

二零零八年九月七日至十二日
中國中信股份有限公司
(前稱中信泰富有限公司)的股份交易及其他事宜
市場失當行為審裁處報告書

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

索引

	段數
第一章 引言	1 - 79
中信及其中澳鐵礦項目	3 - 8
為中澳鐵礦項目提供資金	9 - 18
採用累計目標可贖回遠期合約	19 - 32
中信的盈利警告	33 - 43
大昌行通函	44 - 57
“星期日會議”	58 - 64
證監會委託的性質	65 - 69
不屬證監會委託範圍的事宜	70 - 79
第二章 細察引發對沖危機的事件	80 - 178
根據“無重大不利變動聲明”考慮案情	80 - 83
負責管理對沖政策的人員早已意識到所涉 風險	84 - 102
澳元暴跌	103 - 111
中期業績	112 - 115

	二零零八年九月初發生的事件	116 - 121	
	二零零八年九月四日的中信常務委員會會議	122 - 128	
	響起警報	129 - 133	
	“星期日會議”	134 - 149	
	張立憲先生的病情與研訊相關	150 - 153	
	“星期日會議”後的事件	154 - 159	
	二零零八年九月十五日的專責小組會議	160	
	現金流量分析	161 - 168	
	為何不採取行動修訂大昌行通函或延遲刊發該通函？	169 - 178	
第三章	有關法律的指示		179 - 191
	舉證責任和準則	180 - 181	
	良好品格	182	
	事後孔明之虞	183 - 184	
	作出推論	185	
	專家證供	186 - 191	
第四章	第 277(1)條所述的首兩項要素是否已證明成立？		192 - 245
	第一項要素：“刊發要素”	192 - 197	
	第二項要素：“市場影響要素”	198 - 239	
	審裁處就第二項要素所作裁定	240 - 245	

第五章	第 277(1)條所述的第三項要素是否已證明成立？	246 - 376
	馮秀杭女士的佐證資料	252 - 259
	釋義指引	260 - 263
	“重大不利變動”的主要特點	264 - 309
	A. 重大性	268 - 273
	B. 持續期	274 - 276
	C. 證據方面的考慮因素	277 - 278
	D. 判斷準則的嚴謹度	279 - 285
	E. 對比“實際”和“預期” 變動	286 - 289
	F. 未實現虧損的爭議點	290 - 309
	“股價敏感度”與“重大不利變動”的區別	310 - 317
	證監會的指控	318 - 346
	最後一項爭議點：沒有就“無重大不利變動聲明”附加描述，是否構成遺漏某事關重要的事實？	347 - 354
	須證明就指明人士所知當前並無出現重大不利變動	355 - 375
	結論	376

	段數
第六章 結論	377 - 385
審裁處的裁斷	377 - 378
論述審裁處所受的有限制委託	379 - 384
訟費	385
報告書的連署人	

索引——附錄

	頁次
附錄 A 證券及期貨事務監察委員會的通知	A1 - A6
附錄 B 案情概要	A7 - A26
附錄 C 澳元二零零七年十二月三十一日至二零零八年十月三十日的過往數據	A27 - A30
附錄 D 中國中信股份有限公司股份二零零八年八月一日至十一月三十日的過往數據	A31 - A32
附錄 E 截至二零零九年九月十二日仍在生效的 16 份澳元累計目標可贖回遠期合約的詳情	A33 - A37

第一章

引言

1. 本案的正式研訊在審裁處席前進行了 53 天。其間，憑藉證人的證供，研訊探討了多方面的事宜，當中不少相當複雜。鑑於在審裁處席前是最優秀的代表律師，所有探討的事宜幾乎都是直接或間接與本案有關，而且有助審裁處斷案。然而，不爭的事實是，當審裁處長時間聆聽如此大量論說時，所須作出裁定的主要爭議點便會有模糊之虞。因此，研訊一開始便須集中處理為數不多而須裁定的爭議點，把相關但無須裁定的爭議點區分開來。

2. 證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)在二零一四年九月十一日依據《證券及期貨條例》(“《條例》”)第 252(2)條和附表 9 發出通知，委託審裁處進行研訊程序。該通知及隨附的案情概要載於本報告書附錄 A 和 B。

中信及其中澳鐵礦項目

3. 證監會的通知是關於自一九八六年起在香港聯合交易所(“聯交所”)上市的一家公司，股份代號為 267。就審裁處席前的研訊而言，在所有關鍵時間，該公司稱為中信泰富有限公司，儘管該公司在二零一四年八月改名為中國中信股份有限公司(“中信”)。

4. 中信由過去到現在一直是大型企業集團，涉足大量商業項目。根據中信截至二零零七年十二月三十一日的年度年報，中信的項目多元化，包括航空、電訊、發電、特鋼製造、鐵礦石開採、物業發展和基礎設施。大概在那個時間，中信聘用超過 24000 人，並首次錄得 115 億港元純利，所匯報的資產淨值約為 646 億港元(現金及銀行存款額相等於 80 億港元)¹。

5. 在所有關鍵時間，中信主席為該公司的實際創辦人榮智健先生。在二零零七年年報所載的主席報告中，榮智健先生表示，中信當時主力發展特鋼產品製造、鐵礦石開採及中國內地物業發展三大核心業務。

¹ 衍生金融工具列為非流動資產，為數 1.5 億港元。這項估值分別按合資格和不合資格採用對沖會計法的金融工具入帳。

6. 關於特鋼產品製造，中信在內地經營三家鋼廠，每年生產約 650 萬公噸特鋼產品。這些鋼廠需要可靠並具有一定質素的鐵礦石供應。為確保供應穩定，中信在二零零六年取得 20 億公噸磁鐵礦石的開採權；若探明礦藏量，更可行使選擇權開採另外 40 億公噸磁鐵礦石。該鐵礦位於西澳洲皮爾巴拉地區一幅“未開發”的土地上。

7. 該鐵礦石開採和船運項目稱為“中澳鐵礦項目”，根據在研訊期間的描述，即使對中信這家大型企業集團來說，也屬“艱巨”的工程，不但是當時在澳洲規劃的最大型磁鐵礦石項目，而且採用最先進的作業技術和設備，除了鐵礦石開採和加工所需的基礎設施外，還要有大量的基建配套，包括發電廠、海水化淡廠，特別是可把礦石運往中國的港口設施。中信也為此而訂造了散裝貨船。

8. 上述開採權由中信全資附屬公司 Sino Iron Holdings Pty Limited (“Sino Iron”) 持有，項目管理則由中信間接附屬公司中信泰富礦業管理有限公司(“中信礦業”)負責。中信礦業在西澳洲設立辦事處，並聘用員工監督該項目。

為中澳鐵礦項目提供資金

9. 中澳鐵礦項目的成本壓力自較初階段起不斷增加。到了二零零七年年底，預計資本開支由 25 億美元增至 35 億美元。根據榮智健先生在二零零七年年報所作的報告，除計劃擴充生產外，成本壓力增加的原因概述如下：

“……來自影響整個行業界的成本壓力……尤其是在澳洲的通脹因素；美元兌換澳元及兌換人民幣的貶值；還有在中國進行採購時所出現的成本壓力及通脹等因素。”

10. 該項目大部分資金來自內地銀行。為編製預算，項目的估計資本開支以美元為單位。然而，該筆資本開支中有相當部分須以其他貨幣結算，主要是人民幣、歐元、瑞典克朗及佔最大比重的澳元。

11. 因應該等貨幣兌美元匯價的波動，中信利用外匯遠期合約及結構性遠期合約，減低或“對沖”相關外匯風險。在二零零七年年報中，中信闡述財務政策及風險管理時提到，中信集團以不同形式的金融工具(包括衍生產品)調控利率及匯率波動的風險，但強調：

“衍生工具僅用作對沖利率及匯率風險，嚴禁進行投機買賣。”

12. 至於中信面對的外匯風險的範圍，根據二零零七年年報，在該年年底時，因經營活動所產生的貨幣風險對集團並無構成重大影響。

13. 中澳鐵礦項目的對沖活動由設於香港的中信財務部進行。作出這項安排，是由於當時在西澳洲管理該項目的中信礦業缺乏所需的收入來源，也沒有與金融機構訂立協議讓其可進行對沖交易。為解決這個問題，中信礦業執行委員會（“執委會”）告知中信財務部預計的外幣流出情況，讓財務部決定所需的對沖性質和範圍後，再向中信常務委員會匯報。

14. 然而，這項安排須受中信與擁有項目開採權的 Sino Iron 公司所訂書面協議規限。協議條款屬背對背安排，項目產生的法律責任及義務皆由 Sino Iron 承擔。不過，縱使訂有背對背條款，但由於 Sino Iron 是中信全資附屬公司，其財務狀況一旦因中信的對沖交易而出現任何重大不利變動，若情況嚴重，也可能令中信集團的整體財務狀況出現重大不利變動。

15. 中信就中澳鐵礦項目進行對沖的政策，受兩項準則規限：

(i) 根據一般政策，對於有外幣需求的項目，中信進行對沖的比率，不得超逾所需外幣金額的 30% (或為所需外幣金額的 30% 左右)。然而，中信似乎並無任何內部指令訂明確實的比率。

(ii) 至於中澳鐵礦項目的預算匯率，根據中信礦業在二零零七年六月二十五日發出的文件，澳元兌美元的預算匯率為 0.75 至 0.80，但須受訂明條件規限，即此匯率幅度須不時予以監察和修訂(如有需要)。不過，由於澳元在二零零七年偏強，到二零零八年仍然強勁，因此 0.80 成為實際匯率。

16. 證據顯示，儘管澳元持續升值，中信致力堅守 0.80 這個匯率。無疑，一如中信首席財務官兼財務部主管張立憲先生似乎認為，預算參數實際上是牢不可改。他在二零一五年八月七日的證人陳述書(約 89 頁)提到，無法放棄預算匯率所遇到的困難。就此，他表示，根據二零零七年九月至二零零八年七月期間進行的討論，他明白到：

“……中信礦業執委會深知預算匯率需要調整，也曾在會議上多次討論預算匯率太低和不切實際，以及澳元升值意味按該指明匯率進行普通掉期交易並不可行。我看過中信礦業執委會的文件，得知這些問題已多次討論。

舉例來說，二零零七年十一月二十三日的執委會文件² 確認即期匯率為 0.94 美元，但對沖策略是通過結構性衍生工具合約，以 0.8 美元預算匯率取得更多對沖澳元，而預算匯率也從未因應與澳元即期匯率的巨大差價而調整。”

17. 張立憲先生在證人陳述書結尾部分(副標題為“不可能實現的對沖參數”)表示，最大壓力在於公司給他和屬下財務部員工定下“不可能實現”的對沖參數。他稱，這些參數包括項目對澳元不斷增加的需求，由於無法確定需求增加的時間和幅度，令工作更為困難。他續說：

“再者，由於預算匯率固定不變，加上相應的對沖政策(就我記憶所及)從未修訂，根本不可能對沖澳元而依然期望可確定須接收的金額和買入澳元的行使價。”

18. 應當指出的是，並非所有在審裁處席前作供的證人都認為必須嚴守 0.80 的預算匯率，當中有些人對於堅持嚴守該匯率的做法感到費解。不過，審裁處認為，究竟在有關時間嚴守預算匯率在商而言是否明智，實屬無關宏旨。重點在於，張立憲先生和與他共事的財務部人員(即負責制訂對沖政策的人)認為，*當時*必須按預算匯率行事，即使為此而須採用高風險衍生工具。

採用累計目標可贖回遠期合約

19. 中澳鐵礦項目的對沖活動始於二零零七年。最初，設於香港的中信財務部可採用“普通”³ 合約。然而，美元兌澳元(及中澳鐵礦項目所需的其他貨幣)持續貶值，為求緊守 0.80 的預算匯率，財務部在二零零七年九月初決定開始採用稱為累計目標可贖回遠期合約(“可贖回遠期合約”)的衍生工具進行對沖；這些合約由中信與各對手方銀行訂立。

² 會議記錄相關部分載述：“根據各大銀行的預測……澳元應快將升至約 0.94 的短期高位，一般預計來年的交易區間為 0.85 至 0.95。我們不建議以現時匯率鎖定澳元。不過，鑑於現時的對沖比率偏低，我們會繼續密切觀察市場走勢和情況，目標是利用結構性衍生工具合約，在施工期間以 0.80 澳元兌美元預算匯率取得更多對沖款額。”

³ “普通”指金融工具的標準版，有別於涉及更改傳統金融工具組成部分的較複雜證券。普通遠期合約是與銀行訂立的合約，以簽約時所定匯率在未來某個日期買入外幣。

20. 採用可贖回遠期合約(市場稱為“累計期權”)及其帶來的財務惡果，正正是令中信陷入危機的原因。因此，本報告書必須概述這些合約的性質，現以澳元兌美元合約為例加以說明：

- (i) 一般而言，累計期權可說是衍生產品，讓投資者可按原先所訂具吸引力的固定價格(即折扣價)，在訂明期間內累積資產(股份、債券、外幣及同類資產)。不過，投資者須承擔風險，假如資產價格下跌，投資者須以高於當前市價的價格繼續累積資產，也許須以槓桿形式進行，即縱使虧損仍要繼續累積更多資產。
- (ii) 中信與各對手方銀行訂立的可贖回遠期合約，每份均屬協議，通常為期 24 個月。根據合約條款，對手方銀行每月均須在指明交收日期，按訂立合約時協定的匯率(執行匯率)向中信交付預定金額的澳元。
- (iii) 假如在每月交收日的澳元兌美元即期匯率⁴高於執行匯率，中信便會獲利。這是由於中信是以執行匯率而非較高的當前市價接收預定金額的澳元。
- (iv) 不過，為保障對手方銀行，中信可以此方式獲取的收益有預設上限。一旦中信獲利達到上限，合約便會“終止”，不論合約期尚餘多久。
- (v) 然而，假如在每月交收日的澳元兌美元即期匯率低於執行匯率，中信便會虧損。首先，中信會以執行匯率而非較低的當前市價接收澳元；簡而言之，中信要繳付高於市價的價格。此外，重要的是，合約訂明在此情況下，中信須接收更大金額的澳元，例如預定金額的兩倍。這樣可能會令中信蒙受雙倍(甚或三倍)虧損，視乎合約條款而定。
- (vi) 該等合約也沒有訂明可讓中信止蝕的“終止”條文。根據合約，中信須繼續接收槓桿金額的澳元，直至每份合約期滿為止。當然，若澳元再度升值，令中信可再低價買入獲利，則作別論。

⁴ 即期匯率根據每份合約的條文釐定，通常參照澳洲儲備銀行在交付款項前一天收市時公布的匯率。

- (vii) 因此，該等可贖回遠期合約的主要特點是，每家對手方銀行承擔的虧損都有既定上限，但中信卻須承受無限額虧損的風險，在合約期內不斷累積虧損。
- (viii) 還須留意的是，多份可贖回遠期合約只設浮動而無固定的行使價。這項安排和其他可變因素令該等合約更形複雜。對手方銀行如在磋商新的可贖回遠期合約時對有關貨幣的波幅有保留，可施加更嚴苛的條款保障自己；就所有實際目的而言，這會增加中信的風險。舉例來說，銀行可加入具有“步升”特點的條款，即在合約期內逐步提高執行匯率。就此，須注意的是，中信在二零零八年六月至八月訂立的16份合約中，有12份包含浮動行使價。聆訊期間，該等浮動行使價被形容為“進取的‘步升’特點；如即期匯率跌至低於執行匯率，銀行便會交付數以倍計名義數額的澳元。”⁵
- (ix) 該等合約也沒有預設機制，讓中信可要求銀行“回購”合約，否則中信至少可具體確定虧損額。銀行沒有此項責任，但不表示銀行從不訂立“回購”安排。若銀行訂立此安排，過程並非完全透明。銀行就可贖回遠期合約按公平價定值⁶，但過程中採用內部計算模式。銀行既使用可客觀核實的輸入數據，例如所涉貨幣的利率及過往波幅數據，也使用按其特定算法得出的輸入數據，例如未來波幅的預測數據。再者，對手方銀行計算的按公平價定值並非合約的最終價格。研訊期間，審裁處獲悉，按公平價定值通常只不過是進行磋商的起點。換言之，按公平價定值是以特定計算模式而非按公開市場買賣價計值，不是精確的科學方法。
- (x) 鑑於始終只有對手方銀行才明白特定可贖回遠期合約的相關特有風險，可贖回遠期合約並沒有現成市場。這類合約不像股份般可在交易所出售。因此，正如多名證人所述，該等合約屬“非流動票據”。

⁵ 見提控官資深大律師柏義理先生在二零一五年十月十六日的開審陳詞。

⁶ “按公平價定值”指一種會計方法，按資產可在市場買賣的價格計算其價值。本報告書稍後會詳述此概念。不過，要強調的是，“按公平價定值”是在某一特定時間計算得出的價值。就衍生貨幣合約而言，理論上其價值可視乎匯率、貨幣市場波幅等因素而不斷改變。因此，當然要在資產變現時，才可具體確定“按公平價定值”的估值。

(xi) 不僅如此，該等合約是度身訂造的票據。每份可贖回遠期合約都有其特點。因此，完全明白某份合約不等於完全明白每一份合約。

21. 關於中信在帳目內如何處理可贖回遠期合約，二零零七年及二零零八年一份題為“風險管理政策及對沖活動”的政策文件清楚指出，中信僅把衍生工具用作對沖，嚴禁進行投機買賣。該政策文件警告，衍生工具雖可提供有效經濟對沖，但未必合資格採用《香港會計準則》(《香港會計準則第 39 號》)所訂的對沖會計法。因此，不合資格採用對沖會計法的衍生工具引致的損益，會記入綜合損益帳。至於衍生工具何時才合資格採用對沖會計法，該文件稱：

“如衍生工具與對沖項目的公平價值變動的絕對數值相同，而正負號則相反，該衍生工具可合資格作為以公平價值對沖的工具”。

22. 可贖回遠期合約屬不對稱合約(原因是所設的收益上限偏低，但虧損卻幾乎並無限額)，就會計而言不屬有效對沖工具。證據顯示，具會計師資格或相關經驗的中信高層管理人員都明白這點。

23. 因此，鑑於該等合約不合資格採用對沖會計法，合約會在每個財政期結束時按公平價定值，意味中信須承受相應的損益風險。二零零七年年報的附註載述，“本集團最少每半年一次根據來自主要金融機構之報價計算剩餘衍生工具交易之公平價值”。

24. 總的來說，中信合共訂立了 49 份澳元可贖回遠期合約。隨着澳元兌美元不斷升值，所有合約到二零零八年年中已告“終止”，反映中信根據合約獲取最高收益後，對手方銀行隨即終止合約。

25. 然而，這並不表示中信不了解這些合約存在的風險。本報告書稍後會就此詳加論述，但為簡單說明起見，現引述中信礦業執委會二零零八年一月二十三日會議記錄中“對沖”標題下的內容：

“負責人：游昌榮先生負責向香港[即香港財務部]建議不要使用同類產品，原因是澳元低企令風險偏高。”

26. 儘管如此，基於本報告書稍後所述原因，中信沒有停用可贖回遠期合約。事實上，該等合約繼續用作有效對沖。中信礦業執委會二零零八年五月的報告論及當時的風險問題，指出只有一份合約仍在生

效，而較早前訂立的合約均已終止(中信從中獲利)。該報告所載圖表有以下附註：

“這份本月圖表的重點是，即使澳元兌美元匯率下跌 10% [預計最大跌幅為 10%]，也不會對我們的風險造成重大影響，原因是餘下仍在生效合約的行使價為 0.77。實際上，這意味澳元兌美元匯率下跌 19% 或 20%，合約槓桿風險的影響才會浮現。從匯率對財務模式的潛在影響所見，以優惠匯率增加澳元對沖至為重要。”

27. 該報告預測，中澳鐵礦項目建設的現有澳元資金會在二零零八年第四季耗盡。

28. 有鑑於此，中信在二零零八年六月、七月和八月再訂立 16 份可贖回遠期合約，以對沖澳元。與訟各方由始至終均接納，這些合約在極大程度上帶來下文即將提述的財政危機。代表證監會的首席提控官是資深大律師柏義理先生，他向審裁處所作的結案陳詞，幾乎完全集中討論該 16 份合約，部分原因當然是為了釐清事實。

29. 二零零八年七月底／八月初，澳元兌美元開始貶值。張立憲先生之前一直受制於預算參數，他認為當時是訂立更多對沖合約的好時機。就此，他在證人陳述書中表示：

“我相信當時的情況就如一年前一樣，只屬市場調整。市場報告也支持這個看法。我認為(鑑於項目對澳元的需求日增)當時是訂立更多對沖合約的好時機，趁執行匯率較低圖利……”

30. 他在證人陳述書中續稱，他和市場所有人都不知道：

“……環球金融危機正在蔓延，勢必令澳元即期匯率大跌。在短短三個多月，澳元大瀉，跌幅高達 37%，此時要取消合約已經太遲……”

31. 二零零八年夏秋兩季，全球金融市場劇烈震盪。回看當時，二零零七年出現的美國次級按揭市場問題，引發二零零八年秋季的環球經濟及金融危機。以下兩宗事件可資說明：

(i) 二零零八年九月七日，業務佔全美國未償還按揭近一半的按揭貸款公司房利美和房地美，獲美國政府救助，是史上最大規模的“救市”行動之一；以及

- (ii) 二零零八年九月十五日，華爾街金融機構雷曼兄弟申請破產，是美國史上最大宗破產申請案，表面上涉及約 6,390 億美元。

32. 鑑於環球市場動盪，資金突然轉向美元，由二零零八年七月底一直持續至同年十月，澳元暴瀉，多名在審裁處席前應訊的代表律師形容為“黑天鵝”事件⁷。無論怎樣看，這次絕對是極端事件，澳元在短短三個多月貶值約 37%。本報告書附錄 C 所載由彭博編製的圖表顯示，澳元在二零零八年七月底至十月底期間急瀉。⁸

中信的盈利警告

33. 澳元暴跌，表示中信須根據仍在生效的澳元兌美元可贖回遠期合約履行合約責任，以遠高於當前市價的價格，買入以倍數增加的澳元，金額遠超中澳鐵礦項目建設所需。

34. 二零零八年十月二十日，中信發出盈利警告，告知公眾中信因採用可贖回遠期合約而引致嚴重虧損，並表示根據各對手方銀行的最新估值，中信估計，仍在生效的(所有貨幣)槓桿式外匯合約當日按公平價定值的虧損達 147 億港元。

35. 股市對此反應強烈。中信股價在十月已持續向下，在盈利警告發出前最後一個交易日收報 14.52 元，但在盈利警告發出後首個交易日收報 6.52 元(急瀉 55%)，翌日更收報 4.91 元。

36. 根據盈利警告的詳情，中信在公告中告知公眾截至二零零八年十二月三十一日止財政年度公司的業績，並指出：

“本集團為了減低西澳洲鐵礦項目面對的貨幣風險，簽訂若干槓桿式外匯買賣合約而引致虧損，預期……業績將受到影響……”

⁷ “黑天鵝”事件是指遠超正常預期的事件，而且極難預測。

⁸ 下列二零零八年五月至十月期間的澳元兌美元每日即期匯率，也可資說明：

五月二十三日：	.9613；	七月二十二日：	.9781；	七月三十日：	.9471；
八月六日：	.9155；	八月二十二日：	.8736；	九月二日：	.8337；
九月九日：	.8139；	九月十二日：	.8079；	九月十七日：	.7934；
九月二十三日：	.8440；	十月三日：	.7791；	十月十六日：	.6748；
十月二十七日：	.6058				

37. 為減輕衝擊，中信表示，中國中信集團公司(持有 29% 中信股份的北京國有企業)會提供一筆 15 億美元的備用信貸，以加強中信的流動性。

38. 盈利警告載述，根據中信集團訂立的所有澳元槓桿式外匯合約，集團須接收的最高金額為 94.4 億澳元，而最後一筆澳元要到二零一零年十月才到期接收。該公告估計，中澳鐵礦項目建設未來兩年(即至完工為止)的預期資本開支需求為 16 億澳元。因此，集團就資本開支過度對沖近六倍。

39. 引致虧損的不僅是澳元可贖回遠期合約。該公告載述，若以歐元估值，估計完成項目所需的歐元資本開支為 8,500 萬歐元。不過，根據雙貨幣可贖回遠期合約，須接收的最高總金額逾 1.6 億歐元。

40. 至於在盈利警告發出當日按公平價定值的虧損，該公告載述：

“按仍在生效的槓桿式外匯合約之相關銀行於最後實際可行日期所提供的報價，並參考[所載適用的匯率]，仍在生效的槓桿式外匯合約按公平價定值之虧損為港幣一百四十七億元(‘該公平價定值虧損’)。”

41. 該公告續說，在該財政年度結束時，即二零零八年十二月三十一日，按公平價定值的虧損會受多項因素影響，包括槓桿式外匯合約終止、中期外幣結算和交收、匯率變動、息差及貨幣市場波幅。

42. 在盈利警告中，中信詳細交代為減少虧損所採取的行動，例如已終止部分仍在生效的可贖回遠期合約。在交代詳情時，盈利警告載述：

“自二零零八年九月七日察覺到該等合約帶來之潛在風險後，本公司已終止部分當時仍在生效的槓桿式外匯合約，虧損額為港幣六億二千六百六十萬元。此外，本公司亦買賣了一些遠期澳元以調控澳元之風險，以致虧損了港幣一億二千八百六十萬元。” [斜體為本文所加，以示強調]

43. 因此，據盈利警告所述，中信在一個多月前(具體來說是自二零零八年九月七日起)已察覺到多份可贖回遠期合約帶來的風險。盈利警告當然只是陳述概況，當中沒有提到中信較早前所察覺的風險程度。

大昌行通函

44. 回顧二零零八年九月發生的事件，證監會發現在九月十二日，即中信(據盈利警告所指)察覺到風險之後整整四天，中信在聯交所網站刊發關於“須予披露及關連”交易的通函，除了清晰詳述該宗須予披露及關連交易外，還提供當時中信財務和交易狀況的若干細節。

45. 具體而言，九月十二日刊發的通函按《上市規則》的規定說明，就中信董事所知，該集團自刊發上一份經審核帳目(截至二零零七年十二月三十一日止財政年度的帳目)以來，財務或交易狀況概無出現任何重大不利變動。

46. 如果十月份的盈利警告所言屬實，即中信在九月七日察覺到可贖回遠期合約帶來的風險，這項事實便可能與中信在九月十二日刊發的通函所作保證不符；該通函指當時就中信所知，其財務狀況並無出現任何重大不利變動。簡單來說，就中信的真正財務狀況來看，九月十二日通函所作的保證可能屬虛假或具誤導性。

47. 中信所作保證明顯與事實不符，故而引起這次研訊，並成為研訊的核心問題。

48. 該份在聯交所網站刊發的通函，是依據《上市規則》第十四 A 章發布。《上市規則》規定，公司須公布建議的關連交易，並須在該公告刊發日期起計約 21 天內，發布致股東的通函。

49. 在“須予披露及關連交易”公告刊發後，中信公司秘書處須負責確保在聯交所網站刊載所需的通函。通函會由中信律師草擬，然後由獨立金融機構(以財務顧問身分)審閱，當然會再交由中信內部審閱，然後才送交聯交所審核。對中信這家大型貿易企業集團來說，草擬這些通函是例行公事，幾乎每月都會刊發一次。

50. 就本案而言，該“須予披露及關連交易”公告在二零零八年九月十二日之前約 21 天(即八月中左右)刊發。八月份公告和隨後刊發的通函與一宗平常不過的交易有關，該交易對中信來說根本微不足道，研訊期間與訟各方對此從無爭議。八月中的公告似乎並無引起任何評論或反應。

51. 八月中公告所公布的交易和隨後通函所交代的詳情，是關於大昌行集團有限公司(“大昌行”)的交易。大昌行是聯交所上市公司，也

是中信非全資附屬公司。大昌行通過其附屬公司，與駿佳投資有限公司(“駿佳投資”)簽訂買賣協議，收購一家名為一汽豐田 4S 公司的汽車公司 49%已發行股本，並收購另一家名為雷克薩斯 4S 公司的汽車公司 50%已發行股本，以及受讓若干股東貸款。這兩家汽車公司均在華南地區經營。

52. 這項買賣協議的總代價為 143,716,000 港元，由大昌行內部資源撥付。以中信集團的規模而言，這筆款項微不足道。

53. 大昌行是中信非全資附屬公司，賣方駿佳投資本身也是大昌行多家附屬公司的大股東。此外，駿佳投資擔保人麥慶龍先生是上述部分附屬公司的董事。因此，駿佳投資和麥先生就中信而言均屬“關連人士”。買賣協議詳述的收購費用及財務資助費用，屬《上市規則》所訂相關百分比率的範圍，依據《上市規則》第十四 A 章，屬中信須予披露的交易⁹。

54. 除須充分解釋該宗關連及須予披露的交易外，《上市規則》第十四 A 章指示，關於中信本身的詳細資料也須公布，包括董事須就中信及其附屬公司自上次刊發經審核帳目的結算日以來，財務或交易狀況的任何重大不利變動發出聲明，或如沒有重大不利變動，則須發出確認有關狀況的聲明。¹⁰

55. 按照這項指示，大昌行通函載有“無重大不利變動”聲明。該聲明載於通函附錄(通函第 43 頁)，由中信律師草擬，看來完全採用標準措詞，是慣用的字眼。

“除本通函披露者外，就董事所知，本集團[即中信及其附屬公司]自二零零七年十二月三十一日(即本公司[即中信]最近期已刊發經審核帳目的結算日)以來的財務或交易狀況概無出現任何重大不利變動。”¹¹

56. 該通函也載有一項“責任聲明”如下：

⁹ 證據顯示，中信根據《上市規則》計算的代價比率、資產比率和盈利比率均少於 1%；只有收益比率較高，計算所得為 5.3%。因此，該宗交易屬“須予披露的交易”。

¹⁰ 該項指示依據第十四 A 章附錄一 B 部第 32 段作出，內容如下：

“董事就有關集團自發行人最近期公布經審計帳目的結算日後，財政或經營狀況出現任何重大不利轉變而發出的聲明；或適當的否定聲明。”

¹¹ 在是次研訊的聆訊期間，證監會代表律師一直提出的論點是，審裁處須就中信集團的“財務”狀況而非“交易”狀況作出裁定。

“本通函的資料乃遵照上市規則刊載，旨在提供有關本公司的資料。董事願就本通函所載資料的準確性共同及個別承擔全部責任，並在作出一切合理查詢後確認，就彼等所深知及確信，本通函並無遺漏其他事實，致使當中所載任何內容產生誤導。”

57. 為了讓通函讀者知悉更新通函內容的截算日期，通函把“最後實際可行日期”(即可作出修訂的最後日期)訂明為：

“二零零八年九月九日，即本通函付印前就確定當中所載若干資料之最後實際可行日期。”

“星期日會議”

58. 二零零八年十月二十日的盈利警告提到，中信在二零零八年九月七日察覺到其槓桿式外匯合約(即可贖回遠期合約)帶來的風險，事實上是引述該日(星期日)在中信香港辦事處舉行的緊急會議的內容。

59. 本報告書稍後會詳述該次會議。現只須說明的是，張立憲先生由星期五下午一直工作至星期六，情緒極度困擾，於是聯絡中信董事總經理范鴻齡先生，要求緊急會面。他告知范先生，由於外幣市場出現突如其來的劇變，尤其是澳元和歐元兌美元匯率下瀉，就仍在生效的可贖回遠期合約，中信“正面臨巨額的按公平價定值虧損”。

60. 張立憲先生在二零零八年九月七日(星期日)上午與范鴻齡先生會面，解釋他(與同事)擬備的數字反映，根據可得的資料盡所能計算，截至二零零八年八月二十九日，澳元兌美元可贖回遠期合約(即期匯率為 0.8578)按公平價定值的虧損約為 31.19 億港元。此外，他擬備了情境分析，顯示在不同即期匯率下的預期虧損¹²：

- (i) 如即期匯率為 0.8500(澳元兌美元)和 1.45(歐元兌美元)，根據仍在生效的澳元可贖回遠期合約，中信按公平價定值的虧損為 41.59 億港元，以及須接收 65.61 億澳元；根據仍在生效的歐元合約，中信按公平價定值的虧損為 4.3996 億港元。
- (ii) 如即期匯率為 0.8200(澳元兌美元)和 1.43(歐元兌美元)，根據仍在生效的澳元可贖回遠期合約，中信按公平價定值的虧

¹² 為方便參考，數字經四捨五入處理。

損為 60.02 億港元，以及須接收 71.73 億澳元；根據仍在生效的歐元合約，中信按公平價定值的虧損為 6.3109 億港元。

(iii) 如即期匯率為 0.8000(澳元兌美元)和 1.40(歐元兌美元)，根據仍在生效的澳元可贖回遠期合約，中信按公平價定值的虧損為 77.77 億港元，以及須接收 77.35 億澳元；根據仍在生效的歐元合約，中信按公平價定值的虧損為 8.1633 億港元。

61. 鑑於情況嚴重，范鴻齡先生要求多名其他高級行政人員出席會議。他們包括主席榮智健先生、專責業務發展的副董事總經理李松興先生，以及執行董事兼集團財務總監周志賢先生。

62. 出席星期日會議的人士表示，張立憲先生看來承受極大精神壓力，他們雖然大致明白他所作的匯報，但難以理解其中細節，而且發現呈交予他們的數字有很多不一致之處。

63. 因此，專責小組在同日(星期日)成立，負責探究問題的真正性質和範圍，並找出對策。張立憲先生患上嚴重抑鬱症，無法提供協助。中信訂立的可贖回遠期合約，每份都是度身訂造的票據，屬複雜產品，需要時間了解這類合約的複雜性是可以理解的。

64. 鑑於專責小組面對的事宜性質敏感，會上同意小組的工作保密進行，而正因如此，負責修訂大昌行通函並把通函放在聯交所網站的公司秘書處，似乎沒有人知道事態發展。因此，該通函在二零零八年九月十二日沒有作出修改便刊發。

證監會委託的性質

65. 經調查後，尤其考慮到中信高級行政人員在二零零八年九月七日星期日會議上得知公司正面臨虧損，證監會(在二零一四年九月十一日發出的通知中)委託審裁處進行研訊，裁定兩項主要事宜：第一，在刊發載述“無重大不利變動”聲明的大昌行通函時，是否曾發生《條例》第 277(1)條所指的市場失當行為；第二，若然曾發生，曾從事該失當行為的人的身分為何。

66. 《條例》附表 9 第 13 條規定，證監會須指明被指可能曾干犯市場失當行為的人的身分。證監會依據該條文，在該通知中指明以下人士／公司：

- (i) 該公司本身，即中信。
- (ii) 張立憲先生；他在所有關鍵時間都擔任中信副董事總經理一職，職責包括履行首席財務官的責任。
- (iii) 榮智健先生；他在所有關鍵時間都是中信主席，自公司在一九八七年成立以來一直掌領公司。
- (iv) 范鴻齡先生；他在所有關鍵時間都是中信董事總經理，自一九九二年起一直擔任該職位。
- (v) 李松興先生；他在所有關鍵時間都是中信副董事總經理，專責業務發展。
- (vi) 周志賢先生；他在所有關鍵時間都是中信執行董事，職責包括履行集團財務總監的責任。

67. 五名被識辨為指明人士的董事都出席了星期日會議。其他曾授權刊發大昌行通函但沒有出席星期日會議的董事，則沒有被識辨為指明人士。

68. 證監會指稱的市場失當行為的性質，僅限於《條例》第 277(1)條所指的失當行為。該條文訂明：

“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。”

69. 《條例》第 277(1)條包含四項要素。根據該四項要素，如有下列情況，即屬干犯市場失當行為：

- (i) 任何人在香港或其他地方散發有關資料或牽涉入散發有關資料(“刊發要素”)；就本案而言，即刊發大昌行通函，宣稱就中信董事所知，公司的財務狀況並無出現任何重大不利變動；
- (ii) 有關資料相當可能會誘使他人 在香港進行證券交易，或相當可能會“在香港維持、提高、降低或穩定證券的價格”(“市場影響要素”)；就本案而言，即證監會所指，鑑於當時環球市場動盪，有關宣稱相當可能會安撫市場，並“維持”中信的股價；
- (iii) 有關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(“虛假或具誤導性要素”)；就本案而言，即證監會所指，中信承受如此巨大的衍生工具風險，即使未曾蒙受實際虧損，但(根據按公平價定值的虧損和須買入高槓桿金額貨幣引致的現金流量壓力衡量)該風險本身已對集團的財務狀況構成實際的重大不利變動；以及
- (iv) 有關人士知道有關資料屬虛假或具誤導性，或罔顧有關資料是否屬虛假或具誤導性，或在有關資料是否屬虛假或具誤導性方面有疏忽(“過失要素”)；就本案而言，即證監會所指，各指明人士知道關於公司財務狀況並無重大不利變動的宣稱屬虛假或具誤導性，或罔顧或疏忽該事實。

不屬證監會委託範圍的事宜

70. 一如上文所述，代表證監會的柏義理先生在開審陳詞中表示，經考慮所有證據後，證監會認為所有指明人士在星期日會議後，即二零零八年九月七日晚上，定已察覺可贖回遠期合約帶來的風險(包括當時按公平價定值的虧損，以及根據合約須接收的外幣金額可能大幅增加)，已令中信的“財務”狀況出現重大不利變動。因此，五天後在聯交所網站刊發的“無重大不利變動”聲明，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。柏義理先生表示，指明人士之一張立憲先生定已知道該事實，其他人則定是罔顧或疏忽了該事實。

71. 柏義理先生在結案陳詞中表示，二零零八年九月十二日刊發的“無重大不利變動”聲明，看來是想表明中信的“財務狀況良好”，令中信股東和市場安心，但與中信其後在二零零八年十月二十日發出的盈利警告互相矛盾。據盈利警告所載，該公司承認自二零零八年九月七日起，已察覺“公司承受巨大的貨幣風險”¹³。

72. 因此，柏義理先生表示，在二零零八年九月十二日(“無重大不利變動”聲明刊發當日)至十月二十日(盈利警告發出當日)期間，在市場進行中信證券交易的人基於虛假的前提進行交易，因而蒙受虧損。

73. 根據證監會提出的指控，他們主要基於某段短時間內發生的事件提出市場失當行為的罪責。該段時間是指由二零零八年九月七日(星期日)會議舉行當日，至二零零八年九月十二日傍晚大昌行通函所載“無重大不利變動”聲明上載至聯交所網站為止。

74. 在此應先說明一點，聆訊期間，有關各方似乎接納該段時間只應計至二零零八年九月九日(包括該日)，即所公布的最後實際可行日期，也就是股東作為通函受文人所理解有關資料適用的最後日期。審裁處願意接納這個計算方法。然而，應說明的是，即使計至二零零八年九月十二日，審裁處的裁斷都不會有變。

75. 當然，這並非要否定在二零零八年九月七日星期日會議之前或之後發生的事件與本案有關，也並非否定其後事件或可反映問題所在，並可提供線索，讓審裁處依據證監會通知就爭議點作出裁定。

¹³ 見柏義理先生書面結案陳詞開首段。

76. 閱覽本報告書後，有人或會說，鑑於澳元(及其他貨幣)兌美元匯率持續暴跌，為審慎起見，中信應早在二零零八年十月二十日之前發出盈利警告。有人更可能說，根據《上市規則》第 13.09(1)條¹⁴，上市公司有責任在合理地切實可行的情況下，盡快通知聯交所及其股東預期會重大影響其證券價格的任何主要新發展；因此，中信須履行這項規管責任，早在二零零八年十月二十日之前作出通知。然而，即使審裁處認同其研訊主要屬訊問性質，而且研訊範圍相當廣闊，上述事宜並未納入審裁處受委託的範圍。

77. 在此重申，儘管審裁處須考慮所有相關證據，不論證據出現的時間及來源為何，但審裁處接受的委託主要着眼於一段緊湊的時間，確切地說是六天左右。

78. 審裁處也沒有受委託就所作商業決定是否明智分攤過失。正如審裁處在本報告書開首段提到，研訊期間詳細討論了很多爭議點。舉例來說，事後看來有人或會說，根本不應考慮以可贖回遠期合約作為對沖工具；即使有此想法，面對二零零八年夏秋兩季出現的環球金融危機，也應採取更為謹慎的做法，而不是採用中信負責管理中澳鐵礦項目對沖政策的人員的做法。然而，須強調的是，審裁處的職能由始至終都不是裁定中信在關鍵時間的對沖政策是否明智；若發現任何明顯過失，也不負責把過失分攤予各指明人士。

79. 在本研訊中，審裁處的職責只限於在考慮每名指明人士的情況後，就各人裁定上述第 277(1)條所述的四項要素每項是否成立；若然成立，就過失要素裁定各指明人士的該罰程度(如有的話)。

¹⁴ 該條文內容如下：

“一般而言，除遵守本章的各項具體規定外，發行人須在合理地切實可行的情況下，盡快向本交易所、發行人的股東及其上市證券的其他持有人通知任何與集團有關的資料(包括與集團業務範圍內任何主要新發展有關的而未為公眾人士知悉的資料)，該等資料為：

- a) 供上述機構、人士及公眾人士評估集團的狀況所必需者；或
- b) 避免其證券的買賣出現虛假市場的情況所必需者；或
- c) 可合理預期會重大影響其證券的買賣及價格者。”

第二章

細察引發對沖危機的事件

根據“無重大不利變動聲明”考慮案情

80. 大昌行通函在聯交所網站刊發前，通函措詞經聯交所批核。在該通函內，“無重大不利變動聲明”開首的字眼如下：

“除本通函披露者外，就董事所知，本集團自二零零七年十二月三十一日……以來的財務……狀況……無出現任何重大不利變動。”

81. 因此，要證明該(經妥為批核的)聲明在某事關重要的“事實”方面屬虛假或具誤導性，證監會須證明：第一，在最後實際可行日期(即二零零八年九月九日)，中信的財務狀況已出現重大不利變動，而非預期或瀕臨發生重大不利變動；第二，董事已知悉該“事實”。

82. 在本研訊中，“事實”可以說是經核實的資料，即已知屬實的事情。因此，要知悉一項事實，並非只是懷疑某事項可能屬實或擔心某事項可能屬實，而是必須知悉該事項的獨立實況。

83. 審裁處認為，當細察引發中信對沖危機的事件時，必須就上文所述情況而論，並須明白，為管理中澳鐵礦項目外幣風險而採取的對沖政策錯綜複雜，身為執行董事的指明人士並非全部在所有時間都知悉當中的複雜細節。舉例來說，呈交審裁處的證據顯示，中信兩名最高決策人——主席榮智健先生及董事總經理范鴻齡先生，在二零零八年九月三日才知悉公司出現按公平價定值的對沖虧損，以及在星期日會議上才獲提供詳細的情境分析指有風險危機。

負責管理對沖政策的人員早已意識到所涉風險

84. 儘管如此，證據清楚顯示，負責處理中澳鐵礦項目日常對沖事宜的中信集團高層管理人員，從一開始就明白採用累計期權(即可贖回遠期合約)涉及非常特殊的風險。

85. 中信首席財務官張立憲先生首次收到採用可贖回遠期合約的建議時，直覺地感到懷疑。時任香港財務部助理董事的崔永年先生(向中

信推銷有關概念的其中一家銀行曾與崔先生接觸)承認合約有潛在風險。他在發給張立憲先生的電郵中表示：

“你說得對，沒有免費午餐。在這種結構性產品中，中信泰富[中信]的利潤設有上限(200 萬美元)，但虧損(假如澳元兌美元跌至低於 0.78)可能非常龐大。舉一個極端例子，假如澳元兌美元跌至 0.75 並在 12 個月內維持在此水平，我們會虧損 600 萬美元。”

86. 張立憲先生回覆說，他們在考慮銀行推銷的複雜結構性產品時務須謹慎。他認同，澳元跌至低於 0.75 並非沒有可能。他在作結時說：

“我們不如下星期再詳細研究該結構性產品，看看能否減低風險。我不太擔心會計虧損，實際成本或經濟實質更為重要。” [斜體為本文所加，以示強調]

87. 雖然張立憲先生心存疑慮，但面對中澳鐵礦項目建設對澳元的需求不斷增加，加上澳元兌美元持續偏強，中信決定採用可贖回遠期合約。首份澳元兌美元合約在二零零七年九月下半月訂立，另有兩份合約分別在十月和十一月訂立。

88. 不過，對風險的疑慮一直存在。中信礦業財務總監游昌榮先生在二零零八年一月二十四日向崔永年先生發出電郵表示：

“在昨日的中信礦業執委會會議上，委員決定不再採用累計目標可贖回遠期合約進行對沖，謹此通知並請跟進。此外，請就中信礦業的結構性產品對沖政策提供意見。”

89. 雙方隨後討論此事。崔永年先生在二零零八年二月十八日的電郵中告知中信礦業執委會，由於目前澳元匯率(0.91)與預算匯率(0.80)有差距，如不使用結構性金融工具便難以累積足夠澳元。至於這類金融工具迄今的使用情況，崔永年先生稱這些金融工具在一至三個月內終止¹⁵。至於其他方案，他表示：

“我們大可等到澳元匯率出現重大調整時，才按認為合適的匯率鎖定澳元。然而，銀行經濟師並不預期澳元匯率會出現重大調整……”

¹⁵ 因而已就每項金融工具獲利。

90. 香港財務部向中信礦業提交文件，匯報最新的對沖情況，內容如下：

“截至二零零八年一月三十一日，這些合約已變現 2.31 億澳元，平均遠期匯率為 0.7913，遠較二零零七年九月至二零零八年一月期間 0.88 的平均市場即期匯率理想。二零零八年一月三十一日，餘下尚有八份累計目標可贖回遠期合約，預料可按平均匯率 0.7822 變現 1.58 億澳元，較目前 0.90 的即期匯率更為理想。”

91. 關於澳元持續偏強而有需要繼續採用可贖回遠期合約進行對沖，同一份背景資料文件載述，澳洲儲備銀行已把官方現金利率提高 25 個基點至 7%，並指出：

“雖然美國陷入衰退和全球經濟放緩的風險甚高，但隨着利率差距擴闊、商品價格更為堅挺和風險承受能力轉強，市場預期在澳洲儲備銀行減息前，澳元兌美元匯率不會大跌。”

92. 香港財務部與中信礦業執委會最終商定繼續採用可贖回遠期合約，但須依循三階段政策所訂的規限。該政策界定如下：

“1. 釐定所需澳元金額

按月釐定和更新項目所需的澳元金額。

2. 監察預期對沖金額

預期對沖金額是指按當前澳元兌美元即期匯率計算，就所有仍在生效的累計目標可贖回遠期合約所須接收的澳元總額。預期對沖金額須按日監察，並須時刻低於所需的澳元金額。如不符合這項條件，不得訂立新的對沖合約。

3. 訂立新合約前須進行統計分析

在進行新交易前，必須(按過去五年的數字和 5% 的置信區間)進行統計分析。如新交易可在六個月內提前終止的機率高於 95%(以涉及 1,000 萬澳元的交易為例，須接收的澳元金額料會少於 6,000 萬澳元)，便可進行該宗交易。”

93. 陳詞期間，這項政策是否周全遭到多番批評。不過，審裁處認為，就本報告書的目的而言，無須考慮該政策的相對優劣。

94. 新政策實施後，中信訂立的澳元兌美元可贖回遠期合約為數較少。二零零八年三月至六月底期間，中信只訂立六份新合約。

95. 截至二零零八年六月三十日，中信看來持有三份仍在生效的澳元兌美元可贖回遠期合約、八份仍在生效的歐元兌美元可贖回遠期合約，以及三份仍在生效的人民幣兌美元可贖回遠期合約。

96. 然而，中信卻在二零零八年七月新訂 11 份澳元兌美元可贖回遠期合約。這些新合約更為進取，既有機會賺取更大利潤，也存在更高風險。風險方面，舉例來說，以往合約的槓桿比率為 2，但新合約中有九份的槓桿比率為 2.5，另有一份為 3。簡單來說，就槓桿比率為 3 的合約而言，如澳元兌美元即期匯率低於合約所訂的執行匯率，中信不單要以高於市場匯率接收澳元，還要按合約規定接收三倍金額的澳元。

97. 張立憲先生雖然擔心風險水平增加，卻同意繼續買入更多可贖回遠期合約。他在二零零八年七月十七日向崔永年先生發出的電郵中表示：

“好，請按計劃進行。我個人認為，美國很可能會有更多不利消息流出，加上金融市場不明朗，美元可能在一段時間內偏弱。雖然我相信美元會在明年反彈，但短期內我們需要更多澳元。因此，我們應該進取一些。”

98. 鑑於此事與審裁處須裁定的爭議點有關，提控官柏義理先生強調，儘管張立憲先生或者認為利用可贖回遠期合約進行對沖是合理的做法，但客觀來看，他是在進行投機活動，因為他訂立可贖回遠期合約，特別是他在二零零八年七月及八月同意訂立更進取及風險更高的合約，是基於對澳元即期匯率走勢的預測。

99. 至於澳元走勢，二零零八年七月十五日，澳元創 0.9827 的歷史新高，令人擔心澳元即將超逾美元匯價。不過，澳元隨後開始回落，到二零零八年七月三十一日跌至 0.9439。正如本報告書前文所述，張立憲先生視此為訂立全新可贖回遠期合約的好時機。二零零八年七月二十五日，他向財務部員工發出電郵說：

“請注意，美元今晚持續偏強。一如今天與謝偉平進行的討論，我們要趁現時美元回升(預料外匯市場今年仍然波動)，增加澳元對沖比率。我初步的目標是在七月底或之前，把仍在生效合約的總額(包括預期須接收的款額)增至約 5 億元。”

100. 在中信礦業執委會二零零八年七月的報告中，有關澳元外匯風險的論述如下：

“外匯遠期合約和結構性遠期合約已用作對沖澳元風險。鑑於目前匯率(二零零八年七月三十一日為 0.9423)高於 0.79 的預算匯率，累計目標可贖回遠期合約現按更優惠利率用作對沖。二零零八年七月，我們訂立 11 份新的累計目標可贖回遠期合約，預計須接收的金額為 2.57 億澳元。

截至二零零八年七月三十一日，對沖美元的總額為 10.46 億澳元(澳元兌美元加權平均匯率為 0.79)，當中 5.29 億澳元已動用，其餘仍在生效的遠期合約所涉金額約為 5.17 億澳元，可用以應付日後澳元的付款需求。

由於項目對澳元的需求龐大，我們希望把尚未對沖的金額維持在 5 億澳元以上。我們會小心使用結構性衍生產品，以降低對沖成本，同時確保對沖風險受控。”

101. 在二零零八年八月第一個星期，澳元兌美元持續下跌，二零零八年八月十一日的匯率為 0.8902。然而，張立憲先生認為匯率只是暫時下跌。他在發給崔永年先生的電郵中表示，他不認為近期澳元貶值是基本經濟因素所致。

102. 因此，正如柏義理先生在結案陳詞中所述，在二零零八年八月十一日，中信持有共 16 份澳元兌美元可贖回遠期合約，最高風險總值幾達 94 億澳元。

澳元暴跌

103. 一如圖表(本報告書附錄 C)所示，澳元在二零零八年七月最後數天至十月下半月大幅貶值，儘管曾在九月略為反彈。現時評論員認為，當時澳元暴跌是由於捲入了環球金融危機的漩渦中。然而，正如審裁處在本報告書前文提及，當時無人能夠預計澳元跌勢會如此猛烈。正如早前所述，多名代表律師形容此事為“黑天鵝”事件。

104. 澳元(連同歐元和人民幣)暴跌時，正值中信在二零零八年六月、七月和八月買入 16 份可贖回遠期合約。這些合約的內容所涉風險大都遠高於先前所訂合約。正是這些複雜的衍生工具所訂的合約責任令該公司蒙受巨額虧損，以致該公司須在二零零八年十月二十日(當日澳元兌美元匯率處於最低水平)發出盈利警告。

105. 到了二零零八年八月十二日，香港財務部的工作顯然愈見審慎。當日，張立憲先生發電郵給崔永年先生，內容如下：

“留意到美元兌其他貨幣(尤以歐元和澳元為然)續見上升。請查看公司仍在生效的[可贖回遠期]合約，並進行一些風險敏感度分析。如澳元跌至 0.85 或歐元跌至 1.45，公司的對沖情況將會如何？”

106. 二零零八年八月十三日，中信財務部助理經理謝偉平女士進行計算後，以電郵告知崔永年先生，如澳元兌美元匯率為 0.85，預計對沖金額為 67.95 億澳元。該電郵沒有發給張立憲先生。

107. 二零零八年八月十九日，(中信礦業)游昌榮先生向崔永年先生發出電郵，表示他完全明白美元兌其他貨幣的匯值急升屬意料之外，要斷定美元已扭轉弱勢言之尚早，但仍須密切留意中信在現金流量和帳目所受影響方面承受的風險。關於後者，他建議密切監察按公平價定值所造成的影響。

108. 毫無疑問，曾任中信首席財務官、現時仍出任中信礦業執委會委員的執行董事莫偉龍先生清楚知道，可贖回遠期合約屬不對稱合約，不合資格作為相關會計準則所訂的對沖工具，因此須按公平價定值並記入損益帳。他曾出席二零零八年八月二十日的執委會會議，並在作供時說：

“我在會上指出，這並非恰當的對沖交易模式。對沖模式理應對稱，而不應有到了某個定點(其中一項可變因素)公司便蒙受虧損這種情況。因此，圖表顯示的交易特徵，不該出現在當時我們正在進行的交易中。”

109. 到了二零零八年八月三十日，張立憲先生顯然非常擔心。他在當天向崔永年先生發出電郵，談及澳元兌美元可贖回遠期合約，內容如下：

“你是否已完成我們昨天討論的掉期交易敏感度分析？我很擔心目前的狀況，並重閱昨天你給我的列表。如我理解無誤，我們起初在六月三十日的

可用和預計結餘約為 3.8 億元。現在，我們只有一份在六月底前成交的 800萬元合約仍在生效。另一方面，七月份成交的合約共有 11 份，合共面值 1.25 億元，而這些合約全屬‘步升’結構！（我在七月六日發出電郵表示不贊同採用這類合約結構，其後卻注意到公司在七月八日與花旗銀行訂立首份具此特點的合約）。隨後在八月再有四份合約成交，總值 3,500 萬元。不論我怎麼看這些交易狀況（實際或預計），總結餘顯然早已遠高於 5 億元的目標金額。情況顯然已失控。”

110. 在同一封電郵中，他就歐元兌美元可贖回遠期合約有以下評論：

“數份歐元累計目標可贖回遠期合約也在同期訂立。我曾多番指出，我們只應把歐元對沖風險維持在 20%至 30%左右的低水平。因應 Larry[榮智健先生]個人對歐元前景的看法，我也曾表示 1.40 左右會是較令人安心的水平。然而，我們似乎繼續進行結構愈趨進取的合約交易。我留意到在三月份訂立的三份合約都訂明，即期匯率須升至 1.61 以上（最高為 1.6564），才可在三個月內終止合約！我們所用方法竟如此進取，令我感到詫異。”

111. 張立憲先生總結說：

“不用說，我要為這個結果負上最終責任，但我們必須汲取教訓，並改善內部監控制度（顯然在該類交易前後都沒有妥為分析情況）。當務之急是採取適當措施，以控制虧損。請把找出最佳方法以盡量減低風險列為首要工作。”

中期業績

112. 二零零八年八月二十八日，中信董事會舉行會議，主要目的似乎是要通過公布該公司的中期業績。事實上，有關業績在同日公布。

113. 從會議記錄和隨附的董事會文件看來，關於中信的對沖困境，張立憲先生只匯報截至二零零八年六月三十日的情況，也即中期業績顯示的情況。當日，澳元兌美元匯率為 0.9637，董事會會議舉行前一天的匯率則為 0.8618。

114. 張立憲先生接受盤問時，被問到為何沒有向董事會提供最新的對沖資料。他回答說，事後看來，自己本應提供該等資料，但以他所知，該會議的主要目的是通過中期業績，而他當時可能仍未完全了解美元轉強所帶來的影響。

115. 在中期業績報告(涵蓋期為截至二零零八年六月三十日為止的六個月)內，標題為“外匯風險”的段落載述：

“部分鐵礦石開採項目開發成本及若干完工前營運開支以非美元幣種結算。本集團通過訂立外匯遠期合約及結構性遠期合約，以對沖或減低外匯風險。於二零零八年六月三十日，未到期外匯遠期合約及結構性遠期合約之金額為港幣三十九億元(二零零七年十二月三十一日：港幣三十五億元)。”

二零零八年九月初發生的事件

116. 二零零八年九月一日，鑑於中信礦業的中澳鐵礦項目七月份帳目顯示，由可贖回遠期合約所涉外匯風險引致的按公平價定值虧損總額約為 5 億港元，中信會計部助理董事李國榮先生向游昌榮先生發出電郵，並把電郵副本分送張立憲先生和崔永年先生，當中(部分)內容如下：

“所涉金額非常龐大，稅前和稅後虧損金額分別為 5.2 億港元及 3.5 億港元。我們必須盡快認真地處理這個問題。我建議明天一早約莫九時三十分舉行電話會議，屆時你可以直接與崔永年談談，以取得推算所需資料。我即時想到以下幾個主要問題：

七月份錄得的虧損有多少可在二零零八年年底前撥回？

在二零零八年餘下時間實現的虧損，是否確定可借記入儲備帳而非損益帳內？核數師是否已確認這一點？”

117. 電話會議在二零零八年九月二日早上舉行，與會者(看來)包括崔永年先生、游昌榮先生、李國榮先生和中信會計部總經理張麗儀女士。在會議結束時，張麗儀女士發出電郵，摘述會上討論內容，並以下述語句作結：

“按照推算，全年的按公平價定值估計是損益兩平。”

118. 在研訊過程中，審裁處無從確定該項推算究竟由誰作出，也無法得知推算的依據，但這項推算似乎對公司其後的行動有些影響。

119. 然而，游昌榮先生不相信這是準確的預測。他在同日發出的電郵中表示：

“正如早前所討論，仍在生效的金融工具會對公司財政帳目造成巨大影響。隨着近期美元升值，按公平價定值的虧損會增加。確實金額須由銀行按相當複雜的程式計算，我沒有該等數字。”

120. 二零零八年九月三日，其中一名指明人士周志賢先生(擔任執行董事和集團財務總監)，向中信董事總經理范鴻齡先生提交報告，告知他二零零八年七月份的估計外匯虧損為 3.74 億港元。周志賢先生作供時稱，“其中一名同事”估計外匯虧損會在該年年底或之前達至損益兩平，故他不太擔心。然而，范鴻齡先生卻說感到詫異，原因是他不曾預期對沖虧損如此巨大。

121. 范鴻齡先生向主席榮智健先生匯報。榮智健先生在作供時憶述，他獲告知澳元對沖所造成的虧損。他表示對此感到詫異，因為採用“直接對沖”(即他預期只會以普通方式進行對沖)不會引致如此虧損。他稱曾嘗試聯絡張立憲先生，希望聽取他的解釋，但得知張立憲先生離港公幹，要到二零零八年九月五日才回港。他遂要求范鴻齡先生調查此事。

二零零八年九月四日的中信常務委員會會議

122. 翌日(即二零零八年九月四日)，中信常務委員會在香港總部辦事處舉行會議。¹⁶ 為會議擬備的報告載有不少須審議的事項，當中頗為詳細地闡述對沖問題。¹⁷

123. 為使與會者易於理解，該報告說明可贖回遠期合約的性質，還特別解釋這些合約屬槓桿合約。報告續指：

“然而，近期澳元兌美元即期匯率出乎意料地在兩星期內由 0.98 的高位跌至 0.88，到八月底跌幅已超過 13%。匯率走勢令我們的對沖合約期較預期為長，並使澳元對沖情況驟變。在二零零八年八月二十二日，按當日即期匯率計算預計須接收的金額為 35.1 億澳元。如上所述，預計須接收的金額會因假設的即期匯率不同而有變。舉例來說，如即期匯率為 0.93、0.88 和 0.86(市場認為這些匯率是支撐澳元匯率的重要水平)，在整段合約期內累計須接收的金額分別為 6.1 億澳元、8.9 億澳元及 61.2 億澳元。

¹⁶ 出席常務委員會會議的人士包括中信董事總經理范鴻齡先生、中信副董事總經理榮明杰先生、中信執行董事兼集團財務總監周志賢先生、中信執行董事兼業務發展部主管郭文亮先生，以及身為主席榮智健先生女兒的中信財務部董事榮明方女士。

¹⁷ 二零零八年九月三日(即會議舉行前一天)，也是傳閱報告當日，澳元兌美元即期匯率跌至 0.8296。

與項目為數 16 億澳元的資本開支[估計資本開支]和完工前開支相比，按目前匯率水平計算，我們預計須接收的金額可能遠高於所需的澳元金額。”

124. 該報告接着概述正採取的措施：

“我們正研究不同方法，令對沖比率重返恰當水平。另一方面，鑑於所有仍在生效的對沖合約都會在 24 個月內按月結算，如匯率持續偏低，合約不會提早終止，而且會與鐵礦的營運期有所重疊。我們也正評估能否把日後須接收的部分金額，撥作支付每年估計逾 10 億澳元的營運開支……”

125. 該報告也提及歐元、人民幣、瑞典克郎和日圓等其他外幣的潛在風險。

126. 會議記錄顯示，會上曾討論對沖問題。就此，會議記錄載述：

“對於范鴻齡先生[中信董事總經理]提出關於澳元對沖情況的問題，榮明方女士[財務部董事]¹⁸ 回應說，我們正研究措施，設法減少對沖虧損。周志賢先生[集團財務總監]補充[說]，對沖虧損約為 3.9 億港元，已對沖的澳元只佔所需澳元的 20% 至 30%，故此澳元下跌應有利於整體鐵礦石項目。范鴻齡先生指示周志賢先生與財務部探究有關詳情。” [斜體為本文所加，以示強調]

127. 顯然，從會議記錄看來，出席常務委員會會議的人士似乎不大擔心過度對沖的情況。相反，周志賢先生似乎認為，澳元兌美元匯率由強轉弱的走勢有利。

128. 范鴻齡先生在為審裁處席前進行的研訊擬備的證人陳述書¹⁹ 中稱，基於榮明方女士和周志賢先生在會議期間告知他的資料，他相信情況已受控，並列舉多個原因。第一，公司正積極採取措施處理對沖問題和減低所帶來的影響；第二，他相信周志賢先生所作調查有助識別和管理其他潛在風險；以及第三，與中信在“二零零七年錄得逾 108 億港元的盈利和逾 646 億港元的資產淨值”相比，七月份估計的 3.74 億港元外幣虧損金額不大。

¹⁸ 中信首席財務官張立憲先生離港公幹，沒有出席是次會議，故由榮明方女士代表他發言。

¹⁹ 日期為二零一五年八月七日。

響起警報

129. 二零零八年九月四日，中信常務委員會舉行會議。與此同時，中信財務部謝偉平女士正就所有仍在生效的可贖回遠期合約，編製最新的風險承擔分析資料。該等合約主要是澳元合約，但也有歐元合約，另有數份歐元及澳元雙貨幣合約。為確保分析準確全面，她向對手方銀行索取以不同即期匯率計算的按公平價定值。就澳元合約而言，三個即期匯率分別是 0.8000、0.8200 和 0.8500。至於歐元合約，即期匯率定為 1.40、1.43 和 1.45。

130. 當晚十時三十分左右，分析工作大致完成。她以電郵方式把分析資料送交其財務部上司，即指派她執行有關工作的崔永年先生。她在電郵中確認有關數據經由財務部另一名高級人員審核。

131. 分析資料顯示，截至二零零八年八月二十九日，所有仍在生效的可贖回遠期合約按公平價定值的虧損達 31.7 億港元(歐元合約虧損 3.32 億港元，澳元合約虧損 28.38 億港元)。

132. 所擬備的情境分析也載有仍在生效的可贖回遠期合約按不同即期匯率計算的資料摘要。馮秀杭女士把有關摘要表列在其二零一四年十一月七日的專家報告內：

澳元兌美元 歐元兌美元 即期匯率	合約	按公平價定值的利潤 ／(虧損)	預計合約須接收的 澳元和歐元金額
0.8000/ 1.40	澳元可贖回遠期合約	(77.7794 億港元)	7,735,571,429 澳元
	歐元可贖回遠期合約 (包括雙貨幣合約)	(8.1633 億港元)	846,897,590 澳元 +218,305,606 歐元
	總計	(85.9427 億港元)	8,582,469,019 澳元 +218,305,606 歐元
0.8200/ 1.43	澳元可贖回遠期合約	(60.0299 億港元)	7,173,529,412 澳元
	歐元可贖回遠期合約 (包括雙貨幣合約)	(6.3109 億港元)	539,676,739 澳元 +154,235,351 歐元
	總計	(66.3408 億港元)	7,713,206,151 澳元 +154,235,351 歐元
0.8500/ 1.45	澳元可贖回遠期合約	(41.5966 億港元)	6,561,443,452 澳元
	歐元可贖回遠期合約 (包括雙貨幣合約)	(4.3996 億港元)	144,041,616 澳元 +173,059,088 歐元
	總計	(45.9962 億港元)	6,705,485,068 澳元 +173,059,088 歐元

133. 張立憲先生公幹返港後，在九月五日下午與崔永年先生和謝偉平女士開會，研究謝偉平女士過去兩天整理的敏感度情境分析資料。他對所閱資料感到震驚。就澳元可贖回遠期合約而言，他在證人陳述書²⁰中表示，根據謝偉平女士的敏感度分析資料，截至二零零八年八月二十九日，按公平價定值的虧損為 28.38 億港元。以即期匯率 0.85 計算，預計虧損為 41.59 億港元；以 0.82 計算，預計虧損為 60 億港元；以 0.80 計算，預計虧損為 77.77 億港元。²¹

²⁰ 日期為二零一五年八月七日。

²¹ 在審裁處席前呈交的證據顯示，張立憲先生當時承受極大壓力及患上抑鬱症。故此，他是在抑鬱的狀態下撰寫證人陳述書。對於初次審閱謝偉平女士的敏感度分析資料時的反應，他在陳述書寫道：

“我記得聽取崔永年和謝偉平匯報時，無法不注視到按公平價定值的虧損。雙貨幣合約資料摘要表載有按公平價定值的虧損，截至二零零八年八月二十九日，虧損為 3.32 億港元。如預計澳元兌美元匯率分別為 0.85、0.82 及 0.8，虧損介乎 4.4 億港元至 8.16 億港元。我立刻翻閱摘要後頁的計算數據，以查看虧損額，並迅速翻閱在不同澳元支持位預計須接收的澳元金額。我記不起有否注意到推算數據最後部分的總數，只記得看到澳元資料摘要頁時，腦海瞬間一片空白。當我看到截至二零零八年八月二十九日按公平價定值的虧損為 28.38 億港元時，心頓時沉了下去。看到在相同澳元支持位預計的虧損分別為 41.59 億港元、60 億港元及 77.77 億港元，我實在無法相信。我默默無聲地盯着數字良久，完全無法思考，感到非常混亂、失望和憤怒，最主要是難以置信。”

“星期日會議”

134. 張立憲先生與崔永年先生在星期六一起工作直至晚上。過了午夜不久，在九月七日(星期日)凌晨，張立憲先生向范鴻齡先生發出以下電郵：

“抱歉在周末打擾你。可以的話，我希望與你會面，向你匯報對沖交易情況。

由於外匯市場近日出現突如其來的劇變，尤其是過去數天澳元和歐元兌美元匯率持續下瀉，*就仍在生效的對沖合約，我們正面臨巨額的按公平價定值虧損*。我們在昨天和今天一直就所有仍在生效的對沖合約，進行市場情境分析。我們也與相關銀行聯絡，索取按公平價定值的數據，以及商討緩減影響的可行方法。我們本來打算在星期一第一時間向你匯報此事，但由於事關重要，而且我深感困擾，實在希望有機會盡快親身向你匯報。”[斜體為本文所加，以示強調]

135. 會議於該星期日上午中段時間左右在中信辦事處舉行。最初，張立憲先生與范鴻齡先生會面；但當范鴻齡先生知悉事態嚴重，便請榮智健先生及其他人士加入會議。其他人士為李松興先生、周志賢先生和中信(香港集團)有限公司財政部主管 Albert Tam 先生。

136. 根據所有證供，會上張立憲先生顯然受到很大壓力。鑑於當時情況，以及考慮到中信可能要面對十分嚴重的問題，與會各人對會上談話內容的記憶略有出入，是可以理解的。

137. 張立憲先生最初與范鴻齡先生會面時，解釋可贖回遠期合約帶來的外幣風險，較七月底匯報的 3.74 億港元按公平價定值虧損更嚴重。他把多頁載列各種情境分析的資料交給范鴻齡先生。張立憲先生在作供時憶述，雖然他與屬下人員就截至九月四日的情況進行分析，但他是以八月二十九日為基準日計算，以便向范鴻齡先生解釋有關情況，因為該日期的按公平價定值資料較為準確。他表示，他也嘗試解釋可贖回遠期合約的槓桿及步升特點，以及為何他認為有必要訂立這類高風險合約以取得中澳鐵礦項目所需的預算匯率。

138. 范鴻齡先生憶述，雖然張立憲先生處於情緒有點混亂的狀態，但他能大致了解他們所面對的嚴重情況。他於是致電榮智健先生作簡短

報告，而且贊成榮智健先生應前來辦事處。如前所述，李松興先生、周志賢先生和 Albert Tam 先生也加入會議。

139. 張立憲先生在會上發言，闡釋可贖回遠期合約的基本特點，以及如何因美元兌澳元及其他貨幣的匯價出現前所未有的升幅而導致過度對沖。至於估計虧損，張立憲先生表示，他解釋進一步情境分析顯示的虧損僅為“預計”虧損(並非實際虧損)，最終虧損須視乎日後的即期匯率變動而定，也即取決於相關貨幣的走勢。

140. 所有與會者都表示張立憲先生顯然受到極大壓力，但對於是否明白他所作的解釋，則意見不一。事實上，與會各人顯然也感受到一定程度的壓力。榮智健先生一度動怒，揮拳打在桌上，向張立憲先生吆喝。

141. 儘管這樣，與會者似乎都理解中信可能虧損 40 億港元至 60 億港元，並須接收約 60 億澳元至 70 億澳元，但如澳元回升，這些潛在虧損便會消失或大幅減少。

142. 榮智健先生在二零一五年八月四日的證人陳述書中表示，雖然他明白張立憲先生所作解說的基本梗概，但是：

“……他當時非常緊張，也十分混亂，無法清楚解釋或說明潛在虧損額為何。”

143. 李松興先生在作供過程中，也承認明白大概情況，但補充說，當時無人可肯定若干非常重要事項的確實情況。他舉例說，他記得：

“……在 0.8 的同一匯率水平，扔在桌上的所謂分析表其中一頁顯示，潛在虧損為 40 億港元，但以同一匯率計算，另一頁載有所謂按公平價定值字眼的分析表則顯示，潛在虧損為 60 億港元。當然，有人問他：‘為何按同一匯率計算會得出 40 億和 60 億兩個數目？哪一個才正確？’他未能妥為回答。”

144. 此外，張立憲先生似乎建議使用稱為“累積認沽期權合約”的衍生工具，以圖緩解有關情況。李松興先生的反應大意是：

“但這建議顯然完全不合邏輯。我們不想從一個火坑跳入另一個火坑。”

145. 榮智健先生最後決定成立專責小組。由於潛在虧損如此巨大，會上決定必須先確定相關事實，並盡快找出解決方法處理眼前的問題。榮智健先生說明專責小組的主要目的是：

- (i) 從速確定和釐清潛在虧損及進一步風險；
- (ii) 考慮和確定可否把可贖回遠期合約轉讓予有關項目公司，並由該公司承擔；
- (iii) 與會計師商討處理潛在虧損的最適當方法；以及
- (iv) 探討可否藉約務更替把可贖回遠期合約轉讓予第三者，以減輕中信招致進一步虧損的風險。

146. 榮智健先生表示，他與范鴻齡先生：

“……商討後所得的共識是，涉及的可贖回遠期合約應盡快解除，這樣才能具體確定實際蒙受的虧損。我認為，在具體確定虧損額之前，這個不受控制及可能深不可測的風險，會一直猶如一把利劍懸在中信泰富頭上，中信泰富也不可能繼續如常運作和經營；這情況是不可接受的。”

147. 專責小組成員不包括張立憲先生，他被告知不要再插手對沖事宜。公司要求他擬備報告交代對沖的經過。

148. 專責小組各成員獲指派的工作概述如下：

- (i) 榮智健先生會親自設法解除可贖回遠期合約，以減少持續的虧損；
- (ii) 范鴻齡先生會負責法律事宜；
- (iii) 李松興先生會評估可否把可贖回遠期合約轉讓予中澳鐵礦／中信礦業，並由中澳鐵礦項目在項目期內承擔；以及
- (iv) 周志賢先生會與中信的會計師商討最適當的會計處理方法，尤其是可否把最終實現按公平價定值的虧損當作合資格採用對沖會計法的虧損入帳，而避免把該等虧損記入損益帳。

149. 在榮智健先生與范鴻齡先生商議後，會上進一步同意，由於面對的問題非常敏感，必須嚴加保密。只有獲指派協助調查的人員才可得知公司正面對的問題。簡而言之，僅向“有需要知情”者披露此事。

張立憲先生的病情與研訊相關

150. 當晚，張立憲先生向妻子表示有意辭職，並吐露因抑鬱症發作再度感到不適。他撰寫辭職信後，以電郵發送給范鴻齡先生。翌日(星期一)一早，范鴻齡先生作出回覆，拒絕他請辭，並表示他不用負責對沖活動，但須繼續履行其他各項職務。

151. 星期一上午中段時間左右，張立憲先生被召入榮智健先生的辦公室，他請辭但再度遭拒，隨即陷入崩潰。他返回自己的辦公室後，他的妻子告訴他，榮智健先生非常擔心他的健康狀況。

152. 精神科醫生 Barry Connell 認為(與訟各方對他的意見並無異議)，大約由九月五日起，張立憲先生：

“……處於極度困擾、受壓和抑鬱的狀態，大大削弱了他的專注力，令他難以集中精神處理日常事務(包括工作)。這種精神狀態相當可能會影響他清晰思考或作出正常判斷的能力。”

153. 因此，有充分證據顯示，張立憲先生公幹返港後，初次看到外幣風險的分析資料，約莫由那時起便陷入極度困擾的狀態。一如精神科醫生所指，這種精神狀態大大削弱他作出正常判斷的能力。這解釋了為何出席星期日會議的人士雖然明白張先生所作解說的基本梗概，但認為大部分內容(尤其是細節)雜亂無章，令人費解。還須一提的是，與會者認為，他們獲提供的各項分析資料內有些數據並不一致(姑勿論這看法是對是錯)。直接地說，就是理應有能力作出清晰、全面和完全合理簡報的公司高層財務人員，卻沒有能力這樣做。

“星期日會議”後的事件

154. 據范鴻齡先生所說，星期日會議上商定由“專責小組”進行的調查在二零零八年九月十五日大致完成。他表示，在這段期間，他全神貫注進行手頭上的調查工作，因而沒有徵詢法律意見，或以保密方式與聯交所聯絡。

155. 然而，他稱在二零零八年九月八日，即星期日會議翌日，曾親自考慮規管問題，特別是《上市規則》第 13.09(1)條的規定，即上市公司須在“合理地切實可行的情況下”，盡快通知股東可合理預期會重大影響其股份買賣的資料。由於該項規定的措詞似乎留有合理的處理餘地，加上榮智健先生擔心若過早泄露消息，當中信欲解除可贖回遠期合約時，便會被銀行“壓榨”，因此他決定把事情保密。

156. 不過，在二零零八年九月十六日，中信內部律師接獲指示，要向中信委聘的律師徵求法律意見，查詢可否暫時不發出公告，直至合約解除為止。受委聘律師所給予的意見認為可行。中信根據該意見決定當時無須聯絡聯交所。

157. 范鴻齡先生表示，當時他完全沒有想到要回看那份全屬例行發出的大昌行通函，以及通函附錄所載的“無重大不利變動”聲明。

158. 二零零八年九月八日(星期一)，榮智健先生指示 Albert Tam 先生(星期日會議與會者)，如情況可行，開始審慎地終止澳元可贖回遠期合約。為尋求支援，他更聯絡在北京的人脈，最終促成在二零零八年九月十日、十一日及十二日的多次會面。會面期間，榮智健先生試圖藉約務更替把可贖回遠期合約轉讓但不果。不過，有一些機構承諾提供財政支援。舉例來說，二零零八年九月十一日，他從中國農業銀行取得 150 億元人民幣貸款，並以 50 億元人民幣向該銀行出售一座辦公大樓；翌日，他從國家開發銀行取得另一筆為數 10 億美元的貸款。

159. 榮智健先生在證人陳述書中表示，他作出種種努力時，正值環球金融危機不斷擴大，市況一片混亂。正如他在證人陳述書中所言，“當時我一心要解決可贖回遠期合約的問題，確保中信如常運作，安然渡過財政海嘯。我沒有想到大昌行通函，也沒有把該通函與可贖回遠期合約聯想在一起。”

二零零八年九月十五日的專責小組會議

160. 至於釐清中信所承受的風險，榮智健先生表示，中信要到二零零八年九月十五日才釐清潛在虧損的程度。當天，根據對手方銀行提供的數值計算所得數據顯示，當時按公平價定值的虧損“約為 60 億港元，所有可贖回遠期合約涉及的總額約為 110 億澳元”。

現金流量分析

161. 在星期日會議後數天，中信業務發展部擬備了一份詳盡的現金流量分析資料(此為專責小組的工作之一)。分析工作由掌管該部門的執行董事郭文亮先生督導。他在二零零八年九月七日後獲增選為專責小組成員。分析資料在二零零八年九月十五日的專責小組會議上提交。

162. 進行現金流量分析的主要目的，是要測試中信是否有能力應付大量過度對沖，即中信是否有足夠流動資金，在可贖回遠期合約餘下約20個月或更長的合約期內，應付因履行合約責任按月接收槓桿金額的澳元而引致的現金流量壓力。郭先生在作供時稱，經研究該項現金流量分析後，可清楚看出中信有足夠資產和業務作為預期虧損的緩衝。簡單來說，中信可以應付此問題。

163. 該項分析假設，中信會按每份可贖回遠期合約所訂的執行匯率買入澳元，再按當時可行區間內某個預定匯率，把澳元回售給市場。²²

164. 郭文亮先生認同，如每月須接收的澳元沒有回售給市場，而是比方說在某段時間內用以支付中澳鐵礦項目的建造費用，或項目完工後的營運開支，在該段期間便不會有現金流量損失。他也認同，如澳元沒有回售給市場，而是保留至澳元兌美元匯率重返較佳水平(即匯率回升)，虧損便不會實現。

165. 郭文亮先生在作供時表示：

“……把20多個月的金額相加，計算所得的虧損總額介乎40億港元至50億港元。不過，就現金流量而言，該筆虧損會按兩年攤分；如澳元確實處於該即期匯率水平，我們便會蒙受上述虧損。然而，未來兩年肯定會有很多事情發生，其一是外匯波動，其二是即使虧損高達40億港元或50億港元，我們也有空間、時間、資產和業務[作為]緩衝，足以應付該筆虧損。”

166. 郭文亮先生作證時憶述，當現金流量分析資料在二零零八年九月十五日的會議上提交專責小組時，會上沒有人認為該項分析顯示“巨額的盈利損失”。他表示，這情況顯而易見，因為當時專責小組正研

²² 舉例來說，分析顯示，按二零零九年四月即期匯率為0.82(0.82美元相等於1澳元)計算，虧損額為1,887萬美元。在該月，根據可贖回遠期合約，中信須按平均執行匯率0.87422美元接收3.48億澳元，所需費用為3.0423億美元；該筆費用減去按即期匯率0.82把澳元回售給市場所得的金額，便得出該月的虧損額。

究多項措施以減輕資源流失。他說，該項現金流量分析反映中信顯然有能力處理因過度對沖而須接收的金額。誠然，問題確實存在，但按審裁處對郭文亮先生證供要點的理解，該公司可應付現金流量壓力至二零零八年餘下時間和二零零九年全年，即其後 18 個月，屆時貨幣市場料會回到稍為理性的狀況。因此，總括而言，在二零零八年九月十五日的會議上，沒有人認為因過度對沖而須接收的槓桿金額會在當時損害中信的財政穩健性。

167. 郭文亮先生當然認同，澳元兌美元匯率在隨後數周(即二零零八年十月)大幅下滑，情況遠遜於二零零八年九月十五日提交現金流量分析資料時所作預期。

168. 專責小組在二零零八年九月十五日的會議上就另一事項進行討論，並確認可贖回遠期合約不合資格作為對沖工具，因此按公平價定值的虧損一旦實現，便須在到期公布時記入損益帳。

為何不採取行動修訂大昌行通函或延遲刊發該通函？

169. 就責任聲明而言，每名指明人士都對大昌行通函所載內容的準確性承擔責任。提控官柏義理先生在結案陳詞時說，這類給予投資大眾的“保證”“必須與事實相符，以保持香港全球頂尖金融市場的聲譽”。

170. 毫無疑問，直接向范鴻齡先生負責的中信公司秘書處設有行之有效的程序，以確保刊發的公告及其後上載至聯交所網站的通函準確無誤。

171. 不過，這一次，中信因可贖回遠期合約而面對外幣風險這消息，以及中信正調查該風險的真正性質和範圍這事實，一直保密，只有小圈子人士知道，當中包括榮智健先生、范鴻齡先生、周志賢先生、李松興先生、Albert Tam 先生，以及協助他們進行調查的數名中信其他僱員。

172. 關於事情須保密一事，榮智健先生在證人陳述書中表示：

“當時，范鴻齡告訴我，這件事非常敏感，我們應限制中信泰富內部知情人士的數目。我們也同意，我會負責解除可贖回遠期合約，以及研究是否可藉約務更替把合約轉讓予第三者，並與銀行商討融資以提升財務穩定

性，解決中信泰富的現金流量問題。范鴻齡先生會負責日常運作，以及如常負責所有法律事務。”

173. 范鴻齡先生的憶述有點不同，但這點並不重要。重要的是，星期日會議達成共識，由於正調查的事宜非常敏感，因此調查的性質和範圍須予保密。這項決定意味此事沒有告知公司秘書陳翠嫦女士或財務管理部助理董事李國榮先生，也沒有告知負責覆核通函擬稿的人士。

174. 柏義理先生在結案陳詞時說，指明人士刻意決定把中信可贖回遠期合約的危機事件保密，也正因為這個決定，令一直行之有效的制度無法妥善運作。

175. 故此，以下為刊發通函的經過：

- (i) 二零零八年九月五日，陳翠嫦女士按常規做法，把一批文件送交范鴻齡先生批核。該等文件包括一份批准刊發大昌行通函的董事會決議書、一份董事責任承諾書，以及獨立財務顧問的意見；
- (ii) 該等文件經范鴻齡先生批簽後，發給其他指明人士傳閱。按常規做法，榮智健先生收到一封說明文件性質的中文短箋，以及經范鴻齡先生簽署的董事會決議書正本，無疑證明擬刊發通函一事已獲他批核。榮智健先生簽署文件，因為一如以往，他是以前范鴻齡先生的批核為依據；
- (iii) 所有指明人士均簽署有關文件；
- (iv) 二零零八年九月八日傍晚，聯交所完成審核。獨立財務顧問確認沒有進一步意見，陳翠嫦女士向李國榮先生發出電郵，以供作出最終核對；
- (v) 陳翠嫦女士與李國榮先生簡短通訊，請李先生留意通函擬稿的兩個部分，其一為“無重大不利變動”聲明。約一小時後，李國榮先生回覆稱沒有意見；以及
- (vi) 因此，在二零零八年九月十二日收市後，該通函上載至聯交所網站。

176. 李國榮先生在沒有收到指示的情況下，沒有理由就一份平常不過的通函向董事總經理范鴻齡先生作出特別查詢。范鴻齡先生當時正埋首評估中信外幣風險的性質和範圍，並顯然認為，為了把事情保密至完成評估為止，不必向公司秘書或李國榮先生透露消息。

177. 那麼個別人士記憶所及的情況又如何？指明人士證供的整體論調是，身為專責小組成員，他們須調查的事極為重要，根本從沒回想那份在數天前批核、被視為無關重要和例行發出的通函。

178. 范鴻齡先生在作供時承認，事後看來，如果他當時想起即將刊發的大昌行通函：

“……我會致電公司秘書，請她扣發通函和要求聯交所延長限期，並就未來路向徵詢專業意見。我會這樣做。”

第三章

有關法律的指示

179. 關於《條例》第 277(1)條所述的首三項要素，審裁處已作出若干具體法律裁定，本報告書稍後會敘述。不過，現提出以下一般法律指示。

舉證責任和準則

180. 證監會承擔舉證責任，指明人士無須承擔該責任。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。”

181. 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。”²³

良好品格

182. 市場失當行為不屬刑事性質，但對個人而言是嚴重的裁斷。在本研訊中，六名指明人士都具有清白的專業背景，而且品格良好。因此，審裁處認為他們較不可能作出指稱的失當行為。

事後孔明之虞

183. 在研訊過程中，多名代表指明人士的律師都在陳詞中指出，經仔細察究，證監會所提的主要指控，在很大程度上依據後見之明這門“精確科學”。不論實情如何，審裁處已知所警惕，別犯了以後見之明判斷指明人士所作行動的錯誤。

²³ 見一名律師(24/7) 訴 香港律師會(2008) 11 HKCFAR 117 一案。

184. 就此，審裁處考慮到 Megarry 法官的下述觀點²⁴：

“在這世上，以後見之明也無法做得更好的事情，寥寥可數。以後見之明來看事情的優勢，包括有充分端倪可判斷當前眾多因素哪些重要，哪些不重要。然而，後見之明並非衡量疏忽的準則。專業人士應達到的謹慎行事標準，須按事態發展的可能性而非憑事後回想釐定。”

作出推論

185. 如審裁處有必要通過推論作出任何裁定，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

186. 證監會提出的指控是依據兩名證人的專家證供。第一位是持有財務學碩士學位的特許財務分析師馮秀杭女士，第二位是財經事務方面的專家證人 Richard Harris 先生。

187. 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，原因是有關範疇很可能超出審裁處成員的經驗和知識範圍。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。

188. 至於民事法律程序中規管專家證供可接納性的法律原則(本報告書所述的研訊程序屬民事性質)，應着眼於該等證供能對審裁處提供的協助。就此，在 *Barings PLC 訴 Coopers & Lybrand (No 2)* 一案²⁵中，法官認為(見判詞第 45 段)：

“在任何案件中，如法院接納有一門認可的專業知識，受認可的標準及操守規則所規限，並能左右法院就所須裁定的爭議點作出決定，而所傳召的證人又能令法院信納他對有關專業知識相當熟識及了解，使得其意見可能會有助解決上述任何爭議點，則……專家證供可獲接納。”

²⁴ 見 *Duchess of Argyll 訴 Beuselink* [1972] 2 Lloyd's Rep 172 一案；該案涉及一名律師有所疏忽的指稱。

²⁵ [2001] Lloyds Report Bank 85。

189. 審裁處認為，本案中由證監會傳召的兩名專家，其一般專業知識雖獲接納，但這次所作證供似乎超出其專業知識範疇，實屬可惜。

190. 因此，提控官在結案陳詞中很少以兩名專家的證供為依據，實在毫不為奇。

191. 審裁處無法依重兩名證人所作的證供。就此，審裁處認為，代表張立憲先生的領訟資深大律師萬崇理先生在審裁處席前引用的案例適用。該案例是 *傅果權訴香港特別行政區*²⁶，由紀立信非常任大法官作出判決(見判詞第 51 段)：

“有些專家證人表達意見，並非完全或主要依據其專業知識，而是根據他們所受特定訓練範疇或經驗以外的事實推論，這種傾向完全可以理解。在民事或刑事審訊中，這顯然會妨礙按照恰當程序裁斷事實……。如意見是建基於清晰明確和符合事實的假設，以及根據證人身為某方面的專家所具備的知識而得出，該意見或會有助法院正當地裁斷事實。如證人越過上述界線，就其專業知識以外的事情下判斷，有可能造成妨礙。”

²⁶ (2012) 15 HKCFAR 524。

第四章

第 277(1)條所述的首兩項要素是否已證明成立？

第一項要素：“刊發要素”

192. 就本研訊而言，第一項須證明的要素是，各指明人士身為董事，曾授權或以其他方式牽涉入刊發大昌行通函，該通函載有“無重大不利變動”聲明。

193. 正如本報告書前文所述，中信公司秘書陳翠嫦女士在二零零八年九月五日，向中信董事會的董事發出便箋，請他們考慮並(如認為適當)批核大昌行通函。便箋夾附三份文件：第一份是董事會通過大昌行通函的決議書(尚待董事簽署)；第二份是通函擬稿；第三份是責任承諾書。

194. 從該通函可見，責任承諾書述明每名董事：

“……就核准文件所載資料的準確性，個別及與公司其他董事共同承擔全部責任。”

195. 該便箋請董事注意，在通函付印前作出修訂等的最後實際可行日期為二零零八年九月九日。

196. 接獲該便箋的所有董事均簽署並交回相關文件。²⁷

197. 基於這項無可爭議的證據，每名指明人士均曾以董事身分授權刊發該通函，這點並無爭議。

第二項要素：“市場影響要素”

198. 就本研訊而言，第二項須證明的要素是，大昌行通函所載資料(更具體而言，即“無重大不利變動”聲明)，“相當可能會維持、提高、降低或穩定證券的價格”，即中信證券的價格。

²⁷ 張立憲先生、范鴻齡先生、榮智健先生和周志賢先生在二零零八年九月五日簽署文件；李松興先生在二零零八年九月七日簽署文件。

199. 所有指明人士均呈述，證監會未能證明這第二項要素成立。因此，此爭議點須予裁定。

200. 至於條文所用的“相當可能會”字眼，審裁處已在過往多份報告書中裁定，“相當可能會”指“很可能”而並非只是“可能”發生。代表榮智健先生的領訟資深大律師余先生在陳詞中，用以下說法歸納判斷的準則：“不僅須看到某種可能性，更要證明可能性確實很高”。審裁處認同此說法具指引作用。

201. 因此，《條例》第 277(1)條所述的第二項要素須通過客觀的預測判斷裁定。審裁處無須探究該項“無重大不利變動”聲明是否只是可能對市場造成影響，足以左右中信證券的價格，而是須考慮該聲明是否確實很可能造成這種影響。

202. 一如審裁處在早前的報告書所論述，《條例》第 277(1)條旨在避免的重要損害，並不在於某人在知道有關某上市公司的資料屬虛假或具誤導性，或罔顧該資料是否屬虛假或具誤導性，或在該資料是否屬虛假或具誤導性方面有疏忽的情況下，發布該虛假或具誤導性的資料。所指的損害在於該資料很可能引致的後果，即誘使投資大眾進行該上市公司證券的交易，因而破壞及／或扭曲市場公開誠實的運作。提控官柏義理先生在陳詞時認同該論述具說服力，也認同“法例原意清晰，所規管的是會影響投資者行為並因而影響證券價格的行為，不論所產生的影響是提高、降低、穩定或維持股價。”簡而言之，他認同必須證明該行為很可能對市場造成影響。

203. 鑑於上述原因，並非所有散發的市場資料均屬《條例》第 277(1)條所指的資料。只有在考慮所有相關證據後，證明是很可能引致該條文第(a)、(b)及(c)款所述的後果的資料，才屬該條文所指的資料。

204. 柏義理先生指出，無須證明該資料是唯一的影響因素，而前提當然是資料必須屬實。經常買賣的股份，其價格在任何交易日均可能受多項因素影響，但這不會削弱審裁處剛才所作詮釋的效力。因此，本研訊所針對的資料，不論單獨還是連同其他資料而言，本身必須很可能對市場造成影響。

205. 柏義理先生在開審陳詞中表示，他會依據兩名專家證人馮秀杭女士和 Richard Harris 先生的證供，證明這第二項要素成立。不過，他在結案陳詞中並無依據他們的證供，審裁處認為他這樣做是有充分理由的。

206. 馮秀杭女士和 Richard Harris 先生在其書面報告和作供期間均表示，他們認為該“無重大不利變動”聲明在刊發當日(即二零零八年九月十二日)或該日前後，有維持或穩定中信股價的作用。不過，他們有此看法，並非基於當時中信證券的價格有任何明顯波動，或有專業分析員及／或傳媒作出評論。據審裁處理解，簡單來說，他們對此事的看法可扼述如下：雖然該項向市場散發的聲明，或許對市場沒有造成任何影響，但如可贖回遠期合約價格的真正性質和範圍當時已為人所知，則該資料肯定會對中信證券的價格造成明顯影響。據此所作的進一步推論是，該聲明沒有道出真正情況，以不實方式安撫市場。用馮秀杭女士的話來說：

“因此，中信股價維持在高於其應有的水平……”

207. Richard Harris 先生在其報告中支持這看法。他表示：

“市場沒有顯示外匯合約引致未實現虧損的程度，情況維持至該盈利警告發出為止。該聲明給人的印象是該公司沒有出岔子。”

208. Richard Harris 先生續說：

“環球金融危機正在蔓延，有關該公司的消息相對較少，令市場更加想當然地認為該公司狀況穩健……”

209. 因此，Richard Harris 先生表示：

“……不披露有關資料[因可贖回遠期合約而承擔外匯風險的資料]，意味股價得以維持和穩定的時間較預期為長。”

210. 審裁處認為，就法例釋義而言，兩名專家證人(當然他們沒有以法律專家自居)這個共同看法有誤。《條例》第 277(1)條所述的第二項要素，要求這些相當可能會(即很可能)維持、提高、降低或穩定證券價格的資料，必須是已實際發布，而非理應發布。理應發布的資料，即證明屬虛假的資料，屬《條例》第 277(1)條所指罪責的第三項要素。

211. 至於本研訊須處理的主要爭議點，即維持、提高、降低或穩定證券價格這點，審裁處信納，按立法目的作出詮釋，如任何人在香港或其他地方散發或牽涉入散發資料，而符合若干情況，其一是該資料

(即所散發的資料)相當可能會產生維持、提高、降低或穩定證券價格的作用，即構成《條例》第 277(1)條所指的罪責。

212. 其後須證明的另一構成罪責的要素，就是所發布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。

213. 把第二及第三項要素分開，有其重要作用。我們必須按合理界線界定規管方面的罪責。資訊是金融市場的命脈。香港是全球其中一個最繁忙的金融市場，在任何交易日都有無數的通訊進行，全部都載有直接或間接地與市場有關的資料。整體來看，絕大部分通訊根本無關重要，因為對市場並無影響，也不會誘使他人進行證券交易。這類通訊即使經查核後證實在某事關重要的事實方面屬虛假或具誤導性，也不屬《條例》第 277(1)條的規管範圍。然而，若通訊所載資料相當可能會影響市場，或誘使他人進行證券交易²⁸，撰寫人便須依法小心處理，確保資料在某事關重要的事實方面並非屬虛假或具誤導性。審裁處認為，《條例》第 277(1)條的結構表明，立法機關選擇以上述方式劃定所需的合理界線。

214. 柏義理先生在結案陳詞中，只提及第二項要素的法例釋義(該釋義符合審裁處剛才作出的詮釋)，即須由證監會證明中信實際發布的資料本身相當可能會對市場造成影響。柏義理先生沒有表示“無重大不利變動”聲明相當可能會提高中信證券的價格，而是呈述這項聲明相當可能會有“維持”該等證券價格的作用。由於沒有證據證明市場在二零零八年九月十二日或該日前後對刊發該項聲明有實際反應，他的陳詞內容籠統。如他所述，“無重大不利變動”聲明發出時，正值環球市場(包括香港市場)波動，對全球金融危機逐步浮現的憂慮日增。在此情況下，中信發出聲明指，就其董事所知，公司的財務狀況並無出現任何重大不利變動(即董事不知悉有任何該類變動)，此舉會令市場安心，從而令股價得以“維持”。他表示，該聲明實際上表明財務狀況良好，以向市場保證“業務如常運作”。

215. 重要的是，柏義理先生不是說，“無重大不利變動”聲明相當可能會因得以“維持”及／或“穩定”中信股價而對市場造成影響。他沒有以穩定股價的概念為依據，儘管 Richard Harris 先生以專家身分作供時說，“就本案而言”，他考慮到有關維持和穩定股價的雙重概

²⁸ 指第 277(1)條第(a)及(b)款。

念。²⁹ 因此，根據柏義理先生的陳詞，“無重大不利變動”聲明很可能純粹令中信證券的價格大致保持在某個水平，從而維持其價格，實無須假定股價“事前曾出現升勢或跌勢”。正如柏義理先生所言，只要投資者依據虛假或具誤導性的資料作出投資決定，便無須提出正當或合理理由說明，為何股價必定要出現升勢或跌勢，才可“維持”股價。

216. 柏義理先生稱，無須有直接證據證明投資者曾受影響。中信對財務狀況的保證，顯然會影響投資者在當時或大概在那個時間所作的投資決定，尤其是時值全球市況日益動盪。他認為，如推斷“無重大不利變動”聲明雖已刊發，但從來無人閱覽，這說法毫無根據。他引述馮秀杭女士的證供指，市場上總有人細閱每份公告，並逐一分析；若說無人看過大昌行通函並把其內容消化，這實在令人極為驚訝。該通函只稱“業務如常運作”，這項重要事實無須置評。

217. 柏義理先生促請審裁處按實際情況和常理作出判斷。在有關時間，中信是藍籌股，(在二零零八年九月初至十月期間)每日成交額介乎 6,000 萬港元至 3 億港元。他表示，投資者組別很可能包括大型機構投資者和散戶投資者。當時市場風聲鶴唳，流動資金日趨緊絀，營商環境極為嚴峻。他說，正是在這些不尋常的市況下，中信在二零零八年九月十二日發出通函指，無論日常挑戰如何，董事保證就其所知，中信的財務狀況並無出現任何重大不利變動。他指出，按常理來看，在這些情況下發出公告，必然可令市場安心，故這必屬維持中信證券價格的重要因素。為支持他所指應按實際情況作出判斷的說法，柏義理先生引述上訴法庭在香港特別行政區訴杜軍一案³⁰所作判決，當中述明，在本審裁處席前研訊的這類案件中，按常理作出判斷往往是可取的做法。雖然專家或會作出精密繁複的分析，但這些分析有時會令本非如此複雜的事情(即相當可能會對一般合理投資者造成的影響)，變得模糊不清。

218. 審裁處當然接納上訴法庭所言具十足效力。不過，上訴法庭並非規定在所有情況下都須採用的準則。案情至關重要，這原則不言而喻。換句話說，按常理判斷而得出正確(和公正)分析的情況或會經常出現，但所有審裁處的主要職能是先查找與有待裁定的爭議點相關的

²⁹ 就此，榮智健先生的代表律師余先生與 Richard Harris 先生曾有以下對話：

“問：你既把維持或穩定相提並論，據你理解，你大致上把這兩個詞視作同義詞，對嗎？”

答：就本案而言，是的。”

³⁰ 刑事上訴 2009 年第 334 號一案判詞第 107 段。

證據，然後按適用的舉證責任及準則，權衡證據的份量。就本案而言，舉證責任由始至終在於證監會，證監會須根據相對可能性的衡量準則，證明“無重大不利變動”聲明相當可能會(即很可能)對中信證券的價格造成某種形式的影響，誘使他人進行該等證券的交易；本案所指的影響，是維持該等證券的價格。審裁處須解答的是，根據席前的證據，有關預測判斷是否已直接證明符合既定的準則，又或在考慮所有證據後，認為情況肯定如此的推論是否已確立為令人信服的推論。

219. 審裁處就此爭議點作出裁定時考慮到，上市公司向公眾發布的資料根本沒有造成影響，但皆因毫無影響令股價完全沒有變動，便可說成是該資料使該公司的股價得以“維持”。不過，審裁處認為，該說法不足以證明條例第 277(1)條所述的第二項要素成立，甚至剛好相反。

220. 正如早前所述，須裁定的爭議點必須依據案情考慮。就此，審裁處審視大昌行通函，並考量指明人士的代表律師提出的多項觀點。該等觀點概述如下：

- (i) 中信經常刊發公告。因此，通函所載公告並非不尋常，也不屬罕見而須特別注意；
- (ii) 還須指出的是，通函所述的交易實屬平常，涉及收購兩家汽車公司的股權，而且是由大昌行(中信非全資附屬公司，本身也是上市公司)而非中信進行收購；
- (iii) 該宗交易的詳情在二零零八年八月中(即數星期前)已公布周知，並無引起市場任何形式的關注。鑑於該宗交易為數 1.43716 億港元(不足 1,900 萬美元)的總代價，在任何情況下都會從大昌行而非中信的資金撥付，沒有引起市場關注是可以理解的；
- (iv) 除了“無重大不利變動”聲明(見於通函第 43 頁)和某些有關中信的其他意料之內的一般細節外，該份在二零零八年九月十二日刊載於聯交所網站的通函，並無提出任何新消息給市場消化；以及
- (v) 在收購兩家汽車公司的交易中，中信在財務方面的參與(即使間接而言)基本上微不足道。二零零七年，大昌行有

56.6% 股權由中信持有，資產淨值為 23.99 億港元。正如鄧樂勤先生所言，中信根據《上市規則》計算的代價比率、資產比率和盈利比率均少於 1%。因此，即使間接而言，該宗交易對中信顯然無足輕重。

221. 審裁處固然也考慮到不少專業分析員肯定會直接閱覽大昌行通函中有關中信本身的資料，即“無重大不利變動”聲明。然而，正如 Richard Harris 先生所論述，當時沒有關於中信的特別消息，因此審裁處認為，當時並無特別因素促使市場人士探究該公司的財務狀況是否有重大變動。誠然，當時幾乎所有市場都受到環球金融危機的影響，許多在這些市場進行交易的公司也被波及；市場必定普遍受壓。然而，在審裁處席前沒有證據顯示，市場的注意力會特別集中於中信這類亞洲貿易企業集團，因而也沒有顯示“無重大不利變動”聲明相當可能會給人一種保證(或再三保證)，足以藉維持中信股價而對該股價造成影響。

222. 那麼，有沒有證據顯示市場對中信刊發該通函有任何反應？馮秀杭女士表示，她曾翻查報章報道、分析報告及同類資料，查看市場有否對大昌行通函作出任何反應，但一無所獲。以下對話確認事實的確如此：

“主席：你曾說，[翻查資料的]目的之一，是查看能否找到確鑿證據顯示市場已把通函內容消化並據之作出行動。你沒有找到確鑿證據顯示市場已把通函內容消化並據之作出行動，這說法正確嗎？”

馮秀杭女士：正確。”

223. 在該通函刊發時或大約在該時間，有沒有證據顯示中信證券的價格受到任何形式的影響？有關股價變動的數據，見本報告書附錄 D 所載的列表³¹。該列表顯示，在二零零八年九月十二日後的首個交易日，即二零零八年九月十六日，中信股價下跌 5%，恒生指數的跌幅幾乎一樣，約為 5.4%。馮秀杭女士作供時稱，她曾研究股價變動，希望找出證據，支持“無重大不利變動”聲明令股價得以維持這論點，但沒有發現通函對股價造成任何重大影響。正如她所說，該聲明刊發時沒有對股價造成重大影響，意即既沒有拉低股價，也沒有幫助推高股價。其後，馮女士與榮智健先生的代表律師余先生之間有以下對話：

³¹ 該列表以附錄形式夾附在馮秀杭女士向審裁處提交的專家報告中。

“余先生：也許因為沒有人看過，對嗎？沒有人看過該通函或沒有人據此作出行動。正確嗎？”

馮女士：有此可能，也可能是人們看了該通函但認為沒有影響……”

224. 在股價變動沒有定論的情況下，證人給予上述答覆時承認，“無重大不利變動”聲明可能“沒有影響”，換言之，可能對中信股價沒有造成任何影響。

225. 其後不久，馮女士與主席有以下對話：

“主席：或許，你是否同意這樣說，沒有證據顯示，股價在緊接這份公告刊發前出現波動及／或呈下行趨勢，而在緊接公告刊發後趨向平穩及維持在某一價格？”

馮女士：是的。[意即我同意]”³²

226. 提控官傳召的另一名專家證人 Richard Harris 先生在其報告附上圖表，顯示二零零八年六月一日至十二月三十一日中信股價的表現，並與恒生指數(“恒指”)的走勢比較。他在該份報告的圖表正下方說明，圖表顯示“該股份直至二零零八年十月六日左右為止的表現與恒指的走勢大致相若，其後開始跑輸恒指。”簡而言之，他認同，在“無重大不利變動”聲明於二零零八年九月十二日刊發前數星期，中信股價與恒指走勢大致相若，情況持續至該聲明刊發後至少三星期。

227. 總的來說，關於“無重大不利變動”聲明的影響，兩名專家證人進行的調查顯示，沒有證據證明有絲毫影響，或至少可以說他們的調查根本並無定論。歸根究柢，似乎是審裁處所指他們的看法有誤。正如審裁處在較早前所述，由於缺乏具體證據，兩名專家似乎大致認同，雖然該項向市場散發的聲明，或許對市場沒有造成任何影響，但如可贖回遠期合約風險的真正性質和範圍為人所知，則肯定會影響股價。

228. 為對 Richard Harris 先生公平起見，他確曾指出，鑑於當時環球市況波動，“無重大不利變動”聲明會令市場安心，從而維持或有助維持股價。不過，這是回答問題所作的一般陳述，在沒有數據佐證下

³² 代表律師余先生隨即向證人求證，她的答覆是否表示她曾嘗試找出主席所指的證據但一無所獲。證人同意。

純屬臆測。Richard Harris 先生在作供時同意，在“無重大不利變動”聲明刊發之前，市場並無有關中信的特別消息，因此沒有特別理由期待中信會作出任何形式的保證以示一切安好。

229. 依照柏義理先生的建議，按實際情況和常理作出判斷又如何？此舉的困難在於，除了環球金融危機加劇可能令所有市場全部上市公司受壓這事實外，在審裁處席前呈交的證據沒有顯示，中信(或中信這類公司)當時正受到市場格外注視，也沒有證據證明，中信股價在公告刊發前數天或數星期有異常波動，而在公告刊發後回穩(即股價靠穩)。

230. 根據柏義理先生的陳詞，當然無須證明市場有任何正面或負面反應。柏義理先生引用《柯林斯英語詞典》(Collins Cobuild English Dictionary)指，“把某事物維持在某個幅度或水平，即是把它保持在該幅度或水平”(if you maintain something at a particular rate or level, you keep it at that rate or level)。然而，審裁處信納“維持”這個概念還包含因果關係。就此，《牛津英語大詞典(簡編本)》(New Shorter English Dictionary) (第四版)載述，就事態或狀況而言，“維持”是指“使繼續”(to cause to continue)。

231. 余先生在陳詞中表示，如須找出因果關係，就要把“維持”證券價格的概念理解為抗衡波動的趨勢。由此可見，這個概念與穩定股價的概念接近，兩者也常一併使用。舉例來說，在*澳洲證券及投資監察委員會訴 MacDonald 及其他人(第 11 號)*一案³³中，某公司面對石棉相關疾病的損害索償並發出公告，表示有足夠資金應付所有合法申索。該公告屬虛假陳述，意圖令市場作出正面反應。上訴法院(新南威爾士最高法院)³⁴認為，此舉很可能達至的結果，是誘使公告讀者繼續持股並採取觀望態度，從而“維持或穩定股份市價”。

232. 在同一判決中，法院強調，如公告對股價沒有重大影響，便不能視作“維持”股價。必須證明有某種因果關係。舉例來說，在審理公司向一小撮專業融資人所作的申述時，法院得出以下裁定：

“然而，對於 Edinburgh 的申述，本席並不信納 McDonald 先生向三名分析員、機構投資者或基金經理作出的陳述，相當可能會對他們產生 Humphris 先生[專家證人]所述的效果。事實上，他們均沒有被誘使向外推介買入[這

³³ (2009) 256 ALR 199。

³⁴ Gzell 法官作出的判決。

些]股份。沒有買入股份表明有關陳述其實可能沒有對市場起維持或穩定的作用。” {斜體為本文所加，以示強調}

233. 當然，總有些情況並不可能找出具體的因果關係，但在考慮所有相關證據後仍可信納所得推論是股價得以維持。然而，正如前文所述，要如此推論，必須令人信服，但審裁處未能從所得證據中得出具如此說服力的推論，就連稍具說服力的推論也未能得出。

234. 為何證據如此缺乏？審裁處認為，其中一個因素很可能是市場當時顯然已設想中信狀況穩健，這也是 Richard Harris 先生在其報告中指出的因素。正如他所述：“環球金融危機正在蔓延，有關該公司的消息相對較少，令市場更加想當然地認為該公司狀況穩健……”。因此，沒有證據推論市場(即一般合理投資者)正等候中信作出若干保證，表明已知的失利不會對中信的財務或交易狀況造成重大影響。簡而言之，市場沒有特別理由期待中信會作出保證(或再三保證)。澳洲證券及投資監察委員會訴 MacDonald 及其他人一案卻截然不同，公眾已知悉該公司正面對石棉相關疾病的損害索償，因此希望公司保證財政穩健。

235. 在陳詞過程中提出的另一事項是，大昌行通函，或更具體地說，通函所載的“無重大不利變動”聲明，何以沒有引起任何特別關注。這是因為正如本報告書第一章所述，《上市規則》第 13.09(1)條規定，上市公司須在合理地切實可行的情況下，盡快通知股東可合理預期會重大影響股價的資料。標題為“一般披露責任”的章節載述：

“一般而言，除遵守本章的各項具體規定外，發行人須在合理地切實可行的情況下，盡快向本交易所、發行人的股東及其上市證券的其他持有人通知任何與集團有關的資料(包括與集團業務範圍內任何主要新發展有關的而未為公眾人士知悉的資料)，該等資料為：

- a) 供上述機構、人士及公眾人士評估集團的狀況所必需者；或
- b) 避免其證券的買賣出現虛假市場的情況所必需者；或
- c) 可合理預期會重大影響其證券的買賣及價格者。”

236. 在此須指出，審裁處注意到，《上市規則》第 13.09(1)條和第 14.08 條規管的通訊範疇不同。《上市規則》第 13.09(1)條的條文規定，公司須把一般稱為“股價敏感”的資料通知股東，《上市規則》第 14.08 條則施加另一項規定(本報告書稍後會探討箇中原因)，着眼於對公司財政穩健性造成更重大和持久影響的資料。從所用的字眼可見，這項規定更為嚴格：公司的“財務狀況沒有重大不利變動”。

237. 基於上述背景，在 Richard Harris 先生作證過程中有以下對話：

“余先生：你提出[該‘無重大不利變動’聲明維持及／或穩定股價]的原因之一，是該無重大不利變動聲明令人覺得公司業務如常運作，是嗎？”

答：我相信是。

余先生：但我想問你，即使沒有重大不利變動聲明，即使公司沒有發出通函，基於第 13.09 條的規定，如公司知悉會對股價造成重大影響的資料，投資者不是也有權預期公司會作出公布嗎？

答：是的。

余先生：因此，該無重大不利變動聲明實際上沒有增加投資者所掌握的資料，因為除非公司發布不利消息，否則投資者已假設業務如常運作。這正確嗎？

答：正確。”

238. 余先生把上述對話轉告另一名專家證人馮秀杭女士，並問她是否同意 Richard Harris 先生的答覆。她表示同意。

239. 審裁處認為，余先生在這方面的陳詞，以及兩名專家證人對他的說法表示認同，均應予以適當考慮。

審裁處就第二項要素所作裁定

240. 基於上述理由，鑑於毫無證據證明該“無重大不利變動”聲明在刊發時或大約在該時間，曾對市場產生實際影響，加上幾乎毫無基本證據可供作出推論，審裁處裁定，沒有證據顯示該“無重大不利變

動”聲明曾對市場造成任何影響，即曾影響一般合理投資者的行動，使中信證券的價格得以維持(或穩定)。³⁵

241. 審裁處當然知道，《條例》第 277(1)條所述的第二項要素須通過預測判斷裁定。所須探究的問題，並非是否有證據顯示刊發該聲明曾造成任何影響，而是該聲明在刊發時是否很可能造成影響，足以維持中信證券的價格。審裁處認為，兩者不單語意不同，更有實質區別。舉例來說，或許有關資料發布時確實很可能對市場造成影響，以致維持、提高、降低或穩定證券價格，但其間卻因發生某些重要事件而沒有造成該影響。

242. 不過，審裁處斷定，關於可能性的問題不能憑空作答，而是要盡量按具體事實(或具體事實欠奉一事)和相關情況判斷。在 *Tillmanns Butcheries Pty Limited 訴 Australian Meat Industry Employee's Union* 一案³⁶中，Deane 法官裁定(見判詞第 381 至 382 段)：

“……倘若行事依循常軌但沒有造成指定的影響，法院很少會認為有充分理據可對事件的啓示置之不理，而裁斷該行為雖沒有造成指定影響，但造成該影響比不曾造成該影響的可能性更大。”

243. 同樣，在 *澳洲證券及投資監察委員會 訴 Macdonald(第 11 號)* 一案³⁷中(見判詞第 1067 段)提及：

“……凡對事件發生的可能性有爭議，並掌握相關事實，便應按事實而非主觀推測來裁斷。”

244. 基於上述案例，並考慮到所有相關證據，審裁處裁定，沒有證據顯示該“無重大不利變動”聲明在刊發時或大約在該時間，很可能會有維持(或穩定)中信證券價格的作用。

³⁵ 審裁處作出裁定時，沒有忽視所謂“有效率市場的假設”，即假設股票市場資訊流通，市場會吸收和處理所有公開的資料。據此，假設香港股市屬有效率市場，會處理所有相關資料，包括該項“無重大不利變動”聲明，而股價沒有因而受到影響，原因必然是該資料實質上指“業務如常運作”，正是一切如常使股價得以維持。儘管如此，審裁處須按照具約束力的法律原則而非經濟學假設作出裁定，不論該等假設是如何精確和備受認可。當然，經濟學假設有時會支持對事實或法律的裁斷，但審裁處認為本案不屬這類情況。

³⁶ (1979) 27 ALR 367。

³⁷ 上文已引述：見[原文如此]。

245. 經考慮所有情況後，鑑於上述理由，審裁處裁定無法證明《條例》第 277(1)條所述第二項要素成立。無法證明該要素成立，這點一律適用於每名指明人士，意即他們各人均須被裁斷為沒有干犯市場失當行為。

第五章

第 277(1)條所述的第三項要素是否已證明成立？

246. 證監會須證明的第三項要素是該無“重大不利變動”聲明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，以及指明人士在二零零八年九月九日已知悉該事實。

247. 一如第二項要素，所有指明人士均呈述，證監會未能按既定準則證明該第三項要素成立。因此，此爭議點也須予裁定。

248. 現再次引述該無“重大不利變動”聲明的內容如下：

“除本通函披露者外，就董事所知，本集團自二零零七年十二月三十一日（即本公司最近期已刊發經審核帳目的結算日）以來的財務……狀況……無出現任何重大不利變動。”

249. 證監會提出的指控（載於證監會通知第 7 段）如下：

“在 2008 年 9 月 9 日，中信的財務狀況已因中信訂立多項累計目標可贖回遠期合約所導致的狀況而實際上出現了重大不利變動。由於指明人士於 2008 年 9 月 9 日已知悉該重大不利變動，故該陳述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。這一點從該公告中清楚可見，當中表示中信‘[在]二零零八年九月七日察覺到[主要由累計目標可贖回遠期合約]帶來之潛在風險’，早於刊發該通函及該通函所確定的‘最後實際可行日期’。”

250. 為免含糊，有必要再次強調，就中信所發公告指，在二零零八年九月七日（即星期日會議當天），公司察覺到該等可贖回遠期合約帶來的潛在風險，指明人士不接納該公告等同在任何形式上承認在該日知悉該集團的財務狀況有“重大不利變動”。

251. 話雖如此，當是次研訊檢視所須證實的事宜時，從無爭議的是，為證明第三項要素成立，證監會須證實以下兩項事宜：

- (i) 以客觀事實判斷，在二零零八年九月九日，中信的財務狀況已出現重大不利變動，故不僅是瀕臨或相當可能會發生重大不利變動，而是已有實際變動；以及
- (ii) 中信董事在當天知悉上述變動已出現。

馮秀杭女士的佐證資料

252. 證監會所提指控是依據兩名專家的證供。第一位是馮秀杭女士，她在二零一四年十一月七日作出陳述書；第二位是 Richard Harris 先生，他在二零一五年二月十六日提供專家意見。

253. 馮秀杭女士在陳述書中稱，證監會告知她在二零零八年九月九日有若干資料是中信所知的。為方便參考，馮秀杭女士把該等資料載於標示為“資料 A”至“資料 F”的多個資料夾內。各資料夾載有在不同時間所得的資料。Richard Harris 先生也是以該等資料作為依據。

254. 馮秀杭女士認為，“資料 A”和“資料 B”是最早的數據，在當時對中信的財務狀況無關重要。如她所說，就“資料 B”而言：

“……難以判斷這些資料如為投資大眾所知，在不知道須接收澳元的執行匯率的情況下，是否相當可能會影響中信股價。如執行匯率低於當時的即期匯率，便會有從接收澳元所得按公平價定值的收益確認入帳。相反，如執行匯率高於當時的即期匯率，則有按公平價定值的虧損確認入帳。如執行匯率與即期匯率同價，不會有按公平價定值的收益或虧損確認入帳。因此，我認為，斷定“資料 B”為公眾所知時相當可能會影響中信股價，言之尚早。”

255. 有一點必須注意，就上述引文而言，馮秀杭女士着眼於有關資料如為公眾所知相當可能會對中信股價造成的影響。因此，她的焦點在於相當可能會對市場造成的影響。代表指明人士的律師均批評這個看法，因為此觀點混淆了兩個獨立和截然不同的概念，即“股價敏感度”和“公司財務狀況的重大不利變動”。

256. 基於本章稍後所載理由，審裁處信納該兩個概念應加以區分，而馮秀杭女士的專家證供把兩者混為一談，分量大打折扣。

257. 馮秀杭女士認為，“資料 C”至“資料 F”所載的數據，對中信財務狀況事關重要。她在陳述書中就上述資料夾逐一論述如下：

(i) 資料 C

資料 C 揭示，根據中信財務部在二零零八年九月四日編製的情境分析，截至二零零八年八月二十九日，澳元可贖回遠期合約、歐元可贖回遠期合約和雙貨幣可贖回遠期合約按公平價定值的虧損為 31.7 億港元。按公平價定值的虧損額巨大，相當於中信二零零八年首六個月純利的 72.4%，二零零七年純利的 29.2%，以及二零零八年六月三十日資產淨值的 5.2%。資料 A 披露，可贖回遠期合約按公平價定值的虧損已記入中信的損益帳。因此，我認為按公平價定值的虧損對中信財務狀況事關重要。儘管該筆虧損屬“未實現”虧損，並會隨澳元和歐元即期匯率走勢不時變動，但當時環球金融市場波動，前景不明，投資大眾可能對該股份十分審慎。此外，該筆巨額虧損顯示中信採取投機和魯莽的財資管理手法，與投資者心目中企業集團一貫審慎及優質的管理方法不符。因此，我認為如資料 C 為投資大眾所知，中信股價相當可能會大幅下調。³⁸

(ii) 資料 D

根據資料 D，情境分析顯示，澳元及歐元即期匯率愈低，按公平價定值的虧損額和須接收的澳元及歐元金額也愈大。根據彭博的資料，在二零零八年九月四日，澳元及歐元即期匯率分別為 0.8341 及 1.4471。情境分析顯示，估計按公平價定值的虧損介乎 46 億港元至 66.34 億港元，相當於中信二零零八年首六個月純利的 105% 至 152%、二零零七年全年純利的 42% 至 61%，以及二零零八年六月三十日資產淨值的 7.5% 至 10.9%。因此，按公平價定值的虧損對中信財務狀況事關重要。

此外，按二零零八年九月四日的即期匯率計算，根據可贖回遠期合約及雙貨幣可贖回遠期合約須接收的澳元金額估計介乎 67.05 億澳元(約 436 億港元)至 77.13 億澳元(約 502 億港元)。假設在未來 24 個月分期等額接收該筆澳元，中信每期須買入 2.79 億澳元至 3.21 億澳元(即 18.2 億港元至 20.9 億港

³⁸ 馮秀杭女士再從投資大眾的反應這角度，就何謂“重大性”提出意見。她表示，雖然按公平價定值的虧損仍“未實現”，因而會不時變動，但市場極可能反應審慎，甚或會因認為公司管理不善而作出反應。基於稍後探究的理由，審裁處信納，上述事宜是與股價敏感度而非“重大不利變動”有關的典型事宜。

元)。這會對中信財務狀況帶來非重沉重的壓力，因為截至二零零八年六月三十日，中信存於銀行的現金總額為 107 億港元，只足夠根據合約支付約六個月須接收的澳元。市場參與者會推斷，中信在履行責任買入須接收的澳元時，或會面對嚴重的現金流量問題。如中信決定終止合約，會即時具體確定按公平價定值的虧損。

根據可贖回遠期合約招致的按公平價定值虧損和須接收的澳元金額龐大，不但會對中信財務狀況及現金流量情況帶來嚴重的不利影響，也揭露中信的風險及財資管理不善。可贖回遠期合約引致的巨大外匯風險，說明中信管理層正在賭澳元的走勢，而非就外匯需求進行對沖。投資者會對中信管理層失去信心，股價因而會有下調壓力，以反映投資該股份的風險增高。由於出現該筆按公平價定值的虧損和巨大的澳元風險，當有關資料向投資大眾發布時，中信股價相當可能會大幅下調。

(iii) 資料 E

資料 E 揭示，根據財務部在二零零八年九月七日擬備的資料，截至二零零八年八月二十九日，按澳元即期匯率 0.8578 計算，單是澳元可贖回遠期合約引致的按公平價定值虧損約為 31.19 億港元。這數字高於二零零八年九月四日擬備的資料 C 所披露的 28.38 億港元按公平價定值虧損。由於資料 E 在較後日期(二零零八年九月七日)備妥，按公平價定值虧損的數字應已更新。正如第 48 段所論述，我認為資料 C 對中信財務狀況事關重要，如為投資大眾所知，相當可能會令中信股價大跌。資料 E 與資料 C 內容相若，但所顯示澳元可贖回遠期合約引致的按公平價定值虧損數額更大。因此，我認為資料 E 對中信財務狀況也事關重要，一旦為投資大眾所知，也會如資料 C 一樣，對中信股價帶來類似的負面影響。

(iv) 資料 F

資料 F 披露，如澳元及歐元即期匯率分別為 0.82 及 1.43，根據可贖回遠期合約買入澳元會導致 523,329,897 美元(約 40.8 億港元)的虧損。這數字低於資料 C 情境分析所載、以相同的澳元及歐元假定即期匯率計算的 60 億港元按公平價

定值虧損。不過，資料 F 所載的數字並非按公平價定值，而是假設澳元及歐元即期匯率在直至二零一零年十月的整段期間分別維持在 0.82 及 1.43 的水平不變，預計在該段期間可贖回遠期合約每月產生的利潤或虧損。

資料 F 揭示，二零零八年九月至十二月這四個月期間，澳元可贖回遠期合約帶來的預計收益為 1,358 萬美元(或 1.059 億港元)，但二零零九及二零一零年的預計虧損分別為 2.244 億美元(或 17.5 億港元)及 3.125 億美元(或 24.38 億港元)。與中信在二零零七年錄得純利 108.4 億港元比較，澳元可贖回遠期合約在二零零九及二零一零年引致的預計虧損，對中信的財務狀況事關重要。

再者，根據彭博的資料，在二零零八年九月五日(星期五)，澳元及歐元即期匯率分別為 0.8081 及 1.4207，較資料 F 用作計算虧損的假定即期匯率更低。因此，中信蒙受的虧損會高於 5.23 億美元。我認為，如資料 F 為投資大眾所知，中信股價相當可能會大幅下調，因為可贖回遠期合約招致龐大虧損，以及中信管理層進行巨額外匯投機活動令市場失去信心。

258. 審裁處已清楚表示，審裁處認為馮秀杭女士作出上述結論時，把“股價敏感度”和“公司財務狀況的重大不利變動”這兩個不同的概念混為一談。簡單扼要來說，她所得結論(主要)建基於錯誤的前提。

259. 那麼，依審裁處判斷，“公司財務狀況的重大不利變動”這個概念的主要特點為何？

釋義指引

260. 審裁處在了解“公司財務狀況的重大不利變動”這個概念的性質和涵蓋範圍時，注意到《上市規則》及《條例》均沒有界定這個概念。與訟各方也沒有向審裁處提述任何有助釐清此概念的香港法例。

261. 因此，審裁處作出指示，表明此概念在本案中出現於規管條文，須按該條文加以釐定。就此，審裁處確認，“法例釋義與憲法及合約釋義的適當起點，是按文意和目的審視相關措詞或條文。”³⁹ 審裁處

³⁹ 根據首席法官馬道立就梁振英訴何俊仁 (2013) 16 HKCFAR 735 一案的判詞第 753 頁。

進一步確認，除文意和目的另有所指外，措詞應按正常和一般涵義詮釋。⁴⁰

262. 審裁處認為，在大昌行通函加入“無重大不利變動”聲明，顯然是依據《上市規則》的規定向股東作出，主要目的是向他們保證中信的財務狀況沒有因通函所論述的關連交易而出現重大不利變動，以及較概括地向他們保證，自上次刊發經審核帳目以來，公司並未出現這類變動。⁴¹

263. 重要的是，基於本章稍後所述的理由，審裁處信納，中信須按規定通知股東其財務狀況自上次刊發經審核帳目以來有否出現重大不利變動，並非純粹是要讓股東得知董事是否知悉股價敏感資料，或是要就一般財政“穩健”狀況作出若干有關保證，這兩個目的都是證監會代表律師所主張的。這是一項較具體的規定，關乎中信的財務狀況有否出現重大變動，以致有損該集團的財政穩健性，所造成的不僅是暫時影響，而是就所有情況而言均屬持久影響。

“重大不利變動”的主要特點

264. 有關各方在陳詞過程中，最常依據的案例是皇座法庭轄下商業法院在 *Grupo Hotelero Urvasco SA 訴 Carey Value Added SL* 一案⁴²所作的判決。該案須考慮如何詮釋貸款協議內的“重大不利變動”條款，主要爭議點在於借款人的財務狀況是否曾在某段指定期間出現重大不利變動，令貸款人認為借款人違責⁴³。

265. 在 *Grupo Hotelero* 一案中，法院就私人商業協議所訂的合約責任作出判決。有關各方向審裁處提述的其他判決，也與商業協議而非公共規例事宜有關。然而，《上市規則》有關作出“重大不利變動”公告的規定，本身屬典型商業規定，旨在告知股東公司的財政是否穩

⁴⁰ 根據首席法官李國能就香港特別行政區 訴 張冠賢 (2009) 12 HKCFAR 568 一案的判詞第 574 頁。

⁴¹ 大昌行通函詳述一宗基本上不重要的關連交易。不過，並非所有關連交易均屬平常交易；當中不少或會顯示對公司財務狀況會有十分重大影響的事宜。

⁴² [2013] EWHC 1039 (Comm)。

⁴³ 就案情事實綜合而論，申索人 GHU [Grupo Hotelero Urvasco] 向 Carey [Carey Value Added] 提出損害賠償申索，原因是後者未能按貸款協議墊付款項，以致 GHU 無法完成一個在倫敦的建築發展項目。就此，Carey 提出兩個主要抗辯理由。正如 Blair 法官在判詞第 5 段所說，首個抗辯理由關乎 Carey 所指 GHU 因陷入財困而“財務失責”，而財困與西班牙物業市場崩潰有關。Blair 法官稱，該論據引起重要爭議點，就是“國際上常見於企業貸款協議”的“重大不利變動”條款的適用情況。

健，這比公司當時是否掌握股價敏感資料更為重要。因此，審裁處認為，該項《上市規則》規定須理解為按商業用語解讀的規定。

266. 就此，審裁處留意到，在區分依據《上市規則》第 13.09 條施加的責任和作出“重大不利變動”公告的獨立責任方面，《上市規則》本身必然是刻意參照私人商業法例中眾所周知的商業概念擬訂第二項責任。簡而言之，首項責任規定公司須披露可合理預期會重大影響其股份買賣及股價的資料，即實質上屬股價敏感資料。然而，第二項責任規定公司須公布自上次刊發經審核帳目的結算日以來，財務或交易狀況是否曾出現任何重大不利變動。這兩項責任的措詞有別，產生了以下問題：如非有意區分這兩項責任，為何兩者以不同措詞擬訂？這又引起另一問題：如非有意以普通法地區普遍用於私人商業事宜的字眼表達某個特殊的商業概念，為何以此等字眼描述該概念？

267. 至於“公司財務狀況的重大不利變動”這個概念的具體組成部分，必須先了解普通法法學如何理解“重大性”的概念。

A. 重大性

268. Blair 法官在 *Grupo Hotelero* 一案嘗試就重大性這個爭議點下定義時表示(見判詞第 356 和 357 段)：

“《銀行法百科全書》指……‘一般而言，如財務狀況出現不利變動，令銀行完全拒絕貸款或開出遠較平日苛刻的貸款條款(例如在保證金、到期日或抵押品等方面)，則該不利變動可視為重大’。Zakrzewski [這課題的美國學術作者]的看法略為不同。他認為，任何變動如嚴重影響借款人的還款能力，或更廣義而言，大大增加貸款人所受風險，即屬重大。換言之，不利變動須嚴重影響借款人履行所涉交易的能力，方屬重大。

本席同意上述觀點。除非財務狀況的不利變動大大影響借款人履行責任的能力(尤其是償還貸款的能力)，否則該變動不屬重大變動。”

269. Blair 法官強調，必須把案中所指的重大性這個概念與同樣重大的變動相提並論。舉例來說，該變動會使銀行完全拒絕向現有客戶貸款，或開出遠較平日苛刻的貸款條款。進一步舉例說明，該變動的重大程度，須“嚴重”影響借款人償還所欠債項的能力。因此，必須屬會影響公司財政穩健性的變動，是深層次的變動。就此，他指出：

“除非該條款按此理解，否則貸款人可在借款人的財務狀況不足以應付債項時，暫停借款及／或宣布借款人違責，從而把借款人推向無力償債之路。”

270. 在商業法院其後就 *Decura IM Investments LLP 訴 UBS AG* 一案⁴⁴ 的判決中，Burton 法官援引 Blair 法官的分析，裁定法院須把“重大”一詞詮釋為具有“十分重大”的意思。

271. 就本案有關“重大性”的爭議點，代表證監會的 Richard Harris 先生表明，可贖回遠期合約未實現虧損的重大性，可藉分析二零零八年七月至十一月期間不同時期估計按公平價定值的虧損，加以說明；該等虧損按澳元浮動匯率計算。他附上圖表(表 4)，旨在列出上述虧損佔中信二零零七年全年盈利的百分比不斷遞增。

272. Richard Harris 先生就這個重要爭議點接受頗長時間的盤問。盤問內容無須在此詳述，只須指出的是，Richard Harris 先生完全推翻該圖表及其結果，並承認該項分析“在理論上”有誤。正如他向審裁處所述：“我就圖表 4 所作的分析……是根據非常粗疏及現成的方法進行，我現在認為該方法是錯誤的。”

273. Richard Harris 先生隨後引述新的計算結果，但發現當中有多處出錯。因此，在“重大性”方面，審裁處無法依據 Harris 先生的證供。柏義理先生在結案陳詞時似乎也沒有援引該等數據。

B. 持續期

274. 上述案例顯示，變動必須持續，才屬“十分重大”的變動。就此，Blair 法官斷定，如只屬暫時變動，不會視為足以引用重大不利變動條款。他表示，這與英國法院對公司收購協議中重大不利變動條款的看法一致，看來也是美國判例法所用的準則。關於後者，他引述特拉華州衡平法法院在 *IBP Inc 訴 Tyson Foods Inc* 一案⁴⁵ 中對重大不利影響條款的詮釋：

“……應理解為最後一道防線，用以在發生不明事件，以致在持續一段相當長時間內嚴重危及收購目標的整體賺錢潛力時，保障收購者。” [斜體為本文所加，以示強調]

⁴⁴ [2015] EWHC 171 (Comm)。

⁴⁵ 789 A2d 14 (Del Ch 2001) 65。

275. 其後在 *Decura IM Investments* 一案(上文剛引述)的判決中，商業法院記述：

“雙方在本席席前均認同，任何變動如……只屬暫時，便不屬重大變動。”

276. 審裁處認同，沒有精確方法可衡量某事是否“持續一段相當長時間”。衡量方法須按每宗案件的情況而定。不過，按一般觀察所得，中信這類公司既有如此豐厚的資產，旗下又有持續經營的企業，並能取得巨額貸款，衡量時間須以月計，而非單以日計。

C. 證據方面的考慮因素

277. 關於要考慮哪些證據，以評估公司財務狀況是否出現“重大不利變動”，Blair 法官在 *Grupo Hotelero* 一案中表示，一般會從有關時間所得的財務資料着手進行評估，而貸款人如要證明有重大不利變動，也須引用該等資料。然而，如有其他“令人信服”的證據，評估範圍不一定限於有關財務資料。

278. 扼要來說，Blair 法官有以下評論(見判詞第 364 段)：

“‘重大不利變動’條款的釋義，取決於按既定原則解釋該條款的條文。就本案而言，該條款簡單明確，借款人表示自貸款協議日期起，財務狀況沒有出現重大不利變動。根據有關條文，評估借款人財務狀況一般會從該人在有關時間的財務資料着手，而貸款人如要證明有重大不利變動，須引用該等資料證明在有關期間出現不利變動。不過，如有其他令人信服的證據，查證範圍不一定限於財務資料。該變動如大大影響借款人償還該筆貸款的能力，即屬重大不利變動。然而，貸款人不得因訂立協議時所知的情況而引用該條款。最後，該違約行為須由貸款人舉證證明。”

D. 判斷準則的嚴謹度

279. 審裁處認為，從上述所見，要按既定準則證明公司財務狀況有重大不利變動，該變動必須對公司當前的財務狀況有極為重大的影響，而且已損害公司的財政穩健性。此外，必須證明該變動不僅是暫時的，而是根據所有情況判斷，肯定會(正如本案)持續數個月或更長時間。

280. Blair 法官在 *Grupo Hotelero* 一案的判決中(見判詞第 334 段)承認，與“重大不利變動”概念有關的案例少之又少。他認為這可能反映：

“……一項事實，就是(有別於通常清晰明確的無力償債情況)該等條文的釋義可能不明確，要證明違約很困難，以及貸款人如錯誤引用的話會帶來嚴重後果，包括聲譽和對借款人須承擔的法律責任兩方面。”[斜體為本文所加，以示強調]

281. Blair 法官接着又承認，特拉華州衡平法法院(審理企業合併訴訟的主要法院)把重大不利變動條款視為獨特條款，而且從未裁斷有重大不利變動的情況出現。不過，他強調不應說得過分。與訟人或可證明，情況“可能是借款人的財務狀況顯然已轉差，以致令人非常懷疑其償還墊款的能力。在這種情況下，貸款人或可獲寬免等同於‘把錢投入無底洞’的責任”。

282. 這些評論(本身)顯示，必須證明有頗為巨大的變動。這正是英國收購委員會在收購委員會報告第 2001/15 號就 *WWP Group Plc 向 Tempus Group Plc 提出的收購建議*一案所採用的釋義方法。該報告載述，收購委員會認為，就收購合約而言，要證明有重大不利變動，須訂立非常高的門檻。該委員會作出裁斷指，要引用重大不利變動條文，必須證明有“非常重大的不利變動，直接有損所涉交易的目的”，這與證明法律合約失效須提出的理由類似。

283. 在此審裁處須先記錄在案，依審裁處所見，就二零零八年九月九日中信衍生工具風險是否對其財務狀況構成實際的重大不利變動而言，證監會傳召的兩名專家證人在處理這個主要爭議點時，均沒有提到剛才所審議的主要特點，實在令人遺憾。審裁處必須假設，這是由於兩名專家證人不是律師，並不知悉“重大不利變動”概念是獨立於和有別於“股價敏感度”概念。因此，正如上文所述，審裁處信納，馮秀杭女士主要談及載於資料夾“C”至“F”的資料屬股價敏感資料，而 Richard Harris 先生也犯了類似但程度較低的錯誤。就此，值得一提的是，代表證監會的柏義理先生在結案陳詞時，似乎也把這兩個概念混為一談。他表示，在判斷是否有重大不利變動時，是根據會對投資行為造成重大影響的變動作出評估。

284. 在探究“重大不利變動”概念的廣度時，指明人士的代表律師陳詞的主要論調是，預測、推算及未具體確定的虧損，即使顯示相當可能(或極為相當可能)會出現重大不利變動，本身也不構成實際的重大

不利變動。換言之，代表律師陳詞指，要確立當前有重大不利變動的事實，只論證因當前情況最有可能出現如此變動，並不足夠。

285. 本報告書所討論的聲明，清楚載述當前狀況而非預期狀況，這點從無爭議。該聲明指，就董事所知，中信集團自二零零七年十二月三十一日以來的財務或交易狀況概無出現任何重大不利變動。該聲明所說的是以往及當前狀況。沒有證據顯示所用字眼擬涵蓋未來狀況。

E. 對比“實際”和“預期”變動

286. 有關各方在陳詞過程中向審裁處提述的案例均確認，就商業合約內的“重大不利變動”條文而言，針對*當前*狀況的條文(一如大昌行通函所載的“無重大不利變動”聲明)，有別於涵蓋未來狀況的條文；後者只須證明一系列情況已出現，將會導致或可合理預期會導致重大不利變動。在這方面，可參閱澳洲聯邦法院普通庭在 *Canberra Advance Bank Ltd and Another* 訴 *Benny and Others* 一案⁴⁶中所作判決：

“……我們同意原審法官的裁斷，即先前在判決理由所識別的五項事宜，全都不屬契約所指‘相聯人士財務狀況’的變動。Benny 先生在一九八九年年底推算的數字，確實與 Da Deppo 先生在一九九零年年中向銀行提供的推算數字有重大差別。然而，純粹的推算不屬‘變動’，或可證明曾出現變動，又或可證明將會或可能出現變動，僅此而已。如依據兩項不同的推算證明有關公司的財務狀況確曾出現變動，並不可靠。”

287. 近期的 *Decura IM Investments* 一案⁴⁷也確認上述區別。案中的爭議點是貸款協議內“重大不利影響”條款的措詞(即“爭議點三”)。該條款提及協議一方如停業，“停業……對 UBS IB 在專用商務服務方面的營銷能力造成重大不利影響”。關於該條款的措詞，Burton 法官說：

“至於爭議點三，本席必須裁斷，如出現有關停業情況，是否已對(而非相當可能會對)UBS 在專用商務服務方面的營銷能力造成重大不利影響。這無疑是本席須作出的判決，而且(尤其在沒有提述‘按……的合理意見’等字眼的情況下)正如雙方認同，須以客觀方式判斷。”

⁴⁶ (1992) 115 ALR 207, 第 217 頁。

⁴⁷ 見註腳 44。

288. 該法官其後評述：

“爭議點關乎實際(而非相當可能會)嚴重損害營銷能力……”

289. 現行美國法學似乎也強調所用措詞的清晰涵義。一九九九年的 *Goodman 訴 Raytheon* 一案⁴⁸ 便考慮到重大不利變動條款的措詞。所涉措詞為：“收購所得企業的業務狀況並無重大不利變動……”。Preska 法官作出判決時記述，原告人聲稱重大不利變動條款所指的業務或財務狀況如不涉及前景，便無合理涵義。他不接納這個說法並表示：

“關於原告人提出的理論指‘財務狀況’、‘業務’或‘資產’的定義必然包含‘前景’一項，有關各方卻沒有把此涵義納入協議。本席拒按請求以司法詮釋的方式，加插這個涵義。”

F. 未實現虧損的爭議點

290. 在本報告書中，有關虧損全屬未實現虧損，所引起至關重要的爭議點可以下列問題表述：未實現虧損(本身)可否構成實際的重大不利變動而非預期變動？就此，最有助審裁處作出判斷的案例也是 *Grupo Hotelero* 一案。

291. Blair 法官須裁定的其中一項爭議點，是在裁斷借款人財務狀況是否已出現重大不利變動時，是否須考慮未實現的外匯虧損。案中借款人須以歐元向債權人還款，但把英鎊定為基礎貨幣，而隨着英鎊轉弱，借款人須以更多英鎊償還金額相同的歐元，因而招致外匯虧損，情況與中信相似。

292. 在決定不應考慮某些外匯虧損時，Blair 法官表示(見判詞第 497 段)：

“不過，一如 GHU 所呈述，該等虧損屬未實現和未具體確定的虧損，既沒有造成現金外流，也沒有令 GHU 或 Urvasco Ltd 負上須在二零零八年六月三十日清償的債務。GHU 和 Urvasco Ltd 所負債務的實際金額，視乎匯率日後截至債務到期清繳日為止的走勢而定。本席認為 GHU 的說法正確。”

⁴⁸ 無彙報，編號 98 Civ 2774 (LAP)(SDNY)，一九九九年八月三十一日，WL 681382。

293. Blair 法官續說：

“無論如何，BBVA 的若干貸款，本可利用根據股份購買協議應得款項中的歐元收益償還。”

294. 儘管如此，Blair 法官繼續裁斷，上述爭議點須按判斷處理，即因衍生工具而承擔的虧損風險，(本身)可否對公司的財務狀況構成當前的重大不利變動，須視乎特定情況而定，並沒有明確規定可依循。就此，他表示(見判詞第 536 段)：

“本席認為，如能證明借款人的衍生工具風險出現重大不利變動，便可進而證明借款人的財務狀況出現重大不利變動。GHU 最終認同，當中一定會涉及若干程度的判斷，不可能有明確規定可依循，因此認為，假如公司持有即將到期的衍生工具，情況或會有別於持有在未來一段時間才到期的衍生工具，否則便須假定該等衍生工具會持續生效，直至到期日為止。這是價值問題，關乎價值會隨時間變動的資產日後或有的權利。”

295. 至於作出這類裁定的相關考慮因素，Blair 法官說(見判詞第 537 段)：

“本席認為，情況視乎特定案情而定。看來重大的衍生工具風險，經考慮對借款人償還該筆貸款能力的影響(這點與重大性有關)並作出分析後，可能沒那麼重大，反之亦然。須補倉或在到期日前被強制平倉的可能性，可以是考慮因素之一。”

296. 證監會的論據要點無疑是，未實現虧損可對公司的財務狀況構成實際的重大不利變動。一如柏義理先生在結案陳詞中所述，虧損“風險”只要在所有情況下程度夠高，便足以證明出現重大不利變動。

297. 根據 Blair 法官在 *Grupo Hotelero* 一案的論據，審裁處願意接納一點，就是識別“重大不利變動”既屬客觀判斷，或可證明未實現虧損構成當前的重大不利變動。當然，須小心避免把當前重大不利變動和預期重大不利變動這兩個概念混為一談。因此，審裁處斷定，就本案而言，須證明的是，經考慮巨大和快將具體確定的未實現虧損後，該等虧損顯然無可避免地在有關情況下構成當前的重大不利變動。

298. 就此，不論中信在二零零八年九月九日面對的按公平價定值虧損看來如何巨大，必須明白當日該等虧損全屬未實現虧損，因此澳元兌美元匯率(虧損額按此計算)須在可贖回遠期合約餘下有效期內維持不

變才會出現此虧損額。另須理解的是，按公平價定值的虧損只須在所訂匯報日期在集團的損益帳內匯報。因此，當時並不存在資本虧損實際即將具體確定的情況。

299. 舉例來說，在審裁處席前沒有證據證明，不管虧損如何，都絕對有必要終止餘下所有可贖回遠期合約，或因恐慌而要這樣做。相反，中信(在緊接星期日會議後數天)積極研究當時可否終止多份可贖回遠期合約，作為考慮採取的整體補救措施之一。顯然，榮智健先生想在合理的時機立刻解除這些屬投機工具的“累計期權”。不過，這有別於因明確的經濟原因而迫不得已出售有關期權。舉例來說，沒有證據證明，買入須接收的高槓桿澳元金額對現金流量造成壓力，令中信不得不終止合約。事實上，經調查後得出的可靠現金流量分析發現，集團的資金足以應付當前的現金流量需求，以及(假設匯率不變)在未來18個月累計的現金流量需求。因此，總括而言，按客觀判斷，沒有證據顯示在二零零八年九月九日或該日前後，中信的唯一選擇是終止澳元可贖回遠期合約，從而具體確定按公平價定值的虧損。⁴⁹

300. 馮秀杭女士認同，按公平價定值的虧損必然屬未實現虧損，隨着相關匯率每日變動，以及過往和引伸波幅等重要數值的計算結果出現變化，或須對該等虧損作出調整，甚至是重大調整。她認同，按公平價定值可反映但不能確定根據該等合約須接收的金額。她進一步承認，如可贖回遠期合約到期，該合約的按公平價定值將會是零。

301. Richard Harris 先生認同，本案中可贖回遠期合約按公平價定值的虧損極易受即期匯率變動影響。即期匯率稍有變化，可令按公平價定值出現重大變動。Richard Harris 先生認同，中信的高層管理人員在二零零八年九月四日不會知道(比方說)九月十二日的即期匯率，也不會知道在該段短時間內按公平價定值可急升或急跌。代表范鴻齡先生的領訟資深大律師翟紹唐先生與 Richard Harris 先生的下述對話，可說明這點：

“問：當然，中信管理層在九月四日不會知道九月十二日的即期匯率為何？”

答：對。

⁴⁹ 審裁處當然認同，在市況容許的情況下，終止某些可贖回遠期合約雖非中信唯一的選擇，卻是其中一個可行方案，以免中信承受過高外匯風險，尤其是可贖回遠期合約屬投機性質，有違中信的既定政策。正如本報告書其他部分所述，終止合約一直是中信考慮的其中一個方案。

問： 所以該匯率既可急升，也可急跌……

答： 對。

問： 上述情況可以很快令總額改變。

答： 是的。”

302. 馮秀杭女士也認同，如中信可調撥所需資金以支付根據合約到期“須接收”的增額澳元，按公平價定值的變動本身不一定會即時引起中信關注。

303. 審裁處認為相關的事實，是馮秀杭女士和 Richard Harris 先生均認同，由於澳元匯率在關鍵時間或大約在該段時間出現前所未有的波動，令每份可贖回遠期合約按公平價定值的虧損有所增加(也許是大幅增加)。Richard Harris 先生解釋，按公平價定值是以複雜的數學方法計算得出。由於沒有公認的算法，發行銀行或會小心捍衛不同的估值模式。他表示，在估值時輸入的其中一項數據是引伸波幅，但引伸波幅既非可客觀驗證的事實，也沒有定向。然而，引伸波幅增加，肯定會對中信可贖回遠期合約當時的按公平價定值造成負面影響。同樣，簡單來說，澳元匯市如在往後日子回穩，本身也會令按公平價定值的虧損減少。

304. 指明人士的代表律師指，中信面對的更大威脅，並非各項假定價值每天在變，而是中信是否有能力應付大增的現金流量需求，以支付根據每份可贖回遠期合約須接收不斷升值的澳元。就此，據稱在星期日會議上，與會者沒有獲提供現金流量分析，以顯示當時或大概在那個時間，中信沒有能力應付任何現金流量需求。

305. 無論如何，一如所呈述，中信須根據可贖回遠期合約接收澳元這個事實，不等同已招致虧損。任何可能招致的虧損視乎匯率波動而定，並會按多個月攤分，而且取決於多項因素，例如：中信是否選擇保留澳元以支付中澳鐵礦項目的資本成本和營運開支，以及中信是否選擇向市場回售澳元。

306. 在這方面，審裁處聽取證供指，在關鍵時間或大約在該段時間，中澳鐵礦項目直至二零一零年的估計“資本開支”為 16 億澳元，而 25 年期的“營運開支”約為每年 10 億澳元。馮秀杭女士被問及此事時，認同如可調撥“須接收的”澳元用於中澳鐵礦項目，便不會有過

度對沖問題。審裁處當然接納，中信在關鍵時間無意這樣長時間對沖所需的澳元。不過，所涉爭議點與“意向”沒有太大關連，而是在於中信在關鍵時間或大約在該段時間，是否有可行方案可避免其財務狀況出現重大不利變動。

307. 審裁處認為重要的，不僅是指明人士在星期日會議上沒有獲提供現金流量分析，以助他們評估集團應付預期現金流量壓力的能力，而且其後在二零零八年九月十五日呈交專責小組的現金流量分析顯示，依當時情況來看，集團能在一段長時間內應付現金流量問題，直至二零零九年年底也肯定可以。⁵⁰

308. 總括而言，在審裁處席前沒有實質證據顯示，在關鍵時間，甚至是在隨後數星期，中信無法履行仍在生效的可贖回遠期合約所訂的責任。中信的資產水平和現金流量情況，均足以應付當時及日後一段較長時間根據可贖回遠期合約到期須接收的金額。在關鍵時間，中信所需的現金流量看似是每月約 1.5 億港元(按虧損約 36 億港元計算)。中信當時有現金及銀行信貸約 200 億港元。

309. 根據馮秀杭女士的證供(她似乎沒有進行詳細的現金流量分析)，有關詳情一旦向市場發布，現金流量壓力會對股價造成重大影響；簡而言之，有關資料屬股價敏感資料。不過，鑑於下文所述理由，審裁處信納，以上述準則評估“重大不利變動”是錯誤的。

“股價敏感度”與“重大不利變動”的區別

310. 指明人士抗辯的基調是，“股價敏感度”與公司財務狀況的“重大不利變動”是兩個截然不同的概念。單憑某項資料或屬股價敏感資料這一事實，無法證明公司財務狀況有重大不利變動。某項資料可能既對公司的財務狀況事關重要，同時又屬股價敏感資料。不過，某項資料屬股價敏感資料，不一定表示對公司的財務狀況事關重要。

311. 審裁處考慮與訟各方陳詞後，不難裁定該兩個是截然不同的概念。廣義而言，某項資料如會影響一般合理投資者買賣股份，便屬股

⁵⁰ 關於為專責小組會議擬備的現金流量分析，郭文亮先生表示，身為專業管理人員，他和屬下人員在擬備分析時認為適當的做法，是檢視集團的資產，並考慮若有需要是否可予出售。他確認，這類審核對中信這家投資控股公司來說並非不尋常。他承認把資產分成可較快出售及可能需時較久出售兩類。他認同當時市場動盪，並非出售資產的好時機。不過，他強調，這部分的現金流量分析是假設日後有資產需要的情況下提交，而非因為分析顯示當時有這種需要而提交。

價敏感資料。因此，一如陳詞期間所述，這概念取決於投資大眾的觀感。相反，公司財務狀況的“重大不利變動”這個概念，並非按市場觀感斷定，而是須客觀判斷，即主要根據當時所得的財務資料及其他有關重要資料，判斷是否確實出現該狀況。就本案而言，該客觀判斷須由審裁處作出。

312. 在陳詞期間，有指“股價敏感度”的概念須從一般合理投資者的角度來看，公司財務狀況的“重大不利變動”這個概念，則須從企業財務主管的角度來看。審裁處雖然沒有正式採納該準則進行判斷，但認同這個方法有效凸顯兩者的區別。

313. 一如前述，審裁處信納，馮秀杭女士(尤以她為然)似乎提升了股價敏感度的概念(即有關資料或已影響一般合理投資者出售中信股份)，將之與中信財務狀況在關鍵時間出現重大不利變動這個更為嚴格的概念混為一談；後者所指的其實是當前的重大不利變動，而非預期變動。

314. 馮秀杭女士在二零一四年十一月七日的專家報告中，不斷提及她留意到有關財務資料相當可能會對中信股價造成影響，即對市場反應的影響。舉例來說：

- (i) 就“資料 B”(中信在二零零八年九月四日的常務委員會會議上所得的財務資料)而言，她指出：

“因此，我認為，要斷定資料 B 為公眾所知時相當可能會影響中信股價，言之尚早。”

- (ii) 就“資料 F”(星期日會議上所得的財務資料)而言，她指出：

“我認為，如資料 F 為投資大眾所知，中信股價相當可能會大幅下調，因為可贖回遠期合約招致龐大虧損，以及中信管理層進行巨額外匯投機活動令市場失去信心。”

315. 雖然馮秀杭女士接受盤問時，似乎認同“股價敏感度”與“重大不利變動”兩個概念有區別，但她堅稱，公司財務狀況是否有重大不利變動，須從投資者角度斷定，而非經客觀考慮當時所有可得的財務證據及其他重要的相關證據後作出判斷。舉例來說，她在接受盤問期

間確認，上市公司的董事在簽署無重大不利變動聲明時，應易地而處，從投資者的角度作出判斷。

316. 至於 Richard Harris 先生，他雖然認同“股價敏感度”與“重大不利變動”兩個概念有區別，但看來也在二零一五年二月二十六日的專家報告中把兩者近乎混為一談。舉例來說，他提及“有關虧損如可能會損害公司持份者(包括經理、銀行、員工和股東)的信心”，便會視為對中信的財務狀況“事關重要”。他其後在報告中指出，由於當時投資者對來源不明的虧損極為敏感，有關可贖回遠期合約的資料公布後對市場帶來的衝擊，會在虧損周期較早階段令投資者覺得有關虧損更形重大。

317. 總的來說，審裁處信納，就本案案情而論，該兩名專家證人(和接納他們這方面證供的證監會)，採用“股價敏感度”作為凌駕性的指標，以衡量中信集團的財務狀況在二零零八年九月九日是否確實已出現重大不利變動，做法是錯誤的。

證監會的指控

318. 代表證監會的柏義理先生所作結案陳詞，主要環繞該 16 份在二零零八年九月初仍在生效的澳元兌美元可贖回遠期合約，當中 12 份合約在二零零八年七月八日至八月五日這一個月左右的時間訂立。該 16 份合約及其主要特點載於本報告書附錄 E。正如柏義理先生所述，雖然中信也有其他貨幣的可贖回遠期合約仍在生效，但該 16 份合約所引致的風險最高。在該 16 份合約中，最後的 12 份因其獨有特點存在最高風險。這些特點包括提高槓桿比率和採用進取的步升執行匯率。

319. 柏義理先生陳詞指，二零零八年九月九日，單是該 16 份可贖回遠期合約已令中信的財務狀況出現重大不利變動。該等合約的按公平價定值，以及每份合約所訂須買入更多按不同即期匯率計算的澳元(“須接收金額”)，均可用作衡量有關風險。正如他所說：

“……不論指明人士如何試圖貶低這些衡量方法的價值或效用，他們無法否認的事實是，在二零零八年九月九日，該 16 份澳元可贖回遠期合約已對中信財務狀況造成極大損害。即使如何量化或估算該 16 份澳元可贖回遠期合約的價值，情況也一樣。即使再多的技術分析也無法改變一項事實，就

是在二零零八年九月初，正值環球金融危機和全球流動資金緊絀，中信持有大量澳元受險頭寸，情況絕不必要，且屬意料之外。”⁵¹

320. 柏義理先生接着形容這類“受險”頭寸屬“投機性質，與公司公布的禁止進行投機買賣政策背道而馳”⁵²。他表示，該 16 份澳元可贖回遠期合約的風險不受控制，而且深不可測。

321. 如前所述，有兩項準則用以評估中信因可贖回遠期合約承受虧損風險(而非實際虧損)所造成的財務影響。第一項準則是考慮每份合約的按公平價定值，即考慮每份合約在某個特定時刻(按其發行人計算所得)的估計假設交易市價。第二項準則是評估須在一段長時間內買入增額貨幣造成的財務壓力，即現金流量壓力。

322. 關於按公平價定值的虧損，柏義理先生陳詞指，在星期日會議上，與會者獲提供的數據顯示，按既定即期匯率計算，中信按公平價定值的虧損約為“數十億”元。正如他所說：

“單是 16 份結構性外匯合約便造成如此巨大的虧損，足可令整個中信集團在二零零八年首六個月從全部業務所得的純利[約為 50 億港元]化為烏有。”

323. 柏義理先生表示，從投資大眾的角度來看，大昌行通函所載“無重大不利變動”聲明是對當時中信集團財務狀況的正面聲明。因此，他認為，按公平價定值的虧損雖屬未實現虧損，但卻與斷定當時中信集團的財務狀況有直接關係。

324. 至於現金流量壓力，柏義理先生說：

“按二零零八年九月初的澳元即期匯率計算，預計須接收的澳元金額約為 67 億澳元(大約 400 億港元)至 77 億澳元(大約 500 億港元)⁵³。須接收的澳元金額最多為 94 億澳元(大約 600 億港元)。”⁵⁴

⁵¹ 對於可贖回遠期合約所涉“不必要”且屬“意料之外”的風險，指明人士從無爭議。

⁵² 另有一點從無爭議，就是事後看來，該等可贖回遠期合約顯然是投機工具，此事尤其令榮智健先生擔憂。

⁵³ 根據馮秀杭女士的報告第 50 段(按二零零八年九月四日的澳元即期匯率計算)。

⁵⁴ 按二零零八年九月四日澳元即期匯率約為 0.83 計算。

325. 柏義理先生認同，該筆“須接收的”澳元會在 24 個月內分批接收，也認同中信每接收一批澳元，便可把其賣出，以支付接收下一批澳元的部分費用。然而，他陳詞指，這些因素都不能：

“……淡化一項客觀事實，就是預計須接收的澳元金額，竟然較中信在二零零八年六月三十日的現金和銀行存款額(107 億港元)高出四至五倍。”

326. 柏義理先生續稱：

“即使中信最終可以某種方式支付接收該筆澳元所需的費用，但履行該 16 份澳元可贖回遠期合約會嚴重消耗中信的現金流量，尤其正值中信面臨以下特殊情況：(i)大量進行中的項目需要現金；以及(ii)全球流動資金緊絀，令銀行收緊信貸。”

327. 據審裁處理解，在無損柏義理先生結案陳詞力度的情況下，他的論據是基於一個明確的前提，就是出席星期日會議的指明人士如把會上獲提供的財務數字，與隨後數天所得的其他數字一併考慮，無須深入分析也可明白這些數字的意義。正如他所說，即使再多技術分析也無法改變中信持有“大量受險頭寸”的事實；此事本身在當時顯然已嚴重損害中信的財政穩健性。

328. 對於中信在二零零八年九月九日沒有招致任何實際虧損(簡單來說，所指虧損屬預期虧損)，柏義理先生陳詞指，儘管中信財力雄厚(與獲取資金的能力息息相關)，又能從整體業務賺取利潤，竟面臨可形容為財政海嘯的危機：因罔顧後果地使用不對稱衍生工具而對財政造成極具破壞力的衝擊。財政海嘯也許尚未來襲，但中信在當時情況下面臨的風險，即必然會蒙受的巨額財政損失，實屬審裁處所界定的重大不利變動。總括而言，據審裁處了解，柏義理先生依據的是 Blair 法官在 *Grupo Hotelero* 一案的判詞：

“本席認為，如能證明借款人的衍生工具風險出現重大不利變動，便可進而證明借款人的財務狀況出現重大不利變動。” [斜體為本文所加，以示強調]

329. 不過，正如 Blair 法官所言，這點並沒有明確規定可依循，始終要靠判斷。審裁處當然接納，可能有些案件所涉虧損風險十分巨大和迫切，令人不會對真正困境有所誤解。不過，審裁處考慮所有相關證據後，認為本案不屬這種情況。正如 Blair 法官所言，看來重大的衍生工具風險經分析後，可能沒那麼重大，反之亦然。在本案中，顯然

所有指明人士在出席星期日會議時，均獲悉中信的財務狀況面臨重大威脅。指明人士沒有試圖淡化事態的嚴重性，因此認為有必要立即成立專責小組，以保密方式先查明真正情況，然後找出可採取的補救措施。不過，必須緊記的是中信本身擁有令人稱羨的資源。就如李松興先生在作供時表示，中信實力如此雄厚，他想像不到會有過大對沖風險令公司財務狀況出現重大不利變動。

330. 另須緊記的是，出席星期日會議的人士所面對的虧損是未實現虧損，即預期虧損。當時也並不存在虧損即將具體確定的情況。

331. 星期日會議上討論的可行補救措施之一，主要是終止某些可贖回遠期合約。不過，當時並無實在的市場可以這樣做。就所有實際目的而言，相關價值須由發行銀行評定，過程相對不透明，只有內行人才明白。終止小部分合約，(以相對有利的方式)減輕預期虧損的程度，是否可行？這是出席星期日會議的人士身為高級行政人員，在了解真正情況和作出有根據的決定前顯然須調查的事。當中會了解到，澳元匯率走勢有利，以及市場匯價穩定，都會對可贖回遠期合約的按公平價定值造成直接影響，而這兩種情況都可能發生。

332. 當中會了解到，假定匯率不變，依當時情況來說，中信須履行可贖回遠期合約，直至合約完結為止，而在合約期間，相關匯率可能會有十分重大的變動。

333. 因此，根據某些指明人士的證供，他們認為真正問題並不是按公平價定值不斷變動(該等定值主要為會計學上有關假定價值概念的一環)，而是較長遠的現金流量問題，即根據該 16 份可贖回遠期合約每月須接收的澳元金額大幅增加，中信是否有能力支付。不過，依證據來看，在星期日會議上，與會者獲提供的數據甚少，不足以說明如匯率沒有改善，中信可如何最有效地應付現金流量壓力。這是須查明的重要事情之一。此事稍後會在本章探討。然而，在二零零八年九月十五日的會議上，現金流量壓力顯然並非即時問題；現金流量足以應付二零零八年餘下時間和二零零九年全年所需。

334. 扼要來說，指明人士因而認為，他們在二零零八年九月七日至九日期間所得的數據，無疑足以顯示中信的財務狀況在未來某時刻確實有出現重大變動之虞，但有關數據在該段時間不能證明已出現實際的重大不利變動。

335. 誠然，當時有危機要處理，有補救措施要採取。然而，由於所有虧損均為預期虧損，並非即將具體確定，加上中信有非常雄厚的實力應付現金流量壓力，這看來並非難以解決的問題。因此，根本沒有足夠的客觀證據顯示中信的財務狀況有實際的重大不利變動。

336. 據審裁處理解，柏義理先生陳詞指，未來種種不明朗因素，例如在貨幣市場波動的情況下，澳元可能會在隨後數周略為回升，令按公平價定值大幅扭轉，實屬無關宏旨。柏義理先生借用其中一名證人所用的比喻指，重點是在二零零八年九月九日該 16 份可贖回遠期合約已形成某種“癌症腫瘤”。他說，在該日前兩天舉行的星期日會議上，所有指明人士應已知道這些合約所涉風險屬財務上的癌症腫瘤，也應知道該等風險的大概程度和性質，他們卻向投資大眾表示“財務狀況良好”。

337. 柏義理先生稱，在二零零八年九月九日，中信的財務狀況已出現重大不利變動，原因是當時該 16 份澳元可贖回遠期合約所涉風險：

- (i) 對中信財務狀況“事關重要”；
- (ii) 顯示中信的財務狀況與二零零七年十二月三十一日相比已有“變動”；以及
- (iii) 無疑屬“不利”變動。

338. 據審裁處理解，柏義理先生因而陳詞指，在二零零八年九月九日，中信的財務狀況已出現《上市規則》所指的重大不利變動。

339. 審裁處認為很難認同這種說法，最根本的原因是，基於本報告書前述的理由，審裁處信納《上市規則》所述的“重大不利變動”概念具有多項主要特點。因此，單是把每個詞語分開，按日常一般涵義逐一詮釋，而沒有考慮概念本身和相關法學如何刻劃這概念的性質和涵蓋範圍，這做法有不足之處。

340. 審裁處認為，柏義理先生也把“股價敏感度”與“重大不利變動”這兩個不同的概念近乎混為一談。他陳詞指，按監管規定在大昌行通函加入“重大不利變動”聲明，目的是要向投資大眾[而不只是股東]作出最新保證，表示公司財務狀況良好。為強調這一點，柏義理先生稱，中信的財務決定是否有重大不利變動，應根據會對投資行為造成重大影響的中信財務狀況變動作出評估。

341. 然而，審裁處信納，“重大不利變動”概念並非僅包含向投資大眾表示財務狀況良好。這個概念具體得多，所指的是一組相當特定的情況，不是指公司是否有亮麗的資產負債表，而是指公司的財務狀況是否有重大不利變動，該變動極為重大，以致會持續損害公司的財政穩健性。這比股價敏感度更為嚴重。審裁處認為，把兩者混為一談是錯誤的。

342. 審裁處認為，如要證明按客觀判斷，即以企業財務主管而非投資大眾的角度(作為指引)來看，在二零零八年九月九日中信的“財務狀況已出現重大不利變動”，下列問題的答案必須是肯定的。

- (i) 第一，如客觀分析指明人士在關鍵時間獲得的數據，可贖回遠期合約按公平價定值的預期虧損，以及對現金流量的預期壓力，是否證明中信集團出現了極為重大的變動，已令其財政穩健性有變？
- (ii) 第二，如客觀分析指明人士在關鍵時間獲得的數據，有關變動是否不只極為重大，而且會持續下去而非只屬暫時變動？

343. 在回答上述兩個問題時，審裁處已考慮所有相關證據，並已就不少證據作出評論。

344. 就第一個問題而言，要判斷此事殊不容易。審裁處斷定，指明人士在二零零八年九月九日無疑已獲提供足夠數據，顯示中信集團的財政穩健性受到重大威脅，除非澳元匯價回升，否則可令集團財務狀況出現實際的重大不利變動，但未能證明該變動已經出現。

345. 第二個問題較易作出裁定。經考慮所有相關情況，特別是外匯市場不斷變化，審裁處斷定，在其席前沒有證據證明，即使已出現重大不利變動，該變動顯然會持續下去，並非純屬暫時變動。

346. 事後看來，細察隨後數月所發生的事，我們可以肯定兩點：第一，重大不利變動的威脅確實出現，該變動有損集團的財政穩健性；第二，現在可以說，該變動確實持續下去。然而，正如審裁處在本報告書較前部分強調，審裁處須按事件發生的相關時間作出裁斷。

最後一項爭議點：沒有就“無重大不利變動聲明”附加描述，是否構成遺漏某事關重要的事實？

347. 雖然以下說法似乎既非證監會的論據要點，也從未明確討論，但審裁處認為可以這樣說：“無重大不利變動”聲明也許並非在某事關重要的事實方面屬虛假或具誤導性，但中信沒有就該聲明附加描述，公布董事知道重要的股價敏感資料(即可贖回遠期合約引致的預期虧損)，以致該聲明(按照一般理解)因遺漏某事關重要的事實而屬虛假或具誤導性。

348. 這說法主要基於的論點是，《上市規則》第十四 A 章旨在通知股東及／或市場對上市公司的財政和經營權益造成重大影響的事宜。在合適情況下，所刊發的聲明當然也須附加適當描述，以符合該等規則的精神和條文。

349. 現再次引述刊發該“無重大不利變動”聲明所依據的規定如下：

“董事就有關集團自發行人最近期公布經審計帳目的結算日後，財政或經營狀況出現任何重大不利轉變而發出的聲明；或適當的否定聲明。”

350. 因此，就本案而言，審裁處須裁定的問題是，上述規定以“適當”一詞描述所刊發的否定聲明，該詞是否應理解為須就否定聲明附加適當描述，例如公布有關可能會甚或相當可能會引致重大不利變動事宜的資料。

351. 不過，審裁處信納，刊發“無重大不利變動”聲明的規定，並不包含這項廣義詮釋：

- (i) 該項規定訂明，上市公司有責任公布有關當前重大不利變動的事實。基於充分理由，該項規定沒有訂明，上市公司須承擔不確定的責任，公布出現重大不利變動的可能性(即可能會或很可能會出現變動)；以及
- (ii) 《上市規則》另一條文第 13.09(1)條所施加的規定是，上市公司須公布與其財務或交易狀況出現重大變動的可能性(即可能會或很可能會出現變動)有關的事宜。根據該條文，公司須“在合理地切實可行的情況下盡快”通知市場任何可供市場評估公司狀況所需的資料及／或可合理預期會重大影響

其證券交易的資料。該等寬廣的規定在適當情況下看來會涵蓋目前和未來的情況。

352. 據此，審裁處認同在某些情況下，上市公司可能有責任依據上述《上市規則》的個別獨立條文，作出兩項補充公告。就本研訊而言，這些公告須表明：第一，就董事所知，中信的財務狀況當前並無出現重大不利變動；以及第二，然而，董事掌握可合理預期會影響中信證券買賣的股價敏感資料，即可贖回遠期合約所涉的外匯風險。

353. 審裁處信納，該兩項責任不應混為一談。

354. 審裁處也承認一項事實，就是證監會從沒指稱，由於指明人士在大昌行通函刊發時或大約在該時間，沒有依據第 13.09(1)條刊發適當聲明，公布公司掌握可供市場更有效評估集團財務狀況的資料及／或可合理預期會重大影響集團證券買賣的資料(可贖回遠期合約所涉的外匯風險)，因此他們(有份)干犯市場失當行為。

須證明就指明人士所知當前並無出現重大不利變動

355. 柏義理先生提出證監會的論據時承認，即使客觀事實證明，在二零零八年九月九日，中信的財務狀況已出現重大不利變動，仍須證明有關董事(實際出席星期日會議者)已知悉該事實。

356. 指明人士所持論據是他們對此並不知情。他們確實知道有危機威脅，但在星期日會議上和隨後數天，即專責小組開始工作時，他們並不知道，也沒有合理依據⁵⁵相信已出現上述任何變動。

357. 正如本報告書前文所述，在審裁處席前的有力證據(包括精神科專家證據)顯示，到了二零零八年九月七日，即舉行星期日緊急會議當日，中信首席財務官兼董事張立憲先生開始陷入嚴重抑鬱狀態。雖然他最了解中信外匯風險危機所涉及的複雜情況，以及顯然已盡力向與會者解釋，更為危機承擔責任，並試圖辭職，但與會者認為他大部分言論令人困惑，有些甚至自相矛盾。中信其中一名獲邀出席會議的外匯專家 Albert Tam 先生更憶述，會議混亂，令人困惑。

358. 有鑑於此，據審裁處所理解，獲邀出席星期日會議聽取張立憲先生簡報的指明人士認為，雖然張立憲先生所言令他們十分憂慮，若證

⁵⁵ “合理”依據是以邏輯推理和合理推論為基礎，簡而言之，即理性依據。

實數據無誤，足證公司有重大危機威脅，但他們在當日(以至隨後數天)無法如經驗豐富的商業行政人員般合理及理性地斷定，中信的財務狀況已出現重大不利變動，而該變動對集團的財政穩健性影響極深遠，並會“持續一段相當長的時間”。

359. 指明人士所持觀點是，鑑於他們所獲的口頭及書面資料令人困惑，有些甚至自相矛盾，除非他們能準確分析可贖回遠期合約的確實風險性質和範圍，以及尤其重要的是考慮所有可用的補救措施，否則無法作出上述結論。這正是星期日會議上決定成立專責小組的原因。這是理所當然和明智的做法，完全合情合理。他們須先充分了解外匯風險帶來的威脅性質，然後設法弄明白補救措施(例如管理現金流量)能否充分遏制威脅。

360. 總之，可以說，在二零零八年九月七日至十二日期間，指明人士知道除非立即調查及採取對策，否則有關情況可能令中信集團的財務狀況出現重大不利變動，但他們沒有斷定集團的財務狀況已出現重大不利變動，因為他們根本無法作出此結論。

361. 審裁處斷定，須明白的是，指明人士在星期日會議上和隨後數天面對相當不明確的情況。他們獲告知引致虧損的兩項因素，即該 16 份澳元可贖回遠期合約每份的按公平價定值，以及現金流量壓力，都是基於當時外匯市場極為不穩所出現的匯率波動。當時，據審裁處所理解，環球市況普遍動盪不定，因此極難準確地預計澳元兌美元匯率的未來走勢。

362. 馮秀杭女士在接受盤問期間認同，在星期日會議上，與會者獲提供的數據(她把有關資料列為“資料 F”)是對未來虧損的推算。若某些既定不變的假設情況持續出現，該等虧損才會實現。所述的假設情況尤其指數據所載的即期匯率不僅在其後數天維持不變，而是在其後數月也維持不變。

363. 因此，在星期日會議上，與會者所獲數據須有若干假設成分。張立憲先生嘗試向與會者解釋事況時，提到預計虧損會視乎外匯市場日後的波動而有所增減。

364. 事後看來，現在知道在二零零八年九月九日後，澳元兌美元匯價除短暫回穩外持續急挫。然而，在審裁處席前沒有證據顯示，此持續跌勢在有關時間是“已知的事實”。假如澳元穩定下來，假如澳元在

隨後數天或數星期稍為回升，對於個別可贖回遠期合約的按公平價定值及因該等合約而出現的現金流量壓力，會有十分重大的影響。

365. 審裁處認為，在星期日會議上，與會者明白按公平價定值要在相關資產變現時才會具體確定(該等定值主要屬會計學概念，“所依據的是，在沒有提出出售資產甚或不出售資產的情況下，假設把資產出售予假定買家”⁵⁶)，因此他們必定(或多或少)關注到的，不盡然是當前按公平價定值的虧損，而是有關虧損日後帶來的現金流量壓力，即須長期按高槓桿比率以遠低於[原文如此]市價的價格買入澳元，即是假如即期匯率維持不變。然而，沒有證據顯示，在星期日會議上，有與會者曾獲提供任何有關中信預期現金流量情況的詳細分析或推算。

366. 在這種情況下，專責小組須查明的事情之一是，中信是否有能力處理預期的現金流量壓力。在本報告書先前的章節⁵⁷，審裁處曾提述中信業務發展部(由郭文亮先生管理)所進行的工作，是要測試中信是否有能力應付過度對沖，即確定中信集團是否有足夠流動資金，在可贖回遠期合約餘下 20 個月或更長的合約期內，應付因履行合約責任而引致的現金流量損失。據郭文亮先生憶述，當有關分析資料在二零零八年九月十五日的會議上提交專責小組時，會上沒有人認為該項分析顯示巨額的盈利損失。他表示，情況大概如此，因為當時專責小組正研究多項措施以減輕資源流失。誠然，現金流量問題確實存在，但並非即時問題；現金流量足以應付二零零九年全年所需，在此期間外匯市場預料有機會回復理性。

367. 審裁處認為，上述證供十分重要。審裁處已多次表示須避免以後見之明作出判斷，現在也不打算這樣做。上述證供十分重要，因為就星期日會議及緊接的數天而論，上述證供有助支持一個觀點，就是與會者除看到有關數字並得知這些數字呈現非常黯淡的景況外，手上並無當前對預期現金流量情況所作分析的資料，根本無法得出任何合理決定，即身為經驗豐富的商界人士按邏輯推理和理性而非憑情緒(例如出於恐慌)作出合理決定。該合理決定是指過度對沖需求已對中信集團的財務狀況造成非常重大的影響，以致在“持續一段相當長的時間”內損害該集團的財政穩健性。其後進行的現金流量分析結果可支持以下結論：星期日會議與會者有合理理由認為，在斷定對財政的影響前，首先必須充分理解中信集團所面對危機的真正性質。

⁵⁶ 摘自 Blair 法官在 *Grupo Hotelero* 一案的判詞第 534 段對國際會計準則中類似的“公平價值”準則的描述。

⁵⁷ 見“現金流量分析”的章節：第 164 至 171 段。

368. 審裁處認為，有兩個迫切理由必須成立專責小組，而這兩個理由都不等於默認中信已發現其財務狀況陷入了重大不利變動的困境。第一，張立憲先生雖已發出警報，卻無法充分解釋對沖的性質和範圍及背後原因。當然，財務部員工負責編製所需的分析資料，理應可提供一些協助。不過，事實始終是，張立憲先生已喪失專業能力，無法向其他董事提供應有的協助，以闡明最重要的策略事宜。第二，除了張立憲先生外，星期日會議所有與會者，對釀成外匯風險的衍生工具的複雜程度都不盡理解。

369. 在審裁處看來，就當時的情況而論，應當體諒指明人士的處境。他們身為高級行政人員，除非能夠掌握當時所面對威脅的真正性質，否則無法應對；鑑於星期日會議的特殊情況，他們當時也無從得知中信集團是否面對財務狀況出現重大和持久變動的威脅(或可能性)，還是該變動事實上已經出現。

370. 指明人士聲稱，他們需要時間研究中信所面對威脅的真正性質。審裁處認為不能全不考慮此一說法。身為極富經驗的商業行政人員，他們有酌情判斷餘地作出當時的判斷。

371. 就此，審裁處現記錄在案，雖然某些證人在嘗試回想這麼多年前的情況時，或會無意間把證據略作粉飾，使情況對自己更有利，但所有指明人士和代表他們作供的人士均展現誠信，審裁處對此印象深刻。審裁處信納，他們所作證供本着真誠作出，並無刻意試圖扭曲。

372. 有一點不容忽視，而這也是本案的根本問題，就是釀成危機的累計外幣期權是複雜的結構性產品，致使監管機構自二零零八年起引入風險披露措施。當時這類產品按公平價定值的評估方法未明，要完全弄清其運作實在需時。

373. 還須緊記的是，除了澳元可贖回遠期合約外，還有雙貨幣合約(也屬累計期權)須弄清楚。

374. 商場如戰場，當主帥的人要先認清所處的真正情況。

375. 指明人士捲入可贖回遠期合約的新危機中，沒有回想起刊發大昌行通函一事，審裁處認為這是可以理解的。不過，李松興先生作供時稱，他的確回想起該通函，但當時認為無須作出修訂。審裁處接納他這方面的證供。按客觀判斷，他作出這結論是否正確無關宏旨，關鍵

是審裁處考慮當前所有情況後認為這是合理的判斷。正如李松興先生在作供時表示：

“……在我心目中，本公司中信實力十分雄厚，我想像不到在單一項目中承擔所謂過大的澳元風險，會令公司財務狀況出現重大不利變動。除了這類風險外，在我印象中，中澳鐵礦項目規模也非常大。我們合共投資超過 50 億美元。任何過度對沖的影響，這項目都應該能夠承受。這是我當時的想法。”

結論

376. 經考慮所有情況後，鑑於上述理由，儘管當中有些事宜並非最容易判斷，審裁處裁定無法證明《條例》第 277(1)條所述第三項要素成立。無法證明該要素成立，這點一律適用於每名指明人士，意即他們各人均須被裁斷為沒有干犯市場失當行為。

第六章

結論

審裁處的裁斷

377. 基於本報告書正文所述的理由，審裁處裁定，無法證明《條例》第 277(1)條所訂罪責的第二和第三項要素成立。既然如此，審裁處無須審視第四項要素，即考慮所謂犯罪意圖的問題。

378. 因此，就審裁處依據二零一四年九月十一日的通知所受的委託，審裁處裁斷，在二零零八年九月十二日本報告書所述的“大昌行通函”刊發時，並沒有發生《條例》第 277(1)條所指的市場失當行為。因此，必然沒有指明人士被識辨為曾從事市場失當行為。

論述審裁處所受的有限制委託

379. 審裁處作出判決時意識到，鑑於過往發生的下述各項事實，其判決或會引起一些關注：

- (i) 正當全球市場日趨動盪，陰霾重重，中信在大約一年的時間內利用高風險衍生工具進行對沖，以圖不當地達致預算的匯率目標。證據顯示，有關預算匯率從來無意是牢不可改的；
- (ii) 中信在二零零八年九月七日或該日前後察覺到所面臨的風險，卻遲遲沒有作出任何形式的公告，直到差不多六星期後才在二零零八年十月二十日發出盈利警告，把此事公布周知；以及
- (iii) 在該段期間，中信雖盡力減少虧損及／或扭轉虧損情況，但因環球資金前所未有地持續轉向美元避險而徒勞無功，以致按公平價定值的虧損累計約為 147 億港元。

380. 然而，有一點必須重申，為了維護公正，審裁處所受委託絕非毫無限制，而這做法實屬恰當。正如本報告書第 73 至 76 段強調，審裁處所受委託是有限制的，目的是要裁定兩項主要事宜：第一，在二零零八年九月十二日大昌行通函刊發時，是否曾發生市場失當行為(該通函載述聲明指在通函刊發當日，就中信董事所知，集團的財務狀況

當前並無出現重大不利變動)；以及第二，若然曾發生，則曾從事該失當行為的人的身分為何。

381. 證監會指稱的市場失當行為實際上僅限於一天，即二零零八年九月九日。證監會指稱兩點：第一，當日(即大昌行通函刊發前作出修訂的最後實際可行日期)，中信的財務狀況已出現重大不利變動；以及第二，有關董事(即指明人士)在當日已知悉該變動。

382. 證監會從沒要求審裁處接受下述任何形式的委託，而審裁處也沒有接受下述任何形式的委託，即審視中信刊發該通函以外的事宜，以查究為何中信內部決定不就其持續蒙受的外匯風險作出任何形式的公告，要到二零零八年十月二十日才這樣做；當時，大昌行通函已刊發超過五星期。

383. 須進一步強調的是，審裁處沒有受委託根據“股價敏感度”概念作出裁定(該概念須以一般合理投資者的角度考量)，而是受委託按另一嚴重得多的獨立和截然不同的概念(即中信集團“財務狀況的重大不利變動”)作出裁定。

384. 審裁處認為，這並不表示中信在該段期間沒有刊發任何形式的公告，即構成任何形式的市場失當行為。以上論述只是要界定審裁處所受委託的範圍，並確定審裁處是在該等範圍內裁斷指明人士無須負上罪責。

訟費

385. 按照所作的裁斷，審裁處初步認為指明人士有權獲付訟費，款額有待議定或評定。審裁處就此作出暫准命令，如由發下本報告書當日起計 30 天內，無人事先向審裁處申請另作命令，這項命令即屬最終命令。

(簽署)

夏正民先生，GBS
(主席)

(簽署)

金震球先生
(成員)

(簽署)

唐憲生教授
(成員)

日期：二零一七年四月七日