

論結構債之法律關係及指定用途 金錢信託之法律性質

陳 肇 鴻*

目 次

- 壹、前言
- 貳、結構債之意義及分類
 - 一、基本意義
 - 二、結構債之分類
 - (一)依標的區分
 - (二)以交易場所區分
 - (三)依保本與否區分
 - 三、產品架構及投資風險
 - (一)雷曼黃金定額報酬債券
 - (二)匯豐銀行三年利率連結結構債
 - (三)摩根大通金融產業條件式非保本連動債
 - (四)以於新加坡發行之第二系列迷你債券為例
- 參、結構債之契約架構與銷售方式
 - 一、結構債發行端之契約架構
 - 二、國內金融機構銷售結構債之可行模式
 - (一)債券募集模式：初級市場
 - (二)次級市場買賣模式
 - (三)信託模式
- 肆、結構債之法律性質
 - 一、結構債與有價證券
 - 二、破除指定用途金錢信託之迷思
 - 三、指定用途金錢信託投資於結構債之法律定性
 - (一)信託本身是否屬有價證券？
 - (二)信託本身是否構成有價證券之買賣或行紀
- 伍、結論

關鍵字：結構債、連動債、衍生性金融商品、證券、投資、指定用途金錢信託

Keywords：Structured note, derivatives, security, non-discretionary trust

* 陳肇鴻，英國倫敦大學法學博士，新加坡管理大學法律系助理教授。

摘要

本文以為，結構型產品若係架構為債券之形式，應屬證券交易法下之有價證券，若係直接於我國募集，或係由證券商受投資人委託於外國購買結構債之情形，本即應依既存證券法令規範相關發行、買賣與行紀之行為。此外，於我國之銀行透過指定用途金錢信託，受投資人委託投資外國發行之結構債之情形，仍然構成外國有價證券之買賣，而應依證券交易法之規定，事先向主管機關核准或申報生效，並提供公開說明書等文件，並於此基礎上，再檢討國內財富管理業務及指定用途金錢信託投資於金融商品之事前監理機制以及行為規範之建立。

Legal Relationship of Structured Notes and Nature of Non-discretionary Trust

Chen, Chao-Hung

Abstract

This article argues that if a structured product is documented as “notes”, it should be deemed as “securities” under the Securities Exchange Act in Taiwan. It should be regulated issuance, purchase or brokerage activities under securities regulations, if a structured note is issued directly in Taiwan or if a domestic investor authorized a securities broker to have it purchased in a foreign country on his behalf,. In addition, even if one invests in structured notes issued by a foreign company via a non-discretionary trust with a commercial bank, this activity should still constitute sales of foreign securities; and thus it should require registration and/or authorization from competent authorities before issuance and a prospectus must also be provided. On this basis, we may further examine the regulation and conduct of business rules of promoting investment products by way of a non-discretionary trust under the name of wealth management.

壹、前言

西元 2008 年 9 月開始由雷曼兄弟破產所引發之世界金融風暴，徹底曝露出國內金融機構銷售結構債（structured note）或一般習稱之連動債（以下將通稱「結構債」）之銷售與監理問題。臺灣向來不屬國際金融中心，然而，雷曼破產之結果，卻反而在臺灣及若干東亞國家造成投資於由雷曼（或其子公司）發行或由他人發行但連結至雷曼之股票或信用事件之結構型債券之一般零售投資人（retail investor）¹之重大損失。

事實上，國內長期低利率之結果，造成投資人往往尋求較高報酬之投資，而對發行人而言，架構出具較高報酬率之產品可吸引大量之資金，結構債產品之向一般零售投資人即係出於此一背景環境²，於香港及新加坡皆有類似之狀況。表面上，在結構債順序走完其契約存續期間的前提下，結構債投資可謂係三贏的結果：投資人取得較高獲利的投資、外國發行人取得廉價的資金、以及國內銷售銀行賺取銷售佣金以及後續的服務費用。然而，在結構債因故無法繼續或因市場波動導致投資人重大損失時，此三贏的結果可能就反而會變成三輸的局面（發行人破產、投資人損失、銀行陷入進退兩難的風暴）。

雷曼破產對結構型債券之影響可分為數個層面：其一，若該債券係由其海外子公司所發行而由母公司擔任發行人，隨雷曼及子公司紛紛進入破產程序，其債券之利息給付或本金返還之義務基本上已暫時無法履行；

其次，若雷曼僅係該結構債券所連結之標的，則雷曼之破產會影響該結構債之價值；其三，若雷曼或其子公司僅係單純擔任某檔結構債之計算代理人（calculation agent）、受託人（trustee）或其他給付代理人（paying agent）等等，則雷曼之破產至多僅影響其擔任受託人或代理人所提供之服務，而不直接影響結構債之價值或給付義務（但因雷曼破產所衍生之市場波動及經濟情勢惡化，對結構債投資人亦可能造成若干程度之損失）。

於雷曼宣布破產之後，隨國內投資人之不斷申訴及抱怨，行政院金融監督管理委員會（下稱「金管會」）亦協調銀行公會以及其他機構辦理結構債申訴之問題，投資人之主張大致集中於銀行於銷售結構債之行銷手段與過程是否有瑕疵、理財專員之素質以及其所提供之資訊之正確性以及如何向雷曼求償等議題。然而，無論投資人所使用之請求權為何，也無論是向國外之發行人或國內之金融機構求償，一最根本之問題為：國內投資人就該結構債之法律關係以及結構債產品之法律性質為何？此等問題關係到最基本一檔結構債由發行端至投資端關相關當事人之法律關係，亦關係到金融法令適用及上架規範建置之問題，然而，此等問題，卻未受主管機關重視，亦未見國內有相關之討論。

本文以為，相較於其他一些風險較低之投資產品已受金管會規範，一般而言具高風險性質之結構債產品，竟然可以於主管機關眼皮下銷售多年而未受重視，不僅僅在於討銀行銷售金融商品之行為規範與義務而已，

¹ 所謂零售投資人，係相對於較上流之躉售（wholesale）或機構性投資人（institutional investor）而言。

² ——，"Thanks, Paulson" *The Economist* (Hong Kong 20 November 2008)

<http://www.economist.com/finance/PrinterFriendly.cfm?story_id=12652247> accessed 24 November 2008.

更在於對結構債產品主管機關定位不清，而導致具證券性質之結構債可過銀行之網絡銷售但卻不受金管會證期局管轄，而銀行係主要利用信託之方式銷售結構債，對銀行局而言只要不違信託之相關規定，則結構債銷售似乎也不在其管轄範圍，結構債風暴就在這樣的規範環境中成長，只是直到雷曼兄弟破產而點燃。

因此，本文之主要目的，即為在應結構債之架構及其性質，並分析結構債發行及在國內銷售時之契約關係，並藉此分析結構債產品於我國法令上之定性，以作為將來規範檢討之基礎。本文以下，將先介紹結構債之意義及分類，其次將以若干市場發行之結構債為例具體說明結構債之意義，隨後並將探討結構債發行之契約架構以及國內金融機構銷售結構債時可行之模式，最後並將分析結構債以及指定用途金融信託之法律性質。

貳、結構債之意義及分類

一、基本意義

所謂結構債，係指在架構上同時結合一

衍生性金融商品（derivatives³）之債券（bond or notes），投資人必須先支付一定本金予發行人，透過結合衍生性商品之方式從而可將該債券之利息給付或將來本金之返還連結至其他金融工具或市場元素，因此，結構債可謂係結合固定收益（fixed income）產品及各式選擇權（option⁴）或交換契約（swap⁵）之產品，所以亦有通稱為「結構型產品」⁶。簡言之，結構債可以謂為證券化（securitised）之衍生性金融商品⁷，若非以證券化之方式，結構型產品亦可能以結構型保單、結構型存款（structured deposit）⁸達到相同效果。

視架構之方式，一臺灣地區之投資人，可透過結構債曝露於國際證券市場（例如紐約股市）、債市、特定公司或多數公司之股價（例如美國之汽車類股）等之波動、公司或政府之信用風險（例如特定組合之公司是否有宣告破產）、天災之損失、單一或多種貨幣（currency）之匯率變化等等不一而足。論其實際，結構債之持有者實際上不僅係投資於債券之利息，更係投資於所連結之產品、市場或各種市場因素之變化，因此，結構債

3 一般而言，所謂衍生性商品（或衍生性金融商品），係指其價值係衍生自其他金融商品、指數或貨品價格等的金融工具；一般而言，衍生性商品可概分為遠期契約、期貨（即於期貨交易所交易的遠期契約）、選擇權（可於交易所或店頭市場交易）及交換交易。

4 一般而言，所謂之選擇權，係指預先給付一定價金（premium），取得於將來指定期日或期間內，以一定價格購買或出售指定之標的或以一定價格及方式以現金結算差價之衍生性金融商品。

5 簡言之，所謂交換契約，係雙方當事人於契約存續期間內，於約定之結算期日，依約定之方式交換現金給付之契約；依約定，通常於結算期，當事人間係以抵銷（netting）之方式結算差額後由給付義務為淨正值之一方為給付。

6 吳柏成、何文榮、張賀凱，〈界限型高收益連動債連動案例分析〉，《臺灣期貨與衍生性商品學刊》，2008年6月，第6期，頁29。

7 Schuyler K Henderson, Henderson on Derivatives (LexisNexis Butterworths, London 2003), 1.1.

8 事實上，國內之銀行之財富管理部門，亦已有銷售若干結合外幣定存及外幣選擇權之產品，例如荷蘭銀行之「雙幣超利帳戶」，網址：〈https://www.rbs.com.tw/rpb/product_newpr_04.jsp〉，查訪日期：2008年12月23日。

對投資人而言，基本上是承擔所連結之風險因素（risk factor），以獲取較高之殖利率（yield）。

由發行公司之角度而言，結構債可作為避險（hedging）之工具；以巨災債券（catastrophe bond）為例，傳統上產物保險公司或再保險公司因應各式天災所造成之理賠損失之避險方式為向其他保險公司或再保險公司投保以轉移風險分擔，或透過倫敦勞伊士機構（Lloyd's）以尋求願承擔風險者承銷風險，而利用巨災債券之方式，保險公司可直接或利用特殊目的機構（special purpose vehicle, SPV）預先取得一筆資金，若在存續期間內無約定之巨災（例如颱風）發生時，該保險公司即應返還投資金額予債券持有者；相反地，若在約定期間內有巨災發生時，保險公司即可依約定之方式計算後，將債券之本金扣除若干金額以補償該保險公司之損失；因此，論其實際，透過巨災債券，債券投資人實際上成為巨災風險損失之最終承擔者，保險公司可藉此取得避險。

另一方面，透過證券化的方式輸出風險，對發行人而言亦有達到融資的效果，以前揭巨災債券為例，保險公司即可先行取得一些資金以利其運用或作為將來理賠的準備。然而，時至今日，結構債產品時常並非出於避險目的而創造，而係純粹出於滿足客戶需求而設計出之產品，結構債之發行人自會利用各種方式額外避險或創造支持該結構債曝險之部位，雖美其名為投資，但本質上形同一

虛擬之金錢遊戲，其投機性格與賭博有近似之處⁹。

二、結構債之分類

依其標的、交易場所及保本與否，結構債可有以下幾種分類：

（一）依標的區分

若以連結標的區分，若連結至單一股票或一籃子（a basket）股票或證券指數（例如臺灣加權股價指數），即屬股權（equity）相關之連動債，連動之方式可為依單一各股股價漲跌之差價作算或以指數之漲跌以現金作結算，複雜者亦可能以一籃子股票中表現最佳或最差者作為計算基準¹⁰。

其次，若以債券、貸款或其他信用工具為連結之標的者，即為通稱之信用衍生性商品（credit derivatives），一般所謂之信用連結債券（credit-linked notes）或擔保債務債券（collateralized debt obligation, CDO）等即屬此類¹¹，結構債本身可能可視為係附加一信用違約交換、信用選擇權或總報酬交換之債券¹²。

其三，若係連結至貨幣或一籃子貨幣（foreign exchange or currency），則係貨幣結構債。其四，結構債亦可連結至國內或國際市場之利率變化，利率結構債可能可與貨幣或信用衍生性商品結合。其五，結構債之連結標的可能為市場上流通之原物料商品（commodity），一般而言，包括農業產品（例如棉花、黃豆等）、能源（例如原油、

⁹ 有關衍生性商品是否構成法律上之賭博契約，參見陳肇鴻，〈論信用違約交換之類型化風險及契約性質〉，《月旦財經法雜誌》，2007年6月，第9期，頁185-187。

¹⁰ 例，見下述貳、三、（三）。

¹¹ 參見陳肇鴻，〈由美國次級房貸市場風暴論信用衍生性商品及信用證券化產品之使用及管制〉，《律師雜誌》，2007年11月，第338期，頁77。

¹² 同前註。

天然氣等)以及貴金屬(例如黃金、銅等)等三大類¹³。

最後,基本上任何會浮動之市場價格或風險皆可作為結構債連動之標的,例如所謂之巨災債券(以各類天災所生之保險損失為連動標的)、氣候債券(例如以特定期間內之平均日均溫為連動標的)或以通貨膨脹率為標的之債券¹⁴等。結構債連動之標的亦可能為上述之股票、債券、貨幣、貨品或其他要素所組合之指數(indices)。

(二)以交易場所區分

結構債本身亦可能於證券交易所掛牌上市,或單純僅於店頭市場(over-the-counter market)交易¹⁵,於後者之情形,該結構債發行之安排者或發行機構亦可能安排特定機構創造次級市場,以提供投資人轉讓之途徑¹⁶,然而,有時該次級市場安排者亦會自行擔任買受人(或出賣人)之角色提供結構債投資人出脫持有之機會,形同該安排者自行與投資人買賣,雖美其名為「贖回」,但實際上為投資人將結構債出售。無論如何,吾人並不可將是否上市與該結構債實際上之流動性(liquidity)混為一談;意即,即使有在特定之證券交易所掛牌上市,若無願出價之買方或賣方,則該結構債之投資人仍然承擔無法即時出脫持有之結構債之流動性風險(liquid-

ity risk)。

(三)依保本與否區分

結構債依其屆期本金是否有保障返還完整之投資金額,分為保本、不保本與不完全保本等三類¹⁷。所謂保本型結構債,即原則上投資人於債券期滿時可取回全部之投資金額,於此情況下,結構債多係於債券利息給付上作變化;相對地,所謂不保本結構債(亦有論者稱為高收益型連動債¹⁸),投資人能取回之本金金額即會視連結標的之價格變化或風險實現與否而受影響;而所謂不完全保本,即為結構債之條款有載明最低之保本率,代表於最差情況仍可取回之本金金額¹⁹。

值得一提者係保本之方式可大致分為兩類:一類為由發行人於債券發行之後,就所取得之金額,用以購買高債信之債券作為擔保(就該擔保品可能會有利息,但也有可能係零息²⁰),於債券投資期間屆滿時,則將擔保品出售換成現金返還投資人;另一種方式為由發行機構之母公司或其他第三人提供保證(guarantor)或以證券或其他方式提供物之擔保品(collateral),以雷曼為例,雷曼控股公司本身即常係擔任其海外子公司發行之結構債之保證人,但此種保本方式在保證人(例如雷曼控股公司)破產時,該結構債之保本機制即形同虛設。

¹³ 見熊全迪,〈結構型債券法律規範之研究〉,國立臺灣大學法律學研究所碩士論文,2007年,頁7-9。

¹⁴ 例如,歐洲之富通銀行即有發行過通貨膨脹率連結債券,網址:

<https://www.fortisbanking.be/pics/BE/common/fr/lib_download/Emissions/FLF_Inflation_linked_note_2/Final_terms.pdf>,查訪日期:2008年11月11日。

¹⁵ 熊全迪,前揭註13,頁9。

¹⁶ 例如,見下述之雷曼黃金定額報酬債券。

¹⁷ 黃帥升、謝富凱、廖倪鳳,〈從保障投資人權益觀點論連動債券之法律關係〉,《萬國法律》,2008年4月,第58期,頁75。

¹⁸ 吳柏成、何文榮、張賀凱,前揭註6,頁29。

¹⁹ 黃帥升、謝富凱、廖倪鳳,前揭註17,頁75。

²⁰ 吳柏成、何文榮、張賀凱,前揭註6,頁29。另參見下三、(四)之迷你債券。

三、產品架構及投資風險

以下將以若干實際有發行或銷售之結構債為例說明結構債產品之架構及基本之投資風險。

(一)雷曼黃金定額報酬債券

以雷曼於 2007 年 2 月透過歐洲之子公司所發行之黃金定額報酬債券²¹、²²（Gold digital coupon note）為例。發行人為於荷蘭之雷曼兄弟財務公司（Lehman Brothers Treasury Co, BV），次級市場之交易者及交易安排者（arranger）為於英國之雷曼兄弟國際公司（Lehman Brothers International (Europe)），而債券發行之保證人（guarantor）為位於美國之雷曼兄弟控股公司（Lehman Brothers Holding Inc.）；該債券之每一單位為瑞士法郎一千元，共發行五千單位；債券存續期間為二年，利息每年結算一次。

於此黃金定額報酬債券之下，其利息給付係取決於國際黃金價格（約定以彭博所載之價格為準）。目標價（strike price）為黃金每單位 883.5 美元，若於每一結算日黃金價格高於目標價時，則債券之利息固定為百分之六，反之，若金價低於目標價，則該期無利息（coupon）之給付，是故，本債券之利息為部分附條件之定額給付，於理論上，本債券即為一基本之債券附加一黃金之固定報酬買權（digital call option），若黃金價格高於目標價時，則買權自動行使，其報酬即為依投資金額乘以百分之六之利息，反之，若低於目標價時，買權自動不會被行使，投資

人即損失選擇權之買價（即債券之利息收入）。需注意於本債券並未於任何證券交易所掛牌上市，債券條款亦無給予投資人提前贖回之權利，不過依合約，雷曼兄弟國際公司會視情況建立本債券之次級市場交易。

於此產品之下，投資人至少需承擔黃金市場價格之波動風險（market risk），且須承擔發行人之信用風險（credit risk or counterparty risk），若投資人原始係以新臺幣投資，尚須承擔瑞士法郎與新臺幣間之匯兌風險（exchange-rate risk），且由於黃金價格係以美金報價，美元與瑞士法郎間之匯兌風險最終亦由投資人承擔，由於沒有完整之次級市場，投資人尚承擔無法立即出售該結構債以變現之流動性風險（liquidity risk）。以上並非完整之風險評估，僅係簡單分析本黃金定額報酬債券之若干基本風險，下述介紹之產品亦同。

(二)匯豐銀行三年利率連結結構債

若以匯豐銀行網站所介紹之三年期利率連結結構債（3-year interest rate linked structured notes）為例²³，本結構債係將票面利息（coupon）計算連結至六月期美金倫敦銀行間同業拆款利率（6-month US LIBOR）之表面，結構債之計價貨幣為美金，每一單位為美金一千元，票面利息（coupon rate）固定為年利百分之五，而利息之計算係依前揭利率每季中於約定之範圍內（accrual range）之實際天數計算，而該範圍為零及百分六間；意即，若每季（以九十日為基準，每年以三百六十日計算）中，某日實際之六月期美金

²¹ 產品說明取自 <<http://structuredinvestments.lehman.com/>>，查訪日期：2008 年 10 月 16 日。

²² ISIN XS0369584486。

²³ 網頁：

<http://www.hsbc.com.tw/1/2/personal_en/investment/structured-notes/investment-example>，查訪日期：2008 年 11 月 1 日。

倫敦銀行間同業拆款利率超過百分之六時，即該日之利息不予計算，因此，每季實際之利息給付，係取決於每季之中六月期美金倫敦同業拆款利率落於零及百分之六間之實際天數除以該季實際天數（不以每季九十日為限）之後，再乘上實際投資金額（投資之單位數量乘以一千美元），即為每季所能取得之票面利息給付金額。

本結構債理論上為保本型債券，因為無論市場利率如何變化，皆不傷及本金之計算，但保本之方式則匯豐銀行並未具體說明。於本結構債之架構之下，若投資人係以新臺幣投資，會承受美金與新臺幣間之匯兌風險；此外，投資人尚須承受單日六月期倫敦銀行間同業拆款利率會高於百分之六之市場風險。

（三）摩根大通金融產業條件式非保本連動債

以華南銀行網站所介紹之摩根大通 3.5 年期新臺幣金融產業條件式非保本連動債為例²⁴，其發行機構為摩根大通國際衍生性商品有限公司，而債券之保證人為摩根大通銀行（JP Morgan Chase Bank，即發行人之母公司），債券期限為 3.5 年。本債券所連結之標的為五檔金融產業股之股票，包括紐約泛歐證券交易所（NYSE Euronext）、德國證券交易所（Deutsche Borse）、法國巴黎銀行（BNP Paribas）、雷曼兄弟控股公司（Lehman Brothers Holding Inc）以及高盛證券（Goldman Sachs）。

本債券之下，依利息係依一定公式計算，即以前揭之五檔連結金融股股票中，若表現最差之標的之月評價日的收盤價大於或等於

約定之期初轉換價之九成時，即配息百分之一；反之，若低於百分之九十時，則不配息。而且，若於債券發行後第三個月起至存續期間之內，若表現最差之標的之每月之評價日之收盤價，係高於約定之期初價格時，該債券即提前贖回。

若未提前贖回時，期末還本之方式為，若其中表現最差之標的之收盤價係大於或等於約定之期初價格之百分之五十時，則投資人可取回百分之百之本金，否則本金即會依表現最差標的之最後評價日收盤價除以該標的之期初價之比例而減損。

意即，本結構債可謂係以零息債券而附加數個股票選擇權而形成。就市場風險方面，投資人係賭博該五檔金融產業之股票，於存續期間內至少會較期初時維持九成以上之市價，從而有按月依年利百分之一計算之利息，而發行人之保障在於於第三個月之後，若每月就該五檔股票評價之結果，表現最差之股票亦超過期初價格時，即可提前出場；相對地，發行人所願意承擔之最高風險在於表現最差之一檔股票其價格亦不會低於期初價格之百分之五十，否則即以表現最差之一檔股票之最後價格與期初價格間之比例，作為本金返還之基準，此亦係投資人之本金風險。

（四）以於新加坡發行之第二系列迷你債券為例

若於 2006 年於新加坡發行之第二系列迷你債券（Minibond series 2）為例²⁵，本系列迷你債券係由雷曼兄弟所安排交易，發行人係雷曼所成立之特殊目的機構（Minibond

²⁴ 見華南銀行網站：<http://www.hncb.com.tw/document/Leman%20Brothers_02.pdf>，查訪日期：2008 年 11 月 12 日。

²⁵ 其具體交易條件以定價附件（pricing supplement），可於<<http://www.lioninvestor.com/code/uploads/minibond-series-2-pricing-statement.pdf>>下載，查訪日期：2008 年 12 月 1 日。

Ltd)而透過於新加坡之若干銀行作為經銷通路。本債券本質上係信用連結債券，連結之標的為美國運通、美國銀行、星展銀行、匯豐銀行、摩根大通銀行、新加坡電信公司以及標準渣打銀行，票面利息為每年 4.88 %（若係購買美金計價之債券則為每年 6.28 %），採每季付息，期限為五年九個月，發行面額最低為一萬新加幣或五千美金。而本債券並未計畫在任一證券交易所上市。

而依本債券之條款，若前揭之連結標的之公司其中之一有發行約定之信用事件（credit event）時，則該債券即會提前終止，而以前揭標的公司發行之債券（依合約約定指定各該公司所發行之特定檔次之債券以作為計算標的）之市價決定贖回本金之價格；簡言之，於此迷你債券之下，投資人係承擔連結標的之公司是否會發生信用事件，而其風險承擔係以較一般債券為高之利率為補償。如未有信用事件發生，則到期將以百分之百之價格贖回。

於架構上，本迷你債券係亦所謂合成型債券（synthetic notes），亦即，前揭信用風險與損失之移轉，並非基於發行人實際持有前揭連結標的之債券，而係基於發行人與另一當事人（亦為雷曼之子公司）所簽訂之信用違約交換（credit default swap）²⁶，而透過

此信用違約交換（credit default swap），將所連結標的公司之信用風險（credit risk），移轉至債券持有人，亦即，依合約約定，若有約定之信用事件發生，計算所生之信用損失（依相關合約約定之方式計算）之後，由信用連結債券之投資人之可得贖回之本金中扣除²⁷。

而依本債券之發行條件下，信用違約交換係存在於發行人以及雷曼特殊融資公司（Lehman Brothers Special Financing）²⁸ 本身之間，合約條款基本上係引用國際交換暨衍生性商品協會（International Swaps and Derivatives Association, ISDA）所出版之總契約以及定義，於本信用違約交換之下，雷曼特殊融資公司係該交換之保障買方（protection buyer）而須依合約約定定期給付一定利息予相對人（即發行人，作為保障賣方（protection seller）），就各該連結之債券各有指定之名目金額（notional amount）以作為計算之用，若有約定之信用事件（credit event）²⁹ 發生時，即應依契約之約定計算信用損失，由發行人給付予雷曼特殊融資公司而另一方面，發行人即會將此部分之損失由債券投資人所得請求返還之本金中扣除，於最壞之情況，則投資人可得請求返還之金額為零。

信用連結債券本身，若由風險輸出之角

²⁶ 所謂信用違約交換，一般而言，標準型之信用違約交換（"plain vanilla" credit default swap）下，契約之一方當事人為風險出售者（risk seller/protection buyer），另一方則為風險買受者（risk buyer/protection seller），風險出售者將定期依約定之利率依一定之名目上金額（notional amount）計算之後一次或定期給付一定金額予風險買受者，而另一方面，若就約定債務（reference obligation）有發生約定之信用事件（reference event 或 credit event）時，依契約之約定，風險出售者或可將約定債務依其票面上金額轉讓予風險買受者（實體交割），或雙方可以現金計算票面金額（par value）與實際市價（market value）間之差異由風險買受者給付予風險出售者（現金結算）。見陳肇鴻，前揭註9，頁179。

²⁷ 而支持此信用連結債券之信用違約交換之契約條件，亦載明於本債券之發行條款之中。

²⁸ 雷曼特殊融資公司亦為雷曼兄弟控股公司之子公司，亦已於2008年10月宣布進入破產重整程序。

²⁹ 依ISDA 2003 Credit Definition之定義，一般而言包括未為給付、破產、債務重整等等事件。

度來看，係將連結之債券之信用風險過透信用違約交換以及信用連結債券，轉移至末端之投資人；而由投資人之角度而言，實係在賭博該連結之公司或政府是否會有未為給付或破產等信用事件產生，此係本信用連結債券下投資人所主要承擔之風險。

本迷你債券係採保本設計，投資人所投資之金額，將由發行人轉為購買 AA 等級之組合信用連結債券（portfolio credit-linked notes）以作為擔保品，因此，本債券發生架構相當複雜，對投資人亦有相當隱藏之風險。對投資人而言，不僅須承擔發行人是否會倒閉之信用風險，以及任一連結標的公司是否會發生約定事件之風險，同時，亦須承擔連結標的之公司所發行之債券於信用事件發生後市價下跌之風險，以及甚至作為擔保品之證券市價波動之風險（因為提前贖回之價格亦取決於擔保品於市場上所出售之價值）。

參、結構債之契約架構與銷售方式

一、結構債發行端之契約架構

國外發行機構於發行結構債時，其契約架構主要包括以下數項：(1)公開說明書（prospectus）；(2)最終條款（Final terms or terms sheet）；(3)以及債券發行之信託契約（Trust Deed）以及與其他代理人之委任契約（agency agreement）等三大部分。以下為一般債券發行之架構，不同之發行計畫或債券發行之用語各異，實際需求文件視各地法令規定會有若干程度之差異，但基本架構則類似。

實務上，為求便利，發行機構可能預先設立並向發行地主管機關申請核准一中長期發行計畫（medium-term note programme,

MTN programme），計畫中包括基礎公開說明書（base prospectus），內含於此發行計畫下之債券基本條款（terms and conditions of notes），並建立與受託人（trustee）之信託契約以及其他代理人之委任契約，該發行計畫中一般亦會限定依該計畫所得發行之債券總金額，亦有可能限制債券發行之檔數。嗣後，於依發行計畫發行具體之債券時，則視具體之債券發行條件，必須另行準備特定之公開說明書（Drawdown prospectus），其中並會針對原本基礎公開說明書以及一般債券發行條款中若干條款之適用與否作特別約定或為修正之約定。

另外，於實際銷售與投資人時，會另準備所謂最終條款（Final Terms）或稱定價補充說明（Pricing supplement）³⁰，上面記載某檔結構債之基本條款及條件，包括金額、結算日、屆期本金回贖價格及計算方式、利息之計算及方式、期日期間之計算方式、提前贖回之條件及方式等等，一般國內投資人所取得之契約文件通常即最終條款所載之內容。最終條款僅管會載明該檔結構債之主要交易條件，但投資人於契約上之權利義務關係，仍須視該債券之公開說明書、信託契約以及債券基本條款所載之內容而定。

所依發行計畫發行之結構債下，所謂受託人（trustee）之目的在於保護債券持有者之權益以處理擔保品之拍賣、債權人會議等等問題，通常受託人應非與發行人屬同一集團，以確保其獨立性；除此之外，債券之發行涉及僱用許多不同之代理人，計算代理人（calculation agent）之功能為負責計算債券之現有價值、利息金額或其他應計算之事項，給付代理人（paying agent）則係負責利息之

³⁰ 有時亦有稱 offering circular。

給付，除此之外，債券本身係存放於約定之存託機構（**depository**），若有擔保品的話，則亦可能會設有保管機構並於信託契約與債券條款中設定擔保權利（**security interests**）於擔保品上；此外，若該債券之設計及架構中，必須要求發行人與第三人簽訂交換或選擇權契約時³¹，則債券發行之合約文件另會附加該交換或選擇權之條款。

上述之各種代理人、保管人或衍生性商品契約之相對人可能係與該交易之安排者（**arranger**）同一集團，而發行機構亦可能係母公司為發行所特別設立之特殊目的機構（**special purpose vehicle**）。前揭各該受託人、代理人、發行人與其他當事人間之法律關係，係建立在信託契約以及各該委任契約之上。

二、國內金融機構銷售結構債之可行模式

若國內金融機構自行向國外發行人購買其所發行之結構債，則作為結構債持有者（**noteholder**），其契約與法律應依前段所述之契約架構其及內容決定。然而，若結構債係銷售予國內之投資人時，則國內銀行可能為代國外發行機構在臺灣募集該債券或係擔任經銷機構之角色，可能係與客戶間之信託契約或其他契約關係代客戶向國外金融機構購買結構債，亦有可能係國內金融機構以自己名義購入結構債之後再轉銷售予國內投資

人。本文以下將就前揭幾種模式，分析其投資人與國內銀行間之契約關係，並簡要分析其法律議題。

（一）債券募集模式：初級市場

第一種方式為國內金融機構係單純代海外之發行機構於國內募集結構債券之資金，亦即，國內金融機構係於募集階段於初級市場（**primary market**）擔任海外發行機構之分銷機構，前揭雷曼於新加坡發行之迷你債券亦是循此途徑銷售。

然而，此種方式論其實際，恐非目前一般結構債於國內發行與銷售之常態，其理由如下：其一，若結構債之發行係包裝為「債券」（**note**）且具完整之發行架構及文件時，有可能會被認為該結構債係為證券交易法第6條所謂之「有價證券」³²。因此，若結構債之發行機構係於國內直接對一般投資人募集（無論係採私募或公開募集之方式）³³與發行該結構債時，即可能應依證券交易法之規定先向主管機關申報生效後方得為之³⁴，否則可能會有刑事責任之問題³⁵；因此，於可合理預期國外之發行機構會避免將在國內銷售之結構債券包裝為有價證券之募集與發行，且國內金融機構亦應會避免使自己成為結構債募集與發行階段之承銷或經銷商³⁶，以避免法律責任。

其次，依「外國發行人募集與發行有價證券處理準則」之規定，外國發行人募集與

³¹ 例如，於合成型擔保債務債券（**synthetic collateralised debt obligation**），發行人即應與交換相對人（**swap counterparty**）簽訂信用違約交換契約（**credit default swap**），以作為該擔保債務債券下風險移轉之基礎。

³² 見下述肆、一。

³³ 參見證券交易法第7條。

³⁴ 見證券交易法第22條。

³⁵ 見證券交易法第175條。

³⁶ 見證券交易法第10條。

發行有價證券，應檢齊相關書件，並取具中央銀行同意函後，向金管會申報生效³⁷，且外國發行人若欲於國內發行有價證券，並應依本處理準則之規定準備申報文件、公開說明書並應及符合相關規定³⁸，而其公開說明書之中³⁹，除應記載外國發行人所屬國及上市市場國法令來編製之外，並應記載債券發行計畫及其約定、證券承銷商之評估報告、信用評等機構評等之證明文件、其他已發行但未償還債券之發行情形、受託契約書、相關之代理契約、設定擔保之證明或保證書（如係有擔保的話）、交易與租稅負擔與限制、以及其他重要事項等，準據法及管轄法院並應以顯著字體標示於公開說明書封面⁴⁰。因此，若踐行完整之發行程序，則對發行人而言負擔較大。

其三，若係採直接募集之模式，則國內投資人方為債券持有人，然而，由發行人之立場而言，通常不希望債券持有者可任意隨時向發行人提前贖回之債券，此會影響發行人之資金流動，此與開放型投資基金（open-ended investment fund）本質上係屬不同。因此，由市場實務之角度觀察，由國外發行人直接向國內投資人發行可提前贖回之結構債券，可能性應不高；反之，若無法直接向發行人於期滿前贖回，投資人取回其投資之方式，則僅能於次級市場（secondary market）上銷售。然而，若不論是否能找到願出資之買主，若該結構債有在國外任何證券交易所

上市⁴¹，原則上國內投資人顯不可能直接在該國外交易所直接下單交易，若無在證券交易所上市，則通常僅能依賴發行機構之計算代理人代為尋找買主並自行形成一次級市場，此等流通性（liquidity）低之債券，應非國內投資人所樂見，若係在募集之模式之下，國內金融機構為承銷或代銷時是否有盡到資訊說明之義務，即具相當重要性。

簡言之，若外國發行機構係於國內以公開發行或私募集之方式募集該結構債所表彰之資金，依法即應依證券交易法及相關子法之規定辦理申報生效，並應準備公開說明書以及其他法定之文件予國內投資人。然而，直接募集之方式固然可行，然而，由於因須適用證券交易法之故，法令適用之成本相對提高，可預期尚非國內金融機構銷售結構債以及外國發行機構發行結構債之常態。

（二）次級市場買賣模式

第二種方式則為，國內金融機構係擔任經紀商或代理人之角色，受國內投資人委託於國外之次級市場購買國外發行之結構債。依證券商辦理財富管理業務應注意事項第 21 條之規定，證券商在運用財富管理專戶為客戶執行資產配置時，其資金運用得「依證券商受託買賣外國有價證券管理規則規定，證券商得受託買賣之外國有價證券」⁴²。而證券商除須符合若干資格限制之外⁴³，其所得受託買賣之外國證券，包括在國外證券交易所市場交易之股票、認股權證、受益憑證、存

37 外國發行人募集與發行有價證券處理準則第 4 條。

38 就外國人發行之債券部分，見前揭處理準則第 26 條以下。

39 公開說明書之應記載事項，另參見證券交易法第 30 條至第 32 條。

40 外國發行人募集與發行有價證券處理準則第 33 條。

41 若係於歐洲發行之結構債，則常在愛爾蘭、盧森堡或瑞士證券交易所上市。

42 另參見證券交易法第 44 條第 4 項。

43 證券商受託買賣外國有價證券管理規則第 3 條。

託憑證、信用評等在適當等級以上之外國債券、已核准或申報生效之境外基金及其他經金管會核准之有價證券等⁴⁴，但不包括本國企業赴海外發行之公司債，或連結至本國發行人發行之有價證券、本國股價指數或本國之利率或匯率之連動債等⁴⁵。

而所謂外國證券交易市場，係指任何有組織且受該國證券主管機關管理之證券交易市場，包括證券交易所及店頭市場在內⁴⁶。若受託之證券商係複委託其他證券商代為至國外市場購買有價證券之時，另尚須依「中華民國證券商業同業公會證券商辦理外國有價證券複委託買賣業務作業辦法」之規定辦理。此外，若證券商係自行買賣外國債券，另須依「證券商自行買賣外國債券交易辦法」之規定為之。

因此，國內之證券商可接受國內投資人⁴⁷委託於外國之證券交易所或店頭市場購買結構型債券，然而，證券商與國內投資人間應簽訂受託契約，並載明相關之購買、交割及保管等等事宜⁴⁸。

(三)信託模式

對國內零售投資人而言，投資於結構債之常態為先與國內之銀行簽訂信託契約，而依信託契約，委託受託機構就指定之項目進行投資，利用此等方式，國內投資人可能係經由信託之方式投資於結構債產品。於信託模式下，視受託銀行對發行人或經銷機構之關係，又可分三種子模式：信託（初級市場）模式、信託（次級市場）模式、以及信託（分銷）模式。

於信託（初級市場）模式之情形，受託銀行係於初級市場募集之階段，係於國內取得零售投資人所指定信託投資於該結構債之金額達該結構債之募集金額（或一定數量之金額）之後，再單筆向發行人認購該結構債。而於信託（次級市場）模式之下，受託銀行則係擔任類似於證券經紀商之角色，但係利用指定用途金錢信託，由投資人信託特定款項後由受託人於國外之次級市場購買指定之產品。

而信託（分銷）模式，恐係對受託銀滿而言風險最高之模式。於此模式之下，受託銀行先行向國外之發行人認購或於國外之次級市場購買一定數量之結構債，然而以信託之方式，再向零售投資人分銷該產品，然而，究竟受託銀行係擔任次級市場中銷售者之角色，亦或僅係以信託契約將結構債之風險及獲利轉嫁於零售投資人，此會影響當事人間之法律關係。

無論係採何種方式，於信託模式之下，最含混不清之問題為究竟何人（零售投資人或受託銀行）才係該結構債於法律上（亦即，由發行人及債券受託人之立場而言於法律上可執行債券條款並具有契約上請求權）之持有者，此會影響當事人間之法律關係，於雷曼兄弟破產之情形，更會影響究竟國內結構債之投資人是否有權利以個人名義或以集體訴訟之方式參與雷曼兄弟之破產程序（意即，國內零售投資人作為破產機構之債權人），或此際應由受託銀行對外參與法律程序（此際，係受託銀行為名義上之債權人）。本文

⁴⁴ 證券商受託買賣外國有價證券管理管則第5條第1項。

⁴⁵ 證券商受託買賣外國有價證券管理管則第5條第2項。

⁴⁶ 證券商受託買賣外國有價證券管理管則第4條。

⁴⁷ 參見證券商受託買賣外國有價證券管理規則第6條。

⁴⁸ 證券商受託買賣外國有價證券管理管則第7條。

將於後文中為更進一步分析。

肆、結構債之法律性質

在前揭結構債產品之契約架構及銷售模式之下，可進一步檢討結構債之法律性質以及利用信託投資於結構債產品之法律定性。

一、結構債與有價證券

於探討結構債之規範之前，須注意由於結構型商品繁多，且「結構債」或「連動債」等辭亦非法律用語，且考量其契約架構及產品設計之內容亦大有不同，若不論產品實質而一應以「結構債」或「連動債」一詞作為討論之基準，容或易產生論證之謬誤或導引出荒謬之結論，因此，本文以為，結構型產品之法律性質，仍應視其個案之產品架構，對應我國現行法律之法律定義，作為討論之基礎。

依證券交易法第6條第1項之規定，所謂有價證券，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。」依同條第2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，視為有價證券」⁴⁹，依此定義，則一般之政府公債、股票、公司債、認購或認售權證等，均屬有價證券。

一般而言，有價證券同時，依主管機關歷年之解釋，「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」⁵⁰，且華僑或外國人在臺灣募集資金赴外投資所訂立投資契約，亦係屬有價證券⁵¹；同時，公司所發行之公司債券分割後之息票⁵²、證券投資信託事業為募集證券投資信託基金所發行之受益憑證⁵³、期貨信託事業為募集期貨信託基金所發行之受益憑證⁵⁴、登錄型公債⁵⁵等亦皆經主管機關核定為屬證券交易法第6條之有價證券之一種。此外，依金融資產證券化條例發行之受益證券或資產基礎證券⁵⁶或依不動產證券化條例募集之受益證券⁵⁷，以及依證券投資信託及顧問法所發行之受益憑證⁵⁸，亦屬主管機關核定之有價證券。然而，綜觀公司法以及證券交易法之規定，則並未明文予以定義何謂「公司債」⁵⁹，因此，若有疑義時恐最終

⁴⁹ 並參照財政部證券暨期貨管理委員會，民國86年6月2日，(86)臺財證(五)字第03245號函；財政部，民國86年5月7日，臺財證(五)字第03037號函。

⁵⁰ 財政部，民國81年2月1日，臺財證(二)字第50778號函；財政部民國76年9月18日臺財證(二)字第6805號函。

⁵¹ 財政部民國76年10月30日，臺財證(二)字第6934號函。

⁵² 行政院金融監督管理委員會，民國94年2月4日，金管證一字第0940000539號函。

⁵³ 見證券投資信託及顧問法第五條第五款；財政部證券暨期貨管理委員會，民國77年1月29日，(77)臺財證(三)字第09030號函。

⁵⁴ 行政院金融監督管理委員會，民國96年8月8日，金管證七字第0960038704號函。

⁵⁵ 財政部證券暨期貨管理委員會，民國86年06月07日，(86)臺財證(法)字第42132號函。

⁵⁶ 見金融資產證券化條例第七條，但經核定為短期票券者除外。

⁵⁷ 見不動產證券化條例第五條。

⁵⁸ 參照證券投資信託及顧問法第一條。

⁵⁹ 賴英照，《最新證券交易法解析》，自版，2006年2月，初版，頁12。

需由主管機關或法院論其實質予以解釋。

在此前提下，一般所謂之結構債是否屬證券交易法所稱之「有價證券」，即應視對前揭證券交易法第6條規定之解釋於個案中決定。若綜觀前揭定義以及主管機關歷年來之解釋，結構型產品，若係於架構為公司債或認購（售）權證之形式，則法律上應即可構成證券交易法所稱之「有價證券」，若係於外國發行之公司債或其他有價證券，則尚可參考該發行地國家之法律下該產品是否係「有價證券」而定⁶⁰。

若增加比較法之面向，以美國法而論，所謂「證券」（securities）之意義應參考1933年證券法（Securities Act of 1933）以及1934年證券交易法（Securities Exchange Act of 1934）下之定義⁶¹以及歷年法院之判決來決定。有關美國法下之「證券」之定義其相關判決之內容繁多，本文無法一一解釋，然而，若僅針對所謂「債券」（notes）之定義，其最基本之意義為涉及支付及返還本金之有價證券⁶²；然而，若未直接涉及本金之給付以及將來之返還時，即美國法院亦發展出所謂之近似原則（family resemblance test），在此原則之下，法院在決定某金融產品是否屬「債券」時，須考量買方與賣方成立交易之動機（是否係為投資以獲利或單純吸取資金以因

應商業用途（例如一般商業上之票據））、是否有足夠廣泛之銷售計畫（即是否有一般可供投機或投資之交易平臺）、投資大眾之合理預期、以及是否有其他規範機制存在導致不必利用證券法來保護等⁶³。

在此前提之下，則前揭所謂之結構型債券，若有涉及由投資人預先支付一筆金額作為本金（principal），而定期取得依一定方式計算之利息，而於期末由發行人返還該投資人其本金（或依一定方式計算之本金金額）時，且該結構型債券已設有一般之債券發行架構，且投資大眾預期該結構債係為投資為目的所發行及投資時，則依前揭美國法，即有可能可被歸類入「證券」之範圍，反之，若不符前揭之原則，則可能僅屬一般之衍生性金融商品而不直接受美國證券法令規範⁶⁴。

此外，針對結構型產品，為區別證券法令與期貨法令之管轄範圍，於2000年之貨品期貨現代化法⁶⁵中，亦明文規定，若一複合金融工具（hybrid instrument）本質上係強烈具有證券之性格（predominantly a security），則係排除於貨品交易法之適用之外⁶⁶。而一複合金融產品在滿足下列條件下，可謂強烈地係一證券：(1)該複合工具之發行人有收取完整之購買金額（purchase price in full）；(2)投資人於該複合工具之存續期間內

⁶⁰ 例如，於香港所發行的迷你債券，係以「債券」（debenture）的形式，依香港公司法所發行。見Hong Kong Securities and Futures Commission, Issues Raised by the Lemans Minibonds Crisis: Report to the Financial Secretary (2008),

<<http://www.sfc.hk/sfc/doc/EN/general/general/lehman/Review%20Report/Review%20Report.pdf>>，查訪日期：2009年3月30日。

⁶¹ 15 USC 77b(1) and 15 USC 78c(a)(10).

⁶² *Sanderson v Roethenmund*, 682 F Supp 205, 206 (SDNY 1988).

⁶³ *Reves v Ernest & Young*, 494 US 56, 64-67.

⁶⁴ *Procter & Gamble Co v Bankers Trust Co*, 925 F Supp 1270 (SD Ohio 1996).

⁶⁵ Commodity Futures Modernization Act of 2000 (CFMA), PL 106-554.

⁶⁶ 7 USC 2(f)(1), inserted by CFMA section 105.

毋須額外另外向發行人給付除購買價格外之金額（無論係保證金、結算金額或其他）；(3)該複合工具並未設有定期依市價訂保證金之機制（**market-to-market margining requirements**）；並且(4)該複合工具並非以期貨（或期貨選擇權）之方式推銷。⁶⁷

由於結構型債券依美國法應可構成「證券」，雷曼兄弟或美國之銀行或證券商所發行之結構型債券，常係由其海外之子公司所發行，且常於條款中載明不許銷售予美國公民或在美國境內銷售，甚或僅限於以私募方式募集，以避免美國聯邦證券法令之適用⁶⁸。

若以英國法為比較，一結構型產品是否屬證券或其他受 2000 年金融服務暨市場法（**Financial Services and Markets Act 2000**）所規範之產品態樣，必須視其實質決定是否屬法定之金融商品型態而定⁶⁹。基本上，於目前 2000 年金融服務暨市場法及財政部就規範行為（**regulated activities**）所發布之命令⁷⁰，並未直接定義衍生性商品（**derivatives**）或結構債或連動債一詞；而於英國金融服務局所制定之規範手冊（**FSA Handbook**）之中，針對衍生性商品之定義為選擇權（**option**）、期貨或遠期契約（**future**）以差價契約（**contract for difference**）三者⁷¹。此外，英國金融服務局更進一步，將衍生性商品區分為證券化衍

生性商品（**securitised derivative**）及非證券化衍生性商品兩類：前者係依上市規則（**listing rules**）有掛牌上市之選擇權或差價契約（包含以公司債形式存在之選擇權或差價契約）⁷²；後者即係未經證券化之一般衍生性商品。而所謂證券化及非證券化之衍生性商品在法律適用上之最大差別，為是否需適用英國金融服務局規範手冊中之上市規則（**Listing Rules**），而須準備公開說明書等文件並踐行一般持續性揭露之義務。

值得一提者係於目前英國法下「證券」（**security**）之意義，若依金融服務局於規範手冊之例示，包括股票（**share**）、債券（**debenture**）、政府證券、認購（售）權證（**warrant**）、表彰若干證券之證書（**certificate representing certain securities**）、基金之單位（**unit**）、退休金計畫（**stakeholder pension scheme or personal pension scheme**）以及就前揭投資之權利或利益（**rights to or interests in investments**）⁷³。相關產品較細部之定義則需視英國財政部之規範行為命令之規定⁷⁴，針對「債券」之部分，則廣泛包括一般之公司債（**debenture, debenture stock, loan stock, bond**）、可轉讓定存單（**certificate of deposit**）或其他公司發行以承認其債務之證券（**any other instruments creating or acknowledged**

⁶⁷ 7 USC 2(f)(2), inserted by CFMA section 105.

⁶⁸ See SEC Regulation S (for offshore transactions), 17 CFR 230.901 *et seq.*; SEC Regulation D (for private placement), 17 CFR 230.501 *et seq.*

⁶⁹ Financial Services and Markets Act 2000 (c 8) section 19 & Schedule 2; Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities) Order 2001.

⁷⁰ SI 2001/544.

⁷¹ FSA Handbook Glossary (derivatives).

⁷² FSA Handbook Glossary (securitised derivative).

⁷³ FSA Handbook Glossary (security).

⁷⁴ Regulated Activities Order 2001 articles 73-89.

ging indebtedness），因此，若一結構型產品係以債券或其他證券之形式發行，且若有依相關證券之法令準備公開說明書等文件，則該結構債即應屬英國金融服務暨市場法下之「證券」⁷⁵，且事實上英國金融服務局所設置之「官方上市清單」（official list）之中，亦有包含為數不少之結構型債券在內⁷⁶。

綜上，於我國法下，一結構型產品綜然係在外國發行，若具有債券發行之形式，且明顯係以投資及累積資金為目的所發行，不僅依英國與美國之法律可能構成所謂「證券」（特別係債券）時，即便於我國法下，就相同之產品，亦應可解釋為證券交易法第6條所稱之「有價證券」（特別係公司債）。2008年10月金管會於連動債風暴引發之後方始公布及即將制定之「連動債業務作業審查機制」之中，亦明文區分以私募或公募之方式銷售之結構債應分別經信託業公會審查後交金管會備查或審查，以及將仿境外基金銷售之規定委任總代理機構並交付公開說明書等，似亦已承認結構型債券之性質應屬「有價證券」，否則即無區別公募或私募的意義。

因此，若於前揭第一模式及第二模式之下，即應依證券交易法之有關規定辦理，若一結構債之銷售以採用直接於我國發行與募集之模式（即以我國為初級市場發行地），則應無疑問應受證券交易法及相關子法中有關外國人於臺灣發行有價證券之規定辦理；相對地，若係由證券商受投資人委託於外國向外國發行人於初級市場認購或於次級市場購買有價證券，則該證券商亦應依證券交易

法以及「證券商受託買賣外國有價證券管理規則」之相關規定辦理。然而，於法律上最有困難之處為以前揭信託模式銷售本質為有價證券之結構債時是否應適用證券交易法之問題，而此議題，僅管未見於英美等金融產業之龍頭國家，但卻特別係在臺灣所特別出現的狀況⁷⁷。

二、破除指定用途金錢信託之迷思

於雷曼風暴發生前，國內實務似認為以指定用途信託方式從事結構債產品之投資，因係「信託」，因此非屬證券交易法所管轄之範圍，雖然至今尚無人具體澄清此一觀點，但於現行法令架構之下，可推論其基本之立論基礎如下：其一，銀行（或其他金融機構）辦理信託業務係基於信託法之規定，而非直接證券之募集、發行或買賣之行為，因此應與證券交易法無涉；其次，一結構債於發行端或許可被定義為有價證券之範疇，然而，於國內銀行與投資人之間僅係一「信託」關係，而非涉及有價證券之發行與買賣，僅管投資之標的最終為特定之證券，亦無礙於該信託本身並非「有價證券」之事實。

然而，上述之解釋僅管於形式上尚屬合理，然論其實際，仍有若干值得深究之處。其一，若於前揭「信託（初級市場）模式」之下，此際該銀行實際上係類似擔任證券承銷商（underwriter）或經銷商（distributor）之角色，且若於前揭「信託（次級市場）模式」之下，則銀行即類似擔任證券經紀商之角色，差別僅在於受託之銀行係利用信託之

⁷⁵ 然而，就特定之規範，某一結構型產品即便具證券之性質，亦不排除可同時被認為係衍生性金融商品或差價契約。見 *Morgan Stanley UK Group v Puglisi Consentino* [1998] CLC 481.

⁷⁶ 詳細清單可於FSA網站上查閱，見 < <http://www.fsa.gov.uk/ukla/officialMainList.do> >，查訪日期：2008年11月24日。

⁷⁷ 見前揭註2。

方式與各別投資人訂立契約使該投資人承擔該結構債之利潤與風險，但實際上銀行仍係利用以個別信託取得之資金向國外之發行人認購該結構型債券（若暫不論係以銀行自己之名義認購或以國內投資人之名義認購）。因此，若係於此一狀況之下，銀行係以信託之名為募集外國有價證券之實。

其次，若係前揭「信託（分銷）模式」之下，則有解釋上之難題。由於於分銷之模式之下，受託銀行係先行向發行人購買取得特定檔次之結構債之後，再以信託之方式將該結構債之風險及利潤轉嫁予零售投資人，因此，該結構債之投資純屬投資人與受託銀行間之關係。

然而，因於我國信託法及民法之架構之下，信託之受益人並無所謂衡平法上所有權利益（equitable interest）⁷⁸之概念，因此尚難謂受益人在物權上係直接擁有該結構債；然而，由於投資人仍實際上享有該結構債之收

益及風險，因此，該指定用途金錢信託本質上即形同投資人（委託人）與受託銀行間之現金結算之差價契約，而由投資人預先給付一定金額（即結構債之投資金額）予相對人銀行，而相對人銀行將該結構債之收益及風險皆轉嫁投資人，與與一般所謂之權益交換（equity swap）⁷⁹以及總報酬交換（credit total return swap）⁸⁰相似。

然而，與權益交換或總報酬交換之差別在於結構債之投資人（作為買方（long party））係預先已將大筆投資金額交予受託銀行（而非僅於結算期依約定方式計算後互相為給付），顯然用指定用途金錢信託投資於結構債之投資人較權益交換及總報酬交換之方式投資於同樣之產品之當事人，將較直接承作權益交換或總報酬交換承擔更高之風險⁸¹。

其三，就投資人之主觀認知而言，僅管其投資之形式係利用指定用途金錢信託，然

⁷⁸ 此係相對於普通法上之所有權（legal interest）而言。

⁷⁹ 所謂權益交換，雙方當事人會約定以某一檔股票（single stock）或證券市場指數（stock index）為計算標的，其中一方當事人（甲方，即賣方（short party）），於結算期屆至時，應給付予他方當事人（乙方，即買方（long party））在結算期間之內該股票（或該指數所含蓋範圍內之股票）所配發的股息或股利，同時甲方亦必須將這段期間內該股票（或依指數計算出）之增值給付予乙方；相對地，於權益交換之下，乙方將給付在結算期間內股票（或依指數計算出）之貶值，同時，乙方也必須要依一定方式計算，於結算期給付利息予甲方，通常是以該交換交易之計算貨幣的國家的市場利率來計算；無論是以單一股票或是以股票指數為標的，通常會約定一個名目金額（equity notional amount）用以計算甲乙雙方應支付的金額。見陳肇鴻，〈論權益交換與大股東持股揭之法律問題〉，《法學新論》，2009年2月，第7期，頁109；Satagit Das, *Structured Products Volume 2: Equity; Commodity; Credit & New Markets* (3rd ed, rev edn, John Wiley & Sons, Singapore; Chichester 2006), 84; Schuyler K Henderson, *Henderson on Derivatives* (LexisNexis Butterworths, London 2003), 4.5. 另見王銘杰，〈跨通貨權益交換及交換選擇權之評價〉，《管理評論》，2001年1月，第20卷第1期，頁1；張森林，〈權益交換之定價：評論〉，《中國財務學刊》，1999年1月，第6卷第3期，頁63；廖四郎、呂桔誠、廖政芳，〈信用風險下的權益交換評價〉，《貨幣市場》，2002年10月，第6卷第5期，頁21；廖四郎、王銘杰、徐守德，〈權益交換的一般化評價模式〉，《亞太經濟管理評論》，2000年9月，第4卷第1期，頁73。

⁸⁰ 總報酬交換之意義，見陳肇鴻，同前註11。

⁸¹ 例如，會產生因該受託人不一定會有能力返還本金之信用風險，即如雷曼兄弟破產所示。

而，就大部分投資人而言，係無視於該投資人是否對發行人而言屬該結構債之法律上持有者，而係單純認為其係直接購買該結構債產品，因此，就此點而言，利用信託方式向銀行購買結構債之客戶，係為「投資」為目的以賺取較高之利息，而非利用該結構債以避險或賺取市場變化之差價。簡言之，無論係以指定用途金錢信託之方式為募集或銷售，一般投資人基本上係認定其投資標的為外國之有價證券，指定用途金錢信託僅為達成目的之手段與工具而已。

在此前提之下，如何論斷一結構債產品之本質，即應進一步解析該「指定用途金錢信託」之本質，以探討其應適用之法令依據，並據此可檢討建構適當之結構債上架規範。

三、指定用途金錢信託投資於結構債之法律定性

綜上，於解釋上，利用指定用途金錢信託之方式投資於結構債產品，其法律性質可分以下層次探討：

(一)信託本身是否屬有價證券？

如前所述，若一海外發行之結構債產品係屬「有價證券」，則以指定用途金錢信託投資於海外結構債之形式是否亦屬「有價證券」？若參考前揭美國法下就債券之近似原則⁸²，則以信託（分銷）模式銷售結構債，則受託銀行與投資人間之契約關係似認定為係「有價證券」之空間。

然而，就此問題，本文以為，論其實質，指定用途金錢信託本身，尚非係代表受託銀行之股票或公司債之權利，亦與投資信託資

金之受益憑證或由投資人共同集資參與一投資計畫而可取得該投資計畫獲利之投資契約有所不同，且指定用途金錢信託之契約架構本身仍欠缺債券發行之基本架構，美國法下之家族近似原則仍非我國法之概念，雖有參考價值，但尚不足以據以作為論斷投資於結構債之指定用途金錢信託之法律性質之基礎，因此，本文以為，就形式上而言，指定用途金錢信託本身「尚非」證券交易法第6條之有價證券⁸³。

(二)信託本身是否構成有價證券之買賣或行紀

依證券交易法第2條之規定，「有價證券之募集、發行、買賣，其管理、監督依本法之規定」，依同法第15條之規定，「有價證券買賣之行紀、居間、代理」等行為係屬所謂「證券業務」。因此，即便指定用途金錢信託契約本身非屬證券交易法下之有價證券，然而，若該信託之結果係構成外國有價證券之行紀、居間為代為買賣之行為，該信託即可能屬必須依證券交易所管轄之範圍。

證券交易法中並未針對何謂「買賣」作具體之定義，依民法第345條第1項之規定，所謂買賣係指「當事人約定一方移轉財產權於他方，他方支付價金之契約。」同時，依民法第576條之規定，所謂「行紀者，謂以自己之名義，為他人之計算，為動產之買賣或其他商業上之交易，而受報酬之營業。」

若應用前揭規定於指定用途投資於結構債之金錢信託，僅管於契約上係名為「信託」，然而，由於其係指定用途，因此，在指定用途金錢信託之架構下，受託人僅係擔

⁸² 見前述肆、一。

⁸³ 參見臺灣臺北地方法院96年重訴字第19號判決。此外，於美國法下，一般非投資公司型態之信託之利益，係屬豁免證券(exempted securities)之範圍。見15 USC 78c(12)。

任保管該筆金錢⁸⁴以及依客戶（即委託人與受益人）之指示利用該筆金錢購買或投資於指定之產品以其其他後續事宜（例如利息給付或贖回）；因此，論其實際，實際上受託人並無自行為受益人利益處分信託財產之權限⁸⁵，由其執行工作之內容，受託人之角色實際上與前揭民法所規定之「行紀」無異，與一般證券經紀商代客戶購買海外有價證券相仿，差別僅在於委託人必須將指定之款項信託予受託銀行保存。

另一方面，僅管利用指定用途金錢信託投資於結構債之情形，投資人實際上未必在法律上係該結構債之持有者，然而，透過指定用途金錢信託之方式，投資人係實質上享受該結構債之利潤及風險（但須扣除受託銀行之費用），我國法雖未如英美法下有所謂衡平法所有權（equitable ownership）之概念，然而，於契約上，投資人（即委託人與受益人）係實質上取得該結構債所有之利害，且由其預先給付結構債面額之行為，該指定用途信託可謂與一般直接購買結構債產品無太大差異，且實際上國內零售投資人亦多係認為自己係買進該結構債。綜上，在此前提之下，本文以為，銀行以受託人之角色，代投資人投資於結構債產品（且假設該結構債產品具有有價證券的性質），實質上應即屬受託買賣有價證券，而應構成有價證券之行紀。

若增加比較法的面向，依美國聯邦 1934 年證券交易法（Securities Exchange Act of 1934）第 3 條的定義，所謂證券的「購買」（buy; purchase），包括以任何方式購買（buy; purchase）或取得（acquire）的契約⁸⁶，相對地，所謂「銷售」（sell; sale），包括以任何方式銷售（sell）或處分（dispose of）⁸⁷，在文義上，類似我國以信託的方式透過銀行由投資人取得有價證券的情況，亦應符合證券的購買或出售，而屬於證券的買賣。於英國法下，依 2000 年金融服務暨市場法的規定，所謂的「規範投資」（regulated investment），對於「投資之權利或利益」（rights or interests in investment）亦屬投資的一種⁸⁸，因此，銀行以信託的方式銷售予投資人連動債，亦屬被規範行為（regulated activities）而應受規範。

若主管機關歷年來之解釋來觀察，財政部曾有認為「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。」⁸⁹財政部證券暨期貨管理委員會亦曾有認為，「國際金融業務分行依據國際金融業務條例第 4 條第 4 款規定，辦理外幣有價證券買賣之行紀或居間，係屬證券交易法第 15 條第 3 款定義之證券業務，應依同法第 44 條第 1 項規定經本會許可及發給許可證照，方得營業。至於依前開條例第 4 條第 6 款規定，從事外幣有價證

⁸⁴ 且因為純為金錢信託，受託人僅須確保該筆款項係於獨立帳戶保存而不會與受託人自己之財產混同，因此其保管義務相當有限，信託法第 11 條及第 20 條參照。

⁸⁵ 信託法第 1 條參照。

⁸⁶ 15 USC 78c(13).

⁸⁷ 15 USC 78c(14).

⁸⁸ Financial Services and Markets Act 2000, Schedule 2, section 24; Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities) Order 2001, section 89.

⁸⁹ 財政部，民國 76 年 9 月 18 日，臺財證（二）字第 6805 號函。

券之買賣，及依第七款規定，辦理我國境外之有價證券承銷業務，如並不涉及在我國境內募集、發行、買賣或從事上開有價證券之投資服務，無須經本會許可及發給許可證照；反之，則須經本會許可及發給許可證照。」⁹⁰

綜上，本文以為，指定用途金錢信託，若用於投資於結構債或有價證券，無論係透過前揭之信託（初級市場）模式、信託（次級市場）模式或信託（分銷）模式，由於受託銀行並「無」具體為受益人利益作投資決定之權限，因此，投資人仍係投資之惟一決策者，而僅係利用信託之方式執行而已，因此，論其實際，此際該指定用途金錢信託本質上應係屬證券交易法下有價證券之行紀，而應依證券交易法之規定辦理。換言之，若銀行透過其財富管理業務，利用指定用途金錢信託的方式，為客戶投資於股票市場，並不妨礙其最終投資標的係屬股票之性質；然若此際認為利用指定用途金錢信託投資於股票，就不屬於股票的投資或買賣，則無異大開方便之門，容許銀行透過不具投資權限之信託業務行證券業務之實，此反而有害於整體資本市場以及銀行法制的完整性。

最後，為免誤會，本文需再次強調，本文此處的立論基礎在於銀行係透過不具投資權限（non-discretion）的「指定用途」金錢信託來投資於結構債的情形，若銀行（作為受託人）並非利用「指定用途」金錢信託（亦即，銀行具有一定程度的投資權限時）為客戶投資時，而係利用一般具投資權限（discretion）的信託時，則另當別論。

伍、結 論

綜上，本文以為，結構型債券本身，若

係架構為債券之形式，由投資人預先交付一定金額予發行人，再依一定方式視連結標的之表現來計算取得利息給付或承擔將來本金損失之風險，以交換一般而言較高之利息收入，且其契約架構具一般債券發行之公開說明書及契約時，該結構債，本質上與一般債券無異，應可屬我國證券交易法第6條之有價證券之範圍。

在此前提下，本文以為，若該外國發行人係直接於我國募集某檔結構債，或係由我國之證券商受投資人委託於外國購買結構債之情形，本即有既存機制規範外國人於我國募集或發行有價證券以及證券商受託認購或買賣外國有價證券，此當無疑義。

然而，於我國之銀行利用「指定用途金錢信託」，受投資人委託投資外國發行之結構債之情形，本文以為，該結構債本身於發行端仍具有有價證券之性質，而指定用途金錢信託本身，雖然仍具「信託」之形式因此尚不可直接論斷為有價證券，然而，透過指定用途金錢信託之方式安排投資於結構債，本文以為，已構成外國有價證券之買賣或行紀，而應依證券交易法之規定，事先向主管機關核准或申報生效，並提供公開說明書等文件。

本文受限於篇幅，無法更進一步仔細分析結構債上架之監理模式以及銷售端之行為規範。然而，本文以為，無論如何，所有討論皆應先奠基於對結構債之性質之基本認識並打破指定用途金錢信託之迷思，以實質論斷當事人間的法律關係並釐清當事人間交易的目的，方能藉由雷曼破產事件，化危機為轉機，以健全國內金融產品銷售之監理機制以及行為規範。

⁹⁰ 財政部證券暨期貨管理委員會，民國85年12月13日，（86）臺財證二字第85187號函。

最後，此次連動債糾紛的出現，本質上實係主管機關規範的疏失所致，因此，金管會亦宜藉此機會，打破內部組織架構之界線，進行權限及責任之統合，而不會再落入證期局不管銀行業務，而銀行局不管證券投資，或財富管理業務部門以及信託業務部門互推皮球，導致於結構債投資以財富管理之名銷售予一般零售投資人，或以指定用途金錢信託之名行募集與買賣高風險之外國有價證券之實卻無法可管之狀況。否則，於可預期我國會有相當期間仍然維持低利率環境以及金融產業經營之困難之下，可預期將來仍會有不斷有新金融產品糾紛出現，成為卡債及連動債之後續版，此恐非國人所樂見。

參考文獻

一、中文文獻：

- (一)王銘杰，〈跨通貨權益交換及交換選擇權之評價〉，《管理評論》，2001年1月，第20卷第1期，頁1。
- (二)吳柏成、何文榮、張賀凱，〈界限型高收益連動債連動案例分析〉，《臺灣期貨與衍生性商品學刊》，2008年6月，第6期，頁29。
- (三)陳肇鴻，〈論信用違約交換之類型化風險及契約性質〉，《月旦財經法雜誌》，2007年6月，第9期，頁185。
- (四)陳肇鴻，〈論權益交換與大股東持股揭之法律問題〉，《法學新論》，2009年2月，第7期，頁109。
- (五)陳肇鴻，〈由美國次級房貸市場風暴論信用衍生性商品及信用證券化產品之使用及管制〉，《律師雜誌》，2007年11月，第338期，頁77。
- (六)黃帥升、謝富凱、廖倪凰，〈從保障投資人權益觀點論連動債券之法律關係〉，《萬國法律》，2008年4月，第58期，頁75。
- (七)張森林，〈權益交換之定價：評論〉，《中國財務學刊》，1999年1月，第6卷第3期，頁63。
- (八)熊全迪，〈結構型債券法律規範之研究〉，國立台灣大學法律學研究所碩士論文，2007年。
- (九)廖四郎、呂桔誠、廖政芳，〈信用風險下的權益交換評價〉，《貨幣市場》，2002年10月，第6卷第5期，頁21。
- (十)廖四郎、王銘杰、徐守德，〈權益交換的一般化評價模式〉，《亞太經濟管理

評論》，2000年9月，第4卷第1期，
頁73。

二、英文文獻：

- (一) "Thanks, Paulson" *The Economist* (Hong Kong 20 November 2008), <http://www.economist.com/finance/PrinterFriendly.cfm?story_id=12652247> (last visited Nov. 24, 2008).
- (二) Satajit Das, *Structured Products Volume 2: Equity; Commodity; Credit & New Markets* (3rd ed, rev edn, John Wiley & Sons, Singapore; Chichester 2006) Schuyler K Henderson, *Henderson on Derivatives* (LexisNexis Butterworths, London 2003).
- (三) Hong Kong Securities and Futures Commission, *Issues Raised by the Lemans Minibonds Crisis: Report to the Financial Secretary* (2008), <<http://www.sfc.hk/sfc/doc/EN/general/general/lehman/Review%20Report/Review%20Report.pdf>> (last visited Mar. 30, 2009).