

二零零七年二月五日至六月六日
亞洲電信媒體有限公司(現稱為瑞東集團有限公司)的證券交易
市場失當行為審裁處的報告書

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 證券及期貨事務監察委員會發出的通知	1-5
第二章 初步考慮：呂瑞峰是否已獲給予合理的陳詞機會？	6-54
第三章 事實背景概覽及研訊依據	55-155
基本背景	55-57
有關劉女士被拖欠債項的早期事件	58-64
(顯然)已承認債務	65-67
該公司的財政狀況岌岌可危	68-76
再談劉女士被拖欠的債項	77-81
授予購股權	82
再談劉女士被拖欠債項的事件經過	83-93
劉女士轉讓債務	94-103
亞洲電信股價突然飆升	104-112
王及何開始出售手持的股份	113-115
處理轉讓契據	116-122
進一步批授購股權	123
處理法定要求償債書	124-129
姚海鷹沽出其股份	130-135
王及何沽出餘下股份	136-138
呂進行的交易	139
透過中國聯合電信有限公司及 TeleMedia Capital Incorporated 的帳	140-144

		段數
	戶進行交易	
	Goodpine 提出清盤呈請	145-155
第四章	審視法律和考慮研訊範圍	156-196
	內幕交易的要素	158-181
	(A) 進行證券交易的人須與某上市法團“有關連”	160-163
	(B) 所掌握的消息須屬“有關消息”(通常稱為“會影響股價的消息”)	164-177
	(i) 何謂“具體”?	165-174
	(ii) 相當可能會對股價造成重大影響的消息或資料	175-177
	(C) 知情的要素	178-180
	(D) 該人必須“進行交易”	181
	《條例》第 271 條所訂的免責辯護	182-185
	舉證準則	186-188
	環境證據及推論	189
	謊言	190
	良好品格	191
	分開考慮	192
	專家證供	193-194
	關於研訊範圍	195-196
第五章	該宗轉讓和法定要求償債書是否屬“有關消息”?	197-219
第六章	指明人士是否知道該宗轉讓和法定要求償債書屬有關消息?	220-255
	A. 第二指明人士：姚海鷹	222-243
	B. 第三指明人士：王嵐	244-255
	C. 第四指明人士：何景蓮	256-263

	段數
第七章 第 271(3)條所訂的免責辯護	264-295
A. 姚海鷹提出的免責辯護	267-279
B. 王嵐	280-295
第八章 結論	296-297
報告書的連署人	

第一章

證券及期貨事務監察委員會發出的通知

1. 審裁處依據證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)在二零一四年一月十六日發出的通知而組成。通知全文如下：

**關於亞洲電信媒體有限公司
(現稱為瑞東集團有限公司)(股份代號：376)的
上市證券事宜**

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

證監會認為，亞洲電信媒體有限公司(現稱為瑞東集團有限公司)(股份代號：376)(“亞洲電信”)的證券交易曾發生或可能曾發生該條例第 XIII 部第 270 條(“內幕交易”)所指的市場失當行為，故現要求市場失當行為審裁處進行研訊並裁定：

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

涉嫌曾從事市場失當行為活動的人士

呂瑞峰(“呂”)

姚海鷹

王嵐(“王”)

何景蓮(“何”)

為提起研訊程序而作的陳述

1. 在所有關鍵時間，亞洲電信是一家在香港聯合交易所上市的公司，其股份代號為 376。在 2007 年 2 月 1 日至 2007 年 6 月 6 日期間，下列人士為亞洲電信的主管人員及／或僱員：

呂	主席、行政總裁、執行董事及大股東
姚海鷹	財務董事及執行董事
王	公司秘書
何	助理公司秘書

2. 中國聯合電信有限公司（“中國聯合”）為一家由 Asia TeleMedia Holdings Limited（“ATMHL”）持有其 35% 已發行股本的公司。ATMHL 由呂全資擁有，而他是唯一獲授權操作中國聯合的證券帳戶的人。
3. Clear Excel Limited（“Clear Excel”）是一家由呂擁有和控制的英屬處女群島公司。
4. Kayden Limited（“Kayden”）是一家由 Kayden Trust 以投資控股公司身分擁有的英屬處女群島公司。呂實質上控制了 Kayden Trust 的資產，並有權撤銷該項信託，屆時該項信託的所有資產將歸還予呂。
5. 姚文沛為姚海鷹的父親，並且與呂相識。他沒有在亞洲電信擔任任何職務或受僱，但曾經是 TeleMedia Capital Inc.（“TCI”）的董事及唯一股東。
6. 在 2002 年或之前的某段時間，萬勝集團有限公司（亞洲電信的前稱）欠下劉連連債務。在 2002 年 7 月至 2006 年 5 月期間，劉連連與萬勝集團有限公司／亞洲電信曾就償還此項債務進行磋商及協定。在進行該等磋商及協定期間，劉連連曾於不同時間向萬勝集團有限公司／亞洲電信發出五份法定要求償債書。該等法定要求償債書似乎均沒有透過任何法律行動予以跟進，但劉連連及亞洲電信就總款項之還款安排達成協議。
7. 劉連連透過日期為 2007 年 2 月 1 日的轉讓契據（“該轉讓”），將該項債務（當中包含未償還本金 58,083,992.133 港元、利息和法律費用）轉讓予 Goodpine Limited（“Goodpine”）。Goodpine 同意支付 25,000,000 港元，作為該轉讓的代價。2007 年 2 月 5 日，Goodpine 透過其律師胡關李羅律師行（“胡關李羅”），經由亞洲電信的律師趙不渝馬國強律師事務所向其發出一份該轉讓的通知書連同一份要求償債書。透過日期

為 2007 年 2 月 6 日的電郵，趙不渝馬國強律師事務所向亞洲電信表示該公司似乎沒有實在的理據足以抗辯 Goodpine 所提出的要求。2007 年 3 月 2 日，胡關李羅向趙不渝馬國強律師事務所提供有關該轉讓的副本。

8. 2007 年 4 月 20 日，亞洲電信公布其截至 2006 年 12 月 31 日止年度的末期業績。該等業績顯示(其中包括)亞洲電信擁有 12,432,308 港元的現金結餘。末期業績亦披露亞洲電信的綜合資產總值為 132,045,000 港元，而綜合負債總額則為 190,583,000 港元。核數師拒絕對於他們就有關亞洲電信按持續經營基準經營的重大不明朗因素所發表的意見承擔責任，並註明“倘能協定應付總款項之還款安排，以及向貴集團注入賺取收入之投資，(亞洲電信的)董事相信貴集團將可履行一切於可見未來到期之財務責任”。核數師亦未能取得足夠證據以評估是否應就一筆相等於 27,725,067 港元的款項作出任何減值確認。他們亦拒絕就財務報表是否真實中肯地反映亞洲電信的業務狀況發表意見。
9. 2007 年 4 月 26 日，胡關李羅代表 Goodpine 向亞洲電信發出一份法定要求償債書(“**該法定要求償債書**”)，要求於 21 天內償還 70,270,491.357 港元(包含未償還本金、截至及包括 2007 年 4 月 25 日止的利息以及法律費用)，否則 Goodpine 將會展開將亞洲電信清盤的法律程序。
10. 亞洲電信透過趙不渝馬國強律師事務所發出日期分別為 2007 年 5 月 7 日及 2007 年 5 月 22 日的函件作出回應。第一封函件提出以分期付款方式支付 8,000,000 港元，以全數及最終償付 Goodpine 的申索。第二封函件則提出以一次性支付的方式償付相同款項。該兩封函件均沒有接獲回覆。
11. 2007 年 6 月 6 日，Goodpine 向亞洲電信送達清盤呈請。亞洲電信的股份於 2007 年 6 月 7 日開市前暫停買賣。該股份於 2007 年 6 月 6 日的收市價為 0.83 港元。其後在 2007 年 6 月 15 日，亞洲電信公布其接獲由 Goodpine 送達的清盤呈請(“**該公告**”)。亞洲電信的股份於此後繼續暫停買賣，直至 2007 年 10 月 18 日為止，而於恢復買賣時其股價下跌 62%至 0.315 港元。

亞洲電信股份的買賣

12. 2005 年 3 月 23 日，呂、姚海鷹、王及何分別獲授以下行使價為每股 0.2 港元的亞洲電信股份購股權：

呂	1,000,000 份購股權
姚海鷹	8,000,000 份購股權
王	8,000,000 份購股權
何	3,000,000 份購股權

該等購股權可於 2010 年 3 月 22 日前行使。

13. 2007 年 5 月 7 日，王及何進一步獲授以下行使價為每股 0.4 港元的亞洲電信股份購股權：

王	5,000,000 份購股權
何	1,000,000 份購股權

該等購股權可於 2009 年 5 月 6 日前行使。

14. 呂、姚海鷹、王、何及姚文沛於下列介乎 2007 年 2 月 26 日至 2007 年 6 月 5 日的各個日期出售亞洲電信的股份：

日期	股份數目	每股價格 (港元)
呂(透過中國聯合的帳戶)		
4-25/4/07	5,500,000	0.39-0.4923
26/4-30/5/07	50,750,000	0.4-0.8965
呂(透過其個人帳戶)		
14/5/07	500,000	0.65
23/5/07	500,000	0.66
(該等股份為呂透過分別於 2007 年 5 月 14 日及 23 日按 0.20 港元行使 1,000,000 股亞洲電信股份的購股權而取得。)		
姚海鷹		
28-31/5/07	6,000,000	0.85-0.91
(該等股份為姚海鷹透過在 2007 年 5 月 28 日至 31 日期間按 0.20 港元行使 6,000,000 股亞洲電信股份的購股權而取得。)		
王		
28/2-26/4/07	6,200,000	0.37-0.494
27/4-5/6/07	3,800,000	0.395-0.98
(該等股份為王透過按 0.20 港元行使 8,000,000 股股份的購股權以及按 0.40 港元行使 2,000,000 股股份的購股權而取得。)		
何		

26/2 – 19/4/07	2,700,000	0.2938 – 0.495
11 – 31/5/07	900,000	0.5017 – 0.96
(該等股份為何透過按 0.20 港元行使 3,000,000 股股份的購股權以及按 0.40 港元行使額外 1,000,000 股股份的購股權而取得。)		
姚文沛(透過 TCI 的帳戶代表呂)		
21/3 – 20/4/07	9,000,000	0.385 – 0.509
14 – 25/5/07	48,600,000	0.63 – 0.903

15. 證監會指出，姚文沛透過 TCI 的帳戶進行買賣時，是以呂的代名人的身分行事。姚文沛是呂的朋友，而於姚文沛透過 TCI 的帳戶進行買賣所獲得的售股收益當中，1,250,000 港元支付予 Clear Excel (由呂擁有的公司)，而餘款 37,700,000 港元則支付予姚文沛的妻子，然後再將 32,400,000 港元從她的帳戶轉帳予 Kayden (由呂擁有的信託公司)。
16. 以上每名人士均為於該轉讓的通知書發給亞洲電信後，但於公眾獲悉該轉讓的存在前出售亞洲電信股份，此外他們各人均為於該法定要求償債書送達亞洲電信後，但於公眾獲悉該法定要求償債書的存在前出售亞洲電信股份。
17. 證監會依據該轉讓和分別於 2007 年 2 月 1 日及 5 日就此發出的通知書，以及 Goodpine 於 2007 年 4 月 26 日發出的該法定要求償債書，作為屬於該條例第 245 條所指的有關消息。這些有關亞洲電信的具體消息“並非普遍為慣常(或相當可能會)進行[亞洲電信]上市證券交易的人所知，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”。這些消息在 2007 年 6 月 15 日刊發該公告後才普遍為人所知。
18. 基於上文第 1 段所載 4 名涉嫌進行內幕交易的人士的職位，他們均屬於該條例第 247 條所界定與亞洲電信有關連的人士。證據將會顯示他們在出售亞洲電信股份時已獲得有關消息，並必定知悉其為有關消息。
19. 因此，基於上述所載事宜，呂、姚海鷹、王及何已從事或可能已從事市場失當行為(即內幕交易)，違反該條例第 270 條。

日期：2014 年 1 月 16 日

證券及期貨事務監察委員會

2. 證監會發出該通知後不久，在二零一四年一月二十九日發出概要，撮述證監會認為有關的事實背景，並披露據稱以內幕交易方式構成市場失當行為的亞洲電信媒體有限公司(“亞洲電信”)股份買賣詳情。
3. 首次指示聆訊在二零一四年四月一日進行。在該次聆訊中，為了讓指明人士的法律代表聽取當事人的全面指示，以及給予審裁處成員及代表律師適當通融時間，審裁處指示在二零一四年十一月十七日展開該宗研訊的聆訊。
4. 第二次指示聆訊在二零一四年九月十九日進行。該次聆訊的目的，是要考慮把該宗研訊的聆訊押後兩星期，在二零一四年十二月一日才展開。聆訊延期，是由於主席夏正民法官須於同年十一月底完成獨立專家小組報告，送呈香港特別行政區行政長官。¹
5. 根據審裁處在二零一四年九月十九日作出的指示，該宗研訊的聆訊在二零一四年十二月一日展開，一直進行至同年十二月二十四日。其後，由於有若干證據尚待提交，聆訊押後至二零一五年一月二十七日及三十日進行。代表律師隨後獲給予時間擬備結案陳詞，在二零一五年三月二十三日提交審裁處。

¹ 有關廣深港高速鐵路香港段工程項目的獨立專家小組報告。

第二章

初步考慮：呂瑞峰是否已獲給予合理的陳詞機會？

6. 在證監會調查工作初期，亞洲電信主席暨行政總裁呂瑞峰（“呂”）表示礙於身體不適，未能通力合作。他患有慢性肝功能失調，以致健康欠佳，這點沒有直接爭議。

7. 如有關呂健康狀況的證據可信，呂的慢性病患在研訊的聆訊前數月間急劇惡化，以致他在聆訊召開及進行期間認知能力大減，神志模糊，顯然無法理性應付研訊所牽涉的複雜事宜。

8. 據此，呂的代表律師在研訊的聆訊審結時向審裁處提出，他的當事人並未獲給予合理的陳詞機會，而在該種情況下，審裁處不得裁斷呂是否有罪。

9. 《證券及期貨條例》(第 571 章)第 252(6)條訂明，凡根據該條例組成的審裁處“在識辨任何人曾從事市場失當行為前，須給予該人合理的陳詞機會。”

10. 因此，初步須予考慮的事宜是：在顧及所有相關情況下，究竟呂是否已獲給予合理的申辯機會，即為自己陳詞的機會。

11. 呂的領訟大律師李律仁大律師並沒有嚴加質疑呂已獲給予充分機會為抗辯準備。相反，他陳詞的主要重點，在於其當事人患有令人不由自主的頑疾，病情極其嚴重，以致無法就聆訊期間牽涉的事宜發出指示。該等事宜在調查期間未詳加推敲，當中有部分甚或全部更是聆訊期間才首次觸及。李大律師表示，總體而言，該等事宜絕非微不足道，其重要性足可左右審裁處的最終裁定。據此，李大律師辯稱他的當事人被剝奪了陳詞的機會。

12. 至於呂所患令其不由自主的疾病的性質，醫院發出的證明書及類似的文件證據已呈交審裁處席前。該等證據顯示，呂生來就患有乙型肝炎，大半生均受肝功能失調困擾，最終導致肝硬化。

13. 現有證據更顯示，在二零一四年十月六日或該日前後(僅距離同年十二月一日研訊的聆訊展開前不足兩個月)，呂顯然因“勞累”而病情反覆，並入住北京軍海肝康醫院。假如有關證據獲接納，看來呂

在研訊的聆訊期間一直留院，而審裁處在二零一五年一月底聽取所有證供後，他仍未康復。

14. 此外，假如有關證據獲接納，則呂住院以來，病情似乎非但未稍見起色，反而急劇惡化，甚至一度被診斷為危殆。

15. 至於呂住院期間是否仍能參與研訊的聆訊，據稱是北京軍海肝康醫院肝病學科主管的白潔醫生所述，呂的病情轉差，出現肝性腦病症狀，即在肝功能失調病人身上出現的多種神經精神異常情況。就較嚴重的異常情況而言，主要病徵包括性格改變、智力遲緩及意識不清。簡言之，假如審裁處相信這項證供，則呂根本無法在研訊的聆訊期間為抗辯給予指示。

16. 就法律原則而言，即使在個別人士缺席的情況下，紀律及／或監管事宜審裁處一向有權酌情就該人的行為展開及／或繼續進行研訊的聆訊。不過，審裁處必須“極度小心謹慎”地行使這項酌情權，首要條件是在情況許可下，盡量確保研訊的聆訊公平進行，裁決公正。²

17. 李大律師引述羅傑志副庭長在*黃新訴內幕交易審裁處一案*³的觀點指，在紀律聆訊中，被告如有可能聲譽(又或生計)受損，便有權先了解該案件如何針對他提出指控及案情如何發展，才就指控答辯。根據李大律師的陳詞，礙於(不受質疑的醫學證據顯示)呂在聆訊期間的身體狀況，不宜把案情的發展相告，而他也肯定無法發出合情合理的指示，讓其律師在聆訊期間為其答辯。

18. 首次指示聆訊在二零一四年四月初於審裁處席前進行時，呂儘管看來無疑身患慢性肝功能失調，但仍日理萬機，承受沉重的工作壓力。⁴在該首次聆訊中，呂由鄧樂勤資深大律師代表；他並無提及呂的健康欠佳，只純粹要求給予時間聽取當事人的指示，為抗辯作準備。因此，審裁處同意在二零一四年十一月十七日才就研訊展開聆訊，其後推遲至同年十二月一日。

² 大法官 Lord Bingham 在 *R 訴 Jones (Anthony)* [2002] 2 WLR 524 一案中(該案為刑事案件)，提出“極度小心謹慎”的必要。然而，一般紀律及／或監管事宜的研訊也會依循這項指導原則。就後者而言，(例子)見 *Raheem 訴 Nursing and Midwifery Council* [2010] EWHC 2549 (Admin)一案，第 30 及 31 段。

³ CACV 153/2000，二零零零年十一月三日，無彙報。

⁴ 如前所述，根據呂提供的醫生證明，呂是在二零一四年十月因“勞累”致病情反覆而入住北京軍海肝康醫院的。

19. 至少一直到二零一四年九月，呂似乎也沒有因健康欠佳而無法與其法律團隊合作。可以肯定的是，呂在二零一四年九月仍能與第二指明人士姚海鷹在深圳舉行商務會議。⁵

20. 然而，第二次指示聆訊在二零一四年九月十九日進行時，審裁處獲告知呂已安排在同年十二月入住北京一家醫院，療程為期三個月。預定入院日期與研訊原定的聆訊日期相若。

21. 在第二次指示聆訊當天，呂已委聘新的律師行⁶，由該律師行派出一名律師應訊。只是該名律師大概由於沒有充分時間聽取當事人的全面指示，以致所掌握的有關醫療事實明顯不足。呂的代表律師要求把研訊的聆訊押後至二零一五年三月左右。至於押後的理由，該律師指出，呂患有“晚期”肝硬化，必須接受為期三個月的治療，以穩定病情。據稱，按照療程，呂每天須輸液三小時。

22. 主席提出有關時間安排這個顯而易見的問題。假如呂的病情須接受為期三個月的治療，何以不即時入院開始療程？他若即時開始接受治療，則在研訊的聆訊展開時，療程應已完成三分之二，屆時即使他仍要住院，病情也必然大為好轉。呂的代表律師回答說，呂正接受某種形式的初步治療，每兩星期須接受注射；顯然，呂入院前須先完成該項治療。呂的代表律師並沒有解釋為何呂必須完成該項初步治療才入院，也沒有詳述注射的性質，例如是否屬於標準的西方醫療程序，還是屬於中醫藥療法。主席也提出另一明顯不過的問題，就是呂的病情絕不危殆，否則他(必定)會立刻送進醫院。假若他入院接受治療，包括每天輸液三小時，難道就不能繼續向代表律師給予指示嗎？若他願意，難道就不能通過視像連線系統參與聆訊嗎？呂的代表律師承認，依目前情況來說，他無法回答這些問題。

23. 因此，審裁處根據席前所提出這些含糊不清的說法，不擬批准把聆訊押後至二零一五年三月，而是會待有更多全面的證據提交席前始行決定。就此，審裁處指示須提供以下兩份報告：

- (i) 由呂在北京的醫生或醫療團隊主任撰寫的詳盡報告，載述呂的病患性質，以及解釋為何不能提前住院治療，以便即使未能在研訊的聆訊展開時完成整個療程，也至少能完成大部分療程，指望屆時呂的身體會較為強健；

⁵ 根據第二指明人士的證供。

⁶ 周卓立陳啟球陳一理律師事務所。

- (ii) 由香港一名肝功能失調症專科醫生撰寫的另一份報告，解釋該份北京的醫療報告，並協助審裁處就該份報告作出評論。舉例來說，在入院治療前須每兩星期進行注射是否標準的治療，抑或依標準西方醫學程序來說，大概屬於“另類”治療。

24. 須強調的是，審裁處所作的指示，並非要求一名肝功能失調症專科醫生必須前赴北京親自檢查呂的身體狀況，也不是要求呂必須來港接受一名香港專科醫生的診斷。所要求的只是提交報告，解釋並評論該份北京文件，以協助審裁處。

25. 大概為了遵照第一項指示，呂的代表律師在二零一四年十月三十日來信，提供同年十月十日由自稱北京軍海肝康醫院肝病學科主管的白潔醫生撰寫的報告。在該報告中，白潔醫生簡述呂的肝炎病歷，並解釋他在二零一四年十月入院的原因。該日期早於呂的療程原定的開始日期，即二零一四年十二月。

26. 至於呂當時的病況及預測的病情發展，白潔醫生寫道：

“根據患者目前病情狀況，(患者此次出現肝性腦病症狀)，患者的住院治療時間估計不會少於三個月，出院後仍需靜養半年到一年。不宜勞累，不宜生氣，飲食清淡，需嚴密觀察病情變化，定期到院覆診，發現情況異常隨時住院治療和觀察。以防出現肝衰竭及併發症，降低生存機會。”

27. 依此可見，呂的代表律師擬要求把研訊的聆訊押後一年或以上。

28. 雖然審裁處曾要求提供呂所接受療程的具體細節，好讓香港一名專科醫生藉此評估呂的病情嚴重程度及治療是否足夠，但該報告並沒有交代呂的療程具體細節。

29. 呂的代表律師並沒有提交由一名香港專科醫生撰寫的任何形式的報告(這點也許可以理解，因為北京醫生的報告內容十分籠統)，反而來信加以解釋，似乎要表明呂身體欠佳未能來港接受檢查，也沒有香港專科醫生可以前往北京，加上保險之類等問題，以致他們無法索取香港專科醫生的報告。有一點必須再度強調的是，審裁處從來沒有堅持要呂來港又或要一名香港專科醫生前赴北京為呂檢查。

30. 應該指出的是，呂的代表律師在二零一四年十一月十日再度來信，提交用作進一步佐證的診斷證明書，列明呂患有“乙肝肝硬化失

代償(活躍期)”；同時附上據稱展示呂躺臥醫院病牀上的照片。這些照片無助了解呂的病情。

31. 呂的代表律師根據該證據去信主席，要求把研訊的聆訊押後至二零一五年，但確實日期不詳，屆時充其量只可再向審裁處匯報呂的最新康復進度。證監會反對無了期押後聆訊。

32. 主席在二零一四年十一月十二日作出書面裁定，拒絕批准把聆訊押後，主要原因是在審裁處席前提交的資料並不明確，以及假如呂的病患是可予治療的(也沒有資料顯示不可治療)，則在聆訊展開時呂應已接受治療約兩個月。呂的醫療團隊預計呂的療程為期三個月，意味着呂在聆訊展開時病情很可能已大為好轉，因而可掌握聆訊的進度，並就抗辯給予指示。

33. 主席承認，由於呂的代表律師並沒有提交醫生對病情發展所作的詳細預測，他須依據一般可能出現的情況作出裁定。主席續稱，如他所預計可能出現的情況與最終現實不符，他願意重新考慮有關裁定。不過，據目前情況來看，鑑於另有三名涉案人士無疑已就抗辯準備多時，主席認為研訊必須如期進行。

34. 主席作出裁定時表示，一切順利的話，在聆訊展開時，呂的治療應已取得相當進展，屆時呂便可參與聆訊。該項裁定作出後約兩星期，審裁處再收到白潔醫生的來信，謂情況急轉直下。

35. 呂的病情不但沒有逐步好轉，反而急劇惡化。他神志不清，“思維遲緩”。可想而知，他難以理解別人對他所說的話並有條理地作答。白潔醫生續稱，呂的“反應及感覺遲鈍”，並指已告知其家屬他病情有變。

36. 依證據來看，呂的病情愈見沉重。在聆訊進行期間，審裁處接獲來自北京的另一通知，指呂當時被診斷為情況危殆。

37. 在二零一五年一月底，當審裁處召開聆訊以聽取最後兩天的證供時，再接獲有關呂健康狀況的文件，包括新一份診斷證明書(日期為二零一五年一月二十八日)，內容如下：

“患者精神極差。呈現慢性肝衰竭症狀，黃疸上升迅速，開始出現腹水，腹部呈現鼓脹。已告知家屬患者隨時有出血危險。注意觀察。”

38. 該證明書隨附一名家屬的短信，指呂大部分時間都神志不清，記憶力似乎也日益衰退。

39. 假如該證據獲接納，看來呂在一段長約兩個月的時間內，一直處於危殆或接近危殆的情況。

40. 然而，審裁處會否接納該項醫療證據？這須由審裁處衡量接獲的證據，並決定該項證據的輕重(如有的話)。回顧這宗個案，從呂在二零零八年不願與證監會合作，直到有指他雖住院但仍有可能參與研訊的聆訊，他的病情卻突然轉差，事態顯然惹人關注。不管傳聞如何，司法機構必須探知實況而非偏離事實。因此，須提出的問題是：這一切是否來得太過巧合？倘若有些互相矛盾的證據值得審裁處掂量，審裁處便可直截了當地說，這一切確實來得太過巧合。可是，目前並沒有互相矛盾的證據。呂病情危急的證據未受質疑。

41. 看來由於某些誤會，呂的代表律師起初的確沒有就呂所患的肝功能失調及所需的適當治療，向香港專家索取報告。可是，到展開聆訊並接獲呂病情轉差的證據時，事態已有新發展，遠在香港的專家已不大可能推翻白潔醫生所作有關呂病情急轉直下的診斷。

42. 如聲稱患有令人不由自主的疾病的人入住同一司法管轄區的醫院，而審裁處又質疑有關患病的證據是否真確或充分，則要斷定有關事宜，自有相對直接和實際的方法。其一是指令該方立即提供更多證據。其二是要求申請押後聆訊一方接受獨立醫學專家檢查身體。⁷ 然而，就本案而言，呂正在另一司法管轄區的醫院接受治療。該司法管轄區的醫生工作壓力非常沉重，身處的文化和司法環境均有所不同，未能提供普通法認為理想的詳盡證據，也可理解。

43. 當然，證監會調查人員或提控官並沒有表示有理由質疑白潔醫生的報告是否基本準確。

44. 在這種情況下，審裁處必須接納，並確實接納白潔醫生撰寫的報告及北京醫院提供的其他資料基本準確。

⁷ 就此，見 *Teinaz 訴 London Borough of Wandsworth* [2002] EWCA Civ 1040 一案中，第 22 段 Gibson 法官的裁決。

45. 根據該等證據，我們難免推論如下：聆訊期間，呂身體不適，無法完全理解其代表律師就聆訊進展向他所作的匯報，因此也無法指示如何對聆訊所提事項作出最合適的抗辯。

46. 提控官柏義理資深大律師呈述，據案情發展，呂不曾被剝奪陳詞的機會。就此，他續稱：

- (i) 呂有充足的時間就抗辯事宜充分指示其法律代表，而有關指示必定是為了回應對他不利的指控。此外，呂更可選擇呈交陳述書或誓詞，以支持其案。
- (ii) 事實上，呂傳召了一名事實證人以支持其案。
- (iii) 此外，當然還有一名專家證人被傳召，以支持呂及其他指明人士的論點，即他們所知的並不屬於“有關消息”，故他們及後的行動不可能構成市場失當行為。
- (iv) 本案的核心問題在於所述的消息是否屬於“有關消息”，而指明各方又是否知情。其他指明人士的證供已論及該核心問題，而呂及所有其他指明人士的代表律師也已在陳詞中充分論述該問題。

47. 代表呂的李大律師在回應時，提出多項他認為未必能夠在預備聆訊時預料到的事宜。該等事宜與案直接有關；或許更確切地說，該等事宜在聆訊期間成為與案直接有關的事宜。然而，由於呂患有令人不由自主的疾病，連要他作出最基本的指示也無法成事。就此，李大律師提出多項有關事宜，其中包括：

- (i) 聆訊期間詳細討論了呂對於已轉讓債務的態度，即他對該轉讓合法與否是否存疑。
- (ii) 聆訊期間出現(或完全顯現)以下問題：債務經轉讓後，為何呂不採取較積極的行動查明該轉讓的目的，以及受讓公司的真正身分；尤其是他何以只出價 800 萬元以圖還清債務(該出價在聆訊期間被指為“微不足道”)？
- (iii) 聆訊期間出現另一有關連的問題，就是如呂的公司是上市空殼公司，為何呂在公司仍有相當價值時，似乎準備任由公司清盤？此事引發另一問題，就是呂在接管該公司後，賺取了多少利潤及如何賺取利潤？舉例來說，呂是否在賺取利潤

(包括可能以內幕交易方式賺取利潤)後，準備任由公司清盤？

- (iv) 出現的另一問題是，員工(尤其是內地員工)獲廣授購股權，以及據稱呂為僱員提供財政援助及銀行融資(似乎未曾正式申報)，讓他們行使購股權。這些是否已構成確實行使真正購股權的行為，或已構成讓呂個人獲利的工具？
- (v) 還有多項事宜務須以環境證供加以證明。舉例來說，TeleMedia Capital Inc.進行的股份交易被指由呂一手策劃才能成事，並為其個人利益而進行。

48. 此外，李大律師強調，即使審裁處斷定呂原本一直逃避出席研訊的責任，但無疑在二零一四年四月，證據顯示他明白到出席研訊可使其利益獲得最佳保障。要不然，為何他在二零一四年年初延聘資深大律師，確實來說是為聆訊的目的而延聘資深大律師呢？

49. 雖然要裁定呂是否已獲給予合理的陳詞機會殊非易事，但我們不得不考慮羅傑志副庭長在*黃新訴內幕交易審裁處*一案(上文已引述)中，所詳述以下有關公平的基本原則：在審訊、研訊或訊問中，現場作供是循普通法法律程序裁定罪責的重要一環。涉案人士出席該等審訊、研訊或訊問(可讓他在聆訊過程中，了解對他不利的指控並作出答辯)，既視作該等法律程序中不可或缺的一環，也視為確保程序公平的基本元素。假如涉案人士選擇不出席審訊、研訊或訊問，便無投訴之理。然而，假若涉案人士確實因患上令人不由自主的疾病而被剝奪陳詞的權利(無論是直接作供，還是指示代表律師間接作供)，則為公平起見，即使涉案人士缺席，審裁處或法院也只有在特殊情況下，才可繼續作出最終裁定。因此，審裁處及法院如面對上述難題，在作出有關指示時必須極度小心謹慎。

50. 在本案中，假如有證據顯示，呂大耍手腕，使自己得以缺席聆訊，審裁處所作的裁定自會不同。然而，正如審裁處所述，不管有哪些潛在疑問，呂的病情性質和嚴重程度的真確性從未受到質疑。

51. 當然，住院並非意味着涉案人士不可能參與審訊、研訊或訊問。利用視像連線系統作供日趨普遍，躺在醫院病牀上的人也可參與聆訊。儘管如此，呂向審裁處呈交的證據(雖有不足之處)卻清楚顯示，他在整段聆訊期間病情危殆，加上認知和控制情緒的能力極低，以致他完全無法參與研訊程序。

52. 另一方面，聆訊本身也不是無可爭訟之處，其間所提出的口頭證供，也並非實際上只是支持早已記錄在陳述書中的內容。由於審裁處有兩名成員是合資格且經驗豐富的企業融資專業人士，“審裁處席上”的連番提問，大多涵蓋呂準備抗辯材料時未必觸及的範圍，這點不足為奇。此外，律師訊問證人的過程冗長，提出新問題之餘，又以新角度反覆詰問。

53. 鑑於以上所述，審裁處裁定，呂因健康情況轉差而沒有獲給予合理的陳詞機會。因此，審裁處不得識辨他曾從事市場失當行為。

54. 審裁處為裁定其他指明人士是否曾從事市場失當行為，當然必須提及呂所採取與研訊有關的種種行動。既然呂在案中擔當重要角色，對他隻字不提，無疑顯得不盡不實。關於他的提述，並非盡屬不偏不倚。即使這些提述加插了審裁處的意見，但審裁處是知道呂無法協助審裁處，親自說明事情始末，才得出這些意見的。這些意見也沒有用以間接識辨他曾從事市場失當行為，反而只是用以為其他指明人士的研訊結果提供背景資料。

第三章

事實背景概覽及研訊依據

基本背景

55. 涉案公司在一九八二年八月成立為法團，一九八七年七月在香港聯合交易所上市。該公司原名為萬勝集團有限公司，所屬集團的業務涉及證券買賣、倫敦金買賣、基金管理等範疇。萬勝證券有限公司及萬勝財務有限公司為其附屬公司，兩者均從事證券買賣。

56. 到二零零二年年初，由於經紀業務縮減，集團的財政狀況已經岌岌可危。就在那時，當時主要業務為開發互聯網商機的內地商人呂瑞峰，通過一間英屬處女羣島公司中國聯合電信有限公司進行了一些關連交易，得以取得控制涉案公司的權益。有關交易包括一份認購協議和一份貸款協議，一筆 2,000 萬元的款項會根據後者預支予涉案公司，協助該公司應付各項財政承擔。

57. 涉案公司在截至二零零三年十二月三十一日止的財政年度的年報中匯報，經重組的董事會會善用中國聯合電信有限公司股東的經驗作多元發展，涉足媒體及電訊行業。中國聯合電信有限公司為一家由呂控制的企業。為此，涉案公司在二零零四年八月易名為亞洲電信媒體有限公司。

有關劉女士被拖欠債項的早期事件

58. 二零零二年七月二十九日，涉案公司與一位名為劉連連(“劉女士”)的女子訂立協議。協議訂明，貸款本金連累算利息在內，該公司欠劉女士超過 4,000 萬元的債務。此外，協議又列明，該公司仍未歸還或付款買下向劉女士所借出的一些股份。為免劉女士提起法律程序，雙方協定該公司應向劉女士償付該兩筆合共 83,388,308 元的款項，並支付按年利率 7 厘計算的本金利息。償付總額會分期支付，最後一期在二零零三年三月三十一日或之前支付。協議由勞樹鴻及蘇惠賢代表該公司簽訂，二人當時均為該公司的董事。

59. 事實上，該公司在二零零二年九月底拖欠第二期還款，劉女士⁸於是根據《公司(清盤及雜項條文)條例》(第 32 章)第 178 條，向該公司送達法定要求償債書。該償債書的日期為二零零二年十月十一日。該公司有 21 天時間付清全部款項；如未能遵辦，劉女士可能會就該公司提出清盤呈請。

60. 《公司(清盤及雜項條文)條例》(第 32 章)第 178 條訂明，法院可在多個既定情況下將某公司清盤，而其中一個情況是該公司無能力償付其債項。該條例第 178(1)(a)條訂明，如有以下情況，公司須當作無能力償付其債項：

“任何人如藉轉讓或其他方式成為公司的債權人，而公司欠下他的並已到期應付的款項相等於或超過指明款額[10,000 元]，該名債權人亦已向公司送達一份……要求書，要求公司償付該筆如此到期應付的款項，送達方法是將該要求書留交公司的註冊辦事處，而公司在其後的 3 個星期忽略償付該筆款項，或忽略為該筆款項提供令債權人合理地滿意的保證或作出令債權人合理地滿意的了結。”

簡而言之，顧名思義，“法定要求償債書”是用來證明某公司無能力償付其債項的簡單方法，該公司因而有被清盤之虞。法定要求償債書的作用在於可使公司面臨即時清盤的潛在威脅。

61. 該公司其後陸續接獲多份法定要求償債書，但顯然該公司已充分意識到第一份法定要求償債書對公司的持續經營構成存在威脅。因應該公司的要求，公司股份在二零零二年十月十五日暫停買賣，等候發表公布。

62. 該公司在二零零二年十月二十二日發表公布，詳述二零零二年七月二十九日簽訂的債項確認書，並確認拖欠還款。公布又載述，在二零零二年八月初控權股東有所變動及委任新董事會後，公司已就據稱造成欠債的情況進行檢討，以期拒絕償付債務或加以核實。如證實債務到期須付，新董事會會“於切實可行範圍內盡快採取行動籌措額外資金，包括但不限於進一步發行股份或與股份有關之資本”，或會“尋求其他融資(例如銀行貸款)，以償還索償金額”，而不會動用公司的內部資源。公布還表明，如證實債務到期須付，公司的新控權股

⁸ 劉女士在本報告所述範圍內一直通過律師行事。

東中國聯合電信有限公司便會“考慮提供或墊付資金，以認購額外股份或可換股證券之方式支持償還索償金額”。⁹

63. 公布的結尾明言，公司會讓公眾知悉有關事宜的進一步發展。

64. 公司的股份在翌日(即二零零二年十月二十三日)恢復買賣。

(顯然)已承認債務

65. 亞洲電信雖已承諾把拖欠劉女士債務的最新情況公告周知，但卻沒有另發公布，交代有否進行內部檢討。然而，在二零零二年十二月十八日，即不到兩個月後，亞洲電信與劉女士訂立了第二份協議，確認亞洲電信拖欠劉女士該筆索償金額。

66. 儘管該份協議沒有公開(其後經修訂的協議亦然)，但該公司欠下劉女士債項一事已在二零零四年、二零零五年和二零零六年的經審計帳目中披露。此外，主席發表的多份報告也提及該筆債項。

67. 因此，證據清楚顯示，那些慣常或相當可能會進行該公司股份交易的人，應已知道(至少從各種情況看來)該公司經適當調查後，已承認該筆債務，並正設法予以解除。此外，這些人應已知道，該公司拖欠劉女士的債項，是公司最大的單一債項。

該公司的財政狀況岌岌可危

68. 同樣，證據清楚顯示，那些慣常或相當可能會進行該公司股份交易的人，應已知道該公司的財政狀況岌岌可危，事實上無力償債。

69. 以專家身分出席聆訊作供的 Clive Rigby 先生，在其報告中談到亞洲電信長期由呂支援，得以“苟延殘喘”。

⁹ 公布的相關部分載述：“倘若索償金額獲滿意地核實為正當地產生及如指稱所述乃到期應付予債權人，則新董事會將於切實可行範圍內盡快採取行動籌措額外資金，包括但不限於進一步發行股份或與股份有關之資本，或尋求其他融資(例如銀行貸款)，以償還索償金額，而不會使用內部資源，避免對本集團之營運資金水平造成重大不利影響。本公司之控權股東中國聯合電信有限公司已表示，倘若索償金額獲滿意地核實，則其將考慮提供或墊付資金，以認購額外股份或可換股證券之方式支持償還索償金額。”

70. 就此，有一點卻須注意，公眾從不知道該公司危在旦夕，根本無力集資。事實上，即使有人在二零零七年提起清盤程序(而該公司提出反對)，該公司仍在同年十月十七日發表的公布中表示，如被法院判處敗訴，該公司擬進行集資活動，力求償還未清繳的債項。

71. 至於該公司的財政狀況，Rigby 先生在報告中表示：

“亞洲電信能否持續經營並不明朗，這早已不是什麼新聞。該公司自二零零一年起，每年虧蝕數以百萬元計，其中六年錄得資產淨負值。核數師多年來均對其帳目持保留意見。”

72. 另一名作供的專家李德光先生對此表示同意。他在報告中表示：

“亞洲電信……自二零零一年起錄得資產淨負值，其間也一直無力償債。核數師分別就截至二零零四年、二零零五年和二零零六年十二月三十一日止的財政年度，該公司〔拖欠劉女士的〕該筆債項，以及其持續經營的不明朗因素，持保留意見。”

73. 據該公司二零零六年的經審計帳目所述：“集團的日常運作資金，主要由董事會主席[呂]支付。”

74. Clive Rigby 先生認為，亞洲電信的真正價值在於其在證券市場上市的地位。正如 Rigby 先生在其報告中所述：

“亞洲電信是一家控股公司，並持有萬勝集團這家附屬股票經紀公司。亞洲電信業務連年虧損，收入甚微，加上公司資產淨值為負數，數年來一直“苟延殘喘”。這家公司的業務肯定不算暢旺，卻有可能成為“空殼公司”，供另一公司“借殼”上市。這類空殼公司的市值會不時隨着股票市場有多“熾熱”及其他因素而波動，約介乎 1 億港元至 3 億港元不等。當時，亞洲電信並非業務暢旺的股票經紀公司，而是正等待投資者注入令人振奮的新資產的空殼公司。”

75. 李德光先生也持類似意見：

“公司的資產淨值為負數，意味着其負債總額高於資產總額。假如該公司清盤，嚴格來說公司股東不會得回公司的剩餘價值。不過，由於上市公司的地位……在香港市場價值不菲，即使上市公司的資產淨額為負數，仍可以正股價買賣股份，尤以溢價高於資產淨負值的空殼公司為然。”

76. 然而，獲證監會邀請以專家證人身分作供的龍克裘先生卻認為，亞洲電信作為“上市空殼公司”，無法以其餘兩位專家所述方式安撫股東。他指出，市場上待沽的空殼公司，實際上比有條件精挑細選的買家為多。龍先生也指出，(按其估算)該公司的市值高於 Rigby 先生所述“3 億元的空殼公司市值上限”¹⁰。

再談劉女士被拖欠的債項

77. 二零零三年十月十六日，即二零零二年的年報發表後約四個月，該公司與劉女士簽訂第三份協議，重新安排償債期限。訂立這項協議所述明的原因，似乎是該公司“正進行注資”，詳見協議第(4)條。這次雙方協定分 15 期償還當時尚欠的債項本金連利息。

78. 二零零三年十月二十二日，即雙方簽訂第三份協議後數天，該公司拖欠協議所訂的首筆還款已到期，劉女士遂向該公司送達第二份法定要求償債書。

79. 六個月後，雙方在二零零四年四月二十七日簽訂協議(這是第四份確認該公司欠下劉女士債項的協議)，又再重新安排償債期限。這次協定分三期還款，最後一期須在二零零五年十月三十一日或之前償還。可是，該公司再次拖欠還款，劉女士因而再向該公司送達法定要求償債書(日期為二零零四年十月十九日)，要求悉數償還拖欠的本金連利息。

80. 亞洲電信似乎並不急於回應該法定要求償債書。約六個月後，即在二零零五年四月，該公司供內部考慮的回覆擬稿提到：

“我方當事人表示正籌劃另一次注資，大部分文件已準備妥當。然而，投資者因貴方當事人所提供的貸款仍未償付而不打算完成注資。

我方當事人財政緊縮，指示我們提出以可換股票據清償債項，即在發出可換股票據 18 個月後的某一天，一次過支付整筆債項的本金連同按協定利率計算的利息。”

¹⁰ 龍克裘先生在其主要報告第 22 段中寫道：“在二零零七年四月二日至公布發出當日期間，亞洲電信的交易股價為 0.355 元至 0.990 元不等。按亞洲電信在截至二零零六年十二月三十一日為止已發行的 14.575 億股股份計算，亞洲電信在該段期間的市值介乎 5.17 億元至 14.43 億元左右。”

上述擬稿繼而試圖指出，即使劉女士提起清盤程序，也於事無補：

“無論如何，如該公司清盤，則貴方當事人是無抵押債權人，與其他所有無抵押債權人無異，而我方當事人估計，無抵押債權人只可取回比率很低的債項。另外，由於該公司有幾家附屬公司受證監會規管，清盤程序需要長時間才能完成。證監會之前的調查也可能令情況更為複雜。”

81. 至於向劉女士償還欠債一事，該公司雖然曾在內部考慮此事，但似乎沒有把建議告知劉女士的法律代表，以致劉女士在二零零五年四月三十日再向該公司送達法定要求償債書——第四份法定要求償債書。

授予購股權

82. 此前不久，在二零零五年三月二十三日，呂、姚海鷹、王嵐（“王”）及何景蓮（“何”）這四名指明人士都獲授亞洲電信的購股權，可在二零一零年三月二十二日前以每股 0.2 元購入股份。他們獲授的購股權數目如下：呂 100 萬股；姚海鷹 800 萬股；王 800 萬股；何 300 萬股。

再談劉女士被拖欠債項的事件經過

83. 二零零五年十月六日，該公司的律師就劉女士被拖欠的債項，向她的律師發出協議擬稿，列出再度重新安排的償債期限，以供考慮。擬稿建議在五年內分五期還款，並要求劉女士豁免大部分到期應繳的利息。還款期變得更長。

84. 劉女士的律師在二零零五年十一月二十五日發出兩封信回覆。信中清楚表示，直至及除非亞洲電信(以銀行本票)支付 1,000 萬元，否則劉女士不會答應該公司分期還款的進一步要求。作為回覆的兩封信中，其中一封在結語警告：

“如在二零零五年十二月二日下午五時仍未收到貴方確認上述事宜，我方當事人會視貴方當事人無意再償還欠債，屆時會在她認為適當的情況下採取任何行動(包括提出清盤呈請)。”

85. 亞洲電信的律師回覆，指公司需要更多時間考慮 1,000 萬元的付款要求，同時要求劉女士開列支付債項餘額的建議。

86. 事實上，亞洲電信從未支付該 1,000 萬元。

87. 由於亞洲電信並沒有支付 1,000 萬元，加上雙方就如何清償債務協商不果，劉女士在二零零六年四月十日再向該公司送達法定要求償債書——第五份法定要求償債書。

88. 數天後，在二零零六年四月二十五日，該公司發表二零零五年年報，顯示該公司仍處於無力償債的狀況。呂在其主席報告中，主要着眼於償還債務予公司最大債權人劉女士所涉及的不明朗因素。他說：

“就償還債務而言，集團在過去三年已償還超過一半的債務，而截至二零零五年十二月，集團拖欠一名個人債權人[劉女士]的本金額約 5,800 萬元。*儘管雙方一直進行商討和協商，但至今集團仍未能與債權人就清償債務達成正式結論。*” [斜體以示強調，為本文所加]

89. 後加斜體以示強調的句子平鋪直敘，看似準確無誤，事實上卻不盡不實。當中並沒有提及亞洲電信一再拖欠還款，也沒有提及劉女士顯然因債務清償毫無進展而感到不滿，因此要求亞洲電信支付 1,000 萬元誠意金，作為進一步磋商還款條款的先決條件，但亞洲電信卻始終沒有因應所請支付該筆款項。“未能就清償債務達成正式結論”，言下之意，是會有序地謀求解決，但事實是亞洲電信顯然一直採取拖延手段。

90. 聆訊期間，有證據顯示呂曾指示姚海鷹(聯同一名與呂有聯繫人士)直接聯絡劉女士，商討清償債務條款，但兩人卻未能與劉女士對話。至於兩人為何徒勞無功，卻語焉不詳。

91. 證據清楚顯示，呂及其高層管理人員(包括兩名指明人士姚海鷹和王)從未協力採取實質行動，商定還款條款並確保有充足資金予以履行。舉例來說，沒有證據顯示呂曾實際注資並從中特別預留款項以減少拖欠劉女士的債項。初期該公司或有支付小額欠款以減少債務，但最後三年左右卻分文未付。正如上文所述，在二零零五年年報的主席報告中，呂或許令人以為經協調的理性協商正在進行，但實情卻並非如此。

92. 到了二零零六年五月，姚海鷹實際上指望劉女士對公司不予追究，並相信公司無論如何都無法向她償還債項。二零零六年五月十五日，姚海鷹以中文致函劉女士的代表律師，試圖說服劉女士接受為期五年的還款計劃，內容如下：

“附件一是我們公司 2005 的年報宣佈。想信你可以發現公司財政是資不抵債，一直無法脫離負資產，而且每年情況正在進一步嚴重惡化。公司完全沒有能力償還約 5800 萬港幣的債務予它的債權人何劉連連女士… …

我們的努力工作一直無法改變公司財政狀況。根據公司目前的現狀，公司已失去融資能力，難以和任何金融機構達成融資協定，來全面解決債務問題。此項債務不妥善解決，公司面臨難以為繼的地步。如公司進行清盤，債權人亦會全無任何收益。”

93. 不論是亞洲電信在二零零六年四月發表的二零零五年年報，還是隨後一個月姚海鷹送交劉女士代表律師的信件，均清楚確認以下事項：第一，該筆欠款是拖欠劉女士的債項；第二，該筆債項款額甚巨，以致如沒有“妥善對策”，公司將難以繼續經營。換言之，公司的高層管理人員承認，拖欠劉女士的債項對公司能否持續經營構成威脅。

劉女士轉讓債務

94. 二零零七年二月一日，劉女士依據一份轉讓契據，把她被該公司拖欠的債項中的一切權利、所有權和權益，轉讓予英屬處女羣島公司 Goodpine Limited (“Goodpine”)，代價為 2,500 萬元。根據契據記錄，Goodpine 已支付該筆為數 2,500 萬元的款項。契據更記述在簽訂契據當日為止，未償還的債項為 58,083,992 元，連按年利率 7 厘計算的累算利息和法律費用。

95. 在契據簽訂當日(即二零零七年二月一日)，亞洲電信的股價收市報每股 0.200 元，成交量為 1 540 000 股。

96. 二零零七年二月五日，代表劉女士的胡關李羅律師行(“胡關李羅”)，這次代表 Goodpine 發信通知該公司轉讓債務一事，並要求全數償還該筆債務。

97. 王以公司秘書的身分，把該信轉交該公司的代表律師趙不渝馬國強律師事務所，向其徵求意見。代表律師翌日在電郵中回覆：

“胡關李羅在二零零七年二月五日的信件通知貴公司有關劉連連[劉女士]向 Goodpine 轉讓債務連利息及費用一事。我們可向胡關李羅索取債務轉讓契據副本。不過，我們認為，你似乎沒有實在的理據足以就 Goodpine 所提要求作出抗辯。你是否想在無損權益的前提下，向 Goodpine 提出清償債務建議，以供考慮？煩請指示為盼。” [斜體以示強調，為本文所加]

98. 王清楚明白這一轉變可能會對該公司的經營能力造成嚴重影響。她回覆說：

“可以的話，謹請提供該轉讓契據的副本。轉讓契據未經我們批簽是否仍然有效？鑑於我們對公眾投資者負有責任，而且債務頗為龐大，我們可否要求對方披露 Goodpine 的擁有人？至於清償債務建議，如果劉女士現已與此事無關，本公司的管理層或想先與新的債權人聯絡或會面。”

99. 王接着詢問：

“還有一個問題想徵詢你們的意見。拖欠劉女士的這筆債務據稱是在一九九七至九八年間開始經一連串交易後產生的，既沒有訂立借貸協議，也沒有還款證據。如現時債務已轉讓予另一方，在沒有提供其他證據證明曾給予貸款的情況下，承讓人是否足以提起法律程序追討債務(或提出清盤呈請)?” [斜體以示強調，為本文所加]

100. 其後，趙不渝馬國強律師事務所收到胡關李羅隨函寄來的轉讓契據副本，信中要求須於二零零七年三月九日辦公時間結束之前全數支付拖欠的本金、利息及法律費用，否則會開展法律程序而不另行通知。

101. 趙不渝馬國強律師事務所把該信副本連同該轉讓契據副本寄給王，並告知她：

“二零零四年四月二十七日的還款協議並沒有限制劉女士轉讓還款協議的權益。因此，她有權把其在協議中的權益轉讓予第三方。”

102. Goodpine 其實是一家由劉女士控制的公司，而並非由獨立人士控制。不過，該轉讓是否涉及第三方的計策的其中一環，則不得而知。¹¹

103. 在聆訊期間，該等指明人士表示，他們認為劉女士只不過以 Goodpine 為幌子，因此該公司並非與她無關，即並非由獨立的第三方控制。這純粹推測，而這個推測似乎只基於一項已知事實，即多年來為劉女士提供法律意見的律師也代表 Goodpine。

¹¹ 劉女士既沒有作供，也沒有提交陳述書。

亞洲電信股價突然飆升

104. 亞洲電信股價經過數天溫和上升後，在二零零七年二月十六日急漲超過 42%，收市報 0.320 元。

105. 下一個交易日，亞洲電信成交額達 133975815 股，股價上升超過 43%，收市報 0.460 元。

106. 其後，有關股價略為下調，但在二零零七年四月仍維持在 0.400 元水平以上，在四月十七日的收市價高達 0.510 元。

107. 二零零七年五月，有關股價再度飆升，月內升逾 0.900 元。五月二十九日，亞洲電信錄得逾 1.56 億股成交額，股價升至 0.970 元高位。

108. 雖然難以確定成因，但亞洲電信等從事證券業務的公司股價上漲，看來是由於內地和香港的證券市場愈趨融合所致。二零零七年五月八日《新報》一篇文章載述：

“近日港股再創新高，大市成交額回復壯旺，證券業務股份當然受惠最大。

在港從事證券經紀、投資控股等業務的亞洲電信媒體(376)，較早前與中國金融機構已達成證券業務合作協議，股價於 2 月份抽上 0.57 元，近日調整似近尾聲，剛剛於 4 毫邊橫行了 7 日，成交大縮，獲利盤已消化得七七八八，正在醞釀新一輪升浪，”

文章總結如下：

“相信下一站是亞洲電信媒體，不妨於現水平趁低收集，短線目標為 0.57 元高位。”

109. 五月以來，市場注意力似乎集中以“細價”股短期圖利。二零零七年五月十四日《星島日報》一篇文章載述：

“雖然市跌，但股仔繼續瘋狂，上周五的即市對象亞洲電信(376)大升近 21%，相信大家夠胆嘅，屬大豐收日。”

110. 其後，在二零零七年五月二十九日，《信報》刊登了一篇題為《熱錢流入煙花股特多》的文章，提到亞洲電信是在“瘋狂短炒”浪潮中冒起的新星之一。

111. 諸如亞洲電信等股份純屬炒作，這種說法可見於二零零七年五月三十日《東方日報》一篇文章：

“昨日個市唔掂，但炒股仔嘅股友就好掂。炒得股仔、梗揀升嘅嚟炒，但千萬唔好揀‘乾炒牛河’來買，因乾升冇人接貨好易中招。”

該文章引述一名資深市場交易員的意見：

“……尋日極少人持貨過夜，炒股仔都係日日清安全：‘亞洲電信(0376)、星獅(0535)、華億(0419)等都係熱炒對象，但就沒有人揸貨過夜，股友係沽唔切先會揸貨過夜，無人諗得咁長遠。’”

112. 這些見解印證了聆訊期間所說的，即亞洲電信無疑在二零零七年五、六月間屬炒作股，股價沒有業績支持。

王及何開始出售手持的股份

113. 亞洲電信的股價出乎意料地上升，王及何兩人隨即行使購股權，出售其股份。

114. 在二零零七年二月二十八日至四月二十六日期間，王沽出 620 萬股亞洲電信股份，每股作價 0.37 元至 0.494 元不等。¹²

115. 在二零零七年二月二十六日至四月十九日期間，何沽出 270 萬股亞洲電信股份，每股作價 0.2938 元至 0.495 元不等。¹³

¹² 王獲授購股權，可以每股 0.20 元認購 800 萬股，其後再獲授購股權，可以每股 0.40 元認購 200 萬股。

¹³ 何獲授購股權，可以每股 0.20 元認購 300 萬股，其後再獲授購股權，可以每股 0.40 元認購 100 萬股。

處理轉讓契據

116. 二零零七年四月二十日，即在該公司收到通知指劉女士已把債務轉讓予 Goodpine 的兩個多月後，該公司發表了二零零六年年報，當中呂在主席報告中談及拖欠劉女士的債務，內容如下：

“管理層在過去一年雖繼續盡力與本集團單一債權人[劉女士]就一筆本金額約為 58,000,000 元之債項爭取更切合實際的還款條款，但迄今尚未取得明顯進展，有關之討論及商議一直仍在進行。”

117. 不過，該公司認為，無須在二零零六年年報或其他附屬文件中公布該宗債務轉讓(該筆債務至今已積欠差不多五年，欠款仍逾 7,000 萬元)，也無須公布其後更重要的事態發展，即債務轉讓後，亞洲電信收到新債權人代表律師發函追討全數欠款，而該債權人當時尚未表示有意與亞洲電信商討還款方式。按照當時的事態發展，有關情況正是核數師報告所指，出現“有關持續經營基準之重大不明朗因素”。

118. 二零零七年四月二十六日，王向該公司的代表律師發出以下指示：“本公司董事擬向債權人提出以 1,000 萬港元一筆過清還債務。請擬備函件供董事審閱和確認？”這大概是年報所提到“有關之討論及商議”的一部分。

119. 有一點須注意，從轉讓契據表面看來，Goodpine 支付了 2,500 萬港元作為承讓該筆債項的代價。然而，亞洲電信提出的還款額卻少於該代價的一半。

120. 同日稍後，王與該公司的律師通電話，同意採取談判策略，向 Goodpine 提出較低的還款額——僅 800 萬港元，分五期還款。

121. 不過，該公司在同日(即二零零七年四月二十六日)接獲胡關李羅代表 Goodpine 發出的法定要求償債書，要求支付一筆合共 70,270,491 港元的款額(包括未償還本金、截至二零零七年四月二十五日(包括該日在內)的利息和法律費用)，連同由二零零七年四月二十六日起累計的利息。該償債書訂明，如該公司在 21 天內仍未全數支付應繳的款項，或仍未為該筆款項提供令 Goodpine 合理地滿意的保證，Goodpine 便會提出清盤呈請。

122. 因此，指明人士當時知悉下列不為市場所知的事宜：

- (i) 由於劉女士被拖欠的債項多年來未有減少，而繳付 1,000 萬元誠意金作為進一步磋商的先決條件這項要求也未獲積極回應，欠款仍逾 7,000 萬元，劉女士已把該筆債項轉讓予第三方公司；
- (ii) 該宗轉讓簽訂正式契據，第三方表面上已支付一筆為數 2,500 萬元的款項，以取得該債項的一切權利；
- (iii) 事情可能令人推測，新的債權人 Goodpine 由劉女士操控，但該公司背後的人的真正身分存疑，轉讓的目的亦然。不過，拖欠債務的情況已維持大約五年，顯示該轉讓很可能並非純粹被動的內部行政管理手段。按有所根據的推算，進行轉讓必定事有蹊蹺，令人少不免想到是以退為進，改以更奏效的新手法迫使欠債人還款；以及
- (iv) Goodpine 這家第三方公司已送達法定要求償債書，要求在 21 天內把債項全數清還，否則會提起法律程序，把亞洲電信清盤。

進一步批授購股權

123. 數天之後，在二零零七年五月七日，亞洲電信進一步批授購股權予其僱員。這次，證據顯示該公司以每股 0.4 元的行使價批授 3750 萬股購股權。王獲授 500 萬股購股權，何則獲授 100 萬股購股權，可即時行使。

處理法定要求償債書

124. 二零零七年五月七日，王把 Goodpine 的代表送達的法定要求償債書轉交公司的律師。她指示律師，如該法定要求償債書不影響公司提出償付建議，則應提出分五期支付 800 萬元。

125. 律師在認收指示時，提出以下警告：

“請注意，如該法定要求償債書在發出日期起計 21 日內未獲遵行，債權人可對亞洲電信提出清盤呈請。清盤呈請一旦提出，亞洲電信所有銀行帳戶便會凍結。”

126. 因此，該公司的律師已就清盤呈請的後果向該公司提出正式警告。

127. 該公司儘管知悉由於有關轉讓契據和隨後收到的法定要求償債書，情況有變，但卻沒有考慮暫停其股份買賣，以待知會公眾事態的轉變，也沒有向該公司的律師或會計師提出有這樣的可能。

128. 然而，趙不渝馬國強律師事務所根據指示，向胡關李羅發出日期為二零零七年五月七日的無損權益函件，提出分五期支付 800 萬元作為最終清償方案。

129. 由於未見示覆，趙不渝馬國強律師事務所在二零零七年五月十五日詢問該公司應否提出較佳的還款方案。王在五月二十一日回應，表示該公司樂意提出更佳的還款條件，改為一次過支付 800 萬元。該建議在日期為二零零七年五月二十二日的函件中提出，但沒有回音。

姚海鷹沽出其股份

130. 雖然姚海鷹本可在四月的最後數天行使購股權，以每股 0.2 元購入 800 萬股亞洲電信股份，再以每股約 0.4 元出售，賺取一倍利潤，但他並沒有這樣做。

131. 姚海鷹反而是多等一個月左右，待至二零零七年五月二十八日，亞洲電信的股價升至 0.9 元以上，才選擇在五月二十八日至三十一日這四日期間把股份沽出¹⁴。

132. 即便如此，他也沒有行使購股權悉數購入 800 萬股股份，反而只行使購股權購入 600 萬股股份，尚餘 200 萬股。

133. 為何他會在該段時間沽出股份？在作供的過程中，姚海鷹說股價飆升，“由 0.2 元升至 1 元，升幅近四倍，誘惑實在太大。我連做夢也沒有想過這樣的事會發生。於是，我由那時開始沽出名下股份。”

134. 以專家身分在審裁處席前作供的股票經紀 Clive Rigby 先生表示，從他的經驗觀察所得，即使股價升幅遠較上述升幅為小，已足教人按捺不住，沽貨圖利。

135. 因此，姚海鷹僅在清盤程序展開前六天，最後一次沽售股份，從中所得的純利約為 530 萬元。

¹⁴ 二零零七年五月二十八日，股價收市報 0.910 元，而在五月二十九日，收市價升至 0.970 元；在五月三十日及三十一日，收市價分別為 0.860 元及 0.900 元。

王及何沽出餘下股份

136. 若純粹由事件的時序來看，王及何均在接獲有關劉女士把債務轉讓予 Goodpine 的通知書及由此發出的法定要求償債書後，才沽售亞洲電信股份。

137. 在二零零七年四月二十七日至六月五日期間，王以每股 0.395 元至 0.98 元不等的價格，沽出其餘 380 萬股股份。她沽售以購股權取得的全部股份，所得純利約為 510 萬元。

138. 在二零零七年五月十一日至三十一日期間，何以每股 0.5017 元至 0.96 元不等的價格，沽售其餘 90 萬股股份。她沽售以購股權取得的全部股份，所得純利約為 180 萬元。

呂進行的交易

139. 二零零五年三月，呂獲授購股權，可購入 100 萬股亞洲電信股份。他在二零零七年五月十四日行使購股權，沽售 50 萬股股份，並在同年五月二十三日，沽售其餘 50 萬股，所得純利為 653,617 元。

透過中國聯合電信有限公司及 TeleMedia Capital Incorporated 的帳戶進行交易

140. 在二零零七年四月四日至五月三十日期間，透過中國聯合電信有限公司帳戶出售的亞洲電信股份共有 5625 萬股，而呂是唯一獲授權操作該公司證券帳戶的人，沽售股份所得的淨收益超過 4,000 萬元。

141. 在聆訊期間，有陳詞指呂是為圖一己私利而進行該等交易。不過，呂的代表律師卻提出異議，辯稱多名內地僱員在香港處理購股權方面遇到技術困難，進行該等交易，便可讓他們也可行使獲授的購股權。

142. 審裁處認為，證據大抵顯示，呂以數名內地僱員的名義作為掩飾，把資金調撥給自己。以個別例子而言，假如審裁處相信一名內地僱員所作的證供，該名僱員所獲授購股權的價值便大約相當於 37 年的工資。可是，同樣有證據支持另一方的說法，指調動資金只為了把行使購股權所得利潤付予內地僱員。因此，由於呂本人並未獲給予合理的陳詞機會，審裁處不會就此事作出裁斷。

143. 同樣地，證據顯示在二零零七年三月二十一日至五月二十九日期間，透過 TeleMedia Capital Incorporated 買賣的亞洲電信股份共有 57610192 股，所得純利超過 4,300 萬元。買賣該等股份的人是內地居民姚文沛先生，他是 TeleMedia Capital 的董事。

144. 姚文沛是第二指明人士姚海鷹的父親。有陳詞指出，姚文沛以呂代名人的身分買賣有關股份。這一點也遭否認。至於有指該筆款項擬提供予呂，這個說法也有若干證據支持。以個別例子而言，表面上姚文沛的妻子(姚海鷹的母親)把買賣股份所得的 3,770 萬元款項，轉撥予由 Kayden Trust(其資產由呂控制)擁有的英屬處女羣島公司 Kayden Limited。不過，代表律師辯稱姚文沛沒有以代名人的身分行事，這點也同樣有證據支持。因此，由於呂本人並未獲給予合理的陳詞機會，審裁處不會就此事作出裁斷。

Goodpine 提出清盤呈請

145. 二零零七年六月六日，Goodpine 向亞洲電信送達清盤呈請；亞洲電信股份當天的收市價為 0.830 元。翌日，亞洲電信的股份暫停買賣。

146. 尤為重要的是，二零零七年二月五日(亞洲電信得知簽立了轉讓契據，並接獲新債權人的代表送達要求償債的信函)至六月六日(新債權人送達清盤呈請)期間，新債權人不曾直接或經代表律師與該公司溝通，商討新的償債條款。該段時間長達四個月，其間亞洲電信經代表律師斷斷續續地提出了多個方案，但都沒有得到回應。如債權人仍然是劉女士，則雙方繼續採取完全被動的策略或可理解。不過，這次換了新債權人，則難以預料。呂及其高層管理人員必有疑問：為何未有提出磋商？二零零七年四月二十六日送達法定要求償債書後，便杳無音訊。新債權人 Goodpine 其後在六月六日送達清盤呈請，似乎證明其無意進一步磋商。債項尚未全數清還，Goodpine 便直接提出清盤呈請。新債權人採取這種策略，是呂及其高層管理人員從未想過的，不然就是他們有見亞洲電信股價突然出現升浪，便着重短期個人獲利，而非確保該公司得以繼續營運。

147. 似乎要到清盤呈請送達該公司後，呂及其高層管理人員才如夢初醒，不再誤以為公司仍然穩健。二零零七年六月十七日，呂以該公司主席身分宣布，如各董事在參考法律意見後認為就清盤呈請作出“強烈抗辯”屬合宜的話，該公司便會這樣做。

148. 因此，該公司聽取法律意見後，確有就清盤呈請作出抗辯。二零零七年十月十七日，該公司公布已提交反對證據。¹⁵

149. 翌日，即二零零七年十月十八日，亞洲電信股票恢復買賣，股價下跌 62%。

150. 關於清盤呈請的訴訟最終在二零零八年二月在當時的鮑晏明法官席前進行審訊，有關判決在二零零八年三月十八日發下¹⁶。

151. 鮑晏明法官裁定，沒有依據令人質疑劉女士被拖欠的債項是否有效。他信納該公司並無就呈請作出抗辯的依據，因此如常頒布清盤令，並判令由該公司付給訟費。¹⁷

152. 鮑晏明法官對公司法及破產清盤法具有多年經驗。他在判詞中，條分縷析，評論呂指自己在接獲清盤呈請後才感到事態嚴重的證供。他所作的評論如下：

“再者，我認為呂所言，指他在接獲呈請後才對劉女士的申索有所顧慮，實在非比尋常。有關申索已提出多年，劉女士先後在二零零二年及二零零五年發出法定要求償債書，並在二零零七年四月再發出法定要求償債書，是提出呈請的先兆。鑑於該公司可能面臨的後果，實在沒有藉口不嚴肅認真看待這些申索……”

¹⁵ 值得注意的是，二零零七年十月十七日的公布載述：“……倘法庭於訴訟中判本公司敗訴，本公司擬以集資活動償還結欠債項。根據本公司法律顧問就清盤程序所需時間作出之估算，本公司認為於清盤程序完成前具有充足時間進行所需之集資活動。”

¹⁶ 關於亞洲電信媒體有限公司(無彙報)HCCW 242/2007 一案，二零零八年三月十八日。

¹⁷ 鮑晏明法官裁定，證據足以證明亞洲電信曾多次肯定劉女士對該公司的索償具有效力，並舉例說明，其中包括(見第 47 段)：

- “ (1) 多份還款協議本身是該公司的代表依據明顯屬常規董事會的決議而簽立的，當中承認該公司欠下劉女士的債項。
- (2) 該公司在二零零一至零六年間的年報和經審計財務報表清楚記錄原本的債項，以及其後多份還款協議所訂明的債項。二零零一年帳目記錄原本的債項，似乎顯示該公司的核數師也信納有該債項。
- (3) 該公司曾多次向劉女士發出核數確認書，要求確認欠債款額，情況一直持續至二零零七年四月十六日，即在該宗呈請提出前僅兩個月。”

153. 鮑晏明法官這項見解雖然對本審裁處並無約束力，但也值得留意，其相關之處在於聆訊期間，作供的三名指明人士(即姚海鷹、王及何)均不約而同地認為沒必要擔憂，直至該公司接獲清盤呈請。他們似乎深受以下三種主要看法影響，以致顯得漠不關心。第一，該公司之前已接獲多份法定要求償債書(合共五份)，但對方都沒有提起清盤程序。這時對方再向該公司送達法定要求償債書，只被視為虛張聲勢的唬嚇，是劉女士再一次叫喊“狼來了”。第二，無抵押債權人所得的款項最少，把公司清盤作用不大。第三，在緊急關頭，呂自會尋找資源償債，以拖延清盤程序。

154. 儘管二零零七年十月十七日的公布已經述明，公司如在法律訴訟中敗訴，便會嘗試募集充足資金，以清償對 Goodpine 的債務，但該公司似乎並沒有坐言起行。相反，在法院頒發最後清盤令前，該公司與第三方達成債務償還安排。最終該公司以瑞東集團有限公司的名義，以上市機構的形式繼續經營至今。即使到了“最後一刻”，公司作為“上市空殼公司”的價值似乎猶存未減。

155. 儘管法院已頒發清盤令，但在清盤進行期間，似乎有第三方提出獲妥為認許的債務償還安排。因此，該公司以瑞東集團有限公司的名義繼續經營。

第四章

審視法律和考慮研訊範圍

156. 在闡述審裁處對證供所作的分析之前，必須釐清分析所依據的法則。就此，主席依據《證券及期貨條例》(第 571 章)(“《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。

157. 根據證監會的通知，審裁處須應所請，裁定在二零零七年二月五日至六月六日期間，曾否發生屬內幕交易性質的市場失當行為。因此，審裁處須根據當時《條例》所訂的條文，裁定在上述日期當日或期間曾否發生內幕交易。

內幕交易的要素

158. 在有關時間，《條例》第 270(1)條訂明：

“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—

- (a) 與該法團有關連的人，掌握他知道屬關於該法團的有關消息的消息，並—
 - (i) 進行該法團(或該法團的有連繫法團)的上市證券或其衍生工具的交易；或
 - (ii) 在知道或有合理因由相信另一人會進行該等證券或工具的交易的情況下，慫使或促致該另一人進行該等交易。”

159. 因此，就本研訊而言，構成內幕交易的要素包括：

- (A) 該人須與該上市法團“有關連”；
- (B) 該人須掌握“關於該法團的有關消息”；
- (C) 該人須知道該消息“屬關於該法團的有關消息”；以及
- (D) 該人掌握他知道屬有關消息的消息，並須進行該法團的上市證券的交易。

(A) 進行證券交易的人須與某上市法團“有關連”

160. 在有關時間，《條例》第 247(1)(a)條訂明，就內幕交易而言，任何個人如符合以下說明，即屬與某法團有關連的人：

“他是該法團……的董事或僱員”

161. 在本文中：

- (i) 第二指明人士姚海鷹在所有關鍵時間都是亞洲電信的財務董事及執行董事；
- (ii) 第三指明人士王受僱於該公司擔任公司秘書；以及
- (iii) 第四指明人士何受僱於該公司擔任助理公司秘書。

162. 因此，依照《條例》規定，上述各指明人士均屬與亞洲電信“有關連”的人，此點並無爭議。

163. 當時亞洲電信是在香港聯合交易所上市的法團，這一點也沒有爭議。

(B) 所掌握的消息須屬“有關消息”(通常稱為“會影響股價的消息”)

164. 在有關時間，《條例》第 245 條把“有關消息”(就某法團而言)界定為：

“……關於一

- (a) 該法團的；
- (b) 該法團的股東或高級人員的；或
- (c) 該法團的上市證券的或該等證券的衍生工具的，

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。”

(i) 何謂“具體”？

165. 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。依此而言，具體消息或資料有別於過於含糊、零碎或純屬臆測而欠缺所需明確度的消息或資料。

166. 在本案中，所涉消息或資料並不含糊，是由多個清楚界定的事項組成，即轉讓契據本身、隨後的要求償債信和最終的法定要求償債書。

167. 不過，轉讓契據談及的是已經發生的事，已然過去，但法定要求償債書所提出的是意圖採取的行動，即假如所追討的欠款未能清還，後果會或可能會如何。

168. 由此引起的疑問，就是意圖採取的行動(例如發出法定要求償債書，警告如未能全數清還欠款，便會提起清盤程序)，可否屬“具體”消息或資料。

169. 在益通國際集團有限公司的研訊報告書(日期為二零零四年四月二日)中，麥明康法官裁斷，意圖採取的行動可屬“具體消息或資料”。他(在報告書第 59 頁)指出：

“……交易如僅屬意圖進行或洽談中而尚未受正式或非正式最終協議所規限，則未必導致關乎該意圖採取的行動或該洽談的消息或資料成為不具體的消息或資料。”

170. 麥明康法官繼而引述 Brenda Hannigan 以下觀點，並表示贊同：

“……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漁利。”

有關觀點收錄於 Brenda Hannigan 所著 《Insider Dealing》 一書(一九八八年 Kluwer Law 出版社)第 54 頁。該書經常被人引用。

171. 審裁處信納，意圖或初步採取的行動均可屬具體消息或資料，否則便只有已完成的行動才符合有關準則。意圖採取的行動是否屬具體消息或資料，須視乎相關情況而定。某些迹象起初可能模糊，後來愈見其獨特性，雖然仍只顯示意圖採取的行動，但具體細節已然成形，遂成為可供識別、界定及明確表達的消息或資料。

172. 有陳詞指出，在轉讓契據之後發出的法定要求償債書只是提及，新的債權人 Goodpine 或擬提出對亞洲電信的清盤呈請，機會較以往為大，但“這項描述過於空泛，不足以說明提出清盤呈請的可能性”，故不能當作具體消息或資料。審裁處並不接納該項陳詞。

173. 正如本報告書先前所述，法定要求償債書的作用，在於可使負債法團面臨即時清盤的潛在威脅。就此，法定要求償債書遠比一般要求償債信有影響力，目的也更為明確。至於市場如何詮釋法定要求償債書，則是另一回事。

174. 審裁處不難斷定，就案情而論，該轉讓契據、要求償債信及後來的法定要求償債書，均屬具體消息或資料。

(ii) 相當可能會對股價造成重大影響的消息或資料

175. 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，就關乎某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)：

“……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沒有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該消息後，在當日會有何行動，當然只屬推斷。事實上，看看這些投資者在消息不再保密並眾所周知時的反應，通常自有分曉；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。”

176. 對於“重大”一詞，該報告書作出以下結論(第 19.4.5 段)：

“我們認為‘重大’一詞的含義十分清楚——該詞與‘輕微’、‘不重要’和‘無關重要’等詞相反。”

177. 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。”

(C) 知情的要素

178. 任何人不會純粹因為所掌握的消息或資料經客觀裁定屬會影響股價的消息或資料，而被裁斷為曾進行內幕交易這種市場失當行為。只有在審裁處信納該人掌握所需的認知，即他在進行股份交易時知道自己所掌握的消息或資料會影響股價，方會認為他的作為構成市場失當行為。

179. 任何人是否掌握所需的認知，事實上可以透過作出不利於權益的承認等方法直接證實，或者從相關事實及／或情況推斷出來。

180. 審裁處進而指示，知情包括蓄意視若無睹的人的心態；該人設法佯裝不知情，否認知道真相。

(D) 該人必須“進行交易”

181. 三名指明人士承認，在行使購股權後，各人均進行該公司股份的交易，沽出名下股份。

《條例》第 271 條所訂的免責辯護

182. 在有關時間(即在二零零七年)，《條例》第 271(3)條訂明如下：

“凡任何人證明以下情況，則不得以透過他進行或慫使或促致另一人進行上市證券或衍生工具的交易或透過他披露消息而發生的內幕交易為理由，而視他為曾從事市場失當行為：他進行或慫使或促致該另一人進行有關的上市證券或衍生工具的交易或披露有關的消息(視屬何情況而定)的目的，並非在於(亦並不包括)利用有關消息為自己或他人獲得或增加利潤或避免或減少損失。”

183. 因此，任何人可根據相對可能性的衡量準則，證明雖然他在進行交易時已知道自己掌握會影響股價的消息或資料，但這並非誘使他進行交易的因素。他若能證明這個事實，便不會被識辨為內幕交易者。

184. 有一點須強調的是，指明人士並非必須提出證據證明其真正目的，方可援引該項免責辯護。在聆訊期間提出的任何證據(不論來

源)，如能支持以下推論，即他不是為了《條例》所禁止的目的，便可確立該項免責辯護。¹⁸

185. 當然，必須明白的是，如證明會影響股價的消息或資料只屬促使進行交易的次要因素，並不能作為免責辯護。所須證明的是，該等消息或資料無論如何都絕非促使進行交易的因素。¹⁹

舉證準則

186. 《條例》中適用於二零零七年(事實上也適用於今天)的條文訂明，在裁定任何有待審裁處裁定的問題或爭議點時所用的舉證準則，是“適用於在法院進行的民事法律程序的舉證準則”，意即根據相對可能性的衡量準則舉證。

187. 在一名律師訴香港律師會一案²⁰中，包致金常任法官解釋(判詞第 145G-H 頁)：

“我們的法律只有兩套舉證準則：其一是無合理疑點；其二是可能性佔優勢。”

188. 因此，審裁處在裁定任何指明人士的罪責前，必須信納其罪責的可能性佔優勢。

環境證據及推論

189. 梅師賢非常任法官在香港特別行政區訴李明治一案²¹的判詞中，論述如何對嚴重失當行為的指控作出推論才屬恰當。梅師賢法官說：

“……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

¹⁸ 支持理據可見於澳洲高等法院就 Braysich 訴 R (2011) 276 ALR 451 一案的判詞第 465 頁。

¹⁹ 在戴漢良訴內幕交易審裁處(民事上訴 2004 年第 333 號)一案的判詞第 28 段，上訴法庭說：“所須裁定的是，是否有意欲或意圖利用有關消息或資料從中獲利或避免損失。”

²⁰ (2008) 11 HKCFAR 117

²¹ (2003) 6 HKCFAR 336

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而採用的準則。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 91H 頁及 96 G-I 頁，賀輔明勳爵的判詞)。”

謊言

190. 主席指示審裁處，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，這可以是與他們誠信相關的事情。

良好品格

191. 主席指示審裁處，相對於沒有良好品格的人而言，指明人士如有良好品格，較不可能作出被指控的不當行為，而且良好品格令人相信他在審裁處席前和會面記錄所作的證供。

分開考慮

192. 對每一名指明人士有利及不利的案情，審裁處已分開考慮。

專家證供

193. 審裁處收取了三名獲認可的專家證人的證供。

194. 審裁處收取他們的證供(包括事實資料和表述的意見)，是因為這些證供相當可能不在審裁處的知識和經驗範疇之內。不過，主席指示審裁處，如專家證人的證供屬其表述的意見，則審裁處不一定要接納。審裁處有權接納或拒絕接納全部或部分證供，並可在考慮所有證據後，就有關事宜作出本身的結論。

關於研訊範圍

195. 姚海鷹的代表律師王則左大律師提述三條問題，藉以釐定審裁處就其當事人進行研訊的範圍。審裁處認為，該三條問題也適用於釐定涉及另外兩名指明人士(王和何)的研訊範圍。

196. 該三條問題可表述如下：

- (i) 劉女士把債項轉讓給 Goodpine 和 Goodpine 發出的法定要求償債書(兩者不論是單獨還是綜合而言)，是否屬有關消息？
- (ii) 該三名指明人士是否知道，該宗轉讓和法定要求償債書(兩者不論是單獨還是綜合而言)屬有關消息？
- (iii) 如該等消息被裁斷為有關消息，該事實是否促使三名指明人士進行亞洲電信股份交易的因素？

第五章

該宗轉讓和法定要求償債書是否屬“有關消息”？

197. 聆訊期間首個須考慮的爭議點在於，就當時的情況而言，轉讓契據連同有關的法定要求償債書是否屬“有關消息”。

198. 審裁處信納，轉讓契據本身並不屬於會影響股價的消息。因此，要考慮的是，假如轉讓契據和該法定要求償債書為公眾所知，會否相當可能早已令亞洲電信的股價大挫。“公眾”一詞在此處只是概略的說法，法例所要求進行驗證的對象是“慣常(或相當可能會)進行該公司上市證券交易的人”。在聆訊期間，身為資深股票經紀的專家證人 Clive Rigby 先生表示，他認為“細價股投機基金”可能曾買賣亞洲電信的股份，但他認為“一般基金經理”不會參與有關買賣。Rigby 先生認同，該等股份的買賣大體上屬“投機者的炒作”，這個看法與當時報章對該公司股份的評論一致。

199. 知道亞洲電信股份主要吸引投機者，與本案有何關係？在聆訊期間，有人提出這些投機者主要感興趣的，是亞洲電信有可能利用上市空殼公司的身分乘勢蛻變。投機者當時正為此而購買該公司的股份。不過，也有另一個更簡單的理由，跟事態發展吻合，就是希望在短期內獲利。就此，聆訊期間提及，在二零零七年五月，市場對亞洲電信股份的買入意欲強勁，這從同年六月四日《東方日報》一篇文章所引述某資深市場交易員的意見便可見一斑：

“大家都係跟升勢買，最多人獲利的是香港體檢(0397)、北海(0701)及亞洲電信(0376)，*連買定揸過夜的高風險動作都有人試……*” [斜體以示強調，為本文所加]

200. 正如審裁處在本報告書前文所述，炒作股如亞洲電信，股價飆升²²並非由公司業績支持；大多數人會認為，這類股份只有在因市場普遍瀰漫熱炒氣氛而備受追捧之時，才適宜非常短期持有(也許數小時又或一天)。

²² 《東方日報》二零零七年六月四日一篇文章載述“年頭開始三、四線股升到瘋……”。

201. 因此，所須提出的問題是，如轉讓契據連同法定要求償債書的內容對外曝了光，會否屬會影響股價的消息？

202. 在這方面，審裁處獲三名專家證人協助。由呂委託的李德光先生認為，得知這消息並不會影響股價。由姚海鷹委託的 Clive Rigby 先生意見相同。不過，獲證監會邀請提交專家報告的龍克球先生卻認為，在當時的情況下，關於該轉讓契據和法定要求償債書的消息會影響股價。儘管如此，這三名專家都同意，實際提出清盤呈請的消息屬會影響股價的消息。

203. 審裁處認為，現適宜回應 Rigby 先生在其報告中提出的兩項觀點：

- (i) Rigby 先生稱，他不曾見到任何證據，證明 Goodpine 實際上已向劉女士支付轉讓契據所訂到期應付的 2,500 萬元轉讓代價。可是，這忽略了一項事實，即該轉讓文件是一份“契據”，記錄該筆款項不僅到期應付，而且已予支付。市場由此可知，Goodpine 已就該轉讓支付 2,500 萬元。
- (ii) Rigby 先生續稱，正如證監會所知，Goodpine 實際上由劉女士實益擁有。因此，“債權人並無實質變動”。可是，這點沒有考慮到，在有關時間，亞洲電信內沒有人知道誰是 Goodpine 的實益擁有人。因此，如當時關於 Goodpine 的消息為市場所知，Goodpine 便會被視作以全新身分登場。沒有人會知道其實益擁有權誰屬，其意圖更無人知曉²³。

204. 李德光先生說，在審視該法定要求償債書(在該轉讓契據之後發出)是否屬會影響股價的消息時，證監會的《內幕消息披露指引》可為“當時的披露做法提供實用參考”。Clive Rigby 先生贊同這點。李先生強調，該《指引》列舉 34 個例子，但當中不包括債務轉讓契據或法定要求償債書的例子。為詳加說明，李先生指出，過往的案例中有不少上市公司拒絕公布法定要求償債書，寧可待清盤呈請送達後才作出公布。

²³ 指明人士作供時稱，他們相信 Goodpine 由劉女士掌控，純粹因為劉女士和該法團由相同的律師出任代表。然而，這純屬猜測，並無實據。假如涉案各方的意向一致，當中又無利益衝突，由一組律師出任各方的代表也很常見。

205. 不過，審裁處留意到，證監會在二零一二年發出的《指引》並非把有哪些情況屬於或不屬於會影響股價的消息一一臚列，而是列舉例子，僅此而已。重要的是，《指引》列舉例子前述明：

“許多事件及情況都可能影響法團上市證券的價格。法團必須迅速評估該等事件及情況對其股價的可能影響，並有意識地決定該項事件或該組情況是否屬於須予披露的內幕消息。常見例子如下……”

206. 李先生進而表示，該轉讓契據不屬於法例所指的“有關消息”，因為並不關乎亞洲電信、其高級人員或其上市證券。審裁處經主席引導後，拒絕接納該意見²⁴。該轉讓契據涉及的債務是亞洲電信最大的一筆債務，該公司過去六年不是拒絕償還就是未能償還。這筆債務足以摧毀該公司，使其股票變得一文不值。轉讓契據記錄該筆債務已轉讓予第三方，作價 2,500 萬元。這消息與該公司息息“相關”；在各方面都“觸及”該公司的利益，因此是“關乎”該公司的消息。

207. 李先生又認為，由於亞洲電信所欠的債務並無改變，而且之前已經全面披露，因此新債權人 Goodpine 的出現並不屬於會影響股價的消息。李先生在其報告中指出，表面看來亞洲電信遭清盤的風險並沒有因此而大增。

208. 然而，審裁處認為，這種看法未有考慮兩項要點。第一，劉女士“早已為人熟知”，因為在大約五年的期間內，儘管她被拖欠的債務基本上一直沒有縮減，但她卻沒有步步進逼。如果她再發出法定要求償債書，市場只會認為她重施故技而不會當作什麼的一回事。不過，現在她把債務轉讓予完全不為人知的第三方，令事情充滿變數。第二，重要的是，轉讓契據記錄了新債權人已支付 2,500 萬元，以取得該項債務的權利。按常理而論，債權人不但必定會追討該筆款項，而且務求有利可圖。把這兩點一併考慮，情況劇變可想而知。

209. 李先生承認，那些慣常或相當可能會進行亞洲電信股份交易的人，大概會預計到新債權人會改變策略，但卻沒有理由會料到會有清盤程序這一着，令他們所持的公司股份變得一文不值。當然，事實的確是，正當亞洲電信股價節節上升及其上市地位愈來愈有價值之際，Goodpine 把其一刀了斷。事後看來，這次改變策略已奏效。不過，為何李先生認為那些相當可能會進行該公司股份交易的人(以投機者為主)，沒有理由料到會有清盤程序這一着？據李先生所說，這是因為

²⁴ 無論如何，這是關乎法律的意見，因此不屬於李先生的專業範疇。

提起清盤程序根本不合常理。亞洲電信無力償債，其資產微不足道，而且變現需時。如此情況下，無論怎樣威嚇，Goodpine 還是要像劉女士一樣以協商方式解決問題，別無選擇。簡單來說，亞洲電信無力償債，只是勉強持續經營，這倒成為它的免死金牌。李先生說，在這樣的情況下提起清盤程序是不合理的。

210. 事後分析，事實固然是 Goodpine 確有提起清盤程序，而以呂為首的亞洲電信則抵抗到底，直至審訊展開。李先生認為，不論是亞洲電信的抵抗行動，還是 Goodpine 的堅持，都可視為無理。²⁵

211. 凡就資產淨值為負數的公司進行清盤程序，是否一律會被駁回而徒勞無功？如答案是肯定的話，則正如市場通常不會作徒然無果的事，股東受正式清盤威脅仍泰然自若，尚可理解。

212. 不過，撇開本案的案情，事實卻是，針對資產淨值為負數的公司提出清盤呈請並非聞所未聞，也絕非全屬徒然。債權人如此行事，可能是出於聊勝於無的心態。債權人可能相信，採取邊緣策略或可取得較早前磋商所不能取得的成果。²⁶ 債權人可能志在收購。²⁷ 歸根究柢，債權人把自己的利益凌駕於股東利益之上。

213. Rigby 先生作供期間，認同在某些情況下，債權人對類似亞洲電信這類陷入財困的公司開展清盤程序，是對債權人有利之舉。

214. 李先生回應提控官的提問時，認同在某些情況下，送達法定要求償債書可能屬於會影響股價的消息。如李先生所言，屬這類消息與否，“與判斷有關”。

215. 總括而言，審裁處同意，轉讓契據連同法定要求償債書可屬於會影響股價的消息。屬這類消息與否，則取決於個別的情況。

²⁵ 李先生作供期間，主席請李先生評論以下事實：亞洲電信對清盤程序予以抵抗，Goodpine 見狀卻加緊進逼，直至進行審訊為止。由此引起的疑問是：此事何解？李先生答稱：“……聽來異乎尋常，不合情理。”

²⁶ 就此，應注意的是，亞洲電信在二零零七年十月十七日的公布中聲稱，該公司一旦無力抵抗清盤，便會進行集資活動，試圖清還欠債。

²⁷ 雖不是說亞洲電信曾發生這種情況，但回顧該公司的過去，在法院作出清盤令後，有第三方提出按債務償還安排收購該公司。根據該項安排，Goodpine 獲得可觀的金額。因此，該公司(現稱瑞東集團有限公司)仍是上市公司，主要從事金融及經紀業務。

216. 審裁處固然同意，亞洲電信無力償債，這家公司只有一項具實質價值的資產，就是其上市地位。套用 Rigby 先生的說法，“並非業務暢旺的股票經紀公司，而是正等待投資者注入令人振奮的新資產的空殼公司”。話雖如此，收購空殼公司的方法不只一種。其中一種方法，儘管充滿風險，就是採取邊緣策略，逼使清盤程序幾乎勢在必行，以期從該公司及／或其主要股東身上榨取有利可圖的款項；另一方法則是全力進行清盤。

217. 審裁處認為，法定要求償債書送達之後的日子，亞洲電信股價上升，顯然主要由投機者所帶動，而他們(當時)的投資期長短大多以小時或日來計算，而非以月來計算。就此，試想一下，亞洲電信股價在二零零七年二月二日收報 0.197 元，而在同年四月二十七日(該公司接獲 Goodpine 的法定要求償債書後翌日)，在沒有不利消息的情況下，收報 0.410 元，在單單一個月內上升超過一倍。究其原因，該家無力償債的公司正適逢“細價股”的升浪，借勢而上，但這股升浪純屬炒作，也就是不切實際。

218. 有鑑於此，若然轉讓契據和法定要求償債書的細節在市場上被披露，則那些慣常或相當可能會買賣亞洲電信股份的人當時很可能會如何反應？審裁處信納可能有以下情況出現：

- (i) 首先，審裁處認為市場所知的是，該公司欠下劉女士的債項超過五年仍大致沒有縮減。內幕人士知道該公司曾多次拖欠還款，而隨時間過去，拖延策略已習以為常，其中一例是劉女士要求該公司支付 1,000 萬元誠意金，作為進一步磋商的先決條件，但該公司照樣迴避；公眾所知的，只是亞洲電信最大一筆債項仍有待磋商，較實情平淡無奇。因此，就一家努力持續經營的公司而言，該筆債項不必過於顧慮。換言之，該筆債項已在設法處理。
- (ii) 在這相對無驚無險(但與事實不符)的背景下，正當亞洲電信股份在毫無預兆下備受熱炒之際，市場早應得悉三件事。首先，亞洲電信拖欠劉女士的債項仍逾 7,000 萬元，而這筆債項已轉讓予第三方公司；外界對該公司(包括其意圖)一無所知。第二，這第三方公司的意圖卻有清楚指向，事實是該公司已支付 2,500 萬元以取得該筆債務的權利，不但必定會追討，而且務求有利可圖。第三，這第三方公司 Goodpine 已發信要求全數歸還到期應繳的債項，後來再發出法定要求償債書，是提起清盤程序的先兆。亞洲電信能達到法定要求償債書提出的要求嗎？似乎不能，除非有外界注資，但注資卻

很可能令股價下跌。如 Goodpine 提起清盤程序，亞洲電信能否抵抗得住？根據亞洲電信發布的資料，他們似乎曾在二零零二年十月／十一月調查該筆債務是否有效，並承認該筆債務已到期須付。因此，沒有公開的資料顯示，若進行清盤程序的話，他們有力抵擋。簡而言之，細價股亞洲電信受惠於投機泡沫，沒有任何實際基礎支持，突然面臨存亡威脅。

- (iii) 在這種情況下，有何萬全方法避免眼前的一般風險？就具較強抵禦衝擊能力的股票而言，採取“觀望”態度可能奏效。不過，亞洲電信股份大體屬短期炒賣股，並無抵禦衝擊的能力。要避免一般風險，答案顯而易見，必定是把股票沽出。如果持股只為賺取短期利潤而始終會沽出的話，當然是盡快沽出為宜。

219. 審裁處斷定，事件的背景十分關鍵，就此必須知道的是，在關鍵時間(大概在二零零七年二月六日至四月二十七日期間)，亞洲電信股份在一股投機買入的浪潮中被炒高，市場也認為這股升浪並無實質的穩健基礎支持。因此，在短期投機炒賣的煉金術中，只要有利淡消息，便會點金成鐵。審裁處信納，亞洲電信在接獲轉讓契據通知書及法定要求償債書後，尤其在新債權人並沒有表示有意商討還款條款的情況下，實有責任向公眾作出公布。亞洲電信沒有如實公布，顯然失責。審裁處也信納，假若作出公布，定能對股價進一步攀升造成壓力，極有可能使股價顯著回落。概括而言，審裁處信納，轉讓契據及後來的法定要求償債書兩者綜合而言，屬於會影響股價的消息。

第六章

指明人士是否知道該宗轉讓和法定要求償債書屬有關消息？

220. 審裁處已裁定該轉讓契據和後來的法定要求償債書屬會影響股價的消息，接下來會按個別情況，考慮每名指明人士對此是否知情。可以這樣問：在進行交易時，各人是否知道自己掌握會影響股價的消息？

221. 內幕交易審裁處主席貝偉和法官在關於僑福建設企業機構的研訊報告書²⁸中提出的論點，有助審裁處解答該問題：

“有關‘知情’的測試是主觀測試，其結果通常是憑推論所得。假如涉案人士對某事並不知情，便不大可能有直接證據證明他實際所知何事。除了審視周遭的情況外，還須考慮在關鍵時間前後所發生的事件，看看這些事件有沒有透露該人實際知道的消息。我們應留意刑事法專家如何界定‘知情’。我們同意，既然《條例》單單用‘知道’一詞而沒有加入‘或相信’等字眼(即使《條例》本可這樣做)，只要實際知道某事，便足以構成知情的情況。因此，證據必須令我們信納……該人知道自己掌握的消息是有關〔消息〕。”

A. 第二指明人士：姚海鷹

222. 姚海鷹在二零零四年七月加入亞洲電信。他承認父親內地商人姚文沛認識呂，但兩人並非深交。在加入該公司時，姚海鷹持有工商管理碩士學位，學歷驕人，對自己具有實際營商經驗躊躇滿志。他獲聘後須直接向呂匯報；同年，獲委任為執行董事，翌年成為財務董事。證據顯示，姚海鷹雖然主要在內地工作，但似乎每星期約有兩天在亞洲電信的香港辦公室工作，而當他不在辦公室時，公司必然會以電郵之類的方法向他匯報最新工作情況。

223. 有關亞洲電信拖欠劉女士(及其後 Goodpine)的債項，姚海鷹身為執行董事和財務董事，理應清楚知道債務的來龍去脈和還款所涉事宜；這點暫且按下不表，研訊期間的證供顯示，他也曾參與試圖與劉女士商討債務一事。他簽署與債務有關的往來書信，並承認他曾受呂

²⁸ 該報告書發表於一九九七年三月五日；有關論點載於第 43 頁。

指示，跟另一名與呂有聯繫者親自與劉女士會面，以期與她就還款條款達成協議，但最終徒勞無功。

224. 姚海鷹知悉轉讓契據及其條款，也知道 Goodpine 已送達要求償債信，其後更獲悉收到法定要求償債書，這點毫無爭議。有關通訊往來(基本上全屬電郵)全都向他發送了副本。審裁處考慮所有證據後信納，身為財務董事及須直接向呂匯報的人，姚海鷹確曾與呂討論事態的最新發展，當中必定(而且確實曾提及)當前威脅的嚴重性，以及談到因應亞洲電信無力償債的情況，有何良策防範有關威脅。關於對策方面，審裁處信納，姚海鷹在制訂還款方案以圖與新實體 Goodpine 解決債務問題方面，應擔當一定角色。

225. 總括而言，姚海鷹顯然是這新債務問題的關鍵人物，要是他曾向呂提出意見，便是擔當主導角色，促成該公司以消極苟安的手法處理債務。因此，對於該宗轉讓和後來的法定要求償債書帶來的新形勢可能有多嚴峻，姚海鷹應心裏有數，而對於當其時的威脅會令公司處於何等危險的境地，也理應清楚不過。

226. 可是，如果姚海鷹是可信的話，他便不是這件事的主導者，也不知道事態發展可能有多嚴重。姚海鷹詳細作供，其間極力強調自己雖然身兼多重職責，但所知的往往只是皮毛。引用他作供時的說法，他不過是為呂當“跑腿”。

227. 然而，他是否如自己所述般，對亞洲電信岌岌可危的形勢略知皮毛，甚至不知就裏？仔細審視他的過去，答案不難分曉。

228. 姚海鷹在中華人民共和國(“中國”)長大，一九九零年代初負笈美國升讀大學，在猶他州立大學先後取得學士學位及工商管理碩士學位。據他所說，他畢業後留在美國兩年左右，從事市場推廣工作，其後才返回中國。

229. 姚海鷹在二零零四年七月加入亞洲電信。他在二零一四年十月二十九日的陳述書中說，他在加入亞洲電信前，“從過往工作積累豐富的營商管理經驗”。他的聘書訂明，他會直接向主席呂匯報，負責協助呂處理項目統籌、市場和財務推廣及業務發展等各項事宜。

230. 正如上文所述，姚海鷹在二零零五年獲委任為財務董事。此舉是否(如他所強調)為了填補職位空缺，並非重點所在。他獲呂信任而出任董事一職，而且擔任該職位的時間也相對較長，顯示他確實至少有些許能力處理會計及企業財務事宜。

231. 姚海鷹的代表律師強調，姚海鷹的薪酬不多，基本年薪為 38 萬元(當中包括擔任董事的 2 萬元酬金)。代表律師續稱，與王擔任公司秘書兼行政總裁助理²⁹所得的 65 萬元年薪相比，高下立見，而且姚海鷹並無獎金³⁰，唯一獲發的獎勵便是在二零零五年所得的購股權。

232. 姚海鷹自稱入息不高，以示他在該公司的職位低微。他在二零一四年十二月十六日的陳述書供稱：

“……除獨立的非執行董事外，只有呂和我二人是亞洲電信的執行董事。呂是主席，很少在香港。由於我是亞洲電信唯一偶爾在香港的執行董事，呂要求我在他人擬備的若干文件上代表亞洲電信簽署。因此，亞洲電信發出的一些電郵和信函提及我的名字。我確認，我從來沒有直接參與有關該債項的商討。在一切關於亞洲電信的事宜上，我雖是董事，但只按呂的指示行事。事實上，我只是有名無實的董事。”[斜體以示強調，為本文所加]

233. 一如較早前所示，姚海鷹作供期間特別強調自己沒有實權，對香港公司事務也一無所知。以下零星的例子可資說明：

(i) 對於自己在該公司的職位，他表示：

“總括而言，我只是亞洲電信名義上的董事，月薪只有 3 萬元。成為董事後，每年只多收 2 萬元，月薪不變。由於我只是受薪僱員，我的工作便是在中國內地四處張羅，充當跑腿辦事。”[斜體以示強調，為本文所加]

(ii) 至於身為執行董事(兼財務董事)，他應有其責任，例如就重大的財務事宜聯絡公司的會計師，甚或向外公布有關事宜。他與主席有以下對話：

“主席： 你可曾想過，身為上市公司董事，你也許要肩負某些責任？”

姚海鷹： 不，我不知道。”

²⁹ 姚海鷹在內地受聘，大部分時間都在內地工作。相反，王卻是在香港獲一家香港公司聘用，並長駐香港工作。

³⁰ 我們注意到，姚海鷹的聘書指亞洲電信可酌情決定向他發放年終獎金，並按其表現考慮發放其他獎金。當然，這並不表示他確曾獲發獎金。

(iii) 姚海鷹發現拖欠劉女士的債項已轉讓予 Goodpine 時的反應，尤為重要。就此，他與主席有以下對話：

“主席： 你認為嘗試找出 Goodpine 的身分，即 Goodpine 操控人的真正身分，是否重要？”

姚海鷹： 對，這理應重要，因為我們若知道 Goodpine 幕後操控人的身分，便可與該人磋商。

主席： 正是。那你又曾否想過，市場上有公司藉着追討他們購入的債項圖利？

姚海鷹： 我不知道，在這方面我一點經驗也沒有。我不知道也不曾想過為何該債項可以轉讓。對此，我一無所知。

主席： 那麼你從來沒有對該債項何以會被轉讓感到疑惑？

姚海鷹： 我也莫名其妙，但不明所以。

主席： 你曾否想過請律師處理此事，即設法找出承讓人的真正身分，以及如可行的話，請他們向你匯報為何該債項會被轉讓？

姚海鷹： 我大概沒有這樣想過。”

234. 為表明自己只是亞洲電信“名義上”的董事，姚海鷹試圖指出，具備香港企業事務專業知識並與呂直接聯絡的人，其實是公司秘書王嵐。她才是實權在握的人。審裁處接納第三指定人士王具有專業資歷，並富有經驗。不過，這並不否定姚海鷹本身的專業知識和企業經驗。

235. 姚海鷹宣稱在商業事務方面一竅不通，根本不理解亞洲電信面臨的威脅。對此，審裁處毫不猶豫地拒絕予以接納。審裁處信納，他在這方面的證供純屬砌詞狡辯。

236. 姚海鷹表示，從轉讓契據和 Goodpine 其後發出的法定要求償債書中，他看不出對亞洲電信有所威脅，原因很多。

237. 他說，過去曾收到多份法定要求償債書，一共有五份，但對方均沒有提出任何清盤程序。不過，這樣解釋忽略了一個事實，就是過去

幾年來亞洲電信一直敷衍了事，沒有減少所欠債項，劉女士於是以 2,500 萬元把該筆債項的權利“賣”給第三方 Goodpine，而這次發出法定要求償債書的就是這一方，而非劉女士。姚海鷹在作供時承認，嘗試找出 Goodpine 操控人的身分理應重要，但他只是閃爍其詞，表示“大概”沒有想到就該事向律師發出指示。³¹

238. 他表示，如到了危急關頭，他相信呂自會想盡辦法還清債務，或至少償還部分，以拖延清盤程序。然而，呂長時間沒有採取行動，既沒有以自己的資源注資，也沒有籌措資金，務求以合理協調方式解決債務問題。此外，當清盤程序展開時，也沒有證據顯示呂曾提出任何有足夠實質內容的建議，以滿足 Goodpine 的索償。呂反而就清盤程序提出抗辯，理據為該筆債項並無效力；但他(和亞洲電信)之前已無數次就該筆債項作出公布，承認負債。

239. 他說，他相信 Goodpine 繼續進行清盤程序並無意義，原因是償付無抵押債權人的款額可謂微不足道。總而言之，套用本報告書早前所用的描述，他總相信亞洲電信有“免死金牌”。儘管姚海鷹受聘就財務推廣和業務發展事宜為呂出謀獻策(以及履行其他職責)，但他矢口否認自己對企業事務觸覺敏銳。舉例來說，正如較早前所述，他否認知道有公司以折扣價取得債務轉讓，以透過追回欠款而漁利。

240. 無論如何，我們必須明白的是，姚海鷹是否總相信亞洲電信不會被逼清盤，嚴格來說並非重點。重點是他是否知道，有關轉讓契據(披露劉女士已以 2,500 萬元出售該筆債務)及(由新債權人發出的)法定要求償債書的消息一旦公開，並為未如他那樣掌握內幕消息的人所知，便會令炒高的股價升幅顯著收窄及／或令股價下跌。

241. 審裁處信納，姚海鷹知道，如亞洲電信就該轉讓契據(當中涉及第三方公司以 2,500 萬元“買價”買入)，以及後來的法定要求償債書作出公布(本該如此行事)，不但極有可能抵銷公司股價的升勢，還可能因公司岌岌可危的狀況已為人所知而令公司股價大跌。

242. 姚海鷹(連同呂及亞洲電信的其他高層管理人員)身為掌握內幕消息的內幕人士，過去也許對劉女士採取拖延策略習以為常，以致當轉讓契據及後來的法定要求償債書令形勢突變時，起初毫不在意，也不

³¹ 在陳詞期間，有不少內容指稱當時揣測 Goodpine 其實是由劉女士所控制，因為她和該公司共用相同的律師。然而，當時這不過是揣測，一個沒有人認為宜應跟進或設法確定的揣測。

明所以。不過，審裁處信納，在接獲 Goodpine 的法定要求償債書後，公司高層人員就此所作的討論，必定會(且確實)提醒姚海鷹及其他高層管理人員留心當前的潛在威脅。這項威脅一旦為公眾所知，極有可能令股價停止飆升，掉頭下跌。姚海鷹選擇對眼前的威脅視若無睹，也無損以下事實：他確實完全了解威脅的性質，並在審裁處進行聆訊期間，設法佯裝一無所知。

243. 最後，審裁處注意到，姚海鷹可能在行使購股權前按兵不動，靜觀股價上升，伺機在高位入市。不過，這並不表示，他不知道自己掌握的消息如為人所知，相當可能會對股價造成重大影響。在這方面，根據可能的情況推論，姚海鷹不認為該等會影響股價的消息會為公眾所知。他可能認為(或誤以為)，不論 Goodpine 所帶來的威脅有多大，至少會有人展開某種磋商而(暗地裏)拖延此事。此外，他可能認為(或誤以為)到了最後關頭，呂會(同樣暗地裏)尋找資金，在較後階段才會向外公布周知。

B. 第三指明人士：王嵐

244. 王是大學畢業生，取得會計學位後，由一九九一年起專注公司秘書工作，並成為香港公司秘書公會的會士。她在二零零二年九月加入亞洲電信擔任公司秘書。在二零一四年十二月十九日的陳述書中，王稱她在該公司的職務：

“……包括行政職務，例如擬備公司管治報告(由二零零六年起)、周年報表及每月報表；統籌印製公告、通告及周年報告等公司文件的工作；以及安排召開股東大會。[她說她]也為公司董事會與律師等外間顧問擔當溝通橋樑，負責把董事的指示轉達外間顧問，以及把外間顧問提供的資料和意見告知董事會。”

不過，王補充說，她身為公司秘書：

“既沒有權力也沒有職責決定如何回應法定要求償債書和怎樣處理公司的債務。”

245. 審裁處斷定，王最後這句陳述表面上也許正確，但實際上是故意把其亞洲電信公司秘書的職務和職責說得較輕(因此不盡不實)。雖然公司如何營運，決定權最終掌握在主席呂及董事會手中，王未必有這樣的權力，但無論如何，她是高級管理層一員，有責任就所有關於良好管治的事宜，包括就遵守適用於香港上市公司的法定及規管要求，向呂及董事會提供意見。

246. 就此，審裁處參考了香港特許秘書公會於二零一三年十月出版的刊物，題為《不可或缺的公司秘書》。雖然該刊物是在王離開亞洲電信後才出版，但在出版日期前，公司秘書的職務應一如該刊物所載般廣泛，反映其角色不可或缺，這點審裁處無可置疑。該刊物在“綜述”部分開宗明義，公司秘書——

“……是高級職員及高層管理團隊的一員，處於董事會決策流程的核心位置，應發揮其影響力，促進良好公司管治。

具體而言，公司秘書應在公司董事合法追求利潤及業務發展的過程中，正直和獨立地提供幫助，並應竭力維護公司、公司股東和公司員工的利益。

[公司秘書]應積極促進良好公司管治……”

247. 審裁處認為，這類刊物力求樹立典範，但大體事實維持不變，即使王的營運決策權可能有限，但顯然她有能力和責任向呂和董事會提供意見，以確保公司遵守良好企業管治的全部規則，而這正是她的主要職責。那些像王一樣負責就公司所該採取的行動提供意見的人，未必可全權作出決策，但卻能加以引導。就王的個案而言，她就良好管治事宜提供意見的職責尤為重要，因為呂是內地商人，不能指望他像長期在港經商的商人一樣，熟悉香港不斷與時並進的良好管治規則。亞洲電信既然是上市公司，她就良好管治事宜提供的意見，也應包括與《上市規則》相關的所有事宜，因而理應就所須不時向市場匯報的事宜，例如可能屬會影響股價的消息的事宜，向呂和董事會提供意見。

248. 總括而言，當亞洲電信得知拖欠劉女士的債項(亞洲電信單一最大筆債項，沒有大額注資的話便不能清還)已轉讓予第三方公司，而該第三方公司也已發出法定要求償債書時，該當如何應對，則完全須由王加以考量，然後向主席和董事會提供意見。

249. 公司面臨新威脅，王顯然知道或有展開清盤程序之虞。身為公司秘書，王實有責任就是否須向市場作出公布，向呂和董事會提供意見。然而，在審裁處席前既沒有證據顯示她曾以任何方式(肯定沒有以書面方式)向呂或董事會提供意見，也沒有任何證據顯示她曾就此事徵詢公司律師或會計師的意見。客觀來看，儘管經仔細探究後可見該公司正面臨新威脅，但該公司似乎沒有改變策略，一如既往，沿用拖延手法，應對劉女士的持續申索。

250. 王在作供時聲稱，她從不認為轉讓契據(顯示 Goodpine 以大幅折讓價 2,500 萬元買入劉女士被拖欠的債務)加上法定要求償債書所構成的連串情況，須向公眾妥為披露，以符合良好管治的規定。這個說法漠視以下事實：身為公司秘書，她當日確實就公司提出的清償方案直接致函公司律師，而身為公司的直接掌舵人，她必定意識到新債權人 Goodpine 無論如何都會拒絕回應。

251. 王聲稱，她一直相信公司在法律上對 Goodpine 的申索有充分的抗辯理由，而這是她認為公司並非危在旦夕的原因之一。審裁處拒絕接納這個說法。王最初加入公司時，已知道劉女士的申索正在調查當中。至於她知道調查詳情與否，則無關重要。她確實所知道的是，公司其後訂立了一系列協議(雖最終作廢)，而根據這些協議，公司承認負債。就該宗轉讓而言，她收到公司律師的意見，明確指出沒有抗辯理由，但她沒有再作跟進。

252. 審裁處認為，引用鮑晏明法官的話³²，鑑於該公司可能面臨的後果，實在沒有藉口不嚴肅認真看待 Goodpine 的申索。

253. 爭議點當然並不在於王身為公司秘書是否有疏忽職守，而是在於她在買賣亞洲電信股份時，是否知道有關轉讓債務予 Goodpine 的契據及 Goodpine 其後所發法定要求償債書的消息一旦披露，相當可能會對亞洲電信股價造成重大影響，不但即時遏止炒賣升浪，還會逼使股價下跌。

254. 對於王聲稱從不認為該等消息會影響股價，審裁處毫不猶豫地拒絕接納。或許，過去都能順利拖延劉女士的償債要求，在一定程度上令王毫不在意。話雖如此，縱然她在作供期間，力圖縮減她的職責範圍，但審裁處確信她為人能幹，知道自己的真正職責所在。審裁處信納，王很快便知道當前威脅的真正本質；她明白要符合良好管治的規定，至少須就應否作出公布聽取意見，但她卻沒有從善如流。既然她知道該怎樣做，那為何她身為一名能幹的公司秘書，卻不採取行動？

255. 綜觀所有證據，審裁處信納，與姚海鷹一樣，她雖然知道有關轉讓契據及其後的法定要求償債書的消息一旦公開，相當可能會對公司股價造成重大影響，但卻相信正如過去應付劉女士的手法一樣，無論過程有多緩慢和混亂，事情都會私下處理。因此，對於應否知會市場一事，她儘管其實心裏有數，但卻視若無睹。

³² 關於亞洲電信媒體有限公司一案，先前已在本報告第 152 段引用。

C. 第四指明人士：何景蓮

256. 在所有關鍵時間，何一直在亞洲電信擔任助理公司秘書。她與王同時加入公司，負責向王匯報。證據顯示，秘書部大部分時間只有她們兩人。何表示，她的職責是協助王處理公司秘書工作，以及代表公司執行一般行政職務。何持有商科學位，也是香港公司秘書公會的會士。

257. 何知道劉女士多次要求還款並送達法定要求償債書。她表示：“我對法定要求償債書的後果不大在意，總以為公司管理層必要時會有辦法阻延針對公司的法律程序。”

258. 儘管該公司的秘書部只有她們兩人，但證據顯示，當收到法定要求償債書時，負責直接處理有關事宜的人是王，更具體地說，王會在收到呂及／或姚海鷹的指示後親自諮詢公司律師，指示他們採取最佳對策。何在作供時對事情這樣解釋：

“王負責聯絡律師，我協助擬備文件。我們就是這樣分工的。我若須擬備文件，就會知道情況如何；但如果王以電話或電郵通訊，那我就不會知道。不過，我或會大概知道正發生何事。”

259. 證據顯示，收到新債權人 Goodpine 的轉讓契據及還款要求後，直接與律師聯絡的人是王，而且只有王一人。就此，何表示她不知悉與律師溝通的詳情。因此，她不知道律師提出的意見為何。她說，雖然王告知她正透過律師提出還款方案以圖解決事情，但她沒有獲告知方案的詳情。在這方面，她在作供期間被問到是否擔心新債權人 (Goodpine) 可能會採取行動，提出清盤呈請時，她回答說：

“不，我不擔心，因為王告訴我已提出還款方案，他們會商討如何和解，而且王向我示意呂想就此事達成和解。”

260. 因此，從證據看來，根據可能的情況推論，何並不知道，也肯定不能確定這次是否也只是“重施故技”，即再次敷衍了事，還是試圖更認真理智地解決債務問題。簡單來說，對於有關轉讓債務予 Goodpine 的契據及 Goodpine 其後的法定要求償債書所帶來的新威脅，姚海鷹及王二人都各以不同方式直接參與處理此事，何則不同，她基本上是置身事外。

261. 何在作供期間表示，不擔心公司有實際清盤的危險，也不擔心其他舉措會令上漲的股價下跌。她說如果她擔心的話，便會急不及待地

把手上股份一次過沽出。記錄顯示，在 Goodpine 把法定要求償債書送達後，何先後三次沽出股份：第一次是在二零零七年五月十一日，第二次和第三次分別在二零零七年五月底的二十八日及二十九日。

262. 在衡量相對可能性後，要裁定何在買賣股份時是否知道自己掌握會影響股價的消息，殊非易事。然而，有別於姚海鷹及王，何在作證時給審裁處的印象是，她沒有試圖為達到目的而歪曲證供；即使她的答辯未必對她有利，她仍然坦率誠實地作答。

263. 正如較早前所述，有關“知情”的測試是主觀測試。何是否理應知道有關消息，或許有助審裁處裁定她實際上是否知情；但有關測試並非如此。要測試的是，能否證明何在買賣股份時確實掌握有關消息。在考慮所有情況後，審裁處一致裁定，何在作證時說不知道該轉讓契據連同法定要求償債書屬會影響股價的消息，這一點是可信的。相關情況無損於她的供詞，反而在許多方面予以支持³³。

³³ 雖然何因本章所述理由而獲寬免市場失當行為的罪責，但為求完備，審裁處希望把以下事項記錄在案：由於何已(依據《條例》第 271(3)條)證明，她在買賣股份時，沒有意欲利用自己所掌握會影響股價的消息來獲取利潤或避免損失，要是必要的話，審裁處會裁定她不應被識辨為曾有市場失當行為。

第七章

第 271(3)條所訂的免責辯護

264. 上文已闡明，依據《條例》第 271(3)條的規定，即使審裁處裁斷有關連者明知掌握會影響股價的消息而買賣上市公司股份，但他如果能在相對可能性的衡量下，證明他進行交易時沒有意欲利用該等消息賺取利潤或避免損失，便不會被識辨為內幕交易者。證明會影響股價的消息只屬促使進行交易的次要因素並不足夠，必須證明該等消息無論如何都並非進行交易的原因。

265. 姚海鷹、王及何各人都力求根據第 271(3)條確立免責辯護。

266. 他們各人提出免責辯護的要點都是，他們沽出股份，動機只有一個。亞洲電信幾年來一直是市場的落後股，他們獲授該公司的購股權³⁴後，有幸目睹股價出乎意料地飆升。升幅喜出望外，或許只有在很久以後，當公司能夠(但其實很難)完全發展成為一家既無負債又有盈利的企業，股價才可能有這樣的升幅。鑑於他們的薪酬相對不高，行使購股權對他們三人來說都是名副其實一生難求的機會，他們都選擇行使購股權，沽出股份以抓緊這個千載難逢的機會。因此，這是他們唯一的動機：把握亞洲電信股價突如其來被炒高的機遇，就如其他受僱於亞洲電信的本港及內地員工一樣，坐享橫財。

A. 姚海鷹提出的免責辯護

267. 姚海鷹提出免責辯護的重點是，他若真的想在 Goodpine 提起清盤程序前行使購股權並沽出股份，肯定應該早在 Goodpine 的法定要求償債書所訂明的 21 天限期屆滿前行事。在該 21 天期間，他知道亞洲電信沒有就 Goodpine 及法定要求償債書發出公布，理應較有把握，大可擇日而沽。然而，在 21 天限期過後，他應該明白，Goodpine 發出清盤呈請和亞洲電信股份被暫停買賣的風險愈來愈高。亞洲電信在二零零七年四月二十六日收到該法定要求償債書，當中所定的 21 天限期在同年五月十七日當天或左右屆滿。因此，由此所得的唯一合理推論是，要是轉讓契據及其後的法定要求償債書這些會影響股價的消息促使他沽出股份，他肯定就會在二零零七年五月十七日前行使購股權並沽出股份。

³⁴ 購股權條款容許指明人士行使購股權後隨即沽出股份。

268. 然而，事實上姚海鷹在二零零七年五月二十八日，即限期後十天，才開始沽出他行使購股權所得的股份。他並沒有選擇在一兩天內沽出股份，而是在二零零七年五月二十八日至三十一日這四天期間分批沽出。再者，雖然獲授 800 萬股購股權，但他選擇只行使 600 萬股購股權，留下 200 萬股購股權稍後才處理。

269. 姚海鷹沽出 600 萬股股份，從中淨賺 530.3 萬元；有此財力，如何行使餘下 200 萬股購股權，當然可以隨心所欲。

270. 應注意的是，在二零零七年四月二十七日至五月二十八日期間的股價，仍可為姚海鷹帶來可觀的回報。二零零七年四月二十七日，每股作價超過 0.4 元，在五月期間更穩步上升至遠超 0.6 元。

271. 至於為何他在當時沽出股份，一如較早前在本報告書中指出³⁵，姚海鷹表示，當股價由 0.2 元升至差不多 1 元，升幅近四倍，沽售的誘惑實在太大。正如他所說：“我連做夢也沒有想過這樣的事會發生。於是，我由那時開始沽出名下股份。”

272. 提控官柏義理先生反駁這些陳詞，引述專家證供指，雖然急急脫手或是人之常情，但內幕交易者並不一定會在得到內幕消息之後便急於交易。這個說法無疑正確，但同樣必須考慮案情。在本案中，姚海鷹有 21 天時間沽貨圖利，在該限期結束之時，若 Goodpine 提起清盤程序，則亞洲電信股份會暫停買賣，長遠而言更會變得一文不值。因此，他有時間考慮行使擺在眼前的購股權，然後付諸行動。然而，他在 21 天限期內仍沒有進行交易。

273. 提控官進一步指出，除非審裁處認為姚海鷹沒有意識到自己掌握會影響股價的消息，否則裁斷他在沽出股份時並沒有意圖利用該等消息獲利，是完全不切實際的。審裁處不認同這個說法是絕對的。

274. 正如審裁處嘗試闡明，內幕人士可能知道自己掌握的消息會影響股價(即一旦公開，相當可能會對股價造成重大的負面影響)，但出於個人理由(不論是充分還是可疑的理由)，相信有關消息不會公開；換言之，就是任何危及股價的事情均會閉門解決。

275. 姚海鷹以內幕人士的身分說，過往劉女士雖曾發出合共五份法定要求償債書，但全都不了了之。該等償債書發出後，雙方曾進行某種

³⁵ 見第 133 段。

形式的磋商，以訂立新的還款條件，但這些磋商都是閉門進行的，也沒有向股東公布。因此，他相信這次情況會跟過往一樣。提起清盤程序並無意義，雙方必須磋商。至於磋商形式及結果，姚海鷹表示，他相信呂會在必要時注資以挽救公司。此事同樣會私下進行，並在較後階段才公布。

276. 客觀而言，審裁處有不少理由質疑上述看法是否真確。不過，審裁處在本案須考慮的主觀問題是，姚海鷹是否因為知道他當時掌握會影響股價的消息，才行使購股權和沽出亞洲電信股份。他確實知道自己掌握的消息一旦為市場所知，極有可能令股價大跌。可是，在衡量各方的證據後，審裁處信納，姚海鷹相信他所知的事總會有辦法私下解決(如同過往與劉女士私下解決一樣)，因此這事不會影響市場。在衡量各方的證據後，審裁處裁斷，這可解釋為何姚海鷹沒有理會法定要求償債書所施加的 21 天期限。原因並非他不知道事態的發展(儘管他一心要證明這是實情)，也不是因為他行事魯莽。正如他所說，他沽出股份是因為(他顯然是密切注視的)股價大幅上升，正是獲利的時機。從該角度來看，這無疑是明智的決定。審裁處斷定，這個決定並沒有顯示姚海鷹故意濫用他所掌握會影響股價的消息。在衡量各方的證據後，審裁處須接納他唯一的動機是從天降的大禮中分一杯羹，即從突如其來被大幅炒高的股價中獲利；他買賣股份時，也沒有任何意欲利用所掌握會影響股價的消息避免損失。

277. 因此，審裁處得出的結論是，姚海鷹根據《條例》第 271(3)條提出的免責辯護必然成立。

278. 上述結論涉及道德觀點，有些人可能不以為然。試問上市公司執行董事得知一些如為市場所知便會令股價大跌的不利消息，買賣公司股份怎麼可能仍然不被裁斷為進行內幕交易？就只是因為他相信有關不利消息會一直保密，更相信(不管他的看法是否有可靠依據)無論公司面對什麼困難都能夠解決，所以他便能開脫罪責？這或許能夠解釋，為何有些學術評論員認為，第 271(3)條所訂的免責辯護，應只限於有人被逼進行交易或除進行交易外別無選擇的情況，但香港一直不贊成如此限制。

279. 如必須要有答案的話，那麼或許可分兩方面來看。第一，要避免的損害行為，是利用機密消息較普通投資者“早佔先機”。不過，若完全沒有如此這般地利用該機密消息，便不構成損害行為。第二，出現中門大開的風險並不存在，原因是：某人若掌握會影響股價的消息而買賣上市公司股份，仍能證明自己在進行交易時完全沒有意欲利用該等消息避免損失或獲得利潤，這種情況實屬罕見。

B. 王嵐

280. 王在作供時表示，她在二零零二年九月加入亞洲電信，當時呂告知她和何，雖然她倆不會獲發獎金或固定雙糧，但他會盡量確保她們獲得可觀的購股權以作補償。

281. 王說，該公司財政拮据，事實上在她任職該公司期間，除購股權外，她就只獲發薪金，沒有其他。

282. 王表示，她和何直至二零零五年三月才獲授第一批購股權，當時該公司進行購股權計劃，向三名董事(包括呂本人及姚海鷹)和 16 名香港僱員批授超過 1900 萬股購股權，每股行使價為 0.2 元。她說那次她獲授 800 萬股購股權：其中 400 萬股購股權幾乎可以即時(在二零零五年三月二十三日後)行使，其餘的則可在兩年後(二零零七年三月二十三日後)行使。

283. 然而，當時這些購股權充其量也只是可望而不可即。二零零五年五月，交易股價遠低於 0.2 元，同年十一月更跌至 5 仙。在其後的 22 至 23 個月，股價雖然反覆向上，但少有回升至 0.2 元，即使到價也只維持一兩天。

284. 股價在二零零七年二月開始急升，由低於 0.2 元升至二月十六日的 0.32 元。據王所說，首名行使購股權的公司僱員是一名叫 Rita Chan 的女士；她那時快將離開公司，希望賺取眼前這筆意外之財。

285. 其他僱員也紛紛仿效。二零零七年二月二十一日，有八名僱員提交行使購股權的申請。翌日，再有四名僱員提交申請。

286. 在二零一四年十一月三日的陳述書中，王表示，亞洲電信股價突然急升，令公司僱員大為興奮。正如她所說：“多年來，公司僱員都只能把購股權束之高閣。現在終於有機會行使購股權和沽出股份[獲利]，大家都很興奮，躍躍欲試。”

287. 王說，到了二零零七年二月底，香港辦事處的所有僱員都已行使購股權。

288. 正如較早前提及，王在二零零七年五月初再獲授購股權，令她持有的購股權由原有的 800 萬股增至總共 1,300 萬股。

289. 關於她沽貨的情況，記錄顯示王在二零零七年二月二十八日開始沽出(她行使購股權所得的)股份。此後，她定期(先後約 27 次)沽貨，並在同年六月五日最後沽貨(50 萬股)。王沽出 1,000 萬股股份，合計淨賺 510 萬元左右。

290. 在接獲法定要求償債書後，王曾先後九次買賣股份，所得純利約為 256 萬元。

291. 王的代表律師強調，只有約 9%(即 300 萬股)獲授的購股權仍未行使，而這些購股權全屬王所有。在這方面，就如姚海鷹一樣，王的代表律師力陳，王假如擔心她掌握的消息可能導致亞洲電信清盤，必然會力圖在最短時間內(即清盤威脅變成現實前)賺取最多利潤。可是，她沒有這樣做。

292. 王在證供中提出的主要說法是，亞洲電信所有僱員，包括香港及內地僱員以及她自己在內，都行使了購股權，這並非關乎他們對該公司長遠經營能力的信心，也並不是因為真的為公司前景堪虞擔驚受怕，而只是出於一個非常明顯的原因，那就是渴望最終能在股價出乎意料地飆升之際行使購股權。簡單來說，是為了抓緊突如其來的機遇獲利，與他們所知或所能控制的事情無關，這是自動送上門的賺錢機會；正如審裁處之前所說——從天降的大禮中分一杯羹。

293. 即使考慮到王的證供不太具說服力，以及她在回答問題時顯然一味支吾，但在聆訊過程中，並無實質證據令審裁處質疑她的說法，即她是出於上述的唯一原因而行使購股權，完全與她掌握會影響股價的消息無關。

294. 至於她掌握會影響股價的消息怎麼會與她沽出股份毫無關係，審裁處重申有關對姚海鷹作出的評論。審裁處信納，王雖然掌握明知該公司應當向外公布的消息，但卻相信無論如何該公司總會有方法私下化解 Goodpine 的威脅。因此，在衡量各方的證據後，審裁處信納，王已證明她沽出股份是出於以上所闡述的唯一原因。

295. 因此，就如姚海鷹一樣，審裁處得出的結論是，王根據《條例》第 271(3)條提出的免責辯護必然成立。

第八章

結論

296. 根據本報告書詳加闡述的理由，審裁處得出以下一致結論：

- (i) 關於首名指明人士呂瑞峰，由於他已證明身患急病而沒有獲得合理的陳詞機會，因此審裁處依據《條例》第 252(6)條的規定，無法就他是否曾進行市場失當行為得出結論。
- (ii) 關於第二指明人士姚海鷹，雖然他被裁斷在交易時知道自己掌握有關消息，但由於他已依據《條例》第 271(3)條的規定，證明他掌握有關消息並非誘使他進行交易的因素，因此審裁處不把他識辨為內幕交易者。
- (iii) 關於第三指明人士王嵐，雖然她被裁斷在後來進行某些交易時知道自己掌握有關消息，但由於她已依據《條例》第 271(3)條的規定，證明她掌握有關消息並非誘使她進行交易的因素，因此審裁處不把她識辨為內幕交易者。
- (iv) 關於第四指明人士何景蓮，雖然她在後來進行某些交易時掌握屬有關消息的消息，但由於依據《條例》第 270(1)條的規定，她並不知道該等消息屬有關消息，因此審裁處不把她識辨為內幕交易者，因而也不把她識辨為曾進行市場失當行為。

297. 審裁處沒有識辨到任何市場失當行為，稍後會就訟費問題聆聽各方陳詞。

(簽署)

終審法院非常任法官夏正民

(主席)

(簽署)

朱強華博士

(成員)

(簽署)

陳世雄先生

(成員)

二零一五年十一月二十六日