

內線交易罪保護法益的探索： 以市場效率假設及資本資產定價模型為核心

惲純良*

〈摘要〉

長久以來，市場效率假設的概念經常出現在法律文獻中，但是市場效率假設的具體內容與如何去檢驗市場效率等級 – 以及更重要的 – 市場效率假設與內線交易禁止規定之間的關係，一直是處於一個模糊不清的狀態。

事實上，作為檢測市場效率的重要工具，定價模型一直扮演著不可或缺的角色。而資本市場功能的發揮也是以良好的市場效率為前提。從證券交易法禁止內線交易的立場出發，我們可以得知只有半強勢效率才是立法者心目中的理想效率等級。

如果良好的市場效率是資本市場發揮功能的基礎，我們可以合理地推論出內線交易禁止所保護的第一種法益可能是「資本市場功能」或者「投資人對於資本市場的信賴」。

從定價模型承認風險溢價的特性來看，同時也就暗示了財產法益可能是內線交易禁止所保護的第二種法益。在確定了法益的具體內容之後，起碼在對於內線交易的犯罪結構、不法意圖以及訊息公開等若干問題上，我們可以得到一個相對確定的答案。

* 國立雲林科技大學科技法律研究所專任助理教授，德國福萊堡大學 (Uni-Freiburg) 法學博士 E-Mail: clyun@yuntech.edu.tw

• 投稿日：03/30/2016；接受刊登日：10/07/2016。
• 責任校對：賴信堯、林易儒、黃存志。
• DOI:10.6199/NTULJ.2017.46.02.03

關鍵字：市場效率假設、資本資產定價模型、雙聯假設、法益、危險犯、不法意圖、內線訊息之公開性。

◆ 目 次 ◆

壹、前言

貳、市場效率假設的內涵及其驗證

一、市場效率與市場功能之間的關連

二、Fama 的市場效率假設理論：效率假設的三種模型

三、定價模型的種類與選擇

四、市場效率的三種等級

五、小結

參、對於市場效率假設與 CAPM 在方法論上的質疑以及回應

一、效率假設的前提性問題

二、 β 值與雙聯假設的問題

肆、市場效率假設與 CAPM 的規範意義

一、半強勢效率等級是立法者採取的效率市場標準

二、內線交易罪保護法益的設定

三、從保護法益出發所能釐清的爭議問題

伍、結語