

### 43. Virginia Bankshares, Inc. v. Sandberg 501 U.S. 1083 (1991)

黃慶源 節譯

#### 判 決 要 旨

明知不實之理由、意見或信念之聲明，縱然形式上為結論性的陳述，依 1934 年證券交易法第 14 (a) 條規定，仍可以其屬證券管理委員會規則第 14a-9 條所稱之關於重要事實之不實陳述，而提起訴訟。

(Knowingly false statements of reasons, opinion, or belief, even though conclusory in form, may be actionable under 14 (a) as misstatements of material fact within the meaning of Rule 14a-9.)

#### 關 鍵 詞

“freeze-out” merger (強取合併); proxy solicitation (委託書之徵求); informational statement (資訊聲明); materially false or misleading statement (重大不實或誤導之聲明); the Securities Exchange Act of 1934 (1934 年證券交易法); the Securities and Exchange Commission’s Rule (證券管理委員會規則); essential link (重要關聯); conclusory (結論性的); corporate action (公司行為); congressional intent (國會意思); implied private cause of action (默示私訴因); nuisance litigation (濫訟)。

(本案判決由大法官 Souter 主筆撰寫)

#### 事 實

First American Bank of Virginia  
(以下簡稱「銀行」) 為 First  
American Bankshares, Inc. (以下簡

稱「FABI」完全控股之子公司，在「銀行」與上訴人 Virginia Banks, Inc. (以下簡稱「VBI」)的合併案中，「銀行」的執行委員會及董事會同意以每股 42 元之價格，購買少數股東的持股，少數股東於合併後，即喪失其於「銀行」之股權。雖然維吉尼亞州法律僅要求合併案於向股東發出訊息聲明書後，即可交付股東會表決，上訴人 (petitioner)「銀行」之董事會仍徵求委託書以表決該合併案。徵求書要求通過合併案，並聲明由於少數股東可就其持股獲得「高」價，該案已獲董事會核可。被上訴人 (respondent) Sandberg 拒絕提出委託書，並於合併案核准後，向地方法院起訴，以上訴人違反 1934 年證券交易法 (以下稱「證交法」) 第 14 (a) 條及證券管理委員會規則 (以下稱「證管會規則」) 第 14a-9 條之規定，以重大不實或誤導之聲明徵求委託書為由，請求損害賠償。被上訴人主張董事認為如欲保持其職位，除建議合併外，別無選擇。在審理程序中，法官指示陪審團，只要被上訴人所指控者為重大不實聲明，且委託書之徵求在合併程序中屬「重要關聯」(essential link)，被上訴人不須證明其信賴該不實聲明，即可獲勝。被上訴人獲得持股報價與實際公平價格間之

差額之判決。其他被上訴人於另案提起類似請求並獲勝訴。上訴法院以徵求委託書的某些聲明，包括股價之聲明，屬重大誤導，即使完成合併不需被上訴人之表決權數，被上訴人仍得提起訴訟為由，而維持原判決。

## 判 決

上訴法院的判決廢棄。

## 理 由

1. 明知不實之理由、意見或信念 (belief) 之聲明，縱然形式上為結論性 (conclusory) 的陳述，依證交法第 14 (a) 條規定，仍可基於其屬證管會規則第 14a-9 條所稱之關於重要事實之不實陳述，而提起訴訟。

(a) 該等聲明依第 14 (a) 條之規定，並非當然 (per se) 不得起訴。公司董事就其建議行為所作的確信聲明，或對其建議之理由的說明可能相當重要，因為一個合理的股東極可能在決定如何表決時，認為該聲明或解釋是重要的。

(b) 理由、意見或信念之聲明，為證管會規則所稱「有關重要事實」的聲明。Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores 案並不支持上訴

人之觀點，亦即不認為前述聲明基於政策之理由，應置於證管會規則的範圍之外。在前述案件中，只有真正的股票買賣者才有權依證交法第 10 (b) 條提起訴訟。因非確定性的買賣者可能製造假設性訴訟 (hypothetical action) 請求，不受獨立證據的約束，而有濫訟 (nuisance litigation) 的風險，相對的，董事會建議的理由或信念的聲明，是董事會依其所述理由或所持信念而行事的事實聲明，或有關其所述理由或信念的主題的聲明，因此，這些聲明是必須記載的公司記錄，可受到非原告所能控制的客觀證據的支持或攻擊。商業上結論性用詞 (conclusory terms) 亦應具有事實基礎。可證明的事實提供支持或否定結論性判斷 (conclusory judgment) 的理由。正如同更為明確之事實聲明，該等判斷之措辭可以在知其為事實或虛偽不實的情況下記載，並透過正統的證據程序接受防禦或攻擊。在本案，被上訴人提出有關「銀行」資產的事實及實際與潛在營運水準，以證明董事會之聲明對於股價有誤導之情形，且董事會之信念具有錯誤。但僅憑董事的懷疑 (disbelief) 或未透露的動機，並不足以支持第 14 (a) 條的訴訟。

(c) 即使委託書資料透露不實

聲明之事實基礎，亦不能限制不實聲明之責任，除非其不一致情形極為明顯而足以抵銷誤導之結論對合理股東之影響。本案證據不足以使陪審團認定不實聲明表面上的重要性已被抵銷。

2. 被上訴人不能證明依第 14 (a) 條規定，得請求損害賠償之因果關係。

(a) 對於其表決權數依法或依公司章程並非核可徵求委託書之公司行為所需之股東，如容許其得依 J.I. Case Co. v. Borak 案提起默示私人訴訟 (implied private action)，則會將 Borak 案之訴因範圍擴大至前述 Mills v. Electric Auto-Lite Co. 的範圍之外 (後一案件認為委託書之徵求與董事建議及依法核可相關行為所需之表決權數有關聯時，該委託書之徵求屬「重要關聯」)，由於證交法及其立法背景均不能證明國會有意承認訴因 (cause of action) 之範圍至被上訴人所主張的那樣廣闊，擴張 Borak 案之權利有嚴重窒礙。任何違反聯邦法律的訴訟私權 (private right of action)，最終有賴國會擬給予私人救濟 (private remedy)，見 Touche Ross & Co. v. Rodington, 442 U.S. 560, 575 一案。獲得承認之權利，其範圍一般而言不得逾越國會所預期之程度。不過，本院於

面對擴張 (round out) 默示私人訴訟範圍應給予平等對待之要求時，應依政策原因決定權利的外部界限。

(b) 被上訴人主張有重要關聯，因為 VBI 及 FABI 為防止少數股東之惡意，不願在取得委託書所表彰的核可前，進行合併。本院不採此說法。正如同 Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores 之情形，透過董事取得不具實質意義的表決權數 (cosmetic vote) 的意願去推論是否有關聯的理論 (theory)，本來就有發生投機性請求 (speculative claims) 及程序困難之可能。是否有因果關係牽涉到董事會如未獲少數股東核可時，會有何想法及做法的推論。這些問題並不清楚，其訴訟費時曠日，且其解答並不可靠。

(c) 被上訴人不能依賴委託書聲明在本案中構成重要關聯的理論，因為該聲明是依維吉尼亞州法律避免訴訟的方法之一，依該法律規定，對於董事有利害衝突的交易，倘少數股東於該交易之重大事實及利害衝突之情形揭露後，仍核准該交易，則股東不得撤銷該交易。對於股東因不實或誤導之委託書聲明而喪失州法的救濟時，第 14 (a) 條是否提供聯邦法的救濟，由於法律及本案事實均未表示委託

書之徵求造成此種救濟之喪失，本院不必解答此問題。

撤銷 891 F. 2d 1112 案。

## 本 文

1934 年證券交易法第 14 (a) 條授權證券交易管理委員會 (「證管會」) 採納徵求委託書之規則，並禁止違反這些規則。在 J.I. Case Co. v. Borak 案中，我們首度就違反第 14(a) 條 (由證管會規則第 14a-9 條實施)，承認有默示的訴訟私權。第 14a-9 條規定禁止以重大不實或誤導之聲明徵求委託書。

我們面對的問題是，以解釋董事建議某項公司行為之原因為目的，用結論性或說明品質的措辭 (qualitative terms) 所表達的聲明，是否會構成證管會規則 14a-9 條所定義的重大誤導，以及依 14 (a) 條可賠償之損害，其因果關係是否可由依法或依公司章程其表決權數並非為核准徵求委託書之公司行為所需之少數股東之一名成員予以證明。我們認為明知不實之理由聲明，縱然在形式上為下結論式的陳述，亦可起訴，但國會未表示將第 14 (a) 條的私人訴訟擴大至該等股東，因此被上訴人無法證明擴大適用所需的衡平法理由。

## I

FABI 為銀行控股公司，在 1986 年 12 月，開始進行「強取」合併 (freeze-out merger)，將「銀行」(First American Bank of Virginia) 併入 FABI 完全控股之子公司 VBI。VBI 持有「銀行」85% 之股份，其餘 15% 由大約 2000 名少數股東所持有。FABI 委託投資「銀行」公司 Keefe, Bruyette & Woods (以下簡稱「KBW」) 就少數股東持股的適當價格提供意見，而少數股東於完成合併後，將喪失其於「銀行」之股權。KBW 依照市場報價及來自 FABI 未經查證的資料，向「銀行」執行委員會提出意見，認為少數股東持股的公平價格為每股 42 元。執行委員會核准以該價格進行合併計畫，全體董事接著同意。

雖然維吉尼亞州法律僅要求合併案於向股東發出訊息聲明書後，交付股東會表決，但董事會卻徵求委託書，將合併案於 1987 年 2 月 21 日之股東會表決。在徵求書中，董事會要求通過合併案，並聲明由於少數股東可以獲取「高額」股價，他們已核准該案，但董事會於其他場合則形容該股價為「公平」價格。

雖然大部份少數股東提出委

託書，但被上訴人未提出，在合併案通過後，被上訴人向維吉尼亞州東區地方法院對 VBI、FABI 及「銀行」董事會提起損害賠償之訴，並提出二項指控 (counts)，其一為徵求委託書違反 1934 年證券交易法 (以下簡稱「證交法」) 第 14 (a) 條及證管會規則第 14a-9 條，其二為董事會依州法對少數股東構成違反受任人義務。就第一項指控，被上訴人主張董事會不認為其提出之價格為高價或合併條件為公平，但僅為保有其職位之目的，不得不建議合併。在審理程序中，被上訴人援引本院於 Mills v. Electric Auto-Lite Co. 案之意見，獲法院指示陪審團，只要被上訴人指稱的不實聲明屬重大事實，且徵求委託書在合併程序中具「重要關聯」，被上訴人不須證明其信賴該聲明，即可獲得有利之判決。

陪審團認定所有被告均違反證管會規則第 14a-9 條，且「銀行」董事會違反受任人義務，並就被上訴人的二項指控，作出對其有利之決定。陪審團認為倘被上訴人之持股經適當評估，其價格應為 60 元，因此認定被上訴人應獲得 18 元之差額。

在被上訴人之案件審理中，數名其他未提出委託書的少數股東，根據類似主張，另向哥倫比亞

區地方法院對上訴人提起訴訟，此案被移送維吉尼亞州東區地方法院。上訴人之案件審理終結後，這些股東成功獲得簡易判決。

本案上訴後，第四巡迴上訴法院維持原判決，認為徵求委託書的某些聲明依證管會規則屬重大誤導，雖然被上訴人的表決權數非完成合併所需，仍得提起訴訟。由於本案所涉問題具重要性，本院准許上訴。

## II

上訴法院確認上訴人須對重大誤導而違反證交法第 14 (a) 節的兩項聲明負責，其一為「董事會已核准合併計畫，因為該計畫為「銀行」的大眾股東提供取得高股價的機會。」上訴人主張措詞不確定及無法證實之意見或信念聲明，依證管會規則第 14a-9 節之定義，並非可起訴之有關重大事實之不實陳述，且記載該意見或信念聲明之委託書徵求書，如含有足以使讀者自行獨立判斷之事實聲明時，不得就該意見或信念聲明起訴。

### A

我們首先審酌理由、意見或信

念之聲明是否當然可以起訴。由於該項聲明依其定義係為表達發言者心中的感覺，我們解讀陪審團之認定為認定董事會在作成信念及意見之聲明時，明知其並無該等信念及意見，我們僅討論這樣的聲明。此等聲明具有重要性，並無重大疑問。關於構成證交法第 14 (a) 條責任之重要性要求的定義，我們認為一件事實具有重要性，「如合理的股東極可能在決定如何表決時，認為該事實具有重要性。」我們認為公司董事會對其建議之行動，或建議該行動之理由所表達之信念，具有重要性，是不容置疑的。股東瞭解董事會的知識及專業通常遠超過一般投資人，由於州法通常要求董事作出判斷時，應以股東之利益為依歸，董事所被認知具有判斷的優勢更屬顯然。因此當股東面臨徵求委託書之請求時，當然認為知悉董事對其建議採取之行動之信念及其促請股東接受該行動的特定理由具有重要性。

### B

#### 1.

倘該聲明具重要性，接下來的問題為：理由、意見或信念之聲明是否為「有關重大事實」之聲明而屬證管會規則之範圍。上訴人主

張，如本院因為董事會非因其所述之理由而建議合併，從而認定其構成責任，則本院將為可證明事實範圍之外的不確定爭點，浪費訴訟。上訴人並引述 Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores 案，請求本院確認 (recognize) 將前述聲明排除於證管會規則之外具合理政策理由。

本院同意 Blue Chip Stamps 案具啟發性質，它能說明在事實的爭訟中易處理及不易處理者之分界線，但不認為該案支持上訴人之主張。Blue Chip Stamps 案的爭點為對於違反證交法第 10 (b) 節 (禁止於買賣某些證券時有操縱及詐欺之行為而違反證管會規則)，那些類別之原告得以默示私訴因 (implied private cause of action) 尋求救濟。在該案中本院反對將原告之範圍，從真正的買受人及出賣人擴大納入信賴不實銷售資料而未實際買賣之買受人及出賣人。我們認為尋求賠償而提出控訴之真正買受人及出賣人必須說明其買賣股份的特定數目，以計算並限制隨後之補償。如承認對於未確定的投資人亦須負責，將使法院窮於應付不受可證明事實節制，而依據原告有關其可能買賣「主觀假設」股數之訴訟，擴大濫訟 (nuisance litigation) 之風險，而這些訴訟可能因拖延發現事實程序

(discovery)，及請求係依未附證明之個人主張而更加複雜，且不願提早解決。除了法條及先例分析外，Blue Chip Stamps 案更依據這些政策考量而移轉了濫訟的威脅，該等訴訟幾乎都必須仰賴口頭證言去證明模糊不清的事實。

但對於董事會理由或信念聲明之攻擊，不需承受這些威脅。此等聲明從兩種意義而言，屬於事實之聲明，其一為該聲明為董事會依其所述理由或所持信念行事之聲明，其二，該聲明為關於其表達之理由或信念之主題之聲明。該等聲明之證明或反證均與 Blue Chip Stamps 所表達的疑慮無涉。這些疑慮源自原告製造假設性訴訟請求之能力，而不受獨立證據之約束。相對的，董事會建議的理由或信念之聲明是必須記載的公司紀錄，可受到非原告所能控制之歷史事實證據之支持或攻擊。這些證據不僅包括公司會議記錄及董事會的其他聲明，且包括與事實有關的間接證據 (circumstantial evidence)，可證明用來支撐其主張之理由的事實，和根據該等理由為建議或為其他行使該等證據之聲明是否誠實，而此點在這些理由或信念與金錢評估有關時，格外清晰。

上訴人辯稱本案產生責任之聲明並非以金錢表示理由，而是以

「不明確且無法證實」之用詞「高」價值來表示，與合併之條件對股東是「公平的」之主張相類似，這樣的主張並無可採。上訴人的反對意見忽略了一項事實，即在商業上此等結論性用詞可合理瞭解具有事實基礎，可證明這些用詞是正確的，若無該事實基礎，這些用詞會造成誤導。可證明的事實可提供支持或否定結論性商業判斷（conclusory commercial judgment）之理由，正如同更為明確之聲明，該等判斷之措辭可以在知悉其為真實或虛偽不實的情況下表達，並透過正統的證據程序接受防禦或攻擊，而此程序可證明前述商業判斷是否具有正當性。……在本案，對少數股東而言，42 元是否「高價」，合併計畫是否「公平」，均視有關「銀行」資產及其實際及潛在經營水準（levels of operation）之可證事實，於依公認之估價方式評估時是否證明其價值高於、低於或大約為 42 元而定。

被上訴人提出前述事實之證據，證明該聲明之主題有誤導之情形，並為董事會理由之不實表達。雖然委託書聲明說明 42 元高於帳面價值及市價，但證據顯示，依「銀行」持有不動產之增漲價值計算其帳面數字，該金額並無溢價之情形。有關市價重要性的證據顯示，

KBW 承認市場是封閉的（closed）、清淡的，且為 FABI 所主導，但聲明上並無此等事實之記載。實際上，證據指出「銀行」之繼續經營（going concern）價值為每一普通股高於 60 元，此一事實亦從未揭露。無論董事會之聲明係用如何結論性的措詞，因其可接受非原告控制或製造之普通證據之攻擊，所以容許被上訴人主張稱 42 元為「高價」有誤導之情形而可獲得賠償，不致造成無限責任或濫訟之不當風險。

此項分析符合本院於 TSC Industries 案就同一問題所表達之最近意見。在該案中，本院撤銷對原告有利之簡易判決，該案原告係針對一項將少數股東的補償形容為「較現有市價高出相當多」的陳述提起訴訟。本院認為依該案未爭議之事實，結論性的形容詞「相當多」在法律上並無重大誤導之情形。但本院發回更審，係假設該陳述符合證管會規則第 14a-9 條所稱的重大誤導，並得依證交法第條 14 (a) 起訴。

## 2.

因此，依證交法第 14 (a) 條，即使特定理由之聲明是以結論性用詞敘述，原告亦得證明該聲明有明知為不實或發生誤導之不完整

之情形。在獲致此結論時，我們已審酌在此舉例說明的此種理由聲明，該聲明錯誤敘述表達者的理由，並對於其所述主題（即股價）有誤導之情形。信念之聲明只有在前者之情形可加以反對，但只有在該聲明錯誤敘述表達者相信其所述事項的心理事實時，始有適用。在本案，上訴法院有提到此種有限的虛偽不實（limited falsity），亦即「陪審團當然有理由相信董事會不認為每股 42 元的合併價格符合少數股東的利益，他們是為了別的理由，也就是為了保持他們的董事席位而表決。」

另一問題是，如缺乏前述類型的客觀證據，證明該聲明亦明示或默示主張有關其主題之虛偽不實或誤導之事項，而僅僅是懷疑（disbelief）或未透露的信念或動機，是否足以構成支持第 14 (a) 條訴訟的基礎。我們認為，僅是懷疑或未透露之信念之證明，不足以構成 14 (a) 條之責任，如果本案沒有其他的要求或證明，我們將以該理由廢棄原判。

從某方面而言，只有懷疑或未透露動機的證據，而不能進一步證明該聲明之主題有瑕疵的案件，是罕見的。雖然我們不認為董事會之明白承認懷疑不足以證明委託書聲明有虛偽不實或誤導情形，但此

種不尋常的承認通常不會單獨成立，我們要求原告證明該聲明就其主題所明示或默示宣告的事項，有虛偽不實或誤導之情形，不會實質縮小訴因。

在另一方面，不能證明委託書對其主題有虛偽不實或誤導之情形，而僅憑懷疑或未透露之動機課以責任，會使第 14 (a) 條的訴訟包括只處理所謂董事「不乾淨的心」（unclean heart）的「雜質」（impurities）。我們認為這超越了 Blue Chip Stamps 所畫下的界線……因此，我們認為僅有懷疑或未透露之動機，不足以符合第 14 (a) 條所要求的事實要素。

### C

上訴人的備位（fall-back）主張採取我們於以上第 II-B-1 部份所述的結論性判斷及其基本事實間的關係。上訴人辯稱即使理由或信念的結論性聲明依第 14 (a) 條可以起訴，我們亦只能在委託書資料未透露不實聲明之事實依據的情形下，始能課以責任。如果股東已獲得委託書建議之聲明理由有誤導情形之證據，並有機會自行作出該結論，則不應給予司法救濟。

此項主張的答案視單純的誤導聲明與重大誤導之聲明間的差

異而定。雖然誤導之聲明不因加入其他真實部份而失去其欺騙之性質，但真實的聲明可明顯的使其他聲明不足為信，因而將真正受騙的風險降為零。由於第 14 (a) 條的責任必須含有詐欺及重要性兩項因素（即具有使合理投資人決定如何表決的重要性），上訴人主張在委託書聲明公佈正確事實可使誤導之敘述無足輕重而不致發生責任確屬的論。

但並非每一混合真相之聲明均可抵消 (neutralize) 其欺騙性質，如需財務分析師始能發現兩者間的不一致 (tension)，仍具實質誤導性質，並構成責任。．．．委託書的目的在於告知而非挑戰讀者的鑑別智慧。惟有在不一致的情形足以消除誤導之結論對合理股東之影響時，第 14 (a) 條之訴訟始能因不具備重要性之因素而不成立。

本案上訴人提出之證據不足以使陪審團認為誤導之聲明表面上的重要性已被抵消。例如，董事會主張他們已表示想在合併後保留席位，此種陳述已足以說明其建議的進一步理由，可是至少一名董事在作證時承認，若非支持該合併建議，他們不期待會被保留席位，此一事實卻未揭露。雖然委託書聲明形容合併價格高於最近銷售的股價符合事實，但並未提到被 FABI

掌控的封閉市場。董事會指出的這些已揭露的事實，只是半真半假，且記錄顯示，他們提出的另一項事實聲明甚至更糟。證據顯示由於「銀行」不動產增值，因此公司的帳面價值高於董事會所承認者，此一事實導致合併價格高於帳面價格的主張顯有爭議。最後，委託書徵求聲明並未提到，相對於 42 元的合併價格，「銀行」的繼續經營價值超過每股 60 元。總之，本案聲明是否正確，較本案聲明是否重要，更有令人信服的證據。

### III

第二個問題是，透過第 14 (a) 條之默示私訴訟權利應受補償的損害，是否可由一群少數股東之一員證明因果關係，而依法或依公司章程，這些股東的表決權並非核可系爭交易所需。這個問題在 Mills v. Electric Auto-Lite Co. 案中，並未解決。J.I. Case Co., v. Borak 案並未處理因果關係的要件，或定義那一類原告可依 14 (a) 條訴訟，但其意見認為某類股東可獲得私訴因，此意見在 Mills 案因有較確定的因果關係概念而變得更清晰明確，我們在該案中討論系爭合併主張徵求委託書之不實聲明應負損害賠償責任者，應有充份證據。

雖然 Mills 案的多數股東控制剛好過半數股份，但核准合併之提議需有三分之二投票數之同意。在委託書取得並辦理合併後，少數股東提起訴訟。問題是，原告對於因 14(a) 條之違反而受有損害的因果關係之舉證責任，是否必須證明徵求委託書之瑕疵「對於表決具有決定性影響」。．．．Mills 案的審理法院認為，藉著證明核可公司行為的必要充分少數委託書是依據徵求之本旨而提供，可以確定損害與委託書之重大不實聲明有因果關係。為形容該因果關係，法院稱委託書之徵求為「完成交易的重要關聯 (essential link)」。相對於針對不具核可建議行動依法律或章程所需表決權之一群少數股東之徵求，法院發現該案之徵求具有重要性，並留待日後決定該少數股東是否可證明因果關係。

在本案，被上訴人針對 Mills 案未解答的問題提出兩個論據 (theories)，主張依 Mills 案因果關係的檢驗標準，董事會向他們提出的委託書之徵求具「重要關聯」。首先，他們主張該關聯存在，因為若非少數股東委託書所表彰之核可，VBI 及 FABI 將不願進行合併，而如果不是因為明顯不實的徵求聲明及誤導性遺漏，該等股東不會提出委託書。關於此理由，因果關

係取決於是否有避免不良股東的願望或公共關係而定，而因果關係的特性並非來自當事人可執行與公司的權益關係，而是來自一方是否了解他方的惡意。

被上訴人又辯稱委託書聲明為董事會建議與合併之間的重要關聯，因為這是符合州法規定需少數股東同意之方式，以避免合併因「銀行」董事 Jack Bedow 的利益衝突造成合併得撤銷 (Jack Bedow 投票贊成合併但同時擔任 FABI 之董事)。依 Va. Code Ann. 13.1-691 (A) (1989) 規定，少數股東在關於交易之重大事實及董事之利害關係揭露後之核可，是防止合併嗣後因利益衝突而受攻擊的三個途徑之一，另外兩個途徑為類似揭露後「銀行」董事會之追認，以及證明合併對公司是公平的。關於此論據，因果關係取決於利用委託書聲明以取得足以阻止少數股東展開宣佈合併無效之程序所需之表決權數。

雖然被上訴人提出這兩項論據證明因果關係，主張委託書聲明為「重要關聯」，但這些論據並未顯示就 Mills 案的原因結果 (causal sequence) 意義而言，為具有重要性，在該案中，委託書之徵求將董事會建議和核可建議行動依法所需之表決權串連，因此，如採納任

一前述論據，Borak 案的訴訟範圍將擴大到 Mills 案的範圍之外，並將有權提起 Borak 案訴訟之原告，擴張為包含某些股東，而這些股東的核可並非徵求委託書之交易所需。

在評估前述擴大或擴張的合法性時，須適用某些規範聯邦法規默示規定之訴訟權利之承認的基本原則，其中第一項事實上並非 Borak 案意見的重點。自從 Borak 及 Mills 案判決的數年以來，新的原則為：對於違反聯邦法律的訴訟私權的承認，最終有賴國會提供私人救濟之意旨，其必然的結果為一旦權利範圍獲得承認，一般而言，不得擴張至國會預期的範圍之外。

此原則及必然之結果對被上訴人嚴重不利，因為我們看不出國會有意承認訴因（或原告之類別）至被上訴人的因果關係論據所主張的那麼大的範圍。Borak 案的法院意見表示「保障投資人」的法律目的，促使國會產生於「必要」時提供司法救濟的意思。但 Borak 案對國會想法的探索並未真正針對訴訟私權……事實上，探索授予訴訟私權之意旨的重要性直到後來才變得清晰，到了更後面，此意旨才在決定承認私人救濟的諸多考量中，占最重要地位。在處理依證交法第 17 (a) 條所主張的私

權時，我們說明了「主要的問題仍為國會是否有意創設私人訴因」。

從證交法內容及立法歷史，並不能幫助瞭解任何私權的預定範圍。依眾議院報告（House Report），國會有意促進股東表決權之「自由行使」，並保障「公平的公司投票權」不致因為諸如委託書徵求聲明對於表決事項的「真相」有所隱匿而遭濫用。雖然這些報告清楚顯示國會確有保障投資人使其不受不實資訊的影響而受損的意思，但國會對於以私人訴訟方式維護此種保障的範圍，並未規定。由於沒有規定，或許可以主張若第 14 (a) 條之受益人不能參加為私人訴訟當事人，該條規定恐無法有效執行。但是此種推斷國會意旨的主張，其效力視國會認為的必要程度而定。但由於國會於證交法第 9 (a)、16 (b) 及 18 (a) 條明文規定訴訟私權，推論國會有依賴默示之私人訴訟以阻止違反第 14 (a) 條之迫切性，是有困難的。

因此，國會的緘默對於擴張 Borak 案所認知的因果關係，雖是重大障礙，但未必是不可克服的障礙。本案並不是近年來想要擴張國會最初從證交法推定但無「確定指引」（conclusive guidance）的訴訟範圍的第一個案件，我們可以參考稍早的案例（Blue Chip Stamps v.

Manor Drug Stores)，找到對此擴張範圍的請求的適當回應。在該案中，法院同意私人法定權利 (private statutory rights) 的法律架構 (structure) 未清楚顯示國會意旨時，如其結果對持有與先前已獲承認之主張相類似的請求權的可能原告顯然不公者，該架構之輪廓 (contours) 不必完全凍結 (frozen)。在該案中，面對擴張 (round out) 默示法定訴訟私權的範圍應給予平等對待的請求，法院依賴政策理由以決定該權利的外部界限 (outer limit)。在本案，法院面臨被上訴人對於私人救濟之請求，使其和擁有最初公司行為所需之投票權之股東立於平等地位，將循前例處理。

#### A

…被上訴人的第一個論據為：避免少數股東惡意之意願，足以證明承認委託書聲明與少數股東之間有必要之因果關係係正當的。在 Blue Chip Stamps 案中，法院對於允許依證交法第 10 (b) 條及證管會規則第 10b-5 條規定，根據假設的 (hypothetical) 買受人及出賣人對一連串從未發生之事實可能會採取之行動的證據而准予損害賠償的實際後果，表示疑慮，

並預見任何此種擴張之責任將啓動「模糊的」(hazy) 爭議而引來自助的 (Self-Serving) 證詞，干擾性訴訟 (strike suit)、長的證據調查程序，而在審判前程序中，沒有機會合理解決惡意問題。這些都是在國會沒有明顯相反意願時，拒絕認可此等請求的好理由。

被上訴人基於董事會希望取得不具實質意義的表決權數 (cosmetic vote) 而有因果關係之論據，即具有投機性請求及程序困難之威脅。因果關係可能啓動對於公司董事會未獲得非授權公司行為所需之少數股東核可時的做法及想法的推斷。不滿意的少數股東有權主張若非誤導聲明所獲的表面上核可，由於經營階層的怯懦，公司行動注定 (doomed) 失敗，而董事會方面有關假設性怯懦或假設性大膽之相反主張，在一般案件可能提供充份的證詞，導致除非在審判後由法官就證據可信度 (credibility) 加以判斷，否則無法取得任何司法解決。可靠的證據很少存在。董事會會瞭解有必要就計畫作出一些聲明，而不需少數股東的背書，即可進行，而證據調查程序只是探索與官方聲明相左的口頭會話記憶，希望就董事會在未獲得少數核可時，可以忍受多少批評，為事後的臆測找到證明。這些

問題並不清楚，其訴訟曠日費時，且其解決並不可靠。如有選擇機會，我們會拒絕採納會引起這些情況的任何因果關係論據，而我們在本案亦拒絕此論據。

## B

源自有關合併後追認的維吉尼亞州法律的因果關係必要性理論，其目的為從徵求委託書的功能找出其重要的特徵，該功能為取得少數核可，以避免少數股東為攻擊合併而提起之訴訟。由於關聯性為阻止某類股東尋求其於其他情況所可獲得的州法救濟程序的一個步驟，因果關係之理論繫於一項政策主張（proposition of policy），即倘虛偽不實或誤導之委託書聲明，造成以股東身份起訴之原告依州法喪失行使州法權利之救濟時，第 14 (a) 條應提供聯邦法之救濟。被上訴人同意證管會及聯邦存款保險公司 (FDIC) 法律顧問之建議，在少數股東受誤導之委託書聲明之誘引而投票核可某項交易，致喪失估價救濟（即請求買回等）州法權利，或該股東因委託書聲明之不實陳述，致無法取得其原可取得之禁止造成損害交易之命令時，應認為有因果關係。被上訴人主張本案例中，基於 Va. Code Ann.

13.1-691 (A) (2) (1989) 應承認前述因果關係關聯，該條款規定若干條件，以避免少數股東基於 Beddow 案的利害衝突理由主張合併無效。

但本案法院無須認定第 14 (a) 條是否因喪失州法救濟而產生一訴因，因為根據法律或事實，該委託書之徵求均未造成此種損失。假設被上訴人主張委託書聲明形容有重大誤導之情事是合理的，依維吉尼亞州的前述條款，即使根據該委託書聲明取得少數股東贊同票，該合併案以後仍得因利害衝突之理由而受到攻擊。如果少數股東在交易的重要事實及利害衝突情形均已揭露後仍予追認該交易，則州法禁止股東再根據董事有利害衝突而主張交易無效。假設關於合併之重大事實及 Beddow 案的利害關係未正確揭露，由於少數表決權依州法不足以核可合併，並無喪失州法之救濟可言，因此也就無法將委託書的徵求，與少數股東無法依州法彌補之傷害連結在一起。此外，本案主張該聲明書造成被上訴人錯誤之確信，認為一直到提起訴訟的時效期間經過後，始有機會撤銷合併，此項主張亦不成立。

本院廢棄上訴法院之判決。

（其他法官意見略）