

35. Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo 544 U.S. 336 (2005)

陳俊仁 節譯

判 決 要 旨

一個暴漲的價格本身，並不構成或是導致與相關財產上損失的因果關係。第九巡迴法院認定原告業已滿足法定要件的基本理由，係在於其認為原告僅須「建立」，即證明，原告購買被告股票當天之價格，係由於被告虛偽不實之陳述，所導致的高價為已足。本院認為，此係錯誤解釋法律。

(An inflated purchase price will not by itself constitute or proximately cause the relevant economic loss needed to allege and prove “loss causation”. The Ninth Circuit’s basic reason for finding the complaint adequate, namely, that at the end of the day plaintiffs need only “establish”, *i.e.*, prove, that the price on the date of purchase was inflated because of the misrepresentation. In our view, this statement of the law is wrong.)

關 鍵 詞

The Securities Exchange Act of 1934 (1934年證券交易法)；The Private Securities Litigation Reform Act of 1995 (1995年私人證券訴訟改革法)；Securities and Exchange Commission (證券交易委員會)；Rule10b-5 (規則10b-5)；misrepresentation (虛偽不實之陳述)；omission (隱匿)；state of mind (主觀之意圖)；causation (因果關係)；transaction causation (交易因果關係)；loss causation (損失因果關係)；the fraud-on-the-market theory (對市場詐欺理論)。

(本案判決由大法官Breyer主筆撰寫)

事 實

被告Dura製藥公司，為一公開發行股票公司。原告為在1997年4月15日到1998年2月24日期間，於公開證券市場中，購買Dura製藥公司股票之投資人。原告主張被告Dura製藥公司、及其部分董事與經理人，向證券市場以及投資大眾為虛偽不實之陳述（misrepresentation），使其誤信被告Dura製藥公司所生產之氣喘噴霧藥劑，將獲得美國食品暨藥物管理局許可上市，因此而購買被告Dura製藥公司所發行之股票，終致蒙受損害，故依據1934年證券交易法（The Securities Exchange Act of 1934）第10條(b)項，以及證券交易委員會（Securities and Exchange Commission，簡稱SEC），依該條授權所制訂之規則10b-5（Rule10b-5）之規定，向聯邦地方法院提起損害賠償之訴。

原告主張下列7點事實：

- (1) 被告Dura製藥公司、及其部分董事與經理人，於原告購買Dura製藥公司期間或於購買Dura製藥公司之前，對外為虛偽不實之陳述，發布被告Dura製藥公司販售藥品錯誤的獲利數字；同時，宣稱被告Dura製藥公司所生產之氣喘噴霧藥劑，將獲得美國食品暨藥物管理局許可上市。
- (2) 關於藥品的獲利，被告Dura製藥公司不實地聲明其預期藥品的銷售，將可證明獲利。
- (3) 關於氣喘噴霧藥劑，被告Dura製藥公司不實地聲明，其預期其所生產之氣喘噴霧藥劑，將可以很快地獲得美國食品暨藥物管理局之許可。
- (4) 於原告所購買Dura製藥公司股票期間的最後一日，即1998年2月24日，被告Dura製藥公司對外宣布，主要是因為藥品的銷售不如預期，其獲利將會低於預期。
- (5) 於被告Dura製藥公司對外宣布其獲利將會低於預期的隔天，被告Dura製藥公司之股價，即重挫將近一半（從每股39元，跌至每股21元）。
- (6) 大約隔了8個月後（即1998年11月），被告Dura製藥公司對外宣布，美國食品暨藥物管理局，將不會給

予Dura製藥公司所生產之新型氣喘噴霧藥劑上市許可。

- (7) 於被告Dura製藥公司對外宣布的隔天，其股票價格曾暫時性地下挫，但是在差不多一週之後，又回復其原有價格水平。

最重要地，同時也是原告全部主張最重要的部分，原告主張其所蒙受之財產上之損失，係可歸咎於被告Dura製藥公司關於其所生產之氣喘噴霧藥劑所為之虛偽不實之陳述，「於完全相信市場健全的情形下，原告付出人為操縱後之高價，來購買Dura製藥公司所發行之股票」，終致蒙受「損害」。

地方法院駁回原告之訴。關於原告主張「被告Dura製藥公司不實地聲明其預期藥品的銷售，將可證明獲利」的部分，地方法院裁定原告並未舉證被告主觀之意圖（state of mind），意即，被告之行為，係出於故意，或幾近於故意。關於原告主張「被告Dura製藥公司不實地聲明，其預期其所生產之氣喘噴霧藥劑，將可以很快地獲得美國食品暨藥物管理局之許可」的部分，地方法院裁定原告並未舉證其損害的發生，與被告Dura製藥公司之不實

地聲明，有「損失因果關係」（loss causation）。

聯邦上訴法院，第九巡迴法院，撤銷地方法院的判決。關於原告主張「被告Dura製藥公司不實地聲明其預期藥品的銷售，將可證明獲利」的部分，也就是目前上訴至本院的部分，第九巡迴法院裁定原告業已舉證其損害的發生，與被告Dura製藥公司之不實地聲明，有「損失因果關係」。第九巡迴法院指出，「如果原告可證明，其購買被告股票當天之價格，係由於被告虛偽不實之陳述，所導致的高價，則原告即已證明『損失因果關係』」。第九巡迴法院同時指出，「損害於交易時發生」。既然原告主張「其所付出購買股票之價格，係人為操縱後之高價」，原告即已證明「損失因果關係」。

由於第九巡迴法院對於損失因果關係的見解，與其他巡迴法院不同，我們同意被告Dura製藥公司要求本院審理之請求。

判 決

原判決撤銷，並發回更審。

理 由

於非政府原告提起，主張因被告之證券詐欺，所遭受損害之民事損害賠償之訴，原告必須證明被告之詐欺行為，造成其財產上之損失；此即所謂「損失因果關係」，亦為原告所必須滿足之要件。第九巡迴法院裁定，原告僅須於其訴之聲明中主張，並於事後證明其購買被告股票當天之價格，係由於被告虛偽不實之陳述，所導致的高價，原告即滿足了此一要件。本院於考量第九巡迴法院之判決後，認為不論是關於原告所須證明者，抑或是原告於其訴之聲明中所必須主張者，第九巡迴法院都錯了。

非政府原告提起，主張因被告之證券詐欺，所遭受損害之民事損害賠償之訴，其請求權基礎係基於1934年證券交易法，以及主管機關依該法之授權，所制訂之行政規則。1934年證券交易法第10條(b)項，禁止任何人(1)使用或採用任何詐欺之方式，(2)於任何有價證券的購買與銷售，且(3)違反證券交易委員會之所制定之法令與規則。

美國證券交易委員會，依該條授權所制訂之規則10b-5，禁止做任何「對重要事實為不實陳述

之行為」或「隱匿不會使人誤解之必要重要事實」。關於非政府原告提起，主張因被告證券詐欺所遭受損害之民事損害賠償之訴，原告所需證明之要件，法院業已類推適用侵權行為法中虛偽不實陳述與詐欺之要件，而為相同之要求。且國會業已立法，將此要件明文規定。於此類訴訟中，若涉及公開發行之有價證券，且該有價證券係於證券市場中交易時，原告所須滿足之要件有下列六項：

- (1) 重要的不實陳述（或省略）；
- (2) 主觀的企圖；
- (3) 與證券的買賣有關；
- (4) 信賴，通常係指於公開證券市場中交易之「交易因果關係」（「對市場詐欺」案件）（此係一可用反證來加以推翻之假設：假設公開交易股票的價格，會反映出其為不實陳述所造成之影響，且原告非為無視此不實的陳述存在與否，仍將購買該股票，則原告將被推定為信賴此不實的陳述）；
- (5) 財產上的損失；
- (6) 損失因果關係，亦即，關於重要的不實陳述與損失

兩者之間的因果關係。

Dura製藥公司主張，原告之訴，並未滿足前開（5）、（6）兩項要件。

第九巡迴法院認定原告業已滿足法定要件的基本理由，係在於其認為原告僅需「建立」，即證明，原告購買被告股票當天之價格，係由於被告虛偽不實之陳述，所導致的高價為已足。本院認為，此係法律錯誤之解釋。一般而言，如本案般之情形（亦即所謂之「對市場詐欺」案件），一個暴漲的價格本身，並不構成，或是導致與相關財產上損失的相當因果關係。

純就邏輯上而言，在交易發生的那一刻，原告並未遭受到損失。暴漲的購買價格的付出，被其所購買股份的所有權所抵銷，因為於購買的那個時間點上，兩者擁有相等的價值。再者，就邏輯上的連結而言，暴漲的股票買入價格，與其後的損失，二者間的邏輯關聯性，並不是非常堅強。購買股票的目的，通常係著眼於之後的出售。但如果於買入股票之後，在相關的真相洩露前，就很快地將股票賣出，此時，不實的陳述即未造成任何的損失。但是相反地，如果在事實真相洩露之後才出售股票，最初

暴漲的股價，「或許」會造成之後的損失，但卻不必然絕對如此。

當股票的購買者，於購買之後，即使以較低的價格出售其所購買的股票時，此較低的價格，可能並不是先前虛偽不實之陳述的事實真相洩露之後所造成的；此較低的出售價格，或許反映出經濟環境的改變、或許反映出投資者預期心理的改變、或許反映出與產業或企業本身的新消息、新形勢、或其他的新的事件。這些因素，無論是個別或是合併來看都可能影響股票的價格。（同樣的分析，亦發生於原告主張股票的價格，雖然較買入價格為高，但是若非先前虛偽不實之陳述的事實真相洩露，股票的價格還可能更高的情形。此因非本案原告所主張，茲不贅敘。）縱令於其他的因素皆相同的情況下，買賣間相隔的時間越長，其他因素介入，而導致損害發生的情形，就越可能出現。

由於許多因素，於其交互作用之下，都可能會影響股票的價格，最符合邏輯的推論，乃為較高的購買價格，「有時」將造成未來的損失。較高的購買價格，可能被證明為損害發生的必要條件。且在此觀點下，或許有人可

能主張，股票買進價格的暴漲本身，即表示虛偽不實的陳述涉及到之後財產上的損害。但是涉及到財產上的損害，並不同於法律所要求的要件：導致損害發生的原因。

換另一個角度而言，第九巡迴法院的見解，亦缺乏判例的支持。最後，第九巡迴法院的見解，忽視了證券交易法的立法目的。證券交易法的立法目的之一，乃為求保持投資大眾對於證券交易市場的信賴。證券交易法藉由對證券詐欺的嚇阻，來達到此目的；同時，也藉由允許非政府原告提起因證券詐欺所受損害之民事損害賠償之訴，來嚇阻不法。但是法律允許非政府原告提起損害賠償之訴，係為了嚇阻不法，並不是為了給投資人在證券市場上的損失，提供保障範圍廣大的保險；法律允許非政府原告提起損害賠償之訴，係為了保護投資人，使其免於因他人虛偽不實之陳述，所遭受的財產上損失。

1995年私人證券訴訟改革法

(The Private Securities Litigation Reform Act of 1995) 要求於證券詐欺之訴，原告須「具體說明」每一個使人誤信的陳述。原告須說明，其所認定使人誤信的陳述，是如何構成之事實；原告也須舉出足以形成堅強推論之特定事實，證明被告係基於主觀的意圖而為陳述。同時，1995年私人證券訴訟改革法，亦明白地課予原告舉證責任，證明被告使人誤信的陳述，與其所受之損害，有因果關係。

1995年私人證券訴訟改革法清楚地顯示出立法者的立法意旨，原告須舉出並證明因果關係與損失等傳統要件。相反地，第九巡迴法院的見解，允許原告僅須證明被告不實之陳述引起價格的暴漲，而不用證明被告不實之陳述，與原告所受損害之因果關係。第九巡迴法院的見解，明顯地與1995年私人證券訴訟改革法相衝突。

因此，本院撤銷原第九巡迴法院判決，並發回依本判決之意旨更審。