

## 證券及期貨事務上訴審裁處

---

有關證券及期貨事務監察委員會  
根據《證券及期貨條例》(第 571  
章)第 194 條所作決定事宜

以及

有關《證券及期貨條例》第 217  
條事宜

---

張小明

申請人

及

證券及期貨事務監察委員會

答辯人

---

由辛達誠法官(主席)、何焯基教授及胡經昌先生，B.B.S.，J.P.主持聆訊

聆訊日期：二零一零年七月二十三日

裁決日期：二零一一年二月十八日

# 裁決

## 引言

1. 二零零八年二月六日，證券及期貨事務監察委員會(證監會)向張先生發出建議紀律處分行動通知書，通知他證監會正考慮根據《證券及期貨條例》向他採取紀律處分。證監會向張先生採取紀律處分，是與工商東亞融資有限公司(工商東亞融資)及工商東亞證券有限公司(工商東亞證券)在浪潮國際有限公司(浪潮)及東瑞製葯(控股)有限公司(東瑞)於香港聯合交易所上市時所從事的活動有關。

2. 該通知書述明對張先生所作的初步裁斷，證監會據此建議終身禁止張先生持有牌照。

3. 張先生就該通知書向證監會提交陳述書。二零零九年十一月十九日，證監會經考慮張先生的陳述書後，向他發出最終決定通知書，通知他證監會不擬繼續處理有關東瑞的投訴，但有關浪潮的部分，證監會則維持已作出的初步裁斷。最終決定通知書第 13 及 14 段列出對張先生所作的裁斷，內容如下：

“13. 經考慮各相關因素後，我們發現你：

- (a) 沒有履行你身為工商東亞融資董事、工商東亞融資及工商東亞證券最高決策人的一般職責；及
- (b) 作出了與《操守準則》一般原則 1 (誠實及公平)、一般原則 7 (遵守法規)、一般原則 9 (高級管理層的責任)及《企業融資顧問操守準則》第 3.1 段(行事持正)不相符的作為。

14. 此外，我們認為你違反了《證券及期貨條例》第 274(1)(b)、274(3)、295(1)(b)及 295(3)條，因為你曾指示你的下屬陳煒買賣浪潮股份，從而在二級市場為浪潮的股價提供市場支持。因此，你曾促使(即致力促使)及導致你的下屬陳煒買賣浪潮股份，意圖使有關交易具有或相當可能具有造成浪潮股份在行情或買賣價格方面的虛假或具誤導性的表象，違反了《證券及期貨條例》第 274(1)(b)及 295(1)(b)條。此外，你促使及導致陳煒買賣浪潮股份，意圖使有關交易具有或相當可能具有為浪

潮股份設定非真實的買賣價格或維持非真實的買賣價格水平的效果，違反了《證券及期貨條例》第 274(3)及 295(3)條。”

4. 基於上述裁斷，證監會根據《證券及期貨條例》第 194 條，斷定張先生並非擔任或留任持牌人的適當人選。證監會並根據《證券及期貨條例》第 194(1)(iv)(A)、(B)、(C)及(D)條，禁止他從事以下活動，為期 12 個月：

- i 申請牌照或註冊；
- ii 根據《證券及期貨條例》第 126(1)條申請成為持牌法團的負責人員；
- iii 申請根據《銀行業條例》第 71C 條獲給予同意以或繼續以註冊機構的主管人員的身分行事；以及
- iv 透過註冊機構，尋求名列於金融管理專員根據《銀行業條例》第 20 條備存的紀錄冊並顯示他就某類受規管活動受聘於該機構。

5. 張先生現向本審裁處申請覆核證監會的決定。

*事實背景：*

6. 二零零三年二月十八日，張先生首次註冊為工商東亞融資的證券交易董事。由二零零三年四月一日至二零零三年十一月十八日期間，張先生為工商東亞融資的負責人員，持有一個視作已取得的牌照，可進行第 1 類(證券交易)、第 4 類(就證券提供意見)，以及第 6 類(就機構融資提供意見)受規管活動。由二零零二年起至二零零五年年初，張先生一直擔任工商東亞融資的董事。二零零二年八月，他加入工商東亞金融控股，擔任高級管理人員，並於二零零三年九月成為工商東亞金融控股的行政總裁，負責該公司及其轄下附屬公司(包括工商東亞融資和工商東亞證券)的整體管理和監控事務。張先生其後於二零零四年年底離職，現時是中國交通銀行的國際業務部總經理。

7. 浪潮(現時的英文名稱是 Inspur International Ltd，股份代號為 8141)主要在中國、香港、台灣及新加坡等地經營電腦組件及相關產品的分銷、採購及轉售業務。二零零四年四月二十九日，浪潮在香港

聯合交易所有限公司(聯交所)創業板上市，配售 1 億股新股，每股作價 0.36 元。工商東亞融資為當時浪潮上市的聯席保薦人、配售經辦人兼牽頭經辦人。

8. 浪潮上市首兩天，大部分的浪潮股份交易來自一家名為 **Positive Strategy Ltd (PSL)** 的公司。證監會的調查顯示，**PSL** 實為工商東亞融資為進行自營交易而特別設立的公司。

9. 根據證監會的調查，**PSL** 的買盤在二零零四年四月二十九日佔浪潮股份市場成交量的 86%，而在二零零四年四月三十日則佔 39.5%。**PSL** 當日購買的浪潮股份，不少是透過與工商東亞證券客戶進行人手交叉盤交易而買入的。**PSL** 在浪潮上市首日並無沽出任何浪潮股份。證監會留意到以下活動：

- (i) 在二零零四年四月二十九日上午十時零分零六秒，**PSL** 向工商東亞證券 88 名客戶買入 11,488,000 股浪潮股份，每股作價 0.365 元，較 0.360 元的招股價高一個價位；
- (ii) 在上述 88 名向 **PSL** 沽出所持浪潮股份的工商東亞客戶中，87 名是工商東亞證券灣仔分行的零售客戶。該 87 名零售客戶合共沽出 8,712,000 股浪潮股份，佔灣仔分行 93 名零售客戶獲配售的浪潮股份總數 95.7%；
- (iii) 由於上述浪潮股份透過交叉盤買賣，而且是在浪潮上市首日開市後隨即買入，因此這些買盤應是在上市前已預先安排的；以及
- (iv) **PSL** 也在二級市場與其他工商東亞證券客戶進行人手交叉盤買賣。在部分的人手交叉盤交易中，**PSL** 採用了“高買低賣”的手法。

10. 證監會認為，**PSL** 買入浪潮股份，至少有部分交易是意圖或嘗試為浪潮的股價提供市場支持。該會認為，所得的證據顯示在浪潮上市前，工商東亞融資及工商東亞證券已決定透過 **PSL** 的自營交易，在二級市場為浪潮的股價提供市場支持。

11. 證監會從調查中得出的結論是，張先生是為在浪潮上市後提供市場支持一事拍板的決策人。

12. 證監會特別依據三名證人的證供，他們是薛兆坤(工商東亞融資投資銀行業務前主管及該公司的負責人員兼董事)、陳瑋(工商東亞證券中國銷售及債券業務前主管)，以及鄭迪舜(工商東亞融資前高級副總裁)。

13. 根據薛兆坤向證監會提供的證供，張先生曾任工商東亞融資的行政總裁，並負責管理工商東亞融資及工商東亞證券的運作。就這項上市計劃而言，薛兆坤指出，張先生負責監督及統籌工商東亞融資及工商東亞證券的工作。薛兆坤表示，他在二零零四年四月二十六日之前數天，向張先生提及市場氣氛欠佳，認購配售的股份只是略為超額。張先生提議工商東亞可能有需要在二級市場上為浪潮的股份提供支持。

14. 陳瑋告訴證監會，當招股價定為 0.36 元後，他的客戶並不滿意，認為訂價過高。他表示，張先生指示他利用 PSL 的帳戶在市場上支持浪潮的股價。

15. 鄭迪舜表示，張先生在二零零四年四月十三日的會議上告知與會者，股份的需求量不足，並呼籲他們從二級市場買入該等股份。鄭迪舜認為這是指要為該股份提供市場支持。在上市前數天舉行的一次非正式會議上(張先生也有出席)，鄭迪舜聽到張先生正式授權陳瑋利用自營交易帳戶買入浪潮股份，並批出指定金額作購買股份之用。

16. 工商東亞法規部主管李廣成在給證監會的證詞中表示，從沒有人向他或法規部其他同事查詢利用自營交易帳戶購買浪潮股份是否恰當。

17. 張先生及其他人士在二零零四年四月二十九日簽署一份批准備忘錄，題為“工商東亞金融控股有限公司證券交易管理委員會－批准工商東亞就浪潮國際有限公司進行新的自營交易活動”，藉此授權陳瑋為工商東亞進行自營交易，並批出 600 萬元以買入浪潮股份。

18. 根據該項證據，證監會裁定，在二零零四年四月二十九日，即浪潮上市前：

- (i) 張先生完全知道浪潮股份的認購率不高；
- (ii) 他決定買入浪潮股份，而這樣做的目的是在二級市場支持該公司的股價；
- (iii) 他批出一筆為數 600 萬元的預算，用以買入浪潮股份；以及
- (iv) 他授權陳瑋透過工商東亞的自營帳戶買入浪潮股份。

19. 在考慮張先生有否參與管理工商東亞融資及工商東亞證券的業務時，證監會衡量過以下因素：

- (i) 張先生曾任工商東亞(包括工商東亞融資及工商東亞證券)的行政總裁；
- (ii) 他曾任工商東亞融資的董事，並曾參與管理工商東亞融資及工商東亞證券的企業事務；以及
- (iii) 他曾是工商東亞融資及工商東亞證券的最終決策人，其他人員必須聽從並遵循其指示及決定。

20. 證監會經考慮整體證據後作出的裁決載列於上文第 2 段。

21. 證監會的裁斷要點是張先生曾指示工商東亞融資及工商東亞證券買入浪潮股份，目的是在二級市場為浪潮的股價提供所需的支持。此外，他曾直接或間接參與或涉及使用以 PSL 為名的自營帳戶買入浪潮的股份。此舉導致或大有可能導致浪潮股份在二級市場上的沽售壓力有所減輕，從而影響市場，並在市場上為浪潮股份的自然供求及價格營造虛假且具誤導性的表象。

*根據《證券及期貨條例》第 274 條所作的決定：*

22. 證監會認為，從上文第 2 段可見，這些活動違反了《證券及期貨條例》第 274 及 295 條的某些規定。

23. 誠如 Beresford 先生所言，第 274 條訂立了一項須由市場失當行為審裁處裁定的市場失當行為罪行。如市場失當行為審裁處裁定有關

行為屬市場失當行為，根據《證券及期貨條例》第 284 條，作出該行為會被視作違反《證券及期貨條例》的條文。不過，在本案中，市場失當行為審裁處沒有作出任何裁斷，因此，根據第 284 條而視作違反條文的行為不可能存在。在技術上，證監會的裁斷指當事人違反第 274 條是錯誤的，而該項裁斷必須並且已宣告無效。

24. 不過這最終也不會造成任何分別，因為證監會完全有權裁定張先生的行為構成《證券及期貨條例》第 295 條下從事虛假交易的罪行。在本案中，證監會無須先取得法院確認張先生曾犯罪的刑事裁決，方可裁定張先生曾作出等同上述虛假交易罪行的行為，並據此對張先生作出紀律處分。有鑑於此，該決定的內容維持有效。

*證監會證人的證供：*

25. 張先生選擇不傳召證人到本審裁處席前，在證供中也不反駁證監會證人向證監會所作的陳述。張先生只向審裁處呈交陳述書，並無出席聆訊。

26. 張先生絕對有權以這種方式申請覆核。不過，在只靠書面申請而不傳召證人作供的情況下，申請人有責任證明證監會之前就他的個案進行的研訊程序或所作決定出錯。可是，他未能在本審裁處席前證明有關錯誤。Beresford 先生絕對有權引用審裁處就申請編號 2009 年第 1 號朱國承一案所作裁決的以下內容：

“審裁處在這宗上訴中擔當的角色：

首先，代表證監會的資深大律師韋仕博先生恰如其分地提醒我們有關審裁處所擔當的角色，以及覆核證監會的決定時應據以行事的原則。他請我們留意審裁處在二零零八年五月八日就申請編號 2007 年第 5 號黃丁財一案所作的裁決(該聆訊由石仲廉法官主持)，特別是第 52 至 71 段的內容。該裁決提到，審裁處並非市場的規管機構，且顯然沒有能力擔任規管機構，而在第 53 段也說：

“只在審裁處認為有事情顯然嚴重出錯及／或申請人能夠證明有明顯不公的情況時，才會干預規管機構在紀律處分職能方面的酌情決定權。”

韋仕博先生又提醒我們，在這宗案件中，朱先生選擇不在審裁處席前作供。根據該條例第 219 條，審裁處獲賦予很大的權力，可收取及考慮證供，這必定包括收取及考慮覆核申請人的口述證供的權力。韋仕博先生在開案陳詞中說：

“23. 如申請人以證據不足為由申請覆核，卻不為覆核作供或提出證據，就會面對很大困難。該條例第 219 條賦予本審裁處收取證供的權力，然而，申請人如不把握機會提出證據，審裁處的處境便會跟審理就原訟法庭的裁定所提上訴的上訴法院相同。證監會在會見證人，聽取並覆查他們的陳述後才得出調查結果，因此，除非審裁處認為證監會無證據或理據證明調查結果屬實，或忽略了對申請人有利的關鍵證據，或解讀證據時出錯，因而信納該會顯然出錯，否則沒有足夠理由干預該會的決定。”

就這宗案件而言，申請人只為了兩個目的而提出專家證據，一是由其專家設法證明證監會的專家證據不可靠，二是由其專家證明證監會解讀主要證據時出錯。

朱先生絕對有權這樣做而不自行作供。從下文可見，我們曾仔細考慮朱先生提出的專家證據。不過，既然這宗覆核申請尋求推翻對事實的裁斷，韋仕博先生自然有權在陳詞時提出，朱先生或其他證人沒有提出任何證據可質疑證監會據以作出決定的基本事實。專家證人本人如對基本事實一無所知，就不可以質疑那些事實。我們就這宗覆核申請下結論時，也曾考慮這一點。

陳詞指證監會須考慮朱先生“明確及前後一致地”否認他曾操縱市場，又要求我們考慮朱先生就他發出交易指示時有意執行其買盤的解釋。

沒有證據顯示，也沒有人向我們指出，證監會沒有考慮申請人否認曾操縱市場或他在會面紀錄所作的解釋。

由於朱先生沒有作供，他在會面時否認曾操縱市場或所作解釋而宣稱的事宜，並無經過盤問程序驗證。即使他前後一致地否認曾操縱市場，但這是未經盤問程序驗證的，因此對上訴人幫助不大。另外，雖然他可能曾作解釋，但這也是未經我們在聆訊的盤問程序驗證的，因此同樣對上訴人沒有幫助。”



27. 該案所述有關申請人不作供的後果，以及對證監會證人的供詞未經盤問程序驗證的看法，同樣適用於本案。

討論：

28. 張先生在其陳述中提出數點，我們會依次處理。

29. 張先生表示，他在工商東亞擔當被動的角色，在沒有選擇的情況下受命，而他既無相關的經驗，也沒有接受過專業培訓。我們接受 **Beresford** 先生的說法，即有關陳述只是張先生承認他本人未能達到《證券及期貨條例》第 129 條的要求及條文所訂明的適當人選標準。張先生的陳述並非質疑證監會的裁斷。

30. 其次，張先生表示他只是在公司所授權的範圍內行事，因此不應由他個人負上責任。我們同樣接受 **Beresford** 先生的說法，即張先生在陳述這一點時，把他對工商東亞所負的責任與作為一個持牌人所負的責任混為一談。按授權行事或在其職位賦予的權力範圍內行事並不能作為行為不當的理由。

31. 張先生聲稱，工商東亞過往曾遭紀律處分，此事影響了證監會的觀點，令決定有欠公允。在受到質疑的決定中，並無任何資料顯示證監會曾考慮該公司以往遭紀律處分的紀錄。

32. 對於受質疑的決定所載述的眾多事項，張先生回應時都表示記不起來。張先生記不起的事，已由證人在會見證監會時所提供而且未受質疑的證供一一補足。張先生記不起一些事情，並不等於有充分理據可以在證監會的證人之外傳召其他證人。證監會絕對有權根據所會見證人的證供來作決定，特別是在本個案中，張先生沒有就此提出任何質疑。

33. 張先生辯稱，由於沒有二零零四年四月十三日的會議紀錄(見上文第 15 段)，因此並無足夠證據證明曾舉行該次會議。事實上，證監會在二零零六年三月十一日的會面中向張先生展示的證物已證實曾舉行該次會議。他當時沒有否認該次會議確曾舉行。在沒有任何其他證據的情況下，我們信納該次會議確曾舉行，而會議紀錄所載反映了會議的過程。

34. 張先生反駁指，證監會根據鄭迪舜的“理解”來確定張先生在對話中所指為何(見上文第 15 段)，做法不當。然而，證監會據此行事本身沒有不公平的地方，特別是在本案中，張先生並無向本審裁處提出上述對話有任何其他意思。

35. 張先生表示，薛兆坤、鄭迪舜和陳瑋互相串通，他們說謊並非沒有理由，因為他們知道按指示行事與按其本身意志行事的法律責任有所不同。這項陳詞顯示張先生誤解了一點，他以為某人違反監管規定可單憑按他人的指示行事為理由而得以逃避法律責任。無論如何，陳瑋和薛兆坤已因按張先生的指示買賣浪潮股份而遭證監會紀律處分。

36. 張先生在其陳述書中嘗試辯稱，他在浪潮首次公開招股一事中的參與有限，甚至說他完全沒有參與其事。首先，在張先生沒有向我們呈交證據的情況下，他根本不能以有關陳詞為依據。其次，該項陳詞與他先前就參與首次公開招股一事所作的陳述完全矛盾，與他在公司內的職位和文件證據的內容也不相符。鑑於事實確鑿，而調查結果又明確顯示他曾發出指示進行支持股價的行動，單憑他可能對進行的具體交易不知情這一點，並不能免除他的責任。

37. 張先生辯稱，有關“工商東亞決定以高於首次公開招股價的價格向客戶購回股份”的結論是沒有證據支持的。不過，建議紀律處分行動通知書、薛兆坤的證供及陳瑋的證供所載述的交易活動卻足以證明這點。有關交易活動載於上文第 9 段。支持上述結論的證據已足夠有餘，而證監會指工商東亞透過 PSL 在二級市場進行自營交易，目的是支持浪潮的股價，這一點也有明確的證據證明屬實。

38. 張先生在陳述中把他向公司所負的責任與他擔任持牌人而須根據法例履行的責任混為一談。他作為持牌人所負的責任及必須行事得當的規定，凌駕於任何他可能須向公司負上的責任。若公司指示他從事任何活動，而該等活動會被視為違反《證券及期貨條例》，一如在本個案中有關活動屬營造虛假市場並違反第 294 條一樣，則持牌人有責任拒絕從事有關活動。即使因此而失去工作，持牌人也必須拒絕從事該等活動。

39. 張先生宣稱，並沒有人投訴因有關交易而成為“受害者”，也沒有投資客戶作出投訴。他的陳述完全忽略重點所在。虛假交易的直接受害者是那些相信已進行的交易活動是真正的交易活動，並相信人們

真正對相關股份有興趣，因此而購入股份的人士。事實上，本個案涉及的交易活動是虛假的，由工商東亞及張先生一手策劃，目的是營造有關股份有市場需求的假象。因為這些行為而間接受害的有二，一是市場的道德操守，二是公眾對市場的信心，以及市場的股本成本。我們也同意 Beresford 先生的論點，就是在交易中因虛假交易而損失機會成本的人，不大可能意識到他們之所以付出，竟然是建基於虛假交易，更不大可能會在事後作出投訴，因為有關行為涉及欺騙成分。

40. 張先生最後一份陳述書的重點，在於他因為是外地人而受到歧視，而他的待遇與另一宗紀律個案(歐亞)中工商東亞行政總裁所受的待遇並不一致。然而，他沒有以任何方式說明兩者的待遇有哪些地方不一致，以證明他的陳述屬實。由於張先生選擇不把任何有關歐亞個案的資料呈堂，我們無法裁定他有否受到任何歧視，更難以裁定他是因為來自內地而受到歧視。

41. 張先生宣稱，他已從事件中汲取教訓。我們信納 Beresford 先生的陳詞，即事實並非如張先生所言，因為從張先生向我們提交的陳述書，可見他顯然不願為發生的事承擔責任，對於有需要確保市場廉潔穩健和堅守防止虛假交易的規則，他也沒有妥為理解。

42. 我們完全沒有理據干預證監會的決定，不論是其裁斷，還是其施加的處分。據此，我們駁回這宗覆核申請。

*訟費：*

43. 我們會發出暫准命令，下令張先生向證監會支付這宗覆核申請的訟費，而訟費會按訴訟各方對評基準評定。若 28 天內無人提出反對，這項暫准命令會成為絕對命令。張先生如要推翻這項訟費命令，必須在本裁決發出日期起計 28 天內提出。

*最後：*

44. 本審裁處用了很長的時間作出這次裁決，有所延緩，責任全在於主席。主席就此向各方致歉。

(已簽署)  
高等法院原訟法庭法官辛達誠  
主席

(已簽署)  
何焯基教授  
成員

(已簽署)  
胡經昌先生  
成員

申請人親自應訊(缺席)

Roger Beresford 先生(按證監會的指示代表答辯人)