

## 【專題二】

# 安隆案中新型金融工具 (Financial Instrument)運用衍生法律 問題之初探－以公開揭露為中心

中道法律事務所  
楊凱吉（實習律師）

## 壹、概論

由於資訊科技之發展、金融自由化及金融市場國際化等因素，造成金融工具不斷推陳出新，金融創新已成為金融市場發展不可或缺之條件。而新的金融工具在市場中蓬勃發展，產生巨大之經濟利潤，但同時亦在運用中產生弊端，美國安隆公司(Enron, Inc.)破產案件即是一個適例，對整體經濟和金融市場健全影響不可謂不大，本文即以新型金融工具中，於安隆案中廣泛運用之架構式金融(Structured Finance)及衍生性(金融)商品為核心，由法律規範面探討其衍生之法律問題，而以公開(資訊)揭露制度為討論重點。本文第一部分即簡述安隆案運用架構式金融及衍生性(金融)商品之過程。第二部分介紹公開(資訊)揭露制度。第三部分及第四部分分別探討架構式金融及衍生性(金融)商品在安隆案中衍生之法律問題，而以公開(資訊)揭露為討論核心。

## 貳、安隆案中架構式金融及衍生性(金融)商品之運用

### 一、安隆利用特殊目的個體(Special Purpose Entity, 簡稱 SPE)<sup>1</sup>之手法

<sup>1</sup> 所謂特殊目的個體，是指發起機構(sponsor)基於特定目的而設立之組織，其在組織上可能為一公司、信託或合夥，發起機構設立 SPE 以進行與該目的相關的活動或一連串之交易。而於架構式金融過程中，其作為發起機構移轉資產的載體，具有隔離及維持財務風險的作用。詳見林炳滄，SPE 是啥玩意兒？，會計研究月刊第 196 期，91 年 3 月，第 28 頁；李榮鎮、賴鈺城、陳賢名特殊目的個體(SPE)對當前公司治理制度之影響以安隆(Enron)案為例，財稅研究第 35 卷第 4 期，92 年 7 月，第 97 至 100 頁。

根據寶德信證券 (Prudential Securities) 一名位於休士頓的分析師估計，安隆大約有 3500 個子公司及關係企業，其中至少有數百個是設於免稅天堂之 SPE<sup>2</sup>。而安隆公司開創一系列的創業投資案，且以 SPEs 透過資產負債表外交易 (Off-Balance Sheet Transaction) 之手法，未將這些投資案的盈虧列入公司之財務合併報表中。安隆公司與 SPEs 交易過程中，其以高價將資產移轉讓售給 SPEs，認列所得而虛增公司利益。另外，利用 SPEs，安隆可以向銀行、保險公司、退休基金及個別投資者籌募資金。而且由於 SPEs 累積之許多債務不必併入安隆的資產負債表中，因此使安隆獲得較好的信用評等，另外交易中亦進行大量之關係人交易，結果造成安隆的獲利數字大幅膨脹，而債務遭惡意之隱藏，最終爆發財務及會計醜聞。

## 二、安隆案中衍生性 (金融) 商品之交易

安隆公司轉投資其他事業，而持有他企業股份，於該企業上市時，安隆公司因處於集保期間，需等待八個月方能出售股票。而在這段期間，安隆公司不願意冒該企業股價漲跌之風險，故以「以自己的股價的變動來規避其轉投資之企業股價變動」<sup>3</sup>。安隆公司為了最小化其在轉投資其他科技公司之投資失敗，藉著創造 SPEs 做為財務避險方式，其和旗下之 SPEs 進行衍生性金融交易，最主要集中在 LJM1 與 Raptor 兩 SPEs，而交易中安隆公司是以其股票為代價，SPEs 則開具本票予安隆公司，此時 SPEs 之資產大多為安隆公司之股票，故當安隆公司轉投資的科技公司股票下跌時，SPEs 為了履行交易契約之義務，SPEs 必須賣出安隆公司股票，而此時 SPE 對安隆公司本票之現金支付能力將降低，故實際上安隆公司仍承擔經濟上之風險 (詳細的交易關係圖如下)<sup>4</sup>。且安隆公司利用衍生性 (金融) 商品交易，膨脹所得利潤，減少報表上之債務，而使其獲得良好的信用評等，以繼續維持其類似交易。<sup>5</sup>另外安隆公司亦從開始之能源交易商轉變為能源衍生性商品之市場造市者及交易者<sup>6</sup>，使公司之運作和風險結構有本質上之轉變。

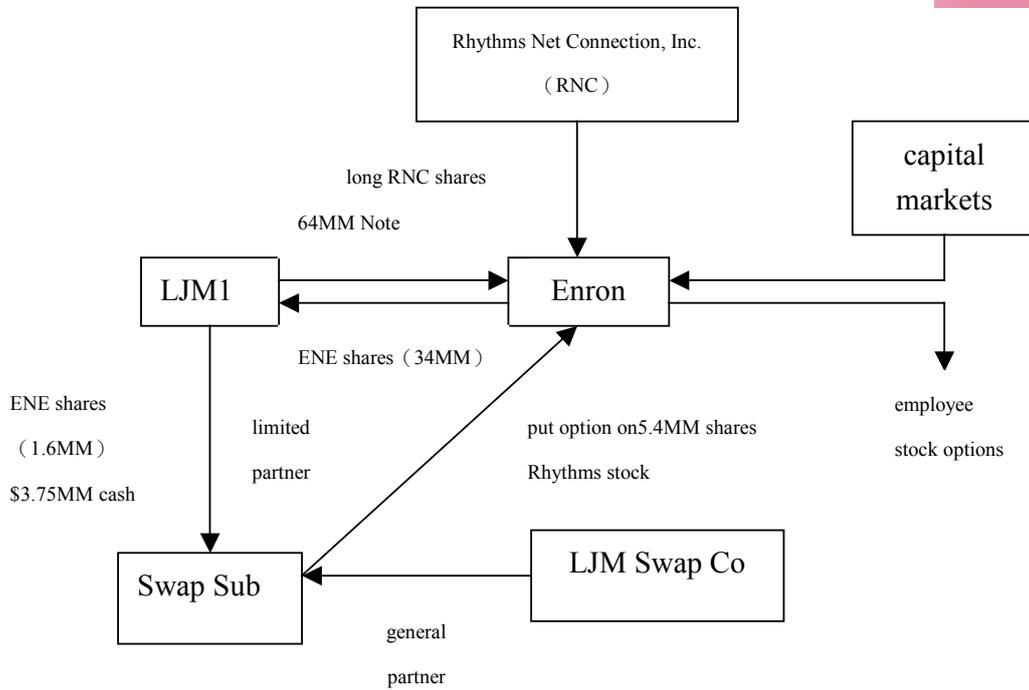
<sup>2</sup> 李榮鎮、賴鈺城、陳賢名特殊目的個體(SPE)對當前公司治理制度之影響以安隆 (Enron) 案為例，財稅研究第 35 卷第 4 期，92 年 7 月，第 101 頁。

<sup>3</sup> 馬秀如，SPE 與會計把戲，今日會計第 88 期，91 年 9 月，第 9、10 頁。

<sup>4</sup> 1997 年 3 月，安隆公司透過旗下的子公司投資新設電信公司 Rhythms Net Connection, Inc. (簡稱 RNC)，取得 RNC540 萬股股票，為了避免 RNC 的股價波動影響到安隆會計盈餘的穩定，於是進行所謂的「Rhythms 避險交易」。1999 年 6 月 30 日，安隆公司將 340 萬股安隆股票，以折價 39% 的價值轉讓給 LJM1，交換 LJM1 價值 \$64 million 的票據；另外 LJM1 將其中的 110 萬股安隆股票，加上 \$3.75 million 的現金轉讓給 Swap Sub，當作外部權益資金。而安隆公司從 Swap Sub 取得 540 萬股 RNC 股票的賣權，此賣權價值約 \$104 million，依照該項選擇權的條件，安隆可以於 2004 年 6 月，要求 Swap Sub 以每股 56 元的價格買下 RNC 股票。

<sup>5</sup> Frank Partnoy, *A REVISIONIST VIEW OF ENRON AND THE SUDDEN DEATH OF "MAY"*, Villanova Law Review No48,1251-1253,1256 (2003)。

<sup>6</sup> Christopher Faille, *WHY THE CASE FOR A FREE MARKET IN ENERGY DERIVATIVES HAS*



資料來源：WILLIAM C. POWERS JR. ET AL., REPORT OF INVESTIGATION BY THE SPECIAL INVESTIGATION COMMITTEE OF THE BOARD OF DIRECTORS OF ENRON CORP. (Feb. 1, 2002)

### 三、小結

安隆公司從事大量之衍生性商品交易，包括能源衍生性商品及和 SPEs 間之衍生性（金融）商品交易，且其以股價為擔保或交易對價，為了維持此一連串的交易，安隆公司需要良好的信用評等認定，而美化財務報表即其達到此目的之手段，其利用規範之漏洞，分別以資產負債表外交易及複雜金融商品交易之手法，來為不實的財務報表。

---

*SURVIVED ENRON*, Federal Lawyer No50,39-42 (2003) . ; Monica S. Tew, *THE DARK SIDE OF DERIVATIVES: A BOOK NOTE ON INFECTIOUS GREED: HOW DECEIT AND RISK CORRUPTED THE FINANCIAL MARKETS BY FRANK PARTNOY*, North Carolina Banking Institute No8, 310 (2004) .

## 參、公開（資訊）揭露制度概論

### 一、前言

公開（資訊）揭露制度為證券交易法三大主要內容之一<sup>7</sup>，其旨在達成「充分與公平之公開（Full and Fair Disclosure）」，而透過此達到防止詐欺、改善資訊不對稱及保護證券市場投資人之目的。此原則係源於美國大法官布蘭迪斯（Louis Brandeis），其在其 1914 年著作 *Other People's Money* 中之名言：「公開是救治現代社會及工業弊病的最佳良藥，陽光是最好的防腐劑，燈光是最有效的警察。」<sup>8</sup>而在現代金融體系上，因為企業資金的調度上，除了傳統透過銀行取得融資貸款的方式外，其可以藉由股票、公司債券之發行，以及新興的架構式金融等方式取得資金。而證券交易是直接連結資金投資人與需要資金的企業體，發揮現代企業資金調度機能之方法。另外，以風險管理形成的衍生性（金融）商品，及前述架構式金融的證券化商品，多流通於證券市場，故形成了金融體系和證券交易體系之融合。而企業本身從事架構式及金融新型金融工具之操作，亦即是對本身財務之運作與安排，除在財務方面有相當探討之必要，以法律面向而言，其對於公司經營之監控及防止不正行為上亦有很大之影響，故在法律意義下之公司治理有很重要之意義，而其中涉及的主要面向之一即為資訊揭露。於 OECD 2004 公司治理準則中，亦明列資訊揭露與透明化為其六大面向之一<sup>9</sup>。基於上述理由，故於本文中針對架構式金融及新型金融工具之運用，探討公開揭露制度是有必要的。

### 二、公開（資訊）揭露制度之原則及類型

#### （一）原則<sup>10</sup>

1. 正確性、完整性及可信賴性。即企業所提供之相關資料，應正確而完整的記載。而有關財務業務報表及文件應依規定為之，且經獨立會計師或律師等專業人士簽證，使投資大眾得以信賴。

2. 時效性。即公開揭露之資訊應非僅提供過去之企業資訊，對於影響公司營運有關之相關資訊，亦應迅速公開，並且以繼續公開之方式作必要之補充。

3. 利用容易性。包括「取得」及「理解」兩方面，一方面使相關人士容易獲取相關資訊，另一方面使其容易理解所獲取之資訊。

<sup>7</sup> 證券交易法之主要內容包括：公開（資訊）揭露制度、相關事業之管理、不正行為之防治。

<sup>8</sup> 轉引自賴英照，*股市遊戲規則—最新證券交易法解析*，作者自版，95年2月，第8頁。

<sup>9</sup> 參見 *The OECD Corporate Principles 2004*, V.

<sup>10</sup> 整理至張振山、包幸玉，*我國資訊公開制度之探討*，證券暨期貨月刊第22卷第4期，93年4月，第16頁、第17頁。

4.效益性。即所謂之成本問題，資訊揭露應該在成本與效益間維持一定之平衡。

## （二）類型

完整之公開（資訊）揭露制度，包括企業財務業務資訊之揭露，及市場供需狀況之交易資訊揭露<sup>11</sup>。前者另分為發行市場之企業財務業務資訊之揭露及流通市場之企業財務業務資訊之揭露。而發行市場之企業財務業務資訊之揭露即以證券交易法公開說明書的編製及交付義務為代表，流通市場中之企業財務業務資訊之揭露，即是企業財務業務資訊繼續之揭露，其又分為定期揭露和即時揭露。如此來構成完整的公開（資訊）揭露制度之體系。

若以表達方式觀察，又可分為數據揭露及註釋揭露（一般在財務訊息的揭露中如此區分），由於財務報表是表達經營績效，而附註是使用報表數據時重要的參考，故數據本身需正確反映績效，其準確度所受限制或前提要件須由註釋表達補充。另外，亦可區分為動態揭露及靜態揭露，財務報表即為典型之靜態揭露，動態揭露則以揭露管理階層為特定行為為適例<sup>12</sup>。

## 三、公開（資訊）揭露制度之設計之考量因素

（一）揭露之範圍及程度。前者即何種資訊必須揭露，概括來說是以「重大性」（Materiality）為標準，即凡投資人作為投資決定認為重要之內容（此應是立於證券交易之角度出發，若以公司治理面向切入，個人認為凡股東、經營階層、利害關係人等認為對公司經營為重要之內容），原則上就有公開之義務<sup>13</sup>；而後者通常與前述「效益性」原則相關。而針對不同種類的企業體其所需揭露之範圍和程度亦不同。

（二）不同的揭露方式的運用。即針對不同的事項、特性、責任追究等因素，運用不同的揭露方式，或交叉、混合使用，以使資訊的效用能在不同規範目的中發揮。財務報表雖然為目前衡量企業財務狀況、經營成果及財務狀況變動最可靠之資訊，但其仍有下列之限制：1.財務報表以幣值為單位，無法直接揭露企業無形資產及管理品質。2.採用歷史成本、無法正確反應企業目前之價值。3.財務報表僅係企業歷史性資料，但報表使用者（尤其投資人）更關心企業之未來。4.因為會計估計及判斷的限制，可能影響財務報表之品質及可比較性。5.會計原則准許企業選擇會計方法，可能提供報表編製者操作「帳面」資產及損益之空間，因而扭曲財務報表之真實性。<sup>14</sup>故公開（資訊）揭

<sup>11</sup> 林國全，證券交易法，收錄於金融法，臺北：元照，93年7月初版第一刷，第124至128頁

<sup>12</sup> 方嘉麟，論關係企業三書表資訊揭露之問題，國家科學委員會彙刊：人文及社會科學第10卷4期，89年10月，第481頁、482頁。

<sup>13</sup> 詳見余雪明，證券交易法，臺北：財團法人中華名國證券暨期貨市場發展基金會，92年4月第四版，第195、196頁。

<sup>14</sup> 薛明玲、蔡朝安，從資訊揭露看公司治理，月旦法學第96期，2003.5，第337頁。

露之範圍並不應以財務性資料為限，而是凡股東、經營階層、利害關係人等認為對公司經營為重要之內容皆應屬之，而該利用不同之揭露方式使企業相關資訊能完善呈現。

- (三) 企業關係人自我責任。即資訊揭露目的之一是使企業之交易者處於一個資訊對等的地位，而自我判斷其是否為相關投資行為。並無保證相關關係人所為之行為必定獲得利益。此部分不僅在於公開（資訊）揭露制度之設計必須考量，在民事損害部分亦是重要的考量因素。
- (四) 資訊負荷過重的現象（Information Overload）。有觀點認為，真正的市場透明，並不是一味的提供更多資訊，如此只會增加投資者處理資訊的負荷，以及公司承受必不要的資訊提供壓力。但另有認為資訊適量之標準難以拿捏，除非能有實證上研究結果，來增加不同類型關係人心理層面的瞭解，否則不應單純削減資訊的揭露量<sup>15</sup>。
- (五) 市場的有限理性（Bounded rationality）。由於證券市場線上交易日漸興盛，投資人大量直接參與證券市場，而部分的投資人對於市場中各種資訊過度的反應，此引發兩個主要問題，其一即證券發行者為使其在市場獲得良好印象，避免揭露負面消息，而美化公司盈餘及資產狀況。其二為「謠傳交易」（Noise trading）使得證券市場更容易被操作，而證券發行者即可能以揭露可刺激吸引投資者的項目來吸引資金投入<sup>16</sup>。而此時法令規範公開揭露之方式就必須有不同之考量，有時強制揭露之方式並不一定得到完善的效果，如財務預測即一適例。

以下即分別就架構式金融及衍生性（金融）商品在公開（資訊）揭露制度運用上之特別處做論述。

## 肆、架構式金融複雜性之因應

### 一、架構式金融之定義及功能

#### （一）定義

所謂架構式金融（交易）是將資產和義務以一個「架構」（Structure）方式隔離，使其脫離於發行者的主要營運之外。其中的「架構」通常為特殊目的個體（SPE）或是特殊目的工具（SPV），而它的資本組成可能與其之發行者不同，並且發行者對其之控制力和非架構式融資的案例相較是更有限的。通常 SPE 或是 SPV 的管理會交由獨立於發行者的受託人，此受託人的受託權限是限於特定的某類型交

<sup>15</sup> 劉玉珍、李怡宗、黃寶慧，市場管理制度創新與行為財務學：資訊揭露制度設計的政策意涵，證券暨期貨月刊第 22 卷第 4 期，93 年 4 月，第 10 頁。

<sup>16</sup> Donald C. Langevoort, *TECHNOLOGICAL EVOLUTION AND THE DEVOLUTION OF CORPORATE FINANCIAL REPORTING*, William and Mary Law Review No40,9-11, (2004) .

易，如不動產投資、建築計畫或租賃計畫等，當然於以信託方式成立外，其亦可由公司或是合夥的組織形式形成，不過「獨立性」仍是原則性之要求。一般實務上常見的架構式類型有現金流量架構（Cash Flow Structure）、替代資產移轉的衍生性金融工具架構（Derivatives Financial Instrument in Lieu of an Asset Transfer）、鑽石結構（Diamond Structure）、實質的廢除債務（In Substance Defeasance）、組合式租賃架構（Synthetic Lease Structure）等<sup>17</sup>。

## （二）功能

透過架構式金融的方式，以金融資產證券化為例，對得產生現金流量的金融資產進行群組、包裝及重組，使其成為單位化、小額化的證券形式，銷售給投資人，並使得擁有資產之創始機構無待於資產清償期之到來，即可先回收資金，降低其持有資產之風險，並使其籌資管道多元化。簡言之，典型之架構式金融之主要功能為：(1)風險隔離，即使金融資產之破產風險獨立於創始或發行機構。(2)低成本的融資方式，因其為透過非居間及非仲介之方式籌措資金<sup>18</sup>。

## 二、資產負債表外交易

在架構式金融過程中，SPE 為資產分割後移轉資產之載體，於會計原則中，基於 SPE 之資產與創始（發起）機構風險獨立隔離（即某一資產所有權既移轉出去，當應於資產面予以扣減一定之數額），且 SPE 的權益中，有一定比例之權益所有人為真正出資者，而自負盈虧，不受移轉人任何形式之擔保或保障的話（代表 SPE 經營具獨立性），因此可將此種交易視為資產負債表外事項，不需列入合併報表中揭露<sup>19</sup>。但應注意的是，對於架構式金融資產負債表的會計處理原則，不同會計原則中有不同之處理，亦存在調和之問題<sup>20</sup>。而安隆案中發生大量使用資產負債表外交易來隱藏債務，也引起了對原本不需合併財務報表之檢討，即若能將 SPE 與其創始（發起）機構合併財務報表，當可對整個交易活動有全盤之瞭解。

## 三、合併財務報表之爭議

企業編製合併財務報表之主要目的在於能提供企業經濟實質之財務資訊予報表

<sup>17</sup> Bob Jensen, Bob Jensen, *What's Right and What's Wrong With (SPEs), SPVs, and VIEs*, at <http://www.trinity.edu/rjensen/theory/00overview/speOverview.htm> (last visited Feb.18, 2007)..

<sup>18</sup> Steven L. Schwarcz, *RETHINKING THE DISCLOSURE PARADIGM IN A WORLD OF COMPLEXITY*, University of Illinois Law Review,4 (2004) .

<sup>19</sup> 劉科，美國安隆公司破產事件涉及之財務報表及獨立董事資訊揭露問題之探討，證券櫃檯第 69 期，91 年 3 月，第 27-35 頁。

<sup>20</sup> 有(U.S GAAP)、(U.K GAAP)、(IAS)，詳見 Peter Jeffrey, *INTERNATIONAL HARMONIZATION OF ACCOUNTING STANDARDS, AND THE QUESTION OF OFF-BALANCE SHEET TREATMENT*, Duke Journal of Comparative and International Law No12,341-351,(2002).

使用者，且不以法律形式為準，來理解「經濟個體」。企業常因經營上的考量，以兩個以上之法律個體（如母子公司）運作，財務報表使用者若僅閱讀單一個體之財務報表，即難以明瞭整個經濟個體之活動。因此，母公司應編製合併財務報表，將全部聯屬公司，化為單一經濟個體，使財務報表使用者能瞭解該經濟個體之財務狀況、經營成果及財務狀況之變動情形<sup>21</sup>。而美國會計師協會（The American Institute of Certified Public Accountants'，AICPA）會計研究公報第 51 號（Accounting Research Bulletin no.51, ARB 51）亦指出合併財務報表之要求，為關係企業中之一公司直接或間接擁有其他公司具有控制性股權，即必須合併報表，而有控制力之財務股權通常為多數表決權股份之擁有者<sup>22</sup>。

而在 SPEs，過去的會計準則因為其為承受創始機構的移轉資產的獨立載體，故不需其和創始機構製作合併財務報表。但因為如安隆公司一樣，對於表決權的控制和外任股份投資要求的操作，以及前述以資產負債表外交易美化財務報表的作為，而引發會計醜聞，故在美國對於 SPEs 的會計處理原則，有提出其亦必須為合併財務報表之改革聲浪，而美國財務準則委員會（Financial Accounting Standard Board）之草案亦有提出相似看法<sup>23</sup>。

在此爭議中，目前美國方面未採取如此強烈之方式，並無全面性強制合併財務報表之規定，不過美國財務會計準則委員會於其第 46 號解釋函（FASB Interpretation 46，簡稱 FIN 46）中，對於特殊目的個體合併編製財務報表方面有更進一步之解釋，對於合併編製標準有所修正，即以提出「變動權利個體」之概念，判斷特殊目的個體是否需要合併編製財務報<sup>24</sup>。而證券法規主要是於企業改革法第 401 條（a）項中規定，SEC 至遲需於該法制訂後 180 日內發布最終規則，要求發行公司在提交予 SEC 之年報及季報中揭露所有重要的資產負債表外交易、安排、契約（包括附條件契約）；以及該發行公司與非合併個體或個人間之其他關係，足致公司現在或未來之財務狀況因而發生影響者，例如營運、流動資產、資本支出、資本來源、收入或支出之重要內容<sup>25</sup>，故於美國證券交易委員會（Securities and

<sup>21</sup> 黃建隆，合併財務報表之理論與編製，會計研究月刊第 232 期，94 年 3 月，第 44 頁。

<sup>22</sup> Angela Petrucci, *ACCOUNTING FOR ASSET SECURITIZATION IN A FULL DISCLOSURE WORLD*, Journal of Legislation No30,348 (2004) ; Anthony H. Catanach, Jr & Shelley Rhoades-Catanach, *ENRON: A FINANCIAL REPORTING FAILURE?*, Villanova Law Review No48,1065 (2003)

<sup>23</sup> Angela Petrucci, *ACCOUNTING FOR ASSET SECURITIZATION IN A FULL DISCLOSURE WORLD*, Journal of Legislation No30,2004,351-353 ; Anthony H. Catanach, Jr. & Shelley Rhoades-Catanach, *ENRON: A FINANCIAL REPORTING FAILURE?*, Villanova Law Review No48,1068-1069, (2003) .

<sup>24</sup> 不過必須注意的，即符合 FIN 46 判斷標準者，特殊目的個體方須合併編制財務報表，而非全面強制。

<sup>25</sup> 謝易宏、陳德純，後安隆時代的一線曙光？—論 2002 年美國企業改革法對公司治理之影響，瑞典圖書：臺北，93 年 2 月初版，第 3-41、3-42 頁。

Exchange Commission, SEC) 發布的 Regulation S-K 之修正確認細部規則 Final Rule: Disclosure in Management's Discussion and Analysis About Off-Balance Sheet Arrangements and Aggregate Contractual Obligations, 以及因應企業改革法第 409 條要求企業提供及時、迅速之資訊揭露, 美國 SEC 也在 2004 年 3 月 16 日發布確認細部規則 Final Rule: Additional Form 8-K Disclose Requirement and Acceleration of Filing Date (Release No: 33) 大幅修正有關 Form 8-K (即不定期重大資訊之揭露) 之規定, 其中皆增列資產負債表外交易、安排、契約之揭露規定<sup>26,27</sup>, 要求企業從事架構式交易, 必須公開揭露相關的資訊。以上所述美國新修正之規則, 即是透過公開揭露相關交易內容之方法, 來解決安隆案所生資產負債表外交易之弊端。

#### 四、公開揭露是否為唯一之因應之道

在安隆案發生後, 美國學者主要之建議集中在(1)對詐欺事件加諸刑罰; (2)對獨立董事、審計委員會及會計師加強要求; (3)資訊公開揭露之加強<sup>28</sup>。而在架構式金融運用方面, 在通常之交易中依賴複合式之 SPE, 為極複雜之金融工具, 對此部分關於防弊的討論, 大都集中在公開揭露之要求。而是否在證券法規中單獨依賴資訊揭露制度即足以解決此問題對證券市場之衝擊。以下將以此為探討:

美國證券交易委員會近幾年來推動白話式之英文, 來解決日漸複雜的公開揭露文件所生問題, 但實務運作顯示此並非充足之根本解決之道<sup>29</sup>。而此問題除了在架構式金融外, 衍生性金融商品交易上亦同, SEC Regulation S-K 要求公司公開揭露衍生性金融工具之風險, 此之規範目的為提供一個關於衍生性金融商品風險質量兼具之資訊。但公開揭露制度在複雜性之金融工具下, 並非是萬靈丹, 個別投資者和架構式交易之機構不同, 其缺乏能力瞭解此些交易之複雜性, 而不同之機構, 其分析師對公開揭露資訊之解讀亦不一定相同; 而機構投資人或證券分析師亦可能因成本之關係, 對於複雜之交易結構不願深入瞭解。<sup>30</sup>即是此些新型金融工具之「複雜性」衝擊了公開(資訊)揭露制度的正確性、完整性及可信賴性及利用容易性, 且與效益性原則(成本考量)形成拉扯。

另外, 架構式金融的公開揭露之問題與衍生性金融商品交易不同之處, 在於合營業常規之衍生性金融商品交易之對方當事人, 通常為和交易者無關連, 而前者其

<sup>26</sup> Final Rule: Disclosure in Management's Discussion and Analysis About Off-Balance Sheet Arrangements and Aggregate Contractual Obligations, Release Nos. 33-8182; 34-47264.

<sup>27</sup> 參見 Form 8-K, Item 2.03.

<sup>28</sup> Frank Partnoy, *A REVISIONIST VIEW OF ENRON AND THE SUDDEN DEATH OF "MAY"*, Villanova Law Review No48,1248 (2003) .

<sup>29</sup> Steven L. Schwarcz, *RETHINKING THE DISCLOSURE PARADIGM IN A WORLD OF COMPLEXITY*, University of Illinois Law Review, 8 (2004) .

<sup>30</sup> Steven L. Schwarcz, *RETHINKING THE DISCLOSURE PARADIGM IN A WORLD OF COMPLEXITY*, University of Illinois Law Review, 14 -16 (2004)

SPE 和創始機構常出現利益衝突之情況，且其複雜性使董事及股東很難瞭解，致使交易中必須大量依賴經營階層之經營判斷原則（**Business Judgment**），而可能如安隆案一般，產生重大之利益衝突。故利益衝突的問題，使衍生性金融商品交易複雜性的分析模式適用在架構式金融交易中是會出現瑕疵的<sup>31</sup>，例如透過架構式金融之方式，在整體流程中將涉及「個體」的創設，自然和單純之衍生性金融商品交易不同<sup>32</sup>。

就以上之情形，以下整理文獻上對於公開揭露制度所產生之問題，學說上有以下之看法<sup>33</sup>：

### （一）容忍無效率之公開揭露制度

主張此看法的學者認為，在有效率的市場中，股票之價格即刻反應所有有關股票交易價格的可獲得公開資訊。因此，不需要所有投資者皆瞭解任何公開揭露提供之所有資訊。

但是「複雜性」會使前述之假設被破壞，因為少於關鍵多數的投資人有能力瞭解詳細的公開揭露內容，如此將無法達成前述所假設之有效率市場。另外，因為較狹窄之資訊分佈，將面臨從品質上來說較迂迴的價格均衡，所以缺少有效之新資訊，則價格之反應時間將拉長，故最終市場將無法順利達到完全反應資訊之價格平衡，亦因此無法是有效率的。

### （二）禁止使得公開揭露制度無效率之交易方式

此看法認為，若公開揭露制度因為複雜度等因素影響，而無法有效率達到其目的，即應以全面禁止該等交易之方式，來解決前述所產生之問題。因此，如果贊成此一看法，則架構式交易（**Structured Transactions**）將立即受到影響。但反對者認為，架構式金融利用資產分割方式達到風險隔離，且透過信用增強等機制，對於籌資和投資市場來說，是一個有效率之制度。例如美國聯邦國家抵押貸款協會（**the Federal National Mortgage Association**）即很成功利用此制度增加其本身之資產流動率。另一個反對採取禁止交易方式之理由為，如此作法將造成「脫法行為」之動機，使欲從事此類交易之人將設法使交易形式上符合法定要求，最後將使法定管制禁止方式被破壞，而造成更多來自於為達到脫法行為之律師費用及顧問費等的交易成本。

<sup>31</sup> Steven L. Schwarcz, *RETHINKING THE DISCLOSURE PARADIGM IN A WORLD OF COMPLEXITY*, University of Illinois Law Review, 11 (2004) ; Steven L. Schwarcz, *SECURITIZATION POST-ENRON*, Cardozo Law Review No25, 1552 (2004)

<sup>32</sup> 必須注意的是，衍生性金融商品交易亦可透過架構式金融之模式為之，如替代資產移轉的衍生性金融工具架構（*Derivatives Financial Instrument in Lieu of an Asset Transfer*），先予說明。

<sup>33</sup> Steven L. Schwarcz, *RETHINKING THE DISCLOSURE PARADIGM IN A WORLD OF COMPLEXITY*, University of Illinois Law Review, 17-26 (2004) .



### （三）要求其他輔助之防護方法

除了上述之主張，對於複雜性之增加，第三種回應為除了公開（資訊）揭露制度外，另外以其他之方法來輔助，使得資訊不對等之問題減到最小。學者以經濟學上「瑕疵品理論」（Lemon Problem）說明，在無充分資訊之情形下，消費者對於產品之購買意願將降低，而解決之方式為透過擔保方式，藉著(a)直接或間接擔保產品品質或(b)提供政府或私人機構之品質保證。之前美國於證券法規修訂過程中，對於是否以完整的公開揭露，或是加諸政府考核監督之責任為規範重心有廣大的討論。國會選擇以完整的公開揭露揭露制度代替政府的考核監督證券品質的制度。而於安隆案發生後，如此之管制模式是否有效亦引起爭論，當然公開（資訊）揭露制度仍是完善證券市場管制重要一環，但其他輔助之方法也不可忽略，而此輔助之管制方式，是由政府介入或是以「私人」檢定方式進行，亦有不同之看法，一般來說以政府介入方式進行，其缺點是政府財政上成本及公務人員之效率問題；而私人檢定之方式，在安隆案發生後，其最大的致命傷亦顯現出來，即是利益衝突，如會計師、證券分析師所生之利益衝突問題。所以嚴格來說，政府管制或私人檢定皆無法完全解決資訊不平等之問題<sup>34</sup>。因此建構一個以公開（資訊）揭露為主而以政府管制及私人檢定為輔的方式，應該是目前較可行之方式，而其完善運行之前提，是對於公開（資訊）揭露制度之改善（此時即必須衡量前述公開（資訊）揭露各原則及考量因素，且對於各種不同的交易類型特徵必須有不同之調整），以及對利益衝突之情形完善處理，而以限制之方法管理證券市場應該是最後使用之方式。

## 伍、衍生性（金融）商品複雜性之因應

### 一、衍生性（金融）商品概論

#### （一）定義

衍生性金融商品為一種財務工具，其價值是由買賣雙方根據之資產（Underlying Assets）或其他指數決定。其主要包括之類型為，遠期契約（Forwards）、期貨（Futures）、選擇權（Options）、交換契約（Swaps）。其之交易方式現今市場上分為兩類：一為在集中交易市場交易；另一在店頭市場（Over-the-counter，OTC）交易<sup>3536</sup>。

<sup>34</sup> Steven L. Schwarcz, *RETHINKING THE DISCLOSURE PARADIGM IN A WORLD OF COMPLEXITY*, University of Illinois Law Review, 23-30 (2004).

<sup>35</sup> Sean M. Flanagan, *THE RISE OF A TRADE ASSOCIATION: GROUP INTERACTIONS WITHIN THE INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION*, Harvard Negotiation Law Review No.6, 214-215 (2001).

<sup>36</sup> 學者指出僅有標的資產為金融資產的衍生性商品方成為「衍生性金融商品」。見王文宇，從衍生性金融商品論現代契約法之新議題，收錄於民商法理論與經濟分析（二）學術論文集，元照：臺北，92年4月初版第一刷，第205頁。

## (二) 功能

衍生性金融商品主要之功能在於使風險趨避者有價格低廉之避險工具，此與衍生性金融商品具有高度之槓桿特性有關，唯相同之槓桿操作亦提供投機者可利用的工具。即其最原始目的為透過衍生性金融商品之交易，來移轉或控制當事人在市場上所面臨之風險。而此種風險主要是指交易當事人在市場上所面臨之價格風險（如利率、匯率變動之風險），而非真實生活中所面臨之風險（例如買賣標的物在運送時發生毀損、滅失之風險）<sup>37</sup>。而因為其槓桿操作特性，因此其市場之參與者有避險者及投機者。

## (三) 風險

由於衍生性金融商品之交易特性具高度財務槓桿操作結構，故其價值波動較大<sup>38</sup>，另其交易方式都採用「小本金搏大」之投資財務槓桿操作，交易不需全額交割，只需繳交保證金或權利金，故吸引了大量投機者參與，雖市場因兼有「避險者」和「投機者」，才能活絡，但二者因為交易目的不同，操作策略亦不同，其風險亦大不同。基本上，衍生性商品的風險來源可以約略分為內部因素及外部因素兩大類。前者泛指金融機構自身所能控制的範圍，例如交易策略的擬定、授權方式及內部稽核制度的設計等。至於後者是指總體環境之變數，包括經濟及非經濟的因素。而衍生性金融商品之風險類型與傳統業務相同，均具有信用風險、市場風險、流動性風險、作業風險及法律風險等各類風險。但因其較傳統業務之風險複雜，而且較不易衡量，故其潛在風險遠大於傳統金融業務<sup>39</sup>。

## 二、美國學說及實務對衍生性(金融)商品複雜性之因應—以公開(資訊)揭露為重心

衍生性(金融)商品因其為「客制化」(Customized)，因此很難個別地估價和不可能總計估價，而對寫入協議之「偶發事件」(Contingencies)亦同樣令人難以理解。而此不確定性使得公司之財務行政人員易於隱藏其對公司之風險，即使精明且專注之投資分析師亦很少試圖解開其複雜性，而其在財務報表應置於何處同樣

<sup>37</sup> 王文宇，從衍生性金融商品論現代契約法之新議題，收錄於民商法理論與經濟分析(二)學術論文集，元照：臺北，2003.4 初版第一刷，第 205、211 頁；王文宇，衍生性金融商品法律問題之探討—兼論信用衍生性金融商品，金融研訓季刊第 93 期，88 年 4 月 15 日，第 45 頁。

<sup>38</sup> Monica S. Tew, *THE DARK SIDE OF DERIVATIVES: A BOOK NOTE ON INFECTIOUS GREED: HOW DECEIT AND RISK CORRUPTED THE FINANCIAL MARKETS BY FRANK PARTNOY*, North Carolina Banking Institute No8,291 (2004) .

<sup>39</sup> 洪金和，衍生性金融商品風險管理及其未來修正方向，證券櫃檯第 69 期，91 年 3 月，第 17、18 頁

易生爭議<sup>40</sup>。因此，衍生性（金融）商品交易極易成為公司混淆、遮掩公司責任（債務）和風險之方法，並利於創造較佳財務狀況之假像籌資。而在安隆案發生後，對於此問題更顯得重要，且引發更多的討論。

### （一）市場調節論

支持市場調節論者認為，後安隆時代市場參與者將促使公司揭露關於財務偶發事件（Financial Contingencies）相關事實，而若公司不如此作為將面臨較高之資本成本及較低之股份評價。即市場將導正安隆案相關資訊問題，因為投資者及分析師已瞭解相關資訊在何處及如何解讀，而公司將有一個模式決定該揭露之範圍及程度。

不過此種說法，忽略了衍生性金融商品之複雜性在後安隆時代並沒有減少。若某些結構性之狀況仍持續，則安隆案所產生之市場失敗仍有可能繼續。第一，有關衍生性（金融）商品之公開揭露成本仍高；第二，經理人和股東間對於衍生性（金融）商品之瞭解程度仍差距甚大；第三，股權分散之股東集體行動（Collective Action）之問題，因為個別股東對於公司衍生性（金融）商品交易之資訊調查所得有限。第四，一些規範對於某幾種衍生性商品的豁免規定（例如美國的 the Commodity Futures Modernization Act）及一些會計公報限制有關衍生性（金融）商品公開揭露之要求（例如 FAS 133），將使得公司即使面臨市場壓力，仍可避免公開揭露相關資訊<sup>41</sup>。

### （二）衍生性（金融）商品之公開揭露制度<sup>42</sup>

對於衍生性（金融）商品交易之公開揭露制度，SEC 建議以「風險價值」（Value at Risk）來評估衍生性金融商品所面臨之風險，風險價值是指市場正常波動下，某一金融資產或證券組合最大可能損失。但安隆公司之風險價值計算方式並沒有顯現安隆交易運作可能之最差狀況（Worst-case）；另外，安隆的衍生性（金融）商品交易大都是遠期的，最長的時期從六年至二十年，使流動市場很難有評估此等價值之基準，故專業評估對衍生性（金融）商品具有關鍵之重要性。從上所述，傳統之公開揭露制度並沒有辦法應付衍生性（金融）商品所生複雜性及不確定性之衝擊<sup>43</sup>，因此必須依其特性來調整適合之揭露模式。

目前美國有不少學者主張要改革傳統對於衍生性（金融）商品交易之規範，其對於傳統以來以規則為基礎（Rule-based）之圖表（Tabular Forms）式公開揭露方

<sup>40</sup> Donald C. Langevoort, *TECHNOLOGICAL EVOLUTION AND THE DEVOLUTION OF CORPORATE FINANCIAL REPORTING*, William and Mary Law Review No40, 11-12 (2004) .

<sup>41</sup> Frank Partnoy, *A REVISIONIST VIEW OF ENRON AND THE SUDDEN DEATH OF "MAY"*, Villanova Law Review No48,1264 (2003) .

<sup>42</sup> 衍生性金融商品之公開揭露亦會產生和架構式金融相似之問題，故重複份本文將省略，僅就其不同之地方進行討論。

<sup>43</sup> Frank Partnoy, *A REVISIONIST VIEW OF ENRON AND THE SUDDEN DEATH OF "MAY"*, Villanova Law Review No48,2003,1258-1260 (2003) .

式提出質疑，其認為此制度無法提供公司間之比較，另亦無法配合金融革新之現狀，且因其僵硬化之規範，會提供經營階層一個誘因避免提供揭露關於偶發事件之資訊，而造成會計或法律之漏洞。因而其主張以標準基礎（Standard-based）或原則基礎（Principle-based）為規範趨勢<sup>44</sup>，使公開揭露制度能更具有彈性，符合市場現狀，更能反應真正的經濟上事實。

雖現行美國管理階層分析討論（Management Discussion and Analysis，即 MD&A）之揭露規則，對於財務資訊的揭露係以總表方式揭露契約義務，再輔以一個原則性基礎的要求條款，即註記於一個「合理可能性」的標準下，當相關之財務資訊對公司財務或業務有重大影響，就必須揭露有關資訊，並對資產負債表外交易安排有新的揭露規範，已可看出規範趨勢的變化，惟綜上所述，現今（以美國為主）財務報表中對於金融創新（包括架構式金融，不過在衍生性金融商品交易更為明顯）缺少一種綜合性風險壓力測試（Risk-related stress-tests），利用該測試，可顯示投資人在預期利率、匯率商品價格，或企業從事活動主要地區之經濟狀況發生變動，盈餘和資產負債會發生何種影響。附帶一提，於 OECD 2004 公司治理準則 V.A.6 關於「可預期風險的因素」(Foreseeable risk factor)的規定中，亦要求關於衍生性或資產負債表外交易的風險等資訊必須公開揭露<sup>45</sup>，可知要求公司公開揭露衍生性（金融）商品交易之資訊，是目前國際公司治理準則之趨勢。

## 陸、結論

金融工具之創新在市場上不斷蓬勃發展，其目的不外於提高流動性、風險移轉及產生債信或股權等，此使得整個金融市場更加具有效益，然亦使金融機構、從事此交易之公司或投資人面對更大之風險。另外公司利用操作此類交易來美化財務報表，提供錯誤之訊息迷惑投資者，造成財務和會計弊案，嚴重影響整個經濟市場的穩定。因此，如何管理新型金融工具所生之風險，是所有金融市場參與者必須面對之問題，且由於企業亦可能為參與者，對企業之投資人來說，亦是一個新的必須面臨的課題，為其投資所應思考的一個風險因素。本文從公開（資訊）揭露著手，討論如何將此類交易風險資訊完善揭露，並討論是否單單以公開（資訊）揭露制度即能解決問題，本文初步的看法是，仍必須結合政府和其他私人機構之參與，方能完善整個市場公平且有效率之運作，且必須就「複雜性」對於交易市場的衝擊有妥善的因應，而以公開（資訊）揭露為出發，無論如何是必要的，至少對於新型金融工具產生之風險，應該設計規範使其妥適揭露，使相關企業參與者（關係人）能取得

<sup>44</sup> Frank Partnoy, *A REVISIONIST VIEW OF ENRON AND THE SUDDEN DEATH OF "MAY"*, Villanova Law Review No48, 1268-1269 (2003) ; Donald C. Langevoort, *TECHNOLOGICAL EVOLUTION AND THE DEVOLUTION OF CORPORATE FINANCIAL REPORTING*, William and Mary Law Review No40, 23-24 (2004) .

<sup>45</sup> 參見 The OECD Corporate Principles 2004, V.A.6.



與理解之，而能為更正確之投資決策。

## 參考文獻：

### 一、中文資料

1. 方嘉麟，論關係企業三書表資訊揭露之問題，國家科學委員會彙刊：人文及社會科學第 10 卷 4 期，89 年 10 月。
2. 王文宇，金融資產證券化之法律架構與管制爭議，台大法學論叢第三十一卷第二期，91 年 3 月。
3. 王文宇，衍生性金融商品法律問題之探討－兼論信用衍生性金融商品，金融研訓季刊第 93 期，88 年 4 月 15 日。
4. 王文宇，從衍生性金融商品論現代契約法之新議題，收錄於民商法理論與經濟分析（二）學術論文集，元照：臺北，92 年 4 月初版第一刷。
5. 余雪明，證券交易法，臺北：財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，92 年 4 月第四版。
6. 李榮鎮、賴鈺城、陳賢名特殊目的個體(SPE)對當前公司治理制度之影響以安隆(Enron)案為例，財稅研究第 35 卷第 4 期，92 年 7 月。
7. 林炳滄，SPE 是啥玩意兒？，會計研究月刊第 196 期，91 年 3 月。
8. 林國全，證券交易法，收錄於金融法，臺北：元照，93 年 7 月初版第一刷。
9. 洪金和，衍生性金融商品風險管理及其未來修正方向，證券櫃檯第 69 期，91 年 3 月。
10. 馬秀如，SPE 與會計把戲，今日會計第 88 期，91 年 9 月。
11. 張振山、包幸玉，我國資訊公開制度之探討，證券暨期貨月刊第 22 卷第 4 期，93 年 4 月。
12. 黃建隆，合併財務報表之理論與編製，會計研究月刊第 232 期，94 年 3 月。
13. 劉玉珍、李怡宗、黃寶慧，市場管理制度創新與行為財務學：資訊揭露制度設計的政策意涵，證券暨期貨月刊第 22 卷第 4 期，93 年 4 月。
14. 劉科，美國安隆公司破產事件涉及之財務報表及獨立董事資訊揭露問題之探討，證券櫃檯第 69 期，91 年 3 月。
15. 賴英照，股市遊戲規則－最新證券交易法解析，作者自版，95 年 2 月。
16. 薛明玲、蔡朝安，從資訊揭露看公司治理，月旦法學第 96 期，92 年 5 月。
17. 謝易宏、陳德純，後安隆時代的一線曙光？－論 2002 年美國企業改革法對公司治理之影響，瑞興圖書：臺北，93 年 2 月初版。

### 二、英文資料

1. Angela Petrucci, ACCOUNTING FOR ASSET SECURITIZATION IN A FULL

- DISCLOSURE WORLD, Journal of Legislation No30 ( 2004 ) .
2. Anthony H. Catanach, Jr. & Shelley Rhoades-Catanach , ENRON: A FINANCIAL REPORTING FAILURE? , Villanova Law Review No48 ( 2003 ) .
  3. Bob Jensen, Bob Jensen , What's Right and What's Wrong With (SPEs), SPVs, and VIEs, at <http://www.trinity.edu/rjensen/theory/00overview/speOverview.htm> (last visited Feb.18,2007).
  4. Christopher Faille, WHY THE CASE FOR A FREE MARKET IN ENERGY DERIVATIVES HAS SURVIVED ENRON, Federal Lawyer No50 ( 2003 ) .
  5. Donald C. Langevoort, TECHNOLOGICAL EVOLUTION AND THE DEVOLUTION OF CORPORATE FINANCIAL REPORTING, William and Mary Law Review No40 ( 2004 ) .
  6. Frank Partnoy, A REVISIONIST VIEW OF ENRON AND THE SUDDEN DEATH OF "MAY", Villanova Law Review No48 ( 2003 ) .
  7. Monica S. Tew, THE DARK SIDE OF DERIVATIVES: A BOOK NOTE ON INFECTIOUS GREED: HOW DECEIT AND RISK CORRUPTED THE FINANCIAL MARKETS BY FRANK PARTNOY, North Carolina Banking Institute No8 ( 2004 ) .
  8. Peter Jeffrey, INTERNATIONAL HARMONIZATION OF ACCOUNTING STANDARDS, AND THE QUESTION OF OFF-BALANCE SHEET TREATMENT, Duke Journal of Comparative and International Law No12, ( 2002 ) .
  9. Sean M. Flanagan, THE RISE OF A TRADE ASSOCIATION: GROUP INTERACTIONS WITHIN THE INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION, Harvard Negotiation Law Review No6, ( 2001 ) .
  10. Steven L. Schwarcz, RETHINKING THE DISCLOSURE PARADIGM IN A WORLD OF COMPLEXITY, University of Illinois Law Review ( 2004 ) .
  11. Steven L. Schwarcz, SECURITIZATION POST-ENRON, Cardozo Law Review No25, ( 2004 ) .
  12. The OECD Corporative Principles 2004, V .
  13. WILLIAM C. POWERS JR. ET AL., REPORT OF INVESTIGATION BY THE SPECIAL INVESTIGATION COMMITTEE OF THE BOARD OF DIRECTORS OF ENRON CORP. (Feb. 1, 2002)