中夾附該報告。

34. 謝先生形容恒大的反應迅速。當天下午接近 1 時，董事局藉命令發出“澄清公告”，內容如下：

“恒大地產集團有限公司(‘本公司’)董事會近期注意到一家機構於二零一二年六月二十一日發表了一份關於本公司以會計謀略及賄賂掩蓋本公司實際是無力償債的報告(‘該報告’)。本公司謹此澄清該報告中的指控乃屬失實。本公司會稍後進一步發出澄清公告。[斜體為本文所加，以示強調]

股東及投資者於買賣本公司股份時務請審慎行事。”

35. 其後，在下午較早的時候，恒大主席、行政總裁和首席財務官謝先生，與各大經紀行的分析員舉行電話會議。

36. 結果同日有多家主要的投資公司對 Citron 報告作出詳細回應，批評報告內容，並支持恒大股份。舉例來說：

(i) 摩根大通發表分析結果，標題如下：

“二零一二年六月二十一日，一家機構發表關於恒大的報告，指稱該公司利用會計和賄賂手段，隱瞞其確實無力償債的事實。

○ 我們審閱該報告後認為：

- 聲稱財務報表作出錯誤陳述的理據大部分並不成立。
- 該報告採用的分析方法，大多忽略了中國房地產開發業所採用的一些基本會計準則。
- 所作的定性負面聲稱多為舊調重彈，該公司過往已就此作出解釋。
- 股價一度下挫 20%，我們認為這是買入的好時機。”

(ii) 德意志銀行以“關於無力償債／流動資金的指控似乎並不合理”為題作出回應，表示已進行“清盤價值分析”，並據此估計恒大的清盤價值接近 670 億港元。總括而言，該行稱：

“經過大幅拋售後，恒大股份的買賣價為我們估計的資產淨值折讓 64%(或我們估計包括啓東在內的資產淨值折讓 69%)，以及二零一二至一三年度估計

收入的四倍／三倍。在中國住宅物業發展商之中，恒大在我們首選之列。”

(iii) 瑞銀的分析指：

“我們對恒大的買入評級維持不變，目標價維持在 5.5 港元，相當於二零一二年預期市盈率的 6.9 倍。我們認為，隨着銷售業務、現金流量及財務狀況漸見改善，該公司應可獲重新評級。我們認為公司近期表現不振，實屬入市良機。”

37. 翌日(二零一二年六月二十二日)，恒大發表更詳盡的公告。該文件長達九頁，內容逐一反駁 Citron 報告所載的主要指稱。“第二份澄清公告”載於本報告書附錄“B”。

沽空

38. 已發表的 Citron 報告預覽(上文第 16 段已引述)，清楚說明當時是“沽空恒大股份的良機”。Left 先生可能沽空股份，也是公開的事實。Citron Research 在其網站載述：

“不論何時，Citron 的主事人都可能在本網站介紹的任何證券持倉，而 Citron 不會匯報該等人員何時開始持倉或補倉。每名投資者都須自行判斷市況才作決定。”

39. 大約在 Citron 報告發表時，Left 先生沽空恒大股份。

就此，所得證據揭露以下事件：

(i) 二零一二年四月十一日，Left 先生開立一個證券戶口，以便買賣香港股份。

(ii) 二零一二年六月六日，Left 先生開始沽空恒大股份。二零一二年六月十九日，他沽空的數量高達 410 萬股。他在這宗交易獲得的淨收益為 17,703,672 元(已扣除佣金和稅款，但未扣除借用股份的成本)。

(iii) 二零一二年六月二十一日(當天他發表的報告在香港為人所知)，Left 先生開始買入股份補倉；他購入 410 萬股的成本為 15,993,116 元(已扣除佣金和稅款)。

(iv) 扣除借用股份的成本 114,316 元後，他獲得純利 1,596,240 元。⁶

⁶ 上述計算資料引述自龍克裘先生的專家報告。

證監會的通知

40. 基於上述事件，證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)開始調查恒大股份交易是否涉及任何市場失當行為。

41. 經調查後，證監會依據《證券及期貨條例》(第 571 章)(“《條例》”)第 252(2)條及附表 9 的規定，在二零一四年十二月十五日發出通知(“證監會的通知”)，要求審裁處：

“鑑於證券及期貨事務監察委員會認為，恒大地產集團有限公司(股份代號：3333)在香港聯合交易所有限公司上市的證券曾發生或可能曾發生有關該條例第 XIII 部第 277 條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程序並：

- (a) 裁定是否曾發生任何市場失當行為；
- (b) 確認任何曾從事該市場失當行為的人的身分；及
- (c) 裁定因該市場失當行為而獲取的任何利潤或避免的損失的金額。”

42. 因此，證監會要求審裁處就曾否發生有關《條例》第 277(1)條所指的市場失當行為進行研訊。本報告書稍後會就

第 277(1)條所需的要素加以考慮。為清晰起見，現只須指出該條文包含四項所需要素：

- (i) 任何人不論在香港或其他地方，必須發表(即散發)該資料，或牽涉入散發該資料；
- (ii) 該資料必須相當可能會誘使他人 在香港買賣證券，或必須相當可能會在香港維持、提高、降低或穩定證券的價格；
- (iii) 該資料必須在某事關重要的事實方面屬虛假或具誤導性；以及
- (iv) 散發該資料的人必須知道，或罔顧，或疏忽該資料是否在某事關重要的事實方面屬虛假或具誤導性。

43. 《條例》附表 9 第 13 條訂明，依據第 252(2)條發出的通知須指明：

“ (a) ……

(b)該人的身分，及足以披露關於上述行為的性質及要素的合理資料的概要。”

44. 證監會的通知只“指明”一名人士，就是 Left 先生。

45. 至於所指稱市場失當行為的詳情，證監會的通知載述如下：

“

4. Citron 報告與恒大有關，而且內容負面，因其指(除其他事項外)該公司無力償債及持續向投資大眾呈報有欺詐成分的資料。

5. Citron 報告所載的資料在某事關重要的事實方面屬虛假或具誤導性，或因遺漏某事關重要的事實而屬虛假或具誤導性：該公司並非無力償債，亦無持續向投資大眾呈報有欺詐成分的資料。

6. 該資料相當可能會：

(a) 誘使他人 在香港認購證券或進行期貨合約交易；或

(b) 誘使他人 在香港售賣或購買證券；或

(c) 在香港維持、提高、降低或穩定證券的價格或期貨合約交易的價格。

7. 於 2012 年 6 月 21 日，恒大的成交量異常地高及股價大幅下跌。”

46. 至於作為唯一“指明人士”的 Left 先生的罪責，該通知聲稱：

“該指明人士知道該資料在某事關重要的事實方面屬虛假或具誤導性、或因遺漏某事關重要的事實而屬虛假或具誤導性，或罔顧該資料是否在某事關重要的事實方面屬虛假或具誤導性、或因遺漏某事關重要的事實而屬虛假或具誤導性，或在該資料是否在某事關重要的事實方面屬虛假或具誤導性、或因遺漏某事關重要的事實而屬虛假或具誤導性方面有疏忽。

基於上述理由，該指明人士已經或可能已經違反該條例第 277(1)條，並因此已從事或可能已從事市場失當行為。”

47. 證監會的通知隨附一份案情概要，更詳細闡述 Left 先生被指稱的行為，並說明證監會為何宣稱該等行為已經或可能已經違反《條例》第 277(1)條。案情概要第 9 段指出，Citron 報告所載的資料“事關重要，足以對投資大眾造成重大影

響”。該段接着載述恒大股份在二零一二年六月二十一日的交易詳情，以支持上述論點。

48. 案情概要第 7 段詳述該等資料屬虛假或具誤導性的指稱，內容如下：

“不論是 Left 先生所依據的資料(即 Citron 報告所提述的資料)，還是其他可得的資料，都無法提供充分理由證明恒大無力償債或持續向投資大眾呈報有欺詐成分的資料這個結論。”

49. 證監會的通知載於本報告書附錄“C”，該通知隨附的案情概要則載於附錄“D”。

限定研訊範圍

50. 如審閱 Citron 報告，便會發現報告對恒大作出極多批評，既有獨立批評，也有些夾雜在其他批評內。證監會提起研訊程序時，無意證明該報告的每一項指稱在某事關重要的事實方面都屬虛假或具誤導性，因為此舉相當複雜，而且牽涉範圍甚廣。因此，證監會採取慣常做法，決定重點探討

Citron 報告的某些方面。就本案而言，證監會鎖定以下兩個指明範疇：

(i) Citron 報告指稱恒大在公布的財務報表中“製造欺詐性帳目”(即向投資大眾呈報有欺詐成分的資料)的部分；以及

(ii) Citron 報告指恒大大事實上無力償債的部分。

51. 證監會認為，在事關重要的事實方面，這兩項指稱均屬虛假及／或具誤導性。第一項事關重要的事實為恒大沒有“製造欺詐性帳目”，反而已按照當時的會計準則呈報帳目，絕無利用該等繁複的準則不誠實地隱瞞真實的財政狀況。第二項事關重要的事實為恒大並非也不曾無力償債。證監會進一步認為，這些虛假及／或具誤導性的事實本身如此重要，一旦公開，相當可能會對市場造成影響。

52. 證監會雖然把指控範圍收窄，但並不認為該報告其餘部分並非屬虛假或具誤導性。

53. 就此，審裁處信納，證監會在是次紀律行動中，沒有責任指稱整份報告都屬虛假或具誤導性。第 277(1)條只載述散發“資料”。該等“資料”可以是整份刊物或該刊物的一部分。

54. 不過，如該等“資料”只是整份資料的一部分(正如本案的情況)，則必須按文意考慮，原因有二：第一，如按文意理解，該等資料在某事關重要的事實方面可能並非屬虛假或具誤導性；第二，如按文意理解，該等資料本身或會不屬於相當可能會影響證券價格或誘使他人進行交易的資料。

證監會的通知和案情概要送達後所發生的事情

55. 在證監會的通知和案情概要送達後，以及給予 Left 先生聘請並委託法律代表的期限過後，第一次指示聆訊在二零一五年三月十八日召開。

56. 在聆訊期間，提控官兼代表證監會的領訟大律師為鄧樂勤資深大律師，Left 先生則由李律仁大律師代表。

57. 有關展開正式聆訊一事，由於審裁處主席和控辯雙方的領訟大律師均公務纏身，正式聆訊只能定於二零一六年二月二十二日(即約 11 個月後)才展開。

58. 第二次指示聆訊在二零一五年九月十八日舉行。代表 Left 先生的李大律師在聆訊上確認，已向審裁處提交通知書，要求廣泛披露由恒大管有的文件。該項申請遭提控官鄧樂勤資深大律師反對。

59. 因此，在二零一五年九月三十日，控辯雙方在主席席前就該項文件披露申請進行爭辯。根據二零一五年十月二十七日的裁定，該項申請不獲批准。有關該項文件披露申請和審裁處的裁定，詳見第二章。

60. 正式聆訊如期在二零一六年二月二十二日展開，其後在二零一六年三月三日結束。

61. 由於 Left 先生的代表律師擬作出的陳詞有不少全新和複雜的內容，主席指示該等陳詞須以書面提交，並定於二零一六年六月十日讓控辯雙方代表律師就該等陳詞發言。當日，審裁處也聽取了口述結案陳詞。

第二章

在研訊提出證據的涵蓋範圍

二零一五年十月二十七日的裁定

62. 正如本報告書前文所述⁷，指明人士 Left 先生在二零一五年九月十七日提出申請，要求披露據稱由恒大管有或控制的文件。該項申請遭反對。同年九月三十日，控辯雙方在審裁處主席席前就此事進行爭辯。

63. 根據二零一五年十月二十七日發下的裁定，該項文件披露申請不獲批准。有關裁定載於本報告書附錄“E”。

64. 據該項裁定所述，Left 先生的申請內容如下：

“代表 Left 先生的李律仁大律師陳詞指，根據證監會的提控，審裁處要斷定的關鍵問題是 Left 先生在報告所散發的資料事實上是否屬虛假或具誤導性，又或換句話說，事實與他所發表的相反，即‘恒大是否真的無力償債，以及事實上是否呈報真實帳目’。按李大律師所述，如要就此作出斷定，便須查究恒大的真正財政狀況，而

⁷ 見本報告書第 58 及 59 段。

此舉須涉及翻查其記錄及文件。李大律師表示，他為此要求審裁處作出命令，要求恒大呈交有關記錄及文件。至於命令的具體內容，又或接續發出的命令內容，當然須根據審裁處的指引而定。”

65. 代表 Left 先生的李大律師承認，要在多個存放地點找出所有相關文件，然後有條理地進行研究，工作浩大，但他認為別無他法。據該項裁定所載，李大律師就這方面所作的陳詞大意如下：

“他表示，證監會依憑三項證據證明其指控成立。首先依憑的是恒大經審計的財務報表；其次是若干分析報告，該等報告本身假定經審計的財務報表真確完整；第三是專家意見，該專家也假定經審計的財務報表真確完整。簡言之，最終所有證據都源於經審計的財務報表。然而，李大律師稱，經審計的財務報表也只不過是經審計的財務報表，本身不能證明沒有欺詐行為發生。欺詐活動通常甚或總是不為核數師所知。

此外，正如李大律師所說，當有研究報告載述對某公司的財務分析並得出結論，認為該公司實質上無力償債及／或一直向公眾呈報有欺詐成分的資料，這當然表示該報告質疑有關審計資料的可信性。因此，‘引述經審計的數字並非合乎邏輯的做法，而且無關宏旨。’既然如此，要斷定 Left 先生在報告所散發的資料是否屬虛假或

具誤導性，方法只有一個，就是查核經審計報表後的第一手文件，因此請求審裁處就呈交有關文件作出命令……”

66. 據該項裁定所載，提控官鄧樂勤資深大律師回應指，要證明證監會的指控是否成立：

“……無須追本溯源，查核恒大的第一手文件。本案只須根據報告發表時有哪些公開資料作出裁斷。Left 先生就是利用該等資料編製報告。因此，也應根據該等資料斷定他的罪責。”

67. Left 先生在二零一二年八月一日致 Stephen Herm 先生⁸的短箋中，親自確認他所依據的只是公開資料。短箋內容複述如下：

“在中國沒有任何人幫我做這些事。所有資料都取自互聯網和該公司申報的資料。所有資料都是公開資料……”

68. 證監會在案情概要第 7 段清楚說明，他們也僅依據公開資料提出指控：

⁸ 見第一章第 22 段。

“不論是 Left 先生所依據的資料(即 Citron 報告所提述的資料)，還是其他可得的資料，都無法提供充分理由證明恒大無力償債或持續向投資大眾呈報有欺詐成分的資料這個結論。”

69. 因此，鄧樂勤資深大律師陳詞指，證監會提出的指控並非依據：

“……恒大已公布的經審計財務報表背後無數的文件。證監會的論據只限於指稱 Left 先生根據該公司當時的公開資料，杜撰虛假或具誤導性的資料。他指任何抗辯均須同受此限。”

70. 審裁處駁回 Left 先生的申請，並稱其中一項原因是：

“當 Left 先生編製報告時，他的身分是市場評論員而非‘內幕人士’，他所得的資料僅為公開資料。他就是以該等資料作為依據，指稱恒大實際上無力償債，並持續向投資大眾呈報有欺詐成分的資料。因此，證監會須根據該等資料提出指控，一如 Left 先生須據此作出申辯。”

結案陳詞：剝奪陳詞的機會

71. 在研訊審結時，李大律師在結案陳詞中重提此事，這次的理據是其當事人理應獲准取覽背後的證據但卻不獲批

准，因而沒有合理機會證明，不論 Citron 報告所依憑的證據為何，倘若他斷定的事實(經調查從未公開的資料後)最終證明屬實，便不屬虛假資料，那就無案可辯。據此，李大律師指出，Left 先生不獲准取覽背後的證據，遭剝奪合理的陳詞機會，因此不應被識辨為曾從事市場失當行為。

72. 就此，李大律師再次引述證監會提出的主要指控，內容如下：

“Citron 報告所載的資料在某事關重要的事實方面屬虛假或具誤導性，或因遺漏某事關重要的事實而屬虛假或具誤導性：*該公司並非無力償債，亦無持續向投資大眾呈報有欺詐成分的資料。*” [斜體為本文所加，以示強調]

73. 李大律師表示，證監會竟然請求審裁處就恒大帳目是否真確的事實作出裁斷，這立場“並不尋常”。

74. 然而，審裁處沒有從這個角度考慮證監會所提出的指控。

75. 有一點要強調，就是第 277 條的目的是確保發放予投資大眾的資料在某事關重要的事實方面不屬虛假或不具誤導性，藉以保護投資大眾。投資大眾會知悉並可能會據之行事的，是就當時公眾所知而在當時發放的該等資料。

76. Left 先生在發表 Citron 報告時，並無聲稱擁有內幕資料；更確切地說，他聲稱所核證的所有資料都是根據公開資料核證的。因此，證監會在證明 Citron 報告所作“無力償債”及“製造欺詐性帳目”的指稱欠缺理據時，其立論也是基於相同資料，即在有關時間可取得的公開資料。

77. 因此，本研訊要裁斷的是，基於 Citron Research 團隊及市場當時所知而發放的資料是否相當可能會對市場造成影響(就恆大證券交易而言)，以及該等資料是否已證明在事關重要的事實方面屬虛假或具誤導性。

78. 審裁處認為，要依據第 277 條就上述事宜作出裁斷，無須翻查恆大的資料檔案，從恆大(無疑)擁有大量第一手財務及商業文件來看，這項工作根本無法完成。

二零一六年二月二十三日的裁定

79. 最後，有必要提及的是，在二零一六年二月二十二日研訊展開時，李大律師第二次提出申請。這次李大律師要求頒令闡釋審裁處依據二零一五年十月二十七日的裁定所作出的命令。他指出，由於審裁處只須根據 Left 先生發表報告時有哪些公開資料來裁斷他的罪責，因此審裁處應拒絕考慮報告發表後所出現的任何證據。

80. 審裁處在翌日早上作出第二項裁定(載於本報告書附錄“F”)，否決該申請。審裁處認為：

“……唯一須問的是：以報告發表時的公開資料作出判斷，不論證據來源或出現的時間，所舉證據是否具證案價值，可證明 Left 先生是否散發虛假或具誤導性資料？若是，表面看來，該等證據可以獲得聆聽。”

第三章

有關法律的指示

《條例》第 277(1)條所需的要素

81. 第 277(1)條訂明：

“凡任何資料相當可能會—

- (a) 誘使他人 在香港認購證券或進行期貨合約交易；
- (b) 誘使他人 在香港售賣或購買證券；或
- (c) 在香港維持、提高、降低或穩定證券的價格或期貨合約交易的價格，

如任何人在以下情況下在香港或其他地方披露、傳遞或散發該資料，或授權披露、傳遞或散發該資料，或牽涉入披露、傳遞或散發該資料，則披露虛假或具誤導性的資料以誘使進行交易的行為即告發生—

- (i) 該資料在某事關重要的事實方面屬虛假或具誤導性，或因遺漏某事關重要的事實而屬虛假或具誤導性；及

- (ii) 該人知道該資料屬第(i)段所述的資料，或罔顧該資料是否屬第(i)段所述的資料，或在該資料是否屬第(i)段所述的資料方面有疏忽。”

82. 無可爭議的是，第 277(1)條載有四項所需要素，而每項要素均須證明屬實，才能證明曾發生市場失當行為。該四項要素已在本報告書前文概述，現載列如下：

- (i) 任何人不論在香港或其他地方，必須發表(即散發)該資料，或牽涉入散發該資料；
- (ii) 該資料必須相當可能會誘使他人 在香港買賣證券，或必須相當可能會在香港維持、提高、降低或穩定證券的價格；
- (iii) 該資料必須在某事關重要的事實方面屬虛假或具誤導性；以及
- (iv) 散發該資料的人必須知道，或罔顧，或疏忽該資料是否在某事關重要的事實方面屬虛假或具誤導性。。

第一項所需要素：指明人士必須散發該資料或牽涉入散發該資料

83. 審裁處無須就第一項所需要素，作出有關法律的指示或闡釋法律用語。事實上，製作及發表 Citron 報告的團隊由 Left 先生領導，或至少在該報告的製作及發表方面，Left 先生擔當主導角色，這是從無爭議的。

*第二項所需要素：該資料必須相當可能會誘使他人*在香港進行股份交易

84. 本要素(涵蓋的事實範圍廣泛)唯一須要解釋的字眼是“相當可能會”。該資料如相當可能會誘使他人作出某項行動，即屬“頗有可能”會誘使他人如此行事；換言之，是確有機會誘使他人如此行事，而並非機會渺茫。

第三項所需要素：該資料必須在某“事關重要的事實”方面屬“虛假或具誤導性”

85. 就本要素的措詞而言：

- (i) “虛假”一詞顯淺不過，指“失實”。“具誤導性”一詞也很淺白，指令人產生不正確的印象。該資料如“具誤導性”，便與真實的狀況不相符。⁹
- (ii) 就本報告書而言，一項“事實”可說是一項經核實的資料，即某事宜的獨立現實，而並非有關該事宜的意見。務須把宣稱的事實與有關事實的評論區分。
- (iii) “事關重要的事實”是指某項足以促使合理的人採取某項行動的重要事實。以本案為例，某項行動是指進行恒大股份交易。“事關重要的事實”與“無關重要的事實”恰恰相反；後者無足輕重，按理不會促成某項行動。

第四項所需要素：知情、罔顧實情或後果、疏忽

86. 第四項要素規定，必須證明 Left 先生在發表 Citron 報告時，知道當中所載資料(即證監會研訊程序所針對的資料)

⁹ 見 *ASIC 訴 McLeod* (2000) 34 ACSR 135 一案。

屬虛假或具誤導性，又或他罔顧該等資料是否屬虛假或具誤導性，或在該等資料是否屬虛假或具誤導性方面有疏忽。

(i) 知情

87. 就知情而言，某人必須實際知道某事，才足以構成知情的情況。

88. 在陳詞期間，有指對明顯不過的事情視若無睹的人也可能知道某事。不過，必須強調的是，此說法並不會使“知情”這個簡單明確的概念變得模糊；只有在證實該人知道真相但卻佯裝不確定已知事實的情況下，該人才會視作知情。

89. 因此，判斷是否知情的準則可擬訂如下：Left 先生在發表 Citron 報告時，是否知道該等資料(即研訊程序所針對的資料)屬虛假及／或具誤導性？

(ii) 罔顧實情或後果

90. 首先，罔顧實情或後果可說是形容某人刻意採取某項行動而忽視該行動所引致的實際及不合理風險時的思想狀態。

91. 在香港，終審法院曾就刑事法的罔顧實情或後果概念界定如下：

“……必須證明被告人的思想狀態是應受譴責的，因為他知悉風險確實或將會存在，但仍罔顧這個情況而行事；又或他知道風險將會出現，但仍罔顧這個結果而行事，而在他所知的情況下，他冒這個風險是不合理的。相反，如果因為年齡或個人特質，被告人確實沒有察覺或預見其行為所涉及的風險，他不能被視為應受譴責而被判有罪。”¹⁰

92. 這個準則十分主觀，須判斷一個人的思想狀態。在本案中，這個準則可根據以下三個問題釐定：

- (a) Left 先生發表 Citron 報告時，是否知悉當中所載資料(即研訊程序所針對的資料)屬虛假及／或具誤導性的風險存在？
- (b) Left 先生是否進一步知悉在當時情況下對如此確實存在的風險置之不理是不合理的？

¹⁰ 見 *冼錦華訴香港特別行政區*(2005) 8 HKCFAR 192 一案。

(c) 他是否儘管知悉上文(a)及(b)段所述事項但仍繼續發表 Citron 報告？

如上述三個問題的答案均為“是”，他便是罔顧實情或後果。

93. 代表 Left 先生的李大律師在陳詞時表示，終審法院對“罔顧實情或後果”所下的定義(上文已引述)雖然適用於一般罪行，但可能難以應用在金融及商業事宜上。李大律師提出其他準則，包括普通法在失實陳述案件中所採用的定義，即罔顧實情或後果等同漠視真相，不理會某項陳述是否真確。

94. 然而，審裁處信納，上文第 92 段所載按三個問題所釐定的準則不僅反映終審法院所下的定義，就本案而言也是可採用的準則，當中已包含普通法的漠視真相概念。

(iii) 疏忽

95. 一如“罔顧實情或後果”這個用語，“疏忽”一詞在《條例》中也沒有被界定。因此，無須把這兩個用語在第 277(1)條的範圍內當作專門術語理解。有關條款只是列出三種據以斷定某人罪責的思想狀態，即知情、罔顧實情或後果、疏忽。因此，正如知情和罔顧實情或後果的概念應按一般涵義詮釋，疏忽的概念看來也必須按一般涵義詮釋。

96. 簡明扼要地說，“疏忽”的概念已被定義為“沒有以情況所需的謹慎行事。”¹¹

97. 某人是否罔顧實情或後果是主觀概念，須斷定該人的思想狀態，而疏忽與否則是客觀概念，須由“合理的人”按眼前所見判斷。下述加拿大判詞(以妙趣方式)清楚說明這點，該判詞對疏忽所下的定義是：

“……在若干情況下，某人未能發揮先見之明，達致法庭在事後認為應有的水平。至於先見之明和謹慎行事的適當標準，便是法庭加諸在一個相當謹慎、技巧純熟的人身上的標準。該人的理想形象只存在人的心中，而各人心中所想的形象都不一樣。因此，該標準甚為變化不定，但這已是法律所能訂立的最完善指引……”¹²

98. 提控官鄧樂勤資深大律師在陳詞中表示，按照疏忽這個概念的一般涵義，第 277(1)條規定所有人在向市場散發資料前，都有明確責任採取合理的謹慎措施，確保資料真確和不具誤導性。

¹¹ 見 *Carmarthenshire County Council 訴 Lewis* [1955] 1 All ER 565 (上議院)一案。

¹² 見 *Carlson 訴 Chochinov* [1947] 1 WWR 755 一案第 759 頁。

99. 代表 Left 先生的李大律師的觀點則較為狹隘。他在陳詞中表示，依據第 277(1)條的條文，把疏忽解讀為適用於所有人並不恰當。該詞只適用於因採取行動而原有責任符合謹慎行事標準的人。

100. 李大律師認為，第 277(1)條沒有就“疏忽”一詞加以界定，故該詞須按照一項推定來理解，那就是除非另有清晰說明，否則對法規的解讀應與普通法的規定一致。根據普通法，因依據疏忽陳述而引致的經濟損失，須建基於作出陳述者與依據該項陳述的人之間的關係。正如 Lord Goff 在 *Henderson 訴 Merrett Syndicates Limited* 一案¹³中所言：

“……某人如就某些服務對另一人承擔責任，便沒有理由不應就疏忽履行上述服務所引致的經濟損失承擔損害賠償的法律責任。”

101. 因此，李大律師表示，法例隱含以下意思：如以疏忽為理由裁斷某人須根據第 277(1)條承擔法律責任，必須證明該人與市場有特別關係，例如該人是一家上市公司的董事，又或因身為持牌分析員或其他原因而與市場有特別關係。

¹³ [1995] 2 AC 145 at 181

102. 代表 Left 先生的李大律師強調，Left 先生並非香港(或其他地方)的持牌人士。他不是恒大的董事、高級人員、大股東，在任何方面也不是恒大的“內幕人士”。就此，李大律師認為，Left 先生根本不負有謹慎行事的責任，而且他也沒有表示在香港取得任何特別會計資格。因此，無論在法律上或事實上，就香港市場而言他沒有身居任何特別地位。

103. 在沒有謹慎行事責任的情況下，如果 Left 先生的分析顯示他對內地房地產界欠缺恰當了解，他的意見大可不予理會。

104. 為支持其說法，李大律師引述政府當局在立法會審議《條例》第 391 條時對立法會所作的保證。該條文規定，任何人如對向公眾或向包含公眾的一組人士作出或發出關乎證券或期貨合約的通訊負有責任，便須負上民事法律責任。政府當局所作的保證如下：

“我們曾與大律師公會討論……並已澄清該條文的原意是不超出普通法的規定。”

105. 李大律師表示，從邏輯上來說，上述“澄清”須適用於第 277(1)條。不論事實是否如此，審裁處認為這說法對詮釋該條文並無作用。第 277(1)條規定，任何人如散發虛假或具誤導性的資料，而該等資料相當可能會對市場造成影響，便須負上法律責任，正如第 391(1)條規定，任何人如向公眾(即公眾人士)或向包含公眾的一組人士作出通訊，便須負上法律責任。該兩條條文與李大律師所指需存在原有的謹慎行事責任及標準，並不相符。審裁處認為，就該兩條條文而言，謹慎行事的責任是由法規本身所產生的責任。

106. 李大律師認為，只有那些對市場負有特定責任，因而與市場有特別關係的人，才可能須基於疏忽這個概念負上法律責任。為支持其觀點，他指出這個較為狹義(但符合立法目的)的詮釋，更能保障言論自由這項基本權利。就此，他強調，第 277(1)條顯然侵犯言論自由這項基本權利，因此應根據以下三個原則詮釋：首先，解釋基本權利時，應採納寬鬆的解釋；其次，解釋基本權利的任何限制時，應採用狹義的解釋；第三，如要施加任何限制，須由政府承擔提出充分理由的責任。

107. 審裁處在詮釋第 277(1)條所載的“疏忽”概念時，已採納這三個原則。不過，審裁處信納，如按立法目的釋義(即除非文意或目的另有所指，否則字詞按其正常及一般涵義理解)，該條文只能解讀為適用於*所有*選擇散發相當可能會對市場造成影響的資料的人。他們作出如此選擇，便須負上謹慎行事的責任，即須確保該等資料在要項上不屬虛假或不具誤導性。

108. 就此，須緊記的是，該條文所說的是散發資料或牽涉入散發該資料的“任何人”(英文原文為“a person”)。“A person”必定是指“any person”(任何人)。

109. 另須緊記的是，根據對該條文所作的一般詮釋，知情、罔顧實情或後果和疏忽這三個概念依次出現，據審裁處判斷，必須理解為就罪責的輕重訂立等級，當中以實際知情的思想狀態最為嚴重，而不小心(即疏忽)則最不嚴重。

110. 對於要如何詮釋該條文，才可令“任何人”均可因實際知情或罔顧實情或後果而須負上法律責任，審裁處認為有難度。不過，就罪責最輕的思想狀態而言，必須施加一項額

外所需的要素，就是須確立某種原有的特別關係。

111. 如須逐一證明某人是否在該三種思想狀態下與市場存在某種原有的“特別關係”，那麼任何與市場沒有“特別關係”的人，均可隨意就事關重要的事實作出宣稱，即使明知該等宣稱相當可能會對市場造成影響，以及明知該等宣稱屬虛假或具誤導性。這樣無異於為蓄意破壞市場秩序的行徑大開方便之門。審裁處認為，這絕非該條文按立法目的所作的正確釋義。須緊記的是，言論自由並非絕對的權利。舉例來說，新聞工作者與其採訪對象並無“特別關係”，但在發表有爭議的報道或文章前，時常要就其言論自由定界線。

112. 一如前文所述，審裁處信納，在符合普通法的規定下，第 277(1)條訂明，所有選擇散發或牽涉入散發相當可能會對市場造成影響的資料的人，均須負上謹慎行事的責任，而該項責任是對市場負有的責任。

113. 就此，審裁處審視政府當局在《證券及期貨條例草案》的立法過程中支持通過草案的理據。政府當局當時認為：

“……虛假或具誤導性的資料會嚴重影響證券或期貨合約的價格，有關的價格變動可能會對很多投資者造成直接損害及干擾市場。此等條文旨在保障投資者的權益及維持市場秩序。政府當局認為，若披露的資料對投資決定可能有影響，則對披露這些資料的人施加一項責任，要求他們採取合理步驟確保該等資料屬真確及不具誤導性，是合理的做法。”¹⁴ [斜體為本文所加，以示強調]

114. 關於香港限制言論自由這項基本權利的理由，審裁處認為，鄧樂勤資深大律師的陳詞確切述明箇中理由。據他所言，訂立該條例的目的，“在於維持市場廉潔穩健，保障市民大眾免受虛假或具誤導性的資料可能造成的嚴重損害所影響。這目的絕對合理，旨在保障經濟秩序。經濟秩序屬涵義較廣的公共秩序原則下的一環。”

115. 此外，也不能說香港是為保障金融市場的合法權益而唯一選擇如此立法的地方。審裁處獲悉，澳洲、英國和美國也有具相同效力的法律條文。舉例來說，為防止與第 277(1) 條所指的相同損害，《2001 年澳洲公司法》第 1041E 條規定，

¹⁴ 法案委員會二零零二年三月五日的報告[第 128 至 129 段]

任何人如“知道或*理應知道*該陳述或資料在要項上屬虛假或具誤導性”，均須負上法律責任¹⁵。

116. 審裁處想補充一點，雖然第 277(1)條訂明，所有選擇散發或牽涉入散發相當可能會對市場造成影響的資料的人，均須負上謹慎行事的責任，但該條文並非完全沒有規限。首先，必須證明該等資料在某事關重要的事實(即屬事實而非表達意見，而且是重要的事實)方面屬虛假及／或具誤導性。其次，必須證明該等資料相當可能會誘使他人¹⁵在香港市場進行交易；簡言之，就本研訊而言，必須證明該等資料相當可能具影響力。

¹⁵ 該澳洲公司法第 1041E 條訂明：

- “(1) 在下述情況下，任何人均不得(不論在本司法管轄區或其他地方)作出陳述或散發資料：
- (a) 該陳述或資料在要項上屬虛假或具誤導性；以及
 - (b) 該陳述或資料相當可能：
 - (i) ……
 - (ii) ……
 - (iii) 會導致在本司法管轄區營運的金融市場的金融產品買賣價格上升、下降、維持不變或保持穩定；以及
 - (c) 該人作出該陳述或散發該資料時：
 - (i) 並不在乎該陳述或資料的真偽；或
 - (ii) 知道或理應知道該陳述或資料在要項上屬虛假或具誤導性。”

117. 一如前文所述，疏忽的定義是“沒有以情況所需的謹慎行事”。由此自然引發以下疑問：如何衡量情況所需的謹慎程度？簡言之，在本案中，謹慎行事的標準為何？

118. 審裁處認為，適用的謹慎行事標準必須切合實際，而非流於空想。在這方面，Laws 法官以下的判詞(雖然是關於一宗道路交通案件)具指導作用¹⁶：

“疏忽案件中時會出現一種危險情況，就是法庭或會根據審訊期間提出的各種周密考慮因素，大抵以後見之明，評估被告人須符合的謹慎行事標準。由此訂立的法律責任，與其說是採取合理謹慎措施的責任，不如說是對申索人安全的保證。”

119. 至於本案所採用的謹慎行事標準何謂適當，鄧樂勤資深大律師認為應由以下問題予以評定：“如任何合理的人撰寫和散發一份研究報告，而該報告作出無力償債和製造欺詐性帳目的嚴重指稱”，該人應已採取什麼行動，以確保該報告不包含在要項上屬虛假或具誤導性的資料？

¹⁶ 見 *Ahanonu 訴 South East London and Kent Bus Company Limited* [2008] EWCA Civ 274 一案第 23 段。

120. 李大律師再次採用較為狹義的詮釋方法。就此，他引述 *Charles Worth and Percy on Negligence* 第 13 版 7-07 的內容：

“……若說謹慎行事的標準是合理的人所採用的標準，便是迴避正題。裁斷事實的審裁處必須獲告知根據法例就所審案件的案情而言謹慎行事要達致什麼程度才屬合理，方可按指示採用合理程度的謹慎行事標準。假如合理程度的謹慎是唯一的判斷準則，接下來的篇幅便屬多餘。”

121. 李大律師就上述論點加以補充，並作出沒有爭議的論述，指謹慎行事的標準屬客觀標準，必須按所涉活動評定，而並非按行事者(即進行該活動的人)的個人特徵評定。就此，李大律師強調：

(i) Left 先生進行的是“股評”活動。社會各階層人士無須領有牌照或委任安排，均可參與其中。Left 先生所作的“股評”，並非依據內幕資料或靠賴與某家公眾公司管理層的密切關係(就如持牌分析員¹⁷與該類公司的關係)。

¹⁷ 全屬根據《條例》第 114 條持有第 4 類牌照的“賣方”分析員。

(ii) 李大律師稱，這類活動(即淡倉持有人所作的股評)在市場上發揮重要作用。李大律師的說法如下：

“證券市場發展蓬勃，全賴正面和負面資訊都自由流通。市場的主要功能是評估這些資訊。恕我直言，市場在評估資訊方面的表現，通常較任何政府機構或司法機構為佳。

在市場評估淡倉持有人的評論時，情況尤為如此。淡倉持有人是典型的局外者，無從得知公司內部情況。該人與市場分享的所有分析都一目了然。市場可自行留意和判斷該等分析的基礎、局限和理據。”

(iii) 李大律師強調，市場重視多元資訊，也“明白某些人的言論可能過激”。

122. 李大律師稱，基於上述各種考量，Left 先生進行的活動所須符合的謹慎行事標準應釐定如下：任何人如只評論公開的資料，便負有以下責任：

(i) 須清楚說明所作評論只以公開的資料為依據，讓公眾知道該人並沒有掌握特別資料；以及

(ii) 須列明評論所依據的公開資料，讓公眾決定是否認同該人的說法。

123. 李大律師表示，這項準則清楚明確，易於應用。應把事情交由市場決定。

124. 審裁處無法接納這項建議的準則。根據該項準則，某則評論如聲稱其內容僅以公開的資料為依據，並列明該等資料，便可以疏忽為由，任意作出虛假或具誤導性的結論而無須接受懲處。此舉會嚴重削弱第 277(1)條保障投資者的作用。

125. 李大律師辯稱，市場情況穩健，也有能力篩選穩妥可靠和毫無價值的資料。就此，他引述美國賀慕時大法官 (Holmes J) 的觀點，指“對真理的最佳驗證，就是某項理念能在市場競爭中為人接納。”

126. 當某項合理的思想概念與另一概念互相比較時，此說法也許成立。不過，鑑於金融市場急速多變，在資料的真正本質得以釐清並為人所知之前，虛假或具誤導性的資料(尤

其是關乎複雜事宜的資料)始終都可能對市場造成嚴重的不利影響。

127. 因此，鑑於目前無法制訂清晰的劃一標準，應用於金融市場日常運作所出現的種種情況，審裁處信納，就本案而言，有關判斷疏忽的準則可釐定如下：Left 先生履行市場評論員及／或分析員的職責，在編製和發表 Citron 報告時，是否以合理審慎的人實際應有的謹慎行事，以免報告包含在事關重要的事實方面屬虛假或具誤導性的資料？

舉證責任和準則

128. 證監會承擔舉證責任。至於舉證準則，《條例》第 252(7) 條訂明：

“……在裁定任何有待審裁處裁定的問題或爭議點時所要求的舉證準則，是適用於在法院進行的民事法律程序的舉證準則。”

129. 該準則就是相對可能性的衡量準則，現表述如下：

“相對可能性的衡量準則指，法院如基於所得證據認為某事件曾經發生比不曾發生的可能性更大，便會信納該事件確曾發生。”¹⁸

良好品格

130. 市場失當行為雖不屬刑事性質，但對個人而言是嚴重的裁斷。在有關情況下，雖然在研訊程序中 Left 先生沒有作出證人供詞送交存檔，也沒有作供，但審裁處認為他品格良好，較不可能作出指稱的失當行為。

作出推論

131. 如審裁處有必要通過推論作出裁定，據審裁處所發指示，任何結論必須純粹從已證明的事實推論所得。本研訊程序屬民事性質，若說所需準則指明有關推論是唯一可作的推論，並不正確；該準則只適用於刑事案件。不過，所確立的推論必須令人信服。

專家證供

132. 在研訊期間，審裁處收取了兩名專家證人的證供。

¹⁸ 見一名律師(24/7)訴香港律師會(2008) 11 HKCFAR 117 一案。

133. 龍克裘先生(“龍先生”)以市場專家身分就以下兩點發表意見：第一，Citron 報告所載資料是否相當可能會對恒大股份買賣造成影響；第二，他就 Left 先生在二零一二年六月和七月期間買賣恒大股份所作的分析。

134. 馮保羅先生以會計及財務匯報專家的身分審核 Citron 報告後發表意見，說明該報告指稱恒大製造欺詐性帳目和無力償債等內容，是否在要項上屬虛假或具誤導性。

135. 審裁處收取了該兩名證人的證供，包括他們提供的資料及表述的意見，原因是他們的證供很可能超出審裁處的經驗和知識範圍。不過，審裁處收取這些證供的前提是，審裁處有權接納或拒絕接納全部或部分證供，並可在評估所有證據後得出本身的結論。

第四章

第 277(1)條所需的第一及第二項要素

散發有關資料的要素，即 Left 先生牽涉入在互聯網上發布 Citron 報告一事

136. 這項要素規定須根據相對可能性的衡量準則，證明 Left 先生(不論在香港或其他地方)牽涉入發表 Citron 報告一事，即編製該報告並在互聯網上散發。

137. 在研訊期間，有一點從無爭議，就是 Left 先生(顯然一直居於美國)領導擬備 Citron 報告的研究團隊，並作出相關指示，授權在互聯網上散發該報告。代表 Left 先生的李大律師在書面結案陳詞中，確認該第一項要素並無爭議。

“相當可能會”對市場造成影響的要素，即 Citron 報告頗有可能誘使他人 在香港售賣或購買恒大股份而對市場造成影響

138. 這項要素須經由客觀的預測判斷來決定。審裁處無須探究在互聯網上發布 Citron 報告是否誘使他人售賣或購買恒大股份而確曾對香港市場造成影響，反而須考慮所有相關因素後，斷定 Citron 報告在發布時是否頗有可能造成該種影響。就本案而言，這個區別十分重要。

139. 李大律師提出以下問題，強調上述區別。在 Citron 報告發表前數月，甚至在緊接報告發表前數天，有多家“赫赫有名的投資銀行”均就恒大發表正面的報告。既有這些看好的報告，那麼 Citron 報告所載的資料對香港市場造成影響的可能性會有多大？別忘了發表者(就所有用意及目的而言)在香港無人認識，而且之前從未就香港的證券作出評論。該報告可能造成影響是機緣巧合的問題，而非可能性的問題。因此，不論在互聯網上發布 Citron 報告實際後果為何，第 277(1)條所需的第二項要素都不成立。

140. 就這一點作出裁斷時，有兩個問題出現。第一，Citron 報告是否頗有可能為香港市場所知？第二，即使為人所知，該報告是否頗有可能足以對市場造成重要影響？

141. 在斷定第一個問題時，須注意的是，雖然沒有證據顯示 Citron Research(及 Left 先生)於二零一二年六月二十一日在香港在任何方面普遍為人所知，但這種無人知曉的情況未必放諸四海皆準。相反，根據在審裁處席前呈交的證據，Citron Research 在當時似乎已建立一定聲譽，當然是在美國國內。Citron Research 團隊自我宣傳稱：

“Citron Research 發表專欄文章超過 11 年，是營運最悠久的股評網站之一。Citron 曾發表超過 150 份報告，在辨識欺詐行為和無以為繼的業務模式方面往績驕人，在同行中無出其右。”

142. 關於 Left 先生本身，他沒有試圖隱瞞事實，就是他曾多次在針對他的法庭訴訟獲判勝訴，以及他從事交易約 17 年間，美國多份具影響力的財經報刊均曾引述他的言論。按證據顯示，看來 Left 先生求得(並獲奠定)“鬥士”的稱譽。

143. Left 先生的代表律師強調，Left 先生這次並沒有做任何事情向香港市場宣傳或推廣 Citron 報告。審裁處接納這是事實。雖然如此，鑑於 Left 先生策動沽空活動，時間與 Citron

Report 的發表時間吻合，若認為 Left 先生並不預期香港市場會有所反應，似乎有違常理。

144. 證監會傳召龍克裘先生作專家證人，他按指示就以下問題提供意見：Citron 報告是否相當可能會為香港市場所知？若然，相當可能會有何影響？龍先生在作供時認同，許多股評人、分析員之類的人均力圖在互聯網上建立名聲，何時亦然。他們往往不成功，寂寂無聞。這當然確有其事。然而，審裁處認為，同樣真確的是那些已建立名聲的，尤其有些聲名狼藉的，會更容易令人注意。鑑於 Citron Research 已確立名聲，審裁處認為，Citron Research 抨擊香港的主要上市公司，應會驚動專業的市場參與者、相對較老練的投資者以及一般投資者，這不足為奇。

145. 毫無疑問，最先的注意力會來自美國方面。不過，眾所周知，現今的金融市場(在有關時間亦然)實屬環球市場，主要由資訊帶動。在這種情況下，審裁處認為，鑑於 Citron Research 的前科及惡名，Citron 報告在發表後數小時內應已為金融機構、銀行等機構所留意而非忽視，並傳至在香港市場營運的該類機構，這毫不出奇。

146. 此外，須緊記的是，Citron 報告的本質根本就引人注意。在研訊期間，該報告被形容為“聳人聽聞”，甚至令一般投資者“吃驚”。該報告的標題宣稱一家主要上市公司“製造欺詐性帳目掩飾資不抵債的資產負債表”，即時引起任何投資者關注兩個基本問題，即欺詐和無力償債，大概令人唯恐投資會化為烏有。不過，也不能稱 Citron 報告是薄薄一份文件，就顯然欠缺理據支持，很輕易遭人忽視。

147. 在有關情況下，審裁處不難得出結論，就是即使沒有任何方式的宣傳，Citron 報告相當可能而且確實幾乎必然會在發表後十分短時間內為香港市場所知。

148. 至於第二個問題：Citron 報告一旦為人所知，是否相當可能會誘使他人買賣恒大股份而對市場造成影響？

149. 龍克襄先生在其報告中表示，在二零一二年六月左右或該月之內，雖然內地房地產市場因政府實施遏抑樓價政策而受壓，加上市場對於恒大負債偏高有些憂慮，但一般投資大眾似乎並不認為這些風險重大。他指恒大股價雖然有所波動，但在 Citron 報告發表前的三個月內並無下行趨勢。

150. 根據所得證據，審裁處也沒有發現在二零一二年六月左右或該月之內，曾出現任何重大發展會令人憂慮恒大的股價。相反，正如本報告書較早前所述，許多銀行分析員的報告均以建議“買入”為題。

151. 至於那些慣常或相當可能會進行恒大證券交易的人，龍先生認為，由於“恒大的資本市值和交投量相對大”，投資者相當可能包括機構或散戶投資者，其中有很大數目為相對資深的投資者。

152. 龍克裘先生認為，在二零一二年六月二十一日早上，“安坐家中的小投資者”不大可能得知有 Citron 報告。然而，如他所言，消息在交易早段傳出，具“美國背景”的經紀行應會有分析員對 Citron Research 的名聲早有所聞，並提醒其他人該報告已經發表。他作證指該報告不容忽視。該報告當時源自美國(至少最初是這樣)，應會被視為有一定可信性，尤其是當時有看法認為美國監管較為嚴格，源自當地的研究報告質素較佳，也較為可靠。

153. 他表示，無論如何，該報告並非純粹一般評論，單單發表對恒大槓桿水平高的關注。該報告所作指稱遠為嚴重。正如他所言，“……假如這份報告所言真確，甚或只有一半真確，後果……可能非常嚴重。”

154. 審裁處認同上述事宜的影響力。審裁處也考慮到 Citron 報告是一份絕對不容忽視的文件。首先，Citron Research 本身擁有容易查證的名聲，實際上是有點令人不安的名聲。第二，如早前所述，該報告載滿數據、圖表、清單等資料，是有份量的文件。第三，所作指稱直接而又具對抗性，說法極為嚴重。不管經較為仔細分析後證明沒有實據與否，該報告在最初讀到時必然令人不安，而且相當可能(即使為期有限)對市場造成影響。

155. 龍先生在作供期間，被問到為何相對資深的投資者會選擇忽視一直主張“買入”恒大的大多數意見，而跟從 Citron 報告。龍先生答稱須考慮到常理心理。如他所述，假如你手持一家上市公司的股份，當時有一份報告流傳(而該份報告完全不可忽視)，指該公司幾乎肯定會倒閉，那麼你會急於放售股份，多於甘冒承受重大損失的風險。

156. 龍先生也留意到，無疑市場可能一直有人希望利用這類令人不安的消息從中圖利，例如沽空者或會樂見消息流傳。審裁處注意到，所有大型、成熟的市場均有這類人；在估計造成影響的可能性時，必須考慮他們把握這類消息的能力。

157. 審裁處贊同股市並非總是由專家仔細從容進行的分析所帶動，市場對於不祥之兆可能會有很大的反應，即使那些徵兆有點可疑。用俗語來說，就是“不怕一萬，至怕萬一”。投資者(和他們的經紀)為此而放售證券，並不稀奇。

158. 當然，恒大本身雖然認為 Citron 報告毫無事實根據，但也認為不能坐視不理。恒大在二零一二年六月二十二日，即一天之後，不得不發出一份詳盡而篇幅頗長的文件，駁斥該報告對其作出的多項指稱。

159. 經考慮所有情況後，審裁處不難裁定，Citron 報告在二零一二年六月二十一日早上(香港時間)在互聯網上發表時，相當可能會在非常短時間內(即數小時內)，對恒大股份在香港市場的買賣造成影響，事實上是重大的影響。

160. 那麼當日究竟發生何事？本報告書前文提及龍克裘先生對二零一二年六月二十一日恒大股份交投的分析。概括而言，他發現以下情況：

(i) 他表示，在該早上，恒大股價由 4.52 元的高位跌至 3.60 元的全日低位，較上一天收市價 4.48 元下跌 19.6%。儘管恒大高層管理人員與分析員舉行電話會議，並透過聯交所發出公告，但股價仍收報 3.97 元，較上一天下跌 11.4%。以恒生指數作為參考，當日該指數下跌 1.3%。

(ii) 他稱當日的成交量高達 9.4 億股。該年較早時間的單日最高成交量只有 2.32 億股。

(iii) 他表示波幅達 22.7%，而該年較早時間的單日最高波幅只有 12%。

161. 龍克裘先生根據他對相關證據的評估，認為 Citron 報告當日顯然對恒大股份造成重大沽售壓力，令成交量大幅增加，還引致股價大幅波動。

162. 預測判斷所考量的並非確曾發生何事，而是按早前的事態發展經過來考量相當可能會發生何事。就此，審裁處意識到作出預測判斷有事後孔明之虞。因此，就本案而言，審裁處在作出裁定時沒有考慮二零一二年六月二十一日實際發生何事。不過，Citron 報告實際造成的影響正好印證了我們認為相當可能會造成的影響，對審裁處的裁斷起到一些有限的支持作用。

第五章

第 277(1)條所需的第三項要素

虛假資料的要素(即資料必須在某事關重要的事實方面屬虛假或具誤導性)

163. 正如上文所述，證監會把焦點集中於以下兩個範疇，力圖證明 Citron 報告在某事關重要的事實方面屬虛假及／或具誤導性：

- (i) Citron 報告指稱恒大在公布的財務報表中“製造欺詐性帳目”(即向投資大眾呈報有欺詐成分的資料)的部分；以及
- (ii) Citron 報告指恒大事實上無力償債的部分。

該如何解讀 Citron 報告？

164. 正如上文所述，Citron 報告採用小報式的措詞，簡明直接，以圖引人注目。該報告探討問題時毫不轉彎抹角，當中的說法也沒有述明純屬意見，好讓讀者按各種證據衡量。

關於恒大的財政狀況，Citron 報告以“事實”（即真實情況）為題，表示所作分析和主要研究都顯示該公司“無力償債”。

165. 過往恒大又如何隱瞞這項事實？按照一般理解，Citron 報告指恒大利用不誠實行為隱瞞事實。Citron 報告形容，該公司公布的財務報表在重要範疇“製造欺詐性帳目”，藉以“掩飾”恒大無力償債。

166. 這些宣稱須與文意中其他毫不客氣的措詞一同理解。舉例來說，有說恒大曾“賄賂”內地地方政府官員，藉以“非法”建立恒大的土地儲備。

167. Citron 報告的措詞顯然並不擬以狹義的法律角度理解，但即使是按日常意思理解，仍然揭示問題。若說某公司事實上“無力償債”，日常會說是無法償還債務，也可說是陷入財困。這種陳述說明該公司的固有財政穩健程度。若說某公司曾“製造欺詐性帳目”，隱瞞財困的事實，一般會理解為該公司公布其財政狀況時不誠實，試圖隱藏真相，瞞騙市場。

168. 李大律師代表 Left 先生陳詞，指有關措詞應按文意而非僅按字面意思理解。據他所說，有關措詞的用意並非如此。Left 先生及其團隊想表達的意思是，恒大利用會計手段，試圖避免揭露公司真正的財政狀況。就此，李大律師提及《華爾街日報》一篇報道，指由此可見市場人士會如何理解事件：

“沽空者 Citron Research 上星期四發表報告，指控房地產發展商[恒大]利用會計手段和賄賂手法，隱瞞其無力償債的事實。” [斜體為本文所加，以示強調]

169. 代表證監會的鄧樂勤資深大律師回應時指出，由於 Left 先生選擇不作供，因此並無證據可據以確切理解他想表達的意思。鄧樂勤資深大律師表示，若說“無力償債”和“欺詐”等字眼經審視後應淡化為指恒大的行徑僅僅比“有問題”嚴重，說法根本站不住腳。

170. 按審裁處判斷，證據清楚表明 Left 先生和他的研究團隊(鑑於他們曾發表類似報告，過去也曾涉及訴訟)用詞經過深思熟慮。他們知道自己所想要傳達的意思，也知道自己所想達致的效果。

171. 現以對比手法加以說明：若說某公司“利用複雜而往往寬鬆的會計準則以圖掩飾財困日益嚴重”，與若說某公司藉“製造欺詐性帳目”以“掩飾資不抵債的資產負債表”，完全是兩回事。第一種說法所指的大概是“狡猾地”利用現有的會計準則，雖合法但有問題。第二種說法則清楚指出較深重也較可惡的罪責，就是採用欺詐手段，即蓄意不誠實的行為。

172. Left 先生(和他的團隊)選用第二種說法。不論動機為何，這都是他們在掌握充分資料的情況下作出的決定。因此，Citron 報告的措詞必須按其字面意思判斷。

楊楚豪先生的證供

173. 在二零零九至二零一二年期間，楊先生是國際知名的羅兵咸永道會計師事務所的合伙人，負責審計恒大的帳目。他在作供時說，恒大的二零一一年及二零一二年財務報表(後者在 Citron 報告之後公布)，皆按適用的《香港財務報告準則》擬備。他也信納這些報表符合該等準則。

174. 楊先生作供時續稱，他和屬下審計人員在審計恒大的二零一一年及二零一二年財務報表期間，並無發現有證據顯示以下情況：

- (i) 恒大在債項到期時無力償還；
- (ii) 恒大的負債額高於其資產值；或
- (iii) 恒大曾從事 Citron 報告所指製造欺詐性帳目的行為。

175. 楊先生確認，在擬備恒大的二零一二年財務報表時，他和屬下審計人員都曾考慮 Citron 報告所作的種種指稱。不過，他們並沒有在 Citron 報告發現任何理據，促使他們須採用有別於二零一一年所用的會計方法。他們也認為沒有必要因應 Citron 報告而進一步展開調查工作。

176. 說得淺白一點，雖然楊先生及屬下人員身為核數師，沒有獲一般授權以法證調查員的身分找出無力償債及／或欺詐的線索，但也不能置若罔聞。因此，就本案而言，他們有責任考慮 Citron 報告所作的各項指稱，但顯然沒有在其中

發現任何理據須展開調查工作，又或須採用有別於二零一一年財務報表所用的會計方法。總的來說，從專業會計師執行核數職務的角度來看，Citron 報告所載的指稱並沒有令他們有所顧慮。

177. 楊先生的證供客觀、專業、克制，重要之處在於他的證供與其他證供(尤其是證監會傳召的會計專家馮保羅先生的證供)不謀而合，都認為 Citron 報告所載“無力償債”或“實質上無力償債”和“製造欺詐性帳目”的指稱，顯出作者對香港會計準則和做法一竅不通。此外，他的證供也間接與證監會代表律師提出的證供相符，兩者均沒有發現任何欺詐的證據。審裁處信納，楊先生的證供可信。

178. 楊先生繼續作供稱，恒大發表兩份回應 Citron 報告的澄清公告，他也有份參與¹⁹。就此，他可確認第二份澄清公告(在二零一二年六月二十二日發出)所述的會計處理細節，與二零一一年財務報表所採用的方法相符。簡言之，恒大認為沒有必要為回應 Citron 報告的指稱而改變立場。因

¹⁹ 楊先生稱，為執行該任務，他必須確認審計小組所持有為數不多的財務數據，而不是確認已公開的數據。不過，據審裁處所知，該項工作純粹旨在確認已公開的數據是否準確，因此並沒有使他在研訊中提出的證供無效。

此，第二份澄清公告所作的回應，是解釋二零一一年財務報表已經載述的事宜²⁰。

謝惠華先生的證供

179. 謝先生在二零零九年加入恒大擔任首席財務官。他是負責批核該兩份為回應 Citron 報告而發出的澄清公告的恒大董事之一。謝先生作供時確認第二份澄清公告所載的詳細回應準確無誤。

180. 謝先生也確認，據他在二零一二年六月左右或該月之內所得的各項證據顯示，恒大有能力在債務到期時償還，該公司的資產值也超過負債額。因此，在 Citron 報告發表時，恒大並非無力償債。

181. Citron 報告在形容恒大的“欺詐帳目計劃”的標題下，指稱 Citron Research 並非發現該公司“欺詐”的唯一“分析員”。二零一一年十月，中國財政部公布恒大因提交不準確的財務報表而被罰款。謝先生供稱恒大並無欺詐行為。更確切地說，正如第二份澄清公告第 7 段所述，是恒大

²⁰ 就此，請參閱第二份澄清公告第 5 頁以粗體註明的部分。

旗下主要附屬公司廣州恒大地產集團有限公司(這家公司本身約有 50 家子公司)，在按照中國法規就截至二零零九年十二月三十一日的年度編製帳目時，沒有編製綜合帳目，只編製了獨立帳目。

馮保羅先生的證供

182. 馮保羅先生獲證監會傳召以會計專家證人的身分作供。²¹

183. 必須說明的是，審裁處認為馮保羅先生是令人信服的證人。他熟悉香港會計準則的複雜之處，觀點堅定清晰。審裁處認為他的證供絕對可信。

184. 綜觀 Citron 報告，馮保羅先生供稱經深入分析後(尤其)得出以下結論：在專業分析員或專業房地產分析員看來，Citron 報告的整體論調和具體內容很可能被視為“強詞奪

²¹ 馮保羅先生是英格蘭及威爾斯特許會計師公會和香港會計師公會的資深會計師，擁有工商管理碩士學位，並具備其他學術和專業資格，以及專業和商界經驗。他曾任香港會計師公會技術總監，教學經驗豐富，現為香港聯合交易所上市委員會委員。

理、錯誤失實或憑空捏造”²²。然而，對於一般投資者來說則可能並非如此。

185. 馮保羅先生分析 Citron 報告時認為，報告所載多項關於恒大“無力償債”，以及為掩飾真正債務狀況而“製造欺詐性帳目”的指稱，在多方面都混淆視聽，自相矛盾。馮保羅先生堅定認為，種種指稱顯出作者對《香港財務報告準則》一竅不通。就此，他認為，從適用於香港的現代會計及審計準則來看，所作指稱大部分均屬錯誤，可謂“一派胡言”。

186. 綜觀所述，現宜載述一點，就是經考慮所有呈交的證據後，審裁處認為，Citron 報告的作者對香港現代財務會計準則和財務報告安排一知半解。當然，這並非表示 Citron 報告的指稱因而屬虛假或具誤導性。不過，審裁處認為，Citron 報告的作者未有充分了解相關的會計準則和做法，便作出如此大膽的指稱，勢必令這些指稱在要項上屬錯誤的風險大增。

²² 審裁處認為，該結論有助解釋為何 Citron 報告幾乎旋即被專業分析員一致否定；這些分析員了解內地房地產業，並知道恒大必須符合香港會計準則的要求。

187. 馮保羅先生認為，Citron 報告所載的指稱有不少都混淆視聽，而且自相矛盾，因此他嘗試加以整理，逐一識別，並在可行情況下將其分門別類，尤其是有關技術性會計問題的指稱。馮保羅先生據此擬備摘要，載列 Citron 報告所作的指稱，並納入其專家報告內。他列出合共 33 項該等指稱，並扼述其觀察所得。為方便提述，審裁處會把該摘要稱為“問題摘要”。馮保羅先生在作供時採用其專家報告的內容，當中包括問題摘要。

A. 關於無力償債的指稱

188. 關於恒大“無力償債”這項關乎公司存亡的指稱，馮保羅先生在其問題摘要中表示，按所得證據判斷，該項指稱並不合理。他表示，依他所見，恒大的“流動資金並非嚴重不足或相對不足”。

189. Citron 報告又指稱恒大“自二零零六年起產生的累計營運現金流量在扣除資本支出前為負 280 億元人民幣”，以及該公司的業務增長策略側重不斷增加的舉債融資活動。就此，馮保羅先生有以下見解：第一，恒大的營運現金流量確

實不高，但這就內地房地產開發業而言實屬正常；第二，報告依據不成立的指稱調整恒大數據，再根據該等數據聲稱該公司的營運現金流量為負值；第三，內地房地產開發業偏重舉債融資的情況並不罕見；以及第四，雖然恒大的負債額增加，但似乎(截至二零一一年十二月三十一日)仍屬業界的正常債務水平。

190. 至於另一項附帶指稱，則指恒大申報截至二零一一年十二月三十一日的資本額為 350 億元人民幣，要不是誇大資產值便是少報負債額；經調整這些失實數據後得出的恒大資本額為“負 360 億元人民幣”。馮保羅先生表示，Citron 報告依據所載不成立的指稱調整恒大數據。如對香港會計準則有所了解，定可知該等指稱並不合理。

B. 第一組技術性會計指稱——利用“帳外”工具少報債項

191. 正如馮保羅先生所述，第一組指稱着重假定恒大運用各種“聯營”交易，得以利用“帳外”融資作為標準的經營手法，從而少報巨額債項。

192. 就此，審裁處注意到，Citron 報告指恒大採用“帳外”工具掩飾巨額債項時，並非僅僅說成是一種雖合法但不可接受的財務報告方法，反而直截了當地稱之為“製造欺詐性帳目”。Citron 報告第 15、16 及 17 頁的標題可資說明：

- a) “第 15 頁——製造欺詐性帳目：恒大利用“帳外”工具，令人震驚。恒大利用聯營企業股本合伙人為個別項目融資。聯營企業合伙經營設有強制回購保證。因此，恒大的聯營企業股本合伙人實際上是貸款人。聯營計劃讓恒大能大幅少報債項。大致內部回報率給帳外投資者(原文如此)，這些合伙經營手法與 Enron 公司採用的臭名昭著手段相當類同。”
- b) “第 16 頁——製造欺詐性帳目：恒大利用帳外融資作為標準的經營手法。二零一零年間，恒大披露有關綜合聯營交易的 39 億元人民幣保證額、有關非綜合聯營交易的 17 億元人民幣保證額，以及未繳土地開支所需的額

外承擔額 117 億元人民幣。二零一零年年初，我們估計恒大就各項聯營交易少報債項總值 170 億元人民幣。”

- c) “第 17 頁——製造欺詐性帳目：目前，恒大有關聯營回購和未繳款土地交易的帳外債項超過 230 億元人民幣，更可能高達 560 億元人民幣。恒大的帳外把戲持續不斷，不再披露與聯營回購保證有關聯的保證額。我們審核恒大二零一一年年報後發現，恒大至少隱瞞 230 億元人民幣的帳外債項：在二零一一年十二月三十一日，已報的少數股東權益為 18 億元人民幣，未繳土地開支則為 210 億元人民幣。”

193. 馮保羅先生在其問題摘要中論到：

- (i) 並沒有發現“帳外”工具(例如“聯營企業股本合伙人”)。交易對手在獨立會計師報告和相關財

務報表都列為貸款人，為收購在內地擁有土地使用權的公司股權提供融資。

- (ii) 這些貸款人並非聯營企業合伙人，也不擁有《香港會計準則第 31 號》所述的共同控制權。
- (iii) 強制回購保證並不存在。由於買賣協議的條款尚待落實，Citron 報告所述的僅為批出貸款以收購擁有土地使用權的公司的“附帶／預設”條款，內容仍未完備。
- (iv) 諷刺的是，Citron 報告指“聯營企業股本合伙人”實為貸款人這一結論因而屬正確無誤。
- (v) 所得證據全都顯示，恒大已遵從相關的《香港財務報告準則》[《香港會計準則第 31 號》、《香港會計準則第 27 號》及《香港財務報告準則第 3 號》]。這觀點與審計意見一致。
- (vi) Citron 報告所作指稱顯示，作者“對《香港財務報告準則》一竅不通”。

194. 馮保羅先生的供詞要點是，Citron 報告誤指為不正當的手法，其實是內地收購和開發土地所用的融資方式。雖然這可能是內地獨有，其他地方也許對此不明就裏，但內地房地產從業員和經常發表房地產評論的人士，卻相當了解這種融資方式。更重要的是，這絕非欺詐手段，而是所適用的會計準則認可和准許的融資方式。

195. 馮保羅先生解釋在內地收購和開發土地的融資方法。總括而言，據審裁處理解，有關情況如下：

- (i) 在內地，各幅土地由地方當局批出，通常售予當地人士，再由企業收購，情況與世界各地並無不同。在內地，純粹買賣土地並不容易。
- (ii) 像恒大這樣的公司，在購置土地儲備時，會購入持有土地企業的股份。簡言之，雙方所訂立的是買賣協議，而非聯營協議。
- (iii) 不過，公司仍須辦理各項手續(即官僚的繁瑣手續)，或會需時甚久才辦妥，為時多月甚至多年。

- (iv) 有見及此，像恒大這樣的公司(總是以現金繳款)不會即時繳付全數款項，而是會先繳定金，直至所有手續辦妥為止。所付的定金有兩種，其一是收購企業的 51%股權(即恒大採用的方法)，使恒大之類的公司可享有直接控制權，而被收購的企業則成為其附屬公司；其二是只收購較少量的股權，如此一來，被收購的企業不會成為其附屬公司，而會以擁有土地使用權的房地產開發資產形式，記入其綜合資產負債表。
- (v) 為取得資金以上述方式購置土地儲備，像恒大這樣的公司會向正式銀行借入部分款項，但由於向正式銀行借取款項買地很困難，因此也會向信託公司(有時稱為“影子銀行”)借入部分款項。
- (vi) 該類借款顯然須支付利息(利息必定高於正式銀行所徵收的利息)，也會以像恒大這樣的公司向擁有土地的企業繳付定金所得的股份作抵押。

(vii) 該類借款的潛在利潤會由貸款銀行或信託公司
當作零售投資產品轉售。

196. 關於恒大綜合財務報表如何反映這類融資，馮保羅先生表示，大概於 Citron 報告發表的時間，《香港財務報告準則》和香港一般認可的會計準則並無規定須標明貸款人，以便識別貸款來源，例如是否信託貸款。不過，該兩類貸款在綜合資產負債表都列作“借款”。馮保羅先生表示，他研究全部相關文件後沒有發現相反證據，故認為“把相關文件所列的借款理解為純粹借自沒有關連的財務機構的借款(不論是信託貸款或借自正式銀行的貸款)，是完全合理的”。

197. 恒大首席財務官謝先生提請注意恒大在第二份澄清公告所作的答覆並加以引用。該公告(第一節)清楚表示，信託融資一向歸類為負債而非股東在聯營安排下的部分權益。²³

²³ 第二份澄清公告有關答覆內容如下：“而對於本集團所實施的信託融資，本集團根據香港會計準則作為負債[即欠款]處理，並未將其作為[某種形式的聯營安排下]少數股東權益核算。反映在二零一一年十二月三十一日本集團合併財務報表的少數股東權益人民幣 22 億元並不涉及任何回購安排。”

198. 謝先生作供時也提及該公司二零一一年綜合財務報表所載的附註，標題為“其他借款”。他表示，這證明公司並沒有“隱瞞”信託融資安排，而是根據當時的會計做法予以披露：

“於本年度，中國若干從事房地產項目開發的集團公司與若干金融機構(‘受託人’)分別訂立基金安排，據此受託人為集團公司籌集信託基金並向其作出注資。所有基金按固定利率計息，具有固定還款期，並以集團公司的開發中物業或若干集團公司的股份作抵押。”²⁴

²⁴ 該附註其後載列以下數字：

“該等股份於2011年12月31日的淨資產約為人民幣7,507,026,000元(2010年12月31日：無)。

於2011年12月31日，本集團的銀行及其他借款人民幣34,294,602,000元(2010年：人民幣22,409,880,000元)乃以其投資物業、物業及設備、開發中物業、持作出售竣工物業及銀行現金作抵押。

銀行借款(除優先票據外)面對的利率變動風險以及合約重訂價格日期或到期日(以較早者為準)如下[以人民幣千元計]：

	6 個月或以下	6 至 12 個月	1 至 5 年	總計
本集團				
於 2011 年 12 月 31 日	19,493,133	7,170,632	7,630,837	34,294,602
於 2010 年 12 月 31 日	12,577,280	8,040,510	1,792,090	22,409,880

199. Citron 報告指稱恒大藉着披露 117 億元人民幣的“未繳土地開支承擔額”等手法，利用帳外融資。就此，馮保羅先生(在其問題摘要中)認為，該等承擔額必定是指二零一零年和二零一一年經審計綜合財務報表所披露列為“已簽約但未撥備”承擔額的項目。他稱，假定該項分類適當，即該等金額無須根據《香港財務報告準則》記錄為負債或債項，則上述披露符合相關會計準則。²⁵

200. 雖然內地信託融資對某些觀察員來說有欠透明度(此事容後審議)，但審裁處信納馮保羅先生對信託融資真正性質所作的分析正確無誤。

201. 信託融資在內地屬新興制度，瑞銀行政總監暨中國／香港地產研究部主管李智穎女士供稱，她注意到內地房地產公司廣泛參與信託融資活動，恒大並非唯一參與的公司。她表示，在二零一一年或左右，銀行施加限制，信託融資漸受歡迎，令保險及相類的公司可進行高回報的投資。她指，發展商為求擴大土地儲備，如無法從正式銀行或經債券市場取得融資，均會選擇信託融資安排。

²⁵ 尤其是《香港會計準則第 1 號》和《香港會計準則第 32 號》。

202. 至於恒大被指存在“帳外債項”(據 Citron 報告第 17 頁稱，該筆債項逾 230 億元人民幣，甚或多達 560 億元人民幣)，李智穎女士在二零一二年六月二十一日下午與恒大高層管理人員舉行電話會議後，在同日撰寫並發表有關恒大的分析報告。她在分析報告中依然建議“買入”恒大股份，並告知讀者恒大“並無帳外債項”，藉此回應“帳外”債項高企的指稱。該項評論如下：

“管理層重申，公司並無帳外債項，所有負債均已反映在資產負債表內。恒大首席財務官謝惠華保證，公司持有旗下所有項目 51% 或以上的股份，因而不會造成帳外負債。此外，管理層表示，高息債務契約訂明，公司須持有所有項目 51% 或以上的擁有權。”

203. 關於恒大的信託融資債項，瑞銀的分析指出，根據所知情況，恒大的信託融資額為 10 億元人民幣，僅佔其借款總額的 14%。²⁶

204. 馮保羅先生在其專家報告表示，儘管 Citron 報告的指稱含糊不清，但恒大所謂的“聯營企業”合伙人只可能是被

²⁶ 馮保羅先生作供時表示，雖然中國中央政府對信託貸款並無好感，但這類貸款並非違法。他認為，不少公司的信託貸款水平偏高，但在有關時間，恒大的情況並非如此。

收購並持有土地的企業，又或是提供資金的銀行或信託公司。他指出，不論是哪一種情況，Citron 報告所載指稱都不正確²⁷，也相當可能會誤導讀者，除非該人是專業分析員或專業房地產分析員。

205. 證監會的論據，當然並不局限於 Citron 報告技術上是否正確指出聯營企業等帳外工具。證監會的論據是建基於，Citron 報告根本誤解恒大如何購置土地儲備並為此融資，便對該公司作出極其嚴重的指稱，就是宣稱其行為構成製造欺詐性帳目。

206. 馮保羅先生認為，財務報表有時晦澀難懂，背後可能隱藏欺詐行為。因此，他不僅檢視恒大的綜合財務報表是否符合相關的會計及審計準則，據他所說，他還試圖深入探究，查看該等製造欺詐性帳目的指稱是否有充分理據。不過，他信納該等指稱缺乏充分理據。正如他所述：

“當我開始查看這……我以為他[Left先生]必定有些資料證明有欺詐行為。我沒有想當然地假定該等財務報表、

²⁷ 馮保羅先生在得出這項結論前，仔細分析了香港會計準則有關聯營企業的內容。分析顯示，根據該等準則，恒大如何購置土地儲備並為此融資，過程根本無法以某種“聯營企業”形式記錄。

經審計財務報表及獨立會計師報告屬合法合理。我查究是否有任何證據證明……欺詐。我得出結論……事實上，根據[在二零一二年六月]所得的證據，任何地方均無證據顯示有欺詐行為。我認為，如要作出欺詐指稱，便須提出某些證據支持。他所提出的證據簡直是一派胡言。”

207. 就第一組指稱而言，馮保羅先生作供時肯定 Citron Research 所作製造欺詐性帳目的指稱缺乏充分理據。事實上，他認為，對會計師而言，若說有關聯營企業指稱是“憑空捏造”的，也不為過。

208. 可能某些投資者看到 Citron 報告內的指稱會有所懷疑。馮保羅先生本人認為，“專業分析員或專業房地產分析員”一定很快知道該等指稱是錯誤的。不過，審裁處信納一般投資者充其量只會覺得該等指稱令人不安。對讀者而言，該報告以最不客氣的用詞指稱有兩個有害元素：應受譴責的不當行為及隱瞞數以十億計的債項。所謂的聯營企業工具，更與近年歷史上其中一宗最大、最複雜的清盤案主角美國大公司 Enron 顯然所用的手法相提並論。

209. 此外，由於 Citron Research 在香港並不為人熟悉，因此讀者不會根據 Citron Research 撰寫分析報告的一貫手法理解當中的內容。該等指稱也並非沒有根據，而且以看似深入的分析作大字標題。

210. 代表 Left 先生的李大律師陳詞指，在有關時間，信託融資安排依然甚為隱晦，且極受業績自然增長所左右，故不難理解 Left 先生何以得出有關結論，更有證據證明他並非唯一作出該結論的人。李大律師在內地財經雜誌刊載的一篇文章(“該內地財經文章”)中找到若干理據，支持上述觀點。該文章論述 Citron 報告之餘，又以冗長篇幅探討內地信託貸款業務。文章標題(英文譯文)的措詞似乎令人費解：“Risk exposure of false equity real debt trust scheme”(中文原文為“信託假股真債風險暴露”)。文章的內容談到恒大簽訂信託貸款安排，以收購名為“湖南雄震投資公司”(“湖南雄震”)的企業。Citron 報告也頗為詳細提述同一貸款安排。

211. 馮保羅先生在分析該項安排時說，根據該項安排，恒大顯然會收購湖南雄震 51%的股權，並同意在符合某些條件的情況下，便會購入餘下 49%的股權。該等條件主要關乎取

得相關地方當局的批准，以轉讓土地使用權。馮保羅先生稱，這類程序往往需時甚久，有時甚至長達多年。依證據來看，恒大曾向信託公司借取“信託貸款”，藉此融資收購餘下 49%的少數股權。有鑑於此，馮保羅先生在其專家報告中寫道：

“假設 Citron[報告]所述的信託貸款條款正確無誤，則 Citron 報告本身已清楚顯示，此舉純屬貸款安排，並以[恒大]當時持有湖南雄震 51%的擁有權作為抵押。恒大與賣方或信託公司之間都沒有[香港會計準則]所訂的聯營關係。按照[對相關文件]合理的理解，也無法推斷出兩者之間有該種關係。”

212. 在研訊過程中，審裁處清楚了解到，一如李智穎女士供稱，內地已環繞“信託融資”建立一盤業務。審裁處認同這或已提供肥沃的土壤孕育多種投資產品，當中有不少必定性質複雜。同樣毫無疑問，對於並非業內專家的人來說，這些產品充斥市面可能會造成混淆。該內地財經文章寫道：

“信託業人士告訴財新記者，目前房地產信託產品主要有三類：開發貸款、夾層融資和股權投資，而股權投資又分為‘假股真債’和‘真股權投資’。”

213. Left 先生的代表律師辯稱，Left 先生並沒有以業內專家自居；無論如何，他探究所得材料所顯示(或沒有顯示)的事情，然後得出恒大累積巨額帳外債項的結論，並非不合理之舉。

214. 證監會回應指，Citron 報告若要提出該等有關恒大財務報告的不利說法，便有責任至少確保本身明白信託融資的真正性質及在恒大的應用情況。回應又指，要做到這一點，最佳方法是按常理從兩個簡單方面入手。首先，可向恒大本身釐清問題(顯然是專業分析員通常採用的方式)，其次可徵詢專家意見，但兩種方式均沒有被採用。代表 Left 先生的李大律師提出異議，指要求 Left 先生具備專家水平，熟悉香港會計規則以至內地房地產發展商的會計實務，是值得商榷的。審裁處並不同意。首先，實際上 Citron Research 自命專家機構，在其網站表示曾發表超過 150 份報告，在辨識欺詐行為和無以為繼的業務模式方面往績驕人，在同行中無出其右。這樣說顯然是指其報告(包括就恒大發表的報告)有公信力。其次，Citron Research 如選擇就適用於香港的會計技術

事宜作出如此嚴重的指稱，必定意識到這些指稱可帶來重大的財經影響，因此肯定有責任充分了解該等事宜。

215. Left 先生的代表律師辯稱，不應要求 Left 先生具備熟悉香港會計準則專家的水平，並指他從未以此身分自居。審裁處稍後會更全面考慮這一點。不過，到目前為止，足已看出 Left 先生及其研究團隊雖沒有具體自命為香港會計事務專家，但按照一般和合理的理解，他們確實自視為辨識公司欺詐行為的專家。他們也許並無正式專家資格，但肯定憑經驗成為專家。Citron Research 自翊曾發表超過 150 份報告，在辨識欺詐行為和無以為繼的業務模式方面往績驕人，在同行中無出其右。因此，Citron 報告標榜出自專業機構之手。

216. 審裁處信納，Left 先生對其研究團隊的專業知識含糊其辭，並不能作為免責辯護。審裁處信納，Citron Research 一類機構既以揭發公司欺詐行為的鬥士身分自居，便有責任先充分了解信託融資的性質，才對恒大作出如此大膽的指控。事實上，這方面所涉問題愈是複雜，一般投資者便可謂愈難拒絕接納 Citron 報告所作指稱，就是恒大利用“製造欺詐性帳目”掩飾“無力償債”的狀況。

217. 審裁處認為，財務報告準則某些有關信託融資的內容或許會招致合理批評。不過，關乎事實的關鍵意見與直接指控截然不同。在本案中，恒大被指“製造欺詐性帳目”，其不誠實意圖是要掩飾該公司的真正財務狀況，即“無力償債”的狀況。

218. 因此，縱觀所有證據，審裁處信納，就(馮保羅先生歸類為)第一組指稱而言，“製造欺詐性帳目”和“無力償債”的指稱，不但顯示作者對香港當時的會計準則一竅不通又或置之不理，更顯出該兩項指稱均屬完全錯誤。說得淺白一點，審裁處信納，該等指稱如非虛假失實，便是顯然具誤導性。無論如何，該等指稱都在事關重要的事實方面屬虛假及／或具誤導性。

C. 第二組指稱——誇大恒大物業投資組合的價值，編造“虛擬”利潤，以及少報開發成本

219. 恒大是一家房地產控股及房地產開發公司。因此，恒大是否以誠實方式為其投資物業組合估值，對於準確了解該公司的價值攸關重要。

220. 根據恒大的定義，其投資物業為“獲得長期租金收益或資本升值或兩者兼得而持有但並非由本集團佔用的物業。在建或開發中以供日後用作投資物業的有關物業，分類為投資物業。”

221. Citron 報告指稱，恒大誇大其投資物業組合的價值至少 100 億元人民幣，“製造欺詐性帳目”。該報告進一步指稱，該投資物業組合雖然回報率低，但其價值卻自二零零六年起一直被大幅提高，編造了 95 億元人民幣的“虛擬”會計利潤。

222. 顯然，Citron 報告所作指稱的重點，在於恒大為其投資物業估值所用的方法。恒大擁有大量各類投資物業，遍布內地多個地點。

223. 至於適當的估值方法，恒大在二零一一年綜合財務報表就其投資物業述明下列會計政策：

“投資物業初步以其成本(包括相關交易成本)計量。

初步確認後，投資物業按公平值列賬，當在建投資物業的公平值不能可靠地計量時，該物業按成本計量直至建

設完成之日或公平值能可靠地計量之日(以較早者為準)。公平值就特定資產的性質、地點或狀況之任何差異，按經調整(如需要)活躍市價計算。倘若未能取得有關資料，本集團會利用較淡靜市場的近期價格或貼現現金流量預測等其他估值方法。²⁸ [斜體為本文所加，以示強調]

224. 就此而言，據 Citron Research 計算，恒大從投資物業組合所得的總回報率不足 1%，可見按市價計值(即公平值)，其投資組合價值被“極度誇大”。自二零零六年起，該投資組合價值一直被大幅提高。據稱，恒大在收益表編造 95 億元人民幣的“虛擬”會計利潤，並編造同等數額的“虛擬”帳面值，上述手法是恒大“製造欺詐性帳目”的另一例證。

225. Citron 報告的該等指稱，按該報告第 21、22 及 23 頁的標題扼述如下：

- a) “第 21 頁——製造欺詐性帳目：恒大的投資物業組合價值被誇大至少 100 億元人民幣，

²⁸ 馮保羅先生在作供時解釋，恒大採用了三大估值基礎(為相關的香港會計準則所准許)，當中以“公平值”(即按市價計值)為主要基礎，另加兩個子基礎。其中一個子基礎為貼現現金流量預測。據審裁處了解(只限於概括意思)，這類分析旨在評估預計的未來收入或現金流量，然後進行貼現以得出估計現值。釐定貼現率涉及多項可能難以準確預測的變數。

相等於其帳面值的三分之一。我們利用以下兩個不同方法，驗證恒大的投資組合價值被誇大的數額：1]市價估值法(概述於第 21 頁)和 2]資產負債表法(概述於第 22 及 23 頁)。該兩個方法的計算結果均證明恒大的投資物業組合須減值至少 100 億元人民幣。

恒大從投資組合所得的總租金回報率不足 1.0%，顯示恒大極度誇大其投資物業的評估“市值”。假設總租金回報率為 2%，則恒大的投資物業價值為 42 億元人民幣，較其報稱的價值少 71%。換言之，恒大的投資物業組合價值被誇大至少 100 億元人民幣。”

- b) “第 22 頁——製造欺詐性帳目：恒大的投資物業雖然回報率低，但其價值卻自二零零六年起一直被大幅提高，恒大在收益表編造 95 億元人民幣的虛擬會計利潤，並編造 95 億元人民幣的虛擬帳面值。

迄今，據恒大的記錄，其投資物業按市價計值達 95 億元人民幣，截至二零一一年十二月三十一日，佔恒大報稱的股東權益的 29%。恒大只表示其估價師採用多種估值方法為其投資組合估值，並無披露如何取得該等增益的具體詳情。”

- c) “第 23 頁——製造欺詐性帳目：我們的分析也顯示，恒大在資產負債表中把開發成本列作投資物業以固定資產方式入帳，藉此少報開發成本 40 億元人民幣。

我們的分析顯示，恒大在資產負債表中把房地產業務的開發成本列作投資物業以固定資產方式入帳，藉此少報開發成本。我們估計恒大的投資物業應列入資產負債表的成本為每平方米 7,335 元人民幣。相反，我們估計恒大非投資物業的開發成本為每平方米 4,260 元人民幣。這個差距極不可能出現。我們所得的結論是，恒大在資產負債表把住宅項目

未售出車位的開發成本列作投資物業入帳。

如此一來，恒大人為地把資產負債表的資產
值誇大 40 億元人民幣之多。”

226. Citron 報告發表後翌日，恒大發出第二份澄清公告，指報告所採用的方法根本“錯誤”，“報告僅採用當年租賃收入來推算本集團投資物業公允價值是錯誤的並具有重大誤導性”²⁹。

227. 馮保羅先生在考量 Citron 報告所載的這些指稱時作出一些評析。正如他所論述，由於 Citron 報告經常轉換話題，內容有時很混亂，要加以評析殊非易事。

228. 關於恒大被指誇大其投資組合價值至少 100 億元人民幣，他認為恒大在投資物業方面所採用的會計政策是“業界的標準政策”，符合香港會計準則。他說道，獨立會計師報告由恒大的會計師擬備，綜合財務報表由同一公司進行審計，印證了他的觀點。他也表示，Citron 報告所作指稱顯示，作者並不了解《香港會計準則第 40 號》。馮保羅先生稱，他沒有發現證據證實所指稱的欺詐行為。

²⁹ 詳細回應見第二份澄清公告第 4.1 段，該公告載於本報告書附錄“G”。

229. 恒大被指從投資組合所得的總租金回報率不足 1%，顯示該投資組合的價值被“極度誇大”約 71%。就此，馮保羅先生認為，Citron Research 所用的計算方法包含多項錯誤假設，致使所作分析無效³⁰。馮保羅先生認為，雖然恒大在第二份澄清公告所作解說沒有完全解釋租金回報率為何有此差距，但報告內容看來合理，並與所得證據一致。因此，他認為，按照 Citron 報告發表當日的證據來看，有關指稱並無充分理據。

230. 有指恒大的投資物業組合雖然回報率低，但其價值卻被提高，恒大在收益表編造 95 億元人民幣的“虛擬”會計利潤，並編造 95 億元人民幣的“虛擬”帳面值。馮保羅先生堅稱，恒大的估值方法符合《香港會計準則第 40 號》，因此有關“虛擬”利潤／價值的指稱並無根據，並(再次)顯示該報告的作者對《香港會計準則第 40 號》“一竅不通”。

231. 馮保羅先生接受盤問時辯方向他指出，無疑按照合理充分的理解，“虛擬”利潤的指稱並非有不誠實之意，而是

³⁰ 馮保羅先生稱，Citron Research 在分析中所用的推算方法，是按據稱與恒大匯報的該項業務收入和成本相若的租金回報率，反過來計算投資物業組合的所謂“實際”價值。

指綜合財務報表即使符合有關準則，也只不過反映“帳面”利潤。審裁處認為，就“製造欺詐性帳目”的指稱而言，“虛擬”一詞有較為令人不安的含意，即恒大所列出的是虛設數字，因此並無實據支持。

232. 馮保羅先生作供時表示，他認為 Citron Research 所作出的指稱反映他們對事情並不了解，該專門領域的專業分析員經考究後大多數都能發現這一點，其他人或一般投資者則難以察覺。正如他所述，若是專業投資者：

“……便會對物業如何估價瞭如指掌，也會知道根據會計準則，投資物業只可選擇以成本或公平值計值。如選擇以公平值計值，便會重估價值。這是為何[恒大]估值會上升 95 億元的原因，而他[Left 先生]認為這做法在某程度上是不對的。專業房地產分析員、專業分析員，又或顧問，甚至普通房地產投資者都會知道，這是行內一貫的做法。”

233. 馮保羅先生續稱，這樣把估值增至 95 億元人民幣不含欺詐成分，不會被專業分析員視為製造欺詐性帳目。這做法是會計準則所規定的。他認為，對於一般投資者而言，他們

即使嘗試了解箇中複雜的問題，也會被該等指稱的總體論調所“嚇怕”。

234. 恒大被指根據其記錄，其投資物業組合按市價計值達95億元人民幣(佔該公司報稱的股東權益的29%)，但並無披露如何取得該等增益的具體詳情。馮保羅先生認為所披露的資料(雖已符合相關會計準則)確實不多，無助進行“全面分析”。不過，他認為這種“披露最基本資料”的情況，令Citron Research所指“製造欺詐性帳目”和編造“虛擬”價值等嚴重宣稱，顯得更加“輕率”和“有欠專業”。據他所指，任何人如擬分析聯交所某上市公司的財政狀況，必須先了解相關會計準則，否則(又或如不了解《上市規則》或相關法定條文等其他相關事宜)不應妄作評論。馮保羅先生續稱，如屬專業分析員，應直接向有關公司釐清事實。正如他所述：

“如屬專業人士，必會追問有關公司。如擬指稱該公司製造欺詐性帳目……所作的聲稱甚為嚴重，更應如此。”

235. 審裁處在此稍作停頓，以記錄下述事宜：代表Left先生的李大律師在結案陳詞中指出，不論是證監會的指控，還

是專家證人就本案所作的證供，均以 Left 先生是“業內專業人士”且“所知理應更多”為理據，實在全然混淆事實。李大律師稱，Left 先生既非香港持牌人士，也非恒大董事或大股東，無論如何都絕非恒大的內幕人士。他完全是局外人。Left 先生清楚表示，他所作評論以公開資料為依據，並引述相關資料來源。Citron 報告的讀者可自行查核資料出處，考慮 Left 先生的分析邏輯。Left 先生只是一名公眾投資者，敢於堅持自己的信念，並據此作出買賣股份的決定，在互聯網上與人分享。李大律師的陳詞指出，如試圖把 Left 先生歸類為專業人士，便是採用錯誤且過分嚴格的標準，也把資料的真偽與質素混為一談。

236. 審裁處雖然相信 Left 先生並非內幕人士或持牌人士，但卻難以接納他佯裝只是敢於堅持信念的公眾投資者。正如上文所述，(以 Left 先生為主事人的)Citron Research 自翊在辨識公司欺詐行為方面經驗豐富，曾獲多份主要財經期刊轉載，並(暗示)曾在針對其發表的報告提起的法庭訴訟獲判勝訴。按照一般理解，這顯示 Citron Research 具備相當豐富的專業知識，才能分析恒大的財務狀況。不可不提的是，Citron

Research 雖然以往(依證據看來)從未對香港的上市公司作出任何正式分析，但卻選擇對恒大作出性質極為嚴重的指稱，並在互聯網上發布。在這情況下，Citron Research 既然對恒大呈報財務資料的責任所涉的法定和監管規定一無所知，便必然有責任確保本身了解該等規定。這項責任會按相關情況衡量，而審裁處已據此作出裁定。

237. 恒大被指稱“在資產負債表中把開發成本列作投資物業以固定資產方式入帳”，藉此少報開發成本。就此，馮保羅先生作證說，恒大在第二份澄清公告的回應證實上述指稱屬虛假不實。馮保羅先生重申，Citron Research 的這些指稱顯示，該報告的作者對《香港會計準則第 40 號》“一竅不通”。

238. Citron 報告就恒大少報開發成本一事所得的結論是，恒大在資產負債表把未售出車位的開發成本列作投資物業入帳，藉此把資產負債表的資產值誇大約 40 億元人民幣。恒大在第二份澄清公告回應這項指稱時指出：

“報告在計算投資物業的單位成本時假設一個車位的建築面積為 10 平方米，而此假設是完全不合理並且顯示出報告編寫人嚴重缺乏行業經驗。車位的建築面積實際上除汽車本身停放所佔面積之外，還需要包含停車場公共道路的分攤等，因此每個車位的建築面積約為 25 - 30 平方米。”

239. 馮保羅先生支持上述回應的說法，並指出如根據 Citron Research 的假設，即車位的面積是 10 平方米，則根本無法把車門打開。他說這“顯然是一派胡言”。

240. 關於第二組指稱，馮保羅先生表示，他再次審核綜合財務報表，查看當中是否有欺詐的證據，但沒有發現。簡言之，第二組指稱所指的製造欺詐性帳目屬毫無根據。

241. 就馮保羅先生形容為處理技術性會計問題的第二組指稱而言，審裁處審視所有相關證據後，信納馮保羅先生的分析屬正確。根據當時所得證據，Citron Research 作出的指稱(即恒大“製造欺詐性帳目”以圖掩飾其真正財政狀況)，顯出他們對恒大須遵循的會計準則一竅不通。因此，該報告所作的主要指稱在事關重要的事實方面屬虛假及／或具誤導性。

242. 審裁處在作出裁定前，已一直綜合考慮事件的各個方面。舉例來說，除已傳喚的證人外，也考慮了多名專業分析員的證供。該等分析員都認為 Citron 報告有謬誤，並就報告內容發表了分析結果。

243. 總的來說，基於上述理由，審裁處信納，Citron 報告所作出的主要指稱，即本報告書所考慮的指稱(指恒大“無力償債”或“實質上無力償債”，以及製造欺詐性帳目以掩飾其真正的財政狀況)，已證明在事關重要的事實方面屬虛假及／或具誤導性。

第六章

第 277(1)條所需的第四項要素

證明構成罪責的思想狀態，即 Left 先生知道該資料在某事關重要的事實方面屬虛假或具誤導性，或罔顧該資料是否屬上述資料，或在該資料是否屬上述資料方面有疏忽

知情

244. 代表證監會的鄧樂勤資深大律師在結案陳詞中承認，Left 先生實際知情的說法並不成立。審裁處也表同意。

罔顧實情或後果

245. 正如本報告書前文所述，如要證明 Left 先生罔顧實情或後果，審裁處必須信納下列三點是肯定的。第一，Left 先生發表 Citron 報告時，知悉當中所載資料(即研訊程序所針對的資料)在事關重要的事實方面屬虛假或具誤導性的風險存在。第二，他知悉在當時情況下對如此確實存在的風險置之不理是不合理的。第三，儘管如此，他仍繼續發表報告。

246. 可否根據事實作出令人信服的推論，即 Left 先生發表 Citron 報告時，定已知悉該報告所作的指稱在事關重要的事實方面屬虛假及／或具誤導性的風險存在？

247. 就此，審裁處已考慮到該擬稿的出處無從稽考，作者不詳。因此，作者的背景或動機並無跡可尋。鑑於所作指稱聳人聽聞，撰寫該擬稿的那個人(或那些人)很可能是出於積怨，而非純粹為了作出客觀公平的論述。Left 先生在發表公司評論方面有多年經驗，似乎擅長偵查公司欺詐活動。因此，他定已預計到須小心審核這類指稱有欺詐、賄賂及其他非法交易活動的匿名報告。事實上，Left 先生申辯指他確曾小心查證。除非他知悉在當時情況下該擬稿所作指稱在事關重要的事實方面屬虛假及／或具誤導性的風險確實存在，否則他不會小心查證。

248. 可否根據事實作出令人信服的推論，即 Left 先生知悉在當時情況下對如此確實存在的風險置之不理是不合理的？

249. 就此，審裁處不難得出的結論是，Left 先生在當時情況下定已知悉對於如此確實存在的風險不能置之不理。該擬稿所作的指稱牽涉甚廣，聳人聽聞，內容論到某公司濫用市場的行為，為試圖掩飾公司無力償債的事實，鋌而製造欺詐性帳目。一如審裁處較早前所述，該擬稿指稱有兩個基本有

害元素，分別是指某公司陷入嚴重財困，以及某公司鋌而製造欺詐性帳目瞞騙股東及投資大眾。如有明顯有力的證據，情況或有不同。作出該等指稱的人必須確切了解複雜的會計規例及準則，但沒有證據證明該擬稿的作者具有這方面的專業知識。在該等情況下，顯然在處理該擬稿時，必須把該擬稿視作確實有可能出於惡意動機，以及至少載有在事關重要的事實方面屬失實及／或誇大的資料。

250. 此外，當 Left 先生在編製報告的過程中某階段決定沽空恒大股份時，他必定知道有實際需要確保該擬稿內容可信並可據之行事，以免被指企圖利用已知有疑點的指稱謀取私利。

251. 可否根據事實作出令人信服的推論，即儘管知悉上述事宜，Left 先生仍繼續發表 Citron 報告？

252. 審裁處斷定，令人信服的推論是，Left 先生在發表 Citron 報告時，故意不理會該報告(即使經他修改後)在事關重要的事實方面屬虛假及／或具誤導性的風險確實存在。在這方面，不得不提的是，作出該(匿名)擬稿所載指稱的人，

理應了解相關會計規例和準則；該等規例和準則頗為複雜，其中多個重要範疇也涉及香港獨有的情況。不過，依證據來看，Left 先生核實該擬稿內容時，似乎沒有採取任何行動，聽取專家對該等規例和準則的意見。他也沒有定意接觸恒大大，以釐清相關事宜。Left 先生本身並非該等事宜的專家，也沒有理由假定該擬稿的匿名作者掌握所需專業知識。在當時情況下，Left 先生必定明白當中確實存在的風險，就是該擬稿作者對相關會計規例和準則一竅不通，又或(大概出於可疑動機)索性不予理會，便在該擬稿作出至少多項有關技術性會計問題的指稱。因此，審裁處當然斷定，該擬稿和 Citron 報告本身所作的多項主要指稱顯示，作者對相關會計規例和準則一竅不通。然而，Left 先生卻選擇不採取最明確的防範措施，尋求專家意見。他沒有徵詢專家意見便貿然發表報告，依然保留該擬稿的聳人聽聞措詞，而他必定明白該等措詞本身會令一般投資大眾驚愕不已。

253. 縱觀所有情況，審裁處信納，Left 先生發表 Citron 報告時，故意不理會該報告在事關重要的事實方面屬虛假及／或具誤導性的風險確實存在，行為屬罔顧實情或後果。

疏忽

254. 如審裁處斷定 Left 先生罔顧實情或後果這項裁定有誤，審裁處信納，基於上述原因，Left 先生選擇履行市場評論員及／或分析員的職責，在編製和發表 Citron 報告時，沒有以合理審慎的人實際應有的謹慎行事，避免報告包含在事關重要的事實方面屬虛假及／或具誤導性的資料。因此，換句話說，他有所疏忽。

第七章

審裁處就罪責所作裁定的摘要

255. 總括來說，基於本報告書所述的原因，審裁處裁定 Left 先生干犯《條例》第 XIII 部第 277 條所指的市場失當行為。根據該條文的規定：

- (a) Left 先生發表 Citron 報告，因而散發該報告所載的資料；
- (b) 該報告所載的某些資料，即指恒大“製造欺詐性帳目”及事實上“無力償債”的資料，相當可能會對香港市場造成第 277(1)條所指的一種或多種影響；
- (c) 該等資料在事關重要的事實方面屬虛假及／或具誤導性，或因遺漏事關重要的事實而屬虛假及／或具誤導性；

- (d) Left 先生罔顧該等資料是否在事關重要的事實方面屬虛假及／或具誤導性，或因遺漏事關重要的事實而屬虛假及／或具誤導性；
- (e) 如 Left 先生並無罔顧，則他在該等資料是否在事關重要的事實方面屬虛假及／或具誤導性，或因遺漏事關重要的事實而屬虛假及／或具誤導性方面有疏忽。

256. 審裁處會在稍後協訂的日期就相應作出的命令聽取控辯雙方陳詞。就此，控辯雙方須於本報告書發表日期起計 21 天內提交建議的指示。

(簽署)

夏正民先生，GBS

(主席)

(簽署)

郭金海先生

(成員)

(簽署)

王澤森博士

(成員)

二零一六年八月二十六日

第八章

命令

A. 背景

257. 審裁處在二零一六年八月二十六日發出的報告書中裁斷，本案唯一的“指明人士”Left先生干犯《條例》第XIII部第277條所指的市場失當行為。根據該條文的規定，審裁處作出以下裁斷：

- (i) 二零一二年六月，Left先生發表(即散發)以“Citron 報告”為名的文件。該文件標榜載有多月來的研究分析結果，斷定在香港聯合交易所上市的恒大地產集團有限公司(“恒大”)實質上是一家無力償債的公司，而且持續向投資大眾呈報有欺詐成分的帳目資料。
- (ii) 該份已發表的文件所載的某些資料，即指恒大製造欺詐性帳目及事實上無力償債的資料，相當可

能會對香港市場造成第 277(1)條所指的一種或多種影響。

- (iii) 該等資料在事關重要的事實方面屬虛假及／或具誤導性，或因遺漏事關重要的事實而屬虛假及／或具誤導性。
- (iv) 審裁處所作的基本裁斷是，Left 先生罔顧該等資料是否在事關重要的事實方面屬虛假及／或具誤導性，或因遺漏事關重要的事實而屬虛假及／或具誤導性。
- (v) 在裁斷 Left 先生罔顧實情或後果時，審裁處斷定，Left 先生發表該報告時，起先知悉當中所載資料(即宣稱恒大製造欺詐性帳目及實質上無力償債的資料)屬虛假及／或具誤導性的風險存在；其次，他也知悉在當時情況下對如此確實存在的風險置之不理是不合理的；第三，儘管如此，他仍繼續發表報告。

258. 二零一六年十月十九日(星期三)，審裁處再次召開聆訊，以考慮作出相應命令的事宜。

259. 就此，審裁處收到代表證監會的領訟大律師鄧樂勤資深大律師提交的書面陳詞。Left 先生的代表律師並無向審裁處提交書面陳述。他的代表律師 Francis Comtois 先生³¹ 雖有出席聆訊，並獲邀按其意願作出適當申述，但他告知審裁處沒有收到指示作出申述。

260. 審裁處聽取鄧樂勤資深大律師的申述及退席考慮擬作的相應命令是否恰當後，重新召開聆訊以宣布命令，並表示書面決定將於稍後發下。

B. 施加的命令

261. 審裁處作出的命令及其性質和目的簡介如下：

第 257(1)(b)條：“冷淡對待”令

³¹ 屬 Timothy Loh LLP 律師事務所

262. 這項條文賦權審裁處，可作出俗稱“冷淡對待”令的命令。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。任何人沒有遵從冷淡對待令，即構成刑事罪行。如有人協助或教唆他人規避遵從冷淡對待令，該人即屬犯罪。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。因此，上述命令旨在保障香港金融市場的穩健。《條例》訂明，冷淡對待令的有效期不得超過五年。

263. 審裁處在考慮 Left 先生所犯罪責的情況後，裁定有必要向他施加冷淡對待令，作為保護措施，由該命令發出當日(即二零一六年十月十九日)起計，有效期為最長的五年。

第 257(1)(c)條：終止及停止令

264. 這項條文賦權審裁處，如某人被辨識為曾從事市場失當行為，審裁處可以命令他不得再作出構成該命令指明的市場失當行為的任何行為。這種稱為“終止及停止”令的命令准許該人進行買賣，但目的是致力確保該人日後所作的一切

買賣不會構成市場失當行為，違者會遭到刑事處分。這種命令永久有效。法庭認為“終止及停止”令是預防措施，即屬保護而非刑罰的措施。

265. 審裁處在考慮 Left 先生所犯罪責的情況後，裁定有必要向他施加終止及停止令，作為保護措施。然而，該人不得再作出的市場失當行為僅限於目前研訊程序中辨識的失當行為(即依據第 277(1)條裁定該人的罪責)，並不包括其他形式的失當行為。

第 257(1)(d)條：交出利潤

266. 這項條文賦權審裁處，可向被裁定曾有市場失當行為的人作出命令，命令該人向政府繳付“一筆款項，金額不得超逾該人因該市場失當行為而獲取的利潤金額”。

267. 鄧樂勤資深大律師與 Comtois 律師商議後，雙方同意 Left 先生應交出 1,596,240 港元的款項。審裁處命令 Left 先生交出該筆款項。

268. 至於利息，審裁處依據《條例》第 259 條，命令 Left 先生就該筆款項向政府繳付自二零一二年六月二十一日起計算的複式利息，利率按不時根據《高等法院條例》(第 4 章)第 49 條適用於判定債項的利率計算，結算期為一年。

第 257(1)(e)和(f)條：訟費

269. 這兩款條文賦權審裁處，在行使酌情決定權時，可就政府招致的訟費及開支，命令任何人向政府繳付一筆審裁處認為數額適當的款項，以及就證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)招致的訟費及開支，命令任何人向證監會繳付一筆審裁處認為數額適當的款額。

270. 關於訟費，審裁處作出命令如下：

- (i) Left 先生須向政府繳付一筆為數 1,259,179 元的款項，作為政府就有關的審裁處研訊程序而合理地招致或合理地附帶招致的訟費及開支。
- (ii) Left 先生須向證監會繳付一筆為數 3,966,861 港元的款額，其中 3,623,600 港元作為證監會就有

關的審裁處研訊程序而合理地招致或合理地附帶招致的訟費及開支，其餘 343,261 港元作為證監會就在提起該審裁處研訊程序前所作出調查，而合理地招致或合理地附帶招致的訟費及開支。

第 264(1)條：在原訟法庭登記命令

271. 審裁處依據這項條文命令發出書面通知，以在原訟法庭登記所有相關命令。

C. 審裁處施加“冷淡對待”令和“終止及停止”令的理由

272. 審裁處施加有效期為五年的冷淡對待令時，知悉所施加的命令，其有效期為法規所容許的最長有效期。不過，審裁處認為必須就有關情況施加這種命令，並認為必須同時施加涵蓋範圍有限的終止及停止令。

273. 審裁處作出裁決前，曾考慮多項因素，現摘述如下。

274. 審裁處認為，從一開始便考慮冷淡對待令是保護措施，攸關重要。此舉清楚顯示，該命令的主要目的是維護市

場的穩健，即保證市場依然公平和具透明度。審裁處也考慮到冷淡對待令是保護措施，旨在保護所有市場參與者，包括一般投資者。就此，審裁處願意接納一點，就是對於恒大的誠信備受抨擊，市場專業人士也許半信半疑，更可能認為有機會從中圖利。然而，審裁處信納，由於該等猛烈抨擊關乎製造欺詐性帳目和無力償債等事實的指稱，所涉問題相當嚴重，一般投資者多會慌張失措，以致極有可能出售恒大股份，哪怕只是小心為上。

275. 審裁處斷定，這顯然正是 Left 先生有意造成的效果。Citron 報告的整體基調都支持這項推論。不過，更直接的證據可見於 Left 先生在發表 Citron 報告前設立沽空機制這項事實。因此，他在所有關鍵時間都預計股價會下跌，他本人則可從中牟利。這說法不是要指責他有牟利動機，但他的動機是本案的相關因素，原因一如審裁處在其報告書中裁定，Left 先生罔顧他在 Citron 報告提出的事實指稱是否有根有據；換句話說，他知道自己指稱的主要事實(即不誠實地編造帳目及無力償債等事實)屬虛假或具誤導性的風險確實存在，但他依然繼續發表報告，至少證明他主要是出於牟利動機才如

此行事。因此，在考慮 Left 先生的動機時，不禁令人懷疑他為求目的不擇手段，不管這會對一般投資者造成什麼附帶損害。

276. 在作出裁定時，審裁處一直都知悉股票市場變化不定，市場因素天天在變。審裁處也一直知悉股票市場複雜而多樣化，故可從不同角度審視。因此，市場上的意見可大相逕庭而又全都屬正當意見。然而，第 277(1)條的目的並非是要規管意見本身，但如該等意見所依據的說法在某事關重要的事實方面屬虛假或具誤導性，則作別論。因此，在本案中，Left 先生所作出的損害行為不關乎他表達意見(不管他表達時的態度為何)，而是關乎他宣稱的事實，他宣稱從既有文件(即過往數據)歸納出事實。不過，要持正地作出這些對事實的宣稱，不能不了解所適用的會計準則；然而，依證據來看，Left 先生顯然沒有設法確保他所宣稱的事實是基於對該等準則的了解而得出的。他身為業內專業人士，作出這些極其嚴重的宣稱，是嚴重罔顧實情或後果。因此，正如審裁處所裁斷，指稱的事實顯出作者對相關會計規例及準則一竅不通，一名專家更認為其中多項指稱屬“一派胡言”。

277. 審裁處雖則未能裁斷 Left 先生知道自己所作的事實指稱屬虛假或具誤導性，但認為就本案案情而言，Left 先生罔顧實情或後果的行為實在明目張膽，而且極為嚴重。就此，須緊記的是，Citron 報告實質上依據的是 Left 先生經郵件收到的一份匿名手稿。一如審裁處在其報告書(第 247 段)所述：

“……因此，作者的背景或動機並無跡可尋。鑑於所作指稱聳人聽聞，撰寫該擬稿的那個人(或那些人)很可能是出於積怨，而非純粹為了作出客觀公平的論述。Left 先生在發表企業評論方面有多年經驗，似乎擅長偵查企業欺詐活動。因此，他定已預計到須小心審核這類指稱有欺詐、賄賂及其他非法交易活動的匿名報告。事實上，Left 先生申辯指他確曾小心查證……”

278. 若然如此，Left 先生必定知道，這些據恒大經審計帳目作出的製造欺詐性帳目和無力償債指稱，須建基於對相關會計準則和規例的了解。然而，沒有任何證據證明 Left 先生試圖了解該等準則和規例後才發表 Citron 報告。這是出於他缺乏經驗或判斷力所致嗎？顯然不是。

279. Left 先生發表 Citron 報告時，已因這類抨擊事件而薄有名氣，也以此為豪。審裁處在其報告書第 141 段引述 Citron Research 團隊在若干宣傳資料的話，指該網站曾發表超過 150 份報告，在辨識欺詐行為和無以為繼的業務模式方面往績驕人，無出其右。審裁處在其報告書第 142 段記述，Left 先生自翊曾多次在法庭審理他抨擊某些公司的訴訟中獲判勝訴。審裁處考慮是否應施加冷淡對待令，以及如施加的話為期多久時，考慮到恒大所受的抨擊並非“單一事件”，而是周詳計劃的一部分。因此，在這種情況下，日後 Left 先生如認為再有適當時機，便很可能再作抨擊。

(簽署)

夏正民先生，GBS

(主席)

(簽署)

郭金海先生

(成員)

(簽署)

王澤森博士

(成員)

二零一六年十一月十日