

第一章

財政司司長的通知

1. 審裁處是根據財政司司長在二零一二年三月十三日發出的通知而組成的。有關通知詳情如下。

“關於中國滙源果汁集團有限公司(證券代號 1886)的 上市證券事宜

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

本人認為，中國滙源果汁集團有限公司(證券代號 1886)(“滙源”)的證券交易曾發生或可能已發生該條例第 XIII 部第 270 條(“內幕交易”)所指的市場失當行為，因此，市場失當行為審裁處現須進行研訊程序並裁定：

- (a) 是否曾發生內幕交易或屬其他性質的市場失當行為；
- (b) 曾從事該項被裁斷已作出的市場失當行為的人的身分；以及
- (c) 因該項被裁斷已作出的市場失當行為而獲取的利潤金額。

懷疑涉及市場失當行為的人士

孫敏女士

懷疑市場失當行為的詳情

- 1. 在所有關鍵時刻，孫敏和其丈夫莫峰均為 Transfield Resources Limited 的董事兼股東；該公司從事航運及貿易業務。

荷銀融資亞洲有限公司所提出的自願有條件現金收購建議

- 2. 香港聯合交易所有限公司(“聯交所”)應滙源的要求，由二零零八年九月一日上午九時三十分起暫停滙源股份的買賣。二零零八年八月二十九日，滙源股份收市報價為每股 4.14 元。

3. 二零零八年九月三日，荷銀融資亞洲有限公司(“荷銀融資”)代表可口可樂公司(“可口可樂”)全資附屬公司 Atlantic Industries 發出公布(“該公布”)，提出三項自願有條件現金收購建議，以收購滙源股本中全部已發行股份：
 - a. 股份收購建議－在聯交所上市的滙源股份收購價為每股 12.20 港元；
 - b. 可換股債券收購建議－未行使的面額 1,000 美元的可換股債券收購價為每份 18,577.73 港元；以及
 - c. 購股權收購建議－未行使的首次公開發售前滙源購股權及首次公開發售後滙源購股權收購價分別為每股 6.20 港元及 5.81 港元。

可換股債券及購股權沒有在聯交所上市。

4. 有關股份收購建議須待下列條件達成後方可作實：
 - a. 不可豁免的先決條件如下：在任何適用的等待期內，已根據中華人民共和國(“中國”)任何法律或法規的規定，從任何政府或監管機構取得完成股份收購建議所需的同意或批准(包括通過反壟斷審批)；
 - b. 可豁免的先決條件如下：在首個截止日期下午四時正或之前，收到承諾股東(即滙源的大股東滙源控股和達能，兩者合共持有滙源當時已發行股本的 64.51%)就股份收購建議作出的有效接納；以及
 - c. 可豁免的先決條件如下：概無任何法律程序、調查或查詢，可導致 Atlantic Industries 收購任何滙源股份的行動變成無效、不可強制執行或違法。
5. 在恢復買賣當日，滙源股份的市價上升，收報 10.94 元，較暫停買賣前的收市價上升 164%。
6. 二零零八年七月，滙源董事兼滙源大股東 Gourmet Grace International Limited 非執行董事孫強(孫敏和莫峰的朋友)聯絡高盛，邀請該公司安排拍賣滙源主要股東所持有的股份。二零零八年七月

二十四日，競投者向高盛提交無約束力的指示出價，亦即是出現與滙源有關並相當可能對其股價大有影響的有關消息的日期。

7. 在二零零八年九月三日該公布發出前，市場上未有關於這些出價或自願有條件現金收購建議的公開消息。

孫敏的滙源股份交易

8. 孫敏在二零零八年七月三十日至八月二十九日期間，通過自己和莫峰名下四間公司買入 8,613,500 股滙源股份：
 - a. Perth Asset Management Limited (交易經星展唯高達香港有限公司進行)；
 - b. Bombetta Development Limited (交易經中銀國際證券有限公司進行)；
 - c. Bartlock Investment Limited (交易經花旗私人銀行進行)；以及
 - d. Transfield Asset Management Limited (交易經高盛(亞洲)證券有限公司進行)。

這些股份的買入價介乎 3.78 港元與 4.66 港元之間。

9. 孫敏在二零零八年九月三日至四日期間，以 10.24 港元至 11.12 港元的價格悉數沽出他們持有的滙源股份，獲得純利超過 5,510 萬港元(扣除開支)。

日記簿項目

10. 就有關交易而言，孫敏表面上是吩咐秘書張美嫻女士以獲授權人的身分代為買賣滙源股份。
11. 張美嫻在她所記錄的日記簿中二零零八年七月三十日及八月一日的兩頁上，載有中英夾雜的手寫字句，內容與滙源有關。
12. 在二零零八年七月三十日那頁上寫了下列字句(斜體字的原文為英文)

(4) 滙源下跌／上升。盡職審查。

搵人傾，風險？多少資金會被凍結。

- (1) 原材價，無法控制
- (2) 競爭對手大
- (3) 7倍市盈率升至8

09/[難以辨識] 13 虧損大

重組或收購→大D

摩根士丹利、法巴，報道，要報告

摩根大通，Jeff

13. 在二零零八年八月一日那頁上寫了下列字句：

- (4) 滙源，500萬股 市盈率 13-14 倍停止買入，(1)有人傾全面收購，大股東同意，但條件未[難以辨識]，價太高；(2)中國反壟斷法，國家未必同意出售。有風險。市盈率未必反映到收購後的市盈率。

14. 這些摘要所記錄的是莫峰、孫敏、張鳳儀女士(Transfield Resources Limited 營運總監)及張美嫻某次會議的討論內容。

15. 根據日記簿所記，孫敏知道滙源可能被收購(莫峰也有可能知情)，當中提到中國有反壟斷法，國家未必准予出售，尤其顯見端倪。其中直接提到反壟斷條文，一般投資者若非知道可能有機構出價收購滙源，都不會這樣想。

16. 顯然，有關連的人曾直接或間接向孫敏透露這則相當可能對滙源股價大有影響的有關消息。孫敏知道這則有關消息及披露消息的是有關連的人，於是通過自己及丈夫的多間公司進行滙源股份的交易，以期從中獲利，因此違反該條例第 270(1)(e)條。

17. 據此，孫敏已從事有或可能已從事市場失當行為，違反該條例第 270 條的規定。

財政司司長曾俊華
(簽署)

二零一二年三月十三日”

2. 二零一二年六月十八日，在本審裁處席前進行的指示研訊(只須主席出席)中，孫強的代表律師對財政司司長的通知第 6 段所用字眼提出反對，理由是雖然該通知並無引稱孫強為受牽連人士，但該段的措辭顯示孫強是孫敏的朋友，而孫敏是通知中唯一被辨識為受牽連的人士。這意味屬有關連的人孫強曾向孫敏透露有關消息，故也是受牽連的人。該代表律師陳詞後，眾皆同意並由主席作出指示，在本審裁處正式組成後，該通知將予修訂，刪除第 6 段中孫強的名字。

3. 因此，二零一二年九月十四日，在委任本審裁處成員及成員批准修訂建議後，該通知第 6 段刪除所有提及孫強名字的字眼，並修訂如下：

“6. 二零零八年七月，滙源董事兼滙源大股東 Gourmet Grace International Limited 非執行董事(孫敏和莫峰的朋友)聯絡高盛，邀請該公司安排拍賣滙源主要股東所持有的股份。二零零八年七月二十四日，競投者向高盛提交無約束力的指示出價，亦即是出現與滙源有關並相當可能對其股價大有影響的有關消息的日期。”

4. 經修訂的通知於二零一二年九月十四日由審裁處的主席和成員妥為簽署。

第二章

事實背景及研訊依據概覽

(i) 滙源及二零零八年可口可樂公司的股份收購建議

5. 中國滙源果汁集團有限公司(簡稱“滙源”)是一家控股公司。該公司及其附屬公司除主要從事果汁生產及銷售業務外，亦有生產和售賣蔬菜飲品、茶類飲品和礦泉水。滙源的總辦事處設於北京，主要在中華人民共和國境內經營。在與本報告書有關的所有關鍵時刻，該公司是內地首屈一指的果汁飲品生產商。

6. 二零零七年年初，滙源在聯交所上市(證券代號：1886)。雖然最初股價高開，曾一度攀升至 12.20 元，但其後迅即回落。某些財經評論員表示關注，謂在競爭激烈的市場上，該公司須面對高營運資金需求，導致出現現金周轉問題。二零零八年七月前，該公司的股價低於 5.00 元。

7. 看似二零零八年年初，滙源創辦人兼董事局主席朱新禮與可口可樂公司，就雙方某種形式的策略性聯盟進行洽談。有關洽談沒有取得成果，然而這只是序幕。

8. 二零零八年六月左右，滙源三大股東 — Gourmet Grace International Limited、達能亞洲有限公司及朱新禮(經其公司，即中國滙源果汁控股有限公司) — 同意一起出售各自持有的滙源股份。

9. 當時，華平私募股權九號基金(Warburg Pincus Private Equity IX LP)(下稱“華平投資集團(Warburg Pincus)”)的董事總經理孫強是滙源的董事。他擔任滙源董事一職，似乎是因為華平投資集團透過 Gourmet Grace International Limited 持有大量滙源股份。

10. 二零零八年六月二十五日左右，孫強代表大股東聯絡高盛(亞洲)有限責任公司(簡稱“高盛”)，要求高盛提供策略性計劃，讓大股東以最有效方法一起出售股份。該項計劃以有限制拍賣的形式進行。

11. 根據該項計劃，二零零八年七月八日及九日，高盛向準競投者發出首次邀請。準競投者包括可口可樂公司、百事公司和麒麟控股。發出邀請的兩天內，滙源股份的收市價分別為 4.62 元和 4.69 元。

12. 該月稍後時間，即二零零八年七月二十四日，可口可樂公司及百事公司提交其指示出價，即無約束力的初步出價。至於股份的買價，可口可樂公司出價每股 11.00 元，百事公司出價每股介乎 9.00 元與 10.00 元之間。這些出價較該月份截至當天為止滙源在聯交所的最高股價高出至少 80%。
13. 翌日，即二零零八年七月二十五日，高盛與荷銀融資(可口可樂公司的財務顧問)聯絡，以釐清可口可樂指示出價的條款。高盛也就出價事宜諮詢朱新禮。
14. 二零零八年七月三十一日，滙源的董事局正式接獲通知，知悉大股東擬出售在該公司合共持有的股份。董事局授權滙源在有需要時就此事提供協助。
15. 翌日，即二零零八年八月一日，高盛邀請可口可樂公司和百事公司參與第二輪拍賣程序，給予兩家公司一切有關滙源事務所需的資料，讓他們進行盡職審查。
16. 大約兩星期後，二零零八年八月十八日，百事公司的財務顧問摩根士丹利發出通知，謂百事公司退出第二輪拍賣程序。
17. 之後，滙源的大股東(由高盛代表)與可口可樂公司(由荷銀融資代表)洽商，以期協定每股的價格。概括而言，可以說是最初可口可樂公司不大願意付出每股高達 12.00 元的價格，而滙源的大股東則期望股價高於該價。
18. 在接近八月底時，各方看似不再就價格僵持，因當時孫強提出一個價格，相當於滙源在聯交所上市以來錄得的最高股價，即 12.20 元。二零零八年八月二十九日(星期五)，雙方就該價格達成協議。當日，滙源股份在聯交所的收市價為 4.14 元。
19. 聯交所應滙源的要求，在該公司根據《公司收購及合併守則》發出公布前，於隨後的星期一和星期二(即二零零八年九月一日及二日)，暫停在聯交所上市的滙源股份的買賣。
20. 二零零八年九月三日上午，滙源與可口可樂公司發出聯合公布，詳列悉數收購滙源已發行股份的收購建議的條款。有關公布見本報告書附件 1。

21. 收購建議的詳細條款，已於第一章所引述的財政司司長的通知中臚列。為方便概覽，現把詳情摘述如下：

- 收購建議由 Atlantic Industries 提出。該公司是可口可樂公司的全資附屬公司，惟有關建議受某些先決條件所限。
- 該項收購建議是按每股 12.20 元的價格，以現金悉數收購滙源已發行的股份。此外，收購建議包括收購全部未行使的可換股債券，以及為註銷所有未行使的滙源購股權而提出購股權收購建議。該兩種工具，即債券和購股權，都沒有在聯交所上市。
- 先決條件方面，包括必須在指明的期間，從所有相關的政府或監管機構處取得批准(包括通過反壟斷審批)。

22. 關於每股收購價(即 12.20 元)方面，應注意聯合公布(第 7 頁)已述明滙源股份在之前六個月的最高與最低價格：

“截至最後交易日前六個月期間，滙源股份在聯交所所報每股最高收市價為於二零零八年五月五日的 6.52 港元，而在聯交所所報每股最低收市價為於二零零八年八月十三日的 3.64 港元。”

23. 二零零八年九月三日，公布發出後，滙源股份的收市價為 10.94 元。與八月二十九日(即暫停買賣前的一天)的收市價比較，價格升幅約為 164%。

24. 從大局來看，八月二十七日至九月八日這八天內，滙源股份的相關交易資料表列如下：

| 日期 | 成交量 | 成交額 | 收市價 |
|-----------|-------------|---------------|--------|
| 27/8/2008 | 1,361,000 | 5,475,205 | 4.020 |
| 28/8/2008 | 2,212,000 | 8,724,575 | 3.930 |
| 29/8/2008 | 9,737,500 | 40,098,625 | 4.140 |
| 3/9/2008 | 224,717,856 | 2,480,375,424 | 10.940 |
| 4/9/2008 | 54,328,970 | 565,240,668 | 10.100 |
| 5/9/2008 | 31,229,500 | 300,691,061 | 9.600 |
| 8/9/2008 | 19,622,500 | 195,112,805 | 9.940 |

25. 該段期間並無出現在某個時間內有外在因素令恒生指數升跌的情況。有關數字清楚顯示市場對股份收購建議(即可口可樂公司的收購建議)的反應極佳。

(ii) 孫敏買賣滙源的股份

26. 一九八八年，孫敏與莫峰在美國結婚。不久以後，他們來到香港開展船務業務，成立昌運企業有限公司(Transfield Resources Limited)(簡稱“昌運企業”)。往後的日子，兩夫婦擴展業務，設立投資部門，即 Transfield Asset Management Limited (簡稱“Transfield Asset Management”)。在二零一二年十月十二日的陳述書中，孫敏說其投資部門大量投資到股票、對沖基金和衍生工具。

27. 孫敏兩夫婦看來在營商和投資方面得到豐厚回報。在二零一二年十月十二日的陳述書中，孫敏估計直至二零零八年年中，他們在船務業務、內地房地產、證券及金融票據方面的共有資產，約值港幣100億元。

28. 雖然他們各自管理其私人投資戶口，但孫敏說，她與丈夫所經營業務的投資部分，主要由她負責。憑藉她的經驗，她認為沒有必要把她所作的1,000萬美元或以下的投資告知其丈夫，但較大額的投資，則會徵求他(及通常是昌運企業營運總監)的意見。

29. 孫敏由一個三人小組協助她經營投資業務，當中包括一名會計師。每當她買入證券時，其中二人便專責與她一起進行這項工作。第一位是特許財務分析師兼昌運企業營運總監張鳳儀，另一位是張美姍。她們按照孫敏的指示，負責執行她的買賣指令，並就有關投資蒐集資料。證據顯示，張鳳儀主要擔當顧問，張美姍職責較輕，負責執行孫敏的指示。

30. 孫敏在二零一二年十月十二日的陳述書中說，在二零零零年左右，她與丈夫聽取銀行的意見，成立多家公司，以持有不同範疇的投資。這些公司包括財政司司長的通知第8段所指的三家公司，即 Perth Asset Management Limited、Bombetta Development Limited 和 Bartlock Investment Limited。他們經由該三家公司及 Transfield Asset Management 買入本報告書主要討論的8,613,500股股份。

31. 為免混淆，我們須說明在所有關鍵時刻，上文提及的四家公司都由孫敏及其丈夫莫峰掌控和實益擁有，這是不爭的事實。

32. 說到二零零八年七月和八月買入滙源股份一事，根據孫敏的證供，她一直都對滙源有興趣，並形容這家公司為“龍頭”企業，即行業先驅和翹楚。她說她又非常欣賞該公司的創辦人朱新禮。她在二零零八年七月和八月買入滙源股份，那並不是她首次買入該公司的股份。滙源在二零零七年首次公開招股時，她未能取得大手配股，只獲配小量股份，而差不多在同一時間，她按照滙源的股值買入兩份期權合約。她稱這些期權合約為“觸及失效期權”，意思是當相關金融工具(在這裡是指滙源股份)升至某個價位後，期權即告失效。

33. 孫敏出售在首次公開招股時取得的滙源股份而獲利，但據她所說，該等期權(以其名義持有)在幾星期內即告失效。

34. 結果，二零零八年上半年，雖然孫敏及其丈夫管理一個頗為多元化的股票組合，而且價值相當高，但滙源的股份沒有包括在內。

35. 然而，在可口可樂公司和百事公司為買入滙源股份而提交指示出價後不足一星期內——那些出價當然極度保密——孫敏已指示張美姍開始買入滙源股份。二零零八年七月三十日至八月二十九日期間，買入滙源股份的行動斷斷續續地進行，最後一次買入滙源股份是該公司股份暫停買賣的前一天。股份暫停買賣，是待 Atlantic Industries(可口可樂公司的全資附屬公司)公布股份收購建議。

36. 至於有關買賣的性質和數量方面，二零零八年七月三十日至八月二十九日(首尾兩日包括在內)，共有 8,613,500 股滙源股份是按照孫敏的指示買入的，合共支出 37,595,882 元。該等股份是透過四家由孫敏及其丈夫實益擁有的公司買入的。

37. 在執行買入股份的指示時，張美姍選用三家慣常為其進行投資買賣的經紀行所提供的服務。這些經紀行包括：高盛(亞洲)證券有限公司、星展唯高達香港有限公司和中銀國際證券有限公司。各宗購買股份的交易詳情如下：

二零零八年七月三十日：買入 2,786,000 股(透過其中兩家經紀行)；

二零零八年七月三十一日：買入 2,696,000 股(透過三家經紀行)；

二零零八年八月七日：買入 467,000 股(透過三家經紀行)；

二零零八年八月八日：買入 377,000 股(透過其中兩家經紀行)；

二零零八年八月十二日：買入 195,500 股(透過其中一家經紀行)；以及

二零零八年八月二十九日：買入 2,092,000 股(透過三家經紀行)。

38. 二零零八年九月三日及四日，可口可樂公司的收購建議公布後，孫敏在之前 31 日內買入的滙源股份悉數賣出，價格由 10.2375 元至 11.1180 元不等。在 48 小時內拋售 8,613,500 股，獲利 55,106,157 元。

39. 對於孫敏在二零零八年七月三十日至八月二十九日期間買入滙源股份時，她(及／或其丈夫莫峰)是否因進行內幕交易而有市場失當行為這一點，有數件事看來引起證券及期貨事務監察委員會(簡稱“證監會”)的關注：

- 買入股份的時間，是由可口可樂公司和百事公司提交其指示出價後數天後開始，一直持續至股份暫停買賣的前一天為止。股份暫停買賣，是等候公布全面收購股份建議。
- 以接近 3,800 萬元買入股份，但這筆費用是花在一隻價格在頗長時間內一直下跌的股份之上。
- 在二零零八年七月三十日開始買入股份前，孫敏(或其丈夫)一直沒有大量及／或恆常地買賣該股份的記錄。
- 股份由數家不同的公司經數家經紀行買入，表示或許有人企圖掩飾有關交易。

40. 在調查初期，雖然證監會或許可指出一些令人不安的情況，但沒有主要證據，可以證明在買入股份時，孫敏及／或其丈夫及／或與她一起工作的人已得知有人正在進行機密洽商，以全面收購滙源股份。然而，證監會宣稱在二零零九年九月發現這類主要證據。

(iii) 發現案頭日記簿

41. 二零零九年九月十七日，證監會人員搜查昌運企業的辦公室。搜查行動中發現一本案頭日記簿。那是一本標準 A4 大小的日記簿，每天一頁，供全年使用。該本日記簿在張美嫻工作的辦公室範圍內找到，上面還印有其姓名的字母。該本日記簿在二零零八年由張美嫻一人使用，內有她的中、英文字迹，此事毋庸置疑。

42. 在日記簿其中兩頁內(即日期為二零零八年七月三十日(星期三)和八月一日(星期五)這兩頁)，張美姍寫下了關於滙源的筆記。

43. 財政司司長的通知所宣稱的事 — 即需要本審裁處作出裁定的事 — 是日記簿內的兩頁筆記顯示，孫敏(及她的丈夫可能也)必定事先得知滙源可能會被收購，以及筆記上的消息構成有關消息，而該類消息在當時只可能是由有關連的人向他們提供的。

44. 有筆記的第一頁印有二零零八年七月三十日(星期三)這個日期，當日張美姍(即寫下筆記的人)執行孫敏的指示，以平均價 4.337 元，買入第一批共 2,786,000 股的滙源股份，相等於當日在市場上買賣的滙源股份的 42%左右。有筆記的第二頁印有兩日後(即八月一日(星期五))的日期。該兩頁的複本見本報告書附件 2 及 3。

45. 在第一、二頁實際寫下的，包括一些中英夾雜的簡短筆記，看來是幫助寫下筆記的人而非其他人記事。通常這類簡短的筆記都不完整，類似某種報告，但只提述重點。部分筆記的內容，現時對一般人或張美姍本人來說，都無法清楚辨認。

46. 先看第一頁(即二零零八年七月三十日(星期三)那頁)。該頁寫下四件事，一項接一項，以順序編號排列。這給人的印象，是張美姍草草記下一連串已討論或將會討論的事宜。該頁右上角另外寫上一些簡短的筆記，以一條短直線與該四項事宜分隔，或許連在一起。這更使人加深上述印象。這些右上角的簡短筆記也是中英夾雜的。然而，為方便理解，現整理為中文如下：

- “星期二
下次會議
(1) 人員
(2) 莫峰要知 TAM 借多少
(3) 星期二開會”。

47. 研訊進行期間，各方同意以‘TAM’幾個字母代表 Transfield Asset Management，而孫敏公司內部以此作為這個投資部門的簡稱。

48. 說回在該頁左面至中間位置寫下的四項事宜(順序標上以圓圈圈着的編號)，當中第四項提及滙源。這些筆記也是中英夾雜寫成的，整理如下：

“滙源 下跌／上升。盡職審查。
搵人傾，風險！多少資金會被凍結。

- (1) 原材價 無法控制
- (2) 競爭對手大
- (3) 7 倍市盈率升至 8

2009 13 虧損 大

重組或收購→大 D

摩根士丹利、法巴，報道，要報告

摩根大通，Jeff”。

49. 雖然按照一般理解，這部分個別語句或許不能供人清楚和具體詮釋，但整體考慮時，能清楚看到重點在於 — 正如其中一份筆記實際所說 — 要對滙源要進行“盡職審查”：留意其“上升”或“下跌”。

50. 我們不會認為“盡職審查”一語用作表達其技術意義。當然，我們沒有與此有關的證據。反之，這詞看來是用作發出進行調查的一般指示的。調查事實上由張美姍在當日及／或下一天作出，這可以從證據中看出來。關於這點，她在二零零八年七月三十一日向摩根士丹利、法巴及摩根大通發出電郵，問道：“你們有沒有論及這股票？有報告嗎？”有趣的是，張美姍的電郵內容完全中立。雖然她曾記下滙源是一項“重組或收購”行動的對象，是搜尋資料的主要理由，但她在向財務顧問蒐集資料時，沒有提及此事；例如，她沒有在字裏行間提及：“你知道有公司可能重組或被收購的建議嗎？”

51. 就其所查詢的資料，張美姍收到至少一個回覆。該回覆電郵來自摩根大通一名署名為 Chao 的男子，發出日期是二零零八年七月三十一日，標題是“#1886 滙源果汁”。電郵寫道：

“嗨，美姍，

附上我們有關該公司的最近期報告。它的內容有點過時。我與分析員談過，她提及以下各點：

1. 公司受到通脹影響極深
2. 銷售增長減慢，結果造成現金回報狀況欠佳
3. 公司在九月公布業績，預料不會有很大驚喜
4. 我們的分析員會在九月研究公司的銷售增長及銷售量，看看公司的現況如何
5. 仍有一些機構持股，但為“負資產”
6. 她仍未決定改變評級，現時為**減持**
7. 二零零九年之前，應該不會有甚麼憧憬。”

52. 顯而易見，這封在二零零八年七月三十一日發出的電郵，表現出當時對收購滙源股份一事持謹慎態度。內容沒有提及已知或傳聞中的重組或收購建議等“憧憬”。

53. 二零零八年七月三十一日下午，張美姍向孫敏、莫峰及張鳳儀發出電郵，談及關於下次“TAM 每周會議”將會討論的事項。她在電郵中說，會議安排在八月五日(星期二)上午十一時舉行。她還列出將會討論的事項，第三項為“滙源”。總括而言，滙源是他們有持續興趣的公司；故我們認為，張美姍幾乎是不可能忘記報告可能重要的事態發展的。

54. 張美姍記下相關筆記的第二頁，是二零零八年八月一日(星期五)那頁。

55. 除了那些由張美姍寫在頁尾、看似毫無關連的筆記是以原子筆書寫外，該頁上所有其他筆記都是以鉛筆書寫的。

56. 至於那些以鉛筆書寫的筆記，看來無論怎樣都與孫敏及其丈夫的投資活動有關。筆記分為 1、2、3 三個主要部分，號碼以圓圈圈着。第一個主要部分再細分為 1、2、3、4 四個部分，號碼同樣以圓圈圈着。

57. 第一個“主要部分”旁邊有“TAM”幾個字母 — 正如先前所說，這是供內部使用、有關投資事宜的簡稱。

58. 在該頁三個主要部分之中，第三個主要部分述明是關於滙源的。這部分所用字眼對本研訊至為重要。正如其他部分一樣，這部分也是中英夾雜的。該段文字整理如下：

“滙源，500 萬股，市盈率 13 至 14 倍，停買。(1)有人傾全面收購，大股東同意，但條件未[難以辨識]，價太高；(2)中華人民共和國反壟斷法，國家未必同意出售。有風險。市盈率未必反映到收購後的市盈率。”

59. 研訊接近尾聲時，提控官提出，為使英文譯本的文意更為準確，應在“大股東同意…”一句中加入“仍”一字，使整句讀作“大股東同意，但條件仍未[難以辨識]，價太高”。

60. 本審裁處的兩名成員均能操流利英語，並能流暢地讀寫中文。他們認為加入“仍”一字看來使文意更準確。

61. 翻譯一事至少有潛在重要性。假設難以辨識的字，按邏輯推斷，必定帶有等同“經同意”、“經確認”、“屬可以”或類似的意思。該部分的筆記便可讀作“大股東已同意，但條件仍未(經同意／屬可以者)，價太高。”。“仍”一字在該段文字中，清楚顯示任何對價格的意見分歧不是最終定案，反過來說，談判仍在進行中。

62. 為求取得精確的翻譯，提控官應要求徵求律政司總法定語文主任的意見。總法定語文主任在二零一二年十二月三日的覆函(複本見本報告書的附件 4)中說，在忠實的翻譯裏是否應該出現“仍”一字，必須視乎文意來決定，但如情況不許可的話，便取決於作者的用意。她說，很難推斷文中相關中文字的真正意思，因為有關用字出現於一句“斷斷續續和不完整”的片語中。因此，有關意思必須視乎作者的用意而定。

63. 張美姍在其筆錄的會面記錄(二零零九年九月)中和作供時，都承認她完全記不起她寫筆記時的有關情況。因此，她說除了筆記明顯看出來的字面意思外，她無法說出她想表達的意思。簡單來說，她證供的重點是，在確定筆記的真正意思和用意方面，她與第三者無異。

64. 關於該項證供，即使我們再度傳召張美姍就她的原意(她是否欲表達“仍”這個字所傳遞的意思)進一步作供，也不會有所得。

65. 基於以上理由，既然此事有疑點，我們同意精確的翻譯不應加上“仍”這個字。

66. 我們會在本報告書較後部分，就張美姍在二零零八年八月一日那一頁寫下的筆記的意思和所涉及的範圍提出看法。目前，我們只提出一般意見，不管是否有“仍”這個字，筆記顯然都指持續進行的商談。在此情況下，就筆記的字面意義來看，不能低估達成協議的可能。

67. 最後，我們考慮張美姍在二零零八年八月一日那一頁寫下的筆記時，注意到她(在該頁最上方位置)記下八月五日將會舉行會議，然而會議由上午十一時提前至上午七時舉行。

第三章

相關法律

68. 在詳談我們對證供作出的更詳盡分析之前，我們必須釐清進行這項分析所依據的法則。

69. 在這方面，主席依據《證券及期貨條例》(第 571 章)(簡稱“《條例》”)附表 9 第 24(c)條的規定，向成員作出下列有關法律的指示。

內幕交易

70. 財政司司長的通知要求審裁處裁定本案中是否有屬內幕交易或屬其他性質的市場失當行為。根據本案的事實，沒有證據顯示孫敏與滙源有《條例》第 247 條所指的“關連”。在與本研訊相關的範圍內，《條例》第 270(1)(e)條的規定相應適用：

“當以下情況出現時，與某上市法團有關的內幕交易即告發生 —

...

(e) 任何人知道另一人與該法團有關連，並知道或有合理因由相信該另一人因該項關連而掌握關於該法團的有關消息，而他在直接或間接從該另一人收到他知道屬關於該法團的有關消息的消息的情況下 —

(i) 進行該法團 ... 的上市證券 ... 的交易 ...”。

(a) “上市法團”

71. 滙源在所有有關時刻均為上市法團，此點並無爭議。

(b) “有關消息”

72. 《條例》第 245(2)條規定：

“‘有關消息’就某法團而言，指關於 —

(a) 該法團的；

...

(c) 關於該法團的上市證券 ... 的，

而並非普遍為慣常(或相當可能會)進行該法團上市證券交易的人所知的具體消息或資料，但該等消息或資料如普遍為他們所知，則相當可能會對該等證券的價格造成重大影響；”。

(c) “具體消息或資料”

73. 因此，“有關消息”必須是“具體”的消息或資料。法例沒有界定什麼構成“具體消息或資料”，但學者、內幕交易審裁處及司法機關都曾考慮該詞的涵義。

74. 多個司法管轄區都採用以下定義：具體消息或資料是指有足夠獨特性，並可供識別、界定及明確表達的消息或資料。

75. 該定義在香港初見於內幕交易審裁處有關 *華人置業集團* 的研訊報告書¹。該審裁處參考新加坡高等法院在 *Public Prosecutor v GCK Choudrie* (1981) 2 Co. Law 141 一案中的裁決後說（英文版報告書第 39 頁）：

“具體消息或資料是指有足夠獨特性，並可供識別、界定及明確表達的消息或資料。就這基本概念而言，具體消息或資料有別於純屬謠傳、不明確的希望及憂慮，或無憑據的臆測。”

76. 在 *益通國際集團有限公司* 的研訊² 中，內幕交易審裁處主席、擅長主理刑事的麥明康法官提出以下觀點。本審裁處採用該等觀點如下：

“這個法律範疇素來缺乏可供援引的典據，故何謂‘具體’消息或資料的主要法律依據，可能就是新加坡高等法院在 *Public Prosecutor - v - GCK Choudrie* 一案中的判決。

該項判決裁定，消息或資料如有足夠獨特性，並可供‘識別、界定及明確表達’，便是具體消息或資料。

¹ 研訊報告書在一九九九年六月發表。

² 研訊報告書在二零零四年七月發表。

不過，假如以此作為‘具體’消息或資料的定義，則情況猶如界定一個普通英文字一樣，所引起的問題與所提供的答案一樣多。

儘管如此，有關措辭已獲得本港若干個審裁處在涉嫌內幕交易的研訊中採用。

新加坡高等法院在 *Choudrie* 案中所提出的定義，至少有部分源出於法官 LEE J 較早前在新南威爾斯最高法院判決中所採用的類同措辭；當時法官 LEE J 認為‘具體消息或資料必須可供指出、識別及明確表達’（見 *Ryan - v - Triguboff* [1976] 1 NSWLR 588 at 596 一案）。

事實上，上述兩個法院均試圖以可行方式，把其司法管轄區法例範圍以內的具體消息或資料，與因內容過於含糊、尚未完成或純屬推測而不能達到所需明確程度的消息或資料，加以區分。

Green - v - the Charterhouse Group of Canada 12 OR(2D)280 一案與上述兩個案例的情況類似，安大略省上訴法院就某公司可能獲收購要約的消息或資料應否被視作具體消息或資料一點作出裁決。Arup J.A.法官在判決中說，‘該項消息或資料可能不足信，或其重要性不足以支持任何實際行動 …。不過，本席認為該項消息或資料屬‘具體’；本條使用該詞是要與‘一般’（即‘不具體’）一詞形式對比。’（判詞第 306 頁）

有關英國內幕交易法中‘具體’一詞的意義，過去二十年來一直都是不少書本作者所關注的問題。

在 Rider & Ashe 所著《*Insider Crime - the New Law*》（一九九三年 Jordan Publishing Ltd. 出版）一書中，作者論述英國《1993 年刑事司法法令》第 56(1)條把內幕消息界定為‘具體或準確’時，使用‘具體’一詞的目的為：

‘具體一詞旨在確保有關股息劇減的消息可視作內幕消息，而純粹的傳言及無的放矢的消息則不屬此類’。

作者更指出：

‘即使消息只有含糊內容，但仍可視作具體消息’。

這當然引發另一個問題。究竟就我們的法例而言，消息含糊至何種程度才不再被視作具體消息或資料？這正是 *Choudrie* 案界定該詞意義時所要解答的問題。我們認為，審理該案的法院的做法有非常可取之處。”

77. 在二零零四年十二月二十四日有關建聯集團有限公司的研訊報告書中，內幕交易審裁處堅稱就“具體消息或資料”而言(英文版第36頁)：

“我們無必要確實知道有關交易、事件或事宜的一切詳情。”

78. 與本研訊適切相關的問題，是意圖進行的交易(即洽談中但尚未訂立的交易)是否構成具體消息或資料。

79. 在有關益通國際集團有限公司的研訊中，麥明康法官說(英文版報告書第59頁)：

“… 僅屬意圖進行並且尚未受正式或非正式最終協議規限的交易或洽談，未必導致關乎該意圖進行的計劃或洽談的消息或資料成為不具體消息或資料。

事實上，儘管有關條例第4(1)(d)條³旨在界定‘有關連的人’一詞的意義，但仍明確同意有關消息可以關乎一宗實際交易或一宗純屬意圖進行的交易。

在這方面，Brenda Hannigan 在其常被援引的《Insider Dealing》一書(一九八八年 Kluwer Law 出版社)第54頁中說：

‘知悉初步計劃是否足以視為掌握具體消息或資料？倘若… 有人被發現知悉一連串事情，而這些事情最有可能產生的結果是一項收購行動，這是否足以成為具體消息或資料？這兩種情況似在條例範圍以內，因為一些沒有根據的傳言及渺茫的希望不足以構成尚未公布、可影響股價的消息或資料，但意圖付諸實行的作為及實際事件當然在條例範圍以內。’ (強調點為此處所加)

本審裁處認為，純屬意圖進行或處於初步洽談階段的交易，並不意味有關洽談內容的消息或資料並不具體。

同樣，正如 Brenda Hannigan 所說：

‘… 內幕交易的要點，往往在於趁交易僅處於意圖進行階段便進行買賣，因為交易一旦付諸實行，市場就可察覺並有所行動，令股價反映實情，因而令內幕交易者難以從中牟利。’ ”

³ 現行法例見第247(1)(d)(ii)條，該條述明有關消息也可關乎“實際進行的或意圖進行的”交易。

80. 麥明康法官續說：

“… 我們認為，不論被形容為在意圖進行抑或初步洽談階段，其實質內容必定要超越僅為籠統交換意見或‘試探性質’的階段。當洽談或接觸已經展開……該類洽談必定有相當多可實現的商業元素，超越純粹試探階段並已處於較具體的階段，即雙方有意透過洽談，實際達成一項可予以識別的目標。”

81. 麥明康法官拒絕施加額外規定，訂明須預見有關交易“頗為可能”或“相當可能”落實。

82. 在這方面，他曾在二零零三年二月有關*錶準時控股國際有限公司*的研訊中說(英文版報告書第 85 頁)：

“… 不能額外規定如下：以客觀甚或主觀的標準來衡量時，建議中的交易頗為可能繼續進行或實現；只有在此情況下，與該建議中的交易有關的消息或資料才算是具體消息或資料(在其他方面已屬具體消息或資料)。

我們的意見是，這項規定可能使法例失去原來實施時的意義，因為大部分內幕交易都是與機構業務範圍下的初步交易有關，即交易正進行洽商，有待最終批准或達成協議。大部分個案不能確定交易會否落實或達成協議，只能作最概括的評估。在大多數情況下，交易落實或達成協議的可能性屬未知之數，或未能以有意義的商業方式量化或評估。然而，就建議中的交易而言，在某些情況下，與商業洽商或已進行或已作出的商業方式相關的消息，可能已是相當詳細。”

83. 麥明康法官的結論是(英文版報告書第 88 頁)：

“要確定消息或資料是否屬條例 … 所指的具體消息或資料，取決於其性質，而非達成有關事項的商業可能性或預計可能性。”

84. 主席根據麥明康法官的論據向本審裁處作出指示。

(d) “相當可能會對股價造成重大影響”的消息或資料

85. 內幕交易審裁處在一九九五年八月五日關於*大眾國際投資有限公司*的研訊報告書中，就關乎公司的消息或資料如為慣常或相當可能會進行該公司股份交易的人所知，是否“相當可能會影響公司股價”一點作出回應時，對驗證方法的性質作出以下描述(第 19.4.2 段)：

“這項驗證方法，是假設在內幕交易者根據內幕消息採取行動當日，沒有掌握內幕消息的投資大眾並無採取行動或根據其他消息或意見採取行動。要確定一般投資者如掌握了該消息後，在當日會有何行動，這些工作當然只屬推斷。事實上，透過研究這些投資者在消息不再保密並公開讓市民知道時的反應，通常會獲得答案；不過，必須審慎行事，以確定投資者的反應是否確實由公布的消息所引致，抑或是完全或部分由於其他事情或考慮因素所致。”

對於“重大”一詞，該報告作出以下結論(第 19.4.5 段)：

“我們認為‘重大’一詞的含義已十分清楚 — 該詞與‘輕微’、‘不重要’和‘無關重要’等詞相反。”

86. 內幕交易審裁處在一九八六年三月二十七日關於*國際城市集團有限公司*的研訊報告書中，就何謂“重大”一點，闡明該消息或資料須(第 2.6 段)：

“… 相當可能令該等證券的價格發生重大的變動。因此，僅能引致股價小幅波動或輕微變動的消息或資料，不足以成為重大消息或資料。所謂重大的變動，是指在特定情況下，股價相當可能會有一定程度的變動。”

構成市場失當行為的“有關消息”必須從“與法團有關連”的人處收到

87. 《條例》界定何謂“有關連”的人。有關定義相當廣闊，旨在涵蓋所有因與某公司有關係而可能收到可影響股價的機密消息的人。有關定義載於《條例》第 247 及 248 條：

“247. …

(1) … 任何個人如符合以下說明，即屬與某法團有關連的人-

(a) 他是該法團或其有連繫法團的董事或僱員；

(b) 他是該法團或其有連繫法團的大股東；

(c) 他身居某職位，而因以下理由可合理預期該職位給予他接觸關於該法團的有關消息的途徑 -

(i) 在 -

(A) 他本人、他的僱主、他擔任董事的法團，或他屬合夥人的商號；與

(B) 該法團、該法團的有連繫法團，或該法團或有連繫法團的任何高級人員或大股東，

之間存在專業或業務關係；或

(ii) 他是該法團或其有連繫法團的大股東的董事、僱員或合夥人；

(d) 他有途徑接觸關於該法團的有關消息，而 —

(i) 他有該途徑是因他身居某職位，而憑藉(a)、(b)或(c)段，該職位令他會被視為與另一法團有關連；及

(ii) 該有關消息關乎涉及上述兩個法團的交易(實際進行的或意圖進行的)，或涉及該兩個法團的其中一個與其餘一個的上市證券或其衍生工具的交易(實際進行的或意圖進行的)，或關乎已打消進行上述交易的意圖；或

(e) 在與該法團有關的內幕交易發生之前 6 個月內的任何時間，憑藉(a)、(b)、(c)或(d)段他會被視為與該法團有關連的人。

(2) 只要某法團的任何董事或僱員是憑藉第(1)款會被視為與另一法團有關連的人，則就第 4 分部而言，該法團視為與該另一法團有關連的人。

(3) 不論本條例其他條文有任何規定，在第(1)款中，法團的‘大股東’指擁有該法團的有關股本的權益的人，而他擁有的權益的面值不少於該法團的有關股本的面值的 5%。

248. ...

(1) 就第 4 分部而言，任何公職人員或指明人士如以該身分接獲關於某法團的內幕消息，則視為與該法團有關連的人。

(2) 在第(1)款中，提述指明人士之處，指 —

(a) 行政會議成員；

- (b) 立法會議員；
- (c) 由行政長官或行政長官會同行政會議或由他人代行政長官或行政長官會同行政會議根據任何條例委出的各類委員會或其他團體的成員；
- (d) 認可交易所、認可結算所或認可控制人的高級人員或僱員；
- (e) 交易所參與者；
- (f) 交易所參與者的高級人員或僱員；
- (g) 任何條例成立的法人團體的高級人員或僱員；或
- (h) 財政司司長根據第(3)款指明的法人團體的高級人員或僱員，

不論(就(a)、(b)、(c)、(d)、(f)、(g)或(h)段而言)該成員、議員、高級人員或僱員(視屬何情況而定)是臨時的或常任的，亦不論是否獲付酬金的。

(3) 財政司司長可為施行第(2)(h)款藉憲報公告指明任何法人團體。”

舉證準則

88. 《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。”

89. 那準則是“相對可能性的衡量”。

90. 終審法院在 *Solicitor (24/7) v The Law Society of Hong Kong* [2008] 2 HKLRD 576 一案中，接納李啓新勳爵在 *Re H & Others (Minors) (Sexual Abuse: Standard of Proof)* [1996] AC 563 一案第 586D-G 頁所表達有關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。”

91. 在 *Nina Kung alias Nina TH Wang v Wang Din Shin* (2005) 8 HKCFAR 387 一案中，施廣智勳爵在其判詞第 626 段，就王太太被指控促致偽造文件和被指控與他人串謀企圖為一份她明知是偽造的遺囑取得遺囑認證等事，論述如下：

“此等指控屬實的可能性，必須以案中提出的證據判斷，但亦須顧及傾向性。如此等指控是對一個有涉及偽造文件或詐騙罪前科的人提出，則相對可能性衡量測試所需的其他證據的力度，明顯較指控並非對這類人提出所需的為低。有關傾向性的證據須納入衡量測試之內 … 必須取得極具說服力的證據，才能令法院有充分理由，裁定二人中任何一人不誠實地犯了串謀促使偽造遺囑的罪行。”

92. 根據香港法例，內幕交易可構成刑事罪行。現今國際社會視內幕交易為市場失當行為，應予譴責。因此，孫敏(或其丈夫莫峰)可能干犯內幕交易的罪行，是一項非常嚴重的指控。有鑑於此，審裁處同意證據需有十分高說服力，才可有充分理據來裁斷孫敏(或其丈夫莫峰)利用內幕消息進行交易。

良好品格

93. 在研訊期間，孫敏或其丈夫莫峰都沒有犯罪記錄，也沒有被裁定因違反任何與其專業及業務有關的規例而須負上法律責任。他們都是具有良好品格的人。主席指示審裁處，謂相對於沒有良好品格的指明人士而言，有良好品格的指明人士較不可能作出被指控的不當行為，而且良好品格令他／她在審裁處外所作的陳述(包括與證監會人員會面的記錄)，以及在審裁處席前的證供均較可信。

環境證據及推論

94. 梅師賢非常任法官在終審法院案件 *HKSAR v Lee Ming Tee* (2003) 6 HKCFAR 336 的判詞中(其他法官皆同意其判決)，引用上述李啓新勳爵的判詞並表示同意後，繼續論述如何對證監會高級人員嚴重失當行為的指控作出推論才屬恰當。梅師賢法官說：

“… 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論而清楚確立的。至於在民事法律程序中，何種性質的證據才能令法院信納此等嚴重的指

控，我們不能以肯定的措詞述明。若說所需準則指明不當行為的推論是唯一可作的推論，這是不正確的(比照 *Sweeney v Coote* [1907] AC 221 第 222 頁，Loreburn 勳爵的判詞)，因為那是根據刑事法律程序的舉證準則所採用的準則。在本案的特定情況下，答辯人須確立一項令人信服的推論，即證監會非常高級的人員為了所指稱的不可告人目的，故意及不當地中止對李國榮的行為的調查，並足以推翻他們會作出此等行為的固有不可能性(見 *Aktieselskabet Dansk Skibsfinansiering v Brothers & Others* (2000) 3 HKCFAR 70 第 91 H 頁及 96 G-I 頁，賀輔明勳爵的判詞)。”

謊言

95. 在審視有關人士各自在審裁處席前所作的證供及在審裁處外所撰寫的陳述書方面，主席已指示審裁處，謊言本身不能證明說謊者確有被指控的不當行為。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。無論如何，這只是與他們誠信相關的事情。

專家證供

96. 審裁處收取了鄭啓森先生和 Richard Arthur Witts 先生的證供，二人均獲接納為專家證人。審裁處收取他們的證供(包括事實資料和意見)，是因為有關證供可能不在審裁處的經驗和知識範疇之內。儘管如此，主席指示審裁處，如證供屬專家證人的意見，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。

97. 審裁處須在此述明，在充分考慮兩名專家證人的證供後，審裁處認為證供對研訊作用不大。

98. 須注意的是，在審裁處席前進行研訊之初，代表孫敏的領訟大律師鄧樂勤資深大律師就鄭啓森的證人陳述書中某些意見提出反對，主要理由是鄭啓森就張美姍日記簿中有關滙源的筆記的真正涵義，提出個人意見。然而，日記簿筆記的涵義，並不屬由專家提出意見的適當範圍，其真正涵義及所涉範疇只應由審裁處裁斷。

99. 在這方面，主席裁定鄧樂勤資深大律師反對有效。他認為日記簿的筆記難以理解，並非因為內容深奧或具技術性，而是由於其書寫樣式所致。除了少量專門術語外，一個合理審裁處掌握有關背景資料，足可斷定有關筆記的涵義，無須輔以專家證供。

100. 因此，審裁處指示鄭啓森須適當修改其證人陳述書，而鄭啓森亦已按指示辦妥。

101. 主席的裁決在研訊第二天作出，見本報告書附件 5。

第四章

孫敏就內幕交易指控的回應

(i) 否認掌握有關消息

102. 在二零零八年七月和八月買入滙源股份是孫敏的決定，而執行該決定的指示也是由她發出的。孫敏從未對此說有異議。

103. 孫敏的丈夫莫峰同意收購股份一事由孫敏進行之說。他作供時說，儘管在正常過程中，他會在收購後得知消息，他也在事後獲悉此事，但他在決定過程中並無參與。

104. 孫敏承認買入滙源股份是她自己的決定，但否認當時知道有人正洽商收購滙源。具體來說，孫敏否認曾告知張美嫻該類資料，也否認從張美嫻處取得該類資料。

105. 莫峰也否認知悉有人正洽商有關收購事宜。

106. 那麼張美嫻日記簿的筆記，特別是有關收購討論的內容，又如何解釋？

107. 孫敏同意，如日記簿所記述的事宜是在顯示的日期記下，她認為張美嫻會告知她，畢竟張美嫻的主要職責就是“落盤、與經紀跟進，以及收集有關投資的消息”[斜體以示強調]：孫敏二零一二年十月八日陳述書的第 10(a)段。不過，孫敏宣稱，不論張美嫻應該怎樣做，張美嫻實際上沒有告知她任何事，可反映日記簿所記述的事宜。在這方面，在她作供的過程中，曾有以下對話：

“提控官：對於該類我們在八月一日所見的資料，你不認為張美嫻會告知你或你的丈夫嗎？”

孫敏： 我會希望她告知我該類資料，但結果是她沒有這樣做。”

108. 莫峰的證供也有同樣看法，即他認為張美嫻會告知他該類資料，因為這是她的職責之一，但她沒有這樣做。

109. 據我們理解，孫敏和莫峰的證供均稱，張美嫻一定是透過第三者，才掌握到有關滙源可能會被收購的消息，而該第三者則可能是她在投資界中的一名友伴。事實也必如此，因為他們均沒有告知張美嫻該類消息。儘管張美嫻一定有意告知他們該類消息 — 這點可從她二零零八年七月三十一日的電郵得知[該電郵述及定於八月五日(星期二)舉行會議的議程] — 但事實上她卻沒有這樣做。因此，在所有相關的時間，他們對是否有人洽商收購一事仍然一無所知。

(ii) “TAM” 會議

110. 孫敏、莫峰，以及兩人的僱員張鳳儀和張美嫻均同意，他們曾舉行會議，討論投資事宜。該等會議稱為“TAM 會議”。他們作供時進一步證實，他們曾計劃定期舉行該類會議。不過，由於要以各自的工作職責為先，因而未有實行。一如張鳳儀在作供時所說：“我們一直未有機會坐下來，定期進行會議”。

111. 究竟有否舉行過會議來討論滙源？張美嫻日記簿的筆記顯示，二零零八年八月五日(星期二)上午，他們曾安排舉行該類會議。她在電郵提供的會議時間和議程可證實此點。

112. 然而，孫敏和莫峰在作供時均明確地說，二零零八年八月五日沒有舉行過該類會議。有關此點，張美嫻在八月四日下午較後時間發給他們的電郵可予印證。有關電郵的內容如下：

“Cathy[張鳳儀]表示她明早會與法巴的風險管理經理／貸款主任開會，故希望把 TAM 會議押後至星期三舉行。”

113. 那麼為何會要求押後一天舉行會議？孫敏在二零一二年十月八日的陳述書中說：“我記不起原先的會議延期後，最終有沒有舉行過 … 進一步買入滙源股份完全是我的意思”。

114. 張鳳儀在她的證供中說，她委實記不起延期的會議其後有否舉行。

115. 我們同意 TAM 會議是沒有正式會議記錄的。因此，沒有獨立的證據，可證明延期的會議到底有沒有舉行。

116. 儘管如此，我們必須謹記，有關投資運作所涉及的人為數不多：只有四人，而他們都在同一辦公室上班。因此，他們無須擬備會議議程或舉行正式會議，仍可輕易或毫無困難地在非正式的情況下傳

達資料及／或討論事宜。為此，我們也須留意，有關投資事宜方面，張美姍在孫敏直接指示下工作，並直接向孫敏負責。因此，張美姍的職責是告知孫敏有關其投資的重要資料。舉例來說，就二零零八年九月三日和四日沽售滙源股份一事，孫敏在二零一二年十月八日的陳述書中說：

“二零零八年九月三日接到張美姍的電話時，我身在布拉格。張美姍告知我滙源公布可口可樂的收購建議，建議收購價為 12.00 港元，而當日滙源亦已復牌。滙源的股價升至 11.00 港元令我感到驚訝。由於升幅可觀，而且事實上當時環球市場動盪，我遂指示張美姍沽售 …”。

117. 鑑於張美姍匯報其他方面的重要資料時看來效率不錯，我們必須問：若然第三者告知張美姍有人洽商收購滙源的消息，為何她沒有如常履行職責，確保孫敏及／或莫峰知悉該項消息？我們會在下一章探討此事。

(iii) 孫敏陳述買入滙源股份的原因

118. 根據孫敏的證供，她在二零零八年七月及八月決定買入滙源股份是基於兩個原因的。第一，她對該公司印象向來良好，相信該公司是一家基礎穩健的公司，在行內佔領導地位。第二，她相信當時是開始買入該公司股份的好時機；在股價長期下跌後，她認為滙源的股價已經見底，長線看漲。

119. 孫敏作證說，她對作出此等決定充滿信心 — 儘管從一方面來看，有關決定可能與市場上的普遍情緒背道而馳。

120. 有關她的一般專長方面，孫敏說她是北京某大學畢業生，並曾在美國攻讀工商管理碩士課程。

121. 孫敏說，她與銀行和投資界人士建立關係，在此過程中磨練投資技巧。她在二零一二年十月八日的陳述書中說，她注意到(第 14 段)：

“… 我經常從投資界專業人士處得到投資意見，或與他們討論我的投資計劃。由於我在某些銀行、基金和經紀處擁有大量投資，這也是我預期他們該提供的部分服務。”

122. 孫敏也述及她出席投資研討會，以及她與丈夫均有訂閱大量財經報章，例如《金融時報》和《亞洲華爾街日報》等。她補充說，他們的辦公室安裝了“彭博”終端機。

123. 孫敏說，當她認為昌運企業營運總監張鳳儀的意見是慎重的意見時，會予接納。她說她尊重本身是合資格財務分析師的張鳳儀的觀點。孫敏說，張鳳儀在滙源二零零七年首次公開招股前已推介該股份，並在二零零八年五月、六月間，說她相信在滙源股價如此大幅回落後，當時是買入的良好時機，可長線持有。張鳳儀作證時，確認她確曾給予孫敏這項意見。

124. 從孫敏的證供中，可看到她投資活動的性質和規模，在印證她是一個充滿信心的投資者。她說，到二零零八年年中，她對一隻股份的投資額一般會在 5,000 萬至 1 億港元之間。

125. 孫敏說，比較之下，她投資滙源股份為數約 3,759.5 萬港元，相對保守，反映出她儘管喜愛有關股份，但依然謹慎行事。

126. 孫敏在二零一二年十月八日的陳述書中，開列她和丈夫在他們的個人帳戶和投資公司持有股份的情況。以二零零八年七月三十一日計算，該等股份的總值，超逾他們買入和準備買入滙源股份的款額，詳情如下：

| 股份 | 股份數目 | 價值(港元) |
|--------------|-------------|-------------|
| 中國遠洋 | 38,012,000 | 717,666,560 |
| Dryships Inc | 627,337 | 377,414,722 |
| 中海集裝箱運輸 | 147,075,000 | 375,041,250 |
| 聖元 | 1,043,888 | 296,624,951 |
| 天津港 | 71,704,000 | 261,002,560 |
| 大連港 | 41,644,000 | 195,310,360 |
| 紫金礦業 | 29,574,000 | 183,358,800 |
| 中國石油 | 13,127,000 | 136,783,340 |
| 中興－瀋陽商業大廈 | 10,507,508 | 89,974,110 |
| 中國工商銀行 | 10,610,000 | 62,599,000 |
| 中國人壽 | 1,510,000 | 44,922,500 |
| 航美傳媒 | 370,370 | 40,444,404 |

127. 至於有關孫敏在二零零八年七月及八月買入滙源股份的原因方面，她作供時說，在滙源首次公開招股時她曾買賣滙源股份，並一直留意滙源股價有慢慢下調之勢，但她仍然維持對該股份價值的信心。她說她原本計劃在五月或六月開始買入滙源的股份，當時她與張鳳儀曾商討此事。她原本的策略是投資大約 1,000 萬美元，“買入並持有”該股份。不過，由於股價繼續下跌，她決定多等一會，直至她認為更有信心才“撈底”買入。

128. 孫敏強調，她認為出現了以合理價錢“買入”滙源股份的機會，並非只有她一個人這樣想。她說在當時差不多同一時間，本地傳媒也有文章述及相同的看法。她提交幾篇文章作為證據，其中一篇載於《新報》，日期為二零零八年七月二日，標題為“滙源 5 元以下吸納”。以下是該文章的部分內容：

“中國果汁市場日漸普及，今年奧運會期間相信對果汁銷售會帶來新刺激，因此可以作出憧憬，不管如何，現價 5 元水平以下的滙源股價，實在有吸引力、再加上交投淡靜、低價區只是有價無市，顯示滙源股價在此一水平已有一定支持力度。啱心水可以在此作選擇性吸納，初步回升目標 6.3 元區內。”

129. 孫敏在二零一二年十月八日的陳述書中，總結了她在二零零八年七月及八月買入滙源股份的原因如下：

- “(a) 相比起美國華平投資集團在滙源首次公開招股時所支付的 5.10 港元，現時約 4.00 港元的股價實屬十分相宜。這是一個“撈底”的策略。
- (b) 滙源是“龍頭”企業，除了中國飲品生產商娃哈哈集團以外，沒有其他企業能像滙源一樣成功。此外，法國的食品和飲品生產商達能集團，也是滙源的第二大股東。滙源獲達能集團之類的大型國際商業機構支持和相互合作，買入其股份是非常可取的。
- (c) 二零零七年年底，紅籌股和本地企業的市盈率極高。因此，我在二零零八年把注意力轉向迎合消費者的公司。在滙源首次公開招股時，其市盈率約為 30 至 40 倍之間。二零零八年七月，其股價約為 4.00 至 5.00 港元，而其市盈率則約為十幾倍。(我依賴經濟通的股票報價服務來參考市盈率。我本人不懂如何計算市盈率。)
- (d) 我相信消費者在夏季與二零零八北京奧運期間會多喝果汁，故滙源產品的銷量會上升。”

(iv) 買入的模式

130. 一如我們所說，孫敏所述的策略是以不超過 1,000 萬美元投資滙源的股份，折合 8,000 萬港元左右。

131. 然而，孫敏的證供顯示，她在二零零八年八月忙於處理其他事務，只在月間斷斷續續地買入滙源的股份，其所動用的資金數目也遠低於 1,000 萬美元。這些“其他事務”包括與家人在七月初到巴黎旅遊、到北京參觀奧運共六天(由八月十八至二十四日)、處理兒子的學習計劃而不在辦公室，以及其後於九月一日經歐洲飛往美國，陪伴大兒子參加考試。

132. 孫敏買入滙源股份的詳情見本報告書第 37 段。據這些資料顯示，她在二零零八年七月三十及三十一日共買入 5,482,000 股，八月一至二十八日期間，則只有三天再買入股份：分別為八月七日買入 467,000 股、八月八日買入 377,000 股，以及八月十二日買入 195,500 股。最後一次在八月二十九日買入，亦即在八月十二日的兩周多後，而當日共買入 2,092,000 股。

133. 二零零八年八月二十九日，一如本報告書第 24 段所述，滙源股份在聯交所的成交量，由之前兩天只有的 1,361,000 股和 2,212,000 股，增加至 9,737,000 股。八月二十九日，滙源的股價收報 4.140 港元，即在 4.00 港元的水平以上。該日正是股份停牌前的最後一個交易日，停牌後便等候收購者正式公布提出有條件現金要約，以 12.20 港元買入所有滙源股份。

134. 孫敏逾兩周沒有指示買入滙源股份，其後在二零零八年八月二十九日指示買入逾 200 萬股滙源股份。她在二零一二年十月八日的陳述書中說明原因：

“我們在二零零八年八月二十四日從北京返港。在八月二十五日開始的一周內，我忙於打點兩個兒子的開學活動，以及大兒子大學入學試的事宜。因此，我在九月一日與 Kevin 離港經歐洲前往美國前，沒多少時間留在辦公室或考慮投資股票的事。處理好家裡的事後，我翻查滙源的表現，發現在我沒有太留意股票市場和沒有進一步買入滙源股票期間，其股價已跌破 4 港元。我認為已錯過大好機會，因此想買入更多滙源股票。我在離港赴歐前的八月二十九日(星期五)，指示張美嫻買入更多滙源股票(我在接着的星期一，即九月一日離港)。”

135. 孫敏在二零一二年十月八日的陳述書中，同意她察覺到滙源股份的成交量在二零零八年八月二十九日大幅上升。不過，她說她並不明白箇中原因。至於為何她在股價升逾 4.00 元後仍然買入，她說：

“我以成交量加權平均價落盤，以免抬高股價，並確保執行買盤的出市員按照市場的成交量行事。根據我的經驗，以成交量加權平均價落盤可減省買入成本，因為如果我設訂固定價格或限價盤，便有機會令股價飆升，但成交量加權平均價盤便不會。我也相信股價仍有機會進一步下跌，故以成交量加權平均價落盤，並以總數約 200 萬股為限。當時我準備買入更多股份，但想先觀望，看看股價是否會再度下跌。”。

136. 如果孫敏知道有人正洽談收購滙源，她便可能把八月二十九日滙源股份的成交量突然大幅上升一事，視為洽談成功而消息也已泄漏到市場的證據。但正如我們所說，孫敏的證供顯示她對有人洽談收購的事一無所知，故她只可猜測滙源的成交量在八月二十九日突然大幅上升的原因。

(v) 以不同公司買入股份及以不同經紀行執行買入指示

137. 有關使用四種不同的商業工具來買入滙源股份，以及僱用三家不同的經紀行來執行買入指示二事，孫敏否認有不軌企圖。她說以這種方式來進行股票交易，對她來說是正常和審慎的做法。

138. 孫敏的證供顯示，最初成立 Perth Asset Management、Bombetta Development 和 Bartlock Investment 三家公司，是為了分別處理首次公開招股的認購工作、期權和衍生產品，以及美國的股票。不過，隨着時間過去，三家公司的分工已沒有那麼清晰。因此，到了二零零八年年中，所有由她和她丈夫控制的投資公司都有作各種投資。

139. 至於孫敏為何使用不同的商業工具來買入同一股票方面，她說有人教過她，在大量買入單一股票時，必須盡量避免過份張揚，以免引起市場反應，令股價上升，而她也深明此道。正因如此，她會嘗試使用數項商業工具來買入股票，分散別人注意力，而她也信任她的財務顧問會使用公認為可接受的交易手法，代她用最低價買股票。儘管可能有人會形容有關交易手法是為交易作出掩飾，但根據她的理解，有關交易完全合法，市場大擘也廣泛採用。

140. 有關孫敏為何使用數個不同的經紀方面，她說她喜歡與數家不同的銀行及經紀行保持緊密的關係。這可給予她更多機會來接觸範圍

廣泛的研究報告，而在進行首次公開招股的認購工作時，她也會享有優先取得發行股份的機會。

141. 孫敏作證說，她讓張美姍可酌情決定以哪些商業工具來買入股份，以及僱用哪些經紀行。張美姍明白分散買入股份的需要，並把有關原則付諸實行。

以不同公司買入股份及以不同經紀行執行買入指示的做法是否會得出不利的推論？

142. 我們根據證據所作出的判斷，並不能因為孫敏使用不同的商業工具及經紀行而得出對她不利的推論。

143. 顯而易見，孫敏(與其丈夫)均為主要投資者。她習慣在單一股份投資 5,000 萬至 1 億港元，這點並無爭議。

144. 沒有證據顯示孫敏和其公司的人員使用不同的買入工具及不同的經紀是不尋常的做法。

145. 孫敏用來解釋她交易股份方式的理由是合理的，我們也認為具說服力—尤其是考慮到她的交易量。她使用幾家不同的公司來交易同一股份和僱用不同的經紀服務一事，沒有令我們得出對她不利的推論。

第五章

孫敏是否知道張美姍日記簿內所記述關於滙源的消息？

146. 指控孫敏進行內幕交易，論點在於她被指稱在二零零八年七月最後兩天及八月買入滙源股份時，必定知道有人洽談收購滙源全部已發行股份之事。我們同意，雖然沒有證據證明她到底如何得知此事，但她被指控在有關時間必定知道此事，是因為我們在考慮所有情況後，認為她必定知道張美姍日記簿上所記述的消息，具體來說，就是在二零零八年八月一日那一頁上所寫的消息。張美姍的筆記直接提及，有人正在洽談“全面收購”滙源股份，而所洽談的是每股的確實價格。重要的是，當中提到大股東已同意出售股份，而他顯然就是孫敏十分欽佩的朱新禮。

147. 如果對孫敏知道該項消息的指控，未能按所需的舉證準則證明屬實，我們便沒有理據，可繼續調查她在買入股份時是否有進行內幕交易的市場失當行為。這樣的話，調查便到此為止。

148. 我們沒有直接證據，可證明孫敏知道張美姍日記簿上所記述的消息。孫敏並不承認知道該項消息，而張美姍則表示記不起有沒有從孫敏或其丈夫莫峰處收到該項消息，也記不起有沒有從第三者處得知該項消息，然後轉告孫敏或其丈夫。證明孫敏知道該項消息的唯一證據，只屬環境證據。因此，如果我們要裁定孫敏在買入全部或部分滙源股份時知道該項消息，這定論必須從已證明的事實中作出推論而清楚確立。

149. 要斷定推論是否能清楚確立，或者換句話說，在考慮過所有情況後，是否可以確立一項令人信服的推論，推斷孫敏知道該項消息，我們便必須先研究在日記簿上記事的張美姍的證供。

張美姍的證供

150. 張美姍在一九九五年加入昌運企業，最初擔任莫峰的秘書。她說在一九九七年左右，公司開始積極進行股票及金融票據買賣，並成立了小規模的投資部門，她自當時起被派往該部門工作。直到二零零八年七月，即是次調查中的事件發生時，她已在投資部門工作了超過十年。

151. 須順帶注意的是，張美姍除了在投資部門全職工作外，還為個人私利進行了若干數量的股票買賣。

152. 張美姍說，她的職責是執行莫峰及／或孫敏的股票買賣指示，並按指示蒐集行情，協助部門運作取得盈利。

153. 在蒐集行情方面，張美姍說這些年來，她已跟不少銀行及金融公司的代表建立關係。她的交易量不但足以保證她會得到這些代表的協助，也使他們常常主動向她提供消息。

154. 這項證供毋庸置疑，由此可以看到，張美姍在股票買賣事務方面不是新手。更具體地說，在考慮過她的證供後可以清楚看到，她必然了解當她正在(或在之前一兩天)較大手地買入一家公眾公司的股份時，該公司被收購的消息是何等重要。

155. 張美姍的證供說，投資部門的運作主要由孫敏負責監督。她的證供進一步稱，她在二零零八年七月、八月及九月所執行買賣滙源股票的每一項指令，都是按照孫敏的直接指示而行，莫峰並沒有給她指示。她這方面的證供是毋庸置疑的；我們也沒有其他證供可證明此事並非屬實。

156. 正如我們較早前所說，投資部門規模細小，部門的運作主要由孫敏負責監督，其丈夫加以協助。如有需要，張鳳儀也會提供意見。因此，張美姍在孫敏的直接監督下工作，直接向孫敏匯報。必須肯定的是，這二人的工作關係非常密切。事實上，孫敏本人作證時說，除非要作出“重大的”投資決定，否則她不會徵求丈夫或張鳳儀的意見；她會向張美姍親下交易指示，張美姍則順理成章地直接向她匯報。

157. 她們通常不會循正式的途徑溝通，這有別於其他更大的機構該有的做法。雖然所有有關的人士都希望定期舉行正式的投資會議，但這類會議充其量只是每隔不久舉行，此點證供並無爭議。張美姍作證時說，若她認為消息是有重大影響的，她會立即匯報，故她不大需要記下取得消息的日期。張美姍聲稱她完全不會理會其日記簿的時序，不管我們對此還有什麼可說的，當我們考慮到她在收到該類消息時必須迅速採取行動，便可以完全明白，她久經訓練，不會延誤匯報該類消息。同樣地，這表示當她把滙源股票交易的消息告訴孫敏時，當然也不會有所延誤。

158. 因此，這項基本上毋庸爭議的證據證明，張美姍負責隨時向孫敏匯報所有對其滙源股票投資有重大影響之事，並且不得有所延誤。兩項證供可以證明此點。

159. 首先，我們同意，在二零零八年九月三日收購建議公布同日，張美姍致電身處捷克共和國首都布拉格的孫敏，告訴她有關消息和聽候指示。有關詳情，見本報告書第 79 段。

160. 其次，孫敏本人作證時說，如果張美姍在其日記簿中二零零八年八月一日那一頁上所記之事的確是在當天記下來，她認為張美姍理應已把事情告知她；換句話說，她認為張美姍的職責包括向她匯報消息。有關詳情，見本報告書第 70 段。

161. 張美姍沒有提出理由，解釋為何她可能因疏忽而未有匯報該項消息。

162. 雖然我們並非在此便完成所有相關證據的分析，但我們仍可根據上述證據斷言，如果張美姍是首先得知關於重組、收購或接管滙源的消息的人，卻沒有立即告訴孫敏，這是令人難以置信的。須留意“滙源行動”(如果可以這樣形容的話)實際上是兩位女士的行動：孫敏下指示，張美姍來執行。張美姍不是新手，她參與投資部門的運作已有多多年。她不可能沒有意識到消息可能重要，尤其是當她已開始執行孫敏所下的買盤指令時更甚。

163. 至於案頭日記簿實際所記述的事項方面，張美姍從來沒有否認日記簿屬於她，也沒有否認筆記全都是她寫的。這些筆記包括她在二零零八年七月三十日(星期三)及八月一日(星期五)兩頁上所記的事。這些筆記特別重要，並非單單因為提及滙源，而是因為記下的日期。在這些日期記下這些事之所以如此重要，是因有下列毋庸爭議的證據：

- 二零零八年七月二十四日，即上述首份筆記的日期前僅僅六天及次份筆記的日期前僅僅八天，可口可樂公司及百事公司分別正式提交指示出價，收購滙源全部已發行股份。兩家公司各自提出打算以什麼價格收購股份。
- 二零零八年七月二十五日，即第二天，高盛就有關出價諮詢滙源創辦人朱新禮，關鍵問題當然是價格。

- 二零零八年七月三十日(星期三)，即張美姍日記簿內記下首份筆記的日期，張美姍按照孫敏的直接指示，首次買入滙源股份：合共 2,786,000 股。該份筆記提及有關滙源的重要事宜，即其“重組或收購”一事，以及急需得知更多關於該公司的消息。
- 二零零八年七月三十一日(星期四)，雖然當時張美姍已收到摩根大通一名職員的電郵，就其查詢作出言辭謹慎的回覆，而她亦無疑已把電郵的內容告知孫敏，但她仍按照孫敏的直接指示，第二次買入滙源股份：合共 2,696,000 股。
- 同日，即二零零八年七月三十一日(星期四)，滙源董事會正式接獲通知，謂大股東建議出售他們所合共擁有的公司股份。
- 二零零八年八月一日(星期五)，張美姍在其日記簿寫下有人洽談收購之事。關於這一點，由於她在前兩天按照孫敏的直接指示購入股份，我們更要重複在上文所說的，就是如果張美姍從第三者處收到這項影響股價的消息，卻因疏忽而未有告訴孫敏，這是令人難以置信的。
- 事實上，高盛在二零零八年八月一日(星期五)邀請可口可樂公司及百事公司參與第二輪拍賣。
- 六天後，即二零零八年八月七日，張美姍收到和執行孫敏所下買入更多滙源股份的指示，並在接下來的兩天繼續收到和執行買入股份的指示，但未有告知孫敏有人洽談收購之事(如果孫敏與她是可信的話)。

164. 當然，張美姍的證供稱，在她的日記簿中二零零八年七月三十日及八月一日的兩頁上，記下關於滙源的消息這一事，純屬巧合；簡而言之，她收到消息的日期與日記簿上的日期，並沒有必然的關係。

165. 張美姍具備豐富的秘書工作經驗，幾乎每天都在其案頭日記簿上記下資料，故我們也許直覺上會預期她按照日記簿內的日期順序記下資料。舉例來說，如果她收到行情而決定記下時，我們會預期她在印有她收到消息當日日期的那一頁上記下。不過，張美姍否認日記簿內的日期與她把資料記在哪一頁兩者有相應的關係。她的證供明確表示，二零零八年的案頭日記簿只是記事簿，並非用作日記簿。她作供說，若她需要記事，她會隨意翻開日記簿，把事項寫於打開的首頁空

白頁或空白部分上。因此，記事的日期與頁面上所印日期並沒有必然的關係。如果在日記簿頁上發現有任何聯繫，純屬巧合。如果她是可信的，她的意思是所有筆記都沒有時序，也沒按日期記下，除非在手寫的筆記中寫了日期，則作別論。這說法令人感到詫異。

166. 我們當然同意，在忙碌的一天中，張美姍或許未能這麼細心，可確保所寫的筆記，全都寫在日記簿印有日期的那一頁或相關的另一頁上。不過，她堅稱其日記簿只是用作記事簿，不論何時，與日記簿內的日期並無關聯這一點，我們絕不同意。從她的整體證供來考慮她所堅稱的事，我們認為這顯然是她的策略，她有兩方面的意圖。首先，切斷記事的日期與滙源收購行動的關係，因為兩者時間相若；其次，令記事日期與開始購入滙源股份的日期分開。老實說，我們輕而易舉便作出這項裁定，理由如下。

167. 首先，翻閱整本日記簿後便會清楚知道，有些事項必定在某一段時間內記下，例如一些具影響力的外界事件。關於這一點，舉例來說，在日記簿中二零零八年九月十二日(星期五)那一頁上記着：“雷曼。注意，凍結交易。”這項記事的關鍵不在於其意思，而是在於雷曼在那個周末後的第一个工作天宣告破產，即九月十五日(星期一)。不過，張美姍堅稱她在那一頁上所記之事與雷曼最終倒閉有關，純屬巧合；簡而言之，該段筆記也可以寫在二月或七月的其中一頁上，而記在雷曼確實破產日期前夕，實屬偶然。

168. 其次，無論張美姍日記簿中其餘記事以什麼做法來記下，證據都清楚顯示，在二零零八年七月三十日及八月一日的兩頁上所記的事項，的確是在這兩天記下來的。此說基於下列理由：

- 就滙源而言，在二零零八年七月三十日那一頁上記着：“下跌／上升。盡職審查。搵人傾，風險！”這段筆記會使人預期張美姍向別人查詢(蒐集行情是她的主要職責之一)，而這正是證據所顯示的。第二天，即七月三十一日，她發出電郵，向別人索取關於滙源的報告，這個日期與電郵上所示的日期吻合。她的確收到一個來自摩根大通的電郵回覆，所示日期也是七月三十一日。有關詳情，見本報告書第 50 段。
- 在二零零八年七月三十日那一頁上的筆記，提及在“下星期二”將舉行投資會議，即八月五日(星期二)。第二天，即七月三十一日，張美姍向投資部門其他職員發出電郵，明確通知各人會議定於八月五日(星期二)舉行。她在電郵中列出將在會上討論的事項，包括“滙源”。在八月一日那一頁的上

方，寫有提及同一會議的事項：“二零零八年八月五日。上午七時會議”。有關詳情，見本報告書第 51 段。由此可見，她的記事有時序上的關係，即將舉行會議的日期，把七月三十日及八月一日兩頁上的筆記連繫起來。

- 大體而言，我們可以斷定在二零零八年八月一日那一頁上所具體提及有人洽談收購之事，必定在日記簿所示日期前後記錄下來，因為洽談之事在該日期之前不久才開始保密地展開。證據顯示，在該日期前後都沒有人洽談全面收購之事。簡單地說，在同年的較早或較後時間，都沒有事實上的根據(或傳聞)，會使張美姍提及有人洽談收購及大股東同意收購之事。

169. 我們因此認為，張美姍在日記簿內所寫關於滙源的消息，是在日記簿所示日期記錄下來的，即二零零八年七月三十日及八月一日。我們有充分理由相信，如果她當時從第三者處得悉有人洽談收購的消息，她必定會立即把消息告訴孫敏。依證據來看，沒有既知事由阻礙她這樣做，或解釋為何她會在這方面失職。

170. 至於從第三者處得悉有關消息一事，張美姍說她有可能從其中一位素有聯絡的人處得知有人洽談收購的消息。她辯稱記不起當時的事，故可以說的僅此而已。我們認為，她忘記之說並不可信。不論投資部門進行交易的規模為何，也不能忽視短線買賣滙源股份在僅僅一個多月便帶來 5,000 萬元的利潤這一點。張美姍在投資部門工作超過十年，一直執行買賣盤指令。她不可能不知道賺得多少利潤，而且是在這麼短的時間內賺取的。即使投資部門過往也曾在其他交易中獲取如此厚利，這宗交易也不至普通到令人完全遺忘。不論提供消息的人是誰，她總該記得這個帶來好運的人，即使記不起姓名，也必定記得是什麼公司的代表。

171. 基於上述理由，我們不接納張美姍所言，謂她有可能從某位素有聯絡的人處得悉在二零零八年八月一日那一頁上所記述的消息，但她記不起是誰，也記不起為什麼會在得知有關消息後因疏忽或純屬大意而未有把消息告訴孫敏。我們認為，當她正在執行大手買入滙源股份的指令時，如果收到如此重要的消息，必定會通知孫敏(沒有令人信服的理由可解釋為何她沒有這樣做，她也沒有提出有力的理由)。經考慮所有證據後，我們認為她沒有這樣做，是因為日記簿中那兩頁所記述的消息，並非由她打聽所得。

172. 依我們判斷，研究張美姍筆記內有關滙源事宜的結構及用語，反而可得出有力的推論，證明日記簿所記述的消息由公司內部所得。我們的意思是，張美姍如非按指示寫下資料來編排議程，或表列有待內部處理的事項，就是基於她在投資部門的職位，決定應把內部討論所提出的事項記錄下來。此外，經考慮所有證據後，我們相信消息必定來自孫敏；如果不是的話，孫敏也必定是知情的。

173. 我們轉看張美姍在日記簿中二零零八年七月三十日那一頁上所寫的筆記，便會看到在頁面中央列出的項目給編上 1 至 4 的號碼。筆記予人結構連貫的整體印象，不單因為各項目給順序編上號碼，一個置於另一個之下，而且看來或多或少都與投資事宜有關。筆記明顯不是分別在不同時間或不同日期所寫，其連貫性並非純粹巧合。我們認為這明確的印象反映事實，就是這些筆記是在差不多時間所寫的，如非開會時所討論的事項，就是按指示寫下來作為議程或類似用途。我們所說的會議，不一定指正式的投資會議。我們同意，投資部門的內部事宜會以較隨意的方式即時處理。關於這一頁的筆記：

- 就滙源(項目 4)而言，所記下的指示(或勸告)是打聽消息，按常理理解，這項指示必定來自內部：“搵人傾，風險！”。獨立證據顯示，張美姍按指示迅速採取行動，翌日向各金融公司發出電郵，打聽滙源的消息。
- 當時，即二零零八年七月三十日，有人談論(議論或發出指示)謂滙源正發生重要的事。筆記中提及：“重組或收購→大 D”。
- 在該頁右上方的筆記，提及在隨後的星期二將舉行會議，這顯然是“跟進”會議，所討論的多項事宜中，包括關於滙源的消息。

174. 此外，我們必須留意的是，滙源的情況有明顯的迫切性，張美姍是在二零零八年七月三十日這一天，按照孫敏的直接指示，首次買入滙源股份。這證明孫敏本人當時參與滙源的投資事宜。

175. 我們轉看在日記簿中二零零八年八月一日那一頁上的筆記。我們認為筆記同樣予人連貫的印象，三個主題按數字順序列出，一個置於另一個之下，在主題下再有分題。我們認為這些筆記必定在同一時間所寫：結構井然，而且整體看來性質一致。

176. 當研究結構時，我們觀察到在第一個主題下有四個分題，每個分題都與 TAM 投資的廣泛管理事宜有關。舉例來說，有一個分題提及莫峰每個星期五會收到最新的“PL”[損益帳]。另一個分題則提及要求評估或檢討“所有基金”的表現。

177. 第二個主題提及其他投資事宜，例如張鳳儀已安排或須安排約見一人— Danny，處理某類航運對沖基金之事。

178. 第三個主題與“滙源”有關，這顯然是(當時)迫切的投資事宜。

179. 我們留意到二零零八年七月三十日那一頁的筆記予人明確的印象，就是這些筆記在同一時間所寫，如非寫下來作為即將舉行會議的議程，就是開會時所討論並有待跟進的事項。八月一日那一頁的筆記，予人同樣明確的印象。

180. 我們所得的印象與張美姍本人在有關事件發生之後一年左右承認的一樣，就是上述的事是有可能發生的。在二零零九年九月會面時，調查人員詢問張美姍筆記內的消息是誰提供的。當時她回答，可能有人在 Transfield Asset Management 的會議上提出有關事項，但她不能確實記起是誰說的。在數天後再與她會面時，她沒有推翻這個可能性，相反還確認這很可能就是她如何把消息記錄下來：

“問： 你說[在二零零八年八月一日那一頁的筆記所寫]關於滙源的消息，是有人在開會時告訴你的，但你記不起是誰。當時出席會議的人包括莫峰、孫敏、張鳳儀和你，對不對？”

答： 也許是對的。”

181. 因此，雖然張美姍在會面時不願意明確表態，但她承認就記憶所及，她所記述的消息可能是來自 TAM (Transfield Asset Management) 的一次或多次內部會議。單憑記憶說有可能，不足以作為有力的證據，眾皆同意。不過，在某程度上，這令其他我們認為重要的證據更為可信。關於這一點，須注意的是，她在會面中沒有提及她記起有金融公司或銀行的代表直接向她提供滙源的消息。

182. 我們研究二零零八年八月一日那一頁關於滙源的筆記的寫作方式後，更為肯定張美姍的記憶及我們的印象是正確的。還有什麼原因會令張美姍在開始寫筆記時，記下以(或須以)什麼方式執行買入滙源股份的指示？她在開始的部分記着：“500 萬股，市盈率 13-14 倍停

買”。關於這點，須留意張美姍在之前兩天(即七月三十日及三十一日)剛按照孫敏的直接指示買入了逾 500 萬股滙源股份，確實總數為 5,482,000 股。因此，該句子可以按這個背景來理解。我們重看整段筆記，記述該項指示的句子以斜體顯示：

“滙源，500 萬股，市盈率 13-14 倍停買。(1)有人傾全面收購。大股東同意，但條件未[難以辨識]，價太高。(2)中華人民共和國反壟斷法，國家未必同意出售。有風險。市盈率未必反映到收購後的市盈率。”

183. 正如專家證供明言，市盈率有多個不同的計算方法，不一定是簡單直接的。我們沒有足夠信心，可決定在上述引文第一句中以斜體顯示的短語“市盈率 13-14 倍停買”究竟是什麼意思。不過，如果我們重點研究的句子的確(正如我們認為必定)有、或至少一部分有記下某種方式的指示，又如果正如孫敏本人所一直承認，是她向張美姍發出所有關於買入滙源股份的指示，那麼正如我們所認為，這句子必定至少有一部分記下她所發出的指示。這句子記下的或許完全是過去的指示，也或許有一部分是過去的指示、一部分是就現在及／或將來所要採取的行動設限的指示。還有什麼原因會記下“停買”此語？並無證據顯示張美姍有酌情權，可以自行決定買入多少滙源股份和何時買入。因此，“停買”一語必定是孫敏以某種方式作出的指示。

184. 在上述指示之後，筆記上含糊地記述了有人正在洽談收購之事，兩者(買入的指示和含糊的筆記)都記述同一項簡短消息，我們認為顯然都是在同一時間所寫的。

185. 依我們判斷，在研究過我們在本章所闡述的事宜之後，可以得出一項令人信服的推論，就是無論在二零零八年八月一日那一頁筆記上，由張美姍所記述關於滙源的消息是否內部討論的事項或屬她所收到的指示，又無論有關消息是否來自孫敏本人(我們相信很有可能)或其他出席會議的人士，孫敏當日必定知道有關消息。

摘要

186. 依我們判斷，在考慮所有證據後，我們認為張美姍在日記簿中記述了關於“重組或收購”滙源，以及有人正在洽談全面收購滙源的消息，是因為該消息是公司內部給她的，作為給她指示的一部分，或該消息是有人在內部會議上提及的。無論消息是由孫敏或其他出席會議的人士告知張美姍，我們認為孫敏必定知道有關消息。我們如此認為，是在審視過所有證據後所得的推論，而這推論令人信服。

187. 不過，如果論到誰首先得悉有關消息，那可以說很有可能是張美姍本人，但我們不認為她會因未明的原因而沒有立即把消息告訴孫敏。

188. 因此，我們的結論是，在張美姍的日記簿中二零零八年七月三十日及八月一日的兩頁上所寫關於滙源的消息，孫敏當時是知道的，而消息也是在當時或一兩天之內所記下的。

第六章

日記簿內所記述的消息是否構成“有關消息”？

189. 由於已裁定孫敏確知日記簿所記述的消息，而且是在該消息記下來當日得悉的(即使並非如此，也是在有關日期前後不久得悉的)，接下來的問題就是：該消息是否構成《條例》所界定的“有關消息”？

190. 根據《條例》第 245(2)條的規定，“有關消息”指關於某法團的具體消息或資料，而該具體消息或資料並非普遍為慣常(或相當可能會)進行該法團上市證券交易的人所知，但如普遍為他們所知，則相當可能會對該等證券的價格造成重大影響。

191. 因此，“有關消息”必須為“具體消息或資料”。

192. 在考慮此事時，我們根據審裁處所得的證據，確認孫敏所收到的消息不會多於張美姍所記下的消息。沒有證據顯示她收到有關收購建議的其他消息。然而，這並非說孫敏當時所知有關滙源的事只限於日記簿所寫的內容。雖然我們不接納孫敏所稱她在所有關鍵時刻對有人洽談收購之事毫不知情，但並不表示我們不接納她在證供中稱她在意該公司的財力。孫敏承認，她是資深投資者，一直與市場保持密切聯繫。她之前曾買入滙源股份，這一點支持她一直對該公司感興趣的說法。與她共事的張鳳儀是特許財務分析師，曾在數星期前建議她買入該公司股份並長線持有，我們對此點沒有異議。如對公司的內在價值沒有認識，應不會作出類似建議。

對日記簿內筆記的理解

193. 張美姍在日記簿二零零八年七月三十一日那一頁所寫的筆記，意思如下：

“滙源 下跌／上升。盡職審查。
搵人傾，風險！多少資金會被凍結。
(1) 原材價 無法控制
(2) 競爭對手大
(3) 7 倍市盈率升至 8
2009 13 虧損 大
重組或收購→大 D

摩根士丹利、法巴，報道，要報告
摩根大通，Jeff”。

194. 正如我們較早前所說，整體來看，該份筆記清楚記述了要對滙源進行“盡職審查”，而且須迫切進行。從該份筆記的整體語調，加上首批滙源股份是在當日買入這一點，足見事態迫切。

195. 為何需要審查？為何需要評估該公司股價的“下跌”及“上升”？筆記中唯一可見端倪的是“重組或收購→大 D”一句。“重組”與“收購”這兩個詞語包含眾多可能性。“重組”可以是某種形式的“收購”，反之亦然。筆記中沒有其他字句可讓人更具體的理解這兩個詞語。

196. 指向“大 D”一詞的箭頭意義並不明確，可指眾多事情。

197. 從該份筆記可得出的唯一結論是，滙源正面對創業以來的一宗重大事件，可能被人收購，也可能進行重組，而重組本身也可以是某種形式的收購。

198. 顯而易見，這宗重大事件不論純屬構思還是已有定案，也不論其真正性質為何，確是商機所在。不過，該筆記也同樣道明此事可能有風險，故有“搵人傾，風險！”一句。

199. 該份筆記記述的消息，除了滙源是“重組或收購”對象的言外之意外，似乎並非機密消息(即並非普遍為慣常、或相當可能會進行滙源股份交易的人所知的消息)。舉例來說，滙源在內地飲料市場有“強大的”競爭對手，這一點幾乎人盡皆知，而該公司股份的市盈率波動不定同樣廣為人知。

200. 關於這第一份筆記所記述的消息，我們相信當中並沒有足夠獨特性，能讓人單看這份筆記便能辨識與之相關的交易或事件，或條理清晰地述明其性質而讓人一目了然。我們認為，若說該項消息構成“具體消息或資料”，未免過於牽強。

201. 不過，第一份筆記為寫在日記簿二零零八年八月一日那一頁的第二份筆記提供了背景。該份筆記顯示張美姍在寫下第二份筆記前的48小時(或前後)，已知道滙源正面對創業以來的其中一宗重大事件，即滙源可能進行重組或被收購，也可能二者皆是。

202. 第二份筆記內容如下：

“滙源，500萬股，市盈率13至14倍停買。(1)有人傾全面收購。大股東同意，但條件未[難以辨識]，價太高。(2)中華人民共和國反壟斷法，國家未必同意出售。有風險。市盈率未必反映到收購後的市盈率。”

第二份筆記是否構成“具體消息或資料”？

203. 一如日記簿其他地方，這份筆記寫下時含糊其辭，顯然是張美姍草草擬就，供自己參考備忘之用。筆記明顯是速記，僅記下張美姍獲悉的重點。在研訊中，有人堅稱這份筆記“非常含糊不清”。孫敏的代表律師所傳召的專家 Witts 認為，該份筆記“給人的印象是事情尚未成熟”。他說，這樣的筆記就連“準買家”的身分也沒有披露，故不會影響股價。我們未敢苟同。在審視該份筆記的言外之意時，我們認為該筆記具有足夠獨特性，可供識別、界定和明確表達。該份筆記所言絕不止於字面意義，也遠多於單純的臆測。我們認為可從該份筆記得出以下實質消息。

204. 首先，當時有人正在進行有關收購滙源的洽談，而洽談並非單純是已經定案的事件。撇開中文時態結構的問題，筆記提到曾考慮洽談成功可能帶來的結果：國家會否以反壟斷為由而加以干預？對市盈率又可能造成什麼影響？這一點說明了洽談正在進行中。總而言之，筆記所指的必定是仍在進行中的洽談，而且可以就可實現的商業元素取得成果。

205. 第二，持續進行的洽談中，收購結構已為人所知。洽談內容關乎“全面收購”建議，即買家出價買入股份，數量須足以啟動機制，讓買家按規定提出悉數買入已發行股份。換而言之，假如最終議定的每股收購價高於當時該股份在市場上偏軟的報價，則普通“散戶”股東(即情況與孫敏相同的人)便能直接獲利。就收購價而言，如洽談持續進行，以圖就滙源的“高”索價達成協議，那就強烈意味着滙源的索價遠高於偏軟的市價，即使作出妥協，仍屬相當高的水平。

206. 第三，雖然買家身分不詳，但交易有遭國家以反壟斷為由而干預的風險，據此可以清楚推論，買家是大規模的內地實體或跨國公司。為何國家可能會出手干預，以避免實際上形成壟斷，造成某種不公平的競爭形式？總而言之，種種迹象均顯示擬進行收購的一方必然是業內巨擘。

207. 第四，洽談並非純屬“試探性質”。最大股東朱新禮(兼滙源創辦人)已同意把公司出售。因此，洽談是在買賣雙方你情我願的情況下進行。

208. 第五，就全面收購計劃而言，尚未達成協議的關鍵在於每股股份的收購價，這是可想而知的。

209. 第六，即使洽談取得成果，但仍有風險，國家可能會以最近頒布的反壟斷法為由，加以干預。

210. 依我們判斷，這六個因素都指向一點，就是持續進行的洽談必定有“相當多可實現的商業元素”。洽談明顯地已超越純粹試探階段並已處於較具體的階段，即雙方有意透過洽談，“實際達成一項可予以識別的目標”⁴。

211. “具體消息或資料”可能是一般性質的消息或資料。為了可較全面地理解該項消息或資料，投資者必須對有關公司略有認識；縱是如此，也不會削弱該項消息或資料的重要性。孫敏是資深投資者，她在關鍵時刻對滙源的價值有所認識：滙源是業內龍頭，雖然在競爭激烈的市場中面對種種營運困難(包括現金流量緊絀)，但依然具有內在價值和發展潛力。對於這一點，她從沒有提出異議。正如日記簿中的消息清楚指出，在藉全面收購的方式收購該公司一事上，仍有待定奪的關鍵是股份價格。這一點本身顯示賣家索價遠高於當時偏軟的市價。一切消息或資料不論如何顯而易見，都必須與其他既知消息或資料一併考慮。從這一點來看，我們認為各項消息或資料本身即使並非詳盡無遺，但湊起來顯然屬具體消息或資料。

212. 誠然，該項消息並沒有說及洽談取得成果的成數，但正如主席指示本審裁處所言，即使消息沒有表明建議中的交易十拿九穩，仍可能屬具體消息或資料。再次援引麥明康法官的判詞：“要確定消息或資料是否屬 … 具體消息或資料，取決於其性質，而非達成有關事項的商業可能性 …”⁵。

213. 因此，我們可輕易斷定，第二份筆記所記述的消息(寫在日記簿二零零八年八月一日那一頁的消息)屬《條例》所指的“具體消息或資料”。

⁴ 引號中的語句引自麥明康法官在*益通國際集團有限公司*研訊報告書中的判詞(見本報告書第80段)。

⁵ 摘錄自麥明康法官在*錶準時控股國際有限公司*一案的判詞(見本報告書第83段)。

孫敏的知情範圍

214. 我們必須考慮的問題是：孫敏是否知道她所掌握的消息屬“有關消息”？

215. 依我們判斷，孫敏必然知道她所掌握的消息屬“有關消息”。

216. 孫敏曾講述她作為投資者(實際上是成功的投資者)的經驗及技巧。她說消息靈通十分重要，因而致力維繫與銀行家及財務顧問的關係。

217. 在市場不斷擴大、但競爭日益劇烈的市場中，滙源股價偏軟，並可見現金流量出現問題。在此情況下，孫敏自然十分在意業內巨擘出價收購滙源一事，因為此舉勢必對該公司股價造成重大影響。更甚者，是這宗收購建議以全面收購方式進行，且按合理評估，買方正在積極洽談，而重要的是，賣方樂見其成。

218. 接下來的問題是，假如孫敏知道當時她所掌握的消息屬“有關消息”，她為何不立即買入更多股份？她為何要等上數天才斷斷續續地買入數量相對不多的股份，直至月底才一舉大手買入？畢竟，她慣常的投資動輒數以百萬元、甚或千萬元計。不過，在本案中，她多次買入數量相對不多的股份。我們已考慮這一點。沒有證據可顯示八月時她選擇以這種方式進行買賣的原因。儘管如此，一個人就算取得內幕消息，也未必會把一切押注下去。該消息雖屬具體，但眾多方面仍有待確定，故有理由謹慎行事。證據顯示孫敏是老練的投資者，未必會貿然行事。

二零零八年七月三十日及三十一日買入股份有何重要？

219. 二零零八年七月三十日，張美珊按照孫敏的指示，買入2,786,000股滙源股份。翌日，即七月三十一日，張美珊再按照孫敏的指示，進一步買入該公司2,696,000股股份。在這兩天內，合共買入5,482,000股股份。

220. 直至翌日，即二零零八年八月一日，張美珊才寫下被我們裁定為記述“具體消息或資料”的筆記。

221. 依我們判斷，張美珊在日記簿二零零八年七月三十日(即買入第一批股份的日期)那一頁所寫的筆記過於含糊，有欠明確，而且模稜兩可，本身並不足以構成“具體的消息或資料”。

222. 起初屬傳聞或傳出未經證實承諾的風聲，隨着所取得的消息或資料增加而更見端倪，最後演變為性質屬“具體”的消息或資料，這種情況並不罕見。

223. 我們沒有證據，可證明張美姍或孫敏在進行買賣的首兩天(即二零零八年七月三十日及三十一日)知道第二份筆記(即在日記簿二零零八年八月一日那一頁所載者)上記述的消息。無論如何，證據都另有所指。

224. 因此，基於所得證據，我們同意孫敏在首兩個交易日買入股份，說不定非因聽到相關傳聞 – 是教人蠢蠢欲動的傳聞，但實質內容不足以構成“具體的消息或資料”。

225. 因此，就買入該等股份而言，不能裁定孫敏觸犯內幕交易罪而須負上法律責任。

並非普遍為人所知 …

226. 以本質而論，內幕消息是僅為少數人而非普遍為市場所知的消息。市場則指慣常(或相當可能會)進行與所述消息有關的公司的上市證券交易的人。

227. 因此，須裁定的問題是，在孫敏買入其餘的滙源股份時，第二份筆記所記述的“具體的消息或資料”是否普遍為慣常(或相當可能會)進行該公司股份買賣的人所知？

228. 再機密的洽談，也難免會惹來傳聞。孫強形容收購滙源的洽談，對股價“極有”影響，而且“極其”機密，但他認同在七月中或前後日子，市場已流傳著有關洽談的傳聞。

229. 在這方面，他提及二零零八年七月十七日的電郵往來。第一封電郵提到市場上正流傳洽談一事，而他在同日所作的回覆如下：

“我們繼續監察股價走勢，如股價不尋常地急升，我們可能須向聯交所交代。請跟 Freshfields (原文照錄)談談，準備一份聲明，並安排董事會會議，以通知各董事。”

230. 翌日，孫強又收到另一封電郵，傳言高盛已獲委任為滙源大股東朱新禮的財務顧問。

231. 在透過視像連線系統作證期間，孫強並沒有提及再有聽到其他傳聞。

232. 他曾憂慮在二零零八年七月十七日或該日前後流傳的傳聞可能影響廣泛，令滙源股價急升，但結果股價不單沒有急升，反而下跌。七月九日，滙源股份收市價報 4.690 元；至七月十七日，收市價跌至 4.250 元；至七月二十五日，股價在短時間內進一步下跌至 4.080 元。七月十六、十七、十八及二十一日的收市價分別報 4.290 元、4.250 元、4.120 元及 4.060 元。

233. 以大局來看，二零零八年七月十六日至八月二十一日期間，股價由 4.290 元跌至 3.970 元。

234. 由於傳聞在二零零八年七月下半月流傳，因此可見市場上顯然沒有很多人基於該傳聞而買入股份。這一點顯示傳聞只是在有限範圍內流傳，在七月底及八月更似乎沉寂下來：股價持續下跌。

235. 關於出現傳聞一事，也須一提，孫敏作證時，並沒有說是基於傳聞而買入股份的。事實上，其證供的重點就是她對傳聞毫不知情。

236. 二零零八年八月二十九日是滙源停牌前的最後交易日，雖然股份收市價升幅有限(由前收市價 3.930 元升至 4.140 元)，但成交量增幅卻非常明顯，由前一個交易日的 8,724,575 元增至 40,098,625 元。在這個最後交易日，孫敏買入了 2,092,000 股股份。不過，她作證說，她不知道為何成交量大增，而她僅在該天買入股份，是因為她當時身在外地，眼見股價持續下跌，認為應彌補早前錯失的入市時機。

237. 我們必須在此說明，我們認為孫敏身為經驗豐富的投資者，自從二零零八年八月初前後得悉有人持續洽談收購事以來，不可能不知道有關股份的成交量極可能會激增，因為市場上已有不少人聽聞洽談取得成果。

238. 雖然傳聞顯然已在二零零八年八月二十九日開始流傳，但沒有證據顯示流傳範圍之廣，已達普遍為市場所知的程度。有少數人利用某項消息，未必表示該消息本身已普遍為市場所知。如消息已普遍為市場所知，股價理應有較大升幅。

239. 因此，我們認為在二零零八年八月一日至二十九日期間(首尾兩天包括在內)，第二份筆記所記述的消息並非普遍為市場(即普遍慣常或相當可能會進行滙源上市證券交易的人)所知。

如洽談一事普遍為人所知，會否對滙源股價造成重大影響？

240. 按照定義，“有關消息”是指可影響股價的消息。這類消息如普遍為人所知，則相當可能會對某股份的價格造成重大影響。凡不會造成這種後果的消息，即不大可能對市場造成影響或極其量僅造成輕微或微不足道影響的消息，均不屬內幕消息。

241. 正如本報告較早前所述，有關測試是假設性的：我們須裁定的是，一般投資者如掌握張美姍第二份筆記所記述的消息，會有何舉動。

242. 洽談的核心人物孫強作證時說，洽談對股價“極有”影響。為了強調這一點，孫強在處理另一投資銀行家查問是否確有洽談一事時，說道：

“我沒有跟他(另一投資銀行家)說，因為當時這宗交易屬高度機密，而且對股價極有影響。這項消息按有需要知道才披露的原則處理，故除了這宗交易涉及的少數關鍵人物之外，我不會跟任何人談論。”

243. 明顯地，孫強這位資深投資銀行家認為，洽談本身而不僅是其結果均須保密。此舉實屬必要，因為他認為這多次的洽談消息對股價極有影響，即可能令股價大幅波動。

244. 當然，身為投資銀行家，孫強訓練有素，明白一切收購洽談均屬機密，而且可能影響股價。不過，依我們判斷，在本案中，他有充分理由把洽談保密，尤以從張美姍第二份筆記所得的一類消息為然。我們提出這種說法的理據如下：

- 滙源股價嚴重受壓，由高位 12.20 元大跌超過六成。
- 外界認為滙源在競爭激烈的市場中一直受現金流量問題困擾。
- 當有內地或跨國大型公司出價收購的消息傳出，而該公司又有能力解決外界認為一直困擾滙源的現金流量問題時，股價確有機會上升。
- 有人出價進行全面收購，對散戶投資者來說是利好消息。

245. 在這方面，我們認為須查看張美姍在二零零八年七月三十一日所收到、由摩根大通財務顧問發出的電郵(即本報告書第 51 段所指的電郵)。該電郵傳達了摩根大通財務分析師的意見：滙源的銷售增長放緩，導致“現金回報轉差”；通脹對公司造成負面影響；預期在九月公布的公司業績不會有驚喜；予以“減持”評級，預期在二零零九年前將缺乏“憧憬”。按照證據而言，這項評估結果——儘管一些股評人會解讀為趁低吸納的良機——並沒有與當時的市場氣氛背道而馳。我們認為，由於有這類較負面的評估，有關有人就出價收購積極進行洽談的消息，理應會視為摩根大通所說恐怕在二零零九年前也不會有的“憧憬”。

246. 在研訊進行期間，有人提出內地國家機關可能出手干預，以致交易因違反反壟斷法而告吹一說，會令投資大眾卻步。有關法例當時剛剛實施，並成為輿論焦點。

247. 不過，事實上，在洽談取得成果的消息公布後，滙源股價飆升約 164%——儘管交易因違反反壟斷法而告吹的風險依舊，而且當時人所共知，買家是可口可樂這個國際知名的美國品牌，交易告吹的風險其實可能會大為增加。

248. 我們考慮所有證據後，認為一般投資者如果知道洽談正在進行中，國家可能根據新實施的反壟斷法例作出干預的風險不會對他們具有阻嚇作用；在洽談取得成果的消息公布周知後，這個風險更不會令投資者卻步。

249. 按照主席給予審裁處的指示，研究市場對某項消息一旦公開的反應，便可知道該項消息在普遍為人所知之前，是否可能造成重大影響。不過，在本案中，公布周知的消息有別於張美姍手寫筆記內的消息。公布周知的消息是洽談已取得圓滿成果，以及以每股 12.20 元出價買入所有已發行股份的公司是某國際知名品牌。相反地，張美姍在筆記中所記下的消息僅是洽談正在進行中，沒有談及買家誰屬，以及收購價仍待商定。

250. 儘管如此，從上文(特別是第 244 段)所述的因素來看，我們相信張美姍第二份筆記所記述的消息屬可影響股價的消息。我們並不是說，該資料一旦公開所造成的影響，會跟公布洽談取得成果一樣強烈。在公布中，所有相關細節均予披露，收購價為每股 12.20 元，而前一個交易日的收市價僅為 4.140 元。不過，我們相信張美姍第二份筆記所記述的消息一旦公開，會令市場躁動，而市場人士在反覆評估

洽談取得成果的成數後，絕對可能會對長期偏軟的股價產生正面而重大的作用。

消息是否來自“有關連”的人？

251. 首先，我們必須道明，在研訊過程中，沒有證據可證明孫強違背他所處地位該有的誠信，把有關洽談的消息告訴孫敏、其丈夫或他們的僱員。

252. 孫強在北京透過視像連線系統作證，當時他在北京居住和工作。他承認認識孫敏及其丈夫多年，並曾出席由他們安排的社交活動，更不時與孫敏的丈夫莫峰打高爾夫球。他說，他跟他們夫婦兩人關係友好，但稱不上至交。

253. 孫強作證時給人的印象是，他是資深銀行家，深明其道德責任。在他作證的過程中，沒有任何事情顯示他有理由(即除了他與孫敏夫婦是普通而非過從甚密的朋友關係之外的其他具體理由)甘冒損害事業的風險，把機密並可影響股價的消息轉告孫敏或其丈夫。

254. 也須一提的是，在研訊過程中，沒有證據顯示有其他*已知身分*的“有關連”的人，可能曾把有關滙源洽談的機密並可影響股價的消息轉告孫敏及／或其丈夫。

255. 不過，基於本報告書所載理由，我們相信有關滙源洽談的機密並可影響股價的消息，是在二零零八年八月一日或該日前後轉告孫敏或張美姍的。

256. 假如無法確定誰把消息傳來，便須裁定一點，就是可否在考慮所有證據後，得出令人信服的推論，證明有關消息必然來自身分不詳的“有關連”的人，而孫敏肯定知情。

257. 如孫敏所收到的消息(沒有談及洽談中買家誰屬)來自以下任何一類(或多類)人，則該消息屬來自“有關連”的人：

- 滙源的高級人員，即董事或僱員；
- 附屬公司或有關連的公司的高級人員；
- 滙源或有關連的公司的大股東；

- 身居某職位的人，他憑藉與滙源或其有關連公司的專業或業務關係，可合理預期該職位給予他接觸機密並可影響股價的消息的途徑。就有關收購的洽談而言，這最後一類人包括向滙源提供意見的專業團體的成員，計有：投資銀行家、銀行家、商務顧問、律師及會計師。

258. “有關消息”的其中一個來源可能是傳聞。我們同意，根據所得證據，張美姍第一份筆記(日期為二零零八年七月三十日)所記述的消息說不定是源自傳聞，也許就是在七月十七日及十八日或其前後日子流傳(至少在若干投資銀行家之間流傳)的有限傳聞的一部分。

259. 不過，沒有證據顯示約在兩星期後，即在二零零八年八月一日或其前後日子，內容更為詳盡的傳聞仍在市場上流傳。

260. 關於這一點，必須注意的是第二份筆記傳達以下消息，而且與較早前的傳聞相比，具有更實質的內容：

- 洽談並非僅屬初期“試探階段”。正如我們較早前所說，洽談已取得長足進展，不但已決定交易的具體結構，即以全面收購的方式提出建議，而且已集中磋商核心問題：每股的收購價；
- “賣家”(顯然是指滙源創辦人兼大股東朱新禮；如進行全面收購，則毫無疑問也包括其他大股東)已同意出售；
- 當時，該項消息已計及潛在風險，即國家可能會基於新實施的反壟斷法而行使否決權；
- 這最後一項消息(本身)暗示買家是市場巨擘。

261. 準確反映機密洽談仍在進行的這項消息，可能來自財務顧問。這個看法有何重要？我們必須謹記，二零零八年七月三十日，張美姍負責對滙源進行盡職審查。然而，依我們判斷，沒有證據支持消息來自財務顧問這個看法。假如連毫無關連的財務顧問也風聞該消息，則該消息必然已合理地廣為流傳，並已在滙源的股價或最少在其成交量上反映出來。此外，為何交易商僅把該消息告知張美姍(或孫敏)？不過，市場上並沒有明顯的動作，股價依然橫行，事實上更持續下跌，成交量大致維持不變。

262. 無論如何，正如我們較早前所說，假如孫敏或張美姍真誠地從顧問處收到意見，她們肯定會有印象，畢竟是在一個月內賺取了非常豐厚的利潤。不過，孫敏沒有提及收到這一類意見，而似乎僅提到有此可能的張美姍，也只是含糊其辭，並稱聲沒有印象。

263. 二零零八年七月三十一日，滙源董事會接獲大股東正式通知，謂計劃把合共擁有的公司股權出售，而董事會也答應提供一切所需的協助。簡而言之，當時已達成賣盤協議，但有關條款仍有待議定。該消息可見於張美姍翌日寫下的第二份筆記。

264. 二零零八年七月三十一日，密切參與洽談的人該會知道，可口可樂公司的指示出價為每股 11.00 元，而百事可樂的出價則介乎每股 9.00 元與 10.00 元之間。與洽談有密切關連的人也該會知道，朱新禮及各大股東都希望對方有較高的出價。與張美姍那份含糊其辭的筆記配合來看，該項消息與尚未達成協議(實際上確實如此)的說法相符，而爭議重點顯然在於每股收購價。

265. 該項消息雖稱不上詳盡無遺，但總算具實質內容，而且大致準確。依我們判斷，在八月初，單憑部分傳聞或毫無關連的財務顧問，不可能取得這樣的消息。消息必然是來自與洽談關係密切的人，而該人不是公司的高級人員，就是大股東或屬有關連的人的專業顧問。依我們判斷，這是唯一令人信服的推論。

266. 孫敏必然知道消息來源？我們肯定她確知消息來源。正如我們在本報告書較前部分所說，所有證據都指向她本人曾接獲該消息這一點。

267. 在這方面，必須考慮孫敏及其丈夫在內地和香港人脈甚廣這項因素。孫敏在北京接受高等教育；他們的船務生意及投資業務蒸蒸日上。到二零零八年年中，孫敏估計她與丈夫的資產合共高達 100 億港元。孫敏曾提到建立人脈關係。整體而言，可以說孫敏在接獲有關滙源的內幕消息時，夫婦二人已相當富裕，而且人脈不俗。因此，孫敏可能跟某些與洽談關係密切的人有關連，這說法在任何方面都與我們從證據上所認識的她相稱。

第七章

結論

268. 基於本報告書所載理由，我們裁定孫敏獨犯《條例》第270(1)(e)條所訂明的內幕交易罪行。

269. 這項罪行關乎她先後在二零零八年八月七、八、十二及二十九日買入合共 3,131,500 股滙源股份。

270. 審裁處沒有辨識到本案中有其他受牽連人士。

(簽署)
夏正民
(主席)

(簽署)
陳志雄
(成員)

(簽署)
陳浩賢
(成員)

二零一三年三月一日

第八章

命令

命令

271. 審裁處於二零一三年三月一日把本報告書的第一部分送交財政司司長，並於三月四日把本報告書交予本案雙方。審裁處通知雙方，可在訂於四月二十九日舉行的研訊前，就依據本報告書第一部分作出的命令提交書面陳詞。他們也可選擇在研訊時口頭陳詞，以支持其書面陳詞。

272. 審裁處分別收到提控官郭兆銘資深大律師和代表孫敏的領訟大律師鄧樂勤資深大律師的書面陳詞。兩名大律師都有口頭陳詞，以支持其書面陳詞。

273. 《條例》第 257 條授權審裁處，可向被辨識為曾有市場失當行為的人作出多項命令。就本案而言，該人為孫敏，她被裁定於二零零八年八月七、八、十二及二十九日進行內幕交易。她在該等日期購買的股份共有 3131500 股。

第 257(1)(d)條：交出利潤

274. 《條例》第 257(1)(d)條授權審裁處，可向被裁定曾有市場失當行為的人作出命令，讓該人向政府繳付“一筆款項，金額不得超逾該人因該失當行為而令他獲取的利潤 … 的金額。”

275. 在正式研訊期間，鄭啓森以專家身分作供，並提交陳述書。他根據終審法院在 *Insider Dealing Tribunal v Shek Mei Ling* (1999) 2 HKCFAR 205 一案的判詞中所列明的方法，計算出孫敏出售 3,131,500 股股份所賺取的利潤為 21,151,712.65 元。陳述書的副本見附件 6。

276. 鄭啓森所採用的方法及其計算結果是否正確，並無爭議。然而，鄧樂勤資深大律師陳詞說，審裁處不應命令孫敏全數繳付按交出利潤命令計算的金額。

277. 鄧樂勤資深大律師的陳詞以審裁處的觀點為據。審裁處把張美嫻日記簿內第二份筆記所記述的消息(即被裁定為構成內幕消息者)，與滙源股份暫停買賣後公布的資料作出比較：鄧樂勤資深大律師特別

強調，第二份筆記所記述的消息沒有明言有意進行收購的法團為何——儘管人們可推斷是市場巨擘；相反，公布的資料道出有關法團為可口可樂公司——在汽水市場成就卓越的國際知名品牌。第二份筆記所記述的消息沒有道明每股收購價，但公布的資料則列明收購價為每股12.20元。第二份筆記所記述的消息涉及仍在洽商中的計劃，有關計劃在最後分析階段或有可能告吹；但公布的資料則說明已達成協議和開列有關細節。鄧樂勤資深大律師特別強調審裁處的裁定，即第二份筆記所記述的消息極有可能“令市場躁動”，對長期偏軟的股價產生重大的正面作用；然而，我們同意，這項消息若在日記簿記下時便向公眾公布，影響力將不如在股份暫停買賣後公布般巨大。總結而言，鄧樂勤資深大律師認為，第二份筆記所記述的消息與在股份暫停買賣後公布的資料，在本質上有所不同。

278. 鄧樂勤資深大律師陳詞說，*Shek Mei Ling*一案所採用的方法，是假設內幕交易者以不正當手法取得的消息在性質和影響力方面(至少在實質內容上)與其後公布的資料相同。這項假設讓法院能準確地評估“因進行內幕交易而”賺取的利潤。不過，終審法院認為這個方法未必適用於所有情況，故此在某些例外情況下可酌情處理。鄧樂勤資深大律師說，本案的情況正好合適，應予酌情處理。在本案中，公布的資料遠較審裁處裁定孫敏以不正當手法取得的消息正面。換而言之，正如鄧樂勤資深大律師所說，令股價最終大幅攀升的重要消息，在孫敏被裁定進行內幕交易時並非由她掌握。他認為在這個情況下，審裁處應酌情處理，把交出利潤命令所規定的金額大幅削減。

279. 鄧樂勤資深大律師認同，第二份筆記所記述的消息如在記下時已為公眾知悉，對股價有何正面作用難以準確量化，故只能以籠統概括的方式計算。不過，他認為審裁處應考慮行使酌情權，把金額減少50%，至大約10,575,000.00元。

280. 審裁處無法接納此等陳詞。若審裁處正考慮施加罰款以作懲處，有關陳詞尚且較有說服力。然而，審裁處沒有這項權力。審裁處只有權命令被裁定有市場失當行為的人交出利潤，目的是確保該人無法因該等行為而獲得經濟利益，這是明白不過的。鄧樂勤資深大律師的陳詞，說到底，便是等同說孫敏應有權把因觸犯罪行所賺取的利潤保留一半，而唯一的理由是該筆利潤遠較她所能預期的為多。

281. 審裁處在本報告書中論及，純屬意圖進行或處於初步洽談階段的交易，並不意味有關洽談內容的消息並不具體；這個觀點已廣為法律評論員所接納。在這方面，審裁處引述麥明康法官在有關益通國際有限公司的研訊中所表達的觀點：內幕交易的要點，往往在於趁交易

僅處於意圖進行階段便進行買賣，因為一旦交易付諸實行，市場就可察覺到並有所行動，令股價反映實情。詳情見本報告書第一部分第 79 段。

282. 在某項交易尚未完成及其細節尚未完全公開之前依靠內幕消息進行買賣的人，在定義上必須於某些事宜仍未明朗時進行買賣。這項構成罪行的行為的固有風險，就是當所有交易細節最終公布後，該項不明朗因素可能有利於內幕交易者，但也可能對他不。然而，我們必須謹記，這項行為旨在利用內幕消息，從而在市場上“搶先一步”，以賺取不當利潤 — 即使利潤的實際金額在進行內幕交易時不能確定。儘管如此，一方辯稱內幕交易者賺取比他／她預期為多的利潤，因而有權保留預期以外的利潤，我們對此論點實難苟同。

283. 相同或類似論點曾在終審法院審理的 *Shek Mei Ling* 一案中提出，但遭法院駁回。在這方面，李啓新勳爵就建議中的計算方法作出如下論述(判詞第 210 頁 F 段)：

“市場並非在無菌的真空狀態裏運作。買價與賣價之間的差距，除了會受披露這個[內幕]消息一事影響外，也可能受其他多個因素影響(結果可屬正面或負面)。買賣之間相距的時間愈長，市價便愈有可能出現為其他原因所導致的波動。所涉及的因素可能屬一般性質，影響大部分公司或大部分市場上有關行業的公司的股價；也可能屬某家公司所特有者，但與可影響股價的消息無關。在某種意義上，若像這類的利好外在因素令內幕交易者的利潤增加，則增加的利潤可說並不屬於內幕交易者“因進行”內幕交易而獲取的利潤。根據這個方法，計算內幕交易者的利潤時 …，沽售股份所得的利潤必須予以調整，即調高或調低，以反映利好或利淡的外在因素令賣價上升或下跌的幅度。”

284. 關於這個建議中的方法，李啓新勳爵說(判詞第 210 頁 H 段)：

“這並非審裁處實際上所採用的做法，本席也不視此為正確做法。本席不認為該條例預計施行第 23 條的規定時會遇上這種無從預斷的事情。第 23 條適用於與上市證券有關的交易。在必然並符合財政命令目的的情況下，凡提及獲取的利潤，均視作在市場進行買賣而獲取的利潤，無須考慮影響市價的一般事件。若內幕交易涉及不當買入的股份，則所獲取的利潤便是購買股份的成本與淨售價之間的差額。這是普遍適用的原則 …”。

285. 雖然李啓新勳爵在這裏談到的是舊有條例的條文，但審裁處認為現行條例的條文沒有規定須修改計算方法。為此，審裁處認為衡量

鄧樂勤資深大律師的陳詞時，李啓新勳爵的觀點同樣適用，因前者的陳詞同樣涉及無從預斷的事情，即嘗試計算因有額外正面消息而產生的外在事物的價值，也就是“預期以外的利潤”。

286. 當然，李啓新勳爵無意訂立絕對的規則，只把有關原則形容為“普遍適用的原則”。他說：

“這是普遍適用的原則 — 儘管在某些特殊情況下，可能須顧及其他因素，而本席亦不會完全抹煞這點。”

287. 在本案中，審裁處並未發現任何形式的“特殊情況”。在孫敏選擇買賣的時間內，該兩方顯然正進行洽談，並有望實際達成一項可予以識別的目標，但最終協議尚未達成。明顯地，她是為了獲取利潤而選擇進行買賣，並當然期望協議一旦達成，會帶來龐大利潤。沒有外在因素令她處於不利境況，以致她必須進行買賣。同樣地，收購一事也沒有出現審裁處不能忽視的戲劇性轉變。洽談最終圓滿成功。孫敏若非實際預知這個可能性，便不會買入股份。隨着事態發展，利潤可能比她預期為多，但這點絕對不能構成任何形式的特殊情況。

288. 因此，審裁處命令她把 21,151,712.65 元的利潤全數交出。

延誤的問題

289. 對於把本案提交審裁處一事出現嚴重延誤，孫敏的代表律師表示相當不滿。他說有關延誤及隨之而來的不明朗因素，對孫敏構成極大的精神負擔。

290. 根據審裁處席前的時序表(提控官對時序表沒有異議)，證監會在二零零八年十二月初展開調查，並在一年內(即二零零九年十二月左右)與所有證人會面。然而，財政司司長到了二零一二年三月才發出通知，其間相距兩年零三個月之多。鄧樂勤資深大律師陳詞說，本案在事實或法律方面都沒有特別複雜之處，會使調查過程出現此等延誤。調查過程或許涉及跨境元素，但這個因素本身(加上詳情不明)也不能解釋為何出現此過度延誤。

291. 郭兆銘資深大律師回應說，滙源是內地公司，很多曾參與機密收購洽談的人員都在內地居住和工作，這點成了調查人員的一道難題。有別於相關各方均於香港居住和工作的情況，調查人員無法以預期的相同魄力和速度行事。這項跨境因素帶來棘手的難題；既是棘

手，則無可避免會引致延誤。無論如何，郭兆銘資深大律師認為此一延誤並非嚴重至須由審裁處介入。據他的說法，沒有人提出理據，可證明此延誤構成濫用法律程序。

292. 一直以來，法律上的延誤，令因此而蒙受損害的人深感沮喪和失望。為秉持公義，法律程序須以合理速度盡快終結，這是基本法則。雖然審裁處的研訊程序不屬於刑事程序，但須強調的是，個人品格屬研訊程序的爭議範疇，審裁處如作出不利裁斷，足以摧毀某人的事業。因此，審裁處同意，延誤提起法律程序會造成不明朗的氣氛，對自知是調查對象的人來說，無可避免會加重他們的精神負擔。

293. 根據一般原則(儘管關乎刑事法律程序)，如法院裁定某項不當延誤事件構成濫用法律程序，彰顯控方欺壓和無理取鬧時，法官便有權介入。然而，同樣地，如濫用法律程序的指控是基於不當延誤，則除須顯示延誤屬實外，也須提出證據，證明該不當延誤令被告人蒙受嚴重損害，以致法院無法再作出公平審訊。

294. 在本案中，鄧樂勤資深大律師沒有提及有關延誤令孫敏蒙受嚴重損害，令她無法在審裁處席前接受公平研訊。正如本報告書第一部明言，研訊期間所展示的證據基本上不多，重點都落在張美姍日記簿的記事上。

295. 不過，審裁處認為應考慮延誤這項因素，因為確曾有少許延誤。在這方面，審裁處考慮到自二零零八年八月起(至今已接近五年)，孫敏沒有被裁定曾有《條例》條文所述任何形式的市場失當行為，審裁處席前也沒有資料顯示在該段期間，她因在香港金融或商業市場的行為而須接受任何形式的紀律研訊。簡而言之，在該段長時間內，沒有事件令審裁處認為她會繼續對本港金融市場的廉潔穩健構成威脅。這正是審裁處在考慮作出其他相應命令時須顧及的因素，因為該等命令的主要目的，是要保障香港金融市場的廉潔穩健。

第 257(1)(a)條：命令有關人士不得擔任上市法團或任何其他指明法團的董事，或參與上市法團或任何其他指明法團的管理工作

296. 雖然沒有證據顯示孫敏曾擔任上市法團董事，但研訊期間發現，她在香港金融及航運界人脈甚廣，與丈夫共同建立的事業也非常成功。說孫敏現時是香港一名極之富有和具影響力的女性，絕不為過。這樣的人很有可能獲上市法團邀請加入董事局，或在其運作上擔當要職。在這情況下，審裁處認為宜根據第 257(1)(a)條的規定，判令

孫敏未經原訟法庭許可，不得擔任上市法團的董事，為期九個月，由二零一三年五月十四日起生效。

297. 最初，孫敏與丈夫在香港成立航運公司昌運企業，其後設立投資部門 Transfield Asset Management。她在兩個法團都擔任董事。證據顯示，孫敏的丈夫主要負責航運業務，而她則積極管理夫婦二人的投資業務，即 Transfield Asset Management。後者不單買賣證券、債券及其他金融工具，也持有各類資產，包括房地產。

298. 審裁處認為，兩個法團均沒有上市，而證據亦顯示孫敏與丈夫管控兩者，所為的是本身的利益；因此，在這特定的情況下，禁止孫敏擔任該兩家公司的董事或參與其管理工作，不見得符合公眾利益。在作出這個決定時，審裁處承認 Transfield Asset Management 一向從事股票、債券及類似金融工具的買賣，而孫敏也是在擔任該法團的董事期間進行內幕交易。然而，法團其他方面的業務(例如管理房地產資產)也需要孫敏的管理技巧處理。審裁處認為，拖垮該法團不能增進公眾利益；反之，下文的命令更能保障公眾利益。

第 257(1)(b)條：命令有關人士不得處理任何證券

299. 審裁處認為，在一段有限的時間內禁止孫敏處理本條所述的證券或其他金融工具，更能保障公眾利益。孫敏在二零零八年八月作出內幕交易行為，此後她再沒有被裁定作出其他形式的市場失當行為；考慮到這一點，審裁處認為禁令期應以九個月為限，由二零一三年五月十四日起生效。

第 257(1)(c)條：命令有關人士不得再作出任何指明的市場失當行為

300. 或許有人會說，由於 Transfield Asset Management 實際上只得孫敏與丈夫二人經營，假如容許她繼續擔任該公司的董事，則禁止她處理證券的命令實際上並無效力和作用。

301. 儘管依據第 257(1)(b)條所作出的命令具一般效力，並非只適用於孫敏以 Transfield Asset Management 董事身分行事的情況，但審裁處也同意上述觀點不無道理。不過，審裁處認為，依據第 257(1)(c)條所作出的命令，可令她免受誘惑，不會再作出內幕交易行為。該項命令指令受規限的人不得再作出構成市場失當行為的任何行為。命令的效力來自第 257(10)條。第 257(10)條條文訂明，任何人如不遵從依據第 257(1)(c)條所作出的命令，一經定罪，可處罰款及監禁。因此，審

裁處判令孫敏不得再以內幕交易的方式，作出構成市場失當行為的任何行為。

第 257(1)(e)及(f)條：就政府和證監會的訟費及開支作出命令

302. 第 257(1)(e)及(f)條規定，審裁處可分別就政府和證監會對被裁定有市場失當行為人士的行為所作出的調查，以及就審裁處研訊程序而合理地招致或合理地附帶招致的訟費及開支，作出命令。

303. 孫敏的代表律師對訟費計算是否準確及訟費本身是否合理，均沒有提出質疑。當然，訟費向來都是酌情決定的。就本案而言，審裁處認為訟費沒有理由不須隨研訊結果而定。因此，孫敏須支付政府和證監會的訟費。訟費詳情見附件 7 及 8。

作出的命令

304. 審裁處依據《條例》第 257 條的規定，向孫敏作出以下命令：

- (i) 依據第 257(1)(a)條的規定，未經原訟法庭許可，不得在香港擔任上市法團的董事，為期九個月，由二零一三年五月十四日起生效；
- (ii) 依據第 257(1)(b)條的規定，未經原訟法庭許可，不得在香港直接或間接取得、處置或以任何其他方式處理任何證券或期貨合約，或任何此類工具的權益，為期九個月，由二零一三年五月十四日起生效；
- (iii) 依據第 257(1)(c)條的規定，不得再作出可構成《條例》界定為內幕交易的市場失當行為；以及
- (iv) 依據第 257(1)(d)條的規定，向政府繳付 21,151,712.65 元。

305. 就訟費而言，她須依據第 257(1)(e)條的規定，向政府繳付 2,734,235.38 元，以及依據第 257(1)(f)條的規定，向證監會繳付 788,833.00 元。

306. 此外，審裁處依據《條例》第 264(1)條的規定，指令發出書面通知，在原訟法庭登記本命令。

(簽署)
夏正民法官
(主席)

(簽署)
陳志雄先生
(成員)

(簽署)
陳浩賢先生
(成員)

二零一三年五月十日