



“十二五”国家重点图书出版规划项目

国际商法经典案例丛书

比较证券法案例选评

马其家 万方 编著



对外经济贸易大学出版社

University of International Business and Economics Press

“十二五”国家重点图书出版规划项目
国际商法经典案例丛书

比较证券法案例选评

马其家 万 方 编著

对外经济贸易大学出版社
中国·北京

图书在版编目 (CIP) 数据

比较证券法案例选评 / 马其家, 万方编著. —北京:
对外经济贸易大学出版社, 2011
(国际商法经典案例丛书)
ISBN 978-7-5663-0148-2

I. ①比… II. ①马… ②万… III. ①国际经济法:
证券法—案例—分析 IV. ①D996.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 178110 号

© 2011 年 对外经济贸易大学出版社出版发行

版权所有 翻印必究

比较证券法案例选评

马其家 万 方 编著

责任编辑: 刘 尧 王 煜

对外经济贸易大学出版社

北京市朝阳区惠新东街 10 号 邮政编码: 100029

邮购电话: 010-64492338 发行部电话: 010-64492342

网址: <http://www.uibep.com> E-mail: uibep@126.com

唐山市润丰印务有限公司印装 新华书店北京发行所发行

成品尺寸: 157mm×230mm 22.25 印张 400 千字

2011 年 10 月北京第 1 版 2011 年 10 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5663-0148-2

印数: 0 001—3 000 册 定价: 41.00 元

作者简介

马其家

男，湖北新洲人，法学博士，现为对外经济贸易大学法学院副教授、国际经济法专业博士生导师，兼任中国法学会国际经济法学研究会理事、中国法学会立法学研究会理事。主要教学和研究领域为国际经济法、国际商法（比较证券法和比较公司法）等，先后参与了商务部《产业国际竞争力调查规则》、最高人民法院《关于审理外商投资企业纠纷案件若干问题的规定（一）》的起草工作，其参与讲授的“国际商法”课程于2005年被评为国家级精品课程。

代表性著作及论文有：《证券民事责任法律制度比较研究》、《美国证券仲裁法律制度研究》、《证券法原理·规则·案例》、《我国证券内幕交易认定标准的构建》、《欧盟特保措施法及我国的应对措施研究》、《碳关税及中国的应对策略研究》等，其中《碳关税及中国的应对策略研究》于2011年被评为“全国商务发展研究成果”三等奖。

万 方

女，湖北武汉人，于中国人民大学法学院获得法学学士学位，美国纽约大学获得法学硕士学位。现于北京外国语大学法学院从事比较证券法的教学与研究工作，并在中国人民大学法学院攻读民商法学在职博士学位（师从著名法学家张新宝教授）。

曾在美国华尔街顶级律师楼纽约及北京办公室从事公司证券法律业务，一直致力于中美公司及证券法律理论及实务的研究。

总 序

随着世界经济一体化的发展，我国涉外经贸人士越来越需要了解各国和国际层面的商事立法和运用这些立法的案例。这对我国的法学教育也提出了相关要求。除了英美法系国家关于商事立法的案例之外，欧洲大陆法系国家关于商事立法的判例法近年来也在迅速发展。与此同时，各国适用不同的国际商事公约的案例已经有了越来越多的积累。在此情况下，有必要对这些案例进行搜集、筛选、翻译，并加上适当的评注，然后以案例教科书的方式出版。

从推动教育改革的角度讲，在国际商法教学领域引入案例教学，让学生通过阅读大量的由各国法院发布的案例，对于拓宽学生视野，培养其分析和解决问题的能力以及理论联系实际的能力，具有重要的意义。

编写译为中文的案例教科书的意义在于：（1）完全采用英文案例教学会使阅读案例的数量减少，导致教学信息量较少和知识覆盖面较窄。而采用译为中文的内容较为精简的案例，能大大地增加阅读量。（2）由于英文案例复杂难懂，在课程中适当采用一定比例的编译为中文的案例，将其与英文案例相结合，更利于学生的透彻理解。

本案例丛书作为对外经济贸易大学法学院长期坚持职业法律人才和国际化法律人才培养的教学实践成果，荣获“十二五”国家重点图书出版规划项目。这是对我院长期以来倡导和身体力行的案例教学方法的充分肯定。在此套丛书陆续出版之际，我作为现任法学院院长和在我国最早提倡案例教学方法的学者之一，感到由衷的高兴。尤其让我们感到自豪的是，参加编写这套丛书的教师已经从最初的几个人发展到今天的强大团队。在此，我向所有关心和支持我院学科建设的领导、同事和各界朋友表示最衷心的感谢！

对外经济贸易大学法学院

王军

2011年9月

前 言

证券监管立法大致可分为三大类型：一是崇尚自律监管的英国法；二是坚持集中监管与自律相结合的美国法；三是充分发挥银行的证券监管作用的大陆法（其代表性国家是德国）。这三种类型的证券监管立法，各有其独到之处，是值得我们学习和借鉴的。

《比较证券法案例选评》是国家“十二五”规划教材——“国际商法”案例教学系列教材之一，也是我们承担的2011年度教育部规划基金项目“我国证券市场国际板设立中法律问题研究”和中国法学会2011年部级课题项目“我国证券市场国际板监管法律制度的构建”的阶段性成果。该书精选了60个典型案例，并通过对这些案例的分析、提示与讨论，分别对上述三类证券监管法律制度进行了评介。内容涉及证券的类型、证券发行与交易、信息披露、虚假陈述、欺诈客户、操纵市场、内幕交易、上市公司收购，以及证券法律责任（包括民事、刑事和行政责任）等。涉及的国家主要有中国、美国、英国、德国、日本等。

撰写《比较证券法案例选评》一书的工作量极大，从案例的精选、整理、翻译、校对到撰写提示与讨论，无不凝聚着我们辛勤的劳动。在此书出版之际，特别要提到的是范晓娟、王晓静以及其他学生（姓名详见相应案例下的注释）。他们为部分英文案例的翻译或整理付出了一定的劳动，在此致谢！

我们还要感谢对外经济贸易大学出版社的王煜等编辑，他们为本书的校订、排版和出版发行进行了辛勤的工作。

本书可作为高等院校比较证券法案例教学的教材，对证券法律实务人员、审判人员及研究人员也具有一定的参考意义。

编著者

2011年7月

目 录

第一章 证券的类型	1
第一节 投资合同	1
案例 1 美国证券交易委员会诉豪威公司案	2
案例 2 证券交易委员会诉爱德华兹案	6
第二节 投资退休安排	14
案例 3 国际驾驶员兄弟联盟诉丹尼尔案	15
第三节 对普通企业的投资	19
案例 4 美国证券交易委员会诉 SG 公司案	19
第四节 冠以“股票”名称的金融工具	23
案例 5 联合住宅基金公司组建的河湾公司诉福曼案	23
第五节 临终结算保险	30
案例 6 美国证券交易委员会诉生命合伙有限责任公司案	30
第六节 股票	34
案例 7 兰德雷思木材公司诉兰德雷思案	34
第七节 票据	41
案例 8 雷维斯诉安永案	42
第二章 证券发行与交易	47
第一节 发行登记	47
案例 9 美国证券交易委员会诉罗尔斯顿普瑞纳公司案	47
第二节 跨境发行	50
案例 10 布施诉卡朋特案	51
第三节 保荐	56
案例 11 证券发行保荐人未勤勉尽责案	56
第四节 承销	61
案例 12 证券公司承销证券未尽义务案	61
第五节 核准发行决定的撤销	66
案例 13 证券监管机构依法撤销核准发行决定案	66
第六节 控制人的转售行为	69

案例 14 美国诉沃尔夫森案	69
第七节 短线交易与归入权	72
案例 15 福摩斯—麦克森公司诉公积金证券公司	72
第八节 股票上市交易的终止	77
案例 16 证券交易所依法终止股票上市交易案	77
第三章 信息披露	81
第一节 信息披露的准确性	82
案例 17 美国证券交易委员会诉博科通讯系统有限公司案	82
案例 18 活力门案	88
第二节 公司前景预测信息	90
案例 19 基础公司诉莱文森案	90
第三节 重大虚假陈述	93
案例 20 加尼诺诉公民水电公司案	93
第四节 预先警示	109
案例 21 朗曼诉雄狮食品公司案	109
第四章 证券出售或购买中的欺诈	115
第一节 证券欺诈的经济因素和私人诉权	115
案例 22 赫曼—麦克林会计师行诉哈德里斯顿案	116
第二节 遗失或虚假陈述	120
案例 23 圣达菲工业有限责任公司诉格林案	121
第三节 事实与意见	125
案例 24 弗吉尼亚银行股份有限公司诉桑德伯格案	126
第四节 及时更新和修正先前的陈述	130
案例 25 加拉赫诉雅培实验室案	131
第五节 前景预测报告的附随警戒性陈述	135
案例 26 亚设诉百特国际公司案	136
第六节 故意行为	142
案例 27 俄恩斯特和俄恩斯特诉何奇费尔德案	142
第七节 信赖利益	146
案例 28 犹他州附属居民诉美国案	146
第八节 操纵市场	150
案例 29 美国诉莫尔海伦案	150
案例 30 M 证券公司连续交易操纵证券交易案	154
案例 31 E 证券公司炒作证券交易价格案	156

案例 32	H 公司与 G 公司合谋操纵证券交易价格案	158
案例 33	证券公司违法操纵证券市场案	160
第九节	帮助、教唆与共谋行为	162
案例 34	丹佛市中心银行诉丹佛市第一洲际银行案	163
第十节	证券发行者控制人的责任	168
案例 35	亚瑟儿童企业联合诉凯姆案	168
第五章	内幕交易	175
第一节	高级管理人员的信义义务	175
案例 36	斯特朗诉雷派得案	175
第二节	核心内幕交易人员	180
案例 37	基亚雷拉诉美利坚合众国案	181
案例 38	董正青泄露内幕信息案	192
第三节	受密人和告密人	194
案例 39	德克斯诉美国证券交易委员会案	194
案例 40	日本纺织品加工公司案	205
第四节	挪用理论	207
案例 41	美国证监会诉 Sieblel System 公司案	207
案例 42	美国证券交易委员会诉洛克拉吉案	214
第六章	委托投票权征集的规制	219
第一节	征求委托投票书	219
案例 43	洛文海姆诉易洛魁族商标有限责任公司案	220
第二节	股东提案	224
案例 44	美国联邦、地方政府雇员诉美国国际公司案	224
第七章	上市公司收购	229
第一节	股权收购要约	230
案例 45	斯马尔伍德诉皮埃尔酿造公司案	231
案例 46	宝延风波案	237
第二节	禁令救济	240
案例 47	龙迪奥诉莫西尼纸业公司案	241
第三节	英国公司收购中的反垄断问题	248
案例 48	英国超市收购案	249
第八章	证券民事责任	263
第一节	民事诉讼主体资格	266
案例 49	科门诉 PcOrder 网络有限责任公司案	266

第二节 归责原则	270
案例 50 埃斯科特诉巴克里斯建筑公司案	271
第三节 损害赔偿	275
案例 51 比彻诉艾博案	275
案例 52 艾希霍尔茨诉布伦南案	285
案例 53 皮德科克诉美国阳光地带有限责任公司案	288
第四节 诉因与因果关系	291
案例 54 古斯塔夫森诉 Alloyed 有限责任公司案	291
案例 55 赫芝博格诉迪格尼提公司案	297
案例 56 桑德斯诉约翰纽文及其公司案	300
第九章 证券法上的其他救济措施	313
第一节 司法部与法院的平行调查	313
案例 57 美国证券交易委员会诉德莱赛有限责任公司案	313
第二节 禁令	320
案例 58 阿伦诉美国证券交易委员会案	320
第三节 行政补偿救济	325
案例 59 美国证券交易委员会诉第一太平洋银行集团案	326
第四节 刑事救济	334
案例 60 美国诉塔拉洛案	335

第一章

证券的类型

根据美国《1933年证券法》的相关规定，“证券”（security）是指任何票据、股票、库存股票、债券、公司信用债券、债务凭证、盈利分享协议下的权益证书或参与证书、以证券作抵押的信用证书、组建前证书或认购书、可转让股票、投资合同、股权信托证，证券存款单、石油、煤气或其他矿产小额利息滚存权，或一般来说，被普遍认为是“证券”的任何权益和票据，或上述任一种证券的权益或参与证书、暂时或临时证书、收据、担保证书、认股证书、订购权、购买权。

根据美国成文法的有关规定，证券一词的内涵极为丰富，其种类也多种多样，即证券定义的涵盖面极广，只要证交会和法院有共识，几乎所有金融商品或凭证均可被视为证券。而在美国司法实践中，为了防止他人人为地逃避或规避证券法的监管，美国法院通常根据案件的具体情况对证券的含义作弹性解释，以杜绝法律的漏洞，实现保护投资者的目的。美国判例法对证券一词所作的弹性解释又使证券的含义进一步丰富，其种类更加多样化。证券新品种随着美国证券市场的发展和法院的弹性解释而不断推出。

本章中的案例将分别涉及投资合同、股票（stock）、票据（note）等证券的判断及认定，以及其他各种证券之间的关系。

第一节 投资合同

本节中的证券交易委员会诉爱德华兹一案向我们阐释了承诺给予固定回报，而非变动回报的投资计划是否将被排除在“投资合同”（Investment Contract）之外，从而超出证券的定义范畴。此外，美国联邦最高法院在本案的判决中建立了如何判定一个特定计划是否是投资合同的检验方法：“一项计划是否涉及投资普通企业，而其利润来源于他人努力。”对该定义“应该进行

灵活解释而不可僵化理解，这样能使其达到管制那些承诺回报利润而利用他人资金的人炮制出的层出不穷、变化多端的计划的目的”。

案例 1 美国证券交易委员会 诉豪威公司案^①

【案由】

W. J. 豪威公司（以下简称“豪威公司”）和豪威山地服务公司是佛罗里达州的两家关联公司。豪威公司在佛罗里达州拥有大面积的柑橘林，在过去的几年里，豪威公司每年将 500 英亩林地的二分之一向公众发售。每一个潜在的购买者都被告知：如果选择投资该林地，就必须与豪威山地服务公司或其他服务公司订立一份服务合同，由后者对其购买的林地进行管理，否则就不能购买林地。随后豪威公司向潜在的投资者提供了一份土地出售合同和由豪威山地服务公司提供林地服务的服务合同。豪威山地服务公司的服务合同是一个十年期无解约选择权的服务合同，根据服务合同，潜在的土地购买者应将其所购买的林地租借给豪威山地服务公司，豪威山地服务公司对林地享有租赁权益（Leasehold Interest），对该林地享有充分、完全的占有权（Full and Complete Possession），豪威山地服务公司负责该林地的经营管理，可以自主地种植、收获产品并负责相关的管理和销售工作，并负责净利润的分配。未经豪威山地服务公司的同意，投资人不得将柑橘林出售，也不得在市场上销售其产品。林地上种植的所有产品都由豪威山地服务公司管理，林地本身并没有明显的标志来区分不同投资者的地块，只有豪威公司相关的出售记录可以证明土地的所有权。

虽然投资者购买了豪威公司的林地后也可以选择与其他的服务公司订立服务合同，但由于豪威山地服务公司拥有先进的技术、设备和专业人才，加之豪威公司在出售林地时对豪威山地服务公司的优势加以宣传与强调，因此截止到 1943 年 5 月末，占所售出的面积的 85% 的林地购买人都与豪威山地服务公司签署了服务合同。

值得注意的是，大部分林地购买者都并非本地居民，也没有关于柑橘的种植和养护经验，他们只是根据豪威公司的广告才与豪威公司接洽的，不少人是游客，他们注意到豪威公司拥有柑橘林是因为豪威公司在附近拥有一家接待观光游客的旅馆。豪威公司大肆宣传购买柑橘林后将获得可观的回报。

^① SEC. v. W. J. Howey Co. 328 U. S. 293 (1946) 吴晓求，梅君：《海外证券市场案例（上）》，北京：中国人民大学出版社，2006：181—184。

【审理】

美国证券交易委员会（以下简称证交会）就此向法院申请禁令，限制豪威公司的上述销售行为，理由是豪威公司的上述行为违反了美国《1933年证券法》第5节（a）款的未提交合法的登记说明书而“在州际贸易中利用任何交通或通讯的方法或手段，或利用邮递的方式出售该证券”的规定。初审法院对证交会的请求给予了否定的答复，认为这些合同和契约只是独立的交易而已，所涉及的林地购买行为是普通的不动产买卖，而豪威山地服务公司的管理行为是一种普通的委托管理不动产的行为。

证交会对初审法院判决不服，提出上诉，联邦上诉法院同样驳回了证交会的申请，理由是该出售行为属于正常的商业销售行为，所从事的并非技术性事业，其所销售的不动产本身独立于该企业，不构成该企业内在价值的一部分，不存在《1933年证券法》所列的“投资合同”，因此无须像发行证券那样向证交会提交登记说明书，证交会要求获得阻止其销售行为的禁令的要求应予驳回。

【判决意见】

案件最终由联邦最高法院作出终审裁决。本案的争议焦点是：如果一个合同的交易或计划是将金钱投入一项共同事业并且仅依靠他人的努力而获取利润，该投资合同是否属于《1933年证券法》第2节（a）款所指的投资合同？对此联邦最高法院作出了肯定的答复。

联邦最高法院在判决中指出：

尽管“投资合同”一词在证券法中没有明确规定的定义，但在证券法实施之前，该词已经存在于许多州的“蓝天法”之中，某些州法院将其解释为支付一定数量的金钱以获取收入或利润的方案或计划。当投资合同一词出现在《1933年证券法》第2节（a）款中时，国会作出了与以往解释有所不同的解释，这样的解释既是合理的，又是与法规的目标相一致的。所以“投资合同”是指当个人将金钱投入一项共同事业时，如果仅仅依靠他人的努力就能获得收益，则该合同属于投资合同。所以利息是否在证书中加以载明或内含于企业所使用的物质资产中都是不重要的。本案中的交易明显属于“投资合同”，因为投资者所交付的不是因接受土地上的管理服务而发生的简单费用，而是使没有准备去开发这片土地的人们（投资者）获取了一个收益的机会，这个机会是通过将其设备与人力投入以构成投资的实质成分的公司的努力而实现的。在本案中，土地销售合同和契据只是附带地体现了土地的转让和投资者在收益中的利益。上诉法院作出的判决是不切实际的，因为如果该判例是

恰当的，则该事业是否是投机性的或者出售的资产有无内在价值都是不重要的。

最高法院还对共同事业是否成立得出了自己的结论，即豪威公司向投资者提供了由其下属子公司经营的柑橘生产企业投入资金并从中分享收益的一个机会，他们将这种机会提供给居住于远方并缺乏种植、收割、销售柑橘产品的相关技术和设备的人。这些人对占有一小块林地不感兴趣，真正吸引他们的是对投资回报的预期。购买人通过林地销售合同和契约将土地出售给投资者，并以此作为分配利润的依据，从而使未来转移土地的义务成为附属性义务。虽然表面上豪威公司将土地分割成小块出售给投资者，但只有将出售给投资者的土地连成更大范围的土地时才能被当做柑橘种植园来使用。因此，如果投资者最终希望从中获得一定收益的话，则由被告或其他第三者利用必要的人员和设备以从事生产经营的共同事业是不可或缺的。本案中，某些土地购买人事实上并未与被告订立服务合同，但这并不影响投资合同的成立，由于《1933 年证券法》不仅禁止销售未注册的非豁免性证券，而且禁止要约销售的行为，所以被告发出的要约中包含投资合同的重要内容足以说明其违反了《1933 年证券法》。

但最高法院的弗兰克蒙特法官提出了不同意见：

在这里存在的问题是，土地出售合同和与之相关的土地管理合同是否为单独的协议或交易，这是一个事实问题，但却被判决不是，根据联邦第三巡回法院的规则，这一案件不属于证券法的调整范围。



提示与讨论



【提示】

一、投资合同

本案涉及投资合同界定的问题。

联邦最高法院通过豪威公司一案，为“投资合同”确定了经典的检验标准，即“豪威规则”。该法院在豪威案中指出，“投资合同”是指当个人将金钱投入一项共同事业时，如果仅仅依靠他人的努力就能获得收益，则该合同属于投资合同（investment contract means a contract, transaction, or scheme whereby a person invests money in a common enterprise to achieve profits solely from the efforts of others）。由此可知，投资合同的成立需要具备如下四个条件。

（一）金钱投资

金钱投资，即取得预期收入所付出的对价限为金钱，这一限定明显小于

证券法关于投资形式的立法本意，其表明：最高法院意图缩小投资合同的范围，以防止把形形色色的付出来求得回报的行为均列入投资合同的范围。当然，金钱绝不意味着现金，从美国法院的司法实践来看，凡是现金或现金等价物诸如票据等都可以划入金钱的范围内。

（二）投资于共同事业

1. 投资的认定

投资，即具有金钱属性的回报，也就是投资者投入资本或金钱的目的是为了“收入或利润”，而非其他非金钱目的。如果是为获取非金钱上的回报，不能认定为投资。

例如，在最高法院 1975 年审理联合房屋基金有限公司诉福尔曼一案（United Housing Foundation Inc v. Forman, 421 U. S (1975)）时，对于合作建房项目权益中的要约和销售问题是否属于证券这一问题，法院认为：这种权益并非证券，因为购买者之所以购买房屋，不是为获取金钱上的回报，而是因为该地有良好的发展前景。

可见，投资必须寻求与金钱有关的利润、收入及回报。

2. 共同事业的认定

关于共同事业（Common Enterprise），最高法院并没有为之下一个明确的定义。在有些联邦上诉法院审理的案件中，曾对共同事业确定了某些标准。而对于该问题的探讨，是为了确定投资者获得利益在多大程度上依赖企业内的其他人。

第五巡回法院在审理证交会诉考斯科特星际公司一案（SEC v. Koscot Interplanetary, 497 F. 2d (5th Cir. 1974)）中指出：“共同事业是指投资者收益密切联系并依赖于寻求投资的人或第三方的努力与成功。”即，如果投资者获得的财富与发起人的努力相联系即可。在证交会诉大陆商品公司案中，第五巡回法院再一次明确了其观点。

但第二巡回法院在雷维斯诉证券交易委员会不动产公司案（18 F. 3d 81 (2nd Cir. 1994)）中，第三巡回法院在沃斯诺维克诉芝加哥贸易委员会（491F. 2d 752 (3rd cir. 1973)）一案中及第九巡回法院在 Mordaunt v. Incomco (686 F. 2d 815 (9th Cir. 1982)）等案件中，均要求投资者的财富与发起人的财富不可分割。

上述案件主要涉及股票经纪账户或商品经纪贸易账户是否是证券，并涉及联邦证券法的反欺诈条款。不同法院在认定共同事业的标准上还存在明显分歧。

（三）投资人希望获得收益

何为“收益”，美国联邦最高法院并未给出特别明确的认定标准，而只

是概括地要求投资者进行金钱投资，以获得一定的回报为目的。

例如，在联合房屋基金有限公司诉福尔曼一案中，鲍威尔法官指出：如果某一商业交易的目标并非通过投资而获得收益，那么，该商业交易并非证券法项下的证券。

《1933 年证券法》和《1934 年证券交易法》的首要目的是限制证券买卖中的滥用以达到提高资本收益的目标。因为证券交易从其性质上来看是经济的，国会试图通过这些法律的适用使得经济实体以交易为基础，而非将该名称分配给它们，除非某项商业交易涉及预期收益，否则该交易不能被认定为投资合同。在本案中，这些居住者作为被告的股东，实际并未被给予通过其对股票的所有权而获得收益的权利，他们的目的仅仅是获得一块地方以便居住，因此，该交易并不能成为反欺诈条款目的下的证券。

（四）“完全”依靠他人的努力以获得收益

“完全”依靠他人的努力以获得收益，即投资者无需自己亲自我管理企业并负责企业的经营，只是从企业管理层努力的结果——盈利中获得自己的那部分收益。

【讨论】

1. 什么是美国《1933 年证券法》中所称的投资合同？
2. 如何界定投资合同的特征？

案例 2 证券交易委员会诉爱德华兹案^①

【案由】

上诉人查尔斯·爱德华兹，是 ETS 付费电话公司（简称 ETS）的董事长、首席运营官和惟一的股东。ETS（部分付费电话出售业务通过上诉人控制的一子公司开展）主要通过独立的经销商向公共出售付费电话。出售的付费电话包括安装场所租约、5 年回租协议和管理协议、回购协议的一揽子方案。虽然还有其他管理的选项，但绝大部分投资者都选择了该一揽子方案的安排。一揽子方案付费电话的购买价格大约为 7 000 美金，依据回租和管理协议，购买人每月分红 82 美元，年回报 14%。购买人对其拥有的付费电话不参与日常运营。ETS 选择安装地点，安装设备，安排电话连通和长话服务，收集投币收入和付费电话的日常保持和修理。依照回购计划，ETS 承诺于租约

^① Securities and Exchange Commission v. Edwards, 124 S. Ct. 892, 2004 U. S. LEXIS 659 美国最高法院（2004 年）。

到期或购买人提出要求之日起 180 天内，返还一揽子计划的购买价款。

在宣传资料和网站上，ETS 吹嘘最近取消管制“为个人付费电话所有者和运营者打开了财富之门”。所以“无以伦比的付费电话”是“一个令人心动的商机”。据 ETS 称：“极少的商业机会能像今天的付费电话产业一样提供持续的盈利潜力。”

但付费电话并没有为 ETS 提供足够的回租协议所需要的资金，所以公司为履行义务，不得不依靠新投资者投入资金。

【审理】

“机会不常有，有时机会就在你眼前。”有时机会也会带来麻烦。比如本案所涉的 10 000 名投资者在上诉人宣传的鼓动下向付费电话项目投资了 3 亿美元。付费电话项目是一项先出售后回租的安排，证券交易委员会认为该安排属于投资合同，受联邦证券法律法规管辖。

2000 年 9 月，ETS 向法院申请了破产保护，同月，证券交易委员会提起了民事诉讼，指控上诉人和 ETS 违反了《1933 年证券法》第 5 条（a）款和（c）款的有关登记的规定，违反了《1933 年证券法》第 17 条（a）款和《1934 年证券交易法》第 10 条（b）款以及规则 10b-5 反欺诈条款的规定。联邦地区法院判决付费电话先出售后回租的安排属于联邦证券法上所指的投资合同，故受联邦证券法管辖。（参见 SEC v. ETS Payphones Inc., 123 F. Supp. 2d 1349 (ND Ga. 2000)）上诉法院推翻了该判决。（参见 300 F. 3d 1281 (CA11 2002)）上诉法院认为上诉人的计划不属于投资合同，主要基于以下两条理由。第一，上诉法庭认为本院的意见是要求投资合同必须具备资本增值的能力或参与企业利润分红。所以上诉人提供固定回报就应排除在外。第二，上诉法庭认为本院的意见是要求投资回报必须“完全产生于他人努力”，但这并不满足，因为购买人在合同中规定了返还购买的价款。本院认为以上两条理由都于法无据。

“国会制定证券法的目的是为了规制投资，而不管投资采用何种形式、何种名称”。为达以上目的，对“证券”应作广义解释，“包括任何事实上为投资目的而出售的工具”。《1933 年证券法》第 2 条（a）款（1）项和《1934 年证券交易法》第 3 条（a）款（10）项所规定的内容，虽然形式有所不同，但其内涵是一致的。“证券”应包括“票据、股票、国库券、证券期票、债券、担保债券、投资合同或任何被通常认为是证券的工具”。但“投资合同”本身并不能确定证券定义。

我们认为，当国会把“投资合同”列入证券定义中时，该词的含义已由