

行政院國家科學委員會補助專題研究計畫成果報告

英國金融服務法上投資暨投資事業之研究

計畫類別：☐個別型計畫 ☐整合型計畫

計畫編號：NSC 89 - 2414 - H - 002 - 015

執行期間：88年08月01日至89年10月31日

計畫主持人：曾宛如 助理教授

本成果報告包括以下應繳交之附件：

- ☐赴國外出差或研習心得報告一份
- ☐赴大陸地區出差或研習心得報告一份
- ☐出席國際學術會議心得報告及發表之論文各一份
- ☐國際合作研究計畫國外研究報告書一份

執行單位：台大法律系

中 華 民 國 89 年 10 月 31 日

行政院國家科學委員會專題研究計畫成果報告

英國金融服務法上投資暨投資事業之研究

The Analyses on Investment and Investment Business under the FSA 1986

計畫編號：NSC 89-2414-H-002-015

執行期限：88 年 8 月 1 日至 89 年 10 月 31 日

主持人：曾宛如 國立台灣大學法律系助理教授

計畫參與人員：陳肇鴻 國立台灣大學法律研究所研究生

許純琪 國立台灣大學法律研究所研究生

一、中文摘要

英國金融市場從自律規範逐步改弦更張之際，英國政府所頒布之金融服務法(the Financial Services Act 1986)所提之投資(investment)概念雖相似於美國法上之有價證券(securities)，但論其實質仍有些許不同，不過其基本之理念仍緊扣著對一般投資者於資訊不對稱下之弱勢地位的保護則屬一致。至於所稱之投資事業(investment business)，亦為英國法所專有用語，其所指內涵不限於有價證券的買賣、發行等行為。就該法對投資與投資事業的內涵已有詳實的界定，主要規定於第一、三條與 schedule 1 之中，縱其尚有待解釋之處，法院也於歷年之裁判中補充說明，有助於該法規規範對象界定上的完足。雖英國國會欲以新通過之金融服務與市場法(the Financial Services and Market Act)替代金融服務法，但其間差異並未太大，對於現納入管制體制之原屬英格蘭銀行之管轄業務的部分，本研究亦一併探討。

於末，對於英國法上的投資與投資事業的探知與討論之後，回觀我國證券交易法與實務的解釋，不難發現法規的自我限縮已與現實經濟實況脫離，就此應針對證交法作一修正，以期規範目的的實踐。

關鍵詞：金融服務法(1986)、金融服務與市場法(2000)、金融服務局、有價證券、投資、投資事業、證券法(1933)

to the English financial market has been shifted from self-regulation towards the more centralized style. Although the definition of investments in the Financial Services Act 1986 is similar to that of securities in American securities legislation, there is still some difference in the sense of substance between the two legal frameworks. Even so, both are to protect investors who are deprived of certain information due to information asymmetry.

The term “investment business” is invented by English legislation and needs further judicial explanation to delineate exactly what activities it intends to regulate. Sections 1 and 3 and schedule 1 define the kinds of investment and illustrate the general outlook of investment business.

All these discussions could be of great help in reviewing our own system. The definition of securities in our Securities and Exchange Act is out of date and unable to cover the newly developed financial derivative products. Therefore, the result of the research on English and American law can provide certain models for rebuilding our regulated objects.

Keywords: the Financial Services Act 1986, the Financial Services and Market Act 2000, the Financial Services Authority, securities, investment, investment business, the Securities Act of 1933

二、緣由與目的

Abstract

The philosophy of regulation in relation

英國傳統上即是將銀行與其他金融服

務業分別隸屬於不同的管理體制之下，惟因金融商品的不斷推新與發展，銀行與其他金融服務業的功能多樣化與複雜化，以及科技發達促成的交易型態改變，使得原先區分不同規範體系的架構發生執行上的重疊，非但加重被規範者的負擔，更因為規範與規範者的重複而肇致規範的不效率與事權的不清。有鑑於此，英國政府特將證券暨投資局(Securities and Investment Board)改制為金融服務局(the Financial Services Authority)，並於金融服務與市場法通過後，欲將原先管轄的投資與投資事業之範圍擴張至具有相關性的銀行業務。是以，英國管制金融市場的手段主要循以規範的客體，亦即投資暨投資事業，無再區分規範主體而有所差異。

綜上可知，投資與投資事業之內容所指為何便對於管制者--金融服務局極為重要，而該金融服務法即於條文中宣明其意義為何。但觀諸於該法可以發現，關於投資之定義係於條文中一一列舉且於條文之後的說明 (note) 澄清其意涵，非如美國證券法 (the Securities Act of 1933) 作了一個相當廣泛的定義。這樣的立法於其適用上卻未見窒礙難行之處。因此，有必要對此作進一步的探求與了解；尚因我國證券法規深受美國法制之影響，本文亦以美國證券法對該諸問題所作的相關規範作為比較法上的比較對象，以資對於我國證券交易法規是否完足的省思。

三、結果與討論

(1)金融服務法下投資事業之定義

金融服務法第一條第二項即規定：「於本法中，所謂投資事業意指從事一項或數項可被歸入 schedule 1 第二部分條文範圍之內的活動，並且未被其第三部份所排除之事業。」又於第三條定義何謂投資事業的主要目的，為「無人可於英國從事 (carry on) 或宣稱要從事 (purport to carry on) 投資事業，但依本法第三章取得授權或是依第四章被豁免者不在此限」。準此，金融服務法並未以說明 (note) 加以釐清投資事業的界定，而係求諸於法院實務累積的解釋作為判斷基準。

首先，關於「從事」意指不斷重複或一系列的行為而可認為已具有連續性；相對應的「宣稱要從事」即是表態要從事該投資事業或類似投資事業之業務[1]。再者，何種行為足以稱為事業較有疑義，雖法院曾於不同領域作出不同之解釋，但於金融服務法上應認為該行為需有意圖營利之要素包括其內[2]。雖以規範金融事業與保護投資者的觀點解釋從事投資事業，即需有利潤的追求與連續性之要素，但仍應委由具體個案而定。惟於確認該行為之前，亦應確定其主體，以決定機關授權該投資事業的對象，而本法並未有團體授權的立法設計。至於從事投資事業，除上所言外本法於 schedule 1 第二部分亦規定之投資活動類型有：交易(dealing)[3]、安排交易 (arranging)、投資保管 (custody of investments)、為他人經營 (managing the regulated investments of another)、投資顧問 (advising)及經營共同投資計畫 (operating a collective investment scheme)、傳送非書面之指示 (sending dematerialised instructions, etc.) (sending on behalf of another person dematerialised instructions relating to an investment by means of: (1) a relevant system in respect of which an Operator is approved under the Uncertificated Securities Regulations 1995; or (2) a computer-based system, established by the Bank of England and the London Stock Exchange, through the medium of which specified securities may be transferred or allotted without the need for an instrument in writing)。安排交易 (arranging) 以有特定投資標的為必要，且包括事實上之安排、要約代為安排及同意安排等三種情形在內。而保管資產則指保管具有投資性質之資產。投資顧問以投資人或潛在投資人為對象，因此對公司董事就公司資本結構之建議或對意欲設立公司之人提供意見均不包括在內。需注意的是，並非所有符合上述者即應會受到規範，本法亦作了許多豁免規定。

至於美國法上對於何種行為方屬證券法規所管轄者，係以證券法第四條第二項與規則 506 為排除適用之法源基礎。其中係以受要約者有無取得足夠資訊之機會，是否應該受該法之保護為出發，至於發行

對象的人數多寡並非重點[4]。就此觀之，其基本理念與英國金融服務法的規範意旨亦為相當。

(2)金融服務法下投資之定義

英國對於規範標的名稱上並未如同美國或是我國採用有價證券(securities)一詞。乃鑒於需要規範者未必均以證券為限，而改以投資(investments)為表示[5]，其具體內容則由主管機關以 schedule 加以列舉定義與說明。

於金融服務法 schedule 1 之中，其規範包括股票(shares)、債券(debentures)、政府與其他公家之證券(government and public securities)、股票、債券、政府及其他公家之認購權證(instruments entitling to shares or securities)、權利證書(certificate representing securities)、集體投資基金之單位(units in collective investment scheme)、選擇權(options)、期貨(futures)、任何避險賺取時間差價之契約(contracts for differences etc.)、長期保險契約(long term insurance contracts)、對上述任何一種投資之權利與利益(rights and interests in investments)等十一種投資方式。其中可見的是新興金融商品與保險契約均被涵蓋在投資的定義裡，且所列之最後一種投資方式的定義係具有概括條款的性質，資以填補前文所列之不足，以期滿足金融服務法規範的意旨。更重要的是其考量的基礎在於「以投資人在事後對該項財產有無絕對之控制力為準」。但於 2000 年的金融服務與市場法除延續金融服務法的投資定義外，另外作有若干的修補。第一、規範架構上特別說明投資為任何資產(assets)、權利(rights)與利益(interests)。第二、新增投資型態包括保管管理資產(safekeeping and administration of assets)、收取存款(deposit)、以土地擔保借款(loans secured on land)等，此部分與主管機關間權限之重新劃分有關，即將部分原屬於英格蘭銀行有關監督銀行之權力移轉予金融服務局。

至於美國法上雖不稱之為投資，而係使用有價證券(securities)一詞，但有關證券的意義出現在多部法規之中，因其規範目的不同而其範疇亦有所差異。而證券法第二條所作之定義幾乎涵蓋商業行為中所有

以證券形式出現之所有憑證，因此何樣投資工具為證券法所言之有價證券僅得仰賴法院具體個案決定。雖無一具體標準可為遵循，但整理歷年最高法院的見解似可有以下三點通則[6]：第一、每一種法律定義下的財務工具均有其個別的判斷基準，例如投資契約(investment contract)之檢驗係以 Howey Test 為準；票券(note)係以商業或投資測試法(the commercial/investment test)或是家族類似測試法(the family resemblance test)。第二、針對各證券之解釋時應著重其於經濟市場之功能與效用，例如交換(swaps)[7]。第三、因有其他法規存在肇致證券法第二項非唯一之標準，例如投資者保護法[8]。

(3)於我國證券法規的省思

我國證券交易法所規範之有價證券，其內容與一般有價證券尚有不同，如票據法上之匯票、支票與本票即非於證交法設計之內，反之如該法第六條所提之價款繳納憑證雖非民法上之有價證券卻屬證交法規範範疇。在界定上雖似以是否有投資成分為考量，但論其法條內容與實務之解釋並未如同英美法所言之廣泛，致使證券法規無法有效的追隨金融商品的推新速度，形成適用法規的漏洞。另一方面在關於有價證券相關之行為的規範上，證交法並未針對該行為類型作進一步定義，亦無實務見解可資參酌，造成保護投資者的不足。加上證交法對於私募或是其他可以豁免之交易的情形均未予承認，更使發行者與市場的不效率。是故，在參酌英美國家的立法後與衡觀當下金融實業的蓬勃發展，我國證交法實有修正的必要。

四、計劃成果自評

本計劃主要的目的在對於英國金融服務下的投資暨投資事業作一深入的研究，以探求該法規如何有效的規範金融市場，達到保護投資者與交易秩序維護的功能。雖研究期間英國國會通過新金融法規，但本研究亦同時收納該新法規內容一併討論，兼顧了研究資料的時效性。而本研究成果與計劃之目的尚屬一致，除可期未來將該計劃成果發表於學術期刊上，更可作

為日後證券交易法修正時之參考文獻。

五、參考文獻

- [1] Simon Morris, *Financial Services: Regulating Investment Business*, 2nd ed., 1995, p. 111.
- [2] Id., at p. 111-2.
- [3] 某些情形下，marketing and advertising of investments could constitute “dealing”. See SIB v. Pantell [1990] Ch. 426; and SIB v. Pantell (No. 2) [1992] Ch. 256. See E.Z. Lomnicka and J.L. Powell, *Encyclopedia of Financial Services Law*, 2.-443.
- [4] *SEC v. Ralston Purina Co.*, 346 U.S. 199 (1953).
- [5] LC.B. Gower, *Review of Investor Protection, Report, Part I*, 1984, 4.02.
- [6] Louis Loss and Joel Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation*, 3rd. ed., 1995, pp. 167-71.
- [7] Charles J. Johnson and Joseph Mclaughlin, *Corporate Finance and the Securities Laws*, 2nd ed., 1997, p. 9.
- [8] *Marine Bank v. Weaver*, 445 U.S. 551 (1982).