

CUFE
LAW REVIEW

第八卷

—— 中财法律评论 ——

中央财经大学法学院 / 主办

张 量 / 主编

中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

CUFE
LAW REVIEW

第八卷

中财法律评论

中央财经大学法学院 / 主办

张 量 / 主编

中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

中财法律评论. 第八卷/张量主编. —北京: 中国法制出版社, 2016. 8

ISBN 978 - 7 - 5093 - 7775 - 8

I. ①中… II. ①张… III. ①法律 - 文集 IV. ①D9 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 202562 号

责任编辑 周琼妮 (zqn - zqn@126. com)

封面设计 杨泽江

中财法律评论 第八卷

ZHONGCAI FALÜ PINGLUN DIBAJUAN

主编/张量

经销/新华书店

印刷/北京九州迅驰传媒文化有限公司

开本/710 毫米 × 1000 毫米 16 开

版次/2016 年 10 月第 1 版

印张/18 字数/247 千

2016 年 10 月第 1 次印刷

中国法制出版社出版

书号 ISBN 978 - 7 - 5093 - 7775 - 8

定价: 58.00 元

北京西单横二条 2 号

邮政编码 100031

网址: <http://www.zgfs.com>

市场营销部电话: 010 - 66033393

值班电话: 010 - 66026508

传真: 010 - 66031119

编辑部电话: 010 - 66067023

邮购部电话: 010 - 66033288

(如有印装质量问题, 请与本社编务印务管理部联系调换。电话: 010 - 66032926)

目 录
contents

财经法苑

- 共同企业要件：水平共同与垂直共同之辩 楼秋然 / 3
- 反垄断法中资产剥离制度的类型、轨制及我国的改革
选择 邓 伟 / 16

民商研究

- 有限责任公司股东除名与表决权限制
——填补法律漏洞视角下的展开 陈 克 / 31
- 论让与担保制度在我国的立法选择 尹开拓 / 52
- 论信托财产的“占有瑕疵承继”制度 孙亚翔 / 63
- 论违法建筑转让合同的效力 况亚军 / 81
- 论缔约过失责任的赔偿范围：以“误打彩票号码案”
为例 伍晓雯 / 95
- 论行政审批对合同效力的影响 杨雨晨 / 109
- 劳动者忠诚义务的司法实践研究 向 彪 / 121

公法探索

法律人思维的二元论？

——兼与孙笑侠教授商榷 向文磊 / 139

浅析美国第三人同意搜查制度

——以费尔南德斯案切入 唐彬彬 / 164

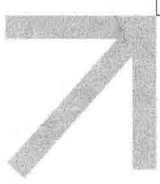
中国公共采购法的进展与问题 孙景怡 / 185

域外法律

美国众筹集资门户规则研究及对中国居民的
适用 史 梁 / 219

美国 JOBS 法创新证券发行制度研究 欧 恒 / 240

紧急仲裁员制度的国际经验及其对我国的
启示 张 量 郑 方 / 257



财经法苑

CAIJINGFAYUAN

共同企业要件： 水平共同与垂直共同之辩

楼秋然*



摘要：“Howey 检验”是美国证券法上认定是否存在“投资合同”的权威标准。然而该项检验中的“共同企业”要件存在数种可供选择的认定标准。美国联邦最高法院的沉默以及联邦巡回法院在该问题上的分歧导致相关法律规则和判例失去了确定性和可预期性。由于水平共同和狭义的垂直共同存在严重的理论缺陷，因此应当采用符合美国证券法立法目的以及联邦最高法院判例发展方向的“广义的垂直共同”标准作为认定共同企业存否的标准。但，该标准中的“对发起人专门知识或者能力的依赖”不可在逻辑上进行极端的适用，以避免不合美国证券法立法目的的结果出现。

关键词：证券；水平共同；垂直共同

一、引 论

在美国法上，只有认定一项特定的金融工具（Financial Instrument）属于证券，证券法才可适用。^①如果认定该金融工具属于证券，除非存在豁免，否则其销售就必须遵循 1933 年证券法的规定进行登记；即使存在任何豁免，证券法中规定的“反欺诈条款”（Antifraud Provisions）也仍然存在适用的余地。^②不同于

* 楼秋然，中国政法大学民商经济法学院 2015 级民商法学博士研究生。

① See Susan G. Flanagan, *The Common Enterprise Element of the Howey Test*, Pacific Law Journal, Vol. 18, No. 4, 1987, p. 1141.

② See Marc I. Steinberg, *Understanding Securities Law*, Fifth Edition, LexisNexis, 2009, p. 39.

《中华人民共和国证券法》仅仅将证券的范围限定在“股票、公司债券和国务院认定的其他证券”^①的范围内,美国证券法上的证券不仅仅包含了常见的金融工具,如股票、票据、债券,也通过“投资合同”(Investment Contract)这一“兜底条款”(Miscellaneous Provisions)使得许多新颖、独特的金融工具的投资人获得了证券法的保护。

虽然早在1933年证券法和1934年证券交易法实施之前,美国各州的证券监管法(蓝天法)和相关判例就已经对“投资合同”进行了界定。但是,目前最为权威、也是引用最多的“投资合同”定义是美国联邦最高法院在“SEC. v. Howey”案中确立的“Howey 检验”。在该案中,联邦最高法院认为:投资合同即是某人通过向一共同企业(Common Enterprise)投入金钱并期望仅仅通过发起人(Promoter)^②或者第三方的努力获得利益回报的一项交易、合同或者计划。^③

虽然此后的判例对于 Howey 检验中的诸多概念和要件进行了扩充或者解释,^④但是联邦最高法院却一直没有对于何为“共同企业”进行正面的回答。^⑤联邦最高法院的“沉默”,导致了美国联邦巡回法院在“共同企业”认定上的严重分歧,仅以第四巡回法院辖区内的地区法院为例:马里兰州的地区法院认为“狭义的垂直共同”标准较优,弗吉尼亚州的东部地区法院采用了“水平共

① 《中华人民共和国证券法》第2条规定:“在中华人民共和国境内,股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券的发行和交易,适用本法;本法未规定的,适用《中华人民共和国公司法》和其他法律、行政法规的规定。政府债券、证券投资基金份额的上市交易,适用本法;其他法律、行政法规另有规定的,适用其规定。”值得注意的是,直到目前为止,国务院尚未根据该条授权认定任何新型金融工具为证券,参见彭冰:《中国证券法学》(第二版),高等教育出版社2007年版,第15页。

② 值得注意的是,在讨论“共同企业”标准的美国文献中都使用 Promoter 作为与投资者相对的发起人或者寻求投资者,为贴近美国法上的讨论及论述的统一,本文在之后的部分一律使用“发起人”这一概念。

③ See S. E. C. v. W. J. Howey, Co., 328 U. S. 293, 301 (1946).

④ 关于此类针对 Howey 案中的概念和要件进行扩充或者解释的判例, See Marc I. Steinberg, *Understanding Securities Law*, Fifth Edition, LexisNexis, 2009, pp. 18-22.

⑤ See Christopher L. Borsani, A “Common” Problem: Examining the Need for Common Ground in the “Common Enterprise” Element of the Howey Test, *Duquesne Business Law Journal*, Vol. 10, Issue 1, 2008, p. 4.

同”标准，北卡罗来纳州的东部法院则采用了“广义的垂直共同”标准。^① 这种严重的认定标准上的分歧产生了美国学者所谓的“法庭彩票”（Court Lottery）现象，^② 即在马里兰州地区法院被认定为证券的合同或者交易很可能在弗吉尼亚州不被界定为证券。

这种认定标准上的不统一不仅仅影响了商业实践参与者的“可预期性”，同时也导致了投资者保护程度的参差不齐。对该问题的梳理和反思至少也在以下两个层面对于中国的证券法学说与判例具有重要的意义：（1）对认定“共同企业”要件是否满足的不同标准所涉及的公共政策问题的理解，有助于我们更好地理解证券法的目的；（2）尽管目前中国《证券法》仍然将“证券”与“股票、债券”画等号，但是随着金融创新的不断深入、资本市场的不断放开，美国式的证券定义方式也很可能在不久的将来成为我们的借鉴对象。有鉴于此，本文拟在介绍和反思美国现有的“共同企业”认定标准的基础上，提出自己对于该问题的见解，以期抛砖引玉。

二、对于“水平共同”标准的反思

目前，在美国证券法的学说与判例中，主要存在三种认定“共同企业”的标准：（1）水平共同标准（Horizontal Commonality）；（2）狭义的垂直共同标准（Strict Vertical Commonality）；（3）广义的垂直共同标准（Broad Vertical Commonality）。本文在此处首先对于水平共同标准进行介绍和反思。

水平共同标准关注的是特定交易中投资者之间的关系，它要求投资者们将他们的投资“集合”（Pool）在一起并且按比例（Pro-rata Basis）分享利益。^③ 值得注意的是，由于水平共同标准要求投资者们将他们的投资“集合”在一起，这也就意味着一项交易或者合同或者计划只有在包含了“复数”投资者时

① 关于美国各巡回法院及巡回法院内部在“共同企业”认定上的不同，See Shawn Hill Crook, *What Is A Common Enterprise? Horizontal And Vertical Commonality in An Investment Contract Analysis*, 19 Cumb. L. Rev. 332, 1989, pp. 332 - 349。

② See Maura K. Monaghan, *An Uncommon State of Confusion: the Common Enterprise Element of Investment Contract Analysis*, Fordham Law Review Vol. 63, Issue 6, 1995, pp. 2135, 2171.

③ See Maura K. Monaghan, *An Uncommon State of Confusion: the Common Enterprise Element of Investment Contract Analysis*, Fordham Law Review Vol. 63, Issue 6, 1995, pp. 2135, 2152 - 2153.

才可能被认定为证券,因此所有“一对一”的合同关系都被排除在证券法规制的范围之外。虽然不少的美国联邦巡回法院、地区法院排他性地采纳了“水平共同”标准,^①但是该项标准至少面临以下质疑。

1. 与联邦最高法院判例的结论相悖:虽然美国联邦最高法院一直对于何为“共同企业”的问题保持沉默,但我们仍然可以从其是否认定一项交易或者合同或者计划为证券的判例中找到一些蛛丝马迹。在“SEC v. Edwards”案中,法院认定被告与投资者之间进行的“出售后回租”交易属于“证券”。在该案中,被告首先将公用电话(Payphone)以特定价格出售给投资者,随后再以租赁的方式收回这些电话以从事其营业,并向投资者许诺他们可以获得固定的14%的年投资回报率。根据Howey检验,联邦最高法院认定该项交易属于证券。^②但如果严格地使用水平共同标准,则该交易根本不属于证券,原因在于:首先,该案的投资者们并没有“集合”他们的投资,而是分别购买了公用电话;其次,这些投资者获得的都是固定的投资回报,而不是按照总的投资比例分享利益。由此可见,联邦最高法院并没有将水平共同作为认定“证券”的唯一标准。

2. 过于僵化而易于规避:水平共同在两个维度上界定了一项交易或者合同或者计划成为证券,一是要求存在“复数投资者”,二是要求存在资金的集合和利益的按比例分享。而后者是极其容易被规避的,即只要意图使用他人资金的发起人使用多个银行户头存放投资,或者使用固定比例返还投资者利益的方式就可以不必遵守美国证券法的规定。因此,使用水平共同标准认定是否存在“投资合同”,直接挫败了该“蓝天法”提出此概念时所欲实现的目的,即“防止那些可能危害公众的投资欺诈的发生”。^③

3. 难以从证券法的立法目的中寻找其正当性:事实上,证券法的立法者既无将所有类型的合同纳入证券法规制范围的意图,也不希望其为所有的欺诈行

① See Shawn Hill Crook, *What Is A Common Enterprise? Horizontal And Vertical Commonality in An Investment Contract Analysis*, Columbia Law Review, Vol. 19, 1989, pp. 332 - 349.

② 关于本案的案情、判决内容, See SEC v. Charles E. Edwards, 540 U. S. 389 (2004)。

③ See Maura K. Monaghan, *An Uncommon State of Confusion: the Common Enterprise Element of Investment Contract Analysis*, Fordham Law Review Vol. 63, Issue 6, 1995, pp. 2135, 2137.

为提供救济。^①而证券法又主要是通过加强信息披露来实现投资者保护的立法目的。因此，Gordon 教授指出，证券的定义应该着眼于证券法应当给予何种交易此种加强的信息披露的保护。^②水平共同标准中的“集合资金”要件和“按比例分享利益”要件由于和加强信息披露的立法目的无关而不具有正当性。但是，Gordon 教授进一步指出，水平共同标准的“复数投资者”要件在以下两个方面具有正当性。

一方面：（1）相比于通过“一对一”的协商方式缔结契约的当事人，证券投资者因为“集体行动”成本的问题而在获取信息的能力方面处于劣势；（2）复数投资者的存在意味着更大的联邦利益的存在，此种较大的利益也正当化了较强的信息保障。^③

但是另一方面，这一理论至少存在如下值得商榷之处：（1）欺诈的发生并非主要来源于缔约能力的高低，而是来源于投资者与证券发行人之间存在的信息不对称。^④这也是为什么美国证券法虽然允许向授权投资者（Accredited Investors）非公开发行的证券免于登记但使其受证券法中反欺诈条款规制的原因。^⑤（2）即使所谓的缔约能力确实因为投资者的增加而降低，但是该理论也无法解释当发行人向公众发出交易的“要约”但仅有一名投资者与之缔约时，该投资者的缔约能力为什么强于复数投资者中的任何一位投资者。（3）至于“更大利益”的存在则完全是一个形式化的标准，它不能解释为什么相同的交易结构在存在两名投资者时就会发生与只有一名投资者时完全不同的法律效果，

① See *Stoneridge Inv. Partners, LLC v. Scientific - Atlanta*, 552 U.S. 148, 161 (2008); *SEC v. Zandford*, 535 U.S. 813, 820 (2002); *Reves v. Ernst & Young*, 494 U.S. 56, 61 (1990); *Landreth Timber Co. v. Landreth*, 471 U.S. 681, 687 (1985).

② James D. Gordon III, *Defining A Common Enterprise in Investment Contracts*, Ohio State Law Journal, Vol. 72, No. 1, 2011, p. 72.

③ James D. Gordon III, *Defining A Common Enterprise in Investment Contracts*, Ohio State Law Journal, Vol. 72, No. 1, 2011, pp. 77-82.

④ [美] 弗雷德里克·S. 米什金：《货币金融学》（第九版），郑艳文、荆国勇译，中国人民大学出版社2011年版，第40-41页。

⑤ 事实上，Gordon 教授在其文章的其他部分提出“加强信息披露的需要主要取决于投资者获取信息的途径”，See James D. Gordon III, *Defining A Common Enterprise in Investment Contracts*, Ohio State Law Journal, Vol. 72, No. 1, 2011, p. 75.

也不能解释为什么即使只向一名投资者发行的“股票”^①就值得证券法的信息披露的保护。另外,更大利益也可以存在于单一投资者场合,即单一投资者需要承担全部投资损失反而更需要相关的信息披露。因此,有学者指出,投资者的数量是一个任意的区分标准,并且与证券法保障信息披露的立法目的并无关联。^②

综上所述,水平共同标准由于其固有的众多缺陷,不足以作为认定“共同企业”是否存在的统一标准。

三、对于“垂直共同”标准的反思

由于“水平共同”标准存在上述缺陷,许多联邦巡回法院转而使用了“垂直共同”标准。垂直共同标准包括两种形式即狭义的垂直共同标准和广义的垂直共同标准。本文将在这一部分首先对于狭义的垂直共同标准进行反思。

(一) 狭义的垂直共同标准

不同于水平共同标准着眼于投资者之间的相互关系,狭义的垂直共同标准主要关注的是投资者与发起者之间的经济联系。^③在狭义的垂直共同标准下,只有当投资者与发起者的财富相互交织(Interwoven)并且相互依赖(Mutually Dependent)时,才存在“共同企业”。^④狭义的垂直共同标准对于投资者是否“集合”了他们的投资或者投资者是否按照比例分享利益并不关注,^⑤只要投资

① See *Landreth Timber Co. v. Landreth*, 471 U.S. 681, 687 (1985). 在该案中,联邦最高法院明确指出如果一项金融工具属于证券法明文列举的种类,则不必受制于投资合同的Howey检验。因此,即使是一对一发行的股票也属于证券。由于联邦最高法院没有在股票问题上做与“Note”一样的进一步区分,可见联邦最高法院至少不会因为某一股票不存在复数投资者就不存在证券法的保护必要。

② See Marc G. Alceser, *The Howey Test: A Common Ground for the Common Enterprise Theory*, U.C. Davis Law Review, Vol. 27, 1996, p. 1233.

③ See Maura K. Monaghan, *An Uncommon State of Confusion: the Common Enterprise Element of Investment Contract Analysis*, Fordham Law Review Vol. 63, Issue 6, 1995, p. 2157.

④ See *Mordaunt v. Incomco*, 686 F.2d 815, 817 (9th Cir. 1982), cert. denied, 469 U.S. 1115 (1985).

⑤ See *Brodt v. Bache & Co.*, 595 F.2d 459, 461 - 62 (9th Cir. 1978).

者的财富和发起者的财富能够“同升共降”(Rise or Fall Together)就存在“共同企业”。

相较于水平共同标准,狭义的垂直共同抛弃了“复数投资者”的要求从而扩大了证券的定义。但由于其要求投资者必须与发起者分享投资风险也缩限了能够成为证券的交易的范围,举例来说:当甲乙签订的合同约定,甲仅收取固定的报酬作为乙取得投资收益的对价时,该种合同肯定不属于“证券”;但若甲取得的报酬与乙取得的投资收益成某一比例时,该合同就属于“证券”(如果满足 Howey 检验的其他要件的话)。虽然狭义的垂直共同标准排除了具有“任意性”的“复数投资者”要件,并且将注意力正确地放在了投资者和发起者之间的关系上,但是由于其要求必须存在“风险分享”而至少面临以下两方面的问题。

1. “风险分享”要件同样与证券法加强信息披露的目的无关。事实上,加强信息披露的需要主要取决于投资者获取信息的途径以及发起人施加的控制,而不是发起人获得报酬的具体方式。^①其原因在于,真正产生欺诈可能性的是投融资者之间存在的“信息不对称”,而不是发起人是否以固定的数额领取其报酬。因此,将发起人取得报酬的方式作为“共同企业”的认定标准是与证券法的立法目的脱钩的。^②

2. 过于形式、易于规避:由于着眼于寻求资本者取得报酬的方式,狭义的垂直共同标准非常容易被发起人规避。只要发起人不采取按照一定比例分享投资者收益的报酬取得方式,其交易就不会被认定为“证券”,从而无须履行证券法规定的登记程序,也不受证券法反欺诈条款的约束。这种非常僵化的形式将会产生大量的“法律规避”行为,从而使得证券法为投资者提供广泛救济的

① See James D. Gordon III, *Defining A Common Enterprise in Investment Contracts*, Ohio State Law Journal, Vol. 72, No. 1, 2011, pp. 75-76.

② 值得注意的是,有美国学者认为存在“风险分享”要件的交易反而可能因为向发起人提供了更好管理投资的激励而促成欺诈可能性的降低,并以此为论据反对“狭义的垂直共同标准”。但事实上,这种所谓的激励(最典型的如向董事发行的“期权计划”)也在一定程度上加剧了发起人通过伪造经营信息的方式以最大化个人利益。事实上,目前在美国也存在对于这种“风险分享”的相关负面效应的反思,参见[美]莱纳·克拉克曼、亨利·汉斯曼等:《公司法剖析:比较与功能的视角》(第二版),罗培新译,法律出版社2012年版,第78-81页。

立法目的难以实现。

由此可见,狭义的垂直共同标准也难以成为认定“共同企业”存在的标准。

(二) 广义的垂直共同标准

美国联邦第五巡回法院在“SEC v. Koscot Interplanetary, Inc”案中首先提出了“广义的垂直共同标准”。在该案中,法院认定一项“金字塔型计划”(Pyramid Scheme)属于证券。该法院认为“作为前提的共同企业要件由于所有投资者的财富取决于 Koscot Meetings(该项计划的管理机构)的能力而被满足”。^①因此,广义的垂直共同标准与狭义的垂直共同标准一样,都着眼于投资者与发起人之间的关系。但是,广义的垂直共同标准并不要求投资者与发起人之间存在利益上的“同升共降”关系,而仅仅要求投资者依赖于发起人的能力。这一标准既不要求资金的集合和按比例分享利益,也不要求投资者与发起人分享风险,因而极大地拓宽了证券法的适用范围。但,美国证券法的学说与判例认为广义的垂直共同标准也存在以下弊端。^②

1. 该标准在一定程度上不当地缩小了证券的定义:广义的垂直共同标准可能将对于某一投资计划具有专门知识(Knowledge)的投资者排除在证券法的保护范围之外。因为,到目前为止主要的提倡广义的垂直共同标准的判例都建立在投资者对于其所投资的项目完全缺乏专业知识的基础之上。^③然而如本文之前所述,证券法的立法目的是通过加强信息披露以防止投资者受到欺诈,而欺诈可能性的来源主要是信息不对称而不是缔约能力或者专门知识的有无。即使是对于其所投资的项目具有专门知识的投资者,也可能因为信息不对称受到发起人的欺诈。因此,采用广义的垂直共同标准难以实现 Howey 检验为投资者提

① See SEC v. Koscot Interplanetary, Inc., 497 F.2d 473, 4789 (5th Cir. 1974).

② 事实上,美国学者们关于广义的垂直共同存在弊端的学说本身也是值得反思的。鉴于本文体系与避免内容重复的考虑,本文将在第四部分“一个更好的选择:广义的垂直共同标准”中进行相关论述。

③ See Long v. Shultz Cattle Co., Inc., 881 F.2d 129, 142 (5th Cir. 1989); Taylor v. Bear Stearns & Co., 572 F. Supp. 667, 671 (N.D. Ga. 1983); SEC v. Continental Commodities Corp., 497 F.2d 516, 522 (5th Cir. 1974).

供广泛救济的目标。^①

2. 该标准在 *Howey* 检验中不具有独立的意义：大多数拒绝使用广义的垂直共同标准的法院都认为该标准只是简单重复了 *Howey* 检验中的“仅仅通过发起人或者第三方的努力获得利益回报”这一要件。^② 如果“共同企业”要件可以被如此宽泛地解释，那么就直接突破了 *Howey* 案中联邦最高法院的意愿和预期。

3. 该标准使得“证券”定义包含了过多的合同类型：由于广义的垂直共同标准仅仅要求投资者必须依赖发起人的能力，很可能导致过多的交易结构被认定为证券。例如，只有在广义的垂直共同标准下，（股票等）经纪人（Broker）与其顾客之间的关系才可能被认定为证券，从而受到 1933 年证券法和 1934 年证券交易法的规制。

如果上述弊端确实存在并且直接影响了证券法目的的存在，那么广义的垂直共同标准确实不适宜作为认定“共同企业”存否的唯一标准。然而，这些弊端或者不存在或者根本只是证券法目的实现的副产品，因而不能以此认为广义的垂直共同标准不能作为认定共同企业的唯一标准（对于这一点本文将在下一部分一并进行论述）。^③

四、一个更好的选择：广义的垂直共同标准

虽然目前的美国证券法学说与判例指出了“广义的垂直共同标准”这一理论的许多缺陷，但本文认为这一标准仍然是认定“共同企业”存否的一个更好的标准。对于这一论断，可以从以下三个方面进行论述。

1. 美国联邦最高法院的判例：美国联邦最高法院虽然迄今没有对于“共同企业”的认定标准问题进行明确的回应，但在事实上其已经抛弃了“水平共同”标准和“狭义的垂直共同”标准。在本文第二部分提到过的“*SEC v. Ed-*

① See *SEC. v. W. J. Howey, Co.*, 328 U. S. 293, 299 (1946).

② See *Holtzman v. Proctor, Cook&Co.*, 528 F. Supp. 9 (D. Mass. 1981).

③ 值得注意的是，目前在美国的证券法学界和联邦巡回法院的司法实践中根据上述三种基本的认定标准又衍生出了以下三种主要的变形标准：1. 综合使用三种基本标准，符合其一便属于证券；2. 混合使用水平共同标准和狭义的垂直共同标准；3. 使用“复数投资者”标准。但这些变形标准等于继承了基本标准的几乎所有的缺陷。因此，为了避免内容的重复，本文不再另辟一节进行单独论述。

wards”案中,法院就认可了一项公用电话的“出售后回租”的交易属于证券。^① 该案具有几个比较重要的事实即投资者是分别购买的公用电话、按照固定收益率获取投资回报。无论是按照水平共同的“集合资金”和“按比例分享投资回报”要求还是狭义垂直共同中的“分享风险”要求,都不可能得出该交易属于“证券”的结论。最值得注意的是,即使是 Howey 案的案件事实也排斥了“水平共同”和“狭义的垂直共同”这两大标准。该案存在以下几个关键的事实:(1) 投资者是分别购买了特定英亩数的土地;(2) 投资者并非按照比例分享利益而是根据从其土地收获的橘子的数量决定;(3) 发起人的报酬是特定的业务报酬 (Specified Fee) 加上为了各种为取得收益而支出的成本。^② 如果严格遵循“水平共同”和“狭义的垂直共同”标准,不可能得出 Howey 案中的交易属于“证券”的结论。因此,在目前既存的认定标准中只有“广义的垂直共同”标准才符合联邦最高法院已经作出的判决。

2. 美国证券法的立法目的:正如本文在之前的部分中所论述的,美国证券法的主要目的是保护投资者免受欺诈。而欺诈可能性并非主要来源于交易参与者之间缔约能力的高低或者人数的多寡,而是投资者与发起人之间存在信息不对称。因此只有将共同企业认定标准着眼于投资者与发起人之间的关系,才能够正当化证券法着眼于信息披露的体系设置。因此,广义的垂直共同标准认为只有在投资者依赖于发起人的“能力”或者“专业技能”(Expertise)时才满足“共同企业”要件的主张,是符合证券法的立法目的的。^③ 虽然有学者从“文义解释”的角度出发认为“共同企业”必须是存在“数人分享”的关系,从而认为应当混合采用水平共同和狭义的垂直共同这两项标准。^④ 但是联邦最高法院的判例在事实上已经排斥了这种“共同企业”的认定标准,^⑤ 因此很难

① See SEC v. Charles E. Edwards, 540 U. S. 389 (2004).

② 关于以上案件事实, See SEC. v. W. J. Howey, Co., 328 U. S. 293, 295-296 (1946)。

③ 对于这一问题,本文将在后文另有论述,未免重复,此处不赘。

④ See Maura K. Monaghan, *An Uncommon State of Confusion: the Common Enterprise Element of Investment Contract Analysis*, Fordham Law Review Vol. 63, Issue 6, 1995, pp. 2172-2174.

⑤ 即使对于 Howey 案做出不同的解读认为案件事实满足水平共同和狭义的垂直共同标准的要件的美国学者也认为: Howey 案是一个“easy case”(简单的案件),任何一种判断标准都可以在该案中被满足。See Shawn Hill Crook, *What Is A Common Enterprise? Horizontal And Vertical Commonality in An Investment Contract Analysis*, Columbia Law Review, Vol. 19, pp. 351-353。