《歐美研究》第三十九卷第四期 (民國九十八年十二月)，713-767
http://euramerica.ea.sinica.edu.tw/

論 *Dura Pharmaceuticals v. Broudo*：美國證券詐欺因果關係要件之再建構與對我國證券交易法制之啟示*

陳俊仁
國立成功大學法律學系
70101 台南市大學路一號
E-mail: chenc4@mail.ncku.edu.tw

摘 要

證券詐欺規範，除對受害投資人提供救濟外，亦可嚇阻證券詐欺之發生，更關乎證券市場健全與投資人信心；各國證券詐欺法制，皆致力尋求「行為人責任」與「投資人保護」之均衡。美國證券詐欺之信賴要件與損失因果關係要件，即著眼於此。美國判例法於採行效率市場假說與對市場詐欺理論後，呈現由「信賴要件推定」朝向「損失因果關係要件推定」發展之趨勢，此將使其失去調和功能外，亦使證券詐欺理論產生概念的混淆。美國聯邦最高法院 *Dura* 一案，有效導正此發展趨勢，於美國證券交易法制，影響深遠；此亦為我國證券交易法制，帶來借鏡攻錯之參考。

關鍵詞： 證券詐欺、因果關係、信賴、交易因果關係、損失因果關係

投稿日期：97.11.27；接受刊登日期：98.9.16；最後修訂日期：98.6.15
責任校對：陳昱之、張文綺、張濛之
* 作者誠摯感謝余雪明教授、賴英照教授、焦興鎧教授、劉連煜教授、蔡志方教授、王志誠教授、廖大穎教授與三位匿名審查學者的寶貴意見與建議。

證券交易法的立法目的，係在於維繫投資大眾對於證券市場的信心。證券交易法藉由對於證券詐欺行為的嚇阻，來達致此目的；民事損害賠償請求權基礎的賦予，亦著眼於此。然而，此民事請求權基礎的賦予，並非為投資人提供保障其投資虧損的保險，而係為求保護投資人，使其免於因他人虛偽不實之陳述，而實際遭受財產上之損失。[1]

壹、前言

隨著資本市場 (capital market) 的日趨發達，企業經營者藉由有價證券的發行，以籌集其企業營運所需之資金，進而促進生產，發達經濟；[2] 而投資大眾藉由有價證券的購買，可以將家戶存款 (household savings)，爲非固定收益之配置，[3] 而參與分配企業經營

1 原文為："The securities statutes seek to maintain public confidence in the marketplace. They do so by deterring fraud, in part, through the availability of private securities fraud actions. But the statutes make these latter actions available, not to provide investors with broad insurance against market losses, but to protect them against those economic losses that misrepresentations actually cause." (Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo, 544 U.S. 336, 345, 2005)。

2 資本市場之重要功能之一，即為發展經濟；此亦為我國證券交易法制之立法目的之一，此觀乎我國證券交易法第一條規定自明：「為發展國民經濟，並保障投資，特制定本法。」請參閱余雪明 (2003: 3-4)；林國全 (2000: 9-10)；劉連煜 (2006: 22-24)；賴英照 (2006: 6-7)。

3 傳統上，基於風險的考量，以及理財觀念與投資工具的缺乏，人們習慣將家戶存款，為固定收益之配置，其典型為將家戶存款用以購買定期存單、人壽保險，及政府公債。此固定收益投資之特性，即為收益固定，風險性低；但是，此固定收益的投資，同樣也使得投資者無法享受出售此類固定收益商品者，運用其所籌集之家戶所得而獲致之收益。同時，此類固定收益的投資人，同樣也無法享受經濟成長所帶來之收益，此乃因其收益，於其購買之初，即已固定之故。此收益與風險之取捨，即為經濟學上所稱之「交換」(trade-offs)，請參閱 Frederick, Loewenstein, & O'Donoghue (2002: 351); Kingdon (1997: 137); Samuelson (1937: 156-159)。

者將家戶所得運用於企業經營所帶來之利潤，[4] 並可享受經濟發展所帶來之利益。[5] 也因爲如此，有價證券的買賣交易，於現代商業社會中，也日趨普遍，而成爲社會大眾管理財富的重要工具 (investment instruments)。

然而，有價證券之買賣與普通商品的買賣，對於一般的投資大眾而言，兩者實有極大的不同。於普通的商品買賣中，買賣雙方皆可以對商品的外觀與內容，運用視覺、聽覺、嗅覺、味覺與觸覺等感官，爲客觀的觀察，而後綜合各個感官觀察所得的內容，與其日常生活經驗以及常識相互印證，最後於心中做成買賣與否之商業決定。此適用於普通商品買賣的感官與生活常識的經驗法則，於有價證券的買賣，卻無法適用。其所以如此，乃在於有價證券所買賣之標的，固然爲有價證券本身，但其客觀的價值，卻與有價證券本身的表面價值，全然無涉。[6] 其於實體發行之有價證券，是如此；其於無實體發行之有價證券，則更是如此。[7] 此乃因有價證券所買賣

---

[4] 投資人得以參與分配企業經營者，將家戶所得運用於企業經營所帶來之利潤，最通常的方式，即為「股利」(dividends) 之發放，請參閱 Art (2003); Dobris (1997); Murdock (1990: 447)。

[5] 投資人所可享受經濟發展所帶來之利益之方式，多以股價的上升，也就是以「資本利得」(capital gains) 的方式為之，請參閱 Frey (1941: 735); Morrissey (2006); Shepherd & Scott (1975: 206)。

[6] 「證券本身只是厚紙一張，本無價值可言，與汽車、房屋等物品可從其外觀、材質等判斷價值者不同」(賴英照，2006: 1)；「有價證券本身並無實際經濟價值，有價證券之價值係以發行該證券之企業的財務、業務狀況為依歸」(林國全，2000: 41)；「『有價』證券本身並無實際經濟的價值，有價證券的價值，係表彰於證券上權利的價值」(廖大穎，2005: 84；賴源河，1997: 5-6)。

[7] 我國公司法第 162-2 條第 1 項，即規定公開發行股票公司，其所發行之股份，得免印製股票，此即學說上所謂之「無實體發行」，與公司發行股份、印製股票，並經董事三人以上簽名，及主管機關或其核定之簽證機構簽證之「實體發行」相對照，關於「實體發行」與「無實體發行」之論述與介紹，請參閱王文宇 (2005: 246-248)；劉連煜 (2007: 219-222)。

者，非僅止於有價證券本身，而更在於其所表彰的權利之價值之故。[8]

既然有價證券買賣所著重者在於其所表彰的權利之價值，且此權利之價值無法以感官與生活常識經驗加以判斷，則投資大眾於從事有價證券之買賣時，主要係依賴有價證券發行人 (issuer) 對於該有價證券，以及其所表彰權利的說明與資訊的提供，以為其投資決定之基礎；職是之故，現代證券交易法制，咸致力於要求有價證券之發行人，於有價證券發行之初，即應提供關於發行人以及有價證券本身之充足資訊，以為投資人據以作成是否購買之決定；[9] 其後，有價證券之發行人應定期發布其營運狀況，與其他影響有價證券所表彰權利價值的資訊，以為投資人買賣有價證券之基礎；[10] 若有價證券之發行人發生對有價證券價值有重大影響之事項，更應即時對外公告，使投資人得以立即為相對應之投資決定。[11] 凡此諸端，皆為證券交易法之立法者，於衡諸有價證券與一般商品不同之特性、投資人對投資決定判斷資訊的需求，以及有價證券之發行人與投資人之間資訊的不對稱關係之後，課予有價證券之發行人資訊提供之義務；[12] 此即學說上所稱之「公開原則」(principle of disclosure)，此一現代證券交易法制最重要基本原則之旨趣所在 (余雪明，2003: 193-236；劉連煜，2006: 16-17；賴英照，2006: 7-8)。

有價證券之發行人資訊提供義務之課予，雖令投資人得據以為

[8] 原文為："The feature which distinguishes securities from most other commodities in which people deal is that securities have no intrinsic value in themselves－securities represent rights in something else" (Hazen, 2002: 9)。
[9] 此即為證券交易法學說上所謂之「初次公開」，請參閱廖大穎 (2005：91-99)。
[10] 此即為證券交易法學說上所謂之「繼續公開」，請參閱廖大穎 (2005：99-104)。
[11] 此即為證券交易法學說上所謂之「即時公開」，請參閱廖大穎 (2005：104-106)。
[12] 請參閱 Coffee & Seligman (2003: 2-7)。

投資之判斷，惟若有價證券發行人所提供之資訊，有虛僞不實、隱匿或其他足使人誤信之情事，則投資人將可能未蒙資訊提供之利，反先受其害。如若如此，若無有效之機制，以遏止此情事之發生，並提供受害投資人適當之救濟，則可以預見的是，投資人將失去對資本市場的信心，而不願意將其家戶所得用以購買有價證券，此不僅將致使投資人失去分享企業獲利與經濟成長利益之機會，資本市場亦將無法發揮其促進生產與發達經濟之目的與功能。正是因爲如此，美國國會於一九三三年制定「聯邦證券法」(Securities Act of 1933)[13] 時，即於課予有價證券發行人資訊提供義務之餘，[14] 同時於該法第 12 條 (a) 項 (1) 款，[15] 對於違反資訊提供義務之發行人，課予民事損害賠償責任；[16] 並於同條 (a) 項 (2) 款，[17] 對利用公開說明書 (prospectus)[18] 爲虛僞不實陳述或隱匿資訊之出賣人，課予民事損害賠償責任。[19] 於同法第 11 條，[20] 亦對所有於有價證券登記聲明 (registration statement) 中簽名者、發行人及其董事、承銷商 (underwriter)，以及參與準備 (prepare) 或證明 (certify)

---

13 15 U.S.C.A. § 77a *et seq.* (2000).

14 請參閱一九九三年美國聯邦「證券法」第 5 條之規定，15 U.S.C.A. § 77e (2000)。

15 15 U.S.C.A. § 77l (a) (1) (2000).

16 同前註；Joseph v. Wiles, 223 F.3d 1155 (10th Cir. 2000); Pinter v. Dahl, 486 U.S. 622 (1988); Sanders v. John Nuveen, 619 F.2d 1222 (7th Cir. 1980); Underhill v. Royal, 769 F.2d 1426 (9th Cir. 1985).

17 15 U.S.C.A. § 77l (a) (2) (2000).

18 值得特別注意的是，美國聯邦證券法第 12 條 (a) 項 (2) 款條文本身，並未以公開說明書之虛偽不實或隱匿為要件，惟美國聯邦最高法院於 Gustafson v. Alloyd Co., 513 U.S. 561 (1995) 一案，將本條之適用，限於利用公開說明書為虛偽不實之陳述，始有本條之適用。自此之後，公開說明書之使用，遂成為本款請求權基礎之要件，而為美國聯邦各級法院所遵行。

19 同前註；Ballay v. Legg Mason, 925 F.2d 682 (3d Cir. 1991)。

20 15 U.S.C.A. § 77k (2000).

登記聲明部分內容之專家等人，課予民事損害賠償責任。[21] 而於同法第 17 條，[22] 更對為虛偽不實陳述或隱匿資訊之有價證券出賣人，明文規範其證券詐欺 (securities fraud)「反詐欺條款」(antifraud provision) 禁止規定。[23]

同樣地，除前開「發行市場」(primary market) 規範之外，關於「流通市場」(secondary market) 之規範，美國國會於一九三四年制定「聯邦證券交易法」(Securities Exchange Act of 1934)[24] 時，於該法第 9 條、[25] 第 10 條、[26] 第 14 條、[27] 第 15 條、[28] 第 18 條[29] 等條文，皆規範證券詐欺禁止之規定。[30] 準此以觀，足見美國聯邦證券交易法冀藉由民事損害賠償責任與請求權基礎的賦予，以避免有價證券發行人提供之資訊，有虛偽不實陳述或隱匿情事之良苦用

21 Escott v. BarChris Construction Corp., 283 F.Supp. 643 (S.D.N.Y. 1968); *In re* Number Nine Visual Technology Corp. Securities Litigation, 51 F. Supp. 2d 1 (D. Mass. 1999).

22 15 U.S.C.A. § 77q (2000).

23 雖然美國聯邦「證券法」第 17 條 (a) 項，為「反詐欺條款」，然而其本身並未明文規範受害人之民事損害賠償請求權基礎，而各級聯邦法院亦傾向否定其蘊含「隱含的請求權基礎 (implied private cause of action)」；因此，唯有美國聯邦證券管理委員會 (the Securities and Exchange Commission) 得加以援引適用 (*In re* Washington Public Power Supply System Securities Litigatio*n*, 823 F.2d 1349, 9th Cir., 1987)。請參閱 Hazen (2002: 381-382); Ratner (1996: 252)。

24 15 U.S.C.A. § 78a *et seq.* (2000).

25 15 U.S.C.A. § 78i (2000).

26 15 U.S.C.A. § 78j (2000).

27 15 U.S.C.A. § 78n (2000).

28 15 U.S.C.A. § 78o (2000).

29 15 U.S.C.A. § 78r (2000).

30 前開條文雖然皆為證券詐欺禁止之規範，惟並非皆蘊含「隱含的請求權基礎」；其中僅第 9 條、第 10 條、第 14 條 (a) 項、與第 18 條，業已經美國法院肯認其隱含民事損害賠償請求權基礎。請參閱 Beasley, Jr. (1986); Burson (1989); Gordon III (2004); Ladner (1994)。

心。

與美國證券交易法制相同，我國證券交易法之立法原則，亦植基於有價證券發行人資訊之提供，以爲有價證券投資人投資之基礎；並藉由民事損害賠償責任與請求權基礎的賦予，期能嚇阻行爲人於有價證券之募集、發行與買賣之各個階段，提供虛僞不實之資訊，或違反其揭露義務，故意隱匿應揭露之足以影響有價證券價值之資訊，而使有價證券投資人爲錯誤之投資決定，以建立投資人對於資本市場之信心 (余雪明，1983；劉連煜，1986, 2006: 19-20；賴英照，1988)。

職是之故，我國遂仿效美國聯邦「證券法」與「證券交易法」，於證券交易法第 30、31、36、43-4 條及 43-6 條第 4 項規定，課予有價證券發行人資訊提供之義務，以供有價證券投資人爲投資決定；同時，於第 20-1 條、第 32 條、第 155 條與第 157-1 條，規範資訊揭露義務違反、不實揭露、故意隱匿與特殊形態之證券詐欺行爲之禁止，並課予行爲人民事損害賠償責任，同時賦予有價證券投資人損害賠償請求權基礎。此外，更於第 20 條第 1 項，參考美國證券管理委員會依據「證券交易法」第 10 條 (b) 項[31] 之授權，於一九四二年[32] 所制定頒布之第 10b-5 條規則 (Rule 10b-5)[33] 之後，

---

31 15 U.S.C.A. § 78j (b) (2000).

32 美國「證券交易法」著名之 Rule 10b-5，其文字係擷取美國聯邦「證券法」第 17 條 (a) 項之規定。因美國聯邦「證券法」第 17 條 (a) 項之適用範圍，僅及於因有價證券之賣出 (sell)，所為之虛偽不實陳述或隱匿行為之禁止，而不及於有價證券之買入 (buy)，因此美國證券管理委員會遂以美國聯邦「證券法」第 17 條 (a) 項規定為藍本，倉促制定 Rule 10b-5，以規範因有價證券之買入，所為之虛偽不實陳述或隱匿行為。因而制定出美國證券交易法制中，適用範圍最廣且最為重要之反詐欺條款，意外開啟美國證券交易法制繽紛燦爛的一頁。關於 Rule 10b-5 的制定源起，請參閱 Beomberg (1974: 167); Loss (1961: 1448-1472); 余雪明 (2003: 617)。

制定出我國證券交易法中，最爲重要且適用範圍最廣之「一般反詐欺條款」(general antifraud provision) 規定 (余雪明，2003: 619-620；劉連煜，1995: 205；賴英照，2006: 469-470)，由此觀之，我國證券交易法制，可謂深受美國證券交易法制之影響。

同時，雖然我國最爲重要且適用範圍最廣之「一般反詐欺條款」，證券交易法第 20 條第 1 項，係參考美國證券交易法Rule 10b-5而制定，但是由於條文翻譯之限制以及兩國法律制度之差異，證券交易法第 20 條第 1 項於我國民事損害賠償法制之適用，於甫立法初期，即引起學術界與實務界之爭議；[34] 其後，雖經由立法而統一見解，[35] 然其本身作爲特殊侵權行爲之定性，復由於有價證券與資本市場之特殊性質，於適用一般侵權行爲要件時，仍不可避免地呈現許多扞格難入之處，而引致許多適用上之爭議 (劉連煜，1995, 2001)；此不惟我國證券交易法第 20 條第 1 項，是如此；即便是美國證券交易法Rule 10b-5 於美國之適用，亦是如此。此乃因有價證券與資本市場之特殊性質之故。

爰此，觀察與分析美國證券交易法Rule 10b-5 於美國之適用與其最新發展，並以之對應我國證券市場之發展現況，自有許多可供我國借鏡攻錯之處。此亦爲我國證券交易法學者多認爲應審酌美國

---

[33] 17 C.F.R. § 240.10b-5 (1942).

[34] 關於證券交易法第 20 條損害賠償請求權之法律性質，因為其係翻譯美國證券交易法 Rule 10b-5 之緣故，導致文義不清，而引致學說與實務上的爭議。其性質向有三說：「契約說」、「侵權行為說」與「獨立類型說」。關於此三說之介紹與論述，請參閱曾宛如 (2004: 59)；劉連煜 (1995: 205-206)；賴英照 (1988: 329-330)。關於實務見解，請參閱台北地方法院民事判決七十四年度訴字第 15521 號。

[35] 此爭議於證券交易法於民國七十七年一月修正時，修正第 20 條第 3 項，明顯採「侵權行為說」，將損害賠償義務人之範圍，由有價證券買賣之當事人擴及至第三人，而獲得平息，請參閱《立法院公報》(立法院，1987: 38)。

證券交易法之Rule 10b-5 規範，予以參考適用之旨趣所在。[36] 因此，美國證券交易法制之新發展，就值得吾人特別加以關注，以為我國證券交易法制發展的參考。

關於美國證券交易法Rule 10b-5 於美國之最新且最重要的發展，首推美國聯邦最高法院於二〇〇五年四月十九日，所作成之一致性 (unanimous) 裁判*Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*[37] 一案。*Dura*一案對美國證券交易法學術界與實務界所造成的衝擊，誠可謂立即且明顯。自美國聯邦最高法院宣判之日起，及至本文完稿之日止，[38] 短短二年多的時間，全美各級法院直接將*Dura*一案援引為裁判之依據者，共計 126 件；[39] 將*Dura*一案之部分內容加以援引，並加以論述者，共計 124 件；[40] 曾於判決中引用*Dura*一案者，共計 584 件。[41] 而全美已發表的學術期刊與法學論著，直接論述*Dura*一案，或曾於期刊中引用*Dura*一案者，共計 562 篇。[42] 而隨

---

36 「我國證券交易法第 20 條主要參考美國 Rule 10b-5 之發展，故上述美國法之要件，自可以法理而適用」(余雪明，2003: 619)；「拙見仍以為似宜參照『對市場詐欺』理論之精神，立法引進『因果關係推定存在』之觀念，以補現行法律之不足，俾發揮本條應有之規範功能」(劉連煜，1995: 222)。

37 544 U.S. 336, 345 (2005)，此案以下簡稱“*Dura*”。

38 此係指本文研究美國各級法院直接引用 *Dura* 一案之判例件數，以及已發布之學術期刊直接論述與引用 *Dura* 一案之數目之最後搜尋日期西元二〇〇八年九月十五日而言。

39 此數據之獲得，係利用 LexisNexis 資料庫中之 Shepard 功能、WestLaw 資料庫中之 KeyCite 功能，以及 LexisNexis 資料庫與 WestLaw 資料庫中，所具有之全美判例搜尋功能，以“Dura Pharmaceuticals v. Broudo”、“Dura Pharmaceuticals”，以及“Broudo”為關鍵字搜尋後，交叉比對的結果。

40 同前註。此部分的數據，包含對 *Dura* 一案持不同意見的判例，以及對 *Dura* 一案採取限縮解釋的判例在內。

41 同前註。

42 此數據之獲得，係利用 LexisNexis 資料庫中之 Shepard 功能、WestLaw 資料庫中之 KeyCite 功能，以及 LexisNexis 資料庫與 WestLaw 資料庫中，所具有之學術期

著時間的推移，引用*Dura*一案的全美各級法院判例，以及論述*Dura*一案的學術期刊與法學論著，可以預見的是，勢必將持續的增加；準此以觀，*Dura*一案的重要性，實不言可喻。因此*Dura*一案，以及其所揭櫫之原理原則，值得細細地加以探究，以與我國證券交易法第 20 條第 1 項之規定相對照，俾使我國「一般反詐欺條款」之規範更加完備，藉以嚇阻證券詐欺之發生，保障有價證券之投資人，增益其對資本市場之信心，進而建立健全之資本市場。此亦爲本文撰寫之最大目的。

本文共分爲四個部分。第一部分爲前言。第二部分將試圖從美國證券交易法之發展，來探討美國聯邦最高法院 *Dura* 一案之內容、成因、論理依據與適當性，並嘗試深入了解美國證券詐欺各個成立要件之內容與關聯性。本文首先將探討美國證券交易法制發展中，關於證券詐欺之「信賴要件」、「交易因果關係要件」、「損失因果關係要件」、「效率市場假說」與「對市場詐欺理論」等議題於學說與實務的爭議，並分析其各自之理論依據。接著本文將就美國聯邦最高法院 *Dura* 一案之見解，探討美國證券詐欺成立要件中「信賴要件」與「損失因果關係要件」之關聯性，與美國聯邦最高法院於該案中所揭示之原理原則；從而，本文將進一步論述美國聯邦最高法院 *Dura* 一案見解之適當性，並分析其對美國證券交易法制之影響。第三部分將以美國聯邦最高法院 *Dura* 一案之內容爲基礎，探討我國現行證券交易法制之缺失。首先，本文將先就美國聯邦最高法院 *Dura* 一案之法理，檢視我國現行證券交易法制，並論述我國規範不足之處。其次，本文將以美國聯邦最高法院 *Dura* 一案所

刊、各律師公會期刊、專書節錄等關鍵字搜尋功能，以“Dura Pharmaceuticals v. Broudo”、“Dura Pharmaceuticals”，以及“Broudo”為關鍵字搜尋後，交叉比對的結果。

揭示之原理與原則，與我國民法侵權行爲規範以及證券交易法「證券詐欺」規範相比較。最後，本文將從理論與實務層面，解構我國證券詐欺之規範理論與規範缺失，並試圖爲我國證券詐欺法制之再建構，以爲我國證券交易法制之健全，尋找出可行的改進之道。第四部分爲結論，本文將試圖提出我國證券詐欺法制之修正建議，以爲我國證券交易法日後修正時之參考。

貳、*Dura* 一案與美國證券詐欺因果關係要件之再建構

一、信賴要件與損失因果關係要件推定之理論爭議

美國證券交易法Rule 10b-5 之證券詐欺禁止規定，以及其之所以爲法院所賦予隱含損害賠償請求權基礎之法理，雖無可否認地受到「有權利，即有救濟」(*ubi jus, ibt remidium*) 之傳統侵權行爲法理之影響，惟並非所有受法律所保護之權利受侵害時，受害人皆得以主張損害賠償請求。此不惟於美國是如此；[43] 於我國，亦是如此。[44] 美國證券交易法Rule 10b-5 之證券詐欺禁止規定，之所以賦予受害人隱含損害賠償請求權，係因普通法詐欺 (common law fraud) 原

---

[43] 此類例證，可謂俯拾皆是。單以美國聯邦證券交易法而言，雖然美國證券交易法著名之 Rule 10b-5，其文字係擷取美國聯邦「證券法」第 17 條 (a) 項之規定，兩者之文字可謂極為相似，所欲保護之法益也皆相同，且一為行政機構依據法律之授權而制定行政命令，一為美國國會所制定之法律，但美國聯邦法院大都否認聯邦「證券法」第 17 條 (a) 項蘊含民事損害賠償請求權基礎，而肯認 Rule 10b-5 之隱含的民事損害賠償請求權之存在，即為最明顯的例證。見 *In re* Washington Public Power Supply System Securities Litigation，前揭註 23。

[44] 如人格權為受法律所保障之權利，惟其之受侵害，僅以法律有特別規定者，始得請求損害賠償。請參閱民法第 18 條：「人格權受侵害時，得請求法院除去其侵害，有受侵害之虞時，得請求防止之。(第 1 項) 前項情形，以法律有特別規定者為限，得請求損害賠償或慰撫金。(第 2 項)」。

則適用之結果。[45] 同時，也正是因美國證券交易法Rule 10b-5 之證券詐欺禁止規定，係植基於美國普通法之詐欺行爲禁止規定，請求權人基於美國證券交易法Rule 10b-5，欲行使其證券詐欺損害賠償請求權時，美國法院咸要求請求權人必先滿足美國普通法之詐欺行爲禁止之要件，始得以主張。[46] 此原則於美國國會一九九五年通過「私人證券訴訟改革法案」(Private Securities Litigation Reform Act of 1995)，[47] 修正「證券交易法」第 21D條 (b) 項第 4 款[48] 時，亦將普通法之詐欺行爲要件部分加以條文化 (郭大維，2005: 85；賴英照，2006: 527)。美國聯邦最高法院於*Dura*一案中，再次確立證券交易法Rule 10b-5 之證券詐欺禁止損害賠償請求權，乃係以普通法詐欺要件爲基礎之原則；[49] 並臚列出其要件有六：「被告對重要事實爲虛僞不實陳述或隱匿」、[50] 「被告之行爲係屬故意 (intentional) 或有重大過失 (recklessness)」、[51] 「被告之行爲與有價證券

---

45 原文為：“The courts have implied from thses statutes and Rule a private damage action, which resembles, but is not identical to, common-law tort actions fro deceit and misrepresentation.” (Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo, 544 U.S. 336, 341 [2005]; Bule Chip Stamps v. Manor Drug Stores, 421 U.S. 723 [1975]; Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185 [1976]; Superintendent of Insurance v. Bankers Life & Casualty Co., 404 U.S. 6 [1971])。

46 同前註，Santa Fe Industries, Inc. v. Green, 430 U.S. 462 (1977); Wool v. Trandem Computers, Inc., 818 F.2d 1433 (9th Cir. 1987); Fresch v. Grand Coal Venture, 717 F.2d 1041 (2d Cir. 1986)。

47 Pub. L. No. 104-67, 109 Stat. 737 (1995).

48 15 U.S.C.A. § 78u-4 (b) (4) (2000).

49 544 U.S., at 341 (2005).

50 原文為：“a material misrepresentation (or omission)” (Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo, 544 U.S. 336, 341 [2005])。

51 “scienter” 是我國證券交易法第 20 條第 1 項所規範之證券詐欺行為之禁止，雖係參考美國證券交易法 Rule 10b-5 之證券詐欺禁止規定而為規範，惟我國證券交易法第 20 條第 1 項之責任要件，依我國學者多數見解，係專指「故意」而言，而不

之買賣相關」、[52]「請求權人信賴被告之陳述」、[53]「請求權人遭受經濟上之損失」，[54] 以及「請求權人所遭受經濟上之損失，與被告之行爲間，具有因果關係」，[55] 由此足見美國證券交易法Rule 10b-5之證券詐欺禁止，與美國普通法之詐欺行爲禁止之密切關聯。

惟美國普通法之詐欺行爲損害賠償請求要件，適用於證券交易法Rule 10b-5 之證券詐欺損害賠償請求，就法理言，雖屬順理成章、理所當然；然而，其於理論與實務上，卻不無商榷之餘地，甚或可能產生窒礙難行之結果。此乃具體體現於前開美國普通法之詐欺行爲損害賠償請求要件中，「請求權人信賴被告之陳述」之「信賴要件」，與「請求權人所遭受經濟上之損失，與被告之行爲間，具有因果關係」之「損失因果關係要件」之上。抑有進者，此兩者之間，卻又互爲因果，密切相關，此更增加問題之複雜性與分析的困難。蓋「信賴要件」所要求者，乃爲請求權人需爲其「信賴被告之虛僞不實陳述」負舉證責任。此實不啻要求請求權人證明若非被告之虛僞不實陳述，請求權人即不會爲系爭有價證券之買賣。[56] 此實蘊含

及於「重大過失」(賴英照，1988: 328；賴源河，1997: 297-298)。但美國證券交易法 Rule 10b-5 之證券詐欺禁止之責任要件，包含「故意」與「重大過失」(*Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185, 199 [1976])。

52 原文為："a connection with the purchase or sale of a security" (Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo, 544 U.S. 336, 341 [2005])。

53 原文為："reliance" (Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo, 544 U.S. 336, 341 [2005])。

54 原文為："economic loss" (Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo, 544 U.S. 336, 341 [2005])。

55 原文為："loss causation, i.e., a casual connection between the material misrepresentation and the loss" (Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo, 544 U.S. 336, 341 [2005])。

56 *In re* Control Data Corp. Securities Litigation, 933 F.2d 616 (8th Cir. 1991); Ryan (2005: 508-509)。關於其他法院所持之不同見解與理由，另請參閱 Lentell v. Merrill Lynch & Co., 396 F.3d 161 (2d Cir. 2005)。

「被告之虛僞不實陳述」與「請求權人之有價證券之買賣行爲」間「因果關係」之證明，且極易使人產生「信賴要件」乃爲「因果關係要件」之一部的認知。

無怪乎，此「信賴要件」與「損失因果關係要件」於證券詐欺之適用，經歐奇斯法官 (Judge Oakes) 於西元一九七四年*Schlick v. Penn-Dixie Cement Corp.*[57] 一案中，將兩者並列爲「因果關係」要件，而將「信賴」以「交易因果關係」 (transaction causation) 名之之後，於證券詐欺中，本爲各自獨立之「信賴要件」與「損失因果關係要件」，遂成爲「因果關係要件」項下之「交易因果關係要件」與「損失因果關係要件」，而漸漸爲美國學術界與實務界所接受 (Escoffery, 2000: 1794)。不惟如此，即便是美國聯邦最高法院於*Dura*一案，亦對此二分法加以肯認，[58] 此誠可謂其來有自，要非無因。同時，也使得美國證券詐欺因果關係要件的分析與相關理論爭議，更加地複雜難解。雖然如此，美國證券詐欺因果關係要件的分析，以及相關信賴要件與損失因果關係要件之理論爭議，可以由原屬於美國普通法詐欺行爲損害賠償請求要件之「信賴要件」，於證券詐欺損害賠償請求適用時所遭遇的問題，爲論述的起點，以收正本清源之效。

就「信賴要件」言，其於證券詐欺損害賠償請求適用時，所遭遇的理論與實務問題，首推請求權人之舉證責任，於「被告對重要事實爲隱匿」時，所面臨難以滿足之困難。如前所述，證券詐欺係由於「被告對重要事實爲虛僞不實陳述或隱匿」，[59] 如「被告對重

[57] 507 F.2d 374 (2d Cir. 1974).

[58] 原文為：“reliance, often referred to in cases involving public securities markets (fraud-on-the-market cases) as ‘transaction causation’” (Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo, 544 U.S. 336, 345 [2005])。

[59] 請參閱前揭註 50。

要事實爲虛僞不實陳述」，請求權人於行使其損害賠償請求時，證明其係「信賴」被告所爲之「虛僞不實陳述」，當較無困難，畢竟被告所爲之「虛僞不實陳述」，係客觀存在之事實 (Jennings & Marsh, 1992)。然而，當請求權人主張「被告對重要事實爲隱匿」時，如何證明其係「信賴」被告所「隱匿」之重要事實？則成爲證券詐欺理論與實務之難題。首先，就理論言，如果被告從未對外發布任何聲明，且從頭至尾皆保持緘默，則請求權人如何可能因被告之緘默而被詐欺 (defraud)，而爲有價證券之買賣？其次，就實務言，既然被告對於足以影響股價之重要事實爲「隱匿」，此亦代表請求權人於從事有價證券買賣之前，根本無從得悉被告所隱匿之重要事實，且被告所隱匿之重要事實，根本並未對外發布，則請求權人如何可能「信賴」該被告所隱匿之重要事實？

此理論與實務上之難題，於一九七二年由美國聯邦最高法院於 *Affiliated Ute Citizens v. United States*[60] 一案中，獲得解決。美國聯邦最高法院於該案中裁示，當被告對於重要事實有揭露義務 (duty to disclose) 時，其「揭露義務之違反，以及對重要事實予以隱匿之情事，即構成『信賴』要件之滿足」。[61] 亦即，於被告對重要事實爲隱匿時，證券詐欺之請求權人，「即無須就信賴要件，爲積極之證明，以期獲得損害賠償」；[62] 請求權人「僅需就所隱匿之重要事實，證明理性之投資人，將可能視其爲影響其投資決定之重要事

---

60 406 U.S. 128 (1972).

61 原文為："This obligation to disclose and this withholding of a material fact establish the requisite element of 'reliance'" (Affiliated Ute Citizens v. United States, 406 U.S. 128 [1972])。

62 原文為："Under the circumstances of this case, involving primary a failure to disclose, positive proof of reliance is not a prerequisite to recovery" (Affiliated Ute Citizens v. United States, 406 U.S. 128 [1972])。

實」，[63] 即滿足其「信賴要件」之舉證責任。實則，美國聯邦最高法院所揭櫫者，爲「被告對重要事實爲隱匿」時，於證券詐欺中，請求權人藉由「重要事實」之證明，而達致「信賴要件」之「推定」(presumption) (Hazen, 2002: 612-614)。[64] 此信賴要件之推定，雖然僅局限於「被告對重要事實爲隱匿」之證券詐欺案件之損害賠償請求，而不及於「被告對重要事實爲虛僞不實陳述」之情形，[65] 然此已相當程度地解決美國普通法詐欺行爲之「信賴要件」，於證券詐欺損害賠償請求適用時所遭遇的難題。[66]

美國普通法詐欺行爲損害賠償請求要件之「信賴要件」，適用於證券詐欺時所遭遇的另一個難題，即爲「團體訴訟」(class action) 中，法院確認團體成立 (class certification) 時之困難。[67] 所謂團體訴訟，簡言之，係指爲求訴訟之經濟，允許原告以自己名義，同時兼以與其具相同或類似遭遇之他人名義，請求法院就共通之事實問題 (common questions of fact) 與共通之法律適用 (common questions of law) 爲裁判，使既判力及於全體之特殊民事訴訟程序

63 原文為：“All that is necessary is that the facts withheld be material in the sense that a reasonable investor might have considered them important in making of this decision” (Affiliated Ute Citizens v. United States, 406 U.S. 128 [1972])。

64 Cavalier Carpets, Inc. v. Caylor, 746 F.2d 749 (11th Cir. 1984), Michaels v. Michaels, 767 F.2d 1185 (7th Cir. 1985).

65 Feiman v. Dean Witter Reynolds, Inc., 84 F.3d 539 (2nd. Cir. 2996); Joseph v. Wiles, 233 F.3d 1155 (10th Cir. 2000).

66 其實，就美國普通法詐欺行為損害賠償請求要件而言，當「被告對重要事實為隱匿」時，請求權人之「信賴要件」舉證責任，因實務上舉證之困難，美國法院亦傾向於以被告「揭露義務之違反」，而推定「信賴要件」成立 (Keeton, Dobbs, Keeton, & Owen, 1984: 738-739)。因此，美國聯邦最高法院於 Affiliated Ute Citizens v. United States 一案所採之信賴要件推定之見解，雖然頗具新意，然並未悖離傳統侵權行為法之範疇。

67 Blackie v. Barrack, 524 F.2d 891 (9th Cir. 1975)。

(American Bar Association, 2006: 464-465)。[68] 而欲進行團體訴訟之前提要件，即為請求法院確認 (certify) 原告所主張代表之團體成立；蓋唯有經法院確認之團體，使得以團體之名義進行訴訟程序。而確認團體成立首要之務，即為確認原告與其所欲代表之與其具相同或類似遭遇之他人，是否具有事實與法律之共通性 (Hoffman, 2005; Mullenix, 2005: 240-241)；此時，不同團體成員間是否滿足「信賴要件」，遂成為實務中兩造訴訟攻防的重點 (Hoffman, 2005; Mullenix, 2005: 240-241)，而使得證券詐欺訴訟，每每因「信賴要件」而無法進行；即便是法院允許訴訟的進行，於實質審判時，因集團成員彼此「信賴要件」舉證責任的問題，法院往往被迫將單一之訴訟，分拆為數個訴訟，以便檢視不同成員之「信賴要件」舉證責任 (Hazen, 2002: 614-615)。[69] 此因「信賴要件」，而使得證券詐欺無法順利進行的實務難題，遂引致證券交易法學者之嚴厲批評 (Hazen, 2002: 614-615; Jennings & Marsh, 1992: 1049)。

面對此實務難以解決之難題，經濟學家提出「效率市場假說」(Efficient Market Hypothesis)，[70] 為此難題提供一解決之道。既然

---

[68] 原文為："Class actions enable claimants who have been harmed to aggregate their claims and have them resolved together. That aggregation makes it possible to compensate numerous victims who individually have been harmed in amounts too small to warrant an individual suit. Class actions also serve to deter wrongful conduct by corporations or other potential targets who know that plaintiffs' lawyers are monitoring their activities. Class actions also promote judicial efficiency in situations when multiple individual suits might be brought by having one rather than many actions."

[69] Green v. Wolf Corp., 406 F.2d 291 (2d Cir. 1968); Greenwald v. Integrated Energy, Inc., 102 F.R.D. 65 (S.D.Tex. 1984)。

[70] 「效率市場假說」將市場分為「強勢」(strong form)、「半強勢」(semi-strong form)、「弱勢」(weak form) 等三種市場。於「強勢效率市場」中，所有之足以影響股票價格之資訊，無論是過去或是未來之資訊，亦無論是已公開或未公開之資訊，皆

於效率市場 (efficient market) 中，所有影響股票價格之資訊都將被市場所吸收，且將充分反映於股票價格上 (Fama, 1970: 383; 莊永丞，2002: 167-173；郭大維，2006: 79)，則證券詐欺行爲人所爲之足以影響股票價格資訊之虛僞不實陳述或隱匿，亦將爲市場所吸收，且充分反映於股票價格上 (Cornell & Morgan, 1990: 883-890)。準此以解，對於市場股票價格之信賴而爲股票之買賣，實際上等同於對股票價格所反映之行爲人所爲之虛僞不實陳述或隱匿之信賴，此即著名之「對市場詐欺理論」(Fraud-on-the-Market Theory) (Starr, 1991)。此理論係一九七五年由聯邦上訴法院第九巡迴法院 (the Ninth Circuit) 於*Blackie v. Barrack*[71] 一案所建構，而後於一九八八年由美國聯邦最高法院於*Basic Inc. v. Levinson*[72] 一案所確立，而成爲證券詐欺「信賴要件」之判斷之重要原則。依據美國聯邦最高法院之見解，「於開放且已發展之證券市場中，公司股票的價格，係取決於市場關於該公司及其業務可得之資訊」；[73] 因此「股票之購買者，即便是並未直接信賴行爲人之不實陳述，實際上也因行爲人之詐欺而受害」，[74] 且就如同「股票之購買者直接信

將為市場所吸收，且將充分反映於股票價格之上。於「半強勢效率市場」中，僅過去之資訊，以及已公開之資訊，將為市場所吸收，且將充分反映於股票價格之上。於「弱勢效率市場」中，僅過去之資訊，將為市場所吸收，且將充分反映於股票價格之上 (Fama, 1970: 383)。

71 請參閱前揭註 67。

72 485 U.S. 224 (1988).

73 原文為："[I]n an open and developed securities market, the price of a company's stock is determined by the available material information regarding the company and its business" (Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224, 241 [1988])。

74 原文為："Misleading statements will therefore defraud purchasers of stock even if the purchasers do not directly rely on the misstatements" (Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224, 241 [1988])。

賴行爲人之不實陳述，而爲股票之購買一般」，[75] 此即爲「信賴要件之推定」。

「對市場詐欺理論」於證券詐欺實務中所造成的影響，並非僅止於「信賴要件推定」而已；自八〇年代末期至九〇年代初期，乃至於二十一世紀初葉，一直以來，皆有擴大適用之跡象，而更有形成「損失因果關係推定」之趨勢 (Thorsen, Kaplan, & Hakala, 2006)。此趨勢並未因美國國會於西元一九九五年通過「私人證券訴訟改革法案」[76] 修正「證券交易法」第 21D條 (b) 項第 4 款，[77] 明文規定於證券詐欺損害賠償請求訴訟，「原告需對被告之作爲或不作爲，與其所受損失間之因果關係，負舉證責任」，[78] 而有所遏止。反而因前開條文僅規定原告需負「損失因果關係」之舉證責任，而並未規定「損失因果關係」之內容，以及其「證明方式」的緣故，而使得「對市場詐欺理論」於證券詐欺實務中，更提供充分發展的沃土，及至形成由「信賴要件之推定」，擴張至「損失因果關係推定」(Thorsen, Kaplan, & Hakala, 2006)。

此「對市場詐欺理論」於證券詐欺中之擴大發展，由「信賴要件之推定」，擴張至「損失因果關係推定」，看似突兀，其實若近距離地加以觀察，其發展自有其理論基礎，甚或可謂其爲採用「對市場詐欺理論」之無可避免的結果。依據「對市場詐欺理論」，既然於效率市場中，所有影響股票價格之資訊，都將被市場所吸收，

---

75 原文為：“The casual connection between defendants’ fraud and the plaintiffs’ purchase of stock in such a case is no less significant than in a case of direct reliance on misrepresentations” (Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224, 242 [1988])。

76 Pub. L. No. 104-67, 109 Stat. 737 (1995).

77 15 U.S.C.A. § 78u-4 (b) (4) (2000).

78 原文為：“The plaintiff shall have the burden of proving the act or omission of the defendant alleged to violate this Act cause the loss for which the plaintiff seeks to recover damage” (15 U.S.C.A. § 78u-4 [b] [4] [2000])。

且將充分反映於股票價格之上；則證券詐欺行為人所為之足以影響股票價格資訊之虛偽不實陳述或隱匿，亦將被市場所吸收，且將充分反映於股票價格之上。因此，於原告買進或賣出股票之當下，該股票的價格即已被行為人所為之虛偽不實陳述或隱匿，所不當地抬高或降低；而原告於買進或賣出股票時，所付出之經行為人不當地抬高或降低之對價時，即遭受因行為人所為之虛偽不實陳述或隱匿而所遭致之損害，此乃原告所付出或獲得之對價，較應付出或應獲得之價格為高或為低之緣故 (Cornell & Morgan, 1990)。職是之故，只要原告證明行為人之虛偽不實陳述或隱匿，則於「對市場詐欺理論」之適用下，原告將無須證明其信賴行為人之虛偽不實陳述或隱匿，[79] 原告亦無須證明其因行為人之虛偽不實陳述或隱匿而遭受損害，[80] 因為行為人之虛偽不實陳述或隱匿，皆反應於股票價格之上的緣故。因此，「對市場詐欺理論」遂不僅適用於「信賴要件之推定」，而同時具有「損失因果關係推定」之功能。

此「對市場詐欺理論」之擴大適用，以及「損失因果關係推定」之適當性問題，於過去十數年來，係為美國證券交易法中，最為複雜難解的議題之一。為達到「信賴推定」之目的，以解決訴訟實務上之難題，「對市場詐欺理論」之採用，自有其必要，以為理論建構之基礎；然而，既採用「對市場詐欺理論」，於解釋上，即無法於承認效率市場中，行為人之虛偽不實陳述或隱匿，皆反應於股票價格的同時，將其分割，而認為此反應於股票價格上之虛偽不實陳述或隱匿，僅於解釋原告之信賴時，始有其之適用，而不及於原告所遭受之損失。但是，如若承認「對市場詐欺理論」之適用，不僅具有「信賴要件之推定」之功能，亦同時具有「損失因果關係推定」

[79] 此即「信賴要件」(莊永丞，2002: 167-173)。
[80] 此即「損失因果關係要件」(莊永丞，2002: 174-179)。

之功能，則不僅將使「證券交易法」第 21D 條 (b) 項第 4 款，「原告需對被告之作爲或不作爲，與其所受損失間之因果關係，負舉證責任」之明文規定，形同具文；同時亦使得美國證券詐欺損害賠償請求訴訟，因無須舉證「因果關係」，而成爲「結果責任」之極度不合理結果。此將大大有違美國證券交易法 Rule 10b-5 民事損害賠償請求權賦予之原意，自不待言；此亦可以想見將大幅度加重行爲人之責任。正因爲如此，「損失因果關係推定」本身，即具有相當大之爭議。

二、損失因果關係推定之駁斥與真實揭露要件之建立

關於「對市場詐欺理論」之適用，跨越其原本「信賴推定」之範疇，進而導致「損失因果關係推定」結果之適當性問題，多年來，於各聯邦上訴巡迴法院 (Circuit Courts) 之間，各有正反不同意見；於美國證券交易法學界，亦對此議題討論熱烈。於各聯邦上訴巡迴法院之間，採「損失因果關係推定」者，有之；[81] 採獨立「損失因果關係要件」，亦有之。[82] 採「損失因果關係推定」者，認爲原告僅需證明公司之股票價格，業已因公司之虛僞不實陳述或隱匿，而受到抬高或降低，原告即滿足其「損失因果關係要件」；[83] 亦

---

[81] Broudo v. Dura Pharmaceuticals, Inc., 339 F.3d 933 (9th Cir. 2003), rev'd, 544 U.S. 336 (2005); *In re* Control Data Corp. Securities Litigation, 933 F.2d 616 (8th Cir. 1991); Lentell v. Merrill Lynch & Co., 396 F.3d 161 (2d Cir. 2005).

[82] Emergent Capital Investment Management, LLC v. Stonepath Group, Inc., 343 F.3d 189 (2d Cir. 2003); Robins v. Koger Properties, Inc., 116 F.3d 1441 (11th Cir. 1997); Semerenko v. Cendant Corp., 223 F.3d 165 (3rd Cir. 2000).

[83] Broudo v. Dura Pharmaceuticals, Inc., 339 F.3d 933 (9th Cir. 2003), rev'd, 544 U.S. 336 (2005); *In re* Control Data Corp. Securities Litigation, 933 F.2d 616 (8th Cir. 1991); Lentell v. Merrill Lynch & Co., 396 F.3d 161 (2d Cir. 2005); Ryan (2005: 508-509).

即，受到公司之虛僞不實陳述或隱匿而抬高或降低之股票價格，即構成「損失因果關係之推定」。此見解，亦獲部分證券交易法學者支持 (Fox, 2005b)。而採獨立「損失因果關係要件」者，認爲「對市場詐欺理論」所推定之「信賴要件」與「損失因果關係要件」，兩者爲各自獨立之要件；雖然「信賴要件」得因「對市場詐欺理論」之適用所推定，原告仍應對「損失因果關係」負舉證責任。[84] 此見解亦獲部分證券交易法學者支持 (Coffee, 2005a；Coffee, 2005b)。由於學術界與實務界對此問題的不同見解，自可見其所牽涉問題之複雜性。

前開各聯邦上訴巡迴法院與美國證券交易法學者間，關於證券詐欺中「損失因果關係」與「信賴」的認定問題，以及「損失因果關係推定」的適當性問題，看似截然不同、互不關聯，同時又似乎皆言之成理。然而，若仔細加以分析，其實雙方所爭執者，可以就兩個層面來加以分析。其一，爲證券詐欺中「信賴」要件，與「因果關係」要件兩者之關聯與區別的問題；其二，爲證券詐欺中，「損失發生的時點」的問題。

就證券詐欺中「信賴」要件，與「因果關係」要件兩者之關聯與區別的問題言，雖然關於「損失因果關係推定」的爭議，係「對市場詐欺理論」，跨越其原本「信賴推定」適用之結果；然將「信賴要件」以「交易因果關係」名之，所造成的觀念上之混淆，亦有推波助瀾的效果。如前所述，自從歐奇斯法官於 *Schlick* 一案，創造出「交易因果關係」概念，以解釋證券詐欺之「信賴要件」之後，「信賴要件」遂與「損失因果關係」兩者並列爲「因果關係」之要

---

84 Emergent Capital Investment Management, LLC v. Stonepath Group, Inc., 343 F.3d 189 (2d Cir. 2003); Robins v. Koger Properties, Inc., 116 F.3d 1441 (11th Cir. 1997); Semerenko v. Cendant Corp., 223 F.3d 165 (3d Cir. 2000).

件，而廣爲學術界與實務界所接受。然而，此分類極易造成概念上之混淆，同時亦間接導致學說與實務上之衝突。

「信賴要件」之所以會令人以「交易因果關係要件」視之，其實，乃其來有自。蓋「信賴要件」所要求者，乃爲請求權人需爲其「信賴被告之虛僞不實陳述」而爲「有價證券之買賣」負舉證責任。此即要求請求權人證明「若非被告之虛僞不實陳述，請求權人即不會爲系爭有價證券之買賣」。此「若非」(but for) 之舉證責任要件，本即隱含一定程度之「因果關係」要求。亦即，「信賴要件」所要求者，爲請求權人需證明其「有價證券之買賣行爲」，與「被告之虛僞不實陳述」之間，具有「因果關係」。準此以觀，將「信賴要件」，以「交易因果關係」名之，似無不妥。然而，值得特別注意者，此「信賴要件」或「交易因果關係」所蘊含之「因果關係」與「損失因果關係」，兩者爲不同之概念，不得等量齊觀。蓋「信賴要件」或「交易因果關係」指之「因果關係」，係以「被告之虛僞不實陳述」爲「因」；而以請求權人之「有價證券之買賣行爲」爲「果」。其目的，係在於課予請求權人特別之舉證責任，[85] 一方面藉以減輕被告之損害賠償責任，使其免於因其所爲之虛僞不實陳述，而須對從未「信賴」該虛僞不實陳述之原告，負損害賠償責任之不合理結果。亦即，「信賴要件」舉證責任，即在於避免原告本非因「信賴」該虛僞不實陳述，而爲有價證券之買賣，且於產生損失之後，發現被告曾於其爲買賣之時，爲虛僞不實之陳述，即得請求損害賠償之不合理結果。職是之故，於證券詐欺中，所謂「信賴要件」或「交易因果關係要件」，其實爲減輕被告損害賠償責任之特殊設計而已；其雖以「交易因果關係」名之，但其與一般民事侵權行爲中之「因果關係」要件實有顯著之區別，誠不應與「損失因

[85] Semerenko v. Cedant Corp., 223 F.3d 165 (3d Cir. 2000).

果關係」要件相混淆。

「信賴要件」或「交易因果關係要件」，與一般民事侵權行爲中之「損失因果關係」要件之顯著區別，且僅爲減輕被告損害賠償責任特殊設計之最明顯的例證，即爲「信賴要件」或「交易因果關係要件」，僅存在於由「私人」(private party) 所提起之證券詐欺損害賠償請求之中，而不及於由「美國聯邦證券管理委員會」依據美國聯邦一九三四年「證券交易法」之授權，[86] 所提起之證券詐欺訴訟。[87] 所以，當證券詐欺訴訟係由「美國聯邦證券管理委員會」爲原告所提起時，「美國聯邦證券管理委員會」並無需證明「信賴要件」或「交易因果關係要件」。[88] 同樣的，美國各州地方檢察官 (district attorneys) 所提起證券詐欺刑事訴訟時，亦無需證明「信賴要件」或「交易因果關係要件」。[89] 由此觀之，「信賴要件」或「交易因果關係要件」，雖於美國證券交易法學術界與實務界將其歸類於「因果關係」要件之一部，其實與一般民事侵權行爲中之「因果關係」要件，未可遽以等量齊觀。

雖然如此，然「信賴要件」或「交易因果關係要件」，因其名稱與內容，極易使人產生其乃確爲「因果關係要件」之一部的認知。尤其是「信賴要件」或「交易因果關係要件」中所蘊含之「若非」舉證責任要件，非常容易令人將其與「損失因果關係」中之「若非」因果關係 (but for causation) 相混淆。依據傳統侵權行爲法之「損

86 如依據美國聯邦一九三四年「證券交易法」第 21 條 (d) 項之授權，「美國聯邦證券管理委員會」得於聯邦地方法院提起證券詐欺訴訟，以對抗任何行為人。

87 原文為：“Reliance is an element of a private claim under Rule 10b-5 but not in enforcement actions brought by the government” (Hazen, 2002: 612)。

88 原文為：“Thus, it is not necessary for the SEC to establish reliance in an enforcement action” (Hazen, 2002: 612)。

89 原文為：“Similarily, reliance need not be shown in a criminal prosecution” (United States v. Haddy, 134 F.3d 542 [3d Cir., 1998])；另參閱 Hazen (2002: 612-613)。

失因果關係要件」之分析，其可分為「事實上之因果關係」(cause in fact) 以及「法律上之因果關係」(cause in law) (陳聰富，2007a: 180-191)。所謂「事實上之因果關係」，係指被告的行為與原告的損害之間，是否符合客觀上之因果律 (Wright, 1985)；而客觀因果律之檢視標準，即為「若非」因果關係。申言之，若非被告之行為，原告即不會遭受損害，此是謂被告的行為與原告的損害之間，具有「事實上之因果關係」；反之，則否。而所謂「法律上之因果關係」，係指法院對於被告的行為，於參考立法目的與立法政策之後，所為之法律評價；於實務上，即為法院將檢視被告的行為，於客觀上，是否為造成原告的損害之「最近原因」(proximate cause) (陳聰富，2007a)；抑或是被告於行為時，對於可能造成原告的損害，是否具有「合理之可預見性」(reasonable foreseeability)。[90] 原告於證明「損失因果關係」時，必先證明「事實因果關係」與「法律因果關係」之存在，始得據以向被告請求損害賠償。

由於「信賴要件」或「交易因果關係要件」，以及「事實因果關係」，皆以「因果關係」名之，且皆運用「若非」因果關係，以決定其因果關係是否成立，「信賴要件」或「交易因果關係要件」，常常被誤以為「事實因果關係」。[91] 此更增加主張「損失因果關係要件推定」之論據，因為既然構成「損失因果關係要件」之「事實因果關係」，即等同於「信賴要件」或「交易因果關係要件」，且已經因「對市場詐欺理論」適用之緣故，而予以推定；則基於「對市場詐欺理論」之適用，其擴及至「損失因果關係要件」之推定，

---

[90] Ryan v. New York Central R. Co., 35 N.Y. 210 (N.Y. 1866); Hammerstein v. Jean Development West, 907 P.2d 975 (Nev. 1995).

[91] 原文為："Legal terminology related to causation is also confusing－'transaction causation' and 'loss causation' are actually poorly defined concepts"，請參閱 Thorsen, Kaplan, & Hakala (2006: note 12)；另請參閱 Shea (2006)。

也就似爲事理之應然 (Dennis, 1984; Fischel, 1982)。

其實，兩者係有明顯的差別。「信賴要件」或「交易因果關係」其中所指之「因果關係」，係以「被告之虛僞不實陳述」爲「因」，而以請求權人之「有價證券之買賣行爲」爲「果」；而「損失因果關係要件」中之「事實因果關係」，係以「被告之虛僞不實陳述」爲「因」，而以請求權人「所遭受的損害」爲「果」。如果能了解兩者之間的差別，則關於「損失因果關係要件」推定之適當性問題，也就將不言自明。蓋兩者乃各自獨立之要件，各自有其不同之規範目的，且適用之對象與範圍皆不相同之故。

其次，若仔細分析「對市場詐欺理論」於證券詐欺中之擴大適用，由「信賴要件之推定」，擴張至「損失因果關係推定」的適當性問題，其問題之核心，乃爲證券詐欺中「損失發生的時點」的問題。「對市場詐欺理論」之所以得以用來推定「損失因果關係」，乃係於效率市場中，被告所爲之足以影響股票價格資訊之虛僞不實陳述或隱匿，將被市場所吸收，且將充分反映於股票價格之上；因此，原告所買進或賣出之股票，其買入與賣出之價格，早已爲被告所爲之虛僞不實陳述或隱匿，不當地抬高或降低。所以，原告即因其股票之買賣，付出或獲得經不當地抬高或降低之對價，而遭受損害 (Fox, 2005a)。準此以解，於效率市場中，若被告果有證券詐欺之情事，自然將使股票價格不當地抬高或降低，原告自然因付出或獲得此較原應付出或應獲得之價格爲高或爲低之對價而受害。因此，「對市場詐欺理論」以及「損失因果關係推定」理論成立的前提，即在於將證券詐欺「損失發生的時點」，定於原告於買進或賣出股票之時 (Barclay & Torchio, 2001; Finnerty & Pushner, 2003)。

而反對「損失因果關係推定」者，其實係主張證券詐欺「損失發生的時點」，並非於原告於買進或賣出股票之時，而在於其後當

被告所爲之虛僞不實陳述或隱匿揭露時，市場對其之反應 (reaction)。如知名證券交易法學者小約翰・考菲教授 (John Coffee, Jr.) (2005a: 538) 所指出，運用「對市場詐欺理論」於證券詐欺中，而採「損失因果關係推定」，實際上將損害之發生，定於原告於買進或賣出股票之時；此損害之認定，「於沒有證據證明，證券市場認爲系爭股票之價格，係被告證券詐欺之產物，且已被高估時，任何所主張的損失，皆單純地將因變數太多，而無法確定」。[92]

由前述可知，於證券詐欺中，無論是「損失因果關係」與「信賴」的認定問題，抑或是「損失因果關係推定」的適當性問題，其實乃是因「對市場詐欺理論」的適用下，以及將「損失因果關係」中之「事實上之因果關係」與「信賴」或「交易因果關係」相混淆的結果。使得原本各有其規範目的，且各自獨立的「損失因果關係」要件與「信賴」要件，失去其原本之面目。抑有進者，此觀念上的混淆，連帶地使證券詐欺中損失發生的時點，產生學說與實務上之爭論，多年來，於聯邦上訴巡迴法院與證券交易法學界，爭議不休。

此爭議於二〇〇五年由美國聯邦最高法院於*Dura*一案所作成一致性裁判後，終於宣告平息。於*Dura*一案中，雖然美國聯邦最高法院並未直接處理「損失因果關係」與「信賴」的認定問題，以及「損失因果關係推定」的適當性問題，然而美國聯邦最高法院藉由將「信賴」要件以及「損失因果關係」要件，予以並列爲Rule 10b-5證券詐欺之獨立要件，[93] 實已明示兩者之獨立性。同時，美國聯邦最高法院更進一步將「損失因果關係」予以定義，謂「損失因果關

---

[92] 原文為："[The loss is] simply too speculative and indefinite in the absence of any evidence that the market considered the stock to have been overstated because of the alleged patent problem"，請參閱 Coffee (2005a: 538)。

[93] Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo, 544 U.S. 336, 345 (2005).

係，係為重大虛偽不實陳述與損失之間的關聯」。[94] 明確揭示，所謂「損失因果關係」，係存在於「被告之虛偽不實陳述」與「原告所受損害」之間。此明顯地將「信賴」或「交易因果關係」，係存在於「被告之虛偽不實陳述」與「原告之買賣行為」之間相區隔。明確釐清「信賴」或「交易因果關係」與「損失因果關係」彼此間，可能令人誤解之處。

既然「信賴」或「交易因果關係」，係存在於「被告之虛偽不實陳述」與「原告之買賣行為」之間，且「損失因果關係」係存在於「被告之虛偽不實陳述」與「原告所受損害」之間；則唯一能將兩者予以等同的方式，即為將「原告之買賣行為」視同「原告所受損害」，蓋唯有如此，「信賴」或「交易因果關係」才有可能成為「損失因果關係」之一部，也才有可能於推定「信賴」或「交易因果關係」的同時，進一步推定「損失因果關係」之存在。「對市場詐欺理論」的適用，即適足以為承擔此目的。依據「對市場詐欺理論」，既然於效率市場中，所有影響股票價格之資訊，都將被市場所吸收，且將充分反映於股票價格之上，則證券詐欺行為人所為之足以影響股票價格資訊之虛偽不實陳述或隱匿，亦將被市場所吸收，且將充分反映於股票價格之上。原告所買進或賣出之股票，其買入與賣出之價格，早已為被告所為之虛偽不實陳述或隱匿，不當地抬高或降低。所以，原告即因其股票之買賣，而於為買賣行為的當下，即付出或獲得經不當地抬高或降低之對價，而遭受損害。準此以解，原告所受之損害，乃發生於原告買賣有價證券之時。此將「原告之買賣行為」等同「原告所受損害」的分析，乃為「損失因

---

[94] 原文為：“loss causation, i.e., a causal connection between the material misrepresentation and the loss” (Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo, 544 U.S. 336, 345 [2005])。

果關係」之推定，提供立論上之基礎。此亦爲證券交易法學術界與實務界爭議的核心議題。

解決此爭議，美國聯邦最高法院於*Dura*一案，遂直指問題之核心，於開宗明義即駁斥「損失因果關係推定」認爲證券詐欺中，依據「對市場詐欺理論」之分析，認爲股票的價格因被告所爲之虛僞不實陳述而不當地抬高，原告即因其付出此不當地抬高之對價而遭受損害。裁定此「損失因果關係推定」之分析，本身即錯誤地解釋法律。[95] 美國聯邦最高法院認爲，純就邏輯上言，系爭股票的價格即使因被告所爲之虛僞不實陳述而不當地抬高，且原告即使因此付出此不當地抬高之對價，原告於買入的當下，並未遭受任何損失，因爲原告所付出者爲當時股票之市價。[96] 原告「如果於買入之後，於被告所爲之虛僞不實陳述爲大眾所知悉之前，賣出該股票，則被告所爲之虛僞不實陳述，亦並未造成原告之任何損失」。[97] 即便是原告於被告所爲之虛僞不實陳述爲大眾所知悉之後，賣出該股票，原告以較低的價格賣出，則原告所受的價差損失，亦未必是因原告當時即付出因被告之虛僞不實陳述而抬高之不當對價所致；[98] 「經

---

95 原文為：“We begin with the Ninth Circuit’s basic reason for findings the complaint adequate, namely, that at the end of the day plaintiff’s need only ‘establish’, i.e., prove, that ‘*the price on the date of purchase* was inflated because of the misrepresentation.’ In our view, this statement of law is wrong” (Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo, 544 U.S. 336, 345 [2005])。

96 原文為：“For one thing, as a matter of pure logic, at the moment the transaction takes place, the plaintiff has suffered no loss; the inflated purchase payment is offset by ownership of a share that *at that instant* possesses equivalent value” (Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo, 544 U.S. 336, 345 [2005])。

97 原文為：“[I]f, say, the purchaser sells the shares quickly before the relevant truth begins to leak out, the misrepresentation will not have led to any loss” (Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo, 544 U.S. 336, 345 [2005])。

98 原文為：“If the purchase sells later after the truth makes its way into the marketplace,

濟情況的改變、投資人預期心理的改變、產業因素或情況的改變、個別公司因素或情況的改變、其他事件等，皆會導致股票價格的下跌，而使原告以較低的價格賣出」，[99] 遭受價差損失。但是，此價差損失，皆與被告所為之虛僞不實陳述無涉。「原告於付出因被告所爲虛僞不實陳述而不當抬高之股價之後，於被告所爲之虛僞不實陳述爲大眾所知悉後，以較低的價格賣出；此較低的價格，可能與被告所爲虛僞不實陳述有關」，[100] 但是單單僅係有關，並不足以構成「損失因果關係」，而令被告負損害賠償之責；原告「必須證明其所受損失，係被告之虛僞不實陳述所造成，此也是法律所要求者」。[101]

於駁斥「損失因果關係推定」，並確立於證券詐欺損害發生之時點，並非在於被告爲虛僞不實陳述，導致股票價格不當上漲之時，也並非在於原告付出不當對價而買入有價證券之時，而係在於當被告所爲之虛僞不實陳述，爲市場大眾所知悉，並加以反應之後。美國聯邦最高法院於*Dura*一案，同時亦建立證券詐欺損害賠償請求權之新要

an initially inflated purchase price *might* mean a later loss. But that is far from inevitably so" (Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo, 544 U.S. 336, 345 [2005])。

99 原文為："[C]hanged economic circumstances, changed investor expectations, new industry-specific or firm-specific facts, conditions, or other events, which taken separately or together account for some or all of that lower prices" (Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo, 544 U.S. 336, 345 [2005])。

100 原文為："[T]he higher purchase price will sometimes play a role in bringing about a future loss. It may prove to be a necessary condition of any such loss, and in that sense one might say that the inflated purchase price suggests that the misrepresentation 'touch upon' a later economic loss" (Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo, 544 U.S. 336, 345 [2005])。

101 原文為："But, even if that is so, it is insufficient. To 'touch upon' a loss is not to cause a loss, and it is the latter that the law requires" (Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo, 544 U.S. 336, 345 [2005])。

件，[102] 此即「真實揭露要件」(truth become known)。也就是說，於證券詐欺損害賠償訴訟，請求權人需證明被告所爲之虛僞不實陳述，業已爲市場投資大眾所知悉。[103] 請求權人必先證明被告所爲之虛僞不實陳述，業已爲市場投資大眾所知悉，且經市場加以反應之後，同時於排除其他同樣可使股價下跌之因素之後，而造成股價的下跌，使請求權人依此下跌之價格賣出之後，而遭受之損害，始得加以主張(Coughlin, Isaacson, & Daley, 2005; Fox, 2006; Helms, 2006; Kantrow, 2006)。

自美國聯邦最高法院於*Dura*一案揭櫫「真實揭露要件」爲證券詐欺損害賠償請求權之新要件後，此「真實揭露要件」之要求立即爲各聯邦下級法院所遵守。[104] 然而，由於美國聯邦最高法院僅揭示「真實揭露要件」之形式，未明確規範其內容，故各聯邦下級法院於課予原告「真實揭露要件」之舉證責任之餘，對於「真實揭露要件」之具體內容各有不同見解。諸如而言，部分法院要求原告必須證明於被告爲虛僞不實陳述之後，被告所爲之虛僞不實陳述被市

102 本文稱此為美國證券詐欺損害賠償請求權之新要件，係為強調其重要性。嚴格上來說，此「真實揭露要件」並非為一獨立之要件，而係為滿足「損失因果關係要件」舉證責任之要求而已。但是，此於美國證券詐欺訴訟實務上所產生的影響，其重大的程度，實不啻將其視為一證券詐欺損害賠償請求權之新要件。

103 美國聯邦最高法院於 *Dura* 一案中，雖未明文規定此「真實揭露要件」，但是其用語，實暗示此要件之存在，為建立「損失因果關係」之前提。同時，美國聯邦最高法院亦以本案原告並未證明「真實揭露要件」，而發回原審，此更證明美國聯邦最高法院將「真實揭露」列為證券詐欺損害賠償請求之要件。同前註。("The complaint's failure to claim that Dura's share price fell significantly after the truth become known….")

104 Brumbaugh v. Wave Systems Corp., 416 F.Supp. 2d 239, 256 (D. Mass. 2006); Leykin v. AT&T Corp., 423 F.Supp. 2d 229, 234 (S.D.N.Y. 2006); Glaser v. Enzo Biochem, 464 F.3d 474 (4th Cir. 2006); Teachers' Retirement System of Louisiana v. Hunter, 477 F.3d 162 (4th Cir. 2007).

場所知悉，且造成股票價格的下跌，始滿足「真實揭露要件」，方能主張損害賠償；[105] 部分法院認爲原告僅需證明被告所爲之虛僞不實陳述，業已爲市場所知悉，且爲造成股票價格下跌原因之一，即滿足「真實揭露要件」，而得以主張損害賠償。[106] 雖然關於「真實揭露要件」之具體內容，各聯邦下級法院間尚有不同見解，然而「真實揭露要件」之作爲美國證券詐欺損害賠償請求權之新要件，[107] 應無疑義。

參、*Dura* 一案與我國證券詐欺因果關係要件之再建構

一、我國侵權行為因果關係要件於證券詐欺之適用缺失

如前所述，於民國七十七年一月修正之後，我國證券交易法第20條第1項所規範之證券詐欺行爲之禁止，其法律性質係屬於「特殊侵權行爲」之範疇，應毋庸置疑。證券詐欺行爲之禁止既屬特殊侵權行爲規範，其損害賠償責任之建立，除法律有特別規定加以排除者外，[108] 自應符合一般侵權行爲之要件，始克當之（曾宛如，

---

[105] *In re* Bradley Pharms, Inc. Securities Litigation, 421 F.Supp. 2d 822 (D.N.J. 2006); *In re* Cardinal Health, Inc. Securities Litigation, 426 F.Supp. 2d 688 (S.D.Ohio 2006); *In re* Initial Public Offering Securities Litigation, 399 F.Supp. 2d 261 (S.D.N.Y. 2005).

[106] *In re* UnumProvident Corp. Securities Litigation, 396 F.Supp. 2d 858 (E.D.Tenn. 2005); *In re* WorldCom, Inc. Securities Litigation, 388 F.Supp. 2d 319 (S.D.N.Y. 2005).

[107] 請參閱前揭註 103。

[108] 一般侵權行為要件，自得以法律明文加以排除，如危險責任要件即為一般違法性侵權行為責任之例外；民法第 191-3 條、民用航空法第 89 條、核子損害賠償法

2000: 184, 2004: 59；劉連煜，2001: 22)，亦即我國證券交易法第 20 條第 1 項所規範之證券詐欺損害賠償責任之建立，係以一般侵權行爲之要件爲依歸。準此以解，有價證券之善意取得人或出賣人，若欲依證券交易法第 20 條第 1 項與第 3 項之規定，向證券詐欺之行爲人主張回復其所受之損害時，需對行爲人之主觀責任要件、[109] 責任原因要件、[110] 因果關係要件與損害要件，[111] 負舉證之責任。[112]

此一般侵權行爲損害賠償請求權人之舉證責任要求，係爲損害賠償法制欲尋求個人權益的保護與行爲人之行爲自由之均衡。就侵權行爲損害賠償責任法制之基本原理而言，其所應非難者，非爲行爲人所造成之損害，而係爲行爲人所爲行爲之違法性。誠如德國著名民法學者魯道夫‧耶林 (Rudolf von Jhering) 所指出：「使人負擔損害賠償義務者，非因損害之發生，而係因行爲人之過失。」[113] 準此以解，就侵權行爲之損害賠償責任而言，與其以受害人損害之救濟角度視之，毋寧以其爲行爲人行爲逾越法律限制之結果，而法

第 18 條、消費者保護法第 7 條等，皆屬著例，請參閱王澤鑑 (1998: 12)；陳自強 (2000: 49)，關於德國危險責任法制之分析與整理，請參閱黃立 (2006: 87-109)。

109 此係指行為人之「故意」而言。依我國多數證券交易法學者之見解，我國證券交易法第 20 條第 1 項所規範之證券詐欺行為之禁止，僅包含「故意」，而不及於過失。最明顯之例證，即為法條之用語「虛偽」、「詐欺」、「隱匿」等，於文義解釋上，皆為傳統闡明「故意」為主觀責任要件之用語。請參閱曾宛如 (2004: 61-62)；台灣高等法院民事判決，九十三年度重上字第 220 號。

110 此係指行為人之民事構成要件該當性、違法性與有責性之分析而言。請參閱王千維 (2001)；楊佳元 (2005: 215-245)。

111 此包含侵害損害與結果損害之分析，請參閱楊佳元 (2005: 245-247)。

112 關於一般侵權行為要件之基礎論述與介紹，請參閱孫森焱 (1988: 154-200)。

113 原文為：“Nicht der Schaden verpflichtet zum Schadensersatz, sonderen die Schuld.” (Rudolf von Jhering, Das Schuldmoment im roemischen Privatrecht S.40 [1867])；另參閱楊佳元 (2005: note 13)。

律限制範圍之界定，端有賴因果關係要件之適用。

此即爲因果關係要件，於侵權行爲損害賠償責任法制之積極功能與消極功能。就其積極功能而言，因果關係係爲損害賠償責任成立之基礎；若行爲人之行爲與受害人所受損害之間，無因果關係之存在，則行爲人自無須就受害人所受之損害，負賠償之責。[114] 就其消極功能而言，因果關係係爲損害賠償責任範圍之限制；亦即，行爲人對受害人所受損害賠償之範圍，僅限於其損害與行爲人之行爲，具有因果牽連關係者，行爲人始應負賠償之責。[115] 職是之故，於侵權行爲法中，因果關係不僅爲損害賠償責任成立之基礎，更是損害賠償責任範圍唯一的判斷基準。相較於其他一般侵權行爲之要件而言，其重要性不言可喻。而證券詐欺行爲之禁止，既屬特殊侵權行爲規範，因果關係要件於損害賠償責任之建立之重要性，亦要毋庸疑。

誠然，就證券詐欺行爲禁止之損害賠償請求權而言，其既屬特殊侵權行爲之範疇，請求權人若欲行使其損害賠償請求權，需負因果關係之舉證責任，似乃事理之當然 (余雪明，2003: 620; 劉連煜，2006: 289-290; 賴英照，2006: 524-533)；即便是因有價證券交易與證券市場之特殊性質，而主張證券詐欺行爲禁止之損害賠償請求權非屬特殊侵權行爲範疇，而係爲獨立之法定責任之學者，[116] 亦

---

114 此即民法學者所稱之「責任成立因果關係」，請參閱王千維 (1998: 202-205)。

115 此即民法學者所稱之「責任範圍因果關係」或「責任實現因果關係」，請參閱王千維 (1998: 205-213)；王澤鑑 (1998: 212-216)。

116 我國通說及立法理由雖然採侵權行為說，但是，既使如此，在解釋第 20 條時，應注意與傳統侵權行為構成要件之闡述相區隔，以合證券交易法之精神與資本市場之特色。為免困擾，本文傾向於定性第 20 條為法定責任，而以侵權行為之要件作為適用時之參考 (曾宛如，2004: 93)。惟本文基於貫徹證券交易法之立法目的及保護投資人之立場，強調證券交易法第 20 條第 3 項所規定之民事責任乃證券交易法所特有之證券詐欺民事責任，性質上時為一獨立之法定責任 (莊永丞，

皆肯認請求權人若欲行使其損害賠償請求權，需負因果關係之舉證責任。[117] 此由證券交易法第 20 條條文本身，亦得以推知立法者亦有意將因果關係定爲證券詐欺損害賠償請求權人，若欲行使其損害賠償請求權所應舉證證明之要件。於證券交易法第 20 條第 3 項，明文規定：「違反第一項規定者，對於該有價證券之善意取得人或出賣人『因而所受之損害』，應負賠償責任。」法條用語「因而所受之損害」，顯即意指「因果關係」爲損害賠償成立之要件。我國證券交易法學者亦皆多據此以爲「因果關係」爲證券交易法第 20 條第 1 項損害賠償成立之要件。[118]

就證券交易法第 20 條第 3 項條文之文義觀之，前開學者見解，洵屬的論；法條用語「因而所受之損害」，當指「因果關係」爲損害賠償成立之要件，應無疑義。非僅如此，即便不以法條用語「因而所受之損害」而爲觀察，實則，單就證券交易法第 20 條第 3 項條文用語「損害賠償責任」本身，本即意涵「因果關係」要件在內；此乃因所謂「損害賠償」本身，本即爲「因果關係」之運作過程之故。亦即，必先滿足因果關係要件，始有損害賠償可言 (王千維，1998)。準此以解，當我國證券交易法第 20 條賦予有價證券之善意取得人或出賣人「損害賠償」請求權，本即意涵，此請求權之行使以及「損害賠償」責任之成立，本應以「因果關係」之成立或存在爲要件。

2005: 151)。

117 同前註。

118 抑有進者，本條第 3 項復規定：「違反第一項規定者，對於該有價證券之善意取得人或出賣人『因而所受之損害』，應負賠償責任。」似亦表示原告之損害與被告之虛偽、詐欺等行為間必須具有因果關係 (劉連煜，2006: 289)。依第 20 條第 3 項規定，「對於該有價證券之善意取得人或出賣人因而所受之損害」，應負賠償責任 (賴英照，2006: 508)。

我國證券交易法第 20 條損害賠償請求權之行使，固然以「因果關係」之成立爲要件，但因該條文本身並無「因果關係」之規定，於解釋上，即應回歸民法一般侵權行爲之「因果關係」而適用。此亦爲將證券交易法第 20 條第 1 項所規範之證券詐欺行爲禁止之法律性質，定性爲「特殊侵權行爲」之當然結果。然而，此將民事一般侵權行爲損害賠償法下「因果關係」之原理原則，適用於證券詐欺，則將可能產生明顯不足與缺失之處。如由美國證券交易法加以觀察，則此適用之缺失，將更爲彰顯。此可分三個層面來加以說明。

其一，爲「損害發生的時點」認定之缺失。就如同美國證券交易法所規範之證券詐欺，主要係指「虛僞不實陳述」與「隱匿」一般；證券詐欺於我國，其所包含的態樣，主要亦爲「虛僞」與「隱匿」。就對重要事實加以隱匿而言，雖然我國證券交易法第 20 條第 1 項僅列示「虛僞」、「詐欺」，以及「足致他人誤信之行爲」爲證券詐欺之態樣，[119] 並未明文將「隱匿」列爲證券詐欺之態樣之一，[120] 惟於解釋上，「虛僞」或「詐欺」，並非以積極之作爲爲限，當有作爲之義務而消極地不作爲，[121] 當亦可構成「虛僞」或「詐欺」。而「隱匿」，即屬以消極不作爲之方式爲「虛僞」或「詐欺」，自亦得構成證券交易法第 20 條第 1 項之證券詐欺之態樣，似無疑問 (陳春山，2003: 346-348；廖大穎，2005: 213-214；賴英照，2006: 510)。

---

119 請參閱證券交易法第 20 條第 1 項：「有價證券之募集發行私募或買賣不得有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為。」

120 「隱匿」為證券詐欺之態樣，係規範於證券交易法第 20 條第 2 項：「發行人依本法規定申報或公告之財務報告或財務業務文件，其內容不得有虛偽或隱匿之情事。」

121 請參閱最高法院四十二年台上字第 90 號判例，以及孫森焱 (1988: 156)：「自己的加害行為包括作為及不作為，以作為為侵害他人之權利，固無疑問，以不作為為侵權行為者，原則上應以法律上有作為義務為前提。」

然而，無論是以「虛僞不實陳述」之方式爲證券詐欺，抑或是以「隱匿」之方式爲證券詐欺，依據我國一般民事侵權行爲損害賠償法下「因果關係」之原理原則，若原告欲主張因被告對重要事實之「虛僞不實陳述」或「隱匿」，而導致其損害，實際上係主張被告以積極作爲之方式，或是被告原有作爲之義務，但故意地以消極不作爲之方式，[122] 使其受有損害。於前者，原告須證明被告以積極作爲與其損害之間具有「相當因果關係」；於後者，原告須證明被告之消極不作爲，與原告之損害之間具有「相當因果關係」。[123] 因此，「相當因果關係」之內容，自然值得吾人特別加以關注。

所謂「相當因果關係」，係指被告之行爲不僅爲原告損害發生不可欠缺之條件，同時亦增加原告損害發生之可能性。[124] 於解釋上，「相當因果關係」包含「責任成立因果關係」(王千維，1998: 202-205) 與「責任範圍因果關係」(王千維，1998: 205-213; 王澤鑑，1998: 212-216)。其中，「責任範圍因果關係」所探究者，係爲行爲人之行爲與受害人所受之損害間之因果關係；而「責任成立因果關係」所探究者，乃行爲人之行爲是否違法之問題 (蘇永欽，2002: 185-186)。準此以解，於我國證券交易法證券詐欺損害賠償訴訟中，若原告欲主張因被告對重要事實之虛僞不實陳述而受損

122 依我國多數證券交易法學者之見解，我國證券交易法第 20 條第 1 項所規範之證券詐欺行為之禁止，僅包含「故意」，而不及於過失，可參考台灣高等法院民事判決，九十三年度重上字第 220 號；曾宛如 (2004: 61-62)；賴英照 (1988: 328)；賴源河 (1997: 297-298)。

123 請參閱最高法院二十三年上字第 107 號判例；最高法院三十三年上字第 769 號判例；最高法院四十八年上字第 2540 號判例。

124 引用相當因果關係說之創始者克萊斯 (Von Kries) 教授之見解：「某項事件與損害之間具有相當因果關係，必須符合二項要件：(一) 該事件為損害發生之『不可欠缺條件』；(二) 該事件實質上增加損害發生的客觀可能性。」請參閱陳聰富 (2007b: 7)。

害，原告必須證明被告之積極作為，乃為原告損害發生不可或缺的條件，且被告故意為之。同理，若原告欲主張因被告對重要事實加以隱匿，而導致其損害，原告必須證明被告之消極不作為，乃為原告損害發生不可或缺的條件，且被告有作為之義務，卻故意不作為。[125] 換言之，原告僅須證明被告之故意積極作為，即為損害發生之原因；或是證明若非被告之不作為，原告之損害即不至於發生，且被告明明有作為義務，卻故意不作為，即滿足證券詐欺之「因果關係」要件，而得以主張損害賠償。

乍然見之，此依據我國一般民事侵權行為損害賠償法下之「相當因果關係」理論所為之分析，似乎並無任何缺失；然而，若對照美國證券交易法證券詐欺「損失因果關係」之分析，以及美國聯邦最高法院於 *Dura* 一案所揭櫫之「真實揭露要件」，將會發現我國侵權行為「相當因果關係」理論，適用於證券詐欺時，實有重大之缺失。我國侵權行為「相當因果關係」之分析，明顯地將「有價證券的買賣」等同於「損害的發生」；亦即，「損害發生的時點」係在於「有價證券的買賣」之時，即已發生。此當然是一般民事侵權行為損害賠償法之特性使然，蓋於一般民事侵權行為，事故發生的時點即為損害發生的時點，如車禍事故，即是著例。然而，此於一般民事侵權行為，是如此；此於證券詐欺，卻完全不是如此。

如前所述，依據 *Dura* 一案之見解，證券詐欺損害發生之時點，並非在於「有價證券的買賣」之時，也並非在於原告付出不當對價而買入有價證券之時，而係在於當被告所為之虛偽不實陳述，為市場大眾所知悉，並加以反應之後。如將「損害發生的時點」之認定，定於原告為「有價證券買賣」之時，則原告即可能因此而不當得利，

---

125 此乃依克萊斯教授所列出之相當因果關係兩大要件而分析，請參閱陳聰富 (2007b: 7)。

甚或可能將原本之損害賠償法制，轉化爲原告投資有價證券虧損之保險。同樣地，這也將使被告負擔其所不應負擔之損害賠償責任，而不當加重被告之責任。凡此諸端，皆非證券交易法證券詐欺責任法制規範之原意，亦將不可避免地戕害證券市場的正常發展。而我國將一般民事侵權行爲之「相當因果關係」分析，適用於證券詐欺之後，正會導致此令人遺憾的結果。由此觀之，此實不可謂非爲我國證券詐欺法制之重大缺失。

其二，爲原告舉證責任之減輕，與被告舉證責任之加重。由於民事侵權行爲法適用的緣故，我國證券交易法將證券詐欺損害發生之時點，定於原告爲「有價證券買賣」之時，且並未如 *Dura* 一案一般，課予原告就「真實揭露要件」負舉證責任；如此，美國聯邦最高法院於 *Dura* 一案所憂慮者，皆將可能會於我國發生。如原告於被告所爲之虛僞不實陳述或隱匿重要事實之情事，爲市場投資大眾知悉之前，即爲該有價證券之買賣，則原告即使以較低的價格買賣該系爭有價證券，原告本未因被告之虛僞不實陳述或隱匿，而遭受任何損失，但卻因「損失發生時點」的錯誤認定，而使得原告仍得依證券詐欺請求損害賠償。

尤有甚者，原告於買入股票之後，可能因經濟情況的改變、投資人預期心理的改變、產業因素或情況的改變、個別公司因素或情況的改變、其他事件等，而導致股票價格的下跌，使原告以較低的價格賣出，因買賣之間價差的緣故，而遭受價差上的投資損失。此於一般股票之投資，本屬極爲平常之事；但是，若原告於事後發現被告曾爲虛僞不實陳述或隱匿，即便是市場普遍認爲被告曾爲虛僞不實陳述或隱匿，並未對股票價格之下跌，產生重大之影響，因我國並未要求原告就「真實揭露要件」負舉證責任，原告仍得輕易提起證券詐欺損害賠償訴訟。而將虛僞不實陳述或隱匿，並未對股票

價格之下跌，產生重大之影響之舉證責任，移轉至被告。與美國證券交易法相較，我國證券詐欺損害賠償訴訟，原告所負之舉證責任，明顯較美國為輕，而被告所負之舉證責任，則明顯較美國為重。此舉證責任之配置，固然於某個層面上意味著我國證券交易法，偏重投資人之保護；[126] 但是，此亦將不免造成原告之濫訴，甚或不當得利，同時亦將增加被告之責任與負擔，亦屬不爭之事實。此亦與我國損害賠償法制，避免不當得利之原則相違背 (孫森焱，1988: 172-175)。故此實亦屬我國證券詐欺法制之缺失。

其三，為信賴要件之適用。如前所述，美國證券詐欺法制將「信賴要件」與「因果關係要件」並列為兩個獨立之要件，且原則上需由原告就其「信賴」被告虛偽不實陳述之情事，負舉證責任。[127] 其實，此與前開美國聯邦最高法院於*Dura*一案課予原告「真實揭露要件」乃為同一之法理，係美國法院期藉由原告舉證責任之增加，而於程序上避免原告之濫訴，除避免司法資源之浪費外，最大的原因，係為減輕被告之責任 (Choi, 2006)。如前所述，「信賴」要件雖常以「交易因果關係」要件名之，惟其實與「損失因果關係」有極大之不同。其所要求者，乃為「被告之行為」與「原告有價證券

126 原文為：“To the extent SEC regulators are so prone, one modification to the Article’s proposal would be to adopt a rebuttable presumption of rationality coupled with a burden of proof on regulators to provide evidence demonstrating the presence of a systematic behavioral bias among investors, the likelihood that new regulations will protect such investors, and the costs of the regulations to investors that do not suffer from the bias. Setting a relatively high burden of proof, for example, will lead only to regulations aimed at behavioral biases that are demonstrably beneficial for investors as a whole (if any such regulations exist)” (Choi, 2006: 133)。

127 於證券詐欺中之「隱匿」，以及於資本市場買賣有價證券時，因「對市場詐欺理論」之適用，而令原告得享有「信賴推定」，已如前述。而除此之外，原告仍應就「信賴」要件，負舉證責任，自不待言。

之買賣」間之「因果關係」。美國證券詐欺法制將其列爲獨立之要件，由原告負舉證責任；而我國證券交易法制不僅並未將其列爲原告欲行使其損害賠償請求權，所必須證明之要件之一；被告是否得以如美國司法實務借重「對市場詐欺理論」，主張「信賴要件」之推定，而無須爲被告「信賴」原告所爲之虛僞不實陳述，而遭致損害，此於我國似亦頗有疑問，蓋此並未經立法者明文加以規定之故。尤有甚者，於我國司法實務上，將美國證券詐欺之「信賴要件」與「損失因果關係要件」相混淆，而錯誤援引「對市場詐欺理論」，逕自推定「損失因果關係」成立之實務見解，亦所在多有。[128] 可見「信賴要件」與「損失因果關係要件」於我國證券詐欺實務上，仍有許多待釐清加強之處。憂心忡忡之餘，本文以爲，除因「信賴要件」與「損失因果關係要件」兩者於概念上，確實容易令人混淆之外，這也是因爲我國證券詐欺法制並未明確規範「信賴要件」與「損失因果關係要件」，而令法院不得不一方面將一般民事侵權行爲之「相當因果關係」分析，適用於證券詐欺；一方面於發現民事侵權行爲之「相當因果關係」於證券詐欺適用之不足之餘，錯誤解讀引用美國證券詐欺法制以爲補充之結果。職是之故，本文以爲，追本溯源，此乃因我國證券詐欺法制規範不明所致。

二、*Dura* 一案對我國證券交易法制之啟示

證券詐欺法制中之「因果關係」要件，其實不僅是損害賠償責任成立之基準，更是確定責任範圍之唯一依據。唯有因行爲人之行爲所致之損害，始得要求行爲人爲其行爲所造成之結果，負損害賠償責任。此乃損害賠償法制之基本原則，此於我國，是如此；於美

128 請參閱例如台中地方法院民事判決，九十一年訴字第 243 號判決；高雄地方法院民事判決，九十一年重訴字第 447 號判決。相關之論述，請參閱邵慶平 (2006)。

國，亦是如此。美國Rule 10b-5 證券詐欺損害賠償法制，自其於西元一九四二年制定，於西元一九四六年，經賓夕法尼亞州聯邦東區地方法院，於*Kardon v. National Gypsum Co.*[129] 一案，裁定其隱含民事損害賠償請求權基礎，並於西元一九七一年，經美國聯邦最高法院於*Superintendent of Insurance v. Bankers Life & Casualty Co.*[130] 一案終獲肯認以來，於超過半個世紀的實踐中，美國證券詐欺法制不斷地發展與演繹，而呈現出美國證券詐欺法制與時俱進之彈性與進步性。其最新且可謂最爲重大之發展，即爲美國聯邦最高法院於*Dura*一案所建立之證券詐欺「損害發生之時點」，以及課予原告須證明「真實揭露要件」之舉證責任規定。

證券詐欺「損害發生時點」之確立，一方面平息美國學術界與實務界爭議多年之「損失因果關係」推定，此一「對市場詐欺理論」的擴大解釋爭議；一方面也避免被告爲其所不應負責之原告損害，負損害賠償責任。如美國聯邦最高法院於 *Dura* 一案所揭示者，即便是股價業已因報告之虛僞不實陳述而不當抬高，而使原告付出原本不應付出之高價，購入該股票，並不意味原告即因此而遭受損失。即便原告其後以低價售出該股票，而承受投資損失，但此投資損失，並不必然可歸責於被告之虛僞不實陳述。此爲證券詐欺「損失因果關係」相關概念之釐清，誠有極大之助益；同時，對於證券詐欺，乃至於證券交易法制之發展與健全，亦有極大之貢獻。三復斯言，擊節不已！

而美國聯邦最高法院於 *Dura* 一案所課予原告須證明「真實揭露要件」之舉證責任規定，除與證券詐欺「損害發生時點」之認定相互呼應之外，其實亦反映出證券詐欺法制中「行爲人之責任」與

[129] 69 F.Supp. 512 (E.D.Pa. 1946).
[130] 404 U.S. 6 (1971).

「請求權人權益維護」兩者均衡求取之困難。誠然，證券詐欺法制，乃至於證券交易法之主要立法目的，在於保護投資人，但是，於致力於投資人權益保護的同時，也應注意避免行爲人責任之不當加重。如果於證券詐欺損害賠償請求訴訟中，原告之舉證責任過輕，使訴訟容易滿足形式要件而進入實質審判，雖然最後的判決結果，未必定會不利於被告，但是只要訴訟一經繫屬法院，常見的情形，即爲將可能爲媒體所報導，此對於公司、經營者、股東、股票價格等，皆將會有立即且明顯的影響，更遑論被告將因此而可能負擔之龐大損害賠償責任！職是之故，證券交易法於保護投資人之同時，亦應考量行爲人之責任問題，並致力於求取兩者之均衡。準此以觀，美國聯邦最高法院於 *Dura* 一案所揭示之「真實揭露要件」，應值得贊同。

然而，美國聯邦最高法院於 *Dura* 一案之見解，並非毫無可議之處。最值得批評之處，即爲美國聯邦最高法院並未對「真實揭露要件」之內容，提供具體且可供依循之判斷基準 (Burch, 2007; Fumerton, 2006)。正因爲如此，關於「真實揭露要件」之具體內容，各聯邦下級法院之間，迄今仍意見分歧，此不僅將使法律適用之一致性，受到影響，亦可能造成「法庭選購」(forum shopping) 之讓人不樂見的結果 (Algero, 1999; Burbank, 2002; McFarland, 2006)。此外，美國聯邦最高法院於 *Dura* 一案中，亦未言明「部分真實揭露」之法律效果 (Dickey, 2007: 445-454)，同時亦未言明「連續部分真實揭露」(Dickey, 2007: 454-468; Dutton, 2006; Savett, 2007) 之法律效果，此皆爲證券詐欺訴訟於實務上運用「真實揭露要件」所可能產生的問題，且有待美國聯邦最高法院於日後交以釐清之處。此外，「真實揭露要件」之規範，將可能鼓勵有價證券之發行人爲虛僞不實之陳述，且故意不爲更正之聲明 (corrective statement) (Spindler, 2007)，或是將更正之聲明與社會重大事件相結合，而減低市場對於更正之聲明中所揭露之虛僞不實陳述對股票價格之影響 (Eisenhofer, Jarvis, & Banko, 2004; 賴英照，2006: 528-529)。凡此諸端，皆顯示出美國聯邦最高法院於 *Dura* 一案之見解，有許多值得批評與加強之處，也留下許多待解決之難題，此爲證券交易法學術界與實務界所應共同努力者。雖然如此，美國聯邦最高法院於 *Dura* 一案之見解，仍爲美國與世界各國證券交易法學，乃至於證券市場的發展與健全，做出重大的貢獻，值得吾人肯定。

如前所述，由於我國證券詐欺法制係參考美國證券詐欺規範，美國之最新發展，自然值得吾人特別地加以關注。而我國證券詐欺法制雖然係參考美國法，但由於並未明確規範證券詐欺之要件，於適用一般民事侵權因果關係原則之後，無可避免地產生諸多缺失，參照美國證券詐欺法制於過去半世紀以來的發展，此適用上之缺失，更形彰顯。尤其美國聯邦最高法院於 *Dura* 一案之後，因其所揭示之原則，不僅對美國證券詐欺實務產生重大且深遠的影響，其亦提供吾人借鏡攻錯之最佳參考。職是之故，本文以爲，我國證券詐欺法制似宜以美國證券交易法制之新發展，爲思考的起點，適度審酌美國聯邦最高法院於 *Dura* 一案所建立之證券詐欺因果關係要件，爲我國證券詐欺法制之相對應修正，以使我國證券交易法制與證券市場的發展，更趨健全。

肆、結論與建議

從美國證券詐欺法制之發展可知，證券詐欺之「因果關係」要件，不僅爲損害賠償責任之成立依據，其亦爲損害賠償責任範圍之界定標準。同時，從美國證券詐欺「因果關係」要件之建構與其具

體內容的演進過程，可以觀察出美國證券交易法之立法者、學術界與實務界，期藉由證券詐欺之「因果關係」要件，以獲致「投資人保護」與「行爲人責任」兩者間均衡之良苦用心。從「對市場詐欺理論」之適用，到「信賴要件之推定」，到「損失因果關係推定」，再到「損失因果關係推定」之駁斥，最後到「真實揭露要件」之建立，在在皆顯示出美國證券詐欺法制，實匯聚無數美國證券交易法學術界與實務界之無數心力，以及多年來反覆實踐的結果。對於資本市場仍處於發展中階段的我國而言，美國之立法例與發展經驗，以及相關理論的論證與演繹過程，實具相當之參考價值。

由美國證券詐欺「因果關係」要件之發展觀察，我國現行證券詐欺「因果關係」要件，係採行一般民事侵權行爲損害賠償法制之「相當因果關係」理論，於實際適用時，實有重大之缺失。我國侵權行爲「相當因果關係」之分析，明顯地將證券詐欺「損害發生的時點」，定位於「有價證券的買賣」之時，此固然與我國證券詐欺之採特殊侵權行爲之定性相一致，然而，此將「損害發生的時點」之認定，定於原告爲「有價證券買賣」之時，則不僅將可能造成原告之不當得利，同時也將使被告負擔其所不應負擔之損害賠償責任，而不當加重被告之責任，甚或可能將原本之證券詐欺損害賠償法制，轉化爲原告投資有價證券虧損之保險。其對我國證券交易法制與資本市場之重要影響，實不言可喻。

爰此，有鑑於美國證券詐欺法制之新發展，同時亦有鑒於我國證券詐欺法制，於民事侵權行爲因果關係要件適用上之缺失，以及考量有價證券之特性與證券交易市場之特殊性，本文建議採取美國聯邦最高法院於 *Dura* 一案所建立之證券詐欺「真實揭露要件」，並確立證券詐欺損失發生之時點，爲被告所爲之虛僞、詐欺或其他足致他人誤信行爲於市場所知悉之後。建議修正我國證券交易法第

20 條，將原第 4 項移爲第 5 項，並做相對應之文字修正。建議增列第 4 項如下：「如該有價證券係經公開發行，前項損害賠償責任，以行爲人違反第 1 項規定之行爲經揭露後所造成者爲限。」期藉此避免我國證券詐欺法制適用上之可能缺失，以使我國證券詐欺法制更趨健全，於保護投資人權益的同時，並達到發達經濟之目的。

參考文獻

王千維 (1998)。〈民事損害賠償責任法上因果關係之結構分析以及損害賠償之基本原則〉，《政大法學評論》，60: 201-230。(Wang, C. W. [1998]. The structural analysis and fundamental principles of causation in civil remedies actions. *Chengchi Law Review*, 60: 201-230.)

王千維 (2001)。〈民事損害賠償責任法上「違法性」問題初探（上）〉，《政大法學評論》，66: 1-66。(Wang, C. W. [2001]. A preliminary discussion of "illegality" under civil compensation laws (I). *Chengchi Law Review*, 66: 1-66.)

王文宇 (2005)。《公司法論》。台北：元照。(Wang, W. Y. [2005]. *Corporation law*. Taipei: Angle.)

王澤鑑 (1998)。《侵權行爲法 (1)》。台北：作者。(Wang, T. C. [1998]. *Tort law I*. Taipei: Author.)

立法院 (1987)。《立法院公報》，76, 96: 38。(Legialative Yuan. [1987]. Legislative yuan gazette, 76, 96: 38.)

余雪明 (1983)。《證券管理》。台北：正中。(Yu, S. M. [1983]. *Securities management*. Taipei: Author.)

余雪明 (2003)。《證券交易法》。台北：證券暨期貨市場發展基金會。(Yu, S. M. [2003]. Securities and Exchange Act. Taipei: Securities and Futures Institute.)

林國全 (2000)。〈證券交易法與證券行政〉，林國全 (編)，《證券交易法研究》，頁 1-87。台北：元照。(Lin, K. C. [2000]. Securities and exchange Act and securities administration. In K. C. Lin (Ed.), *The study of securities and exchange law* (pp. 1-87). Taipei: Angle.)

邵慶平 (2006)。〈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: 47-66。(Shao, C. P. [2006]. The determination of "transaction causation" and "loss causation": A critique on the decision of Kaohsiung district court chung-sue-tze no. 447, 2002. *Taiwan Law Journal*, 79: 47-66.)

孫森焱 (1988)。《民法債編總論》。台北：作者。(Sun, S. Y. [1988]. *On the general principles of obligations of the civil code*. Taipei: Au-

thor.)
莊永丞 (2002)。〈論證券交易法第二十條證券詐欺損害賠償責任之因果關係〉,《中原財經法學》,8: 147-183。(Chuang, Y. C. [2002]. Transactional causation and loss causation under Article 20 of securities and exchange law. *Chung Yuan Financial & Economic Law Review*, 8: 147-183.)
莊永丞 (2005)。〈證券交易法第二十條證券詐欺損害估算方法之省思〉,《台大法學論叢》,34, 2: 123-180。(Chuang, Y. C. [2005]. The method of estimating damages of securities frauds under Article 20 of securities and exchange law. *National Taiwan University Law Review*, 34, 2: 123-180.)
郭大維 (2005)。〈我國證券詐欺訴訟「因果關係」舉證之探討——以美國法為借鏡〉,《月旦法學教室》,28: 79-90。(Kuo, T. W. [2005]. An analysis of the burden of proof of causation in securities fraud actions in Taiwan—From the perspective of U.S. law. *Taiwan Law Review Classroom*, 28: 79-90.)
郭大維 (2006)。〈論我國證券交易法第 20 條之信賴要件與因果關係要件〉,《台北大學法學論叢》,58: 43-92。(Kuo, T. W. [2006]. Analysis of the requirement of reliance and causation in securities fraud actions under Article 20 of the Taiwanese Securities and Exchange Act. *Taipei University Law Review*, 58: 43-92.)
陳自強 (2000)。〈民法侵權行為法體系之再構成——民法第 191-3 條之體系地位(上)〉,《台灣本土法學雜誌》,16: 47-70。(Chen, T. C. [2000]. Restructuring the legal system of tort law under the civil code: The systematic position of Article 191-3 of the civil code (I). *Taiwan Law Journal*, 16: 47-70.)
陳春山 (2003)。《證券交易法論》。台北:五南。(Chen, C. S. [2003]. *On securities regulation*. Taipei: Wu-Nan.)
陳聰富 (2007a)。《因果關係之判斷——台北市國家賠償案件分析,因果關係與損害賠償》。台北:元照。(Chen, T. F. [2007]. *The determination of causation: Case studies of national compensations in Taipei*. Taipei: Angle.)
陳聰富 (2007b)。《因果關係與損害賠償》。台北:元照。(Chen, T. F. [2007]. *Causation and compensations*. Taipei: Angle.)
曾宛如 (2000)。《證券交易法原理》。台北:新學林。(Tseng, W. R.

[2000]. *The principles of securities and exchange law*. Taipei: Sharing.)

曾宛如 (2004)。〈論證券交易法第二十條之民事責任——以主觀要件與信賴爲中心〉，《台大法學論叢》，33, 5: 51-93。(Tseng, W. R. [2004]. Civil liability for Article 20 of the securities and exchange law: Fault and reliance. *National Taiwan University Law Review*, 33, 5: 51-93.)

黃立 (2006)。〈德國民法損害賠償規範之研究〉，《政大法學評論》，93: 57-118。(Huang, L. [2006]. Claims for compensation in the new German civil code. *Chengchi Law Review*, 93: 57-118.)

楊佳元 (2005)。〈侵權行爲過失責任之體系與一般要件〉，《台北大學法學論叢》，56: 205-254。(Yang, C. Y. [2005]. The structure and general components of negligent liability in torts. *Taipei University Law Review*, 56: 205-254.)

廖大穎 (2005)。《證券交易法導論》。台北：三民。(Liaow, T. Y. [2005]. *Introduction to the securities and exchange law*. Taipei: San-Min.)

劉連煜 (1986)。《論證券交易法上之民事責任》。台北：國立中興大學法律學研究所碩士論文。(Liu, L. Y. [1986]. *A study of the civil liabilities under securities and exchange law*. Unpublished master thesis, Department of Law, National Chung-hsin University, Taipei, Taiwan.)

劉連煜 (1995)。〈論證券交易法一般反詐欺條款之因果關係問題〉，劉連煜 (編)，《公司法理論與判決研究 (一)》，頁 201-223。台北：元照。(Liu, L. Y. [1995]. A study of the element of causation of the general anti-fraud provision under the securities and exchange law. In L. Y. Liu (Ed.), *Corporation law: Theories and cases* (pp. 201-223). Taipei: Angle.)

劉連煜 (2001)。〈證券詐欺與因果關係〉，《月旦法學雜誌》，78: 22-23。(Liu, L. Y. [2001]. Securities fraud and causation. *Taiwan Law Review*, 78: 22-23.)

劉連煜 (2006)。《新證券交易法實例研習》。台北：元照。(Liu, L. Y. [2006]. *New securities and exchange law: Examples and explanations*. Taipei: Angle.)

劉連煜 (2007)。《現代公司法》。台北：新學林。(Liu, L. Y. [2007].

Modern corporate law. Taipei: Sharing.)

賴英照 (1988)。《證券交易法逐條釋義第一冊》。台北：作者。(Lai, I. J. [1988]. *A complete statutory analysis of the securities and exchange law I*. Taipei: Author.)

賴英照 (2006)。《股市遊戲新規則——最新證券交易法解析》。台北：作者。(Lai, I. J. [2006]. *New rules for the capital market: The latest analysis of the securities and exchange law*. Taipei: Author.)

賴源河 (1997)。《證券管理法規》。台北：作者。(Lai, Y. H. [1997]. *Laws and regulations of the securities market administration*. Taipei: Author.)

蘇永欽 (2002)。〈再論一般侵權行爲的類型——從體系功能的角度看修正後的違法侵權規定〉，《政大法學評論》，69: 167-201。(Su, Y. C. [2002]. Revisiting basic types of unlawful acts: On the new rule of act in breach of law from the functionalist viewpoint. *Chengchi Law Review*, 69: 167-201.)

Algero, M. G. (1999). In defense of forum shopping: A realistic look at selecting a venue. *Nebraska Law Review*, 78: 79-112.

American Bar Association. (2006). Report on contingent fees in class action litigation. *Review on Litigation*, 25: 459-496.

Art, R. C. (2003). Shareholder rights and remedies in close corporations: Oppression, fiduciary duties, and reasonable expectations. *Journal of Corporation Law*, 28, 3: 371-418.

Barclay, M., & Torchio, F. C. (2001). A comparison of trading models used for calculating aggregate damages in securities litigation. *Law and Contemporary Problems*, 64, 2-3: 105-136.

Beasley, Jr. J. W. (1986). Report of the task force on statue of limitations for implied actions. *Business Lawyer*, 41, 2: 645-666.

Beomberg, A. R. (1974). Are there limits to Rule 10b-5? *Business Lawyer*, 29: 167-178.

Burbank, S. B. (2002). Semtek, forum shopping, and federal common law. *Notre Dame Law Review*, 77, 4: 1027-1056.

Burch, E. C. (2007). Reassessing damages in securities fraud class actions. *Maryland Law Review*, 66, 2: 348-397.

Burson, M. C. (1989). Securities law: An argument for recognition of an implied private cause of action for shareholders under section 13(e) of the Securities Exchange Act of 1934 in the context of going private. *Notre Dame Law Review*, 64, 4: 606-627.

Choi, S. J. (2006). Behavioral economics and the regulation of public offerings. *Lewis and Clark Law Review*, 10, 1: 85-136.

Coffee, J. C., Jr. (2005a). Causation by presumption? Why the supreme court should reject phantom losses and reverse *Broudo*. *Business Lawyer*, 60: 533-548.

Coffee, Jr. J. C. (2005b). Loss causation after *Dura*: Something for everyone. *New York Law Journal*, 231: 883-924.

Coffee, Jr. J. C., & Seligman, J. (2003). *Securities regulation, cases and materials*. New York: Foundation Press.

Cornell, B., & Morgan, R. G. (1990). Using finance theory to measure damages in fraud on the market cases. *UCLA Law Review*, 37: 883-924.

Coughlin, P. J., Isaacson, E. A., & Daley, J. D. (2005). What's brewing in *Dura v. Broudo*?: The plaintiffs' attorneys review the Supreme Court's opinion and its import for securities-fraud litigation. *Loyola University Chicago Law Journal*, 37, 1: 1-42.

Dennis, R. J. (1984). Materiality and the efficient capital market model: A recipe for the total mix. *William and Mary Law Review*, 25, 3: 373-420.

Dickey, J. C. (2007). Current trends in federal securities litigation. *Practicing Law Institute/Corporation*, 1620: 339-496.

Dobris, J. C. (1997). Why trustee investors often prefer dividends to capital gain and debt investors to equity—A daunting principal and income problem. *Real Property, Probate and Trust Journal*, 32: 255-300

Dutton, C. J. (2006). *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*: Extracting teeth from securities regulation. *North Kentucky Law Review,* 33, 1: 153-182.

Eisenhofer, J. W., Jarvis, G. C., & Banko, J. R. (2004). Securities fraud, stock price valuation and loss causation: Toward a corporate finance-based theory of loss causation. *Business Lawyer*, 59, 4: 1419-1446.

Escoffery, D. S. (2000). A winning approach to loss causation under Rule 10b-5 in light of the private securities litigation reform act of 1995 ("PSLRA"). *Fordham Law Review*, 68, 5: 1781-1826.

Fama, E. F. (1970). Efficient capital market: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25, 2: 383-417.

Finnerty, J., & Pushner, G. (2003). An improved two-trader model for measuring damages in securities fraud class actions. *Stanford Journal of Law, Business and Finance*, 8, 2: 213-264.

Fischel, D. R. (1982). Use of modern finance theory in securities fraud cases involving actively traded securities. *Business Law Journal*, 38: 1-20.

Fox, M. B. (2005a). Demystifying causation in fraud-on-the-market actions. *Business Lawyer*, 60, 2: 507-532.

Fox, M. B. (2005b). Understanding *Dura*. *Business Lawyer*, 60, 4: 1547-1576.

Fox, M. B. (2006). After *Dura*: Causation in fraud-on-the-market actions. *Journal of Corporation Law*, 31, 3: 829-876.

Frederick, S., Loewenstein, G., & O'Donoghue, T. (2002). Time discounting and time preference: A critical review. *Journal of Economic Literature*, 40, 2: 351-401.

Frey, A. H. (1941). The distribution of corporate dividends. *The University of Pennsylvania Law Review*, 89, 6: 735-763.

Fumerton, R. A. (2006). Market overreaction and loss causation. *Business Lawyer*, 62, 1: 89-102.

Gordon III, J. D. (2004). Acorns and oaks: Implied rights of action under the Securities Acts. *Stanford Journal of Law, Business and Finance*, 10, 1: 62-97.

Hazen, T. L. (2002). *The law of securities regulation*. Saint Paul, MN: West.

Helms, B. C. (2006). The Supreme Court's *Dura* decision unfortunately secures a brighter future for 10b-5 defendants. *DePaul Law Review*, 56, 1: 189-222.

Hoffman, D. B. (2005). To certify or not: A modest proposal for evaluating the "superiority" of a class action in the presence of government enforcement. *Georgetown Journal of Legal Ethics*, 18, 4: 1383-1394.

Jennings, R. W., & Marsh, H., Jr. (1992). *Securities regulation, cases and materials*. New York: Foundation Press.

Kantrow, J. M. (2006). *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*: Not really a loss causation case. *Louisiana Law Review*, 67, 1: 257-287.

Keeton, W. P., Dobbs, D. B., Keeton, R. E., & Owen, D. G. (1984). *Prosser and Keeton on the law of torts*. Saint Paul, MN: West.

Kingdon, J. W. (1997). *Agendas, alternatives, and public policies* (2nd ed.). Upper Saddle River, NJ: Pearson Education.

Ladner, G. W. (1994). Corporate law: Developing uniformity in limitations periods for implied private actions under the Securities Exchange Act of 1934. *Villanova Law Review*, 39, 4: 1033-1056.

Loss, L. (1961). *Securities regulation III*. Saint Paul, MN: West.

McFarland, S. B. (2006). A one-two punch to forum shopping: Recent judicial and legislative amendments to South Carolina's corporate venue jurisprudence. *South Carolina Law Review*, 57, 3: 465-488.

Morrissey, D. J. (2006). Another look at the law of dividends. *The University of Kansas Law Review*, 54, 2: 449-488.

Mullenix, L. S. (2005). Should Mississippi adopt a class-action rule balancing the equities: Ten considerations that Mississippi rulemakers ought to take into account in evaluating whether to adopt a state class-action rule. *Mississippi College Law Review*, 24, 2: 217-260.

Murdock, C. W. (1990). The evolution of effective remedies for minority shareholders and its impact upon valuation of minority shares. *Notre Dame Law Review*, 65, 3: 425-489.

Ratner, D. L. (1996). *Securities regulation in a nutshell*. Saint Paul, MN: West.

Ryan, D. F. (2005). Yet another bough on the "judicial oak": The Second Circuit clarifies inquiry notice and its loss causation requirement under the PSLRA in *Lentell v. Merrill Lynch & Co*. *St. John's Law Review*, 79, 2: 485-520.

Samuelson, P. A. (1937). A note on measurement of utility. *Review on Economic Studies*, 4, 2: 155-161.

Savett, S. R. (2007). Plaintiffs' vision of securities litigation: trends/ strategies in 2005-2007. *Practicing Law Institute/Corporation*, 1620: 57-128.

Shea, M. (2006). Securities fraud litigation—Lost in causation: Investors not entitled to presumption of loss causation in fraud-on-the-market cases—Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo, 125 S.Ct. 1627 (2005). *Suffolk Journal of Trial and Appellate Advocacy,* 11: 255-263.

Shepherd, C. W., & Scott, D. F., Jr. (1975). Corporate dividend policy: Some legal and financial aspects. *American Business Law Journal*, 13, 2: 199-223.

Spindler, J. C. (2007). Why shareholders want their CEOs to lie more after *Dura Pharmaceuticals*? *Georgetown Law Journal*, 95, 3: 653-692.

Starr, Z. A. (1991). Fraud on the market and the substantive theory of class actions. *St. John's Law Review*, 65, 2: 441-466.

Thorsen, M. S., Kaplan, R. A., & Hakala, S. (2006). Rediscovering the economics of loss causation. *Journal of Business and Securities Law*, 6: 93-126.

Wright, R. W. (1985). Causation in tort law. *California Law Review*, 73, 6: 1735-1828.

Dura Pharmaceuticals v. Broudo —Reconstructing the Pleading Requirement of Causation in Securities Fraud Cases and Its Implications for Taiwan's Securities Regulation

Chun-Jen Chen
Department of Law, National Cheng Kung University
No. 1 University Road, Tainan 70101, Taiwan
E-mail: chenc4@mail.ncku.edu.tw

Abstract

Besides their remedial and deterrent functions, the anti-fraud provisions of securities regulation play an essential role in promoting the integrity of the securities market and investor confidence. Accordingly, framers of securities regulation in different jurisdictions share a view to balance "wrongdoer accountability" and "investor protection". The pleading rules of "reliance" and "loss causation" in private securities fraud cases are crafted for this very purpose. After the Court's adoption of the "efficient market hypothesis" and the "fraud-on-the-market theory", there is a perceived trend to read "fraud-on-the-market theory" broadly in order to extend the presumption from "reliance" to "loss causation". Without a doubt, this will be to the detriment of the development of securities regulation and creates confusion. The Supreme Court's *Dura* decision effectively rectified the expansive reading and had profound implications for U.S. securities regulation and will henceforth serve as an influential and informative reference for securities law in Taiwan.

Key Words: securities fraud, causation, reliance, transaction causation, loss causation