

台湾证券内幕交易立法评析

彭莉 361000 厦门, 厦门大学台湾研究所

一、立法概况及适用范围

台湾的证券市场发育于50年代初期,其证券立法至今已有40余年的发展历史,确立台湾现代证券市场管理法律制度的证券母法——《证券交易法》颁布至今也已30年整。但是,在1989年之前,台湾证券立法对内幕交易问题,除内幕人员短线买卖股票利益归入公司外,没有其它规定。有鉴于禁止内幕交易行为已成为世界性之发展趋势,美国、日本、英国、澳大利亚、加拿大、菲律宾、新加坡等国均在其公司法或证券法中明文禁止内幕交易,为求证券市场进一步健全完善,台湾当局在1989年第三次修正证券法时,特参照美国立法,增订台湾禁止内幕交易之条款,正式确立了台湾禁止内幕交易的法律机制。

新增设之禁止内幕交易条款的适用范围。第一、仅适用于上市及上柜(股票在店头市场买卖)之公开发行公司,排除了未上市、未上柜公司适用本条款的可能;第二、仅以股票为适用对象,排除了股票以外其它有价证券适用本条款的可能。实际上,在台湾公开发行股票的公司中,未上市及未上柜的公司占有很大比例,且这些公司的股票交易相当活跃,极有可能发生内幕交易行为。另外,由于台湾证交法第6条第2款规定,新股认购权利证券、新股权利证券及表明其权利之证明券,视为有价证券,因此,台湾禁止内幕交易之条款(台湾证券法第157条)将适用范围限于上市及上柜公开发行公司之股票是明显不足的。未来台湾立法部门在修正其证交法时,首要任务即将禁止内幕交易条款之适用范围扩大至非上市、上柜公司及具有股权性质之其它有价证券。只有这样,才能全面地遏阻内幕交易行为发生。

二、内幕交易的主体

禁止内幕交易的立法目的即在于禁止任何人利用其特殊身份取得的资讯信息,通过损害他人利益而获得。所以,认定行为人的内幕人员身份,是确定行为人员是否为内幕交易者而必须承担法律责任的前提条件。根据台湾证交法第157条之1第1款、第5款及第22条之2第3款之规定,台湾所谓的内幕人员包括了如下五种:(1)该公司之董事、监察人及经理人;(2)持有该公司股票超过10%的股东;(3)基于职业或控制关系获悉消息的人;(4)从前三种人中获悉消息的人;(5)公司董事、监察人、经理人及大股东的配偶、未成年子女及为其持有股票的人。由此可见,台湾对内幕交易人员主体的规范具有以下特点:

第一,对内幕人员范围的界定采广义立法体例。台湾证交法第157条之1是参照美国法制定而成的,故对内幕人员的范围采取了广义的立法体制。该条文所界定的五类内幕人员广泛涵盖了传统内部人员、暂时性内幕人员及第三人。若解释上认为,第157条之1第1款第4项所规定的第三人,除直接自第1项至第3项获悉消息的人外,尚包括间接自前三项人员处获悉消息者,其内幕人员的范围可能将扩大至实际上拥有或获悉消息的人。正如台湾学者所言,凡拥有与股票价格有重大影响而未公开的消息,除非该消息是基于自己的研究,或其利用不违背任何人的义务,在法律及社会观念上纯属正当者外,都是内幕人员而需负责。

第二，明确将公司董事、监察人、经理人和大股东之亲属及为其持股人作为内幕人员之一种。根据台湾证交法，公司董事、监察人、经理人及大股东的配偶、未成年子女为内幕人员之一种。这些人与董事、监察人及大股东本身一样，只要获得了内幕信息，就必须承担保密的法律义务，并不得从事或参与相关的证券交易活动，否则就必须承担法律责任。公司董事等人的配偶、子女及为其持股者无疑是最容易被董事等人用以变相从事内幕交易或董事等人是获得内幕信息而直接进行内幕交易的人。虽然对这些人的防范可以通过限制第三人交易的方式达成，但是，台湾证交法以立法明定这些人为内幕人员的做法，对于有效扼制内幕交易行为有特殊意义。

第三，认定大股东的比例标准过高。对于大股东的认定，目前世界上大多数国家和地区所采用的标准为5%，即以持有公司股份总额5%为认定基准。例如祖国大陆《股票发行与交易管理暂行条例》第30条规定，持有公司5%以上有表决权股份的法人股东，进行短线买卖利益归公。对此，台湾立法对大股东持股认定基准过高，不利于有效地保护中小投资者的利益。

第四，对内幕人员范围的规范弹性较大。台湾证交法虽然以列举式确定了内幕人员的范围，但其所规定之内容弹性较大。除公司董事、监察人、经理人及大股东外，该法仅以“基于职业或控制关系获悉消息之人”来涵盖所有其他传统内部人员和暂时性内部人员，对第三者的规定亦是如此。这种较具弹性的立法方式，虽能较好地因应实践中可能出现的新问题，但由于弹性过大，加之用语不明确，很容易造成解释上的疑义。例如，对于何为第三人，第157条之1第1款第4项之规定为“从前三款所列之人获悉消息者”，从这些文字中无法得知其内涵究竟延伸至何种层面，这就使得在适用该条款时极可能产生以下纷争：本条款所称第三人是否包括了第二手以下的第三人？本条款所规范之对象应否以前三种人有告知而获悉消息者为限？本条款之消息受领人责任之成立，应否以告知消息人因告知消息而获利为前提？以上问题的存在无疑将给司法工作造成困扰。

三、内幕消息

内幕人员只有在以内幕信息作为判断依据而进行证券交易时才是违法的，因此，内幕信息是构成内幕交易法律责任的另一要件。何为内幕信息，台湾证交法对此没有专门定义，但从第159条之1第1款中可推知，构成内幕信息必须具备两项基本条件，即“尚未公开”和“重大影响其股票价格”信息。这一立法精神和国际惯例是基本相吻合的。

第一，“尚未公开”信息。内幕性信息必须是处在还没有公开状态下的信息，这是世界各国或地区立法的通例。至于信息公开时间或场合的具体标准，通常的做法有以下几种：(1)以新闻发布会的形式公布；(2)通过全国性的新闻媒介公布；(3)市场消化该信息，即市场对该信息已作出反应。台湾倾向于采取第三种标准，其惯例是内幕人员须等到消息公布后第11个营业日起，才可以开始完全地买卖相关公司的股票。(4)这种做法有一定的合理性，因为与事先获知内幕信息的内幕人员不同，普通投资在召开新闻发布会或通过新闻媒介公开信息后的短时间内，可能难以作出正确的反应，因此只有在证明市场已经消化了信息后，内幕人员才可以进行证券交易。让普通投资者有较充裕的时间消化信息的做法是应该肯定的。

第二，“重大影响其股票价格”的信息内幕信息不但必须处在尚未公开披露状态，而且还必须是具有重要性的信息，台湾称之为“重大影响其股票价格”之消息，并将其具体定义为“涉及公司之财务、业务或该证券之市场供求，对股票价格有重大影响，或对投资人之投资决定有重要影响之消息。”该定义包含了两层意思：(1)该消息必须与公司财务、业务、或该证

券之市场供求关系有关；(2) 该消息必须对股票价格或投资人之投资决定有重要影响。此种规定充分显示，台湾证交法在信息重要性问题上采用的是概括性规定而非列举式规定。必须特别指出的是，台湾证交法实施细则所表列的九种情形可以作为认定信息重要性的参考，当然，具有重要性的信息远不仅限于九种情形。

四、预防与制裁

(一) 预防。台湾证交法预防内幕交易行为的措施主要有：

第一，内幕人员证券交易公示制度。法律并不绝对禁止所有内部人员买卖股票，但内幕人员负有向公众公开其持股情况的义务，此即公示制度，这是世界上多数国家和地区立法都采用的通例。台湾证交法对于公示制度的规定主要体现在第 25 条条文中，其主要内容为公开发行的公司于登记后，应即将董事、监察人、经理人及持有超过股票总额 10% 的股东，所持之本公司股票种类、股数及票面金额向主管机关申报及公告。上述股票持有人，应于每月 5 日以前将上月持股数变动情形向公司申报。公司应于每月 15 日以前，汇总向主管机关申报，必要时主管机关得命令其进行公告。

第二，内幕人员短线交易之禁止。所谓内幕人员短线交易是指上市公司董事、监察人、经理人及持有法定比例的大股东，在法定期间内对公司上市股票买进后卖出、卖出后买进的行为。台湾证交法第 157 条明定，发行股票公司董事、监察人、经理人或持有公司股份超过 10% 的股东，对公司的上市股票，于取得后 6 个月内再行卖出，或于卖出后 6 个月内再行买进，因而获得利益者，公司应请求将其利益归于公司。发行股票公司董事会或监察人不为公司行使前项请求权时，股东得在 30 日期限内请求董事或监察人行使，逾期不行使时，请求之股东有权为公司行使该项请求权。

第三，内幕人员转让股票之限制。台湾证交法第 22 条之 2 规定，发行股票之董事、监察人、经理人或持有公司股份超过 10% 的股东，在转让股票时须经主管机关核准或向主管机关申报，并按法定方式进行。

(二) 制裁。除短线交易外，台湾证交法没有其它有关内幕交易者行政责任的条款，因此，台湾对内幕交易者的制裁主要是通过追究其民事责任和刑事责任来达成的。

第一，民事责任。由于确定受害对象及其受害程度十分困难，所以各国或地区有关内幕交易者民事责任的规定很少。然而，台湾证交法第 157 条第 2、3 款却对该问题作了较详细的规范，其主要内容有：(1) 赔偿责任之赔偿权利人为与内幕人员“善意从事相反买卖之人”，即不知内幕人员拥有内幕信息而与之买卖股票之人；(2) 民事赔偿之赔偿金额为消息未公开前内幕人员买入或卖出该股票之价格，与消息公开后 10 个营业日收盘平均价之差额。情节重大者，法院得依善意从事相反买卖者之请求，将责任限额提高至三倍。(3) 第三人应与消息提供者就损害赔偿负连带责任，但后者若有正当理由相信消息已公开者不负赔偿责任。以上规定虽非完善，但在一定程度上解决了受偿对象和赔偿金额难以确定的问题。

第二，刑事责任。刑事责任，特别是科以徒刑是对内幕交易者最为严厉之制裁。对此，台湾证交法除在第 157 条中明定违反第 157 条之 1 第 1 款者，处 2 年以下有期徒刑，拘役或科或并科 15 万元罚金外，还在第 179 条中规定：“法人违反本法之规定者，依本章各条之规定处罚其行为之负责人。”显而易见，台湾对内幕交易刑事责任的追究有两大特征：第一，重罚金而轻自由刑；第二，对法人犯罪采取代罚制。上述第一个特征就其立法精神而言，是符合世界潮流的，当予肯定，而第二个特征则值得商榷。

(责任编辑 翁东玲)