



元照出版提供 請勿公開散布

# 價格維持理論於 證券詐欺訴訟之適用

## Price Maintenance Theory in Securities Fraud Cases

黃朝琮\*

Chao-Tsung Huang

### 要 目

壹、前 言	肆、 <i>Goldman Sachs</i> 之見解及其影響
貳、價格維持理論之意涵	一、事實及下級審見解
一、與證券詐欺責任要件之關係	二、美國聯邦最高法院見解
二、價格維持理論之內容	(一)泛稱性陳述亦可帶來價格衝擊
參、 <i>Amgen</i> 與 <i>Halliburton II</i> 之遺留問題	(二)被告就價格衝擊之推翻負擔說服責任
一、被告於集團認證命令階段之得舉證範圍不明	三、對於價格維持理論之影響
二、被告就價格衝擊不存在所為舉證之性質不明	伍、價格維持理論運用下之其他議題

DOI : 10.3966/168067192021120042004

投稿日期：2021年6月27日；接受刊登日期：2021年11月5日

\* 美國賓州大學法學碩士；宏鑑法律事務所合夥律師。



一、價格衝擊之認定	(一)Out-of-Pocket用以表彰損害之性質
二、損害範圍之認定	(二)Out-of-Pocket用以表彰損害之計算方式
陸、我國實務見解之觀察	四、附論 II：交易因果關係之舉證責任分配
一、我國不乏肯認以不實陳述維持價格不墜之案例	柒、結 論
二、價格維持理論有助於因果關係二分架構之維持	
三、附論 I：Out-of-Pocket內涵之探究	



## 摘 要

價格維持理論為詐欺市場理論之分支，並為美國聯邦最高法院二〇二一年 *Goldman Sachs Group, Inc. v. Arkansas Teacher Retirement System* 判決所觸及，其相關討論，反映詐欺市場理論之近年發展與若干困境，若能加以探討，將有助於我國對於詐欺市場理論之發展。因此，本文介紹價格維持理論之內涵，以及該理論在結合 *Amgen* 與 *Halliburton II* 後，對於被告所生之障礙，而在此基礎上，介紹 *Goldman Sachs* 案之事實及歷審判決，並及於價格維持理論之其他議題。最後，本文並在價格維持理論的脈絡下，檢視我國實務相關見解。

關鍵詞：詐欺市場理論、價格維持理論、證券詐欺、價格衝擊



元照出版提供 請勿公開散布

### **Abstract**

Price maintenance theory is a branch of the fraud on the market theory as well as the underlying case theory adopted by the plaintiff in *Goldman Sachs Group, Inc. v. Arkansas Teacher Retirement System* opinion by the US Supreme Court in 2021. The development of the price maintenance theory reflects the current status of the fraud on the market theory, which this article believes would enhance the corresponding development of the fraud on the market theory in Taiwan. Thus, this article introduces the idea of the price maintenance theory and the hurdle it creates in combination with *Amgen* and *Halliburton II* and then gets into *Goldman Sachs*. Based on the above, this article further reviews the relevant court rulings in Taiwan in the context of the price maintenance theory.

**Keywords :** fraud on the market theory, price maintenance theory, securities fraud, price impact



## 壹、前言

在論斷證券交易法（以下簡稱「證交法」）第二十條第三項之證券詐欺民事責任時，我國最高法院已就其中因果關係要件，指明「包括交易因果關係與損害因果關係，前者為善意取得人或出賣人基於證交法第二十條第一項行為人之行為而進行交易；後者乃善意取得人或出賣人因上述交易行為而受有損害」<sup>1</sup>，其中交易因果關係及損害因果關係之二分結構，同於美國證券詐欺責任Rule 10b-5之因果關係架構<sup>2</sup>，實務並參考美國法上認定交易因果關係之見解，採用詐欺市場理論（fraud-on-the-market theory），認為「股票交易價格常以發行公司過往經營績效、公司資產負債、財務業務狀況等資訊揭露及其他相關因素為依歸，俾使市場上理性投資人得以形成判斷。是公司發布不實資訊，不僅造成個別投資人受騙，抑且欺騙整體證券市場；個別投資人縱未取得特定資訊，亦因信賴市場而依市價買賣，自應推定其買賣與不實資訊間存有交易因果關係」<sup>3</sup>。

由此可見，詐欺市場理論已為我國法院實務所肯認，論者對此並多所著墨<sup>4</sup>，而在比較法上，美國聯邦最高法院在二十一世紀初期亦作成多件重要判決，對其內涵有所澄清<sup>5</sup>。儘管如此，詐欺市場理

<sup>1</sup> 最高法院104年度台上字第1484號民事判決。

<sup>2</sup> 邵慶平，證券團體訴訟中因果關係構成要件的比較研究——兼論投保中心制度的改革方向，臺北大學法學論叢，第99期，2016年9月，頁142。

<sup>3</sup> 最高法院104年度台上字第698號民事判決。

<sup>4</sup> 晚近討論如周振鋒，論財報不實民事求償訴訟之交易因果關係，中原財經法學，第43期，2019年12月，頁39-86；鄭婷嫻，論對市場詐欺理論於美國法制動態與我國實務運用更迭，東海大學法學研究，第58期，2019年9月，頁143-189；賴英照，橫看從寬側從嚴——美國證券詐欺民事責任的司法論辯，臺灣財經法學論叢，第1卷第1期，2019年1月，頁9-26。

<sup>5</sup> 此等一系列判決之鳥瞰，請參見黃朝琮，詐欺市場理論之脈絡與發展——從Basic到Amgen，收錄於：公司法論文集II：特殊交易型態與資訊揭露，



論之相關爭議並未完全落幕，美國聯邦最高法院於二〇二一年再次作成*Goldman Sachs*判決，而在二十一世紀第三個十年之始，重訪詐欺市場理論。

*Goldman Sachs*本身，不僅係美國聯邦最高法院對於詐欺市場理論之最新見解，亦涉及價格維持理論（price maintenance theory）之應用，乃詐欺市場理論之一重要分支，若未對之有所掌握，將無法理解詐欺市場理論於美國實務之現況及主要問題，亦無法有效掌握*Goldman Sachs*之來龍去脈。

為觀察詐欺市場理論於美國實務之晚近發展，本文以價格維持理論為探討對象，於第貳部分介紹其內涵，並釐清其與證券詐欺責任要件之關係，而於第參部分介紹其中所顯現之問題後，於第肆部分說明*Goldman Sachs*的內容，再以此為基礎，於第伍部分延伸思考價格維持理論之其他問題，並於第陸部分思考此等發展於我國法下之意義後，提出結論。

## 貳、價格維持理論之意涵

### 一、與證券詐欺責任要件之關係

要說明價格維持理論之意涵，必須先說明證券詐欺責任之構成要件，以及詐欺市場理論之內容，方能釐清此三者間之關係。

美國法上之證券詐欺民事責任，係以一九三四年證券交易法 § 10(b)作為授權依據，由美國證券交易委員會制定Rule 10b-5作為其法源基礎<sup>6</sup>，其責任要件在案例法累積下，確立如下：(一)行為人有隱匿或不實陳述；(二)該隱匿或不實陳述具有重大性（materiality）；(三)行為

---

三版，2021年，頁191-218。

<sup>6</sup> 賴英照，最新證券交易法解析，四版，2020年，頁402。



人主觀可歸責；(四)相對人對該隱匿或不實陳述具有信賴 (reliance)，即交易因果關係 (transaction causation)；(五)相對人進行證券交易；(六)相對人受有損害；(七)損害因果關係 (loss causation)<sup>7</sup>。

上開要件中，交易因果關係需證明原告係出於對於被告之信賴，而進行有價證券之買賣<sup>8</sup>。然因在證券公開市場中，交易並非當面作成，如何證明原告之信賴，即有疑義。對此，美國聯邦最高法院於*Basic*中，採用詐欺市場理論，認為若原告得以證明下列要件，將可以透過詐欺市場理論，推定集團訴訟中之各原告對於被告提出之不實陳述具有信賴<sup>9</sup>：(一)被告為公開不實陳述；(二)該公開不實陳述具有重大性；(三)系爭股票係於效率市場中進行交易；(四)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。

詐欺市場理論之基礎，在於有價證券之交易價格將因新資訊的進入而隨之變動，使得證券市場之效率程度與詐欺市場理論兩者間之關係為何，在學說實務引起熱烈討論，而由美國聯邦最高法院作成*Halliburton II*判決，表明市場效率並非採取「有」、「無」之二元劃分，而係承認市場效率乃程度的問題<sup>10</sup>，只要假定大部分已公開的重要資訊將會影響市場價格而具有一般性效率，即為已足<sup>11</sup>。更重要者，*Halliburton II*表明價格衝擊 (price impact) 為詐欺市場

<sup>7</sup> *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336, 341 (2005). 本文以下逕以「不實陳述」同時表述「不實陳述」與「隱匿」，以免行文拖沓。

<sup>8</sup> *List v. Fashion Park, Inc.*, 340 F.2d 457, 462 (2d Cir. 1965).

<sup>9</sup> *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 248 n.27 (1988).

<sup>10</sup> *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund*, 573 U.S. 258 (2014) (“Halliburton II”).

<sup>11</sup> *Id.* at 271 (citing *Basic*, 485 U.S. at 246-47 n.24). 詐欺市場理論與市場效率間之關係為何，因非本文主題，故不予深論。晚近討論可參見林建中，美國證券法上效率市場的認定：近年案件發展，月旦民商法雜誌，第69期，2020年9月，頁63-80；黃朝琮，效率市場概念於美國公司法上之應用，政大法學評論，第162期，2020年9月，頁27-33。



理論之基準，若無此一概念支撐，整個詐欺市場理論將隨之崩塌<sup>12</sup>。

在確立詐欺市場理論係以價格衝擊為核心後，不難想見價格衝擊之有無，將成為兩造攻防的重心<sup>13</sup>，而價格維持理論在此框架中，即是於股價未因不實陳述而有所波動的場合，為原告主張價格衝擊仍然存在之用。從而在證券詐欺責任要件中，吾人得將價格維持理論定位為交易因果關係下，為原告用以論證價格衝擊存在以適用詐欺市場理論之主張。

## 二、價格維持理論之內容

價格維持理論之內涵其實頗為簡明，係認為交易因果關係之構成，不以提升股價的形式為限，若不實陳述係以維持股價不變的方式發揮作用，亦得以成立交易因果關係<sup>14</sup>。

價格維持理論雖然一般認為係在二〇一〇年聯邦第七巡迴上訴法院於*Schleicher*所承認<sup>15</sup>，但其實類似主張已出現在*Basic*中。在該案中，*Basic*公司為上市公司，而自一九七六年起與*Combustion Engineering*公司多次討論合併之可能性，並在一九七六年至一九七八年間，*Basic*公司曾三次公開否認有與其他公司協商合併之情事，但於一九七八年十二月十九日公告將與*Combustion Engineering*公司

<sup>12</sup> *Halliburton II*, 573 U.S. at 278, 283.

<sup>13</sup> Hillary A. Sale & Robert B. Thompson, *Market Intermediation, Publicness, and Securities Class Actions*, 93 WASH. U. L. REV. 487, 524-25 (2015).

<sup>14</sup> *Pirnik v. Fiat Chrysler Automobiles, N.V.*, 327 F.R.D. 38, 45 (S.D.N.Y. 2018); *In re Vivendi Universal, S.A. Securities Litigation*, 765 F. Supp. 2d 512, 561 (S.D.N.Y. 2011) (“Vivendi I”).

<sup>15</sup> Matthew L. Mustokoff & Margaret E. Mazzeo, *Loss Causation on Trial in Rule 10b-5 Litigation a Decade after Dura*, 70 RUTGERS U. L. REV. 175, 181-82 (2017).



合併，為在一九七七年十月二十一日至一九七八年十二月十八日間賣出股票之投資人，提起集團訴訟請求損害賠償<sup>16</sup>。如著眼於Basic公司不實否認合併協商之存在而使股價維持不上漲之事實，將可發現Basic其實已隱含價格維持理論之主張<sup>17</sup>。儘管如此，二〇一〇年以後涉及價格維持理論之法院判決，多數係以不實陳述維持股價不下跌的形式在對市場進行詐欺，與Basic係以不實陳述維持股價不上漲之形式，未臻相同，因此本文以下仍將以二〇一〇年以後之判決為對象，介紹價格維持理論。

在Schleicher中，被告主張原告應證明不實陳述對於股價造成顯著波動，始得適用詐欺市場理論而被認證為集團訴訟<sup>18</sup>。惟這樣的主張不為聯邦第七巡迴上訴法院接受，其認為正向的不實陳述若係使股價上漲，股價將在真實資訊揭露後下跌；正向的不實陳述若是在促使股價不下跌，股價嗣後也會在事實揭露後下跌，兩者並無不同，而皆有詐欺市場情事，得以適用詐欺市場理論<sup>19</sup>。在後續判決中，聯邦第七巡迴上訴法院進一步澄清指出，原告僅需要證明不實陳述具有維持作用，無須證明股價是何時虛增，即可主張價值維持理論<sup>20</sup>。

在FindWhat中，聯邦第十一巡迴上訴法院在面對下級審認為，被告公司股價於不實陳述提出前早已被虛增，故該等不實陳述與被告損害並無因果關係之見解時，指摘下級法院之見解不正確，認為

---

<sup>16</sup> Basic, 485 U.S. at 243.

<sup>17</sup> Jill E. Fisch, *The Future of Price Distortion in Federal Securities Fraud Litigation*, 10 DUKE J. CONST. L. & PUB. POL'Y 87, 93 (2015).

<sup>18</sup> *Schleicher v. Wendt*, 618 F.3d 679, 683 (7th Cir. 2010).

<sup>19</sup> *Id.* at 683-84.

<sup>20</sup> *Glickenhous & Co. v. Household International, Inc.*, 787 F.3d 408, 418-19 (7th Cir. 2015).



被告公司若提出確認性陳述（confirmatory statement）而延長股價被虛增的時間，原告將可據以提出訴訟，不因該等陳述未使股價上漲而不同<sup>21</sup>。FindWhat見解之作成時間雖早於Halliburton II，惟在Halliburton II作成後，聯邦第十一巡迴上訴法院曾有判決認為價格衝擊應從寬認定，且不排除以確認先前資訊為內容之陳述有產生價格衝擊之可能<sup>22</sup>，而為論者認為其仍傾向肯認價格維持理論之適用<sup>23</sup>。

在Vivendi中，原告主張被告Vivendi公司在遇有流通性危機（liquidity risk）時，並未在當時對外提出的五十七次陳述中對此有所著墨，而有不實陳述情事，構成證券詐欺<sup>24</sup>。對此被告提出諸多抗辯，其中亦主張僅在股價有所波動，始有價格衝擊，蓋無論被告公司是否做出所謂的不實陳述，公司股價仍處於被虛增的狀態，未因該等陳述之提出而有不同<sup>25</sup>。惟此等主張未為聯邦第二巡迴上訴法院所接受，認為被告此等主張有其前提：（一）系爭不實陳述即使不存在，股價仍將維持在被虛增的狀態；（二）公司若選擇提出陳述，仍可就特定事項保持沈默<sup>26</sup>。然而這兩項前提皆被法院所駁斥。

首先，被虛增的股票價格在公司保持沈默的情況下，並不當然

<sup>21</sup> *FindWhat Investor Group v. FindWhat.com*, 658 F.3d 1282, 1314-15 (11th Cir. 2011).

<sup>22</sup> *Local 703, I.B. of T. Grocery & Food Employees Welfare Fund v. Regions Fin. Corp.*, 762 F.3d 1248, 1259 (11th Cir. 2014).

<sup>23</sup> Roger B. Greenberg & Zach Wolfe, *Halliburton II: Supreme Court Clarifies Longstanding Securities Fraud Class Certification Issue*, 46 TEX. J. BUS. L. 17, 31-32 (2014); Marc I. Gross, *The Road Map for Class Certification Post-Halliburton II*, 46 LOY. U. CHI. L.J. 485, 493-94 (2015).

<sup>24</sup> *In re Vivendi, S.A. Sec. Litig.*, 838 F.3d 223, 241 (2d Cir. 2016) (“Vivendi II”).

<sup>25</sup> *Id.* at 257.

<sup>26</sup> *Id.*



將保持不墜，也有可能因市場察覺真實情況而下跌，或投資人對於公司持續沉默的態度逐漸生疑，令其調整對於股價的評估而使市場價格下修，因此當被告做出陳述而對於流通性危機隻字未提，應認為該等陳述有避免虛增股價下調的效果<sup>27</sup>。再者，聯邦第二巡迴上訴法院認為，公司固然在無揭露義務時得選擇沈默，惟一旦公司選擇開口，就必須告知完整實情，換言之，公司在做出陳述當下，即已承擔完整真實陳述的義務<sup>28</sup>，而無法就流通性危機略而不提。聯邦第二巡迴上訴法院對於價格維持理論之採行頗為堅定，而可見於後續其他判決當中<sup>29</sup>，其並進一步闡明，價格維持理論之適用不限於價格之虛增係因公司之詐欺行為所致，只要有價格虛增情事且公司以不實陳述維持價格不墜，該理論即得適用<sup>30</sup>。

相較之下，聯邦第八巡迴上訴法院之態度則曖昧不明，而曾在 *Best Buy* 中，一方面贊同下級法院採用專家證人指出，*Best Buy* 財務長於公開電話會議中表明公司營運如常之說明，有維持股價不下跌的作用，另一方面又將原判決廢棄，要求下級審院審酌同一專家證人提到，該次公開電話會議中之陳述不為投資人所倚賴而不會影響價格之意見<sup>31</sup>。因此，聯邦第八巡迴上訴法院究竟係根本性地不採取價格維持理論，抑或是就具體個案事實認為公開電話會議中之陳述不具有價格衝擊，容有判斷空間。

對於價格維持理論明確採取反對見解者，乃聯邦第五巡迴上訴

---

<sup>27</sup> *Id.*

<sup>28</sup> *Id.* at 258

<sup>29</sup> See, e.g., *Waggoner v. Barclays PLC*, 875 F.3d 79, 104 (2d Cir. 2017).

<sup>30</sup> *Arkansas Teacher Retirement System v. Goldman Sachs Group, Inc.*, 955 F.3d 254, 265 (2d Cir. 2020) (“Goldman Sachs Circuit Opinion II”). 此案之上訴為聯邦最高法院受理而作成判決，相關見解請見以下第肆部分之說明。

<sup>31</sup> *IBEW Local 98 Pension Fund v. Best Buy Co., Inc.*, 818 F.3d 775, 782-83 (8th Cir. 2016).



法院，而曾認為價格變動為交易因果關係所必要<sup>32</sup>。不過該等見解之作成時間較早，且在聯邦最高法院於二〇一四年作成*Halliburton II*後，有該轄區之地方法院對價格維持理論改採肯定見解<sup>33</sup>，則聯邦第五巡迴上訴法院之先前見解是否仍維持而未有改變，即非無疑<sup>34</sup>。

整體觀之，價格維持理論之採用於美國法院間應有一定共識<sup>35</sup>，而價格維持理論在美國實務亦非罕見。論者有審視*Halliburton II*作成後至二〇一八年九月四日間作成之七十四件地方法院判決，發現有三十一件之被告抗辯未有價格衝擊，其中並有二十件法院判決採取價格維持理論，且皆作成有利於原告之認定<sup>36</sup>，可見價格維持理論被廣泛運用，且其結果多數係有利於原告。

既然價格維持理論肯認不實陳述得以維持股價的形式，對價格造成衝擊，則為與未造成衝擊（而無股價變化）之不實陳述有所區隔，原告仍須就價格衝擊之存在有所舉證。對此，美國法院認為得以藉由觀察事實揭露後之股價變化，推斷價格維持陳述是否衝擊價

<sup>32</sup> *Greenberg v. Crossroads Systems, Inc.*, 364 F.3d 657, 663 (5th Cir. 2004); *Oscar Private Equity Investments v. Allegiance Telecom, Inc.*, 487 F.3d 261, 265 (5th Cir. 2007).

<sup>33</sup> *Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co.*, 309 F.R.D. 251, 262 (N.D. Tex. 2015). 該案嗣後以和解方式結案，故聯邦第五巡迴上訴法院並無表示意見之機會。See Nate Raymond, *Halliburton Shareholder Class Action to Settle for \$100 Million* (Dec. 23, 2016), available at <https://www.reuters.com/article/us-halliburton-lawsuit/halliburton-shareholder-class-action-to-settle-for-100-millionidUSKBN14C2BD> (last visited Jan. 3, 2021).

<sup>34</sup> Note, *Congress, the Supreme Court, and the Rise of Securities-Fraud Class Actions*, 132 HARV. L. REV. 1067, 1076 (2019).

<sup>35</sup> *Id.* at 1077-78. 關於地方法院層級之判決觀察，see Noah Weingarten, *Halliburton II at Four: Has It Changed the Outcome of Class Certification Decisions?*, 25 FORDHAM J. CORP. & FIN. L. 459, 480 (2020).

<sup>36</sup> Weingarten, *id.* at 482.



格<sup>37</sup>，採取後端式（back-end）的判斷方式，從而被告無法僅證明在不實陳述作成當下無價格波動，即可成功阻卻詐欺市場理論之應用<sup>38</sup>。然而，如此運作機制在*Halliburton II*及*Amgen*兩則美國聯邦最高法院的見解下，滋生若干法律爭議，終促成美國聯邦最高法院作成*Goldman Sachs*以為釐清。對此，本文以下將於第參部分先說明*Halliburton II*及*Amgen*兩者所生之問題，再於第肆部分說明*Goldman Sachs*之見解。

### 參、*Amgen*與*Halliburton II*之遺留問題

#### 一、被告於集團認證命令階段之得舉證範圍不明

如前所述，*Halliburton II*確立價格衝擊於詐欺市場理論中之核心地位<sup>39</sup>，然除此之外，美國聯邦最高法院並進一步肯認被告得以舉證駁斥價格衝擊之不存在，以推翻詐欺市場理論之運用<sup>40</sup>。如此見解在價格維持理論的脈絡中，將與美國聯邦最高法院先前作成之*Amgen*交互作用而在適用上產生疑義。對此，吾人須先掌握*Amgen*之內容，方能解明其中癥結。

*Amgen*所涉，乃法院在審認證券詐欺得否以集團訴訟形式提出時，應將詐欺市場理論哪些要件納入考量之問題。根據美國聯邦民事訴訟規則（Federal Rule of Civil Procedure，以下簡稱「FRCP」）之Rule 23，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

<sup>37</sup> *Goldman Sachs Circuit Opinion II*, 955 F.3d at 265.

<sup>38</sup> Weingarten, *supra* note 35, at 480.

<sup>39</sup> 請參見第貳、一、部分之說明。

<sup>40</sup> *Halliburton II*, 573 U.S. at 283.



求之內容具有代表性者為限<sup>41</sup>。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<sup>42</sup>。

由以上四個集團訴訟要件切入檢視，美國聯邦最高法院認為詐欺市場理論的四個要件中，原告就「被告有公開不實陳述」、「系爭股票係於效率市場中進行交易」、「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」此三要件，在向法院聲請認證命令階段，即需進行舉證<sup>43</sup>。相較之下，重大性要件本質上即具有共通性<sup>44</sup>，無待原告另為舉證即可認定已符合FRCP Rule 23之要求，且重大性要件不僅為詐欺市場理論之適用前提要件，亦為證券詐欺責任之構成要件，若原告無法證明重大性要件，將無實體權利可供主張，而會在後續的即決判決（*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重大性要件之責任，對於最終結論亦無影響<sup>45</sup>。因此，美國聯邦最高法院於*Amgen*中認為，原告在聲請集團認證命令時，無需就不實陳述之重大性，進行舉證<sup>46</sup>。

<sup>41</sup> FED. R. CIV. P. § 23(a).

<sup>42</sup> FED. R. CIV. P. § 23(c)(1). 進一步說明，請參見趙冠璋，公私混合執法理論之建構：從美國證券集團訴訟看台灣投保中心團體訴訟，東海大學法學研究，第60期，2020年10月，頁52-53。

<sup>43</sup> *Amgen Inc. v. Connecticut Retirement Plans & Trust Funds*, 568 U.S. 455, 472-73 (2013).

<sup>44</sup> *Id.* at 467.

<sup>45</sup> *Id.* at 468.

<sup>46</sup> *Id.* at 459.



如併同檢視 *Amgen* 與 *Halliburton II*，關於兩造在集團認證命令階段之舉證，將形成以下圖像：原告無須證明不實陳述之重大性，仍可主張詐欺市場理論而取得認證命令，但被告得舉證價格衝擊之不存在，以推翻詐欺市場理論之適用。如此舉證責任分配，首先即涉及價格衝擊及重大性兩者關係為何的問題。

對此，美國聯邦最高法院於 *Halliburton II* 中有所說明，認為重大性要件在詐欺市場理論前提要件之舉證中，得與其他要件分離，可留諸審理原告實體上勝敗時，再為判斷<sup>47</sup>。相對而言，價格衝擊為詐欺市場理論的核心，在集團認證命令階段舉足輕重，而必須在該階段即予釐清<sup>48</sup>。

儘管如此，重大性要件與價格衝擊兩者間之關係，並未經由上開說明而有所釐清。重大性係以系爭資訊之未揭露，是否將使理性投資人意識到全部可得資訊之內容有重大改變，作為判斷標準<sup>49</sup>；價格衝擊則關注於不實陳述對於股價之影響<sup>50</sup>。以上關於重大性與價格衝擊之內涵雖各自言之成理，然若併與相互觀察，則將產生以下疑問：若一不實陳述未對價格造成衝擊，如何可能具有重大性<sup>51</sup>？換言之，被告如何得以在不觸及重大性要件之舉證下，在集團認證命令階段證明該不實陳述不具有價格衝擊，從而推翻詐欺市場理論之適用？若被告之舉證動輒被定性為重大性要件之舉證，則其於集團認證命令階段將難以獲得有利判決，此時若進一步引入價

<sup>47</sup> *Halliburton II*, 573 U.S. at 282-83.

<sup>48</sup> *Id.* at 283.

<sup>49</sup> *Basic*, 485 U.S. at 231-32.

<sup>50</sup> *Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co.*, 563 U.S. 804, 814 (2011) (“*Halliburton I*”).

<sup>51</sup> Allen Ferrell & Andrew Roper, *Price Impact, Materiality, and Halliburton II*, 93 WASH. U. L. REV. 553, 559-60 (2015).



格維持理論，情況將更為嚴峻：當原告主張不實陳述係以維持價格不墜的形式發揮作用，被告如擬抗辯此中其實不存在價格衝擊，如何得以在不觸及重大性要件下，進行舉證？

就實務發展而言，論者有觀察 *Halliburton II* 作成後之下級法院見解，指出美國法院有認為，即使被告在集團認證命令階段得以證明股價受到不實陳述以外之因素影響，仍無法排除不實陳述有影響股價之可能，而提出不利於被告之認定<sup>52</sup>。另外，法院在適用價格維持理論以論斷是否存在價格衝擊時，雖係採後段端式判斷方法，但有依後續股價波動緣由之不同，認定有些事由得以於集團認證命令階段納入考量，有些則屬於重大性要件之範疇而排除，根據後續真實資訊揭露態樣之不同，而為不同對待<sup>53</sup>。此等價格衝擊與重大性間之關係不明確，將難以劃定被告得以進行舉證之範圍，使訴訟之進行朝著不利於被告的方向，變得不可預測<sup>54</sup>。

## 二、被告就價格衝擊不存在所為舉證之性質不明

再者，被告為推翻詐欺市場理論所負有之舉證責任性質為何，亦不明確。美國法上將舉證責任分為說服責任（burden of persuasion）及提出責任（burden of production）。說服責任係指說服事實認定者判斷特定事實為真之責任<sup>55</sup>，審判者（若採陪審制為陪審團，否則為法官）若認為雙方之主張勢均力敵時，負擔說服責任者將承擔不利後果<sup>56</sup>，如要避免，負擔說服責任之一方必須使審判者

<sup>52</sup> *Id.* at 561.

<sup>53</sup> *Id.* at 562.

<sup>54</sup> 另美國聯邦最高法院於 *Halliburton I* 中，指明損害因果關係並非集團認證命令階段法院所應審酌之事項，因此被告之舉證若涉及損害因果關係，亦將為法院所拒斥不睬。See Weingarten, *supra* note 35, at 481.

<sup>55</sup> KEVIN M. CLERMONT, *PRINCIPLES OF CIVIL PROCEDURES* 112 (2012).

<sup>56</sup> Fleming James Jr., *Burdens of Proof*, 47 VA. L. REV. 51, 51 (1961).



認知到，有優勢證據得以支持其所信<sup>57</sup>。

提出責任乃提出證據之責任<sup>58</sup>，通常係由提出主張之一方負擔提出責任，若其未提出任何證據，將承擔敗訴後果<sup>59</sup>。若提出方之證據已臻明確使具一般理性心智之人皆形成有利於提出方之結論，提出責任將轉移至相對方，若其未盡提出責任，則法官可逕為提出方勝訴之判決<sup>60</sup>；若相對方亦為證據之提出，則提出責任可能在兩造間多次變換<sup>61</sup>，至法官認定已有充分證據，由審判者就該等證據連同對造提出之證據予以審酌，並就待證事實進行認定<sup>62</sup>。

在上開舉證責任框架下，於原告成功舉證詐欺市場理論之前提要件後，被告為推翻價格衝擊不存在所需要進行之舉證，究為說服責任或提出責任，*Halliburton II*並未有所指明。下級審之見解亦有不同，其中聯邦第八巡迴上訴法院在*Best Buy*中，認為被告僅負有提出顯示價格衝擊不存在證據之責任，認為被告係負擔提出責任<sup>63</sup>，但聯邦第二巡迴上訴法院則在*Barclays*中，認為美國聯邦最高法院於*Halliburton II*並非改變提出責任之配置，而係轉移說服責任至被告身上<sup>64</sup>。

<sup>57</sup> *Id.* at 53. 此即一般習稱之優勢證據法則。

<sup>58</sup> CLERMONT, *supra* note 55, at 112.

<sup>59</sup> James, *supra* note 56, at 55.

<sup>60</sup> *Id.* at 57.

<sup>61</sup> *Id.* at 58.

<sup>62</sup> *Id.* at 56. 關於說服責任與提出責任之進一步說明，請參見黃國昌，階段的舉證責任論——統合實體法政策下之裁判規範與訴訟法觀點下之行為規範，收錄於：民事訴訟理論之新開展，2005年，頁132-145。

<sup>63</sup> *Best Buy*, 818 F.3d at 775.

<sup>64</sup> *Barclays*, 875 F.3d at 103. *See also* *Arkansas Teacher Retirement System v. Goldman Sachs Group, Inc.*, 879 F.3d 474, 485 (2d Cir. 2018) (“Goldman Sachs Circuit Opinion P”); *In re Allstate Corp. Securities Litigation*, 966 F.3d 595, 610-11 (7th Cir. 2020).



被告所負舉證責任為提出責任或說服責任，於價格維持理論的脈絡中更顯重要。若被告負有提出責任，其僅需動搖審判者之確信，即可使提出責任重新轉移至原告身上，由原告舉證價格衝擊之存在（證明不實陳述作成當下價格已被影響，抑或證明事實揭露時之股價下跌，乃先前不實陳述維持價格不墜所致）<sup>65</sup>。

若被告所負為說服責任，其必須舉證至得以說服審判者，價格維持理論於該案並不適用，抑或事實揭露後之股價下跌並非不實陳述所致而無價格衝擊<sup>66</sup>。此等舉證活動於理論上雖屬可能，惟鑑於美國實務對於價格維持理論普遍抱持開放接受的態度<sup>67</sup>，要說服審判者價格維持理論之不適用，難度極高，而僅能嘗試證明價格下跌並非因先前之不實陳述有維持股價之作用所致。然因美國實務有認為，被告即使能夠證明股價受到不實陳述以外之因素影響，該等舉證因仍無法排除不實陳述有影響股價之可能，無從僅因此即得排除認定詐欺市場理論之適用<sup>68</sup>。因此，被告若就價格衝擊之推翻係負擔說服責任，則搭配價格維持理論之運用，將會使詐欺市場理論成為原告牢不可破的馬其諾防線，令原告在絕大多數場合中，皆得獲法院核發集團認證命令，以集團訴訟形式續行程序<sup>69</sup>。

---

<sup>65</sup> *Id.*

<sup>66</sup> Weingarten, *supra* note 35, at 488.

<sup>67</sup> 請參見第貳、二、部分之說明。

<sup>68</sup> Ferrell & Roper, *supra* note 51, at 561.

<sup>69</sup> 原告一旦獲得集團認證命令，將得以主張所有集團成員之損害而向被告求償，增加被告敗訴時之法律責任份額，故被告往往在法院核發集團認證命令後，即儘速與原告和解，可見原告得否以集團訴訟形式進行證券訴訟，於證券詐欺訴訟中至關重要。See *Amgen*, 568 U.S. at 485 (Scalia J., dissenting).



## 肆、Goldman Sachs之見解及其影響

### 一、事實及下級審見解

在*Goldman Sachs*中，原告為二〇〇七年二月五日至二〇一〇年七月十日購入高盛銀行（The Goldman Sachs Group, Inc.）普通股之投資人，而在二〇一一年向該銀行及其董事提出證券詐欺訴訟<sup>70</sup>，主張該公司於年報中所提出避免利益衝突、恪遵倫理規範並遵守法律之陳述為不實，蓋該公司於上開期間曾涉入參與數件具有直接利益衝突之債務擔保債券（collateralized debt obligation）交易<sup>71</sup>，卻未向股東揭露上開情事，為美國證管會追究責任而支付巨額和解金，故原告主張因高盛銀行之不實陳述受有損害，而提出訴訟<sup>72</sup>。

原告聲請核發集團訴訟認證明命令，擬以集團訴訟方式進行訴訟，為一審法院所准許<sup>73</sup>。被告對此不服提出上訴。對此，聯邦第二巡迴上訴法院固然認為，被告推翻詐欺市場理論之推定效果負有說服責任<sup>74</sup>，但因被告於一審已經提出事件研究法等資料，抗辯原告主張不實陳述並未影響股價，卻為一審法院以該等資料涉及重大性要件之判斷而未予審酌，有所違誤，故將原判決廢棄，命一審法院審酌被告所提出之資料後，再作成判斷<sup>75</sup>。

在發回後，一審法院雖依聯邦第二巡迴上訴法院之指示，就被告提出之資料予以審酌，但以該等資料尚不足以滿足其說服責任之

<sup>70</sup> *Goldman Sachs Circuit Opinion I*, 879 F.3d at 478.

<sup>71</sup> *Id.* at 479.

<sup>72</sup> *Goldman Sachs Circuit Opinion II*, 955 F.3d at 259.

<sup>73</sup> *In re Goldman Sachs Group, Inc. Securities Litigation*, No. 10 CIV. 3461 PAC, 2015 WL 5613150 (S.D.N.Y. Sept. 24, 2015).

<sup>74</sup> *Goldman Sachs Circuit Opinion I*, 879 F.3d at 485.

<sup>75</sup> *Id.* at 485.



舉證責任為由，援引價格維持理論而仍同意核發集團認證命令<sup>76</sup>，為被告再次提出上訴。

在本次上訴中，聯邦第二巡迴上訴法院肯認一審法院援引價格維持理論之見解，認為得以具有價格衝擊者，除了促使價格虛增之不實陳述，維持價格不墜者亦屬之<sup>77</sup>。再者，被告雖主張應限縮價格維持理論之適用範圍，使之不及於一般性陳述（*general statement*），但此等主張亦不為聯邦第二巡迴上訴法院所接受，蓋若採如此見解，將會把重大性要件之判斷，引入集團認證命令階段，而這與聯邦最高法院之*Amgen*明顯相牴觸<sup>78</sup>，故聯邦第二巡迴上訴法院並不就適用價格維持理論之不實陳述類型，作進一步限縮。

此外，聯邦第二巡迴上訴法院對於當事人間之舉證責任分配，亦有所釐清，認為原告對於詐欺市場理論之前提要件，即被告為公開不實陳述、系爭股票係於效率市場中進行交易、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，負擔舉證責任，惟一旦原告就上開要件完成舉證，舉證責任即轉移至被告身上，由被告證明價格之波動與不實陳述無涉，或是對於原告所為之舉證進行駁斥<sup>79</sup>。在此基礎上，聯邦第二巡迴上訴法院認為一審法院所為之證據取捨並無違誤<sup>80</sup>，並肯認被告關於價格衝擊之舉證責任，係負有說服責任<sup>81</sup>，而駁回被告之上訴。

---

<sup>76</sup> *In re Goldman Sachs Grp., Inc. Securities Litigation*, No. 10 CIV. 3461 (PAC), 2018 WL 3854757, at \*6 (S.D.N.Y. Aug. 14, 2018).

<sup>77</sup> *Goldman Sachs Circuit Opinion II*, 955 F.3d at 264.

<sup>78</sup> *Id.* at 267.

<sup>79</sup> *Id.* at 270.

<sup>80</sup> *Id.* at 271.

<sup>81</sup> *Id.* at 272.



## 二、美國聯邦最高法院見解

對於前開聯邦第二巡迴上訴法院之見解不服，被告向美國聯邦最高法院提出上訴而獲受理，為美國聯邦最高法院作成判決加以釐清。

在其判決中，美國聯邦最高法院就兩個問題表示見解：(一)泛稱性的不實陳述（misrepresentation with generic nature）是否無涉於價格衝擊之判斷？(二)被告為主張價格衝擊不存在時，所負舉證責任之性質為何？

### (一)泛稱性陳述亦可帶來價格衝擊

在向美國聯邦最高法院提出上訴時，被告原本係主張，泛稱性陳述在判斷是否具有價格衝擊時應予忽略，原告則認為泛稱性陳述與其他指涉特定內容之不實陳述應同等對待。

然而有趣的是，兩造在書狀交換的過程中，立場趨於一致，而認為泛稱性陳述對於價格亦有影響，只是其影響較特定性陳述相對較小，且法官就價格衝擊之存否，亦得依憑常識作成判斷，而不當然受專家意見之拘束，另外即使所涉證據與重大性之判斷有關，法官仍得用於判斷價格衝擊之有無<sup>82</sup>。

以上見解亦為美國聯邦最高法院所肯認，認為法官在判斷價格衝擊之有無時，得審酌一切可能證據，即使該等證據與重大性等實體問題相關<sup>83</sup>，故即使是泛稱性陳述，亦得以用於價格衝擊之判斷，且此等陳述往往在價格維持理論的攻防中，扮演重要角色<sup>84</sup>。儘管如此，美國聯邦最高法院認為，若用以主張維持價格者，乃泛

<sup>82</sup> *Goldman Sachs Group, Inc. v. Arkansas Teacher Retirement System*, No. 20-222, 2021 WL 2519035, at \*5 (U.S. June 21, 2021).

<sup>83</sup> *Id.*

<sup>84</sup> *Id.*



稱性陳述，而揭露真實資訊者為特定性陳述時，將較不可能（less likely）以特定性陳述進入市場時之價格變化，得出泛稱性陳述有以維持價格不墜之形式，對於市場價格造成影響之推論<sup>85</sup>。

基於以上理由，美國聯邦最高法院認為下級法院並未妥適在本案中，將泛稱性陳述之特性納入考量，故予以廢棄而命其再為判斷<sup>86</sup>。

### (二)被告就價格衝擊之推翻負擔說服責任

至於被告之舉證責任，美國聯邦最高法院則認為被告就價格衝擊之推翻，係負擔說服責任<sup>87</sup>。

對此，美國聯邦最高法院係回到*Basic*及*Halliburton II*的行文，認為被告必須「事實上」「阻斷不實陳述與原告所支付對價」，而此等陳述即是在課與被告說服責任<sup>88</sup>。再者，*Halliburton II*既然肯定原告得以間接方式證明價格衝擊之存在，若被告得以僅因所涉不實陳述為泛稱性陳述即推翻原告之舉證，將令原告幾乎在所有案件中，都必須直接證明價格衝擊之存在，使得*Halliburton II*的見解被架空，而為美國聯邦最高法院所不採<sup>89</sup>。

儘管如此，美國聯邦最高法院認為，說服責任僅於兩造證據勢均力敵時，方發揮作用，而多數證券詐欺訴訟之兩造皆會就價格衝擊之存否提出專家意見，法院僅需就雙方證據加以審酌並進行判斷，故此等舉證責任分配之論斷在實務運作上，影響實屬有限<sup>90</sup>。

然值得注意者，以上雖為美國聯邦最高法院之多數意見，但為

---

<sup>85</sup> *Id.* at \*6.

<sup>86</sup> *Id.*

<sup>87</sup> *Id.*

<sup>88</sup> *Id.* (citing *Basic*, 485 U.S. at 248; *Halliburton II*, 573 U.S. at 279).

<sup>89</sup> *Id.* at \*7.

<sup>90</sup> *Id.*



Gorsuch提出、Thomas及Alito兩位法官所加入之意見書所反對。該份意見書認為，多數意見僅是擷取*Basic*的隻字片語並加以組合，作為其依據<sup>91</sup>，如觀諸證券詐欺訴訟活動中之兩造舉證活動，可知原告若成功舉證*Basic*之四個前提，將可被推定具有信賴，此時被告若舉證其陳述並未影響市場價格或被告漠視該等陳述之存在，則該等推定將不復存，由法院根據雙方舉證判斷信賴之有無，但此時法院仍可審酌原告所提事證，從中推論出信賴之存在，只是該等推論並非必然發生，而僅為法院運用自由心證之結果<sup>92</sup>；另外，後續的*Halliburton II*只是在澄清被告得以如何舉證推翻信賴之推定，並未改變*Basic*所建立之舉證框架<sup>93</sup>。反對意見進一步指出，多數意見或許是意識到其見解與過往裁判先例之不協調，方說明將被告之舉證責任性質定性為說服責任，對於案件之實際結果影響不大，但美國聯邦最高法院既然決定受理上訴，代表其中涉及重要法律問題，以所涉法律問題之實際影響有限作結，實為罕見，也不足以作為正當化多數意見之理由<sup>94</sup>。

### 三、對於價格維持理論之影響

*Goldman Sachs*乃首件價格維持理論為美國聯邦最高法院受理之案件，所涉問題固然未直接涉及該理論之有效性，但美國聯邦最高法院是否會此表示意見，為論者所關注<sup>95</sup>。對此，*Goldman Sachs*開

<sup>91</sup> *Id.* at \*11 (Gorsuch J., concurring in part and dissenting in part).

<sup>92</sup> *Id.*

<sup>93</sup> *Id.* at \*12. 此部分應是在針對多數意見提出，若被告僅負說服責任，將使*Halliburton II*允許原告以間接證據證明信賴之見解被架空的说法，進行反駁。

<sup>94</sup> *Id.* at \*13.

<sup>95</sup> Jason Halper, Matthew Karlan & Nicholas Caros, *Supreme Court to Weigh in on Presumption of Reliance in Securities Class Actions: Goldman Sachs v.*



宗明義即指明，該判決並未對於價格理論之有效性表示意見<sup>96</sup>。

儘管如此，如仔細觀察該判決之若干意見，例如原告若主張用以維持價格之不實陳述為泛稱性陳述，而由特定性陳述揭露真實資訊時，將較不可能以後者推論前者具有價格衝擊之見解<sup>97</sup>，即是在價格維持理論的基礎上展開，則美國聯邦最高法院後續將難以全盤否認價格維持理論，至多僅能對之加以限縮，否則形同對於 *Goldman Sachs* 的否認。由該案對於 *Halliburton II* 的維護觀之<sup>98</sup>，美國聯邦最高法院應不會輕易推翻過往裁判之見解。

再者，*Goldman Sachs* 對於價格維持理論之運用，仍有一定影響。首先，美國聯邦最高法院在表達泛稱性陳述較難以被推論具有價格衝擊之見解時<sup>99</sup>，已提高以泛稱性陳述建立價格衝擊之門檻，增加原告根據泛稱性陳述，適用價格維持理論之難度，只是此等提高在實務上將如何被理解運作，仍有待後續觀察<sup>100</sup>。

其次，*Goldman Sachs* 固然將被告之舉證責任定性為說服責任，但又表於此一見解於實務運作上之影響有限，蓋說服責任僅在兩造

---

Arkansas Teacher Retirement System (Apr. 12, 2021), available at <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/04/12/supreme-court-to-weigh-in-on-presumption-of-reliance-in-securities-class-actions-goldman-sachs-v-arkansas-teacher-retirement-system/> (last visited June 23, 2021).

<sup>96</sup> *Goldman Sachs*, 2021 WL 2519035, at \*4 n.1.

<sup>97</sup> *Id.* at \*6.

<sup>98</sup> *Id.* at \*7.

<sup>99</sup> *Id.* at \*6.

<sup>100</sup> 在 *Goldman Sachs* 作成後，已有被告援引該判決，主張其陳述為泛稱性陳述，無從因後續的特定性陳述而認定具有價格衝擊，see Alison Frankel, *Securities Class Action Defendants Counting on SCOTUS' Goldman Ruling* (June 23, 2021), available at <https://www.reuters.com/legal/government/securities-class-action-defendants-counting-scotus-goldman-ruling-2021-06-22/> (last visited June 23, 2021).



舉證相當時適用，法院係通常根據雙方事證判斷信賴之有無，而不會觸發說服責任之應用<sup>101</sup>；反對意見雖對於多數意見有所批評，但亦認為詐欺市場理論之必然（must）推定效果，於被告完成舉證後即不復存，亦是由法院根據雙方舉證進行判斷<sup>102</sup>，故即使多數意見與反對意見之論述有所不同，但最終皆導向法院根據卷內事證進行判斷的結論，似有意弱化說服責任之衝擊，而不讓其產生類似於結果責任之效果，則此等見解會對於目前價格維持理論下，多數傾向於原告之趨勢<sup>103</sup>，帶來何種影響，亦值得繼續關注。

最後，*Goldman Sachs*認為，法院在判斷應審酌一切可能證據，即使該等證據得以用於重大性之判斷亦然<sup>104</sup>，若該等見解被貫徹，下級法院將難以因被告之舉證事涉重大性事項而不予審酌<sup>105</sup>，則被告於集團認證命令中，因價格維持理論之運用所處之不利地位，將可獲得改善<sup>106</sup>。

綜合以上觀察，*Goldman Sachs*雖未直接針對價格維持理論表示意見，但其見解對於被告因該理論所處之困境，密切相關，如能發揮引導下級法院之作用，或許將為後續的美國法院實務，帶來嶄新風貌。

## 伍、價格維持理論運用下之其他議題

*Goldman Sachs*固然對於價格維持理論之若干疑義有所澄清，然

<sup>101</sup> *Goldman Sachs*, 2021 WL 2519035, at \*7.

<sup>102</sup> *Id.* at \*11 (Gorsuch J., concurring in part and dissenting in part).

<sup>103</sup> 請參見第參、二、部分之說明。

<sup>104</sup> *Goldman Sachs*, 2021 WL 2519035, at \*5 n.2.

<sup>105</sup> 請參見第參、一、部分之說明。

<sup>106</sup> 美國實務人士亦有類似觀察。See Frankel, *supra* note 100.



若將該理論置於美國證券詐欺的脈絡下進行整理觀察，仍有若干值得探討之議題，而可分述如下。

### 一、價格衝擊之認定

因價格維持理論仍係在詐欺市場理論的框架中被運用，因此在 *Halliburton II* 下，如何認定股價因不實陳述而以維持不墜的形式受到衝擊，即為接下來所必須面對處理的問題。

對此，美國實務上係使用事件研究法（event study），作為量測價格衝擊是否存在之工具<sup>107</sup>。所謂事件研究法，係一種研究分析有價證券如何反應新資訊之實證技術<sup>108</sup>，藉由觀察一有價證券在接受新資訊時之價格變化，以及估算若該新資訊不存在時該有價證券之價格變化，並比較兩者有何差異，再檢驗該等差異在統計上是否具有顯著性<sup>109</sup>。因此在證券詐欺訴訟中，事件研究法即是在分析，該不實陳述進入公開市場後，對特定有價證券之價格是否帶來統計上之顯著變化<sup>110</sup>，以判斷價格衝擊之有無。

事件研究法本身涉及若干統計學及財務金融理論之說明，固非本文篇幅所能處理<sup>111</sup>，不過由以上之簡要說明可知，事件研究法探求有無價格衝擊之原理，在於比較「新資訊存在時之價格變化」與

<sup>107</sup> Victor E. Schwartz & Christopher E. Appel, *Rebutting the Fraud on the Market Presumption in Securities Fraud Class Actions: Halliburton II Opens the Door*, 5 MICH. BUS. & ENTREPRENEURIAL L. REV. 33, 54 (2015).

<sup>108</sup> Jonathan R. Macey, Geoffrey P. Miller, Mark Mitchell & Jeffrey M. Netter, *Lessons from Financial Economics: Materiality, Reliance and Extending the Reach of Basic v. Levinson*, 77 VA. L. REV. 1017, 1018 (1991).

<sup>109</sup> *Id.* at 1029.

<sup>110</sup> *Id.*

<sup>111</sup> 進一步說明可參見黃朝琮，事件研究法於證券詐欺訴訟之應用，收錄於：公司法論文集Ⅱ：特殊交易型態與資訊揭露，三版，2021年，頁251-292。



「新資訊不存在時之價格變化」，並檢驗兩者差距是否顯著。惟在價格維持理論的脈絡中，不實陳述係以維持股價的形式發揮作用，價格不會產生變化，因此事件研究法無法在「不實陳述作成」當下，就價格衝擊進行檢測<sup>112</sup>，只能退而求其次，由「真實資訊進入市場」當下的股價變化，回溯推論不實陳述作成當時存有價格衝擊<sup>113</sup>。然真實資訊進入市場當天之股價下跌，可能受到多重因素影響，有可能係不實陳述所致，亦有可能為不實陳述以外的其他因素造成<sup>114</sup>，而事件研究法在股價同時受到不同因素的場合中，往往無法分析各因素對於股價變化之影響程度<sup>115</sup>，使得事件研究法在價格維持理論中之運用，需進一步檢測該股票在其他「基準觀察時點」對於其他資訊的反應狀況，而以此為基礎，探求並排除「真實資訊進入市場」當下，價格為不實陳述以外之其他資訊所影響的部分，進而判斷價格是否、如何為不實陳述所影響<sup>116</sup>。只是如此過程涉及其他時點股價對於資訊反應狀況之觀察，若所設定之基準觀察時點與事實揭露當下之背景環境差異過鉅<sup>117</sup>，將喪失比較基礎，降低此等分析方法之正當性<sup>118</sup>。

<sup>112</sup> Jill E. Fisch, Jonah B. Gelbach & Jonathan Klick, *The Logic and Limits of Event Studies in Securities Fraud Litigation*, 96 TEX. L. REV. 553, 565 (2018).

<sup>113</sup> 請參見第貳、二、部分之說明。

<sup>114</sup> Merritt B. Fox, *Halliburton II: It All Depends on What Defendants Need to Show to Establish No Impact on Price*, 70 BUS. LAW. 437, 442 (2015).

<sup>115</sup> Darren Filson, Saman Olfati & Fatos Radoniqi, *Evaluating Mergers in the Presence of Dynamic Competition Using Impacts on Rivals*, 58 J.L. & ECON. 915, 918 (2015).

<sup>116</sup> Ferrell & Roper, *supra* note 51, at 572.

<sup>117</sup> 例如在新冠肺炎肆虐之時，投資者對於公司營運相對保守，即無法將市場於無疫情期間對於市場資訊的反應狀況，用以評估股價在疫情期間的變化狀況。

<sup>118</sup> Ferrell & Roper, *supra* note 51, at 572-73. 另有認為可以社會科學研究中之



再者，既然價格維持理論在不實陳述當下未造成價格波動，此中之價格衝擊其實具有假設性且反於事實<sup>119</sup>，係以真實資訊自始揭露作為假想的事件流程內容。然論者有指出，證券詐欺之事件流程並非只有一種可能，吾人固然可以想像公司自始即為真實陳述，而在此基礎上想像股價的變化情形，但若公司自始並無陳述義務，則公司亦可自始不為不實陳述，而在不實陳述不存在的想像下，建構後續的事件流程<sup>120</sup>。例如我國法對於財務預測係採自願揭露<sup>121</sup>，當公司選擇發布迎合投資人之期待而維持價格不墜，終因預測落空而價格下跌，此時在建構證券詐欺之交易因果關係時，固然可以在公司據實提出財務預測的想像上進行，然另外一種可能的事件流程，則是公司自始即不提出財務預測而任由投資人揣測，終因真實營運結果揭露而導致股價下跌，此時因公司未有不實陳述，亦無提出財務預測之揭露義務，即不因其沈默而負有證券詐欺責任。

如將兩種事件流程並列，即可見其中不同事件流程之擇取，將對於價格衝擊之認定得出不同結論，涉及價值判斷。當然，吾人固然可以認為，公司得以選擇是否提出陳述，只是一旦選擇陳述，即必須就事實進行完整陳述<sup>122</sup>，惟如此立場是否過於排除公司自始即選擇不陳述的可能，亦值斟酌，而宜針對個案特殊事實，為不同處理。

---

內容分析方法 (content analysis) 進行分析，see Esther Bruegger & Frederick C. Dunbar, *Estimating Financial Fraud Damages with Response Coefficients*, 35 J. CORP. L. 11, 25 (2009).

<sup>119</sup> Fisch et al., *supra* note 112, at 565.

<sup>120</sup> Donald C. Langevoort, *Compared to What? Econometric Evidence and the Counterfactual Difficulty*, 35 J. CORP. L. 183, 184 (2009).

<sup>121</sup> 戴銘昇，論財務預測制度及其虛偽、隱匿（上），集保結算所月刊，第170期，2008年1月，頁39。

<sup>122</sup> 採此見解者，see *Vivendi II*, 838 F.3d at 258.



最後，價格維持理論之核心，在於以真實資訊進入市場時之價格波動，回溯推論不實陳述作成時，有維持價格不墜的作用，然論者早有指出，不實陳述作成時之價格變化，與真實資訊進入市場時之價格變化，兩者未必有關，即使真實資訊進入市場時價格下跌，亦非當然表示不實陳述具有影響市場價格之作用（以維持價格不墜的形式）<sup>123</sup>。反面言之，若價格於真實資訊進入市場時未有變化，除有可能係因不實陳述具有價格衝擊，亦不排除係因後端之揭露，根本未達揭露真實資訊的程度所致，兩者如何區別，也會是法院所將面臨的難題<sup>124</sup>。

## 二、損害範圍之認定

關於損害範圍之認定，美國在*Halliburton I* 確認交易因果關係與損害因果關係分屬不同要件<sup>125</sup>，因此兩者之判斷於概念上應分別進行，此於一般證券詐欺事件中，將需要進一步注意不能將不實陳述當下之價格衝擊數額（交易因果關係），逕用以認定原告損害數額（損害因果關係）<sup>126</sup>。然因在價格維持理論中，不實資訊進入市場當下並不會造成股價波動，原告係以真實揭露時的價格變動，反推交易因果關係之成立，因此當進入損害因果關係的審理時，反而不會有一般證券詐欺中，將交易因果關係之結論不當流用至損害因果關係的問題。

儘管如此，一案件若在交易因果關係層次係運用價格維持理論

<sup>123</sup> Jill E. Fisch, *The Trouble with Basic: Price Distortion after Halliburton*, 90 WASH. U. L. REV. 895, 924 (2013).

<sup>124</sup> Ann Lipton, *Goldman \*bangs head on desk\** (June 23, 2021), available at [https://lawprofessors.typepad.com/business\\_law/2021/06/goldman-bangs-head-on-desk.html](https://lawprofessors.typepad.com/business_law/2021/06/goldman-bangs-head-on-desk.html) (last visited June 25, 2021).

<sup>125</sup> *Halliburton I*, 563 U.S. at 812.

<sup>126</sup> Fisch et al., *supra* note 112, at 564.



而證明交易因果關係，則該案件在認定損害之範圍時，亦有其自身議題<sup>127</sup>。首先，一般證券詐欺爭議中，原告在證明損害因果關係時，必須證明不實陳述對於股價之影響，以劃定損害之範圍<sup>128</sup>。然在價格維持理論中，股價是以被不實陳述支持的形式而被影響，而在真實資訊進入市場前，公司可能提出不只一個陳述，使投資人認為公司營運並無劣於預期，直到事實進入市場時，股價始為下跌，如仍要求原告必須逐一證明個別陳述對於股價之影響力，將幾乎不可能，此時若認為原告無法證明損害因果關係而為不利於原告之認定，似不合理，如何處理，即有待研求。

在 *Vivendi* 中，原告主張被告共提出五十七個維持價格之不實陳述，為被告主張原告必須證明個別陳述對於價格之影響，不過這樣的說法未為一審法院所接受，認為如此見解將使被告只要提出夠多價格維持陳述，致使原告無法逐一分析各陳述對於價格之影響，即可不負有證券詐欺責任，並不合理<sup>129</sup>；在上訴後，聯邦第二巡迴上訴法院亦認為只要損害因真實資訊進入市場而發生，即可認定具有損害因果關係<sup>130</sup>，而不認為需要逐一證明各個維持價格之不實陳述對於價格之影響。

再者，因價格維持理論只在真實資訊進入市場當下，不實陳述對於股價的影響始為浮現，使得何時「真實資訊進入市場」變得重要，蓋此將涉及被告損害賠償責任之起始時間點為何的認定。對

---

<sup>127</sup> 本文於此並非主張，價格維持理論亦適用於損害因果關係，毋寧只是要指出，若一案件係採用價格維持理論通過交易因果關係之檢驗，在進入損害因果關係時，會遭遇什麼問題。

<sup>128</sup> Mark Perry & Kellam M. Conover, *The Interrelationship Between Price Impact and Loss Causation after Halliburton I & II*, 71 N.Y.U. ANN. SURV. AM. L. 189, 205 (2015).

<sup>129</sup> *Vivendi I*, 765 F. Supp. 2d at 563.

<sup>130</sup> *Vivendi II*, 838 F.3d at 261-62.



此，美國實務上認為，證明真實資訊已經進入市場之常見做法，乃是證明更正不實陳述內容之資訊已散播至市場時，已發生更正性揭露（corrective disclosure）之作成<sup>131</sup>。更正性揭露不以公司本身作者為限，而可以來自於各種來源，如證券分析師、吹哨者（whistle-blower）或新聞記者，其揭露事實的行為皆得以構成更正性揭露<sup>132</sup>，也無須與不實陳述的內容完全對應<sup>133</sup>，亦不需要一次性地更正全部不實陳述，而得以由一系列就不實陳述內容為部分更正之資訊揭露構成<sup>134</sup>，但無論是哪一種形式的更正性揭露，原告皆必須證明其對股價造成影響，始滿足損害因果關係之要求<sup>135</sup>。在美國法院對於更正性揭露為廣泛定義下，不難想像更正性揭露之認定具有強烈個案色彩，各法院之判斷亦未必一致<sup>136</sup>。

與更正性揭露相關者，則為真實資訊提前洩漏的情況。在更正

<sup>131</sup> *In re Bofl Holding, Inc. Securities Litigation*, 977 F.3d 781, 790 (9th Cir. 2020). 除以下所述，關於更正性揭露之說明與探討，另可參見張心悌，證券詐欺損失因果關係之再思考——從美國最高法院Dura案後之發展觀察，臺北大學法學論叢，第117期，2021年3月，頁108-125。此外，聯邦第二巡迴上訴法院提出風險實現理論，使原告得以藉由舉證不實陳述之作成已使原告處於受有損害之風險，而該風險嗣後已然實現的方式，證明損害因果關係，進一步說明請參見陳盈如，證券詐欺損失因果關係之風險實現理論，台灣法學雜誌，第303期，2016年9月，頁111-126。

<sup>132</sup> *Norfolk County Retirement System v. Community Health Systems, Inc.*, 877 F.3d 687, 695 (6th Cir. 2017).

<sup>133</sup> *In re Williams Securities Litigation—WCG Subclass*, 558 F.3d 1130, 1137-38 (10th Cir. 2009).

<sup>134</sup> *Lormand v. US Unwired, Inc.*, 565 F.3d 228, 261 (5th Cir. 2009).

<sup>135</sup> *Bofl*, 977 F.3d at 790.

<sup>136</sup> Mustokoff & Mazzeo, *supra* note 15, at 198-99; Robert N. Rapp, *Plausible Cause: Exploring the Limits of Loss Causation in Pleading and Proving Market Fraud Claims Under Securities Exchange Act § 10(b) and SEC Rule 10b-5*, 41 OHIO N.U. L. REV. 389, 472-82 (2015).



性揭露的場合中，股價將因真實資訊於市場散播而變動，然就股票市場之價格形成機制而言，投資者即使未明確知悉真實資訊的內容，亦得以透過觀察知情交易者之交易行為及因此所生之價格變動的方式，意識到市場上可能存有影響股價之資訊（即使不知其確切內容），而循此觀察進行交易，從而推動股價<sup>137</sup>，使得股價已提前對於真實資訊有所反應，縮小更正性揭露發生時之股價波動，減少原告所得求償之金額<sup>138</sup>。資訊洩漏之議題固然亦存在於一般證券詐欺中，但在價格維持理論中之影響更為顯著，蓋價格維持理論中之價格波動僅發生於真實資訊揭露時，若在此之前已有洩漏，不僅影響原告之求償數額，甚至可能使得真實資訊揭露時之價格波動不顯著<sup>139</sup>，影響不實陳述之交易因果關係及重大性之判斷。

聯邦第七巡迴上訴法院於Household中，對於資訊提前洩漏應如何舉證，著有詳細論述。在該案中，聯邦第七巡迴上訴法院採取折衷的舉證方式：若原告得以證明不存有針對公司而影響其股價之非詐欺資訊，且就其主張提出論據，則轉由被告證明存有針對公司而影響其股價之非詐欺資訊，若被告得以舉證，則原告應就該特定非詐欺資訊對於股價之影響進行舉證，或另行提出其他證明損害因果關係之；若被告無法舉證，則由審判者就原告所提，股價已因真實資訊之提前洩漏而提早反應的主張進行裁決<sup>140</sup>。

由此可見，損害因果關係本身之議題<sup>141</sup>，若再與價格維持理論

<sup>137</sup> 此即論者所稱之「衍生知情交易」，相關說明請參見黃朝琮，同註11，頁10-11。

<sup>138</sup> Bradford Cornell & R. Gregory Morgan, *Using Finance Theory to Measure Damages in Fraud on the Market Cases*, 37 UCLA L. REV. 883, 905 (1990).

<sup>139</sup> Madge S. Thorsen, Richard A. Kaplan & Scott Hakala, *Rediscovering the Economics of Loss Causation*, 6 J. BUS. & SEC. L. 93, 111 (2006).

<sup>140</sup> *Household*, 787 F.3d at 422-23.

<sup>141</sup> 相關探討可參見張心悌，從美國最高法院Dura案思考證券詐欺之損失因果



交錯，將使得原已需要縝密分析之損害因果關係認定，更顯複雜。此已非抽象理論分析所得處理，而需要在個案中，結合案件事實逐步分析探討，以竟全功。

## 陸、我國實務見解之觀察

從以上說明，可知美國關於詐欺市場理論之一系列實務見解，係著重於舉證責任之配置以及兩造於集團命令認證階段之得舉證範圍，而在近來延伸觸及價格維持理論的適用細節。對此，我國固然與美國不同，未規定證券詐欺訴訟需經法院認證，始得以集團訴訟之形式進行<sup>142</sup>，然美國法上關於價格維持理論之發展，對於我國證券詐欺責任之思考，仍有若干啟發。

### 一、我國不乏肯認以不實陳述維持價格不墜之案例

觀諸我國實務見解，實不乏價格維持之相關案例。例如在飛雅案中，最高法院曾認為證券詐欺責任「以賠償義務人所為財務報告之不實資訊足以影響股價，且該不實資訊遭揭露或更正後，股價因而有大幅變動，致賠償請求人受有損害，而該有價證券之取得人於買賣時不知有虛偽或隱匿情事，於不實資訊公告之後，被揭露或更正之前，買賣該股票，即足當之，不以有無閱覽資訊或是否為投資客炒作標的為必要……倘被上訴人低列……備抵呆帳占淨損達24.06%至35.71%，是否非在掩飾備抵呆帳嚴重之事實，減少股價下挫之幅度，而不足影響投資判斷，洵非無疑」<sup>143</sup>；在東森國際案，

---

關係，月旦法學雜誌，第155期，2008年3月，頁220-228；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卷第4期，2011年4月，頁99-143。

<sup>142</sup> 邵慶平，同註2，頁173。

<sup>143</sup> 最高法院108年度台上字第613號民事判決。



法院僅著眼於不實資訊揭露後之價格變化狀況，而認為「投資人於該財報公告後買入系爭股票，於不實資訊揭露後，股價下跌，能否調渠等未受有股價下跌之差額損害，尚非無疑」<sup>144</sup>，未考慮該案之不實資訊進入市場當下之股價狀況，已見價格維持陳述得作為證券詐欺責任基礎之傾向。

與之類似，在綠能案中，綠能公司未及時更新財務預測，並在真實資訊進入市場後有股價下跌現象，亦見法院專注於真實資訊揭露時之價格變化狀況，且最高法院認為根據媒體報導、投資機構研究報告等，綠能公司原財測所憑基本假設變動及綠能公司營收遽降之資訊似早已進入證券市場，而對於投資人是否仍信賴原來的財務預測有所質疑<sup>145</sup>，不僅同為價格維持之案例，並已觸及資訊提前洩漏之議題。

儘管我國實務上不乏以價格維持陳述構成證券詐欺之案例，但何以致此，未見相關理論建構，使得「若不實陳述進入市場時價格未有波動，是否仍可認為存在交易因果關係，又如何確認其存在」等問題，未獲解答。美國法上之價格維持理論即係因應此等問題而生。如能參考彼邦價格維持理論之相關論述，將有助於我國證券詐欺理論實務，尤其是交易因果關係之發展。

## 二、價格維持理論有助於因果關係二分架構之維持

我國實務固然已經肯認交易因果關係與損害因果關係應予二分，認為前者係指善意取得人或出賣人基於不實陳述而進行交易；後者乃善意取得人或出賣人因上述交易行為而受有損害<sup>146</sup>，其中關於交易因果關係，則認為「買賣投資行為與不實財報間之因果關

<sup>144</sup> 最高法院106年度台上字第2513號民事判決。

<sup>145</sup> 最高法院108年度台上字第1496號民事判決。

<sup>146</sup> 最高法院104年度台上字第1483號民事判決。



係，基於股票價值之認定與一般商品不同，無從依外觀認定其價值，往往須參酌公司過往經營績效、公司資產負債、市場狀況等資訊之揭露，使市場上理性之投資人得以形成判斷；於投資人買進或賣出時，此不實消息已有效反應於股價上，故依『詐欺市場理論』，不論投資人是否閱讀此不實財報均推定其信賴此財報而有交易因果關係<sup>147</sup>，明確採用詐欺市場理論。相較之下，損害因果關係則寬鬆認定，只要股價於真實資訊進入市場後下跌，即為已足<sup>148</sup>，著墨相對有限。另外，我國實務因未確立交易因果關係之分析架構，使得個案中交易因果關係之判斷，不無恣意認定之感<sup>149</sup>，則搭配前述損害因果關係寬鬆認定之現象，將有可能使得交易因果關係與損害因果關係僅為概念上之區分，而非作為兩個不同要件而被認真對待。

另外，我國實務對於證券詐欺之損害，肯認有毛損益法及淨損差額法兩種認定方式，而「不論係採毛損益法或淨損差額法，皆以『投資人購買股票之價格』與該股票『公平價格』之差額為計算基準。淨損差額法以投資人當初交易時之『真實價值』為公平價格；毛損益法則以詐欺情事被揭露時之市價或於揭露後合理期間內投資人再出售之市價為公平價格」<sup>150</sup>。此一見解固然與學者所介紹之美國證券詐欺損害計算方法相符<sup>151</sup>，然美國聯邦最高法院於二〇〇五年四月之*Dura*中，認為損害之發生與否，係繫諸於嗣後賣出之時點

<sup>147</sup> 最高法院104年度台上字第225號民事判決。

<sup>148</sup> 賴英照，同註6，頁734。

<sup>149</sup> 黃朝琮，證券詐欺責任中之因果關係與損害——實務見解之觀察，中正財經法學，第23期，2021年7月，頁131-132。

<sup>150</sup> 最高法院106年度台上字第2400號民事判決。

<sup>151</sup> 莊永丞，證券交易法第二十條證券詐欺損害估算方法之省思，臺大法學論叢，第34卷第2期，2005年3月，頁127-138。



與價格，故原告在購買股票時之價格雖已受不實陳述影響而高於其應有價值本身，仍不足以表彰原告已受有損害<sup>152</sup>，明確拒絕以交易當時之實付與應付差額作為損害<sup>153</sup>，而不採淨損差額法<sup>154</sup>。另一方面，*Dura*亦非全盤採納毛損益法，而是將非因不實陳述所造成之出售時價格變動，予以排除<sup>155</sup>，對毛損益法有所修正<sup>156</sup>，為本文以「修正毛損益法」稱之。

本文於此並非主張，證券詐欺之損害認定應亦步亦趨地跟隨美國法見解而採取修正毛損益法<sup>157</sup>，毋寧只是要指出，美國後續關於證券詐欺責任之分析，係以包含*Dura*在內一系列美國聯邦最高法院判決為基礎而進行。我國實務如擬參考美國實務見解，須具備此一認識，以免自相衝突而不自覺。

詳言之，吾人若將我國最高法院所提，交易因果關係與損害因果關係應予二分之見解<sup>158</sup>，以及損害之認定可採淨損差額法或毛損

<sup>152</sup> *Dura Pharmaceutical, Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336, 342-43 (2005).

<sup>153</sup> Jill E. Fisch, *Cause for Concern: Causation and Federal Securities Fraud*, 94 IOWA L. REV. 811, 845 (2009).

<sup>154</sup> Donald C. Langevoort, *Basic at Twenty: Rethinking Fraud on the Market*, 2009 WIS. L. REV. 151, 182 (2009).

<sup>155</sup> *Dura*, 544 U.S. at 338.

<sup>156</sup> 晚近對於毛損益法之深刻分析與檢討，請參見邵慶平，財報不實淨損差額法的得失與司法制度的變革，月旦法學雜誌，第310期，2021年3月，頁84-96。

<sup>157</sup> 我國學界對於*Dura*之立場亦不同，採批判立場者，如莊永丞，同註141，頁117-129；贊成*Dura*見解而認為我國應予參酌者，如陳俊仁，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，歐美研究，第39卷第4期，2009年12月，頁753-756。

<sup>158</sup> 最高法院104年度台上字第1483號民事判決。論者有認為我國無須將損害因果關係列為證券詐欺責任之要件，而只需將之作為決定損害賠償範圍的一項因素，否則損害因果關係的認定可能重複，造成疊床架屋之情形（劉



益法之見解<sup>159</sup>，兩相對照，將可見其中齟齬之處：若採用淨損差額法，則只需關注原告交易當時之實付與應付差額，真實資訊揭露後之價格變化狀況實無關宏旨，則交易因果關係與損害因果關係將相互疊合，又何需損害因果關係此一概念<sup>160</sup>？由此可見，在對於損害概念之內涵搖擺不定下，損害因果關係此一概念將未獲凸顯，進而使交易因果關係與損害因果關係之區別，趨於隱晦。

然觀諸我國最高法院後續見解，已有認為「損害賠償之目的在填補所生之損害，其應回復者，並非原來狀態，而係應有狀態，自應將非可歸責於債務人之變動狀態予以排除，僅應有狀態之損失始與財報或公開說明書之不實資訊間有因果關係。原審既認本件授權人係於智盛公司真實財務狀況揭露，因股價下跌而受有損害，依上說明，即應以授權人買進之股價與真實財務狀況揭露時下挫之股價，斟酌有無非可歸責於智盛公司之變動狀態，予以核算授權人所受之損害」<sup>161</sup>，在毛損益法的基礎上，主張應進一步將非因不實陳述所造成之價格變化，排除於損害的範圍之外，而與*Dura*趨同採修正毛損益法，則在此一理路下，交易因果關係與損害因果關係之區

---

連煜，財報不實之損害賠償責任：法制史上蜥蜴的復活？——證券交易法新增訂第二十條之一的評論，收錄於：公司法理論與判決研究四，2006年，頁247-248），固有見地，但本文於此係以實務見解可採之前提下，建構相關論述，不在於就該等見解，進行批判性檢討。

<sup>159</sup> 最高法院106年度台上字第2400號民事判決。

<sup>160</sup> 對於適用詐欺市場理論之證券詐欺案件，Fox即曾主張只要揚棄交易因果關係與損害因果關係二分之框架，並著重於淨損差額法，將損害之計算著重於交易當下之實付與應付差額，*Dura*所生之問題即可迎刃而解（See Merritt B. Fox, *After Dura: Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, 31 J. CORP. L. 829, 845 (2006)）。Fox所稱之問題為何，已超出本文主題，但由上開論述，已可見淨損差額法與因果關係二分架構，兩者實存有緊張關係。

<sup>161</sup> 最高法院108年度台上字第1417號民事判決。



別將有其意義，亦使得價格維持理論之探討，有其必要。

如前所述，價格維持理論係針對不實陳述以維持價格不墜之方式發揮影響時，應如何認定價格衝擊（交易因果關係），其結論上固然肯認價格維持陳述得產生證券詐欺責任，然若觀諸美國實務發展，可知價格維持理論亦非原告空言即可援用，而須透過一定舉證，並為訴訟兩造所激烈攻防，論者並有主張應避免將不同時間點之價格變化，進行過渡連結，已如前述<sup>162</sup>。反觀我國實務，原告固然多援引真實資訊揭露時之價格變化，主張被告負有證券詐欺責任，卻未見被告抗辯真實資訊揭露時之價格變化，不足以推認價格維持陳述於作成時已影響股價，亦未見法院對此有所審酌論述，如此將使我國法院對於證券詐欺責任之認定，只以真實資訊揭露時股價是否變化為斷，未論斷不實資訊進入市場時是否影響股價，實際上將架空交易因果關係之運作，使得我國實務所謂採取詐欺市場理論（以認定交易因果關係）之見解淪為空談，未被作為證券詐欺責任之構成要件而被認真對待。

就此而言，價格維持理論在交易因果關係與損害因果關係二分的架構下，於不實陳述作成當下價格未有變化，但於真實資訊進入市場當下股價下跌的場合，就交易因果關係之認定，建構出一套論述，使兩造得在此基礎上進行攻防，令交易因果關係得以在證券詐欺責任是否成立的判斷上，繼續發揮把關作用，並使我國證券詐欺責任，得以繼續維持因果關係二分架構，而不致於在價格維持的場合中崩解。

### 三、附論 I：Out-of-Pocket內涵之探究

我國論者在介紹淨損差額法，係將之認定為一種「損害計算方

---

<sup>162</sup> 請參見第五、一、部分之說明。



式」，而在英文上對應為Out-of-Pocket Method或Out-of-Pocket<sup>163</sup>。然若進一步探究，將可見Out-of-Pocket實有不同層次之內涵，而有釐清必要。因此，本文以下將附帶探究Out-of-Pocket之意涵，以及其於美國法下之狀態，以更為清楚地呈現上開第陸、二、部分之立論基礎。

### (一) Out-of-Pocket用以表彰損害之性質

若由「所涉損害之性質」著眼，Out-of-Pocket旨在表明，此一計算方式在於填補原告實際所受損害，不及於期待利益之損失<sup>164</sup>，與之相對者，乃得以請求期待利益損失之所失利益方法（loss of bargain remedy）、回復至交易發生前狀態之回復原狀損害（rescissory damage）、請求被告繳還所得利益之歸入請求（disgorgement）等不同救濟方式<sup>165</sup>。

此一層面意義下之Out-of-Pocket闡述，於美國法下亦不乏其例，例如在*Occidental Petroleum*中，Sneed法官於其協同意見書中，即針對多數意見採用Out-of-Pocket方式計算損害之見解表示贊同，並補充說明為何在證券詐欺案件中，原告不應請求回復原狀損害<sup>166</sup>，即係此一層面上之Out-of-Pocket概念之應用。此一層面意義下之Out-of-Pocket因不觸及損害如何計算之問題，故難以援引該部分之文獻，作為支持淨損差額法之根據。

<sup>163</sup> 例如賴英照，同註6，頁737；莊永丞，同註151，頁125。

<sup>164</sup> DAN B. DOBBS, *THE LAW OF TORTS* 1380 (2000).

<sup>165</sup> Elizabeth Chamblee Burch, *Reassessing Damages in Securities Fraud Class Actions*, 66 MD. L. REV. 348, 365-66 (2007).

<sup>166</sup> *Green v. Occidental Petroleum Corp.*, 541 F.2d 1335, 1343-44 (9th Cir. 1976) (Sneed J., concurring).



### (二) Out-of-Pocket用以表彰損害之計算方式

另一方面，若由「損害之計算方式」著眼，則Out-of-Pocket大多數係在指稱，「交易時」之購買價格與應有價格的差額<sup>167</sup>，此即我國學說實務熟知之淨損差額法，而與毛損益法相對。

在此一層面下，適用詐欺市場理論之證券詐欺案件，是否亦適用淨損差額法計算損害，美國聯邦最高法院其實並未表示意見。至於在聯邦巡迴上訴法院層級，雖多數判決（包含前引之*Occidental Petroleum*）表示應採用淨損差額法<sup>168</sup>，但該等判決之作成時間早於*Dura*，無法看出各法院是否因*Dura*之作成而改變見解，且該等判決係援引美國聯邦最高法院之*Ute*，作為應以交易時之差額計算損害的根據，惟因*Ute*之事實所涉，乃面對面交易之證券詐欺<sup>169</sup>，其中見解對於發生在公開市場之證券詐欺是否適用，已非無疑<sup>170</sup>，何況在*Ute*之後的*Basic*，美國聯邦最高法院亦表明未就適用詐欺市場理論之證券訴訟的損害計算表示意見，而未援引*Ute*，故*Ute*於此脈絡下是否

<sup>167</sup> See, e.g., William O. Fisher, *Does the Efficient Market Theory Help Us Do Justice in a Time of Madness?*, 54 EMORY L.J. 843, 875 (2005). 不過亦需指明者，此一層面下之Out-of-Pocket內涵未必穩定，論者即有指出，美國實務早期係以「發現被詐欺一段合理時間作為價格計算之基礎」，亦非以「交易時」作為計算基準。請參見張心悌，*證券交易法中虛偽陳述之民事責任——兼論大陸銀廣廈案*，月旦民商法雜誌，第3期，2004年3月，頁172。See also Robert B. Thompson, “Simplicity and Certainty” in the Measure of Recovery Under Rule 10b-5, 51 BUS. LAW. 1177, 1181 (1996).

<sup>168</sup> See, e.g., *Occidental Petroleum*, 541 F.2d at 1344 (Sneed J., concurring); *DCD Programs, Ltd. v. Leighton*, 90 F.3d 1442, 1446-47 (9th Cir. 1996); *Woods v. Barrett Bank of Ft. Lauderdale*, 765 F.2d 1004, 1013 (11th Cir. 1985); *Sharp v. Coopers & Lybrand*, 649 F.2d 175, 190 (3d Cir. 1981).

<sup>169</sup> *Affiliated Ute Citizens of Utah v. United States*, 406 U.S. 128, 152 (1972).

<sup>170</sup> Joseph A. Grundfest, *Damages and Reliance Under Section 10(b) of the Exchange Act*, 69 BUS. LAW. 307, 367 (2014).



適用，本為論者所質疑<sup>171</sup>。淨損差額法是否為確定見解，本有斟酌餘地<sup>172</sup>。

此一狀態在美國聯邦最高法院作成*Dura*後，更趨於不穩定。如前所述，美國聯邦最高法院在*Dura*中，表明原告之損害係於真實資訊進入市場而造成股價波動後，售出股票時浮現<sup>173</sup>，將損害之發生時點界定於售出當下，而非先前購入股票當時。在*Dura*如此見解下，論者質疑過往下級法院以淨損差額法計算損害之見解，是否仍繼續有效<sup>174</sup>，並不乏有直接認為*Dura*已明白宣示不以「交易時」為計算損害的基準點者<sup>175</sup>。因此，姑且不論*Dura*是否已揚棄淨損差額法，該案至少已將損害是否發生之判斷時點，延後至原告售出股份當時。

就本文搜尋所見，美國聯邦巡迴上訴法院在*Dura*後，直接討論該案與淨損差額法間之關係者，僅有*Acticon*一案。在該案中，聯邦第二巡迴上訴法院認為，*Dura*之作成並未改變損害之計算，淨損差額法得以繼續援用<sup>176</sup>，然該等見解已被批評與*Dura*牴觸<sup>177</sup>，晚近論

<sup>171</sup> *Id.* (citing *Basic*, 485 U.S. at 248 n.28).

<sup>172</sup> Ann Morales Olazábal, *Loss Causation in Fraud-on-the-Market Cases Post-Dura Pharmaceuticals*, 3 BERKELEY BUS. L.J. 337, 359-60 (2006).

<sup>173</sup> *Dura*, 544 U.S. at 342.

<sup>174</sup> William K.S. Wang, *Measuring Insider Trading Damages for a Private Plaintiff*, 10 U.C. DAVIS BUS. L.J. 1, 8 (2009).

<sup>175</sup> Fisch, *supra* note 153, at 845; Langevoort, *supra* note 154, at 182.

<sup>176</sup> *Acticon AG v. China N. E. Petroleum Holdings Ltd.*, 692 F.3d 34, 39-40 (2d Cir. 2012).

<sup>177</sup> John Arganbright, Comment, *No Loss, No Problem: How the Second Circuit Altered Dura and the Concept of Economic Loss in Securities Fraud Cases in Acticon AG v. China North East Petroleum Holdings, Ltd.*, 44 SETON HALL L. REV. 279, 293-97 (2014).



者在論及證券詐欺之損害，仍是認為此一問題具有不確定性<sup>178</sup>，而未因Acticon之作成，形成定論。

基於以上分析，本文認為既然Dura已經明確地將判斷損害之基準點後移，實可不再執著於淨損差額法此一名詞，而可直接將Dura之見解，解讀為以毛損益法為基礎，排除非因不實陳述所造成之出售時價格變動，而成為本文所稱之「修正毛損益法」。

當然，如要一方面形式上保留淨損差額法此一名詞，另一方面將Dura的見解融入其中，在解釋上亦無不可。例如有將Dura理解為，原告根據淨損差額法之求償金額，不得高於再出售時，受不實陳述所影響之差額<sup>179</sup>，只是設定上限而未否定淨損差額法之適用。如此固然在論述上仍保留淨損差額法之存在，惟實際運作上與修正毛損益法有何不同，令人匪夷所思。

此外，亦有認為損害之計算概念上雖仍是以交易時之差額為準，但美國法院實際上在操作時，不乏有因不實陳述進入市場當下之股份應有價格難以認定，遂以便宜方式，改以真實資訊進入市場時之股價作為減數者<sup>180</sup>，實質上，與毛損益法無異。如此操作固無不可，在美國法下並有使聯邦巡迴上訴法院之見解，得以與Dura共

<sup>178</sup> Ann M. Lipton, *Halliburton and the Dog That Didn't Bark*, 10 DUKE J. CONST. L. & PUB. POL'Y 1, 15 (2015).

<sup>179</sup> Bradford Cornell & James C. Rutten, *Collateral Damage and Securities Litigation*, 2009 UTAH L. REV. 717, 731 n.72 (2009) (“Dura teaches that there must be a corrective disclosure before there can be a loss and that a plaintiff’s out-of-pocket damages cannot exceed the amount by which the stock price subsequently declines”).

<sup>180</sup> 此為論者有以便宜式淨損差額法（expedient out-of-pocket measure）稱之。See Olazábal, *supra* note 172, at 361; Wang, *supra* note 174, at 9. 我國文獻則可參見邵慶平，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，台灣本土法學雜誌，第79期，2006年2月，頁65。



存之作用，但若我國法下並無此等和諧解釋之需求，則是否仍要執著於淨損差額法一詞之必要，值得深思。尤其我國實務若是以採取毛損益法者為多數<sup>181</sup>，則由毛損益法出發，思考如何調整以形成公平的損害計算方法，似乎反而才是符合我國國情之便宜做法，蓋如此得以避免落入淨額差損法、毛損益法的名詞之爭，而以我國實務較能接受之詞彙，務實地面對、解決問題。

#### 四、附論 II：交易因果關係之舉證責任分配

關於交易因果關係之舉證責任，我國雖不若美國存有說服責任及提出責任之分<sup>182</sup>，但仍有客觀舉證責任及主觀舉證責任（又稱證據提出責任）之別<sup>183</sup>，論者並有將客觀舉證責任與證明度聯結而提出階段舉證責任理論，在我國法下建構出得於當事人間流轉變換之證據提出責任<sup>184</sup>，具有美國法上舉證責任配置之神韻。惟無論是否採取階段舉證責任理論，在傳統的客觀舉證責任及主觀舉證責任概念下，仍有當事人間舉證責任如何分配，以及由何方當事人為舉證行為之問題。

交易因果關係之舉證應如何進行，我國最高法院於綠能案中，指出：「不實資訊與交易間之因果關係，倘採嚴格標準，則投資人閱覽資訊時，未必有他人在場，且信賴資訊而下投資判斷屬主觀意識，難以舉證，其結果將造成不實資訊橫行，投資人卻求償無門，而顯失公平。而有依民事訴訟法第二七七條但書規定，減輕投資人舉證責任必要。即透過市場信賴關係，推定投資人對公司發布之重大資訊產生信賴，不實資訊與交易間有因果關係。惟仍容許不法行

<sup>181</sup> 邵慶平，同註156，頁87。

<sup>182</sup> 請參見第參、二、部分之說明。

<sup>183</sup> 許士宦，民事訴訟法（下），2017年，頁175。

<sup>184</sup> 黃國昌，同註62，頁157-167。



為人就其二者間無因果關係舉反證加以推翻」<sup>185</sup>，其中所謂「依民事訴訟法第二七七條但書規定，減輕投資人舉證責任」、「仍容許不法行為人就其二者間無因果關係舉反證加以推翻」所指為何，乃當中關鍵，而有探究必要。

最高法院所稱「依民事訴訟法第二七七條但書規定，減輕投資人舉證責任」，如併同觀察後續「仍容許不法行為人就其二者間無因果關係舉反證加以推翻」一語，可知最高法院認為負擔本證之舉證責任者仍為原告，需證明至使法院對待證事實達確信之程度，被告僅負反證之舉證責任，以動搖法院對於待證事實之確信<sup>186</sup>，則交易因果關係要件之證明在適用民事訴訟法第二七七條但書下，其效果並非舉證責任轉換。然民事訴訟法第二七七條但書之效果不以舉證責任轉換為限，尚包含表見證明、證明度降低、一定條件下加重非舉證責任人之說明義務、降低具體化義務等情況<sup>187</sup>，則交易因果關係如何依民事訴訟法第二七七條但書降低原告舉證責任，仍有未明。

對此，如細繹前引綠能案，「透過市場信賴關係，推定投資人對公司發布之重大資訊產生信賴，不實資訊與交易間有因果關係」等語，可見最高法院係使原告得以藉由對於市場信賴之證明，推斷出交易因果關係之存在，則民事訴訟法第二七七條但書於此之作用，乃論者所稱之表見證明，蓋所謂表見證明，係指法院基於由一般生活經驗而推得之典型事象經過，由某一客觀存在事實而推斷另一待證事實之證據提出過程<sup>188</sup>。

<sup>185</sup> 最高法院108年度台上字第1496號民事判決。

<sup>186</sup> 關於本證與反證概念之說明，請參見姜世明，民事證據法，2021年，頁5-8。

<sup>187</sup> 同前註，頁239-242。

<sup>188</sup> 同前註，頁273-274。另應指明者，最高法院於其他判決中，有將詐欺市



若肯認我國係將本證之舉證責任課與原告，並由被告進行反證，則在待證事實存有不明時，係由原告承擔敗訴之不利益。此就結果而言，雖與*Goldman Sachs*之多數意見不同，惟吾人若肯認法院在大多時候係根據卷內事證進行判斷，鮮有根據舉證責任之配置下達判決結果，則舉證不明之敗訴不利益應由何者承擔的問題，於我國實務之影響亦屬有限。另一方面，*Goldman Sachs*之反對意見就美國證券詐欺訴訟舉證活動有所詳述<sup>189</sup>，其實與我國實務就本證與反證之分配相當吻合，而*Goldman Sachs*多數意見對於反對意見之上開闡述未有爭執<sup>190</sup>，則反對意見中，對於兩造舉證事項之描述及運作機制，當可為我國參考，使我國關於詐欺市場理論之舉證活動，得以更為細緻地發展。

## 柒、結 論

本文以價格維持理論為題，探討其應用於詐欺市場理論下，所產生之議題。美國法因程序上設有集團認證制度，且被告多於法院核發集團認證命令後，即與原告和解，使得美國法上證券詐欺之法律見解，多環繞於此而累積開展。在此脈絡下，價格維持理論之應用大幅提高原告獲得集團認證命令之機率，對被告甚為不利。*Goldman Sachs*對於上開問題雖有著墨，但在後續實務中，將帶來何

---

場理論之適用，賦予降低證明度之效果（最高法院105年度台上字第49號民事判決、107年度台上字第2號民事判決）。惟如此見解不僅與美國法上詐欺市場理論之內涵不符，且若兩造攻防在於市場價格，其變動走勢乃公開資訊，並無最高法院所稱資訊優勢情事，似無賦予降低證明度效果之必要。

<sup>189</sup> *Goldman Sachs*, 2021 WL 2519035, at \*11 (Gorsuch J., concurring in part and dissenting in part).

<sup>190</sup> *Id.*



種改變，值得繼續觀察。

相對而言，我國訴訟程序之構造雖與美國法不同，但關於因果關係及損害計算之見解，仍深受美國法影響。在近來關於損害之計算漸與*Dura*趨同而偏向修正毛損益法，並採取因果關係二分之架構下，交易因果關係與損害因果關係之區別與功能將更加凸顯。為避免在不實陳述維持價格不墜的場合中，過度偏向於真實陳述進入市場時之價格變化狀態，使交易因果關係被架空，價格維持理論之採用將得以建構出一套論述，使兩造在此基礎上進行攻防，令交易因果關係得以在證券詐欺責任是否成立的判斷上，繼續發揮作用，使我國證券詐欺責任之因果關係二分架構，不致於在價格維持的場合中崩解。



## 參考文獻

### 一、中文

- 邵慶平，證券訴訟上「交易因果關係」與「損害因果關係」之認定——評析高雄地院九一年重訴字第四四七號判決，台灣本土法學雜誌，第79期，2006年2月，頁47-66。
- 邵慶平，證券團體訴訟中因果關係構成要件的比較研究——兼論投保中心制度的改革方向，臺北大學法學論叢，第99期，2016年9月，頁137-186。
- 邵慶平，財報不實淨損差額法的得失與司法制度的變革，月旦法學雜誌，第310期，2021年3月，頁84-96。
- 周振鋒，論財報不實民事求償訴訟之交易因果關係，中原財經法學，第43期，2019年12月，頁39-86。
- 林建中，美國證券法上效率市場的認定：近年案件發展，月旦民商法雜誌，第69期，2020年9月，頁63-80。
- 姜世明，民事證據法，2021年。
- 陳俊仁，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，歐美研究，第39卷第4期，2009年12月，頁713-767。
- 張心悌，證券交易法中虛偽陳述之民事責任——兼論大陸銀廣廈案，月旦民商法雜誌，第3期，2004年3月，頁167-176。
- 張心悌，從美國最高法院*Dura*案思考證券詐欺之損失因果關係，月旦法學雜誌，第155期，2008年3月，頁220-228。
- 張心悌，證券詐欺損失因果關係之再思考——從美國最高法院*Dura*案後之發展觀察，臺北大學法學論叢，第117期，2021年3月，頁55-131。



- 陳盈如，證券詐欺損失因果關係之風險實現理論，台灣法學雜誌，第303期，2016年9月，頁111-126。
- 莊永丞，證券交易法第二十條證券詐欺損害估算方法之省思，臺大法學論叢，第34卷第2期，2005年3月，頁123-180。
- 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卷第4期，2011年4月，頁99-143。
- 許士宦，民事訴訟法（下），2017年。
- 黃國昌，階段的舉證責任論——統合實體法政策下之裁判規範與訴訟法觀點下之行為規範，收錄於：民事訴訟理論之新開展，2005年。
- 黃朝琮，效率市場概念於美國公司法上之應用，政大法學評論，第162期，2020年9月，頁1-92。
- 黃朝琮，證券詐欺責任中之因果關係與損害——實務見解之觀察，中正財經法學，第23期，2021年7月，頁119-168。
- 黃朝琮，詐欺市場理論之脈絡與發展——從Basic到Amgen，收錄於：公司法論文集Ⅱ：特殊交易型態與資訊揭露，三版，2021年。
- 黃朝琮，事件研究法於證券詐欺訴訟之應用，收錄於：公司法論文集Ⅱ：特殊交易型態與資訊揭露，三版，2021年。
- 趙冠璋，公私混合執法理論之建構：從美國證券集團訴訟看台灣投保中心團體訴訟，東海大學法學研究，第60期，2020年10月，頁43-86。
- 鄭婷嫻，論對市場詐欺理論於美國法制動態與我國實務運用更迭，東海大學法學研究，第58期，2019年9月，頁143-189。
- 劉連煜，財報不實之損害賠償責任：法制史上蜥蜴的復活？——證券交易法新增訂第二十條之一的評論，收錄於：公司法理論與判決研究(四)，2006年。



賴英照，橫看從寬側從嚴——美國證券詐欺民事責任的司法論辯，  
臺灣財經法學論叢，第1卷第1期，2019年1月，頁1-98。

賴英照，最新證券交易法解析，四版，2020年。

戴銘昇，論財務預測制度及其虛偽、隱匿（上），集保結算所月刊，第170期，2008年1月，頁23-48。

## 二、英 文

Arganbright, John, Comment, *No Loss, No Problem: How the Second Circuit Altered Dura and the Concept of Economic Loss in Securities Fraud Cases in Acticon AG v. China North East Petroleum Holdings, Ltd.*, 44 SETON HALL L. REV. 279 (2014).

Bruegger, Esther & Dunbar, Frederick C., *Estimating Financial Fraud Damages with Response Coefficients*, 35 J. CORP. L. 11 (2009).

Burch, Elizabeth Chamblee, *Reassessing Damages in Securities Fraud Class Actions*, 66 MD. L. REV. 348 (2007).

CLERMONT, KEVIN M., PRINCIPLES OF CIVIL PROCEDURES (2012).

Cornell, Bradford & Morgan, R. Gregory, *Using Finance Theory to Measure Damages in Fraud on the Market Cases*, 37 UCLA L. REV. 883 (1990).

Cornell, Bradford & Rutten, James C., *Collateral Damage and Securities Litigation*, 2009 UTAH L. REV. 717 (2009).

DOBBS, DAN B., THE LAW OF TORTS (2000).

Ferrell, Allen & Roper, Andrew, *Price Impact, Materiality, and Halliburton II*, 93 WASH. U. L. REV. 553 (2015).

Filson, Darren, Olfati, Saman & Radoniqi, Fatos, *Evaluating Mergers in the Presence of Dynamic Competition Using Impacts on Rivals*, 58 J.L. & ECON. 915 (2015).



- Fisher, William O., *Does the Efficient Market Theory Help Us Do Justice in a Time of Madness?*, 54 EMORY L.J. 843 (2005).
- Fisch, Jill E., *Cause for Concern: Causation and Federal Securities Fraud*, 94 IOWA L. REV. 811 (2009).
- Fisch, Jill E., *The Trouble with Basic: Price Distortion after Halliburton*, 90 WASH. U. L. REV. 895 (2013).
- Fisch, Jill E., *The Future of Price Distortion in Federal Securities Fraud Litigation*, 10 DUKE J. CONST. L. & PUB. POL'Y 87 (2015).
- Fisch, Jill E., Gelbach, Jonah B. & Klick, Jonathan, *The Logic and Limits of Event Studies in Securities Fraud Litigation*, 96 TEX. L. REV. 553 (2018).
- Fox, Merritt B., *After Dura: Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, 31 J. CORP. L. 829 (2006).
- Fox, Merritt B., *Halliburton II: It All Depends on What Defendants Need to Show to Establish No Impact on Price*, 70 BUS. LAW. 437 (2015).
- Greenberg, Roger B. & Wolfe, Zach, *Halliburton II: Supreme Court Clarifies Longstanding Securities Fraud Class Certification Issue*, 46 TEX. J. BUS. L. 17 (2014).
- Gross, Marc I., *The Road Map for Class Certification Post-Halliburton II*, 46 LOY. U. CHI. L.J. 485 (2015).
- Grundfest, Joseph A., *Damages and Reliance Under Section 10(b) of the Exchange Act*, 69 BUS. LAW. 307 (2014).
- James, Fleming Jr., *Burdens of Proof*, 47 VA. L. REV. 51 (1961).
- Langevoort, Donald C., *Compared to What? Econometric Evidence and the Counterfactual Difficulty*, 35 J. CORP. L. 183 (2009).
- Langevoort, Donald C., *Basic at Twenty: Rethinking Fraud on the Market*, 2009 WIS. L. REV. 151 (2009).



- Lipton, Ann M., *Halliburton and the Dog That Didn't Bark*, 10 DUKE J. CONST. L. & PUB. POL'Y 1 (2015).
- Macey, Jonathan R., Miller, Geoffrey P., Mitchell, Mark & Netter, Jeffrey M., *Lessons from Financial Economics: Materiality, Reliance and Extending the Reach of Basic v. Levinson*, 77 VA. L. REV. 1017 (1991).
- Mustokoff, Matthew L. & Mazzeo, Margaret E., *Loss Causation on Trial in Rule 10b-5 Litigation a Decade after Dura*, 70 RUTGERS U. L. REV. 175 (2017).
- Note, *Congress, the Supreme Court, and the Rise of Securities-Fraud Class Actions*, 132 HARV. L. REV. 1067 (2019).
- Olazábal, Ann Morales, *Loss Causation in Fraud-on-the-Market Cases Post-Dura Pharmaceuticals*, 3 BERKELEY BUS. L.J. 337 (2006).
- Perry, Mark & Conover, Kellam M., *The Interrelationship Between Price Impact and Loss Causation after Halliburton I & II*, 71 N.Y.U. ANN. SURV. AM. L. 189 (2015).
- Rapp, Robert N., *Plausible Cause: Exploring the Limits of Loss Causation in Pleading and Proving Market Fraud Claims Under Securities Exchange Act § 10(b) and SEC Rule 10b-5*, 41 OHIO N.U. L. REV. 389 (2015).
- Sale, Hillary A. & Thompson, Robert B., *Market Intermediation, Publicness, and Securities Class Actions*, 93 WASH. U. L. REV. 487 (2015).
- Schwartz, Victor E. & Appel, Christopher E., *Rebutting the Fraud on the Market Presumption in Securities Fraud Class Actions: Halliburton II Opens the Door*, 5 MICH. BUS. & ENTREPRENEURIAL L. REV. 33 (2015).



- Thompson, Robert B., "*Simplicity and Certainty*" in *the Measure of Recovery Under Rule 10b-5*, 51 BUS. LAW. 1177 (1996).
- Thorsen, Madge S., Kaplan, Richard A. & Hakala, Scott, *Rediscovering the Economics of Loss Causation*, 6 J. BUS. & SEC. L. 93 (2006).
- Wang, William K.S., *Measuring Insider Trading Damages for a Private Plaintiff*, 10 U.C. DAVIS BUS. L.J. 1 (2009).
- Weingarten, Noah, *Halliburton II at Four: Has It Changed the Outcome of Class Certification Decisions?*, 25 FORDHAM J. CORP. & FIN. L. 459 (2020).