

附件一：美國實務關於重大消息判斷之基準：

案例名稱	重大消息判定基準
<p>In Re Cady Roberts &amp; Co. 早期見解</p>	<p>關於消息是否具備重大性之判斷，在美國早期已承認其認定之困難度，而認知惟有藉助於抽象之描述加以界定之必要。關於「重大」之用語見於規範公司訊息公開之「規則 405」(Rule 405)中，其意義係在表明：「對於合理投資人於決定證券買賣時，相當可能認為重要之消息」另外，1977 年間，美國證管會復於其所訂頒之「規則 S-K」(Regulation 5-K)中，首次以法規表達其官方見解，認為重大消息係指「對於投資決定所必要之消息」。</p>
<p>SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.(TGS 案) 二審法院見解</p>	<p>在不同個案中，某些尚未被揭露的事實(facts)若與特定事件(events)有關，則上開事實在特定時點是否具有 Rule 10b-5 所稱之「重大性」，端視該事件的發生機率，以及事件發生時對公司整體營運活動的影響程度，兩相權衡而定。重大性乃是依據「依一特定時點衡量事件發生之可能性及該事件在整個公司活動所其他之影響程度加以判定。是以必須斟酌交易可能完成之機率與完成後對投資決定可能產生之影響程度作綜合判斷。而非單純以尚未完成特定之程序，即否定其為重大消息之性質」。重大消息不是以單一的事件做為衡量基礎，而應綜合各項因素做整體的判斷。「合理投資人」判斷標準之運用強調「個案判定」方式，不能僅因某項事實於他案已認定具備重大性，即援引而主張於本案亦應一體適用。較為恰當之方式，應係回歸並著眼於個案事實之認定後，方能就本案事實而具體認定有無具備消息重大性，而非案件具備「某項事實」時，即一概地認定具備重大性。</p>
<p>TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.案美國聯邦最高法院見解</p>	<p>「重大性」認定標準，應係指「假如對於一位合理的(reasonable)股東及投資人而言，具有非常高度可能性(極可能)會認為對該等遺漏之事實，會認為在其決定如何行使投票(資)時具有重要性影響時，一項遺漏的事實(或未經公開之消息)，將會是一件重大的事實。」如存在「某種高度可能性」或是「非常可能」(substantial likelihood)之標準情形，可認定合理投資人將因該等遺漏事實之揭露，而「重大地修改其基於所持有之總合資訊而為之估計」時，則該被遺漏之事實將被認定為具備重大性。「如果公開系爭遺漏之事實，理性投資人非常可能會將之視為重大改變所有可得資訊組合的一項因素時，則此一遺漏之事實將是一項重大消息」。</p>

<p>Basic Inc. v. Levinson 案 美國聯邦最高法院見解</p>	<p>「重大消息」是指，「一項被遺漏的事實，極有可能使理性的股東認為將重大影響其行使表決權之決定」者，但同時因許多與公司營運相關的消息其重大性不易認定，因此應避免設立過低的「重大性」標準，以免公司提供過多瑣碎的細節使投資人無法消化吸收，反而無助於其投資決策。如果某一事實對公司之影響是確定而清楚的(certain and clear)，則上開 TSC v. Northway 案之測試基準即可直接適用；然而，如果事件本身性質上屬於「或有」(contingent)或「推測性」(speculative)的情形時，則因為理性投資人在當時是否會認為所遺漏之事實是重大消息，頗難以斷定，因此，有必要另定補充性之判斷基準。「可能性與影響程度」方式之適用規則，消息的重大性應依事情確定發生的機率，及其發生在公司整體活動中的影響程度來綜合判斷。此一判斷標準並不以該消息所涉及之事情是否已確定發生來認定消息之成立與否，而是依該事情發生之可能性及其影響程度來綜合判斷，在判斷時，因其具有高度事實認定的特性，故必須依個案具體事實來決定。亦即採用「個案特定事實調查」且為「綜合權衡」之方式加以判斷。按「可能性與影響程度」此一認定基準之採納，係聯邦最高法院援引第二巡迴法院 Friendly 法官採取 TSG 案之衡量基準所建立，而 TSG 案所涉案情並非併購事實，由此當可推知「可能性與影響程度」判斷標準之適用，並非限於併購案件，亦與「合理投資人」判斷標準不相互斥。惟須注意 Basic 案之附註九所明白表示之見解，諸如對於公司之盈餘或營收的預期或預估等等具有主觀推測的這類資訊，是不適用「可能性與影響程度」方式作為認定有無重大內線消息。</p>
<p>Garcia v. Cordova 案 第十巡迴法院</p>	<p>系爭消息若屬太不可信賴或屬推測的性質，依據 TSC 案所建立之重大性定義，非內部人買受股份前必須揭露之重大消息。關於重大消息之判定參考 Basic 案判決所採之精神，凡是具有「推測的」及「不可信賴的」本質之軟性資訊不適用「可能性與影響程度」方式，僅僅「硬的資訊」，即歷史的資訊或其他客觀上可確認之事實的資訊，才有依個案事實例外適用餘地。以「軟性資訊」或「硬的資訊」作為適用「可能性與影響程度」方式的分水嶺。若是推測性的消息，也同樣因為是屬於推測性之故，由於充滿著不可信賴性質，故即使依 TSC 案之判斷標準評斷推測性的消息，此類消息亦不應成立重大性。</p>

資料來源：作者自行整理。