

第五章 我國證券交易法與美國證券相關法規之比較

第一節 證券範圍不同

美國證券法所稱之證券涵蓋範圍寬廣，包括：任何票據、股票、庫藏股票、公債、信用債券、債券憑證、息票或任何參與分紅協定的證書、抵押信託證書、設立前證書或認購書、可轉讓股份、投資合同、有投票權的信託證書、證券存單、石油(天然氣或其他礦產)小額不可分割權利，任何證券的賣權、買權、買賣選擇權或優先購買權、存款憑證、證券組合或證券指數(包括其中的任何利益或者以其價值為基礎的)、在全國證券交易中與外匯有關的任何股票的賣權、買權、買賣選擇權或優先買權；一般被普遍認為屬於「證券」的任何權益或憑證，或者上述任何一種的權利證書或參與分紅證書、暫時或臨時證書、收據、擔保證書、認股權證、購買權¹³⁶等，皆為「證券」。

美國國會於制定本法案時，並非試圖從經濟觀點區分證券與非證券，而是尋求足夠寬廣的定義以涵蓋屬於一般證券概念下眾多的商業界的工具¹³⁷。何種證券屬於美國證券法規所規範，再由美國證券交易委員會、執行、管理該證券法之機構及法院，於應用於實際案例中時決定¹³⁸。故立法時列入所有可能種類，雖有些證券有固定之意義，其他並非清楚明瞭，則依實際案例以定該交易工具是否為證券¹³⁹。

¹³⁶ See Securities Act of 1933, SEC. 2 (a). 原文：Securities Act of 1933, SEC. 2 (a) DEFINITIONS.—When used in this title, unless the context otherwise requires— (1) The term 'security' means any note, stock, treasury stock, security future, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or, in general, any interest or instrument commonly known as a 'security', or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing.

¹³⁷ 原文：H. R. Rep. No. 85, 73d Cong., 1st Sess., 11 (1933)： "the term 'security' in sufficiently broad and general terms so as to include within that definition the many types of instruments that in our commercial world fall within the ordinary concept of a security."

¹³⁸ See U.S. Supreme Court, *United Housing Foundation, Inc. v. Forman*, 421 U.S. 837 (1975). "The task has fallen to the Securities and Exchange Commission (SEC), the body charged with administering the Securities Acts, and ultimately to the federal courts to decide which of the myriad financial transactions in our society come within the coverage of these statutes."

¹³⁹ See U.S. Supreme Court, *SEC v. C. M. Joiner Leasing Corp.*, 320 U.S. 344: "In the Securities Act the term 'security' was defined to include by name or description many documents in which there is common trading for speculation or investment. Some, such as notes, bonds, and stocks, are pretty much standardized and the name alone carries well settled meaning. Others are of more variable character and were necessarily designated by more descriptive terms, such as 'transferable share,' 'investment contract,' and 'in general any interest or instrument commonly known as a security.' We cannot read out of the

我國證券交易法則僅涵蓋證券交易法第六條第一項所定義之有價證券，包括公司股票、公司債券、及其他經主管機關核定之有價證券，並包括同條第二項規定，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。雖主管機關得另核定何者為所涵蓋之有價證券，然仍為確定之交易工具。且如票券公司所發行之票券，為票券金融管理法所規範，即不屬證券交易法之證券¹⁴⁰，但為美國證券法第2條(a)(1)之證券。因而範圍較美國證券法小。

故因兩國立法方式不同，我國證券交易法所列之證券，為法定之證券，屬SEC v. C. M. Joiner Leasing Corp.案中所稱具確定意義之證券，且範圍較美國證券法所訂之範圍窄，而美國證券法則採先涵蓋可能之範圍，再於案例中詮釋證券之性質，以決定是否為其所管制之證券。

第二節 要約總額限制之比較

美國證券法第4條第2項及條例D規則506原則上對要約之總額並未限制。證券交易法則以公司之淨值計算得私募之總額，第四十三條之六第三項規定公開發行公司普通公司債之私募，除經主管機關徵詢目的事業中央主管機關同意者外，不得超過全部資產減去全部負債餘額之百分之四百，不受公司法第二四七條規定之限制。然證券交易法並未規定排除公司法第二四九條第二項及第二五〇條第二項之規定，故仍受有關付息能力規定之限制。然如招募普通公司債，則得依公司法第二四八條第二項之規定，不受有關付息能力規定之限制。

第三節、人數之比較

證券法第四條第二項未以人數做為標準，且保護對象亦包括在受要約人，規則506以購買人為保護對象，且非屬有信用之投資者人數限制於三十五人。

statute these general descriptive designations merely because more specific ones have been used to reach some kinds of documents. Instruments may be included within any of these definitions, as matter of law, if on their face they answer to the name or description. However, the reach of the Act does not stop with the obvious and commonplace. Novel, uncommon, or irregular devices, whatever they appear to be, are also reached if it be proved as matter of fact that they were widely offered or dealt in under terms or courses of dealing which established their character in commerce as 'investment contracts,' or as 'any interest or instrument commonly known as a 'security.'"

¹⁴⁰ 詳票券金融管理法第四條：第4條 本法用詞定義如下：一、短期票券：指期限在一年期以內之下列短期債務憑證：(一)國庫券。(二)可轉讓銀行定期存單。(三)公司及公營事業機構發行之本票或匯票。(四)其他經主管機關核准之短期債務憑證。前三項皆屬美國證券法所稱之證券。

證券交易法第四十三條之六第二項亦限制特定金融機構以外之應募人於三十五人。然計算人數之內容不同。一、第四十三條之六第一項第二款之自然人及基金，為人數受限者，然規則 506 視其為有信用之投資人，不受人數限制。二、第四十三條之六第一項第三款之公司之董事、監察人及經理人，為人數受限者，然規則 506 視發行人之內部人士為有信用之投資人，不受人數限制。

第四節 保護對象條件之比較

一、證券法第四條第二項及規則 506 皆要求受要約人或購買人具財務上之成熟性，然我國證券交易法並未規定應募人應具財務上之成熟性，但限制應募人之資格，而所規定之資格，相當於規則 506 有信用投資人應具備之資格。依規則 506，有信用投資人能自我保護，故無須給予保護。

二、證券交易法之規定使非屬第四十三條之六第一項規定之人無法於私募時應募。

規則 506 使未達資力標準之自然人、法人，只要具備財務上之成熟性，皆得參與私募。而我國證券交易法第四十三條之六第一項排除其所規定以外之人購買之可能，被排除者包括淨值、收入不及標準之自然人、非屬規定之法人、基金者，不論資本額、公司體質、獲利情況等。

從保護投資人角度觀察，以標準區隔參與者於某些情形，為保護投資人，或有其必要性，例如，高風險之基金之私募，如 hedge fund，合格購買者之條件可能必須提高，以承擔高風險。然而普通公司債為一風險較可能控制之證券：一、公司債實為一借款合同。購買人取回本金及利息之可能性，即使於匯率風險、利率風險、事件風險(天災、法規變動之風險等)、及如前所述之公司之償債能力之風險等下，一般仍較其他證券高；二、如能推廣公司債信評等之風險降低機制，能如美國一般健全時，則風險將會更低。因此，所須之保護不須與其他高風險證券一概論之。

規則 506 區分有信用投資人及未達該標準之其他投資人，只要後者能具備財務上成熟性、理解風險，原則上規則 506，包括私募許多風險遠高於普通公司債之證券，並不排斥這些財力較不雄厚的投資人，而我國證券交易法一概排除其參與私募。

第五節 資訊之提供

證券法第四條第二項要求提供詳盡之與應註冊登記相同之資料，規則 506 則縮減應提供之資訊以節省成本，簡化程序。證券交易法第四十三條之六第四項規定：公司應第 1 項第 2 款之人之合理請求，於私募完成前負有提供與本次有價證券私募有關之公司財務、業務或其他資訊之義務。雖規定經請求時應提供，但並未對所規定「有關公司財務、業務或其他資訊」加以規定。且依規則 502，購買人得向發行公司詢問¹⁴¹，證券交易法並未有類似之規定，似應仿效規則 502 給予應募人詢問並獲得答案之機會。

第六節 發行方法之限制

依證券法第四條第二項、規則 506 及證券交易法皆不得為廣告或公開勸誘等行為，依證券交易法亦不得為廣告或公開勸誘之行為。

第七節 轉售之禁止

美國證券法規禁止轉售並規定防止轉售之措施。證券交易法第四十三條之八第一項詳細規定得再行賣出之情形，包括第四十三條之六第 1 項第一款之人就未於證券集中交易市場或證券商營業處買賣之私募證券轉讓予相同資格之人；交付起滿三年；私人間直接讓售，其數量不超過一個交易單位，且前後二次讓受行為，相隔不少於三個月等。第 2 項規定，應於公司股票以明顯文字註記，並於交付應募人或購買人之相關書面文件中載明。

證券交易法使特定金融機構購買人未規定持有期間，使其得立即出售給與其相同條件之人，只要無同類有價證券於公開市場買賣，與規則 502 第 d 項之時間限制有所不同。如此可增加機構購買人參與私募之意願，以達促進資本形成之目的。

第八節 合併計算之立法意旨不同

證券交易法四十三條之六第三項規定發行公司得於董事會決議之日起一年內分次辦理，為數次發行合併計算，方便公司行事。而規則 506 之合併計算為防範發行公司利用切割方式，使一部份合於私募，而得豁免，而實際上為一不得豁免之招募之一部份。二者立意不同。

第九節 小結

¹⁴¹ See Rule 502(b)(2)(v).

一、證券交易法對應募人資格之限制，使具財務上成熟性，但未達所規定資歷者無法參與，如前所述，似無必要就公司債私募對此等人予以限制，似應考慮應放寬使能參與私募公司債。

二、證券交易法似應考慮對應提供資訊之內容加以規定，亦可採規則 506 依發行總額、發行公司是否為公開發行公司而訂應提供之內容深度，以節省勞費。且應使應募人得發問並取得答案，以補所提供資訊之不足。