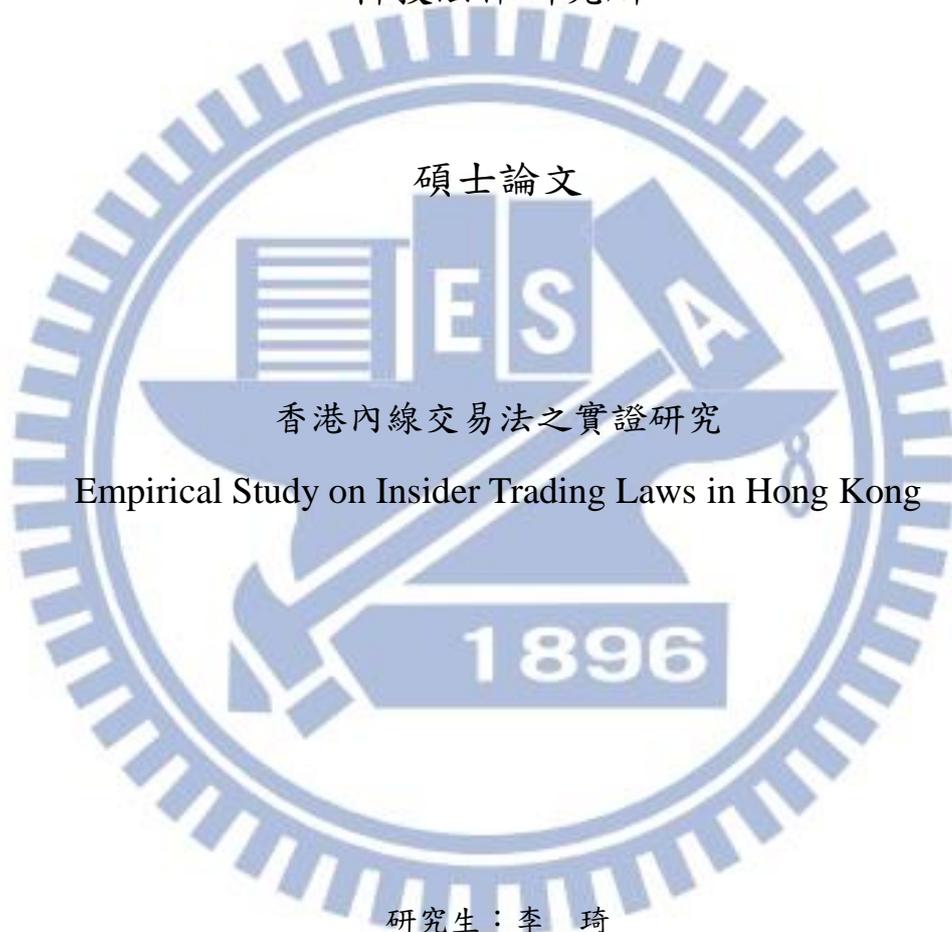


國立交通大學

科技法律研究所



碩士論文

香港內線交易法之實證研究

Empirical Study on Insider Trading Laws in Hong Kong

1896

研究生：李 琦

指導教授：林建中 博士

香港內線交易法之實證研究

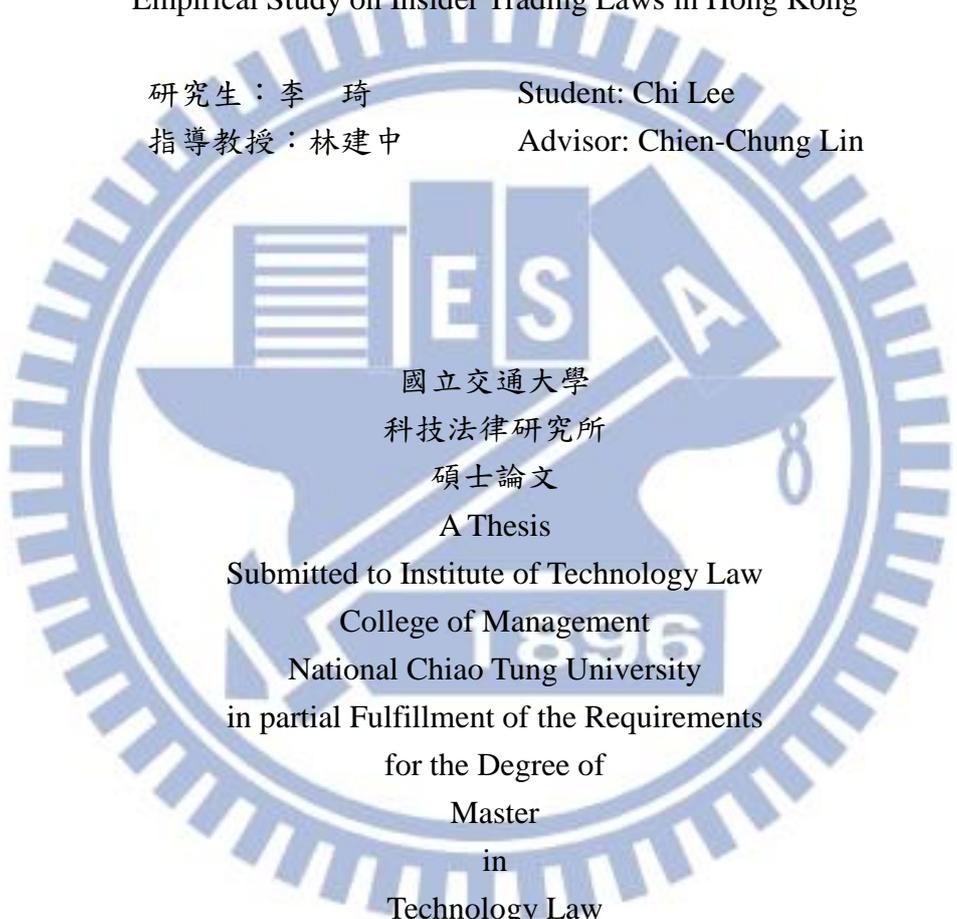
Empirical Study on Insider Trading Laws in Hong Kong

研究生：李 琦

Student: Chi Lee

指導教授：林建中

Advisor: Chien-Chung Lin



國立交通大學

科技法律研究所

碩士論文

A Thesis

Submitted to Institute of Technology Law

College of Management

National Chiao Tung University

in partial Fulfillment of the Requirements

for the Degree of

Master

in

Technology Law

June 2013

Hsinchu, Taiwan, Republic of China

中華民國一〇二年六月

香港內線交易法之實證研究

研究生：李 琦 指導教授：林建中 博士
國立交通大學科技法律研究所碩士班

摘要

立法禁止內線交易儼然已成為國際一致的趨勢，然而，關於內線交易行為是否應予禁止、禁止內線交易的理論基礎何在、以及現有內線交易法制與執法是否有效等問題，學界仍然各有主張，未有共識。現有的研究試圖在經濟分析理論的脈絡下透過實證研究，特別是量化研究的迴歸分析，建立內線交易法制與市場效率等指標之關聯性，並試圖證明內線交易禁止的合理性或不合理性。然而，量化研究面臨資料取得與更新困難以及無法完整呈現各國完整執法樣貌與社會背景等種種問題，而尚未得出令人滿意的答案。緣此，本文認為實證研究應回歸自單一國家出發以呈現較為完整的執法樣貌，並試圖透過以香港為中心的單一國家實證研究，提供個別國家之比較法圖像，以滿足未來更進一步量化研究所需的細緻度。

本文首先就香港內線交易法制之演進與現行法概為介紹；其次整理香港自1991年至2012年間的內線交易案件判決，並區分為2003年《證券及期貨條例》修法前與修法後，分別觀察案件數量分布、調查期間長短、行為人身份與行為態樣、內線消息性質、交易所得利益、判決結果與調查費用等面向；最後就香港政府對內線交易執法之態度為觀察，並探討香港所採取的內線交易法制與民刑事並行的執法體系是否為理想的制裁手段。

關鍵字：內線交易法、香港法、法律實證研究

Empirical Study on Insider Trading Laws in Hong Kong

Student: Chi Lee

Advisor: Chien-Chung Lin

Institute of Technology Law
National Chiao Tung University

Abstract

Regulations on insider trading activities have become a trend among markets, and yet whether as well as why insider trading should be regulated, and the efficacy of current regulation policy are still both debated. To date, researchers have been making efforts on linking insider trading regulations with market efficiency through quantitative research, specifically regression analyses. These quantitative researches nevertheless suffer from lack of updated data and failure to reflect a whole picture of laws and enforcement activities. This article argues that empirical studies on single market are urgent and necessary, and hence centers the research on the market of Hong Kong in order to frame a more comprehensive understanding of its laws and enforcement.

This article first briefly introduces the Hong Kong insider trading laws and its development, and then introduces the judicial decisions on Hong Kong insider trading cases from 1991 to 2012 by observing several aspects ranging from the number and distribution of cases, the investigation and trial period, person accused of conducting insider trading activities, inside information, profit gained, verdicts to cost of investigations both before the 2003 enactment of the Securities and Futures Ordinance and afterwards, followed by an primary analysis on the attitude of Hong Kong government holds toward insider trading and whether the current insider trading laws in Hong Kong function well.

Keywords: insider trading regulations, Hong Kong laws, empirical legal study

誌 謝

終於又翻過一頁書扉並邁步前往下一段未知的旅程。能夠完成論文寫作，是生命中每一段緣分給予我的力量。

首先要感謝論文指導教授林建中老師在茫茫學海中為我指引方向，循循善誘的同時仍給我自由成長的空間，隨時提點我諸多不足之處，無私付出真誠的關懷並拓展我的視野，老師對學術的嚴謹態度以及對自我的嚴格要求三年來深刻影響了我。感謝兩位口試委員張心悌老師與蔡昌憲老師真摯親切的點撥，並就論文給我許多珍貴的建議。感謝倪貴榮老師、王立達老師、陳鈺雄老師、林志潔老師、林欣柔老師、邱忠義法官、吳定亞法官與眾位師長對我的器重與肯定，諄諄教誨並指點人生迷津，學生時刻謹記在心。

謝謝科法所同窗三年的羅傑、政雄、翊展、亦婕、儀婷、羽珊、容萱、奕穎、子緣，在風城的生活回憶裡總有你們的諸多歡笑聲，除了公事合作無間的默契外，學術討論時的切磋琢磨更是惠我良多；秉志、敦威、芳儀、旻書、宜霓、愷致、音希、奐廷、碩甫、妍均、佩辰學姊、胡醫師與每一位科法所同學、學長姐、學弟妹，無論相處時間長短，都給我許多啟發並留下溫暖真摯的回憶；謝謝陳萱多年來合作的夥伴情誼，在無數個深夜一起讀書、工作、冷眼笑看人生，先一步完成科法所 RPG 也給我最好的榜樣；謝謝科法所每一位辛苦的助理，對無比重要卻又繁瑣耗神的行政事務總是一肩攬下，是你們無私的奉獻付出讓我們能夠無後顧之憂徜徉學海。

親如手足的世銘、旻宜，情同姊妹的怡臻、家如、盈雪、瑩瑩、祐寧、靜儀，以及初環小房間的夥伴們，我們雖分處不同城市甚至不同國家、各有不同的人生境遇，仍時常互相惦念關懷，每一個人都是我寫作過程中最堅強的後盾。多年好友允中，在寫作過程中為我提供極有建設性的經濟學觀點與腦力激盪；亦師亦友的阿伯，時時與我分享生活與音樂的感動，讓我能夠徜徉其中忘卻寫作煩擾。世上最棒的妹妹李珺、李琳時常交換生活中點滴並提供有創意的想法，對家務付出諸多心力，也協助在各大學取得珍貴的圖書文獻；兩隻貓咪在我疲憊沮喪時，總能發揮不可思議的溫暖療癒力量，讓我能克服挫折繼續努力。

最後，要將這篇論文獻給我的父母，謝謝你們永遠無條件的愛與支持，在我低潮時分關心鼓勵我，給我寬廣的舞台並為我遮蔽一切風雨，不忘提醒我留意身體健康，我才能夠走到此處。期望未來的自己，能夠永遠記得寫作過程中的自我對話、省思與體悟，能夠更柔軟地處世，更堅強地向前，更多貢獻於世界。

2013.8 於台中

目錄

第一章	緒論	1
第一節	緣起	1
第二節	文獻回顧	1
第一項	內線交易法現狀	2
第二項	內線交易規範之理論基礎	3
第三項	比較法觀點	7
第四項	本於法律經濟分析觀點所提出的質疑	11
第五項	現有的實證研究	14
第三節	研究目的	20
第四節	研究方法與限制	20
第一項	研究方法	20
第二項	資料來源	21
第三項	研究限制	22
第二章	香港內線交易法制	24
第一節	香港證券市場及其發展	24
第一項	香港證券市場簡介	24
第二項	香港證券市場發展歷史與內線交易的監管	24
第二節	內線交易法制沿革	26
第一項	早期立法	26
第二項	1991年《證券(內幕交易)條例》	26
第三項	2003年《證券及期貨條例》：現行法	31
第三節	現行內線交易法之實體要件	32
第一項	行為主體	33
第二項	行為態樣	35
第三項	交易標的	35
第四項	內線消息之認定標準	36
第五項	主觀要件	38
第六項	抗辯事由	38
第四節	現行內線交易法制	40
第一項	主管機關	40
第二項	雙軌制之制度設計	43
第三項	民事裁處程序	44
第四項	刑事程序	46
第五項	民事損害賠償訴訟	47
第六項	其他相關法律	49
第五節	對香港內線交易法制之批評	52
第六節	小結	54

第三章	香港內線交易案件實證研究.....	55
第一節	案件總覽.....	55
第一項	1991 年至 2003 年間案件.....	56
第二項	2003 年至 2012 年間案件.....	60
第二節	1991 年至 2003 年間執法狀況.....	63
第一項	案件分布.....	63
第二項	調查期間.....	64
第三項	行為人身分與行為態樣.....	67
第四項	內線消息性質與態樣.....	69
第五項	交易所得利益之計算.....	70
第六項	判決結果.....	72
第七項	調查費用.....	80
第三節	2003 年至 2012 年間執法狀況.....	82
第一項	案件分布.....	82
第二項	調查期間.....	84
第三項	行為人身分與行為態樣.....	86
第四項	內線消息性質與態樣.....	89
第五項	交易所得利益.....	90
第六項	判決結果.....	91
第七項	調查費用.....	95
第八項	強制令案件.....	95
第四章	實證研究結果分析.....	97
第一節	香港內線交易法制的特點.....	97
第一項	對監管制度之觀察.....	97
第二項	對實體規範的觀察.....	98
第三項	對執法情況的觀察.....	100
第四項	實證研究中案件代表性之探討.....	103
第二節	香港對內線交易的執法態度.....	108
第一項	香港交易大眾對內線交易的態度.....	108
第二項	香港政府的執法態度.....	110
第三節	理想的內線交易制裁手段.....	111
第一項	香港引入刑事手段的理論基礎.....	111
第二項	刑事規範手段的優、缺點.....	112
第三項	雙軌制或多軌制作為內線交易制裁手段.....	116
第五章	結論.....	120
第一節	實證研究發現.....	120
第一項	香港內線交易法制特色.....	120
第二項	香港內線交易執法特色.....	121

第二節 未來研究方向展望.....	121
參考文獻.....	123
附錄一：《證券及期貨條例》相關條文.....	128
附錄二：《證券（內幕交易）條例》相關條文.....	139
附錄三：《證券（內幕交易）條例》民事裁處案件摘要.....	142
附錄四：《證券及期貨條例》民事裁處案件摘要.....	169
附錄五：《證券及期貨條例》刑事案件摘要.....	174



表格目錄

表 1	與內線交易相關之香港證券法規演進過程.....	25
表 2	內線交易行為主體暨行為態樣對照.....	35
表 3	1991-2003 年間內線交易案件年份統計	63
表 4	1991-2003 年間內線交易案件調查期間暨審理期間表	64
表 5	1991-2003 年間內線交易案件涉案被告人數表	67
表 6	1991-2003 年間內線交易案件內線消息一覽表	69
表 7	內線交易不法利益計算方法.....	71
表 8	1991-2003 年間內線交易案件判決結果統計	73
表 9	1991-2003 年間內線交易案件判決結果	73
表 10	1991-2003 年間內線交易案件上訴結果統計	80
表 11	1991-2003 年間內線交易案件行為人負擔政府費用一覽	82
表 12	2003-2012 年間內線交易案件年份統計	83
表 13	2003-2012 年間內線交易案件判決年份統計	84
表 14	2003-2012 年間內線交易民事裁處案件調查期間暨審理期間表	85
表 15	2003-2012 年間內線交易刑事案件調查期間暨審理期間表	85
表 16	2003-2012 年間內線交易民事裁處案件涉案被告人數表	86
表 17	2003-2012 年間內線交易刑事案件涉案被告人數表	86
表 18	2003-2012 年間內線交易民事裁處案件行為人身份與行為態樣	87
表 19	2003-2012 年間內線交易民事裁處案件行為人身份與行為態樣	88
表 20	2003-2012 年間內線交易案件內線消息態樣	89
表 21	2003-2012 年間內線交易行為人獲利一覽	90
表 22	2003-2012 年間內線交易民事裁處案件判決結果統計	92
表 23	2003-2012 年間內線交易民事裁處案件判決結果	92
表 24	2003-2012 年間內線交易刑事案件判決結果統計	93
表 25	2003-2012 年間內線交易刑事案件判決結果	93
表 26	2003-2012 年間內線交易民事裁處案件上訴結果統計	94
表 27	2003-2012 年間內線交易刑事案件上訴結果統計	94
表 28	2003-2012 年間內線交易民事裁處案件行為人負擔政府費用一覽	95
表 29	2003-2012 年間內線交易刑事案件行為人負擔政府費用一覽	95
表 30	2007 年至 2012 年間證監會每年度調查內線交易案件數量	104
表 31	2003-2012 年間證監會年度支出與職員人數表	105
表 32	2011-2012 年度香港／美國／英國金融監理機關年度支出與	

職員數.....	106
----------	-----

圖片目錄

圖 1	內幕交易審裁處糾問式法庭示意圖.....	29
圖 2	1991 年《證券（內幕交易）條例》下的內線交易案件流程..	30
圖 6	內線消息「具體消息」範圍示意圖.....	37
圖 3	香港金融市場監管架構.....	41
圖 4	香港證券及期貨事務監察委員會組織圖.....	42
圖 5	現行《證券及期貨條例》下內線交易案件各種訴訟流程圖..	49
圖 7	調查暨審理流程示意圖.....	64



第一章 緒論

第一節 緣起

“There are three ways of doing business in the world: the right way, the wrong way, and the Hong Kong Way.” (Hong Kong Idiom)

「做生意有三種方法，
正確的方法、錯誤的方法、與香港人的方法。」（香港俗語）

禁止內線交易之立法儼然已成為國際一致的趨勢，然而，內線交易行為是否應予以禁止、以及禁止內線交易的理論基礎何在及相關制度應如何設計，學界仍然各有主張，未有共識，是半世紀以來一個始終未決的懸案。

現有的研究試圖在經濟分析理論的脈絡下，透過實證研究，特別是量化研究，建立內線交易禁止的合理性或不合理性，但遭遇到實證研究的許多問題，而無法得出令人滿意的答案。本文試圖透過以香港為中心的單一國家實證研究，提供個別國家之比較法圖像，以滿足未來更進一步量化研究所需的細緻度。

第二節 文獻回顧

內線交易 (insider trading, insider dealing)，亦有譯為內部人交易¹，早期對內線交易行為的定義是「具有特定關係、職位或特權的人濫用公司內機密性的價格敏感資訊」。²然而隨著商業行為與法律的不斷發展，現代內線交易法所規範與禁止的範圍已不再限於公司內部人的交易，而是及於任何可以取得內部資訊之人，無論其身分是否為內部人，甚至對於非消息所涉的其他公司的股票的交易也可能受到法規限制。³考量到本研究所探討的法規範射程並不侷限於內部人的知情交

¹ 譯為內線交易者如賴英照 (2012)，《股市遊戲規則：最新證券交易法解析》，頁 445，台北：自刊；劉連煜 (2012)，《新證券交易法實例研習》，頁 435，台北：元照；曾宛如 (2012)，《證券交易法原理》，頁 257，台北：元照。譯為內部人交易者如余雪明、余慕德 (2012)，〈證券交易法近年修法之回顧與前瞻〉，《月旦法學雜誌》，200 期，頁 176。

² Katherine Lynch, *Stock Market Crisis and Insider Dealing in Hong Kong: The Need for Regulatory Reform*, in THE NEW LEGAL ORDER IN HONG KONG 237, 249 (Raymond Wacks ed., 1999).

³ STEPHEN J. CHOI & A. C. PRITCHARD, *SECURITIES REGULATION: CASES AND ANALYSIS* 352 (2 ed., 2008) 尤其是會計師、顧問、投資銀行人員與律師。

易，而是任何知悉特定資訊下的證券交易行為，以下將 insider trading 譯為內線交易，而非內部人交易。

較近的文獻對內線交易行為的定義則是「在知悉特定資訊的情況下進行證券交易，該資訊非為大眾所知，且若該消息為大眾所知將可能影響證券價格」之行為，上開定義與行為人是否為公司內部人無涉，不再著重於行為人的身分，而是著重於知情交易的行為本身。⁴關於名詞的使用，香港使用 insider dealing 而非 insider trading，中文則譯為「內幕交易」，即基於內幕消息所為的交易，應該也是基於對 insider dealing 認知上的廣泛定義。⁵

歷來對內線交易法制之研究，可從許多不同層面與觀點切入。首先，半世紀以來學界對於內線交易究竟對證券市場效率有正面或負面影響始終爭論不休，從而內線交易行為是否應受規範也迭有爭議。再者，對於內線交易規範所保護的法益究竟是以個人法益之反詐欺觀點出發、或是以維護市場誠信與秩序為核心目標，亦無定論。此外，從法律制度設計的觀點切入，內線交易法制應該如何設計、透過何種法律程序執行才能夠達到規範目的，在我國法的脈絡下更少被討論。

緣此，逐漸有學者主張，欲探討現行內線交易法制之執行效益，應從法規執行之實證結果切入，以解決前述的理論爭議。然而囿於內線交易犯罪本身統計上的困難，雖然目前為止已經累積數量可觀的實證研究，但研究結果呈現分歧的意見，仍然未能就任何一方形塑出具說服力的結論。

以下將就截至目前為止內線交易法制之研究概為簡述，分別說明內線交易法制之制度現狀、內線交易禁止之理論基礎，並介紹法律經濟分析學派的不同觀點，最後介紹一系列相關的實證研究。

第一項 內線交易法現狀

證券市場的發展已經有數百年的歷史，政府介入證券交易也有長久的歷史，但直至 1960 年代以降，禁止內線交易的相關規範逐漸才可見於主要證券市場。⁶自 1990 年代開始，禁止內線交易迅速成為普遍性的全球風潮，除了已開發國家全面禁止內線交易外，大部分的新興證券市場也都立有內線交易之禁止之法規。

⁴ BERRY FONG-CHUNG HSU ET AL., FINANCIAL MARKETS IN HONG KONG- LAW AND PRACTICE 387 (2006). 該定義係建立於香港法的脈絡下。CHOI & PRITCHARD, *supra* note 3, at 352; STEPHEN M. BAINBRIDGE, SECURITIES LAW: INSIDER TRADING 1 (2007) 等人在非侷限於香港法的廣義討論中，也採取相似的定義。

⁵ Securities and Futures Ordinance (SFO), (2003) Cap. 571, §270.

⁶ Utpal Bhattacharya & Hazem Daouk, *The World Price of Insider Trading*, 52 J. FIN. 75, 87-88 (2002).

內線交易規範的成文法化幾已成為政府間的共識，⁸這樣的共識也反映在國際組織所採取的標準，例如經濟合作與發展組織（OECD）所建立的最新「公司治理準則」中，即將禁止內線交易立為公司治理及相關法制的方針，⁹也更進一步被納入世界銀行（World Bank）的「公司治理標準與守則遵守評估報告」評估各國／各地區公司治理法規的指標之一。¹⁰由此觀之，可以不誇張地說禁止內線交易幾乎已經成為國際社會所追求的共同目標。

第二項 內線交易規範之理論基礎

贊成規範內線交易者所持理論，可概分為兩種不同方向之立論：第一種立論認為：內線交易行為破壞了證券市場的公平與健全，第二種立論則主張：內線交易行為違反了行為人與公司股東間的忠實義務（fiduciary duty）¹¹。我國學者亦將第一種立論基礎稱為「健全市場理論」或「市場論」，而第二種立論基礎稱為「信賴關係理論」或「關係論」。¹²

第一款 健全市場理論

健全市場理論主要根基於維護證券市場公平之立場。所謂「市場公平」之意義如何，可以從不同角度切入說明。

首先，當投資人知道市場中有人可以握有更多消息而交易，不知道消息的一般投資人幾乎必然站在不利的交易地位，大眾因此會對市場失去信心而不願意參與。

學者也指出，內線交易本身究竟會不會造成實質的不公平並不重要，而是只要認為內線交易行為不公平的投資者達到一定的數量，就會造成市場中投資者的

⁷ *Id.* at 88. 2002 年為止，有 80% 的新興國家證券市場立有內線交易規範。

⁸ *Id.* at 90.

⁹ Organisation for Economic Co-operation and Development [OECD], *OECD Principles of Corporate Governance 2004*, Article IIIB, available at <http://www.oecd.org/daf/corporateaffairs/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>. (“Insider trading and abusive self-dealing should be prohibited.”)

¹⁰ Reports on the Observance of Standards and Codes (ROSC), http://www.worldbank.org/ifa/rosc_cg.html (last visited May 17, 2013).

¹¹ 國內學者對 fiduciary duty 應如何譯為中文，有不同見解：賴英照教授譯為信賴義務，王文字教授譯為受託義務，劉連煜教授譯為受託人義務，曾宛如教授則譯為忠實義務；本文以下則均以「忠實義務」指稱美國法上 fiduciary duty 之概念。參見曾宛如（2010），〈董事忠實義務於台灣實務上之實踐——相關判決之觀察〉，《月旦民商法雜誌》，29 期，頁 145；劉連煜（2007），〈董事責任與經營判斷法則〉，《月旦民商法雜誌》，17 期，頁 178；王文字（2008），〈法律移植的契機與挑戰——以公司法的受託、注意與忠實義務為中心〉，《月旦民商法雜誌》，19 期，頁 83；賴英照，前揭註 1，頁 450。

¹² 賴英照，前揭註 1，頁 449-51。

分化，形成社會更大的不利益。禁止內線交易行為是為了建立公平的最低底線，而非以達成所有人絕對的資訊平等為目的。只要投資人在投入市場前能夠擁有平等取得資訊的機會以為分析即可。¹³

其次，我們也可以從經濟學的角度詮釋公平理論，效率市場假說要求所有參與者都能取得相同的市場資訊，否則會造成市場失靈。內線交易行為就是因為內部人比其他投資人有更多的資訊並據此獲利，提高其他投資人的交易成本。證券價格因而失準，變成一個沒有效率的證券市場，故而政府應該介入，規範這種資訊不對稱的現象，亦即禁止內線交易。¹⁴

然而，市場公平理論的弱點在於，「公平」其實是個聽起來很有力、實則欠缺實質內涵的標準，我們需要發展更多的操作性標準以實踐之，¹⁵忠實義務理論就是其中一種操作標準。

此外，市場本來就是不公平的，就算沒有內線交易，投資人之間的資訊差異仍然極大，機構投資人本來就享有比散戶更大的資訊優勢，單純禁止內線交易並無法達成市場的終極公平（如果這是要追求的終極目標）。市場公平理論無法說明政策上的矛盾，亦即為什麼內線消息所造成的不公平無法被容忍，但其他種類的資訊優勢就可以不受規範，甚至被鼓勵。

第二款 信賴關係理論

相對於射程廣泛的市場公平理論，信賴關係理論則主張內線交易行為之不法性源自於詐欺理論。在證券交易行為中，擁有重大未公開消息之人，基於其與交易相對人（即股東，或原本持股的股東）間之與忠實義務或信賴關係（fiduciary or other similar relation of trust and confidence），有向交易相對人揭露該重大消息之義務。¹⁶不揭露內線消息而進行交易之行為，屬詐欺交易相對人之行為，從而違反證券詐欺之法律。這是廣為所知的「不揭露即禁止交易」¹⁷之原則之變形與限縮。

¹³ K. Lynch, *supra* note 2, at 252. Opposing opinion, see Jonathan R. Macey, *From Judicial Solutions to Political Solutions*, 39 ALA. L. REV. 355, 376 (1988).

¹⁴ Laura Nyantung Beny, *Insider Trading Laws and Stock Markets Around the World: An Empirical Contribution to the Theoretical Law and Economics Debate*, 32 J. CORP. L. 237, 250 (2007); Laura E. Hughes, *The Impact of Insider Trading Regulations on Stock Market Efficiency: A Critique of The Law and Economics Debate and a Cross-Country Comparison*, 23 TEMP INT'L & COMP. L.J. 479, 483 (2009).

¹⁵ BAINBRIDGE, *supra* note 4, at 133.

¹⁶ See *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222, 228 (1980).

¹⁷ *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833, at 848 (2d Cir. 1968), *cert. denied*, 394 U.S. 976 (1969).

上開信賴關係理論有其弱點，由於只要行為人對交易相對人沒有忠實義務，就不負有揭露義務，從而所為之內線交易都不成立詐欺而不違法。換言之信賴關係理論下不法內線交易的範圍其實大幅縮小，較難成立內線交易之罪。此外，現代證券市場的集中市場交易模式沒有面對面交易，也沒有確定的交易相對人，是否仍然能夠適用詐欺理論以為非難，也充滿了爭議。¹⁸

正由於上開弱點，美國發展出一系列的案例法與成文法，對信賴關係與詐欺理論進行修正與擴張，將內線交易責任逐步擴張到原有理論下無法被究責之情形，但無論如何詐欺理論仍然存在其盲點。

第三款 我國法上禁止內線交易之立論基礎

而我國學界對內線交易立論爭議之看法也多所分歧，有基於立法沿革及限縮解釋的立場主張仍然應採信賴關係理論者；¹⁹有認應該回歸證券詐欺的法益脈絡者；²⁰有認為應該以詐欺理論為主，輔以市場論補充解釋，兼採兩說者；²¹也有認為應該將內線交易禁止回歸侵權行為理論，而非以忠實義務相繩者；²²更有學者從資訊財產權觀點出發，重新省視內線交易禁止之理論基礎。²³惟學者亦同意現行的規範模式無法單純以信賴關係理論或市場公平理論其中任一者解釋，必然存在某種混和與取捨，但若欲兼採二者，又不可避免會造成規範上的矛盾與出入而無法平順運轉，為了解決長期的實體要件爭議，勢必要有所取捨，以達統一之解釋。²⁴通說則認為，我國《證券交易法》157-1 條雖然立法仿自美國法，但並非必然要採取信賴關係理論的解釋，仍然應以保障交易公平與市場健全發展為目標。²⁵

雖然市場公平理論在本質上有無法解決的矛盾，但從實務判決觀之，最高法

¹⁸ See *Goodwin v. Agassiz*, 283 Mass. 358, 186 N.E. 659 (1933). 本案麻州法院即認為非面對面交易的集中交易市場不能適用詐欺相對人理論，沒有不揭露則禁止交易的義務。

¹⁹ 劉連煜，前揭註 1，頁 471。

²⁰ 莊永丞（2011），〈從美國內線交易被告持有內線消息與使用內線消息之論爭，論我國證券交易法應有之立場與態度〉，《東吳法律學報》，23 卷 1 期，頁 169 以下。

²¹ 劉連煜（2007），〈內線交易理論與內部人範圍（下）〉，《月旦法學教室》，51 期，頁 86-93；劉連煜（2006），〈內線交易理論與內部人範圍（上）〉，《月旦法學教室》，50 期，頁 84-94。

²² 陳俊仁（2011），〈處罰交易或處罰未揭露？——內線交易規範法理基礎之檢視與規範之解構與再建構〉，《月旦民商法雜誌》，32 期，頁 21-38。

²³ 張心悌（2008），〈從法律經濟學與資訊財產權探討內線交易理論：兼論內線交易內部人之範圍〉，《國立臺灣大學法學論叢》，37 卷 3 期，頁 109 以下。

²⁴ 曾宛如（2009），〈建構我國內線交易之規範——從禁止內線交易所欲保護之法益切入〉，《國立臺灣大學法學論叢》，38 卷 1 期，頁 282-85，作者指出證券交易法 20 條與 157-1 條可能並非同源。

²⁵ 賴英照，前揭註 1，頁 474-77；曾宛如，同前註，頁 286。

院亦從通說，已經逐漸揚棄詐欺理論，跳脫以因立法參考美國法而造成關係論為基礎的解釋方式，朝向市場公平理論。²⁶惟該理論並未反映在歷次法律之修正，顯見學說上仍有爭議。²⁷

本文認為，上開兩種理論基礎並非本質上互斥，只是為了框畫「違法內線交易」的範圍，操作上採取了不同的切入點，採取市場說，對不法行為之規範射程較廣；採取關係說，則打擊範圍較窄。真正的問題還是在於「為何要禁止內線交易」以及「應如何禁止內線交易」，換言之，內線交易行為本身是否具有不法性與可非難性，其不法程度是否需要由國家介入、進而討論內線交易規範應採取何種程序規範之設計為當。

第四款 反對禁止內線交易之見解

雖然反對禁止內線交易之意見在證券法學界屬於相對少數，但反對論者一直以來都在論戰中佔有一席之地，其立論基礎也有一定程度的說服力，無法完全被禁止論者所說服。

反對禁止內線交易論者主要本於兩大理由反對禁止內線交易。第一個理由乃是基於法律經濟分析之推論，渠等認為內線交易行為從總體經濟的角度來看，實際有利於市場效率，個體經濟看來則有助於解決公司與內部人間長久以來的代理問題。經濟分析觀點的詳細論點，將在後面章節詳為介紹。

反對論者的第二個理由，乃是立論於內線交易法制性質之特殊及執行上之困難。換言之，內線交易行為難以定義其受害人，而就算內線交易行為確實具有不法性從而應該禁止，也難以執行。²⁸從實際面觀之，執行上有兩大困難：其一，調查與起訴之執法成本過高；其二，容易發生選擇性執法以及政策性執法的情形。內線交易的偵查與起訴，向來有執行上的困難，導因於相關犯罪涉及高度的財務金融專業，檢調的專業能力備受挑戰；²⁹主觀要件過多，調查上難以證明；³⁰此

²⁶ 最高法院刑事判決九十九年度台上字第四〇九一號，「...惟查：(一)證券交易法第一百五十七條之一之禁止內線交易罪，旨在使買賣雙方平等取得資訊，維護證券市場之交易公平。故公司內部人於知悉公司之內部消息後，若於未公開該內部消息前，即在證券市場與不知該消息之一般投資人為對等交易，該行為為本身已破壞證券市場交易制度之公平性，足以影響一般投資人對證券市場之公正性、健全性之信賴，即應予非難。...」。

²⁷ 曾宛如(2011)，〈2010年臺灣法律發展回顧--公司與證券交易法〉，《國立臺灣大學法學論叢》，第40卷特刊，頁1898。

²⁸ K. Lynch, *supra* note 2, at 253.

²⁹ 林孟皇(2010)，〈內線交易重大消息的明確性與實際知悉——二〇一〇年新修正內線交易構成要件的解析〉，《月旦法學雜誌》，頁184。

³⁰ 莊嘉蕙(2009)，〈內線交易之實證研究〉，國立交通大學管理學院碩士在職專班科技法律組碩士論文，頁141。

外內線消息傳遞的快速及低成本等特性，造成直接證據取得困難，目前常用的調查方法除了由證交所進行的市場監控，檢調單位多以監聽、函查、搜索扣押、策動汗點證人……等等方法取得有效之證據。然而由於證交所函送距離案發時間往往已經過許久，即使檢調單位願意投入高度人力調查監聽，也難以取得足以定罪的證據。³¹

截至目前為止的實證研究，似乎也支持上開內線交易執法狀況不盡理想的結論。台灣的內線交易法制執行狀況一直以來即飽受批評，研究指出，我國內線交易的刑事案件被告有罪比率（即成罪率）僅 32.35%，相較於一般刑案約為 88.4% - 96%，顯然具有定罪率偏低之特色。³²

實務對此一定罪率相對較低的現象也迭有批評。³³也有見解指出，除了上開執行上的困難，2000 年之前內線交易案件無法上訴三審，從而無法透過最高法院釐清並統一法律見解，造成下級法院見解混亂。³⁴分歧而混亂的法律見解，進一步擴大檢察機關與審理機關間對內線交易犯罪認知之不同調，或許也是定罪率偏低的重要原因。

第三項 比較法觀點

內線交易禁止儼然成為一股國際潮流，已如前所述。然而，前述不同的立論基礎，同樣反映在各國的立法寬嚴及禁止規範之射程，從而愈見差異，這也是目前為止比較法觀點的主要研究潮流。

為了進一步瞭解前開所謂「市場公平理論」以及「信賴關係理論」之起源，有必要針對禁止內線交易的先驅國家之法例進行了解，故而目前多數內線交易之研究係以比較法的觀點出發，參考先進國家資本市場採用之內線交易法例，其中又以美國法、英國法、歐盟法為大宗，以下分別概述之。

第一款 美國法以忠實義務為主軸

美國法上之內線交易理論，透過一系列案例法，最高法院建立以傳統忠實理論以及私取理論為兩大主軸的理論基礎。

³¹ 同前註，頁 265；何建寬（2009），〈內線交易之理論與實務之研究〉，國立臺灣大學法律系碩士論文，頁 174。

³² 莊嘉蕙，前揭註 30，頁 265；何建寬，前揭註 31，頁 191。

³³ 林孟皇，前揭註 29，頁 184。

³⁴ 何建寬，前揭註 31，頁 191。關於我國 2000 年內線交易法修正，參見林仁光（2000），〈證券交易法制之發展（上）〉，《月旦法學雜誌》，65 期，頁 50，該次修法將內線交易刑責加重至七年以下有期徒刑，修法之前依刑事訴訟法第 376 條第 1 款規定則屬最重本刑 3 年以下有期徒刑，不得上訴第 3 審法院。

早期，SEC 主張較廣的禁止範圍，認為握有公司資訊的人負有揭露的義務，否則不准交易（obligation of disclosure or abstain），並在 SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.一案確立了資訊平等理論（equal access theory），無論內部人與外部人，只要握有交易相對人所不知的資訊，一律負有揭露責任，否則不准交易。從而希望能夠達成交易人之間的相對公平，使所有證券交易人承受類似程度的風險。³⁵

然而在 Chiarella v. United States 案，法院一改先前見解，雖然仍然保存了「不揭露即不准交易」的核心概念，但大幅限縮了該原則的適用主體，透過忠實義務之要求增加主體限制要件。從而確立忠實義務才是內線交易禁止的核心概念，也是美國內線交易責任的第一個主軸。本案事實大意为印刷工人自行推知送印文件中所涉的收購交易目標公司，從而交易獲利。法院認定，由於印刷工人對目標公司及其股東均不負忠實義務，從而對交易相對人不負揭露義務，而無證券詐欺之成立。本案發展出「有忠實義務之人方可能成立內線交易責任」之原則，法院明顯限縮了前述的資訊平等理論。³⁶隨後在 Dirks v. SEC 案中，法院又進一步確立除了負有忠實義務之人外，該忠實義務會因義務人違反義務傳遞消息，而延伸到消息受領人（tippee）身上。³⁷

美國內線交易責任的第二個主軸是 United States v. O'Hagan 案後建立的私取理論。私取理論擺脫前述行為人必須要對交易相對人負有忠實義務的限制，只要行為人對該消息來源負有忠實義務，交易時即負有揭露義務，未揭露的交易即成立內線交易。³⁸法院跳脫了原先「對交易相對人為詐欺」的證券詐欺要件，縱使詐欺的對象是消息來源（或是消極的不為揭露）而非相對人，只要使交易相對人受有損害，即成立內線交易。O'Hagan 案明顯擴大了原本忠實義務理論下所禁止的內線交易行為，使 Section 10(b)的解釋更為寬鬆，交易行為更容易落入禁止範圍。

對於上開以忠實義務為理論基礎的美國內線交易法立論，學者認為，其原因在於美國欠缺對內線交易行為的明文禁止，故而解釋上限於 Section 10(b)反詐欺規定的「詐欺」要件，不得不如此發展。³⁹嗣後一系列案件發展使內線交易的要

³⁵ *Supra* note 17.

³⁶ *Supra* note 16, at 224, 227-35.

³⁷ Dirks v. SEC, 463 U.S. 646 (1983).

³⁸ U.S. v. O'Hagan, 521 U.S. 642 (1997).

³⁹ Donna M. Nagy, *Insider Trading and the Gradual Demise of Fiduciary Principles*, 94 IOWA L. REV. 1315, 1323 (2009).

件越放越寬，也是因為政策上禁止內線交易的需求，而非法規原本的精神。⁴⁰內線交易的真正爭議並不在於採市場論或是關係論作為規範的基礎，換言之，無論是 Texas Gulf Sulphur 案著重的市場公平觀點或是 Chiarella 案著重的信賴關係觀點，其實都只是為了提供一個合理的規範框架及要件，以限縮會被視為違法的內線交易行為的範圍，以提供行為標準，也避免執政者恣意。如果以「平等市場」的要件去規範內線交易，將會造成欠缺客觀化執法標準的結果。換言之，Chiarella 案與 Dirks 案採取的忠實義務基準，其實是基於避免無限制擴張責任造成危害證券市場發展，所做出的不得不然的解釋，後續的 O'Hagan 案也是出於證券法的揭露原則，必然的發展。⁴¹

學者也指出，由於以忠實義務理論為基礎的內線交易禁止規範體系實在太多漏洞，美國似乎逐漸揚棄並質疑忠實義務為核心的理論，一個顯著的例證即是在 O'Hagan 案之後，下級法院仍然陸續做出許多判決，動搖忠實義務理論，SEC 也陸續提出相關規範如 Rule 14e-3、Rule 10b-5a 等以彌補忠實義務理論體系之不足。⁴²

第二款 歐盟法與英國法採取市場公平觀點

歐盟法上的《內線交易與市場操縱指令》(Directive on Insider dealing and market manipulation (market abuse)) 訂立於 2003 年，將內線交易與操縱市場共同視為市場濫用行為。⁴³

歐盟法的立論基礎並非基於行為人對公司股東或內線資訊來源所負的忠實義務，而是在於維持市場公平與揭露義務，如其前言所述，該指令立法禁止內線交易的目的，與禁止操控市場之目的相同，在於確保歐盟金融市場的健全 (integrity) 以及促進投資人信心，顯然與美國採取不同的法益保護思維。⁴⁴也因此，歐盟指令的對內線交易的禁止態樣較廣，包括處分、洩漏、使他人交易等，相關規範也及於場外交易。⁴⁵

英國法上禁止內線交易的基礎，在二十世紀也曾經陷入忠實義務的論辯。但隨著時間發展，新法已經完全跳脫忠實義務作為禁止內線交易的理論基礎。⁴⁶學

⁴⁰ *Id.* at 1328.

⁴¹ *Id.* at 1327.

⁴² *Id.*

⁴³ 相關法律之中文譯名係參考曾宛如，前揭註 24，頁 262。

⁴⁴ 同前註，頁 262。

⁴⁵ 曾宛如，前揭註 24，頁 264。

⁴⁶ Alexander F. Loke, *From the Fiduciary Theory to Information Abuse: The Changing Fabric of Insider Trading Law in the U.K., Australia and Singapore*, 54 AM. J. COMP. L. 123, 137 (2006).

者認為英國法目前著重的爭議在於資訊平等與資訊效率兩個價值的相互拉鋸，⁴⁷換言之，內線交易的規範既成事實，如何在規範中平衡兩種價值。

英國自 1960 年代起出現禁止內線交易的規範，並在 1980 年以刑事法禁止「有關人士」(connected person) 進行內線交易，其核心概念為禁止因特定地位具有接觸內線資訊之人利用該資訊獲利，即所謂「資訊關聯性」(information connectedness)。⁴⁸1985 年的《證券(內線交易)法》(Companies Securities(Insider Dealing) Act 1985) 以保護市場誠信為核心，傳統上不承認對個別股東的忠實義務，也不承認交易相對人之民事賠償，故而採取刑事制裁；然而刑事制裁在英國同樣遇到困境，執法成本過高，起訴案件的數量以及案件定罪率皆偏低，故而廣受批評。⁴⁹1993 年的《刑事正義法案》(Criminal Justice Act) 則真正將內線交易從公司法領域帶出，並進入證券交易法的領域，脫離「資訊關聯性」的要求。2000 年的《金融服務暨市場法》(Financial Services and Markets Act) 法案延續上開核心價值，對內線交易採取行政制裁，既不賦予民事訴權也不使用刑事制裁，皆源於其目標在於保護市場，而非制裁詐欺行為，無保護現實受害人之必要。⁵⁰而本文所探討的香港諸次立法所設內線交易規範，皆以維護市場誠信為立法目的，並以行政裁罰(停權、罰金、歸入不法所得等)為制裁手段，亦是承繼英國法上之傳統。

回顧上述的比較法立法演進，可以瞭解香港法上的內線交易禁止某種程度也是忠實義務的衍生義務，⁵¹源自於普通法對董事忠實義務、禁止利益衝突的要求與傳統。惟成文法在一連串的立法演進及政策考量下，為了有效控制相關問題的負面影響，創造了比普通法與衡平法更為詳盡的禁止態樣，也更為積極的應對相關問題。⁵²

第三款 不同理論基礎對規範方式的影響

正是基於上開理論基礎的不同，內線交易法之射程在不同國家的涵蓋範圍有所差異，例如無人現實為交易時，歐洲法下為了維持市場公平，行為人可能成立責任，但美國法下基於無詐欺發生，則不會成立責任。從理論上觀之，本於詐欺理論者，其目的在於填補交易相對人個人損害，應以民事損害賠償之私權手段為

⁴⁷ *Id.* at 137.

⁴⁸ *Id.* at 138.

⁴⁹ 曾宛如，前揭註 24，頁 269。Loke, *supra* note 46, at 145.

⁵⁰ 曾宛如，前揭註 24，頁 277。

⁵¹ HSU ET AL., *supra* note 4, at 273.

⁵² *Id.* at 293.

主；而主張市場理論者，為了維護整體市場公平與社會利益，應以行政制裁手段或刑事責任為要。然而觀諸國際趨勢可以發現，隨著理論基礎分野漸漸消弭，各國所採取的內線交易規範方式也逐漸趨向民、刑事並行，並以行政制裁為主的趨勢。

第四項 本於法律經濟分析觀點所提出的質疑

法律經濟分析論者對內線交易的觀點常被簡化或化約成成本分析，⁵³進而主張成本分析只是政策決定多重原因的其中一環，而低估其重要性。然而經濟分析理論經過半世紀的發展，也發展出一定程度的實證研究以證其論，其重要性不可言喻，甚至可能動搖內線交易禁止理論的根本，故而本文擬以此節說明經濟分析學派對於內線交易理論的觀點，相關理論同時也是後述諸多實證研究的基礎。

學者以 Henry G. Manne 為首，自 1960 年代起對規範內線交易的合理性提出根本的質疑，其質疑根基於三個主要方向，即董事替代薪酬、促進市場效率、以及公共選擇問題。⁵⁴雖然內線交易法之立法現在已蔚為舉世之風潮，禁止內線交易也被視為理所當然之政策，但法律經濟分析學者在半世紀前對此所提出的尖銳質疑，雖經過多年激烈論辯，這些疑問至今多半仍然沒有被解決。

法律經濟分析的第一組論點著眼於公司治理層面。渠主張內線交易是公司內部問題，可以解決代理成本。容許董事藉由內線交易獲利，可以視為董事報酬的一部分，並使股價有效反映董事與經理人的績效，也鼓勵董事與經理人創造更多的正面消息。由於公司的績效與董事們所創造的有價值資訊不能夠事前衡量，故而一般預先談定的董事報酬並無法適當的反應其所創造的有價值資訊，使董事無法有效受獎勵；事後的報酬調整協商又存在貢獻因個人而異、協商成本過高等問題。而透過董事們的內線交易，他們可以有效獲得相應於貢獻的報酬。更進一步推論，主張內線交易是否禁止應該是公司自行透過與受雇人之間的契約決定的事項，而非透過政府管制，如果內線交易確實對公司不利，應該會反映在市場機制上。⁵⁵

上述的董事報酬理論也存在一些批評：首先，這樣的報酬結構會使董事的獲利受限於其本身的資本財富狀況，也不見得比協商薪酬更具有精確性。其次，由

⁵³ 何建寬，前揭註 31，頁 12-16。

⁵⁴ Beny, *supra* note 14, at 241.

⁵⁵ Dennis W. Carlton & Daniel R. Fischel, *The Regulation of Insider Trading*, 35 STAN. L. REV. 857, 862-872 (1983). 反對意見請見 Saul Levmore, *In Defense of the Regulation of Insider Trading*, 11 HARV. J.L. & PUB. POL'Y. 101 (1988).

於資訊的流動成本太低、流動也太快，很難讓資訊專屬於真正生產資訊的人，從而容易有其他對生產資訊並沒有貢獻的人利用這些資訊獲利。也有可能發生董事知悉負面消息，並藉此放空獲利的情況，然而不應該容許董事透過公司的負面消息獲利。⁵⁶學者也指出這樣的報酬架構會改變並扭曲內部人的行為模式，使他們傾向股價最大波動化的決策，而非對公司真正長期有所助益的決策。⁵⁷經濟分析學者對此的回應，主張透過配套實施禁止短線交易，就可以解決經理人道德危險以及高風險決策模式的問題。⁵⁸

此外，隨著金融商品的快速發展，董事與經理人已經可以透過選擇權與證券衍生性商品等工具，獲得有效的報酬，不需要使用內線交易這個問題太多的工具。又，許多生產及營業層面的重要資訊是由下而上傳遞的，也就是從公司低階員工產生再一層一層往高階傳遞，也不符合本假說的立論。⁵⁹正由於前述諸多爭議，這個理論與其實際操作仍然備受質疑。

法律經濟分析的第二組論點，則將重心放在總體經濟理論，認為內線交易的問題應該從其對整體市場效率影響的觀點著手。經濟學模型所謂有效率的市場，證券價格應該要能夠即時反應所有可能影響股價的企業資訊資訊總和。⁶⁰故而一個有效率的證券交易制度，應該要能夠使股票市場價格反映所有的資訊，從而反映其真正價值。

禁止論者主張，效率市場假說要求所有參與者都能取得相同的市場資訊，否則會造成市場失靈，內線交易的發生就是因為內部人比其他投資人有更多的資訊，故而政府應該介入規範這種資訊不對稱的現象。對內線交易者來說，他們只願意在價格低於正確價格時買入，並在高於正確價格時賣出，一般交易大眾則無法確知正確的證券價格，從而拒絕交易，或是拒絕與內線人交易，只願意與地位平等的不知道價格的大眾交易，造成市場欠缺資訊，永遠無法正確反映價格；在公開市場中則因為大眾無法確知交易相對人是誰，永遠冒著與知情人交易的風險，為

⁵⁶ BAINBRIDGE, *supra* note 4, at 146.

⁵⁷ Stephen M. Bainbridge, *The Insider Trading Prohibition: A Legal and Economic Enigma*, 38 FLOR. L. REV. 35, 51-52 (1986); Robert J. Haft, *The Effect of Insider Trading Rules on the Internal Efficiency of the Large Corporation*, 80 MICH. L. REV. 1051, 1053 (1982).

⁵⁸ Carlton & Fischel, *supra* note 55, at 876.

⁵⁹ Bainbridge, *supra* note 57, at 50.

⁶⁰ 此處一般認為主要指 Eugene Fama 所提出半強式 (semi-strong form) 的效率市場假說 (efficient capital market hypothesis, ECMH)，即價格是所有公開資訊的總和，價格的波動會受新資訊的影響，也是目前較為接受的效率市場假說。關於市場效率假說下何謂資訊充分反應於價格，參見 Ronald J. Gilson & Reinier H. Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency*, 70 VA. L. REV. 549, 555-558 (1984)。關於效率市場假說如何影響內線交易禁止規範，參見廖大穎 (2009)，〈資訊不正確用理論與證券交易法第 157 條之 1〉，《月旦財經法雜誌》，16 期，頁 82-83。

了將此交易成本內化於價格，開價會更高而買價會更低，造成更大的賣買價差（bid-ask spread），或是減少成交量，阻礙資本市場的活絡。由於內線交易者的槓桿極高，選擇權市場更有利於其優勢。⁶¹此外對發行公司而言，有內線交易時投資人只願意投入較低的資本，故而內線交易增加公司的發行成本。

反對禁止內線交易者則認為，容許內線交易才能夠使資訊快速的經由交易行為與價格的波動調整進入市場。為了達成市場價格的最佳化，資訊必須要進入市場。其運作模式為：握有資訊的內部人先進行交易，此時價格會隨之上升或下降，交易量也會變動，其他投資人遂透過觀察成交量或成交價的變動、或是消息的私下傳遞等不同管道察覺到新消息的存在，並隨之進行交易，最後價格的變動越趨明顯而為整體市場所知。⁶²

同時，反對禁止者還認為，採取證券法上一貫的強制揭露方式，是不可行也沒有效率的，因為揭露會造成公司機密資訊外流，減低競爭力；進一步減低公司進行創新的動機，以避免其他競爭對手透過強制揭露的資訊而搭便車。⁶³

在這樣的揭露／不揭露困境中，Manne 主張內線交易可以作為一個有效機制，成為「鼓勵創新並保留資訊競爭優勢」以及「加速資訊流動及價格效率」兩個看似相斥目標之間的平衡點，不但有效保留公司的競爭優勢以及創新動機，同時也使資訊透過價格機制更快流入市場。⁶⁴透過這個機制，價格可以在消息出現的早期就逐漸調整到接近真正價值，而不至於造成太巨大的股價變動。相反地，如果採取強制揭露規定，會在消息不得不揭露的時間點造成股價的大幅波動，反而不利於整體市場的穩定。⁶⁵

第三組經濟分析的論點從公共選擇的角度切入，主張美國證券交易委員會（SEC）如此致力於執行內線交易法制乃是在解除管制風潮下為了擴張職權而為，也說明了 SEC 對於資訊平等理論的擁戴，因為這個解釋可以有效擴張 SEC 的管轄範圍。⁶⁶此外，主張推行內線交易法制的團體幾乎都是證券從業人員，是因為證券從業人員才是內線交易法下獲益的對象。公司內部人士、律師、會計師等準內部人、以及證券從業人員，是一般而言在證券市場上具有相對資訊優勢的族群。

⁶¹ CHOI & PRITCHARD, *supra* note 3, at 353.

⁶² Gilson & Kraakman, *supra* note 60, at 629-30.

⁶³ BAINBRIDGE, *supra* note 4, at 138.

⁶⁴ *Id.* at 139.

⁶⁵ 禁止論者則提出研究，主張市場對於內線買賣的反應不一致，當內部人買入時股價隨之上升，但內部人賣出時股價的調整則不明顯；但這個研究被批評欠缺可信度，因為資料來自於依法申報個內部人交易，無法窺知非法交易的部分。BAINBRIDGE, *supra* note 4, at 140.

⁶⁶ BAINBRIDGE, *supra* note 4, at 148.

推行內線交易禁止，會使內部人的資訊優勢消失，轉移到證券從業人員身上。證券從業人員或是機構投資人因為專業能力以及與公司間緊密的關係等原因，相對於一般投資人握有較大的資訊優勢，並利用這些優勢向投資人收費以獲利。⁶⁷故而從經濟分析的角度觀之，內線交易法制只是造成了資訊優勢所生利益重分配到不同族群的效果，並不能達成所欲追求的市場公平目標。

雖然就整體內線交易管制政策的觀點而言，法律經濟分析理論只是其中一個切入的角度，並不是最終的結果。不過相較於流於抽象的市場公平理論，經濟分析理論提供內線交易法的論辯一個更有力也更實際的戰場，⁶⁸也是政策考量與實證研究上不能不忽視的一個因素。

第五項 現有的實證研究

內線交易行為是否有害於市場效率、以及現行內線交易法如何能夠達到遏止內線交易行為的目的，都是證券市場半世紀來爭論未休的問題。由於上述兩大議題的爭論都逐漸進入各說各話而無法彼此說服的狀況。甚而，在理論尚未逐漸形成共識的情況下，內線交易法的存在卻自上世紀以來，就成為一個實然的狀態，且逐漸在 1990 年代蔚為國際風潮，成為公司治理指標之一環。

在這樣的僵局中，轉往實證研究以證其論遂成為一不可避免的趨勢；對於內線交易理論空轉、學說討論欠缺對焦此一困境，實證研究也是唯一能夠解決的方法，現有的實證研究雖然逐步充實，但仍然不若理論分析文獻充足。⁶⁹本節擬介紹近十五年來，一系列由經濟分析方法切入內線交易理論的實證研究，並在下一節說明相關實證研究遇到的困境。

第一款 內線交易規範與市場效率之相關性之實證研究

1990 年代以降，由 La Porta 等人為首，引起一股在法律研究中引入財務分析方法的研究方向，此一研究方法一開始是用於公司股權結構的跨國比較。⁷⁰證券法學者隨之跟進，進行各國內線交易法規的實證研究，主要著重於以量化方法建立跨國證券市場的數據，進一步以各種財務指標作為效率市場的指標，試圖建立或否定內線交易法規與效率市場間的關聯性。

⁶⁷ *Id.* at 151. Macey 也持同樣的看法，並認為現行的內線交易法其實是各方利益團體遊說造成的結果。Macey, *supra* note 13 at 380.

⁶⁸ BAINBRIDGE, *supra* note 4, at 134.

⁶⁹ K. Lynch, *supra* note 2, at 254.

⁷⁰ Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes & Andrei Shleifer, *Corporate Ownership Around the World*, 54 J. FIN. 471 (1999).

較早期的實證研究如 Bhattacharya & Daouk 於 1997 年進行全球 103 個有證券市場的國家普查，建立「內線交易規範之立法」或「內線交易規範之執行」與「降低募資成本」的相關性。由於公司募資成本會隨市場效率降低而增加，故觀察募資成本可以間接作為觀察市場效率之指標。⁷¹該研究將有內線交易規範的 87 個國家區分為有執行與沒有執行該法律的兩組，並將執行法律定義為提出刑事檢控。用事件研究法（event study）比較立法前後五年、以及執法前後五年的平均收益、成交額（流動性指標）、市場波動性、資本資產訂價模式（CAP-M）、股票殖利率、國家風險預測等不同變數，作為募資成本上升或下降的指標，同時控制股東權力以及市場自由度兩個變數。研究結果指出，內線交易執法的國家，其募資成本有顯著降低（依各種指標不同，成本降低的幅度自 0.3% 至 7% 不等），但內線交易的立法對募資成本則無顯著影響。⁷²

相較於 Bhattacharya & Daouk 採取的事件研究法強調於立法前後的差異，Du & Wei 在 2004 年發表的研究則著重在法規內容的國別差異，並採取與 Bhattacharya 不同的自變數。該研究認為各國證券市場間的股價波動彼此間具有巨大差異，是導因於內線交易盛行與否之差異，並以公司經理人對內線交易可見度認知的問卷結果作為內線交易是否盛行的指標。在控制相關變數後，的確呈現出內線交易之盛行與否與市場股價的波動有直接相關。然而研究者也指出，該研究並無法說明內線交易如何影響股價波動的確切機制，也無法證明較大的股價波動性就會造成市場效率的差異、或至少是與整體市場效率高低有所連動。⁷³

延續 Bhattacharya & Daouk 和 Du & Wei 的邏輯，Beny 在 2007 年所發表的研究使用不同且更為仔細的指標。該研究提出三個假設，即越嚴格的內線交易法應有助於公司股權分散、有助於股票定價更有效率（以股價同步性作為指標）、有助於證券市場更為流動（以成交額作為指標）。該研究先分別將各國內線交易法制規範強度、以及法律執行的嚴格度轉換成變數，前者區分規範射程（Tipping、tippee 分別是否有責）以及規範強度（罰款是否大於所得、是否有刑罰）兩個變數，⁷⁴後者則區分為執法歷史（是否曾經執行內線交易法規）及執法強度（國家追訴與私人追訴之不同強度）兩個變數。⁷⁵進行多變量迴歸分析後，研究結果指

⁷¹ Bhattacharya & Daouk, *supra* note 6, at 77-78.

⁷² *Id.* at 79-87.

⁷³ Julian Du & Shang-Jin Wei, *Does Insider Trading Raise Market Volatility?*, 114 *ECON. J.* 916 (2004).

⁷⁴ Beny, *supra* note 14, at 265.

⁷⁵ *Id.* at 267.

出原則上內線交易法(及其執行)越嚴格的國家,確實有助股權分散、定價效率、以及更流動的市場。⁷⁶此研究最大的特點在於將內線交易法的強度與執行狀況化為量化數據,較之先前的研究更為細緻,但研究範圍只限於 33 個國家,樣本數遠小於先前的研究。

Hughes 在 2009 年採取與 Beny 相似的變數設計,第一組變數為內線交易法的嚴格度,用規範射程、規範強度、執行狀況(是否曾經執法、是否曾成功訴追)以及市場對法規的認知強度等四項指標表示;第二組變數則為股票價格的資訊效率(以股價同步性作為指標)、股票市場的流動性(以成交量作為指標)、以及股票市場的波動性(以收益率標準差作為指標),同樣進行多變量迴歸分析。然而,研究結果指出,只有股票流動性測試確實與第一組變數形成顯著相關,其餘兩項變數則由於變數共同作用,無法做出足以支持假設的結論。⁷⁷

自結果面觀之,上開實證研究雖然難以直接得出「內線交易法制與其執法有助於提升證券市場效率」的結論,但似乎肯認了內線交易法制的建立與執行狀況與證券市場效率指標間一定程度的相關性。例如 Beny 認為較嚴格的內線交易法律與較為分散的股權結構、較準確的證券價格、與較高度的市場流動性相關;⁷⁸Bhattacharya & Daouk 則認為在首度執行內線交易法律後,資本取得的成本通常有下降現象;⁷⁹Du & Wei 主張,內線交易較為盛行的國家,其證券價格的波動較為劇烈。⁸⁰其他相關研究例如 Lesmond 認為,法律不周全的國家,其資本流動成本較高;⁸¹Morck et al.認為投資人保護越強,個別公司股票報酬變異越明顯。⁸²整體而言,就現有研究結果看來,內線交易法制與證券市場效率指標間某種程度確實呈現小幅度的正相關,但並不能說明現象間的因果關係。

第二款 公權力如何介入內線交易規範之實證研究

此外,雖非以內線交易法規執行之結果為直接研究目標,但學者對公權力介入證券交易規範之必要也進行了實證研究,同樣也是利用多變量迴歸分析的方法進行,比較證券交易規範的執行態樣。

La Porta 等人在 1997 年的研究指出,投資人保護之法規不周全與執行較不

⁷⁶ *Id.* at 279.

⁷⁷ Hughes, *supra* note 14, at 507-08.

⁷⁸ Beny, *supra* note 14.

⁷⁹ Bhattacharya & Daouk, *supra* note 6.

⁸⁰ Du & Wei, *supra* note 73.

⁸¹ David A. Lesmond, *Liquidity of Emerging Markets*, 77 J. FIN. ECON. 411 (2005).

⁸² Randall Morck, Wayne Yu & Bernard Yin Yeung, *The Information Content of Stock Markets: Why Do Emerging Markets Have Synchronous Stock Price Movements?*, 58 J. FIN. ECON. 215 (2000).

力的國家，其資本市場的發展較為孱弱。⁸³La Porta, Lopez-de-Salines & Shleifer (LLS) 較近期的研究則發現，證券交易法下的公權力執法與資本市場的效率無關，尤其是刑事責任的存在其實並無作用，因為證券交易法的存在價值在於促進私人契約的締結；然而強制揭露資訊的法規與投資人損害賠償請求權則確實有助於資本市場發展。⁸⁴該研究係針對整體證券交易規範進行之研究，是否能夠因此推論內線交易行為具有規範必要則仍有討論空間；此外該研究也說明內線交易的刑事責任欠缺實證研究上的正當化基礎。

Djankov et al. 隨後以 LLS 的研究為基礎，建立了新的變數，用以衡量少數股東對抗對公司內部人濫用資訊的程度。本研究發現由公權力執行證券交易規範對證券市場的發展並無助益，再次證實了公權力在證券交易領域應該採取的角色是規範的制定者，而非規範的執行者，規範的執行應該留由私領域的證券交易人，透過契約與訴訟達成。⁸⁵

簡言之，現有研究也指出證券交易規範由公權力介入，有其不當之處。從而，縱然內線交易雖然可能與市場效率有所關聯性，但引入現有的內線交易法並由公權力執行，無論是以刑事追訴或是行政處罰的形式，似乎都無助於資本市場的效率與其發展，反而是在公權力制定規範後的私領域執行才是真正確保市場效率的合宜方法。

此外，觀察結論之餘，吾人更不能忽略研究方法的重要性、其可能發生的缺失，以及研究方法的偏差對研究結果的影響。綜觀上述實證研究，雖然實證研究之基本假設相似，但由於各研究使用不同的資料來源、不同的變數選擇與不同的分析方法，產生的結論便發生不小的歧異。理論研究對法規執行的不了解、實證研究對變數描述的不詳細等等原因都會影響實證研究的結論。若本於上開研究而認定內線交易法規普遍對促進市場效率有所助益，可能過於粗率。

第三款 現有研究之不足

與內線交易執法相關的量化研究，與理論性的研究相同，大多著重在跨國性的比較。跨國性的量化研究雖然能夠呈現內線交易立法情形以及執法情形的概況，並進一步觀察內線交易立法／執法與市場效率之間關連性的普遍趨勢，但囿於研

⁸³ Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, *Legal Determinants of External Finance*, 52 J. FIN. 1131 (1997).

⁸⁴ Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes & Andrei Shleifer, *What Works in Securities Laws?*, 61 J. FIN. 1 (2006).

⁸⁵ Simeon Djankov, Florencio Lopez-de-Silanes, Rafael La Porta & Andrei Shleifer, *The Law and Economics of Self-Dealing*, 88 J. FIN. ECON. 430 (2008).

究規模過大，且各國間的法律規範制度、市場運作與文化難免迥異，無法呈現較細緻的執法面向。

Hughes 總結上開實證研究，歸納出相關研究普遍存有的類似缺陷：首先，對於何謂有效率市場，缺乏有效的單一衡量指標。目前的實證研究使用各式各樣的指標來評估資本市場的效率，包括價格波動、資本成本、市場流動性、股權集中度、股價同步性、賣買價差等。對於市場效率之衡量，若能有一個一致且廣為接受的評估指標，會使實證研究的結果更有說服力。⁸⁶

其次，數據的回收利用也造成實證研究的偏差。由於原始資料的取得耗時費力，難免發生沿用舊有數據的情況。當先前的研究使用某一指標評估市場效率並蒐集相關數據，其後的研究採取不同的評估指標，但卻使用與舊的研究相同的一組數據進行運算，而非更新過的原始數據，就有數據回收利用的問題。⁸⁷在這樣的情況下，資料將過於陳舊而無法反映最新的執法狀況，此其一；更有甚者，如果原有的資料有錯誤或誤差，或僅僅是研究者有不同的取樣偏好，相同的錯誤與偏差就會繼續反映在新的研究，甚至隨著統計趨勢繼續擴大。⁸⁸

此外，缺乏相關數據本身也是實證研究無法克服的問題。其一是犯罪黑數，也就是確實發生但無法被統計到的內線交易行為，我們無法知道現有的統計數字與真正的內線交易行為之間到底有多少差距。此外，各國對內線交易法的執法強度以及執法頻率也欠缺實證資料。舉例而言：現行研究只能將問題窄化成「是否曾首次執法」來作為變數。⁸⁹學者也承認這樣的區分其實過於粗糙，持續執法比首次執法更具有研究上的意義，⁹⁰若能夠以內線交易的執法頻率作為研究的變數，會比曾否執法更具有可信度。⁹¹這當然只是其中一個例子，但這樣的概念適用於所有在統計中被標準化的變數，現有研究利用迴歸分析的方式分析執法與市場趨勢，雖然可以獲得宏觀的趨勢，但難免犧牲各國不同的歷史、文化、政策目標的背景脈絡，影響研究的細緻度。

又，由於前開研究多數採用多變量分析，渠等所使用的自變數，也就是內線交易規範與執法的各種強度指標，彼此之間常具有高度相關性，例如當法律較為

⁸⁶ Hughes, *supra* note 14, at 486.

⁸⁷ *Id.* at 487.

⁸⁸ 例如 Beny 承認其所使用的數據來源可能不夠具有代表性，因為乃是援用 La Porta et al. 的數據，而這些數據對於股權集中度的取樣只有每個國家十間公司。Beny, *supra* note 14, at 263.

⁸⁹ Hughes, *supra* note 14, at 487.

⁹⁰ Bhattacharya & Daouk, *supra* note 6, at 85.

⁹¹ Beny, *supra* note 14, at 281. 關於多元共線性的概念，參見羅清俊(2010)，〈社會科學研究方法〉，頁 238，台北，威仕曼。

嚴格時，執法強度通常較高。這種自變數之間的線性相關大於自變數與應變數之間線性相關的現象，就是多元共線性（Multicollinearity）的問題。雖然整體研究顯示出該組變量對結果有顯著的關聯性，但無法區分該關聯性究竟是基於哪一組自變數而發生，亦即無法建立單一因素的相關性。⁹²多元共線性的問題反映在內線交易法制之迴歸分析上，使研究者無法確知究竟是內線交易法的哪一個面向與市場效率的改變有正相關，⁹³究竟是嚴格的主觀要件、嚴格的法規射程、還是執法的強度與市場效率相關，只能確知內線交易法制各面向的總和作為一個整體觀察，確實是與證券市場的效率有相當程度關聯性。多元共線性的存在使迴歸模型失真，降低其穩定性，也降低研究的可信度。

承上，量化研究的另一個整體問題在於，只能呈現現象之間的關聯性，卻無法建立現象背後的因果關係。⁹⁴我們可以透過迴歸分析得知內線交易之禁止與市場效率有某種程度的關聯性，但卻無法得知究竟是前者造成後者的結果，還是倒果為因。此外，還有許多政策因素或社會、經濟、文化因素都無法反映在量化研究中，然而這些都是量化研究無論如何細緻化都無法解決的本質上缺陷，只能透過更進一步的質性研究如案例分析等方法達成。

Hughes 認為，為了分析何種因素真正影響市場效率，理想的數據應該要包括：案件起訴的成功率、實際執行的刑度、罰金額度；並且應取得不同國家的資料，以達足夠的樣本數。⁹⁵本文進一步認為，就經濟分析的觀點而言，內線交易法規對證券市場效率的影響因素，可能有法規存在與否、法規的射程、違法的罰則、以及執法的強度等不同層面。

為了完整的描述一國的內線交易法制與執法狀況，上開四個層面又可以各自區分為下述各種不同的細節。首先就法規的存在與否，應包括內線交易是否被禁止、是否以成文法禁止、對內線交易行為的法律傳統如何等之描述。其次，法規的射程，即是禁止內線交易法規的實體內涵，如行為主體包含那些族群、行為態樣如何、主觀要件如何、規範標的等。罰則的內涵可區分為民事行政處罰、刑事責任以及相對人的損害賠償請求權，自由刑、歸入所得或額外懲罰性的罰金，以及禁止交易、回復原狀等不同態樣的法律效果。執法的強度，除了常見的起訴率、定罪率以外，還包含整體制度運作時投入內線交易執法的資源如何、訴訟制度之

⁹² Hughes, *supra* note 14, at 503-04.

⁹³ *Id.* at 504.

⁹⁴ Bhattacharya & Daouk, *supra* note 6, at 104.

⁹⁵ Hughes, *supra* note 14, at 487.

設計、相對人請求權行使是否容易及是否受到協助等。上開所述的資訊都過於複雜而不是在迴歸分析中以 0 或 1 簡單量化的變數可以單純呈現，而需要更完整的整體觀察，也進一步顯示單一國家實證研究的必要性。

第三節 研究目的

本研究之研究目的有二，其一為呈現香港內線交易法制與執法之現況，其二為提供個別國家之比較法圖像，以滿足未來量化研究所需的細緻度。

香港資本市場與台灣關係密切，但綜觀我國現有研究，對香港內線交易法制為文進行討論介紹之文獻付之闕如。本文第一個研究目的，即在於提供說明性的資訊，從而能夠概略了解香港內線交易法制及其執行狀況。

其次，有鑑於內線交易法的經濟分析理論爭議終究必須要參考實證研究證明孰是孰非，而現有的實證研究又受限於一手資料之不足，難以達成強大而有說服力的結論；是以，為了進行更細緻的實證研究，從跨國性的比較統計轉向呈現國家別的法制樣貌，乃是當務之急。本研究的第二個研究目的，即是提供個別國家之比較法圖像，以滿足未來更進一步量化研究所需的細緻度。

第四節 研究方法與限制

第一項 研究方法

為了全面呈現香港內線交易法制之執法狀況，本研究係以實證研究為中心，先後進行量化研究及質性研究。同時，為了能夠更精確地定義與了解研究標的，本文將始於制度介紹，對香港證券市場現況、香港內線交易法制之發展歷程與現行法制分別進行概略性的說明。

文獻指出，與內線交易相關的實證研究通常有兩種資料來源：其一是交易人自行揭露的合法交易，該部分交易並不在本研究定義的內線交易範圍內；其二是政府執法所針對的非法內線交易案件，兩種資料來源都有其方法論上的缺陷。⁹⁶由於本研究主要針對香港內線交易法制與其執法進行，將以後者為實證研究的資料來源。為了對執法狀況之輪廓有概括的了解，本研究將研究標的鎖定為「1991年9月1日起至2012年12月31日為止發生並判決的香港內線交易案件」，也就是《證券（內幕交易）條例》生效至今的內線交易案件。本文將以敘述統計方式呈現案件數量及分布趨勢，並據此檢視香港對內線交易執法態度。

⁹⁶ Du & Wei, *supra* note 73, at 917

此外，由於本文對內線交易法律及其執法問題所關心的，並不只是何時何地發生什麼事件、或法院做出什麼決定，而是更重視整體制度與執法態度間的相互影響，以及在個案中如何呈現。故而在以量化研究呈現出敘述性、輪廓性的案件趨勢後，本文將案件事實背景附錄於文後，使案件的來龍去脈更為具體，俾以質性研究的方式對相關案件進行更進一步的了解，以期彌補單純量化數據分析之盲點與不足。

第二項 資料來源

由於香港司法系統長期沿襲英國傳統，以英文為主要語言。雖然在 1997 年後官方語言為中文與英文並行，法律也容許法院在當事人合意時使用中文進行訴訟程序並撰寫中文判決，但實際執行時絕大部分的案件仍然是以英文進行並撰寫判決，僅極少數使用中文撰寫。為了研究上統一起見，本研究所使用判決都用英文版本為主要資料來源，僅在使用到法條、機關名稱、人名、公司名稱...等專有名詞時，會交互參照官方文件的正式中文翻譯。

本研究所使用判決，主要有二種來源。第一種是民事裁處案件一審之研訊報告書，屬於內幕交易審裁處與市場失當行為審裁處之公開資訊；⁹⁷第二種為法院判決，包括區域法院以上之法院裁判（刑事案件一審及上訴審判決、民事裁處案件上訴審判決、強制令案件法院命令與上訴判決），均公開於香港法律資料檢索系統（Hong Kong Legal Reference System）。⁹⁸部分判決在取得法院裁定凍結財產前，為了保密考量均使用代號如 A、B、C 指稱當事人，此時則比對案件事實以及後續公開的判決，以確定判決當事人之身分。

搜索判決時，主要使用香港法律資料檢索系統，進行相關法條之關鍵字搜尋，除了搜尋出相關案件外，也一併列出該案件的相關上訴歷史、以及更正判決之裁定。為了避免缺漏、重複或錯誤，仍然人工閱讀所有判決，整理出實質相關的案件，排除針對訴訟費用上訴⁹⁹或判決勘誤等與本案不相關的判決。此外，並搜尋

⁹⁷ 內幕交易審裁處報告可於內幕交易審裁處網站取得，*available at* <http://www.idt.gov.hk/english/reports.html>，市場失當行為審裁處報告可於市場失當行為審裁處網站取得，*available at* <http://www.mmt.gov.hk/eng/reports/reports.htm>。

⁹⁸ <http://legalref.judiciary.gov.hk/lrs/common/search/search.jsp>；由於香港法律資料檢索系統的資料庫中不包含裁判法院之簡易程序判決，故相關案件的判決內文無法取得，只能透過新聞報導以及證監會公告得知案情梗概與判決結果概要。

⁹⁹ 指依據 The Rules of the High Court, Cap. 4A, Order 62 所提起的訟費訴訟，如 *Financial Secretary v. Felix Wang*, FAMV 5/2003 (C.F.A. Nov. 26, 2003) (Legal Reference System), para.8. 內幕交易審裁處決定被廢棄後，行為人提起請求返還前審與上訴之訴訟費用。

《慧科大中華新聞網》資料庫¹⁰⁰、也參照證監會的新聞稿與證監會年報搜尋內幕交易等關鍵字，進行內線交易案件之交互參照，以確定判決系統搜尋所結果並無漏失的案件。本研究之所以不使用前述證監會新聞稿搜尋的搜尋結果作為主要資料，乃是為了避免證監會身為執法機關於呈現資訊時所難免之偏見；而不使用《慧科大中華新聞網》資料庫做為主要資料，則是因為新聞資訊在二度轉述及時間壓力下，難免有誤。兩者均不宜作為主要資料來源。

第三項 研究限制

第一款 地區限制

本研究選擇香港地區的內線交易案件作為研究客體，其原因如下：首先，香港證券交易所為亞洲第三大交易所，僅次於東京與上海，在亞洲區屬於具有代表性的證券市場。資本市場發達而歷史悠久，同時又具有所有權高度集中、家族與國有企業發達的亞洲特色。¹⁰¹其次，香港被認為是世界最自由的市場之一，不但高度國際化而有效率，也是一個歷史悠久、相對成熟穩定的證券市場。然而於此同時，香港向以內線交易執法寬鬆著名，對照其高度的效率市場，也常被論者視為內線交易規範的有力反證。¹⁰²

港府一直以來保持不介入干預證券交易之態度，但近年來大動作的執法行動似乎象徵其態度的轉變。香港證券法制習自英國，與美國證券市場又高度連動，近年更透過相互執法協議，使執法步調趨於一致。本文意圖建構東亞區相對有活力而不穩定之資本市場中內線交易規範樣貌，以別於傳統上以美國為中心之內線交易研究。

第二款 時間限制

本研究所設定的研究標的為「所有香港內線交易案件」，由於香港對內線交易的禁止始於1990年的立法，而該法在1991年9月生效，故而研究範圍的時間限制係從1991年至2012年。

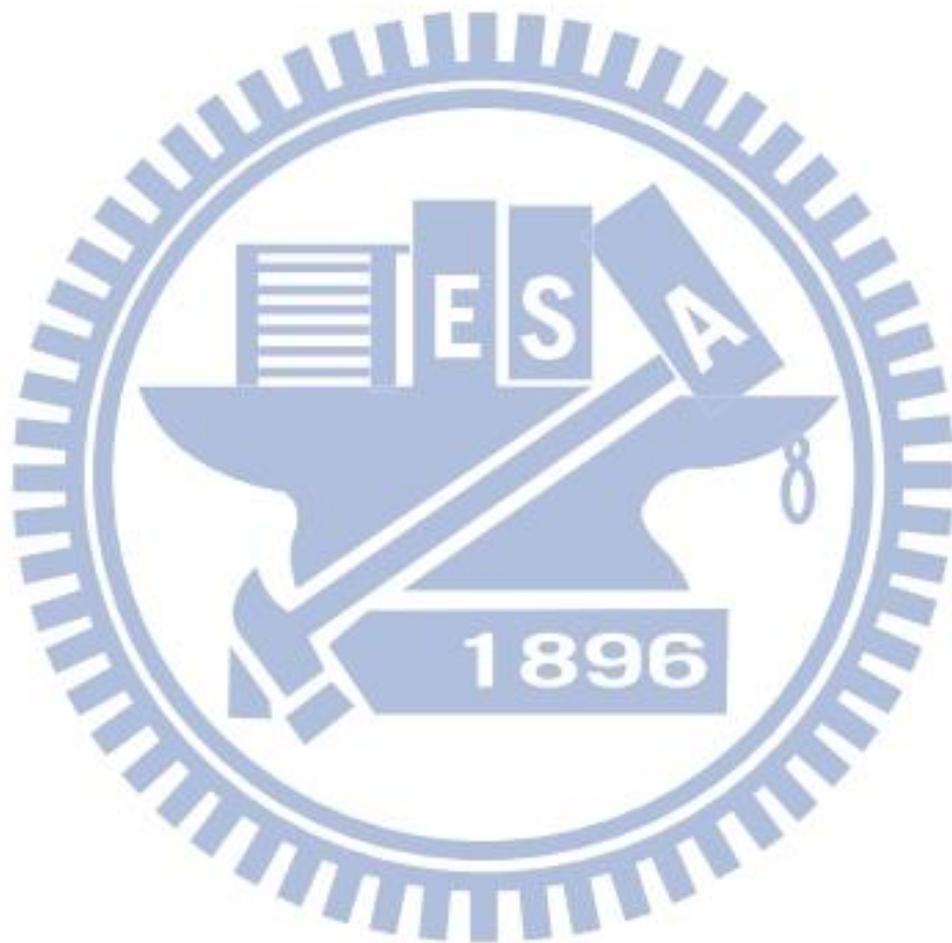
本研究進一步將研究標的依案發時間先後區分為兩期，此一區分乃是為了反映法制的改變與發展。前期為《證券（內線交易）條例》時期，為1990年至2003年3月間發生的案件，此時內線交易案件均為民事裁處案件。後期為《證券及期貨條例》時期，即自2003年4月修法後至今，即本研究進行之2012年，所發生

¹⁰⁰ 《慧科大中華新聞網》資料庫，<http://www.stpi.narl.org.tw/fdb/wiser> (last visited Feb 12, 2013)。

¹⁰¹ HSU ET AL., *supra* note 4, at 269.

¹⁰² BAINBRIDGE, *supra* note 4, at 153.

的案件，此時期內線交易行為可能依刑事或民事管道訴追。雖然兩種管道之間具有互相替代性且同屬國家追訴的手段（將於下一章詳述），但程序上仍然具有差異性，因此研究上將兩種案件分別列表觀察，而非合併觀察。



第二章 香港內線交易法制

第一節 香港證券市場及其發展

第一項 香港證券市場簡介

香港證券市場為世界第七大證券市場，亞洲第三大證券市場，其規模在亞洲僅次於東京證交所與上海證交所。¹⁰³至 2012 年 11 月底為止，香港交易所證券市場的上市公司共 1540 家，¹⁰⁴ 市值約 21 兆港元，每日平均成交量約為 532 億港元。¹⁰⁵最近十年內，香港交易所排名節節上升，為一持續快速成長之市場。1997 年香港回歸後，作為中國資本市場對世界的窗口，香港證券市場與中國產業間的聯繫更為密不可分。

第二項 香港證券市場發展歷史與內線交易的監管

香港證券市場之發展相對於其他亞洲市場，無論在發展歷史、市場規模、規範與執行都成熟許多。自 1891 年香港股票經紀會（即今香港證券交易所）成立至今，香港證券市場之發展已逾 120 年之久。為了保持其亞洲金融中心的地位並吸引各國資本投入，香港向來以市場高度自由競爭、政府採取低度管制的態度著稱。¹⁰⁶

在 1969-1972 年間，香港陸續成立四間證券交易所，分別為香港股票交易所、遠東股票交易所、金銀股票交易所、九龍股票交易所，證券市場才真正成為主要的資本市場，在此之前公司仍然主要透過銀行借貸取得所需資本。¹⁰⁷四間證券交易所成立之初各自有不同的上市規則，香港政府亦未有成立監管機關積極介入。直至 1973 年港府為了控制快速失控膨脹的證券交易所數目，公布《證券交易所管制條例》(The Stock Exchange Control Ordinance)，重罰未受許可而成立的交易

¹⁰³ 世界證交所聯會 2012 年 First Half Market Highlight

<http://www.world-exchanges.org/files/files/1st%20half%20202012%20WFE%20market%20highlights%20with%20comments.pdf>。

¹⁰⁴ 含主板及創業板。

¹⁰⁵ 資料來自香港交易所網站 http://www.hkex.com.hk/chi/stat/statrpt/mkthl/mkthl201211_c.htm。

¹⁰⁶ Anthony Neoh, Former Chairman, Securities and Futures Commission of Hon Kong, Address to the Institute of Directors: Where Do We Go From Here? (Sep. 29, 1998), available at <http://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/EN/news-and-announcements/news/doc?refNo=8PR80> (stressing the need for markets that are “fair, efficient, liquid and transparent.” while at the mean time expressed concerns on governmental intervention).

¹⁰⁷ K. Lynch, *supra* note 2, at 237.

所，才將證交所數目控制在四所，並且在 1986 整合為一所。2000 年，香港聯合交易所有限公司（聯交所）與香港期貨交易所有限公司（期交所）實行股份化並與香港中央結算有限公司（香港結算所）合併，由單一控股公司香港交易所所有。

108

此間，港府對於證券市場始終保持低度監管的狀態，原有的《證券條例》對於內線交易之相關規定等同付之闕如；直到 1991 年。承襲自英國的《證券（內幕交易）條例》方才使內線交易禁止的規範轉入重要時代。1997-98 年間亞洲金融風暴發生促成香港政府對匯率制度以及金融市場監管的整體反省與調整，香港政府放棄一貫以自由放任市場為導向的政策，轉而採取相對積極監管金融市場的態度，其中包括採取一系列以禁止違法短線交易為主的管制措施，並在 2003 年通過《證券及期貨條例》。¹⁰⁹

表 1 與內線交易相關之香港證券法規演進過程

時期	與內線交易相關之證券法規	備註
1974-1991	《證券條例》 Chapter 333, Securities Ordinance	於 1989-2002 年間 分次廢除
1991-2003	《證券（內幕交易）條例》 Chapter 395, Securities (Insider Dealing) Ordinance (SIDO)	於 2003 年廢除
	《證券（權益揭露）條例》 Chapter 396, Securities (Disclosure of Interest) Ordinance (SDIO)	於 2003 年廢除
	《證券及期貨事務監察委員會條例》 Chapter 24, Securities and Futures Commission Ordinance (SFC Ordinance)	於 2003 年廢除
2003-現今	《證券及期貨條例》 Chapter 571, Securities and Futures Ordinance (SFO)	

¹⁰⁸ Katherine Lynch, *The Temptation to Intervene: Problems Created by Government Intervention in the Hong Kong Stock Market*, 29 HONG KONG L.J. 123, 123 (1999); See also HSU ET AL., *supra* note 4, at 18-22.

¹⁰⁹ *Id.* at 130, 基於香港一貫的自由放任市場傳統，認為香港經濟中心地位是源自於自由放任經濟，該管制政策受到甚多批評。1997 年香港政府積極介入金融危機，投入資金紓困銀行，相對於 1987 年間同樣金融危機卻以消極態度面對，也可一窺香港政府對金融市場介入態度之轉變。See also K. Lynch, *supra* note 2, at 244 and HSU ET AL., *supra* note 4, at 21.

第二節 內線交易法制沿革

第一項 早期立法

早在 1974 年，香港政府就曾經首度試圖立法禁止內線交易行為，並對之加以刑事和民事制裁。但該次的《證券條例》最終並未通過相關規範，原因是香港政府認為相關罪行難以取得證據，更重要的是，政府擔憂禁止內線交易將會影響證券業的運作狀況。¹¹⁰

1978 年，政府捲土重來，成功推動修法，禁止內線交易行為，也成立內線交易審裁處，以就相關案件進行裁處。¹¹¹然而，78 年版的《證券條例》對於內線交易行為雖明文禁止，但實則並未訂立罰則，只能予以公開譴責。這部半調子的內線交易禁止法規，被認為是證券業對政府立法過程發揮巨大影響的實例，¹¹²由此也可見資本市場從業人員對內線交易禁止始終持反對立場。

第二項 1991 年《證券（內幕交易）條例》

第一款 法規背景與內容

香港 1991 年的《證券（內幕交易）條例》（the Securities (Insider Dealing) Ordinance）係受到 1987 年全球性金融風暴造成香港股市大跌一事的影響訂立。是次金融風暴後，香港政府成立一臨時性「證券業檢討委員會」（Securities Review Committee）進行相關事宜的調查，並公布〈香港證券業的運作與監察：證券業檢討委員會報告書〉（Report of the Securities Review Committee on the Operation and Regulation of the Hong Kong Securities Industry），報告中強調規範內線交易行為之必要性，但也指出不見得需使用刑事制裁手段，從而催生了香港第一部真正有制裁效力的內線交易法規，而證券市場的常設監理機關「證券及期貨事務監察委員會」（Securities and Futures Commission）也在 1989 年正式成立。¹¹³

該法案內容係沿襲自英國 1985《證券（內線交易）法》，有鑑於內線交易是一種危害市場健全及投資人信心的行為，該法立法目的即在於阻絕內線交易行為，

¹¹⁰ K. Lynch, *supra* note 2, at 261.

¹¹¹ Securities Ordinance (SO), (1981) Cap. 333, §141H. 然而該時期的內幕交易審裁處有別於 1991 年後成立的內幕交易審裁處，早期審裁處權力相當有限，無法對內線交易行為人為處罰。

¹¹² *Id.* at 261. See also HSU ET AL., *supra* note 4, at 242.

¹¹³ SECURITIES REVIEW COMMITTEE, REPORT OF THE SECURITIES REVIEW COMMITTEE ON THE OPERATION AND REGULATION OF THE HONG KONG SECURITIES INDUSTRY 322 (1988), available at http://www.sfc.hk/web/doc/EN/speeches/public/consult/Report-Operation_and_Regulation_HK_Industry.pdf. 並參見證券及期貨事務監察委員會（2002），《香港證券市場的監管》，頁 27，香港：自刊。

並維持市場的透明。¹¹⁴該法禁止董事就持有非公開而價格敏感的消息之證券為交易，上開禁止條款同樣適用於董事之配偶及受扶養之子女。¹¹⁵

第二款 配套方案

為了進一步加強內線交易之執法與市場透明，港府就 1991 年《證券（內幕交易）條例》立有配套法案，其中《證券（利益揭露）條例》對內部人另外課予強制揭露持股之義務。

該法案要求董事、高階經理人以及持股超過 10% 之大股東強制申報持股，對於公司股票或債券之交易必須在交易後五個交易日內申報；上開規定同樣適用於董事、高階經理人以及持股超過 10% 之大股東之子公司、配偶及未成年子女。¹¹⁶該揭露規範把股東申報義務門檻從原先的持股超過三分之一降到 10%，乃是為了因應香港公司所有權集中於家族成員中而設，使大部分的家族持股人都必須揭露持股，是一個重要的變革。¹¹⁷此外，即使是合法的內線交易，董事也必須先通知主席（chairman）並獲得其書面認可（acknowledgement）。¹¹⁸

第三款 罰則

關於內線交易行為的罰則，香港 1991 年的《證券（內幕交易）條例》與英國相仿，對於違反規範的行為人，並不給予刑事制裁，而是由行政機關以嚴格的民事懲罰（civil penalty）制裁，除了對於行為人因內線交易所獲利益或所避免的損害予以追繳外，更可以對行為人處以其所獲利或避損金額三倍為限之罰金。¹¹⁹然而，英國與香港不同之處在於英國另有《刑事正義法案》，會對內線交易行為人課與刑事責任，香港斯時則完全沒有刑事責任，也廣受批評。¹²⁰

¹¹⁴ Koon Wing Yee v. Insider Dealing Tribunal [2008] 3 H.K.L.R.D. 372, para 45. (“Insider dealing is an “insidious mischief” which threatens the integrity of financial markets and public and investor confidence in the markets. The object of SIDO was to eliminate insider dealing and to reinforce the transparency of the markets, thereby enhancing and preserving Hong Kong’s position as an international financial centre. The importance of attaining this object led to the decision to arm the Tribunal with the additional powers of imposing a penalty and ordering disqualification.”)

¹¹⁵ Securities (Insider Dealing) Ordinance (SIDO), (1991) Cap. 395, §9.

¹¹⁶ Securities (Disclosure of Interests) Ordinance (SDIO), (1991) Cap. 396, §3-7.

¹¹⁷ K. Lynch, *supra* note 2, at 265.

¹¹⁸ Jun Zhu, Eric C Chang & J. Michael Pinegar, *Insider Trading in Hong Kong: Concentrated Ownership versus the Legal Environment*, Brigham Young University Working Paper, at 7-8 (2002), available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=336702>. 但 Zhu 也指出董事會的相關認可很可能是有瑕疵的，因為香港的資本結構特色為所有權集中，並欠缺外部股東監督，從而可能造成董事會不夠警惕，保護股東不力。Hong Kong Exchanges and Clearing Limited, Rules governing the listing of securities on the Stock Exchange of Hong Kong Limited equity securities (Listing Rule), Appendix 10, Rule B11, available at http://www.hkex.com.hk/eng/rulesreg/listrules/mbrules/Documents/consol_mb.pdf.

¹¹⁹ SIDO, §23(1). See also Tam, *supra* note 231.

¹²⁰ Mark S. Gaylord & Charles A. Armitage, *All in the Family: Corporate Structure, Business Culture*

第四款 案件調查與審理程序

在《證券（內幕交易）條例》下，違法個案由證監會進行調查，並轉交內幕交易審裁處（Insider Dealing Tribunal）行裁決。內幕交易審裁處在審理過程中對個案也有權調查，權力比一般法院更大，有權主持及批准宣誓（administering oaths and affirmations）、訊問證人（examining witness）、裁定保密（prohibiting disclosure of material）、自行決定程序（determining its own procedure）等。內幕交易審裁處係由一名法官擔任主席，加上兩名由財政司指派且非法官的專業人士，三位成員共同組成審裁庭。審裁處的決定具有強制力，其決定經高等法院登記（register）後，與法院命令具有同一效力。¹²¹內幕交易審裁處的性質類似法院，但是否屬於司法機關在學說上仍存有爭議，因為審裁處地位上與程序上都與真正的法院不同，成員之組成與基本法第81條所規定的特別法庭也有所相異，並不是完全由法官組成。然而，審裁處所行使的權力又近似於司法權，¹²²具有準司法機關的性質，反映香港行政掛帥的政府體系。¹²³

內線交易案件的審理流程如下：證監會完成調查後，即由財政司向內幕交易審裁處發出通知書，請求組成審裁庭並展開審理。審裁處的運作模式與一般訴訟不同，屬於糾問制（inquisitorial）而非對抗制（adversarial），由審裁處主導整個訊問程序，沒有原、被告兩造或是控方、辯方之區分。¹²⁴

財政司及律政司也會將相關事實與證據轉達該案審裁庭，包括涉案人士的身分與調查結果等。必要的時候審裁處也會要求律政司指派協助律師（counsel assisting），以協助審訊，其功能在於以客觀的立場提出證據，但協助律師並不是中立的第三方，仍然具有強烈的行政功能，在訴訟中代表審裁處、也與負責調查的證監會擔任溝通的角色。接著，審裁處會進行初步的審理，包括聽取證人陳述、審查文書證據、審閱調查紀錄、與協助的律師討論...等等。初步調查的目的，是為了認定本案中涉及內線交易的行為人，以資進一步審理。認定行為人之後，審

and Insider Dealing in Hong Kong, 2 ASIA PAC. L. REV. 26 (1993). See also K. Lynch, *supra* note 2, 263.

¹²¹ SIDO, §29.

¹²² Peter Wesley-Smith, *Judges and Judicial Power Under the Hong Kong Basic Law*, 34 HONG KONG L. J. 83, 94 (2004). 論者認為 IDT 行使的是司法權而非行政權，因為澳洲相同功能的機關 Australian Corporations and Securities Panel 並非以法官為主席、且程序較不正式，被認為是行使行政權，相對於此 IDT 的無論從權力或成員來看，應該都較近似於司法權。

¹²³ *Id.* at 106，論者認為香港行政掛帥的體制下，行政與司法權的混用會破壞司法獨立。這牽涉到香港基本法中是否存有三權分立的概念，部分學者認為沒有，但法院實務似乎仍依據權力分立操作。*Id.* at 84, n2.

¹²⁴ Hong Kong *Worsted Mills*, (I.D.T. Nov. 18, 1997), at 18.

裁處會對行為人發出通知書 (Salmon letter)¹²⁵，並將初步審理的資料轉與當事人，以給予當事人答辯機會。

接下來會進入初步聆訊 (preliminary hearing)¹²⁶以及實際聆訊 (substantive hearing) 的階段，都以公開的形式進行。初步聆訊的目的是提出律師委任、提出第一次辯詞、以及確認審理時程表。實際聆訊的時間長短依案件而異，通常約一個月至數個月左右不等，主要取決於案件的複雜度以及必須傳喚的證人數目。審裁處的協助律師最慢在實際聆訊前七天必須將書狀送達行為人。審理期間，審裁處以及行為人都可以傳喚證人。證人出庭時，審裁處首先訊問證人，而後審裁處律師以及行為人律師雙方會公開對證人進行訊問與交互詰問。證人通常分為審裁處傳喚的其他證人 (通常已經在證監會的調查過程中作證)、行為人本人、以及行為人認為有必要傳喚的證人，並依此順序出庭作證。

在審理的過程中，行為人全程都有權到場聆訊，而且有權任命律師代表行為人。¹²⁷ 審裁處與協助律師也不能再私下開會，所有溝通都必須公開為之。最後，協助律師與行為人律師均提出結辯書狀 (closing submissions)，並由審裁處審理後做出審理報告書，就「是否有內線交易行為發生」、「內線交易行為人身分」以及「內線交易行為人的獲利金額」進行裁決，並進一步做出處罰的命令。審裁處的全體成員都可以對事實問題提出意見，但法律問題則完全由具有法官身分的主席決定。¹²⁸

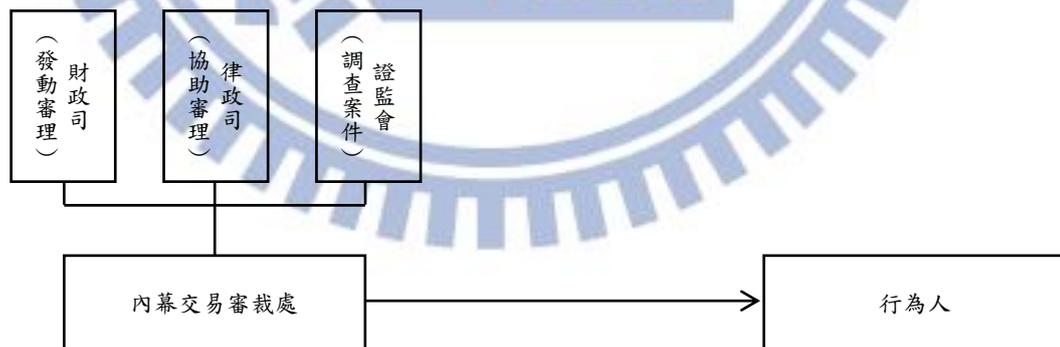


圖 1 內幕交易審裁處糾問式法庭示意圖

¹²⁵ 譯名參照 <http://www.sfc.hk/web/EN/published-resources/bilingual-terminology/a-z/s.html>。

¹²⁶ 譯名參照 <http://www.sfc.hk/web/EN/published-resources/bilingual-terminology/a-z/p.html>。

¹²⁷ SIDO, §16.

¹²⁸ *Supra* note 124, at 20.

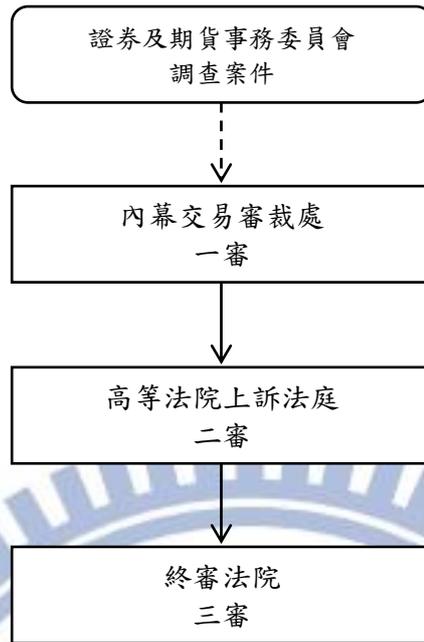


圖 2 1991 年《證券（內幕交易）條例》下的內線交易案件流程

第五款 《證券（內幕交易）條例》實施成效

《證券（內幕交易）條例》的實施一般被認為並未對內線交易者達到太大的威嚇效果，因為民事賠償會被內線交易行為人納入交易的風險成本考量，論者也認為相關的處罰在各主要證券市場中相對偏輕。¹²⁹此外，2008 年上訴法庭在永富建設案上訴中，裁定內幕交易審裁處的兩大武器失效，亦即為法院調查權(right to compel evidence) 以及超出所得額的罰款 (fine beyond repayment)。雖然判決當時該法早已失效而被新法取代，且最終並沒有其他內幕交易案件因為本宗上訴判決而翻盤，但上訴法院的決定不啻是對執法機關的重擊。¹³⁰

國際貨幣基金(IMF)對香港洗錢防制與違法資金執法狀況的統計反映出「大量調查案件、相對少的起訴案件數、以及更稀少的有罪判決之間的不成比例狀況」，¹³¹這樣的不成比例意味著調查與定罪判決的困難。Hsu et al.分析認為，造成香港金融犯罪調查困難的原因在於空殼公司盛行、難以確定交易行為人身分，主動舉

¹²⁹ 鄭維建 (2002)，〈保護投資者權益的含意〉，《香港證券市場的監管》，頁 217，香港：證券及期貨事務監察委員會。

¹³⁰ *Supra* note 114.

¹³¹ Int'l Monetary Fund [IMF], *Financial System Stability Assessment on Hong Kong Special Administration Region*, at 79, IMF Country Report No.03/191 (Apr. 15, 2003), available at <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2003/cr03191.pdf>.

報可疑案件的消息內容也不盡確實等等。¹³²雖然上述的原因係針對洗錢防制工作而非內線交易執法，但我們可以合理推測：同為金融犯罪執法，內線交易的執法困難很可能也是遇到相似的問題。

第三項 2003 年《證券及期貨條例》：現行法

為了維持世界金融市場重鎮以及中國最大投資中心的優勢，並因應迅速發展的新金融商品及工具，香港特區政府自 1990 年代起即展開修法研究，準備將一系列證券與期貨市場相關之法令整合，¹³³以期能夠達成規範新金融工具、促進整合香港證券交易所與期貨交易所、以及促進網路交易的三大目標。¹³⁴

1997-98 年間亞洲金融風暴發生，香港出現擠兌風波，隨之而來的是市場出現大量對匯豐銀行股票的短線交易行為。雖然經過調查後相關內線交易行為並不成立，但這件事也促成香港政府對匯率制度以及金融市場監管的整體反省與調整。¹³⁵香港政府終究放棄一貫以自由放任市場為導向的政策，轉而採取積極監管金融市場的態度，最終於 2002 年 3 月 13 日立法通過《證券及期貨條例》，於 3 月 28 日公告，次年 4 月 1 日生效實施，期間陸續修正後實施至今。

雖然《證券及期貨條例》主要立法目的為規範新金融工具、促進整合香港證券交易所與期貨交易所、以及促進網路交易，但該條例同時也在公司治理層面有多項重要革新。

《證券及期貨條例》整合原先散落於各條例下規範的市場失當行為（Market Misconduct，即不法行為），包含內幕交易（內線交易）、虛假交易、操控價格、披露關於受禁交易的資料、披露虛假或具誤導性的資料以誘使進行交易及操縱證券市場，¹³⁶將原本分別具有刑事責任或受民事裁處（civil penalty）、且屬不同法律規範的各種市場失當行為統一由市場失當行為審查處（Market Misconduct

¹³² HSU ET AL., *supra* note 4, at 485.

¹³³ 分別是 Securities and Futures Commission Ordinance (Cap 24)、Commodities Trading Ordinance (Cap 250)、Securities Ordinance (Cap 333)、Protection of Investors Ordinance (Cap 335)、Stock Exchange Unification Ordinance (Cap 361)、Securities (Insider Dealing) Ordinance (Cap 395)、Securities (Disclosure of Interests) Ordinance (Cap 396)、Securities (Clearing Houses) Ordinance (Cap 420)、Leveraged Foreign Exchange Trading Ordinance (Cap 451)、Exchanges and Clearing Houses (Merger) Ordinance (Cap 555)。

¹³⁴ S. H. Goo, *Corporate Dimensions of the Securities and Futures Ordinance*, 33 HONG KONG L. J. 271 at 271-72 (2003).

¹³⁵ K. Lynch, *supra* note 2, at 242-43, 相關改革也被抨擊為沒有對症下藥，因為該次金融危機之所以發生，是源於聯繫匯率制度，但該次改革主要的內容卻都是針對傳統的金融市場問題，例如本文所述的內線交易。

¹³⁶ SFO, §245，中文法條譯為市場失當行為，實則為各種證券交易之不法態樣。

Tribunal，即舊有的內線交易審裁處）進行審理，並做出民事裁決。

其中，除了內線交易以外的市場失當行為，即虛假交易、操控價格、披露關於受禁交易的資料、披露虛假或具誤導性的資料以誘使進行交易及操縱證券市場...等，在修法之前僅有刑事責任，並無民事責任，主管機關在調查時通常難以達到刑事程序所要求的高度證明（超越合理懷疑），故而追訴相當困難。¹³⁷《證券及期貨條例》提供刑事程序以外的民事裁處程序，以期減少市場失當行為人逃脫制裁的情況。

相對於此其他市場失當行為，內線交易行為恰好相反。內線交易在修法前原本即屬於民事裁處案件而無刑事責任，由內幕交易審裁處審理，修法後由市場失當行為審查處繼續審理，執法標準也都延續內幕交易審裁處時期所建立的案件。最大的變革是另外增加了內線交易行為人之刑事責任，將於本文稍後詳述。整體而言，香港將原本不同類型且不同處罰手段的市場失當行為整合，改以相同的多元程序規範之。

立法者認為，內線交易是一種高度的違法行為，嚴重到必須要以刑法規範。舊有的內線交易法規（即 1991 年《證券（內幕交易）條例》）已不足以達到有效阻止內線交易行為的作用，為了在現有的規範上增加遏止（deterrent）以及懲罰（punitive）的效果，並參考美國、英國及澳洲的相關立法，實有必要增加違反內線交易法規者的刑事責任。¹³⁸

《證券及期貨條例》針對內線交易之規範進行了制度上的大規模修正，但與《證券（內幕交易）條例》相較，其規範內涵的實體要件並無不同，舊法下的前案判例也都繼續沿用。¹³⁹在《證券及期貨條例》實施將滿十年的此刻，司法機關也已經就內線交易案件累積相當數目之判決，下節將概為介紹 2003 年新法施行後香港內線交易規範之體系。

第三節 現行內線交易法之實體要件

自 1991 年起，雖然經過數次修法，香港法所規範內線交易行為的構成要件

¹³⁷ THE GOVERNMENT OF HONG KONG SPECIAL ADMINISTRATIVE REGION, THE CONSULTATION DOCUMENT ON THE SECURITIES AND FUTURE BILL, at 94-102 (2000), available at <http://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/EN/consultation/openFile?refNo=00CP3>.

¹³⁸ *Supra* note 114, para 47, 新法的立法目的是為了提高對內線交易行為的嚇阻與懲罰效果，舊法對市場失當行為的打擊效果不彰。

¹³⁹ SIDO, §9.

幾乎沒有太大的變動。從定義上看來，香港法所規範的內線交易為「與公司有關的人士，獲有該公司的內線消息，且對該公司的證券進行交易」。¹⁴⁰

以下分就行為主體、行為態樣、交易標的、內線消息之認定、主觀要件及抗辯事由等六個面向概述之。

第一項 行為主體

《證券及期貨條例》所規範之內線交易行為主體共有三類人，即與特定公司有關聯人士，正在或曾經意圖提出收購特定公司之人士、以及從前兩種人收到相關消息之人士。¹⁴¹

第一類之所謂「與特定公司有關聯人士」，乃是指公司之董事、雇員、大股東（持有相當於該公司已發行股本面額之5%以上股份）¹⁴²、因職位所生之專業與業務關係、或因職位所生的交易關係等而可合理預期接觸公司交易或證券交易消息之人。¹⁴³此外對於有關聯人士身分的認定，為了避免規範漏洞造成投機行為，該條例回溯到內線交易前六個月，只要在內線交易發生前六個月的期間內依上開標準可認定為有關聯人士，即屬於本款之內部人。¹⁴⁴觀諸上開定義，可包括學說上所謂傳統內部人以及準內部人或暫時內部人。¹⁴⁵另外公職人員、特定政府機關人員、交易所人員等人士，若因該地位而知悉公司資訊者，也會被列入「有關聯人士」的範圍。¹⁴⁶

值得注意的是，本法對於「有關聯人士」的認定範圍其實不只法條規範範圍相對較廣，甚至法院在認定時，也不見得嚴格依照法條要件要求具有一定的職位、持股部位、或專業與業務關係。實務上甚至曾經把名義上完全不曾擔任過該公司董事職位、非股東、也非經理人的「控股家族有控制權的成員」也認定為有關人士，因為該名行為人具有一定的權力以及對公司政策的實質影響力、對外也影響家族公共形象，從而有接觸該公司內線資訊之可能。¹⁴⁷

第二類所謂「意圖收購特定公司之人士」，定義上包括正在提出收購邀約、曾經提出收購邀約、放棄收購邀約、意圖提出收購邀約之人、或是聯同他人提出

¹⁴⁰ Lynch, *supra* note 2, at 268; see also SIDO, §9 and SFO, §271.

¹⁴¹ SFO, §271(1).

¹⁴² Nominal value 規範於 SFO 第 247 條，排除同法 Schedule 1 §6 大股東一般定義 10% 之規定，採取較嚴格、規範範圍較廣的 5% 認定標準。SFO, §247(3).

¹⁴³ SFO, §247(1)(a)-(d).

¹⁴⁴ SFO, §247(1)(e).

¹⁴⁵ 也稱暫時性內部人，曾宛如，前揭註 1，頁 276。CHOI & PRITCHARD, *supra* note 3, at 373.

¹⁴⁶ SFO, §248.

¹⁴⁷ Hong Kong Parkview Group (I.D.T. Mar. 5, 1997).

邀約之人。由於正在或意圖收購發行公司之人，若持股尚不及目標公司 5%，將不屬於第一類規範之大股東內部人，本款可填補傳統內部人以身分定義所造成之漏洞。

此外，只有在交易的目的不是「為收購而交易」時，才成立內線交易，例如知情人士為了自己利益而先行購入股票，待發生法定強制公開收購後股價上漲，再行賣出。如果是收購人、交易相對人與證券商為了收購之目的而交易，就不構成內線交易。¹⁴⁸現有案例中尚未有援引本條交易目的為抗辯之被告，吾人遂無從觀察法院對本要件之審理標準與舉證要求；但可以預見無論是證明行為人並非未收購而交易、或是證明其係為收購而交易，都可能存在認定上的困難。

第三類主體「收到相關消息之人」即學說所謂消息受領人（Tippee）或次級內部人，其定義如下：若某人

1. 明知某人為「與公司有關連之人」且明知或有合理理由相信該某人「因該關連而掌握內幕消息」（即第一類主體），或
2. 明知或有合理理由相信某人「意圖或提出收購邀約」（即第二類主體），且
3. 直接或間接從該人收到消息

換言之，消息受領人之身分成立必須要滿足主觀要件，他必須要知道或可合理知道消息來源為內部人或收購人，且該消息來源是基於身分關係，方會成為消息受領人。此外，由於法條已明訂「直接或間接得知」，故而只要該消息仍然不公開且行為人明知該消息為內部消息，此種「再傳遞」態樣的消息受領人也仍然構成內部人。¹⁴⁹

¹⁴⁸ HSU ET AL., *supra* note 4, at 366.

¹⁴⁹ 我國法持相同見解者，賴英照，前揭註 1，頁 495；持不同見解者，林國全（1992），〈證券交易法第一五七條之一內部人交易禁止規定之探討〉，《政大法學評論》，45 期，頁 259。

表 2 內線交易行為主體暨行為態樣對照¹⁵⁰

行為主體		行為態樣		
		交易	慫使他人交易	透露消息與他人
公司內部人		§270(1)(a)(i)	(a)(ii)	(c)
收購人		(b)(i)	(b)(ii)	(d)
消息	從內部人	(e)(i)	(e)(ii)	
受領人	從收購人	(f)(i)	(f)(ii)	

第二項 行為態樣

《證券及期貨條例》所規範的內線交易行為態樣可區分為三種類型，分別為交易、慫使、以及披露。第一種行為類型即為一般觀念中的內線交易，也就是單純的交易，包括以本人或代理人身分售賣、購買、交換、認購、協議買賣、取得或處分買賣之權利等，並不限定在公開市場交易。¹⁵¹

第二種行為態樣為「慫使 (counsel) 或促致 (procure) 他人交易」，若行為人客觀上慫使他人交易，且主觀上明知、或有合理理由相信他人會進行交易，即構成本款。本款之成立並不以該他人確實成立內線交易行為為限。

第三種行為態樣為「披露消息」。若行為人客觀上向他人直接或間接透露消息，且主觀上明知他人會（在收到消息後利用此一消息）交易、或有合理理由相信他人會（在收到消息後利用此一消息）交易，那麼即使其本人並未交易，也構成內線交易的行為。本款目的即在於規範一般學說所稱 tipper，也就是消息提供者。

第三項 交易標的

《證券及期貨條例》對於交易標的認定包括上市（包括已經上市、已發行尚未上市而嗣後上市、以及雖未發行上市但可預見將發行上市而嗣後上市、已上市而暫停交易）公司之證券（股份、股額、債權證、債權股額、基金、債券、票據），

¹⁵⁰ 整理自 SFO, §270.

¹⁵¹ *Id.* §249.

以及上開證券之權利、期權、權益、權益證明等，還有上開證券的衍生工具，該衍生工具是否上市發行在所不論。¹⁵²

除了對系爭上市公司之證券交易之外，對於該上市公司之控制公司、從屬公司、有共同控制公司之其他從屬公司、以及有共同控制股東（包括控制董事、控制投票權或控制資本）之其他公司之證券與衍生工具之交易，也一概受本條例規範。¹⁵³

第四項 內線消息之認定標準

《證券及期貨條例》對於內線消息的認定標準沿自《證券(內線交易)條例》，稱為「內幕消息」(inside information)。¹⁵⁴若關於某一上市公司、或關於其股東或高級人員¹⁵⁵、或關於其上市證券的具體消息，並非普遍為慣常或有可能進行該公司證券交易的人所知，且若該消息為慣常或有可能進行該公司交易之人所知將對該證券之價格造成重大影響，即屬於本條例所規範之內線消息。¹⁵⁶

觀諸上開消息的定義，又可概略區分為三要件：¹⁵⁷

第一款 具體消息

內線消息通常會隨著時間發展逐漸形成，然而某一特定消息究竟應臻至何種程度，方可稱為具體 (specific)，立法者並未給予更多的解釋，也沒有輔以行政命令闡述，完全交由司法處理。審裁處在報告書中數度參考內線交易審查處之判決，也參考新加坡與澳洲最高法院判決之標準。¹⁵⁸

早期內線交易審裁處對具體消息的解釋相當寬，例如消息指出某公司「與中國有密切關係」雖然尚不足以特定該公司，也還有許多的補充解釋空間，但審裁處認為已經構成具體消息。¹⁵⁹審裁處也同時參考使用「日常運作消息」與「特定事件消息」的區分法，即公司日常運作的資訊通常不構成特定消息，但特定事件（例如公布財報、發放股利、公司併購…等）的敘述則可能構成具體消息。¹⁶⁰

市場失當行為審裁處則基於上開的解釋進一步說明，若一「消息中關於某項

¹⁵² *Id.* §270(1) & §245(2).

¹⁵³ *Id.* Schedule 1, §3.

¹⁵⁴ *Id.* §245(2). 該法原稱「有關消息」(relevant information)，2012年第9號第5條修正法案修正為「內幕消息」(inside information)。

¹⁵⁵ *Id.* §245(2). 法條使用 officer 一詞，法條中文版本譯作高級人員。

¹⁵⁶ *Id.* §245(2).

¹⁵⁷ Harbour Ring International Holdings, (I.D.T. Jun. 8, 2009), at 34. *See also* K. Lynch, *supra* note 2, at 270-74.

¹⁵⁸ Firststone International Holdings, (I.D.T. Apr. 2, 1997), at 58-59.

¹⁵⁹ Public International Investments, (I.D.T. Aug. 5, 1995), at 234-6. *See also supra* note 147, at 39.

¹⁶⁰ Public International, *supra* note 159, at 234. K. Lynch, *supra* note 2, at 270.

交易、事件或事宜的詳情能令人識別該項交易、事件或事宜並有條理地描述及理解其性質」，則可稱為具體消息。所謂「具體」(specific)消息，並不必到達「精確」(precise)的程度。例如，消息指出第三方即將對某公司為收購，就可以構成具體消息；收購的確切價格則屬於精確消息，上開消息雖然還沒有對收購價格有所指述，但已經足夠構成內線消息。¹⁶¹

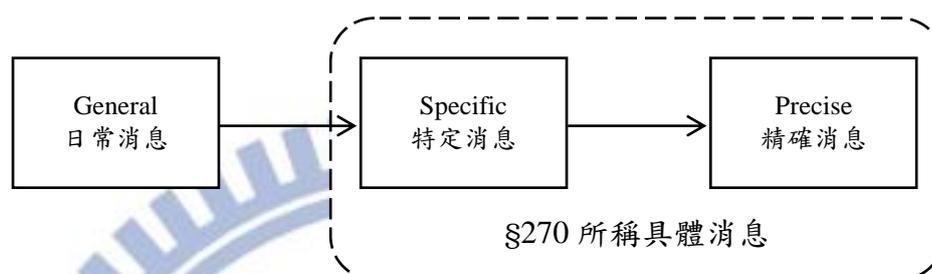


圖 3 內線消息「具體消息」範圍示意圖

第二款 非普遍為市場所知¹⁶²

此一要件，即學說所謂「非公開消息」之要件。公開之定義為「為該市場所知」(generally known to that segment of the market)，內線交易審查處將市場定義為「慣常(或相當可能會)進行該公司上市證券交易的人」。審裁處並不要求特定消息為所有人所知，只要通常會進行該證券交易，或是很有可能考慮要買該證券的人都知道，即可稱為公開之消息。

但審裁處也指出，由於香港是一個高度投入資本市場的地區，所謂「慣常(或相當可能會)進行該公司上市證券交易的人」並不能只以專業投資人或是投資顧問作為標準，也應該要考慮一般散戶對該消息之所知。¹⁶³換言之，若一般散戶都還不能得知特定消息，則該消息會被視為非公開消息，縱使許多投資經理人都已經知悉，仍然有可能形成內線交易。

第三款 將對價格造成重大影響

此一要件即為所謂重大性要件，但相對於台灣「證券交易法第一百五十七條之一第五項及第六項重大消息範圍及其公開方式管理辦法」，香港對重大性評估

¹⁶¹ *Supra* note 157, at 36.

¹⁶² Hanny Holdings, (I.D.T. Apr. 10, 2000), at 70.

¹⁶³ Public International, *supra* note 159, at 236.

並未使用列舉式的參考標準。

從審裁處的判斷標準觀之，如果該等消息或資料可能僅導致價格波動或輕微變動，便不足以該當此一「相當可能會對價格造成重大影響」的標準；此外，該等消息或資料必須「相當可能」導致價格變動並足以達到重大變動的程​​度，方會構成內幕消息，而所謂相當可能是指該消息所指涉之交易成真的可能性。值得注意的是，香港對於重大性要件乃是以其對價格之影響作為單一指標，相較於我國同時將「對投資人投資決定有重要影響」列為評估因素，描述上略有差異。¹⁶⁴

本要件在操作上遇到的困難，主要在於由於股價的影響因素過多，法院無法僅以價格披露後之股價波動為唯一評估因素。法院必須考量市場整體的變動以及其他因素，以評估特定消息是否對該單一個股價格有影響，以及有何種程度的影響。¹⁶⁵

第五項 主觀要件

《證券及期貨條例》對某些市場不當行為（例如沖洗交易）採取「除非能夠證明其目的並非法律所欲禁止，否則推定為違法」的管制方式。¹⁶⁶但內線交易並非如此，換言之主觀要件仍是內線交易之成立的要件。

從法條要件觀之，立法者並未要求行為人「利用資訊為交易」方成立，不採用利用說，換言之只要掌握該公司消息，同時進行交易（或慫恿他人為交易）(person... having information... deals in the listed securities)，並且主觀上知道該消息為內線消息(having information which he knows is relevant information)就足夠成立內線交易。¹⁶⁷

第六項 抗辯事由

縱然行為人的行為都符合上開內線交易的要件，仍然有可能援用抗辯以免除責任。抗辯事由又可以分為《證券及期貨條例》明定的法定抗辯事由，以及立法者概括授權主管機關以規則訂定的免責事由。

1. 法定抗辯事由

¹⁶⁴ 我國證券交易法第一百五十七條之一第五項及第六項重大消息範圍及其公開方式管理辦法第2條。

¹⁶⁵ Lafe Holdings, (I.D.T. Nov. 7, 1989), at 58-59. See also K. Lynch, *supra* note 2, at 272.

¹⁶⁶ Goo, *supra* note 134, at 280.

¹⁶⁷ SFO, §270. “Insider dealing in relation to a listed corporation takes place when a person connected with the corporation and having information which he knows is relevant information in relation to the corporation deals in the listed securities of the corporation....”

《證券及期貨條例》列舉一系列內線交易的抗辯事由，證監會證明內線交易行為存在後，舉證責任即移轉，相關抗辯均係由行為人負舉證責任，應證明抗辯事由成立。¹⁶⁸

相關抗辯事由如下：當事人可以證明系爭交易係屬為了取得董事資格所需、為了履行包銷協議所需、為了履行清算人、接管人或破產管理人職責所需之正當交易。¹⁶⁹若行為人為公司，可主張公司的特定董事或員工雖知道該消息，但負責做出決策之人全部不知該消息之交易，或公司內部有防火牆以確保該消息不會傳達給做出決策的人之交易。¹⁷⁰行為人也可以證明交易相對人明知或理應知道內幕交易之消息，無保護之必要；¹⁷¹或系爭交易為一連串計劃交易之一環；¹⁷²或是行使認購權之人，在取得認購權之後才得到相關內線消息¹⁷³等。

最常被援引的抗辯是 271 條 3 項，即行為人可證明進行該交易（或慫恿他人交易）之目的並非在於利用該消息為自己或他人獲得利益或減少損失，而有其他正當原因。但本項抗辯若要成立，行為人必須證明「完全沒有為自己獲利之動機」，若僅是「有其他正當原因」但也同時意圖為自己獲利，則無法成立。¹⁷⁴由於本抗辯與證監會所採的「持有消息即不能交易」的原則完全背道而馳，換言之縱然有合理的交易事由，行為人的獲利也應該要返還，故證監會對本條抗辯事由持反對的立場。¹⁷⁵

2. 概括授權

除了《證券及期貨條例》明定的上開抗辯事由外，為了避免規定僵化，立法者也於該條例授權證監會在認為符合大眾利益時，以規則訂立例外民事或刑事免責事由，以提供除了上開法定抗辯事由以外的抗辯可能性，惟截至 2013 年年中，證監會尚未有訂立相關規則。¹⁷⁶

¹⁶⁸ K. Lynch, *supra* note 2, at 274.

¹⁶⁹ SFO, §271(1).

¹⁷⁰ SFO, §271(2).

¹⁷¹ SFO, §271(5)(b).

¹⁷² SFO, §271(8).

¹⁷³ SFO, §273.

¹⁷⁴ Chevalier (OA) International, (I.D.T. Jul. 10, 1997), at 81-82.

¹⁷⁵ K. Lynch, *supra* note 2, at 275.

¹⁷⁶ SFO, §282(1)-(2) & §360(1)-(2).

第四節 現行內線交易法制

第一項 主管機關

第一款 香港金融監管體系

香港的金融監管體系，係由三層式的架構所形成。第一層是一系列組織，由個別市場中的交易人會員組成，該些組織有些為公司組織形式、有些為公會組織形式，自行管理其轄下的會員。例如銀行業之於香港銀行公會（Hong Kong Association of Banks, HKAB）、證券與期貨市場之於香港交易所（Hong Kong Exchange, HKEx）以及保險市場之於香港保險業聯會（Hong Kong Federation of Insurers, HKFI）。¹⁷⁷

其次為一系列具獨立性的監管組織，以不同金融市場為區分，負責施行法律規範並實際監管金融市場。最主要的四個獨立監管組織為：香港金融管理局（Hong Kong Monetary Authority, HKMA）管理銀行事務，為實質的中央銀行；證券及期貨事務監察委員會（Securities and Futures Commission, SFC）管理證券與期貨市場；保險業監理處（Office of the Commissioner of Insurance, OCI），管理保險業與保險市場；以及強制性公積金計畫管理局（Mandatory Provident Fund Schemes Agency, MPFA），管理退休金與強制保險計畫。每個獨立監管組織各自監管不同的金融市場，並都有各自的法源，可以自行制定規則，在運作上各自一定程度的獨立於政府。

最後一層為政府機關即財政司（Financial Secretary）與其轄下的財經事務與庫務局（Financial Services and the Treasury Bureau），主要負責整體法律政策以及制訂與政策相應的法律規範。

在上述的監管架構下，每個個別金融市場都受到公會組織、獨立監管組織、政府機關的三方監管。¹⁷⁸以證券市場為例，分別為財政司與財經事務與庫務局、證券及期貨事務監察委員會、以及香港交易所等三個機關所監管。各機關之間並非上下隸屬的關係，而是合作關係，而監管事務的分配也有部分的重疊，有時會透過彼此簽訂備忘錄以解決重疊的職權範圍。¹⁷⁹

¹⁷⁷ HSU ET AL., *supra* note 4, at 55.

¹⁷⁸ *Id.* at 67.

¹⁷⁹ 例如證券及期貨事務監察委員會（證監會）與香港交易及結算所有限公司於2001年2月20日就證監會的監察職能、監管交易所參與者及市場監察的安排事宜所簽訂之諒解備忘錄(MOU), available at <http://www.hkex.com.hk/eng/rulesreg/regdoc/documents/mou%20to%20web%20site.doc>.

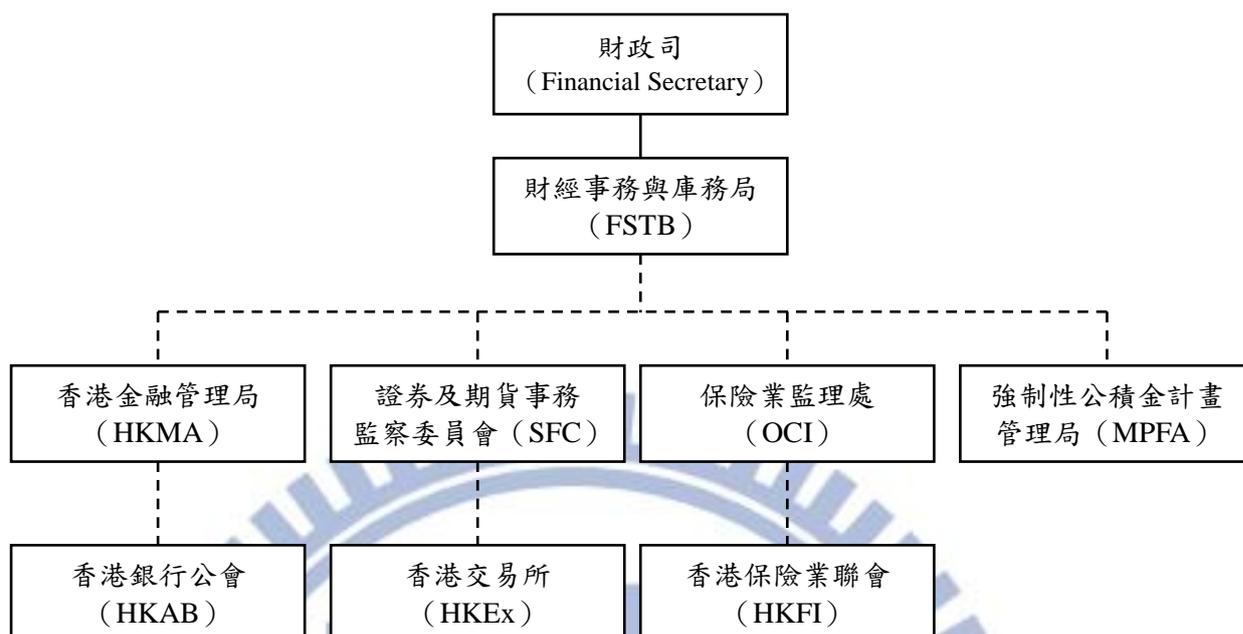


圖 4 香港金融市場監管架構¹⁸⁰

香港交易所作為第一線機構，主要著眼於交易行為的管理以及風險管理，例如執行上市規則、交易規則與清算規則、即時記錄並監控日常交易量與證券價格變動、執行揭露規範、處理市場爭端、並對不正常交易行為進行監控。

第二款 證券及期貨事務監察委員會

相對於交易所，證監會作為監管機構，則主要處理可能發生違法情事的不正常交易、監督香港交易所的日常交易監控、對香港交易所與其他機關所轉介來的不法交易行為或交易爭端進行進一步調查、以及對跨國執法或監管行為進行與他國執法機關的合作。¹⁸¹證監會主要的監管對象為證券與期貨交易所、證券中介業者、金融工具、公司合併與收購活動等。

證監會為一法定獨立機關，由六名執行董事與七名非執行董事組成董事會，董事由香港特別行政區行政長官授權財政司司長委任，並有固定任期。董事會下轄六個部門，分別為企業融資部、法規執行部、政策、中國事務及投資產品部、市場監察部、機構事務部與法律服務部。此外，還有五個內部委員會以及十六個外部委員會。

¹⁸⁰ 整理自 HSU ET AL., *supra* note 4, at 67.

¹⁸¹ *Id.* at 67.

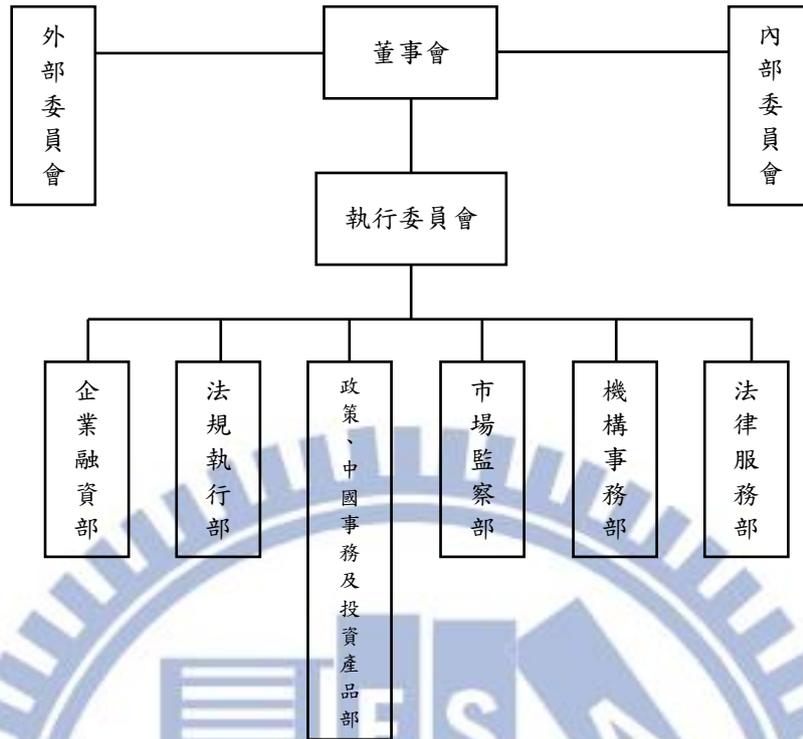


圖 5 香港證券及期貨事務監察委員會組織圖¹⁸²

無論在民事或刑事訴訟程序中，證監會都扮演重要的關鍵角色。在《證券及期貨條例》生效前，舊有《證券及期貨事務監察委員會條例》(Securities and Futures Commission Ordinance) 為其組織與運作之規範。證監會對公司簿冊僅有受到相當程度限制的初步檢查權，¹⁸³ 只能要求公司本身對不合理的特定紀錄作出解釋。新法則擴張證監會的權力，使證監會除了對特定紀錄可以提出質疑外，也可以要求公司對相關紀錄的背景及狀況進行交代；此外，證監會也可以要求標的公司以外的第三方，例如銀行、審計人、交易相對人，提出或證明相關的交易紀錄。

案件進行的流程如下：如發現股價的不正常波動，或有涉嫌操縱市場、內線交易、發布虛假或具誤導性資料的活動或其他不當交易行為的情況，證監會會先向證券商索取交易詳情以便進行初步評估，然後才會將有關事宜轉予調查科處理。有時也會發出警告信，以便及早制止可能的不當交易行為。¹⁸⁴

證監會經過調查後，須先向財政司司長提交報告，財政司長在徵詢律政司的

¹⁸² 摘自證監會網站，<http://www.sfc.hk/web/TC/about-the-sfc/organisational-chart>.

¹⁸³ Securities and Futures Commission Ordinance, (1987) Cap. 24, §29A.

¹⁸⁴ 證監會 2005-06 年報，頁 57，

<https://www.sfc.hk/web/doc/TC/speeches/public/annual/rep05-06/enforcement%20chi.pdf>.

意見後，才決定是否提起調查研訊程序。2012 年《證券及期貨條例》進一步修正後（即《2012 年證券及期貨（修訂）條例》），證監會可直接在市場失當行為審裁處，就內幕交易等六種市場失當行為提起研訊程序，而不需透過財政司及律政司。程序簡化之目的，係以避免在漫長而有多方涉入的訴訟調查程序中，避免重複進行工作，也避免調查消息洩漏，給予行為人脫產之機會。

為了制衡證監會日漸擴張的權力，新法也設計制度上與程序上相關的平衡與監督機制，制度部分設置證券及期貨事務上訴審裁處¹⁸⁵與程序覆檢委員會¹⁸⁶等機關，分別審查證監會對外的行政決定與證監會的內部決定；程序部分例如在要求公司及第三方提供上開交易紀錄或說明時，必須要說明為何能夠合理相信有提供紀錄之必要。透過擴張證監會調查權力，以及提供相關制衡，從而使證監會在調查證券市場不當行為時能夠更有效率、避免漫無目的的調查，以增進保護投資大眾的功能。¹⁸⁷

第二項 雙軌制之制度設計

如前所述，香港現行法制下，政府對內線交易行為的執法途徑可區分為刑事追訴程序及民事裁處程序兩種，分別規定在現行《證券及期貨條例》（香港法例第 571 章）的第 XIII 部以及第 XIV 部。

值得說明的是，其中 251 條以下所謂民事裁處（civil penalty）程序，是行政機關透過民事的訴訟程序代表政府進行，即由政府機關（證監會及財政司）透過司法程序，取得行政裁罰，如罰金、禁止交易...等等，與私人之民事損害賠償請求權（civil liability）並不相同。《證券及期貨條例》對於因內線交易行為而受害之個人，另外設計有民事賠償請求權（同法第 305 條），交易相對人可以據此提起損害賠償訴訟以獲得損害填補，兩者應予區別。為免混淆，本文將前者以「民事裁處程序」指稱，後者以「損害賠償訴訟」指稱，俾以區分之。

在調查任何內線交易案件過程中，證監會有權決定該案件究竟應該以民事裁處程序或是刑事程序追訴。證監會有關部門調查案件後，可以直接或透過財政司

¹⁸⁵ 證券及期貨事務上訴審裁處（Securities and Futures Appeals Tribunal），依 SFO 第 216 條成立，由一位法官及兩位外界人士組成，處理任何對證監會所做行政決定不服之申請覆核（review）；對證券及期貨上訴審裁處所做覆核決定不服者則繼續向高等法院上訴法庭上訴。SFO, §216.

¹⁸⁶ 程序覆檢委員會（Process Review Panel），為一獨立、非法定委員會，負責檢討證監會內部程序及營運決定是否妥善，由各界代表組成，分別來自金融界、學術界、法律界及會計界，另有一名立法會議員及兩名當然委員，包括證監會主席及律政司司長的代表。證監會會每年向財政司司長提出覆檢報告。http://www.fstb.gov.hk/fsb/chinese/topical/doc/prereport11_c.pdf.

¹⁸⁷ Goo, *supra* note 134, at 283.

向市場失當行為審裁處提起民事裁處程序，或直接或轉由律政司向法院提起刑事程序。證監會進行上開決定時，會考量個案中可取得的證據程度以為決策。由於刑事程序需要較民事裁處程序更為強大有力的證據，若證據足夠確鑿，證監會方會選擇採取刑事程序。然而，若律政司或財政司收到通知後，認為證監會的決定不當，意即認為本案應該改採另一途徑，律政司與財政司均有權將案件轉給另一單位繼續司法程序。¹⁸⁸

由於上開民事裁處程序與刑事程序之立法目的相同，均在於處罰當事人的行為（而非填補當事人損害），故而無法以兩個不同程序重複處罰，若其中一種程序已經開始且正在進行中、或已經開始並結束，另一種程序便沒有適用的餘地。¹⁸⁹換言之，證監會不能同時或先後以民事與刑事程序對同一人就同一行為進行追訴，無論前訴訟的結果如何。若先以刑事程序追訴，而法院認定被告無罪，證監會也不能再另外提起民事裁處程序。

第三項 民事裁處程序

內線交易行為屬於《證券及期貨條例》第 XIII 部所稱六種市場失當行為（market misconduct）的其中一種，由「市場失當行為審裁處」¹⁹⁰所審理，而不再由原內線交易審裁處管轄，內線交易審裁處在完成審理中依據舊法起訴之案件後，即功成身退。¹⁹¹惟市場失當行為審裁處在審理相關案件之時，仍適用原內線交易審裁處所建立之程序、審理原則及標準，並常引用舊有案件作為判決參考之前案。

市場失當行為審裁處為根據《證券及期貨條例》所成立的準司法機關，針對該條例所規範之市場失當行為有司法管轄權，公開進行民事裁處程序，並向被判違法人士施加民事裁處。¹⁹²審裁處的組成與前述修法前原有的內幕交易審裁處相同，由三名成員組成，其中包含一名主席，必須為法官或前法官，¹⁹³以及兩名非

¹⁸⁸ SFO, at §252(9), (10). 另參見陳弘毅等（2009），《香港法概論》，頁 55，香港：三聯。一般案件是由律政司決定是否提起刑事訴訟，取決於是否有足夠證據作為刑事檢控基礎。

¹⁸⁹ SFO, §307.

¹⁹⁰ 市場失當行為審裁處（Market Misconduct Tribunal），依 SFO 第 251 條成立，處理該法第八章所規範之市場失當行為；對市場失當行為審裁處所為決定不服者，可向上訴法庭上訴。SFO, §251.

¹⁹¹ SFO, Schedule 10 §77.

¹⁹² Wesley-Smith 指出市場失當行為審裁處與內幕交易審裁處在組織上具有前述一樣的問題，亦即性質究竟為行政權與司法權模糊不清。Wesley-Smith, *supra* note 122, at 96, n41.

¹⁹³ SFO, §245(1) and Schedule 9 §1. 審裁處的主席自 2005 年 8 月至 2011 年 8 月為倫明高法官，而自 2011 年後，分別有五位法官擔任。See http://www.mmt.gov.hk/chi/home/Chairmen_of_the_Market_Misconduct_Tribunal_c.pdf.

公職人員 (public officer) 之成員，通常為律師或會計師等香港商界或專業團體成員，¹⁹⁴ 並由香港特區行政長官 (特區首長) 經終審法院首席法官所為建議委任。

195

民事裁處程序係由證監會所發動並提出調查報告，接著，財政司於審裁處提起研訊程序 (to institute a proceeding)，審裁處則進行調查並以研訊報告書 (report) 對個案作出命令 (order)。2012 年修法後，證監會也可以直接自行向審裁處請求進行研訊程序，不必再透過財政司。¹⁹⁶ 證監會另外應取得律政司之同意，但除非就同一案件正在進行刑事訴訟程序，否則律政司原則上必須同意請求進行研訊程序。¹⁹⁷

審裁處對於被認定從事內線交易行為之人，可以加以數種不同裁罰，分述如下：¹⁹⁸

1. 吊銷資格令 (disqualification order)，「...不得擔任或留任上市公司或其他指明公司的董事或清盤人，或擔任或留任該等公司的財產或業務的接管人或經理人，或以任何方式直接或間接關涉或參與該等公司的管理」。
2. 冷淡對待令 (cold shoulder order)，「...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、期貨合約、槓桿式外匯交易合約，或任何證券、期貨合約、槓桿式外匯交易合約或集體投資計劃的權益」。
3. 禁止令 (cease and desist order)，「...不得再作出構成該命令指明的市場失當行為」。
4. 歸入令 (payment of an amount/ disgorgement)，「...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或避免的損失的金額」。¹⁹⁹
5. 支付訟費 (payment of legal cost and investigation expenses)，命令行為人

¹⁹⁴ 例如在佳訊控股有限公司案中，審裁委員為兩位會計師，其中一位為會計師公會前會長；在中國海外發展有限公司案中，兩位委員則分別為資深會計師及律師。

¹⁹⁵ SFO, Schedule 9 §2 & §4.

¹⁹⁶ *Id.* §252(1). 該條由 2012 年第 9 號第 20 條修正法案修正，修正前證監會必須要透過財政司提出研訊請求，修正後可以自行提出。

¹⁹⁷ SFO, §252A.

¹⁹⁸ *Id.* §257(1).

¹⁹⁹ 法條文字使用 pay the amount，係指支付給政府的款項。Goo 稱其為 disgorgement order，*supra* note 134, at 279。該筆款項也被稱為 financial order，學說稱此為歸入，但與傳統上認為的獲利歸於公司之歸入有所不同，並非支付與公司，應予區別。Anna Y M Tam, *Financial Orders under Subsections 23(1)(b) and (c) of the Securities (Insider Dealing) Ordinance - Insider Dealing Tribunal v. Shek Mei Ling*, 30 HONG KONG L. J. 22, at 22 (2000).

向政府或證監會就有關研訊程序之相關開支，繳付一筆審裁處認為數額適當的款項。

6. 建議採取紀律行動 (disciplinary action)，命令建議行為人所屬之團體，例如公會，對行為人採取紀律處分。

綜上，民事裁處程序中，《證券及期貨條例》授權審裁處採取的罰則，可以區分為金錢上裁罰以及停權之裁罰兩大類。前者如歸入令以及支付訟費與調查費用之命令，也是主要的裁罰；後者則如吊銷資格、冷淡對待、禁止令等，屬附帶的裁罰。

雖然內線交易審裁處所進行之研訊程序屬於民事裁處程序性質，但由於其所為之懲處具有刑事性質，所以案件的證據要求應該到達刑事程序的舉證程度，即超越合理懷疑 (proof beyond reasonable doubt)，而非民事證據要求之高度可能 (a high degree of probability)。²⁰⁰對審裁處所為裁定不服之行為人，可向上訴法庭 (Court of Appeal) 提起上訴；對上訴法庭判決不服之人，經法院許可後可繼續向終審法院上訴。²⁰¹

第四項 刑事程序

2003 年港府修法，首次就內線交易行為增加刑事責任，形成民／刑事程序雙元體系，向其他普通法國家如美國、英國、澳洲看齊。²⁰²《證券及期貨條例》第 XIV 部 291 條以下，即對內線交易罪行及其罪責有明確規定。《證券及期貨條例》就雙元體系採取平行立法的策略，亦即民事責任的構成要件與刑事責任的構成要件完全相同，僅訴訟程序與罰則不同。

香港刑事程序可區分為公訴程序以及簡易程序，其程序內容、審理機關均有別，依據犯罪行為類型的不同，區分由不同程序審理。內線交易行為，則屬於可以採公訴程序也可以採簡易程序的罪名，惟其刑度不同。選擇由哪一級程序的權

²⁰⁰ Koon Wing Yee v. Insider Dealing Tribunal & Another, CACV 358/2005 (C.A. May 30, 2007) (Legal Reference System), para. 62-81. "It is true that a finding of insider dealing will not result in a criminal record. But this would follow from, and should carry no greater weight than, the classification of insider dealing as non criminal by the legislature. Nor do we believe the absence of a formal charge constitutes any reason for a different conclusion... Having regard to the seriousness of the penalty, which was intended to punish and to deter, we are therefore obliged now to conclude that the proceedings involved the determination of a criminal charge within the meaning of the HKBOR.... To conclude, it is our view that the appellants were entitled to the protection of Articles 10 and 11 of HKBOR in the insider dealing proceedings,... Furthermore, the appropriate standard of proof to be applied in the inquiry was proof beyond reasonable doubt."

²⁰¹ SFO, §266.

²⁰² *Supra* note 137, at iii-vi.

力在於控方，即律政司。²⁰³證監會在例行性的市場監控中若發現不尋常的市場交易，便進行調查後移交律政司，律政司可於裁判法院，循簡易程序提起刑事檢控，或申請移交區域法院與高等法院原訟法庭，循公訴程序審理。

簡易程序在裁判法院進行審理。程序上係由證監會告發，²⁰⁴由律政司提出檢控，裁判法院之裁判官則根據雙方提出的證據和法律觀點，裁定該被告人是否有罪，²⁰⁵最高可處一百萬港幣罰款及監禁三年。²⁰⁶公訴程序中，則先由裁判官確保控方握有足夠證據，並移交法院審理。律政司有權決定要在區域法院或高等法院原訟法庭起訴，二者差別在於後者有陪審團參與審判而前者無。正由於高等法院有陪審團參與審判，律政司實質上握有可以決定要不要讓被告由陪審團審判之權力。2012年為止，所有的內線交易公訴案件都是在區域法院審理。以公訴程序起訴者，最高可處一千萬港幣罰款及監禁十年，區域法院則最高只能處監禁七年。²⁰⁷被告若對各一審法院之裁定有所不服，可繼續上訴至香港高等法院上訴法庭。

《證券及期貨條例》就內線交易之制裁改採民、刑事雙軌制，且本條例自2003年生效後，已逐漸累積個案，並2007年開始有首宗刑事個案。然而，由於海外投資與空殼公司盛行等因素，刑事訴訟舉證困難；²⁰⁸兼以《證券及期貨條例》307條規定，就每一行為有不得重複訴訟之規定，若財政司就特定個案已依前開270條向市場失當行為審裁處提出案件，證監會即不能再就相同個案提起刑事訴訟，故而對內線交易行為之刑事追訴似乎仍然有其困難。

第五項 民事損害賠償訴訟

《證券及期貨條例》就內線交易行為創設損害賠償請求權，於上開兩種政府追訴管道之外，另外提供民事救濟管道，使政府以外之一般人可就因內線交易所致損失，於一般法院提起民事訴訟請求損害賠償（civil liability）。²⁰⁹《證券及期貨條例》第281條與305條均明文規定內線交易行為若造成他人的民事損失，該

²⁰³ 陳弘毅，前揭註188，頁56。

²⁰⁴ 香港刑事程序之始，一般由執法機關如警方或廉政公署向裁判法院告發；在內線交易案件則是由證監會調查並移送，同前註，頁56。

²⁰⁵ 同前註，頁66。

²⁰⁶ SFO, §303.

²⁰⁷ *Id.* §303，刑事罰款使用 fine 一詞，與民事罰金 penalty 應予區別。See also Emperor (China Concept) Investments, (I.D.T. Jun. 8, 1998), at 71.

²⁰⁸ Securities and Futures Commission v. Tiger Asia Management LLC and Others, CACV 178/2011 (C.A. Jun. 21, 2011) (Legal Reference System), para. 36.

²⁰⁹ 沈聯濤（2002），〈新的證券及期貨條例草案：為世界級金融中心而設的頂級監管制度〉，《香港證券市場的監管》，頁266，香港：證券及期貨事務監察委員會。

他人可以請求行為人賠償。

該私人請求權之請求權人，並不限於行為人之交易相對人，只要原告能夠證明渠因為行為人之行為受有金錢上的損失，即可提起訴訟，故而請求權人適格相對較寬。該損害賠償訴訟程序為一獨立司法救濟程序，與前開民事與刑事程序均無涉，也不受重複處罰禁止原則之限制，不因前開兩種程序之進行而停止程序或受任何影響。本條請求權之判斷不以民事責任或刑事責任之成立為要件，民事或刑事判決結果也不影響本項訴訟之結果。²¹⁰

然而，香港政府並未設有相關機構輔助請求權人提起該項訴訟，自該條例實施至今，也尚沒有個案援用本項權利勝訴取得民事賠償，甚至根本沒有人依本條提起任何民事訴訟，徒成具文，是否有助於一般交易人取得賠償，不無疑問。



²¹⁰ SFO, §281 & §305.

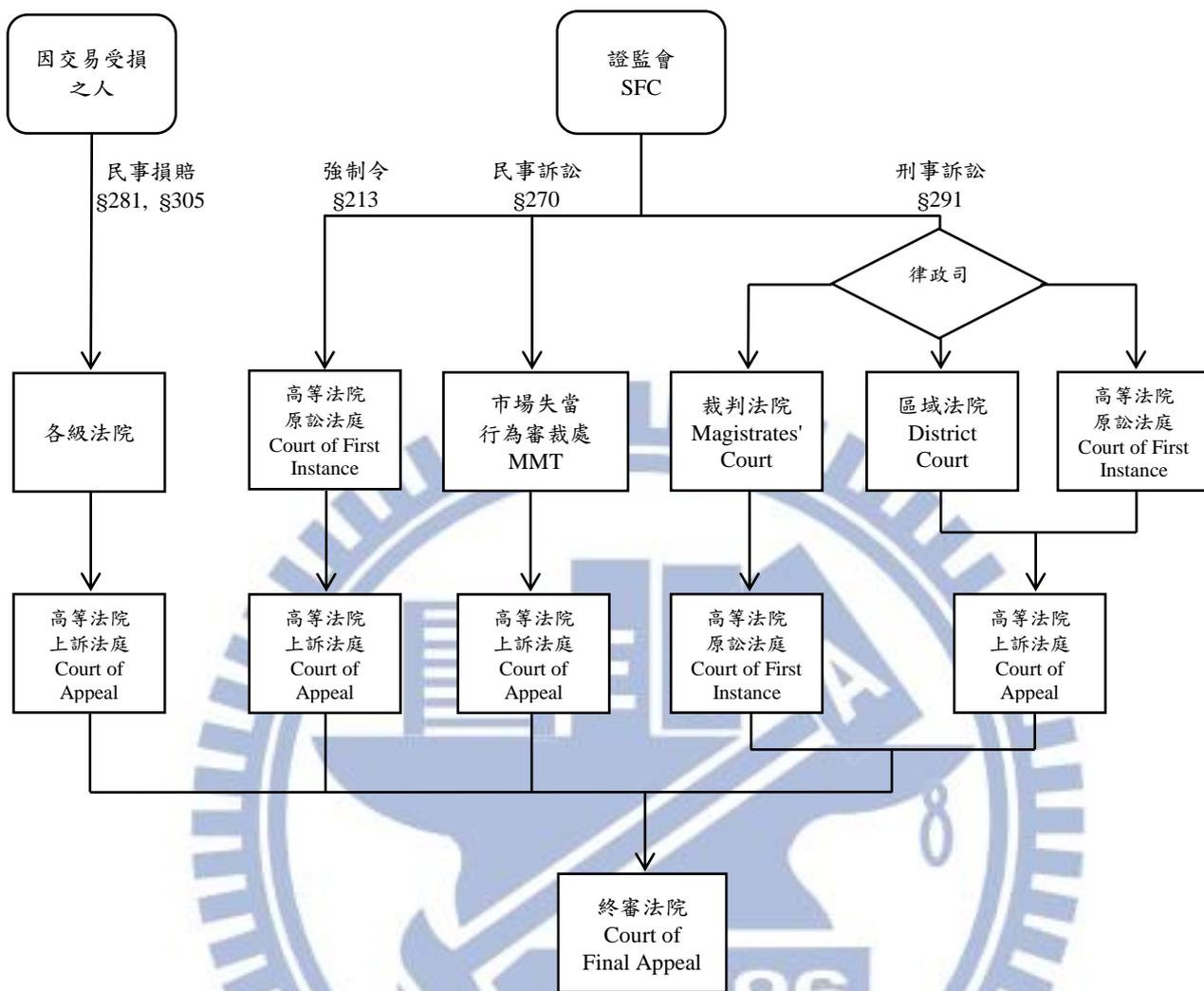


圖 6 現行《證券及期貨條例》下內線交易案件各種訴訟流程圖²¹¹

第六項 其他相關法律

第一款 《證券及期貨條例》213 條強制令

除了前開民事裁處程序以及刑事訴訟程序之外，證監會對付內線交易行為時，也常利用《證券及期貨條例》第 213 條所賦予的權利，向法院提起強制令（injunction）之申請。

根據該條規定，凡證監會認定「任何人已經違反或可能違反《證券及期貨條例》之任何規定、或協助他人、教唆他人、威脅他人、或企圖違反任何規定」，可以向高等法院原訟法庭（Court of First Instance）申請暫時強制令。原訟法庭在

²¹¹ 整理自 *Id.* §213, §251, §252, §256, §270, §281, §291, §303, §305 以及陳弘毅，前揭註 188。

任何人曾從事上開行為、或之後可能從事上開行為、或若不採取強制令將有人因而有受損害之迫切危險時，均可發出強制令。此外，在本案訴訟尚未確定前，原訟法庭也有權力在其認為必要時發出暫時強制令。²¹²

法院透過該條可以下達的命令內容包括：要求中止特定行為、禁止特定行為、使交易各方恢復訂立交易前原狀、禁止行為人處分特定財產、要求行為人委任他人管理財產、宣布證券契約無效、命特定人為特定行為...等，態樣繁多。²¹³

雖然在實務上曾有爭議，但香港法院最近作出決定，認定本條為獨立之救濟程序，不以刑事法院或市場失當行為審裁處曾就同一個案作出刑事判決或民事決定為發動之要件，也不需要由本案訴訟之提起。此外，終審法院更擴張本條的適用情形，可以同時做為核發暫時強制令與永久強制令之法律基礎，由法院依證監會之請求而決定核發何種強制令。²¹⁴

本條規範相當類似英國法下禁制令或回復原狀命令（restitution order）之規範。內線交易之不法所得，可由英國金融服務局（Financial Services Authority，FSA）請求法院裁准回復原狀命令，命被告給付與 FSA，再由 FSA 依法院指示交付或分配於適格之人。²¹⁵從法條上觀之，香港雖沒有類似使被害人能夠透過證監會主張權益的設計機制，從而受損害之交易人必須依據 281 條或 305 條提起私人訴訟；然而有鑑於私人請求權訴訟具有種種障礙，例如難以特定內線交易被害人，而 213 條下法院權力如此之大，實際運作上也發生與英國法相同之效果，透過 213 請法院指示回復交易前原狀、或能使當事人直接獲得賠償。²¹⁶

²¹² SFO, §213.

²¹³ *Id.* §213(2).

²¹⁴ *Securities and Futures Commission v. Tiger Asia Management LLC and others*, [2012] 2 H.K.L.R.D. 281, para. 34-37. (“... the difference in nature between criminal proceedings and the non criminal proceedings before the MMT on the one hand and section 213 or sections 281 and 305 proceedings on the other hand. Criminal proceedings are concerned with stigma, penalty and punishment. MMT proceedings provide an alternative to criminal proceedings in that a disgorgement order deprives the wrongdoer of the benefit of the wrongdoing. They are concerned with the conduct of the wrongdoer and not with the consequences of the wrongdoing. Section 213 is concerned with remedial actions and sections 281 and 305 create civil liabilities enforceable in civil courts....section 213 provides much needed ammunition to the Commission to protect investors. I do not agree that it is reasonable or desirable that investor protection under section 213 should come at the price of forgoing criminal prosecution”). Tiger Asia（亞洲老虎基金）一案為香港近年指標性的內線交易案件，Tiger Asia 基金及其經理人涉嫌利用建設銀行配股之內線消息獲利，證監會並未就該行為提起 270 條之民事裁處或 291 條之刑事訴訟，而是依據 213 條向法院聲請強制令，請求凍結該基金在香港的資產，並禁止交易，訴訟中證監會主張 213 條可以作為永久強制令的法律基礎，而不僅是暫時強制令，高等法院駁回該主張，但最終終審法院在 2013 年裁定證監會主張有理由，從而大幅擴張 213 可適用的範圍，也賦予證監會第三種可能的執法途徑。

²¹⁵ 曾宛如，前揭註 24，頁 276-78。

²¹⁶ 洪良國際案，CACV 128/2012，該公司有財報不實行為，證監會未向市場失當行為或地方法院以民事或刑事程序，反而依 213 條向法院請求命令該公司向投資人購回股份。本案雖然不是內

與上開民事裁處與刑事訴訟兩種規範手段相較，以 213 條為基礎的強制令以及前述的私人損害賠償請求權則有其相似之處。證券法上的強制令以及因內線交易所生的損害賠償請求權，其立法目的則都是使因內線交易而受害之人得以藉此獲得賠償，顯然與前開由政府發動、以規範與嚇阻內線交易行為為重的民、刑事訴訟手段具有截然相異的功能與立法目的。²¹⁷

第二款 短線交易禁止與董事禁售期制度

香港法上並未針對董事、經理人、持股一定比例以上之大股東設有短線交易禁止之規範，也未有短線進出所得歸入權之設計，取而代之的則是採取董事禁售期之規定以達預防杜絕內線交易之效。

香港交易所的上市規則 (Listing Rule)、與其子規定上市公司董事證券交易規範 (Model Code for Securities Transactions by Directors of Listed Issuers) 對上市公司董事的證券交易行為有明文規範。後者為上市發行公司董事的行為規範，違反該行為規範的行為會被視為違反證券交易所的上市規則；各上市公司也可以自行選擇設立較上開行為規範更為嚴格的行為準則。²¹⁸

該行為規範以兩個原則為中心：首先，對任何證券的相關消息知情的董事，在該消息公開前一定時間，不能交易該消息的相關證券；其次，該董事有更進一步的義務要預警對該相關消息不知情的其他董事，不得交易該證券。董事不得交易的該一定期間，即是所謂的董事禁售期 (black-out period)。董事禁售期在 2009 年原擬進一步延長，從公布期中報告前一個月或公布年度報告前兩個月，修正為從營業期間或年度結束後到公佈財報前都不能交易股票，可能長達四個月之久，但最終並未施行。²¹⁹ 兼之該行為規範對交易行為的定義相當廣泛，對董事的行為影響甚鉅。²²⁰

董事在交易公司證券前，必須先通知董事長或是特定的董事，並由該特定人

線交易案件，不過可以看出，即使在有確定被害人的情況下，證監會仍然可能使用 213 條以永久強制令的方式處理，而非由被害人依 281 條提起私人訴訟。姚曼儀，南華早報 (2012/11/5)，<http://www.scmpchinese.com/tc/opinion/635/white-collar-zheng-jian-hui-huo-nan-yi-jie-ding-shou-hai-tou-zi-zhe> (last visited May 6, 2013)。

²¹⁷ CACC 334/2009, at para. 166-175。法院認為為了支付交易相對人的損失，在強制令凍結的行為人財產有限的情況下，應該減少民事訴訟的罰金金額；顯見法院認為補償交易相對人的立法目的應該優先於對行為人的行政處罰。

²¹⁸ Listing Rule, *supra* note 118, Appendix 10, §2.

²¹⁹ HSU ET AL., *supra* note 4, at 294; Listing Rule, *supra* note 118, Appendix 10, Rule A3. 該延長之修法受到上市公司及金融從業人士之反對而暫緩。亞視新聞 (2008/12/29)，〈上市公司聯署反對港交所擬延禁董事買賣股票〉，*available at*

http://www.hkatvnews.com/v3/share_out/_content/2008/12/29/atvnews_124733.html。

²²⁰ HSU ET AL., *supra* note 4, at 294. Listing Rule, *supra* note 118, Appendix 10, Rule A3.

士出具書面並押有日期的同意。會有這樣的規定，是因為董事被預設握有公司證券的價格敏感消息，故而未經同意的證券交易都被視為可能的內線交易。此外，如果是符合規定、有正當理由、並經認可的董事交易，董事也必須在交易後自行通知證交所，並說明該正當理由以供揭露於大眾。²²¹

第三款 強制揭露制度

強制揭露規範，可分為公司資訊的強制揭露與特定交易消息揭露的規定。前者指定期揭露制度，後者則指不定期揭露制度，屬於內線交易法制之一環，又可區分為重大交易消息（notifiable transaction）以及相關人交易（connected transaction），原本都規定在證交所的上市規則中，但陸續被修法納入《證券及期貨條例》。²²²

所謂重大交易消息係指一定規模以上的公司股票、財產交易、併購行為...等，因其規模較大而對公司會造成財務與控制上的影響，故而應強制揭露。在 2013 年一起被修法納入《證券及期貨條例》第 XIVA 部，上市公司在獲知任何股價敏感資訊後，應在合理而可行的範圍內盡快公開之，證監會並公布〈內幕消息披露指引〉，說明應揭露消息之內涵、揭露義務人、揭露方法、以及容許不揭露之例外情形等，以為資訊揭露標準之參考。²²³

相關人交易則指公司與董事、一年以內曾任董事之人、執行長、大股東、實質控制公司之人...等人士間的交易，因該類交易本質上容易涉及相關人士利用其身分地位在交易上獲利，故而應強制揭露。²²⁴《證券及期貨條例》第 XV 部，將揭露交易的門檻自持股 10% 以上之人修正為持股 5% 以上，並將申報時間由五天內縮短為三天內，整體趨向更為嚴格，企能在有效提升揭露效率以及降低市場揭露之負擔間求取平衡。²²⁵相關的資訊揭露，係透過港交所所營運的電子申報系統，並公布在港交所網站。

第五節 對香港內線交易法制之批評

輿論曾有「香港為內線交易者的天堂」此種說法，且直到最近都曾被引述；

²²¹ HSU ET AL., *supra* note 4, at 294. Listing Rule, *supra* note 118, Appendix 10, Rule B8 & C14.

²²² Listing Rule, *supra* note 118, Rule 14A.13 & 14A.45. See also HSU ET AL., *supra* note 4, at 308.

²²³ 證監會，內幕消息披露指引，<http://cn-rules.sfc.hk/PDF.php?id=503>。

²²⁴ HSU ET AL., *supra* note 4, at 309-13.

²²⁵ SFO, §310-313 & §341.

²²⁶香港內線交易盛行的原因，有學者歸納提出三點：其一為證券市場之組成，香港交易所是採取會員制，而非受政府監管。其獨立運作自我監管之特性，早期引來其主要為了會員而運作而非為了投資大眾之利益之批評。其二為公司所有權高度集中於控制股東手中，並有明顯的家族企業傾向。相對閉鎖的家族公司容易造成管理階層重視家族利益甚於公司利益與股東利益之情況。其三則是電子交易系統的興起，造成交易普及化、跨國境化，也使資訊流與金流的監管更為複雜而困難。²²⁷

證監會對內線交易行為的監管執行仍然有許多阻力。由於政府本身態度的分歧與保留，使監管單位從政府所獲得的資源始終有限；例如在 1990 年代初期，政府曾經縮減證監會的擴編人員計畫，並且要求證監會返還早期的借款，藉此同時限制證監會的人力資源以及財務資源，使證監會的執法行動受到限制。²²⁸政府在市場中握有高比例的持股，也造成監管上的利益衝突，從而招致批評。²²⁹

對於香港內線交易及其法制之研究文獻可謂相對缺乏，早期文獻缺乏香港內線交易實際情形以及執法情形的實證研究，除了內線交易調查本身的困難以外，一部分也是導因於香港金融機構對調查的抗拒。²³⁰香港本地文獻集中於制度之探討，或是修法期間的介紹性敘述，²³¹以及從財務金融的角度分析內線交易行為對資本結構之影響。²³²而英美文獻對香港內線交易法制的認知都已不合時宜，大多都是基於 2003 年前的《證券（內線交易）條例》所留下的印象。例如 Du & Wei 在 2003 年對香港內線交易執法的描述為「僅有民事罰金，但有嚴格的法律與嚴厲的執法」，²³³媒體輿論則把內線交易盛行的原因歸到 2003 年以前香港對內線交易根本沒有刑事裁罰，只有民事賠償，內線交易者大可將這些民事賠償納入成本考量。²³⁴

除了金融從業人員，香港資本市場的投資人對於內線交易的觀點似乎也較為

²²⁶ *Insider Trading in Hong Kong: To the Dungeon*, THE ECONOMIST, SEP 17, 2009, www.economist.com/node/14460534.

²²⁷ K. Lynch, *supra* note 2, at 255-58. Gaylord & Armitage 進一步指出香港的殖民社會造成人民的道德感低落，物質主義至上，並且以家族利益為中心。Gaylord & Armitage, *supra* note 120, 27-31. 證監會在執行上一直到 1997 年才與香港證交所建立較為良好的配合機制。

²²⁸ Gaylord & Armitage, *supra* note 227, at 33.

²²⁹ K. Lynch, *supra* note 2, at 240-49. K. Lynch, *supra* note 108, at 137-8; Gaylord & Armitage, *supra* note 227, at 32.

²³⁰ Gaylord & Armitage, *supra* note 227, at 32; K. Lynch, *supra* note 2, at 254.

²³¹ Anna Y M Tam, *supra* note 199; Goo, *supra* note 134; K. Lynch, *supra* note 108.

²³² *Supra* note 118.

²³³ Du & Wei, *supra* note 73, at 920.

²³⁴ *Supra* note 226.

寬容，不支持政府採取嚴格的管制措施，較早期許多投資人甚至也不知道內線交易是違法的行為。²³⁵

香港特區政府廢除《證券（內幕交易）條例》、制定《證券及期貨條例》具有宣示政策目的之意義，有趣的是，一項 2012 年公布的調查指出，香港投資人似乎並不認為政府對內線交易進行有效的監管，只有 36% 受訪者認為內線交易行為在香港已受到有效監管。²³⁶

第六節 小結

綜上所述，對香港證券交易市場中內線交易之執法樣貌進行調查與描繪，實為一刻不容緩之任務。香港對內線交易行為是否確實採取輕度管制？該輕度管制是否是資本市場活絡的原因？對內線交易人課與刑事責任對於該情況又有何影響？本文期望透過實證研究描繪出初步的輪廓，並尋求上開問題的解答。

香港內線交易法制經過數十年，逐漸從英美法發展成一個完備的成文法體系。除了內線交易禁止此一概念本身的強化以外，罰則從單一的行政罰則轉為多元化的民事、刑事、行政並存的系統，另外也發展出許多互相支持強化的揭露規範與事前禁止規範。在新法實施將滿十年的此刻，執法機關也已經就內線交易案件累積相當數目之判決，接下來透過內線交易案件之整理與回顧，檢視上開所述內線交易法制的實際執行狀況。

²³⁵ K. Lynch, *supra* note 2, at 259.

²³⁶ HONG KONG EXCHANGES AND CLEARING LIMITED, THE RETAIL INVESTOR SURVEY 2011 52 (2012), available at <http://www.hkex.com.hk/eng/stat/research/Documents/RIS2011.pdf>.

第三章 香港內線交易案件實證研究

本章將整理介紹香港的內線交易案件。首先介紹案件發生時間與判決時間分布，接著依次整理案件的調查與審理所花費的時間、行為人的身分與行為態樣、內線消息的態樣與性質、交易所得利益的統計與計算方法、判決結果與量刑狀況、案件上訴狀況、以及調查案件所耗費的費用等等。以求對香港歷來內線交易案件的態樣與執法情形有一概略性的瞭解。

第一節 案件總覽

(見下頁)



第一項 1991 年至 2003 年間案件

編號	行為時間	交易標的	被告	案情概要
B1	1992/5/15-6/12	廣聯企業有限公司	Tony LAU Hon Chung (控制股東暨董事)、CHAN Dan Nar (Lau 女友暨控制公司經理)	廣聯企業陸續公布一系列重大消息：先宣布下市，並發放特別股利，最後演變成第三方將收購公司。董事 Lau 在相關消息未公布之時，持續將消息告知女友，Chan 並依此數度買賣股票獲利
B2	1992/11/1-12/1	大眾國際投資有限公司	Don LAU (買方收購顧問) LEONG Kwok Nyem (賣方子公司 JCG 負責人，負責併購事宜)、Amy FOONG Swee heng (Leong 妻)、Pamela WONG (Lau 妻妹)、LAU Wai man (Lau 妻妹夫)、Wallace YUEN (證券交易員)、Chan (Amy 同事)	公司接獲眾多收購提案皆予以拒絕並否認後，迅速完成收購協議。參與重要協商會議的賣方負責人之妻等人、以及買方收購顧問的親戚們，在協議達成後一消息公布前都分別購入該公司大量股票，並在公布後拋出獲利。
B3	1993/1/1-5/12	益安國際集團有限公司	LEUNG Wah-chai (主席)、BUTT Ching-han (妻)、LEUNG Sum-ching (採購經理、空殼公司董事)、BUTT Shiu-han (妻妹，空殼公司負責人)、Danbridge (交易公司)、Langer (交易公司)、Golden Key (交易公司)	益安國際即將公布財報，內容為公司獲利大幅縮減。公司主席搶在公布財報前三個月陸續脫出其自己所有以及許多透過 BVI 公司所持有的公司股份，以減少損失
B4	1993/4/26-5/7	其士(商業系統)國際有限公司	CHOW Yei-ching (負責人)	即將公布財報，前一年度虧損陡增五倍，負責人將其以家族信託所持有的公司股票賣出以減少損失
B5	1993/5/6-6/16	香港毛紡廠有限公司	SHEK Mei-ling (收購人公司員工)、CHENG Chun-ling (收購人友人)、TAI Lai-wo (收購人友人)、Sinyo Wahid Winata TAN (收購人友人)、FUNG Pui (外部人)、Dominic LEUNG Koon-hong (魏理仕地產董事)、NG Kwong-fung (收購人)	香港毛紡廠即將被一中資集團洽談收購，收購方負責收購事宜的 Ng 將消息告訴 Shek 與其他人，並就此借出資金。Shek 與其他友人遂陸續大量購入收購標的香港毛紡廠的股票，並在公布後售出
B6	1993/6/1-7/5	志成集團有限公司	梁志漢(董事長)、張舜堯 CHEUNG Nim-chee (大股東、收購人)、彭錦芝(收購人)、張小珠(收購人妻)、Henry Lai (收購人)、WONG Mui (人頭)	作為長期可能收購計畫的一環，數名股東洽談收購董事長所有之股份，其中數人及妻子並利用此一內線消息而獲利
B7	1993/8/13-16	僑福建設企業機構	HWANG Chou-shiuan (公司創辦人)、Peter SIN Kit-leung (資深員工)	僑福即將對第三方發行新股增資，背後之中資公司將成為主要股東，股價因而看漲。公司創辦人(非現職員工或董事)與一員工遂在協商當日購入相當股票並據而獲利
B8	1993/10/7-11	英皇(中國概念)投資有限公司	楊受成(實際控制股權非董事)、Asian Star(交易公司)、Kingsday (交易公司)、Kelly Yeung (A&K 負責人)、Rebecca Yeung (A&K 負責人)	第三方將收購英皇集團對英皇中國的股權，大股東楊受成搶在洽談中公布前透過空殼公司購入英皇中國股票以獲利

B9	1994/7-1995/8	錦興集團有限公司	WONG Sun (主席兼大股東)、Sanrita WONG (副主席兼大股東)、William FUNG (執董兼大股東)、Connie LI (Wong 秘書)、FAY Loi Loi (Wong 往來證券商之妻)、WONG Kim Lim、Louis LO (珠海廠副總)	錦興集團上半年報帳面保持盈餘並發放股利，實則因收購失敗即將認列巨大虧損並持續縮編。公司正副主席、執行董事遂紛紛拋售持股以避免損失
B10	1995/7/21	毅興行有限公司	Taylor Ho Tai Loi (主計長、執行董事、公司秘書)、Hui Sai Chung (大股東)、Hui Kwok Kwong (大股東)	公司前年度年營收有超乎一般預期的成長，Ho 身為公司主計長知悉利多資訊遂籌資大量購入股票並於調查中認罪
B11	1996/11/19-21	華人置業集團	Johnson LAM Yee-ming (地產交易仲介)、Joseph LAU Luen-hung (主席兼執行董事)	因應經營方針改變，將以高價出售主要不動產資產。不動產交易中間人在交易協商之始即買入股票，公司主席亦在協商中陸續購入公司認股權證
B12	1996/3/1-21	中國太陽神控股有限公司	駱輝 (主席)、劉燦榮 (董事兼公司秘書)、張鐵成 (董事兼副總)、蔣為榮 (董事兼副總)、鍾明志 (內部人)、金東 (子公司人事副總)、王鳳儀 (副總)	即將公布上市後次年之財報，然營收未達募股書預期。一系列由主席到副總之高階內部人遂拋售持股以避損
B13	1996/6-9	兆峰陶瓷集團有限公司	Siegfried LEE Siu Fung (主席創辦人)、Daniel CHAN Kwong Tat (Lee 合夥人)、Lisa LAM Lai San (副 CEO / 董 / 分析師)、William LAM Chun Ming (Lisa 夫、Search 投資部資深)、Henry Tai Hong LEUNG (子公司董、search 投資公司董事)、另 9 人	即將宣布子公司原定在美上市之計畫取消，改配發新股，且前一年度認列鉅額虧損也將公布。主席、合夥人、子公司董事以及數名財務顧問遂出售持股
B14	1997/5/1-23	香港華人銀行集團有限公司及華地有限公司	Carlton POON Kam Tao (Worldsec 主席，Lippo 財務顧問，市場分析師)、Edmund KUNG Chiu Nam (Poon 前同事)、Jenny KONG Yuen Kwan (Poon 妻)、Stephen Riady (出售人 Lippo 集團副主席)	港華集團原有子公司 HKCB 將重組，中信集團將取得控制股權，港華從而得以切割虧損部位。港華母公司 Lippo 之副主席、財務顧問及數名友人遂購入港華之股票
B15	1997/6/20-7/23	益通國際集團有限公司	James Huang (GH 董/boss)、Phoebe Chiu (GH Business manager)、Eddie Chow (AIM 投顧、三人友)、KWAN Lai Seung、另有 4BVI 公司、13 員工	因財務不佳壓力亟需現金，即將對 GH 公司發行新股增資。買方 GH 之董事、經理看漲益通股票遂分別以個人名義購入。其友人為投資顧問亦以所管理基金購入益通股票
B16	1997/7	永德信實業有限公司	霍聲璞 (豫港集團財務董事、太戊電力董事)	永德信將自第三方收購河南汽車工業與太戊電力，被告為被收購公司之董事，遂私自購入買方永德信之股票以期獲利
B17	1997/7/29-8/7	錶準時國際控股有限公司	WONG Wing Shing, Wilson (主席)、TSANG King Hung (副主席執董大股東)、Mohammed ADIL (出口商、友人)、LAU Wan (中間人)	錶準時公司將與第三方中資公司成立 joint venture，內部人主席與副主席等人遂利用多名人頭購入公司股票，並將消息告知友人

B18	1998/1/1-5/19	僑弼控股有限公司	Clarence WONG Wing Wah (執董)、HUNG Shiu Shan (Sunny 岳父)、Sunny WONG Man Fu (執董)、Rona WONG YUEN Wan (Clarence 姊)、Samantha CHEUNG Shu Yim (Sunny 秘書)、Waylex FOK Ying She (同業)、LAM Loy Lui (Rona 母)、Heidi MING Muk Tse (另一執董妻姊)	前年度財政困難，協商匯豐銀行貸款失敗，數名參與貸款協商的內部人士遂拋售持股以期避損，並將消息轉知親戚與秘書
B19	1999/9/14-20	匯漢控股有限公司	Thomas LAU Luen Hung (被收購公司 CIL 主席)	匯漢控股將以 share swap 取得 CIL 公司之主要股權，CIL 之主席因而在公開前私自購入匯漢之股票以期獲利
B20	1999/9/22-10/4	建聯集團有限公司	Joseph, Chung Yin LAU (子公司財務董事)、Rozalia, Li PUI (Lau 友、前同事)	一系列股權協商破局後，即將進行新的先舊後新配股，子公司財務董事即將消息告知友人並且自己購入建聯公司股份
B21	2000/1/31	永富建設國際集團有限公司及永義國際集團有限公司	KOON Wing Yee (兩公司主席)、Sonny Chan (Koon 友人)、Alan Tsang (兩公司副主席)、Helena SUM (Alan 妻)、Christina TSANG (Alan 妹)、LAM Ping Wan (Koon 友人)、CY Chan、CHUNG Ki To (Alan 妹婿)	前年度財政困難，但第三方即將注資併購，主席、副主席以及親友數人遂交叉利用帳戶購入股票並在公布後售出獲利
B22	2000/1/31	昌明投資有限公司	Gwennie Chen (Yau 妻)、Gabriel Tse (Yau 友人)、Felix Yau (投銀 Assistant Director)	將被日商 Sega 公司併購，中間人投資銀行人員 Yau 知悉後遂連同妻及友人購入昌明股份
B23	2000/2/14-17	中聯系統控股有限公司	LAM Hon Nam (主席)、Silvia CHAN Yuk (妻妹，前會計)、Ernest CHOY Ming Yan (總經理)、Becky CHAN Lai 'king (總經理妻)、Sammy TSE Kwok Fai (子公司 CEO)、Dennis LI Yat Tung (Tse 友)、Debbie NG Kit Ying (Tse 友)、Chris WONG Cheung Hung (Ng 友)、Christie WO Man Shan (Tse 友)、Charles CHONG Wai Lee (Tse 合夥人)、CHONG Bun Bun (Chong 妹)	將發行 28% 可轉債及選擇權給和記黃埔，和記黃埔因此成為最大控制人，並成立合資企業。主席、總經理及親友數人買入股票。和記黃埔子公司 CEO 更將資訊告知外部人，而有多名友人隨之購入股份
B24	2000/2/29-3/1	港陸國際集團有限公司	Sammy TSE (收購人和記黃埔子公司 CEO)、Debbie NG Kit Ying (Tse 友)、Charles CHONG Wai Lee (Tse 合夥人)、Becky CHONG Bun Bun (Charls 妹)、Dennis LI Yat Tung (Charls 友)、Chris WONG Cheung Hung (Ng 友)	和記黃埔將透過認股成為港陸集團主要股東，和記黃埔子公司 CEO Tse 繼中聯系統案後，再度將資訊告知外部友人，資訊並因此擴散而有多人購入股份
B25	2000/7/12-28	頂益(開曼島)控股有限公司	Jim LAM (德銀分析師)、Debbie HO (香港 IR 部門經理)、Anna HO (Skandia 基金經理，LAM 表親)	頂益公司即將公布財報，前一年度連年虧損後將轉虧為盈，投資人關係部經理於是將資訊告知投資銀行之分析師，分析師再轉達給基金經理人而以所管理基金買入頂益股份

B26	2001/5/18-8/28	方正控股有限公司	Julie Kennel (Cheung 妻妹)、Alan, Cheung Shuen Lung (主席兼董, PUF 董, PKU 研究員)、Cheung Siu Lung (Cheung 弟)、Super Highway (Cheung 弟妻妹公司, 弟人頭公司)、Peking University Founder Group Corporation (Cheung 公司)、Yip Ka Yeung, Albert (Cheung 妻弟)	即將發布子公司 Order 鉅額虧損消息, 主席與數名親友遂拋售手中持股以避虧損
B27	2001/12/3-20	啟祥集團有限公司	James WANG Bin (收購公司 DiChain 主計長)、Tai Ching Nam (DiChain 助理總裁)、Denny WU Shiyue (DiChain 助理副總裁)	啟祥因財務狀況不佳, 將被 DiChain 公司收購, 以進行借殼上市。買方數名高階經理人遂買入啟祥股份以待獲利



第二項 2003 年至 2012 年間案件

第一款 民事裁處案件

編號	行為時間	交易標的	被告	案情概要
C1	2003/06/02	新怡環球控股有限公司	蔡熔熔 (子公司雇員、秘書) 孔繁偉 (子公司雇員、業務經理) 陳翔 (子公司雇員)	行為人三人為新怡環球控股有限公司，知悉 2003 年 3 月前半年利潤比去年同期下降 72%，遂在財報發布前買賣公司股票獲利
C2	2004/01/07	中國海外發展有限公司	錢柏昌 (摩根大通股票經紀) 梁志強 (荷銀基金經理人) 陸家祥 (摩根資產基金經理人)	行為人錢柏昌為證券從業人員，因職務知悉中國海外發展有限公司將在 2004/1/26 左右公佈並進行 8.5 億股先舊後新配股，配股價為 1.80 港元低於市價，屬利空消息，遂告知另二人，另二人則於公布前出脫所管理基金之持股
C3	2008/02/21	美麗寶國際控股有限公司	張必佳 (劉同居人) 劉燕艷 (併購方事務所見習律師)	百利國際控股將溢價購入美麗寶國際控股公司股份，行為人劉燕艷為併購方律師事務所之律師，知悉利多消息後告知同居人張必佳，張遂購入美麗保之股份而獲利
C4	2008/03/31	佳訊控股有限公司	施俊寧 (中國水業執行董事兼副董事總經理) 王超 (濟南泓泉董事兼總經理) 國愛文 (濟南泓泉主席)	行為人施俊寧與王超將透過第三方公司收購佳訊控股有限公司，遂利用國愛文為人頭戶在收購計畫外另購入股票
C5	2009/06/16	超大現代農業控股有限公司	郭浩 (董事會主席、大股東) 陳志寶 (財務長) George Stairs (FMR 共同基金經理人)	超大現代農業控股有限公司即將配股發行，價格較低且將稀釋原有股份為利空，內部人郭浩及陳志寶告知另一被告 Stairs，Stairs 身為基金經理人遂脫手所管理基金所持有之股票以避損

第二款 刑事案件

編號	行為時間	交易標的	被告	案情概要
M1	2004/10	順龍控股有限公司	熊麗美 (子公司財務經理)	行為人知悉順隆控股有限公司之主要客戶將申請破產，將認列大量壞帳，遂在財報公布前出售持股以避損
M2	2005/07/21	媒體伯樂有限公司	林嘉輝 (CLSA 投銀總監) 方仁宏 (HS 基金經理)	德高貝登公司將收購媒體伯樂，故有利多，行為人林嘉輝為收購方之財務顧問，知悉上開消息後遂使妻子買入共同基金並告知友人方仁宏，方除自己買入外，並所管理基金買入該公司股份，均獲利
M3	2006/07	聯洲珠寶有限公司	馬漢揚 (巴黎百富勒副總裁) 盧鈺華 (馬女友) 馬漢傑 (兄)、曹建華 (嫂) 馬俊濠 (侄)	聯洲珠寶將下市，價格高於市價，被告馬漢揚為投資銀行從業人員，知悉該利多消息後以女友名義買入，並告知其餘四名被告即其親友，五人均有獲利
M4	2007/08	至祥置業有限公司	林景雄 (華人置業會計經理) 封麗莎 (林妻)	至祥置業有限公司將與母公司華人置業公司行資產交換協議，至祥股票將獲溢價，行為人林景雄為母公司會計經理，知悉後除自己買入外，並告知其妻亦買入，均獲利
M5	2007/02/15	中信資源控股有限公司	杜軍 (Morgan Stanley 董事、總經理)	中信資源控股有限公司將發行公司債融資以進行收購計畫，由大摩發行，行為人身為大摩董兼總經理，知悉相關利多消息並先後分九次購入中信資源股票，獲利約三千萬港幣
M6	2008/05/02	寰宇國際股份有限公司	陳柏浩 (買方談判代表)	大股東將自第三人收購寰宇股票，行為人為買方之談判代表故知悉收購相關資訊，並自己購入寰宇國際之股票而獲利
M7	2010/06/04	香港飛機工程有限公司	林光宇 (獨立非常務董事)	太古公司將收購香港飛機工程股票，並因而觸發公開收購程序為利多消息，行為人為獨立董事知悉後便買入港機工程股票，有獲利但悉數捐出
M8	2008/10	中信泰富有限公司	崔永年 (財務部助理)	中信泰富有限公司所持有澳幣衍生性工具將到即不得不贖回而將產生虧損，行為人為內部人，知悉該利空消息後遂出售持股而達避損

第三款 強制令案件

編號	行為時間	交易標的	被告	案情概要
I1	2007	中信資源控股有限公司	杜軍(Morgan Stanley 董事、總經理)	本案訴訟，上訴法院將罰金自 2330 萬減少為 168 萬，證監會繼續追求返還違規交易，未判決
I2	2007/04	亞洲電信媒體有限公司	呂瑞峰(主席) 田燕群(財務董事之父之妻) Clear Excel Limited(呂控股 BVI 公司) Kayden Limited(BVI 公司)	證監會凍結呂及其代理人藉內幕交易取得的收益 3,240 萬元，該筆款項被存入一個以 Kayden 名義開立的新加坡銀行戶口；終審法院最終撤銷暫時強制令，認定法院無法境外凍結，未繼續訴訟
I3	2007	國美電器有限公司	黃光裕(主席) 杜鵬(妻)	公司於市場上回購大量持股，均為主席本人持股。行為人在中國被控內線交易罪，並被判刑十四年，香港當局僅於案發時凍結行為人財產，後續未進行司法追訴
I4	2008-2009	中國建設銀行 中國銀行	亞洲老虎基金 Tiger Asia	亞洲老虎基金就數項標的進行內線交易，證監會尋求凍結該基金財產，原訟法庭駁回強制令，上訴庭撤銷原素法庭判決准予強制令，終審法院也維持上訴判決，裁定法院就 213 條強制令的先決要件有管轄權
I5	2011/01	中國森林控股有限公司	李寒春(行政總裁) Top Wisdom(李所控公司)	中國森林於 2010 年完成收購寧蒗公司後，其總裁於 2011 年 1 月中透過其名下 Top Wisdom 公司，售出 1.19 億股中國森林股份，套現約 3.99 億元。經證監會提起，高院凍結其資產 4 億，截至目前為止證監會就本案與強制令均無進一步訴訟
I6	2011/06	星亮國際有限公司	Lee Sung Ho Chang Se Lee Empress Fair Ltd. Winwell Global Trading Ltd. 三成控股(香港)(星亮控股主要股東 SSCP Co., Ltd. 子公司) STM Corporation(SSCP 行政總裁 Oh Jung Hyun 所控)	證監會請求法院裁定 Chang 與 Winwell 在 2011 年 3-5 月期間購入星亮股份的交易全部失效，及禁止答辯人調走去年七月至十月期間出售星亮股份的收益，並請求凍結約 800 萬財產，法院認定渠在港無資產且無法凍結境外資產，撤銷強制令，目前為止證監會未就本案或強制令繼續訴訟

第二節 1991 年至 2003 年間執法狀況

第一項 案件分布

自 1991 年 9 月 1 日《證券（內線交易）條例》實施至 2003 年 4 月 1 日新法《證券及期貨條例》實施為止，香港內幕交易審裁處共計依據《證券（內線交易）條例》，審理 27 宗內線交易案件並做出報告。

27 宗案件中，最早一案發生在 1992 年，最晚一案發生在 2001 年，案件的分布如表。可以看出 1993、1997 以及 2000 年的案件量明顯偏多，分別有 6 宗、4 宗、5 宗，合計 15 宗案件，已超過總案件量的一半，其餘年份的案件則較少。

表 3 1991-2003 年間內線交易案件年份統計

發生案件年份	發生案件數量
1991	0
1992	2
1993	6
1994	1
1995	1
1996	3
1997	4
1998	1
1999	2
2000	5
2001	2
2002	0
2003	0
合計	27 宗

就上開案件所為的司法決定年份，則分散於 1994 年至 2009 年間；其中有半數（13 宗）案件的審裁報告書是在本法於 2003 年 4 月 1 日廢止後，內幕交易審裁處才完成。²³⁷

²³⁷ 分別是 B13（2004 年 10 月 25 日）、B14（2005 年 8 月 9 日）、B15（2004 年 7 月 8 日）、B18（2005 年 12 月 15 日）、B19（2006 年 12 月 14 日）、B20（2004 年 12 月 24 日）、B21（2006 年 1 月 19 日）、B22（2006 年 8 月 3 日）、B23（2007 年 3 月 26 日）、B24（2009 年 10 月 20 日）、B25（2007 年 1 月 11 日）、B26（2009 年 11 月 5 日）、B27（2006 年 12 月 22 日）等 13 宗。

第二項 調查期間

案件調查期間之計算，係自案發日之首日起算，至案件由財政司或證監會移送內幕交易審裁處為止，為證監會調查該案的期間。而案件審理期間的計算，則自審裁處召開初步聆訊，至審裁處做出最終決定（包含認定內線交易行為成立與否、以及針對內線交易行為人的裁罰決定）為止。

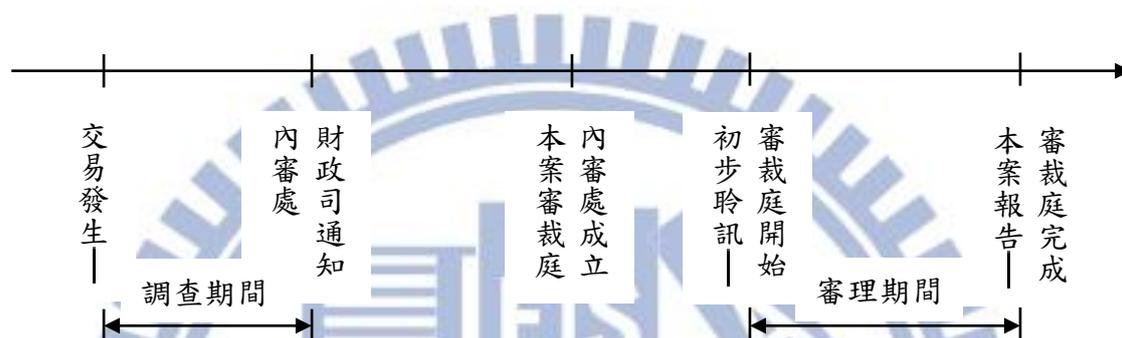


圖 7 調查暨審理流程示意圖

表 4 1991-2003 年間內線交易案件調查期間暨審理期間表²³⁸

案件編號	案發時間	移送 IDT 時間	審裁庭初步聆訊	IDT 判決時間	調查日數	審理日數
B1	1992/5/15-6/12	1993/12/31	1994/3/28	1994/6/24	595	88
B2	1992/11/1-12/30	1994/2/7	1994/8/10	1995/5/8	463	271
B3	1993/1/1-5/12	1996/3/2	1996/5/13	1996/10/29	1156	169
B4	1993/4/26-5/7	1996/8/14	1997/1/23	1997/7/10	1206	168
B5	1993/5/6-6/16	1997/1/23	1997/3/20	1998/1/21	1358	307
B6	1993/6/1-7/5	1997/4/21	1997/7/10	2001/6/27	1420	1448
B7	1993/8/13-16	1996/7/9	1996/9/17	1997/3/5	1061	169
B8	1993/10/7-11	1997/9/26	1997/12/18	1998/6/8	1450	172
B9	1994/7/1-1995/8/31	1998/11/30	1999/3/5	2000/6/15	1613	468
B10	1995/7/21	1998/5/6	1998/5/22	1998/7/23	1020	62
B11	1996/11/19-21	1998/9/26	1998/11/24	1999/6/1	676	189
B12	1996/3/1-21	2000/6/30	2001/2/6	2002/6/6	1582	485
B13	1996/6/1-9/31	2001/2/10	2002/1/30	2004/10/25	1715	999
B14	1997/5/1-23	2000/11/2	2001/2/20	2005/8/9	1281	1631

²³⁸ 部分案件於判決中僅標明月份未標明日期，則以該月 1 日起算，計算至該月末日；調查期間以案發第一日起算。

案件編號	案發時間	移送 IDT 時間	審裁庭初步聆訊	IDT 判決時間	調查日數	審理日數
B15	1997/6/20-7/23	2002/6/26	2003/4/16	2004/7/8	1832	449
B16	1997/7/1-7/30	2001/2/20	2001/8/29	2001/11/2	1330	65
B17	1997/7/29-8/7	2001/11/21	2002/4/22	2003/2/14	1576	298
B18	1998/1/1-5/19	2002/8/26	2004/9/13	2005/12/15	1698	458
B19	1999/9/14-20	2003/5/15	2005/4/14	2006/12/14	1339	609
B20	1999/9/22-10/4	2002/9/25	2004/4/8	2004/12/24	1099	260
B21	2000/1/31	2003/3/26	2005/2/28	2006/1/19	1150	325
B22	2000/1/31	2003/9/25	2005/5/24	2006/8/3	1333	436
B23	2000/2/14-17	2003/10/28	2005/5/17	2007/3/26	1352	678
B24	2000/2/29-3/1	2003/9/25	2006/7/17	2009/10/20	1304	1191
B25	2000/7/12-28	2004/3/18	2006/3/6	2007/1/11	1345	311
B26	2001/5/18-8/28	2005/5/6	2007/7/16	2009/11/5	1449	843
B27	2001/12/3-20	2005/6/27	2006/11/6	2006/12/22	1302	46

由於資訊的流動相對難以確定時間，且可疑交易通常橫跨數日至數周之間，上表中內線交易案件的案發期間都是以開始發生一系列相關可疑交易的時間計算。此外雖然無法由判決中得知證監會展開調查的確切時間，但一般而言在交易行為發生後，證監會就會透過證交所的監控系統立刻發現不正常的交易量與價格波動，隨即展開初步的調查，故本研究從案發開始計算調查時間。

觀察 1991-2003 年間的案件調查期間，可以發現內線交易案件的調查期間自 463 日至 1832 日不等，大部分落在 1000 日至 1500 日之間，即三年至四年左右。換言之，大部分案件僅是從案發到證監會結束行政調查，就要花上約三年至四年的時間。

證監會結束調查後，案件也不會立即進入司法程序，必須由財政司任命負責審理該案的內線交易審裁庭，審裁庭在真正進入審理階段前也會進行初步調查，這個過程往往又要數個月至兩年不等之久。

案件的審理期間，則自 46 日至 1631 日不等，即約一至四年不等；超過半數案件（15 宗）的審理時間都在一年以內。案件從進入司法程序開始、到獲得一審判決，快則一年，慢則四年。一般而言，案件會拖延至數年之久，都有訴訟上的特殊原因，例如當事人提出暫時強制令訴訟、或是當事人有其他內線交易案件審理中因而暫停本案...等。

綜上，內線交易案件從案發、到案件移送審裁處開始審理程序、再到審裁處完成審理程序做出報告書（相當於一審判決），即使不考慮因為特殊理由有暫停

審理之情形，動輒也要三至五年之久，更遑論繼續上訴至二審或三審的案件。

法院甚至會因為審理延宕情形而減免當事人的罰金。在部分案件中，由於案件發生的時間與審查處展開審理之間的時間相距過久，為了平衡被告的不利益，審裁處都接納被告的提案，將沒收不法所得與支付調查費用的命令予以減免。²³⁹以港陸集團案為例，該案發生時間是 2000 年，財政司完成調查在審裁處提起案件時已經是 2005 年，而審裁處真正展開聽證程序已是 2007 年的事了，審裁處遂對於沒收不法所得的命令給予 25% 的減免，並對支付調查費用的命令給予 10% 的減免。

為了進一步說明一般案件過程中所耗用的時間究竟發生在何階段，以下以永富建設案為例，該案並沒有明顯的延宕事由，調查時程在所有案件中介於中等速度。²⁴⁰該案調查審理時程中重要事件列表如下：

日期	案件進程	備註
2000/1/31	發生內線交易行為	證監會展開調查
2003/5/26	財政司通知內幕交易審裁處	證監會完成調查
2004/5/6	審裁處取得證監會及財政司調查資料	
2004/5/18	成立本案審裁庭	
2004/10/13	審裁庭指派協助律師	
2004/11/14	審裁庭對所有被告發出 salmon letter	
2004/12/3	初步聆訊	審裁庭開始審理
2005/2/28	實際聆訊	共傳喚 32 名證人、另宣讀 17 名證人證詞
2006/1/19	審裁處完成報告	審裁庭完成審理

由上開分析可以發現，內線交易之調查與訴訟曠日費時，因案件複雜度、證監會調查能量以及審裁庭負荷量等原因，難免發生案件的延宕。案件過程所耗用的時間通常發生在三個不同階段：一、證監會調查階段，調查案情及蒐集證據等會耗費較長時間。二、證監會完成調查後、內幕交易審裁處並非立刻就本案組成審裁庭，而會有數月至一年不等的延遲，才展開本案的初步審理。三、審裁庭完成實際聆訊後，需要再耗費數月至一年的時間完成研訊報告書。

審裁處實際審理過程其實耗費的時間並不多，約一月至數月，審理時間長短受到許多因素影響，例如被告人數多寡、被告認罪與否、證人人數等。舉例而言，

²³⁹ B23、B24 二案。

²⁴⁰ B21 案。

被告認罪的案件共有三宗，分別為 B1、B10、B27，該三案的審理時間都明顯短於其他案件。

第三項 行為人身分與行為態樣

由於內幕交易審裁處的審訊方式採取糾問制，故而審裁處可以在初步調查的過程中自行認定可能的涉案人士，並在通知後將之列為被告，不受證監會的調查範圍或是財政司的起訴範圍限制；此外，在審理過程中，財政司也可以繼續追加涉案人士的被告名單，故而在個別案件中，最終實際接受審裁處調查審理的行為人名單可能與當初證監會所調查、財政司列名的行為人名單有所出入、甚至完全不同。

表 5 1991-2003 年間內線交易案件涉案被告人數表

案件編號	被告人數 (法人)
B1	2
B2	7
B3	7(3)
B4	1
B5	7
B6	6
B7	2
B8	5(2)
B9	7
B10	3
B11	2
B12	7
B13	14
B14	4
B15	21(4)
B16	1
B17	4
B18	8
B19	1
B20	2
B21	8
B22	3
B23	11
B24	6
B25	3
B26	6(2)
B27	3

第一款 行為人數目

27宗案件中，的涉案行為人次共計151人，其中有11名行為人為法人公司。大部分（14宗）案件的行為人都多於五人，甚至十餘人。

由於內線交易案件消息傳遞的性質使然，時常涉及親友間一個接一個的消息傳遞，以及使用他人帳戶交易等等情形；兼以證監會傾向將所有涉案人（無論是行為人、人頭、輕度涉案人）都列為行為人，又由於審裁處糾問制度的性質使然，可以隨時依職權及依最新調查結果追加被告，種種原因造成內線交易案件常有一長串的被被告，也增加案件審理成本。

第二款 行為人身分

如果觀察消息的原始來源，可以將27宗案件類型概分為兩大類，第一類為公司具控制權的內部人涉案，共16宗，約佔總案件六成。²⁴¹第二類為其他人涉案，共11宗。²⁴²

第一類有控制權內部人為主的案件中，主體通常為公司董事會主席、董事兼大股東、或雖非上開兩者但對公司行使實質控制權的人士等，此外這類案件很多是在家族企業框架下發生，該有控制權人常是公司創辦家族之人。例如，董事參與重要併購協商或財務變動相關會議後，轉頭就購買自己公司、併購公司、或被併購公司的股票，並將消息提供給親友，或是利用親友帳戶交易。

第二類非控制內部人的案件則包括其他各種類型行為人，例如公司中低階層員工獲悉相關資訊後進行內線交易，或是各種商業活動的交易對象、收購人或中間人因為參與協商會談而知悉重要資訊，而進行交易。所有其他行為人涉案的數量加起來仍少於控制內部人涉案的數量，可見2003年前香港內線交易案件的主要類型仍是控制內線消息的公司控制人自行交易。

第三款 交易模式

香港內線交易行為人的行為模式通常是基於同一筆資訊，一次購入同一公司的大批證券、或是在數日或數月間分多次累積購入同一公司的證券。就已發覺案件而言，未見有行為人長期利用同一公司的不同內部資訊獲取利益，也極少有重複行為人涉案的情形。

唯一一次出現重複涉案的行為人，是案件編號B23與B24，即中聯系統控股

²⁴¹ 分別是B1、B3、B4、B7、B8、B9、B11、B12、B13、B14、B17、B18、B19、B21、B23、B26等16案。

²⁴² 分別是B2、B5、B6、B10、B15、B16、B20、B22、B24、B25、B27等11案。

有限公司案以及港陸國際集團有限公司案。有六名共同涉案被告重複涉入上開兩宗案件，資訊都來自相同的傳播管道。

此外，有兩宗案件可以說是行為人利用同一間公司不同內部資訊進行內線交易的案件，分別是編號 B9 的錦興集團有限公司案、編號 B13 的兆豐陶瓷集團有限公司案。然而該兩宗案件中，都是不同的行為人利用該公司的不同內線資訊進行交易，而非重複性的長期內線交易行為。

綜上，吾人似乎可以認定，從起訴案件呈現的情況看來，香港內線交易執法少見專業的內線交易行為人，少有重複行為也少有長期行為，大部分的案件都是單一個案。然而，並不能就此斷言香港證券市場不存在長期性或重複性的內線交易行為，只能認定現有的執法模式無法反映出此類交易行為。由於內線交易案件幾乎都是透過證交所監控的個股異常交易量查獲，也有可能導致此查獲的案件都是單一個案現象。這又無可避免地回到一個本研究所無法解決的問題，即執法結果不見得能夠代表所有的行為態樣，只能在假設沒有重大偏差的情況下反映普遍的情況。

第四項 內線消息性質與態樣

在 27 宗案件所涉及的內線消息中，有 7 宗案件內線消息屬於利空性質，行為人係利用不利股價的消息達成避損；其餘 20 宗案件都是公司證券價格的利多消息，行為人皆依此積極達成獲利。

為了解釋方便，我們將 27 宗案件的內線消息概分為「股權變動消息」、「營運狀況消息」兩大類，前者包括股份交換、轉讓、下市、收購...等，後者包括財務狀況的獲利變動、資產變動、破產、營運狀況資訊等等。經統計，共有 16 宗案件涉及股權變動消息，12 宗涉及營運狀況消息，一宗案件同時涉及兩種性質的消息。

表 6 1991-2003 年間內線交易案件內線消息一覽表

案件編號	消息內容	性質	類型
B1	公司陸續公布一系列重大消息，先宣布下市，並發放特別股利，接著宣布第三方將收購公司	利多	股權
B2	公司接獲眾多收購提案皆予以拒絕並否認後，迅速完成收購協議	利多	股權
B3	即將公布財報，內容為公司獲利大幅縮減	利空	營運

案件編號	消息內容	性質	類型
B4	即將公布財報，前一年度虧損陡增五倍	利空	營運
B5	公司即將與第三方洽談收購	利多	股權
B6	大股東將洽談收購董事長所有之股份	利多	股權
B7	即將對第三方發行新股增資	利多	股權
B8	第三方即將洽談收購英皇集團對英皇中國的股權	利多	股權
B9	上半年報帳面保持盈餘，實則因收購失敗有巨大虧損並持續縮編	利空	營運
B10	公司前年度年營收有超乎一般預期的成長	利多	營運
B11	因應經營方針改變，將出售主要不動產資產	利多	營運
B12	即將公布上市次年財報，營收未達募股書預期	利空	營運
B13	宣布子公司在美上市計畫取消，改配發新股，且前年度有鉅額虧損	利空	兼有
B14	子公司 HKCB 將重組，中信集團將取得控制股權	利多	股權
B15	即將對第三方發行新股增資	利多	股權
B16	將自第三方收購河南汽車工業與太戊電力	利多	營運
B17	將與第三方成立合資企業	利多	營運
B18	前年度財政困難，協商匯豐銀行貸款失敗	利空	營運
B19	第三方收購公司將以 share swap 取得主要股權	利多	股權
B20	即將進行先舊後新配股	利多	股權
B21	前年度財政困難，第三方即將注資併購	利多	股權
B22	將被第三方日商 Sega 公司併購	利多	股權
B23	將發行 28% 可轉債及選擇權與和記黃埔，並成立 JV	利多	股權
B24	將行認股，和記黃埔將成為為主要股東	利多	股權
B25	即將發布財報，前一年度轉虧為盈	利多	營運
B26	即將發布子公司 Order 鉅額虧損消息	利空	營運
B27	財務狀況不佳，將被第三方收購進行借殼上市	利多	股權

第五項 交易所得利益之計算

法院認定內線交易利益的根據為《證券（內幕交易）條例》23(1)(b)條。根據本款，法院認定內交易利益可區分為積極的「所得利益」(profit gained)與消極的「所避免損害」(loss avoided)兩種，而該經認定的利益金額即是政府歸入命令的上限。

利益之計算又區分兩種方法，分別為「實質利益算法」(actual profit)與「名目利益算法」(notional profit)。前者以實際交易證券所實現之利益計算，後者則

不一定有實際交易證券，而以股票在某個時間點的市值變動做為計算基準。

法院現在採取綜合上述兩種計算模式的計算方法，區分股票的交易時間（如下表）。若行為人在消息公開前就賣出股票、或消息雖已公開但市場還來不及接收並消化資訊時賣出，都採用實質利益計算法，計算行為人真正的獲利；若行為人在市場消化消息且價格已經反映該消息後才賣出、或根本未賣出而繼續持有，即採用名目利益計算。²⁴³

例如行為人若買入 1,000 萬股，並在消息公開後立即售出 600 萬股，其餘 400 萬股繼續持有，那麼 600 萬股的部分，使用實質利益計算，而 400 萬股的部分則以「市場實際消化相關消息時股價」作為假設的股票賣價，計算行為人「在該次交易中所可能獲得的利益」，而非以該部份股票最終賣出的價格作為賣價計算，以免受到其他市場波動因素之影響。股票價值的認定時點以及計算方法，法院會徵詢專家證人的意見。

表 7 內線交易不法利益計算方法

完成整筆交易時消息公開與否	完成交易與否	不法利益計算方法
未公開	完成交易	實際交易所得
已公開但市場尚未完全消化資訊	完成交易	實際交易所得
已公開且市場已完全消化資訊	完成交易	名目利益所得
	未完成交易（繼續持有）	名目利益所得

上訴法院第一次在香港毛紡廠案（Hong Kong Worsted Mills Limited）中採取上開的區分計算標準。審裁處在該案原本認為不應區分行為人是否有實際交易所得，全面採取名目利益算法，以市場資訊公開時之股票價格作為行為人的獲利計算價格，然而被上訴法院認定不合理而推翻。此後，幾乎在所有案件中法院都延續上開計算標準，區分不同情形以採取不同的計算方法。

由於內線交易案件中，行為人常有利用他人帳戶為交易之情事，法院在認定違法交易時，並不拘泥於帳戶名義人為被告，而會實質考量不同因素，來認定真正的行為人。不法利益的計算除了被告本人帳戶所發生的交易外，還包含被告利用他人帳戶所為之交易所得，並扣除他人利用自己帳戶所為交易的部分。

此一標準在審理時也造成認定上的困難，法院必須實質審查究竟某一系爭交

²⁴³ *Supra* note 157, at 124.

易行為屬於「行為人自己交易」、「行為人為利用他人帳戶為自己交易」、「行為人慫使他人為交易」、「行為人提供資金與他人交易」、「行為人直接或間接獲利」等不同行為態樣之情況。

在實際審理過程中，法院會透過通聯紀錄認定實際指示為內線交易之人為何人，透過交易紀錄了解何人對交易帳戶有實際控制權，並透過金錢流向調查該筆交易資金來源為何人、最終交易所得利益歸於何人……等

第六項 判決結果

由於吾人無法確知證監會調查案件之總數，即透過港交所等管道轉達並調查的案件量，故無法知道提起訴訟之比率占發覺案件的總數。經分析判決結果，可發現審裁處針對個別行為人的決定，大略區分三種情況：

1. 未經過實質審理而不做決定，指由於當事人未到庭、不在香港或拒絕陳述等原因，依法不能對其進行裁決。²⁴⁴然而正由於未實質進行審理，相關單位日後仍然可以就同一案件對同一人提起訴訟。
2. 經過實質審理後無罪，係指審裁處在第一階段的審理中無法做出行為人有內線交易行為的認定，即不成立內線交易，也不能再就同案提起另一次調查。
3. 經過實質審理後有罪，係指審裁處在第一階段審理中認定行為人成立內線交易行為，並進一步在第二階段審理中認定行為人所得利益金額、並決定相關的罰則。

然而，透過本研究的實證調查，可知進入司法程序案件中，151名被告中被判行為不成立者84名，未經審理不做決定者共2名，成立內線交易行為並受罰者65名，換言之有超過一半的案件經過證監會調查、財政司過濾後仍提起審裁程序，但在內幕交易審裁處審理後並不成立內線交易。這些案件並未在前階段被過濾掉，顯見行政調查機關與司法機關對於內線交易行為的認定標準並不同一，且有相當的落差。

此外，被認定為不成立內線交易行為的84名被告中，有4個案件，共14

²⁴⁴ SIDO, §23(2), “The Tribunal shall not make an order in respect of any person under subsection (1) without first giving the person, and, in the case of a person that is a corporation, an officer concerned in the management of the corporation, an opportunity of being heard.”。該項法律規定若審裁處未給予當事人合理陳述機會，不能為相關判決。

名被告是全案完全不成立；²⁴⁵其餘的案件則是部分被告成立內線交易行為，部分被告則因為證據不足或被認定為人頭戶而未實際參與內線交易活動等原因，而不成立內線交易。

151 名被告中，共有 11 名為法人，多為 BVI 公司。審裁處肯認法人作為內線交易行為人之可能，其中 6 名法人被告被認定不成立內線交易行為，5 名雖被認定成立內線交易、或被作為內線交易行為的工具，但審裁處未對法人或法人負責人課予罰金等責任，只有針對該案中事實進行內線交易的自然人進行處罰。

表 8 1991-2003 年間內線交易案件判決結果統計

判決結果		人數 (法人)	備註
未為實體認定		2(0)	
實體決定	不成立內線交易行為	84(11)	其中 4 人為審裁處判決成立，分別上訴至二審或三審，撤銷原判，改判不成立內線交易
	成立內線交易行為	65(0)	

表 9 1991-2003 年間內線交易案件判決結果

案件編號	行為人編號	判決結果	歸入金額	罰金金額	禁止擔任上市公司董事
B1	B1-1	成立	0	473,934	2 年
	B1-2	成立	236,967	0	2 年
B2	B2-1	成立	389,550	839,036	3 年
	B2-2	成立	193,670	728,445	4 年
	B2-3	成立	193,670	242,815	4 年
	B2-4	不成立	-	-	-
	B2-5	不成立	-	-	-
	B2-6	不成立	-	-	-
	B2-7	不成立	-	-	-
B3	B3-1	成立	1,464,180	1,700,000	1 年
	B3-2	成立	-	300,000	1 年
	B3-3	不成立	-	-	-
	B3-4	不成立	-	-	-
	B3-5	不成立	-	-	-

²⁴⁵ 分別為編號 B11、B22、B25、B26 等四案。

案件編號	行為人 編號	判決結果	歸入金額	罰金金額	禁止擔任上市公司 董事
B1	B1-1	成立	0	473,934	2年
	B1-2	成立	236,967	0	2年
B2	B2-1	成立	389,550	839,036	3年
	B2-2	成立	193,670	728,445	4年
	B2-3	成立	193,670	242,815	4年
	B2-4	不成立	-	-	-
	B2-5	不成立	-	-	-
	B3-6	不成立	-	-	-
	B3-7	不成立	-	-	-
B4	B4-1	不成立	-	-	-
B5	B5-1	成立	600,000	380,000	3年
	B5-2	成立	3,900,000	2,600,000	2年
	B5-3	成立	3,000,000	2,000,000	2年
	B5-4	成立	1,500,000	1,000,000	2年
	B5-5	不成立	-	-	-
	B5-6	成立	1,000,000	1,500,000	3年
	B5-7	不成立	-	-	-
B6	B6-1	不成立	-	-	-
	B6-2	成立	4,005,818	5,000,000	-
	B6-3	成立	1,088,721	1,000,000	-
	B6-4	成立	1,175,474	750,000	-
	B6-5	不成立	-	-	-
	B6-6	不成立	-	-	-
B7	B7-1	成立	1,065,550	1,065,550	6月(僅該公司)
	B7-2	不成立	-	-	-
B8	B8-1	成立	6,811,400	10,000,000	2年
	B8-2	不成立	0	0	-
	B8-3	不成立	0	0	-
	B8-4	不成立	-	-	-
	B8-5	不成立	-	-	-
B9	B9-1	成立	17,000,000	25,000,000	4年
	B9-2	成立	10,000,000	12,000,000	4年
	B9-3	成立	8,000,000	8,000,000	3年
	B9-4	不成立	-	-	-
	B9-5	不成立	-	-	-

案件編號	行為人編號	判決結果	歸入金額	罰金金額	禁止擔任上市公司董事
B1	B1-1	成立	0	473,934	2年
	B1-2	成立	236,967	0	2年
B2	B2-1	成立	389,550	839,036	3年
	B2-2	成立	193,670	728,445	4年
	B2-3	成立	193,670	242,815	4年
	B2-4	不成立	-	-	-
	B2-5	不成立	-	-	-
	B9-6	未為決定	-	-	-
	B9-7	未為決定	-	-	-
B10	B10-1	成立	1,945,338	1,000,000	1年
	B10-2	不成立	-	-	-
	B10-3	不成立	-	-	-
B11	B11-1	不成立	-	-	-
	B11-2	不成立	-	-	-
B12	B12-1	成立	0	2,425,448	12月
	B12-2	成立	746,986	746,986	18月
	B12-3	成立	755,997	377,998	12月
	B12-4	成立	922,465	461,232	12月
	B12-5	成立	793,360	1,190,040	18月
	B12-6	不成立	-	-	-
	B12-7	不成立	-	-	-
B13	B13-1	成立	69,870,530	139,741,060	5年(上市與非上市公司)
	B13-2	成立	0	13,925,337	2年
	B13-3	成立	1,910,297	1,910,297	1年
	B13-4	成立	1,910,297	1,910,297	1年
	B13-5	成立	-	-	1年
	B13-6-14	不成立			
B14	B14-1	成立	3,422,158	6,844,316	5年
	B14-2	不成立	-	-	-
	B14-3	成立	11,797,939	23,595,878	5年
	B14-4	不成立	-	-	-
B15	B15-1	成立	3,219,981	3,219,981	5年
	B15-2	成立	379,647	2,371,341	3年
	B15-3	成立	0	1,404,426	3年

案件編號	行為人 編號	判決結果	歸入金額	罰金金額	禁止擔任上市公 司董事
B1	B1-1	成立	0	473,934	2年
	B1-2	成立	236,967	0	2年
B2	B2-1	成立	389,550	839,036	3年
	B2-2	成立	193,670	728,445	4年
	B2-3	成立	193,670	242,815	4年
	B2-4	不成立	-	-	-
	B2-5	不成立	-	-	-
	B15-4	成立	687,846	687,846	2年
	B15-5- 21	不成立	-	-	-
B16	B16-1	成立	16,540,124	16,500,000	4年
B17	B17-1	成立	1,605,943	2,000,000	4年
	B17-2	成立	2,000,000	1,000,000	3年
	B17-3	不成立	-	-	-
	B17-4	未為決定	-	-	-
B18	B18-1	成立	1,754,541	2,631,812	3年
	B18-2	成立	0	529,940	3年
	B18-3	成立	353,293	529,940	3年
	B18-4	成立	110,673	2,219,940	3年
	B18-5	不成立	-	-	-
	B18-6	不成立	-	-	-
	B18-7	不成立	-	-	-
	B18-8	不成立	-	-	-
B19	B19-1	成立	15,301,676	15,000,000	1年（僅該公司）
B20	B20-1	成立	1,318,486	700,000	4年
	B20-2	不成立	-	-	-
B21	B21-1	成立	31,367,553	- ²⁴⁶	5年
	B21-2	成立	5,090,219	-	2年
	B21-3	成立	442,127	-	4年
	B21-4	成立	442,127	-	-
	B21-5	成立	589,502	-	-
	B21-6	不成立	-	-	-
	B21-7	不成立	-	-	-
	B21-8	不成立	-	-	-

²⁴⁶ 三審廢棄罰金部分。

案件編號	行為人編號	判決結果	歸入金額	罰金金額	禁止擔任上市公司董事
B1	B1-1	成立	0	473,934	2年
	B1-2	成立	236,967	0	2年
B2	B2-1	成立	389,550	839,036	3年
	B2-2	成立	193,670	728,445	4年
	B2-3	成立	193,670	242,815	4年
	B2-4	不成立	-	-	-
	B2-5	不成立	-	-	-
B22	B22-1	不成立	-	-	-
	B22-2	不成立	-	-	-
	B22-3	不成立	-	-	-
B23	B23-1	成立	0	1,200,000	2年
	B23-2	成立	1,748,456	750,000	1年
	B23-3	成立	640,909	900,000	2年
	B23-4	成立	640,909	750,000	1年
	B23-5	成立	60,000	1,500,000	3年
	B23-6	成立	225,000	750,000	2年
	B23-7	成立	572,295	600,000	2年
	B23-8	成立	1,195,504	750,000	2年
	B23-9	成立	471,155	750,000	2年
	B23-10	不成立 ²⁴⁷	-	-	-
	B23-11	不成立	-	-	-
B24	B24-1	成立	-	-	6月
	B24-2	成立	20,366,982	0	6月
	B24-3	不成立 ²⁴⁸	-	-	-
	B24-4	不成立	-	-	-
	B24-5	不成立	-	-	-
	B24-6	不成立	-	-	-
B25	B25-1	不成立	-	-	-
	B25-2	不成立	-	-	-
	B25-3	不成立	-	-	-
B26	B26-1	不成立	-	-	-
	B26-2	不成立	-	-	-
	B26-3	不成立	-	-	-

²⁴⁷ B23-10 與 B23-11 兩人上訴二審，廢棄原判，改判不成立內線交易行為。

²⁴⁸ B24-3 與 B24-4 兩人上訴二審，廢棄原判，改判不成立內線交易行為。

案件編號	行為人編號	判決結果	歸入金額	罰金金額	禁止擔任上市公司董事
B1	B1-1	成立	0	473,934	2年
	B1-2	成立	236,967	0	2年
B2	B2-1	成立	389,550	839,036	3年
	B2-2	成立	193,670	728,445	4年
	B2-3	成立	193,670	242,815	4年
	B2-4	不成立	-	-	-
	B2-5	不成立	-	-	-
	B26-4	不成立	-	-	-
	B26-5	不成立	-	-	-
B27	B27-1	成立	185,808	50,000	1年(包括上市與非上市公司)
	B27-2	成立	57,526	35,000	1年(包括上市與非上市公司)
	B27-3	成立	48,864	25,000	1年(包括上市與非上市公司)

第一款 處罰情形

關於罰則部分，針對在 1991-2003 年的案件，審裁處對行為人的處罰通常分為四類，即禁止行為人擔任特定或任何上市公司董事、命令行為人返還內線交易所所得、另行對行為人罰金、請求行為人支付調查費用等。

審裁處對行為人通常會一般性地禁止行為人在數個月至最高五年不等的期間擔任任何上市公司的董事。在少部分的情況下，會禁止行為人擔任任何公司(包括上市公司與一般公司)的董事或為任何經營管理。也有一部分的案件中，審裁處只禁止行為人擔任特定公司(通常為該次內線交易標的公司)的董事，而不及於其他上市公司。

審裁處認定行為人所得利益金額後，通常會要求全額返還，只有少數案件的特例中予以減免。此外，在大部分案件中，審裁處會命令行為人額外支付一筆罰金，法律規定這筆罰金的金額上限是行為人不法所得的三倍，但審裁處通常很少罰到這麼高的額度。較為常見的罰金金額是與行為人的不法所得相同、或是接近的整數，常以百萬為單位。

此外，受到永富建設案上訴判決的影響，該額外罰金的法律基礎(即第 23 條(1)項(c)款)已被宣告違法，故在 2008 年之後的案件研訊報告書(共兩宗，分

別為 B24 與 B26 案) 中，已見不到額外罰金的蹤跡。

常見情況為案件的主嫌本人為公司內部人，並未進行交易行為，但將消息透露與其他行為人，其他行為人因此進行內線交易行為。在此情況下，法院會認定主嫌本人並未獲有利益，但仍然對主嫌課與額外的罰金，可見(c)款的罰金雖然以不法獲利三倍為上限，但並不以認定有不法獲利為前提，法院仍然會考慮其他共同行為人的獲利以定其罰金額。

第二款 上訴結果

內幕交易審裁處的報告書經法院認可後即相當於一審判決，對判決不服之行為人可繼續上訴。上表為案件上訴情形，27 宗案件中，共有 9 宗上訴至上訴法院(Court of Appeal of High Court)，即二審法院。其中 5 宗上訴至終審法院(Court of Final Appeal)，即三審法院，也是內線交易案件之最終審級。²⁴⁹由於《證券(內幕交易)條例》第 31 條(1)項僅明訂行為人有權對審裁處的決定上訴，故所有上訴案件都是行為人提起，也就是成立內線交易之行為人以財政司與內幕交易審裁處為共同被告，向上級法院提起上訴，證監會與財政司均不曾試圖主動對審裁處的決定提起上訴。

值得注意的是，關於上訴結果，在 9 宗上訴案件中僅 2 宗被告成功獲上級法院改判行為不成立，分別是 B23 與 B24 案；另有 2 宗維持內線交易行為成立之判決，但改判較有利的處罰，分別為 B5 案改採較有利被告的計算獲利方式，以及 B21 案廢棄罰金部分判決；其餘 5 宗上訴案件都遭駁回或維持原判。

²⁴⁹ 上開上訴案件之統計，僅計入對實體判決上訴的案件，不包含無罪行為人嗣後要求受補償訴訟費用之訴。

表 10 1991-2003 年間內線交易案件上訴結果統計

判決結果		案件數	備註
維持原判		2	
撤銷改判	改判行為不成立	5	
	改判較有利處罰	2	分別為香港毛紡廠案（改採部分名目利潤計算法）以及永富建設案（原所得三倍罰金之罰則違法）
上訴案件共計		9	

第七項 調查費用

依據《證券（內幕交易）條例》27 條，審裁處對經審理認定有進行內線交易行為之人，可以請求支付案件調查與審理費用。在實務操作上，審裁處幾乎總是會請求該費用。認定調查費用時，使用實際支付費用計算，並會在附錄中附上請求項目之明細。²⁵⁰

調查費用的項目通常依請求單位不同分別表列，包含審裁處、律政司、證監會等單位，都可以對本案因行為人而生的調查費用請求行為人支付，項目在各案件中均大同小異。以港陸集團案為例，該案行為人所應支付調查費用之明細如下：

請求費用項目	費用 (HKD)
I. 審裁處支出費用	
主席人事費用	376,672.07
成員人事費用	229,500.00
行政人事費用（包含一位法庭秘書、一位人士秘書、一位文書助理、一位二級工人）	97,922.16
逐字記錄員費用	144,637.50
通譯費用	58,125.00
視訊會議費用	32,400.00
證人費用	3,839.08
小計	943,095.81
II. 律政司支出費用	
文書費用	115,431.00

²⁵⁰ *Supra* note 157, Annexure 5.

請求費用項目	費用 (HKD)
通訊費用 (含電子郵件及書信)	14,666.00
律師費用	
Mr. Nicholas Cooney SC	937,750.00
Ms. Jane T C Ho	385,606.40
評估費用	2,000.00
撰寫通知費用	1,895.00
小計	1,457,348.00
III. 證監會支出費用	
行政開銷與人事費用	248,145.00
總計	2,648,589.21

觀察上表可以發現，政府各單位依 27 條所請求的調查審理費用，可以概分為人事費用與文書費用兩大類。其中又以人事費用為大宗，主要為審裁處主席、成員以及協助律師的薪酬費用。

若行為人數不只一人，審裁處會就該總費用衡酌各行為人的案情輕重、以及個別案情的調查困難度等等，裁定不同的負擔比例。行為人不服時，也可就費用支付命令上訴。被判無罪的行為人無須支付調查費用，故而若行為人的行為經過審理不成立內線交易行為，此部分的執法成本就必須由政府負擔。此外，被認定無罪的行為人還可以向證監會及財政司請求支付訴訟費用，審裁處會審酌情況准許或駁回。

我們從原始判決資料中無法得知整個案件實際支出的調查費用組成，因為大部分案件報告書中只有列出政府費用的總額，而沒有費用明細。有部分案件(B5、B7)的研訊報告書中甚至連費用的總額都未說明，僅列明行為人應負擔的費用比例。然而吾人仍可以從行為人被判應負擔的調查費用金額，對香港政府就內線交易案件的執法成本——尤其是調查與審理成本——略窺一二。

表 11 1991-2003 年間內線交易案件行為人負擔政府費用一覽

案件編號	行為人負擔調查費用	備註
B1	439,360	
B2	1,300,000	
B3	3,500,000	
B4	0	
B5	N/A	報告書未說明調查費用總數
B6	3,739,461	
B7	N/A	報告書未說明調查費用總數
B8	3,882,03	
B9	9,600,000	
B10	548,488	
B11	0	
B12	4,265,216	
B13	16,074,373	
B14	10,543,546	
B15	4,683,440	
B16	315,695	
B17	2,500,000	
B18	3,648,439	
B19	3,860,506	
B20	1,800,000	
B21	5,306,122	
B22	0	
B23	8,164,072	
B24	1,765,724	
B25	0	
B26	0	
B27	0	行為人積極配合調查，故免除

第三節 2003 年至 2012 年間執法狀況

第一項 案件分布

自 2003 年 4 月 1 日《證券及期貨條例》實施，至本研究進行之日（2012 年底）為止，香港政府共計透過民事裁處程序或刑事程序，審理 13 件涉及內線交易行為之案件。

在民事裁處程序部分，市場失當行為審查處總共就 5 宗案件進行審理並做出

研訊報告書，共指控 14 人進行內線交易行為。在刑事程序部分，證監會總共在法院就 8 宗案件提起訴訟，其中有 5 宗以簡易程序判決，其餘 3 宗以公訴程序判決。在所有刑事案件中，證監會與律政司總共起訴 14 人。

以案發時間而言，案件平均分布於 2003 年至 2010 年 8 年間，除了 2004 年、2007 年各有 2 宗，2008 年有 3 宗，其餘年份各發生 1 宗。2011 年與 2012 年雖沒有已經完成報告或判決的案件，但並不能排除已經發生內線交易案件而證監會正在調查中的可能，然而未進入司法程序的案件並未提供公開的政府資訊，故不納入本研究的統計中。

表 12 2003-2012 年間內線交易案件年份統計

發生案件年份	民事裁處案件	刑事案件	民、刑事案件合計
2003	1	0	1
2004	1	1	2
2005	0	1	1
2006	0	1	1
2007	0	2	2
2008	2	2	4
2009	1	0	1
2010	0	1	1
2011	0	0	0
2012	0	0	0
合計	5	8	13

然而就上開案件所進行之司法決定，包括民事裁處程序的審裁報告書與刑事法院判決，則均集中於 2008 年之後。在民事裁處程序部分，市場失當行為審裁處於 2008 年做成首件決定後，於 2012 年做出最新一件決定。自 2008 年至 2012 年之 5 年間，審裁處每年均做出 1 件內線交易案件決定。

在刑事程序部分，證監會於 2008 年間一口氣密集完成 5 件調查結果，在 2009 年後共完成 3 件，提起訴訟由各級法院審理；區域法院與裁判法院則於 2009 年做出 4 件判決，2008 年、2010 年各做出 1 件判決，2012 年做出 2 件判決。

表 13 2003-2012 年間內線交易案件判決年份統計

判決年份	民事裁處案件	刑事案件	民、刑事判決合計
2003	0	0	0
2004	0	0	0
2005	0	0	0
2006	0	0	0
2007	0	0	0
2008	1	1	2
2009	1	4	5
2010	1	1	2
2011	1	0	1
2012	1	2	3
合計	5	8	13

由上開統計可見，雖然現行《證券及期貨條例》的民、刑事雙軌制在 2003 年即已生效，但一直到 2008 年香港政府才真正開始採取刑事程序進行追訴。內線交易法制在香港自《證券（內線交易）條例》伊始，已發展達二十年之久，然則僅限於民事責任的發展，對於內線交易的刑事責任則是自 2008 年，也就是《證券及期貨條例》修法後五年，才出現第一個刑事判決。刑事判決的發展整整比民事判決晚了十五年，案件量也遠低於民事判決所累積的前案。

第二項 調查期間

無論是循民事或刑事程序進行的內線交易案件，都由證監會發動。民事裁處案件係透過財政司將案件轉交市場失當行為審裁處審理（2012 年以後證監會可以直接向市場失當行為審裁處提出），刑事案件則由證監會或律政司向管轄法院提起訴訟程序。檢視內線交易案件的調查時間以及案件審理時間，應有助於吾人進一步了解內線交易案件在實務操作上可能遭遇的困難。更進一步將調查期間細分，可區分為證監會調查期間、以及司法機關（即市場失當行為審裁處之於民事裁處案件、與各級法院之於刑事案件）審理期間。

表 14 2003-2012 年間內線交易民事裁處案件調查期間暨審理期間表

案件編號	案發時間	移送 MMT 時間	審裁庭初步聆訊	MMT 判決時間	調查日數	審理日數
C1	2003/6/2-23, 8/1-25	2007/8/27	2007/11/5	2008/8/29	1547	298
C2	2004/1/7-26	2007/9/12	2007/10/31	2009/8/20	1344	659
C3	2008/2/18-22	2010/2/25	2010/5/5	2010/10/13	738	161
C4	2008/3/31-5/2	2010/4/9	2010/7/26	2011/11/2	739	464
C5	2009/6/15-17	2011/7/25	2012/2 ²⁵¹	2012/5/22	770	111

內線交易民事裁處案件調查期間之計算，係自行為時起算，至證監會結束調查、由財政司將案件轉至市場失當行為審裁處為止。證監會調查最早的兩宗案件時，分別都耗費了約三年半的時間，但在較晚的三宗案件則似乎縮短了調查的時程，平均約僅花費兩年左右即完成調查而移送司法機關。

關於民事裁處案件的審理期間，市場失當行為審裁處在審理上所花費的時間長短似乎有相當大的落差，較快速的案件不到一年即可審結並做成研訊報告，審理時間最長的案件（C2 案）則耗費將近兩年。

表 15 2003-2012 年間內線交易刑事案件調查期間暨審理期間表

案件編號	案發時間	開始審理時間	法院判決時間	調查日數	審理日數
M1	2004/10/1	2008/6/5	2008/7/17	1343	42*
M2	2005/7/20	2008/9/25	2009/7/9	1163	287
M3	2006/6/20	2008/2/28	2009/4/1	618	398
M4	2007/8/6	2008/10/23	2009/3/27	444	155*
M5	2007/2/15	2008/7/11	2009/9/10	512	426
M6	2008/5/2	2009/9/24	2010/8/19	510	329*
M7	2008/10/1	2011/8/25	2012/11/27	1058	460*
M8	2010/6/4	2011/6/28	2012/2/27	389	244*

*為簡易程序案件

刑事案件之調查期間計算，係自行為之日起算，至第一次開始審理之日為止。²⁵²而刑事案件的審理期間則自第一次開庭審理之日起算，至一審法院作出判決為止，簡易案件以裁判法院作出判決之日為準，公訴案件以區域法院作出判決之日

²⁵¹ 本案報告書中並未指出初步聆訊的明確日期，只能估計約在 2 月時已經開始進行審理程序。

²⁵² 本案無法從報告書中得知起訴確切日期，故以裁判法院開始審理程序之日為準。

為準。

觀察刑事案件的調查期間，可以發現有逐漸縮短的趨勢。新法實施的第一宗案件調查時間約 3.6 年，但近五年案件的調查時間幾乎都不到兩年。而案件的審理時間則不一定，並未因依簡易程序或公訴程序起訴而有審理時程上的明顯差異，都落在半年至一年半之間。其中有兩宗案件的被告在審理中認罪，分別是 M1 與 M2 案，其中只有 M1 有明顯大幅縮短審理時間的現象。

若將 2003 年以後與 2003 年之前的案件比較，吾人可以發現約在 2008 年之後發生的案件調查時間都大幅縮短，但案件量也明顯減少。

第三項 行為人身分與行為態樣

第一款 行為人數量

表 16 2003-2012 年間內線交易民事裁處案件涉案被告人數表

案件編號	被告人數
C1	3
C2	3
C3	2
C4	3
C5	3

表 17 2003-2012 年間內線交易刑事案件涉案被告人數表

案件編號	被告人數 (法人)
M1	1
M2	2
M3	5
M4	2
M5	1
M6	1
M7	1
M8	1

民事裁處案件的被告人數均在 3 人上下，刑事案件則除了 M4 案以外，都只有 1 至 2 人。與 2003 年以前的內線交易案件被告動輒牽連十數人如串串葡萄相比，起訴人數均明顯減少。解釋上可以有兩種可能，一是案件規模的確變小，二是證監會在起訴時態度轉變得較為審慎，只起訴最可能定罪的主要行為人。

第二款 行為人身份

以下將就個別案件行為人之身份以及內線交易行為之態樣分別整理如下表，以資分析。

值得注意者，在許多案件中，行為人的行為態樣都可能同時符合多項違法態樣：可能是同時符合多種身分，例如同時身為公司內部人與收購人，或同時身為與公司有關聯之人與收購人，從而同時構成 270 條(1)(a)款與 270 條(1)(b)款；也有可能同時符合不同行為態樣，例如使用他人帳戶交易，可能會被認定為「自己利用人頭戶交易」即 270 條(1)(a)(i)款、或是「慫使他人交易」即 270 條(1)(a)(ii)款、或僅構成「向他人透露消息」即 270 條(1)(c)款。在這種情況，證監會傾向於同時依不同款起訴，交由法院認定。

表 18 2003-2012 年間內線交易民事裁處案件行為人身份與行為態樣

案件編號	行為人編號	行為人身份	行為態樣
C1	C1-1	子公司員工	買賣股票
	C1-2	子公司員工	買賣股票
	C1-3	子公司員工	買賣股票
C2	C2-1	投資銀行顧問	知悉消息後告知他人
	C2-2	基金經理人	買賣所管理基金持股
	C2-3	基金經理人	買賣所管理基金持股
C3	C3-1	C3-2 男友	買賣股票
	C3-2	併購方實習律師	知悉消息後告知他人
C4	C4-1	收購人	買賣股票
	C4-2	收購人	買賣股票
	C4-3	收購人	買賣股票
C5	C5-1	董事兼主席	買賣股票
	C5-2	財務長	買賣股票
	C5-3	基金經理人	買賣股票

表 19 2003-2012 年間內線交易民事裁處案件行為人身份與行為態樣

案件編號	行為人編號	行為人身份	行為態樣
M1	M1	子公司財務經理	買賣股票
M2	M2-1	投資銀行總監	買賣股票
	M2-2	基金經理人	買賣所管理基金持股
M3	M3-1	投資銀行副理	知悉消息後告知他人
	M3-2	M3-1 女友	買賣股票
	M3-3	M3-1 兄	買賣股票
	M3-4	M3-1 嫂	買賣股票
	M3-5	M3-1 侄	買賣股票
M4	M4-1	員工（會計經理）	買賣股票
	M4-2	M4-1 妻	買賣股票
M5	M5-1	投銀董事／總經理	買賣股票
M6	M6-1	收購人談判代表	買賣股票
M7	M7-1	員工（財務助理）	買賣股票
M8	M8-1	獨立董事	買賣股票

民事裁處案件 14 名行為人中，計有 5 人為公司主要內部人，包括 2 名管理階層，3 名員工；2 人為有業務關聯的暫時內部人，包括 1 名律師，1 名投資銀行顧問；另有 3 名收購人與 4 名沒有任何職務關係的外部人；全部 14 名行為人中，共有 3 人職業為基金經理人。

刑事案件 14 名行為人中，計有 4 人為公司主要內部人，包括 3 名管理階層，1 名員工；3 人為暫時內部人，3 人都是有業務關聯的投資銀行顧問；另有 1 名收購人與 6 名沒有任何職務關係的外部人，其中 1 人職業為基金經理人。

有趣的是，早期的案件行為人身份主要都是公司內部人員，特別是大股東與董事占大宗，少有金融從業人員；但晚近的案件中，金融從業人員的比例明顯提高，包括有業務關聯的投資顧問、以及透過各種管道取得資訊的基金經理人。

以上案件結果似乎反映出了行為人的態樣一定幅度的改變，內線交易的行為人從純粹的所有權人或經營者，轉變成金融從業人員佔有一定比例的狀態。這些金融從業人員不見得是利用內線交易行為為自己牟利，而是在灰色地帶裡進行證券資訊的流動以促進基金的獲利。

如果扣除掉這些因為金融交易態樣大幅度改變而產生的內線交易，傳統內線

交易行為從絕對數量上看來似乎是有所減少，但究竟是內線交易行為逐漸絕跡，還是執法機關為求高定罪率而減少了沒有把握或證據不足的起訴案件，仍無法有所定論。

另外值得注意的是，與民事裁處案件不同，自開始依刑事程序追溯內線交易案件後，尚沒有任何法人被列為刑事被告，故吾人無從得知法院是否認為內幕交易審裁處在民事裁處程序中關於「法人可以為違法內線交易行為主體」的認定標準可以同時適用於刑事程序。如果適用，由於香港目前沒有法律明文規定市場失當行為法人刑事責任，法院將面對是否處罰法人負責人的問題；此外從 292 條法人可舉證證明交易決策人不知情而免責的例外條款看來，應該也可以反面推論立法者有意使法人該當本章的刑事罪名。如果該標準不適用於刑事責任，那麼內線交易刑事責任的射程會小於民事責任，將可能不利證監會執法，或是減少證監會使用刑事程序的誘因。上開爭論尚有待進一步的案例釐清法律的適用。²⁵³

第四項 內線消息性質與態樣

2003-2012 所有內線案件中所涉及的內線消息性質，以利多消息，也就是對證券價格有正面影響的消息較多。在 13 宗案件中有 8 宗屬利多消息，其餘 5 宗屬利空消息；其中民事裁處案件 5 宗中有 3 宗為利空消息，刑事案件 8 宗中僅有 2 宗為利空消息。

就消息態樣而言，可區分為營運消息與股權變動消息兩大類。股權變動消息佔多數，13 件案件中有 9 件，營運消息則佔 4 件。

表 20 2003-2012 年間內線交易案件內線消息態樣

案件編號	消息態樣	性質	類型
C1	上半年財報顯示利潤比去年同期下降 72%	利空	營運
C2	將行 8 億 5 千萬股 top-up placement，配股價為 1.80 港元低於市價	利空	股權
M1	子公司的主要客戶將申請破產，需認列大量壞帳	利空	營運
M2	將被第三方德高貝登收購	利多	股權
M3	下市計畫	利多	股權
M4	將與子公司至祥記進行 asset swap	利多	股權
M5	為了近期收購油田的計畫，將發債融資	利多	營運

²⁵³ 黃雅鈴 (2012)，《法人之內線交易責任》，國立台北大學法律學系碩士論文。關於上開問題有詳盡的一般性理論介紹。

C3	第三方溢價公開收購所有股份	利多	股權
C4	將被中國水業收購	利多	股權
M6	第三方計畫收購大股東持有股份	利多	股權
M7	澳幣衍生工具將到期，需贖回而產生虧損	利空	營運
C5	即將低價配股發行，稀釋原有股份	利空	股權
M8	太古進行收購，將觸發公開收購	利多	股權

第五項 交易所得利益

法院與市場失當行為審裁處在計算交易所得利益時，採取一貫的立場，以「最終利益所歸之人」為計算標準。故而即使行為人以人頭帳戶或空殼公司進行交易，該交易所得仍然納入行為人的不法利益，法院從而得以將之歸入。例如 M2-1 被告本人並未因內線交易獲利，而是以其妻名義所持有的基金投資因為該筆內線交易而價值上漲，法院便以該基金投資上漲的額度作為計算被告因內線交易獲利的金額。

另外，如前述觀察結果所見，證券從業人員涉及內線交易案件的比例甚高。從而法院在計算不法所得時，又將「行為人本人獲利」以及「所管理基金獲利」區分計算，前者為行為人利用自己或他人帳戶進行交易所得之利益，後者通常是基金操盤人利用內線消息為自己所管理基金避損或得利。兩者差別在於：行為人本人獲利可以作為政府歸入之標的，但基金獲利部分，只要行為人本人沒有持有投資部位，即不屬於本人獲利。

法院雖然同意行為人作為基金管理人，可能會間接因為基金的高報酬表現而獲得額外獎金或較高薪酬，但基於難以計算以及難以歸因等原因，不同意將該基金管理報酬列入行為人的不法所得，從而該部分所得即不能作為歸入命令的標的，惟行為人仍然會受到其他行政處罰以及刑事處罰。

表 21 2003-2012 年間內線交易行為人獲利一覽

案件編號	行為人編號	行為人本人之獲利	行為人所管理基金之獲利
C1	C1-1	221,748	0
	C1-2	83,847	0
	C1-3	287,301	0
C2	C2-1	0	0
	C2-2	0	660,672

	C2-3	0	1,418,276
M1	M1	63,333	0
M2	M2-1	69,000	0
	M2-2	1,372,254	0
M3	M3-1	0	0
	M3-2	440,000	0
	M3-3	327,000	0
	M3-4	105,000	0
	M3-5	16,000	0
M4	M4-1	325,740	0
	M4-2	166,700	0
M5	M5-1	23,320,000	0
C3	C3-1	74,473	0
	C3-2	0	0
C4	C4-1	0	0
	C4-2	1,669,955	0
	C4-3	0	0
M6	M6-1	120,000	0
M7	M7-1	1,360,000	0
C5	C5-1	0	0
	C5-2	0	0
	C5-3	0	280,554
M8	M8-1	80000	0

新法下，法院與市場交易審裁處都延續內幕交易審裁處的計算方法，採用實質利益與名目利益綜合計算法。然而在最近的 M5 案中，上訴法院首次推翻了這個見解，針對未實現利益部分（原本採用名目利益計算），改採實質利益計算法。惟必須注意者，雖然法院在計算所得利益時採取較有利被告的計算方法，但行政機關在該案預先利用強制令扣押行為人的財產，並且在另訴（執行案件訴訟）中透過強制令機制凍結並要求返還較高額度的財產。此外，截至本研究之日為止，全案仍然繼續上訴中。綜上而觀，法院是否確實傾向改採較有利被告的實質利益計算法，仍無法下定論。

第六項 判決結果

第一款 一般罰則

自 2003 證券及期貨條例實施至本研究進行之日（2012 年底），共有 13 宗涉及內線交易行為之案件透過民事或刑事管道進行司法程序。在民事裁處程序部分，

市場失當行為審查處總共就 5 宗案件進行審理並做出研訊報告書，共指控 14 人進行內線交易行為。

表 22 2003-2012 年間內線交易民事裁處案件判決結果統計

判決結果		人數 (法人)	備註
未為實體認定		1	
實體決定	不成立內線交易行為	3	
	成立內線交易行為	10	

表 23 2003-2012 年間內線交易民事裁處案件判決結果

案件編號	行為人編號	判決結果	歸入金額	禁止擔任上市公司董事	禁止進行證券交易
C1	C1-1	成立	221,748	-	-
	C1-2	成立	83,847	12 月	-
	C1-3	成立	287,301	12 月	-
C2	C2-1	成立	0	9 月 (包括上市與非上市公司)	9 月
	C2-2	成立	0	8 月 (包括上市與非上市公司)	8 月
	C2-3	成立	0	8 月 (包括上市與非上市公司)	8 月
C3	C3-1	成立	74,473	-	-
	C3-2	成立	0	-	-
C4	C4-1	成立	0	4 年	-
	C4-2	未認定	-	-	-
	C4-3	不成立	-	-	-
C5	C5-1	不成立	-	-	-
	C5-2	不成立	-	-	-
	C5-3	成立	0	-	2 年

14 名行為人中，共有 10 人最終被裁定成立內線交易行為。3 名行為人不成立內線交易行為，其中 1 名是被當成人頭 (C4-3)，另外 2 名成立例外抗辯事由 (C5-1、C5-2)。另有 1 名行為人因為程序召開之時正在中國服刑，未能給予適當的陳述機會，審裁處最終未進行實體認定 (C4-2)。

成立內線交易的 10 名行為人中，只有 4 名被裁定要將不法所得繳回國庫歸入，其餘行為人都是傳遞消息而未交易或是為自己管理基金交易等原因，沒有不

法所得，故毋庸繳回。

在刑事檢控部分，證監會總共就 8 宗案件提起訴訟，其中有 5 宗以簡易程序判決，其餘 3 宗以公訴程序判決。在所有刑事案件中，證監會與律政司總共起訴 14 人。

表 24 2003-2012 年間內線交易刑事案件判決結果統計

判決結果		人數 (法人)	備註
未為實體認定		0	
實體決定	無罪	2	一人 (M3-5) 原審判處有罪，二審上訴法院改判無罪
	有罪	12	

表 25 2003-2012 年間內線交易刑事案件判決結果

案件編號	行為人編號	判決結果	監禁時間	罰款金額	禁止擔任上市公司董事	禁止進行證券交易
M1	M1	有罪	6 月 ²⁵⁴	200,000	-	-
M2	M2-1	有罪	6 月	69,000	-	-
	M2-2	有罪	12 月	1,372,218	-	-
M3	M3-1	有罪	26 月	230,000	-	-
	M3-2	有罪	12 月	210,000	-	-
	M3-3	有罪	0	330,000	-	-
	M3-4	有罪	0	110,000	-	-
	M3-5	無罪	-	-	-	-
M4	M4-1	有罪	8 月	130,000	-	-
	M4-2	無罪	-	-	-	-
M5	M5-1	有罪	6 年	1,688,000	5 年	上市 5 年
M6	M6-1	有罪	3 月	120,000	-	-
M7	M7-1	有罪	15 月	1,018,855	3 年	上市 3 年
M8	M8-1	有罪	5 月 ²⁵⁵	50,000		

14 名刑事被告中，僅 2 人獲判無罪，其餘 12 人全部獲判有罪。有罪被告中，有 9 人判處徒刑，刑期自 3 月至 6 年不等，有 2 人獲處緩刑；其餘 3 人未處徒刑，僅科罰款。

刑事被告所處的罰款，法令上並未規定其性質與計算方法，但實際操作上，法院認為其性質上與民事的歸入令相同，都是要求被告將因內線交易所得的不法

²⁵⁴ 緩刑兩年。

²⁵⁵ 緩刑兩年。

利益吐出。在情節比較重大的案件中，法院另外對被告處禁止擔任董事及禁止交易證券的冷淡對待令。

第二款 上訴狀況

5 件民事裁處案件中，共 3 件未提起上訴，於市場失當行為審裁處即確定。另有 2 件向上訴法院提起上訴，上訴案件全部是由內線交易行為人提起，並在上訴法院即全部確定。

表 26 2003-2012 年間內線交易民事裁處案件上訴結果統計

判決結果	案件數	備註
維持原判	2	
撤銷改判	0	
共計	2	

8 宗刑事案件中，有 5 宗循簡易程序判決，其中有 3 宗都在一審即告確定，另 2 宗上訴至二審法院高等法院原訟法庭後確定。3 宗循公訴程序進行，其中 1 件在一審區域法院即確定，未繼續上訴。另 2 件歷經上訴二審，並繼續上訴至終審法院，即三審法院。所有的刑事上訴案都由被告提起。

表 27 2003-2012 年間內線交易刑事案件上訴結果統計

判決結果	案件數	備註
維持原判	1	
撤銷改判	3	一人改判無罪，其餘均減刑
共計	4	

第七項 調查費用

表 28 2003-2012 年間內線交易民事裁處案件行為人負擔政府費用一覽

案件編號	政府（法院）調查費用	證監會調查費用
C1	672,948	40,677
C2	6,068,955	711,056
C3	1,556,276	244,585
C4	3,672,581	507,689
C5	784,421	75,223

表 29 2003-2012 年間內線交易刑事案件行為人負擔政府費用一覽

案件編號	政府（法院）調查費用	證監會調查費用
M1	0	20,523
M2	0	0
M3	0	322,740
M4	0	54,394
M5	0	933,340
M6	44,478	0
M7	0	228,489
M8	0	107,000

民事裁處案件中，政府會同時請求證監會調查費用、以及其他政府單位支出與法院審理所支出費用。在刑事案件中，政府通常只會請求證監會調查部分費用，不會請求法院審理費用。結果形成刑事案件被告所負擔的實質支出遠少於民事裁處案件的行為人的情況。

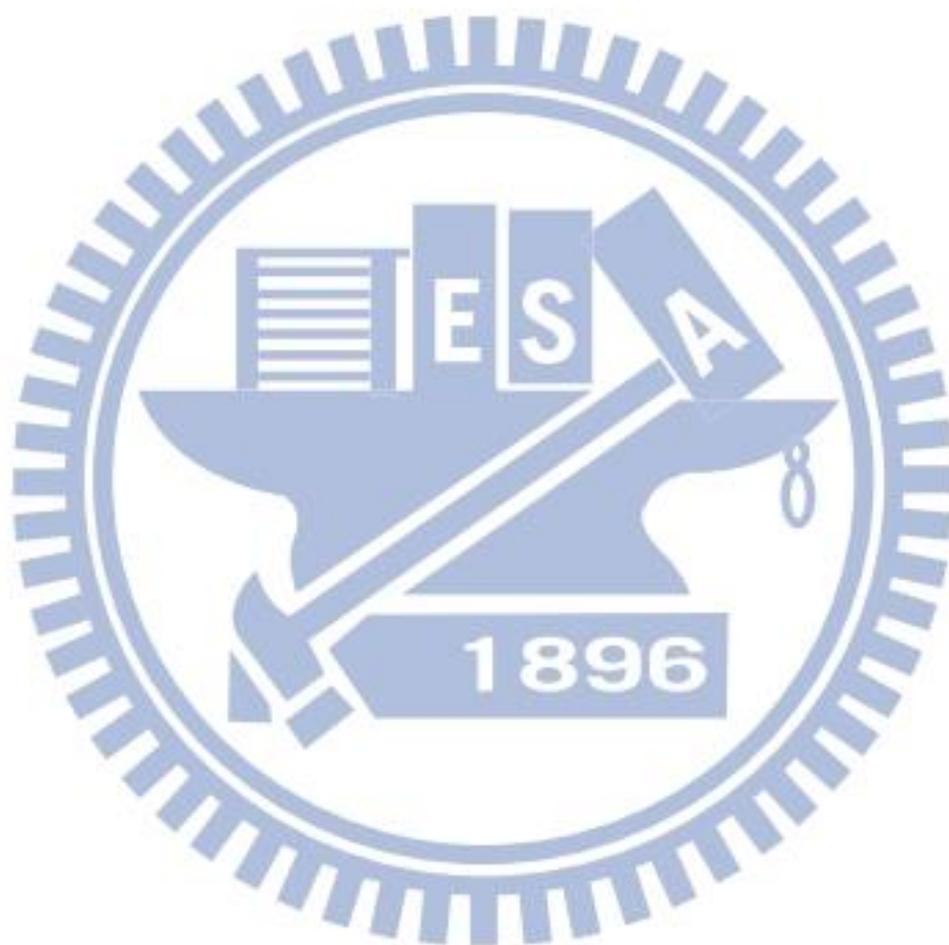
第八項 強制令案件

參閱本章第一節第二項第三款所整理，2003 年之後運用強制令之案件列表，截至目前為止證監會共在 6 宗內線交易行為相關案件中引用 213 條請求法院核發強制令。最早一件為 2007 年發生，最晚一件則是案發於 2011 年間，最新做成的判決則是終審法院於 2013 年所作成的 Tiger Asia 案判決。

6 件案件中，共有 4 件成功凍結暫時或永久當事人財產，分別是 I1、I3、I4、I5；其餘 2 件（I2、I6）中，法院最終都裁定撤銷強制令並取消凍結當事人財產，理由都是法院無法凍結當事人境外財產，證監會敗訴。

值得注意的是，6 宗案件中僅有 1 件（即本文編號 I1 的中信資源案）證監會

有就該案同時進行針對內線交易行為的本案訴訟（即本文編號 M5 的刑事訴訟案件），其餘案件中證監會都只有請求核發強制令，嗣後未曾繼續進行內線交易部分的民事或刑事本案訴訟，顯見 213 條早期主要的用途仍然是證監會在調查內線交易案件、尚未決定是否進入以及進入何種司法程序時，先行凍結行為人財產以防脫產用，且最終許多案件都未曾真正進入司法程序獲得本案判決，無論民事裁處或刑事判決皆闕如。



第四章 實證研究結果分析

在觀察完香港內線交易的制度內涵以及執法情形後，應將探討重心置於兩個問題層次：我們如何定義與評價香港的立法及執法狀態？換言之，現在的立法狀況究竟是嚴格或是寬鬆，以及政府對執法的態度如何；更進一步，希望能夠了解現有的法律制度是否是治療金融犯罪有效的工具，以及香港的法律與執法狀況能否為台灣所參考。

吾人可以分別從法規本身以及法規執法結果等不同面向就香港內線交易法制為分析。本章首先就上開層面對香港法制進行觀察分析，接著檢驗香港社會以及香港政府對於執法的態度，最後從制度設計的角度切入，探討香港的制度是否以及如何影響行為人的行為模式，以及有何值得效法之處。

第一節 香港內線交易法制的特點

為了呈現一個國家完整的內線交易法制狀態，只觀察法律的制度應然面本身難免有見樹不見林之憾，必須要就法律與執法狀態為整體觀察。²⁵⁶以下從監管制度、實體規範、執法成果三個層面分別對香港的內線交易法制進行觀察。

第一項 對監管制度之觀察

第一款 政府對證券市場規範的影響力

證監會組織的獨立性可以從人事與預算兩方面觀察；人事獨立方面，證監會雖然具有獨立的董事會，但董事的人事指派完全由香港行政首長授權財政司司長委任，可以說政府仍然對證監會的執法方向具有近乎直接的控制權。

從財務獨立性而言，證監會的收入主要來自向交易人徵收的費用及利息所得，機關預算雖應經立法院審核但幾乎不受政府的補助，雖然證監會有權向香港立法會提出撥款請求，但不曾行使過，證監會截至目前為止都是收支平衡並有高額盈餘；惟應注意，政府對證監會的財務控制並不一定透過預算核支展現，例如前述1990年時政府即透過要求提前返還借款等方式干預其財務，從而證監會的整體財務仍然有可能間接受到政府的影響。

第二款 主管機關的權限與監管重心

Gadinis 與 Jackson 將世界證券市場的規範模型區分為三種典型，即政府主導

²⁵⁶ John C. Coffee, Jr., *Law and the Market: The Impact of Enforcement*, 156 U. PA. L. REV. 229, 243-45 (2007).

型 (Government led model)、彈性型 (Flexibility model) 以及合作型 (Cooperation model)，並認為香港屬於介於兩種極端之間的彈性型。²⁵⁷ 上開三種類型的區分取決於政府對證券市場規範的影響力與政府和自我監管機關間的權力分配，例如市場規範政策的決策過程、政府對監管機關的控制與影響等等。政府主導型的國家，其證券市場規範的制定與型都是由政府機關主導；彈性型國家的特色是事前的監管主要交由市場參與人或證券交易所自行運作，規範機關主要負責監督與事後的執法；合作型國家的證券交易規範與執行則都是由證券交易所等自我監管機關主導，政府僅對其運作進行監督。

香港的證券規範政策由法律、命令、上市規則等不同法律位階、不同階層機關負責的規範組成。香港證監會雖然依法擁有制定法律與交易規則的權限，但實際的規範制定運作上仍然以香港交易所為中心；反之，香港交易所雖然有對交易人裁罰的權限，但實際上交易所多半會將案件移送證監會，而不會自行裁處，從實際運作結果的權力分配觀察應屬於彈性型。²⁵⁸ 此外，近年來歷次修法已逐漸將相關的規範都整合入《證券及期貨條例》，使法位階與主管機關都同一化；由此觀察，證監會的角色似乎有逐漸吃重的傾向。雖然證監會逐漸重視事前的規範制定（例如最新公布的〈內幕消息披露指引〉，即透過公布行為準則的方式使執法標準明確化），但整體而言，現在的證監會仍然保持原有以事後執法為其運作重心的原則。

第二項 對實體規範的觀察

無論從實體法構成要件觀察，或從違法的罰則觀察，或甚至其他配套法令觀察，香港的內線交易規範都相當嚴格。

第一款 實體法構成要件之特點

首先從實體法構成要件的文義處罰範圍觀之。例如香港法對於交易標的的定義，「證券」包含股份、債權憑證、基金、債券或票據及衍生性產品等，上開列舉的項目包含了股權證券、債權證券、甚至衍生性金融商品等等，超越於傳統上認知的股權證券。

其次，「有關聯人士」的定義除了一般定義的內部人（董事、股東、雇員）、以及因職位或專業或業務關係，故而能夠接觸到相關消息之人（亦即暫時內部人），

²⁵⁷ Stavros Gadinis & Howell E. Jackson, *Markets as Regulators: A Survey*, 80 S. CAL. L. REV. 1239, 1245 (2007).

²⁵⁸ *Id.* at 1325-28.

還包含因特定公司交易或特定證券交易而有機會能夠接觸到相關消息之人，例如標的公司的交易相對人、或與標的公司有交易關係的公司之內部人、或該交易的中間人...等等。法院甚至採實質認定，不受名目上職務關係限制，可以及於雖無職位但實質有控制力之人。此外，受到規範的行為主體除了內部人以外，還將對標的公司的收購人特別另行納入規範。相較於從忠實義務理論出發的內部人定義，香港射程範圍明顯較廣，不侷限於真正內部人、暫時內部人等傳統分類。

從上開法條實際執行的結果觀察，由於「有關聯之人」的定義非常的廣，甚至可以包含大部分情況下的收購人(因特定交易或特定證券交易而有機會能夠接觸到相關消息之人)，因此收購人條款反而較少被援引；即使證監會起訴時會並列兩款行為人(有關聯之人與收購人)，但法院在認定時多會先審查是否屬有關聯之人，若已該當該款法院甚至可能不實質審查收購人條款，足見「有關聯之人」的文義範圍之廣、涵蓋範圍之大。²⁵⁹

又，對於行為態樣的規範，除了真正進行交易之人以外，證券及期貨條例另外將慫使(counsel)他人交易以及促致(procure)他人交易也都另外規範成獨立的行為態樣，可以獨立成罪，解釋上不受真正進行交易之人有罪與否影響。此外，立法者也將消息受領人(tippee)獨立成一款，並且與透露消息之內部人(tipper)成罪與否切割，獨立判斷。當所有的行為人都被獨立檢視，只要該當法條的行為態樣就可以成罪，不會受到消息前手或後手的成罪與否影響，此時法條的射程也會更廣。²⁶⁰

綜上，香港整體法規範的制度設計射程廣泛，從而給予調查機關以及司法機關較大的運作空間以及決定權。

第二款 法效果的特點

我們若從罰則的角度觀察現行法，則難以斷言其是否有越趨嚴格的趨勢。內線交易的民事裁處案件在修法之後、兼以終審法院判決三倍罰金的規定違反基本法，最高額的罰金不能高於行為人不法獲利的額度，頂多能夠於向被告請求調查與審理費用時課以高額費用。

然而，從另一個層面來說，新法增加了刑事處罰的可能性，也是通常被認為屬較嚴格處罰的一種方式。而刑事案件的罰則更為可觀，而針對單項控訴，除了

²⁵⁹ China Apollo Holdings, (I.D.T. Jan. 31, 2002).

²⁶⁰ 例如在許多案件中，都有當事人因為離境等原因未受裁決的情況，但不影響其他人的行為成立與否之判斷。

最高罰款可以罰到一千萬港幣、最重的刑期可達十年；若行為人被控進行不只一項內線交易行為，那麼罰款與徒刑都會隨各項行為累加。整體而言，民事裁處案件的罰則雖然減輕了，但增加了較重的刑事罰則，輕者越輕，重者越重。

第三款 其他配套法令之特點

除了上開所述的內線交易禁止規範本身，我們也必須將預防性的配套措施納入整體法規範作為部份考量。對於內線交易的預防，香港以「董事禁賣期」的規定取代「短線交易歸入權」，雖然兩者都是推定董事在一定期間內的交易為內線交易而禁止，理論上應該可以達成類似的法律效果，但兩種制度在程序設計上的差異仍然會造成不同的結果。

例如，前者是行政規則，後者則須事後透過司法程序請求，造成執行上的一層障礙；又，前者是全面禁止交易，例外須由董事會允許，違反規範之人由香港交易所的上市委員會直接制裁，而後者在行為後還需要由法院或股東行使歸入權，才由法院判斷是否為歸入標的。此外由於禁賣期的規定及於單次交易，對於買賣間隔期間超過一般短線交易的時限、但實則為內線交易的交易行為也有規範的效果。香港對於事前防杜內線交易的配套制度更徹底、更廣泛。

綜上，香港法律整體而言對內線交易禁止的射程較廣，法效果輕者越輕、嚴者越嚴，而預防性規範也相當徹底。

第三項 對執法情況的觀察

第一款 法律制度與執法嚴格度間之關聯性

值得注意的是，雖然如前節所述，香港內線交易法的構成要件文義範圍非常的廣，但透過實證研究可以發現，該制度的執法結果並不見得會處罰到比較多的行為人。

首先，從有罪比率看來，2003年以前的成案率僅有43.1%，2003年之後的民事裁處案件也只有74.1%，但刑事案件的有罪率則達到85.7%。上開的現象應如何解釋，有數種可能。確實內線交易案件傳統上即存在普遍難以舉證的困難，但考慮到證監會起訴的案件應該都是證監會介入調查的案件中證據較為確鑿者，也不無可能是法院要求的證據標準過高，或是對判處被告有罪的謹慎與保守態度，導致證監會舉證更加的困難。

若觀察行政機關的態度，證監會移送司法程序的案件不但有減少的趨勢（1990-2003年間共27件，2004-2012年間僅13件）；在個別案件中起訴的人數

也明顯減少（從動輒每案七至八人降至每案二至三人），有可能是證監會修正了 90 年代採取大量起訴、低定罪率的策略，改採減少起訴人數、務求高定罪率的策略，也就是將較難成罪的次要行為人排除於被告之外。換言之，綜合觀察上開兩個現象，似乎顯示證監會傾向只起訴定罪可能性高的案件，或是只起訴定罪可能性高的被告。

進一步從無罪行為人的無罪理由觀察，無罪的行為人大部分被認為是被利用來交易的人頭帳戶，或是被認定為欠缺獲利的不法意圖，顯見法院也會透過從嚴認定主觀意圖的要件，來限縮法規的適用。此外，如果從罰則觀察，雖然最高的刑事罰則可以達到監禁十年以及罰款一千萬港元，但實際上多數的案件都是透過簡易程序處理，而單項判決的刑度也幾乎都低於一年，法院似乎並無意就內線交易案件從嚴處置。

綜上，在香港如此廣泛的構成要件下，司法機關與執法機關會似乎自行調整適用上的嚴格度，從而法律雖然嚴格而射程範圍廣，卻不見得必然導向相對嚴厲的執法結果。

第二款 無效或與原始目的背離的制度設計

綜觀《證券及期貨條例》的執法結果，可以發現一些無效或與原始目的背離的制度設計。

雖然法律有賦予因內線交易受有損害的交易人損害賠償請求權（第 281 條與第 305 條），但截至本研究之日為止完全沒有相關案例，雖然無從得知該條文不受青睞的真正原因，但蒐證上困難以及受害人分散等應該都是可以合理推測的起訴相對困難之原因，而政府也未針對此一請求權積極介入，設立相關制度或機構協助受害人提起集體訴訟或是代位訴訟，導致雖然設有制度但形同具文。然而，吾人也不能排除私權訴訟請求權的存在本身被拿當作當事人和解與協商籌碼的可能性，所以雖然沒有實際案例出現，但不必然代表該條文不具效用。

Djankov et al. 的研究主張證券市場規範應以私領域執法為主而非國家執法，也以實證研究證明該主張；《證券及期貨條例》賦予當事人損害賠償請求權的修法方向與該一主張不謀而合，然而雖然制度設計的原始目的有其合理性，但實際操作的結果卻無法完成透過私權訴訟獲得對內線交易行為的規範結果。

除了難以援用的損害賠償請求權，被廣為援用的 213 條強制令之法源也是一個法條的實踐與原始目的背離的例子。213 條原始的目的地在於透過暫時強制令之核發，在證券犯罪案件的調查或本案訴訟期間凍結財產避免當事人脫產，但在法

院的操作過程中轉變為永久強制令，甚至本案化，對當事人發生實際的法律效果。觀察上開案件此消彼長的發展，證監會利用透過訴請法院核發強制令，改用一般司法程序以外的方式介入無法起訴或尚未起訴的案件，可能是對於前開損害賠償訴訟制度實行困難的補救，擴張 213 條的適用以彌補損害賠償請求權無法發揮應有作用的空白地帶。

第三款 司法機關的內部態度

香港內線交易案件訴訟的司法制度設計，無論民事訴訟程序或是刑事訴訟程序都是三級三審制。而案件實際操作時，40 宗案件中，共有 15 宗案件上訴到二審，其中只有 5 宗案件上訴到三審。上訴案件中只有 7 宗案件的被告獲得較有利判決，其中更只有 3 宗案件的部分被告在上訴後獲判無罪，其中一件是刑事公訴案件，另外兩件是民事裁處案件，其餘被告則是獲得減刑。

前述案件上訴比率不高的現象，有不同的解釋可能，首先人民對於法院應具有一定的信任故少提起上訴，其次當事人普遍傾向在一審認罪或證監會起訴案件均為罪證確鑿案件而無上訴必要，最重要的一點則是法院對當事人提起上訴的審查相對嚴格，導致案件難以上訴二審，更降低人民提起上訴的意願。

第四款 強制令的影響

由於終審法院對 Tiger Asia 案的判決，使強制令的運用更為廣泛，不但及於永久強制令，並可以與本案訴訟脫鉤。強制令的運作模式可以從兩方面觀察，一方面為交易相對人開啟一條新的可能救濟程序，也就是透過證監會提起強制令以獲得賠償，甚至可能比損害賠償訴訟更有利被害人。由於香港沒有集體訴訟的制度設計，個別交易相對人也難以就內線交易之受損舉證求償；²⁶¹ 強制令被賦予本案效果後，交易相對人不必成為訴訟當事人，無須主動進行訴訟，而是由證監會介入代勞；雖然失去訴訟的主動權，但從解決廣大被害人集體行動困境的角度觀之，似乎有其優越之處。

另一方面，強制令的強大功能兼以其發動程序之便利性，也令人不得不質疑其適當性。由於核發強制令的要件過於廣泛，法定程序要求遠低於一般訴訟，效力又過於強大，可能引發證監會濫用該權力，架空民、刑事訴訟法定程序要求的

²⁶¹ See THE LAW REFORM COMMISSION OF HONG KONG, REPORT ON CLASS ACTIONS (2012), available at http://www.hkreform.gov.hk/en/docs/rclassactions_e.pdf. 香港目前沒有集體訴訟的制度設計，但正在討論未來修法增加消費案件的集體訴訟，並建議設立集體訴訟基金以促進集體訴訟。

可能性。另外，強制令賦予證監會除了刑事手段以及民事裁處以外的第三條實質裁罰途徑，但該途徑並非成文法所明文賦予，而是由法院所賦予，也可見香港普通法傳統與證券法規範的成文法傳統並存，具有適用上的彈性。然而從較為樂觀的角度來說，證監會也有可能因為該武器足夠強大，故自我節制盡量避免濫用，以免被法院所收回。

第四項 實證研究中案件代表性之探討

第一款 大量的未起訴案件

本節將討論案件實證研究方法論上的缺陷，並聚焦於由於執法系統的設計上或運作上的缺失，無法呈現於案件實證研究的現象。

進行案件實證研究時，必然要面對所研究的案件與所探討的問題之間是否存有聯繫之問題。以本研究而言，由於實證研究的標的是所有的內線交易案件，故而不存在取樣誤差的問題，但進入司法程序的內線交易案件量不見得足以代表證券市場上所有的內線交易行為，也不一定可以反映政府對於所有內線交易行為的介入。

可以想像的是，證券市場中存在的內線交易行為、為政府所發覺並介入的內線交易行為、與進入司法程序成案的內線交易案件，這三者之間數量上必然有一定的落差，然而究竟有多大的落差，該落差以何種倍數呈現？又是因為何種原因有數量上的差異？本研究不只關心透過司法系統所呈現出來的案件，也關心司法系統沒有呈現出來的部分，這是與案件本身同等重要的問題。

政府發覺內線交易案件的管道非常多元，例如被害人舉報、行為人公司內部稽核發現後上報、交易所長期的流量監控……等等，但最終證監會決定介入調查的案件量有限、而進入司法程序的內線交易案件又更少。此外由於香港對內線交易案件並沒有訴訟中和解的機制，故而進入司法程序的案件數量與最終判決的數量應該大致相同，併予敘明。

以 2007-2008 年度為例，該年度證監會針對內線交易行為提起了 23 宗調查（見下表 30），但最終僅依公訴程序提起 1 宗刑事案件、另提起 2 宗民事裁處案件，共 3 宗案件進入司法程序，兩者顯然不成比例。從 2007 年到 2012 年之間，證監會所調查的內線交易案件數量雖然逐年顯著增加，但相形之下，最終進入司法程序的案件數量始終維持相對稀少的狀態。

表 30 2007 年至 2012 年間證監會每年度調查內線交易案件數量²⁶²

年度	證監會調查內線交易 案件數量 (件)	進入司法程序 之案件總量 (件)	受調查案件進入 司法程序之比例
2007-2008	23	3	13%
2008-2009	31	4	12%
2009-2010	35	2	5%
2010-2011	43	1	2%
2011-2012	56	3	5%

2012 年一年間，證監會介入調查的內線交易涉案人數總計共 249 人；²⁶³而 2012 年政府透過各種司法管道（刑事、民事）所提起的訴訟被告，截至本研究之日為止是 0 人，當然並不能排除案件仍在調查中尚未提起訴訟的可能性；然而若我們回溯向前，觀察 2003 年到 2010 年間的案件做為參考，政府透過各種司法管道所提起的訴訟被告總共也不過 27 人，平均一年所起訴尚不到 3 人。

從上表的數字看來，我們雖然無法計算證監會所調查與最終起訴人數比例為何，但整體看來，起訴的案件量確實不到一成，可以合理的推論兩者之間確實存在有相當懸殊的落差。換言之，證監會介入調查大量的內線交易案件，但其中大部分最終並沒有進入司法程序。這些案件究竟何去何從？我們無法從公開的資訊得知案件確切的去向或是否採用其他替代性的處理途徑。詳言之，我們並不清楚證監會如何決定起訴哪些案件，以及決策時會考量何種因素。可以想見證監會必然會考量證據的充分與可靠程度，但更進一步，是否會考量個別案件的所涉金額或社會矚目程度，也未臻明確。

第二款 調查與起訴案件間出現數量落差與投入資源間的關聯性

針對上述調查與起訴案件數量出現落差的現象，本研究提出三種可能的解釋。首先，有可能是香港政府投入內線交易執法的能量不足，導致雖然發現可能的案件，卻無法完成有力的調查。其次，有可能是內線交易案件本質上即存在其調查

²⁶² 本表資料來自 2011-12 年度證監會年度報告，頁 54。該年度報告之年度期間係由前一年的 4 月 1 日起至次年的 3 月 31 日止，

http://www.sfc.hk/web/annualreport2011-12/pdf/SFC_AR11-12_Eng_Full.pdf。

²⁶³ 本項受調查涉案人數的統計資料是以年計算，與前述調查案件的統計資料係以年度計算不同 <http://www.sfc.hk/web/TC/regulatory-functions/enforcement/enforcement-statistics/active-investigations-by-case-nature.html>。

的困難，即使投入足夠資源也難以克服。第三個可能，是執法機關為了特定目的而有選擇性執法的現象。

為了瞭解投入執法資源的狀況，本研究參考 Coffee 所提出評估政府對執法能量投入的兩個指標，即執法機關預算以及執法機關人力的變化。²⁶⁴由於香港政府對不同資本市場的監管是由不同單位負責，兼以其財務獨立，不受保險業或銀行業監管政策的影響，所以證監會的預算具有證券市場的代表性。

然而囿於資料來源有限，證監會的預算與財務報告並沒有針對不同執法行動與不同內部單位分別列明，我們無法計算證監會針對內線交易行為的執法費用佔總支出的比例，也無從得知執法部門的支出佔總支出的比例為何，但從證監會的總支出與職員人數變化，應該仍能夠對整體的政府投入資源略窺一二。

表 31 2003-2012 年間證監會年度支出與職員人數表²⁶⁵

年度	年度支出（百萬港元）	職員數（人）
2003-2004	426	392
2004-2005	456	406
2005-2006	497	413
2006-2007	541	443
2007-2008	585	442
2008-2009	684	478
2009-2010	730	501
2010-2011	780	544
2011-2012	902	611

雖然從上開支出變化與人員變化的資料可以看出，證監會年度支出從 2003 年以來節節上升，成長將近兩倍；職員人數也有迅速的成長，增加了七成。足證香港政府投入證券市場管制的資源逐年增加，證監會作為監管機關也漸受重視。相較於其他主要資本市場如美國，並考量市場規模與其相應之監管難度，香港投入內線交易執法的監管支出與投入人力均未有明顯較高或較低，且執法能量有逐漸成長。

²⁶⁴ Coffee, *supra* note 256, at 258.

²⁶⁵ 整理自證監會年報。

表 32

2011-2012 年度香港／美國／英國金融監理機關年度支出與職員數²⁶⁶

各國監管機關	年度支出 (百萬港元)	每十億市值 監管支出	職員數(人)	每十億市值 職員數
香港證券及期貨 事務監察委員會	902	0.051	611	0.035
美國證券 交易委員會	10,557	0.087	3,946	0.033
英國金融 服務管理局	6,464	0.255	4,000	0.158

當然我們也不能排除另一個可能性，即內線交易案件本身存在無法克服的執法困難，即使已經投入大量的人力與資源仍難以蒐證立案，從而造成內線交易案件的低起訴率。

檢視刑事案件無罪以及民事裁處案件不成立內線交易的被告，可以發現，無罪與不成立內線交易行為的主要原因包括被當成人頭並非自己進行交易、無法證明其在交易時知悉內線消息、所知悉的資訊不構成內線消息、可以證明系爭交易有其他合理目的；可見香港內線交易案件定罪最大的障礙仍然是證明內線消息之知悉。

第三款 選擇性執法之可能性

除了資源投入不足的可能性以外，證監會等內線交易執法機關，也可能存在選擇性執法的現象，也就是將有限的資源投注在特定的案件類型上。例如為了政策上的特定目的，將調查資源投入在社會矚目案件，例如惡意或情節重大的內線交易案件，或是為了增加定罪率或嚇阻效果，將資源投入在容易蒐證的案件，甚至有可能迴避特定產業或特定類型的案件。

此外，執法體系的運作模式以及監控模式本身就會形成某種案件的篩選。通常內線交易起訴都是透過不正常交易價量所發現，換言之不會造成異常交易價量的非法內線交易就不會被調查出，使得我們所可以接觸到的案件都是具有一定價

²⁶⁶ 年度支出與職員數部分取自香港證監會 2012 年報。各證券市場市值取自世界交易所聯合會 WFE 2012 Market Highlights，分別以香港交易所、紐約交易所與那斯達克交易所總和、倫敦交易所 2011 年交易量為計算基礎，並以 2013 年 6 月 12 日的匯率換算為港元。Available at <http://www.world-exchanges.org/files/statistics/2012%20WFE%20Market%20Highlights.pdf>. 其中英國金融服務管理局管理所有金融市場，而前二者僅監管證券市場。

量影響的案件，也是一種執法的偏差。²⁶⁷

如前所述，與行政單位介入調查的案件量與最終進入司法程序的內線交易案件量之間有相當比例的落差。我們無從得知被排除在最終司法程序外的案件究竟為何種案件、與進入司法程序的案件之間有何差異，只能退而求其次，從最終的案件中觀察是否存在特定的偏向與趨勢，據而了解整體案件的趨勢。事實上無論是刻意為之或制度無意間形成的結果，執法必然存在一定程度的偏見，我們觀察執法的各種面向：執法對象、執法力道、刑度，想要觀察香港對於內線交易的執行是否存在對象上的偏重（著重於特定族群）或是時間上的偏重（集中於特定時間區間）。如果分析案件結果發現並沒有偏重的情形，那麼也有可能是整體案件的發生的確有其趨勢性。

從時間上的分布而言，觀察香港內線交易的執法結果，並不存在明顯的時間上偏重或不平均的狀況，每一年的案件量幾可以穩定形容。而 2003 年修法後，判決集中在修法後的四年左右一起浮現，也可以認為是修法後執法機關對新法制合理的適應時間，特別是刑事案件的追訴並無前例，需要建立一定的機關間合作與調查模式等等。

從對象的分布而言，2003 年之前的行為人大致上以公司的內部人為主，特別是主席、董事、高階經理人等佔大宗，親友、收購人、金融從業人員等佔小部份；2003 年之後的案件行為人則由公司內部人（董事、主席等）以及金融從業人員（基金經理人、財務分析師等）兩大族群並分天下。從進入司法程序的案件看來，內線交易行為人似乎有逐漸從公司內部人轉變為金融從業人員的趨勢，可能的解釋有兩種：一是香港政府對金融從業人員執法特別嚴格，二是行為人的身分確實發生了變化，例如公司內部人逐漸減少停止進行內線交易行為。

若將對董事與員工等內部人的規範與對準內部人的規範相比，對內部人的規範密度高於準內部人，例如董事受到證交所上市規則行為準則等規範，也受到公司內部規範，但準內部人不受上市準則規範，從而沒有禁賣期預設一定時間不能買賣的限制。內部人與準內部人之間的規範密度差異，造成準內部人被期待的行為準則較不明確，從事內線交易時被處罰機會較低，從而形成準內部人冒險投機行事的心態，或許也是形成上述金融從業人員內線交易現象增加的一個可能原因。

理論指出，針對特定類型案件執法，或提升執法速度，有助於提升嚇阻的效

²⁶⁷ Du & Wei, *supra* note 73, at 917.

果，反對者指出沒有特別幫助，而且會造成某種程度上犧牲其他案件，²⁶⁸例如必須放棄某些案件的調查與執行。然而從香港案件的情況看來，執法機關並未如想像中特別著重大型矚目案件的執法，反而檯面上可見的案件很多都是交易金額不大、罰款額度也不高的案件。一個可能的原因是大型案件執法與舉證困難，同時也有可能是證監會意圖透過輕微案件的舉報與定罪來達到殺雞儆猴的效果。

然而必須在此重申，使用非法內線交易案件作為實證研究資料來源時必然會面對的問題，即因為資料來源而形成的偏差。此外由於總案件量太少，案件的分布難以呈現出一個明顯並有研究上意義的趨勢，只能大略描述現有的執法現象，而難以更進一步的推論。

第二節 香港對內線交易的執法態度

基於長久以來的自由市場傳統，香港整體社會，包括政府與投資大眾，一向被認為對內線交易行為抱持比較容許的態度。以下就香港交易大眾對內線交易的態度、以及政府與監管機關對內線交易的態度分別探討之。

第一項 香港交易大眾對內線交易的態度

內線交易法律的嚴格度以及執法的力道在在受到社會觀感以及文化的影響，故而在探討政府對內線交易行為的態度之外，香港人民對內線交易行為的態度也可以作為觀察內線交易執法的參考因素。換言之我們除了關心執法的結果，同時也關心社會對內線交易行為的觀感是否有普遍的共識、內線交易行為的成罪化或刑罰化是否為社會的集體共識、以及社會大眾認為現行內線交易法制的執行是否有效或是否嚴格等問題。

對於社會大眾對於內線交易執法之認知程度，Hughes 的研究使用了一個稱為 perceived strength 的變項，也就是人民認知中的內線交易執法強度。Hughes 將一份由世界經濟論壇（World Economic Forum）與哈佛大學共同進行的問卷調查中「受訪者認為本國證券市場中內線交易行為是否常見」這個問題，解釋為受訪者所認知的內線交易執法強度，並稱為 ITI（Insider Trading Index），即內線交易指數；Du & Wei 則將相同的變數解釋為該國家客觀的內線交易執法強度，但

²⁶⁸ David M. Becker, *What More Can Be Done to Deter Violations of the Federal Securities Laws?*, 90 TEX. L. REV. 1849, 1868 (2012).

同時也可以反映受訪者對於內線交易行為是否違法的認知。²⁶⁹

然而，本文認為上開兩種解釋方法均可能存有其缺陷，「受訪者認為本國證券市場中內線交易行為是否常見」這個單一問題只能夠反映出受訪者認為本國市場中內線交易行為是否常見，尚不足以直接聯繫到執法強度的認知，也無法反映受訪人民認為內線交易的可非難性如何。故而，我們需要另一個衡量人民對於執法強度認知或是對內線交易可非難性觀感的標準。

香港交易所在 2011 年進行《個人投資者調查 2011》問卷調查，並在 2012 年底公布結果。由調查結果看來，有 65% 的受訪者認為香港市場公平有秩序，其他調查也都有 5 成以上的滿意度，但只有 38% 的受訪者認為內線交易受到良好控管。²⁷⁰ 本文認為該現象可以解釋為香港民眾認為對於內線交易的管制與否、與整體市場的公平性兩者之間沒有必然的關聯性；更有可能的解釋是雖然兩者之間有一定程度的關聯性，但內線交易法制並不是市場公平秩序的主要決定因素，否則若投資人咸認內線交易盛行且具可非難性，那麼受訪者肯定市場公平有秩序的比例應該會更低。換言之，透過比較受訪人對於兩個問題的認知落差，我們可以推測香港受訪人並不認為內線交易行為對市場的公平性有絕對的負面影響。

另外香港 KPMG（香港稱畢馬威會計師事務所）在 2006 年所進行的一項調查《香港的舞弊和不正當行為問卷調查》則指出，有 27% 的香港受訪者認為內線交易與操縱股票交易對香港的公司造成重大風險。相對於此，認為操縱股票交易會對公司帶來風險的受訪者佔全部的 26%，認為詐騙零用金與虛報開銷之竊盜資產行為對公司造成風險的受訪者分別佔 23% 與 20%，認為竄改財務報表造成公司風險的受訪者佔 26%，認為竊取資訊造成公司風險者佔 29%，認為未經授權操縱電腦數據與更動程式等電子商務舞弊造成公司風險的受訪者分佔 37% 與 41%，認為提供回扣與收受回扣等貪汙造成公司風險的受訪者則分佔 12% 與 17%。由於該調查的對象為公司內部人，雖然不見得能反映一般交易大眾對內線交易的態度，但可以呈現出公司內部稽核部門對內線交易的警覺程度，而由於資訊可及度較高，公司內部稽核部門對公司內部內線交易的氾濫程度應該會比一般外部大眾更為敏感。可以說對香港的公司而言，內線交易與其他公司舞弊行為所造成的風險並未有太大差異。²⁷¹

²⁶⁹ Hughes, *supra* note 14, at 502; Du & Wei, *supra* note 73, at 921-22.

²⁷⁰ *Supra* note 236, at 52-56.

²⁷¹ http://www.kpmg.com.cn/sc/virtual_library/Financial_advisory_services/2006fraudSurvey.pdf。該調查的對象為 1918 間在中國與香港的公司，問卷回收率為 8%。

對於一般人民或投資大眾對於內線交易的違法意識程度，在欠缺直接資訊之下，我們無法建立直接的量度指標，只能用推測得知。我們雖然無法得知香港人民對於內線交易行為觀感的直接結果，但也可以透過相關民意調查的解釋達成類似的目標。此外，現行法律對內線交易的禁止必然會造成人民對於該行為可非難性的認知影響。換言之，雖然法律是由人民的共識所形成，但行之有年的法律制度以及執法態度，同樣也會回過頭來影響人民的觀感，這是針對已有內線交易法規的國家或地區進行實證研究所必然遇到的問題。

第二項 香港政府的執法態度

正如前文所指出，香港整體社會，包括政府與投資大眾，一向被認為對內線交易行為抱持比較容許的態度。這種說法的正確性，我們似乎也可以從 20 世紀香港執法結果所呈現出的稀少的案件量、相當低的定罪率、以及一直以來只有民事罰金等現象略窺一二，但也有不同的意見。

Du & Wei 在 2004 年提出香港對內線交易的執法相對嚴厲的主張。渠等認為，為了平衡過於輕微的民事罰金，香港設有嚴格的反詐欺法律、可預測的執法態度、且執法者的專業聲譽與道德操守均高。²⁷²然而，綜合本文之實證研究觀察，香港的法律本身確實可說是相對嚴格，證監會介入調查的案件數量確實也很多，但若因此便認定香港政府針對內線交易行為的執法態度趨向嚴格，似嫌速斷，尚有待釐清；如果從執行結果觀察之，一年僅有 1-2 個案件進入司法程序，則起訴狀況與整體市場規模似乎並不相當。

總結本研究的觀察，對於香港政府執法態度比較精確的描述應如下：

1. 法律規範嚴格而射程廣；
2. 行政機關調查能量逐年增加；
3. 最終起訴的案件大幅少於政府介入調查的案件；
4. 定罪率由最初的不到一半逐漸增加；
5. 判決維持率高，且上訴比率低。

這種法制上偏嚴格但執行結果比預期寬鬆的現象，有可能是囿於執法能量不足，取捨之下的分配結果；也有可能反映了香港政府對於內線交易真正的態度。如果社會對於內線交易的態度並非如此在乎，政府卻訂立了嚴格的法律，換言之

²⁷² Du & Wei, *supra* note 73, at 920.

發生法律與社會觀感脫節的現象。上述現象可能是受到公司治理準則等國際標準的影響。

Coffee 將金融監理單位對違法行為的執法態度大致分為兩類，前者是以勸導性的規範為主，例如英國的金融服務管理局，後者則是以處罰性的規範為主，代表者為美國的證券交易委員會，區分兩種類型的方法則是檢視執法部門預算占整體金融監理機關的預算比例，比例越高者代表處罰大於勸導。²⁷³誠如前節所述，我們無法從證監會的年報得知執法費用佔總預算的比例，故而無法驗證 Coffee 的分類方法；然而從證監會的運作方式看來，香港似乎並沒有勸導性執法的傳統。

第三節 理想的內線交易制裁手段

對於金融犯罪或白領犯罪應該用何種手段、何種程序進行制裁，始終爭論不休。針對香港引入刑事手段的潮流，我們首先關心，刑法是否是治療金融犯罪有效的工具？其次，即使刑法確實有一定的功效，我們所追求的內線交易理想規範模式，又應該是單一管道化的刑事責任，還是多種程序並行並給予政府程序選擇上的裁量權呢？

第一項 香港引入刑事手段的理論基礎

從規範目的觀點而言，學理上有一種觀點認為，內線交易的刑事與民事處罰分別有不同的理論基礎，從而有不同的成立要件。若以維護市場誠信為目標，通常以行政制裁與民事處罰作為規範手段；若以反詐欺作為所維護的法益，則援引刑事制裁手段。另一種觀點則認為，多種規範手段應該有適用的先後次序，例如以損害賠償訴訟作為交易相對人第一線的防線，其他的行政規範後續介入，若上開規範手段都無法生效時，才有刑事手段的適用。²⁷⁴

觀察香港的內線交易法制，我們可以發現，首先，香港法律本身對民事與刑事並不採取相異的理論基礎，兩者構成要件均相同。其次從執法與判決觀察，法院對於刑事程序與民事裁處程序雖依法有不同的程序與證據要求，刑度以及罰款也略有差異，但法院認定刑事罰款與民事的歸入額度時，其標準與計算方法實際

²⁷³ Coffee, *supra* note 256, at 276.

²⁷⁴ Geraldine Szott Moohr, *The Balance among Corporate Criminal Liability, Private Civil Suits, and Regulatory Enforcement*, 46 AM. CRIM. L. REV. 1459, 1478 (2009).

上並無差異。

我們似乎可以推論，對執法者而言，實務操作上無論刑事或民事手段，都只是規範內線交易的工具，並未分別對應至前述相異之法益保護理論，傳統理論上法益論的分歧並未反應於實務操作上。²⁷⁵

第二項 刑事規範手段的優、缺點

承前，既然在香港法的脈絡下，刑事手段並不具有不同於民事手段的規範目的與法益理論基礎，而且學說上長久以來也都針對並非本質上刑事犯罪的經濟犯罪是否適合用刑事手段處理有所歧見，則港府修法增加內線交易的刑事責任，其目的究竟何在、以及具有何種效用，乃是我們所關心的問題。以下分別就效用觀點、成本觀點、以及刑罰手段對機關功能的影響分別探討之。

第一款 規範手段的效用觀點

從規範手段效用的觀點來說，如果目標是減少該不法行為，那麼我們所關心的問題並非何種裁罰比較嚴格或比較重，而是何種規範手段能夠比較有效的制裁行為人，甚至進一步減少特定行為。²⁷⁶Becker 也進一步將特定規範手段如何有效達成制裁功能的原因歸納出四點因素，即違法效果的輕重、受處罰的可能性高低、案件發生到判決的間隔長短、以及法律效果之外的影響。²⁷⁷ 換言之要提升規範手段的制裁效用，除了加重其刑度以外，還可以透過提高行為人被罰的或然率、以及降低案件發生到判決之間的間隔來達成。

一般來說，由行政機關所裁決的民事罰，由於程序要求以及執法成本都較低，執行上能夠普遍及於較多的內線交易案件，可能比刑事程序偶然的重罰更能夠有效阻止目標行為，杜絕行為人僥倖的心態。然而，從香港 2003 年採取民刑雙軌制後的執法情況看來，民事裁處程序相對於刑事程序並沒有明顯的優勢，反而是刑事程序的案件量較多、案件之間的間隔也較為密集。

另外，從制裁手段法律以外效果的角度來說，刑事罰則因為具有道德非難的汙名化效果，可以達成嚇阻其他人繼續進行內線交易，以及藉由自由刑達成阻止當事人再犯的目標。然而，所有政府所加諸的處罰其實都有類似的效果，如現行法剝奪行為人交易資格、禁止擔任公司內部人等做法也可以有效達成一樣的功用；

²⁷⁵ 關於法益論之爭議，詳見曾宛如，前揭註 24，頁 256 以下。

²⁷⁶ 相同觀點，See Becker, *supra* note 268, at 1849.

²⁷⁷ *Id.* at 1868.

此外，當行為人是法人時，刑事手段的污名化效果可以輕易規避。²⁷⁸雖然香港法規上沒有明文排除法人進行內線交易行為的罰則，內幕交易審裁處也將法人列為受調查的行為人，但香港司法機關截至目前為止在處理法人作為內線交易行為人的案件時，無論民刑事案件都不曾實質認定法人為成立內線交易行為而處罰之，而多是處罰控制法人的自然人；此外多數的法人在案發之後也都已經解散而不存在，所以整體而言，我們無從觀察何種手段對於法人被告的制裁效果較高。

第二款 規範手段的成本觀點

對於內線交易的制裁手段也應該同時納入成本的考量。處罰手段的成本可以從執法行為本身的成本來考慮，例如投入執法活動的人力與經濟成本；也可以從社會所承受的外部成本來考慮，例如行為人為了規避處罰所產生的額外經濟成本、行為人被禁止交易或是被處以自由刑期間的機會成本、或是處罰結束後重新社會化並投入經濟活動所耗用的社會成本...等等。

刑事手段的直接成本理論上較行政制裁為高，但我們若單純觀察狹義的執法成本，香港的刑事案件執法費用似乎與上開理論並不相應。比較 2003 到 2012 年間香港政府向敗訴行為人求償的調查與審理費用，對政府來說刑事手段與民事手段所耗用的費用並沒有明顯的差異，刑事案件的費用甚至還比較低，這樣的結果似乎與我們「刑事成本較高」的假設並不相符。就此，本文提出一個可能的假設：雖然大部分的判決書與審裁報告中費用幾乎都有明細列出，但仍然不能排除政府透過浮報敗訴行為人需負擔的調查與審理費用，達到實質罰鍰的可能性。特別是 2008 年三倍罰鍰的規定被取消後，政府有可能想要透過浮報的費用來達到足夠的懲罰效果。此外，證監會的盈虧自負，長期不受政府編列預算補助，也排除其低報費用以免預算遭刪減的可能性。所以雖然從數字上看來刑事手段的直接成本較低，但必須注意可能受其他因素影響。

除了直接成本外，如果要從成本的觀點觀察內線交易刑法化的現象，就不得不全面觀察這個現象的經濟損失，換言之無論是政府的執法成本、規避禁止對行為人帶來額外的交易成本、侵入性偵查的社會成本、或是因為雙重處罰所帶來的當事人利益等等，都必須被納入內線交易刑罰化的經濟損失來考量。

其中一種重要的外部成本考量，即該規範手段所能夠框畫出來的處罰對象範圍是否能夠被接受，換言之一個規範手段重要的是能夠勿枉勿縱，盡可能減少不

²⁷⁸ Gerald E. Lynch, *The Role of Criminal Law in Policing Corporate Misconduct*, 60 LAW & CONTEMP. PROBS 23, 51 (1997).

需要被罰卻被罰、以及可被非難卻無法被處罰的行為人。如果處罰範圍過廣，無可避免會處罰到「可以不必處罰」的行為人；處罰範圍過窄時，又必然會產生縱放的情況。雖然一般認為民事手段的直接執法成本較低，²⁷⁹但隱然的社會成本也不能不納入考量：民事罰程序要求低，會使國家更容易處罰行為人，產生過於氾濫的處罰潮流。當然，理論上來說，如果行政力量太過氾濫，人民仍然可以透過修法來限制行政權能與資源，但畢竟是較為不直接的手段。

第三款 不同制裁手段對機關功能的影響

不同制度對執行機關之功能也會有不同影響，換言之除了制度本身的設計外，在運作上是否會偏離其原始功能而產生歪斜也是我們所關心的。以下我們分別觀察不同程序中機關的專業能力、不同機關的評價基準、機關間的權限考量、以及刑事程序逐漸民事化等四個層面的問題。

執行機關的高度專業素養是香港內線交易執法被認為固有的優點。²⁸⁰金融或白領犯罪若以行政程序處理課以民事責任，會形成執行機關相對於刑事程序更為一貫，更有效率也更加專業化。香港現有的內線交易民事裁處程序由證監會主導調查、直接移送內線交易審裁處進行審理，兩個機關都由財政司直接或間接控制，可以減少機關間因立場不同所生的齟齬。相反地，採取刑事責任則由於涉及檢察機關職權的介入，必然會形成程序上有多重機關介入。

其次，在香港現有制度下，對民事裁處案件的審理是以特別法庭（市場失當行為審裁處）為之，但相對於此，內線交易的刑事案件則沒有類似的專業法庭，而是由一般的刑事法庭審理。Gerald E. Lynch 指出，金融監理機關對金融案件具有專門的知識，而檢察機關則對於刑事案件較為了解；²⁸¹基於上開的差異性，當證監會將內線交易案件送交刑事機關處理時，等於放棄了該案件作為金融或經濟案件的特殊性，而與其他刑事案件放在相同的可非難性評價基準。

除此之外，證監會採取不同的追訴管道的決策，很可能不僅僅是程序差異的考量，還牽涉到機關間權限的考量。證監會可能因為不願交出案件的主導權給律政司，而對刑事程序有較低的使用意願。在政府 2012 年修法使證監會有權不透過財政司，直接提起民事裁處案件後，更可能加重這樣的案件主導權考量，使主管機關更傾向於使用民事裁處程序。但從另一個角度來說，證監會在刑事程序中

²⁷⁹ *Id.* at 34.

²⁸⁰ Du & Wei, *supra* note 73, 921.

²⁸¹ G. Lynch *supra* note 278, at 54.

可以自由選擇公訴程序或簡易程序、以及是否由陪審團審理等等多種程序選擇權，似乎也仍然保持一定主導權。由目前刑事案件多於民事裁處案件的情況來看，證監會似乎沒有特定透過何種程序捍衛案件主導權的傾向，如果繼續觀察 2012 年最新修法後的執法情況，或許可以在這個議題上發現值得探討的現象。

最後，刑事程序中廣為所見的民事處罰化也受到批評：在原有的刑事程序中賦予政府額外罰款的權利，有可能造成政府只為了向行為人課以罰款而採取刑事訴訟，罰款處分將反客為主。例如在香港法下，民事裁處程序對於罰金的額度以不法所得為上限，但刑事程序的罰則並沒有類似的上限規定，只有規定每一項起訴的罰款上限，換言之政府透過刑事程序可以向行為人課以更高的罰款。如此一來，政府在程序選擇上的財務誘因太高，甚至這些罰款也不是還給被害人，質言之，政府的起訴動機不再單純，起訴動機可能會被不當扭曲。²⁸²不過，從香港內線交易案件實證結果觀察，目前的刑事案件中，法律於內線交易刑事罰款雖然採取限額而沒有提供計算標準，但法院在認定時一律將該罰款性質認定為政府對行為人不法所得的歸入權，並採取與民事裁處程序中相同的計算方法，實際操作上沒有上開被擔憂的程序間差異。然而，罰款仍然是繳給政府而不是還給被害人，只要這點沒有改變，政府的起訴動機就仍然存在有經濟上的誘因。

更重要的問題是，在刑事程序中除了自由刑外額外課以民事處罰，可能會造成雙重處罰的效果。如果單純比較一個案件分別依民事裁處程序與刑事程序追訴的結果，在兩種程序中當事人都必須要歸入其不當的獲利給政府，但在刑事程序當中，當事人還可能額外被處以自由刑。在案件本身的可非難性沒有明顯差異的情況下，有些當事人只要被罰款，有些卻要被罰款同時被關。當然由於程序嚴謹度不同所以可以課與不同類型刑罰，但似乎不足以說明為什麼可以同時對一名被告課予兩種疊加的處罰。

第四款 政府對不同程序與裁罰手段的選擇權

觀察上述對白領犯罪的追訴在刑事程序中納入更多的行政罰鍰、以及將原有的民事領域加以刑事處罰等現象，可以發現刑事程序與民事處罰的差別不再僅是輕重之別，也不是截然劃分的程序差異，兩者並沒有想像中的巨大差異，只是在不同量度上有不同的表現，例如道德考量或經濟考量的輕重取捨，也都象徵著民事裁處程序與刑事程序界線日漸模糊。當然界線的模糊並不代表之間完全沒有界

²⁸² *Id.* at 53.

線，誠如前文所述，民事處罰與行政處罰還是有功能上的差異性，雖然並非絕對可分。與其說兩者性質上的不同，或許可以說僅僅是程度上的不同。²⁸³

上開界線模糊化的現象，其實都是導因於政府逐漸習於在單一程序上尋求多重功能，例如企圖在刑事程序中同時達成罰款、補償被害人、矯正公司行為等目標。²⁸⁴當民事與刑事程序的界線模糊化，功能與效果也逐漸趨於類似。

本文的重點並不在全面處理刑事法與民事法之間的分野問題，因為相關議題除了功利主義的觀點，還涉及道德的評價，而香港社會對於內線交易的道德評價如何，也尚有討論空間；相反的，本研究企圖在觀察香港內線交易法制與其執法情形後，針對內線交易行為可能的不同裁罰手段分別進行比較與評價。無論如何，本文的結論是，兩種程序孰優孰劣互有消長，確實有模糊的空間存在；而透過觀察香港的執法狀況也可以證實，其實制度的最終關鍵可能不在優劣的判斷，而是在於政府在不同手段之間所握有的程序選擇權，這些權限與空間在在都會影響政府機關的功能甚至影響法律執行的結果。

第三項 雙軌制或多軌制作為內線交易制裁手段

如果我們跳脫功能取向的觀點，其實與其將採取刑事罰或是民事罰的選擇視為一個經過成本分析而為的決策，毋寧更像是政府的立場與政府的觀點。回到前文所提出的問題，亦即我們所追求的有效制度究竟是單一的程序，或是多種程序併行？

香港 2003 年修法後香港政府對內線交易執法採取多軌式的立法政策，對同一行為有多種可能的制裁管道，包括《證券及期貨條例》270 條的民事裁處、291 條的刑事裁罰、213 條的強制令以及 281 條的私人損害賠償請求權等四種制裁手段。顯然對於內線交易的執法手段問題，香港所選擇的規範手段是多管齊下，三軌並行，而金融監理機關證監會在前三者間具有選擇權，可以選擇民事或刑事裁罰，並自由搭配暫時或永久強制令的運用。

第一款 多元制裁手段的優點：因案制宜

多元程序的其中一種功能，在於可以針對不同性質的被告進行不同類型的裁罰。例如經濟犯罪由於性質特殊，從誘因來說相對於其他犯罪可能有其獨特之處。

²⁸³ *Id.* at 36-37, 49. 不見得可以截然二分地區分刑事與民事程序。

²⁸⁴ *Id.* at 64.

由於經濟犯罪有別於其他傳統刑事犯罪，主要受到財務誘因影響，故而對於經濟犯罪可能應該予以經濟上的處罰，才能對症下藥，而自由刑由於刑度不高、起訴更困難、容易找代罪羔羊等等原因，反而無法達到制裁的效果；但從另一種角度來說，如果只使用經濟制裁，而罰款又過低，對行為人來說只會成為成本考量的一環，反而無法達到原本的目標。

相同的，對於長期憑藉其董事或內部人的職位、或是憑藉金融從業人員的職位獲取資訊進行內線交易的人，最有效的制裁可能既非自由刑也非單次的不法所得歸入，而是在往後的一定時間內禁止其擔任上市公司的董事、職員以及禁止其直接或間接進行任何證券交易。最後，除了上開兩種情況以外，也有可能對兩種制裁手段都無動於衷的行為人，例如根本沒有財產可以扣押或歸入、或是根本不以證券交易為業的人，此時或許自由刑才是最有效的制裁手段。

然而這個理論有其明顯的缺陷：執法者無從知道各種被告各有多少，甚至無法明確地將被告進行歸類，因為每個人的行為動機可能都混合各種理由，只是比重不同，此外，這種對症下藥式的制裁手法是否應該涉及個案判斷，又由誰來判斷，也不無疑問。現行制度下由證監會進行全權的程序選擇，從這個觀點來看即有可能是因為證監會自始介入調查，最清楚對該特定被告而言何種規範手段最具有個案的制裁效果。

第二款 多元制裁手段的優點：分流功能

現行制度下的針對內線交易行為所設計的多元司法管道，原始的制度設計應該存在有分流的功能，例如較為輕微、有明顯受害交易相對人的案件就可以直接由交易相對人發動，以私法訴訟處理達到損害賠償目的，當受害者並不確定或是根本沒有受害者的時候，國家應該透過行政手段介入，並且只有在該個案具有較高道德非難性的時候才選擇採用刑事手段追訴。

多元管道的優點在於透過案件程序分流，降低全面採取刑事制度的高昂調查成本，更重要的是賦予執法機關更大的裁量空間，只有在必要且可行的時候進入刑事程序，甚至在刑事程序中可以選擇簡易程序、公訴程序、以及是否由陪審團審理等。若全面採取刑事訴訟，反而有時候會造成程序要求過高、定罪困難，從而失去採取嚴格法規的目的，造成縱放的反效果，也降低執法機關的追訴意願；在刑事程序中所存在的程序彈性也使證監會可以依案件的嚴重度(或所求處的刑度)調整訴訟策略。從現有的執法結果看來，雖然刑事程序逐漸受證監會所喜愛，但其中有半數是使用簡易程序的較輕案件，而真正的重案卻較少，似乎也可以從

簡易程序的盛行證明多元程序設計的分流功能其實大於其重罰的功能。

案件分流的另一個面向是可以減低行政機關本身的調查負擔。在民事裁處案件中證監會負擔完全的調查責任，在刑事程序中則與檢察機關共同調查，而如果採取臨時強制令凍結財產再透過私權訴訟或永久強制令恢復原狀，則證監會所需要達成的證明程度都比前述兩種訴訟程序更低。

而為了平衡多重制度所造成當事人的不利益，香港與美國不同，採取民刑事雙重程序禁止的策略。美國法下當事人有可能被雙重處罰，即先向 SEC 繳付罰金後，再次被刑事起訴。這種情況除了不利被告，甚至會造成被告在前程序因為仍然有起訴風險，而不願合作，造成前程序效率不彰²⁸⁵；而香港法下雙重起訴禁止的制度設計可以解決這個問題，提高行為人在調查中的合作程度，也減輕證監會的調查負擔。

整體而言，透過雙重起訴禁止的配套措施，多元程序提供給檢察機關較高的執法彈性，也給行為人較高的合作誘因，並且透過分流設計增加整體制度的運行效率。

第三款 多元規範程序的隱憂

然而我們不得不考慮香港所謂多元化的程序選擇有其隱憂，將會形成行政機關與檢察機關（主要為證監會、以及在調查後期介入訴訟的律政司）在模糊地帶握有過大的權力。由於沒有任何準則規範證監會採取何種司法管道對內線交易行為進行訴訟，證監會可以決定要不要起訴、以何種程序起訴；當事人若認罪並同意支付鉅額的罰款以及調查費用，證監會可以決定直接採取民事訴訟，使當事人避開刑事處罰；若當事人在調查上拒不配合，證監會也可以決定逕送刑事訴訟。

換言之，雖然證監會主要的考量仍然是案情的輕重以及本案證據的充足與否，但沒有人知道證監會真正決定一個案件被以刑事程序處置的原因為何；下一次發生類似的案件，當事人是否可以期待有類似的處理方法以及考量因素。

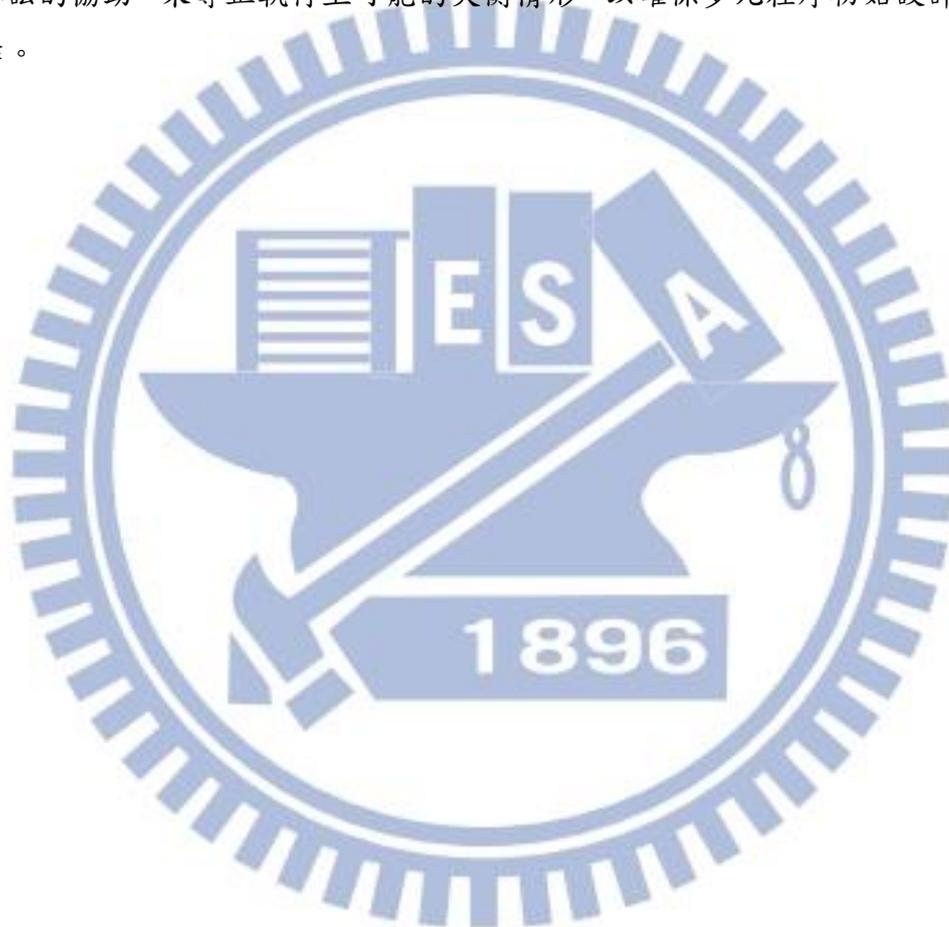
多元規範程序的隱憂甚至可能已不只是隱憂，Moohr 指出，政府在制裁經濟犯罪時可以使用損害賠償訴訟、行政機關制裁以及刑事程序三種不同的程序，並有其優先順序；然而三種程序間原有的先後次序常見失衡，刑事手段凌駕於其他兩種之上。²⁸⁶從香港的例子看來，私法的損害賠償訴訟完全被架空，證監會也逐

²⁸⁵ Joseph T. McLaughlin & M.A. Helen Macfarlane, *United States, INSIDER TRADING, THE LAW OF EUROPE, THE UNITED STATES AND JAPAN* 285, 315 (Emmanuel Gaillard ed., 1992).

²⁸⁶ Moohr 主張應該修正現有的民事責任與程序以達成刑事程序的優點，減少使用刑事程序以免失衡。Moohr, *supra* note 274, at 1479.

漸從民事裁處程序轉向刑事程序來追求定罪，雖然並不完全能夠從司法機關得到期待的結果；然而未來趨勢可能會再度回歸行政管制，只是從透過民事裁處程序轉為透過強制令為之，刑事手段的效用可能已經受到懷疑。似乎有可能逐漸出現前述的失衡傾向，但目前下定論還太早。

結論上，本文認為多元程序設計確實有其優點，但不明確與不透明的機關行為依據可能會造成系統運作上的隱憂，私人損害賠償訴訟完全被架空也是制度運作失衡的明顯例證。應該盡快透過促進機關行為指引更為透明、以及對於損害賠償訴訟的協助，來導正執行上可能的失衡情形，以確保多元程序初始設計的良好運作。



第五章 結論

隨著證券市場的發展，資金流動逐漸國際化，各國政府對證券市場的監管制度與態度也日漸受到國際風潮的影響，對內線交易的監管尤然。本章將總結本研究針對香港實證研究所觀察到的現象與分析，並對未來相關研究可能的中程與長程方向提出建議。

第一節 實證研究發現

第一項 香港內線交易法制特色

首先，香港對金融監理機關的政策雖然採取獨立機關制，但政府對監管機關的人事仍然有完全的控制權，而對預算也並非完全沒有介入的空間。其次，整體而言，香港法律對違法內線交易行為的構成要件射程相對較廣，無論是受規範的行為主體、行為態樣或是內線消息的認定標準均然，為較為嚴格的法律；違法者所受懲罰的效果民事部分雖然逐漸減輕、但增加了嚴格的刑事責任；此外相關的配套法規如強制揭露規範與交易禁止等預防性規範也相當徹底。

對於違法行為的制裁手段與政府介入的管道，香港採取多元手段的制度設計，優點在於提供執法者因案件制宜以及程序上分流減輕負擔的可能，缺點則是可能給予執法機關過大的裁量權限並且欠缺透明並可預測的機關決策準則以及監督機制。例如 213 條強制令的設計，其不須本案確定即可影響實體法律關係的性質類似我國定暫時狀態假處分，但不同的是強制令可以實質上與本案完全脫鉤，從擴張政府權力的角度來看，香港法的強制令是比我國的定暫時狀態假處分更為強大也更危險的武器。

雖然多元規範手段的實務操作可能有其缺失，例如執法機關在不同程序之間的選擇空間過大，兼以缺乏明確且可預見的操作規範，甚至可能造成某些程序被捨棄或架空；但是多元規範制度的優點仍然清楚可見，即執法機關與司法機關得以因時因案制宜，以達有效而精確的制裁功能，並且可以進一步發揮程序分流的效用，提升執法資源運用的效率。多元規範手段制度的設計理念或許可為我國所參考：相對於一味追求嚴刑峻罰，單向不斷提高刑度的政策，香港的多元程序分流策略也提供吾人在設計內線交易法制時另一個可能的思考方向。

第二項 香港內線交易執法特色

根據統計，香港證監會每年調查的案件與真正被起訴的案件數量有相當落差，行為人被起訴的比率甚低；此外，在進入司法程序的案件中，最終有罪的比率也相當有限，而多數案件刑度也不高。其中無罪案件最主要的原因大多是無法證明主觀要件。

雖然案件起訴比率低的原因尚不清楚，不過香港證監會投入執法的資源，無論是人力資源或是經濟資源都是逐年增加，與其他國家也相去無幾，可見香港政府也意識到執法資源不足係屬可能的執法障礙，並積極排除之。證監會介入調查的案件量近年來確實快速攀高，即足以證明證監會投入的執法資源似乎確實有發揮其功效。

香港的內線交易案件本身從時間上看來或案件類型看來都沒有明顯的集中或分布模式，不過身為金融從業人員的行為人有逐漸增加的趨勢，然而無法肯定是金融從業人員從事內線交易的比率增加，或是政府針對相關產業人員的執法漸趨嚴格，也有可能是因為對金融從業人員的行為規範相對於真正內部人所受的明確禁止較為模糊曖昧，形成金融從業人員從事內線交易行為時的射倖心態。

原始設計的多元規範手段包括民事裁處程序、刑事程序、強制令程序以及私人損害賠償訴訟；然而應該做為第一線程序的私人損害賠償訴訟程序十年來不曾被援引過，完全淪為具文，而強制令程序的實際操作結果也從凍結財產用的暫時強制令擴張到具有本案功能的永久強制令，民事裁處程序與刑事程序沒有明顯的孰輕孰重，但刑事程序中較常使用簡易程序。而在民事與刑事訴訟程序中，上訴案件的比率都不到一半，顯見人民上訴的意願不高，有可能是因為對於一審法院的普遍信任，但也有可能是上訴案件成功的比率始終不高，進一步降低人民上訴意願。

第二節 未來研究方向展望

囿於研究時間以及研究者本身能力所及，本研究僅進行一段時間內的香港內線交易法制與執行之實證研究與觀察。關於未來可能的相關研究，建議可以區分為中程與遠程，中程目標為繼續對香港內線交易法制與其執法狀況進行觀察與資料的累積；遠程目標為進一步將研究目標擴大至東亞文化圈各主要證券市場的執

法情形，以建立有別於以英美為中心的研究架構。

由於香港內線交易法制的實施至今僅二十餘年，新法的多軌制也才上路十年，對於未來香港證券市場監理的持續觀察實有其必要，俾能建立更豐富的案件資料，進一步觀察政府的執法態度。特別是規範手段的多軌制度發展方向如何，未來運作是否順利，相關制度是否能夠發揮原始的立法目的等。

此外，由於案件量過少，本研究對於內線交易法對香港證券市場效率是否有所影響此一議題仍然無法有所結論。透過進一步的累積研究，期待未來能夠對此一爭論已久的問題提供實證的證據。

除了香港為中心的實證研究以外，遠程目標是將研究目標擴大至亞洲各主要證券市場的執法狀況，透過內線交易法制與執法之比較，並歸納出文化或法系別的執法特色，以了解亞洲與傳統研究標的歐美市場是否因為不同的商業文化背景，分別有其適合的特別法律制度與執法模式。



參考文獻

中文書籍

- 陳弘毅等 (2009)。《香港法概論》。香港：三聯。
- 曾宛如 (2012)。《證券交易法原理》，6 版。台北：元照。
- 劉連煜 (2012)。《新證券交易法實例研習》10 版。台北：元照。
- 賴英照 (2012)。《股市遊戲規則：最新證券交易法解析》，2 版。台北：自刊。
- 羅清俊 (2010)。《社會科學研究方法》2 版。台北：威仕曼。
- 證券及期貨事務監察委員會 (2002)。《香港證券市場的監管》。香港：證券及期貨事務監察委員會。

中文期刊

- 王文宇 (2008)。〈法律移植的契機與挑戰——以公司法的受託、注意與忠實義務為中心〉，《月旦民商法雜誌》，19 期，頁 81-91。
- 余雪明、余慕德 (2012)。〈證券交易法近年修法之回顧與前瞻〉，《月旦法學雜誌》，200 期，頁 148-180。
- 林仁光 (2000)。〈證券交易法制之發展(上)〉，《月旦法學雜誌》，65 期，頁 36-53。
- 林孟皇 (2010)。〈內線交易重大消息的明確性與實際知悉——二〇一〇年新修正內線交易構成要件的解析〉，《月旦法學雜誌》，184 期，頁 141-156。
- 林國全 (1992)。〈證交法第一五七條之一內部人交易禁止規定之探討〉，《政大法學評論》，45 期，頁 259-303。
- 莊永丞 (2011)。〈從美國內線交易被告持有內線消息與使用內線消息之論爭，論我國證券交易法應有之立場與態度〉，《東吳法律學報》，23 卷 1 期，頁 135-181。

陳俊仁(2011)。<〈處罰交易或處罰未揭露？——內線交易規範法理基礎之檢視與規範之解構與再建構〉，《月旦民商法雜誌》，32期，頁21-38。

張心悌(2008)。<〈從法律經濟學與資訊財產權探討內線交易理論：兼論內線交易內部人之範圍〉，《國立臺灣大學法學論叢》，37卷3期，頁97-128。

曾宛如(2009)。<〈建構我國內線交易之規範—從禁止內線交易所欲保護之法益切入〉，《國立台灣大學法學論叢》，38卷1期，頁253-310。

曾宛如(2011)。<〈2010年臺灣法律發展回顧—公司與證券交易法〉，《國立台灣大學法學論叢》，40卷特刊，頁1877-1906。

曾宛如(2010)。<〈董事忠實義務於台灣實務上之實踐——相關判決之觀察〉，《月旦民商法雜誌》，29期，頁145-156。廖大穎(2009)。<〈資訊不正流用理論與證券交易法第157條之1〉，《月旦財經法雜誌》，16期，頁77-114。

劉連煜(2006)。<〈內線交易理論與內部人範圍(上)〉，《月旦法學教室》，50期，頁84-94。劉連煜(2007)。<〈內線交易理論與內部人範圍(下)〉，《月旦法學教室》，51期，頁86-93。

劉連煜(2007)。<〈董事責任與經營判斷法則〉，《月旦民商法雜誌》，17期，頁178-196。

中文學位論文

何建寬(2009)。<《內線交易之理論與實務之研究》，國立臺灣大學法律系碩士論文(未出版)，台北。

莊嘉蕙(2009)。<《內線交易實證研究》，國立交通大學管理學院碩士在職專班科技法律組碩士論文(未出版)，新竹。

黃雅鈴(2012)。<《法人之內線交易責任》，國立臺北大學法律學系碩士論文(未出版)，台北。

外文書籍

BAINBRIDGE, STEPHEN M., *SECURITIES LAW: INSIDER TRADING* (2007).

CHOI, STEPHEN J. & A. C. PRITCHARD, *SECURITIES REGULATION: CASES AND ANALYSIS* (2 ed., 2008).

HSU, BERRY FONG-CHUNG ET AL, *FINANCIAL MARKETS IN HONG KONG- LAW AND PRACTICE* (2006).

外文期刊

Bainbridge, Stephen M., *The Insider Trading Prohibition: A Legal and Economic Enigma*, 38 FLOR. L. REV. 35 (1986)

Becker, David M., *What More Can Be Done to Deter Violations of the Federal Securities Laws?*, 90 TEX. L. REV. 1849 (2012).

Beny, Laura Nyantung, *Insider Trading Laws and Stock Markets Around the World: An Empirical Contribution to the Theoretical Law and Economics Debate*, 32 J. CORP. L. 237 (2007).

Bhattacharya, Utpal & Hazem Daouk, *The World Price of Insider Trading*, 52 J. FIN. 75 (2002).

Carlton, Dennis W. & Daniel R. Fischel, *The Regulation of Insider Trading*, 35 STAN. L. REV. 857 (1983).

Coffee, John C., Jr., *Law and the Market: The Impact of Enforcement*, 156 U. PA. L. REV. 229 (2007).

Djankov, Simeon, Florencio Lopez-de-Silanes, Rafael La Porta & Andrei Shleifer, *The Law and Economics of Self-Dealing*, 88 J. FIN. ECON. 430 (2008).

Du, Julian & Shang-Jin Wei, *Does Insider Trading Raise Market Volatility?*, 114 ECON. J. 916 (2004).

Gadinis, Stavros & Howell E. Jackson, *Markets as Regulators: A Survey*, 80 S. CAL. L. REV. 1239 (2007).

- Gaylord, Mark S. & Charles A. Armitage, *All in the Family: Corporate Structure, Business Culture and Insider Dealing in Hong Kong*, 2 ASIA PAC. L. REV. 26 (1993).
- Gilson, Ronald J. & Reinier H. Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency*, 70 VA. L. REV. 549 (1984).
- Goo, S. H., *Corporate Dimensions of the Securities and Futures Ordinance*, 33 HONG KONG L. J. 271 (2003).
- Haft, Robert J., *The Effect of Insider Trading Rules on the Internal Efficiency of the Large Corporation*, 80 MICH. L. REV. 1051 (1982).
- Hughes, Laura E., *The Impact of Insider Trading Regulations on Stock Market Efficiency: A Critique of The Law and Economics Debate and a Cross-Country Comparison*, 23 TEMP INT'L & COMP. L.J. 479 (2009).
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, *Legal Determinants of External Finance*, 52 J. FIN. 1131 (1997).
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes & Andrei Shleifer, *Corporate Ownership Around the World*, 54 J. FIN. 471 (1999).
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes & Andrei Shleifer, *What Works in Securities Laws?*, 61 J. FIN. 1 (2006).
- Lesmond, David A., *Liquidity of Emerging Markets*, 77 J. FIN. ECON. 411 (2005).
- Levmore. Saul, *In Defense of the Regulation of Insider Trading*, 11 HARV. J.L. & PUB. POL'Y. 101 (1988).
- Loke, Alexander F., *From the Fiduciary Theory to Information Abuse: The Changing Fabric of Insider Trading Law in the U.K., Australia and Singapore*, 54 AM. J. COMP. L. 123 (2006).
- Lynch, Gerald E., *The Role of Criminal Law in Policing Corporate Misconduct*, 60 LAW & CONTEMP. PROBS 23 (1997).
- Lynch, Katherine, *Stock Market Crisis and Insider Dealing in Hong Kong: The Need for Regulatory Reform*, in THE NEW LEGAL ORDER IN HONG KONG 237 (Raymond Wacks ed., 1999).
- Lynch, Katherine, *The Temptation to Intervene: Problems Created by Government Intervention in the Hong Kong Stock Market*, 29 HONG KONG L.J. 123 (1999).

- Macey, Jonathan R., *From judicial solutions to political solutions*, 39 ALA. L. REV. 355 (1988).
- McLaughlin, Joseph T. & M.A. Helen Macfarlane, *United States, INSIDER TRADING, THE LAW OF EUROPE, THE UNITED STATES AND JAPAN* 285 (Emmanuel Gaillard ed., 1992).
- Moohr, Geraldine Szott, *The Balance among Corporate Criminal Liability, Private Civil Suits, and Regulatory Enforcement*, 46 AM. CRIM. L. REV. 1459 (2009).
- Morck, Randall, Wayne Yu & Bernard Yin Yeung, *The Information Content of Stock Markets: Why Do Emerging Markets Have Synchronous Stock Price Movements?*, 58 J. FIN. ECON. 215 (2000).
- Nagy, Donna M., *Insider Trading and the Gradual Demise of Fiduciary Principles*, 94 IOWA L. REV. 1315 (2009).
- Tam, Anna Y M, *Financial Orders under Subsections 23(1)(b) and (c) of the Securities (Insider dealing) Ordinance - Insider Dealing Tribunal v. Shek Mei Ling*, 30 HONG KONG L. J. 22 (2000).
- Wesley-Smith, Peter, *Judges and Judicial Power Under the Hong Kong Basic Law*, 34 HONG KONG L. J. 83 (2004).
- Zhu, Jun, Eric C Chang & J. Michael Pinegar, *Insider Trading in Hong Kong: Concentrated Ownership versus the Legal Environment*, Brigham Young University Working Paper (2002), available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=336702>.

附錄一：《證券及期貨條例》相關條文

Section 213, Injunctions and other orders

(1) Where-

(a) a person has-

(i) contravened-

(A) any of the relevant provisions;

(B) any notice or requirement given or made under or pursuant to any of the relevant provisions;

(C) any of the terms and conditions of any licence or registration under this Ordinance; or

(D) any other condition imposed under or pursuant to any provision of this Ordinance;

(ii) aided, abetted, or otherwise assisted, counselled or procured a person to commit any such contravention;

(iii) induced, whether by threats, promises or otherwise, a person to commit any such contravention;

(iv) directly or indirectly been in any way knowingly involved in, or a party to, any such contravention; or

(v) attempted, or conspired with others, to commit any such contravention; or

(b) it appears, whether or not during the course or as a result of the exercise of any power under Part VIII, to the Commission that any of the matters referred to in paragraph (a)(i) to (v) has occurred, is occurring or may occur,

the Court of First Instance, on the application of the Commission, may, subject to subsection (4), make one or more of the orders specified in subsection (2).

(2) The orders specified for the purposes of subsection (1) are-

(a) an order restraining or prohibiting the occurrence or the continued occurrence of any of the matters referred to in subsection (1)(a)(i) to (v);

(b) where a person has been, or it appears that a person has been, is or may become, involved in any of the matters referred to in subsection (1)(a)(i) to (v), whether knowingly or otherwise, an order requiring the person to take such steps as the Court of First Instance may direct, including steps to restore the parties to any transaction to the position in which they were before the transaction was entered into;

(c) an order restraining or prohibiting a person from acquiring, disposing of, or otherwise dealing in, any property specified in the order;

(d) an order appointing a person to administer the property of another person;

(e) an order declaring a contract relating to any securities, structured product, futures contract, leveraged foreign exchange contract, or an interest in any securities, structured product, futures contract, leveraged foreign exchange contract or collective investment scheme to be void or voidable to the extent specified in the order; (Amended 8 of 2011 s. 10)

(f) for the purpose of securing compliance with any other order made under this section, an order directing a person to do or refrain from doing any act specified in the order;

(g) any ancillary order which the Court of First Instance considers necessary in consequence of the making of any of the orders referred to in paragraphs (a) to (f).

(3) The Commission shall-

(a) before making an application pursuant to subsection (1) for an order affecting any person that is an exchange participant or a clearing participant, use its best endeavours to inform the recognized exchange company or the recognized clearing house (as the case may be) of the proposed application by notice in writing; and

(b) where before the making of the application it has not informed the recognized exchange company or the recognized clearing house (as the case may be) of the proposed application by notice in writing, forthwith after the making of the application inform the recognized exchange company or the recognized clearing house (as the case may be) thereof by notice in writing.

(4) The Court of First Instance shall, before making an order under subsection (1), satisfy itself, so far as it can reasonably do so, that it is desirable that the order be made, and that the order will not unfairly prejudice any person.

(5) The Court of First Instance may, before making an order under subsection (1), direct that a notice of the application made in respect thereof be given to the persons it considers appropriate, or be published in the manner it considers appropriate, or both.

(6) Where the Court of First Instance considers it desirable to do so, it may grant such interim order as it considers appropriate pending the determination of an application made pursuant to subsection (1).

(7) An order may be made under subsection (1) whether or not it appears to the Court of First Instance that-

(a) the person against whom the order is made intends to engage again, or to continue to engage, in any of the matters referred to in subsection (1)(a)(i) to (v);

(b) the person against whom the order is made has previously engaged in any of such matters;

(c) there is an imminent danger of damage to any person in the event of the order not being made.

(8) Where the Court of First Instance has power to make an order against a person under subsection (1), it may, in addition to or in substitution for such order, make an order requiring the person to pay damages to any other person.

- (9) The Court of First Instance may reverse, vary or discharge an order made or granted by it under subsection (1) or
(6) or suspend the operation of the order.
(10) A notice published under subsection (5) is not subsidiary legislation.

Section 216, Securities and Futures Appeals Tribunal

- (1) There is established a Tribunal to be known as the Securities and Futures Appeals Tribunal which shall have jurisdiction to review specified decisions, and to hear and determine any question or issue arising out of or in connection with any review, in accordance with this Part and Schedule 8.
(2) Except as otherwise provided in this Part or in Schedule 8, the Tribunal-
(a) shall consist of a chairman and 2 other members; and
(b) shall be presided over by the chairman who shall sit with the 2 other members.
(3) The chairman of the Tribunal shall be a judge and the 2 other members of the Tribunal shall not be public officers.
(4) Part 1 of Schedule 8 shall have effect in relation to the appointment of members of the Tribunal, and to the proceedings and sittings of, and procedural and other matters concerning, the Tribunal.
(5) Where the Chief Executive considers appropriate, additional Tribunals may be established for the purposes of any reviews, whereupon the provisions of this or any other Ordinance shall apply, subject to necessary modifications, to each of such additional Tribunals (including appointment of the chairman and other members of, and all matters concerning, each of such additional Tribunals) as they apply to the Tribunal.
(6) With the exception of the chairman of the Tribunal who is a judge within the meaning of paragraph (a) of the definition of "judge" in section 215, a member of the Tribunal may be paid, as a fee for his services, such amount as the Financial Secretary considers appropriate, and that amount shall be a charge on the general revenue.
(7) Where a person who is a judge within the meaning of paragraph (a) of the definition of "judge" in section 215 is appointed as the chairman of the Tribunal, neither the appointment nor the service or removal of the person as the chairman affects-
(a) the tenure of office of, and the exercise of powers by, the person as a judge within the meaning of that paragraph;
(b) the person's rank, title, status, precedence, salary or other rights or privileges as a holder of that office;
(c) the terms and conditions to which the person is subject as a holder of that office.

Section 245, Interpretation

Expanded Cross Reference: 246, 247, 248, 249

- (1) In this Part, unless the context otherwise requires associate (有聯繫者), in relation to a person, means-
(a) the person's spouse or reputed spouse, any person cohabiting with the person as a spouse, the person's brother, sister, parent, step-parent, child (natural or adopted) or step-child;
(b) any corporation of which the person is a director;
(c) any employee or partner of the person;
(d) where the person is a corporation, each of its directors and its related corporations and each director or employee of any of its related corporations;
(e) without limiting the circumstances in which paragraphs (a) to (d) apply, in circumstances concerning the securities of or other interest in a corporation, or rights arising out of the holding of such securities or such interest, any other person with whom the person has an agreement or arrangement-
(i) with respect to the acquisition, holding or disposal of such securities or such interest; or
(ii) under which they undertake to act together in exercising their voting power at general meetings of the corporation;
controller (控制人), in relation to a corporation, means any person-
(a) in accordance with whose directions or instructions the directors of the corporation or of another corporation of which it is a subsidiary are accustomed or obliged to act; or
(b) who, either alone or with any of his associates, is entitled to exercise or control the exercise of more than 33% of the voting power at general meetings of the corporation or of another corporation of which it is a subsidiary;
insider dealing (內幕交易) means insider dealing within the meaning of section 270;
judge (法官) means-
(a) a judge or a deputy judge of the Court of First Instance;
(b) a former Justice of Appeal of the Court of Appeal;
(c) a former judge or a former deputy judge of the Court of First Instance;
market misconduct (市場失當行為) means-
(a) insider dealing;
(b) false trading within the meaning of section 274;
(c) price rigging within the meaning of section 275;
(d) disclosure of information about prohibited transactions within the meaning of section 276;

(e) disclosure of false or misleading information inducing transactions within the meaning of section 277; or
(f) stock market manipulation within the meaning of section 278,
and includes attempting to engage in, or assisting, counselling or procuring another person to engage in, any of
the conduct referred to in paragraphs (a) to (f);

Presenting Officer (提控官), in relation to any proceedings instituted under section 252, means the person
appointed

under section 251(4) to conduct the proceedings;

relevant overseas market (有關境外市場)-

(a) in relation to securities, means a stock market outside Hong Kong; or

(b) in relation to futures contracts, means a futures market outside Hong Kong;

relevant recognized market (有關認可市場)-

(a) in relation to securities, means a recognized stock market; or

(b) in relation to futures contracts, means a recognized futures market;

Tribunal (審裁處) means the Market Misconduct Tribunal established by section 251.

(2) In this subsection and sections 246 to 249 and Division 4, unless the context otherwise requires-
derivatives (衍生工具), in relation to listed securities, means-

(a) rights, options or interests (whether described as units or otherwise) in, or in respect of, the listed securities;

(b) contracts, the purpose or pretended purpose of which is to secure or increase a profit or avoid or reduce a
loss, wholly or partly by reference to the price or value, or a change in the price or value, of-

(i) the listed securities; or

(ii) any rights, options or interests referred to in paragraph (a);

(c) rights, options or interests (whether described as units or otherwise) in, or in respect of-

(i) any rights, options or interests referred to in paragraph (a); or

(ii) any contracts referred to in paragraph (b);

(d) instruments or other documents creating, acknowledging or evidencing any rights, options or interests or
any contracts referred to in paragraph (a), (b) or (c), including certificates of interest or participation in,
temporary or interim certificates for, receipts (including depositary receipts) in respect of, or warrants to
subscribe for or purchase-

(i) the listed securities; or

(ii) the rights, options or interests or the contracts,

whether or not the derivatives are listed and regardless of who issued or made them;

listed (上市) means listed on a recognized stock market, and for the purposes of this definition, securities shall
continue to be regarded as listed during a period of suspension of dealings in those securities on the recognized
stock market;

listed corporation (上市法團) means a corporation which has issued securities that are, at the time of any insider
dealing in relation to the corporation, listed;

listed securities (上市證券) means-

(a) securities which, at the time of any insider dealing in relation to a corporation, have been issued by the
corporation and are listed;

(b) securities which, at the time of any insider dealing in relation to a corporation, have been issued by the
corporation and are not listed, but which, at that time, it is reasonably foreseeable will be and which, in fact,
are subsequently listed;

(c) securities which, at the time of any insider dealing in relation to a corporation, have not been issued by the
corporation and are not listed, but which, at that time, it is reasonably foreseeable will be and which, in fact,
are subsequently so issued and listed;

relevant information (有關消息), in relation to a corporation, means specific information about-

(a) the corporation;

(b) a shareholder or officer of the corporation; or

(c) the listed securities of the corporation or their derivatives,

which is not generally known to the persons who are accustomed or would be likely to deal in the listed
securities of the corporation but which would if it were generally known to them be likely to materially affect
the price of the listed securities;

securities (證券) means-

(a) shares, stocks, debentures, loan stocks, funds, bonds or notes of, or issued by, or which it is reasonably
foreseeable will be issued by, a body, whether incorporated or unincorporated, or a government or
municipal government authority;

(b) rights, options or interests (whether described as units or otherwise) in, or in respect of, such shares, stocks,
debentures, loan stocks, funds, bonds or notes;

(c) certificates of interest or participation in, temporary or interim certificates for, receipts for, or warrants to
subscribe for or purchase, such shares, stocks, debentures, loan stocks, funds, bonds or notes;

(d) interests, rights or property, whether in the form of an instrument or otherwise, commonly known as
securities;

(e) interests, rights or property, whether in the form of an instrument or otherwise, prescribed by notice under
section 392 as being regarded as securities in accordance with the terms of the notice.

(3) For the purposes of the definition of controller in subsection (1), where a person is entitled to exercise or control the exercise of more than 33% of the voting power at general meetings of a corporation and the corporation is entitled to exercise or control the exercise of any of the voting power at general meetings of another corporation (the effective voting power), then the effective voting power at general meetings of the other corporation shall be regarded as exercisable by the person.

(4) For the purposes of this Part, a person shall not be regarded as a person in accordance with whose directions or instructions the directors of a corporation are accustomed or obliged to act by reason only that the directors of the corporation act on advice given by him in a professional capacity.

Section 247, Connected with a corporation (insider dealing)

(1) For the purposes of Division 4, a person shall be regarded as connected with a corporation if, being an individual-

(a) he is a director or employee of the corporation or a related corporation of the corporation;

(b) he is a substantial shareholder of the corporation or a related corporation of the corporation;

(c) he occupies a position which may reasonably be expected to give him access to relevant information in relation to the corporation by reason of-

(i) a professional or business relationship existing between-

(A) himself, or his employer, or a corporation of which he is a director, or a firm of which he is a partner; and

(B) the corporation, a related corporation of the corporation, or an officer or substantial shareholder of either corporation; or

(ii) his being a director, employee or partner of a substantial shareholder of the corporation or a related corporation of the corporation;

(d) he has access to relevant information in relation to the corporation and-

(i) he has such access by reason of his being in such a position that he would be regarded as connected with another corporation by virtue of paragraph (a), (b) or (c); and

(ii) the relevant information relates to a transaction (actual or contemplated) involving both those corporations or involving one of them and the listed securities of the other or their derivatives, or to the fact that the transaction is no longer contemplated; or

(e) he was, at any time within the 6 months preceding any insider dealing in relation to the corporation, a person who would be regarded as connected with the corporation by virtue of paragraph (a), (b), (c) or (d).

(2) For the purposes of Division 4, a corporation shall be regarded as a person connected with another corporation so long as any of its directors or employees is a person who would be regarded as connected with that other corporation by virtue of subsection (1).

(3) In subsection (1), notwithstanding any other provisions of this Ordinance, substantial shareholder (大股東), in relation to a corporation, means a person who has an interest in the relevant share capital of the corporation, the nominal value of which is equal to or more than 5% of the nominal value of the relevant share capital of the corporation

Section 251, Market Misconduct Tribunal

(1) There is established a Tribunal to be known as the Market Misconduct Tribunal which shall have jurisdiction to hear and determine in accordance with this Part and Schedule 9 any question or issue arising out of or in connection with the proceedings instituted under section 252.

(2) Except as otherwise provided in this Part or in Schedule 9, the Tribunal-

(a) shall consist of a chairman and 2 other members; and

(b) shall be presided over by the chairman who shall sit with the 2 other members.

(3) The chairman of the Tribunal shall be a judge and the 2 other members of the Tribunal shall not be public officers.

(4) The Commission shall, in respect of any proceedings instituted under section 252, appoint a person as the Presenting Officer to conduct the proceedings, and may appoint one or more persons to assist the Presenting Officer. (Amended 9 of 2012 s. 19)

(5) A Presenting Officer shall be a counsel or solicitor. (Amended 9 of 2012 s. 19)

(6) Schedule 9 shall have effect in relation to the appointment of members of the Tribunal, the appointment and the role of Presenting Officers and of persons appointed to assist Presenting Officers, and to the proceedings and sittings of, and procedural and other matters concerning, the Tribunal.

(7) Where the Chief Executive considers appropriate, additional Tribunals may be established for the purposes of any proceedings instituted under section 252, whereupon the provisions of this or any other Ordinance shall apply, subject to necessary modifications, to each of such additional Tribunals (including appointment of the chairman and other members of, and all matters concerning, each of such additional Tribunals) as they apply to the Tribunal.

(8) There may be paid to a member of the Tribunal (other than the chairman if he or she is a judge within the meaning of paragraph (a) of the definition of judge in section 245(1)) an amount, as a fee for the member's services, that the Financial Secretary considers appropriate, and that amount is a charge on the general revenue. (Replaced 9 of 2012 s. 19)

(8A) There may be paid by the Commission to a Presenting Officer and to a person appointed to assist a Presenting

Officer an amount, as a fee for his or her services, that the Commission considers appropriate. (Added 9 of 2012 s. 19)

(9) Where a person who is a judge within the meaning of paragraph (a) of the definition of judge in section 245(1) is

appointed as the chairman of the Tribunal, neither the appointment nor the service or removal of the person as the chairman affects-

(a) the tenure of office of, and the exercise of powers by, the person as a judge within the meaning of that paragraph;

(b) the person's rank, title, status, precedence, salary or other rights or privileges as a holder of that office;

(c) the terms and conditions to which the person is subject as a holder of that office.

Section 252, Market misconduct proceedings

(1) Subject to section 252A, if it appears to the Commission that market misconduct has or may have taken place, the Commission may institute proceedings in the Tribunal concerning the matter. (Replaced 9 of 2012 s. 20)

(2) The Commission institutes proceedings under this section by giving the Tribunal a notice in writing containing a

statement specifying the matters prescribed in Schedule 9. (Replaced 9 of 2012 s. 20)

(3) Without limiting the generality of section 251(1), the object of the proceedings instituted under this section is for

the Tribunal to determine- (Amended 9 of 2012 s. 20)

(a) whether any market misconduct has taken place;

(b) the identity of any person who has engaged in the market misconduct; and

(c) the amount of any profit gained or loss avoided as a result of the market misconduct.

(4) Subject to subsections (5) and (6), the Tribunal may identify a person as having engaged in market misconduct pursuant to subsection (3)(b) if-

(a) he has perpetrated any conduct which constitutes the market misconduct;

(b) notwithstanding that he has not perpetrated any conduct which constitutes the market misconduct-

(i) the Tribunal identifies another person which is a corporation as having engaged in market misconduct pursuant to subsection (3)(b); and

(ii) the market misconduct occurred with his consent or connivance as an officer of the corporation; or

(c) notwithstanding that he has not perpetrated any conduct which constitutes the market misconduct-

(i) the Tribunal identifies any other person as having engaged in market misconduct pursuant to subsection (3)(b); and

(ii) he assisted or connived with that other person in the perpetration of any conduct which constitutes the market misconduct, with the knowledge that such conduct constitutes or might constitute market misconduct.

(5) The Tribunal shall not identify a person as having engaged in market misconduct pursuant to subsection (3)(b) if

it is provided under any provision of this Part that the person shall not by reason of that market misconduct be regarded as having engaged in market misconduct.

(6) The Tribunal shall not identify a person as having engaged in market misconduct pursuant to subsection (3)(b) without first giving the person a reasonable opportunity of being heard.

(7) Subject to section 261(3), the standard of proof required to determine any question or issue before the Tribunal shall be the standard of proof applicable to civil proceedings in a court of law.

(8-10) (Repealed 9 of 2012 s. 20)

Section 252A, Consent of Secretary for Justice for market misconduct proceedings

(1) The Commission must not institute proceedings under section 252 unless it has obtained the consent of the Secretary for Justice.

(2) The Secretary for Justice may withhold the giving of consent under subsection (1) to proceedings under section 252 in respect of any conduct only if and so long as—

(a) proceedings for an offence under Part XIV are contemplated in respect of the same conduct; or

(b) proceedings for an indictable offence (other than an offence under Part XIV) are contemplated, or have been instituted, in respect of the same conduct and the institution of proceedings under section 252 would be likely to cause serious prejudice to the investigation or prosecution of that offence.

(3) To avoid doubt, the consent of the Secretary for Justice under subsection (1) does not preclude proceedings for any offence (other than an offence under Part XIV) in respect of the same conduct.

(4) Nothing in this section derogates from the powers of the Secretary for Justice in respect of the prosecution of criminal offences.

Section 266, Appeal to Court of Appeal

(1) Where the Tribunal has made any finding or determination for the purposes of any proceedings instituted under section 252, and the Commission, or a person identified as having engaged in market misconduct pursuant to section 252(3)(b), is dissatisfied with the finding or determination, the Commission or the person (as the case may be) may, after the Tribunal has made orders (if any) under section 257, 258, 259 or 260 for the purposes of the proceedings, appeal to the Court of Appeal against the finding or determination- (Amended 9 of 2012 s. 25)

- (a) on a point of law; or
 - (b) with the leave of the Court of Appeal, on a question of fact.
- (2) A person in respect of whom an order has been made under section 257, 258, 259, 260 or 265 may appeal to the Court of Appeal against the order.

Section 270, Insider dealing

(1) Insider dealing in relation to a listed corporation takes place-

- (a) when a person connected with the corporation and having information which he knows is relevant information in relation to the corporation-
 - (i) deals in the listed securities of the corporation or their derivatives, or in the listed securities of a related corporation of the corporation or their derivatives; or
 - (ii) counsels or procures another person to deal in such listed securities or derivatives, knowing or having reasonable cause to believe that the other person will deal in them;
- (b) when a person who is contemplating or has contemplated making, whether with or without another person, a take-over offer for the corporation and who knows that the information that the offer is contemplated or is no longer contemplated is relevant information in relation to the corporation-
 - (i) deals in the listed securities of the corporation or their derivatives, or in the listed securities of a related corporation of the corporation or their derivatives, otherwise than for the purpose of the take-over; or
 - (ii) counsels or procures another person to deal in such listed securities or derivatives, otherwise than for the purpose of the take-over;
- (c) when a person connected with the corporation and knowing that any information is relevant information in relation to the corporation, discloses the information, directly or indirectly, to another person, knowing or having reasonable cause to believe that the other person will make use of the information for the purpose of dealing, or of counselling or procuring another person to deal, in the listed securities of the corporation or their derivatives, or in the listed securities of a related corporation of the corporation or their derivatives;
- (d) when a person who is contemplating or has contemplated making, whether with or without another person, a take-over offer for the corporation and who knows that the information that the offer is contemplated or is no longer contemplated is relevant information in relation to the corporation, discloses the information, directly or indirectly, to another person, knowing or having reasonable cause to believe that the other person will make use of the information for the purpose of dealing, or of counselling or procuring another person to deal, in the listed securities of the corporation or their derivatives, or in the listed securities of a related corporation of the corporation or their derivatives;
- (e) when a person who has information which he knows is relevant information in relation to the corporation and which he received, directly or indirectly, from a person whom he knows is connected with the corporation and whom he knows or has reasonable cause to believe held the information as a result of being connected with the corporation-
 - (i) deals in the listed securities of the corporation or their derivatives, or in the listed securities of a related corporation of the corporation or their derivatives; or
 - (ii) counsels or procures another person to deal in such listed securities or derivatives; or
- (f) when a person having received, directly or indirectly, from a person whom he knows or has reasonable cause to believe is contemplating or is no longer contemplating making a take-over offer for the corporation, information to that effect which he knows is relevant information in relation to the corporation-
 - (i) deals in the listed securities of the corporation or their derivatives, or in the listed securities of a related corporation of the corporation or their derivatives; or
 - (ii) counsels or procures another person to deal in such listed securities or derivatives.

(2) Insider dealing in relation to a listed corporation also takes place when a person who knowingly has relevant information in relation to the corporation in any of the circumstances described in subsection (1)-

- (a) counsels or procures another person to deal in the listed securities of the corporation or their derivatives, or in the listed securities of a related corporation of the corporation or their derivatives, knowing or having reasonable cause to believe that the other person will deal in such listed securities or derivatives outside Hong Kong on a stock market other than a recognized stock market; or
- (b) discloses the relevant information to another person knowing or having reasonable cause to believe that the other person or some other person will make use of the relevant information for the purpose of dealing, or of counselling or procuring any other person to deal, in the listed securities of the corporation or their derivatives, or in the listed securities of a related corporation of the corporation or their derivatives, outside Hong Kong on a stock market other than a recognized stock market.

Section 271, Insider dealing-certain persons not to be regarded as having engaged in market misconduct

(1) A person shall not be regarded as having engaged in market misconduct by reason of an insider dealing taking place through his dealing in or counselling or procuring another person to deal in listed securities or derivatives if he establishes that he dealt in or counselled or procured the other person to deal in the listed securities or derivatives in question (as the case may be)-

- (a) for the sole purpose of acquiring shares required for his being qualified as a director or intending director of a corporation;
- (b) in the performance in good faith of an underwriting agreement for the listed securities or derivatives in question; or
- (c) in the performance in good faith of his functions as a liquidator, receiver or trustee in bankruptcy.

- (2) A corporation shall not be regarded as having engaged in market misconduct by reason of an insider dealing taking place through its dealing in or counselling or procuring another person to deal in listed securities or derivatives if it establishes that-
- (a) although one or more of its directors or employees had the inside information in relation to the corporation the listed securities of which were, or the derivatives of the listed securities of which were, the listed securities or derivatives in question, each person who took the decision for it to deal in or counsel or procure the other person to deal in such listed securities or derivatives (as the case may be) did not have the inside information up to (and including) the time when it dealt in or counselled or procured the other person to deal in such listed securities or derivatives (as the case may be);
 - (b) arrangements then existed to secure that-
 - (i) the inside information was, up to (and including) the time when it dealt in or counselled or procured the other person to deal in such listed securities or derivatives (as the case may be), not communicated to any person who took the decision; and
 - (ii) none of its directors or employees who had the inside information gave advice concerning the decision to any person who took the decision at any time before it dealt in or counselled or procured the other person to deal in such listed securities or derivatives (as the case may be); and
 - (c) the inside information was in fact not so communicated to any person who took the decision and none of its directors or employees who had the inside information in fact so gave the advice to any person who took the decision. (Amended 9 of 2012 s. 14)
- (3) A person shall not be regarded as having engaged in market misconduct by reason of an insider dealing taking place through his dealing in or counselling or procuring another person to deal in listed securities or derivatives or his disclosure of information if he establishes that the purpose for which he dealt in or counselled or procured the other person to deal in the listed securities or derivatives in question or disclosed the information in question (as the case may be) was not, or, where there was more than one purpose, the purposes for which he dealt in or counselled or procured the other person to deal in the listed securities or derivatives in question or disclosed the information in question (as the case may be) did not include, the purpose of securing or increasing a profit or avoiding or reducing a loss, whether for himself or another, by using inside information. (Amended 9 of 2012 s. 14)
- (4) A person shall not be regarded as having engaged in market misconduct by reason of an insider dealing taking place through his dealing in or counselling or procuring another person to deal in listed securities or derivatives if he establishes that-
- (a) he dealt in or counselled or procured the other person to deal in the listed securities or derivatives in question (as the case may be) as agent;
 - (b) he did not select or advise on the selection of such listed securities or derivatives; and
 - (c) he-
 - (i) did not know that the person for whom he acted as agent was a person connected with the corporation the listed securities of which were, or the derivatives of the listed securities of which were, such listed securities or derivatives; or
 - (ii) did not know that the person for whom he acted as agent had the inside information in question. (Amended 9 of 2012 s. 14)
- (5) A person shall not be regarded as having engaged in market misconduct by reason of an insider dealing taking place through his dealing in or counselling or procuring another person to deal in listed securities or derivatives if he establishes that-
- (a) at the time when he dealt in or counselled or procured the other person to deal in the listed securities or derivatives in question, the dealing in question was not required to be recorded on a recognized stock market or to be notified to a recognized exchange company under its rules; and
 - (b) (i) where the insider dealing took place through his dealing in listed securities or derivatives-
 - (A) he and the other party to the dealing in question entered into the dealing directly with each other; and
 - (B) at the time when he entered into the dealing, the other party to the dealing knew, or ought reasonably to have known, of the inside information in question; or
 - (ii) where the insider dealing took place through his counselling or procuring another person to deal in listed securities or derivatives-
 - (A) he counselled or procured the other party to the dealing in question to enter into the dealing directly with him; and
 - (B) at the time when he counselled or procured the other party to enter into the dealing, the other party knew, or ought reasonably to have known, of the inside information in question. (Amended 9 of 2012 s. 14)
- (6) A person shall not be regarded as having engaged in market misconduct by reason of an insider dealing taking place through his dealing in listed securities or derivatives if he establishes that-
- (a) he entered into the dealing in question, otherwise than as a person who has counselled or procured the other party to the dealing to deal in listed securities or their derivatives; and
 - (b) at the time when he entered into the dealing, the other party to the dealing knew, or ought reasonably to have known, that he was a person connected with the corporation the listed securities of which were, or the derivatives of the listed securities of which were, the listed securities or derivatives in question.
- (7) A person shall not be regarded as having engaged in market misconduct by reason of an insider dealing taking place through his counselling or procuring another person to deal in listed securities or derivatives if he establishes that-
- (a) the other person did not counsel or procure the other party to the dealing in question to deal in listed securities or their derivatives; and

(b) at the time when he counselled or procured the other person to deal in the listed securities or derivatives in question, the other party to the dealing in question knew, or ought reasonably to have known, that the other person was a person connected with the corporation the listed securities of which were, or the derivatives of the listed securities of which were, such listed securities or derivatives.

(8) A person shall not be regarded as having engaged in market misconduct by reason of an insider dealing taking place through his dealing in or counselling or procuring another person to deal in listed securities or derivatives if he establishes that-

(a) he acted-

(i) in connection with any dealing in listed securities or their derivatives (whether by himself or another person) which was under consideration or was the subject of negotiation, or in the course of a series of such dealings; and

(ii) with a view to facilitating the accomplishment of the dealing or the series of dealings; and

(b) the inside information in question was market information arising directly out of his involvement in the dealing or the series of dealings. (Amended 9 of 2012 s. 14)

(9) A person shall not be regarded as having engaged in market misconduct by reason of an insider dealing taking place through his dealing in or counselling or procuring another person to deal in listed securities or derivatives if he establishes that the dealing in question is a market contract.

(10) For the purposes of subsection (8), **market information** (市場消息) means information consisting of one or more of the following facts-

(a) that there has been or is to be any dealing in listed securities or derivatives of listed securities of a particular kind, or that any such dealing is under consideration or is the subject of negotiation;

(b) that there has not been or is not to be any dealing in listed securities or derivatives of listed securities of a particular kind;

(c) the quantity of listed securities or derivatives of listed securities in which there is or is to be any dealing, or in which any dealing is under consideration or is the subject of negotiation;

(d) the price (or range of prices) at which listed securities or derivatives of listed securities have been or are to be dealt in, or the price (or range of prices) at which listed securities or derivatives of listed securities in which any dealing is under consideration or is the subject of negotiation may be dealt in;

(e) the identity of the persons involved or likely to be involved in any capacity in any dealing in listed securities or derivatives of listed securities.

Section 272, Insider dealing-certain trustees and personal representatives not to be regarded as having engaged in market misconduct

A person who is a trustee or personal representative shall not be regarded as having engaged in market misconduct by reason of an insider dealing taking place through his dealing in or counselling or procuring another person to deal in listed securities or derivatives if he establishes that-

(a) he acted on advice obtained in good faith from another person;

(b) that other person appeared to him to be an appropriate person from whom to seek the advice; and

(c) it did not appear to him that, had that other person dealt in the listed securities or derivatives in question, an insider dealing would take place.

Section 273, Insider dealing-certain persons exercising right to subscribe for or acquire securities or derivatives not to be regarded as having engaged in market misconduct

A person shall not be regarded as having engaged in market misconduct by reason of an insider dealing taking place through his dealing in listed securities or derivatives if he establishes that-

(a) he dealt in the listed securities or derivatives in question by way of his exercise of a right to subscribe for or otherwise acquire such listed securities or derivatives; and

(b) the right was granted to him or was derived from securities or their derivatives that were held by him before he became aware of any inside information in relation to the corporation the listed securities of which were, or the derivatives of the listed securities of which were, such listed securities or derivatives. (Amended 9 of 2012 s. 14)

Section 281, Civil liability for market misconduct

(1) Subject to subsection (2), a person who has committed a relevant act in relation to market misconduct shall, whether or not he also incurs any other liability (whether under this Part or otherwise), be liable to pay compensation by way of damages to any other person for any pecuniary loss sustained by the other person as a result of the market misconduct, whether or not the loss arises from the other person having entered into a transaction or dealing at a price affected by the market misconduct.

(2) No person shall be liable to pay compensation under subsection (1) unless it is fair, just and reasonable in the circumstances of the case that he should be so liable.

(3) For the purposes of this section, a person shall, subject to subsection (4), be regarded as having committed a relevant act in relation to market misconduct if-

(a) he has perpetrated any conduct which constitutes market misconduct;

(b) (i) another person which is a corporation has committed a relevant act in relation to market misconduct under paragraph (a); and

(ii) the market misconduct occurred with his consent or connivance as an officer of the corporation; or

(c) (i) any other person has committed a relevant act in relation to market misconduct under paragraph (a); and

(ii) he assisted or connived with that other person in the perpetration of any conduct which constitutes the

market misconduct, with the knowledge that such conduct constitutes or might constitute market misconduct.

(4) For the purposes of this section, where it is provided under any provision of this Part that a person shall not be regarded as having engaged in market misconduct, the person shall not, in relation to that market misconduct, be regarded as having committed a relevant act in relation to market misconduct.

(5) A person may bring an action under subsection (1) even though the person against whom the action is brought-
(a) is not a person whose conduct has been the subject, whether wholly or in part, of any proceedings instituted under section 252 in respect of the market misconduct from which the pecuniary loss of the person bringing the action is alleged to result; or

(b) has not been identified by the Tribunal pursuant to section 252(3)(b) as having engaged in the market misconduct.

(6) For the avoidance of doubt, where a court has jurisdiction to determine an action brought under subsection (1), it

may, where it is, apart from this section, within its jurisdiction to entertain an application for an injunction, grant an injunction in addition to, or in substitution for, damages, on such terms and conditions as it considers appropriate.

(7) Without prejudice to section 62 of the Evidence Ordinance (Cap 8), in an action brought under subsection (1)-
(a) the fact that there is a determination by the Tribunal pursuant to section 252(3)(a) that market misconduct has taken place;

(b) the fact that there is a determination by the Tribunal pursuant to section 252(3)(b) identifying a person (whether or not a party to the action) as having engaged in market misconduct, shall, in so far the determination is still subsisting, be admissible in evidence for the purpose of proving, where to do so is relevant to any issue in the action-

(i) in the case of a determination referred to in paragraph (a), that the market misconduct has taken place; or

(ii) in the case of a determination referred to in paragraph (b), that the person has engaged in market misconduct.

(8) In an action brought under subsection (1), where the fact that there is a determination referred to in subsection (7)(a) or (b) is admissible in evidence under subsection (7)-

(a) then-

(i) in the case of a determination referred to in subsection (7)(a), the market misconduct that is the subject of the determination shall, unless the contrary is proved, be taken to have taken place; or

(ii) in the case of a determination referred to in subsection (7)(b), the person that is the subject of the determination shall, unless the contrary is proved, be taken to have engaged in market misconduct; and

(b) without prejudice to the reception of any other admissible evidence as evidence of the determination or for the purpose of identifying the facts on which the determination was based, the contents of a report of the Tribunal containing the determination and published under section 262(2)(b)(i), or the contents of a copy of a report of the Tribunal containing the determination and made available under subsection (9), shall also be admissible in evidence for such purpose.

(9) Where in an action brought under subsection (1)-

(a) the fact that there is a determination referred to in subsection (7)(a) or (b) is admissible in evidence under subsection (7); and

(b) a report of the Tribunal containing the determination has not been published under section 262(2)(b)(i), the court having jurisdiction to determine the action may, where it considers appropriate, require that a copy of the report be made available to the court to enable it to be used for the purposes of subsection (8)(b), whereupon-

(i) the Tribunal shall cause a copy of the report to be made available to the court to enable it to be used for the purposes of subsection (8)(b); and

(ii) the contents of the report shall be admissible for the purpose specified in subsection (8)(b).

(10) In this section, a reference to a transaction includes an offer and an invitation (however expressed).

(11) Nothing in this section affects, limits or diminishes any rights conferred on a person, or any liabilities a person may incur, under the common law or any other enactment.

Section 282. Conduct not to constitute market misconduct

(1) Notwithstanding anything in this Part, a person shall not be regarded as having engaged in market misconduct by

reason of any market misconduct under this Part if he establishes that the conduct in question is, according to the rules made under subsection (2), not to be regarded as constituting market misconduct.

(2) For the purposes of subsection (1), the Commission, after consultation with the Financial Secretary, may, where it considers it is in the public interest to do so, make rules to prescribe the circumstances in which any conduct that would otherwise constitute market misconduct under this Part shall not be regarded as constituting market misconduct.

(3) Notwithstanding anything in this Part, where-

(a) it is alleged that a person has engaged in market misconduct under section 274, 275 or 278 by reason of any conduct; and

(b) it is so alleged on the basis that the conduct was carried out not in respect of securities or futures contracts traded on a relevant recognized market or by means of authorized automated trading services, but in respect of securities or futures contracts traded on a relevant overseas market,

the person shall not be regarded as having engaged in the market misconduct unless it is proved that in any place in which such relevant overseas market is situated the conduct would have been unlawful had it been carried out there.

Section 303, Penalties

- (1) A person who commits an offence under this Part is liable-
- (a) on conviction on indictment to a fine of \$1000000 and to imprisonment for 10 years; or
 - (b) on summary conviction to a fine of \$1000000 and to imprisonment for 3 years.
- (2) Where a person is convicted of an offence under this Part, the court before which the person is so convicted may, in addition to any penalty specified in subsection (1), make one or more of the following orders in respect of the person-
- (a) an order that the person shall not, without the leave of the court, be or continue to be a director, liquidator, or receiver or manager of the property or business, of a listed corporation or any other specified corporation or in any way, whether directly or indirectly, be concerned or take part in the management of a listed corporation or any other specified corporation for the period (not exceeding 5 years) specified in the order;
 - (b) an order that the person shall not, without the leave of the court, in Hong Kong, directly or indirectly, in any way acquire, dispose of or otherwise deal in any securities, futures contract or leveraged foreign exchange contract, or an interest in any securities, futures contract, leveraged foreign exchange contract or collective investment scheme for the period (not exceeding 5 years) specified in the order;
 - (c) an order that any body which may take disciplinary action against the person as one of its members be recommended to take disciplinary action against him.
- (3) When making any order in respect of a person under subsection (2), the court may take into account any conduct by the person which-
- (a) previously resulted in the person being convicted of an offence in Hong Kong;
 - (b) previously resulted in the person being identified by the Market Misconduct Tribunal as having engaged in any market misconduct pursuant to section 252(3)(b); or
 - (c) at any time before the commencement of Part XIII resulted in the person being identified as an insider dealer in a determination under section 16(3), or in a written report prepared and issued under section 22(1), of the repealed Securities (Insider Dealing) Ordinance.
- (4) Where the court makes an order under subsection (2)(a), the court may specify a corporation by name or by
- (5) Where the court makes an order under subsection (2)(a), the order shall be filed by the court with the Registrar of Companies, as soon as reasonably practicable after it is made.
- (6) Where the court makes an order under subsection (2)(b), the Commission may notify any licensed person or registered institution of the order in such manner as it considers appropriate.
- (7) A person commits an offence if he fails to comply with an order made under subsection (2)(a) or (b) and is liable-
- (a) on conviction on indictment to a fine of \$1000000 and to imprisonment for 2 years; or
 - (b) on summary conviction to a fine at level 6 and to imprisonment for 6 months.

Section 305, Civil liability for contravention of this Part

- (1) Subject to subsections (2) and (3), a person who contravenes any of the provisions of Divisions 2 to 4 shall, whether or not he also incurs any other liability (whether under section 303 or otherwise), be liable to pay compensation by way of damages to any other person for any pecuniary loss sustained by the other person as a result of the contravention, whether or not the loss arises from the other person having entered into a transaction or dealing at a price affected by the contravention.
- (2) No person shall be liable to pay compensation under subsection (1) unless it is fair, just and reasonable in the circumstances of the case that he should be so liable.
- (3) A defence under this Part to a charge for an offence in respect of a contravention of any of the provisions of Divisions 2 to 4 shall also be a defence in an action brought under subsection (1) in respect of the same contravention.
- (4) A person may bring an action under subsection (1) in respect of a contravention of any of the provisions of Divisions 2 to 4 even though the person against whom the action is brought has not been charged with or convicted of an offence by reason of the contravention.
- (5) For the avoidance of doubt, where a court has jurisdiction to determine an action brought under subsection (1), it may, where it is, apart from this section, within its jurisdiction to entertain an application for an injunction, grant an injunction in addition to, or in substitution for, damages, on such terms and conditions as it considers appropriate.
- (6) Without prejudice to section 62 of the Evidence Ordinance (Cap 8), in an action brought under subsection (1)-
- (a) the fact that there is a determination by the Market Misconduct Tribunal pursuant to section 252(3)(a) that market misconduct has taken place;
 - (b) the fact that there is a determination by the Market Misconduct Tribunal pursuant to section 252(3)(b) identifying a person (whether or not a party to the action) as having engaged in market misconduct, shall, in so far the determination is still subsisting, be admissible in evidence for the purpose of proving, where to do so is relevant to any issue in the action-

(i) in the case of a determination referred to in paragraph (a), that the market misconduct has taken place; or
(ii) in the case of a determination referred to in paragraph (b), that the person has engaged in market misconduct.

(7) In an action brought under subsection (1), where the fact that there is a determination referred to in subsection (6)(a) or (b) is admissible in evidence under subsection (6)-

(a) then-

(i) in the case of a determination referred to in subsection (6)(a), the market misconduct that is the subject of the determination shall, unless the contrary is proved, be taken to have taken place; or

(ii) in the case of a determination referred to in subsection (6)(b), the person that is the subject of the determination shall, unless the contrary is proved, be taken to have engaged in market misconduct; and

(b) without prejudice to the reception of any other admissible evidence as evidence of the determination or for the purpose of identifying the facts on which the determination was based, the contents of a report of the Market Misconduct Tribunal containing the determination and published under section 262(2)(b)(i), or the contents of a copy of a report of the Market Misconduct Tribunal containing the determination and made available under subsection (8), shall also be admissible in evidence for such purpose.

(8) Where in an action brought under subsection (1)-

(a) the fact that there is a determination referred to in subsection (6)(a) or (b) is admissible in evidence under subsection (6); and

(b) a report of the Market Misconduct Tribunal containing the determination has not been published under section 262(2)(b)(i),

the court having jurisdiction to determine the action may, where it considers appropriate, require that a copy of the report be made available to the court to enable it to be used for the purposes of subsection (7)(b), whereupon-

(i) the Market Misconduct Tribunal shall cause a copy of the report to be made available to the court to enable it to be used for the purposes of subsection (7)(b); and

(ii) the contents of the report shall be admissible for the purpose specified in subsection (7)(b).

(9) In this section, a reference to a transaction includes an offer and an invitation (however expressed).

(10) Nothing in this section affects, limits or diminishes any rights conferred on a person, or any liabilities a person may incur, under the common law or any other enactment.

Section 307, No further proceedings after proceedings

(1) Notwithstanding anything in this Part, no criminal proceedings may be instituted against any person under this Part in respect of any conduct if- (Amended 9 of 2012 s. 26)

(a) proceedings have previously been instituted against the person under section 252 in respect of the same conduct; and

(b) (i) those proceedings remain pending; or

(ii) by reason of the previous institution of those proceedings, no proceedings may again be lawfully instituted against that person under section 252 in respect of the same conduct.

(2) Subsection (1) does not apply in relation to any proceedings instituted under section 252 without the consent of the Secretary for Justice under section 252A(1). (Added 9 of 2012 s. 26)

附錄二：《證券（內幕交易）條例》相關條文

Section 9. When insider dealing takes place

(1) Insider dealing in relation to the listed securities of a corporation takes place--

- (a) when a person connected with a corporation who is in possession of information which he knows is relevant information in relation to that corporation deals in any listed securities of that corporation (or in the listed securities of a related corporation) or counsels or procures another person to deal in such listed securities knowing or having reasonable cause to believe that such person would deal in them;
 - (b) when a person who is contemplating or has contemplated making (whether with or without another person) a take-over offer for a corporation and who knows that the information that the offer is contemplated or is no longer contemplated is relevant information in relation to that corporation, deals in the listed securities of that corporation (or in the listed securities of a related corporation) or counsels or procures another person to deal in those listed securities, otherwise than for the purpose of such take-over;
 - (c) when relevant information in relation to a corporation is disclosed directly or indirectly, by a person connected with that corporation, to another person and the first-mentioned person knows that the information is relevant information in relation to the corporation and knows or has reasonable cause for believing that the other person will make use of the information for the purpose of dealing, or counselling or procuring another to deal, in the listed securities of that corporation (or in the listed securities of a related corporation);
 - (d) when a person who is contemplating or has contemplated making (whether with or without another person) a take-over offer for a corporation and who knows that the information that the offer is contemplated or is no longer contemplated is relevant information in relation to that corporation, discloses that information, directly or indirectly, to another person and the first-mentioned person knows or has reasonable cause for believing that the other person will make use of the information for the purpose in dealing, or in counselling or procuring another to deal, in the listed securities of that corporation (or in the listed securities of a related corporation);
 - (e) when a person who has information which he knows is relevant information in relation to a corporation which he received (directly or indirectly) from a person--
 - (i) whom he knows is connected with that corporation; and
 - (ii) whom he knows or has reasonable cause to believe held that information by virtue of being so connected,deals in the listed securities of that corporation (or in the listed securities of a related corporation) or counsels or procures another person to deal in those listed securities;
 - (f) when a person who has received (directly or indirectly) from a person whom he knows or has reasonable cause to believe is contemplating or is no longer contemplating a take-over offer for a corporation, information to that effect and knows that such information is relevant information in relation to that corporation, deals in the listed securities of that corporation (or in the listed securities of a related corporation) or counsels or procures another person to deal in those listed securities.
- (2) An insider dealing in relation to the listed securities of a corporation also takes place when a person who is knowingly in possession of relevant information in relation to that corporation in any of the circumstances described in subsection (1) --
- (a) counsels or procures any other person to deal in the listed securities of that corporation (or in the listed securities of a related corporation) in the knowledge or with reasonable cause to believe that, that person would deal in those listed securities outside Hong Kong on any stock exchange other than the Unified Exchange; or
 - (b) discloses that relevant information to any other person in the

knowledge or with reasonable cause to believe that, that or some other person will make use of that information for the purpose of dealing, or of counselling or procuring any other person to deal, in the listed securities of that corporation (or in the listed securities of a related corporation) outside Hong Kong on any stock exchange other the Unified Exchange.

Section 16. Inquiries into insider dealing

(1) If it appears to the Financial Secretary, whether following representations by the Commission or otherwise, that insider dealing in relation to the listed securities of a corporation has taken place or may have taken place, he may in accordance with this section require the Tribunal to inquire into the matter.

(2) An inquiry shall be instituted by the Financial Secretary by notice in writing to the chairman of the Tribunal containing such particulars as are sufficient to define the terms of reference of the inquiry.

(3) The object of an inquiry shall be to determine, within the terms of reference of the inquiry as defined under subsection (2) --

(a) whether insider dealing in relation to the listed securities of a corporation has taken place;

(b) the identity of every insider dealer; and

(c) the amount of any profit gained or loss avoided as a result of the insider dealing.

(4) Where the Tribunal identifies a corporation as an insider dealer under subsection (3) (b) the Tribunal may also identify any officer of that corporation to whose breach of the duty imposed on him by section 13 the insider dealing in question is directly or indirectly attributable.

(5) The Tribunal shall not identify any person as an insider dealer or as a person to whose breach of the duty imposed on him by section 13 the insider dealing by a corporation may be directly or indirectly attributable without first giving such person an opportunity of being heard.

(6) Where the Tribunal identifies a corporation as an insider dealer under subsection (3) (b), if the insider dealing took place with the knowledge, consent or connivance of any officer of the corporation then such officer as well as the corporation shall be regarded as having been so identified.

Section 23. Orders etc. of Tribunal

(1) At the conclusion of an inquiry, where a person has been identified in a written report prepared under section 22 (1) as an insider dealer, the Tribunal may in respect of such person make any or all of the following orders--

(a) an order that that person shall not, without the leave of the High Court, be a director or a liquidator or a receiver or manager of the property of a listed company or any other specified company or in any way, whether directly or indirectly, be concerned or take part in the management of a listed company or any other specified company for such period (not exceeding 5 years) as may be specified in the order;

(b) an order that that person pay to the Government an amount not exceeding the amount of any profit gained or loss avoided by that person as a result of the insider dealing;

(c) an order imposing on that person a penalty of an amount not exceeding three times the amount of any profit gained or loss avoided by any person as a result of the insider dealing.

(2) The Tribunal shall not make an order in respect of any person under subsection (1) without first giving the person, and, in the case of a person that is a corporation, an officer concerned in the management of the corporation, an opportunity of being heard.

(3) In subsection (1) (a)

"listed company" means a company in the case of which securities are listed on the United Exchange.

(4) For the purposes of subsection (1) (a) a company may be specified by name or by reference to a relationship with any other company.

(5) Every order made in respect of any person under subsection (1) or under section 24 (1) shall be notified by the Tribunal in writing to that person and shall take effect from the date on which it is notified to him, or such later date as is specified in the notice, notwithstanding that an appeal against the decision may be made under section 31 or that the time

limited for the making of such an appeal has not expired.

Section 29. Order of Tribunal may be registered in Court
An order of the Tribunal may be registered by the Tribunal, in such manner as may be prescribed, in the High Court and shall, on such registration, become for all purposes an order of the High Court made within the jurisdiction of the High Court.



附錄三：《證券（內幕交易）條例》民事裁處案件摘要

B1. 廣聯企業有限公司案
(Success Holdings Limited)

行為時間：1992

判決時間：1994

事實摘要：

廣聯企業主要業務為不動產投資，並亦有其他投資。1992 年間該公司陸續公布一系列重大消息：首先宣布下市，並發放特別股利，最終演變成第三方將收購公司，股價也隨著相關消息而波動。董事兼控制股東 Lau 在相關消息未公布之時，持續將消息告知女友，女友並依此數度買賣股票獲利，董事本人並未有直接交易。

審裁報告書摘要：

由於本案與後續的案件不同，所涉及內線消息眾多，並非單一消息，故審裁處在審酌內線交易行為是否成立時，係以個別交易行為時所握有的資訊狀況來討論。

最終審裁處認定該董事女友在第一批買入與賣出股票時都係基於對下市計畫的資訊；第二批買賣時係基於對即將發放特別股利的資訊；第三批買賣則是基於對第三方接觸廣聯企業有收購意願、以及對廣聯企業可能開價等兩項資訊的了解。

該董事雖然未以自己名義交易，但有將資訊告知其女友，甚至慫恿並協助其交易該股票，並在調查中認罪。女友則因身為交易名義人並對該交易行為完全知情而有罪。

審裁處決定：

最終審裁處裁定兩人均成立內線交易，女友應返還不法獲利，但毋須課以罰金，董事本人則因為無名目獲利而無庸返還，但另外課以兩倍的罰款以及與罰款相當數目的調查費用。

B2. 大眾國際投資有限公司案
(Public International Investments Limited)

行為時間：1992

判決時間：1995

事實摘要：

大眾國際投資為一集團控股公司，該公司主要投資保險業、證券業以及存款公司。1992 年間，許多公司均對收購大眾國際表達高度興趣，公司接獲眾多收購提案皆予以拒絕並公開否認後，迅速與買方 CEF 公司完成收購協議。

參與重要協商會議的賣方負責人之妻與親戚、以及買方的收購顧問本人，在協議達成後、消息公布前都分別購入該公司大量股票，並在公布後拋出獲利。

審裁報告書摘要：

本案主要爭點為對內線消息的認定，本案也是新法實施後第一個對內線消息要件詳細探討的案件。此外由於本案被告主要可區分為兩組，即賣方與買方，故審裁處也區分兩組涉案人進行審酌。

被告首先主張，該收購資訊的內容係為「買家的身分」，但法律所規定的內線消息要件須為「與標的公司相關」，而買家的身分應與該標的公司無關；但審裁處認為買家的身分與公司未來的發展息息相關，不能一概認為無關。

被告接著主張該消息非具體消息，因為在整個簡報過程當中，只有提及買家為一中資公司，而沒有提及該買家的詳細資訊，而中資公司這樣的形容顯然過於模糊也無法特定對象；審裁處不接受該主張並且認為該簡報會議中所提及的資訊已經足以描述買方的來歷，以及推測可能的買家，從而雖然資訊並不精確，但已經足夠具體了。

此外，審裁處進一步認定該資訊屬於非公開資訊，因為雖然媒體對該收購事件已經有所報導，但主要都是基於揣測而為，不算是真正的公開。

此外，被告主張由於公司的股價影響因素太多，不能簡單從消息公開後的股價波動即反推該收購資訊具有重大性。審裁處同意股價波動影響因素過多，因此不能單純從該股價波動判斷重大性，而採用 information mix 判斷法，也就是若將該單純的消息投入受到多重資訊影響的股市中，該個股是否會受到影響。最後認為該消息本身即具有足以影響股價的重大性。

審裁處決定：

賣方的收購顧問成立內線交易；買方的負責人雖然自己沒有交易，但告知親友與其妻，與其妻均成立內線交易；其餘交易人因為無法證明知悉資訊或僅為人頭而不成立內線交易。

B3. 益安國際集團有限公司案
(Yanion International Holdings Limited)

行為時間：1993

判決時間：1996

事實摘要：

益安國際素由家族緊密持股，由主席本人、其妻、其女以及家族間接控制的公司擁有七成股份，主要的營業項目為卡帶、CD 與 LD 播放器製造業。

1991 年的財報顯示益安國際有高度的獲利，但 1992 的期中報告中獲利大幅縮減，期間公司高層（即主席、其妻、其女三人）曾經召開內部會議討論獲利大幅縮減的問題，並估計了下半年的獲利狀況。最終該年的期末報告顯示公司轉為虧損。在公司即將公布財報（內容為公司獲利大幅縮減）之前，公司主席搶在公布財報前三個月陸續脫出其自己所有持有股份，以及透過家族間接控制的 BVI 公司所持有的公司股份，其妻、其女及其妻妹也都同樣交易，以減少損失。

審裁報告書摘要：

本案主要爭點為該透過 BVI 公司交易的股份，究竟是否以及構成何人的內線交易行為。審裁處檢驗自公司上市至今的證據，最終認定該三間 BVI 公司雖然是由其妻妹掛名，而且交易的指示是由其妻所下，但該三間公司的成立以及運作自始都是為了主席本人控制公司持股的目的而為。

審裁處檢驗了一系列的事件後，認定本案中的內線消息為一系列的資訊所組成，即公司內部對獲利的估計、公司內部在公告初步獲利狀況後又發生的不良債權等不利財務的事件、公司內部帳目向下調整獲利、以及轉盈為虧的公告。

審裁處決定：

審裁處在本案中認定所有被告包括四名內部人以及三間 BVI 公司，都成立內線交易，但法人部分沒有處罰。

B4. 其士（商業系統）國際有限公司案
（Chevalier (OA) International Limited）

行為時間：1993

判決時間：1997

事實摘要：

其士國際為家族集團的控股公司，該集團前幾年一直呈現盈餘，只是盈餘逐年下降。公司即將公布前一年度財報，前一年度虧損陡增五倍。負責人明知該虧損狀況，仍將其以家族信託所持有的公司股票賣出以減少損失。

審裁報告書摘要：

首先，審裁處認定本案所有的證券交易雖然以不同公司與信託名目進行，但審裁處認定該交易全部都是為了公司負責人 Chow 的利益而為，而非慫使他人交易。

本案爭點之一為消息的重大性，法院首先使用文義解釋，但無法從 material 一詞得到有用的解釋。法院進一步認為由於各間公司的財務狀況不同，重大性應該使用比率檢驗，而非絕對的數字。雖然會計原則中 5% 即構成重大性的變動，但在內線交易的重大性判斷中，審裁處拒絕使用任何硬性比率測試，只能依據市場反應進行個案判斷。

審裁處進一步審酌該消息的公開性。該消息雖然可以透過已經公開得財務報告以及營運狀況等公開資訊間接推知，但公開性的認定是「可能進行該股交易之人廣為所知」，而可能進行交易的人也包括散戶投資人，所以散戶無法得知或無法自行分析得知的數據不算公開消息，從而該消息屬於尚未披露的內線消息。

被告援引第 10(3) 條的抗辯，主張該交易並非為了避損而進行，而有其他合理原因，即出售持股以籌措資金。審裁處認為該抗辯成立。

審裁處決定：

本案被告行為雖屬於內線交易，但 10(3) 條抗辯成立，故無內線交易之責任，無罪。

B5. 香港毛紡廠有限公司案
(Hong Kong Worsted Mills Limited)

行為時間：1993

判決時間：1998

事實摘要：

香港毛紡廠主從事紡織產業，但也進行不動產的投資。該公司即將被兩中資集團聯手洽談收購，收購方負責收購事宜的 Ng 將消息間接透露與其員工 Shek 與其他人。Shek 與其他友人遂陸續大量購入收購標的香港毛紡廠的股票，並在公布後售出。

審裁報告書摘要：

本案審裁處就數名被告分別裁定內線交易是否成立，雖然涉案被告多達七名，但案情事實尚稱單純而無爭議。

本案最主要的被告是收購人員工 Shek，她因為旁聽到電話通話，間接由收購人處獲知該收購計畫，並轉達資訊與其他人。而收購人 Ng 雖然將消息傳出，但本人並未進行任何交易審裁處認為從證據觀之無法認定其涉入任何內線交易。

另一名被告最後也被認定為無罪，該名被告與其他人沒有直接的資訊溝通，而且購入股票的時間點晚許多，甚至還有後續購買計畫，從而審裁處認為該名被告並無內線交易之嫌。

本案最重要的法律見解在上訴審，上訴審法院認為原審計算不法所得時採用實際所得計算，即被告最終實現的利益，該計算方法有誤。應該採取實際與名目利益混合計算法，即在消息公開前已售出的部分採取實際利益，而消息公開後所售出的股票則採取名目利益計算，即以市場完全消化消息時的股價作為假設的賣價以計算，藉此消除偶然的市場波動對被告獲利計算的影響。

審裁處決定：

七名被告中五名成立內線交易。全案上訴至上訴法院，法院裁定計算獲利方法應予改變，被告繼續上訴終審法院被駁回。

上訴案號：CACV41/1998、FACV23/1998 [1999] 1 HKLRD 879

B6. 志成集團有限公司案
(Chee Shing Holdings Limited)

行為時間：1993

判決時間：1998/2001

事實摘要：

作為長期可能收購計畫的一環，數名股東透過控制公司洽談收購董事長所有之股份，其中數人及妻子並利用此一內線消息而獲利

本案系爭交易的名義人為一名公司前董事，但該名董事已經辭職且移民加拿大，故而並非本案涉案人。本案主要涉案人為其他董事、大股東兼收購人、以及其他親友。。

審裁報告書摘要：

本案主要爭點為本案是否應依照收購人內線交易條款即 9(1)(b),(d),(f)，行為人是否屬該條收購人，以及本案內線消息的認定。

審裁處認為，主要涉案的股東兼收購人同時可以該當「內部人」以及「收購人」兩個身分，從而同時落入 9(1)(a)以及(b)的範圍，不過由於他在本案的地位主要是收購人、或是意圖收購公司之人，故更適合以(b)款繩之。

審裁處在認定內線消息時指出，由於系爭公司的股票並非主要股票，該公司的投資人很多都是散戶，更易於受到市場上風吹草動消息的影響，尤其是與中國有關的投資消息，故而審酌內線消息重大性的時候必須將此點列入考量。

審裁處決定：

本案六名被告中，有三名成立內線交易，另三名不成立，主要是因為並未進行交易。

本案曾經一度在 1998 年就完成審理報告中「是否成立內線交易」之認定部分，但由於審裁委員之一涉及洩漏審理機密給被告，從而經歷當事人提起訴訟請求廢棄審裁報告，甚至上訴終審法院但都遭駁回，並在 2001 年完成最終審裁報告的「裁罰命令」部分。

上訴案號：HCAL40/1998、CACV157/1999、FAMV19/2000

B7. 僑福建設企業機構
(Hong Kong Parkview Group Limited)

行為時間：1993

判決時間：1997

事實摘要：

僑福企業由被告家族透過數層控股結構直接或間接持有大多數股權，但被告本人並非僑福企業的大股東或董事，也非其他控制公司的股東或董事，控制公司的董事為被告三名兒子。在公司改組前，被告曾任董事但已經辭職，而改組後他完全不曾擔任董事或任何行政職位。

僑福即將對第三方發行新股增資，背後之中資公司將成為主要股東，股價因而看漲。被告本人飛到北京去參與該一重要協談會議，並與一名員工在協商當日購入相當股票，據而獲利

審裁報告書摘要：

本案主要爭點有二，其一為行為人是否該當內部人要件，其二為本案的內線消息是否具有重大性。

審裁處在決定被告的內部人地位時，首先將東南亞公司具有高度家族持股的趨勢納入考量，並認為被告雖然沒有正式的職位，但在公司擁有長期專屬的辦公空間，並有個人助理，被稱呼為大老闆或公司顧問，也長期涉入公司的決策。從而，審裁處認為，雖然該被告沒有名義上的職務相關，但實質上佔據了具有可能獲得內線消息的地位，故該當內部人的定義。

關於本案消息重大性的個案判斷，審裁處認為須看該案投資人而定。原告提出數宗案件企圖證明中國企業涉入香港上市公司時通常是利多消息，但審裁處並不接受原告的說理，但也同意以本案而言確實是利多，這點由嗣後消息公開時的股價波動可以證明。

審裁處決定：

主要被告成立內線交易，另名員工則否。全案未上訴。

B8. 英皇（中國概念）投資有限公司案
(Emperor (China Concept) Investments Limited)

行為時間：1993

判決時間：1998

事實摘要：

英皇中國為集團子公司，控制股東楊受成透過英皇國際公司控有英皇中國70%股份。楊受成本人並非英皇中國的董事或股東，但被稱為該集團的主席。

數間不同公司均企圖收購英皇集團對英皇中國的股權，並經歷兩度談判，第一次與 GITIC 的談判最終失敗，並造成股價的波動；第二次與 Consortium 協商收購才成功。控制股東搶在洽談中、消息公布前透過空殼公司購入英皇中國股票以獲利。

全案共五名被告，除了控制股東本人外，還有兩間空殼公司為法人被告、以及控制股東掛名空殼公司董事的兩名妹妹。

審裁報告書摘要：

本案主要爭點為該控制股東是否為內部人、以及該兩名法人被告是否為內線交易人。

雖然該控制股東既非公司董事也非公司股東，但間接持有該公司母公司股票的身分，使他該當 4(1)(b) 的身分，即母公司的控制股東。此外，由於在短時間之內該公司曾經經歷第一次不成功的收購協商，而且該次收購造成股價巨大的震盪，審裁處認為足以證明或預告第二次的收購資訊確實可能造成股價的影響，具有重大性的要件，而且被告也應該對此有所認知。

關於兩間空殼公司的交易，審裁處認為由於該兩間公司的交易行為完全是受到該控制股東的控制，故而他們的行為就是他的行為，該控制股東的主觀意思都由兩間公司承擔，自然成立內線交易。然而，由於兩間公司在行為後都已經解散，故而審裁處就兩間公司並未做出實際的處罰命令。

而兩名掛名董事的被告由於並不知情也未涉入內線交易行為，均無罪。

審裁處決定：

僅一名被告成立內線交易，另兩名法人被告雖然成立但未受處罰。全案未上訴。

B9. 錦興集團有限公司案
(Hanny Holdings Limited)

行為時間：1994-95

判決時間：2000

事實摘要：

本案涉及期間長達一年，係關於一系列基於不同消息而為的內線交易行為。

首先，錦興集團 1994 上半年報帳面保持盈餘，股東應佔營利較去年同期 6008 萬元增加 2000 萬元，並發放股利。實則，該集團因收購失敗即將認列巨大虧損，單一公司的虧損即超過一億港元，並持續縮編。1994 年之年終報告顯示營利減少 76%。公司正副主席、執行董事遂紛紛拋售持股以避免損失。

此後，錦興集團即將由德資 BASF 入主，在洽談收購過程中，上開公司高層在董事會得知相關的收購消息，遂再次低價購入公司股票，並在公開該入主消息股價急升後售出。

審裁報告書摘要：

本案最重要爭點為該未揭露的虧損狀況是否為重大消息。假如當初有向投資大眾披露資料說明該公司自大約 1994 年 7 月 11 日起的實際情況，該公司的股份價值勢必大跌。

此外，審裁處進一步參考公布年終營利時所造成的股價震盪，在五日內下跌 15%，也證明了該消息若公開確實可能造成重大的價格影響，符合內線消息的重大性。此外，該消息是否為非公開消息，審裁處認為應該參考個案狀況。

在第二、第三階段的內線交易行為，被告分別利用即將由外資入主的消息低買高賣，也都成立內線消息並明知而為。

被告均主張 10(3)的非為避損而交易之抗辯，主張該交易是為了籌措資金，但由於被告無法證明證據，且現有的證據均指向該交易就是為了避免進一步的損失，被告的抗辯都不成立。

審裁處決定：

被告等人在不同時期的交易行為都成立分別的內線交易行為，全案未上訴。

B10. 毅興行有限公司案
(Ngai Hing Hong Company Limited)

行為時間：1995

判決時間：1998

事實摘要：

毅興行集團為塑膠原料製造商，在前年度年營收有超乎一般預期的成長。該公司公布前半年的營收為 2080 萬元，在前一年度的營收為 3500 萬元；若一般投資人使用上半年的營收推算會低估該年度的營利，其實該年度的總營收高達 7140 萬元。

該公司當時的財務總監（兼公司秘書及執行董事）其職責即在於籌備財務報表，因職務知悉消息並籌資買入了該公司 100 萬股股份，並於調查中認罪。

審裁報告書摘要：

本案爭點之一為內線消息重大性的認定，每宗個案涉及的事實及數字都不相同，而每宗個案均須根據本身的具體事實而定。帳目內容本身不算重大消息，但如果重大盈虧就算是。此外，公眾預期的業績與內幕人士所知的業績之間必須有重大的差距。如該差距並不重大，有關股價便不會受到重大影響。

本案的公眾認知與實際的財務狀況差距高達 70%，基於整體證據及由於並無任何相反證據，審裁處認同，該公司的財務總監所知的資料與該公司準投資者所知的資料之間，存在足以構成有關消息的顯著及重大差異。

另外兩名股東則因為無證據證明其知道相關資訊以進行內線交易，審裁處認定該兩名被告只有提供資金，並不知情，而不成立內線交易。

審裁處決定：

被告之一成立內線交易行為，另兩人不成立。本案上訴二審，上訴法院駁回。

上訴案號：CACV153-4/2000

B11. 華人置業集團
(Chinese Estates Holdings Limited)

行為時間：1996

判決時間：1999

事實摘要：

華人置業集團原本主要的經營業務為證券投資以及不動產的經營管理投資，次要業務為放款。1993 年，該公司決定改變經營方針，從不動產投資轉為不動產開發，因應該方針，將出售其部分不動產資產，因此獲有可觀現金收入，也為分析師所注意。

本案特別涉及一宗主要不動產的出售，該商業大樓位於中環，以相當高的價格售予 Hysan 企業，該企業評估認為該價格為合理。不動產交易仲介在交易協商之始即買入股票，公司主席亦在協商中陸續購入公司認股權證。

審裁報告書摘要：

本案最重要的兩個爭點為被告所握有的內線消息是否具體、以及內線消息是否重大。

關於個別要件，審裁處對不同被告分別個案審酌，即針對該被告在交易時所握有的資訊程度是否可稱為具體，以及是否為重大分別判斷。針對該地產交易仲介，法院認定期所知道的資訊只有「華人置業表達了願意出售該標的的意願」以及「若價格合理，Hysan 願意購買」，就其認知該交易甚至還沒進入初步談判階段，從而認為其所握有的資訊還不夠具體。

針對公司的主席，審裁處則認為其在購入認股權證的該日，該談判已經進入價格協商的階段，交易人所握有的消息已經可以算是具體。然而審裁處對該消息對市場是否會造成重大的波動，則在考量媒體報導褒貶不一的評論、以及考量該交易對公司淨值的影響後，仍有歧異意見，最終以二比一認為無法確定該消息會影響股票價格，從而不成立內線消息。

審裁處決定：

兩名被告皆因所知悉的資訊不構成內線消息而不成立內線交易。全案未上訴。

B12. 中國太陽神控股有限公司案
(China Apollo Holdings Limited)

行為時間：1996

判決時間：2002

事實摘要：

該公司在上市前發布募股章程，並列明截至 1995 年 12 月 31 日止年度的盈利預測為不少於 1.9 億元。1996 年 5 月 21 日公布 1995 年度該公司業績，顯示有 1.92 億元的股東應佔營利。該數字包括依據一筆出售由一家主要附屬公司持有的一項長期投資所得的 1,580 萬元特殊收益。

假如沒有計入該特殊收益，該公司將不能符合募股章程的盈利預測。然而，該招股章程卻表示上述盈利預測並無計入任何特殊項目。顯然 1995 年下半年在上市前的營業額就已經有所下跌，以致無法達到不少於 1.9 億元的盈利預測，一系列高階內部人從主席到副總遂拋售持股以避損。

審裁報告書摘要：

本案主要爭點為該公司營業額有所下跌一事是否屬重大消息、被告之一應成立何款行為人、以及 10(4)的抗辯是否成立。

針對重大消息的認定，審裁處參考證人與專家證詞，認為本案中投資者的反應完全取決於 1996 年 5 月 21 日公布的次年年報。審裁處認為，假如市場在該日期前知悉該公司在 1995 年下半年的業績欠佳，這項資料相當可能已在該公司的股份上市時，及其後於截至 1996 年 5 月 21 日止期間買賣時，對其股價造成重大影響，並不只是輕微的波動。故該消息屬重大消息。

其中一名被告並非名義上的董事或雇員，不成立 4(1)(a)的內部人，但審裁處仔細檢驗後認定該被告常被諮詢意見，仍然對其他董事有決策上的影響力，基於這樣的專業關聯性而有接觸資訊的可能性，因而成立比較廣義的 4(1)(c)款，仍然算是內部人。

該被告同時主張該交易係受指示而為之 10(4)抗辯，然而審裁處認為該被告所受的指示為一般的指示，具有非常寬廣的代理人裁量範圍，本人也沒有特別指示他為特定交易，該交易行為應該是出於主動的意思，故不成立抗辯。

審裁處決定：

本案五名被告成立內線交易行為，另兩名不成立。全案未上訴。

B13. 兆峰陶瓷集團有限公司案
(Siu Fung Ceramics Holdings Limited)

行為時間：1996

判決時間：2004

事實摘要：

兆豐公司原本經營陶瓷進口業務，後轉為生產業。在透過一連串複雜的轉投資歐洲公司後，其中一間新設立子公司原定在美上市，然而由於獲利不如預期，該上市計畫遂取消，且前一年度認列鉅額虧損也即將公布。創辦人兼主席、合夥人、子公司董事以及數名財務顧問遂出售持股。

審裁報告書摘要：

本案爭點之一在於判斷消息公開的時間點。由於該上市計畫取消之事始終沒有公開宣布，審裁處認為無法確定何日起該消息始成為公開消息，從而該消息有很長一段時間都保持非公開，直到後續宣布財務困難之公告為止。

確認內線消息的成立與否後，審裁處接著針對 14 名被告的交易行為分別認定被告在交易時知悉消息與否，以及是否知其為內線消息，並最終裁定五名被告成立內線交易行為，另九名被告不成立內線行為，主要原因是證據不足。

審裁處決定：

五名被告成立內線交易行為，另九名被告不成立內線行為。被告上訴二審，上訴被駁回。

上訴案號：CACV333-4/2004、HCAL9/2005、CACV350/2005

B14. 香港華人銀行集團有限公司及華地有限公司案
(HKCB Bank Holding Co. Ltd & HK China Ltd.)

行為時間：1997

判決時間：2005

事實摘要：

香港華人銀行集團公司為 Lippo 集團之子公司，主要經營商業銀行業，並控有子公司華地有限公司（HKCB）。華地有限公司即將重組，由中信集團與香港華人銀行集團共同取得控制股權，中信集團得以進入銀行產業，而港華從而得以切割虧損部位，對雙方都為利多。母公司 Lippo 集團之副主席、財務顧問及數名友人遂購入港華之股票。

審裁報告書摘要：

本案主要爭點為內線消息公開與否和重大性之判斷，以及交易有其他原因之抗辯。

關於公開消息的判斷，雖然審裁處認為在正式公開之前市場已經對該組織重組計畫有一定程度的知悉，因為價格有相當的波動，而該波動可能是源於不明消息來源走漏風聲、媒體的猜測報導、以及公司發表否定聲明時曖昧態度所致。然而，若將行為人所知悉的訊息與一般投資人所知悉的訊息相比，則行為人所知明顯多於一般投資人，故而法院仍然認定該消息尚未公開。

審裁處參考消息正式公開後的價格波動，以認定內線消息是否會影響價格，但也指出重大消息不見得影響價格，因為必須要考量有可能一部分人看空一部份看多，也有可能同時受其他消息影響。審裁處最終指出，重大性必須假設判斷，而本案所涉的消息一旦公開，幾乎不可能只造成輕微的股價波動，故而還是符合重大性的要求。

審裁處決定：

審裁處最終認定兩名行為人成立內線交易，另兩人一人名頭，一名證據不足，均不成立。

B15. 益通國際集團有限公司案
(Firststone International Holdings Limited)

行為時間：1997

判決時間：2004

事實摘要：

益通公司旗下眾多子公司都是從事視聽電子產業的元件製造，由於 1996 年起跨界經營飲食業，財務狀況不佳亟需現金。對粵海集團與廣東省政府共有的廣南控股公司發行認股權，以一比一認購。1997 年 7 月間則商談對廣南控股發行 20% 新股增資。

買方廣南集團之董事、經理人、員工等多人，因為該投資案看漲益通股票，遂分別以個人名義以及所投資的公司名義購入。董事之友人為投資銀行之顧問，亦以所管理基金購入益通股票。

審裁報告書摘要：

本案主要爭點為益通公司即將發行新股一事是否屬內線消息，特別是是否已經臻至具體消息，被告是否知悉該消息，以及四名法人在全案的地位如何

審裁處強調，所謂具體消息並不代表該交易必須已經確定，即使還沒有任何正式的簽定意向，若交易已經在協商當中或是雙方正考慮中，也有可能構成具體消息，完全視案件而定。裁裁處參考了五名參與協商的證人證詞，並認定該宗交易在 6/26 之前，都只是透過中間人進行接觸，6/26 之後已經進行到協商的中後段，交易雙方以及發行商對於發行的比例與數量都有一定的共識，從而該消息在該時間才具體形成。

從而，對於相關人士的交易行為，只有在 6/26 之後的證券交易才落入不法內線交易的範圍。

審裁處也對於法人是否落入《證券（內幕交易）條例》所規範的行為人進行闡釋，審裁處認為該條例所規定的人(person)包含 body of person and corporate，所以理論上法人也可以成為內線交易行為人。然而就本案而言，該四間公司在調查之時都已經解散，造成程序上的困難無法通知，也無法給予合法程序保障，審裁處最後決定不將該四間公司列入內線交易的行為人。審裁處同時也認定，該四間法人其實都是由主要被告一人所控制，相關交易應該納入他本人行為來考量。

審裁處決定：

兩名公司內部人、一名友人、一名基金經理人成立內線交易行為，其餘所有被告以及法人被告都不成立。

B16. 永德信實業有限公司案
(Indesen Industries Company Limited)

行為時間：1997

判決時間：2001

事實摘要：

永德信實業主要的營業內容為 VHS 錄影帶之製造與銷售。該公司將自第三方收購河南汽車工業與太戊電力，以投入不同的產業，在此之前市場有諸多對於該公司將被借殼上市的傳言，股價也諸多波動。被告為被收購公司河南太戊之董事，私自購入買方永德信之股票以期獲利。

審裁報告書摘要：

本案事實相當單純，審裁處對於內線消息之要件以及被告的身分均未多作著墨，被告係以因為特定交易（即該項收購）而有途徑接觸相關消息，故屬於內部人。

被告並未售出所有股份，因而審裁處區分已售出與未售出的股份計算其獲利；已售出的部分以實際獲利計算，而未售出的部分則以市場完全消化該項訊息時作為假設的賣價。審裁處認為，香港作為一個成熟的市場，消化資訊的速度相當迅速，在消息公布的當日，即爆出大量，相對於此，隔日的交易量驟跌至公布消息當日的一半。顯然市場在公布當日就已經對該消息充分認知並反映在交易價格與交易量上。

審裁處決定：

審裁處認定唯一的行為人成立內線交易。本案未上訴。

B17. 錶準時國際控股有限公司案
(Stime Watch International Holding Limited)

行為時間：1997

判決時間：2003

事實摘要：

錶準時公司為一控股公司，其主要業務為透過完全控股之子公司進行鐘錶製造以及電鍍工業。錶準時公司將與第三方中資公司成立 joint venture，內部人主席與副主席等人參與談判過程而知悉，並利用多名人頭購入公司股票與認股權憑證，並將消息告知友人。

審裁報告書摘要：

本案主要爭點為內線消息之認定與各行為人對該消息的知悉與否。

由於本案所涉消息為一合營企業案，途中歷經數次談判協商，審裁處針對各次協商的談判進度分別認定是否達至具體消息。第一次會議，事實上只有買方的內部成員，以及一名律師中間人出席，該次會議中行為人獲得買家的身分狀況以及可能的合作模式之簡報。值得注意的是，雖然交易另一方在該階段沒有出席，而是到數日後在北京的另一次會面才出席，但審裁處終究認定該次會議所形成的資訊對錶準時公司而言已經是有對象的具體的資訊，不只是商談可能對不確定的另一方的合作可能，從而已經足夠該當內線消息。就此，審裁處對具體消息採取相當容易該當的認定標準。

針對該名被告知資訊的外部友人，由於所獲的的證據可信度都不足，主要是來自其他被告的證詞，審裁處最終認定沒有足夠證據證明該外部友人在交易時明知該內線消息，故不成立內線交易。

審裁處決定：

兩名內部人均成立內線交易，一名外部友人被認定無法證明參與該交易，最後一人由於未為答辯，未經審理，暫不決定。全案未上訴。

B18. 僑弼控股有限公司案
(Gilbert Holdings Limited)

行為時間：1998

判決時間：2005

事實摘要：

僑弼控股公司為僑弼集團七家公司的控股公司，該集團主要業務為織品貿易。1998 年度該公司由於不良債權無法回收，債務即將到期，發生財務困難，遂協商匯豐銀行貸款。

第一次會議後銀行團要求取得更多的財務資訊，第二次會議後該貸款案宣告失敗。本案被告群為公司創辦人及董事等人，參與了第一次會議但並未親自參與第二次會議。該數名參與貸款協商的內部人士在協談失敗前後遂陸續拋售持股以期避損，並將消息轉知親戚與秘書。

審裁報告書摘要：

本案爭點為公司的財務狀況如何，是否屬於內線消息，以及行為人是否對該財務狀況知情。

審裁處裁定，雖然單純的周轉困難在商業上很常見，但如果該情況嚴重，也無法由銀行聯貸紓困的財務困難，那麼應該已經構成一個具體的問題，而不只是一個可能發生的危機。此外，由於公司內部帳目高度保密，該財務困難在交易之時只有董事團以及財務長知悉，連銀行團都不知道具體的情況。審裁處進一步透過證人證詞認定該財務危機是一個短期內會爆發的問題，一旦公布股價會迅速下跌，從而是一個未公開的重大消息。

被告主張，縱然他因為看過內部帳目而了解財務狀況，但就其認知中銀行團還是有可能出手援助，故而問題並不嚴重，但審裁處並不認同該說法，並且認為被告對於與銀行協商即將破局一事實際上是知情的。

審裁處決定：

法院最終認定四名核心被告成立內線交易行為，其餘幾名受告知消息的被告則因為無法證明其知悉內線消息、以及單純被當成交易人頭戶等原因無罪。全案未上訴。

B19. 匯漢控股有限公司案
(Asia Orient Holdings Limited)

行為時間：1999

判決時間：2006

事實摘要：

匯漢控股主要經營地產，營業狀況普通。經過併購協商，匯漢將以 share swap 透過子公司取得資料庫公司 CIL 公司之主要股權，CIL 之主席，即該筆交易的賣方，因而在公開前私自購入匯漢之股票以期獲利。

審裁報告書摘要：

本案主要爭點為內線消息具體性的認定，即被告所知悉的消息內容是否已經具體。

審裁處認為，在被告的交易之前，兩間公司以及第三方之間並沒有確實對收購事宜進行討論，只有在賣方內部有相關的討論，到 13 日雙方才第一次就投資意向書的內容進行討論。被告主張向書本身並未由雙方簽署，並無法證明該消息已經具體，而且被告認為商業上這種非正式的討論是相當常見的，如果輕易被認為是內線交易，將有害商業的進展。但審裁處則認為該意向書是雙方討論與協商的證明，從而認為該交易已經達到具體的階段。

被告在簽定意向書之後、公開記者會之前這段時間進行股份的交易，因而構成內線交易。被告雖然提出許多解釋，意欲證明其購入的行為是為了長期的持股，而非基於資訊的內線交易，但並不被審裁處接受。

審裁處決定：

被告行為構成內線交易。被告曾聲請暫停審判被拒並上訴再次被拒，本案並無實體案件之上訴。

上訴案號：HCAL122/2005

B20. 建聯集團有限公司案
(Chinney Alliance Group Limited)

行為時間：1999

判決時間：2004

事實摘要：

建聯集團有限公司計畫發行新股與其中一控制股東，但因為主管機關告知該發行將構成關係人交易，從而需要獨立董事的核可，該發行計畫遂緊急喊停。

然而為了獲得注資，公司高層們又設計另一個發行計畫，以迴避上開程序。該公司遂即將進行新的 top-up placement，控制公司的一名財務董事知悉此消息後，即將消息告知友人並且自己購入建聯公司股份。

審裁報告書摘要：

本案爭點之一為該一系列的發行提案是否及如何構成內線消息。審裁處認為其中第一次的發行提案並不構成內線消息，第二次的提案即先舊後新提案為主要爭點。

本案另一爭點為被告之一的身分如何構成內部人。審裁處先後針對四款可能構成內部人身分的定義審查，並認為無論從該被告身為母公司董事的身分、或身為受發行公司的董事之身分觀之，被告都被認為是內部人。審裁處也認定該被告有參與相關的所有會議，從而必然知道該詳細發行計畫之內容。

關於另一名被告，審裁處則認定渠對相關內線消息並不知情，只是基於友誼關係，被另一名被告要求購買，並無辜捲入本案。

審裁處決定：

被告之一成立內線交易，另名被告則不成立。全案未上訴。

B21. 永富建設國際集團有限公司及永義國際集團有限公司案
(Easy Concepts International Holdings Limited and Easyknit International Holdings Limited)

行為時間：2000

判決時間：2006

事實摘要：

永義國際為永富建設的母公司，前者主營紡織製造業，前者則主要進行百貨商場的營運與管理，兩公司之主席與副主席均相同。1997 年度起，兩公司均遭逢財政困難，有鉅額虧損，從而永義國際積極想將永富出售，以切割虧損部位。

2000 年第三方即將出手注資併購，主席、副主席以及親友數人遂交叉利用帳戶購入股票並在公布後售出獲利。主席使用友人帳戶進行兩公司的股票買賣，並告知另一友人相關消息，友人遂亦據以買賣；副主席則利用親戚之帳戶，與其妻共同注資買賣。

審裁報告書摘要：

本案案情相對單純，被告主要針對審裁處與證監會所擁有的調查權力提出質疑，並認為該二單位並無權要求其提供作證。

本案有重要的後續發展，在 2008 年終審法院裁定，《證券(內幕交易)條例》所規定可以對行為人課與不超過不法交易所得額三倍的罰金，該項規定違反基本法，應予廢除。法院認為，內幕交易審裁處係以民事程序進行，而罰金性質類似刑事的處罰，從而審裁處而並無權力向行為人判處超過原不法所得額以外的罰金，該條款應該失效。

雖然該項法律被廢止之時，證券條例早已失效，但根據舊有的證券條例所判處的案件仍然可以據此上訴，而上未審理的案件也不能再判處罰金，只能要求歸入不法所得。

審裁處決定：

被告八人，其中三人僅為交易人頭不成立內線交易，其餘五人均成立。其中被告官永義上訴請求撤銷罰金，2008 年獲終審法院認可，後被告又再度上訴請求撤銷繳回不法所得部分，但 2012 年上訴被駁回。內幕交易審裁處也就終審法院廢棄該法之判決上訴，但也遭駁回。

上訴案號：CACV358-360/2005、FACV19-20/2007 [2008] 3 HKLRD 372、CACV245/2011

B22. 昌明投資有限公司案
(Cheong Ming Investments Limited)

行為時間：2000

判決時間：2006

事實摘要：

昌明投資公司為集團控股公司，該集團主要業務為包裝產業。昌明投資即將被日商 Sega 公司併購，該交易由 Peregrine 投資銀行擔任顧問，相關會面與交易都在該投資銀行進行。被告雖非負責該宗交易之人員，但也在該投資銀行工作並與該小組同一辦公室，座位僅以一走道相隔，知悉該交易內容，遂使用妻及友人之帳戶購入昌明股份。

審裁報告書摘要：

本案的消息明顯構成內線消息。

主要的爭點在於被告是否確實知悉該消息，而審裁處對此有歧異的意見，雖然被告的動機以及行為都高度可疑，但審裁處缺乏明確的直接證據以證明投資銀行內負責該交易的人員與被告之間有任何的電話通訊或是面對面對話，從而傳遞該系爭消息。

審裁處多數意見最後認定無法證明被告知悉消息，從而不構成內線交易。而被告之妻與友人由於完全不知情，只是被當成人頭帳戶，自不構成內線交易。

審裁處決定：

被告三人都無罪。

B23. 中聯系統控股有限公司案
(Vanda Systems and Communications Holdings Limited)

行為時間：2000

判決時間：2007

事實摘要：

中聯系統控股公司主要的業務為電腦軟體與系統，以及硬體、通訊設備的供應等。該公司之主要營業子公司原本將於創業板上市，並與合記黃埔洽談注資，後改成將由母公司發行 28% 可轉債及選擇權給和記黃埔，和記黃埔因此成為最大控制人，並成立 joint venture。

中聯系統的主席、總經理與其妻等數人在開始洽談後即陸續買入股票。另一方面和記黃埔子公司的 CEO 更將資訊告知外部人，三名友人隨之購入股份，其中一名年僅 17 歲的友人又轉知另三人，隨著消息擴散，交易人數也越來越多。

審裁報告書摘要：

本案涉案人數眾多，大約可分為兩群，即標的公司的主席等人，以及出資方子公司的 CEO 及其友人、以及其友人再轉知的親友等。審裁處主要著墨的議題為內線消息的認定、內線消息傳遞管道。

本案的內線消息是由一周內數次協談會議所形成，分別發生在 2/12, 2/14, 2/16 三天，審裁處引用建聯系統案中所適用的具體性判斷標準，認為雖然該交易還在談判過程中，也沒有簽訂任何文件與共識，但並不代表該交易就不具體；反之只要已經有商業上成真的可能性，就可以算是具體了，而本案中雙方已經連持股的比例以及價格都已經擁有共識，應該可以算是具體。此外，有鑑於本案的交易既是高科技股的消息又是和記黃埔注資，具有雙重的利多，應該可以期待價格之上漲。

由於交易人之間有緊密的聯繫，又有複雜的人際網路，審裁處遂仔細針對每位交易人的消息來源進行查證，以確定消息是如何傳遞。

審裁處決定：

本案所有行為人都成立內線交易行為，但其中兩位行為人以法院適用證據時混用他案（港路國際集團案）的證據為由上訴，三審終審法院改判該二人無罪。

上訴案號：CACV96-112/2007、FACV4/2011

B24. 港陸國際集團有限公司案

(Harbour Ring International Holdings Limited)

行為時間：2000

判決時間：2009

事實摘要：

港陸集團主要營業項目為玩具的製造與販賣，並投資不動產。和記黃埔集團以及美國 ICG 投資公司將透過認股計畫成為港陸集團主要股東。

和記黃埔子公司和黃電信之 CEO 繼中聯系統案後，再度將資訊告知外部友人，資訊並因此擴散而有多人購入股份

審裁報告書摘要：

本案案情與中聯系統案幾乎一模一樣，行為人為同一群人，以相同的消息傳遞管道傳遞不同標的公司的交易資訊。

本案案情單純，雙方對為和黃集團以及 ICG 投資港陸集團一事，以及 ICG 有意利用港陸集團借殼上市等資訊是否屬內線消息均無爭執。被告主要爭執渠等對該消息並不知情，並稱該消息在歷次投資談判中並未出現，但審裁處並不採其說法，並認為該次會議的主要目的就是討論該投資案。

審裁處決定：

本案六名被告中，透露消息的內部人和黃電信 CEO 因未有交易而不成立內線交易，但因洩露消息與其他交易人而仍然受罰；一名被告成立內線交易；另兩名被告因不知內線消息僅受指示而交易故不成立內線交易。

而中聯系統案中上訴獲改判無罪的兩名被告，在本案被審裁處裁定成立內線交易後上訴，上訴法院同樣認為審裁處在審理本案件時採用另案的證據有違法，剝奪兩人合法審判機會；此外被告二人在本案前後也有投資其他相關科技股，無法證明本案投資確實是基於內線消息而為，故而就該二人的本案判決應予撤銷。

上訴案號：CACV255/2009

B25. 頂益（開曼島）控股有限公司案
(Tingyi (Cayman Islands) Holding Corp)

行為時間：2000

判決時間：2007

事實摘要：

頂益公司即將公布財報，前一年度連年虧損後將轉虧為盈，該公司香港分部的投資人關係部經理於是在會議中將資訊告知投資銀行之分析師，分析師再轉達給基金經理人而以所管理基金買入頂益股份

審裁報告書摘要：

本案爭點在於該消息是否屬內線消息，以及投資人關係經理是否有提供內線消息與外部人。

該財務資訊的消息主要是提供過去數個月的詳細營業資訊、銷售資訊、財務資訊，審裁處認為十分具體並精確。然而，相關的資訊在機構投資人之間已經可為廣為流傳，且一部分的報紙也有報載，只是可能尚未為一般投資人所注意。就此，審裁處認為頂益控股的主要投資人並不是散戶，從而雖然該資訊在散戶並之間並未廣為人知，但已經可以算是「該證券的主要市場中」公開的消息。故而該消息並非屬於內線消息。

從而，法院認為投資人關係經理並未逾越其權限，並未透露不該透露的消息，畢竟其職責本來就是回答投資人的問題。既然該消息並非內線消息，那麼透露消息的內部人以及基於該消息而交易的兩名受告知人自然都不成立內線交易。

審裁處決定：

三名被告均無罪。

B26. 方正控股有限公司案
(Founder Holdings Limited)

行為時間：2001

判決時間：2009

事實摘要：

方正控股公司為北京大學間接控股之公司，北大並為其最大股東，其子公司 Founder Order 為其下盈利最豐的子公司之一，主要從事資訊業。2001 年間，Founder 即將發布該子公司鉅額虧損之消息，方正控股主席的數名親友遂在消息發布之前拋售手中持股以避虧損，但主席本人並未進行任何交易。

審裁報告書摘要：

本案主要的爭點為 2001 年 4 月及 7 月間的帳目資訊是否屬於內線消息，又若其為內線消息，該主席是否知情以及是否有告知其他親友。

審裁處認為，從該相關帳目明顯可見巨大的損失，而且如果耶路一定會造成股價的波動；此外，資訊在董事會中被密集討論，被告並無理由不知該消息。

然而，由於確實握有資訊的主席本人並未進行任何交易行為，且現有的證據如電話紀錄等都無法證明公司主席確實有告知其他被告相關帳目消息，換言之執法機關無法證明被告之間確實有消息的傳遞，所以無法證明任何人的內線交易行為。

審裁處決定：

所有被告，包含四名被告以及兩間公司全部無罪。

B27. 啟祥集團有限公司案
(Dransfield Holdings Limited)

行為時間：2001

判決時間：2005

事實摘要：

啟祥集團主要從事食品及飲品的零售業，自 2001 年開始轉為虧損，財務報表被評為無法確認準確性，銀行也開始行使抵押權。因財務狀況不佳，董事會與 DiChain 公司協商收購事宜，以進行借殼上市。收購方三名高階經理人遂買入啟祥股份以待獲利。

審裁報告書摘要：

雖然三名被告都承認握有內線消息並交易，但由於被告的陳述並不拘束審裁處，審裁處仍然就內線消息的要件進行獨立的審查。

雖然在該階段該收購交易尚未完全簽定也還沒有進行實地查核，但雙方的確有數周緊密的談話，對於持股比例也已經有共識，故而構成具體消息。該消息完全還沒有任何媒體報導，兼以股市也還沒有任何相應的波動，不算公開。此外，審裁處考量兩間公司的實際營運內容，認為該合併應該對市場而言是利多消息，故而依但公開必然會造成股價的波動。

審裁處以 9(1)(a) 條審理，也就是將行為人視為「因交易關係而知悉資訊的內部人的員工」，而非認定為 9(1)(b)「收購人」，因為審裁處傾向於將 9(1)(b) 採最限縮的解釋，也就是限於收購人本人，不包含其員工等。

審裁處決定：

三名被告都成立內線交易行為，應返還獲利並罰款，但因為調查過程中充分合作故不需支付調查費用。

附錄四：《證券及期貨條例》民事裁處案件摘要

C1. 新怡環球控股有限公司案
(Sunny Global Holdings Limited)

行為時間：2003 年

判決時間：2008 年

事實摘要：

行為人三人均是新怡環球控股有限公司的子公司員工，均有財務相關知識，其中一人為會計師。由於業務上知悉新怡環球 2003 年上半年的利潤比去年同期相較下降 72%，遂搶在財務報表公布之前，先行使選擇權用低價買入公司股票，再趁財報尚未公布、股票價格仍高之時賣出，並從中獲利。

審裁報告書摘要：

審裁處主要針對是否構成內線消息、是否利用內線消息、獲利的計算方式等進行討論。就內線消息部分，當事人知道利潤即將大幅下降，雖然不知道具體的利潤數據，但已經構成具體消息。

雖然本案為利空消息，但行為人行使期權低價購入，跌價錢賣出，實際上為獲利而非避損；關於獲利計算，由於行為人已經了結獲利，審裁處參考中國太陽神案的計算方法，以買賣價差額計算，但若公開後又有漲跌，以公開日為準。

審裁處同時強調對於公司內部自我管理系統的重要性，也再次主張行為人身為會計師應該有其道德責任。又雖然本案調查歷時五年，確實有不該有的延宕，但因為對行為人並未造成不利益，故不影響判決結果。

審裁處決定：

三人均構成內線交易行為，應返還獲利、給付調查費用並受行政裁罰。未上訴。

C2. 中國海外發展有限公司案
(China Overseas Land and Investment Limited)

行為時間：2004

判決時間：2009

事實摘要：

本案被告之一為摩根大通投資銀行股票經紀人，因職位關係得知「中國海外公司將於 2004 年 1 月 26 當日或前後宣布以每股 1.8 港元進行 8 億 5 千萬股先舊後新的配股計畫」之消息，該被告雖未進行系爭股票之交易，但洩漏消息予另外二基金經理人，而消息受領人利用該消息進行基金操作，所管理基金得以避損。

審裁報告書摘要：

本案審裁處主要針對內線消息何時成立、是否屬價格敏感消息、是否符合並未利用消息獲利而不罰之例外進行審理。

對於系爭消息在何時成為「具體消息」，本案中，最慢在 1/20 日時，交易雙方已經對價格、折價程度、交易有一定共識，雖然提出的價格還有差異，但已經超越可得特定的一般消息，足夠具體，且系爭協商有相當程度的商業真實性，超越了試水溫的程度。對於系爭消息是否屬非公開消息，本案中雖然系爭消息已經透過一系列電話會議傳出，且這些會議都有數位被告以外分屬不同公司的基金經理人參加，但在交易前期間，相關媒體都沒有相關消息報導，並非為一般會對系爭股票交易的人們所知，所以還不算公開。

若該消息為大眾所知，將實質影響證券價格。為了建立系爭消息之公布與嗣後股價波動之關聯性，審裁處認為應該要考慮消息釋出前後系爭股票之股價、港股恆生指數、以及媒體評論分析。審裁處參考投資銀行團對 EPS 與 NAV 的預測分析報告，依據專家證言排除其他消息對股價的影響，並比較大盤與相關個股的漲跌狀況（當日大盤微漲而系爭股票大跌，跌幅比其他相關个股都明顯）。審裁處不接受 Beta 係數測試法（個別股票與整體市場的波動相關性）的解釋，並指出其餘相關个股的該日跌幅對該个股歷史而言都屬普通跌幅，但系爭股票的跌幅是該股兩年以來最大跌幅，從而認定系爭消息對證券價格確有實質不利影響。

行為人主張 271(3)，抗辯其洩漏資訊並非為了獲利或避損，該抗辯的舉證責任在於行為人。行為人主張透露消息的行為人本人並未交易得利，只有消息受領人所管理基金獲利。因為消息受領人所管理的基金確實有達到避損，行為人全部間接因此獲利，而且從行為人間的通訊往來可以得知，他洩漏該消息的最初目的就是要使消息受領人能夠因此避損，審裁處最終認定該抗辯不成立。

本案三名被告都成立內線交易行為，但因為沒有直接獲利，除了調查費用以外不必罰款，基金獲利不必繳回。

上訴案號：HCAL49/2008 [2009] 1 HKLRD 114、CACV256/2010

C3. 美麗寶國際控股有限公司案
(Mirabell International Holdings Limited)

行為時間：2008

判決時間：2010

事實摘要：

被告之一為實習律師，該律師事務所為百麗國際意圖收購美麗寶國際控股公司一是提供法律意見，被告亦參與該工作小組並獲重用，因而知係收購資訊。被告遂告知其同居人，即另名被告相關消息，而另名被告隨即用自己帳戶買賣美麗寶國際控股的股份，因而獲利。

審裁報告書摘要：

本案事實單純，主要爭點為該實習律師是否明知該消息為內線消息，而仍然告知其同居人？

法院認定，雖然被告主張其並未涉及該併購的事宜，但證據則顯示其對相關進度都有所了解並可得知。由於被告在訴訟過程中給予虛假陳述，法院認為其證詞並不可信，最終認定被告明知該消息為內線消息，且從兩人的親密程度以及資訊共用程度，可以間接推論被告已告知其同居人，甚至提供同居人資金以進行相關交易。

審裁處決定：

兩名被告均成立內線交易行為，並應返還交易所得，以及負擔訴訟費用。被告未上訴，在審理過程中未出席，並已返抵北京居住。

C4. 佳訊控股有限公司案
(ABC Communications (Holdings) Limited)

行為時間：2008

判決時間：2011

事實摘要：

被告兩人共同計畫透過第三人收購一不特定之公開發行公司，並在知悉第三人所選定的收購標的為佳訊控股公司後，私自在 2008 年 4 月之收購協商期間，於原收購計畫外另外購入佳訊股份。由於該收購計畫將觸發公開強制收購，股價隨之上漲，被告因而獲利。

審裁報告書摘要：

本案爭點之一為系爭消息是否該當內線消息的要件。審裁處審查本案中內線消息之成立要件後，肯定在 5 月 30 日所公開發布的消息由於有確切價格，足夠精確而符合具體消息之要件；雖然審裁處沒有明確說明，但可以推論 4 月 29 日公開的第一階段消息，是因為缺乏明確的價格資訊而尚未臻至具體的程度。雖然具體消息不必達至精確，但還是要有一定的商業談判，不能只是模糊的傳言。

行為人主張該價格是由公開資訊之財務報表所計算，市場其實並非不知該價格，可以自行推知，所以該消息已經公開。但審裁處認為，在公布以前，市場上的資訊還不足以推定價格，而且市場無法準確評估該交易成真的機率；就算市場可以自行計算出收購價格，但若該交易最後流局，便不存在該價格。換言之，系爭消息之所以被認為內線消息，是因為確認了交易成真的機率。

審裁處決定：

本案其中一名被告被認定有罪，另一名被告被認定為人頭戶，無論是資金來源、交易指示、了結後獲利的去向都與該人頭無關，並未涉入交易行為，故無罪；另一名被告（主嫌）因人在中國服刑中，未被賦予合法的答辯機會，故審裁庭未就該名被告為任何裁定。

C5. 超大現代農業控股有限公司案
(Chaoda Modern Agriculture (Holdings) Limited)

行為時間：2009

判決時間：2012

事實摘要：

超大現代農業有限公司即將向專業與機構投資人配股，新股價格較低且將稀釋原有持股，被告身為董事暨股東，在與投資人的電話會議中，告知另一身為基金經理人之被告相關配股價格。該基金經理人基於該消息脫手所管理基金持有的超大股份，因而避免損失。

審裁報告書摘要：

本案主要爭點如下：在電話會議中，被告董事是否有告知第三名被告確切的發行日期以及價格？是否明知該人會利用相關資訊為內線交易？該第三名被告是否有明知該資訊為未公開的內線消息而不應依此為交易？

法院認定在電話會議中，被告可能有透露相關訊息與第三名被告，但被告並無誘因蓄意為之，因為透露消息造成內線交易會使超大股價重挫，不利募資。被告主張 271-3 抗辯，即並非基於使受告知人為內線交易之目的而告知，該抗辯成立。

法院進一步認為第三名被告，即受告知人，明知該消息為內線消息，也知道有保密義務，縱使不確知是否為內線消息也有查證管道，卻仍然依此為交易行為，已成立內線交易。第三名被告係為其所管理基金而內線交易，並未自己獲利，故雖然成立，但審裁處無法對其違規入不法所得之命令。

審裁處決定：

第一、二為被告抗辯成立，不成立內線交易行為；第三名被告受告知而為內線交易之行為成立。被告上訴高等法院未果。

附錄五：《證券及期貨條例》刑事案件摘要

M1. 順龍控股有限公司案
(Sino Golf Holdings Limited)

行為時間：2004

一審判決時間：2008

案號：ESS17642-5/2008

事實摘要：

本件為證券及期貨條例通過後，第二件起訴、首件依新法判決之刑事案件。

本案被告熊麗美為順龍高爾夫球製品有限公司之財務經理，其職責之一為監控應收帳款狀況。順龍的重要客戶即將於美國聲請破產保護令，使該公司即將認列鉅額（950萬港元）的呆帳損失。被告身為財務經理知悉該不利財務報告之消息，並隨即在公布財報之前出售大量持股，以避免損失。

法院決定：

本件依簡易程序判決，不公開判決書內容，判決結果為有罪，緩刑兩年。全案未上訴。



M2. 媒體伯樂有限公司案
(Media Partners International Holdings)

行為時間：2005

一審判決時間：2009

案號：DCCC919-922/2008

事實摘要：

德高貝登公司將收購媒體伯樂公司，被告之一為收購人的財務顧問。被告知悉該收購消息後，便使其妻買入相關基金；此外，被告並告知其友人（同為基金經理人）該消息，該另名被告因而以所管理的基金買入媒體伯樂的股份，基金因此獲利。

判決摘要：

本案被告認罪，故法院未就事實進行詳細討論，僅就量刑事宜詳為述明。法院首先區分違反忠實義務以及利用專業技能違法等兩種情況，並認為前者比後者嚴重，但後者亦不可取。

法院參考澳、加、英等國的量刑因素，參酌考量行為人所失去的身分地位、對忠實義務的違反，決定量刑。此外，法院並不接受被告「刑事程序鮮少使用，應該從輕量刑」的主張，也否定改判社區服務或緩刑的請求。

法院決定：

兩名被告均成立內線交易，一名被告應返還其妻之基金獲利，另一名被告因為並未從基金之交易獲利，毋庸返還。

M3. 聯洲珠寶有限公司案
(Egana Jewellery & Pearls Limited)

行為時間：2006

一審判決時間：2009

案號：DCCC229-240/2008、CACC148/2009、FAMC82/2010

事實摘要：

主要被告馬漢揚於法國巴黎百富勤融資有限公司（BNP，為法商投資銀行之子公司）任職副總裁，該公司為聯洲國際集團有限公司之子公司聯洲珠寶有限公司提供公司下市計畫之建議，被告為該下市計畫小組之一員，因而知悉下市購回股票之內容。原股東可以選擇現金或現金家母公司股票為對價。

被告知悉後，遂告知其女友、兄、嫂及姪兒，五名被告紛紛在 2006 年 7 月間公布下市方案前，買入聯洲珠寶之股票並出售獲利。被告除告知其女友相關消息之外，更資助其購買股票，

判決摘要：

由於本案事實相當明確，系爭內線消息的認定也尚屬明確，法院並未著重於構成要件的探討，而在量刑部分著墨較深。

訴訟中，被告主張案件延宕兩年，不利被告且心理上承受壓力，應予減刑。法院認為是 14 個月，證監會對於調查的權力受到相當限制，取得調查資料需要時間，考量起訴所需的資訊與取得相關證據，一年左右的調查期間尚稱合理。

被告另外主張本宗案件為首次以刑事程序處理內線交易，過往類似案件都是民事程序處理，應該從輕量刑。法院則認為，證監會及律政司仍然是依法處理，就算 2007 年以前律政司不曾對內線交易提起任何刑事訴訟，也不構成對被告的減刑事由。法院強調，內線交易是一種嚴重的不誠實行為，會威脅證券市場的健全，使投資人與社會大眾失去信心，有必要強力打擊此種罪行，並應該將執法單位此一立場傳達給社會大眾，故被告兩人應處徒刑，而無減刑餘地。

此外，被告馬漢揚身為投資顧問，處於受託地位（in a position of trust），他的行為破壞了其僱用人以及客戶即交易標的公司對他的信任，不但自己獲利，還大舉洩露相關訊息給親戚，法官將此一破壞受託義務之情形納為考量刑度的因素之一，加重被告的刑度。

法院決定：

一名被告判處 26 個月徒刑，一名判處 12 個月徒刑，五名被告均須返還所有不法所得利益，並支付調查費用。情節最輕的被告（姪兒）上訴後獲判改無罪，法院認為其並不知情，內線交易為其父母所為。

M4. 至祥置業有限公司案
(Chinese Estates and Chi Cheung Investment)

行為時間：2007

一審判決時間：2009

案號：ESS34341-2/2008、HCMA495/2009

事實摘要：

華人置業公司與其子公司至祥置業（本案交易標的）在 2007 年間進行雙方資產交換（asset swap）計畫，被告林景雄為華人置業公司另一子公司愛美高之會計經理，受命處理前述資產交換計畫之相關會計事宜，參與資產交換之技術與程序會議，因而知情，並以自己與其妻名義買入。

判決摘要：

被告主張其 6 日（參與資產交換會議前）之所以買入股票，乃基於 4、5 日與其妻的討論交換分析意見，而非基於內線消息；7 日之所以繼續進行買入，乃是因為 6 號時款項未及匯入，無法完成交易，僅是繼續 6 號因技術問題未完成的交易，在此之後被告便了解可能有利益衝突而停止繼續買入。

一審裁判官認定，被告林的部分，由於 6 日所買的股票購於會議前，斯時並無法肯定其握有內線消息，故這部分的買入行為不成立內線交易；但 7 日所買入的股票因為可以確定林已經握有內線消息，故成立內線交易。關於林妻封麗莎，則全部被判無罪，因為從證據觀之無法證明她知道其夫握有內線消息。

上訴審中，被告主張 292(3)條之抗辯事由，以「非為了利用該消息獲利或避損而交易」應例外不成立內線交易，也就是「即使沒有該消息仍然會交易」。7 日的交易本來在 6 日就決定了，只是基於技術理由無法完成，換言之該交易並非基於內線消息所為的決策。被告認為：6 日的交易既不成立內線交易，7 日的交易既是延續 6 日，自然也不成立內線交易。

上訴審法院否定該抗辯：首先，6 日部分無罪，並非如被告主張因為該交易係基於自主判斷，只是無法證明被告當時握有的資訊足夠具體；其次，被告大可在知悉內線消息後，停止 7 日的交易，故被告主張無理由。法院同意一審未審理 292(3)之抗辯，判決有瑕疵，但不影響本案結果。

法院決定：

被告 7 日的交易行為成立內線交易，其妻則不成立。上訴維持原判。

M5. 中信資源控股有限公司案
(Citic Resources Holdings Ltd)

行為時間：2007

一審判決時間：2009

案號：DCCC787/2008、CACC334/2009

事實摘要：

中信資源計畫發行十億美元債券籌資，是次融資計劃係由貝爾斯登與摩根史坦利擔任發債承銷商，被告即為摩根史坦利固定資產收益部門經理，並參與此次債券融資計畫。被告基於此一地位，自中信資源以及其控制公司北京中信集團獲得上開中信資源就發債與收購相關之內線消息，這些消息都被中信集團視為高度機密資訊，所有參與該收購計畫之人都被該公司視為內部人。

被告買入 8710 萬港元分次購入 2670 萬股中信資源股票，並在公布消息後售出部分，該部分獲利，其餘股票則待至跌價後才售出，該部分虧損，總計僅獲利約 300 萬港元。

判決摘要：

法院對內線交易的本質進行論述，認為內線交易是行為人竊取資訊、破壞他人客戶或雇主的信任，並用此一資訊對第三人(通常為機構投資人或小型投資人)進行詐欺之行為，會破壞這些秩序與公眾信心，並破壞市場健全。

法院認為被告雖然並沒有太高度縝密的計畫，也沒有使用秘密帳戶，但另一方面本案所涉入的金額高達 8700 萬港元，是有史以來內線交易案件最高，若不是 2008 年金融風暴所帶來的偶然整體性衰退造成被告真正實現之獲利降低，本案的獲利金額很有可能更高。

被告主張其就系爭交易已經獲得摩根史坦利的主管同意，但法院認為該同意乃是透過詐欺的手段取得，並非有效的同意。此外，被告的上司曾經數度警告他不得再進行相關交易，但他仍一意孤行，法院認定這完全是基於貪念所為。

一審法院認為獲利計算以名目獲利為準，即以「被告之購入價格」與「消息公布後之市場價格」差額計算，被告對市場的獲利在他購入當時即已確定，嗣後因整體市場的漲跌導致的損失不應該影響獲利之計算，認定被告獲利 2300 萬港元。上訴審法院則改採實質獲利標準，從而裁定被告只要繳付較低的罰款。

法院決定：

被告成立內線交易行為，獲利應繳回，並服刑七年。上訴後維持有罪，但罰金大幅減少，刑期減為六年。全案仍上訴終審法院中。

M6. 寰宇國際股份有限公司案
(Universal International Holdings Limited)

行為時間：2008

一審判決時間：2010

案號：ESS28970/2009、HCMA754/2010、FACC1/2012

事實摘要：

被告代表收購人 Goldwyn Management Ltd，計畫收購寰宇國際大股東之持股。被告因負責該項交易協商而知悉 Goldwyn 提出收購寰宇股份的機密價格敏感資料，搶在公布之前買入寰宇國際股票，並在消息公布股價急升後隨即賣出獲利。

判決摘要：

本案關鍵爭點為系爭息是否屬於法條所規定之「相關消息」、以及被告是否在交易時明知其為相關消息。

關於該消息是否該當內線消息，被告主張收購案雙方並未就重要的價格達成任何協議，故而該消息並未臻至具體。但法院認為該針對價格的意見不合，是任何收購案中正常的情況，並且雙方都投入了相當的人力物力來評估該案的可能性，並非只是初步接觸，相關人士認為該案已經有成真的可能，故而該消息雖未有精確價格，但已經可以算是具體的消息。

關於被告是否知悉該消息為相關消息，法院認為被告事實上起草了重要的交易文件，並對相關證券交易有長久的老到經驗，不可能不知悉該消息為重要消息。上訴時，被告雖然提出了 271(3)的抗辯，但並未提出證據證明，法院因而未予審酌。

法院決定：

被告成立內線交易行為，上訴三審至終審法院，終審法院最終判決仍然有罪，但減刑一個月，改判三個月，罰款不變。

M7. 中信泰富有限公司案
(Citic Pacific Limited)

行為時間：2008

一審判決時間：2012

案號：N/A

事實摘要：

中信泰富在 08 年中簽訂澳元目標可贖回遠期合約，藉以對沖外匯風險，到 08 年 8 月下旬澳元匯價相對於合約內的協定匯率已大幅下跌，被告參與該事件的財務評估，故得知若按市價計算公司將認列重大損失，嚴重影響公司財政狀況。被告遂在資料公開前，出售大部分中信泰富股份，避免承受 136 萬元損失。

法院決定：

本件依簡易程序判決，不公開判決書內容，判決結果為判刑 15 個月，罰款 102 萬元及繳付調查費近 23 萬元，禁止擔任公司董事 3 年



M8. 香港飛機工程有限公司案
(Hong Kong Aircraft Engineering Company Limited)

行為時間：2010

一審判決時間：2012

案號：ESS16944/2011

事實摘要：

被告為香港民航處前官員，案發時任港機工程公司獨立董事。被告於港機工程的董事會中知悉太古工程對港機工程的全面收購案，遂於會後當日晚間立刻購入股票，五日後售出獲利。

法院決定：

本件依簡易程序判決，不公開判決書內容，判決結果為判刑5個月，緩刑兩年，罰款5萬元。

