

國立臺灣大學科際整合法律研究所

碩士論文

Department of Inter Graduate Institute of Interdisciplinary Legal Studies

College of Law

National Taiwan University

Master Thesis

金融商品監理之研究-以連動債為中心

The Research on Regulation of Financial Products—Focus
on Structured Note



彭永翔

Yung-Hsiang Peng

指導教授：曾宛如 博士

Advisor: Wang-Ruu, Tseng, Ph.D

中華民國 98 年 6 月

June, 2009

謝辭

一直都以為會是坐在多鬆中，聽著某個英搖團體或是電子音樂寫下這篇謝辭，卻還是回到家中，喝著一杯即溶咖啡。奶奶在對面的房間持續翻找著她想像中遺失的什麼，並有時打開我的房門，問著如果要回家該怎麼辦，只是她不知道她再也回不到那個家了，那個存於她過去某個青春片刻的回憶。張懸的音樂持續放著，我開始寫下一直無法動筆的謝辭。

一篇論文的完成，要感謝許多人，首先要感謝我的指導教授曾宛如老師，那天與老師在教休室的談話，讓我看到這篇論文初稿的許多不足之處，沒有老師那天的一席話，這篇論文不會完成，所以真的很謝謝老師。口試委員劉連煜老師、林仁光老師在口試中，不管就論文形式、或是內容實質上都提供了許多建議，包括像是現行銀行公會實務上處理連動債糾紛的相關訊息，以及金融服務業法草案的更新訊息，謝謝兩位老師所提供之建議，謝謝陳聰富老師提供其有關告知義務之見解，供學生參考，讓這篇論文能更為充實。

以及一直陪伴我的好友們，社長、大柔、Daniel、Carol、冰冰、洪翎、存真、禹帆、怡君，在我沮喪的時候，接起電話或是傳來簡訊，甚至一個擁抱，謝謝你們陪我度過這一段。謝謝昇豪學長總是在我面對各式雜亂細小的問題時，熱心的幫助我、及我科法所的同學們，博翔、琮欽、孟聰、立夫、兆璋前來參加我的論文研討會，並提出許多有趣的問題一起討論，希望你們未來都能一切順利。

此時奶奶正在客廳，拿起電話向爸爸說話，要爸爸回來，她始終不知道那通電話並未撥向何處，通向某人，她只是一直說著，問著反覆的問題，而我只能帶著不耐及無奈回答她反覆的問題。一直無法耐心回答妳，奶奶對不起，我想有空後，哪天下午，陽光好溫暖好溫暖，風一直吹一直吹，吹起一片狂亂的芒草，吹起你細細的白髮，吹過妳細細的皺紋，然後我們一起散步，我會好好聽妳說話。

張懸唱到南國的孩子了，那讓我想到某天你好疲累，我斜倚著頭，趴在桌上，看著你，然後我就笑了，在心底微微的，如風吹過一片漣漪，那又讓我想到，在論文研討會的前一天，我們坐在多鬆的凌晨兩三點，我疲倦至極，卻又發現目錄出錯，你告訴我不要擔心，你會處理，在昏黃的燈光下，我沒有情緒只有緊張，謝謝你還有你們，總是在我身旁，在許多無語的夜晚，但我抬頭，你就坐在對面，然後手指劃過眉梢，輕輕。

最後，要謝謝爸爸、媽媽、弟弟還有牧娜，謝謝牧娜把奶奶照顧的這麼好，所以爸爸、媽媽不會這麼勞累，謝謝弟弟，總給我安心的感覺。謝謝爸爸、媽媽，在我決定放棄陽明生化及台大植物所，而就讀台大科法所時，完全的支持我，雖然這一讀，四年就過去了，謝謝我的爸媽。

就像張懸唱的：「我擁有的都是僥倖阿，我失去的都是人生。」一切都很困難，關於什麼是成功，什麼是失敗，得了什麼或許就失去了什麼，無論如何，能寫完一篇論文，總是一個階段的完成，是值得開心的一件事，該是往下一個階段前進的時候，就像蟬聲鳴鳴.....夏天來了。

2009.6.21 於夏



摘要

二〇〇八年九月十五日，雷曼兄弟應聲而倒，全球金融市場如骨牌效應，接連崩垮，台灣也無法置身事外，在台灣，約有兩萬多名投資人受害，損失金額據金管會估計約達新台幣一兆兩千億元，至此，損失重大的投資人開始思考如何求償，赫然發現，依法求償之途徑困難重重。

我國於行銷、締約階段，金融機構銷售連動債商品所應履行之法律義務，多規範於法規命令與自律規範層次，在法律規範層次的監理並不完整，請求權基礎也曖昧不明。而相較於我國之金融監理體系，英國金融市場對於金融機構之監理在 FSMA 2000 及 COBS 中皆設有完整之規定，規範金融機構於行銷、締約階段所需履行之義務：於行銷階段中，主要從行銷行為及行銷內容兩方面監理，就行銷行為部份，原則上禁止主動積極性質之行銷行為，如主動報價行銷以及訪問交易；就行銷內容部份，則要求當行銷內容涉及過去績效、過去模擬績效及未來績效時，所必須說明之事項。於締約階段中，則要求金融機構在進行個人推介行為時，必須遵守適合性原則及說明義務，並清楚賦予金融機構若違反上述規定，而導致投資人受有損害時的損害賠償請求權基礎。

此外，由於英國採金融監理一元化之模式，不再以業別立法，FSMA 2000 以「受規範行為」與「投資」做為經緯，架構出完整的金融監理體系，且只要是具有投資性質之金融商品皆受到 FSMA 2000 之規範，故在面對新興金融商品出現時，不需再傷神定性該商品為有價證券或衍生性金融商品，而這也是我國法於處理連動債商品銷售糾紛時所面臨之困境，即連動債商品是否有證券交易法或期貨交易法的適用；而 COBS 中的顧客分類制度也是我國監理體系所缺乏的。故本文主要以 FSMA 2000 及 COBS 為討論之素材，希冀能為我國建立完善之金融監理體系。

除了參考英美法規範之內容，也試圖從我國現行法的規範架構下，包括證券交易法、信託業法、消費者保護法，在金融機構於行銷階段廣告內容不實、締約階段因故意或過失，未善盡說明義務，而導致投資人受有損害時，為投資人尋找損害賠償請求權之基礎，並說明現行實務處理之方式為何。

我國之金融監理體系，就許多新興金融商品之規範，仍然紛雜未明，未來該如何立法，或許可以參考英國以金融商品風險與受規範行為之角度切入立法，才可應付與時俱變的新興金融商品，以兼顧金融市場之發展與投資人之保護，建立穩定之金融市場。

關鍵字：連動債、FSMA 2000、COBS、行銷、適合性原則、說明義務



Abstract

On September 15th 2009, Lehman Brothers Holdings Inc. went bankrupt. Subsequently, a domino effect ensued --- a wide worldwide financial collapse in an unprecedented scale and speed. Taiwan is no exception. Because of the financial storm, there are approximately 20,000 Taiwanese who lost their money in the scale of about NT\$1.2 trillion according to the estimation of Financial Supervisory Commission. Only from this moment on, Taiwanese investors have started to think about how to claim for payback by law, but simply realized the toughness of getting compensation.

In Taiwan, the obligations of the financial institutions concerning the selling of structured note in the promotion and pre-deal phases are unclear. Action for damages in the domestic law is also vague. Compare with Taiwan, the United Kingdom utilizes FSMA 2000 and COBS to set comprehensive rules in the supervision of financial institutions and the obligations has covered both promotion and pre-deal ones. In the promotion phase, COBS basically prohibits active promotions, such as direct offer financial promotion and cold calling. As for the contents of promotions, a firm must meet specific conditions when the information of promotions involves past performance, simulated past performance and future performance of relevant business, a relevant investment or a financial index. When a firm communicates with clients in relation to designated investment business, the firm must observe the rules in suitability and communication, and COBS entitles investor action for damages in a clear fashion if the firm contravenes the rules in COBS.

Besides that, because FSMA 2000 is a singular supervision, it adopts “regulated activity” and “investment” to build the whole complete regime. All financial products will be regulated by this regime only if it shows the nature of investment. Therefore, U.K. has differentiated itself from us. When there is a new financial product, it’s not necessary for investors in the U.K. to distinguish whether it is securities or derivatives, whereas for Taiwanese investors, they must endeavor to figure out it is regulated by Securities and Exchange Act or Futures Trading Act, and this is a troublesome situation for current domestic laws right now. Furthermore, our supervision regime also lacks client categorization setup in the COBS. Therefore, this thesis will discuss supervision of financial market based on FSMA 2000 and COBS, trying to build a complete regime of financial supervision in Taiwan.

This thesis also intends to find out basis of action for damages among Securities and Exchange Act, Trust Enterprise Act and Consumer Protection Law in our domestic law. That is, when a firm delivers unfaithful advertisement or communicates before the deal in a deliberately or recklessly way without adequate descriptions, and then causes losses of the investors, this thesis will try to find the basis of action for damages and explains how the government and firm should handle these problems in practice.

There are so many new financial products which are still unregulated or regulated in an unclear manner in Taiwan. It is possible that we could consult the legislation of U.K., retrieving its underlying principles of “regulated activity” and “investment” to build the regime of financial supervision. So that we may cope with any newly entered financial products, simultaneously allow for constant development of financial market, and last but not least, protect investors’ rights to construct a stable financial market.

Key words: Structured Note; FSMA 2000; COBS; promotion; suitability; communications with clients



目 錄

第一章 緒論	1
第一節 問題意識	1
第二節 研究方法	2
第三節 研究架構	2
第二章 金融商品之類型及其風險	4
第一節 金融商品之規範	4
第一項 我國法關於金融商品之規定	4
第二項 英國法關於金融商品之規定	8
第二節 連動債商品之分類	11
第一項 連動債商品	11
第一款 連動債商品簡介	11
第二款 與股權連動的連動債商品	11
第三款 與利率連動的連動債商品	12
第四款 匯率連動債券	13
第五款 信用連動債券	14
第二項 依保本與否分類	16
第三節 連動債特有的風險	19
第一項 市場風險	19
第二項 信用風險	20
第三項 流動性風險	21
第四項 其他風險	21
第五項 小結	22
第四節 我國對連動債商品之監理	23
第一項 行銷階段之監理模式	23
第二項 締約階段之監理模式	25
第三章 連動債商品私募及上市階段之監理	28
第一節 美國法私募、上市相關之規定	28
第一項 美國法私募相關之規定	28
第一款 Regulation D	29
第二款 Rule 144A	31
第二項 美國法上市相關規定	32
第二節 英國法上市相關規定	39
第三節 我國法對於私募、上市之相關規定	45
第四節 我國目前連動債商品交易之平臺	47
第四章 行銷階段對於投資人的保護	50
第一節 英國法	50
第一項 英國立法架構簡介	50
第二項 FSMA 2000 及 FPO	52
第三項 COBS	57
第一款 顧客分類	57
第二款 行銷方式	58

第一目	直接報價之行銷	59
第二目	訪問交易及非書面的金融行銷模式	60
第三目	關於共同投資計畫的特別規定	62
第三款	對於行銷內容的規範	67
第二節	英國法在行銷階段對於零售市場投資人的特別保護	69
第一項	行銷方式	69
第二項	對行銷內容的規範	70
第三節	COBS之請求權基礎	71
第四節	我國法之規範	75
第一項	我國法行銷監理立法結構簡介	75
第二項	自律規範	76
第一款	定性廣告及營業促銷行為	76
第二款	禁止的行銷行為	77
第三款	行銷內容之規範	78
第四款	罰則	80
第三項	我國法律層次相關規範	81
第一款	期貨交易法	81
第二款	消費者保護法	83
第五節	我國法與英國法規之比較	85
第一項	整體觀察	85
第二項	法規之比較	86
第一款	對於廣告及行銷之定義	87
第二款	顧客分類	87
第三款	請求權基礎	88
第三項	小結	88
第五章	締約階段對於投資人之保護	90
第一節	英國法在締約階段對於投資人之保護	90
第一項	適合性原則及瞭解客戶程序	90
第一款	COBS相關規範	90
第二款	法院判決見解	94
第二項	說明義務	94
第一款	COBS相關規範	94
第二款	法院判決見解	98
第三項	請求權基礎	100
第二節	英國普通法對於投資人之保護	101
第一項	過失	101
第二項	詐欺	103
第三項	不實陳述(Misrepresentation)	105
第一款	普通法	105
第二款	1967不實陳述法(Misrepresentation act 1967)	107
第三節	我國法有關適合性原則之規範	108
第一項	我國法規命令與自律規範之規定	108
第二項	我國法之規定	112

第四節 我國法關於說明義務之相關規定	113
第一項 法規命令與自律規範	113
第二項 我國各業法相關之規定	118
第一款 期貨交易法	119
第二款 證券交易法	120
第一目 連動債商品之定性	120
第二目 責任主體	125
第三目 主觀要件	126
第四目 損害賠償請求權人	127
第三款 信託法及信託業法之規定	128
第三項 我國民法之規定	130
第五節 現行我國實務處理方式	136
第六節 小結	138
第六章 未來修法方向	141
第一節 前言	141
第二節 金融服務業法草案相關之規範	142
第一項 行銷階段	142
第二項 締約階段	145
第七章 結論	148
參考文獻	156





第一章 緒論

第一節 問題意識

二〇〇八年九月十五號，雷曼兄弟應聲而倒，宣佈破產，這一倒，不只雷曼兄弟，台灣超過兩萬多名投資人受害，而受害金額據金管會估計可能高達新台幣一兆兩千億元，像是富邦銀行代銷的「麻雀變鳳凰」，帳戶價值只剩原投資金額的五·七四%；中國信託代銷「石來運轉二」連動債，帳戶價值僅剩一〇·一%；而日盛銀行銷售的「平價奢華」連動債，帳戶價值也僅剩三·六%。¹強調保本獲利高的連動債商品居然成為票房毒藥，於是損失重大的投資人開始思考如何求償，赫然發現，依法求償之途徑困難重重。

隨著金融商品日新月異，我國對於金融商品之監理卻出現巨大的缺口，就連動債商品而言，金融機構於行銷、締約階段之義務為何？投資人若因金融機構之違法行為而受有損害時，其損害賠償請求權之基礎又為何？

此外，因我國就金融監理乃是採業別立法，而目前我國銷售連動債之平台主要有銀行、證券商，就券商而言，其銷售平台主要有店頭市場之交易、或投資人委託券商購買海外債券，故若投資人因券商未善盡說明義務，而導致其受有損害，是否有證券交易法第二十條第三項之適用？關係到連動債是否為證券交易法第六條之有價證券，另由於連動債商品具有選擇權等衍生性金融商品部位，因此衍生出是否有期貨交易法之適用之問題。

銀行銷售連動債商品則多是透過信託平臺，但我國就信託平臺下金融商品之審查卻相對寬鬆，造成在國外透過私募販賣給機構投資人的連

¹單小懿，歐美法人才能買，卻賣給台灣散戶？為何「保本」連動債，竟能虧掉九六%？，商業週刊第1089期，2008年10月6日，頁64。

動債商品，卻輕易的藉由信託平臺，進入散戶之領域，若因此而受有損失，信託業法下相關損害賠償請求權又為何？種種問題，紛雜未明。

鑑於英國金融監理體系完整，本文即以英美法為研究對象，從募集資金、行銷到締約階段，在投資人保護此一議題，觀察英美法上如何規範，在我國現行法上又該如何解釋，以及未來又可如何修法，嘗試提出淺見解決現行法上所遇之困難。

第二節 研究方法

本文之研究方法，主要是以傳統之法詮釋學，以解釋論為主，立法論為輔，從金融商品風險之角度切入，研究對象主要包括我國相關之規範以及學者之見解，分析探討相關之資料。除此之外，復採比較法研究，研究對象包括從募集資金階段、行銷階段到締約階段英美法相關之規範，希冀可藉他山之石以攻錯。

第三節 研究架構

由於結構型商品包括各類型之連動債券、投資型保單及結構式存款等，種類複雜，而本文關注重點為各類型連動債券相關法規之介紹，就其他類型之結構型商品，在與本文議題相關時，也會一併討論。

本文於第一章首揭研究此議題之問題意識，接下來說明本文之研究方法及研究架構。第二章，則先介紹我國及英國法上金融商品之種類，並討論連動債券在法規範之下的分類，第二、三節則簡介連動債之類型及其風險，最後則整理我國從上市、行銷到締約階段與連動債相關之規範，建立起我國對於連動債之監理架構。第三章針對私募及上市階段之相關規範，比較法上以美國法為主，英國法為輔，觀察連動債在美國募集資金的方式，並檢討英美相關上市法規，最後回歸到我國法，分析我國現行規範之情形，並檢討有無缺失。第四章則就金融商品行銷階段，

比較法上以英國Financial Services and Markets Act 2000²（金融服務暨市場法，下稱FSMA 2000）及Conducts of Business Sourcebook³（商業行為指導準則，下稱COBS）為討論素材，就行銷方式、行銷內容，以及業者若違反相關規範時，投資人是否具有請求權基礎切入討論，並觀察我國相關之規範。

在第五章則就締約時之規範，以英國法 FSMA 2000 及 COBS 為比較法討論素材，討論說明義務以及適合性原則，繼而觀察我國相關規範，並納入民法第二百四十五條之一締約上過失一併討論，嘗試尋找在現行法上，金融機構於締約階段若違反說明義務及適合性原則，投資人是否有任何民事上之請求權基礎。第六章，則觀察我國金融服務業法草案之規定，並與英國 FSMA 2000 比較，思考該草案對於投資人之保護是否仍有缺失，以及如何改善，提出本文之淺見。最後在第七章提出本文之意見，嘗試解決現行法下所遇之困難。



² FSMA 2000 是英國採取金融監理一元化下所通過之立法，與我國現仍採依各業別之多元監理方式不同，主管機關為 the Financial Services Authority（下稱 FSA），其由受規範行為(regulated activity)與投資(investment)，以行為與金融商品為經緯，構建出嚴密完整之規範。若欲更深入了解其立法過程及立法目的，可參曾宛如，從英國金融服務暨市場法論金融服務之整合——以律師所受規範為例，政大法學評論第 96 期，2007 年 4 月，頁 115~121。

³ COBS 就金融業者在進行商業行為時，如銷售金融商品時所需履行之義務，訂有詳細之規範，本文將於第四章討論。

第二章 金融商品之類型及其風險

第一節 金融商品之規範

第一項 我國法關於金融商品之規定

金融商品種類千變萬化，本文所關注者主要為結構型商品之連動債商品，而連動債商品主要是由基礎金融商品以及衍生性金融商品所組成，因此將以討論上述金融商品為本文重心。

所謂的基礎金融商品指的是股票、債券或黃金等其他商品，這些基礎金融商品如同金融地質學上之底盤⁴。衍生性金融商品是指其利用市場既存的基礎金融商品，這些金融地質學上之底盤，加以重新組合包裝之商品。其盈虧取決於該基礎商品，例如股票選擇權之價值是取決於標的股票之價值⁵，黃金期貨契約之價值取決於契約之標的資產—黃金之價值。

衍生性金融商品主要分為四大類，遠期契約、期貨、選擇權以及互換。遠期契約為交易雙方在契約中約定，於未來之某一確定時間以約定價格購買或出售一定數量的資產，該資產可能為任何基礎金融商品，如股票或黃金等基礎金融商品⁶。

期貨契約本質上與遠期契約相同，不同處在於期貨契約為標準化之契約，對於交易標的物之種類、數量、品質、交割時間、方式與地點都有嚴格之規定，例如在期貨契約中，就單位契約金額之大小在契約中即有明確之規定，通常價格變動率較小之商品，其單位契約金額較大，反

⁴ Robert W. Kolb，黃嘉斌譯，衍生性金融市場—期貨、選擇權、交換交易（上），頁2。

⁵ 朱浩民，衍生性金融商品，中國人民大學出版社，2005年10月，頁5；Robert W. Kolb，黃嘉斌譯，同前註，頁2。

⁶ 胡繼之，金融衍生產品及其風險管理，五南圖書出版公司，2001年5月，頁179~180。

之，則較小，一般而言，農產品之單位契約金額通常在一萬至兩萬美元間，金融期貨之單位契約金額則較高⁷。

選擇權則是契約之賣方允諾買方，在未來之某一特定日或特定日之前，有權利以特定之價格買進或賣出一定數量之標的物。如買方是買進買權，在未來之某一特定日或特定日之前，即可以特定之價格買進特定數量之商品；若買方買進賣權，則是在未來之某一特定日或特定日之前，可以特定之價格賣出特定數量之商品⁸。

至於互換，又可稱為掉期，是指交易雙方同意在未來的某一段時間內交換現金流量（本金、利息、價差等），根據標的產品之不同，可分為利率互換、貨幣互換、股票互換和商品互換⁹。以利率互換為例，甲公司同意在未來五年內，每年支付一百萬美元之固定計息給乙銀行，而乙銀行則同意在未來五年內，每年支付一百萬美元浮動計息給甲公司，雙方所交換的現金流量即為固定與浮動利息之現金¹⁰。

除了上述之基礎金融商品及衍生性金融商品外，由於金融商品不斷推陳出新，因此結合基礎金融商品及衍生性金融商品的結構型商品於焉產生，結構型商品通常是由固定收益與衍生性金融商品兩部份組成，就固定收益部份而言，通常為零息債券，衍生性金融商品部份則有可能是選擇權、互換合約或遠期契約¹¹，對於連動債商品之種類將於第二節中詳細說明。

綜觀目前我國金融市場交易之金融商品，在證券交易所上市者包括股票、債券、認購（售）權證、台灣存託憑證、ETF、受益憑證及受益

⁷ 朱浩民，前揭註5，頁16、21~23。

⁸ 朱浩民，同前註，頁72。

⁹ 胡繼之，前揭註6，頁97。

¹⁰ 朱浩民，前揭註5，頁144。

¹¹ 施人英，結構型商品及基金之特性、報酬與風險之研究，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，2005年12月，頁54。

證券¹²；而在期貨交易所交易之商品以期貨及選擇權為主¹³；於店頭市場交易之金融商品則有股票、債券、認購權證及結構型商品。

而就結構型商品之連動債而言，目前於我國金融市場中交易之連動債主要可分為兩類，其中一類為證券商於國內店頭市場交易市場募集發行之股權連結商品與保本型商品，而另一類則為銀行代銷國外金融機構所發行之海外連動債券，以外幣計價¹⁴。就第一類於店頭市場交易之連動債商品，依證券櫃檯買賣中心所公佈之資訊，我國券商發行承作人達數十人之結構型商品，共計十五檔¹⁵。

若以金融商品之監理出發，目前我國與該類金融商品可能牽涉之業法包括證券交易法以及期貨交易法。證券交易法所規範之投資標的為有價證券，而期貨交易法所規範之投資標的為期貨契約、選擇權契約、期貨選擇權契約及槓桿保證金契約¹⁶。

¹² 台灣證券交易所網站，<http://www.twse.com.tw/ch/products/securities/DR.php>（最後瀏覽日：2009/4/20）。

¹³ 我國目前於期貨交易所之金融商品類別包括台股期貨、電子期貨、金融期貨、小型臺指期貨、臺指選擇權、電子選擇權、金融選擇權、股票選擇權契約、台灣50指數期貨契約、十年期政府公債期貨、三十天期利率期貨、MSCI 臺指期貨、MSCI 臺指選擇權、黃金期貨、非金電期貨、非金電選擇權、櫃買期貨、櫃買選擇權、新臺幣計價黃金期貨以及黃金選擇權，可參閱我國期貨交易所網站，<http://www.taifex.com.tw/chinese/home.htm>（最後瀏覽日：2009/4/20）。

¹⁴ 中華經濟研究院，金融研究發展基金管理委員會九十五年度研究計畫報告—結構型商品賦稅衡平性研究及其對我國金融市場之影響，2007年11月，頁2。

¹⁵ 證券櫃台買賣中心網站，<http://www.otc.org.tw/ch/extend/product/dpsp/WAW30801.php>（最後瀏覽日：2009/4/23）。

¹⁶ 參期貨交易法第三條：「本法所稱期貨交易，指依國內外期貨交易所或其他期貨市場之規則或實務，從事衍生自商品、貨幣、有價證券、利率、指數或其他利益之下列契約之交易：

一、期貨契約：指當事人約定，於未來特定期間，依特定價格及數量等交易條件買賣約定標的物，或於到期前或到期時結算差價之契約。

二、選擇權契約：指當事人約定，選擇權買方支付權利金，取得購入或售出之權利，得於特定期間內，依特定價格及數量等交易條件買賣約定標的物；選擇權賣方於買方要求履約時，有依約履行義務；或雙方同意於到期前或到期時結算差價之契約。

三、期貨選擇權契約：指當事人約定，選擇權買方支付權利金，取得購入或售出之權利，得於特定期間內，依特定價格數量等交易條件買賣期貨契約；選擇權賣方，於買方要求履約時，有依選擇權約定履行義務；或雙方同意於到期前或到期時結算差價之契約。

四、槓桿保證金契約：指當事人約定，一方支付價金一定成數之款項或取得他方授與之一定信用額度，雙方於未來特定期間內，依約定方式結算差價或交付約定物之契約。

非在期貨交易所進行之期貨交易，基於金融、貨幣、外匯、公債等政策考量，得經財政部於主管事項範圍內或中央銀行於掌理事項範圍內公告，不適用本法之規定。」

所謂之有價證券，依我國證券交易法(下稱證交法)第六條第一項規定：「本法所稱有價證券，指政府債券、公司股票、公司債券及經主管機關核定之其他有價證券。第二項，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。第三項，前二項規定之有價證券，未印製表示其權利之實體有價證券者，亦視為有價證券」。

而其中第一項所謂經主管機關核定之其他有價證券，包括受益憑證、認購權證、公司債券分割之後之息票、非短期票券性質的受益證券及資產基礎證券，以及華僑或外國在台募集資金赴外投資所訂立之投資契約，投資人因為給付資金而取得之憑證¹⁷。其中認購權證(warrant)為衍生性金融商品之一種，具有選擇權的性質，即在約定的時間內或在此時間之前的任何交易時刻，可按約定價格買進或賣出一定數量某種標的資產的權利，其標的資產¹⁸可為單一個股、一籃子股票或是市場編製之指數。認購權證與認股權憑證不同之處在於發行人的差異¹⁹，在我國法，認購權證是由標的證券發行公司以外之第三人所發行，認股權憑證則是由證券發行公司發行以自己公司股份為標的之憑證，區別點在於是否為標的證券發行公司所發行。

故可知，認購權證本質上為選擇權，乃衍生性金融商品之一種，但仍經主管機關核定為證交法第六條之有價證券，因此金融商品是否為證交法之有價證券，並不因其為衍生性金融商品就無該法之適用。

而連動債商品在我國法的法律層次上，就行政機關之相關函釋觀察，並未說明其是否為有價證券，故是否有證交法之適用仍有討論空間。但在法規命令和自律規範層次上，則有將連動債商品納入衍生性金融商品監理之規定，如「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商從

¹⁷ 曾宛如，證券交易法原理，曾宛如，2006年8月4版，頁14~17。

¹⁸ 可參台灣證券交易所網站，http://www.twse.com.tw/ch/stock_search/warrant_introduce.php (最後瀏覽日：2009/5/1)。

¹⁹ 曾宛如，前揭註17，頁15~16。

事衍生性金融商品業務廣告及營業促銷活動行為規範」第六條第二項第二款，「銀行辦理衍生性金融商品業務應注意事項」第十七點；但也有將其納入有價證券之規範，如「中華民國證券商業同業公會會員辦理受託買賣外國有價證券業務風險揭露一致性規範」第二條將連動債券及結構型商品納入有價證券之規範，故可知對於連動債應在何體系之下遵守規範，目前相當混亂，而本文將在第五章就此議題詳加討論。

第二項 英國法關於金融商品之規定

在英國 Financial Services and Markets Act 2000（金融服務暨市場法，下稱 FSMA 2000）則是以投資（investments）概括的表示受規範之標的，而其具體內容則以 schedule 2（施行細則二）及依 FSMA 2000 第 22 條第五項授權而訂定的法令 the Financial Services and Markets Act 2000（Regulated Activities）Order 2001（下稱 RAO），來特定投資之範圍。在施行細則的部份主要規範於 schedule 2 part II “investment” 的第 10 條至第 24 條；在 RAO 則規範於 Part III 的第 74 條到 89 條。

在 schedule 2 中所定義的 investments 包括股份、債券、政府及其他公家證券、認購權證（包括股票、債券、政府及其他公家證券之認購權證）、權利證書、集體投資基金之單位、選擇權、期貨、任何避險賺取時間價差之契約、長期保險契約以及對上述任何一種投資之權利及利益。

而在 RAO 的第七十四條到第八十九條，其所定義的 investment 範圍與 FSMA 2000 schedule 2 大致相同，但更廣，多出了任何產生或承認債務之憑證或文書（instruments creating or acknowledging indebtedness），以及過去在 Financial Services Act 1986（下稱 1986

Act，為FSMA 2000 之前身)²⁰未規定，在RAO新增之投資標的，如退休金計畫(rights under a stakeholder pension scheme)、勞伊茲的相關投資(Lloyd's syndicate capacity and syndicate membership)、喪葬計畫(funeral plan contracts)，以及受規範抵押貸款契約(regulated mortgage contracts)²¹。

而連動債商品在RAO下的定性為何？英國政府對於結構型商品中的結構式存款，在RAO Art.85(2)(b)已清楚的說明只要金錢的收受是藉由存款之方式收受金錢，而其利潤或是返還之金額會依據其所參考之指數或其他因素而有波動，那麼此類型之契約不屬於價差契約²²。而在辦理結構式存款，是以存款之方式收受金錢，存款到期時，存戶所取回之金額會依其結構式存款所連結之指數或其他因素而有波動，故結構式存款即符合RAO Art.85(2)(b)的情形，而不屬於價差契約²³。

但是對於連動債商品，英國政府則並無清楚的說明，英國有學者認為，就連動債商品，其很清楚的屬於RAO Art.77 之產生或承認債務之憑證或文書，但是否屬於價差契約則不清楚。但依FSA就連動債上市之規定，其將保本型之連動債券商品歸類於傳統債券之下，將非保本型之

²⁰ Financial Services Act 1986 為 FSMA 2000 的前身，原來 1986 act 的監理模式仍是採取多重監理(patchwork quilt)之模式，之後在英國爆發一連串金融舞弊事件，於是英國政府決定改採一元化之金融監理措施，而通過了 FSMA 2000 之立法。可參曾宛如，從英國金融服務暨市場法論金融服務之整合—以律師所受規範為例，政大法學評論第 96 期，2007 年 4 月，頁 115~120。

²¹ 詳細討論可參曾宛如，同前註，頁 123。

²² See RAO Art. 85

(1) Subject to paragraph (2), rights under—

(a) a contract for differences; or

(b) any other contract the purpose or pretended purpose of which is to secure a profit or avoid a loss by reference to fluctuations in—

(i) the value or price of property of any description; or

(ii) an index or other factor designated for that purpose in the contract.

(2) There are excluded from paragraph (1)—

(a) rights under a contract if the parties intend that the profit is to be secured or the loss is to be avoided by one or more of the parties taking delivery of any property to which the contract relates;

(b) rights under a contract under which money is received by way of deposit on terms that any interest or other return to be paid on the sum deposited will be calculated by reference to fluctuations in an index or other factor;

²³ See Simon Firth ,Derivatives : Law and Practice , Sweet & Maxwell, 2003, at 7-14

連動債商品歸類於證券衍生性商品(securitised derivatives)²⁴，而所謂的證券衍生性商品，依據Listing Rules（下稱上市規則）之解釋為：「依據上市規則第十九章上市之選擇權、價差契約或具有債券性質之選擇權或價差契約」²⁵。

故無論其屬於產生或承認債務之憑證或文書、債券、選擇權或是價差契約，其都屬於 FSMA 2000 所欲規範之投資標的，而受到 FSMA 2000 之規範，故連動債商品自然也受到 FSMA 2000 之規範。



²⁴ 可參FSA網站，http://www.fsa.gov.uk/Pages/Doing/UKLA/global/rlink_sec/index.shtml、http://www.fsa.gov.uk/Pages/Doing/UKLA/global/sec_der/index.shtml（最後瀏覽日：2009/5/13）。

²⁵ 有關證券衍生性商品，將於第三章第三節會有詳細討論。

第二節 連動債商品之分類

第一項 連動債商品

第一款 連動債商品簡介

連動債商品主要由兩個部份組成，其中一部份是固定收益，而另外一部份則是衍生性金融商品²⁶。固定收益部份可以是零息債券、公債附買回、銀行定期存單、有擔保公司債、貨幣市場基金或資產證券化商品等商品；而衍生性商品部份則可能是選擇權、互換合約或遠期契約等衍生性商品，其所連動的標的可以是股票、指數、利率、信用、基金及匯率等，其中又以利率連動的結構型商品最為常見²⁷。

也因此若以其衍生性商品的連動的標的來分類的話，可分成第一類為與股權連結之連動債商品，主要以Equity-linked note(股權連結商品)為代表²⁸。第二類則為與利率連動的連動債商品，包括像是正浮動、反浮動、落入區間、槓桿型浮動利率、槓桿型反浮動利率、階梯債券、雙指數浮動利率債券等等。第三類即為與匯率連動的連動債商品，第四類為與信用連動的連動債商品，第五類則為與商品連動的連動債商品。

第二款 與股權連動的連動債商品

與股權連動的連動債商品(ELN, Equity Linked Note)，基本上是由一個固定收益商品再加上賣出賣權而組成，投資於此類結構型商品相當於賣出一個股票之賣權，同時存入一筆錢於發行者處²⁹。其所連結的標的包括單一股票、一籃子股票、股價指數等等。與股權連動之連動債

²⁶ 施人英，前揭註11，頁54；張文毅，結構化產品，證交資料第490期，2003年2月，頁53。

²⁷ 劉慶平，結構型商品風險管理與經營實務探討，證券暨期貨管理月刊第21卷第7期，2003年7月，頁44。

²⁸ 劉宗聖、歐宏杰，結構型商品—實務與應用，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，2004年10月初版，頁13。

²⁹ 施人英，前揭註11，頁58~59。

商品，依其報酬又可分為保本型與非保本型兩種類型，就非保本型之商品，又常被稱為高收益債券(High Yield Notes)，本文將於本節第二項中詳細說明。

第三款 與利率連動的連動債商品³⁰

利率連動債券，其報酬利率隨利率高低而定，可將其視為債券與利率選擇權或利率交換組合而成之新金融商品³¹。此類商品的基本形態主要有三種，正浮動利率債券、反浮動利率債券及落入區間債券。所謂的正浮動利率債券(Floating Rate Notes, FRNs)，是指債券票面利率先按預定公式計算發行後，定期隨著參考利率調整每期票面利率，而一般都是以倫敦銀行間同業拆放利率³²(The London Interbank Offered Rate, 下稱LIBOR)為參考利率，例如收益是六個月期美元LIBOR加上0.5%的正浮動利率連動債券，如果LIBOR利率從0.5%變動到2.5%，那麼其正浮動收益率，就會從1%變動到3%，因為若LIBOR利率是0.5%，則其正浮動收益率就是0.5%加上0.5%，相加即為其正浮動收益率1%。

而反浮動利率債券(Inverse Floating Rate Notes, inverse FRNs)，則是當參考利率，例如LIBOR利率上升時，債券所收到的利息就會減少，反之，則會增加，因此稱為反浮動利率債券，原因在於其每期收益，即反浮動收益率，是由一固定利率扣減LIBOR，所以當LIBOR上升時，其反浮動收益率就會下降。

³⁰ 劉宗聖、歐宏杰，前揭註28，頁253~280；郭土木，結構式商品之法律問題探討，台灣本土法學雜誌第62期，2004年9月，頁128~130。

³¹ 施人英，前揭註11，頁61。

³² 倫敦銀行間同業拆放利率為國際銀行同業市場上，銀行間相互提供貸款時所收取的利率，其由英國的幾家主要銀行每天確定一次，但當銀行間進行之交易涉及大量資金時，利率隨時都有浮動，也因此倫敦銀行間同業拆放利率成為所有浮動利率交易時的主要參考依據。可參黃帥升、謝富凱、廖倪鳳，從保障投資人權益觀點論連動債券之法律關係，萬國法律第158期，2008年4月，頁82註8。

第三類的利率間債券（range note）則是指當參考利率，例如 LIBOR 利率落入一區間內時，則給付較市場高的利率，否則利率即為零，所以這類型的商品又被稱為 cash or nothing。若以 LIBOR 作為參考利率，當該利率落在指定區間時，投資人依契約之約定，將會獲得倍數的獲利，但如果該利率落在指定區間外時，投資人將無法獲得任何收益。

第四款 匯率連動債券³³

與匯率連動的連動債商品，主要可看做是債券與選擇權的組合，其選擇權連結的標的從匯率、新台幣存款、其他外國貨幣、債券、全球股市及利率等等。在匯率結構型的商品中，銀行所推出的結構型商品大多為投資型外幣定存，在這類的商品中，投資人的本金存在銀行的帳戶中，而所孳生的利息則被用來投資衍生性金融商品的部份，例如外匯選擇權。

而匯率連動債券又可分為「利息與匯率連動債券」（currency linked interest note）與「本金與匯率連動債券」（currency linked redemption note），在利息與匯率連動債券中，由於其本金不受匯率的影響，只有償付利息金額的多寡與匯率連動，換句話說，有風險的部份乃是利息金額的部份，故可以保本。而在「本金與匯率連動債券」中，其到期償付本金的金額多寡將會與匯率連動，因此不一定保本。而此類型的債券可以「雙元貨幣連結債券」為代表，例如若一雙元貨幣連結債券，是以美金與歐元為其貨幣，以付息債券與賣出歐元匯率買權所組成，故其到期價值即由歐元匯率到期日的表現決定，所以若到期時，歐元匯率高於或等於履約匯率時，那麼投資人在本金部份，可以獲得一定比率的保障，在利潤部份，也可以獲得高於定存利率的票息，且此時以美元結算；但如果到期歐元匯率低於履約匯率時，那麼此時即以歐元結

³³ 以下參劉宗聖、歐宏杰，前揭註 28，頁 17 及頁 289 以下；郭土木，前揭註 30，頁 128~130。

算，所以在本金及利息部份，可能因為歐元匯率的下跌，而遭受損失，故並不完全保本。

第五款 信用連動債券

所謂的信用連動債券(Credit-Linked Note, CLN)多是由銀行將其貸款債權包裝移轉給特殊目的機構(SPV, Special Purpose Vehicle)，然後SPV再據此發行不同信用品質的債券³⁴。

與一般連動債商品相同，信用連動債券也是固定收益證券和衍生性商品的結合，其償付本金或利息之多寡，取決於信用違約事件是否發生³⁵，何謂信用違約事件³⁶？依據國際交換及衍生性商品協會(International Swap Dealer Association，下稱ISDA)1999年對信用違約事件之定義：包括破產、債務加速累積到期、債務違約、無法如期履行債務、延期償債以及重整，皆為信用違約事件之態樣。

信用連動債券交易模式為信用保護買方發行債券，該債券連結之標的可能是單一名字信用違約交換等信用衍生性商品，信用保護賣方（通常是投資人）購買該債券，信用保護買方定期支付利息（權利金）給投資人，一但該連接標的發生信用違約事件，投資人即必須依約承擔損失，信用保護買方將賠償損失後之剩餘現金返還給投資人，交易即結束³⁷。

而依據其所連結之衍生性商品之不同，其連結之標的可能是總報酬交換(Total Return Swaps)、信用違約交換(Credit Default Swaps)、及信用價差選擇權(Credit Spread Options)等信用衍生性商品。

³⁴ 施人英，前揭註 11，頁 66；謝劍平，金融創新一財務工程的實務奧秘，智勝出版社，2006 年 6 月，頁 443。

³⁵ 施人英，同前註，頁 54；張文毅，前揭註 26，頁 55。

³⁶ 謝劍平，前揭註 34，頁 430~431。

³⁷ 儲蓉，進入信用衍生性金融商品殿堂，台灣金融研訊院，2005 年 11 月，頁 168。

首先介紹與總報酬交換連結的信用連動債，此種連動債其實可視為正浮動利率債券與總報酬交換的結合，並非完全保本，投資人承擔了資產違約的風險。總報酬交換³⁸乃是總報酬交換接受方（通常是投資人）給付約定報酬予總報酬交換支付方（信用保障承買人），該約定報酬類似權利金，而於到期時，標的債務所產生的總經濟報酬皆會移轉於接受方，簡言之，接受方相當於支付權利金去買標的債務價格上漲的權利，但同時也承擔價格下跌之義務，故並不保本。因此當合約進行時，若標的債務發生信用違約事件時，而導致資產呈現負向變動時，總報酬交換的接受方，通常也就是投資人，即必須承擔該標的債務違約時而可能產生的損害³⁹。

第二類的信用連動債券，則是與信用違約交換連結的連動債，可將其視為是正浮動利率債券與信用違約交換結合之商品⁴⁰。由於信用違約交換的特性即是當信用違約事件發生時，信用保護的賣方就必須承擔合約標的實體之信用風險損失，支付信用保護買方約定之求償金額。最後投資人於契約到期時可取回之金額，則視發行時所訂定之契約規範與回收率而定⁴¹。

第三類的信用連動債則為與信用價差選擇權連結的信用連動債，此類結構型商品可視為正浮動利率債券與信用價差衍生性產品的結合，而本金的贖回將會受到信用利差的影響⁴²。所謂信用價差⁴³是指標的債務的收益率與無風險利率的差距，信用價差會因為標的信用狀況而改變，標的信用狀況變差，信用價差擴大，反之，則縮小，而為了規避信用價差變動所導致的風險，因而設計了信用價差選擇權。

³⁸ 可參儲蓉，同前註，頁 72~73。

³⁹ 施人英，前揭註 11，頁 70。

⁴⁰ 劉宗聖、歐宏杰，前揭註 28，頁 336。

⁴¹ 施人英，前揭註 11，頁 67~69。

⁴² 劉宗聖、歐宏杰，前揭註 28，頁 332~336。

⁴³ 儲蓉，前揭註 37，頁 80。

在此類型下，還有另一種類型的連動債商品，也就是為人熟知的保本型信用連動債券，保本型信用連動債券是一種包含了固定收益債券與信用價差選擇權的投資組合，由於其是利用固定收益債券的孳息或是極少部份的價金買入信用價差選擇權，換句話說大部分的價金都是投資在風險極低的債券上，也因此，當債券到期時，投資人仍可拿回一定程度的保障本金，故就保本型信用連動債券部份，其的確具有保本的效果。

第二項 依保本與否分類

觀察上述各類型的連動債商品，可以發現其具有一特性，雖然基本上此類型的商品皆是由一固定收益商品加上一衍生性商品部位而組成，看似只有選擇權此類衍生性金融商品部位，可能會造成損失，但實質上，隨著連動債商品越來越多樣化，固定收益商品的部位，從原來只有利息部份拿去投資衍生性金融商品，而不會損及本金部位過多，到後來，投資衍生性金融商品的部位越來越大。例如高收益結構型商品，其在選擇權部位設計賣出賣權，當到期時，標的價格超過履約價格，此時投資人就可以取得債券的票面金額，此時收益達到最高，反之，若到期時，標的價格下跌超過履約價格，那麼債券的本金部位則會先償付股價下跌的損失⁴⁴。於是連動債商品已從原來的保本型商品，衍生變化出各式各樣的高收益金融商品，而不同的結構型商品也產生了不同的投資風險。

因此依照連動債商品的保本與否，可分成高收益型的連動債商品 (High-Yield Notes, HYN) 及保本型之連動債商品 (Principal Guaranteed Note, PGN)。在保本型之連動債商品中，發行者在設計該類商品時，將大部分的資產從事零息債券及固定收益證券的投資，並將剩餘的本金及投資固定收益證券的孳息，投入風險較高的衍生性金融商品，例如選擇權或是期貨，通常就衍生性商品部份，投資人為選擇權之買方，故到期時，若未達履約價格，投資人不行使其買權，所損失的至

⁴⁴ 劉宗聖、歐宏杰，前揭註 28，頁 98。

多即為原先支付的權利金成本（即本金或票面利息之折讓），故保本型連動債商品在到期時，不會低於其所擔保的價格。而就衍生性商品投資部位的收益，發行機構會在發行之初，與投資人訂定一個參與比率，來分配此部位的收益。

在高收益型的連動債商品中，則是債券加上賣出選擇權的組合，投資人為債券中隱含選擇權之賣方，因此若發行機構行使其選擇權時，投資人必須承擔下檔之風險⁴⁵。此時之債券已與過去理解的債券性質不同，在一般普通的債券中，債券到期後即償還當初買賣債券雙方所約定的本金；但在高收益型的連動債商品中之債券，債券到期後之利息與本金償還數額的多寡，則是由連結標的之漲跌程度來決定。

例如以群益證券所發行之步步高昇不保本股權連結商品為例，其所連結之標的資產為台灣50指數股票基金，最低契約交易本金為十萬元，履約價格(K)為54.4，下限價格為(X)35.36，到期報酬或提前到期報酬之計算方式有兩種：第一種情形為，在任何一個比價日連結標的資產參考價格大於或等於履約價格，則該債券提前到期，提前到期報酬之計算方式為 $F \times [1 + 5\% \times i]$ ($i=1\sim3$)，F為本金，i則為比價日；第二種情形為所有比價日連結標的資產參考價格皆小於履約價格，若於交易日（不含）至到期日（含）之間，連結標的資產價格從未觸及下限價格，此時投資人可收取 $F \times 100\%$ 。但若於交易日（不含）至到期日（含）之間，連結標的資產價格曾經觸及下限價格，且最後比價日之連結標的資產參考價格小於履約價格，則此時有兩種結算方式，現金結算或實券交割：現金結算方式為 $F / K \times S3$ 之現金（S3 =最後一個比價日之連結標的資產參考價格）；實券交割方式為約當連結標的資產N股。

故若今天為第二種情形，以本金十萬元計算，連結標的資產曾經觸及下限價格，且最後比價日連結標的資產參考價格已下跌到10，故小於履約價格，此時若投資人採現金結算方式，則其可獲得之金額為

⁴⁵ 謝劍平，前揭註34，頁347。

$100000/54.4 \times 10 = 18382.4$ ，原來投資金額為十萬元，最後現金結算時之金額只剩下一萬八千元左右，損失將近八成，也因此，面對高收益之產品時，其所伴隨的風險，也是投資人在投資連動債商品時必須考量的重要因素。

就高收益連動債商品而言，依其對於未來市場走勢看好看壞，又可分為看多型、看空型、觸及生效型及觸及失效型高收益連動債商品⁴⁶。例如若投資人對於未來股市預期股價穩定，且有可能微幅上升時，此時就有可能會選擇看多型的連動債商品⁴⁷，因為此類型的商品通常是一純粹債券加上一賣出賣權的組合，故當到期時若股價上升，標的價格超過履約價格時，可依債券票面金額獲得本金，但其風險在於若股價大跌時，損失無限，因此看多型連動債商品多半是在預期股價微幅上升時，會購買的金融商品。而看空型連動債商品則相對於看多型連動債商品，是預期未來股價走勢微幅下跌時，而可能會選擇的商品。觸及生效型連動債商品⁴⁸，投資人所賣出的選擇權為下跌生效賣權(Down-and- in Put)，若存續期間標的股價未觸及生效價格，該賣權權利即不生效，投資人則可確定收取權利金，反之，投資人之投資本金將受虧損。而觸及失效型連動債商品⁴⁹，投資人賣出的為上漲出局賣權(Up-and-Out Put)，故若存續期間曾觸及出局價格，此時賣權將自動到期，投資人可以提前收取權利金，獲利出場。

而上述所談及之連動債商品，都只是基本形態之連動債商品，衍生於此的連動債商品千變萬化，相較於有價證券、期貨、選擇權等金融商品更為複雜。因此投資人投資此類商品時，對於其複雜之商品結構，必須清楚釐清，然後再做出投資決定。

⁴⁶ 謝劍平，同前註，頁 347。

⁴⁷ 劉宗聖、歐宏杰，前揭註 28，頁 102。

⁴⁸ 謝劍平，前揭註 34，頁 350~351。

⁴⁹ 謝劍平，同前註，頁 351~353。

第三節 連動債特有的風險

連動債商品為結構型商品之一種，與其他金融商品相同，皆具有風險，但由於連動債商品是由一固定收益債券加上衍生性部位而組成，其本金的回收率視不同的商品設計，而不一定保本，與傳統定義下的債券特性不同，再加上兩者間的排列組合，造就了複雜多樣化的連動債商品，因此其風險也就視其保本與否的設計，而有不同，本文以下先簡介連動債商品的基本風險，然後再介紹該商品特有的風險。

第一項 市場風險

所謂的市場風險其又稱為價格風險，是指由於標的資產價格變動導致金融產品價格或價值變動而引起的風險。其可能造成的因素之一為經濟因素，例如匯率、利率的變動或視整個社會經濟週期的影響。在匯率因素的部分，由於連動債商品多以外幣計價，且其存續期間都在三、四年以上，經濟景氣難以預測，因此有匯率上的風險。在利率因素的部分，若是利率連結型的連動債商品，就必須承擔利率風險。另外還有政治因素，最後則是其他相關因素，例如自然因素，因為若為商品連結型的連動債商品，其連結的商品若為農產品時，而農產品的價格會受到自然因素的影響，故該類型的連動債商品就必須承擔因為自然因素而帶來的風險⁵⁰。

若觀察市場風險，其實連動債商品的市場風險似乎並未較衍生性金融商品風險有更高的趨勢，但這是在未討論其連結標的數前所觀察到的情形。連動債商品不同於一般衍生性金融商品，其所連結的標的數眾多，例如一籃子股票，連結標的數眾多，而投資人也常誤以為可分散投資風險，但是若以一籃子股票連結型的連動債商品為例，其連結股票數

⁵⁰ 胡繼之，前揭註 6，頁 179~180；劉宗聖、歐宏杰，前揭註 28，頁 45。

量雖多，但依其商品的設計，某些商品卻是以表現最差的一檔為票息的依據，故在此時，對投資人而言，其市場風險將更難預測。

第二項 信用風險

結構型商品之銷售在我國主要有兩種方式，而其信用風險也就有所不同，若投資人所購買的連動債商品為國內券商於店頭市場募集發行者，由於櫃買中心強制證券商應將其向交易相對人所收取之交易價金之定比率需買入固定收益商品，並存入保管機構，故信用風險較低⁵¹。若投資人所購買到的連動債商品是經由國內銀行代銷國外機構所設計的金融商品，此時國內銀行基本上並不承擔風險，所有的信用風險都是由投資人自己承擔，因此觀察發行機構的信用評等非常重要，雖然可以藉由觀察信用評等，判斷其可能承擔的信用風險有多高，但由於連動債商品其連結標的眾多的問題，若其連結標的是以海外避險基金為主要連結標的時，由於這些發行避險基金公司的財務不透明，所以只是觀察發行機構的信用評等並不足以判斷其可能承擔的信用風險，也使得欲判斷連動債商品的信用風險的困難度較國內店頭市場流通之連動債商品以及一般衍生性金融商品更高。

⁵¹ 施人英，前揭註 11，頁 82。

第三項 流動性風險

流動性風險通常是指因基金流動方面的問題而造成的風險，例如保證金不足就有可能產生流動性風險。而由於連動債商品其大多採店頭市場或非公開市場交易，發行期間又長，從兩年到七年間不等，且大部分的連動債商品幾乎都不能提前解約，因此流通性較一般的金融商品低許多⁵²。故就流通性風險而言，投資人所需承擔的流通性風險較其他的有價證券或是衍生性金融商品之風險更高。

第四項 其他風險⁵³

除了市場風險、信用風險及流通性風險這些金融商品普遍具有的基本風險之外，由於結構型商品本身商品的特性，還具有其他的風險，例如計算公式複雜，所以投資人較難以理解。

此外，尚有提前解約風險，在特定情形下，發行機構於未到投資期限前，就可能會強制投資人買回，此時投資人所拿到的本利金額可能比預期的少，此為其一，其二對於投資人而言尚須決定這筆資金如何再運用，因此衍生出再投資的風險。

最後則是強制轉換投資標的之風險，例如過去就曾發生投資人買賣結構型商品到期時，遭發行機構轉換成跌價股票的糾紛，所以必須注意在契約中是否有強制轉換投資標的之約款。

⁵² 郭土木，前揭註 30，頁 134；胡繼之，前揭註 6，頁 183~184。

⁵³ 劉宗聖、歐宏杰，前揭註 28，頁 45~53。

第五項 小結

相對於市場風險、信用風險、流通性風險而言，提前解約風險及強制轉換投資標的之風險，雖然也提升了投資連動債商品時的風險，但是只要透過閱讀契約內容，並非不可避免。但就市場風險、信用風險及流通性風險而言，可以發現連動債商品在這些風險的預測上，較一般金融商品更難以預測，由其是在非保本的高收益連動債商品類別中，其風險更大，其特性也已完全不同於傳統定義下債券之性質，故就風險的角度而言，非保本之連動債商品在金融商品的定性上，應是較接近於衍生性金融商品而非傳統債券。



第四節 我國對連動債商品之監理

金融市場的金融商品多樣化，而對於金融商品的監理，主要有法律層次、法規命令層次及自律規範三層次的監理，主要透過業別或金融商品類型的不同，而依不同的業別法或金融商品法、法規命令或自律規範來規範，而有關連動債商品的具體規範多落於法規命令層次及自律規範層次之監理，而在法律層次的規範則並無具體的規範，也因此在法律層次應否適用於證券交易法或是期貨交易法？須取決於連動債商品之定性。以下將先鳥瞰我國目前對於連動債商品相關之規範，並在第三章至第五章深入討論各規定之內容。

第一項 行銷階段之監理模式

我國對於行銷階段的監理，主要關注於廣告內容是否不實的問題，在法律層次部份，可能涉及之相關業法為期貨交易法第六十三條第六款規定：「期貨商之負責人、業務員或其他從業人員，不得為誇大、偏頗之宣傳或散佈不實資訊。」並於該法第一百一十六條第一款規定，若有違反第五條或第六十三條之規定者，將處三年以下有期徒刑、拘役或科或併科新臺幣二百萬元以下罰金。而連動債商品之交易之是否有期貨交易法之適用，本文將於第四章詳細討論。

對於連動債商品行銷階段之監理，主要規範於法規命令及自律規範層次，在法規命令層次，主要有證券商管理規則及銀行辦理財富管理應注意事項。依證券商管理規則第十九條之三之規定：證券商在符合一定資格條件之下，得於其營業處所經營衍生性金融商品交易業務。於同條第三項中並說明：「第一項所稱衍生性金融商品交易，除與專業機構投資人從事交易者外，以轉換公司債資產交換、結構型商品、股權衍生性商品、信用衍生性商品、利率衍生性商品及債券衍生性商品為限。」故可知，證券商只要符合證券商管理規則第十九條之三的規定，即可於營

業處所經營結構型商品業務。就行銷階段之規範，在該規則第五條中規定：「證券商為廣告之製作及傳播，不得有誇大或偏頗之情事。前項證券商廣告之製作及傳播，由證券商同業公會訂定辦法，函報本會備查。」另於銀行辦理財富管理應注意事項第十點第一項及第十一點第六項也有相關之規定，但由於以上兩者皆為法規命令性質，所以若業者違反，乃是主管機關依情節輕重為適當之行政處分，並無賦予投資人任何民事求償之損害賠償請求權基礎。

在自律規範層次，因著各業別的不同，而有不同的自律規範。我國金融業者基於金融法規或商業團體法之規定，必須組織及加入各商業同業公會或商業同業公會聯合會，而各同業公會除了訂有各種自律公約外，也本於自主或依金融法規之規定，而訂定各種自律規範⁵⁴，故我國金融業者之自律規範有完全本於金融業者自律所訂定之自律規範，也有依金融法規之規定而帶有他律色彩之自律規範。

就連動債商品行銷階段相關之自律規範，包括財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商從事衍生性金融商品業務廣告及營業促銷活動行為規範（下稱櫃買中心從事衍生性商品行銷規範）、銀行辦理財富管理及金融商品銷售業務自律規範（下稱銀行辦理財富管理自律規範），以及保險業招攬廣告自律規範。有關各相關法律、法規命令及自律規範之討論，將於第四章中詳細敘明。

⁵⁴ 以下參王志誠，財富管理法規與職業道德，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，2007年7月，頁12~13。

第二項 締約階段之監理模式

有關締約階段之監理模式，也因業別與金融商品的不同，而在不同業法、法規命令或自律規範分別的管控，而其主要的要求即為適當性原則、資訊揭露及說明義務。

在證券業經營連動債商品部份，若連動債被視為有價證券⁵⁵，在業法之法律層次規範相關條文為證交法第二十條第一項：「有價證券之募集、發行、私募或買賣，不得有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為。」並於第二十條第三項賦予投資人損害賠償的請求權。

在法規命令層次，就證券商而言則有證券商管理規則、中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則（下稱櫃買中心經營衍生性金融商品交易業務規則）以及證券商辦理財富管理應注意事項。而在自律規範層次則在中華民國證券商同業公會會員辦理證券商受託買賣外國有價證券業務風險揭露一致性規範（下稱證券商受託買賣外國有價證券風險揭露規範）第二條⁵⁶與第三條⁵⁷有相關之規範。

⁵⁵ 惟連動債商品是否為證交法所規範之有價證券，目前仍有爭議，本文將於第五章第四節討論此議題。

⁵⁶ 證券商受託買賣外國有價證券風險揭露規範第 2 條：「證券商辦理受託買賣外國有價證券業務，應依規定揭露各該類型之業務所涉及之各類風險，其投資標的涉及連動債券或結構型商品者，除符合境外基金管理辦法第 52 條第 1 項定義之委託人外，並應依下列原則對委託人揭示相關風險：

一、應就個別商品條件（中文及原文名稱）與所涉風險，確實向委託人說明及揭露；如國外發行機構已有提供前述商品條件及所涉風險之原文說明文件者，除第四條涉及之其他風險，證券商應將原文說明文件摘譯為中文說明文件，並將中文及原文說明文件一併交付予委託人於充分審閱產品條件內容說明及投資風險後簽章。

二、揭示內容得彈性調整，但仍應遵循本規範所訂項目之基本內容。」

⁵⁷ 證券商受託買賣外國有價證券風險揭露規範第 3 條：「證券商辦理受託買賣外國有價證券業務投資連動債券，應對委託人揭露之基本風險，包含最低收益風險、委託人兼受益人提前贖回的風險、利率風險、流動性風險、信用風險、匯兌風險、事件風險、國家風險及交割風險等事項。各風險事項揭露之基本內容規定如下：

一、最低收益風險 (Minimum Return risk)：

應根據不同類型之連動標的定義出產品之最低收益風險。例如當投資期間所連結的標的操作績效不佳，可能拿不到配息，以致委託人於到期日時僅得到發行機構所保證配息及 ____% 本金之保證。

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

如此規範，看似主管機關認為連動債具有有價證券之性質，而將其列為有價證券之一種，但事實上，乃是基於金融監理之角度，將其納入有價證券體系之規範。在 2003 年七月之前，櫃買中心尚未開放國內證券商承作以新台幣計價之連動債商品，但早在 2000 年，國內其他金融機構，諸如銀行、保險業者即已引進各類型之結構型商品，如指數連動債券、信用連動債券、高收益債券等外幣計價之海外連動債券⁵⁸。

而此類以外幣計價之海外連動債商品，造成國內資金外流嚴重、且證券商因國內銀行銷售結構型商品交易金額日漸龐大，壓擠了其生存之空間、再加上金融證券市場逐漸開放，國內券商必須面對國際級金融機構之競爭壓力與威脅。基於以上種種原因，櫃買中心於 2003 年七月准

本債券未發生違約之狀況下，發行機構於到期日時，將保證 _____ % 償還原始投資本金。如提前贖回時必須以贖回當時之實際成交價格贖回，則可能會導致投資本金之損失。因此，當市場價格下跌，而委託人又選擇提前贖回時，委託人會產生損失。

三、利率風險 (Interest Rate Risk)：

本債券自正式交割發行後，其存續期間之市場價格 (mark to market value) 將受發行幣別利率變動所影響；當該幣別利率調升時，債券之市場價格有可能下降，並有可能低於票面價格而損及原始投資金額；當該幣別利率調降時，債券之市場價格有可能上漲，並有可能高於票面價格而獲得額外收益。

四、流動性風險 (Liquidity Risk)：

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

五、信用風險 (Credit Risk)：

本債券之發行或保證機構為 _____ 銀行，委託人須承擔本債券發行或保證機構之信用風險；而「信用風險」之評估，端視委託人對於債券發行或保證機構之信用評等價值之評估；亦即保本利息係由發行或保證機構所承諾，而非受託人之承諾或保證。

六、匯兌風險 (Exchange Rate Risk)：

本債券屬外幣計價之投資產品，若委託人於投資之初係以新台幣資金或非本產品計價幣別之外幣資金承作本債券者，須留意外幣之孳息及原始投資金額返還時，轉換回新台幣資產時將可能產生低於投資本金之匯兌風險。

七、事件風險 (Event Risk)：

如遇發行機構發生重大事件，有可能導致債券評等下降 (bond down-grades)。

八、國家風險 (Country Risk)：

本債券之發行或保證機構之註冊國如發生戰亂等不可抗力之事件將導致委託人損失。

九、交割風險 (Settlement Risk)：

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

⁵⁸ 施人英，前揭註 11，頁 150。

許證券商可承作以新台幣計價之連動債商品⁵⁹，故將連動債商品納入證券商管理規則之監理體系，乃是基於金融監理及保護投資人之角度，將其納入有價證券之體系規範，並非從連動債商品之性質切入。

至於銀行業銷售連動債商品之相關規定，在法律層次上，由於銀行在銷售此類金融商品時，與投資人所簽訂的乃為特定金錢信託契約，故可能有信託業法第十八之一條及二十三條之適用。在法規命令層次上，則有銀行辦理衍生性金融商品業務應注意事項以及銀行辦理財富管理業務應注意事項。在自律規範層次上，則在銀行辦理財富管理自律規範有相關之規範。

保險業部份之相關規定，主要為法規命令層次的投資型保險商品銷售應注意事項，在第五點有關於適合性原則之規範，在第十點則有資訊揭露之相關規定。有關各相關法律、法規命令及自律規範之討論，將於第五章中詳細敘明。



⁵⁹ 陳根元，結構型商品交易制度介紹，證券暨期貨管理月刊第 21 卷第 7 期，2003 年 7 月，頁 30~31。

第三章 連動債券私募及上市階段之監理

英美對於連動債券投資之主要方式有二，循私募途徑或是上市進入集中交易市場，主要採前者方式進行⁶⁰。而此次連動債風暴起源自美國，連鎖影響了全球金融市場，故在本章中，將以美國法為主，英國法為輔，先討論美國法之私募制度，之後再檢討美國及英國上市規範，並觀察我國有無相關制度。最後則就在國外採取私募方式投資之連動債，於我國之投資人卻可藉由特定金錢信託之方式，委託銀行投資，藉此銀行規避了國外法規對於連動債私募時，對於投資人資格之要求，突顯出我國在連動債風暴之前，金管會對於此類新種信託商品之監理漏洞，本文於第四節中，將就此議題討論，並觀察未來金管會將如何改善連動債商品之審查機制。

第一節 美國法私募、上市相關之規定

第一項 美國法私募相關之規定

就美國，若以股權連結之連動債為例，有兩種私募方式可以選擇，其一，循美國聯邦證券法 (the Securities Act of 1933) 第四條第二項及 Rule 506 (of Regulation D) 之規範進行私募，其二，選擇依 Rule 144A 之規範，進行私募⁶¹。

⁶⁰ 參考郭土木，前揭註 30，頁 136；Georgia B. Bullitt & Morgan Stanley, SWAPs & Other Derivatives in 2002, 1346 PLI/Corp 227, at 239, 252, 253 (2002)。

⁶¹ See John R. Vitha, Advanced Swaps & Other Derivatives 2008, 1700 PLI/Corp 97, at 102 (2008).

第一款 Regulation D

若依循第一種私募方式，在 Regulation D 之下訂有 Rule 501~508 八條規定，Rule 501 規定名詞定義，在該條中並且定義八類合格投資人，若其應募對象屬於該八類合格投資人，則此時即不需要受到認購人數之限制。Rule 502 則是規定適用私募之條件，包括資訊揭露義務、合併計算以及轉售等相關規定。Rule 504 及 505 則是針對小額發行，訂定免登記註冊之規則，所謂的小額發行是指發行額低於美金五百萬元以下者。而 Rule 506 則是 Regulation D 中最重要之條文，即私募安全港之規定，在該條中規範了購買人數之限制及其屬性。

在 Rule 506 的規範中，只有兩種投資人可在私募市場中投資或購買金融商品，其一為合格投資人 (accredited investor)，而關於認定合格投資人之標準則是規範於 Rule 501 當中；其二則為非合格投資人，依據 Rule 506 (b) (2) (ii) 之規定，需具備以下兩條件之非合格投資人才可於私募市場交易，分別為專業投資背景以及投資經驗兩條件：就專業背景部份，認購人本身或其受託人需具有商務或財務之專業投資背景；就投資經驗部份，其必須是屬於投資經驗豐富、熟練市場操作之投資人。若符合這兩項標準，那麼即便非 Rule 501 之下的合格投資人，也可在私募市場投資或購買金融商品，但是依照 Rule 506 (b) (2) (i) 之規定，發行人必須合理確信該類投資人人數不超過三十五人，對於合格投資人，則無認購人數限制之要求。

至於合格投資人之要求⁶²，依照 Rule 501 之規定，若符合以下八種條件其一，則屬於合格投資人，其規範如下：第一類合格投資人為機構投資人，其中包括銀行、登記之證券經紀商或自營商、保險公司、經一九四〇年投資公司法登記之投資公司及企業發展公司、小企業投資公司以及資產逾美金五百萬元之退休基金皆屬之。第二類合格投資人則為經

⁶² 有關合格投資人之討論，另可參黃正一，美國證券私募制度介紹(上)，證交資料，第 492 期，2003 年 4 月 15 日。

一九四〇年投資顧問法登記之私人企業發展公司。第三類合格投資人則指依所得稅法得享免稅待遇之機構，包括股份有限公司、信託及合夥等機構，且其總資產價值必須超過美金五百萬元，並不得以取得私募證券為成立目的。

第四類合格投資人則是指發行人之內部人，包括董事及經理人以及無限責任合夥人，而經理人之範圍，依照 Rule 501 (f) 之規定，包括總經理、任何負責單位之副總經理、任何具決策權力之經理人，以上乃就是發行公司內部而言。若是發行公司之子公司，其雖非發行人，但只要該子公司之經理人具有為發行人決策之權力，那麼該子公司之經理人也是合格投資人。第五類合格投資人則是擁有淨資產逾美金一百萬元之自然人。第六類合格投資人則是指個人最近兩年平均所得超過美金二十萬元者、或是與配偶最近兩年合併所得平均超過美金三十萬元者，且當年度所得可合理預期達相同金額者。

第七類合格投資人則為信託財產，但該信託財產必須符合三個條件，才為合格投資人，其一，該信託財產之總資產必須超過美金五百萬元，其二，該信託成立之目的不得為招募證券，其三，信託之投資決策者之資格必須符合 Rule 506 (b) (2) (ii) 之規定，若符合上述三條件，該信託財產即為合格投資人。而第八類之合格投資人則是指任何全部由合格投資人作為權益所有人所組成之機構，所謂之權益所有人，若在股份有限公司，是指公司普通股及特別股之股東，若是在有限責任合夥事業，權益所有人即為有限責任合夥人。

由此可知，在 Regulation D 中，對於合格投資人之種類可粗分為兩大類，包括機構投資人及富有的個人投資人兩類。其中第一類至第三類以及第八類屬於對於機構投資人之規範，第五類至第七類則為富有的個人投資人之標準，而就第四類之合格投資人，則是從其是否受有足夠資訊的角度思考，由於第四類之合格投資人為發行人之內部人，且皆是具備決策能力者，因此被認為容易接觸到決策核心，而受有足夠資訊，

因此在此情形之下，並不需要被特別保護，故使其具有合格投資人之資格，而可進入私募市場交易。

故由此可知，由於連動債商品之投資，在美國主要是以私募方式進行，因此在銷售客層上則主要限於具備一定財力之合格投資人，或是受有足夠資訊之合格投資人，若未符合合格投資人標準者，是不可認購以私募方式募集資金的連動債商品。

此外，在 Rule 502 中，尚賦予發行人資訊揭露之義務，依 Rule 502 (1) (b) (i)之規定，在發行人其所招募之對象為合格投資人時，此時不需事前提供 Rule 502 (1) (b) (ii) 所要求的任何資訊。但若發行人私募之對象為「非合格之投資人」時，那麼此時發行人就必須提供事前提供 Rule 502 (1) (b) (ii) 所要求的資訊。

第二款 Rule 144A

在美國，發行人除了依Regulation D規範之模式進行私募之外，還可透過 Rule 144A 進行私募。兩者之區別點在於發行者若依 Regulation D 進行私募時，依Rule 502(d)之規定，認購人應以投資而非銷售為目的來認購證券。因此對於證券持有人如何轉讓證券，才不致被認為是銷售行為，成為法定承銷人，在 Rule 144 提供私募證券轉讓之客觀判斷標準，區別該轉讓行為是一九三三年證券法第四條第一項之合法交易或是同法第五條之銷售行為，若符合 Rule 144 之轉讓行為態樣，才可主張一九三三年證券法第四條第一項之豁免⁶³。

因Regulation D對私募的轉售部份多所限制，故私募證券市場之流動性某程度上仍然被抑制，且會使發行人的資金成本增加，降低外國發行人至美國資本市場籌措資金的意願，故為了促進私募證券市場之流通性，美國證管會在一九九〇年四月頒佈 Rule 144A 安全港規則，允許證

⁶³ 王文宇，新金融法，元照出版有限公司，2003年1月，頁480。

券持有人向合格之投資機構 (Qualified Institutional Buyer , QIB) 轉售限制證券，換言之，只要其轉售對象是合格之投資機構，那麼轉售行為即不受限制，故大幅提升了合格之投資機構間私募證券交易之流動性⁶⁴。

在 Rule 144A 的規範中，其藉由降低對於私募的管制程度，以提高有價證券之流動性，故在交易人的條件上設有較高的限制，防止公司常以私募之方式籌措資金，使股東權益不斷遭受稀釋。且因在 Rule 144A 市場所交易之證券，並無註冊資訊及資訊揭露的特別要求，所以只有能自我保護之交易人，可為 Rule 144A 的市場交易人，故只有符合合格之投資機構之要求，才可在 Rule 144A 之市場進行交易。

而在 Rule 144A (a) (1) 中有列舉下列五類合格機構投資人，包括符合證券持有標準之機構、投資公司、所有權人均為合格機構投資人之機構、證券經紀商、證券自營商以及銀行及儲蓄機構。

除了對於受讓人資格之特別限制外，證券出賣人出售證券予買受人時，必須通知買受人該證券是依 Rule 144A 之規定出售，提醒買受人其所購買之證券為受限制之證券。另外轉讓之證券不得與在交易所或與 NASDAQ 掛牌交易之有價證券為相同種類，以避免發生混同效應。最後則是對於資訊揭露的要求。在符合上述條件的要求之下，即可在 Rule 144A 的市場下，進行交易。

第二項 美國法上市相關規定

美國集中交易市場過去主要有紐約證券交易所 (New York Stock Exchange , NYSE)、美國證券交易所 (American Stock Exchange , Amex)，而在紐約證券交易所集團併購美國證券交易所後，美國證券交

⁶⁴ 苗致偉，有價證券私募制度相關法律問題之探析，國立臺北大學法律研究所碩士論文，2003年，頁 62~63。

易所更名為 NYSE Alternext US，兩交易所都允許結構型商品上市，並對結構型商品上市訂有詳細的上市規則。

除了上述兩大交易所外，就電子化平台而言，NYSE Arca則為不可忽視的新興交易市場，目前NYSE Arca為全世界電子交易量最為活絡的市場之一，在交易所交易商品之市場中，如Exchange traded note⁶⁵（簡稱ETN）及Exchange traded fund（指數股票型基金，簡稱ETF）的上市金額更占全美市場的百分之六十一，位居領先地位⁶⁶，於該平台上市之結構型商品約計三百六十多檔⁶⁷。故在電子金融交易越發興盛之今日，本文將以NYSE Arca之上市規則(NYSE Arca Equities Rules)⁶⁸作為討論有關結構型商品上市規定之素材。

NYSE Arca Equities Rules 對連動債商品之上市要求規範於 Rule 5.2(j)(2)以下，對於股權連動債券之上市要求規範於 Rule 5.2(j)(2)，而股價指數連動證券、匯率連動證券、商品連動證券及期貨連動證券，則規範於 Rule 5.2(j)(6)。

就股權連動債券之規範而言，Rule 5.2(j)(2)對於股權連動債券之上市標準，主要針對四個方向規範，其一，對於股權連動債券之發行者之要求。其二，對於股權連動債券商品本身之要求，例如到期日、股權分散之情形等等。其三，對於其所連結之股票之要求，包括市場資本額、上市前十二個月之股票交易量、以及其所連結之股票發行人。最後則是對於股權連動債發行數量之限制，而該限制因其所連結之證券為美國證券或非美國證券而有所不同。

⁶⁵ ETN 為結構型商品的一種，其為債券與指數股票型基金之結合，其獲利原則上與其所連結的指數股票型基金之指數相關，故原理與結構型商品相同。

⁶⁶ 可見 NYSE Arca 網站，

<http://www.nyse.com/press/1227265954303.html>、<http://www.nyse.com/about/listed/funds.html>（最後瀏覽日：2009/5/1）。

⁶⁷ NYSE Arca 網站，

http://www.nyse.com/about/listed/lc_ar_issuetype_1076458359977.html?ListedComp=All&start=1&item=1&startlist=1&group=1&firsttime=done（最後瀏覽日：2009/4/27）。

⁶⁸ 若想了解紐約證券交易所有關結構型商品上市之規定，可參 NYSE Listed Company Manual Rule 703.21 以下，惟其規範架構與 NYSE Arca Equities Rules 類似，故不於本文贅述。

首先是對股權連動債券發行人之要求，主要從資產及獲利兩方面規範，就資產部份，發行人之資產至少需超過一億美金，並且持有其中一千萬美金之股權。在獲利方面，發行者尚需符合以下三種標準之一，其一、在最近一年會計年度或最近三個會計年度的兩年中，稅前純益達七十五萬美金。其二、發行者之資產達兩億美金，並且持有其中一千萬美金之股權。其三、發行者之資產超過一億美金，並且持有其中兩千萬美金之股權⁶⁹。

就有形資產淨值部份，要求至少要超過兩億五千萬美金、或是超過上述對於稅前純益之要求。若無法符合上述標準，則至少需符合有形資產淨值超過一億五千萬美金、並超過上述對於稅前純益之要求，以及發行人在美國之證券交易所所有上市的股權連動債券，其發行價格不可超過其發行人淨值百分之二十五。若無法達到上述兩標準之一，則不符發行人上市之標準⁷⁰。

對於股權連動債券商品本身之要求，主要規範於 Rule 5.2(j)(B) 中，就到期日部份，要求到期日至少為一年、市場價值最低需達四百萬美金。公開發行量至少一百萬單位，最少需四百人為公眾持有，但如果發行面額是以一千元美金發行，則無最低公開發行量及最低公眾持有人數之限制。此外，若該投資人可每星期決定是否贖回其所購買的股權連動債券，此時也無最低公眾持有人數之限制。

⁶⁹ See Rule 5.2(j)(2)(A) : “The Exchange may approve for listing and trading ELNs pursuant to Rule 19b-4(e) under the Securities and Exchange Act of 1934. The following listing requirements must be met:

(A) Issuer Listing Standards.

The issuer of ELNs must be an entity that:

(i) has assets in excess of \$100 million and stockholders' equity of at least \$10 million;
(ii) has one of the following: (1) pre-tax income from continuing operations of at least \$750,000 in its last fiscal year, or in two of its last three fiscal years, (2) assets in excess of \$200 million and stockholders' equity of at least \$10 million; or (3) assets in excess of \$100 million and stockholders' equity of at least \$20 million; and
(iii) has a minimum tangible net worth in excess of \$250 million, and otherwise substantially exceeds the income requirements set forth above in paragraph (A)(ii)(1). In the alternative, the issuer must: (1) have a minimum tangible net worth of \$150 million and to otherwise substantially exceed the income requirements set forth in paragraph (A)(ii)(1), and (2) not have issued such securities where the original issue price of all the issuer's other ELN offerings (combined with ELN offerings of the issuer's affiliates) listed on a national securities exchange exceeds 25% of the issuer's net worth.”

⁷⁰ See Securities Exchange Act Release No.34-56924, File No. SR-NYSEArca-2007-98 ,p.4.

NYSE Arca認為投資人若每星期可決定是否要贖回，則可加強股權連動債券之市場價格與其所連結股票表現之關連性，因為持有股權連動債券之投資人，通常不會願意在低於贖回價格之時點，賣出其所持有的股權連動債券，但若投資人每星期皆可決定是否要贖回，那麼投資人即可等待在市場價格逼進或是達到贖回價格時，將其賣出。此外，就發行人而言，發行人也可視其所連結之標的股票之表現，而每星期決定是否要再發行新的股權連動債券，因此加強了股權連動債券市場價格與其所連結之股票的關連性⁷¹。基於以上兩原因而認為在符合上述條件之情形下，則例外的不須符合最低公眾持有人數之要求。

除了針對該股權連動債券本身之資產額有所要求外，在該規則中，對於其所連結之股票也多所規範，要求其所連結之股票，其最低市值及上市前十二個月之交易量至少需符合下列三項標準之一，才可上市：一、最低市值為三十億美金，以及該股權連動債券上市前十二個月，其所連結之股票交易量至少達到兩百五十萬股。二、最低市值為十五億美金，其所連結之股票交易量，在該股權連動債券上市前十二個月，交易量至少達到一千萬股。三，最低市值為五億美金，其所連結之股票交易量，在該股權連動債券上市前十二個月，交易量達到一千五百萬股⁷²。觀察其規範模式，可發現若該連結股票之市值越小，NYSE Arca即要求更高的股票交易量，藉此來維持其所連結之股票的水準。

此外就其所連結之股票之發行人，要求其所連結之股票的股票發行人，必須是美國證券交易法 (the Securities Exchange Act of 1934) 下負有報告義務者 (reporting company) 或是投資公司法 (Investment

⁷¹ See Securities Exchange Act Release No.34-56924, File No. SR-NYSEArca-2007-98, p.6 .

⁷² See Rule 5.2(j)(2)(C)(i) : “Minimum Standards Applicable to the Linked Securities.

(i) Each underlying security must have:

(a) a market capitalization of at least \$3 billion and trading volume in the United States of at least 2.5 million shares in the one-year period preceding the listing of the ELNs; or
(b) a market capitalization of at least \$1.5 billion and trading volume in the United States of at least 10 million shares in the one-year period preceding the listing of the ELNs; or
(c) a market capitalization of at least \$500 million and trading volume in the United States of at least 15 million shares in the one-year period preceding the listing of the ELNs.”

Company Act of 1940)下已登記之公司。而其所連結之股票應該是在美國國內證券交易所已上市者，藉此強化對於所連結之股票之監理。

但若該股權連結型商品所連結之股票發行者為非美國公司，而其在美國市場交易之方式乃是透過參與型美國存託股票等其他形式進行交易時，需符合以下三種標準之一⁷³：一、NYSE Arca與其主要發行之交易所(primary exchange)就其交易之非美國有價證券，訂定了全面監理股份協議(comprehensive surveillance sharing agreement)。二、在市場交易量方面，要求在該股權連動債券上市前六個月，其連結之每一支非美國證券、以及與其相關的非美國證券，在與NYSE Arca訂有全面監理股份協議之美國市場及其他外國市場的交易量，至少達到其世界交易量(combined world-wide trading volume)的百分之五十。三、在股權連動債券上市前六個月，其所連結的每一支非美國有價證券及與其相關的非美國有價證券，在美國之市場交易量至少需達到全球市場交易量的百分之二十，以及在股權連動債券上市前，其所連結的每支非美國有價證

⁷³ See Rule 5.2(j)(2)(C)(ii): “(ii) Each issuer of an underlying security to which the ELN is to be linked shall be either a Securities Exchange Act of 1934 reporting company or an Investment Company Act of 1940 registered investment company. In either case, any underlying security to which the ELN is to be linked shall be listed on a national securities exchange. In addition, if any underlying security to which the ELN is to be linked is the stock of a non-U.S. company which is traded in the U.S. market as sponsored American Depositary Shares (“ADS”), ordinary shares or otherwise, then for each such security, one of the following conditions must be met:

(1) the Corporation has a comprehensive surveillance sharing agreement in place with the primary exchange on which each non-U.S. security is traded (in the case of an ADS, the primary exchange on which the security underlying the ADS is traded);

(2) the combined trading volume of each non-U.S. security (a security issued by a non-U.S. company) and other related non-U.S. securities occurring in the U.S. market or in markets with which the Corporation has in place a comprehensive surveillance sharing agreement represents (on a share equivalent basis for any ADSs) at least 50% of the combined world-wide trading volume in each non-U.S. security, other related non-U.S. securities, and other classes of shares related to each non-U.S. security over the six month period preceding the date of listing; or

(3) (A) the combined trading volume of each non-U.S. security and other related non-U.S. securities occurring in the U.S. market represents (on a share equivalent basis) at least 20% of the combined world-wide trading volume in each non-U.S. security and in other related non-U.S. securities over the six-month period preceding the date of selection of the non-U.S. security for an ELN listing; (B) the average daily trading volume for each non- U.S. security in the U.S. markets over the six-month period preceding the date of selection of each non-U.S. security for an ELN listing is 100,000 or more shares; and (C) the trading volume for each non-U.S. security in the U.S. market is at least 60,000 shares per day for a majority of the trading days for the six-month period preceding the date of selection of the non-U.S. security for an ELN listing.

(iii) If any underlying security to which the ELN is to be linked is the stock of a non-U.S. company that is traded in the U.S. market as a sponsored ADS, ordinary shares or otherwise, then the minimum number of holders of the underlying security shall be 2,000.

券，過去六個月之平均每日交易量至少為十萬股，且大部分交易日之交易量需達到六萬股。最後則是針對若其所連結之非美國股票在美國是以參與型美國存託股票或其他類似方式進行交易時，則要求最少持有人數需達兩千人。對於投資人而言，藉由要求股權連動債所連結之股票在美國市場之交易量，將可保障這些股權連動債商品所連結之股票的可流通性，避免體質過差的股權連動債商品出現於市場。

最後則是針對股權連動債發行數量之限制⁷⁴，其限制方式依其是否為美國證券而做不同之規範。若其所連結之股票為美國證券時，則該股權連動債發行之數量，不可超過其所連結之股票已發行數量的百分之五；若該股權連動債所連結之股票為非美國證券時或是美國存託股票時，則此時其發行之數量不可超過以下三種標準之一：一、該股權連動債上市前六個月，若其所連結的每支非美國證券及相關的非美國證券，在美國市場之交易量佔全球市場的百分之二十，此時該股權連動債商品之發行之數量不可超過所有其連結之股票已發行量的百分之二。二、該股權連動債上市前六個月，若其所連結的每支非美國證券及相關的非美國證券，在美國市場之交易量佔全球市場的百分之五十，此時該股權連動債商品之發行之數量不可超過所有其連結之股票已發行量的百分之三。三、該股權

⁷⁴ See Rule 5.2(j)(2)(D): “Limits on the Number of ELNs Linked to a Particular Security.

(i) The issuance of ELNs relating to any underlying U.S. security may not exceed five percent of the total outstanding shares of such underlying security. In addition, the issuance of ELNs relating to any underlying non-U.S. security represented by ADSs, shares, or otherwise, may not exceed:

(a) two percent of the total shares outstanding worldwide if at least 20 percent of the worldwide trading volume in each non-U.S. security and related non-U.S. security occurs in the U.S. market during the six-month period preceding the date of listing; or

(b) three percent of the total shares outstanding worldwide if at least 50 percent of the worldwide trading volume in each non-U.S. security and related non-U.S. security occurs in the U.S. market during the six-month period preceding the date of listing; and

(c) five percent of the total shares outstanding worldwide if at least 70 percent of the worldwide trading volume in each non-U.S. security and related non-U.S. security occurs in the U.S. market during the six-month period preceding the date of listing.

If any non-U.S. security and related securities has less than 20% of the worldwide trading volume occurring in the U.S. market during the six month period preceding the date of listing, then the ELN may not be linked to that non-U.S. security.

If an issuer proposes to list ELNs that relate to more than the allowable percentages specified above, then the Corporation, with the concurrence of the staff of the Division of Trading and Markets of the Securities and Exchange Commission, will evaluate the maximum percentage of ELNs that may be issued on a case-by-case basis.”

連動債上市前六個月，若其所連結的每支非美國證券及相關的非美國證券，在美國市場之交易量佔全球市場的百分之七十，此時該股權連動債商品之發行量不可超過所有其連結之股票已發行量的百分之五。此外，若非美國證券及相關之非美國證券在美國市場之交易量，並未超過百分之二十，則不可成為股權連結型商品所連結之標的。但若發行人欲發行某特定數量股權連動債商品，而與上述之要求不同，則仍有可能上市，只是此時必須經過美國證券管理委員會核准才可上市。

而就匯率連動證券、商品連動證券、股價指數連動證券及期貨連動證券，其規範方式大致相同，皆會要求「開始上市標準」，以及上市之後，需繼續符合的「繼續上市標準」。若以商品連結證券為例，其規範於 Rule 5.2(j)(6)(B)(II)，在開始上市標準部份，發行者必須符合以下兩標準之一：其一，商品連動證券所連結的商品相關資產，必須是已經過美國證券交易法 sec.19(b)(2)之審查與核准以商品為基礎之信託交易 (commodity-based trust share)、選擇權或其他衍生性金融商品的交易，此外遵守美國證券管理委員會所發佈之命令 (Commission's approval order)，以及全面監理股份協議 (comprehensive surveillance sharing agreement)。其二，有關商品資產相關各組成部位之價格資訊必須是由 ISG SRO 成員、或 ISG SRO 相關成員、或是與交易所訂定全面監理股份協議者所提供；至於金銀之價格，則是由倫敦黃金市場之價格為準。此外，若價格資訊不是來自上述市場時，則此時商品相關資產所有部位的總和之美金比重不可超過百分之十，個別單一部位之美金比重不可超過百分之七。

發行人除需符合上述兩項開始上市標準之一外，尚必須同時符合以下兩標準：一、商品相關資產之價值，在主要交易時間⁷⁵內，必須被一個以上的major market data vendor計算並至少以十五秒基礎傳播。二、若該商品連動債券為可贖回者，則其商品連結性債券的指標性價

⁷⁵ 所謂之主要交易時間，依 NYSE Arca Equities Rules 7.34 之規定，是指太平洋時間早上六點半至下午一點。

值，在主要交易時間內，必須被NYSE Arca或一個以上的major market data vendor計算，並以十五秒基礎傳播。

而在繼續上市標準的部份，則規定所有開始上市標準，在商品上市後，都必須繼續被維持，否則 NYSE Arca 將會使其下市或移除其上市資格。

其中 NYSE Arca 也列出要求商品下市或移除其上市資格之情形，包括一、商品連動債券被公眾持有之金額少於四十萬美金。二、商品相關資產之價值已無法被計算或取得，而一個新的商品相關資產被取代，除非新的商品相關資產已經符合 Rule 5.2(j)(6)之要求。三、其他 NYSE Arca 認為不適宜之交易情形，皆會導致其作成下市或移除其上市資格之決定。

第二節 英國法上市相關規定

金融商品欲在英國上市需經過許可上市(admission to listing)與許可交易(admission to trading)兩個階段。許可上市階段的主管機關為 United Kingdom Listing Authority (英國上市管理局，下稱 UKLA)，隸屬於FSA之下。許可交易則是由London Stock Exchange (下稱倫敦證券交易所)負責⁷⁶。因此發行人若想將金融商品於倫敦證券交易所上市且交易，必須經過UKLA許可上市，以及倫敦證券交易所許可交易，才可於倫敦證券交易所上市交易。

而連動債商品之上市也必須經過上述兩階段，有關許可上市之相關法規為 FSMA 2000、Listing Rules (下稱上市規則)、Prospec-

⁷⁶ See James Perry (ed.), *The Financial Services and Markets Act: a practical legal guide*, Sweet & Maxwell, 2001, at 172.

tus Rules (公 開 說 明 書 規 則) 以 及 Disclosure Rules and Transparency Rules (資 訊 公 開 及 透 明 原 則)⁷⁷ , 許 可 交 易 之 相 關 規 定 為 LSE's Admission and Disclosure Standards⁷⁸ (下 稱 倫 敦 證 券 交 易 所 許 可 及 公 開 標 準) 。 而 就 許 可 上 市 部 份 , 由 於 本 文 著 重 點 在 於 對 於 發 行 人 、 發 行 商 品 之 要 求 與 限 制 , 故 將 以 上 市 規 則 作 為 主 要 討 論 之 素 材 。

所謂 的 許 可 上 市 是 指 將 申 請 者 之 證 券 列 於 官 方 上 市 證 券 清 單 (official list) 之 上 , 與 傳 統 對 於 上 市 之 概 念 不 同 , 若 只 申 請 許 可 上 市 , 將 無 法 於 倫 敦 證 券 交 易 所 上 市 進 行 交 易 。 故 若 希 望 在 倫 敦 證 券 交 易 所 上 市 發 行 , 除 了 需 經 許 可 上 市 外 , 尚 需 許 可 交 易 於 倫 敦 證 券 交 易 所 , 才 可 於 倫 敦 證 券 交 易 所 上 市 發 行⁷⁹ 。 有 關 許 可 上 市 之 相 關 規 定 , 在 FSMA 2000 第 七 十 四 條 第 四 項 中 , 賦 予 FSA 制 訂 上 市 規 則 之 權 限 ; 第 八 十 條 則 規 定 上 市 申 請 書 應 公 開 一 般 性 資 訊 ; 第 八 十 一 條 中 要 求 發 行 者 , 在 遞 交 上 市 申 請 書 後 許 可 上 市 之 前 的 此 段 時 間 內 , 若 有 任 何 明 顯 的 改 變 或 新 資 訊 出 現 時 , 發 行 者 必 須 再 另 外 提 交 一 份 補 充 該 改 變 或 新 資 料 之 上 市 申 請 書⁸⁰ 。

而 在 FSA 依 FSMA 2000 授 權 所 制 定 的 上 市 規 則 中 , 對 於 證 券 、 封 閉 型 投 資 基 金 、 開 放 型 投 資 基 金 、 證 明 股 份 之 憑 證 、 債 券 及 特 殊 類 型 之 債 券 以 及 證 券 衍 生 性 商 品 (securitised derivatives) 設 有 不 同 之 上 市 要 求 。

而 連 動 債 商 品 究 屬 何 類 ? 現 UKLA 將 連 動 債 商 品 主 要 分 為 兩 類 型 , 而 適 用 於 不 同 之 上 市 標 準 。 若 為 本 金 連 結 之 連 動 債 商 品 (Redemption Linked Securities) , 由 於 此 類 商 品 到 期 時 取 回 之 本 金 , 依 其 所 連 結 的 金 融 商 品 之 漲 幅 而 變 化 , 有 保 本 型 與 非 保 本 型 之 商 品 , 在 英 國 法 下 , 將

⁷⁷ See Simon Firth, *supra* note 23, at 7.43.

⁷⁸ See James Perry (ed.), *supra* note 76, at 173.

⁷⁹ See Hebert Harrer, Quotation on The Official Market on The Frankfurt Stock Exchange Compared to The New York Stock Exchange and The London Stock Exchange, J.I.B.L. 2002, 17(12), 360-377, at 371, 372.

⁸⁰ See *id.*, at 369.

其納入債券上市的規範中⁸¹。另一類商品則為證券衍生性商品，該類商品受到上市規則第十九章之規範⁸²。

何謂證券衍生性商品？在FSA consultation paper 114 中，對於此議題有完整之討論，其認為證券衍生性商品是由不同之產品特性組合而成，並有各種不同之組合方式⁸³。此外，所有之證券衍生性商品都具有兩重要特性⁸⁴：一、該商品皆連結其他金融商品，二、此類商品皆允許發行人已不同之方式賦予投資人權利，例如：投資人支付一定金額，發行人給予投資人在特定價格時，可行使買權。在現行上市規則對於證券衍生性商品之定義為⁸⁵：「依據上市規則第十九章上市之選擇權、價差契約或具有債券性質之選擇權或價差契約。」因此包括股價指數連動債券、信用連動債券等連動債商品都屬於證券衍生性商品⁸⁶。

若以於倫敦證券交易所之主要市場(Main Market)上市為例，有關債券上市之要求，規範於上市規則第十七章，在上市規則 17.2.1 中說明：「債券上市之相關要求適用上市規則第二章」，在上市規則第二章中，分就申請人資格、證券合法性、證券流通性、發行市值以及公開說明書和上市申請書設有相關規定。

就申請人之資格⁸⁷，該申請人必須是合法成立之公司、公司的運作必須遵守其公司章程。該證券需為合法證券⁸⁸、且「許可交易」於經認可之交易所⁸⁹，例如倫敦證券交易所即為經認可之交易所，故若欲許可

⁸¹ 可參FSA網站，http://www.fsa.gov.uk/Pages/Doing/UKLA/global/rlink_sec/index.shtml（最後瀏覽日：2009/5/13）。

⁸² See Simon Firth, *supra* note 23, at 7.42；

另可參FSA網站，http://www.fsa.gov.uk/Pages/Doing/UKLA/global/sec_der/index.shtml（最後瀏覽日：2009/5/13）

⁸³ See FSA, FSA Consultation Paper 114 : Proposed Listing and Conduct of Business Rules for Securitised Derivatives, 2001.11, at 2.14.

⁸⁴ See *id.*, at 2.16.

⁸⁵ an option or contract for differences which, in either case, is listed under LR 19 (including such an option or contract for differences which is also a debenture).

⁸⁶ See Simon Firth, *supra* note 23, at 7.42.

⁸⁷ See Listing Rules 2.2.1(R).

⁸⁸ See Listing Rules 2.2.2(R).

⁸⁹ See Listing Rules 2.2.3(R).

上市，則必須於倫敦證券交易所等經認可之交易所取得「許可交易」，才會被容許許可上市。而由於倫敦證券交易所與UKLA之合作協調⁹⁰，許可上市與許可交易的結果通知幾乎同時發生。

就證券之流通性，在上市規則 2.2.4 中規定，證券必須可自由流通，因此原則上不可有任何抵押權或是限制證券移轉之權利存於其上。在上市規則 2.2.7 中，則要求債券之發行市值，必須超過二十萬英鎊。另外就公開說明書之要求⁹¹，要求申請上市者所提出之公開說明書，必須是經過FSA核准且公開的；就上市申請書部份⁹²，也要求申請上市者所提出的上市申請書，需是被核准且公開的。若符合上述之基本要求以及UKLA之特別要求，即許可其上市。

就證券衍生性商品許可上市之標準規範於上市規則第十九章，除了必須符合第二章對於證券之相關規定外，並另就發行人、其所連結之商品、並特別對零售市場商品設有更嚴格之規範。就發行人之部份，在上市規則 19.2.2 中規定，發行人必須取得FSMA 2000 的授權，允許其以銀行、證券商或期貨商之身分進行交易，以及申請證券衍生性商品之上市；另若發行人為外國公司時，則其所受規範之程度必須與英國法等同，才可申請證券衍生性商品之上市。上述之規定主要是為了確保發行人將會受到COBS的規範⁹³，而必須遵守忠實義務、以及行銷、銷售階段之相關規範。

另外就其所連結之商品，除非是匯率、指數或利率，否則皆必須在受規範的公開交易市場進行交易⁹⁴，以確保投資人可隨時取得連動債所連結之商品的價格⁹⁵。就零售市場商品本身之性質而言，除了必須符合上市規則 19.2.3 之規定外，且不可為有條件義務之投資商品(contin-

⁹⁰ See James Perry (ed.), *supra* note 76, at 178.

⁹¹ See Listing Rules 2.2.10(R).

⁹² See Listing Rules 2.2.11(R).

⁹³ See FSA, *supra* note 83, at 2.58.

⁹⁴ See Listing Rules 19.2.3(R).

⁹⁵ See FSA, *supra* note 83, at 2.47~2.51.

gent liability investment)⁹⁶，即除了投資金額之外，投資人不須再支付投資金額以外之費用，因此投資人的損失即限於其投資之金額，而不會再擴大。

最後為了避免投資人購買之零售市場商品到期且獲利(in the money)時，因投資人未執行權利，而導致其失去原有之獲利，因此對於現金結算之商品，要求自動執行此類商品投資人之權利；對於實物結算之商品，如果投資人忘記寄發執行其權利之通知(exercise notice)予發行人，此時發行人仍然必須給付相當於該實物價值之現金給投資人⁹⁷。即投資人雖未執行其權利，照理而言應無法取得其所交易之實物及現金，但上市規則為了保護零售市場之投資人，而要求此時發行人雖不須給付該實物，但仍須給付等值之現金予投資人。

若發行人欲在倫敦證券交易所上市且進行交易，尚需經倫敦證券交易所「許可交易」，才可於倫敦證券交易所上市進行交易。依據倫敦證券交易所許可及公開標準之規定，發行人欲許可交易之證券必須是已上市、計畫上市或具有類似性質之證券⁹⁸；就發行人部份⁹⁹，要求該發行人必須遵守證券監理者(security regulator)所訂定之規範以及許可其交易之交易所之規定；證券需可自由流通¹⁰⁰；以及就該許可交易之證券必須是以公平、有系統的、有效率的方式進行交易¹⁰¹。

最後倫敦證券交易所以下兩種情形，可能拒絕申請者之許可交易申請¹⁰²：一、若許可該證券之交易將會降低交易市場的系統操作或市場的公正性時。二、若該申請者無法遵守此標準或任何倫敦證券交易所之規定時，此時倫敦證券交易所即可能拒絕申請者之申請。同時，倫敦證券交易所對於應何時提出許可交易之申請時程與文件，在倫敦證券交易

⁹⁶ See Listing Rules 19.2.5(R).

⁹⁷ See Listing Rules 19.2.6(R).

⁹⁸ See LSE's Admission and Disclosure Standards 1.1.

⁹⁹ See LSE's Admission and Disclosure Standards 1.2.

¹⁰⁰ See LSE's Admission and Disclosure Standards 1.3.

¹⁰¹ See LSE's Admission and Disclosure Standards 1.4.

¹⁰² See LSE's Admission and Disclosure Standards 1.5.

所許可及公開標準 2.1 至 2.4 中有詳細之規定，欲申請許可交易者必須遵守該申請流程。

與 NYSE Arca Equities Rules 相比較，可發現英美對於連動債商品上市之規範架構略有不同，在英國連動債商品欲上市，必須經過許可上市及許可交易兩階段，在美國則無此區分。就上市之要求，雖然英國上市規則與 NYSE Arca Equities Rules 對於發行人及連動債商品本身皆有所要求，但其要求之方式略有不同，以證券衍生性商品為例，在英國上市規則中透過要求發行人為經 FSMA 2000 之授權，以銀行、證券商、期貨商等身分進行交易，且具有申請證券衍生性商品上市之資格，才可申請連動債商品之上市；在 NYSE Arca Equities Rules 中，則是對發行者之資產及獲利訂下明確的標準。

就連動債商品部份，在英國上市規則與 NYSE Arca Equities Rules 皆要求該證券為自由流通以及發行市值需超過一定數額。但就連動債商品所連結之標的與連結標的之發行人，NYSE Arca Equities Rules 皆設有詳細之規定，但在英國上市規則中，則並無相關規定。

在英國上市規則中，並無如 NYSE Arca Equities Rules 對於各種不同類型之連動債商品設有不同之分類及標準，而只將連動債商品依其商品部位中是否有選擇權或價差契約區分為兩類，以債券或證券衍生性商品之上市標準要求，故在規定上未若 NYSE Arca Equities Rules 詳細，採取較為概括的解釋方式，乃是英國政府為了避免與時創新之金融商品迅速變化，而導致法規因應不及所選擇之規範模式¹⁰³，但是否過於鬆散，是值得思考之處。

¹⁰³ See FSA, *supra* note 83, at 2.2.

第三節 我國法對於私募、上市之相關規定

我國法對於私募，規範於證交法第四十三條之六，在條文中規定：「公開發行股票之公司，得以有代表已發行股份總數過半數股東之出席，出席股東表決權三分之二以上之同意，對符合特定資格之人進行有價證券之私募...」。可知限於有價證券之私募，而所謂的有價證券，依據證交法第六條之規定，包括政府債券、公司股票、公司債券以及第二項中被「視為」有價證券的新股認購權利證書、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。除了上述之列舉，其並在第一項後段並以概括條款：「經主管機關核定之有價證券」，以因應金融發展而生之許多新興金融商品。

而經主管機關核定之有價證券，包括受益憑證、華僑或外國人在台募集資金赴外投資鎖訂立之投資契約、認購權證、公司債券分割後之息票、非短期票券之受益證券及資產基礎證券、以及期貨信託事業募集期貨信託基金所發行之受益憑證¹⁰⁴。故由此可知，目前連動債商品在我國似無法透過私募制度募集資金。

我國關於有價證券之上市規定，規範於台灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則（下稱上市審查準則）。就一般公司申請股票上市，規範於上市審查準則第四條；而其他有價證券之上市，則規範於上市審查準則第二十一條至第二十四條。

所謂的其他有價證券，包括新股認購權利證書或新股權利證書、政府債券、奉准發行之金融債券及由上市公司發行之公司債、奉准公開發行且成立之國內封閉式證券投資信託基金之受益憑證、奉准公開發行且成立之指數股票型證券投資信託資金之受益憑證，以及有關金融資產證

¹⁰⁴ 中華民國 96 年 8 月 8 日發文字號：金管證七字第 0960038704 號 依據證券交易法第六條第一項規定，核定期貨信託事業為募集期貨信託基金所發行之受益憑證為證券交易法所稱之有價證券。

券化相關商品之上市。故由此可知，連動債商品之上市，我國目前是無相關規範的。

若如美國或英國，將連動債商品於集中交易市場上市，是否合宜？其各有利弊，對於投資人而言，連動債商品變化多端，不同的商品組合帶來了不同的風險，除了傳統衍生性金融商品所具備的市場風險、信用風險、流通性風險之外，在產品組合之後，投資人更難以瞭解連動債之商品本質為何，這與股票不同，投資人在投資股票時，注意股市之股價，即可瞭解其所持有股票之狀態，也較容易預測未來走向，反之，由於連動債依其所連結之標的多寡，再加上付諸於其上之條件，使得投資人若要預測其未來走勢，尚需瞭解其所連結之標的，以及付諸於其上之獲利條件，故不論在認識連動債商品本身、預測未來之走勢，以及商品本身所揭露之資訊透明度上，對於一般投資人而言，有相當之門檻，難以瞭解。故在國外，大都是藉由私募之途徑募集資金，藉此將銷售客層限於合格之投資人，只有在資產或金融知識到達一定程度者，才可投資連動債商品，故本文對於連動債之上市，採取較為保守之立場，認為我國目前一般投資人仍須再教育，需待整體投資環境更為成熟之時，再觀察是否應該使連動債在集中市場上市交易。

第四節 我國目前連動債商品交易之平臺

我國目前連動債商品交易之平臺，若以銷售連動債之大宗主體銀行為例，銀行向投資人銷售連動債時¹⁰⁵，通常是以信託架構作為交易平臺，採金錢信託之方式，所謂金錢信託是指以金錢為信託財產者¹⁰⁶。信託業辦理金錢信託業務，在信託終了時，通常是以金錢支付收益人，但當事人若另有約定，則從其約定¹⁰⁷。

金錢信託之種類可依受託人對於金錢信託是否具有運用決定權而分為指定應用、無指定應用及特定金錢信託¹⁰⁸。在受託人具有運用決定權之情形下，可分為指定應用與無指定應用，指定應用金錢信託乃是指委託人對信託財產為概括指定運用範圍或方法，而受託人在其指定範圍內具有運用決定權；無指定應用金錢信託則是指委託人對信託財產不指定運用範圍或方法，¹⁰⁹故信託業者具有完全資金運用之權限。而特定金錢信託，則是指委託人保留對於信託財產之運用決定權，故受託人並不具有運用決定權，投資人本人或其所委任的第三人，將就該信託財產的投資標的、投資金額、扣款方式、期間等事項為具體運用指示，信託業者需依該具體運用指示所決定的運用範圍或方法，將信託財產投資於特定的金融商品。

除了上述的分類之外，信託業法於第八條第一項定義共同信託基金，依該項規定共同信託基金是指信託業就一定之投資標的，以發行受益證券或記帳方式向不特定多數人募集，並為該不特定多數人之利益而運用之信託資金。學說認為此形態之信託方式，在功能與目的上皆與證券投資信託基金類似¹¹⁰，皆立於信託契約之基礎上，由金融業者向不特定大眾發行，委託人購買基金後取得受益證券或受益憑證而成為受益

¹⁰⁵ 聯合報，2008年11月6日，連動債銷售與監理，王志誠教授於聯合報上發表此文章。

¹⁰⁶ 陳春山，信託及信託業法釋論，台灣金融研訓院，2000年8月增修訂3版，頁167。

¹⁰⁷ 黃子能、黃思國、陳月珍，信託業法釋論，台灣金融研訓院，2003年7月初版，頁57。

¹⁰⁸ 信託業法施行細則第七條。

¹⁰⁹ 王文宇，民商法理論與經濟分析（二），元照出版有限公司，2003年4月初版，頁359。

¹¹⁰ 王文宇，同前註，頁367~368。

人。而兩者之不同處僅在於證券投資信託基金之標的僅限於證券市場，而共同信託基金之標的則無限制。

故於共同信託基金之投資標的為有價證券時，即與投信基金無不同，因此信託業法第八條第二項規定，若共同信託基金以投資證券交易法第六條之有價證券為目的，其符合一定條件者，應依證券投資信託及顧問法有關規定辦理。

而目前銀行銷售連動債商品，通常並非透過共同信託基金販賣予投資人，而是銷售連動債商品予投資人，與其成立「特定金錢信託」之法律關係，故並無證券投資信託及顧問法之適用。

由於投資人是藉由特定金錢信託之方式購買連動債商品，故與連動債發行機構締約者其實為銀行，銀行為買賣契約之相對人¹¹¹，然後銀行再透過信託平臺，以特定金錢信託之法律關係，與一般投資人訂定信託契約。因此在銀行銷售連動債之平台形成規範上之巨大漏洞，例如在國外，若發行機構以私募之方式發行連動債商品，銀行向其購買，之後再以信託平臺重新包裝連動債商品，讓一般投資人投資，形成在國外，必須為合格投資人、或必須符合專業投資背景以及投資經驗兩條件才可投資連動債商品之非合格投資人，在我國卻只要一般投資人或是散戶即可投資之不合理情形。

銀行以信託平臺販賣連動債商品最大的問題在於金管會對於信託商品之開辦乃是採取相當寬鬆之規範，依據信託營運範圍受益權轉讓限制風險揭露及行銷約定管理辦法第二條第三項：「符合主管機關所定一定條件之信託業，其經主管機關核定之信託業務，除主管機關另有限制規定外，得逕行開辦各種信託商品或混合兩種以上信託業務項目之新種信託商品，並於開辦後十五日內檢具營業計畫書及信託契約範本報主管機關備查。」可見只要是經主管機關核定之信託業務，即可逕行開辦各種

¹¹¹ 王志誠，前揭註 105。

信託商品，只需事後備查，換言之，並不採實質審查原則，故只要該信託業者已經經主管機關核定可經營金錢信託業務，則之後其欲開辦何種金融商品，皆只需事後審查即可，如此過於寬鬆之規定，導致銀行在經營特定金錢信託業務之時，將在國外只能銷售給合格投資人之連動債商品銷售予一般投資人。

而面對此情形，金管會於 97 年 10 月 23 日第 223 次委員會會議進行討論¹¹²，經決議將依下列原則，儘速建立完善之連動債商品審查機制：一、有關信託業以特定用途金錢信託方式銷售連動債商品部分：（一）審查機制法源依據：擬修正「信託業營運範圍受益轉讓限制風險揭露及行銷定約管理辦法」，或於該辦法第 3 條所訂定之行政規則，進行規範。（二）審查機制之運作：1、國外連動債係以私募方式銷售者，信託業欲在國內銷售，須經信託業公會審查後，報金管會備查。2、國外連動債係以公募方式銷售者，信託業欲在國內銷售，須經由信託業公會審查後，報金管會審查。（三）銷售門檻之限制：原則上依國外連動債銷售方式定之，信託業欲於國內銷售者，其銷售門檻條件應與國外相同，不得分割銷售；於國外不得銷售予一般投資人者，於國內亦不得銷售予一般投資人。

故就在國外是以公募方式銷售連動債者，未來主管機關將採實質審查原則，就國外以私募方式銷售連動債者，金管會仍採備查原則，但是在銷售門檻上，要求與國外相同，既保護一般散戶投資人，又不過於限於金融市場之自由，或許為妥適之做法。

¹¹² 可參金管會網站，http://www.fsc.gov.tw/news_detail2.aspx?icuitem=4964721（最後瀏覽日：2009/5/2）；另根據境外結構型商品審查機制草案，以後只要是高報酬、高風險的商品，都會在審核過程中被刪除，禁止銷售給一般投資人。此外，一旦被判斷為「一般投資人」者，以後都不能跨入「專業投資人」，永遠只能買低風險、低報酬商品，可參雷盈，高報酬結構債向散戶說拜拜，經濟日報，2009年5月8日，B1版。

第四章 行銷階段對於投資人的保護

第一節 英國法

第一項 英國立法架構簡介

在英國，對於金融商品的行銷規範主要可見於Financial Services and Markets Act 2000（金融服務暨市場法，下稱FSMA 2000）第二十一條、Financial Services and Markets Act 2000(Financial Promotion) Order 2005¹¹³（下稱FPO）以及Conduct of Business Sourcebook¹¹⁴（商業行為指導準則，下稱COBS）。其中FSMA 2000 第二十一條及FPO所規範的對象為無授權之人(authorized person)；對於共同投資計畫(collective investment scheme) 的情形，則是規範在FSMA 2000 第二百三十八條以下；COBS所規範的則是經授權之人(authorized person)。

英國對於行銷的規範主要是採取二次立法的模式(secondary legislation)，簡單來說，就是希望在FSMA 2000，就金融商品行銷的規範能盡量的包納所有行銷樣貌的可能性，畢竟科技日新月異，英國財政部希望在立法時可以避免因為新科技的出現，而造成剛通過的新法隨即又要更改的情形，於是採取二次立法的模式，留與財政部訂定命令的空間來限縮行銷行為之態樣，FPO就於此情形下出現¹¹⁵。

觀察 FSMA2000 第二十一條的規範模式，在第一項說明其所欲規範的主體為無授權之人，在第二項則規範不適用於此條之對象，第三項及第七項則是界定其所管轄的地域範圍，第四項到第六項則是賦予財政

¹¹³ S.I. 2005/1529.

¹¹⁴ 可參FSA網站，<http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/COBS>（最後瀏覽日：2009/5/1）。

¹¹⁵ See James Perry (ed.), *supra* note 76, at 132~134.

部制定命令的權利，以避免第二十一條之規定過於廣泛，而導致人民無所適從的情形出現，第八項到第十五項則是針對一些名詞作解釋。

其中在第四項賦予財政部對於何謂「商業行為」制定命令的權利，在第五項則賦予財政部制定豁免於第二十一條第一項的情形，財政部因該項之授權而制定 FPO，因此 FPO 的主要內容大都集中在哪些行銷態樣是被豁免，而不受 FSMA 2000 第二十一條第一項的限制。在第二十一條第六項，則是賦予財政部可制定命令，豁免某些傳遞訊息 (communication) 的態樣以及豁免某些在英國境外起始的傳遞訊息態樣之權利。

簡而言之，財政部在 FSMA 2000 下賦予的授權主要有三，一、定性哪些行銷行為態樣需受到規範；二、某些行為本來受到第二十一條第一項之規範，但財政部可制定命令將其豁免；三、若傳遞訊息行為源自於英國境外，但對於英國境內產生了影響，依 FSMA 2000 第二十一條第三項適用第一項之結果，仍受到第一項之限制，但財政部可制定命令，在特定情形下，使該特定行為可豁免於 FSMA 第二十一條第一項¹¹⁶，而不受該項之限制。

由於連動債商品的行銷在我國大多是由經授權之人所為之，因此本文主要關注焦點在於經授權之人行銷時之義務與權利，故將著重於 COBS 的討論，但由於許多重要的概念在 FSMA 2000 第二十一條也有討論，故本文接下來將會略述第二十一條的一些重要概念及 FPO 之規範架構，之後再詳談 COBS 對經授權之人的規範。

¹¹⁶ See *id.*

第二項 FSMA 2000 及 FPO

FSMA 2000 第二十一條第一項之條文內容為：「任何人不能在商業行為過程中，進行要約、或是誘使他人而使他人參與投資行為。」其在第二項更進一步說明：「第一項之情形並不適用於以下兩種情形(a)該行為人為經授權之人(b)該傳遞訊息之內容已經過經授權之人之許可」¹¹⁷，由第二項的內容可知，凡為經授權之人之行為、或該行銷之內容已為經授權之人所許可，將不受第二十一條第一項對於金融商品行銷的限制，但若是非經授權之人則將受到該條第一項的限制。

不過這並非意謂第二項的兩種情形就不須受到任何法律的規範，第二項所列的兩種情形，雖不受到 FSMA2000 第二十一條第一項的限制，但是仍受到 COBS 的規範，有關 COBS 對於經授權之人所要求遵守的義務，將在第三節有詳細的介紹。

而在第一項的部份，有幾個重要的面向是必須被討論的，依照條文規定，對於一個非經授權之人，是不得於商業行為過程中進行要約、或是誘使他人而使他人參與投資行為。首先，條文中之用語是 communication 而不是標題所列出的 promotion，原因為何？communication 的定義又為何？這是否與財政部對於行銷的見解採取概括或限縮有關？其二何謂「在商業行為過程中」(in the course of business)？此問題影響到非經授權之人不受二十一條第一項規範的行為態樣廣狹的問題。

首先先討論客觀要件，何謂 communication？在 FSMA 2000 第二十一條第十三項認為：傳遞訊息包括「使訊息傳遞」(causing a communication to be made)，如何定性 communication，將影響到適

¹¹⁷ See FSMA 2000§21(1)A person (“A”) must not, in the course of business, communicate an invitation or inducement to engage in investment activity.(2)But subsection (1) does not apply if – (a) A is an authorized person ; or (b) the content of the communication is approved for the purposes of this section by an authorized person.

用此條時，受規範主體的範圍大小。而照此條的文義解釋，那麼所有與構成金融商品訊息傳遞有關者，都將被納入規範，而責任主體範圍將會很廣，包括電信業者、網通業者以及郵政系統等等。

但其實將受規範主體的範圍如此無遠弗屆，並非英國財政部之原意，對於只是單純使者(*mere conduits*)的角色，並無意使其受到第二十一條的規範，所以在FPO對於這些情形有相關的豁免規定¹¹⁸。

對於廣告製作公司於行銷過程中之定位，由於並非如網路或網通業者那樣單純，只是扮演傳遞訊息的使者角色，其更負責發想廣告內容的主要地位，而這些廣告製作公司通常都不會是經授權之人，在這種情形時，又該如何呢？對於此情形，在金融行銷第三次諮詢文件中可見英國財政部對此情形之態度，其認為：「若金融行銷之內容是源自於經授權之人之同意或與其溝通的情形下，那麼所有參與此行銷訊息傳遞之人，將不會受到金融行銷的限制。¹¹⁹」由此可見，只要這些廣告製作公司能夠確認其廣告內容受到經授權之人之同意，那麼即可豁免於FSMA 2000第二十一條第一項，而不受其限制。

有關傳遞訊息(*communication*)的各種類型，在FSMA 2000其實並無清楚列出，但在FPO第七條及第八條中則有較為清楚的說明。在FPO第七條中以即時互動與否，區分為對話意思表示(*real time communication*)及非對話意思表示(*non-real time communication*)；在第八條，則是根據消費者是否採主動態度來區分為非主動對話意思表示(*solicited real time communication*)及主動對話意思表示(*unsolicited real time communication*)。

所謂的對話意思表示，規範在FPO第七條第一項中：「是任何與親身拜訪、電話對話或其他互動性對話有關的溝通方式，皆屬於對話意思

¹¹⁸ See James Perry (ed.), *supra* note 76, at 137~139

¹¹⁹ See *id.*

表示。¹²⁰」其並在第二項中，以排除的概念劃定非對話意思表示的範圍，在第二項中說明：「任何未落入第一項溝通之種類者，皆屬於非對話意思表示。¹²¹」並在第五項列舉出屬於非對話意思表示的因素，一但具有這些因素，就可能屬於非對話意思表示。

而在FPO第八條第一項則說明，何為主動對話意思表示，其在第一項中說明，若在對話意思表示的情形下，該來訪者之拜訪、電話來電或是任何形式之互動對話，是因為接受訊息的受話方之行為、或是回應受話方之表示才進行上述行為，即屬於非主動的對話意思表示¹²²。在第三項並說明，在特定情形下，會被視為「非受話方主動要求」的情形，而被認為是主動的對話意思表示，例如在第八條第三項第a款的情形：「相對人因為自己的疏忽，而忘了明確說明不願意另一方親身拜訪、打電話或要約未來的對話。」以及a款(ii)：「除非有清楚表示願意他方拜訪或電話，否則在標準化契約下的同意，並不構成受話方主動要求」。

123

在瞭解communication的意義後，其次要討論的是為何在FSMA 2000中，其標題所用為promotion，但為何於條文規範中卻又不見其身影，而改用communication？其原因在於在立法過程當中，面對各界意

¹²⁰ See FPO Art. 7(1) In this Order, references to a real time communication are references to any communication made in the course of a personal visit, telephone conversation or other interactive dialogue.

¹²¹ See FPO Art. 7(2) A non-real time communication is a communication not falling within paragraph (1).

¹²² See FPO Art. 8(1) A real time communication is solicited where it is made in the course of a personal visit, telephone call or other interactive dialogue if that call, visit or dialogue—(a) was initiated by the recipient of the communication; or (b) takes place in response to an express request from the recipient of the communication.

¹²³ See FPO Art. 8(2) A real time communication is unsolicited where it is made otherwise than as described in paragraph (1).

(3) For the purposes of paragraph (1)—

(a) a person is not to be treated as expressly requesting a call, visit or dialogue—

(i) because he omits to indicate that he does not wish to receive any or any further visits or calls or to engage in any or any further dialogue;

(ii) because he agrees to standard terms that state that such visits, calls or dialogue will take place, unless he has signified clearly that, in addition to agreeing to the terms, he is willing for them to take place;

(b) a communication is solicited only if it is clear from all the circumstance when the call, visit or dialogue is initiated or requested that during the course of the visit, call or dialogue communications will be made concerning the kind of controlled activities or investments to which the communications in fact made relate;

(c) it is immaterial whether the express request was made before or after this article comes into force.

見時，原來英國財政部希望將主觀要件「意圖行銷」納入(intention to promote)，但在具體闡釋該要件時，發生困難，因此捨棄使用「promote」，而改以較為客觀要件的「communication」，但在communication外另外加上要約或誘導(invitation or inducement)兩要件來限縮其範圍，而其在第二次諮詢文件(Second Consultation Document)中也有清楚的說明：「第二十一條的限制主要適用於包含一定誘導程度的溝通，而不包括純粹事實或資訊的提供，純粹事實資訊的提供並不會符合要約或是誘導之要件」。¹²⁴

那麼對於非經授權之人，究竟是否要求主觀要件「意圖行銷」的存在？其實原來英國財政部是希望將該主觀要件保留下來的，因為其在FSMA 2000的前身1986 Act的第五十七條中，是以「要約」(invite)和「該資訊是可預測將會直接或間接導致他人進行投資行為」(information calculated to lead directly or indirectly)來定義何為具有投資性質之廣告(investment advertisement)，而「calculation」就具有某種主觀要件的存在，因此原來政府是希望可以繼續保留該主觀要件。但在立法過程中，許多回應者認為針對誘導(inducement)在字典中的字義裡，是指就算行銷者沒有意圖，但如果溝通的效果將會導致他人採取更進一步的行為時，即符合誘導的行為態樣。換句話說，已不要求非經授權之人須具備主觀要件¹²⁵。

由此可知，對於投資人而言在舉證上變得更為簡易，因投資人不須再證明非經授權之人有行銷之意圖，即可根據二十一條第一項，要求行銷之人對其損失負損害賠償之責。

第二個重要面向即為何謂「在商業行為過程中」(in the course of business)？不管於FSMA 2000第二十一條本文，或是在FPO中都不見財政部對其做任何的定義及解釋，英國財政部是否刻意不對其做解釋，可從金融行銷第二次諮詢文件中瞭解其想法，在該文件中提到：

¹²⁴ See James Perry (ed.), *supra* note 76, at 135.

¹²⁵ See *id.*

「財政部之所以不運用其權力，是因為希望讓「在商業行為過程中」，能回歸其原始的意義，並在之後交由法院判斷。」所以由此可見，英國財政部之所以不運用第二十一條第四項賦予的權力，在 FPO 對其下定義的原因乃在於希望未來能交由法院個案判斷，而讓此要件有更多的彈性。

而在英國有學說見解認為，就「在商業行為過程中」之定義，其實是寬鬆的認定（指 any business），換言之，就算該 communication 與商業行為無關，或是對於獲得商業利益並無太大助益，只要在金融行銷與商業間具備足夠的關連性即可適用 FSMA 2000 第二十一條的限制。其並舉出一例，例如今天一公司欲在市場上行銷販賣其股票，就此行為而言，其並非公司所營事業，但是因為在「any business」的概念之下，只要是商業目的，即落入該條第一項的規範中¹²⁶。

雖然 FPO 所規範的對象主要是無授權之人，但之後有關 COBS 的討論，兩者於某些概念上有共通之處，因此本文在此先做一概略的介紹。FPO 之規範主要可分為六大部分，在第一章，主要是談到其授權依據、開始施行的時間，以及名詞之解釋；第二章，則在定性何謂受控制的行為 (controlled activities) 及受控制的投資 (controlled investment)，而 FPO 的「受控制行為」與 RAO 中「受規範行為」兩者間的關係，於此章中可看見其不同之處，而這將影響到未授權之人，在特定情形下，原可依 RAO 之規範被豁免，但於行銷時因受到 FPO 的規範，故必須觀察在 FPO 中有無相關豁免規定，若無豁免之規定，則仍須遵守 FPO 之規範。此外，有關傳遞訊息 (communication) 之定義及分類，在本章中也都有詳細的介紹。

第四章中則將所有受控制行為下皆可豁免的情形列出；第五章，則是列出在存款及保險的情形下，可豁免之行為；第六章，則是列出特定的受控制行為情形，才會被豁免的情形。

¹²⁶See *id.*, at 136~137.

第三項 COBS

COBS於2007年11月1日生效，其前身為Conduct of Business Rule（下稱COB），其變革的主要原因主要有二，其一為原來COB是在遵循歐盟的Investment Services Directive¹²⁷（下稱ISD）下所制定，而之後ISD被Markets in Financial Instruments Directive¹²⁸（下稱MiFID）取代，因此英國政府為了配合MiFID的新制，而通過了COBS；第二個原因則為FSA希望有更好的規範計畫，在此兩原因下，英國政府訂定了COBS取代原來的COB。

而於COBS中，主要有三種規則，第一種為規則後標註R者，此類規則通常是基於FSMA 2000 第一百三十八條、或一百四十條至一百四十七條授權所制定之規則，其法律效果端看條文中如何規定，大部分是課以經授權之人法律上之義務為主。第二種則為規則後標註G者，此類規則通常是基於FSMA 2000 第一百五十七條授權所制定的解釋性規則，並不具有法律效果，也不影響證據力，通常是解釋某些規範上之要求，但並不課以義務，以我國法之概念，類似於行政函釋。第三種則為規則後標註E者，此類規則通常是依FSMA 2000 第一百四十九條授權制定，該類規則通常被FSA作為行為人是否遵守規則之參考因素，例如在Code of Market Conduct中，此類規則大都在描述市場詐欺之行為態樣，因此雖然違反此類規則，並不會有法律效果，但會是FSA在判斷行為人有無市場詐欺行為的考量因素¹²⁹。而這樣的規則分類方式，在FSA所有的Handbook中皆有適用。在了解COBS基本的規範方式後，本文接下來將討論行銷階段中，COBS之相關規範。

第一款 顧客分類

¹²⁷ See DIRECTIVE 93/22/EEC, OJ L 141, 11.6.1993.

¹²⁸ See DIRECTIVE 2004/39/EC, OJ L 145, 30.4.2004.

¹²⁹ See Jonathan Fisher QC, et al., *The Law of Investor Protection*, Sweet & Maxwell, 2003, at 2.37.

COBS有一重要的特性，即其依照顧客的性質而做分類，這是沿襲著COB制度下的規範概念，原因在於不同性質的顧客其知識、資產及能承擔風險的能力皆不相同，因此須賦予不同程度的保護，在過去COB¹³⁰是將其分類為市場企業(market counterparties)、中級顧客(intermediate customers)以及個體顧客(private customers)。

而在COBS主要是規範在COBS 3以下，將顧客依其性質分類為合格企業(eligible counterparties)、專業投資人(professional clients)以及零售市場投資人(retail clients)，其定義分別規範在COBS 3.6、3.5及3.4中。且由於零售市場投資人對於金融商品的熟悉度、資產及承擔風險的能力，不若前兩者高，因此在COBS中對此類型的顧客，從行銷方式的限制、到說明義務，對其的保護程度最高，專業顧客次之，合格企業則較少。

第二款 行銷方式

在COBS中，有關行銷的相關規定，主要是規範在COBS 4以下，其中的規範並未如FPO對於各種可能行銷的方式再做分類及定義，而是直接的對其規範，其先在COBS 4.1.1中將適用於本章之情形說明清楚。在COBS 4.1.1(1)提到COBS 4以下是適用於傳遞「受RAO規範之行為」訊息時，所以對於不具備投資性質的商品，傳遞該類商品訊息的行為，皆非其所欲規範的行為，COBS 4.1.1(2)(a)(b)中有例示出一些商品，例如在促銷家庭消費規劃(home purchase plan)、家族繼承權規劃(home reversion plan)或是不具備投資性質的保險契約(non-investment insurance contract)時，此時該促銷行為並不受COBS 4以下之規範。對於共同投資計畫，則另行特別規範於COBS 4.12以下。

¹³⁰ See Simon Firth, *supra* note 23, at 7.55.

在 COBS 下雖未如 FPO，就各種類型的傳遞訊息方式做分類及定義，不過其對於「直接報價行銷」(direct offer financial promotions)、「訪問交易」(cold calling)以及非書面的金融行銷模式(promotions that are not in writing)，皆有特別的規範，分別規範於 COBS 4.7 及 4.8 以下，本文接下來針對其定性及相關規範先做介紹。

第一目 直接報價之行銷

所謂的直接報價行銷模式，主要有兩種行銷模式：一、如果該行銷方式中，金融業者為契約上之報價，投資人若回覆，契約即成立。二、金融業者要約任何投資人向業者出價，投資人向業者出價後，契約即成立。而上述兩種情形之報價內容為受FPO規範之行為之交易(controlled agreement)，此時即屬於直接報價行銷模式¹³¹。與一般行銷方式之不同處在於業者已提出報價，故投資人一但承諾，雙方即已締約。例如：金融業者向投資人寄出一份書面之廣告資料，並特別指出回應的方式，使這個書面的廣告內容，可以讓投資人獨自完成交易，而不再需要其他專業人員的服務時，此時即屬於直接報價之行銷模式¹³²。

而此類型之行銷模式，對一個投資人來說是相當危險的，因為在這份廣告資料中，投資人就可自行完成所有的交易內容，而不會再尋找其他專業人員幫忙，或是更進一步的向專業人員詢問其所可能隱含的風險，且承諾寄回給金融機構之後，即已締約。因此對於此類型的行銷模式，內容及行銷對象，在 COBS 4.7 以下都有特別的規範，而做較嚴格的管控。

¹³¹ See *id.*, at 7.58; See Jonathan Fisher QC, et al., *supra* note 129, at 12.08.

¹³² See *id.*, at 7.58.

第二目 訪問交易及非書面的金融行銷模式

對於訪問交易及非書面的行銷模式主要規範在 COBS 4.8 以下，其先在 COBS 4.8.1 規範出哪些金融行銷行為是不受此節所規範的，接下來在 COBS 4.8.2 中，列舉出不可進行訪問交易的情形，在 COBS 4.8.3 中，則列舉出例外可進行非書面金融行銷的情形。

依 COBS 4.8.2 規定，經授權之人原則上禁止進行訪問交易(cold calling)的行為，除非在以下所列舉的情形外，否則不可進行訪問交易。首先必須先瞭解何謂訪問交易？對於訪問交易的定義，在 COBS 中並未對其定義，主要原因是訪問交易之概念在過去已有解釋，故於 COBS 中並未特別說明，對於訪問交易之定義，可見於 the 1986 act 之規定，其規定所謂的訪問交易是指未經明示要約，而親自拜訪或以口頭方式溝通推銷，所以若企業經營者藉由電話、到客戶的住居所以及在街上向潛在客戶推銷，都屬於訪問交易的行為態樣¹³³。由於此類的行銷方式相當積極主動，投資人面對此類的行銷方式時，往往壓力較大，而較不易做出正確的決定，也因此 COBS 的規範中，特別對此類的行銷模式，更為嚴謹的規範以保護投資人。

不過在某些情形之下，例外可進行訪問交易，列舉之情形包括：一、當受話方與經授權之人本身就存在著客戶關係時，而雙方之客戶關係，將使受話方本身就可預期會有訪問交易的情形發生，那麼此時，即可被豁免。二、當訪問交易所欲行銷的金融商品並非波動性較高的基金、或其人身保險(life policy)所連結的對象並非是波動性較高之基金時，也可被豁免。三、其所連結的投資標的為政府發行之證券或是已上市、市場流通性較高之證券(readily realisable securities)¹³⁴或非組合式金融商品時，那麼此時也可被豁免，而可進行訪問交易¹³⁵。

¹³³ 曾宛如，公司管理與資本市場法制專論（一），元照出版公司，2007年10月2版，頁235~236。

¹³⁴ readily realizable security is (a) a government or public security denominated in the currency of the country of its issuer;(b) any other security which is:

(i) admitted to official listing on an exchange in an EEA State; or

由此可見主要的判斷標準有兩種，其一是受話方在客觀上需與經授權之人有客戶關係，在主觀上，還必須確定受話方是否可藉由這樣的客戶關係，判斷經授權之人是否會有訪問交易的行為，必須在客觀及主觀要件都符合的情形下，才可適用第一種豁免情形。而第二種判斷標準則是從金融商品的風險切入，只有風險性較低的金融商品，才可運用訪問交易的方式行銷，否則是被禁止的。

就非書面的金融行銷模式，則規範於COBS 4.8.3，依規定原則上經授權之人在營業處所外，不可對特定人進行非書面的金融行銷模式，除非傳遞訊息之人在符合以下四個條件的情形下，才可例外的進行非書面的金融行銷模式：首先必須是在一天當中的適當時間進行該行銷行為，第二、在一開始即表明其身分以及其所代表的公司，並表明此訊息傳遞之目的，第三、明確表示顧客有權利在任何時間點繼續或中斷這段對話，第四、把連絡方式列出，讓顧客知道對其進行安排的對象如何連絡。因此只有符合這四項條件，才可進行非書面的金融行銷模式¹³⁶。

(ii) regularly traded on or under the rules of such an exchange; or

(iii) regularly traded on or under the rules of a recognised investment exchange or (except in relation to unsolicited real time financial promotions) designated investment exchange;

(c) a newly issued security which can reasonably be expected to fall within (b) when it begins to be traded.

¹³⁵ See COBS 4.8.2(R)

A firm must not make a cold call unless:

(1) the recipient has an established existing client relationship with the firm and the relationship is such that the recipient envisages receiving cold calls; or

(2) the cold call relates to a generally marketable packaged product which is not:

(a) a higher volatility fund; or

(b) a life policy with a link (including a potential link) to a higher volatility fund; or

(3) the cold call relates to a controlled activity to be carried on by an authorised person or exempt person and the only controlled investments involved or which reasonably could be involved are:

(a) readily realisable securities (other than warrants); and

(b) generally marketable non-g geared packaged products.

¹³⁶ See COBS 4.8.3(R)

A firm must not initiate a non-written financial promotion communicated to a particular person outside the firm's premises, unless the person communicating it:

(1) only does so at an appropriate time of the day;

(2) identifies himself and the firm he represents at the outset and makes clear the purpose of the communication;

(3) clarifies if the client would like to continue with or terminate the communication, and terminates the communication at any time that the client requests it; and

(4) gives a contact point to any client with whom he arranges an appointment.

第三目 關於共同投資計畫的特別規定

共同投資計畫行銷部份之規定規範於FSMA 2000 Part X V II，Chapter II，第兩百三十八條至兩百四十一條。其中第兩百三十八條第一項規範¹³⁷，原則上就算是經授權之人也不可進行要約或誘使他人參與共同投資計畫商品，除非該基金為第四項中所列舉出的經授權之單位信託(authorized unit trust scheme)、由經授權之開放式投資公司所建立之基金(a scheme constituted by an authorized open-ended investment company)，以及經FSA認可之基金(recognized scheme)，這三種情形下之經授權之人才可進行要約或誘導他人加入共同投資計畫。而針對非第四項列舉出之基金商品，在符合某些例外之情形時，經授權之人也可就該商品進行要約或誘導等行為，本文之後將會詳細說明。

首先介紹第四項中所列舉出之金融商品，何謂經授權之單位信託？依照第二百三十七條之規定，指的是FSA基於FSMA 2000第二百四十三條第一項之授權，可制定關於單位信託之授權命令，若單位信託符合該授權命令之要求，而取得FSA之授權者，即為經授權之單位信託。

至於開放式投資公司，依照FSMA 2000 第兩百三十六條第一項之規定，必須符合對於財產條件以及投資條件之要求，才為開放式投資公司之公司型共同基金。財產條件的要求包括資產之獲利及管理必須是由公司處理或代表處理，此外基金之投資目的必須是分散其投資風險，以

¹³⁷See FSMA 2000 §238 (1)~(6):

- “(1) An authorised person must not communicate an invitation or promotion, inducement to participate in a collective investment scheme.
- (2) But that is subject to the following provisions of this section and to section 239.
- (3) Subsection (1) applies in the case of a communication originating outside the United Kingdom only if the communication is capable of having an effect in the United Kingdom.
- (4) Subsection (1) does not apply in relation to—
- (a) an authorised unit trust scheme;
- (b) a scheme constituted by an authorised open-ended investment company; or
- (c) a recognised scheme.
- (5) Subsection (1) does not apply to anything done in accordance with rules made by the Authority for the purpose of exempting from that subsection the promotion otherwise than to the general public of schemes of specified descriptions.
- (6) The Treasury may by order specify circumstances in which subsection (1) does not apply.”

及會給予基金投資人公司管理資產後之獲利；投資條件主要有二，一、要求該基金必須使投資人在其認為合理的時間中，使投資人瞭解基金投資之變化，例如股價之變化。其二，基金投資人於基金架構對於資產之配置，採用全部依照所參考之資產或主要依照其所參考之資產之計算方式下，使其投資實現。在符合財產條件與投資條件這兩條件的情形下，即有可能為開放式投資公司，但這只是最基本的兩條件。因為在第兩百三十六條第五項下，尚賦予財政部制定命令的權限，所以對於如何才符合開放式投資公司的條件，其實還有許多不確定性。

至於所謂的經認可之基金架構¹³⁸，指的是該基金在EEA state建立，在符合FSMA 2000 第兩百四十六條、兩百七十條以及兩百七十二條的條件下，經過認可後，即為所謂的經認可之基金架構。

所以由此可見，依FSMA 2000 第兩百三十八條之規定，若是經過FSA授權或認可之基金，則經授權之人仍可進行要約或誘導等行為。但對於未經授權或認可之基金商品，即未受規範之共同投資計畫商品(unregulated collective investment scheme)，原則上禁止經授權之人進行要約或誘導之行為。除非符合下述三種例外，此時經授權之人才可就未受規範之基金商品進行要約或誘導等行為：一、財政部依FSMA 2000 第兩百三十八條第六項之授權，針對特定之情形可制定豁免於第一項之命令，故就該命令中豁免之情形，經授權之人就未受規範之共同投資計畫商品，可例外的進行要約或誘導等行為。二、FSA 依據第兩百三十八條第五項之授權制定命令，准許就算是未受規範之共同投資計畫商品，經授權之人也可進行某些金融行銷行為。三、該共同投資計畫商品為第兩百三十九條之單一不動產基金(single property scheme)，此類商品因為該條第一項之規定，而可豁免於第兩百三十八條之規定¹³⁹。

¹³⁸ See Jonathan Fisher QC, et al., *supra* note 129, at 6.07.

¹³⁹ See Deborah A. Sabalot & Richard J. C. Everett, *The Financial Services and Markets Act 2000*, Butterworths, 2004, at 6.51.

而單一不動產基金指的是該基金之投資標的為，一、基金管理人 (operator) 所管理、或是由其代表管理之單一建築物（包括該建築物附隨之建築物），二、由一企業管理或代表管理之相鄰建築物。除此之外，交易之場所必須是經認可之投資交易所，或是有條件的允許於上述之交易所交易。若一投資計畫之投資標的及交易場所具有上述之特徵，即為單一不動產基金，而經授權之人在行銷此類金融商品時，則可對任何人進行要約或誘導等行為，而不受第兩百三十八條第一項之限制。

除了就經授權之人本身要約或誘導等行為設有限制外，若傳遞訊息之內容已經過經授權之人之許可時，原來於FSMA 2000 第二十一條第二項中規定，此時例外的不違反第二十一條第一項之限制，而允許無授權之人也可傳遞該訊息。但若該經授權之人所同意之傳遞訊息內容與共同投資計畫相關時，依照第兩百四十條之規定，此時即會因為違背兩百三十八條第一項之規定，經授權之人之同意將視為從未同意過，而無授權之人將不可傳遞與共同投資計畫相關之訊息¹⁴⁰。

故於FSMA 2000 的規範架構中，其不僅對於經授權之人本身進行要約或誘導行為設有限制，更禁止經授權之人對無授權之人許可其傳遞涉及未受規範之共同投資計畫商品內容之權利。因此經授權之人若違反FSMA 2000 第兩百三十八條及兩百四十條之規定，而導致投資人受有損害時，此時依照兩百四十一條，投資人可依第一百五十條¹⁴¹，提起損害賠償之訴訟。

之所以對於基金商品規範更為嚴控的原因在於基金投資人是將其資產交由第三方管理且投資，另外投資人本身對於基金也並非專精，為了

¹⁴⁰ See FSMA 2000 §240:

“(1) An authorised person may not approve for the purposes of Restriction on section 21 the content of a communication relating to a collective approval of investment scheme if he would be prohibited by section 238(1) from promotion, effecting the communication himself or from causing it to be communicated.

(2) For the purposes of determining in any case whether there has been a contravention of section 21(1), an approval given in contravention of subsection (1) is to be regarded as not having been given.”

¹⁴¹ See FSMA 2000 §150，本文將於本章第三節詳述該請求權基礎。

保護投資人，故對於未受規範之基金商品，要求經授權之人不可進行要約或誘導等行為。但在 COBS 4.12 中，則列出一些例外，在 COBS 4.12 的表四中，列出八類的投資人，在面對這八類投資人時，就算該基金商品並不屬於上述三種需經 FSA 授權或許可之商品，但在此時，例外的允許經授權之人可進行要約或誘導等行為。

這八類投資人中¹⁴²，第一類為原來即是該基金的投資人、或是在過去三十個月內為該基金之投資人，此類投資人若面對之行銷標的是與過去所投資的基金商品類似者、或由同一基金管理人管理者、或其原先投資之基金商品已被此基金併入或接管，此時即可豁免。

第二類則為經授權之人事先已經過合理評估，確認該投資適合該投資人、或是該經授權之人之顧客或新接受的顧客，此時就只能對該投資人行銷該適合於投資人之基金商品。第三類投資人為基於 Church Funds Investment Measure 1958、Charities Act 1993 第二十四條及 Charities Act (Northern Ireland) 1964 第二十五條，而可參與基金投資者，此時金融業者可向其行銷任何類型之基金商品。

第四類則是該投資人現為其員工、或過去曾為其員工，此時業者行銷之基金商品，其資產必須非現金或準現金資產，並且為下列兩種基金架構之一：一、若雇用人為公司，則該基金之資產需為公司或相關公司之股份或債券。二、在其他之情形，基金之架構則必須為下列兩者之一：一、若該基金是以有限責任合夥為架構，在該情形下，雇用人為無限責任合夥人，員工則為有限責任合夥人。二、若該基金是以信託為其架構，且經授權之人確信，不會對該員工造成任何除了基本費用以外的額外負擔，例如在該員工進入基金架構之前投資交易的損失。

而該共同投資計畫之參與對象限於合格員工、雇用人與相關之公

¹⁴² See COBS 4.12 table 4.

司。在符合基金架構以及參與對象限制的條件下，同時對於員工參與該基金之目的限於以下兩者之一：一、員工參與該基金是為了幫助其公司或同一集團之公司集資。二、幫助公司與客戶之共同集資。經授權之人只可向其員工行銷符合上述標準之共同投資計畫。

第五類投資人則為勞埃茲會社之成員或是任何經由法律規定應管理自己事務之人，其允許經授權之人向該類投資人行銷之商品，限於採有限責任架構，且成立目的是以保證勞埃茲會社之保險之共同投資計畫商品。

第六類情形為，若該金融行銷行為與受規範行為有關，但關於對某特定人進行此行為已被豁免時，則經授權之人可向該特定人就共同投資計畫商品，進行被豁免之行銷行為。

第七類投資人為合格之企業、或是專業顧客，則金融業者可向其行銷以專業顧客或合格企業為顧客群之基金商品。第八類則為經授權之人已經經過相當步驟評估該投資人是否具有一定的經驗或知識，而可自我作成投資決定、或者是投資人已清楚在契約以外之文件，書面聲明其瞭解經授權之人行銷「未受規範之共同投資計畫商品」之事實，此時金融業者可向其行銷經過其評估後之共同投資計畫商品。

故可發現允許經授權之人行銷未受規範之共同投資計畫商品之對象，必須是對於該金融商品有所認識，例如曾經是相關商品之投資人、或是在經授權之人之金融機構下工作過、或是具備相關知識，例如為合格企業或專業投資人，或是經過經授權之人評估為具備相關知識者。

此外，針對不同類型之投資人，就「未受規範的共同投資計畫商品」有不同之限制，在符合上述情形下，經授權之人才可對其進行行銷相關行為，可見 COBS 仍是站在保護投資人之初衷下而規範，只有於例外情外，才允許經授權之人進行行銷相關行為。

第三款 對於行銷內容的規範

對於行銷內容的原則性規範，主要規定於COBS 4.2.4，在第一項規定若該金融行銷的內容，是與產品及服務有關者，則必須於金融行銷的內容中清楚說明客戶的資產風險。第二項則規定若行銷內容與獲利率有關時，則必須平衡的將短期及長期投資預測清楚說明。第三項中則規定若所欲行銷的金融商品或服務，其付費結構複雜、或是經授權之公司會獲得超過一項以上的報酬時，就必須確認所有的資訊必須是公平、清楚，且非使人誤解者，同時提供足夠之資訊，讓投資人可據以考量判斷。第四項則規定，必須說明是否受到FSA的管轄，對於不受FSA管轄的部份，也必須清楚說明，並且明確表示有哪些事物不受FSA管轄。最後在第五項規定，若該包裝產品¹⁴³或特定投資商品¹⁴⁴(stakeholder product)，並非由經授權之人所設計製造者，則必須將產品設計製造人或是投資經理人的資訊公平、清楚的說明¹⁴⁵。

此外，若傳遞內容關於過去績效、過去模擬績效或是未來績效時，則相關的內容必須符合COBS 4.6.2到COBS 4.6.9之規定。在行銷內容中，若談及過去績效時，依照COBS 4.6.2之規定，必須符合以下條件：首先，過去績效的內容不可是該傳遞訊息中最突出明顯的部份。第

¹⁴³ 所謂的包裝產品，包括任何投資於集體投資基金的單位、投資信託儲蓄基金、人壽保險以及某些 PEPs(personal equity plans)，可參曾宛如，前揭註 133，頁 247 註 39。

¹⁴⁴ 所謂特定投資商品，包括兒童信託基金、對退休金之權利，以及依 Financial Services and Markets Act 2000(stakeholder product)Regulations 2004(SI 2004/2738)所指定之投資，詳可參曾宛如，前揭註 2，頁 123 註 49。

¹⁴⁵ See COBS 4.2.4(G)

A firm should ensure that a financial promotion:

- (1) for a product or service that places a client's capital at risk makes this clear;
- (2) that quotes a yield figure gives a balanced impression of both the short and long term prospects for the investment;
- (3) that promotes an investment or service whose charging structure is complex, or in relation to which the firm will receive more than one element of remuneration, includes the information necessary to ensure that it is fair, clear and not misleading and contains sufficient information taking into account the needs of the recipients;
- (4) that names the FSA as its regulator and refers to matters not regulated by the FSA makes clear that those matters are not regulated by the FSA;
- (5) that offers packaged products or stakeholder products not produced by the firm, gives a fair, clear and not misleading impression of the producer of the product or the manager of the underlying investments.

二，過去績效的內容必須至少涵蓋過去五年的數據，或是該投資自上市後、金融指數商品建立後所有時期之績效，另外在呈現過去之績效時，必須把每年十二個月之績效完整呈現。第三，清楚標示所涉及的時間以及資訊來源。第四，必須有清楚的警示，警示過去的績效不可做為未來績效值得參考之指標。第五，若其傳遞之內容之績效，其匯率並非以零售市場客戶其住居的EEA 國家(EEA state)之匯率計算時，那麼則必須清楚的標明匯率，並且需警示幣值波動而產生的風險。第六，若該傳遞內容是基於總業績呈現，佣金及相關費用必須清楚說明¹⁴⁶。

若傳遞內容中有關於過去模擬之績效內容時，則該內容必須符合COBS 4.6.6 之規範，規定如下：首先，過去之模擬績效必須是與某投資或金融指數有關，第二，必須是基於相關商品過去真實的績效資料而製作，第三，必須警示該過去模擬之績效及過去之績效不可做為未來績效值得參考之指標¹⁴⁷。

若談到未來績效時，則內容必須符合COBS 4.6.7 之規定，首先該未來之績效並非以模擬過去績效所作成，第二，必須是以客觀數據和合理假設所作成，第三，需要揭露相關費用之支出，第四，必須有警示，警示該未來績效對於未來實際之績效，並不是個可值得信賴的指標¹⁴⁸。

¹⁴⁶ See COBS 4.6.2(R).

¹⁴⁷ See COBS 4.6.6(R).

¹⁴⁸ See COBS 4.6.7(R).

第二節 英國法在行銷階段對於零售市場投資人的特別保護

第一項 行銷方式

行銷階段對於零售市場投資人的特別保護，主要規範於COBS 4.7.6(1)，在COBS4.7.6(1)(a)規定任何與憑證或是衍生性金融商品為內容的行銷，皆不可採取直接報價行銷之模式，並在(1)(b)中規定，經授權之公司不可對零售市場投資人傳遞直接報價之訊息、或是許可對其直接報價行銷，除非有一定證據使其可符合COBS 4.7.6(2)的情形時，則例外的可對零售投資人進行直接報價行銷的行為¹⁴⁹。

該例外情形為，負責安排或締約衍生性金融商品(derivative)或憑證(warrant)的經授權之人(person)將遵守COBS 10 以下有關適合性(appropriateness)的要求、或遵守同等的要求或命令，而該命令是任何人可以察覺，或理論上可以察覺該命令是回應「直接報價行銷」¹⁵⁰，此時例外的可進行直接報價行銷。

所以由此可知，COBS 考量零售市場投資人對於金融商品的熟悉度或知識、資產以及承受風險的能力，較合格企業或專業投資人，原則而言是較低的，因此在法律上賦予更多保護。故如直接報價行銷此類之行銷模式，將可使投資人藉由所收到的資料自行完成交易，因此零售市場的投資人在面對此種行銷模式時，其風險更大，故 COBS 為了保護零售市場投資人，在行銷方式這一層面，就限制業者對零售市場投資人進行

¹⁴⁹ See COBS 4.7.6(R)(1)

(1) A firm must not communicate or approve a direct offer financial promotion:

(a) relating to a warrant or derivative;

(b) to or for communication to a retail client; and

(c) where the firm will not itself be required to comply with the rules on appropriateness (see COBS 10);

unless the firm has adequate evidence that the condition in (2) is satisfied.

¹⁵⁰ See COBS 4.7.6(R)(2)

The condition is that the person who will arrange or deal in relation to the derivative or warrant will comply with the rules on appropriateness or equivalent requirements for any application or order that the person is aware, or ought reasonably to be aware, is in response to the direct offer financial promotion.

該種行銷方式，除非在業者已對該投資人進行適合性原則的相關調查後，才可以直接報價行銷的模式，對零售市場投資人行銷。

第二項 對行銷內容的規範

在以上主要是從行銷方式監理的角度切入，COBS 對於零售市場投資人的保護，還可從行銷的另一面向，行銷內容的監理來討論。對於行銷內容的規範，主要是規範在 COBS 4.5 以下，其先在 COBS 4.5.2 將一般性原則規範清楚，COBS 4.5.6 規範對於比較性資訊的要求，然後在 COBS 4.5.8 則是對於內容的一致性要求做規範。本文以下將說明這幾項規定。

COBS 4.5.2 中先規範一般性之原則，條文中說明：一、公司在傳遞資訊時，需確認內容中有公司之名稱。其二該傳遞的資訊是正確的，且在沒有特別指明其風險的情形下，並不強調相關商業或相關投資之可能獲利。其三，資訊的提供足以讓接受訊息的主要客層之一般消費者能瞭解，以及最後禁止在其所提供的資訊中，將重要的文字、聲明或警告掩飾、縮小，或是朦朧、不清楚¹⁵¹。

在COBS 4.5.6 則是對於比較性資訊的規範，其在第一項中說明，如果所傳遞的資訊內容中牽涉到相關商業或相關投資，以及從事相關商業之人的比較時，經授權之人就必須確認其所傳遞的資訊必須符合以下條件：一，該比較性的資訊必須是有意義的，且必須公平、平衡的呈現，二，如果該比較性資訊的內容牽涉到MiFID、或是受到等同於MiFID規範下之任何行為(equivalent third country business) 時，那

¹⁵¹ See COBS 4.5.2(R)

A firm must ensure that information:

- (1) includes the name of the firm;
- (2) is accurate and in particular does not emphasise any potential benefits of relevant business or a relevant investment without also giving a fair and prominent indication of any relevant risks;
- (3) is sufficient for, and presented in a way that is likely to be understood by, the average member of the group to whom it is directed, or by whom it is likely to be received; and
- (4) does not disguise, diminish or obscure important items, statements or warnings.

麼該比較性資訊的來源出處必須特別指明，另外組成比較性資訊的內容的重要事實以及推測也被包括在內¹⁵²。

最後在COBS 4.5.8 中，則規範了金融行銷內容的一致性。第一項中規定經授權之人必須確定其在金融行銷中所提供的資訊，必須與在進行任何 RAO 規範下之行為 (designated investment business)、MiFID、受到等同於 MiFID 規範下之任何行為 (equivalent third country business) 以及附隨之服務 (ancillary service) 時給零售市場投資人的訊息一致。其在第二項中，並說明對於存款或長期的保險契約並無適用¹⁵³。

第三節 COBS 之請求權基礎

若經授權之人在行銷階段時，違反 COBS 之規定，而造成投資人的損害時，投資人是否可請求損害賠償？若可請求，其請求權的依據又為何呢？相關的規定主要規範在 COBS Schedule 5 以下。

在 COBS Schedule 5.1 以下可知，若經授權之人違反 COBS 之規定時，其請求權基礎為 FSMA 2000 的第一百五條第一項。依據該項規定，當私人投資人 (private person) 因為經授權之人違反法規之行為、

¹⁵² See COBS 4.5.6(R)

(1) If information compares relevant business, relevant investments, or persons who carry on relevant business, a firm must ensure that:

(a) the comparison is meaningful and presented in a fair and balanced way; and

(b) in relation to MiFID or equivalent third country business;

(i) the sources of the information used for the comparison are specified; and

(ii) the key facts and assumptions used to make the comparison are included.

(2) In this rule, in relation to MiFID or equivalent third country business, ancillary services are to be regarded as relevant business.

[Note: article 27(3) of the MiFID implementing Directive]

¹⁵³ See COBS 4.5.8(R)

(1) A firm must ensure that information contained in a financial promotion is consistent with any information the firm provides to a retail client in the course of carrying on designated investment business or, in the case of MiFID or equivalent third country business, ancillary services.

(2) This rule does not apply to a financial promotion to the extent that it relates to:

(a) a deposit; or

(b) a pure protection contract that is a long-term care insurance contract.

或不遵守其法律上之義務，而受到損害時，可依此項提起損害賠償之訴。

所謂的私人投資人是指任何未進行受規範行為之個人、或是未進行商業行為之法人¹⁵⁴，受託人（以公司名義為受託人）或忠實義務人原則上不可依此條提起訴訟，但在特定情形時，例外允許其提起損害賠償之訴¹⁵⁵。此外，於內線交易時，則無此限制，故非私人投資人也可提起訴訟¹⁵⁶。

依第一項之規定，只要經授權之人違反FSA制定之法規，私人投資人因此受有損失，即可提起訴訟。所謂的「經授權之人違反FSA制定之法規」，其實意味著違反之態樣並不限於經授權之人因過失未善盡其注意義務，或是故意，而是只要結果違反法規，即符合該要件，所以就算是科技設備產生問題，而違反FSA所制定之法規，即有該條之適用¹⁵⁷。換言之，於我國法下，似為無過失責任之概念。

在第四項並說明，所謂的法規(rule)並不包括上市規則以及要求經授權之人必須維持一定金融資產之規則，故若經授權之人違反此類規則時，投資人不可據此提起損害賠償之訴¹⁵⁸。

此外，依一百五十一條第一項規定，若經授權之人違反FSA所制定之規則時，雖然私人投資人可提起損害賠償之訴，但該經授權之人並無刑事上之罪責，而其所為之交易不因此而無效或無法執行。

在因果關係上，只要經授權之人違反法規之行為造成私人投資人受損，此時私人投資人即可提起損害賠償之訴。惟與我國法下相當因果關係之概念有所不同，私人投資人只需證明其損失是因經授權之人違反法

¹⁵⁴ See Financial Services and Markets Act 2000 (Rights of Action) Regulation 2001, Reg.3(1).

¹⁵⁵ See Financial Services and Markets Act 2000 (Rights of Action) Regulation 2001, Reg.6(2).

¹⁵⁶ See Financial Services and Markets Act 2000 (Rights of Action) Regulation 2001, Reg.6(3)(a)-(b); FSMA 2000 §150(3).

¹⁵⁷ See Simon Firth, *supra* note 23, at 4-80.

¹⁵⁸ See FSMA 2000 §150.

規之行為所造成，但不需證明若經授權之人進行合於法規之推介行為時，私人投資人即不會與其締約進入交易，而受損害¹⁵⁹，也就是不需證明「若無此行為，必不生損害」之條件關係¹⁶⁰，故於因果關係的要求上，相對於我國是更為寬鬆的。

Schedule 5.4 則將 COBS 之規定分成五大類，將其違反的法律效果分成三大類：個人是否可提起訴訟？或是依 FSMA 2000 第一百五條第二項被排除，而不可提起訴訟？以及其他投資者是否可以提起訴訟的三種法律效果。

本文主要關心者為私人投資人在經授權之人違反 COBS 之規定時，是否可提起損害賠償之訴？故討論焦點將著重於私人投資人。而觀察 Schedule 5.4 之規範，可以發現除了第一類規定，即規則前有標註“E”的規定，私人投資人不可提起訴訟之外，其餘四類的規定私人投資人皆可提起損害賠償之訴。

而其餘四類的規定包括第二類，任何在 COBS 的規範中禁止經授權之人，藉由條款來排除或減少 COBS 所賦予的責任及義務之規定，若經授權之人有違反此類規定的情形時，私人投資人可提起損害賠償之訴。第三類則是有關內線交易的規定，若該內線之訊息會造成市場價格波動，而投資人因此受有損害時，則違反此類規定時，私人投資人即可提起損害賠償之訴。第四類的規定則為公正、清楚且非誤導他人之規定。第五類的規定則為以上規定之外之類型。

故在上述許多討論 COBS 的相關規定中，包括對於行銷方式的限制，例如直接報價行銷之限制¹⁶¹、訪問交易之限制¹⁶²、非書面傳遞訊息之限制¹⁶³；以及對於行銷內容之規範，例如比較性資訊¹⁶⁴及內容一致性

¹⁵⁹ See Simon Firth, *supra* note 23, at 4-82.

¹⁶⁰ 王澤鑑，債法原理（三）侵權行為法第一冊，王慕華，2005年10月初版10刷，頁219。

¹⁶¹ See COBS 4.7.6(R)(1)(b).

¹⁶² See COBS 4.8.2(R).

¹⁶³ See COBS 4.8.3(R).

的規範¹⁶⁵，此類型的規範並不屬於第一類的規範，故當經授權之人違反上述規定，致私人投資人因此受有損害時，則可提起損害賠償之訴。另外若經授權之人違反COBS 4.2.4 的規定，而造成個人的損害時，由於該規定為公正、清楚且不可誤導他人之規定，故為第四類規定，私人投資人仍可提起損害賠償之訴。由此可知，英國在行銷階段於對於投資人的保護，可說是相當完善的，賦予投資人損害賠償請求權之基礎。



¹⁶⁴ See COBS 4.5.6(R).

¹⁶⁵ See COBS 4.5.8(R).

第四節 我國法之規範

第一項 我國法行銷監理立法結構簡介

我國法對於對於連動債商品行銷階段之規範，不同於英國法，在英國法中是以二次立法的模式來規範，位階上仍是屬於法律。而在我國則主要是以法規命令及自律規範監理，在法律位階的部份，業法部份，期貨交易法是否有所適用，依學說見解仍有討論空間，至於其他法規，則需視情形觀察有無消費者保護法之適用。除此之外，由於我國不同於英國法一元制的立法模式，將所有金融商品及業別都交由 FSMA 及二次立法來規範，如 COBS 及 FPO，目前我國立法模式仍是針對不同的業別而做不同程度的規範，也因此有關行銷階段的相關法規命令及自律規範也就散見於各處。

我國法在法規命令的層次多只見原則性的立法，詳細的規定通常都是交由同業公會制定相關的自律規範，在我國法中可見的法規命令主要有證券商管理規則第五條第一項規定：「證券商為廣告之製作及傳播，不得有誇大或偏頗之情事。」並在第二項中規定：「前項證券商廣告之製作及傳播，由證券商同業公會訂定辦法，函報本會備查。」另就銀行業部份，規範於銀行辦理財富管理應注意事項第十點第一項¹⁶⁶及第十一點第六項¹⁶⁷。

而在自律規範部份，由各業公會所制定與連動債商品行銷相關之自律規範包括：證券業之自律規範有財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商從事衍生性金融商品業務廣告及營業促銷活動行為規範（下稱櫃買中心從事衍生性商品行銷規範）、在銀行業則有銀行辦理財富管理及

¹⁶⁶ 銀行辦理財富管理應注意事項第十點第一項：「銀行推廣本項業務應訂定廣告或宣傳資料製作之管理規範，及散發公佈之控管作業程式。所有商品或服務之廣告或宣傳資料均應經部門主管、法務主管及法令遵循主管，確認內容無不當或不實陳述及違法情事後始得核准辦理」。

¹⁶⁷ 銀行辦理財富管理應注意事項第十一點第六項：「辦理本項業務人員之薪酬制度，應衡平考量傭金、客戶委託規劃資產之成長及其他因素，並不得以收取傭金多寡為考量推介商品，亦不得以特定利益或不實廣告，利誘客戶買賣特定商品」。

金融商品銷售業務自律規範（下稱銀行辦理財富管理自律規範），保險業則是保險業招攬廣告自律規範。

第二項 自律規範

我國由於立法尚未如英國法採一元制的監理模式，故在立法上依業別的不同而各自立法，自律規範的法源來自於各業法或各業法的法規命令，因此不同的業別對於行銷階段的自律方式也就略有不同。但各自律規範在內容上通常都包括幾個重要議題，包括先定性何謂廣告及營業促銷行為，接下來針對行銷行為以及行銷內容，規範出禁止的行銷行為，以及行銷內容中必須具備的資訊以及禁止出現的資訊，最後再將違反時的相關罰則列出，本文以下，將針對以上之議題，就各業別的自律規範觀察介紹。

第一款 定性廣告及營業促銷行為

對於廣告及營業促銷行為如何定性，在證券業主要規範在櫃買中心從事衍生性商品行銷規範第三條及第四條；銀行業規定於銀行辦理財富管理自律規範第十三條；在保險業部份，由於在保險業招攬廣告自律規範中只規範招攬廣告之行為，故在該自律規範中，只在第三條就廣告下定義，而並未定性何謂營業促銷行為。

觀察上述條文，其實對於廣告及營業促銷行為如何定性，其定性的範圍大都一致，並未有太大的差異。茲以櫃買中心從事衍生性商品行銷規範為例，其在第三條定義何謂廣告，在條文中規定其所稱之廣告，主觀要件上是以促進業務為目的，客觀要件上則運用傳播媒體向不特定多數人為傳遞、散佈或宣傳，而其傳遞、散佈或宣傳的內容為衍生性金融商品事務及相關事務。其並在條文中將其可能運用之傳播媒體例示於第一款至第六款，並在第七款以「其他任何形式之廣告宣傳」此一概括條

款，將所有的可能性納入規範的範圍中，至於其例示出的傳播媒體包括：

- 一、報紙、雜誌等出版物。
- 二、DM、信函廣告、電子郵件、投資說明書、公開說明書、傳單等印刷物。
- 三、電視、電影、幻燈片、廣播電台、跑馬燈等。
- 四、海報、看板、布條、公車或其他交通工具上之廣告等。
- 五、網際網路之廣告。
- 六、新聞稿。

其並在第四條中定義何謂營業促銷活動，其所謂的「營業促銷活動」，在主觀要件上要求是以促進業務為目的，客觀要件上則是以舉辦公開說明會、座談會等方式，向不特定多數人推廣或招攬衍生性金融商品業務。

第二款 禁止的行銷行為

有關行銷連動債商品禁止之行為部份，各業別的自律規範差異較大，櫃買中心從事衍生性商品行銷規範第六條中第一項中規定：「證券商不得對不特定多數人為特定衍生性金融商品廣告及營業促銷活動。」並在第二項第三款中說明，證券商對特定人從事衍生性金融商品業務之廣告及營業促銷活動時，不得提供贈品或以其他利益勸誘他人從事衍生性金融商品交易。

但在銀行業辦理財富管理自律規範中，對於連動債金融商品的銷售，卻無不得對不特定多數人從事衍生性金融商品廣告之規範，而只在主管機關之函釋中表示，銀行辦理連結存款與衍生性金融商品的結構型商品時，不得對不特定多數人為特定商品廣告及營業促銷等活動¹⁶⁸。於

¹⁶⁸ 財政部 2004 年 5 月 11 日台財融(四)字第 0934000376 號函。

是產生一吊詭之問題，即為何為相同之金融商品，卻做不同規範的不合理現象。

第三款 行銷內容之規範

對於行銷內容之規範，由於所規範之金融商品的範圍廣狹不同，因此各業別之自律規範也都有不同程度的要求，對於內容之規範也因廣告內容的不同，而可能有不同的要求。例如，在櫃買中心從事衍生性商品行銷規範中，其先在第五條、第六條，針對特定人或不特定人行銷之行銷內容作一原則性的規範，然後在第七條，對於以商品績效及業績數字為行銷內容者，再另為規範。因此若是以商品績效及業績數字為行銷內容者，除了視行銷對象需符合第五條或第六條之外，尚須符合第七條之規定。

但基本上都會要求一、相關內容之正確性，以避免誤導投資大眾之判斷力。二、應以公司名義為之，並明列公司所登記之名稱、地址、電話。三、不得對於過去之業績作誇大之宣傳或對同業為攻訐。四、不得有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為。五、廣告內容不得採用可能貶低整體行業聲譽之方式作宣傳。

此外在櫃買中心從事衍生性商品行銷規範中，尚另外要求一、不得引用各種推薦書、感謝函、截取報章雜誌之報導或其他易使人認為確可獲利之類似文字或表示。二、廣告內容不得採用不雅之文字、美術稿或任何不易閱讀之警告、聲明。三、以獲利為宣導重點者，必須同時揭露交易之特殊風險及複雜性，且應以明顯之粗黑字體標示「從事衍生性金融商品交易並非絕無風險，投資人申購前應詳閱交易契約及風險預告書」之警語。四、不得涉及對新台幣匯率走勢之臆測。

而在銀行業辦理財富管理自律規範第十四條、第十五條中，除了上述共通之規範外，尚另外要求，一、不得藉主管機關對金融商品之核

准、核備或備查，而使消費者認為政府已對該金融商品提供保證。二、除依法得逕行辦理之金融商品外，不得對未經主管機關核准、核備或備查之金融商品，預為宣傳廣告或促銷。三、投資損益之計算方式及限制條件之說明。四、客戶須支付之各項費用說明。五、可能承受之風險說明。

另外若在行銷內容中牽涉到商品績效或業績數字為行銷內容時，對此有詳細規範者，可見於櫃買中心從事衍生性商品行銷規範第七條，其主要規範的方向主要有四：其一，金融商品績效及業績數字（包括所提之獎項及排名）均需註明使用資料之來源及日期。但若該金融商品如須採用複雜計算機制，證券商可以使用假設數字，但必須清楚列明該數字僅作說明用途，並非表示交易人將來可獲得的實際收益。其二，當以某金融商品績效外之其他業績數字為廣告，其資料來源需引用具公信力、並經本中心認可之國內、外機構所為之統計或分析資料。另外若作同類比較時，僅可使用同一來源。其三，若以過去歷史績效或業績數字為資料內容者，應刊登一定期間之績效，不可截取某特定時間內之績效¹⁶⁹。其四，廣告所列出之圖表，必須清楚展示其內容，不得有任何扭曲。

其他連動債商品的行銷內容之特別規範包括：在櫃買中心從事衍生性商品行銷規範第六條第二款中，特別規定不得使人誤信能保證本金的安全，或保證獲利，但結構型商品已於交易契約書充分揭露保證之具體內容者，不在此限；在保險業招攬廣告自律規範中，規定人身保險業投資型保險商品招攬廣告除前條規定外，並應遵守下列事項：一、應依據「投資型保險資訊揭露應遵循事項」規定揭露相關資訊。二、廣告內容應凸顯保險商品，並對保險保障應有相當篇幅之介紹，且依下列規定辦理：（一）如有揭示投資報酬者，不得僅以個別年度之高報酬為銷售訴求，應揭露全期年化報酬率（以保險費扣除保險成本「COI」之金額為

¹⁶⁹ 參櫃買中心從事衍生性商品行銷規範第七條第五款：「以過去歷史績效或業績數字為資料內容者，應刊登至少最近一年之績效，成立時間未滿一年者，應刊登自承作該項衍生性金融商品業務以來之績效，不得截取特定期間之績效」。

分母)，並以同一字體列明給付條件。(二)應揭示投資風險警語。(三)不得使人誤信能保證本金之安全或保證獲利。(四)如有保本字樣，應載明成就保本之各項條件。

在保險業廣告自律規範第四條第二款中，除了要求廣告內容的正確性之外，還針對比較性廣告做規範，即保險商品不得與銀行存款及其他金融商品做比較性廣告。而在其他自律規範中，則不見相關的要求。

觀察以上各自律規範，可以發現其實各業者對於行銷內容的要求，多有所不同，站在保護投資人的角度，為何購買的商品皆為連動債商品，但受到的保護程度卻不同。例如將商品績效及業績列入行銷內容中時，證券業者必須受到一定程度的規範，但為何銀行業者卻不須受到相同程度的規範？以及銀行業者在行銷連動債商品所作的廣告文宣中，無論該商品是否是以獲利為宣傳重點，都必須揭示所有可能之風險，反觀在證券業者，卻只有以獲利為宣傳重點時，才必須同時揭露交易之特殊風險及複雜性，而產生購買相同性質的金融商品，風險程度也相當，投資人受到的保護程度卻不同的不合理現象。

第四款 罰則

在證券商違反證券商從事衍生性商品與廣告及促銷行為有關規範時，依照該規範第十一條的規定，其處罰程序主要分為兩階段，第一階段主要是由櫃買中心先行通知證券商限期提出說明、補正改善或配合辦理。但若未於期限內提出說明、說明理由不成立、逾期不改善、不配合辦理或情節重大者，那麼就會進行第二階段的處罰，處以違約金並且可要求要求之後一定期間的行銷內容皆必須報櫃買中心先行審查。在違約金部份，櫃買中心得課以新台幣十萬元以上，五十萬元以下之違約金，受櫃買中心課以違約金處分者，櫃買中心得要求證券商於一定期間內將所有的廣告企劃、樣式、主題標示及自我檢查表，於對外為廣告行為十個營業日前，報櫃買中心先行審查後再刊登。

銀行業者若違反銀行辦理財富管理自律規範，依該規範第十九條，乃是依中華民國銀行商業同業公會章程第十七條處理。在保險業方面，若保險業者違反保險業招攬廣告自律規範，依照該自律規範第八條可知，主要也是採兩層次的處理方式，第一階段為得先予書面糾正，並限 7 日內改善。但如情節重大者，則可採取第二層次之處罰，即處以新台幣 5 萬元以上，新台幣 20 萬元以下之罰款；前述處理情形並應於 1 個月內報主管機關。另外若業務員有從事不實文宣、廣告情節重大者，所屬公司應依保險業務員管理規則相關規定懲處。

第三項 我國法律層次相關規範

第一款 期貨交易法

行銷階段之相關業法，主要規範於期貨交易法第六十三條第六款：「期貨商之負責人、業務員或其他從業人員，不得為誇大、偏頗之宣傳或散布不實資訊。」惟在適用之前，必須先思考兩點，一、連動債商品是否為期貨交易？二、即便為期貨交易，但是否有期貨交易法第三條第二項豁免條款之適用？

首先必須判斷連動債商品是否為期貨交易法下之期貨？依照期貨交易法第三條之規定：「本法所稱期貨交易，指依國內外期貨交易所或其他期貨市場之規則或實務，從事衍生自商品、貨幣、有價證券、利率、指數或其他利益之下列契約之交易：一、期貨契約，二、選擇權契約三、期貨選擇權契約，四、槓桿保證金契約。」連動債商品之衍生性商品部位通常為選擇權、互換，故具有期貨交易之性質，而應為期貨交易法概念下之期貨¹⁷⁰。

¹⁷⁰ 參考自郭土木，前揭註 30，頁 135；熊全迪，結構型債券法律規範之研究，國立台灣大學法律學研究所碩士論文，2006 年，頁 61。

既然認為連動債商品為期貨交易，接下來必須思考是否有第三條第二項豁免規定之適用，依該項之規定，得排除於期貨交易法規定之期貨商品，必須符合兩條件：一、非於期貨交易所交易，也就是於店頭市場交易之期貨商品。二、需是基於金融、貨幣、外匯、公債等政策考量，經由財政部或中央銀行於掌理事項範圍內，公告不適用期貨交易法者。

依中央銀行公告¹⁷¹，該函文豁免之適用對象為經中央銀行指定辦理外匯銀行及外匯經紀商；而依財政部之公告¹⁷²，其豁免之對象為經財政部核定之金融機構，以及證券商經核定在其營業處所經營之期貨交易，故上述所列皆為期貨交易法豁免之主體。

而目前國內銷售連動債商品者多為銀行以及證券商，故學說間有認為銀行、金融機構及證券商皆為期貨交易法豁免之主體，故於上述場所銷售之連動性債券的衍生性金融商品部份，也應豁免於期貨交易法，而無期貨交易法之適用¹⁷³。

但若依第三條第二項之規定，豁免之期貨交易，需是基於金融、貨幣、外匯、公債等政策考量，經由主管機關公告後才可豁免，換言之，若無關貨幣、金融、外匯、公債等政策考量者，則仍應適用於期貨交易法。

而目前經中央銀行公告而排除之期貨交易法商品¹⁷⁴有保證金交易、遠期契約、選擇權、交換以及組合式存款、外幣信託基金投資外國有價證券、新臺幣與外幣間之遠匯交易、換利交易、無本金交割之新臺幣與外幣間遠期外匯交易，以及不限定期初期末須交換本金之新臺幣與外幣間之換匯換利交易。

¹⁷¹ (86)台央外柒字第 0401216 號函公告。

¹⁷² (86)台財證(五)字第 030240 函公告、(90)台財證(二)字第 00574 函。

¹⁷³ 熊全迪，前揭註 170，頁 63。

¹⁷⁴ 可參林淑閔，期貨交易法解讀，元照出版社，1999 年 7 月初版，頁 23~25。

經財政部公告排除期貨交易法之商品¹⁷⁵則包括新台幣遠期利率協定、新台幣換利、新台幣利率選擇權、外匯遠期利率協定、外幣利率交換、外幣利率選擇權、外幣定期存款結合貨幣選擇權之「保本投資型外幣存款」、「加值投資型外幣存款」以及外幣定期存款結合貨幣選擇權之「選擇性無息、低利外幣貸款」。

因此若連動債商品中有上述衍生性商品部位時，且是於中央銀行指定辦理外匯銀行及外匯經紀商、經財政部核定之金融機構及證券商處所進行連動債商品交易時，則豁免於期貨交易法。但若該連動債商品之衍生性商品部位為槓桿保證金契約時¹⁷⁶，則由於其並未豁免於期貨交易法，故仍應適用於期貨交易法。

故可知連動債商品是否有期貨交易法之適用，關係到其衍生性商品之部位為何，而異其適用。若該連動債商品所內含之衍生性商品為選擇權，又是於上述豁免之主體進行交易時，則無期貨交易法之適用，而無同法第六十三條第六款之適用。

就算於可適用期貨交易法之情形，期貨交易法並無賦予投資人任何損害賠償請求權之基礎，而只有行政罰則，故金融業者於行銷階段之不法行為，而造成投資人因此受有損害時，投資人仍然無法依期貨交易法提起損害賠償之訴。

第二款 消費者保護法

觀察我國在金融法規的立法模式，對於連動債商品在行銷階段的監理，大都是法規命令或自律規範，這類法規的特質通常是藉由主管機關或同業公會之監理，對於違反的會員處以書面糾正、限期改善及罰鍰，投資人在這類的法規是沒有任何請求權基礎的，而相關業法，如期貨交

¹⁷⁵ 可參林淑閔，同前註，頁 25。

¹⁷⁶ 參考自郭土木，前揭註 30，頁 136。

易法也並未賦予投資人損害賠償請求權，因此若要尋找投資人的請求權基礎，則必須觀察有無消費者保護法的適用。

消保法中與行銷階段相關之規範，規定於消保法第二十二條至二十三條，而金融機構行銷金融商品於投資人，有無適用消保法的重要關鍵在於投資人是否為消保法第二條第一款定義下之「消費者」。

對於消費者之定義，學說多有見解¹⁷⁷，有認為「以消費為目的」此定義，過於廣泛，而將其限縮於「基於個人或家庭需要之非營業性目的」，故其定義之消費者為「基於個人或家庭需要之非營業性目的而為交易、使用商品或接受服務者」。另也有學者將消費者定義為「購買、使用持有及處理物品或服務之人，且為最終產品或服務之使用人」¹⁷⁸，採取上述兩見解之學者，對於消費者之定義，採取較為狹義之解釋。但也有學說認為消費關係之認定，應以行為目的之範疇與消保法立法之目的加以判斷¹⁷⁹，即傾向以「交易地位是否平等」作為消費關係認定之基礎，並落實實質之契約正義。

若從消保法之立法目的，以雙方交易地位是否平等作為消費關係認定之基礎，那麼金融機構與非專業的一般投資人間不僅在交易地位上不平等，在資訊上也處於不平等之狀態，故有消保法之適用。惟消保法第二十二條是採取消極規範，僅要求廣告內容必須真實，以及對於消費者所負之義務不得低於廣告之內容，故與英國 COBS 乃是積極的要求行銷內容中必須具備之資訊，在規範方式上，仍有所不同。此乃植基於消費者保護法之立法最主要還是針對一般的消費關係，並非金融業法，故自然規範不若 COBS 詳細，乃法規範性質之不同所致。

¹⁷⁷ 以下參杜怡靜，論對金融業者行銷行為之法律規範—以日本金融商品販賣法中關於「說明義務」及適合性原則為參考素材，臺北大學法學論叢第五十七期，2005年12月，頁304~306

¹⁷⁸ 朱柏松，消費者保護法論，翰蘆出版社，1999年增訂版，頁232~233。

¹⁷⁹ 陳忠五，醫療行為與消費者保護法服務責任之適用領域—臺灣臺北地方法院八五年度訴字第五一二五號與臺灣高等法院八七年度上字第一五一號(馬偕紀念醫院肩難產案件)判決評釋，台灣本土法學雜誌第七期，2000年2月，頁66~84。

故在以雙方交易地位是否平等，作為認定消費關係標準的前提下，若金融業者在廣告連動債商品時，廣告內容強調其保本，但實際上卻並非保本的連動債商品，而導致投資人因此而受有損害時，投資人可依消保法第二十三條第一項，向金融業者、和明知或可得而知廣告內容與事實不符，卻仍然刊登或報導廣告之媒體經營者，請求損害賠償。

第五節 我國法與英國法規之比較

第一項 整體觀察

觀察我國在行銷階段所做之規範與英國做比較，在立法模式上就有很大的差別，首先因為我國是採取各業別的多元監理模式，與英國所採取的一元監理模式不同，也因此若想瞭解相關的規範，就必須耗費時間找出各業別之規範，相對於英國的一元監理模式，較為複雜，而且也因如此，導致各監理規定法律效果強弱不一的問題。在證券商違反行銷相關之規範時，行使權力的主體為櫃買中心，但保險業違反相關之行銷規範時，行使權力之主體為自律組織，但畢竟自律組織本身並無公權力，而自律規範本身也並無法律上的強制力，故以自律規範立法對於投資人保護是否過弱？

而在英國的立法模式，則無此問題，因為採取一元監理模式，故對於行銷階段之規範，並不因業別不同，而有不同程度的監理模式，其所著重的乃是金融商品之不同，而做不同的監理，故在共同投資計畫的部份，就不同於其他金融商品之監理，因此不會產生行銷具有類似性質的金融商品，監理機關不一而造成監理效果不同的問題。

其次，即為法律位階的問題，在我國，多是以法規命令或是自律規範監理，而在英國則是藉由二次立法的模式，以 FPO 規範未經授權之人，而以 COBS 規範經授權之人，在法律位階上，介於法律與法規命令間，若從立法方式討論，該命令的制定者為英國財政部，授權法源為

FSMA 2000，就此角度而言，較接近法規命令；但從法律效果而言，以 COBS 為例，投資人若因此受有損失時，又可回歸到 FSMA 2000 第一百五十條作為請求權基礎，就此角度而言，又近似於法律。

第三，則為罰則過輕，且投資人於業法中無民事請求權之基礎。觀察我國關於行銷之規範，在業者違反相關行銷之規定時，大多是採取兩層次的監理模式，通常在第一層次都是書面糾正，並限期改善，在第二層次，則是處以罰鍰，但是金額通常有限。並且若因此造成投資人之損失時，由於在法律層次上，業法中並無損害賠償請求權之基礎，而只好透過解釋消保法，為投資人尋找請求權之基礎，對於投資人之保護不足。

雖然以自律規範來監理具有一些優點，例如自律規範的管制成本較主管機關的管制成本低，自律組織本質上較主管機關更瞭解金融市場的專業知識，自律規範能快速因應金融市場之發展。但其缺點包括由於自律規範通常是由同業公會所訂定，因此在商業利益與公共利益的考量中，公共利益可能會被忽略，因此雖然自律規範具有上述之優點，但若同業公會在訂定自律規範時，較為忽略公共利益的話，那麼上述優點就沒有意義了，因為所謂能快速因應金融市場之發展，而制定自律規範，必須是在充分考量公共利益的前提下，因此本文認為與其交由自律規範來監理，不如提升至法律層次，於業法中賦予投資人損害賠償請求權之基礎，才可完善保護投資人之權益。

第二項 法規之比較

比較我國與英國法在法規的內容部份，主要可以從幾個面向討論，一、對於廣告及行銷之定義，二、英國法在 COBS 的幾個主要管制手段，包括藉由對顧客的分類，依顧客特性不同而做不同程度的保護，到其禁止的行銷方式，本文在以下將分別討論。

第一款 對於廣告及行銷之定義

在英國法部份，其對於行銷階段的規範，是藉由傳遞訊息 (communication) 的概念涵蓋，而不特別定義何謂廣告及行銷，其優點在於可以避免科技日新月異，而必須時時變動其概念。我國對於行銷的相關規範，則通常都會在條文中定義何謂廣告及行銷，但通常都會加上一概括條款，例如以「任何形式的廣告宣傳」將未來可能出現的廣告宣傳模式納入，因此就這部份而言，明確的定義加上一概括條款，就人民的遵守而言，其實有其優點。

不過由於我國對於行銷階段之保護主要是放在廣告及營業促銷活動，因此對於電話行銷的方式，即無監理，反觀英國法由於其以「傳遞訊息」的概念包納所有在行銷階段可能出現的行銷行為態樣，然後再將對於投資人侵略性較強的主動行銷方式立法原則上禁止，例如訪問交易，或直接報價行銷，也因此行銷階段的保護是較為全面的，而不若我國在行銷階段所保護的只限於廣告及營業促銷活動。

第二款 顧客分類

COBS 有一重要的特性，即其將顧客依其性質分類為合格企業 (eligible counterparties)、專業投資人 (professional clients) 以及零售市場投資人 (retail clients) 三個等級，然後對於不同類型之投資人賦予不同程度的保護，這是我國相關規範中所缺少的，因為若如我國法，對於所有的投資人都採取相同的保護措施，就會造成對於零售市場投資人保護過少的問題，但若為了保護零售市場投資人，而通通採取高標準的保護規格，對業者而言，又必須耗費許多成本，且對於金融知識程度、風險承擔能力都較強，而不須如此保護的合格企業或專業投資人而言，反而會影響到交易的活絡程度，導致社會整體經濟的發展緩慢，因此若採取英國 COBS 的立法模式，將顧客分類，對不同性質之投資人賦予不同程度之保護，既可保護到較為弱勢的零售市場投資人，又可節省金融

業者遵守規範所需耗費的成本，故將顧客分類的立法模式，值得我國作為借鏡。

第三款 請求權基礎

對於投資人的保護，除了訴諸對於業者的監理管控，例如對於行銷方式、行銷內容的規範之外，另外一重要問題，即在投資人在業者違反相關法規，而受有損害時，是否可請求損害賠償，即是否有請求權基礎的問題。

我國對於行銷階段的法規命令或自律規範，由於自律規範的性質大都只是藉由糾正、限期改善以及處以違約金的方式處罰業者，而不具有法律上的強制力，也因此投資人在受有損害時，皆無賦予投資人損害賠償請求權之基礎。但在英國法，依據 COBS Schedule 5.4 的規定，若業者違反某些規定時，投資人若因此受有損害時，投資人是依據 FSMA 2000 第一百五十條作為請求權基礎，提起訴訟，這樣的制度是我國業法中所欠缺，也是對投資人保護不周之處。

第三項 小結

經由以上之討論，本文認為我國目前對於行銷階段的規範大多是法規命令或自律規範，就自律規範部份，對投資人的保護有限，因此應提升到法規命令，由主管機關監理，或提升至法律層次，而非僅由同業公會自行規範。

其次就法規內容部份，本文認為我國對於行銷階段之法規命令及相關之自律規範，都只保護到廣告及營業促銷行為，並未保護到行銷階段的其他行為態樣，因此或許可以再另外加上一概括條款：「任何形式的廣告宣傳或行銷行為。」將他種形式之行銷行為納入規範。

第三，就 COBS 將顧客依其性質分類，而賦予不同的保護程度，本文認為此規範模式，既可保護較為弱勢的零售市場投資人，又可兼顧金融業者的營運成本問題，而不致影響交易的活絡，故值得作為我國的借鏡。

最後，則是對於投資人最為重要的損害賠償請求權之基礎，在英國法中，投資人在業者違反某些 COBS 規定時，可依據 FSMA 2000 第一百五十條作為其請求權基礎，而提起損害賠償之訴，而在我國，就行銷階段的相關規範，在業法中卻無如此的請求權基礎，而必須透過解釋消保法。故建議在修法時，應考慮在立法中，賦予投資人請求權基礎，以保護投資人。



第五章 締約階段對於投資人之保護

第一節 英國法在締約階段對於投資人之保護

英國在締約階段對於投資人的保護，主要藉由三種途徑保護，一、於 FSMA 2000 的體系下，在 COBS 中要求經授權之人在締約階段時，應遵循適合性原則、瞭解客戶程序，以及對於客戶之說明義務，若經授權之人違背上述義務，投資人可依 FSMA 2000 第一百五十條第一項為其請求權基礎，提起損害賠償之訴。二、經授權之人若在締約時有詐欺客戶的情形時，投資人還可以以普通法之詐欺作為其請求權之基礎。三、若投資人在相信經授權之人的不實陳述下，而作成投資決定，並因該投資決定而受有損害時，此時投資人可以依循 Misrepresentation act 1967 或是以普通法之過失或不實陳述作為其請求權之基礎。

而本章將先探討在 FSMA 2000 及 COBS 體系下對於投資人之保護，接下來在第二節討論英國在普通法及其他特別法領域，投資人在受到詐欺或不實陳述之侵害時，可如何救濟，在第三、四節討論我國法目前規範的情形，第五節則將我國法與英國法相互比較，希望能藉他山之石攻錯，並嘗試提出本文認為可能的法規操作與修法的意見。

第一項 適合性原則及瞭解客戶程序

第一款 COBS 相關規範

就經授權之人在銷售金融商品時之締約階段，FSA 對於零售市場投資人的保護，主要透過三種手段進行，分別是適合性原則 (suitability)、瞭解客戶程序，以及說明義務來保護零售市場之投資人，相關內容主要規範在 COBS 9 以及 COBS 14.3.2 以下。

所謂的適合性原則，是指經授權之人推介顧客購買某金融商品或是進行交易時，必須瞭解其顧客，以提供適合該顧客的服務或商品¹⁸⁰。原來規範在COB 5.3 以下，但為了因應金融市場快速變化，原來歐盟下之ISD被MiFID取代，而英國FSA為了順應歐盟法令之改變，因而以COBS取代原有之COB，有關適合性原則則規範在COBS 9 以下。

其在 COBS 9.1 以下先劃出其所欲規範之行為、所欲保護的對象。在 COBS 9.1.1 說明經授權之人對於受規範之投資標的進行個人推介時，則該經授權之人必須符合適合性原則之相關要求，另外對於進行投資管理之經授權之人，也要求必須符合適合性原則之要求，規範於COBS 9.1.3。如果經授權之人之業務(business)並非受到 MiFID 規範之行為或非受到等同於 MiFID 規範之行為(equivalent third country business)時，則此時適合性原則只適用於零售市場顧客以及負責管理職業年金、個人年金之經授權之人。

其同時並在 COBS 9.1.5 中，將不受適合性原則要求的情形列出，若經授權之人進行個人推介之金融商品為人壽保險(life policy)，其對象為專業之顧客時，則此時對於適合性原則的要求，只要符合Insurance Mediation Directive 適合性相關原則之要求即可，而不須符合所有 COBS 9 以下對於適合性原則的要求，另外若經授權之人進行個人推介商品時所推薦的金融商品是與特定投資商品相關時，那麼此時只須符合 COBS 9.6 以下有關基礎建議(basic advice)之要求，而不須符合其他 COBS 9 各節之規範。

在瞭解適合性原則所欲規範之行為及所欲保護的對象之後，在 COBS 9.2 以下，則具體規範在瞭解客戶之程序下，經授權之人所應擔負之義務。COBS 9.2.1 以下規範，經授權之人必須採取以下合理之步驟，以致可確信其對於顧客之推薦、交易之決定，是適合於該顧客的，這些步驟包括必須瞭解該顧客金融相關領域之知識和經驗、財務狀況以

¹⁸⁰ See Simon Firth, *supra* note 23, at 7.57.

及該顧客之投資目標。其在 COBS 9.2.2 更具體說明，哪些資訊對於經授權之人是必須取得的，其中包括瞭解顧客之投資目標、在其投資目標下可承受之投資風險有多高，以及該顧客是否具備足夠之經驗及知識以致可瞭解其所欲參與之交易及投資組合可能涉及的風險。

其並在 COBS 9.2.2 之第二項，將在瞭解投資人之投資目標時，所應該瞭解的資訊例示出來，包括顧客欲持有該投資之時間、其承受風險之喜好以及投資目的。在第三項則將瞭解客戶金融財務狀況所應瞭解之資訊列出，其中包括其固定之收入程度及收入來源、其資產，包括流動性資產、不動產、其他投資以及其他固定之金融委託。

至於經授權之人判斷顧客就金融相關領域之知識以及經驗程度所需之事實，則規範於 COBS 9.2.3 中，包括其一、該服務、交易或投資是否是該顧客所熟悉。其二，該顧客對於其所欲投資之交易，過去交易的頻率、金額數量以及曾經交易過之時間。以及其三，對於該金融領域相關的知識以及專業的程度，這些都是在評斷經授權之人所推介的金融商品是否適合零售市場投資人所需考量的。

就適合性原則，除了積極的要求經授權之人必須查證上述之事實，以判斷其所推介的金融商品是否符合顧客需求之外，在 COBS9.2.4 也消極的禁止經授權之人鼓勵其顧客不提供評估適合性原則所需之事實，以使經授權之人落實適合性原則之要求，避免有所疏漏，以保護投資人。

但若是經授權之人所蒐集之顧客資訊不足時，以致無法評估適合性時，此時依 COBS 9.2.6 之規範，經授權之人所取得之顧客資訊不足時，就不可對該顧客進行個人之推介或是為其交易做決定。但若該客戶仍然要求經授權之人為其安排交易時，此時經授權之人仍可為其安排交易，惟必須確認其收到了該顧客的書面指示，另外在進行該安排交易之

行為時，必須以客戶之最佳利益作為考量，且須符合 COBS 10 以下，有關適當性(appropriateness)之要求。

而經授權之人在進行個人推介行為之時，在 COBS 9.4.1 中尚賦予經授權之人必須提供顧客一份書面的適合性說明書(suitability report)之義務，所以除非是 COBS 9.4.3 所列舉的情形，否則在進行個人推介行為之時，都必須提供該適合性說明書給顧客。而適合性說明書之內容規範於 COBS 9.4.7，基本上應該包括指出客戶之要求及需求、說明為何經授權之人會經由顧客所提供之資訊，而推介某特定交易予該顧客之原因，以及說明任何此交易中任何可能的不利條件。

其並在 COBS 9.4.8 中更進一步說明，經授權之人必須給予投資人此交易複雜程度的任何細節，可見 COBS 9.4.7 只是最基本的要求，另外若其所推介之金融商品為人身保險時，對於適合性說明書的內容則有更多的要求，相關內容規範於 COBS 9.4.9 以及 9.4.10。

最後在 COBS 9.5 以下則是規範只要是透過個人推介行為，或是與 MiFID 及受到等同於 MiFID 規範(equivalent third country business)有關者，所有關於適合性原則之記錄都必須被保持一段時間，而這些記錄並不限於適合性說明書，而是任何有關之記錄，其因金融商品之不同，而要求保留三至五年之期限，其在 COBS 9.5.2 中，列舉出應保留五年記錄之金融商品，而結構型商品及衍生性金融商品，並不在上述列舉項目上，因此只需保留三年。

可見在英國若是藉由經授權之人向零售市場顧客推介結構型商品或衍生性金融商品之時，皆要求經授權之人須積極的蒐集客戶之資訊，以評斷何種金融商品適合該客戶，同時禁止經授權之人鼓勵其顧客不提供個人相關之資訊。除此之外，尚必須提供顧客適合性說明書，藉由這些方式來具體落實適合性原則。而若經授權之人違反上述規則，造成投資

人之損害時，依據 COBS Schedule 5.4 之規定，可提起損害賠償之訴，賦予投資人請求權之基礎。

第二款 法院判決見解

至於實務上，在COBS尚未建立適合性原則之前，普通法下在操作過失的概念時有談到此問題，可參考Morgan Stanely UK group v. Puglisi Cosentino一案¹⁸¹，必須瞭解的前提是，當顧客之交易產生損失時，並不代表經授權之人未善盡適合性原則之義務，因為任何類型的金融商品或是交易，其實都具有風險，而有風險，自然就有可能會有損失，所以不能當交易產生損失時，就直接歸因到經授權之人未履行適合性原則之相關義務。

而在Morgan Stanely UK group v. Puglisi Cosentino一案中，之所以會認為Morgan Stanely UK group未善盡適合性原則之義務，並不是因為其顧客因為該交易遭受損失，而是因為該投資其規模之龐大，是原告在過去之投資經驗當中前所未見的，另外一方面，則是該借貸之架構是有問題的，在這兩個主要原因之下，法院才會認為Morgan Stanely UK group未盡到其關於適合性原則之相關義務¹⁸²，而此見解，現已被COBS清楚規範。

第二項 說明義務

第一款 COBS 相關規範

經授權之人在進行個人推介金融商品之行為時，除了須蒐集客戶相關資訊，以判斷何種金融商品適合該顧客外，在販賣金融商品時，同時也須善盡其說明義務，對於說明義務之規範可見於 COBS 14.1 以下，COBS 14 主要的規範架構有三：其先於 COBS 14.1 以下說明該章的適

¹⁸¹ See [1998] C.L.C. 481; See Simon Firth, *supra* note 23, at 4-28.

¹⁸² See *id.*

用範圍。之後在 COBS 14.2 以下，則說明經授權之人在販賣金融商品時，所需提供之資料，資料必須包含之內容，提供資料的時間點，以及哪些情形下，可以不須提供該資料。最後在 COBS 14.3 以下，則規範說明義務的內容、進行說明義務的時間點，以及特定情形下，可豁免而不需進行完整的說明義務。

在瞭解說明義務的內容之前，首先必須瞭解的是，在何種行為態樣下必須履行說明義務？不同於適合性原則是適用在經授權之人進行個人推介金融商品時，說明義務適用的行為態樣更為廣泛，可見於 COBS 14.1.1 中，經授權之人在進行販賣(sell)金融商品之行為時，都必須履行其說明義務，而何謂販賣？根據 COBS 之解釋，「販賣」為一上位概念，其行為態樣包括了販賣、個人推介、安排交易，以及與 cash-deposit ISA、cash-deposit CTF 相關之行為態樣，其客體為受規範之投資標的，而連動債商品也在受規範之投資標的之範圍內，所以在英國，只要經授權之人在販賣、個人推介以及安排連動債商品之交易時，都必須善盡其說明義務。

關於在販賣受規範之投資標的時，其說明義務的內涵，則規範在 COBS 14.3.1 以下，在 COBS 14.3.1 中，首先將其所適用的行為態樣列舉在第二項中，在第二項中並說明其所欲保護的對象為零售市場之顧客，所以當經授權之人在進行第二項之行為態樣，其對象為零售市場顧客時，則必須履行其說明義務。其行為態樣大致與 COBS 14.1.1 的態樣一致，但多出三種行為態樣，分別是投資管理受規範之投資標的時、執行授權憑證及衍生性金融商品之交易時、以及參與借券交易(stock lending activity)¹⁸³時。

在 COBS 14.3.2¹⁸⁴ 中則具體規範說明義務內容，要求經授權之人，必須依據該客戶為零售市場顧客或是專業顧客，而依其程度說明投資標

¹⁸³ the disposal of a designated investment subject to an obligation or right to reacquire the same or a similar designated investment from the same counterparty.

¹⁸⁴ See COBS 14.3.2(R):

的之本質及其風險。其說明的內容首先包括必須說明該投資標的之本質及風險，且該說明之資訊必須足以讓顧客可以做成投資決定之基礎，第二，必須依據客戶財務狀況及其金融知識之程度，向其說明其槓桿效應，以及未來損失所有投資之風險，第三，說明該投資標的價格之波動性以及任何在市場中對於該投資的限制，第四，投資人可能會設想到的事實，包括該投資之結果、所有可能相關之契約義務，包括有條件的義務以及其所需之花費等等。而該說明義務將會持續到締約後¹⁸⁵，只要該投資標的之情形有所變動時，都必須向其投資人說明，且必須發佈在長久的媒體上。

除了以上基本說明義務的內容之外，COBS並在 14.3.3 至 14.3.6 中，依照金融商品的特性或是交易時有無保證人列舉出三項特別規定。依COBS 14.3.3 之規定，針對公開發行，且其發行說明書遵循歐盟公開發行說明書命令(prospectus directive)下發行的金融商品，對於此類金融商品，經授權之人必須將公開發行說明書之公開處，讓零售市場顧客知悉。對於金融商品是由兩種或兩種以上不同之金融商品或服務組成，例如非保本之連動債商品，且其風險高於該商品之個別組成商品及服務時，依COBS 14.3.4¹⁸⁶之規定，若交易之投資標的為該類金融商品時，

“A firm must provide a client with a general description of the nature and risks of designated investments, taking into account, in particular, the client's categorisation as a retail client or a professional client. That description must:

- (1) explain the nature of the specific type of designated investment concerned, as well as the risks particular to that specific type of designated investment, in sufficient detail to enable the client to take investment decisions on an informed basis; and
- (2) include, where relevant to the specific type of designated investment concerned and the status and level of knowledge of the client, the following elements:
 - (a) the risks associated with that type of designated investment including an explanation of leverage and its effects and the risk of losing the entire investment;
 - (b) the volatility of the price of designated investments and any limitations on the available market for such investments;
 - (c) the fact that an investor might assume, as a result of transactions in such designated investments, financial commitments and other additional obligations, including contingent liabilities, additional to the cost of acquiring the designated investments; and
 - (d) any margin requirements or similar obligations, applicable to designated investments of that type.”

¹⁸⁵ See COBS 14.3.10(R).

¹⁸⁶ See COBS 14.3.4(R):

“Where the risks associated with a designated investment composed of two or more different designated investments or services are likely to be greater than the risks associated with any of the components, a firm must provide an adequate description of the components of that designated investment and the way in which its interaction increases the risks.”

經授權之人必須善盡的說明義務則必須包括適當的描述組合成該金融商品下的商品元素，例如該組合型之商品，若是由債券及選擇權組成時，那麼對於債券及選擇權商品之特性都必須說明，另外，尚必須說明，該商品元素如何互相影響，而增加其風險。若該交易有第三方的保證人參與時，那麼經授權之人則必須提供充足的相關被保證人以及保證人之資訊給零售市場顧客，使其能合理的估計該保證人之能力。

若經授權之人對同一顧客進行之多次交易，都屬於同類之金融商品時，此時是否還需每一次都履行上述完整的說明義務之內容？依照 COBS 14.3.6 的解釋，此時經授權之人即不須再完整的履行其說明義務，但是必須確認顧客在接收資訊時，有接收到所有與交易相關的資訊，如產品之收費、此外若有不同於先前之資訊，此時必須說明該不同於先前之資訊。關於此條解釋，主要應是站在活絡交易的考量上，因為既然多次交易皆為同類之金融商品，顧客自然應有所瞭解，而不須每次重新說明，不僅浪費經授權之人之時間，也耗費顧客之時間，影響交易效率，故有此項解釋。

至於說明義務進行的時間點規範於 COBS 14.3.9 中，原則上進行說明義務的時間點必須是在經授權之人為零售市場顧客進行投資行為或相關服務(ancillary service)之前。但在第二項中，規定兩種例外，允許經授權之人在進行商業行為之後，才履行其說明義務，不過就算是在進行商業行為之後，才履行其說明義務，但該履行之時點，必須是立即的，故就算是在進行商業行為之後，才履行說明義務，也必須立即的履行其說明義務。

其列出的兩種例外情形包括在顧客要求交易之約定是透過遠距傳遞的方式，而使得經授權之人無法遵守第一項之規定時，此時可例外允許其在進行商業行為之後，才立即履行其說明義務；第二種例外情形則為，當該顧客處於 COBS 5.1.12 時的電話通訊之消費者地位時，由於該條規定中之消費者已清楚同意，只須提供較扼要之資訊(abbreviated

distance marketing information)，也就是該資訊內容只需符合 COBS Annex 2R 的要求，不須符合本章有關說明義務的內容。

第二款 法院判決見解

在COBS未制定前，法院於Bankers Trust International plc v. PT Dharmala Sakti Sejahtera¹⁸⁷一案中就曾闡釋過說明義務之概念。試想一情形，相同的風險描述，對於零售市場顧客或是對於專業顧客，雖其說明之內容一致，但兩者理解之程度會相同嗎？其實有兩個因素影響接受訊息者理解之程度，分別是雙方之關係以及接受訊息者之教育程度，而於 Bankers Trust International plc v. PT Dharmala Sakti Sejahtera，即對此議題有完整之論述。

本案原告Bankers Trust International plc與被告PT Dharmala Sakti Sejahtera在一九九四年締結衍生性金融商品契約，被告為一家印度公司，其透過原告於新加坡所設立之分行，與原告締結兩個互換契約，而與原告進行締約者為被告公司之金融主管(financial director)以及該集團之金融主管(group financial controller)，該主管並在締約時表明了解交換契約之性質，並可評價該互換契約，而不須原告之建議¹⁸⁸。

該契約之名目本金為為五千萬美金，於一九九四年一月開始生效，無奈至五月，被告之損失已超過四千五百萬美金，至此，被告決定停止契約之履行，並主張原告在銷售該金融商品時，只強調高報酬，卻未說明高風險。之後，原告寄出被告違約之通知，並要求被告支付六千四百多萬的違約金，並提起訴訟¹⁸⁹。

¹⁸⁷ [1996] C.L.C. 518.

¹⁸⁸ *See id.*

¹⁸⁹ *See id.*

本案之被告，主要提出四點抗辯：一、依據其公司章程，只有董事才有權利代表公司進行此類型之交易，而在本案中，代表公司進行交易者為其金融主管及集團之金融主管，皆非董事，故該契約無效¹⁹⁰。二、原告有故意之不實陳述行為(misrepresentation of the intention)¹⁹¹。三、違反契約責任¹⁹²。四、違反注意義務，認為原告並未善盡其說明義務¹⁹³。

就說明義務之內容，根據該案法官Marce J.之見解¹⁹⁴，其認為文字之意義，不可能恆久不變，就算是相同之字詞，其意義也會隨著雙方溝通內容之脈絡，雙方關係之不同，其所處地位之不同，知識經驗之不同，而有著不同之意義，所以其認為說明內容之正確性及完整性是有灰色地帶的。對於有一定投資經驗之投資人而言，在其理解下，該說明內容是正確及完整的，但對另一經驗缺乏之投資人卻不一定，所以說明內容的正確與否，將應該依據接受訊息者，對於該說明所預測之目標來理解，但是，是由誰來預測接受訊息者理解的程度呢？即是以接收者主觀的認知判斷，或是採取客觀的判斷原則？

在普通法中有一判斷原則，為相同注意義務原則(reasonable person)，依照該原則，主要是設想一具有類似條件之人(reasonable person)，其在相同的情形之下，對接受訊息之人說明的程度為何，以判斷被告是否有善盡其說明義務¹⁹⁵。所謂的具有類似條件，例如：若說明義務之人不具有相關之專業資格時，那麼在考量該具備類似條件之人，也必須設想其是未具備專業資格的，反之亦然。若此原則運用在COBS之下，由於COBS所規範的為經授權之人，故經授權人因說明內容與投資人產生糾紛時，在相同注意義務的原則下，法官在判決時，就必須設想具有類似條件之經授權之人，在面對類似條件的投資人時，會如何考

¹⁹⁰ See *id.* at 523.

¹⁹¹ See *id.*

¹⁹² See *id.* at 528.

¹⁹³ See *id.*

¹⁹⁴ See Simon Firth, *supra* note 23, at 4.29.

¹⁹⁵ See *id.*, at 4.30-4.32.

量其知識程度及資產狀況而說明。也就是說，普通法所發展出的相同義務原則，並不以投資人個人主觀的認知作為是否善盡說明義務之判斷標準，而是以較為客觀的相同注意原則來判斷相對人是否善盡其說明義務。

另外，當說明義務的內容涉及對於金融市場未來的預測之時，例如未來的獲利，若發生其獲利不如締約說明之預期時，學者認為此時要建立經授權之人違反說明義務較為困難¹⁹⁶，原因在於金融市場的走勢難以準確的預測，故此時就算採取相同注意義務原則判斷，相對於說明事實，說明對於未來之預測是較難成立違反說明義務之責任的。

第三項 請求權基礎

違反COBS之相關規定，其請求權基礎皆為FSMA 2000 第一百五十條第一項，依照該項條文，具有該請求權基礎之人，為任何因為經授權之人違反相關法規，而遭受損害之個人(private person who suffers loss)。因此可以清楚的瞭解，不是只有經授權之人的客戶才具有請求權，而是任何只要相信該經授權之人所公佈之研究或建議者，都具有損害賠償請求權，因此投資人與經授權之人不須具有一定之關係(special relationship)，故依據該條而可行使請求權之人比依照普通法過失的請求權範圍更廣，因為若因普通法過失而請求，必須雙方有一定之關係，故就此而言，依照 FSMA 2000 第一百五十條第一項請求，對投資人而言，是較為有利的¹⁹⁷。至於該條所保護的客體為經濟上的損失，所以精神上遭受的哀痛等等，自然非本項所欲保護的客體。

最後則是因果關係的要求，對於該條所應具備的因果關係，英國學者普遍認為與普通法上對於因果關係的要求相同¹⁹⁸，所以在未善盡說明義務的情形下，例如在未完整揭露風險的情形下，投資人必須是因為該

¹⁹⁶ See *id.*, at 4.32.

¹⁹⁷ See *id.*, at 4.84.

¹⁹⁸ See *id.*, at 4.34,4.82.

資訊未揭露，而投資並產生損失，在此情形下，才可提起該條項的損害賠償之訴。

另外，若投資人決定參與一交易，是因為經授權之人不適當的推介行為而決定時，且投資人是基於信賴該經授權之人所推介的內容而所做的投資決定時，那麼此時即建立了因果關係，但如果該經授權之人之推介行為及內容，並不成為投資人決定的投資基礎時，那麼此時該經授權之人的推介行為及與投資人的損失，不構成因果關係，該投資人此時就不可依該條項據以請求損害賠償。

第二節 英國普通法對於投資人之保護

第一項 過失

在雙方無契約關係之時，但是一方有建議、或傳播投資標的相關的財務資訊給投資人等行為時，此時若其所提供之資訊，因為提供資訊者之過失而有所錯誤，使投資人因為相信該錯誤之資訊，而作成投資決定，因此受有損失，而因為雙方之間並無契約關係，所以不能循契約責任請求，此時，投資人即可透過普通法下過失請求權據以請求賠償其所受之損害。

在 1963 年 Hedley Byrne & Co Lid v Heller & Partners Ltd¹⁹⁹ 一案中，最高法院對於此情形，做出重要見解，該案事實為一家廣告公司（本案原告）欲投資其客戶之公司，於是委託其銀行向客戶公司之銀行（本案被告）詢問該公司之信用狀況，而信用狀況之相關資料是由被告所提供，原告因為信賴該份信用狀況之相關資料，於是投資該公司，之後卻發現該資料與事實有誤，原告並因此受有巨大之損害，但問題在於雙方之間並無契約關係，因此銀行對提供資料有所過失，並無契約責任，於是在此案中，就發展出過失請求權之見解。

¹⁹⁹ See [1964] 1 A.C. 465; Jonathan Fisher QC, et al., supra note 129, at 32-03; 曾宛如，前揭註 17，頁 207~208。

在該案中，最高法院表示：「注意義務之所以發生，主要與資訊提供者有認知（或應該認知到）他人將依賴其特別之技能所提供之資訊為判斷標準密切相關。若深究本案之事實，其實隱含了注意義務之發生雖多半與雙方間有忠實義務之關係有關，但亦可能基於自願承擔責任而生 (voluntary assumption of liability) 而生²⁰⁰。」之後並說明：「如果一人具有特殊之能力，在沒有締約的情形下，提供其能力協助另一方，而受其協助之該方也信賴其能力時，那麼其就負有注意義務²⁰¹。」清楚說明在沒有締約之情形下，注意義務也可能產生。

最後並更進一步的在判決中，闡述其見解：「若資訊提供者之身分使他方能合理信賴其判斷、或是其能力，細心的向其詢問。而資訊提供者本身也認知到其在提供資訊或建議，且預知所提供之資訊或建議會傳播至其他人，而可合理預見接受訊息之人會信賴其所提供之資訊或建議，此時資訊提供者對於相信其所提供之資訊或建議者，就負有注意義務²⁰²。」故在此案中，確立一重要見解，即就算雙方沒有契約關係，但只要雙方具有一定之關係，例如本案例中，資訊提供者具有一定之能力或身分，而能使他人信賴其所提供之資訊或建議時，此時資訊提供者就負有注意義務。因此在其所提供之資訊或建議有誤的情形時，過失責任於焉出現，故受損失之一方可以依過失請求權的法理請求損害賠償。

過失請求權之要件，基本上主要有三項考量：可預見性 (foreseeability)、當事人間有特殊之關係 (proximity)、以及加以合理且公平之責任 (reasonable and justice of imposing the duty)，唯有三者皆備，方可能產生注意義務²⁰³。

²⁰⁰曾宛如，有關證券投資人保護之未來發展，月旦財經法雜誌第2期，2005年9月，頁194。

²⁰¹ See [1964] 1 A.C. 465, at 502~503.

²⁰² See *id.*

²⁰³ See Alastair Hudson, *The Law on Financial Derivatives*, Sweet & Maxwell, 2002, at 7.22；曾宛如，前揭註17，頁208。

但此三項因素為基本之原則，往後許多案件皆嘗試具體化相關之要件。例如專業投資人給予投資建議有所過失，導致一方受有損害時，此時必須符合以下要件：其一，受損害之一方，是因為信賴該專業（或準專業）建議者所提供之建議、或其投資事務是由該專業（或準專業）建議者代表其處理；其二，該專業（或準專業）建議者瞭解投資人會信賴其能力及判斷，且相信其所提供之投資建議，或是處理其投資事務²⁰⁴。這兩個原則，其實都是主觀要件的考量，第一個原則是從投資人的主觀是否信賴來考量，而第二個原則則是從該專業（或準專業）建議者的主觀上，是否瞭解投資人會信賴其所提供之建議來考量。除了這兩個主觀要件之外，投資人尚必須證明三個要件，才能依該請求權提出損害賠償。

這三個要件分別是²⁰⁵，其一，該投資人必須證明該專業（或準專業）建議者，在執行相關事務或判斷時，有過失，此為主觀要件的要求；其二，必須有因果關係，即該過失必須是造成投資人損失的原因，過失與損失間必須有因果關係；其三，其損失必須是在各種情形皆為可合理預見的。在符合以上要件的情形下，投資人即可依過失請求專業（或準專業）建議者賠償其損害。

第二項 詐欺

英國法中，投資人在締約階段時，受到經授權之人詐欺而締約，因此而受有損害時，可透過普通法之詐欺請求損害賠償。所謂之詐欺²⁰⁶，在英國普通法中認為當一方明知其所陳述非真實情形，或根本不相信其陳述為真實，或是reckless as to its truth，即為詐欺。

²⁰⁴ See Jonathan Fisher QC, et al., *supra* note 129, at 32.08~32.10.

²⁰⁵ See *id.*

²⁰⁶ See Simon Firth, *supra* note 23, at 4.37.

英國普通法下，詐欺的成立要件，主要分為客觀要件及主觀要件兩個層面，在客觀要件部份²⁰⁷，其所陳述之事實必須是已經過去或現在存在之事實，因此對於未來預測的陳述，並不構成詐欺。

但是，如果該預測是基於錯誤之交易的操作方式所作之預測，此時由於交易的操作方式為締約時已存在之事實，而其所預測的基礎乃在於該已存在之事實，故此時仍構成詐欺²⁰⁸。此外若一陳述在作成時為事實，但隨後就與事實相違背，例如在締約時，說明股價從未超過一定價格，但若隨後該股價就超過該價格時，此時在陳述之一方，若依其知識可以知道有這種情形發生的可能性時，仍然構成詐欺²⁰⁹。所以在銷售金融商品之時，金融機構在其提供相關資訊時，必須注意其遣詞，避免使用一些會被未來情形影響的字詞，否則即有可能必須擔負詐欺之責任。

另一客觀要件則為因果關係，所以請求權人之損害必須與詐欺之間有因果關係，若以銷售金融商品為例，必須是投資人因為相信金融機構銷售者所言，而購賣該金融商品，並因此受有損失時，因果關係才成立。此外，該詐欺之內容，並不需是投資人決定締約的唯一理由，由於投資人在決定是否投資一金融商品時，可能考量眾多因素，而金融機構所詐欺之內容，可能只構成其投資決定的一部份理由，但在此時，該投資人仍可因金融機構詐欺而提起訴訟²¹⁰。

最後，則是詐欺與不實陳述最大的不同，也就是主觀要件的要求²¹¹，詐欺要求原告必須證明被告有詐欺的故意，也就是被告必須明知其所陳述並非事實，而這也是原告在舉證時，最為困難之處。但是通常越誇張明顯的不正確，越容易被視為被告具有故意。

²⁰⁷ See Jonathan Fisher QC, et al., *supra* note 129, at 31.2.

²⁰⁸ See Simon Firth, *supra* note 23, at 4.37.

²⁰⁹ See *id.*, at 4.40.

²¹⁰ See Simon Firth, *supra* note 23, at 4.42 .

²¹¹ See *id.*, at 4.38.

也因此，像是我國金融機構在販賣連動債商品時，說明某連動債商品為保本商品，但實際上，該連動債商品並非保本型商品時，若金融機構銷售之理專也明知，具有故意，那麼此時在英國法，即可透過普通法詐欺，請求損害賠償。

第三項 不實陳述(Misrepresentation)

當投資人因為信任相對人不實之陳述而與其締約，之後並因此而受有損害時，在英國法上，投資人主要有三種訴訟途徑，其一為透過普通法主張相對人不實陳述，而請求解約；其二透過 1967 不實陳述法 (Misrepresentation act 1967)，請求損害賠償；其三，透過契約責任主張。而不同於詐欺，不實陳述並不須舉證相對人在主觀上有故意，因此對投資人而言，舉證責任較輕，而本文以下將說明普通法及 1967 不實陳述法對於不實陳述的成立要件。

第一款 普通法

在普通法上若要主張不實陳述，必須符合以下要件，就不實陳述之主觀要件是否要求相對人有故意或過失，對此學說間有不同之看法，有認為無過失之不實陳述 (innocent misrepresentation) 情形下，投資人並無請求權²¹²，另有學說認為不實陳述毋須要求主觀要件之存在，所以即使相對人全然無過失，投資人皆可主張²¹³。至於在客觀要件部份，在標的上，是針對過去已發生或現時存在之事實，所以若是對於未來績效之規劃，由於是未來之預測，所以該類預測就算有誤，也不屬於不實陳述欲規範之標的。故所謂的不實陳述指的是，相對人對投資人不實描述過去已發生或現時存在的事實或法律的情形時，即為不實陳述，另外就算在文字上是正確的，但其所暗示之事實不實時，此時仍屬於不實陳述²¹⁴。

²¹² See Alastair Hudson, *supra* note 203, at 7.19.

²¹³ See Simon Firth, *supra* note 23, at 4.48.

²¹⁴ See *id.*, at 4.45.

但必須注意的是並非所有與過去發生或現時存在之事實都屬於不實陳述，某些陳述在本質上雖與事實相違背，但在一些因素的考量下，此時例外的不屬於不實陳述²¹⁵，包括以下兩種情形：其一，若該陳述很明顯為無人可能相信，例如誇大之廣告訊息或是商品訊息等等，此時該類陳述由於很明顯的與事實不符，一般人都知道該陳述與事實不符，此時該類陳述即非不實陳述；其二，若陳述者無法合理預期受眾會相信其所傳遞或陳述之訊息時，那麼該陳述也不在不實陳述欲規範的範圍內。

此外若一陳述在作成時為真實，但在締約前因為情勢的變化，而與事實相違背時，若陳述人也發覺其原先陳述已與事實相違背，卻仍未更正時，此時該陳述仍屬於不實陳述，除非在陳述當中即已解釋只於作成陳述當時為真實，在有此特別聲明的情形下，才不構成不實陳述。

而相同於過失之請求，對於不實陳述之理解，也必須考量到接受訊息者，例如投資人本身的知識程度等等，藉由客觀的評估，投資人是否無法分辨該陳述為不實陳述，進而信賴該不實陳述，而作成投資決定²¹⁶。此外，不實陳述也同樣必須符合因果關係的成立要件。

而必須瞭解的是，在普通法上以被告過失而提出損害賠償之請求，與因不實陳述而提起之訴訟，在某些要件上有相同之處，例如在瞭解投資人是否因為信賴其陳述而作成投資決定時，都必須考量投資人的金融知識程度以及其性格，來判斷投資人是否信賴其所提供之資訊。

但在某些要件上仍有些許不同之處。其一，就主觀要件²¹⁷，在以被告過失而提起損害賠償的請求下，只要被告能舉出其已盡合理之注意義務去確認其資訊之正確性，即可免除其過失之責任；但在不實陳述的請求權下，有學說認為即便被告已履行了合理之注意義務，仍然無法免

²¹⁵ See *id.*, at 4.46.

²¹⁶ See *id.*, at 4.47.

²¹⁷ See *id.*, at 4.48.

責，原因在於不實陳述並不要求主觀要件的存在，所以即便被告完全無過失，仍然無法免責；其二，當相對人所推薦之商品或交易並不符合適合性原則，或是風險說明的不夠清楚之時，此時若投資人因此受有損失，投資人可以以普通法上過失請求對方賠償其損害，但在不實陳述下，只要其陳述為真實，則就算相對人所推薦之商品或交易並無盡到上述之義務，則仍然無法成立不實陳述。

第二款 1967 不實陳述法(Misrepresentation act 1967)

投資人除了透過普通法主張不實陳述請求解約之外，也可透過 1967 不實陳述法第二條第一項，請求損害賠償²¹⁸，客觀要件上，必須是一方是因為相對人之不實陳述而締約，並因此而受有損害，在主觀要件上，要求行為人須有故意或過失。舉證責任上，受到損害的投資人在此時並不需舉證相對人有故意或過失，舉證責任轉移到相對人，此時相對人不僅需要證明其已盡到合理之注意義務之外，尚必須證明其相信其所陳述之事實，而其相信之基礎建立於合理的背景事實之上。這對於投資人而言，是相當有利之請求權。

除此之外，相對於普通法上主張過失，依照 1967 不實陳述法主張有利之處在於其不需建立相對人有注意義務之存在，只要是因為該不實之陳述而締約即可，也因此構成要件上，相較於過失之普通法法理寬鬆，對於受損害之一方較易為主張。

²¹⁸ See Jonathan Fisher QC, et al., *supra* note 129, at 31.08~31.11.

第三節 我國法有關適合性原則之規範

第一項 我國法規命令與自律規範之規定

我國對於適合性原則之規範，在法律位階可能牽涉之規範為期貨交易法第六十四條。法規命令部份，在證券業與銀行業皆有關於適合性原則之規範，如證券商管理規則第三十六條第一項：「證券商應針對客戶買賣有價證券，應先評估客戶之投資能力及具備合理之資訊，並不得保證所推介有價證券之價值」。

另外就衍生性金融商品部份，則規範於櫃買中心經營衍生性金融商品交易業務規則第十六條第一項：「證券商應針對自然人客戶訂定審慎之瞭解客戶評估作業程序，以確認商品銷售之適合性、客戶之投資屬性、對風險之瞭解及風險承受度。」

現代生活步調快速，金融商品推陳出新，千變萬化，金融業為了爭取更多的客戶，因此逐漸產生了在一家金融機構，就可以購買許多不同類型之金融商品之需求(one stop)，透過資產的配置，依照不同投資人之需求，而給與不同之投資組合，財富管理於焉產生。

因此除了上述針對金融商品之不同，而發佈之不同的法規命令外，對於融合各種金融商品的財富管理業務，金管會也發佈了證券商辦理財富管理應注意事項，在該事項的第十點中，詳盡的規範瞭解客戶程序，也就是英國法下適合性原則之概念，在第十點規範證券商訂定瞭解客戶評估作業程序，應依不同業務屬性，其內容至少應包括下列事項：

(一) 客戶之接受與開戶：

1. 客戶開戶作業與最低往來金額及條件，以及得拒絕交易及接受客戶之各種情事。對特定背景或職業之高風險人士及其家屬，應訂定較嚴格之審查及核准程序。

2. 客戶基本資料之建置作業，包括客戶身分與基本背景資料、客戶徵信資料、理財需求與目標、其他有關客戶信譽之資料、從事行業與資產來源（詳述產生該財富之經濟活動）及客戶提供資料之確認。
 3. 客戶授權另一人代表簽名開戶，須另對受託人進行評估並掌握受益人。
- （二）客戶投資能力之評估：評估客戶之投資能力及接受客戶委託時，除參考前款資料外，應綜合考量下列資料及一定金額以上之大額交易核准程序：
1. 客戶資金操作狀況及專業能力。
 2. 客戶之投資屬性、對風險之瞭解及風險承受度。
 3. 客戶服務之合適性，合適之投資建議範圍或交易額度。
- （三）客戶評估資料之更新：
1. 證券商應適時更新客戶資料，並密切注意客戶財務狀況之變動。
 2. 客戶投資能力之評估與交易之接受應配合客戶資料之變動及其他有關佐證資料予以檢討修正。
- （四）客戶資料與能力評估之驗證：證券商應指定業務承辦人以外之人員或其他獨立之控制人員定期查核該等客戶檔案，以確定客戶資料之正確性、一致性及完整性。

在上述之法規命令中，證券商辦理財富管理應注意事項對於適合性原則之規範最為詳盡，但是由於上述條文在法律上皆定性為法規命令，業者若違反，大也都只是處以行政裁罰，例如若違背證券商辦理財富管理應注意事項第十點，依照該注意事項第二十九點之規定，是賦予金管會可以依證交法第五十六條、第六十五條及第六十六條之規定，依其情節輕重為適當之處分。

依上述規定之罰則包括，對於證券商之董事、監察人及受雇人，命令證券商停止其一年以下之業務之執行或是解除其職務；對於該證券商

則可能視情節之輕重，處以警告或對該公司或分支機構就其所營業務之全部或一部，為六個月以內之停業，最嚴重者則是撤銷其營業許可。觀察其裁罰手段，為警告、停業到撤銷營業許可，但是對於若因此而受有損害之投資人，則全無救濟途徑。也因此就算規範如此詳盡，但投資人受有損害時，仍無求償途徑。

在銀行業之法規命令則可見於銀行辦理衍生性金融商品業務應注意事項第十六點第三項，應制定瞭解客戶（Know your Customer）制度，並確實瞭解客戶之財務狀況、投資經驗、投資需求及承擔潛在虧損的能力等特性及交易該項衍生性金融商品之適當性。而若違反該點之規定，金管會可依銀行法六十一之一，視情節之輕重予以處分。除了以金融商品之標的而發佈之上述法規命令外，由於銀行業也是財富管理業務之大宗，因此金管會對於銀行業處理財富管理事務也發佈了銀行辦理財富管理業務應注意事項，其在第八點列出瞭解客戶程序所應遵循的事項，其規範與證券商辦理財富管理業務應注意事項大同小異，故在此不再贅述。

此外在保險業部份，依投資保險型商品銷售應注意事項第五點規定，保險業銷售投資型保險商品與客戶應考量適合度，並應注意避免銷售風險過高、結構過於複雜之商品。但有客觀事實證明客戶有相當專業認識及風險承擔能力者，不在此限。其並在第八點中規範，第六點所稱充分瞭解客戶之作業準則，其內容至少應包括下列事項：

- （一）招攬原則：保險業應請客戶提供相關財務資訊，若客戶拒絕提供，招攬人員須於要保書予以註記，並請其親自簽名確認。
- （二）承保原則：應訂定承保條件，以及得拒絕接受客戶投保之各種情事。
- （三）核保審查原則：應訂定核保審查作業程序，並評估客戶之投資能力。對於拒絕提供相關財務資訊之客戶，應訂定較嚴格之審查及核保程序或拒保。

(四) 複核抽查原則：保險業應就招攬人員有無充分告知及商品適合性訂定抽查原則。

(五) 客戶資料運用及保密：保險業應訂定客戶資料運用、維護之範圍及層級，並建立防範客戶資料外流等不當運用之控管機制。

相較證券業與銀行業之法規命令，就評估客戶之投資能力之規定，保險業是較為寬鬆的，只是概括的規範須評估客戶之投資能力，而並未詳細說明評估客戶之投資能力時必須考量的事項。原因可能在於保險類之金融商品，就算是結構型的投資型保單，其實風險仍然有限，於是為了活絡交易市場，而未若證券業與銀行業規範的如此詳盡。

在自律規範部份，銀行辦理財富管理自律規範第四條中規定「客戶申購金融商品時，銀行應審酌客戶年齡等情況予以推介或銷售適當之金融商品，客戶年齡加上金融產品年限大於或等於 70 時，銀行應請客戶簽署聲明書（聲明書範本如附件）表示已瞭解並願意承擔投資風險，如客戶不願填寫則銀行得婉拒該客戶投資。惟本聲明書形式係單張或併入其他約據中，由銀行自行決定。至於本聲明書是否適用無年限之金融商品，例如基金商品，請銀行於銷售時自行認定。」另在第五條第一項第二款規定，理財業務人員及金融商品銷售人員於推介或銷售金融商品時，應充分瞭解客戶及落實商品適合度政策，避免進行商品複雜度與客戶投資經驗及專業知識背景不相當之銷售行為。

而由於結構型商品之複雜性，故在銀行辦理財富管理自律規範第五章中，對於結構型商品特別規範，在第十八條第二項，客戶適格性之審查：（一）銀行銷售結構型商品，應確認客戶具備相當之投資專業或財務能力，並足以承擔該商品之風險。客戶應具備下列條件之一：一、客戶具備期貨、選擇權、或其他衍生性金融商品交易經驗達一定期間以上者。二、依據銀行內部制定之程序審核通過（銀行應依據結構型商品之風險與複雜程度之不同，制定不同之審核條件），由理財業務人員及金融商品銷售人員以外之第三人確認該客戶具備相當之結構型商品投資經驗

或風險承擔能力。(二)前目有關客戶應具備之條件，應由銀行盡合理調查之責任，並向客戶取得合理可信之佐證依據。

觀察上述相關之法規命令與自律規範，可以發現此自律規範是要求最為嚴謹的，對於客戶適格性之審查，清楚的說明注意事項中的「專業能力」：要求客戶必須具備衍生性金融商品交易經驗達一定之期間。但自律規範的效力畢竟又比主管機關更小，於是是否要把此一要求提升至法規命令層次或是法律，加強其監理效力，或許是可以值得思考之處。

第二項 我國法之規定

我國法關於適合性原則之相關規定很少，只可見於期貨交易法第六十四條，在第一項中規定：「期貨商受託從事期貨交易，應評估客戶從事期貨交易之能力，如經評估其信用狀況及財力有逾越其從事期貨交易能力者，除提供適當之擔保外，應拒絕其委託。」但由於期貨交易法為業法，故即便期貨商違背該條之規定，則依照期貨交易法第一百一十九條第一項第一款，處以新台幣十二萬元以上，六十萬元以下之罰鍰，並無賦予投資人任何請求權基礎。故若金融機構銷售金融商品，違反適合性原則之時，在我國對於投資人請求權之基礎，在各業法之規定，是付之闕如的。

第四節 我國法關於說明義務之相關規定

在我國關於說明義務之規範，法律位階部份，相關者主要可見於民法第二百四十五條之一、證交法二十條第一項、信託業法第十八條之一以及期貨交易法第六十五條。在法規命令部份，主要可見於櫃買中心經營衍生性金融商品交易業務規則、證券業辦理財富管理業務應注意事項、銀行辦理衍生性金融性商品銷售應注意事項以及銀行辦理財富管理業務應注意事項。在自律規範部份則有證券商受託買賣外國有價證券風險揭露規範、銀行辦理財富管理自律規範以及信託業務之信託報酬及風險揭露一致性規範。

第一項 法規命令與自律規範

我國對於說明義務之規定，在法規命令位階之部份，證券業主要有櫃買中心經營衍生性金融商品交易業務規則以及證券業辦理財富管理業務應注意事項。在櫃買中心經營衍生性金融商品交易業務規則第三十二條規定：「結構型商品以信用為連結標的者，準用第四十九條之規定。」而依第四十九條第二項規定：「證券商應評估前項交易相對人從事本項交易之能力及適切性，且至少應告知下列事項：

- 一、交易相對人應自行評估及監督管理契約信用實體與證券商之信用風險。
- 二、信用衍生性商品之報酬來源主要為承擔契約信用實體之信用風險，於所約定之信用違約事件發生時，將可能產生損失之情形。
- 三、應詳予說明信用違約事件之定義、信用違約事件發生後之交割方式、採取實物交割時可交割債權之範圍及採取現金差額交割時之計算方式等。
- 四、信用衍生性商品相關合約多缺乏市場流通性。若契約約定得提前解約者，須說明交易相對人要求提前解約，應負擔之費用及

最大可能損失。」

以及在第五十四條證券商與交易相對人從事衍生性金融商品交易，應對交易相對人提交風險預告書。並於風險預告書或個別確認書以粗黑體或其他明顯字體標示最大可能之風險或保本比率，以及主要風險說明，例如流動性風險、匯兌風險、利率風險、稅賦風險及提前解約風險等。

至於在證券業辦理財富管理業務應注意事項，其規範反而不若櫃買中心經營衍生性金融商品交易業務規則詳盡，其只在第十三點中要求證券商在辦理財富管理業務時，應對客戶介紹商品以及告知風險，並在銷售商品時提供客戶風險預告書，並請客戶提供已瞭解商品風險的確認書。若違反上述規定，則金管會可視情節輕重，依證交法第五十六條、六十五條及第六十六之規定，處以行政處分。

自律規範部份，證券業中主要有證券商受託買賣外國有價證券風險揭露規範，該規範第二至第四條對於連動債券或結構型商品有特別之規定。第二條中先一般性的規範所應說明的風險，只要是與個別商品所涉之風險都必須說明及揭露，以防止規定有所疏漏，在第三條中則列舉出一定要揭露的各項風險，第四條則是針對不同的商品所可能需要揭露的風險個別規範。

在第二條中規定：「除了符合境外基金管理辦法第五十二條第一項的委託人之外，應依下列原則對委託人揭示相關風險，包括一、應就個別商品條件（中文及原文名稱）與所涉風險，確實向委託人說明及揭露；如國外發行機構已有提供前述商品條件及所涉風險之原文說明文件者，除第四條涉及之其他風險，證券商應將原文說明文件摘譯為中文說明文件，並將中文及原文說明文件一併交付予委託人於充分審閱產品條件內容說明及投資風險後簽章。二、揭示內容得彈性調整，但仍應遵循本規範所訂項目之基本內容」。

第三條中則規定證券商辦理受託買賣外國有價證券業務投資連動債券，應對委託人揭露之基本風險，包含最低收益風險、委託人兼受益人提前贖回的風險、利率風險、流動性風險、信用風險、匯兌風險、事件風險、國家風險及交割風險等事項。

另外在第四條中規範證券商辦理受託買賣外國有價證券業務投資連動債券，就不同商品應對委託人揭露之風險包含：發行機構行使提前買回債券權利風險、再投資風險、受連結標的影響之風險、通貨膨脹風險、本金轉換風險及非保本型所連結商品之風險等事項。並在第五條中規定，證券商辦理受託買賣外國有價證券業務投資連動債券，若投資標的為信用連結型商品者，應就所涉及之無法履行債務 (Fail to Pay) 風險、破產 (Bankruptcy) 風險及重整 (Restructuring) 風險等相關事項，加強揭露說明其定義內容。

另外就銀行業法規命令部份，主要規範於銀行辦理財富管理業務應注意事項，該事項第十點第四項中規定：「銀行提供特定商品時，應另提供商品說明書及風險預告書，載明商品特性、所涉及之風險、手續費或其他費用之說明。相關說明經理財業務人員充分告知客戶後，應留存紀錄以供查證。銀行應針對客戶有無涉及洗錢與不法交易執行檢查程序並出具經客戶確認之報告書」。

自律規範部份，主要規範於銀行辦理財富管理自律規範中第十八條第三項以下：「(一) 增列『產品條款宣告書』為結構型商品客戶必要簽署確認文件。為輔助客戶瞭解商品條款以及風險特性，除完整產品說明書外，亦應另提供將產品說明書摘要之『產品條款宣告書』，列示重要宣告事項，並向客戶宣讀，並請客戶確認後簽名或蓋章。該宣告書至少應包括以下內容：1. 產品風險等級 2. 產品年限 3. 連結標的摘要說明 4. 產品流動性說明 (閉鎖期、開放贖回期間) 5. 提前贖回之風險：是否返還原始投資本金，由發行機構視市場實際狀況決定贖回價格 6. 到期是否

由發行機構/保證機構保障返還原始投資本金 7.配發收益/配息條件 8.提前到期條件 9.最低收益風險/最大損失風險說明 10.其他主要風險 11.申購手續費、信託管理費及通路服務費」。

就信託業部份，則可見於中華民國信託商業同業公會會員辦理特定金錢信託業務資訊揭露一致性規範第 7 條規定：「信託業辦理特定金錢信託業務，應依信託業應負之義務及相關行為規範第二十七條規定，揭露各該類型之業務所涉及之各類風險，其投資標的涉及連動債券或結構型商品者，並應依下列原則對委託人揭示相關資訊：

一、應就個別商品條件與所涉風險，確實向委託人說明及揭露；如國外發行機構已有提供前述商品條件及所涉風險之原文說明文件者，信託業應將原文說明文件忠實轉譯為中文說明文件，並將中文及原文說明文件一併交付予委託人於充分審閱產品條件內容說明及投資風險後簽章。

二、前款應揭露之個別商品條件，應包含以下資訊：

(一) 連動債券或結構型商品名稱（中文及原文名稱）及其發行機構、保證機構（如有）名稱。

(二) 連動債券或結構型商品本身評等或其發行機構、保證機構之評等。

(三) 連動標的相關資訊。

(四) 發行日（Issue Date）、到期日（the Due Date）及其他（依個別產品性質而訂，例如：評價日、觀察日、配息日、交易日等）。

(五) 發行及計價幣別（Currency）。

(六) 信託收益計算方法。

(七) 提前贖回條件。（無則免載）

(八) 次級市場或計算代理機構名稱。

(九) 發行機構或保證機構無法履行清償責任時之處理方式。

(十) 其他說明事項。

三、揭示內容得彈性調整，但應遵循本規範所訂項目之基本內容。

另外在特定金錢信託業務資訊揭露一致性規範第八條至第十一條的規範中，其規範內容與證券商受託買賣外國有價證券風險規範第三條至第五條的內容類似，故在此不再贅述。

在保險業部份，則主要規範在投資型保險投資管理辦法第三條當中，在第三條中規定，保險人銷售投資型保險商品時，應充分揭露相關資訊；於訂約時，應以重要事項告知書向要保人說明下列事項，並經其簽章：

- 一、各項費用。
 - 二、投資標的及其可能風險。
 - 三、相關警語。
 - 四、其他經主管機關規定之事項。
- 前項資訊揭露及銷售應遵循事項，由主管機關另定之。

觀察以上就法規命令與自律規範對於說明義務及資訊揭露義務之相關規範，可以發現不管是證券業或是銀行業，其自律規範對於說明義務之內容規範最為詳盡，在自律規範中對於銷售結構型商品所需履行的資訊揭露義務內容，皆有特別之規定，反觀在法規命令層次，對於結構型商品即無特別之規定。

而在法規命令層次之規範，以櫃買中心經營衍生性金融商品交易業務規則規範的最為詳盡，在該規則之第四十六條中，於風險揭露義務部份除了要求需提出風險預告書，並要求在風險預告書或個別確認書以粗黑體或其他明顯字體標示最大可能之風險或保本比率。而在說明義務部份，則例示出其所應說明之風險。

而於銀行辦理財富管理業務應注意事項中，就風險揭露義務部份，只要求在銷售金融商品時，必須提供風險預告書，並未要求需以粗黑體

或其他明顯字體標示最大可能風險或保本比率，就說明義務內容部份，也並未例示出至少應該說明之風險內容，而只要求經理財業務人員需盡告知義務，在規範強度上，明顯不若證券業之嚴謹，造成明明所販賣之金融商品皆為連動債商品，商品的風險相同，但在證券業和銀行業卻有不同之規範。而目前我國銷售連動債商品的大宗，又以銀行業之財富管理部門為主，但銀行業之法規命令規範卻明顯鬆散，對投資人保護明顯不周，故本文以為就算按照現行各業法之規範方式，對於相同金融商品之銷售，規範強度也應一致，既然金融商品之風險相同，在監理上即應採取相同之手段才是完善之立法。

此外，我國在法規命令與自律規範之相關規定，與英國 COBS 之規範內容近似，但法效果不同，英國 COBS 在 Schedule 5.4 中，賦予投資人損害賠償的請求權基礎，但在我國之法規命令及自律規範，囿於規範之性質，違反法規命令之效果為行政處分，而違反自律規範之效果，則是依同業公會之規範處理，並未賦予投資人任何請求權基礎，故本文接下來將針對我國關於說明義務之相關法律討論，探討金融機構在銷售金融商品，違反說明義務時，投資人在我國法下是否有任何請求權基礎。

第二項 我國各業法相關之規定

本文觀察我國相關法律規定時，將先從業法探討，再就民法相關條文討論，而就業法之討論，主要可以由兩個面向切入，其一，金融商品之類型切入，其二則從從投資人與金融機構之法律關係切入。若從金融商品之類型切入時，則可觀察有無期貨交易法及證券交易法之適用。若從法律關係切入，我國之金融機構在銷售結構型商品時，於銀行業，大都是以特定金錢信託之方式銷售結構型商品，故投資人與銀行之間之法律關係，大都是特定金錢信託之契約，也因此可能有信託業法之適用。

而金融機構在銷售連動債商品，進行金融商品之說明時，主要可能有兩種行為態樣而造成投資人受有損害，其一，理財專員在銷售連動債商品時，明知該連動債商品並非保本型商品，卻告知投資人為保本型商品，此為故意的進行詐欺行為。另一行為態樣則為在銷售連動債商品時，理財專員對於商品之特性、風險因故意或過失未善盡其說明，最後導致投資人受有損害，此時投資人有無任何請求權基礎，本文以下將針對此兩種行為態樣，討論我國相關之法規。

第一款 期貨交易法

首先先從金融商品切入，有關說明義務最為具體之規定，規範於期貨交易法第六十五條：「期貨商接受期貨交易人開戶時，應由具有業務員資格者為之；在開戶前應告知各種期貨商品之性質、交易條件及可能之風險，並應將風險預告書交付期貨交易人。」並在第二項中規範：「前項風險預告書之記載事項及格式，由主管機關定之。」在該條第一項中，其責任主體為期貨商，主要要求期貨商必須履行風險揭露義務及說明義務，在風險揭露義務的要求部份，要求必須提出風險預告書，在說明義務的要求上，要求期貨商必須告知期貨商品之性質、交易之條件及可能之風險。

連動債是否適用於期貨交易法，本文已於第四章討論，對於連動債是否有本法之適用，尚需視其衍生性商品部位是否經主管機關公告而豁免於期貨交易法，故將視個案而定。惟就算有本法之適用，由於期貨交易法為業法之性質，故違反該條之法律效果，依該法第一百一十九條第一項第一款之規定，是處以罰鍰，並未賦予投資人任何請求權基礎，故投資人於期貨交易法中並無任何民事求償之請求權基礎。

第二款 證券交易法

就故意詐欺之行為，相關之規範可見於證交法第二十條，證交法第二十條規範：「第一項、有價證券之募集、發行、私募或買賣，不得有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為。第二項、發行人依本法規定申報或公告之財務報告及財務業務文件，其內容不得有虛偽或隱匿之情事。第三項、違反第一項規定者，對於該有價證券之善意取得人或出賣人因而所受之損害，應負賠償責任。第四項、委託證券經紀商以行紀名義買入或賣出之人，視為前項之取得人或出賣人」。

第一目 連動債商品之定性

就證交法第二十條第一項之規範，在客觀構成要件上，其投資標的必須為有價證券，必須符合此一要件，才有適用之可能性。因此理財專員在銷售連動債商品有詐欺行為時，是否可適用證交法第二十條第一項？必須先討論連動債商品是否為證券交易法第六條所定義的有價證券。

對於連動債商品是否為證交法第六條以下之有價證券，學說間多有討論²¹⁹，有採取若為有價證券，即非衍生性金融商品之二分法。從給付價金方式切入，認為其給付價金之方式與買賣股票、債券類似，都是一次給付所有金額，與衍生性金融商品是交付權利金之方式不同，而認為連動債商品屬於有價證券。有將其與可轉換公司債相類比，認為可轉換公司債具有選擇權性質，具有衍生性金融商品之特質，與連動債商品具有衍生性商品部位之性質類似，而可轉換公司債經主管機關認定為有價證券，因此推論出結構型商品也應歸類為有價證券。也有從我國法規命令之制訂，認為雖然有將連動債商品定義為衍生性金融商品，但也有將

²¹⁹ 以下參考自熊全迪，前揭註170，頁104~108；郭土木，前揭註30，頁136。

其定義為有價證券者，例如在證券商受託買賣外國有價證券風險揭露規範即將其歸類為有價證券，故認為將其歸類為有價證券，並無不可。

若從證交法之立法目的切入²²⁰，證券法令所規範之資本市場著重於資金募集，所以與資本募集相關之金融商品，即應受到證券法令之規範。就此角度而言，雖然連動債券之發行人大多為證券商或其他金融機構，其發行目的多是為投資人而設計，與其他產業基於單純募資需要而發行公司債有所不同，但連動債券既然有相當之債券成份，所以仍具有相當程度之資本募集之性質，故將連動債券歸類為有價證券，較符合證券市場之立法目的。

若從有價證券基本之定義切入：「任何表彰具有財產價值，且得為交易客體者之證券，均屬於有價證券。」但證交法所欲規範者其範圍較此定義為狹。依照證券交易法第六條，所謂之有價證券，是指政府債券、公司股票、公司債券及經主管機關核定之其他有價證券；新股認購權利證書、新股權利證書及各種有價證券之價款繳納憑證或表明其權利之證書，則「視為」有價證券。而目前經主管機關核定之有價證券，包括受益憑證、華僑或外國人在台募集基金赴外投資所訂立之投資契約、認購權證等等，本文所欲討論的是，我國主管機關在認定有價證券時，是否有特意將衍生性金融商品與有價證券切割之想法，或一商品同時可為有價證券也可為衍生性金融商品，而受到雙重之規範。

觀察主管機關核定之有價證券種類，其中之一為認購權證，認購權證本質上為衍生性金融商品之一種。其交易方式通常為甲證券公司發行乙上市公司之認購權證，而投資人以權證發行條款中所定之發行價格向甲證券公司購買一定單位之權證，給付價金為權利金，投資人所換得之權利為可在特定期間內，以發行條款中所約定之履約價格，向甲證券公

²²⁰ 參熊全迪，同前註，頁 104。

司購買乙上市公司之股票，或是以現金結算方式收取差價，期滿若無履約價值，投資人所損失的為權利金²²¹。

因此從認購權證的性質看來，就是一種選擇權，投資人可選擇在特定時間點之內，是否要以履約價格購買乙上市公司之股票，而選擇權即為衍生性金融商品之一種，故可見主管機關在核定金融商品是否為有價證券時，並不採若為衍生性金融商品，即非有價證券之二分法。

而主管機關為何將認購權證納入證券交易法之監理？在函釋²²²中只說明：本部已依證券交易法第六條第一項規定核定：「非由標的證券發行公司所發行之認購（售）權證，其募集、發行與交易等相關事項均應受我國證券管理法令之規範」。

觀察函釋之內容，可發現主管機關對於為何將認購權證納入證交法之規範標的，幾乎未作說明，對於認購權證是否具有有價證券之性質也未作討論。就當時之背景，我國「期貨交易法」係於八十六年三月二十六日公布施行，「期貨交易稅條例」八十七年六月二十日公布施行，臺灣期貨交易所於八十七年七月二十一日開業，整個期貨交易市場制度建立比認購權證市場晚了一年，加以認購權證發行後尚有次級市場掛牌交易，爰將認購(售)權證之法律定位核定為「有價證券」，使其能在證交法的監理體系下上市²²³。在此脈絡之下，主管機關將其歸類為有價證券，而受到證交法令之規範，就此觀察，主管機關在認定何為有價證券時，似乎並非從認購權證是否具有有價證券之性質切入，而是就應否監理的角度切入。

此外，我國各法規命令在規範連動債商品時，有以衍生性金融商品之規範監理連動債商品，如銀行辦理衍生性金融商品業務應注意事項中

²²¹ 曾宛如，前揭註 17，頁 15~16。

²²² 財政部 86.6.2(86)台財證(五)字第 03245 號函。

²²³ 王秀玲，台灣認購(售)權證制度十年發展之回顧，集保結算所月刊第 172 期，2008 年 3 月，頁 32。

第十七點以及保險業從事衍生性金融商品交易管理辦法第十條中，雖未清楚定義結構型商品是否為衍生性金融商品，但直接將其納入衍生性金融商品之交易規範中，似肯認結構型商品為衍生性金融商品之一種，而連動債商品為結構型商品之一種，自然也在衍生性金融商品之規範體系下。

但也不乏將其規範於有價證券體系之下者，如證券商受託買賣外國有價證券業務風險揭露一致性規範第三條：「證券商辦理受託買賣外國有價證券業務，應依規定揭露各該類型之業務所涉及之各類風險，其投資標的涉及連動債券或結構型商品者，除符合境外基金管理辦法第 52 條第 1 項定義之委託人外，並應依下列原則對委託人揭示相關風險...」，即將連動債券納入有價證券之監理體系當中，可見我國各法規命令在規範連動債商品時，並未選擇將其納入衍生性金融商品之監理體系，就排除以有價證券監理之模式，故並非採取二分法，而是使其受到衍生性金融商品及有價證券之雙重規範，並行不悖。

但觀察其條文用語，並未清楚解釋連動債商品本身之性質為有價證券或衍生性金融商品，而是直接將其納入規範當中，故就連動債商品是否具有有價證券之性質，不管在法規命令或是自律公約，皆未清楚說明，卻仍將其納入有價證券的監理體系之中，某程度而言，似乎是主管機關認為證券商在銷售連動債商品時，也必須受到監理，而要求公會需制訂自律公約，故非從商品是否具備有價證券之性質切入，而是從銷售該商品是否應受監理之角度切入。因此現行法規命令中，對於連動債商品之規範，散見於衍生性金融商品或有價證券之相關規定，並不刻意定性連動債商品為證券或為衍生性金融商品，而受到雙重之規範。本文認為這樣的規範模式，應是基於主管機關認為連動債商品之銷售應受到監理，而將其納入現有的法規命令架構中，賦予業者一定之義務，以保護投資人之權益。

而連動債商品是否應受證交法之監理？若從風險之角度觀察，連動債商品具備資本募集與衍生性金融商品以小博大之槓桿利益之特色，同時具備了債券與衍生性金融商品兩種商品之風險，且其為兩種商品之組合，故商品變化眾多，如何獲利，風險為何，也因此更加複雜，相較於單純的債券或是衍生性金融商品，對於投資人而言，要瞭解該商品需具備更多的知識，因此在投資該類商品時，其商品複雜度之風險更大，也因此將連動債商品，納入證交法之監理，使其同時受到有價證券以及衍生性金融商品之監理規範中，較為合理。

此外，學說也從英美法觀點切入，在英國法FSMA 2000 中對於規範標的之界定乃以「投資」為核心，其考量基礎是以投資人在事後對該項財產有無絕對之控制力為準，並需以投資而非一般商業為目的，範圍很廣²²⁴。故其認為證交法應將具有投資性質之商品列為證券，此外，更應有一抽象概念如投資契約等定義以應付未來不斷創新之金融商品。連動債商品具有投資性質，則將連動債列為證券，對投資人而言有利無害，而認為應將其納入證交法之領域，受證交法之規範²²⁵。

從美國法之觀點，依美國聯邦證券法第二條第一項，對於證券之種類，將對證券、存託憑證、一籃子或證券指數之買、賣、買賣權之選擇權或其他權利，此類衍生性商品皆納入美國聯邦證券法的規範之中²²⁶，對於證券的定義，所注重的是經濟上的實質而非形式，美國最高法院於 *Reves v. Ernest & Young* 一案中，就曾說明：「國會制定證券法之目

²²⁴ 曾宛如，前揭註 17，頁 22。

²²⁵ 曾宛如，金融海嘯下金融監理之反思，月旦法學雜誌第 168 期，2009 年 5 月，頁 90。

²²⁶ See Securities Act of 1933 §2(1): "The term "security" means any note, stock, treasury stock, security future, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or, in general, any interest or instrument commonly known as a "security", or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing."

的在管理投資，不管其形式或名稱為何。」²²⁷，也就是只要該商品具有投資性質，即有可能被美國聯邦證券法納入規範。故若從比較法之觀點，本文認為連動債商品具有投資之性質，故應納入證交法之規範中。

最後從期貨交易法之角度觀察，若認為連動債並非有價證券，則只能適用期貨交易法；然在期貨交易法中並未賦予投資人任何民事上之請求權基礎。故惟有將其定義為有價證券，投資人才可依證交法第二十條第一項據以請求民事上之損害賠償，故應將其歸類為有價證券。

故本文認為無論從證交法立法目的、有價證券之定義、商品之風險、目前法規命令規範架構以及比較法之觀點分析，連動債商品應可解釋為證交法第六條之有價證券，而適用於證交法。此外，由於我國就有價證券之規範，並非採取為有價證券即非衍生性金融商品之二分法，故連動債商品除適用於證交法外，尚適用於其他規範衍生性金融商品之法規命令。

而在未來立法時，應如英國法，將具有投資性質之商品，皆納入法規範中，而不須再定性新興金融商品究竟為證券或是期貨，不僅在規範上不需再為何謂證券傷神，同時將未來新興之金融商品也納入法規範中，避免因為金融商品推陳出新，產生法律規範上之漏洞，以保護投資人之權益。

第二目 責任主體

至於責任主體，依通說解釋，其責任主體包括任何與有價證券之募集、發行、私募或買賣相關之人。而目前國內連動債商品銷售之平台主要有三：一、銀行以特定金錢信託關係銷售連動債商品予投資人，此時銀行與投資人之法律關係，雖非買賣契約，但銀行仍為與有價證券之募集、發行、私募或買賣相關之人，故為該條之責任主體。二、證券業者

²²⁷ 余雪明，認識證券交易法（二）—有價證券之概念，月旦法學雜誌第 16 期，1996 年 9 月，頁 85。

於店頭市場銷售其發行之連動債商品，此時即符合發行之行為態樣，故為本條之責任主體。三、投資人委託證券商買賣海外連動債券，此時證券商雖非發行人，但仍為與有價證券之募集、發行、私募或買賣相關之人，而為本條所規範之責任主體。

第三目 主觀要件

至於本條第一項之主觀要件，學說間則多有討論，由於該項之規範，學者間多認為證交法第二十條第一項乃是仿美國證券交易法 section 10(b) 及 rule 10b-5 而制定，上述兩項之主觀要件²²⁸，判決上多數要求原告必須證明被告“scienter”，而所謂的scienter，是指其違法行為乃是一精心計畫，行為人有詐騙之意圖，在一定之情形下，美國實務多數說認為尚包括severe recklessness。對於severe recklessness之定義，美國實務見解眾說紛紜，在In re Enron²²⁹中指出其與單純過失有所區別，其雖非過失，但亦不具積極意圖，而是不在乎陳述之真假是否會使他人受有損害；在Sander²³⁰案中則認為嚴重過失是接近有意但略低於有意的形式，而非只是較高的普通過失而已；在眾議院之私人證券訴訟改革法草案(House Bill 1058)中²³¹，則定義嚴重過失非僅僅涉及單純之嚴重過失或普通法上之重大過失，而是極端悖離一般的注意義務標準。而無論採取何種定義，皆可發現與我國法下重大過失之概念不同，類似我國刑法未必故意之概念。對於證交法第二十條第一項主觀要件是否限於故意？抑或包含重大過失？學說目前多數見解仍主張以故意為限²³²。

²²⁸ 曾宛如，前揭註17，頁218~224。

²²⁹ 曾宛如，論證券交易法第二十條之民事責任—以主觀要件與信賴為核心，台大法學論叢第33卷第5期，2004年9月，頁64。

²³⁰ 戴銘昇，論美國證券詐欺之主觀意圖要件，東吳法律學報第19卷第2期，2007年12月，頁154。

²³¹ 參戴銘昇，同前註，頁154。

²³² 如賴源河，證券管理法規，自刊，1997年9月增修訂版2刷，頁397~398；賴英照，證券交易法逐條釋義（第一冊），三民書局，1996年8月6刷，頁328；可參曾宛如，前揭註229，頁61，註28之整理。

若採多數見解，將主觀要件限於故意，則對投資人相當不利。學說有認為重大過失概念是否應納入證交法第二十條第一項之主觀要件，與證交法是否為民法第一百八十四條第二項之「保護他人之法律」有連動關係，並提出了兩種解釋方式²³³。而本文認為不將證交法解釋為民法第一百八十四條第二項之違反保護他人之法律，似較為妥適，畢竟若依民法第一百八十四條第二項，其主觀要件乃是採過失推定，處罰對象將會擴張，學說認為為避免使處罰對象過寬，而需限縮責任主體範圍。本文則認為，若在文義解釋及比較法解釋容許的範圍內，盡量適用規範較為明確的特別法，對於金融業者或投資人，法規遵循之成本較低，故本文認為將故意和重大過失，納入證券交易法第二十條第一項之保護範圍，既足以保護投資人，又不會課予金融業者過重之責任，在法規適用上也較為明確。

第四目 損害賠償請求權人

損害賠償請求權之主體，依據證交法之規定，為有價證券之善意取得人或出賣人，至於委託證券經紀商以行紀名義買入或賣出之人，依第四項之規定，「視為」有價證券之善意取得人或出賣人。故投資人若是於店頭市場，向證券商購買證券商發行之連動債商品，則此時投資人為有價證券之善意取得人，而適用於該條；若投資人是委託證券商購買海外連動債券，則此時雙方為行紀之關係，依該條第四項，此時投資人被「視為」有價證券之善意取得人，而為本條損害賠償請求權主體。

但對於在銀行購買連動債商品之投資人，是否有此條之適用，則不無疑義，而這也突顯出我國以業法監理的不合理現象，明明販賣相同的金融商品，卻受不同之規範。於銀行購買連動債商品之投資人，因為實際上連動債之所有權人為銀行，而非投資人，故投資人並非有價證券之善意取得人。而第四項之規定，又限制於受託人為證券經紀商，而非銀行，故投資人也無法依該項請求損害賠償，投資人欲求償困難重重。

²³³ 曾宛如，前揭註 229，頁 85~87。

本文認為就證券業者於店頭市場銷售連動債商品、或受託購買海外連動債券，因故意或重大過失而有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為，而使投資人受有損害時，投資人可依該條第三項向證券業者提起損害賠償之訴。但就銀行業者以信託平台銷售連動債商品，本文認為依現行證交法之規範，仍有困難。

第三款 信託法及信託業法之規定

由於銀行銷售連動債商品，大都是透過信託平台，與投資人建立特定金信託之關係，故銀行於銷售連動債商品時未盡說明義務、或有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為時，是否有信託法或信託業法之適用？

就銀行銷售連動債商品，未盡說明義務，如未告知投資人相關之風險，投資人有無損害賠償請求權之基礎？就此情形，在 2008 年 1 月 16 日信託業法修正前，信託法與信託業法皆無相關之規定，在信託法中，要求受託人應履行之義務，大致分為六類，分別為善管注意義務、忠實義務、分別管理義務、自己管理義務、書類備置義務以及多數受託人之共同處理信託義務²³⁴。綜觀上述六類之義務，履行義務之時點都是建立於締約後，重點在於締約後受託人對於信託財產管理所要求之義務，故於信託契約未成立前，則無適用之可能。

惟信託業法於 2008 年 1 月修正後，增訂信託業法第十八條之一，於第一項中規定：「信託業辦理信託業務之營運範圍、受益權轉讓限制及風險揭露應載明於信託契約，並告知委託人。」並依信託業法第三十五條第一項之規定：「信託業違反法令或信託契約，或因其他可歸責於信託業之事由，致委託人或受益人受有損害者，其應負責之董事及主管

²³⁴ 王志誠、魏子凱，從受託人觀點談台灣信託法之問題與修正方向—以受託人義務為中心，月旦財經法雜誌第 16 期，2009 年 3 月，頁 2~16；賴源河、王志誠，現代信託法論，五南圖書出版股份有限公司，2001 年 9 月 3 版，頁 103。

人員應與信託業連帶負損害賠償之責。」似課以信託業者負有締約前的告知義務，並於違反規定時，可依第三十五條第一項據以請求損害賠償。

但觀察信託業法第十八條之一第一項之規定，其告知的對象為委託人，若從文義解釋，信託關係之委託人，乃是指為成立信託的意思表示且移轉財產權之人²³⁵，而就信託法與信託業法在使用「委託人」時：如信託法第三十二條第一項，委託人閱覽權的行使、信託法第三十五條第三項，在受託人將信託財產轉為自有或設定權利於其上，違反受託人之忠實義務時，委託人可依同條第三項行使歸入權、以及信託法第七十一條：「並邀公眾加入委託人。」從用語的使用上，似乎將委託人定義為信託關係成立後之當事人，信託契約成立前則非委託人。

但於信託業法第十八條之一第一項之立法說明²³⁶中提到：「信託業務經營往往涉及投資大眾，爰於第一項規定其營運範圍及受益權轉讓限制及風險揭露應載明於信託契約。信託業辦理信託業務之營運範圍、最低受益權單位、受益人數、受益人資格設限等受益權轉讓限制、向公眾行銷、訂約程序與向投資人揭露商品、利害關係交易、投資風險等相關資訊皆影響投資大眾權益，應予管理。」又是以投資大眾為其保護對象，而不限於委託人，故從立法目的觀察，其告知義務履行之時點應為締約前，只是損害賠償請求權之主體，限於契約成立後之委託人，故若銀行於銷售連動債商品時，未善盡告知義務，契約成立後，若委託人因此受有損害，應可依信託業法第三十五條第一項，請求損害賠償。

至於就銀行業者銷售連動債商品，明知非保本商品，卻向投資人說明為保本商品，此類虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為，而導致投資人因此受有損失，相關之規定，可見於信託業法第二十三條：「信託業經營信託業務，不得對委託人或受益人有虛偽、詐欺或其他足致他人

²³⁵ 謝哲勝，信託法，元照出版有限公司，2007年3月2版，頁137。

²³⁶ 參信託業法部分條文修正草案總說明；王志誠，台灣信託業法問題與修正重點，月旦財經法雜誌第12期，2008年3月，頁35。

誤信之行為。」惟在適用於此條時，與信託業法第十八條之一，有相同之問題，因其保護對象為委託人及受益人，故於締約前之虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為，是否有所適用，不無疑問。

就該條適用之時點，學說對此著墨較少，有學說認為由於信託業經營信託業務，是基於信賴關係管理他人之財產，應負絕對忠實義務²³⁷，若從忠實義務的觀點分析，所謂忠實義務乃是指受託人在管理信託事務時，只能為受益人之利益，而不得兼考量自己或第三人之利益，其典型態樣為禁止為利益衝突之行為、禁止取得信託報酬之外的利益²³⁸。依此脈絡，似認為該條只適用於信託契約成立後，故就契約成立前，並無此條之適用，而可能需回歸民法第九十二條討論。

就銀行銷售連動債商品，未盡說明義務，如未告知投資人相關之風險，本文認為從信託業法第十八條之一第一項之立法說明，是以投資大眾為其保護對象，而不限於委託人，故從立法目的觀察，其告知義務履行之時點應為締約前，只是損害賠償請求權之主體，限於委託人，故若銀行於銷售連動債商品時，未善盡告知義務，契約成立後，若委託人因此受有損害，應可依信託業法第三十五條第一項，請求損害賠償。至於虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為，似應回歸民法第九十二條詐欺條款處理。

第三項 我國民法之規定

在民法中，與英國法說明義務相近的概念，規範於民法兩百四十五條之一締約上之過失，在第一項中規範：「契約未成立時，當事人為準備或商議訂立契約而有左列情形之一者，對於非因過失而信契約能成立致受損害之他方當事人，負賠償責任：

- 一、就訂約有重要關係之事項，對他方之詢問，惡意隱匿或為不實之說明者。

²³⁷ 黃子能、黃思國、陳月珍，前揭註 107，頁 221。

²³⁸ 王志誠、魏子凱，前揭註 234，頁 6~7。

二、知悉或持有他方之秘密，經他方明示應予保密，而因故意或重大過失洩漏之者。

三、其他顯然違反誠實及信用方法者。」

在第二項中，則規定其消滅時效：「前項損害賠償請求權，因二年間不行使而消滅。」而該條第一項之構成要件，若依照多數說之見解，採取文義及立法目的解釋，在客觀要件部份，其先契約義務發生之時間點，主要為「契約未成立時」、且最後必須契約未成立。

可歸責事由之態樣主要有三，其一，違反告知及說明義務、原則上，行為人並無主動提供說明之義務，必須是先經他方之詢問，行為人才有告知說明之必要。其二，保密義務之違反，也是必須經他方明示應予保密，相對人才負有保密之義務。其三則為第三款之概括條款，其他顯然違反誠實及信用方法者。

在主觀要件部份，對於告知及說明義務之違反，行為人需惡意隱匿或為不實說明時，才負締約上過失之責任。針對保密義務之部份，則是必須經他方明示應予保密，而行為人因故意或重大過失洩漏者，才負締約上過失之責任。至於第三款，顯然違反誠實及信用方法者，則未規範其主觀要件。

至於其法律效果，依照文義及立法目的之解釋，由於其所欲規範之情形，乃是在契約未成立時，故自然不生履行利益損害賠償之問題，再加上條文中乃規定：「對於非因過失而「信」契約能成立致受損害之他方當事人，負賠償責任。」故就文義解釋，學者多認為，其所賠償之利益，限於信賴利益，也就是信契約能成立而受之損害，包括訂約費用、準備履行所需之費用以及喪失訂約機會之損害，而履行利益並不包括在內。

從文義及立法目的解釋看來，金融機構在銷售連動債商品時，就算是故意未善盡其說明義務，而惡意隱匿，只要最後契約成立，投資人皆無法根據民法兩百四十五條之一第一項第一款，請求損害賠償，由於在金融機構具備故意之情形下，皆無請求權基礎，更遑論在過失的情形下，對投資人而言，相當不利。

惟針對該條之構成要件，學說間多有爭論，本文以下將針對有爭議之構成要件，討論學說見解，最後並試著提出本文之想法。首先針對客觀構成要件部份，「契約未成立時」，針對此要件，學說有從文義及法律效果切入²³⁹，其認為從文義而言，該條所定之有「左列情形之一者」，與契約未成立之間，並非皆有因果關係上之關連，例如，就訂約有重要關係之事項，對於他人之詢問，若行為人惡意隱匿，或為不實之說明，相對人若未發覺，仍然可能訂立契約，換句話說，行為人惡意之隱匿或為不實之說明，並不一定會造成雙方決定不締約，因此仍有契約成立之可能，故該行為態樣與契約未成立之間，並非有絕對之因果關係。另外，若採狹義解釋，而認為僅適用致契約未成立之情形，適用該法之範圍甚狹，設此規定也就意義不大。故認為所謂的「契約未成立時」，乃是就該三款可歸責事由乃是發生於契約未成立前，為責任發生之時間點，至於其後契約是否成立，在非所問。

而本文則認為若從比較法之觀點觀察，由於在立法說明中提到其參考希臘民法及義大利民法制定該條，而觀察希臘民法之規定，其在第一百九十七條中規定：「於為締結契約而進行磋商之際，當事人相互負有應遵循誠實信用及交易慣例所要求行為之義務。」其並在第一百九十八條中規定，行為人若因過失致相對人遭受損害者，應負損害賠償責任。從我國民法所參酌之希臘民法看來，締約上之過失可適用之情形，並不限於契約未成立時，故本文認為，若從比較法之觀點觀察，我國民法兩百四十五條之一之適用情形應不限於契約未成立時。

²³⁹ 王澤鑑，債法原理第一冊，王慕華，2003年10月，頁269~270。

且從締約過失理論發展之源起觀察，最早民事責任債權債務發生的兩大主要原因為契約責任及侵權責任，然而隨著社會變遷，越來越多情形若單靠傳統契約責任或是侵權責任無法解決，於是透過各種方式，例如擴張契約責任、擴張侵權行為責任之義務群，或是第三類的中間責任類型開始加速發展，期能解決各式各樣之紛爭態樣，而締約過失理論即由此而生²⁴⁰。故若過度限縮民法締約上之過失之適用情形，反倒失去其立法之意義，況且為何將其限縮在契約未成立時？除了文義解釋外，該如何解釋為何相同之行為態樣，卻因契約成立而不適用，此外，若契約成立，則受害者所受之損害可能不僅只有信賴利益，尚包括履行利益，所受損害之範圍更大，行為人相同之行為，造成受害者損害擴及履行利益，損害更為嚴重，卻無請求權基礎，在法益權衡上，輕重失衡，故就法益觀點而言，本文認為民法兩百四十五條之一，可適用之情形應包括契約成立時。

除此之外，針對第一款告知義務及說明義務之違反，在客觀要件上，乃是在面對他方之詢問時，才負有告知及說明義務，在雙方資訊平等之情形下，或許合理，但在雙方資訊不平等之情形下，是否合理即有疑義。雖然民法主要之原則之一為契約自由原則，惟契約自由原則並非牢不可破之信念。契約自由原則乃是建立在雙方平等之情形下，隨著社會變遷，定型化契約之出現，越來越多契約是建立在雙方不平等之情形，故契約自由原則即有討論之空間，對於定型化契約之約款限制，即為契約自由原則之適度限縮。

因此在資訊平等的情形下，要求訂立契約一方之當事人負有主動告知或說明之義務，或許過於嚴苛，因為其一，資訊之取得需要成本，其二，若需仰賴他人提供必要之資訊，將使締約失其效率，而影響交易之活絡，其三，磋商締約應容許當事人有所保留，不能盡洩底牌，完全透

²⁴⁰ 林美惠，締約上過失及其諸類型之探討-附論民法增訂第二四五條之一，月旦法學雜誌第 87 期，2002 年 8 月，頁 152。

明²⁴¹。但是以上之因素，都是建立在雙方財富、知識水準類似的基礎上，若雙方都有相同之財力與知識，去搜尋相關必要資訊，並加以消化瞭解，要求契約之一方負有主動告知及說明義務，對於該方而言，將大大減低其締約效率，故並不合理。

但若是在締約地位不平等或資訊不平等之情形，契約之一方對於締約事項或商品內容，明顯高於相對人之時，且在知識程度上又相當專業，非經說明，相對人自我研讀難以瞭解之時，此時即應要求擁有資訊強勢之一方，負有主動告知或說明義務，此時雖然降低了資訊強勢之一方締約之效率，但就維持交易安全此一觀點切入，市場穩定也是必須考量的因素之一。

故本文認為在資訊不平等之情形下，資訊強勢之一方，應負有主動說明或告知義務，以取得締約效率與交易安全之平衡點。惟在現行條文已明確規定的情形下，實難透過其他法解釋方法處理該問題。

在主觀要件部份，依照文義解釋，第一款所要求之主觀要件為故意，學說見解對此多有批評，認為在該款當中，若於主觀要件要求故意，其要件與民法一百八十四條第一項後段「故意以背於善良風俗之方法，加損害於他人」之規定類似，而認為有無必要規定該款，實有研究空間²⁴²。另從比較法觀點觀察，其與希臘、義大利民法相比較，其規範方式只是將責任發生時點列出，即義務違反發生之時點為當事人進行契約協商、擬進入契約，或是類似交易接觸時之要件，對於義務之內容仍回歸到傳統債務不履行的過失原則之下²⁴³，與我國在民法兩百四十五條之一第一項第一款，要求主觀要件須有故意，明顯不同，也因此，在該款的適用上，可說是大大限縮了其範圍。

²⁴¹ 王澤鑑，前揭註 239，頁 273。

²⁴² 王澤鑑，同前註，頁 273。

²⁴³ 林美惠，前揭註 240，頁 155。

就法律效果而言，通說認為皆限於信賴利益，惟若從利益被侵害之角度而言，契約之一方惡意隱匿或為不實之說明，若契約未成立，那麼相對人所受之損害即為信賴利益，但在契約成立的階段，其締約前之惡意隱匿或不實說明，可能也影響了其履行利益，相同之行為態樣，契約成立後之履行利益，往往大於信賴利益，損害更為巨大，卻無求償之基礎，並不合理，故若契約有效成立，其損害賠償之範圍應擴及之履行利益，較為合理²⁴⁴。

故本文認為就民法第二百四十五條之一第一款之構成要件，所謂的契約未成立時，應是指責任發生時點為契約未成立時，故最後契約是否成立在非所問。就告知及說明義務之違反部份，由於在條文上明確列出須先經他方之詢問，故雖然從比較法解釋，認為應不限於他方必須先行詢問，但比較法解釋仍不應超出文義範圍過多，否則將使人民難以遵守，且失去條文以文字呈現之意義，故本文認為在此仍應限於他方先詢問，而相對人惡意隱匿或為不實之說明時，才違反此款。就主觀要件部份，由於已明文規定須有惡意，即需有故意，故本文認為在文義上已失去任何解釋空間，因此在主觀要件上，仍應限於故意。而就賠償範圍部份，本文認為其損害賠償範圍應擴及履行之利益，否則在立法上，會有輕重失衡之情形。

故就未經他方之詢問，但相對人因故意或過失隱匿、或為不實之說明，本文以為此情形或許可依同條第三款其他顯然違反誠實及信用方法者²⁴⁵，加以解釋，本文認為此款所謂的誠實信用原則，可依櫃買中心衍生性金融商品交易業務規則、證券業辦理財富管理業務應注意事項以及銀行辦理財富管理業務應注意事項等法令規範賦予金融機構業者在銷售連動債商品時，應履行其先契約義務之說明義務，此為誠實信用原則的具體落實，故若違反該說明義務，即違反誠實信用原則。

²⁴⁴ 相同見解參林美惠，同前註，頁156~157。

²⁴⁵ 王澤鑑，前揭註239，頁273。

除此之外，學者也嘗試將誠實信用原則之概念具體化，而認為應包括其行為致契約不成立或無效、中斷締約或違反保護義務致侵害相對人的人身或所有權等情形²⁴⁶，若將因過失而隱匿或為不實之說明與中斷締約兩行為類型比較，在中斷締約之情形，應依契約之類型、商議進展程度、相對人之信賴以及交易慣例等因素，評斷其中斷締約之行為是否違反誠實信用原則。而在因過失而隱匿或為不實說明的行為類型中，也可以此為參考因素，進而評斷其行為是否違反誠實信用原則。

而就金融機構業者銷售連動債商品於投資人時，隱匿不為說明或為不實之說明，從投資人對於金融機構業者的信賴程度而言，由於雙方處於資訊不平等之狀態，因此一般投資人對於投資之判斷皆建立於對於金融業者之信賴基礎上。而就交易慣例而言，上述法令規範皆要求金融業者在銷售金融商品時，應履行其說明義務，故從這兩因素考量，金融業者在銷售連動債商品時，若因故意或過失對投資人隱匿或為不實之說明，則投資人應可依其違反誠實信用原則，向其要求損害賠償。

第五節 現行我國實務處理方式

金融機構銷售金融商品於投資人，因故意或過失未善盡說明義務，而導致投資人因此受有損害時，依據我國各業法及民法之規定，除了信託業法第十八條之一及信託業法第三十五條第一項，賦予投資人較為明確之損害請求權基礎外。其他如證交法二十條第三項，依據現行實務見解，連動債目前仍未經主管機關核定為有價證券，因此投資人欲適用證交法請求損害賠償，將面臨困境。

此外，就算可依上述業法之規定，請求損害賠償，但投資人仍負有舉證責任，依據目前銀行銷售金融商品，多會要求投資人必須簽署產品條款宣告書²⁴⁷，已做為銀行已善盡說明義務之證據，但多數情形是，銀行理專未善盡說明義務，而投資人也在對商品並無了解之情形下，於銷

²⁴⁶ 王澤鑑，同前註，頁 275~277。

²⁴⁷ 規範於銀行辦理財富管理自律規範第十八條第三項。

售過程中簽下該產品條款說明書，故就實質而言，銀行並未善盡說明義務，投資人也並不了解連動債商品之風險，但投資人卻又無法提出任何反證，證明銀行當初並未履行說明義務，於是法院即根據投資人於產品條款書上之簽名，認定銀行已善盡說明義務²⁴⁸，故對投資人而言，就舉證責任上相當不利，就此而言，本文認為或許可賦予金融機構於銷售金融商品時，必須錄音之義務，以減輕投資人舉證之責任，並落實實質正義。

而現行我國處理連動債商品之爭議，由於在法律層次上請求過於困難，因此投資人多透過銀行公會金融消費爭議案件評議委員會之審查機制尋求補償²⁴⁹，而投資人透過該機制索取得之評議結論，並非司法判決，故若投資人對於該評議結論仍有不滿時，仍可再尋司法途徑，尋求救濟。

而評議委員會目前已受理之案件約兩萬多件，自九十八年六月四日，發佈首批評議結果之後，至今完成三批評議結果，共兩百六十九件²⁵⁰。其審查之方式，依據評議委員會所訂定之「連動債商品銷售過程爭議案件爭點彙編」進行檢視²⁵¹，其將爭點類型主要分為八大類，所稱爭議案件係指申訴人指陳受訴銀行及其所屬業務人員於銷售過程，有下列(八大類型)情形之一者：

- 一、申訴人未為相關信託契約之簽名或蓋章。
- 二、未對申訴人執行認識客戶(KYC)之程序。

²⁴⁸ 可參台灣高等法院 96 年度上字第 343 號判決：「是依上開產品說明書暨約定書（事項）所約定之文字，已明確告知上訴人所購買系爭 7 年期或 10 年連動式債券，均係以投資國外銀行所發行之債券為目的，而與被上訴人簽約，且被上訴人亦明確告知上訴人有關其投資可能產生之風險，及於到期日前如提前贖回將會產生本金無法全數收回之風險，上訴人並在上開產品說明書及約定書末頁之「委託人及受益人簽章」蓋章，足證被上訴人已盡信託業法第 22 條之善良管理人之注意義務及履行忠實告知之規定，且上訴人既未能舉證證明被上訴人有信託業法第 23 條所定之任何詐欺或其他不當行為，亦未能舉證證明或被上訴人違反信託法令或信託契約，或因其他可歸責於信託業之事由，致上訴人受有損害，乃上訴人謂被上訴人違反信託業法第 22 條第 1 項、第 23 條、第 35 條之規定，應負連帶損害賠償責任云云，亦屬無據。」；另可參王志誠，前揭註 105。

²⁴⁹ 銀行公會處理連動債銷售糾紛案件第一批評議結果，可參中華民國銀行公會網站，<http://www.ba.org.tw/>（最後瀏覽日：2009/6/15）。

²⁵⁰ 可參中華民國銀行公會網站，<http://www.ba.org.tw/>（最後瀏覽日：2009/6/15）。

²⁵¹ 同前揭註 249。

- 三、未對申訴人購買之商品風險等級與風險承受度不符者進行確認。
- 四、未對申訴人說明產品條件（如連結標的、跌破下限條件等）。
- 五、未對申訴人揭露產品風險。
- 六、未定期對申訴人寄送對帳單或信託財產目錄。
- 七、系爭銷售過程行為抵觸主管機關相關法令、規範、應注意事項及本會相關公約與共通性自律規範之遵守者。
- 八、其他類似案件，如主管機關交辦事項(高齡、最高學歷在國中以下、具傷殘證明等)及符合雷曼九大態樣等。

評議委員會依據上述八大類型為主軸，逐一分類整理出 107 項具體爭點，依照銀行未遵行法令銷售缺失的情節輕重，並本於社會公義衡平原則，分成「重大」、「高度」、「中度」、「低度」及「無缺失」五大項，據此審查，最後，應視個案各爭點(可能有一個以上)缺失多或少，給予 0% 至 100% 不等的補償比率²⁵²，希冀透過爭點類型化之整理，以達到公平且快速的審理，避免造成類似之情形，但補償金額卻不同之情形發生。

第六節 小結

我國法就說明義務及適合性原則，具體之規範大都規範於法規命令或自律規範中，也因此若金融業者違反相關之規定，大都為行政罰則或依自律規範處以罰金，除了效果薄弱外，對於投資人而言，更無任何請求權基礎。

反觀英國法，在 COBS 對於說明義務及適合性原則有完整之規範，賦予投資人民事上損害賠償請求權之基礎，而我國在法律層次上，就適合性原則，雖期貨交易法有相關之規定，但因該法之性質，並未賦予投資人在民事上的請求權基礎，而只能期待未來立法改善，現行只能透過解釋消保法，替投資人尋找請求權基礎。

²⁵² 同前註。

就說明義務部份，則必須透過解釋之方式，觀察有無證券交易法第二十條第一項、信託業法第十八條之一及第三十五條、民法第二百四十五條之一第一款及第三款之適用。就證券交易法第二十條第一項而言，連動債商品是否為該項所規範之有價證券，本文認為若從現行法規命令，有將連動債商品納入衍生性金融商品之監理，也有將其納入有價證券之監理，故可見我國並未刻意將連動債商品定性為有價證券或衍生性金融商品，而是就應否監理之角度切入，使其受到雙重之規範。另外從風險之角度觀察，因其為兩種商品之組合，故相較於債券或是衍生性金融商品，獲利、風險都更加複雜，對於投資人而言，要瞭解該商品需具備更多的知識，因此在投資該類商品時，其商品複雜度之風險更大。故本文認為連動債商品，既屬有價證券，也為衍生性金融商品，而不須採取有價證券、衍生性金融商品之二分，使其同時納入有價證券及衍生性金融商品之監理規範中。

至於其責任主體，依照證交法第二十條第一項之規定，其責任主體包括任何與有價證券之募集、發行、私募或買賣相關之人，故銀行、證券商皆為本條所規範之責任主體。但就賠償請求權人而言，由於依該條第三項及第四項之規定，需為有價證券之善意取得人、而委託證券商以行紀名義買入或賣出之人，「視為」有價證券之善意取得人。

故投資人與證券商在店頭市場進行連動債商品之交易、或委託證券商買賣海外有價證券之情形，有該條第三項及第四項之適用，而為損害賠償請求權人。但就向銀行購買連動債商品之投資人而言，由於其是透過信託平台購買，故連動債之取得人為銀行，而非投資人，故投資人並非有價證券之善意取得人，而無證交法第二十條第一項之適用。

故證券業者於銷售金融商品時，因為故意或重大過失而就其說明之內容有虛偽不實之情事，而導致投資人受有損害時，本文認為此時投資人可依證交法第二十條第三項請求損害賠償。

但向銀行購買連動債之投資人，由於其並非有價證券之善意取得人，故無法依證交法第二十條第三項請求損害賠償。但仍可透過信託業法或民法尋找請求權基礎。就銀行銷售連動債商品，未盡說明義務，如未告知投資人相關之風險，本文認為從信託業法第十八條之一第一項之立法說明，是以投資大眾為其保護對象，而不限於委託人，故從立法目的觀察，其告知義務履行之時點應為締約前，因此若銀行於銷售連動債商品時，未善盡告知義務，契約成立後委託人因此受有損害，應可依信託業法第三十五條第一項，請求損害賠償。至於虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為，似應回歸民法第九十二條詐欺條款處理。

此外，就民法第二百四十五之一第一款之適用，就其構成要件，本文認為所謂的契約未成立時，應是指責任發生時點為契約未成立時，而並非限於最後契約未成立，故最後契約是否成立在所不問。就告知及說明義務之違反部份，由於在條文上明確列出須先經他方之詢問，本文認為比較法解釋仍不應超出文義範圍過多，否則將使人民難以遵守，故本文認為在此仍應限於他方先詢問，而相對人惡意隱匿或為不實之說明時，才違反此款。就主觀要件部份，由於已明文規定須有惡意，因此在主觀要件上，仍應限於故意。而就賠償範圍部份，本文認為其損害賠償範圍應擴及履行之利益，否則在立法上，會有輕重失衡之情形。

故就未經他方之詢問，但相對人因故意或過失隱匿或為不實之說明，本文以為此情形雖無民法第二百五十條之一第一款之適用，但或許可依同條第三款其他顯然違反誠實及信用方法者，加以解釋，從目前現行法規命令之規範多課以金融機構業者說明義務及適合性原則之要求，本文認為此為誠實信用原則之具體落實。且從交易慣例，雙方處於資訊不平等，投資人信賴金融機構所提供之資訊的兩原因下，本文認為可依誠實信用原則，向金融機構業者請求損害賠償。

第六章 未來修法方向

第一節 前言

由於金融商品快速創新，分業界限日益模糊，大型金融集團興起，金融機構邁向國際化與大型化，金融服務朝向跨業發展。而我國政府也發現此一趨勢，而認為有必要整合金融監理法規，以促進金融服務業發展，保障客戶權益，故金管會在二〇〇七年七月十二日制定金融服務業法草案。該草案之制定，在金融服務業法草案總說明中表示，乃是在維持現行各業法規範架構之原則下，由縱向之行業別管理，逐步轉化為橫向之業務別管理，以達成功能性監理之目標，鼓勵金融創新。

而該法之立法目的主要有四，規範於金融服務法第一條，包括健全金融機構業務經營、維持金融穩定、保障客戶權益以及促進金融市場發展。其先在第五條定義何謂「金融商品銷售」，包括一、締結收受存款或辦理放款之契約。二、締結信託契約。三、締結保險契約。四、締結使人取得證券交易法有價證券或票券金融管理法短期票券之契約。五、締結使人取得共同信託基金受益證券之契約。六、締結使人成立期貨交易所為期貨交易之契約。七、締結衍生性金融商品交易契約。八、其他經主管機關規定之行為。此外，金融商品銷售之行紀、居間、代理、招攬，於本法視為銷售。

而其中第六款與第七款所進行之交易，雖然皆包括衍生性金融商品交易，但其差別在於其交易場所之不同，第六款乃限於在期貨交易所進行的衍生性金融商品交易，而第七款則不限需於期貨交易所進行，在立法說明中提到：若銀行、票券金融公司、保險業者從事衍生性金融商品交易時，即適用第七款。並以銷售結構型商品為例，在上述業者銷售結構型商品，若其所連結基礎資產之價格變動，而可能導致本金損失時，則有本款之適用。換言之，現行法中對於銷售結構型商品及衍生性金融商品之漏洞，在此已填補。

但依目前金融服務業法草案之規定，嚴格而言，其所規範的是就特定標的進行特定之行為，就投資標的部份，原則上仍限於第五條中所列舉之金融商品，在第一項第八款授權主管機關以追加指定之方式，因應未來新種金融商品銷售行為之出現，在立法上，仍然採取較為保守的立法方式，必須經過主管機關指定後，才有金融服務法之適用。本文認為此立法模式，對於投資人之保護明顯不足，金融商品不斷創新，新興金融商品不斷的於市場中出現，主管機關面對金融市場的快速更新，往往無法適時因應，連動債商品即為明證，與其尚需經主管機關指定，不如如同英國法之規範，只要具有投資性質之金融商品皆納入規範中²⁵³，以保護投資人，故本文認為在第五條中，可另增一概括條款：「銷售任何具有投資性質之金融商品」，以保護投資人之權益。

另外關於行銷階段之規範，規定於金融服務業法草案第三十六條；締約階段之權利義務，如適合性原則規定於金融服務法第三十一條、說明義務之規範，則制定於金融服務業法草案第三十二條至三十五條。本文將在之後，詳細敘明，並與英國法現行規範比較，討論是否仍有改善之處。

第二節 金融服務業法草案相關之規範

第一項 行銷階段

金融服務業法草案第四十二條中規範：「金融服務業從事廣告，不得有虛偽不實或引人錯誤之情事。」規範之行為主體為金融服務業，行為態樣有二：其一，從事廣告有虛偽不實之情事，其二，從事廣告有引人錯誤之情事。採取的監理模式為消極禁止從事廣告有虛偽不實或引人錯誤之情事，相較於英國法 COBS 4.2.4 採取積極的監理模式，對於行銷內容有積極的要求，包括：一、客戶的資產風險說明，二、行銷內容與獲利率有關時，需平衡的將短期及長期投資預測清楚說明，三、若所

²⁵³ 另可參曾宛如，前揭註 225，頁 90；余雪明，前揭註 227，頁 86

欲行銷的金融商品或服務，其付費的結構複雜，或是經授權之公司會獲得超過一項以上的報酬時，就必須確認所有的資訊必須是公平、清楚，且非使人誤解者，且讓投資人有足夠資訊可據以考量判斷，四、必須清楚說明是否受到 FSA 的管轄，五、若該包裝產品或特定投資商品，並非由經授權之人所設計製造者，必須將產品設計製造人或是投資經理人的資訊公平、清楚的說明。

若傳遞內容關於過去績效、過去模擬績效或是未來績效時，則相關的內容必須符合 COBS 4.6.2 到 COBS 4.6.9 之規定，目的就在於避免因為金融服務業者提供不完整之資訊，或在資訊呈現時，刻意忽略或是不強調其投資風險，而引人錯誤，造成投資人之錯誤決定。

採取積極的行銷內容規範之優點在於其法律概念明確，相較於我國僅以「引人錯誤」此一不確定法律概念規範，對於投資人而言，較有保障，故建議我國在金融服務法之立法上，可採取積極的行銷內容規範，並再以概括條款：「以及其他任何引人錯誤之情事」規範，避免掛一漏萬。

此外，我國所規範之行為態樣的前提乃在於「從事廣告」，也因此對於其他的行銷行為態樣，例如訪問交易等，皆不在該條的規範當中。故在我國若採取電話行銷之方式、或是金融服務業者到客戶住居所，以及在街上向潛在客戶推銷之行銷模式皆無明文禁止。而此類之行銷模式相當積極主動，不僅積極的介入投資人之生活，且又屬於對話意思表示，對於投資人而言，在面對此類的行銷方式，往往壓力較大，而較不易做出正確的確定，故依英國 COBS 規定，除非符合一些例外的條件²⁵⁴，否則原則上禁止金融服務業者對於投資人進行訪問交易的行銷模式。

²⁵⁴ 其主要的判斷標準有兩種，其一是受話方在客觀上是否與經授權之人有客戶關係，就算在客觀上雙方間有客戶關係，在主觀上，還必須確定受話方是否可藉由這樣的客戶關係，判斷經授權之人是否會有訪問交易的行為，必須在客觀及主觀要件都符合的情形下，才可適用第一種豁免情

而反觀我國對於此類型之行銷態樣，並無明文禁止，本文以為此類型之行銷模式對於投資人而言，過於強勢，而雙方又處於資訊不平等的地位，故於強勢之一方的主導之下，弱勢投資人可能會因此做出錯誤的投資決定，因此本文認為原則上應禁止，只有在例外情形豁免，如英國法之規範。

而觀察其立法目的，可知促進金融市場之發展也是金融市場服務法草案的立法目的之一，但在保護投資人的同時，往往也就限制了金融市場之發展，因為越多的法規限制，也就代表著金融市場的自由度越低，而限制了其發展。而就金融服務法第四十二條的規範客體觀察，與英國法類似，其所規範的主要乃是具備投資性質的商品，在英國法中，若其行銷之商品為不具備投資性質的保險契約時，此時該行銷行為即不受 COBS 4 以下之規範。而我國立法也有類似想法，在第五條第三項，對於其經營不具營利性質的保險契約，則無本法之規範，因為既然不具備投資性質，投資人即不易受有損害，也不影響金融市場之穩定，故若規範限制，反而限制金融市場之發展。

此外，英國法 COBS 顧客分類之制度，在我國卻無相關之規範，雖於行銷階段，我國法僅規範在從事廣告時有虛偽不實或引人錯誤之情事時，才違反金融服務法，未如英國法就行銷內容有積極之要求，故就金融服務業者而言，其所負義務並不重，因此就算對於機構投資人或專業投資人，雖然也必須遵守第四十二條之規範，但其成本並不高。

不過我國若採取如英國較為縝密的立法模式，則採取顧客分類制度或許較佳，對於機構投資人或專業投資人保護較少，以免增加金融市場運作之成本、降低交易效率，限制金融市場之發展。但對於零售市場投資人，則應給與較多的保護，例如在 COBS 中，若行銷之對象為零售市場投資人，則行銷之內容，除了要求須具備公司名稱外、傳遞資訊必須

形。而第二種判斷標準則是從金融商品的風險切入，只有風險性較低的金融商品，才可運用訪問交易的方式行銷，否則是被禁止的。

正確、資訊的提供需足以讓接受訊息的主要客層之一般消費者瞭解、另外針對比較性資訊也有諸多之規範；就行銷方式而言，原則上對於零售投資人不可進行直接報價行銷之行為，目的即為保護零售市場之顧客。

就行銷階段之規範，尚存在一問題，即於金融服務法的草案之下，若金融服務業者違反第四十二條之規定，只有行政處罰，投資人若因此而受有損害，其仍無任何民事求償的請求權基礎，對於投資人而言，相當不利。而在英國法，投資人則仍可以 FSMA 第一百五十條請求損害賠償。相較而言，我國對於投資人保護仍然不周，故本文認為應賦予投資人民事求償的請求權基礎，對於投資人的保護較為周全。

第二項 締約階段

我國金融服務業法草案在締約階段終於將適合性原則與說明義務提升至法律層次，在第三十四條規範：「金融服務業從事金融商品銷售之推介時，應確保其適當性，並遵守同業公會訂定之推介守則。但主管機關另有規定者，不在此限」。

第三十四條第二項並規定：「推介守則應訂定下列確保推介適當性應考量之事項：一、推介對象之年齡、知識、經驗及財產狀況、風險承受能力、交易目的。二、推介方法及時間。三、其他經主管機關所定確保推介適當性之事項。金融服務業訂定之推介守則，應依主管機關指定之方式公告。變更時，亦同」。

而英國法之規範則較為詳細，但內容大致一致。此外，COBS 9.4.1 並規定經授權之人在進行個人推介行為之時，必須提供顧客一份書面的適合性說明書(suitability report)之義務，所以除非是 COBS 9.4.3 所列舉的情形，否則在進行個人推介行為之時，都必須提供該適合性說明書給顧客。

在說明義務部份，金融服務業法草案規範於第三十五條：「一、該金融商品因利率、匯率、有價證券市價或其他指標之變動，有直接導致本金損失或超過當初本金損失之虞者：

(一) 該金融商品有本款所定損失之虞及其變動有直接導致本款所定損失之虞之指標。

(二) 該金融商品銷售相關交易架構之重要部分。

二、該金融商品因金融服務業或他人之業務或財產狀況之變化，有直接導致本金損失或超過當初本金損失之虞者：

(一) 該金融商品有本款所定損失之虞及其變化有直接導致本款所定損失之虞之金融服務業或他人之財產狀況。

(二) 該金融商品銷售相關交易架構之重要部分。

三、該金融商品因其他經主管機關規定足以影響相對人判斷之重要事項，有直接導致本金損失或超過當初本金損失之虞者：

(一) 該金融商品有本款所定損失之虞及有直接導致本款所定損失之虞之主管機關規定。

(二) 該金融商品銷售相關交易架構之重要部分。」

並在第五項中規定：「有下列情形之一者，不適用第一項規定。

一、相對人係銀行業、票券業、信託業、證券業、期貨業、保險業或其他經主管機關核定之法人或機構。二、相對人明確告知無須說明重要事項。但以定型化契約條款約定無須說明者，不在此限。三、主管機關另有規定者。公開招募或私募第五條第一項第四款、第五款之有價證券、短期票券、受益證券、受益憑證，於法令規定之公開說明書、投資說明書或其他說明書記載第一項所列事項並向相對人交付者，視為已對相對人說明」。

就說明義務之內容，英國法說明義務主要規範於 COBS 14.3.2 中，根據該客戶為零售市場顧客或是專業顧客，而依其程度說明該投資標的本質及其風險。

其說明的內容首先包括必須說明該投資標的之本質及風險，且該說明之資訊須足以讓顧客做成投資決定之基礎。第二，必須依據客戶財務狀況及其金融知識之程度，向其說明其槓桿效應，以及未來損失所有投資之風險。第三，說明該投資標的價格之波動性以及任何在市場中對於該投資的限制。第四，投資人可能會設想到的事實，包括該投資之結果、所有可能相關之契約義務，包括有條件的義務以及其所需之花費等等。故說明義務之內容包括投資標的之本質、風險，以及任何投資人可能會設想到的事實，相較之下，我國對於說明義務之內容則過於鬆散。

至於請求權基礎則規範於金融服務業法草案第三十九條，所負之責任為無過失責任，在草案總說明中，表示考量相對於相對人，業者具有在資訊、交涉能力上之高度優越地位，故應課予高度責任。就保護投資人角度而言，自然周全，但就促進金融市場發展而言，對於金融服務業者課與很大之責任，對於金融服務業者是否過苛，仍有討論空間。



第七章 結論

雷曼兄弟一倒，全球金融面臨嚴峻之考驗，許多投資人成為受害者，赫然發現我國現行法對於投資人的保護少之又少，在此波連動債風暴當中，金融商品本身並非原罪，畢竟引進新興金融商品，提供投資人更多選擇分配其資產，促進金融市場之發展，是金融市場的目標之一。但必須思考的是在引進新興金融商品進入我國金融市場時，如何搭配完善的監理、賦予投資人足夠之保護，使其在健全的監理環境下投資，是一方面強調金融貿易自由化、促進金融市場發展的另一重要考量，惟有取得兩者間之平衡點，金融市場才能完善發展。本文分就連動債商品上市、行銷以及締約階段，觀察我國相關之法律規範，並以英美法為比較對象，探討我國現行法該如何解釋以及如何改善。

就連動債之上市，我國關於有價證券之上市規定，規範於上市審查準則，就一般公司申請股票上市，規範於上市審查準則第四條，而其他有價證券之上市，則規範於上市審查準則第二十一條至第二十四條，對於連動債商品之上市，我國目前並無相關規範。

是否要如同英國、美國，使連動債商品也可在集中交易市場上市？本文認為，由於連動債依其所連結之標的多寡，再加上付諸於其上之條件，使得投資人若要預測其未來走勢，尚須瞭解其所連結之標的，以及付諸於其上之獲利條件，相較於股票或是公司債，不論在認識連動債商品本身、預測未來之走勢，以及商品本身所揭露之資訊透明度上，對於一般投資人而言，有相當之門檻，難以瞭解。

故在國外，大都是藉由私募之途徑募集資金，如美國，藉此將銷售客層限於合格之投資人，故只有在資產或金融知識到達一定程度者，才可投資連動債商品，故本文對於連動債之上市，採取較為保守之立場，認為我國目前一般投資人仍須再教育，需待整體投資環境更為成熟之時，再觀察是否應該使連動債在集中市場上市交易。

在行銷階段，觀察我國之規範與英國做比較，在立法模式上就有很大的差別，首先因為我國是採取各業別的多元監理模式，與英國所採取的一元監理模式不同，也因此若想瞭解相關的規範，就必須耗費時間找出各業別之規範，相對於英國的一元監理模式，較為複雜，而且也因如此，導致各監理規定法律效果強弱不一的問題。

本文認為我國目前對於行銷階段的規範大多是法規命令或自律規範，就自律規範部份，對投資人的保護有限，因此至少應提升至法律層次，並且賦予投資人損害賠償請求權之基礎。在英國法中，投資人在業者違反某些 COBS 規定時，依據 COBS Schedule 5.4 的規定，可依 FSMA 2000 第一百五十條作為其請求權基礎，而提起損害賠償之訴。而在我國，就行銷階段的相關業法，卻無請求權基礎，故建議在修法時，應考慮在立法中，賦予投資人請求權基礎，以保護投資人。

由於投資人之損害賠償請求權，在期貨交易法中並無賦予投資人任何民事請求權之基礎，故本文希冀透過解釋消保法，為投資人尋找民事請求權之基礎。

若從消保法之立法目的，以雙方交易地位是否平等作為消費關係認定之基礎，那麼金融機構與非專業的一般投資人間不僅在交易地位上不平等，在資訊上也處於不對稱之狀態，故有消保法之適用。因此若金融業者在行銷連動債商品時，於廣告內容中強調其保本，但實際上卻並非保本之連動債商品，而導致投資人因此而受有損害時，投資人可依消保法第二十三條第一項，向金融業者、和明知或可得而知廣告內容與事實不符，卻仍然刊登或報導廣告之媒體經營者，請求損害賠償。

其次，在英國法對於行銷階段的規範，是藉由傳遞(communication)的概念包納，而不去特別定義何謂廣告及行銷，其優點在於可以避免科技日新月異，而必須時時變動其概念，而在我國對於行銷的相關規範，

通常都會在條文中定義何謂廣告及行銷，但通常都會加上概括條款，例如以「任何形式的廣告宣傳」將未來可能出現的廣告宣傳模式納入，因此就這部份而言，明確的定義加上一概括條款，就人民的遵守而言，其實有其優點。

但本文認為我國對於行銷階段之法規命令及相關之自律規範，都只規範「廣告及營業促銷行為」，但畢竟就行銷手段而言，廣告及營業促銷只是眾多行銷態樣之一，因此依現行之規範，並未監理行銷階段的其他行為態樣，因此或許可在概括條款「任何形式的廣告宣傳或行銷行為」，將其他種形式之行銷行為納入規範，然後再將對於投資人侵略性較強的主動行銷方式立法原則上禁止，例如訪問交易，或直接報價行銷，以保護投資人。

第三，COBS 將顧客依其性質分類為合格企業 (eligible counterparties)、專業投資人 (professional clients) 以及零售市場投資人 (retail clients) 三個等級，然後對於不同類型之投資人賦予不同程度的保護，這是在我國對於行銷及締約階段的相關規範中所缺少的，本文認為針對不同類型之投資人賦予不同的保護程度，如此的規範方式，既可保護到較為弱勢的零售市場投資人，又可兼顧到金融業者的營運成本問題，而不致影響交易的活絡，故值得作為我國的借鏡。

至於在締約階段，在法律層次之規範上，可以觀察到一不合理之現象，即更為複雜且風險較高的連動債或衍生性金融商品，在期貨交易法下，投資人卻無任何民事求償的請求權基礎。這不僅是以業別立法所造成之疏漏，更是忽略金融商品之風險在金融市場中所扮演之角色，英國 FSMA 2000 不以業別立法，而以受規範之行為與投資標的為經緯，以行為與投資標的本身之風險立法，在成本效益、促進金融市場發展、金融市場穩定以及投資人保護等目標下立法，才是完整之立法。

而我國現行法，關於締約前說明義務及適合性原則相關規範，大部分皆規範於法規命令及自律規範層次。在現行法中，雖然期貨交易法有相關規定，但投資人若因此受有損害，並無任何請求權基礎。而在英國法 COBS 中對於說明義務及適合性原則皆有完善之規範，並賦予投資人在經授權之人未善盡說明義務或適合性原則，可依 FSMA 2000 第一百五十條，向經授權之人請求損害賠償。故本文試圖以證券交易法第二十條第三項、信託業法及民法第兩百四十五條之一，為投資人尋找在金融機構服務業者在銷售連動債商品時，若因故意或過失未善盡其說明義務時之請求權基礎。

就證券交易法第二十條第一項之規定，就連動債商品是否為該項所規範之有價證券，本文認為若從現行法規命令，有將連動債商品納入衍生性金融商品之監理，也有將其納入有價證券之監理，故可見我國並未刻意定性連動債商品，而是從連動債商品應否監理之角度切入，而使其受到有價證券及衍生性金融商品之雙重規範。

另外從風險之角度觀察，連動債商品同時具備資本募集與衍生性金融商品以小博大之槓桿利益之特色，同時具備了債券與衍生性金融商品兩種商品之風險，且因其為兩種商品之組合，故變化眾多，較於債券或是衍生性金融商品，其獲利、風險都更加複雜。

因此對於投資人而言，要瞭解該商品需具備更多的知識，投資該類商品時之風險更大，故本文認為從法規命令、風險等角度觀察，連動債商品，應為證交法所規範之有價證券，而有證交法第二十條第一項之適用。此外，連動債商品也為衍生性金融商品，故對於連動債之監理，不需採取有價證券、衍生性金融商品之二分，而使其同時納入有價證券及衍生性金融商品之監理規範中，。

至於其責任主體，依照證交法第二十條第一項之規定，其責任主體包括任何與有價證券之募集、發行、私募或買賣相關之人，皆為其責任

主體。故不管是銀行以信託平台銷售連動債與投資人、證券業者於店頭市場與投資人進行連動債商品交易、或受託購買海外債券，皆為與有價證券之募集、發行、私募或買賣相關之人，故為該條之責任主體，而有證交法第二十條第一項之適用。

但就損害賠償請求權之適格，需為有價證券之善意取得人，於銀行購買連動債商品之投資人，因為實際上連動債之所有權人為銀行，而非投資人，故投資人並非有價證券之善意取得人。而第四項之規定，又限制於受託人為證券經紀商，而非銀行，故投資人也無法依該項請求損害賠償，投資人欲求償困難重重。

本文認為就證券業者於店頭市場銷售連動債商品、或受託購買海外連動債券，因故意或重大過失而有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為，而使投資人受有損害時，投資人可依該條第三項向證券業者提起損害賠償之訴。但就銀行業者以信託平台銷售連動債商品，本文認為依現行證交法之規範，仍有困難。

於銀行購買連動債商品之投資人，雖難以證交法第二十條第三項請求損害賠償，但仍可透過信託業法或民法尋找請求權基礎。就銀行銷售連動債商品時，若未盡說明義務，本文認為從信託業法第十八條之一第一項之立法說明，是以投資大眾為其保護對象，而不限於委託人，故從立法目的觀察，其告知義務履行之時點應為締約前，只是損害賠償請求權之主體，限於委託人，故若銀行於銷售連動債商品時，未善盡告知義務，契約成立後，若委託人因此受有損害，應可依信託業法第三十五條第一項，請求損害賠償。至於虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為，似應回歸民法第九十二條詐欺條款處理。

另外就民法第二百四十五條之一第一款之適用，就其構成要件，本文認為所謂的契約未成立時，應是指責任發生時點為契約未成立時，而並非限於最後契約未成立，故最後契約是否成立在非所問。就告知及說

明義務之違反部份，由於在條文上明確列出須先經他方之訊問，故雖然從比較法解釋，認為應不限於他方必須先詢問，但比較法解釋仍不應超出文義範圍過多，否則將使人民難以遵守，故本文認為在此仍應限於他方先詢問，而相對人惡意隱匿或為不實之說明時，才違反此款。就主觀要件部份，由於已明文規定須有惡意，因此在主觀要件上，仍應限於故意。而就賠償範圍部份，本文認為其損害賠償範圍應擴及履行之利益，否則在立法上，會有輕重失衡之情形。

故就未經他方之詢問，但相對人因故意或過失隱匿或為不實之說明，本文以為此情形雖無民法第兩百五十條之一第一款之適用，但或許可依同條第三款其他顯然違反誠實及信用方法者，加以解釋，本文認為此款所謂的誠實信用原則，可將櫃買中心衍生性金融商品交易業務規則等法規命令之規範，賦予金融機構業者在銷售連動債商品時，應履行其先契約義務之說明義務，視為誠實信用原則的具體落實，故若違反該說明義務，即違反誠實信用原則。

此外，從投資人對於金融機構業者的信賴程度而言，由於雙方處於資訊不平等之狀態，因此一般投資人對於投資之判斷皆建立於對於金融業者之信賴基礎上。而就交易慣例而言，上述法令規範皆要求金融業者在銷售金融商品時，應履行其說明義務，故從這兩因素考量，金融業者在銷售連動債商品時，若對投資人隱匿或為不實之說明，則投資人應可依其違反誠實信用原則，向其要求損害賠償。

最後本文就我國採取英國 FSMA 2000 之立法例而草擬出的金融服務業法草案，就行銷與締約階段的相關規定，提出本文之淺見，希冀能使金融服務法更趨完善。

依目前金融服務業法草案第五條之規定，其所規範的是就特定標的進行特定之行為，就投資標的部份，原則上仍限於第五條中所列舉之金融商品，在第一項第八款授權主管機關以追加指定之方式，因應未來新

種金融商品銷售行為之出現，本文認為此立法模式，對於投資人之保護明顯不足，應如同英國法之規範，只要具有投資性質之金融商品皆納入規範中，而不須再判斷新興金融商品究竟為證券或是衍生性金融商品，不僅在規範上不需再為何謂證券傷神，同時將未來新興之金融商品也納入法規範中，避免因為金融商品推陳出新，產生法律規範上之漏洞，以保護投資人之權益。故本文認為在第五條中，可另增一概括條款：「銷售任何具有投資性質之金融商品」，以保護投資人之權益。

就行銷階段之規範，本文認為如英國法 COBS 採取積極的行銷內容規範，使其法律概念明確，相較於我國僅以「引人錯誤」此一不確定法律概念規範，對於投資人而言，較有保障，故建議我國在金融服務法之立法上，可採取積極的行銷內容規範，並再以概括條款：「以及其他任何引人錯誤之情事。」規範，避免掛一漏萬。

除此之外，我國所規範之行為態樣的前提乃在於「從事廣告」，也因此對於其他的行銷行為態樣，例如訪問交易，皆不在該條的規範當中。本文認為電話行銷、或是金融服務業者到客戶的住居所，以及在街上向潛在客戶推銷之行銷模式皆相當積極主動，不僅積極的介入投資人之生活，而且又屬於對話意思表示，故應同英國 COBS 規定中，除非符合一些例外的條件，否則原則是禁止金融服務業者對於投資人進行訪問交易的行銷模式。

另外就金融服務業者因為違反四十二條之規定，而導致投資人受有損害時，仍無賦予投資人損害賠償的民事請求權基礎，本文認為應在草案中，明確賦予投資人民事損害賠償請求權之基礎，對於投資人的保護較為周全。

而就說明義務，我國金融服務業法草案中，對於金融機構業者違反說明義務之要求時，是負無過失責任，本文認為雖然對投資人有利，但

是否課以金融機構業者過重之責任，而影響金融市場之發展，本文認為仍有許多討論空間值得思考。

相較於我國現行法律層次鬆散之規範，英國 FSMA 2000 以及 COBS 於行銷及締約階段，依據顧客資產及金融知識分類，對於較為弱勢的零售市場投資人賦予更多的保護，這是我國制度下所缺乏的。於行銷階段於更原則禁止金融機構為直接報價或訪問交易之行銷行為、並要求當行銷內容涉及過去績效、過去模擬之績效及未來績效時，必須說明之內容，並賦予投資人若因金融機構違反上述規則時，可依 FSMA 2000 第一百五十條第一項據以請求損害賠償。於締約階段，要求金融機構進行個人推介之行為時，必須履行適合性原則、以及說明義務，並賦予投資人損害賠償請求權之基礎，兼顧投資人之保護與金融市場之發展，且因金融監理一元化之體系，故不再發生不同業別銷售金融商品，卻受到不同程度監理之歧異現象。

但反觀我國，因仍採業別立法之模式，故就連動債商品之規範，就會發生因銷售主體為銀行或證券商，而受不同程度之監理，對於投資人之保護不同之情形產生。故本文認為未來立法應採英國金融監理一元化之監理體系，並於法律層次規範行銷階段及締約階段之相關義務，於行銷階段規範之行為擴及至所有行銷行為態樣，而不限於廣告及營業促銷行為，並將適合性原則與說明義務規範於法律層次中，賦予投資人損害賠償請求權之基礎，納入顧客分類之制度，以建立完善之金融監理體系，並提供投資人適度之保護。

連動債商品並非原罪，仍有投資人因為投資正確，而在此項商品上獲利，真正的問題在於，引進該金融商品，但在相關之金融監理與法律規範上，卻付之闕如，乃是我國金融監理中相當大之問題，希望能藉由本文之討論，對於台灣金融市場之健全發展，不管是投資人保護或是金融監理等議題，能有些許幫助。

參考文獻

一、中文參考文獻（依作者姓名筆畫順序排列）

（一）書籍

1. 王文宇，新金融法，元照出版公司，2003年1月。
2. 王文宇，民商法經濟理論與分析（二），元照出版公司，2003年。
3. 王志誠，信託之基本法理，元照出版公司，2005年。
4. 王志誠，財富管理法規與職業道德，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，2007年7月。
5. 王澤鑑，債法原理第一冊，王慕華，2003年10月。
6. 王澤鑑，債法原理（三）侵權行為法第一冊，王慕華，2005年10月初版10刷。
7. 中華經濟研究院，金融研究發展基金管理委員會九十五年度研究計畫報告—結構型商品賦稅衡平性研究及其對我國金融市場之影響，2007年11月。
8. 朱浩民，衍生性金融商品，中國人民大學出版社，2005年。
9. 朱柏松，消費者保護法論，翰蘆出版社，1999年增訂版。
10. 林益山，消費者保護法，五南出版社，2008年3版。
11. 林淑閔，期貨交易法解讀，元照出版公司，1999年。
12. 胡繼之，金融衍生產品及其風險管理，五南圖書出版公司，2001年5月。
13. 施人英，結構型商品及基金之特性、報酬與風險之研究，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，2005年12月。
14. 邱聰智，新訂債法各論，邱聰智，2002年。
15. 陳春山，信託及信託業法釋論，台灣金融研訓院，2000年8月增修訂3版。
16. 黃子能、黃思國、陳月珍，信託業法釋論，台灣金融研訓院，2003年7月。
17. 曾宛如，公司管理與資本市場法制專論（一），元照出版公司，2007年10月2版。

18. 曾宛如，證券交易法原理，曾宛如，2006年8月4版。
19. 楊芳賢等合著，黃立主編，民法債編各論，元照出版公司，2002年。
20. 劉連煜，新證券交易法實例研習，自版，2008年增訂六版。
21. 劉連煜，公司法理論與判決研究(一)，自版，1995年1月。
22. 劉宗聖、歐宏杰，結構型商品—實務與應用，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，2004年10月。
23. 謝哲勝，信託法，元照出版有限公司，2007年3月2版。
24. 謝劍平，金融創新—財務工程的實務奧秘，智勝出版社，2006年6月。
25. 儲蓉，進入信用衍生性金融商品殿堂，台灣金融研訊院，2005年11月。
26. 賴英照，證券交易法逐條釋義(第一冊)，三民書局，1996年8月6刷。
27. 賴源河，證券管理法規，糠素儀，1997年9月增修訂版2刷。
28. 賴源河、王志誠，現代信託法論，五南圖書出版股份有限公司，2001年9月3版。
29. Robert W. Kolb，黃嘉斌譯，衍生性金融市場—期貨、選擇權、交換交易(上)，寰宇出版公司，1999年。

(二) 碩士論文

1. 苗致偉，有價證券私募制度相關法律問題之探析，國立臺北大學法律研究所碩士論文，2003年。
2. 林玉芳，從比較法觀點探討我國高收益債券市場之法制架構，東吳大學法律學系研究所碩士論文，2003年。
3. 施純貞，店頭市場衍生性金融商品相關法律問題之研究，東吳大學法律學系研究所碩士論文，2003年。
4. 翁瑞英，銀行境外投資衍生性金融商品之監理機制，國立中正大學法律學研究所碩士論文，2007年6月。
5. 陳建國，商事信託下受託人忠實義務之研究，國立政治大學法學院

- 碩士在職專班碩士論文，2008年1月。
6. 陳朝陽，從美國法制看我國證券私募制度之發展，國立中央大學產業經濟研究所碩士論文，2006年6月。
 7. 徐毓光，台灣衍生性金融商品、金融改革與風險管理，世新大學管理學院財務金融學系碩士學位論文，2007年6月。
 8. 曾國銘，金錢信託管理運用之實務與規範探討，東吳大學法律學系碩士在職專班比較法學組碩士論文，2006年。
 9. 熊全迪，結構型債券法律規範之研究，國立台灣大學法律學研究所碩士論文，2006年。
 10. 蕭得寧，巴塞爾協定與衍生性商品之監理，國立台灣大學財務金融研究所碩士學位論文，2003年7月。

(三) 期刊論文

1. 王文宇，信託業法，台灣本土法學雜誌，第14期，2000年9月。
2. 王志誠，金融商品共同行銷與公平競爭（下），台灣本土法學雜誌，第59期，2004年6月。
3. 王志誠、魏子凱，從受託人觀點談台灣信託法之問題與修正方向——以受託人義務為中心，月旦財經法雜誌，第16期，2009年3月。
4. 王志誠，台灣信託業法問題與修正重點，月旦財經法雜誌，第12期，2008年3月。
5. 王志誠，銀行業經營危機之處理及因應機制，月旦法學雜誌，第165期，2009年2月。
6. 王秀玲，台灣認購（售）權證制度十年發展之回顧，集保結算所月刊，第172期，2008年3月。
7. 杜怡靜，論對金融業者行銷行為之法律規範——以日本金融商品販賣法中關於「說明義務」及適合性原則為參考素材，臺北大學法學論叢，第五十七期，2005年12月。
8. 杜怡靜，日本金融商品交易法中關於金融業者行為規範——兼論對我國法之啟示，臺北大學法學論叢，第64期，2007年12月。

9. 杜怡靜，金融業者於金融商品販賣時之說明義務—以日本金融商品販賣法為例，月旦法學雜誌，第 126 期，2005 年 11 月。
10. 余雪明，認識證券交易法（二）—有價證券之概念，月旦法學雜誌，第 16 期，1996 年 9 月。
11. 吳琮璠，金融商品審查與監理制度—原則（principle based）vs. 細則（rule based），證交資料，第 563 期，2009 年 3 月 15 日。
12. 林仁光，論證券業對客戶資訊揭露之規範—以風險預告與客戶投資適合性之判斷法則為核心，月旦法學雜誌，第 126 期，2005 年 11 月。
13. 林仁光，金融危機與轉機—談金融服務業之整合規範，月旦法學雜誌，第 168 期，2009 年 5 月。
14. 林育廷，構思財富管理業務之規範—以不當銷售為中心，法學新論，第 1 期，2008 年 8 月。
15. 林育廷，證券從業人員之專業責任—Brokers or Advisers？，月旦民商法雜誌，第 22 期，2008 年 12 月。
16. 林美惠，締約上過失及其諸類型之探討-附論民法增訂第二四五條之一，月旦法學雜誌第 87 期，2002 年 8 月。
17. 周世昊譯，歐盟金融工具市場規則（MiFID）和美國全國市場法規（Regulation NMS）比較，證交資料，第 546 期，2007 年 10 月 15 日。
18. 松尾弘著，陳滉岳譯，日本「締約上過失」理論之繼受與發展—由設定符合市場參加者需求之行為規範的角度觀之，月旦法學雜誌，第 99 期，2003 年 8 月。
19. 陳忠五，醫療行為與消費者保護法服務責任之適用領域—臺灣臺北地方法院八五年度訴字第五一二五號與臺灣高等法院八七年度上字第一五一號(馬偕紀念醫院肩難產案件)判決評釋，台灣本土法學雜誌，第 7 期，2000 年 2 月，頁 66~84。
20. 陳俊仁，證券投資信託事業經營危機之處理與因應機制—從美國證券投資人保護理論與「二〇〇八年緊急經濟穩定法案」觀察，月旦法學雜誌，第 165 期，2009 年 2 月。

21. 陳根元，結構型商品交易制度介紹，證券暨期貨管理月刊，第 21 卷第 7 期，2003 年 7 月。
22. 陳聰富，告知後同意與醫師說明義務（上），月旦法學教室，第 80 期，2009 年 6 月。
23. 張文毅，結構化產品，證交資料，第 490 期，2003 年 2 月。
24. 郭土木，結構式商品之法律問題探討，台灣本土法學雜誌，第 62 期，2004 年 9 月。
25. 許凌豔，資本市場統合法研究，月旦財經法雜誌，第 16 期，2009 年 3 月。
26. 黃正一，美國證券私募制度介紹（上），證交資料，第 492 期，2003 年 4 月 15 日。
27. 黃正一，美國證券私募制度介紹（下），證交資料，第 493 期，2003 年 5 月 15 日。
28. 黃帥升、謝富凱、廖倪鳳，從保障投資人權益觀點論連動債券之法律關係，萬國法律，第 158 期，2008 年 4 月。
29. 曾宛如，從英國金融服務暨市場法論金融服務之整合——以律師所受規範為例，政大法學評論，第 96 期，2007 年 4 月。
30. 曾宛如，有關證券投資人保護之未來發展，月旦財經法雜誌，第 2 期，2005 年 9 月。
31. 曾宛如，論證券交易法第二十條之民事責任——以主觀要件與信賴為核心，台大法學論叢，第 33 卷第 5 期，2004 年 9 月。
32. 曾宛如，從亞太固網檢視公開發行法制規範，月旦法學雜誌，第 146 期，2007 年 7 月。
33. 曾宛如，金融海嘯下金融監理之反思，月旦法學雜誌，第 168 期，2009 年 5 月。
34. 單高年、陳欣昌、李昭宏，結構型商品在台灣證券交易所上市之可行性分析，證交資料，第 503 期，2004 年 3 月。
35. 廖大穎，論私募債制度，月旦法學雜誌，第 149 期，2007 年 10 月。

36. 廖大穎，解析證券交易法之部份新修正—公開收購與私募制度，月旦法學雜誌，第 83 期，2002 年 4 月。
37. 廖大穎，開發新金融商品與修正證券交易法，月旦法學雜誌，第 39 期，1998 年 8 月。
38. 劉慶平，結構型商品風險管理與經營實務探討，證券暨期貨管理月刊，第 21 卷第 7 期，2003 年 7 月。
39. 劉連煜，財報不實之損害賠償責任：法制史上蜥蜴的復活？—證券交易法新增訂第二十條之一的評論，月旦民商法雜誌，第 11 期，2006 年 3 月。
40. 劉連煜，證券詐欺與因果關係，月旦法學雜誌，第 78 期，2001 年 11 月。
41. 劉連煜，論證券交易法一般反詐欺條款之因果關係問題，律師通訊，第 186 期，1995 年 3 月。
42. 潘秀菊，論信託業之賠償責任及請求權之人之請求權，月旦法學雜誌，第 91 期，2002 年 12 月。
43. 戴銘昇，論美國證券詐欺之主觀意圖要件，東吳法律學報第 19 卷第 2 期，2007 年 12 月。
44. 謝文欽、陳恩儀，比較英國與我國基金受託人之定位，全國律師，第 12 卷第 8 期，2008 年 8 月。
45. 謝哲勝，從商業信託的概念論投資信託的法律架構—兼評都市更新投資信託公司設置監督及管理辦法第二十條之規定，月旦法學雜誌，第 82 期，2002 年 3 月。
46. 謝哲勝，證券，月旦法學教室，第 18 期，2004 年 4 月。
47. 謝博恭，認購（售）權證上市交易制度面面觀，證交資料，第 429 期，1998 年 1 月，頁 21~23。
48. 蘇永欽，締約過失責任的經濟分析—從現代交易的階段化談起，台大法學論叢，第 33 卷第 1 期，2004 年 1 月。

(四) 報紙及新聞週刊

1. 王正寧，連動債 劉揆促金管會速把關—上架審查、客戶資格都要規範 銀行隱藏風險或誤導要賠償，聯合晚報，2008 年 9 月 23 日，A4 版。
2. 王志誠，連動債銷售與監理，聯合報，2008 年 11 月 6 日，A7 版。
3. 李淑慧，受理連動債爭議，三種門檻，經濟日報，2008 年 10 月 3 日，C3 版。
4. 吳修辰，800 億元連動債，變壁紙！，商業周刊，第 1087 期，2008 年 9 月 22 日。
5. 吳孟庭，《金融地雷》全民損失 2000 億 金管會失職 消基會告上監察院，聯合晚報，2008 年 9 月 18 日，A1 版。
6. 洪凱音、蔡靜紋，雷曼連動債 業者代客求償，經濟日報，2008 年 9 月 22 日，C4 版。
7. 單小懿，歐美法人才能買，卻賣給台灣散戶？為何「保本」連動債，竟能虧掉九六%？，商業週刊第 1089 期，2008 年 10 月 6 日。
8. 曾桂香，投資人有救了？傳外資想低價收購雷曼連動債，聯合晚報，2008 年 9 月 19 日，A7 版。
9. 游智文，官擺爛！連動債到底找誰申訴，聯合晚報，2008 年 10 月 3 日，A4 版。
10. 雷盈，高報酬結構債 向散戶說拜拜，經濟日報，2009 年 5 月 8 日，B1 版。
11. 經濟日報訊，觸雷連動債 處理四模式—1.有人接手連動債 2.等清算 3.銀行代求償 4.有人接手雷曼控股，經濟日報，2008 年 9 月 21 日，A5 版。

二、英文參考文獻（依作者字母順序排列）

（一）書籍

1. Alastair Hudson, *The Law on Financial Derivatives*, Sweet & Maxwell, 2002.
2. Deborah A. Sabalot & Richard J. C. Everett, *The Financial Services and Markets Act 2000*, Butterworths, 2004.
3. Eva Lomnicka, *The Financial Services And Markets Act: An Annotated Guide*, Thomson, Sweet & Maxwell, 2002.
4. James Perry (ed.) , *The Financial Services and Markets Act: a practical legal guide* , Sweet & Maxwell, 2001.
5. Jonathan Fisher QC, et al. , *The Law of Investor Protection* , Sweet & Maxwell, 2003.
6. Simon Firth ,*Derivatives : Law and Practice* , Sweet & Maxwell, 2003.

（二）期刊及其他英文文獻

1. Andrew Haynes, *Financial Promotions - Rules and Principles*, *Comp. Law.* 2008, 29(3), 89-90.
2. Angie Karna, *Advanced Swaps & Other Derivatives 2008*, 1700 *PLI/Corp* 107(2008).
3. Craig McCann & Dengpan Luo, *Are Equity-Linked Structured Products Suitable For Retail Investors?*, 1615 *PLI/Corp* 501(2007).
4. Eva Z. Lomnicka, *Making The Financial Services Authority Accountable*, *J.B.L.* 2000, JAN, 65-81.
5. FSA, *FSA Consultation Paper 114 : Proposed Listing and Conduct of Business Rules for Securitised Derivatives*, 2001.11.
6. Freshfields Bruckhaus Deringer , *International Survey of Financial Markets Law and Regulation*, *J.I.F.M.* 2001, SUPP (SPECIAL ISSUE).

7. Georgia B. Bullitt & Morgan Stanley , SWAPs & Other Derivatives in 2002, 1346 PLI/Corp 227(2002).
8. Hebert Harrer, Quotation on The Official Market on The Frankfurt Stock Exchange Compared to The New York Stock Exchange and The London Stock Exchange, J.I.B.L. 2002 , 17(12) ,360~377.
9. Jason D. Haines, The Markets in Financial Instruments Directive (MIFID): Investor Protection Enhanced by Suitability Requirements, Comp. Law. 2007, 28(11), 344-345.
10. Jenny Hamilton, Negligence in The Corridor? The Interaction Between "Separate Rooms" of Regulation and The Common Law in Financial Services, P.N. 2007, 23(3), 134-150.
11. John R. Vitha, Advanced Swaps & Other Derivatives 2008, 1700 PLI/Corp 97(2008).
12. John C. Cocchiarella & Robert S. Risoleo, Private Placements, Resales and Rule 144A and Regulations S Offerings, 1724 PLI/Corp 89(2009).
13. Jonathan Davies, What Is Misselling? , J.I.B.L.R. 2004, 19(1), 1-6.
14. Julie Patient, Treating Customers Fairly: The Challenges of Principles Based Regulation, J.I.B.L.R. 2007, 22(8), 420-425.
15. Karen Connolly, Financial Law Reform, J.I.F.M. 2000, 2(3), N26-27.
16. Lucian Pollington (ed), Tolley's Guide to The Listing Rules: Transactions and Procedures, I.C.C.L.R. 2005, 16(3), 149-150.
17. Practising Law Institute, Current Regulatory Issues: Selected Materials, 1580 PLI/Corp 109(2007).
18. Rosali Pretorius & Jamile Ferreira, The Implementation of The New Prospectus Directive in The United Kingdom, J.I.B.L.R. 2005, 20(2), 56-64.

三、網站資料

1. 台灣證券交易所網站，
<http://www.twse.com.tw/ch/products/securities/DR.php>
2. 台灣期貨交易所網站，
<http://www.taifex.com.tw/chinese/home.htm>
3. 有關未來連動債商品審查機制，可參金融管理委員會網站，
http://www.fscey.gov.tw/news_detail2.aspx?icuitem=4964721
4. 證券櫃台買賣中心網站，
<http://www.otc.org.tw/ch/extend/product/dpsp/WAW30801.php>
5. NYSE Arca 相關新聞，可參
<http://www.nyse.com/press/1227265954303.htm>
、<http://www.nyse.com/about/listed/funds.html>
6. 於 NYSE Arca 上市之結構型商品，可參
http://www.nyse.com/about/listed/lc_ar_issuetype_1076458359977.html?ListedComp=All&start=1&item=1&startlist=1&group=1&firsttime=done
7. NYSE Arca Equities Rules，可參
http://wallstreet.cch.com/PCXtools/PlatformViewer.asp?SelectedNode=chp_1_1&manual=/PCX/pcxe/pcxe-rules/
8. 就英國連動債商品之上市所應遵循之規則，可參 FSA 網站，
http://www.fsa.gov.uk/Pages/Doing/UKLA/global/rlink_sec/index.shtml
9. COBS 之規定：<http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/COBS>