

26. Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co.

563 U.S. 804 (2011)

戴銘昇 節譯

判 決 要 旨

1. 私人證券詐欺訴訟的要件為：(1) 被告為重大不實陳述或隱匿；(2) 故意；(3) 不實陳述或隱匿與買賣證券間之連結；(4) 信賴不實陳述或隱匿；(5) 經濟上損失；(6) 損失因果關係。

(The elements of a private securities fraud claim…… are: “(1) a material misrepresentation or omission by the defendant; (2) scienter; (3) a connection between the misrepresentation or omission and the purchase or sale of a security; (4) reliance upon the misrepresentation or omission; (5) economic loss; and (6) loss causation.”)

2. 共同的法律或事實問題是否為證券詐欺訴訟的主要問題，通常取決於信賴要件。

(Whether common questions of law or fact predominate in a securities fraud action often turns on the element of reliance.)

3. 本院從未將損失因果關係作為援引 *Basic* 案所述之信賴推定之先決條件。……當買賣股票時，損失因果關係闡述的是一種不同於投資人是否信賴虛偽陳述的事項（無論推定與否）。

([W]e have never before mentioned loss causation as a precondition for invoking *Basic* ‘s rebuttable presumption of reliance. …Loss causation addresses a matter different from whether an investor relied on a misrepresentation, presumptively or otherwise, when buying or selling a stock.)

4. 損失因果關係……需要原告證明虛偽陳述影響市場價格的正直性，也導致了之後的經濟上損失。

（Loss causation…requires a plaintiff to show that a misrepresentation that affected the integrity of the market price *also* caused a subsequent economic loss.）

5. 上訴法院以 EPJ 基金證明損失因果關係做為取得團體訴訟資格的條件，這個見解有誤。

（The Court of Appeals erred by requiring EPJ Fund to show loss causation as a condition of obtaining class certification.）

6. 損失因果關係在證券法中是一個熟悉且清楚的概念，它不是價格影響。

（[L]oss causation is a familiar and distinct concept in securities law; it is not price impact.）

關 鍵 詞

private securities fraud action（私人證券詐欺訴訟）；economic loss（經濟上損失）；loss causation（損失因果關係）；securities fraud（證券詐欺）；class action（團體訴訟）；price impact（價格影響）。

（本案判決由大法官 Roberts 主筆撰寫）

事 實

原告 Erica P. John 基金公司（EPJ 基金）是對 Halliburton 公司及其中一名經營者（以下合稱 Halliburton）所提起之證券詐欺團體訴訟之訴訟代理人。此訴訟

係於 1999 年 6 月 3 日至 2001 年 12 月 7 日購買 Halliburton 普通股的全部投資人所提起。

EPJ 基金指控 Halliburton 做了許多的虛偽陳述以拉高其股票價格，違反 1934 年證券交易法 §10(b) 及證券交易管理委員會規則 10b-5 之規定。起訴狀中指

出，Halliburton 故意對下列事項做出虛偽陳述：(1) 石棉訴訟中潛在責任的範圍；(2) 特定的建築契約之預期收益；(3) 與其他公司合併的利益。EPJ 基金主張 Halliburton 後來所做的許多更正消息之揭露，導致了股票價格下跌，並且使投資人遭受損失。

於避免了訴訟被駁回的動議後，EPJ 基金希望依據「聯邦民事訴訟規則」規則 23 的規定取得團體訴訟之資格。雙方同意，且地方法院認為，EPJ 基金滿足規則 23(a) 所定之團體訴訟的一般要件：團體訴訟符合人數之要件、有共同的法律或事實問題、訴訟代理人的請求是典型的、且訴訟代理人會公正且適切的保護團體訴訟成員的利益。

地方法院認為，除了一個問題外，此一訴訟已符合規則 23(b)(3)：巡迴法院的判決先例要求證券詐欺案件之原告必須證明「損失因果關係」之存在，以取得團體訴訟的資格。如同地方法院之解釋，損失因果關係是投資人所遭受的經濟上損失與重大不實陳述間之因果連結。在審視了系爭的不實陳述和更正之揭露後，地方法院認為本案並不符合團體訴訟之資格，因為 EPJ 基金未能證明損失因果關係之存在。

上訴法院也肯認否定團體訴訟資格的見解。其指出，為了取得團體訴訟資格，EPJ 基金需證明損失因果關係，即對先前之虛偽陳述所做的更正，實際上導致了股票價格下跌及損失。與地方法院相同，上訴法院認為 EPJ 基金在確認團體訴訟資格階段不能證明損失因果關係，因此未能符合要件。

為了解決巡迴法院之間關於證券詐欺訴訟之原告為取得團體訴訟資格是否必須證明損失因果關係之歧見，本院准予 EPJ 基金提起上訴。

判 決

上訴法院之原判決撤銷，本案發回更審以符合本判決。

理 由

I

為於私人證券詐欺訴訟中取得勝訴，投資人必須證明被告的欺騙行為致使其受到經濟上損失。此一要件通常被稱為「損失因果關係」。本案的問題在於，證券詐欺的原告為了取得團體訴訟的資格，是否必須證明損失因

果關係。本院認為不需證明。

II

EPJ 基金主張，上訴法院要求證明損失因果關係以取得團體訴訟資格的做法是錯誤的。本院同意。

A

如前所述，此處唯一的爭論在於，EPJ 基金是否符合規則 23(b)(3) 的先決要件。為了依據該規則而取得團體訴訟資格，法院必須認定「團體訴訟成員間共同的法律或事實問題較諸僅影響個別成員之問題而言係屬主要問題，且團體訴訟比其他方法更能公平且有效率的解決爭論」。為判斷團體訴訟成員間共同的法律或事實問題是否為主要問題，當然必須考量訴因的要件。依據 §10(b) 及規則 10b-5，私人證券詐欺訴訟的要件為：(1) 被告為重大不實陳述或隱匿；(2) 故意；(3) 不實陳述或隱匿與買賣證券間之連結；(4) 信賴不實陳述或隱匿；(5) 經濟上損失；(6) 損失因果關係。

共同的法律或事實問題是否為證券詐欺訴訟的主要問題，通常取決於信賴要件。下述之法院

認為，為證明信賴要件的是團體訴訟的共同問題，EPJ 基金必須證明個別的損失因果關係要件之存在。

「原告對被告欺騙行為的信賴，是 § 10(b) 私人訴因的必要要件。」*Stoneridge, supra*, at 159, 128 S.Ct. 761. 這是因為，信賴的證明能確保，有一個適當的「連結在被告的虛偽陳述及原告的損害之間」*Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 243, 108 S.Ct. 978, 99 L.Ed.2d 194 (1988). 原告得以用於證明信賴存在的傳統方式（最直接）為證明其知悉公司之陳述，及依據特定的虛偽陳述而進行了相關的交易，例如，購買股票。在那種情形下，原告會相信公司的詐騙行為。反之，不知悉相關陳述時就不能證明信賴。

然而，本院於 *Basic* 案中承認，如此地限制信賴的證明，「會使於非面對面市場交易的規則 10b-5 原告，負擔不必要、不實際的舉證責任」。本院也提及到，要求證明每個團體訴訟的原告成員之個別信賴，將會使原告無法繼續以團體訴訟方式進行訴訟，因為個人的爭議會「壓倒」共同的爭議。

本院於 *Basic* 案中，根據對市場詐欺理論，藉由准許原告援

用信賴推定，以試圖緩和前述之顧慮。根據這個理論，於發展良好的市場中交易之股票價格反映所有公開可取得的消息，並且因此，包括任何重大虛偽陳述。因為市場以市價的形式將資訊傳遞給投資人，法院解釋，我們可以推定，每當投資人以市場所設定之價格買賣股票時，均係出於對公開不實陳述的信賴。本院也清楚地表示，此一推定是正當的，且可以被適當的證據所推翻的。

B

無爭議的是，證券詐欺的原告必須提出某些證據才能援用 Basic 案所提及的信賴推定。例如，共同之處是原告必須證明虛偽陳述是公開的（否則，市場如何受其影響？）、股票是在一效率市場進行交易、交易係發生於虛偽陳述做出後，真相揭露之前。

根據上訴法院的看法，EPJ 基金也必須在確認團體訴訟資格的階段時證明損失因果關係的存在，才能觸動對市場詐欺的推定。法院認為，為了援引信賴推定，EPJ 基金需要證明 Halliburton 股價的下跌是由於對先前不實陳述的更正，並且不是因為其他市場因素所導致。此即

為本院所述之損失因果關係要件。

上訴法院的見解並不被 Basic 案及其法理所支持。首先，本院從未將損失因果關係作為援引 Basic 案所述之信賴推定之先決條件。「損失因果關係」這個用語甚至沒有出現在 Basic 案中。當買賣股票時，損失因果關係闡述的是一種不同於投資人是否信賴虛偽陳述的事項（無論推定與否）。

本院在一個規則 10b-5 的私人訴訟中曾將信賴要件稱為「交易因果關係」，而非「損失因果關係」。當判斷原告是否對虛偽陳述有所信賴，本院通常會聚焦於投資人做出交易決定的背景事實。依據 Basic 案的對市場詐欺理論，如果於進行相關交易時，消息已反映在股價中，投資人即被推定信賴被告的虛偽陳述。

Pharmaceuticals 案中所清楚說明的，因為虛偽陳述導致購買日的股票價格被灌水這一事實，並不一定就是後來股價下跌的原因。本院提及，下跌可能是其他因素介入的結果，例如，經濟環境的改變、投資人期望的改變，新的特定產業或特定公司的事實、環境、或其他事件等。如果這些因素的其中之一是造成損失

的原因或部分原因的話，原告某種程度上就不能證明損失因果關係的存在了。即使投資人以受人為扭曲的價格購買股票，且因此被推定信賴股價中所反映的不實陳述時亦同。

然而，根據上訴法院的意見，未能證明損失因果關係會使原告無法援引信賴推定。這樣的規則抵觸了 Basic 案的基本立場，即只要不實資訊已反映在交易時之市場價格，投資人就被推定信賴該不實資訊。之後的損失可能由其他因素所引起，而非不實資訊被揭露的這個事實，這跟投資人一開始是否信賴不實陳述（無論是直接或透過對市場詐欺理論推定）此點無關。損失因果關係與效率市場（為對市場詐欺理論前提）所必須具備事實要件間，無邏輯上的關連。

上訴法院以 EPJ 基金證明損失因果關係做為取得團體訴訟資格的條件，這個見解有誤。

C

Halliburton 承認證券詐欺之原告，不必為了援引 Basic 案的信賴推定或取得團體訴訟資格而證明損失因果關係。儘管如此，Halliburton 辯稱下級法院並未實際要求原告證明損失因果關係。

根據 Halliburton 的說法，損失因果關係僅僅是一個簡略的表達方式。Halliburton 堅持認為，下級法院實際上是想知悉 EPJ 基金能否證明「價格影響」(price impact)，即虛偽陳述是否影響了市場價格。

「價格影響」僅係指不實資訊對股票價格的影響。Halliburton 的理論是，如果不實資訊沒有影響市場價格，投資人就不能只是因為以該價格購買股票就說是信賴不實資訊。如果股價沒有被詐欺影響，股價就沒有反映出詐欺。

本院不接受 Halliburton 對上訴法院意見所採的解釋。正如我們已經解釋的，損失因果關係在證券法中是一個熟悉且清楚的概念，它不是價格影響。

無論 Halliburton 認為上訴法院的真意為何，其所述者應係損失因果關係：EPJ 基金須證明損失因果關係，即對先前之虛偽陳述所做的更正，實際上導致了股票價格下跌及損失。

在確認團體訴訟資格階段必須證明損失因果關係的見解是錯誤的，所以我們不需要也不用闡述其他關於 Basic 案的問題、其推定、或者如何及何時推定將被推翻。Halliburton 已保留任何針

對團體訴訟資格提出更進一步的意見，這些意見可以於本案發回上訴法院審理時提出。

上訴法院之原判決撤銷，本案發回更審以符合本判決。
爰判決如上。