

# 我國境外結構型商品監理架構與外國監理法制之比較研究

受委託單位：財團法人中華經濟研究院

研究主持人：王儷容

協同主持人：王煦棋

研究期程：中華民國 105 年 7 月至 105 年 12 月

研究經費：新臺幣 67.6 萬元

行政院金融監督管理委員會 委託研究  
中華民國 105 年 11 月

(本報告內容純係作者個人之觀點，不應引申為本機關之意見)



# 我國境外結構型商品監理架構與外國監理法制之比較研究

受委託單位：財團法人中華經濟研究院

研究主持人：王儷容

協同主持人：王煦棋

研究助理：王士維

張君宇

鍾富國

許倖華

葉子凡

研究期程：中華民國 105 年 7 月至 105 年 12 月

研究經費：新臺幣 67.6 萬元

行政院金融監督管理委員會 委託研究  
中華民國 105 年 11 月

(本報告內容純係作者個人之觀點，不應引申為本機關之意見)

# 目錄

第一章 緒論.....	1
第一節、研究目的與緣起.....	1
第二節、研究架構.....	3
第三節、研究方法.....	3
第四節、預期效益.....	4
第二章 我國境外結構型商品之市場概況與展望 .....	5
第一節 境外結構型商品類型與風險 .....	5
第二節 臺灣境外結構型商品市場概況 .....	9
第三節 臺灣境外結構型商品市場型態 .....	23
第三節 臺灣境外結構型商品監理 .....	27
第三章 港、星、日、英、美結構型商品之監理規範、監理原則架構 及其發展沿革背景 .....	30
第一節 境外結構型商品監理規範目的與核心內涵 .....	30
第二節 標的國監理規範之研析 .....	31
第四章 境外結構型商品監理制度 .....	114
第一節 境外結構型商品法規監理之落實 .....	114
第二節 境外結構型商品受認定為證交法有價證券之優劣比較 .....	122
第三節 我國境外結構型商品銷售端監理 .....	131

第五章 境外結構型商品應否納入證交法有價證券之建議—代結論	139
壹、行為差異與投資人區分	139
貳、比較法觀點與利弊分析角度	141
參、境外結構型商品銷售對象應再細緻化	143
肆、總結	144
附錄一：國外訪談內容彙整	145
附錄二：座談會記錄	151
附錄三：期中報告審查意見回覆表	159
附錄四：期末報告審查意見回覆表	167

# 第一章 緒論

## 第一節、研究目的與緣起

鑑於境外結構型商品複雜度高，一般投資人不易充分了解其商品特性及風險，且於 2008 年金融危機期間衍生許多投資糾紛，金管會於 2009 年 7 月整合相關境外結構型商品管理與審查法規，訂定境外結構型商品管理規則（以下稱管理規則）。其規範架構係參酌境外基金之管理規範，分別就專業投資人與非專業投資人區分之標準、境外結構型商品之發行人與總代理機構管理、商品審查之條件與程序、相關業者之行為規範及受託或銷售機構應遵守之事項等為明確之規範。

正如上述，為健全境外結構型商品之管理及保障投資人權益，金管會係於 2009 年 7 月 23 日依據信託業法第 18 條之 1 第 2 項、證券交易法第 44 條第 4 項、第 62 條第 2 項、保險法第 44 條第 1 項及第 146 條第 6 項之授權規定，訂定發布「境外結構型商品管理規則」。後依各界建議及審酌實務運作需求，並為因應時局變化與金融服務多樣性嗣經多次修正。

另據信託公會統計，於 2008 年金融危機前，銀行 2006 年及 2007 年底受託投資國外連動債之信託本金總餘額分別為新臺幣 7,599 億元及 9,089 億元，2008 年第 2 季底為 8,829 億元；另據壽險公會資料，其所屬會員公司於 2003 年 1 月至 97 年 8 月止，連結結構債之投資型保單銷售金額約為 6,292 億餘元。而於 2009 年 7 月管理規則訂定後，至 2016 年 3 月止，依管理規則受託投資、受託買賣或經由投資型保單連結之境外結構型商品在外流通餘額約 2,348 億元。據上可知，境外結構型商品之管理規範架構影響該項商品之市場規模甚鉅。

現行管理規則對於境外結構型商品，係採用受託投資（信託）、受託買賣（複委託）及為投資型保單之投資標的等管理架構監理業者及保護金融消費者。與管理規則訂定當時之時空環境相較，目前金融情勢已有顯著改變及差異，例如，行政院業於 2012 年 11 月核定「以臺灣為主的國人理財平台」方案，期待「國人的錢要由國人來操作管理」，金管會目前亦大力推動金融商品之進口替代政策。

另近來上開管理規則多次進行鬆綁修正，外界之建議開放專業機構投資人透過代理買賣架構投資境外結構型商品等議題，亦涉及境外結構型商品宜否適用我國證券交易法併予監理之問題。因此，現行管理規則所定受託投資、受託買賣或經由投資型保單連結之規範架構是否應予調整，宜否參考外界意見改依證券交易法或其他規範架構而為管理，確值進一步研議並檢討。期望藉由本次委託研究計畫，蒐集香港、新加坡、日本及歐美主要國家就境外結構型商品之監理制度及原則，並分析其利弊，以作為我國兼顧金融市場發展與投資人保護，擘劃未來境外結構型商品監理政策時之參考依據。

## 第二節、研究架構

本計畫研究架構如下：

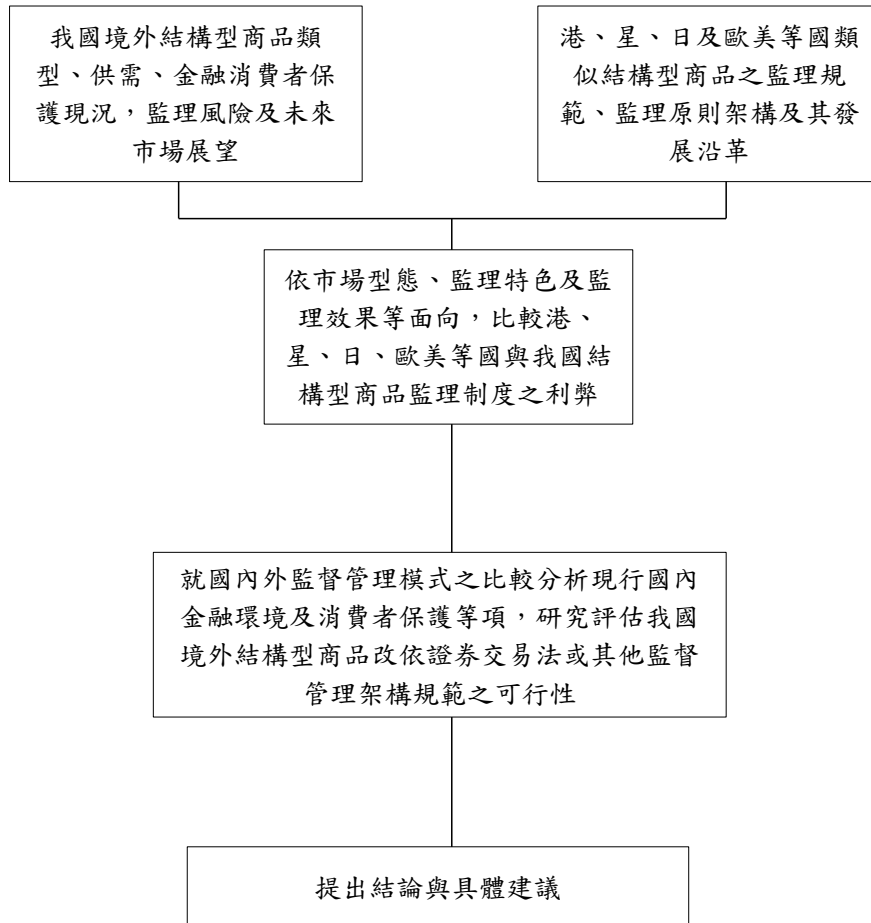


圖 1-1 本研究架構

## 第三節、研究方法

本研究主要將採取以下方法進行研究：

### 1.分析比較法

針對國內外學者及出版對本研究案相關議題之既有文獻，進行分析整理。

### 2.國內外提問訪查法

針對本研究下之各章節主題，提出理論與實務上所可能面對之問



題，進行實地訪談及調查，嘗試尋求妥適之因應對策，並提出具體建議。訪查對象預計可能包括：相關主管監管單位；國內外學者；國內外金融機構各部門之專業人員、其他相關公會或等，對其進行請益與討論。

在國外方面，研究人員將親赴港星此二大區域金融中心，針對其相關監管單位(若獲應允)、金融機構從業人員、法學相關學者進行訪談，以取得第一線之資訊。

### 3.座談會

邀請國內相關領域之學者與國內外之金融機構專業人員（執行長、風控長與市場專業投資者）進行座談會，彙整國內外專家之意見、最後進行歸納整合。

## 第四節、預期效益

本研究之預期效益如下：

- 1.分析並了解我國境外結構型商之市場供需方、商品種類、消費者保護現況、監理風險所在、以及市場展望。
- 2.釐清並比較香港、新加坡、日本、歐美與我國境外結構型商品監理制度之利弊。
- 3.根據上述分析提出針對我國境外結構型商品改進規範之具體建議。

## 第二章 我國境外結構型商品之市場概況與展望

### 第一節 境外結構型商品類型與風險

#### 壹、結構型商品定義

結構型商品又稱做「組合型商品」、「混合式證券」或「衍生性證券」。<sup>1</sup>結合固定收益商品與衍生性金融商品的結構型商品中，固定收益商品部份係提供本金的基本利息收益，有到期保本、固定配息與降低持有風險之功能；而衍生性金融商品部份則透過槓桿效果，發揮低成本及提高報酬的功能，有助於強化整體收益或改變風險型態。其中，固定收益商品部分，包含債券、國庫券、銀行定存等；衍生性金融商品部分變化多端，可能是選擇權、遠期契約、或交換契約，依標的資產不同而可以連結到單一個股、一籃子股票、股價指數、基金、利率、貨幣或信用事件等。

#### 貳、結構型商品類型與風險

結構型商品與傳統固定收益商品不同之處，在於前者融合了衍生性金融商品之特性，使得所支付利息與償還本金，皆可能取決於指標利率、指數或特定標的資產的價值<sup>2</sup>。特別是近來，國內與全球景氣不佳，再加上 FinTech 變革及非金融業者創新等之威脅，皆對於金融機構帶來不少衝擊。因此，在強化金融監理效能，及維持金融市場之安定與秩序之餘，各界亦對於金融開放與創新有著高度之期待，此亦為當前金融革新與監理帶來重大挑戰。

國內一般提到結構型商品，通常以為是國內券商自行開發的結構

---

<sup>1</sup> 台灣金融研訓院編輯委員會(2015),《結構型商品理論與實務》,財團法人台灣金融研訓院,2015年3月。

<sup>2</sup> 同上。

式債券，事實上，結構型商品會以許多不同的形式存在。目前國內結構型商品交易主要分為銀行代銷結構型商品(Structured Product)、銀行發行組合式商品(Structured Deposit)、投信發行保本型基金(Principal Guaranteed Fund)及保險公司設計的投資型保單等。

至於境外結構型商品，在法令適用上，正如上述，係依「境外結構型商品管理規則」第2條規定：「本規則所稱境外結構型商品係指於中華民國境外發行，以固定收益商品結合連結股權、利率、匯率、指數、商品、信用事件或其他利益等衍生性金融商品之複合式商品，且以債券方式發行者。」因此，目前由國外金融機構發行之結構型商品，並由國內銀行、證券商及保險業受託投資、受託買賣或為投資型保單之投資標的者，應依「境外結構型商品管理規則」相關規定辦理，不適用「銀行辦理衍生性金融商品業務內部作業制度及程序管理辦法」。至於由國內銀行以交易相對人身分自行承作之結構型商品，多屬以存款為基礎結合衍生性金融商品之組合式交易，則應適用「銀行辦理衍生性金融商品業務內部作業制度及程序管理辦法」相關規定。

#### 一、以商品架構區分

結構型商品依本金保障程度區分可分為「保本型」與「非保本型」兩種。保本型商品係犧牲部分本金或固定收益商品之利息，用以買入衍生性金融商品，收益連結標的資產的表現，適合保守長期穩健的投資人。非保本型商品即俗稱的「高收益型」(Yield Enhanced)商品，如固定收益商品結合「賣出」衍生性金融商品(可獲得權利金之收入，但也引來高風險)，契約期間通常較短，適合對標的資產屬性有一定程度瞭解，且能承受本金損金或轉換其他標的資產的投資人。

傳統固定收益商品除了保證可取回投資本金外，亦可賺取利息收入，但保本型商品將利息收入部分用以買進衍生性金融商品，故此部

分報酬改為需視標的資產價格表現而定；另一方面，非保本型商品（通常）保障了利息收入，且另外出售衍生性金融商品賺取權利金，但卻因此讓投資人的投資本金暴露於風險之中。

## 二、以連結標的區分

結構型商品連結標的相當廣泛，可以是股權、匯率、利率、商品及信用事件等，其中以利率連結商品最為常見。近年來，股權連結商品也有持續增加趨勢，常見的商品類型如下：

**表 2-1 結構型商品產品分類表**

類別	相關產品
股權連結 (個別、一藍子股票、指數)	股權高收益票券、股權保本型票券、股價連動債券、保本型基金、投資型保險
利率連結	投資型外幣存款、保本型基金、反浮動債券、利率連動債券、利率區間型債券、投資型保險
匯率連結	匯率保本型票券、雙貨幣債券、保本型基金
信用連結	信用連動債券
商品連結	黃金連動型債券、原油連動型債券等

資料來源：台灣金融研訓院(2015)。

## 三、投資結構型商品之風險

### 1. 信用風險

結構型商品為發行機構與投資人雙方所為之契約型態交易，投資人必須承擔發行機構違約或無法履約的信用風險。

### 2. 市場風險

結構型商品最大的市場風險來自於選擇權端。保本型商品投資人

所買入的選擇權到期價值可能為零，使得投資人投資於保本型商品的最終收益，比不上直接將所有資金投資於固定收益商品或定存；而高收益型商品投資人是藉由賣出選擇權來拉高商品票面利率，但當賣出的選擇權到期處於價內時，投資的本利和將遭到侵蝕，最多可能損失原先投入之投資本金。

### 3.流動性風險

目前結構型商品屬於契約交易，並無次級市場，因此有流動性不足的問題。若投資人需提前贖回，通常須另支付一筆解約金費用，部分結構型商品甚至設有贖回金額限制，例如需 10 萬美元以上才可提前贖回。

### 4.再投資風險

前項風險為投資人無法如預期贖回商品的風險，此風險則為發行機構強制提前解約的風險，結構型商品發行時，發行機構經常設有提前買回機制，當市場價格變動明顯不利於發行機構時，其可能執行提前買回。

### 5.法律風險

由於許多結構型商品的設計相當複雜，再加上契約中常有許多額外的條款規定雙方的權利與義務，投資人對於這些條款應該詳加閱讀，以維護自身權益，避免不必要的法律風險，過去曾發生連動債糾紛，即投資人未注意其產品說明書中，載明契約到期時發行機構有權換給付標的，因此投資人可取回的金額不如原先「預想」的金額，而是轉換標的相對較低的金額。例如：應償本金遭發行機構轉成跌價的股票，或雙元貨幣存款中，投資人本金被轉為另一個弱勢貨幣。

## 第二節 臺灣境外結構型商品市場概況

### 壹、整體金融環境與市場

近年來，國內與全球景氣不佳，再加上金融科技 FinTech 變革及非金融業者創新等之威脅，皆對於金融機構帶來不少衝擊。因此，在強化金融監理效能，及維持金融市場之安定與秩序之餘，各界亦對於金融開放與創新有著高度之期待，此亦為當前金融革新與監理帶來重大挑戰。

有關境外結構型商品整體市場，2015 年在我國的累計交易規模突破新台幣 2,360 億元，商品造市由瑞士銀行、巴克萊銀行和法國興業銀行三分天下，由於巴克萊銀行已宣布計畫退出台灣市場，可預見市場生態將重新洗牌，近年極力表現的星展銀行將有機會一展身手。

為確保國內專業投資人在境外結構型商品交易的國際接軌，金管會要求外銀台灣據點採總代理制，由外銀總行組織內的台北分行擔任商品在台灣的发行人或總代理身分，各銀行交易過的商品檔數也都要詳細記錄在「境外結構型商品資訊觀測站」。

以存量或商品在外流通金額來看(詳見表 2-2)，在外流通金額最高之類型則為指數連結型，達新台幣 965.83 億元；次之則為混合型達新台幣 920.04 億元。接著，股權、匯率、利率連結型依次排名。直至 2016 年 6 月 1 日，我國境外結構型商品在外流通金額總計新台幣 2356.81 億元。

表 2-2 境外結構型商品交易資料

查詢日期：2016/06/01

連結標的	投資人類別	投資人身份別	金額 (台幣)	商品數	戶數	單位：百萬	
						商品在外流通金額	
						換算為台幣	換算為美元
股權	專業投資人	法人	1,540	714	2,534	22,002	681
		自然人	9,322				
		境外法人	11,130				
		境外自然人	10				
	非專業投資人	法人	0				
		自然人	0				
		境外法人	0				
		境外自然人	0				
利率	專業投資人	法人	1,172	74	1,014	7,233	224
		自然人	2,792				
		境外法人	3,269				
		境外自然人	0				
	非專業投資人	法人	0				
		自然人	0				
		境外法人	0				
		境外自然人	0				
匯率	專業投資人	法人	424	155	3,848	17,703	548
		自然人	8,442				
		境外法人	8,763				
		境外自然人	74				
	非專業投資人	法人	0				
		自然人	0				
		境外法人	0				
		境外自然人	0				
指數	專業投資人	法人	70	107	171,875	96,583	2,991
		自然人	4,758				
		境外法人	1,315				
		境外自然人	0				
	非專業投資人	法人	26				
		自然人	90,401				

		境外法人	0				
		境外自然人	13				
商品	專業投資人	法人	0	0	0	0	0
		自然人	0				
		境外法人	0				
		境外自然人	0				
	非專業投資人	法人	0				
		自然人	0				
		境外法人	0				
		境外自然人	0				
信用事件	專業投資人	法人	0	0	0	0	0
		自然人	0				
		境外法人	0				
		境外自然人	0				
	非專業投資人	法人	0				
		自然人	0				
		境外法人	0				
		境外自然人	0				
其他利益	專業投資人	法人	0	5	51	156	5
		自然人	93				
		境外法人	63				
		境外自然人	0				
	非專業投資人	法人	0				
		自然人	0				
		境外法人	0				
		境外自然人	0				
混合型	專業投資人	法人	2,183	657	43,403	92,004	2,847
		自然人	54,291				
		境外法人	24,197				
		境外自然人	155				
	非專業投資人	法人	18				
		自然人	11,156				
		境外法人	0				
		境外自然人	4				
合計				<b>1,712</b>	<b>222,725</b>	<b>235,681</b>	<b>7,296</b>

資料來源：境外結構型商品資訊觀測站/市場資訊 網站：<http://structurednotes.tdcc.com.tw/>

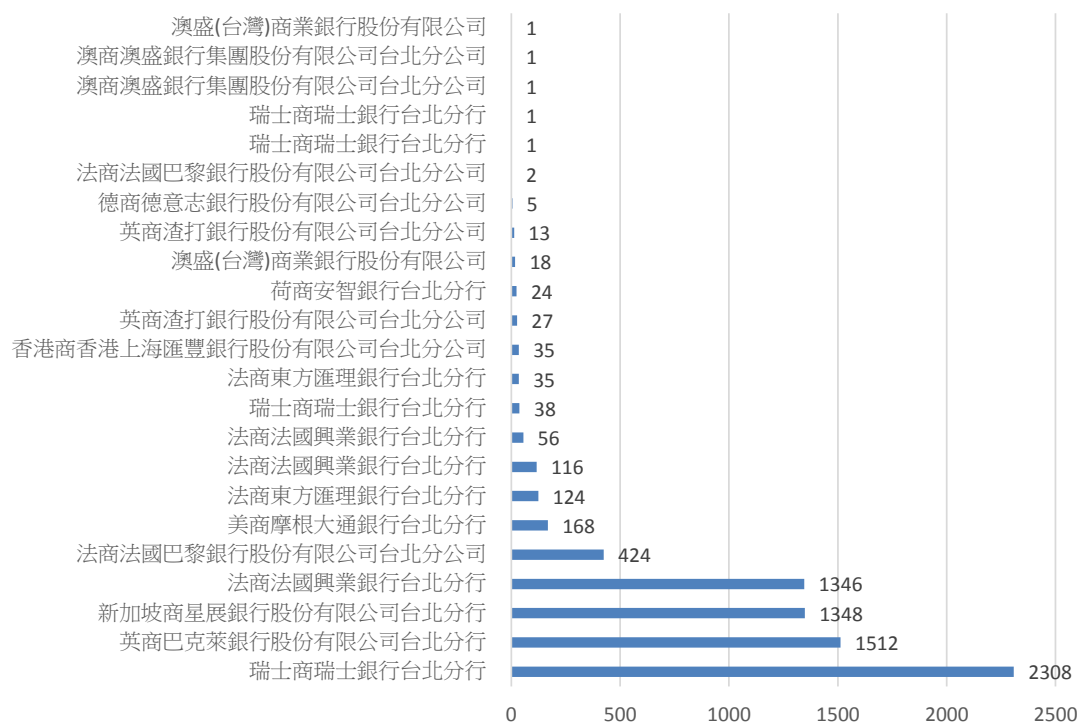
附註：本表所列之境外結構型商品定義，皆符合「境外結構型商品管理規則」所規範者，排除「銀行辦理衍生性金融商品業務應注意事項」之交易資料。



## 貳、境外結構型商品發行人/總代理人情況

我國境外結構型商品主要的發行人/總代理人以銀行業與證券業為主，其中又以銀行業經核准商品數達 7604 件為最多，證券商經核准商品數僅約為銀行業的十分之一為 735 件。

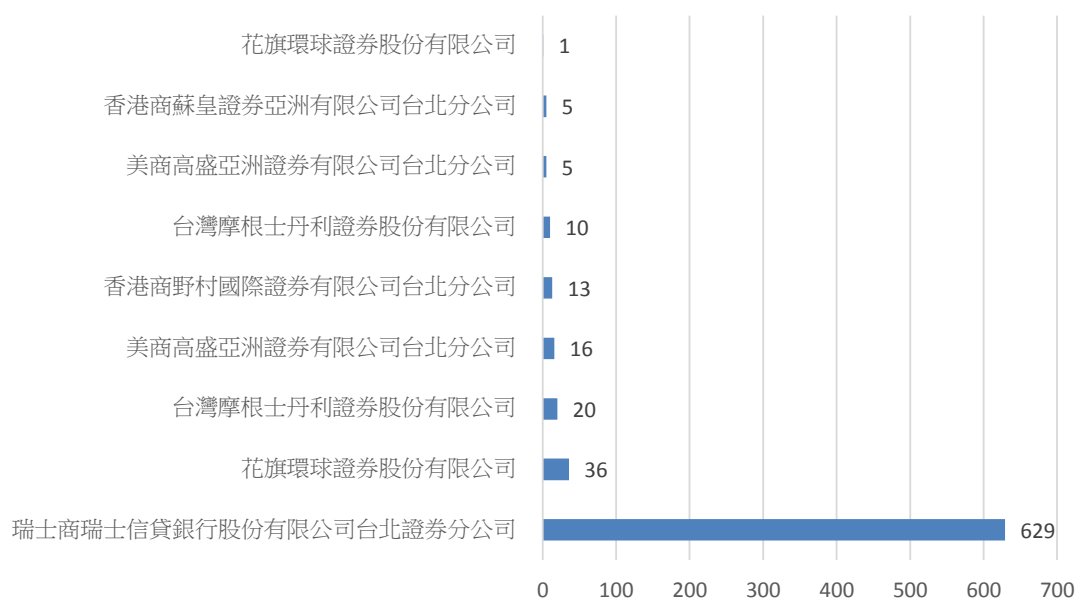
銀行業發行人/總代理人以瑞士商瑞士銀行台北分行核准商品數達 2308 件為最多，若加計不同發行機構、有無保證，則瑞士商瑞士銀行台北分行核准商品數進一步增加至 2,348 件，占銀行業發行人/總代理人整體核准商品數量的 30.8%；其次則為英商巴克萊銀行股份有限公司台北分行的 1512 件與新加坡商星展銀行股份有限公司台北分行的 1,348 件。



資料來源：境外結構型商品資訊觀測站

圖 2-1 境外結構型商品發行人/總代理人分布：銀行業

證券業發行人/總代理人以瑞士商瑞士信貸銀行股份有限公司台北證券分公司核准商品數達 629 件為最多，占證券業發行人/總代理人整體核准商品數量的 85.5%；其次為花旗環球證券股份有限公司的 36 件(若加計發行機構、有無保證差異之商品則達 37 件)；再次為台灣摩根士丹利證券股份有限公司的 20 件(若加計發行機構、有無保證差異之商品則達 30 件)。



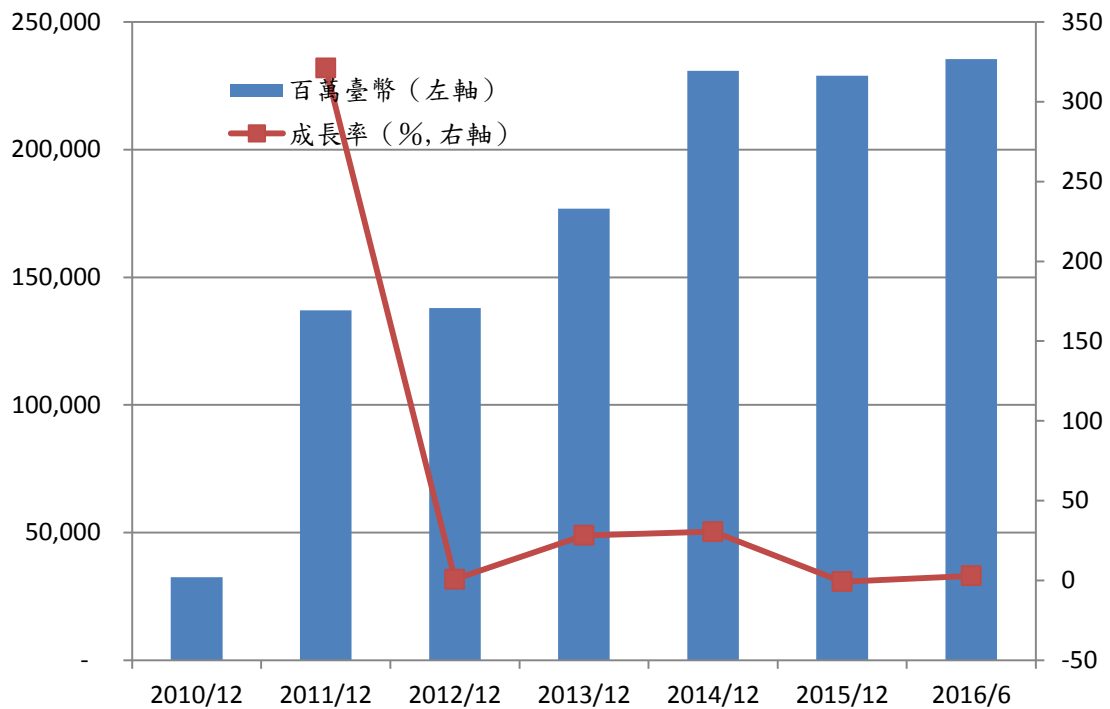
資料來源：境外結構型商品資訊觀測站

圖 2-2 境外結構型商品發行人/總代理人分布：證券業

### 參、連結各式標的之境外結構型商品銷售概況

依照境外結構型商品連結之標的可分為:股權、利率、匯率、指數、商品、信用事件、其他利益、混合型共八種類型。整體境外結構型商品發行金額(存量)，2010年為325.2億台幣，次年成長321.2%達1369.8億。後續受國際經濟情勢不明朗、主管機關實施相關管制規範，發行金額的成長率出現趨緩，2012、2013、2014年的成長率分別為0.70%、28.2%、30.5%，至2015年甚至出現-0.80%的成長，

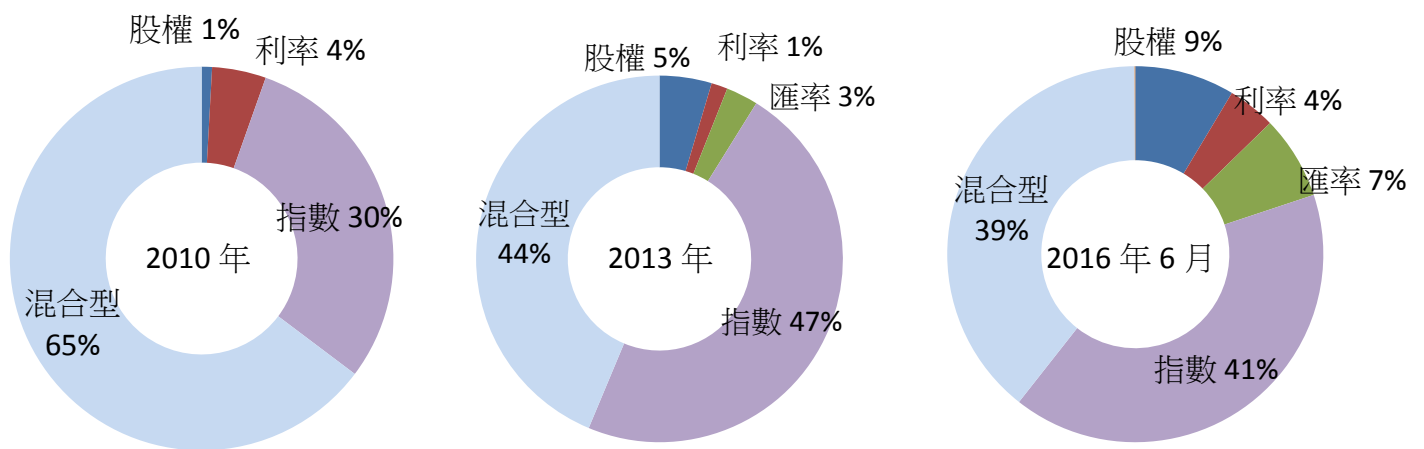
至 2016 年上半年則有 2.80% 的小幅成長。因此，2014 年後我國整體境外結構型商品的發行金額均持續維持在 2,300 億臺幣左右。



資料來源：境外結構型商品資訊觀測站

圖 2-3 境外結構型商品發行金額與成長率

進一步觀察商品發行金額的組成結構，在 2010 年時，市場上僅有 4 種商品，其中混合型境外結構型商品占 65%、指數型商品占 30%、利率型占 4%、股權型占 1%；2013 年境外結構型商品連結之標的增為 5 種，其中指數型占比 47%，超越混合型的 44%，其餘則為連結股權、匯率與利率的商品；直到 2016 年 6 月，境外結構型商品連結之標的進一步增為 6 種，仍以指數型占大宗，比率為 41%，其次為混合型占 39%，再次為連結股權型商品，比率為 9%；其餘為連結利率、匯率與其他利益的商品。由上述我國境外結構型商品連結標的過程可以發現產品的多樣化發展，早期以連結指數與混合型的商品為主，近期連結股權、匯率與利率等標的之商品占比出現擴大的趨勢。



資料來源：境外結構型商品資訊觀測站

圖 2-4 境外結構型商品連結標的占比變化

觀察 2010 年底至 2016 年 6 月我國境外型結構型商品的商品數與戶數歷年趨勢得以發現：

#### 1. 連結「股權」之境外結構型商品

在股權境外結構型商品的銷售金額上，在 2012 年至 2015 年之間發生較明顯的跳升。銷售金額由 2012 年的 23.4 億台幣增加至 2013 年的 81.3 億，並於 2014 年上升至 190.6 億、2015 年進一步提高為 226.8 億。此外，2010 年年底至 2016 年上半年，股權境外結構型商品的銷售對象皆為境、內外的「專業」投資人，未曾銷售予「非專業」投資人。

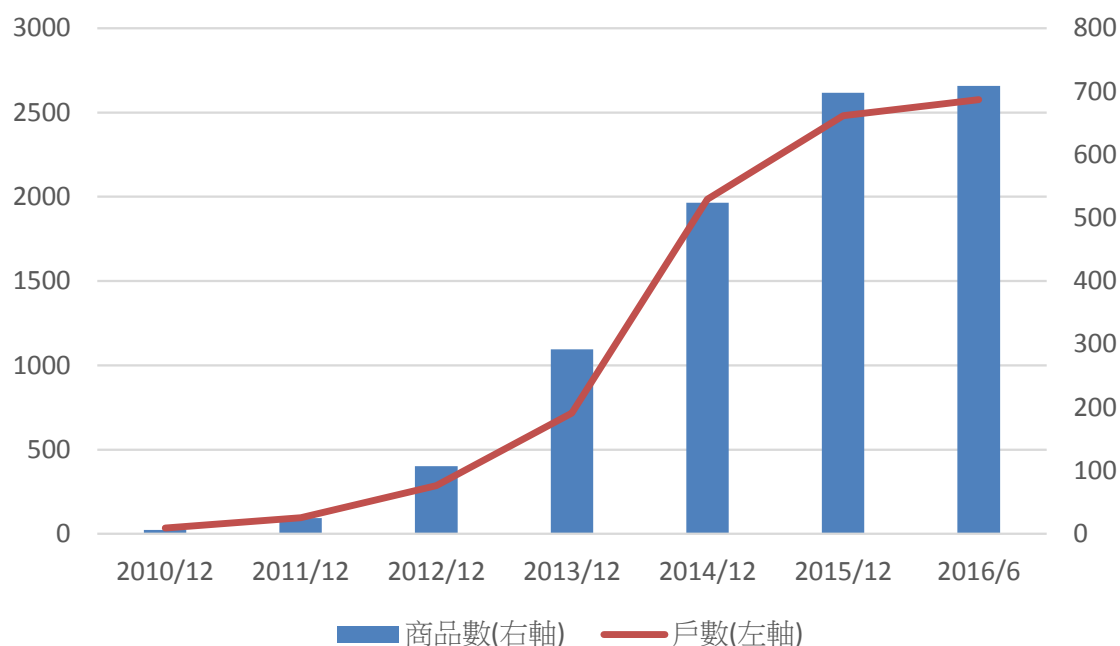


圖 2-5 股權境外結構型商品商品數與戶數歷年趨勢

## 2.連結「利率」之境外結構型商品

2010 年利率境外結構型商品銷售金額為 14.8 億，次年躍升為 54.8 億，其後維持一段較為平穩的成長，並於 2015 年再次出現明顯成長，銷售金額為 61.7 億，2016 年上半年銷售金額更進一步提高至 97.0 億元。此外，在整個資料觀察期間內，連結利率的境外結構型商品僅銷售予境、內外的「專業」投資人，未曾銷售予「非專業」投資人。

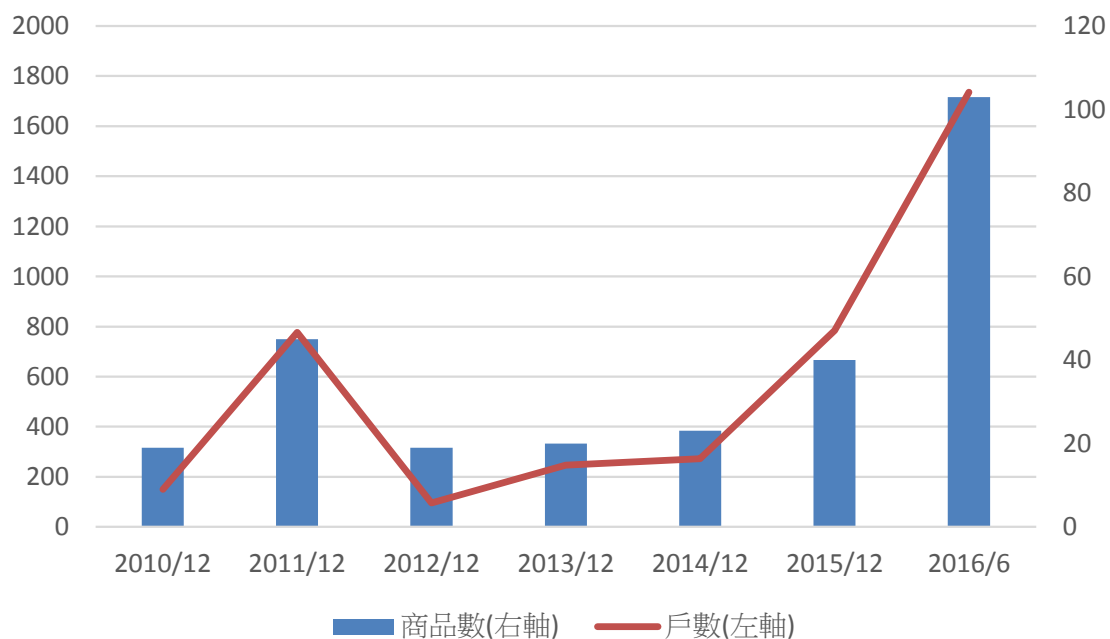


圖 2-6 利率境外結構型商品商品數與戶數歷年趨勢

### 3.連結「匯率」之境外結構型商品

匯率境外結構型商品則遲至 2012 年起才有 5 件商品、198 戶開戶數，並於 3 年內達到 153 件商品、3853 戶(2015 年底)。在銷售金額方面，2012 年首次引入台灣時僅 8.8 億台幣，次年迅速提高為 50.0 億，2014 年翻倍為 108.06 億元，直至 2016 年 6 月銷售金額達 168.9 億台幣。此外，2010 年年底至 2016 年上半年，連結匯率的境外結構型商品未曾銷售予「非專業」投資人，皆銷售給境、內外的「專業」投資人。

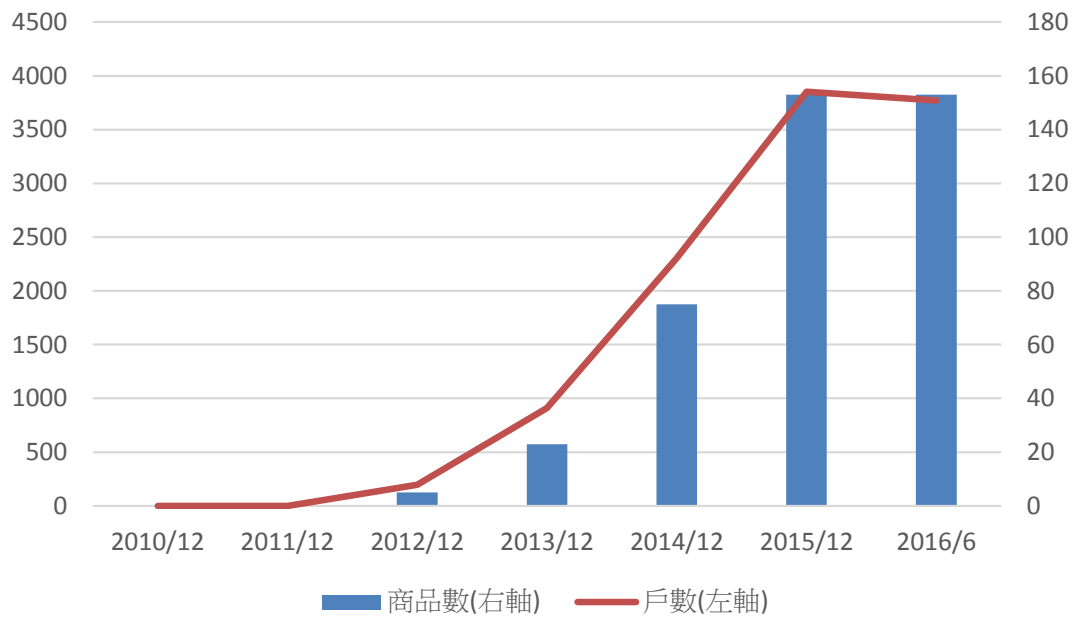


圖 2-7 匯率境外結構型商品商品數與戶數歷年趨勢

#### 4.連結「指數」之境外結構型商品

2010 年時銷售金額為 97.0 億台幣，2013 年即迅速膨脹為 1060.6 億，此後除 2013 年降為 839.0 億元外，其餘年度銷售金額均維持在 950 億至 980 億台幣之間。

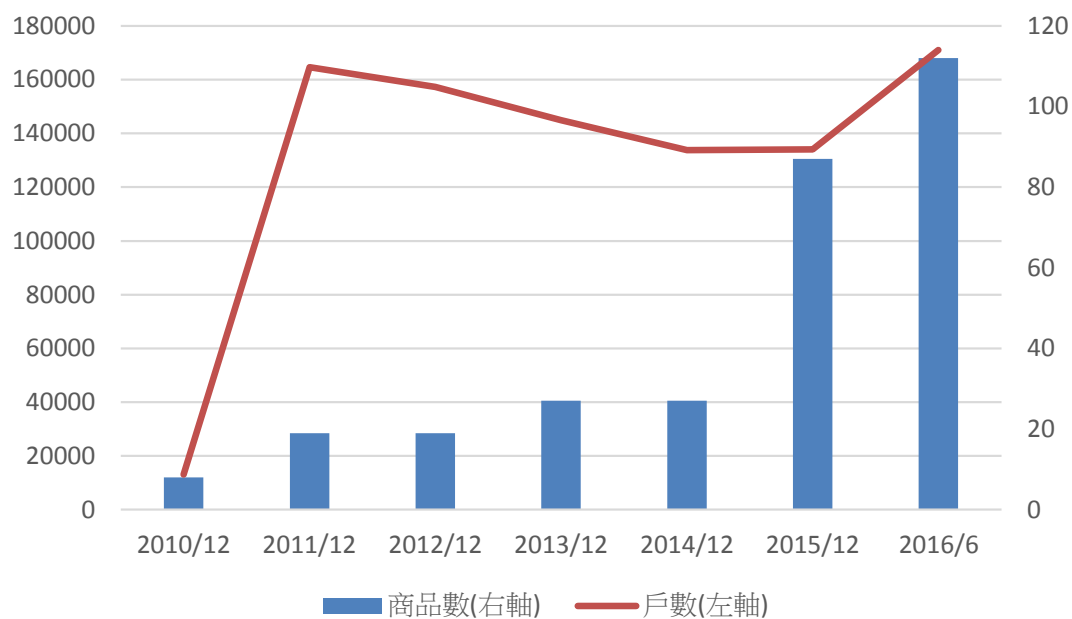


圖 2-8 指數境外結構型商品商品數與戶數歷年趨勢

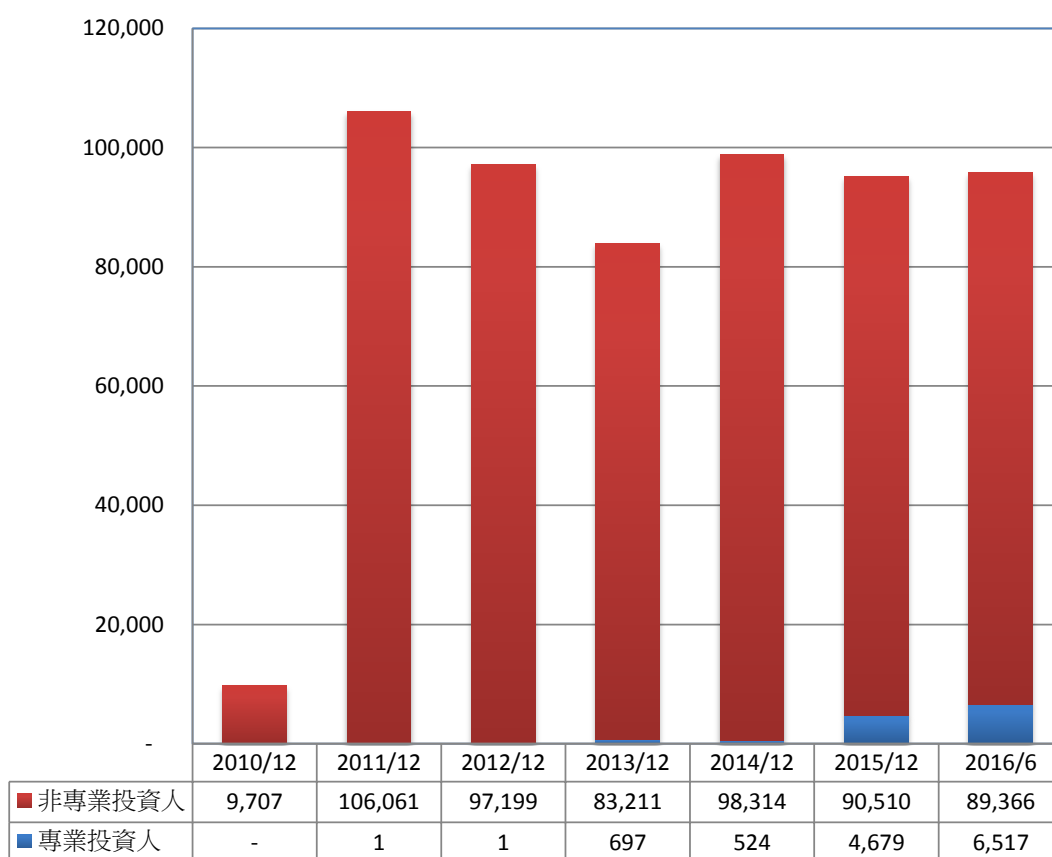


圖 2-9 指數境外結構型商品之銷售對象



此外，圖 2-9 顯示在銷售對象上，指數境外結構型商品則呈現異於連結其他標的之境外結構型商品。具體而言，指數境外結構型商品多半售予境內外的「非專業」投資人，境內、外的「專業」投資人較少購買指數境外結構型商品。

#### 5.連結「其他利益」之境外結構型商品

2013 年 12 月以前並無引進其他利益境外結構型商品，自 2014 年始有 3 件商品與 19 戶開戶數，2015 年商品數增加為 5 件、開戶數為 52 戶，2016 年 6 月商品數持平仍為 5 件、開戶數減少 2 戶成為 50 戶。在銷售金額上，2014 年為 4.9 億台幣，2015 年成長近 4 倍達 163.0 億，2016 年上半年累積銷售金額為 148.0 億。

此外，2010 年年底至 2016 年上半年，連結其他利益的境外結構型商品未曾銷售予「非專業」投資人，皆銷售給境、內外的「專業」投資人。

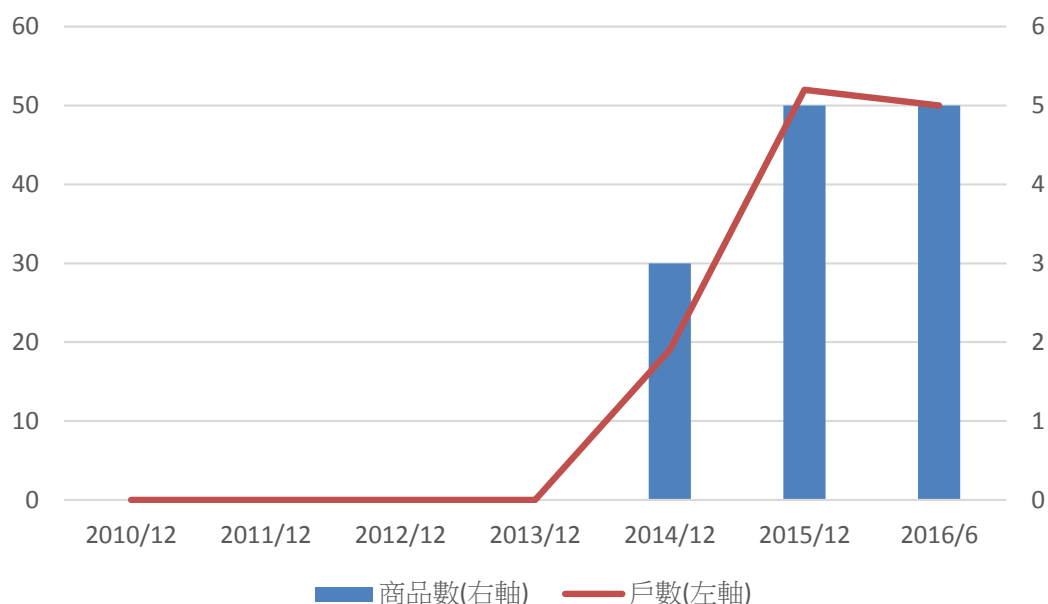


圖 2-10 其他利益境外結構型商品商品數與戶數歷年趨勢

## 6. 「混合型」之境外結構型商品

混合型境外結構型商品的商品數與戶數主要在 2012 年經歷明顯的擴張。2010 年底至 2012 年底商品數由 5 件增加至 80 件，開戶數由 2.1 萬增加至 3.5 萬；2012 年底至 2013 年底則出現跳升式的成長，商品數增加 3 倍至 260 件，開戶數提高至 4.2 萬，此後並持續擴張，至 2016 年 6 月，商品數已達 687 件，開戶數進一步提高至 4.3 萬。

2010 年混合型境外結構型商品的銷售額為 210.5 億台幣，至 2014 年已達到 988.5 億，2015 年下降為 939.3 億，直至 2016 年 6 月累積的銷售金額為 926.0 億。

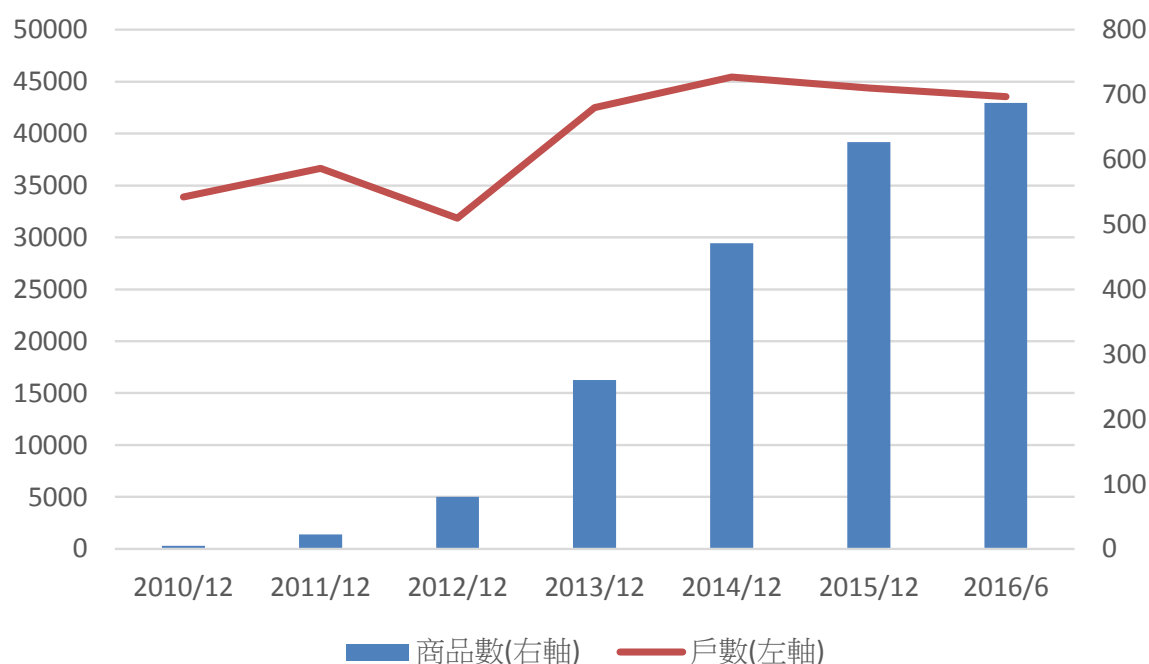


圖 2-11 混合型境外結構型商品商品數與戶數歷年趨勢

另外在銷售對象上，混合型境外結構型商品在 2011 年底以前，多半銷售予境內、外的「非專業」投資人；之後，境內、外的「專業」投資人購買此類商品的金額開始明顯超越「非專業」投資人。

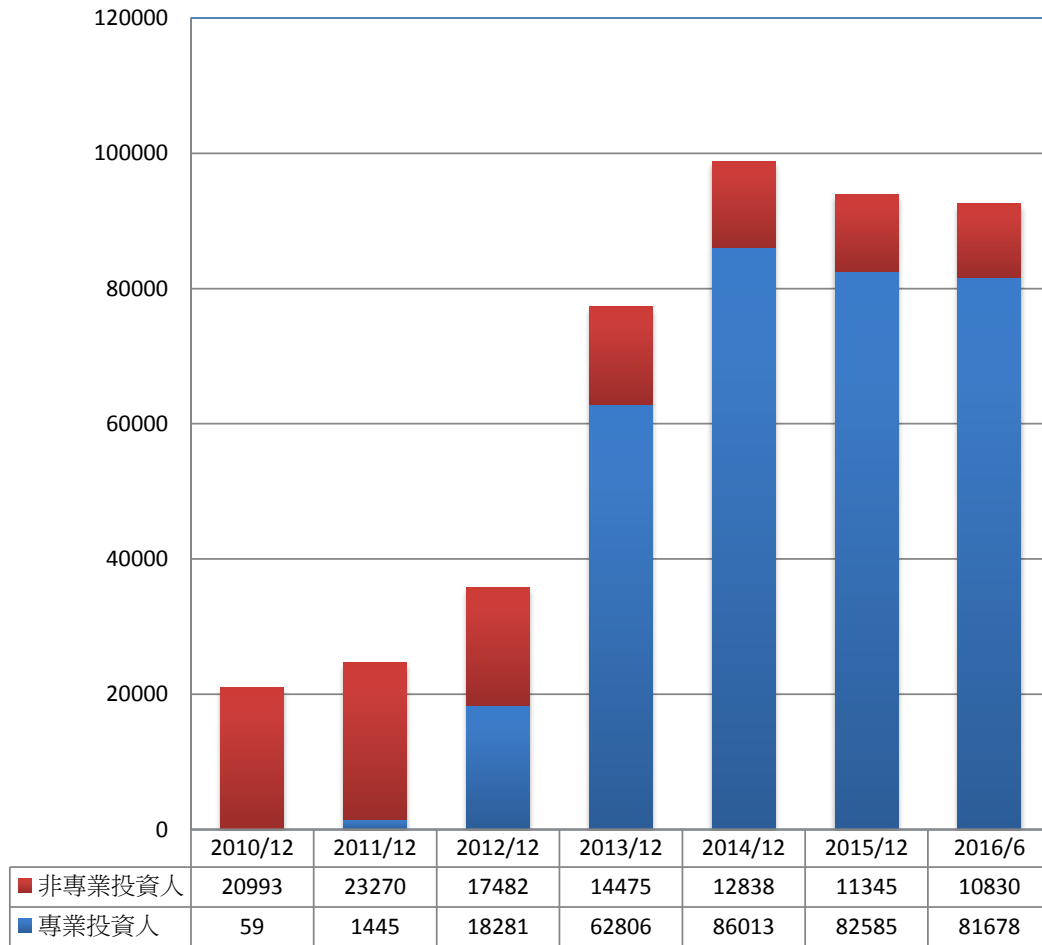


圖 2-12 混合型境外結構型商品之銷售對象

### 7.連結「商品」、「信用事件」之境外結構型商品

至於商品境外結構型商品與信用事件境外結構型商品，前者曾於2012年首次引入1件商品並有2戶開戶，其後商品數與戶數皆為0；後者則未曾引入我國。

### 第三節 臺灣境外結構型商品市場型態<sup>3</sup>

#### 壹、供給面

在供給方面，根據前述，目前國內結構型商品交易主要分為銀行代銷結構型商品、銀行發行組合式商品、投信發行保本型基金及保險公司設計的投資型保單等。但在境外結構型商品方面之供給方，則為透過銀行端之受託投資（信託）、透過證券端之受託買賣（複委託）及透過保險端之投資型保單之投資。其中，證券端則包括由國外之發行人(issuer)透過總代理人制度銷售給國內之經銷商(distributor)。

就上述境外結構型商品之供給方而言，其發行商品數量較大者來自在台灣設有銀行分行/子行之海外母行所發行者，如瑞士銀行UBS、巴克萊銀行、星展銀行等之發行量獨占鰲頭；另一方面，透過證券業發行人/總代理人之境外結構型商品數，相對較少，僅約達前者之 1/10。這其中之差距，根據相關業者分析，其中原因包括數端：一般金融消費者原本即較信任銀行，且銀行較能掌控客戶資金狀況，故較能主動從事行銷；此外，外銀在台分行/子行與其海外總行間之法律關聯性，比較海外發行人與國內代理人間之關係，消費者對前者之信任度較高；而且，外銀海外總行與國內分行/子行一家親，故更願意詳細告知其產品內涵，也較能受到消費者之信任與青睞。

#### 貳、需求面

在需求方面，可分為來自「專業投資人」與「非專業投資人」兩大類需求者。

自 2008 年發生雷曼事件後，我主管機關為保障投資人權益，將

---

<sup>3</sup>本節內容大部分係根據本計畫研究人員在國內及赴新加坡與香港訪談，綜合研究人員意見後所得。

境外結構型商品得銷售對象區分為「專業投資人」與「非專業投資人」(詳見表 5-1)。目前銀行實務上對「專業投資人」訂有較高的投資金額申購門檻，通常金額約為美金 10 萬元(或等值其他外幣金額)，另目前在銀行端較少有銷售給「非專業投資人」的商品---「境外結構型商品管理規則」通過迄今，僅有 31 檔(信託公會審查核准 2 檔、壽險公會審查核准 29 檔)商品經相關同業公會審核通過銷售予非專業投資人，原因可能為依主管機關規定尚需送相關同業公會審核所致。

**表 5-1 境外結構型商品銷售對象**

法律名詞	法人或 自然人	法源	定義
專業機構 投資人	法人	境外結構型 商品管理規 則第三條第 一項第一款	係指國內外之銀行、保險公司、票券金融公司、證券商、基金管理公司、政府投資機構、政府基金、退休基金、共同基金、單位信託、證券投資信託公司、證券投資顧問公司、信託業、期貨商、期貨服務事業及其他經本會核准之機構。
高淨值投 資法人	法人	境外結構型 商品管理規 則第三條第 一項第二款	同時符合下列條件，並以書面向信託業、證券商或保險業（以下簡稱受託或銷售機構）申請為高淨值投資法人： （一）最近一期經會計師查核或核閱之財務報告淨資產超過新臺幣二百億元者。但中華民國境外之法人，其財務報告免經會計師查核或核閱。 （二）設有投資專責單位，並配置適任專業人員，且該單位主管具備下列條件之一： 1.曾於金融、證券、期貨或保險機構從事金融商品投資業務工作經驗三年以上。 2.金融商品投資相關工作經驗四年以上。 3.有其他學經歷足資證明其具備金融商品投資專業知識及管理經驗，可健全有效管理投資部門業務者。

			<p>(三) 最近一期經會計師查核或核閱之財務報告持有有價證券部位或衍生性金融商品投資組合達新臺幣十億元以上。但中華民國境外之法人，其財務報告免經會計師查核或核閱。</p> <p>(四) 內部控制制度具有合適之投資程序及風險管理措施。</p>
總資產超過新臺幣五千萬元之法人或基金。(專業法人)	法人	境外結構型商品管理規則第三條第一項第三款	最近一期經會計師查核或核閱之財務報告總資產超過新臺幣五千萬元之法人或基金。但中華民國境外之法人，其財務報告免經會計師查核或核閱。
專業投資人之自然人	自然人	境外結構型商品管理規則第三條第一項第四款	<p>同時符合下列條件，並以書面向受託或銷售機構申請為專業投資人之自然人：</p> <p>(一) 提供新臺幣三千萬元以上之財力證明；或單筆投資逾新臺幣三百萬元之等值外幣，且於該受託、銷售機構之存款及投資（含該筆投資）往來總資產逾新臺幣一千五百萬元，並提供總資產超過新臺幣三千萬元以上之財力聲明書。</p> <p>(二) 投資人具備充分之金融商品專業知識或交易經驗。</p> <p>(三) 投資人充分了解受託或銷售機構受專業投資人委託投資得免除之責任，同意簽署為專業投資人。</p>
信託業		境外結構型商品管理規則第三條第一項第五款	簽訂信託契約之信託業，其委託人符合第二款、第三款或前款之規定。
非專業投資人		境外結構型商品管理規則第三條第二項	係指符合前項專業投資人條件以外之投資人。

資料來源：境外結構型商品管理規則

其中，「高淨值投資法人」係金融主管機關為配合推動「金融基礎工程計畫」、「金融商品進口替代方案」、「打造數位化金融環境 3.0」及「金融創新元年」等政策，特於 2015 年 9 月 18 日所修正之「境外結構型商品管理規則」中，針對專業投資人所新增之類別者。

之前，配合行政院於 2013 年 11 月核定之「金融業納入自由經濟示範區之規劃方案」，及為健全境外結構型商品之管理及保障投資人權益，金管會於 2014 年 7 月修正發布「境外結構型商品管理規則」，簡化以專業機構投資人為銷售對象之境外結構型商品之審查程序，並放寬部分商品之連結標的。後來，於 2015 年 9 月，除了針對境外結構型商品之銷售對象新增一類高淨值投資法人，並簡化其銷售程序，及進一步鬆綁境外結構型商品得由國內金融機構母公司擔任總代理人、放寬部分商品之連結標的，及將人民幣納入商品計價幣別等相關鬆綁措施，以促進金融業發展及回應市場需求。

在台灣，各金融機構之金融商品客戶多有所區隔，各勝擅場。舉例而言，UBS 境外結構債之最大客戶為總資產超過三千萬尋台幣之專業投資人之自然人，屬於私人銀行業務，至於非專業投資人客戶之送件則甚少。至於 UBS 之法人客戶，則偏好購買國際債券，並偏向長期持有，以分散風險。

## 參、產品面

在產品方面，自從金融消費保護法推出後，相關金融商品皆轉為較為簡單型態；目前相關產品最大之風險為信用風險，而其必須看其信評等級。不過基本上，這麼多年來，投資人之學習曲線已然跟上。在市場上，每家金融機構所銷售之境外結構債商品大致不相同，有市場區隔。以 UBS 為例，UBS 所銷售之境外結構債商品種類，乃以股權相關為主，檔數多，但每檔之金額皆不大，多屬為客戶量身訂做者。

在台灣，境外結構型商品銷售排名依次為：range accrual、VM、及 simple yield end。其中，台灣最熱賣之 range accrual 此一商品係設定執行價(strike price)，在一區間內，每天累計配息：如約定某一連結標的價格若為執行價之 90% 以上時，則投資人即獲得一天之配息。由於此一商品銷售時號稱有不小於 10% 之機率(即價格不跌超過 10%) 可賺錢，故得以熱銷。以上配息係固定的，也有不固定之配息，後者因不確定性較高，故配息亦較高。

至於境外結構型商品銷售第二名，則是 VM(Variable Maturity)，為 fixed coupon note，到期日有三個月至一年期，如一年收益率為 12% 的話，則每月可拿到 1%。由於購買者每月皆有固定收益(假若未遭停利，即未被 knock out)，故成為暢銷金融商品。但若該票據價格低於執行價，則變成賣出賣權(sell put)，而需進行實物交割(delivery)，投資人會以高於市價(即執行價)，買入該票據。

境外結構型商品銷售第三名則是 simple yield end，此商品乃貼現折價發行，沒有配息，類似於將賣出賣權(sell put)證券化，變成一種票據；通常為 3~6 個月期限。假如市場價格不低於原訂價格之 10%，則到期拿到原先講好之目標價如 100 元；假如市場價格低於原訂價格之 10%，則則變成賣出賣權(sell put)，而需進行實物交割(delivery)。

#### **第四節 臺灣境外結構型商品整體監理氛圍---與星港之比較<sup>4</sup>**

在次貸風暴前，台灣在結構型商品上是屬於一個成熟、且可與港星相抗衡之市場。但在次貸風暴後，台灣之監理較嚴格，因此在份額上也較新加坡下降。至於香港，與新加坡比起來，特別是在零售市場

---

<sup>4</sup> 本節內容係根據本計畫研究人員親赴新加坡與香港訪談，及綜合研究人員意見所得。



方面，也是監理較為嚴格。

一般而言，業者咸認，經銷者較接近投資人，故比中介者應要承擔較大責任，故經銷商才是監理之重點；舉例而言，UBS 台灣分行是屬於境外結構型商品之經銷者，由 UBS 新加坡分行此一中介者 (intermediary) 手上將商品再賣給投資人(即客戶)。經銷者須做好 KYC，須做好投資人適合承作商品之了解與審查。

不過，有些業者也認為，隨著監理環境之變化，譬如有些法規如槓桿之放寬等，台灣在結構型商品方面仍是有成長之潛力。

根據外資業者之觀察，相較而言，星港著重於教育，包括金融機構對於自己行員之教育，以及對於投資人之教育。星港業者與學者皆強調，唯有市場之猜與者皆了解自己所負之責任，市場才會健全發展。

不過，雷曼事件之後，在香港由於其金管局 HKMA 要求銀行賠償，導致銀行對於結構型相關金融產品之推銷大幅縮手，不想再推。而在那之後，香港的整個監理氛圍也偏向保護投資人，與新加坡之間之差異越益擴大。新加坡則較為中立，通常投資人與金融機構間產生爭議糾紛時，即交付法院裁定，其認為如此一來投資人與金融機構皆會較負責任。

業者認為，台灣應更開放，應加強在教育投資人上，而非透過法之約束，讓投資人之風險意識下降，如此是不好的走向。建議台灣產品平台應多些，更加分散。並增加費用透明度。

星港市場較成熟、開放。有關金融機構 KYC 之規定並未放在法律中，而是放在金融機構之內部程序及內控規定中；後者由金融機構之稽核進行日常監控，至於政府監理單位則是對此進行每年不定期檢

視。除此之外，新加坡監理單位(MAS)之監理僅是訂定總體之架構，掌握關鍵要素，如：將適合之產品賣給適合之客戶。因此，對於獲得私人銀行執照之金融機構，對其結構型商品之銷售不必審核，但對於其他銀行(如未擁有私人銀行執照之台灣的銀行)則視個案而定。不過，雷曼風暴後，新加坡之金融機構加強自律，除非是法人客戶，不然一般趨向於不對客戶銷售不太懂之商品。上述觀察，或可作為國內相關監理單位及業者之參考。

# 第三章 港、星、日、英、美結構型商品之監理 規範、監理原則架構及其發展沿革背景

## 第一節 境外結構型商品監理規範目的與核心內涵

為健全境外結構型商品之管理及保障投資人權益，金融監督管理委員會(以下簡稱金管會)前於 2009 年 7 月 23 日依據信託業法第 18 條之 1 第 2 項、證券交易法第 44 條第 4 項、第 62 條第 2 項、保險法第 144 條第 1 項及第 146 條第 6 項之授權規定，訂定發布「境外結構型商品管理規則」。後依各界建議及審酌實務運作需求，並為因應時局變化與金融服務多樣性嗣經多次修正。鑑於金融商品近年來設計越來越趨複雜，尤其境外結構型商品複雜性更高，專業投資人不易充分了解其商品特性及風險，更何況非專業的投資者。然臺灣由於金融業之過度競爭，各金融機構積極不斷尋找高利基商品，也因為專注於追求利潤而忽略其他的風險，而產生了許多爭議與糾紛。

現行我國對於受有損害的境外結構型商品投資者得以解決的紛爭機制，除了透過和解以及評議的方式給予救濟外，尚有調解、仲裁與訴訟等方式，然相關的主管機關與金融機構，多半皆希望在未進入到訴訟程序前得以和解完成，惟與金融機構私下和解的投資人，其賠償方式並無一定的標準，完全視個別投資人談判技巧而定，且每位投資人的狀況不同，現實上亦有投資人對於其境外結構型商品甚為了解，僅是單純投資失利，卻也得到賠償，如是一來，判斷投資者得否獲得賠償，繫諸於投資人個人談判能力、訴訟上攻防能力，此狀況是否為我國金融監理所欲達到之目的顯然有所疑義。準此，建構完善的境外結構型商品監理制度，以作為兼顧金融市場發展與投資人保護，希望能達到未來減少紛爭與保障投資人的金融環境，將是主要的核心內

容。

## 第二節 標的國監理規範之研析

為詳細研析境外結構型商品於他國內之監理制度及其規範特色，本研究擬以鄰近各國、英美作為研究標的，藉由香港、新加坡、日本、英國及美國等國針對境外結構型商品規範進行研析，作為我國境外結構型商品法規範之借鏡，以此完足我國境外結構型商品法規範架構。

標的國各國針對結構型商品之法規範，多未區分「境內結構型商品」與「境外結構型商品」，而均以「結構型商品」作為其規範之標的。結構型商品於各標的國證券相關法規中不論係認定其非「有價證券」而直接針對其銷售端進行特別規範；或認定其「屬於有價證券」，而適用有價證券相關原則性規範之同時，為配合結構型商品具有金融發展多變性、發行不易規範之特點，以及針對境外發行人無從規範之現實，各國相關法規亦著重在「銷售端」之法規監理，要求金融商品銷售商著實履行其銷售義務(如：說明義務)以及顧客評估義務等。其次，各國亦加強銷售商、代理商對於結構型商品之揭露義務，要求銷售商針對其商品之連結標的、重要內容以及重大影響商品事由，必須如實且持續揭露。另外，並透過法規附表等方式強化投資人區分制度，針對專業投資人及一般投資人進行詳細區分，於一般投資人部分採取銷售上之高度義務標準；而於專業投資人則透過不同豁免規定減輕銷售商之負擔。

本研究為切實符合標的國各國境外結構型商品法規監理之狀況，於研析標的國各國法規監理時，即遵循各國現行法規範架構進行研議，而未再予以區分「境內結構型商品」及「境外結構型商品」，合先敘明。

## 壹 香港

非上市結構型金融商品於香港（例如股票掛鈎票據）進行發售行為，必須受到《證券及期貨條例》之規範，同時發售及廣告行為必須符合依《證券及期貨條例》第 399 條授權證券及期貨事務監察委員會（以下簡稱證監會）所制定之《證監會有關單位信託及互惠基金、與投資有關的人壽保險計劃及非上市結構性投資產品的手冊》第 IV 節《非上市結構性投資產品守則》之相關規定。

### 一、2002 年《證券及期貨條例》

基於金融服務全球化，以及資訊科技突飛猛進的發展，令投資者不再受地域限制，同時新技術、新金融產品、新市場參與者及新交易方式不斷湧現，香港於 1999 年 3 月開始進行證券及期貨市場法例改革，參酌英國所草擬《金融事務及市場法草案》(Financial Services and Markets Bill)、美國、澳洲及中國《證券法》，香港財政司決定於 1999 年以一部綜合法例來取代原先分散在各條例的規管證券期貨業監管法規，基於此前提之下，制定《證券及期貨條例》以作為監管證券及期貨業的綜合條例<sup>5</sup>。

簡言之，《證券及期貨條例》的目的是設立一個具有下列功能的現代法律架構：(a) 增強對市場的信心；(b) 確保投資者獲得恰當的保障；(c) 減少市場失當行為及金融罪案；以及(d) 促進創新和競爭。有關《證券及期貨條例》的主要制定方向可約略整理如下：(a) 減輕中介人註冊手續(實施單一牌照制度)及降低負責人員認定範圍；(b) 打擊市場失當行為<sup>6</sup>；(c) 提高市場透明度；(d) 以靈活架構配合市場

<sup>5</sup> 香港特別行政區政府，《證券及期貨條例草案》諮詢文件，2000 年 4 月，第一章：建立現代化監管架構，頁 1-4。

<sup>6</sup> 市場失當行為包含內幕交易及其他明定之五種市場失當行為。五種市場失當行為分別是：虛假證券或期貨合約交易、操控證券或期貨合約的價格、操縱股票市場(僅就證券而言)、披露關於證券或期貨合約受禁交易的資料，以及披露證券或期貨合約的虛假或具誤導性的資料以誘使進行證券或期貨合約交易。參〈就《證券及期貨條例草案》向立法會提交的資料摘要〉，註五，頁 6。

新發展，如自動化交易服務、容許證監會介入第三方訴訟及對投資人賠償明確化等；(e) 提高證監會的透明度及問責性。

表 3-1 香港證監會投資者保障措施

階段	售前	銷售	售後
改革措施	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ <u>文件</u></li> <li>證監會手冊</li> <li>廣告宣傳指引</li> <li>產品資料概要</li> <li>◆ <u>證券及期貨條例涵蓋所有非上市的結構型產品</u></li> <li>◆ <u>教育</u></li> <li>投資者教育局</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ <u>披露</u></li> <li>銷售披露文件</li> <li>利益披露</li> <li>◆ <u>銷售過程</u></li> <li>附送贈品</li> <li>投資者分類</li> <li>專業投資者</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ <u>披露</u></li> <li>持續披露</li> <li>◆ <u>冷靜期</u></li> <li>為投資者提供冷靜期</li> <li>◆ <u>解決爭議</u></li> <li>財經事務申訴專員</li> </ul>

資料來源：證監會 2009 年 9 月「建議加強投資者保障措施的諮詢文件」，頁 6。

## 二、2011 年《證券及期貨條例》結構性產品修訂

香港《證券及期貨條例》於 2002 年制定施行後，幾經修正，嗣於 2011 年考量結構性產品的監管與規範需求，故修正第 103 條〈在某些情形下發出關於投資的廣告、邀請或文件的罪行〉之規定，依第 103 條第(1)款(a)(ii)規定，原則上任何人在香港或其他地方發出任何廣告、邀請或文件，或為在香港或其他地方發出而管有任何廣告、邀請或文件，而他知道該廣告、邀請或文件（視屬何情況而定）屬 / 或載有請公眾作出訂立或要約訂立受規管投資協議，或旨在取得、處置、認購或包銷任何其他結構性產品的協議的邀請，即屬犯罪，由此規定

可以看出香港關於結構性商品之廣告、要約，係採原則禁止而例外開放之規範模式。

並新增第 104A 條及修正第 106 條，依第 104A 條規定，證監會有權認可結構性投資產品<sup>7</sup>，並且依第 106 條規定，當證監會認定：

1. 申請資料要項為虛假或具誤導性時；2. 認可時之附加條件未達成時；3. 認可時之附加條件所具資料為虛假或具誤導性時；4. 為保障投資大眾利益，一旦符合上述任一要件時證監會即可撤回該結構性投資商品之認可<sup>8</sup>。

### (一) 失實陳述

於第 107 條訂有詐欺或罔顧實情的失實陳述之刑事處罰規定，依第 107 條(1)(a)規定任何人為誘使另一人訂立或要約訂立受規管投資協議，或旨在取得、處置、認購或包銷任何其他結構性產品的協議，而作出任何欺詐的失實陳述或罔顧實情的失實陳述，即屬犯罪。並於同條明定詐欺及罔顧實情的失實陳述之行為態樣。

另外，於第 108 條亦明定失實陳述的民事責任，依第 108 條

---

<sup>7</sup> 《證券及期貨條例》第 104A 條 (1)、(2)

(1) 證監會可應任何人的申請，在第(2)款指明的條件及該會認為適當的任何其他條件的規限下認可任何結構性產品。

(2) 認可任何結構性產品的條件，是在該產品屬獲認可的任何時間，以下規定獲符合—

(a) 須有一名個人根據第(3)款獲證監會核准為核准人士，成為該會可就該產品送達通知及決定的送達對象；及

(b) 須—

(i) 在不抵觸第(ii)節的條文下，將該核准人士最新的聯絡辦法詳情告知證監會，包括(如適用的話)其地址、電話號碼、傳真號碼及電郵地址；

(ii) 在有關的聯絡辦法詳情有所改變後的 14 日內，將該項改變告知證監會。

<sup>8</sup> 《證券及期貨條例》第 106 條 (1)

(1) 在符合第(5)款的規定下，就根據第 104 條就某集體投資計劃、根據第 104A 條就某結構性產品或根據第 105 條就某廣告、邀請或文件的發出所給予的認可而言，如證監會斷定—

(a) 任何依據第 104(6)、104A(6)或 105(6)條(視屬何情況而定)向該會提供的資料在提供的時候在要項上屬虛假或具誤導性；

(b) 根據第 104、104A 或 105 條(視屬何情況而定)就該項認可而施加的任何條件未獲遵從；

(c) 任何在看來是遵從根據第 104、104A 或 105 條(視屬何情況而定)就該項認可而施加的條件時向該會提供的資料在提供的時候在要項上屬虛假或具誤導性；或

(d) 為保障投資大眾的利益，撤回該項認可是可取的，則證監會可撤回該項認可。

(1)(a)(ii)，凡任何人作出任何欺詐的失實陳述、罔顧實情的失實陳述或疏忽的失實陳述，而另一人受該失實陳述所誘使而訂立或要約訂立受規管投資協議，或旨在取得、處置、認購或包銷任何其他結構性產品的協議，則首述的人負有法律責任以損害賠償的方式賠償該另一人因依賴該失實陳述而蒙受的金錢損失，不論首述的人是否根據本部或其他規定亦招致任何其他法律責任。如公司或其他法人團體曾作出任何欺詐之失實陳述、罔顧實情之失實陳述或疏忽之失實陳述，而他人受該失實陳述所誘使而作出訂立或要約訂立受規管投資協議，或旨在取得、處置、認購或包銷任何其他結構性產品的協議行為，則在該失實陳述作出時擔任該公司或法人團體董事之人，推定為曾作出該失實陳述，但如證明其並無授權作出該失實陳述，則不受前述推定所及。

關於前文所述失實陳述之態樣，第 107 條(3)及第 108 條(7)有詳盡之定義：

**(a) 欺詐的失實陳述 (fraudulent misrepresentation) 指—**

- (i) 任何陳述，而在該陳述作出時，作出該陳述的人知道該陳述是虛假、具誤導性或具欺騙性的；
- (ii) 任何承諾，而在該承諾作出時，作出該承諾的人是無意履行該承諾的，或知道該承諾是不能夠履行的；
- (iii) 任何預測，而在該預測作出時，作出該預測的人知道根據他當時所知的事實，該預測是沒有充分理由支持的；或
- (iv) 任何陳述或預測，而在該陳述或預測作出時，作出該陳述或預測的人蓄意遺漏某項事關重要的事實，以致—(A) (就陳述而言)該陳述成為虛假、具誤導性或具欺騙性的陳述；或(B) (就預測而言)該預測成為具誤導性或具欺騙性的預測。

**(b) 罔顧實情的失實陳述 (reckless misrepresentation) 指—**

- (i) 任何陳述，而在該陳述作出時，該陳述是虛假、具誤導性或具欺



騙性的，並且是罔顧實情地作出的；

(ii) 任何承諾，而在該承諾作出時，該承諾是不能夠履行的，並且是罔顧實情地作出的；

(iii) 任何預測，而在該預測作出時，該預測是罔顧實情地作出的，並且根據作出該預測的人當時所知的事實，該預測是沒有充分理由支持的；或

(iv) 任何陳述或預測，而在該陳述或預測作出時，作出該陳述或預測的人罔顧實情地遺漏某項事關重要的事實，以致—(A) (就陳述而言) 該陳述成為虛假、具誤導性或具欺騙性的陳述；或(B) (就預測而言) 該預測成為具誤導性或具欺騙性的預測。

**(c) 疏忽的失實陳述 (negligent misrepresentation) 指—**

(i) 任何陳述，而在該陳述作出時，該陳述是虛假、具誤導性或具欺騙性的，並且是在沒有採取合理程度的謹慎以確保其準確性的情況下作出的；

(ii) 任何承諾，而在該承諾作出時，該承諾是不能夠履行的，並且是在沒有採取合理程度的謹慎以確保該承諾能夠履行的情況下作出的；

(iii) 任何預測，而在該預測作出時，該預測是在沒有採取合理程度的謹慎以確保其準確性的情況下作出的，並且根據作出該預測的人當時所知的事實，該預測是沒有充分理由支持的；或

(iv) 任何陳述或預測，而在該陳述或預測作出時，作出該陳述或預測的人疏忽地遺漏某項事關重要的事實，以致—(A) (就陳述而言) 該陳述成為虛假、具誤導性或具欺騙性的陳述；或(B) (就預測而言) 該預測成為具誤導性或具欺騙性的預測。

## **(二) 結構性產品定義**

於本次《證券及期貨條例》結構性產品部分之修訂中，主管機關並於附表中明文定義結構性產品，所謂「結構性產品」(structured

product)指——(a) 一種其部分或全部回報或到期金額(或回報及到期金額)或其結算方法是參照以下一項或多於一項因素而釐定的票據——(i) 任何類型的證券、商品、指數、財產、利率、貨幣兌換率或期貨合約或任何類型的該等項目的組合的價格、價值或水平(或在該價格、價值或水平的某一幅度內)的變動；(ii) 任何一籃子多於一種類型的證券、商品、指數、財產、利率、貨幣兌換率或期貨合約或多於一種類型的該等項目的組合的價格、價值或水平(或在該價格、價值或水平的某一幅度內)的變動；或(iii) 任何指明事件(不包括任何只關於票據的發行人或擔保人，或它們兩者的事件)的發生或不發生；(b) 受規管投資協議；或(c) 由本條例第 392 條提述的公告訂明為按照該公告視為結構性產品的權益、權利或財產，或屬如此訂明為如此視為結構性產品的類別或種類的權益、權利或財產。

「結構性產品」不包括——(a) 為籌集資本資金而發行的債權證，而該債權證可轉換為或換取該債權證的發行人或其有連繫法團的股份(不論屬已發行的或未發行的)；(b) 為籌集資本資金而發行，並令其持有人有權認購其發行人或其有連繫法團的股份(不論屬已發行的或未發行的)的公司認股證；(c) 集體投資計劃；(d) 寄存單據；(e) 僅因具有一個符合以下說明的可變利率而屬第(1)(a)款所指的債權證：該利率會被定期重設的，使之相等於一個廣泛套用的資金市場利率或銀行同業參考利率(不論是否受制於預設的最高或最低利率)加或減一個指明利率(如有的話)；(h) 就——(i) 根據《廣播條例》(第 562 章)第 37 條批准的競賽；或(ii) 根據《電訊條例》(第 106 章)第 IIIA 部而領牌的服務所包括的競賽，而發行的票據；(i) 關於《保險公司條例》(第 41 章)附表 1 所指明的任何保險業務類別的保險合約；或(f) 符合以下說明的產品：只由法團向以下人士發行——(i) 該法團或其有連繫法團的真正僱員或前僱員；或(ii) 第(i)節提述的人

的配偶、遺孀、鰥夫、親生或領養的未成年子女，或未成年繼子女，而該產品的部分或全部回報或到期金額（或回報及到期金額）或其結算方法，是參照該法團或其有連繫法團的證券而釐定的；(g) 只可根據——(i) 《博彩稅條例》（第 108 章）或《賭博條例》（第 148 章）所指的牌照、准許或其他批准；或(ii) 《政府獎券條例》（第 334 章），管有、推廣、作出要約、售賣、印製或發布的產品；(j) 由本條例第 392 條提述的公告訂明為按照該公告不視為結構性產品的權益、權利或財產，或屬如此訂明為如此不視為結構性產品的類別或種類的權益、權利或財產。

### (三) 投資人區分制度

有關投資人區分制度，則於附表 1 第 1 部第 1 條中定義，專業投資者 (professional investor) 指——(a) 認可交易所、認可結算所、認可控制人或認可投資者賠償公司，或根據本條例第 95(2)條獲認可提供自動化交易服務的人；(b) 中介人，或經營提供投資服務的業務並受香港以外地方的法律規管的其他人；(c) 認可財務機構，或並非認可財務機構但受香港以外地方的法律規管的銀行；(d) 根據《保險公司條例》（第 41 章）獲授權的保險人，或經營保險業務並受香港以外地方的法律規管的其他人；(e) 符合以下說明的計劃——(i) 屬根據本條例第 104 條獲認可的集體投資計劃；或(ii) 以相似的方式根據香港以外地方的法律成立，並(如受該地方的法律規管)根據該地方的法律獲准許營辦，或營辦任何該等計劃的人；(f) 《強制性公積金計劃條例》（第 485 章）第 2(1)條界定的註冊計劃，或《強制性公積金計劃(一般)規例》（第 485 章，附屬法例 A）第 2 條界定的該等計劃的成分基金，或就任何該等計劃而言屬該條例第 2(1)條界定的核准受託人或服務提供者或屬任何該等計劃或基金的投資經理的人；(g) 符合以下說明的計劃——(i) 屬《職業退休計劃條例》（第 426 章）第 2(1)條界定的註

冊計劃；或(ii) 屬該條例第 2(1)條界定的離岸計劃，並(如以某地方為本籍而受該地方的法律規管)根據該地方的法律獲准許營辦，或就任何該等計劃而言屬該條例第 2(1)條界定的管理人的人；(h) 任何政府（市政府當局除外）、執行中央銀行職能的任何機構，或任何多邊機構；(i) (除為施行本條例附表 5 外)符合以下說明的法團— (i) 屬下述者的全資附屬公司— (A) 中介人，或經營提供投資服務的業務並受香港以外地方的法律規管的其他人；或(B) 認可財務機構，或並非認可財務機構但受香港以外地方的法律規管的銀行；(ii)屬持有下述者的所有已發行股本的控權公司— (A) 中介人，或經營提供投資服務的業務並受香港以外地方的法律規管的其他人；或(B) 認可財務機構，或並非認可財務機構但受香港以外地方的法律規管的銀行；或(iii) 屬第(ii)節提述的控權公司的任何其他全資附屬公司；或(j) 屬於為施行本段而藉根據本條例第 397 條訂立的規則訂明為就本條例條文屬本定義所指的類別的人，或（如為施行本段而藉如此訂立的規則訂明某類別為就本條例任何條文屬本定義所指的類別）在該範圍內屬於該類別的人。

### **三、2010 年 6 月及 2013 年 4 月《證監會有關單位信託及互惠基金、與投資有關的人壽保險計劃及非上市結構性投資產品的手冊》**

香港證監會為因應相關金融商品販售、交易及發展等需求，因此基於《證券及期貨條例》第 399 條而制定《證監會有關單位信託及互惠基金、與投資有關的人壽保險計劃及非上市結構性投資產品的手冊》（以下簡稱《手冊》），本《手冊》並不具有法律效力，且單純違反其規定不得作為起訴之依據，然而一旦行為人因違法行為受起訴時，《手冊》即得作為證據之一，另外證監會於監管此類金融商品時，亦得將《手冊》作為參考之依據。

此類金融產品之提供者除須遵守《手冊》之規定外，亦須配合證監會之調查，同時倘有重大違反《手冊》規定情事之發生，須儘速通知證監會，並須即時且盡力採取適當補救措施。《手冊》中關於產品的發行，亦考量到香港使用語言之特殊性，故要求產品之銷售文件原則上須同時以中文及英文書寫。

有關金融產品資訊之披露，除須透明且公正的披露以外，尚要求金融產品提供者必須編製所有金融產品之資料概要以作為產品之摘要，並且須於頁首及所有開頭以顯眼方式作出警告聲明，提醒投資者產品資料概要僅作為銷售文件之一部分，不得僅以此作出投資決定，以保障投資人獲有完全的資訊接觸權，使之在瞭解投資風險且未受詐欺、虛偽資料影響之情形下從事金融產品之投資。另外，僅有在《手冊》中各該產品守則准許下，始得作出免責聲明，該免責聲明不得免除或限制相關人士在法例及/或其他適用規則、守則或指引下必須向投資者履行的責任。

#### **四、2015年第三版《證監會有關單位信託及互惠基金、與投資有關的人壽保險計劃及非上市結構性投資產品的手冊》**

關於非上市結構型投資產品發行人之資格，《手冊》第IV節的《非上市結構性投資產品守則》<sup>9</sup>第II部第3章之規定，發行人必須於香港成立法人或證監會所認可之法人，而證監會所認可之法人情形，證監會會考慮下列因素：(a) 會否有任何法律障礙，妨礙任何香港投資者或代表任何香港投資者針對發行人所採取的任何強制行動，或妨礙有關方面強制執行香港法院作出的任何判決或裁決；(b) 保障投資者及債權人權益的適用法例、企業管治標準及打擊洗黑錢的責任，是否等同適用於在香港成立為法團的公司的法例、標準及責任；及(c) 該

---

<sup>9</sup> 《證監會有關單位信託及互惠基金、與投資有關的人壽保險計劃及非上市結構性投資產品的手冊》，第IV節。

司法管轄區有否施加任何可能對投資者取得或脫除有關結構性投資產品構成不利影響的外資擁有權限制，或可能對發行人就結構性投資產品履行責任的能力、或對交收或結算結構性投資產品的交易構成影響的外匯或其他限制<sup>10</sup>。

並且發行人於發行結構性投資產品時必須符合：(a) 其最新一期已公布經審計財務報表及中期財務報告所載的資產淨值(即股本加儲備的總和)，不少於 20 億港元；(b) 符合以下其中一項條件：(i) 身為受規管實體；或(ii) 獲得最少一家具國際地位及信譽並獲證監會接納的評級機構，給予不低於首三個最佳投資級別的信貸評級；及 (c) 不得：(i) 身為根據任何適用法例進行或提出的任何有關清盤、解散或破產管理的程序、呈請、申請或決議，或任何其他相似濟助或類似程序所針對的目標；(ii) 無力償債或根據任何適用法例被當作無力償債，或未能償還到期的債項；(iii) 與任何債權人達成任何貸款重組、重整或還款安排而導致任何債務妥協或寬免；(iv) 就一般無抵押負債宣布或提出延期償付；(v) 與債權人或為債權人的利益作出任何一般轉讓、安排或債務重整協議；(vi) 被任何有抵押債權人或接管人接管全部或絕大部分資產；或有任何針對其全部或絕大部分資產而實施或強制執行的法律程序；或(vii) 就該實體或其資產而已獲委任任何接管人、管理人或類似人員<sup>11</sup>。

關於結構性投資產品的連結標的，必須是證監會所認可之參考資產，且發行人必須定期向投資者免費提供參考資產、其表現及/或價值，以及相關資料，並且發行人須確保結構性投資產品的價值或回報與每項參考資產的掛鈎基礎，必須透明且客觀。

---

<sup>10</sup> 《證監會有關單位信託及互惠基金、與投資有關的人壽保險計劃及非上市結構性投資產品的手冊》第 IV 節 3.2 註釋(2)。

<sup>11</sup> 《證監會有關單位信託及互惠基金、與投資有關的人壽保險計劃及非上市結構性投資產品的手冊》附錄 A。

另外，基於前述發行人資格之不同（《非上市結構性投資產品守則》3.3）可能有「有保證結構性投資產品」，此時保證人之資格必須同樣遵守3.2、3.3(a)之規定，倘保證人為法人時，其必須具有訂立保證契約之能力。又保證條款必須必須：(a) 為結構性投資產品所有投資者的利益而發生效力；及(b) 規定保證人以首要義務人的身分，就發行人妥善及準時地向投資者履行根據及按照結構性投資產品的條款及條件(包括在該等條款及條件可被修訂或寬免的範圍內)而產生的所有責任，負有無條件及不可撤銷的法律責任。關於保證相關之法律意見，《非上市結構性投資產品守則》交由發行人及保證人之法律顧問提出，而非由證監會自行作成<sup>12</sup>。

當結構性投資產品具有抵押以作為信貸基礎時，《非上市結構性投資產品守則》規定抵押品必須為現金或其他可流通之物，同時還需實際上具有流通市場，並經最少一家具國際地位及信譽並獲證監會接納的評級機構所為之信貸評等；另外，抵押品必須多元化，並能有效率的受強制執行。就抵押品之消極資格，抵押品不得為：分派金額主要來自嵌入式衍生工具或合成投資工具的結構性產品；或由特別目的投資公司、特別投資公司或類似實體發行的證券。

發行人尚須確保在不遲於結構性投資產品的有關交易日後第一個香港營業日結束時，就結構性投資產品取得有關抵押品及設立有關抵押品的所有權利及權益<sup>13</sup>。

關於發行人之持續揭露責任，《非上市結構性投資產品守則》第III部（第7章）以下亦有詳實規定，並於第IV部（第8章）明確規定發行人必須設立冷靜期或平倉權利。另於附錄C部分詳實列出銷

---

<sup>12</sup> 《證監會有關單位信託及互惠基金、與投資有關的人壽保險計劃及非上市結構性投資產品的手冊》第IV節5.9、5.11。

<sup>13</sup> 《證監會有關單位信託及互惠基金、與投資有關的人壽保險計劃及非上市結構性投資產品的手冊》第IV節5.15 – 5.20。

售文件所必須揭露之資料，更於附錄 D 部分就有關廣告之方式與內容作出詳盡之規範，以保障廣大投資人。

## 五、《證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則》

### (一) 認識客戶程序

證監會發佈的《證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則》(以下簡稱《準則》)中要求持牌人或註冊人應採取一切合理步驟，以確立其每位客戶的真實和全部的身分、每位客戶的財政狀況、投資經驗及投資目標，並根據客戶對衍生工具的認識將客戶分類。

若客戶沒有衍生工具知識但有意認購衍生產品(在本段中以下簡稱為「交易」)，而該衍生產品：(i) 是在交易所買賣，且持牌人或註冊人沒有就擬進行的交易向該客戶作出招攬或建議行為，則持牌人或註冊人應向客戶解釋該產品所附帶的相關風險；(ii) 並非在交易所買賣，且持牌人或註冊人沒有就擬進行的交易向該客戶作出招攬或建議行為，則持牌人或註冊人應就有關交易向客戶提出警告，並在經考慮其所察覺的或經適當查證後理應察覺的關於客戶的資料(尤其是該客戶沒有衍生工具知識的此一事實)後，就有關交易對客戶是否在任何情況下都合適，向客戶提供恰當的意見。所提出的警告及其他與該客戶溝通的紀錄都應予以保存。如評估結果顯示有關交易並不適合該客戶，持牌人或註冊人只可在執行有關交易是依照本守則一般原則中維護客戶最佳利益的行事方式的前提下，著手執行有關交易。

另外，《準則》中並明白指出「儘管《證券及期貨條例》所施加的若干法律限制(例如發出廣告、進行未獲邀約造訪及傳達證券要約)並不適用於持牌人或註冊人與專業投資者進行交易的情況，但本守則的所有規定(包括以誠實及公平和維護客戶最佳利益的態度行事等一般原則，以及須確保向客戶作出的建議或招攬行為在所有情況下都是



合理的規定)仍必須予以嚴格遵守(如獲豁免則作別論)。」

## (二) 投資人區分

《準則》15.2 部分中將專業投資人區分為三類：

**機構專業投資者** —— 屬於《證券及期貨條例》附表 1 第 1 部第 1 條「專業投資者」的定義第(a)至(i)段所指的人士。與機構專業投資者進行交易的持牌人或註冊人，可自動獲豁免遵從本守則第 15.4 及 15.5 段所載的條文。

**法團專業投資者** —— 屬於《專業投資者規則》第 3(a)、(c)及(d)條<sup>14</sup>所指的信託法團、法團或合夥。持牌人或註冊人如欲獲豁免遵從第 15.4 段所載的條文，便應遵守第 15.3A 段所載的評估規定並遵從第 15.3B 段的規定。持牌人或註冊人如只欲獲豁免遵從第 15.5 段所載的條文，則僅須遵從第 15.3B 段的規定。假如法團專業投資者有任何一方面未能符合第 15.3A 段的規定，則持牌人或註冊人與其進行交易時，不可獲豁免遵守第 15.4 段所載的條文。除另有註明外，假如持牌人或註

<sup>14</sup>《證券及期貨(專業投資者)規則》 §3

為施行本條例附表 1 第 1 部第 1 條專業投資者的定義的(j)段,現就本條例的任何條文(附表 5 除外)訂明以下人士屬該定義所指的人—

(a) 符合以下說明的任何信託法團：擔任一項或多於一項信託的信託人，而在該項或該等信託下獲託付的總資產在有關日期不少於\$40000000 或等值外幣，或該總資產值—

(i) 已載於—(A) 就該信託法團；並(B) 在有關日期前 16 個月內，擬備的最近期的經審計的財務報表內；

(ii) 通過參照—(A) 就該項信託或該等信託中任何一項信託；並(B) 在有關日期前 16 個月內，擬備的一份或多於一份屬最近期的經審計的財務報表而獲確定；或

(iii) 通過參照—(A) 就該項信託或該等信託中任何一項信託；並(B) 在有關日期前 12 個月內，發給該信託法團的一份或多於一份保管人結單而獲確定；

(c) 符合以下說明的任何法團或合夥—

(i) 擁有的投資組合在有關日期不少於\$8000000 或等值外幣；或

(ii) 擁有的總資產在有關日期不少於\$40000000 或等值外幣，或該投資組合總值或總資產值—

(iii) 通過參照—(A) 就該法團或合夥(視屬何情況而定)；並 (B) 在有關日期前 16 個月內，擬備的最近期的經審計的財務報表而獲確定；或(iv) 通過參照在有關日期前 12 個月內發給該法團或合夥(視屬何情況而定)的一份或多於一份保管人結單而獲確定；

(d) 在有關日期的唯一業務是持有投資項目並在有關日期由以下任何一名或多於一名人士全資擁有的任何法團—

(i) 符合(a)段描述的信託法團；

(ii) 符合(b)段描述的個人(不論是單獨或聯同其有聯繫者於某聯權共有帳戶)；

(iii) 符合(c)段描述的法團；

(iv) 符合(c)段描述的合夥。

冊人有任何一方面未能遵從第 15.3B 段的規定，便應履行所有監管責任而不能獲得任何豁免。

**個人專業投資者** — 屬於《專業投資者規則》第 3(b)條<sup>15</sup>所指的個人。持牌人或註冊人如欲獲豁免遵從第 15.5 段所載的條文，便應遵從第 15.3B 段的規定。除另有註明外，假如持牌人或註冊人有任何一方面未能遵從第 15.3B 段的規定，便應履行所有監管責任而不能獲得任何豁免。

### (三) 銷售義務之豁免

《準則》第 15.3A 至 15.5 段針對專業投資人、機構投資人之銷售行為具有個別豁免規定，所載詳列如下：

#### 15.3A：適用於法團專業投資者的評估規定

(a) 持牌人或註冊人如已遵從第 15.3B 段的規定，並合理地信納法團專業投資者就有關產品及市場符合第 15.3A(b)段所載的 3 項條件，則可獲豁免遵從第 15.5 段所載的條文，及亦可能獲豁免遵從第 15.4 段所載的條文。

(b) 在就有關產品及/或市場對法團專業投資者進行評估時，持牌人或註冊人應評估法團專業投資者是否符合以下全部 3 項條件：(i) 法團專業投資者擁有合適的企業架構和投資程序及監控措施(即投資決定是如何作出的，包括該法團是否設有專門的庫務或負責作出投資決定的其他職能)；(ii) 負責代表法團專業投資者作出投資決定的人士具備充分的投資背景(包括該人士的投資經驗)；及(iii) 法團專業投資

---

<sup>15</sup> 《證券及期貨(專業投資者)規則》§3

(b) 符合以下說明的任何個人：單獨或聯同其有聯繫者於某聯權共有帳戶擁有的投資組合在有關日期不少於\$8000000 或等值外幣，或該投資組合總值—

(i) 已載於由該人的核數師或會計師在有關日期前 12 個月內發出的證明書內；或

(ii) 通過參照在有關日期前 12 個月內發給該人(單獨或聯同有關有聯繫者)的一份或多於一份保管人結單而獲確定。

者對所涉及的風險有所認知(以負責作出投資決定的人士對相關風險的認知為準)。

(d) 持牌人或註冊人應對不同類別的產品或市場進行獨立評估。

(e) 如法團專業投資者停止買賣有關產品或不在有關市場進行交易超過兩年，持牌人或註冊人便應對該人士重新進行評估。

(c) 以上評估應以書面載述。持牌人或註冊人應保存在評估過程中取得的所有相關資料及文件的紀錄，以說明當時所採用的評估基準。

**15.3B：為使第 15.4 及 15.5 段下的條文不適用而需遵從的程序**

(a) 在使第 15.4 段所載的條文(在僅與法團專業投資者進行交易時)及/或第 15.5 段所載的條文(在與法團專業投資者及個人專業投資者進行交易時)不適用前，持牌人或註冊人亦應：(i) 向該客戶取得經簽署的聲明書，當中述明該客戶已給予同意；(ii) 向該客戶詳盡說明被視為專業投資者一事的後果(即持牌人或註冊人獲得的所有相關監管豁免)，以及該客戶享有隨時撤回被視為專業投資者的權利；及(iii) 述明該客戶是就某特定產品及市場被視為專業投資者，並告知該客戶享有撤回被視為專業投資者(不論就所有或任何部分產品或市場而言)的權利。

(b) 持牌人或註冊人應每年進行一次確認，從而確保該客戶繼續符合《專業投資者規則》所界定的有關規定。持牌人或註冊人進行年度確認時，應以書面提醒客戶以下事宜：(i) 被視為專業投資者的風險及後果(即持牌人或註冊人獲得的所有相關監管豁免)，尤其是持牌人或註冊人無須遵從本守則第 15.4 及/或 15.5 段(視情況而定)所載的監管規定；及(ii) 客戶享有撤回被視為專業投資者(不論就所有或任何部分

產品或市場而言)的權利。

**15.4：適用於法團專業投資者(前提是持牌人或註冊人已遵從第 15.3A 及 15.3B 段的規定)及機構專業投資者的豁免條文**

(a) 有關客戶的資料(i) 須確立客戶的財務狀況、投資經驗及投資目標(本守則第 5.1 段及附表 6 第 2(d)及 2(e)段)，但上述豁免不適用於提供企業融資意見的持牌人或註冊人；(ii) 須確保所作出的建議或招攬行為是合適的(本守則第 5.2 段及附表 6 第 49 段)；及(iii) 須評估客戶對衍生工具的認識，並根據客戶對衍生工具的認識將客戶分類(本守則第 5.1A 段)；

(b) 客戶協議(i) 須訂立協議書及提供相關的風險披露聲明(本守則第 6.1 段、附表 3 第 2 段、附表 4 第 2 段及附表 6 第 1 段)；((b)段於 2017 年 6 月 9 日生效)

(c) 為客戶提供資料(i) 須披露與交易相關的資料(本守則第 8.3A 段)；

(d) 委託帳戶(i) 持牌人或註冊人在為該客戶進行未經該客戶特定授權的交易之前，須先向該客戶取得書面授權(本守則第 7.1(a)(ii)段)；及(ii) 須解釋本守則第 7.1(a)(ii)段所述的授權，並須每年確認該項授權一次(本守則第 7.1(b)段)。

**15.5：適用於法團專業投資者及個人專業投資者(前提是持牌人或註冊人已遵從第 15.3B 段的規定)及機構專業投資者的豁免條文**

為客戶提供資料(i) 須向客戶提供有關持牌人或註冊人和有關其僱員及其他代表其行事的人士的身分和受僱狀況的資料(本守則第 8.1 段)；

(ii) 為客戶完成交易後，須盡快向該客戶確認有關該宗交易的重點(本守則第 8.2 段、附表 3 第 4 段及附表 6 第 18 段)；及(iii) 須向客戶提供關於納斯達克-美國證券交易所試驗計劃的資料文件(本守則附表 3 第 1 段)。

## 貳、新加坡

按金融交易市場主要由四個層面共同組成：發行人、投資人、仲介商以及交易媒介，新加坡於法規上透過《Securities and Futures Act, SFA》(Chapter 289)與《Financial Advisers Act, FAA》(Chapter 110)，並由 The Monetary Authority of Singapore, MAS 發佈規則，共同建構金融交易市場監理架構。肇因於雷曼事件所引發的眾投資人鉅額虧損事件，新加坡政府並加以修正《Consumer Protection (Fair Trading) Act, CPFTA》(CHAPTER 52A)，規範金融商品及金融服務以作為後端消費者保護之手段。

新加坡有關境外結構型商品之規範，主要係藉由《Securities and futures Act, SFA》(Chapter 289)第 13 部分第 2 節集體投資計劃之規定<sup>16</sup>進行規範，並且由於結構型商品屬於投資產品，其銷售人必須同時符合《Financial Advisers Act, FAA》(Chapter 110)之規範。而有關新加坡內投資產品的監管機關，則主要由 MAS 進行監督，MAS 也針對美國雷曼事件導致新加坡境內許多投資人受損之情形，先後發佈了多份調查報告與準則。

在完成對雷曼結構性金融商品的調查報告後，MAS 宣佈禁止星展銀行等 10 家金融機構銷售結構性產品（現已解禁）<sup>17</sup>。MAS 的調查指出，銷售銀行雖設有內部審核與監控程式，但在銷售結構型商品時，仍發生許多未遵守相關法令的情事，例如：1. 部份金融機構給予產品的信用評等，與雷曼公開說明書及訂價說明的風險警示說明不

---

<sup>16</sup> Securities and futures Act, 2002, c. 289, Part XIII, Division 2 – Collective Investment Schemes (Sin.).

<sup>17</sup> 有關結構型商品在新加坡之銷售監理，於雷曼事件爆發前後之差異在於：之前，結構型商品可以銷售給一般大眾或零售客戶，惟目前則被嚴格限制為僅能銷售給合格投資人或專業投資人。於雷曼事件爆發後，新加坡對於結構型商品之監理重點在於：金融機構之內部盡職調查/銷售程序/風險監控系統；只有金融機構做到符合監理單位認為之防護措施程度，特別是針對產品、客戶適合度標準，則金融機構才能再開始進行結構型商品之業務。

一致；2. 未事前對銷售人員進行足夠的產品銷售訓練；3. 未事前提供銷售人員正確而完整的產品資料。<sup>18</sup>

## 一、《SECURITIES AND FUTURES ACT, 2001》(CHAPTER 289)

新加坡作為亞洲金融中心之一，為因應金融服務的現代化與電子化交易，參酌英國 Financial Services and Markets Bill、美國等地金融規範，而於 2001 年成立一部針對證券及期貨監管的規範，即《Securities and futures Act, SFA》(Chapter 289)，嗣後於 2002 年時並對 SFA 進行全盤修正，現行新加坡證券及期貨之募集與發售行為規範，主要由 2002 年版 SFA 及其後幾個修正案作為法律規範依據。

## 二、《SECURITIES AND FUTURES ACT, 2002》(CHAPTER 289) & AMENDMENT ACTS

經歷 2008 年全球金融風暴以後，新加坡當局基於舊有 SFA 規範的不足，並參酌 MAS 所發布的幾份意見書，因而推動 FSA 修法，於 Amendment Act 34 of 2012 之中，修正了有關集體投資計劃(collective investment scheme)之相關規定，並賦予主管機關更大的監管權限。

### (一) 集體投資計劃之發售

SFA 第 283 條(3)規定，集體投資計劃之要約僅能對：其（不論親自或透過代理）對於新加坡內任何人所作成可能成為發行或銷售契約之要約 / 或要約引誘，係基於他人同意其發行或銷售。而本段所規定之銷售包含所有對價的處置。另外，集體投資計劃原則上不得以「不動產投資信託」為名，除非符合第 286 條、第 287 條之規範或其他主管機關核准之情形，違反者將科以 150,000 星元（下同）罰金或科或併科 2 年以下有期徒刑，並且在定罪後仍得繼續科以每日不超過

---

<sup>18</sup> See MAS Releases Investigation Findings on the Sale and Marketing of Structured Notes Linked to Lehman Brothers.

15,000 元罰金。第 284 條授權主管機關制定相關守則，並且主管機關有權隨時更改該守則，而該守則並非附屬法例。甚至在第 284C 條直接賦予主管機關在為公眾利益或保護投資人時，得直接利用行政規則修改或調整本節中之規範，以達確實保護投資大眾之利益。

集體投資計劃之發售採原則禁止之規範模式，須在主管機關依第 286 條授權或第 287 條認可之情形下始得進行發售行為，違反者將科以 150,000 元罰金或科或併科 2 年以下有期徒刑，並且在定罪後仍得繼續科以每日不超過 15,000 元罰金<sup>19</sup>。依第 287 條規定，境外集體投資計劃（以下簡稱商品）之發售，必須符合以下要件：1. 該商品所依據及規範之法律以及司法管轄，必須對於新加坡投資人之保護高於或至少等於本法所給予之保護；2. 必須具有符合第 3 項所定資格之經理人；3. 必須有依第 13 項所設置之代表人，該代表人須為 (i) 新加坡之自然人或 (ii) 基於本法所指商業組織法規範之法人或外國法人；4. 必須提交 (i) 代表人之姓名與地址 (ii) 其他主管機關所需之資訊；5. 計劃、經理人、受託人必須符合本法其他規定。

SFA 第 288 條並明定在以下情形，主管機關有權撤銷該商品的發售許可：(a) 所提交之資料為虛假或具誤導性，且倘主管機關知有瑕疵將不予認可時；(aa) 當主管機關認為該商品繼續發售違反或將違反公共利益時；(b) 該商品之繼續發售將損害於參與者或潛在參與者時；(c) (i) 該商品未遵守 SFA 第 286 條(10)或(13)；或 (ii) 該商品未遵守 SFA 第 287 條(9)、(12)或(13)時<sup>20</sup>。本條規定賦予主管機關較大之決定權，使主管機關在其認定該商品不符投資人利益時有權撤銷發售許可或不撤銷而採取其他方式監管，藉此保障投資人利益。

## (二) 受託買賣人資格與義務

---

<sup>19</sup> *Id.* §285.

<sup>20</sup> *Id.* §288.

至於受託買賣人（下稱受託人）之資格，SFA 第 289 條規定主管機關得依授權子法，許可公開公司(Public Company)作為本商品之信託受託人。本條並要求受託公開公司必須持續符合相關財務規範以及其他監管要求，一旦公開公司無法符合財務或監管要求，主管機關得撤銷許可、禁止新商品之受託或進行其他監管方式。同時主管機關有權在為保護公共利益下，撤銷公開公司受託許可或直接指定該商品或眾商品的經理人。另外，受託人之法定義務以及未盡善良管理人注意義務之受託人的賠償義務，原則上均不得免除<sup>21</sup>。

關於受託人內部成員部分，SFA 要求在法律未有其他規定之情形，受託人不得在無主管機關事先許可下允許他人作為其執行業務機關、於新加坡境內成立者不得在未經事先許可下允許他人作為其董事，如果該他人有以下之情形：(i) 不論在新加坡或其他地方，因詐欺或背信等罪行被定罪；(ii) 不論在新加坡或其他地方，被宣告破產；(iii) 對於債務清償判決一部或全部未清償；(iv) 不論在新加坡或其他地方，仍在債務清償和解或清償計畫中；(v) 受 Financial Advisers Act (Cap. 110)第 59 條、Insurance Act (Cap. 142)第 35V 條或本法第 101A 條所禁止；(vi) 不論在新加坡或其他地方，為受監管金融機構之董事或直接管理人— (A)其正由或曾由法院清算； (B)其批准、授權、指定、認定、登記或執照已經主管機關塗銷、取消或撤銷，或為外國、境外受監管金融機構時受外國、境外主管機關塗銷、取消或撤銷之情形<sup>22</sup>。

當新加坡境內受託人之董事或任何受託人之執行業務機關有：(a) 故意違反或故意造成受託公司違反本法規定；(b) 無正當理由未遵守本法受託人義務、Monetary Authority of Singapore Act (Cap. 186)或其他法律明文之規定；(c) 未履行其職務時，主管機關得審酌公共利益，

---

<sup>21</sup> *Id.* §292.

<sup>22</sup> *Id.* §292A(1).



以書面直接命受託人解任其董事或執行業務機關。若受託人未依限期解任其董事或執行業務機關，有未有足夠理由，主管機關得指揮受託人進行解任<sup>23</sup>。

同時，SFA 也課與受託人在宣告破產或即將宣告破產，導致無法履約或可能無法履約時，有通知主管機關之義務，違反者將處以 100,000 元以下罰金，及嗣後每日不超過 10,000 元罰金<sup>24</sup>。依 SFA 第 292D 條規定，(a) 當受託人通知主管機關宣告破產、即將宣告破產，而導致違約、即將違約或無法清償、即將無法清償時；(b) 受託人違約、宣告破產或無法清償；(c) 主管機關認定受託人有：(i)以可能損害公共利益或投資人之方式經營業務；(ii)即將宣告破產、即將違約或即將無法清償；(iii)違反本法規定；(iv)未符合本法第 289 條(1)、(1A)之規定；及(d) 主管機關考量公共利益下，主管機關有權為下列行為：(a) 要求受託人為或不為一定之行為；(b) 指定一人或數人為法定顧問，針對受託人經營監督進行指導；或(c) 接管並對於業務進行監督，或指定一人或數人為法定監督人。第 292D 條第(5)項並明文免除法定監督人與法定顧問盡合理注意義務與誠信原則下之行為責任。第 292E 條則明文列出主管機關與法定監督人之行為義務態樣。而第 292F 條則臚列主管機關應停止接管之情形。關於受託人內部成員之責任亦在第 292G 條有所規定。

### (三) 銷售簡介與文件、廣告及豁免規定

有關銷售簡介與銷售文件之要求，SFA 第 296 條要求：商品的要約必須在具有(a) 以銷售簡介作成或搭配銷售簡介— (i)符合主管機關要求作成；(ii)備置副本，並依本條規定簽名；(iii)經主管機關登記；以及(b) 符合主管機關之要求。另外，本條並要求任何人不得在

---

<sup>23</sup> *Id.* §292A (2), (6).

<sup>24</sup> *Id.* §292B.

商品未定性或尚未存在時進行要約<sup>25</sup>。並且主管機關可將受託人遞交之銷售簡介、銷售文件，作為公開資訊對外公開，亦可能依照 318A(1)<sup>26</sup> 公開其英文譯本。另外，主管機關得在以下情形對受託人發出停止命令：銷售簡介、銷售文件經登記並且(a) 主管機關認為該簡介、文件為不實或具誤導性；(b) 本法第 296 條所要求之資訊有遺漏或簡介、文件內有受禁止之資訊；(c) 主管機關認為其未符本法要求；(d) 主管機關考量公共利益之情形<sup>27</sup>。銷售簡介與銷售文件之存續期間，依照第 299 條規定，其存續期間為 12 個月。

有關商品之廣告行為，原則上依第 300 條第 1 項規定：於要約或要約引誘需使用商品簡介之情形，除該商品廣告或公告受本條授權以外，任何人不得(a) 對要約或要約引誘進行廣告；(b) 發出文件其直接或間接為要約、要約引誘或相當可能導致他人訂購或購買商品。而在銷售簡介或銷售文件經主管機關登記前，若商品廣告或公告僅包含以下資訊，則其未違反第 1 項之規定：(a) 識別商品要約人、法則人等之聲明；(b) 聲明將於要約作成時可獲得銷售簡介或文件；(c) 聲明任何希望認購商品之人須依照銷售簡介或文件所載方式進行申請；(d) 聲明如何取得或預定接收銷售簡介或文件之副本；(e) 商品的投資方向<sup>28</sup>。另外，本條對於機構投資人、相關人士等，有不同之規定，受託人得不受第 3A 項之限制，而於主管機關進行銷售簡介、文件登記前對之寄送初步文件。

最後，SFA 並對於某些商品情況設有豁免條文，例如：小型要約、

---

<sup>25</sup> *Id.* §296(3).

<sup>26</sup> *Id.* §318A(1) — Where a person submits or furnishes to or lodges with the Authority any book, application, return, report, prospectus, statement or other information or document under this Act (other than Subdivision (3) of Division 3 of Part IX) which is not in the English language, the person shall, at the same time or at such other time as may be permitted by the Authority, submit or furnish to or lodge with the Authority, as the case may be, an accurate translation thereof in the English language.

<sup>27</sup> *Id.* §297.

<sup>28</sup> *Id.* §300(3A).

私募、特定情況下之要約、對於機構投資人(institutional investor)<sup>29</sup>要約、對於合格投資人(accredited investor)<sup>30</sup>與特定他人要約等等<sup>31</sup>。依第 305 條之規定，本條所稱相關人士(relevant person)指：(a) 合格投資人；(b) 以投資為唯一業務之企業，且其全部股份主要由一至多個合格投資人所持有；(c) 以投資為唯一目的之信託受託人，且其受益人為合格投資人；(d) 要約人（其為法人之情形）之高階人員或相等地位之人，或其配偶、父母、兄弟姊妹、子女或其相等地位之人；(e) 要約人（其為自然人之情形）之配偶、父母、兄弟姊妹或子女，於符合前述相關人士之情形，即有豁免條文之適用。

<sup>29</sup> *Id.* §4A(1)(c) “institutional investor” means —

- ✓ (i) a bank that is licensed under the Banking Act (Cap. 19);
- ✓ (ii) a merchant bank that is approved as a financial institution under section 28 of the Monetary Authority of Singapore Act (Cap. 186);
- ✓ (iii) a finance company that is licensed under the Finance Companies Act (Cap. 108);
- ✓ (iv) a company or co-operative society that is licensed under the Insurance Act (Cap. 142) to carry on insurance business in Singapore;
- ✓ (v) a company licensed under the Trust Companies Act 2005 (Act 11 of 2005);
- ✓ (vi) the Government;
- ✓ (vii) a statutory body established under any Act;
- ✓ (viii) a pension fund or collective investment scheme;
- ✓ (ix) the holder of a capital markets services licence for — (A) dealing in securities; (B) fund management; (C) providing custodial services for securities; (CA) real estate investment trust management; (D) securities financing; or (E) trading in futures contracts;
- ✓ (x) a person (other than an individual) who carries on the business of dealing in bonds with accredited investors or expert investors;
- ✓ (xi) the trustee of such trust as the Authority may prescribe, when acting in that capacity; or
- ✓ (xii) such other person as the Authority may prescribe.

<sup>30</sup> *Id.* §4A(1)(a) “accredited investor” means —

- ✓ (i) an individual —
  - (A) whose net personal assets exceed in value \$2 million (or its equivalent in a foreign currency) or such other amount as the Authority may prescribe in place of the first amount; or
  - (B) whose income in the preceding 12 months is not less than \$300,000 (or its equivalent in a foreign currency) or such other amount as the Authority may prescribe in place of the first amount;
- ✓ (ii) a corporation with net assets exceeding \$10 million in value (or its equivalent in a foreign currency) or such other amount as the Authority may prescribe, in place of the first amount, as determined by —
  - (A) the most recent audited balance-sheet of the corporation; or
  - (B) where the corporation is not required to prepare audited accounts regularly, a balance-sheet of the corporation certified by the corporation as giving a true and fair view of the state of affairs of the corporation as of the date of the balance-sheet, which date shall be within the preceding 12 months;
- ✓ (iii) the trustee of such trust as the Authority may prescribe, when acting in that capacity; or
- ✓ (iv) such other person as the Authority may prescribe.

<sup>31</sup> *Id.* §§302(A)-305(B).

### 三、MAS 發布金融商品規則及進行投資人教育

金融商品投資人之保護主要由「持續的監督」、「強制執行與釐正」以及「投資人教育」三個環節組成，「持續的監督」著重於證照制度、針對市場的持續監督及主管機關對於公開銷售文件的核可權；「強制執行與釐正」可能包含民事處罰以及禁制權等；最後「投資人教育」作為投資人保護中極為重要的一環，首先需對投資人之種類進行分類，以給予其所需之資訊，其次必須在投資人理解自己資產以及投資風險的情形下，才能達到保護投資人之目的，同時投資人教育必須搭配資訊的公開透明始能相輔相成。另一個輔助手段便是透過建立「投資補償基金」，透過建立補償基金以保護投資標的破產、無法受償或受詐欺之投資人，以此作為投資保護的最後防線。透過 FSA、FAA 與 MAS 所發布的規則等，MAS 建立了五階段的投資人保護體系：

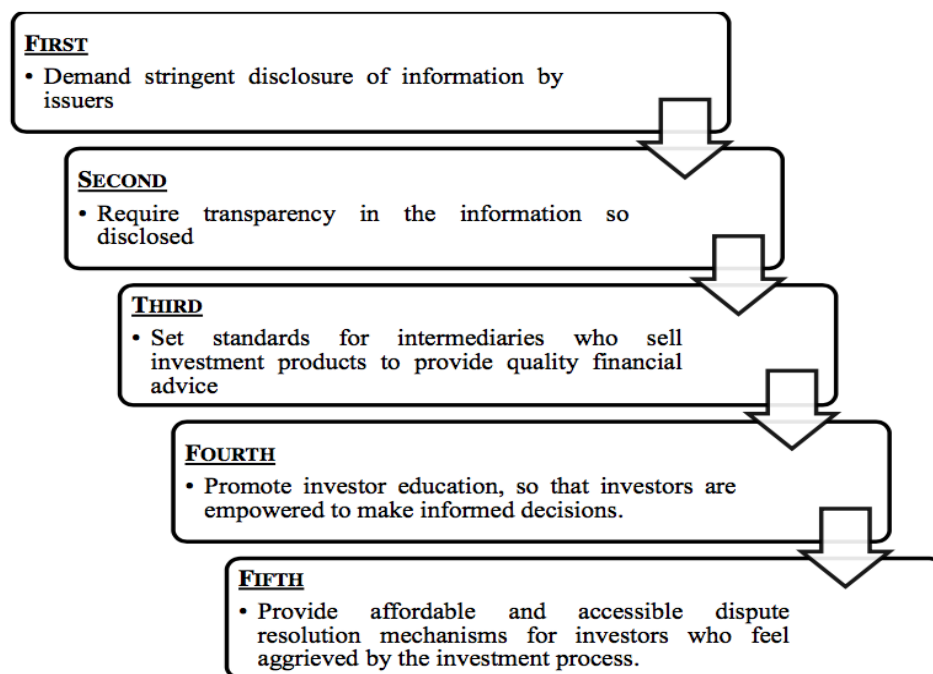


圖 3-1 MAS 五階段投資人保護體系

資料來源：Surbhi Soni, Investor Protection in Singapore, 11 (2014),

<http://ssrn.com/abstract=2398961>。

首先，在第一層次與第二層次的揭露與透明化中：除了要求受託人對商品資訊的揭露以外，MAS 並聚焦在提供投資人明確而簡潔的資訊上，透過推動 Product Highlights Sheet 制度<sup>32</sup>，將原本可能長達好幾頁的商品簡介，濃縮至短短幾句話之內，使投資人能夠快速瞭解投資商品的精髓。其次，在第三層次的建立準則中：MAS 發布公平貿易準則(The Fair Dealing Guidelines)，要求中介機構進行內部評估，以確保其所推銷的新商品適合其目標投資人。同時要求若投資人不具備必要的知識及經驗，中介機構必須提供適當的建議。若投資人拒絕聽取建議，或堅持購買被評定為不適合自己的商品，則由投資人自行承擔其風險。MAS 並會定期進行問卷調查與檢查，以評估中介機構對於公平交易進行的成果。而後，在第四層次的投資人教育中：新加坡政府啟動了 Money SENSE 計畫，其為國家性的金融計畫，主旨在提升消費者對於基礎貨幣管理、財務計畫以及金融商品的了解。除了對於投資人進行教育以外，MAS 也規劃深入校園針對青年學子進行金融教育，其目的不在於傳授投資商品的技術，而在於灌輸良好的理財習慣，諸如謹慎、警惕風險與明白投資標的等。最後，第五層次的爭端解決：投資人保護的最末端便是「提供投資人可負擔且容易使用的之端解決機制」，MAS 要求各金融機構必須建制獨立、有效且及時的內部爭端解決途徑。倘若金融機構的內部解決機制不足以解決投資爭議時，投資人亦得選擇獨立的金融爭端解決中心(Financial Industry Dispute Resolution Centre, FIDReC)，其提供較訴訟便宜的爭端解決途徑。同時，FIDReC 所作出的仲裁決定將拘束金融機構，而投資人仍得拒絕接受該決定而轉由其他途徑解決。<sup>33</sup>

---

<sup>32</sup> 延伸 MAS, Consultation Paper: Review of the Regulatory Regime Governing the Sale and Marketing of Unlisted Investment Products, 5 & 9 (March 2009).

<sup>33</sup> Surbhi Soni, Investor Protection in Singapore, 11-15 (2014), <http://ssrn.com/abstract=2398961>, (最後瀏覽日期：2016年5月31日)。

另外，MAS 並推行客戶投資知識評估(Customer Knowledge Assessment, CKA)制度<sup>34</sup>，其將投資商品分為二類：除外的投資商品(excluded investment products)及非除外的投資商品(non-excluded investment products)，前者是指投資人已經相當熟悉的金融商品，例如：股票、普通公司債、轉換公司債、認股權證等，後者則指衍生性商品或包含衍生性商品的投資商品，例如：結構型商品即屬之。由於投資人對非除外的投資商品如欠缺必要知識或投資經驗，將沒有能力瞭解此類複雜商品的特性與風險，為保護投資人，MAS 認為非除外商品的銷售，應另行訂定一套管理規範要求業者遵守。在銷售未上市的非除外商品給零售客戶之前，MAS 要求金融中介者預先進行客戶投資知識評估(CKA)。為使業務人員得以進行適切評估，金融機構必須建立一套評估政策與程序，並經其高階主管及董事會核准。為評估客戶是否有能力瞭解特定投資產品，應向客戶收集的資訊包括：1. 是否具備與投資產品或類似產品相關的金融背景、學歷資格；2. 是否有投資此一產品或類似產品的經驗；3. 是否具有與投資產品或類似產品直接相關的工作經驗。<sup>35</sup>

同時，MAS 認為，客戶雖曾出席一般性質的金融教育課程，但不能據此認定具有金融相關的背景。客戶在一年內僅買賣類似產品僅一到兩次，或在過去兩年內未曾購買類似產品，則不能推定該客戶具有相關的投資經驗。而曾在金融機構的營運、人力資源、法人服務等部門任職，或曾在交易或基金管理部门擔任支援性工作，亦不能認定具有與投資產品直接相關的工作經驗。經過評估之後，確定客戶對未上市的非除外商品缺乏必要知識與經驗時，金融中介者須將評估結果

---

<sup>34</sup> SFA 要求所有金融中介機構自 2012 年 1 月 1 日起，均必須踐行客戶投資知識評估(Customer Knowledge Assessment, CKA)以確實掌握客戶投資知識狀況，並使投資人瞭解自身所負風險與其投資之商品特徵。

<sup>35</sup> See MAS, Consultation Paper: Regulatory Regime for Listed and Unlisted Investment Products, 5-11 (January, 2010).

告知客戶，並向其說明是否適合投資此種商品。而為減少評估過程可能發生的利益衝突情事，MAS 規定應由未擔任投資諮詢者進行或認可客戶投資知識評估。此外，具備投資知識或經驗的客戶，仍可要求提供投資建議，金融顧問不得拒絕。客戶未受勸誘而主動表示有意購買非除外商品時，唯有經過投資知識評估後，確認客戶具有投資該產品的相關知識或經驗，才可將產品出售給客戶。<sup>36</sup>

#### 四、《CONSUMER PROTECTION (FAIR TRADING) ACT》(CHAPTER 52A)

有鑒於雷曼事件造成新加坡境內許多投資人鉅額損失，而法規不足造成投資人求助無門，新加坡於 2009 年 4 月 15 日發布 Amended Act 15 of 2008 隨即將金融商品(financial product)與金融服務(financial services)增訂於《Consumer Protection (Fair Trading) Act, CPFTA》(Chapter 52A)之中，使 CPFTA 之適用範圍擴展到所有銀行法底下之銀行行為、FAA 底下透過銷售商所提供的金融商品，以及所有 SFA 底下的證券、公司債、基金、集體投資計畫以及其他金融商品交易等。CPFTA 主要目的係在保障消費者免於提供者的不公平交易行為。其所規範之主體（提供者及消費者）必須為新加坡人或法人，且商品之要約、承諾必須在新加坡境內作成或發出，始得適用本法。

依 CPFTA 第 4 條規定，不公平交易行為主要包含四種態樣：1. 不正陳述：金融商品銷售者在推銷商品時，可能會僅陳述該商品的收益，對於風險避而不談；2. 不實陳述：銷售商可能會對商品做出無法證實的陳述；3. 投機行為：在雷曼事件的過程中，許多銷售者將複雜型商品銷售給弱勢消費者(vulnerable investors)，諸如社會地位較低、教育不足或非英語使用的消費者，這些消費者在購買金融商品的過程中，往往不懂得保護自己利益，而遭銷售商佔便宜；以及 4. CPFTA

---

<sup>36</sup> *Id.*

附表二所載之不公平交易行為態樣。

CPFTA 中並沒有針對不公平交易行為刑事責任之規定，消費者僅得依本法提起民事訴訟，且其請求金額限於 30,000 星元，倘消費者所受損失超過 30,000 元，則其得選擇拋棄剩餘請求或轉以一般民事訴訟提起。消費者依本法提起不公平交易訴訟，具有以下幾點利益：

1. 舉證責任的減輕與倒置：消費者僅需主張供應商有不公平交易之情事即可，自己並無不公平交易情事之舉證責任由供應商負責；
2. 口頭陳述得作為證據使用：依新加坡證據法規定，原則上依書面契約所載內容作為證據，然而銷售商往往會在書面契約以外，向消費者陳述該商品為安全商品等，依本法提起訴訟時，該等陳述亦得作為證據使用；
3. 疑義利益歸消費者：當提供者與消費者雙方對於文件內容解釋有疑義時，以消費者利益為主；
4. 契約不得排除 CPFTA 之適用：避免提供者透過使消費者簽署棄權條款而放棄 CPFTA 所保護之權利。

## 參、日本

日本之結構型商品監理結構，主要係以《金融商品取引法》為主軸，搭配《金融商品の販売等に関する法律》藉以規範金融銷售商於銷售金融商品時所應遵守之行為規範，並以金融廳作為其單一監理機關，透過法明文化之規範，藉此揭示金融商品發行、銷售時應恪守投資人保護程序，同時透過投資人區分制度等各制度加強保護金融商品投資人。

### 一、《金融商品交易法》立法背景

日本自 1998 年 4 月 1 日起開始金融改革，分階段進行市場全面改革，朝向自由、公平及全球化為原則。其後於 2004 年底推動「金融改革計畫」，將維持金融市場安定的目標轉變為活化金融市場，並



達到以「金融服務立國」的長期目標，以原本之「證券交易法」為主軸，納入其他金融相關法律、政令，並改名為「金融商品交易法」（金融商品取引法，下稱金商法）。

就日本功能性之監理模式，有價證券之定義暨發行、股票交易規則、上市公司資訊公開等攸關證券交易之重要事項詳加規定，俾建立投資人可自由參加證券市場公平交易之環境，保障投資人權益。有價證券市場蓬勃發展可為社會經濟注入活力，而證券市場開放交易首重公平性之維持，應杜絕操控股價等非法交易行為，內線交易係不當利用公司之商業機密牟取利益，乃常見之違反公平原則之交易行為，既對一般投資人不公平，亦有斲傷金融商品市場公平性暨健全性之虞，非僅追求公平，基於效率之觀點，亦有立法規範之必要。

1987 年發生備受矚目之「TATEHO 化學工業公司事件」，故 1988 年修法時，嚴禁內線交易行為，希冀喚回投資人對證券市場之信心。2006 年因 Live Door 事件、村上投資公司違法內線交易等損害證券市場公平性之情事迭傳，為加強監督市場功能，遂修法強化內線交易及操控市場之相關罰則。順應金融暨資本市場環境之變化，2006 年 7 月以「證券交易法」為主體，就「金融期貨交易法」、「外國證券業者法」、「有價證券之投資顧問業規範法」、「抵押證券業規範法」進行整合，制定全部金融商品均適用之金商法，謀求建構完善之投資環境，確保金融商品交易之公正性暨透明化，維護投資人權益，甚而促進國民經濟健全發展，邁向金融暨資本市場國際化<sup>37</sup>。

針對日本金商法該法規範章節觀之，第一章總則部分，針對其之立法目的（金商法第 1 條）為（1）公正地進行有價證券之發行及金

---

<sup>37</sup> 參立法院圖書館，日本金融商品交易法立法說明，<http://npl.ly.gov.tw/do/www/billIntroductionContent?id=35#日本>（最後瀏覽日期：2016 年 5 月 31 日）。

融商品之交易，以（2）促進有價證券流通性之順暢，使得資本市場充分發揮而形成金融商品之公正價格，藉以（3）促使國民經濟健全發展而有助於投資者之保護。具此，我們可以得知金商法將透過公正的交易，使資本市場金融商品立於公正之價格，進而達到「國民經濟健全發展」與「投資人保護」最終目的。又金商法將境外金融商品定義為有價證券，準此，境外結構型商品亦是該法所保護規範之範疇之一。

## 二、《金融商品交易法》與《金融商品販售等相關法律》

結構型商品(仕組み商品)屬於衍生性金融商品(デリバティブ，金融派生商品)之一種，其銷售行為必須符合金商法與金融商品販售等相關法律(金融商品の販売等に関する法律，下稱金販法)之規定。

金商法第 36 條明文揭示金融商品銷售者之員工及其使用人對於顧客之誠實義務。就金融商品銷售商之說明義務而言，第 38 條禁止銷售商有以下之行為：1. 締約或勸誘而有對顧客虛偽告知之行為；2. 對於不確實之事項提供斷定的判斷，或對於確實之事項為使顧客有所誤解之告知。同時，金販法第 4 條亦就「對於不確實之事項提供斷定的判斷，或對於確實之事項為使顧客有所誤解之告知」有相同之規定，更於第 5 條、第 6 條規定其違反之損害賠償責任及其損害賠償額之推定。

除金融銷售者的誠實說明義務外，金商法並規定銷售者於廣告時必須揭示其名稱、編號及其他影響顧客判斷之事項；亦必須對顧客明示其交易之態樣。並且，金商法對於書面文件之交付訂有許多原則要求，例如：於締約前應交付記載銷售者及商品資訊概要之書面文件、締約時亦有交付書面之義務及保證金的受領等亦須以書面交付於顧客。

金販法第 3 條規定以販售金融商品為業者，於販售金融商品時，必須對其顧客為下列重要事項之說明：1. 金融商品之利息、通貨價格或金融市場其他關係指標變動，而可能直接造成本金虧損時，必須說明其要旨與指標；2. 因銷售者或他人之業務、財物狀況變化，而可能直接造成本金虧損時，必須說明其要旨與發生此情事之人；3. 其他政令所定影響顧客判斷之重要事項，可能直接造成本金虧損時，必須說明其要旨與該事由；4. 得行使所定權利期間的限制或得解除契約之期間限制，其限制內容。且其說明必須依照顧客之知識、經驗、財產狀況及締約之目的，以顧客可理解之必要方法、程度為之，即其必須以個別顧客之主觀理解程度，作為是否已盡說明義務之判斷標準。

適合性原則係指金融業者於行銷金融商品時，必須考量投資人之知識、經驗、財產狀況及金融商品締約之目的等，亦即「Know your customer, KYC」程序，其目的主要係在補充資訊之揭露，及經過說明後一般投資人仍無法了解，而可能無法完全保障投資人權益。金商法第 40 條乃明定適合性原則，依本條規定，金融業者進行金融商品交易時，應顧及顧客之知識、經驗、財產狀況及金融商品契約締約之目的，而不得有不適當之勸誘行為，致生損害於投資人保護或有損害之虞。除前項情形外，亦不得有未以適當措施確保業務上取得之顧客相關情報、其業務之營運違反公益、或有內閣府令所定投資人保護障礙之情事。同時金商法第 40 條之 2 並揭示金融商品交易業者有執行最佳執行方針的義務。

### 三、金融投資人區分制度

金商法將投資者區分為一般投資家（即一般投資人）及特定投資家（又稱為專業投資人），並將其區分為四類：1. 不得變更為一般投

資人之專業投資人；2. 得選擇變更為一般投資人之專業投資人；3. 得選擇變更為專業投資人之一般投資人；4. 不得變更為專業投資人之一般投資人。

依「金融商品取引法第2条第31項、金融商品取引法第2条に規定する定義に関する内閣府令第23条」定義：

1. 第一類「不得變更為一般投資人之專業投資人」包括經認可機構投資人、國家、日本銀行與投資人保護基金與其他內閣府令規定之法人；
2. 第二類「得變更為一般投資人之專業投資人」包括上市公司與一定規模以上之公司；
3. 第三類「得選擇變更為專業投資人之一般投資人」包括非屬上述之公司以及符合一定條件之個人，也就是參照專業投資人以外之法人其知識、經驗、財產之狀況，滿足相當於專業投資人之一定要件之個人，經所需之嚴格程序，金融商品業者即得將此類投資人視為專業投資人對待；
4. 第四類「不得變更為專業投資人之一般投資人」則為第三類投資人以外之一般投資人。<sup>38</sup>可參下圖：

---

<sup>38</sup> 周一（計畫主持人），郭維裕、徐政義（協同主持人），從日本『金融商品交易法』來探討我國未來金融市場發展方向，中華民國證券商業同業公會委託專案研究，2008年12月，頁123。

プロ・アマ区分			
区分	例	取り扱い	販売・勧誘ルール
①一般投資家に移行できない 特定投資家	適格機関投資家 国、日本銀行 生命保険会社、銀行	→ 常に特定投資家	穏やか
②選択により一般投資家へ移 行できる特定投資家	投資家保護基金 上場企業	↕ 選択によって 移動可能	穏やか
③選択により特定投資家へ移 行できる一般投資家	①②以外の法人 一定の要件を満たす 個人(富裕層など)	↕ 選択によって 移動可能	厳しい
④特定投資家に移行できない 一般投資家	一般個人	→ 常に特定投資家	厳しい

資料來源:野澤澄人, 図解入門ビジネス最新金融商品取引法の基本と仕組みがよーくわかる本, 秀和システム出版社, 第2版, 2010年11月25日, 頁73。

圖 3-2 日本的投資人區分制度

依照一般投資人與專業投資人區分之不同，金融商品銷售業者於銷售結構型投資商品時所須遵守之行為規範、須踐行之程序亦有所不同，約可以下表示之：

表 3-2 日本針對不同投資人銷售結構型投資商品之行為規範

行為規範	「一般投資人」適用	「專業投資人」適用
對顧客之誠實義務	是	是
廣告規範	是	否
事前明示交易型態義務	是	否
書面交付義務	是	否

不實說明禁止	是	是
保證獲利之禁止	是	是
未受要約之勸誘等行為之禁止	是	否
損失填補之禁止	是	是
適合性原則	是	否
顧客資料之正當處理	是	是
最佳方針執行義務	是	是

資料來源：周行一（計畫主持人），郭維裕、徐政義（協同主持人），從日本『金融商品交易法』來探討我國未來金融市場發展方向，中華民國證券商業同業公會委託專案研究，2008年12月，頁127。

## 肆、英國

### 一、英國金融一元化監理與其邁向雙峰型態監理之改制

1997年開始英國為建立更具效率之金融管理體系，將原本金融體系整合為單一之管理機關。其整合之過程，先將原證券投資局(SIB)更名為金融管理局(Financial Services Authority, FSA)，並將屬原英國中央銀行之職權移轉金融管理局，整合後的金融管理局(FSA)將繼續1986年金融服務法所賦予之管理金融體系及投資活動、監督交易所及結算機構等權限，更將發揮監管銀行、貨幣市場、外匯市場，以及管理其他組織的功能。

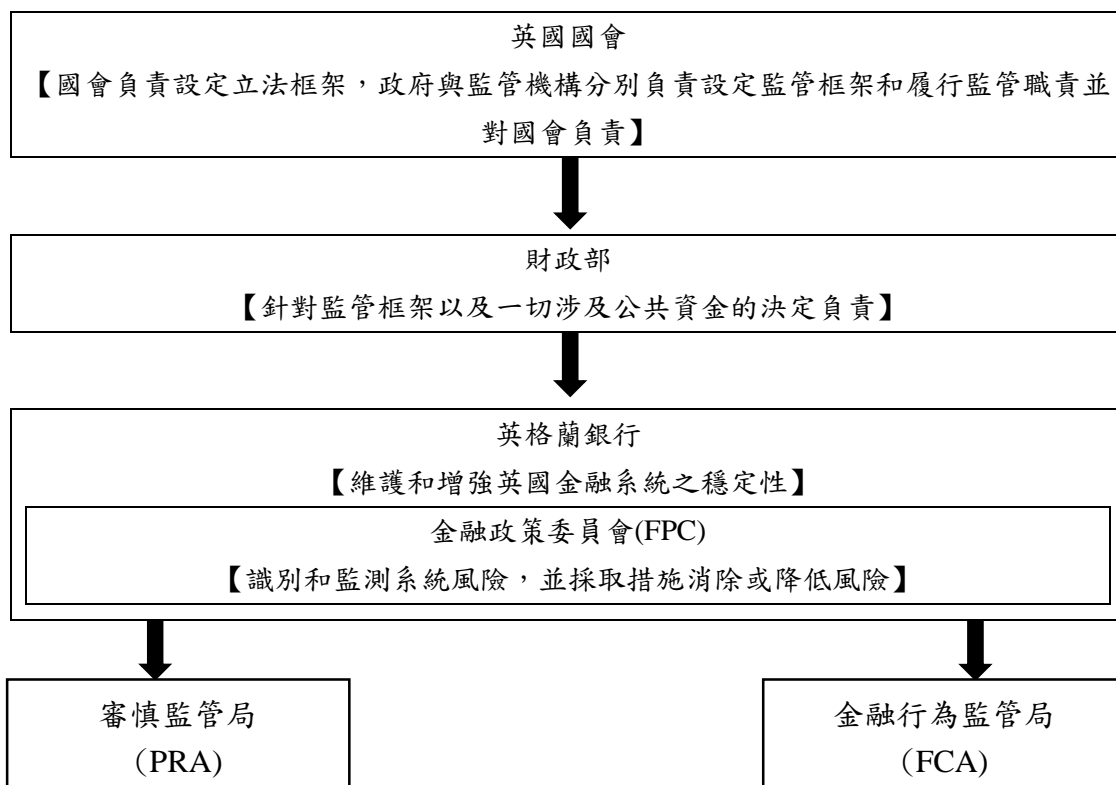
自2000年6月通過「金融市場及服務法<sup>39</sup>」(Financial Services and

<sup>39</sup> 參英國—金融市場及服務法，<http://www.legislation.gov.uk/ukpga>，最後瀏覽日期：2016年5月31日。

Markets Act, FSMA)後，為英國資本市場提供了一個進步且有彈性的法律架構，在金融監督一元化的理念下，建立一個能統合證券、期貨、銀行、保險的法律。該法最大的特色係為金融服務業提供單一監理機關(FSA)的架構，本法賦予 FSA 廣泛的法規制定權，也同時成立「金融服務和市場特別法庭(Financial Services and Market Tribunal)」，審理發生在 FSA 與被監理機構間經雙方協商難以解決的問題。此外，該法也建立單一的裁判外紛爭處理的申訴程序(Ombudsman)與金融補償制度，給予投資人更好的保障。

由於英國之一元化監理體系所欲囊括的範圍太過於廣泛，且其運作之結果並無法使英國於金融海嘯風暴中倖免，準此，英國政府於 2010 年宣布廢除金融監理一元化，裁撤原先負責金融機構審慎監理及行為監理之 FSA，恢復並強化 BoE 的金融監理權，於該行設立金融政策委員會(Financial Policy Committee, FPC)及子公司審慎監理局(Prudential Regulatory Authority, PRA)；並另設立一獨立監理機關消費者保護與市場監理局(Consumer Protection and Markets Authority)，其後該局更名為金融行為監理局(Financial Conduct Authority, FCA)。最終，於 2013 年正式改採雙峰型的監理模式。

新成立的各業別單位中，BoE 的 FPC 負責總體審慎監理，然被裁撤之 FSA 職權則一分為二，分別由 BoE 下轄 PRA 與獨立監理機關 FCA 負責；其中 PRA 負責存款機構、保險公司，以及主要投資公司之個體審慎監理業務，至於 FCA 則負責全體金融機構之行為監理，以及其他非屬 PRA 審慎監理權鎖管各機構之個體審慎監理。以下整理英國新金融監理架構：



資料來源：英格蘭銀行

圖 3-3 英國新金融監理架構

### (一) 金融政策委員會(Financial Policy Committee, FPC)

#### 1. 系統風險兼具宏觀審慎監管

金融海嘯後伴隨而來之經濟蕭條，明確凸顯出英國對於金融系統的既有一元化監管方式存在著重大之缺陷。其中最為明顯的係，在識別、監測及處理威脅金融系統風險方面上關注度較為欠缺，使得政府無法在第一時間針對金融危機採行因應行動。因監理者如僅集中於個別金融機構存在之風險問題，而忽略了企業體之間之共同風險及連繫關係，在危機發生時，一旦金融系統的其他部分出現漏洞，即便那些單獨集中經營穩健之金融機構，也會基此導致脆弱，進而遭受到瓦解。準此，宏觀之審慎監管必要性油然而生；宏觀審慎政策致力於通過集中關注系統風險來加強原有之監管框架，使得超越旨在確保個別企業安全和穩健經營的具體監管要求，達到整體金融系統有利之安全標準。



FPC 之設立主要即是為了實行宏觀審慎監管，彌補之前沒有一個目標集中之個別單獨機構來負責維護整個金融系統穩定性之監管漏洞。透過設立 FPC，英國政府希冀賦予其監測金融系統和識別危害該系統穩定性之風險的專業知識、提出建議及意見，以及必要時確保該系統穩定而採行適當干預之權限。

## 2. FPC 權限

FPC 之總體目標在於幫助實行英格蘭銀行維護及增強金融系統穩定性，準此，FPC 主要權責係識別、監測並採取措施消除或減少系統之風險，系統風險係指危及整個金融系統或其重要部分之風險，特別是可歸責於金融市場結構性特徵或金融部門風險分布系統風險，以及不可持續之槓桿、債務或信貸增長水平<sup>40</sup>。FPC 主要權限，為以下四項分述之：

- (1) 監測英國金融系統穩定性，以便識別和評估系統風險；
- (2) 向 PRA 和 FCA 發出指示(Direction)；
- (3) 向英格蘭銀行、財政部、FCA、PRA 或其他監管機構提出建議；制作《金融穩定報告》。
- (4) 此外，英格蘭銀行亦可徵得財政部之許可同意後，另行安排 FPC 履行其他所交辦之事務。

## 3. 審慎監管局與金融行為監管局

做為雙峰型之監理模式，PRA 與 FCA 之間的監管協調無疑係最核心且最具實質意義。在其二者間，設想最具體之操作性安排乃為「單一連接點」(Single Point of Contact)、「通用門戶」(Common Gateway) 及「共享服務」(Shared Services)，以便將監管重複與企業負擔降至最低。然最重要的是，應當由監管機構自行建立確保及實現目標和履

---

<sup>40</sup> 參廖凡，國際貨幣金融體制改革的法律問題，社會科學文獻出版社，頁 191。

行職責之制度，而由其自負權責。以下先就各監管機構分述之，最末再描述該二者之共同機制：

#### 4. 審慎監理局(PRA)

BoE 負責保護及擴大英國金融體系之穩定，透過附屬子公司 PRA 的監理機制，BoE 負責管理存款機構、保險公司，及特定（重要）投資公司，以增進英國金融體系穩定，並確保當個別金融機構倒閉時，不至於危及整體金融體系之穩定。PRA 監理範圍包括存款機構（含銀行、房屋信貸合作社、信用合作社等三類）、保險公司（一般保險、人壽保險、相互保險公司等），以及少數對金融穩定有顯著風險的大型投資公司等 2000 餘家金融機構，其中以銀行業資產規模最大<sup>41</sup>。

#### (二) 金融行為監理局(FCA)

金融機構的審慎監理與消費者保護及市場行為監理之任務有別，凡有關金融機構失序倒閉可能對市場有重大衝擊、局部衝擊，乃至於其倒閉不會引起普遍影響等事件，均屬審慎監理業務範疇。至於行為監理之關注焦點則在消費者資產受保護，且金融業者的倒閉不致發生對消費者負面影響。準此，為強化落實消費者保護任務，英國政府將 FSA 單一機關任務功能化，其中審慎監理由 PRA 負責，而消費者保護與金融機構行為監理則由 FCA 專責執行。

按 2000 年金融服務及管理法(FSMA)架構，FCA 係一獨立機關，負責管理金融零售及批發市場之行為準則、監理金融市場的交易基礎設施、對非屬 PRA 所管的金融業者進行審慎監理，並負責全體金融服務機構之行為監理，包括採取行動防止市場弊端，確使金融業者公平對待消費者，以確保金融市場運作良好及消費者保護。簡言之，PRA

---

<sup>41</sup> 參英國金融監理機制變革及金融危機管理制度之發展，行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書，頁 18 至 19。

致力於確保金融機構發生營運危機或倒閉，不致影響金融體系安定，FCA 則追求金融業務的消費者權益受保護，並能獲得金融機構提供之公平交易。

**表 3-3 英國審慎監理局與金融行為監理局之比較**

PRA	FCA
<b>監理範圍：</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 審慎監理 2 千餘家存款機構</li> <li>■ 保險公司</li> <li>■ 系統性重要投資公司</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 全體金融機構之行為監理</li> <li>■ 非受 PRA 審慎監理之金融機構予以審慎監理</li> </ul>
<b>目標：</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 安全與健全性</li> <li>■ 保險業應對客戶提供適當保護</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 消費者保護</li> <li>■ 市場健全性</li> <li>■ 市場良性競爭</li> </ul>
<b>任務執行重點：</b>	
資本、流動性、治理、風險管理、回收與處置	金融犯罪、產品干預、競爭行為、消費者信用

資料來源：參英國金融監理機制變革及金融危機管理制度之發展，行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書，頁 28。

## 二、金融監理機關間合作關係

依據 2000 年金融服務及市場法(FSMA)與 2012 年金融服務法規，PRA 與 FCA 有責任密切合作並訂定合作架構，就決策與監理業務進行相互協調。為加強之前協調關係，雙方合作關係包含法定協調職責、PRA 具有「否決權」，以及雙方訂定瞭解備忘錄(MOU)，敘明如何達成協調責任等<sup>42</sup>。

### (一) 資訊分享

FCA 與 PRA 明訂合作機制，即時針對重要議題交換相關資訊，

<sup>42</sup> 同前註，頁 40。

以避免重複要求業者提供資料。二者合作並透過 FCA 系統平台進行受監理業者內控單位提報的資料分享。另外，必要時，對於非屬雙方監理業者的資料，雙方亦可進行資料分享，以確保二機關均能獲得完整市場資訊。

## **(二) 規則之制定**

二機關依據個別目標訂定規定，並於訂定規定之初期階段徵詢對方意見。如果規則可能對對方目標有所影響時，二機關將互相協調討論，惟若發生觀點衝突，且可能對個別目標之達成有實質影響，二機關執行長將進行討論，必要時並提到機關理事會進行評估。

## **(三) PRA 之否決權**

當 PRA 認為 FCA 行使權利可能影響英國金融體系穩定，或導致某家金融機構失序倒閉，造成對英國金融系統不利衝擊的「特定情形」下，PRA 可以行使對 FCA 發出「指示」的否決權，要求其不對該金融機構行使權力。

## **(四) 維繫備忘錄之達成**

個別理事會每年將檢視備忘錄的運作情形，其中並涉及對於受監理機關監理之合作機制運作情形，以判斷合作情形是否妥適，或者有不必要的法規重疊；相關檢討重點將於機關年報中彙整說明。

# **四、《Financial Services and Markets Act》**

## **(一) 境外結構型商品之定性**

「2000 年金融服務暨市場法」為英國金融服務業之基本法，全文分為 30 篇 (Part)，共有 433 條法規及 22 則附件 (Schedule)。就「2000 年金融服務暨市場法」一法之法律架構本身而論，其概略可劃分為三大部分：金融服務管理局之組織法、對金融活動之規範以及

金融消費爭端解決機制。

準此，其具體規範有別於美國「1933年聯邦證券法」與「1934年聯邦證券交易（所）法」，以及日本「金融商品交易法」，該二國法規主要乃是針對金融市場中之「資本市場」為規定；雖日本「金融商品交易法」涵蓋範圍較美國「1933年聯邦證券法」與「1934年聯邦證券交易（所）法」更為廣泛，適用範圍包含期貨交易市場，且其均對於「有價證券」有一定的定義，屬於強調以「金融活動」作為金融法規適用區分標準的「功能性規範」概念；然「2000年金融服務暨市場法」則是突破「金融活動」及「行業別」之限制，不區分金融活動及行業別為何，而以是否為「受監理活動」判斷之，其監理權力涵蓋範圍擴及整體金融市場，而不區分該項活動係歸屬資本市場所應規範，抑或是屬於貨幣市場管轄範圍之範疇，而一律皆有本法規定之適用<sup>43</sup>。

「2000年金融服務暨市場法」本部法規規定內容而言，除因不分業別而以「受監理活動」作為決定有無本法適用之標準，其囊括所有金融市場活動之監理；基此，境外結構型商品係以其受監理活動而有該法規範之適用。然而，境外結構型商品之定性究竟為何，是否屬「有價證券」之範疇，參酌英國法上有價證券在金融服務局所制定的規範手冊（FSA HANDBOOK）中，包括股票、債券、政府證券、認購（售）權證、表彰若干證券證書、基金的單位、退休金計畫與前幾項投資相關的權利或利益；而債券則包含公司債、可轉讓定存單或其他公司發行已承認其債務之證券<sup>44</sup>，然境外結構型商品係依債券方式發行，且依相關證券法令準備公開說明書等文件，即應屬英國法上有價證券之範疇。

<sup>43</sup> 參莊碧鳳，論我國證券交易所應有之規範模式，世新大學法學院碩士論文，頁56至57。

<sup>44</sup> See Security Section of <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/Glossary/S>（最後瀏覽日期：2016年5月31日）

## (二) 銷售端之基本原則及規範

### 1. 概述：

針對英國法上金融業務規範架構，其基本規範金融服務暨市場法通過之後，英國關於金融服務事業之規範，無論銀行、證券、保險事業，皆一體適用該法之規定。此法除了取代自 1986 年金融服務法所設置之雙軌制的監理制度，以及取代金融服務事業須向 SIB 或 SRO 取得核准規定。金融服務暨市場服務法規定，個人 (individual)、法人團體 (a body corporate)、合夥 (partnership) 及非公司組織之團體 (unincorporated activities) 均可向 FCA 申請從事「受規範之行為」(regulated activities) 的許可而成為「被核准人」(authorized persons)<sup>45</sup>。準此，境外結構型商品係屬金融服務事業之範疇，其在銷售監理上，為該法規範主體之一。

承上，就規範主體而言，金融服務暨市場法之法條文字係以涵蓋以往如銀行存放款或證券投資業務之指述，亦以被核准之取代如銀行、證券等業別之名稱。而所謂「受規範之行為」，係須具備三要件：指定行為態樣 (regulate activity)、指定投資 (relate to investment of a specified kind)、以及作為業務 (carry on by way of business)<sup>46</sup>。受規範之行為依其種類規定於金融服務暨市場法之受規範命令 (the Financial Service and Markets Act 2000 Order 2001)，具體而言包含收受存款業務、投資業務、投資顧問業務、保險業務等行為。故金融服務業者欲從事相關金融業務行為 (屬於受規範行為範疇)，應先向 FCA 申請許可從事受規範行為，方得從事，否則係違反金融服務暨市場法之一般禁止規定，除將遭受刑事制裁外，而其所為之契約亦將

---

<sup>45</sup> 參曾宛如，「卡債與銀行經營」，月旦法學雜誌 (台北)，第 134 期 (2006 年 7 月)，頁 94 至 101。

<sup>46</sup> FSMA Section 22.

導致法律行為無效<sup>47</sup>。

金融商品銷售之規範，FCA 所彙編的「命令及指導手冊」中，其所規定之「最高標準準則」中關於「業務原則」(Principles of Business) 揭示所有金融機構應遵守業務行為的基本義務，包括正直(integrity)、經營及管理(management)、顧客利益(customers interests)、顧客交流(communication)、顧客間之信賴關係(customers: relationship of trust)等原則。而其中所謂「顧客利益」係指金融服務業者必須重視顧客權益並公正對待之；「顧客交流」則是指金融服務業者應重視顧客所需的資訊，且以清楚、公正和不使人誤解方式傳遞之；然「顧客間之信賴關係」係指金融服務業者應盡善良管理人之注意義務確認其所提供商品或為顧客所作之決定係適合於顧客的(即所謂適合性原則)<sup>48</sup>。

個別業務準則關於金融商品銷售規定，亦在落實上述所揭示的原則，其具體規定主要係金融推介之適合性原則、說明義務，以及資訊揭露等規定<sup>49</sup>：

- (1) 金融業者須遵守金融推介之適合性原則，故於提供金融商品推介之前，應先行蒐集或調查消費者個人資料如需求、財務狀況等，藉由這些資料以評估消費者條件及尋找適合消費者的金融商品。關於投資商品推介上，FCA特別規定金融服務業者應先行了解客戶(know your customer)，要求金融服務業者於投資商品推介上應採取合理步驟以確定持有足夠關於消費者個人及財務資料，對於消費者個人及財務資料收集提供指導方針(guidance)。該規

---

<sup>47</sup> See Julia Braiewell & Neil Fister, A View From the United Kingdom: New Financial Services and Markets Act Takes Effect, 119 Banking Law Journal, 366-367, 2002.

<sup>48</sup> FSA Handbook, PRIN 2.1.

<sup>49</sup> FAS Handbook, MCOB4.7.4R, ICOB 4.3.2R, COB 5.2.5R.

定從消費者收集而來的資料，至少應包括個人及財務狀況之分析且附上消費者風險的態度，評估消費者對於投資可負擔性（affordability），藉以得清楚確認消費者需求及優先投資項目，而提供適合消費者之投資推薦。

- (2) 資訊揭露及說明義務，FCA所規範之資訊揭露，係要求金融服務業者應採取合理的措施以確保消費以確保消費者持有充足的資訊，而資訊範圍包括金融服務業者之名稱、金融服務業者之法律資格（是否經FCA授權得從事金融服務業務）、與消費者接觸職員的名稱及職等、金融商品特色等。其中關於金融商品的揭露，除要求金融服務業者應向消費者揭露商品之主要特色，FCA並提供「比較表」（Comparative Tables）措施，讓消費者得從比較表中查詢並比較各家金融服務業者提供的金融商品。此外、對於提供消費者特定投資標的之金融服務業者，則要求此等金融服務業者應於交付前以書面方式提供消費者其費用收取之項目與總額<sup>50</sup>。

關於說明義務規範上，FCA 主要規定於金融服務業特定投資業務之提供，包括提供投資交易的推薦、投資管理、安排或執行委託書（warrant）或衍生性金融商品之交易、證券借貸業務，金融服務業者應採取合理措施確保消費者了解此等業務所涉及的風險。此外，關於委託書或衍生性金融商品之交易，更要求金融服務業者應給予消費者風險警告之通知書，且要求消費者應以書面方式回函告知已收到此通知書及了解通知書的內容。

## 2. 適合性原則規範

---

<sup>50</sup> 參 Financial Ombudsman Service 網站資料，An Introduction to the Financial Ombudsman Service，<http://www.financial-ombudsman.org.uk/publications/intro-for-firms.htm>，（最後瀏覽日期：2016年5月31日）。



英國關於金融商品行銷主要規範於「2000年金融服務暨市場法（FSMA）」第21條，該條第1項規定：「任何人不得在商業行為過程中，傳達邀約或是勸誘他人從事投資活動」，同條第2項又指出：「第1項規定不適用於下列情形，當（a）該行為人為經過授權之人或（b）傳達之內容由經過授權之人依本節的目的所核准」。首先透過第21條針對金融商品之行銷予以限制，然後再依據同法第145條授權金融服務管理局（FCA）制定相關規範。

### **(1) 商業行為準則（Conduct of Business Sourcebook, COB）類型化**

金融服務管理局依據「2000年金融服務暨市場法」之授權頒定了商業行為準則（COB），對於客戶分類及適合性原則分別加以規定。

#### **A. 客戶分類及各類別間之轉換**

COB將客戶區分為私人客戶（Private Customer）、中間客戶（Intermediate Customer）及市場對手方（Market Counterparty）<sup>51</sup>，針對客戶受保護的程度而言，私人客戶最高，中間客戶次之，市場對手方最低；另外，在符合特定要件並踐行一定程序後，允許客戶類別間的更改與調整。例如：當公司以合理注意確定客戶有足夠的經驗並能夠理解，同時公司以書面警示客戶將會失去監理系統所提供的保護、給予客戶充分考慮的時間並取得客戶的書面同意後，公司可以將此有經驗的私人客戶視為中間客戶<sup>52</sup>，惟其所能進行交易的類型將受到一定的限制<sup>53</sup>。至於就上述客戶的經驗與理解部分，公司應考量客戶關於相關特定投資、市場及所涉風險的經驗與理解程度；客戶參與市場的時間長短、交易頻率及其依賴投資公司投資建議的程度；客戶在市

---

<sup>51</sup> COB 4.1.4 R (1) (2001) .

<sup>52</sup> COB 4.1.9 R (1) (2001) .

<sup>53</sup> COB 4.1.9 R (2) (2001) .

場上交易的特性及交易量；包含淨資產或投資組合價值在內的財務狀況等<sup>54</sup>。

由於市場對手方受保護的程度最低，因此僅限於大型的中間客戶才可將其視為市場對手方，對象除了限制在法人團體、政府機關、合夥關係、信託關係受託人及職業退休金計劃受託人，還附加了資金及組成人數的要件<sup>55</sup>，同時公司必須以書面通知該客戶其已被歸類為市場對手方並且將會失去監理系統所提供的保護，還要確保該通知已送達有決定權之代表人，最後依據不同的客戶別，還要確認未收到客戶其反對成為市場對手方知通知或取得其書面同意文件後，方可將客戶調整為市場對手方<sup>56</sup>。

公司在個別通知該客戶後，亦可以將市場對手方或中間客戶調整為私人客戶<sup>57</sup>，以獲得更大程度的保護，不過此類客戶不一定能享有原屬於私人客戶在金融公評人服務（FOS）及金融服務賠償計畫（FSCS）的權力<sup>58</sup>。

## **B. 適合性原則體現**

COB 規定適合性原則適用於當公司：（1）為私人客戶就特定投資提供個人化投資建議；（2）作為私人客戶的投資經理（Investment Manager）；（3）管理職業退休金計劃（Occupational Pension Scheme, OPS）或利益關係人退休金計劃（Stakeholder Pension Scheme）之資產；（4）藉由直接提供財務促銷方案向一群受雇員工推銷個人退休金計畫<sup>59</sup>。

---

<sup>54</sup> COB 4.1.10 G (1) (2001) .

<sup>55</sup> COB 4.1.12 R (1) (2001) .

<sup>56</sup> COB 4.1.12 R (2) (2001) .

<sup>57</sup> COB 4.1.14 R (1) (2001) .

<sup>58</sup> COB 4.1.14 R (2) (2001) .

<sup>59</sup> COB 5.3.1 R (2001) .

COB 關於適合性原則的一般要求包括：(1) 就私人客戶所提供事實或公司所知悉或應知悉關於該客戶之其他事實加以判斷，除非建議或交易對該客戶是適合的 (Suitable)，否則不可提供私人客戶買或賣特定投資的個人化建議或為其進行全權委託交易；(2) 作為私人客戶投資經理的公司應以合理的步驟確保，就私人客戶所提供事實或公司所知悉或應知悉關於該客戶之其他事實而言，該私人客戶之投資組合或帳戶仍為適合的；(3) 當公司匯集私人客戶與一般全權管理決策的資金時，公司應以合理的步驟確保全權委託交易適合該資金所陳述的投資目標<sup>60</sup>。

COB 還對供應商公司 (Provider Firms)<sup>61</sup>、獨立中介者 (Independent Intermediary)<sup>62</sup>、OPS 經理及利益關係人退休金計劃<sup>63</sup>、券商資金 (Broker Funds)<sup>64</sup> 等之適合性原則要求加以規定。

## **(2) 新版商業行為準則 (The New Conduct of Business Sourcebook, COBS)**

隨著歐盟「金融工具市場指令1」(MiFID 1) 生效施行，商業行為準則 (COB) 亦隨之廢止，取而代之的是遵循MiFID 1而制定的新版商業行為準則 (The New Conduct of Business Sourcebook, COBS)。

### **A. 客戶分類及各類別間之轉換**

COBS依照MiFID 1的分類模式將客戶區分為零售客戶、專業客戶與合格對手方。

#### **(a) 零售客戶**

---

<sup>60</sup> COB 5.3.5 R (2001) .

<sup>61</sup> COB 5.3.6 R, 5.3.7 R& 5.3.8 G (2001) .

<sup>62</sup> COB 5.3.9 R, 5.3.10 R& 5.3.11 G (2001) .

<sup>63</sup> COB 5.3.12 R (2001) .

<sup>64</sup> COB 5.3.20 R (2001) .

非屬於專業客戶或合格對手方者即為零售客戶<sup>65</sup>。

## (b) 專業客戶

專業客戶可區分為當然專業客戶（Per Se Professional Clients）與選擇性專業客戶（Elective Professional Clients）<sup>66</sup>。以下就表格整格彙整之：

表 3-4 客戶分類內容

	當然專業客戶	選擇性專業客戶
定義	當然專業客戶除了採用 MiFID 1 中被視為專業客戶類型外，同時融入了原 COB 中 <u>大型中間客戶</u> 的分類標準 <sup>67</sup> ，以補 MiFID 1 規定之不足，僅於法人團體中 <u>調降其股份資本額</u> 之要求，透過結合兩種分類型態，建構新的當然專業客戶定義 <sup>68</sup> 。	沿用 MiFID 1 兼採滿足下列（1）質性分析與（2）量化分析（若適用）並應履行（3）特定程序條件之規定 <sup>69</sup> 。
類型	<p>■ <u>指經核准或受監管的金融市場營運實體：</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 信貸機構</li> <li>➢ 投資公司</li> <li>➢ 其他經核准或受監管的金融機構</li> <li>➢ 保險公司</li> <li>➢ 集合投資計畫及其管理</li> </ul>	<p>■ <u>公司對客戶的專業能力、經驗與知識進行適當的評估後，合理確信該客戶具備擬參與交易要求之條件，有能力做出投資決策並了解所涉及之風</u></p>

<sup>65</sup> COBS 3.4.1 R (2007) .

<sup>66</sup> COBS 3.5.1 R (2007) .

<sup>67</sup> COBS 3.5.2 R (3) (2007) .

<sup>68</sup> COBS 3.5.2 R (2007) .

<sup>69</sup> COBS 3.5.3 R (2007) .

	<p>公司</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 退休基金及其管理公司</li> <li>➤ 商品及商品衍生品交易</li> <li>➤ 當地企業</li> <li>➤ 其他機構投資人等</li> </ul> <p>■ <b><u>屬於經營MiFID 1或等同第三國業務之企業中，滿足下列任兩個條件的大型企業：</u></b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 資產負債表總額達2千萬歐元</li> <li>➤ 淨營業額達4千萬歐元</li> <li>➤ 自有資金達2百萬歐元</li> </ul> <p>■ <b><u>不屬於經營MiFID 1或等同第三國業務之企業中，滿足下列任兩個條件的大型企業：</u></b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 法人團體實收資本額或淨資產至少達 5 百萬英鎊</li> <li>➤ 滿足下列任兩個條件的企業： <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 資產負債表總額達1千2百50萬歐元</li> <li>✓ 淨營業額達2千5百萬歐元</li> <li>✓ 當年度平均員工數達250人</li> </ul> </li> <li>➤ 合夥關係淨資產至少達 5 百萬英鎊</li> <li>➤ 信託關係受託人淨資產至少達 1 千萬英鎊</li> <li>➤ 職業退休金計劃受託人</li> </ul>	<p><b><u>險</u></b></p> <p>■ <b><u>公司針對MiFID 1之要求進行評估時，應至少滿足下列任兩項條件：</u></b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 客戶的平均投資頻率在此前4個季度內達到每季度10次</li> <li>➤ 客戶包含現金存款及金融工具在內的投資組合規模達到50萬歐元</li> <li>➤ 客戶在金融產業的專業職務上工作至少滿1年，同時具備擬參與交易或服務的專業知識</li> </ul> <p>■ <b><u>執行下列程序：</u></b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 客戶以書面方式向公司提出願意被視為專業客戶之聲明，包含全部或僅限於特定之投資交易、服務、交易種類及產品等。</li> <li>➤ 公司必須提供客戶清楚的書面警示，說明客戶可能會失去的保護及投資人補償權利。</li> <li>➤ 客戶必須於合約外，另</li> </ul>
--	---	--

	<p>滿足下列兩個條件：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 至少達50人</li> <li>✓ 管理之資產總額達1千萬英鎊</li> </ul> <p>➤ 政府機關</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ <u>國家和地方政府、管理公共債務的公共部門、中央銀行、國際或跨國性組織（如世界銀行、國際貨幣基金、歐洲中央銀行、歐洲投資銀行等）及其他類似國際組織。</u></li> <li>■ <u>以投資金融工具為主要活動的其他機構投資者，包括專門從事資產證券化或其他融資交易的實體。</u></li> </ul>	<p>以書面方式載明其知悉且願意承擔失去相關保護所可能造成之後果。</p>
--	--	---------------------------------------

### (c) 合格對手方

合格對手方亦區分為當然合格對手方（Per Se Eligible Counterparties）與選擇性合格對手方（Elective Eligible Counterparties）<sup>70</sup>。不論當然合格對手方或選擇性合格對手方，COBS大抵都沿用MiFID1的規定作為其合格對手方分類之基礎。以下就兩類型整理表格彙整之：

<sup>70</sup> COBS 3.6.1 R (2007) .

表 3-5 合格對手方分類內容

	合格對手方	選擇性合格對手方 <sup>71</sup>
類型	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 投資公司</li> <li>■ 信貸機構</li> <li>■ 保險公司</li> <li>■ 可轉讓證券集合投資計畫及其管理公司</li> <li>■ 退休基金及其管理公司</li> <li>■ 受歐盟或成員國法律核准或監督之其他金融機構</li> <li>■ 依據 MiFID 1 指令 2004/39/EC 第二條1項 k 款或1款規定之企業</li> <li>■ 國家政府及包括處理公共債務之公共組織的類似機構</li> <li>■ 中央銀行</li> <li>■ 跨國性組織</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 客戶為單一企業並且               <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 屬於當然專業客戶中 (1) 至 (4) 類，若為第 (3) 類不屬於經營 MiFID 1 或等同第三國業務之企業時，則尚須滿足下列任一個條件：                   <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 法人團體實收資本額至少達1千萬英鎊</li> <li>✓ 滿足下列任兩個條件的企業                       <ul style="list-style-type: none"> <li>• 資產負債表總額達1千2百50萬歐元</li> <li>• 淨營業額達2千5百萬歐元</li> <li>• 當年度平均員工數達250人</li> </ul> </li> </ul> </li> </ul> </li> </ul>

<sup>71</sup> COBS 3.6.4 R (2007) .

		<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 同時僅限於其被視為專業客戶的服務或交易範圍內，被認定為選擇性合格對手方身分</li> <li>■ 公司在與預期成為可選擇合格對手方之客戶進行交易時，均須獲得其明確表示，確認其同意接受被作為合格對手方對待，該確認可以是以總體合約方式或是針對個別單一之交易。</li> </ul>
--	--	---

#### (d) 各類別間之轉換

由於客戶分類基本上遵循MiFID 1的規定，因此各類別間轉換的部分亦依照MiFID 1的要求，當專業客戶或合格對手方認為其無法適當評估或管理所涉風險時，有責任要求更高程度的保障<sup>72</sup>，而公司必須容許專業客戶或合格對手方要求重新分類為客戶，以獲得更高程度的保障<sup>73</sup>。因此不論是公司主動或客戶要求，當然合格對手方可以調整為專業客戶或零售客戶，而當然專業客戶可以調整為零售客戶，同時視情況須完成符合規定的書面協議<sup>74</sup>。

另外，如果當然合格對手方要求調整為客戶以獲得商業行為準則的保障，但卻未明白表示欲調整為零售客戶時，公司必須將該客戶以

<sup>72</sup> COBS 3.7.2 G (2007) .

<sup>73</sup> COBS 3.7.1 R (2007) .

<sup>74</sup> COBS 3.7.3 R (2007) .



專業客戶對待<sup>75</sup>。然若屬於經營MiFID 1或等同第三國業務之當然專業客戶或當然合格對手方，以書面協議方式要求調整為零售客戶，且該書面協議已詳細說明重新分類之範圍，如是否適用一個或多個特定服務或交易、產品或交易類型、規則等，就商業行為準則體系的適用而言，該客戶將被分類為零售客戶而非專業客戶或合格對手方<sup>76</sup>。

此外亦採行原COB規範，主張重新分類為零售客戶不一定代表在投資者紛爭解決機制中可以構成合格控訴之要件<sup>77</sup>。

### (3) 適合性評估 (Suitability) 與適當性評估 (Appropriateness)

COBS規定公司向客戶提供不同類型的服務與活動時，須分別進行適合性評估與適當性評估程序。公司有權依賴客戶所提供之訊息進行評估，除非其知悉或應知悉該訊息係明顯逾越時程、不正確或是不完整<sup>78</sup>；此外公司不得鼓勵客戶或潛在客戶不提供進行評估時所需之相關訊息<sup>79</sup>，以避免發生道德風險。

#### A. 適合性評估

COBS的適合性評估適用範圍為公司針對指定投資 (Designated Investment) 進行個人化建議 (Personal Recommendations)<sup>80</sup>或公司進行管理投資業務 (Managing Investments)<sup>81</sup>，其中關於利益關係人產品 (Stakeholder Product)<sup>82</sup>、專業客戶投保人壽保險<sup>83</sup>及有關退休金<sup>84</sup>的個人化建議，在適合性評估適用上有特殊的限制。至於非屬於

---

<sup>75</sup> COBS 3.7.4 R (2007) .

<sup>76</sup> COBS 3.7.5 R (2007) .

<sup>77</sup> COBS 3.7.8 G (2007) .

<sup>78</sup> COBS 9.2.5 R& 10.2.4 R (2007) .

<sup>79</sup> COBS 9.2.4 R& 10.2.3 R (2007) .

<sup>80</sup> COBS 9.1.1 R (2007) .

<sup>81</sup> COBS 9.1.3 R (2007) .

<sup>82</sup> COBS 9.1.2 R (2007) .

<sup>83</sup> COBS 9.1.5 R, 9.1.6 G, 9.1.7 G& 9.1.9 G (2007) .

<sup>84</sup> COBS 9.1.8 G (2007) .

經營MiFID1或等同第三國業務之公司，只有當(1)客戶為零售客戶；或(2)公司管理職業退休金計劃、利益關係人退休金計劃或個人退休金計畫之資產時，方有本適合性評估之適用<sup>85</sup>。適用的對象則為「任何人」(Any Person)，則可以是自然人、法人及合夥關係等。

認識客戶以獲得必要資訊、公司必須採取合理的步驟以確保個人化建議或進行交易的決定適合其客戶。因此當公司對客戶進行個人化建議或為其管理投資時，必須獲取以下關於客戶的必要資訊<sup>86</sup>：

#### (a) 知識與經驗

在投資領域相關的指定投資或服務中具體類型之知識與經驗。針對客戶在投資領域中的知識與經驗主要就是要了解客戶本身的屬性，及包含複雜度與所涉風險在內的服務、產品或交易之特徵與範圍。包括如下<sup>87</sup>：

- I. 客戶熟悉的服務、交易及指定投資之類型；
- II. 客戶交易的指定投資之性質、交易量、頻率與執行交易的期間；
- III. 客戶或潛在客戶的教育程度、職業或曾經從事的相關職業。

#### (b) 財務狀況

客戶的財務狀況必須包含客戶經常性收入的來源與額度，包含流動資產、投資與不動產在內的資產總和及定期財務承諾等相關資訊<sup>88</sup>。

---

<sup>85</sup> COBS 9.1.4 R (2007) .

<sup>86</sup> COBS 9.2.1 R (2007) .

<sup>87</sup> COBS 9.2.3 R (2007) .

<sup>88</sup> COBS 9.2.2 R (3) (2007) .

### (c) 投資目標

客戶的投資目標必須包含客戶希望持有投資的期間、風險偏好程度、風險屬性及投資目的等相關資訊<sup>89</sup>。

當無法獲得上述之必要資訊時，公司不得向客戶進行個人化建議或交易的決定<sup>90</sup>。唯此時若客戶仍執意要求公司提供其他服務時，則公司在收到客戶書面指示後，秉持對客戶最佳利益原則，同時遵守適當性評估所揭示的義務下，可提供個人化建議及管理投資以外之其他服務<sup>91</sup>。進行評估<sup>92</sup>在獲得上述（一）關於客戶的必要資訊後，公司得以了解有關客戶的重要事實並有合理依據相信，其所提供的服務、所推薦的特定交易，能夠滿足下列條件：

- (a) 符合客戶的投資目標；
- (b) 客戶在財務上能夠承擔與其投資目標一致的相關投資風險。若提供當然專業客戶個人化建議時，則公司有權假設該專業客戶符合本條件，即具備足夠的財務能力能夠承擔與其投資目標一致的相關投資風險<sup>93</sup>。
- (c) 客戶具備足夠的經驗與知識，可以理解在交易或管理其投資組合中所涉及的風險。若在經營MiFID 1或等同第三國業務中，為專業客戶提供個人化建議或管理投資服務，則公司有權假設該專業客戶符合本條件，即具備足夠的經驗與知識可以理解所涉風險<sup>94</sup>。

---

<sup>89</sup> COBS 9.2.2 R (2) (2007) .

<sup>90</sup> COBS 9.2.6 R (2007) .

<sup>91</sup> COBS 9.2.7 G (2007) .

<sup>92</sup> COBS 9.2.2 R (1) (2007) .

<sup>93</sup> COBS 9.2.8 R (2) (2007) .

<sup>94</sup> COBS 9.2.8 R (1) (2007) .

交易可能因為指定投資之風險、交易種類、交易特性或交易頻率等原因而不適合客戶；在管理投資之業務，若交易導致不合適之投資組合，則該交易將可能被認定是不合適的<sup>95</sup>。至於針對一連串交易，即使就個別交易而言是合適的，但若未以對客戶最佳利益的交易頻率進行建議或交易決策，則交易仍可能被認定是不合適的，因此公司應考慮客戶同意的投資決策以決定交易頻率<sup>96</sup>。

## B. 適當性評估

COBS的適當性評估適用於公司在經營MiFID 1或等同第三國業務範圍內，提供個人化建議及進行管理投資以外之投資服務<sup>97</sup>。適當性評估要求客戶提供在投資領域中關於特定類型產品或服務的知識與經驗，不論該產品或服務是投資公司主動提供或應客戶要求而提供，使公司得以評估該服務或產品對客戶而言是否適當(Appropriate)<sup>98</sup>。若客戶選擇不提供使公司能進行適當性評估的資訊，或所提供之訊息不完整時，公司必須向客戶提出標準化格式之警示，說明無法認定產品或服務對於客戶是否適當<sup>99</sup>。

在獲得客戶的相關知識與經驗後，接著要決定客戶是否具備足夠的經驗與知識，以理解公司主動提供或應客戶要求而提供關於投資服務或產品中所涉及的風險<sup>100</sup>。與適合性評估相同，公司有權假設當客戶被分類為專業客戶時，其即具備足夠的經驗與知識可以理解關於特殊的投資服務、交易、交易種類或產品所涉的風險<sup>101</sup>。若公司依前述

---

<sup>95</sup> COBS 9.3.1 G (2007) .

<sup>96</sup> COBS 9.3.2 G (2007) .

<sup>97</sup> COBS 10.1.1 R (2007) .

<sup>98</sup> COBS 10.2.1 R (1) (2007) .

<sup>99</sup> COBS 10.3.2 R (2007) .

<sup>100</sup> COBS 10.2.1 R (2) (a) (2007) .

<sup>101</sup> COBS 10.2.1 R (2) (b) (2007) .

方式取得相關資訊，並認定產品或服務對於客戶是不適當的，公司必須以標準化格式向客戶提出警示<sup>102</sup>。

值得注意且與適合性評估不同的是，在公司向客戶提出警示後若客戶仍要求繼續執行交易，則公司可依實際狀況決定是否為客戶執行交易<sup>103</sup>。適當性評估之豁免在滿足特定條件下，可豁免進行適當性評估；相反的，適合性評估則未提供豁免機制。若公司提供特殊的金融工具僅是客戶交易指令的執行或接收和傳送，無論有無搭配附屬服務，在符合下列所有條件的情況下，投資公司可以豁免對於客戶的適當性評估<sup>104</sup>：

- (a) 金融工具為本節第五項第一款第二目一、(一)所列之非複雜金融產品；
- (b) 該項服務是由客戶所提出的；
- (c) 投資公司必須向客戶提出警示，無論是否以標準化格式方式提出，說明在提供該項服務時，投資公司毋須評估提供的工具或服務是否適合該客戶，同時客戶無法獲得相關法規就適合性評估所提供相應之保護；
- (d) 公司須遵守有關利益衝突之相關規定。此外若公司接收或傳送客戶的指令且以依COBS第9章之規定進行適合性評估，或公司依賴其他投資公司所為之建議時，公司不需要進行適當性評估<sup>105</sup>。

---

<sup>102</sup> COBS 10.3.1 R (2007) .

<sup>103</sup> COBS 10.3.3 G (2007) .

<sup>104</sup> COBS 10.4.1 R (2007) .

<sup>105</sup> COBS 10.6.1 G& 10.6.2 G (2007) .

### 3. 說明義務

英國關於說明義務之規範主要亦規定於新版商業行為準則（The New Conduct of Business Sourcebook, COBS），以下分述之：

#### (1) 資訊揭露（Information Disclosure）

##### A. 基本原則

針對經營MiFID1或等同第三國業務之企業，或對零售客戶經營指定投資業務之公司<sup>106</sup>，在為客戶服務前，必須以標準的格式（Standardized Format）、可理解的形式（Comprehensible）向客戶提供下列適當的資訊（Appropriate Information）：

- (a) 公司及其服務；
- (b) 指定投資和建議之投資策略及與前述二者相關之適當指引與風險警示；
- (c) 執行場所；
- (d) 費用及相關支出<sup>107</sup>。

##### B. 針對產品資訊揭露

針對指定投資，須依據零售或專業客戶之分類，提供其有關該投資之本質與風險的一般性描述，包括：

- (a) 足供客戶作為投資決策依據，關於特定類型的指定投資本質之解釋及相關細節；
- (b) 前述之解釋及相關細節除了考量客戶的知識水平及狀態外，還須涵蓋槓桿程度與該槓桿可能導致超過原始本金虧損之風險、

---

<sup>106</sup> COBS 2.2.-1 R.

<sup>107</sup> COBS 2.2.1 R.

價格波動性、該投資所產生須承擔的財務承諾及其他義務、保證金要求及類似義務等<sup>108</sup>。

此外當二個或多個指定投資組成後之風險若大於單一之風險時，公司還必須提供該組成及其風險增加之適當說明。

當公司針對零售客戶進行包裹式產品（Packaged Product）之銷售、個人化建議、銷售安排時，必須提供客戶重要特性文件（Key Features Document）及重要特性說明<sup>109</sup>（Key Features Illustration），其中重要特性文件須包含產品的本質、複雜度、運作方式、適用的最低標準與限制、購買或投資的重要利益與風險等，使該零售客戶得以依據以上資訊進行決策，此外還須說明有關申訴、賠償及取消之相關事項<sup>110</sup>；至於重要特性說明則須包括相關費用的訊息<sup>111</sup>。

## **(2) 說明義務之一般性原則**

### **A. 適用範疇**

本原則適用於公司向客戶說明有關指定投資業務，及同意或說明不含信貸、房貸、非投資型保單及未受監管之共同投資計畫等在內的金融商品推介<sup>112</sup>。

### **B. 善盡說明義務**

公司必須確保對客戶之說明或金融商品推介是公平、清楚且無誤導的<sup>113</sup>，同時要適度考量說明方式及所欲傳達之資訊內容，而以適當的方法為之。例如專業投資人即可不用與零售客戶有相同的說明資訊

---

<sup>108</sup> COBS 14.3.2 R.

<sup>109</sup> COBS 14.2.1 R (1) .

<sup>110</sup> COBS 13.3.1 R.

<sup>111</sup> COBS 13.4.1 R.

<sup>112</sup> COBS 4.1.1 R.

<sup>113</sup> COBS 4.2.1 R (1) .

<sup>114</sup>。為了達成公平、清楚、無誤導之目標，公司必須清楚說明該產品或服務對客戶之資本可能產生之風險；從衡平觀點提供該投資短期與長期之展望；針對費用結構複雜或公司可從中獲取報酬之投資或服務，則需考量客戶之需求，提供充分且必要之相關訊息；若是代銷包裹式產品或利益關係人產品，則必須提供關於發行人或投資經理人公平、清楚、無誤導之資訊或評價<sup>115</sup>。最後除非可以公平、清楚、無誤導的描述產品或服務之特性，並且可以公平、清楚、無誤導的使用所呈現的必要資訊，否則不得使用如「保證的」（Guaranteed）、「受保護的」（Protected）、「安全的」（Secure）或其他相類似的用語<sup>116</sup>。

## C. 說明內容

### (a) 對零售客戶的說明

針對零售客戶的說明須包含公司之名稱及相關稅務事項<sup>117</sup>，且資料必須精確與充分，尤其不得在未告知相關風險下強調任何潛在利益，並以一般大眾可以理解的方式呈現；對於重要事項及警語不得隱瞞、減少或模糊<sup>118</sup>；須確保提供有意義的比較資訊，並須詳細說明出處、重要事實及相關假設<sup>119</sup>；最後須確保金融商品推介的訊息與提供給零售客戶從事指定投資業務的任何訊息一致<sup>120</sup>。

### (b) 關於績效的說明

I. 過去績效公司在提供包含相關投資或金融指數過去績效的指標之訊息時，須符合該指標非極端值，至少包含過去5年或自始以來所有的數據，清楚陳述基期及來源，註明過去之績效不代表未

---

<sup>114</sup> COBS 4.2.2 G (1) .

<sup>115</sup> COBS 4.2.4 G.

<sup>116</sup> COBS 4.2.5 G.

<sup>117</sup> COBS 4.5.7 R.

<sup>118</sup> COBS 4.5.2 R.

<sup>119</sup> COBS 4.5.6 R.

<sup>120</sup> COBS 4.5.8 R



來之表現，加註匯率波動所可能產生之風險，以總績效表示之指標，則須一併揭露佣金、手續費及相關費用<sup>121</sup>。

- II. 模擬過去績效公司在提供包含相關投資或金融指數之模擬過去績效的指標之訊息時，須符合該指標與投資或金融指數有關，且基於一個或多個投資或金融指數過去的實際績效，並註明模擬過去績效及過去之績效不代表未來之表現<sup>122</sup>。
- III. 未來績效公司在提供包含相關投資、金融指數、結構型存款等未來績效的指標之訊息時，須符合非基於且未引用模擬過去績效，而是基於客觀數據所支持的合理假設，以總績效表示之指標，則須一併揭露佣金、手續費及相關費用，並註明預測之未來績效不代表未來之表現<sup>123</sup>。

### (c) 電話行銷 (Cold Calls) 及其他非書面方式推介<sup>124</sup>

其他非書面方式推介<sup>125</sup>公司不得於營業場所外已非書面方式向客戶進行推介或非推介之投資說明，除非符合下述要件之說明：

- I. 在一天之中適當的時間為之；
- II. 在開始時即表明自己之身分及所代表之公司，同時清楚交代所欲說明之目的；
- III. 向客戶說明其可在任何時間點表示繼續或終止對話；
- IV. 提供任何客戶安排會面的聯繫方式。

### (3) 遠距說明規定

---

<sup>121</sup> COBS 4.6.2 R.

<sup>122</sup> COBS 4.6.6 R.

<sup>123</sup> COBS 4.6.7 R.

<sup>124</sup> COBS 4.8.2 R.

<sup>125</sup> COBS 4.8.3 R.

在契約成立前，公司必須及時提供客戶遠距行銷相關資訊<sup>126</sup>，並明確表達商業目的，同時以適當的遠距說明方式提供清楚且易於理解的說明<sup>127</sup>，例如以電話進行時，在通話之初就必須表明身分及談話之目的等<sup>128</sup>。然而當無法於契約成立前及時提供客戶該相關資訊時，就必須於契約成立後以可接觸與使用之經久媒介，立即提供客戶遠距行銷資訊及契約條款與條件之揭露訊息<sup>129</sup>。

綜上所述，以下整理表格，分別針對新舊版之商業準則差異性彙整之：

表 3-6 新舊商業準則對照表

法規名稱	主體區分	適用範疇差異性
Conduct of Business Sourcebook, COB	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 私人客戶</li> <li>■ 中間客戶</li> <li>■ 市場對手方</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 主體區分細緻化。</li> <li>✓ 各類別間轉換，保障程度提高。</li> <li>✓ 適合性原則，區分為「適合性評估」與「適當性評估」。</li> <li>✓ 增訂說明義務，使資訊揭露更加完善。</li> </ul>
The New Conduct of Business Sourcebook, COBS	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 零售客戶</li> <li>■ 專業客戶</li> <li>■ 合格對手方</li> </ul>	

## 伍、美國

美國自 1999 年通過「金融服務現代化法」後，金融監管制度形成功能性之監理的模式，而所謂功能性監理係指，相同之業務行為應由相同之管理者管理，其論點建構於不同之監理機關有不同之監理專業，而要求單一機構具備或發展出監理各種金融機構之期待顯係不切

<sup>126</sup> COBS 5.1.1 R.

<sup>127</sup> COBS 5.1.2 R

<sup>128</sup> COBS 5.1.3 R

<sup>129</sup> COBS 5.1.13 R.

實際且無效率，因此，美國之金融管理法制架構傾向於確保由銀行之監理機構管理銀行業務、證券之監理機構管理證券業務、保險之監理機構管理保險業務<sup>130</sup>。

就監理制度實務面，「金融服務現代化法」要求所有金融機構建立適當的安全標準，以保護客戶資料不受內外部的威脅，針對非公開個人資料揭露之保護，包括保密義務政策與金融機構安全防衛。國會政策規定，金融機構有尊重客戶私密，並保護客戶非公開資訊安全及機密之義務。又條文提及之機關，在其管轄內，針對行政管理、技術及資料保護等，應對金融機構訂定標準，確保客戶記錄及資訊之安全與機密，防止對資訊安全與完整之可預期威脅及未經授權存取，避免導致客戶重大損失，此為該法對於投資人保護之落實。

## 一、證券法規

### (一) 境外結構型商品之定性

美國因採用功能性監理之模式，並以其架構，針對金融商品或業務依據其功能予以監管。功能性監理之面向主要目的在於提供一致的監理作業，且可以避免要求監理機關熟悉並通曉各金融監理之專業法規。準此，美國之金融監理法制架構傾向確保由銀行之監理機構管理銀行業務、證券之監理機構管理證券業務、保險之監理機構管理保險業務。

然針對美國法制就「境外結構型商品」之定性，判斷其是否係屬「有價證券」，毋寧先就「結構型商品」是否為有價證券先論述之，針對此部分，可以先從 1933 年證券法<sup>131</sup>及 1934 年證券交易法<sup>132</sup>就有

---

<sup>130</sup> Heidi Mandanis Schooner, Michael Taylor, United Kingdom and United States Response to the Regulatory Challenges of Modern Financial Markets, 38 Tex. Int'l L. J. 317, pp.327, 328.

<sup>131</sup> 其主要規範內容在於證券初級市場。

<sup>132</sup> 其主要規範內容在於證券次級市場及證券商之管理。

價證券定義觀察論之。1933 年證券法係規定於第二條第一項，其所指之有價證券係為任何票券、股票、庫藏股、債券、無擔保債券、擔保信託憑證、認股證明、可轉讓股份、表決權信託憑證、存託憑證、認購權利、選擇權、有價證券指數、投資契約、投資信託書等。由此可知，1933 年證券法對於有價證券之內容採用列舉與概括之方式定義，範圍十分廣泛，惟卻因其彈性過大而導致在法律定性上之不明確。然 1934 年證券交易法對有價證券之定義規定在第 3 條第一項第 10 款，內容與 1933 年證券法相似，故無法有效解決定性上實際解釋之問題。準此，針對「境外結構型商品」之定性，本文建議先從商品之類型著手，來判斷其是否屬於有價證券之範疇。

參照美國法上有價證券之債券其基本意義，係指為涉及支付及返還本金的有價證券，或是以判斷買賣雙方交易的動機，例如：是否為募集資金為投資使用或是單純收取群眾資金來因應商業用途、是否有對一般大眾銷售之管道、投資大眾對此金融商品之認定、該金融商品之銷售是否有法律規範，而不需要透過證券法規來保護一般小額投資人<sup>133</sup>。基此，境外結構型商品交易模式係由投資人先行支付一筆本金，來賺取利息，而利息之高低，取決於衍生性合約之表現，而在約定之期限到期後，再由境外結構型商品發行人常還本金，且在發行境外結構型商品時，已經交付公開說明書等符合發行債券之程序。針對此商品類型之模式，在美國法之體系上，境外結構型商品應係屬歸類於有價證券之債券範疇內。

## (二) 銷售端之基本原則及規範

### 1. 概述

---

<sup>133</sup> “This products Were Structured As Debenture Under The Companies Ordinance”, Issues Raised By Lehman's Minibonds Crisis Report To Financial Secretary 1.2, Securities And Futures Commission, Dec 2008, <http://www.sfc.hk/web/EN/>.

2008 年爆發金融危機，有絕大原因是因為眾多投資者購買了與其風險承受能力不相當之金融商品。因此如何使投資者買到其合適金融商品，方為解決之根本之道，亦是維持金融市場穩定運作之首要工作。然除了投資者購買與其風險承擔能力不相當之金融商品外，另外業者在銷售過程中不予說明或者不完全與不實說明，導致投資人資訊不足或產生理解誤差而進行交易，而使其利益受損，準此，針對金融商品銷售法律規範之兩大主軸，適合性原則與說明義務，則是本文主要探討之部分。

## 2. 適合性原則

### (1) 行業自律組織 (SROs) 之自律規範

美國依據「1934 年證券交易法」(Securities Exchange Act of 1934) 成立了美國證券交易管理委員會 (The U.S. Securities and Exchange Commission, SEC)，並賦予該委員會廣泛的權限以管理整個證券相關產業，同時該法第 6 條又規定大部分的證券交易所會員要受證券交易所的自我管理，形成所謂的合作監理 (Cooperative Regulation) 體系，亦即首先由行業自律組織 (SROs) 進行自我規範，而證券交易管理委員會則保留對個別證券公司、行業自律組織及市場的最終監理權的監理體系。以下就美國金融行業監理協會 (FINRA) 之自律規範為說明：

由全國證券商協會 (NASD) 與紐約證券交易所 (New York Stock Exchange, NYSE) 中有關會員監管、執行與仲裁的部門合併而成的美國金融行業監理協會 (FINRA) 在 2007 年 7 月正式成立。該協會屬於非政府部門的獨立且非營利組織，致力於投資人保護並確保證券市場公正及誠實的運作<sup>134</sup>。隨著美國金融行業監理協會的成立，適合性

---

<sup>134</sup> FINRA website, <http://www.finra.org/AboutFINRA/>, last visited Oct. 21, 2014.

原則的自律規範也產生了新的變化。美國金融行業監理協會成立後逐步對於各自屬於全國證券商協會與紐約證券交易所的自律規範加以整合，形成統一的自律規範體系。該協會於 2011 年 5 月發出監管通知 11-25(Regulatory Notice 11-25)，以 FINRA Rule 2111 及 FINRA Rule 2090 分別取代 NASD Rule 2310 及 NYSE Rule 405 (1)，新規則保留了舊有規則重要義務的主要特色，並對該特色予以加強、簡化及闡釋，成為美國金融行業監理協會新的適合性原則規範。以下分別說明：

#### **A. FINRA Rule 2111**

FINRA Rule 2111 即適合性 (Suitability) 規範，其包含 2 條基本規則及 7 條補充條款。

##### **(a) 基本規則**

基本規則 1 指出會員及其從業人員必須有合理依據，確信向客戶推薦的交易或投資策略是適合客戶的，會員及其從業人員必須盡合理的努力以獲得客戶的投資概況，包括但不限於客戶年齡、其他投資、財務狀況與需求、稅務狀況、投資目標、投資經驗、投資時間、流動性要求、風險承受能力以及客戶向會員及其從業人員針對此投資建議所提供的其他資訊<sup>135</sup>。

基本規則 2 規定會員及其從業人員豁免對機構客戶 (Institutional Account) 承擔客戶特定適合性 (Customer-Specific Suitability) 義務之條件，取決於 (1) 會員及其從業人員必須有合理理由相信機構客戶具有獨立評估總體風險與特定交易或投資策略的個別風險的能力；及 (2) 機構客戶明確指出在評估會員及其從業人員的推薦時具有獨立判斷的能力。最後當機構客戶授權投資顧問或銀行信託部門進行

---

<sup>135</sup> FINRA Rule 2111 (a).

代理時亦適用之<sup>136</sup>。

由上述基本規則可歸納出，FINRA 將投資人區分為三大類，以下表格整理之<sup>137</sup>：

**表 3-7 投資人區分模式**

	機構客戶	非機構客戶
類型	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 銀行、儲蓄或貸款社團、保險公司及註冊的投資公司。</li> <li>■ 依據 1940 年投資顧問法 203 節向美國證券交易管理委員會或州政府證券委員會註冊的投資顧問。</li> <li>■ 其他實體，包括總資產大於 5 千萬美元的自然人、公司、合夥及信託等。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 不屬於機構客戶</li> </ul>
適合性原則評估	✓ 已達履行適合性原則評估	✓ 嚴格履行適合性原則評估

**(b) 補充條款**

補充條款之內容，以下整理表格呈現之：

**表 3-8 補充條款法規內容**

條文字號	條文內容
------	------

<sup>136</sup> FINRA Rule 2111 (b) .

<sup>137</sup> FINRA Rule 2111 (c) .

<p>第一條 (總則)</p>	<p>要求全體會員及其從業人員與客戶的關係是建立在公平交易的基礎上，銷售方不僅要承擔符合美國金融行業監理協會規範的道德標準，同時還強調必須滿足與大眾公平交易的要求，<u>適合性原則是公平交易的基礎</u>，且有利於促進合乎道德要求的銷售行為及提高專業行為的標準<sup>138</sup>。</p>
<p>第二條 (免責聲明)</p>	<p>免責聲明強調會員及其從業人員不得拒絕承擔適合性原則中的任何責任<sup>139</sup>。</p>
<p>第三條 (推薦策略)</p>	<p>在本規定中所提及「關於一檔或多檔證券的投資策略」為一廣泛概念，包括明確建議持有一檔或多檔證券。然而在以下的說明中，只要不涉及對特定單一或一群證券的推薦，就會被排除規則 2111 的適用。</p> <p>針對一般財務與投資訊息，包含風險與回報、多樣化、平均成本、複合回報、稅務遞延投資等基本投資概念；以標準市場指數為基礎之股票、債券及現金等不同資產報酬的歷史差異；通貨膨脹影響；未來退休收入需求評估及評估客戶的投資概況等。描述包括關於雇主資助的退休或收益計畫、加入計畫的受益情形及該計畫下提供的投資選擇權等資訊。</p> <p>針對資產配置模型必須基於大眾認可的投資理論上；所有可能影響合理投資人評估該模型的事實與假設或由該模型所產生的任何報告均必須一併加以揭露；若所使用的資產配置模型屬於規則 2214 (Rule</p>

<sup>138</sup> FINRA Rule 2111 supplementary material .01 General Principles.

<sup>139</sup> FINRA Rule 2111 supplementary material .02 Disclaimers.



	2214)「投資分析工具」所規範的，則必須遵守該規則之規定 <sup>140</sup> 。
第四條 (客戶的投資概況)	<p>會員及其從業人員於本規則下進行推薦時，應擁有關於客戶的充分資訊並據以為合理的依據，相信該建議適合該客戶。</p> <p>規則 2111(a)所描述關於客戶投資概況的因素通常與決定該建議是否適合客戶有關，但各因素的重要程度可能會因為具體的事實或情況而異。</p> <p>會員及其從業人員除了有合理依據相信依照具體的事實或情況判斷，該因素或其他因素與投資概況無關並加以記載，否則即應盡合理努力以獲得並分析規則 2111(a)所描述之各種因素<sup>141</sup>。</p>
第五條 (適合性義務要素)	適合性原則的內涵包含了三個義務，分別為合理基礎適合性 (Reasonable-Basis Suitability)、客戶特定適合性 (Customer-Specific Suitability) 及數量適合性 (Quantitative Suitability)
第六條 (客戶的財務能力)	除非會員及其從業人員有合理依據相信客戶有財務能力履行承諾，否則將被禁止對其提供下列服務，包括推薦單一或多種證券的投資策略及交易、連續買進單一或多種證券或使用單一或多種證券的投資策略等 <sup>142</sup> 。
第七條 (對機構投資人的)	會員及其從業人員有合理依據相信客戶獨立判斷投資推薦的能力及有獨立評估風險的能力時，會員及其從業人員就算履行客戶特定適合性義務，即豁免

<sup>140</sup> FINRA Rule 2111 supplementary material .03 Recommended Strategies.

<sup>141</sup> FINRA Rule 2111 supplementary material .04 Customer's Investment Profile.

<sup>142</sup> FINRA Rule 2111 supplementary material .06 Customer's Financial Ability.

豁免)	規則 2111(b)規定對機構客戶之客戶特定適合性義務 <sup>143</sup> 。
-----	--

## B. FINRA Rule 2090

FINRA Rule 2090 即了解你的客戶 (Know Your Customer) 規則，仿照自 NYSE Rule 405 (1)。該規則規定每一會員在實行開戶或維護每一帳戶時，應盡合理之努力以了解並保留有關每一客戶及有關其代理權限的必要事實。補充條款則對必要事實加以說明。必要事實指的是要求 (1) 有效地服務客戶帳戶；(2) 行為符合該帳戶的任何特殊處理的指令；(3) 了解代理人的代理權限；及 (4) 符合相關的法律、法規與規則<sup>144</sup>。

隨著金融市場的變化與發展，相較於以往的規定，美國金融行業監理協會在其新的兩個規定 Rule 2111 及 Rule 2090 也相對應的作了一些調整，首先是適合性原則實施的主體從會員擴展到會員及其從業人員，從業人員的日常工作也納入適合性原則規範，並且強化會員及其從業人員在適合性原則中不可推卸的責任。

其次隨著高齡人口的增加，美國金融行業監理協會也開始重視老年人的投資適合性，並於 Rule 2111 增加關於投資者年齡的判斷因素。普遍而言老年人或退休人員的風險承受能力較一般人為低，加上流動性因素更是考量重點，因此對其而言投資決策更形慎重。其實早在 2007 年美國金融行業監理協會就曾以監管通知 07-43 (Regulatory Notice 07-43) 提醒會員重視並履行對高齡客戶的適合性服務。

最後 FINRA Rule 2111 及 Rule 2090 就此成為適合性原則的一般規定，至於原本存在關於適合性原則的會員通告及監管通知等，美國金融行業監理協會則是透過發布監管通知 11-02 (Regulatory Notice

<sup>143</sup> FINRA Rule 2111 supplementary material .07 Institutional Investor Exemption.

<sup>144</sup> FINRA Rule 2090.

11-02) 加以說明，指出現存所有的會員通告、監管通知及案例法等，只要其不與新規則的要求與解釋相衝突，仍可根據具體案件的事實與情況繼續適用<sup>145</sup>。因此美國金融行業監理協會曾對不同產品類別所作的特殊要求，如 Rule 2330 針對推薦遞延變動年金適合性義務有詳細的要求、Rule 2353 及 Rule 2360 對於推薦選擇權產品適合性加以規定、Rule 2370 為推薦期貨產品的適合性原則等，只要不違背 Rule 2111 及 Rule 2090，即成為適合性一般原則下的特殊規定。

## (2) 美國證券交易管理委員會 (SEC) 之行政規章

自「1933 年證券法」等一系列相關法律公布施行之後，雖然美國的證券產業受到政府的全面監理，然而在證券市場快速發展的過程中，仍然出現許多的投機與詐欺行為，因此為了評估相關法案實施之成效，美國證券交易管理委員會於 1961 年對整體證券市場進行特別研究 (The Special Study of Securities Markets)，並於 1963 年提出證券市場特別研究報告 (Report of the Special Study of Securities Markets) 該研究發現基於訊息揭露所建立的監理體系並不能有效的保護投資大眾，因此該報告建議證券市場應透過高標準的招募、培訓與規範體系形成專業化的證券產業，此外報告的另一重點則是重新發現了全國證券商協會的適合性原則，並認為該原則有助於實現證券市場高標準的道德行為，因此建議將適合性原則擴大適用於所有的證券商。

證券交易管理委員會首先於 1962 年通過了規則 15c2-5 (Rule 15c2-5)，要求證券商在銷售有價證券並以該證券為擔保的貸款計畫 (Equity Funding Program) 前，須先進行適合性原則評估<sup>146</sup>，包括獲得關於客戶的財務狀況及需求，並且合理地決定包含貸款安排在內的

---

<sup>145</sup> FINRA Regulatory Notice 11-02, note 3, [http://finra.complinet.com/en/display/display\\_main.html?rbid=2403&element\\_id=9940](http://finra.complinet.com/en/display/display_main.html?rbid=2403&element_id=9940), last visited Oct. 23, 2014.

<sup>146</sup> 17 C. F. R. §240.15c2-5 (1999) .

整體交易是適合客戶的，同時以書面文件陳述決定過程並加以保存，以供客戶索取<sup>147</sup>。

此外由於不論是「1934年證券交易法」或「1938年邁羅尼法」並未強制證券商加入自律組織，故仍有許多券商尚未成為自律組織之會員。為了避免因不適用自律規範所引發之不公平競爭，美國證券交易管理委員會執行了所謂 SEC Only (SECO) 計畫<sup>148</sup>，由其制定相關規則以適用於非全國證券商協會會員之證券商，其中之一即為 1967 年發布的規則 15b10-3。該規則規定證券商及其從業人員應於考量客戶之投資目標、財務狀況與需求及其他資訊後，有合理依據相信其所為之推薦適合該投資人<sup>149</sup>。隨著美國證券交易管理委員會要求所有的券商加入自律組織並受其規範，包含規則 15b10-3 在內的 SECO 相關規則於 1983 年一併遭到廢除<sup>150</sup>。

為了解決低價股票 (Penny Stocks) 所衍生的詐欺問題，證券交易管理委員會於 1989 年通過了規則 15g-9，該規則嚴格規定了證券商必須獲得客戶關於財務狀況、投資經驗、投資目標及已取得的其他資訊等，並據以判斷該低價股票交易是否適合該客戶、客戶是否具有足夠的財務知識和經驗以及是否可以合理預期客戶具備評估該交易風險的能力。此外規則 15g-9 對於需要徵提的相關文件之種類、內容、方式及時間等亦作了詳細的規定<sup>151</sup>。

最後證券交易管理委員會於 1994 年，嘗試提議將適合性原則納

---

<sup>147</sup> 17 C. F. R. §240.15c2-5 (a) (2) (1999) .

<sup>148</sup> <http://www.sec.gov/rules/concept/34-50700.htm>, at note181, last visited Oct. 14, 2014.

<sup>149</sup> Original text “Every nonmember broker or dealer and every associated person who recommends to a customer the purchase, sale or exchange of any security shall have reasonable grounds to believe that the recommendation is not unsuitable for such customer on the basis of information furnished by such customer after reasonable inquiry concerning the customer’s investment objectives, financial situation and needs, and any other information known by such broker or dealer or associated person.” 17 C. F. R. §240.15b10-3.

<sup>150</sup> Lowenfels *et al.*, *supra* note 111, at1582.

<sup>151</sup> 17 C. F. R. §240.15g-9.

入 1940 年投資顧問法 (Investment Advisers Act of 1940) 但未獲通過<sup>152</sup>，其理由主要係認為投資顧問與客戶間之受託關係中，投資顧問對客戶負有信賴義務，透過信賴義務中之最大善意原則 (Utmost Good Faith) 已足以體現適合性原則之規範。至此美國證券交易管理委員會針對適合性原則，再也未能於聯邦證券法層級上制定出明確的規範。

### (3) 違反適合性之法律效果

不論自律組織的自律規範或證券交易管理委員會的行政規章，對於適合性原則本質上仍隱含著強烈的道德上規範，金融業者若違反適合性原則，投資人的救濟途徑之一是結合一般性詐欺條款規則 10b-5<sup>153</sup> (Rule 10b-5) 提起訴訟，其次則是透過金融交易契約中所約定之仲裁條款交付仲裁。

#### A. 結合一般性詐欺條款規則 10b-5 (Rule 10b-5) 提起訴訟

美國司法實務多數見解認為，若金融業者違反適合性原則但並不構成規則 10b-5 詐欺行為之程度時，則將無法作為民事訴由。第二巡迴法院在 *Clark v. John Lamula Investors, Inc.*<sup>154</sup> 一案中，就適合性原則之訴提出了 5 個認定標準，亦即投資人必須證明：(1) 購買的有價證券不符合投資人的需求；(2) 金融業者明知或能合理相信有價證券不適合客戶；(3) 金融業者仍推薦或為其購買有價證券；(4) 金融業者故意就關於有價證券適合性之重要事實作不實陳述；(5) 投資人合理信賴金融業者之詐欺行為並導致損害。

#### B. 仲裁協議

由於要證明金融業者的故意與行為具有詐欺性並不容易，加上近

---

<sup>152</sup> Lowenfels *et al.*, *supra* note 111, at 1582.

<sup>153</sup> 17 C. F. R. §240.15c-5.

<sup>154</sup> *Clark v. John Lamula Investors, Inc.*, 583 F. 2d 594, 600-01 (2d Cir. 1978) .

來隨著行業仲裁規則的統一與日益完善，於是為數眾多的有價證券糾紛，透過投資者與金融業者間金融交易契約所約定的仲裁條款，獲得了妥善的解決。

### 3. 說明義務之規範

美國的聯邦法規並未有直接述及說明義務之規定，僅有較傾向於資訊揭露義務之規範，惟其與說明義務仍有些許差異。此外自律組織亦發展出關於資訊揭露義務的自律規則。同時由於實務上金融商品交易雙方資訊地位不對等，因此法院就資訊揭露義務亦發展出相關要件以為規範。

#### (1) 美國聯邦法規彙編 (Code of Federal Regulations, CFR) 之資訊揭露文件

美國聯邦法規彙編第 17 編第 1 章由美國商品期貨交易委員會 (CFTC) 制定有關商品期貨與選擇權之交易規則，其中規定期貨交易商在提供給客戶的資訊揭露文件中，須包含單獨、制式的風險揭露聲明，並且在取得客戶簽名及註明日期的確認文件，確認其收取並理解該揭露聲明後，才可以為客戶開立商品期貨<sup>155</sup>、商品選擇權<sup>156</sup>或槓桿交易<sup>157</sup>的帳戶。至於若是為機構客戶 (Institutional Customer) 提供相關服務，則不須提供資訊揭露文件及取得客戶簽名的確認文件<sup>158</sup>；期貨交易經理在為潛在客戶提供參與申購契約前，須先交付資訊揭露文件<sup>159</sup>；期貨投資顧問在為潛在客戶提供服務前，須先交付資訊揭露文件，並且在取<sup>160</sup>得客戶簽名及註明日期的確認文件後，才可以與客戶簽訂服務契約。上述之資訊揭露文件則須涵蓋警示聲明、風險揭露聲明、

---

<sup>155</sup> 17 CFR 1.55 (a) .

<sup>156</sup> 17 CFR 33.7.

<sup>157</sup> 17 CFR 31.11.

<sup>158</sup> 17 CFR 1.55 (f)

<sup>159</sup> 17 CFR 4.21.

<sup>160</sup> 17 CFR 4.31.

公司及參與人員名稱、住所、電話、主要風險因素、交易計畫、相關費用、利益衝突、相關訴訟、過往績效及其他重大訊息等<sup>161</sup>。

## (2) 美國金融行業監理協會 (FINRA) 之自律規範

美國金融行業監理協會之自律規範規定對大眾進行說明的內容標準<sup>162</sup>，包括：

- A. 所有會員對大眾的說明必須建立在公平交易與誠實信用的原則上，且必須是公平與平衡的，同時必須提供評估關於任何特定或種類的證券、產業與服務等事實的合理基礎。對於遺漏任何重要事實或條件而提出的資料內容，將使溝通遭受誤解；
- B. 會員在說明過程中不得有任何虛偽、誇大、未經證實之承諾、誤導性陳述或主張。會員不得發佈、傳閱或散佈其明知或可合理得知包含對重大事實之不實陳述，或以其他方式構成虛假或誤導的溝通；
- C. 會員必須確保其所製作範圍內之內容陳述清晰且不具誤導性，同時平衡處理有關風險與潛在收益議題；
- D. 會員須考量訊息接收者本身之特質作為說明之依據，同時必須提供對其適當的詳述與解釋；
- E. 會員不得預測或投射商品績效，暗喻商品將重現過往之績效或作出任何誇大、未經證實之主張、意見或預測
- F. 其他揭露事項包括會員名稱、稅務事項、相關費用等。

## 二、陶德—弗蘭克華爾街改革和消費者保護法(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)

---

<sup>161</sup> 17 CFR 4.24& 4.34.

<sup>162</sup> FINRA Rule 2210.

在 2010 年 7 月，美國政府改革金融監管模式，透過立法訂立《陶德—弗蘭克法案》全稱《陶德—弗蘭克華爾街改革和消費者保護法》(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)（下稱陶德法）。該法案旨在通過改善金融體系問責制和透明度，以促進美國金融穩定、解決「大而不倒」問題、保護納稅人利益、保護消費者利益。陶德法案是美國政府在雷曼兄弟倒閉後，對美國銀行業強化管理，包括設立消費者金融保護局保護消費者、加強房貸市場管理、強化衍生性商品等規範，如 OTC 交易衍生性產品，納入主管機關的監理範圍等。以下，就《陶德—弗蘭克法案》之背景說明之：

### (一) 改革背景與進程

美國金融業傳統上實行功能性監理，區分業別監管之：由美國聯邦儲備委員會(The Board of Governors of The Federal Reserve System)、美國財政部的貨幣監理署(Office of Comptroller of Currency, OCC)及美國聯邦存款保險公司(Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC)主要負責聯邦層面之銀行業監管；由美國證券交易委員會(The U.S. Securities and Exchange Commission, SEC)和美國商品期貨交易委員會(Commodity Futures Trading Commission, CFTC)主要負責聯邦層面的證券業和期貨業監管，保險業則由各州監管機構自行監管。

2008 年度發生金融危機，伯納德·麥道夫(Bernard Madoff)的龐氏騙局(Ponzi scheme)和次級房貸危機，大型金融構的投機商業習慣也是本危機的一部分原因<sup>163</sup>。國會希望可以改善在 2008 年金融危機中效率不彰之金融體制，所以在陶德法中制訂防止舞弊內容外另也讓商業習慣、金融習性和重要的公司領導層議題，這些對於國家金融架構的完整性有影響者，將其違法行為規定相當嚴格。陶德法致力於恢復

---

<sup>163</sup> See Eamonn K. Moran, Wall Street Meets Main Street: Understanding the Financial Crisis, 13 N.C. BANKING INST. 5. 8-12 (2009).



大眾對於金融系統的信心，並且在發生一個相同危機前，防止其他金融危機的產生<sup>164</sup>和戳破任何新的經濟泡沫。這部法提出在銀行部門、證券市場和華爾街的問題，另外在行政補償、公司治理都有規定<sup>165</sup>。

## (二) 監管制度主要改革

陶德法致力於解決金融危機所暴露出金融市場系統性風險、限制銀行高風險經營、保護金融市場消費者之利益，以及增強衍生性金融商品之透明度等，然其最終目的在於，維護金融系統之整體穩定，防止金融危機再次發生。

### 1. 加強對系統重要性金融機構之監管

陶德法中沒有直接出現「系統重要性金融機構」(Systemically important financial institution, SIFI)一詞，惟卻環繞此一概念對於不同類型之金融機構作出相關規範。然何謂具有「系統重要性的金融機構」，其係指由美國聯邦儲備委員會，針對將嚴重危害至任何公司經濟上層面；就經濟風險可以出現於銀行業，亦可係其他金融機構，如投資銀行和保險的公司。準此，陶德法之立法，授權適合 SIFI 資格的金融機構將符合更高的資本標準和制定應急計畫，為潛在風險管理設立標準<sup>166</sup>。

### 2. 確立清算程序，終結大到不能倒

陶德法第二編授權財政部分根據美國聯邦儲備委員會、存款保險公司及其他相關監管機構書面建議，指定存款保險公司擔任清算人，對於瀕臨破產之系統重要性金融機構實行清算程序。然建議內容係針

---

<sup>164</sup> Brief Summary of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, S. Comm. on Banking, Hous. & Urban Affairs (July 1, 2010), [http://www.banking.senate.gov/public/\\_files/070110\\_Dodd\\_Frank\\_Wall\\_Street\\_Reform\\_comprehensive\\_summary\\_Final.pdf](http://www.banking.senate.gov/public/_files/070110_Dodd_Frank_Wall_Street_Reform_comprehensive_summary_Final.pdf)

<sup>165</sup> See Beth S. DeSimone, James D. Richman & Tengfei (Harry) Wu, Down Payment: The Dodd-Frank Act Takes Aim at the Primary Abuses Uncovered During the Mortgage Meltdown, 33-JAN L.A. LAW. 35. 35 (2011)

<sup>166</sup> Dodd-Frank Act, Sec. 805(a).

對所涉金融公司是否具有系統重要性以及是否瀕臨破產進行評估。準此，建議內容必須包含下列事項進行評估<sup>167</sup>：

- (1) 該公司是否違約抑或者有違約之風險。
- (2) 如該公司若違約將對於整個金融體系之穩定性造成何種影響。
- (3) 如該公司之違約將導致弱勢族群經濟狀況及金融穩定造成何種影響。
- (4) 對該公司所採行之事項其性質與程度為何。
- (5) 採用私人部門替代方案阻止該公司違約之可能性。
- (6) 該公司是否適用於破產法所制訂之破產程序。
- (7) 針對該公司之債權人、股東及相關競爭者將造成何種影響。
- (8) 該公司是否符合本法第 201 條所規定之「金融公司」之定義。

### 3. 引進伏克爾法則(Volcker rule)，禁止銀行從事自營交易

陶德法第 619 條針對《1956 年銀行控股公司法》進行修改，禁止銀行從事證券自營交易或者與對沖基金或私人股權基金發生連繫關係<sup>168</sup>。2010 年 1 月 21 日，美國總統歐巴馬提出最新金融改革方案，稱之為「伏克爾法則(Volcker rule)」，旨在限制金融機構所承擔的風險，降低系統性風險發生機率。伏克爾法則主要內容為：

**限制規模**—擬禁止大型金融機構進一步整併，計劃更改銀行現行市占率的上限規定；自 1994 年起，每一銀行之投保存款金額占全國比重不可超過 10%，歐巴馬計劃將 10% 上限納入非投保存款及其他資產。

---

<sup>167</sup> Dodd-Frank Act, Sec. 203(a)(2).

<sup>168</sup> Dodd-Frank Act, Sec. 619.

**限制營運範圍**—要求商業銀行不得進行自營商交易，也不得擁有或投資對沖基金與私募基金。1930年代的格拉斯-史蒂格爾法(Glass-Steagall act，後來稱為 the Banking Act of 1933)是規定商業銀行、證券公司(投資銀行與保險公司)不得跨業經營。禁止銀行從事自營交易的規定雖不會對美國公債造成影響，但卻將嚴重影響國際間主權債券的交易。

#### 4. 加強場外衍生性金融商品市場之監管

陶德法致力於提高場外衍生性金融商品市場之透明度，原有監管體系對主要通過場外交易的金融衍生品缺乏透明性與信息要求。針對監管的漏洞，該法案加強了對證券化市場(主要是資產支持證券 ABS)、場外交易(OTC)市場以及具有系統重要性的支付、清算和結算體系的全面監管。在證券化方面，要求證券化信貸敞口的信貸風險要與信貸發起人的利益相聯繫，要提高證券化市場的透明度和標準，加強對信用評級機構的監管，監管部門應減少對信用評級的使用。在場外交易方面，將絕大部分場外金融衍生品交易移到交易所交易，並通過清算中心結算；禁止銀行之間或者銀行與客戶之間進行這種金融衍生品交易；更為重要的是，要求所有具備從美聯儲貼現視窗獲得融資資格的大型商業銀行剝離其信用違約掉期(CDS)等高風險衍生產品到特定的子公司(銀行可保留常規的利率、外匯、大宗商品等衍生產品)；對從事衍生品交易的公司實施特別的資本比例、保證金、交易記錄和職業操守等監管要求。為防止銀行機構通過證券化產品轉移風險，要求發行人必須將至少 5%的風險資產保留在其資產負債表上。

#### 5. 加強對於消費者之金融保護

陶德法在美國聯邦儲備體系下設立消費者金融保護局(CFPA)。該機構具有獨立的監管權，可以獨立制定監管條例並監督實施，署長由

總統直接任命。消費者金融保護局對提供信用卡、抵押貸款和其他貸款等金融產品及服務的金融機構實施監管，對金融產品的風險進行測試和防範，以保證消費者在使用住房按揭、信用卡和其他金融產品時，得到清晰、準確和完整的信息，從而杜絕一些信用卡機構和房貸公司的隱性費用、掠奪性條款和欺詐等不公平行為，切實保護消費者利益<sup>169</sup>。該機構可以監管美國各類銀行和非銀行金融機構，以及所有資產規模在 100 億美元以上的信貸機構、支票兌換機構和其他類似的非銀行金融機構。並且設立消費者金融保護局這樣一個機構，有助於保護消費者，特別是金融知識較少的個人消費者，體現了從「買者自負」到「賣者有責」的監管理念的改變。另外，陶德法還涉及了優先購買權問題。該法案允許各州自行頒佈更嚴格的消費者保護法，並適用於全國性銀行。

### (三) 陶德—弗蘭克華爾街改革和消費者保護法核心價值

美國此次金融監管改革的總體原則是強化監管，並無更改其原先之監理模式。針對在金融風暴危機之美國金融體系和監管所暴露的問題，奧巴馬政府藉此法案進行了極富針對性、大刀闊斧的改革。陶德法的核心理念主要體現在兩個方面：第一係改變目前金融機構「大到不能倒」的局面，有效防範系統性風險。然第二係保護金融市場中的弱勢群體，避免金融消費者受到欺詐。圍繞系統性風險和消費者金融保護兩大核心問題，法案從系統性風險、消費者金融保護、重構原有監管機構和監管職能、提高對「系統重要性」金融機構的監管標準、填補就對沖基金等金融行業的監管空白、證券化及場外衍生品金融市場進行規範和約束、嚴格銀行資本金監管和業務監管、華爾街高管薪酬監管等幾個方面對現有監管規則進行了調整和改革<sup>170</sup>。

---

<sup>169</sup> Dodd-Frank Act, Sec. 1031(d).

<sup>170</sup> 參楊偉文，金融監理機關功能性組織調整之研究，臺北大學法學論叢，第七十期，2009年6月，頁254至255。

## 陸、小結

參酌香港、新加坡、日本及英美等主要國家，就其類似境外結構型商品之監理規範、監理之原則架構及其發展之沿革背景觀之，我們可以發現各國對於結構型商品或與其相類似之複雜型商品，均有以法律層級之主要法規進行單獨或綜合規範。不論其係以單獨法規進行規範，或於法規中僅做原則性規範而由行政機關發布規則、命令予以補充，甚或分散於各不同法規個別規範，參酌各國法規，唯有在法律中有所明定，或有明確授權條款並明定違反責任之情況下，針對結構型商品發行人、銷售商之重大違法行為，始能處以刑事罰、行政罰，藉以矯正其可能造成投資人損害或破壞投資人保護之不正行為。

另外，基於結構型投資商品之特殊性，其發行商、連結標的之發行商可能係處國外之發行機構，難以以偏概全，因此各國多僅以「結構型商品」進行法規規範，而未再細分「境內結構型商品」與「境外結構型商品」。並且，基於針對境外發行商之規範困難，各國法規主要著重於「銷售端」之監理，於法律中直接規範銷售義務之原則規範 / 或具體規範及其違反效果，並提高銷售商與代理商之義務規範，以此作為金融商品之監理法規體系。

而針對銷售商與代理商高度義務的課予必然會對於金融市場發展有所影響，因此監理法規緊縮與金融銷售、投資發展間的平衡，仍需透過完善的投資人區分制度，藉由區分「一般投資人」與「專業投資人」，甚或參酌日本將投資人更加細分為「不得變更為一般投資人之專業投資人」、「得選擇變更為一般投資人之專業投資人」、「得選擇變更為專業投資人之一般投資人」、「不得變更為專業投資人之一般投資人」四類，於「一般」與「專業」間賦予不同程度之義務豁免，以此尋求監理與商業發展的平衡。

結構型投資商品投資人之保護牽涉甚廣，同時亦涉及複雜型投資商品如何定義之問題，事實上，不論美國 SEC、FINRA 或英國 FSA（現已由 Financial Conduct Authority, FCA 與 Prudential Regulation Authority, PRA 替代）甚至其他國家之金融監理機關，針對何項商品屬於複雜型商品亦難以明確予以定義。另外，於金融商品監理法規的建置上，許多國家金融監理機關不約而同地指出在結構型商品已相當常見的現今，傳統僅要求金融商品資訊揭露已不足以保護投資人利益，除了商品本身及其連結標的資訊之揭露以外，仍必須搭配瞭解顧客程序 (Know-your-customer, KYC) 以及瞭解經銷商程序 (Know-your-distributor, KYD) 等相關配套措施，始能真正達到投資人保護之目的。

並且，為免產生漏未規定或法規適用上有所扞格、相競合之疑慮，或許我國得以香港、新加坡、日本及英國作為借鏡，研擬一套供結構型金融投資商品得以一體適用之法律層級規範，消除金融商品發行、銷售商以及金融商品投資人於法規選擇適用上之障礙，進而建立起完善健全的金融市場與落實保障投資人的金融環境。

## 第四章 境外結構型商品監理制度

### 第一節 境外結構型商品法規監理之落實

參酌外國法金融監理規範，我國各相關規則、辦法針對境外結構型商品雖可謂作出相當詳盡之規範，然而較為遺憾者，各相關規則、辦法均為證券子法、行業指導規範之性質，證券法規(即證券交易法、期貨交易法等)上關於金融商品特性所設計之監理規範則明顯較為不足。實則法規監理是作為前端、中端之金融商品發行、銷售管理手段，究其目的仍在於如何充實投資人之保護。健全的金融商品交易市場，除了後端的投資人紛爭解決機制以外，尚需搭配事前與事中的金融商品法規作為監理，同時監理法規亦須注意不得過於嚴苛導致金融市場蕭條，唯有在完善且平衡的監理法規下，始能發揮投資人保護之宗旨。

本節擬從比較法之角度，針對我國境外結構型商品由現行受託投資、受託買賣及投資型保單連結之管理架構，探討是否應將境外結構型商品納入證券交易法中明文規範，或維持現行以規則、辦法為主之監理模式。

#### 壹、標的國金融商品法規比較

為清楚比較標的國各國關於結構型投資品之監理機關模式及其主要、關聯法規，以下擬以圖表呈現各國現行監理狀況與法規：

表 4-1 關於各區域金融商品監理、投資人保護機關及其主要法規

	香港	新加坡	日本	英國	美國
監理機關	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 證券及期貨事務監察委員會</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ The Monetary Authority of Singapore, MAS</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 金融廳</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Financial Conduct Authority, (FCA)</li> <li>➤ Prudential Regulatory Authority, (PRA)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Securities and Exchange Commission, (SEC)</li> <li>➤ Financial Industry Regulatory Authority, (FINRA)</li> </ul>
模式	一元化監理	一元化監理	一元化監理	雙峰型監理	功能性監理
立法意旨	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 增強對市場的信心</li> <li>■ 確保投資者獲得恰當的保障</li> <li>■ 減少市場失當行為及金融罪案</li> <li>■ 促進創新和競爭</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 強化法規監理</li> <li>■ 提升系統風險控管</li> <li>■ 擴大機關監理權</li> <li>■ 確保消費者適當之保護</li> <li>■ 減少金融犯罪與不正行為發生</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 加強監督市場功能與金融廳監理權限</li> <li>■ 系統風險控管</li> <li>■ 確保金融商品交易之公正性暨透明化</li> <li>■ 促進消費者保護</li> <li>■ 減少金融犯罪</li> <li>■ 促進國民經濟健全發展，邁向金融暨資本市場國際化</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 審慎監管</li> <li>■ 系統風險控管</li> <li>■ 確保消費者適當之保護</li> <li>■ 減少金融犯罪</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 加強對系統重要性金融機構之監管</li> <li>■ 確立清算程序，終結大到不能倒</li> <li>■ 引進伏克爾法則，禁止銀行從事自營交易</li> <li>■ 加強場外衍生性金融商品市場之監管</li> <li>■ 加強對於消費者之金融保護</li> </ul>
主要法規	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 《證券及期貨條例》</li> <li>➤ 證監會有關單位信託及互惠基金、投資有關的人壽保險計劃及非上市結構性投資產品的手冊</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 《Securities and Futures Act》</li> <li>➤ 《Financial Advisers Act》</li> <li>➤ MAS Guidelines</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 《金融商品取引法》</li> <li>➤ 《金融商品の販売等に関する法律》</li> <li>➤ 金融商品取引法第2條第31項、金融商品取引法第二條に規定する定義に関する内閣府令</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 《Financial Service Act》</li> <li>➤ 《The Financial Service and Markets Act》</li> <li>➤ FCA Handbook</li> <li>➤ PRA Handbook and Rulebook</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 《Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act》</li> <li>➤ 《Sarbanes-Oxley Act》</li> <li>➤ SEC Rules</li> <li>➤ FINRA Rules</li> </ul>





表 4-2 標的國主要法規監理方向

	香港	新加坡	日本	英國	美國
主要法規	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 《證券及期貨條例》</li> <li>➢ 證監會有關單位信託及互惠基金、投資有關的人壽保險計劃及非上市結構性投資產品的手冊</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 《Securities and Futures Act》</li> <li>➢ 《Financial Advisers Act》</li> <li>➢ MAS Guidelines</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 《金融商品取引法》</li> <li>➢ 《金融商品の販売等に関する法律》</li> <li>➢ 金融商品取引法第2条第31項、金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 《Financial Service Act》</li> <li>➢ 《The Financial Service and Markets Act》</li> <li>➢ FCA Handbook</li> <li>➢ PRA Handbook and Rulebook</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 《Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act》</li> <li>➢ 《Sarbanes-Oxley Act》</li> <li>➢ SEC Rules</li> <li>➢ FINRA Rules</li> </ul>
境內外種類	◆ 未區分境內、境外結構型商品	◆ 未區分境內、境外結構型商品	◆ 未區分境內、境外結構型商品	◆ 未區分境內、境外結構型商品	◆ 未區分境內、境外結構型商品
發行端	■ 有掛牌、無掛牌交易不同	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 以非上市為主</li> <li>■ 發行人資格控制</li> </ul>	■ 著重銷售適合性等原則義務	■ 著重銷售端義務	■ 著重銷售端義務
銷售端	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 法規著重銷售端監理</li> <li>✓ 專業、非專業、機構投資人區分</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 法規著重銷售端監理</li> <li>✓ 專業、非專業、機構投資人區分</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 法規著重銷售端監理</li> <li>✓ 四類型投資人區分</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 法規著重銷售端監理</li> <li>✓ 私人客戶、中間客戶、市場對手方</li> <li>✓ 零售客戶、專業客戶、合格對手方</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 法規著重銷售端監理</li> <li>✓ 專業、非專業、機構投資人區分</li> </ul>

從上表我們可以發現，多數地區就境外結構型商品之監理係採取一元化監理之模式。透過一元化監理模式，又或參照英國雙峰型監理模式，以「金融機構內部稽核、審慎監理」與「外部金融商品銷售、投資人保護」作為機能區分，可以大幅降低機關間權責不明、監理相互衝突等問題。誠然功能化監理模式可以起到機關分工之作用，然而針對金融商品之日益複雜，其性質往往牽涉不同專業、不同機關管轄領域，過度區分各別監理機關間之監理權限，有時反而適得其反。

透過建置單一專責監理機關與主要監理法規，不但能使機關權責分明；同時境外結構型商品銷售商也能快速找到法規適從、遵循主管機關之監理；另外，金融商品消費者於投資時，亦能透過主要法規及專責機關之規範，迅速延伸到其他相關規範，藉此檢視其所投資之商品是否符合金融監理規範。

本研究礙於篇幅，故不再就機關監理制度多做探討，而暫僅著重於法規監理層面之利弊分析，探討我國境外結構型商品是否改依證券交易法進行法律層級架構之規範，建置一完善的金融法律體系。

## 貳、境外結構型商品規範特點與銷售實務問題

有關結構型商品是否屬於證交法上之有價證券，有學者主張：結構型債券有相當成分屬於公司債券，如側重其債券成分時，結構債應得解釋為證交法上之公司債券<sup>171</sup>。另有論者指出，自解釋論而言，因主管機關已於民國 76 年核定外國有價證券或其他具有投資性質之有價證券為本法之有價證券，故若連動債係屬外國法上之有價證券，或具有投資性質者，即得採取此途徑將連動債納入證交法的規範；反之，如連動債於外國法上僅被認定為衍生性金融商品，則此一債券即無法

---

<sup>171</sup> 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，59 卷 9 期，2008 年，頁 52。

透過此解釋方法納入規範<sup>172</sup>。

準此，境外結構型商品是否屬於證交法上有價證券於學說上始終爭論不休，倘認其為證交法上有價證券者，則投資人得以透過證交法所定特別民事責任予以請求，監理機關亦得透過證交法所賦予之裁罰手段進行監督；然同時必須考量到現行證交法規範是否足以涵蓋境外結構型商品此種金融投資商品之特性，因此，倘若僅以證交法第 6 條逕行認定其為證交法上有價證券，而未針對其金融發展之特性設有配套之相關規範，似嫌速斷。

### 一、境外結構型商品應規範重點

我國現行證交法之條文多著重在「發行端」之發行人義務、發行為義務等，然從金融投資商品之發展特性觀之並援參標的國相關法律，應可認為針對境外結構型商品此一金融投資商品規範之重點應著重於「銷售端」之風險揭露、告知義務、認識客戶義務以及產品適合性義務等「銷售義務」。

尤其境外結構型商品之發行人往往係身處國外之發行商，或係依外國法律設立之外國金融機構，且商品之連結標的係以外國商品為連結，從發行層面上而言，倘若境外結構型商品於我國內透過代理商、總代理商發售經認定其僅有銷售行為而不涉及募集發行時，我國證交法幾無介入之餘地；反之，縱認其於國內發售之行為具有募集發行之性質，惟境外結構型商品因其連結標的之不同而具有多種不同之型態，此時將陷入究竟應「每種連結標的型態」均應事先申報生效，抑或僅於「不同結構型態」時始需另行申報生效之困境。且金融商品之多樣性難以藉由單一規定加以完全定性，行政機關及金融銷售商亦未必擁有資源或能力針對每檔商品作出定性，為免過度加重行政機關與金融

---

<sup>172</sup> 王志誠、邵慶平、洪秀芬、陳俊仁，實用證券交易法，2015 年，4 版，台北：新學林，頁 50。

銷售商之負擔、並減少金融產業發展之困阻，縱將境外結構型商品納入證交法定義之有價證券中，亦有必要針對現行法規作出調整，由以往以「發行端」為監理重點轉移至商品「銷售端」為法規範之設計。

## 二、銷售實務操作與問題點

於銷售實務上，是否應將境外結構型商品認定為我國證券交易法中所稱之有價證券，亦有不同見解。有國內券商持贊成之見解，認為若結構型商品得定義為有價證券則可以之進行融資、融券及可供擔保，就其業務範圍上得以擴大且使市場活絡，故而將結構型商品納入有價證券之定義範圍於券商業務有利。並且，倘若經認定為有價證券，則得適用證券交易稅條例，而以千分之一至千分之三之稅率課稅；相較於目前須以綜合所得稅率（百分之五至百分之四五，五級超額累進稅率）課稅，具有高度市場活絡效益。

然亦有持反對見解者主張我國受託投資（信託）、受託買賣（複委託）、投資型保單（保險）之架構以及券商、銀行自律規範、管理規則，已行之有年，規範上相當順暢。且近年來，有關境外結構型商品之銷售，依照現行管理辦法辦理，已少見投資人之抱怨。若未經通盤審視即加以改變，可能導致銷售商遵循複雜、市場混亂；舉例而言，2000年債券基金/共同基金改由投信投顧法規範，即導致許多市場糾紛之產生。

另外，反對見解者亦指出，納入證交法有價證券規範，將有可能涉及證交法第22條申報生效之問題。首先，倘境外結構型金融商品之銷售受認定為募集發行時，即應事先經主管機關核可始能為之，惟境外結構型商品變化多樣，現實上不論銷售商或主管機關皆無可能、無力進行如此高量、多樣化商品之申報、核可；其次，於金融發展上，應盡量採行寬鬆管制，以促使金融銷售蓬勃發展，故亦不宜於每次發

售境外結構型商品前均應事先經主管機關之許可；最後，倘將之認定為有價證券之募集發行，則現行已於市場上流通之所有境外結構型金融商品，是否有溯及而應重行募集發行亦不無疑問。

不論持贊成意見或持反對意見者均一致認為，不論係境外結構型商品或其他金融投資商品之規範，均宜有法規層級的金融商品銷售原則性規範，如：金融商品風險揭露義務、銷售告知義務、產品管理義務及適合性義務等，並應加強教育銷售商第一線人員之說明義務<sup>173</sup>，使其說明能夠簡短、精要的指出投資商品的風險所在，使消費者得以快速經由銷售人員的說明而瞭解自身所負風險，以降低投資消費爭議之發生。

### 三、小結

綜上所述，依據金融商品發展及其發行、銷售具有時效之特性，長時間之發行審核似乎無法符合金融發展所需，且境外結構型商品之發行商係屬國外發行人，發行層面之監理相較困難。毋寧應將監理重點著重於產品管理與銷售端，要求銷售商必須取得發行商之風險揭露，並核實內部管理機制以為產品管理；並課與金融銷售商對於投資人之KYC、適合性義務、揭露義務、說明義務等銷售義務，使投資人明瞭自身所負風險，同時佐以投資人分級制度，針對機構投資人、專業投資人或高淨值投資人部分有所豁免，以減輕金融機構負擔、同時減少此類投資人之投資障礙<sup>174</sup>。以下將從境外結構型受認定為證交法上有價證券之利弊得失進行探討。

---

<sup>173</sup> 以金融商品之書面揭露義務而言，由於投資人多無詳讀說明書之習慣，且其內容文字多為繁複，投資人亦難理解，雖我國已有類似於新加坡 Product Highlights Sheet 制度之要求，然相較於書面揭露，銷售人員之當面說明對於投資人而言較易於理解，因此有必要要求銷售人員不得推銷不適合於個別投資人之金融投資產品，亦即加強 KYC 之要求；同時，亦應嚴格要求銷售商內部於產品管理面（product management）建立高規格之審核標準，以減少產品銷售問題之產生。

<sup>174</sup> 高強度之銷售義務（如 KYC、適合性等）雖屬投資人保障之一環，然從另一方面而言，亦可能造成機構投資人、專業投資人或高淨值投資人之投資障礙。於投資人自身已詳熟其所投資之金融商品情況，過度的 KYC 程序、說明程序，反可能造成投資人之困擾，進而產生投資障礙。

## 第二節 境外結構型商品受認定為證交法有價證券之 優劣比較

我國證交法第6條第1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。」是此，證交法為有價證券之定義留下了主管機關認定之空間，除本條項所臚列之各種有價證券外，尚得因主管機關依各該性質、管理需求及證交法之意旨而擴增有價證券之範圍。除依主管機關之認定而為有價證券者外，立法者亦將某些特定重要類型之證券明定為證交法所稱有價證券，如第2項「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」之立法模式。

臺北地方法院99年度金字第15號民事判決更謂：「現在之有價證券種類繁多，而結合與創新之新興金融商品亦不斷衍生，已達不勝枚舉之境界，與以往金融產品之種類有限之情況，全然不同，因此，就此新型態之金融商品，是否適用證券交易法、證券投資信託及顧問法、證券投資人及期貨交易人保護法、信託法、信託業法、票券金融保護法、銀行法作為金融管理之依據，乃應取決於立法當局就法制度之規劃，以及主管機關基於法律授權或本於其職務，就各該金融商品之狀況為衡量判斷，並非必然適用證券交易法之規定，而應就具體情況審酌判斷後為決定。」

就境外結構型商品是否應納入證交法第6條有價證券之定義，本研究擬從其優缺點比較觀點進行探討，以此構思境外結構型商品是否適合納入證交法第6條所定之有價證券中。

## 壹、法規適用層面

倘若欲改以證交法所稱有價證券進行規範，則必須審慎思考如何定義所謂「境外結構型商品」，尤其證交法中具有刑事處罰之部分，定義必須相當明確始能符合刑事明確性。其次，證交法所涉子法、函釋、相關法院判例與判決牽涉甚廣，亦有審慎考量之必要。另外，縱若僅將境外結構型商品納入證交法規範，由於主管機關進行核定有價證券之程序中或者主管機關制訂規範之時，乃僅能就核定當時既存之金融商品為核定，然而因現今金融商品乃不斷結合與創新而衍生新興金融商品，在核定有價證券或者制訂規範之程序中，顯然無法就當時未出現之該項新興金融商品進行實際查核而為判斷<sup>175</sup>，故亦然無法涵括到其他類型之金融商品，於新型態金融商品發展後仍有必要再另行訂定相關規則或另行核定。並且，縱使是「境外結構型商品」，依其銷售行業與商品態樣，亦有所區分，其內容與型態均不盡相同，於針對不同類型商品時，仍有詳細依其特性區分規範之必要，因此，雖可認應避免使「不同行業別」銷售同一商品須依不同法律規範體系進行遵循之情形，然仍不可避免的於「不同商品」上仍須有不同之細部規範。

從標的國相關規範所引申出之另一條路之思考：吾人或可參酌標的各國採行之單一部金融商品之綜合性法規，由證券交易法、期貨交易法為基礎，擴張至金融商品之原則性規定，以予就金融商品全面性涵括，使不同行業別銷售金融商品均得依照此法中之原則性規範，再於此綜合性金融商品法規中再細部區分各金融商品之規範，搭配相關子規則以全面涵蓋各式金融商品、並針對不同商品特性進行調適。

---

<sup>175</sup> 臺北地方法院 99 年度金字第 15 號民事判決。



## 貳、金融市場、商品與證券監理層面

從金融市場與證券監理層面而言，倘境外結構型商品納入證交法所稱有價證券，則此時必須考慮以下幾點監理重點：

第一，境外結構型商品之發行行為係由境外之發行人進行發行行為，我國境內之代理商行為定性上理應屬於「代銷行為」，而不涉及有價證券之發行，從此點而言，我國證交法上規範主要著重於有價證券之發行監理，至於銷售端之監理則由其相關子法、金融消費者保護法進行監理，相較於現行以管理規則、自律規範之監理模式上於「銷售端」似無太大差異。甚可謂於雷曼事件後，各管理規則、自律規範日趨嚴謹，我國於銷售端之監理與外國相比已屬相當程度詳盡，是否有必要於現下進行監理結構之改變，仍有深思之必要。

第二，退步言之，倘認為我國境內銷售商銷售對於一般投資人銷售境外結構型商品之行為屬於國內發行有價證券<sup>176</sup>，則首先如前段所述必須先定義境外結構型商品屬於我國證交法有價證券。惟就境外結構型商品之特性而言，以結構債為例，雖有從其債券之性質而認為應屬有價證券，然亦無法忽略其投資、射倖之衍生性金融部分；實際上從現行市場觀之，毋寧說境外結構型商品係屬一金融投資商品，其主要係著重於市場波動獲利之零和遊戲，就此點而言，甚至難以通過投資契約之四項標準檢視<sup>177</sup>，其性質上尚難以直接以投資契約定義之。然而，我國證交法第6條所謂有價證券，係一具有彈性之條文，賦予主管機關依現下社會情況、監理環境與市場狀況，認定有價證券之範圍，予以建構合適的監理與投資人保護，故仍無法僅以境外結構型商

<sup>176</sup> 本研究必須再度重申，我國境內之代理商行為定性原則上理應屬於「代銷行為」，而非屬有價證券之發行，因此證交法發行申報監理上之爭議問題，僅存在於理論上之討論，於此提出討論與思考。但亦不排除其在某些情況下有可能屬於有價證券之發行行為。

<sup>177</sup> Securities and Exchange Commission v. W. J. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946).

品不符傳統有價證券之定義即以此排除其受認定之可能。但不可否認的，由於境外結構型商品性質上之特殊性，倘欲認定其為有價證券時，仍應考量其性質是否符合我國現下有價證券之規範內容，謹慎思躋之。

第三，縱認其屬證交法上有價證券，從發行監理而言，則雖得透過證交法第 22 條發行申報生效之規定進行高強度之監理，惟現行境外結構型商品發售前仍須經相關機關（如行業公會）之審核，尚難謂因無證交法第 22 條之適用則境外結構型商品之發售均毋庸事先審核。且依證交法進行發行監理將涉及幾項難解之問題：首先，已於市場上流通之境外結構型商品是否應溯及既往重新進行募集發行之申報生效程序，抑或僅向將來新出現之產品或結構型態始需踐行申報生效？顯然有探求之餘地，從實際面而言，現行已流通之境外結構型商品倘需再重行踐行募集發程序，則發行、銷售商與投資人之間均必須重行議約、簽約，勢必產生莫大市場衝擊，對於我國金融市場環境建構似有再商榷之必要。

其次，考量境外結構型金融商品之多樣性與快速發展性，且既仍具投資產品之特性，其時效性自非一般，是否適合採取事先申報生效此一長期流程之審核，不無疑問；再者，倘需進行事先申報生效，則針對如此多樣性之金融商品，係以結構特性進行區分抑或每檔連結商品均需進行申報，亦有思考空間；最後，針對如此大量且多變的金融商品，金融機構、銷售商與主管機關（尤其是金管會證期局）是否具有如此資源、人力進行如此大量商品的事先申報審核，亦有疑問。然若基於強化監理等理由，將來仍有將之認定為有價證券之必要，則或可參酌外國立法例採取豁免式申報方式，例如針對商品採取總括申報方式，於總括申報後再由銷售商自行發展；或合格銷售商認定之方式，僅針對銷售商本身進行評估與認定，當受認定為合格銷售商後即得進

行發售，於各該商品發售時即毋庸再行申報。

第四，從金融市場與金融商品之發展而言，應思考前端（即發行端）之管制究應採取「管制緊縮」或「管制寬鬆」之政策。以金融發展而言，管制緊縮雖於理論上能降低市場風險，然而「管制寬鬆」較能促進金融市場蓬勃發展與多變；並且市場風險之降低除透過行政機關之管制以外，事實上應更加著重於市場參與者之自律與風險認知。另外，從金融商品多樣性而言，以監理政策之角度，毋寧應使投資商品能有多樣性選擇，避免投資商品過於單一或集中，從而積累市場風險。從投資人保障而言，亦應使投資人得有更多樣性之選擇，以分散其風險、提高其效用，並減輕市場波動所帶來之集中性影響。從外資引進之角度而言，過高強度之前端管制，亦有可能削弱我國市場對於外國發行商之吸引力，令其寧可選擇至其他管制較鬆之市場進行發行或交易，進而對於我國金融市場發展、投資人選擇造成負面影響。本研究雖贊成適度提高整體監管，惟對於前端管制仍採取較為保留之態度，而認為自「銷售端」等後端管制著手，以此建構完善投資人保護體系，會是較為妥適之選擇。

最後，倘以銷售對象進行區分，目前金融銷售商針對機構投資人、專業投資人銷售境外結構型商品，均係以「類似私募」之方式進行，且不論從學理上、實務操作上而言，針對機構投資人、專業投資人之銷售均毋庸對之採取高強度監理。至於一般投資人部分，雖理論上係屬於「類似募集發行」之方式運作，惟承前所述是否應以證交法進行規範亦不無疑問，且從實證研究顯示，以國內境外結構型商品銷售最大宗之銀行端為例，其係以信託方式進行受託投資，在「境外結構型商品管理規則」施行後，台灣僅有一檔針對非專業投資人銷售之產品且目前已到期。

## 參、台灣市場指向商品與檯面下交易層面

### 一、台灣市場指向性商品

交易實務上，可以發現有結構型商品雖於境外發行，然而其指向市場係針對台灣境內之投資人，其商品包裝、設計上均係專為台灣市場投資人而設，甚或係由國內之發行商利用其境外子公司、相關企業進行發行再回銷於國內投資人，雖表面上屬於境外發行之結構型商品，然其實質上相當於境內結構型商品之狀態，本文稱此為「台灣市場指向商品」。

此種台灣市場指向性商品之發展，不論係為商業市場考量，或係為稅務等考量，甚或係因企業集團內組織考量等等，其本質上並無違法性或難謂有脫法性。於此將發生一個問題：是否應讓此種類型商品回流於國內發行為妥？本文認為，此爭議事實上源自於我國結構型商品之發行區分為境內發行與境外發行兩者規範不一。

首先，從前所述，於外國立法例上，多數國家 / 地區並未區分境內與境外結構型商品，故而較難生有此爭議。其次，於我國現下仍區分境內與境外發行兩者分流之情況下，結構型商品發行商與相關金融機構選擇於境外或境內發行，仍有其內部考量，於此，是否將境外結構型商品定為證交法上有價證券對於發行商回流於境內發行誘因似乎並非重大。更有甚者，於現下境內外分流之現況，倘僅將境外結構型商品定義為證交法有價證券，而得適用證交稅之較低稅賦，反而可能促使境內發行商外流，轉而採取透過境外發行回銷之迂迴方式，對於我國發行市場是否確為合適之道，尚有疑問。

最後，承前所述，我國證交法中有關發程序之討論僅存在於理

論上之討論，且實際上無法對於境外發行行為進行管轄。因此對於此種於境外發行回銷台灣之「台灣市場指向性商品」，其表面上仍屬於境外發行，我國證交法中有關發行之相關規範對其實無法適用。是此，毋寧乎強化我國有關銷售行為之監理，透過強化「銷售端」規範，始能真正應對此些類型之金融商品，建構完善的金融商品監理架構。

## 二、檯面下交易

另外，於交易實務上尚有另外一種類型之交易，其銷售境外結構型商品並非經過我國境內合格之銷售商代銷，而係透過私人或未經核准之機構等進行交易，即「檯面下交易」。其行為上雖未必屬於違法（亦有可能屬違法）行為，然由於此交易型態涉及金融商品之銷售，應有監理之介入為宜。

按結構型商品屬於金融投資型商品，且其具有連結性質，稍有不慎極有可能引發系統性風險，進而造成金融市場嚴重影響與投資人鉅額虧損。為此，境外結構型商品有必要進行一定程度之監理，以遏止地下金融之發生。然而，倘若境外結構型商品並未上市、上櫃、興櫃時，並無證交法及其相關法規「場外交易禁止之適用」，因此縱使將其改以證交法規範，是否確能有效防阻檯面下交易之發生，仍有探求之空間。

因此，或應再度思考強化「銷售端」之相關規範，使檯面下交易行為亦納入相關規範之中予以監理，從銷售行為著手建構健全的交易市場。但不可否認的，唯有法律層級之體系（例如：證交法或其他法律），始能課予刑事處罰，有效抑制地下金融之發生。

## 肆、稅額差異

按現行個別投資人投資境外結構型商品，係以「個人海外所得」課稅，並佐以「最低稅負制」，即其基本稅額=(綜合所得淨額+最低稅負六大項稅基-免稅額 670 萬) $\times$ 20%。

次依據證券交易稅條例第 1 條規定，凡買賣公司發行之股票及經政府核准得公開募銷之其他有價證券，悉依規定徵收證券交易稅。因此，倘為證交法所訂之有價證券，其交易課稅係以「證券交易稅」進行徵收，即課以千分之三之稅率。

因此，倘境外結構型商品改依證交法第 6 條所稱有價證券進行規範後，其將屬證券交易稅條例所指有價證券範圍之中，投資人僅需繳納千分之三的證券交易所稅，可能較得以吸引資金留在國內、或減少外流。

不過，若考量更多影響資金流出入之種種因素，尚無法僅以稅率計算上之差異，作為是否納入證交法有價證券定義之定論。針對稅賦上之優劣差異，本研究礙於篇幅，僅能就問題點提出思考，仍有待未來更進一步之研究，或從金融市場發展、相關規範等角度，深入探討境外結構型商品改依證交法有價證券規範之稅賦比較。

表 4-3 境外結構型商品納入證交法有價證券規範優劣比較

境外結構型商品 納入證交法有價證券	優點	缺點
法規適用選擇	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 不同行業類別均得適用同一部證交法進行規範</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 證交法相關子法、函釋、判例與判決牽涉甚廣</li> <li>◆ 仍然需要個別子法針對行業、商品特性細部區分</li> </ul>
有價證券規範適用	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 屬於證交法有價證券，而得適用證交法相關規範</li> <li>➤ 得進行有價證券融資、融券、供擔保</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 忽略其財務投資成分、衍生性金融之部分</li> <li>◆ 忽略其具有高度射倖性</li> </ul>
發行層面監理	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 可能得適用證交法第 22 條以下有關「發行」之監理規範，進行高強度監理</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 單純銷售 / 代銷行為不應以發行規範監理</li> <li>◆ 證交法本身對於「銷售」層面規範相較不足</li> <li>◆ 現行仍有相關行業公會之事先審核程序</li> <li>◆ 證交法募集發行事先申報程序，較可能造成投資先機之喪失</li> <li>◆ 是否溯及既往，現行已流通之商品應如何處理</li> <li>◆ 「不同結構型態申報」v.「每檔商品、連結標的申報」</li> <li>◆ 商品多變性、多樣性、數量多，申報審核較為困難</li> </ul>
金融市場發展	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 監理強度提高</li> <li>➤ 對於地下境外結構型商品將有明確裁罰依據，可遏止檯面下交易之發生</li> <li>➤ 強化監理機關裁罰手段</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 管制緊縮</li> <li>◆ 市場、商品多樣性可能受影響</li> <li>◆ 可能引發外國發行人之市場選擇</li> </ul>
稅務差異	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 得適用「證券交易稅」</li> </ul>	

### 第三節 我國境外結構型商品銷售端監理

由於我國證交法規主要著重於發行端之管制，然境外結構型商品之發行係由外國機構於境外發行，我國證交法之規定難以規範，故本研究以下以銷售端作為主要論述重點，最後再針對我國「境外結構型商品管理規則」進行評述與分析。

#### 壹、銷售定義

金融業者之推介銷售行為，係為推薦客戶購買，即俗稱之「推銷」。推介包括金融服務業者與其從業人員以任何方法引發投資人對特定有價證券之注意，任何方法包括電話、電郵或電子訊息等。若單純接受委託執行交易，則非本文所指之推介，蓋其並無推薦介紹之行為<sup>178</sup>。惟我國在投資行為有關推薦之相關法規上，均使用「推介」之字眼，例如「臺灣證券交易所股份有限公司證券商推介客戶買賣有價證券管理辦法」、「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心櫃檯買賣證券商推介客戶買賣有價證券管理辦法」、「中華民國證券商業同業公會證券商推介客戶買賣外國有價證券管理辦法」等，準此，可以肯認「推介」等同於銷售一語。

#### 貳、業別分類規範—針對銷售端之義務

然我國銷售之方式，隨著網際網路時代的來臨及行銷手法日新月異使得金融業者推介銷售之方式種類繁多，以下即針對現今相關市場於銷售面進行介紹。

---

<sup>178</sup> 參閱詹庭禎，有價證券交易適當性之探討，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，元照出版，2005年08月，頁669。



## 一、 證券市場—交易市場買賣

### 1. 定義規範

隨著資訊時代之來臨，網際網路之活絡發展，網路下單之優點使投資人可輕易地在網站上獲得各種投資資訊，簡便又省時。金融業者亦為拓展其業務，並不再以接單賺取手續費為其主要業務，而係以提供各種便利、專業的理財相關投資服務吸引客戶。是故，金融業者紛紛架設屬於自己的網站，藉由網頁提供各種投資訊息予投資人，諸如提供股票即時行情的查詢、相關產業新聞、研究分析報告及證券商所能提供之各種服務等等，以滿足投資人之各種需求。所謂線上推介銷售係金融服務業者在網路上推介買賣各金融商品，而由該證券商的研究部門提供投資人相關資訊，甚或書面投資建議資訊<sup>179</sup>。

### 2. 法源依據

針對「金融商品」對於證券市場而言，推介个股應屬證券投資顧問事業之範疇，惟「臺灣證券交易所股份有限公司營業細則」第 85 條第 3 項規定，證券經紀商直接對客戶或於網站上推介買賣有價證券，應依本公司訂之「臺灣證券交易所股份有限公司證券商推介客戶買賣有價證券管理辦法」(以下簡稱證交所管理辦法)之規定辦理。而證交所管理辦法係由「證券商管理規則」第 36 條 2 項及「臺灣證券交易所股份有限公司營業細則」第 85 條 3 項所授權訂定；又「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券業務規則」中第 28 條之 2 規定，櫃檯買賣證券商直接對客戶或於網站上推薦客戶買賣有價證券應依「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心櫃檯買賣證券商推介客戶買賣有價證券管理辦法」(以下簡稱櫃買中心辦法)辦理。該櫃買中心辦法係由「證券商管理規則」第 36 條第 2 項及「財

---

<sup>179</sup> 參閱方翊人，網路證券相關法律問題研究，科技法律透析，第12卷11期，2000年11月，頁23。

團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券業務規則」第 28 條之 2 第 2 項規定所授權訂定。以上僅是針對推介之行為作介紹，並非指摘境外結構型商品應適用該推介之相關辦法。

承前，若證券商擔任銷售機構，銷售境外結構型商品時，應依照「受託買賣外國有價證券管理規則」第 2 條第 3 項，優先適用「境外結構型商品管理規則」規定；然其未規定者，應回歸適用「受託買賣外國有價證券管理規則」規定。此外證券商受託買賣外國有價證券，另授權券商公會依據「受託買賣外國有價證券管理規則」第 14 條第 3 項為法源依據，訂立「中華民國證券商業同業公會證券商推介客戶買賣外國有價證券管理辦法」，並且於該管理辦法第 3 條規定證券商應向委託人行 KYC 表格及風險揭露義務。

而證券經紀商提供之網站應以明顯方式表示風險告知之資訊及無法執行電子式傳輸時之備援措施，並應傳送最新訊息。證券經紀商應慎選超連結之網站，並對其業務人員使用電子郵件、群組電子郵件、佈告欄及網站等進行與營業相關之行為，應負監督管理之責<sup>180</sup>。

## 二、 境外結構型商品管理規則

### 1. 訂定目的

為健全境外結構型商品之管理及保障投資人權益，行政院金融監督管理委員會於 2009 年 7 月 23 日依據信託業法第 18 條之 1 第 2 項、證券交易法第 4 條第 4 項、第 62 條第 2 項、保險法第 144 條第 1 項及第 146 條第 6 項之授權規定，參照境外基金訂定發布「境外結構型商品管理規則」(以下稱本規則)。鑑於近年來國人投資於境外結構型商品之規模日增，由於該種商品複雜度高，一般投資人不易

---

<sup>180</sup> 參閱臺灣證券交易所股份有限公司營業細則第八十五條第四項；財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券業務規則第二十八條之二第四項。

充分了解其商品特性及風險，致近來衍生許多投資糾紛。而現行對於境外結構型商品之管理，銀行兼營信託業、證券業以及保險業分別依據「信託業營運範圍受益權轉讓限制風險揭露及行銷訂約管理辦法」、「證券商受託買賣外國有價證券管理規則」及「保險商品銷售前程序作業準則」等規定為受託投資、受託買賣或為投資型保單標的等金融商品之規範，因各該法規之規範架構、審查機制與審查基準均有所差異，爰有整合現行相關境外結構型商品管理與審查法規，建立單一境外結構型商品審查機制及相關配套措施，期使相同性質之境外結構型商品適用相同審查機制，以利相關業者遵循並加強對我國投資人之保護。

## 2. 銷售端義務

本規則參酌境外基金管理之架構，分別就專業投資人與非專業投資人區分之標準、境外結構型商品之發行人與總代理機構管理、說明義務、商品審查之條件與程序、相關業者之行為規範、審查小組之組成及受託或銷售機構應遵守之事項等為明確之規範，條文共計26條，分為總則、發行人或總代理人、商品之審查與銷售及附則等四章，茲就「銷售」重點臚列如下：

- i. 於中華民國境內受託投資、受託買賣或為投資型保單投資標的之境外結構型商品，非以專業投資人為受託或銷售對象者，於國外發行機構及商品註冊地亦得以非專業投資人為受託或銷售對象，其當次發行之受託或銷售條件訂有交易條件者，於中華民國境內亦應為相當之交易條件<sup>181</sup>。例如其投資對象是否限於專業投資人等，其於我國亦應有相當交易之條件，以防止對投資人銷售不適當之商品，造成不當銷售之現象。

---

<sup>181</sup> 境外結構型商品管理規則第五條。

- ii. 發行人及總代理人之義務參考境外基金管理辦法第 5 條<sup>182</sup>規定，明定發行人、總代理人、受託或銷售機構及其相關人員應盡善良管理人注意及忠實義務，本於誠實信用原則執行業務，以保障投資人權益。並對於境外結構型商品投資人之個人資料、往來交易資料及其他相關資料，除法令另有規定外，應保守秘密<sup>183</sup>。
- iii. 發行人或總代理人應辦理之事項為使投資人充分瞭解該境外結構型商品，本規定參考境外基金管理辦法第 11 條規定，訂定發行人或總代理人應辦理之事項。並參考境外基金管理辦法第 39 條規定，爰於本規定第 9 條第 1 項第 1 款規定發行人或總代理人應編製中文投資人須知，並編製中文產品說明書交付予受託或銷售機構轉交投資人。為利掌握境外結構型商品在我國銷售情形，爰參考境外基金管理辦法第 13 條，於本規定規範發行人或總代理人負有每日申報已確認之申購或贖回總金額等之義務，<sup>184</sup>以及應按時申報月報，由金管會指定之資訊傳輸系統彙送金管會及中央銀行<sup>185</sup>。參考境外基金管理辦法第 15 條規定，於本規定規範發行人或總代理人如發現受託或銷售機構受託投資、受託買賣或為投資型保險投資境外結構型商品違反法令或逾越授權範圍之情事，應立即要求其改善及副知本會，並於二個營業日內將改善情形以書面通知本會<sup>186</sup>，以達保障投資人權益之目的。
- iv. 針對銷售端從業人員之資格，業務人員及內部稽核人員之資格條件為使發行人或總代理人配置適足及適任之人員，對於辦理發行、代理境外結構型商品事務及內部稽核之人員，於參考境外基金管

---

<sup>182</sup> 境外基金管理辦法第五條：「總代理人、銷售機構及其經理人或受僱人，應以善良管理人之注意義務及忠實義務，本誠實信用原則，代理境外基金募集及銷售」。

<sup>183</sup> 境外結構型商品管理規則第八條第一項。

<sup>184</sup> 境外結構型商品管理規則第十條第一項。

<sup>185</sup> 境外結構型商品管理規則第十條第二項。

<sup>186</sup> 境外結構型商品管理規則第十一條。

理辦法第 16 條規定，於本規定明定有關發行人或總代理人之業務人員及內部稽核人員應具備之資格條件<sup>187</sup>。內容如下：(一) 業務人員應符合證券商負責人與業務人員管理規則第 6 條或信託業負責人應具備資格條件暨經營與管理人員應具備信託專門學識或經驗準則第 16 條第一項所定業務人員之資格條件，且不得少於三人。(二) 內部稽核人員應符合證券商負責人與業務人員管理規則第 3 條或銀行內部控制及稽核制度實施辦法第 20 條所定內部稽核人員之資格條件。

- v. 加強資訊揭露，以保障投資人權益，本規則明定受託或銷售機構應向投資人充分揭露並明確說明有關信託報酬、各項費用與其收取方式、投資之境外結構型商品交易架構及可能涉及之風險等相關資訊，其中風險應包含最大損失金額<sup>188</sup>，並應依各商業同業公會之自律規範辦理<sup>189</sup>。若境外結構型商品有重大影響投資人權益訊息發生，為能及時揭露以保障投資人權益，爰參考境外基金管理辦法第 12 條規定，規定契約應記載發行人、總代理人應就重大影響投資人權益之事項，於事實發生日起 3 日內，通報受託或銷售機構轉知投資人<sup>190</sup>。

### 三、 小結

由上述介紹可知，有關銷售端層面之問題，我國皆在各法設有周嚴之保護投資人之規範，將揭露義務以及適合度原則納入。另外，針對境外結構型商品之部分，「境外結構型商品管理規則」為保護投資

---

<sup>187</sup> 境外結構型商品管理規則第十二條。

<sup>188</sup> 境外結構型商品管理規則第二十三條第三項。

<sup>189</sup> 境外結構型商品管理規則第二十三條第四項。

<sup>190</sup> 境外結構型商品管理規則第十六條第二項第二款；內容包括 1.境外結構型商品發行機構因解散、停業、營業移轉、併購、歇業、其當地國法令撤銷或廢止許可或其他相似之重大事由，致不能繼續營業者。2.境外結構型商品發行機構或保證機構之長期債務信用評等或境外結構型商品之發行評等遭調降者。3.其發行或代理之境外結構型商品發生依約定之重大事件，致重大影響投資人之權益者。4.其他重大影響投資人權益之事項。

人，在總代理人制之外，該管理規則在產品之銷售上，主要仰賴—資訊公開及產品對投資者的合適性。首先，在資訊公開方面，本規則要求應負揭露資訊義務者，包括發行人或總代理人以及金融中介者。發行人或總代理人應揭露的資訊包括：（1）編製中文投資人須知與中文產品說明書，供投資人瞭解結構型商品的特性、風險、費用，以決定是否購買、（2）定期或不定期揭露規則所定的重大事項；前者包括定期揭露每日參考價格、每半年揭露連結標的相關資訊、以及年度財務狀況，後者則指應於事實發生日起3日內揭露的重大資訊，以便投資人能當機立斷，決定是否提前贖回，避免損失。金融中介者在受託或銷售時，亦對客戶充分說明商品之相關資訊與風險。

其次，在產品適合性方面，為確保結構型商品適合投資人購買，本管理規則採用之管理措施包括：（1）區分專業投資人與非專業投資人，建立不同的商品審查機制。其中出售給非專業投資人的商品，預適用雙重審查機制，且不論連結標的範圍、發行機構與商品的評等、結構等皆設定嚴格要求，尤其由同業公會審查小組進行之商品審查，若認定送審商品屬高風險程度，不予通過，該商品將無法透過金融機構出售給我國投資人。（2）要求金融中介者在推銷商品之前，應審查投資人是否具備專業投資人資格；評估及確認該金融商品之商品風險程度，並區分為三個等級；就非專業投資人之年齡、知識、投資經驗、財產狀況、交易目的及商品理解等要素，綜合評估其風險承受程度，且至少區分為三個等級，並請投資人簽名確認。

主管機關所建構的境外結構型商品管理規則，係立足於專業投資人與非專業投資人的區分之上，舉凡商品審查、廣告、公開勸誘、審閱期間等，皆依照投資人資格，適用不同的管理規定。以專業投資人為對象之境外結構型商品，因此類投資人對於商品有較高認識與風險承擔能力，故採用較為寬鬆的管理規定；而以非專業投資人為對象之

境外結構型商品，鑑於雷曼兄弟連動債的受害者中，有很多是非專業投資人，對複雜的結構型商品缺乏瞭解能力，因此，採用嚴格管理規定，以強化對非專業投資人的保護。準此，我國境外結構型商品管理規則，在法規設計上，已將外國法之相關內容納入，並針對投資人之部分，亦有完備之規範。

## 第五章 境外結構型商品應否納入證交法有價證券之建議—代結論

2008 年美國雷曼事件引發全球金融危機，我國境內之投資人亦因投資連動債（屬於境外結構型商品）而蒙受莫大損失，其中除已與銷售商和解、協商而取得損失填補者以外，尚有許多投資人仍在纏訟之中，並於訴訟中主張連動債具有公司債之性質應屬於證交法上所稱之有價證券，或主管機關應依證交法第 6 條將之認定為證交法上有價證券。本研究即從比較法觀點及市場發展、投資人保護觀點，針對境外結構型商品是否符合證交法之性質與目的進行反思。

我國境外結構型商品之交易自 2014 年以來，多維持在 2,300 億新台幣左右，並且其種類自 2010 年時之 4 種衍伸至 2016 年時已有 6 種類型之境外結構型商品。而就市場實際運作而言，其中多種境外結構型商品僅發售予專業投資人、機構投資人，一般投資人之投資則主要集中在「指數」連結產品。時至今日，依銀行公會之調查，銀行端銷售境外結構型商品之情況主要以專業投資人與機構投資人為交易對方，至於針對一般投資人銷售部分則僅有一檔商品且目前已到期

191。

### 壹、行為差異與投資人區分

#### 一、「發行」行為與「銷售」行為不同

我國證交法規定有價證券之募集發行應經事先向主管機關申報生效之程序始得為之，而境外結構型商品之發售行為，是否應經申報

---

<sup>191</sup> 參附錄二：銀行公會（書面意見）。



生效之程序，必須首先區分「銷售」與「發行」二行為之不同，金融商品銷售商發售金融商品如為自我發行者，或應受到發行程序之監管；然而倘銷售商僅係承銷其他發行商所發行之商品，卻應受到發行程序之監管，此時將有混淆「發行行為」與「銷售行為」之虞。按境外結構型商品係由境外發行，而境內銷售商再為承銷，由此可以區分為「境外發行人」與「境內銷售人」兩者不同。由此可得出我國發行監管實際上無法就境外發行行為進行管轄，而應將監理重點著重於境內銷售商之「銷售義務監理」此一結論。

## 二、「專業投資人」與「非專業投資人」規範強度差異

退步言之，縱使認為境內銷售商於發售此連結商品時，屬於發行行為，亦應區分針對專業投資人、機構投資人與一般投資人之發售而有不同。按金融銷售商對於「專業投資人與機構投資人」發售境外結構型商品時，係採個別磋商之模式進行，且交易對象有資格、數量上之侷限，其行為特性上「類似於私募」依此應有發行程序之豁免，而得以簡便、快速之模式進行；若係對於「一般投資人」進行發售時，由於其資格、數量上較為廣泛，因此行為特性上可能「類似於募集」，應有較為嚴謹之發行程序。因此發行監管之討論上應著重於銷售商針對「一般投資人」進行發售，其討論實益實屬重大，而我國境外結構型商品針對一般投資人之發售是否應經證交法募集發行之申報生效程序，將從後論述。

## 貳、比較法觀點與利弊分析角度

### 一、比較法觀點

首先從比較法觀點談起：

1. 與我國鄰近的香港對於結構型商品之管理上，並未區分境內以及境外結構型商品，同時於證券及期貨法之中，並不以屬於有價證券與否進行認定，而是另外針對此產品定義出「結構性產品」，並搭配授權證監會發布手冊而考量金融商品特性將監理之重點著重於「銷售端」之監理。

2. 新加坡方面則係屬於法規嚴格之監理模式，透過高強度的法規建構投資人保護架構，然而針對金融商品之發行，亦有透過豁免規定予以減輕，並強化銷售端之監理，課與金融商品銷售商高度銷售義務，以此作為同時考量金融發展與投資人保護之調和。

3. 日本金融商品交易法雖未明確給予結構型商品定義（依其分類屬於衍生性商品），然依「關於金融商品販賣等法律（金融商品の販売等に関する法律，簡稱金販法）」亦有另外定義出何謂結構型商品，同時金融商品交易法中規定許多關於金融商品銷售之原則性規範，再透過金販法予以明確。

4. 英國則係將結構型商品定義為有價證券之一環，後再以發行豁免等規定予以減輕發行端之監管，並同前述其他國家 / 地區一般，將監理重點著重於商品銷售義務之上。

5. 美國則係在有價證券及衍生性金融商品之間，開設了另外一條混合性商品之路，雖法規定義上其仍具有有價證券之性質，然而透

過不同之豁免規定將其有價證券之性質予以減輕，而將監管重點移往衍生性金融商品的監管重點——「銷售端」。

綜上，本研究所參考之標的國證券相關法規就「結構型商品」基本上並未區分境內、境外發行，並將其監管重點依金融商品之特性主要著重於「銷售端」之監理，亦即透過完善的 KYC、說明義務、揭露義務、投資人區分制度等等予以建構投資人保護體系。同時，為避免不同行業別銷售相同類型金融商品有法規適用上差異、監管層級上差異等問題，多數國家 / 地區係採取單一性、主要金融商品法規，於該法規中做出金融商品之原則性規範、並細部特化出不同商品所需之不同規範，同時建立起單一 / 主要監理機關，減少金融商品監理上的機關衝突、監管鬆緊差異。至於是否屬於有價證券，則各國均有不同之規範，有直接另行定義者，亦有定義為有價證券後再予以豁免規定者，不一而同，我國境外結構型商品是否適合於以證交法規範，除考量證交法之規範目的、架構以及境外結構型商品之特性外，尚需因應我國法制環境、市場發展作出權衡，尚難僅因為外國將之定義為 / 或不定義為有價證券有價證券，即予援引。

## 二、利弊分析角度

而從利弊分析觀點之角度切入，考量境外結構型商品具有投資之特性，其銷售與交易具有高度時效性，並不適合透過證交法申報生效此等需長時間審核之程序，倘未考量其投資之性質卻逕予認定其為證交法上有價證券，而未對其作出法規調適，將造成投資先機之喪失、引起市場混亂。同時相較於其他國家 / 地區對於發行端並不做事先申報生效或具有豁免規定，若我國針對商品初始階段的監管趨嚴，對於發行商可能構成發行、銷售阻礙，將可能影響外國發行商的市場選

擇，在我國市場相對狹小的現實環境下，外國發行商將可能移出台灣市場，進而造成國內商品種類、數量降低。而商品種類、數量之降低，又將引發投資風險過於單一、道德風險等問題，對於我國市場發展與投資人保護似非合宜之道。

承前所述，境外結構型商品既具有濃厚的投資之特性，並不適合高強度的介入發行端之監理，而應將監理重點著眼於「銷售端」之監理，包含 1. 執行 KYC、CKA 制度；2. 規範說明義務、揭露義務；3. 強化產品管理人義務；4. 縝密的投資人區分、分級制度；5. 投資人教育與 6. 簡便糾紛解決制度等等。我國境外結構型商品管理規則歷經多年的修正與強化，就銷售相關義務、投資人保護手段及投資人區分制度等規範，與外國相比，實已可謂具有相當完備之規範。

## 參、境外結構型商品銷售對象應再細緻化

最後，由於境外結構型商品屬於風險較高、且相對複雜之商品，其屬性上確實不適合不具有相關知識 / 風險承受能力較低之投資人進行投資。且依本研究實際訪查結果，現下銀行對於銷售境外結構型商品與一般投資人，多採較消極之態度，甚至贊成法規限縮銷售對象。然而，考量限制一般投資人一律不得進行投資，其比例上或有過度之虞。雖參銀行公會所出具之書面意見<sup>192</sup>，就境外結構型商品最大宗之銀行端僅有一檔對於一般投資人發售之商品且目前已到期之現況；然亦無法忽略券商、保險商仍有對於一般投資人發售境外結構型商品之情形。是此，境外結構型商品之銷售對象應有再細緻化區分之必要，除一般與專業、自然人與法人之區分外，參酌外國立法例而增加合格投資人等類型，進行不同等級之投資人分級制度，採取不同程度之監

---

<sup>192</sup> 參附件二：銀行公會（書面意見）。

理強度規範。

有關紛爭解決方面，目前一般投資人投資境外結構型商品時若生有糾紛，得透過金融消費者保護法採行簡便、快速之紛爭解決機制。而假若境外結構型商品納入證交法有價證券定義範圍後，一般投資人倘若進入到訴訟程序則得透過證券投資人及期貨交易人保護法，由投保中心代行訴訟，對於訴訟上解決看似屬一良方。然而，承前段所述，一旦將交易對象加強細緻區分後，此等問題將不復存在。

## 肆、總結

綜上所述，不論係就境外結構型商品之性質、比較法觀點或優劣比較而言，我國現行規範對於境外結構型商品「銷售端」之監理已具有相當程度的規範，且金融投資商品（就目前而言）亦未必適合由證交法之體系進行規範，是否應於現下改變境外結構型商品之規範體系，尚有詳加研議之空間。退步言之，縱若將來考量遏止檯面下交易與刑事課責上之需求，而仍有將境外結構型商品定義為證交法上有價證券之必要，則仍必須考量法規調適之問題，透過豁免規定、強化銷售監理等面向，對於境外結構型商品此一投資商品之特性做出妥適設計。

從長遠而言，本研究仍肯定有必要統合管理各行業銷售境外結構型商品之規範，使不同行業別銷售同一種類商品（如境外結構型商品）時得以遵循同一套規範、由同一主管機關進行監理，以此降低法規適從差異，促進金融商品與市場發展。為此，或得援參日本、香港、新加坡、英國等國之單一性、主要法規，針對金融商品採取同一套管理法規，就金融商品銷售作出原則性之規範，再於以細部區分相對應之各類型商品有所不同加強或豁免規定，予以建構金融商品市場之合宜發展。

## 附錄一：國外訪談內容彙整

### 壹、供給面

在新加坡，幾家結構型商品之發行人包括：UBS、Citi Bank、Credit Swiss、JP Morgan、BNP、HSBC、DBS(星展銀行)及 UOB(大華銀行)，後兩家為當地金融機構。

### 貳、需求面

在新加坡，一般而言，新加坡之公司法人很保守，不想承擔風險，故不太購買結構型商品，大多購買的是短期之貨幣基金產品。其中，大公司不做股權投資，比較會做固定收益商品，或請資產管理公司(如 Fedelity 富達等)操作。其中原因為：固定收益商品較有公平價格，而結構型商品大多為 OTC 商品，較無公平價格，若要贖回(unwind)也須找上原先之賣家，流動性較低，故較不受公司法人青睞。

在新加坡，金融機構以私募方式賣結構型商品金融商品給高端客戶(資產符合 AUM 標準)，皆不需核准，其監理單位指要求金融機構將 KYC 等內控做好即可。但在一般消費零售金融部分，則規定結構型商品之交易金額要達 20 萬新幣才可以承作，以此來抑制一般民眾購買結構型商品。

新加坡在結構型商品方面是個相對成熟之市場，各界常將新加坡與香港互相比較，為新加坡最大之競爭對手。在新加坡，其市場相當多樣化，以下分別自零售市場客戶及合格(或稱專業)投資人客戶，分別探討。

針對零售市場客戶，一般較常銷售之結構型商品為銀行所發行之結構型存款(選擇權+存款)；這些商品之收益較為簡單，並屬保本性

質，但其收益一般而言較定存高些。這種商品通常是連結至利率基準(如 Libor)、權益證券、股權指數、或共同基金。在新加坡，此種商品之期限通常是 4~7 年到期，並大多以新幣或美元計價，而且面額較小些。

之前，在新加坡有一個較受歡迎之商品，稱做是 Registered Structured Notes Program，不過因其設立成本(包括法遵及文件製作成本)相對較高，已有一陣子沒再出現此種商品了。通常而言，零售市場客戶所需求者係加強收益(yield enhancement)及資本增值(capital appreciation)之商品，因此新加坡市場上出現的即大多屬於此種類型者，如所得型或資本增值型之結構型存款、與保險連結之商品、及與基金連結之商品(即以基金型態包裝之結構型商品)。

基於”零售”市場之本質，其市場區隔即其成熟程度較低些。因此，在此市場中之客戶大多為內部型，及相關商品係提供給個別銀行本身之客戶，而非銀行外之一般大眾。

至於專業投資人客戶方面，通常其適用之結構型商品範疇相當廣，自保本型至非保本型，有些客戶甚至於可交易純粹之選擇權商品。至於其連結之標的亦是相當廣泛，幾乎涵蓋市場上所有之資產項目，如權益證券、利率、大宗商品、信用、共同基金等。至於商品期限，則約在 1 個月至 10 年之間，視其收益即連結標的而定。針對與權益相連結之商品，通常期限較短，約為 1 至 3 個月期；而其他保本型之商品則會有長至 10 年之期限。

在私人銀行領域之客戶的需求，較注重的是其財富之成長，以及針對市長波動之避險。因此這些客戶較敢承擔風險並接受複雜型商品，以達成其目標。他們對於進入或退出市場之時機是很靈敏的。因此，他們也較偏好交易行為之工具，如幾年前很受歡迎之 accumulator 或

deccumulator。信用連結型商品在私人銀行也很受歡迎。相對地，法人客戶則較偏好長期持有，而非著重交易之金融工具，如債券等。

至於針對專業投資人市場之法規或監理，則因這些投資人比較可接受較高之風險，故所需之監理也較低些。對其適用之商品皆是 OTC 櫃買商品，而且通常是客製化商品。此外，其亦可以槓桿操作(如向銀行借錢)進行投資，如此一來，即可在較高風險下獲得較高收益。

### 參、產品面

在產品方面，新加坡與香港之結構型商品銷售量排名雷同，大致如下：

第一名是 Accumulator，又稱遠期股權(share of forward)，將每日之股價與執行價比較，若前者超過(或低於)後者，則投資人獲利(或虧損)；不過此種商品設有停止價(knock out price)，一旦股價高於(或低於)停止價，則合約結束，投資人停利，而發行人停損，皆大歡喜。Accumulator 銷售量約佔新加坡結構型商品銷售量之 22%。Accumulator 商品類似近年來台灣賣得火熱也引發不少糾紛之 TRF(目標可贖回遠期契約)，只不過在新加坡大多與股權連結，而在台灣則較偏好與匯率(如人民幣、日圓、澳幣等)連結。

第二名是上述之 VM(Variable Maturity)，第三名則是台灣最熱賣之 range accrual。

### 肆、監理面

在香港，雷曼事件之後，由於其金管局 HKMA 要求銀行賠償，導致銀行對於結構型相關金融產品之推銷大幅縮手，不想再推。而在那之後，香港的整個監理氛圍也偏向保護投資人，與新加坡之間之差異越益擴大。新加坡則較為中立，通常投資人與金融機構間產生爭議



糾紛時，即交付法院裁定，其認為如此一來投資人與金融機構皆會較負責任。

香港與台灣不論主管機關監管態度、投資人態度均有極大差異，香港金融自由度相當高，且投資本有風險，於非上市商品證監會不會審查，僅在銷售商與投資人紛爭時針對銷售機構 KYC、揭露是否合於手冊作檢視。總而言之，業者認為，應著重投資人端的分級管理，KYC 後合格、有資力的投資人無特別保護的必要。至於是否要限制一般投資人不能交易，並無意見。難以從發行端的管制著手（要管制就要先定義，金融商品多變幾乎無法定義），應將重點放在銷售端（投資人分類、銷售義務、投資人責任）。

在新加坡，於完成對雷曼結構性金融商品的調查報告後，MAS 宣佈禁止星展銀行等 10 家金融機構銷售結構性產品有關結構型商品在新加坡之銷售監理。於雷曼事件爆發前後之差異在於：之前，結構型商品可以銷售給一般大眾或零售客戶，惟目前則被限制為僅能銷售給合格投資人或專業投資人。於雷曼事件爆發前，新加坡對於結構型商品之監理重點在於：金融機構之內部盡職調查/銷售程序/風險監控系統；之後，只有金融機構做到符合監理單位認為之防護措施程度，特別是針對產品、客戶適合度標準，則金融機構才能再開始進行結構型商品之業務。

基本上，星港市場較為成熟、開放。有關金融機構 KYC 之規定並未放在法律中，而是放在金融機構之內部程序及內控規定中；後者由金融機構之稽核進行日常監控，至於政府監理單位則是對此進行每年不定期檢視。除此之外，新加坡監理單位(MAS)之監理僅是訂定總體之架構，掌握關鍵要素，如：將適合之產品賣給適合之客戶。因此，對於獲得私人銀行執照之金融機構，對其結構型商品之銷售不必審核，

但對於其他銀行(如未擁有私人銀行執照之台灣的銀行)則視個案而定。不過，雷曼風暴後，新加坡之金融機構加強自律，除非是法人客戶，不然一般趨向於不對客戶銷售不太懂之商品。

綜合言之，星港著重於教育，包括金融機構對於自己行員之教育，以及對於投資人之教育。星港業者與學者皆強調，唯有市場之參與者皆了解自己所負之責任，市場才會健全發展。



## 附錄二：座談會記錄

壹、 會議時間：2016年10月20日上午9：30-11：30

貳、 會議地點：中華經濟研究院204會議室

參、 主席：王儷容研究員(計畫主持人)

肆、 受邀與談人及其單位：

白啟雲（UBS執行副總裁）

洪韻晴（花旗銀行企金法務部門主管）

莊太平（證券商公會秘書長）

陳冠珍（UBS執行副總裁）

彭嘉君（花旗環球證券副總裁）

蔡英欣（台大法律系副教授）

伍、 列席人：

王朝安科長、林秉信專員(委辦單位)，及王煦棋

副院長、王士維、張君宇、鍾富國(研究團隊)

陸、 與談人意見：

### 蔡英欣 副教授

雷曼事件突顯部分新興的金融商品無法適用證交法的管理，進而頒布境外結構型商品管理規則加以規範。必須思考若再出現現行管理架構難以規範的新商品時，是否必須另訂新的管理規則。

若要改變現狀，可參考日本的金融商品交易法進行管理；除有價證券外，亦納入所有的衍生性金融商品(但排除期貨商品)。換言之，日本的立法採取相對開放的方式，進而將市場上所有的商品盡量納入管理，並針對商品風險程度進行差別/分層規範。此為我國可以參考的立法方式。

類似結構型商品之上市若需要事先經過主管機關的核准，對其而

言責任可能會加重、面臨投資人的壓力與求償。

### **莊太平 秘書長**

證交法第 6 條給予主管機關解釋衍生性金融商品是否為有價證券相當高的彈性；本人認為應將境外結構型商品解釋為有價證券。但因錯綜複雜的背景，目前的管理方式是依照境外結構型商品管理規則由各公會進行產品的審查，且由於不屬於有價證券，相關的審查條件與規範較為寬鬆，對投資人權益的保障可能較為不足。

由於證券商受到主管機關與交易所的高度監管、制定統一的規範，以往在銀行或保險領域發生的重大事件（雷曼、TRF），較少於證券業出現。而同樣的商品在證券、銀行、保險販售，所要遵循的法令各異，造成銷售成本變高，而不利產業發展。未來應朝向雖是不同的金融業但販售相同的商品，應遵循相同的法規進行修法。

目前境內境外的稅賦差距過高。境外實行最低稅賦制，670 萬年所得以內免稅，超過的部分以 20% 課稅；國內發行的衍生性金融商品是為財產交易所得，併入個人綜合所得稅計算，最高稅率為 45%。境內、外稅賦差異造成一定程度的資金外移。若能將類似的金融商品解釋為有價證券，則目前而言僅需課徵證交稅，進而有利於國內培養相關的市場。

隨監理思維的改變，未來即使境外結構型商品納入有價證券進行管理，販售給專業、非專業投資人所需要的程序也將有所差別。此外，境外結構型商品解釋為有價證券後，投資人僅需繳納千分之三的證券交易所得稅，可能得減緩資金的持續外流。

### **白啟雲 執行副總裁**

針對金融商品的風險揭露應規範更具有有效性的揭露方式，而非僅

是在產品說明書上長篇大論或是載明消費者難以理解的資訊，以達到真正保護投資人的效果；此外對銷售端亦應注重其是否有確實做到足夠的風險揭露與對投資人的風險屬性、是否瞭解欲購買的產品。

境外結構型商品管理規則的架構與規範方向事實上較香港與新加坡完整（雖然在細緻性上可能較為不足），我國雖然在文字或表述上不是這麼清楚，總結而言，目前的管理規則是對投資人的有效保護；另外，給予銷售人員的激勵方式，可能也需要進行某種程度的規範。

若要強化、補足現有的境外結構型商品的揭露、發行等規範事項，應可運用其他更簡便的方式達成，而非劃入證券交易法之內；特別應強調商品的有效揭露，將商品真正的特質、風險清楚明白的揭露。換言之，產品本身的歸屬並不重要，而是其風險究竟在何處。

#### **陳冠珍 執行副總裁**

在結構型產品審查過程中，由於考量到複雜產品不宜銷售予一般投資人，往往對商品的設計進行限制，反而使投資人錯失投資機會。目前的境外結構型商品銷售規範在銷售、揭露、消費者保護等事項上的規定，即便與國外相比，均已相當完備。

#### **洪韻晴 法務部門主管**

境外結構型商品是否納入證交法管理，在雷曼事件的集體訴訟有結果之前，難有定論；台灣目前沒有能發行結構型架構的有價證券，若未來欲改變現狀僅需修正現行的管理、發行規則。

香港、新加坡、美國等均有針對專業或高淨值投資人設置豁免規定，而不需經過有價證券發行的完整過程。因此就結果觀察，是否將產品劃歸為有價證券差異並不明顯，而從雷曼事件觀察，主要的問題均出現在銷售端；對照目前台灣的結構型商品發行規定，不管在銷售

過程或資訊揭露上均已具有相當完備的規範，因此需要大規模翻修現行規定的必要性可能不存在。

另外從培養新市場的角度而言，與境外結構型商品是否納入證交法管理的關係亦不明確。目前證券商透過受託買賣外國有價證券可販售境外結構型商品，此外透過自行買賣外國有價證券機制，亦可對專業投資機構、高淨值法人銷售境外結構型商品。

若將結構型商品規範圍有價證券，因為在實務上投資人與銷售銀行乃簽署客製化的雙務契約進行買賣，而有價證券主要透過統一的發行、文件進行發行，若日後規範圍有價證券並經過一連串的核准機制，將與目前的買賣運作機制相距甚遠。

### **彭嘉君 副總裁**

產品並無好壞之分，只有簡單或複雜之分，真正的關鍵應該在銷售方式；複雜產品由於風險揭露事項多、中文產品說明書可能高達 100 頁的內容，因此缺乏進行買賣的動機。目前的癥結應該是發行端是否揭露應該要揭露的所有資訊，而境外結構型商品管理規則已有良好的規範(目前的中文產品說明書平均有 30 至 50 頁的內容)，而銷售機構也在自律規範中，特別是在雷曼事件後，進一步強化對消費者的保護。若未來將境外結構型商品納入證交法管理，則對消費者的保護、風險揭露、銷售方式會有何種改變，應是更需關注的議題。若納入證交法後對消費者的保護並無顯著提升，卻又增加業者販售商品的成本，則可能將不利相關市場的發展。特別是對高淨值客戶而言，政府過多的保護反而扼殺其透過商品獲得利益的機會。

### **銀行公會(書面意見)**

建議暫時無須將境外結構型商品(以下簡稱本商品)納入證交法

之有價證券範圍，理由如次：

首先在法規管理面

1.本商品如依證交法相關規定，需申報生效及取得央行同意函後始能在國內銷售，將降低產品預定收益而使好的投資時點喪失，嚴重影響投資人的權益並造成此類產品在台灣市場上毫無競爭力最後消失殆盡，實不利主管機關欲打造台灣成為一個國際金融中心並開放金融多元產品的目標。

2.如適用證交法申報生效等規定，將讓外國發行機構的法令適用成本增加，恐造成其投入台灣市場裹足不前，而不利於國內投資人整體之投資環境。

3.以現行信託方式受託投資境外結構型商品而言，係用外幣計價且又於國外投資，實無庸事先取得央行同意且納入證交法而適用申報生效等規定。

4.國內相關金融機構亦會提供投資人或保戶詳盡之產品說明文件，對投資人之保護已為足夠。

5.從目前台灣涉及本商品的金融商品觀之，無論受託投資、受託買賣或投資型保險，均以專業投資人為銷售對象，其已類似私募的性質，故應無需適用證交法之監理強度。(※以信託方式受託投資而言，在「境外結構型商品管理規則」施行後，台灣僅有一檔針對非專業投資人銷售之產品且目前已到期。)

6.倘現因國際版債券欲開放得募集發行連結股權類型之結構型債券、允許代理買賣外國債券交易範圍包括境外結構型商品...等因素，而考量將結構型債券納入證交法第6條的有價證券，則仍建議本商品仍應排除在外，理由除前所述外，說明如下：



(1)本商品係依循國外發行機構發行之相關法規，投資地為國外，應無國際接軌之問題。

(2)現行國內對於本商品之監理措施已足以保護台灣之投資人，業者亦已適應該等規範，又前揭法規對於發行機構及總代理人課以的義務與責任並無比國外之立法例寬鬆，實無改變監理法規的必要。

※境內結構型債券，倘係僅限專業投資人申購者，則類似私募，為利專業投資人投資之即時性，建議亦不納入證交法第6條的有價證券範圍內。

其次，實務作業面

銀行辦理本商品業務，目前銷售之商品型態皆為外幣計價債券。若納入有價證券規範時，較現行發行體制缺點如下：

1.缺乏發行彈性與效率：須適用證券交易法第22條有關募集和發行之規定，向主管機關(含金管會及央行)申報生效後方得受理本商品買賣。對照現行境外結構型商品管理規則之發行與審查規定，於確認發行機構總代理人符合資格、且銷售文件符合揭露原則後，即得提供以專業投資人為對象之商品予銷售機構自行審查並受理客戶委託買賣。倘商品種類可歸類為類型化審查時，逐案向主管機關申請將無法滿足客戶之即時需求。

2.商品複雜不易理解：本商品現行設計方向多以量身訂做為主，且結構較一般公司債或金融債券為複雜。若納入有價證券管理，有關銷售對象與銷售解說之議題亦須併入討論，以減少潛在客訴。

3.商品不易評價：承2，由於商品設計複雜不易判斷商品價值，現行規管方式是要求發行機構總代理人每日提供贖回參考報價予客戶，以確保流動性。倘納入有價證券管理與交易，以撮合方式決定市

場價格，發行機構不再提供 MTM，則該類量身訂做的商品契約或將因缺乏實質次級市場需求與評價困難等因素，導致無法決定合理之交易價格而引起投資人客訴。

綜上所述，本商品如納入證交法與相關發行準則之範疇，則預料將無法維持現行提供商品之速度與彈性、且不易解決評價困難等問題，爰建議暫維持現行規管方式。另無論以代理買賣或任何其他形式發行本商品，重點在於發行之相關規定是否能與國外制度接軌，並維持新商品之速度與彈性；否則依本商品現行之銷售型態（即商品設計與客戶對象多以量身訂做為主流），若無法維持前述優勢，則任何的管理方式整合皆對本業務發展不利。因此上述議題未來如能討論出有效規管機制時，再研議納入有價證券發行制度管理，較具實益。

如可在現有的監理架構下，適度放寬相關法令，或許更有助於健全產業長期發展。本商品是否被規範為有價證券，並不會影響該市場的發展。目前本商品銷售對象主要為專業投資人，專業機構投資人僅屬極少數，而本商品目前交易量較少的原因，可能與現行「境外結構型商品管理規則」針對銷售一般投資人之結構型商品須事前得到各相關公會審核之嚴格機制有關，在現行制度下，其核准有相對嚴格之時程與要求，再加上時程稍長，有時產品拿到核准但市場條件已不允許，而產品又不得展延，都會影響發行量。若要該市場蓬勃發展，相關法規之鬆綁才是關鍵；否則就算視為有價證券，如在證券相關法規再加上原有限制，並不會帶來市場發展。



### 附錄三：期中報告審查意見回覆表

委員審查意見	中經院答覆
<b>期中報告會議紀錄</b>	
<b>林國全</b>	
1.本案之期中報告就外國監理法制係廣泛介紹其所有結構型商品之監理架構，而未針對該國「境外發行」之結構型商品監理架構為探討，建議研究單位應限縮研究範圍，聚焦就境外結構型商品保護投資人之監理法制，以符合委託研究主題。	謹遵辦理。
2.境外結構型商品於外國係屬高風險商品，於我國是否適合非專業投資人投資，亦請研究單位於期末報告中併予研究及說明。	感謝委員建議。境外結構型商品屬於高風險商品，確實非所有人皆適合投資；根據銀行公會所出具之書面意見（參附錄二 銀行公會書面意見），以銷售最大宗之銀行端而言，僅有一檔商品係對非專業投資人發售，且目前已到期，故縱使限縮銷售對象，對於市場亦不會產生過重影響。
3.本研究案涉及境外結構型商品是否應認定為有價證券，因同時涉及證券期貨局監理職掌及整體證券法規之適用，建議宜考量證券期貨局之意見。	謹遵辦理。
4. 建議研究報告第五章章名「依各面向比較 各國與我國結構型商品監理制度之利弊」，或可修正為「依各面向比較『他』國與我國結構型商品監理制度之利弊」，以集中深入比較少數國家監理法制，較具研究成效。	已於期末報告第四章第二節中將標題改為「境外結構型商品受認定為證交法有價證券之優劣比較」。
<b>銀行局</b>	
1、本局意見亦與林教授相同，本案期中報告內容似超出委託研究主題而未充分聚焦。另外，部分內容，例如第2章我國境外結構型商品之市場概況與展望，相關監理資訊本會均已充分掌握，是否可適當減少篇幅，建議研究單位考量。	謹遵辦理。
2、期中報告第三章描述了很多英國及美國之監理法制沿革，本會對於英國及美國之金融監理制度沿革已有相當程度掌握，此報告是否需花費如此篇幅介紹，似可檢討。建議報告仍應聚焦於境外結構型商品監理法制之研究。	謹遵辦理。
3、期中報告第五章有關外國監理制度部分，亦僅就一般結構型商品監理法制為介紹，未聚焦「境	謹遵辦理。本案研究時程相當緊湊，期中報告須先大致

<p>外」結構型商品法制，且亦尚欠缺監理制度之比較，建議內容可再予補充。</p>	<p>了解各標的國相關法規整體架構後再予收斂，較為周詳妥當，而比較部分原本即預定在期末報告中加以呈現。</p>
<p><b>證期局</b></p>	
<p>1、有關研究目的很重要的一部分是希望釐清境外結構型商品有沒有必要認定為有價證券，並納入證券交易法規管理？另如納入證券交易法管理，現有證券法規是否足以妥適規範？又倘若規範有所不足，是否需另定專法或其他配套補充規定？建議研究單位應可多聚焦著墨。</p>	<p>謹遵辦理。</p>
<p>2、報告中有述及具店頭衍生性金融商品性質之境內結構型商品相關規定部分，考量其商品性質與境外結構型商品不同，不宜併同比較，建議宜予以刪除。</p>	<p>謹遵辦理。</p>
<p><b>保險局</b></p>	
<p>1、對於外國監理法制資料之蒐集及分析應該要集中在為何外國以證券交易法規來管理境外結構型商品？其與我國監理法制的差異，及有無我國可以借鏡之處？這些環節應予加強，以符合委託研究需求。</p>	<p>謹遵辦理。</p>
<p>2、期中報告中許多陳述及資料建議應註明出處，例如第 27 頁提及「通常案件一開始，金融機構多不願賠償或僅是賠償少數金額，投資人進而提起訴訟...」，是否有實際案例或資料來源佐證？另外在期中報告第 86 頁、87 頁對於新加坡境外結構型商品市場之描述，建議仍應有一些資料來源或數據予以支持，較為妥適。</p>	<p>第 86 頁、87 頁對於新加坡境外結構型商品市場之描述，係國外訪談相關業者所得，屬於第一手資料，惟數據部分因其礙於公司機密，無法提供本報告予以引用。</p>
<p><b>綜合規劃處</b></p>	
<p>1.期中報告中述及新加坡推行客戶投資知識評估（Customer Knowledge Assessment）制度，其何時開始實施及成效如何，是否可請研究單位提供相關資訊。</p>	<p>感謝委員建議。 依研究結果：SFA 要求所有金融中介機構自 2012 年 1 月 1 日起，均必須踐行客戶投資知識評估(Customer Knowledge Assessment, CKA)以確實掌握客戶投資知識狀況，並使投資人瞭解自身所負風險與其投資之商品特徵。</p>
<p><b>法律事務處</b></p>	
<p>1、本委外研究案之主要目的，依招標文件所載，係為回應外界之建議，經由該研究案探究境外結構型商品之現行監理架構，是否宜改依證券交易法相關規定或其他法制監理，建議研究單位仍應</p>	<p>謹遵辦理。</p>

針對研究主題為處理。	
2、其次，提醒研究單位於期中報告所援引之法規如有變更或廢止，應妥適敘明。例如，期中報告第6頁及第12頁均提及「銀行辦理衍生性金融商品業務應注意事項」之適用問題，惟該應注意事項，本會銀行局業於104年6月4日廢止。	感謝指正。已將「銀行辦理衍生性金融商品業務應注意事項」改為「銀行辦理衍生性金融商品業務內部作業制度及程序管理辦法」。
3、再者，研究報告中所援引之資料，宜註明出處。例如，期中報告第12頁援引中央銀行所統計衍生性金融商品資料，建議即應註明所提資料之出處，較為妥適。	此部分內文依據證期局意見(具店頭衍生性金融商品性質之境內結構型商品相關規定部分，考量其商品性質與境外結構型商品不同，不宜併同比較)，故予刪除。
4、就報告不同章節之內容應注意前後之一致性。如期中報告第64頁介紹英國金融監理制度時提到「英國政府於2010年宣布廢除金融監理一元化」，惟期中報告第78頁卻仍將英國監理制度定位為「一元化監理」，兩者敘述有相互矛盾情形，建議予以修正。	謹遵辦理。
<b>鍾處長瑞蘭</b>	
綜合審查委員們寶貴意見，本案之研究主軸應聚焦於境外結構型商品是否應被認定為有價證券，後續應否適用證券交易法，及境外結構型商品之監理法制應如何進一步處理。故就委託研究案之研究內容、外國立法例及相關資料之蒐集，建議未來亦應聚焦於上開研究主軸，爰請研究單位協助配合修正研究方向，以合乎本案委託研究目的。	謹遵辦理。
<b>期中報告審查意見彙整表</b>	
1、依現行旨揭研究報告內容，主要著墨金融環境消費者保護制度、現行境外結構型商品制度現況，並無針對國外體制及是否併入適用我國證券交易法進行分析，已偏離計畫目標「評估境外結構型商之管理架構依證券交易法規範管理之可行性」，研究方向似有調整之必要。	謹遵辦理。本案研究時程相當緊湊，期中報告須先大致了解各標的國相關法規整體架構後再予收斂，較為周詳妥當，惟期末報告內容撰寫當以達成左述之計畫目標為重點。
2、研究內容應針對「境外結構型商品管理規則」相關業務及「店頭衍生性商品」業務區隔： 1、現行我國境內銷售結構型商品業務可區分為兩大類，第一大類係「境外結構型商品管理規則」規範下以總代理方式銷售於境外以債券型態發行連結至股權、利率、匯率、指數、商品、信用事件，而透過銀行受託投資(信託業務)、證券商受託買賣(複委託業務)及保險業投資型保險等銷售機構銷售之業務；另一大類係以店頭衍生性商品之	感謝評審委員寶貴意見。自當於期末報告撰寫內文中注意其中區隔。

<p>契約型態得與銀行或證券商承作之結構型商品。目前我國並無開放於我國境內以債券型態募集發行結構型債券，亦並未允許渠等債券於櫃買中心掛牌交易，此與歐洲、香港及新加坡多以 Notes Program 或 EMTN 等類似總括申報之發行計畫對一般大眾發行結構型債券之制度不同。</p>	
<p>3、本會目前因於我國境內以債券型態發行連結股權、利率、匯率、指數、商品、信用事件等商品之結構型債券並未認定屬證券交易法之有價證券，故尚未允許渠等商品之募集發行或掛牌。惟近年業者針對債券國際板亦多有建議開放得募集發行連結股權類型之結構型債券；另次級市場交易面或店頭衍生性商品交易面，亦有業者建議允許境外發行之結構型債券納入代理買賣外國債券交易範圍，或建議我國證券商得於香港申請 Notes Program 發行結構型債券之情形。我國與國外視為有價證券納入募集發行制度具有差異，似亦造成商品監理與國外制度無法接軌之相關疑慮。</p>	<p>感謝評審委員寶貴意見。自當於期末報告撰寫時詳加考量。</p>
<p>4、旨揭研究報告不論針對國外境外結構型商品銷售制度或我國現行境內制度，內容多有將募集發行規定、境外結構型商品總代理人規定及店頭衍生性商品處所買賣規定混淆之情形，建議應予以明確區隔，避免誤解，舉例如次：  (1)本報告提及衍生性金融商品之統計數據，該數據與「境外結構型商品」業務應予區隔(P.12)。  (2)本報告主要針對我國「境外結構型商品」制度，惟內容多所提及目前店頭衍生性商品業務銷售對象、TRF 等類型商品涉及紛爭(P.84-88)。</p>	<p>謹遵辦理。(1)部分內文已依據證期局意見(具店頭衍生性金融商品性質之境內結構型商品相關規定部分，考量其商品性質與境外結構型商品不同，不宜併同比較)予以刪除。(2)已將原 p86 中之 TRF 相關內文刪除。</p>
<p>5、未來期末報告於分析是否改依證券交易法或其他規範架構而為管理乙節，建議比較如依證券交易法架構而為管理，與依現行境外結構型商品管理規則管理之差異。例如，如將境外結構型商品定性為有價證券，其後續之處罰（證交法罰則之適用）、救濟（投保法），及代理買賣關係的適用等面向，並分析其效益。</p>	<p>謹遵辦理。</p>
<p>6、有關所援引之外國立法例，建議敘明該國立法例對於境外結構型商品是否將其定性為有價證券，及是否適用證券法令中有價證券相關規定。</p>	<p>謹遵辦理。</p>
<p>7、有關各國結構型商品監理規範部分，建議補充下列事項：  (1)結構型商品是否需經各國主管機關（或交易所及自律機構）許可。</p>	<p>感謝委員的建議。</p>

<p>(2) 有哪些情況可得豁免需經主管機關許可之規定 (如 P.49 提及新加坡的豁免規定)。</p> <p>(3) 若違反需經主管機關許可之規定，其法律效果為何。</p>	
<p><b>細節性意見</b></p>	
<p>1. 「銀行辦理衍生性金融商品業務應注意事項」已於 2015 年 6 月 4 日廢止，應改適用「銀行辦理衍生性金融商品業務內部作業制度及程序管理辦法」(P.6、12 及 15)</p>	<p>感謝委員指正，謹遵辦理。</p>
<p>2.P.11 期中報告內容與 P6.有重複情形。</p>	<p>感謝委員指正，重複部分已予刪除。</p>
<p>3.P.28 述及「判斷投資者得否獲得賠償，係以法院判決為準，此狀況並不符合公平正義」，所稱「不符公平正義」其論述依據為何？</p>	<p>感謝委員的建議。已針對內文用字修正，以精確表達原意。</p>
<p>4.P.29 介紹香港 2011 年「證券及期貨條例」結構型商品之修訂，敘述段落過長，建議宜分立標題分段論述，較易閱讀。</p>	<p>謹遵辦理。</p>
<p>5.有關 P.28-43 香港相關立法例之適用對象，究為香港境之內結構型商品或境外結構型商品，抑或兩者皆含括，建議研究報告應予釐清並敘明。</p>	<p>謹遵辦理。香港就結構性產品於規範上並未區分境內與境外，均以同一套法制進行監理。</p>
<p>6. P.76 述及「為免產生漏未規定或法規適用上有所扞格、相競合之疑慮，或許我國得以香港、新加坡、日本及英國作為借鏡，研擬一套供結構型金融投資商品得以一體適用之法規範」現行已訂有境外結構型商品管理規則，該項建議所指為何，建議再予釐清。</p>	<p>感謝委員的建議。本研究認為，長遠而言，若我國能有如日本、英國等國有一部針對所有金融商品的綜合性法規，對於我國金融商品市場發展會較為完善。</p>
<p>7. 有關 P.83 述及「台灣境外結構債產品若係由發行人之台北分行所發行者，則發行人之發行量會較大，如瑞士銀行 UBS、巴克萊銀行、星展銀行等之發行量即獨占鰲頭。相對而言，因為國內對於總代理人之限制較多，故其在外流通額較少。」，惟現行境外結構型商品管理規則就商品係採「發行人」或「總代理人」制，均為一致性規範，並未為差別待遇。期中報告該項推論依據為何？</p>	<p>已增修左述兩種管道商品數量差距之原因於內文中，包括：一般金融消費者原本即較信任銀行等。</p>
<p>8.有關 P.84 述及「另目前尚未有銷售給『非專業投資人』的商品，原因為依主管機關規定尚需送相關同業公會審核，故目前市場上仍未有相關商品在銀行通路銷售」，惟依該期中報告 P13-P14 指數型及混合型境外結構型商品均有多檔商品銷售予非專業投資人。兩者似有矛盾，建議予以釐清。</p>	<p>P.84 述及「另目前尚未有銷售給『非專業投資人』的商品」指的是經由銀行端銷售之部分。P13-P14 之資料則是針對所有銷售管道者。兩者之間沒有矛盾。</p>
<p>9.有關 P.86 述及「臺灣境外結構型商品之客戶多</p>	<p>已將相關內文修正為「各金</p>



<p>屬專業投資人」，惟參酌該期中報告第 P.13-14 之圖表，境外結構型商品之專業投資人與非專業投資人人數似未有明顯差距，該段描述依據為何？建議予以釐清。</p>	<p>融機構之金融商品客戶多有所區隔，各勝擅場。」</p>
<p>10.於我國結構型商品較高監理與限制提及，「需是 FINI 才有資格發行境外結構型商品.....UBS AG London 因不符合 FINI 某些標準，故無法在臺發行境外結構型商品」，此為誤解及混淆，目前境外結構型商品發行人、總代理人及客戶之資格均未限定 FINI 資格。限定資格主要係店頭衍生性商品業務，依照「證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則」第 36 條，規範證券商倘與境外華僑及外國人從事連結台股之股權衍生性商品交易，方應先確認交易相對人已依「華僑及外國人投資證券管理辦法」之規定完成登記，且其主要係針對僑外資投資人登記，並未限定發行人須取具 FINI 資格。(P.90)</p>	<p>感謝委員指教，已將相關論述予以刪除。原先有所誤會。目前已確認：UBS AG London 可以在臺發行境外結構型商品。</p>
<p>11.有關 P.87-90 述及新加坡結構型商品之監理及市場運作，惟均未說明其依據，」建議予以補充。</p>	<p>P.87-90 述及新加坡之部分大多為出國訪談所取得，為第一手資料，較無法直接寫出出處。</p>
<p>12.另 P.90-91 述及我國業者對於境外結構型商品相關規範之意見，惟亦未見其依據，建議宜併予補充說明。</p>	<p>期中報告 P.87-90 述及新加坡之部分大多為出國訪談所取得，為第一手資料，較無法直接寫出出處。</p>
<p>13.報告提及「新加坡 Accumulator 商品類似近年來台灣賣得火熱也引發不少糾紛之 TRF(目標可贖回遠期契約)」TRF 是複雜性高風險之選擇權契約，其最大損失無上限（損失可能超過名目本金）；而本研究鎖定在外結構型商品，通常結構型商品具有損失上限，建議不宜貿然比較，以免誤解該結構型商品最大損失和 TRF 一樣可能超過本金。(P.92)</p>	<p>新加坡之 accumulator 與台灣之 TRF(不論是連結至哪一金融商品)在產品之內涵上是相同的。而在台灣，賣給專業投資人之結構型商品仍是有不保本的。惟為避免誤解，已將該相關內文刪除。</p>
<p><b>工作小組會議</b></p>	
<p>第 3 章有關各國法制的介紹，似多以條文羅列的方式為之，建議是否將現有外國法制內容整理以提綱挈領方式呈現，就商品定義、發行程序、投資人區分、投資人保護機制、業者責任等面向予以論述，並於各國法制敘述後，分別小結其特色，俾利發揮綜整及比較的效果。</p> <p>EX.第 28 頁所定標題「15.3B 為使第 15.4 及 15.5 段下的條文不適用而需遵從的程序」，讀者不易瞭解其意涵。</p>	<p>謹遵辦理。</p>
<p>證券交易法第 6 條第 1 項對有價證券之定義，除</p>	<p>謹遵辦理。</p>

<p>列舉 3 類型外，其餘有價證券之認定均賦予主管機關核定之權，故其範圍既不同於民法之有價證券，建議研究團隊除學理探討或提出研究建議外，避免直接於研究報告中認定此商品屬證券交易法所規範之有價證券（如簡報第 14 頁），以保留日後政策形成空間。</p>	<p>本研究將在用語上多加注意。</p>
<p>第 4 章有關境外結構型商品監理制度改革，內容仍未完成，且許多論述尚缺乏引註依據，建議研究團隊留意研究時程。</p>	<p>謹遵辦理。</p>
<p>第 3 章標題所稱「標的國」，讀者不易瞭解其內涵，是否修正為其他名稱？</p>	<p>謹遵辦理。 為便利閱讀修正為：港、星、日、英、美結構型商品之監理規範、監理原則架構及其發展沿革背景。</p>
<p>P.25 述及「在完成對雷曼結構性金融商品的調查報告後，MAS 宣佈禁止星展銀行等 10 家金融機構銷售結構性產品」，惟現行 MAS 是否仍然禁止銷售結構型商品，建議可更新新加坡相關金融監理資訊？</p>	<p>有關結構型商品在新加坡之銷售監理，於雷曼事件爆發前後之差異在於：之前，結構型商品可以銷售給一般大眾或零售客戶，惟目前則被嚴格限制為僅能銷售給合格投資人或專業投資人。於雷曼事件爆發後，新加坡對於結構型商品之監理重點在於：金融機構之內部盡職調查/銷售程序/風險監控系統；只有金融機構做到符合監理單位認為之防護措施程度，特別是針對產品、客戶適合度標準，則金融機構才能再開始進行結構型商品之業務。</p>
<p>P.26 述及「SFA 第 283 條(3)規定，集體投資計劃之要約僅能對(a) 其（不論親自或透過代理）對於新加坡內任何人所作成可能成為發行或銷售契約之要約，係基於他人同意其發行或銷售；或(b) 其（不論親自或透過代理）對於新加坡內任何人所作成可能成為發行或銷售契約之要約引誘，係基於他人同意其發行或銷售。」，其要件 (a)、(b) 內容均相同，是否為誤植？</p>	<p>感謝委員的指出。 SFA 法文上區分為要約及要約引誘之差異，為便利閱讀已修正為「其（不論親自或透過代理）對於新加坡內任何人所作成可能成為發行或銷售契約之要約 / 或要約引誘，係基於他人同意其發行或銷售」。</p>
<p>P28.述及「至於受託買賣人(下稱受託人)之資格，SFA 第 289 條規定主管機關得依授權子法，許可公開公司(Public Company)作為本商品之信託受託人」，上開所稱「受託買賣人」是否即為「信託受</p>	<p>感謝委員的建議。</p>

託人」，建議予以釐清（因新加坡與我國法制用語不同）？	
P30.述及「銷售簡介與銷售文件之存續期間，依照第 299 條規定，其存續期間為 12 個月。」，是否意旨其商品說明之時效僅有一年？其意涵為何，建議再予說明？	感謝委員的建議。
P.74-75 論述結構型商品是否為美國法上有價證券乙節，於美國法上判斷有價證券之要件，是否有較明確判斷標準？另該段落所述結構型商品為有價證券之論述否有明確依據？	感謝委員的建議。根據研究團隊判斷，結構型商品應為美國法上之有價證券。
P.89 述及 Dodd-Frank 法案之金融監理改革，其中包含「加強場外衍生性金融商品市場之監管」，其對結構型商品監理的影響為何，如果將關資料，建議予以補充？	感謝委員的建議。
P.93 述及「然而較為遺憾者，各相關規則、辦法均為子法之性質，母法（即證券交易法、期貨交易法等）上關於金融商品監理之規範則明顯較為不足」，上開敘述是否有考慮本會所定「金融消費者保護法」等相關規定（如該法第 2 章所定「金融消費者之保護」相關規定）？	感謝委員的建議。本研究會將金融消費者保護法相關規定納入考量。
P94.就各國有關結構型商品法規之比較表格，僅羅列項目差異，似未就各國規範為實質比較？	已於期末報告第 110 頁增修。

## 附錄四：期末報告審查意見回覆表

編號	審查意見	中經院答覆
	林教授國全	
1	目前許多境外結構型商品係針對台灣市場而設計發行及銷售，針對該類型商品是否應特別予以規範，研究單位或可考慮予以研究分析，並提供建議。	感謝委員的建議。本研究認為，即便是針對台灣市場而設計發行之境外結構型商品，因為我國無法對於發行端有所規範，故建議仍應著重於銷售端之層面加強管理。
2	研究報告初步結論係建議境外結構型商品因屬複雜商品，應限以專業投資人為銷售對象。惟近期有關 TRF 之金融商品銷售爭議，其商品銷售對象均為專業投資人，仍不免發生相關爭議。金管會近期針對金融機構就該類商品之銷售程序，亦將進行相關法令之檢討。就關於 TRF 金融消費事件之處理經驗是否有可供借鏡及納入本研究報告之處，研究單位或可斟酌。	感謝委員建議。TRF 性質非屬於境外結構型商品，且其所適用規範亦與境外結構型商品存有差異，囿於研究時程限制，爰尚無法納入本次研究計畫範圍。
3	研究報告提及，如境外結構型商品定性為有價證券，將適用有價證券申報生效制度，恐不利投資人掌握商機乙節，證期局所提及「總括申報制度」或許是可行的解決方案。	感謝委員建議，已修改於報告第 125、126 頁。
	銀行局	
1	報告第 24 頁第 2 章第 3 節論述我國境外結構型商品銷售對象區分為專業投資人及非專業投資人，其規範法源應為「境外結構型商品管理規則」，惟報告第 25 頁列表之法源卻引述為「銀行辦理衍生性金融商品業務內部作業制度及程序管理辦法」，建議應予調整。	已在第 25 頁列表內修正，感謝指教。
2	報告第 27 頁第 2 章第 3 節有關修正境外結構型商品管理規則，增列高淨值投資法人前，境外結構型商品之銷售對象僅	已於報告第 26 頁修正，感謝指教。

	有專業機構投資人之論述，與該管理規則有關銷售對象包含專業投資人（含專業機構投資人、專業投資之法人及自然人）及非專業投資人之規定不符，建議調整。	
3	報告第 27 頁第 2 章第 4 節之主題為臺灣境外結構型商品監理，惟內容主要論述業者看法，似與該節主題不符，請研究單位考量修正。	報告第 27 頁係引用國外訪談與座談會所得資訊及研究人員意見，針對臺灣境外結構型商品整體監理氛圍，與星港做出簡略比較。已將該節名稱一併修改。
	證期局	
1	報告均未蒐集描述歐洲或香港 EMTN 或 Notes Program 等計畫相關規定：國外結構型債券多認定為有價證券且允許結構型債券以 EMTN 或 Notes Program 等計畫發行。整體研究報告對國外制度資料蒐集較偏重銷售端相關規定，就募集發行及商品審查管理並未著墨。現行我國境外結構型商品銷售，雖稱境外發行，惟商品亦有未於國外發行地銷售而針對我國市場銷售情形，如考量未來認定為有價證券，不排除希望該類境外結構型商品可改由在我國境內發行，因此似亦有了解其募集發行及商品審查方式之必要，如研究單位尚有時間補充分析，建議可補充商品募集發行面之國外相關規定。	感謝委員的建議。外國是否有境外發行而僅針對本國市場銷售之境外結構型商品，尚須時間逐一查證，囿於研究時程，爰尚無法納入本次研究計畫範圍。
2	報告第 25 頁提及「目前尚未有銷售予非專業投資人的商品，原因為依主管機關規定尚需送相關同業公會審核，故目前市場上仍未有相關商品在銀行通路銷售」。惟查「境外結構型商品管理規則」通過迄今，共有 31 檔(信託公會審核核准 2 檔、壽險公會審核核准 29 檔)商品經相關同業公會審核通過銷售予非專業投資人，其引述內容有誤，建議予以調整。	已於報告第 24 頁改正，感謝委員指正。
3	報告部分引用條文非屬現行「境外結構型商品」適用規定，似引用有誤：	(1) 感謝委員指正，已於報告第 24 頁修正。

<p>(1) 報告描述投資人類別區分時，法源均引用銀行辦理衍生性商品相關規範，似引用有誤(報告第 25 頁)：</p> <p>報告附表 5-1(報告第 25 頁)，為描述各類型投資人定義，蒐集製表分類，惟其法源均引用銀行辦理衍生性商品相關規範，「境外結構型商品」銷售與銀行辦理衍生性商品業務無涉，建議修訂引用「境外結構型商品管理規則」第 3 條規範。</p> <p>(2) 報告引用銀行辦理衍生性金融商品自律規範，並描述銷售時適用其中結構型商品規範，似引用有誤(報告第 131 頁)：</p> <p>報告第 131 頁，為描述銀行銷售結構型商品，引用適用「銀行辦理衍生性金融商品自律規範」，並敘述結構型商品亦屬衍生性商品，其銷售上規範，均適用前揭自律規範，似可能將境外結構型商品與店頭衍生性商品相關規範交錯引用，現行境外結構型商品銷售均不適用衍生性商品相關規定，故建議刪除。</p> <p>(3) 報告引用證交所證券商推介客戶買賣有價證券管理辦法，非屬證券商銷售境外結構型商品推介時適用規定(報告第 130 頁)：</p> <p>(A) 報告第 130 頁，為描述各業在推介銷售上規範，惟證券業引用銷售台股適用之規定「證交所證券商推介客戶買賣有價證券管理辦法」，似有讓人誤以為銷售境外結構型商品適用該推介辦法情形。</p> <p>(B) 證券商擔任銷售機構，銷售境外結構型商品時，依照「受託買賣</p>	<p>(2) 感謝委員指正，已於報告第 131 頁修正。</p> <p>(3) 感謝委員指正，已於報告第 131、133 頁修正。</p>
---	---

	<p>外國有價證券管理規則」第 2 條第 3 項，優先適用「境外結構型商品管理規則」規定，其未規定者，應適用「受託買賣外國有價證券管理規則」規定。此外證券商受託買賣外國有價證券，另授權券商公會訂有「證券商推介客戶買賣外國有價證券管理辦法」。建議報告引用規定調整。</p>	
4	<p>報告描述我國境外結構型商品管理規則之立法，背後仍有相當程度外匯控制效果，此描述似有調整必要(報告第 142 頁)：</p> <p>報告第 142 頁結論段描述「我國境外結構型商品管理規則之立法，背後仍有相當程度外匯控制效果，就我國經濟穩定具有一定功效，難謂其全無是處」。惟「境外結構型商品管理規則」立法主係因應金融海嘯及雷曼事件後考量渠等商品複雜度高，一般投資人不易瞭解商品特性風險衍生糾紛，方整合商品相關審查、新增總代理人機制，以加強我投資人保護。其立法與外匯控制、經濟穩定似無直接關連，建議調整文字。</p>	<p>感謝委員指正，謹遵辦理。已於報告第 142 頁將相關文字予以刪除。</p>
5	<p>報告描述英國相關規定，已提及兩主管機關英國金融行為監理總署(FCA)與英國審慎監理總署(PRA)取代英國金融服務管理局(FSA)之設立，惟法規內容描述，仍稱向主管機關 FSA 申請，易造成誤解，建議修正為新主管機關 FCA 名稱。(報告第 74-77 頁)</p>	<p>感謝委員指正，已於報告第 73 頁內修正。</p>
6	<p>有關研究報告比較是否將境外結構型商品定性為有價證券的優劣部分，或可列入下列比較觀點，比較面向將更加周全：</p> <p>(1) 如境外結構型商品納入有價證券管理，對於地下境外結構型商品將有明確裁罰依據，將有助於境外結構型商品市場之管理。</p>	<p>感謝委員建議，已大致納入報告第 130 頁內。</p>

	<p>(2) 就適用有價證券申報生效制度之疑慮，以國際版債券為例，以專業投資人為對象之國際版債券已豁免申報生效規定，另以非專業投資人為銷售對象之國際版債券亦採類型化管理，部分類型債券七天內亦可完成申報生效程序，故是否適用申報生效制度應尚非境外結構型商品是否認定為有價證券之決定性因素。</p> <p>(3) 有業者反應將境外結構型商品納入有價證券，將有助於境外結構型商品之交易及流通。</p> <p>(4) 境外結構型商品若採有價證券總括發行的方式，反有助於境外結構型商品之發行，研究團隊如時間允許或可蒐集外國相關立法例，將增加本案研究報告之參考價值。</p>	
	保險局	
1	<p>報告第 27 頁第二段所提「在該次修法前，境外結構型商品之銷售對象僅有專業機構投資人。」乙節，因 104 年 9 月 18 日修正境外結構型商品管理規則前，境外結構型商品之銷售對象應尚有專業投資人及非專業投資人，建議文字調整。</p>	<p>感謝委員指正，已於報告第 26 頁修正。</p>
2	<p>報告第 123 頁：</p> <p>(1) 第一段所提境外結構型商品之規範、、、及金融行業公會所發佈之指引進行規範等乙節，因除金融行業公會所定自律規範外，目前該等商品主要依據境外結構型商品管理規則規定及金融總會洽商三金融行業公會所訂自律規範辦理，建議酌修相關文字。</p> <p>(2) 第二段末二行所提「縱使是境外結構型商品，依目前狀況，亦可區分成連動債、投資型保單等」乙節，因投資型保單本質仍屬保險商</p>	<p>已於報告第 123 頁修正，感謝委員指正。</p>



	品，境外結構型商品僅為其連結投資標的之一種，上述文字易使人誤解投資型保單等同境外結構型商品，爰建議酌修文字。	
3	報告第 141 頁所列「參、境外結構型商品銷售對象得予限縮」乙節，查該結論係源於文中所描述「參銀行公會所出具之書面意見，就境外結構型商品最大宗之銀行端僅有一檔對於一般投資人發售之商品且目前已到期之現況，倘若限縮境外結構型商品僅限專業投資人、機構投資人，對於市場並不會有過度衝擊」，惟查 98 年訂定境外結構型商品管理規則後，截至 105 年 9 月底投資型保單連結境外結構型商品餘額尚有新臺幣 1000 多億元，因投資型保單銷售對象均為非專業投資人，爰並非如上述對市場影響甚微，建議文字調整。	已於報告第 143 頁修正，感謝委員指正。
	綜合規劃處	
1	報告第 116 頁至第 117 頁「各區域金融商品監理、投資人保護機關及其主要法規比較表」其比較內容似未針對境外結構型商品，其比較之構面如能針對商品發行人、銷售程序、消費者保護等面向之外國立法例，似將更具參考價值。	囿於研究時程，無法針對左列構面加以比較，尚請見諒。
2	報告第 141 頁述及「我國境外結構型商品管理規則、、、，就銷售相關義務、投資人保護手段及投資人區分制度等規範，與外國比較，實已可謂具有相當完備之規範」，研究報告如就我國與外國銷售境外結構型商品規範之差異尚未有明確比較，如有增列，或許會更具說服力。	除了針對國內投資人發行之境外結構型商品，以及地下商品監理裁罰等，尚未臻完備外，一般咸認我國與外國銷售境外結構型商品規範相較，未能稱較為不足。
3	另報告第 141 頁述及境外結構型商品銷售對象得予限縮，惟報告所蒐集外國立法例似未有相關限縮對象之立法例，該項結論似可再予衡酌，或許應朝加強商品銷售機構之責任，會較為妥適，提供研究單位參考。	已於報告第 143 頁修正，感謝委員指正。

	法律事務處	
1	研究報告似反對將境外結構型商品定性為有價證券，其中一個重要理由為如將境外結構型商品定性為有價證券，未來將適用申報生效制度，恐不利投資人掌握時效，惟適用生報生效制度是否將產生如此嚴重的後果，建議研究單位可再予釐清。	感謝委員指正，已於報告第 125、126 頁內修正。
2	報告第 115 頁述及「我國各相關規則、辦法針對境外結構型商品雖可謂作出相當詳盡之規範，然而較為遺憾者，各相關規則、辦法均為證券子法之性質」惟實務上境外結構型商品相關規範是否均為證券子法，建議研究單位宜予以釐清。	已於報告第 115 頁修正，感謝委員指正。
3	報告第 125 頁述及「實際上從現行市場觀之，毋寧說境外結構型商品係屬一金融投資商品，其主要係著重於市場波動獲利之零和遊戲，就此點而言，甚至難以通過投資契約之四項標準檢視，故其性質上是否合於傳統證交法所欲規範意旨中之有價證券，顯不無疑問」，惟外國立法例仍多有將境外結構型商品列為有價證券者，該項論點是否可證成不應將境外結構型商品列為有價證券，建議研究單位可再予以斟酌。	感謝委員指正，已於報告第 124 頁修正。
4	勘誤： (1) 報告第 146 頁述及「在私人銀行領域之客戶的需求，較注重的是其財富之成長，以及針對市場波動之避險。因此這些客戶較敢承擔風險並接受複雜型商品，以達成其目標。他們對於進入或退出市場之時機是很靈敏的。因此，他們也較偏好 <u>交易行之工具</u> 」，所指為何？建議予以釐清。 (2) 報告第 149 頁述及「綜合言之，星港著重於教育，包括金融機構對於自己行員之教育，以及對於投資人	感謝委員指正，謹遵辦理。 (1) 已於報告第 146 頁修正為「偏好交易行為之工具」，此乃指一些具有高資產之私人銀行自然人客戶；相對地，法人客戶則較偏好長期持有，而非著重交易之金融工具，如債券等。 (2) 已於報告第 149 頁修正，感謝指教。 (3) 已於報告第 152 頁修正為「目前而言僅需課徵證交稅」，感謝指教。

	<p>之教育。星港業者與學者皆強調，唯有<u>市場之猜與者</u>皆了解自己所負之責任，市場才會健全發展」，似有誤植，建議予以更正。</p> <p>(3) 報告第 152 頁述及「國內發行的衍生性金融商品是為財產交易所得，併入個人綜合所得稅計算，最高稅率為 45%。境內、外稅賦差異造成一定程度的資金外移。若能將類似的金融商品解釋為有價證券，則<u>僅需課徵證交所</u>，進而有利於國內培養相關的市場」，似有誤植，建議予以釐清。</p>	
5	<p>報告第 1 頁述及「正如上述，為健全境外結構型商品之管理及保障投資人權益，金管會係於 2009 年七月二十三日依據信託業法第十八條之一第二項、證券交易法第四十四條第四項、第六十二條第二項、保險法第一百四十四條第一項及第一百四十六條第六項之授權規定，訂定發布「境外結構型商品管理規則」。後依各界建議及審酌實務運作需求，並為因應時局變化與金融服務多樣性嗣經多次修正。」建議有關數字均修正為阿拉伯數字。</p>	<p>感謝委員指正，已於報告第 1 頁修正。</p>
6	<p>報告第 6 頁述及「目前國內結構型商品交易主要分為銀行代銷結構型商品(Structured Product)、銀行發行組合式商品(Structured Deposit)、<u>券商發行結構式債券(Structured Note)</u>、投信發行保本型基金(Principal Guaranteed Fund)及保險公司設計的投資型保單等。」，目前國內券商似仍不能發行結構式債券(Structured Note)，建議修正。</p>	<p>感謝委員建議，於報告第 6 頁已刪除「<u>券商發行結構式債券(Structured Note)</u>」字眼。</p>
7	<p>報告第 6 頁述及「非保本型商品即俗稱的「高收益型」(Yield Enhanced)商品，係固定收益商品結合『賣出』衍生性金融商品，契約期間通常較短，適合對標</p>	<p>感謝委員建議，於報告第 6 頁已將「係」改為「如」，並加入括號內之文字說明。即修正為「如固定收益商品結合『賣出』衍生性</p>

	的資產屬性有一定程度瞭解，且能承受本金損金或轉換其他標的資產的投資人」，是否非保本型商品一定結合「賣出」衍生性金融商品，建議釐清？	金融商品(可獲得權利金之收入，但也引來高風險)」。
8	報告第 24 頁至第 30 頁有關第 2 章「我國境外結構型商品之市場概況與展望」之第 3 節「臺灣境外結構型商品市場型態」及第 4 節「臺灣境外結構型商品監理」所描述市場供給面及需求面等現況，相關內容為援引出處，建議其陳述內容如為研究單位之訪談結論，建議應引註說明以方便讀者瞭解依據。	感謝委員指正，已於報告第 27 頁附註 4 內說明。
9	報告第 24 頁述及「壹、供給面.....其中，證券端係由國外之發行人(issuer)透過總代理人制度銷售給國內之經銷商(distributor)。在銀行端方面，臺灣境外結構型商品若係由發行人之台北分行所發行者，發行商品數量較大，如瑞士銀行 UBS、巴克萊銀行、星展銀行等之發行量即獨占鰲頭。」境外結構型商品係於我國境外發行，並非由台北分行於境內發行，且上開陳述方式容易造成讀者誤以為於證券端僅得透由總代理人制度銷售，在銀行端方面僅得透由分行銷售，建議研究團隊予以修正。	感謝委員指正，已於報告第 23 頁將相關內容修改為「...其中，證券端則包括由國外之發行人(issuer)透過總代理人制度銷售給國內之經銷商(distributor)。...就上述境外結構型商品之供給方面而言，其發行商品數量較大者來自在台灣設有銀行分行/子行之海外母行所發行者...」。
10	報告第 25 頁表 5-1 有關投資人的分類係援引銀行辦理衍生性金融商品之規定，惟本案研究主題為境外結構型商品，建議其投資人分類應援引境外結構型商品管理規則之規定。	已於報告第 24 頁修正，感謝委員指正。
11	報告第 123 頁述及「從法規監理層面而言，我國目前境外結構型商品之規範係分以金管會體系下各金融監理機關之子法，及各金融行業公會所發佈之指引進行規範，是此，同樣係進行境外結構型商品交易之不同種類行業(銀行、證券商、保險業)均須適用不同之規則、標準。」，目前境外結構型之審查於各公會	已將報告第 123 頁第一段刪除，感謝委員指正。

	似均適用相同規範（境外結構型商品管理規則及金融總會所定商品審查規範等），建議研究團隊釐清該項陳述之依據為何？	
12	報告第 123 頁述及「並且，縱使是「境外結構型商品」，依目前現況，亦可區分成『連動債』、『投資型保單』...等，其內容與型態均不盡相同，於針對不同類型商品時，仍有詳細依其特性區分規範之必要，因此， <u>雖可認應避免使『不同行業別』銷售同一商品須依不同法律規範體系進行遵循之情形</u> ，然仍不可避免的於『不同商品』上仍須有不同之細部規範」，鑑於「投資型保單」並非境外結構型商品，建議予以修正。另外，後段陳述似亦有違誤（同第 11 點意見），建議予以修正。	已於報告第 123 頁修正，感謝委員指正。
13	報告第 125 頁述及「法制結構上而言， <u>僅向將來生效之見解將產生同種商品卻因發行時間不同而產生法規適用差異問題</u> ，似非健全之法治所應允許」，法規之訂定及修正均已向後生效為原則，該項陳述所稱因商品發行時間不同而產生法規適用差異，似非健全法治所應允許之依據為何？建請研究團隊釐清。	感謝委員建議，已於報告第 125 頁修正。
14	報告第 128 頁有關境外結構型商品納入證交法有價證券規範之優劣比較表： (1) 關於境外結構型商品定性一欄，應非列表所稱優劣比較性質，建議予以調整。 (2) 報告第 120 頁提及境外結構型商品如定性為有價證券，則可進行融資、融券及可供擔保，可達到活絡市場的效果，應為定性為有價證券之優點，應可納入比較表內。 (3) 發行層面缺點欄有提及，現行仍有相關行業公會、央行之事先審核程序乙節，目前境外結構型商品相關	已於報告第 130 頁修正，感謝委員指正。

	<p>規定，似無商品發行應經央行事先審查之規定，建議研究單位予以修正。</p> <p>(4) 另發行層面缺點欄尚提及「現行市場上絕大多數以針對機構投資人、專業投資人為主，其模式『類似私募』，而應有所豁免」，該項陳述似為研究單位建議性質，而非屬境外結構型商品認定為有價證券缺點，建議研究單位予以調整。</p> <p>(5) 有關稅務差異比較一欄，述及「『個人海外所得+最低稅負制』v.『證券交易稅』，孰優孰劣尚難分辨」，惟上開適用證券交易稅等差異似非無法比較，建議研究單位應可簡單比較其優劣，建議調整文字。</p>	
15	<p>報告第 137 頁述及「時至今日，依銀行公會之調查，銀行端銷售境外結構型商品之情況主要以專業投資人與機構投資人為交易對方，至於針對一般投資人銷售部分則僅有一檔商品且目前已到期」，並得出 P.141 結論：「且依本研究實際訪查結果，現下銀行對於銷售境外結構型商品與一般投資人，多採較消極之態度，甚至贊成法規限縮銷售對象，因此，法規限縮境外結構型商品僅限專業投資人、機構投資人（或合格之一般投資人）非不可行」，惟目前銷售以非專業投資人為對象之境外結構型商品，銷售金額較高者似為壽險業者，而非銀行業者，建議研究團隊洽詢壽險公會意見，以周全研究報告。</p>	<p>感謝委員建議，針對原先所提之限縮意見，已予修正，請見第五章參（報告第 143 頁）之內文。</p>
16	<p>報告第 141 頁述及「就此點而言，誠如前述，我國境外結構型商品發售前必須先經行業公會、<u>中央銀行之核准</u>，因此於發售前端仍有經過多道審核之程序。」目前我國境外結構型商品之銷售，並未有須經中央銀行核准之規定，建議釐清</p>	<p>已在報告第 141 頁修正，感謝委員建議。</p>

陳述之依據。	
--------	--