中華民國證券商業同業公會

委託專題研究

合理規範證券商向客戶提供
結構型商品交易服務之研究

主持人： 國立台灣大學財務金融學系 李存修 教授

國立臺灣大學財務金融學系 黃思綺 博士後研究員

研究助理： 黃種甲、陳允柔

中華民國一〇一年八月

目錄

壹、前言.....	1
貳、我國證券商結構型商品市場之概況.....	4
一、 相關法規概述.....	4
二、 證券商結構型商品之設計模式.....	6
三、 專業客戶資格認定的放寬—單筆交易金額.....	7
參、擴大證券商對一般客戶提供股權相關結構型商品之範圍.....	10
一、 資產交換選擇權.....	10
二、 股權相關結構型商品標準化並集中交易之可行性.....	12
肆、同類型結構型商品之定義.....	14
伍、分公司協助總公司辦理結構型業務之規範.....	18
一、 現況概述.....	18
二、 相關疑慮.....	20
三、 解決方案.....	21
四、 開放其他金融機構銷售券商結構型商品.....	23
五、 小結.....	24
陸、放寬保險業投資結構型商品之限制.....	27
柒、結論與建議.....	32

壹、前言

近年來國人投資於結構型商品之規模日增，但因商品複雜度較高，一般投資人不易瞭解其商品特性與風險，致衍生一些投資糾紛。2008 年雷曼兄弟所發行的結構型商品出現違約事件，許多投資人因此血本無歸。金管會乃於 2009 年訂定「境外結構型商品管理規則」，分別就專業投資人與非專業投資人區分之標準、境外結構型商品之發行人與總代理機構管理、說明義務、商品審查之條件與程序、相關業者之行為規範、審查小組之組成、受託或銷售機構應遵守之事項等等為明確之規範。

金融總會在「境外結構型商品管理規則」之基礎上，亦訂定了多項相關的規則或要點，包括產品說明書、投資人須知、三方書面契約等之應行記載事項、商品審查及管理規範、審查小組之組成及作業要點...等等，明訂銀行業所銷售的境外結構型商品由信託公會負責審查；保險業銷售的境外結構型商品由保險公會負責審查；證券業所銷售的境外結構型商品由證券商公會負責審查；跨業銷售的境外結構型商品由金融總會負責審查。鑒於境外商品之風險與結構與境內商品有所不同，上開規則揭示了審查機制及管理規範，以上係以發行者所在

為區別；若以「連結標的」區別，則連結標的在國外者其風險亦與在國內者有所差別，因此於「財團法人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」中將連結國外標的者，限於專業客戶方能承作。至於結構型商品則進一步以風險等級加以細緻規定，因應國內外商品或標的風險不同以貫徹平等原則。

國內證券商亦可發行結構型商品，但因不屬境外引進之商品，故不受上述審查制度之規範，而由證券商依據「財團法人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」（以下簡稱業務規則）第 6 條向櫃買中心提出申請，獲櫃買中心同意後，即可於證券商營業處所銷售。銷售結構型商品時，應依業務規則第 30-1 條進行客戶評估，依同規則 30-2 條進行行銷過程控制。

由於證券商發行之結構型商品屬自營部門之業務，必須由具備自營資格之人員負責銷售。一般而言，證券商之自營部均設於總公司，不會在分支機構設置自營人員，以致商品銷售之通路侷限於總公司，無法遍及全國。在客戶分散全國各地，銷售卻僅限總公司的窘境之下，此一業務自然無法成長。如能將銷售人員之自營人員身分放寬，改以其他合宜之資格證照取代，銷售通路便可遍及各分公司，甚

至可由銀行通路代為銷售。

在銷售對象上，目前主要定位於一般投資人，本研究也將一併討論是否可擴大銷售對象，包括保險商品(投資型保單)、保險公司所管理的內部基金，及保險公司本身自有資金等等。

結構型商品之參與者包括發行人、總代理與經銷商，若為國內發行之結構型商品，證券商可為發行人並自行銷售，若為境外引入之結構型商品，證券商可擔任總代理並代為銷售，或由別人擔任總代理，而由證券商代為銷售，但無論是哪種銷售模式，只要是境外引進者，均受「境外結構型商品管理規則」及其相關子法的約束，與銀行信託部、保險公司所受之規範並無二致，必須事先經過證券商公會審查通過才能銷售，金控證券商共同行銷時亦同(須經金融總會審查)。因此此部分並不在本研究之範圍內。

綜上所述，本研究之內容包括證券商結構型商品之設計、申請、交易的相關規範，以及證券商結構型商品之銷售面規範。前者包括商品架構與風險屬性，以及業務規則第 5 條至第 13 條，第 29 條至第 41 條之規範；後者則討論各種銷售通路及銷售對象相關的議題。

貳、我國證券商結構型商品市場之概況

國內證券商對其客戶提供結構型商品交易服務已行之有年，歷年之交易金額及成長狀況如表一所示。

表一：證券商歷年發行結構型商品交易金額一覽表

年度	交易量 (新台幣仟元)	年成長率 (%)
2007	35,266,400	--
2008	70,649,250	100.33
2009	82,386,089	16.61
2010	110,936,690	34.65
2011	120,366,441	8.50

一、 相關法規概述

根據業務規則第 5 條，證券商之衍生性金融商品，指依國內外櫃檯買賣市場之規則或實務，其價值衍生自有價證券、利率、貨幣、指數、商品、信用或其他利益之遠期契約、選擇權契約、交換契約、或上述二種以上契約之組合，或結合固定收益商品之組合式契約。

業務規則第 29 條進一步將結構型商品定義為證券商銷售一結合固定收益商品與衍生性金融商品之組合式契約。結構型商品之可連結標的在股權方面與認購(售)權證相同，其他尚可連結利率、貨幣、商

品等，到期日不得超過十年。第 30 條規定證券商結構型商品應區分為保本型及不保本型。

業務規則第 5-1 條將投資人區分為專業客戶與一般客戶，所謂專業客戶又包括專業機構投資人與符合下列條件的自然人：(1)提供新台幣 3000 萬元之財力證明，(2)單筆交易在新台幣 300 萬元以上，(3)與該發行證券商之往來逾新台幣 1500 萬元，(4)須具備充分之金融商品專業知識或交易經驗，(5)須充分了解證券商與專業客戶進行衍生性金融商品交易得免除之責任，同意簽署為專業客戶。符合第 5-1 條專業客戶條件以外之客戶，均為一般客戶。這些規範與「境外結構型商品管理規則」對專業投資人之定義相同。

業務規則第 43 條規定證券商之交易相對人為股權選擇權之賣方時，該交易相對人須符合專業客戶之條件，換句話說，一般客戶只能做為選擇權之買方，以避免風險過大。

另外，鑑於金融風暴對投資人的影響，我國於民國 100 年 6 月 29 日公布《金融消費者保護法》，開宗明義於第一條明示以保護「金融消費者」為立法目的，復於第四條定義本法所保護之「金融消費者」，排除了專業投資機構及符合一定財力或專業能力之自然人或法人。並且透過行政院金融監督管理委員會金管法字第 10000707320 號

(100.12.12)中第四款明定：「四、本法第四條第一項但書第二款所稱符合一定財力或專業能力之自然人，係指依下列各款法令規章之一所定，以專業投資人或專業客戶身分，接受金融服務業提供金融商品或服務，於該筆金融商品或服務範圍內之自然人：(一)境外結構型商品管理規則。(二)信託業營運範圍受益權轉讓限制風險揭露及行銷訂約管理辦法。(三)證券商受託買賣外國有價證券管理規則。(四)銀行辦理衍生性金融商品業務應注意事項。(五)財團法人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。」職是，透過此函令的連結，相關業務規則中所稱之「專業客戶」自不屬於「金融消費者」而受到前開法律之保護，就此而言，投資人保護之分別，在不同之法令下，仍然堅守其區分專業／一般客戶之立場。

二、 證券商結構型商品之設計模式

證券商主要銷售股權連結商品，又可分為保本型商品(Principal Guaranteed Note, PGN)與高收益型(Equity Linked Note, ELN)，前者為固定收益型證券與股權選擇權之組合，如僅將固定收益型證券在到期日前所應得之利息的現值拿來購買選擇權(可以是買權，也可以是賣權)，則於到期日時，即便該選擇權無履約價值，投資人也可拿回本金(該債券必須無信用風險)。如果購買之選擇權權利金超過前述固

定收益型證券之利息的現值，那麼就可能產生無法取回百分之百本金之風險。PGN 又可細分成無條件保本與有條件保本，須對投資人善盡告知之責任。理論上當保本率愈低時，上方獲利空間(或稱參與率)應愈高，反之亦然。

高收益型 ELN 為固定收益型證券與選擇權賣出部分之組合(可為買權，亦可為賣權)。到期時若該選擇權無履約價值，原先所賣選擇權之權利金便成為投資人除利息之外之額外收益，所以才稱為高收益型。但如所賣選擇權於到期時具履約價值，投資人便可能承受本金上的損失，因此基本上是屬不保本型。

三、 專業客戶資格認定的放寬—單筆交易金額

證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則(以下簡稱業務規則)於第5-1條，明定有專業客戶之定義，有下列四種情形：

- 1.專業機構投資人
- 2.總資產逾五千萬之法人或基金
- 3.同時具備條文所述三條件之自然人
- 4.信託業之委託人符合2，3者

而專業客戶與一般客戶的分別如下：

- 1.投資商品標的範圍：§20、§24、§32、§43、§49

2.締約過程：§15II、§16III、§30-1、§30-2

由以上可知，專業客戶較諸一般客戶喪失較多交易上的保障。然而換取的是得購買更多不同標的之結構型商品(通常係聯結國外標的)。依據條文規定，自然人欲成為專業客戶須主動申請且符合條文明定之條件。惟自然人若願意申請為專業客戶，表示其主觀上願意捨棄部分權利以換取更大的空間進行投資，並且其亦對於其所可能放棄的權利有所瞭解(條件三)，故依據「自負責任」原則的情形下，不應過度限制。惟如同必須針對一般客戶區分等級之外，條文亦設有評估自然人是否為專業客戶適格之條件，即條件一、二。然而此二條件本身即是針對該自然人本身客觀上對於風險承受程度的考量(對照規則第30-1條，其中條件一為財產狀況；條件二為知識、投資經驗、商品理解度)。然而同樣針對風險承受度的考量，第五條之一的條件一又新增了單筆交易金額的限制，實際上似乎超出條文針對風險承受程度的評估要素。

覆針對單筆金額限制之要素進行審酌，此要素並無法明確導出自然人的風險耐受度。蓋條件一後段之往來總資產及財力聲明書已足以證明其財產條件，職是，單筆交易金額之限制在此條件下，似乎難有「篩漏」之功能。亦即，往來總資產逾一千五百萬元者且提供總資產

逾三千萬元之財力聲明者，鮮有難以進行金額於三百萬元之單筆交易，然而若該自然人無法提出，究其實際應係證券商是否依同條第四項為合理調查之問題。是故，該條件難發揮功能，且欲成為專業客戶之投資人，必須因條文之規定而有害其投資之靈活度，並無實質效果。

參、擴大證券商對一般客戶提供股權相關結構型商品之範圍

一、 資產交換選擇權

銀行公會 99 年 12 月 16 日公布「銀行辦理衍生性金融商品及結構型商品業務自律規範」，明訂銀行提供給屬自然人之一般客戶的衍生性金融商品交易種類，其中「股權」衍生性金融商品業務以一年以內的陽春型台股股權選擇權為限，不包含資產交換選擇權，結構型商品則區分為保本型及非保本型商品，連結股權之非保本型商品期限以一年為限，交易門檻為等值美金 1 萬元。由於主管機關對於金融監理趨向採用跨業一致的原則，櫃買中心於銀行公會上揭自律規範通過後，若採用相同的控管機制，將大幅影響證券商的資產交換及結構型商品業務。

資產交換選擇權乃將轉換公司債拆解為純債(straight bond)部分與轉換選擇權(conversion option)部分的財務工程操作工具。轉換公司債是國內上市公司主要籌資方式之一，每年轉換債之發行金額均有數百億元至千億元之譜，普通公司債、轉換公司債歷年發行狀況如表二所示。機構投資人若對純債券部分有投資需求，但對轉換權部分卻無

投資意願，可透過資產交換選擇權將二者分離，如此便可達到持有純債券，賣出轉換權之目的。

表二：普通公司債、轉換公司債歷年發行金額表

民國	普通公司債 (新台幣百萬元)	轉換公司債 (新台幣百萬元)	可轉債佔公司債 比重(%)
2000	21,700.0	--	0
2001	43,300.0	--	0
2002	38,830.0	--	0
2003	126,280.0	8,180.0	6.1
2004	145,515.0	74,580.0	33.9
2005	152,630.0	52,235.0	25.5
2006	184,085.0	81,045.0	30.6
2007	104,703.0	102,800.6	49.5
2008	275,255.8	44,442.0	13.9
2009	184,471.7	37,585.0	16.9
2010	254,990.9	66,701.0	20.7

如果證券商可對一般客戶承作資產交換選擇權，擴大轉換權部分的銷售通路，轉換債的發行便更容易為市場接受，使上市櫃公司的籌資管道更為順暢，而不同的客戶群的差異化需求也更能獲得滿足。

有鑑於金融監理逐步朝向功能性控管，並且走向跨業一致化，姑不論證券商是否將與銀行受相同規範，本文基於未雨綢繆先行論述相同規範之妥當性如下：證券商的客戶群與銀行不同，專業度及風險容忍度較高，可承作的衍生性商品應較銀行客戶複雜，故建議屬自然

人之一般客戶得承作的股權衍生性商品除一年以內的陽春型台股股權選擇權外，可再納入三年以內資產交換選擇權，而連結股權不保本型商品之發行期限則限制在一年以內。表三列出證券商得對一般客戶承作之股權連結商品種類建議範圍。

表三：證券商得對一般客戶承作衍生性商品及結構型商品之種類建議表

項目		建議規範重點
衍生性金融商品	股權衍生性商品	1. 陽春型台股股權選擇權 2. 存續期間以一年為限
	資產交換	1. 資產交換選擇權 2. 存續期間以三年為限
結構型商品	連結股權保本型商品	標的與現行規範相同
	連結股權不保本型商品	1. 標的與現行規範相同 2. 發行期間以一年為限

二、 股權相關結構型商品標準化並集中交易之可行性

現行認購(售)權證依證券交易法第六條由主管機關核定為有價證券，券商向交易所送件經核准後，即可在證交所掛牌交易，股權相關結構型商品是否也可以比照處理呢？經查證券商所發行的結構型商品中，絕大多數設計簡單，且接近標準化，僅有極少數(約 1%)設計較為複雜。若證交所可訂出結構型商品之標準化規格，券商只在連

結標的、保本率、參與率上調整變化，再向交易所提出掛牌申請，通過後即可掛牌交易，對券商及投資人而言都會方便許多。以下本文第肆節、第伍節之論述也會簡單許多。

標準化後的結構型商品不須經推介，也不需經自營人員銷售，投資人只需委託營業員下單，如同權證之買賣一般容易。風險預告也可在開戶時宣讀簽署一次即可。惟掛牌交易需支付交易所掛牌費用，投資人賣出時也須支付證交稅，利弊得失尚須進一步評估。

肆、同類型結構型商品之定義

依業務規則第 30-2 條第一項第四款之規定：證券商與屬法人之一般客戶進行結構型商品交易後，嗣後證券商與該客戶若再進行同類型之結構型商品交易，得經客戶逐次簽署書面同意，免依前款規定向客戶宣讀客戶須知之重要內容及以錄音方式保留紀錄。前述所稱同類型之結構型商品係指商品結構、幣別、連結標的等性質完全一致之商品。

依該規定，與屬法人之一般客戶進行結構型商品交易時，連結標的為不同股票時亦須宣讀客戶須知之重要內容並以錄音方式保留紀錄，若客戶同日承作相同商品結構、相同幣別，但不同連結標的之結構型商品，即必須重複聽取已知的內容，不但可能造成客戶的困擾、降低客戶承作意願，且風險警示的作用亦不大。

從告知義務之豁免條件來看，業務規則第 30-2 條要求必須商品結構、連結標的均須完全相同始得豁免宣讀客戶須知及錄音，其立意良好，但只要上述條件有一項不同，即不得豁免。在滿足豁免條件的情況下，仍然需要逐次簽署書面同意。

業務規則第 30-1 條明文規定證券商應評估一般客戶之風險承受

程度，且該風險程度等級必須由客戶簽名確認。職是，可以認為客戶在簽名確認其風險程度等級的當下，即默示排除超出其風險程度之商品之銷售及推介，並對風險程度相類之商品有所準備。同時透過同條第二款及同規則 30-2 條對於證券商的規制，在風險程度方面已可初步確保客戶不會參與超出其風險承受程度商品之交易。在此情形下，商品本身的風險程度，客觀上已受客戶自身的風險程度限制，因此在商品類型方面，若有致使商品風險大幅增加的改變情形，本可透過上開規定，而排除風險承受程度客戶之參與，進而發生保護的效果；然而，若類型的改變，對於風險而言若無顯著的增加，則似乎在客戶風險承受程度內而言，似應予以緩和，以免徒增交易之累。反面言之，若不從客戶本身的風險程度與商品本身的風險之間的關聯性加以考量，一味履踐繁複的風險告知程序，有可能架空對於客戶風險承受度評估的相關規定，而客戶的簽署亦將失去其重要性。

上開風險告知過分強調風險告知的程序，使交易成本與交易時間增加，亦可能使風險告知的警示效果降低，客戶也可能失去耐性而不願聆聽，反而錯失重點。因此擬建議對客戶群及風險告知的內容做區分：

一、 依客戶群區分：

1. 新開戶者：一律履行風險宣讀之相關義務。
2. 曾進行此類交易者：視其商品結構、幣別、連結標的是否相同決定再行告知。

二、依連結標的區分：

1. 標的完全相同：似可於第一次下單時概括簽名，毋庸後續逐次同意。
2. 標的種類相同：若能限定在同種類甚至是客觀上風險相類者，則可以書面同意而毋庸進行風險告知。
3. 標的種類不同：應履行風險宣讀，惟可考慮將宣讀內容縮減至與種類有關者。

「同類型之結構型商品」定義也可考慮修改為：商品結構、幣別、連結標的種類等性質完全一致之商品。而連結標的種類建議比照業務規則附件三結構型商品得連結標的範圍之 11 項分類(見表四)。以上建議，尚非不容於《金融消費者保護法》。蓋《金融消費者保護法》雖於第 6 條明定金融服務業對於金融消費者之責任不得預先約定限制或免除，惟上開建議下，係隨著契約已經締結後，方讓投資人自行決定是否縮減風險告知之程序，固非預先，所免除者更非責任，而僅係相關流程。投資人亦可不主動提出縮減程序，以求受到完全的保

護，異於金融服務業為脫免責任所設之條款，且無顯失公平之情事，故宜許之。

表四：證券商經營結構型商品連結標的資產範圍

類別	連結標的
國內部分	一、得為發行上市（櫃）認購（售）權證標的之上市（櫃）股票或其組合、指數股票型證券投資信託基金、境外指數股票型基金，及臺灣存託憑證 二、政府、企業或其債務，以及各類證券化商品之信用 三、臺灣證券交易所或本中心公布之各類指數 四、公開募集之證券投資信託基金受益憑證 五、各項利率型態商品或指標 六、臺灣期貨交易所各類期貨或選擇權契約 七、上述得連結標的之組合
國外部分	一、外國有價證券 二、外國股價指數及期貨指數 三、外國利率指標 四、上述得連結標的之組合

附註：國外連結標的之外國有價證券，應符合主管機關所訂證券商自行買賣外國有價證券之範圍，或其他經主管機關核定者。

伍、分公司協助總公司辦理結構型業務之規範

一、 現況概述

證券商大多數金融商品已可透過分公司經紀業務人員，提供銷售服務，包括境外結構型商品、保險商品、基金等；惟獨證券商自有的 OTC 結構型商品，受制於該項商品交易屬於自營業務，而形成分公司經紀業務人員反而不得銷售自有 OTC 結構型商品之窘境。再者，銀行業有關法規對於商品銷售(推介)人員之可銷售商品範圍，均是以專業認證資格做為規範依據，使其透過分行體系符合專業資格要求之銷售人員，即得以單一窗口方式，提供客戶所需完整的金融商品交易，包括信託商品、結構型商品交易、衍生性金融商品交易等，造成證券商在相同業務上，處於相對不利的競爭地位。

台灣證券市場分為集中市場及櫃買市場，自營商方面，櫃檯買賣證券自營商是對客戶的對應買賣，集中市場證券自營商則對市場、不對客戶，此外，櫃買市場有推薦證券商，集中市場則無，因此，架構在證券商營業處所買賣的業務，直接對客戶的都在櫃檯買賣證券自營商的架構下，業務範圍從過去的應買應賣擴大到銷售，甚至於推介。

和櫃檯買賣相關的推介有二：一為櫃檯買賣有價證券，由證券

經紀商受託買賣人員進一步做推介，推介範圍限制不能對非特定多數人做推介，二為外國有價證券，推介人員及範圍亦同；而證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務，架構在櫃買市場中，故須由登記自營身分之人員銷售。

證券商經紀業務人員已持有證券商業務員等投資有關專業證照，且熟悉投資性商品，如再比照銀行局於 98 年 10 月 2 日公告「銀行辦理衍生性金融商品業務應注意事項」第十七條對於從事結構型商品推介工作人員應具備專業資格條件之規定(含緩衝期)，要求證券商經紀業務人員銷售自有 OTC 結構型商品，亦必須具備相同專業資格要求，則應可確保其已具備充分之商品解說與協助交易所需專業。

分公司經紀業務人員僅得進行商品說明、風險告知、協助進行客戶瞭解作業，以及遞交交易有關契約等作業，至於交易確立及契約簽訂，均必須由總公司商品業務單位有權人員辦理，因此，經紀業務人員僅為協助角色，而非執行自營交易者；再者，證券商分支機構為數眾多，但並非所有客戶均適合承作 OTC 結構型商品，則若於各分支機構均為此商品業務設置至少一名登記為自行買賣之專責人員，在成本效益考量下，實有執行上之困難。

依「證券商負責人與業務人員管理規則」第 4 條規定“...證券

商業人員不得辦理登記範圍以外之業務或由其他業務人員兼辦，但其他法令另有規定者，從其規定：...””。因此，證券商經紀業務人員協助辦理自有 OTC 結構型商品交易，須由主管機關同意後另行開放。經紀業務人員僅為協助角色，而非執行 OTC 結構型商品交易(自營業務)者，即在角色功能上，經紀業務人員仍維持一如其現行於三大市場證券、基金、保險等商品交易活動上的中介者定位，僅為推介之行為，且並未跨至自營交易角色，似無違反相關法令之疑慮。

二、 相關疑慮

對於開放證券商分公司之適格經紀業務人員向一般客戶推介結構型商品，主管機關仍有疑慮，包括推介之意義，得推介之範圍及利益衝突之防範等。

所謂推介包括商品說明、風險告知、進行 KYC 程序，以及遞交與交易有關之契約等，至於交易之確立及契約之簽訂，仍須由總公司商品業務單位有權人員辦理。因此推介僅是協助之角色，而非執行自營交易者。

然而，從法制面而言，經紀業務人員係受投資人所委任，而為其下單或購買；另一方面卻又為證券商本身為銷售，恐有雙方代理之問題。依民法之法理，雙方代理唯有雙方同意方有其效力，其理由在

於一個人難以同時為利益相對立之雙方為善良管理人之注意義務。尤其對交易雙方而言，證券商多賺即表示投資人少賺，殊難想像同時為雙方善良管理人之可能。

三、 解決方案

推介常與銷售結合，而為銷售行為之一部份，然而推介與銷售本身並非全然不可分離，而是一時間的進程，關鍵毋寧在我們如何目的性地切割出推介，便於拓展自營業務。如前所述，關鍵既然在雙方代理之「利益衝突」，重點在於進行推介的經紀業務人員必須不參與交易本身。所謂交易，在此應該為投資人購買證券商之自營商品，係一買賣契約。依民法規定，買賣契約之成立係指雙方對於必要之點，即買賣標的物及價金，意思表示一致。因此可以將推介的時點切割至投資人發出購買該商品之要約之前。據此，整個交易流程可以切割成三個部分：第一階段為推介、第二階段為要約、第三階段為契約締結，分述如下。

第一階段為推介行為，定義如上所述，時點在投資人為買賣的要約以前。在此階段，經紀業務人員係本於其與投資人之契約，此契約內部係一委任契約，若經紀業務人員復有為投資人買賣之行為，則外部係一行紀之契約。關於本件，由於經紀業務人員不參與買賣，因此

外部的行紀契約尚不與焉，併此敘明。在此情況下，經紀業務人員係基於委任契約為受任人，而為委託人及投資人提供相關之服務，例如商品介紹以及風險之相關評估，針對提供服務之行為，同時受到內部及外部的管控。內部管控即係經紀業務人員本身未盡善良管理人注意義務而違反契約時，所需負之契約上賠償責任；外部管控則是相關法令如：證券商管理規則第 37 條、金融消費者保護法第 7 條、證券商負責人與業務人員管理規則第 18 條。最後，由於上開推介係服務的提供，為事實行為而非法律行為，因此不生代理的問題，亦無成立雙方代理之可能，且此時經紀業務人員僅為投資人之善良管理人，縱推介時消極不推薦自營商品或者積極警告投資人不適合證券商之自營商品，亦屬合於契約及法令之推介行為，證券商亦不能憑藉其與經紀業務人員之僱傭契約對之為不利之對待，是故針對此情形之經紀業務人員，不存在法律上利害衝突之情形，而得加以容許其推介自營商品。

第二階段是投資人發出要約，在接受推介之後，投資人得自行評估是否購買此商品，一旦決定購買，則可開始填寫相關表格。在此階段，購買何種商品，數量為何，期間長短悉由投資人自行決定，而經紀業務人員於此僅負責相關文件之遞送。就契約文件之遞送而言，經紀業務人員並非立於代理人之地位為本人為法律行為，而係基於工具

性的「使者」地位（類似郵差），傳遞意思表示，此中經紀業務人員殆無可能變更投資人之要約內容，故無庸加以規範，若有未經同意而加以變更之情形，則依民事侵權行為或者相關刑事責任相繩即可。

第三階段則是締結契約的過程，一旦總公司之自營人員收到契約文件等要約之意思表示後，即進入締結契約之階段。在此階段，僅有雙方當事人，一方為投資人，一方為證券商，自營業務人員不過係證券商之代理人爾。自營業務人員在締結契約之階段，雖不為投資人之利益考量，但仍受到相關法規之限制，如前開證券商管理規則、金融消費者保護法、證券商負責人與業務人員管理規則對於自營業務人員之規範。因此，投資人於此階段仍受到相當程度之保障。

四、 開放其他金融機構銷售券商結構型商品

銀行的通路據點非常多，平均不到一萬人口便有一分行據點，其財富管理部門可銷售各式各樣的理財商品，包括國內外共同基金、境外結構型商品、結構型存款、保險商品等，如果券商發行的結構型商品也可透過銀行財富管理部門代為銷售，其強大的通路力量應有助於提升市場規模，也無前述利益衝突的問題。

若希望銀行可銷售券商發行的結構型商品，「證券商管理規則」第 37 條第 21 款的規定需要予以例外排除，或請主管機關函釋。

五、 小結

銀行辦理自有結構型商品業務(亦歸屬於 OTC 衍生商品交易業務)之有關法令，亦採取銷售與交易分段規範方式：即在銷售面，以規定推介人員必須符合一定資格方式規範 (如上述有關營業員適格性之討論)，分行人員只要符合該等資格，即可向客戶推介結構型商品交易，但交易條件之執行與確認，即須轉回總行交易部門有權人員辦理，並由總行出具交易確認有關契約文件。

若主管機關能依據「證券商負責人與業務人員管理規則」第 4 條規定，以函令方式許可經紀業務人員於協助進行商品說明、風險告知、推介、協助進行客戶瞭解作業，以及遞交交易有關契約等作業，將不致有違反相關法令之情事產生。

在投資人保護方面，現行法令已針對不當銷售行為做一定之規範：要求證券商必須對投資人進行適格性評估，以確認客戶具備充分之風險承擔意願與承擔能力條件，因此，各證券商內部均訂有 KYC 作業規定及商品與客戶間適格性之相關作業規範；另外，在廣告方面，亦要求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，且要求對於明顯失當之營業人員，應檢討其適任性。至於是否比照銀行進一步將投資人區分為專業客戶與非專業客戶，並

對二者進行不同程度的銷售管理，則建議依「銀行辦理衍生性金融商品業務應注意事項」修正案之精神，由業務主管機關統籌考量「證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則」管理架構之修正方向。

證券商之經紀部門與自營部門為獨立之利潤中心，經紀部門人員與客戶間的往來，涵蓋各項金融商品交易服務，必須以專業與誠信力求信任關係之維繫，才能深化並擴大長期業務往來基礎，因此，對於經紀部門而言，必將客戶利益置於交易部門利益之上，如同銀行財務投資處（衍生商品交易單位）與其分行人員（推介自有結構型商品）間之關係一般。

綜上，經紀部門依其本職與業務利益，負有客戶利益保護之責，再加上法令已對客戶適格性做出一定規範，因此，經紀部門人員將不致因結構型商品屬自有商品，而有過度推介本項商品之行為。

本件既著眼於分公司與總公司業務員中存在有不同程度利害衝突情形，然而可藉由落實 KYC 之程序加以避免。若業務員善盡其告知義務，揭露客觀之商品資訊，則在投資人在總公司及分公司間，所得到的資訊程度，應無不同之情形下，應可考慮開放，否則徒增交易成本，甚可能導致分公司業務越昌盛者，本公司之衍生性商品銷售越

不便利。

揆諸現今先進國家對金融機構及國內銀行的管理方式，均已採取專業證照綜合管理的方式為之，藉此防止因法規過度限制而削弱金融機構金融創新的能力。因此，建議主管機關比照外國金融機構及國內銀行之綜合管理精神，在經紀業務人員仍保持推介角色而未跨至自營交易角色的限度內，搭配專業證照專業分工，適度開放證券商經紀業務人員協助辦理自有 OTC 結構型商品之商品說明、風險告知、推介、協助進行客戶瞭解作業，以及遞交交易有關契約等作業。

陸、放寬保險業投資結構型商品之限制

根據業務現行「保險業從事衍生性金融商品交易管理辦法」(以下簡稱本管理辦法)第十條對保險業投資結構型商品有五項限制：

1. 投資金額比例不得逾資金之 10% (本文)
2. 時間限制：到期日不得超過十年 (第一款)
3. 保本率限制：逾五年者，保本率 100%；未逾五年者，保本率 90% (第二款)
4. 風險轉嫁於發行機構 (第三款)
5. 發行、保證機構之評等須在 twA-或同級以上 (第二項)

對於保險業之投資標的有此諸多限制，係考慮到對保戶之保障，對風險控制雖有必要。但於上開限制中，對於保本率已有所限制，且風險已由發行機構承擔，又有評等機構之間檢驗，風險實可控制。若落實投資人保護的告知義務，則保本率之限制有其實益，換言之，即便投資標的非屬債券或存款，而為其它高風險之標的，但只要有發行商願意承擔其所承諾的保本率，且其能力受獨立機構評等具有信用，對於保險業已有保障。反面言之，若現有的投資標的，即存款、債券，

發生信用危機之不能履行時，風險已由發行機構承擔，換言之，投資標的的風險已全然轉嫁於發行機構，故標的的風險即與保險業無關。風險已轉變為發行機構是否有能力履行其保證，故發行機構之信用才是關鍵。因此若能落實發行機構信用評等的限制，在風險轉嫁時，已毋庸限制投資標的。另有認為透過解釋之方法，將金融機構解釋為涵括證券商；將結構型債券解釋為結構型商品。然而依據本管理辦法第五條第五款之規定，針對「避險目的」可投資之標的為國內外金融機構所承作之各種標的之衍生性金融商品，因此與非因避險目的之第十條對比，似不宜逕解為例示而涵括所有結構型商品，否則本管理辦法區分避險目的及非避險目的投資之架構，將因此而架空。因此，辦法第十條之範圍仍限於所列舉之組合式存款與結構型債券。至於該規定是否合理，容後討論。

保險法(下稱母法)第 146-1 條第一項第四款規定：「經依法核准公開發行之有擔保公司債，或經評等機構評定為相當等級以上之公司所發行之公司債；其購買每一公司之公司債總額，不得超過該保險業資金百分之五及該發行公司債之公司實收資本額百分之十。」覆參酌同條第二項：「前項第三款及第四款之投資總額，合計不得超過該保險業 資金百分之三十五。」可知：即便購買公司債，也僅限於「同一公司」不得逾該保險業資金之百分之五，至於公司債實際上可達該

保險業資金之百分之三十五。母法對於投資公司債所設的限制，不過係基於信用風險所設，且其總額最高可達該保險業之資金之百分之三十五。

現行「保險業從事衍生性金融商品交易管理辦法」第十條，設有諸多限制，如：投資金額比例、時間限制、保本率限制、風險轉嫁限制、信評限制。惟考量以同條第一項第二款之保本率限制下，該衍生性商品似乎已可視作係「收益率」可能較低的固定收益商品，亦即，其與固定收益商品而言，在信用風險上並無二致，只是在還本付息的情況下，有可能有較低的收益率。

然而比較保險法第 146-1 條第二項，股票投資金額都可以達到保險業資金的百分之三十五，上開結構型商品在收益率之風險應未若股票為高，反而受到更加嚴格的限制，似可修正。其次，結構型商品較諸母法明文規定只有擔保公司債，差異似乎只在信用風險，然而本管理辦法第十條設有風險轉嫁以及信評的限制，實質上已與母法所規定之公司債有相同的要求，就此而言似乎不應更加嚴格限制。此係比較公司債券而言，況結構型商品之固定收益商品，亦有可能係其他如存款、公債等，母法對於公債、金融債券尚無限制，本管理辦法在有更高保障的要求下似更無嚴格限制的必要。

綜上所述，本管理辦法所設的限制，似已逾越母法所容許之範圍。在以保本率為規範基礎之上，輔以風險轉嫁及信評限制，則結構型商品之風險未必較同法的公債、國庫券(保險法 146-1 條第一項第一款)、金融債券(同條項第二款)、股票(同條項第三款)、公司債(同條項第四款)為高。固然，其收益或許不如債券穩定，然而此並不足以作為限制的理由，否則大可直接明定收益率為作為投資標的之篩選門檻。職是，在貫徹保本率即信用風險管控下，實可不必增添任何母法所無之限制。爰建議修正「保險業從事衍生性金融商品交易管理辦法」第十條，如表五所示。

表五：「保險業從事衍生性金融商品交易管理辦法」第十條修正建議

修正內容	原法規內容	說明
<p>保險業投資之結構型商品應符合下列條件，其投資總額不得超過保險業資金之百分之十：</p> <p>一、最終到期日不得超過十年。</p> <p>二、到期本金之保本比率為百分之百，但最終到期日未逾五年者，到期本金之保本比率得調整為百分之九十以上。</p> <p>三、相關衍生性金融商品操作風險由該發行機構承擔。</p> <p>前項結構型商品之發行或保證機構，其最近一年長期債務信用評等等級應經</p>	<p>保險業投資之結構型商品應符合下列條件，其投資總額不得超過保險業資金之百分之十：</p> <p>一、最終到期日不得超過十年。</p> <p>二、到期本金之保本比率為百分之百，但最終到期日未逾五年者，到期本金之保本比率得調整為百分之九十以上。</p> <p>三、相關衍生性金融商品操作風險由該發行機構承擔。</p> <p>前項結構型商品之發行或保證機構，其最近一年長期債務信用評等等級應經</p>	<p>現行法規將保險業投資結構型商品之範圍限制在存款或債券，造成保險業無法投資證券商依『證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則』所發行之結構型商品，令證券商處於不平等競爭基準。</p> <p>於本法條第十條第二項已規範發行機構或保證機構之信用評等等級，風險得以控制，不應再限制可投資商品別及發行機構身份。</p>

<p>中華信用評等公司或其他經主管機關認可之國內外信用評等機構評定達 twA— 級或相當等級以上。</p> <p>結構型商品係指組合式存款、結構型債券及「財團法人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」之結構型商品，其由金融機構發行或保證，結合固定收益商品與衍生性金融商品的組合型式商品。</p>	<p>中華信用評等公司或其他經主管機關認可之國內外信用評等機構評定達 twA— 級或相當等級以上。</p> <p>結構型商品係指組合式存款或結構型債券，其由金融機構發行或保證，結合固定收益商品與衍生性金融商品的組合型式商品。</p>	
---	--	--

柒、結論與建議

金融管制的法規，多在保護金融市場中居於弱勢、資訊不足的投資人。然而，法規的介入，或許保護了投資人的利益，卻非毫無成本。職是，我們必須先區分所設的法令限制中，係基於何種目的而存在，所欲保護者為誰，並且在實務運作上有何負面影響？而本研究旨在從各個規定的脈絡中，企圖作上述各面向的整理、爬梳進而思考有無必要或者是有更好的方式，維持同樣密度的保護並且能使投資人或者是證券商有更大的空間。

承前所述，在關於投資人方面：本研究建議維持「業務規則」以及「金融消費者保護法」將投資人區分為專業客戶及一般客戶之架構，針對前者的資格認定加以檢視，並建議對於單次交易金額部分的限制予以放寬，蓋單次交易金額之限制，其篩漏之功能不彰，且有害於投資之靈活度，因此予以放寬不僅不害於投資人之保護，反而可以使專業客戶有更多的空間。

而在投資之標的之方面，本研究著眼在兩方面。其一是針對保險業非避險目的投資結構型商品的放寬；其二是針對同類型結構型商品之定義。前者，考量到保險業本身已是專業客戶，對於投資標的具有更深的了解，且在法令限制的情形下，風險已能控制，因此開放更多

結構型商品只是提供保險業更多選擇的可能，卻未必增加更多風險，並且可以提供保險業資金運用的出口，或可減緩我國保險業利差損的困境。而後者則針對「同類型」作目的性的思考，由風險出發，對風險宣讀過程做細緻化的規定。風險宣讀本身既然基於風險，則風險相同者，毋庸再耗時費力做重複的宣讀，風險不同者，則宣讀有其必要。職是，同類型不應侷限於標的相同，至少可以擴張到標的種類，如同屬股票可視作同類型，而非個股相同才算同類型。

在締約過程方面，主要是針對分公司協助總公司辦理結構型業務之規範。關於經紀業務人員得否推介 OTC 自營商品，本研究認為在切割出推介之範圍與時點後，在各階段以及相應的法律關係下，可避免利害衝突，並使投資人受到完整的保護。在開放後可大量減少證券商於各分處設立自營人員之成本，有助於拓展自營商品業務，似應容許之。

最後，鑒於金融監理逐漸採取跨業監理一致化，而主管機關針對銀行對於股權相關結構型商品有所限制，基於「未雨綢繆」關於證券商對一般客戶提供股權相關結構型商品之範圍，也有相對應之論述，以期主管機關針對上開限制可考量證券商與銀行之異質性，加以區別。