

85. Kern County Land Co. v. Occidental Petroleum Corp.

411 U.S. 582 (1973)

劉連煜 節譯

判 決 要 旨

最高法院判認第一家公司以現金公開收購方式，取得超過目標公司發行在外之股票百分之十以上，惟其購併努力卻為目標公司與另一家取得公司簽訂之「防禦性合併」所阻斷。而當此防禦性合併契約簽訂時，第一家公司有權依規定將其所持目標公司股份交換為取得公司之優先股，於其從事公開收購股份要約時亦非局內人，此等交易事實並不構成法律有關追索局內人短線交易利益規定意義下之「出售」行為。

(The Supreme Court held that where first corporation acquired more than 10% of outstanding stock of target corporation by cash tender offer but its takeover efforts were blocked by defensive merger between target corporation and acquiring corporation and first corporation became irrevocably entitled to exchange its shares of the target corporation for shares of acquiring corporation's preference stock when the merger agreement was signed and first corporation was not an insider when it made its stock tender offer, the transactions did not constitute "sales" within meaning of statute relating to recovery of short-swing profits by insiders.....)

關 鍵 詞

target corporation (目標公司); short-swing profits (短線交易利益);

cash tender offer (現金公開收購股份要約); inside information (內部消息); takeover (購併); preference stock (優先股); option (選擇權)

(本案判決由大法官 White 主筆撰寫)

事 實

Occidental 公司(本案被告)在五月八日對 Kern 公司之股東,提出公開收購其股權要約(tender offer)。其結果 Occidental 公司取得超過 Kern 公司百分之十的股權(共計五十萬股份)。此一要約,在五月十一日更新(renew),且在六月八日因被告另接受三十八萬七千五百四十九股的股份而告終止。

Kern 公司為抗拒 Occidental 公司的兼併而採取與 Tenneco 公司(本案原告)合併(merger)的策略。Occidental 公司眼見其將輸掉這場併購戰役而在其最初取得百分之十股權之六個月內,便與原告訂有一項選擇權契約(option),約定 Tenneco 公司有權以每股美金一五元的價格買下被告公司所持有之 Kern 公司股票。此項選擇權得由 Tenneco 公司在被告公司公開收購股權要約屆滿(即十二月十一日)後之六個月又一日內行使之。根據此項選擇權契約,Tenneco 公司則必須支付 Occidental 公司每股美金十元的選擇權代價,且如果 Tenneco 公司執行其選擇權,則此部份十元

代價將充作買價的一部份。

其後,Tenneco 與 Kern 公司間之合併計劃在七月十七日被股東會決議通過,且在八月三十日完成整個交易。此時,被告公司有權將其持有之 Kern 公司股票轉為 Tenneco 公司之優先股(preference stock)。在同年十二月十一日,Tenneco 公司行使其選擇權買下被告公司所持之 Tenneco 公司優先股。總計在這筆交易上,被告公司獲利達美金一千九百萬元。

於是,Tenneco 公司控告 Occidental 公司違反一九三四條證券交易法第十六條 b 項,因為原告認為此項選擇權之行使以及(或者)此項合併本身,即構成第十六條 b 項所稱之『出售行為』(sales),且此出售行為係發生在原購買日期之後六個月內,從而,原告主張此一利益應依法歸於公司(原告)所有。

判 決

原告之訴駁回。

理 由

(1)被告於五月十一日買下百分之十股權。此外，同年八月三十日本件有一出售(sale)之事實(即合併-merger)。在此等事實下，被告並無真正內部人的地位(position of an insider)，不管是從它第一次向大眾為公開收購股權之要約來觀察，或是它買下百分之十的股份之後，或是在出售(即前述之合併)之時，均可作如是觀。蓋被告此際均無接觸任何內部消息之途徑，其實它當時正酣於與 Kern 公司進行一場控制權(control)爭奪的大戰，豈可直指被告公司擁有真正內部人的地位，可接觸公司任何內線消息。

(2)被告公司即使有意藉由公開收購股權要約及其後目標公司所作之「防禦性合併」以獲利，仍不致使本件之結果有所改變。蓋其間仍無內部消息不當使用之事實存在。換言之，法院認為，如果這樣的交易行為，法律也欲加以規範，則應是屬於證券法的其他條文的範疇，不是短線交易所欲打擊的對象。

(3)被告公司對系爭合併行為並未投票贊同。因此，被告公司在合併案中並非自願性的當事人。事實上，被告公司在這六個月期間內曾試圖去取得「禁制令」(injunctive actions)，以阻止合併的完成，但終究功敗垂成。假如被告公司自願在這六個月期間內出售 Kern 公司股票予他人，則此時將成立第十六條 b 項“出售”的行為。

(4)在一般的情形，選擇權契約並不會被視為是一個“出售”行為。本件之選擇權，亦無相當之可能性會存在內部消息被不正當使用的情形，故不應視此處之選擇權為「出售」行為。此外，爭系之選擇權契約，其簽定係為被告公司及原告公司之雙方利益而作。蓋被告公司旨在避免日後成為少數股東之尷尬立場，而原告公司則意欲除去像被告公司這樣擁有大筆股權的少數股東。再者，本件選擇權係存在於原告公司與被告公司之間，而 Kern 公司並非當事人之一。

(5)本件被告公司給予原告公司有「買權」的選擇權，而此項權利僅在其標的股價保持穩定時，原告公司才會行使。假如該股票跌破每股十元的價格(即選擇權的發行價格)，則原告公司將不會行使此一選擇權，而被告公司將祇有自行吸收其損失一途。從而，在此一安排下，實難以窺知被告公司如何利用內部消息以圖利。

(6)至於履約日期也訂在將來之六個月之後，而這日期也非證交法第十六條 b 項所欲涵蓋之範圍。

(7)本件選擇權契約，其本身並不會構成一項出售行為。因為該選擇權的發行價格是適宜而公平的，而且其選擇權在訂約時不一定會被選擇履行。尤有進者，被告公司在選擇權履約日期前，並未放棄其所持有 Kern 公司股票的所有相關權

利，故選擇權契約本身並不等於是一項出售行為（此點可進一步參見理由(10)之詳細說明）。

(8)對於原告指摘，被告公司『基於熟悉一般公司之事務與公司財務』，安排了被告公司如果公開收購股權要約失利，則它可以出售因公開收購要約所取得之股票予目標公司之合併對造，並因而獲得實質利潤，應違反短線交易之規範。惟最高法院認為，從這項指控內容來看，這並非是『內部消息』，從而也非聯邦法律規範內部人短線交易之所欲規範的範圍。最高法院並認為，此項交易之安排即使被告獲有利益，但這並不關乎被告有使用公眾或其他股東所無法獲知之消息，故不構成短線交易之責任。

再者，最高法院也認為，被告公司將其手中因公開收購股權要約所取得之股票，在目標公司與併購公司（即原告公司）進行「防禦性合併」後，交換成原告公司之優先股，並非自願性的行為，且被告公司在此交換行為所獲取之利益，也非根據內部人之內部消息而得，因此自不能以短線交易之規範相繩。

(9)最高法院並清楚地指出，單單選擇權之簽訂以出售公司股票，一般不會被認為是第十六條 b 項之「出售」行為。

(10)最高法院並總結認為，在本案防禦性合併的情形下，併購目

標公司之公司所支出之『酬金』(premium)，以取得選擇權可換取其他公司所持有目標公司之股票，根據專家之評估其支付是值得的；另外，簽訂選擇權後之六個月內，股價在市場上極有可能狂跌不已，以致使得行使選擇權變為不可能。準此，法院認為本件支付美金八百八十六萬六千二百三十元以購買八十六萬六千六百二十三股的选择權約定，並不會使得此項「買權」選擇權(call option)成為第十六條 b 項所謂之「出售」行為，蓋所支付之「酬金」，並非如此之巨大，以致使選擇權人非得行使不可。

大法官 Douglas, Brennan 及 Stewart 不同意見書

一九三四年證券交易法第十六條 b 項乃係嚴格的責任規定。最高法院多數見解已在本案轉換股份的例子中，首開其惡例，破壞了第十六條 b 項的立法原意，削弱了其預防性的功能。

（譯者按：由本案、Blau v. Lamb 及其他案例顯示，在公司合併等情形，法院似乎採取主觀的方法(subjective approach)，以斷定是否有短線交易之責任發生。此一方法，似不同於過去美國法院在認定第十六條 b 項短線交易責任時所採取之嚴格責任理論立場。）