

【論著】

美國案例法中詐欺市場理論之脈絡與發展—從 Basic 到 Amgen

黃朝琮（美國賓州大學）
法學碩士

壹、前言

詐欺市場理論（fraud-on-the-market theory）自 1988 年為美國聯邦最高法院在 *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224（1988）一案所採納後，二十餘年來雖為實務廣泛引用，惟迭有爭議，常有檢討聲浪¹。近年來，美國聯邦最高法院進一步闡述、辨明詐欺市場理論之內涵，並在 2013 年進一步作成 *Amgen Inc. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds*, No. 11-1085, 2013 WL 691001（Feb. 27, 2013）一案，預料將為方興未艾的論戰，更掀波瀾。我國實務上近來亦有在財報不實案件中，援引該理論以為裁判基礎者，則觀察美國法制之發展沿革，當有助於吾人對於該理論之理解，而得以進一步思考是否引入、如何引入於具體個案當中，以為妥適裁判。

本文以下於第貳部分說明詐欺市場理論之體系脈絡後，於第參部分介紹 *Basic* 案之事實及法院見解，並在第肆部分介紹 *Basic* 案後之美國聯邦最高法院裁判、第伍部分說明 *Amgen* 案之目前進展後，就我國法對於該理論之適用現況予以省思，並作出結論。

¹ 例如 Wachter 及 Bratton 教授即認為詐欺市場理論應予揚棄，而回歸一般理論之適用。See William Bratton & Michael Wachter, *The Political Economy of Fraud on the Market*, 160 U. Pa. L. Rev. 69（2011）。

貳、詐欺市場理論之體系脈絡

詐欺市場理論之源起，與美國法上之普通法詐欺（common law fraud）及集團訴訟制度（class action）息息相關。

一、普通法詐欺

美國證券詐欺責任自為法院承認以來²，即是在普通法詐欺責任之脈絡下進行分析³，而需具備以下要件⁴：(1)行為人有隱匿或不實陳述(misstatement or omission)⁵；(2)該隱匿或不實陳述具有實質性(materiality)⁶；(3)行為人主觀可歸責 (scienter)；(4)相對人對該隱匿或不實陳述具有信賴 (reliance)⁷；(5)相對人進行證券交易；(6)相對人受有損害；(6)損害因果關係(loss causation)。

將證券詐欺以普通法之詐欺責任相繩，首先迎面而來的問題，即在於信賴要件應如何認定。美國普通法詐欺責任係立基於面對面行為之基礎上，相對人因當面接收行為人之詐欺行為，是否產生信賴容易判斷，故以之作為要件，將相對人未生信賴之情形，排除於普通法詐欺責任之保護外，並無問題⁸。然而在證券交易中，交易並非當面作成，相對人所賴以決定是否交易之根據，與其說是行為人之行為，毋寧為市場交易價格。如何認定相對人有無信賴、信賴是否因行為人之行為所生，即有疑義⁹，若仍將普通法詐欺之信賴判斷標準套用於證券詐欺上，將使證券詐欺不易成立，使之淪為具文。

有鑒於證券詐欺之特殊性，美國下級法院曾試圖以不同方式，排除信賴要件之

² 美國法上之證券詐欺民事責任係法院造法所生，其依據為美國 1934 年證券交易法（Securities Exchange Act of 1934）§ 10(b) 及美國證管會以 § 10(b) 為母法所制訂的 Rule 10b-5。§ 10(b) 及 Rule 10(b)-5 本身並無民事責任之明文規定。有關 § 10(b) 及 Rule 10(b)-5 的介紹，請參見賴英照，股市遊戲規則-最新證券交易法解析，2011 年 2 月再版，作者自版，頁 452-453。

³ E.g. Conelly v. Balkwill, 174 F.Supp. 49, 56 (N.D. Ohio 1959) .

⁴ Dura Pharmaceutical, Inc. v. Broudo, 544 U.S. 336, 341 (2005) .

⁵ 因不實陳述及隱匿之主要差異在於原告的行為態樣為作為或不作為，就本文主題而言並無區別之必要，故以下行文將不特別區分兩者，而泛以不實陳述稱之。

⁶ 所謂實質性，凡理性投資者可能加以考量而作為投資決定之根據者，皆屬之。See TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 439 (1976) .以下將視行文語順而以「實質性」或「實質性要件」稱之。

⁷ 另應予說明者，「信賴」與「交易因果關係」兩者在美國法為相流用之用語，國內學者係將信賴要件之說明，置於交易因果關係項下。對此，可參見劉連煜，新證券交易法實例研習，元照，2012 年 9 月增訂十版，頁 336-339。

⁸ *Supra* note 1, at 73.

⁹ Jill E. Fisch, The Trouble with Basic: Price Distortion after Halliburton, forthcoming __ Wash. U. L. Rev. __ (2013) at 9, available at: http://papers.ssrn.com/abstract_id=2153133.

證明¹⁰。然而此一做法並不為美國聯邦最高法院所接受，而於 *Ute* 案中，確立相對人之信賴仍為證券詐欺責任所必須¹¹。此迫使下級法院重新思考相對人之信賴應如何認定之問題，而為詐欺市場理論之誕生，帶來契機。

二、集團訴訟

根據美國聯邦民事訴訟規則（Federal Rule of Civil Procedure）第 23 條，具有共通事實或法律問題之多數當事人，若該群體人數過多以致於無法一同起訴，得由該群體中之一名或數名代表提起訴訟，但以該代表足以充分且公平地維護該群體之利益，且其起訴請求之內容具有代表性者為限¹²。因此集團訴訟必須具備四個要件：原告人數具有多數性（*numerosity*）、訴之內容具有共通性（*commonality*）、起訴之人具有代表性（*typicality*）且得以充分代理（*adequacy of representation*）其他原告。依同條規定，集團訴訟之提起，須先由代理提起訴訟之原告，向法院聲請取得認證命令（*certification order*）後，方可進行¹³。

因證券詐欺之被害人損害金額不大，且美國訴訟成本高昂，個別被害人行使權利之誘因不高，故為分攤成本，需藉助集團訴訟集結眾人之力，一次向行為人請求，以增加被害人行使權利之誘因¹⁴。然而集團之組成須以成員間有共通之事實或法律問題為限，已如前述。而集團成員在進行證券交易時，主觀認知未必相同，如何論證「個別成員」之「主觀」信賴，乃「集團成員」間之「共通」問題，即生疑義¹⁵。若無法論證共通信賴之存在，集團訴訟將無從進行。

由此可知，法院必須在普通法詐欺之理論框架下，進一步論證此等信任不僅僅為個別原告所有，更是普遍存在的共通性問題。詐欺市場理論即是在此脈絡下，於 *Basic* 案中所確立。

參、*Basic Inc. v. Levinson* (1988)

在 *Basic* 案中，*Basic Inc.* 為上市公司。自 1976 年起，*Combustion Engineering Inc.* 即多次與 *Basic Inc.* 接洽，討論合併之可能性。而在 1976 年至 1978 年間，*Basic Inc.* 曾三次公開否認有與其他公司協商合併之情事（第一次公開否認係於 1977

¹⁰ *E.g. Korn v. Franchard Corp.*, 456 F.2d 1206, 1212 (2d Cir. 1972) .

¹¹ *Affiliated Ute Citizens of Utah v. U. S.*, 106 U.S. 128, 154 (1972) .

¹² Fed. R. Civ. P. § 23(a).

¹³ Fed. R. Civ. P. § 23(c)(1).

¹⁴ Barbara Black, *Fraud on the Market: A Criticism of Dispensing with Reliance Requirements in Certain Open Market Transactions*, 62 N.C. L. Rev. 435, 439 (1984) .

¹⁵ *Id.* at 440.

年 10 月 21 日)。惟於 1978 年 12 月 18 日，Basic Inc.以將進行合併為由，向紐約證交所申請停止交易，並於隔日承認將與 Combustion Engineering Inc.合併。原告等為 1977 年 10 月 21 日至 1978 年 12 月 18 日間賣出股票之投資人，以 Basic Inc.之不實陳述致其提前出售股票為由，提起集團訴訟請求損害賠償¹⁶。

本件爭點之一，在於集團訴訟之共通信賴應如何建立。對此，被告主張下級法院引用詐欺市場理論，推定集團成員間具有共通信賴，與普通法詐欺之見解有違¹⁷，惟此項主張不為美國聯邦最高法院所採。美國最高法院認為，信賴之證明不以直接證據為限，若原告得以證明下列要件，在詐欺市場理論下，即足以推定原告間具有共通信賴，而符合進行集團訴訟之要件¹⁸：(1) 被告有公開不實陳述；(2) 該公開不實陳述具有實質性 (materiality)；(3) 系爭股票係於效率市場中進行交易；(4) 原告係於被告之不實陳述後、真實揭露前之期間內進行交易。

前開推定，係建立於以下機制之上：在公開且成熟發展的證券市場中，股票價格係根據各公司之可得資訊決定，並隨之調整。當不實陳述進入市場，股票價格將依該資訊對公司價值之影響進行調整，此時得出之價格已受扭曲，而非反映公司之真正價值，故整個證券市場已因價格扭曲效應 (price distortion) 而受該不實陳述所詐欺。若投資人根據扭曲後之價格作出買入或賣出之決定，即可推定受到該不實陳述之詐欺，此與投資人在作成投資決定時，是否曾知悉不實陳述之內容無關¹⁹。

詐欺市場理論之效果既屬推定 (presumption)，被告自可反證加以推翻。對此，美國聯邦最高法院即指明，若被告得以證明適用詐欺市場理論之前提要件不存在、不實陳述未造成價格扭曲結果、原告即令知悉此等陳述為不實仍將進行交易，或是提出其他足以破壞不實陳述與原告投資決定間連結之證據，詐欺市場理論之推定效果即不發生²⁰。

本文認為，最高法院於本案例中，巧妙地平衡了普通法詐欺及集團訴訟制度中，對於信賴要件應如何認定之緊張關係。在此推定機制下，被告之不實陳述係經由市場價格機制產生詐欺外觀，以市場價格之扭曲為媒介，原告僅須建立其對於市場價格之信賴，及可推定其對於被告不實陳述具有信賴，如此即可滿足信賴要件之要求。另一方面，因為市場價格具有共通性，得作為提起集團訴訟之共通事實依據，故此等推定機制亦可符合美國民事訴訟規則第 23 條之要件，而使證券集團訴訟之提

¹⁶ Basic, Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224, 227-28 (1988) .

¹⁷ Id. at 243.

¹⁸ Id. at 248 n.27.

¹⁹ Id.241-42 (citing Peil v. Speiser, 806 F.2d 1154, 1160-61 (3d Cir. 1986)) .

²⁰ Id.at 248.

出，不因此受到阻礙。

Basic 案降低了集團訴訟之提出門檻，此雖有助於投資人主張權利，惟亦有矯枉過正，使證券訴訟過於氾濫之疑慮。有論者即指出，在 1988 年 4 月 Basic 案作成後，僅至 1991 年 6 月的三年間，證券集團訴訟之數量即曾提升為 Basic 判決前之三倍²¹，此一現象導致美國國會於 1995 年通過私人證券訴訟改革法案（Private Securities Litigation Reform Act of 1995），以求有所抑制²²。

肆、Basic 案後之美國聯邦最高法院裁判

一、Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo (2005)

Basic 判決雖已提到不實陳述將對市場價格產生扭曲，然而此等價格扭曲效應與證券詐欺責任要件之關係為何，則未有闡述，直至 2005 年 Dura 一案，美國聯邦最高法院方對此表示意見。

在本案中，被告 Dura Pharmaceutical Inc. 為一藥品公司。該公司於 1998 年 1 月發佈新聞稿，預測其當年獲利，並表示將有新藥上市（下稱「1 月公告」）；同年 2 月 24 日，Dura 公開表示獲利將低於預期，隔日該公司股價即下跌逾 50%（下稱「2 月公告」）；同年 11 月，Dura 再次表示原本預期上市的新藥因無法取得美國食品及藥物管理局（FDA）許可而無法上市（下稱「11 月公告」），此時公司股價雖有小幅下跌，惟於一周後即回復 11 月公告前之水準。原告主張被告之 1 月公告為不實陳述，提出訴訟。本件一審經地方法院以原告未具體表明原因事實為由，根據美國民事訴訟規則第 12 條第(b)項第 6 款駁回原告之訴後，經第九巡迴法院廢棄一審判決，而由美國聯邦最高法院同意受理被告上訴²³。

本件主要之爭點，在於原告於起訴表明原因事實時，除證明詐欺市場理論之各該要件外，是否另須證明損害因果關係。以本案為例，被告公司股價已因 1 月份公告而被高估，原告若在 1 月公告後、2 月公告前買入股票，所持有之股票價值將因 2 月公告大幅減少 50%，如原告於 11 月公告後以低於買入價格售出股票，並起訴請求價差以為損害賠償，原告是否須證明所受價差中，在排除 2 月公告之影響後，確有因 11 月公告所導致者？抑或原告買入股票價格過高本身，即足以作為原告受有

²¹ Paul Mahoney, Precaution Costs and the Law of Fraud in Impersonal Markets, 78 Va. L. Rev. 623, 662-63 (1992) .

²² Donald Langevoort, Basic at Twenty: Rethinking Fraud-on-the-Market, 2009 Wisc. L. Rev. 151, 153 (2009) .有關私人證券訴訟改革法案的簡介，可參見黃永隆，財務報表不實之民事法律責任，成功大學法律學研究所碩士論文，2009 年 1 月，頁 63-64 。

²³ Dura, 544 U.S. at 339-40.

損害之根據，即令在被告為不實陳述後，尚有其他因素影響股票價格之波動？

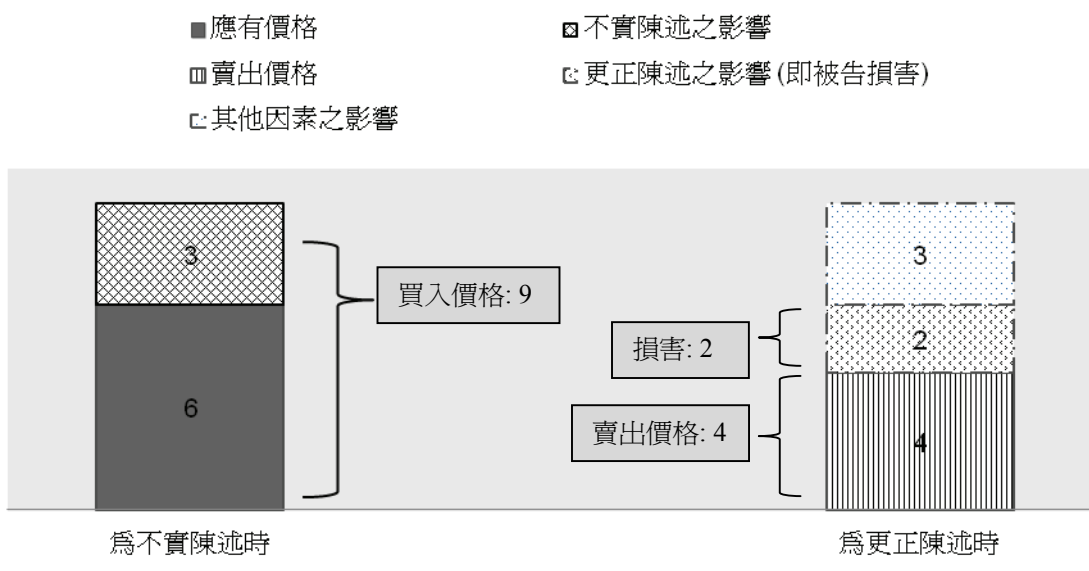
對此，原告雖表示，其在以高估之價格購入股票當時，損害即已發生，故即令被告股價在 11 月公告後並未進一步下跌，原告仍得請求損害賠償。惟此等主張並不為美國聯邦最高法院所採。首先，美國聯邦最高法院認為，原告在購買股票時之價格雖已因不實陳述之扭曲而高於其應有價值，惟此尚不足以表彰原告已受有損害。損害之發生與否，須繫諸於嗣後賣出之時點與價格。例如若原告於 11 月公告前即將股票賣出，因真實訊息在原告賣出股票時尚未進入市場而無從影響股價，即令原告賣出價格低於買入價格，該不實陳述並未導致任何損害發生²⁴。因此買入價格過高僅是嗣後發生損害的必要條件，而非充分條件，原告在證明詐欺市場理論之餘，尚須證明被告之不實陳述導致原告之經濟損失²⁵。由此可知，價格扭曲效應在本案所扮演的角色有二：首先，在被告「作成不實陳述」之後，該不實陳述拉昇股價而使原告產生「信賴」並進行證券交易；其次，在被告「更正不實陳述」之後，該更正行為拉低股價而導致原告受有「損害」。

細繹 *Dura* 案的見解，可知原告並不因被告之不實陳述而擺脫所有投資風險。股票價格雖因被告之不實陳述而有所扭曲，然影響價格之因素多端，除不實陳述本身外，其他流通於市場上之信息亦將造成股價波動，此部份之影響，仍屬原告進入證券市場所應自行承擔之風險。舉例言之，若原告在不實陳述後，以每股 9 元之價格買入，只要股價有因不實陳述而增加，原告即受詐欺市場理論之推定而對被告之不實陳述具有信賴。而若原告在更正陳述後以每股 4 塊美金之價格賣出，雖有 5 塊美金之價差，惟若其中 3 塊美金係因其他因素所造成，則為原告本應承擔之投資風險，而僅能請求 2 塊美金之損害，（圖示如下）。

²⁴ *Id.* at 342-43.

²⁵ *Id.* at 346.

價格扭曲效應與證券詐欺之關係（例示）



Dura 案在邏輯上將影響價格之因素予以劃分，而僅令被告就其自身行為所造成之價格波動負責，其餘風險仍歸原告，理論上確有所據²⁶。然而論諸實際，如何在既生價差中釐定被告所應負責之比例，即生疑義。

美國實務上係依賴事件研究法（event study）處理此一難題，試圖以實證方法，釐清證券價格與個別事件間之關係。事件研究法乃 1969 年財務金融學界所創造之分析工具²⁷，迄今仍廣泛應用於各種不同領域之中²⁸。該方法首先藉由數學模型建立個別股票與市場指數間（如那斯達克指數或標準普爾 500 指數）之關係，再根據該模型，計算在無不實陳述下該股票之應有價格，最後再比較該應有價格與實際價格，其間之落差即為該不實陳述所造成之價格變化²⁹。舉例言之，若經由數學模型之運算，特定公司之股票價格對應於那斯達克指數 2800 點時之應有價格為每股 15

²⁶ 損害因果關係因非本文主題，故不予深論。對此，可參見莊永丞，由美國 Dura v. Broudo 案反思證券投資人之損害因果關係，東吳法律學報第 22 卷 4 期，2011 年 4 月，頁 109-111。

²⁷ Eugene Fama, Lawrence Fisher, Michael Jensen and Richard Roll, The Adjustment of Stock Prices to New Information, 10 Int'l Econ. Rev. 1 (1969) .

²⁸ Linda Allen, Meeting Daubert Standards in Calculating Damages for Shareholder Class Action Litigation, 62 Bus. Law. 955, 957 (2007) .

²⁹ Frank Torchio, Proper Event Study Analysis in Securities Litigation, 35 J. Corp. L. 159, 160-61 (2009) .

塊美金，而該公司在更正不實陳述後，實際市場價格為每股 13 塊美金，則其中之 2 塊美金，即為事件分析法下，不實陳述所造成之價格影響。該 2 塊美金即為原告起訴主張損害賠償時，所得請求之損害。

然應予注意者，乃事件分析法在方法論上亦非完美。首先，事件分析涉及諸多參數之設定，例如資訊進入市場之正確時點、市場價格對於訊息之反應時間或是其他重大事件對價格之影響等，此等參數之設定，皆影響到事件分析報告之可信度，尤其上市公司股價往往在同一時間內受到複數信息所影響，如何釐定不同訊息所帶來之影響，至為關鍵³⁰；其次，有研究指出，在個別訊息及個別公司之分析上，事件分析法並不精確，而往往無法建立個別訊息與個別公司股價間具有統計上之顯著關係（statistical significance）³¹。故事件分析法雖已為美國實務上所廣泛承認³²，惟美國法院並非盲目全盤接受，而係依個別報告之良窳，依證據法則決定其證據能力與證明力。美國實務上亦不乏事件分析報告為法院否決之例³³。

二、Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co. (2011)

Dura 案雖提出損害因果關係的概念。以及原告須就損害因果關係負舉證責任之立場，惟仍遺留諸多未解難題，例如損害因果關係要件及信賴要件（即詐欺市場理論）是否有所關聯，以及原告就損害因果關係之舉證責任內涵為何等等，而引發下級法院之分歧見解。

例如，第五巡迴法院即要求原告在聲請集團訴訟之認證命令時，即須證明損害因果關係³⁴，而在實質上將信賴要件及損害因果關係要件融為一體，課與原告極高之舉證責任³⁵。其他法院則有表示反對見解，認為此乃被告為反駁原告聲請認證命令之舉證事項³⁶，或有認為損害因果關係乃事實問題，並非法院於集團認證命令所應審理之事項，而應留待陪審團認定者³⁷。有鑑於下級法院之分歧見解，美國聯邦最高法院遂於 2011 年再度受理 Halliburton 案。

³⁰ Fisch, *supra* note 9, at 27-28.

³¹ *Id.* at 29 (citing Bhagat & Roberta Romano, Event Studies and the Law: Part II--Empirical Studies and Corporate Law, working paper, at 18 (2001)).

³² *E.g.* In re Williams Sec. Litig., 496 F.Supp.2d 1195, 1272 (N.D.Okla.2007).

³³ *E.g.* Bricklayers & Trowel Trades Int'l Pension Fund v. Credit Suisse First Boston, 853 F.Supp.2d 181 (D. Mass. 2012).

³⁴ Oscar Private Equity Invs. v. Allegiance Telecom, Inc., 487 F.3d 261, 269 (5th Cir. 2007).

³⁵ Jill E. Fisch, Cause for Concern: Causation and Federal Securities Fraud, 94 Iowa L. Rev. 811, 826 (2009).

³⁶ In re Micron Techs., Inc. Sec. Litig., 247 F.R.D. 627, 634 (D. Idaho 2007).

³⁷ Freeland v. Iridium World Communication, Ltd., 545 F.Supp.2d 59, 80 (D.D.C. 2008).

於該案中，原告主張被告之不實陳述使其股價被高估，而在被告更正其不實陳述後，股價亦同時下跌，原告遂提起集團訴訟，以被告構成證券詐欺為由，請求損害賠償³⁸。

於原告聲請集團認證命令階段，一審聯邦德州東部法院認為，損害因果關係為適用詐欺市場理論之前提要件之一，若原告未就損害因果關係進行舉證，即無從適用詐欺市場理論。本案因原告未舉證損害因果關係，故認定原告尚未符合美國聯邦民事訴訟規則第 23 條進行集團訴訟之要件，而駁回原告進行集團訴訟之聲請³⁹，此項見解並為二審第五巡迴法院所維持⁴⁰。

美國聯邦最高法院⁴¹並不贊成下級法院之見解。首先，最高法院強調，其於 **Basic** 案中並未將損害因果關係列為適用詐欺市場理論之前提要件，「損害因果關係」一詞甚至未出現在 **Basic** 案之中⁴²；再者，損害因果關係與信賴要件所處理之問題不同，信賴要件係在判斷原告是否信賴被告之不實陳述而進行交易，而損害因果關係則是在判斷原告是否受有損害，下級法院要求原告證明損害因果關係以觸發詐欺市場理論之推定效果，與 **Basic** 案之見解相悖。故最高法院表明：在聲請集團認證命令時，原告只須證明信賴要件，至於原告嗣後售出股票時所受之損害係因不實陳述或其他因素所致（即損害因果關係），則非審理集團認證命令時所應審酌之事項⁴³。

另外，美國聯邦法院在說明聲請認證命令階段原告所應證明的事項時，以例示的方式，指出原告應證明被告有公開不實陳述、系爭股票係於效率市場中進行交易，以及原告係於被告之不實陳述後、真實揭露前之期間內進行交易等事項⁴⁴，惟原告是否在聲請認證命令階段即須證明不實陳述具有實質性，美國聯邦最高法院則未在 **Halliburton** 案中加以說明。

本文認為，**Halliburton** 案之意義，在於釐清了原告應在何階段證明損害因果關係之問題。在美國聯邦民事訴訟制度上，訴訟案件在進入審判（**trial**）前，兩造得以根據不同事由促成程序的提前終結，包括(1)在集團訴訟中，當原告聲請集團認證命令時，被告得主張原告集團成員間無共通事實或法律問題，無從進行集團訴訟而

³⁸ *Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co.*, 131 S. Ct. 2179, 2183 (2011) .

³⁹ *Archdiocese of Milwaukee Supporting Fund, Inc. v. Halliburton Co.*, 2008 WL 4791492 (N.D. Tex. 2008) .

⁴⁰ *Archdiocese of Milwaukee Supporting Fund, Inc. v. Halliburton Co.*, 597 F.3d 330 (5th Cir. 2011) .

⁴¹ *Erica*, 131 S. Ct. at 2183 (2011) .

⁴² *Id.* at 2186.

⁴³ *Id.*

⁴⁴ *Id.* at 2185.

請求法院僅准許原告以個人名義續行續訟（美國民事訴訟規則第 23 條⁴⁵），此將令原告個人負擔巨額程序費用，而迫使其撤回訴訟；(2) 在進入實體審理階段後，被告得以主張原告未具體表明起訴原因事實，請求法院駁回原告之訴（美國民事訴訟規則第 12 條第(b)項第 6 款⁴⁶）。此等事項的爭辯於美國民事訴訟上至關重要，理由在於美國訴訟成本高昂，若無強大誘因驅使，兩造皆無意願完成所有程序進入審判程序，因此美國民事訴訟鮮有進入審判者，兩造的攻防主要集中在之前的程序中。

在前開案件中，Basic 案中有關詐欺市場理論之論述，係針對原告之集團認證命令聲請所作出之裁判。Dura 案雖表明原告就損害因果關係負有舉證責任，惟該案係就被告主張原告未表明起訴原因事實，而聲請法院駁回原告之訴的主張，表示見解，至於原告是否在聲請集團認證命令時亦須證明損害因果關係，Dura 案則未表示意見。此項爭議直到 Halliburton 案，才由最高法院釐清，確立損害因果關係並非原告聲請集團認證命令時，所應舉證之事項。

然而因為 Halliburton 案並未說明實質性要件是否為原告在聲請集團認證命令所應證明之事項，故有關詐欺市場理論之爭議，並未因 Halliburton 案的作成而塵埃落定，而使美國聯邦最高法院再次審理 Amgen 案，以為釐清。

伍、Amgen Inc. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds (2013)

在最高法院作成 Halliburton 案表明損害因果關係並非適用詐欺市場理論之前提要件，且損害因果關係亦非原告於聲請集團認證命令所須證明之事項後，原被告對於詐欺市場理論之攻防，即轉向實質性要件與詐欺市場理論之關係上。此問題之結論在各巡迴法院間嚴重分歧。例如第二及第五巡迴法院即要求原告於聲請集團訴訟命令階段，即須證明被告不實陳述具有實質性⁴⁷，第七巡迴法院持相反見解⁴⁸，第三巡迴法院則持折衷見解，認為實質性要件並非原告聲請集團認證命令之舉證事項，惟被告得舉證不實陳述不具有實質性，以推翻詐欺市場理論之推定效果⁴⁹。

仔細觀察 Basic 案之見解，可發現美國聯邦最高法院早已在 Basic 案中，將不

⁴⁵ Fed. R. Civ. P. § 23.

⁴⁶ Fed. R. Civ. P. § 12(b)(6).

⁴⁷ In re Salomon Analyst Metromedia Litig., 544 F.3d 474, 481 (2d Cir. 2008) ; Oscar Private Equity Invs. v. Allegiance Telecom, Inc., 487 F.3d 261, 265 (5th Cir. 2007) .

⁴⁸ Schleicher v. Wendt, 618 F.3d 679, 685 (7th Cir. 2010) .

⁴⁹ In re DVI, Inc. Sec. Litig., 639 F.3d 623, 631 (3d Cir. 2011) .

實陳述具有實質性，列為詐欺市場理論之適用前提要件⁵⁰，然而在 *Halliburton* 案中，美國聯邦最高法院卻又未將不實陳述的實質性，列為原告聲請集團認證命令所應證明之事項⁵¹。伴隨著美國聯邦最高法院提高集團認證命令之舉證門檻，若原告必須在集團認證命令階段證明不實陳述具有實質性，將增加進行集團訴訟之難度。

美國聯邦最高法院歷來就原告聲請集團認證命令所設定之舉證門檻較低，且避免涉入實體事項之審理。最高法院起初認為法院不得就集團認證之審理，就案件事實進行初步調查⁵²。惟此項見解嗣後已有所放寬，而要求原告須就美國民事訴訟規則第 23 條之各項集團訴訟要件，進行舉證⁵³，但最高法院未明示標準，下級法院之見解亦多所分歧⁵⁴。

直到 2011 年，美國聯邦最高法院始就集團訴訟之要件再次表明見解，並提高其門檻。於 *Wal-Mart Stores, Inc. v. Dukes* 案中，最高法院表示，原告須充分展示已符合美國民事訴訟規則第 23 條之各項要件，而必須證明該件訴訟中具有共同事實或法律問題之多數當事人，且集團認證命令之審理將無可避免地與原告實體主張有無理由重疊⁵⁵。此一見解使得集團認證命令的審理，沾染上實體審理之色彩，明顯增加原告之舉證負擔⁵⁶。

在集團訴訟門檻大幅提高的情況下，任何歸諸於原告之舉證事項，皆有可能成為其進行訴訟之障礙。尤其若原告在聲請集團認證命令時即須證明實質性要件，將迫使原告在訴訟前階段即投入資金進行事件分析，而相當程度增加原告訴訟成本，減少進行集團訴訟之誘因。反之，若實質性要件乃後續階段之舉證事項，將意味著原告較容易取得集團認證命令，而使被告與原告和解之機會大增⁵⁷。故實質性要件應由誰舉證的問題，將重新分配訴訟風險，而為原被告產生激烈攻防之所在⁵⁸。

在 *Amgen* 案中，原告主張被告 *Amgen* 公司對於其兩款主力藥品之安全性、療

⁵⁰ *Basic*, 485 U.S. at 248 (fn.27) .

⁵¹ *Erica*, 131 S. Ct. at 2185.

⁵² *Eisen v. Carlisle & Jacquelin*, 417 U.S. 156 (1974) .

⁵³ *General Telephone Co. of the Southwest v. Falcon*, 457 U.S. 147 (1982).

⁵⁴ *Fisch*, *supra* note 9, at 36.

⁵⁵ *Wal-Mart Stores, Inc. v. Dukes*, 131 S. Ct. 2541, 2551 (2011) .

⁵⁶ Robert King, Jr., *Four Lessons from Wall-Mart v. Duce and Their Application to Montana Class Action Law*, 73 *Mont. L. Rev.* 255, 269-75 (2012) .

⁵⁷ Alison Frankel, *SCOTUS and securities class actions: a love story*, available at http://newsandinsight.thomsonreuters.com/Legal/News/2012/09_-_September/SCOTUS_and_securities_class_actions__a_love_story/ (Sept. 21, 2012) .

⁵⁸ *Id.*

效及行銷做出不實陳述，而以違反 Rule10b-5 為由，提出證券詐欺之集體訴訟⁵⁹。在集團命令審理階段，下級審法院聯邦加州中部法院及第九巡迴法院均認定原告無須就實質性要件進行舉證，而准予發給集團認證命令，被告對此向美國聯邦最高法院提出上訴。美國聯邦最高法院以 6 比 3 之表決結果，做出本件判決。

一、多數意見

多數意見同意本件下級審的見解，認為實質性要件並非原告在集團認證命令階段之應舉證事項。多數意見首先澄清 *Dukes* 案並非允許法院在審理集團命令階段，得以無邊際地調查審理實體事項，而僅得在與集團訴訟四特性相關的範圍內為之⁶⁰。多數意見並在此基礎上，檢視詐欺市場理論各要件，與集團訴訟四特性，即多數性（numerosity）、共通性（commonality）、代表性（typicality）、充分代理（adequacy of presentation）間之關係。

多數意見將實質性要件，劃為共通性有無之問題。換言之，原告在集團認證命令階段所需要陳明者，乃該訴訟是否為共通之事實或法律問題所支配（predominate）。因為不實陳述是否具有實質性，其認定乃一客觀問題，而得以藉由共通證據進行判斷，因此實質性要件性質上具有共通性⁶¹。且因為實質性要件為 Rule10b-5 的責任成立要件之一⁶²，若原告無法證明實質性要件，將無實體權利可供主張，而會在後續的簡易判決（summary judgment）或審判階段，遭法院實體駁回。故即使不在集團認證命令階段課予原告舉證實質性要件的責任，對於最後的結論亦無影響⁶³。

至於為何 *Halliburton* 案要求原告在集團認證命令階段，即必須證明詐欺市場理論的其他三個要件（即被告有公開不實陳述、系爭股票係於效率市場中進行交易，以及原告係於被告之不實陳述後、真實揭露前之期間內進行交易），係因為這些要件之證明，與該訴訟是否具有代表性及充分代理有關。因為不實陳述惟有在公開後才有可能影響證券價格，且只有在效率市場中，真實的揭露才能消除不實陳述所造成之價格影響，因此唯有在不實陳述在效率市場中已公開，且原告係在不實陳述後、真實揭露前的期間當中進行股票交易，其訴才具有代表性，該名原告也才能在程

⁵⁹ *Amgen Inc. v. Connecticut Retirement Plans & Trust Funds*, No. 11-1085, 2013 WL 691001, at 6 (Feb. 27 2013) .

⁶⁰ *Id.* at 7.

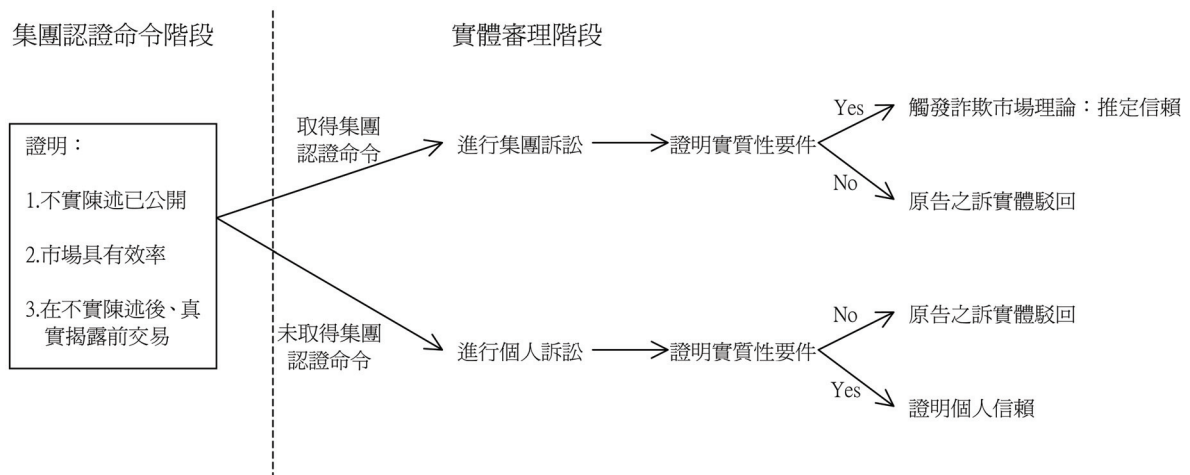
⁶¹ *Id.* at 8.

⁶² 請參見前揭註 2。

⁶³ *Id.*

序中充分代理其他集團成員，而足以正當化該集團訴訟之提出與進行⁶⁴。因此多數意見認為，引用 *Halliburton* 案無助於被告實質性要件應由原告在聲請集團認證命令階段舉證之主張。

在上開基礎下，多數意見進一步論述詐欺市場理論與集團認證命令審理間之關係。多數意見固然承認實質性要件為觸發詐欺市場理論的前提要件之一⁶⁵，惟將詐欺市場理論定性為實體法原則（*substantive doctrine*）⁶⁶，而作為判斷原告是否信賴被告不實陳述之用。若原告無法在集團認證命令階段證明公開不實陳述、效率市場，以及交易時間等要件，效果將僅為原告無法進行集團訴訟，惟原告仍可以個人身分，主張其自身之權利，而在後續審理上，原告雖無法依詐欺市場理論主張信賴，但仍可依循傳統模式，證明其對於被告不實陳述之信賴（例如係因閱讀被告之不實陳述而決定買入股票）⁶⁷；相對而言，若原告得以在集團認證命令階段證明公開不實陳述、效率市場、交易時間等要件，將可進行集團訴訟，後續若得以再證明實質性要件，將可觸發詐欺市場理論，推定原告對被告之不實陳述具有信賴⁶⁸。惟無論原告是否取得集團認證命令而得以進行訴訟，若其無法證明實質性要件，原告之訴將在後續審理中，為法院實體駁回⁶⁹。本文試圖將多數意見之論理，圖示如下：



另外就訴訟經濟的角度而言，多數意見指出，因為集團認證命令之准駁不具有既判力，即令法院在集團認證命令審理階段即投入資源就實質性要件進行審理，若

⁶⁴ *Id.* at 10.

⁶⁵ *Id.* at 8.

⁶⁶ *Id.* at 5. 根據 Scalia 大法官的詮釋，多數意見所稱的實體法原則，係與判斷被告實體法責任是否成立相關之原則。 See *Amgen*, 2013 WL 691001, at 18 (Scalia J. dissenting).

⁶⁷ *Id.* at 10.

⁶⁸ *Id.*

⁶⁹ *Id.* at 11.

原告無法取得集團認證命令，仍可再次起訴，甚至可以選擇在另外一個對其有利之管轄法院，重新提出，迫使後續審理之法院，必須再次投注資源在不具有既判力的裁判上，如此循環，將造成司法資源的嚴重浪費⁷⁰。

最後，多數意見亦就原告所主張，延後實質性要件之證明將可能造成濫訴的說法，表示國會已就該問題，以立法的方式回應，故有 1995 年私人證券訴訟改革法案。而在當時的立法資料中，國會最終選擇不更動 Basic 案以來所建立之詐欺市場理論，而選擇以其它方式，抑止證券詐欺集團訴訟之氾濫。既然國會已確立政策方向，法院亦無須基於政策考量，將實質性要件之證明提前至集團認證命令審理階段，以處理可能發生的濫訴疑慮⁷¹。

二、反對意見

對於多數意見，Thomas 大法官與 Kennedy 大法官聯名提出一份不同意見書（Thomas 大法官執筆），Scalia 大法官部份贊同該份不同意見，並以之為基礎，另外提出一份不同意見書。

Thomas 大法官的質疑，主要在於多數見解論理上的倒置。其指出，原告在聲請集團認證命令階段，即需要就集團成員間具有信賴，藉由證明詐欺市場理論前提要件之方式⁷²，提出證明。惟在多數意見下，因為實質性要件被推遲到實體審理階段中進行審理，使得詐欺市場理論之前提要件是否全部具備，亦必須延後到實體審理階段才會明朗。然而，若原告無法在實體審理階段證明實質性要件，將使得詐欺市場理論無法觸發，形同原告間並無共通信賴（詐欺市場理論之效果為推定集團成員間具有共通信賴，已如前述），則集團認證命令本不應核發，原告根本無從進行集團訴訟⁷³，如此回溯地推翻已核發之集團認證命令，與 Basic 案之見解，並不吻合。

Scalia 大法官則進一步質疑多數意見對於詐欺市場理論之定性。其認為，Basic 案中所建立之詐欺市場理論不僅僅為實體法原則，同時亦為法院應否核發集團認證命令之審查標準，因此原告為取得集團認證命令，本須證明詐欺市場理論之全部前提要件，包括實質性要件⁷⁴。另外，多數意見並未考慮到 Basic 案所具有之管控證券詐欺集團訴訟（進入後續實體審理階段之）功能，而放行所有集團訴訟進入後續程

⁷⁰ *Id.* at 13.

⁷¹ *Id.* at 12.

⁷² 有關詐欺市場理論的四個要件，請參照註 18。

⁷³ Amgen, 2013 WL 691001, at 18 (Thomas J. dissenting).

⁷⁴ *Id.* at 17 (Scalia J. dissenting).

序，亦將增加被告應訴與被迫進行和解之成本，帶來嚴重後果⁷⁵。

三、小結

以結果而言，Amgen 案並未更動 Basic 案以來所確立之詐欺市場理論⁷⁶，不過若細繹本件意見書之內容，可發現多數意見與反對意見就詐欺市場理論之性質，存有重大歧見。

實質性要件不僅為 Rule10b-5 責任成立之要件，同時也是觸發詐欺市場理論的前提要件之一，已如前述。此一理論結構，已使得詐欺市場理論及 Rule10b-5 責任成立要件間之關係，牽扯不清，而伴隨著美國聯邦最高法院在 Dukes 案中，要求原告在聲請集團認證命令時應就實體事項進行舉證之見解，則進一步將此項爭議帶入程序法中，使得整個問題更加渾沌難解。不同的切入角度，將產生不同的結論。

多數意見僅要求原告在美國聯邦民事訴訟規則第 23 條之範圍內，就集團認證命令之聲請，證明多數性、共通性、代表性及充分代理，將之與詐欺市場理論的前提要件相對應，即為公開不實陳述、效率市場及原告交易時間等事項。至於實質性要件之證明，則延後到實體審理階段進行。這使得整個詐欺市場理論之觸發與信賴要件之證明，亦一併延後到實體審理階段（只有在原告證明實質性要件下，所有觸發詐欺市場理論之前提要件才具備，原告也才能根據該理論，主張信賴被告之虛偽及不實陳述）。此一論證方式從美國聯邦民事訴訟規則出發，將所有與之無關者，包括實質性要件及信賴要件等，皆定性為實體事項而劃歸為實體階段之應證明事項，有其理論依據。然而，此一見解亦使得詐欺市場理論之四個前提要件被切割為程序事項（公開不實陳述、效率市場及原告交易時間）及實體事項（不實陳述具有實質性）兩類，似已改變 Basic 擬藉由詐欺市場理論，在集團認證命令審理階段一次處理共通信賴如何證明之初衷。

相對而言，少數意見則主張整個詐欺市場理論就是用來處理法院應否核發集團認證命令之問題，而認為原告只有在證明詐欺市場理論之所有前提要件下，才能進行集團訴訟，在論理上較為直接了當。然而誠如多數意見所指出者，法院駁回集團認證命令之決定不具有既判力，法院投入成本審理實質性要件所形成之認定將無法有效解決紛爭，原告仍可另行起訴，恐無法有效利用司法資源。就此而言，多數意

⁷⁵ *Id.* at 18.

⁷⁶ Kevin LaCroix, U.S. Supreme Court Rules Securities Class Action Plaintiffs Need Not Prove Materiality for Class Certification (Feb. 27 2013), available at: <http://www.dandodiary.com/2013/02/articles/securities-litigation/us-supreme-court-rules-securities-class-action-plaintiffs-need-not-prove-materiality-for-class-certification/>.

見似乎較為務實。Amgen 案後續將對美國實務上之證券詐欺集體訴訟帶來何種影響，則有待進一步觀察。

陸、詐欺市場理論於我國法下之省思

從前文之介紹中，可知詐欺市場理論自 Basic 案以來，即係為處理集團訴訟之特殊問題所生，因此在引介、移植詐欺市場理論時，應仔細斟酌我國程序法之相關機制，在既有理論框架下，予以謹慎適用。

再者，由 Dura 案、Halliburton 案及 Amgen 案以來之發展，可知美國聯邦最高法院有意識地控制詐欺市場理論之適用範圍及前提要件，而使該理論維持在 Basic 案所建立之主軸上。美國聯邦最高法院一方面在 Dura 案中將詐欺市場理論之適用限縮在信賴要件的判斷上，而不將之擴張適用於損害因果關係的認定，使信賴及損害因果關係兩要件互為獨立；另一方面則在 Halliburton 案中拒絕將損害因果關係列為詐欺市場理論之前提要件，使原告無須在聲請集團訴訟命令階段證明其損害，而僅在 Amgen 案中，保持信賴與實質性要件之連結關係。故詐欺市場理論於美國法上之適用有其界限與脈絡，我國若擬引用，對此不可不察。

以上開角度檢視我國判決，本文提出以下幾點觀察：

一、我國法院對於美國法上詐欺市場理論之認知，基本上與其實務發展脈絡相符

我國實務對於是否應接受詐欺市場理論，雖尚無共識，惟就引用詐欺市場理論以為基礎之判決而言，對於該理論發展背景之認知，基本上正確，而與美國實務之發展相符。以大中鋼鐵案為例，臺中高分院即曾指明：「美國法院曾以集團訴訟之背景為動力，結合市場效率理論發展出所謂『詐欺市場理論』。意即將行為人故意以虛偽不實之資訊公開於市場之中，視為對整體市場的詐欺行為，而市場投資人可以『以信賴市場之股價』為由說明其間接信賴了公開之資訊，故投資人無須一一證明個人之『信賴關係』，換言之，即使投資人並未閱讀詐欺行為人所公開之資訊（公開說明書或財務報告），亦可推定為詐欺行為之被詐受害者⁷⁷」。此一見解認知到詐欺市場理論之程序法性格（「以集團訴訟之背景為動力」），並意識到該理論係為認定信賴有無之問題所生，誠屬的論。

二、惟我國法院尚未完全釐清詐欺市場理論之適用範圍

⁷⁷ 臺中高分院 93 年度金上字第 4 號民事判決。

然而對於詐欺市場理論之適用範圍，我國實務目前則尚無定論。

一方面，我國法院正確認知詐欺市場理論之推定僅及於信賴關係之存在，不及於被告之主觀要件，而表明：「所謂詐欺市場理論（the Fraud-on-the-Market Theory），係指將行為人故意以虛偽不實之資訊公開於股票交易市場之行為，應視為對整體市場之詐欺行為，進而推定任何參與股票交易之善意取得人或出賣人，均信賴公開資訊之真實性，投資人毋庸逐一證明個人對公開資訊有信賴關係。亦即，詐欺市場理論係就信賴資訊而交易之因果關係為推定，非就被上訴人故意過失行為為推定，上訴人主張被上訴人有掏空公司之行為，仍應就此節負舉證責任，其援引詐欺市場理論，主張舉證責任轉換云云，要無足採⁷⁸。」

惟另一方面，我國法院就詐欺市場理論與損害因果關係間之關係如何，則未有一致見解。例如於前引之大中鋼鐵案中，臺中高分院即認為：「按股票之價值往往需仰賴投資人對各項消息之判斷來決定，如發行公司隱匿或製造不實之公司消息，將破壞證券市場透過公開資訊進行交易之機能且導致市場價格扭曲。投資人因資訊提供人製作不實之資訊，致其所得資訊錯誤，無從正確判斷風險而善意買入股票，受有損害投資人因資訊提供人製作不實之資訊，致其所得資訊錯誤，無從正確判斷風險而善意買入大中公司股票，受有損害，此乃合於一般證券市場交易情況。依實務通說之相當因果關係理論，亦應認定上訴人公告不實財務報告與被上訴人等人之損害間有因果關係⁷⁹」，而將原告損害因果關係之認定時點，建立在其信賴不實陳述而「買入」股票當時，而採取事前觀點來認定損害，與美國 *Dura* 案及 *Halliburton* 案將損害之認定時點建立在原告「賣出」股票當時，並責令原告承擔不實陳述以外之投資風險，並不相同⁸⁰；然而我國法院亦不乏有以原告賣出價格低於買入價格之事實，認定並計算原告損害者⁸¹。由此觀之，我國實務對於損害因果關係與詐欺市場理論間之關係為何，以及證券詐欺之損害應如何認定等問題，尚無定論。此乃理論選擇問題，並無對錯可言，只是其中細節，仍須多加斟酌思考⁸²。

三、我國最高法院雖未明文採認詐欺市場理論，惟隱然有以民事訴訟法第 277 條作為該理論法律依據之傾向

⁷⁸ 臺灣高等法院 95 年度重上字第 247 號民事判決。

⁷⁹ 同前揭註 77。

⁸⁰ 另請參見邵慶平，證券訴訟上「交易因果關係」與「損害因果關係」之認定-評析高雄地院九一年重訴字第四四七號判決，臺灣本土法學雜誌第 79 期，2006 年 2 月，頁 62-64。

⁸¹ 例如訊碟案（臺灣高等法院 97 年度金上字第 3 號民事判決）及豐達案（臺灣高等法院 100 年度金上更(一)字第 1 號民事判決）。

⁸² 對此，請參見莊永丞，由美國 *Dura v. Broudo* 案反思證券投資人之損害因果關係，東吳法律學報第 22 卷 4 期，2011 年 4 月，頁 99-143。

詐欺市場理論雖已為下級法院採用，我國最高法院則尚未對此明白表示見解。然而在順大裕案中，最高法院在援引我國民事訴訟法第 277 條但書調整當事人舉證責任負擔時，其理由構成已隱然帶有詐欺市場理論之色彩。

於順大裕案中，二審法院認為：「上訴人等又未能舉證證明其等因曾正仁等人之操縱股價行為而買賣順大裕公司股票（即具有『交易因果關係』），且因而受有損害（並損害之金額），及所受損害與該操縱股價行為間有因果關係（即『損害因果關係』）」，故駁回原告上訴⁸³。

對此，我國最高法院廢棄二審判決，認為原審徒以上訴人等未能就本件有所謂「交易因果關係」或「損害因果關係」存在之要件事實，負舉證證明之責，遽為上訴人等不利之判決，乃判決理由不備，而發回要求下級法院審酌上訴人之下主張：「證券交易市場每日成交金額高達數百億，成交筆數數十萬筆，買賣雙方未曾謀面或直接交涉，係透過證券經紀商在集中市場由電腦撮合交易。是以要求證券詐欺事件之受害人就有關之因果關係，須負舉證責任，始得請求損害賠償，實屬不易，亦不符證交法第一條保障投資人之立法目的。且使證交法關於被告（行為人）應負賠償責任之規定，因原告（受害人）之舉證困難而形同具文。另證券交易損害賠償事件，為近年新興損害賠償型態，行為人往往處於絕對有利之資訊優勢，且利用專業智識為非法作為，影響社會經濟至鉅，受害人數多且不易抗衡，遑論蒐集證據。揆諸民事訴訟法第二百七十七條之立法理由，若責由受害人就其確因行為人之操縱股價行為而受有損害之事實，負舉證責任，有違正義原則，亦顯失公平。自應由行為人（被上訴人）依同條但書之規定，負舉證責任⁸⁴。」

最高法院之廢棄理由，有若干可供玩味之處。首先，最高法院要求原審審酌證券交易非面對面交易之特性而重新考慮舉證責任應如何分配，此與詐欺市場理論之產生緣由（證券市場非面對面交易）、效果（推定原告具有信賴關係）與目的（受害人數眾多不易抗衡，須有集體訴訟機制以為因應），有若干相符之處。尤其詐欺市場理論具有程序法性格，已如前述，以我國民事訴訟法第 277 條但書為引入媒介，亦無不合之處⁸⁵。

惟詐欺市場理論於美國法上僅適用於信賴要件之判斷上（Dura 案及 Halliburton 案），故該理論之推定效果範圍，於美國法上僅及於信賴要件（及二審判決所稱之

⁸³ 臺中高分院 97 年度金上字第 6 號民事判決。

⁸⁴ 最高法院 99 年度 2244 號民事判決。

⁸⁵ 然而除此之外，我國最高法院又以被告方具有資訊優勢，作為舉證責任應倒置的理由，則深具本土特色。在詐欺市場理論下，與其說被告具有資訊優勢，毋寧說其具有釋放不實資訊進入市場以影響價格之優勢，較為貼切。

「交易因果關係」），而不及於損害因果關係。我國最高法院在順大裕案中要求二審法院同時審酌信賴要件及損害因果關係之舉證責任分配，是否意味著詐欺市場理論於我國將同時有轉換信賴要件及損害因果關係舉證責任之效果？判決理由則未有指明，留有想像空間。再者，詐欺市場理論之適用於美國法上仍有其前提要件，原告須先就前提要件進行舉證，始能觸發詐欺市場理論⁸⁶。我國最高法院未於其發回理由中說明舉證責任之轉換是否須滿足任何要件，則原告是否因我國民事訴訟法第 277 條但書而完全免除因果關係之舉證，抑或須證明適用詐欺市場理論之四個前提要件？仍有待後續觀察。

四、Amgen 案對於我國詐欺市場理論發展之啟示

美國聯邦最高法院固然新作出 Amgen 案見解，將詐欺市場理論四個前提要件的舉證，分配在不同程序階段中，然此係因美國民事訴訟法對於集團認證命令及後續實體審理之階段劃分明確所致。在訴訟成本的考量下，兩造莫不希望能在訴訟前階段取得有利結果，以迅速終結程序或與對方和解。因此程序事項，如舉證責任之內容及時點等，往往為原被告的主要攻防所在。

相對而言，我國民事訴訟上僅有準備程序與辯論程序之區別，且即使進入辯論程序，已終結之準備程序仍有可能再開（我國民事訴訟法第 274 條），相較於美國民事訴訟程序，我國各程序階段的劃分並不明顯，故 Amgen 案就詐欺市場理論各要件應如何舉證之見解，對於我國詐欺市場理論之適用，影響尚屬有限。

有疑義者，乃 Amgen 案對於詐欺市場理論之定性。在 Basic 案中，美國聯邦最高法院創造詐欺市場理論，以共通之市場價格為媒介，推定集團訴訟原告間具有相同之信賴基礎，可見詐欺市場理論並非純粹之實體法理論，而具有相當之程序法色彩。然而在 Amgen 案中，多數意見則明白將之定位為實體法原則。此是否將影響我國以民事訴訟法第 277 條舉證責任分配規定，作為詐欺市場理論依據之正當性？

詳觀 Amgen 案之多數意見，其雖將詐欺市場理論歸類為實體原則，惟觸發該理論之效果，乃原告信賴要件成就之推定，被告仍得舉反證加以推翻⁸⁷。此在我國民事訴訟法下，仍屬於證據法則與舉證責任之問題，而類似於事實上推定或法律上之事實推定的概念⁸⁸，故我國使用民事訴訟法第 277 條作為詐欺市場理論之根據，

⁸⁶ Basic, 485 U.S. at 248 (fn.27).

⁸⁷ Amgen, 2013 WL 691001, at 10.

⁸⁸ 關於事實上推定及法律上之事實推定概念，請參見駱永家，民事舉證責任論，1999 年 12 月初版 9 刷，商務書局，頁 112-114 及頁 124-129。就美國法本身而言，因其為普通法體系，判例為法，故詐欺市場理論所產生之推定效果，乃判例（Basic 案）所創造，或可類比為法律

尚不因 Amgen 之作成而受影響。Amgen 案多數意見將之成為實體法原則，毋寧只是在表彰詐欺市場理論係作為認定被告有無構成 Rule10b-5 實體法責任之用⁸⁹，該理論在我國法運作上，仍屬於舉證責任分配的問題。

另外可供玩味者，乃詐欺市場理論本身之存廢。美國聯邦最高法院在 Amgen 案中，明確表示其審理之事項不包含詐欺市場理論本身應否推翻⁹⁰，然而不論是 Alito 大法官之協同意見書⁹¹，或是 Thomas 大法官之不同意見書⁹²，都不約而同就詐欺市場理論之經濟學基礎，提出質疑⁹³，因此在美國聯邦最高法院的九席大法官中，至少已有四席（Alito 大法官、Thomas 大法官，以及支持 Thomas 大法官之 Kennedy、Scalia 大法官）對於詐欺市場理論持保留態度，並願意在適當的案件中，對之進行檢討。由此觀之，Amgen 案判決之作成或許不是爭議的結束，真正的論戰，也許才剛要開始。

柒、結論

詐欺市場理論應否引入於我國實務，以及應在何種程度內予以引入，仍有諸多討論空間，本文介紹該理論於美國法上之最近發展，以供後續思辨之參考，以期對於我國證券詐欺之理論實務發展，有所助益。然而無論如何，詐欺市場理論具有鮮明的實證性格，我國若擬在美國法啟發下，發展出適合自己的詐欺市場理論，實證研究的支持，將是不可或缺的元素。

**投資境外基金與購買投資型保單
連結境外基金，相關權利義務並
不同，投資前應詳加瞭解。**

上之事實推定。惟我國法因無相關法律規定詐欺市場理論之推定效果，至多僅為事實上推定，尚非法律上之事實推定。

⁸⁹ Amgen, 2013 WL 691001, at 17.

⁹⁰ *Id.* at 5 (fn.2).

⁹¹ *Id.* at 16 (Alito J. concurring).

⁹² *Id.* at 18.

⁹³ See also *supra* note 22 at 175-76.