

效率市場概念於美國公司法上之應用

黃 朝 琮*

要 目

壹、前 言	(一) 資訊效率概念之擇取
貳、效率市場概念之內涵	(二) 資訊效率之放寬認定
一、效率資本市場假說	(三) 小 結
二、市場價格之調整機制	二、經營者之監督
三、效率市場假說之侷限	(一) 內涵說明
(一) 雜訊交易	(二) 具體議題
(二) 套利交易之限制	(三) 基礎效率之擇取與商權
(三) 交易者對於資產之不同評價	(四) 隱晦未現之市場界定問題
(四) 效率悖論	(五) 小 結
(五) 小 結	三、內線交易基礎理論
四、資訊效率與基礎效率	(一) 內涵說明
參、效率市場於美國公司法上之應用	(二) 內線交易禁止之效率市場辯證
脈絡	(三) 再訪內線交易基礎理論
一、詐欺市場理論	四、總結觀察
(一) 內涵說明	

DOI : 10.3966/102398202020090162001

* 宏鑑法律事務所合夥律師，美國賓州大學法學碩士。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教授慨予受邀來臺訪問之盛情。儘管如此，相關文責仍由作者自負。

投稿日期：一〇九年一月六日；接受刊登日期：一〇九年五月十六日

責任校對：蘇淑君

- | | |
|----------------------------|------------------|
| 肆、新領域中之舊議題：股份收買公
平價格之決定 | 三、效率類型之界定 |
| 一、德拉瓦州案例法 | 四、使用股票市場價格之商榷與侷限 |
| 二、市場機制價格之內涵 | 五、舊議題之新發展 |
| | 伍、結 論 |



元照出版提供 請勿公開散布

摘 要

公司作為一種經濟組織態樣，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。為觀察效率市場於公司法上之應用，本文以效率資本市場假說為中心，探索其在金融經濟學文獻上的發展，以描繪效率市場概念之內涵及其侷限，而在此一基礎上，觀察此一概念在美國法上詐欺市場理論、經營者監督以及內線交易基礎理論等脈絡中之應用，提出「效率」與「市場」在概念上具有歧義性，且有其極限，再進一步將該等觀察應用於股份收買請求權之公平收買價格的討論以為驗證。儘管效率市場在美國公司法理論上的地位有所消長，我國相關論述並不多見，此固然可避免陷入美國法過度盲從效率市場之弊，但亦錯失就此概念進行思辯檢討的機會，則有所不足。

元照出版提供 請勿公開散布

關鍵詞：效率資本市場假說、資訊效率、基礎效率、詐欺市場理論、公司控制權市場、股東賦權、內線交易基礎理論、公平價格

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匯整，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兩者，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，

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。

本文將於第伍部分提出結論。

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——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, ECMH）⁶。就其淵源而言，ECMH之近代起源雖可追溯自一九〇〇年法國數學家Louis Bachelier之博士論文⁷，一般均認為該假說之內容乃Samuelson及Fama兩位學者於一九六五年

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（第一冊），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, available at http://www-typo3.cs.ucl.ac.uk/fileadmin/UCL-CS/images/Research_Student_Information/RN_11_04.pdf (last visited: 2019.07.22). 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 *id.*

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，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，則將因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，並對於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

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).

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

¹⁰ *Id.* at 48.

¹¹ Eugene F. Fama, *Random Walks in Stock Market Price*, 21 FIN. AN. 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認為，此三者並非必要條件，see *id.*

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之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

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。

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 Arie Gavious & 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. PENN. L. REV.* 851, 863-65 (1992) (summarizing literature).

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

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。

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，市場價格將可迅速反應可得資訊，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於一九八四年聯名發表之論文中，始有深刻分析與說明。

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

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 (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 Prove the Stock Market Is Inefficient?* (May 10, 2020), available at <https://www.pairagraph.com/dialogue/c93c449006c344ce94e6e2e8fbc7aba3> (last visited: 2020.05.14).

情交易（derivatively informed trading）及不知情交易（uninformed trading）四類²⁴。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²⁵。

所謂舉世知情交易，係針對市場上所有交易者全部、零成本且同時獲悉之資訊，例如過去存在而已經反應在價格中之資訊²⁶，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

24 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* (Oct. 9, 2019), at 12, available at <https://ssrn.com/id=3462633> (last visited: 2019.11.03).

25 Gilson & Kraakman, *id.* 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（*id.* 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。

26 Gilson & Kraakman, *id.* 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 id.* at 568 n.58.

量而定，數量越多則速度越快²⁷。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搜集資訊，然就長期而言，該等人員仍無法擊敗大盤²⁸。

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²⁹。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³⁰；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³¹。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

²⁷ *Id.* at 569-70.

²⁸ *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。

²⁹ Gilson & Kraakman, *supra* note 24, at 573.

³⁰ *Id.* at 574.

³¹ *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.

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³²。

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³³。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³⁴。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判斷，且其中並無重大偏離（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³⁵。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³⁶，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，為下一部分所將進一步分析說明者³⁷。

³² *Id.* at 578.

³³ *Id.* at 579.

³⁴ *Id.* at 580.

³⁵ *Id.* at 582-84.

³⁶ *Id.* at 586.

³⁷ 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

三、效率市場假說之侷限

由以上說明可知，ECMH將效率市場理解為十分精密的機制運作，不難想像該等機制若無法順暢運作，將使市場成為無效率，使其有效性受到挑戰，分述如下。

(一) 雜訊交易

在ECMH下，市場價格將僅因理性交易者根據市場資訊所為之交易而變動³⁸，若有交易行為非因此而作成，例如誤認所得資訊將造成市場價格變動而進行交易、對於資訊的判斷過於恣意等³⁹，將夾帶無關資產價值的雜訊（noise）於價格當中⁴⁰，使市場價格的變動並非在反應市場上的資訊，無助於市場價格往效率價格的方向提整。

雜訊交易對於ECMH的影響如何，乃ECMH有效性討論中之一大爭議，而有介紹必要。然在此之前，本文擬探究雜訊交易之發生緣由，再以此為基礎，就雜訊交易對於ECMH的影響，進行分析與觀察⁴¹。

性)為理念，設計金融商品。在此情況下，市場之不效率有其作用與效益，並非當然負面。See Judge, *supra* note 24, at 14.

38 Fama, *supra* note 11, at 56; Lawrence A. Cunningham, *From Random Walks to Chaotic Crashes: The Linear Genealogy of the Efficient Capital Market Hypothesis*, 62 GEO. WASH. L. REV. 546, 559 n.60 (1994).

39 J. Bradford DeLong, Andrei Shleifer, Lawrence H. Summers & Robert J. Waldmann, *Noise Trader Risk in Financial Markets*, 98 J. POL. ECON. 703, 706-07 (1990).

40 Fischer Black, *Noise*, 41 J. FIN. 529, 532 (1986).

41 除以下所述，另可參見Andrew Verstein, *Wrong-Termism, Right-Termism, and the Liability Structure of Investor Time Horizons*, 41 SEATTLE U. L. REV. 577, 581-93 (2018).

1. 雜訊交易之發生原因

(1) 交易者並非完全理性

ECMH作為一種經濟理論，同樣係假設交易者為理性⁴²，認為其具有穩定偏好並總是追求自己利益極大化，冷靜計算而不為情緒左右其判斷，也不會犯錯⁴³。在ECMH下，當交易者為理性，其交易行為將得反應資訊的影響於價格當中。反之，當交易者並非理性，其交易行為即未必與市場資訊有關，而帶入雜訊。

那麼，交易者將會在何種情況下呈現不理性的狀態？由前段所述之理性交易者內涵反推，將可有未追求市場上的利益極大化，以及判斷受情緒或偏差影響等狀況。

首先，理性交易者被假定僅專注在交易市場上，追求自身利益的極大化，然而在現實生活上，交易者進行交易的考量各異，即使追求自身利益，亦不以交易市場上所呈現者為限。論者即有指出，交易者可能因為突發生活需要或稅賦考量而進行交易⁴⁴，此或許在追求個人整體利益之最大化，但純就交易市場本身而言，其行為未必是最佳選擇。

再者，理性交易者在作成判斷時，也有可能受到情緒或偏差等心理因素受影響。相對於一九六五年提出之ECMH，行為金融學（Behavioral Finance）於一九八〇年代興起，認為交易者之決策將受心理因素影響，而主張將心理學引入市場行為的研究當中⁴⁵。在

⁴² Fama, *supra* note 11, at 56.

⁴³ Lynn A. Stout, *The Mechanisms of Market Inefficiency: An Introduction to the New Finance*, 28 J. CORP. L. 635, 660 (2003).

⁴⁴ Douglas W. Diamond & Robert E. Verrecchia, *Information Aggregation in a Noisy Rational Expectations Economy*, 9 J. FIN. ECON. 221, 234 (1981).

⁴⁵ Donald C. Langevoort, *Taming the Animal Spirits of the Stock Markets: A Behavioral Approach to Securities Regulation*, 97 NW. U. L. REV. 135, 137 (2002).

行為金融學的研究中，交易者將有可能因為市場流行或風潮而購入股票⁴⁶，亦將偏好風險趨避（*risk adverse*）而在投資決策上趨於保守⁴⁷，或是在作成交易的過程中，因過度自信、維護自尊或受各種偏見之影響⁴⁸，未冷靜計算作出極大化自身利益之判斷。

因此，在交易者未如所假設般理性行為下，行為金融學開始用借助心理學觀點，就不符合ECMH之市場行為，提出另外一個角度的詮釋⁴⁹，成為ECMH以外的另外一個學派。

(2) 獲利考量下之操作

即使認為理性交易者在追求自己利益極大化，其行為模式亦未必如ECMH所主張一般，將把市場價格往效率市場的方向推進。

對於市場上的交易者而言，其獲利係來自於購入價格與售出價格間的差額，故其所關注者，乃市場上的價格變化，至於該價格是否因雜訊交易而偏離效率價格，則非所問⁵⁰。在此情況下，理性交

行為金融學之想法最早可追溯自凱因斯於1936年所提出，認為在報紙舉辦的選美投票中，投票者並不在意哪個候選人較為美麗，而是在揣測其他人將如何投票，將票投給可能獲勝的候選人，而投機市場交易者之心態，與該等投票者無異。See Shiller, *supra* note 20, at 1505 (citing JOHN MAYNARD KEYNES, *THE GENERAL THEORY OF EMPLOYMENT, INTEREST, AND MONEY* 156 (1965)).

⁴⁶ Robert J. Shiller, *Fashions, Fads and Bubbles in Financial Markets*, in KNIGHTS, RAIDERS AND TARGETS: THE IMPACT OF THE HOSTILE TAKEOVER 56, 60-65 (John C. Coffee, Jr., Louis Lowenstein & Susan Rose-Ackerman eds., 1993).

⁴⁷ Stout, *supra* note 43, at 662.

⁴⁸ David A. Hirshleifer, *Behavioral Finance*, 7 ANN. REV. FIN. ECON. 133, 137-48 (2015). 其他的投資偏誤類型，*see generally* David A. Hirshleifer, *Investor Psychology and Asset Prices*, 56 J. FIN. 1533 (2001).

⁴⁹ See, e.g., ROBERT J. SHILLER, *IRRATIONAL EXUBERANCE* 165-91 (3d ed. 2015).

⁵⁰ Lynn A. Stout, *The Unimportance of Being Efficient: An Economic Analysis of Stock Market Pricing and Securities Regulation*, 87 MICH. L. REV. 613, 683 (1988); Ronald J. Gilson & Reinier H. Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias*, 28 J. CORP. L. 715, 729 (2003).

易者要在交易行為中獲利，固然得以正確辨識資產價值並據以進行交易的方式進行，然此等獲利必須等到市場價格回歸效率價格才能獲得實現，若市場價格持續偏離效率價格，將獲利之實現遙遙無期，甚至從不發生⁵¹。因此對於理性交易者而言，其亦有可能選擇利用市場價格之不理性，繼續追隨潮流進行交易，以推高／壓低市場價格的方式獲利，將市場價格進一步推離效率價格⁵²。

甚者，如果將資本市場上之不同型態交易者納入考量，在不同交易與報酬架構下，部分理性交易者之利益，將未必繫諸於效率價格的追求。例如有論者指出，投資基金的經理人將有誘因從事雜訊交易，以營造其有管道獲取市場資訊的外觀，從而吸引投資人投入資金⁵³，則在經理人之利益未與交易獲利完全連結的情況下，亦無法確保交易者之交易行為，皆是在追求效率價格。

(3) 交易者作出錯誤判斷

即使交易者為理性，亦致力於效率價格的追求，仍無法確保所為交易並非雜訊交易，蓋交易者的判斷，未必每次皆為正確。

就市場資訊而言，除已發生或確定的資訊，尚包含具有進行中事件或未來預測的資訊，具有不確定性。此類資訊對於當下市場中的交易者而言，必須進行一定預判或解讀，再據以作成投資決策，此時投資人受限於有限技能或資訊，並非每次都能作出與後續發展相符的預測⁵⁴，故即使是以從事交易為專業之交易者，亦未必能精

⁵¹ Stout, *supra* note 43, at 655.

⁵² DeLong et al., *supra* note 39, at 726; Gilson & Kraakman, *supra* note 50, at 729; Langevoort, *supra* note 45, at 148.

⁵³ Brett Trueman, *A Theory of Noise Trading in Securities Markets*, 43 J. FIN. 83, 93 (1988).

⁵⁴ Gilson & Kraakman, *supra* note 24, at 579-80.

準判斷效率價格之所在⁵⁵，此對於個別交易者而言固然可以歸諸於錯誤判斷或運氣不佳⁵⁶，但就整體市場而言，該交易從事後角度因無助於效率價格的推進，將會成為雜訊交易。

因此，在交易者未必完全理性、即使理性亦可能作成錯誤判斷，或為獲利而繼續將市場價格推離效率價格下，雜訊交易的存在似乎無可避免，甚至有論者認為，雜訊交易乃市場運作所必須，否則市場上之交易活動將大幅減少，進而阻滯市場機制的運作⁵⁷。如此迎面而來的問題，乃雜訊交易對於市場效率的影響為何？

2. 雜訊交易對於市場效率之影響

雜訊交易對於ECMH的影響如何，說法並不一致。有認為在市場存有雜訊交易下，交易者之行為將不再是根據效率價格作出投資決策，而是跟隨趨勢進行交易以獲利⁵⁸。相對而言，擁護ECMH者雖肯認主張市場價格可能因投資人過度反應或反應不足而受影響，然因尚無從顯示投資人因此而有套利機會，則ECMH的有效性尚不因此而動搖⁵⁹，亦有認為市場短期雖將受雜訊交易影響，然就長期而言，市場價格仍將回歸ECMH下之均衡狀態⁶⁰。

由前述關於不知情交易之說明，可知ECMH認為，即使交易者

⁵⁵ Alon Brav & J. B. Heaton, *Market Indeterminacy*, 28 J. CORP. L. 517, 534 (2003).

⁵⁶ Gilson & Kraakman, *supra* note 50, at 730.

⁵⁷ Black, *supra* note 40, at 530-31.

⁵⁸ Andrei Shleifer & Lawrence Summers, *The Noise Trader Approach to Finance*, 4 J. ECON. PERSP. 19, 26 (1990).

⁵⁹ Malkiel, *supra* note 16, at 76.

⁶⁰ Robert C. Merton, *On the Current State of the Stock Market Rationality Hypothesis*, in *MACROECONOMICS AND FINANCE: ESSAYS IN HONOR OF FRANCO MODIGLIANI* 93, 98 (Stanley Fischer, John Bossons & Rudiger Dornbusch eds., 1987); John Y. Campbell, *Asset Pricing at the Millennium*, 55 J. FIN. 1515, 1557-58 (2000).

對於新資訊不知情或作成不正確判斷，但整體而言，該等不足僅存在於個別交易者，在市場機制的運作下，該等不足將被抵銷⁶¹。然此等抵銷之效果，係以交易者對於市場價格各自為獨立判斷為前提，若交易者非獨立判斷，而將受到其他投資人或市場狀況變化影響，則個別投資人對於資訊之不知情或不正確判斷，將無法消除⁶²，使得雜訊交易對於市場價格之影響，仍將繼續存在。

再者，擁護ECMH者亦主張，進行雜訊交易者在無法獲利的情況下，將因市場運作而被淘汰，喪失對於市場價格的影響力⁶³。然雜訊交易者是否在市場上無法獲利即無法生存，已為論者有所質疑⁶⁴，且此等達爾文進化論式的比喻，亦無法套用於金融市場上，蓋市場上的交易者各自具有有限生命，隨時都有新的交易者進入市場，在成長背景各異的情況下，即使先前的雜訊交易者因無法獲利而被淘汰，仍將有新的雜訊交易者進入市場，而無法將雜訊交易者之生滅與生物學的演化論相比擬，進而主張該等交易者將在市場運作的過程中，被淘汰而滅絕⁶⁵。

在雜訊交易無法自行消除的情況下，ECMH則進一步主張市場上將出現一群利用雜訊交易價格與效率價格間之差異而獲利的套利交易者，其行為將具有導正市場價格至效率價格的作用⁶⁶。然套利

61 請參見第貳、二、部分之說明。

62 Langevoort, *supra* note 45, at 143.

63 Gilson & Kraakman, *supra* note 24, at 583 n.110 (citing literature).

64 J. Bradford DeLong, Andrei Shleifer, Lawrence H. Summers & Robert J. Waldmann, *The Survival of Noise Traders in Financial Markets*, 64 J. BUS. 1, 17-18 (1991).

65 Stout, *supra* note 43, at 666; Lynn A. Stout, *Are Stock Markets Costly Casinos? Disagreement, Market Failure, and Securities Regulation*, 81 VA. L. REV. 611, 635-41 (1995).

66 Gilson & Kraakman, *supra* note 50, at 725.

交易對於市場價格的導正作用，是否真如ECMH所主張般顯著？

(二) 套利交易之限制

ECMH既將效率理解為套利獲利機會之不存在，因此當所有交易者皆為理性時，固無套利機會，但即令有交易者不理性而作成雜訊交易，此時因套利交易者將有利可圖，市場價格仍得藉由套利交易者之交易行為，使之往效率價格的方向移動⁶⁷。此等套利交易之進行，係以所交易資產存有可完全替代之資產為前提，使套利交易者得以在眼前資產之價格無效率時，藉由出售／取得替代資產的方式，進行套利⁶⁸。因此套利交易在市場價格調整機制中，扮演關鍵角色⁶⁹。

然在現實上，此等可完全替代之資產並不存在。套利交易者在購入替代資產時，仍須承擔該資產本身之風險，使得套利交易本身所須承擔者，不以市場或產業之一般風險為限，從而套利交易者必須就替代資產之個別風險的承擔，亦獲有補償，方願意進行套利交易，而減少套利交易之數量並減損市場效率⁷⁰；在套利交易數量減

⁶⁷ Shleifer & Summers, *supra* note 58, at 26.

⁶⁸ *Id.* 例如，若眼前資產的價格高於效率價格，則套利交易者得以售出該資產，轉而購買持有其他已為效率價格之替代資產；反之，若眼前資產的價格低於效率價格，則可購入該資產，並售出已為效率價格之替代資產。

⁶⁹ DONALD C. LANGEVOORT, SELLING HOPE, SELLING RISK: CORPORATIONS, WALL STREET, AND THE DILEMMAS OF INVESTOR PROTECTION 21 (2016). 儘管如此，套利交易仍有可能被濫用，作為操縱股價之手段。See Joshua Mitts, Long-Run Short Selling (Dec. 9, 2019), available at <http://clsbluesky.law.columbia.edu/2019/12/09/long-run-short-selling/> (last visited: 2019.12.10).

⁷⁰ Gilson & Kraakman, *supra* note 50, at 726. 例如A、B兩公司同為石化業，若套利交易者售出A公司股份並購入B公司股份，所持有之B公司股份價格除因整體經濟或石化產業之因素而波動，尚可能因該公司本身之因素而受影響（例如發生工安意外而停工，進而造成股價下跌），而使得B公司股份並非A公司

少的情況下，套利交易的風險將隨著拉高，進而提高套利交易者願意進行套利交易所應獲取之補償數額，進一步減少套利交易之數量⁷¹。

再者，套利交易可能受限於法令而無法任意進行。以美國法為例，其原對於賣空交易（short sale）設有價格下限，其目的係在避免市價價格下跌時，因賣空交易而跌勢加劇⁷²，則在此規定下，套利交易將無法完全發揮其功能⁷³。

三者，套利交易有其市場條件上之限制。套利交易者需要有充足資金，若資金有限，所得進行之套利交易數量亦有限⁷⁴，如採財務槓桿方式進行套利交易，亦將因資產價格反轉時，受限於財務槓桿而必須處分資產求現⁷⁵；即使有願意進行套利交易之交易者，亦需要有願意從事該等交易之相對人，方得在供給及需求併存下，進行套利交易。以賣空交易為例，套利交易者必須尋得願意借出有價證券之人，方可能借券賣出，若該等相對人數量有限或根本不存在，亦將限制套利交易的發生⁷⁶。

四者，套利交易者與市場上的其他交易者相同，可能不理性、

股份之完全可替代資產。

⁷¹ William W. Bratton & Michael L. Wachter, *The Case Against Shareholder Empowerment*, 158 U. PENN. L. REV. 653, 708 n.170 (2010).

⁷² *Id.* at 727.

⁷³ 此等限制已為美國證管會於2007年所移除。See Regulation SHO and Rule 10a-1 Final Rule, Exchange Act Release No. 55,970, 72 FED. REG. 36348, 36348 (July 3, 2007).

⁷⁴ Stout, *supra* note 43, at 655; Marcel Kahan, *Securities Laws and the Social Costs of "Inaccurate" Stock Prices*, 41 DUKE L.J. 977, 992 (1992).

⁷⁵ Gromb & Vayanos, *supra* note 21, at 269-70.

⁷⁶ Gilson & Kraakman, *supra* note 50, at 727.

判斷錯誤，或是利用其他交易者的不理性而獲利⁷⁷，而無法如ECMH所期待，將市場價格引導至效率價格。

由此可見，套利交易在ECMH中雖被賦予最後把關與矯正之角色，但在市場環境、法令規範及自身理性的限制下，其未必能夠完全如ECMH之認知而運作。然此非謂套利交易對於市場效率毫無助益，即使是行為金融學者，亦肯認套利交易得以消除部分的雜訊交易，只是無法完全消除，而仍有其侷限⁷⁸。

(三)交易者對於資產之不同評價

ECMH的主張，另並建立在所有交易者對於資訊皆為相同解讀的假設前提上⁷⁹。此一假設不難想像與金融市場的實際運作狀況不符。即使是ECMH之擁護者，亦肯認即使交易者為理性，在存有不同偏好下，市場價格仍將偏離在假設交易者為同質解讀時，所將形成之均衡價格⁸⁰。因此，有論者嘗試放寬交易者具有同質解讀的假設，觀察因此對於ECMH的影響。

當交易者對於資產的評價各自不同，將購入其認為價值被低估，並售出價格被高估的資產，如此將使資產為主觀上賦予評價最高之交易者所取得⁸¹，並讓市場價格將因其他得改變交易者主觀評價之因素影響；如再認為交易者因風險趨避而採取保守的投資策略，其將避免持有單一資產，而僅在得以獲取更高的風險溢價（risk premium）時，才願意繼續購入資產，如此將使資產價格處

⁷⁷ 請參見第貳、三、(一)、1. 部分之說明。

⁷⁸ Shleifer & Summers, *supra* note 58, at 25.

⁷⁹ Fama, *supra* note 2, at 387.

⁸⁰ Eugene F. Fama & Kenneth F. French, *Disagreement, Tastes, and Asset Prices*, 83 J. FIN. ECON. 667, 683 (2007).

⁸¹ Stout, *supra* note 43, at 644-45.

於高檔時，僅有相對少數的樂觀交易者願意購入，而必須調降價格，始有更多交易者願意購入，使得資產的需求，呈現自高價至低價成向下傾斜（slope down）之勢⁸²。

於此，若進一步將賣空交易限制之此一市場現實納入考量，則因賣空交易較不容易進行，使得市場價格較容易受樂觀交易者影響，無法認為係在反映對於資產價格之平均意見⁸³，甚至將超過市場上最樂觀交易者之評價，蓋在市場價格具有投機成分下，交易者將追逐銷售資產予最樂觀交易者的機會，而願意提出高價購買資產，即使其出價已經超過最樂觀交易者之願購價格⁸⁴。

Gilson/Kraakman主張，在不知情交易者中，若個別交易者之不足得以透過市場機制消除，所呈現者將為所有投資人對於資產價格之平均意見，而為資產之最適價格⁸⁵。然在肯認交易者對於資產價格容有不同評價下，平均意見未必反映資產的最適價格⁸⁶，如此亦將使市場價格與資產最適價格脫鉤，衍生資訊效率（informational efficiency）與基礎效率（fundamental efficiency）兩組概念⁸⁷。

（四）效率悖論

即使不考慮以上各種限制，ECMH本身亦存有相當程度矛盾。Grossman/Stiglitz指出，當套利交易無從獲利，套利交易者將不會進行套利交易，因此套利交易之存在本身，代表市場並不總是處於

82 *Id.* at 645.

83 *Id.* at 649-50.

84 Bratton & Wachter, *supra* note 71, at 707.

85 Gilson & Kraakman, *supra* note 24, at 580.

86 Stout, *supra* note 43, at 650.

87 請參見以下第貳、四、部分之說明。

效率狀態，反之，若市場處於效率狀態，交易者將無誘因取得資訊進行套利交易⁸⁸，而被稱之為效率悖論（*efficiency paradox*），為金融經濟學上的一個重要疑難問題。

效率悖論之所以重要，在於其意味著市場無法總是穩定地維持在效率狀態：當市場處於無效率而有套利空間時，交易者將投注成本取得資訊並進行套利交易，將市場價格引導至效率價格，然而一旦市場價格成為效率價格而無從套利，交易者將停止獲取資訊，使市場價格再次成為無效率價格，而讓市場價格在效率價格與無效率價格之間徘徊⁸⁹。

對此，*Gilson/Kraakman*認為，效率悖論所呈現的問題，並非市場價格如何成為效率價格，而是市場價格成為效率價格後，應如何維持的問題⁹⁰。其進一步指出，在市場價格成為效率價格的過程中，固然需要投注資訊取得成本，但維持成本則趨近於零，因此市場價格一旦成為效率價格，即可在未投注成本的情況下維持之，後續若有新資訊發生時，因將產生新的套利機會，交易者仍有誘因投注成本繼續取得新資訊並進行套利⁹¹。如此將資訊成本區分為取得成本及維持成本的說法，固可說明市場價格一旦處於效率價格即可無成本地被維持，交易者僅是投入資訊取得成本，亦有誘因取得之。但該等說法仍肯認市場上出現新資訊時，將有從原效率價格移動到新效率價格的過程（無論速度如何迅速），仍未改變原效率價格在新資訊出現後，已成為無效率價格的事實，故效率悖論所主張，市場價格將於效率價格與無效率價格間徘徊的現象仍然存在，

⁸⁸ Sandford J. Grossman & Joseph E. Stiglitz, *On the Impossibility of Informationally Efficient Market*, 70 AM. ECON. REV. 393, 393 (1980).

⁸⁹ *Gilson & Kraakman*, *supra* note 24, at 577-78.

⁹⁰ *Id.* at 625.

⁹¹ *Id.* at 625-26.

Gilson/Kraakman只是對之進行修正，認為交易者仍有誘因繼續取得成本進行套利。

在後續研究中，論者雖有試圖就效率悖論提出解決方案，然多僅是納入額外因素，而設下諸如市場上存有雜訊交易者、僅存在有限數量交易者或交易者並非風險中立（risk neutral）等假設前提以為對應⁹²。此固然使ECMH得以進一步與市場現況相吻合，但如此僅是間接承認ECMH與現實間之落差，效率悖論終究仍未在最純粹的ECMH中，獲得解消。

(五)小 結

就以上論述觀之，ECMH在歷時半個世紀的發展與檢討後，其地位已不若甫提出時般地不可撼動，則應該如何看待之？

雜訊交易的存在固然呈現出交易者之不理性的，承認交易者對於資產具有不同評價，亦使市場價格將因交易者的主觀認知而受影響。然該等因素之存在本身不當然代表市場運作已受影響，即使受到影響，又是哪一種偏誤（bias）之運作所致、影響程度為何等，批評ECMH者皆未有圓滿解答⁹³。行為金融學雖能就已發生的現象提出解釋，但對於未來的預測能力則仍有不足⁹⁴，而仍須仰賴以ECMH為基礎所發展之經濟模型。儘管如此，行為金融學之研究成果，仍可在政策上，對於諸如如何消除交易者之偏誤等議題上，發揮相當的指引作用，亦有其價值與貢獻⁹⁵。

再者，套利交易之限制雖呈現出ECMH在運作上的限制，然即

⁹² Xavier Vives, *On the Possibility of Informationally Efficient Market*, 12 J. EUR. ECON. ASS'N 1200, 1204-06 (2014).

⁹³ Gilson & Kraakman, *supra* note 50, at 732-33.

⁹⁴ Stout, *supra* note 43, at 664.

⁹⁵ Gilson & Kraakman, *supra* note 50, at 738.

使是行為金融學者，亦承認套利交易有消除偏誤的作用，只是無法完全消除而已⁹⁶，故套利交易之限制本身不足以完全推翻ECMH，毋寧應在制度設計上，思考如何促進套利交易的發生⁹⁷，而有其政策意涵。與之類似，效率悖論僅是呈現市場價格將必須在效率價格與無效率價格間往返，處於變動不居的狀態，此固然使效率價格與套利交易無法併存，使純粹形式ECMH的主張成為悖論，然若放寬對於效率市場的界定，認為所謂無效率價格僅是新資訊出現前之原效率價格，肯認市場機制的運作存有原效率價格向新效率價格移動的過程，ECMH仍可在容忍輕度不效率存在的情況下，繼續運作。實則，即使是行為金融學健將之Shiller J. Shiller，於二〇一三年獲得諾貝爾經濟學獎後所發表的報紙投書中，亦肯認市場價格將反應可得資訊，只是其過程未臻完美⁹⁸。因此，ECMH關於市場價格變化的主張，仍有其地位，只是在適用上已無法不加思索地無條件接受，而應謹慎檢驗，並排除諸如交易者偏誤、套利交易限制等現象之影響下，予以援用。

四、資訊效率與基礎效率

隨著理論的深化，學說上開始對於ECMH所指稱的效率，作進一步的區分與理解。

ECMH之權威論者有主張，若市場價格得以充分反應可得資訊，將使之得以表彰資產之內在價值（intrinsic value）⁹⁹。若觀察此一主張，可見其中包含兩個部分：資訊可充分反應於市場價格當

⁹⁶ Shleifer & Summers, *supra* note 58, at 25.

⁹⁷ Gilson & Kraakman, *supra* note 50, at 732-33.

⁹⁸ Robert J. Shiller, *We'll Share the Honors, and Agree to Disagree*, N.Y. TIMES, Oct. 27, 2013, at BU6.

⁹⁹ Fama, *supra* note 11, at 56.

中、因此所生之市場價格足以表彰資產內在價值，而可將前者稱之為資訊效率（*informational efficiency*）、後者稱之為基礎效率（*fundamental efficiency*）¹⁰⁰。資訊效率與基礎效率之主要差別，在於市場價格只要得以迅速反應資訊，無論是否正確而與內在價值相應，皆可認為具有資訊效率，然必須反應後的市場價格得以表彰資產內在價值，始可認為該價格具有基礎效率¹⁰¹。

資訊效率與基礎效率之關係為何，有主張兩者得分別看待，認為市場交易存有雜訊，且交易者就各訊息對於資產價值影響的解讀不一，故即使市場得以迅速地將資訊反應於價格中，所呈現者將為交易者對於該資訊所為之主觀評價，不當然為該資訊對於資產價值之客觀影響¹⁰²。即使是擁護ECMH者，亦有認為在投資人未必理性且可能評估失準下，市場價格未必能反映資產內在價值，但只要投資人無從在此過程中無從套利，即可認為效率市場之存在¹⁰³，或是認為資訊效率相較之下較為容易測量，且為基礎效率的前提條件，促進資訊效率將有助於市場價格朝向基礎效率的方向邁進¹⁰⁴，而在肯認資訊效率與基礎效率之別同時，為ECMH辯護。

相對而言，認為資訊效率與基礎效率無須區分者，則認為兩者緊密連結，當市場價格得以就資訊有所反應，即已正確表彰資產內

¹⁰⁰ James Tobin, *On the Efficiency of the Financial System*, 153 LLOYDS BANK REV. 1, 2-3 (1984). 資訊效率與基礎效率的區分乃William F. Sharpe提出，相關討論最早可見於1970年代之文獻，see William H. Beaver, *Market Efficiency*, 56 ACCT. REV. 23, 28 n.11 (1981).

¹⁰¹ Stout, *supra* note 43, at 640; Gilson & Kraakman, *supra* note 28, at 317; Frederick C. Dunbar & Dana Heller, *Fraud on the Market Meets Behavioral Finance*, 31 DEL. J. CORP. L. 455, 472 (2006).

¹⁰² Jill E. Fisch, *Picking a Winner*, 20 J. CORP. L. 451, 463 (1995).

¹⁰³ Malkiel, *supra* note 16, at 76-77.

¹⁰⁴ Gilson & Kraakman, *supra* note 28, at 325-26.

在價值，而無區分必要¹⁰⁵；亦有認為市場價格得體現公司價值，乃公司法相關法則之基礎，區分資訊效率與基礎效率而肯認市場價格無法反映公司價值，將喪失判斷基準，根本性地顛覆公司法整體架構，而反對資訊效率與基礎效率之區分¹⁰⁶。

資訊效率與基礎效率之別，於法學討論上甚早即被提出，並被廣泛運用¹⁰⁷，因此基於精準使用概念之目的，本文以下將依循多數見解使用資訊效率及基礎效率之分類，以精確界定論述所指對象。至於資訊效率與基礎效率究竟多密切，本文相信在各國未必相同，有待實證研究以為確定，已超出本文主題，而不作進一步論述。

參、效率市場於美國公司法上之應用脈絡

以第貳部分之論述為基礎，本文以下將以詐欺市場理論、對經營者之監督，以及內線交易基礎理論為對象，觀察並探討效率市場概念於美國法上之運用狀況¹⁰⁸。

¹⁰⁵ Brav & Heaton, *supra* note 55, at 539 n.33.

¹⁰⁶ Jonathan R. Macey & Geoffrey P. Miller, *The Fraud-on-the-Market Theory Revisited*, 77 VA. L. REV. 1001, 1012-15 (1991).

¹⁰⁷ See, e.g., Jeffrey N. Gordon & Lewis A. Kornhauser, *Efficient Markets, Costly Information, and Securities Research*, 60 N.Y.U. L. REV. 761, 770 (1985); William K. S. Wang, *Some Arguments That the Stock Market Is Not Efficient*, 19 U.C. DAVIS L. REV. 341, 344-49 (1986); Daniel R. Fischel, *Efficient Capital Markets, the Crash, and the Fraud on the Market Theory*, 74 CORNELL L. REV. 907, 913 (1989); Langvoort, *supra* note 45, at 140 n.18.

¹⁰⁸ 效率市場的概念亦常被應用於強制揭露的討論當中，然效率市場於該脈絡中，較多是作為應被達成追求之目標，與本文所擬呈現，效率市場概念進入法學領域後之理解與應用狀況，關係較小，故未納入討論。相關討論可參見林建中，從證券法觀點觀察強制公開揭露理論的界線與替代模型，科技法學

一、詐欺市場理論

(一)內涵說明

詐欺市場理論乃公司法中，與效率市場關係密切之事例。其中緣起，可追溯至Fischel於一九八二年發表之文章，倡議得以將ECMH應用於證券詐欺案件中，主張在效率市場中，股票的市場價格將會反應所有可得資訊，因此交易者只需要依市場價格交易，即可受到充足保護，無須研究公司所發布揭露之資訊，而因為市場價格將受到不實或未完全揭露資訊影響，法律規定如何確保市場價格不因此而被人為操縱，即顯重要¹⁰⁹。在關於證券詐欺責任中之信賴要件應如何認定上¹¹⁰，Fischel認為應專以詐欺行為是否影響價格而對市場造成詐欺為斷，並認為詐欺市場理論，乃ECMH之應用結果¹¹¹。

在著名的Basic案中，美國聯邦最高法院認為，只要原告得以證明被告有公開不實陳述、該公開不實陳述具有重大性，而所涉系爭股票係於效率市場中進行交易，且原告係於被告之不實陳述後、真實揭露前之期間內進行交易，即可根據詐欺市場理論，推定原告對於被告之不實陳述具有信賴¹¹²。美國聯邦最高法院進一步指

評論，10卷2期，頁73-109，2013年12月。

¹⁰⁹ Daniel R. Fischel, *Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases Involving Actively Traded Securities*, 38 BUS. LAW. 1, 4-5 (1982).

¹¹⁰ 關於證券詐欺責任中之信賴要件介紹，請參見黃朝琮，詐欺市場理論中之效率市場及價格衝擊，載：公司法論文集II：特殊交易型態與資訊揭露，頁222-223，2019年4月，2版。

¹¹¹ Fischel, *supra* note 109, at 9-10, 12.

¹¹² *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 248 n.27 (1988). 美國聯邦最高法院於Basic案的判決理由中，引用Fischel上開著作，作為證券市場得以反應市場資訊的佐證（*id.* at 247 n.28），而可間接推知，Basic案相當程度受到Fischel主張的影響。

出，上開關於信賴之推定，係以公開且成熟發展的證券市場為基礎，其中之股票價格係根據各公司之可得資訊決定，並隨之調整，因此當不實陳述進入市場，股票價格將依該資訊對公司價值之影響進行調整，此時得出之價格已受影響，故整個證券市場已被該不實陳述所詐欺；若交易者根據被影響後之價格作出買入或賣出之決定，即可推定受到該不實陳述之詐欺，此與交易者在作成投資決定時，是否曾知悉不實陳述之內容無關¹¹³。簡言之，Basic確立詐欺市場理論於證券詐欺責任中之地位。

(二)資訊效率概念之擇取

Basic案雖表明無意採取任何特定理論¹¹⁴，但學說上不少有認為係採取ECMH中之半強勢效率¹¹⁵，美國實務上亦不乏採此種見解者¹¹⁶，使得市場是否效率，成為兩造攻防焦點¹¹⁷。然而如前所

¹¹³ *Id.* at 241-42.

¹¹⁴ *Id.* at 248 n.28. 關於Basic案之詳細介紹，請參見賴英照，橫看從寬側從嚴——美國證券詐欺民事責任的司法論辯，臺灣財經法學論叢，1卷1期，頁9-16，2019年1月。

¹¹⁵ *See, e.g.*, Jonathan R. Macey & Geoffrey P. Miller, *Good Finance, Bad Economics: An Analysis of the Fraud on the Market Theory*, 42 STAN. L. REV. 1059, 1078 (1990); Sanjai Bhagat & Roberta Romano, *Event Studies and the Law: Part II: Empirical Studies of Corporate Law*, 4 AM. L. & ECON. REV. 380, 397-400 (2002); Larry E. Ribstein, *Fraud on a Noisy Market*, 10 LEWIS & CLARK L. REV. 137, 148 (2006).

¹¹⁶ *See, e.g.*, *Kaufman v. i-Stat Corp.*, 165 N.J. 94, 114, 754 A.2d 1188, 1198 (N.J. 2000); *In re Res. Am. Sec. Litig.*, 202 F.R.D. 177, 189 (E.D. Pa. 2001); *Oscar Private Equity Investments v. Allegiance Telecom, Inc.*, 487 F.3d 261, 269 (5th Cir. 2007); *Schleicher v. Wendt*, 618 F.3d 679, 685 (7th Cir. 2010); *In re DVI, Inc. Sec. Litig.*, 639 F.3d 623, 631 (3d Cir. 2011); *In re Fed. Home Loan Mortg. Corp. (Freddie Mac) Sec. Litig.*, 281 F.R.D. 174, 177 (S.D.N.Y. 2012).

¹¹⁷ Geoffrey Christopher Rapp, *Proving Markets Inefficient: The Variability of*

述，市場效率關於強勢、半強勢或弱勢之選擇，與其為資訊效率或基礎效率，概念上分屬二事，則Basic案所採取者為何，則為下一個要面對探討的問題。

就Basic案本身的論述而言，多數意見在表明以「不實陳述足以使變動市場價格」為詐欺市場理論之基礎，而無意採取特定理論時¹¹⁸，似不問市場價格是否足以反映股票價值，已間接表明詐欺市場理論所追求，乃資訊效率。然而，若再參照該案之反對意見，認為多數意見所引案例，有隱含股票價格具有表彰其價值之意¹¹⁹，則究竟Basic案多數意見的真意為何，即有不明。

對此，學說上甚早即有主張在詐欺市場理論的脈絡中，資訊效率與基礎效率兩者有別，應予區分¹²⁰，並認為詐欺市場理論所要求之效率，僅為資訊效率¹²¹，其理由亦不難想像：市場價格現實上存有雜訊交易而使得價格變動未必皆是在反應有價證券的內在價值¹²²，且缺乏直接檢測市場是否基礎效率之手段¹²³，而必須在區分資訊效率與基礎效率的認知下，測量前者，並以之推估後者。

就後續美國法院裁判而言，在Basic案作成後，下級法院於

Federal Court Decisions on Market Efficiency in Cammer v. Bloom and Its Progeny, 10 U. MIAMI BUS. L. REV. 303, 309-17 (2002); J. B. Heaton, *Kill Cammer: Securities Litigation Without Junk Science*, 11 WM. & MARY BUS. L. REV. 417, 446-49 (2020).

¹¹⁸ *Basic*, 485 U.S. at 248 n.28.

¹¹⁹ *Id.* at 255 (White J. dissenting).

¹²⁰ Ian Ayres, *Back to Basics: Regulating How Corporations Speak to the Market*, 77 VA. L. REV. 945, 964 (1991).

¹²¹ See, e.g., *id.* at 997; Baruch Lev & Meiring de Villiers, *Stock Prices and 10B-5 Damages: A Legal, Economic, and Policy Analysis*, 47 STAN. L. REV. 7, 20 (1994).

¹²² Fisch, *supra* note 102, at 464.

¹²³ Gilson & Kraakman, *supra* note 28, at 325; Fischel, *supra* note 107, at 914.

Cammer案提出以下五個判斷市場是否效率之要素：1. 該有價證券每週具有一定的交易量；2. 有相當數量的證券分析師追蹤並對該有價證券提出分析報告；3. 有眾多的造市者（market maker）及套利者參與該有價證券之交易；4. 發行該有價證券之公司得以適用S-3申報書；5. 有實證資料顯示，在公司發布財務資訊或發生未預期之事件時，股價將立即反應¹²⁴。Cammer案對於效率市場之判斷標準雖歷來受到批評¹²⁵，但由其中第5個判斷因素，可知法院對於詐欺市場理論中之效率概念，係理解為資訊效率¹²⁶。

美國法院實務對於詐欺市場理論中之效率概念，在PolyMedica案中有詳細闡述。於該案中，聯邦第一巡迴上訴法院認為，Basic案因已宣稱未選擇採用任何一種經濟理論，故無法從該判決本身得出關於效率之定義，而是將此問題，留待下級法院進一步發展完善之¹²⁷。在此認知下，聯邦第一巡迴上訴法院整理、觀察諸多Basic案以後的下級審判決，認為各法院對於效率的內涵，係理解為市場價格得以完全反應所有可得資訊之狀態¹²⁸，並在肯認資訊效率與基礎效率二分的基礎上，認為詐欺市場理論之運作僅須資訊效率為已足，市場價格無須得以反應內在價值，而無須具備基礎效率¹²⁹。在後續判決中，亦陸續有將詐欺市場理論中之效率，理解

¹²⁴ Cammer v. Bloom, 711 F. Supp. 1264, 1286-87 (D.N.J. 1989).

¹²⁵ Heaton, *supra* note 117, at 25-43.

¹²⁶ Donald C. Langevoort, *Basic at Twenty: Rethinking Fraud on the Market*, 2009 WIS. L. REV. 151, 167 (2009); Bradford Cornell & John Haut, *How Efficient Is Sufficient: Applying the Concept of Market Efficiency in Litigation*, 74 BUS. LAW. 417, 421 (2019).

¹²⁷ *In re PolyMedica Corp. Sec. Litig.*, 432 F.3d 1, 12 (1st Cir. 2005).

¹²⁸ *Id.* at 14.

¹²⁹ *Id.* at 16.

為資訊效率者¹³⁰。

在效率之內涵被界定為資訊效率後，將使得證券詐欺責任的運作，建立在市場價格的變動之上，而不當然與內在價值掛鉤¹³¹。此由證券詐欺責任在認定交易因果關係（*transaction causation*）時，著重於不實陳述對於市場價格之影響¹³²，另外美國法院所習於採用之事件研究法（*event study*），係以有價證券之市場價格為基礎進行¹³³，而未見內在價值概念於其中扮演任何角色，亦可見一斑。

（三）資訊效率之放寬認定

如前所述，論者及美國實務雖不乏主張詐欺市場理論係採用ECMH之半強勢效率，然若詳加探究，則可見詐欺市場理論所要求之資訊效率程度，與ECMH所要求者，明顯不同。

如前所述，證券詐欺責任既然係建立在市場價格的基礎之上，則只要不實陳述得使市場價格變動，即為已足，因此在證券詐欺責任中，從未要求市場價格得以「立即」、「精確」反應新資訊，而

¹³⁰ See, e.g., *United States v. Stein*, 846 F.3d 1135, 1157 (11th Cir. 2017); *Plumbers & Pipefitters Nat. Pension Fund v. Burns*, 967 F. Supp. 2d 1143, 1154 (N.D. Ohio 2013); *Smilovits v. First Solar, Inc.*, 295 F.R.D. 423, 432 (D. Ariz. 2013); *In re Countrywide Fin. Corp. Sec. Litig.*, 273 F.R.D. 586, 610 (C.D. Cal. 2009).

¹³¹ Jill E. Fisch, *The Future of Price Distortion in Federal Securities Fraud Litigation*, 10 DUKE J. CONST. L. & PUB. POL'Y 87, 91 (2015).

¹³² *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 573 U.S. 258, 277 (2014) (“*Halliburton II*”).

¹³³ Jill E. Fisch, Jonah B. Gelbach & Jonathan Klick, *The Logic and Limits of Event Studies in Securities Fraud Litigation*, 96 TEX. L. REV. 553, 571-72 (2018). 中文介紹可參見黃朝琮，事件研究法於證券詐欺訴訟之應用，載：公司法論文集 II：特殊交易型態與資訊揭露，頁249-289，2019年4月，2版。

僅需要「能夠」反應新資訊¹³⁴，因此即使市場價格對於新資訊的反應未達ECMH所要求，其亦可能受到影響，而具備成立證券詐欺責任所需之交易因果關係¹³⁵。法院實務亦有認為，詐欺市場理論所需之資訊效率，並不需要達到可以反應全部可得資訊的程度，而只要達適當程度，得以證立交易者對於證券價格的信賴，即為已足¹³⁶。此等見解顯示效率並非全有全無的判斷，而存有程度之別，且只需要市場價格「能夠」反應新資訊程度之效率，即已滿足詐欺市場理論運作所需之效率¹³⁷。

在Halliburton II案中，美國聯邦最高法院對此表示意見，認為Basic案市場效率對於效率之判斷並非採取全有全無之二元（binary）認知，而是肯認效率有程度之別，且只需要市場價格「能夠」反應新資訊程度之效率，即已滿足詐欺市場理論運作所需之效率，因此如將焦點置於市場效率程度的爭論，對詐欺市場理論而言，實屬離題¹³⁸。

Halliburton II案對於詐欺市場理論運作所需之效率程度，作出相當程度澄清，而肯認學說所提出，詐欺市場理論僅需要一般程度¹³⁹或最低程度效率¹⁴⁰之主張，將有助於將證券詐欺訴訟的攻防，轉移至市場效率以外的其他議題。

¹³⁴ Jill E. Fisch, *The Trouble with Basic: Price Distortion After Halliburton*, 90 WASH. U. L. REV. 895, 913 (2013).

¹³⁵ Langevoort, *supra* note 126, at 161; Lucian A. Bebchuk & Allen Ferrel, *Rethinking Basic*, 69 BUS. LAW. 671, 679-82 (2014).

¹³⁶ *In re Enron Corp. Sec.*, 529 F. Supp. 2d 644, 749 (S.D. Tex. 2006).

¹³⁷ Langevoort, *supra* note 126, at 167.

¹³⁸ *Halliburton II*, 573 U.S. at 272.

¹³⁹ Donald C. Langevoort, *Judgment Day for Fraud-on-the-Market: Reflections on Amgen and the Second Coming of Halliburton*, 57 ARIZ. L. REV. 37, 54 (2015).

¹⁴⁰ Fisch, *supra* note 134, at 913.

就本文主題而言，如此發展將引發以下問題：詐欺市場理論與ECMH的關係為何？對此，本文認為此毋寧係觀察角度的問題，如仍肯認詐欺市場理論與ECMH仍有連結，則可認為詐欺市場理論所要求，係相較於ECMH微量之效率¹⁴¹；如認為詐欺市場理論發展至今，已與ECMH大幅偏離，則可認為無須強行將兩者掛鉤，徒增混淆¹⁴²。但無論如何，詐欺市場理論關於效率內涵之理解，與ECMH所要求已相當不同，則為不爭事實。

(四)小 結

由以上說明可知，效率市場在詐欺市場的脈絡中，一方面側重於資訊效率，著重於市場價格受不實陳述影響程度的量測，二方面亦降低對於效率程度之要求，而相當程度地自ECMH退守，與金融經濟學關於ECMH支持程度的消長相應。儘管如此，以ECMH為基礎發展出來的事件研究法，因仍屬於證券詐欺訴訟中之主要工具¹⁴³，儘管隱晦，其理念仍將若有似無地存在於證券詐欺責任當中。

二、經營者之監督

(一)內涵說明

效率市場概念亦可在監督經營者之論述中見其身影。此一見解認為，公司價值將因獲利增加而提升，其中之獲利，係公司營收扣除取之於社會之成本後的結餘，乃公司運作對於社會所增益之貢獻，故公司應致力於獲利之提升，以增加公司價值，並促進社會

¹⁴¹ Barbara Black, *Behavioral Economics and Investor Protection: Reasonable Investors, Efficient Markets*, 44 LOY. U. CHI. L.J. 1493, 1502 (2013).

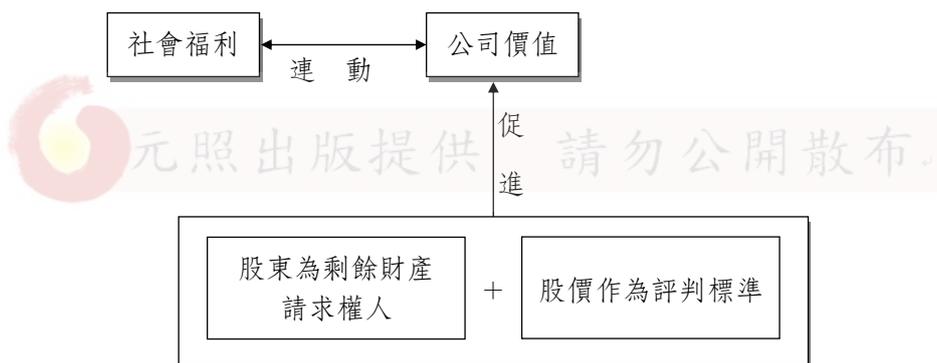
¹⁴² Charles R. Korsmo, *Market Efficiency and Fraud on the Market: The Danger of Halliburton*, 18 LEWIS & CLARK L. REV. 827, 860 (2014).

¹⁴³ 黃朝琮，同註133，頁253-257。

福利¹⁴⁴。

為促進公司價值之提升，Hansmann/Kraakman提出精簡而有力的說法，認為應將公司之最終控制權配置於股東之手，蓋股東為剩餘財產請求權人（residual claimant），有強烈誘因極大化公司價值¹⁴⁵，且股份之市場價格係作為衡量公司價值（即股東利益）之主要手段¹⁴⁶，股東得據以判斷公司決策對於公司價值之影響。

因此，以上主張基本上係將公司價值與股價相連結，一方面認為公司價值之增加有助於社會福利之提升，二方面認為股東得以根據股價，對經營者進行監督，而可圖示呈現如下：



來源：作者自繪

圖 Hansmann/Kraakman主張示意

¹⁴⁴ Kevin Haerberle, *Stock-Market Law and the Accuracy of Public Companies' Stock Prices*, 2015 COLUM. BUS. L. REV. 121, 133-34 (2015).

¹⁴⁵ Henry Hansmann & Reinier H. Kraakman, *The End of History for Corporate Law*, 89 GEO. L.J. 439, 449 (2001).

¹⁴⁶ *Id.* at 441.

就本文此處之論述目的而言，以上關係圖中需進一步說明者，乃「股東為剩餘財產請求權人」及「市場價格作為評判標準」兩個部分，分述如下。

1. 股東為剩餘財產請求權人

股東為剩餘財產請求權人之主張，係來自於契約連鎖理論（*nexus of contracts*）。此一理論主張公司僅為法律上所擬制之存在，係由不同個人間之一連串契約關係所建構而成¹⁴⁷，並將剩餘財產權及決策權予以二分，前者乃公司清償所有債務後之剩餘財產的歸屬，係分配予普通股股東，後者則為就公司營運作出決策之權力，由經營者取得¹⁴⁸。

區分剩餘財產權與決策權之結果，將使股東承擔所有契約風險，而無須就公司之所有契約關係，皆投注等量監督成本，在資源配置上較有效率¹⁴⁹。然如此亦將使公司的決策權與因此所生之損益，分別歸諸於經營者其股東，而在兩者間產生代理成本（*agency cost*）¹⁵⁰。為解決此等代理成本問題，契約連鎖論者主張應該將重要決策之發起和執行，以及重要決策之批准與監督予以分離¹⁵¹，

¹⁴⁷ Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305, 311 (1976).

¹⁴⁸ Eugene F. Fama & Michael C. Jensen, *Separation of Ownership and Control*, 26 J.L. & ECON. 301, 302-03 (1983).

¹⁴⁹ *Id.* at 303.

¹⁵⁰ Eugene F. Fama & Michael C. Jensen, *Agency Problems and Residual Claims*, 26 J.L. & ECON. 327, 331 (1983).

¹⁵¹ *Id.* 將代理成本之抑制作為公司治理之唯一目標，是否妥當，已有論者對此提出檢討，例如Bratton/Sepe即認為，董事為避免來自股東壓力而採取短視的經營手法（例如刪節研發成本），因此所生對於公司長期營運上之不利影響，亦將是另外一種與代理成本對立，但亦需要加以防範的成本，*see* William W. Bratton & Simone M. Sepe, *Corporate Law and the Myth of Efficient Market Control*, 105 CORNELL L. REV. 675, 685-94 (2020). 但本文於此係在呈現效率市

以為制衡。

因此，如將Hansmann/Kraakman之主張置於契約連鎖理論的脈絡限進行理解，即可知渠等係在決策之發起、執行，以及決策之批准、監督二分的基礎上，主張股東基於剩餘財產權之利害關係，將有強烈誘因監督經營者，而應將批准、監督重大決策之權力，授予股東。

2. 市場價格作為評判標準

然而，因為在區分剩餘財產權及決策權後，股東即未參與公司運作¹⁵²，將如何執行批准、監督重大決策之權力？Hansmann/Kraakman主張，市場價格得以作為股東評判經營者決策之標準。

事實上，早在契約連鎖理論提出前，Manne即已主張，股票的市場價格與公司的經營效率高度相關，若一間公司經營效率低落，其股價將較其他公司為低，反之亦然¹⁵³。契約連鎖論者亦主張，股票的市場價格乃公司決策對於當下與未來現金流所生影響的總結呈現，因此股價變化的壓力將促使經營者作出有利股東之決策¹⁵⁴。除此之外，論者亦不乏類似主張，認為股票的市場價格，足以表彰其內在價值¹⁵⁵，或至少為判斷內在價值之最佳可得媒介¹⁵⁶。因

場概念與經營者監督兩者關聯之相關論述，故此等檢討工作，尚與本文主題無涉。

¹⁵² Fama & Jensen, *supra* note 150, at 328.

¹⁵³ Henry G. Manne, *Mergers and the Market for Corporate Control*, 73 J. POL. ECON. 110, 112 (1965).

¹⁵⁴ Fama & Jensen, *supra* note 148, at 313.

¹⁵⁵ See, e.g., Robert B. Thompson & Paul H. Edelman, *Corporate Voting*, 62 VAND. L. REV. 129, 149 (2009).

¹⁵⁶ Edward B. Rock, *For Whom Is the Corporation Managed in 2020?: The Debate Over Corporate Purpose* (May 1, 2020), at 6, available at <https://papers.ssrn.com/id=3589951> (last visited: 2020.05.15).

此，藉由市場價格與股票內在價值的連結，股東無須就個別公司決策進行評價，而只需根據股價變化，作成判斷。

論述至此，效率市場與經營者監督間之關係即呼之欲出：當賦予股東監督經營者之權力，並期待股東得以藉由市場價格之變化而採取行動時，股票之市場價格必須足以表彰其內在價值，並能夠因應公司決策此一新資訊的發生而隨之變化，股東方得因股票之市場價格變化，查知其股份內在價值的改變，進而對不適任的經營者採取行動。因此，市場價格要能夠協助股東監督經營者，必須市場有效率而能夠對於公司決策之資訊有所反應，始能發揮作用，且因為市場價格於此不僅須能就新資訊有所反應，所得之價格尚須得以反映股票之內在價值，而必須具有基礎效率，較詐欺市場理論僅以資訊效率為已足，要求更高。

(二) 具體議題

應如何認知並評述效率市場於經營者監督脈絡下之應用，本文後續將於第參、二、(三)部分進行分析。然在此之前，本文以下擬先進一步說明，此等利用市場價格監督經營者之論點，於具體議題中之應用狀況，以為開展後續分析之準備。

1. 公司控制權市場

市場價格得以發揮監督經營者之作用，首見於公司控制權市場的概念當中。

關於公司控制權市場，一般較為熟悉者，乃Manne於一九六五年之文章¹⁵⁷。然Manne在前一年的文章中，其實即已提出此一概念，認為公司控制權本身具有價值而得以作為資產，當公司經營效

¹⁵⁷ Manne, *supra* note 153, at 110.

率提升，股東將因此獲得額外收益¹⁵⁸。詳言之，若將股份的內容進一步區分為投票權及收益權兩個部分，則當股價因公司經營無效率而低迷，反面亦顯示交易者可因經營效率改善而獲得額外收益，使得股份中之投票權，因得以用於改善經營效率而具有價值，而為公司控制權之價值來源¹⁵⁹。因此，在管理良善的公司，或是行使投票權亦無法更換經營者之場合，投票權的價值皆將趨近於零，蓋其行使將無從提升經營效率而增加股份價值¹⁶⁰。在一九六五年的文章中，Manne不僅再次提倡公司控制權市場的概念，以建立公司結合於競爭法上的正當性，並提出公司控制權的運作不僅具有改善經營效率及提升股份價值的效用，此一市場的存在本身亦足以作為保護小股東之機制，蓋經營者在察覺到公司控制權市場存在下，將有所顧忌而不敢恣意採取侵害小股東權益的行為，否則若有他人擬收購公司，受侵害之小股東將會售出手中持股，促成公司經營權的轉移，並將使原有經營者被取代¹⁶¹。

Manne關於公司控制權市場概念之提出，為論者認為是一新時代的開端¹⁶²。與Manne論著之發表時間相應，美國之併購交易活動亦是於一九六〇年代以前相對沉寂，而在一九八〇年代轉趨熱絡，掀起一股非合意收購風潮¹⁶³，復因市場崩跌而止於一九九〇年代¹⁶⁴。

¹⁵⁸ Henry G. Manne, *Some Theoretical Aspects of Share Voting: An Essay in Honor of Adolf A. Berle*, 64 COLUM. L. REV. 1427, 1430 (1964).

¹⁵⁹ *Id.* at 1430.

¹⁶⁰ *Id.* at 1431.

¹⁶¹ Manne, *supra* note 153, at 113.

¹⁶² John Armour & Brian Cheffins, *The Origins of the Market for Corporate Control*, 2014 U. ILL. L. REV. 1835, 1838 (2014). 當代公司控制權市場的觀念雖係於1950及60年代成形，但以非合意方式收購公司股權以控制公司的作法，可上溯見於20世紀初之鐵路產業整併，*see id.* at 1839.

¹⁶³ Jeffrey N. Gordon, *The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-*

非合意收購之興起，促使論者對於非合意收購是否、如何管制，以及關於該等提案之決策應如何在董事及股東間分配，興起熱烈討論，而亦可見以ECMH作為基礎進行論述者¹⁶⁵。

其中，Easterbrook/Fischel即援引ECMH，認為股票的價格與價值在大型市場中難有歧異，蓋市場上存有眾多擁有豐沛資本的老練投資人，在股票價格並未反映其價值時，將進行套利活動，從而消弭兩者差距，因此在效率市場下，股票價格將反映該股票未來表現之綜合評價，其價格變動係因新資訊進入市場所致¹⁶⁶。Easterbrook/Fischel進一步指出，在肯認公司治理結構存有代理成本的情況下，經營者之無效率將減損股票價值，進而造成其股價下滑，使外部人有誘因發動非合意收購取代現任董事，以獲取改善經營後之價值，而對現任董事產生壓力，以抑制代理成本¹⁶⁷。因此，Easterbrook/Fischel主張董事在面對非合意收購時，應被動無作為，將經營權是否變動，交由股東自行決定¹⁶⁸。

與之類似，Gilson則引用Manne的公司控制權市場概念，認為只要公司經營的無效率得以反映於股價，並存有替換機制下，無效

2005: *Of Shareholder Value and Stock Market Prices*, 59 STAN. L. REV. 1465, 1521 (2007).

¹⁶⁴ Martin Lipton & Paul K. Rowe, *Pills, Polls and Professors: A Reply to Professor Gilson*, 27 DEL. J. CORP. L. 1, 4-17 (2002).

¹⁶⁵ 本文僅在介紹各種非合意收購之主張中，與效率市場概念相關聯者，以呈現效率市場概念於此脈絡下的應用狀況，而無意全盤介紹非合意收購之各種見解，此等論述可參見黃朝琮，非合意收購法制芻議，載：公司法論文集II：特殊交易型態與資訊揭露，頁15-22，2019年4月，2版。

¹⁶⁶ Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, 94 HARV. L. REV. 1161, 1165-67 (1981).

¹⁶⁷ *Id.* at 1173.

¹⁶⁸ *Id.* at 1201.

率的經營將使公司股價低迷，並引來外部人進行收購¹⁶⁹。因此為使公司控制權市場得以運作而提升公司經營效率，Gilson亦主張經營者不應就非合意收購進行任何防禦，而應由股東決定是否接受收購要約¹⁷⁰，且其更進一步，認為經營者應積極提供資訊以協助股東作決定，並尋找其他可能買家，使股東在既有第三人的收購要約外，尚有不同選項¹⁷¹。採取和Gilson相同的見解，Bebchuk亦主張非合意收購有減少代理成本的作用，且經營者在發生非合意收購時，應將公司進行拍賣，使股東得以獲取更高的收購價格¹⁷²。

2. 股東賦權

一九八〇年代關於非合意收購之討論，隨著德拉瓦州最高法院肯認毒藥丸（poison pill）之有效性¹⁷³，並確立董事採取防禦措施時之受託義務審查標準¹⁷⁴，而賦予經營者採取積極作為之角色與權限後，形成定論，儘管如此，一九八〇年代關於股東與董事間之決定權分配的討論，仍持續累積發展，形成經營者之決策應以股東利益為依歸之一般性主張¹⁷⁵，而被稱之為股東優位主義（shareholder primacy）¹⁷⁶，並在後續理論發展下，再區分為股東

¹⁶⁹ Ronald J. Gilson, *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*, 33 STAN. L. REV. 819, 841-42 (1981).

¹⁷⁰ *Id.* at 846.

¹⁷¹ *Id.* at 865-70.

¹⁷² Lucian A. Bebchuk, *The Case for Facilitating Competing Tender Offers*, 95 HARV. L. REV. 1028, 1031, 1054 (1982).

¹⁷³ *Moran v. Household Int'l*, 500 A.2d 1346, 1355 (Del. 1985).

¹⁷⁴ *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946, 955 (Del. 1985).

¹⁷⁵ David Millon, *State Takeover Laws: A Rebirth of Corporation Law?*, 45 WASH. & LEE L. REV. 903, 917-18 (1988).

¹⁷⁶ 根據Millon的說明，「shareholder primacy」一詞係其與Lyman Johnson在進行對話時所提出，而各自分別在1988年的論文中，使用此一用語。See David Millon, *Radical Shareholder Primacy*, 10 U. ST. THOMAS L.J. 1013, 1015 (2013).

利益應由董事代為決定追求之股東保護主義 (shareholder protection)¹⁷⁷，以及股東應就其自身利益自為決定之股東自治主義 (shareholder autonomy)¹⁷⁸。

其中，股東自治主義認為，公司控制權市場等市場機制有其缺陷，無法有效抑制代理成本¹⁷⁹，董事之全面改選則有其阻礙而不易發生¹⁸⁰，其他公司治理手段亦各自有其侷限，例如在經營判斷法則保護下，董事未必理會股東之要求¹⁸¹。因此，股東自治主義主張應賦予股東更多權力，使之可以就更多公司事務，直接進行決定¹⁸²，並有權制定公司運作之內部規範¹⁸³，而無須等待公司控制權市場、董事改選或受託義務責任等機制之運作，即可直接對董事予以監督制衡。

就本文主題而言，所關注者並非股東自治主義之理論是否完備、有無缺失，而在於其股東賦權 (shareholder empowerment) 主張與效率市場間之關係。

細觀股東自治主義之論述脈絡，可知其同樣著重於代理成本之抑制，並肯認公司經營之無效率將反映於股價當中¹⁸⁴，並援引

¹⁷⁷ *Id.* at 1017. 股東保護主義又被稱為董事優位 (director primacy)，*see id.*

¹⁷⁸ *Id.* 因股東自治主義以Bebchuk提倡最力，故以下將以其論述為基礎開展本文討論。

¹⁷⁹ Lucian A. Bebchuk, *Federalism and the Corporation: The Desirable Limits on State Competition in Corporate Law*, 105 HARV. L. REV. 1435, 1467-68 (1992).

¹⁸⁰ Lucian A. Bebchuk, *The Case for Shareholder Access to the Ballot*, 59 BUS. LAW. 43, 44-46 (2003).

¹⁸¹ Lucian A. Bebchuk, *The Case for Increasing Shareholder Power*, 118 HARV. L. REV. 833, 846 (2005).

¹⁸² *Id.* at 836.

¹⁸³ Lucian A. Bebchuk, *The Myth of the Shareholder Franchise*, 93 VA. L. REV. 675, 707-11 (2007).

¹⁸⁴ *Id.* at 716; Lucian A. Bebchuk, John C. Coates IV & Guhan Subramanian, *The*

ECMH作為基礎，肯認股票價格得以反映內在價值¹⁸⁵。因此，股東自治主義所提出之股東賦權主張，雖對於市場機制能否發揮監督作用有所質疑¹⁸⁶，但同樣著重於代理成本之控制，並仍是以市場價格作為量測代理成本之指標。因此，股東賦權雖主張股東對於公司決策之直接參與，與公司控制權市場主張透過非合意收購市場機制之運作以監督經營者，兩者手段雖有不同，但其著重於經營者之監督，且立論基礎則相通，並與效率市場仍有牽連，而可將此兩者並列觀之。

在指明效率市場概念與經營者監督之關係，以及後者所出現之具體議題脈絡後，本文以下將進一步就此等連結，作進一步分析與檢討。

(三) 基礎效率之擇取與商權

在詐欺市場理論中，論者係著眼於ECMH中之資訊效率。與之相較，將可發現經營者監督之主張，係建構於ECMH之基礎效率的基礎上，而認為股價得以反映股票之內在價值，再以此衡量經營者表現之良窳¹⁸⁷。

Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy, 54 STAN. L. REV. 887, 936-39 (2002).

¹⁸⁵ Lucian A. Bebchuk & Marcel Kahan, *A Framework for Analyzing Legal Policy Towards Proxy Contests*, 78 CAL. L. REV. 1073, 1092 n.82 (1990).

¹⁸⁶ Bebchuk, *supra* note 179, at 1467-68.

¹⁸⁷ 由以上第參、二、(一)部分之說明可知，經營者監督之論述除了將股票價格與公司價值相連結，並認為公司價值之提升亦當然對社會有所助益。其中前者將於以下進行論述，後者則非本文主題，*see generally* William W. Bratton & Michael L. Wachter, *Shareholders and Social Welfare*, 36 SEATTLE U. L. REV. 489 (2013).

然而，即使市場上習於以股價評斷股份之內在價值¹⁸⁸，然股價得以反映股票內在價值，此一命題本身其實已有待商榷。如同前文關於ECMH的檢討所示，股票價格在雜訊交易及套利交易限制等因素作用下，市場是否能具有ECMH所主張之基礎效率，已非無疑¹⁸⁹，而在市場上之交易者具有異質偏好，對於股票的價值各有判斷下，亦將使市場價格傾向反映樂觀者之判斷，而非多數投資人的評價¹⁹⁰。

再者，即使不考量雜訊交易、套利交易限制及異質偏好的因素，因強勢效率並非現實，而在半強勢效率下，市場價格將僅能反映公開資訊，則在公司不負有揭露所有重大資訊的一般義務下，市場上之資訊與公司所擁有者必然存有落差，故即令市場具備基礎效率，所產生之價格皆無法反映股票之價值，此乃資訊落差使然，而無涉於市場的效率程度¹⁹¹。且在技術上，股票的內在價值無從直接觀察量測¹⁹²，因此即使認知股票的市場價格與內在價值存有落差，仍無法判斷其偏離程度，而加以應對。

在假設市場價格得以反映股票內在價值，但兩者其實存有落差下，將使得經營者根據市場價格波動經營公司，採行得以刺激股價但未必有利於公司長期利益之行為¹⁹³，或為了維持公司股價而進

¹⁸⁸ John Armour & Brian Cheffins, *Stock Market Prices and the Market for Corporate Control*, 2016 U. ILL. L. REV. 761, 808-10 (2016).

¹⁸⁹ Lynn A. Stout, *The Corporation as Time Machine: Intergenerational Equity, Intergenerational Efficiency, and the Corporate Form*, 38 SEATTLE U. L. REV. 685, 701-02 (2015). 另請參見第貳、三、(一)及第貳、三、(一)部分之說明。

¹⁹⁰ Bratton & Wachter, *supra* note 71, at 706. 另請參見第貳、三、(二)部分之說明。

¹⁹¹ *Id.* at 697; Lynn A. Stout, *Share Price as a Poor Criterion for Good Corporate Law*, 3 BERKELEY BUS. L.J. 43, 49 (2005).

¹⁹² Gilson & Kraakman, *supra* note 28, at 317.

¹⁹³ Bratton & Wachter, *supra* note 71, at 702.

行高風險投資或假造財報¹⁹⁴；股東若根據市場價格投票，在市場價格傾向樂觀下，其將認為經營者經營有方，而在投票時偏向支持經營者¹⁹⁵，使得股東反而無法妥適發揮監督經營者之功能。

因此，在未經檢驗的情況下，不應輕易斷定股票的市場價格得以表彰其內在價值，若進而以之為基礎論斷經營者之表現，將造成誤判，並反使經營者作出傷害公司價值之經營決策¹⁹⁶。對此，雖有認為市場價格相較之下仍為較佳判斷股票內在價值的媒介¹⁹⁷，然其精準度如何，將取決於市場上之資訊揭露狀況，若揭露越多有效資訊，股票的市場價格將越可能反映其內在價值¹⁹⁸。因此，在未有進一步實證研究建立市場價格與內在價值之關聯性前，謹慎看待兩者關係，毋寧較為穩妥。何況市場價格之變動因素多端，本不以經營效率為限¹⁹⁹，因此即使肯認市場價格與內在價值間之關係，亦無法當然將市場價格之波動，與經營者之表現相連結。

於此亦應指明者，市場價格得以反映經營者之表現，僅為股東賦權論者的立論基礎之一，即使市場無效率而無法反映內在價值，亦有主張不應因此即應剝奪股東決策權者²⁰⁰，並試圖在市場無效

¹⁹⁴ Jill E. Fisch, *Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy*, 31 J. CORP. L. 637, 672 (2006).

¹⁹⁵ Bratton & Wachter, *supra* note 71, at 709.

¹⁹⁶ Fisch, *supra* note 194, at 673.

¹⁹⁷ Jeffrey N. Gordon, "Just Say Never?" *Poison Pills, Deadhand Pills, and Shareholder-Adopted Bylaws: An Essay for Warren Buffett*, 19 CARDOZO L. REV. 511, 512 (1997).

¹⁹⁸ Gordon, *supra* note 163, at 1548.

¹⁹⁹ Stout, *supra* note 50, at 679.

²⁰⁰ Lucian A. Bebchuk, *The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers*, 69 U. CHI. L. REV. 973, 978 (2002).

率的前提下，建構其理論²⁰¹。無論此等論理之有效性為何，至少已顯示效率市場在其中的重要性，似已有消退之勢。

四、隱晦未現之市場界定問題

在以上說明可知，公司控制權市場及股東賦權的主張皆在其論述中，使用股票市場價格之概念建構其論述，而所謂股票價格，乃股票交易市場運作下所產生者。然而，公司控制權市場既然被稱之為市場，則該市場與現實運作中之股票交易市場，係指稱同一個市場或兩個不同的市場？如為兩個市場，兩者的關係又為何？

對此，有認為控制權收購之進行亦是發生在進行股票交易之市場，且控制權收購之發生亦會造成股票交易市場的價格變動，而認為公司控制權市場與股票交易市場係同一市場，不存在獨立的公司控制權市場²⁰²。

然而，公司在股票交易市場中係被切分為股票進行交易，每一單位（同一公司之不同股票）具有相同風險及回報，乃同質商品，但在公司控制權市場中，公司被當作資產、人員、商譽之集合體看待，每一單位（不同公司）彼此皆不相同，亦難以尋得相類似之其他單位，而可認為股票交易市場與公司控制權市場之交易標的不同，乃不同市場²⁰³，若再參酌控制權交易之價格通常較股票交易

²⁰¹ Lucian A. Bebchuk, *The Myth That Insulating Boards Serves Long-Term Value*, 113 COLUM. L. REV. 1637, 1661-67 (2013).

²⁰² William J. Carney & Mark Heimendinger, *Appraising the Nonexistent: The Delaware Courts' Struggle with Control Premiums*, 152 U. PA. L. REV. 845, 863 (2003).

²⁰³ Louis Lowenstein, *Pruning Deadwood in Hostile Takeovers: A Proposal for Legislation*, 83 COLUM. L. REV. 249, 275 (1983); David W. Leebron, *Games Corporations Play: A Theory of Tender Offers*, 61 N.Y.U. L. REV. 153, 165 (1986).

市場之價格為高而帶有溢價²⁰⁴，以及代理成本之抑制與合併綜效之實現皆係在控制權移轉後始能發生等情²⁰⁵，亦可推斷此二市場所交易之標的不同，無法等同視之。

Subramanian對於股票交易市場與公司控制權市場間之關係，有深刻描述。其認為，控制權之移轉係發生於公司控制權市場，因此在控制權移轉交易被宣布時，股票交易市場的價格將不會完全反映控制權交易完成時之股票應有價格，交易者將會參酌控制權交易完成之可能性，部分反映為控制權移轉後，股票於股票交易市場之可能價格²⁰⁶。就此而言，股票交易市場與公司控制權市場固然高度連動，但如控制權移轉將提升公司價值，該等增益將僅部分反映於股票交易市場，而完全反映於公司控制權市場的運作當中，兩者係透過控制權交易者之交易行為而相連結²⁰⁷。此外，因控制權交易者之控制權交易行為將改變股票交易市場之價格，亦可著眼於此而將該等行為歸類於Gilson/Kraakman所稱之專業知情交易，以之為股票交易市場與公司控制權市場間的聯繫機制²⁰⁸。

儘管如此，公司控制權市場之運作，與股票交易市場仍有若干不同。首先，行為金融學對於市場效率的質疑，相較之下將較難以

²⁰⁴ Stout, *supra* note 50, at 687; Martin Shubik, *Corporate Control, Efficient Market, and the Public Good*, in KNIGHTS, RAIDERS, AND TARGETS: THE IMPACT OF THE HOSTILE TAKEOVER 31, 33 (John C. Coffee, Louis Lowenstein & Susan Rose-Ackerman eds., 1988).

²⁰⁵ John C. Coffee, Jr., *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, 84 COLUM. L. REV. 1145, 1171 n.67 (1984).

²⁰⁶ Guhan Subramanian, *The Drivers of Market Efficiency in Revlon Transactions*, 28 J. CORP. L. 691, 695 (2003).

²⁰⁷ *Id.* 關於市場價格之調整機制，請參見第貳、二、部分之說明。

²⁰⁸ *Id.*

發生於公司控制權市場當中。例如對於以股份為對價之換股交易來說，該等交易將不因股票交易市場整體的價格均存在泡沫（bubble）而無效率，蓋股票交易市場中對於股票之錯誤定價（mispricing）將不會反映於該等交易當中²⁰⁹；即使不使用股票為對價，因公司控制權交易之進行多將聘任有經驗的專業人士，將較不易受到心理偏誤的影響，且在高額專業人士費用及收購溢價下，公司控制權市場的交易者亦將較為謹慎而自制，以避免作出不理性決策²¹⁰。

其次，因控制權交易之發起與完成間存有時間差（例如在公開收購的場合中，收購要約必須存續一段時間，而合意併購則在董事會決議後，尚必須經過股東會決議），與股票交易市場的交易得以及時完成相較，亦有不同，此將造成第三人有機會在交易完成前，提出更高價格攔截²¹¹；在此過程中，控制權交易本身乃公司控制權市場中之新訊息，第三人據以出價攔截交易，將是一種衍生知情交易²¹²，有助於公司控制權市場效率的提升。然如何避免發起交易之人的交易總是被攔截，反降低其投注成本尋找標的之誘因而減損公司控制權市場之效率，形成效率悖論²¹³，則有賴於交易保護措施（deal protective measure）之運用，以適度保護發起交易之人的先行者優勢²¹⁴。

209 *Id.* at 696.

210 *Id.* at 696-97.

211 *Id.* at 698.

212 *Id.* at 700.

213 請參見第貳、三、四部分之說明。

214 Subramanian, *supra* note 206, at 698. 關於併購交易保護措施之晚近介紹，可參見黃朝琮，併購交易保護措施之司法審查，載：公司法論文集I：受託義務理論與應用，頁359-384，2019年4月，2版。

股票交易市場與公司控制權市場之別，乃效率市場的討論中，細微而容易被忽略的面向，若未注意，可能對於效率市場概念應用之妥適性。此將可見於晚近德拉瓦州最高法院關於股份收買公平價格之認定的見解變化中，而將於後續第肆部分，就此進行觀察與檢討²¹⁵。

(五)小 結

由以上觀察可知，在經營者監督的脈絡中，市場價格被用以作為公司控制權市場及股東賦權之論述基礎，而取用效率市場中之基礎效率概念。此部分乃效率市場中具有爭議之部分，而為論者所質疑，晚近之股東賦權論述亦開始以市場無效率的前提下，建構其理論，而逐漸淡化基礎效率之重要性。除此之外，公司控制權市場概念之提出，亦進一步衍生其與股票交易市場間關係之議題，而在運用效率市場概念時，應予注意。

三、內線交易基礎理論

(一)內涵說明

相對於詐欺市場理論以及經營者監督，效率市場概念之運用於內線交易基礎理論的發展過程中，幾乎未見蹤影，此由以下美國案例法之發展，即可略窺一二²¹⁶。

²¹⁵ 有65.6%之財星500大企業（Fortune 500）係依德拉瓦州法設立（Dan Awrey, Blanaid Clarke & Sean J. Griffith, *Resolving the Crisis in U.S. Merger Regulation: A Transatlantic Alternative to the Perpetual Litigation Machine*, 35 YALE J. ON REG. 1, 6 (2018).），故德拉瓦州案例法具有全國影響力，而為本文之研究對象。

²¹⁶ 關於美國內線交易理論發展之完整鳥瞰，請參見賴英照，誰怕內線交易，頁53-128，2017年10月。

美國關於內線交易之規制，於一九三四年證券交易法（Securities Exchange Act of 1934）制定時，係以第16條之短線交易規定予以規範，未就內線交易設有明文規定²¹⁷，直到Cady案、Roberts案中，美國證管會始以Rule 10b-5之一般反詐欺條款，認定與公司具有一定關係並取得公司資訊之人，利用該等資訊與不知情之人進行股票交易者，構成詐欺行為而違反Rule 10b-5²¹⁸；美國法院則係於一九六八年由聯邦第二巡迴上訴法院作成Texas Gulf Sulphur案，任何擁有重大資訊之人，必須將該資訊向投資大眾揭露；若其為保護公司機密而無法揭露或不擬揭露，則在該等內部資訊揭露前，應不得交易該公司股票，或向他人推薦交易該股票²¹⁹。Cady案、Roberts案與Texas Gulf Sulphur案咸認係廣泛課與持有內線資訊之人揭露或禁止交易之義務，而被歸類為資訊平等理論²²⁰。

然美國聯邦最高法院並未採取資訊平等理論，而在Chiarella案中，認為僅於行為人具有內部人或是受託人（fiduciary）身分，而與公司股東間存有受託與信賴關係（a relationship of trust and confidence）時，始有就內線消息負有揭露或禁止交易之義務²²¹，後續則在Dirks案中，提出臨時內部人（temporary insider）的概念，認為當不負有受託義務之人在執行職務過程中與公司成立特定

²¹⁷ Stephen M. Bainbridge, *Equal Access to Information: The Fraud at the Heart of Texas Gulf Sulphur*, 71 SMU L. REV. 643, 648 (2018).

²¹⁸ *In re Cady, Roberts & Co.*, 40 S.E.C. 907, 912 (1961).

²¹⁹ SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833, 848 (2d Cir. 1968).

²²⁰ 論者有指出，Cady案、Roberts案與Texas Gulf Sulphur案之內涵仍有不同，前者對於內線交易之禁止，仍僅限於與公司存有一定關係之人，後者則不論交易者之身分，而廣泛禁止所有持有內線消息之人，兩者內涵仍有不同。參見黃朝琮，TGS案之資訊平等理論，載：公司法論文集II：特殊交易型態與資訊揭露，頁390，2019年4月，2版。

²²¹ *Chiarella v. U.S.*, 45 U.S. 222, 227 (1980).

法律關係，而為了公司營運之目的取得未公開資訊時，若公司得以期待該外部人士將就所取得之資訊保密，且在公司與該外部人所成立之法律關係中亦蘊含此等保密義務時，該外部人將對公司產生受託義務²²²。此等以受託與信賴關係為基礎所建構之內線交易理論，又被稱之為信賴關係理論。

另外在O'Hagan案中，美國聯邦最高法院再提出私取理論，認為當受託人違反對消息來源者的義務，而私取（misappropriate）所獲得之機密資訊用於證券交易時，將構成Rule 10b-5之違反²²³。與Chiarella案的所建立之信賴關係理論相較，信賴關係理論是將內線交易責任，建立在受託人對即將成為公司股東之交易相對人的義務違反上，而私取理論則係將之立基於受託人對於消息來源所負義務之違反上，兩者雖有不同，卻互相補充²²⁴。

在信賴關係理論的基礎上，美國聯邦最高法院並在Dirks案中，提出消息傳遞責任，當內部人違反其受託義務傳遞內線消息，且該受領者若明知或可得而知此等違反義務之情事，將繼受內部人之受託義務而必須承擔內線交易責任，就所受領之消息負有揭露或禁止交易之義務²²⁵。雖然在Dirks案作成當時，美國聯邦最高法院雖尚未採納私取理論，但在O'Hagan案作成後，下級法院肯認對於消息來源之義務違反，亦得以作為消息傳遞責任（tipper/tippee liability）之發生基礎²²⁶。美國聯邦最高法院後續雖在Salman案中再次檢視消息傳遞責任，但並未更動其內涵²²⁷，因此Dirks案仍為

²²² Dirks v. S.E.C., 463 U.S. 646, 655 n.14 (1983).

²²³ U.S. v. O'Hagan, 521 U.S. 642, 652 (1997).

²²⁴ *Id.* at 652.

²²⁵ Dirks, 463 U.S. at 660.

²²⁶ See, e.g., SEC v. Obus, 693 F.3d 276, 295-86 (2d Cir. 2012).

²²⁷ Salman v. U.S., 137 S. Ct. 420, 427 (2016).

目前有效之法律見解。

(二)內線交易禁止之效率市場辯證

由以上對於美國內線交易案例法之概述，將可發現內線交易同為證券市場之法律議題，法院卻未如詐欺市場理論一般，引用效率市場或ECMH作為內線交易責任之建構基礎。對此，有認為此乃因美國內線交易係以反詐欺規定為基礎，法院由普通法中之詐欺案例法出發，而在路徑依存（path dependency）下，逐步累積形成內線交易之案例法，故未取徑於效率市場或ECMH²²⁸。那麼，由效率市場的角度加以檢驗，是否可能對於內線交易之禁止，形成不同結論？

在效率市場（即使僅為資訊效率）下，市場價格將因為新資訊進入市場而隨之變動，而持有內線消息之人進入市場交易，將藉由其交易行為將所知之內線消息帶入價格當中而影響之²²⁹。就此而言，似無禁止內線交易之理，否則將使內線消息無從進入市場，使市場價格無法迅速納入更多資訊，使市場價格對於資訊的反應機制受到扭曲²³⁰。

²²⁸ John C. Coffee, Jr., *Mapping the Future of Insider Trading Law: Of Boundaries, Gaps, and Strategies*, 2013 COLUM. BUS. L. REV. 281, 297 (2013).

²²⁹ Hsiu-Kwang Wu, *An Economist Looks at Section 16 of the Securities Exchange Act of 1934*, 68 COLUM. L. REV. 260, 266 (1968); James H. Lorie, *Insider Trading: Rule 10b-5, Disclosure, and Corporate Privacy: A Comment*, 9 J. LEGAL STUD. 819, 821 (1980); Dennis W. Carlton & Daniel R. Fischel, *The Regulation of Insider Trading*, 35 STAN L. REV. 857, 868 (1983); William J. Carney, *Signalling and Causation in Insider Trading*, 36 CATH. U. L. REV. 863, 895 (1987).

²³⁰ Henry G. Manne, *Insider Trading and the Law Professors*, 23 VAND. L. REV. 547, 565-66 (1970); Alexandre Padilla, *Insider Trading: What Is Seen and What Is Not Seen*, in RESEARCH HANDBOOK ON INSIDER TRADING 251, 265 (Stephen M. Bainbridge ed., 2013).

然而，內線交易究竟對於市場價格能有多少影響，已有論者提出質疑，蓋內線交易本身雖得以構成專業知情交易，但股票僅為特定風險與收益之組合，從而判斷一家公司股票之供給數量不以其自身股票於市場上之流通數量為限，尚應將其他具有類似風險與收益組合者納入²³¹，故就證券市場之整體供需而言，內線交易所占之證券交易數量，毋寧相當有限，難有撼動市場價格之效果²³²，而在證券市場的交易皆為匿名的情況下，交易者無法從眾多證券交易行為當中，辨識出何者為內部人所進行²³³，內部人亦有可能刻意隱藏其交易行為而不欲人知；即使為人所知，市場上的交易者亦未必能夠驗證，內部人之交易行為係基於內線消息所為，抑或係因資金調度等其他需求而進行²³⁴。因此，內線交易此一專業知情交易發生後，後續將以交易解譯形式引發多少衍生知情交易，又將在多大程度內，準確地引領市場價格往效率價格的方向邁進，皆高度不確定²³⁵；何況將資訊帶入市場之方式亦不以內線交易為限，政策上亦得以採用強制或誘使公司揭露內線消息之手段，使該等資訊進

²³¹ Stephen M. Bainbridge, *An Overview of Insider Trading Law and Policy: An Introduction to the Research Handbook on Insider Trading*, in RESEARCH HANDBOOK ON INSIDER TRADING 1, 21 (Stephen M. Bainbridge ed., 2013).

²³² Frank H. Easterbrook, *Insider Trading, Secret Agents, Evidentiary Privileges, and the Production of Information*, 1981 SUP. CT. REV. 309, 336 (1981); James D. Cox, *Insider Trading and Contracting: A Critical Response to the "Chicago School"*, 1986 DUKE L.J. 628, 647-48 (1986).

²³³ Bainbridge, *supra* note 231, at 33.

²³⁴ Kahan, *supra* note 74, at 1004.

²³⁵ Robert J. Haft, *The Effect of Insider Trading Rules on the Internal Efficiency of the Large Corporation*, 80 MICH. L. REV. 1051, 1059 (1982); Stephen M. Bainbridge, *The Insider Trading Prohibition: A Legal and Economic Enigma*, 38 U. FLA. L. REV. 35, 45 (1986).

入市場²³⁶，則開放內線交易即無必要。如此即不難理解，為何論者主張認為內線交易對於市場效率之助益有限，而無從以此作為開放之理由²³⁷。

再者，全面開放內線交易將進一步提高證券市場之交易風險，降低交易者之平均報酬，並集中於內部人之手²³⁸，如此重則降低交易者進入證券市場進行交易的意願²³⁹，輕則在風險提高下，公司股票將因可能存有內線交易而被折價²⁴⁰，交易者對於其投資亦將要求更高的報酬率，提高公司的資金成本²⁴¹；內部人為得以儘量收割內線交易所生之利益，亦可能延後內線消息之發布，甚至刻意製造壞消息以造成股價下跌而進行放空交易²⁴²。故就此而言，准許進行內線交易亦未必有益於市場效率之促進²⁴³。

²³⁶ Easterbrook, *supra* note 232, at 336; Kahan, *supra* note 74, at 1004; Cox, *supra* note 232, at 646.

²³⁷ Gilson & Kraakman, *supra* note 24, at 631.

²³⁸ Stout, *supra* note 50, at 700; Merrit B. Fox, Lawrence R. Glosten & Gabriel V. Rauterberg, *Informed Trading and Its Regulation*, 43 J. CORP. LAW. 817, 854-55 (2018).

²³⁹ Yesha Yadav, *Insider Trading and Market Structure*, 63 UCLA L. REV. 968, 1002-03 (2016), Blackmun大法官於其執筆的Basic案意見中有很傳神的比喻：若明知有詭，誰還願意擲動骰子進行遊戲？（*Basic*, 485 U.S. at 247）。此一評論雖係針對證券詐欺責任而發，於內線交易仍有適用。

²⁴⁰ Cox, *supra* note 232, at 638.

²⁴¹ Gilson & Kraakman, *supra* note 24, at 634 n.224; George W. Dent, Jr., *Why Legalized Insider Trading Would Be a Disaster*, 38 DEL. J. CORP. L. 247, 262 (2013).

²⁴² Saul Levmore, *Securities and Secrets: Insider Trading and the Las of Contracts*, 68 VA. L. REV. 117, 149 (1982). *But c.f.* JOHN P. ANDERSON, *INSIDER TRADING: LAW, ETHICS, AND REFORM* 189-90 (2018).

²⁴³ Jonathan R. Macey, *From Fairness to Contract: The New Direction of the Rules Against Insider Trading*, 13 HOFSTRA L. REV. 9, 31 n.110 (1984).

儘管如此，全面禁止使用內線消息進行交易，亦非妥適，蓋全面禁止內線交易而要求所有持有內線消息之人（即使並非內部人）均不得交易，將迫使市場上的交易者投注資源釐清消息來源並非來自內部人後，始進入市場進行交易，以免刑事追訴上身²⁴⁴，有礙於資本市場的即時運作，而全面禁止內線交易固然可能促進內線消息公諸於市場，但在可得交易之資訊皆已揭露而反應於市場價格當中下，亦將使外部交易者無套利空間而無誘因投注資源取得資訊，反對資本市場之效率不利²⁴⁵。另外，若在全面禁止內線交易後，配套強化揭露義務，固然有助於消弭市場與內部人間之資訊不對稱，然全面揭露資訊之成本過高而在實際上不可能²⁴⁶，遑論在若干場合中，揭露資訊之弊將大於利（例如進行之研發工作）²⁴⁷；資訊揭露本身所產生之成本亦不以揭露行為本身為限，外部交易者為處理並驗證資訊之真偽亦將投入成本，則個別交易者在追求自身利益下，有可能造成交易者就資訊成本之過度投入，就整體社會而言反為無謂資源的浪費²⁴⁸。

因此，內線交易之規制誠如論者所稱，係在追求資訊之不揭露

²⁴⁴ Jill E. Fisch, *Start Making Sense: An Analysis and Proposal for Insider Trading Regulation*, 26 GA. L. REV. 179, 182 (1991).

²⁴⁵ *Id.*

²⁴⁶ Bratton & Wachter, *supra* note 71, at 697.

²⁴⁷ Carlton & Fischel, *supra* note 229, at 867.

²⁴⁸ Stout, *supra* note 50, at 703. Stout以賽馬比賽為喻，展示私人成本與整體社會福利間之落差：假設有賽馬比賽將投入75元而產生25元的價值，有三個賭徒各自擁有100元，在允許賭馬下，此三人得各自出資25元舉辦比賽，並將其他75元拿來賭博，則獲勝者將可獲得共225元的賭資，扣除舉辦賽馬比賽的投入25元及進行賭博的75元，將可獲取125元的利益（=225-100），但就社會整體而言，投入300元的結果只產生225元的效益（*id.* at 703-04），此時這三位賭徒若為求獲勝而進一步投入不高於125元之成本進行研究，將進一步增加賽馬比賽的無謂成本。

與證券之正確定價間之有效平衡²⁴⁹，然而其中平衡點為何，仍須就其中利弊予以量化，方有可能確定²⁵⁰，而有待實證研究，方可釐清²⁵¹。

(三)再訪內線交易基礎理論

以上開論述為基礎，本文以下將從效率市場之角度，再次檢視美國法上之內線交易基礎理論。

資訊平等理論認為任何擁有內線消息之人，不問其身分均負有揭露或不得交易之義務，將增加市場上交易者之查驗成本，以確定其據以交易之訊息並非內線消息，避免因此產生法律責任²⁵²。且因內線交易責任之發生不問行為人之身分，即使是自行投注資源進行研究而取得資訊之交易者，亦將因此負有法律責任，使交易者無誘因投注成本發掘新資訊，以免懷璧其罪，無益於市場效率²⁵³。因此，在美國法未課予公司揭露之一般性義務下²⁵⁴，公司未必揭露所有重大資訊，若遇有嚴格管控資訊流出之公司，市場上對其所知將極為有限，在交易者缺乏誘因獲取該公司進一步資訊下，將更為雪上加霜。

相較之下，信賴關係論與私取理論對於內線交易責任之發生，皆僅及於對股東或對消息來源負有受託義務之人，使不負有受託義務之交易者得以無後顧之憂地蒐集並使用資訊交易，有益於市場機

²⁴⁹ Bainbridge, *supra* note 231, at 20 (citing HENRY G. MANNE, INSIDER TRADING AND THE STOCK MARKET 71-99 (1966)).

²⁵⁰ Fisch, *supra* note 244, at 220.

²⁵¹ Easterbrook, *supra* note 232, at 338.

²⁵² Fisch, *supra* note 244, at 182.

²⁵³ Jill E. Fisch, *Constructive Ambiguity and Judicial Development of Insider Trading*, 71 SMU L. REV. 749, 762 (2018).

²⁵⁴ *Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano*, 563 U.S. 27, 44 (2011).

制之活絡²⁵⁵；至於該等合法擁有內線消息之人，若著眼於其對於該消息所擁有之獨占地位²⁵⁶，或可將內線交易理解為一種獨占地位的濫用而予以非難，則由此延伸，將可進一步認為內部人因該等獨占地位，而在受託義務之外，另對於證券市場負有禁止濫用內線消息之義務²⁵⁷。

然而，內線消息與其他市場資訊一樣，都有可能被傳遞交付予他人使用，若僅針對內部人之交易行為進行非難，將有所不足²⁵⁸，但另一方面，若認為所有自內部人處取得內線消息之人的交易行為均負有內線交易責任，則又牽連過廣，將產生寒蟬效應，不利於市場效率²⁵⁹。

就此而言，觀察美國聯邦最高法院就內部人與證券分析師之內線交易責任所為之不同對待，或可獲得啟發。在Dirks案中，美國聯邦最高法院認為無法僅因一人明知其獲取之重大非公開消息係來自於內部人並根據該消息進行交易，即認為該人負有揭露或禁止交易義務，否則將抑制證券分析師之影響力，而不利於健全市場之維護，蓋證券分析師取得並分析資訊之行為，有助於市場定價之效率²⁶⁰，可見美國聯邦最高法院作成Dirks案時，將市場效率之促

²⁵⁵ Harry Heller, *Chiarella, SEC Rule 14e-3 and Dirks: "Fairness" Versus Economic Theory*, 37 BUS. LAW. 517, 531-32 (1982).

²⁵⁶ Victor Brudney, *Insiders, Outsiders, and Informational Advantages Under the Federal Securities Laws*, 93 HARV. L. REV. 322, 346 (1979).

²⁵⁷ Fisch, *supra* note 244, at 227.

²⁵⁸ Ronald J. Colombo, *Tipping the Scales Against Insider Trading: Adopting a Presumption of Personal Benefit to Clarify Dirks*, 45 HOFSTRA L. REV. 117, 124 (2016).

²⁵⁹ Adam. C. Pritchard, *Dirks and the Genesis of Personal Benefit*, 68 SMU L. REV. 857, 861-62 (2015).

²⁶⁰ *Dirks*, 463 U.S. at 658.

進納入考量²⁶¹，而與禁止內部人進行內線交易之態度迥異。

就內部人與證券分析師而言，前者掌握第一手最精準的內線消息，應較後者投注資源所取得者為佳²⁶²，允許內部人利用內線消息交易或公布之，對於市場價格之影響應較為精準，似無須捨內部人而就證券分析師之理。然而，證券分析師作為專業人士，其因分析眾多產業而累積之知識得以互相流用，對於資訊就市場價格的判斷能力將優於內部人²⁶³，而內部人除了得以獲悉內線消息，本身並得以藉由決策之進行「製造」內線消息（例如作出得以提振短期股價但不利於長期經營之決策），故須將此等不良決策以及監督該等不良決策所需投入之成本皆納入考量，方能判斷准許內部人進行內線交易之利弊²⁶⁴；再者，若能強化公司就重大資訊之揭露義務，並考量證券分析師之存在將可促使公司自願揭露更多資訊，則內部人與證券分析師間之資訊落差，將不若想像中為大²⁶⁵，而無須倚賴內部人，則透過證券分析師之活動，亦可豐富市場上之可得資訊，促進市場效率。

然亦需指明者，證券分析師之存在本身，代表其有能力提供更佳的資訊，顯示市場並非效率²⁶⁶，而因證券分析師亦僅在有利可

²⁶¹ Donald C. Langevoort, *Watching Insider Trading Law Wobble: Obus, Newman, Salman, Two Martomas, and a Blaszcak* (Jan. 10, 2020), available at <https://papers.ssrn.com/id=3490636>, at 30 (last visited: 2020.01.28).

²⁶² Jill E. Fisch & Hillary A. Sale, *The Securities Analyst as Agent: Rethinking the Regulation of Analysts*, 88 IOWA L. REV. 1035, 1040-43 (2003) (describing the role of security analyst).

²⁶³ Zohar Goshen & Gideon Parchomovsky, *On Insider Trading, Markets, and "Negative" Property Rights in Information*, 87 VA. L. REV. 1229, 1246 (2001).

²⁶⁴ *Id.* at 1247.

²⁶⁵ *Id.* at 1248-49.

²⁶⁶ Fisch, *supra* note 244, at 230.

圖的情況下，方有誘因獲取、分析新資訊，使證券市場呈現效率悖論，無法穩定處於有效率的狀態²⁶⁷，乃政策上選擇以證券分析師作為促進市場效率手段下，隨之而來的副作用。

四、總結觀察

總結以上觀察，效率市場概念於詐欺市場理論以ECMH之姿，進入證券詐欺責任當中，而在後續發展下，逐漸傾向擇取其中資訊效率之面向，以市場得以就資訊為迅速反應為已足，而不問該等反應是否正確表彰股票的內在價值。但在Halliburton II案後，則進一步肯認詐欺市場理論僅需最低限度效率即足以運作，放低資訊效率之門檻，與ECMH漸行漸遠。

在經營者監督的脈絡中，效率市場所生之價格，被用來作為評判經營者表現之指標，係取用ECMH中的基礎效率概念，認為市場價格得以反映股票的內在價值，而成為股東賦權及公司控制權市場概念的基礎。然在市場在交易者未必理性、套利交易有其限制且交易者對於股票有不同評價下，市場價格與內在價值非當然具有對應的連結關係，此不僅降低市場價格之監督力度，亦顯示ECMH的基礎效率面向，應謹慎應用於公司法。

若再將經營者監督與詐欺市場理論脈絡下之討論予以並列，將可發現在運用效率市場概念時，應界定所稱之效率，究竟係資訊效率或基礎效率，其中擇取可能將影響後續理論發展及論述；再者，股東賦權與公司控制權市場雖皆被論者用以作為監督經營者之機制，且都與股票交易市場的交易價格有關，但兩者實係指涉不同市場，而應在論述時，確認所指為何，以免在論述時，有所混淆。

內線交易係根據普通法詐欺的基礎上逐步累積形成，效率市場

²⁶⁷ 請參見第貳、三、四部分之說明。

概念鮮被應用。然若進一步由效率市場的角度加以檢視，將可見資訊平等論將增加交易者的查證成本，並帶來寒蟬效應，無益於效率市場的運作，信賴關係理論及私取理論皆著重於行為人受託義務之存在，而肯認合法擁有內線消息之人具有獨占地位，而可將該等人員所為之內線交易，視為濫用獨占地位行為。另一方面，信賴關係理論及私取理論固然認為內部人負有揭露否則禁止交易之義務，但又准許證券分析師得挖掘、分析內線消息並據以交易的行為，乃促進市場效率之較佳選擇，只是如此將因效率悖論而無法使市場穩定處於效率狀態。由此觀之，效率之追求亦有其侷限，非可無限制地追求，亦非唯一目標，而將退讓於其他考量而被取捨。

肆、新領域中之舊議題：股份收買公平價格之決定

除被應用於詐欺市場理論、經營者監督以及內線交易等理論之建構，效率市場晚近亦被提出應用於股份收買請求權當中，認為效率市場機制對於公平價格之決定，扮演一定角色，而衍生諸多討論與爭議。然若進一步觀察，將可發現其中所涉議題，諸如所涉市場（股票交易市場或公司控制權市場）及效率態樣（資訊效率或基礎效率）等，其實大多已在其他脈絡中有所處理。

儘管如此，此非謂股份收買公平價格之討論，對於效率市場之法律應用毫無增益，毋寧有進一步推動既有議題向前發展的作用。因此，本文於此部分就股份收買公平價格之討論中，觀察其中與效率市場相關之部分，以彰顯第參部分所觀察提出之議題與結論，並非侷限於個別法律理論的討論脈絡當中，而是得以收斂於「效率市場的法律適用」下，再向外發散應用於其他議題的討論當中，以下分述之。

一、德拉瓦州案例法

以美國法而言，股份收買請求權乃立法產物，而非案例累積所生。此等規定，係於二十世紀初以州法形式，為各州納入其公司法當中²⁶⁸，作為無須全體股東同意即可進行公司根本性組織變動之配套²⁶⁹。

德拉瓦州亦不免於該等立法風潮之外，而最早在一八九九年即已設有股份收買請求權²⁷⁰，並數度修改，但其主要意旨，在於使法院得以就異議股東股份之公平價值進行裁判，以為公司進行收買之基準²⁷¹。其中之公平價格如何認定，乃此一法院程序中之重要疑難問題，而累積豐富的案例法。

關於股份收買之公平價格認定，德拉瓦州案例法經歷過幾次的主要變化，而在一九八三年以前，係採取德拉瓦州塊狀法計算之²⁷²，在一九八三年德拉瓦州最高法院作成Weinberger案判決後²⁷³，則以可比較公司法、可比較交易法及現金流折現法為主流²⁷⁴。

²⁶⁸ Robert B. Thompson, *Exit, Liquidity, and Majority Rule: Appraisal's Role in Corporate Law*, 84 GEO. L.J. 1, 14 (1995).

²⁶⁹ George S. Geis, *An Appraisal Puzzle*, 105 NW. L. REV. 1635, 1642 (2011).

²⁷⁰ 其中沿革簡介，see Charlotte K. Newell, *The Legislative Origins of Today's Appraisal Debate*, 35 DEL. LAW. 12, 13-14 (2017).

²⁷¹ DEL. CODE ANN. tit. 8, § 262(a) (2016). 關於德拉瓦州法下之股份收買請求權各要件，進一步說明請參見林建中，美國德拉瓦州法上股份收買請求權的計算方式與衍生問題，政大法學評論，137期，頁102-108，2014年6月。

²⁷² 進一步介紹，請參見劉連煜，公司合併態樣與不同意股東股份收買請求權，載：公司法理論與判決研究(四)，頁221，2006年4月。

²⁷³ Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701, 704 (Del. 1983).

²⁷⁴ 進一步介紹，請參見黃朝琮，企業併購中之股份收買請求權：功能定位與公平價格之決定，臺北大學法學論叢，107期，頁94-96，2018年9月。

不過自二〇一三年開始，德拉瓦州衡平法院開始密集採用併購交易之股份收購價格，作為股份收買之公平價格²⁷⁵，而為德拉瓦州最高法院自二〇一六年以來，以DFC案、Dell案及Aruba案三件判決，就股份收買之公平價格，表示意見。

在DFC案中，德拉瓦州最高法院雖拒絕公司的請求，而未建立以併購交易價格得以推定為公平價格之規則²⁷⁶，然肯認透過堅實的出售程序所達成之交易，其收購價格將足以表徵公平價格²⁷⁷。德拉瓦州最高法院並指出，經由市場機制運作所得之價格，其品質較運用其他鑑價技術（例如現金流折現法）所得者為佳，蓋此乃根據豐富的市場資訊，由眾人各自就股份與公司價值所為判斷而匯聚之成果，任何人均無法超越之²⁷⁸。因此，在踐行各方有機會及誘因出價競逐之公開程序，而在具有充足公開資訊，並得以輕易獲取未公開資訊下，所達成之併購交易，其收購價格將得以作為公平價格之最佳證據²⁷⁹。

在Dell案中，德拉瓦州最高法院引用ECMH，認為就公平價格之判斷而言，經過效率市場機制所得之市場價格，一般而言乃較單一分析師之觀點更為可靠的指標²⁸⁰。詳言之，若一公司之股票為多數股東持有而無控制股東、交易活動旺盛，且該公司之資訊得以輕易地廣泛於市場上流傳，該股票所存在之市場即具有半強勢效

²⁷⁵ 此部分之沿革，請參見同前註，頁97-99。

²⁷⁶ DFC Glob. Corp. v. Muirfield Value Partners, L.P., 172 A.3d 346, 364-65 (Del. 2017).

²⁷⁷ *Id.* at 366.

²⁷⁸ *Id.* at 369-70.

²⁷⁹ *Id.* at 349.

²⁸⁰ Dell, Inc. v. Magnetar Glob. Event Driven Master Fund Ltd., 177 A.3d 1, 24 (Del. 2017).

率，則眾多投資人將得以迅速消化該公司之資訊並進行股票交易，以調整其股票之市場價格，反映眾人對於該公司價值之共識²⁸¹。在此基礎上，德拉瓦州最高法院認為衡平法院忽略ECMH，指摘後者所為Dell公司之股票市場價格不足以表彰其股份的判斷有所違誤²⁸²。此外，德拉瓦州最高法院亦認為Dell公司之出售程序甚為健全，故該併購交易所約定之收購價格亦得以表彰公平價格²⁸³，而認為衡平法院之判決未考量透過市場機制所生之股票市場價格及收購價格，有所違誤而廢棄之²⁸⁴。

在Aruba案中，對於衡平法院面臨應以未受併購交易消息影響之股票市場價格（unaffected market price），或是扣除合併綜效後之收購價格（deal price less synergies）作為公平價格之抉擇時，以後者難以評估扣除項之數值為由而採用前者的見解²⁸⁵，德拉瓦州最高法院不表贊同，認為卷內事證並未顯示有應自收購價格扣除之減項存在²⁸⁶。此外，德拉瓦州最高法院並澄清指出，DFC案及Dell案之見解僅是在指出，當一股票交易活動熱絡之公開發行公司，以高於併購交易公布前之市場價格為高的價格被併購時，若其經過妥適程序而使所有有興趣出價者，均有公平可行的出價機會，因此所得之收購價格可為公平價格之有利事證，並未迫使承審法官必須採用股票市場交易價格作為公平價格之意，或是股票市場價格在任何

²⁸¹ *Id.* at 25.

²⁸² *Id.*

²⁸³ *Id.* at 31.

²⁸⁴ *Id.* at 35.

²⁸⁵ Verition Partners Master Fund Ltd. v. Aruba Networks, Inc., No. CV 11448-VCL, 2018 WL 922139, at *53 (Del. Ch. Feb. 15, 2018) (“*Aruba Trial Opinion*”).

²⁸⁶ Verition Partners Master Fund Ltd. v. Aruba Networks, Inc., 210 A.3d 128, 134 (Del. 2019).

時候均得以作為公平價格²⁸⁷；DFC案及Dell案關於效率市場之論述毋寧只是認為，當市場具有資訊效率而得以迅速消化並反應公司之公開資訊時，因此所得之股票市場價格將有助於判斷股份之內在價值²⁸⁸。從而，德拉瓦州最高法院廢棄原審判決，命其就公平價格另外裁判。

二、市場機制價格之內涵

由以上DFC案、Dell案及Aruba案之介紹，可知德拉瓦州最高法院認為，透過市場機制所形成之價格，得以作為判定公平價格的強力證據，並在其論述當中，清晰可見效率市場概念之身影。

然而，所謂市場機制價格所指為何，由DFC案及Dell案兩者觀之，其內涵並不清楚。在DFC案中，德拉瓦州最高法院的結論，固然係在肯認經過妥適程序所達成之併購交易，其「收購價格」足以表徵公平價格²⁸⁹，然在其論述過程中，卻又引用ECMH，認為「股票市場價格」為眾人智慧結晶，任何個人皆無從超越之²⁹⁰，似將「收購價格」與「股票市場價格」等同視之；Dell案則延伸自DFC案，直接引用ECMH，作為指摘廢棄下級審判決的基礎²⁹¹。由以上論述觀之，即不難理解為何Aruba案之衡平法院判決中，認為一旦將ECMH引入，德拉瓦州案例法關於公平價格之判斷，將傾向採用股票市場價格²⁹²。

然就概念上而言，「收購價格」與「股票市場價格」應屬不同

²⁸⁷ *Id.* at 135.

²⁸⁸ *Id.* at 137.

²⁸⁹ *DFC*, 172 A.3d at 366.

²⁹⁰ *Id.* at 369-70.

²⁹¹ *Dell*, 177 A.3d at 35.

²⁹² *Aruba Trial Opinion*, 2018 WL 922139, at *4.

概念，並有各自的產生機制，應予區別。

由前述說明可知，股票交易與公司出售之交易標的不同，前者係以股票為交易單位，後者則為公司整體（含資產、人員、商譽），分屬不同市場²⁹³。而就價格形成的機制而言，股票交易市場通常係透過電腦系統自動報價方式進行股票交易，自動產生成交價格²⁹⁴，公司出售則是由出售公司之董事主導，與擬出價收購之一方直接進行磋商，而有折衝商討空間²⁹⁵，從而前者乃受價（price taking）市場，交易雙方無從決定影響價格，後者則為詢價（price seeking）市場，價格係由雙方商議形成²⁹⁶，兩者有別。若由此等區別進一步觀察效率市場假說的分析對象，將可見其主要係關注於股票交易市場²⁹⁷，將之引入公司控制權市場當中，不無斟酌餘地²⁹⁸。

無論DFC案及Dell案是否有混淆股票市場價格與交易價格（以及其所存在之股票交易市場及公司控制權市場）的情況，Aruba案在指摘下級法院逕自採用未受影響之股票市場價格，而未使用扣除

²⁹³ 請參見第參、二、四部分之說明。See also Charles Korsmo & Minor Myers, *The Flawed Corporate Finance of Dell and DFC Global*, 68 EMORY L.J. 221, 268 (2018).

²⁹⁴ 賴英照，股市遊戲規則：最新證券交易法解析，頁89，2009年10月。

²⁹⁵ Dell下市收購案可資為例，該案經過請參見蔡昌憲，下市交易中利益衝突之淨化機制：從美國Dell公司收購案談起，國立臺灣大學法學論叢，44卷2期，頁539-549，2015年6月。

²⁹⁶ Brief of Law and Corporate Finance Professors as Amici Curiae in Support of Reversal, *DFC Global Corporation v. Muirfield Value Partners, L.P. et al.* (Del. 2016) No. 518, 2016, 2017 WL 182742, at *4-5 (Jan. 6, 2017).

²⁹⁷ Michael Kass, Sometimes Silence is Golden: ‘Dell Compliance’ Following Aruba III (May 25, 2019), at 9, available at <https://ssrn.com/id=3394316> (last visited: 2019.09.22).

²⁹⁸ Korsmo & Myers, *supra* note 293, at 267.

合併綜效後之收購價格時，已相當程度就兩者進行區別²⁹⁹。在 *Aruba* 案作成以後，德拉瓦州衡平法院即進一步指出收購價格是否得以作為判斷公平價格之基礎，端視該價格是否經過妥適的出售程序而生，與股票市場價格是否可採、是否具有效率，係屬二事³⁰⁰，而以不同標準，分別檢驗此兩者是否得採為公平價格之評估基礎，進一步切斷兩者間之連結。

三、效率類型之界定

DFC 案及 *Dell* 案另外一個值得關注的焦點，乃其在使用「效率」一詞時，所指涉的內涵為何。

如前所述，在效率市場假說中，效率其實可以再進一步區分為資訊效率及基礎效率，資訊若得以迅速反應於價格當中，即具有資訊效率，若因此所生之價格得以反映其內在價值，則具有基礎效率³⁰¹。

在 *DFC* 案中，德拉瓦州最高法院曾經認為，股票的市場價格與內在價值間就歷史資料而言，具有強烈連結³⁰²，此一見解並在 *Dell* 案中被再次引用，作為股票市場價格得以作為認定公平價格之依據³⁰³，似認為股票市場價格具有基礎效率。

然就先前之判例而言，德拉瓦州案例法甚早即已認為，股票市場的價格容易受到外在因素影響，而無法作為判定公平價格的可

²⁹⁹ *Aruba*, 210 A.3d at 134.

³⁰⁰ *In re Appraisal of Columbia Pipeline Grp., Inc.*, No. CV 12736-VCL, 2019 WL 3778370, at *47 (Del. Ch. Aug. 12, 2019).

³⁰¹ 請參見第貳、四、部分之說明。

³⁰² *DFC*, 172 A.3d at 370.

³⁰³ *Dell*, 177 A.3d at 24 n.113.

靠依據³⁰⁴，因此不乏有見解認為DFC案與Dell案有改變過往判例見解之意³⁰⁵。

再者，觀諸論者於經營者監督之脈絡中的討論，可知基礎效率之運用於公司法理論中已多受批評³⁰⁶，即使是在金融經濟學的領域中，主張市場價格得以反映資產之內在價值者，亦非主流見解³⁰⁷。故若DFC案及Dell案確係在主張股票市場價格具有基礎效率，不免過於激進。

對此，德拉瓦州最高法院在Aruba案中，同樣有所澄清，表示DFC案及Dell案並未肯認股票的市場價格在任何時候皆係判斷公平價格的最佳指標，而僅是認為若市場具有資訊效率而能夠迅速地反應資訊於價格當中，將得以在進行公平價格的判斷時，具有相當參考價值³⁰⁸。其並進一步指出，Dell案所指稱之效率，事實上係資訊效率，認為股票市場價格得以作為判斷公平價格之媒介（proxy），而非主張股票市場價格總是得以表彰公平價格³⁰⁹。

在Aruba案以後，德拉瓦州衡平法院後續於Stillwater案中，亦提出資訊效率與基礎效率兩者有別，並肯認無從測試於市場上交易之股票是否具有基礎效率³¹⁰。如此即衍生一個問題：若基礎效率與否無從判斷，則股票市場價格如何、是否得以用來判斷公平價格？

³⁰⁴ Chicago Corp. v. Munds, 172 A.452, 455 (Del. Ch. 1934); Rapid-Am. Corp. v. Harris, 603 A.2d 796, 806 (Del. 1992).

³⁰⁵ Korsmo & Myers, *supra* note 293, at 265; *Aruba Trial Opinion*, 2018 WL 922139, at *8.

³⁰⁶ 請參見第參、二、(三)部分之說明。

³⁰⁷ Kass, *supra* note 297, at 7. 另請參見第貳、四、部分之說明。

³⁰⁸ *Aruba*, 210 A.3d at 137.

³⁰⁹ *Id.* at 138.

³¹⁰ *In re Appraisal of Stillwater Mining Co.*, No. CV 2017-0385-JTL, 2019 WL 3943851, at *51 (Del. Ch. Aug. 21, 2019).

四、使用股票市場價格之商榷與侷限

在德拉瓦州最高法院作出DFC案及Dell案兩件判決，而有採取ECMH以股票市場作為公平價格之態勢時，論者不乏有採支持見解，認為應以股票市場價格為公平價格的最佳證據³¹¹，由反對之一方舉證推翻之³¹²；亦有認為即使肯認股票市場價格並非完美，仍為可得選項中之最佳選擇³¹³。

對此需要先行釐清者，乃公平價格之內涵。根據德拉瓦州案例法，公平價格係股東根據其持股，比例所得獲取之公司繼續營運時所具有的價值（going concern value）³¹⁴，且若為少數股東，亦不因其股份於市場交易上將被折價交易而使其公平價格同受折扣，而係將已反映於公司價值中之控制權溢價，平均分配予全部股東³¹⁵。

在此基礎上，即不難理解為何論者對於採用股票市場價格作為公平價格的作法，有所質疑。首先，在肯認公司控制權市場與股票交易市場兩者有別的前提下，後者係以個股股票為交易對象，未將股票集結時所產生之公司控制權的價值納入考量³¹⁶，從而將公司

³¹¹ Alex Peña & Brian JM Quinn, *Appraisal Confusion: The Intended and Unintended Consequences of Delaware's Nascent Pristine Deal Process Standard*, 103 MARQ. L. REV. 457, 507 (2019).

³¹² William J. Carney & Keith Sharfman, *The Death of Appraisal Arbitrage: Ending Windfalls for Deal Dissenters*, 43 DEL. J. CORP. L. 61, 91 (2018).

³¹³ Jonathan R. Macey & Joshua Mitts, *Asking the Right Question: The Statutory Right of Appraisal and Efficient Markets*, 74 BUS. LAW. 1015, 1017 (2019).

³¹⁴ *Tri-Continental Corp. v. Battye*, 74 A.2d 71, 72 (Del. 1950).

³¹⁵ 相關討論可參見黃朝琮，控制權溢價之意涵及其歸屬，交大法學評論，2期，頁145-148，2017年12月。

³¹⁶ Korsmo & Myers, *supra* note 293, at 266. 公司控制權價值所在之探討，*see* Richard A. Booth, *Discounts and Other Mysteries of Corporate Finance*, 79 CAL. L. REV. 1053, 1079 (1991).

視為一整體進行交易所需支付之對價，將高於股票交易市場中之成交價格³¹⁷。

再者，效率市場在目前普遍共識下，至多僅具有半強勢效率，而能將市場上的公開資訊反應於價格當中，然由以上經營者監督脈絡中的討論，可知市場價格無從作為評斷經營者表現的理由之一，即在於公司價值的資訊未必皆已在市場上公開³¹⁸，因此即使肯認市場價格得以正確地就資訊進行評價並反映公司控制權之價值，市場價格亦將因為此等資訊落差的存在，無法完全反映公司在繼續營運時，所將具有的價值。從而，即使是主張得以市場價格作為公平價格者，亦肯認當市場上的公開資訊與公司價值資訊具有落差時，即無從採用股票市場價格³¹⁹。此點並為德拉瓦州最高法院於DFC案所提及，而以非公開資訊之輕易可得，作為採用市場價格之前提³²⁰。

其次，ECMH固然肯認市場價格有不正常波動，交易者亦不總是理性，但總是傾向將此等變動視為異數，將在市場的長期運作中被消弭而不復存³²¹。此固然從金融經濟學的角度或有其理，然在

³¹⁷ 造成收購價格高於股票市場價格的理由，學說上有各種說法，如取得控制權時所需達到之股東願售價格較高、標的公司隱藏價值發現、經營者經營不善、股票市場價格未反映真實價值等原因。進一步的探討，see Lynn A. Stout, *Are Takeover Premiums Really Premiums? Market Price, Fair Value, and Corporate Law*, 99 YALE L.J. 1235, 1246 (1990); Reinier H. Kraakman, *Taking Discounts Seriously: The Implications of "Discounted" Share Prices as an Acquisition Motive*, 88 COLUM. L. 891, 893-901 (1988).

³¹⁸ 請參見第參、二、(三)部分之說明。

³¹⁹ Macey & Mitts, *supra* note 313, at 1038.

³²⁰ 172 A.3d at 349. 後續德拉瓦州衡平法院之討論，see *Jarden*, 2019 WL 3244085, at *29-30; *Stillwater*, 2019 WL 3943851, at *57-59.

³²¹ 請參見第貳、三、(一)、2.部分之說明。

法律實務上，法院必須就所受理的案件決定公平價格，而不因所涉公司之市場價格變動是否理性而有不同³²²，使得建構ECMH而設定之前提假設，與法院實務未完全吻合，無法為法院提供處理案件所需之所有理論基礎。

或許是基於以上考量，德拉瓦州最高法院在Aruba案中，即澄清指出，當處於地位對等而擬收購整間公司之買方，在其透過實地查核（due diligence）而取得未公開資訊，並有懇切動機收購整間公司而承擔不可分散之風險時，經過妥善程序而形成之收購價格，將較股票市場價格更足以表彰公平價格³²³，而承認股票市場價格作為公平價格有其侷限。儘管如此，德拉瓦州案例法下仍不乏有肯認市場價格得以公平價格者，惟其理由並非盲目相信股票市場價格具有基礎效率，毋寧只是認為綜合眾人評價所形成之評價，無從為任何單一個人所超越³²⁴，並認為採用股票市場價格作為公平價格，只是在缺乏精準測量資產內在價值下，衡量不同可得選項下之選擇結果³²⁵。在Stillwater案中，德拉瓦州衡平法院之Laster法官

³²² Korsmo & Myers, *supra* note 293, at 264.

³²³ *Aruba*, 210 A.3d at 138. 此等為檢驗收購價格是否得採為公平價格，而就出售過程所進行之檢驗，與德拉瓦州衡平法院就董事在公司出售之作為是否符合其受託義務所進行者相似，使得德拉瓦州案例法下之公平價格判定，具有審查董事作為之色彩，即使最終效果不在於課予董事違反受託義務之相關法律責任。See Lawrence A. Hamermesh & Michael L. Wachter, *Finding the Right Balance in Appraisal Litigation: Deal Price, Deal Process, and Synergies*, 73 BUS. LAW. 961, 982-83 (2018).

³²⁴ Leo E. Strine, Jr., *Who Bleeds When the Wolves Bite?: A Flesh-and-Blood Perspective on Hedge Fund Activism and Our Strange Corporate Governance System*, 126 YALE L.J. 1870, 1930 (2017).

³²⁵ *Stillwater*, 2019 WL 3943851, at *51. 德拉瓦州最高法院晚近並承認，以股票價格作為公平價格並不常見。See *Fir Tree Value Master Fund, LP v. Jarden Corp.*, No. 454, 2019, 2020 WL 3885166, at *1 (Del. July 9, 2020).

進一步指出，若股票市場價格之變動方向與新資訊之性質（正面消息或負面消息）相一致，且其變動的程度與新資訊之影響成比例，將可認定股票市場價格具有一定程度的基礎效率³²⁶，而可得之以作為基礎，判定股票市場價格在多大範圍內，得以作為判定公平價格之參考指標³²⁷。

在Aruba案以後，德拉瓦州衡平法院在Jarden案中，採用股票市場價格作為公平價格。於該案中，承審之Slights法官首先認為Jarden公司之出售程序未臻妥適，認為收購價格不足以作為公平價格³²⁸，再根據Jarden公司之交易量位居S&P 500所列公司中之前25%、該公司股票為分析師密切關注追蹤、該公司並無控制股東、股票價格就重大資訊有所反應而波動等，認定股票市場具有效率³²⁹，亦未見有資訊不對稱而使股票市場價格不可採之情事³³⁰，而以股票市場價格，作為Jarden公司股票之公平價格。

於Aruba案作成後，德拉瓦州衡平法院截至二〇一九年十二月三十一日止，關於公平價格之判定共就Columbia Pipeline案、Jarden案及Stillwater案作出三件裁判，而於Columbia Pipeline案及Stillwater案採用收購價格、於Jarden案採用股票市場價格。此等判決結果上之差異，並不能將之以裁判矛盾觀之，蓋根據德拉瓦州普通公司法，法官本應綜合所有相關因素，決定個案中之公平價

³²⁶ *Id.* at *52.

³²⁷ Laster法官並特別指出，基礎效率與資訊效率類似並非全有全無，而是有程度之別，因此並非僅在完全基礎效率的場合，股票市場價格才得以用來判斷公平價格。See *id.*

³²⁸ *Jarden*, 2019 WL 3244085, at *24-26.

³²⁹ *Id.* at *26-28.

³³⁰ *Id.* at *30.

格³³¹，故此等在不同個案中採用不同公平價格認定方法之現象，僅為個案裁判之結果。事實上，在Aruba案指明符合一定條件之收購價格，就公平價格的判斷將優於股票市場價格後³³²，預料後續下級法院在論述時，將必須先論證為何收購價格不可採，方得在提出理由後，採用股票市場價格作為公平價格（此亦為Jarden案之論述架構）。如此見解亦與併購交易係在實地查核後方議定收購價格之實務運作相符合，蓋標的公司未將所有決定公司價值之資訊公諸於世，毋寧方為常態。

五、舊議題之新發展

由以上討論可知，德拉瓦州案例法關於公平價格之討論中，所涉及之市場種類（股票交易市場或公司控制權市場）及效率內涵（資訊效率或基礎效率）之界定等，皆曾在不同脈絡中被提出。就此而言，德拉瓦州案例法歷經DFC案、Dell案及Aruba案之發展而肯認市場效率係以資訊效率為主軸，並藉由股票市場價格與收購價格之區辨，肯認股票交易市場與公司控制權市場兩者有別等見解，僅是既有議題之延伸應用，吾人若得以察覺其中脈絡，即可掌握其中連結。

然而，德拉瓦州案例法對於公平價格之討論，對於效率市場之法律應用仍有增益。首先，公平價格之決定涉及具體數據的判斷，與詐欺市場理論（判定證券市場價格「是否」因不實資訊而波動）、經營者監督（股票市場價格「是否」反映內在價值而得以評量經營者之表現）及內線交易基礎理論（效率市場「是否」得以作為禁止、在何種範圍內禁止內線交易之理由）等脈絡的討論相較，

³³¹ DEL. CODE ANN. tit. 8, § 262(h) (2016).

³³² *Aruba*, 210 A.3d at 138.

需要的精準度更高，而必須在缺乏量測內在價值之有效手段的現實下³³³，釐清股票市場價格與收購價格兩者，與公司控制權市場中之股份內在價值間的關係，以及如何在具體個案中，建立判斷何者更貼近股份內在價值之標準，而較以往的討論更進一步。

再者，就採用股票市場價格作為公平價格此一面向而言，Aruba案肯認股票交易市場若具有資訊效率，其價格將得以用於公平價格之判定。如此後續將面對資訊效率與基礎效率將可在多大範圍內連動、其連動程度為何等問題。對此，德拉瓦州衡平法院於Stillwater案中，提出基礎效率並非全有全無、股票市場價格可能具有部分基礎效率之見解，並以方向一致性及變動比例性，作為判定股票市場價格之基礎效率程度的指標，有其創見，其後續案例發展所生洞見，或可反饋適用於不存在收購價格，但仍須仰賴股票交易市場以探求股份內在價值之場合，值得繼續觀察與注意。

伍、結 論

本文始於金融經濟學文獻之探索，描繪效率市場概念之發展，並以併列公司法不同議題的方式，觀察此一概念之應用消長狀況。儘管不同領域的討論各自有其發展，然若將之結合，將可描繪出效率市場概念於美國公司法應用時之整體圖像。

順應金融經濟學之發展，美國公司法對於效率市場之應用漸趨謹慎，而在資訊效率與基礎效率二分的基礎上，以前者為基礎建構相關理論³³⁴，並謹慎使用基礎效率之概念，避免過度將資訊效率與基礎效率之連結視為理所當然，反生不當論述³³⁵。美國法上之

³³³ *Stillwater*, 2019 WL 3943851, at *51.

³³⁴ 請參見第參、一、(二)部分及第肆、三、部分之說明。

³³⁵ 請參見第參、二、(三)部分之說明。

討論並已觸及市場之界定與區分，避免將不同市場之價格機制混為一談，以釐清其中意涵³³⁶。此外，彼邦內線交易案例法的發展進一步揭示市場效率之追求有其成本，亦有可能退讓於其他政策目標³³⁷，吾人對此當有所警惕，避免將效率市場概念無限上綱。

我國公司法理論之近期發展深受美國法影響，於各相關領域皆有可觀之處，然未嘗見有以效率市場概念進行通盤檢視者。以詐欺市場理論為例，該理論經學說實務多年醞釀，終於在宏億案中為最高法院明文承認³³⁸，然其中並未就適用詐欺市場理論之前提要件多所闡述³³⁹，我國下級審法院即已更進一步，直接參照Halliburton II案見解，放寬效率市場理論所需之效率市場門檻³⁴⁰，此就詐欺市場理論本身而言，固與歷來學說見解呼應相符³⁴¹，值得肯定，但亦錯失在此過程中，就效率市場概念進行思考辯證的機會。

公平價格則為我國法下，另外一個可能涉及效率市場討論的脈絡，然其中緣由並非我國學說實務將效率市場運用其中，而只是因為非訟事件法第182條第2項規定上市櫃股票之公平價格得斟酌聲請時當地證券交易實際成交价格核定之，造成實務上多直接引用交易

³³⁶ 請參見第參、二、(四)部分及第肆、二、部分之說明。

³³⁷ 請參見第參、三、(三)部分之說明。

³³⁸ 最高法院104年度臺上字第225號民事判決。

³³⁹ 黃朝琮，詐欺市場理論之脈絡與發展——從Basic到Amgen，載：公司法論文集II：特殊交易型態與資訊揭露，頁213，2019年4月，2版。

³⁴⁰ 臺灣高等法院103年度金上字第4號民事判決、臺灣高等法院104年度金上字第14號民事判決。

³⁴¹ 例如邵慶平，證券訴訟上「交易因果關係」與「損害因果關係」之認定——評析高雄地院九一年重訴字第四四七號判，台灣本土法學雜誌，79期，頁58，2006年2月；張心悌，證券詐欺之因果關係與損害賠償——板橋地方法院九六年金字第二號民事判決評釋，台灣本土法學雜誌，101期，頁254，2007年12月。

市場價格，作為上市櫃公司股票之公平價格³⁴²。儘管早有論者對此提出質疑，認為我國證券交易市場在設有漲跌幅限制下，交易市場價格無法完全信賴³⁴³，但並未進一步激盪出其他討論，促成我國公平價格法制之發展。

內線交易之基礎理論雖於我國文獻上有廣泛討論與介紹，然直到晚近始有文獻由效率市場假說的角度，探討內線交易罪之保護法益³⁴⁴，有其見地。然效率市場概念對於內線交易相關討論之作用當不以此為限，透過效率市場的角度予以檢視，將可論證為何採用資訊平等理論有其弊害，而必須基於促使市場資訊流通之目的，適度限縮內線消息傳遞責任之打擊範圍³⁴⁵。至於公司控制權市場與股東賦權，我國文獻則鮮有對之詳論，遑論及於其與效率市場間之連結。

由此可見，效率市場概念本身並未在我國公司法的討論獲得重視或凸顯，僅隱身作為詐欺市場理論、經營者監督及內線交易基礎理論及股份收買公平價格之決定等相關理論之前提而存在，而在各該理論之介紹與繼受程度不一的情況下，自亦難以關注到彼此在效率市場概念下所具有之連結，殊值可惜。

實則，效率市場概念之法律探討，不僅有助於既有理論之掌握，更得以推展至其他議題的討論當中。

例如，傳統上在討論證券詐欺之損害賠償時，並未慮及投資人所得請求之損害內容，究竟是詐欺行為所造成之市場價格波動，抑

³⁴² 黃朝琮，同註274，頁130。

³⁴³ 劉連煜，同註272，頁219-220。

³⁴⁴ 惲純良，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，國立臺灣大學法學論叢，46卷2期，頁491-551，2017年6月。

³⁴⁵ 請參見第參、三、部分之說明。See also Fox, Glisten & Rauterberg, *supra* note 238, at 869-81.

或是因此所造成之內在價格損失？在東森媒體案中³⁴⁶，投資人主張控制股東在隱匿收購提案下，停止東森媒體公司之公開發行，並以低於收購價格之價格收購少數股東之持股，則該等少數股東於其中所受之損害，究竟是喪失透過公開市場出售股份所生之流通性損失，而只能請求東森媒體公司若未停止公開發行，少數股東「於公開市場可得出售價格」與「停止公開發行後之實際出售價格」之落差？或是少數股東得以主張「收購價格」與「停止公開發行後之實際出售價格」之落差？其中即涉及資訊效率與基礎效率，以及股票市場價格與收購價格等觀念之思辨與應用³⁴⁷。

又例如我國實務在認定內線交易之犯罪所得時，有認為「因內線交易罪係以犯罪所得金額達一億元以上，作為加重處罰之要件，則前揭立法理由所稱『消息公開後價格漲跌之變化幅度之差額』，應與計算內線交易犯罪所得有重要關係，且必須該股票價格之變動與該重大消息之公開，其間具有相當因果關聯為必要。若該股票價格之漲跌變動係基於其他經濟上或非經濟上因素所導致，而與該重大消息之公開並無相當因果關聯者，即不能以該漲跌變動後之股票價格，作為計算內線交易犯罪所得之依據」³⁴⁸，觸及效率市場中之資訊效率及雜訊交易等概念，如能在此等問題意識下檢視相關討論，或能有新的啟發。

³⁴⁶ 此案涉及一系列判決，其中與此處主題相關者，有臺灣高等法院102年度金上字第11號民事判決及臺灣高等法院104年度金上更(一)字第5號民事判決。

³⁴⁷ 進一步討論，請參見黃朝琮，停止公開發行之法律責任——東森媒體案評述，法遵與治理，2期，頁97-111，2020年2月。

³⁴⁸ 最高法院101年度臺上字第1857號刑事判決。關於內線交易犯罪所得之探討，請參見賴英照，犯罪所得的奇幻旅程，財金法學研究，2卷4期，頁451-483，2019年12月。

由此可見，效率市場作為法學概念，誠有進一步發展與探討之必要，本文藉由美國法資料的梳理提出一己觀察，期有助於我國法相關討論之推進。



元照出版提供 請勿公開散布

參考文獻

一、中文

1. 邵慶平，證券訴訟上「交易因果關係」與「損害因果關係」之認定——評析高雄地院九一年重訴字第四四七號判決，台灣本土法學雜誌，79期，頁47-66，2006年2月。(Ching-Ping Shao, *The Determination of “Transaction Causation” and “Loss Causation”—A Critique on the Decision of Kaohsiung District Court 2002 Chung-Sue-Tze No. 447*, 79 TAIWAN LAW JOURNAL, 47-66 (2006).)
2. 林建中，從證券法觀點觀察強制公開揭露理論的界線與替代模型，科技法學評論，10卷2期，頁73-109，2013年12月。(Chien-Chung Lin, *Boundary of Mandatory Disclosure in Securities Law and Its Alternatives: A Perspective*, 10(2) TECHNOLOGY LAW REVIEW, 73-109 (2013).)
3. 林建中，美國德拉瓦州法上股份收買請求權的計算方式與衍生問題，政大法學評論，137期，頁99-150，2014年6月。(Chien-Chung Lin, *Delaware’s Shareholder Appraisal Right: Calculation and Issues*, 137 CHENGCHI LAW REVIEW, 99-150 (2014).)
4. 張永健，物權法之經濟分析——所有權（第一冊），2015年9月。(Yun-Chien Chang, *Economic Analysis of Property Law—Volume I: Ownership* (2015).)
5. 張心悌，證券詐欺之因果關係與損害賠償——板橋地方法院九六年金字第二號民事判決評釋，台灣本土法學雜誌，101期，頁251-258，2007年12月。(Hsin-Ti Chang, *The Causation and Damage Compensation in Securities Fraud—A Critique on the Civil Decision of Ban Chao District Court 2007 Jin-Tze No. 2*, 101 TAIWAN LAW JOURNAL, 251-258 (2007).)
6. 黃朝琮，控制權溢價之意涵及其歸屬，交大法學評論，2期，頁127-170，2017年12月。(Chao-Tsung Huang, *Components of Control Premium and Its Allocation*, 2 NCTU LAW REVIEW, 127-170 (2017).)
7. 黃朝琮，企業併購中之股份收買請求權：功能定位與公平價格之決定，臺北大學法學論叢，107期，頁63-164，2018年9月。(Chao-Tsung Huang,

- Appraisal in M&A: Its Function and Determination of Fair Value*, 107 TAIPEI UNIVERSITY LAW REVIEW, 63-164 (2018).)
8. 黃朝琮，併購交易保護措施之司法審查，載：公司法論文集I：受託義務理論與應用，頁359-384，2版，2019年4月。(Chao-Tsung Huang, *Judicial Scrutiny of Deal Protective Measures*, in: CORPORATE LAW ESSAYS I: THE THEORY AND APPLICATION OF FIDUCIARY DUTY, 2d ed. 359-384 (2019).)
 9. 黃朝琮，非合意收購法制芻議，載：公司法論文集II：特殊交易型態與資訊揭露，頁1-76，2版，2019年4月。(Chao-Tsung Huang, *On Regulating Unsolicited Takeover*, in: CORPORATE LAW ESSAYS II: UNIQUE DEAL STRUCTURES AND INFORMATION DISCLOSURE, 2d ed. 1-76 (2019).)
 10. 黃朝琮，詐欺市場理論之脈絡與發展——從Basic到Amgen，載：公司法論文集II：特殊交易型態與資訊揭露，頁189-216，2版，2019年4月。(Chao-Tsung Huang, *Fraud-on-the-Market in the US—From Basic to Amgen*, in: CORPORATE LAW ESSAYS II: UNIQUE DEAL STRUCTURES AND INFORMATION DISCLOSURE, 2d ed. 180-216 (2019).)
 11. 黃朝琮，詐欺市場理論中之效率市場及價格衝擊，載：公司法論文集II：特殊交易型態與資訊揭露，頁217-248，2版，2019年4月。(Chao-Tsung Huang, *The Efficient Market and Price Impact in the Fraud-on-the-Market Theory*, in: CORPORATE LAW ESSAYS II: UNIQUE DEAL STRUCTURES AND INFORMATION DISCLOSURE, 2d ed. 217-248 (2019).)
 12. 黃朝琮，事件研究法於證券詐欺訴訟之應用，載：公司法論文集II：特殊交易型態與資訊揭露，頁249-289，2版，2019年4月。(Chao-Tsung Huang, *The Application of Event Study in Securities Fraud Litigation*, in: CORPORATE LAW ESSAYS II: UNIQUE DEAL STRUCTURES AND INFORMATION DISCLOSURE, 2d ed. 249-280 (2019).)
 13. 黃朝琮，TGS案之資訊平等理論，載：公司法論文集II：特殊交易型態與資訊揭露，頁381-405，2版，2019年4月。(Chao-Tsung Huang, *The Equal Access Theory in TGS*, in: CORPORATE LAW ESSAYS II: UNIQUE DEAL STRUCTURES AND INFORMATION DISCLOSURE, 2d ed. 381-405 (2019).)
 14. 黃朝琮，停止公開發行之法律責任——東森媒體案評述，法遵與治理，2

- 期，頁97-111，2020年2月。(Chao-Tsung Huang, *Delisting's Legal Liability—Comments on EHome Cases*, 2 JOURNAL OF COMPLIANCE AND GOVERNANCE, 97-111 (2020).)
15. 惲純良，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，國立臺灣大學法學論叢，46卷2期，頁491-551，2017年6月。(Chun-Liang Yun, *To Explore the Protected Legal Interests by Insider Trading Prohibition: Focus on Efficient Capital Market Hypothesis and Capital Asset Pricing Model*, 46(2) NATIONAL TAIWAN UNIVERSITY LAW JOURNAL, 491-551 (2017).)
16. 劉連煜，公司合併態樣與不同意股東股份收買請求權，載：公司法理論與判決研究(四)，頁204-226，2006年4月。(Len-Yu, Liu, *Corporate Merger and Dissenting Shareholders' Appraisal Right*, in: A STUDY OF CORPORATE LAW THEORIES AND CASES IV, 204-226 (2006).)
17. 蔡昌憲，下市交易中利益衝突之淨化機制：從美國Dell公司收購案談起，國立臺灣大學法學論叢，44卷2期，頁533-597，2015年6月。(Chang-Hsien Tsai, *Cleansing Devices for Conflicts of Interest Underlying Going-Private Transactions: A Commentary on the Management Buyout of Dell Inc.*, 44(2) NATIONAL TAIWAN UNIVERSITY LAW JOURNAL, 533-597 (2015).)
18. 賴英照，股市遊戲規則：最新證券交易法解析，2009年10月。(In-Jaw Lai, *Stock Market Game Rules: An Analysis of the Latest Securities Regulation* (2009).)
19. 賴英照，誰怕內線交易，2017年10月。(In-Jaw Lai, *Who Fears Insider Trading* (2017).)
20. 賴英照，橫看從寬側從嚴——美國證券詐欺民事責任的司法論辯，臺灣財經法學論叢，1卷1期，頁1-98，2019年1月。(In-Jaw Lai, *Liable or Not Liable — Judicial Debates over the Civil Liabilities Under Section 10(b) of the U.S. Securities Exchange Act*, 1(1) TAIWAN FINANCIAL AND ECONOMIC LAW REVIEW, 1-98 (2019).)
21. 賴英照，犯罪所得的奇幻旅程，財金法學研究，2卷4期，頁451-483，2019年12月。(In-Jaw Lai, *Long and Winding Road: The Gain Computation of Insider Trading*, 2(4) THE FINANCIAL LAW REVIEW, 451-483 (2019).)

二、外 文

1. Anderson, John P. (2018), *INSIDER TRADING: LAW, ETHICS, AND REFORM*, Cambridge, UK: Cambridge University Express.
2. Armour, John & Cheffins, Brian, *The Origins of the Market for Corporate Control*, 2014 U. ILL. L. REV. 1835 (2014).
3. Armour, John & Cheffins, Brian, *Stock Market Prices and the Market for Corporate Control*, 2016 U. ILL. L. REV. 761 (2016).
4. Awrey, Dan, *The Mechanism of Derivatives Market Efficiency*, 91 N.Y.U. L. REV. 1104 (2016).
5. Awrey Dan, Clarke, Blanaid & Griffith, Sean. J., *Resolving the Crisis in U.S. Merger Regulation: A Transatlantic Alternative to the Perpetual Litigation Machine*, 35 YALE J. ON REG. 1 (2018).
6. Ayres, Ian, *Back to Basics: Regulating How Corporations Speak to the Market*, 77 VA. L. REV. 945 (1991).
7. Bainbridge, Stephen. M., *The Insider Trading Prohibition: A Legal and Economic Enigma*, 38 U. FLA. L. REV. 35 (1986).
8. Bainbridge, Stephen. M. (2013), *An Overview of Insider Trading Law and Policy: An Introduction to the Research Handbook on Insider Trading*, in Stephen M. Bainbridge ed., *RESEARCH HANDBOOK ON INSIDER TRADING*. (Cheltenham: Edward Elgar).
9. Bainbridge, Stephen. M., *Equal Access to Information: The Fraud at the Heart of Texas Gulf Sulphur*, 71 SMU L. REV. 643 (2018).
10. Beaver, William H., *Market Efficiency*, 56 ACCT. REV. 23 (1981).
11. Bebchuk, Lucian A., *The Case for Facilitating Competing Tender Offers*, 95 HARV. L. REV. 1028 (1982).
12. Bebchuk, Lucian A., *Federalism and the Corporation: The Desirable Limits on State Competition in Corporate Law*, 105 HARV. L. REV. 1435 (1992).
13. Bebchuk, Lucian A., *The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers*, 69 U. CHI. L. REV. 973 (2002).
14. Bebchuk, Lucian A., *The Case for Shareholder Access to the Ballot*, 59 BUS. LAW.

- 43 (2003).
15. Bebchuk, Lucian A., *The Case for Increasing Shareholder Power*, 118 HARV. L. REV. 833 (2005).
16. Bebchuk, Lucian A., *The Myth of the Shareholder Franchise*, 93 VA. L. REV. 675 (2007).
17. Bebchuk, Lucian A., *The Myth That Insulating Boards Serves Long-Term Value*, 113 COLUM. L. REV. 1637 (2013).
18. Bebchuk, Lucian A., Coates, John C. IV & Subramanian, Guhan, *The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy*, 54 STAN. L. REV. 887 (2002).
19. Bebchuk, Lucian A. & Kahan, Marcel, *A Framework for Analyzing Legal Policy Towards Proxy Contests*, 78 CAL. L. REV. 1073 (1990).
20. Bebchuk, Lucian A. & Ferrel, Allen, *Rethinking Basic*, 69 BUS. LAW. 671 (2014).
21. Bhagat, Sanjai & Romano, Roberta, *Event Studies and the Law: Part II: Empirical Studies of Corporate Law*, 4 AM. L. & ECON. REV. 380 (2002).
22. Black, Fischer, *Noise*, 41 J. FIN. 529 (1986).
23. Black, Barbara, *Behavioral Economics and Investor Protection: Reasonable Investors, Efficient Markets*, 44 LOY. U. CHI. L.J. 1493 (2013).
24. Booth, Richard A., *Discounts and Other Mysteries of Corporate Finance*, 79 CAL. L. REV. 1053 (1991).
25. Bratton, William W. & Sepe, Simone M., *Corporate Law and the Myth of Efficient Market Control*, 105 CORNELL L. REV. 675 (2020).
25. Bratton, William W. & Wachter, Michael L., *The Case Against Shareholder Empowerment*, 158 U. PENN. L. REV. 653 (2010).
26. Bratton, William W. & Wachter, Michael L., *Shareholders and Social Welfare*, 36 SEATTLE U. L. REV. 489 (2013).
27. Brav, Alon & Heaton, J. B., *Market Indeterminacy*, 28 J. CORP. L. 517 (2003).
28. Brudney, Victor, *Insiders, Outsiders, and Informational Advantages Under the Federal Securities Laws*, 93 HARV. L. REV. 322 (1979).
29. Campbell, John Y., *Asset Pricing at the Millennium*, 55 J. FIN. 1515 (2000).

30. Carlton, Dennis W. & Fischel, Daniel R., *The Regulation of Insider Trading*, 35 STAN L. REV. 857 (1983).
31. Carney, William J., *Signalling and Causation in Insider Trading*, 36 CATH. U. L. REV. 863 (1987).
32. Carney, William J. & Heimendinger, Myth, *Appraising the Nonexistent: The Delaware Courts' Struggle with Control Premiums*, 152 U. PA. L. REV. 845 (2003).
33. Carney, William J. & Sharfman, Keith, *The Death of Appraisal Arbitrage: Ending Windfalls for Deal Dissenters*, 43 DEL. J. CORP. L. 61 (2018).
34. Coffee, John C., Jr., *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, 84 COLUM. L. REV. 1145 (1984).
35. Coffee, John C., Jr., *Mapping the Future of Insider Trading Law: Of Boundaries, Gaps, and Strategies*, 2013 COLUM. BUS. L. REV. 281 (2013).
36. Colombo, Ronald J., *Tipping the Scales Against Insider Trading: Adopting a Presumption of Personal Benefit to Clarify Dirks*, 45 HOFSTRA L. REV. 117 (2016).
37. Cornell, Bradford & Haut, John, *How Efficient Is Sufficient: Applying the Concept of Market Efficiency in Litigation*, 74 BUS. LAW. 417 (2019).
38. Cox, James D., *Insider Trading and Contracting: A Critical Response to the "Chicago School"*, 1986 DUKE L.J. 628 (1986).
39. Cunningham, Lawrence A., *From Random Walks to Chaotic Crashes: The Linear Genealogy of the Efficient Capital Market Hypothesis*, 62 GEO. WASH. L. REV. 546 (1994).
40. Degutis, Augustas & Novickytė, Lina, *The Efficient Market Hypothesis: A Critical Review of Literature and Methodology*, 93(2) EKONOMIKA 7 (2014).
41. DeLong, J. Bradford, Shleifer, Andrei, Summers Lawrence H. & Waldmann, Robert J., *Noise Trader Risk in Financial Markets*, 98 J. POL. ECON. 703 (1990).
42. DeLong, J. Bradford, Shleifer, Andrei, Summers, Lawrence H. & Waldmann, Robert J., *The Survival of Noise Traders in Financial Markets*, 64 J. BUS. 1 (1991).
43. Dent, George W., Jr., *Why Legalized Insider Trading Would Be a Disaster*, 38

- DEL. J. CORP. L. 247 (2013).
44. Diamond, Douglas W. & Verrecchia, Robert E., *Information Aggregation in a Noisy Rational Expectations Economy*, 9 J. FIN. ECON. 221 (1981).
45. Dunbar, Frederick C. & Heller, Dana, *Fraud on the Market Meets Behavioral Finance*, 31 DEL. J. CORP. L. 455 (2006).
46. Easterbrook, Frank H. & Fischel, Daniel R., *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, 94 HARV. L. REV. 1161 (1981).
47. Easterbrook, Frank H., *Insider Trading, Secret Agents, Evidentiary Privileges, and the Production of Information*, 1981 SUP. CT. REV. 309 (1981).
48. Fama, Eugene F., *Random Walks in Stock Market Price*, 21 FIN. AN. J. 55 (1965).
49. Fama, Eugene F., *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, 25 J. FIN. 383 (1970).
50. Fama, Eugene F., *Efficient Capital Market II*, 46 J. FIN. 1575 (1991).
51. Fama, Eugene F., *Two Pillars of Asset Pricing*, 104 AM. ECON. REV. 1467 (2014).
52. Fama, Eugene F. & Jensen, Michael C., *Agency Problems and Residual Claims*, 26 J.L. & ECON. 327 (1983).
53. Fama, Eugene F. & Jensen, Michael C., *Separation of Ownership and Control*, 26 J.L. & ECON. 301 (1983).
54. Fama, Eugene F. & French, Kenneth F., *Disagreement, Tastes, and Asset Prices*, 83 J. FIN. ECON. 667 (2007).
55. Fisch, Jill E., *Start Making Sense: An Analysis and Proposal for Insider Trading Regulation*, 26 GA. L. REV. 179 (1991).
56. Fisch, Jill E., *Picking a Winner*, 20 J. CORP. L. 451 (1995).
57. Fisch, Jill E., *Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy*, 31 J. CORP. L. 637 (2006).
58. Fisch, Jill E., *The Trouble with Basic: Price Distortion After Halliburton*, 90 WASH. U. L. REV. 895 (2013).
59. Fisch, Jill E., *The Future of Price Distortion in Federal Securities Fraud Litigation*, 10 DUKE J. CONST. L. & PUB. POL'Y 87 (2015).
60. Fisch, Jill E., *Constructive Ambiguity and Judicial Development of Insider*

- Trading*, 71 SMU L. REV. 749 (2018).
61. Fisch, Jill E., Gelbach, Jonah B. & Klick, Jonathan, *The Logic and Limits of Event Studies in Securities Fraud Litigation*, 96 TEX. L. REV. 553 (2018).
62. Fisch, Jill E. & Sale, Hillary A., *The Securities Analyst as Agent: Rethinking the Regulation of Analysts*, 88 IOWA L. REV. 1035 (2003).
63. Fischel, Daniel R., *Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases Involving Actively Traded Securities*, 38 BUS. LAW. 1 (1982).
64. Fischel, Daniel R., *Efficient Capital Markets, the Crash, and the Fraud on the Market Theory*, 74 CORNELL L. REV. 907 (1989).
65. Fox, Merrit B., Glosten, Lawrence R. & Rauterberg, Gabriel V., *Informed Trading and Its Regulation*, 43 J. CORP. LAW. 817 (2018).
66. Gavious, Arieh & Kedar-Levy, Haim, *The Speed of Stock Price Discovery*, 22 J. FIN. INTERMEDIATION 245 (2013).
67. Geis, George S., *An Appraisal Puzzle*, 105 NW. L. REV. 1635 (2011).
68. Gilson, Ronald J., *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*, 33 STAN. L. REV. 819 (1981).
69. Gilson, Ronald J. & Kraakman, Reinier H., *The Mechanisms of Market Efficiency*, 70 VA. L. REV. 549 (1984).
70. Gilson, Ronald J. & Kraakman, Reinier H., *The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias*, 28 J. CORP. L. 715 (2003).
71. Gilson, Ronald J. & Kraakman, Reinier H., *Market Efficiency After the Financial Crisis: It's Still a Matter of Information Costs*, 100 VA. L. REV. 313 (2014).
72. Gordon, Jeffrey N. & Kornhauser, Lewis A., *Efficient Markets, Costly Information, and Securities Research*, 60 N.Y.U. L. REV. 761 (1985).
73. Gordon, Jeffrey N., *"Just Say Never?" Poison Pills, Deadhand Pills, and Shareholder-Adopted Bylaws: An Essay for Warren Buffett*, 19 CARDOZO L. REV. 511 (1997).
74. Gordon, Jeffrey N., *The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices*, 59 STAN. L. REV. 1465 (2007).

75. Goshen, Zohar & Parchomovsky, Gideon, *On Insider Trading, Markets, and “Negative” Property Rights in Information*, 87 VA. L. REV. 1229 (2001).
76. Gromb, Denis & Vayanos, Dimitri, *Limits of Arbitrage*, 2 ANN. REV. FIN. ECON. 251 (2010).
77. Grossman, Sanford J. & Stiglitz, Joseph E., *On the Impossibility of Informationally Efficient Market*, 70 AM. ECON. REV. 393 (1980).
78. Haerberle, Kevin, *Stock-Market Law and the Accuracy of Public Companies’ Stock Prices*, 2015 COLUM. BUS. L. REV. 121 (2015).
79. Haft, Robert J., *The Effect of Insider Trading Rules on the Internal Efficiency of the Large Corporation*, 80 MICH. L. REV. 1051 (1982).
80. Hamermesh, Lawrence A. & Wachter, Michael L., *Finding the Right Balance in Appraisal Litigation: Deal Price, Deal Process, and Synergies*, 73 BUS. LAW. 961 (2018).
81. Hansmann, Henry & Kraakman, Reinier H., *The End of History for Corporate Law*, 89 GEO. L.J. 439 (2001).
82. Heaton, J. B., *Kill Cammer: Securities Litigation Without Junk Science*, 11 WM. & MARY BUS. L. REV. 417 (2020).
83. Heller, Harry, *Chiarella, SEC Rule 14e-3 and Dirks: “Fairness” Versus Economic Theory*, 37 BUS. LAW. 517 (1982).
84. Hirshleifer, David A., *Investor Psychology and Asset Prices*, 56 J. FIN. 1533 (2001).
85. Hirshleifer, David A., *Behavioral Finance*, 7 ANN. REV. FIN. ECON. 133 (2015).
86. Itoa, Mikio, Noda, Akihiko & Wada, Tatsuma, *The Evolution of Stock Market Efficiency in the US: A non-Bayesian Time-Varying Model Approach*, 48 APPLIED ECON. 621 (2016).
87. Jensen, Michael C. & Meckling, William H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305 (1976).
88. Kahan, Marcel, *Securities Laws and the Social Costs of “Inaccurate” Stock Prices*, 41 DUKE L.J. 977 (1992).
89. Keynes, John Maynard (1965), *THE GENERAL THEORY OF EMPLOYMENT*,

- INTEREST, AND MONEY, New York: Harcourt, Brace & World.
- 90.Korsmo, Charles R., *Market Efficiency and Fraud on the Market: The Danger of Halliburton*, 18 LEWIS & CLARK L. REV. 827 (2014).
- 91.Korsmo, Charles & Myers, Minor, *The Flawed Corporate Finance of Dell and DFC Global*, 68 EMORY L.J. 221 (2018).
- 92.Kraakman, Reinier H., *Taking Discounts Seriously: The Implications of “Discounted” Share Prices as an Acquisition Motive*, 88 COLUM. L. 891 (1988).
- 93.Langevoort, Donald C., *Theories, Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited*, 140 U. PENN. L. REV. 851 (1992).
- 94.Langevoort, Donald C., *Taming the Animal Spirits of the Stock Markets: A Behavioral Approach to Securities Regulation*, 97 NW. U. L. REV. 135 (2002).
- 95.Langevoort, Donald C., *Basic at Twenty: Rethinking Fraud on the Market*, 2009 WIS. L. REV. 151 (2009).
- 96.Langevoort, Donald C., *Judgment Day for Fraud-on-the-Market: Reflections on Amgen and the Second Coming of Halliburton*, 57 ARIZ. L. REV. 37 (2015).
- 97.Langevoort, Donald C. (2016), *SELLING HOPE, SELLING RISK: CORPORATIONS, WALL STREET, AND THE DILEMMAS OF INVESTOR PROTECTION*, New York: Oxford University Press.
- 98.Leebron, David W., *Games Corporations Play: A Theory of Tender Offers*, 61 N.Y.U. L. REV. 153 (1986).
- 99.Lev, Baruch & de Villiers, Meiring, *Stock Prices and 10B-5 Damages: A Legal, Economic, and Policy Analysis*, 47 STAN. L. REV. 7 (1994).
- 100.Levmore, Saul, *Securities and Secrets: Insider Trading and the Las of Contracts*, 68 VA. L. REV. 117 (1982).
- 101.Lipton, Martin & Rowe, Paul K., *Pills, Polls and Professors: A Reply to Professor Gilson*, 27 DEL. J. CORP. L. 1 (2002).
- 102.Lo, Andrew W. (2014), *ADAPTIVE MARKET*, New Jersey: Princeton University Press.
- 103.Lorie, James H., *Insider Trading: Rule 10b-5, Disclosure, and Corporate Privacy: A Comment*, 9 J. LEGAL STUD. 819 (1980).

- 104Lowenstein, Louis, *Pruning Deadwood in Hostile Takeovers: A Proposal for Legislation*, 83 COLUM. L. REV. 249 (1983).
- 105Macey, Jonathan R., *From Fairness to Contract: The New Direction of the Rules Against Insider Trading*, 13 HOFSTRA L. REV. 9 (1984).
- 106Macey, Jonathan R. & Miller, Geoffrey P., *Good Finance, Bad Economics: An Analysis of the Fraud on the Market Theory*, 42 STAN. L. REV. 1059 (1990).
- 107Macey, Jonathan R. & Miller, Geoffrey P., *The Fraud-on-the-Market Theory Revisited*, 77 VA. L. REV. 1001 (1991).
- 108Macey, Jonathan R. & Mitts, Joshua, *Asking the Right Question: The Statutory Right of Appraisal and Efficient Markets*, 74 BUS. LAW. 1015 (2019).
- 109Malkiel, Burton G., *The Efficient Market Hypothesis and Its Critics*, 17 J. ECON. PERSP. 59 (2003).
- 110Malkiel, Burton G. (2012), *The Efficient-Market Hypothesis and the Financial Crisis*, in Alan Blinder, Andrew Lo & Robert Solow eds., *RETHINKING THE FINANCIAL CRISIS*. (NY: Russell Sage Foundation).
- 111Manne, Henry G., *Some Theoretical Aspects of Share Voting: An Essay in Honor of Adolf A. Berle*, 64 COLUM. L. REV. 1427 (1964).
- 112Manne, Henry G., *Mergers and the Market for Corporate Control*, 73 J. POL. ECON. 110 (1965).
- 113Manne, Henry G. (1966), *INSIDER TRADING AND THE STOCK MARKET*, New York: The Free Press.
- 114Manne, Henry G., *Insider Trading and the Law Professors*, 23 VAND. L. REV. 547 (1970).
- 115Merton, Robert C. (1987), *On the Current State of the Stock Market Rationality Hypothesis*, in Stanley Fischer, John Bossons & Rudiger Dornbusch eds., *MACROECONOMICS AND FINANCE: ESSAYS IN HONOR OF FRANCO MODIGLIANI*. (Cambridge, MA: MIT Press).
- 116Millon, David, *State Takeover Laws: A Rebirth of Corporation Law?*, 45 WASH. & LEE L. REV. 903 (1988).
- 117Millon, David, *Radical Shareholder Primacy*, 10 U. ST. THOMAS L.J. 1013 (2013).

- 118Newell, Charlotte K., *The Legislative Origins of Today's Appraisal Debate*, 35 DEL. LAW. 12 (2017).
- 119Padilla, Alexandre (2013), *Insider Trading: What Is Seen and What Is Not Seen*, in Stephen M. Bainbridge ed., RESEARCH HANDBOOK ON INSIDER TRADING. (Cheltenham: Edward Elgar).
- 120Peña, Alex & Quinn, Brian JM, *Appraisal Confusion: The Intended and Unintended Consequences of Delaware's Nascent Pristine Deal Process Standard*, 103 MARQ. L. REV. 457 (2019).
- 121Pritchard, Adam C., *Dirks and the Genesis of Personal Benefit*, 68 SMU L. REV. 857 (2015).
- 122Rapp, Geoffrey Christopher, *Proving Markets Inefficient: The Variability of Federal Court Decisions on Market Efficiency in Cammer v. Bloom and Its Progeny*, 10 U. MIAMI BUS. L. REV. 303 (2002).
- 123Ribstein, Larry E., *Fraud on a Noisy Market*, 10 LEWIS & CLARK L. REV. 137 (2006).
- 124Roll, Richard, *A Critique of the Asset Pricing Theory's Tests*, 4 J. FIN. ECON. 129 (1977).
- 125Samuelson, Paul A., *Proof That Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly*, 6 INDUS. MGMT. REV. 41 (1965).
- 126Shiller, Robert J. (1993), *Fashions, Fads and Bubbles in Financial Markets*, in John C. Coffee, Jr., Louis Lowenstein & Susan Rose-Ackerman eds., KNIGHTS, RAIDERS AND TARGETS: THE IMPACT OF THE HOSTILE TAKEOVER. (NY: Oxford University Press).
- 127Shiller, Robert J., *We'll Share the Honors, and Agree to Disagree*, N.Y. TIMES, Oct. 27 (2013).
- 128Shiller, Robert J., *Speculative Asset Price*, 104 AM. ECON. REV. 1486 (2014).
- 129Shiller, Robert J. (2015), IRRATIONAL EXUBERANCE (3d ed.), Princeton: Princeton University Press.
- 130Shleifer, Andrei & Summers, Lawrence, *The Noise Trader Approach to Finance*, 4 J. ECON. PERSP. 19 (1990).

131. Shubik, Martin (1988), *Corporate Control, Efficient Market, and the Public Good*, in John C. Coffee, Louis Lowenstein & Susan Rose-Ackerman eds., *KNIGHTS, RAIDERS, AND TARGETS: THE IMPACT OF THE HOSTILE TAKEOVER*. (NY: Oxford University Press).
132. Stiglitz, Joseph E., *The Allocation Role of the Stock Market: Pareto Optimality and Competition*, 36 J. FIN. 235 (1981).
133. Stout, Lynn A., *The Unimportance of Being Efficient: An Economic Analysis of Stock Market Pricing and Securities Regulation*, 87 MICH. L. REV. 613 (1988).
134. Stout, Lynn A., *Are Takeover Premiums Really Premiums? Market Price, Fair Value, and Corporate Law*, 99 YALE L.J. 1235 (1990).
135. Stout, Lynn A., *Are Stock Markets Costly Casinos? Disagreement, Market Failure, and Securities Regulation*, 81 VA. L. REV. 611 (1995).
136. Stout, Lynn A., *The Mechanisms of Market Inefficiency: An Introduction to the New Finance*, 28 J. CORP. L. 635 (2003).
137. Stout, Lynn A., *Share Price as a Poor Criterion for Good Corporate Law*, 3 BERKELEY BUS. L.J. 43 (2005).
138. Stout, Lynn A., *The Corporation as Time Machine: Intergenerational Equity, Intergenerational Efficiency, and the Corporate Form*, 38 SEATTLE U. L. REV. 685 (2015).
139. Strine, Leo E., Jr., *Who Bleeds When the Wolves Bite?: A Flesh-and-Blood Perspective on Hedge Fund Activism and Our Strange Corporate Governance System*, 126 YALE L.J. 1870 (2017).
140. Subramanian, Guhan, *The Drivers of Market Efficiency in Revlon Transactions*, 28 J. CORP. L. 691 (2003).
141. Thompson, Robert B., *Exit, Liquidity, and Majority Rule: Appraisal's Role in Corporate Law*, 84 GEO. L.J. 1 (1995).
142. Thompson, Robert B. & Edelman, Paul H., *Corporate Voting*, 62 VAND. L. REV. 129 (2009).
143. Tobin, James, *On the Efficiency of the Financial System*, 153 LLOYDS BANK REV. 1 (1984).

- 144Trole, Jean, *Asset Bubbles and Overlapping Generations*, 5 *ECONOMETRICA* 1071 (1985).
- 145Trueman, Brett, *A Theory of Noise Trading in Securities Markets*, 43 *J. FIN.* 83 (1988).
- 146Verstein, Andrew, *Wrong-Termism, Right-Termism, and the Liability Structure of Investor Time Horizons*, 41 *SEATTLE U. L. REV.* 577 (2018).
- 147Vives, Xavier, *On the Possibility of Informationally Efficient Market*, 12 *J. EUR. ECON. ASS'N* 1200 (2014).
- 148Wang, William K. S., *Some Arguments That the Stock Market Is Not Efficient*, 19 *U.C. DAVIS L. REV.* 341 (1986).
- 149Wu, Hsiu-Kwang, *An Economist Looks at Section 16 of the Securities Exchange Act of 1934*, 68 *COLUM. L. REV.* 260 (1968).
- 150Yadav, Yesha, *Insider Trading and Market Structure*, 63 *UCLA L. REV.* 968 (2016).

元照出版提供 請勿公開散布

The Application of Efficient Market Under the U.S. Corporate Law

Chao-Tsung Huang^{*}

Abstract

As corporate is deemed an economic organization, the theory of corporate law is deeply affected by economics — especially the concept of efficient market. In order to observe the application of efficient market in the corporate law, this article explores the development of efficient capital market hypothesis (the “ECMH”) to depict the ideal of efficient market, its implications, and limitations. Using fraud on the market theory, scrutiny of management, and insider trading theory as examples, this article observes the application of efficient market in the U.S. corporate law, concluding that the concept of efficient market should be cautiously applied. Based on the above observations, this article further extends its exploration to the determination of fair price. As of now, few discussions about the application of efficient market exist in Taiwan. While such insufficiency allows the corporate law theory in Taiwan to avoid the overextension of efficient market, the opportunity for examination and the insights from such examination is lost as a result.

^{*} Partner, Chen & Lin Attorneys-at-Law; LL.M. University of Pennsylvania.
Received: January 6, 2020; accepted: May 16, 2020

Keywords: Efficient Capital Market Hypothesis, Informational Efficiency, Fundamental Efficiency, Fraud on the Market Theory, Shareholder Empowerment, Insider Trading Theory, Fair Price

