

附件二：重大消息「成立時點」之肯定及否定見解以表格彙列並比較：

項次	否定見解	重要爭點	肯定見解(參考文獻及本研究)
1.	<p>條文並未限制為「消息『成立或確定』時」，因此若將行為人買賣有價證券限定只在「重大消息成立後至公開前」始有內線交易之該當，將過於限縮該法條之適用，而與文意不合。</p>	<p>證券交易法第 157-1 條是否以「重大消息成立」為前提？</p>	<p>公司內部人在實際知悉消息且在該消息明確後，消息未公開前或公開後，買賣公司發行之有價證券，上開行為並不一定會構成內線交易，須待消息已重大到足以影響正當投資人之投資決定，對股票價格有重大影響，其後內部人所從事之證券買賣行為方可該當內線交易。若將內部人在消息公開前之證券買賣行為均認定構成其罪，顯然係屬射程文義外之目的性擴張。</p>
2.	<p>證券交易所(或證券櫃檯買賣中心)對於重大訊息均訂有即時揭露之規定，如對該法條局限解釋為僅規範「事實發生後至公布前」短短數日間行為人之證券買賣行為，將有失其立法意旨。</p>	<p>重大訊息即時揭露之規定是否限縮內線交易之規範期間？</p>	<p>「延續性消息」有其醞釀期、磋商階段或作業過程，故「重大消息成立時點」與「重大事件確定時點」可能存在時間性差異。為認定受規範行為主體在消息公開前買賣系爭有價證券是否涉有內線交易，重大消息成立時點之判斷應有其必要。</p>
3.	<p>「消息」係指「訊息」、「資訊」與「事實」不同，並無所謂成立或確定之時點。消息是否成立、確定應只是個案中法院判斷消息「重大性」之輔助性的認定基準，而非必要要素。若消息已成立、確定，則個案中法院認定</p>	<p>「消息」得否認定成立時點？</p>	<p>重大消息係由一項以上的事實所組成，可由客觀事證判斷每項事實之發生是否足以對投資人之投資決定有重要影響，若有，則此項事實的發生時點即為重大消息成立時點。</p>

	為重大消息之可能性越高；反之若消息未成立、確定，法院也可能參考其餘因素認為係重大消息。		
4.	重大消息成立時點若採形式認定，恐怕會造成公司內部人故意延後消息成立時點，以便為內線交易預留更多操作空間。且若以程序完成時點始能認定重大消息已成立，恐怕已經太晚。	重大消息成立時點係採形式認定或實質認定？	重大消息成立時點應以實質認定為準，不以形式認定為限，且「重大消息管理辦法」第4條所定之消息「成立時點」中，有關「事實發生日」及「協議日」，其實均已包含實質認定之觀念在內。
5.	行為人是否「獲悉」重大消息係屬內心事實，尚難以外界客觀事實判斷消息成立時點，且徒增舉證上之困難。	重大消息成立時點得否以外界客觀事證加以認定？	2010年5月修法後改為實際知悉作為判斷標準，在判定上應較舊法更為明確。考量證券主管機關及檢調單位查辦內線交易案件暨法院判決，仍以重大消息成立至公開後18小時期間之證券買賣情形，作為行為人是否適用內線交易之重要依據。另經檢視我國歷年來之法院判決結果可發現，法官大多數認為重大消息具有「成立時點」。此外，似不應以適用困難來否定重大消息成立時點之必要性，美國法上界定Rule 10b-5所稱「重大性」之基準應可供國內參考。

6.	<p>部分學理及實務界法官認為法律所使用用語為「消息」，而非「事實」，既非事實，何來確定問題。美國的規定，亦不要求消息須達確定程度。任何重大消息都有其形成過程，何況消息沒有真實性的要求，只要求內容應具體明確，亦即消息不保證其所傳述的事實必然發生，則消息所傳述事實的成立時點，應是相對而非絕對。管理辦法將「事實發生日」、「協議日」亦列為可能的成立時點，可見不以該消息已確定發生為必要。此規定的意旨，無非在闡述同一程序的不同時間，均可能為消息成立的時點，亦即強調消息成立的相對性。重大消息雖有成立時點的問題，但不以消息已確定發生為必要。</p>	<p>實務偵辦需求及部分學理上理論發展差異？</p>	<p>學者王文字教授認為，內線交易之成立，必定先有重大消息的形成，才有所謂內部人實際知悉此消息、利用此消息為證券買賣行為。實務上傾向於認為重大消息有其成立時點，重大消息成立為內線交易之要件，若買賣證券時點早於消息成立時點，也就無關內線交易問題，故消息成立時點與內部人交易時點之先後順序，常成為實際案例中的重要爭點。內線消息「成立」至「公開」之時段係偵辦內線交易買賣股票之重要成立依據，亦是內線交易案件是否成立之關鍵重點，要有足夠證據證明犯罪行為人知悉該等重大消息後，仍出售或買入股票，否則不得以臆測方式論罪。「重大消息的成立」是偵辦內線交易的基礎，如果該前提沒有確立，縱使投資人聽聞其他利多、利空消息而買賣股票，該事件也將不構成犯罪行為而無調查的價值</p>

資料來源：張益輔、林振東、江璧岑，「有關重大消息成立時點之探討（上）」，證交資料，第561期，第74頁，2009年1月；作者自行增補資料。