

效率市場概念於美國公司法上之應用*

壹、前言

貳、效率市場概念之內涵

一、效率資本市場假說

二、市場價格之調整機制

三、效率市場假說之侷限

(一) 雜訊交易

1. 雜訊交易之發生原因

2. 雜訊交易對於市場效率之影響

(二) 套利交易之限制

(三) 交易者對於資產之不同評價

(四) 效率悖論

(五) 小結

四、資訊效率與基礎效率

參、效率市場於美國公司法上之應用脈絡

一、詐欺市場理論

(一) 內涵說明

(二) 資訊效率概念之擇取

(三) 資訊效率之放寬認定

(四) 小結

二、經營者之監督

(一) 內涵說明

1. 股東為剩餘財產請求權人

* 本文初稿之一部分曾於 2019 年 12 月 23 日之交通大學學術工作坊中提出，獲得 Jill E. Fisch 教授、林建中教授、楊岳平教授及吳奐廷博士之寶貴意見，特予致謝，並藉此感謝 Fisch 教授慨予受邀來台訪問之盛情。儘管如此，相關文責仍由作者自負。

2. 市場價格作為評判標準

(二) 具體議題

1. 公司控制權市場
2. 股東賦權

(三) 基礎效率之擇取與商權

(四) 隱晦未現之市場界定問題

(五) 小結

三、內線交易基礎理論

(一) 內涵說明

(二) 內線交易禁止之效率市場辯證

(三) 再訪內線交易基礎理論

四、總結觀察

肆、新領域中之舊議題：股份收買公平價格之決定

一、德拉瓦州案例法

二、市場機制價格之內涵

三、效率類型之界定

四、使用股票市場價格之商權與侷限

五、舊議題之新發展

伍、結論

壹、前言

公司作為一種經濟組織態樣而從事經濟活動，不難想見其理論發展深受經濟學相關理論影響，其中又以效率市場為當中核心，自不待言。然效率市場概念在公司法¹理論中究竟係如何被應用，應該在何種程度內被應用？此等問題雖隱晦地散見於不同議題的討論中，迄今仍無作整體通盤檢視者，而有探究必要。

在此問題意識下，本文以效率市場為中心，於第貳部分自金融經濟學文獻出發，探究其內涵及其侷限，再於第參部分由效率市場的角度，觀察並分析此一概念於美國法上詐欺市場理論、對經營者之監督，以及內線交易基礎理論等議題中之應用，並將各該議題應用中所凸顯的問題予以歸納彙整，得出效率市場應用於公司法之現狀。因此，本文並非以詐欺市場理論等各議題為主要探討對象，毋寧僅是藉由描繪該等議題在效率市場濾鏡下所呈現之面貌，反思效率市場概念於美國公司法中之圖像。

如同以下論述所將開展者，效率市場中之「效率」與「市場」皆有其歧義性，其中前者可區分為資訊效率及基礎效率二者，後者則有可能係在指涉股票交易市場或公司控制權市場，吾人應明辨不同議題中所指稱之效率態樣與市場種類，方能正確掌握相關討論之內涵。另外，吾人亦應謹記效率市場並非唯一而絕對之目標，其本身有其成本而無法毫無限度地追求，亦可能必須因不同政策目標而有所退讓。此等觀察雖係總結不同議題之觀察而得，但非個別現象，而有可能在其他議題中反覆出現。晚近美國法上關於股份收買公平價格之討論即為一例，而將於本文第肆部分加以探討。最後，本文將於第五部分提出結論。

¹ 本文所稱之「公司法」，係作廣義理解，泛指與公司組織及活動相關之規定，而不以我國公司法典之規定為限，兼及於證券交易法及企業併購法等規定，合先敘明。

貳、效率市場概念之內涵

一、效率資本市場假說

在金融經濟學上，效率係指稱價格得以完全反應可得資訊之狀態²，而無法以該等資訊進行套利交易而獲利³。此等意涵，與一般經濟學上所稱之效率，如帕雷多效率（Pareto efficiency）、Kaldor-Hicks 效率（Kaldor-Hick efficiency）、配置效率或生產效率等⁴，有所不同，彼此亦無當然的充分一必要條件關係⁵。

金融經濟學主張，資本市場總是得以將可得資訊反應於價格當中而有效率，並將之稱為效率資本市場假說（Efficient Capital Market Hypothesis，以下簡稱「ECMH」）⁶。就其淵源而言，ECMH 之近代起源雖可追溯自 1900 年法國數學家 Louis Bachelier 之博士論文⁷，一般均認為該假說之內容乃 Samuelson 及 Fama 兩位學者於 1965 年同時提出⁸。Samuelson 的研究係以芝加哥期貨市場為對象，使用鞅論（martingale）推論主張，在當下所有資訊均已反應於目前之資產價格當中的情況下，

2 Eugene F. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, 25 J. FIN. 383, 383 (1970).

3 *Id.* at 384-85.

4 各類效率意涵之說明，請參見張永健，物權法之經濟分析——所有權，頁 45-47，2015 年 9 月。

5 Joseph E. Stiglitz, *The Allocation Role of the Stock Market: Pareto Optimality and Competition*, 36 J. FIN. 235, 235-38 (1981); Jean Trole, *Asset Bubbles and Overlapping Generations*, 5 ECONOMETRICA 1071, 1090 (1985).

6 Eugene F. Fama, *Efficient Capital Market II*, 46 J. FIN. 1575, 1575 (1991).

7 Martin Sewell, *History of the Efficient Market Hypothesis* (Jan. 20, 2011), at 2, http://www-tyo3.cs.ucl.ac.uk/fileadmin/UCL-CS/images/Research_Student_Information/RN_11_04.pdf (last visited July 22, 2019). 該文並進一步考究指出，類似於 ECMH 中之隨機漫步觀念，可進一步上溯至 16 世紀。See Sewell, *supra*, at 2.

8 ANDREW W. LO, ADAPTIVE MARKET 21 (2014). 1965 年以前之理論發展狀況，see Augustas Degutis & Lina Novickytė, *The Efficient Market Hypothesis: A Critical Review of Literature and Methodology*, 93(2) EKONOMIKA 7, 10-11 (2014).

人們無從僅依過去與現在的價格資訊而推斷未來價格，進而據以交易獲利⁹，換言之，未來價格係呈現隨機漫步（random walk）狀態¹⁰。Fama 則係以股票市場為對象，同樣指出股票的各次價格變動均彼此獨立，而為隨機漫步市場¹¹。

另外應指明者，ECMH 之所以被稱為「假說」，係因該項主張仍須經過實證研究驗證¹²，而此必須建立定價模型，以估算資產在市場有效率的情況下之應有價格，再將之與實際價格進行比較，若兩者相符，則可認定該市場為有效率；惟若兩者不符，將無法判斷此乃模型設計不佳，或係該主張已被推翻而不成立所致¹³，使得 ECMH 無法被驗證，而僅能處於假說的地位。

ECMH 作為經濟學上的模型與理論，係假設進行資產交易之成本為零、所有市場參與者之資訊取得成本為零，並就資訊為相同解讀作為充分條件¹⁴，而區分為弱勢、半強勢及強勢三種效率態樣。其中，弱勢效率係指資產價格僅依過去已反應於證券價格中之資訊進行調整；半強勢效率之資產價格則係除過去資訊外，並反映市場上之公開可得資訊；強勢效率之資產價格則同時反映過去價格，以及市場上之可得資訊（無論該等資訊是否僅為特定人所獨享）¹⁵。以上分類係指稱市場價格所對應

⁹ Paul A. Samuelson, *Proof That Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly*, 6 IND. MGMT. REV. 41, 44 (1965).

¹⁰ *Id.* at 48.

¹¹ Eugene F. Fama, *Random Walks in Stock Market Price*, 21 FIN. ANALYSTS J. 55, 56 (1965).

¹² Samuelson, *supra* note 9, at 48.

¹³ Eugene F. Fama, *Two Pillars of Asset Pricing*, 104 AM. ECON. REV. 1467, 1467-68 (2014); Richard Roll, *A Critique of the Asset Pricing Theory's Tests*, 4 J. FIN. ECON. 129, 130 (1977). 此即著名的雙聯假設問題（joint hypothesis problem）。

¹⁴ Fama, *supra* note 2, at 387；然 Fama 並認為，此三者並非必要條件。

¹⁵ *Id.* at 383. Fama 嗣於 1991 年曾調整上開分類，將弱勢效率稱為報酬可預測性測試（test of return predictability），並將股票殖利率及本益比等納入考量；半強勢效率及強勢效率則分別稱之為事件研究（event study）及未公開訊息測試（test for private information），其內涵則未有改變，*see* Fama, *supra* note 6, at 1576-77. 然因一般在討論 ECMH 時，仍襲用弱勢、半強勢及強勢的分類，故本文仍以該分類方式，開展以下論述。

反應之資訊類型¹⁶，意味著對於不同種類資訊之反應時間不同。此當非難以想像，並為實證研究所支持¹⁷。

儘管如此，實證研究對於 ECMH 之檢驗則呈現正反結果¹⁸。文獻上雖顯示今日的股票收益無法影響次日的收益，市價價格將因應若干如併購交易之進行或股份分割等重要訊息而迅速反應，積極投資策略亦無法打敗大盤，而皆與 ECMH 之主張相符¹⁹。但資本市場上之其他現象，例如資本額較小公司之報酬率通常優於資本額較大公司、本益比或淨值比得用於預測市場價格，使得市場價格呈現若干可為預測之趨勢；報酬率在特定月份或季節較高，以及市場價格對於無預期消息有過度反應或反應不足現象²⁰，或是股票價格將因是否納為指數成分股而有不同等²¹，則與 ECMH 的隨機漫步主張不相吻合，但又為 ECMH 擁護者以公司資本額未必與其投資風險相對應、使用本益比或淨值比解釋市場價格未必與效率市場主張不合、報酬因特定月份或季節波動之研究數據在不同期間未趨一致、所謂的過度波動不具經濟學上顯著性等理由所駁斥²²，呈現眾說紛紜之勢²³。

16 Burton G. Malkiel, *The Efficient-Market Hypothesis and the Financial Crisis*, in RETHINKING THE FINANCIAL CRISIS 75, 77-78 (Alan Blinder, Andrew Lo & Robert Solow eds., 2012).

17 Arich Gavius & Haim Kedar-Levy, *The Speed of Stock Price Discovery*, 22 J. FIN. INTERMEDIATION 245, 247-48 (2013) (summarizing literature).

18 Donald C. Langevoort, *Theories, Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited*, 140 U. PA. L. REV. 851, 863-65 (1992) (summarizing literature).

19 Degutis & Novickyte, *supra* note 8, at 12-13.

20 *Id.* at 13-14; Robert J. Shiller, *Speculative Asset Price*, 104 AM. ECON. REV. 1486, 1489-92 (2014).

21 Denis Gromb & Dimitri Vayanos, *Limits of Arbitrage*, 2 ANN. REV. FIN. ECON. 251, 255 (2010).

22 Burton G. Malkiel, *The Efficient Market Hypothesis and Its Critics*, 17 J. ECON. PERSP. 59, 61-72 (Winter 2003).

23 Mikio Itoa, Akihiko Noda & Tatsuma Wada, *The Evolution of Stock Market Efficiency in the US: A Non-Bayesian Time-Varying Model Approach*, 48 APPLIED ECON. 621, 621-22 (2016) (summarizing literature). 近來股票價格因新冠肺炎而激烈震盪，再度引起股票市場是否有效率之討論，see Robert Shiller & Burton Malkiel, *Does Covid-19*

二、市場價格之調整機制

ECMH 本身固然主張根據不同的效率態樣，市場價格將對不同種類之資訊有所反應，然究竟是透過何種機制完成市場價格的調整，則未有說明。直到 Gilson/Kraakman 於 1984 年聯名發表之論文中，始有深刻分析與論述²⁴。

Gilson/Kraakman 指出，市場價格的變動必須透過交易之進行而達成，其並根據交易者之認知，區分為舉世知情交易（universally informed trading）、專業知情交易（professionally informed trading）、衍生知情交易（derivatively informed trading）及不知情交易（uninformed trading）四類²⁵。以上四種機制係個別逐一發揮作用，而究竟係哪一種機制在運作，則根據所涉特定資訊於市場上的廣泛流傳程度而定²⁶。

所謂舉世知情交易，係針對市場上所有交易者全部、零成本且同時

Prove the Stock Market Is Inefficient? (May 10, 2020), PAIRAGRAPH, <https://www.pairagraph.com/dialogue/c93c449006c344ce94e6e2e8fbe7aba3> (last visited May 14, 2020).

- ²⁴ 除本文所述，關於證券市場之價格形成過程，另可參見游啟璋，證券交易法的基本功能，當前公司與證券法制新趨勢——賴英照講座教授七秩華誕祝賀論文集，頁 107-118，2016 年 8 月。
- ²⁵ Ronald J. Gilson & Reinier H. Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency*, 70 VA. L. REV. 549, 566 (1984). Gilson/Kraakman 對於效率市場的描述，雖係以受高度規範、價格隨交易行為波動且具有高度流通性之股票公開交易市場為關注對象（Dan Awrey, *The Mechanism of Derivatives Market Efficiency*, 91 N.Y.U. L. REV. 1104, 1107 (2016)），其他諸如場外交易或衍生性金融商品等市場之效率運作，則需要更多細部論述以為闡明，然此並未動搖 Gilson/Kraakman 所提出理論框架之權威地位（Katherine Judge, *The New Mechanisms of Market Inefficiency*, 45 J. CORP. L. 915, 921 (2020)）。
- ²⁶ Gilson & Kraakman, *supra* note 25, at 567, 593-94. 就此而言，Gilson/Kraakman 認為 ECMH 所提出強勢、半強勢及弱勢效率之別，係因資訊之產生、處理及驗證等成本大小而生（Gilson & Kraakman, *supra*, at 607-09）。Fama 雖將零資訊成本作為 ECMH 之條件，然僅為充分條件（Fama, *supra* note 2, at 387），效率市場之存在不以零資訊成本為必要，故 Gilson/Kraakman 於此之主張，並未與 Fama 的主張相違。

獲悉之資訊，例如過去存在而已經反應在價格中之資訊²⁷，以及諸如總統選舉結果、央行調整利率等重大而廣為周知之資訊，皆可歸類於此。此類資訊使交易者得以在進行交易時，將之納入考量，而立即反應在價格當中。

專業知情交易則針對僅為少數有見識且掌握關鍵交易量之交易者所知的資訊，由該等交易者根據該等資訊進行交易行為，進而推動市場價格的變化，其變化速度將取決於該等交易者所為的交易數量而定，數量越多則速度越快²⁸。此等交易者在現今實務上多為套利交易者、證券分析師或資產管理投資人等專業人員，其需要能獲取一定獲利，方有誘因為進行專業知情交易而蒐集資訊，然就長期而言，該等人員仍無法擊敗大盤²⁹。

衍生知情交易則接續專業知情交易而來，指其他未獲取資訊之交易者，直接或間接自資訊擁有者獲取資訊，而進行之資產交易，其中所謂直接獲取資訊，如資訊擁有者之有意告知或無心洩漏，或是透過竊取行為而得，均屬之³⁰。間接獲取則包括交易解譯（trading decoding）或價格解譯（price decoding），前者係藉由觀察知情交易者之交易行為，推測資訊之可能性質或內容，然此必須在交易者得以界定知情交易者的前提下，方可進行³¹；後者則是在知情交易達一定數量而推動價格變化時，該等價格變化本身已足以作為一種訊號，使其他不知情的交易者從中意

27 Gilson & Kraakman, *supra* note 25, at 568. 然若舊資訊與其他資訊結合所生者，則仍屬新資訊（例如以下介紹之價格解譯），而不屬於舉世知情交易所稱之舊資訊，*see* Gilson & Kraakman, *supra*, at 568 n.58.

28 *Id.* at 569-70.

29 *Id.* at 571-72. 此等短期獲利機會的存在，意味著市場價格變化過程中，存在著某種程度的不效率，然此等不效率，又為維持專業知情交易機制之存在所需。*See* Ronald J. Gilson & Reinier H. Kraakman, *Market Efficiency After the Financial Crisis: It's Still a Matter of Information Costs*, 100 VA. L. REV. 313, 328 (2014). 此中涉及效率悖論（efficiency paradox），詳以下第貳、三、（四）部分之說明。

30 Gilson & Kraakman, *supra* note 25, at 573.

31 *Id.* at 574.

識到新資訊之存在（但未必知悉資訊的確切內容），而隨同進行交易³²。價格解譯因交易者無須辨識進行交易者之身分（是否為知情交易人），較交易解譯之限制為少，然同樣與專業知情交易同樣存有效率悖論的問題：交易解譯及價格解譯之進行需要投注成本，若無利可圖，交易者將無誘因進行之，然有利可圖本身，即表徵市場本身有一定程度的無效率，因此交易解譯及價格解譯本身，係表徵市場處於一種相對有效率（relative efficient）的狀態，既非完全效率，亦非完全無效率³³。

不知情交易係交易者針對不確定事件（如發展中之未來事件、財務預測）之軟資訊，以所得之其他輔助事實、自身之信念、判斷或技能就該等資訊進行判斷，並據以進行之交易³⁴。於此，個別交易者固然可能因自身所得輔助事實未必完整、就軟資訊進行評價所需之能力不足等因素，無法形成正確判斷，但藉由所有交易行為之加總，個別交易者之不足將被消除，使市場最終得以呈現對於軟資訊的最適評價³⁵。然個別交易者之差異得以藉由交易行為之加總被消除，亦有其前提，而必須各交易者係獨立作成對於資產價格之判斷，且其中無重大偏離（wildly skewed）之特異評價，該等評價並在價格完全反應資訊前不因價格變化而受影響³⁶。另外，即使個別交易者對於資產的評價將受價格變化之影響，亦有可能從中解譯出新資訊的存在，而得以使交易者之行為，由不知情交易轉為衍生知情交易³⁷，有助於市場價格對於新資訊之反應，其中關鍵，在於雜訊交易（noise trading）的影響程度，將涉及 ECMH 本身之侷限，乃下一部分將進一步分析說明者³⁸。

32 *Id.* at 575. 就此而言，價格解譯係觀察藉由新舊市場價格的變動，推測新資訊的存在，而涉及對市場既有資訊（原價格）與新資訊（由變動後價格推知）的結合運用，*see id.* at 575 n.85.

33 *Id.* at 578.

34 *Id.* at 579.

35 *Id.* at 580.

36 *Id.* at 582-84.

37 *Id.* at 586.

38 以下論述係以市場效率之促進具有正面效益的前提下進行，然晚近有論者有指出，若干金融市場中反係以市場不效率（即價格對於市場資訊不具有敏感性）為