

二零零七年十二月三日至二零零八年九月十二日

悅達礦業控股有限公司的股份交易

市場失當行為審裁處的報告書

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)和(c)條規定呈交的報告書

索引

	段數
第一章 財政司司長發出的通知及隨後發生的事件	1-22
財政司司長的通知	1
對通知作出的修訂	2
進行研訊程序	3-22
第二章 背景	23-116
有關法團及其相互關係	23-29
重要人士	30-43
悅達礦業簡史：從收費道路到採礦活動	44-53
第一次配售股份	54-56
悅達香港購買悅達礦業股份	57-63
悅達礦業回購股份	64-74
第二次配售股份	75-87
第三次配售股份	88-92
透過“代名人”戶口買賣悅達礦業股份	93-104
那麼李如何解釋利用這些戶口進行交易？	105-116

	段數
第三章 相關法律	117-154
“市場失當行為 ”	118-120
“虛假交易 ”	121-125
“操控價格 ”	126-128
“操縱證券市場 ”	129
舉證準則	130-132
法定抗辯理由的舉證	133-137
確定“主要目的 ” 的重要性	138-140
環境證據及作出的推論	141-142
良好品格	143
謊言	144
專家證供	145-147
分開考慮	148
把法律責任歸於財政司司長發出的通 知上所指明的法團	149-154
第四章 公平的聆訊	155-176
第五章 悅達礦業的股份回購計劃	177-246
董就回購目的所作的證供	188-205
考慮可印證董所述事態發展的證據	206-214
對回購交易的分析	215-220
審裁處就回購計劃目的所作的結論	221
白嘉道的證供	222-237
審裁處就白嘉道的證供得出的結論	238-246
第六章 有關李買賣悅達礦業股份的分析	247-343
悅達香港購入股份	249-251
李對悅達礦業股份回購計劃知情	252-257
以三個“代名人 ” 戶口買賣股份	258-261
李買賣股份的摘要	262-264
以三個“代名人 ” 戶口買賣股份的原因	265
仔細探討“代名人 ” 戶口的資金來源	266-269

把款項存入“代名人”戶口	270-281
缺乏文件證據	282-285
為何李選擇管理為南京中欣悅作出的投資？	286-293
江蘇集團的內部報告	294-299
李於二零一三年七月六日寫給審裁處的信	300-307
可以因南京中欣悅的協議是虛構而不採納嗎？	308-310
審裁處對李透過“代名人”戶口買賣股份的主要目的所作的結論	311-316
錢的協助或縱容	317-322
悅達礦業是否因李的行動而被裁斷為構成罪行？	323-331
悅達香港購入股份	332-343
第七章 董是否知道除回購股份外還有可穩定股價的悅達礦業股份交易？	344-367
缺乏直接證據	344-348
以張紅艷匯豐銀行戶口作交易的指控	349-352
查看環境證據	353-361
簽署憑單	362-364
結論	365-367
第八章 審裁處的裁斷摘要	368-373
報告書第一部分的連署人	
第九章 命令	374-446
報告書第二部分的連署人	

附件

附件		頁數
A	有關期間的悅達礦業股份交易列表	A1-A15
B	鄭啟森在二零一四年六月二十七日向審裁處提交的報告	A16-A23
C	政府訟費及開支	A24-A37
D	證監會員工費用	A38

第一章

財政司司長發出的通知及 隨後發生的事件

財政司司長的通知

1. 審裁處是根據財政司司長在二零一一年十二月十六日發出的通知而組成的。有關通知詳情如下。

“關於《證券及期貨條例》(第 571 章)

及

悅達礦業控股有限公司的上市證券事宜

(證券代號 629)

根據《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

本人認為，悅達礦業控股有限公司(證券代號 629)(“悅達礦業”)的證券交易已發生或可能已發生該條例第 XIII 部第 274 條(“虛假交易”)、第 275 條(“操控價格”)及 / 或第 278 條(“操縱證券市場”)所指的市場失當行為，因此現要求市場失當行為審裁處進行研訊程序並裁定—

- (a) 是否曾發生市場失當行為；
- (b) 曾從事市場失當行為的人的身分；以及
- (c) 因該市場失當行為而獲取的利潤或避免的損失(如有的話)的金額。

指明人士及 / 或法人團體

李立彬先生(“李”), 錢金標先生(“錢”), 悅達集團香港有限公司(“悅達香港”), 悅達礦業控股有限公司(“悅達礦業”), 以及董立勇先生(“董”)。

為提起研訊程序而作的陳述

1. 在所有關鍵時間, 李是悅達香港的董事及負責人。悅達香港持有
多於 5% 悅達礦業的股份, 是悅達礦業的控股股東。悅達香港和
悅達礦業在香港的註冊地址相同。
2. 在所有關鍵時間, 董是悅達礦業的行政總裁, 錢是悅達礦業的公
司秘書及財務總監。
3. 在所有關鍵時間, 李是悅達香港和悅達礦業的銀行戶口的認可簽
署人。

4. 在所有關鍵時間，錢是悅達香港及悅達礦業在中銀國際控股有限公司(“中銀國際”)持有的證券交易戶口可發出買賣指示的認可人士。
5. 在 2007 年 10 月及 11 月，悅達礦業宣布在中華人民共和國收購採礦權。在 2007 年 12 月至 2008 年 3 月期間，悅達礦業三次配售股份，每次配售 2,000 萬餘股(其中兩次以先舊後新方式認購)(“該配售”)，其中一項目的是籌集資金以進行收購。董和李事前知悉該配售事宜。
6. 在 2007 年 11 月 12 日至 2008 年 9 月 12 日期間(包括首尾兩日)(“有關期間”)，悅達香港、悅達礦業及分別以張紅艷、蘇立年、張青及蔡漢東(“蔡”)名義在香港上海滙豐銀行有限公司開立的 4 個戶口(“滙豐戶口”)，積極買賣悅達礦業的股份。

經滙豐戶口進行的買賣交易

7. 在有關期間，李操作張紅艷，蘇立年及張青的滙豐戶口(“代名人戶口”)，並負責決定經這些戶口買賣悅達礦業股份。
8. 在有關期間，李透過互聯網買賣悅達礦業股份。有關的互聯網規約地址顯示，在有關期間，經代名人戶口發出買賣悅達礦業股份

的指示是在不同地點發出，包括悅達礦業 / 悅達香港的辦公室、李及錢的住所。

9. 在有關期間，經代名人戶口買賣悅達礦業股份的資金，最終來自悅達礦業。
10. 經代名人戶口進行的悅達礦業股份交易，造成悅達礦業股份有強烈市場需求的虛假表象，導致悅達礦業股份得到非真實的價格支持及 / 或價格上升。
11. 經代名人戶口進行的悅達礦業股份交易，不涉及實際實益擁有權的轉變。
12. 蔡是董的表兄。在有關期間，董操作蔡的滙豐戶口。
13. 董經蔡的滙豐戶口進行的悅達礦業股份交易，造成悅達礦業股份有強烈市場需求的虛假表象，導致悅達礦業股份得到非真實的價格支持及 / 或價格上升。
14. 董經蔡的滙豐戶口進行的悅達礦業股份交易，不涉及實際實益擁有權的轉變。

經悅達香港進行的買賣交易

15. 在有關期間，是李決定經悅達香港在中銀國際的戶口發出買賣悅達礦業股份的指示。
16. 在有關期間，李指示錢為悅達香港發出買賣悅達礦業股份的指示。
17. 在有關期間，悅達香港買賣悅達礦業股份的資金，來自悅達礦業的銀行戶口。
18. 悅達香港進行的悅達礦業股份交易，造成悅達礦業股份有強烈市場需求的虛假表象，導致悅達礦業股份得到非真實的價格支持及 / 或價格上升。
19. 悅達香港進行的悅達礦業股份交易，不涉及實際實益擁有權的轉變。

經悅達礦業進行的買賣交易

20. 在有關期間，是董指示及決定回購悅達礦業股份。董指示錢執行悅達礦業回購悅達礦業股份的指示。

21. 悅達礦業進行的悅達礦業股份交易，造成悅達礦業股份有強烈市場需求的虛假表象，導致悅達礦業股份得到非真實的價格支持及 / 或價格上升。

22. 因此，李、錢、悅達香港、悅達礦業及董共同和各別從事或可能共同和各別從事市場失當行為，違反該條例第 274 條、第 275 條及 / 或第 278 條規定。

財政司司長曾俊華

(簽署)

2011 年 12 月 16 日”

對通知作出的修訂

2. 二零一三年六月十日，在正式聆訊開始時，兩名受牽連者(悅達礦業控股有限公司及董立勇)的代表律師布祿華大律師就通知中的第 13 和 14 段提出反對。他反對的理由為該兩段內容沒有直接或間接的證據支持。提控官關有禮大律師同意沒有足夠證據證明該兩段聲稱的內容屬實，故不反對從通知中刪去這兩段。最後，主席夏正民法

官在考慮過證據是否充足的問題後，指示修改通知，把該兩段內容連同在通知第 6 段的若干相關措辭一併刪除。修訂後的通知於同年七月二日由審裁處主席和成員簽署。

進行研訊程序

3. 審裁處在查訊後進行聆訊，並根據各方提交的證據作出裁定，期間遇上種種困難。在展讀本報告的正文前，必須說明這種困難。

4. 二零一二年一月，新近退休的原訟法庭韋毅志法官同意擔任聆訊主席。

5. 兩名指明人士錢金標(簡稱“錢”)和李立彬(簡稱“李”)居於中華人民共和國(稱為“中國”或“內地”)，故在主席席前進行的首次指示聆訊，只能在二零一二年五月二十二日舉行。

6. 在是次指示聆訊中，主席獲悉寄往錢最後所知地址的相關文件連同指示聆訊通知遭退回，件上並有批註示明派遞被拒。為免產生歧義，審裁處後來確定，未能派遞並非因為不知道地址或地址不詳或錢已搬遷。中國機關所作的批註是派遞“被拒”。

7. 主席進一步得悉，李在指示聆訊前一日才收到相關文件和指示聆訊通知。因此，他未及安排來香港。

8. 就這點，正確來說，錢沒有向證券及期貨事務監察委員會（簡稱“證監會”）作陳述，而且看來無論如何都拒絕在查訊過程中合作；而李則一直訴說身患重病，但他卻有向證監會人員作陳述。雖然李說自己病重，無法來港出席審裁處的聆訊，但他同意在內地通過視像連線系統作證，有關方面遂着手設置所需的系統。不過事實上，在正式聆訊開始後，李於二零一三年七月二日以電郵告知證監會，謂他健康轉壞，須到上海接受進一步檢查和治療，無法通過視像連線系統出席聆訊¹。結果，李沒有直接或通過視像連線系統作證。不過，他在同年七月六日通過電郵發出一份很長的文件，訴說查訊讓他飽受壓力，並約略回應一些在查訊中須作裁定的問題。這份文件最後要求證監會不要再就查訊的事宜打擾他²。本報告正文會對該份文件的內容詳加研究。

¹ 該電郵內容如下(原文)：“很抱歉告訴您，我前些天在鹽城醫院檢查的結果很不好，醫生建議我轉到上海的醫院覆檢及治療。所以不能參加約定的聆訊。”

² 該文件結尾提出以下要求(原文)：“最後，再次懇請與希望你們能夠充分理解並尊重我基本的健康權利，不再打擾我今後的治療與生活。再說，事情已經過去多年了，誰還可能老記住那些具體細節的東西，反反覆覆說的也還是這些情況。懇請法官大人在裁判我責任時酌情考慮我個人及家庭的這些特殊情況與困難。所以，務請你們不要再以電話、電郵、會面等任何方式與我聯繫。”

9. 二零一二年五月二十二日首次指示聆訊舉行時，主席得悉代表部分指明人士的大律師希望取得證監會聲稱有特權持有的文件，以作研究。大家同意在正式聆訊開始前，先處理這個初步問題。正式聆訊定於同年十一月五日開始(預留二十五天)；由於主席和大律師另有要務，正式聆訊無法更早展開。至於特權問題，在同年八月九日的另一個指示聆訊上獲得解決，大家同意證監會其中一些文件(但非全部)可供對方查閱。

10. 在二零一二年八月九日舉行的聆訊上，主席指示有關方面繼續嘗試把相關文件和通知送達錢。主席同意此舉可能徒勞無功，但認為若曾嘗試把所有相關文件送達錢，那麼他其後便不能投訴沒有機會知悉查訊進展和出席作證。

11. 二零一二年十一月五日，即預定舉行正式聆訊首天，主席得悉聆訊遇到一些困難而要延期。其中兩項難題概述如下。

12. 首先，由證監會法規執行部前高級總監鄭啟森擬備的專家報告可能有基本的計算錯誤。提控官關有禮大律師告知主席他對這份報告甚為看重，在解決計算錯誤的問題前，他不能展開聆訊。

13. 第二，據悉之前提到的李發了電郵給證監會，解釋自己接受了一個有關癌症的手術並進行了化療。儘管受到病情阻礙，李仍表示希望通過視像連線系統作證。

14. 指明人士的大律師同意，鄭啟森報告的問題尚未解決前，正式聆訊不可開始。大律師並同意，由於李可能是非常重要的證人—事實上他在很多方面或許是最關鍵的證人—應該設法讓他通過視像連線系統參與聆訊。

15. 正式聆訊延期四天，以便主席收取有關事態最新進展的報告。在經延期的聆訊上，明顯發現鄭啟森的報告經修正後產生大量新的原始數據，而這些數據須作查核。此外，證監會也需要更多時間，研究是否可設置視像連線系統，讓李作供。

16. 因此，聆訊進一步延至二零一二年十一月二十三日，以便主席評估事態發展。在該次聆訊上，大家同意正式聆訊無法在新年前舉行。由於主席在新年期間另有要務，他將無法繼續主持聆訊。

17. 聆訊因此延期至二零一三年二月二十二日舉行，以便委任新主席。新主席為夏正民法官，二零一三年二月二十二日的聆訊由他主持。在該次聆訊上，大家同意前任主席尚未處理與聆訊事實真相有關的事宜，故由夏正民法官擔任主席一事，在程序上或公平原則上並無不妥。

18. 在二零一三年二月二十二日舉行的指示聆訊上，大家進一步同意，正式聆訊應在同年六月十日開始(預留二十天)。

19. 二零一三年五月十日，審裁處原有成員黃國偉向財政司司長請辭，理由是經過多次長時間的延期後，他出現一些個人困難。同年六月三日，倪偉耀博士獲委任為成員，取代黃國偉。

20. 正式聆訊在二零一三年六月十日開始。證人能否出席，以及部分審裁處成員早已安排外遊等問題，令聆訊日子略有中斷。聆訊在同年七月十二日結束，審裁處聽取證供共十六天。

21. 考慮到幾乎所有大律師及審裁處成員都會在暑假期間離港，大家同意提控官在二零一三年八月初提交書面結案陳詞，而指明人士的代表大律師則在該月月底提交他們的陳詞。然而，審裁處實際上到同年九月中才收取所有陳詞。

22. 在擬備本報告期間，明顯發現有關悅達礦業控股有限公司股票買賣數據(更明確來說是財務數字)的準確性，在大律師之間有重大分歧。當報告的初稿完成後，主席明顯需要各大律師的協助，以便議定一套正確數據，供報告收錄之用。就此，審裁處秘書處在二零一四年三月二十四日發信給各大律師。即使報告初稿已經完成，主席明言，初稿內的裁定均屬

臨時性質，待大律師解決正確數據的問題後，審裁處便會重新考慮報告的各個部分³。議定的數據見本報告附件 A(A1 頁—A15 頁)。

³ 信件的相關部分內容如下：“……主席讓我重申，報告初稿已經完成。我們在擬備報告期間才發現這些分歧的性質和程度。只要得出一套大家同意的數字，我們便可在短期內完成最後報告。不過，主席想強調，不管是現在還是日後，在議定數字提交審裁處，而主席和成員把有關數字連同其他相關證據一併考慮後，審裁處方可作出最終裁定。就此，主席想表明，初稿所載的裁定全屬臨時裁定——事實上，這些裁定初稿仍待審裁處成員同意——待議定數字提交後，審裁處便會重新考慮報告的各個部份。”

第二章

背景

有關法團及其相互關係

23. 查訊的重點，在於二零零七年十二月三日至二零零八年九月十二日的九個月期間(稱為“有關期間”⁴)悅達礦業控股有限公司(簡稱“悅達礦業”)的股份交易。財政司司長的通知把悅達礦業列為指明法團。

24. 悅達礦業於二零零一年六月在開曼羣島註冊成立，成立當日稱為悅達控股有限公司。該公司開始在中國取得多項採礦權後，才於二零零七年年底更改名稱，以反映礦業現時為其最主要的業務利益。

25. 二零零一年十一月，悅達礦業以其原名在聯交所上市(證券代號為 629)。上市至今，該公司的主要活動範疇，均為在中國開採和處理鋅、鉛及鐵等金屬，以及管理收費公路及橋樑。

⁴ 雙方最初對“有關期間”的起首日有分歧。然而，雙方在聆訊時同意，正確的起首日應為上文所述的二零零七年十二月三日。

26. 悅達集團香港有限公司(簡稱“悅達香港”)於一九九七年九月在香港註冊成立，一直都是悅達礦業的控股股東。在所有關鍵時刻，兩家公司在香港共用辦事處。財政司司長的通知把悅達香港列為指明法團。

27. 悅達香港本身由一家中國國營企業江蘇悅達集團有限公司(簡稱“江蘇集團”)全資擁有。江蘇集團於一九七六年創立，受江蘇省鹽城市人民政府的最終監管。審裁處席前的證供顯示，江蘇集團僱用超過三萬名職員，業務遍布北京、上海和內地各大主要城市。

28. 從江蘇集團的架構清晰可見，悅達礦業是該集團在香港上市的分支機構，受該集團的最終控制。

29. 在此應提及另一家公司——悅達實業集團(香港)有限公司(簡稱“悅達實業”)。一如其名，這是一家香港公司，也是由江蘇集團全資擁有的。悅達礦業與其控股股東悅達香港之間的一切財務及 / 或會計帳項，看來均記入悅達實業的往來帳戶內⁵。

⁵ 李約翰(John Lees)提交了一份日期為二零一三年二月八日的專家報告。他在報告中檢視了悅達礦業、其控股股東悅達香港，以及悅達實業的會計記錄。他在檢視及分析(第 2.2.2 段)中說：“在檢視期內，悅達礦業的總分類帳只包含悅達實業的往來帳戶。我已假設悅達礦業與悅達香港之間的一切資金往來帳項均記入悅達實業的往來帳戶內。以下這些假設可經以下事項印證。

3.1.4 我察覺到悅達礦業或直接透過其銀行戶口(以支票或轉帳形式)，或透過其附屬公司付款予悅達實業及悅達香港。這些由悅達礦業及其附屬公司支付的款項，其後便會列作其往來帳戶內應付予悅達實業的帳項下的刪減項目。

3.1.5 此外，我注意到悅達礦業或其附屬公司代江蘇集團付款予個別人士及第三方公司。這些由悅達礦業及 / 或其附屬公司支付的款項，也會列作其往來帳戶內應付予悅達實業的帳項下的刪減項目。

3.1.6 同樣地，我觀察到悅達礦業的集團旗下公司從悅達香港、悅達實業及其附屬公司(全屬江蘇集團)收取款項。這些由悅達礦業收取的款項，其後便會記入悅達實業的公司間帳戶內。

3.1.7 我亦注意到，一些關乎代悅達礦業支付開支(租金、職員薪金、職員開支等)的帳項，也會記入悅達實業的公司間帳戶內。”

重要人士

胡友林

30. 在所有關鍵時刻，胡友林是江蘇集團的董事局主席。他是悅達礦業的主席、執行董事暨創辦人，也是悅達香港的董事⁶。顯而易見，胡友林身居要職，負責作出和 / 或審批涉及江蘇集團旗下所有(內地及香港)公司的主要策略決定。在本報告主要談及的一段期間內，胡友林似乎身體欠佳。他其後去世。

錢金標

31. 我們先前已提及過錢。他在種種情況下，均不願就查訊事宜與我們在任何方面合作。在所有關鍵時刻，錢是悅達礦業的公司秘書暨財務總監，而且與李一樣，都是該公司銀行戶口的認可簽署人。因此，他在該上市公司內位高權重，在財政事宜上尤具權力。此外，錢也是悅達香港銀行戶口的認可簽署人；他在有關期間，更是實際操作該公司設於中銀國際證券有限公司(簡稱“中銀國際證券”)的證券交易戶口的人。

⁶ 二零零七年九月十九日的周年報表顯示，悅達香港有兩名董事：持有 1 485 000 股普通股的胡友林，以及另一名不涉及這次查訊、只持有 15 000 股普通股的高一山。

32. 錢來自內地，是江蘇集團的元老。他在悅達礦業和悅達香港身居要職，顯示他備受江蘇集團信任，委以執行(縱使不是制定)財政策略的重任。從證據看來，他與李都是江蘇集團調派到香港的元老，二人顯然合作無間。不論錢的真正權力有多大，與李平起平坐也好，擔任其下屬也好，他也絕非盲從指示的小角色。他在兩家公司均位高權重，足以否定這個可能。

33. 錢是指明人士。

李立彬

34. 我們先前也提及過李。他健康欠佳，曾說只能透過視像連線系統在內地作證。然而，在預定作證的時間前不久，他告知審裁處，他要到上海的醫院，因此不要再打擾他。

35. 雖然李給予證監會詳盡的陳述書，又以書面方式直接與審裁處深入溝通，但他仍教人難以捉摸。正如先前所述，他也是江蘇集團的元老，而且顯然備受信任。董立勇(下個我們會提到的人)說，李深受江蘇集團董事局主席暨悅達礦業“創辦人”胡友林信任。

36. 李在陳述書中，意圖淡化他在悅達礦業及悅達香港策略營運方面的角色。不過，綜觀他的證供，我們認為他顯然極大程度上“垂簾聽政”。

37. 李是悅達礦業控股股東悅達香港的董事。證據顯示，他是該公司的負責人，也是該公司銀行戶口的認可簽署人。單是這個身分，足令他能左右悅達礦業的事務。此外，他與江蘇集團另一元老錢一樣，都是悅達礦業銀行戶口的認可簽署人。悅達礦業行政總裁董立勇反而並非其公司銀行戶口的認可簽署人。誠然，李並非悅達礦業的董事，但他仍代表該公司行使若干公關職能。因此，客觀來說，李身處策略性地位，不參與悅達礦業的日常管理工作(這是董立勇的職責)，但卻制定並執行可影響悅達礦業及 / 或江蘇集團其他公司的財務計劃。

38. 此一策略性計劃，可能是為了維持悅達礦業的股價，因為該公司正轉型為內地採礦業的主要經營者，在這個公司歷史上的轉捩點，有需要籌集大量資金，以應付其收購所需。在這方面，李顯然知悉和 / 或授權由悅達香港買入悅達礦業股份，而他也承認，他在同一時間或前後正利用一些“代名人”戶口積極買賣同一股份。不單如此，他與悅達礦業共用辦公室，與悅達礦業財務總監錢共事，而且也是該公司銀行戶口的簽署人(該公司的行政總裁反而不是)；若說他對悅達

礦業在二零零八年一月回購股份一事毫不知情，至少在表面上有悖常理。此外，如我們接納董立勇的證供，便可知李深受江蘇集團主席胡友林信任，而股份回購計劃正是胡友林授權的。當然，我們會更深入查究與李有關的證據，但在這個初步階段，至少表面上看來，他執行維持悅達礦業股價的計劃似乎是合乎情理的。

39. 李是指明人士。

董立勇(簡稱“董”)

40. 在所有關鍵時刻，董是悅達礦業的執行董事、副主席暨行政總裁，而副主席暨行政總裁一職是由二零零七年一月起擔任的。董由一九九六年起定居香港。他畢業於北京人民大學，並持有加州大學柏克萊分校工商管理碩士學位。

41. 董的代表律師強調，董與悅達礦業及其相聯公司的其他董事及高級人員不同，他並非從江蘇集團借調而來，而是應胡友林的邀約直接受聘，因為他具備良好企業管治的知識，並熟悉香港的相關法例及規例。因此，他的任命無需江蘇集團批准。

42. 此外，董的代表律師也強調，由於董並非從江蘇集團借調過來，因此即使他是悅達礦業最高級的行政人員，但在二零零八年九月

前，他一直未獲賦予簽署支票的權力⁷。董在二零一三年六月七日的陳述書第9段解釋道：“……只有在江蘇集團任職的非本地同事(例如李立彬[李]和錢金標[錢])才擁有這項簽署權力，以確保江蘇集團能監察和控制該公司的現金結餘。”

43. 董是指明人士。

悅達礦業簡史：從收費道路到採礦活動

44. 二零零七年十月八日，悅達礦業公布該公司正就收購陝西省的採礦權(鋅礦及鉛礦)一事，與相關方進行磋商。

45. 這是該公司首次公開說明從當時的主要業務(即管理收費道路及橋樑)轉型到採礦業。

46. 在作出上述公布之前的21個月內，恆生指數約上升83%。同期，悅達礦業的股價介乎0.58港元(二零零六年一月四日的收市價)與5.70港元(二零零七年五月二十九日的即日高位)之間。在二零零七年十月八日作出公布前的一天，股份的收市價為4.78港元。這21個月內的每日平均成交額約為758 000股。

⁷ 然而，他獲賦予可簽署財務帳項所需憑單的權力。

47. 至少在初期而言，市場對該公司公布進軍採礦業一事反應不俗。該公司的股價升至 6.30 港元的高位，其後在公布完成收購協議之前回落至 5.90 港元。

48. 二零零七年十月十八日，該公司證實已簽立協議，收購陝西省的採礦權，作價 1.2 億港元，所需資金會透過內部資源及債務融資籌集。

49. 一個月後，該公司在二零零七年十一月十九日公布暫停買賣股份，有待發布有關進一步收購更廣泛採礦權的消息。

50. 二零零七年十一月三十日，該公司公布取得上述的更廣泛採礦權(即“內蒙古採礦權”)，作價 2.99 億港元及 8.3 億元人民幣⁸。至於這兩筆資金的融資方面，該公司公布會透過內部資源及股本和 / 或債務融資籌集。公布中特別提到，該公司正考慮多項財務建議，但未有最終決定。一旦決定以何種方式融資，便會根據《上市規則》的規定再作公布⁹。

⁸ 二零零八年二月二十九日，悅達礦業在寫給證監會的信中說，收購價合計超過 11.05 億元人民幣。

⁹ 二零零八年二月二十九日，悅達礦業在寫給證監會的信中，談及收購內蒙古採礦權所涉及的逾 11.05 億元人民幣的代價：“本公司二零零七年九月底發表的中期報告顯示，集團截至二零零七年六月三十日止的總流動資產共有 5,200 萬元人民幣左右。集團顯然有需要對外融資，以支付所述代價。”

51. 悅達礦業在二零零七年十一月三十日的公布中宣布轉型為內地採礦業的主要經營者後，該公司的股價在同年十二月三日創出 9.00 港元的新高¹⁰，其後回落至 8.02 港元收市。

52. 不過，一個星期後，到二零零七年十二月十日，悅達礦業的股價跌穿 7.00 港元¹¹，以 6.90 港元收市。此後股價一直低於 7.00 港元水平。

53. 業務重點轉移到採礦後，該公司議決更改名稱，以反映這項轉變，並於二零零八年一月正式公布。

第一次配售股份

54. 悅達礦業由營運收費道路及橋樑的公司，轉型為內地採礦業的主要經營者，過程中產生大量負債，無法以本身的財力償付。在二零零七年十一月三十日的公布中，該公司明言為支付收購採礦權的費用和提供營運資金，須進行“股本及 / 或債務融資”。

¹⁰ 成交量為 1 071 000 股，成交額則為 8,368,310.00 港元。

¹¹ 當天的成交量極高，達 30 292 000 股，成交額為 201,040,990.00 港元。

55. 二零零七年十二月七日，即悅達礦業暫停買賣股份之後一天，該公司公布與其大股東悅達香港及配售代理¹²簽立一般稱為先舊後新的配股協議，以每股 6.63 港元的折讓價，向獨立投資者配售 2 000 萬股悅達礦業的現有股份，並由悅達香港墊付股份。協議訂明，悅達香港會以相同價格認購相同數量的悅達礦業新股，也就是協議的先舊後新配股概念。根據公布，進行先舊後新配股計劃的目的，是為收購採礦權融資，以及應付一般營運所需。

56. 根據先舊後新配股方式，儘管悅達香港能以同一價格取回與其墊付數量相同的股份，但由於市場上的已發行股份增加，其持有股份佔所有已發行股份的百分比遭攤薄，由 47.93% 下降至 44.78%，減幅為 3.15%。

悅達香港購買悅達礦業股份

57. 悅達香港在二零零七年十二月斥資 3,046,099.17 港元買入 451 000 股股份，在二零零八年一月斥資 1,799,555.53 港元買入 284 000 股，及後再在二零零八年二月動用 13,533,867.56 港元買入 259 萬股¹³。

¹² 該配售代理為派傑亞洲證券有限公司。

¹³ 悅達香港在二零零八年四月十五日至六月二十四日期間，再次買入悅達礦業股份。

58. 上述購買股份事宜，由錢透過中銀國際證券的交易戶口處理。因此，不管錢收到的一般指示是什麼，每日決定買入時間、價格及數量的人就是他。

59. 聆訊期間，審裁處須較宏觀地考慮在財政司司長通知內所提及的所有股份交易中，是否有人故意把資金由悅達礦業直接或間接地轉移到悅達香港，讓後者得以買入股份，以達到某特定目的，即在悅達礦業業務轉型這個公司歷史上的不明朗時刻，提高和 / 或穩定該公司的股價。悅達香港的代表律師否認這點，並力陳悅達香港買入這些股份，是真正為增加其持股量，因為其持股量在先舊後新配股計劃中被攤薄。代表律師稱有關決定由江蘇集團及悅達礦業主席胡友林作出，並由李在錢的協助下執行。

60. 代表律師陳詞說，用以買入股份的款項，在二零零七年十二月二十七日至二零零八年四月二十五日期間，分六次存入中銀國際¹⁴。其中一次存款來自悅達礦業本身的資金，另外五次全是悅達礦

¹⁴ 該六次存款的詳情如下：第一次，在二零零七年十二月二十七日存入 500 萬港元；第二次，在二零零八年一月三十一日存入 4,999,990.00 港元；第三次，在二零零八年二月十四日存入 4,999,990.00 港元；第四次，在二零零八年二月十八日存入 3,999,990.00 港元；第五次，在二零零八年四月二十四日存入 999,900.00 港元；以及最後第六次，在二零零八年四月二十五日存入 1,999,990.00 港元。

業償付悅達香港的還款。簡言之，有關資金流向屬相聯公司之間的正
常資金進出，沒有什麼值得關注的地方。

61. 悅達香港的領訟大律師楊家雄資深大律師陳詞說，我們須時
刻認清一個基本事實，就是悅達香港有充分處理和買賣悅達礦業股份
的自由。在這方面，其狀況與任何第三方投資者無異。悅達礦業在買
入本身股份時受到規範性的規管制度約束，但悅達香港則無此限制。

62. 在此先讓我們陳述觀點：資金來源及取得資金的背景，固然是
重要甚或是決定性的考慮因素，但真正的問題並非動用的資金是否
“正當”，而是動用資金時的意圖。

63. 因此，如某公司為了達到支持股價(因而削弱了真正市場力
量的互動)的唯一或主要目的，透過追收正當欠款而取得大筆資金，
以及 / 或藉着向相聯公司借款而籌集資金，繼而把資金用於預期目的
上，則在我們看來，該公司或已干犯了操縱市場的罪行。

悅達礦業回購股份

64. 在悅達香港停止買入悅達礦業股份之前的十天左右，悅達礦業開始回購其本身股份。回購行動由二零零八年一月十六日至二十三日，歷時五個交易日。在這段期間，共買入 862 000 股股份，作價 4,912,042.68 港元¹⁵。

65. 二零零八年一月十六日，悅達礦業以 6.00 港元收市¹⁶。同年一月二十三日，收市價為 5.40 港元，股價在回購期間下跌 6 角。

66. 同期，恆生指數由 24 450.85 點跌至 24 090.17 點。

67. 至於為何回購股份，悅達礦業行政總裁董作證時說，他在二零零八年一月十二日(星期六)與江蘇集團及悅達礦業主席胡友林的言談間，表示關注到悅達礦業雖已轉型，但估值仍然偏低。他建議動用不多於 1,000 萬港元回購悅達礦業股份。董證供的重點，是他希望給市場一個信息，就是悅達礦業的高層管理人員對公司的前景感到樂

¹⁵ 這些數字來自悅達礦業向聯交所提交的五份 G 表格。有關表格申報以下事宜：第一，二零零八年一月十六日，買入 249 000 股，作價 1,473,820.00 港元；第二，同年一月十七日，買入 162 000 股，作價 972,000.00 港元；第三，同年一月二十一日，買入 117 000 股，作價 700,800.00 港元；第四，同年一月二十二日，買入 220 000 股，作價 1,141,450.00 港元；以及第五，同年一月二十三日，買入 114 000 股，作價 606,400.00 港元。

¹⁶ 成交量 8 536 000 股，成交額 54,848,795.00 港元；前一天的成交量及成交額則分別只有 81 000 股及 524,250.00 港元。

觀。胡友林批准建議。董說他指示錢着手進行回購工作¹⁷。因此，錢擁有全面酌情權，可決定買入股份的時間、價格及數量。

68. 關於回購股份的目的，悅達礦業在二零零八年二月二十九日寫給證監會的信中說，該公司的股價在二零零七年十二月時普遍以高於每股 6.00 港元收市，但在二零零八年一月十四日卻跌至每股 5.00 港元。高層管理人員認為，回購計劃可提高每股的資產淨值，令股東重拾信心，因此對公司及股東均有利。

69. 上市公司可回購本身的股份，但須嚴格遵守規範性的規管制度條款。聆訊期間，我們同意回購計劃符合該制度的條款，所回購的股份均已向聯交所和市場全面披露。

70. 上市公司回購股份方面的專家白嘉道提交詳細報告，並在加拿大透過視像連線系統作證。他的證供只談及回購計劃本身；他並沒有嘗試從較宏觀角度審視該回購計劃。在這個有限的基礎上，他在證供中認為，股份回購計劃符合規範性制度的條款，故不構成任何形式

¹⁷ 關於回購股份一事，悅達礦業(在二零零八年二月二十九日的信件中)告知證監會：“……這項決定大抵由執行董事董先生作出。在收到董先生的指示後，公司秘書暨專業會計師錢先生電聯中銀國際的 Joyce Wong 女士，請她及其襄助人員進行回購交易。回購交易所涉及的回購價參考股份當時市價而定。”

的操縱市場行為。按照他的證供，即使回購計劃旨在支持股價，但以規範性制度而言，這是一項正當動機，可予允許。

71. 我們會在本書較後篇幅詳細研究白嘉道的證供。目前我們可以說，我們認為他的證供令人信服。

72. 然而，未有處理的問題是，股份回購計劃本身即使合法，但從較宏觀角度來看，是否構成意圖操縱市場的手段或手法。

73. 在這方面，我們須考慮一事，就是第二次配股計劃確實在股份回購計劃突然中止後的數小時內進行。有關公司在回購股份時，是否知悉這個不為市場所知的第二次配股計劃？若然，該公司便是在掌握可影響股價的資料時回購股份¹⁸，而此舉必然構成市場失當行為。

74. 從較宏觀角度來看，股份回購計劃本身即使合法，但作為較大策略的一部分，又是否構成操縱市場行為？就這個問題作出決定時，我們須考慮一點：在悅達礦業的控股股東悅達香港剛中止買入股份的行動後，幾乎在同一時間，李便開始以數個“代名人”戶口作為掩飾，積極買賣悅達礦業股份。兩件事情合起來，正好顯示這是一項策略，目的是在該公司積極籌集股本資金時，把股價維持在一定水平。

¹⁸ 二零零八年一月二十四日，悅達礦業公布暫停股份買賣，有待發布被視為可影響股價的資料。有關公布交代了第二次配股計劃的詳情。

第二次配售股份

75. 考慮到我們剛提及的一些問題，有關第二次配股計劃的證據即變得重要。我們認為，尤其重要的一點，是當該公司回購股份時，其高層管理人員是否知悉第二次配股計劃快將進行，或會在近期進行這類計劃(或性質類似的行動)。

76. 關於第二次配股計劃，董為我們細說重頭。當然，在考慮相關始末具有多少或是否具有說服力時，我們會衡量支持其說法的證據，以及可能削弱其真實性及 / 或準確性的證據；這點自不待言。

77. 表面看來，該公司擬動用高達 1,000 萬元回購股份，但在計劃開始後的數天內，所用之數不足該金額的一半時即發出停止回購的指示，此舉令人費解。

78. 董在證供中說，股份回購計劃突然中止，是由於發生突發事件所致。

79. 第一件突發事件，是傳來消息，謂某些關於內蒙古採礦權的法律程序較預期提早完成，故必須在數日內(即在二零零八年一月底前)支付 1 億港元。

80. 第二件突發事件，是一家名為軟庫金匯投資服務有限公司（簡稱“軟庫金匯”）的財務公司剛巧向他接洽。關於此事，董作證時說，二零零八年一月二十三日晚上，當他仍在思考要盡快籌得 1 億港元的消息時，軟庫金匯的葉虹與他聯絡。該名女士曾與他就是否有可能透過另一次配股行動籌集資金一事作一般討論，但僅此而已。董說，之前他曾數次婉拒葉虹所請，並表示不大可能再次配股，更何況當時市況疲弱。然而，葉虹在當天晚上告訴他，謂市場似乎正在回穩，她認為以介乎 5.20 港元與 5.40 港元的股價進行另一次配股計劃，應有機會成事。

81. 董說，他當晚向胡友林匯報此事，並獲批准透過再次配售 2 000 萬股股份來籌集 1 億港元，惟這次的配股價沒有折讓，將訂於每股 5.40 港元或以上。根據董的證供，他把消息轉告葉虹，而她當晚便證實有意認購者眾，足以令配股計劃順利進行。

82. 董說，基於這個原因，他指示錢立即停止回購計劃，並在翌日早上指示該公司的律師就擬進行的第二次配股計劃向聯交所提交文件。

83. 關於事情始末，我們曾說會參考其他正反兩面的證據。葉虹的證供可作為事情實屬的佐證。實際上在同一時間內悅達礦業的律師與聯交所之間的通信也可作為佐證，因為董聲稱有關事件在二零零八年一月二十三日發生，而在事發後約 48 小時內，雙方即在通信中提及相同事件。

84. 悅達礦業與聯交所聯絡，是因為該公司打算在回購股份後的 30 日內發行新股。這個做法是允許的，但須徵得聯交所同意。悅達礦業告知聯交所，謂悅達礦業、其控股股東悅達香港及配售代理軟庫金匯已簽立協議，以每股 5.40 港元的價格向獨立投資者配售 2 000 萬股現有股份。協議條文包含附帶條件，就是悅達香港同意以相同價格認購相同數量的悅達礦業新股，亦即協議的先舊後新配股概念。

85. 然而，實際上聯交所拒絕同意所請。鑑於這個決定，第二次配股計劃的先舊後新做法須予取消。

86. 股份買賣由二零零八年一月二十四日起暫停，其間悅達礦業的律師曾試圖說服聯交所允許以先舊後新方式配售新股。同年一月二十九日，悅達礦業公布第二次配股計劃，以每股 5.40 港元的價格配

售 2 000 萬股股份。公布載明，該公司的原意是以先舊後新方式進行第二次配股計劃，惟聯交所不同意¹⁹。

87. 在進行第一與第二次配股計劃期間，悅達香港增加在悅達礦業的持股量，增幅相對輕微，只有 0.14%。然而，在第二次配股計劃之後，由於沒有先舊後新的配股做法，其持股百分比下跌至 38.35%，跌幅超過 6%。

第三次配售股份

88. 最後一次(亦即第三次)配股計劃在二零零八年三月十九日(即第二次配股計劃後約六個星期)進行。這次悅達礦業公布第三份配股協議，再度配售 2 000 萬股股份，但價格卻低至每股 5.00 港元，也似乎沒有點名的配售代理。賣方為悅達香港，但看來沒有先舊後新的配股做法。該 2 000 萬股股份由一家名為 Value Added Partners Limited 的投資管理公司認購。

¹⁹ 就此，公布載述：“……由於本公司最近進行了購回交易，而聯交所未有根據上市規則第 10.06(3)條授出批准，本公司無法根據認購協議進行發行新股份的建議，故認購協議已於二零零八年一月二十九日予以註銷。”

89. 在第三次配股計劃後，悅達香港的持股百分比預期會進一步降至 36.89%。

90. 悅達香港的代表律師楊家雄資深大律師指出，三次配股計劃令該公司的整體持股百分比遭攤薄逾 10%。在這方面，他認為大股東（特別是國有企業的大股東）藉增加持股量來鞏固其控股股東地位，是精明的商業決定。

91. 事實上，在二零零八年四月二十四日至六月二十四日期間，悅達香港斥資 3,606,570.12 港元買入 74 萬股悅達礦業股份。證據顯示，購買這些股份的款項（主要）分兩次支付：第一次在二零零八年四月二十四日，金額為 999,900.00 港元；第二次在翌日，金額為 1,999,990.00 港元。根據悅達礦業二零零八年四月二十四日的會計憑單記錄，有關款項經悅達實業支付，而第二次的款項則似乎從悅達礦業的其中一個銀行戶口提取。憑單上記下：“其他應付款項 / 悅達實業……”。

92. 我們席前的證據顯示，有關款項一律透過悅達實業入帳²⁰。

在這方面，楊家雄資深大律師把李約翰(以會計專家身分作出)的證供摘述如下：

“他證實，從集團的往來帳戶可見，款項由一家公司流向另一家公司，其實際用途是償還債務和預付營運資金。隨附的憑單沒有說明用途，這是常見的做法，但如整體來看，則可看到每家公司的貸項和借項。李先生作證時還說，他認為這樣安排帳戶並不少見。任何記入悅達實業帳目內的悅達礦業往來帳戶的貸項，均屬還款。”

透過“代名人”戶口買賣悅達礦業股份

93. 二零零九年三月十三日，李在內地向證監會作出陳述，承認曾使用三個在香港滙豐銀行開立的所謂“代名人戶口”，在二零零七年十二月三日至二零零八年九月十二日期間買賣悅達礦業股份。根據李的說法，他說自己是“借用”該等戶口，“幫朋友買股票”。該等戶口由三名女士持有，沒有證據顯示她們任何一人曾利用戶口為自己進行交易。開立戶口的過程摘述如下：

²⁰ 柏兆祥在二零零七年十一月加入悅達礦業，長駐昆明。他在作證時是悅達礦業的財務總監兼助理執行董事。他在二零零九年一月向證監會作出以下陳述：“我想告訴你其實悅達礦業和悅達集團的資金往來有時是悅達集團借錢給悅達礦業，有時是悅達礦業還款給悅達集團，有許多時悅達礦業轉款給悅達集團的銀行戶口其實在入賬時是通過悅達實業作賬務處理，另外悅達集團借錢給悅達礦業在入賬時亦是通過悅達實業作賬務處理。”

- i. 張紅艷是江蘇集團的僱員，負責人力資源工作。她認識李後，隨他到香港公幹。在港期間，李要求她在滙豐銀行開立交易戶口。她的戶口在二零零六年二月三日開立。
- ii. 蘇立年以往任職火車服務員。她認識了一名男子吳國義，知道他在國內經營多項業務。吳國義和李安排她到香港。在港期間，李要求她在滙豐銀行開立交易戶口。她的戶口在二零零六年二月二十二日開立。
- iii. 張青是人稱的保姆或家庭教師。李協助她到香港，並慫恿她在滙豐銀行開立交易戶口。表面上他對她說，開立戶口是為了幫助朋友蔣春——一家名為南京中欣悅的內地公司的副總經理。她的戶口在二零零七年三月十六日開立。

94. 查訊期間，我們稱該三名女士在滙豐銀行開立的戶口為“代名人”戶口，使用這個用語只是為了便於表達。代名人是指受人委託代為行事的人。李從來沒有受該三名女士委託代為行事，他只是利用她們開立交易戶口，然後自己操作戶口，為自己及 / 或其有聯繫者圖利，事後並沒有向她們交代。這是一種很方便的偽裝交易行為。

95. 張紅艷的戶口在二零零七年十二月三日至二零零八年二月十三日期間進行交易，全涉及悅達礦業股份。期內共買入 1 388 000

股，平均價約為每股 7.79 港元，而賣出的則有 68 萬股，結餘為 708 000 股。李斥資 5,576,976.00 港元買入這 708 000 股股份。交易期內，他利用該戶口進行交易不止一兩天，而是在 42 個交易日中有 36 天，因此是經常進行交易的。

96. 蘇立年的戶口在二零零八年一月二日至四月二十二日期間進行交易，全涉及悅達礦業股份。期內共買入 994 000 股，沒有賣出股份。李斥資 4,992,631.06 港元買入這 994 000 股股份。二零零八年二月二十六日至四月二十二日，即大宗交易進行期間，李在 37 個交易日中的 27 天進行交易，再次顯示他是經常進行交易的。

97. 張青的戶口在二零零八年四月十五日至九月十二日期間進行交易，全涉及悅達礦業股份。期內共買入 1 662 000 股，平均價約為每股 3.18 港元，而賣出的則有 56 000 股，結餘為 1 606 000 股。李斥資 5,143,277.11 港元買入這 1 606 000 股股份。交易期內，李在 103 個交易日中的 66 天進行交易。與其他兩個“代名人”戶口相比，這個戶口的交易持續一段較長時間，但仍屬頗經常：超過半數的交易日均有進行交易。

98. 從上可見，該三個戶口的交易時間是重疊的。張紅艷的戶口在二零零七年十二月三日至二零零八年二月十三日期間進行交易，蘇立年的戶口在二零零八年一月二日至四月二十二日期間進行交易，而張青的戶口則在二零零八年四月十五日至九月十二日期間進行交易。

99. 查訊期間，沒有證據顯示某一戶口在某一時間進行交易有特別原因，例如沒有證據顯示張紅艷的戶口是預留給某個特定“朋友”，而蘇立年的戶口則是預留給另一人。

100. 明顯地，盡用該三個戶口進行交易的主要目的，是要透過非直接交易(即買賣)圖利的方式來取得悅達礦業股份。二零零七年十二月三日至二零零八年九月十二日，即該三個戶口的全部交易期間，李透過“代名人”戶口買入 4 044 000 股股份，賣出 736 000 股，即“結餘”為買入 3 308 000 股。

101. 該三個戶口全都經常進行交易一點，也具象徵意義，尤其是有關交易的主要目的是要取得悅達礦業股份——儘管按月計算，股價整體呈現弱勢，只在若干短時間內企穩²¹。

²¹ 舉例來說，二零零七年十二月，股價由 8.020 港元跌至 6.770 港元；二零零八年一月，股價再跌至 5.34 港元；同年二月，股價企穩，收市報 5.34 港元；同年三月，股價跌至 4.89 港元。

102. 我們稍後會談到李對其買賣所作的解釋。他說他基本上替別人進行投資買賣。簡言之，他沒有用自己的金錢進行買賣，他動用的資金屬他人所有——具體而言，屬一家據稱獨立於江蘇集團的公司所有。我們沒有證據顯示他收到嚴格指示，讓他只能買賣悅達礦業股份。然而，也沒有證據顯示他曾經向委託他投資的人建議把投資組合擴闊，或後者向他提出同樣要求。相反，李持續或經常地進行交易，買入悅達礦業股份，並且單單買入悅達礦業股份。對於多疑者而言，此舉若非為了蓄意隱瞞，就是別有用心。

103. 至於交易模式，大致可概述如下：

- i. 二零零七年十二月三日，即張紅艷的戶口進行交易的首天，悅達礦業的股價以 8.02 港元收市，成交額為 8,369,310.00 港元。二零零八年二月十三日，即該戶口進行交易的最後一天，股份收報 5.85 港元，成交額為 176,500.00 港元。在李利用該戶口買入 708 000 股股份(二零零八年二月十三日收市時的股份淨結餘)期間，股價下跌了 2.17 港元。
- ii. 二零零八年一月二日，即蘇立年的戶口進行交易的首天，悅達礦業的股價以 6.63 港元收市，成交額為 1,278,800.00 港元。同年四月二十二日，即該戶口進行交易的最後一天，

股份收報 4.90 港元，成交額為 855,900.00 港元。在李利用該戶口買入 994 000 股股份期間，股價下跌了 1.73 港元。

- iii. 二零零八年四月十五日，即張青的戶口進行交易的首天，悅達礦業的股價以 4.95 港元收市，成交額為 604,910.00 港元。同年九月十二日，即該戶口進行交易的最後一天，股份僅收報 1.80 港元，成交額為 828,520.00 港元。在李利用該戶口買入 1 606 000 股股份(同年九月十二日收市時的股份淨結餘)期間，股價下跌了 3.15 港元。

104. 讓我們以較宏觀的角度審視這些數字：在二零零七年十二月三日至二零零八年九月十二日期間(包括首尾兩天)，悅達礦業股份的價值由 8.02 港元大跌至 1.80 港元，跌幅約為 77%。同期，香港的市場也顯著下挫，恆生指數由 28 658.42 點跌至 19 352.90 點，但跌幅僅接近 33%。即使我們接受悅達礦業股份並非藍籌股，因此上下波幅極大一說，但與恆生指數的跌幅相比，仍可見悅達礦業股份價值的暴跌程度有多厲害。

那麼李如何解釋利用這些戶口進行交易？

105. 李在二零零九年三月十三日與證監會會面時說：

“我是受南京中欣悅公司蔣總委托幫忙操作的，他不懂香港股市操作，而且整天在外跑生意，不方便上網，所以就委托我在網上幫他們操作。”

106. 關於資金來源，李說：

“是通過我從悅達實業(或悅達礦業 / 悅達香港)提款轉給他們的。這些資金的最終來源是悅達實業代江蘇悅達集團(南方公司)償還南京中欣悅公司的欠款，也就是說屬於南京中欣悅公司的錢。這樣的資金運作方式是與江蘇悅達集團財務部劉亞東部長一起商量並徵得他認可的，不然這麼大額的資金我個人肯定不敢私自提款(承擔責任)。我保證個人未從中拿一分錢。”

107. 對於資金的確實來源，李說各方協議由悅達實業負責還款。

他說，資金來源及其走向的確實細節，可以從相關公司的帳戶找到。

108. 李說，二零零八年六月，蔣春分別從張紅艷及蘇立年的滙豐戶口提取 768 000 股及 1 768 000 股悅達礦業股份。

109. 二零零九年三月十一日，證監會人員在南京與蔣春會面。會面期間，他說他是南京中欣悅工貿發展有限公司(簡稱“南京中欣悅”)的副總經理，在二零零六年已加入該公司。

110. 蔣春說，南京中欣悅曾是江蘇集團的附屬公司，但其後重組，故在關鍵時刻，由四名股東擁有和控制。該四名股東包括三名人士及一家看來是江蘇集團成員的公司，即持有 4% 股份的江蘇悅達南方控股有限公司。

111. 蔣春說，二零零七年，吳國義²²(他似乎在四川有業務，但蔣春未能記起他公司的名稱)欠下南京中欣悅債項，並建議以轉讓悅達礦業股份的方式償還。同年十月，雙方經商討後，同意轉讓類似 80 萬股的股份，價值約為 300 萬元人民幣。

112. 有關股份轉讓，蔣春說，胡友林告訴他股份是由兩名“代名人”(即張紅艷及蘇立年)持有，而二人的戶口是由李操作的。蔣春說，他透過江蘇悅達集團有限公司的劉亞東聯絡李，以便告訴李該兩個戶口內的股份已由南京中欣悅取得。不過，蔣春沒有要求李把股份轉到南京中欣悅名下的戶口，也沒有要求他把股份出售並交付現金。據蔣春說，在董事局允許下，各方同意股份交易繼續由李負責，而李則會與南京中欣悅共同行事。

²² 證監會一直未能聯絡上吳國義。

113. 蔣春續說，當時江蘇悅達南方控股有限公司(南京中欣悅的股東之一，看來亦屬江蘇集團成員)也拖欠南京中欣悅貨款。他說有關債項已拖欠了一段時間。

114. 至於償還該筆債項的方式，據蔣春理解，會由江蘇集團旗下的一家公司負責償還。雖然蔣春沒能明言是哪一家公司，但證據當然顯示最大筆的資金流來自悅達礦業。

115. 蔣春說，各方進一步同意，由於南京中欣悅銳意投資香港股票市場，因此須付予該公司的還款會轉交李，讓他代表該公司投資香港市場，並加入吳國義先前轉讓的悅達礦業股份的投資組合內。蔣春說這項安排最終付諸實行。

116. 南京中欣悅有意在悅達礦業的業務轉型時取得其股份，這是可以理解的。然而，鑑於我們在本報告較後篇幅將要談到的數個理由，南京中欣悅看來以極之寬鬆的方式對待整項安排，並似乎把事情完全交由李處理。所涉及的款項以數百萬元計，並不是小數目。如我們信納證據，則有關款項是付予南京中欣悅的，因此屬其財產。然而，沒有證據顯示當時有關於該項協議的記錄，或顯示李有定期作出匯報，又或顯示他定期舉行會議，討論投資組合是否穩健。凡此種種，均可看到李近乎無須收到指示或查詢，便可在有關股份的價值下

跌時長期只買入該股份，彷彿南京中欣悅對本身投資的起伏漠不關心，又或該公司在某階段已參與某項安排，單單借出其名字，讓李可利用江蘇集團的資金買入悅達礦業股份。

第三章

相關法律

117. 主席向審裁處成員作出下列有關法律的指示。本報告所述的一切裁定，均以這些指示為依據。

“市場失當行為”

118. 財政司司長的通知引用了三種市場失當行為，分別是虛假交易、操控價格和操縱證券市場。就此，《證券及期貨條例》(第 571 章)(簡稱“《條例》”)第 245(1)條規定：

“市場失當行為指——

- (a) 內幕交易；
- (b) 第 274 條所指的虛假交易；
- (c) 第 275 條所指的操控價格的行為；
-
-
- (f) 第 278 條所指的操縱證券市場的行為，

並包括企圖從事，或輔助、慫使或促致另一人從事(a)至(f)段提述的任何行為。”

119. 《條例》進一步把縱容他人作出市場失當行為的人，也視作作出市場失當行為。就此，《條例》第 252 條規定：

“(4) 除第(5)及(6)款另有規定外，在以下情況下，審裁處可依據第(3)(b)款識辨某人曾從事市場失當行為——

- (a) 該人曾作出構成市場失當行為的行為；
- (b) ……
- (c) 雖然該人沒有作出構成市場失當行為的行為，但——
 - (i) 審裁處……識辨另一人曾從事市場失當行為；及
 - (ii) 該人協助或縱容該另一人作出構成該失當行為的行為，而該人是知道該行為構成或可能構成市場失當行為的。”

120. 第 252(4)(c)(ii)條中的“協助”和“縱容”二詞，可按一般文意詮釋。“協助”一詞無須多作解釋，是通用易懂的詞語。至於“縱容”一詞，其主動語態指秘密與他人合作，作出錯誤行為；被動語態則可解作假裝不知道或未有採取防止不當行為的措施，因而意味對有關行為表示默許或同意。

“虛假交易”

121. 《條例》第 274(1)條與本聆訊有關的部分規定：

“如任何人意圖使某事情具有或相當可能具有造成以下表象的效果，或罔顧某事情是否具有或相當可能具有造成以下表象的效果，而在香港或其他地方作出或致使作出該事情，則虛假交易即告發生——

- (a) 在有關認可市場或透過使用認可自動化交易服務交易的證券……交投活躍的虛假或具誤導性的表象；或
- (b) 在有關認可市場或透過使用認可自動化交易服務交易的證券……在行情或買賣價格方面的虛假或具誤導性的表象。”

122. 因此，如裁定任何人須承擔法律責任，他必須意圖在某股份行情方面造成虛假或誤導性表象，或罔顧某事情是否具有或相當可能具有造成該表象的效果。關於“意圖”，在香港特別行政區訴傅果權一案²³中，上訴法庭裁定，適當的判斷準則為該人是否明白其行為的結果實際上是確定的。至於何者構成罔顧後果一點，終審法院在冼錦華及另一人訴香港特別行政區一案中²⁴(按非常任法官梅師賢爵士所作裁定)發出以下指示：

“……應指示陪審員……必須顯示被告人的思想狀態構成罪行，即被告人在明知已有或將有風險的情況下，或明知有產生某種結果的風險時，仍作出罔顧後果的行為，而他就已知的情況，並沒有理由承擔有關風險。”

123. 至於虛假交易條文的主要目標，上訴法庭在冼錦華一案中，引用梅師賢爵士在 *North 訴 Marra Development Ltd* 一案²⁵的觀點，裁定所針對的是操縱市場本身：

“為了社會的利益，證券市場交易應當真實無訛，不受人操縱。”

²³ [2011] 1 HKLRD 655

²⁴ (2005) 8 HKCFAR 192 第 210 頁

²⁵ [1981] 148 CLR 42 第 59 頁

124. 在同一份判詞中，梅師賢爵士有以下更詳盡的表述：

“在我看來，有關條文旨在保障證券市場，避免出現會導致非真實或受操縱交易的活動。該條文致力確保市場反映真實的供求力量。真實供求的意思，是不包括以設定或維持市價為唯一或主要交易目的的買家和賣家。”

125. 這些是梅師賢爵士在詮釋新南威爾士省《1970年證券業法》(Securities Industry Act 1970)第70條有關“虛假交易和操控市場的交易”時的觀點。由於這些觀點在解釋《條例》第274條條文的主要目的時同樣準確，審裁處遂按此等觀點進行聆訊。

“操控價格”

126. 《條例》第275條與本聆訊有關的規定如下：

“(1) 如任何人——

- (a) 在香港或其他地方直接或間接訂立或履行任何當中不涉及實益擁有權轉變的證券買賣交易，而該宗交易具有以下效果：維持、提高、降低或穩定在有關認可市場或透過使用認可自動化交易服務交易的證券的價格，或引致該等證券的價格波動；或
- (b) 意圖使任何虛構或非真實的交易或手段具有以下效果，或罔顧該宗交易或該手段是否具有以下效果，而在香港或其他地方直接或間接訂立或履行該宗交易或採取該手段：維持、提高、降低或穩定在有關認可市場或透過使用認可自動化交易服務交易的證券的價格或期貨合約交易的價格，或引致該等證券的價格或期貨合約交易的價格波動，

則操控價格的行為即告發生。

(2)

(3) 就第(1)(b)及(2)(b)款而言，一宗交易的各方是或曾是打算該宗交易按其條款具有效力此一事實，並非斷定該宗交易是否不屬虛構或非真實的交易的决定性因素。” [重點所在]

127. 按這條文的文意，“非真實的交易或手段”意味着有關的交易、策略或手法，看似自然，其實並非如此，而不論表面如何，也不反映真實市場力量的相互作用。就此而言，這是虛假或有誤導成分。

128. 審裁處接納悅達香港的領訟大律師楊家雄資深大律師的陳詞，即我們必須把旨在預期並回應當前市場力量的合法買賣策略，與故意操縱價格及 / 或欺騙買賣雙方的技倆區分開來。審裁處認為，要決定某人是否曾企圖以詭計來破壞由自然供求定律釐定價格的公開自由市場，必須查明他(包括他本人罔顧後果的行為)的真實意圖。

“操縱證券市場”

129. 《條例》第 278(1)條與本聆訊有關的規定如下：

“(1) 如任何人——

(a)

(b)

(c) 意圖誘使另一人售賣、購買或認購，或不售賣、不購買或不認購某法團或其有連繫法團的證券，而在香港或其他地方直接或間接訂立或履行 2 宗或多於 2 宗買賣該法團的證券的交易，而該等交易本身或連同其他交易維持或穩定或相當可能會維持或

穩定任何證券的價格(不論後述的證券是在有關認可市場或是透過使用認可自動化交易服務交易的),

則操縱證券市場的行為即告發生。 ”

舉證準則

130. 《條例》第 252(7)條規定：

“.....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。 ”

131. 那準則是“相對可能性的衡量”。終審法院在 *Solicitor (24/7) 訴香港律師會一案*²⁶中，接納李啟新勳爵在 *Re H & Others (Minors) (Sexual Abuse: Standard of Proof)*²⁷中所表達的觀點，即民事法律程序舉證準則的取向為正確取向：

“相對可能性的衡量準則，指法院在認為證據顯示某事發生的可能性較不發生的可能性為高的前提下，可信納某事已發生。法院在評估可能性時，會按適用於該案件的程度，顧及一項因素，就是指控愈嚴重，則有關事情發生的可能性愈低；因此，相關證據須愈有力才能令法院在相對可能性的衡量下裁定指控成立。 ”

132. 因應這項準則，審裁處作出的裁定建基於一點，就是市場失當行為的指稱是嚴重指稱，會影響被裁定曾有這種失當行為的個人或公司的名譽地位。

²⁶ [2008] 2 HKLRD 576

²⁷ [1996] AC 563 第 586 D-G 頁

法定抗辯理由的舉證

133. 《條例》第 274 條載述何謂虛假交易，其中第(6)款訂明——

“如……的人證明他作出該作為的目的，並非在於(亦並不包括)造成……證券交投活躍或在行情或買賣價格方面的虛假或具誤導性的表象，則不得以……虛假交易為理由，而視該人為曾從事市場失當行為。”

134. 《條例》第 275 條載述何謂操控價格，其中第(4)款訂明具有相同效果的抗辯理由，即如任何人證明買賣有關證券的目的，並不包括就證券的價格造成虛假或具誤導性的表象，則不得視他為曾有操控價格的行為。

135. 上述兩款法定抗辯理由均着眼於其“目的”，也即意圖。

136. 任何人有意援引法定抗辯理由時，須有舉證服人的責任，即必須根據相對可能性的衡量準則，證明沒有所訂明的目的。

137. 指明人士不一定要提供證據，方可確立抗辯理由。就此，

French CJ 在 *Braysich 訴 R* 一案²⁸中說：

“他在法律上的舉證責任，在於以相對可能性的衡量準則，證明他沒有被禁止的目的。其中一種方法，是援引或指出證據，證明與說他有該種目的的觀點不符。他無須指出可證明其真正的目的的證據，方可援引有關抗辯理由。任何證據，如能證明上訴人沒有被禁止的目的的推論正確，都與法定抗辯理由相關……”

²⁸ [2011] HCA 14, 276 ALR 451

確定“主要目的”的重要性

138. 暫且撇開罔顧後果的問題不談。在證明虛假交易、操控價格和操縱證券市場的情況，以及就此提出抗辯理由時，必須先確定箇中“意圖”。一如較早前所述，要嘗試確定意圖，判斷準則在於該人是否明白其行為帶來的結果實際上是確定的。

139. 不過，某些連帶行動不一定出自單一意圖或目的。裁斷事實一方(即審裁處)可裁定某些連帶行動有多於一個成因；換言之，由多於一個目的帶動。若然如此，便須確定其主要目的。審裁處在確定其主要目的時，採用了 Lord Wilberforce 在 *Howard Smith Limited 訴 Ampol Petroleum Limited* 一案²⁹中的判詞，以為依據：

“……當不確定一家公司的董事是因為一個或另一個目的而作出某個決定，或不確定在多於一個目的的情況下，其中一個或另一個目的是重要還是主要的目的，因而出現爭議時，法庭……有權客觀地審視有關情況，以評估所指稱的要求其實是如何關鍵、迫切或重要，或是剛剛相反，無關重要。法庭如裁定某項要求即使真確，但在有關時間並不緊急或關鍵時，便可能有理由對有關人士聲稱他們的行動僅為處理相關事情一點產生懷疑，或難以相信屬實；尤其在他們的行動並不尋常，甚或極端的時候更應如此。”

²⁹ [1974] AC 821 第 831 頁

140. 總括而言，我們可擴大調查範圍，審視周遭的所有情況，以確定有關的意圖。就此，請參閱 Viscount Finlay 在 *Hindle 訴 John Cotton Limited* 一案³⁰中的判詞：

“當問題在於濫用權力，則如此行動的人的思想狀態和行事動機，都很重要。你可探討他們的意圖，從周遭的情況蒐集所有相關資料，以助了解有關董事當時的思想狀態，從而察看他們履行職權時是否誠實行事，以公司利益為重；還是持有某些隱藏動機，可能為個人利益或其他原因行事。”

環境證據及作出的推論

141. 審裁處認為應如其他審理有否市場失當行為的情況一樣，考慮本案是否可從環境證據推斷若干事實。審裁處可作出推論，但只可從不爭的事實中作出推論。換言之，推論所依者，必須為經裁斷屬實的主要事實。正如常任法官李義在 *龔如心訴王廷歆* 一案³¹中的判詞所說：

“法庭嚴防有人以某類推論來掩飾過度臆測，而該類推論是未能經主要證供證明合乎邏輯或合理者。”

142. 至於如何作出推論才屬適當，非常任法官梅師賢爵士在終審法院就 *香港特別行政區訴李明治* 一案³²中作出判詞如下：

³⁰ (1919) 56 Sc.L.R. 625, 630-631

³¹ (2005) 8 HKCFAR 387 第 441 頁

³² (2003) 6 HKCFAR 336

“……那結論不是憑猜想得出的，也不是如答辯人陳詞所稱，只憑衡量相對可能性而得出的。它是要從已證明的事實中作出推斷而清楚確立的。”

良好品格

143. 審裁處所持觀點，是相對於沒有良好品格的人而言，有良好品格的人較不可能作出被指控的失當行為，而且良好品格令他在審裁處席前的證據，以及其會面記錄、信件及其他陳述書更為可信。

謊言

144. 主席已指示審裁處，謂謊言本身不能證明說謊者確有被指控的失當行為罪。處事清白者有時也會說謊。他們說謊可能是被人錯誤引導下對問題的反應，或是藉以推遲面對問題，或是藉以試圖轉移缺乏理據的懷疑，又或是藉以加強他們的辯解。即使審裁處信納某人曾說謊，不論是口頭證供還是書面證供(例如會面記錄或信件)，也不代表他或她的證供須予完全推翻。審裁處對於席前的證據一向可予取捨，適當考慮可取的部分而不接納其他部分。

專家證供

145. 審裁處收取了鄭啟森、白嘉道和李約翰三位專家證人的證供。審裁處收取他們的證供(包括事實資料和他們表述的意見)，是因為這些證供相當可能不在審裁處的知識和經驗範疇之內。

146. 主席指示審裁處，謂專家證供如旨在陳述本聆訊中指明法團及人士的行為的目的，即旨在確立其意圖，則有關證供未免過於深入，無須理會。就此，終審法院在 *傅果權及另一人訴香港特別行政區* 一案³³中的觀點與本案有關，引述如下：

“……槍械專家或可就殺人罪行提供有用的證供，但該等證供不會包括他對被告開槍是否懷着殺人意圖一事的意見。專家有法理依據的證供，對法官或陪審團判斷有關意圖一點，或許是相關的；但專家對此事的意見，幾乎肯定最少有一部分是依據事實推論，以及依據他對其專業範疇以外事物作出的判斷。同樣地，證券市場的專家或許能就如何決定買賣商行為的意圖或目的一事，提供相關的證供。該等證供可能披露關於市場內的狀況或力量的資料。這些都是裁斷事實的審裁處平常不會知道的資料，或許有助了解某些行為可能造成的影響或後果。有關證供可能提供有用甚或必需的環境資料，供判斷買賣商作出有關行為的思想狀態之用。不過，本個案的證人更進一步就上訴人行為的目的給予意見……”

147. 主席指示審裁處，如專家證人的證供屬其表述的意見，則審裁處不一定要接納。審裁處有權接納或拒絕接納全部或部分證供，並可在考慮所有證據後，就有關事宜達成本身的結論。此外，審裁處有權認為個別專家的證供較為可取。

分開考慮

148. 審裁處已分開考慮對每一名指明人士有利及不利的案情。

³³ 無彙報的 FACC 4/2011

把法律責任歸於財政司司長發出的通知上所指明的法團

149. 財政司司長發出的通知上指明兩家法團：悅達礦業和悅達香港。不過，一如 Viscount Haldane 在 *Lennard's Carrying Company 訴 Asiatic Petroleum Ltd* 一案³⁴中的觀點：

“……法團是抽象的概念，沒有獨立的思想或個體。因此，法團的現行和主導意志，必定在於因某些原因而可稱為代理人的某人。他其實是掌管該法團的主導思想和意志，是法團個性的核心。”

150. 然而，一家法團的現有和主導意志，不僅限於一名可以最貼切形容為掌管該法團主導思想和意志的人。代表公司行事，不是每次都可說是出於某人的決定，而該人實際上是其東主，小型家族生意或許除外。在較大型的公司，可能沒有此人，事實也正如此。同樣地，代表公司行事，不是每次都可說是董事局的決議事項或股東的一致決定。在樞密院 *Meridian Global Funds Management Asia Limited and Securities Commission* 一案³⁵中，賀輔明勳爵的判詞提及法團可視作存在的法則，以及也可界定如何行事可視作法團行事的法則(或簡單而言，如何行事可歸作公司行事)。就此，他考慮主要的歸因法則後，續稱：

³⁴ [1915] AC 705 第 715 頁

³⁵ [1995] 2 AC 500 第 506 頁

“代表公司行事，不是每次都可是董事會的決議事項，或股東的一致決定。因此，公司採用自然人同樣適用的一般歸因法則，即代理原則，來建構公司的主要歸因法則。公司會委任受僱人和代理人，他們會按一般代理原則及公司的主要歸因法則行事，視作公司行事。為此之故，公司也須受一般規則約束。按照這些規則，其他人行事的法律責任(例如合約中不容反悔或表面的權力和侵權法的轉承法律責任)可歸因於自然人。”

151. 對於侵權法的轉承法律責任，李啟新勳爵在 *Dubai Aluminium Co 訴 Salaam* 一案³⁶中的陳詞，界定了該責任的範圍：

“也許概括來說，最佳的答案是，有關錯誤行為定必與合伙人或僱員獲授權而作出的行為緊密相關，以致就該公司或僱員對第三者的法律責任而言，有關錯誤行為可公平妥當地視為由合伙人在日常公司業務運作或聘用僱員的過程中作出。苗禮治勳爵在 *Lister 訴 Hesley Hall Ltd* 一案中([2002] 1 AC 215, 245)和斯泰恩勳爵在第 223 至 224 頁和第 230 頁都有類似的論述。”

152. 李啟新勳爵繼而就僱員因意圖令公司受惠而錯誤或不誠實行事的情況，考究其所屬公司的法律責任。他說³⁷：

“舉例來說，僱員行事屬他受聘行事的類別，但或許出於過分熱心，他以不誠實的方法而為。他在受聘的領域上為僱主謀取利益，但採用不誠實的方法。法庭裁定，在這情況下，該僱主可能須對受傷害的第三者承擔法律責任，一如該僱員疏忽行事。此裁定不足為奇。引用 Salmond 經常重複的說法，不論是疏忽還是不誠實為之，錯誤行事包括以錯誤和未獲授權的方式作出僱主授權的行為(見 Salmond on Torts 初版(1907 年)第 83 頁)。”

³⁶ [2003] 1 BCLC 32 第 21 頁

³⁷ 第 43 頁

153. “緊密相關”的取態在 *Ming An Insurance Co (HK) Ltd 訴 The Ritz-Carlton Ltd* 一案³⁸中獲得終審法院認可。常任法官包致金作出總結(第 25 段)：

“基於上述原因，我把‘緊密相關’一點，視作僱員未獲授權作出侵權行為(不論是故意瀆職或純屬無心)的轉承法律責任的基本準則。這不是說有關準則須視作法定基準。如何運用有關準則須視乎情況而定。”

154. 在個別情況下考慮有關準則時，也須明白如僱員“恣意妄為”，僱主無須承擔責任。在這些情況下，不能說僱員行事的方式——儘管是不當的方式——能理所當然地視作進行獲授權活動的方式。就此，Lord Wilberforce 在 *Kooragang Investments Pty Ltd 訴 Richardson & Wrench Ltd* 一案³⁹中稱：

“……基本原則仍是，受僱的人儘管行事屬其獲授權或受僱行事的類別範圍，但也可能明顯偏離其受僱的範圍，以致其僱主無須為其錯誤的行為承擔責任。”

³⁸ [2002] HKCFAR

³⁹ [1982] AC 462, 473 至 475

第四章

公平的聆訊

155. 證監會對此事的調查未能有序進展，困難之一，明顯是難以接觸和會見所有有關人士，包括該等疑似可點名為指明人士的人，以及該等未必疑似涉及市場失當行為、但其證供會與查訊相關的人。

156. 證監會的實際困難，來自多名欲會見人士付款至內地不同地方一事。

157. 正如我們先前所說，李是財政司司長通知內所述的指明人士之一。雖然他從內地把陳述書寄交證監會，但沒有親身或以視像連線系統在聆訊中作證。最後，他因健康情況惡化，拒絕再涉及此事。他沒有就未能協助查訊一事付上醫療報告。

158. 證監會看來未能確定另一名指明人士錢的所在，故未能與他會面。此外，文件寄往他的住處時遭退回。按證據來看，錢拒絕參與查訊。他並未含糊其辭，只利用身處香港司法管轄區以外地方之便來拒絕參與。

159. 此外，其他較次要的證人也未能尋獲。其中一人為吳國義。他表面上是李的朋友，也是一名商人，其證供可能相當重要。

160. 這些困難引起數項問題。

161. 第一項問題是，兩名指明人士李及錢沒有在審裁處席前作供，在此情況下是否可確定為涉及市場失當行為。

162. 在這方面，按《條例》第 252(6)條的指示，“審裁處在……識辨任何人曾從事市場失當行為前，須給予該人合理的陳詞機會。”[斜體為重點所在]。

163. 何謂“合理的機會”，須按各個個案本身的情況而定。

164. 首先看看李的情況。在證監會調查期間，他有機會就其市場失當行為的指稱答辯。他也藉此機會，給予詳盡的陳述書。在本審裁處組成和他被點名為指明人士後，所有相關文件均已送達他。事實上，二零一二年五月二十二日舉行的指示聆訊押後，其中一項原因是李在聆訊前一天才收到相關文件，未能安排來港。實際正如我們所說，李曾稱健康情況欠佳，其後不久說因病未能來港作證，但同意在內地家中附近以視像連線系統作供。後來雖有安排設立視像連線系統，但實際上，李在二零一三年七月二日的電郵中說，他的健康情況進一步惡化，他只有前赴上海接受進一步治療，不能再參與研訊程序。大約四天後，他寄來一封長信。該信主要是請求不再涉及研訊程序，但也有觸及有關查訊的主題事項。

165. 關於李，正如我們先前所說，他從未提供任形式的書面證據，說明他健康問題的性質和嚴重程度。如果我們收到這類證據，又如果證據清楚表明李未能保障其權益，我們的立場也許有異。

166. 與此相關的一點，是他在二零一三年七月初的通訊中，知會我們他不想再受騷擾。這是在聆訊開始並通知他短期內傳召他作證後，我們才收到該項通訊。簡要來說，就一切實際目的而言，他希望迴避查訊。他沒有要求押後聆訊，待他接受治療後再作證。

167. 在這些情況下，我們考慮事情始末後，確立二事。第一、李有合理陳詞機會。第二、按照我們所得證據，李因病未能以任何方式陳情(以口述證供或再以陳述書作證)，但這並未影響其陳情機會。

168. 關於錢，所有相關文件均寄往其內地住址，但他未有收取。在查訊過程中所得文件仍會寄給他，讓他知道事態發展—儘管大家明白可能無濟於事。《條例》規定須給予指明人士陳情機會，但未規定他必須把握機會。我們考慮到錢所有時間都身處香港司法管轄區以外地方，故相信不能再有合理舉措，可讓錢有機會陳情。

169. 因此，關於李錢二人，我們信納如有證據支持，可裁定其中一人或二人涉及一項或多項形式的市場失當行為。

170. 關於我們可考慮證據的性質方面，現時已議定的，是本審裁處可進行屬查訊性質的程序。為使審裁處貫徹執行這項職責，《條例》賦予審裁處考慮多類可作為證據的資料的權力。第 253 (1)條規定—

“(1) 在符合附表 9 及終審法院首席法官根據第 269 條訂立的規則的規定下，審裁處為根據第 252 條提起的研訊程序的目的，可主動或應研訊程序任何一方的申請—

- (a) 收取及考慮以口述證供、書面陳述或文件提供的材料；即使該等材料在法院民事或刑事法律程序中會屬不可接納為證據，審裁處亦可收取及考慮；”

171. 因此，即使陳述書及雜類文件在法院民事或刑事法律程序中會屬不可接納為證據的材料，我們也可予以收取和考慮。換言之，任何人士以其他形式(例如陳述書或類似文件)提交證供予本審裁處，而證供獲准為可予考慮的材料前，無須口頭作證。

172. 儘管如此，審裁處進行的查訊程序必須公平，這是基本原則。在多個場合都有人說過，公平並非在真空狀態裏運作。如何構成公平聆訊，會視乎個案本身的情況而定。

173. 當然，顯而易見的是，財政司司長通知內所指明的人士或法人團體不應蒙在鼓裏，以致不知道審裁處對他們作出不利裁斷的風險，並因而喪失可提交具佐證價值的額外材料的機會⁴⁰。李及錢二人均取得所有相關文件，且可按其意願提交具佐證價值的額外材料（例如更多的陳述書及其他佐證文件）。表面上，錢選擇完全不考慮相關材料，這是他的決定。正如我們早前所說，他有機會這樣做，並可藉此機會，按其意願提交具佐證價值的額外材料。

174. 為公平起見，我們也須知道指明人士的聲譽（可能連同往後的事業前途）也許會受我們的裁定影響。同樣地，指明法團的公司聲譽（特別是在聯交所上市的公司悅達礦業）可能因我們的裁定而受損。

175. 我們已進一步考慮一點，就是在聆訊上由律師代表的各方，可能希望以若干證據（例如會面記錄或信件）為重——這些證據未經相關

⁴⁰ 見樞密院在 *Mahon 訴 Air Zealand Ltd* 一案中（[1984] 1 AC 808）的判決，特別是第 821 頁的一段文字，引述如下：“在研訊中由律師代表的任何人士，如會受到作出裁斷的決定的不利影響時，不應蒙在鼓裏，以致不知道該裁斷的風險，並因而喪失援引更多具佐證價值的額外材料的機會。該等額外材料，如提交作出決定的人士席前，可能會令他不作出該項裁斷——儘管不能預測結果定必如此。”

在聆訊中作出的口頭證供所印證。又或反過來說，他們也可能希望我們不考慮這些證據。⁴¹

176. 我們達至的每一項裁定，均以是否能公平作出裁定的原則為依歸。

⁴¹ 在這方面，舉例來說，代表悅達香港的大律師要求以李的證據為重。該公司的領訟大律師楊家雄資深大律師在其結案陳詞中說：“李的證據是重要的。他本人涉及研訊中的交易，也親身知道這些交易的來龍去脈。他的思想狀態及其意圖可決定他進行的交易是清白的還是可構成罪行的市場失當行為。當時悅達香港有三名董事。其中一人，即主席胡友林已經身故。另一人高一山從未涉及此事。李是董事中唯一能夠解釋為悅達香港作出、並以其名義作出交易背後的原因。他的證據……與其他客觀的環境證據相符。可以說的是，審裁處程序建基於公平概念(程序上及實質上的公平)……按此，李的證據須予充分考慮。”

第五章

悅達礦業的股份回購計劃

177. 悅達礦業回購股份的計劃為期短暫，由二零零八年一月十六日至一月二十三日，歷時五個交易日。在這短暫的期間，該公司回購股份數量佔市場總買入量 69.85% (不包括非經由自動對盤系統進行的交易)。該公司共發出 58 個買盤指示，以 4,912,042.68 港元回購 862 000 股股份。

178. 與此同時，李透過張紅艷的滙豐戶口積極買賣悅達礦業股份。在二零零七年十二月三日至二零零八年二月十三日期間，他合共買入悅達礦業股份 1 388 000 股、賣出 680 000 股，即淨買入 708 000 股。交易是經常進行的，在 42 個交易日中，有 36 個交易日進行買賣。⁴²

179. 當然，由李掌管的悅達香港也積極買入悅達礦業股份。悅達香港在二零零七年十二月以 3,046,099.17 港元買入悅達礦業股份 451 000 股，再在二零零八年一月以 1,799,555.53 港元買入 284 000 股。

⁴² 李由二零零八年一月初開始以蘇立年的滙豐戶口進行買賣，但數量不多，直至二月底才開始以該戶口大手買賣。

180. 因此，大約在股份回購計劃進行的一段時間內，李分別以個人名義及悅達香港董事暨負責人名義積極買賣悅達礦業股份。

181. 在這方面，須留意一點，就是悅達礦業與悅達香港在這段期間一直共用辦公室，而李雖然不是悅達礦業的董事，但卻是其控股股東悅達香港的董事，並有簽署權，可代表悅達香港簽署文件。

182. 不論上述交易是否按既定意圖進行，市場人士也必然會以回購計劃來解讀大局中的活躍交投量。儘管如此，悅達礦業的股價在回購計劃進行期間下跌。在展開回購計劃首日，悅達礦業股價收報 6.00 港元；一月二十三日，即回購計劃最後一日，股價收報 5.40 港元。換言之，在這段有限的期間內，股價下跌 6 角；期內，恆生指數由 24 450 點跌至 24 090 點。

183. 回購計劃的目的究竟為何？是否正如表面上所見，這是一項宏觀計劃的一部分，目的是要在悅達礦業發展歷程上的關鍵時刻支持股價，為火藥庫增添彈藥？還是純屬獨立而毫無關連的行動？

184. 悅達礦業行政總裁董作證稱，回購股份是他的主意。他說，在提出回購計劃時，以及在進行回購行動的短短數天內，他對當時李使用滙豐“代名人”戶口買賣悅達礦業股份，以及悅達香港買入股份

等事，概不知情。直至在日常業務過程中收到有關主要股東增持股份的報告時，才得知悅達香港正增持悅達礦業股份。

185. 簡單來說，如相信董所言，則股份回購計劃一起碼就他所知一並不是為穩定悅達礦業股價而進行的某項大型計劃的一部分。他沒有縱容李、錢或悅達香港進行此項計劃。相反，回購股份是為鞏固投資者信心而進行的獨立計劃，也是香港規範性的制度所容許者。

186. 代表董及悅達礦業的布祿華大律師陳詞，謂這帶出以下兩個問題(我們認同他的說法)：

- 主要問題：在市場回購股份來傳達對悅達礦業股份有信心的訊息，此舉本身是否被人為操縱，因而屬某種形式的市場失當行為。
- 其次問題：以悅達礦業行政總裁身分行事的董，有沒有協助或縱容李及 / 或錢在悅達礦業股份交易中干犯失當行為罪行。

187. 我們會在本章研究布祿華大律師所指的主要問題，即透過市場公開進行股份回購行動，本身是否屬某種形式的市場失當行為。

董就回購目的所作的證供

188. 關於如何構思股份回購計劃，董提交了聯同律師擬備的詳盡陳述書。當然，他也在審裁處席前作證。他的證供可總結如下：

189. 二零零八年一月十二日(星期六)，董與胡友林交談，並表達自己的憂慮，說雖然悅達礦業的業務已經轉型，但市場仍未充分理解。他認為股份的合理估值應為每股 9.00 港元，但股價依然被低估。在這方面，董作證說，二零零七年十月，滙富集團的研究部曾訂出每股超過 8.00 港元的目標價，但股價拾級而下，由二零零七年十二月三十一日的 6.77 港元跌至二零零八年一月十一日的 6.65 港元，二零零八年一月十四日更低見 5.00 港元。董說，他建議動用 1,000 萬港元來回購悅達礦業股份，每股作價低於 7.00 港元。⁴³

190. 進行股份回購計劃的建議獲得批准，董受命“按相關規例行事”。

⁴³ 該次談話作結如下：“基於這個原因，我們建議公司考慮在目前的市況下回購股份。如可行的話，回購價以不高於 7.00 元為限，用作回購的資金不應超過 1,000 萬元。請告知這項建議是否合宜。”

191. 至於回購股份的權限，二零零七年六月二十七日的股東會議重訂悅達礦業的每年回購授權，容許公司回購不多於已發行股本的10%：按會議當日的已發行股本計算，即 25 955 800 股。

192. 據董說，他請錢着手進行回購計劃。他說，他指示錢不要在同一日買入太多股份，以免令股價大升(有別於僅支持股價)而增加回購成本。他說，他再指示錢每天可動用的金額不多於 200 萬港元，而所有回購的股份都必須按照《上市規則》的規定予以申報。⁴⁴

193. 正如我們所說，回購計劃由二零零八年一月十六日下午至一月二十三日進行，共五個交易日。雖然為該計劃預留的 1,000 萬港元只用了不足一半，但該計劃也隨即告終。

194. 至於為何突然中止該計劃，董解釋是受兩件事影響：第一，公司急須籌集 1 億港元；第二，財務公司軟庫金滙剛巧與公司接洽，並提出進一步配售股份當時已成為可行的方案。

195. 在急須籌集 1 億港元一事上，董的證供扼述如下。

196. 悅達礦業向巴林左旗人民政府競投紅嶺計劃(其中一項大型礦場收購計劃)成功後，對方與江蘇集團及悅達礦業接洽，要求兩者

⁴⁴ 買賣方法會於下一章細述。

提前支付按金，讓他們得以展示在當地吸引外資的成績。對方更以商業代價作為交換條件，詳情頗為複雜，在此不贅。事中相關的，是對方提出並獲江蘇集團及悅達礦業接納的按金金額為 1 億港元。不過，按金仍須待紅嶺計劃中的投資公司(江蘇集團及悅達礦業佔八成權益)正式通過後才可支付。據董說，在二零零八年二月農曆新年前，恐怕也難以成事。⁴⁵

197. 然而，事實卻是，二零零八年一月二十三日，江蘇集團主席胡友林接獲巴林左旗人民政府通知，謂批文業已簽發，望能在月底前收訖 1 億港元按金。

198. 至於軟庫金滙剛巧與公司接洽一事，董的證供扼述如下。

199. 悅達礦業在十一月宣布購入內蒙古採礦權(翁旗及紅嶺計劃)後，多家金融機構曾與董接洽，表示有意與該公司合作，藉進一步配股等方式再行集資。當中軟庫金滙是尤其熱衷的金融機構之一。在這方面，董說他曾在二零零七年十二月與該機構兩名職員會面，即鄭娟及葉虹。她們更在二零零八年一月初到訪公司。不過，他當時強調不大可能再行配股，更何況市況呆滯，即使慎重考慮此議，在內蒙古收

⁴⁵ 董形容該投資公司為“30 年中外合營企業”。

購項目涉及巨額資金的情況下，配股也只能是集資計劃中的小規模事項。

200. 董作證說，事態峰迴路轉。二零零八年一月二十三日傍晚，當他仍在思考須從速集資 1 億港元來向巴林左旗人民政府支付按金的消息時，軟庫金滙的葉虹與他聯絡。葉虹的主要說詞，是她相信隨着市況回穩，悅達礦業可再行配股，配股價介乎 5.20 港元至 5.40 港元之間。

201. 董說，他隨即向胡友林匯報，並獲後者首肯，可藉再行配售 2 000 萬股股份來籌集 1 億港元的按金，但這一次價格沒有折讓。

202. 董說他按照這些指示，通知葉虹謂該公司有意進行第二次配股計劃，以先舊後新方式配售 2 000 萬股股份，但價格必須在每股 5.40 港元或以上。同日傍晚較後時間，葉虹回覆說，有意參與者眾，足以令配股計劃得以開展。

203. 據董說，同日傍晚，他指示錢停止再回購股份，並為配股計劃做準備。他說，他在翌日指示公司的律師向聯交所提交有關擬進行配股計劃的文件。

204. 總括而言，股份回購計劃提前結束，是由於購入內蒙古採礦權項目須集資約 1 億港元。事出突然，而且必須在月底前(即大約一個星期內)完成。同樣重要的是，軟庫金滙一直鏗而不捨的推銷其提案，幾乎為籌集該筆資金帶來即時的解決辦法。

205. 據董說，股份回購計劃因此並不是為進行第二次配股計劃營造有利條件的手段。在決定回購股份時，從沒有考慮再行配股。

考慮可印證董所述事態發展的證據

206. 突發事件往往接踵而來，尤其是公司在轉型時更甚。儘管如此，對於董所述的突發事件(即在二零零八年一月二十三日下午較後時間至傍晚數小時內發生的事件)，即使不以懷疑態度視之，也應以審慎態度來考慮。

207. 不過，我們認為有證據證明董的證供屬實。

208. 由於悅達礦業有意在回購本身的股份後 30 天內以先舊後新方式發行新股，故必須先取得聯交所許可。悅達礦業的律師與聯交所當時的書信往來，可力證董所述的事態發展非虛。

209. 這批書信包括一封日期為二零零八年一月二十五日的信件。在信中，趙不渝馬國強律師事務所解釋為何突然要求進行先舊後新配股計劃，更特別提述批文批出的時間較預期為早，以致急須籌集 1 億港元。

210. 可能有人會認為該公司以相對較高價格回購其股份後，再建議以相對較低價格配股。該信又試圖澄清有關疑慮。⁴⁶

211. 簡單來說，該證據排除了董虛構事件的可能。在二零零八年一月二十三日發生他所述的事件後約 48 小時內，同樣事件(即導致急須籌集按金的事件)見於與聯交所的正式書信來往中。

⁴⁶ 在這方面，該信述明：“聯交所或已注意到，配股價與有關股份二零零八年一月二十三日的收市價相同，沒有提供折讓。參考二零零七年十二月的配股計劃，便可看到折讓幅度較當時收市價(按二零零七年十二月配股計劃公布日期前最後一個交易日的收市價計算)超過 16%。如採用該折讓率，有關股份的市價便須高達 6.43 元左右，才可以每股 5.40 元的配股價配售。在回購交易中，所有股份都是以低於該價格回購的。因此，該公司並不認為有關股份以相對高的價格回購，或擬按相對較低的價格配售。”

212. 葉虹的證供也可作為董證供的佐證。在作供期間，她同意是由她和她的同事提議再行配股之說。她同意董對再配股一事(充其量)可說是模稜兩可；事實上，她同意“疑慮”一詞更可準確地描述他當時的想法。⁴⁷她又承認在二零零八年一月二十三日傍晚主動聯絡董，目的是告知他，她認為“市場大體上相對穩定，有機會……進行配股活動。”⁴⁸她說，在同一個傍晚，雙方達成了配股協議。董對她所提出的定價範圍並不滿意(談話中也說到母公司同樣對此不滿意)，並堅持必須以 5.40 港元的價格配股。⁴⁹

213. 當時與聯交所的書信往來不但提供證據，可證明董並無虛構事件，還可提高董就事態發展所作證供的固有可信性。葉虹的證供提供第三方證明，令董證供的固有可信性得以提高。

⁴⁷ 她的證供摘錄如下：

“問 在十二月時，你談到配股，而你當時說的是配股的可能性，這樣說正確嗎？”

答 是，當然。

問 你當時想為軟庫金滙發掘潛在商機？

答 對。

問 一月二十三日，提議進行特定的配股計劃是你主動提議的，對嗎？

答 對。”

⁴⁸ 葉虹說，根據她的經驗，“機會”不是單憑價格決定的，憑藉她在處理配股事宜上的豐富經驗，還須顧及眾多其他相關的因素。

⁴⁹ 5.40 港元是有關股份在上一個交易日的收市價。

214. 我們須補充一點，就是我們認為董與葉虹均就上述事宜提供具說服力的證供。我們沒有理由懷疑他們。

對回購交易的分析

215. 在聆訊期間，我們花了不少時間研究回購股份交易以至所有其他股份交易的性質及規模。

216. 我們認為，有關回購股份交易的分析所提供的幫助有限。

217. 所有交易都是透過悅達礦業的中銀國際證券戶口進行的。沒有證據證明董曾發出股份買賣指示。根據我們所得的證據，中銀國際所收到的指示都是由錢發出的。

218. 在該五個交易日中，錢共發出 58 個買盤指示，當中沒有一個出價為當時最好買盤價或以下。在該 58 個買盤指示中，有 51 個指示的出價高於當時的“最好沽盤”價。明顯地，就交投淡靜的市況而言，此舉的用意是藉出價來支持股價。

219. 不過，我們認為，這並不表示與董就回購計劃目的所作的證供有所抵觸。他作證說，回購目的並不是要令股價短暫上揚，而是要提供實質支持。

220. 即使可以證明錢沒有完全按照董的指示行事，也不表示董得知和允許此事。

審裁處就回購計劃目的所作的結論

221. 因此，我們可以接納展開股份回購計劃並不是要為第二次配股計劃營造有利氣氛的說法。不過，尚有問題懸而未決：按照董所述的計劃目的(已獲我們接納)，該計劃本身是否正當？

白嘉道的證供

222. 在考慮這項問題時，白嘉道透過視像連線系統給予證供，為我們提供實質上的協助。我們認為，由白嘉道以專家身分闡述香港現行規管制度的由來，最合適不過：

- i. 在一九八一至八三年期間，他出任多倫多證券交易所市場政策部董事。其間，他透過多倫多證券交易所的設施，為股份回購事宜制定首份股份回購規則(加拿大稱之為“正常市場運作下的發行人回購要約”(normal course issuer bids))。
- ii. 在一九八四至八九年期間，他擔任安大略省證券事務監察委員會執行董事，其職責之一是監察多倫多證券交易所執行股份回購規則的情況。

iii. 在一九八九至九四年期間，他出任香港新成立的證監會的企業融資部執行董事，負責監察香港聯交所的上市職能。

223. 關於他任職香港證監會期間的工作，白嘉道說：

“我與聯交所合作，制定和管理《上市規則》，包括透過《上市規則》第十章把新的股份回購規則引入香港。我也負責制定和管理證監會的《公司收購及合併守則》，以及制定新的《股份購回守則》（舊稱，下同）。”

224. 正如白嘉道在其報告中所言，在一九九一年前，香港公司一般不得回購其本身的股份，故聯交所與證監會均沒有訂定規管股份回購事宜的規則或守則。不過，在經歷一九八七年十月全球股災後，香港就證券業的運作及規管事宜進行影響深遠的檢討。一九八八年五月，證券業檢討委員會發表報告，提出多項結構性改革建議，包括成立證監會，以及引入容許香港公司回購本身股份的規則。一九八九年，證監會成立；一九九一年，當局通過《公司(修訂)條例》，聯交所修訂《上市規則》，以及證監會發出《股份購回守則》後，上市公司自此得以回購本身的股份。

225. 關於回購股份的主要目的，白嘉道說可予接納的目的⁵⁰不少，包括以下三項：

- i. 支持股份的市價，特別是市況出現波動期間尤甚(不管是整體市況還是只影響有關公司的波動)；
- ii. 在市場出現大手賣家時支持股價，以及
- iii. 向市場示意管理層相信公司股價被低估，或[向市場示意]管理層對公司前景樂觀。

226. 如穩定股價是容許回購的目的之一——白嘉道肯定香港的規管制度容許公司為這個目的而回購不超出訂明數目上限的股份——則上市公司為此目的回購股份時，難免會影響公司股份的成交價及成交量。⁵¹

227. 這帶出一些規管上的問題。正如白嘉道所說，這些問題關乎以下幾方面：第一，如何確保股東得到公平的對待；第二，如何確保市場有序運作；以及第三，如何確保市場廉潔穩健。

⁵⁰ 見國際證券事務監察委員會組織技術委員會在二零零四年二月發表有關“股份回購計劃”的報告(簡稱“國際證監會組織報告”)。

⁵¹ 在這方面，國際證監會組織報告(第12頁)述明：“股份回購計劃的運作難免會影響公司的股價及股份在第二市場的交投量。在公開市場回購股份可能會對股份成交量及股價造成重大影響，影響力還可能會維持一段時間。”

228. 我們如何看待這些問題？在規範性的規管制度(如香港、加拿大及英國所建立的制度)下，處理這些問題時，須實施有法定限制的統一制度。

229. 在保障股東權益方面，一般會按下述規定處理：取得股東批准、作出公開披露，以及訂定免公司償債能力受損的財政限制。

230. 在確保市場有序運作方面，一般會藉明文限制股份回購的效果來處理，例如限制可在市場上回購的股份數目或可支付的股價。

231. 在確保市場廉潔穩健方面，一般的處理方法是當公司知道尚未公開披露可影響股價的消息時，該公司不得回購其股份——這正是我們在本報告中須考慮的事宜之一。

232. 假如在不牴觸香港規管制度的規限下，上市公司可為穩定公司股價的目的而回購股份，則根據這定義，幾乎可以說制度容許上市公司在市場的自由運作下干預其股份運作：簡單來說，也就是某種形式的市場操縱。

233. 在這方面，白嘉道援引《證券及期貨(穩定價格)規則》第 4 及 5 條⁵²。該等條文訂明，在遵從該等規則的情況下所採取的穩定價格行動可獲豁免，不會視為構成市場失當行為。他說：“這些規則對穩定價格事宜有明文規定，我則認為股份回購規則對此有默示規定，即在遵從《上市規則》及《公司股份回購守則》規定的情況下回購股份，並不構成操縱股價行為或市場失當行為。”

234. 白嘉道進一步援引《上市規則》第十章第 10.06(3)條⁵³。該條文規定，凡未經聯交所批准，上市公司不得在回購股份後 30 天內發行新股。他認為，施加 30 天的限制期是承認一項事實，就是回購股份相當可能對其市價造成影響。30 天的限制期為市場提供冷靜期，使股份的市價不再受早前的股份回購計劃所影響。

⁵² 第 4 條訂明：“就本條例第 282(1)條而言，在遵從本規則的情況下就任何有關證券而採取的任何穩定價格行動，不得視為構成市場失當行為。”第 5 條訂明：“就本條例第 306(1)條而言，在遵從本規則的情況下就任何有關證券而採取的任何穩定價格行動，不得視為構成本條例第 XIV 部(第 300 或 302 條除外)的罪行。”

⁵³ 該條規則訂明：“未經本交易所批准，在本交易所作主要上市的發行人，於任何一次購回股份後的 30 天內，不論該次購回是否在本交易所內進行，均不得發行新股，或公佈發行新股的計劃(但不包括因行使權、認股期權或發行人須按規定發行證券的類似金融工具而發行的證券，而該等權證、認股期權或類似金融工具在發行人購回股份前尚未行使)。”

235. 白嘉道在報告的某些篇幅中提出證據，說明其他司法管轄區准予進行的股份回購計劃同樣反映該項事實，就是回購計劃難免會影響上市公司的股價，以及該等股份的成交量。

236. 白嘉道總結說，他認為：

“香港引入規管股份回購事宜的規範性制度時，知悉到上市公司准予回購股份的行動難免會影響股價，並會在整體市場受壓或個別公司股份偏軟期間，傾向支持股價。事實上，香港政府、立法會、監管機構及市場均同意，在市場出現危機或在個別股份陷入危機期間支持股價是可取的做法。”

237. 回購股份時，只要已遵從《上市規則》及《公司股份回購守則》的明文規定，即視作已遵從這些規管規定。因此，即使回購股份難免會支持或提高股價，也不構成操縱市場的行為。

審裁處就白嘉道的證供得出的結論

238. 審裁處考慮了白嘉道的證供，但證監會專家鄭啟森就若干方面提出異議⁵⁴。

239. 正如提控官關有禮大律師所言，兩位專家的主要分歧在於他們如何看待香港規管制度的性質及目的。關有禮大律師認為，白嘉道相信只要符合股份回購規則（悅達礦業的回購計劃的確符合有關規則），有關股份的價格及成交量不會有虛假或具誤導性的表象，便不可能有市場操縱行為。不過，關有禮大律師認為有關鄭啟森所作證供的關鍵，在於單單遵從規管制度本身並不足夠，還須考慮是否有人“別有用心”，損及回購計劃的正當性。

⁵⁴ 須注意的是，對於鄭啟森提交並獲審裁處收取的證據，指明人士的代表律師提出多項異議，其中四項如下：

- i. 鄭啟森雖為專家身分，但他並非獨立持平，因為他首次給予意見時屬證監會的高級人員；
- ii. 他沒有考慮股份回購守則及上市規則如何處理（和回應）有關操縱市場的規管問題；
- iii. 他從股份交易模式作出推論，但有關推論應由審裁處作出；以及
- iv. 他試圖解釋商業活動和提供理據，但此事不單非屬其專業知識範疇，而且純屬揣測。

我們在作出本報告所載的裁決前，已考慮上述所有事宜。不過，在聽過鄭啟森作證後，我們認為不應因為有人指稱他未能持平而拒絕接納其證供。我們又認為，鄭啟森是公認的證券市場專家，他的一些分析屬其專業知識範疇，應予以考慮。儘管如此，審裁處一直按照主席就法律事宜所作出的指引，以謹慎的態度，查證鄭啟森證供可確當地提供協助的限制。

240. 正如我們在本報告較前篇幅中所說，白嘉道的專家證供教我們印象深刻。作出這項證供的人，對股票市場規管制度的建立與運作，都瞭如指掌。證供內容條分縷析，結論合乎常理。我們認為，白嘉道就上市公司股份回購規管制度的真正性質或程度所提出的意見是正確無訛的。就同一事項而言，我們認為鄭啟森的證供較為艱澀，部分內容可能過於密集和以鑑證形式處理。儘管如此，經仔細研究後，我們認為兩者並沒有重大分別。

241. 我們信納，單就回購計劃而言，只要上市公司遵從所有規範性的規則，便可合法回購股份來維持或支持其股價——即使該行動可能會扭曲股價，令股價未能一如在市場自然供求情況下所得出者。正如白嘉道解釋，這是因為規範性的制度保障市場，而回購計劃已按該制度的條款進行。我們認為，這詮釋清楚易明，而且與規管制度的目的吻合。

242. 不過，白嘉道坦言，這是單就回購計劃而言。他沒有考慮較宏觀事宜的責任，例如進行回購計劃時，高層管理人員是否掌握可影響股價的資料，又或如本案所指稱，高層管理人員計劃的回購行動是否屬損及市場的較大型策略的一部分。

243. 因此，我們認為，單就回購計劃而言（即不論配套策略可能帶來的影響），不論高層管理人員私下的意圖為何，只要能完全符合規管有關事宜的規範性制度的條款，回購計劃便是合法的。

244. 不過，我們認為，假如回購計劃是構成市場失當行為的宏觀計劃的一部分，而計劃的原意正是作出市場失當行為，則即使計劃本身已完全符合所有規範性條款，依然構成市場失當行為罪。

245. 正如我們曾說，我們信納董進行股份回購計劃並不是要為第二次配股計劃營造有利條件；簡言之，股份回購計劃並不是在他掌握有關第二次配股計劃的可影響股價資料時才進行的。

246. 儘管如此，布祿華大律師所說的次項問題仍懸而未決，即董在展開股份回購計劃時，是否知道李及 / 或錢正進行買入悅達礦業股份的配套計劃，致令回購計劃成為穩定股價的宏觀計劃的一部分。

第六章

有關李買賣悅達礦業股份的分析

247. 在有關期間(即二零零七年十二月三日至二零零八年九月十二日)購入的悅達礦業股份，絕大部分經李直接主導購入，包括經悅達香港戶口及李自行操控的三個匯豐“代名人”戶口購入的股份。基於下文所述原因，我們信納悅達礦業回購計劃進行時，李也是完全知情的。

248. 概括而言，在所有時刻，李也許是(據我們所知)唯一全面知道各項購入股份方案(尤其是其真正目的)，以及能在關鍵程度上對該等方案行使控制權的人。

悅達香港購入股份

249. 李從不諱言，他身為公司董事，在所有關鍵時刻均管理悅達香港在中銀國際證券的交易戶口。此外，他說他是向錢下達買賣盤指示的人。

250. 悅達香港在兩段期間購入悅達礦業股份：第一段期間為二零零七年十二月二十七日至二零零八年二月二十六日，共購入3 325 000股，作價18,379,522.26港元；第二段期間為二零零八年四

月二十四日至六月二十四日，共購入 740 000 股，作價 3,606,570.12 港元。因此，悅達香港在有關期間購入的悅達礦業股份共 4 065 000 股，總作價 21,986,092.38 港元。

251. 在購入這些股份時，悅達香港在市場上有支配地位⁵⁵。在 78 個交易日內，進行買賣的交易日共有 59 個，下達買盤共 361 個。李同意交易的目的是為購入悅達礦業股份。至於為何決定購入該等股份，李說是因為悅達香港在悅達礦業的持股量因配股計劃而攤薄，故致力重獲和 / 或增加在悅達礦業的持股量⁵⁶。

李對悅達礦業股份回購計劃知情

252. 第一段購入悅達礦業股份的期間(二零零七年十二月二十七日至二零零八年二月二十六日)，與悅達礦業在二零零八年一月(一月十六日至二十三日)進行回購計劃的日子重疊——這是我們在下一章會探討的問題。

⁵⁵ 在分析買賣時，鄭啟森認為在二零零七年十二月二十七日至二零零八年二月二十六日，悅達香港的市場佔有率為 52.1%，有市場支配地位；二零零八年四月二十四日至六月二十四日，市場佔有率為 20.26%(不包括經由非自動對盤系統進行的活動)，有市場支配地位。

⁵⁶ 李向證監會提供日期為二零零九年三月十三日的陳述書。他在陳述書中，解釋購入股份的理據為(答覆 6)：“當時大股東[悅達香港]增持主要是考慮到 2007 年 12 月初配股及 / 或 2008 年 1 月大股東(被動)減持後大股東持股比例被攤薄，以及公司股價被低估，增持股份有利於大股東利益及增強投資者信心。決定是我向集團領導滙報後作出的，也是我負責執行的(指示錢金標落盤買賣)。”

253. 在二零零九年三月十三日的陳述書中，李否認涉及悅達礦業股份回購計劃，不能說真正實際知情⁵⁷。

254. 我們不接納這個說法。李雖然不是悅達礦業的董事，但曾經是其控股股東悅達香港的董事，且有悅達礦業銀行戶口的簽署權。事實上，他大約在二零零七年十二月三日至二零零八年二月十三日期間，從悅達礦業提取大量款項，用作他以張紅艷和蘇立年代名人戶口買賣股份的資金—這一點我們稍後再述。在聆訊過程中，沒有人說過李理財不當。畢竟他獲得整個江蘇集團主席的信任，而且按所有證據所示，他獲派駐香港，明顯是來保護該集團的利益的。因此，說他從悅達礦業提取大量款項而不清楚公司的財政狀況(包括其他須動用的資金，例如回購計劃所需資金)，根本站不住腳。

255. 另須謹記的一點，就是李當時與江蘇集團的資深人員錢共事。他們二人在共用的辦公室工作。除了公幹等等事宜外，他們每天都可見到對方。錢負責進行股份回購計劃，初期公司還為此預留1,000萬港元。李錢二人均有悅達礦業銀行戶口的簽署權。預計會為江蘇集團主席批准的股份回購計劃支出大額款項一事，因而屬於與李

⁵⁷ 在李二零零九年三月十三日的陳述書中，證監會詢問李悅達礦業為何進行回購計劃。李回答道(答覆7)：“當時我僅是大股東[悅達香港]的董事、副總經理，對於悅達礦業的運作情況(除了負責公關、接待之外)幾乎一無所知，所以不清楚這個問題。”

的直接和正當權益有關的事宜。錢沒有理由會不告知李(例如為保密緣故)，而且大有理由這樣做。事實上，股份回購計劃是公開計劃，每天都向聯交所匯報。

256. 因此，依我們判斷，李在股份回購計劃進行時應知情，這一點有明顯確鑿的可能；事實上，他可能早在計劃展開前已知悉此事。此外，在考慮所有相關情況後，我們認為他若有意取得所有股份回購計劃的相關資料，對他而言並非難事。

257. 總括來說，我們相當相信，當李授權由悅達香港購入悅達礦業股份，以及透過該三個“代名人”戶口買賣該等股份時，他知道回購計劃，不論所知的是當時、日後還是 / 或之前的事件。

以三個“代名人”戶口買賣股份

258. 李其後同意他曾以三個所謂“代名人”戶口買賣悅達礦業股份之說。他在該等戶口進行的買賣，以購入該等股份為主。“代名人”戶口以三位女士的名義開立：張紅艷、蘇立年及張青，她們全為內地居民。李說服她們在香港的匯豐銀行開立買賣戶口，讓他其後使用；他說此舉對公司的有聯繫者有利。不管她們其後(在該三個戶口受到審查時)怎麼說，在李操控該等戶口時，她們對李以該等戶口從事的活

動全不知情，這是顯而易見的。正如我們較早前所說，對李來說，這是方便的偽裝交易形式⁵⁸。

259. 我們較早前曾簡要談及李透過三個“代名人”戶口買賣悅達礦業股份的過程。在此稍為覆述 —

- i. 張紅艷的戶口在二零零七年十二月三日至二零零八年二月十三日期間進行交易，當時悅達香港正購入悅達礦業股份，而悅達礦業正進行其回購計劃：此二事李均知情。李透過這個戶口共購入 1 388 000 股悅達礦業股份，沽出 680 000 股，即還有 708 000 股。這 708 000 股股份作價 5,576,976.00 港元。
- ii. 蘇立年的戶口在二零零八年一月二日至四月二十二日期間進行交易。其間李共購入 994 000 股，沒有沽出股份。這 994 000 股股份作價 4,992,631.06 港元。
- iii. 張青的戶口在二零零八年四月十五日至九月十二日期間進行交易。其間李共購入 1 662 000 股，沽出 56 000 股，即還有 1 606 000 股。這 1 606 000 股股份作價 5,143,277.11 港元。

⁵⁸ 見第二章“透過‘代名人’戶口買賣悅達礦業股份”標題下的第 93 及 94 段。

260. 李在該三個“代名人”戶口的交易結餘為淨購入 3 308 000 股悅達礦業股份，總作價 15,712,884.17 港元。

261. 我們認為，李在該三個“代名人”戶口的交易純粹與悅達礦業股份有關，這一點是重要的，原因稍後再談。他沒有購入或沽出其他在聯交所上市的股份。

李買賣股份的摘要

262. 為了對李在有關期間買賣悅達礦業股份的規模有一些概念，我們須知道李主導由悅達香港購入 4 065 000 股股份，作價 21,986,092.38 港元。他再主導經三個“代名人”戶口購入 3 308 000 股，作價 15,712,884.17 港元。

263. 因此，在李的直接主導下，共購入 7 373 000 股，作價 37,698,976.55 港元。對不是藍籌而成交量不多(事實上大部分時間交投疏落)的股份而言，李的買賣舉足輕重。

264. 我們也須留意一點，就是李在緊接悅達礦業進行其短暫回購計劃的前後日子及回購期間，李積極購入其股份；對於回購計劃，我們相信李是知情的。

以三個“代名人”戶口買賣股份的原因

265. 我們較早前曾簡述李和另一證人蔣春說及李以“代名人”戶口買賣悅達礦業股份的原因⁵⁹。為方便覆述，原因概括如下：

- i. 南京中欣悅曾經一度是江蘇集團的附屬公司，但重組後已成為獨立法團。公司副總經理是蔣春。
- ii. 南京中欣悅有一名欠債人吳國義。吳國義看似與李關係良好。他提議轉讓由李以兩個“代名人”戶口代他持有的悅達礦業股份組合，以清還欠款。兩個“代名人”戶口以張紅艷和蘇立年的名義開立。南京中欣悅同意這項安排。
- iii. 蔣春透過江蘇集團一名財務部長劉亞東的辦公室聯絡上李，並告知他南京中欣悅現時是吳國義的悅達礦業股份的實益擁有人。
- iv. 然而，江蘇集團當時欠下南京中欣悅債款已經有一段日子（實際欠債公司是江蘇悅達南方控股有限公司）。為了清還債項，雙方同意主要從悅達礦業提取資金作為還款。

⁵⁹ 見第二章，第 105 段至章末。

- v. 不過，這並非單純把資金轉移至南京中欣悅，而是看來把清還債務所需的全部資金委託給李，讓他代南京中欣悅投資香港股票。資金的投資，會透過持有吳國義悅達礦業股份(現已轉讓予南京中欣悅)的“代名人”戶口進行。
- vi. 至於為何李代南京中欣悅購入的只有悅達礦業股份一點，蔣春解釋謂他對香港市場所知不多，不認識其他香港股票。再者，他說當時他有信心悅達礦業股票會造好，他也有信心李會把南京中欣悅的股票投資管理好。
- vii. 至此可見，李解釋的要點(蔣春也贊同的)是，在有關期間，他買賣悅達礦業股份是代表一個實體行事(即南京中欣悅)，他用作買賣股份的資金則是江蘇集團對南京中欣悅的正當欠款。
- viii. 至於為何資金來自悅達礦業，用以購入悅達礦業股份(最後也是如此)一點，這其實是江蘇集團平常資金進出的一環。悅達礦業曾收取大額支援款項，現時只是回吐部分款項。

仔細探討“代名人”戶口的資金來源

266. 在二零零九年三月十三日的陳述書中，李同意就所有用意及目的而言，支付經由“代名人”戶口購入股份的資金來自悅達礦業。在這方面，他說(答覆 5)：

“是通過我從悅達實業(或悅達礦業 / 悅達香港)提款轉給他們[“代名人”戶口]的。”

267. 至於他為何可以這樣做，李說(答覆 5)：

“這些資金的最終來源是悅達實業代江蘇悅達集團(南方公司)償還南京中欣悅公司的欠款，也就是說屬於南京中欣悅公司的錢。這樣的資金運作方式是與江蘇悅達集團財務部劉亞東部長一起商量並徵得他認可的⁶⁰，不然這麼大額的資金我個人肯定不敢私自提款(承擔責任)。我保證個人未從中拿一分錢。”

268. 至此我們稍停一下，看看一項事實。李可使用悅達礦業及 / 或其會計工具悅達實業(及悅達香港，按需要而定)的資金，證明在有關期間，他必定全面知悉這些公司持有資金的情況，以及引導資金流向的動力，或曾接受有關這些事宜的專業意見。

⁶⁰ 據李所言，劉亞東的角色並非只是單純與南京中欣悅達成還款協議，而是他最少知道用來還款的資金轉移至李的“代名人”戶口的安排。

269. 我們也稍停來細想一下，所轉移資金的性質明顯是有關因素，問題的癥結並非資金是否“正當”，而是在調動資金背後的意圖⁶¹。

把款項存入“代名人”戶口

270. 在追溯資金流向時(特別是流入張紅艷的“代名人”戶口的資金)，證監會發現一套模式，就是資金並非以付款人為悅達礦業、悅達實業或悅達香港的支票形式，直接存入張紅艷的戶口，而是在途中轉為現金。舉例來說，在李的二零零九年三月十三日會面陳述書中(答覆 8)，證監會提及二零零七年十二月十日，錢兩次從悅達礦業的渣打銀行戶口中提取共 100 萬港元的現金。同日，錢把 100 萬港元現金存入李的匯豐銀行戶口；同日，李把該筆款項存入張紅艷的“代名人”戶口。

271. 當然，最終來說，該等戶口沒有清楚銀行結單，我們未能引述一二。從某戶口提取現金，然後以現金存入另一戶口，資金流向的

⁶¹ 在第二章第 63 段，我們說：“如某公司為了達到支持股價(因而削弱了真正市場力量的互動)的唯一或主要目的，透過追收正當欠款而取得大筆資金，以及 / 或藉着向相聯公司借款而籌集資金，繼而把資金用於預期目的上，則在我們看來，該公司或已干犯了操縱市場的罪行。”

連串證據便遭破壞。資金以現金形式從某戶口提取後，沒有顯示去向，再存入另一並無關連的戶口時，也沒有顯示來歷。

272. 為何要採用這種令人費解、且實際令人不安的模式？這看似是李為求隱瞞資金轉移至“代名人”戶口一事而作出的。李試圖解釋採用這種方法的原因如下：

“這主要是財務上的要求。因為財務上直接將支票 / 或現金給其他沒有業務往來的人是不符合規定的，必須要有一個財務上認可的經手人提款。由於這件事情是我聯繫辦的，所以他們都將現金給我。”

273. 但為何以現金提存？李繼續解釋如下：

“至於為甚麼用現金而不用支票，主要是考慮時間上現金比支票可以更快一點進帳。”

274. 一如所料，李以使用現金的“主要”考慮因素是時間這一點來應對這項問題。不過，他沒有退一步的提出次要或多個考慮因素。因此，我們只能有唯一的原因：時間。

275. 依審裁處判斷，把資金從悅達礦業及 / 或悅達實業轉移至“代名人”戶口時，最透明、直接和“常規”的方法，是以簡單、易於記錄在案的支票形式轉帳。李(及錢)必定知曉。因此，突然把資金轉化成現金，二人也必定理解為(以最寬容的描述為)不尋常的。為求更快一點更屬空話，須知所有購入股份的付款均有規定的寬限期。審裁處

認為，唯一可作出的合理推論是，李當時相信有關事件不該透明，或以我們較早前所用的字眼，他力求“掩飾”他的買賣事實。

276. 李的二零零九年三月十三日會面陳述書中可見端倪。在該陳述書中，證監會詢問李有關董及錢是否知道他經由“代名人”戶口進行交易一事。他回答道：

“幫朋友操作 629 股票[悅達礦業]的事，我感覺比較敏感，沒有對其他人講。只是每次提款都要和錢金標通氣，必須告訴他具體用途，所以錢金標是知道的。我沒有告訴過董立勇和公司其他人。”

277. 但為何這事如此“敏感”，敏感至李認為不該告訴身為公司行政總裁的董？就所有用意及目的而言，代南京中欣悅投資的資金來自該公司。李看來(至少在江蘇集團內)並非以未獲授權的方式行事。如他是可信的話，則整項計劃必經江蘇集團財務部長劉亞東首肯。再者，所用資金是正當調動來償付欠下南京中欣悅的債款的，而把資金代投資於香港股票也是該公司的選擇。

278. 然而，如李是可信的話，他力求向悅達礦業行政總裁隱瞞一事，就是他確實從公司提取數以百萬元計的款項，用作購入悅達礦業股份。如果所有事都是公開的，董有權知道，這是明顯不過的。但據李所言，董蒙在鼓裏。

279. 為什麼？李從不願解釋。

280. 縱使說可能是憂慮這會違反內地交易管制規例，但董任職行政總裁的香港上市公司，是不受該等規例約束的。

281. 至於是否可能與內地交易管制規例有關，蔣春在其陳述書中說過一些話，令人覺得他是相信該等股份交易可能違反內地規例的⁶²。但李從不觸及這話題。這裏仍然留下懸念：為何必須掩飾把資金從悅達礦業(一家香港上市公司)常規轉往香港匯豐銀行的“代名人”戶口一事？

缺乏文件證據

282. 我們認為，沒有同期的書面證據呈交審裁處，證明他們曾有協議，把須付予南京中欣悅的款項轉用作購入悅達礦業股份(而南京中欣悅是這些股份的實益擁有人)，這點令人困擾。

283. 我們不認為會有正式合約，也不會無視一項事實，就是某些商人寧可相信可信任同事的說話，也不要闡明條款與條件的白紙黑字文件。

⁶² 蔣春在陳述書中解釋為何他不乾脆在香港開設交易戶口。他說：“我以為內地人是不可以買賣香港股票的。我覺得李立彬和劉亞東不會騙我的。”

284. 不過，事實終究是，沒有文件證據呈交審裁處：沒有備忘錄、電郵記錄，在劉亞東或李的文件上也沒有備註。我們也沒有李表面上代南京中欣悅購入悅達礦業股份期間的書面通訊記錄（不管這些通訊記錄如何簡短）。

285. 此外，看來曾有人採取措施，把調動資金和購入悅達礦業股份一事完全掩蓋。

為何李選擇管理為南京中欣悅作出的投資？

286. 如果同意用作透過“代名人”戶口購入悅達礦業股份的資金是正當調動，以償付南京中欣悅的欠款；也如果同意在該計劃中調動超過 1,000 萬港元的話，那便引起一個問題：為何不只是讓李管理該計劃，而是幾乎全讓他自行決定如何行使該管理權。

287. 我們並沒有取得證據，可證明李是該方面的專家或有特別經驗。他本人也承認並非專家。選上他純粹是因為他正為吳國義管理悅達礦業的股份組合。吳國義沒有向證監會作出陳述，面目較為模糊。

288. 如果購入悅達礦業股份一事並無隱藏別有用心的動機，那便必須要問一個問題：為何此事不交由香港的專業經紀處理？如有需要，可在該類經紀行開立南京中欣悅的信託戶口，並指示經紀，以他

們專業意見認為最好的價格購入悅達礦業股份。所需金額可直接支付予他們。經紀所收到的所有款項，就是付予南京中欣悅的款項。這樣一來，不單可隨時取得付款總額的詳細記錄，也有款項如何實際調動和去向的資料。

289. 不過，沒有人這樣做。反之，整件事全由李一手策劃。如果他的話可信，他使用手提電腦(及外置棒形硬件“dongle”作無線上網之用)下達指示盤。然而，李承認他在買賣股票方面並非專家，那他為何要接下此項工作？

290. 重要的是，李基於幫助“朋友”的真誠接下此項工作，他必定明白對南京中欣悅有謹慎行事的責任。在這責任下，他必須給予客觀的意見，如他相信繼續購入勢將失去價值的股票可能會損及南京中欣悅的利益，他便須坦白相告，或最少以更謹慎的程度行事。不過，沒有證據可證明他有這樣做。當然，我們同意商人的想法不一定與律師相同，但代朋友真誠行事不是複雜的法律概念，而是為該朋友最佳利益行事的責任，事情清楚不過。李當然會知道，這點我們是肯定的。因此，雖然悅達礦業股價陷入極大跌幅，但他仍貫徹始終的恆常購入其股份，此舉顯示他或無視南京中欣悅的利益，或他在所有時刻均是別有用心地購入股份的。

291. 同樣地，我們可問一個問題：為何南京中欣悅會想用李的服務，而且只是他的服務？為何在他的投資策略明顯失誤時仍鏗而不捨的用他？

292. 蔣春說他買賣悅達礦業股票只因為他對香港市場所知不多，又不認識其他香港股票。此外，他說他對悅達礦業股票有信心，並信任李會把股票管理好。然而，蔣春是南京中欣悅的高級人員，商界經驗豐富。說他不認識其他香港股票有點牽強。他只須稍為做點工作，便可得到該等資料，而且他肯定明白酌量分散投資能保護其公司的投資。但他沒這樣做，他把所有投資放於單一股票上。再者，縱使股價陷入極大跌幅，他仍堅持該項策略。

293. 蔣春說如有需要，他會向李給予有關投資組合的指示。舉例來說，他聽到江蘇集團主席胡友林病重，並基於這項消息而指示李沽出投資組合內部分股份。不過，除此之外，他沒有提及會密切監督有關投資。沒有證據呈交審裁處，謂他們會經常討論投資組合是否穩健，且正如我們早前所言，書面回應肯定是沒有的。

江蘇集團的內部報告

294. 調查李使用“代名人”戶口買賣悅達礦業股份一事並非只有證監會，江蘇集團也有進行內部調查。至於江蘇集團的調查是否完全與

證監會的調查無關，還是因為知道證監會調查而促成的，審裁處並無所知。該份內部調查報告的定稿日期為二零零九年二月六日，已送交證監會。

295. 關於誰人撰寫該份報告，對審裁處就席前問題作出裁決一事並無特別幫助。

296. 關於為何把用作付還南京中欣悅欠款的資金委託給李投資，內部調查報告的結論與李及蔣春的解釋脈絡一致：

“欣悅公司欲投資港股但沒有足夠的外匯資金，經劉亞東介紹，蔣某與李立彬認識，3人商定利用我集團與香港公司及南方公司的資金往來，由香港公司用港幣代南方公司償還所欠中欣悅款項的方式來解決中欣悅公司投資港股的外匯資金來源問題。”

297. 關於只購入悅達礦業股份一點，報告稱：

“此外，中欣悅公司的自然人股東劉某等人對我集團及悅達礦業的基本面情況比較熟悉，對香港上市公司的管理層有信心，特別是看好悅達礦業主管業務轉型後資源股的前景，欲對悅達礦業進行長期的戰略投資。”

298. 報告繼續稱：

“經核查我集團本部、香港公司及南方公司的相關賬目，現已查實：2007年11月至2008年3月期間，經劉亞東認可(相應抵沖南方公司欠中欣悅公司的往來款，以保證我集團的資金安全)，李立彬從香港提款存入中欣悅公司指定的3位自然人戶口合計1284萬港幣，該款項在香港公司帳面上全部記為我集團的往來，我集團再對應地與南方公司結算，南方公司與中欣悅公司結算。”

299. 在閱讀該份內部報告時，可看到江蘇悅達南方控股有限公司欠下南京中欣悅的債款已全部清還；就所有切實可行的目的而言，所有資金均來自悅達礦業，並由李代南京中欣悅悉數投資於悅達礦業股份。

李於二零一三年七月六日寫給審裁處的信

300. 在本報告較早篇幅，我們提及李曾告知審裁處他身體抱恙，未能向審裁處作證，甚至在家附近以視像通話也不可。當時他寫了一封信給審裁處，去信日期為二零一三年七月六日。該信給了審裁處很大幫助。

301. 在信中(該信實際用作爭取同情的答辯)，李提到代其“朋友”買賣悅達礦業股份。他還說股價下跌，令他與朋友反目：

“來自朋友的壓力。由於我經手買進的這些股票幾年來虧損巨大，全部“砸”在手中，朋友不但情義全無，後來幾乎反目成仇，甚至要我也承擔與賠償他們部分損失，令我苦不堪言。”

302. 雖然我們同意，當出現巨大虧損時，同事多會鬧翻；我們也同意誰原該受責一點或會變得模糊；但我們仍難以把李這份陳述書與較早前提交給我們(事實上，大部分為李所提交)的證據資料互相印證。

303. 這是為何我們盡力詳述該份聲稱曾有的協議的來龍去脈。該份協議表面上大致簡單，不應帶來誤解：

- i. 南京中欣悅是獨立於江蘇集團的公司。江蘇集團某成員欠下南京中欣悅債款，南京中欣悅希望以該等債款來投資香港股票。因此，把該等債款投資於香港股的決定，是南京中欣悅的決定。
- ii. 只投資於悅達礦業股份的決定，是南京中欣悅作出的。按照江蘇集團的內部報告，蔣春和南京中欣悅其他高級人員對悅達礦業的前景感到樂觀。沒有證據顯示有人明知不當，卻說服該公司只投資於這單一股票。
- iii. 至於李，他只是執行協議。

304. 如果李的答辯是可信的話，那麼他為何只因遵從“朋友”(只能是南京中欣悅的高級管理人員)的希望行事而須受到他們如此嚴厲的責備？這是另一令人困惑之處。

305. 我們認為，也許李信中的一小段文字，最能揭示箇中真實情況：

“但沒想到後期市場越來越差，加之自己又不專業，更沒想到交易是否違規，只是想能將股價弄上去，結果不但越弄越糟，而且還惹出了這麼大麻煩，實令自己後悔終身。”

306. 這一小段文字揭示了兩點：

- i. 李同意他不專業，沒有考慮他代南京中欣悅買賣股票是否違規(大概是違反買賣股票的規定，即本報告的主題)，這也許是昭然若揭的；以及
- ii. 李承認他買賣悅達礦業股票的用意之一，是“推高股價”。

307. 依我們判斷，最後一句解釋了李不僅透過“代名人”戶口，也透過悅達香港來買賣悅達礦業股票的真正目的，並把前後脈絡連貫起來。

可以因南京中欣悅的協議是虛構而不採納嗎？

308. 按證據來看，必定可懷疑購買悅達礦業股票的安排是在事後編造出來的，也許是在知道證監會已展開調查之後。不過，只有懷疑是不足夠的。須謹記一點，就是雖然證監會曾會見蔣春，但南京中欣悅的高層管理人員並無機會作證或向審裁處提交文件。我們認為令人更不解的一點，是協議的真正性質。就所有用意及目的而言，為何給予李個人(而沒有其他人單獨或與他聯合一起)購入悅達礦業股票的便

宜行事權？為何李認為他受命進行的工作“敏感”，甚至敏感至他刻意不把有關該項協議的事告訴悅達礦業的行政總裁董？

309. 正如我們早前所說，如李肩負代南京中欣悅投資的重任，那什麼令他在該單一股票持續下跌數月時仍堅持買入？我們在別處會說，買賣的模式是持續購入，這樣一來，多會支配市場。我們看不到有人試圖一買一賣來賺取短期利潤或減少損失。

310. 審裁處認為，不管是否與南京中欣悅有協議，仍可清楚看到李行事時仿若對這家公司並無責任；相反，他行事時仿若只是對江蘇集團的福祉有責任，而且更具體來說，他當時只是有責任試圖推高、維持悅達礦業股份價值或防止其進一步下跌，這也是清楚不過的。

審裁處對李透過“代名人”戶口買賣股份的主要目的所作的結論

311. 依審裁處的判斷，證據清楚指向單一結論。正如李在請求審裁處不要再為此事煩擾他的答辯中所言，他透過“代名人”戶口購入悅達礦業股份的目的——不管他所說對其“朋友”的責任屬何性質——是推高悅達礦業股價，即以偽裝方式，推高、設定或維持其市值；這樣做時有違市場的真正供求力量。我們相信這是他的主要目的。

312. 不過，為何他想這樣做？我們認為在此事來說，李的目的不難理解。他獲授權主理悅達礦業的控股股東悅達香港，而且也有悅達礦業銀行戶口的簽署權力(董本人反而沒有簽署權)，以保障江蘇集團的廣泛利益。當悅達礦業在江蘇集團的協助下，試圖轉型成為內地礦業的主要經營者，設法償付大額債款，以及遭到投資者反對時，其股價最少必須維持在現有水平。李按此必要行事，並透過“代名人”戶口為之。

313. 我們信納維持股價現有水平，是李透過“代名人”戶口進行交易的主要目的。這不會是獨立行事的香港經紀的主要目的。在清晰衡量相對可能性後，我們認為這是為何南京中欣悅讓李獨自(或他自行接受)承擔這項責任，透過“代名人”的戶口進行買賣。

314. 我們已裁斷李透過“代名人”戶口進行交易的主要目的，是推高、設定或維持悅達礦業股份價值，並在這樣做時違反市場的真正供求力量。然而，縱有這項定論，但李所用資金確實是須付還南京中欣悅的欠款，以及李相信最終他可為該公司取得利潤等等可能，是不能一筆抹煞的。

315. 為此之故，審裁處信納李透過“代名人”戶口進行的交易，可構成兩項市場失當行為罪，即“虛假交易”及“操縱證券市場”。

316. 審裁處認為，在不涉及轉移實益擁有權的“代名人”戶口買賣股份時，說李明知而作出交易一點，並無足夠證據。正如我們曾說，在他所有購入的股票中，他最少可能打算把購入股份的實益擁有權轉移給南京中欣悅。同樣地，說李進行虛構或不實交易，或在交易期間使用手段，也是證據不足。因此，審裁處並未裁定李的行為構成操控價格罪。

錢的協助或縱容

317. 錢是悅達礦業的公司秘書暨財務總監。他與李同屬該公司銀行戶口的認可簽署人。此外，他是悅達礦業控股股東悅達香港的銀行戶口認可簽署人。我們曾多次說過，他是李的同事，兩人從江蘇集團派駐香港。李在他給予證監會的陳述書中說，由於他在“代名人”戶口的交易性質“敏感”，他沒有告訴其他人，包括悅達礦業的行政總裁。不過，他有告訴錢。

318. 此外，錢協助李把資金轉化成現金，以便付款予“代名人”戶口。錢是一家上市公司悅達礦業的公司秘書暨財務總監，必定明白此舉極不尋常；簡言之，此事需有解釋。可以有怎樣的解釋？從來沒有人懷疑有人盜竊公款。如有的話，我們肯定錢身為江蘇集團的資深人員，必定採取行動來阻止此事發生。因此，該等資金在某程度上是用

於有利江蘇集團的事情上，一如李所相信者。錢完全知悉悅達礦業正進行大型改組計劃，並有極為龐大的債務，故維持股價於現有水平對是否能從容應付債務非常關鍵。錢完全知情是因為他是悅達礦業的財務總監。當他把資金轉化成現金時，他也知道“代名人”戶口—李已告訴他有該等戶口。

319. 如裁定某人以協助或縱容等方式構成市場失當行為罪，便必須證明他不單協助或縱容另一人作出市場失當行為，他還知道這樣做時，該項行為構成或可能構成市場失當行為。因此，最少須證明的是，錢在協助李時是明白所做的事可能構成某種市場失當行為的。

320. 基於以上原因，我們認為從已證實的基本事實中可作出的單一合理推論，是錢必定知道把資金轉入“代名人”戶口是作掩飾用，而該掩飾用途在某程度上旨在保護悅達礦業股價。這項保護方式一旦公開，會引起有關方面調查是否有一類或另一類市場失當行為。

321. 基於以上原因，我們進一步認為從已證實的基本事實中可作出的單一合理推論，是錢必定知道李正尋求可用作支持悅達礦業股價的方法，而其中一項方法，就是直接買入控股股東悅達香港的股份。因此，我們認為當錢須負責代該公司購入股份時，他知道這是由李監

督的較大型策略下的一項策略。錢在展開這項工作時是知情的，故他最少是縱容李的。

322. 《條例》第 252(4)(c)(ii)條所述的“可能構成”一詞，包含廣泛知情範圍，但也必定有其限度。因此，我們認為必須要有證據，證明錢雖然不能肯定，但知道李的行動確有可能構成某類市場失當行為。在審裁處的判決中，這點已經證實。

悅達礦業是否因李的行動而被裁斷為構成罪行？

323. 正如我們在本報告較早篇幅所言，李不是悅達礦業的董事。事實上，他在該公司沒有正式職銜。表面上，他替該公司處理一些公關工作，但這只是給外界看的職責範圍。正式職銜雖然總是極其相關的因素，但並不是單一決定因素。如果是後者的話，一家公司只須確保由公司內不肩負正式職銜、但私下具有權力的小部分人作出市場失當行為，便很輕易逃避在多類市場失當行為下所須負的法律責任。換言之，我們必須移除公司的掩飾物，考慮真正情況。

324. 真正情況是，李是悅達礦業銀行戶口的認可簽署人(錢也是)，行政總裁董反而不是。按照證據，李與錢表面上會監察悅達礦業、悅達實業、悅達香港及江蘇集團其他公司的資金周轉情況，並會運用資金，且極少(如有的話)與董商量。這是他們的權限，由胡友林

及 / 或江蘇集團高級管理人員授予。董也許曾簽署會計憑單，但這一律在有關事後，而且憑單內的資料也不足。

325. 因此，李在提取資金來償付集團對南京中欣悅的欠款時，是在其權限內行事的。如果董知情，而悅達礦業的資金周轉仍屬穩健，便沒有理由認為他會反對。

326. 如果這是對南京中欣悅有利，且得到江蘇集團一名財務部長劉亞東的同意，則李提取的款項已代該公司投資時，便沒有理由認為此舉在他權限範圍(不論是實際還是隱含)以外。

327. 當然，正是如此，我們已裁定，當李代南京中欣悅作出投資時，主要是以支持悅達礦業股價的方式令其受惠。因此，他此舉務求促進悅達礦業的利益，但正如我們所裁斷，他是以構成市場失當行為的方式來進行的。

328. 李是否有權力，可為悅達礦業的利益而調動資金和正當地把資金投資？李所處的位置——我們早前描述為“垂簾聽政”——是江蘇集團為保障其利益而給予他的。這包括在香港上市的公司利益。如果此涉及正當的財政支援，我們信納這該視作他工作領域內的事。就本個案而言，他做了同一樣的事，但以非正當方式為之。

329. 悅達礦業的一方辯稱，李是隨本人意願行事的。他明顯地偏離其工作領域，故悅達礦業不能為其行動負責。雖然是否如此並不容易證實，但我們相信，李當時認為自己絕對是受命而行，以保障悅達礦業甚至整個集團的利益。客觀來看，我們相信明理、完全知情的旁觀者會達至同一結論：李是在其權限內行事的；或換句話說，如果他所做的事是正當的話，那他行事是超越其權限還是隨本人意願，根本無關宏旨。

330. 扼要來說，我們相信李的市場失當行為構成他非法執行他獲授權進行的事。

331. 為此，基於上述理由，審裁處相信因李的行動，必須裁定悅達礦業構成“虛假交易”及“操縱證券市場”罪，但非“操控價格”罪。

悅達香港購入股份

332. 我們說過，李安排分兩段期間購入悅達礦業股份，錢則執行買賣盤指示。李說原因是絕對合法的。這是悅達香港在先舊後新配股計劃攤薄其持股量後，為增持其持股量而作出的安排。展開購入股份的工作，是由江蘇集團主席胡友林決定的。

333. 情況有可能如此。但我們相信，在該兩段期間購入股份時，李知道有更大規模的股份購入或回購計劃。

334. 首先，如先前所述原因，我們相信李知道二零零八年一月十六日至二十三日進行悅達礦業股份回購計劃，共購入 862 000 股，作價 4,912,042.68 港元。

335. 第二，他本人透過三個“代名人”戶口買賣悅達礦業股份：

i. 在張紅艷戶口方面，他在二零零七年十二月三日開始買賣股份，二零零八年二月十三日結束，其間共購入 708 000 股，作價 5,576,976.00 港元。

ii. 在蘇立年戶口方面，他在二零零八年一月二日開始買賣股份，同年四月二十二日結束，其間共購入 994 000 股，作價 4,992,631.06 港元。

iii. 在張青戶口方面，他在二零零八年四月十五日開始買賣股份，同年九月十二日結束，其間共購入 1 606 000 股，作價 5,143,277.11 港元。

336. 李自行代悅達香港買賣悅達礦業股份方面，由二零零七年十二月二十七日至二零零八年二月二十六日，共購入 3 325 000 股，作價 18,379,522.26 港元；由二零零八年四月二十四日至六月二十四日，共購入 740 000 股，作價 3,606,570.12 港元。

337. 依據香港規範性的法定和規管制度，悅達礦業本身所進行的股份回購計劃須予公開。結果，在悅達礦業每天回購股份後，投資的公眾知道該公司所購入股份的數目、價格及目的。

338. 然而，悅達香港及透過三個“代名人”戶口購入的股份不受該等規定約束。在這種情況下，李必定明白，他們購入的股份合起來所出現的真正供求情況，差不多肯定可以製造假象或誤導表象，令人以為市場上有遠較事實為大的購股活動規模。他也必定明白，他們購入的股份合起來，會推高、設定或維持股價，然後製造價格上的假象或誤導表象。其後，身為經驗豐富的商人，他必定明白這些結果會誘使投資者入市而購入悅達礦業股份，或最少誘使他們相信已購入的股份可安全地攔下不表。

339. 不過，李沒有選擇放棄經“代名人”戶口購入悅達礦業股份。他也沒有選擇押後代悅達香港購入股份。他開展這兩項工作。

340. 我們認為，悅達香港開始購入股份時並無急切性。為了避免製造我們剛才所說的假象或誤導表象，理應把購入股份的工作延後。

341. 我們認為，在李知道當時有更大規模購入股份計劃的情況下，從已證實的事實中可作出的唯一合理推論，是在第一段交易期間為悅達香港購入股份的主要目的，不單是要增加公司的持股量(這點我們稍後再論)，而是協助推高股價。按所有證據來看，我們信納當時這必定是他的主要動機。如股價能維持在當時水平(事實上大幅上升)，那投資者的信心便可保持。

342. 李為悅達香港購入悅達礦業股份的第二段期間為其後日子一二零零八年四月底至五月底。關於第二段期間方面，我們同意按證據來看，他的主要目的很可能是務求增加公司的持股量。因此，審裁處不就第二段期間作出關於李或悅達香港的裁決。

343. 然而，關於第一段期間方面，審裁處信納李及悅達香港兩者均構成“虛假交易”及“操縱證券市場”罪。

第七章

董是否知道除回購股份外 還有可穩定股價的悅達礦業股份交易？

缺乏直接證據

344. 審裁處沒有直接證據，可證明董除了悅達礦業本身為期短暫的股份回購計劃外，還知道江蘇集團旗下公司其他高層人士也正購買同一股份，但交易的股份數量很少，不足以引起是否有人操縱市場的關注。

345. 李從未說過他曾向董透露他操控匯豐銀行“代名人”戶口，或向董透露悅達香港買入股份。正如我們之前所述，錢沒有就此事提供證據；事實上，他也沒有就其他事宜提供證據。至於董本人，他一直否認知道有人操控匯豐銀行“代名人”戶口。他並說，得知悅達香港買入股份一事，並非源自李或錢，而是事後從所收到的標準報表中看到主要股東累積了股份，才知道此事。

346. 文件證據(例如董簽署的會計憑單)中，都沒有載列詳盡資料，足以成為具說服力的直接證據。

347. 因此，如董對此有所知，他所知事的多寡，均須以環境證據來證實。換言之，證據須從已證明的事實中作出推論而清楚確立。

348. 儘管如此，我們在考慮環境證據之前，須稍停來看看在查訊過程中查找證據的一個“死胡同”。

以張紅艷匯豐銀行戶口作交易的指控

349. 在聆訊過程中，審裁處席前證據表面上顯示，二零零七年十二月五日下午二時三十五分，董以李所管理的張紅艷匯豐銀行“代名人”戶口買賣悅達礦業股份。買賣是在董住所內以電腦進行的。如此事屬實，這便是很有力的證據，可證明董知道買賣悅達礦業股份的宏觀計劃，並有份參與其中。

350. 董承認他認識張紅艷，知道她是江蘇集團人力資源部的員工，但否認知道她在匯豐銀行開立了交易戶口。他更否認曾使用該戶口。

351. 董為證明這項指控(即二零零七年十二月五日使用該戶口買賣悅達礦業股份)不實，查看當天的商務行程。他的推論是，事發之時，他正參與 Piper Jaffray 舉辦的“路演”，無暇返回住所。

352. 然而，此事最終因匯豐銀行職員所提供的技術證據而有定案。匯豐銀行軟件發展部經理 Tang Chun Yin(負責網上銀行的技術支

援)作證說，屬於張紅艷的交易數據其實是屬於蔡漢東⁶³的。用一般人的說法，即系統曾出現小故障。這推翻了董曾使用張紅艷的戶口買賣悅達礦業股份的假設。

查看環境證據

353. 悅達礦業及其主要股東悅達香港共用辦公室。這表示董與李及錢使用同一辦公室。辦公地點如此相近當然是一項相關因素，但不能以此下定論。

354. 我們認為，這三人所出任職位的性質更為重要。換言之，為何他們會在一起。證據清楚顯示，三人之中，董是外人。他不是江蘇集團的資深員工，並非由內地借調來保護江蘇集團利益的人；他也不是“非本地僱員”(董用來形容李及錢的說法)。董形容 he 自己是專業經理，在香港委任、負責保護整體股東而非只是江蘇集團的利益。相反，李和錢都是江蘇集團的資深員工，其任命明顯是為了更大的目的，即保護江蘇集團大體的福祉。

⁶³ 蔡漢東是董的表兄，也持有匯豐銀行的交易戶口。二零零九年三月，董與證監會人員會面時，承認他有代其居於內地的表兄操作這個戶口。他說，由於他從不會向其表兄透露悅達礦業的事務，而且只會按其表兄的指示操作戶口，因此他認為沒有利益衝突。

正如本報告較早篇幅所述，在聆訊開始時，應提控官的建議，財政司司長通知曾作修訂：刪除了提述董透過其表兄戶口買賣悅達礦業股份的部分，因為沒有充分證據，可顯示有關戶口的操作可能單獨或連同其他形式的買賣而構成市場失當行為。

355. 在這方面，值得注意的是，在關鍵時刻，即使董是悅達礦業的行政總裁，也沒有公司銀行戶口的簽署權。李及錢則有這些權力。正如董在二零一三年六月七日的陳述書所述，“這樣，江蘇集團便可確保能監察和控制公司[悅達礦業]的現金結餘”。

356. 錢是悅達礦業的公司秘書暨財務總監。此外，他還是悅達香港銀行戶口的認可簽署人，並獲授權操作悅達香港的證券交易戶口。李是悅達香港的董事，更是其負責人。然而，董除了沒有其公司銀行戶口的簽署權外，也沒有在悅達香港擔任一官半職。這樣的架構明顯不過。董的作用，如他所述，是為悅達礦業這家香港上市公司提供專業管理服務；李和錢則是調來香港負責確保江蘇集團大體利益的，當中當然也包括悅達礦業的利益。

357. 董堅稱李獲江蘇集團主席的高度信任，我們沒有理由質疑這說法。

358. 董在二零一三年六月七日的陳述書中說，由於錢和李有更大的職責，他們有時會在他不知情的情況下，簽署悅達礦業的支票。

359. 驟眼看來，董容許悅達礦業資金外流而不加過問或未表關注，這似乎很奇怪。不過，正如他所解釋，他知道悅達礦業經悅達香港收到江蘇集團的巨額資金，其後悅達礦業的資金回流屬於還款，而還款一經支付，如何運用並非他關注的事⁶⁴。他說，他所關注的，是要確保戶口的結餘仍屬穩健，而他會請錢確認此點。此外，每半年發出的管理報告讓他能肯定戶口的結餘情況。

360. 有人或會認為，董知道悅達礦業經悅達實業把資金注回江蘇集團，目的是提供暗中買入悅達礦業股份的資金。董否認這說法。他說，據其所知，回流的資金是為了償還江蘇集團早前付給悅達礦業的款項。不過，同樣地，為該目的還款後，款項是否作其他用途，他不知道。

361. 扼要來說，董的證供顯示，據他所知，資金周轉頻繁與付給悅達礦業的款項及其還款有關，而控制這些資金周轉的是李與錢的共

⁶⁴ 李約翰在二零一三年二月八日的專家報告中印證了董的證供。李約翰發現，悅達礦業與悅達實業(亦即悅達香港)往來戶口的結餘接近零或有盈餘，直至二零零七年十一月，結餘錄得大幅盈餘，此情況維持至二零零八年三月。我們留意到，盈餘上升，與為收購採礦權而經由悅達香港收取江蘇集團資金一事吻合。後來，盈餘之數隨着逐步償還欠款而減少。在這方面，李約翰在其報告第 4.3.4 段說，“在整段檢視期間，往來戶口的結餘接近零或有盈餘，顯示悅達礦業在這段期間的資金周轉，與其向……江蘇集團償還欠款有關”。

同責任。他們負責照顧江蘇集團大體的利益，如何處理悅達礦業的還款則他們的事情。⁶⁵

簽署憑單

362. 董說，大體出於尊重，公司授權他簽署悅達礦業的會計憑單。不過，由於他經常出外公幹，支票往往由錢或李簽署，資金往來無須知會他。他會事後簽署有關憑單，但憑單並無記錄詳情。董作供時說，他只記得有一次，李在處理帳項當日親自請他簽署一張憑單。證據顯示，只有很少數憑單交由董簽署。事實上，提交為證據的憑單只有 21 張。

363. 董的代表律師布祿華大律師指出，憑單上沒有資料顯示有關資金指定用作購買悅達礦業股份，不論是由悅達香港買入還是由李以其匯豐“代名人”戶口買入。

364. 依我們判斷，有關的“會計憑單”無助查明事實。

⁶⁵ 證監會專家鄭啟森作證時說，悅達礦業和悅達香港互有關連的財務事宜混合管理，猶如同一實體。雖然這並非最佳做法，但無有力證據，可顯示兩家公司所採用的制度(即透過悅達實業調動資金)在專業上不可接受(至少在概念上來說)。李約翰也沒有類似的說法。是否有個別事件違反了專業上的最佳做法，當然屬另一回事。無論如何，雖然沒有遵循最佳做法或許是追查懷疑事件的線索，但我們要考慮的是，董說他不知道來自其公司的資金在支付後作何用途，可否從該制度上證明他所言非虛。我們未能憑推論證實這點。

結論

365. 在本報告較早篇幅，我們說過，李似乎是“垂簾聽政”。我們從所得證據，未能推論董也處於類似的優越地位。相反，從證據上看來，正如我們之前對他的形容，董似乎是“外人”。

366. 證據顯示，董明白悅達礦業如要轉型，江蘇集團的財政資助不可或缺。至於有關資助引起的日常資金流向，證據進一步顯示，董明白那是李與錢的共同責任。董的權限沒有那麼大(須謹記，他連悅達礦業銀行戶口的簽署權也沒有)。

367. 至於資金流向，董證供的重點是，正如我們所理解，李與錢常攜手合作而沒有諮詢董。如果確實如此而我們又無從質疑的話，我們便必須要問：從悅達礦業提取資金後，李及 / 或錢為何要就資金的用途諮詢董？董作證說，他們沒有諮詢他，他也認為諮詢他並不恰當。關於透過悅達香港及匯豐銀行“代名人”戶口買賣股份一事，李沒有說過一言半語而把董牽涉入內。根據這樣的證據，加上我們認為董是“外人”的定論，我們沒有理據可作裁定來清楚確立一項推論，就是董必定知道，他的股份回購計劃是整個宏觀計劃(即在公司關鍵里程上購入悅達礦業股份來穩定股價)的其中一部分。

第八章

審裁處的裁斷摘要

368. 二零一一年十二月十六日的財政司司長通知要求本審裁處就以下兩項事宜裁定罪責：

- i. 是否曾發生市場失當行為；
- ii. 曾從事市場失當行為的人的身分。

369. 基於本報告正文所述原因，審裁處裁定，在悅達礦業(證券代號為 629)的股份交易中，曾有條例第 XIII 部第 274 條(“虛假交易”)及第 278 條(“操縱證券市場”)所指的市場失當行為。

370. 審裁處裁定，曾有該類市場失當行為的人(包括法人)分別是：李、錢、悅達礦業及悅達香港。

371. 財政司司長通知中指明的人士還包括董。基於前述原因，審裁處裁定，董沒有觸犯市場失當行為罪。

372. 除財政司司長通知所指明的人士外，審裁處並未查證尚有其他人觸犯市場失當行為罪。

373. 至於市場失當行為的性質及程度，審裁處裁定如下：

- i. 李和悅達礦業在錢的協助或縱容下，在二零零七年十二月三日至二零零八年二月十三日期間，透過張紅艷的匯豐銀行戶口，總共淨買入 708 000 股悅達礦業股份，造價為 5,576,976.00 港元。交易以虛假交易及操縱證券市場的方式進行，構成市場失當行為。
- ii. 李和悅達礦業在錢的協助或縱容下，在二零零八年一月二日至四月二十二日期間，透過蘇立年的匯豐銀行戶口，總共買入 994 000 股悅達礦業股份，造價為 4,992,631.06 港元。交易以虛假交易及操縱證券市場的方式進行，構成市場失當行為。
- iii. 李和悅達礦業在錢的協助或縱容下，在二零零八年四月十五日至九月十二日期間，透過張青的匯豐銀行戶口，總共淨買入 1 606 000 股悅達礦業股份，造價為 5,143,277.11 港元。交易以虛假交易及操縱證券市場的方式進行，構成市場失當行為。
- iv. 李和悅達礦業在錢的協助或縱容下，在二零零七年十二月二十七日至二零零八年二月二十六日期間，為悅達香港的戶

口，總共買入 3 325 000 股悅達礦業股份，造價為 18,379,522.26 港元。交易以虛假交易及操縱證券市場的方式進行，構成市場失當行為。

終審法院非常任法官夏正民

(主席)

(簽署)

倪偉耀博士

(成員)

(簽署)

林潔蘭博士

(成員)

(簽署)

二零一四年五月八日

第九章

命令

374. 二零一四年五月八日，審裁處把報告書第一部分送達財政司司長。翌日，該報告書經各方的法律代表交給居港各方。

375. 由於李錢二人都居於內地，審裁處把報告書副本寄交他們最後為人所知的地址，並附函件加以說明。有關函件告知他們，審裁處作出裁斷後，會釐定他們因已證實的市場失當行為而獲取利潤或避免損失的金額。郵寄給李及錢的文件沒有以任何方式的批註退還，以示未能送達。因此，可以假設他們已收悉有關文件。事實上，李及錢都選擇不作申述，不論申述以直接書面的方式還是經法律代表作出。

376. 最初審裁處希望於二零一四年六月十七日再次召開會議，處理施加何種命令方為恰當的問題。不過，部分代表律師遇到困難。悅達香港的資深大律師出任政府高級職位，不再私人執業，其副手則仍在參與一宗冗長的聆訊。此外，還有其他後勤的問題。審裁處最終在同年十月三十一日才能再次召開會議。

377. 為求文件完整，提控官就擬作命令向審裁處提交有關文件的副本，已送交李錢二人。二人未有回應。

第 257(1)(d) 條：交出獲取利潤或避免損失的款項

378. 《條例》第 257(1)(d)條賦權審裁處，可命令被裁定犯下市場失當行為罪行的人“向政府繳付一筆款項，金額不得超逾該人因該失當行為而……獲取的利潤或避免的損失的金額”。

379. 在報告書的第一部分，審裁處曾確認作出市場失當行為的有四人，分別為李、錢、悅達礦業和悅達香港。有關的市場失當行為包括虛假交易和操縱證券市場。

380. 為協助審裁處裁定四人之中是否有人因其市場失當行為而獲取利潤或避免損失，鄭啟森向審裁處提交報告。報告副本見附件 B。鄭啟森在較早前的聆訊中曾以專家證人身分作證，而就這項相應的問題，沒有人反對他的專家身分。

381. 鄭啟森在他的報告中確認審裁處就李的罪責作出的主要裁斷，即李與悅達礦業及 / 或悅達香港有聯繫，並曾在錢的縱容下買賣悅達礦業的股份，主要目的是在悅達礦業透過多項收購行動，致力轉型為內地採礦業的主要經營者而承受沉重經濟壓力之際，提高該等股份的價格，或至少令價格維持在一定的水平。

382. 鄭啟森承認審裁處席前沒有證據，可顯示李或錢曾因作出市場失當行為而私下獲取利潤或避免損失。因此，審裁處沒有作出交出款的理據，可命令李或錢以個人名義交出款項。

383. 至於案情是否顯示悅達礦業及 / 或悅達香港曾因作出已裁定為罪行的市場失當行為而獲取利潤或避免損失，鄭啟森考慮多項因素，包括：

- i. 就審裁處證實的證據而言，指明人士作出市場失當行為的主要目的，並非為獲取利潤或避免損失，而是為了在悅達礦業轉型期間提高該公司的股價，或至少令股價維持在一定的水平。由於買賣股份的交易持續進行，而且買多賣少，不能具體證明有人因而獲取利潤或避免損失。
- ii. 考慮到有關交易以買入為主，而且當時市況大致淡靜，沒有理據可證明有人因而獲取任何形式的名義上利潤。
- iii. 同樣地，悅達礦業配售股份方案雖然提供了可計算獲取利潤或避免損失的理論框架，但這類配股活動所採用的定價機制複雜多變，本個案不能作出清晰客觀的評估。

384. 據此，鄭啟森總結謂，按審裁處證實的證據，不足以證明該兩家公司曾獲取利潤或避免損失。提控官同意鄭啟森的報告準確無誤。審裁處認為該報告具說服力，因此並未對相關四方的任何一方作出交出款項令。

第 257(1)(a) 條：命令某人不得擔任上市法團或其他指明法團的董事或參與該等法團的管理

385. 依據第 257(1)(a) 條規定作出的命令不具懲罰性質，只是為了保護審裁處認定為有風險的上市法團及其他法團，使其管理上的廉潔穩定不致受損。

386. 報告書第一部分第 35 至 38 段已描述李在江蘇集團(附屬公司包括悅達礦業和悅達香港)所擁有的正式職權和決策權。具體而言，審裁處對李的描述如下：

“因此，客觀來說，李身處策略性地位，不參與悅達礦業的日常管理工作(這是董立勇的職責)，但卻制定並執行可影響悅達礦業及 / 或江蘇集團其他公司的財務計劃。”

在報告書的另一段落，審裁處簡短地以“垂簾聽政”來形容李。

387. 報告書第一部分第 31 及 32 段描述錢在江蘇集團位高權重及 / 或具有影響力。雖然從證據來看，審裁處同意表面上李似乎在構成

市場失當行為的聯合計劃中較為主動，但審裁處裁定李錢二人合作無間。在這方面，審裁處認為錢：

“從證據看來，他與李都是江蘇集團調派到香港的元老，二人顯然合作無間。不論錢的真正權力有多大，與李平起平坐也好，擔任其下屬也好，他也絕非盲從指示的小角色。”

388. 正如審裁處在報告書第一部分所言，李和錢都沒有在審裁處席前作證。兩人被裁定罪成後，也沒有就審裁處的相應命令作出陳述。因此，審裁處無法準確判定，兩人是否有繼續參與江蘇集團(該集團已進軍香港)旗下公司的管理工作，或是否有參與其他在港經營業務的集團的管理工作。

389. 如兩人均已沒有參與法團工作，那麼無論審裁處作出何種命令，都不會損害兩人的權益。然而，即使有證據證明李身體欠佳，也沒有證據(肯定沒有令人信服的證據)證明兩人不但已無參與法團工作，而且決意繼續過退休生活。在此情況下，審裁處認為，由於兩人曾精心策劃該等已證實的失當行為，而且令人心生懷疑，因此必須考慮是否須依據上述條文作出保護命令。

390. 考慮此事時，須一併考慮命令應為期多久。為此，審裁處也考慮了以下事宜：

- i. 從證據看來，李和錢過往都品格良好；

ii. 從作出市場失當行為到審裁處撰寫報告的六年期間，兩人都沒有再被控觸犯涉及法團的失當行為罪。在這方面，調查工作的延誤對他們有利；以及

iii. 從證據看來，李和錢似乎都不是為了謀取私利。不過，依據第 257(1)(a)條規定作出的命令是為了保護法團廉潔穩定的管理模式，因此着重的是兩人在這方面所擔當的角色，而非其個人身分。

391. 審裁處考慮到李和錢精心策劃暗地裏作出市場失當行為，且該失當行為具策略性，故認為必須保護香港市場，防止二人故技重施。因此，必須依據第 257(1)(a)條的規定向兩人作出命令。

392. 至於命令為期多久這一點，雖然審裁處須考慮兩人各自對市場廉潔穩定構成的威脅，但在此案中，審裁處無法分開判定兩人罪責的性質及程度，以及他們兩人對市場構成的威脅。錢或許是按李的指示行事，角色較為次要。然而，坦白來說，由於缺乏足夠及清晰的證據，審裁處難以確信事實的確如此。須留意的是，錢本身是集團的高層及資深僱員，深受信任。同時也須留意的是，在整個研訊過程中，錢都拒絕合作，故從無解釋他在是次市場失當行為中實際參與的性質和程度。在這些情況下，審裁處必須盡力而為。

393. 為此，審裁處裁決如下：

- i. 禁止李和錢擔任上市法團的董事或參與該上市法團的管理工作，為期三年。
- ii. 此外，禁止李和錢在上市公司直接或間接持有股權的公司中，擔任董事或參與該公司的管理工作，為期三年。
- iii. 為了讓李和錢在命令生效前知悉有關命令，命令得由二零一五年五月一日起生效。

第 257(1)(b) 條：命令某人不得處理證券

394. 第 257(1)(b) 條賦予審裁處酌情權，讓審裁處可施加一種俗稱為“冷淡對待令”的命令。在這個命令下，任何確定為作出市場失當行為的人—

“.....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。”

除非先行取得原訟法庭許可，否則冷淡對待令可以禁止被判令的人在命令期內直接或間接地參與香港金融市場任何交易。對職業上須能接觸市場的人來說，冷淡對待令無疑會是他構成嚴重損害的禁制令。

不過，根據證據，在李和錢準備買賣股票的時候，他們的身分基本上是企業經理(假如他們仍然工作，這點便無可置疑)。

395. 冷淡對待令旨在保護我們的金融市場穩健。冷淡對待令是一種保護命令，故判令時不應單純地視作一種懲罰的方式。向某人施加冷淡對待令，應是因為審裁處確信該人對我們金融市場的穩健構成威脅。

396. 審裁處的裁決認為，李和錢並未對我們的金融市場構成須向他們施加冷淡對待令的威脅。不過，這個裁決沒有使二人的市場失當行為的嚴重程度稍減。

397. 這也不是說，無須施加任何形式的命令來防止二人再在我們的金融市場作出構成市場失當行為的行為。審裁處還有權施加另一種命令，規定某人不得再作出構成市場失當行為的行為。審裁處認為這種命令在本案適用，而這種命令會與第 257(1)(a)條所訂明的命令一併施加。

398. 為免令人產生混淆，審裁處承認，施加冷淡對待令的對象不限於專業投資者或金融專才，或在某程度上金融市場內的全職專業人士。審裁處會純粹視乎每宗個案的個別情況而作出決定。因此，本個案不會施加第 257(1)(b)條所訂明的命令。

第 257(1)(c) 條：命令某人不得再作出構成市場失當行為的行為

399. 第 257(1)(c) 條訂明，審裁處可命令已確定為作出市場失當行為的人—

“……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”。

這種俗稱“停止及終止”令的命令不會把被判令的人排除於我們的金融市場外，但其刑事罰則會確保該人日後所有交易不會出現命令所指的市場失當行為。停止及終止令可以沒有時限。

400. 在考慮各項相關因素後，審裁處認為應適當地向李和錢施加停止及終止令，指明構成內幕交易、虛假交易、操控價格及操縱證券市場的行為。命令沒有時限。

401. 審裁處施加這種命令時，已根據證據，考慮過李和錢(二人過去幾年都在內地)沒有再作出構成市場失當行為的行為。除必然會考慮這項因素外，審裁處也必須同時權衡二人在報告書第一部分確定的應受懲處行為的性質，以及審裁處確信二人仍然對我們的市場構成威脅這些因素。

第 257(1)(e)及(f)條：支付政府及證監會所招致的訟費

402. 根據報告書第一部分所作的裁定，審裁處認為李和錢應支付政府及證監會的訟費。悅達礦業和悅達香港的代表律師同意二者也有責任支付政府及證監會的訟費，但辯稱應就該等訟費的金額設限。審裁處正予以考慮。

A. 無故延誤

403. 多年來，辯方已多番提出無故延誤的問題。就本案而言，證監會在二零零八年年底展開調查，但財政司司長到了二零一一年年底才發出通知，其間相距三年之多。基於種種因素，尤其是李的病情、審裁處更換主席，以及須重新審視鄭啟森的專家報告，本案提交審裁處的日期再度延誤 18 個月。

404. 然而，儘管延誤屬實，但本家中沒有證據顯示延誤直接影響訟費。

405. 此外，在本案中，證監會人員的調查大多在內地進行，加重了證監會的工作量。我們也必須承認，導致延誤的其中一項關鍵原因是李的病情。按照公平的原則，應待李身體大致康復，在研訊中透過代表律師或以其他方式申辯。

406. 鑑於上述情況，除了因鄭啟森須重新撰寫專家報告而可能合理地招致的“虛耗訟費”外，審裁處無意以延誤為由而修訂訟費令。

B. 有需要排除利潤因素並按純屬補償的原則計算訟費

407. 代表悅達礦業及董的布祿華大律師陳詞，謂如處理訟費問題的方式容許政府追討的金額，高於就實際招致的訟費及開支而須作出的彌償，便可能有違市場失當行為研訊程序純屬補償性質這原則。布祿華大律師說，假如訟費令包含有利政府的利潤因素，則實際上等同向被判令支付訟費的一方施加罰款，該令因而並非確保訟費受限的彌償令。

408. 據審裁處理解，布祿華大律師陳詞的重點，只在於追討的訟費應屬聘用政府大律師(即受薪大律師)的費用。審裁處同意政府在支付聘用私人執業大律師的訟費單時，可容許支付就利潤因素收取的費用。

409. 布祿華大律師的陳詞，建基於原訟法庭在*周展雄訴市場失當行為審裁處*⁶⁶一案中的一小段判詞。該份判詞審視市場失當行為研訊

⁶⁶ 無彙報的憲法及行政訴訟審訊表 22/2008

程序的性質，尤其是該等研訊程序是否屬懲處性質。該段判詞(第 52 段)的內容如下：

“第 257(1)條進一步賦權審裁處作出訟費令，其中包括釐定利率。這項賦予民事法庭的權力屬補償性質。”

410. 同樣概括的觀點可見於較早前貝偉和法官就 *Building Authority 訴 Business Rights Limited* 一案⁶⁷所作的判決。當時貝偉和法官概述又稱為“彌償原則”的原則屬性：

“該項原則是，按訴訟各方對評基準評定的訟費，屬法律給予有權獲彌償者的彌償；該等彌償並非用作懲罰支付彌償者，亦非用作獎勵獲得彌償者。〈實務說明(訟費評定：彌償原則)〉1998 1 WLR 1674D 也清晰界定彌償原則：

彌償原則如下：向訴訟各方發出的訟費令，讓收取訟費的一方只可就訟費令涵蓋的訟費，向支付訟費的一方提出彌償申索。因此，收取訟費的一方所能追討的款額，不得多於他有責任支付其代表律師的費用。就訟費單作訟費評定時，應按個別項目應用彌償原則而非劃一套用該原則...”

411. 值得注意的是，該案同意在不違反彌償原則的情況下，勝訴一方的政府律師費可包含利潤因素。就此，貝偉和法官說(第 255B 段)：

“勝訴一方有權收取包含利潤因素的訟費。這做法同樣適用於政府部門。任何人訴諸法律，均要冒敗訴和支付另一方訟費的風險。倘若政府無權在訟費中收取包含若干利潤的訟費，與政府部門對訟的風險便會減低。”

⁶⁷ [199] 3 HKC 247 第 251G 頁

412. 然而，為了反映真正的利潤因素和避免違反彌償原則，貝偉和法官裁定，按小時計算政府律政人員訟費的方法更為恰當。

413. 因此，參照上文引用的實例典據，審裁處認為，只要沒有違反彌償原則，僱用受薪律政人員的政府部門所獲判給的訟費縱使包含某些利潤因素，也不一定違反訟費屬補償性質的原則。

414. 對此，布祿華大律師辯稱：在典型的抗辯式訴訟中，此舉是可容許的，但在市場失當行為研訊程序等規管性研訊程序中便不可。他陳詞稱，在這些研訊程序中，判給政府訟費所含的利潤因素不論多寡，都必須撇除。因此，政府部門在要求收取規管性研訊程序的訟費時，必須提供該等部門訟費結構的詳細分項數字，以證明其申索的訟費完全不含利潤因素。

415. 布祿華大律師所提出的論點並非全新論點。在 *In re Eastwood* [1975] 1 Ch 112 一案中，由於官方的代表律師不是獨立律師而是財政部律政專員及其部門，因此英國上訴法院所面對的難題，是何者才為正確評定官方所得訟費的方法。另一方辯稱，任何一方如有本身的法律部門，就有責任提供數據，以證明該部門的運作和開支經分析、細分和分配後，會得出一個因相關訴訟而合理地招致的款額，而該款額亦不會多於合理彌償的款額。上訴法院雖為這個辦法所

涉及的繁複工作感到震驚，但認為在這一類案件中是合適的評定訟費方式，因為縱使是獨立律師的訟費單，也無理由假設計算出來的款額會違反“經評定的訟費不應多於索償一方的彌償款額”這項原則。上訴法院認同在某些情況下，如訟費單未經修改便獲採用，則可能相當明顯地違反該原則；但上訴法院同時認為，如在所有案件中，受僱律師都為確保沒有違反該原則而要求有關部門提供其活動與開支的詳細分項數字，則是不切實際的。

416. 儘管布祿華大律師認同未能明確否定 *In re Eastwood* 一案所訂下的原則，但他陳詞稱，該原則訂立於“使用紙筆和計算尺來作計算的年代，遠早於現通行於政府部門的精密電腦系統面世之時”。

417. 雖然審裁處認同自二十世紀七十年代中以來，電腦科技發展一日千里，但沒有證據顯示該類布祿華大律師要求提供的受薪律政人員相關分項數字不會為絕大部分案件增添種種困難，尤其是當中所花的時間和招致的開支。

418. *In re Eastwood* 一案尤其令人信服的，是該案道出了一個實際而至今仍確的問題。一如所有熟悉訴訟事宜的律師所知，法庭和審裁處可對他們作出各等級的訟費令，當中常見的是按訴訟各方對評基準評定訟費的命令。這些律師也知道，按訴訟各方對評基準評定的訟

費實際上甚少能支付為完成訴訟而花費的每分每毫，更甚少能帶來利潤。因此，儘管根據一般命令規定，在規管性研訊程序中被定罪的一方須支付由政府僱用律師所招致的按訴訟各方對評基準評定的訟費，但這種命令在正常情況下不會使政府或法定團體賺取任何形式的利潤。事實上，這種命令還可能招致某種形式的虧損。

419. 當然，有時候情況未必如常。不過，正如上訴法院在 *In re Eastwood* 一案中所言，如雙方無法達成協議，這些情況便由訟費評定官適當處理。

420. 在二零零九年三月二十三日的 *萬保剛集團有限公司* 研訊報告書中，審裁處曾面對類似的論點，內容是關於審裁處僱用三名政府律師來協助一名獨立律師進行研訊程序一事。相關法例訂明，在對費用和訟費作出規定時，律政人員應視作等同大律師或律師。審裁處主席考慮相關法例後，指示審裁處可按其意願，作出該三名政府律師可獲得按訴訟各方對評基準評定訟費的命令。該三名政府律師沒有就研訊程序上的事宜親作口頭辯論，但協助該名獨立律師為之⁶⁸。

⁶⁸ 此點見 *萬保剛* 研訊報告書第 395 段。

421. 審裁處考慮布祿華大律師的陳詞後，裁定政府可獲判給按訴訟各方對評基準評定的訟費，而且無須事先出示其運作成本的詳細分項數字，以證明律政人員所招致的訟費完全不含利潤因素。至於判給訟費方面，審裁處並不認為規管性研訊程序的訟費必須與民事及刑事法律程序的訟費區分開來。負責評定具爭議性訟費者，都清楚了解彌償原則；審裁處並認為，對於在規管性研訊程序中被定罪且被判令繳付政府所招致的訟費者，該原則能給予充分的保障。

分攤須繳付的訟費

422. 提控官陳詞謂，鑑於財政司司長的通知列出五名指明人士，故為公平起見，訟費應予相應分攤。因此，應命令李、錢、悅達礦業和悅達香港各繳付政府和證監會所招致的訟費和開支的 20%。董——即第五名指明人士——則獲免除罪責。

423. 分攤訟費並非一項會計工作，在考慮每名被裁定觸犯失當行為罪的人的情況時，不是按審計所花的時間而計算的。被裁定觸犯罪行的四方，均屬查訊重點，並無輕重之分，也無一只屬次要。審裁處已考慮各方對分攤訟費的陳詞，但裁定應依循提控官陳詞所言。因此，應命令被裁定觸犯市場失當行為罪的四方，各繳付政府和證監會所招致的訟費和開支的 20%。

第 260 條：董申索所招致的訟費和開支

424. 董是悅達礦業的執行董事、副主席暨行政總裁。財政司司長於二零一一年十二月十六日發出通知，把董列為指明人士之一。在報告書第一部分，審裁處裁定悅達礦業本身觸犯市場失當行為罪，但裁定董無罪。結果，董請求審裁處就他進行抗辯而合理地招致的訟費，判給他一筆審裁處認為數額適當的款項。

425. 第 260(1)(b)條賦予審裁處權力，就董合理地招致的訟費，判給他一筆審裁處認為數額適當的款項。然而，該項權力受第(4)(b)和(c)款的條文所規限，令賦給審裁處的權力不適用於符合以下說明的人——

“(b) 審裁處認為該人的行為，引致(不論是完全或部分)審裁處在根據有關研訊程序進行期間，對其行為作出調查或考慮；

(c) 審裁處認為該人的行為引致(不論是完全或部分)提起有關研訊程序。”

426. 此等條文與《刑事案件訟費條例》(第 492 章)第 5 條形成對比。該條文規定——

“凡被告人在區域法院或原訟法庭接受審訊後獲判無罪，區域法院或原訟法庭可命令將訟費判給被告人。”

427. 在刑事案件中，由這條一般性條文產生的原則大致可概括如下：除非被告人本身的行為自招嫌疑，並令控方誤以為對被告人指控

的案情比已證事實更為有力，否則被裁定罪名不成立的被告人一般應獲判給訟費。

428. 審裁處認為，上述第 260 條經恰當解釋後，也應理解為：如果指明人士被裁定市場失當行為罪不成立，該人一般應獲判給訟費。

429. 在恰當解釋第(4)(b)和(c)款的情況下，有關董的問題卻是其行為有否令一般結果不適用，以致審裁處應拒絕判給他訟費(不論是全部或部分)。

430. 為此，審裁處只須考慮董的一項行為，就是他所承認未能充分知悉悅達礦業資金進出的性質和目的一事。審裁處認為這些資金某程度上是李及 / 或錢的市場失當行為的資金來源，以及他們引致悅達礦業和悅達香港作出市場失當行為的資金來源。簡單來說，須處理的問題是，董身為悅達礦業的執行董事、副主席暨行政總裁，在確保自己充分知悉悅達礦業的巨額資金進出的性質和目的一事上，是否未有履行職責，以致須進行有關規管研訊程序是咎由自取的。

431. 在報告書第一部分，審裁處觀察到：“驟眼看來，董容許悅達礦業資金外流而不加過問或未表關注，這似乎很奇怪。”⁶⁹ 這觀點

⁶⁹ 見第 359 段。

是建基於審裁處早前的觀察：“董形容他自己是專業經理，在香港委任、負責保護整體股東而非只是江蘇集團的利益。”⁷⁰這引申出以下問題：董身為一家香港上市公司悅達礦業的行政總裁，知道有責任保障整體股東利益，故即使不是公司銀行戶口的認可簽署人，也不是主要負責決定悅達礦業資金進出的人，但為求悅達礦業的利益不會因江蘇集團的壓倒性權益而犧牲，他也必會竭盡所能，確保自己充分知悉悅達礦業資金流向的性質和目的。然而，可以說的是，他反而無視他須嚴謹監察公司運作的責任，容許有關資金進出，而他縱有監察和查詢，也只是微乎其微。根據本案的情況，可以進一步相信，是董的失誤——上市公司行政總裁的重大失職——無可避免地導致他的行為成為調查目標，也正正在某程度上引致有關方面提起有關研訊程序。

432. 那麼董如何解釋他疏於監察？審裁處從他的證供理解，他說李和錢是江蘇集團所信賴的資深員工，二人獲派駐香港來保障該集團的廣泛利益。董說他完全知悉悅達礦業經悅達香港收到江蘇集團的巨額資金，用作協助公司轉型，而其後公司的資金回流屬於合法還款，而“還款一經支付，如何運用並非他關注的事”。⁷¹他說，他所關注

⁷⁰ 見第 354 段。

⁷¹ 見第 359 段。

的，是要確保戶口的結餘仍屬穩健，而他會請錢確認此點。此外，他說每半年發出的管理報告讓他能肯定戶口的結餘情況。

433. 雖然董在關鍵時刻沒有悅達礦業銀行戶口的簽署權，但他獲授權簽署會計憑單。不過，他說由於他經常出外公幹，簽署支票和資金往來都無須知會他，而他會事後簽署有關憑單，但憑單並無記錄詳情。

434. 審裁處一致裁定，董身為悅達礦業的行政總裁，在履行其職責方面大大失職：第一，沒有查明大筆資金進出公司的性質及目的；以及第二，未能確保公司至少與他商討該等資金周轉事宜，讓他有權控制資金流向。董反而看來置身事外，實際上甚至可以說是“迴避”。須留意的是，當時正值公司轉型，況且所談及的金額並非小數目，而是巨額的資金流。

435. 不論江蘇集團既有的公司文化為何，董獲委任此職，便要保護悅達礦業及其股東的利益，他亦認同這點。不過，他承認公司支付款項時通常無須知會他。他會事後簽署有關憑單，但憑單並無記錄詳情。

436. 或許可這樣說：董知道財政大權由江蘇集團控制，並由李及錢負責執行，在這方面他實際上無權干涉決策過程。但他真的無權干

涉嗎？沒有證據顯示他曾嘗試確保公司與他商量資金周轉情況，以及他能夠詳細監管資金流向。如他堅持並按適當程序行事，即使他未發現(或開始懷疑)任何形式的市場失當行為，審裁處亦明白他已履行行政總裁的責任。事實上，由於董失職，審裁處不得不詳細考慮環境證據。換言之，在考慮一切相關事實後，董雖知道李及錢主要負責保護江蘇集團的利益，但他仍被動地配合，任由二人處理悅達礦業的現金資產，令人懷疑他與二人共同行事，或至少對他們的行為視而不見，因而縱容他們作出該等失當行為。

437. 因此，審裁處信納並一致裁定，拒絕董要求判給訟費的申請，但下列例外情況除外。

438. 在陳詞期間，悅達礦業及董的代表律師說，他們爭取到由對方披露七份證監會聲稱享有法律專業保密權的文件，理應就此獲判給訟費。證監會的代表律師並不同意。

439. 有關的背景顯示，二零一二年五月，提控官要求審裁處就披露上述文件一事作出裁決。審裁處指示證監會提供書面解釋，就每份聲稱享有法律專業保密權的文件提供理據，而證監會已按指示辦妥。然而，悅達礦業及董仍要求披露文件，審裁處隨後編排在二零一二年八月九日辯論此事。在聆訊上，證監會以有限度放棄保密權方式，自

願披露四份文件，並要求審裁處裁定餘下三份文件所載內容是否與審裁處的權限相關。審裁處認為文件並非相關。結果，悅達礦業及董再無堅持要求披露該三份文件。

440. 基於上述原因，各方均申請獲判給訟費。審裁處認為，證監處為了節省時間及成本，以有限度放棄保密權方式，自願披露具爭議的文件的其中一部分，加上審裁處(沒有完整的書面裁決)也表明餘下文件共並非相關，因此以支付訟費一點來懲處證監會並不適當。同樣地，悅達礦業及董只能看到七份文件中的四份，審裁處認為在訟費方面懲處他們任何一方都不適當。綜觀全局，為了整體的公平起見，審裁處認為不應就為披露文件而提出研訊程序所招致的訟費作出命令，即不論證監會、悅達礦業，還是董，均無權獲得這方面的訟費。

441. 最後，董只獲得下列訟費：

- i. 僅以須由專家證人鄭啟森修改專家報告的理由而虛耗的訟費；以及
- ii. 就股份回購計劃是否正當一事向白嘉道索取專家證供所招致的訟費(如有者)。

應否以簡易命令來評定訟費的金額？

442. 雖然審裁處以簡易程序評估訟費也許已經成為慣例，但審裁處認為本案不適合採用這個方法。關於這個問題，須留意布祿華大律師曾質疑政府提出的訟費：至少他宣稱政府提出的訟費違反了彌償原則。因此，審裁處命令，除非雙方另有協議，否則全部訟費和開支以評定的金額為準。

443. 根據第 442 段所述，政府及證監會的訟費和開支分別評定為 4,522,821.00 元和 491,608.00 元。詳情載於附件 C 和 D。

總結審裁處作出的命令

444.

A. 關於李立彬

- (i) 依據第 257(1)(a)條的規定，未經原訟法庭許可，他不得擔任或留任上市公司、或由上市公司直接或間接持有股份的任何公司的董事，或參與該等公司的管理。禁令為期三年，由二零一五年五月一日起計。

(ii) 依據第 257(1)(c)條的規定，他不得再作出構成市場失當行為的任何行為，包括內幕交易、虛假交易、操控價格及操縱證券市場。

(iii) 依據第 257(1)(e)條的規定，他須向政府繳付政府訟費及開支的 20%；經評估的訟費及開支總額為 904,564.20 元。

(iv) 依據第 257(1)(f)條的規定，他須向證監會繳付證監會訟費及開支的 20%；經評估的訟費及開支總額為 98,321.60 元。

B. 關於錢金標

(i) 依據第 257(1)(a)條的規定，未經原訟法庭許可，他不得擔任或留任上市公司、或由上市公司直接或間接持有股份的任何公司的董事，或參與該等公司的管理。禁令為期三年，由二零一五年五月一日起計。

(ii) 依據第 257(1)(c)條的規定，他不得再作出構成市場失當行為的任何行為，包括內幕交易、虛假交易、操控價格及操縱證券市場。

(iii) 依據第 257(1)(e)條的規定，他須向政府繳付政府訟費及開支的 20%；經評估的訟費及開支總額為 904,564.20 元。

(iv) 依據第 257(1)(f)條的規定，他須向證監會繳付證監會訟費及開支的 20%；經評估的訟費及開支總額為 98,321.60 元。

C. 悅達礦業控股有限公司

(i) 依據第 257(1)(e)條的規定，該公司須向政府繳付政府訟費及開支的 20%；經評估的訟費及開支總額為 904,564.20 元。

(ii) 依據第 257(1)(f)條的規定，該公司須向證監會繳付證監會訟費及開支的 20%；經評估的訟費及開支總額為 98,321.60 元。

D. 悅達集團香港有限公司

(i) 依據第 257(1)(e)條的規定，該公司須向政府繳付政府訟費及開支的 20%；經評估的訟費及開支總額為 904,564.20 元。

(ii) 依據第 257(1)(f)條的規定，該公司須向證監會繳付證監會訟費及開支的 20%；經評估的訟費及開支總額為 98,321.60 元。

E. 關於董立勇

- (i) 依據第 260(1)(b)條的規定，以及一併閱讀的第 260(4)(b)及 (c)條的規定，董立勇不會獲判給訟費，但他可得到第 441 段所詳述的訟費。

445. 依據《條例》第 264(2)條的規定，審裁處指示秘書立刻把根據第 257(1)(a)規定條作出的命令送交公司註冊處處長存檔。

446. 依據第《條例》第 264(1)條的規定，審裁處指示秘書向原訟法庭發出通知，登記其根據第 257(1)(a)、(c)、(e)及(f)條規定作出的命令。

(簽署)

終審法院非常任法官夏正民

(主席)

(簽署)

倪偉耀博士

(成員)

(簽署)

林潔蘭博士

(成員)

二零一五年四月二十日