

21. Basic Incorporated, et al., v. Max L. Levinson et al.

485 U.S. 224 (1988)

林仁光 節譯

判 決 要 旨

依一九三四年證券交易法第 10b 及其規則 10b5 規定，於初期公司合併談判中，(a) 一個合理投資人於投資決策時認為重要的資訊，並不會因為合併雙方於價格及結構尚未達成原則性協議而不具重要性，(b) 資訊並不因為公開聲明否認其存在而不具重要性，及(c) 取而代之的，一事實的重要性於任何時間都將取決於該事件即將發生的可能性，及該事件就整個公司所有活動中所具有的預期重要程度，加以平衡判斷，因此，合併談判於某一特定案例是否重要，取決於個案事實。

(Under 10(b) and Rule 10b-5, in the context of preliminary corporate merger discussions, (a) information which would otherwise be considered significant to the trading decisions of a reasonable investor is not excluded from the definition of materiality merely because an agreement-in-principle as to price and structure has not yet been reached between the would-be merger partners, (b) information does not become material merely by virtue of a public statement denying the information, and (c) instead, the materiality of a fact will depend at any given time upon a balancing of both the indicated probability that the event will occur and the anticipated magnitude of the event in light of the totality of company activity, so that whether merger discussions in any particular case are material depends on the facts.)

關 鍵 詞

agreement-in-principle (原則性協議); antifraud provisions (反詐欺條款); materiality (重要性); preliminary merger discussions (初期合併談判)。

(本案判決由大法官 Blackmun 主筆撰寫)

事 實

本案必須將一九三四年證券交易法第 10(b)條及根據此條所頒布之規則 10b-5 中的「重要性」要求,適用於初期的公司合併討論內容。***

I

於一九七八年十二月二十日前, Basic Incorporated 是一個從事於為鋼鐵業製造化學耐火磚的公開發行且公開交易的公司。早在於一九六五或一九六六年時, Combustion Engineering, Inc., 一個主要從事於鋁製耐火磚製造的公司, 表達了想要收購 Basic Incorporated 的興趣, 但礙於反托拉斯法的考量, 無法很認真的進行推動此構想。然而, 在一九七六年時, 政府的規範行動, 重新燃起了

Combustion 的興趣。在一九七六年十月二十五日為 Combustion 工業產品集團所頒布的策略性計畫中, 包含了「以三千萬元收購 Basic Incorporated」的目標。

自一九七六年九月開始, Combustion 的代表們與 Basic Incorporated 的高級職員與董事們, 包括本案上訴人, 就有關合併的可能性進行多次的會議與電話會談。在一九七七年與一九七八年間, Basic Incorporated 三度公開聲明其並未進行任何關於合併的談判。一九七八年十二月十八日, Basic Incorporated 要求紐約證券交易所暫停其公司股票之交易, 同時發表聲明其正被另一個公司接洽商談合併事宜。十二月十九日, Basic Incorporated 的董事會通過了 Combustion 以每股 46 元購買其股份之要約, 並於次日對外公布其已核准了 Combustion 公開收購其

所有已發行股份之要約。

被上訴人先前為 Basic Incorporated 的股東，在一九七七年十月二十一日 Basic Incorporated 第一次對外公佈訊息後及一九七八年十二月宣布暫停交易前出售其持股者。被上訴人對 Basic Incorporated 及其董事提起集體訴訟，主張被告公布了三個虛偽或誤導的公開陳述，因此違反了一九三四年證券交易法第 10(b)條及規則 10b-5。被上訴人主張，因為上訴人的誤導陳述所造成的人為性的壓低 Basic Incorporated 的股票價格，以及因為相信上訴人之誤導陳述而出售手中 Basic Incorporated 的股票而受到損害。***

美國聯邦上訴法院第六巡迴法庭推翻聯邦地方法院未經陪審團聽審所作的判決，並發回更審。***

依照上訴法院的見解，對於 Basic Incorporated 所聲明沒有談判正在進行，以及並無任何公司發展可以說明其股票之劇量交易情形等陳述，係屬誤導。關於「重要性」的問題，上訴法院拒絕接受初期的合併談判在法律上為不重要之說法，同時認為「既使所討論的事項可能不具重要性，不過一旦發表聲明否認任何討論的存在，因為所為的虛偽陳述將使得該不具重要性之事項，變成具有重要性。」***

本院選取審理本案，以解決上訴法院對適用於初期合併討論的重要性標準所產生的歧見，***

判 決

發回更審。

理 由

II

本院先前曾針對違反證券交易法第 10(b)條及規則 10b-5 提出數個確定的及普通法的必要條件。本院也明白的針對證券法規定義了「重要性」的標準(參閱 TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438 (1976)), 推斷出在委託書徵求的情形中,「如果一個合理的股東有充分的可能會認為該事實對其決定如何投票是重要的話,一個被省略的事實將被視為是重要的。」在承認有些關於公司發展的訊息是否重要可能曖昧不清的前提下,本院很小心的避免將「重要性」的標準設的太低;本院擔心如果將最低標準設的太低,可能將涵蓋過份多量的資訊,而可能導致經營者「單純的只是將股東埋藏於一大堆瑣碎而不重要的資訊當中導致一個可能很難對投資決

策有所助益的結果。如果進一步闡述，要能符合重要性的必要條件，「必須有一個充分的可能性，也就是對於所省略事項之揭露，在一個合理的投資人眼中，被認為將重大的改變目前所有可取得資訊之組合的份量。」我們現在明確的採用 TSC Industries 案有關證券交易法第 10(b)條及規則 10b-5 內容中之「重要性」的標準。

III

將重要性的標準適用於初期合併討論的情形，並非自明之理。當公司發展對目標公司的財富所產生的影響為確定且明顯時，TSC Industries 案對於重要性的定義，允許直接適用。從另一個角度來看，當該事件的性質屬於偶然有條件的或投機的情形，那將很難確定，究竟一個「合理的投資人」是否會在當時，將所未揭露之資訊認定為是重要的。由於所計畫的交易不會完成是經常可能發生的，因此合併談判被列為後一種情形。

A

上訴人向我們主張第三巡迴法院用以解決此困難的一個檢驗標準。在這個處理的方法下，直到

進行合併談判雙方當事人在價格以及交易的結構上原則上已達成協議之前，初期的合併討論並不會變成是重要的（參閱 Greenfield v. Heublein, Inc., 742 F.2d 751, 757 (CA3 1984), cert. Denied, 469 U.S. 1215 (1985)）。就定義上來看，任何關於談判的訊息，在原則性協議之前的階段，未予揭露或誤傳，都將不會違反規則 10b-5。

目前已有三個原理用以闡述「原則性協議」的檢驗標準。第一個理由源自於 TSC Industries 案中所提出之顧慮，即投資人不應被許多過份詳細的與瑣碎的資訊所覆蓋，而必須以初期的合併談判可能會突然失敗的實際危險做為重點：因為那些討論基本甚是暫時的，針對這些討論的存在所做的揭露，很可能誤導投資人，同時助長錯誤的樂觀。***

其他兩個用以支持「原則性協議」的檢驗標準的理由，則是基於經營者的考量：由於「原則性協議」檢驗標準的要求限制了資訊揭露義務之範圍，這也幫助使得合併談判的討論得以保持機密，因為較早的揭露將對談判造成侵害；該檢驗標準同時也提通了一個有用的，明顯分界的規則用以決定何時該揭露資訊（參閱 Greenfield v. Heublein, Inc., 742 F.2d, at 757; Flamm v.

Eberstadt, 814 F.2d, 1169, 1176-1178 (CA7), cert. Denied, --U.S.--, 108 S. Ct. 157 (1987).)

然而,這些以政策為基礎的理由,沒有一個可以用來支持說明劃清「原則性協議」的界線,可以反映出這些資訊對投資人投資決策的重要性。第一個理由是表達於 TSC Industries 案中,唯一可以和此處所顧慮發生連結者,也完全被推翻了,甚至包括原本支持「原則性協議」檢驗標準的一個上訴法院,也拒絕接受此理由。「他的假設前提是,投資人都是傻子,無法正確的做出評價-既使被告知-合併在實際完成之前,都是非常危險或風險極高的提案或建議。」(參閱 Flamm v. Eberstadt, 814 F.2d, at 1175.) 資訊揭露而非刻意的隱瞞正確的資訊,是國會所表達與選擇的政策。我們一再地認為,制定那些不同證券法案的一個基本的目的,「在於使用資訊充分揭露的哲學,用以取代購買者自行承擔風險的哲學,進而達到建立證券業中高商業道德水準的目標」(參閱 SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc., 375 U.S. 180, 186 (1963).)。重要性要求所扮演的角色,並不是為了要「將原因歸咎於投資人天真的無知,沒有能力理解有關談判可能的重要程度」(參閱 Flamm v.

Eberstadt, 814 F.2d, at 1175.), 而是為了要過濾出實質上毫無用處的資訊,一個合理的投資人並不會認為是重要的情形,縱使是要從所有資訊的一部份來決定是否投資,也不會覺得重要的情形。

第二個理由,初期合併談判保持機密之重要性,似乎也 and 一個合理的投資人在作投資決策時,評估該消息存在是否重要毫無關聯。為了要避免對目標公司競標戰爭的爆發,從事收購的公司通常會堅持談判及談判的內容要絕對保密(參閱,例如, In re Carnation Co., Exchange Act Release No. 22214, 33 SEC Docket 1025 (1985).), 同時至少有一個上訴法院也曾經聲明,「在大多數情形,對於未定的交易價格與交易結構保持緘默,對投資人是有利的」(參閱 Flamm v. Eberstadt, 814 F.2d, at 1177.)

然而,我們並不需要確定該機密是否真能增進股東的財富-雖然我們曾經提到,該主張在理論與實證研究上至少還是有爭議的-因為本案的重點並不在討論資訊揭露的時機;他所關心的是資訊揭露的正確性與完整性。我們在這裡所面臨的範圍較小的問題為,究竟關於初期合併談判的存在與狀態,對合理投資人的交易決策而言,是否是重要的?基於前述事實有關某些資

訊揭露是否屬於過早或不成熟揭露的辯論，如將其置於發行公司的資訊揭露義務標題下討論，可能更為恰當。以「機密」作為理由對重要性的定義而言，其實是不適當的。

最後一個用以支持「原則性協議」檢驗標準的理由，似乎只是為了讓公司經營者覺得舒服些罷了。一個明確劃清界限的規則，實際上真的比一個只訂出標準，而要求必須斟酌所有情況來做出決定的情形來的更容易遵循。但是，單純只是為了適用上的容易的理由，並不能成為忽視證券法規以及國會政策的藉口。任何方法如果指定一個單一事實或事件，作為決定那些必須經過詳細實情調查的標準時，必然會有包含太多或包含太少的情形。***

我們因此發現，並沒有任何有效的理由，可以將關於合併討論事項，可能被一個合理的投資人在做出投資決定時認為重要的資訊，只因為雙方談判代表尚未對合併的價格與結構達成原則上的協議，而被人為的從重要性資訊的定義中排除。***

C

甚至在本院對 TSC Industries 案做出判決前，第二巡迴法院也已

經就觀於暫時的或純推論性的消息或事件，解釋了規則 10b-5 中重要性要求所扮演的角色，賦予了該專門名詞獨立於規則中其他條款的意義。在這些情況下，重要性將取決於某一個特定時點上，對所指事件即將發生的可能性，以及從公司行為的整體觀點對該事件所預期的重要程度，加以平衡綜合判斷（參閱 SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d, at 849.）。很有趣的是，第三巡迴法庭的判決既未採用「原則性協議」的測試標準，上訴人在此也未對此標準加以爭執。他們寧願建議，關於初期的合併談判，有很好的理由對價格及結構已達成協議的情形作為區分的界線。

在一個後來的判決中，不久前才卸任的法官 Friendly，為第二巡迴法庭寫判決主文，對初期合併談判的特定情形，適用了 Texas Gulf Sulphur 案中所採用的可能性/重要性方法。在認知了對於重要性的判斷是必須根據每一個案例的特殊事實加以認定之後，他說：

由於一個合併案中，被併購，也就是死亡，對一個小公司而言，乃其生命中最重要的一件事，我們認為，關於此類合併的內線消息，雖然只是初期階段極有可能成為非常重要的訊息，這與其他程度較沒那麼嚴重的交易案例不太相同-

雖然這類合併案在形成階段的失敗率相當的高（參閱 SEC v. Geon Industries, Inc., 531 F.2d 39, 47-48 (CA2 1976). ）。我們同意這樣的分析。因此，合併的討論在每一個特定的案例中，究竟有無重要性，取決於每一個案例特殊的事實。一般而言，為了要評估該事件將會發生的可能性，一個事實調查者必須觀察公司最高階層對該交易的興趣指標。在尚未將所有可能的因素加以登錄前，我們可以藉由一些例子，如董事會決議、對投資銀行的指示，以及雙方當事人或其仲介機構之實際談判情形，來注意公司對該事件興趣的指標是高是低。為了要評估該項交易對其有價證券已宣稱被操縱之係爭發行公司的重要性，一個事實調查者則需考慮相

關事實，諸如兩家公司的規模，以及可能高於公司有價證券市場價格的併購價格。在合併交易尚未商訂之前，並沒有特定的事件或因素本身，會被認為必然的或充分的足以決定該合併討論是具備重要性的。

我們在今天必須要澄清，所謂的重要性乃一個合理的投資人對未揭露或虛偽陳述之資訊，認為是重要的。我們在此所主張對特定事實進行調查的方法，與一些其他法院所採用評估合併談判是否具重要性的方法是一致的。因為本院所採用之重要性的標準與兩個下級法院所採用的均不相同，因此我們將本案發回，由下級法院重新考慮究竟對本案逕予簡易判決（summary judgment）是否合宜。