

論著

日本最新投資信託法修正對我國證券信託投資管理制度之啓示（下）

張宏賓（美國賓州大學法學碩士律師）

肆、契約型投信之修正 契約型投信在投信法上的正式名稱爲「證券投資信託」，係由證券投資信託委託業者向投資人募集資金，依信託契約指示信託公司或信託銀行等受託人管理運用信託財產，並依投資人 所持有之受益證券分配運用收益予投資人。對照「證券投資法人」係以「營利法人（比照公 司組織）」爲集合投資之基本架構，契約型投信是以「信託」爲其集合投資之基本架構。

一、證券投資信託定義之修正 舊投信法有關「證券投資信託」之定義爲「基於財產委託人之指示，以投資特定有價 證券（包含有價證券指數等期貨交易、有價證券選擇權交易及外國市場證券期貨交易） 爲運用目的，且以受益權分割並交付予不特定多數人爲目的之信託」（舊投信法第二 條第一項第一款）。

新投信法將上述「證券投資信託」之定義修正爲「基於財產委託人之指示（於將管理 權限之一部或全部委託於符合政令規定之人時，包含該政令規定之人之指示），主要 以投資有價證券（包含有價證券指數等期貨交易、有價證券選擇權交易及外國市場證 券期貨交易、有價證券店頭指數等遠期交易、有價證券店頭選擇權交易及有價證券店 頭指數等互換交易）爲其運用目的，並將受益權分割並交付予多數人爲目的之依本法 設立的信託」。

由以上證券投資信託之定義修正可知，證券投資信託可將管理權限之一部或全部委由 符合政令規定之人，與證券投資法人之管理權限僅能一部委託，而不得全部委託之規 定不同。符合政令規定之受任人包括其他證券投資信託委託業者、全權委託代客操作 之投資顧問業者或與前述日本投信業或或投顧業相當之外國業者。

其次，證券投資信託投資有價證券之範圍不限於特定有價證券，只要以投資有價證券 「爲主」即可，故證券投資信託與證券投資法人相同，可以擴大投資金錢債權、貴金 屬、商品或不動產等有價證券以外之投資標的。新投信法並增加有價證券店頭指數等 遠期交易、有價證券店頭選擇權交易及有價證券店頭指數等互換交易等三種衍生性商 品交易，以配合證券投資信託的避險需求。

最後，爲配合引入私募證券投資信託，將證券投資信託的受益權交付對象由「不 特定 多數人」修正爲「多數人」。

二、證券投資信託委託業者由許可制改為認可制 為促進證券投資信託委託業者之競爭，並將過去舊投信法「保護主義」改為「投資人自己責任主義」，新投信法將證券投資信託委託業者由舊法許可制改為認可制。內閣總理大臣對(1) 具有遂行健全業務所需之財務基礎，且業務收支預估良好；及(2) 對於人員之組成具有遂行公正及正確的業務所需之知識、經驗及相當社會信用之證券投資信託委託業者，必須予以認可（投信法第九條第一項）。

三、由「專業經營主義」改為例外允許「兼營主義」 根據日本證券交易審議會於一九九七年六月發布「證券市場¹⁰總合的改革」報告指出，證券公司對於何種證券業務得以更為有效率地遂行，難以事先預見，在沒有特別妨礙之情形下，應允許證券商經營其他證券業務，並進行多角化經營，因而廢止舊證券交易法第四十三條有關證券商之「專業經營主義」，而於新證券交易法第三十四條改採證券商「兼營主義」。（註二三）

受到證券交易法改採證券商「兼營主義」的影響，新投信法明確規定原則禁止證券投資信託委託業者兼營其他業務，但例外得允許兼營部分證券相關業務。例外可以兼營之業務，包括(1) 登錄證券投資法人之管理公司業務、投資顧問業務或全權委託代客操作業務，須向內閣總理大臣提出申請（第十八條第二項）；(2) 證券業務，須經內閣總理大臣認可（投信法第十八條第三項）；(3) 證券投資信託委託業之關連業務，須經內閣總理大臣承認（投信法第十九條但書）。此一擴大兼營業務將使證券投資信託委託業與證券業間的界限與分別愈來愈模糊。

由於證券投資信託委託業者兼營業務範圍之擴大，對於原先的證券投資信託委託業務與新的兼營業務間可能造成之利害衝突危險，必須預作防範。投信法第二十條第一項規定，證券投資信託委託業者兼營證券投資信託法人之管理公司時，對於信託財產不得有下列行為：(1) 為證券投資法人之利益，指示受託公司進行損害信託財產受益人利益的交易及(2) 進行有礙受益人保護、有害信託財產信用之公正性或有失證券投資信託委託業信用之虞的總理府令或大藏省令之其他行為。相對而言，該證券投資信託委託業者亦必須遵守管理公司之利害衝突禁止規定（參見本文第參、四、(二)部份），不得有損害證券投資法人之行為。

投信法第二十一條第一項規定，證券投資信託委託業者兼營證券業務時，對於信託財產不得有下列行為：(1) 基於有價證券發行公司或證券業客戶之非公開資訊，指示受託公司進行對有益於特定信託財產受益人利益的交易；(2) 為證券業利益，指示受託公司進行依證券投資法人之資產管理方針、純資產額或市場狀況判斷，認為係不必要之頻率或規模之交易；(3) 擔任有價證券募集之主辦券商時，為影響有價證券之募集或銷售條件，指示受託公司進行以不反應現實情

勢的人為操縱證券市場為目的之交易；及（4）進行有礙受益人保護、有害信託財產信用之公正性或有失證券投資信託委託業信用之虞的總理府令或大藏省令規定之其他行為。

四、公司型投信與契約型投信之不同 有關公司型投信與契約型投信之異同，請參照下列表一之說明。

表 一：日本契約型投信與公司型投信之比較表

伍、私募投信之創設\ 一、私募投信之定義\ 根據日本證券交易審議會報告書的說明，日本引入私募投信的目的，主要是為了「因應投資人多樣化的資產運用需求」。（註二四）過去日本證券交易法並無對有價證券之私募作出明確定義，但參考美國一九三三年證券法之規定，於一九九八年六月證券交易法修正時，增加有價證券私募之定義規定。

有價證券之「私募」定義為「新發行之有價證券取得申請之勸誘，但不構成有價證券募集者」（日本證券交易法第二條第三項）。所謂「有價證券之募集」（即公募）為「依政令規定對多數相對人募集者，但不包括僅以符合大藏省規定之機構投資人為相對人者」。除此之外，公募尚不包含（1）在僅以符合規定之機構投資人為相對人之情形，該有價證券自前手取得，至移轉予符合規定之機構投資人以外之人，其數量符合政令規定之少量者，或不包含（2）除前述情形外，該有價證券自前手取得，並移轉予多數人，其數量符合政令規定之少量者（日本證券交易法第二條第三項第一、二款）。

根據日本證券交易法施行令第一之八條規定，所謂「多數相對人」係指五十人以上。此一證交法私募規定亦適用於證券投資法人發行之「投資證券」及證券投資信託發行之「受益證券」。與美國一九四〇年投資公司法規定之私募最高人數為一百人相比（註二五），日本證券投資私募規定之門檻較美國為高。至於「符合規定之機構投資人」之定義，包括銀行、證券公司、證券投資信託委託公司、壽險及產險公司及全權委託代客操作之投資顧問等。

二、日本私募投信之特點 日本私募投信與美國一九四〇年投資公司法規定之私募投資公司最大不同之處在於日本私募投信仍受投信法管轄，而美國私募投資公司則完全豁免一九四〇年投資公司法之管轄。亦即日本私募投信可說是投信法下的特殊投信之一，只是因其私募性質，對照公募投信的高度管理，係採「低度管理」的方式。與美國對這照可知，美國私募投資公司則是完全排除在一九四〇年投資公司法規範外，由當事人間之約定自行規範，美國證管會可說是無置喙之餘地。（註二六）

有關私募投信與公募投信管理之不同，主要在私募投信在期貨契約等衍生性商品及缺乏流動性之有價證券等資產管理運用之限制，較公募投信為寬鬆，其資產管理人之操作因而更為靈活。

私募投信所投資之期貨契約等衍生性金融商品，不受各交易評價損失不得超過基金純資產二分之一的限制。私募投信投資缺乏流動性之投資標的，亦不受基金純資產百分之十五上限之約束，亦即在委託人同意之情形下，可以將全部信託財產投資未上市上櫃有價證券。此外，私募投信的資訊公開義務程度，亦較公募投信為低，發行時僅需交付投資人有價證券通知書，交易時僅需交付投資人運用報告書。

換言之，私募投信是在遵守投信法規定之證券投資法人與證券信託投資二大架構的原則下，得以由投信公司為客戶需求量身定作或自由設計運用的投信商品。因此在美國機構投資人十分風行的避險基金（hedge funds）、創投基金（venture capital funds）、槓桿收購基金（leveraged buyout funds）或商品期貨基金（merchandise or futures funds）等高風險基金商品，將可透過私募方式在日本進行。由於機構投資人具有相當知識及經驗，所以投信法對於此等機構投資人所參與的私募公司型或契約型投信商品，不須作過多不必要的保護或限制，以鼓勵金融創新，並兼顧機構投資人之個別需求。（註二七）

三、私募投信之現況 日本第一個私募投信基金是由日本興業投信公司在一九九九年二月募集設立完成，管理資產規模為五十億日圓。截至一九九九年九月止，日本共有二十個投信公司募集二十九個私募基金，總資產額達四千億日圓。（註二八）

四、私募投信與公募投信之不同 有關私募投信與公募投信之比較，請參見下列表二之說明：

表二：日本公募投信與私募投信之比較表

陸、日本投資信託法修正對我國證券信託投資事業管理制度之啓示

一、儘速制定證券投資事業法或投資公司法 我國證券投資信託事業管理係在證券交易法中以授權行政命令方式為之，與美國、日本、德國及英國等先進國家均以專法規範之立法例相比，顯然我國係屬獨特之立法例。在民國七十二年修改證券交易法第十八條將證券周邊事業納入管理時，或因當時時空背景所限，並顧及另行制定專法曠時費日之故，而以授權行政命令方式為之。但如今我國投信公司資產規模已超過一兆元，投信市場已成熟至一定程度，與證券市場之發展不相上下，實不宜對投信事業之管理有所相輕。

此外，近年來大法官會議釋字第三九四號解釋（註二九）、第四八八號解釋（註三〇）及第四八九號解釋（註三一），一再以違反法律保留原則將行政機關之裁罰性行政處分宣告違憲，或要求行政機關的緊急處分權必須注意人民的程序權保障，雖然投信事業管理已有證券交易法第十八條及第十八條之二之授權，但仍似以將其提升至法律位階較為安全妥適。

另投信管理側重集合投資之利害衝突防止及資產評價公正性，證券交易法係側重證券發行市場及交易市場之資訊公開及交易公平性，二者雖有密切關連，但畢竟規範重點不同，參考其他國家立法例，似不宜讓投信管理繼續委身於證券交易法，仍以儘速將其獨立立法，制定「證券投資事業法」或「投資公司法」，將投信事業管理提升至法律層次為宜。

二、從新釐訂證券公司、投信及投顧三者的定位及擴大兼營業務之可能性（一）
美國的全方位證券商（full service securities firms），類如美林證券公司，事實上是集合證券、投信及投顧三者於一身，並非個別設立投顧及投信公司以經營投信及投顧業務，與我國必須分別設立投信及投顧公司不同。

由於美國證券公司除完全附屬於（solely identical）證券經紀業務之不特別收費（no special compensation）的投資顧問行為，得豁免一九四〇年投資顧問法之規範。（註三二）但若證券公司欲進行特別收費的投顧業務，必須向美國證管會進行雙重註冊（dual registrations），申請依一九四〇年投資顧問法兼營投顧業務，其投顧業務必須符合一九四〇年投資顧問法之規範。（註三三）事實上多數美國大型券商亦均向證管會申請兼營投顧業務的訂可。

此外，由於美國原則上採取公司型投信制度，所以大多由證券公司依一九四〇年投資公司法設立投資公司，並依一九三三年證券法發行股票向投資人募集資金。此外，除了富達投資公司係在投資公司下設立資產管理部門自行管理旗下的基金是唯例外之外，多數證券公司均將所設立投資公司之基金資產管理業務外包給自己或其他證券公司的投顧部門代客操作（external advisory service），美國的投資公司事實上僅係一擁有基金資產的「空殼公司」，除了董事外，甚少雇用職員或分析操作人員。（註三四）

美國此一將證券、投信及投顧三大業務合一之方式，可以以將證券經紀業務與投顧、投信業務結合，以向顧客收取較高的手續費，並將少數的證券分析人才集中利用，以發揮綜效（synergy）。但由於投信業務之控制權均集中在證券公司及其投資顧問部門，所以一九四〇投資公司法中設有多項利益衝突禁止的條款，以免基金投資人受到損害。（註三五）

（二）日本 日本近年受到經濟情況不佳，證券公司業務收益亦大為縮水，部份體質不佳的證券公司亦被迫退出市場。為了振衰起蔽，此次日本平成十年修

改證券交易法第三十四條，大幅放寬證券商兼營業務，廢除「證券公司專營制」，大幅擴增證券公司兼營業務，允許證券公司得兼營（1）投資顧問及全權委託代客投資業務；（2）證券投資信託委託業務（註：即我國的投信業務）；（3）金融期貨交易業務；（4）部分商品期貨交易業務；（5）外匯交易業務；（6）貸金業；（7）商品投資販賣業務；（8）小額債權販賣業務；及（9）其他總理府令或大藏省令規定之業務。（註三六）日本公司型投信亦得複委託其他投信公司、全權委託操作的投顧公司或與日本投信或投顧公司相當的外國公司，代其進行資金之操作及管理，此外，證券投資信託委託業（契約型投信）經主管機關同意，亦得例外允許兼營（1）登錄證券投資法人之管理公司業務、投資顧問業務或全權委託代客操作業務、（2）證券業務及（3）證券投資信託委託業之關連業務。日本整體證券及投信制度可以說是將證券、投信及投顧業務進一步加以整合，向美國金融百貨公司式的證券公司看齊，以增加日本證券公司的國際競爭力。

（三）小結 我國證券、投信及投顧事業，可以說是「二大一小」，投顧公司的收益往往不如證券公司及投信公司，主要原因在於我國投資人沒有付費買投資資訊的習慣，研究報告常常需要免費贈送。具有分析師資格的人才更是供不應求。其次是小型投顧公司林立，並以招募會員為主，過去亦曾發生不肖人員藉投顧公司之身分作為掩護，但實際上是進行股友社或第四台老師的炒作股價行為。因此投顧公司一再爭取代客操作業務，以增加投顧業務的收益，是其來有自。

但在我國投信事業日益國際化之際，未來是否考慮仿效美國及日本新制，在適當時機從新釐訂證券公司、投信及投顧公司三者的定位，修正「分業分營主義」，擴大彼此之業務兼營，例如允許證券公司兼營投顧業務或其代客操作業務，或允許投信公司得以將資產管理業務外包委託給投顧公司操作，並制立一套完整的利益衝突禁止之規定，以增加證券、投信及投顧三者的業務互相參與，並發揮證券集團業務的綜效。但我國國情是否合適、證券業者的守法精神及證券相關業務間之利益衝突禁止規定是否能確收實效，都是有待慎重更進一步考量之重點。

三、審慎研議引入公司型投信及私募投信之可能性 日本此次修訂投資信託法引入美式的證券投資法人制度，並開放私募投信，可以說是向美國的投資公司制度看齊。至於實施成效如何，由於時間甚短，目前尚無法得知。惟我國現行證券投資信託事業制度與日本舊信託投資法較為相近，未來是否有可能因顧及其他國家金融商品整合性及金融商品多元化的考量，考慮仿效日本引入公司型投信制度，及允許私募投信之設立，仍有待主管機關審慎研議，橫量利弊得失後，再作一政策性的決定。

如我國欲引入公司型投信，首先面臨的就是如何將公司型投信與我國現行公司法及證券交易法銜接，其次是如何將美國式的公司法制度轉換或修改融入我國大陸法系的公 司法，此將為一龐大的法制重造工程，所幸日本的經驗可以作為我國未來的參考。此外，即使不引入公司型投信制度，日本有關證券投資法人中有關利益衝突禁止及強化會計師責任等規定，仍有值得我國借鏡之處。

至於私募投信制度之引入，有助鬆綁現行為一般投資人所設的嚴格公募投信管理規定，對於滿足機構投資人多樣化的資產管理需求有所助益，亦值得加以斟酌考慮。

四、外國基金之管理權應考慮回歸證管會 目前外國基金在台販賣有二個管道，一是依據「證券投資顧問事業辦理外國有價證券投資顧問業務應行注意事項」，透過投顧公司推薦，由投資人直接向國外基金公司購買。二是依「銀行辦理指定用途信託基金投資國外有價證券業務辦法」，透過銀行信託帳戶購買。後者之行政管理權限，主要係由中央銀行與金融局負責。

但平心而論，外國資產管理公司透過我國銀行在我國境內向投資人販賣基金，均應屬在台發行有價證券而募集資金，本質上應與投顧公司推薦外國基金的行政管理權限相同，似以回歸證期會主管，適用證券交易法相關規定或證券投資信託事業管理規則規範為宜，以統一事權，但因國外基金透過銀行募集另涉及外匯及銀行管理，規定證期會得洽商中央銀行及金融局之意見，以示尊重，似乎較為適當。

此外，對於透過銀行購買外國基金的投資人之保障，目前僅靠投資人與銀行簽訂之信託契約規範，法令保障不足，未來制定「證券投資事業法」後，似可考慮參考日本投信法規定，賦予證期會緊急處分權，如發現外國基金公司有詐騙或不當行為，得以立即禁止其在台繼續販售，並透過證券交易法第二十條第一項規範該國外基金公司之民事及刑事責任，似較為妥適。

總之，未來外國基金之管理仍以修正「證券投資信託事業管理規則」或制定「證券投資事業法」時，增訂對外國基金之發行或銷售規定，回歸證期會負責，較為適當，以增進我國投信市場國際化。

柒、結 論 我國投信事業十年發展有成，成就有目共睹。但證券市場發展一日千里，日新又新，精益求精，在現有基礎上再將我國投信管理制度予以革新諒有其必要性。日本於平成十年大幅修改投信法，引入美國式公司型投信制度，大幅修改契約型投信制度，並開放私募投信之設立，將證券、投信及投顧制度作一重新整合，其修法革新之精神、在大陸法系與美國法系融合所作的制度上之調整及相關投信制度之修正，對於我國投信制度之管理與改革或有啟發之處。作者不揣簡陋，特為文介紹，期能作為投信業者及主管機關之參考。

註 釋 註二三：前揭註 18，一五七頁及註 48。

註二四：前揭註 5，一四七頁。

註二五：15 U.S.C. 80a-3(c).

註二六：前揭註 5，一四七頁。

註二七：同前註。

註二八：同前註，一四八頁至一四九頁。

註二九：大法官會議釋字第三九四號解釋文：「建築法第十五條第二項規定：「營造業之管理規則，由內政部定之」，概括授權訂定營造業管理規則。此項授權條款雖未就授權之內容與範圍為明確之規定，惟依法律整體解釋，應可推知立法者有意授權主管機關，就營造業登記之要件、營造業及其從業人員之行爲準則、主管機關之考核管理等事項，依其行政專業之考量，訂定法規命令，以資規範。至於對營造業者所爲裁罰性之行政處分，固與上開事項有關，但究涉及人民權利之限制，其處罰之構成要件與法律效果，應由法律定之；法律若授權行政機關訂定法規命令予以規範，亦須爲具體明確之規定，始符憲法第二十三條法律保留原則之意旨。營造業管理規則第三十一條第一項第九款，關於「連續三年內違反本規則或建築法規規定達三次以上者，由省（市）主管機關報請中央主管機關核准後撤銷其登記證書，並刊登公報」之規定部分，及內政部中華民國七十四年十二月十七日（七四）台內營字第三五七四二九號關於「營造業依營造業管理規則所置之主（專）任技師，因出國或其他原因不能達行職務，超過一個月，其狀況已消失者，應予警告處分」之函釋，未經法律具體明確授權，而逕行訂定對營造業者裁罰性行政處分之構成要件及法律效果，與憲法保障人民權利之意旨不符，自本解釋公布之日起，應停止適用。」

註三〇：大法官會議釋字第四八八號解釋文：「憲法第十五條規定，人民財產權應予保障。對人民財產權之限制，必須合於憲法第二十三條所定必要程度，並以法律定之，其由立法機關明確授權行政機關以命令訂定者，須據以發布之命令符合立法意旨且未逾越授權範圍時，始爲憲法之所許，迭經本院解釋在案。信用合作社法第二十七條第一項及銀行法第六十二條第一項係爲保障存款人權益，並兼顧金融秩序之安定而設，金融機構監管接管辦法第十一條第一項第三款及第十四條第四款雖亦有銀行法第六十二條第三項授權之依據，惟基於保障人民權利之考量，法律規定之實體內容固不得違背憲法，其爲實施實體內容之程序及提供適時之司法救濟途徑，亦應有合理規定，方符憲法維護人民權利之意旨；法律授權行政機關訂定之命令，爲適當執行法律之規定，尤須對採取影響人民權利之行政措施時，其應遵行之程序作必要之規範。前述銀行法、信用合作

社法 及金融機構監管接管辦法所定之各種措施，對銀行、信用合作社之股東（社員）、經營者及其他利害關係人，既皆有重大影響，該等法規僅就主管機關作成行政處分加以規定，未能對作成處分前，如何情形須聽取股東、社員、經營者或利害關係人陳述之意見或徵詢地方自治團體相關機關（涉及各該地方自治團體經營之金融機構）之意見設置明文。又上開辦法允許主管機關逕行指派機關（機構）或人員為監管人或接管人，並使接管人取得經營權及財產管理處分權，復由接管人及主管機關決定概括讓與全部或部分業務及資產負債，或與他金融機構合併，無須斟酌受接管之金融機構股東或社員大會決議之可行性，亦不考慮該金融機構能否適時提供相當資金、擔保或其他解決其資產不足清償債務之有效方法，皆與憲法保障人民財產權之意旨未盡相符。前述法規主管機關均應依本解釋儘速檢討修正。」

註三一：大法官會議釋字第四八九號解釋文：「信用合作社法第二十七條第一項及銀行法第六十二條第一項、第二項所稱主管機關對違反法令、章程或無法健全經營而損及社員及存款人權益之合作社或因業務或財務狀況顯著惡化之銀行，得分別為撤銷決議、撤換職員、限制發給理、監事酬勞或停止、解除其職務，停止業務限期清理、派員監管、接管、合併、命令解散、撤銷許可及其他必要處置。其中必要處置係指在符合信用合作社法第二十七條第一項「無法健全經營而有損及社員及存款人權益之虞時」或銀行法第六十二條第一項「銀行因業務或財務狀況顯著惡化，不能支付其債務或有損及存款人利益之虞時」之前提下，因情況急迫，縱然採取上開法律所舉之措施，勢將不能實現預期效果時，所為不得已之合理手段而言。主管機關對財務狀況顯著惡化、無法健全經營之銀行或信用合作社促使其由其他金融機構概括承受，應合於前述要件外，尚須被概括承受之銀行或信用合作社未能適時提供相當資金、擔保或其他解決其資產不足清償債務之有效方法時，經依相關法令規定辦理概括承受之程序，始符合必要處置之意旨。」

註三二：15 U.S.C. 80b-2(a)(11). 註三三：THOMAS P. LEMKE & GERALD T. LINS, REGULATION OF INVESTMENT ADVISORS §1.02[2][c] (1999). 註三四：前揭註 19，TAMAR FRANKEL & KIFFORD E. KIRSCH 217-18. 註三五：參見前揭註 19。此外，一九四〇年投資公司法第 17(a)-(f)條限制或禁止投資公司與證券公司等間之利益衝突交易行為。同法第 36 (b) 條限制投資顧問向投資公司收取之費用。同法第 22 (c)、(e) 條規定基金贖回的時間及淨值計算等，以免證券公司或其投資顧問部門上下其手，損害基金投資人之利益。See supra note 18, TAMAR FRANKEL & KIFFORD E. KIRSCH, at 38-39. 註三六：參見前揭註 4。

出處：筆者整理及田村 威，投資信託—基礎與實務（新訂版），一三三頁，一九九九年八月 出處：田村 威，投資信託—基礎與實務（新訂版），一四六頁至一四七頁，一九九九年八月

