

## 信实电气公司诉艾默生电气公司案<sup>\*</sup>

美国联邦最高法院 董翔<sup>\*\*</sup> 吴昱<sup>\*\*\*</sup>译

**摘要:**《1934年证券交易法》第16(b)条规定,公司可要求持股超过10%的股东向公司支付其在6个月内买卖股份所获收益,条件是该股东“在买卖时均”持股超过10%。根据该条款,上诉人(信

---

\* Reliance Electric Co. v. Emerson Electric Co., 404 U. S. 418, 1971年11月10~11日审理, 1972年1月11日裁决。该案的诉讼历史如下:为了收购道奇制造公司,艾默生电气公司以每股63美元的价格买入了道奇公司13.2%的普通股。但道奇公司的股东批准了与信实电气公司的合并,从而使艾默生电气公司面临收购失败的风险,并有可能被迫将其持有的道奇公司股份换成信实电气公司股票。为了减轻《证券交易法》第16(b)条对持股比例超过10%的股东规定的短线收益责任,总法律顾问制定了一项卖出计划。根据该计划,艾默生公司在买入后6个月内,分两次将其持有的道奇公司股票卖出。第一次以每股68美元的价格卖出,卖出后持股比例降至9.96%;第二次以每股69美元的价格卖出剩余股票。信实公司要求艾默生公司交出两次卖出所获收益。于是艾默生公司向美国密苏里州东区地区法院提起诉讼,要求法院就第16(b)条项下的责任作出确认判决。该地区法院认为艾默生公司须对两次出售所实现的收益承担责任(306 F Supp 588),但美国第八巡回上诉法院撤销了地区法院关于第二次出售的判决(434 F2d 918)。

\*\* 华东政法大学外语学院讲师,法学博士。

\*\*\* 华东政法大学外语学院翻译硕士研究生。

实电气公司)请求获得被上诉人(艾默生电气公司)上述两次卖出行为的收益。美国联邦最高法院认为,第16(b)条的适用范围并不包括投资者实际依赖内部信息而进行的全部交易,不能仅仅因为被上诉人为了规避第16(b)条项下的责任而安排交易,就判定被上诉人须承担责任。

**关键词:**短线交易 持股比例 内部信息 免除责任

## 法庭意见

斯图尔特法官发表法庭意见。

《1934年证券交易法》第16(b)条规定,公司可要求持股超过10%的股东向公司支付其在6个月内买卖股份所获收益,条件是该股东“在买卖时均”持股超过10%。<sup>[1]</sup>在本案中,被上诉人持股比例为13.2%。被上诉人分两次处分其全部股份,且两次卖出均是在买入后的6个月内进行的。第一次卖出后,被上诉人减持至9.96%;第二次被上诉人卖出剩余全部股份。本案的争议点在于,公司是否有权根据第16(b)条要求向被上诉人追回第二次卖出所得收益。本院认为该收益是不可追回的。

—

被上诉人艾默生电气公司(Emerson Electric Co.)以收购为目的,

---

[1] 第16(b)条规定:“为防止受益所有权人、董事或者高级管理人员不正当地利用因与发行人的关系而获取的信息,受益所有权人、董事或高级管理人员在任何不超过6个月期间从先买后卖或者先卖后买该发行人的该任何权益证券(豁免证券除外)而实现的任何利润……应当归属发行人并可以由发行人追回,不管该受益所有权人、董事或高级管理人员在超过6个月期间达成交易、持有已购证券或者不回购已售出证券时有何意图……本款不应解释为适用于上述受益所有权人在该期间并非以先买后卖或先卖后买方式进行的任何相关证券交易,或者证券交易委员会通过规则和条例豁免的不在本款目的考虑范围的任何交易。”术语“受益所有权人”是指拥有“根据本部第12条注册的任何类别的权益证券(豁免证券除外)达10%以上的人”。(1934年《证券交易法》第16(a)条)。

向道奇制造公司发出收购要约。1967年6月16日,被上诉人艾默生电气公司买入道奇公司13.2%已发行普通股,但未能完成收购。买入价格为每股63美元。此后不久,道奇公司的股东批准了与上诉人信实电气公司(Reliance Electric Co.)的合并。由于艾默生公司无法进一步收购道奇公司且在不久的将来艾默生公司不得不将道奇公司的股份转换为合并后公司的股票,<sup>[2]</sup>故艾默生公司决定按照总法律顾问提出的计划,处置足够的股份以使其股份减持至10%以下,从而免除第16(b)条项下艾默生公司处分剩余股份时的责任。根据总法律顾问的建议,艾默生公司于8月28日以每股68美元的价格向一家经纪公司卖出37,000股道奇普通股。经过此次卖出,艾默生公司的持股比例减至已发行普通股的9.96%。随后,其余股份于9月11日以每股69美元的价格出售给道奇公司。

在信实公司要求艾默生公司支付两次卖出所实现的收益后,艾默生公司诉至法院,要求就其第16(b)条项下的责任作出确认判决。最初,艾默生公司声称其无须承担任何责任,理由是在买入道奇公司股票时艾默生公司持股并未达到10%。联邦地区法院持相反意见,认定若买入者因买入行为而持股达到10%,则买入股票属于第16(b)条规定的情形。上诉法院维持该裁定。艾默生公司并未反诉申请调卷令。因此,该问题不属于本院审理范围。

艾默生公司转而在联邦地区法院主张,即使其在买入时持股比例达到10%,也只对8月28日出售37,000股所获收益承担责任,因为在那之后艾默生公司不再是第16(b)条项下的持股10%股东。地区法院仅就责任问题进行审理后,认定艾默生公司须对全部收益承担责任。联邦地区法院认为,艾默生公司卖出道奇公司股票是“根据一份预先确定的处分计划进行的,其总体意图和目的是规避第16(b)条的责任”,并将术语“出售……时”解释为包括“持股达到10%的受益所有权人根据计划处分其持有股票的一系列相关交易的整个期间”。<sup>[3]</sup>

---

[2] 第二巡回上诉法院裁定,根据合并协议而进行的公司之间的换股行为构成第16(b)条项下的“出售”。(Newmark v. RKO General, Inc., 425 F.2d 348, 354)

[3] 306 F. Supp. 588, 592.

在根据 28 U. S. C. § 1292 (b) 提出的中间上诉中,<sup>[4]</sup> 上诉法院维持了联邦地区法院认定艾默生公司“分割”出售道奇公司股票只是为了规避第 16(b) 条项下的大部分潜在责任的裁决。但上诉法院认为, 只要这两次出售“在法律上彼此独立, 且是在不同的时间向不同的买方卖出”, 则两次卖出行为在法律上并无关联。<sup>[5]</sup> 据此, 上诉法院推翻了联邦地区法院关于艾默生公司须对 9 月 11 日的卖出收益承担责任的判决, 并将案件发回重审, 要求地区法院对艾默生公司于 8 月 28 日出售股票的责任金额重新作出裁定。信实公司申请调卷令, 本院批准该申请, 试图解决这一重要联邦法律下的未决问题。<sup>[6]</sup>

## 二

自《1934 年证券交易法》颁布以来, 联邦法院多次详尽审查了第 16 (b) 条的历史和目的。<sup>[7]</sup> 上述法院认识到, 国会认为能够有效遏制内幕交易的唯一方法是制定一个统一的规则。根据该规则, 在有极大可能滥用内部信息的交易中, 应剥夺该类交易的所得收益。一家法院指出:

“为了实现目标, 国会选择适用一个相对任意且易于管理的规则。根据第 16(b) 条的客观标准, 无论内部人员有何意图或实际投机行为是否存在, 法定期限内进行的几乎全部交易, 均适用严格责任原则。这种方式减少了举证困难, 最大限度地提高了该规则消除投机性滥用行为的效率。立法者认为, 为了达到最佳的事前阻吓效果, 该规则下任意且全面的覆盖范围是必需的。”<sup>[8]</sup>

[4] 中间上诉是联邦初审法院对整个案件作出终局裁决之前发生的上诉, 它通常不是就对案件争议的解决具有决定意义的事项, 而是对未决定案件的是非真相所必要的事项提出的。28 U. S. C. § 1292 (b) 是关于中间上诉的联邦法律。该条款授予联邦上诉法院审查民事案件中的任何中间命令 (interlocutory order) 的裁量权, 条件是, 联邦地区法院的承审法官在作出中间命令时用书面说明该命令涉及某一具有不同意见且有实质性根据的关键性法律问题 (controlling question of law), 并且不服该中间命令直接提出上诉可大大促进诉讼的终结。——译者注

[5] See 434 F. 2d 918, 926.

[6] See 401 U. S. 1008.

[7] See *Smolowe v. Delendo Corp.*, 136 F. 2d 231; *Adler v. Klawans*, 267 F. 2d 840; *Blau v. Max Factor & Co.*, 342 F. 2d 304.

[8] *Bershad v. McDonough*, 428 F. 2d 693, 696.

因此,国会并未将投资者实际依赖内部信息达成的每一笔交易纳入覆盖范围。若投资者不符合“内部人员”的法定定义,或者若投资者在买入之日起6个月后卖出,投资者可免于承担责任。不能仅仅因投资者以规避第16(b)条项下的责任为目的安排交易,就判定投资者须承担责任。实际上,争议点在于为“规避”责任而使用的手段是否合法。

第16(b)条项下的“客观标准”之一,是要求持有相关证券比例达到10%之人“在先买后卖……相关证券的时点其持股比例均达到10%”。从字面上看,该规则明确考虑到法定内部人员可出售股份使其持股比例低于10%,然后(但仍在6个月内)出售剩余的股份,而无须承担法定责任。事实上,证券法研究人士已经向同艾默生公司一样希望在买入股票后6个月内卖出的持股10%以上股东推荐了这一程序。<sup>[9]</sup>

根据信实公司提出且地区法院采纳的方法,艾默生公司显然丧失了第二次卖出所得收益的豁免权,因为尽管前后两次销售在其他方面均彼此独立,然而,它们却是“一份计划中相互关联的两部分”。<sup>[10]</sup>但是显然,若在买入之日起6个月后卖出,则在买入后6个月内设想的卖出“计划”不适用第16(b)条。本院认为,持股10%的要求也可以此类推。

反对意见<sup>[11]</sup>论证部分指出,“10%规则基于一项确定的立法推定,即持股数量达到这一比例就足以获取内部信息”。因此“可以推定,持股比例超过10%的股东在六个月内的所有卖出行为是都有瑕疵的,即使在该期间内,股东已通过先前交易将实益所有权比例降至10%以下”。虽然这种观点在逻辑上是讲得通的,但当国会在该法律中加入股东在买入和卖出时均须持股10%以上的但书条款时,就明确将

---

[9] “持有15%股份并意图减持到5%的股东应在一次交易中出售5%以上的股份。在持股比例略低于10%后,出售剩余股份。”[2 L. Loss, *Securities Regulation* 1060 (2d ed. 1961).]“该表述的意图是,若股东买入了10%股份,且在三个月内出售5%的股份,一个月后再出售剩下的5%,则第二次卖出行为不受本条规范。人们认为,本法的后一种解释是唯一可以依赖的安全解释。”[Seligman, *Problems Under the Securities Exchange Act*, 21 Va. L. Rev. 1, 20 (1934).]

[10] 306 F. Supp., p. 592.

[11] Post, p. 442.

该类责任排除在法律适用范围之外。纵观本法的立法史,尽管未对该但书条款的目的作出解释,但国会有可能认为长期持股比例超过 10% 的股东比持股比例短时间在 10% 上下浮动的股东更有可能获得内部信息。但无论但书背后的原理是什么,都不能仅以该但书不符合我们评估的本法目的为由,而忽视此但书条款。

诚然,若可对第 16(b) 条作出其他解释,则在解释时可优先考虑国会遏制企业内部人员短线投机的目的。<sup>[12]</sup> 但将“在买入和卖出时持有比例均超过 10%”解释为:若能够证明卖方在两次卖出前就有此意图则可将两次出卖行为整体看待,违反国会以“客观证据原则”为基础的责任设定方式。<sup>[13]</sup> 若本院采用信实公司提出的方法,则可以确定,未来其他投资者将不会像艾默生公司一样,提交合适证据以证明其意图。若持股超过 10% 的股东在买入后 6 个月内分“两步”卖出的行为滋生了国会原本意图通过第 16(b) 条遏制的违法行为,则国会可以通过颁布法条修正案的方式,保留第 16(b) 条的机械套用属性。<sup>[14]</sup> 相比于通过司法手段在每个诉讼案件中寻找蛛丝马迹以证明投资者的“意图”,前者更为有效。

### 三

证券交易委员会以法庭之友的身份参加诉讼,主张将法律解释为:既涵盖艾默生公司的交易,又保留法律的机械套用属性。委员会列举

[12] See *Adler v. Klawans*, 267 F. 2d 840 (卖出时具有董事身份之人在买入时无须拥有董事身份)。在解释“买入”和“卖出”这两个术语时,法院已通过适当方式询问案涉交易能否滋生投机滥用行为。[见 *Bershad v. McDonough*, 428 F. 2d 693 (授予期权并买入视为“卖出”) ]。在裁定投资者是否属于第 16(b) 条项下的“高级管理人员”或“董事”时,若相关证据能够证明,尽管投资者并非正式任命的高级管理人员或董事,但实际上行使相应职能,则法院采信该证据。( *Colby v. Klune*, 178 F. 2d 872, 873; cf. *Feder v. Martin Marietta Corp.*, 406 F. 2d 260, 262 - 263. ) 上述案例中,法院采用多种衡量标准,以确定相关交易是否符合法律的客观定义。在第 16(b) 条的相关案件中,任何情况下责任都并非基于“对意图的考虑、缺乏动机或不当行为”。( *Blau v. Oppenheim*, 250 F. Supp. 881, 887. )

[13] See *Smolowe v. Delendo Corp.*, supra, p. 235.

[14] 法条的机械套用属性 (the mechanical quality of the statute), 是指按照法条的字面表述机械式地对案件适用作出判断。——译者注

了立法过程中的一个片段(该法案的主要起草者之一和参议院委员会的两名成员在法案听证会上的简短交流<sup>[15]</sup>)并提出,法律要求持股比例在买入和卖出时均须达到10%的唯一目的,是将那些“非自愿”持股达到10%的股东排除在法律的调整范围之外。例如,因法定继承或减少公司已发行股份总数而导致持股比例达到10%。这种解释的效果是,通过自愿买入而持股比例达到10%的股东,无论卖出时其持股比例如何,其在6个月内进行的所有卖出行为均受第16(b)条调整。本院无法接受这种解释。

首先,本院注意到证券交易委员会自己的规则削弱了这种解释。委员会认识到了该法第16(a)条和第16(b)条之间的相互关系,因此,将第16(b)条项下的豁免效力延伸至第16(a)条,从而豁免不满足第16(a)条项下报告要求的交易。<sup>[16]</sup>第16(a)条要求持股比例达到10%的股东于每月月底报告自己当月内的持股变化。委员会将本条款解释为,仅当股东某月持股比例超过10%时,才要求股东当月提交报告。<sup>[17]</sup>因此可以推定,若像艾默生公司这样持股比例达到10%的股东,某月减持至9.96%并于下个月处分剩余股份,无论其是否“自愿”获得股票,可以免除报告义务;因此,根据证券交易委员会自己的规则,得以免除第16(b)条项下的责任。

然而,即使美国证券交易委员会的主张与其之前对法案的解释并不矛盾,该主张仍然无法成立。正如本院在 *Blau v. Lehman* 案<sup>[18]</sup>中所指出的,人们“或许会认同……委员会提出的具有说服力的政策主张,认为应当扩大该法案适用范围……从而相比于仅让法律剥夺那些由国会明确指定的股东的所得收益,能够更有效地防止‘信息滥用’”。不过,本

---

[15] 交流如下:参议员凯里:若股票成为遗产,继承人是否也要支付收益?科克伦先生:不是的。若发生继承,本法不适用。参议员基恩:为什么?参议员凯里:遗产也是能产生实际收益的。科克伦先生:我认为在上述情形下本法不适用。显然本法的立法意图不包括继承。——参议院银行和货币委员会关于证券交易惯例的听证会(S. Res. 84, 56, and 97, 73d Cong., 1st and 2d Sess., pt. 15, p. 6558.)在本次交流之后,对议案进行了修订,加入了该豁免条款。

[16] See SEC Rule 16a-10, 17 CFR § 240.16a-10.

[17] See Form 4, Securities Exchange Act Release No. 6487 (Mar. 9, 1961).

[18] See 368 U. S. 403, 411.

院无法采纳一种不仅歪曲了法条的字面含义,且断然与之矛盾的解释。

维持上诉法院判决。

鲍威尔法官和伦奎斯特法官未参与案件的审议和裁决。

## 反对意见

道格拉斯法官发表反对意见,伦南法官和怀特法官同意该反对意见。

1967年6月16日,艾默生电气公司为从现任管理层手中取得控制权,买入了道奇制造公司10%以上的已发行普通股。道奇公司通过与上诉人信实电气公司的防御性合并成功抵制了艾默生公司的收购要约。艾默生公司随后在买入后6个月内卖出了全部股份,获利超过90万美元。

由于据称该出售包含两次“独立”交易,其中艾默生公司通过第一次交易将其所持道奇公司已发行普通股减持至9.96%,联邦最高法院裁定第二次交易所获收益不受《证券交易法》第16(b)条<sup>[19]</sup>调整,因此,艾默生公司无须就第二次交易的收益向公司承担责任。我认为,这一裁决是对该法的破坏,与其广泛的救济目的背道而驰,不符合证券立法解释中所要求的灵活性原则,也不符合法律本身的字面意思。

---

[19] See 15 U. S. C. § 78p (b):“为防止受益所有权人、董事或者高级管理人员不正当地利用因与发行人的关系而获取的信息,除非有关权益证券(豁免证券除外)是因为以前约定的债务善意获得,否则受益所有权人、董事或高级管理人员在任何不超过6个月期间从先买后卖或者先卖后买该发行人的该任何权益证券而实现的任何利润,应当归属发行人并可以由发行人追回,不管该受益所有权人、董事或高级管理人员在超过6个月期间达成交易、持有已购证券或者不回购已售出证券时有何意图。发行人可以向任何管辖法院提出普通法或者衡平法诉讼、要求追回该利润;发行人在其任何证券所有权人提出要求后60日内未能或者拒绝提起该诉讼,或者起诉后未能勤勉进行该诉讼的,发行人的任何证券所有权人可以以发行人的名义并代表发行人提起该诉讼。但是,自该利润实现之日起超过2年的,不得提出该诉讼。本款不应当解释为适用于上述受益所有权人在该期间并非以先买后卖或先卖后买方式进行的任何相关证券交易,或者证券交易委员会通过规则和条例豁免的不在本款目的考虑范围的任何交易。”





第 16(b) 条是一条“事前阻吓性”规则,<sup>[20]</sup>其目的是遏制能够获取内部信息的内部人员因内部信息而在公司证券交易中获得不公平的优势。<sup>[21]</sup>

《证券交易法》的立法起源于国会调查。该调查中的确凿证据表明,公司内部人员无视其忠实义务的现象十分普遍。<sup>[22]</sup>事实上,“公司董事和高级管理人员公然违反其忠实义务,利用受托地位和因职务便利而获取的机密信息,为其在证券市场中的交易提供帮助”。这种情况被负责调查的参议院下属委员会称为“听证中查明的最恶劣的行为”。<sup>[23]</sup>下属委员会对董事和高级管理人员进行了强烈抨击。

“与这种滥用行为密切相关的是大股东肆无忌惮地利用内部信息。

---

[20] See *Blau v. Lehman*, 368 U. S. 403, 413.

[21] “接下来要讨论的是一个永恒的问题(如何保护公众股东的利益不受内部人员损害)……也就是说,如何保护了解信息不如内部人员多的股东的利益(通过买卖进入股票市场的每一个人都是股东)……这些可怜的小股东甚至不知道自己正陷入何种境地。为防止无担保的破坏性投机行为,须确保外部投资者免受公司高级管理人员、董事,或能够掌握内部信息的内部人员的损害。同时,还要防止保证金过低而导致的小股东过量买入。这两者同样重要。” [Hearings on H. R. 7852 and H. R. 8720 before the House Committee on Interstate and Foreign Commerce, 73d Cong., 2d Sess., 85 (1934)] [托马斯·科克伦(Thomas Corcoran)的证词]

[22] 一个非常有代表性的例子是,一对兄弟的共同持股比例略高于 10%,两人系控股股东。就在公司投票取消派息之前,兄弟俩将两人股份以大约 1600 万美元的价格卖出。不久,公司披露取消派息的消息后,两人以大约 700 万美元的价格回购了同等数量的股票。两人通过短线交易获利约 900 万美元。S. Rep. No. 792, 73d Cong., 2d Sess., 9 (1934). 许多内幕交易都涉及参与所谓的“池”。“池”是设立用以同时疯狂买入和卖出某公司股票为目的的挂名股票账户。大量的交易行为往往会制造出人们对于该股票有巨大交易量的错误印象,并导致价格人为地大幅上涨。1929 年,一个“池”账户 7 天内买卖了近 150 万股皇家航空公司股票,实现了近 500 万美元的净收益。S. Rep. No. 1455, 73d Cong., 2d Sess., 32-33, 47 (1934). 第二个著名的池案例涉及美国商业酒品公司的股票。1933 年夏天,8 名内部人员及其同伙投资 62,000 美元,获利 300,000 美元。第三个池案例涉及福克斯电影公司股票,内部人员 5 个月内赚了 200 万美元。该案例因大股东的参与程度高而闻名。Id., pp. 55-68. 1929 年,纽约证交所挂牌的 100 多只股票成为池的对象。Id., p. 32. 内部人员参与这些池的现象十分普遍。[见 F. Pecora, *Wall Street Under Oath* (1939)]

[23] S. Rep. No. 1455, 73d Cong., 2d Sess., 55 (1934).

公司大股东虽然不是董事和高级管理人员,却对公司的命运拥有充分的控制权,这使大股东能够获得他人无法获得的信息并从中渔利。”〔24〕

商界和金融界享有名望的专家都认为,股东通过对自身公司股票“毫无风险”的投机获得暴利的行为,尽管明显不公,实际上却往往是其薪酬的一部分。〔25〕 实施这些滥用行为的,都是表面上可靠的人和机构,如纽约证券交易所主席理查德·惠特尼(Richard Whitney)〔26〕大通国家银行首席执行官艾伯特·威金(Albert H. Wiggin)〔27〕和国家城市银行董事长查尔斯·米切尔(Charles E. Mitchell)〔28〕

第16(b)条的立法目的,就是通过根除在法定的6个月期限内进行内幕交易以获利的可能性,从而打击这种“掠夺性的行为”。〔29〕 该法律的覆盖范围广泛,规定适用严格责任。即使未证明内部人员意图通过内部信息获利且了解该等信息,内部人员也会丧失收益。〔30〕

## 二

然而,在本案中,联邦最高法院借“客观”之名破坏了法律。通过简单地将一次交易分成两次(从联邦最高法院的意见来看,两次交易

〔24〕 同前注。

〔25〕 See Cook & Feldman, *Insider Trading Under the Securities Exchange Act*, 66 Harv. L. Rev. 385, 386 (1953); 10 SEC Ann. Rep. 50 (1944).

〔26〕 See SEC, Report on Investigation in the Matter of Richard Whitney Pursuant to Section 21 (a) of the Securities Exchange Act of 1934 (Nov. 1, 1938).

〔27〕 See Pecora, *supra*, n. 3, pp. 131 - 188.

〔28〕 *Id.*, pp. 70 - 130.

〔29〕 正如科克伦在该案听证会上所说,6个月的期限是“粗略的经验法则”(根据第84号、第56号和第97号决议在参议院银行和货币委员会举行的证券交易惯例听证会, 73d Cong., 1st and 2d Sess., pt. 15, p. 6557.)。它所代表的是在阻止基于内部信息开展短线交易的需要与避免过度抑制长期企业投资的愿望之间的平衡(S. Rep. No. 792, 73d Cong., 2d Sess., 6)。之所以以6个月为期限,大概是立法者认为“若内部人员持股超过六个月,则市场波动很可能会使其无法获利”。[Comment, 117 U. Pa. L. Rev. 1034, 1054 (1969)]

〔30〕 “这种方式通过减少举证困难,最大限度地提高了该规则消除投机性滥用行为的有效性。立法者认为,为了达到最佳的事前阻吓效果,该规则下任意且全面的覆盖范围是必需的。”[Bershad v. McDonough, 428 F. 2d 693, 696 (CA7)]

有些反常的是,多数意见相信,为了确保法律在实施过程中不违背立法意图,需要将法律框架的特点纳入考虑范围,而该特点会扩大立法意图的范围。

甚至可以在同一天进行),持股比例达到 10% 的股东就可以通过买卖公司已发行的股票来获取暴利。按照这一逻辑推理出的结果“显然与整体的立法目的不一致”,<sup>[31]</sup> 因为艾默生公司的持股比例为 9.96%, 在处分道奇公司这部分股票时,并非第 16(b) 条项下的持股 10% 以上的“受益所有权人”。

若第 16(b) 条要达到立法者所希望的“最佳的事前阻吓效果”,就不能允许内部人员如此轻易地规避其广泛的适用范围。我们应该认定只发生了一次卖出——艾默生公司持股 13.2% “时”即已设想,并在买入后 6 个月内实施相应的卖出计划。此外,根据该法的立法目的,我们应该推定,任何由持股超过 10% 的股东进行的这种“分割式卖出”都隶属于同一份处分计划,适用第 16(b) 条项下的责任。

本法中的任何语句,均未排除对“一系列相关交易”的解释。<sup>[32]</sup> 从联邦最高法院的意见中可以推断,“买入”“卖出”“受益所有权人”“内部人员”“当时”等术语在法条中的定义并未被客观界定而具有确切的含义。

无论“买入”“卖出”在其他语境下含义如何,在对这两个术语进行解释时,都应确保解释能够实现它们在其所属的(证券交易)法律特定条款中的立法目的。<sup>[33]</sup>

斯图尔特法官在上诉法院任职期间,曾对第 16(b) 条中的法律定义进行适当解释的方法作出过如下表述:“若交易可能导致第 16(b) 条规定的投机行为,且该交易能够合理定义为买入,则均应如此定义。”<sup>[34]</sup>

法院之所以对法条定义适用这种有利于实现立法目的的方法,是基于董事职位固有的滥用机会,董事必须对其任命前不久的买入行为<sup>[35]</sup> 和辞职后不久的卖出行为<sup>[36]</sup> 承担责任。通常情况下,在 20 世纪 30 年代披露的操纵行为中扮演重要角色的“期权”,<sup>[37]</sup> 不被认为是

---

[31] See *United States v. American Trucking Assns.*, 310 U. S. 534, 543.

[32] See *Bershad v. McDonough*, 428 F. 2d 693, 697 (CA7).

[33] See *SEC v. National Securities, Inc.*, 393 U. S. 453, 467. *Id.*, p. 696.

[34] *Ferraiolo v. Newman*, 259 F. 2d 342, 345 (CA6).

[35] See *Adler v. Klawans*, 267 F. 2d 840 (CA2).

[36] See *Feder v. Martin Marietta Corp.*, *supra*.

[37] *Twentieth Century Fund, Stock Market Control* 114 – 118 (1934).

基础商品的“买入”或“卖出”；然而，由于期权机制固有的滥用机会，法院认为，授予期权行为属于第 16(b) 条项下的“卖出”。<sup>[38]</sup> 但是，为了使基础交易受到第 16(b) 条项下 6 个月期限的规制，行权也被视为“买入”。<sup>[39]</sup> 同样，若存在滥用内部信息的可能，则也可将债券转换为普通股视为“卖出”；<sup>[40]</sup> 但若不存在内部信息滥用，则不将该等转换视为“卖出”。<sup>[41]</sup>

贯穿这些裁决的一条主线是，无论我们将本案问题看作第二次交易时的“实益所有权”问题，抑或这两次交易是否属于一次“卖出”的问题，“本案的问题都无法通过语义分析解决，而是必须结合立法目的加以解决——以遏制内部人员的短期投机行为”。<sup>[42]</sup>

时至今日，几乎所有联邦法院均同意，“若有必要，可以违背法律的字面含义”。<sup>[43]</sup> 因此，尽管将收购要约理解为一系列独立的买入行为是合理的，但法律上仍整体将其视为一项买入行为。<sup>[44]</sup> 为了避免作出“投资者可以买入一大批股票，再将其卖出，直到持股比例低于 10%，然后无限期地重复这个过程”的解释，联邦最高法院据以支撑论点的短语“在买卖时”被定义为“于买入的同时”和“在卖出之前”。<sup>[45]</sup> 正如一位评论员指出的那样，这种裁决必然存在逻辑上的不一致，因为短语“在买卖时”被视为指买入后和卖出前。<sup>[46]</sup>

但是在本案中，“考虑到更为宽泛的立法目的，这种不一致则显得无关紧要”。<sup>[47]</sup>

因此，根据第 16(b) 条立法目的的广泛救济的需要，该法律的字面含义并不排除将本案所讨论的两次交易整体视为一项“卖出”行为。

[38] *Bershad v. McDonough*, *supra*.

[39] *Booth v. Varian Associates*, 334 F. 2d 1 (CA1).

[40] *Park & Tilford v. Schulte*, 160 F. 2d 984 (CA2).

[41] *Blau v. Lamb*, 363 F. 2d 507 (CA2).

[42] *Ferraiolo v. Newman*, *supra*, p. 344.

[43] *Feder v. Martin Marietta Corp.*, *supra*, p. 262.

[44] See *Abrams v. Occidental Petroleum*, 323 F. Supp. 570, 579 (SDNY), *rev'd on other grounds*, 450 F. 2d 157 (CA2).

[45] *Stella v. Graham – Paige Motors*, 104 F. Supp. 957, 959 (SDNY).

[46] See 57 Col. L. Rev. 287, 289.

[47] 见上注。

### 三

本案中滥用内部信息的可能性是不言而喻的。同样显而易见的是,相比于几十年前,在暴利面前,如今的内部人员也同样难以抵制内幕交易的诱惑。事实上,在一项对“声誉良好”的商人的调查中,42%的受访者表示他们自己会利用内部信息进行交易,61%的受访者认为“普通”高级管理人员也会这样做。<sup>[48]</sup>因此,这样看来,第16(b)条适用于本案的行为,且当下由第16(b)条提供保护与本法制定时一样必要。

尽管以下判决触及了法规的要害,但联邦最高法院表示必须予以维持,因为“在证明卖方已有意图的情况下,将两次卖出行为视为一笔交易”有损法律的“机械套用属性”,而且“与国会根据‘客观证据原则’设立责任的做法相悖”。<sup>[49]</sup>

然而,所谓的“机械套用属性”是虚幻的。

“没有哪条规则能够‘客观’(‘自动’会是一个更好的词)到,依法受托适用该规则者在适用该法时无须任何思考。”<sup>[50]</sup>

因此,第16(b)条的威慑价值与其说取决于其吹嘘的“客观性”,不如说取决于其“全面性”。

“我们必须假定,该法律的立法意图是全面的,其以彻底消除从股票交易中获利的可能性为目的,建立一个相对较高的标准,以防止负有忠实义务的高级管理人员、董事或股东的私利与忠实履行其职责之间发生冲突。”<sup>[51]</sup>

内部人员已经认识到,“为了达到第16(b)条公开声明的目的”,联邦法院将对所有“与内部人员有关的疑问和含糊之处”提出解决办法。<sup>[52]</sup>

此外,在本案之前,法院并没有像本案一样仅因可能需要事实调查

---

[48] 《商人有多道德?》Baumhart. *Harv. Bus. Rev.*, July - Aug. 1961, p. 6, at 16. 该调查进行了如下假设:“若……作为一家大公司的董事,你在董事会上了解到公司即将与一家小公司合并,你会怎么做?假设这家公司今年不盈利,且股票价格低,若合并的消息公之于众,你可以肯定股票价格会上涨。”(Id., p. 7.)

[49] Ante, p. 425.

[50] *Blau v. Lamb*, supra, p. 520.

[51] *Smolowe v. Delendo Corp.*, 136 F.2d 231, 239 (CA2).

[52] See *Blau v. Oppenheim*, 250 F. Supp. 881, 884 - 885.

便推卸责任。联邦最高法院在 *Blau v. Lehman* 案<sup>[53]</sup>中指出,基于案件的事实证据,由于一家投资银行公司的合伙人被“委任”为另一家公司的董事,该投资银行公司可能会被迫交出对该公司股票进行短线交易的获利。<sup>[54]</sup>在多数意见书中引用的 *Colby v. Klune* 案<sup>[55]</sup>中,法院允许对某人作为“事实上”的高级管理人员或股东(尽管在正式场合并未如此指称)的可能性进行事实调查。几乎所有法院在审理涉及第 16(b) 条的案件时,都会调查某一特定类型交易中固有的滥用机会,以了解适用本法是否符合其立法目的。<sup>[56]</sup>而且我认为对于此类案件,即使在多数意见采用的有限方法下,仍然可以对表面上分开卖出行为是否“有法律上的联系”<sup>[57]</sup>进行调查。因此,事实调查的必要性并不妨碍法律适用于本案。

当然,毫无疑问,该法律的主要关注点在于若要求积极证明内部人员的“意图”,则将使该法律失效。由于联邦地区法院的做法是将证明存在“卖出计划”的证明责任推给原告,因此,这种做法受到批评也是有道理的。第 16(b) 条的广泛覆盖性要求由推定的原告来承担最低限度的举证责任。

但是消除举证问题这一目标附属于该法律的主要目标(遏制内部投机行为)。无论本法的“机械套用属性”如何,它都是为了减轻原告的举证责任,而不是厘清内部人员的获利。

[53] *Supra.*

[54] *Id.*, p. 410.

[55] 178 F. 2d 872 (CA2).

[56] See *Bershad v. McDonough*, *supra*; *Blau v. Max Factor & Co.*, 342 F. 2d 304 (CA9); *Booth v. Varian Associates*, *supra*; *Ferraiolo v. Newman*, *supra*.

[57] 这样的调查范围可能会十分广泛。以下针对上诉法院裁决的评论,同样也适用于多数意见:“即使将该法律解释为允许在第 16(b) 条项下存在例外,也即允许对最后 9.9% 的股票进行分割出售,如何认定这些卖出行为是相互区别和独立的? 艾默生一案的裁决并未就此提供指导原则。该裁决仅表明:‘某一特定卖出行为是否相互区别和独立属于事实问题,是在特定案件中根据具体案件事实来决定的。就此而言,每个案件都必须依赖于或指向自身的事实。’什么事实? 是否可以分多次出售给同一买方? 各方需要区别到什么程度——不同的企业,不同的公司还是不同的实体? 两次卖出之间必须有间隔吗? 间隔为多久? 若未来艾默生案作为先例,案件争议点是否会从出售行为的谨慎程度转换成为出售行为提供法律服务的律师的谨慎程度? 调查似乎偏离了所有潜在违反者都应受到第 16(b) 条的全面制裁的立法意图”(Recent Decisions, 5 Ga. L. Rev. 584, 590)。

因此,我们不应该像多数意见一样,认定没有可供强制执行的手段来消除“分割出售”计划中内在狡诈行为的可能性。

采用“客观原则”或“经验法则”并不意味着,为了确保法院能够简便地适用第 16(b) 条项下的短线交易条款,而迫使其对充满潜在狡诈行为的交易的重大影响视而不见。当然,对于简单适用第 16(b) 条禁止性规定的追求尚不至于通过形式主义手段为规避该条款的功能提供便利。<sup>[58]</sup>

一系列间隔相近的卖出行为很可能隶属于同一份处分计划。根据基本的常识推测,即使未经艾默生公司的确认,但其在本案中的行为很有可能是事先计划好的。从统计数据来看,持股超过 10% 的受益所有权人在 6 个月内处分其大部分股份的一系列卖出行为都有着一定的关联。

因此,在解释法律时,我们应推定上述一系列处分交易属于单个处分计划的一部分,且这一系列交易作为整体,属于第 16(b) 条项下的“卖出”。<sup>[59]</sup> 由于举证责任应由被告而非原告承担,因此照此适用该规则并不会减损该法律目前本就不完美的自动(适用)效率。而且与联

[58] See *Bershad v. McDonough*, *supra*, at 697 n. 5.

[59] 在对证券法律的解释中,该推定方法并不鲜见。例如,1933 年《证券法》(48 Stat. 74) (修订版) (15 U. S. C. § 77a et seq.) 规定,证券的公开发行必须在证券交易委员会登记。(§ 5, 15 U. S. C. § 77e) 但以所谓的“私募”方式出售的股票不需要注册。[§ 4 (2), 15 U. S. C. § 77d (2)] 然而,若买入者在买入以“私募”方式出售的股票后进行转售,则买入时需要登记,除非买入者最初在购买时“不以……卖出为目的。”[§ 2 (11), 15 U. S. C. § 77b (11)] 由于这种“观点”[1 L. Loss, *Securities Regulation* 665-687 (2d ed. 1961)] 有极大的不确定性而难以判断,因此法院推定,若在买入后两年内卖出,则表明最初的买入是以卖出为目的的。[4 *id.*, at 2652 (Supplement to 2d ed. 1969); *The Wheat Report, Disclosure to Investors* 165 (CCH 1969)] 类似的推定同样适用于“控制人”[Rule 405, 17 CFR § 230.405 (f)]。根据 1933 年法律,若在 6 个月内卖出比例不超过发行人已发行股票的 1%, 则该等卖出无须登记。但是,“若在连续的 6 个月内,根据某一计划实施了一系列卖出行为,则这种卖出行为不得视为常规交易,而必须被视为卖出,不适用豁免规则”。[*Securities Act Release No. 4818*, 31 *Fed. Reg.* 2545 (1966)]

当然,1933 年法和 1934 年法的立法目的不同。然而,1933 年法中的上述条款与 1934 年法律的第 16(b) 条相同,均旨在阻止可能会发生内部信息滥用的交易。1933 年法的推定是基于以下判断:从统计学上讲,在短期内实施一系列卖出行为有很大可能性能够反映出交易人意图规避公开发行中的注册。我在第 16(b) 条案件中所进行的推定是合理的,因为从统计学的角度判断,若行为人买入后 6 个月内实施了一系列处分性交易(如艾默生公司),则上述交易有很大可能是根据“处分计划”进行的。

邦最高法院所采取的方法相比,照此适用该规则更契合《证券交易法》广泛的救济性的目的。

此外,该等规则不会将“意图”问题引入法律框架。任何事实调查都将只涉及对该系列处分行为的客观分析,通过先例所确立的“各种检验标准”来“确定一项经过客观界定的交易是否纳入该法律条款调整的范围”。<sup>[60]</sup>

仅当受益所有权人承担了积极举证责任,证明其一系列处分性交易并非滥用内部人地位的投机性行为,方能够判定他在“卖出……时”并非第 16(b)项下的受益所有权人。<sup>[61]</sup>

#### 四

联邦最高法院提出了另外两个有利于免除艾默生公司在第 16(b)条项下的责任的因素。首先,联邦最高法院暗指,判定艾默生公司承担责任有悖于证券交易委员会颁布的规则。这一论点基于第 16(b)条赋予证券交易委员会的权力,即豁免那些“不在本条立法目的范围内”的交易的权力。根据这一授权,证券交易委员会颁布了第 16a-10 条规则,规定根据第 16(a)条无须报告的交易也不受第 16(b)条的约束。

证券交易委员会规定的报告义务体现在“表格 4”中。直到最近,该表格还要求内部人员(高级管理人员、董事和持股超过 10%的股东)仅对其在满足该等内部人员身份的自然月当月的交易情况予以报告。艾默生公司在 8 月减持股份至 9.96%,然后在 9 月卖出。可以推定,艾默生公司无须在表格 4 中报告 9 月的卖出行为。因此,根据第 16a-10 条的规定,可以主张 9 月的卖出行为也免受第 16(b)条的约束。

由于证券交易委员会颁布这一规则的权力并不“完全依赖其专业知识,因此超出了司法审查的范围”,<sup>[62]</sup>这一论点在 *Feder v. Martin*

[60] *Ante*, at 424 n. 4.

[61] 美国联邦最高法院承认,本案中艾默生公司未达到上述举证要求。一般来说,类似于 1933 年法律中私募发行注册豁免的证明方式,内部人员会通过证明“情形变化”来推翻推定。[1 *Loss, Securities Regulation*, *supra*, at 665-673; 4 *id.*, at 2646-2654 (1969).]

[62] *Greene v. Dietz*, 247 F. 2d 689, 692 (CA2).



Marietta Corp. 案<sup>[63]</sup>之后基本完全丧失了效力。在 *Feder v. Martin Marietta Corp.* 案中,法院面对同样的论点,裁定第 16a-10 条规定无效,因为其通过表格 4 免除前董事根据第 16(b) 条应承担的责任。法院认为,将报告义务限制在交易发生后的一个月內是“武断的……(而且)会给法律框架造成不必要的漏洞”,<sup>[64]</sup> 因为第 16a-10 条规定要求前董事对辞职后 30 天内发生的交易作出报告,但对于其后一天进行的交易却免除了责任。

不过,表格 4 的确扩大了第 16(b) 条项下的责任,使其涵盖了辞职后发生的部分交易。

“因此,由于表格 4 作为证券交易委员会对其权力的有效行使,已经扩大了第 16(b) 条的覆盖范围,使其包含前董事的部分行为,对前董事提出了不那么随意的报告要求,是第 16(b) 条范围的逻辑延伸。这种延伸符合国会立法目的,并且能够更大程度上实现立法者的意图。”<sup>[65]</sup>

该分析同样适用于先前持有 10% 股票的股东的报告义务。

其次,联邦最高法院将艾默生公司的“计划”与 6 个月的法定期间內“设想”但 6 个月后才实施的卖出行为进行类比。联邦最高法院错误地推定这种卖出行为不适用第 16(b) 条。若“设想”足够具体,可以被解释为“卖出合同”或“期权”,那么责任确实存在。<sup>[66]</sup> 无论哪种情况,这个类比都是不成立的,因为 6 个月规则的目的不同于 10% 持股比例。

6 个月的限制是以国会的估测为基础的。国会认为,超过这段时间后,正常的市场波动足以阻止利用内部信息进行交易的企图。<sup>[67]</sup> 因此,允许内部人员在买入后 6 个月內“计划”、在 6 个月後实施卖出行为

---

[63] *Supra.*

[64] *Id.*, p. 269.

[65] 作为对联邦快速案的回应,证券交易委员会修改了规则,要求董事和高级管理人员披露在任命前 6 个月內和辞职后 6 个月內的所有交易。[Rule 16a-1, 17 CFR § 240.16a-1 (d), (e) (1969 年 9 月 30 日修订)] 因此,多数意见所引用的限制性报告义务仅适用于受益所有权人,而这本身就是一种主观性的区分。

[66] *See Cf. Bershad v. McDonough, supra.*

[67] *See Blau v. Max Factor & Co., supra*, p. 308.

是符合立法框架的。但 10% 规则是基于一项确定的立法推定,即持股数量达到这一比例就足以获取内部信息。<sup>[68]</sup> 6 个月规则背后的基本原理是假定内部信息在该期间段内是有用的。因此,可以推定,即使持股超过 10% 的股东在 6 个月内已经通过先前的交易将实益所有权降低到 10% 以下,但其在该期间内进行的所有卖出行为都是有瑕疵的。

## 五

总之,无论是法条中的语言还是多数意见所明确指出的目的,均无法证明今日所作判决的正当性。与其毫无意义地追求本不存在的操作单纯性,并在此过程中导致第 16(b) 条丧失了生命力,我认为,联邦最高法院应当推翻上诉法院的判决并将案件发回重审。

(编辑:谢贵春)

---

[68] See *Newmark v. RKO General, Inc.*, 425 F.2d 348 (CA2).