

38. TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc. 426 U.S. 438 (1976)

黃偉峯 節譯

判 決 要 旨

1. 依據 1934 年之聯邦證券交易法第 14(a) 條所制定之 14a-9 規則明定，「委託書的徵求...不應是在有重大事實的虛偽陳述或誤導的情形下，或就陳述內容非為虛偽或誤導所必須揭露之重大事實有所遺漏之情形下作成。」

(Rule 14a-9, promulgated under 14(a) of the Securities Exchange Act of 1934, provides that no proxy solicitation shall be made “which ...is false or misleading with respect to any material fact, or which omits to state any material fact necessary in order to make the statements therein not false or misleading.”)

2. 最符合 14a-9 規則之政策之一般重大性原則，並非如聯邦二審法院所適用之標準，而其標準應如下：漏未揭露之事實，若係具有實質可能性之使一合理之股東認為其係於決定如何投票時之重要因素者，則其係屬重大。此標準與 Mills 案中關於重大性之概括性描述：「該瑕疵具有影響投票過程之重大傾向」，係完全符合。該標準不要求對於漏未揭露之事實所可能造成一合理投資者改變其投票之實質可能性提出證明。然而係著眼於實質可能性之存在，而於所有情況下，認定該漏未揭露之事實係一合理之股東於考量做出決定時之實質重要之因素。

(The general standard of materiality best comports with Rule 14a-9’s policies is not the standard applied by the Court of Appeals but is as follows: An omitted fact is material if there is a substantial likelihood that a reasonable shareholder would consider it important in

deciding how to vote. This standard is fully consistent with the general description of materiality as a requirement that “the defect have a significant propensity to affect the voting process.” Mills v. Electric AutoLite Co., 396 U.S. 375, 384. It does not require proof of a substantial likelihood that disclosure of the omitted fact would have caused the reasonable investor to change his vote, but contemplates a showing of a substantial likelihood that, under all the circumstances, the omitted fact would have assumed actual significance in the reasonable shareholder’s deliberations.)

3. 如何認定重大的爭議是一個法律和事實的混合問題，涉及到法律上的標準在特定一連串事實上的應用，尚且，唯有在確立之未揭露訊息對於投資者而言，係「如此明顯的重要」，以致於「一個合理之人對於該重大性之認定不會有所爭議」之情況下，始有涉及是否以法律上之簡易判決適當地解決重大性認定之根本爭議。

(The issue of materiality is a mixed question of law and fact, involving as it does the application of a legal standard to a particular set of facts, and only if the established omissions are “so obviously important to an investor that reasonable minds cannot differ on the question of materiality” is the ultimate issue of materiality appropriately resolved “as a matter of law” by summary judgment.)

關 鍵 詞

proxy solicitation (委託書之徵求)；Securities Exchange Act (證券交易法)；false or misleading (虛偽陳述或誤導)；material (重大的) shareholder meeting (股東會)；acquisition (收購)。

(本案判決由大法官 Marshall 主筆撰寫)

事 實

案例的爭端起源在於上訴人 (petitioner) National Industries (以下簡稱 National) 收購 TSC Industries (以下簡稱 TSC)。在 National 從 TSC 的創立人、主要股東及家族身上，購買了百分之三十四有表決權之股份。而該創立人及其兒子立即在 TSC 的董事會上辭去董事職位，由 National 提名的五位人選取代，其中包括隨後分別成為 TSC 董事會主席和執行委員會主席之 National 的總裁和執行副總裁。之後，TSC 的董事會通過一項清算和賣掉 TSC 所有資產之決議，其方法為以 TSC 的普通股和特別股 (common and preferred stock) 來交換 National 的特別股及可購買 National 普通股之認股權證。TSC 和 National 之後聯合發表委託書徵求聲明 (proxy statement) 給他們的股東，建議他們承認這項提案。委託書的徵求狀況很成功，TSC 因而開始進行清算程序，其股份的轉換也產生效力。被上訴人 (respondent) 是一位 TSC 的股東，對 TSC 和 National 的行為提出訴訟，主張損害賠償、回復原狀及其他之救濟，主張他們公開徵求委託書的共同聲明並不完整且有重大誤導

(materially misleading) 之情形係違反聯邦證券交易法第 14 (a) 條及 14a-9 規則規定，因為該委託書徵求聲明就 National 對於 TSC 之控制程度之重大訊息有所遺漏 (換言之，該委託書徵求聲明並未揭露 National 的總裁和執行副總裁在 TSC 所擔任之職位，及關於 National 和 TSC 向聯邦證券管理委員會陳報 National 可被認為是 TSC 母公司之報告)，另關於 TSC 被收購的有利程度對股東說明 (亦即，該徵求書怠於揭露某些不利之資訊，包括一封來自投資銀行的建議信函，該投資銀行早期對於提案之有利意見在委託書徵求聲明中係已被揭露的；另外，亦怠於揭露關於 National 和某信託基金 (mutual fund) 近期對於 National 普通股股票之購買，有操縱證券市場之疑慮)。聯邦一審法院拒絕被上訴人聲請作成簡易判決之請求。聯邦二審法院撤銷之，認為該遺漏未說明的部分在法律上得認為係重大的 (were material as a matter of law)，並就重大訊息定義為“一個合理的股東可能會認為重要的所有事實” (all facts which a reasonable shareholder might consider important)。

判 決

聯邦一審法院拒絕被上訴人聲請作成簡易判決之請求，聯邦二審法院撤銷之，本院撤銷二審判決（512 F.2d 324），發回更審。

理 由

I

本件涉及上訴人 National 併購另一上訴人 TSC，在 1969 年 2 月從 Charles E. Schmidt 和他的家人身上，購買了 TSC 百分之三十四的有表決權的股票。Schmidt 先生曾經是 TSC 企業之創立人和主要股東，隨即和他的兒子在 TSC 的董事會上辭職。而 Stanley R. Yarmuth，任職 National 之總裁和執行長，變成 TSC 董事會之主席，而 Charles F.

Simonelli，任職 National 之執行副總裁，成為 TSC 執行委員會的主席。在 1969 年的 10 月 16 日，在 TSC 的董事會上，在 National 之提名人棄權的情況下，通過清算和出賣 TSC 所有資產給 National 的提案。該提案之主旨係提出以 TSC 的普通股和系列 1 的特別股交換 National 系列 B 的特別股和認股權證。¹ 在 1969 年的 11 月 12 日，TSC 和 National 發布聯合聲明給他們的股東，建議股東們承認該項提案。這件委託書的徵求很成功，TSC 進行股份之交換亦被實施。

此訴訟由被上訴人 Northway（TSC 的一位股東）對 TSC 及 National 提出，主張 TSC 和 National 之共同委託書徵求聲明，係未完整且重大誤導股東而違反 1934 年之聯邦證券交易法第 14 (a) 條²，及依該法規制定之 14a-3、14a-9 規則

¹ 每一股 TSC 普通股，得換發 0.5 股之 National 之系列 B 特別股及 1.5 單位之 National 認股權證。每一股 TSC 系列 1 之特別股，得換發 0.6 股之 National 之系列 B 特別股及 1 單位 National 認股權證。National 之系列 B 特別股可轉換為 0.75 股之 National 普通股。一個 National 認股權證賦予持有人得於截至 1978 年 10 月前，以特定金額購買一股之 National 普通股。

² 第 14(a)條規定：「任何人藉由郵件之使用、或州際貿易之任何方法或手段、或任何國家證券交易之設備或其他方式，違反證券交易委員會可能認為對公眾利益或保護投資大眾係必要或適當之法律及規則，去徵求或允許他人以其姓名去徵求任何與依據第 781 章規定登記之證券（免除登記義務之證券”exempted security”不在此限）有關之任何委託書、同意書或授權書。」

³。其主張如下：依第 14a-3 規則之規定，該委託書徵求聲明並未盡到說明 Schmidt 先生將其所持有 TSC 之股份移轉給 National 已造成 National 擁有對於 TSC 之控制權。⁴ 依 14a-9 規則之要求⁵，本案所涉及的範圍係 TSC 和 National 於委託書徵求聲明中關於 National 對 TSC 的控制程度，及說明該提案對 TSC 股東有利的條件等重大訊息之漏未揭露 (the favorability of the terms of the proposal)。⁶

被上訴人 Northway 在 1969 年

12 月 4 日，於預定針對提案交易行為舉行股東會議的前一天，向伊利諾州北區聯邦地方法院提出訴訟。被上訴人之前係請求禁制令，未曾向法院提出訴訟，於 1972 年被上訴人修改其請求為主張金錢損害賠償、回復原狀或其他衡平法上的救濟。不久之後，Northway 就 TSC 和 National 應負的責任請求簡易判決。聯邦地方法院否決此項請求，但根據 28 U.S.C. 1292 (b) 法規准予其有上訴之權利。聯邦第七巡迴二審法院同意聯邦一審法院

³ Northway 於其起訴狀中亦主張，National 進行詐欺計畫以低於公平價值收購 TSC 之行為，係違反證券交易法第 10(b)條及依該規定制定之第 10b-5 條規則之規定。Northway 於本院審理程序中並未繼續為上述主張。Northway 亦對 Charles Schmidt 及其家人提起訴訟，控告他們幫助及教唆被告公司違反第 10(b)條及第 10b-5 條規則。聯邦地方法院對被告 Schmidt 作成簡易判決，聯邦上訴法院維持原判。原訴訟之主張並未向本院提出。

⁴ 第 14a-3(a)條規則規定：「除非被徵求之每一人係同時或事先被附以載明附件 14A 中規定內容之書面委託書徵求聲明，否則依據本規則規定，不得為徵求之行為。」，附件 14A，第 5 (e)項規定：「若當事人知悉其徵求行為將改變其自上一個會計年度起對於委託書發行者之控制權，則該委託書徵求聲明上應載明取得控制權之當事人姓名、控制權之基礎、日期及交易之說明、或取得控制權之交易及當事人現在對於委託書發行者所擁有之有表決權之股權比例。」

⁵ Northway 也依第 14a-9 條規則主張，委託書徵求聲明中關於 TSC 董事會已通過交易提案之主張乃構成重大誤導。首先，其主張該提案並未依據可適用之州法規定而合法的通過；其次，無論如何，該聲明皆應揭露該提案僅獲得四票贊成票，且 National 之提名人皆曾受 National 法律顧問之應投反對票之警告。上訴法院並未同意第一個主張，且認為第二個主張不適當作成簡易判決。前述二主張皆未向本院提出。

⁶ 第 14a-9(a)條規則規定：「依據本規則規定，委託書之徵求不得透過任何委託書徵求聲明、委託書之表格、會議之通知或其他通訊方式，無論係以書面或口頭之形式，在其作成之情況下判斷，係含有任何對於任何重大事實之虛偽陳述或誤導、或就必要的得以防止導致虛偽或誤導之重大事實之漏未陳述、或就必要的得導正在先前通訊中，關於該委託書徵求之聲明，在其他相同會議或議題中將被認為構成虛偽或誤導之重大事實。」

的判決，認為就 National 購買 Schmidt 在 TSC 的股份，是否造成控制權的變更，確實存在一個事實上的爭議，因此針對 14a-3 法規之主張，法院受理簡易判決之要求係不適當的。但聯邦二審法院撤銷聯邦一審法院拒絕對於 Northway 關於 14a-9 規則主張作成簡易判決之請求，認為系爭未揭露的訊息在法律上係屬重大也 (512 F.2d 324)。

我們認為上訴有理由因聯邦二審法院在解決何謂重大訊息所適用之標準，與其他聯邦二審法院在適用該標準上係有衝突的 (參 423 U.S. 820)。因此我們作出授予 Northway 一部簡易判決之命令是錯誤的。

II

A

就如同我們在許多案件中指出的，聯邦證券交易法第 14 (a) 條之目的乃在“藉由確使委託書之徵求過程，包含了對於股東解釋關於向其取得股東表決權之表決內容之真實性質，以促使股東得自由行

使其投票權”。參 Mills v. Electric Auto-Lite Co. 案 (396 U.S. 375, 381); J. I. Case Co. v. Borak 案 (377 U.S. 426, 431)。在 Borak 案中，本院認為在第 14 (a) 條中之廣義救濟目的，涵蓋就聯邦證券交易法第 27 條 (15 U.S.C 78 aa) 之違反即影射個人起訴權利之認可 (即訴因)，乃屬當然。還有在 Mills 該案中，我們某種程度地嘗試去澄清違反第 14 (a) 條之個人訴因之構成要件。在一訴訟中，於挑戰因贊成合併之委託書徵求聲明是否足以該當第 14 (a) 條及 14a-9 規則時，我們認為並不需要就委託書徵求聲明上的缺失對於投票行為有決定性的影響作出證明。只要不實陳述或遺漏的訊息是重大的，違反和損害之因果關係已經足以確立，因此我們結論，“如該委託書之徵求本身，...與交易行為的完成有實質的關聯就足以認定二者有因果關係 (was essential link in the accomplishment of the transaction)。” (396 U.S. at 385)。自 Mills 案後，有關「重大性」的見解認定增加其重要性。⁷

⁷ 我們過去案件並未考量且我們亦無機會於本案考量，就公司之發行產生重大誤導之委託書徵求聲明或個人之涉及準備具有重大誤導性質之委託書徵求聲明，於第 14(a)規定之構成要件之違反須具備何種可責性。參 Gerstle v. Gamble-Skogmo, Inc. 案, 478 F.2d 1281,

B

毫無疑問的，所謂「重大」的議題是客觀 (objective) 的問題，它牽涉到一個遺漏或不實陳述的訊息 (an omitted or misrepresented fact) 對合理投資者 (a reasonable investor) 的重要性。關於重大性之一般標準要件中之可變因素，通常發生於決定某一訊息應重要至何程度，或者該訊息應明確至何程度以至於會影響一個合理投資者的判斷之節骨點上。

聯邦二審法院 (the Court of Appeals) 在本案中將重大訊息認定為「一個合理的投資者會認為重要的所有訊息」(512 F.2d 第 330 頁)。這種重大性之檢驗標準至少被兩

個法院判決明確拒絕適用，認為如此將使行為人依 14a-9 規則負責之標準門檻太低，⁸ 如 *Gerstle v. Gamble-Skogmo, Inc.* (478 F.2d 1281) 和 *Smallwood v. Pearl Brewing Co.* (489 F.2d 579)。在這些案子中，聯邦第二和第五巡迴法院之合議庭 (panels)，傾向於用一般侵權行為的檢驗標準來認定重大 (the conventional tort test of materiality)，——該不實陳述或漏未揭露的訊息，是否造成一個合理行為人於決定如何行為時之重要因素。參閱 *Restatement (Second) of Torts 538 (2) (a)*。及 *American Law Institute, Federal Securities Code 256 (a)*，及前面提及之 *Gerstle v.*

1298-1301 (CA2 1973) ; *Richland v. Crandall* 案, 262 F. Supp. 538, 553 n. 12 (SDNY 1967) ; *R. Jennings & H. Marsh, Securities Regulation: Cases and Materials 1358-1359* (3d ed. 1972) ; *Ernst & Ernst v. Hochfelder* 案, 425 U.S. 185, 209 n. 28 (1976) 。

⁸ 這個標準或與此接近之標準，在涉及證券交易法不同章節之案例中已被廣泛地援用。參 *Chris-Craft Industries, Inc. v. Piper Aircraft Corp.* 案, 480 F.2d 341, [426 U.S. 438, 446] 363 (CA2 1973) ; *John R. Lewis, Inc. v. Newman* 案, 446 F.2d 800, 804 (CA5 1971) ; *Gilbert v. Nixon* 案, 429 F.2d 348, 355-356 (CA10 1970) ; *Rogen v. Ilikon Corp.* 案, 361 F.2d 260, 266 (CA1 1966) ; *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.* 案, 401 F.2d 833, 849 (CA2 1968), 拒絕作成裁量上訴受理令狀 ; *Coates v. SEC* 案, 394 U.S. 976 (1969) ; *List v. Fashion Park, Inc.* 案, 340 F.2d 457, 462 (CA2), 拒絕作成裁量上訴受理令狀 ; *List v. Lerner* 案, 382 U.S. 811 (1965) ; *Kohler v. Kohler Co.* 案, 319 F.2d 634, 642 (CA7 1963) 。惟參 *Sonesta Int'l Hotels Corp. v. Wellington Associates* 案, 483 F.2d 247, 251 (CA2 1973) 。在前述數個案例中，法院亦將重要性定義為包含『依合理及客觀的預期判斷係可能影響股票之價值』之事實。參 *Rogen v. Ilikon* 案, supra ; *SEC v. Texas Gulf Sulphur* 案 ; *List v. Fashion Park, Inc.* 案 ; *Kohler v. Kohler Co.* 案。上訴法院於本案採用之標準已適用於 *Kohn* 案及 *Ronson Corp.* 案。 *Kohn v. American Metal Climax, Inc.* 案, 458 F.2d 255, 269 (CA3 1972) (10 (b)), 及 *Ronson Corp. v. Liquifin Aktiengesellschaft* 案, 483 F.2d 846, 851 (CA3 1973) (14 (e)) 。

Gamble-Skogmo, Inc.等案中，也認同下列標準，而該等標準之形成係就有爭議之投票選舉事項之通知而來。該標準即為“用切合實際的觀點來看，就誤述或漏未陳述的事實，是否會存在一種實質可能性，而可能導致一個股東授權其委託書於徵求人或相反的拒絕授權，若於前述這些事實不存在時是否會導致他採取相反之行爲”。General Time Corp. v. Talley Industries, Inc., 403 F.2d 159, 162 (CA2 1968), cert. Denied, 393 U.S. 1026 (1969)。

聯邦二審法院在此案中大量援引前面提到本院於 Mills v. Electric Auto-Lite Co.案中之看法，而將重大事實廣泛定義為以一個合理的投資者可能會認為是重要的。但此援引是有錯誤的。Mills 案中法院的確就重大性具體認定為：“至少可具體的下結論認為，該瑕疵之特性係足以令一個合理的股東在他決定如何投票之過程中認為是重要的”參 396 U.S. at 384。即使將 Mills 案中法院之任何用語解讀為重大性

之概括觀念之建議，其亦僅僅能被視為重大性意見之次要參考資料如“該瑕疵是否具有影響投票過程之重要傾向之要件”。因該要件即為本院所認定之“適足的符合目的論來確保訴因 (cause of action) 不會僅因微不足道之瑕疵或與被尋求同意權之交易行爲無關連之證據而成立，尚且，此種對於該瑕疵或責任之加諸所爲之修正並非第 14 (a) 條所欲進而保護之利益”。然而，即使應解讀 Mills 案中法院之用語，亦應在理解本院特別明確的拒絕採用 Mills 案中對於遺漏資訊重大性之認定之前提下爲之。此部份關於重大性的參考，僅是我們初步對於本案主要問題的考量——就委託書徵求聲明中漏未揭露部分之重大性之證明，是否須輔以該瑕疵確實已致影響投票之結果以爲認定。然而，很清楚的，在 Mills 案中，法院並無意排斥就 14a-9 規則中關於重大性之意義佐證其他之要件。⁹

⁹ 上訴法院所引之 Affiliated Ute Citizen 案 (Affiliated Ute Citizens v. United States, 406 U.S. 128 (1972)) 亦未作成決定。本院於該案中主張，違反第 10b-5 條規定涉及揭露義務之違反者，“信賴之積極證據非請求回復原狀之先決條件。真正必要者係該被遺漏之事實係屬重大的訊息，而係合理之投資者於作出決定時可能會認定為重要者。”前述括號中文字所涵蓋之結論即係指出，當重要性已被明確建立時，信賴之積極證據即非必要，且為了該當此結論，明確表示重要性之精確定義亦非必要，而僅僅須提出符合該觀念之理解。除此之外，括號中文字亦不蘊含須符合其他要件之目的。

C

為形成 14a-9 規則下重大性的標準，我們當然的受到 Borak 和 Mills 案中對於該規則廣義救濟目的之認知所支配。但該目的並非僅僅以司法之手段來確保交易行為所涉及之實際條件是否公平適當，而係以公司經營之揭露義務使股東能作出已受合理告知之決定來確保之。參 Mills 案，396 U.S., at 381。基於此理論之提出，法院在此種訴訟中所最為迫切需求扮演之角色為：因本案為交易行為完成後所生紛爭，故法院只需決定該提案是否實際上會為股東所同意且非係在不實陳述或漏未揭露重大訊息下所完成者。但如同我們由 Mills 案中所認知的，此問題並非須取決於百分之百之確認（such matters are not subject to determination with certainty）。對於不實陳述或漏未揭露訊息之重大性之認定產生質疑乃稀鬆平常之事。尤其基於 14a-9 規則預防性規範目的之觀點，及委託書徵求內容係屬於公司經營之控制範圍內之事實言，將這些質疑用符合該規範所欲保護之目的論來尋求解決之道是適當的。

然而，本院了解關於委託書制度之揭露政策之具體化，係有限制的。惟堅持揭露某些重要性不確定之資訊，其結果可能係弊多於利。

違反 14a-9 規則所應承擔之潛在責任實為巨大，且若重大性認定的標準係不必要地低，則不僅可能造成公司及其管理階層受制於就不重要之遺漏或不實陳述皆有說明的義務，尚且可能造成管理階層因置身於實質責任之恐懼而使股東淹沒於大量瑣碎資訊之中，造成難以對於股東就被告知之資訊作出決定有所幫助。本院以為聯邦二審法院在本案中就重大性事實之認定所採用的標準--「一個合理的股東可能 (might) 會認為是重要的事實者」，將會明顯地產生前述之危險。我們同意法官 Friendly 在 Gerstle 案之聯邦二審法院所提出之看法，認為「可能」(might) 之用語與僅僅具有「可能性」(possibility) 相較而言，較具暗示意味，然而此區別係不太可能加以認定的 (however unlikely) ” 478 F.2d, at 1302。

本院認為最符合 14a-9 規則之政策之一般重大性標準如下：漏未揭露之事實若係具有實質可能性，而使一合理之股東認為其係決定如何投票的重要因素者，則其係屬重大。此標準與 Mills 案中關於重大性之概括性描述：「該瑕疵具有影響投票過程之重大傾向」，係完全符合。該標準不要求對於漏未揭露之事實所可能造成一合理之

投資者改變其投票之實質可能性提出證明。然而係著眼於實質可能性之存在，而於所有情況下，認定該漏未揭露之事實係一合理之股東考量做出決定時之實質重要之因素。換句話說，漏未揭露之事實須具有使合理之投資者視其得重大改變全部資訊之效益之實質可能性。¹⁰

D

有關重大性的爭議可被認定為一法律和事實之混合問題，涉及到法律的標準對特定事實的應用。於考量就此爭點做出簡易判決是否適當時¹¹，我們必須謹記於心的是，通常不具爭議性之根本客觀之事實即係根本的決定重大性之原點。該決定需要詳細評估提供予一個合理之股東之資訊是會引起該合理之股東認為一組事實及該被提供之資訊係重大的，且該評估即係須特別就事實審理者，即為事實

認定之問題 (the trier of fact)。¹² 唯有在確立之未揭露訊息對於投資者而言，係「如此明顯的重要」，以致於「一個合理之人對於該重大性之認定不會有所爭議」(so obviously important to an investor, that reasonable minds cannot differ on the question of materiality) 之情況下，始涉及是否以法律上 (as a matter of law) 之簡易判決適當地解決重大性認定之根本爭議。

III

聯邦二審法院認為本案所遺漏的事實導致重大性誤導之結果，於法律上係涉及兩個一般性之爭議：於委託書徵求時 National 對 TSC 之控制程度及提案交易之條件對 TSC 股東之有利性。

A、National 對 TSC 的控制權

聯邦二審法院認為本案關於

¹⁰ 當然，本院為定義 14A-9 規則所規定之重要性，同意就證券交易委員會根據廣泛法律授權所制定之規則加以解釋，以促進公共利益及投資人之保護。參 Cf. Ernst & Ernst v. Hochfelder 案，425 U.S. at 212-214。在這些情形之下，證券交易委員會針對適當性揭露確保之需要及為避免民事責任因設定過低門檻而造成反效果之需要間，所採取之適當平衡之觀點，應一併列入考量。

¹¹ 聯邦民事訴訟法第 56(c)條規定，僅於對任何重大事實無實質爭議時，始允許法院作出簡易判決。

¹² 在類似之情況下，在過失案中，陪審團以適用合理之人之標準來排除法院簡易判決之作成，係通常地被認為屬其特有之權限。

National 對 TSC 之經營管理具有潛在之影響及控制之兩個漏未揭露的訊息，在法律上係可認為是重大的。第一點，在徵求委託書的說明，未能於該委託書發布時明白表示 TSC 董事會之主席係由 National 的總裁和執行長之 Stanley Yarmuth 擔任，且 TSC 執行委員會之主席係由 National 的副執行總裁 Charles Simonelli 擔任。第二點，該聲明亦漏未揭露關於 TSC 及 National 向證券交易所 (SEC) 陳報的檔案報告中所指出之 National 可被認定為 1933 年聯邦證券法所定義之 TSC 之母公司 (parent)。¹³ 二審法院指

出 TSC 之股東係仰賴 TSC 董事會來代表他們和 National 協商最佳之換股比例。而後聯邦二審法院基於認定下述事由乃具說服力之指引，而認為該遺漏之事實係屬重大：“TSC 之董事會係實質上在 National 之控制下，且 National 因而就換股比例之確定係「球員兼裁判」(sat on both sides of the table)”。

本院並不同意就委託書徵求聲明中漏未揭露之這些事實即得以授權法院對於 TSC 及 National 作出如本案訴訟紀錄 (on this record) 之簡易判決。本院之結論

¹³ 括號中文字係出自於 National 之表單 13D 中，該表格之製作與聯邦證券交易法第 13 (d) 條規定相符。大致上相同之文字敘述亦出現於 TSC 之表單 10-K 中，並被表格 8-K 列為參考資料，兩者之製作皆與聯邦證券交易法第 13 (d) 條規定相符。”母公司(parent)”一詞於證券交易委員會規則 12b-2(a)、(f)、(k)，及 17 CFR 240.12b-2(a)、(f)、(k) (1975) 中之定義如下：

“除了另有規定，以下名詞，係被使用於包含本規定或 13A 或 15D 規則中、或係於依據證券交易法第 12、13 或 15 (d) 規定所製作之聲明或報告之表單中時，應具有本規則下述個別之定義：

“(a) 關係企業 (Affiliate)：所謂特定企業之關係企業或從屬於特定企業者，係指特定企業直接或間接經由一個或多個中間媒介以控制、或被該特定企業控制、或與該特定企業具有一般之控制關係者而言。

“(f) 控制 (Control)：”控制”此一名詞(包括控制中”controlling”、被控制”controlled by”及具有控制關係”under common control with”)，係指直接或間接的持有主導或產生主導企業之管理和策略之權力，惟其係透過有表決權股票之持有或契約或其他方式為之者，在所不論。

“(k) 母公司 (Parent)。所謂特定企業之母公司係屬一直接控制或間接透過一個或數個媒介控制該特定企業之關係企業。

根據 1933 年證券交易法制定之規則，亦包含相同的定義。17 CFR 230.405(a)、(f)、(n) (1975)。

將不因漏未揭露之訊息係被單獨或一併的考量而有所不同。

委託書徵求聲明中明顯的揭示 National 擁有 TSC 百分之三十四有表決權的股份，而且無其他股東持股超過百分之十。另外該說明書也很明顯的揭露出十位股東中有五位係出自 National 之提名，其中亦提及 National 所提名之人在 National 之職位，指出 Stanley Yarmuth 是 National 的總裁及董事，Charles Simonelli 是 National 的副總裁和董事。這些揭露事實皆已明白顯示 National 和 TSC 的實質關係且達到使合理之股東認知到 National 對 TSC 企業有一定之影響力。綜觀這些已揭露的事實，本院當然的不認為「Stanley Yarmuth 是 TSC 董事會的主席和 Charles Simonelli 是執行委員會的主席」之補充事實在本案之訴訟紀錄 (on this record) 中是如此明顯重要的以致於合理之人皆認為其具有重大性。

本院亦不認為 TSC 及 National 漏未就向證券交易所陳報之檔案

中指出「National 可被認定為 TSC 之母公司」之資訊揭露，係在法律上構成重大性誤導。如同本院已注意到的，聯邦一審法院及二審法院皆認為是否應拒絕就基於第 14a-3 條對系爭之主張做出簡易判決，乃取決於在委託書徵求時，National 是否對於 TSC 有實質控制權之事實上單純爭點。現今為解決此爭點之目的，本院必須做出假設來討論，若假設當時 National 對 TSC 無控制權，則很明顯地 TSC 和 National 並無此揭露義務，因其根本不具備控制權存在之基本要件。如果該委託書徵求聲明欲揭露其向證券交易所之陳報中之「National 可能會被視為 TSC 之母公司」時，則即使是不需要揭露之狀況下，因該揭露涵蓋了 National 對 TSC 有控制權之否認聲明或 National 對 TSC 是否有控制權之理解之否認聲明，亦屬適當。¹⁴ 然而，總體來說，委託書徵求聲明中是否有此否認聲明之資訊，並非如此明顯的重要，因為與委託書徵求聲明中之其他事實相較，該未揭露並不

¹⁴ National 和 TSC 當時之狀態係”有鑒於 National 和原 TSC 之管理階層間...從未劃清明確之分野，是故無人得以知悉在 Schmidt 之股權購買行為至完成股東會決議通過購買 TSC 資產之整個期間中，誰最終能控制 TSC 公司”。

會造成委託書徵求聲明在法律上使人產生重大性之誤解。¹⁵

B、條件對 TSC 股東之有利性

聯邦二審法院亦認為該委託書徵求聲明，就提案交易條件之對於 TSC 股東有利情況之說明中，怠於揭露相關之兩組事實，而造成該委託書徵求聲明之重大性瑕疵。第一個漏未揭露之訊息，係來自一封由投資銀行出具之意見信而該意見被聯邦二審法院認為係對 TSC 之股東來說屬「壞消息」(bad news) 之資訊；該投資銀行早期對於提案交易行為之公平性之有利意見在委託書徵求聲明中係有被揭露的。第二個漏未揭露之訊息係關於 National 和 Madison Fund 之大型信託基金 (mutual fund) 公司在委託書徵求聲明發布之二年前，即已購買 National 普通股之事實。

1

委託書徵求聲明就 Horn-

blower & Weeks-Hemphill 投資銀行任職的 Noyes 對於 TSC 與 National 之換股比例之公平性所提出之有利意見已揭露之。委託書徵求聲明中亦提及該意見中，投資銀行所考量之點如下：「...除了其他之項目，尚包括兩家公司現時股票之市價、National 系列 B 特別股之高贖回價、兩家公司之股利和債券條件、現時市價與提供予 TSC 股東之股票價格之高額溢價 (substantial premium) 以及增加之股利收入。」

聯邦二審法院將焦點集中於該參考意見中指出之「提供予 TSC 股東之股票價格之高額溢價」，並表示任何 TSC 的股東可根據委託書徵求聲明後四頁之現時市值表，計算出顯而易見之溢價收入。以 1969 年 11 月 7 日之收盤價為基礎，該委託書徵求聲明發布之五日前，顯而易見之溢價收入詳如後述。每一 TSC 系列 1 之特別股得以每股 12 元之收盤價，換得每股

¹⁵ 本院強調本院並無意暗示具有潛在性控制之事實，僅僅於事實上確有控制權之存在時即應被揭露之。舉例言之，若本案中之委託書徵求說明中怠於揭露 National 對 TSC 享有 34% 之股權利益及在 TSC 董事會中有五位 National 提名人之存在，則其遺漏即使該委託書徵求說明書構成法律上之重大誤導，不論 National 是否得被認為有實質上控制 TSC。其理由分為以下兩個部分。第一，在委託書徵求說明發布時，控制權存在之程度，對於準備製作委託書徵求說明之責任者而言係仍存有疑問的，本院不願以對於明顯地具有潛在性控制之事實之揭露義務來解決該疑問。第二，或許更明確的說，即使 National 並沒有「控制」TSC，其所持有之股權及在 TSC 董事會所擔任之職位，即已清楚的顯現其對 TSC 享有某些對 TSC 股東而言係明顯重要之影響力。

15.23 元 National 系列 B 之特別股和認股權證，因而有每股 3.23 元之溢價收入，亦即對 TSC 系列 1 特別股市價有百分之二十七之獲利。而每一 TSC 之普通股得以每股 13.25 元之收盤價，換得每股 16.19 元 National 系列 B 特別股和認股權證，因而有每股 2.94 元之溢價收入，亦即對普通股市價有百分之二十二之獲利。

在委託書徵求聲明中，指出 National 在 1969 年 11 月 7 日認股權證之收盤價為 5.25 元。聯邦二審法院認為 TSC 企業的股東係被誤導，因委託書徵求聲明漏未揭露關於該公司出具有利意見信函之兩星期後，Hornblower 公司復揭露其所以認定 National 提供予 TSC 之價格係屬公平乃基於該交易所涉及之認股權證之價格並非現時之市價，而大約是 3.5 元。若該認股權證之價格係 3.5 元而非 5.25 元，並依其他股票在 11 月 7 日的收盤價，依法院之估算，該顯而易見之溢價收入應實質上減少為——在 TSC 特別股部分由 3.23 (27%) 元降至 1.48 (12%) 元，在 TSC 普通

股部分由 2.94 (22%) 元降至 0.31 (2%) 元。”簡而言之”，聯邦二審法院認為，TSC 和 National 從投資銀行處同時收受一些好消息和一些壞消息。惟他們選擇只公布好消息而遺漏壞消息。

然而，自其隨後與 Hornblower 公司之通信中可發現，聯邦二審法院所認為之”壞消息”，不包含任何新的訊息。1969 年 10 月 16 日，即 Hornblower 意見信發布之首日，在當日 TSC 之董事會上，一位兼任 TSC 董事和 Hornblower 公司合夥人之 Blancke Noyes 明白指出，National 認股權證 (warrants) 的市價具有因涉及換股所額外發行之認股權證而下跌之可能性，並再次確認其就換股比例係公平之斷定將不受影響。之後 Hornblower 又發布一封由 Noyes 簽署之信函，其目的僅在解釋先前 10 月 16 日所發布有利意見之根本的計算基礎。”在該信函中，關於 National 對於 TSC 之出價是否公平之建議，Noyes 表示：「我們認為系爭認股權證之價格大約係 3.5 元。」¹⁶ 因此就其信函文義而言，Hornblower 公

¹⁶ Hornblower 隨後於 1969 年 10 月 31 日，由 Mr. Noyes 寫給 National 總裁 Stanley Yarmuth 之信件之主文內容如下：

“你曾經要求我們就你們提案收購 TSC 公司而發行之認股權證之價值，提出意見。我們明白這些認股權證具有與美國證券交易所上市之 National 認股權證相同之條件，而允許認

司之後發布信函，並未顯示有任何足以改變先前 10 月 16 日所發布信函中之有利意見——包括 TSC 股東因股票之換發所能獲得之“高於現時市價之高額溢價收入” (substantial premium over current market values) 之斷定。

然而真正的問題並不在於是否 Hornblower 公司在其後之信函中變更其原來之意見。而係其在於，10 月 16 日會議上提出之建議及其在之後之信函中表示 National 認股權證 (warrants) 之市價有下跌之可能而以精確之數字降低先前之估算之資訊，是否應該揭露之，以作為委託書徵求聲明中關於「TSC 股東因股票之換發所能獲得之高於現時市價之高額溢價收入」之參考資料，俾以澄清其要旨。本院最初注意到該委託書徵求聲明中所指出之高額溢價收入，僅是 Hornblower 公司所作出換股條件之有利意見之數個參考因素之

一。尚且，本院不能推定 TSC 股東僅將焦點置於該有利意見之“底線” (bottom line) 上，而排除其他作出該意見之考量因素。

TSC 和 National 堅持該高額溢價之參考資料無需澄清或補充，因即使 National 之認股權證被假設其價值為 3.5 元，高額溢價收入確係存在。惟聯邦二審法院採取相反之見解，不顧 TSC 股票在 1969 年 10 月初確定換股比例後，至 1969 年 11 月 7 日間，股價上漲之情形，而認為該股價之上漲係有利之換股比率公開後所造成之結果。當委託書徵求聲明寄出時，TSC 和 National 聲稱，TSC 股票的市價已經反應部分溢價收入，正如 Hornblower 公司就換股條件所提出之有利意見中所指出者相同。因此，TSC 和 National 指出 Hornblower 公司就提案交易估算出其具有公平性之意見乃係參考 TSC 特別股、TSC 普通股及

股權證持有人在 1978 年 10 月 31 日前，得以每股 21.4 元之價格購買 National 普通股。我們亦明白你希望我們在 1969 年 10 月 9 日作出決定。

“我們對於認股權證之評價係基於股東之角度而作出，而我也 TSC 公司之董事。在對 TSC 就 National 公司之要約之公平性提出建議時，該權證的價值是否反映仍未出售之 487,000 單位之認股權證在該日之市場價格，係有必要加以決定的。因此我們基於額外的大約 26 萬單位之認股權證皆於併購後發行之假設，加以決定前述爭點。

“經過對於其他已公開交易之認股權證之價格關係之研究，並參考認股憑證評價之慣用系統，及考量提案收購之項目，我們做出結論認為該系爭認股權證之價值大約為 3.5 元。

“如果您對於我們的評估意見有任何疑問，請隨時來電洽詢。”

National 特別股在 10 月初之市價作成。基於上述股價和涉及換股交易之面額 3.5 元之認股權證為基礎，TSC 和 National 主張溢價收入係實質存在的。每一股 TSC 特別股在 10 月初得以 11 元賣出並得依此價格換購 National 每股 13.10 元的特別股和認股權證，因而得獲取溢價收入 2.10 元，亦即百分之十九之獲利。每一股 TSC 的普通股在 10 月初得以每股 11.63 元賣出，並得依此價格換購 National 每股 13.25 元之特別股和認股權證，因而得獲取溢價收入 1.62 元，亦即百分之十四之獲利。因此本院必然地不能說此溢價收入在法律上係無實質價值的。尚且，若當本院必須假設於考量授與簡易判決之適當性時，自 TSC 股票在 10 月初至 11 月間之股價上漲反映出市場對於議定換股比例之反應，即得認為該委託書徵求聲明中所指出之高額溢價收入在法律上不構成重大之誤導。

然而還是存在一種可能性，雖然 TSC 及 National 以面額 3.5 元之認股權證及其他涉及該交易股票之 10 月初市價為基準，所主張高額溢價收入之存在係正確的，但該委託書徵求聲明卻誤導 TSC 股東

預測計算之溢價收入，超過實質之溢價收入。其溢價收入如依 10 月初之股票市價及 National 面額 3.5 元認股權證價格計算之——TSC 特別股可獲利百分之十九，普通股可獲利百分之十四，皆明顯的少於如委託書徵求聲明之以 11 月 7 日之收盤價計算——TSC 特別股可獲利百分之二十七，普通股可獲利百分之二十二。但是本院不願承認基於上述基礎而對 Northway 授與之簡易判決。反之，若本院承認之，則必須就下列兩點在法律上作出決定：第一點，該委託書徵求聲明已誤導 TSC 股東以 11 月 7 日之市價為基礎去計算他們的溢價收入；第二點，依委託書徵求聲明所計算出之溢價收入與依 10 月初之股票市價及 National 面額 3.5 元認股權證價格計算出之溢價收入間之差異乃係重大的。本院認為這些問題是事實認定之問題（即非法律審）。

2

最後本院關切之遺漏事實乃關於 National 及 Madison Fund 信託基金（mutual fund）購買 National 普通股一事。¹⁷ Northway 指出 National 董事會的主席是 Madison Fund 的董事，尚且，身兼 Madison

¹⁷ 受僱於 1967 年，Merkle 最初之年薪為 2500 美金（至 1968 年增加為美金 12,000 元）並持有可認購 National 公司 10,000 股普通股之選擇權。

Fund 總裁及執行長之 Edward Merkle 受雇於 National，並依其雙方之協議依 National 的請求於每月提供至少一天的服務。Northway 主張該委託書徵求聲明中，在向 TSC 股東介紹涉及提案交易之股票之市價時，應揭露關於 National 普通股在委託書發布之二年前即已被 National 及 Madison Fund 購買之事實。¹⁸ 尤其是 Northway 主張 TSC 的股東在法律上應就於 National 之收購 Schmidt 股份至該委託書徵求提出之期間內，購買該交易高達百分之八點五之 National 普通股之訊息，應被告知。Northway 前揭主張所欲彰顯之理論在於，該委託書對於其購買行為之揭露，將會明確指出其對於 National 普通股股價之預謀性操縱行為，而可能影響涉及提案交易之 National 特別股和認股權證的市價之情況的存在或至少有存在之可能。(The theory behind Northway's contention is that disclosure of these purchases would have pointed to the existence, or at least the possible existence, of

conspiratorial manipulation of the price of National common stock, which would have had an effect on the market price of the National preferred stock and warrants involved in the proposed transaction.)

在聯邦一審法院判決之前，Northway 試圖證明 National 與 Madison Fund 之購買 National 股票之行為是事先協調好的。然而，聯邦一審法院認為是否有協調之存在乃本案事實之實質爭點。聯邦一審法院基於認定協商行為之存在對於 Northway 主張之理論而言係必要的，因此拒絕對本案作出簡易判決。

聯邦二審法院同意聯邦一審法院關於「是否有共謀之爭點尚未明確建立」(collusion is not conclusively established)之觀點。然認為「共謀之存在係無疑的可被推定的」(it is certainly suggested)，聯邦二審法院因而認為該購買行為之漏未揭露在法律上構成重大誤導之行為，聯邦二審法院進而解釋道：

¹⁸ 在委託書徵求聲明中之「股東資產合併申報」之項目中，指出 National 公司在 1968 及 1969 年間，一共取得該公司自己普通股約 83,000 股，同期間其因股票選擇權計畫、僱傭契約、和認股權證而售出約 67,000 股。該委託書徵求聲明中並未就 Madison 在該兩年期間收購 National 公司普通股約 170,000 股一事、或是在委託書徵求之一年前 Madison 收購 200 萬美金之 National 公司可轉換成普通股之公司債一事加以揭露之。

“股東們於考慮該以特別股轉換成普通股的股份和認股權證之要約時，應被通知關於傾向於指出所涉及之普通股之現時賣價可能會因顯見之市場操縱行為而改變之狀況。這對股東而言，該普通股之市價是否屬股東於考量轉換特別股或認股權證時之因素相關或 Madison Fund 及 National 之行為實質上到底是否屬操縱行為，應交由股東自行決定之。

簡而言之，當聯邦二審法院認為該購買行為之重要程度僅等同於得以推定有操縱 National 普通股股價之嫌，並且認知是否有操縱行為乃本案事實之實質爭點之存在，聯邦二審法院卻仍認為應揭露該購買行為，俾使股東自行決定是否有操縱行為之存在。

聯邦二審法院之決定將造成以基於漏未揭露之資訊得以被推定為有市場操縱行為之存在而准許課以民事責任，即使公司管理階層

明知事實上並無市場操縱行為之存在亦然。本院不同意 14a-9 規則需要產生此種結果。14a-9 規則所關切的僅在於委託書徵求聲明是否有關於重大事實之表示而產生使人誤導的情形。如果我們必須對簡易判決之請求做出假設的話，National 和 Madison Fund 的購買行為並不存在共謀或操縱 (collusion or manipulation)，——也就是說，如果該購買行為是完全獨立地基於適當的公司治理及投資之目的，則依 Northway 所表明清楚之認知，得認為他們就明列於委託書徵求聲明中之市價之健全及可靠性不負任何義務¹⁹，因此該部分之漏未揭露不能被認定為重大的誤導。²⁰

當然，這並不是說證券交易委員會不能明確的制定法規，就如同本案之購買行為特別加以規定必須要揭露之，無論該購買行為是否有共謀或操縱行為之顯現。本院僅認為於本案例中若欲基於漏未揭

¹⁹ 或許其於其他案件中會有此主張，惟於本案而言，系爭之購買假設無操控或共謀之行為，則其無任何重大性議題之認定，而且也未有任何跡象顯示於委託書徵求聲明發布時有任何引起人懷疑之操控或共謀行為之存在。

²⁰ 法院於主張 National 和 Madison 之未揭露其股權購買之行為在法律上係違反第 14a-9 條規則時，聯邦二審法院不僅認為不需考慮是否有事實上共謀或操縱行為之存在，亦認為不需考慮該購買行為對於 National 之普通股之股價或甚而對於涉及提案交易之 National 之特別股和認股權證之價格，是否有產生任何重大之影響。就操控是否有阻卻下簡易判決之爭議，既然本院認為其為事實認定之問題，因此本院毋庸就聯邦二審法院之其他事項予以審酌。

露得推定有市場操縱之購買行為構成誤導之理論而課以責任，則必須在事實上有市場操縱之顯現。²¹

IV

總而言之，截至目前的訴訟紀

錄顯示，被主張漏未揭露而違反14a-9 規則之事實中，無一屬於法律上重大誤導的事實，Northway 不應被授與一部簡易判決。二審法院判決駁回並發回更審，且不得變更本院之見解。

以上為本院之判決。

²¹ 當然，此處所謂之顯示可能被視為間接及直接證據，則其購買股份之行為即可能會被一併列入考慮。