

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

莊永丞*

目次

- 壹、前言
- 貳、證券交易法詐欺民事責任的因果關係
 - 一、美國侵權行為法因果關係理論
 - 二、美國證券詐欺與因果關係理論
- 參、交易的因果關係
 - 一、「虛偽隱匿」(Fraudulent Omission)
 - 二、「詐欺市場」(Fraud on the Market)
 - (一)、Basic, Inc. v. Levinson
 - (二)、效率資本市場假說(The Efficient Capital Markets Hypothesis)
- 肆、損害的因果關係
 - 一、直接因果關係說
 - 二、損害預見說
 - 三、風險實現說
 - 四、些許因果關聯說
 - 五、損害因果關係之光與影
- 伍、結論

關鍵詞：因果關係、效率資本市場假說、詐欺市場理論、交易的因果關係、損害的因果關係、事實上因果關係、法律上因果關係、損害賠償、毛損益法、淨損益法。

投稿日：九十一年六月三日；接受刊登日：九十一年六月十二日

*美國印第安那大學布魯明頓分校法學博士(S.J.D.)，現任中原大學財經法律學系助理教授。本文承蒙二位匿名審查委員惠賜寶貴意見，謹此感謝。惟一切文責仍應由作者自負。

壹、前言

證券交易法第二十條第一項規定：「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。」同條第二項規定：「發行人申報或公告之財務報告及其他有關業務文件，其內容不得有虛偽或隱匿之情事。」同條第三項規定：「違反前二項規定者，對於該有價證券之善意取得人或出賣人因而所受之損害，應負賠償之責。」至於委託證券經紀商以行紀名義買入或賣出之人，在現行集中交易市場或店頭市場中，因非直接的買賣法律關係當事人，故同條第四項予以擬制規定，視為第三項之取得人或出賣人。為維護公平、公開且有效率之證券市場，並使投資大眾免於誤判投資標的而樂於參與證券交易，證券交易法第二十條特藉由反詐欺之規定，賦予有價證券之善意取得人或出賣人侵權行為之損害賠償請求權，以保障其投資權益。惟依我國一般侵權行為法則，原告必須就被告之加害行為與其投資之損害間有相當因果關係，負舉證之責任¹。

在通常之侵權行為案例，如此舉證責任之分配，對於一般侵權行為之被害人言，尚屬合理；舉證特定人之損害與特定人之加害行為有因果關係，並無太大困難。但對於在證券市場遭逢證券詐欺事件之受害人，若亦須負相同之舉證責任，始得請求損害賠償，是否符合我國證券交易

¹ 參閱劉連煜，「證券詐欺與因果關係」，月旦法學雜誌，第 78 期，頁 22-23 (2001)。參閱曾宛如，《證券交易法原理》，頁 184，台北，自版，初版 (2000)。參閱劉連煜，「證券交易法一般反詐欺條款之因果關係」，收錄於劉連煜，《公司法理論與判決研究(一)》，頁 207，自版，再版 (1997)。

法為發展國民經濟，並保障投資之立法目的，則不無疑問。蓋我國證券交易市場，一般而言，每日成交金額高達數百億新臺幣，每日成交筆數亦可達數十萬筆，而證券交易之買賣雙方係透過證券經紀商在集中交易市場由電腦撮合成交，換言之，對於證券交易之買賣雙方，在未曾謀面或直接交涉之條件下，要求原告就被告之加害行為與原告之損害間有相當因果關係負舉證責任，實屬不易。畢竟，原告之所以決定買或賣系爭有價證券，影響的因素，不勝枚舉。再加上系爭有價證券價格的波動，亦非被告之單一行為所能左右。若仍堅持適用一般侵權行為之因果關係理論於證券市場之侵權民事責任，則證券交易法有關被告應負損害賠償責任之規定，將因原告舉證之困難，形同具文。故從證券交易法保障投資人之理念，緩和原告之舉證責任，實屬刻不容緩之課題。

本文之目的在尋求減輕原告證券交易法第二十條舉證責任之任何可能的解套方案，以冀證券交易法第二十條之立法目的得以實現。首先，本文試圖藉由美國侵權行為法關於詐欺行為因果關係二階理論的介紹，導引出美國證券詐欺因果關係二階理論的演進歷程。其次，則深入探討二階理論中的「交易因果關係」理論，並評析美國判例所發展之「詐欺市場理論」(The Fraud on the Market Theory)的功過得失。接下來的第四節，則針對「損害因果關係」的認定標準，加以說明，並藉此釐清損害因果關係適用時的若干盲點。文末，則以本文所導出推定因果關係的論證，建議我國證券交易法第二十條將來修法的方向。

貳、證券交易法詐欺民事責任的因果關係

由於我國證券交易法第二十條係參考美國一九三四年證券交易法第十條第二項及其證券管理委員會依前條法律授權所制定的行政命令 Rule

10b - 5 所制定²，故美國法體系有關證券詐欺民事責任因果關係的分析及操作模式，應可供我國參考借鏡。

原則上，原告主張被告負 Rule 10b - 5 的損害賠償責任時，至少應符合下列六要件：(1)原告買或賣系爭有價證券³；(2)被告詐欺或隱匿之事項

² 參閱余雪明，《證券交易法》，頁 526，台北，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會(2000)。參閱賴英照，《證券交易法逐條釋義-第一冊》，頁 349，台北，自版，再版(1996)。美國一九三四年證券交易法第十條第二項原文規定如下：

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange...

(b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors. 15 U.S.C. §78j(b)(1994).

美國 Rule 10b-5 原文規定如下：

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,

To employ any device, scheme, or artifice to defraud,

To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of circumstances under which they were made, not misleading, or

To engage in any act, practice or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security. 17 C.F.R. §240. 10b-5 (1998).

為重大影響投資人判斷之消息⁴；(3)被告意圖詐欺或隱匿⁵；(4)原告合理信賴被告之不法行為而為買賣⁶；(5)原告之損害與被告之加害行為有因果關係⁷；(6)原告有損害⁸。這六個要件，基本上是以美國傳統侵權行為法 (Torts) 的詐欺責任 (Misrepresentation and Nondisclosure) 為基礎所發展而成的⁹。因此，對於美國傳統侵權行為法如何認定因果關係，則有認識之必要。

一、美國侵權行為法因果關係理論

美國侵權行為法因果關係判斷理論可分為二階段，分別為事實上因果關係 (Cause-in-fact) 與法律上因果關係 (Cause-in-law)¹⁰。事實上因果關係亦可稱為「若無，則非」的因果關係 (But For Causation)，換言之，有無事實上之因果關係，係以「若無，則非」法則 (But For Test) 為測試標準，

³ See, e.g., *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*, 421 U.S. 723 (1975).

⁴ See, e.g., *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.* 426 U.S. 438 (1976); *SEC v. Texas Gulf Sulphur*, 401 F.2d 833, 851 (2d Cir. 1968) (*en banc*), *cert. denied sub nom.*

⁵ *Aaron v. SEC*, 446 U.S. 680, 691 (1980); *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185, 193 (1976).

⁶ See, e.g. *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988).

⁷ *Binder v. Gillespie*, 184 F.3d 1059, 1065 (1999).

⁸ *Camner v. Bloom*, 711 F.Supp. 1264, 1276 (D.N.J. 1989).

⁹ See *Manor Drug Stores*, 421 U.S. at 744.

¹⁰ See Richard W. Wright, *Causation in Tort Law*, 73 CALIF. L. REV. 1735, 1741-42 (1985). W. PAGE KEETON ET AL., PROSSER AND KEETON ON THE LAW OF TORTS §41, at 263-65 (5th ed. 1984). [hereinafter KEETON ET AL., PROSSER & KEETON]. See also KEETON ET AL., PROSSER & KEETON, §42, at 272-74. 參閱潘維大，美國侵權行為法對因果關係之認定，東吳法律學報，第七卷第二期，頁 1-12 (1992)。

適用在具體案例的表現，即為若無被告的不法行為，原告不會遭受損害，則被告的不法行為與原告之損害有事實上之因果關係。反之，若無被告的不法行為，原告仍會遭受損害之結果，則行為與結果間即無事實上之因果關係¹¹。遇有二個或二個以上之原因行為時，美國法院則發展「實質重大因素」法則(The Material Element or Substantial Factor Test)，以補充「若無，則非」(But for)法則適用的困難¹²。因此，事實上因果關係，純屬客觀事實認定的問題，與法律適用無涉。

關於美國傳統詐欺侵權行為的成立要件，原告尚須舉證證明其因「合理信賴」被告虛偽之陳述而與之為或不為交易行為¹³。若無此要件之限制，則可能造成被告之不實陳述，須對全世界任何人負責的不合理結果。基本上，該「合理信賴」的要件，亦屬事實上因果關係之一環¹⁴，亦可以「若無，則非」(But for)法則作為評斷標準，申言之，除非原告能證明原告之作為或不作為，係因合理信賴被告之不實陳述所造成，被告毋庸對其不實陳述負任何責任。

值得注意的是，當交易相對人「隱匿」而不為任何陳述時，前述合理信賴之分析，則面臨無法援用的難題，畢竟，對於原告如何能合理信賴交易相對人之「隱匿」而採取進一步之作為或不作為，殊難想像。因此，原則上，只要交易之一方無積極的誤導他方，無論公平與否，其隱匿或沈默之行為，英美侵權行為法並不加以干涉¹⁵。但是，遇有下列情

¹¹ See KEETON ET AL., PROSSER & KEETON, §41, at 265-66.

¹² See *id.*, §41, at 267-68.

¹³ See *id.*, §105, at 725-29. §108, at 749-53.

¹⁴ See *id.*, §109, at 749-52.

¹⁵ See *id.*, §106, at 737-38.

形，美國法院則例外的要求被告有積極揭露任何構成標的物相關重要事項的義務¹⁶：(1)當被告對於原告負有忠實信認義務；(2)被告僅陳述部份事實而有誤導原告之虞；(3)二造之關係或交易習慣，不允許被告濫用其獨占接近標的物重要基本事項的地位。

法律上因果關係的建立則涉及立法目的及法政策的問題¹⁷。當事實上因果關係成立後，法院則需以法政策的角度，對於既成事實的行為與結果，再給予法律上的評價，審查被告對於損害的發生有無預見的可能，即被告有無法律上的義務去避免原告損害的發生¹⁸。申言之，在此一階段，法院所關心的是究竟有無其他可中斷被告法律上因果關係的行為，若確定並無其他可中斷因果關係介入行為的存在，則被告的行為始可終局的肯認係造成原告損害的最接近或最主要原因(Proximate Cause)，而對原告的損害負賠償責任。

二、美國證券詐欺與因果關係理論

由於證券詐欺損害賠償請求權的理論基礎係源自於英美習慣法的詐欺侵權行為，因此，傳統英美習慣法的詐欺侵權行為因果關係理論於證券詐欺案例，亦扮演基礎理論的角色。然而，傳統英美習慣法的詐欺侵權行為案例，法院多僅檢證原告之信賴要件為已足，而法律上的因果關係，則未要求原告加以證明¹⁹；法院僅在認定傳統英美習慣法有關侵權行為的過失(Negligence)責任時，始明顯要求原告須就法律上的因果關係予

¹⁶ See *id.*, §106, at 738-39.

¹⁷ See *id.*, §42, at 272-73.

¹⁸ See *id.*, §42, at 274-78.

¹⁹ See, e.g., *Athey Prods. Copr. v. Harris Bank Roselle*, 89 F. 3d 430, 434 (7th Cir. 1996).

以證明²⁰。因此，若屬「故意」的詐欺侵權行為類型，法律上的因果關係，則無再論述之必要。值得注意的是，證券詐欺的行為態樣，應屬故意的侵權行為類型²¹，但美國法院在證券詐欺因果關係理論的操作上，卻以傳統英美習慣法有關過失(Negligence)責任的因果關分析為依歸，是否妥適，頗值玩味。本文以為此乃造成今日美國法院對於證券詐欺有關損害的因果關係認定不一的最主要原因。

原則上，就事實上的因果關係，原告應舉證之事項，不論是證券詐欺抑或傳統詐欺，兩者應無不同。首先，法院關心的是原告是否因被告的不實陳述或隱匿，而於證券市場為交易行為；換言之，原告是否已舉證證明當其買賣有價證券之時點，已合理信賴被告重大不實之陳述或一個有效率的證券交易市場²²。如果答案是肯定的，則「交易的因果關係」(Transaction Causation)成立。本質上，交易的因果關係即為前述事實上的因果關係，因此，其判斷標準仍是沿用「若無，則非」(But for)法則，屬於事實認定的範疇。

為了符合 Rule 10b - 5 請求損害賠償的成立要件，原告除了須證明交易的因果關係，尚須證明「損害的因果關係」²³。此乃證券詐欺與傳統詐

²⁰ See, e.g., Krauss v. Greenbarg, 137 F.2d 569, 572 (3d Cir. 1943).

²¹ 參閱賴源河，《證券管理法規》，頁 411-12，台北，自版，增訂二版(2000)。

²² See Bastian v. Petren Resources Corp., 892 F.2d 928, 931 (7th Cir.1990); In LHLC Corp. v. Cluett, Peabody & Co., Inc., 842 F.2d 928, 931 (7th Cir. 1988), cert. denied, 488 U.S. 926 (1988); Schlick v. Penn-Dixie Cement Corp., 507 F.2d 374, 380-82 (2d Cir. 1974), cert. denied, 421 U.S. 976 (1975).

²³ See Huddleston v. Herman & MacLean, 640 F.2d 534 (5th Cir. 1981), affd. on other grounds, 459 U.S. 683 (1983).

欺，原告應舉證之事項，兩者最大的差異所在。簡言之，若被告所言屬實(包括不隱匿)，則原告之投資行為就不會遭受損失；因此，原告須證明被告之不實陳述或隱匿，係造成其經濟上損失的最主要原因(Proximate Cause)。法院在評價原告損失的因果關係時，必須公平客觀的仔細審酌有無其他可以阻卻被告責任的事由。申言之，若原告投資之損失，主要是由系統性風險所造成，縱使有交易的因果關係，被告亦不負 Rule 10b-5 的賠償責任²⁴。雖然 1995 年，美國國會制定「1995 年私人證券訴訟改革法案」(the Private Securities Litigation Reform Act of 1995)第 101 條 b 項²⁵，將原告須就損害因果關係負舉證責任之條文，增修於「1934 年證券交易法」第 21 條(Section 21D(b)(4))²⁶中。但是，對於損害因果關係建立與否之認定標準，美國國會並未制定相關規範，因此，因果關係之認定標準，仍專屬司法權裁量之範圍。由於美國聯邦最高法院對該認定標準，至今尚未表示意見，於是，形成下級法院之見解，聚訟盈庭，莫衷一是之現象。其中，最大的爭議在於原告舉證責任的程度範圍不一；部份法院採取傳統侵權行為「法律上因果關係」的嚴格認定標準²⁷，亦有部份法

²⁴ See Bastian v. Petren Research Co., 892 F.2d 680, 685 (7 th Cir. 1990).

²⁵ 15 U.S.C. §78u-4 (Supp. 1997).

²⁶ 15 U.S.C. § 78u-4(b)(4) (Supp. 1997). 「1934 年證券交易法」第 21 條(Section 21D(b)(4))規定如下：

(4)Loss Causation – In any private action arising under this title, the plaintiff shall have the burden of proving that the act or omission of the defendant alleged to violate this title caused the loss for which the plaintiff seeks to recover damages.

²⁷ See, e.g., Robbins v. Koger Properties, Inc., 116 F.3d 1441, 1447(11th Cir. 1997); Marbury Management, Inc. v. Kohn, 629 F.2d 705, 708 (2d Cir. 1980).

院採取較寬鬆的標準，原告只要證明不法行為與其損害間有些許程度的關聯性 (some causal nexus) 即可²⁸。以下分別就證券詐欺「交易的因果關係」與「損害的因果關係」予以評析。

參、交易的因果關係

對於提起一般詐欺訴訟的原告而言，首先遭遇的課題，便是如何證明由自己決意發動的買賣行為，是受到被告的詐欺行為所影響。當原告未能有效證明「若非」被告的詐欺行為，則原告不可能為系爭的交易行為之條件關係時，則交易的因果關係，無由成立。因此，原告必須就其正當「信賴」(Reliance)被告不法行為而為交易意思表示的原因結果關係，負舉證責任，如此，法院始能理解為何原告會因被告之不實陳述而受害²⁹。原則上，每一個人應對自己的行為所造成的任何結果負責；但是，當自己的行為結果係因自己意思表示不自由所致，如被詐欺或被脅迫，當表意人竭盡所能證明其造成損害的表意行為，乃因信賴意思表示相對人之不實陳述所致，申言之，表意人係遭受意思表示相對人的不法行為所「造意」。此種情形，若仍要求表意人須對自己的行為負責，顯失公平。因此，法律例外的賦予表意人損害賠償請求權救濟，應有其正當性與合理性。

一般詐欺交易的行為，在單純表意人與意思表示相對人的法律關係中，表意人「信賴」要件的要求，並不為過。有問題的是，將該「信賴」要件原封不動的適用到現今的證券交易市場，是否妥適，不無疑

²⁸ See, e.g., *Abbey v. Control Data Corp.*, 933 F.2d 616 (8th Cir.), cert. denied, 502 U.S. 967 (1991).

²⁹ See ROBERT CHARLES CLARK, *CORPORATE LAW* 329 (1986).

問。蓋證券交易市場的交易相對人概念，實質上，係指同一交易時間在交易市場與表意人從事相反買賣的不特定投資大眾，因此，若仍堅持表意人須「信賴」特定交易相對人之不實陳述，始該當證券詐欺的法律構成要件，實有其適用的困難。其次，在一個有效率的證券市場，被告雖未為交易之行為，但其不實之陳述，往往會迅速反映在有價證券之市價上，造成投資人錯誤之判斷而為買或賣之交易行為，甚至，對於在正確消息公開前，未能信賴被告不實陳述而進場買賣之投資人，亦有造成其損害之虞。有鑑於此，美國聯邦最高法院，對於「虛偽隱匿」(Fraudulent Omission)與「詐欺市場」(Fraud on the Market)的情形，放寬證券詐欺損害賠償有關「信賴」之構成要件³⁰，原告毋須再就「信賴」之有無，負積極舉證之責任；而由法官造法，改採「信賴」要件「推定」之見解³¹。但是，對於非屬前述「虛偽隱匿」與「詐欺市場」者，證券交易相對人可得特定的情形，原告仍須就「信賴」要件負積極舉證之責任。以下分別就「虛偽隱匿」(Fraudulent Omission)與「詐欺市場」(Fraud on the Market)二者不同的案例加以論述。

一、「虛偽隱匿」(Fraudulent Omission)

在 *Affiliated Ute Citizens v. United States* 乙案³²，美國聯邦最高法院認定本案(1) 原告與被告之交易行為係特定人間之交易行為(face-to-face transactions)；(2) 被告虛偽隱匿重大不實之事項；(3) 被告對原告負有信認

³⁰ See *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 243 (1988); *Affiliated Ute Citizens of Utah v. United States*, 406 U.S. 128, 152-54 (1972);

³¹ See *id.*

³² See *Affiliated Ute Citizens of Utah*, 406 U.S. at 150-54.

義務(fiduciary duty)；因此，被告虛偽隱匿重大不實之事項致原告仍與之為證券交易行為，原告主觀信賴之要件是容許被推定成立的³³。

虛偽隱匿與不實陳述最大的差異，在於被告負有義務揭露會影響投資人決定的資訊時，卻保持沉默，陷原告於資訊不明的情況下為證券交易的決定。從而，與被告不實之陳述相比，若仍要求原告就其信賴被告之沉默而造意為交易行為，負舉證責任，論理上，誠難想像。在被告不實之陳述之情形，我們可以用二個實際的問題檢驗系爭原告信賴要件之建立與否³⁴；首先，原告是否信任被告所為之具體陳述？其次，該信任是否促使原告為交易行為？由於有被告之具體陳述，適用上並不困難。但是，此檢驗標準顯然無法在被告虛偽隱匿之情形適用。因此，欲突破此一困境，我們似可利用逆向思考的方法，利用一個純假設的問題，以探索原告的主觀心智。這個問題就是：「如果原告知悉被告虛偽隱匿之重大資訊，原告是否會有不同的決定而為不同的行為？」³⁵該假設性的問題的確提供了一個不錯的連結平台，讓被告虛偽隱匿的原因行為，與原告決定為交易的結果行為建立起事實上的因果關係，但是，本文以為，該解決模式對於「信賴」要件的迷思，並無任何助益，反而將事實上的因果關係與「信賴」要件，兩者混為一談。故針對被告虛偽隱匿之情形，根本解決之道，似可將「信賴」要件採取「推定」的方式予以解套，從而，擴張 *Affiliated Ute Citizens* 判例的可適用範圍，尤其是解除特定人間的交易所限制，似有必要，否則將會導致許多證券詐欺的受害人，因無法舉證證明信賴被告之虛偽隱匿而無法請求損害賠償。參照美國多數法院的

³³ See *id.* at 154.

³⁴ See RICHARD W. JENNINGS ET AL., *SECURITIES REGULATION* 1162 (1998).

³⁵ *Id.* at 1163.

見解，亦採取推定信賴要件的態度，以因應現今不重視交易相對人特性的證券交易型態³⁶。

此外，本文以為對於被告不實之陳述，若我們將其定義為一種對於事實真相之「隱匿」，則上述信賴要件推定的理論，邏輯上，應可直接適用到這種對於事實真相「隱匿」之情形(即被告不實之陳述)。若此定義可行，關於證券詐欺的案件，特別在適用信賴要件推定理論的同時，有無必要再區分被告之「不實陳述」與「隱匿」，似乎就變得不是那麼重要了。

二、「詐欺市場」(Fraud on the Market)

另一個讓法院例外允許信賴要件推定的理論基礎是「詐欺市場理論」(the fraud on the market theory)。詐欺市場理論的核心議題在於一個有效率的證券交易市場，有價證券的價格會對詐欺行為有所反映。一般而言，投資人因信賴公平、公開及誠實的證券交易市場，從不懷疑有價證券適正價格的形成過程會遭受不法行為影響，進而願意進場為買或賣之交易行為。今被告對於重大影響證券價格之事項為不實之陳述或隱匿，使得股價為反映該重大不實之陳述或虛偽隱匿，立即於證券交易市場呈現出不適正的價格，造成許多因信賴價格為適正而無辜交易的投資人經濟上的損失，至於原告是否曾信賴被告之不實陳述，則在所不問。因此，對於因信賴公平、公開及誠實的證券交易市場的無辜投資人而言，

³⁶ See e.g., *Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*, 495 F.2d 228, 236 (2d Cir. 1974); *Rochez Bros. v. Rhoades*, 491 F.2d 402 (3d Cir. 1973); *Jenkins v. Fidelity Bank*, 365 F. Supp. 1391, 1398 (E.D. Pa. 1973).

應無必要再苛求其主觀上信賴被告之不實陳述負舉證責任，從而，藉由被告對證券市場之詐欺，導出客觀上原告信賴要件之推定³⁷。

美國聯邦第九區巡迴上訴法院在一九七五年 *Blackie v. Barrack*³⁸ 一案，首先承認詐欺市場理論，以及建立信賴市場要件可得推定的機制。信賴要件，是證明被告不法行為與原告損害間存有因果關係的重要構成要素。法院判決認為在不重視相對人身份的證券公開交易市場(the impersonal stock exchange)，即使原告未能就其直接信賴負舉證責任，惟原告若能立證被告不實之陳述屬重大事項，則法院可以接受以推定原告信賴的方式，認定原告證券之購買行為與被告不實之陳述有因果關係³⁹。至於如何從不實陳述之重大性，導出推定因果關係存在的結論，理由在於不實陳述若屬重大，則證券價格會反映該重大不實之陳述，形成一有瑕疵之證券價格，造成為數眾多因信賴證券市場而買賣該證券之無辜投資者受害。因此，對於這群無辜投資者而言，賦予信賴要件推定的利益，完全符合證券交易法的規範目的⁴⁰。

其次，美國聯邦第二區巡迴上訴法院在 *Panzirer v. Wolf*⁴¹ 案，則擴張詐欺市場理論的適用標準。本案原告主張被告的年終財務報告有重大隱匿不實之事項，造成其股價有灌水之現象，雖然原告並未閱讀該年終財務報告，但原告係信賴「華爾街日報」專欄對該年終財務報告所作的樂

³⁷ See Nicholas L. Georgakopoulos, *Frauds, Markets, and Fraud-on-the-Market: The Tortured Transition of Justifiable Reliance from Deceit to Securities Fraud*, 49 U. MIAMI L. REV. 671, 713 (1995).

³⁸ *Blackie v. Barrack*, 524 F.2d 904 (9th Cir. 1975), *cert. denied*, 429 U.S. 816 (1976).

³⁹ See *id.* at 906.

⁴⁰ See *id.* at 907.

⁴¹ *Panzirer v. Wolf*, 663 F.2d 365 (2d Cir. 1981).

觀評估，始決定購買該公司的股票。法院肯認原告信賴第三人對被告所作的評估報告，可用來推定原告信賴要件的成立；蓋第三人的評估報告，係因信賴被告的年終財務報告所致，倘被告據實陳述，則第三人的評估報告就不可能是樂觀的，據此，原告即不可能進場為交易行為⁴²。職是之故，美國聯邦第二區巡迴上訴法院同意原告以「間接信賴」被告隱匿之方式，成就其直接信賴要件之要求。

值得注意的是，美國聯邦巡迴上訴法院在適用詐欺市場理論，對於被告可否舉反證推翻原告信賴之推定，意見並不一致；美國聯邦第九區巡迴上訴法院在 *Blackie* 案認為，被告若能舉證證明下列任一事項，即可推翻原告信賴之推定：(1)被告之陳述或隱匿非屬重大影響股價之事項；(2)證券交易市場並未對被告之陳述或隱匿有任何反映；(3)原告明知被告之陳述為重大不實，而仍為進場交易；(4)無論有無被告重大不實之陳述或隱匿，原告都會進場交易⁴³。相反的，美國聯邦第二區巡迴上訴法院在 *Panzirer* 案卻未在判決，提及任何有關被告可以推翻原告信賴推定之說明⁴⁴。因此，美國聯邦最高法院為解決此一爭端，遂受理 *Basic, Inc. v. Levinson*⁴⁵案，以闡明如何適用詐欺市場理論。

(一)、*Basic, Inc. v. Levinson*

Basic 鋼鐵公司為紐約證券交易所之上市公司，早在一九六一年中期，即成為 *Combustion* 機械公司所欲購併之目標公司。一九七六年九月 *Basic* 鋼鐵公司之代表即與 *Combustion* 機械公司祕密協商將來合併之事

⁴² *See id.* at 367.

⁴³ *See Blackie*, 524 F.2d, at 907.

⁴⁴ *See Janine S. Hiller & Stephen P. Ferris, Use of Economic Analysis in Fraud on the Market Cases*, 38 CLEV.ST.L.REV. 535, 540 (1990).

⁴⁵ *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988).

宜，在一九七七年與一九七八年間，Basic 鋼鐵公司曾三次公開否認任何與 Combustion 機械公司協商將來合併之消息；然而，在一九七八年十二月十九日，Basic 鋼鐵公司的董事會卻公開宣佈接受 Combustion 機械公司的公開收購股權要約⁴⁶。因此，許多在一九七七年與一九七八年十二月十八日間賣出 Basic 鋼鐵公司股票的原股東，遂對 Basic 鋼鐵公司及其董事，以違反一九三四年證券交易法第十條(b)項與 Rule 10b-5 為由，提起集團訴訟⁴⁷。原告主張其損害係肇因於被告之三次公開否認與 Combustion 機械公司協商合併之消息，造成原告僅能以較差之價格賣出 Basic 鋼鐵公司的股票⁴⁸。第一審法院以被告在協商期間因尚無具體之合併契約，故隱匿有關協商合併之消息，非屬重大之事項，判決原告敗訴⁴⁹；原告遂繼續上訴至美國聯邦第六區巡迴上訴法院，上訴法院不但為認可原告之集團訴訟，採用詐欺市場理論，並廢棄下級法院之見解，認定被告隱匿有關協商合併之消息，應屬重大影響股價之事項⁵⁰。被上訴人不服，繼續上訴至美國聯邦最高法院。

美國聯邦最高法院認為原告主觀之信賴，係證券詐欺責任不可或缺的成立要件，欠缺原告之信賴行為，則被告之不法行為與原告之損害，因果關係無由建立⁵¹。然而，美國聯邦最高法院同時也主張，論證證券詐欺因果關係的方法，應該不只一種⁵²。因此，美國聯邦最高法院遂採納以

⁴⁶ See *id.* at 229-30.

⁴⁷ See *id.*

⁴⁸ See *id.* at 228.

⁴⁹ See *id.* at 229.

⁵⁰ See *id.* at 229-30.

⁵¹ See *id.* at 243.

⁵² See *id.*

效率資本市場假說(the efficient capital markets hypothesis)為基礎的詐欺市場理論，作為論證證券詐欺因果關係的方法⁵³。美國聯邦最高法院認為現今證券交易市場的交易型態，已非傳統詐欺事件預設特定人間對話之交易模式(face-to-face transaction)所能掌握，蓋進行買賣證券的雙方當事人而言，所重視的是證券的流通性，至於相對人之身份為何，並不重要。因此，在此一不重視交易相對人特性的市場(impersonal market)，證券詐欺責任有關信賴要件的適用，勢必要正視證券市場之交易與傳統對話意思表示交易的差異性，而有所調整⁵⁴。

在單純以對話為意思表示的買賣法律關係中，標的物的價格，完全取決於投資人根據其擁有的資訊所作的主觀判斷。值得注意的是，當「市場」介入於買賣雙方當事人間，市場就會將有關標的物的所有資訊予以「加工」，形成所謂的「市價」，供投資人判斷。換言之，市場此時所扮演的角色，正如同以對話為主之買賣法律關係，投資人評價標的物過程所扮演的角色。市場既然可以掌握所有可得之資訊，而這些資訊則會經市場以市價的方式反映證券的價值，作為投資人買賣的參考依據，據此，市場彷彿是投資人未受報酬的代理人般，負責向投資人報告各種訂約的機會⁵⁵。

此外，美國聯邦最高法院認為詐欺市場理論的適用，可以導出原告信賴要件以推定的方式成立。該推定的論證係基於公平性、公共政策、或然率與訴訟經濟的考量⁵⁶。原告信賴要件之推定，完全吻合證券交易法

⁵³ See *id.* at 241-42.

⁵⁴ See *id.* at 243-44.

⁵⁵ See *id.* at 244.

⁵⁶ See *id.* at 245.

促進投資人信賴誠實證券交易市場的立法政策⁵⁷。申言之，本案原告之所以進行被告公司股票之交易行為，完全是基於信賴一個誠實公開的市價，而該市價係由交易市場整理加工所有有關被告公司股票的任何可得之資訊所形成；孰料被告竟為重大不實之陳述，造成市場為反映該情報而向下調整被告公司的市價，逕而造成原告錯誤之投資判斷。畢竟，在一個有效率的證券交易市場，任何可得之資訊皆會迅速反映在股價上⁵⁸；從而，在此一不重視交易相對人特性的證券流通市場，若仍要求原告須就其主觀信賴被告之不實陳述負舉證責任，誠屬不必要，也不切實際⁵⁹。

在賦予推定原告信賴要件的同时，美國聯邦最高法院認為被告只要能舉證證明，系爭證券價格的變動非肇因於被告之不實陳述；抑或原告即使知悉被告之不實陳述，仍不影響其進場交易之初衷，則原告信賴要件的推定，被告得以推翻⁶⁰。職是之故，法院認為原告證券詐欺損害賠償訴訟勝訴的關鍵在於：(1)被告為不實之陳述；(2)該不實之陳述屬重大影響股東權益之事項；(3)系爭證券在一有效率的證券市場掛牌交易；(4)原告交易時點介於被告不實之陳述與正確消息公開之前⁶¹。至於本案被告要如何舉反證成功，美國聯邦最高法院亦提出二個例子以供參考；第一、被告若能證明市場的投資業界人士，已知悉被告正在進行合併之磋商談

⁵⁷ *See id.* at 246.

⁵⁸ *See generally*, Ronald J. Gilson & Reinier H. Kraakman, *The Mechanism of Market Efficiency*, 70 VA. L. REV. 549, 568 (1984).

⁵⁹ *See Basic*, 485 U.S. at 246.

⁶⁰ *See id.* at 248-49.

⁶¹ *Id.* at n.27.

判；第二、證明原告根本就不相信被告之不實陳述，原告進場交易係基於其他根本無涉被告之原因⁶²。

本案的不同意見書，係由美國聯邦最高法院大法官 White 所主筆，O'Connor 大法官亦與 White 大法官持相同之見解。該不同意見書之意旨在於批判詐欺市場理論的驗證困難性；既然是理論，在未經證明為真前，實不宜貿然採用，尤其在法院受限於專業、人力、及物力不足的條件下，有無能力測試該理論是否為真，誠有疑問⁶³。因此，對於因詐欺市場理論而發展的原告主觀信賴要件推定說，實已顛覆了詐欺事件原告應負舉證責任之規範，嚴格言之，本案之多數見解誠已嚴重侵害國會之立法權限，是故，對於原告主觀信賴要件之推定，宜留由國會立法明文規定，較為妥適⁶⁴。不同意見書認為由於現實上，被告舉反證推翻原告信賴要件之推定，若無例外，幾無可能；據此，本案之多數見解，已形同廢除原告立證信賴要件之規範⁶⁵。

其次，不同意見書質疑詐欺市場理論的適用，會造成與證券交易法所倡導的公開揭露原則嚴重的衝突矛盾。蓋詐欺市場理論所強調者，在於投資者係信賴一個有效率的誠實公開市場所形成的市價，而非信賴被告之公開揭露內容，因此，被告之揭露內容為何，對於原告之信賴要件應無影響，從而，公開揭露原則已無存在之意義⁶⁶。最後，不同意見書則指摘准許參加集團訴訟的期間長達十四個月，原告成員相當複雜，其中不乏許多的投機客與套利者，甚至充斥許多認知被告說謊之投資人，詐

⁶² *Id.* at 249.

⁶³ *See id.* at 254.

⁶⁴ *See id.*

⁶⁵ *See id.* at 258.

⁶⁶ *See id.* at 258-59.

欺市場理論在被告不可能舉反證之情形下，這些人亦可主張因信賴市場而有權向被告求償，如此見解，對於始終未曾參與系爭股票交易的被告而言，是否有欠公平⁶⁷？

綜觀上述二說，均言之成理，甚難論斷孰是孰非，因此，本文認為有必要對於詐欺市場理論所憑藉之效率資本市場假說，作進一步之探討，以幫助我們釐清若干詐欺市場理論的盲點。

(二)、效率資本市場假說(The Efficient Capital Markets Hypothesis)

欲正確的適用詐欺市場理論，就必須掌握效率資本市場假說的真髓。到目前為止，由於無人能正確的預測有價證券價格未來的走向，因此，為對抗此一不確定性，以一個有效率的資本市場假說，說明有價證券的價值，可能是最佳的折衷方法⁶⁸。因此，所謂有效率的資本市場，應具備讓投資人僅從該市場有價證券之市價，即可預估該有價證券未來現金流量的功能，蓋其市價已充分反映該有價證券所有公開之資訊⁶⁹。據此，該有價證券之市價即代表市場對其未來現金流量之現有價值所形成的共識，從而，一個有效率的資本市場所加工的市價，係投資人預測該投資標的物未來現金流量現值的最佳方法⁷⁰。是故，效率的資本市場，重點在於強調投資標的物價格與資訊的關係。值得注意的是，一個有效率

⁶⁷ See *id.* at 259-61.

⁶⁸ See Reinier Kraakman, *Taking Discounts Seriously: The Implications of "Discounted" Share Prices as an Acquisition Motive*, 88 COLUM. L. REV. 891, 898-900 (1988).

⁶⁹ See Eugene Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, 24 J. FIN. 383, 383 (1970).

⁷⁰ See Jonathan R. Macey & Geoffrey P. Miller, *Good Finance, Bad Economics: An Analysis of the Fraud-on-the-Market Theory*, 42 STAN. L. REV. 1059, 1077 (1990).

的資本市場，並不意味所有的市場參與者，對於同一投資標的價格，有相同的意見；一個有效率的資本市場，應是代表所有市場參與者買或賣該標的物所累計的交易「結果」，即使投資人對於影響股價的相關資訊解讀不同，亦無礙效率資本市場的形成⁷¹。

傳統上，效率市場理論得依資訊解析之不同，可分為三種層次之效率市場：弱勢(weak form)效率市場、半強勢(semi-strong form)效率市場及強勢(strong form)效率市場⁷²。弱勢效率市場，有價證券價格只能反映該證券之全部歷史，然而，投資人卻無法利用該證券過去表現之歷史，預測該證券未來可能之走向，因此，投資人在弱勢的效率市場，無獲取非常規利益之可能，蓋此一市場，有價證券之價格，完全遵循醉步理論，根本無法預測⁷³。半強勢的效率市場，有價證券之價格，能迅速反映「所有」公開可得之資訊⁷⁴。至於強勢效率市場，有價證券之價格，不但能反映所有公開可得之資訊，亦能反映所有未公開之資訊⁷⁵。

藉由 *Basic* 案我們可以理解，美國聯邦最高法院所謂的效率市場，應係指半強勢的效率市場，蓋其判決意旨認為在一個發展良好的證券市場，其投資標的的市價，會反映所有公開可得之資訊，被告之不實陳述亦會被市價所反映⁷⁶。若採強勢效率市場的見解，則 *Basic* 的股價應會反映所有公開與非公開的資訊，換言之，本案被告合併協商之消息，亦會被據實的反映在股價上。據此，原告應無受害之可能，蓋股價皆已反映

⁷¹ See JAMES D. COX ET AL., SECURITIES REGULATION 32 (1997).

⁷² See Fama, *supra* note 69, at 388.

⁷³ See *id.* at 389-91.

⁷⁴ See *id.* at 404-09.

⁷⁵ See *id.* at 409-13.

⁷⁶ See *Basic*, 485 U.S. at 246.

所有公開與非公開的資訊。此說顯與現實生活不符，因此，詐欺市場理論無法與強勢效率市場相容⁷⁷。此外，由於弱勢的效率市場主張股價僅能反映過去可得之資訊，並不包括現在所有可得之資訊，從而，原告便不可能信賴該市場之市價而為交易，職是之故，詐欺市場理論亦無法適用於弱勢的效率市場⁷⁸。

詐欺市場理論的基礎既然是以半強勢的效率市場為中心，則其因果關係的焦點，遂集中在被告之不實陳述或隱匿，對投資標的物的市價所造成的衝擊與影響。從而，法院適用詐欺市場理論，集中審理的重心，應著重在客觀的市場樣態，而非投資人個人的主觀信賴要件⁷⁹。凡是被告之不實陳述或隱匿，影響了市場均衡價格的變移，則市場被詐欺的事實即可確定⁸⁰。

此外，半強勢效率資本市場假說的運用，法院必須認知投資人在該資本市場的投資決定模式，與一般傳統商品的投資決定模式，並不相同。投資人是否投資一般傳統商品，其決策過程，繫於自己獨力搜尋該投資標的之所有商情而定⁸¹。但是，在資本市場，投資與否的決策過程，是由所謂的市場模型居主控的地位⁸²。資本市場的機構投資人、證券分析師、證券商，挾其雄厚的財力、人力及專業知識等優勢，始有能力解讀市場所有可得之資訊，以評估有價證券之價值。市場模型即是靠這些證

⁷⁷ See Macey & Miller, *supra* note 70, at 1078.

⁷⁸ See *id.* at 1079.

⁷⁹ See Georgakopoulos, *supra* note 37, at 713.

⁸⁰ See Daniel R. Fischel, *The Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases involving actively Traded Securities*, 38 BUS. LAW. 1, 19 (1982).

⁸¹ See *id.* at 2-3.

⁸² See *id.* at 11.

券專業人士的競買競賣，讓所有可得之重大資訊迅速反映在有價證券之市價上，對於無上述優勢的其他投資人，仍可參考上述專業人士的投資建議，或參考上述專業人士競買競賣所形成的市價，而為投資與否之決定⁸³。因此，一般投資人即使未信賴被告之不實陳述或隱匿而為交易，並不能意味該投資人就不會受到損害；蓋被告之證券詐欺行為，若被證券專業人士，作為評估有價證券價值之依據，則影響層面，會擴及整個證券市場。受害人不但包括證券專業人士，亦包括信賴證券專業人士的投資建議或市價而為交易的一般投資大眾⁸⁴。職是之故，原告是否曾主觀信賴被告之不實陳述或隱匿而為交易，在詐欺市場理論的架構下，就顯得無關緊要了。

然而，亦有不少財務與經濟學者批判，詐欺市場理論並未考慮市場上仍存有不少非理性的投資人與投資行為(noise trading)，故上述市場模型犯有以偏蓋全之謬誤⁸⁵。支持上述觀點的理論(noise theory)，相信不理性的投資人或行為，事實上，在資本市場扮演舉足輕重的角色，畢竟，欲追求高報酬而願意承受高風險的套利者，所在多有；投資大眾針對某一特定標的，瘋狂追高的行為，亦時有所聞，據此，效率資本市場假說，破綻百出，不攻自破⁸⁶。從而，詐欺市場理論亦進退失據，失所附麗。

⁸³ See CLARK, *supra* note 29, at 330.

⁸⁴ See *id.*

⁸⁵ See generally, Andrei Shleifer & Lawrence Summers, *The Noise Trader Approach to Finance*, 4 J. ECON. PERSP. 19 (1990). See also COX, *supra* note 71, at 40-42.

⁸⁶ See Donald C. Langevoort, *Theories, Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited*, 140 U. PA. L. REV. 851, 851-72 (1992).

本文以為，上述見解(noise theory)的確提供不少撼動效率資本市場假說的事證，但並非無懈可擊，完美無缺。一般而言，證券市場存有不理性的投資行為與不理性的投資人，是吾人無可否認的事實，然而，此事實不但不會撼動效率資本市場假說的理論，反而更加強效率資本市場假說理論的可信度。不理性的投資行為與投資人，在資本市場的競買競賣行為，會使投資標的之均衡價格，暫且乖離其理性的均衡價格，不理性的均衡價格與理性的均衡價格，價差越大，長期而言，市價回復成理性均衡價格的力道，也就越強。事實上，市場在加工各種情報以形成市價的同時，投資人理性的或非理性的行為，均應會被反映在市價上。再進一步言，被告之不實陳述或隱匿，造成均衡市價的偏離，本質上，投資人因信賴該市價所為之交易行為，在資訊不對稱的情況下，亦可定位為一「非理性」的投資行為。因此，投資人根本無法判斷該市價，究係合理行為造成的，亦或非理性的投資人造成的，是故，為保障投資人信賴效率市場的利益，詐欺市場理論的引用，可免於投資人遭受損害。

綜上所述，我們可以得到一個結論，在效率資本市場的架構下，投資標的市價的形成，係市場整理所有市場參與者之競買競賣行為與所有可得之資訊後，所製成的加工品。值得注意的是，該加工品沒有所謂「正確」與否的問題；換言之，效率市場理論無法導出投資標的「正確」的市價，效率市場理論僅能導出交易時「最佳」的價格。*Basic* 案之不同意見書，似乎在此誤解效率市場理論的論點，錯認效率市場理論可以導出正確的價格；殊不知效率市場理論導出之價格，基於各種理由，極有可能是錯誤的。而詐欺市場理論的目的，主要在防治不法操縱價格的行為，而不在保證證券價格的正確無誤⁸⁷。

⁸⁷ See Georgakopoulos, *supra* note 37, at 716.

此外，資本市場特有倚重證券專業人士而為投資決定模型，亦加強證券交易法公開揭露原則的必要性，否則，證券專業人士無從評估投資標的之價值。是以，詐欺市場理論不但沒有與公開揭露原則相衝突，反而有相輔相成的效果。另外，效率市場假說屢經實證研究證實⁸⁸，因此，為保障投資大眾免於因信賴市價而交易卻遭受損害的結果，詐欺市場理論的存在，應有其必要性。至於，原告有無信賴被告之不實陳述或隱匿，在效率市場的架構下，應無再討論之實益。

詐欺市場理論移植至我國法體系，最大的困擾似乎在於我國的證券市場是否符合半強勢效率資本市場的假說，答案可能見仁見智⁸⁹。惟此乃

⁸⁸ See Fama, *supra* note 69, at 387-88.

⁸⁹ 參閱劉連煜，〈證券交易法一般反詐欺條款之因果關係〉，收錄於劉連煜，《公司法理論與判決研究(一)》，頁221，自版，再版(1997)。根據曹美娟，〈台灣上市與上櫃股票市場效率性之研究—以兩稅合一新稅制為例〉，頁25，私立中原大學會計學研究所碩士論文(2000)，對於我國效率市場假說之研究彙整如下：1. 符合弱勢市場假說：徐瑞隆，〈技術分析之收益性與市場的有效性之研究〉，國立成功大學工業管理研究所碩士論文(1989)；景志鏞，〈以模糊時間序列分析對弱式效率市場再臆測〉，私立東海大學統計學系碩士論文(1997)；黃惠華，〈台灣股票集中與店頭市場績效之比較與探討〉，國立台灣大學會計學研究所碩士論文(1998)；2. 不符合弱勢市場假說：林永福，〈台灣股票市場過度反應與內部關係人效應之實證研究〉，私立朝陽大學財務金融研究所碩士論文(1998)；3. 符合半強勢市場假說：劉燕滢，〈現金增資宣告對股票價格影響之探討〉，私立東海大學企業管理研究所碩士論文(1989)；陳尚群，〈從股票本益檢定半強式效率資本市場—以台灣股票市場為例〉，國立台灣大學商學研究所碩士論文(1989)；曾秀惠，〈台灣股市對盈餘公告的反應之研究〉，國立成功大學工業管理研究所碩士論文(1991)；

事實認定的問題，法院仍得依其職權就個案加以判斷，並不影響其作為詐欺市場理論的基礎。況且，我國實務見解就公害事件，已採用「蓋然性」因果關係理論⁹⁰，以避免傳統舉證責任分配之結果，造成不公平之現象。更重要的是，適用詐欺市場理論的目的，僅在「推定」建立原告交易因果關係的信賴要件，與被告是否負損害賠償責任無涉；且被告尚可

王慧雯，《晚報推薦資訊對臺灣股票市場影響之研究》，國立成功大學工業管理研究所碩士論文(1998)；4. 不符合半強勢市場假說；張清福，《台灣股票市場情報效率性的再探討 - 春節前後資料之運用》，私立淡江大學管理科學研究所碩士論文(1985)；潘志誠，《台灣股票市場效率性之實證研究 - 股價與財務報表公佈之關係》，私立大同工學院事業經營研究所碩士論文(1987)；林耿步，《台灣證券市場上市公司保留意見審計報告所含資訊內容之研究》，私立輔仁大學管理科學研究所碩士論文(1989)；柯孟聰，《股票股利公告對股價影響之實證研究》，國立交通大學管理科學研究所碩士論文(1990)；丘添富，《台灣證券市場上市公司每季盈餘時間效果及消息效果資訊內容之研究》，私立東海大學企業管理研究所碩士論文(1991)；王全祿，《上市公司內部關係人之申報轉讓持股與市場效率之實證研究》，國立台灣大學商學研究所碩士論文(1991)；陳志健，《強制性增加揭露對股票市場的影響 - 以第十六號公報「財務預測編製要點」為例之實證研究》，國立中山大學企業管理研究所碩士論文(1992)；5. 符合效率市場假說：邱秀清，《會計變動與市場股價之關聯》，私立中國文化大學企業管理研究所碩士論文(1993)；蔡櫻瑜，《臺灣股票市場對會計變動股價反應之研究》，國立台灣大學會計學研究所碩士論文(1994)；6. 不符合效率市場假說：賴鶴年，《MSCI 將台股納入選樣對國內股市的影響》，國立中山大學企業管理研究所碩士論文(1999)。

⁹⁰ 參閱台北地方法院八三年度國字第一八號判決。

舉反證推翻原告信賴之推定。是故，法院應可將證券詐欺的事件，大膽的類推「公害」事件有關因果關係法理的運用，採納詐欺市場理論。

肆、損害的因果關係

證券詐欺事件，損害因果關係(loss causation)的有無，關係到原告可否順利的主張證券詐欺損害賠償請求權。基本上，證券詐欺之原告須舉證證明被告之隱匿或不實陳述，係造成其損害之最直接的原因。前述 *Basic* 案，判決重點在於藉由詐欺市場理論，導出原告信賴要件的推定，而信賴要件在證券詐欺因果關係判斷的歷程中，仍屬於事實上因果關係的範疇，至於損害因果關係的判斷，美國聯邦最高法院並未提供任何指導原則，以致美國實務見解，對於原告之損害發生與被告之詐欺行為間，原告須舉證證明至何種程度，至今仍聚訟盈庭，莫衷一是。

美國大多數上訴聯邦巡迴法院主張，原告若欲以投資標的嗣後價值 (post-transaction value) 的變動，作為投資損害的證據，則原告須就被告的不實陳述或隱匿，與該投資標的嗣後價值的變動有因果關係，負舉證責任。而部份美國上訴聯邦巡迴法院則主張，原告只須證明被告之詐欺原因行為，係造成原告以不公平之價格買賣系爭有價證券之結果，即完成損害因果關係之舉證責任；至於該投資標的嗣後價值的變動，只是作為衡量損害賠償之依據，因此，該投資標的嗣後價值的變動，原告無須將其與被告之詐欺行為間，有因果關係，負舉證責任。舉例言之，假設原告甲於被告 ABC 船運股份有限公司不實陳述後，以 50 元購買 ABC 股票，今 ABC 公司貨輪沈沒，ABC 股價跌至 30 元。依據多數說的見解，原告須就 ABC 之不實陳述與 ABC 股價跌至 30 元，有因果關係，負舉證責任，倘 ABC 股價跌至 30 元，係 ABC 公司貨輪沈沒所致，與 ABC 不實陳述，無因果關係，則原告不得請求損害賠償。但若依少數說的見解，

原告只須證明其交易時 50 元的價格，有可能肇因於 ABC 之不實陳述所灌水，而股價跌至 30 元與被告之詐欺行為，原告不須負任何舉證責任，原告即得請求損害賠償。由此可見，多數說的見解對於原告舉證責任的標準，較少數說為嚴格，對原告而言，顯然較為不利。以下則就美國各區上訴聯邦巡迴法院，關於原告就損害因果關係應如何舉證的各種見解，予以論述。

一、直接因果關係說

美國聯邦第十一區巡迴上訴法院在 *Robbins v. Koger Properties, Inc.* 案⁹¹，認為原告並未就其損害與被告財務報表不實之記載，存有合理的直接與最近因果關係，善盡舉證責任⁹²。雖然原告試圖證明被告之股價，由於其財務報表不實之記載，致原告交易之價格並不公平；然法院認定原告實際之投資損失，係肇因於被告公司公佈縮減其股利發放數額之消息，致被告公司之股價下跌，故被告公司股價下跌之原因，並非其財務報表不實之記載所造成，據此，原告之損害因果關係，無由建立⁹³。因此，美國聯邦第十一區巡迴上訴法院，對於損害因果關係的建立，要求原告須就投資標的嗣後價格的變動與被告的詐欺行為間，存有「直接」的因果關係，負舉證責任。

二、損害預見說

關於損害的因果關係，此說主張原告只須舉證證明其經濟上的損害，係被告詐欺行為可預見的結果，即完成其舉證之責任。Marbury

⁹¹ *Robbins v. Koger Properties, Inc.*, 116 F.3d 1441 (11th Cir. 1997)

⁹² *See id.* at 1447.

⁹³ *See id.* at 1448.

Management, Inc. v. Kohn 案⁹⁴，被告向原告(Marbury Management) 謊稱其為有執照的證券營業員，原告遂向其購買股票。美國聯邦第二區巡迴上訴法院認定被告不但誘引原告購買系爭股票，當股價下跌，還誘引原告緊抱該股票⁹⁵，致原告遭受經濟上之損失。雖然股價之下跌，與被告之詐欺行為無關，但法院仍認定原告之經濟損失，係被告詐欺行為可預見之結果，因此，損害之因果關係依然成立⁹⁶。相較於直接因果關係說，損害預見說大為降低原告舉證責任之標準。然而，美國聯邦第二區巡迴上訴法院 Meskill 法官卻在本案持反對意見，以不同意見書主張原告應就其損害與被告之詐欺行為有直接因果關係，負舉證責任⁹⁷。Meskill 法官認為損害因果關係的原理，在於原告之損害必須直接由被告之詐欺行為所造成，若原告之損害，係由其他無關被告詐欺行為之因素所造成，則被告之詐欺行為與原告之損害間，應無損害之因果關係⁹⁸。Meskill 法官為支持其論證，強力主張以公共政策(public policy) 為由，反對本案採取損害預見說，否則，被告會因損害預見說，處於原告投資報酬之保證人地位⁹⁹。此不同意見書，揭示直接因果關係說與損害預見說，適用上所衍生的問題，值得重視。基本上，直接因果關係說應包含損害預見之概念，直接因果關係的成立，即可證明被告之行為可預見會造成原告之損害，相反而言，損害預見說則不期待任何直接的因果關係存在。是故，損害預見說對於原告較為有利。

⁹⁴ Marbury Management, Inc. v. Kohn, 629 F.2d 705 (2d Cir. 1980).

⁹⁵ See *id.* at 707.

⁹⁶ See *id.* at 708-09.

⁹⁷ See *id.* at 716-18.

⁹⁸ See *id.*

⁹⁹ See *id.* at 718.

三、風險實現說

風險實現說要求原告舉證證明，由於被告之詐欺行為，使得原告交易時之風險未能揭露，終致原告投資之損失，而原告之損失則係肇因於該未揭露風險之實現¹⁰⁰。在 *Bastian v. Petren Resources Corp.* 案¹⁰¹，原告主張由於被告故意隱匿公司經營之問題，致原告投資被告有限合夥事業蒙受損失。然而美國聯邦第七區巡迴上訴法院卻認定原告投資之損失，係肇因於一九八一年原油價格大跌所致，原告在投資被告時，即知悉原油價格大跌乃投資石油產業之風險，本案原告除非能證明其損失，係由其他風險實現所致，否則，原告之損害因果關係，無由建立¹⁰²。

風險實現說與直接因果關係說最大的差異在於，前者著重在原告「交易時」所承受被告詐欺行為的風險，原告須舉證證明其損失，係該風險實現所致；後者則側重於原告投資嗣後價格之變動，與被告詐欺行為間，有直接因果關係，負舉證之責任。

四、些許因果關聯說

當原告欲以投資標的嗣後價格的變動，作為衡量其可回復之投資損失時，前述三說的共通點，在於原告皆須就投資標的嗣後價格的變動與被告詐欺行為間，有因果關係，負舉證責任。而「些許因果關聯說」，則允許原告舉證證明被告之詐欺行為與原告交易時點之損失，有些許關聯即可，至於投資標的嗣後價格的變動，原告則無須證明其與被告之詐欺行為有任何因果關係。

¹⁰⁰ See, e.g., *Bastian v. Petren Resources Corp.*, 892 F.2d 680, 684-86 (7th Cir. 1990).

¹⁰¹ 892 F.2d 680 (7th Cir. 1990).

¹⁰² See *id.* at 684-86.

Abbey v. Control Data Corp.案¹⁰³，美國聯邦第八區巡迴上訴法院主張，證券詐欺原告不應被要求負嚴格的直接因果關係之舉證責任，原告只須就被告之詐欺行為與其投資損失間，有些許的因果關聯性，負舉證責任即可¹⁰⁴。本案原告主張被告之財務報表記載不實，造成其投資之損失¹⁰⁵；被告主張股價並未因其更正後而有任何變動，申言之，股價之變動係因其揭露無申報義務之租賃契約條款所致¹⁰⁶。因此，被告主張原告並未盡其舉證證明損害因果關係存在之責任。然而，法院認為被告財務報表不實之記載，造成原告以不公平之價格購買被告之股票，原告之損害因果由此建立，從而，原告無須再就系爭股票嗣後價格之下跌，與被告之不實記載，有因果關係負舉證責任¹⁰⁷。

綜上所述，「些許關聯說」是所有原告舉證責任標準中，對原告最為有利的。蓋原告僅須證明被告之詐欺行為，對於原告之交易價格有某種程度之影響，損害之因果關係即可建立。反之，其他原告舉證責任標準，對於原告欲以投資標的嗣後價格之變動作為其投資損失之依據，皆要求原告應就被告之詐欺行為與投資標的嗣後價格之變動間，存有因果關係，負舉證責任。值得注意的是，不同的標準，會產生不同的結果，影響證券詐欺原告之權益甚鉅，現今美國法院見解仍不一致的現象，急待美國聯邦最高法院統一其適用標準，以杜爭議。

¹⁰³ Abbey v. Control Data Corp., 933 F.2d 616 (8th Cir.), *cert. denied*, 502 U.S. 967 (1991).

¹⁰⁴ *See id.* at 619.

¹⁰⁵ *See id.*

¹⁰⁶ *See id.*

¹⁰⁷ *See id.* at 619-20.

惟美國現行證券詐欺損害因果關係的操作模式，是否符合證券交易法防止詐欺與保護投資大眾的立法目的，不無疑問。本文試圖在下文作更深入之探討。

五、損害因果關係之光與影

大多數法院皆以原告交易時點，作為判斷其損害之基準，即以被告不實陳述或隱匿所形成的「市價」，即原告之實際交易價；與若無被告詐欺行為之公平價格相比較，以兩者之價差，作為原告之損害賠償¹⁰⁸。至於原告投資標的嗣後價格的變動，則非所問。申言之，原告僅能以交易時點之價差作為損害賠償之依據。因此，損害因果關係的焦點，集中在被告詐欺行為對於原告交易價格之不當影響。如此衡量損害賠償之方式，即是所謂的「淨損益法」(net income loss)或「差額賠償準則」(out-of-pocket rule)¹⁰⁹。「淨損益法」的特色，在於僅以原告交易時點之價差作為損害賠償之依據，對於原告投資標的交易後的損失，則不得請求損害賠償。

「淨損益法」或「差額賠償準則」，完全合乎損害因果關係積極要件的精神，即被告的詐欺行為與原告的損害，要有直接的關係。另一與「淨損益法」相對的損害賠償計算方法，則是「毛損益法」(gross income loss)，其特徵在於擴大原告損害賠償之範圍，以原告交易之價額與嗣後

¹⁰⁸ See *Huddleston v. Herman & Maclean*, 640 F.2d 534, 556 (5th Cir. Unit A Mar. 1981), *cert. denied*, 456 U.S. 914 (1982), *aff'd in part and rev'd in part on other grounds*, 459 U.S. 375 (1983).

¹⁰⁹ See Andrew L. Merritt, *A Consistent Model of Loss Causation in Securities Fraud Litigation: Suiting the Remedy to the Wrong*, 66 TEX. L. REV. 469, 476 (1988).

被告詐欺事件被揭露時交易價格之差價為損害賠償之主要依據¹¹⁰。「毛損益法」，對於損害因果關係的要件，採取較消極的態度，換言之，對於原告交易時點後所發生之投資損失，縱然與被告之詐欺行為無直接關係，被告仍須對該後發的損失(subsequent loss or resulting loss)負責，蓋被告於不實陳述或隱匿行為時，應可預見會造成原告損失的結果，因此，被告應負使原告回復其交易前地位之義務¹¹¹。既然被告須回復原告交易前之地位，據此，原告只須證明有事實上因果關係即可，無須再就損害的因果關係，負舉證責任¹¹²。

美國實務見解通說不支持「毛損益法」的主要理由¹¹³，在於擔憂被告會成為原告投資失敗之保險人¹¹⁴，凡市場上失利者，不管是何種原因造成投資標的嗣後價格的變動，原告皆可不分青紅皂白的請求被告回復其交易時之地位，被告豈不成為原告投資穩賺不賠的保證人，因此，強

¹¹⁰ See *id.* at 477.

¹¹¹ See *id.*

¹¹² See *id.*

¹¹³ See, e.g., *Ute*, 406 U.S. at 155; See also *Jordan v. Duff & Phelps, Inc.*, 815 F.2d 429, 443 (7th Cir. 1987), *cert. denied*, 485 U.S. 901 (1988); *Smoky Greenshaw Cotton Co. v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith*, 785 F.2d 1274, 1278 (5th Cir. 1986); *cert. denied*, 482 U.S. 928 (1987); *Alna Capital Assocs. v. Wanger*, 758 F.2d 562, 566 (11th Cir. 1985); *Hackbart v. Holmes*, 675 F.2d 1114, 1121(10th Cir. 1982); *Sharp v. Coopers & Lybrand*, 649 F.2d 175, 190 (3d Cir. 1981), *cert. denied*, 455 U.S. 938 (1982); *Holmes v. Bateson*, 583 F.2d 542, 562 (1st Cir. 1978).

¹¹⁴ See *Huddleston*, 640 F.2d at 549; *Marbury Management*, 629 F.2d at 718.

制被告負擔非其詐欺行為所造成之損失，對被告顯不公平¹¹⁵。此一見解雖言之成理，惟本文仍持保留的看法。

從證券交易法的法規目的觀之，詐欺防止與投資保障乃證券交易法的基本立場。今被告不利或有利之資訊，若及時公開揭露於市場，則股價應會立即反映，買或賣由投資人自己決定，自己負責；若被告採取不實陳述或隱匿的策略，造成市場錯誤的預期，形成不公平的價格，終致原告投資之損失。被告對於自己之詐欺行為會造成投資人交易時之損失危險及交易後至消息公開之損失危險，被告行為時應有認識，因此，對於不實陳述或隱匿的被告，要求其負回復原告訂約前地位之責任，並無不妥。

其次，對於原告交易後持有有價證券之期間，若無其他外力介入中斷損害因果關係，有價證券價格變動所造成原告之損失，亦難謂與被告之不實陳述與隱匿行為，完全無直接關聯性。蓋被告詐欺行為之影響層面，在資訊公開前，不僅包括原告交易時之價格，亦包括原告交易後持有期間之價格，因此，對於因信賴被告詐欺行為所形成之「市價」而被「誘引」進場交易之投資人而言，法院不採取「毛損益法」以衡量原告之損害，反而對於前述原告極不公平。

最後，為避免造成被告成為原告投資失敗之保險公司，本文建議採取舉證責任倒置之作法，原則上，即以「推定」的方式建立原告損害之因果關係，而由被告舉反證推翻之¹¹⁶。畢竟，對於被告公司股價嗣後變

¹¹⁵ See *Beissinger v. Rockwood Computer Corp.*, 529 F.Supp. 770, 788 (E.D.Pa 1981).

¹¹⁶ See *Merritt*, *supra* note 109, at 516-17.

動的原因，究與被告之詐欺行為有無直接關聯，被告應知之甚稔，賦予被告舉反證之機會，應屬公平。

伍、結論

我國證券交易法第二十條證券詐欺損害賠償責任之因果關係理論，應可參酌認定美國證券詐欺因果關係有無之二階理論，即交易的因果關係與損害的因果關係。按傳統的舉證責任分配，應由請求損害賠償的當事人負舉證責任，惟在此一不重視交易相對人特性的證券市場，要求證券詐欺事件的原告，就交易的因果關係與損害的因果關係負完全的舉證責任，殆屬不可能，有鑑於此，尋求減輕原告證券交易法第二十條舉證責任之任何可能的解套方案，誠屬必要。舉證責任的倒置，應屬有效救濟被害人的方案，但為避免對被告造成不公平之結果，本文主張採取因果關係「推定」的理論，以平衡證券詐欺事件兩造之利益。

在交易因果關係的判斷階段，本文建議法院應重視效率資本市場假說理論對於釐清資本市場有關投資標的價格與市場資訊兩者間之關係所作的貢獻，進而採納「詐欺市場理論」，以「推定」的方式，建立原告交易因果關係的信賴要件。至於我國的證券市場是否符合半強勢效率資本市場的假說，我國相關之研究似尚無共識，本文以為此乃實證研究舉世皆然之現象，重點應在於法院仍得依其職權就個案加以判斷，絲毫不影響效率資本市場的假說作為詐欺市場理論的基礎。

至於損害因果關係的判斷階段，本文支持以「毛損益法」作為衡量原告可請求的損害賠償範圍。從證券交易法的法規目的觀之，詐欺防止與投資保障乃證券交易法的基本立場。被告對於自己之詐欺行為會造成投資人交易時之損失危險及交易後至消息公開之損失危險，被告行為時應有認識，因此，對於不實陳述或隱匿的被告，要求其負回復原告訂約

前地位之責任，並無不妥。其次，對於原告交易後持有有價證券之期間，若無其他外力介入中斷損害因果關係，有價證券價格變動所造成原告之損失，亦難謂與被告之不實陳述與隱匿行為，完全無直接關聯性。最後，為避免造成被告成為原告投資失敗之保險公司，若原告交易的因果關係建立後，本文建議法院得繼續以「推定」的方式建立原告損害之因果關係，但同時亦賦予被告舉反證推翻之機會，以平衡兩造之利益。

綜上所述，本文大量運用因果關係推定理論，在我國現行證券交易法第二十條的條文，為原告尋求解套方案，是否得當，尚祈各位先進不吝賜教。然而，若我國下次修法，國會能將因果關係推定理論予以明文化，則我國證券法制必更臻完善，應是本文可以確定的。

中原財經法學

摘要

本文在尋求減輕原告證券交易法第二十條舉證責任之任何可能的解套方案，以冀證券交易法第二十條之立法目的得以實現。首先，本文試圖藉由美國侵權行為法關於詐欺行為因果關係二階理論的介紹，導引出美國證券詐欺因果關係二階理論的演進歷程。其次，則深入探討二階理論中的「交易因果關係」理論，並評析美國判例所發展之「詐欺市場理論」(The Fraud on the Market Theory)的功過得失。接下來的第四節，則針對「損害因果關係」的認定標準，加以說明，並藉此釐清損害因果關係適用時的若干盲點。文末，則以本文所導出推定因果關係的論證，建議我國證券交易法第二十條將來修法的方向。

中原財經法學

莊永丞參考文獻

書籍

劉連煜，證券交易法一般反詐欺條款之因果關係，收錄於劉連煜，《公司法理論與判決研究(一)》，自版，再版(1997)。

余雪明，《證券交易法》，台北，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會(2000)。

賴英照，《證券交易法逐條釋義-第一冊》，台北，自版，再版(1996)。

賴源河，《證券管理法規》，台北，自版，增訂二版(2000)。

劉連煜，證券交易法一般反詐欺條款之因果關係，收錄於劉連煜，《公司法理論與判決研究(一)》，自版，再版(1997)。

曹美娟，《台灣上市與上櫃股票市場效率性之研究—以兩稅合一新稅制為例》，私立中原大學會計學研究所碩士論文(2000)。

徐瑞隆，《技術分析之收益性與市場的有效性之研究》，國立成功大學工業管理研究所碩士論文(1989)。

景志鏞，《以模糊時間序列分析對弱式效率市場再臆測》，私立東海大學統計學系碩士論文(1997)。

黃惠華，《台灣股票集中與店頭市場績效之比較與探討》，國立台灣大學會計學研究所碩士論文(1998)。

林永福，《台灣股票市場過度反應與內部關係人效應之實證研究》，私立朝陽大學財務金融研究所碩士論文(1998)。

劉燕滢，《現金增資宣告對股票價格影響之探討》，私立東海大學企業管理研究所碩士論文(1989)。

陳尚群，《從股票本益檢定半強式效率資本市場 - 以台灣股票市場為例》，國立台灣大學商學研究所碩士論文(1989)。

曾秀惠，《台灣股市對盈餘公告的反應之研究》，國立成功大學工業管理研究所碩士論文(1991)。

王慧雯，《晚報推薦資訊對臺灣股票市場影響之研究》，國立成功大學工業管理研究所碩士論文(1998)。

張清福，《台灣股票市場情報效率性的再探討 - 春節前後資料之運用》，私立淡江大學管理科學研究所碩士論文(1985)。

潘志誠，《台灣股票市場效率性之實證研究 - 股價與財務報表公佈之關係》，私立大同工學院事業經營研究所碩士論文(1987)。

林耿步，《台灣證券市場上市公司保留意見審計報告所含資訊內容之研究》，私立輔仁大學管理科學研究所碩士論文(1989)。

柯孟聰，《股票股利公告對股價影響之實證研究》，國立交通大學管理科學研究所碩士論文(1990)。

丘添富，《台灣證券市場上市公司每季盈餘時間效果及消息效果資訊內容之研究》，私立東海大學企業管理研究所碩士論文(1991)。

王全祿，《上市公司內部關係人之申報轉讓持股與市場效率之實證研究》，國立台灣大學商學研究所碩士論文(1991)。

陳志健，《強制性增加揭露對股票市場的影響 - 以第十六號公報「財務預測編製要點」為例之實證研究》，國立中山大學企業管理研究所碩士論文(1992)。

邱秀清，《會計變動與市場股價之關聯》，私立中國文化大學企業管理研究所碩士論文(1993)。

蔡櫻瑜，《臺灣股票市場對會計變動股價反應之研究》，國立台灣大學會計學研究所碩士論文(1994)。

賴鶴年，《MSCI 將台股納入選樣對國內股市的影響》，國立中山大學企業管理研究所碩士論文(1999)。

宛如，《證券交易法原理》，台北，自版，初版(2000)。

期刊

劉連煜，《證券詐欺與因果關係》，月旦法學雜誌，第78期，(2001)。

潘維大，《美國侵權行為法對因果關係之認定》，東吳法律學報，第七卷第二期，(1992)。

Generally, Ronald J. Gilson & Reinier H. Kraakman, "The Mechanism of Market Efficiency," 70 VA. L. REV. 549-568, 1984.

Reinier Kraakman, *“Taking Discounts Seriously: The Implications of “Discounted” Share Prices as an Acquisition Motive”*, 88 COLUM. L. REV. 891, 898-900, 1988.

Eugene Fama, *“Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”*, 24 J. FIN. 383-383, 1970.

Onathan R. Macey & Geoffrey P. Miller, *Good Finance, “Bad Economics: An Analysis of the Fraud-on-the-Market Theory,”* 42 STAN. L. REV. 1059-1077, 1990.

Daniel R. Fischel, *“The Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases involving actively Traded Securities,”* 38 BUS. LAW. 1, 19, 1982.

Janine S. Hiller & Stephen P. Ferris, *“Use of Economic Analysis in Fraud on the Market Cases,”* 38 CLEV.ST.L.REV. 535-540, 1990.

Andrew L. Merritt, *“A Consistent Model of Loss Causation in Securities Fraud Litigation: Suiting the Remedy to the Wrong,”* 66 TEX. L. REV. 469-476, 1988.

Richard W. Wright, *“Causation in Tort Law,”* 73 CALIF. L. REV. 1735, 1741-42, 1985.

判決

台北地方法院八三年度國字第一八號判決。

Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores, 421 U.S. 723 (1975).

TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc. 426 U.S. 438 (1976).

SEC v. Texas Gulf Sulphur, 401 F.2d 833, 851 (2d Cir. 1968) (*en banc*), *cert. denied sub nom.*

Aaron v. SEC, 446 U.S. 680, 691 (1980).

Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185, 193(1976).

Basic, Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988).

Binder v. Gillespie, 184 F.3d 1059, 1065 (1999).

Bastian v. Petren Resources Corp., 892 F.2d 928, 931 (7th Cir.1990)

In LHLC Corp. v. Cluett, Peabody & Co., Inc., 842 F.2d 928, 931 (7th Cir. 1988), *cert. denied*, 488 U.S. 926 (1988).

Schlick v. Penn-Dixie Cement Corp., 507 F.2d 374, 380-82 (2d Cir. 1974), *cert. denied*, 421 U.S. 976 (1975).

Huddleston v. Herman & MacLean, 640 F.2d 534 (5th Cir. 1981), *affd. on other grounds*, 459 U.S. 683 (1983).

Robbins v. Koger Properties, Inc., 116 F.3d 1441, 1447(11th Cir. 1997).

Marbury Management, Inc. v. Kohn, 629 F.2d 705, 708 (2d Cir. 1980).

Abbey v. Control Data Corp., 933 F.2d 616 (8th Cir.), *cert. denied*, 502 U.S. 967 (1991).

Huddleston v. Herman & Maclean, 640 F.2d 534, 556 (5h Cir. Unit A Mar. 1981), *cert. denied*, 456 U.S. 914 (1982), *aff'd in part and rev'd in part on other grounds*, 459 U.S. 375 (1983).

Ute, 406 U.S. at 155; *See also* Jordan v. Duff & Phelps, Inc., 815 F.2d 429, 443 (7th Cir. 1987), *cert. denied*, 485 U.S. 901 (1988).

Smoky Greenshaw Cotton Co. v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, 785 F.2d 1274, 1278 (5th Cir. 1986); *cert. denied*, 482 U.S. 928 (1987).

Alna Capital Assocs. v. Wanger, 758 F.2d 562, 566 (11th Cir. 1985).

Hackbart v. Holmes, 675 F.2d 1114, 1121(10th Cir. 1982).

Sharp v. Coopers & Lybrand, 649 F.2d 175, 190 (3d Cir. 1981), *cert. denied*, 455 U.S. 938 (1982).

Holmes v. Bateson, 583 F.2d 542, 562 (1st Cir. 1978).

法條

W. PAGE KEETON ET AL., PROSSER AND KEETON ON THE LAW OF TORTS § 41, at 263-65 (5th ed. 1984).

15 U.S.C. § 78u-4(b)(4) (Supp. 1997).

