

第貳章 結構型債券 (Structured Notes) 概述

結構型債券又稱連動債券，係在低利時代所應運產生之新金融商品，因其可連結未來所預測之利率波動風險，進而墊高利息報酬之特性，故成為近年來頗受歡迎之金融商品之一。目前國內投資人如果要投資結構型債券，主要管道即為利用特定金錢信託方式。

在瞭解結構型債券之前，必須先瞭解何謂固定收益 (Fixed Income) 商品與衍生性商品 (Derivative Securities, derivatives)¹⁰。所謂固定收益商品，是指在一定的期間內，商品的發行人會根據事先約定的利率支付投資人利息，使投資期間每期收益均為固定，並於到期時可以領回本金的商品，例如定期存款¹¹、公司債與政府公債等皆屬此種商品；而衍生性商品乃指由金融市場(貨幣市場與資本市場)中現貨基本交易商品價格所衍生出來的金融工具，其之所以稱為衍生，乃因該商品的合約價值依附於其他金融商品的價格之上，例如股價指數期貨合約價值的大小，即受到其標的(即現貨股價指數)的影響。一般來說，固定收益投資屬於一種較為穩健相對有保障的投資，意即風險較低，而衍生性金融商品則為波動性較大的投資標的，可以概括分為遠期合約，期貨合約，交換合約，以及選擇權合約。衍生性商品的另一項特質便是高度利用槓桿操作，對於資金較缺乏的投資者，可以利用此種商品從事以小博大的投資操作。然而槓桿率高雖然可以讓投資者有機會獲取高報酬，但也因此讓投資者面臨極高的投資風險。而結構型債券便是結合債券類的固定收益商品與衍生性金融商品的投資工具，固定收益部份提供投資金額的基本利息收益，而變化多端的衍生性商品部份則負責提供槓桿效果，加強收

¹⁰ 亦有稱衍生性金融商品者，但均為英文中所稱之 derivatives。

¹¹ 定期存款如與衍生性商品結合而成之結構型商品稱為結構型存款，然其非本文所稱之結構型債券。

益，或是改變風險承受的模式。

結構型債券與一般債券不同之處，在於其所須支付予投資人之收益(含本金及利息)決定於所連結標的(例如，利率指數、股價指數及商品指數等)之價格走勢，故其又稱之為混合負債工具(Hybrid Debt Instrument)¹²。此外，其與一般純粹之衍生性商品(derivatives)亦非完全相同，因一般純粹之衍生性商品其全部價值均取決於標的資產(Underlying securities, index or rate)，而結構型債券係一種混合物(hybrids)，其組成包括了純粹負債工具(straight debt instruments)及衍生性商品，而其付息之方式亦不同於一般債券，乃完全繫於標的資產之價格走勢¹³。

結構型債券主要有兩種常見的型態：第一種是以獲取正常報酬為目的之保本型債券(Capital Guaranteed Notes)，保障一定程度的本金，其餘部分資金投資於高報酬的創新型債券(Capital Guaranteed Notes)；另一種為以獲取較高收益為目的之高收益型債券(Yield Enhancement Notes)。保本型債券又稱作參與債券(Participation Notes)，其設計架構之特色為投資本金是以預先決定的特定比率保證歸還(例如原始投入金額之95%、97%、100%或105%)，並將投資本金部份或全部的利息拿去購買選擇權，利用選擇權的特色去參與標的資產上漲的好處；而高收益型連動式債券，由於其結構設計的不同，雖所隱含的收益率較定存為高，相對的風險也相對較高，因此本金受到風險實現而產生虧損失的可能性亦較高。本章即對連動債券及其風險作略述。

第一節 結構型債券種類簡介

連動債券之衍生性商品部位連動標的種類繁多，可以是利率、股

¹² 參閱謝劍平著，金融創新-財務工程的實務奧秘，智勝文化，2006年6月，286頁。

¹³ See Federal Reserve Bank of Chicago, Product Summary – Structured Notes, 1994, p.2.

票、指數、匯率、信用、商品等，因此，連動債券之設計自然可因各種不同之衍生組合而千變萬化，大致而言，可分為下列幾類¹⁴，以下即分項介紹相關內容。

第一項 與利率連結之結構型債券

一、正浮動利率債券 (Floating Rate Notes, FRN)

此類型債券基本上係連結參考指標利率，例如3個月或6個月LIBOR利率，並以浮動利率指標之利差加碼、減碼或其他調整為評價基礎。

二、反浮動利率債券 (Inverse FRN, Inverse Floater)

與正浮動利率債券之情形相反，當市場利率下跌時，投資人收益率提高，因利率反轉向下時一般皆為債券市場多頭，故又稱多頭浮動利率債券(Bull Floater)。

三、槓桿型浮動利率債券及槓桿型反浮動利率債券 (Levered Floaters and Levered Inverse Floaters)

此類債券與一般浮動及反浮動利率債券相較，最大特色在於債息係以倍數變動，以較大之槓桿求取更高獲利空間。

四、滾雪球 (Snow Ball) 債券

此類債券之設計特點在於每期配息係參考前一期之配息並予以利率加碼後，再扣除指標利率，同時利率加碼部分可逐期調高。此類債券只要首期配息購高，且指標利率於區間內維持穩定波動，應可有較高收益。

五、雙指數浮動利率債券 (Dual-indexed FRN)

此種債券每期債券利息之計算係根據兩種指標利率共同決定，在美國常採用之參考利率為LIBOR及CMT (Constant Maturity

¹⁴ 參閱郭土木著，金融管理法規(下)，三民書局，2006年7月，第616-618頁。另參閱劉宗聖、歐宏傑合著，結構型商品實務與應用，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，2004年10月，商品篇。

Treasury, 固定期間公債利率)。

六、區間債券 (Range Note, Accrual Note)

此種債券之特色為當指標利率落入設定區間內，發行機構將支付較高之票面利率，否則利率為零。通常每為每一交易日計算乙次，逐日計算出某一段期間內落入計息區間之累積天數，再依據累積天數計算收益。此種債券多設計成保本型態，投資人須承擔之最大風險為到期時因指標利率於期間內皆落入計息區間之外，而無法享有任何配息。此外，為鎖定獲利，亦有搭配目標贖回 (Target Redemption) 機制之設計者¹⁵。

七、本金浮動型債券 (Principal-Indexed Debt Securities)

本金浮動型債券係以改變本金計算方式為基礎，一般而言，該定期償還本金之數額將隨參考利率變動而調整。

第二項 與匯率、商品及股權連結之結構型債券

一、雙元匯率債券 (Dual Currency Bond)

此種債券通常係指以本地貨幣作為計息之幣別，而以另一種外國貨幣作為本金償還之幣別。假設計息幣別為日圓，本金償還幣別為美元，其可是視為一個純債券與日圓交換美元之遠期外匯契約之組合。

二、商品連結型債券 (Commodity-linked Notes)

此種債券係一種與商品價格連動之債券，其將特定商品(例如，黃金、白銀、原油)價格或商品指數 (例如，CPCI (Chase Physical Commodity Index), DJ-AIGCI (Dow Jones-AIG Commodity Index))¹⁶ 與債券票面利息或贖回本金連結，可使一般投資人亦得參與各種原物料價格上漲之獲利機會。

¹⁵ 亦即當累積配息達一定比率時，該區間債券即自動提前到期，強迫投資人提前獲利出場，避免該報酬只是波動中之紙上富貴。

¹⁶ 商品指數基本上係將一籃子商品或商品期貨契約之價格變動予以不同之權重組合，並編製指數作為商品價格追蹤之代理指標。

三、股權連結型債券

此種債券之連標的包括了個股股價、股價指數、期貨價格或存託憑證¹⁷ (Depositary Receipt) 等，而其中之結構設計非常多元，以目標而言，大抵可區分為本金保障結構 (Principal-protected Structures) 及收益提升結構 (Yield-enhancement Structures)。

以上之結構型債券種類僅是市場上諸多類型中舉其常見者，除此之外，尚有通貨膨脹指數型 (Inflation-indexed)、保險連結型 (Insurance-linked)、信用連結型 (credit-linked) 等。故連動債有其創新及多元之性格，且隨著市場需求及金融投資工具之進步，其結構及發展必隨著投資標的及投資模式的增加而多元發展。

第二節 投資結構型債券的風險

投資人於投資結構型債券之前，應先審慎考量自身投資需求及風險承受度，並對商品內容條件有完整之瞭解，否則可能因誤解商品特性而選了錯誤之投資組合，導致超乎控制範圍之損失。以下即分項介紹投資結構型債券可能產生之風險¹⁸。

第一項 基本風險

一、最低收益風險 (Minimum Return risk)

結構型債券之最低收益風險係根據不同類型債券之連動標的而定義。例如當投資期間所連結的標的操作績效不佳，可能拿不到配息，以致委託人於到期日時僅得到發行機構所保證配息及若干百分比之本金保證。

¹⁷ 係由存託銀行簽發，用以表彰外國有價證券之可轉讓憑證，持有該憑證者和持有該公司普通股的投資者，兩者的權利義務原則相同，所表彰之有價證券則由存託銀行代為保管。

¹⁸ 劉宗聖、歐宏傑合著，前揭註 14 書，第二章；另參施人英、高儀慧，結構型商品的特性分析及其資訊揭露相關問題探討，證券櫃檯月刊 131 期，2007 年 10 月，第 67-68 頁。

二、委託人兼受益人提前贖回的風險(Early Redemption Risk)

此種風險之定義係指委託人兼受益人於債券未到期前，提前贖回時必須以贖回當時之實際成交價格贖回，可能會導致信託本金之損失。因此，當市場價格下跌，而委託人又選擇提前贖回時，會產生損失¹⁹。

三、利率風險(Interest Rate Risk)

利率風險係指債券自正式交割發行後，其存續期間之市場價格(mark to market value)將受發行幣別利率變動所影響；當該貨幣轉強時，債券之市場價格有可能下降，並有可能低於票面價格而損及原始投資金額。

四、流動性風險(Liquidity Risk)

因某些結構型債券不具備充份之市場流動性，對於金額過小之提前贖回指示單無法保證成交。在流動性缺乏或交易量不足的情況下，債券之實際交易價格可能會與債券本身之單位資產價值產生顯著的價差(Spread)，將造成委託人若於債券到期前提前贖回，會發生可能損及信託原始投資金額的狀況，甚至在一旦市場完全喪失流動性後，委託人必須持有本債券直到滿期。

五、信用風險(Credit Risk)

係指債券發行或保證機構依照承諾清償債務之信用風險；而「信用風險」之評估，端視委託人對於債券發行或保證機構之信用評等價值之評估；於實務上，結構債之保本保息的承諾，多由發行或保證機構為之²⁰。由於結構型債券交易是由投資人承擔發行機構的信用風險，故如有未預期的衝擊事件發生於連結信用標的商品之市場體系中

¹⁹ 一般來說，中途提前贖回價格係依贖回交易日次日價格計算之，贖回價格取決於固定收益工具及指數選擇權當時之價值，而前開金融工具又會受到到期期間、市場利率及指數波動等因素影響，再加以實務上均會扣除解約金，因此有可能損及投資本金或保證收益。

²⁰ 就實務而言，信託業者通常會選擇較高信用評等之發行或保證機構，以降低違約風險，維護業務之長期關係；例如，中國信託商業銀行之內規以發行或保證機構評等達AA- 以上為標準。

時，投資人將承受龐大的非自願性損失。此外，若投資標的為信用連結型商品，尚有無法履行債務(Fail to Pay)風險、破產(Bankruptcy)風險及重整(Reorganization)風險。

六、匯兌風險(Exchange Rate Risk)

屬外幣計價之債券，若委託人於投資之初係以新台幣資金或非該債券計價幣別之外幣資金承作者，於投資本金或孳息返還並轉換資產幣別時可能因匯率波動產生匯兌損失。

七、發行機構事件風險(Event Risk)

發行機構發生重大事件（例如跳票、發生信用違約），有可能導致債券評等下降(bond downgrades)，進而影響流動性。

八、國家風險(Country Risk)

債券之發行或保證機構之註冊國如發生戰亂、進行外匯管制、破產等不可抗力之事件將導致委託人無法進行提前贖回或避險等動作。

九、交割風險(Settlement Risk)

債券之發行或保證機構之註冊國或所連結標的之交易所或款券交割清算機構所在地，如遇緊急特殊情形、市場變動因素或逢例假日而改變交割規定，將導致暫時無法交割或交割延誤。

十、法律風險 (Contract risk)

由於許多連動債的設計複雜，再加上契約中常有許多額外條款規定雙方權利義務（例如強制轉換條件），一般投資人如無詳讀契約條款，將產生不必要的法律風險。

第二項 個別商品風險

因結構型債券結構設計多樣化之特性，所產生之投資風險亦會因不同設計架構而有差別，除前述常見之基本風險外，亦有依個別商品內容不同而特有之風險，例示如下：

一、發行機構行使提前買回債券權利風險(Call risk)

有些發行機構於契約中約定發行機構得於投資期限屆滿前提前買回，若行使提前買回債券權利，將縮短預期之投資期限，並可能產生本金損失。

二、再投資風險(Reinvestment risk)

發行機構若行使提前買回債券權利，委託人將產生再投資風險²¹。

三、通貨膨脹風險(Inflation risk)

如連結商品為大宗物資現貨或期貨價格時，通貨膨脹將導致債券的實質收益下降。

四、本金轉換風險(Transfer or Exchange risk)

結構債券依商品設計或條件不同，可能發生投資本金於特定條件下，被轉換成連結標的之有價證券或貨幣情事者，如該有價證券或貨幣價值偏低，將產生本金損失²²。

五、連結標的事件風險(Events risk)

結構債券連結標的如發生特殊事件，如被收購、合併或分割時，將可能使該連動債券計算基準改變而導致價值低落，甚至要求投資人必須全數贖回，因而造成本金損失。

第三節 結構型債券的法律定性

我國對於金融商品之法律上定性，係以商品架構做區分，例如某商品如定性為證券交易法（下稱證交法）第六條第一項上所稱之「有價證券」，則該商品之募集、發行等即應遵守證券交易法及其相

²¹ 一旦發行機構提前買回債券，投資人的下一個投資標的可能無法提供與之前相同的收益，而有實質報酬變動之風險。

²² 某些雙元貨幣商品於商品與市場走勢相反時，投資本金亦有被轉換成弱勢貨幣之可能；或本金被轉換成發行機構所指定連結之股票，投資本金將因該股票價值而受有影響，並因此產生如委託賣出或交易稅等其他交易成本。

關行政命令之規定；如商品定性為期貨交易法（下稱期交法）第三條中所指之「期貨」，則其交易即應受到期貨交易法等相關法令規定管制。至於如果非屬證交法或期交法所稱之有價證券，但仍為表彰財產權之私權證券，其權利之發生、移轉或行使，不論全部或一部與證券之佔有相結合者，亦為有價證券，僅是依各該性質適用相關法律²³，例如票據法上之匯票本票支票、民法第七一〇條以下之指示證券，及民法第七一九條以下之無記名證券。

結構型債券為債券類固定收益商品與衍生性商品組合而產生已如前述，如單就固定收益商品中之債券成分而言，應屬證交法所稱之有價證券；而就衍生性商品部份，卻有可能被定性為期交法中所指之「期貨」。因此，如何定性結構型債券，即為判斷相關法律適用之重要依據。以下，即透過我國各業法及自律規範之內容探討其結構型債券的定性。

第一項 各業法及自律規範對結構型債券的定性

第一款 證券業

證券商現行業務中與結構型債券有關者，為證券商經營結構型商品交易業務、證券商受託買賣海外有價證券及證券商自行買賣海外有價證券三者。

證券商經營結構型商品交易業務規範以「證券商管理規則」第十九條之三²⁴授權制定之「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券

²³ 相關討論參閱王志誠，票據法，元照出版，第一章，2004年9月。

²⁴ 證券商管理規則第十九條之三：「證券商符合下列資格條件，得於其營業處所經營衍生性金融商品交易業務，並應依證券櫃檯買賣中心之規定辦理：一、須為同時經營證券經紀、承銷及自營業務之證券商。二、長期信用評等符合本會規定。國內金融控股公司之證券子公司或外國證券商在中華民國境內之分支機構，得採集團控股公司之信用評等，並由控股公司提供無條件且不可撤銷之保證。三、最近六個月每月申報之自有資本適足比率均須符合本會規定。四、無下列情事之一：（一）最近三個月曾受證券交易法第六十六條第一款或期貨交易法第一百條第一項第一款

商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則」(下稱櫃買中心衍生性金融商品業務規則)中。從體系上而言，櫃買中心衍生性金融商品業務規則，將其業務規範於「衍生性金融商品」中，故該規則似將結構型債券定位為衍生性商品。

另外，就證券商受託買賣海外有價證券業務部份，依照「中華民國證券商業同業公會會員辦理受託買賣外國有價證券業務風險揭露一致性規範」第二條²⁵，其將海外結構型債券(即條文中所稱之連動債券)列為證券商得受託買賣的海外「有價證券」，惟本規範是否有意將結構型債券視為證交法中之有價證券，則有主管機關待解釋。

再者，就證券商自行買賣海外有價證券業務而言，其係依據證券商管理規則第三十一條之一及相關行政函令²⁶辦理，惟條文及行政

之處分者。(二)最近六個月曾受證券交易法第六十六條第二款或期貨交易法第一百條第一項第二款之處分者。(三)最近一年曾受本會停業處分者。(四)最近二年曾受本會撤銷部分營業許可之處分者。(五)最近一年曾受證券櫃檯買賣中心、證券交易所及臺灣期貨交易所股份有限公司依營業細則或業務章則處以停止或限制買賣處置者。(第一項)證券商不符前項第四款之條件，但其情事已具體改善，並經本會認可，得不受其限制。(第二項)第一項所稱衍生性金融商品交易，除與專業機構投資人從事交易者外，以轉換公司債資產交換、結構型商品、股權衍生性商品、信用衍生性商品、利率衍生性商品及債券衍生性商品為限。(第三項)」，本條中所指之「結構型商品」本質上即為本文所指之結構型債券，惟不含結構型存款。

²⁵ 中華民國證券商業同業公會會員辦理受託買賣外國有價證券業務風險揭露一致性規範第 2 條：「證券商辦理受託買賣外國有價證券業務，應依規定揭露各該類型之業務所涉及之各類風險，其投資標的涉及連動債券或結構型商品者，除符合境外基金管理辦法第 52 條第一項定義之委託人外，並應依下列原則對委託人揭示相關風險：一、應就個別商品條件(中文及原文名稱)與所涉風險，確實向委託人說明及揭露；如國外發行機構已有提供前述商品條件及所涉風險之原文說明檔者，除第四條涉及之其他風險，證券商應將原文說明檔摘譯為中文說明檔，並將中文及原文說明檔一併交付予委託人於充分審閱產品條件內容說明及投資風險後簽章。二、揭示內容得彈性調整，但仍應遵循本規範所訂項目之基本內容。」

²⁶ 證券商管理規則第三十一條之一：「證券商自行買賣外國有價證券及從事外國衍生性金融商品避險交易，其外國有價證券範圍、外國衍生性金融商品種類、外國交易市場及交易當地之國家主權評等，由本會定之。」；另財政部證券暨期貨管理委員會 93 年 1 月 2 日台財證二字第 0930000001 號函規範證券商得投資之外國有價證券範圍為(一)外國發行人於外國證券交易市場上市且交易之股票、認股權證、受益憑證、存託憑證及其他有價證券。(二)外國發行人於外國證券交易市場上市之公司債，其長期債務發行評等(Issue Rating)應符合下列條件之一：1 經史丹普公司(Standard & Poor's Corporation)評等為 BBB 級以上。2 經慕迪投資服務公司(Moody's Investors Service)評等為 Baa2 級以上。3 經惠譽國際信用評等公司(Fitch Ltd.)評等為 BBB 級以上。(三)證券商本身承銷之國內上市(櫃)公司於外國發行之公司債及轉換公司債，其承銷完畢後之次級市場應買應賣交易。(四)證券商本身承銷本國企業於外國發行之有價證券，得就其餘額包銷部分，於外國證券交易市場出售。(五)前揭外國有價證券範圍，不包括下列項目：1 大陸地區證券市場及大陸地區政府或公司發行或經理之有價證券。2 恆生香港中資企業指數(Hang Seng

函令中，均未明指證券商自行買賣外國有價證券、衍生性金融商品等時，得否購買結構型債券。

綜上，就證券商與結構型債券有關之業務而言，櫃買中心衍生性金融商品業務規則似將結構型債券定位為衍生性商品；但在證券商受託買賣外國有價證券時，似又將結構型債券定位為有價證券。然究竟定性為何，仍有待主管機關進一步釐清。

第二款 證券投資信託基金、證券投資顧問及全權委託業務

依證券投資信託基金管理辦法第十條第七款²⁷規定，證券投資信託基金不得投資「結構式利率商品」，惟此商品如以「結構式利率商品」為主要投資標的，且以此命名者則為法所允許，條文中所稱「結構式利率商品」對應到結構式債券時，應限定為與利率相關商品連結者。

至於證券投資顧問及全權委託業務部份，投資結構式債券是否得為其業務範圍，目前尚未有法規或行政函示表示肯定或否定，因此尚無得據以探討定性問題。

第三款 信託業

依據主管機關之行政函釋，信託業辦理金錢信託業務，所投資

China-Affiliated Corporations Index) 成份股公司所發行之有價證券。³ 香港或澳門地區證券交易市場由大陸地區政府、公司直接或間接持有股權達百分之三十五以上之公司所發行之有價證券。
4 本國企業於外國證券交易市場交易之有價證券，但證券商本身承銷本國企業於外國發行之有價證券，不在此限。

²⁷ 證券投資信託基金管理辦法第十條第七款：「證券投資信託事業募集基金，應依本辦法及證券投資信託契約之規定，運用基金資產，除本會另有規定外，並應遵守下列規定：七、不得投資於結構式利率商品。但以其為主要投資標的，並以此為名者，不在此限。」

之國外有價證券，得包含結構型債券²⁸。故於信託業法下，似乎認為結構式債券為有價證券之一，惟該函釋是否有意將結構式債券視為證券交易法上之有價證券，則不得而知。

第四款 銀行業

銀行經營衍生性金融商品業務，應遵守「銀行辦理衍生性金融商品業務應注意事項」之規定，而依據該注意事項第十七條²⁹亦將結構型債券納入結構型商品的範疇，故其似乎將結構型債券視為衍生性商品。

第五款 保險業

保險業得以自有資金持有結構型債券，而其發行之投資型保單亦可投資至結構型債券。

保險業得以自有資金持有結構型債券之依據為「保險業從事衍生性金融商品交易管理辦法」第十條及第十一條³⁰規定，該辦法似將結構型債券定性為衍生性商品；至於規範投資型保單之「投資型保

²⁸ 財政部民國 93 年 5 月 11 日台財融(四)字第 0934000375 號函「信託業辦理特定金錢信託運用於購買連動債券，涉及從事衍生自國內股價暨期貨交易所有關之現貨商品及指數等契約，其得連結之標的範圍，應與證券商從事結構型商品交易得連結之標的相同。」

²⁹ 銀行辦理衍生性金融商品業務應注意事項第十七條：「結構型商品係結合固定收益商品（例如定期存款或債券）與衍生性金融商品（例如選擇權）的組合型式商品交易，本商品可連結之標的眾多，包括利率、匯率、股價、指數、商品、信用事件或其他利益及其組合等所衍生之交易契約。銀行銷售結構性商品時，不得以存款之名義銷售。」

³⁰ 保險業從事衍生性金融商品交易管理辦法第十條：「保險業投資之結構型商品應符合下列條件，其投資總額不得超過保險業資金之百分之十：一、最終到期日不得超過十年。二、到期本金之保本比率為百分之百，但最終到期日未逾五年者，到期本金之保本比率得調整為百分之九十以上。三、相關衍生性金融商品操作風險由該發行機構承擔。（第一項）前項結構型商品之發行或保證機構，其最近一年長期債務信用評等等級應經中華信用評等公司或其他經主管機關認可之國內外信用評等機構評定達 twA— 級或相當等級上。（第二項）結構型商品係指組合式存款或結構型債券，其由金融機構發行或保證，結合固定收益商品與衍生性金融商品的組合型式商品。（第三項）」；第十一條：「保險業從事衍生性金融商品交易，應訂定處理程序，並經董事會通過，修正時亦同。」

險投資管理辦法」第十條³¹則僅言及保單得連結結構型商品，並未敘明結構型商品之定性。

第二項 法理分析

前項已將我國各業法對結構型債券之定性為初步分析，本項將探討結構型債券究應定性為證交法上之有價證券或期交法上之期貨。

第一款 結構型債券是否為證券交易法第六條所指之有價證券

我國證交法第六條第一項規定，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。結構型債券中，雖有包含債券類固定收益商品部份，然是否得以其包含債券之成分，而認其屬該條中之「公司債券」，即有疑問。就此問題，有學者認為結構型債券有相當成分屬公司債券，故如側重其債券成分時，結構型債券應可解釋為證交法第六條之公司債券，此外實務上常見之「可轉換公司債」及「附認股權公司債」同樣具有債券及衍生性商品（即選擇權）之成分，其本質上應屬結構型債券，另「發行人募集與發行有價證券處理準則」亦在第三章發行公司債規範「可轉換公司債」及「附認股權公司債」之募集與發行，而非將其視為衍生性金融商品，

³¹ 投資型保險投資管理辦法」第十條：「投資型保險契約所提供連結之投資標的及專設帳簿資產之運用，除要保人以保險契約約定委任保險人全權決定運用標的者外，以下列為限：一、銀行存款。二、證券投資信託基金受益憑證。三、境外基金。四、共同信託基金受益證券。五、依不動產證券化條例所發行之不動產投資信託受益證券或不動產資產信託受益證券。六、依金融資產證券化條例所發行之受益證券或資產基礎證券。七、各國中央政府發行之公債、國庫券。八、金融債券。九、公開發行之有擔保公司債，或經評等為相當等級以上之公司所發行之公司債，或外國證券集中交易市場、店頭市場交易之公司債。十、結構型商品。十一、美國聯邦國民抵押貸款協會、聯邦住宅抵押貸款公司及美國政府國民抵押貸款協會所發行或保證之不動產抵押債權證券。十二、其他經主管機關核准之投資標的。（第一項）前項專設帳簿資產屬保險人之自有部位與保險人之其他投資合計，不得超過本法第一百四十六條至第一百四十六條之二、第一百四十六條之四、第一百四十六條之五及第一百四十六條之七所定限額。（第二項）」

可見與其有相同性質之結構型債券應屬公司債券之一³²，而應有證券交易法之適用；惟另有學者認為，結構型債券雖有相當比例之有價證券成分，惟就整體以觀，並不當然得認其為證交法第六條所指之有價證券³³。

前揭學者分析結構型債券究竟是否為證交法上所稱之「公司債券」或「有價證券」均有所本，然本文認為，結構型債券不應為證交法上所稱之「公司債券」，畢竟以「可轉換公司債」及「附認股權公司債」於性質上與結構型債券相同，而做出結構型債券及等同公司債券的結論，過度忽略結構型債券利用衍生性商品提供槓桿效果以加強收益，或是改變風險承受模式的特性。

本文認為結構型債券其雖以創造高收益或為避險而生，惟就發行人而言仍具有相當之資金募集功能，而自證交法之立法目的來觀察，證交法之立法目的在於保障投資人，及維護資本市場之健全³⁴，故凡與向公眾募集資金之有價證券之募集、發行與買賣，即應受證交法之規範，應得為證交法所規範之有價證券範疇。

另外，觀察此次與我國相同亦發生雷曼結構債（香港地區之名稱為迷你債券）風暴的香港，其亦將結構型商品（例如雷曼兄弟公司發行之迷你債券）定義為香港之公司條例上之債權證（debenture）³⁵；又依照香港之公司條例以及證券及期貨條例規定，只要向公眾發出要約或廣告（Offer to the public）之投資協議，在發出前其所製作之招股章程（Prospectus，類似我國所稱之公開說明書）及宣傳文件，均須由主管機關證券及期貨事務監察委員會（以下簡稱證監會）按照

³² 參閱熊全迪，結構型債券法律規範之探討—以定性及投資人保護為中心，法令月刊第 59 卷第 9 期，2008 年 11 月，第 52-53 頁。

³³ 參閱詹庭禎，從美國法制論我國店頭衍生性商品之法律規範，國立政治大學法律研究所博士論文，第 66-67 頁。

³⁴ 參賴英照，「股市遊戲規則—最新證券交易法解析」，自刊，2006 年 2 月初版，第 6-7 頁；另可參劉連煜，「新證券交易法實例研習」，元照出版，2007 年 2 月增訂 5 版，第 16-17 頁。

³⁵ 依照香港公司條例第 2 條之定義，債權證係指包括不論是否構成公司資產押記的公司債權股證、債權證明書及任何其他證券。

相關規定認可³⁶。又雖然香港地區法令對於部分情形得豁免將招股章程送交證監會認可³⁷（例如以私人配售方式銷售之商品），然香港法令仍規定該等豁免送交認可之商品，必須於每一次邀約時，於發出邀約的文件上註明「本文件的內容未經在香港的規管當局審核。你應就有關邀約謹慎行事。如你對本文件的任何內容有任何疑問，你應尋求獨立的專業意見。」之警告聲明³⁸。本次由雷曼兄弟公司之子公司發行或擔保，並在香港發行之迷你債總共有五種，且依招募時間不同，而區分為三十六個系列商品，每個系列又都另外刊行經過證監會核准之招股章程，其發行活動相當活耀。由前揭香港經驗可見即使將結構型債券視為有價證券，並讓其適用證券法上之相關揭露及申報之規定，並不至於讓結構債產品消失於市場中，只是主管機關需要考量是否有足夠的監理人力及能力來監管及審核相關結構債商品之招股章程等文件。

此外就外國有價證券之管理而言，我國財政部於民國 76 年 9 月 18 日發布之台財證（二）字第 6805 號函，已依證交法第六條第一項核定，「外國之股票、公司債、政府債券、受益憑證及其他具有投資性質之有價證券」，凡在我國境內募集、發行、買賣或從事上開有價證券之投資服務，均應受我國證券管理法令之規範。結構型債券其性質屬前揭函文中所稱之「其他具有投資性質之有價證券」，應將結構債定性為證券交易法上之有價證券；縱然認結構債屬於金融創新下之

³⁶ 參閱香港結構型商品業務發展經驗及展望研討會會議資料，第19-21頁；另可參閱2008年12月香港證監會所公布之雷曼迷你債券危機引起的事項向財政司司長呈交的報告，第12-14頁。

³⁷ 依照香港公司條例附件17（SCHEDULE 17），得豁免製作招股章程者有，1.向不超過50名人士作出之邀約、2.最低面額不少於50萬港元（約台幣220萬元）、3.最高總值不超過500萬港元、4.向專業投資者作出之要約。自本次雷曼迷你債事件後，因有許多利用私人配售方式招募之迷你債投資人受到鉅額損失，因此香港現在亦正檢討是否亦應將透過私人配售制度銷售之商品強制要求發行人提交招股章程給主管機關認可。詳參閱註36之參閱香港結構型商品業務發展經驗及展望研討會會議資料，第63頁。

³⁸ 參閱註36之香港結構型商品業務發展經驗及展望研討會會議資料，第21頁。

產物，仍應視其成分判斷其性質時，另由主管機關核定其為證交法上之有價證券，亦為可行之法。

第二款 結構型債券是否適用期貨交易法

期交法第三條³⁹第一項已規定應適用期貨交易法之範圍；另同條第二項又規定「豁免條款」，亦即主管機關得以行政命令或行政函釋方式排除適用期交法之期貨交易。因此，欲判斷結構型債券是否屬有期交法之適用及應先判斷其是否屬於期交法第三條第一項的期貨交易，以及其是否已被主管機關依同條第二項豁免期交法之適用。

結構型債券中之衍生性商品部份本質，雖類似於期交法第三條第一項第四款所稱之「槓桿保證金契約」，然是否得忽略其結構主體中之債券類固定收益商品部份，而逕認其屬於期交法上期貨則有疑問。另縱使認為結構型債券屬於期交法中之期貨，惟因主管機關所建立之豁免標準為以在銀行、金融機構、證券商等「營業處所」為標準⁴⁰，因此結構型債券之衍生性商品部份大多已豁免期交法之適

³⁹ 期貨交易法第三條：「本法所稱期貨交易，指依國內外期貨交易所或其他期貨市場之規則或實務，從事衍生自商品、貨幣、有價證券、利率、指數或其他利益之下列契約之交易：一、期貨契約：指當事人約定，於未來特定期間，依特定價格及數量等交易條件買賣約定標的物，或於到期前或到期時結算差價之契約。二、選擇權契約：指當事人約定，選擇權買方支付權利金，取得購入或售出之權利，得於特定期間內，依特定價格及數量等交易條件買賣約定標的物；選擇權賣方於買方要求履約時，有依約履行義務；或雙方同意於到期前或到期時結算差價之契約。三、期貨選擇權契約：指當事人約定，選擇權買方支付權利金，取得購入或售出之權利，得於特定期間內，依特定價格數量等交易條件買賣期貨契約；選擇權賣方，於買方要求履約時，有依選擇權約定履行義務；或雙方同意於到期前或到期時結算差價之契約。四、槓桿保證金契約：指當事人約定，一方支付價金一定成數之款項或取得他方授與之一定信用額度，雙方於未來特定期間內，依約定方式結算差價或交付約定物之契約。（第一項）非在期貨交易所進行之期貨交易，基於金融、貨幣、外匯、公債等政策考量，得經財政部於主管事項範圍內或中央銀行於掌理事項範圍內公告，不適用本法之規定。（第二項）」，觀察期交法第3條第一項所稱之期貨，似都在規範衍生性金融商品之交易，故有學者認我國期貨交易法事實上似衍生性金融商品交易法，參林淑閔，期貨交易法解讀，元照出版，1999年7月初版，第3頁。

⁴⁰ 例如財政部證券暨期貨管理委員會民國91年10月11日台財證七字第0910005255號函：「證券商經核定在其營業處所經營之期貨交易，不適用期貨交易法之規定。」；財政部民國86年6月1日86)台財證(五)字第03240號函：「本部核定在金融機構營之期貨交易，不適用期貨交易法之規定。本公告自86年6月1日生效。」；中央銀行民國86年5月24日(86)台央外柒字第0401216號函：「自期貨交易法施行日(民國86年6月1日)起，本行指定辦理外匯業務之銀

用，因此亦無法適用期交法第一〇八條有關防止期貨交易詐欺之相關規定。

第四節 本章結論

在金融自由化、國際化與資訊大量流通的現今，金融創新正在國際金融市場中發酵。但隨著近年來金融市場歷經許多重大事件，例如低利率時代來臨、石油價格波動幅度劇烈、區域體之經濟情勢因特殊事件發生而遭到重創等，傳統的定存或股票投資等理財方式已經無法滿足投資人追求財富以及避險的需求，因此多樣化的新金融商品亦隨之產生，如結構型債券等結構型商品即因此產生，且因其具有一定程度保本的保障，且獲利較傳統理財方式為佳，故而大受投資人歡迎。然因結構型債券商品架構設計複雜，風險又因商品設計情形而有不同，尤其是商品條件部分，常有標榜保本，但實際上有其條件，例如是「產品到期」才能得到約定的保本率。若投資人未到期便出場，將無法享有保本保證；又例如高配息商品，通常可能標榜每半年配息或首年配發高額利息，雖然產品年期長（例如為10年），然因獲利公式設定只要累積配息超過一定比例，即可提前出場，吸引了不少投資人申購。但產品如果在特定年限內達不到提前出場的報酬率，這筆資金肯定就要「鎖」滿產品所設計之年期，才能拿回當初金融機構於推介時所宣稱的配息和投資本金。因結構型商品的設計及架構上多有不同，故對一般一般投資人而言，容易產生對商品內容及風險認識不清，以及金融機構於銷售或勸誘時隱匿或未完全告知投資人商品贖回條件及可能產生風險等不當銷售問題。

行及外匯經紀商，經本行同意在其營業處所經營之外幣與外幣間及新台幣與外幣間之各種期貨交易，不適用該法之規定。」

然因結構型債券究應被定性為證交法中之有價證券或期交法中之期貨仍有疑問，是故金融機構如於銷售或推介結構債給普通投資人時有虛偽、詐欺或其他足以使人誤信之行為時，並無法依照證交法第二十條與期交法第一〇八條之反詐欺條款之規定救濟。惟本文認為結構型債券仍為有價證券類型之一，且亦有募集資本之功能，故就保護投資人及維持資本市場公正的立場而論，主管機關將結構型債券列為證交法第六條所指之有價證券實有必要。至於是否應認結構型債券屬期貨交易法上的期貨，本文認為不宜，因主管機關所建立之豁免標準為以在銀行、金融機構、證券商等「營業處所」為標準，故結構型債券之衍生性商品部份大多已豁免期交法之適用，如認為其為期貨，對投資人之保護將產生漏洞。

