

證券期貨交易法制規範 客體整合之試論

壹、前言

現行我國證券期貨交易法制對於其交易客體之證券及期貨（以下就證券及期貨交易之客體，統一稱為「金融商品」）的定義，以列舉式規範方式為原則，並補充以主管機關針對特定證券等之核定權，以濟列舉方式時而可能發生的規範漏洞。如此規範方式有助於法律規範的明確性與安定性，且於主管機關適時依其核定權追加新型金融商品時，並得彈性、機動因應新型金融商品的發展，就制度施行迄今而言，不失為一有效的規範手法。然而，就最近連動債所引發之一連串爭議¹，或可窺知，當主管機關對於特定金融商品無法即時確定或確信其經濟性質或法律性格，從而未能適時將之納入證券期貨交易法制之規範客體時，即可能對於該當金融商品之投資人或交易人帶來不當損失，進而成為部分人士從事法規套利（Regulation Arbitrage or Supervisory Arbitrage）的規範漏洞。

¹ 連動債爭議起源於原本應屬投資型商品之連動債商品，且該等商品在國外大多僅限定應銷售給機構投資人等專業投資人，惟於我國現有特殊的法律架構下，卻由銀行理財專員以所謂「特定金錢信託」的法律架構，銷售給一般散戶投資人，且於銷售過程中，不無保本之暗示等不當推銷舉動滲入其中。在其他國家屬於證券交易法規範對象的連動債，於我國卻被摒除於證券交易法的「證券」定義外，而其主要管制機關亦非行政院金融監督管理委員會證券期貨局，而是該會銀行局。我國金融法制規範體系之特殊性，正確地說或應稱為「紊亂」，由此可見一斑。

上開法規套利行為或規範漏洞之所以發生，源自於金融商品原有之規範功能。蓋於證券期貨交易法制中，作為其交易標的、規範客體之金融商品扮演著以下三種畫分法律適用範圍的規範功能²：(1)屬於證券期貨交易法制所定義之金融商品者，適用該等法制所要求之公開揭露（Disclosure）規範；(2)投資人或交易人於投資或交易屬證券期貨交易法制所定義之金融商品時，受到該等法制關於內線交易、市場操縱等不公平交易規定的嚴格適用；(3)證券商或期貨商、證券交易所或期貨交易所，將因金融商品定義之廣狹，致使其得從事之業務範圍及市場交易客體發生相當程度的變動，而欲設立證券商或期貨商、開設證券交易所或期貨交易所者，亦因基於對投資人或交易人予以有效保護之觀點，受到相當嚴格的進入管制及行為、財務準則等規範。

由上可知，一項金融商品倘被定義為證券期貨交易法制中之金融商品，則不僅須嚴格遵守公開揭露相關規定，其交易相對人若有內線交易、市場操作等行為，亦將因此擔負各種嚴厲的刑事、民事、行政責任；甚者，證券商或期貨商之業務人員於對投資人或交易人進行投資或交易勸誘時，亦必須遵守各種行為規範，務必能於充分瞭解投資人或交易人之投資（交易）目的、資金狀況、過去投資（交易）經驗、投資（交易）意願等情況下，進行其勸誘活動，否則不無可能因違背與其客戶間之信賴關係（Fiduciary Relationship），而成為民事、行政責任發生的原因³。職是，一項金融商品是否被認定為證券期貨交易法制上之

² 神崎克郎、志谷匡史、川口恭弘，「証券取引法」，青林書院，2006年，86-89頁。

³ 一般稱此為「適合性」（Suitability）原則。有關於此，請參照詹庭禎，有價證券交易適當性之探討，收錄於「現代公司法制之新課題——賴英照大法官六秩華誕祝賀論文集」，元照，2005年。惟須注意者，氏

證券或期貨，對於投資人或交易人權益之保障實存有莫大差異。

若此，則對於一般投資人或交易人的認知而言，擁有相同或類似經濟功能或效用之金融商品，理當受到同樣或類似的規範與保護，否則將有違平等原則之理。惟從連動債爭議中，亦可窺知，現行我國法制規範方式，似非完全秉持如此理念而為。當全球金融及經濟體系陸續因歐美金融、經濟危機影響，而陷入不景氣陰影之際，影響所及不僅是台灣企業的營運績效，對於台灣民眾消費意識與意願，亦帶來立即而顯而易見的衝擊，民眾於此危機陰影下不無發生逐漸減少其消費支出之傾向。然則，因擲節支出所節餘的金錢，似乎因傳統儲蓄觀念依舊深植人心，多流向銀行等金融機構，而非投入證券或期貨市場。如此理財方式，長期而言，對於台灣經濟與企業發展，實無正面助益，甚或有時可能帶來不利的負面結果。如何將台灣民眾的理財觀念與作法，從傳統的消極儲蓄方式，引導至積極投資行為，以直接金融方式直接投入資本與金融市場，促進台灣經濟與企業發展，實屬當務、燃眉之急。

此際，如何規劃、設計多元、多樣的金融商品，提供一般民眾更多的投資選擇，令一般民眾得依其資金狀況、投資目的等不同需求，選擇合適的金融商品，實有其必要性。邇來，各種新型金融商品的叢生，實際上亦是為符合投資人或交易人對於多元化、多樣性金融商品之需求，應運而生。然而，倘若部分金融商品雖與傳統證券、期貨商品具有同樣或類似之經濟功能與效用，卻因現行證券期貨法律相關規定的定義方式，致無法被納入各該法律之規範客體，享受各項法律保護規範，或將使得投資人或交

認為我國現行法對適合性原則之違反，「僅於行政處罰，不涉及民、刑事責任，在保護投資人與維持市場行銷動力的衡平考量下，目前趨勢可值認同。」同前書，681頁。

易人對此類新型金融商品躊躇、卻步。此種結局，不僅不當，亦屬不合理。職是，當有必要對於具備相同或類似經濟功能與效用之金融商品，賦予渠等同樣的法律保護內容與程度，令一般民眾得因此安心從事投資，促進我國資本、期貨市場的健全發展。

實則，擴大現行證券期貨法制中的金融商品之定義與範圍，不僅具有上述消極防弊之功能，亦有鼓勵民眾安心從事投資或交易之效應。當我國政府屢屢表達意欲晉身亞太金融中心之願望時，限縮證券期貨交易法制中的金融商品定義，將使得不少金融商品無法有效進入我國證券及期貨集中交易市場，進行公開交易。此種無法廣納百川的規範方式，可能致使諸多金融商品卻步於我國資本、金融市場，亞太金融中心的建設亦可能將因此功敗垂成。與此同時，當愈來愈多國家於面對金融、資本市場全球化的發展趨勢下，為強化其國內交易所之競爭優勢，不僅逐步合併整合相關交易所，亦同時配合修改證券期貨交易法制，大幅擴張金融商品的定義與範圍，令其交易所享有更大的規模經濟，增進其競爭力，避免被邊緣化之危機。於此情勢發展下，值此政府相關部門戮力推動各種金融、資本市場改革，朝向亞太金融中心邁進之際，現行證券期貨交易法制中之金融商品的定義方式，不無可能成為亞太金融中心建構的障礙之一。如何搬開這一塊大石頭，促使政府亞太金融中心之願景得以儘速實現，當是證券期貨主管機關劍及履及必須思考之事。

上述各種問題、議題與爭議，在在促使吾人有必要針對現行證券期貨交易法規中之金融商品定義方式，重新予以省思與檢討，並思考適當對策，研擬具體方案，以有效因應金融、資本市場全球化發展所帶來之各種挑戰。於此問題認識下，本文嘗試針對主要國家與地區有關金融商品之規範內容與作法，進行比較研究，並以其成果探討未來我國政府有關於此可為之具體對策。同

時，如何配合交易標的或客體的擴張，促使更多國民將其資金投入於證券期貨市場中，厚植、擴大對於證券期貨市場的參與層，亦有其檢討必要，而為本文討論課題之一。

於此認知下，本文以下將先行就我國現行證券期貨交易法制中，有關證券及期貨交易之定義作一敘述，說明其規範方式與特色，以及因此規範方式可能衍生之缺失。其次，則就美國、歐洲聯盟（以下稱歐盟）、英國、日本及韓國等國（地區）之證券期貨法制規範或其實務運作，關於金融商品之定義及範圍加以說明及分析，企能作為我國未來有關金融商品定義改革之參酌。接著，將以專以具有專業投資知識為對象所開設之交易市場（專業人士市場）為中心，探討如何擴大證券期貨交易市場的參與層，以藉由降低相關交易成本回饋投資人及交易人，促使更多資金得以投入證券期貨交易市場。最後，基於上述檢討作出結論，提出具體的政策建議，以為主管機關參酌。

貳、我國現行證券期貨交易法制關於交易客體之規範

一、證券交易法

我國證券交易法（以下稱證交法）第6條對於適用該法規定之有價證券，作出如下定義：

- I 本法所稱有價證券，指政府債券、公司股票、公司債券及經主管機關核定之其他有價證券。
- II 新股認購權利證書、新股權利證書及前項各種有價證券之價款繳納憑證或表明其權利之證書，視為有價證券。
- III 前二項規定之有價證券，未印製表示其權利之實體有價證券者，亦視為有價證券。