

23. CTS Corp. v. Dynamics Corp. of America

481 U.S. 69 (1987)

黃慶源、陳宗希* 節譯

判 決 要 旨

1. 印地安納法與威廉法的規定及目的一致，且未被排除適用。

(The Indiana Act is consistent with the provisions and purposes of the Williams Act, and is not preempted thereby.)

A. 印地安納法藉由允許個別股東集體行使投票權，保障個別股東免於公開收購的強迫，並達到威廉法欲將投資者與併購投標者置於同一立足點的基本目的。再者，因為印地安納法並未允許公司經營者或要約人可與股東溝通、或將要約無限期推遲、或允許州政府將自認為公平的觀點強加於有意願的買方與賣方，故印地安納法並無 MITE 案多數意見所討論的疑慮。因此，該法符合 MITE 案多數意見對於威廉法之詮釋。

(The Indiana Act protects independent shareholders from the coercive aspects of tender offers by allowing them to vote as a group, and thereby furthers the Williams Act's basic purpose of placing investors on an equal footing with takeover bidders. Moreover, the Indiana Act avoids the problems the plurality discussed in MITE, since it does not give either management or the offeror an advantage in communicating with shareholders, nor impose an indefinite delay on offers, nor allow the state government to interpose its views of fairness between willing buyers and sellers. Thus, the Act satisfies even the MITE plurality's broad interpretation of the Williams Act.)

* 律師。

B. 印地安納法可能造成公開收購遲延並不當然導致被排除適用。該州法並未強制要求公開收購的完成必須延後 50 天，且未禁止要約人在聯邦法允許後立即購買股份。如果擔心未能取得股東投票權，可將「股份於一定期間內取得投票權」作為公開收購之前提條件；即使印地安納法導致遲延，MITE 案多數意見僅認為「不合理」的遲延方與威廉法牴觸。本案中，50 天延後期間並非不合理，因為該期間仍在國會准許提出股份之股東撤回未賣出股份之 60 天期間內。如果任何可能造成遲延的州法都被認為遭威廉法排除適用，則可能排除許多各州一直被認為有效的公司法。州法在這方面向來的多數見解是：如果國會欲排除州法的適用，國會將特別講明。

(The possibility that the Indiana Act will delay some tender offers does not mandate preemption. The state Act neither imposes an absolute 50-day delay on the consummation of tender offers nor precludes offerors from purchasing shares as soon as federal law permits. If an adverse shareholder vote is feared, the tender offer can be conditioned on the shares' receiving voting rights within a specified period. Furthermore, even assuming that the Indiana Act does impose some additional delay, the MITE plurality found only that "unreasonable" delays conflict with the Williams Act. Here, it cannot be said that a 50-day delay is unreasonable, since that period falls within a 60-day period Congress established for tendering shareholders to withdraw their unpurchased shares. If the Williams Act were construed to preempt any state statute that caused delays, it would preempt a variety of state corporate laws of hitherto unquestioned validity. The longstanding prevalence of state regulation in this area suggests that, if Congress had intended to preempt all such state laws, it would have said so.)

2. 印地安納法未違反憲法的商業條款。因界定公司股份的屬性及保障股東符合印地安納州利益，該法對於跨州商業行為的局部影響應屬正當。

(The Indiana Act does not violate the Commerce Clause. The Act's limited effect on interstate commerce is justified by the State's interests in defining attributes of its corporations' shares, and in protecting shareholders.)

- A. 該法並未歧視跨州商業活動，因為不論要約人是否為印地安納州住居民，對於公開收購影響均相同。該法通常適用於由他州人所發起之敵意併購，為一與本案爭點無關的事實，因為州法對於跨州公司造成負擔，此一事實並不當然造成歧視。

(The Act does not discriminate against interstate commerce, since it has the same effect on tender offers whether or not the offeror is an Indiana domiciliary or resident. That the Act might apply most often to out-of-state entities who launch most hostile tender offers is irrelevant, since a claim of discrimination is not established by the mere fact that the burden of a state regulation falls on some interstate companies.)

- B. 該法不會產生各州制定不同規則以規範公開收購的風險；它僅是單純且公平的定性印地安納州公司之股東投票權，使公司僅須遵守該州的法令。

(The Act does not create an impermissible risk of inconsistent regulation of tender offers by different States. It simply and evenhandedly exercises the State's firmly established authority to define the voting rights of shareholders in Indiana corporations, and thus subjects such corporations to the law of only one State.)

C. 上訴法院雖判決該法違憲且阻礙公開收購，但其忽略作為公司治理監督者的州政府，訂定法律後勢必在某些方面影響跨州商業活動，特別是對於擁有他州股東的公司。州政府為其利益，須維持公司內部各方關係之穩定，並確保投資者對公司事務能有效率的表示意見。印地安納法藉由允許股東集體決定併購是否有利，有效的促進該州利益。「保護非居民股東與印地安納州利益無關」的論點並不可採，因為該法僅適用於設立於印地安納州之公司，且有一定數量股東位於該州。

(The Court of Appeals' holding that the Act unconstitutionally hinders tender offers ignores the fact that a State, in its role as overseer of corporate governance, enacts laws that necessarily affect certain aspects of interstate commerce, particularly with respect to corporations with shareholders in other States. A State has interests in promoting stable relationships among parties involved in its corporations, and in ensuring that investors have an effective voice in corporate affairs. The Indiana Act validly furthers these interests by allowing shareholders collectively to determine whether the takeover is advantageous to them. The argument that Indiana has no legitimate interest in protecting nonresident shareholders is unavailing, since the Act applies only to corporations incorporated in Indiana that have a substantial number of shareholders in the State.)

D. 即使該法減少成功公開收購印地安納州公司，亦不會抵觸商業條款。該法未禁止任何居民或非居民提出購買之要約或購買印地安納州公司股份、或嘗試藉此取得控制權。它僅為保障公司股東而制定法規流程。商業條款不保護特定市場營業架構或方法。

Commerce Clause. The Act does not prohibit any resident or nonresident from offering to purchase, or from purchasing, shares in Indiana corporations, or from attempting thereby to gain control. It only provides regulatory procedures designed for the better protection of the corporations' shareholders. The Commerce Clause does not protect the particular structure or methods of operation in a market.)

關 鍵 詞

tender offer (公開收購) ; commercial clause (商業條款) ; discrimination (歧視) 。

(本案判決由大法官 Powell 主筆撰寫)

事 實

聯邦威廉法及其相關施行細則規範敵意公司併購並要求要約應對外公開至少 20 個營業日。印地安納法適用於設立登記於印地安納州之公司；該公司必須擁有一定數量之州內股份或股東，並選擇適用該法，方有該法之適用。印地安納法規定未經公司無利害關係之股東於下次股東常會多數決通過，取得公司「控制股份數」（即如無該法之規定，取得該股數之人的投票權將超過一定門檻）並未取得投票權。但

是，取得股票之人可依特別程序在 50 天內召開特別股東會。被上訴人 Dynamics Corporation 公布將公開收購 CTS Corporation，且持有股份將超過印地安納法所規定的門檻。Dynamics 也向聯邦地方法院起訴，聲稱 CTS 違反聯邦證券交易法。經 CTS 選擇適用印地安納法後，Dynamics 修改起訴內容並質疑該法之有效性。地方法院同意 Dynamics 確認之訴的請求，判決該法遭威廉法排除適用且違反商業條款。上訴法院肯認地方法院的見解，並採取在 *Edgar v. MITE Corp.* 案多數意見，如州法擾亂

標的公司經營階層與公開收購人間之平衡關係，威廉法將排除其適用。法院採取排除適用立場的理由在於印地安納法實際上將公開收購的完成延後 50 日，故與威廉法最低 20 天公開期間之要求相違；法院同時認為，因剝奪了他州居民從其他他州居民接受要約的寶貴機會，該法違反商業條款且違反選法規則下的「內部事務」準則，即該法直接、蓄意、且重大影響證券及公司控制跨州市場。

判 決

上訴法院之判決廢棄。

理 由

I

A

於 1986 年 3 月 4 日，印地安那州長簽署印地安納商業公司法修正案，修正案包括「取得控制股份數」一章（以下簡稱「印地安納法」或「該法」）。從 1987 年 8 月 1 日開始，依第 23-1-17-3(a) 條，除非公司依第

23-1-42-5 條修改章程或細則、選擇不適用該法，否則該法將適用於設立登記在印地安納州之公司。依第 23-1-17-3(b) 條，在施行日前登記之，印地安納州公司得經董事會決議選擇適用該法。該法僅適用於公開發行之公司。依第 23-1-20-5 條，「公司」僅指設立於印地安納州之公司。依第 23-1-42-4(a) 條，「公開發行公司」係指公司擁有(1)100 個以上股東；(2)主要營業場所、辦公室或資產位於印地安納州；且(3)(A)百分之十以上股東居住於印地安納州；(B)百分之十以上股份由印地安納州居民所有；或(C)一萬名股東居住於印地安納州。

該法的重點在於取得公開發行公司之「控制股份數」。依該法第 23-1-42-1 條，當取得等於或超過公司投票權 20%、33% 又 1/3 或 50% 門檻時，如無該法，將被認為已取得「控制股份數」。依第 23-1-42-9(a) 條，取得控制股份數不當然取得投票權，相反的，它僅取得公開發行公司股東會所給予的權利。第 23-1-42-9(a) 條要求須經各種類股份之無利害關係之股東於股東會上依多數決同意，因此所生之影響即是：取得公司控制權須

經無利害關係股東多數決同意。股東可決定是否在下次股東常會或在股東臨時會將權利授予控制股份數。如取得人提出「併購者書面說明」，要求召開會議並同意支付相關費用時，依第 23-1-42-7 條，得要求公司經營階層在 50 天內召集特別股東會。如股東未投票通過授予投票權時，依第 23-1-42-10(b)條，公司得以（非強制）合理市價向併購者買回控制股份數。類似地，依第 23-1-42-10(a)條，如併購者未向公司提出併購者書面說明但章程或細則另有規定時，公司得在併購者最終取得股份後 60 天內贖回該股份。

B

於 1986 年 3 月 10 日，被上訴人 Dynamics Corporation of America（以下簡稱「Dynamics」）擁有上訴人，即印地安納州公司 CTS Corporation 9.6% 普通股。當天，即該法生效後 6 日，Dynamics 公布公開收購 CTS 一百萬股，收購該股份後將使 Dynamics 擁有 CTS 27.5% 所有權。於 3 月 10 日，Dynamics 向北伊利諾郡美國聯邦地方法院起訴，聲稱 CTS 違反與本案無

關之多項美國聯邦證券法規。於 3 月 27 日，印地安納公司 CTS 董事會依第 23-1-17-3 條選擇適用該法，4 天以後，即 3 月 31 日，Dynamics 聲請法院同意修改起訴內容，聲稱該法遭威廉法第 78m (d)、(e)條與第 78n(d)至 (f)條排除適用且違反商業條款。Dynamics 聲請暫時禁制令、初步禁止令及確認判決禁止 CTS 適用該法。4 月 9 號，地方法院判決威廉法排除印地安納法適用且同意 Dynamics 確認之訴之聲請。依 *Edgar v. MITE Corp* 案由法官 White 主筆的多數意見，法院認為該法「完全阻礙國會目的，並打擊投資人、經營階層與併購競標者間的平衡」。一星期後，即 4 月 17 日，地方法院宣布判決、接受 Dynamics 關於該法違反商業條款之主張，並作出「該法嚴重干預跨州商業的行為明顯逾越所欲追求的地方利益，故被不容許」之結論。地方法院依聯邦民事訴訟法第 54(b)條，肯認其對於威廉法與商業條款主張之決定為終局決定。

針對地方法院所為之判決，CTS 向第七巡迴上訴法院提起上訴。因 CTS 年度股東常會即將舉行，上訴法院遂合併二項

上訴主張並加速進行。於4月23日，即 Dynamics 向地方法院主張該法被排除適用後第23日，上訴法院作出肯認地方法院判決之命令，並於5月28日公布意見。經處理與本件上訴案無關的許多議題後，上訴法院審視 Dynamics 所提出、認為威廉法排除印地安納法適用的主張。法院首先參考 *Edgar v. MITE Corp* 案多數意見，即三位法官認為如果州法會破壞標的公司經營管理階層與公開收購要約人間之關係平衡時，威廉法則會排除州法的適用。法院注意到已經有些評論者針對威廉法反併購的愚昧立場提出批評；法院同時也指出：「從認為威廉法並未顯出對公開併購的敵意到認為它隱晦地禁止各州通過更敵對的立法，是一個大躍進……但是無論是否懷疑威廉法意圖，我們仍受判例的拘束。」一旦法院決定援引 MITE 案多數意見的分析，本案將會變的簡單易懂：「極少公開收購可以躲開印地安納法涵攝範疇。如果因威廉法而判定國會認為公開收購僅須對外公開一個月，那50天就太長了；如果標的公司選擇適用印地安納法，50天為最低限度要求。」

針對 Dynamics 援引商業條

款質疑該法，法院緊接著說明。援引 *Pike v. Bruce Church, Inc.* 案中所闡述的衡平檢驗，法院認為該法違憲：「不像各州的藍天法，印地安納法妨礙他州居民間的交易，為了州內居民微小、不正當利益，印地安納州剝奪了他州居民接受他州居民所提出收購要約的機會。」「……即使無法移動公司有形資產，但利用資產的效率以及其所產生的利潤如何分配給經營階層與股東，將依公司控制市場的機制來決定（此市場為一個跨州、甚至是國際市場，且不允許印第安那州予以排除，雖然該法實際上達成此效果）。」最後，法院闡述「內部事務準則」，亦即「一個選法規則……確保只有一州法令應作為管理公司或其他組織內部事務之依據。」法院認為：「即使造成印地安納州公司難以被公開收購，印地安納州亦有廣泛權限規範此事務……，但本案中，直接、蓄意且重大影響證券及公司控制權跨州交易市場……該法雖只規範投票權之改變，但不因此使其免於商業條款下的司法審查。」因此，法院肯認地方法院的判決。印地安納州與 CTS 均提起上訴。本院認為有管轄權，並撤銷原判決。

II

本案第一個爭點即是威廉法有無排除印地安納法之適用。如同本院一直強調，如國會未有排除州法適用的明確意圖，僅在事實上不可能同時遵守聯邦法及州法，或州法有礙完成及執行國會的目的與目標時，州法始被排除適用。因同時遵守威廉法與印地安納法是有可能的，故只有當州法阻礙聯邦法的目的時，才會被排除適用。

A

本院將從威廉法架構與目的說明本案。國會於 1968 年通過威廉法處理日漸增加之敵意公開併購，在通過前，這些交易並未受聯邦證券交易法關於揭露要求之規範。以證券交易法為基礎，威廉法要求：(一)要約人必須提出書面，揭露與該次收購有關之訊息，包括：要約人的背景與身分、用於收購的資金數量及來源、收購的目的，包括解散公司或大幅改組公司架構、要約人控制標的公司之程度；(二)威廉法及其規範公開收購流程的配套法令。例如，於公開期間或

要約人未購買股份時，在收購開始後 60 天內，欲出售股份之股東得撤回其出售；該收購最少須公開 20 個營業日；如果欲出售的股份數超過要約人欲收購的數量時，必須按比例向各出售股東購買；最後，要約人必須以相同的價格收購；如果收購價格在要約結束前增加，原已經出售之股東亦可因上升的價格而獲利。

B

印地安納法與 *Edgar v. MITE Corp.* 案所審查之伊利諾州法有多處不同。經審閱威廉法立法沿革，法官 White、審判長 Burger 與法官 Blackmun（多數）認為：威廉法在要約人與標的公司間取得利益平衡，且任何阻礙該平衡的法律均應被排除適用。

多數意見指出三個伊利諾州法違背聯邦法之處。法官 White 首先注意到伊利諾州法要求 20 天前置期間。在這段期間內，公司經營階層可將其對即將發生之公開收購之看法告訴股東，而要約人無法公開其要約。多數意見認為這條規定給予經營階層打擊公開收購的有利工具，且明顯違反威廉法，國會也

明白的將前置期間規定從威廉法中刪除。依多數意見，因國會已認為應避免該等條款對於股東不利之結果，故多數意見認為伊利諾州法牴觸威廉法之目的。伊利諾州法律遭到批評的第二點是針對公開收購舉辦公聽會之規定。因為該規定未設定最後期限、允許經營階層藉此無限期阻礙併購。國會認為投資者與併購者可免於不合理拖延、而直接進行併購，故多數意見認為該條規定違反威廉法。伊利諾州法第三個疑慮就是伊利諾州州務卿可以審酌公開收購公平性之規定。國會認為應讓投資者得自行決定，故多數意見認為「將投資者的自主權作為州政府保護投資者之代價」方式顯與國會立場相違。

C

因 MITE 案多數意見不代表法院過半數見解，故本院不受前開論理之拘束，然而，本院並未質疑前開論理，因為我們相信印地安那法廣義地符合法官 White 在 MITE 案對於威廉法的詮釋。從前述理由摘要可知，MITE 案多數意見最引人爭議的是伊利諾州法在該案中偏袒公司經營

階層而敵視要約者，損及股東利益。相反地，本案所爭議的法條卻是保護個別股東對抗角逐各方。因此，該法促進威廉法所追求的目的，即將投資者與併購投標人置於相同立足點上。印地安那法有一假設前提，且該前提也隱含在威廉法，即個別股東在面對公開收購時通常都處於一個較不利的地位。該法藉由允許股東集體行使投票權，保護股東免於公開收購的壓迫。舉例而言，如果股東相信公開收購成功後將導致未出售之股份將以更低價格被賣出時，個別股東得出售其股份，以避免將來被迫以較低價格出售股份（即使他們懷疑該公開收購是否符合公司最佳利益）。如證管會之說明：「當收購成功後，股份將以較低價格賣出時，選擇不接受公開收購是第二階段重要保障。」依印地安那法，在該情況下，雖然個別股東可能傾向接受，但股東可為公司最大利益集體拒絕收購。印地安納州立法者想要保障印地安納州公司之股東免於被公開收購強迫並未違背威廉法，相反的，它達到欲保護投資者的聯邦政策。為完成其目標，印地安納法避免 MITE 案多數意見所討論的疑慮。與 MITE 案所討論的法條

不同，印地安納法並未給予公司經營階層或要約人優勢以與股東討論即將到來收購；而且該法也未造成公開收購無限期遲延；該法並未禁止要約人在第 20 天（即聯邦法所允許的最早時點）進行買賣；該法也未准許政府可將其合理性的觀點強加於買賣標的公司股份之雙方。相反的，該法允許股東集體評估該要約的合理性。

D

上訴法院認為排除適用的理由在於印地安納法實際上導致公開收購須於要約開始後 50 日才能完成。與上訴法院見解一致，Dynamics 亦認為沒有任何理性要約人會在確定取得表決前購買股份。因為表決權可能在要約開始後 50 日之股東會前未隨同移轉，Dynamics 認為該法造成 50 日的遲延且與證管會公開收購應對外公開最少 20 日期間之規定抵觸。本院認為前開抵觸之說僅是空言指摘。

該法並未要求公開收購必須推遲 50 日，且未禁止要約人在聯邦法許可時立刻購買股份。如果擔心因該法未能取得股東投票權，要約人得以「在一定

期間內擁有投票權」為公開收購股份的前提條件。威廉法允許「嗣後取得許可」為公開收購的前提條件，故附條件公開收購之合法性無庸置疑。即使印地安納法造成遲延，MITE 案並不認為州法造成短期遲延會與威廉法抵觸。多數意見僅認為要約人不應遭到不合理拖延。法院當時遇到的情況是可能無限期、且無正當原因的遲延。相反地，印地安納法規定須在收購開始後 50 天內確定股東投票權是否被授予。該期間亦遵守國會 60 天撤回出售期間，本院不認為遵守國會所定期間之遲延不合理。

最後，本院注意到，如果威廉法被解釋成禁止州法在公開收購完成後限制或延後權利行使，將會排除許多各州有效公司法之適用。各州公司法通常允許公司董事任期交錯。藉由每年僅舉辦同一類董事選舉、董事任期交錯，可能造成要約人延後取得董事會控制權；同樣的，各州公司法通常規定累積投票制，使少數股東在各類董事中均有代表席次，累積投票制能延後要約人完全取得標的公司之掌控權。本院認為，印地安納法可能造成延後公開收購完成並不足以導出威廉法排除該法適用之結論。長

期以來多數見解均認為：如果州法造成公開收購後延遲取得投票權，且國會有意排除適用時，它將會清楚明訂。該法對於公開收購之法律規定與威廉法內容及目的相符。因此，本院認為威廉法並未排除印地安納法的適用。

III

違反聯邦憲法中商業條款是上訴法院判決的另一項基礎。本院說明如下。表面上，商業條款僅是授權國會有權規範跨州商業行為，但超過一世紀以來「如無國會授權，商業條款禁止各州針對跨州商業活動採取任何行為」之見解，並不容易遵守。相反的，國內存在大量且複雜的商業行為與相關規範，法院已利用多種的檢驗並嘗試說明商業條款所禁止之規定與商業條款所不禁止規定間之差異。

A

商業條款潛在審查主要對象就是歧視跨州商業行為的法律，印地安納法則不在其中；無論公開收購之要約人是印地安

納州居民或他州居民，它均一視同仁，因此它對於州內與跨州商業行為有相同影響。

鑑於實務上敵意公開收購多由印地安納州以外之要約人所啟動，Dynamics 主張因為該法主要適用於依他州法所設立之法人組織，故具有歧視性。即便如此，亦不能支持 Dynamics 主張。「州法對造成跨州公司阻礙的事實並不表示歧視跨州商業活動。」因與印地安納州要約人相較，印地安納法並未造成他州要約人更大負擔，本院駁回該法歧視跨州商業行為之主張。

B

法院最近也依商業條款宣告某些阻礙或限制跨州商業行為之法律違憲無效，但印地安納法未有這樣的問題。如各州只規範州內公司的投票權，公司將受該州法令的拘束。「各州有權規範境內公司，包括界定股東的投票權」是公司法及實務界的鐵則。因此，本院認為，印地安納法並未制定「因州而異」之不被允許的風險。

C

上訴法院未依這些基本理由而認定該法未違憲。相反的，其判決主要依據是該法可能阻礙公開收購。本院認為上訴法院對於商業條款的分析未能理解各州對於法人組織之規範即是該法人組織存在與設立依據之意義。如同法官 Marshall 解釋：「公司是人工產物、看不到、摸不著，因法律規定而存在。無論是明示或因其存在之附隨結果，作為法律的產物，僅能按當時設立許可之內容擁有權利。這些應是用來計算對於所創造標的影響力之最好方式。」國內各州均制定規範公司治理之法令。藉由禁止並規範交易，法律勢必在某些方面影響跨州商業行為，尤其是對擁有他州股東之州內公司。在全國或區域股票交換市場上市之大公司將有許多不同州之股東及經常交易之股份。為提供資金予新設公司及已設立但想擴張營業公司，能促進國內、國際參與公司經營權之市場是必要的。自由市場機制的利基核心在於（少數情況除外）公司設立及治理僅按一個管轄法律，通常為該公司設立地之州法。

法律規範可能直接影響多種類型之公司交易。併購則為典型適例。鑑於併購對於公司股東

權益有重大影響，許多州要求併購需經特別多數決通過。藉由要求比其他交易更高之表決權同意，法令使公司併購更加困難。州法也可能賦予不同意公司為特定行為之少數股東異議權，允許以合理市場價格出售其公司股份。藉由要求公司買回異議股東持股，這些法律可能限制了公司從事某些特定交易。

綜上，我國允許各州設立公司、定性公司並界定購買公司股份所取得之權利。穩定依州法所設立之州內公司內部各方關係並確保投資者對於公司事務有其影響力，對於該州是有利的。

毫無疑問的，該法反映以上考量。該法主要目的是保護印地安納州公司股東，故授予股東在公開收購時有機會集體決定是否同意公司投票權之變動。公司經營權的變動可能重大影響股東權利，故作為公司治理監督者之州政府應提供股東上開機會。在敵意併購可能迫使股東出售股份情況下，允許股東集體決定該併購是否符合其利益，對股東而言是有利的。被上訴人 Dynamics 回應前開疑慮，並主張強迫性的公開收購僅是空言，且公開收購通常是有利的，因為它將公司資產移轉到更有

效率經營者手中。如前所述，考量印地安納州對於公開收購的影響並非毫無根據；事實上，公開收購潛在性的壓迫業經證管會及許多評論者的承認。美國聯邦憲法未要求各州採取特定經濟學理論，本院也拒絕事後猜測當初立法者對於立法效能的實證判斷。本院認為某程度上要約併購案中可能產生的脅迫正當化印地安納州提升個別股東自主權。Dynamics 依賴 MITE 案法院的論述：「……如法律限制跨州交易，即無維持該法律存在之其他理由。」主張無論在任何情況下，任一州並無法律上利益來保障非州民之股東。不過前開評論是針對同時適用於州內與州外公司之伊利諾州法而言；但該法僅適用於設立於印第安那州的公司。本院不同意該法提供印地安納州公司股東投票自主權，對印地安納州無任何利益的說法。避免公司成為不正當交易的外衣，對印地安納州而言，是有極大利益的；再者，與 MITE 案宣告無效的伊利諾州法不同，印地安納法僅適用於有許多印地安納州股東的公司，因此印地安納法適用結果會影響眾多印地安納州政府應保護之州民。

D

Dynamics 認為該法違憲的最終理由是因為該法將會限制許多公開收購完成，但此點卻幾乎無證據可茲證明；即使為真，該結果也不會重大影響本院對於商業條款的分析。本院重申，該法未禁止任何人（不論是州內或州外）提出要約或購買印地安納州公司股份或藉此嘗試取得控制權，它僅制定法定程序保障公司股東。本院已駁回「商業條款保護特定市場架構或營運模式」的主張。州法已定性證券市場上交易的商品；類似地，在公司控制市場所交易的商品（即公司本身）其存在與屬性也受州法限制，印地安納州對於這些商品的定性無需與他州相同，它僅需要提供州民與非州民有公平機會接觸該商品即可，而印地安納州亦如此為之。因此，即使該法大量減少公開收購印地安納州案件之完成，也不因此違反商業條款。

IV

從文義觀之，「取得印地安納州控制股權」一章公平決定印

地安納州公司股份表決權，該法未與威廉法規定或精神牴觸；在該法影響跨州商業行為層面上，亦因定性州內公司股份並保護股東符合州利益而被正當

化。國會從未質疑各州在這方面的立法需求，本院也不認為此種規定違背憲法，因此，本院駁回上訴法院的判決。