

國立東華大學財經法律研究所
碩士論文

指導教授：陳彥良 博士

題目：安隆案對公司治理法制之影響——
以特殊目的個體為中心



研究生：楊凱吉 撰

中華民國九十六年一月

§ 章 節 目 錄 §

第一章	緒論.....	1
第一節	研究動機與目的-----	1
第一項	研究動機-----	1
第二項	研究目的-----	2
第二節	研究範圍與研究方法-----	2
第一項	研究範圍-----	2
第二項	研究方法-----	3
第三節	研究架構-----	4
第二章	特殊目的個體之概念.....	7
第一節	前言-----	7
第二節	理論介紹（商業組織）-----	7
第一項	資產分割-----	7
第一款	資產分割之內涵-----	7
第二款	資產分割之形式-----	8
第三款	積極資產分割之的優勢-----	9
第四款	積極資產分割在特殊目的個體之運用-----	11
第二項	個體庇護-----	11
第一款	概說-----	11
第二款	概念介紹-----	12
第一目	資產分割和個體庇護-----	12
第二目	個體庇護之形式-----	12
第三目	所有人庇護之形式-----	13
第三款	個體庇護的成本利益分析-----	13
第一目	個體庇護之利益-----	13
第二目	個體庇護之成本-----	15
第四款	關於個體庇護尚未解決之問題-----	18
第五款	個體庇護與特殊目的個體-----	20
第三項	內在資本市場-----	20
第一款	概論-----	20
第二款	基本概念之提出-----	21
第一目	選擇轉換-----	21
第二目	資訊不對稱-----	22

第三目	代理成本-----	23
第三款	內在資本市場的組織上界線-----	24
第一目	契約的限制-----	24
第二目	法律組織-----	26
第三目	法律組織：抵押的擔保利益-----	29
第四目	法律組織：信託-----	31
第四款	內在資本市場和特殊目的個體-----	31
第三節	特殊目的個體之概念-----	33
第一項	相關概念釐清-----	33
第一款	特殊目的個體之概念-----	33
第二款	特殊目的個體與資產負債表外安排（融資）的關係-----	34
第三款	架構式金融／交易（Structured Financing/Transaction）---	35
第二項	運用特殊目的個體之適用範圍-----	35
第三項	特殊目的個體運用之優勢-----	37
第四項	特殊目的個體所引發之弊端-----	38
第三章	安隆案與公司治理法制之革新.....	40
第一節	安隆案之背景-----	40
第一項	安隆公司(Enron, Inc.)簡介-----	40
第二項	安隆公司之業務-----	40
第三項	事件爆發與發展-----	41
第二節	公司治理理論-----	44
第一項	前言-----	44
第二項	代理成本與代理問題-----	44
第一款	代理關係與代理問題-----	45
第二款	代理成本-----	46
第三款	小結-----	46
第三項	公司治理-----	46
第一款	概論-----	46
第二款	公司治理機制-----	47
第一目	內部監控-----	47
第二目	外部監控-----	48
第三款	公司治理的模式-----	48
第一目	外部人模式-----	49
第二目	外部人模式-----	49
第四項	OECD 公司治理原則-----	50

第五項	小結-----	53
第三節	安隆案之衝擊及美國當局之因應—沙氏法案-----	54
第一項	沙氏法案概述-----	54
第一款	外部管控方面-----	54
第一目	會計師-----	54
第二目	證券分析師-----	56
第三目	律師-----	56
第四目	信用評等機構-----	57
第五目	主管機關-----	57
第二款	內部管控方面-----	58
第一目	管理階層-----	58
第二目	獨立董事之效能-----	59
第三款	安隆案對資訊揭露衝擊及美國當局之因應-----	60
第一目	財務預測之發布要件-----	60
第二目	資產負債表外交易-----	61
第三目	內部人交易-----	61
第四目	內部管控有關財務人員遵行倫理規範之要求-----	61
第五目	審計委員會是否具備財務專家-----	61
第六目	重大訊息之即時揭露-----	62
第二項	對沙氏法案的檢討-----	62
第一款	前言-----	62
第二款	分析評論-----	62
第三項	小結-----	64
第四章	特殊目的個體之公司治理法制.....	65
第一節	前言：法律個體濫用-----	65
第二節	特殊目的個體（SPE）在安隆案的濫用-----	67
第一項	安隆公司對於設立特殊目的個體的動機-----	67
第二項	安隆公司特殊目的個體的運作-----	68
第三節	特殊目的個體的架構-----	71
第一項	章程或交易契約的限制-----	71
第二項	獨立董事或相對應組織(人員)的設計-----	72
第三項	組織形成資產構成和外部資本的要求-----	72
第四節	資訊公開揭露-----	74
第一項	公開（資訊）揭露制度概論-----	74
第一款	前言-----	74

第二款	公開（資訊）揭露制度之原則及類型-----	75
第一目	原則-----	75
第二目	類型-----	75
第三款	（資訊）揭露制度之設計之考量因素-----	76
第一目	揭露之範圍及程度-----	76
第二目	不同的揭露方式的運用-----	76
第三目	企業關係人自我責任-----	76
第四目	資訊負荷過重的現象（Information Overload）-----	77
第五目	市場的有限理性（Bounded Rationality）-----	77
第二項	強制公開揭露-----	77
第一款	概說-----	77
第二款	成本利益分析-----	78
第三項	新型金融工具(Financial Instrument)運用衍生法律問題之 初探－以資訊公開揭露為中心-----	79
第一款	概論-----	79
第二款	安隆案中架構式交易及衍生性(金融)商品之運用-----	79
第一目	安隆利用特殊目的個體(Special Purpose Entity，SPE)之手 法-----	79
第二目	安隆案中衍生性（金融）商品之交易-----	80
第三目	小結-----	80
第三款	架構式交易複雜性之因應-----	81
第一目	資產負債表外交易-----	81
第二目	合併報表之爭議-----	81
第四款	公開揭露是否為唯一之因應之道-----	82
第五款	衍生性（金融）商品複雜性之因應-----	85
第一目	衍生性（金融）商品概論-----	85
第二目	美國學說及實務對衍生性(金融)商品複雜性之因應－以 公開（資訊）揭露為重心-----	86
第六款	小結-----	88
第五節	美國法之新趨勢-----	89
第一項	美國法上財務報告之改革-----	89
第一款	前言-----	89
第二款	財務報告之概述-----	90
第一目	財務報告之架構-----	90
第二目	財務報告之重要性-----	92

第三款	財務報告之衝擊-----	93
第一目	財務報告之影響因素-----	93
第二目	操縱財務報告之動機-----	94
第三目	安隆案盈餘（會計處理）之操弄-----	95
第四目	盈餘管理之概念與合法性之探討-----	95
第四款	美國法上財務報告之改革-----	98
第一目	基本規範-----	98
第二目	美國法上之改革建議-----	100
第三目	沙氏法案之相關規定-----	103
第五款	小結-----	104
第二項	關於資產負債表外交易安排及總計契約義務之管理階層 之分析討論（Management Discussion and Analysis，即 MD & A）揭露規則-----	104
第一款	管理階層之分析討論簡述-----	105
第二款	MD & A 之重要性標準（Materiality Standard）-----	107
第三款	資產負債表外交易安排的 MD & A 資訊揭露規定內容-----	108
第一目	資產負債表外交易（Off-balance Sheet Arrangements）之 定義-----	108
第二目	揭露門檻（Disclosure Threshold）-----	109
第三目	資產負債表外交易安排揭露範圍-----	109
第四目	總表方式揭露契約義務（Tabular Disclosure of Contractual Obligation）-----	112
第五目	揭露資訊的表達方式-----	114
第六目	外國發行者的運用（Application to Foreign Private Issuers）	115
第七目	預測資訊的安全港（豁免）規定（Safe Harbor for Forward-looking Information）-----	116
第四款	成本利益分析（Cost-benefit Analysis）-----	117
第一目	修正之目標-----	117
第二目	管理方法（Regulatory Approach）-----	118
第三目	新修正規則的優點-----	118
第四目	新修正規則的成本-----	119
第五目	小型商業發行者（Small Business Issuers）-----	120
第三項	資產負債表外交易安排在 Form 8-K 之規定-----	120
第一款	SEC 對於即時揭露（Timeliness of Disclosure）的改善-----	120
第二款	Form 8-K 的改革-----	121

第三款	資產負債表外交易安排在 Form 8-K 的相關規定-----	122
第一目	Item2.03-----	122
第二目	Item2.04-----	124
第三項	財務報表之合併編制-----	126
第一款	前言-----	126
第二款	特殊目的個體於財務合併報表之處理-----	127
第三款	美國財務會計準則委員會第 46 號解釋函 (FASB Interpretation 46, 簡稱 FIN 46) -----	128
第五章	我國特殊目的個體之運用—以金融資產證券化條例為例.....	131
第一節	金融資產證券化-----	131
第一項	前言-----	131
第二項	金融資產證券化之介紹-----	132
第一款	概念之釐清-----	132
第二款	資產證券化的優勢-----	133
第三款	金融資產證券化之架構與參與者-----	134
第一目	定義-----	134
第二目	金融資產證券化之參與者-----	134
第三目	資產分割與風險隔離-----	137
第四目	真實買賣及實質合併原-----	139
第五目	金融資產證券化之流程-----	140
第二節	我國金融資產證券化條例之法律設計-----	142
第一項	資產創始與群組-----	142
第一款	得作為金融資產證券化資產類型之金融資產類型-----	142
第二款	規劃證券化計畫-----	143
第二項	資產移轉-----	144
第一款	特殊目的機構-----	144
第二款	真實買賣(信託)-----	145
第三項	信用增強及評等-----	146
第四項	證券發行-----	147
第三節	公司治理法制在我國金融資產證券化之探討-----	149
第一項	公司治理的議題-----	149
第二項	我國金融資產證券化之公司治理面向-----	149
第一款	特殊目的機構被控制及真實買賣問題-----	150
第二款	特殊目的機構之治理架構-----	151

第一目	特殊目的信託-----	152
第二目	特殊目的公司-----	157
第三目	資訊揭露-----	162
第四目	利益衝突之防止-----	164
第三項	特殊目的信託與特殊目的公司之選擇-----	165
第一款	導管體的選擇因素-----	165
第二款	特殊目的信託與特殊目的公司之比較-----	166
第三款	特殊目的信託與特殊目的公司之選擇-----	168
第四節	小結-----	169
第六章	特殊目的個體運用對於現行法制的衝擊與 因應.....	170
第一節	證券管理與會計原則-----	170
第一項	前言-----	170
第二項	證券管理-----	170
第一款	概論-----	170
第二款	證券管理的規範緣起-----	171
第三款	證券管理的規範緣起-----	172
第四款	證券管理之規範類型-----	173
第五款	證券管理與公司治理-----	173
第三項	安隆案特殊目的個體濫用對於證券管理的衝擊-----	176
第一款	前言-----	176
第二款	特殊目的個體濫用對於證券管理的衝擊-----	177
第四項	會計議題的檢討與發展-----	178
第一款	前言-----	178
第二款	美國 SEC 研究報告中關於特殊目的個體、資產負債表外 交易安排的建議-----	178
第三款	我國如何規範安隆案所牽涉的相關議題-----	179
第二節	金融創新與商業組織彈性之探討-----	181
第一項	前言-----	181
第二項	金融創新-----	181
第一款	金融創新的緣起-----	181
第二款	金融創新的種類和功能-----	182
第三款	對於金融創新的因應-----	183
第四款	資產負債表外交易-----	185
第五款	小結-----	186

第三項	商業組織彈性-----	187
第一款	前言-----	187
第二款	商業組織形態的變遷-----	187
第三款	商業組織型選擇的考量因素-----	188
第四款	以商業信託（Commercial Trust）為例-----	192
第五款	特殊目的個體的組織模式-----	193
第三節	特殊目的個體與關係企業-----	196
第一項	前言-----	196
第二項	關係企業對傳統公司法制之衝擊-----	196
第三項	股東權益之保護-----	197
第一款	前言-----	197
第二款	控制公司股東之保護-----	197
第三款	企業資訊-----	198
第四項	母公司股東對子公司簿冊的查閱權-----	199
第一款	概論-----	199
第二款	美國法上之討論-----	200
第五項	債權人保護-----	203
第一款	前言-----	203
第二款	關係企業中之債權人保護-----	203
第三款	關係企業中債權人保護之重思-----	204
第六項	特殊目的個體與一般從屬（子）公司之差異性-----	205
第七章	結論.....	208
第一節	總結-----	208
第二節	衝擊與展望-----	210
附錄一：	安隆案破產大事記.....	213
附錄二：	安隆公司操弄圖.....	215
參考資料	217
壹、	中文參考資料-----	217
貳、	英文參考資料-----	222

第一章 緒論

第一節 研究動機與目的

第一項 研究動機

美國最大的能源交易商安隆公司（Enron Corp.，簡稱 Enron）於 2001 年 2 日，根據美國破產法第十一章的規定，向位於紐約南區的聯邦破產法院提出破產保護申請，此舉震驚各界，不但對於美國 1990 年以來的經濟成長投下爆炸性的疑問，也對於美國自豪的公司治理制度造成衝擊，隨後引發了一連串的相關議題的討論與改革。安隆案所爆發的原因，包括公司高階經理人未能迴避利益衝突之問題、外部審計者（會計師）未能善盡把關的責任、信用評等機構未能適時發出警訊及證券分析師中立性之問題等。而安隆案之財務會計醜聞中最大問題之一為特殊目的個體（Special Purpose Entities，簡稱 SPEs）之操弄與濫用，於美國公司以合夥、公司或信託型態成立特殊目的個體，以策略聯盟、合資經營等模式從事商業活動，已成為常見之商業經營模式，其常被作為經營權及風險移轉之最佳化，亦常被用來美化公司財務狀況（因其無須合併編制財務報表之會計處理方式），而安隆案之爆發，亦是讓各界重新正視此制度之運用與可能引發之弊端，故釐清特殊目的個體之概念，及對於其規範發展之探討，是分析安隆案之一大重點。

而「公司治理」（Corporate Governance）為近年來熱門之議題，其概念乃泛指相關公司管理的機制，無論在經濟、管理和法律等學門都有對此議題提出廣泛之討論，而安隆案後公司治理制度之革新更是如火如荼展開，對於特殊目的個體運用在公司治理議題上美國文獻上亦有諸多之討論，法制亦有所新發展。而在法律面所著重的是透過法律的制衡管控設計，有效監督企業的組織活動、健全組織運作及防止脫法行為之弊端。而美國證券交易管理委員會（Securities and Exchange Commission，簡稱 SEC）及美國財務會計準則委員會（Financial Accounting Standards Board，簡稱 FASB）等相關單位，進行一連串重大之改革，

此對於特殊目的個體之議題提供另一個研究窗口，以及重要的文獻資料。

美國在公司治理法制之研究及相關公司、證券交易等法規，對我國此領域一直以來都是重要的指引，且安隆案正是公司治理法制及特殊目的個體運用之最佳案例。而特殊目的個體在我國法律研究領域具有新穎性，且具有商業組織上之特殊性，故啟發個人研究之動機，將以此為論文研究重心，對特殊目的個體作概念之釐清並對於其規範發展作探討，並論述其涉及公司治理法制之相關問題。

第二項 研究目的

本論文預計之目的為，以安隆案事件經過為例，針對公司治理議題在美國學術界及官方當局之因應與革新做概略之探討。而因為我國法學之研究，針對特殊目的個體之著墨甚少，且有一大部分在於金融資產證券化及不動產證券化論述中提及，故本論文將導入特殊目的個體之討論，預計先針對其作基礎概念之釐清，以呈現其本質與組織原貌，與整理美國對其規範之討論及發展，再針對其涉及之公司治理法制問題整理與回應之，如此以對安隆案有更完整的分析。另外，我國在金融資產證券化條例及不動產證券化條例中亦引進特殊目的個體之制度，故本文即以金融資產證券化為例，探討特殊目的個體在我國運作及其規範，而以公司治理法制之觀點切入探討其組織架構。在對上述議題為整理論述後，將以此為研究基礎，探討特殊目的個體運用範圍與公司治理法制面向之議題，以公司治理法制之角度觀察、分析，提出：企業在商業目的考量下，運用特殊目的個體之空間；以及其之運用所造成對於商業組織法和資本市場的衝擊。期望能對我國在商業組織法上組織架構模式之理論層面提供深入研究之參考。

第二節 研究範圍與研究方法

第一項 研究範圍

本論文的題目為「安隆案對公司治理法制之影響—以特殊目的個體為中心」，安隆案所牽涉關於公司治理法制層面的問題非常廣泛，如獨立董事、會計師、證券分析師等，每一個議題皆可獨立成為一本論文，故本文將研究範圍將焦點放在「安隆案運用特殊目的個體」之議題上。而於此議題的探討上，當然會涉

及到會計和財務之專業，不過礙於本文論述的重心在於法制面向，以及個人之專業能力，故於本論文中在此並無深入探討，但為使問題呈現更全面化，牽涉到相關之討論仍會做概略介紹。

關於「公司治理」以及美國 The Sarbanes-Oxley Act of 2002（即「企業改革法」，國內有簡稱沙氏法案）之介紹，因為相關之國內論文和資料已經相當豐富，本論文僅作相關背景探討以作為研究之基石，而將重心放在「特殊目的個體」。而關於特殊目的個體之研究，本論文的研究範圍在於，探討其概念和運用、其所涉及之商業組織法理論、其設計之架構；再來就其引發之公司治理問題點，以安隆案為例提出檢討，而主要以美國法上對其之改革為主要參考和研究依據。最後對於特殊目的個體作為商業組織為商業上交易時，對於現行法制上可能的衝擊，提出相關的討論與研究。

第二項 研究方法

本文主要採用的研究方法如下：

一、文獻分析法：

廣泛蒐集國內外學者專書論著、期刊論文、相關議題之座談會或研討會之書面資料、相關國內外官方或民間團體之出版品及網站資料，綜合整理、歸納並分析，以期望建立完整分析結構，以作為論文研究之基礎及問題意識提出及探討之根本。

二、比較法學法：

由於本論文預定處理之特殊目的個體議題，其為從外國發源而引進我國之制度，故在法制問題探討上，無可避免要對於國外之相關法律制度及其法律爭議有所瞭解，方有能力討論於我國適用之可能性，而於對面臨之相關問題時亦有所借鏡，而在比較我國與他國之法律背景、體系等之後，能對整個相關議題提出比較完整之規範架構。而特殊目的個體在於美國商業實務上是最發達的，故本論文將以美國之相關規範為比較之基準。

三、歷史研究法：

在歷史研究中期望能掌握美國方面及我國之對預定之論文研究議題之立法、司法判例及學術理論之沿革與發展。從其沿革脈絡，嘗試歸納出所謂自變項目 (independent variable) 與依變項目 (dependent variable) 之因果關係，而對於議題之討論提供另一研究基礎。

四、整合分析法：

規範企業的法規範，部分美國學者以法律經濟分析法，提供適切解決係爭法律問題之方法，即導入效率與成本之觀念於法律形成與法律解釋中，此在涉及企業行為，因其本質之面向之一為經濟行為，更是盛行。故本論文預定嘗試導入法律經濟分析之方式和傳統的法學方法作融合，期望能對於論文理論基礎之深度有所助益。

第三節 研究架構

本論文預計之章節安排，於第一部份先做針對特殊目的個體概念之探討；再以安隆案為切入點，以其為研究案例，介紹事件之經過以及引起的公司治理法制革新；緊接著切入安隆案濫用與操弄特殊目的個體，美國方面之相關因應之規範與相關公司治理法制趨勢；再以公司治理法制觀點論述我國運用特殊目的個體之現狀（以金融資產證券化條例為例），作為研究比較之基礎。而處理上述議題後，另以閱讀文獻中啟發之問題意識，做為論文最後預定討論之議題，即提出「特殊目的個體運用對於現行法制的衝擊與因應」做為論文預定研究之方向，以整合所做出之討論，而在研究領域與結果上做一個歸納分析。

在閱讀相關文獻後，對於特殊目的個體之概念、運用、弊端及規範之發展有初步之瞭解，其與一般傳統定義中之公司有所不同，其設立有特殊之商業目的存在。我國僅在金融資產證券化條例及不動產證券化條例中有特殊目的個體之運用，且規範較美國法嚴格，是否在商業實務運作上有擴大適用之可能性及擴大運用所面臨的衝擊，是本論文預定在探討基礎法律問題後，以公司治理法制之觀點預定深入討論之議題。另外，我國是否放寬特殊目的個體得以關係企業模式成立，其與傳統關係企業之子公司之不同處為何，在關係企業之體系下其定位為何，而其涉及之公司治理法制面向之問題為何，亦是於預定所欲處理之問題。

以下對於論文章節安排做一簡單說明：

第一章：緒論

說明研究的動機、目的、研究方法以及研究架構。

第二章：特殊目的個體之概念

以商業組織法之相關理論包括資產分割、個體庇護和內在資本市場出發，介紹和釐清特殊目的個體相關之概念，並介紹其運用範圍、優勢、弊端和架構。即在探討安隆案濫用特殊目的個體前，對於基本概念先做探討。

第三章：安隆案與公司治理法制之革新

本章主要介紹安隆公司的背景與安隆案發生之經過，以及對於美國企業公司治理的衝擊，最後探討美國當局之因應，以沙氏法案的內容為中心，另外亦在此章節整理公司治理概論，以做為本論文之研究基石。

第四章：特殊目的個體之公司治理法制

從法律個體濫用出發，以安隆公司濫用特殊目的個體為例，探討特殊目的個體運用時所引發之公司治理法制問題，除探討特殊目的個體之基本架構外，將焦點放在資訊揭露議題上，探討新型的金融工具對於公司治理與資本市場的影響，進而探討美國法上於安隆案後對於特殊目的個體運用的規範新趨勢，主要以資產負債表外交易安排的資訊揭露和合併財務報表為重心。

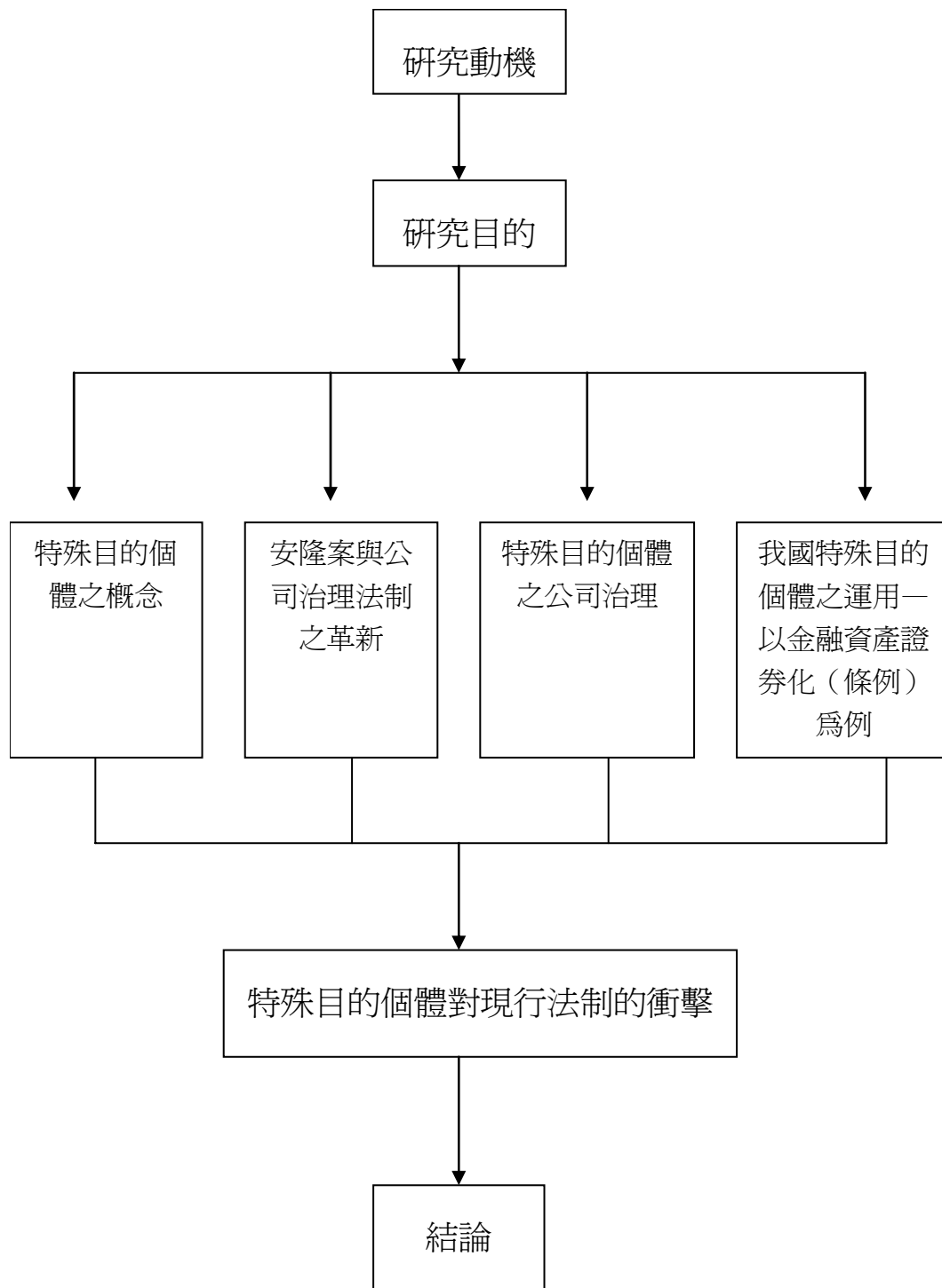
第五章：我國特殊目的個體之運用——以金融資產證券化（條例）為例

本章的目的在以我國現今之法規規制為實例，以我國金融資產證券化條例為中心，介紹金融資產證券化制度，並以公司治理法制角度切入分析特殊目的個體於此商業活動之運用，以及探討其作為導管體時，商業組織模式之選擇。

第六章：特殊目的個體運用對於現行法制的衝擊與因應

探討若擴大運用特殊目的個體所面臨之衝擊及相關探討，主要討論其對於證券管理和會計原則之衝擊、其涉及關於金融創新的管制問題、其運用時所產生之商業組織彈性的討論以及其對於傳統關係企業規範設計的影響。

第七章：結論



第二章 特殊目的個體之概念

第一節 前言

特殊目的個體於我國來說，此種商業組織第一次出現在金融資產證券化條例與不動產證券化條例中，相對於我國現行法制下的其他商業組織，如公司，其具有特殊性，通常的角色為一個導管體，其在美國商業實務的運作，於70年代出現，但直至目前為止，並沒有教科書將其正式定義，但其依然具備一些相對普遍的特性，而經營活動的範圍並無明確限制，並不限於資產證券化。於安隆案爆發後，由於安隆公司之濫用，特殊目的個體再度引起各方的討論，本章將先從其涉及的商業組織法理論出發，探討其相關設計之基礎理論，再介紹其源起與概念、運用範圍、優勢與可能引發之弊端等，以對特殊目的個體有較全面的研究。

第二節 理論介紹（商業組織）

第一項 資產分割

第一款 資產分割之內涵

從經濟角度觀察，各種商業組織均有相似的核心法則，即所謂之「資產分割」（Asset Partitioning），其係指市場上交易之主體，為達成經濟上特定目的，在法律的認可之前提下，將其特定資產劃分出來，而使得該特定資產之權利義務關係與該主體本身之權利義務關係分離，而該分離之特定資產即因此具有獨立性。換句話說，「資產分割」係使資產獨立分割而成立一新的法律個體（Legal Entity），而其得以自己名義持有資產，並且該法律個體之債權人對於其之資產有優先之地位，而達到破產風險隔絕的目的¹。論者更謂將商行（Firm）的擔保資產（Bonding Asset）和公司擁有者和經理人之個人資產分離是法律個體的核心特徵，且建立

¹ 王文宇，公司法論，台北：元照，第7頁，2005.8。

此種分離關係亦是組織法（Organizational Law）在企業組織扮演的重要角色²。

第二款 資產分割之形式

資產分割有兩大組成元素，第一為移轉分離的資產予公司，而與公司擁有者和經理人個人之資產區隔。第二為對於法律個體所持有的資產於債權人優先受償主張之設計。而在此會有積極資產分割（Affirmative Asset Partitioning）和消極資產分割（Defensive asset Partitioning）之分³。以下就此分別論述之⁴：

一、積極資產分割

在商業組織中積極資產分割之原型被稱為具有不受解散保護的優先受償（Priority with Liquidation Protection），其給予公司債權人對於公司的資產有優先主張受償之權利；且股東面臨破產時，股東之債權人不得強迫公司清算其資產來滿足其對於股東之債權。其頂多能承受股東的地位而享有股份，而於大部分股東同意解散、清算公司時方能得為此。此以現行公司法的股份有限公司為典型。而其另有其他之衍生型態：

（一）弱型：即以美國合夥關係為代表，其並無不受解散保護的優先受償設計，股東無資力時，股東之債權人得強迫該法律主體解散，但清算解散時，法律個體的債權人相對於股東之債權人對於法律個體的資產有優先權。

（二）超強型：該法律個體之債權人（有稱受益人）不只是被賦予對其資產之優先權，而是對此資產有獨佔之權利，其他債權人完全不得對該法律個體之資產執行。信託法律關係即此種代表類型。

二、消極資產分割

消極資產分割正好為積極資產分割之相反，是指股東之債權人相對於法律主體之債權人就股東之個人資產有優先主張受償之權利。其型態有：

（一）最強型：股東不需對於法律個體之債務負外部連帶責任，簡單來說，股

² Henry Hansmann & Reinier Kraakman, THE ESSENTIAL ROLE OF ORGANIZATIONAL LAW, 110 Yale L.J. 387(2000), at 393.

³ Id. at 393.

⁴ Id. at 394 -95；王文宇，金融資產證券化之法律架構與管制爭議，臺大法學論叢第 31 卷第 2 期，第 222 至 223 頁，2002.3。

東之個人資產不會遭受法律個體之債權人為清償請求，即所謂之「有限責任」。公司法的股份有限公司即為此種類型之代表。

(二) 最弱型：股東必須對法律主體負外部連帶責任。其代表即是合夥關係。

(三) 中間型：而在上述兩型態中，尚有其他中間型態。一為法律個體之債權人可以執行股東之個人資產，但其順序劣後於股東之債權人；一為法律個體之債權人可執行股東之個人資產，然股東只就其股份之比例負責，即其不是對公司債務負完全的外部連帶責任，而是依其股份比例清償；一為倍數責任 (Multiple Liability)，即股東對於法律個體之債務其外部連帶賠償責任之額度為股東在公司股票之票面金額 (Par Value) 的倍數；一為股東提出另外之擔保以擔保法律個體之債務。

第三款 積極資產分割之的優勢

積極資產分割在法律個體運作上扮演重要角色，其對於法律個體的債權人和擁有者皆有關鍵性的利益，以下論述之⁵⁶：

一、減少監督成本

(一) 單一公司的資產再分割 (Subpartitioning Asset within a Single Firm)：從屬公司

若一公司欲從事兩個完全不同以上之事業或投資，比如說經營連鎖旅社及石油業。有兩個模式可以提供其運用，一為在單一公司下成立兩個不同的營運部門；一為成立兩不同之公司。在後者之模式，即是運用資產分割之方式，對於債權人來說，其可專注單一營運事業之監督，而不用擔心另一營運事業的信用影響。而對於公司本身來說，此模式亦有助於經營多樣化時建立一破產隔離機制，即將不同事業之營運風險切割。

(二) 公司與股東之資產分割

在公司擁有多數股東時，積極資產分割之優點最容易凸顯。因為資產分割之

⁵ 整理自Henry Hansmann & Reinier Kraakman, supra note 2, at 398-406；Robert B. Thompson, AGENCY LAW AND ASSET PARTITIONING, 71 U. Cin. L. Rev. 132 (2003)，at 132-24.

⁶ 因為本文之論述是以特殊目的個體為主，而其為積極資產分割之型態，故本文僅就其為探討。

緣故，所以股東之債權人無法對於公司之資產執行，而在此設計下，股東彼此間並無須對於彼此之資力狀態為過份之監視，因為股東個人之信用風險和公司資產已經分離而無連帶之關係，而此在於現今之大型企業中更是明顯，因為股東間之相互監督模式是缺乏效率的且成本過高，若無此機制對於股東最初的投資意願會有負面之影響。

(三) 保護公司繼續經營價值 (Going Concern Value)⁷

若無積極之資產分割，則公司股東之債權人可以對於公司之資產為清償主張，此在弱型型態中亦是如此，因為其不具不受解散保護 (Liquidation Protection) 之設計，而在如此之組織型態下，公司資產即必須面臨來自股東個人之信用風險，公司有可能因為股東之個人債務而遭解散、清算。而對於公司繼續經營價值來說這是一個危害，且此風險之負擔亦非公司本身經營所使然 (為股東本身之信用所產生之結果)，此在一完善經營之公司卻面臨股東債權人主張解散清算為清償時最能夠說明。所謂不受解散保護 (Liquidation Protection) 之設計，係指公司的股東不得任意要求退股，從而迫使公司解散，並清算公司資產，即使公司股東個人負債，其債權人亦不得要求其退股，或就公司的資產按其股份比例求償。

二、保護資產受益人

於超強型的積極資產分割，如前所述，該法律個體之債權人 (有稱受益人) 不只是被賦予對其資產之優先權，而是對此資產有獨佔之權利，其他債權人完全不得對該法律個體之資產執行。此在常運用在帶有公益性質或非營利性質的組織上，如非營利性社團 (Nonprofit Corporations)、地方政府機構 (Municipal Corporations)、公益信託 (Charitable Trusts) 及浪費 (奢侈) 信託 (Spendthrift Trusts) 等，以達其設立之目的。而此型態之資產分割亦進而發展到商業組織所運用，商業信託即是一適例⁸。

⁷ 公司通過有形資產及無形資產產生盈利的能力。當此價值超過資產價值時，稱為清算價值，是此公司的個別價值。

⁸ 參見 Steven L. Schwarcz, COMMERCIAL TRUSTS AS BUSINESS ORGANIZATIONS: UNRAVELING THE MYSTERY, 58 Bus. Law. 559 (2003) .

第四款 積極資產分割在特殊目的個體之運用

特殊目的個體之設計，即是由發起公司成立另一分離的法律個體，而將特定資產由特殊目的個體持有，而由特定目的個體執行其設立之時所特定之交易或活動。而在「資產分割」之概念運用下，其為積極資產分割之類型，其為發起公司外另一獨立之法律個體，故特殊目的個體之債權人對其資產有優先受償的權利，而對於發起公司之債權人而言，其不得對於特殊目的個體之資產主張執行。在此資產分割之前提下，方有破產隔離風險及無須編制合併財務報表之適用，因為其在法律意義上，為一獨立之個體。

第二項 個體庇護 (Entity Shielding)

第一款 概說

在現代社會中的經濟活動扮演主角已非個人，而是公司 (Firm)，其於法律上和公司擁有者及管理者獨立分離，自行擁有資產、簽訂契約及承擔債務，為一法律個體，而這些現代商業公司的主要特徵在於，法律賦於其將持有之資產作為和債權人協議之擔保 (責任財產)，而保護其資產免於公司所有者之債權人之請求，而此法律特徵有兩個概念可以說明，一為「資產分割」；一為「個體庇護」。另必須注意的是，過去公司組織法研究探討中，比較著重的概念是有限責任 (Limited Liability)，其為一種所有人庇護 (Owner Shielding) 的形式，其保護公司所有人之個人資產免於公司之債權人請求，功能和個體庇護相反。論者指出有限責任雖然是個體庇護重要的互補功能，但其並不能完全說明商業公司作為一個分離且有區別性的經濟參與者，且其認為公司之繁榮並不一定需要有限責任，但大型企業缺乏個體庇護在現代是無法想像的⁹。

⁹ Henry Hansmann & Reinier Kraakman & Richard Squire, LAW AND THE RISE OF THE FIRM, 119 Harv. L. Rev. 1333 (2006), at 1336. 不過必須說明的，有限責任於美國或是我國，通說皆認為其為公司法的基本原則，也是法律制度在商業組之上的重要發明，當然在商業發展的過程中，學說上有對其在不同議題上 (如關係企業、一人公司等) 提出質疑、否定或是修正的討論。其相關之論述請參閱劉公偉，公司法有限責任之經濟分析，國立台灣大學法律研究所碩士論文，1999。

第二款 概念介紹

第一目 資產分割和個體庇護

於現代社會的法律系統中，允許未受清償的債權人查封扣押違約者所有的財產，即現代的民事法中規範有債務不履行之規定，依此個人是以其所有之財產擔保其債務；而此法律規則亦適用於商業公司中。故個人及公司皆為法律個體（Legal Entities）之適例，而法律上區別的資產池（Pools of Assets）則作為其提供債權人全體（處於變動狀態）之責任財產，做為個人或公司契約履行之擔保。而「資產分割」即是用來確定契約履行義務之法律個體以及此法律個體所有的資產。而在一般的資產分割的典型中資產的分割是完全的，一個個體的債權人無法查封扣押其他個體之資產。而在商業公司及其所有者間分離成兩個法律個體，彼此的資產對於彼此的債權人都形成一個庇護狀態，此即分別稱為個體庇護及所有人庇護。故可說資產分割形成「庇護」現象¹⁰。

第二目 個體庇護之形式¹¹

個體庇護是指保護公司資產免於其所有者的債權人請求之規則。而於現代商業公司中之法律個體中皆呈現之，論者進一步指出其為法律個體的基礎原則。其有三種形式：

- 一、弱型：其賦予公司債權人相對於公司所有人之債權人對於公司資產有優先受償權。在此情形下，公司所有人之債權人有可能查封扣押公司資產，但僅在於公司債權人獲得完全受償後。一般的合夥契約關係即是。
- 二、強型：強型的個體庇護相對於弱型增加了不受解散保護的規則。其限制公司所有人和其之債權人以公司所有人持份之公司資產為支出。而現代商業公司即是此相似之形式，即不但公司債權人對於公司資產擁有優先權，且其亦保護公司免於單一股東或其債權人解散清算公司資產。

¹⁰ Id. at 1337 ; Henry Hansmann & Reinier Kraakman, THE NEW BUSINESS ENTITIES IN EVOLUTIONARY PERSPECTIVE, 2005 U. Ill. L. Rev. 5 (2005) , at 11.

¹¹ Id. at 1337-40.請和資產分割了類型相互參照，提出「個體庇護」作者認為資產分割呈現兩個形式：一為個體庇護；一為有限責任。拙見認為可理解為資產分割是一個過程（動作），而產生了上述兩種形式和結果。

三、完全型：其對於可以對此特定資產主張的債權人限定更加嚴格，僅因此資產所生的債務或是以其為名而簽訂的契約關係的債權人，方能對此資產主張，而在當代此例子為非營利社團或是慈善信託等。

第三目 所有人庇護之形式

和個體庇護相反，所有人庇護是指保護公司所有人的個人資產免於公司債權人請求之規則。論者認為其並非和個體庇護在商業組織上有相同之目的，並非所有的現代個體形式皆提供所有人庇護，最明顯的例子即是美國的一般合夥關係。且其進一步認為其相較於個體庇護，較易以契約方式達成。而其呈現之形式有：

- 一、弱型：其即為弱型個體庇護之翻版，其賦於個人債權人相對於公司債權人對於公司所有人之資產有優先受償權。
- 二、完全型：其完全切割公司債權人對於公司所有人資產的請求，即限制公司債權人之擔保於公司本身持有之資產。在現代企業相似的例子，即是商業公司中股東之有限責任。而其概念常和有限責任交互使用。

第三款 個體庇護的成本利益分析

第一目 個體庇護之利益

使個人能夠在法律上區分資產池，減少預期出借人（Prospective Lender）的資訊成本以及解決共有所有權（Joint Ownership）的相關問題，提供了重大的經濟利益，以下分述之¹²：

一、減少監督成本

所有形式之個體庇護皆保護債權人免於他們無法輕易評估之風險的波及，而因此減少債權人的監督成本。若無個體庇護，除非有相當能力監督，公司之債權人易受到公司所有者的個人事務及其所有事業財產的影響。而個體庇護即是提供所謂「限定」（Specialization）的效用，允許債權人限制其面對之風險，而使其監督能更容易。必須注意的是，有限責任和其他型式的所有人庇護則有相反的效

¹² Id. at 1343-50.

應，因為其將公司債權人隔離於非公司的資產的價值分配，而和個體庇護一般(同樣有限定之效用)，如此亦減少公司所有人之債權人的監督成本¹³。不過所有人庇護無法保護公司資產免於非公司債權人主張，在兩大資產分割類型中，個體庇護對於界定資產的界線而使其對特定的債權人團體為擔保，是較有效率的。

二、減少管理的代理成本

透過將債權人的債權繫於特定之資產池，所有形式的個體庇護減少公司所有人關於公司代理人過度借貸(Excessive Borrowing)的風險。即假設若要從事三種不同事業，可以選擇以單一法律個體或是三個不同法律個體為法律上之權利能力個體，而在以三個法律個體為之的情形時，每個法律個體間可以皆有個體庇護機制存在，而各法律個體的債權人僅能對其債務人(個體)有優先受償權或是僅能對其主張清償，緩和債權相互競爭的情形。

三、減少破產的行政成本

因為所有個體庇護皆能使債權人繫於特定資產，如此亦使破產法院在特定破產財團時較為方便。若無個體庇護存在，則必須確定公司之資產和其所有人之資產，以及確定所有債權人之受償，如此之過程所耗費之時間及資源，成本皆是巨大，且易產生潛在的錯誤。從另一個角度來說，使債權人能更迅速獲得清償，相對地，能降低借貸之成本。而於大型公開公司的破產程序中，若無分離(1)公司資產和其債權人與(2)公司外其他廣大資產和公司眾大股東的債權人的機制，很難想像其如何有效率之運作。

四、繼續經營價值的保護

於強型的個體庇護中增加了不受解散保護的規則。撤回投資資產對於公司股東來說雖是一種權利，不過如此卻會產生破壞繼續經營價值的成本，尤其在有多數所有人的公司中，必須面對各所有人因個人利益而運用撤回投資資產的權利，而造成社會上的無效率。因此公司所有者通常同意在特定期間相互放棄個人撤回投資資產的權利，或是直到大多數所有人同意解算清算公司時方為之，而不再受解

¹³ Henry Hansmann & Reinier Kraakman, supra note 2, at 424.

散保護的規則所產生的利益在愈多數所有人的公司中愈為明顯¹⁴。另外，為使不受解散保護的規則的效益完全，撤回投資資產權利的放棄亦必須同時適用在公司所有人之債權人身上。故不受解散保護的規則在強型的個體庇護定義中是同時保護公司免於所有人及其債權人之解散清算公司的主張。

五、資本聚集及投資多元化

個體庇護減少公司所有人監督其他非公司財務事務的需要，亦因此減少公司投資人相互監督之成本，尤其在其彼此非存在一個容易監督或信任的狀態，如家人或朋友等，最為明顯。而此項效益亦使大眾在複數公司為權益投資，而進而分散投資風險。而此在強型之個體庇護最為明顯，因其具有不受解散保護的規則。

六、持份之轉讓

延續上述，不受解散保護的規則減少了公司所有人相互監督彼此個人事務的需要，故其亦減少限制何人成為公司所有人之重要性，也因此提升了持份轉讓的可行性及必要性。而必須注意的，論者有認為持份的轉讓為有限責任的基礎¹⁵。

第二目 個體庇護之成本

論者亦提出個體庇護在帶來其效益時亦伴隨著幾個重要的成本，以下整理之¹⁶：

一、債務人機會主義（Debtor Opportunism）

個體庇護因為允許債務人於無獲得債權人同意下使其債權成為次順序，使其可能引發投機行為，而此結果有可能導致個體庇護的利用反而增加借貸的成本。在現代商業中，其運用之方式可能為，託付資產給一公司或是發行公司債，然後再將公司資產移轉給從屬公司。簡而言之，構造個體的自由如同授予擔保利益的自由，都形成了對於債權人相同潛在機會主義的影響，甚至其規模更為廣大。而為了避免此風險，債權人必定會以利率或其他保障條款來保護自己，進而可能提

¹⁴ Margaret M. Blair, LOCKING IN CAPITAL: WHAT CORPORATE LAW ACHIEVED FOR BUSINESS ORGANIZERS IN NINETEENTH CENTURY, 51 UCLA L. Rev. 387, 446 (2003), at 412.

¹⁵ 相關之討論請參見劉公偉，同前揭論文（註9），第165頁。

¹⁶ Henry Hansmann & Reinier Kraakman, supra note 9, at 1350-54.

高借貸之成本。另外附帶一提，所有人庇護形成的機會主義剛好相反，而此和有限責任是相關連的或是說相似的。

而所有人投機似地移轉資產予公司（此是以個體庇護觀點出發）或是將資產移出公司（此是有限責任觀點出發）的可能性有幾個影響因素，而最重要的因素也許是所有人的人數，因為個體的所有人除非對全體有利，否則不可能允許其中任何一個所有人投機似的移轉資產。而利用單一所有人之個體較複數所有人之個體更容易利用（剝削）債權人，而此亦解釋為何一人公司對於今天商業組織法帶來的一些挑戰。另一方面是產生經理人代理成本的問題，即是公司經營階層利用對個體創造的方式，當作架空公司所有人（股東）的方式¹⁷。

另外，值得一提的，蓄意的機會主義可能是較重要的問題，不過關於公司投資及分配的混淆(Confusion)與不確定，亦會造成破壞性的爭議(Wasteful Dispute)以及延遲解決債權人之主張。即當公司和個人間的資產，其範圍界定及執行的方法是不明確（顯）時，給予公司債權人對於公司資產有優先權的設計將是無效率的。

二、較高的執行成本

避免機會主義和混淆之規則的機制必須被信賴是有效率的，不過建立可信賴性是必須成本的，如最少資本要求、資訊揭露義務、債權人的監督行動以及違反規則之訴訟等。而以黑白分明的規則（Bright-line Rules）規範法律個體的使用，可能可以減少機會主義和混淆，且僅需適當之執行成本，不過如此之規範方式通常伴隨高度的遵循成本，而拘束所有人及個體的實務運作。一般現代的法律系統通常使用標準式的規範而非規則式來區分適當與不適當的個體界線間之資產移轉，比如揭開面紗理論、衡平居次原則、合併原則以及詐欺移轉（Fraudulent Conveyance）¹⁸。而雖然此些理論提供了彈性，卻也帶來訴訟結果的不確定性，以及高度技巧性法庭之需求，以判斷資產的移轉是否破壞了個體做為契約遵守機制的可信賴性¹⁹。由此可知個體庇護不可避免地會產生成本，無論是先前的嚴格

¹⁷ 此部分之討論，請參見下文「第六章第三節」。

¹⁸ 論者認為此為關係企業中重要的「確定責任範圍」的重要問題。劉公偉，同前揭論文（註9），第55頁。

¹⁹ Steven L. Schwarcz, COLLAPSING CORPORATE STRUCTURES: RESOLVING THE TENSION

形式規範方式，或是事後的錯誤判斷。

三、複雜的破產系統

個體庇護之執行，尤其是在弱型，一般要求複雜的破產系統。而傳統上典型的破產系統選擇之一是所謂的「登記優先制」(First-to-file)，不過此設計是與弱型個體庇護互不相容的。在個體庇護下，個人債權人對於公司資產為執行主張時是處於一種或然 (Contingent) 之狀態，因為公司資產必須先滿足公司債權人。而進行此程序時，法院即必須先確定公司資產和其負債，以及各債權人主張之效力和價值，另法院必須監督在程序未確定前公司之繼續運作。不過必須注意的，強型的個體庇護對於破產法及其行政程序系統的完全發展之需求，相較之下是較低的，因為在強型個體庇護之下公司所有人之債權人並不能對公司資產主張，故無先後順序之問題，而其頂多受讓公司所有人對公司之股(持)份，不過因為不受解散保護之規則，除非公司大多數所有人同意解散清算公司，否則公司仍繼續運作。

四、債權人主張的減角化 (De-diversification of Creditor Claim)

無論強型或弱型之個體庇護，其皆產生減少債權人支持資產多元化(風險分散)的成本。比如說若一投資人成立三個法律個體為商業經營，而其中皆無其他有實質意義之他投資人，此時其中一法律個體之債權人，若在無個體庇護下其債權是以全部三個法律個體資產為擔保，但在個體庇護下，其擔保資產即限縮在單一法律個體之資產。不過論者同時認為在個體庇護下，債權人可以將其債信擴展到多數公司以達到分散風險的目的，因此就本身而言，減少風險分散應非個體庇護之相關成本，而是增加交易成本以達到有效的風險分散程度。

五、投資缺乏流動性

關於此項成本主要是產生在強型的個體庇護。因為不受解散保護之規則，公司所有人並不能因為個人債信問題或是追求其他更高報酬的投資，而隨意撤回屬於其持份的公司資產。而這問題對於少數持份之所有人更為重要，因為其通常缺乏對公司之控制力，而亦因此原因，強型個體庇護和持份移轉成了相互補充之機

BETWEEN FORM AND SUBSTANCE, 60 Bus. Law. 109 (2005), at 109.

制，持份之可移轉性提供所有人另一個投資流動性的選擇。然而當持份可流動性減少了投資缺乏流動性之成本，卻亦產生另一成本，即其需要其他的制度輔助方能順利運轉，如股票市場、保護投資人的規範系統、公開發行公司的資訊揭露要求等等。

六、控制所有人之剝削

強型的個體庇護除了產生上述之成本外，亦因為不受解散規則保護，其另一特有的成本為控制所有人之剝削，而所有人撤回其投資之權利是一個重要的保護投資人機制，在此除非有持份移轉可行性之充分配合，否則在此即產生一問題，就是少數持份之所有人可能受到控制所有人之剝削，而無法有效對抗之，如此強型個體庇護有剝奪非控制所有人之疑慮，關於此方面之保護，而因此在吸引非控制投資人方面必須面對比其他個體類型更大之困難，而需要其他的補強機制²⁰。

第四款 關於個體庇護尚未解決之問題

在法律、會計及鑑價等方面之發展，以及債信獲得之成本降低（相較於過去的社會模式），個體庇護在現代社會之發展更為成熟，而上述之成本也有相當之機制補強改善，但隨著商業組織模式之不斷進展，其亦伴隨著新的成本因素產生。

個體庇護最主要之成本產生因素為，其在無獲得個人債權人同意，甚至無給予其特定之通知，即將對於個體資產的主張次順序化，此特徵亦是為何個體庇護需要組織法調整當事人之關係，而非僅透過契約關係，即以組織法調整，方能解決伴隨當代商業形式，所形成之債權人權利型態所生之交易成本和道德危險的問題。論者認為上述個體庇護之特徵亦是為何其較所有人庇護（包括有限責任）具有更大的機會主義之危險，因於所有人庇護情形下，對於債權人而言其較易事先認知和其交易的有限責任個體，而使其能夠調整利率或在契約中加諸個體架構或行為之限制。而在無特別通知之情形，個人債權人債權次順序化呈現不同且更棘手的問題，而此在過去並非商業組織法發展的中心，因為傳統上限制公司必須為多數所有者，且對其結構嚴格規定，不過在個體創造自由度漸增的今日，其已經

²⁰ 在股份有限公司中，即為控制股東與少數股東之利益衝突問題，而一般公司法中會有相關制度之設計，如少數股東收買請求權等。詳細參見Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, CONTROLLING CONTROLLING SHAREHOLDERS, 152 U. Pa. L. Rev. 785 (2003), at 787-805.

成為必須注意的課題²¹。

這些為問題中最重要之兩大問題已經呈現，第一大問題為由糾結的個體組成的複雜集團架構出現，而減低了企業的透明度，且其亦被使用來阻撓個人債權的主張，試想在單一企業個體將其資產分割成數百個資產池，而彼此間皆受到個體庇護之保護，如此形成之企業集團必定具有極高度之複雜度，使得企業集團的利害關係人對於企業集團之資產難以確定和監督。而近年美國最受矚目之破產案——安隆案，即是適例，其將資產及債務從屬分割（Subpartitioning）予其所控制新的法律個體（安隆案中新的法律個體即是特殊目的個體），但卻通常無顯現在安隆公司的資產負債表上，而使得投資人無法正確評估其公司財務狀況²²。其所產生之成本問題：一為如此「放蕩的」資產分割增加了詐欺之風險；二為母公司無擔保之債權人面臨監督公司資產困難度之提升；三為提高了破產程序複雜度，法院必須協調母公司之債權人及數百個從屬公司之債權人間處於競爭狀態之債權主張。而對此之回應是不穩定的實質合併（Substantive Consolidation）理論；以及以債權人代管融資（Debtor-in-possession Finance）之方式撤銷集團公司的從屬架構，在此情形下破產的行政程序成本扮演關鍵的角色，其可能因此限制現今企業集團的個體庇護及個體衍生（Entity Proliferation），不過在此論者強調，當法院運用個體調整（Entity-trimming）理論時，其必須完整的評估個體庇護在歷史及經濟的功能。

第二大問題為債權人對抗個人債務人機會主義之行為。例如，在現今社會中有所謂資產保護信託（Asset Protection Trust），其是個人針對債權人設計的個體庇護機制，使得債權人對於信託資產無法主張求償，而如此工具之可利用性引起了一個疑問，即是其之運用可能有產生詐害債權之疑慮，因此「詐欺移轉的防止」的相關機制，是否已經足夠保護個人之債權人，是必須考量之課題，於破產法等相關法規範中，應該對於投機式個體庇護之使用種類有所規範和因應措施，以解決此問題。

²¹ Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *supra* note 9, at 1399-1403.

²² José Gabilondo, FINANCIAL MORAL PANIC! SARBANES-OXLEY, FINANCIER FOLK DEVILS, AND OFF-BALANCE-SHEET ARRANGEMENTS, 36 Seton Hall L. Rev. 781 (2006), at 810-19. 本論文於此章節介紹完「特殊目的個體」相關概念後，將以安隆案為出發，探討其所引發之公司治理法制革新議題，而最後將焦點集中在其濫用特殊目的個體，以其涉及之相關法制之趨勢。

第五款 個體庇護與特殊目的個體

特殊目的個體的運用如前文所述，是利用資產分割的方式將特定資產移轉給新的法律個體，而在此即產生了個體庇護的效果，發起（創始）機構的債權人將無法對於特殊目的個體的資產有所主張，因兩者已為分離為不同法律個體，即資產上呈現了獨立分離的結果，而這也是特殊目的個體運用的初衷之一，即是所謂的「破產隔離」效力。而利用資產分割之方式達到個體庇護之效用即是此商業組織形成的動態描述，故此兩種商業組織法上的概念在論者的觀點下，是必須一起討論的。必須注意的，此新型態的商業組織，如前所述產生了新的問題，核心在於其成立是否有實質的經濟目的，亦或是一個脫法方式，另外其之成立對於商業交易是否產生了無效率，而面對此些問題，商業組織法上的態度是否為開放的，若是，則應如何因應之。

第三項 內在資本市場（Internal Capital Markets）

第一款 概論

論者在探討關於商業組織法之議題，有提出「內在資本市場」概念，作為「資產分割」等概念在商業組織法上之區別與補充²³。內在資本市場所涉及的是資源的移轉，而在資源重置之中其當然伴隨著相關的成本，更準確的說，其是允許資本在計畫（Projects）間移轉，為一種真正的選擇（Real Option），在可獲得的資訊愈多的情形，愈有助於「選擇轉換」（Switching Options）的價值或是延遲資本重置決策的能力之提升。而外在資本市場和內在資本市場的區分是在於前者是以契約方式達成資本移動；後者是藉著職權或是命令來達成。公司的經營者為了一個新事業的融資，可以透過和外部投資人簽約（外在）或是在移轉公司內現存計畫中的資源（內在）為之。

內在資本使公司避免發生公司經理人和外部投資人以及兩公司間²⁴的資訊

²³ George G. Triantis, ORGANIZATIONS AS INTERNAL CAPITAL MARKETS: THE LEGAL BOUNDARIES OF FIRMS, COLLATERAL, AND TRUSTS IN COMMERCIAL AND CHARITABLE ENTERPRISES, 117 Harv. L. Rev. 1102(2004).

²⁴ 指公司間的相互為融資、保證或合資等交易時。

不對稱的情形，而此資訊不對稱會升高外在資本市場的融資成本，而內在資本相對在這方面即減少了資本重置轉換的成本及增加投資的彈性，不過此亦是一種利益的衡量，必須衡量上述之利益以及經理人擁有此管理彈性的代理成本，因其可能為了私人之利益，利用職務上獲得之資訊，可能於重置內部市場的資本中，極大化其私人利益而非公司價值。而著眼於此代理成本，投資人可能選擇放棄內部資本市場的彈性，而對於資本的移動增加限制。

第二款 基本概念之提出

第一目 選擇轉換

內在資本市場允許計畫間的資本重置，而此交易成本相對於外在資本市場可能是較為低廉的，因為計畫經理人相對於外部投資人擁有較高之專業及掌握較多公司本身之相關資訊，不過就如前所述經理人即是一個訊息擁有者，不過亦具有追求自我利益傾向，故組織的界線在內在資本市場的命題上，即是在建構一個上述成本利益和賦予代理人²⁵投資選擇所生的成本之間的平衡點。論者提出三個因素決定最佳內在資本市場的規模（或界線）：一為在可利用的計畫間調整資本重置的彈性價值；二為有能力及擁有充分相關資訊的代理人在此彈性管理上所增加之價值；三為代理人控制上述彈性而可能產生的動機上之利益衝突²⁶。

投資彈性可說是一種真正的選擇（Real Option），在此命題下，真正的選擇是謂當獲得較佳資訊時調整投資決定之能力，在資本預算（Capital Budgeting）的範圍下，真正選擇包括延遲、終止、加速或延緩計畫，在計畫間資本重置的能力被視為一種選擇轉換，而此項選擇於資本重置使得數計畫間的總利潤增加時呈現其價值。

真正選擇的分析提供幾個重要的觀點，一為兩計畫間收益分配關連性是選擇轉換的價值之變數，分配關連愈薄弱，使得計畫間的選擇更具價值；二為選擇轉換通常是具有價值的，而值得付出創造及保護成本，假設起初預期事業1的利潤超過事業2，經營者仍然會適當的投資事業2，以保持往後移轉事業1的資本更積極投入事業2之選擇，而此在兩事業之利潤分配無相關連性時更為明顯；三為

²⁵ 非指我國民法上所定義的代理關係，此為較廣泛之概念，同「代理成本」中之代理概念。

²⁶ George G. Triantis, supra note 23, at 1111.

選擇的價值和適當時間的運作有很大的關連，計畫間之移轉是需要成本的，故移轉的通常延遲至更多資訊確定可獲得更大利潤之時，一般的建議為一個代價高的「選擇」運作，應該至選擇時機成熟時方為之。不過有幾個因素促使轉換決定的最佳的時點提前，特別是在原始計畫（the Source Project）資產的殘餘價值惡化，或是第二事業的競爭者可能同時進入產品市場。

而若透過外在資本市場進行資本重置，商業組織必須從一個計畫中分配資本給投資人，而再以另一個商業組織對第二個計畫進行融資。另一個選擇是，資本也許在公司間流動而無須透過投資人，比如透過公司間的借貸。

而透過內在資本市場為資本重置的方法有：一為計畫間的現金流量轉換；二為出售或轉讓其中一計畫之資產，再將其對價移轉至另一計畫；三為公司可能以其中一計畫之資產為借貸（比如設定擔保），而將其借款用於另一個計畫；四為計畫間可能共同分擔一般費用，比如行政費用等；五為計畫間可能以內部決定的價格為產品或勞務之交易²⁷。

第二目 資訊不對稱

內部資本市場的優勢是促進選擇轉換的授權，將決策權力從投資人身上移轉給擁有較高專業及掌握較多關於計畫資訊的經理人，而選擇轉換的價值是繫於關於選擇的形成、保護及運作之決策做成的完整性，而此完整性是繫於影響計畫未來收益分配相關因素的資訊品質，此相關因素包括計畫成本、收入、技術及競爭者等。而經理人和投資人資訊不對稱及專業差距愈大，則經理人的潛在貢獻及內在資本市場的潛在獲得愈大，而這之間當然仍存在著經理人的代理成本問題。

當外在資本市場發展較不健全，或是其受到重大的資訊不對稱所影響時，內在資本市場在資本重置扮演愈重要的角色。而在經過時間的演進，外在資本市場改善其取得和處理資訊的能力，因此減少了經理人和投資人間的資訊不對稱，而在此發展下，大量的轉換的機會可以透過外在資本市場運作，而內在資本市場之價值將會相對地減低²⁸。

²⁷ George G. Triantis, *supra* note 23, at 1109-11.

²⁸ *Id.* at 1111-13.

第三目 代理成本

由代理人管理選擇轉換的價值所受到最大的衝擊，即是前述一直有提及的利益衝突。而因應此問題，亦有些一般人廣知的機制，如若投資人在經過一定時期後獲得之利潤過低，其可以設定經理人在未來投資的障礙；且股東們在法律上有要求經理人對公司負忠實義務（Duties of Loyalty）之權利，且可以藉著選舉董事的權利，來替換行為不當之經理人²⁹，而債權人可以以契約方式來限制經理人之行為³⁰。不過此股東及債權人之監督機制，卻因事實上防止投機轉換所需的資訊通常是不可證實的，而無法順利發揮，且有疑問的資本重置對於投資人來說通常是過於巧妙的且不易察覺；而激勵基礎（Incentive-based）的報酬，如股份所有權（Stock Ownership），可能對於經理人的動機有所調整，不過此僅在增加管理人及逆選擇決定的成本。因此論者認為儘管有種種的對於個人利益的限制，不過皆不夠完整及有效而仍存留利益衝突，而在此情形下投資人可能會尋求控制經理人的轉換職權（授權）。不過因為資訊不對稱使得投資人無法觀察或確認重置的效率，故其並無法界定最佳的轉換策略，因此投資人亦可能尋求其他方式對於資本的流動做控制，無論轉換是否有效率。

而在討論內在資本市場的優勢以及其產生之代理成本議題上，論者提出一個重要假設，即假設投資人雇用一名經理人投資兩事業（V1 和 V2）在時點 0，而投資產生之總價值在時點 2，將由投資人所獲得之利潤（S）和對管理人所產生之私人利益（B）所構成，即以 $V=S+B$ 來表示上述利益成本間之變動。若是追求私人利益而使得經理人致力於過度的轉換，投資人將希望藉由緊縮對於內在資本市場的界線來限制經理人之轉換決策權。另外，投資人和經理人的利益的分歧，亦可能出現在選擇運作的時點上，甚至在 B 和 V 沒太多關連時，經理人可能在個人與公司全體之間面對不同的轉換成本，舉例來說，經理人在縮減一個計畫規模時可能面對自己聲譽下滑，而延遲了轉換的最佳時機；或是經理人沒有內化轉換的融資成本而導致太快或太常轉換，而此情形下轉換將是無效率的，投資人將如前所述希望緊縮內在資本市場的界線³¹。

²⁹ 此非謂由股東直接為替換經理的行為，而是透過董事選舉間接迫使新任董事為之。

³⁰ 必須注意，其契約之相對人為公司。

³¹ George G. Triantis, *supra* note 23, at 1113-17.

而在不同種類的投資人間亦存在著衝突，也可能因此要求對於內在資本市場的限制。在商業公司的資本架構下，債權人對於公司擁有固定的請求權，而股東則是擁有所謂的剩餘財產請求權，而前者以契約來獲得治理權利，包括在債務人違反契約條款時，債權人有提前請求的權利³²；後者通常則憑藉著選舉董事的權利和忠實義務的主張參與公司之治理。債權人和股東對於減少經理人之代理成本方面有一致的利益，許多治理活動對於各種類的投資人皆有利，不過必須注意，固定的請求權和剩餘財產的請求權亦構成一個著名的衝突的核心，股東對於重置資本追求利潤而帶來之風險接受度較高，因為公司獲利愈高其投資報酬愈高，相反的債權人在資本重置時，其所關心的不只是經理人代理成本的問題，還包括了風險改變的問題³³。

總而言之，在事業間移轉資源的彈性，基本上是一種能力，其在不確定性解決前延遲資本預算決策，而此彈性為有價值的真正選擇(選擇轉換)。而在企業中不同的參與者對於轉換選擇之關心，會影響其不同的成本利益考量。

第三款 內在資本市場的組織上界線

此部分所要探討的是，若是代理成本明顯超過賦予經理人資本重置權限之利益所得時，可以限制內在資本市場的方法。以下將討論在投資人與經理人間以契約方式建立的各種限制，以及因商業組織的治理法律規則所生之限制，如公司、擔保利益和信託。另外值得一提的，組織的型態通常有助於節省各參與者的交易成本。

第一目 契約的限制

一、層級化與媒介 (Hierarchies and Intermediaries)：

基本上，計畫執行和運作的職權可以和計畫間的資本重置職權區分，通常投資人可以選擇以下三種不同的授權(委託)方式，一為將計畫執行和資本重置之職權委託給同一經理人；二為將計畫執行委託給經理人，而計畫間資本重置的決定由投資人本身為之；三為投資人單獨授予重置職權於無執行職權的代理人，如

³² Douglas G. Baird & Robert K. Rasmussen, PRIVATE DEBT AND THE MISSING LEVER OF CORPORATE GOVERNANCE, 154 U. Pa. L. Rev. 1209 (2006), at 1214-16.

³³ George G. Triantis, supra note 23, at 1117-18.

金融媒介機構或是監督各部門經理的執行長。

而在這些層級式的建構下，其重要的區分在於資本重置資訊的掌握度，而通常一般實證觀察下，資訊掌握程度的順序為事業營運的專業經理人、經理人的主管或是金融媒介機構，最後才是投資人或法院。另外之考量點即是代理成本，上述之後兩方式，即在避免單一經理人之濫權，而對於重置資本的委託授權為不同方式之設計，即注入分權制衡的概念³⁴，當然此亦會產生另外之建置成本³⁵，以及各機制間衝突，故在內在資本市場的資本重置限制的議題下，資訊不對稱以及代理成本一直是投資人衡量之因素，而所追求的是交易成本的降低和利潤之極大化。另外順帶一題，不同計畫間由不同獨立的經理人擔任，還有其他之影響因素，比如說專業化經濟（Economy of Specialization）的考量³⁶。

二、流動性控制：

一般最重要的內在資本為現金和流動資產。經理人可能轉換計畫間的現金流量的方式，或是保留現金池（a Pool of Cash）或流動資產來達到資本重置之效果。而保持現金準備（Cash Reserves）的判斷，甚至如低利率負擔工具，和允許事業間的資本移動非常相似。流動基金提供公司利用選擇之彈性，而無須藉助於外在資本市場和面對資訊不對稱之問題，不過在此依然如前述會有經理人之代理成本之問題，而投資人，特別是債權人，可使用幾種之方式來限制經理人在流動性上之運作，其可藉著強制以債務的定期償付、股利分配或是買回股票的方式來控制公司的現金流量，而如此亦使得經理人能運用公司現金減少，比如說某些銀行的融資協議中包括了超額現金流量的「清除條款」（Sweep Provisions），其以超額現金公式（Excess Cash Formula）要求債務人先預繳債務之一部分，如果債務人無法滿足其支付義務，則出借人有權要求全部債務清償期提前到來，而使得債務人之經理人失去對計畫資產的控制。另外，當代理成本升高時，債務契約通常傾向限制債務人一般商業運作外之資產出售。

³⁴ 雖然在共謀之情形下，可能會發生和單一經理人濫權之同樣結果，不過這和單一經理人之情形相較其濫權之難度是提高的，故有提高障礙為防止效果。

³⁵ 引進媒介機構為資本重置的決策者，其本質上仍為投資人之代理人，因此在此情形下會產生所謂之雙層（two-tiered）代理成本，不過此威脅之嚴重程度是較單層代理成本低，因為若媒介機構欲追求私人利益通常必須和計畫經理人協力方能達成，即在此產生了一個分權制衡之效果。

³⁶ George G. Triantis, *supra* note 23, at 1119-23.

除了上述契約的限制外，計畫資產的最初選擇亦影響經理人可運用之流動性，資產愈特定以及經理人對此資產相關資訊掌握度愈高，則資產流動性較低。因此，限制資本重置的機制之一，是以契約方式要求計畫使用高特定（專門化）的資產且低流動性，而經理人將發現以出售資產為新計畫融資的成本大幅提昇（即困難度提升），而直接或間接透過發行新股或為新的借貸。當然，如此彈性減少的需求應僅在代理成本超過放棄轉換選擇的成本³⁷。

第二目 法律組織

若是多數計畫的一般控制是被需求的，以及因為資訊不對稱的原因以致於契約限制轉換的影響是有限的，投資人可能因此選擇將計畫置於明確的法律組織，而對資本移轉產生限制。以下將敘述三種形式的組織：公司、擔保利益（抵押）以及信託，此段落先是探討關於公司、證券和債務人和債權人等相關法律如何限制公司間的資本移動。附帶一提，因為每一組織獲有利益的投資人間在利益程度上並不一致而會導致摩擦，故在此會出現經理人的代理成本外之另一個利益衝突，是存在於控制和非控制投資人間，控制股東和少數股東即為例子。

而若是以相同或部分重疊之經理人控制兩計畫在經濟上是有利的，不過亦對於限制經理人資本重置的決策權有需求，投資人可能會選擇將計畫置於兩分離（獨立）的公司。此部分探討之重點即為以單一公司管理兩計畫的法律義務和將其置於的關係企業中（比如一母公司和一子公司或是在同一母公司下之兩子公司），其之法律義務有何不同。

一、公司法：

在關係企業中資本間的重置必須滿足在單一公司下所無的一些程序及實質的要求，於我國公司法中，其主要透過第 23 條負責人之忠實義務及第 369 條之 4 規範之（規範密度是否足夠，是一直以來被檢討之問題），另外公開發行公司另受到證券交易法第 171 條禁止利益輸送，以及「公開發行公司取得或處分資產處理原則」之規範，因其為典型上之關係人交易（Related-party Transactions），舉例來說其可能有相同的董事或經營階層，而交易的固有的公平性將受到各公司

³⁷ Id. at 1123-24.

間股東及法院挑戰，除非其構成股東皆相同或是完全之子公司。

越權行為理論 (the Ultra Vies Doctrine) 限制公司從事新計畫的能力，強化了資本重置的阻礙，歷史上公司章程被要求特定公司之營運目的，且從事其他目的的契約不能向公司主張執行。不過近年來，越權理論不再影響交易第三人的執行，且公司法也放棄有限目的之要求³⁸，我國公司法 90 年修法時，將原本公司法第 15 條第 1 項關於「公司不得經營登記範圍外之業務」之規定刪除，且於第 18 條第 2 項增訂：「公司所營事業除許可業務應載明於章程外，其餘不受限制。」亦是在此思維下之修法。因為公司目的本質上為公司和股東間的契約，股東可以禁止越權行為交易和使經理人對此負責，不過現代公司一般於章程訂有彈性條款允許公司為任何合法目的之營運，甚至如果公司採取有限目的，此條款可以透過股東投票修改之。而且，目的限制之違反通常證明上是代價昂貴的，因此投資人可能放棄此方式，而尋求其他對於投機式資本移轉有效制止的機制，比如說債務契約和擔保利益。³⁹

二、稅法

在一些案例中，在於投資人和稅務當局有一些有趣的利益巧合，租稅是以個體基礎為徵收標準，稅務當局通常不關心租稅個體中之轉移，不過其監督租稅個體間的移轉，因為此些移轉可能被使用來減少總計的租稅義務。一般的規則為企業集團登記合併的收入，而稅務當局的職責即是檢視從屬企業間的活動是否為租稅逃避的手段，促使呈現完整的組織收入。而因此論者認為在分離公司個體 (Separate Corporate Entities) 間從事事業營運，投資人可利用稅務當局的監察，間接提高公司間資本重置的成本⁴⁰。

三、證券交易法

證券交易法中強制揭露規定，對於投資人來說是很重要的，其有助於觀察公

³⁸ 詳細之討論詳見 Kent Greenfield, *ULTRA VIRES !A STAKEHOLDER ANALYSIS OF CORPORATE ILLEGALITY (WITH NOTES ON HOW CORPORATE LAW COULD REINFORCE INTERNATIONAL LAW NORMS)*, 87 Va. L. Rev. 1279, 1311 n.101 (2001); Hamilton, Robert W., *The Law of Corporations in a Nutshell*, West Group(2000 5th), at 95-104.

³⁹ George G. Triantis, *supra* note 23, at 1126-27.

⁴⁰ *Id.* at 1127.

司的轉換活動，證券交易法中要求公開發行公司提供財務報告⁴¹，而美國 1933 及 1934 年聯邦證券交易法授權SEC制訂會計原則，作為此些法規中財務公報之標準，而SEC倚賴FASB建立會計原則，FASB不顧公司的法律界線，其較重視「報告個體」的方式，在此原則下公司擁有他公司大部分股權，則必須合併會計。

在公司法下關係人交易的完全公平觀點，配合證券交易法在此些交易下的資訊揭露要求，改善投資人對於關係企業間無效率之資本重置的制約能力。在一起配合上述稅法之觀點，可知法律規則增加了轉換成本而因此導致資本重置意願下滑，無論是單以經理人利益觀點出發，或以全體企業之利益出發⁴²。

不過法律限制的結合並不總是有效監察資產之移轉，最近的企業醜聞呈現了經理人在相關公司間移轉資產卻沒被察覺的情況，而為了回應這些引人注目的濫用，美國國會於 2002 年通過了沙氏法案，根據此法案SEC採取新的資訊揭露規則，規範資產負債表外交易安排⁴³。而此將增加穿越個體界線計畫間的交互補貼的透明度，以及外在（Inter-）及內在（Intra-）公司的重置的對照。

四、債權人與債務人法（Debtor-creditor Law）

論者認為商業組織的核心為債權人對於債務人資產主張的限制。而在兩不同獨立的公司的情況下，甚至此兩公司有相同的所有者和經理人時，其中一公司之債權人亦不能對另一公司的資產有所主張。論者以監督效率的角度解釋單一公司的多元化利益和個別公司個體間的專業化經濟⁴⁴。不過另有論者在機構型債權人之情形下，提出不同觀點，認為此類型的債權人如銀行，通常在於監督跨產業的債務人方面需要廣泛的專業，而專業化經濟帶來監督方便的效果，僅在於較小交易的債權人身上；且在於利率方面，小型交易債權人相較於機構型出借人，通常對各借貸人是固定的，故在許多例子中，專業化經濟對於監督效率的利益可能無法解釋將資產分割於分離的公司之原因。銀行在擴大處理以分離公司之方式為計畫（或事業）投資的融資時，通常亦會要求其企業集團中之他公司為保證，在此就和經濟專業化的理論不相一致，而在此時更具說服力的解釋為銀行較關心的是

⁴¹ 詳細財務報告之介紹，詳見後述「第四章第五節第一項」。

⁴² George G. Triantis, *supra* note 23, at 1128.

⁴³ The Sarbanes-Oxley Act § 401.

⁴⁴ Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *supra* note 2, at 399-401.

轉換時的代理成本和公司的界線降低資本重置的意願⁴⁵。

而在少數的案例中，在法律理論下一公司的債權人可以對於他公司的資產主張，在此情形法院可以為了部分債權人之利益無視於公司界線，比如說企業責任、工具、代理責任以及揭開公司面紗理論（我國公司法第 369 條之 4、第 369 條之 5 及第 369 條之 7 即為揭開公開公司面紗原則之表彰及延伸）。而此些案例中法院一般會要求於數公司間的控制力濫用之證據。而於美國破產法院可能依據破產法典第 105 條為一實質合併的指示，即若數公司間的事務糾結程度甚高而缺少相互獨立之證據或是運作上不可能分離，則合併數公司間的資產和責任，而實質合併之運用如同上述否定公司人格的法律理論一般是屬於例外之情形。

債權人與債務人法增加了關係企業間的資本重置障礙，其阻礙了不同債務人個體間之資本流動，甚至數個體皆為相同之所有人。不過在此法律規範下的詐欺移轉及公司資本不足，債權人將例外獲得救濟。且若計畫在分離公司下管理，資本重置的時點在於金融困境（Financial Distress）時，則有可能違背此些法規，因為金融困境下會使利益衝突增劇，以及減少對於限制不當經營行為之力量，故時點的額外限制是適當且必要的。

第三目 法律組織：抵押的擔保利益⁴⁶

一、擔保利益和破產法

擔保利益在一公司中將部分內在資本市場分隔出來。和公司組織一般，擔保利益將特定資產作為特定債權人之擔保，如此確能達到論者強調的專業化的監督濟效益，不過抵押的界線同樣亦扮演防制機會主義式的資本重置的重要功能。

公司可以計畫間的交叉補貼和交叉融資為資本轉換，而擔保利益對於以上形式的資本重置皆會產生阻礙。首先，抵押的擔保利益為或有財產權（Contingent Property），一般原則下其是具有移轉從屬性，而此項特徵造成此項資產出售或其他相處分的困難，而因此避免使一計畫資本流動至另一計畫；第二，擔保利益對

⁴⁵ George G. Triantis, *supra* note 23, at 1131-32.

⁴⁶ 擔保利益和分離（獨立）公司個體對於阻礙內在資本市場是兩種可交換選擇的方式。於資產證券化的討論中，論者即有以代理成本的觀點，對於擔保利益和資產證券化討論，請參閱Minh Van Ngo, AGENCY COSTS AND THE DEMAND AND SUPPLY OF SECURED DEBT AND ASSET SECURITIZATION, 19 Yale J. on Reg. 413 (2002)。

於抵押資產來說，阻礙了其未來融資的容易程度而避免了交叉融資，因為通常擔保利益具有順位的問題，最先設定擔保利益的債權人有第一順位的擔保利益，其後的債權人僅能設定後順位之擔保利益。

而美國破產法在於鬆綁擔保利益的限制扮演了有趣的角色，比如說在超額擔保以及債務人代管（繼續經營）融資（Debtor-in-possession Financing，簡稱DIP Financing），在DIP中破產法院打破最先設定擔保利益的債權人有第一順位的擔保利益的原則，其賦予新融資者於現存資產上的優先權，此是將資本重置的決策權是置於破產法院而非公司經理人，在此法院的角色類似前述的媒介者，不過最大之區別在於法院較無追求私人利益之代理成本問題⁴⁷。

二、架構式融資和證券化

架構式融資發展的討論之一就是稀釋擔保債權人在破產程序的權利，其核心為公司出售未來現金流量給新的個體（a Special Purpose Entity，SPE），此新的個體（SPE）是為了達成和創始機構（the Originator）「破產隔離」（Bankruptcy Remote）目的而設立，於美國實務上通常SPE會再將此特定資產再移轉給一信託等機構，然後向投資大眾發行證券，而第二次的出售是無關於達成破產隔離，而是為了利用信託等形式的租稅和管理的優點⁴⁸。在架構式融資的流程中最重要的一點為特殊目的個體的獨立性，其和創始機構應為兩個分離獨立之法律個體，創始機構必須對於移轉給特殊目的個體之特定資產無控制權，以避免在破產程序適用實質合併，而失去原本設置架構式融資之初衷。

而架構式融資最主要的革新在於其將未來現金流量資本化，且在破產法中對於資產移轉予分離（獨立）的法律個體相對於擔保利益是較尊重的。而前述論者探討架構式金融，認為從創始機構分離證券化之特定資產可能在監督的特定化上獲得更高的效率；且其認為破產隔離使得證券化的新證券投資人免於受到創始機構經營風險的波及，因此將其監督的注意力集中在證券化資產上。而相對與此，內在資本市場理論的焦點在於探討其阻礙 SPE 和創始機構間資本流動的效率，其重點在於架構式融資運用了分離的法律個體，將計畫的資產移轉給了新的

⁴⁷ George G. Triantis, *supra* note 23, at 1138-41.

⁴⁸ 此所謂雙層結構，參見Kevin T.S. Kong, PROSPECTS FOR ASSET SECURITIZATION WITHIN CHINA'S LEGAL FRAMEWORK: THE TWO-TIERED MODEL, 32 Cornell Int'l L.J. 237, at 269-71.

SPE，而對於破產法院來說其無法介入此資本的流動（假設其為真實買賣之情形）。

當然，若架構式融資的證券化資產是來自企業的其中一計畫，而將收益投資至另一計畫，則其的本身可能有助於資本的重置，不過創始機構可能先前已受到債務合約之限制，必須將收益分配給債權人；且其是一公開活動其收益的使用受到較嚴格的監督。因此，架構式融資有效率取代經理人對於證券化交易所獲得的收益之控制，因此簡化投資人對於此收益的監督課題⁴⁹。

第四目 法律組織：信託

直到現在，法律上及學說上來說，信託關係中的忠實義務相對於公司董事的忠實義務還是較為嚴格的，因此信託關係更有效的扮演了資本移動的障礙。而信託關係中的受益人在信託經理人違反忠實義務得情形時，可以撤銷此交易且取回任何交易財產以及因此財產所生之利益，不過必須注意的是，近年來美國信託法的發展，有隨著公司法鬆綁忠實義務的趨勢，關係人交易並非絕對被禁止。信託關係中資產的運用限定顯然比公司組織更嚴格，故在信託關係中內在資本市場的選擇轉換空間是很小的⁵⁰。

第四款 內在資本市場和特殊目的個體

如前述架構式融資的討論，其是利用特殊目的個體的設計控制公司的資本流動，原則上在所有利用此方式的商業組織模式中，皆是限制公司對於「特定資產」的運用或處分，從此觀點出發，即是限制公司對於內在資本市場的選擇轉換，將資產移轉給一新的特殊目的個體，利用組織法上的界線阻礙了公司經理人對於此資產的資本重置決策權，而此前提是新的個體獨立於發起（創始）機構，不受其控制，若是兩者界線不分，則將失去此商業組織創設之目的，而有成為財務操弄或詐欺移轉等脫法之工具。若從特殊目的個體本身之資本運作觀點出發，美國實務運作上通常以契約來限制⁵¹；而我國目前金融資產證券化條例和不動產證券化條例中之特殊目的機構中所規範之資本運用，則以法律明文限制之，較似組織法

⁴⁹ George G. Triantis, supra note 23, at 142-44.

⁵⁰ Id. at 1145.

⁵¹ Henry Hansmann, CORPORATION AND CONTRACT, 8 Am. L. & Econ. Rev. 1 (2006), at 17.

界線規範方式的概念與運用。

內在資本市場理論於此之的焦點，在於探討特殊目的個體的設計阻礙其和發起(創始)機構間資本流動的效率，不過此是著眼於特殊目的個體的投資人而言，可以說將擔保資產特定於此，發起(創始機構)將無所謂資本重置的決策權，可以大大降低利益衝突之情形；若從發起(創始)機構的投資人角度出發，其經營階層為特殊目的個體之商業活動，亦為一個資本重置的決策，甚至有時對於其擔保資產來說有很大之影響，故於此的交易必須合乎營業常規，且讓投資人可正確且即時獲取相關之企業資訊，以確保其之權利。

第三節 特殊目的個體之概念

第一項 相關概念釐清

第一款 特殊目的個體之概念

對於特殊目的個體之概念，有謂其是為履行特定目的、活動或與此特定目的有關的直接相關之交易，而由資產移轉者或發行者所創造的個體⁵²；有謂特殊目的的個體是為達到隔離和管理財務風險目的而設計的融資工具⁵³；有謂其為一公司所創造的分離法律上組織，以獲得較高之資產流動性或是獲得外部之資金⁵⁴；另有謂其典型上為一有限目的、有限存在期限及有限活動能力的個體，且設計使單一公司受益⁵⁵。綜合而言，其為資產移轉者或發行者創立一個獨立之個別法律個體，而由其來執行並完成特定之交易或活動，而其設立目的是為了達到隔離和管理財務風險目的，而其一般是以公司、合夥或信託之形式成立。

而特殊目的個體之運用乃是被設計成資產移轉者或發行者與其獨立無關之外部投資人的合資經營 (Joint Venture)⁵⁶，且其被本身之章程限制只能從事特定之活動⁵⁷，「特殊目的」即是謂其章程或相關成立契約中所限制而得以從事之業務範圍，因此其被形容為「死去的大腦」(Brain-dead) 或「自動駕駛」(On auto-pilot)。另外，特殊目的個體所產生之現金流量只能用來支付其所投資者，而不得被資產移轉者或發行者挪為從事其他交易或行為⁵⁸。

特殊目的個體在美國始於 1970 年代末至 1980 年代初這段期間，作為投資銀

⁵² Financial Executives Research Foundation, Special Purpose Entities: Understanding the Guidelines, January, 2002, at 1.

⁵³ Hunter Carpenter, SPECIAL-PURPOSE ENTITIES: A DESCRIPTION OF THE NOW LOATHED CORPORATE FINANCING TOOL, 23-MAR Am. Bankr. Inst. J. 36(2003), at 1070.

⁵⁴ Peggy J. Crawford, Ph.D. & Edward H. Fredericks, Jr., MBA, CFA, SPECIAL PURPOSE ENTITIES – THROWING THE BODY OUT WITH THE BATHWATER?, 16(2), 2003 .available at <http://gbr.pepperdine.edu/032/spe.html> (last visited 12.8.2005).

⁵⁵ Bob Jensen, What's Right and What's Wrong With (SPEs), SPVs, and VIEs, at <http://www.trinity.edu/rjensen/theory/00overview/speOverview.htm> (last visited 12.3, 2006).

⁵⁶ Justin Kendall, ACCOUNTANTS, ATTORNEYS, AND ENRON: AN ANALYSIS OF THE DEBACLE AND IMPLICATIONS FOR FUTURE CORPORATE PRACTICE UNDER THE SARBANES-OXLEY ACT, 16 Regent U. L. Rev. 459(2003/2004), at 467.

⁵⁷ Hunter Carpenter, supra note 53, at 1072.

⁵⁸ 李昭翰，特殊目的個體之會計研究議題研究，私立中原大學會計學系碩士學位論文，第 7 頁，2003.6。

行和金融機構提供其商業客戶的財務工具組合（the Portfolio of Financing Vehicles），而最主要的功能在於透過資產負債表外交易安排的證券化，達到將企業的應收帳款變現（Monetize）的目的；其他早期的相關運用，出現在關於機器設備的長期租賃契約中；其亦被利用在超過二十年的研究與發展活動（Research and Development, R&D）的資金提供上，而發行者（創始機構）在此通常對於特殊目的個體僅具有契約利益而無權益利益⁵⁹。發展至今，在美國特殊目的個體之運用的主要原因，不外乎投資損失的避險和資本的獲得，當然資產負債表外交易安排的會計處理亦是企業運用其之重要考量⁶⁰。而和許多複雜的財務工具一樣，特殊目的個體的創立是為了一個明確的任務，其任務即是隔離和維持財務風險，比如說公司為了一特別的任務（購買飛機、大型的建築計畫等），可能會創設特殊目的個體，而賦予此新個體融資的任務。

而理論上特殊目的個體的設計是為了保護交易雙方免於一方之錯誤所形成的風險，即若計畫進行失敗，公司（發行者）的損失僅止於其所投入於個體的資金；相對的，若發行者破產，其債權人亦無法追索特殊目的個體的資產⁶¹。

第二款 特殊目的個體與資產負債表外安排 （融資）的關係

資產負債表外融資為一種將資本支出移出公司個體資產負債表的融資方式，亦是資產負債表外交易安排⁶²，它的概念是廣於特殊目的個體的運用，後者僅為公司使用的架構式融資中之一種工具，用來避免於財務報表上認列資產和債務。其他的工具包括營業租賃（Operating Lease）、接受或付款（必付）契約（Take-or-pay Contracts）、產量安排（Throughput Arrangements）等，其可使公司運用未來的營運交換雙方約定的支付（Agreed upon Payments）。在這些情況所產生之會計問題即為是否這些資產和債務是存在的，以及何時將此些項目呈現在資產負債表上。GAAP要求如資本租賃（Capital Lease）和某些特殊目的個體的安排必須呈現在契約中主要受益人的資產負債表上。而一些特定的安排，特別是營

⁵⁹ Bob Jensen, *supra* note 55.

⁶⁰ 此部分並非特殊目的個體原始設計所欲達到的經濟或商業目的。

⁶¹ Justin Kendall, *supra* note 56, at 467；相關組織架構之理論請參閱本文「第二章第一節」之討論。

⁶² 其定義參見下文「第四章第五節第二項」。

業租賃，其無須於資產負債表上呈現，不過關於契約中未來義務的資訊必須在財務報表的附註上呈現⁶³。

當然特殊目的個體的設計亦是資產負債表外交易安排的一種，而後者在實務可能涉及的運作類型有對其他個體的權益投資、金融資產的移轉、退休安排計畫（退休帳戶）、租賃、或有義務或擔保、衍生性工具及其他契約義務等⁶⁴。

第三款 架構式金融／交易（Structured Financing/Transaction）

架構式金融／交易為資產和義務以一個「架構」（Structure）方式隔離，使其脫離於發行者的主要營運之外。其中的「架構」通常為特殊目的個體（SPE）或是特殊目的工具（SPV），而它的資本成本可能與其之發行者不同，並且發行者對其之控制力和非架構式融資的案例相較是更有限的。通常SPE或是SPV的管理會交由獨立於發行者的受託人，此受託人的受託權限是限於特定的某類型交易，如不動產投資、建築計畫或租賃計畫等，當然於以信託方式成立外，其亦可由公司或是合夥的組織型式形成，不過「獨立性」仍是原則之要求。一般實務上常見的建構式類型有現金流量架構（Cash Flow Structure）、替代資產移轉的衍生性金融工具架構（Derivatives Financial Instrument in Lieu of an Asset Transfer）、鑽石結構（Diamond Structure）、實質的廢除債務（In Substance Defeasance）、組合式租賃架構（Synthetic Lease Structure）等⁶⁵。

第二項 運用特殊目的個體之適用範圍

特殊目的個體在美國商業實務上被許多企業運用。其交易型態有：租賃安排，即先將標的物出售給特殊目的個體，特殊目的個體再回租給原先的出賣人；

⁶³ Bob Jensen, supra note 55.

⁶⁴ 詳細內容參見REPORT AND RECOMMENDATIONS PURSUANT TO SECTION 401(c) OF THE SARBANES-OXLEY ACT OF 2002 ON ARRANGEMENTS WITH OFF-BALANCE SHEET IMPLICATIONS, SPECIAL PURPOSE ENTITIES, AND TRANSPARENCY OF FILINGS BY ISSUERS (JUNE 15, 2005), OFFICE OF THE CHIEF ACCOUNTANT OFFICE OF ECONOMIC ANALYSIS DIVISION OF CORPORATION FINANCE, UNITED STATES SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION[hereinafter THE OBS REPORT], at 32-90.

⁶⁵ Bob Jensen, supra note 55.

資產證券化中之載體；發行優先股、追蹤股（Tracking Stock）⁶⁶或普通股和特殊目的個體進行交易籌集現金；發起公司與金融機構（為第三者）簽訂融資協議，以取得購置資產或併購企業所需資金；以及專案開發活動等等⁶⁷。以下舉例說明之：

一、合資開發計畫

一家石油公司若欲從事鑽油計畫，此石油公司在運作上可以成立一個特殊目的個體，由其來執行鑽油計畫之營運，而特殊目的個體之資產與風險則完全獨立於石油公司之外，鑽油計畫的投資人之投資風險與報酬皆繫於在鑽油計畫上，而不需承受原石油公司之全部風險與報酬，此即為「破產風險隔離」之具體呈現。而反面來說，石油公司於此鑽油計畫失敗時，亦只對於其投資於特殊目的個體之股份投資負責。

二、租賃

另以綜合（組合式）租賃（Synthetic Lease）為例，其是一種資產負債表外之融資方式（Off-balance Sheet Financing），而其在會計觀點被視為租賃，而在租稅觀點被視為借款，結果在會計原則上其適用資產負債表外處理，而在融資資產的方面獲有租稅上之利益。而典型的綜合租賃之過程大致如下：（一）融資標的物先需特定。（二）資金提供者或是出租人購買此標的物，再出租給公司使用者（Corporate User）。（三）而於整個契約關係終止時，公司使用者可以預定之價值（Predetermined Price）買回此租賃標的物。而在一般實務運作上，出借方可能會要求借貸者或開發者為一特殊目的個體，只為了此租賃計畫而存在，且無持有其他資產或為其他營運，以為其借款提供擔保⁶⁸。

三、退休計畫安排（Retirement Arrangement）

於美國員工退休金計畫主要分為兩種，一為確定提撥制（Defined Contribution）；一為確定給付制（Defined Benefit）。而在確定給付制下，雇主必須承擔員工退休後一定獲得先前確定的年金的風險和確保義務，也許雇主可以選

⁶⁶ 母公司發行的股票，用以追蹤公司內特定部門或子公司的表現。

⁶⁷ Financial Executives Research Foundation, supra note 52, at 1.

⁶⁸ John C. Murray, OFF-BALANCE-SHEET FINANCING: SYNTHETIC LEASES, 32 Real Prop. Prob. & Tr. J. 193(1997), at 200.

擇於年金到期日直接給於給付，不過大多的企業會選擇成立一個分離的法律個體（通常是信託形式）來管理退休相關資產和為相關支付，不過即使設立了分離的法律個體，雇主仍必須承擔確保支付退休年金的資產充足的義務以及資產的風險，而由於勞工法上的限制，一般關於退休計畫的投資是由雇主或是其指定的代表決定。而因為雇主繼續對於分離法律個體資產和風險的涉入，似乎合併財務報表是合理的，不過會計上仍豁免之，但仍有揭露義務之要求。⁶⁹而在此分離的法律個體類似特殊目的個體的運用，不過因為其他法規的限制以及一般實務上的運作模式的差異，故其和標準的特殊目的個體些許不同。

第三項 特殊目的個體運用之優勢

特殊目的個體為企業運用分離公司個體（Separate Corporate Entities）之方式，達到破產隔離之目的，進而進行特定營業交易或活動，為一比較複雜之組織架構。以下整理出企業使用此方式之動機，即特殊目的個體之優勢，說明之：

- 一、資產分割（個體庇護）：此具有「風險隔離」之功能，即若一公司欲從事高風險之投資，其可以設立一特殊目的個體，將特定財務及資產由其本身移轉給特殊目的個體，且如果為一合格之特殊目的個體，則其不必將其和原發行公司編制合併報表。而因為免於編制合併財務報表之設計，此特定交易所產生之債務屬於資產負債表外交易，可以使發行公司隔離此特定交易之風險⁷⁰。
- 二、降低借貸成本：特殊目的個體之運用對於公司融資提供另一管道，此在資產證券化中最能明顯表現，其因為具有破產風險隔離之設計，故其信用風險較低，因此在借貸成本上會因此降低；另外因為可由發行者自行為募集資金行為，有時其具有免於金融機關仲介之優勢，而節省下此筆融資成本。
- 三、風險轉嫁：特殊目的個體能將風險移轉於另一個願意接受的企業。舉例而言，美國企業中之戴爾電腦公司（Dell Computers）與Tyco international Ltd. 成立一合資企業—戴爾金融服務（Dell Financial Services, 簡稱DFS），戴爾電腦公司擁有DFS百分之七十之股份，而其將客戶以借貸方式購買電腦所生之帳面上應收帳款或貸款出售給DFS。如此其可以縮短取回貸款的期間及成

⁶⁹ THE OBS REPORT, supra note 64, at 49-51.

⁷⁰ Hunter Carpenter, supra note 53, at 1070-71.

本，且將此債務之風險移轉出去⁷¹。

四、轉讓賦稅優惠給另一當事人：作為一個過手機構（Pass-through Entity），特殊目的機構於此情形是不需要課稅的⁷²。而實際運作實例為，於一九九〇年代美國因為投資銀行的資助，發展出購買航空器之新方法，即是透過特殊目的機構而運作槓桿租賃⁷³（Leveraged Lease），於此種融資運作模式，擁有股東權益的投資人（Equity Lease）提供購買新航空器百分之二十的資金，而航空公司向投資人借貸資金，以提供剩下之百分之八十之部分。而在此交易中，擁有股東權益之投資人，享有租賃資產的折舊權，而獲得租稅減免優惠⁷⁴。

五、財務安排：特殊目的個體之原始設計是為達到單純的商業目的（例如風險隔離），發行公司可利用資產分割之方式對於公司的財務風險作管理，而其正面之效應為改善公司的財務結構⁷⁵。

第四項 特殊目的個體所引發之弊端

特殊目的機構之設計，於美國安隆（Enron）案中被大幅的濫用，而產生巨大的財務和會計之弊端，故於案發後，學界及實務對此提出廣大之討論。因為特殊目的個體在財務報表之呈現上是不需要合併報表的，故真實的經濟狀況在此是很重要之決定因素，因為若企業利用特殊目的個體操作財務結構，或是隱藏特殊目的個體從事之交易的風險，則其顯現會和真實經濟狀況不符合，而會有誤導投資人之虞⁷⁷。

論者有整理特殊目的個體作為財務或會計弊端之特質，第一、洗錢（Money Laundering）之連結幾乎自動。第二、特殊目的個體之大量建立，對於在此複雜

⁷¹ Peggy J. Crawford, Ph.D. & Edward H. Fredericks, Jr., MBA, CFA, supra note 54.

⁷² Financial Executives Research Foundation, supra note 52, at 3.

⁷³ 所謂槓桿租賃係指出租人對出租設備之成本提供一部份的資金，其餘則借自資金貸款人的一種租賃交易。因此，該租賃除了出租人與承租人外，尚包括資金貸款人等三方以上租賃。資金貸款人通常為銀行或保險公司，出租人是股東也是債權人，其在購得租賃資產後，同意將該資產抵押給資金貸款人，並由後者享有部分租賃權後租金收入。出租人除享有租賃資產的折舊權外，並得享有折舊或利息支付所提供得租稅抵減優厚。承租人則需定期支付租金給出租人。

⁷⁴ Peggy J. Crawford, Ph.D. & Edward H. Fredericks, Jr., MBA, CFA, supra note 54.

⁷⁵ Hunter Carpenter, supra note 53, at 1071.

⁷⁶ 其亦會產生負面影響，因為章節安排之因素，請參見後文。

⁷⁷ Hunter Carpenter, supra note 53, at 1074.

架構下，必須以扭曲之方式保持理論上的信用。第三、而如此之環境使得原本清楚的犯罪及法規違反無法即時被察覺。第四、而通常特殊目的個體之規模和複雜性是顯著的⁷⁸。

而在特殊目的個體在財務操作上，其手法通常為⁷⁹：

- 一、用來逃避監督追蹤 (Audit Trail)：因為在現今的企業組織運作，監控機制是一個全面且強制的制度，故有些企業會成立特殊目的個體來作為逃脫監督追蹤之方法，並且以此方式來誤導監控。
- 二、做為隱藏或美化財務外觀之手段：因為特殊目的機構因為其複雜性及會計上處理之特殊性（資產負債表外處理），故成為企業隱藏其負面財務資訊及美化其財務外觀之有利手段。
- 三、盈餘管理之操弄：若發起公司實質上仍能透過某些特定方式來管理或指派特殊目的個體之業務，則特殊目的個體將成為一個企業從事盈餘管理之廉價機制。尤其是企業可以充份利用其與特殊目的個體間的資產移轉，以及其為資產負債表外交易之特性，來扭曲與操弄該公司真實盈餘所應有之原貌。

⁷⁸ Jamie Stewart , SPECIAL PURPOSE ENTITIES – THE FINANCIAL MAZE. ,Credit Control; 26(3), 2005 , at 24.

⁷⁹ Id. at 24.

第三章 安隆案與公司治理法制之革新

第一節 安隆案之背景

第一項 安隆公司(Enron,Inc.)簡介

美國安隆公司成立於西元 1985 年，其總部位於美國德州休士頓，營運範圍遍及四十多個國家，跨及美、歐、亞、澳四洲，有三千五百多個分支機構。全球員工超過 2 萬 1 千人，於 2001 年 9 月底，總資產為 655 億美元，營業額突破 1,000 億美元，成為美國第七大企業。其於美國 80 年代解除能源管制後，投入天然氣和電力市場，以天然氣及電力產品起家，後來改變且擴大經營方式，將能源當成大宗物資來交易，而成為北美洲及英國最大的天然氣交易商，再以優越的行銷交易能力架設交易平台，從事大宗物資交易及能源零售與擴展全球性的服務網路，在十年內成長迅速，1996 年起連續 6 年被 Fortune 雜誌評鑑為「美國最有創意的公司」，2000 年，獲得英國金融時報所頒發的「年度能源公司獎」及「最大膽的投資成功決策獎」，此外安隆更獲選為美國人最想進入的百大企業之一¹。

第二項 安隆公司之業務

安隆旗下之事業包括電力、天然氣銷售、能源(風力、煤、原油等)和其他商品(金屬、化學肥料、塑膠、紙漿、紙張等)的行銷運送，以及提供全球財務和風險管理服務，如信用保證及氣候衍生性商品等。分為下列三個核心群²：

甲、批發銷售服務(Wholesales Services)：提供全球能源批發服務，包括商品行銷及運輸，以及財務與風險之管理等服務。

乙、能源服務(Energy Services)：為安隆主要的零售事業，提供商業客戶有

¹ 張麗娟、翁頂升，從公司治理談安隆事件，台灣經濟金融月刊第 38 卷第 9 期，第 49 頁，2002.9。

² 整理自何思湘，美國安隆公司倒閉事件對我國相關立法之啓示(一)，會計研究月刊第 199 期，第 18 頁，2002.6。

關能源及設備之整合管理服務。

丙、全球服務 (Global Service)：為安隆的基礎事業，其在北美以及全球多處有能源管線，以配銷營運。

而安隆公司崛起之關鍵為網路交易，其架設交易網站以利於現代化交易，於西元 2000 年時，其營收有三分之二來至於網路交易。且其身兼賣方與買方，故對市場有強大之影響力。另安隆公司亦致力於多角化經營，涉足高科技光纖寬頻產業、水處理公司，觸角並延伸至各國。

第三項 事件爆發與發展

2001 年經濟不景氣，安隆公司股價下跌。2001 年 9 月 8 日安隆公司無預警地於其 Form 8K 聲明：安隆公司欲重申 1999 年底至 2000 年的年度財務報表和 2001 年第一及第二季的季報。如此一來此時期所發佈的財務報告和 1997 年至 2000 年的審計報告即無法獲得信任。而 Enron Special Investigative Committee Report (Powers Report) 為安隆事件爆發後最重要的一份調查報告書，其中提到：於 2001 年 10 月 16 日安隆公司公告其關於和由安隆公司財務長 Fastow 所創立及管理的 LJM2 Co-Investment L.P. (簡稱 LJM2) 之交易中有一筆 5 億 4 千 4 百萬美金的稅後收益支出 (after charge against earnings)；並且公告在與此個體的交易中股東權益減少 12 億美金³。

而在不到一個月的時間，安隆公司公告其於 1997 年至 2001 年時期的財務報表必須重新聲明，原因是安隆公司和另一個由 Fastow 所創立及管理的 LJM Cayman L.P. (簡稱 LJM1) 以及一個由 Enron Global Finance 之員工 (其為 Fastow 之部屬 Kopper) 所管理的相關個體 Chewco Investments L.P. (簡稱 Chewco) 之相關交易的會計錯誤⁴。

而關於 LJM1 和 Chewco 的重申當中，就如較早的收益支出和股東權益的減少，變化是相當大的。安隆公司 1997 年的淨收益相較於之前所發佈的數字因此

³ WILLIAM C. POWERS JR. ET AL., REPORT OF INVESTIGATION BY THE SPECIAL INVESTIGATION COMMITTEE OF THE BOARD OF DIRECTORS OF ENRON CORP. (Feb. 1, 2002) [hereinafter POWERS REPORT], at 2.

⁴ Id. at 2.

減少了 288 萬美金、1998 年減少了 1 億 3 千 3 百萬美金、1999 年減少了 2 億 4 千 8 百萬美金、2000 年減少了 9900 萬美金；而股東權益方面 1997 年減少了 2 億 5 千 8 百萬美金、1998 年減少了 3 億 9 千 1 百萬美金、1999 年減少了 7 億 1 千萬美金、2000 年減少了 7 億 5 千 4 百萬美金；而債務方面 1997 年增加了 7 億 1 千 1 百萬美金、1998 年增加了 5 億 6 千 1 百萬美金、1999 年增加了 6 億 8 千 5 百萬美金、2000 年增加了 6 億 2 千 8 百萬美金。而安隆公司亦第一次揭示其已獲悉Fastow從LJM1 和LJM2 獲利超過 3000 萬美金。這些公告摧毀了市場的信心和投資人的信賴，安隆公司於此些公告後不到一個月登記聲請進入破產程序⁵。

Powers Committee對於一系列重要的調查發現，有以下有相關的討論：一為安隆公司之員工涉及上述之合夥個體者，從中獲利數千萬美金，而此在正當的交易程序中應不該發生，如前所述Fastow獲利 3000 萬美金，而Kopper至少獲利 1000 萬美金，其他的則可能各獲利 100 萬美金，相關會計師則可能從中獲利數十萬美元⁶；二為上述的合夥組織是被設計來美化財務報告，而非為了達成善意的經濟目的或是移轉風險。而其利用的手法為資產負債表外交易安排的會計處理原則⁷。

安隆公司利用此手法，藉著創造一個避險的假象隱藏其商業投資所產生的巨大損失，正常之情形下避險契約的相對人必須承擔安隆公司此些投資風險，不過事實上卻是由安隆公司承擔了實質的商業風險。報告中指出這些交易促使安隆公司從 2000 年的第三季至 2001 年的第三季的盈餘報告超過其實既應該公布的數字幾乎達 100 萬美金。

安隆公司儘管以透過創設不具實質經濟意義的複雜的交易架構來達成規避會計準則之目的，其會計處理於交易的構成上或是基本會計原則的運用都呈現出錯誤。而此些交易架構的設計Anderson有廣泛的參與，從安隆公司的紀錄中可知，Anderson於關於LJM和Chewco相關交易的設計，於其正常的審計費用外另向安隆公司索取 570 萬美金。Powers Report對於此認為Anderson關於安隆公司的財務報告審計並無盡到其責任，且報告中指出於每一筆關於安隆公司和LJM的資產買賣和避險交易超過二十處是有瑕疵的⁸。

⁵ Id. at 3.

⁶ Id. at 3-4.

⁷ Id. at 4.

⁸ Id. at 14-15.

而安隆公司的董事會同意公司的財務長擔任其合夥商業組織的合夥人，參與和安隆公司的重要交易的安排，其實質上低估了利益衝突的嚴重性，以及高估了管理控制和程序可以控制此問題的能力。而其允許了此種安排即創造了風險，因此對這些交易應該有更高度的注意義務，不過其並無盡到此義務。故可知安隆公司的董事會無盡到其之監督義務⁹。

11月8日，因美國證券及交易管理委員會（Securities and Exchange Commission, SEC）介入調查後，安隆公司承認自己過去四年會計處理有誤，重編財務報表，調降資產達12億美元。此刻其積極尋求資金紓困，但未能獲得協助。11月9日，Dynergy公司同意以約80億美元的代價併購安隆公司。然而11月27日標準普爾公司（S&P）宣佈將安隆公司的債信評等降至「垃圾」等級，安隆股票單日暴跌85%，收0.61美金，Enron短期債務將因垃圾債信評等而升至39億美元，Dynergy公司宣佈終止收購Enron之計劃。在資金確實無法補足其債務缺口之情形下，安隆公司於該年12月2日，向法院聲請破產保護¹⁰。

從以上之敘述可知，安隆公司於股價下跌開始短短一年間即申請破產，衝擊了美國（甚至國際）之資本市場，為美國有史以來最大宗之破產事件，其中涉及之問題相當廣泛，有公司治理、會計、財務和證券交易等，從事件的發展看來，可知安隆公司從事多角化經營以及商業交易的創新，而為了保持良好的公司信用評等和股價，經營階層從事高槓桿的財務操作，且利用了會計上之技巧隱藏了公司巨大的負債，其中重要的手法之一即是濫用特殊目的個體的運作。而整個事件亦牽涉到經營階層利益輸送、監控機制和審計制度的失敗、以及資本市場失靈等問題。

⁹ Id. at 22-23.

¹⁰ 何思湘，同前揭文（註2），第20、21頁。

第二節 公司治理理論

第一項 前言

安隆案引發了廣大的公司議題的討論，故於回顧安隆案的發生後，緊接對於先對於公司治理概念作探討。公司治理為Corporate Governance的中譯，此概念於美國被提出，一般係指公司管理和監控的方法。關於公司治理之所以成為產官學界的顯學，不外乎是因為企業醜聞案所暴露出企業管理的諸多問題，尤其是1997年亞洲金融危機發生，除重創東亞各國金融機構之公司管控制度，我國亦復因本土性金融風暴，地雷股事件頻傳¹¹，而在美國亦有安隆（Enron）案、世界通訊（WorldCom）案、全錄（Xerox）案等企業醜聞案相繼發生，引發美國方面對於「公司治理」議題重新檢討，通過了The Sarbanes-Oxley Act of 2002（即「企業改革法」，國內有簡稱沙氏法案¹²）¹³，進而促使國際對此高度重視。以下從代理問題出發，對於公司治理之概念做個初步的介紹，作為本論文研究與探討的基石。

第二項 代理成本與代理問題

所有與控制分離一直為經營者利益衝突議題上，最常被引用與討論的問題，而於1970年代芝加哥學派所提倡的法律經濟分析興起，則進而提出不同之觀點，將公司本質（The Nature of The Firm）視為一連串的複雜契約，亦即以契約連鎖理論（Nexus of Contracts）為中心¹⁴，認為公司所有與控制的分離乃是導源於現代公司中的眾多股東，既不可能親自經營公司和不時監督經營者的行為，卻又希望其他股東能影響和監督公司的經營，坐享此利益的搭便車（Free Rider）心態，而最後對於公司經營者與股東利益之分歧提出代理成本理論（Agency of

¹¹ 台灣公司治理制度簡介，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，2005.4，第1頁，<http://www.csa.org.tw/A001/A021.asp>，最後瀏覽日2006.12.3。

¹² 本論文為行文方便，法案的中譯名稱上將交叉使用。

¹³ Robert W. Hamilton, THE CRISIS IN CORPORATE GOVERNANCE: 2002 STYLE, 40 Hous. L. Rev. 1 (2003), at 40-41.

¹⁴ 此為著名的經濟學者Ronald Coase於「公司的本質」（The Nature of The Firm）一書中所提出，其從交易成本的角度對於公司與市場間的關係進行分析，創造了新制度經濟學中的交易成本學派，加上之後經濟學以契約不完全理論，對於交易成本加以解釋，遂成文芝加哥學派對於公司本質的中心思想，亦即「契約連鎖理論」。參見王文宇，從經濟觀點論保障財產權的方式，收錄於「民商法理論與經濟分析」，台北：元照，第14至17頁，2000.5。

Theory) 加以分析。

第一款 代理關係與代理問題

在商業社會中，授權他人以自己名義為某些行為，其中可能包括一些決定權在內，而在英美法上，這樣的關係即為代理關係 (Principle/ agent Relation)，授權人稱為principle，為經濟事務利害產生之實際承受者 (一般翻譯為本人)；被授予決定權的相對人稱為agent，為替本人從事實際工作之人 (一般翻譯為代理人)，經濟學者將此定性為一種契約，也就是一個人或是多數人委託另一個人代理本人從事某些活動¹⁵。不過這裡必須注意的是，此處的代理人較諸我國民法中之「代理」的概念，含意更為廣泛，包括委任之受任人及其他有相類似特徵之人，故和我國民法上所指「取得代理地位」之代理人概念並不相同¹⁶。

現代公司基於經營與所有分離原則而產生代理關係，而在在此種關係下股東 (本人) 和經營者 (代理人) 間會存在著四種必然而生的缺陷：一、利益衝突，即股東和經營者於追求本身利益最大化時，兩者間可能會產生利益不一致甚至衝突；二、責任的不對等，即於經營不善時，股東和經營者所必須承擔的責任並不相同，原則上是由股東承擔公司經營的最後風險；三、資訊不對稱，經營者為公司事務實際的參與者，故相對於股東其對於公司的各項訊息的掌握更為精確；四、契約不完全，即公司所有人實際上無法透過一個完美無缺的代理關係契約而有效約束經營者的行為，且過多的限制亦會產生負面的成本¹⁷。而以上所述為經濟學上所謂的「代理問題」(Agency Problem)，產生道德危險 (Moral Hazard) 與逆選擇 (Adverse Selection) 之情形。前者是從事經濟活動的當事人一方 (代理人) 在追求本身利益最大化時，做出不利於他人 (本人) 之行為，此大部分為濫用權限；後者主導源於資訊不對稱，造成低風險群退出市場，而市場充斥的大都為高風險群，此大分為無能經營的問題¹⁸。

¹⁵ Michael C. Jensen & William H. Mecking, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, 3 J. Fin. Econ.(1976), at 308.

¹⁶ 陳肇鴻，從經濟觀點論董事之行為規範與責任制度，國立台灣大學法律研究所碩士論文，2000.6，第 15 頁；胡浩叡，股份有限公司內部機關之研究—以權限分配與公司治理為中心，國立台灣大學法律研究所碩士論文，第 17 頁，2002.6。

¹⁷ 胡浩叡，同前揭論文 (註 16)，第 18 頁。

¹⁸ 黃銘傑，公司監控與監察人制度改革論—超越「獨立董事」之迷思，收錄於「公開發行公司法制與公司監控—法律與經濟之交錯」，台北：元照，第 13 至 14 頁，2001.11。

第二款 代理成本

在代理問題下，基本上人是自利的，追求本身利益的最大化，故在代理關係中，代理人無可避免的會以自己利益為決策出發點，而非為本人，從而兩個經濟單位間即可能出現了利益不一致的情形，而產生利益衝突。此時本人為了避免此種情形產生，即必須監督代理人的行為，以確保自己的利益，而監督是需要成本的；從代理人的角度出發，其可能為了取得本人之授權，可能自己會提出擔保以獲得本人的信賴，而此些擔保亦為一種成本，從上論述可知在代理關係中，本人與代理人分別承擔了監督成本（Monitoring Expenditure）與擔保成本（Bonding Cost）；而無論有無監督或擔保機制，因為利益衝突對於本人一定會產生福利（Welfare）之減少，此種損失為「剩餘損失」（Residual Loss）。而上述的監督成本、擔保成本及剩餘損失，學者統稱為「代理成本」（Agency Cost）¹⁹。

第三款 小結

如前所述，美國學者於所有與經營分離的問題提出探討，而隨後法律經濟分析學派，進一步由經濟學的角度提出代理成本理論，而此即為公司治理所要處理之問題，而目前大多數關於公司治理理論的切入點，即以代理理論為出發。而企業組織的主要目標即在增加企業之財富，最大化剩餘財產分配者的利益，如何處理代理成本問題及成為重要之課題，故可謂「公司治理」的目的是為了最小化代理成本，而透過管控或激勵等機制為之，降低企業參與者間的交易成本，平衡代理關係中所產生的利害衝突。

第三項 公司治理

第一款 概論

所謂公司治理，其概念乃泛指相關公司管理與監控的機制，而其有狹義、廣義和最廣義的含意，狹義係指公司股東直接或間接對於公司經營者加以監督或評估其表現之行為；廣義係指公司指揮與控制之系統，或公司結構及決策過程，可以包括公司各機關的權責與關係，甚至可以說是整部公司法；最廣義則可以包括

¹⁹ Michael C. Jensen & William H. Mecking, supra note 15, at 308.

公司（或其他機關）與其他利害關係人與公權力的互動²⁰。

以較宏觀的角度探討公司治理，可以發現公司治理其實十分強調誘因、目標管理、資源分配效益，以及協調各利害關係人（Stakeholders）的權益。換言之，它十分強調市場機制，而不只是依賴強制法規。而若依法律的觀點言之，一般認為公司治理係著眼於企業所有與企業經營分離之現代公司組織體系下²¹，如何透過法律的制衡管控設計，有效監督企業的組織活動，並如何健全組織運作，防止脫法行為之經營弊端²²²³，不過必須注意的市場和經濟等因素在此和法律的互動是很頻繁的。

第二款 公司治理機制

公司治理的架構下，可以區分成為內部監控與外部監控兩種機制，前者係透過制度的設計，在經營權與所有權之間建構一個合理的公司內部管控機制；而後者則係針對公司之營運等透過公司以外的力量進行監理管控。以下分別概略整理之²⁴。

第一目 內部監控

內部監控係強調透過公司內部組織機關，包括意思決定機關、業務執行機關，和監察機關彼此間的互相制衡達到監控的目的，以我國法為例，即股東會、董事會和監察人。而內部監控之途徑乃將公司內部組織間有關公司決策、經營、監督之權限做一合理且公平的分配，可以說是組織權限的分配和制衡。而此部份之設計多受到法律層面的規範，主要是來至於公司法。

²⁰ 相關之整理參見胡浩叡，同前揭論文（註 16），第 21 頁。

²¹ 現代大型公司當然為公司治理討論的主軸，但不同型態的商業組織皆有「治理」的概念，在此先為聲明。

²² 台灣公司治理制度簡介，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，第 1 頁，2005.4，<http://www.csa.org.tw/A001/A021.asp>，最後瀏覽日 2006.12.3；李禮仲、鄧哲偉，「公司治理」對家族企業的效益，國家政策論壇第 3 卷第 1 期，第 191 至 195 頁，2003.1。

²³ 而其他角度觀察公司治理者：重視經濟觀點者，則認為公司治理係使公司經濟價值達極大化為目標之制度，例如追求股東、債權人、員工間報酬之極大化；強調財務管理之觀點者，則認為公司治理係指資金的提供者如何確保公司經理人能以最佳方式運用其資金，並為其賺取應得之報酬。

²⁴ 黃銘傑，同前揭書（註 18），第 27 至 50 頁。

第二目 外部監控

所謂外部監控，係相對於內部監控而言，希冀藉由市場機制、企業併購、政府介入等外部壓力，迫使經營者放棄私利，追求公司利益，令經營者沒有誘因去做出道德危險的行為。外部監控機制可分為市場監控及公權監控，分述如下：

一、市場監控

所謂市場監控，係指諸多不同之市場機制於交互作用下適時發揮市場之嚇阻機制，質言之，公司之目的乃在市場中進行交易的工作，市場上的反應對於公司經營者，自然會有相當程度的制約及嚇阻作用，公司之經營者大致會面臨以下幾個市場的制約：（一）產品競爭市場（二）經理人市場（三）資本市場（四）控制權市場。

二、公權監控

公權監控，係指由國家公權力介入公司之監理控制，由國家權力的性質可分為行政監督以及司法監督。行政監控係指行政主管機關對於公司經營者所為的監督與控制；而司法監督則是，為防止公司經營者濫權，確保公司經營者盡責，積極為股東創造最大之利潤，各國在法律制度的設計上，一般均賦予公司經營者一定的經營者義務，是否違反此義務，而應對公司負損害賠償責任，則必須透過司法審查權的運作，由司法機關對於公司經營者的責任加以確定，並進一步課以民、刑事責任，此即形成司法機關對於公司經營者的監控。

第三款 公司治理的模式

如前所述公司治理為公司控制權與經營權分配的一整套制度，而各個國家的公司治理制度會隨著該國公司相關法規對於公司內部機關及權限分配之設計有所不同，另外各國股權結構、歷史傳統、企業文化、資本市場發達之程度因素亦會對各國公司治理制度有不同的影響，進而形成不同的公司治理模式，而在此議題下「路徑依賴」（Depth Dependence）²⁵和全球化的討論是熱烈的²⁶。而以現

²⁵ 路徑依賴是類似一種類似物理學上的「慣性」，一旦選擇進入某種路徑（無論好壞）就會對這種路徑產生依賴，某一路徑的既定方向會在以後的發展中自我強化。人們過去做出的選擇決定了他們現在的選擇，而會產生回饋作用。於公司治理制度的討論中，論者有整理出其路徑依賴的兩

今世界主要國家的公司治理模式做區分，主要可以分為「外部人模式」與「內部人模式」²⁷。

第一目 外部人模式

外部人模式的特色為股權分散以及較高的經理人（經營階層）汰換率，代表性國家為美國和英國。在此模式下資本市場的健全和流動性是其成功與否的指標，又稱為市場導向模式（Market-based Model），也因如此其強調提供可信賴及即時的資訊給投資人，以保護小股東，故資訊揭露在此具有相當之重要性。而在該等國家公開發行公司股權結構以個人和機構投資人為主，市場的控制權市場發達，尤其是機構投資人，其於此模式下更是扮演重要的角色²⁸。

第二目 內部人模式

內部人模式公司是所有權與控制權的關係是由一群可辨識、具凝聚力且與公司有長期穩定關係之內部人所組成，故其在公司決策參與上扮演一定程度的角色，論者有稱此為一種「親近關係」（Proximity）²⁹，而這些內部人可能是與公司有財務投資、銀行、供應商種種關係，基本組成基本上包括家族、產業結盟、銀行與控股公司等。另外此模式下的企業原則上都屬於集中型股權結構，代表性國家為德國和日本，德國之特徵在於以銀行為中心以及員工參與³⁰，日本亦是以銀行為中心以及企業相互持股組成穩定的控制模式³¹，另外還有所謂的家族或政府的內部人模式。

種來源，一為「架構驅策」(Structure-Driven)；一為「規則驅策」(Rule-Driven)。詳細請參閱Lucian Arye Bebchuk & Mark J. Roe, A THEORY OF PATH DEPENDENCE IN CORPORATE OWNERSHIP AND GOVERNANCE, 52 Stan. L. Rev. 127 (1999)。

²⁶ 請參閱Ronald J. Gilson, GLOBALIZING CORPORATE GOVERNANCE: CONVERGENCE OF FORM OR FUNCTION, 49 Am. J. Comp. L. 329 (2001)。

²⁷ 胡浩觀，同前揭論文（註16），第29至31頁。

²⁸ Edward S. Adams, CORPORATE GOVERNANCE AFTER ENRON AND GLOBAL CROSSING: COMPARATIVE LESSONS FOR CROSS-NATIONAL IMPROVEMENT, 78 Ind. L.J. 723 (2003)，at 740-41。

²⁹ Arnoud W.A. Boot & Jonathan R. Macey, MONITORING CORPORATE PERFORMANCE: THE ROLE OF OBJECTIVITY, PROXIMITY, AND ADAPTABILITY IN CORPORATE GOVERNANCE, 89 Cornell L. Rev. 356(2004), at 357。

³⁰ 關於德國公司治理詳細的介紹，請參見陳彥良，股東會、董事會、監事會於德國公司治理法典中法規地位之探討，政大法學評論第89期，第143至186頁，2006.2。

³¹ Ronald J. Gilson, CORPORATE GOVERNANCE AND ECONOMIC EFFICIENCY: WHEN DO INSTITUTIONS MATTER?, 74 Wash. U. L.Q. 327 (1996)，at 338-42；不過必須注意的是，日本近年來對於其公司相關法規不斷修正，有朝美國模式發展的趨勢。

第四項 OECD 公司治理原則

公司治理為國際上熱門的議題，而國際上關於公司治理概念最令人矚目的是1999年6月國際經濟合作發展組織（OECD）所頒布的公司治理原則（OECD Principles of Corporate Governance）；誠如OECD成立之目的，其在於奉獻國際經濟合作，維持良好的經濟發展與國際貿易為宗旨，於是年5月26、27兩日OECD部長級會議通過了公司治理原則，致力於建構各委員國，甚至亦提供非會員國政府，改善企業公司治理，以健全各國的公司治理機制，而於歷經歐美各國相繼發生企業醜聞案後，OECD公司治理原則又於2004年4月通過新的公司治理原則修正版。

關於OECD公司治理原則的內容，在前言部分特別聲明該原則所適用的對象，係以證券市場上公開發行股票之公司（publicly traded companies），尤其是指上市、上櫃公司而言；當然，相關OECD的公司治理原則，在某種程度內，對於提昇其他非公開發行公司之公司治理，亦有助益之謂³²。惟針對OECD公司治理原則的基本議題，主要係有六個部分所研擬，以下簡單闡述其內容：

一、健全有效的公司治理架構（Ensuring the basic for an effective Corporate Governance framework）

相關公司治理之架構應助長市場之透明化及效率化，且必須與相關的法律原則一致，並且明確的區分不同的監理、管制及執行機關間之責任分擔。為確保有效之公司治理架構，有必要建立一妥適、法定之法律制度讓所有進行市場交易之參與者有所依賴³³。

二、股東權利及重要表彰所有權之功能（The Rights of shareholders and Key Ownership Functions）

公司治理的機制，其應是一種實現股東權益之設計。關於股東的基本權益，例如確保股權登記之安全、股份轉讓自由、企業資訊充分取得、參與股東會、行使表決權、享有盈餘分派等；甚至於公司組織的重大變動，比方是相關章程文件

³² OECD Principles of Corporate Governance（2004），Preamble.

³³ OECD Principles of Corporate Governance（2004），Part.1, I.

之變更、增資或企業併購等，股東有權被告知，並實質參與公司的決定。不只如此，股東亦應適時被告知相關參與股東會之程序與權利行使，當然包括股東會的召集通知、股東提案詢問制度及不在場投票制度之齊備等事宜。而相關公司持股結構與特定股東行使股權與其所持不相當的部分，公司應予揭露，所有股東（包括機構法人股東）行使股權之設計，應注重並提供一個方便、尊重其權利行使的機制；然，就機構法人股東行使表決部分，亦應公開其投票意向與所面臨的利益衝突為宜。理所當然的，證券市場上有關企業併購的遊戲規則，例如收購、合併等運作，乃至於公司反併購的防衛措施，亦應予透明化，符合確保股東權利之效益³⁴

三、公平對待股東原則（The Equitable Treatment of Shareholder）

公司治理架構應該確保所有股東都被公平對待，包括少數股東和外資股東。所有股東在其權利受到侵害時，應該有獲得有效實際補償的機會，比方是一股一表決權之原則與例外處理，又例如多數派股東濫權之防制、表決權代理行使、股東會程序之公平合理，並同時應依規定揭露董事及經理人所涉及公司重大利益之資訊，嚴禁內部人交易；當然，在法律上遇有股東權益被受侵蝕時，任何股東亦得依規定請求賠償之救濟³⁵。

四、利害關係人權益（The Rights of stakeholder in the Corporate Governance）

公司治理的架構亦應確保法律所保障之利害關係人權益，包括投資人、員工、債權人³⁶、及供給者等不同資源提供者，使其受到尊重；如有侵害到利害關係人之權益，法律亦應給予適當的救濟管道。優質的公司治理應友善規劃相關利害關係人參與公司的機會，提升之間的合作關係，以共同創造財富，並維持公司健全之財務結構。即重視由法律或透過相互同意建立之利害關係人的利益；在被法律所保護的範圍內，利害關係人在他們利益被侵害時，應該有獲得有效救濟的

³⁴ OECD Principles of Corporate Governance (2004), Part.1, II.

³⁵ OECD Principles of Corporate Governance (2004), Part.1, III .

³⁶ 關於債權人在公司治理扮演的角色，於近年來頗受重視，在美國傳統狹義公司治理主要著重在股東、董事會和經理人的治理模式，而債權人透過契約來保障其本身的權益。不過債權人亦是企業融資的重要來源，廣義來看其為企業經營的參與者之一，故在公司治理概念的討論中，論者亦將其納入，另在破產程序中，其角色更顯的重要。關於美國方面的討論，請參閱Douglas G. Baird & Robert K. Rasmussen, PRIVATE DEBT AND THE MISSING LEVER OF CORPORATE GOVERNANCE, 154 U. Pa. L. Rev. 1209 (2006) .

機會；公司治理原則應包含能夠強化利害關係人參與的機制；在利害關係人參與公司治理程序的範圍，應該有接觸相關連的、充足的及可靠的資訊之機會；利害關係人，包括各個的員工和他們的代理團體，應該可以自由地向委員會傳達他們對於非法或不道德執行的關切；公司治理架構必須有一個實際的、有效的破產原則以及強制執行設計所補充³⁷。

五、資訊公開揭露與透明化（Disclosure and Transparency）

一個得以促進透明化、強而有力的揭露制度，乃是以市場監控為基礎的公司的關鍵特色，同時也是股東立於資訊完全之基礎而執行其股東權利之重點。具有大型公平自由市場的國家之經驗顯示，揭露制度也可以是影響公司市場行為並保護投資人的強大工具。故適時揭露正確的企業資訊是不可或缺的公司治理機制之一，其包括公司的財務狀況、業務狀況、股權結構及公司治理運作報告等；至於相關企業資訊之編製、查核與揭露，應依高標準之要求，予以實現，例如年度查核工作，應經外部獨立的專業監察人，以確保其外部客觀之保證，並配合外部監察責任制度之建立，使所有人能公平且即時地，在符合成本效益下，取得該公司的企業資訊。當然，其亦包括取得各種分析師、券商、評等機構等相關訊息的管道³⁸。

六、監察機構³⁹的責任（The Responsibility of the Board）

公司治理的架構必須確保公司策略的引導⁴⁰、監察機構有效監督經營階層、以及監察單位對於公司及股東的責任。即監察機構之活動必須在一個完整資訊基礎、誠意、遵守正當程序和注意義務、以及以公司及股東最大利益為出發點下為之；必須公平地對待所有股東；必須適用較高的道德標準，且需考量到利害關係人的利益；對於公司事務必須客觀獨立地判斷；為了達成其責任，監察單位必須

³⁷ OECD Principles of Corporate Governance (2004), Part.1,IV.

³⁸ OECD Principles of Corporate Governance (2004), Part.1,V.

³⁹ 根據OECD Principles of Corporate Governance (2004) 前言的論述，可知“board”制度，在OECD各會員國的公司法制下，即存在著不同結構的設計模式，基本上有所謂二元制（two tier system），例如德國等歐陸法系國家，執行公司業務的董事會（management board）制度與監督查核公司經營的監察人會（supervisory board）制度是併存的；另有一元制的董事會組織（the unitary board）即英美法上企業組織的董事會，其包涵內部監察之董事會構造（internal auditor's board）；還有以日本為例的並列制，即有股東化、董事會、監察人的設計，而監察機構即為監察人，目前我國公司法亦採之。故在此將“board”譯為「監察機構」，以涵蓋各不同結構的設計模式。

⁴⁰ OECD Principles of Corporate Governance (2004), Part.1,VI.

獲得正確、相關且即時的企業資訊；而監察單位的主要功能為：檢視公司的系統管理、擬定決策、查核公司營運狀況、遴選高階管理人、管控企業經營者之報酬等，並應致力於提名選舉制度之透明化，防範潛藏性的利益衝突發生（包括公司資產被誤用與濫用等），而且亦應確保公司會計與財務報告系統之真實完整（包括獨立審計、管控與執行），以落實資訊公開之管理等。

第五項 小結

從上述可知，公司治理的核心在於解決參與企業經營的各經濟單位間所產生之利益衝突，尋求一個最合適企業經營架構。而在各種商業組織型態下，皆有「治理」的問題，於現代公司組織下，因為組成較為複雜和大型化，故公司治理的架構設計更受到矚目，尤其牽涉到資本市場的運作，在彼此間會有互相牽引的作用。另外不同的治理架構或模式，皆會受到各國制度、文化、政經環境等的影響，如何提升治理的效率以及制度上移植或整合的探討，必須考量上述之因素，方能降低治理架構改革之成本，但可以肯定的，在經濟和市場的運作下，若某種型的公司治理架構或模式產生了無效率的情形，則必須有改變的彈性，方能於激烈的商業競爭中具有生存能力。

第三節 安隆案之衝擊及美國當局之 因應—沙氏法案

第一項 沙氏法案概述

安隆公司於 2001 年 12 月 2 日聲請破產以來，美國其他企業亦傳出財務會計醜聞，如世界通訊（WorldCom）、默克（Merck）、全錄（Xerox）等，投資人對於證券市場信心盡失，美國股市籠罩於低氣壓中。美國國會展開了有關強化審

計、公司治理及財務揭露等議題的立法活動，而於 2002 年 7 月 26 日美國眾議院及參議院分別以壓倒性多數通過The Sarbanes-Oxley Act of 2002（即「企業改革法」，國內有簡稱沙氏法案），布希總統於同年 7 月 30 日簽署此一法案⁴¹。而其主要內容主要分為：（一）審計標準和監督（Auditing Standards and Supervision）；（二）審計處理與程序（Audit Practice and Process），涵蓋審計委員會、財務專業要求、審計者和非審計服務；（三）公司治理（Corporate Governance），涵蓋執行長與財務長、內部控制和倫理準則、內部人；（四）資訊揭露和會計（Disclosure and Accounting），涵蓋揭露校正（Disclosing Corrections）、資產負債表外交易的揭露、財務預測的呈現、FASB和會計準則的制訂和繼續的揭露；（五）執行（Enforcement），涵蓋舉發人保護條款（Protection of Whistleblowers）、律師；私人執行（Private Enforcement）、SEC、刑事罰、證券分析師；（六）研究（Studies），沙氏法案中要求SEC相關單位管制方法、立法建議、法令、修訂或命令等為相關之指示研究。以下以公司治理機制外部管控和內部管控為區分⁴²，另外加上資訊揭露為法條內容介紹之架構概述之。

第一款 外部管控方面

第一目 會計師

安隆公司自 1997 年起，對每一種專業投資業務設立「特殊目的個體」(SPE)，藉以SPE的方式規避負債的揭露以隱藏損失，為了規避負債之揭露及隱藏帳上損失，未做風險管理與合併報表說明，即濫用SPE，從事大量的「資產負債表外交易」(off balance-sheet transactions)，目的在利用美國一般公認會計原則(General Accepted Accounting Principle, GAPP)不必合併編制合併報表之漏洞，遂行其美化帳面的活動⁴³。而其委託之會計師與律師顧問也未盡到告誡之責任，尤其是其會計師在財務報表的審查上更是值得詬病。安隆公司自 1985 年成立後，和主辦其審計業務的Andersen會計事務所關係密切，安隆公司為其第二大客戶，其不僅為

⁴¹ 立法背景和經過參見Roberta Romano, THE SARBANES-OXLEY ACT AND THE MAKING OF QUACK CORPORATE GOVERNANCE, 114 Yale L.J. 1521 (2005), at 1544-67.

⁴² 公司治理之機制分類詳見：黃銘傑，同前揭書（註 18），第 27 至 50 頁。

⁴³ 謝易宏、陳德純，後安隆時代的一線曙光？—論 2002 年美國企業改革法對公司治理之影響，第 3-41 頁，台北：瑞興圖書，2004.2；張麗娟、翁頂升，同前揭文（註 1），第 50 頁；陳祈願，我國會計師獨立性及責任之研究—美國沙班斯法之啓示（上），證券櫃臺第 108 期，第頁 43 至 45 頁，2005.6。

安隆公司提供簽證服務，同時也提供其他非審計服務。此外，安隆公司的高級主管及會計部門經理都曾任於Andersen，於 2001 年，其雖曾召開「客戶保留」會議，討論是否有無必要繼續保留安隆這家客戶，有人員提及安隆公司財務報表的不當，但最後會議並無採進一步措施。另外，其於安隆宣告破產後，又爆發員工奉命銷毀安隆公司內部相關文件的驚人內幕，這一連串的事件，引起美國輿論對於會計師責任之熱烈檢討⁴⁴。

美國於安隆案爆發後，迅速於 2002 年通過The Sarbanes-Oxley Act of 2002，該法案內容涉及公司法制架構及證券市場管理之修正，堪稱美國七十年來最大的法制變革。為因應審計獨立性之失靈，使得會計師無法達到預期之監控目標，其對會計師方面新的規定內容有⁴⁵：

一、設立會計監督委員會（Public Company Accounting Oversight Board，PCAOB）：美國證管會（SEC）依企業改革法第一章之規範，於 2003 年 4 月成立會計監督委員會，以加強對會計師之管理並保護投資人之權利。

二、強化會計師與查核人員之獨立性：

（一）提供非審計服務之限制（企業改革法第 201、202 條）

（二）會計師之定期輪調（企業改革法第 203 條）

（三）至公司審計委員會之查核報告（企業改革法第 204 條）

（四）利益衝突之迴避，即所謂旋轉門條款（企業改革法第 206 條）

第二目 證券分析師

安隆公司係於 2001 年 12 月 2 日向法院聲請破產保護，遲至 2001 年 11 月底，十七位分析師中仍有十六位就安隆公司股票為「買進」或「強力買進」之建議，

⁴⁴ 林坤鎮，從美國安隆公司事件看會計師業者之自律與利益衝突之迴避，證券暨期貨管理第 20 卷第 4 期，第 20 頁，2002.4；謝易宏、陳德純，同前揭書（註 43），第 2-10 頁。

⁴⁵ 整理自謝易宏、陳德純，同前揭書（註 43），第 4-16 至 4-27 頁；羅贊興、陳逸珊、黃書芸、黃馨儀，美國企業改革法案（Sarbanes-Oxley Act of 2002）對我國上市公司管理制度適用性之探討（上），證交資料第 505 期，第 22、23 頁，2004.6；林恆鋒，安隆破產案之省思—會計師不該是生意人！論利益衝突與會計管理問題，實用月刊第 327 期，第 66 至 68 頁，2002.3；方順逸、黃培琳、蕭惠元，借鏡沙氏法案進行修法之探討，貨幣觀測與信用評等第 49 期，第 37 至 39 頁，2004.9。

從目前已顯現出之證據，可知大部分之證券分析師可能受到來自承銷部門之壓力，而故意推薦本身並不看好的股票⁴⁶。即在安隆案中可發現投資銀行之證券承銷及研究分析部門確實存在嚴重的利益衝突。

有鑑於資銀行之證券承銷及研究分析部門資訊不當流通，乃是造成上開利益衝突現象之主要原因，企業改革法於第 501 條就證券分析師之利益迴避機制訂定原則性規範，要求SEC(或依其授權管理之已登記證券業協會或全國證券交易所)至遲於本條規定一年內，就證券分析師於研究報告或公開場合對於股票買賣所為之建議，採行規則建立適當揭露利益衝突機制，以促進研究報告之客觀性，並提供投資人更有用及可信賴的資訊⁴⁷。

第三目 律師

在安隆案中，其所屬律師是否對於執行業務時發現之不法行為有報告之義務，亦引起廣大之檢討。律師與會計師責任範圍上有所不同，律師業務執行所產生賠償責任之對象，多僅限於其當事人等狹窄的群體而已；而會計師之簽證服務報告的利用人，除了委任當事人外，尚廣及於其股東、債權人、甚至投資大眾等利害關係人⁴⁸，故若要將律師責任外部化，可能的方向應該是從其倫理本質出發，導出其對於當事人已為之責任。

而企業改革法於其第 307 條中規定，律師於執行業務時如發現公司或其代理人有違反證券管理相關法令，或違背其忠實義務或其他類此情形而情節重大者，應將相關事證提報該公司之法務長或執行長，若法務長或執行長未就上開事證為適當處理，該律師應再將相關事證提報該公司之審計委員會或董事會。個人覺得其仍是以當事人為出發的一種責任設計，因其要求逐級報告之對象，仍限於公司內部之機關。

第四目 信用評等機構

安隆案中，美國三大信用評等機關（Moody's、Standard & Poor's、Fitch）遲

⁴⁶ 謝易宏、陳德純，同前揭書（註 43），第 2-13 頁。

⁴⁷ 因此部分非本文重點，故詳細內容就先行省略，詳參見The Sarbanes-Oxley §501。

⁴⁸ 黃銘傑，從公司監控之觀點論會計師民事責任制度改革之方向及作法，收錄於「公開發行公司法制與公司監控—法律與經濟之交錯」，台北：元照，第 281 頁，2001.1。

至 2002 年 11 月 28 日，始全部將安隆公司之債券降為「垃圾」等級，四天後安隆公司即聲請破產保護。除了會計師、證券分析師之獨立性遭受輿論強烈質疑外，信用評等機構徒具專業而未能就財務狀況已亮紅燈的問題事業向投資人預先提出警告，亦備受質疑。

有鑑於此企業改革法於第 702 條 規定，責成SEC針對信用評等機構於證券市場運作所扮演之角色及功能一事，與其於利害衝突時如何解決，進行研究並指示其研究之重點⁴⁹。

第五目 主管機關

為強化美國證券主管機關SEC之監督責任，美國國會藉「企業改革法案」對於SEC大量授權，並同意增編其預算和人員。其內容大約分為⁵⁰：

- 一、對會計監督委員會（PCAOB）之監督（企業改革法第 101、105、107 條）
- 二、增加證管會複核責任（企業改革法第 408 條）
- 三、審計相關資料之保存義務（企業改革法第 802 條）：即該法明文禁止任何人銷毀與聯邦調查程序或破產申請相關程序有關之文件，並賦予會計師保留查核工作底稿等相關檔案資料之義務。
- 四、暫時凍結公司異常款項之支付（企業改革法第 1103 條）：當發行公司或其董事、經理人、合夥人、具有控制力之大股東、代理人或員工被空涉嫌違反聯邦證券相關法令，而案件已進入司法調查程序，有相當證據顯示該公司有異常給付之可能時，證管會得向聯邦地區法院請求核發「暫時令」（Temporary Order），要求該公司需暫時凍結係爭款項之支付，並在法院監督下存儲一特定支付息帳戶。
- 五、禁止特定人員擔任高階主管與董事（企業改革法第 1103 條）
- 六、舉發人保護條款(Protection for Whistleblowers)（企業改革法第 806 條）

⁴⁹ 詳細之內容請參閱The Sarbanes-Oxley §702。

⁵⁰ 整理自謝易宏、陳德純，同前揭書（註 43），第 4-34 至 4-42 頁；羅贊興、陳逸珊、黃書芸、同前揭文（註 45），第 25 至 28 頁。

七、提高違法行為責任（企業改革法第 802、803 條）：包括刑事及民事責任。

第二款 內部管控方面

第一目 管理階層

安隆案中，其濫用SPE，從事大量的「資產負債表外交易」，美化帳面，管理階層當然是最大的兇手，另外其濫用認股選擇權及從事內線交易，根據美國法院取得的資料，二十九名安隆公司的高層主管與董事在 1999 年至 2001 年 7 月之間，總共賣出安隆公司一萬七千三十萬股，總值 11 億美元⁵¹。

企業改革法對於強化管理階層之職責，有以下規範⁵²⁵³：

一、執行長及財務長之切結義務（企業改革法第 302 條）：責令發行公司之執行長及財務長除於上開年報及季報簽名外，尚應另出具一書面聲明，保證（certify）公司揭露之財務及其他內部資訊確係真實。自此之後，發行公司之執行長及財務長除需確認財務報表之真實性及符合「一般公認會計原則」（GAAP）外，尚應考慮及其會計處理具有裁量空間之重要事項，以及定期報告中有關管理階層對於財務狀況及經營成果之分析討論（Management Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operation，即 MD & A）。

二、執行長及財務長之報酬返還義務（企業改革法第 304 條）：若發行公司未遵守證券交易法及其相關子法就財務報告所為之規定而情節重大，致該公司被 SEC 要求重新製作財務報表時，不論執行長或財務長有無故意過失，亦不論公司因財報修正所致之實際損害為何，該公司之執行長及財務長均應該將下列款項償還該公司，作為一種處罰。

（一）渠等於該報告首次公開發佈或提交予 SEC（是何者為先）時起十二個

⁵¹ 何思湘，同前揭文（註 2），第 20 頁；Simon Deakin & Suzanne J. Konzelman, LEARNING FROM ENRON, Corporate Governance: An International Review, 12(2), April 2004, at 139.

⁵² 整理自謝易宏、陳德純，同前揭書（註 43），第 3-27 至 3-34 頁；趙冠瑋，從美國沙氏法案看我國證券交易法之修正—兼論董事義務之內容，軍法專刊第 52 卷第 3 期，第 78 至 106 頁，2006.6。

⁵³ 但對於認股選擇權的會計原則之改革，目前仍處於爭議狀態。參見Robert W. Hamilton, supra note 13, at 69-72.；張麗娟、翁頂升，同前揭文（註 1），第 55 頁。

月內，自該公司所受領之任何紅利或其他基於獎勵或收益之一切報酬。

(二) 渠等於上開期間內(十二個月)因出售該公司之股票所獲得之利益。

三、公司退休計畫閉鎖期間有關內部人交易(Insider Trades during Pension Fund Blackout Periods)之禁止(企業改革法第306條):安隆公司董事及高階經理人即因於安隆股價狂跌探底之前,大量拋售其所持有之安隆公司股票而備受抨擊。基此,企業改革法特別明定發行公司任何董事或高階經理人均不得在退休基金閉鎖期間內,就其因擔任公司董事或高階經理人所得之公司股票(不包括豁免證券),為直接或間接之購入、出售、取得或移轉。

四、內部人貸款之禁止(企業改革法第402條):明文禁止公司與其董事或高階經理人間之私人借貸行為。

五、內部控制報告之提出及審核(企業改革法第404條):所謂「內部控制」,係只企業為保全其資產,檢討會計資料正確性與信賴性以及為增進經營效能、促進經營方針遵守之目的,而採用之組織計畫與調整方法。企業改革法中規定,責成SEC發佈規則要求發行公司依1934年美國證交法第13條(a)項或第15條(d)項規定所提交之任何年度報告,必須符合企業改革法中規定之內部控制結構和程序。

第二目 獨立董事之效能

安隆公司董事會中有半數是外部董事,且均為高學歷、經驗豐富且在財務領域具有專長的成功人士。然而,對於安隆高階經理人之舞弊卻切缺警覺性與調查能力,事實上,安隆公司與其轉投資之SPE從事複雜交易,隱藏負債之行為,其董事都表示不甚了解⁵⁴。獨立董事之效能一直以來都有爭議⁵⁵。但企業改革法中仍維持獨立董事制度,其以加強董事之獨立性為重點,要求發行公司之董事會設立審計委員會,審計委員均應為獨立董事,以客觀公正評估公司之內部控制制度及財務資訊系統,期能避免管理階層與投資人產生利益衝突之情事,以有效保障

⁵⁴ 羅贊興、陳逸珊、黃書芸、黃馨儀,同前揭文(註45),第10頁;張麗娟、翁頂升,同前揭文(註1),第49頁。

⁵⁵ 詳見余雪明,台灣新公司法與獨立董事(上)(下),萬國法律第123期,第66至77頁,2002.6;第124期,第80至84頁,2002.8;黃銘傑,同前揭書(註18),第38至47頁。

投資人權益。所謂獨立性係指擔任該公司審計委員會、董事會及其他委員會之成員，不得直接或間接收取該公司任何諮詢、顧問或其他報酬，且不得為該公司或其子公司之關係人(企業改革法第 301 條)。另外並規定其中之成員必需有一名為財務專家(企業改革法第 407 條)，以加強其對公司財務的監控能力。

第三款 安隆案對資訊揭露衝擊及美國當局之因應

安隆案中其最大的令人詬病的即是「資訊的不透明」，從財務報表至關係人之交易等皆是如此，美國企業改革法即對此提出對策，內容大約為⁵⁶：

第一目 財務預測之發布要件

企業改革法為了解決擬制型盈餘預測之弊端，於第 401 條(b)項規定，SEC 至遲須於該法制訂一百八十天內發布最終規則，要求發行公司在依證券管理相關法令規定提交予 SEC 之定期報告或其他檔案文件中，或於其他公開場合、報刊、新聞稿所公佈為之財務預測，均須遵循以下之方式：

一、不得對重要事項為不實之陳述，或對作成該財務預測所依據之現況漏未陳述必要之重要事實，有所誤導。

二、須與該發行公司在 GAAP 規範下之營運結果所反應出來之財務狀況相符合。

第二目 資產負債表外交易

企業改革法為了處理資產負債表外交易所衍生之弊端，於第 401 條 (a) 項規定，SEC 至遲需於該法制訂後 180 日內發佈最終規則，要求發行公司在提交予 SEC 之年報及季報中揭露所有重要的資產負債表外交易、安排、契約(包括附條件契約)；以及該發行公司與非合併個體或個人間之其他關係，足至公司現在或未來之財務狀況因而發生影響者，例如營運、流動資產、資本支出、資本來源、

⁵⁶ 整理自謝易宏、陳德純，同前揭書(註 43)，第 3-45 至 3-47 頁；趙冠璋，從新公司治理看財務報表舞弊之研究—以股東會召集程序及決議之新思維，國立台灣大學法律學研究所碩士論文，第 151 至 152 頁，2005.7；方順逸、黃培琳、蕭惠元，借鏡沙氏法案進行修法之探討，貨幣觀測與信用評等第 49 期，第 41 頁，2004.9。

收入或支出之重要內容。關於此議題更詳細的討論於本論文第四章第三節第二至三項論述。

第三目 內部人交易

企業改革法第 403 條就從事內部人交易者申報期限加以修正，並要求 SEC 至遲滯於該法修正一年內進行下列事項：

- 一、要求從事內部人交易者為申報，應以電子檔案格式為之。
- 二、SEC 應將商開申報內容公開於網際網路，使得大眾至遲能於該報告提交後之次一個營業日結束前取得之。
- 三、要求設有網頁之發行公司，應於該報告提交後之次一個營業日結束前，將該報告之內容張貼於其公司網頁上。

第四目 內部管控有關財務人員遵行倫理規範之要求

企業改革法第 406 條規定，SEC 至遲應於該法制定後一百八十天內訂定最終規則，要求發行公司於定期提交之年報及季報中，應揭露其是否業已針對資深財務主管採行倫理規範，其適用對象應包括主要財務經理、主計長、主要會計經理或其他類似業務之人員；如未採行者，亦應說明其未採行之理由。

第五目 審計委員會是否具備財務專家⁵⁷

企業改革法第 407 條規定，SEC 至遲應於該法制定後一百八十天內訂定最終規則，要求發行公司於定期提交之年報及季報中，應一併揭露所設置之審計委員會是否包含至少一名財務專家；若不具備，亦應說明其理由。

第六目 重大訊息之即時揭露

企業改革法第 409 條規定，SEC 得基於投資人保護及公共利益之必要及效用，訂定規則要求任一發行公司依 1934 年證交法第 13 條(a)項或第 15 條(d)項規定所提交之報告，應以簡明易懂之文字，將有關該公司財務或營運之重大改變，包括趨勢、性質、及現況等資訊，向公眾為迅速且即時之揭露。

⁵⁷ 此條項亦可歸類於強化審計委員會的規定，為內部管控之範疇。

第二項 對沙氏法案的檢討

第一款 前言

沙氏法案通過後，各界對其有不同的評價，對其內容的重點亦有不同的詮釋以下舉例說明之。有論者依其內容介紹並檢討之⁵⁸。有論者認為其重點在於（一）將審計者、分析師、律師等專業人員內入規範；（二）加強公司治理法制，主要在於執行長和審計長方面；（三）將公司治理範圍納入聯邦法系統，如禁止經理階層向公司借款、創造對於財務長和審計委員會新的注意義務等⁵⁹。有以董事會監督和資訊揭露檢討之為重心⁶⁰。有以公司經理人的動機、內部監控、專業人員、民事責任、證券市場和管制與市場的互動的觀點，以成本利益之觀點檢討之⁶¹。有以獨立的審計委員會、非審計服務條款、禁止經理人向公司借款條款及經理階層對於財務報表的確認為中心⁶²。

第二款 分析評論

以下針對學者的批評做個概要之介紹，以對沙氏法案的討論能有更全面的瞭解⁶³。論者有認為以傳統公司法和證券管理規範⁶⁴為主軸以及學術統計數據為思維中心，認為關於審計委員會的組成規定（此部份涉及獨立董事是否真的為公司治理的萬靈藥、公司內部組織由證券交易法規範是否恰當等問題）和禁止經理人向公司借款條款等規定（此部份涉及於證券交易法系統應是以揭露方式管理而非禁止，另外全面的禁止而無例外規定是否過於嚴格），應屬於傳統公司法的規範系統，且是否要如此硬性規定是有疑慮的；而非審計服務的相關規定，其認為應慎重分析影響審計品質的因素，而非單純以非審計服務為唯一解決方式；而經理階層對於財務報表的確認責任，其認為此部份由證券交易法規範是較無爭議的，

⁵⁸ Lawrence A. Cunningham, THE SARBANES-OXLEY YAWN: HEAVY RHETORIC, LIGHT REFORM (AND IT JUST MIGHT WORK), 35 Conn. L. Rev. 915(2003).

⁵⁹ Lawrence E. Mitchell, THE SARBANES-OXLEY ACT AND THE REINVENTION OF CORPORATE GOVERNANCE?, 448 Vill. L. Rev. 1189(2003).

⁶⁰ Jeffrey N. Gordon, GOVERNANCE FAILURES OF THE ENRON BOARD AND THE NEW INFORMATION ORDER OF SARBANES-OXLEY, 335 Conn. L. Rev. 1125(2003).

⁶¹ Larry E. Ribstein, SARBOX: THE ROAD NIRVANA, 2004 Mich. St. L. Rev 279(2004).

⁶² Roberta Romano, supra note 41.

⁶³ 關於沙氏法案的積極面向的討論，國內已有不少介紹，故本文以反面思考的方式，呈現不同的討論方向。

⁶⁴ 關於沙氏法案對於證券管理規範與公司治理的影響，相關討論請參見下文。

但其是否真的有其效應是值得再思考的⁶⁵。而關於對於財務長的確保責任等規範，論者有認為這是對於管理階層管理架構的一大改變或是對實務管理架構的規範回應⁶⁶。

論者有認為沙氏法案的重點在於強制揭露的範圍的擴大、加諸新的董事義務和建立關於律師和會計師的管制架構。而其認為安隆案中董事會的功能失靈，造成市場監督的障礙，即其允許經理階層從事財務操作，卻無法有效監督，使得企業資訊阻絕於市場⁶⁷。故關於修正資訊的揭露（主要在於資產負債表外交易），其認為是有減少董事的判斷空間而使得市場監督受其影響的可能性降低；而關於即時揭露的部分，其認為關於時機判斷的問題，涉及到經營判斷原則和股東利益等問題，沙氏法案中更嚴格的要求是否妥當是值得思考的⁶⁸。

有論者認為「謙遜的管制」(Humble Regulation)是比較適當的，第一其認為管制必須和市場相配合，第二對於不同的公司和市場應有不同的考量，第三其認為必須有日落條款⁶⁹。另有論者亦有類似的觀點⁷⁰，其建議沙氏法案從減少交易成本的觀點，應將強制的立法方式修訂為任意法；另建議將關於公司治理法制規範由傳統公司法處理⁷¹；對於緊急狀況的立法提供豁免條款。從論者的觀點檢驗，沙氏法案似乎在彈性上是比較缺乏的。

論者對於沙氏法案的其他檢討，關於資訊揭露成本部分，即其為提升企業資訊透明度，增加了強制揭露的範圍，相對對於企業的資訊揭露成本會有所影響⁷²；而員工選擇權部分⁷³，論者認為此為此部份應是修法規範之重點，而沙氏法案卻無琢磨，為一大缺憾⁷⁴；而是否會因為規範加重公司上市的成本，使得美國

⁶⁵ Roberta Romano, *supra* note 41, at 1529-43.

⁶⁶ José Gabilondo, FINANCIAL MORAL PANIC! SARBANES-OXLEY, FINANCIER FOLK DEVILS, AND OFF-BALANCE-SHEET ARRANGEMENTS, 36 Seton Hall L. Rev. 781, at 840-41.

⁶⁷ Jeffrey N. Gordon, *supra* note 60, at 1129-36.

⁶⁸ *Id.* at 1137-42.

⁶⁹ Larry E. Ribstein, *supra* note 61, at 296-7. 所謂「謙遜的管制」，是認為管制規範應為補充地位，盡量尊重市場機制之運作。

⁷⁰ Roberta Romano, *supra* note 41, at 1595-1602.

⁷¹ 其中論者的觀點之一為由各州的管制競爭，對於法規範的進步有所助益。

⁷² 相關討論，請參見後文「第四章第四節」。

⁷³ 因此會產生利益衝突之情形，如經營階層為追求自己股票選擇權的獲利，致力於追求公司更高的股價，而非公司最大之價值。Robert W. Hamilton, *supra* note 13, at 69-72.

⁷⁴ Lawrence A. Cunningham, *supra* note 58, at 977.

資本市場吸引力下降，亦是受到關心的問題⁷⁵；另外關於小型發行者的營運成本加重的問題亦是討論重心，即對於小型發行者而言其遵循成本會不會過高，是否需要提供其豁免條款⁷⁶。

第三款 小結

沙氏法案對於美國公司治理法制來說，也許有論者會認為其仍然在傳統的框架中並無大突破，不過確實於實體法上（尤其是證券管理規範）是一大變革，對於公司的內外部的監控機制都新增相關的規範內容，而於證券交易法體系的傳統管制方法—資訊公開揭露之設計，亦有所加強。而依法案內容和論者的相關討論，可知其部分的規範是較硬性且嚴格的，由立法過程和大部分論者的看法，可知其主要是因應安隆案等會計財務醜聞而生，故立法考量和取向上多少受此些資本市場的緊急狀況影響。而值得注意的是，美國SEC最近對於沙氏法案第404條「管理階層對內部之評估」亦有相關放寬限制的修法提案，計畫放寬對小型企業的限制⁷⁷，即為對沙氏法案的省思和檢討。

以上述之論述可知，對於沙氏法案檢討的思維大都以成本利益、整體法體系觀點或資本市場結構性等問題為出發點，提出更進一步的思考和檢討，以因應現代商業和資本市場之變化和需求，以求達到一個更有效率的管制模式且使資本市場更具競爭力。

⁷⁵ Roberta Romano, *supra* note 41, at 1589-91.

⁷⁶ *Id.* at 1587-89.

⁷⁷ Release No. 2006-210(Dec 25,2006), Further Relief From the Section 404 Requirements for Smaller Companies and Newly Public Companies.

第四章 特殊目的個體之公司治理 法制

第一節 前言：法律個體濫用

安隆中大量使用特殊目的個體，使得其整個企業組織組成相當複雜，綜觀其發展，為濫用「法律個體」以達到其財務操作的目的，法律個體於商業組織的運用，基本上為法律所創設的，因其為商業目的，即追求利潤而組成存在的，基本上最主要之功能和討論焦點為責任財產的界定，而討論的議題主要分為兩大部分，一為「有限責任」；一為所謂「積極的資產分割」和「個體庇護」¹。

因為法人格的創設，原則上個別的商業組織個體為獨立的法律個體，而其從事商業活動即以本身的資產、信用、技術等為之，為一「交易當事人」，而其責任型態，則依其所選擇的商業組織所不同，而基本上此時所處理的為商業組織所有人和商業組織個體本身責任財產的界定，即兩者的債權人所得主張債權的範圍和順序。而現代大型的商業組織，通常為複數商業組織所組成的階層式或網狀的關係企業模式，而各個商業組織彼此間又皆具獨立之法人格，其所處理的問題，基本上和單一商業組織型態的本質上並無不同，僅是商業組織彼此間可能互為所有人，即以商業組織成為持份所有者，另外其之複雜度增加，因為是具有相互牽連關係的複數商業個體。

而如此集團架構的形成，為的是分散投資風險、減少監督成本等因素，不過亦會帶來負面之效應，以「有限責任」為中心討論的話，關係企業中最主要的議題為控制公司利用從屬公司造成責任上的不公平現象，而此時從屬公司的少數股東和債權人即是必須受到保護的一群，即控制公司利用「有限責任」的設計，將其責任規避至從屬公司，而關於此美國法上發展出「揭開面紗原則」(Piercing the Corporate Veil)，而論者有認為「企業責任」的概念(Enterprise Theory)亦已滲入美國法規範中，如Comprehensive Environmental Response, Compensation, and

¹ 相關概念介紹參見前文「第三章第一節」。

Liability Act (簡稱CERCLA)和Employee Retirement Income Security Act (簡稱, ERISA)²。

而若以安隆案來觀察，其複數商業組織的運用，所涉及的是「積極的資產分割」和「個體庇護」的問題，即其為了財務操作，大量使用特殊目的個體，而於安隆公司和特殊目的個體間或是特殊目的個體間進行交易活動，而此些交易安排並無實質的經濟上意義，僅為會計盈餘操作和財務安排之目的，而如前所述，這樣的安排增加了詐欺的風險、監督的困難、破產程序的複雜等。而對於公司治理法制來說是一大挑戰，即於複數的商業組織型態下，如何平衡企業參與者的利害衝突，以安隆案為例，其經營模式造成了安隆公司投資人對於其資訊的遮斷，另外內部監督機制（主要指獨立董事）和審計機制亦無法發揮其功能，經理階層於此資訊優勢明顯展現，造成嚴重的監控危機。

而關於商業組織個體的濫用，法律理論和實務上亦會有所因應，即所謂解構商業組織個體，如上述之揭開公司面紗原則，其為公司法人格的否定，另外所謂實質合併原則亦是，處理若法律個體的運用，造成了交易上不公平的情形產生，如何去衡平調整利害關係人的關係，而論者認為因為商業組織的成立涉及到交易安全的問題（其主要是指債權人的信賴），故在解構商業組織個體時必須有明確的標準且應該是較嚴格的³。

本章節所欲處理的議題為安隆案後，美國方面對於安隆案中濫用特殊目的個體的因應趨勢。企業運用特殊目的個體時所涉及的公司治理法制問題，一為個體本身治理架構的問題，主要集中在獨立董事或相對應組織的設計、營業活動的限制等；另一就是從發起（創始）機構的整體企業群體出發，避免其利用創立新的法律個體的方式侵害投資人的權利，而在此方面主要於沙氏法案中所凸顯的是在於資訊透明度的提升，當然對於企業個體財務報表製作過程的要求亦是相關連的

² 相關之介紹參見Cindy A. Schipani, THE CHANGING FACE OF PARENT AND SUBSIDIARY CORPORATIONS: ENTERPRISE THEORY AND FEDERAL REGULATION, 37 Conn. L. Rev. 691(2005).

³ Steven L. Schwarcz, COLLAPSING CORPORATE STRUCTURES: RESOLVING THE TENSION BETWEEN FORM AND SUBSTANCE, 60 Bus. Law. 109 (2005), at 121-45. 其判斷標準為：(1) 違反或重大減損立法的政策；(2) 形成嚴重的不合適和造成明顯的傷害或故意的外部性。其特別強調以的效率理論為基礎，不過增加了「明顯」(Manifestly)的要素，另在故意的部分，其為緩和舉證責任，亦導入「僅要當事人知道或是應該知道此種架構實質上會造成傷害」即為故意。另外，在不同交易架構下，其判斷標準會根據規範目的而有所調整。

規範，以下討論除了探討特殊目的個體之基本架構外，將以此為重點，以勾勒出美國方面對特殊目的個體運用規範的新趨勢。

第二節 特殊目的個體（SPE）在安隆案中的濫用

第一項 安隆公司對於設立特殊目的個體的動機

因為安隆公司為許多期貨契約的經紀商並且同時投入其他資本密集（Capital-intensive）的企業，而其所生之現金流量不足，持續擁有高度的資本需求。而安隆公司原則上有兩種籌資的方式：一為借貸；一為發行新股。不過似乎皆非安隆公司所滿意的，因為安隆公司的早年的盈餘不足以避免「股份稀釋」，故發行新股並非其所期望的；同樣的因為借貸會影響安隆公司投資評等的信用，因為其已經背負了相當的債務，額外的債務增加將會減少其信用評等，增加其資金借貸的成本⁴。面臨無法說服評等機構提升企業的信用等級的困境，安隆公司的財務長即運用一些財務安排膨脹安隆公司的資產負債表。

在會計、財務方面，安隆案中有一千個以上的 SPEs，其中有的為海外的 SPE。因為合格的 SPE，其財務報表可以不必和其創始機構（發起人）合併，故安隆公司將資產出售予 SPE 以「獲利」，也藉由 SPEs 從事衍生性商品交易，將許多負債隱藏在 SPEs 之下，形成「資產負債表外交易安排」。

而SPE之設計是為創始公司移轉資產的導管體，以資產分割之方式將資產和創始機構的風險分離，達到破產隔離的設計。美國SEC規定獨立之第三人，對SPE之權益達 3%（現已提高為 10%），其資產和負債即可以排除於創始機構（發起人）之合併財務報表之外。安隆公司即是利用此依規定之漏洞濫用SPE，使SPE完全失去其經濟目的，而從事大量的資CaIPERS產負債表外交易安排⁵。

⁴ WILLIAM C. POWERS JR. ET AL., REPORT OF INVESTIGATION BY THE SPECIAL INVESTIGATION COMMITTEE OF THE BOARD OF DIRECTORS OF ENRON CORP. (Feb. 1, 2002) [hereinafter POWERS REPORT], at 36.

⁵ Simon Deakin & Suzanne J. Konzelman, LEARNING FROM ENRON, Corporate Governance: An International Review, 12(2), April 2004, at 137.

第二項 安隆公司特殊目的個體的運作

以下就安隆公司最主要的三個SPEs的運作進行簡要的說明⁶：

1. Chewco：Chewco為安隆公司第一個成立的SPE，其是由安隆公司的高階主管（Kopper）所管理。其設立的目的是為了成為其投資合夥企業JECD（Joint Energy Development Investment Limited Partnership）的外部投資者，以避免將該個體的財務結果合併入安隆公司的報表中，JECD是安隆公司和CalPERS（The California Public Employees' Retirement System）於1993年共同投資成立的，為一高槓桿經營的事業，其負債金額在1999年達到16億美金，當初該事業是由安隆公司和CalPERS各出資50%所共同控制的，所以安隆公司只需將該投資的損益呈現在損益表上及在附註裡呈現相關的資訊，並不需將其負債編入財務報表中。於1997年安隆公司欲買回CalPERS對JECD的持股，以便讓CalPERS將資金轉投入另一個合夥事業（JECD II），故安隆公司必須尋求其它的新合作對象，因此安隆公司協助它的高階主管成立Chewco。而Chewco購買CalPERS JEDI的股權，價值達3億8千3百萬美金，為了籌措購買的價金，Chewco透過安隆公司的保證向兩家銀行取得貸款，如此則和安隆公司形成一個未分離的基礎。而當Chewco成為JEDI的股份持有者，JEDI被要求每年度給付安隆公司管理費用，此筆金額在安隆公司收入的認列上在1998年達2570萬元美金。另外為了滿足SPE財務報表無須合併的原則，Chewco必須要有一個持股3%以上的獨立投資者，然而實質上卻尋找不到任何有意願的對象所以Chewco的資金來源皆是負債而非權益投資的方式，其並用這些資金買下JECD的股權，故其並非一個獨立的個體，而安隆公司更進一步從Chewco收取管理費⁷，及進行隱藏債務的行為，美化其財務報表⁸。

2.LJM1：於1999年，安隆公司的財務長，Fastow，成立了LJM1 SPE，安隆公司移轉遠期契約的標的，即預期未來股價會上升的安隆公司股票給LJM1，做為其主要的資產，其主要和安隆公司進行三項交易：（1）LJM1購買一部份安

⁶ 安隆公司其他關於SPE相關的交易，請參見POWERS REPORT, supra note 4, at 36-96.

⁷ SPE的資產管理通常需要一個服務機構，而創始機構因為對其移轉的資產有足夠的管理能力，故通常尤其來擔任，重點是管理費用合理於否。

⁸ Hunter Carpenter, SPECIAL-PURPOSE ENTITIES: A DESCRIPTION OF THE NOW LOATHED CORPORATE FINANCING TOOL, 23-MAR Am. Bankr. Inst. J. 36(2003), at 1078、1079.

隆公司在Cuiaba（在巴西的能源計畫）的股權，而安隆公司藉此買賣中來膨脹自己的收入。(2) 幫忙安隆公司投資在Rhythms NetConnections的股票避險，企圖防止安隆公司在Rhythms NetConnections投資的損失。(3) 購買另一個安隆公司的SPE（Osprey）的股權，以製造外部股份持有的假象，以符合獨立個體的規定要求⁹。

而以上之三大交易中，被廣為論的是和Rhythms的避險交易，此交易完成於1996年6月30日，為安隆公司與LJM進行的第一筆交易，是第一次安隆公司將本身的股票移轉給SPE進行避險交易。因為其將該筆投資當成商人投資組合的一部份，所以在帳上是採用市價登錄投資價值，這意味著Rhythms的股價的漲跌會影響安隆公司的損益表的數字。而如同典型的IPO，安隆公司受到六個月禁止出售持股的限制，而安隆公司為了避免這段期間該筆投資的損益造成其盈餘的波動，故以從事避險交易的方式來避免該筆投資的價值變動風險。而其交易安排內容如下¹⁰：

(1) 安隆公司首先重組其與投資銀行簽訂的遠期契約，釋放其中的340萬股安隆公司股票，再將此些股票移轉給LJM1。若以6月30日的收盤價計算，此些股票價值約2億7千6百萬美金，不過因為安隆公司針對此股票設立有四年內出售的契約條款，反應此項限制，股票以折價1億8百萬美金（約39%）後的價值交換LJM1價值6400萬的票據。

(2) LJM1將110萬股的安隆公司股票加上375萬美金的現金移轉給Swap Sub，當作該SPE的外部權益資金。

(3) 安隆公司從Swap Sub取得標的540萬股Rhythms股票的賣權，依照該項選擇權的條件，安隆公司可以在2004年6月要求Swap Sub以每股56美元的價格買下Rhythms的股票，這個賣權價值約1億4百萬美金。

而在以上這筆交易中，安隆公司完全是以本身的股票完成交易，以此換取LJM1的票據和Swap Sub的票賣權，營造出一個投資風險已透過避險交易轉移的假象，但實際上Swap Sub履行賣權義務的能力完全來自於從LJM1所取得的

⁹ Id. at 1080-1083.

¹⁰ POWERS REPORT, supra note 4, at 42-43.

160 萬股的安隆股票，故其資產的價值會隨著安隆公司股票漲跌而波動，故於安隆公司股票下跌時其將失去履約的能力。

3.LJM2：LJM2 設立於 1999 年 10 月，是由五個外部第三者所組成，而其中包括 LJM Capital Management，此為 Fastow 所成立。而 LJM2 提供合夥投資者不尋常的高報酬，以順利進行其交易。安隆公司亦是利用其進行大量的資產負債表外交易規避一般會計規則。另外，安隆移轉其資產（Nowa Sarzyna, a Polish power plant）給 LJM2，而前述資產的價值是由安隆股票為擔保，而 LJM2 再移轉此資產給另一個安隆公司的 SPE，Whitewing，以賺取 25% 的利潤，即是 LJM2 因為使安隆公司獲得收入的認列而取得利潤¹¹。而因為資產的價值是由安隆公司所擔保，故此交易的真正經濟目的只是為了美化安隆公司的財務報表，而當其股票大跌時，此交易運作也隨之失靈。¹²

另外，安隆公司於 2000 年的年報中第 49 頁的附註 16 揭露「安隆公司在 2000 年出售給關係企業一部份的黑色纖維（dark fiber）存貨，取得 \$ 30 million 的現金與 7000 萬美金的應收票據，於此筆交易中認列了 6700 萬美金的毛利。」而其中所指的關係企業即是 LJM2。而黑色纖維為一種安隆公司所交易的頻寬，為其多頻率事業的一部份，從事光纖電纜的營業，而其中只有少數的電纜為“lit”（能傳輸攜帶資料的光波），其他大多數的電纜都必須在升級，稱為“dark”，而安隆公司將這些透過“dark”傳送資料的營業稱為黑色纖維，而此種營業價值很難評價，而其將自行評價為 3300 萬美金的黑色纖維以三倍的價格出售，認列了 6700 萬美金的毛利；買方為 LJM2，其是藉由發行證券向投資人募集資金來籌措此筆交易金額。而此交易的官建在於，安隆公司並無在附註上揭露，LJM2 的投資者之所以願意從事此筆價格明顯高估的交易，是因為安隆公司另與 LJM2 簽訂了一筆填補（make whole）的衍生性契約，即當黑色纖維的價格下跌時，安隆公司會補償 LJM2 投資人的損失，所以基本上在此筆交易中，安隆公司依然保黝黑色纖維相關的經濟風險。而透過此筆交易，於 2000 年黑色纖維的價格急遽下跌時，安隆公司依然認列出售利得¹³。

¹¹ Hunter Carpenter, supra mote 8, at 1083-1087.

¹² 張麗娟、翁頂升，從公司治理談安隆事件，台灣經濟金融月刊第 38 卷第 9 期，第 55 頁，2002.9。

¹³ POWERS REPORT, supra mote 4, at 44-45.

第三節 特殊目的個體的架構

第一項 章程或交易契約的限制

為了確保特殊目的個體「破產隔離」的目的，對於其之交易條件和章程必須具備某些標準，通常對於其組織和營運的限制包括：一為交易活動的限制，即SPE的交易文件和章程必須明確描述其形成之目的，而其所從事的活動亦必須和其成立目的相關；二為債務負擔的限制，即是SPE所能承擔的債務僅為其創立之初所設定之交易行為所生，而無承擔其他交易行為債務之能力；另外其他組織上或交易上文件的限制為禁止SPE的合併(Consolidation)和清算、藉由SPE合併(Merger)和出售資產的限制、對於章程、交易文件和分離性合意(Separateness Covenant)的修改的禁止¹⁴。除此之外為了避免資產收入的混淆，會有以下的要求¹⁵：

- (1) 禁止從事無關於此資產的營運。
- (2) 若無SPE董事、會員(Members)、或合夥人的一致同意，不得有解散或合併¹⁶之行為。
- (3) 除了一般交易的債務，禁止有其他債務出現。
- (4) 保持分離獨立的帳簿、記錄和會計。
- (5) 從事經營行為時使用SPE本身的名稱，且有分離獨立的文具、發票和支票。
- (6) 禁止和其他從屬公司(包括發起機構)的資產混淆且除非合乎常規交易否則不得和其為交易行為。
- (7) 禁止為其他從此公司(包括發起機構)為擔保。
- (8) 對於現金支出的監督為lockbox協議。

¹⁴ David B. Stratton, SPECIAL-PURPOSE ENTITIES AND AUTHORITY TO FILE BANKRUPTCY, 23-MAR Am. Bankr. Inst. J. 36 (2004), at 36.

¹⁵ Robert K. Rowell, SINGLE PURPOSE ENTITIES GIVE BORROWERS MORE LEVERAGE, 7 NO. 4 Bus. Entities 32, 2005 WL 2002582 (W.G.&L.).

¹⁶ 此處之合併，包括和創始機構(發起人)的合併(Consolidation)和一般所指的企業個體間的組織合併(Merge)。

第二項 獨立董事或相對應組織（人員）的設計

特殊目的個體依其個體營運架構的不同，其交易活動的經營執行者可能為董事會、合夥人、管理委員會等，而無論以何種組織方式，其營運之獨立性為其主要之特性，尤其以關係企業模式成立的特殊目的個體，母公司的董事或是經理人可能亦擔任從屬公司SPE相同的職位，而如此相牽連的關係可能會出現潛在的利益衝突，最重要的討論之一即是特殊目的個體破產登記的問題，是否自動申請破產登記創始（發起）機構與特殊目的機構於是否自動申請破產登記的立場通常不相同，故信用評等機構和借貸者通常會要求SPE若以公司形式成立時必須有一位獨立董事，而於以其他形式成立時亦必須有相對應的設計，獨立董事或相對應組織（人員）在此破產的案例中，其對所有權益投資人、合夥人、和所有債權人負有受託義務且必須考量其之利益¹⁷。而因為傳統上特殊目的個體破產的登記需要董事會或是對應的組織設計一致的同意，故獨立董事或其相對應者的表決權可有效左右此結果。實務上為了確保此獨立性，很多特殊目的個體和服務機構¹⁸簽約由其提供此人力資源¹⁹。總之，於特殊目的機構的營運與治理架構中，獨立性的機構建置是必要的。

第三項 組織形成資產構成和外部資本的要求

除上述兩點關於特殊目的個體組織內部的章程（契約款款）的限制及組織設置，為了凸顯其「獨立性」之特色，在個體形成上除了需要新設一個獨立法人格的個體外，使其在法人格上和發行者（或創始機構）有明確區分²⁰，在於個體的外部持有權益部分亦有所要求，美國法上安隆案發生前的設計為外部權益必須至少達全部比重的3%，而現今修正為10%²¹。

論者認為外部資本的要求是為了緩衝SPE的資產價值和債務的轉換，重要的

¹⁷ David B. Stratton, *supra* note 14, at 36.

¹⁸ 其可能亦提供特殊目的個體經理人、申辦代理人（registered agent）、營運相關的服務和法律服務等。傳統上此些機構對於特殊目的個體業務具有經驗和專業且較不具利益衝突。

¹⁹ Robert K. Rowell, *supra* note 15.

²⁰ 其在商業組織法上涉及資產分割、個體庇護等概念。

²¹ 此比重的要求，論者認為因為大部分的SPE所從事的計畫相當大（如興建油管），故低比重的外在資本取得是合理的，無論3%或是10%都是巨大的金額，而是否如此僵硬地規定任何類型的商業活動（交易）皆須相同的比重亦是有疑問的。

是，SPE一般應該具有價值性資產（稱為“Skin”），且資產的價值必須等於或大於債務，而此理論基礎為如此其將有能力應付債務風險，因此特別計畫的資產負債表外處理也具正當性，即具有理論上和融資上的原因贊成此特別計畫免於合併於發行者的資產負債表上²²。可知外部資本的要求在此扮演的角色，應是助於達成上述之個體資本構成的健全性，即監督之功能。但亦有完全以獨立性的角度切入解釋外部資本的要求。

另外理論上，SPE 必須具有“Skin”，若於必須合併之情形時，其亦應該具有記入資產項目呈現在合併的資產負債表上的資格，且論者認為真正的“Skin”是約幣（Hard Cash）或是硬性資產（Hard Asset），如現金（Cash）、房地產或建築物等。而 SPE 真實的“skin”之公平價值不應該會有劇烈波動的本質，即不能像安隆公司所成立的 SPE 其資產組成以安隆公司的股票為主（股票價值本質上波動性較大）。

我國法上於金融資產證券化條例中引進了特殊目的個體的概念，而條例中關於特殊目的個體（機構）之設立規定（金融資產證券化條例第九條第四項至第六項、第五十四條第二項、第七十三條第四項至第六項），限制其必須非創始機構的關係企業，立法的目的應該是著眼於獨立性的觀點，認為此規範能大大降低創始機構對於特殊目的個體控制之可能性而抑制可能產生之弊端。故可知我國條例所規範的外在資本的比重可謂是相當高標準²³。

²² Bob Jensen, What's Right and What's Wrong With (SPEs), SPVs, and VIEs, at <http://www.trinity.edu/rjensen/theory/00overview/speOverview.htm> (last visited 12.3, 2006).

²³ 必須注意的是，如此的立法方式的負面效果，即是有過於僵硬的疑慮。張冠群，金融資產證券化與保險證券化之法律分析—美國經驗與我國法制之評析，政大法學評論第 77 期，第 130 頁，2004.1。論者認為僅需遵守下列原則即可達到確保特殊目的機構獨立性之目的：一、特殊目的機構與創始機構決策分離；二、特殊目的機構之業務獨立；三、特殊目的機構對其資產行使有絕對所有權；四、特殊目的機構債務自行管理；五、特殊目的機構與創始機構營業處分離；六、特殊目的機構財務報表分離；七、特殊目的機構與創始機構債權人分離。

第四節 資訊公開揭露

第一項 公開（資訊）揭露制度概論

第一款 前言

公開（資訊）揭露制度為證券交易法三大主要內容之一²⁴，其旨在達成「充分與公平之公開（Full and Fair Disclose）」，而透過此達到防止詐欺、改善資訊不對稱及保護證券市場投資人之目的。此以原則係源於美國大法官布蘭迪斯（Louis Brandeis），其在其 1914 年著作 *Other People's Money* 中之名言：「公開是救治現代社會及工業弊病的最佳良藥，陽光是最好的防腐劑，燈光是最有效的警察。」²⁵ 而在現代金融體系上，因為金融市場企業資金的調度上，除了傳統透過銀行取得融資貸款的方式外，其可以藉由股票、公司債券之發行，以及新興的架構式金融等方式取得資金。而證券交易是直接連結資金投資人與需要資金的企業體，發揮現代企業資金調度的機能之方法。另外，以風險管理形成的衍生性（金融）商品，及前述架構式交易（融資）的證券化商品，多流通於證券市場，故形成了金融體系和證券交易體系之融合。而企業本身從事於新型金融工具之操作，亦即對本身財務之運作與安排，除在財務方面有相當之探討之必要，以法律面向而言，其對於公司經營之監控及防止不正行為上有很大之影響，故在法律角度之公司治理有很大之意義，而其中涉及的面向之一即為資訊揭露。於 OECD 2004 公司治理準則中，亦明列資訊揭露與透明化為其六大面向之一²⁶。而安隆案中運用特殊目的個體的操作，亦為所謂之新型金融工具，以下即針對新型金融工具之運用探討其對於公開揭露制度之影響。

²⁴ 證券交易法之主要內容包括：公開（資訊）揭露制度、相關事業之管理、不正行為之防治。

²⁵ 轉引自賴英照，*股市遊戲規則—最新證券交易法解析*，作者自版，第 8 頁，2006.2。

²⁶ 參見 *The OECD Corporate Principles (2004)*, Part.1, V.

第二款 公開（資訊）揭露制度之原則及類型

第一目 原則²⁷

1.正確性、完整性及可信賴性。即企業所提供之相關資料，應正確而完整的記載，所謂完整性，是指投資人為投資決策所需要之相關資料必須完全公開，不過此部份涉及「重要性」之判斷標準。而有關財務業務報表及文件則應依規定，經獨立會計師或律師之簽證，使投資大眾得以信賴。

2.時效性。即公開揭露之資訊應非僅提供過去之事實，對於影響公司營運有關之重要事實，應迅速公開，並且以繼續公開之方式作必要之補充，以避免內部人不當利用該資訊為內部交易。

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

4.效益性。即所謂之成本問題，資訊揭露應該在成本與效益間維持一定之平衡。

第二目 類型

完整之公開（資訊）揭露制度，包括企業財務業務資訊之揭露，及市場供需狀況之交易資訊揭露²⁸。前者另分為發行市場之企業財務業務資訊之揭露及流通市場之企業財務業務資訊之揭露。而發行市場之企業財務業務資訊之揭露即以證券交易法公開說明書的編制及交付義務為代表，流通市場中之企業財務業務資訊之揭露，即是企業財務業務資訊繼續之揭露，其又分為定期揭露和即時揭露。如此來構成完整的公開（資訊）揭露制度之體系。

若以表達方式觀察，又可分為數據揭露及附註揭露（一般在財務訊息的揭露中如此區分），由於財務報表是表達經營績效，而附註僅是使用報表數據實重要參考而已，故數據本身需正確反映績效，其準確度所受限制或前提要件由附註表達之。另外，亦可區分為動態揭露及靜態揭露，財務報表即為典型之靜態揭露，

²⁷ 整理自張振山、包幸玉，我國資訊公開制度之探討，證券暨期貨月刊第22卷第4期，第16頁、第17頁，2004.4；陳春山，證券交易法論，台北：五南，第47頁，2004.9。

²⁸ 林國全，證券交易法，收錄於「金融法」，台北：元照，第124至128頁，2004.7。

動態揭露則以揭露管理階層為特定行為為適例²⁹。

第三款 公開（資訊）揭露制度之設計之考量因素

第一目 揭露之範圍及程度

前者即何種資訊必須揭露，概括來說是以「重大性」（Materiality）為標準，即凡投資人作為投資決定認為重要之內容（此應是立於證券交易之角度出發，若以公司治理面向切入，個人認為凡股東、經營階層、利害關係人等認為對公司經營為重要之內容），原則上就有公開之義務³⁰；而後者通常與合前述「效益性」原則相關。而針對不同種類的企業體，其所需揭露之範圍和程度亦不同。

第二目 不同的揭露方式的運用

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

³¹故公開（資訊）揭露之範圍並不應以財務性資料為限，而是凡股東、經營階層、利害關係人等認為對公司經營為重要之內容皆屬之，而該利用不同之揭露方式使資訊能完善呈現。

第三目 企業關係人自我責任

即資訊揭露之目的之一是使企業之交易者處於一個資訊對等的地位，而自我判斷其是否為相關行為。而並無保證相關關係人所為之行為必定獲得利益。此部

²⁹ 方嘉麟，論關係企業三書表資訊揭露之問題，國家科學委員會彙刊：人文及社會科學第 10 卷 4 期，第 481 頁、482 頁，2000.10。

³⁰ 詳見余雪明，證券交易法，台北：財團法人中華名國證券暨期貨市場發展基金會，第 195、196 頁，2003.4。

³¹ 薛明玲、蔡朝安，從資訊揭露看公司治理，月旦法學第 96 期，第 337 頁，2003.5。

分不僅在於公開（資訊）揭露制度之設計必須考量，在民事損害部分亦是重要的考量因素。

第四目 資訊負荷過重的現象（Information Overload）

有觀點認為，真正的市場透明，並不是一味的提供更多資訊，如此只會增加投資者處理資訊的負荷，以及公司承受不必要的資訊提供壓力。但另有認為資訊適量之標準難以拿捏，除非能有實證上研究結果，來增加不同類型關係人心理層面的瞭解，否則不應單純削減資訊的揭露量³²。

第五目 市場的有限理性（Bounded Rationality）

由於證券市場線上交易日漸興盛，投資人大量直接參與證券市場，而部分的投資人對於市場中各種資訊過度的反應，此引發兩個主要問題，其一即證券發行者為使其在市場獲得良好印象，避免揭露負面消息，而美化公司盈餘及資產狀況。其二為「謠傳交易」（Noise trading）使得證券市場更容易被操作，而證券發行者學習以揭露可刺激吸引投資者的項目來吸引資金投入³³。而此時法令規範公開揭露之方式就必須有不同之考量，有時強制揭露之方式並不一定得到完善的效果，如財務預測即一適例。

第二項 強制公開揭露

第一款 概說

由於證券市場上先天性存在著「資訊不對稱」的現象，而此現象為妨礙經濟學上所謂的「社會最適狀態」（Social Optimal）的達成，因此「資訊公開」遂成為證券交易市場上重要課題之一。在此課題下，強制揭露和自願揭露在證券交易管制³⁴議題上，一直是學說上所爭議的，主張自願揭露的學者的依據為效率市場

³² 劉玉珍、李怡宗、黃寶慧，市場管理制度創新與行為財務學：資訊揭露制度設計的政策意涵，證券暨期貨月刊第 22 卷第 4 期，第 10 頁，2004.4。

³³ Donald C. Langevoort, TECHNOLOGICAL EVOLUTION AND THE DEVOLUTION OF CORPORATE FINANCIAL REPORTING, 46 Wm. & Mary L. Rev. 1, at 9-11.

³⁴ 當市場失靈時（market failure），即當市場機能在充分發揮下仍無法圓滿達成經濟效率時，政府即有介入管制之空間，而市場失靈形成的原因眾多，主要有市場獨佔（壟斷）、外部性、公共財、嚴重的資訊不對稱。參見 Robert Cooter & Thomas Ulen, LAW & ECONOMICS, Addison Wesley

理論、投資組合理論、代理成本理論和信號理論等³⁵，不過現今的證券交易規範系統，仍以強制揭露為原則，其支持的理由為經濟學上的「外部性」³⁶的問題、集體行為（Collective Action Problem）問題及提供基本資訊最合乎經濟原則³⁷。認為資訊揭露具有公共財之性質，兼具「共享性」（或稱「非競爭性」）和「無排他性」，而強制揭露可以解決公司不願意自願揭露負面消息之問題以及「搭便車」（Free-riders）的情形；給予投資人基本的資訊為投資決策，且使資訊的呈現「標準化」；減少董事、經理人和其他代理人（Agent）的衝突，因其有共同避免負面揭露傷害公司的利益；提供自願揭露中關於信賴性問題的解決等³⁸。

第二款 成本利益分析

而美國法在公開揭露領域的規範方式，學者探討的主要方式即是成本利益的衡量，而相關的成本為：直接成本（管制者成立運作、執行、資訊的收集、發佈、訴訟等成本）、遵循成本、和市場競爭等，另外有所謂市場「噪音」的成本，即於過多資訊情況下投資人必須釐清哪些資訊對其是有用的。而利益方面所考量的最重要的為投資人的利益，即其擁有足夠之資訊為投資決策，而進一步促使整個資本市場更活絡且健全（當然作此分析時，必須考慮到強制揭露的立法目的為何）。另在不同情形下亦有不同的考量因素，比如小型發行者或是預測資訊等軟性資訊方面，其是否強制揭露或是強制揭露的範圍和程度等都會因為成本的多寡有所不同，另外在強制揭露規範下亦會有安全港（豁免）條款，如此使規範具有彈性。

（2004），at 43-7.

³⁵ 詳細請參閱See Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, MANDATORY DISCLOSURE AND THE PROTECTION OF INVESTORS, 70 Va. L. Rev. 669, 674 (1984), at 683-5; John C. Coffee, Jr., MARKET FAILURE AND THE ECONOMIC CASE FOR A MANDATORY DISCLOSURE SYSTEM, 70 Va. L. Rev. 717(1984), at 737-43.

³⁶ 如非強勢的效率市場中，資訊不對稱使得投資人在區分何發行者為誠實發生困難時，會有對所有發行者的揭露資訊打折扣的傾向，即不誠實的發行者加諸了誠實發行者「負的外部性」，而此情形削弱了經濟效率，投資人的折價評估對誠實的發行者來說是額外的成本，但投機的發行者卻從中獲利，安隆案即是一個很好的說明。參見Jonathan R. Macey, EFFICIENT CAPITAL MARKETS, CORPORATE DISCLOSURE, AND ENRON, 89 Cornell L. Rev. 394 (2004), at 414.

³⁷ 其所指為避免重複研究之浪費及鼓勵證券分析師進一步研究（因其可以降低成本），而有利整體市場之健全運作。

³⁸ Anita Indira Anand, AN ANALYSIS OF ENABLING vs. MANDATORY CORPORATE GOVERNANCE: STRUCTURES POST-SARBANES-OXLEY, 31 Del. J. Corp. L. 229 (2006), at 246-7.

第三項 新型金融工具(Financial Instrument) 運用衍生法律問題之初探—以資訊公開 揭露為中心

第一款 概論

由於資訊科技之發展、金融自由化及金融市場國際化等因素，造成金融工具不斷推陳出新，金融創新已成為金融市場發展不可或缺之條件。而新的金融工具在市場中蓬勃發展，產生巨大之經濟利潤，但同樣亦在運用中產生弊端，美國安隆公司(Enron, Inc.)破產案件即是一個適例，對整體經濟和金融市場健全影響不可謂不大，以下即以新型金融工具中於安隆案中廣泛運用之架構式金融(Structured Finance)及衍生性(金融)商品³⁹為核心，由法律規範面探討其衍生之法律問題，而以公開(資訊)揭露制度為討論重點。以下第一部份即簡述安隆案對架構式金融及衍生性(金融)商品之過程。第二部分介紹公開(資訊)揭露制度。第三部份及第四部份分別探討架構式金融及衍生性(金融)商品在安隆案中衍生之法律問題，而以公開(資訊)揭露為討論核心。

第二款 安隆案中架構式交易及衍生性(金融)商品 之運用

第一目 安隆利用特殊目的個體(Special Purpose Entity, SPE) 之手法

根據寶德信證券(Prudential Securities)，一名位於休士頓的分析師估計，安隆大約有 3500 個子公司及關係企業，其中至少有數百個是設於免稅天堂之 SPE⁴⁰。而安隆公司開創一系列的創業投資案，且以 SPEs 透過資產負債表外交易(Off-Balance Sheet Transaction)之手法，未將這些投資案的盈虧列入公司之合併報表中。安隆公司在與 SPEs 交易中，其以高價將資產移轉讓售給 SPE，認列所得而虛增公司利益。另外，利用 SPEs，安隆可以向銀行、保險公司、退休基金

³⁹ 定義請參見本文「第二章第三節第一項及第四章第四節第三項」。

⁴⁰ 李榮鎮、賴鈺城、陳賢名特殊目的個體(SPE)對當前公司治理制度之影響以安隆(Enron)案為例，財稅研究第 35 卷第 4 期，第 101 頁，2003.7。

及個別投資者籌募資金。而且由於SPEs累積之許多債務不必併入安隆的資產負債表中，因此使安隆獲得較好的信用評等，另外交易中亦進行大量之關係人交易。結果造成安隆的獲利數字大幅膨脹，而債務遭惡意之隱藏，而最終爆發會計醜聞。

第二目 安隆案中衍生性（金融）商品之交易

安隆公司轉投資其他事業，而持有他企業股份，而於該企業上市時，安隆公司因處於集保期間，需等待八個月方能出售股票。而在這段期間，安隆公司不願意冒該企業股價漲跌之風險，故以「以自己的股價的變動來規避其轉投資之企業股價變動」⁴¹。安隆公司為了最小化其在轉投資其他科技公司資投資失敗，藉著創造SPEs做為會計避險方式，其和旗下之SPE進行衍生性金融交易，最主要集中在LJM1 與Raptor兩SPEs，而交易中安隆公司是以其股票為代價，而SPEs則開具本票予安隆公司，故此時SPE之資產大多為安隆公司之股票，而當安隆公司轉投資的科技公司股票下跌時，SPEs為了履行交易契約之義務，SPE必須賣出安隆公司股票。而此時SPE對安隆公司本票之現金支付能力將降低，故此時安隆公司仍承擔經濟上之風險。且安隆公司利用衍生性（金融）商品交易，膨脹所得利潤，而減少報表上之債務，而使其獲得良好的信用評等，以繼續維持其類似交易。⁴²另外安隆公司亦從開始之能源交易商轉變為能源衍生性商品之市場製造者及交易者⁴³，使公司之運作和風險結構有本質上之轉變。

第三目 小結

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

⁴¹ 馬秀如，SPE與會計把戲，今日會計第88期，第9、10頁，2002.9。

⁴² Frank Partnoy, A REVISIONIST VIEW OF ENRON AND THE SUDDEN DEATH OF "MAY", 48 Vill. L. Rev. 1245(2003), at 1251-1253、at 1256.

⁴³ Christopher Faille, WHY THE CASE FOR A FREE MARKET IN ENERGY DERIVATIVES HAS SURVIVED ENRON, 50-JAN Fed. Law. 39(2 003), at 39-42；Monica S. Tew, THE DARK SIDE OF DERIVATIVES: A BOOK NOTE ON INFECTIOUS GREED: HOW DECEIT AND RISK CORRUPTED THE FINANCIAL MARKETS BY FRANK PARTNOY, 8 N.C. Banking Inst. 289(2004), at 310.

來為不實的財務報表。

第三款 架構式交易⁴⁴複雜性之因應

第一目 資產負債表外交易

在架構式交易過程中，SPE為資產分割後移轉資產之載體，於會計原則中，基於SPE之資產與創始（發起）機構風險獨立隔離（即某一資產所有權既移轉出去，當應於資產面予以扣減一定之數額），且SPE的權益中，有一定比例之權益所有人為真正出資者，而自負盈虧，不受移轉人任何形式之擔保或保障的話（代表SPE經營具獨立性），則可將此種交易視為資產負債表外事項，不需列入合併報表中揭露⁴⁵。但應注意的是，對於架構式交易於資產負債表的會計處理原則，不同會計原則中有不同之處理，亦存在調和之問題⁴⁶。而安隆案中發生大量使用資產負債表外交易來隱藏債務，也引起了對原本不需合併財務報表之檢討，即若能將SPE與其創始（發起）機構合併財務報表，當可對整個交易活動有全盤之瞭解。

第二目 合併報表之爭議

企業編制合併財務報表之主要目的在於能提供報導企業經濟實質之會計資訊予報表使用者，且不以法律形式為準。企業常因經營上的考量，以兩個以上之法律個體（如母子公司）運作，財務報表使用者若僅閱讀單一個體之財務報表，即難以明瞭整個經濟個體之活動。因此，母公司應編制合併報表，將全部聯屬公司，化為單一經濟個體，使財務報表使用者能瞭解該經濟個體之財務狀況、經營成果及財務狀況之變動情形⁴⁷。而美國會計師協會（The American Institute of Certified Public Accountants', AICPA）會計研究公報第 51 號（Accounting Research Bulletin no.51, ARB 51）亦指出合併財務報表之要求為一實體對於他實體擁有控

⁴⁴ 定義請參見前文「第二章第三節第一項」。

⁴⁵ 劉科，美國安隆公司破產事件涉及之財務報表及獨立董事資訊揭露問題之探討，證券櫃檯第 69 期，第 27 至 35 頁，2002.3。

⁴⁶ 有(U.S GAAP)、(U.K GAAP)、(IAS)，詳見Peter Jeffrey, INTERNATIONAL HARMONIZATION OF ACCOUNTING STANDARDS, AND THE QUESTION OF OFF-BALANCE SHEET TREATMENT, 12 Duke J. Comp. & Int'l L. 341(2002), at 341-51.

⁴⁷ 黃建隆，合併財務報表之理論與編製，會計研究月刊第 232 期，第 44 頁，2005.3。

制性之金融利益 (Financial Interest)⁴⁸。

而在SPEs，過去的會計準則因為其為承受創始機構的移轉資產的獨立載體，故不需其和創始機構製作合併財務報表。但因為如安隆公司一樣，對於表決權的控制和外任股份投資要求的操作，以及前述以資產負債表外交易美化財務財務報表的作為，而引發會計醜聞，故在美國對於SPEs的會計處理原則，有提出其亦必須為合併財務報表之改革聲浪，而美國財務準則委員會 (Financial Accounting Standard Board) 之草案亦有提出相似看法⁴⁹。

在此爭議中，目前美國方面未採取如此強烈之方式，並無強制合併財務報表之規定，而是於企業改革法第 401 條 (a) 項中規定，SEC至遲需於該法制訂後 180 日內發佈最終規則，要求發行公司在提交予SEC之年報及季報中揭露所有重要的資產負債表外交易、安排、契約 (包括附條件契約)；以及該發行公司與非合併個體或個人間之其他關係，足至公司現在或未來之財務狀況因而發生影響者，例如營運、流動資產、資本支出、資本來源、收入或支出之重要內容⁵⁰，而於SEC發佈的Regulation S-K之修正確認細部規則Final Rule: Disclosure in Management's Discussion and Analysis About Off-Balance Sheet Arrangements and Aggregate Contractual Obligations；以及因應企業改革法第 409 條要求企業提供即時、迅速之資訊揭露，美國SEC於 2004 年 3 月 16 日發佈確認細部規則Final Rule: Additional Form 8-K Disclose Requirement and Acceleration of Filing Date (Release No: 33) 大幅修正有關Form 8-K (即不定期重大資訊之揭露) 之規定。而資產負債表外交易、安排、契約亦是其中一項⁵¹。即是透過公開揭露相關交易內容來解決安隆案所生資產負債表外交易之弊端⁵²。

第四款 公開揭露是否為唯一之因應之道

在安隆案發生後，美國學者主要之建議集中在(1)對詐欺事件加諸刑罰；(2)

⁴⁸ Angela Petrucci, ACCOUNTING FOR ASSET SECURITIZATION IN A FULL DISCLOSURE WORLD, 30 J. Legis. 327(2004), at 348 ; Anthony H. Catanach, Jr. & Shelley Rhoades-Catanach, ENRON: A FINANCIAL REPORTING FAILURE?, 48 Vill. L. Rev. 1057(2003), at 1065.

⁴⁹ Id. at 351-3 ; id. at 1068-9.

⁵⁰ 謝易宏、陳德純，後安隆時代的一線曙光？—論 2002 年美國企業改革法對公司治理之影響，台北：瑞興圖書，第 3-41、3-42 頁，2004.2.

⁵¹ 參見Form 8-K, Item 2.03.

⁵² 相關規範內容請參見下文「第四章第五節」。

對獨立董事、審計委員會及會計師加強要求；(3) 資訊公開揭露之加強⁵³。而在架構式金融運用方面，在通常之交易中依賴複合式之SPE，為極複雜之金融工具，對此關於防弊的討論有很大部分集中在公開揭露之要求。而是否在證券法規中單獨依賴資訊揭露制度即足以解決此問題對證券市場之衝擊。以下將以此為探討：

美國證券交易委員會（Securities and Exchange Commission，SEC）最近幾年來推動白話式之英文來解決日漸複雜的公開揭露文件所生問題，但實務運作顯示此並非充足之根本解決之道⁵⁴。而此問題除了在架構式金融（交易）外，衍生性金融商品交易上亦同，SEC Regulation S-K要求公司公開揭露衍生性金融工具之風險，而此規範目的為提供一個關於衍生性金融商品風險質量兼具之資訊。但公開揭露制度在複雜性之金融工具下，並非是萬靈丹，個別投資者和架構式交易之機構不同，其缺乏能力瞭解此些交易之複雜性，而不同之機構，其分析師對公開揭露資訊之解讀亦不一定相同；而機構投資人或證券分析師亦可能因成本之關係，對於複雜之交易結構不願深入瞭解。⁵⁵即是此些新型金融工具之「複雜性」衝擊了公開（資訊）揭露制度的正確性、完整性及可信賴性及利用容易性，且與效益性原則（成本考量）形成拉扯。

另外，架構式金融的公開揭露之問題與衍生性金融商品交易不同之處，在於合營業常規之衍生性金融商品交易之對方當事人為和為交易者通常為無關連之人，而前者其SPE和創始機構常出現利益衝突之情況，且其複雜性使董事及股東很難瞭解，而在此交易中必須大量依賴經營階層之經營判斷原則（Business Judgment），而可能如安隆案一般，產生重大之利益衝突。而利益衝突使衍生性金融商品交易複雜性的分析模式在架構式金融交易中式有瑕疵的⁵⁶。

而就以上之情形，以下整理文獻上對於公開揭露制度所產生之問題，學說上有以下之看法⁵⁷：

⁵³ Frank Partnoy, supra note 42, at 1248.

⁵⁴ Steven L. Schwarcz, RETHINKING THE DISCLOSURE PARADIGM IN A WORLD OF COMPLEXITY, 2004 U. Ill. L. Rev. 1 (2004), at 8.

⁵⁵ Id. at 14-16.

⁵⁶ Id. at 1552.

⁵⁷ Id. at 17-26.

（一）容忍無效率之公開揭露制度

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

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

（二）禁止公開揭露制度無效率之交易方式

主張此看法即是以全面禁止之方式，來解決前述所產生之問題。但如果贊成此一看法，則架構式交易（Structured Transactions）將立即受到影響。故反對者認為，架構式金融利用資產分割方式達到風險隔離，且透過信用增強等機制，對於籌資和投資市場來說，是一個有效率之制度。例如在聯邦國家抵押貸款協會（the Federal National Mortgage Association）即很成功利用此制度增加其本身之資產流動率。另一個反對禁止交易之理由為，如此作法將造成「脫法行為」之動機，欲從事此類交易之人將使交易形式上符合法定要求，最後將使法定管制禁止方式被破壞，而造成更多來至於達到脫法行為之律師費用及顧問費等交易成本。

（一）要求其他輔助之防護方法

除了上述之主張，對於複雜性之增加，第三種回應為除了公開（資訊）揭露制度外，另外以其他之方法來輔助使資訊不對等之問題減到最小。學者以經濟學上「瑕疵理論」（Lemon Problem）說明，在無充分資訊之情形下，消費者對於新產品之購買意願將降低，而解決之方式為透過擔保方式，藉著(a)直接或間接擔保產品品質或(b)提供政府或私人機構之品質保證。之前美國於證券法規修訂過程中，對於是否以完整的公開揭露或加諸政府考核監督之責任為規範重心引起廣大討論。國會選擇以完整的公開揭露揭露制度代替政府的考核監督證券品質的制度。而於安隆案發生後，如此之管制模式是否有效亦引起爭論，當然公開（資訊）

揭露制度仍是完善證券市場管制重要一環，但其他輔助之方法也不可忽略，而此輔助之管制方式，是由政府介入或是以「私人」檢定方式進行，亦有不同之看法，一般來說以政府介入方式進行，其缺點是政府財政上成本及公務人員之效率問題，因為其薪資所得低於私人市場；而私人檢定之方式，在安隆案發生後，其最大的致命傷亦顯現出來，即是利益衝突，如、會計師、證券分析師所生之利益衝突問題。所以嚴格來說，政府管制或私人檢定皆無法完全解決資訊不平等之問題⁵⁸。因此建構一個以公開（資訊）揭露為主而以政府管制及私人檢定為輔的方式，應該是目前較可行之方式，而其完善運行之前提，是對於公開（資訊）揭露制度之改善（此時即必須衡量前述公開（資訊）揭露各原則及考量因素，且對於各種不同的交易類型特徵必須有不同之調整）。以及對利益衝突之情形完善處理，而以限制之方法管理證券市場應該是最後使用之方式。

第五款 衍生性（金融）商品複雜性之因應

第一目 衍生性（金融）商品概論

一、定義

衍生性金融商品為一種財務工具，其價值是由買賣雙方根據之資產（Underlying Assets）或其他指數決定。其主要包括之類型為，遠期契約（Forwards）、期貨（Futures）、選擇權（Options）、交換契約（Swaps）。其之交易方式現今市場上分為兩類：一為在集中交易市場交易；另一在店頭市場（Over-the-counter, OTC）交易^{59 60}。

二、功能

衍生性金融商品主要之功能在於使風險趨避者有價格低廉之避險工具，此與衍生性金融商品具有高度之槓桿特性有關，唯相同之槓桿操作亦提供投機者可利

⁵⁸ Id. at 23-30.

⁵⁹ Sean M. Flanagan, THE RISE OF A TRADE ASSOCIATION: GROUP INTERACTIONS WITHIN THE INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION, 6 Harv. Negot. L. Rev. 211(2001), at 214、215.

⁶⁰ 學者指出僅有標的資產為金融資產的衍生性商品方成為「衍生性金融商品」。見王文字，從衍生性金融商品論現代契約法之新議題，收錄於民商法理論與經濟分析（二）學術論文集，台北：元照，第 205 頁，2003.4。

用的工具。即其最原始目的為透過衍生性金融商品之交易，來移轉或控制當事人在市場上所面臨之風險。而此種風險主要是指交易當事人在市場上所面臨之價格風險（如利率、匯率變動之風險），而非真實生活中所面臨之風險（例如買賣標的物在運送時發生毀損、滅失之風險）⁶¹。而因為其槓桿操作特性，因此其市場之參與者有避險者及投機者。

三、風險

由於衍生性金融商品之交易特性因為具高度財務槓桿操作結構，故其價值波動較大⁶²，另其交易方式都採用「小本金搏大」之投資財務槓桿操作，交易不需全額交割，只需繳交保證金或權利金；因而吸引大量投機者參與，使得原本避險目的為主的原創精神，淪為以投機性為主的交易，投資者所承受的風險隨之增加。而基本上，衍生性商品的風險來源可以約略分為內部因素及外部因素兩大類。前者泛指金融機構自身所能控制的範圍，例如交易策略的擬定、授權方式及內部稽核制度的設計等。至於後者是指總體環境之變數，包括經濟及非經濟的因素。而衍生性金融商品之風險類型與傳統業務相同，均具有信用風險、市場風險、流動性風險、作業風險及法律風險等各類風險⁶³。但因為其較傳統業務之風險複雜且不確定性更高，而且較不容易衡量和評估，故其潛在風險遠大於傳統金融業務，容易發生財務操作失敗之情形⁶⁴。

第二目 美國學說及實務對衍生性(金融)商品複雜性之因應—以公開(資訊)揭露為重心

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

⁶¹ 王文宇，同前揭書（註 60），第 205、211 頁；王文宇，衍生性金融商品法律問題之探討—兼論信用衍生性金融商品，金融研訓季刊第 93 期，第 45 頁，1999.4。

⁶² Monica S. Tew, supra note 43, at 291.

⁶³ 洪金和，衍生性金融商品風險管理及其未來修正方向，證券櫃檯第 69 期，第 17、18 頁，2002.3。

⁶⁴ 柯瓊鳳；卓宜沁，由博達案看財務操作與衍生性商品之關聯，貨幣觀測與信用評等第 49 期，第 122 頁，2004.9。

何處易生爭議⁶⁵。而因此衍生性（金融）商品成為公司混淆、遮掩公司責任（債務）和風險之方法，以利於創造較佳財務狀況之假象籌資。而在安隆案發生後，對於此問題更顯的重視，且引發更多的討論。

（一）市場調節論

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

不過此種說法，忽略了衍生性金融商品之複雜性在後安隆時代並沒有減少。若某些結構性之狀況仍持續，則安隆案所產生之市場失敗仍有可能繼續。第一，有關衍生性（金融）商品之公開揭露成本仍高；第二，經理人和股東間對於衍生性（金融）商品之瞭解程度仍差距甚大；第三，股權分散之股東集體行動（Collective Action）之問題，因為個別股東對於公司衍生性（金融）商品交易之資訊調查所得有限。第四，一些規範對於某幾種衍生性商品的豁免規定（例如美國的the Commodity Futures Modernization Act）及一些會計公報限制有關衍生性（金融）商品公開揭露之要求（例如FAS 133），將使得公司即使面臨市場壓力仍可避免公開揭露相關資訊⁶⁶。

（二）衍生性（金融）商品之公開揭露制度⁶⁷

對於衍生性（金融）商品交易之公開揭露制度，SEC建議以「風險價值」(Value at Risk) 來評估衍生性金融商品所面臨之風險，風險價值是指市場正常波動下，某一金融資產或證券組合最大可能損失。而安隆公司之風險價值計算方式並沒有顯現安隆交易運作可能之最差狀況（Worst-case）；另外，安隆的衍生性（金融）商品交易大都是遠期的，最長的時期從六年至二十年，而如此使流動市場很難有個基準評估此之價值，故專業評估對衍生性（金融）商品具有關鍵之重要性。從

⁶⁵ Donald C. Langevoort, supra note 33, at 11-12.

⁶⁶ Frank Partnoy, supra note 42, at 1264.

⁶⁷ 衍生性金融商品之公開揭露亦會產生和架構式金融相似之問題，故重複部分本文將省略，僅就其不同之地方進行討論。

上所述，傳統之公開揭露制度並沒有辦法應付衍生性（金融）商品所生複雜性及不確定性之衝擊⁶⁸，因此必須對於其特性來調整適合之揭露模式。而目前美國有不少學者主張要改革傳統對於衍生性（金融）商品交易之規範，其對於傳統以來以規則為基礎（Rule-based）之圖表（Tabular Forms）式公開揭露方式提出質疑，其認為此制度無法提供公司間之比較，另亦無法配合金融革新之現狀，且因其僵硬化之規範，會提供經營階層一個誘因避免提供揭露關於偶發事件之資訊，除非表格形式中有要求，而造成會計或法律之漏洞。而其主張以標準基礎（Standard-based）或原則基礎（Principle-based）為規範趨勢⁶⁹，使公開揭露制度能更具有彈性，符合市場現狀，更能反應真正的經濟上事實。前上所述，顯示現今（以美國為主）財務報表中對於金融創新（包括架構式金融，不過在衍生性金融商品交易更為明顯）缺少一種綜合性風險壓力測試（Risk-related stress-tests），利用該測試，可顯示投資人在預期利率、匯率商品價格，或企業從事活動主要地區之經濟狀況發生變動，盈餘和資產負載會發生何種影響。附帶一提，於OECD 2004 公司治理準則 V.A.6 關於「可預期風險的因素」(Foreseeable Risk Factor)的規定中，亦要求關於衍生性或資產負債表外交易的風險等資訊必須公開揭露⁷⁰，可知要求公司公開揭露衍生性（金融）商品交易之資訊，是目前國際公司治理準則之趨勢。

第六款 小結

金融工具之創新在市場上不斷蓬勃發展，其目的不外在於提高流動性、風險移轉及產生債信或股權等，此乃使整個金融市場更加具有效益。然亦使金融機構、從事此交易之公司或投資人面對更大之風險。另外公司利用操作此類交易來美化財務報表，提供錯誤之訊息迷惑投資者，造成會計弊案，嚴重影響整個經濟市場的穩定。因此，如何管理新型金融工具所生之風險，是所有金融市場參與者必須面對之問題，且由於企業亦可能為參與者，對企業之投資人來說，亦是一個新的必須面臨的課題，為其投資所因思考的一個風險因素，本文從公開（資訊）揭露著手，討論如何將此類交易風險資訊能完善揭露，並討論是否單單以公開（資

⁶⁸ Frank Partnoy, *supra* note 42, at 1258-60.

⁶⁹ *Id.* at 1268、1269；Donald C. Langevoort, *supra* note 33, at 23-24.

⁷⁰ 參見The OECD Corporate Principles 2004, V.A.6.

訊)揭露制度即能解決問題，本文初步的看法是，能必須結合政府和其他私人機構之參與，方能完善整個市場公平且有效率之運作。且必須對於「複雜性」對於交易市場的衝擊有妥善的因應，而以公開(資訊)揭露為出發，至少對於其產生之風險，應該設計規範使其揭露，而使相關企業(關係人)參與者能取得與理解。

第五節 美國法之新趨勢

第一項 美國法上財務報告之改革

第一款 前言

於 2001 年和 2002 年間美國方面發生了一連串的會計醜聞，顯現出企業間公司治理、監察工作以及財務報告之缺失。而如此會計方面之失敗，傷害了會計專業人員的可信賴度，另一方面亦造成投資人對於財務報告喪失信心。而安隆案正

是現代會計及財務報告失靈的最佳檢驗案例⁷¹，其利用會計原則之漏洞以盈餘管理等方式操作財務報表，以美化公司之財務狀況，呈現虛構的公司盈餘，而此會計醜聞之產生亦讓財務報告改革再度成為資本市場的討論焦點，創新的會計準則運用（Creative Accounting）⁷²以及盈餘管理（Earning Management）為其核心問題，而以下將嘗試從其會計之基本概念出發，再以法律觀點切入，探討其法律層面之問題。而在「公司治理」面向的討論中，和財務報告最為直接的是資訊之透明度，當然其他面向亦有不同程度的牽連，而在討論中亦將導入公司治理的觀點來檢驗此討論之議題。另外，以下所論述的企業個體以受證券交易法所規範者為主。

第二款 財務報告之概述

第一目 財務報告之架構

美國法上美國證券管理委員會（US Securities and Exchange Commission，簡稱SEC）為其證券交易法上財務報表準則的負責機構，不過事實上此部分之任務其幾乎完全由私人部門來協助，而此機構即是FASB（Financial Accounting Standards Board），其發佈諸多領域之會計準則且建構會計及財務報告之基本架構，在此架構中其對於財務報告所標示之目標為提供投資人和債權人對於投資決策過程有用之資訊⁷³。

而財務報告中之構成包括了四個主要的財務報表：資產負債表、損益表、現金流量表及股東權益變動表。每個財務報表提供不同型態的資訊，不過卻是互相關聯，反應同一交易之不同角度或是其他影響企業個體之事件；而其在目的功能上所提供個別之種類評估或決定資訊上是互補的。另外完整的財務報告必須包括附註、管理階層的討論與分析（Management Discussion and Analysis，簡稱 MD

⁷¹ 本文亦以此為討論的核心案例。

⁷² 一般對此之定義為，利用有利的會計準則編制損益表和資產負債表。形成原因為企業於相關法規的許可下可選擇使用會計政策的多樣性，此外，判斷的需要也留給企業調整數據的空間，有稱為尋機性會計。而負面的理解為，以詐欺為目的而故意不實陳述所表現的一連串行為，嚴重的話將脫離現有的會計原則。

⁷³ Release No. 33-8221(April 25,2003),Police Statement:: Reaffirming the Status of the FASB as a Designated Private-Sector Standard Setter.

&A) 和其他之揭露等，其包括質和量的財務資訊，而其在基本的四大財務報表沒有顯現，而公開之文件之內容可能被要求必須包括關於公司之經營、所面對之風險及財務狀況及營運結果的討論等資訊⁷⁴。以下就財務報告之架構之組成所概略之介紹⁷⁵：

一、資產負債表

資產負債表又稱做財務狀況表 (Statement of Financial Position)，係用來表達企業在特定日期之財務狀況。而所謂財務狀況，依照美國會計原則委員會第 4 號公報之定義係指：「(一企業在特定日期) 資產 (經濟資源)、負債 (經濟義務) 與業主權益，及其相互間之關係，加上在資產負債表有關該企業之或有事項、承諾及其他財務事項，依據一般會計原則應加以揭露者。」而構成資產負債表之三元素，分別為資產、負債及業主權益 (股東權益)。而其主要之功能為報導企業融資與投資之活動，乃一靜態報表。

二、損益表

損益表乃在表達一企業在特定期間損益之經營結果，係表達企業營業活動之報表，而由於損益表是彙總企業一定期間之經營結果，故其功能一方面可用以預測公司未來盈餘及現金流量，另一方面可評估管理階層之經營績效。

三、現金流量表

所謂現金流量表，係以現金流入與流出為基礎，彙總說明企業在一特定期間內之營業活動、投資活動及融資活動之財務報表，藉以提供一企業在一定期間之營業、投資與融資活動，所產生實際之現金收入與現金支出之攸關資訊。

四、股東權益變動表

所謂股東權益變動表，乃係表達一公司在一定期間股東權益變動之情形。包

⁷⁴ REPORT AND RECOMMENDATIONS PURSUANT TO SECTION 401(c) OF THE SARBANES-OXLEY ACT OF 2002 ON ARRANGEMENTS WITH OFF-BALANCE SHEET IMPLICATIONS, SPECIAL PURPOSE ENTITIES, AND TRANSPARENCY OF FILINGS BY ISSUERS (JUNE 15, 2005), OFFICE OF THE CHIEF ACCOUNTANT OFFICE OF ECONOMIC ANALYSIS DIVISION OF CORPORATION FINANCE, UNITED STATES SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION[hereinafter THE OBS REPORT], at 10.

⁷⁵ Id. at 11-15；王文宇，公司法論，台北：元照，第 360 至 363 頁，2005.8。

括股利分派、認股選擇權的發行、合併收購之股份交換及其他被歸類為綜合所得（Comprehensive Income）之項目。

五、財務報表的附註、管理階層的討論與分析（MD&A）和其他之揭露

僅有基本的財務報表並無法提供投資決策的充分資訊，故在FASB的基本概念公報中提到，一些有用的資訊是來自於財務報表；有些資訊則僅有由財務報表的附註、輔助的資訊或是其他財務報告之方法提供或是其提供更為充分。而財務報表的附註雖提供許多在基本財務報表沒有呈現的資訊，但其一般並無解釋這些數字下的商業活動之原因，管理階層的討論與分析即是補充此部分，MD&A提供投資者一個機會，以公司管理階層的角度瞭解公司的財務表現及狀況、財務報表展現項目之評價以及過去或將來具有合理可能性（reasonably likely to）影響公司的重要趨勢及危險⁷⁶。有謂是提供一個透過公司管理階層的眼睛觀察公司的機會⁷⁷。從以上所述可知完整的企業財務資訊的呈現，財務報表的附註、管理階層的討論與分析和其他之揭露這部分是不可或缺的。

第二目 財務報告之重要性

若將公司個體視為「經濟事實」的聚集體，會計理論則是將此些經濟事實盡可能接近事實地轉化為數字或其他形式的揭露，而這些經濟事實是可能包括現金流量、或然事件等；而財務報告的規範則是上述之公司財務資訊之表達形式的規則，換言之其是傳遞單獨個體或集團財務訊息的描述形式，為使個體之利害關係人能評估個體⁷⁸之財務健全與變動性之方法，而利害關係人包括股東、經理人、債權人、債券持有人、管制機關等，其利害關係本質上可能為經濟上、社會上或是管制上所生⁷⁹。而在美國法上財務報告所顯示之資訊包括量與質兩方面，量的資訊包括核心的財務報表、輔助的財務報表以及附註的揭露；質的資訊則主要包含在管理階層對於財務狀況的討論與分析中，而其亦有時可被包含在附註中，其

⁷⁶ Final Rule: Disclosure in Management's Discussion and Analysis About Off-Balance Sheet Arrangements and Aggregate Contractual Obligations, Release Nos. 33-8182; 34-47264[hereinafter Final Rule]

⁷⁷ Herbert S. Wander, SECURITIES LAW DISCLOSURE AFTER SARBANES-OXLEY, JUNE 2005, August, 2005, Practising Law Institute, at 178.

⁷⁸ 此指在商業組織上的法律主體而言，為了行文方便，論文中會與公司（企業）等詞彙交互使用。

⁷⁹ Manuel A. Rodriguez, THE NUMBERS GAME: MANIPULATION OF FINANCIAL REPORTING BY CORPORATIONS AND THEIR EXECUTIVES, 10 U. Miami Bus. L. Rev. 451 (2002), at 451.

焦點在於管理經驗、報酬、股票所有權及利害衝突的資訊⁸⁰。

財務報告必須正確及完善傳達一段期間內的交易實質經濟狀況，而在報表上所呈現之財務資訊必須能正確地和其他個體之財務報表做比較，而不能僅是表達出交易的經濟形式而已。而透明度及可比較性即是SEC和會計專業在此所追求之目標，因為財務報表提供了個體之基本經濟狀況，其彼此間之可比較性有助於投資人及債權人以財務報告為基礎做出有意義之投資決策，若是此可比較性不存在，無論是因為故意誤用會計準則或是錯誤的解釋會計準則，則此財務報表和任何評估將是無意義且是虛構的⁸¹；而透明度則是使利害關係人可接近使用個體之財務資訊，使其對公司財務狀況有全面之瞭解，而減少其和個體間資訊不對稱之情形。

而財務報表上之誤導不僅傷害投資人、債權人及借貸者（因企業個體以虛假的財務報告提高其信用評等），另對於競爭對手亦可能造成損害，因為財務報告之操作將使其立於不平等的評價關係（因操作者美化其財務狀況），而造成資本之錯置⁸²。而對於整個資本市場而言更有嚴重之後果，因為如此將使財務報告淪為特定利益關係人操作之手段，以圖利自己，卻使企業個體表現評估之依據之可信度喪失，嚴重造成資本市場失靈，而使企業籌資管道遭受不可想像之衝擊。

第三款 財務報告之衝擊

第一目 財務報告之影響因素

論者有謂一般影響財務報告有三大主要因素：表現（外觀）的壓力、監察的疏忽以及結構狀況之改變⁸³，而以安隆案為例，安隆公司為一具有重大契約動機（如認股選擇權）的高能見度公司，故在管理上有巨大之壓力，其必須維持或改善公司之營運表現（外觀）；而其因此利用複雜的所有權及財務結構為其商業策略，而使其公司財務狀況的分析具相當之困難度，監察者及管制者亦難有效監督其營運；另安隆安司受到商業環境大量改變的影響，而此亦最終影響其之財務報

⁸⁰ Matthew S. Mokwa, ENRON, SARBANES-OXLEY, AND THE END OF EARNINGS MANAGEMENT, 39-FALL Tex. J. Bus. L. 325 (2003), at 328.

⁸¹ Manuel A. Rodriguez, supra note 79, at 452.

⁸² Donald C. Langevoort, supra note 33, at 19-20.

⁸³ Anthony H. Catanach, Jr. & Shelley Rhoades-Catanach, supra note 48, at 3.

告，公司營運的革新使其必須利用新技術進入新產業，其使用新的財務技術而最終導致一般之會計原則之運用達到極限。

第二目 操縱財務報告之動機

財務報告操作之動機可以分為兩部分，一為資本市場融資部分；一為管理階層之動機⁸⁴。企業個體在資本市場之融資，可以透過資本的注入（如透過初次公開發行（IPOs）、借貸等）或是現存股票的交易獲得，而公司的評價愈高則對於其透過權益基礎（Equity-based）的融資愈有助益，公司的資產負債表及現金流量愈穩固，則愈能夠在債券市場運用槓桿操作且避免現存之債券違約。另外，在於其他之市場公司的評價亦有影響，如勞動市場及消費市場，因高評價之公司對於高素質之勞工及消費者而言更具吸引力。另外一般計算股價之公司為：

$$\text{股價 (Stock Price)} = \text{一般盈餘 (E)} \times \left[\frac{1 + \text{預期盈餘成長率 (g)}}{\text{市場貼現率 (d)} - \text{預期盈餘成長率 (g)}} \right]^{85}$$

故由以上所述可知，收入及盈餘之成長對於公司來說是具關鍵之重要性，影響其股價等表現，進而影響其在資本市場的融資，也因此對其具有極大之誘惑來使其極大化，其通常為了滿足市場分析師的預期而產生操作財務報告之動機，因為分析師所需之評估資訊幾乎全來自於公司的各種揭露項目。

而在經理階層之動機方面，其所涉及的即是經理人的認股選擇權，此制度開始於 1980 年代，而以高科技產業最盛，其作為公司經理人及主要（關鍵）勞動者的薪資報酬之一部分，而在此可能產生代理成本之問題，即經理人為了以認股選擇權獲利，與公司（股東）之間將產生利益衝突，其可能致力於股價極大化而獲取暴利，而有操作財務報表之動機，另外在股價暴跌前其亦可能拋售自己持有之投資，安隆案中高階經理人即有發生此問題⁸⁶。

⁸⁴ Donald C. Langevoort, supra note 33, at 5-6.

⁸⁵ Matthew S. Mokwa, supra note 80, at 335.

⁸⁶ Franklin A. Gevurtz, EARNINGS MANAGEMENT AND THE BUSINESS JUDGMENT RULE: AN ESSAY ON RECENT CORPORATE SCANDALS, 30 Wm. Mitchell L. Rev. 1261 (2004), at 1268-69; Donald C. Langevoort, supra note 33, at 6; Manuel A. Rodriguez, supra note 79, at 459-60.

第三目 安隆案盈餘（會計處理）之操弄

安隆公司是近年來於美國最受注意之會計（財務）醜聞，其衝擊之層面包括了會計原則、審計（查核）的問題以及公司治理等，而財務報告之操弄即是其重心之一，在此論者認為安隆案涉及之會計問題為，特殊目的個體（Special Purpose Entities）之運用、應收票據交易之股票發行問題⁸⁷以及市價評價（逐日結算）的會計處理（Mark-to-Market Accounting）⁸⁸。本文以安隆公司於特殊目的個體之操弄為例，簡單說明之，其利用特殊目的個體從事持有資產、借款以及對於其投資活動之避險⁸⁹，而利用會計原則中對於特殊目的個體外部持有股份百分之三要求即無須合併財務報表之漏洞，大量成立特殊目的個體，在安隆公司與特殊目的個體間或各特殊目的個體間為無實質經濟目的之交易，且其交易大都以安隆公司之股票為擔保，故可謂安隆公司自己與自己交易；另外，利用特殊目的個體無須與母體企業個體為合併財務報表之規定，大量從事資產負債表外交易安排，用以隱藏其真實負債，而其一切手段之主要目的，即是美化其財務報告，呈現一虛構的公司財務表現⁹⁰。

第四目 盈餘管理之概念與合法性之探討

在操作財務報告之方法中，盈餘管理之操作即是最主要之焦點，而所謂盈餘管理的定義，有謂為了創造營運表現的不同印象而對會計結果積極操作⁹¹；或謂公司管理者有目的地介入整個財務報表的程序，並在合法範圍內利用一般會計準則（GAAP）所提供之彈性以獲得私利。一般公司使用應計會計項目記錄企業個體的交易以及在某個時期具有現金影響力之其他事項所產生的財務結果，而應計會計的本質給於公司管理階層相當的裁決空間，在決定公司報告某一特定時間的實際盈餘方面，而其可能產生的負面影響即是扭曲財務報表達成私利的機會主義。就如前所述，由於公司管理階層承受來自內、外部績效的壓力或是其他之利

⁸⁷ Anthony H. Catanach, Jr. & Shelley Rhoades-Catanach, *supra* note 48, at 1057.

⁸⁸ Marianne M. Jennings, A PRIMER ON ENRON: LESSONS FROM A PERFECT STORM OF FINANCIAL REPORTING, CORPORATE GOVERNANCE AND ETHICAL CULTURE FAILURES, 39 Cal. W. L. Rev. 163 (2003), at 175-8.

⁸⁹ Anthony H. Catanach, Jr. & Shelley Rhoades-Catanach, *supra* note 48, at 1058.

⁹⁰ Hunter Carpenter, *supra* note 8, at 1078-87.

⁹¹ Anthony H. Catanach, Jr. & Shelley Rhoades-Catanach, *supra* note 48, at 1060-61.

益動機⁹²，故可能會為了自利之動機而進行盈餘管理以達到預期目標。而其操作之態樣有分為收入認列和應計會計（財務）兩大類⁹³；有分為收入膨脹、費用的不實公告、資產負債表的詐欺以及義務的不實公告⁹⁴。

盈餘管理行為並非皆都是不合法的，其在合法的管理行為及財務報告詐欺間存在了一個灰色地帶，因為資產和債務通常包含合法的主觀性要素，存在於積極進取式會計記帳方式（Aggressive Accounting）和違法的盈餘管理行為之間，故是否正當及合法很難判定⁹⁵。而詐欺的盈餘管理和減低盈餘品質之盈餘管理是不同的，在大部分的案例中，盈餘管理僅利用一般會計原則的彈性空間範圍為會計方法之選擇及運用，一般而言，公司之盈餘品質也許可能因此實質上受到損害，不過在所有重要觀點之下，公司之財務報表只要符合一般會計原則公正呈現，即不構成詐欺。

在一般法則下，一般會計原則下可被接受之會計運用，是合法及違法盈餘管理之區分。更進一步來說，美國法上僅具重大性（Material）的不實陳述被視為詐欺，其判例法上關於財務資訊揭露之「重大性」定義為，若一不實陳述或省略，對於理性的股東之投票選擇來說具實質可能性（Substantial Likelihood）認為此為重要資訊者⁹⁶。而詐欺之財務報表的亦發展出量和質兩大判斷標準，量的判斷標準是以數量（字）為基礎；而質的判斷標準是考量不實陳述或省略對於公司財務數字是否有相關性。而一般而言量的判斷標準之適用是較普遍的，不過近年來，質的判斷被用來彌補量的判斷標準所造成的漏洞，於SAB No. 99中提到，要求審計人員使用質的因素來闡明和擴展傳統的量的重要性分析，而非將質的分析和量的分析完全的分開，不過新的準則亦受到批評，即其增加抽象性而無法提供可操作的架構⁹⁷。

⁹² 盈餘管理另一個動機可能是規避產業管制，如為達成銀行最適資本要求、保險業財務健全要求、規避競爭法的規範等。

⁹³ Matthew S. Mokwa, *supra* note 80, at 336-49.

⁹⁴ Richard C. Sauer, FINANCIAL STATEMENT FRAUD: THE BOUNDARIES OF LIABILITY UNDER THE FEDERAL SECURITIES LAWS, 57 Bus. Law. 955 (2002), at 958-90.

⁹⁵ *Id.* at 957; Manuel A. Rodriguez, *supra* note 79, at 332; William H. Simon, EARNINGS MANAGEMENT AS A PROFESSIONAL RESPONSIBILITY PROBLEM, 84 Tex. L. Rev. 83(2005), at 88.

⁹⁶ Matthew S. Mokwa, *supra* note 80, at 331-32.

⁹⁷ *Id.* at 333; Manuel A. Rodriguez, *supra* note 79, at 463-64.

另論者有謂盈餘管理可質疑之合法性在兩大部分，一是證券交易法的資訊揭露規則的違反；一是企業組織中經理人、會計人員和律師⁹⁸忠實義務之違反⁹⁹。投資人可能理解公司公告的會計基準之改變為判斷公司營運改變之指標，故關於此部分之規範（證券交易法上之資訊揭露規則）是為了有助於其之投資決策，要求財務報告公平且正確反應公司之營運狀況，而為了呈現公司實質（真實）之營運及財務狀況，公司會計運作應以經營營運之盈餘為基礎，而如此之處理相對於允許公司經理階層透過無經營目的之活動來影響公告數字更符合投資人之期望。也許建議運用或支持盈餘管理的經理人認為盈餘管理在交易數字的呈現上反應更佳的財務狀況，不過此亦可能導致各方面對其在此事件上關於會計處理判斷之強烈質疑，且若允許盈餘管理而投資人亦瞭解之，則其亦將相對應地對公告之盈餘打折扣。另外這個運作將亦可能導致超載以及社會上之無效率，因為投資人若處於不知何者有從事盈餘管理時，將對每一公司之股價皆打折扣。由以上之所述論者認為經營目的（Business Purpose）的不存在，是要求專業人士於會計處理上正當性與合法性之警戒線（Red Flag）。

而撇除證券交易法上之規定不論，管理者、會計人員以及律師對於公司而言皆負有忠實義務，此義務包括股東對正確財務報表的利益，而通常忠實義務是比一般傳統的法律義務更為嚴格，因此若假設證券交易法上之規定允許一定範圍的盈餘管理，其仍有可能違反對公司之忠實義務，故若無運用盈餘管理之財務報表比較符合股東之利益，則上述相關人員似乎應該放棄盈餘管理之運作¹⁰⁰。而在關於公司法下之忠實義務所保護之對象則有除了現在股東外，是否包括未來（潛在）股東之爭議¹⁰¹，論者有認為現在股東為預期之股票出售者，而盈餘管理使股價上漲，對於現在股東而言是有利的，而對於忠實義務是否在財務報表部分增加額外的義務或是延伸資訊揭露義務是存疑的¹⁰²。而此論點受到他學者的批評，其認為忠實義務在未來股東的保護上公司法上是採取開放的空間的（其之論點是關於可

⁹⁸ 律師部分在美國學說上是有爭議的，詳參見William H. Simon, *supra* note 95, at 89-90；Steven L. Schwarcz, *THE LIMITS OF LAWYERING: LEGAL OPINIONS IN STRUCTURED FINANCE*, 84 *Texas L. Rev.* 1, 3 (2005), at 1-58.

⁹⁹ William H. Simon, *supra* note 95, at 88.

¹⁰⁰ *Id.* at 89-90.

¹⁰¹ 詳見Steven L. Schwarcz, *TEMPORAL PERSPECTIVES: RESOLVING THE CONFLICT BETWEEN CURRENT AND FUTURE INVESTORS*, 89 *Minn. L. Rev.* 1044 (2005), at 1044-90；*Id.* at 90.

¹⁰² 詳細論述見Steven L. Schwarcz, *supra* note 98, at 1-58.

轉換優先股（Convertible Preferred Share）關於資訊揭露之支持的判決）；另外關於盈餘管理利於現在股東之觀點，學者亦提出批評，其認為只有短期持有股份之股東方能從盈餘管理的影響下獲得高股價之利益，而若此運作對於財務報表發生負面影響時，長期股東卻可能因此受害，其進一步指出現在股東對於公司的管理責任機制具有利害關係，而財務報表在此機制中亦扮演一關鍵角色，若而在財務報表中給予管理階層過大的判斷餘地，就如讓學生給自己的測驗打成績一般¹⁰³。

另有論者對於是否極大化公司個體之利益或是股價之極大化此營盈管理即是合法且可接受的觀點提出質疑¹⁰⁴，認為在此必須先釐清一點，即是極大化公告之盈餘與極大化公司個體真實盈餘是不同的，故若將檢驗的標準放在極大化股價（即股東可轉賣持有之股份獲利）之觀點是有爭議的，因如前所述，其對於長期股東或是未來股東是否有利顯然不具說服力，另外論者更提出在提高股價的盈餘管理方式中亦會對公司個體有負面之影響，比如稅賦之提高與可能面對證券詐欺之責任¹⁰⁵。而此部分亦可能涉及的複雜的經營判斷原則之問題¹⁰⁶。

總之，如前所論述可得知，盈餘管理運作之合法性饒附爭議，除了其已明確違反公司法或證券交易法上之強制規定部分外，在違法性之判斷上通常牽涉不確定之法律概念（如忠實義務、經營判斷原則等），具有很大之不確定性，而在安隆案等會計醜聞相繼爆發後，美國學界和相關當局亦重新重視此問題，而當然會計領域為其核心改革討論重心，而法律面而言除了現行法上合法性之解釋探討外，亦配合會計領域展開一連串的改革討論，欲從立法方面來解決此項問題¹⁰⁷。

第四款 美國法上財務報告之改革

第一目 基本規範

在美國關於公司資訊的揭露之規範重心為Securities Act of 1933（1933 Act）及Securities Exchange Act of 1934（1934 Act），而其內容重點為：（一）證券發行者的登記；（二）財務和其他相關資訊揭露之標準化；（三）監督及執行。其目的

¹⁰³ William H. Simon, *supra* note 95.

¹⁰⁴ Franklin A. Gevurtz, *supra* note 86, at 1270-71.

¹⁰⁵ *Id.* at 1273-74.

¹⁰⁶ 此部分之討論參閱*Id.* at 1261-77.

¹⁰⁷ 詳見本「第四章第三節第一項第四款」之論述。

是為了使大眾獲得正確且即時之公司資訊，而使得投資人為合理的投資決策而相對地聚集其資金。而在Section 13 of the 1934 Act，規定公司必須向SEC登記三項基本報表，即Form 10-K（年報）、Form 10-Q（季報）、Form 8-K（重大事件揭露），且要求獨立的審計（查核）公司（Audit Company）監督且確保財務報表之正確。而公司的主要經理人及董事必須於Form 10-K簽名，而這些報表為公告公司的財務及其他關資訊的主要來源，其可信賴性對保持有效率的資本及金融市場而言具有重要性。另證券交易法在確保財務報表正確性之規範下，主要透過下列之規範架構¹⁰⁸：

一、一般會計原則（GAAP）

一般會計原則為財務報表（包括 Form 10-K、Form 10-Q）的表現方法系統，其設計以統一的方式來登記及呈現公司營運結果及財務健全度，使得各企業個體間能互相比較，而其重心在於公司經濟活動的衡量方法、關於衡量方法的揭露以及此些資訊於公司財務報表之呈現。而一般會計原則並非一個保證可信賴性及可比較性之完美的精確法則，在許多方面其留給經營階層相當之彈性與判斷餘地，且其是假設在完全善意及誠實之基礎上，故沒有一個會計系統可以對財務弊案提供完全的預防，仍需要其他之規範架構來相互配合。當然隨著商業活動之發展，會計原則也會隨之修正與改革，以配合新進商業活動產生的實質經濟狀況。

二、一般審計法則（Generally Accepted Auditing Standards, GAAS）

Section 13 of the 1934 Act規定獨立之審計公司必須依照一般審計原則監督公告公司之財務報表，GAAS為美國會計公會的審計標準委員會所公布，其要求獨立審計（查核）人員以充足之證據來指出，是否公司個體之財務報表在所有重要觀點上之呈現是公正的，且符合一般會計原則。而必須注意的是，審計人員判斷之重心為所有財務報表單以一般會計原則之架構製作所呈現之公正性（Fairness），一般而言，確保公司財務報表之觀點並不保證公司財務報表之合法性，僅保證其符合一般會計原則。而審計人員對於「詐欺」之關照明確被限制在財務報表的不實呈現與省略造成「重大不實公告」（Material Misstatement）之情

¹⁰⁸ 整理自Matthew S. Morkwa, supra note 80, at 326-27.

形¹⁰⁹。另外，一般審計原則並非「詐欺監督」¹¹⁰或是詳細的法庭式的證據審查，其僅設計來確保重大不實公告不會呈現。不過於SAS No.82 要求審計人員於每次審計完成且表達其意見後，必須評估詐欺之風險，而風險因素包括管理之特徵、監控環境之影響、公司管理涉入財務報表詐欺之動機以及在管理整合和風格上之個人特色等。而此規定受批評之缺失為風險因素是主觀的且難以評估，在很多例子中，風險因素可能存在而無發生詐欺。無論如何，獨立的審計程序改善財務報表的可信賴程度，使其更具信用並增加股東對其之信心，且獨立的審計程序為整合公司個體財務報表的主要外部監察，有確保財務資訊的整合及品質之作用，而使資本市場更具效率。

三、反詐欺條款 (Antifraud Provisions)

除了規定財務報表的製作原則外，美國聯邦證券交易法亦規定嚴格的反詐欺條款，對於財務報表重大的不實公告及省略課以民事責任，其規範廣泛且幾乎涵蓋所有公司經理階層不實財報之形式，不過在判例法上必須證明不實公告及省略是重大的，且此違反必須是故意（明知），方符合此條款之要件。而一般而言，反詐欺條款禁止重大不實及誤導的陳述，其亦包含資訊揭露的整合，不過重要的是，其並非是附加內容基礎（Content-based）的資訊揭露義務規範，規定僅為了確保所揭露資訊之正確性。

而於反詐欺條款之外，關於會計及揭露方面有幾個其他的重要規定，規定於 Section 13(b)(2)(A) 和 13(b)(2)(B) of the 1934 Act, 以及 Rules 12b-20, 13b2-1, 13a-11 以及 13a-13, 其規範之目的是為了闡明 1934 Act 之會計及公告要求。而此些「會計及公告」(Accounting and Reporting) 條款提供 SEC 加諸公司提供無須在詐欺條款陳述的財務操作之義務，更重要的，SEC 可能透過此建立無須證明違反者「故意（明知）」的違反公告要求之規則。

第二目 美國法上之改革建議

在前述基本規範架構下，在市場仍上不斷出現財務操作的會計醜聞，故美國

¹⁰⁹ Statement on Auditing Standards (“SAS”) No.82.

¹¹⁰ 其是意味其之重點在於一般會計原則符合與否之審查，也許在廣義而言亦可包括於詐欺監督之下，不過精確而言，應限縮之而狹義解釋。

實務和學術界對於財務報表的製作和盈餘管理等議題都提出討論與建議，而安隆案的爆發更促使美國國會通過沙氏法案（Sarbanes-Oxley Act），其中一大部分之規範內容亦針對財務報表之改革。以下就美國財務報表的改革建議作概略介紹，以對此議題之發展脈絡能有所瞭解。

一、藍帶委員會（The Blue Ribbon Committee）¹¹¹：

SEC前主席Levitt對於盈餘管理之議題提出改革建議，其認為盈餘管理對於會計處理產生重大衝擊，而影響財務報表的正確性，其提出了九個改革建議，另主張強化董事會中審計委員會的功能以作為投資人利益及公司責任的最終保護，而在1999年初藍帶委員會關於公司審計委員會的改革報告中，提出審計委員會作為有效率的財務報表的刺激因素之觀點¹¹²。

二、自我管制組織（Self-regulation Organizations, SROs）

自我管制組織幾乎完全採取藍帶委員會之建議，大量增加對上市公司之公司治理要求，其要求上市公司必須由具嚴格解釋中之獨立性資格的董事組成審計委員會，而對公司之財務報告為監督確保其品質¹¹³，此之規定是為了減少董事和經理階層之牽連關係而使其能批判性地評估經理階層所做之財務報告（即使其具獨立性）；另為了增加審計委員會的監督能力，其要求審計委員會必須至少由三名董事組成，且皆能閱讀財務報表，而其中一名董事必須是財務專家；最後，為了改善審計過程，其要求每家上市公司必須有關於審計委員會之章程規定¹¹⁴。

三、美國會計總署（General Accounting Office, GAO）

1996年GAO對於的會計專業的法規做全面的檢視，其重點為迄今之財務報告系統和自我管制模式，而指出其中之缺失，其討論的五大議題分別為：（1）審計者的獨立性；（2）審計者的詐欺責任以及內部控制；（3）審計品質；（4）審計和會計原則的制訂過程，以及財務報告之效力；（5）審計者在未來財務報告執行

¹¹¹ 由美國學術界及實務界專家所組成。

¹¹² Gregory S. Rowland, EARNINGS MANAGEMENT, THE SEC, AND CORPORATE GOVERNANCE: DIRECTOR LIABILITY ARISING FROM THE AUDIT COMMITTEE REPORT, 102 Colum. L. Rev. 168 (2002), at 173.

¹¹³ Matthew S. Mokwa, supra note 80, at 352.

¹¹⁴ Gregory S. Rowland, supra note 112, at 175-76.

的角色。而其為近來有關審計者獨立性、會計的各專業處理學問以及SEC在準則制訂和自我管制過程的漸增角色等討論的預示¹¹⁵。

四、會計原則之改革

會計醜聞的發生，其中一大原因為傳統的會計原則出現的漏洞，隨著商業交易型態的發展，會計原則在很多方面已經無法跟上商業交易變化之角度，如在軟體產業中收入認列之問題¹¹⁶、衍生性金融商品的會計處理以及資產負債表外交易安排等等，故在會計原則上美國學界和實務引起了廣大的改革討論，在盈餘管理議題上最近SEC主要透過三號會計公報（Staff Accounting Bulletins, SABs）來控制之，主要為SAB No. 99（重要性）、SAB No. 100（重建構及損害費用）以及SAB No. 101（收入認列）。而在會計原則改革討論中，有規則基礎（Rule-based）和原則基礎（Principle-based）之爭議¹¹⁷，而在SEC的研究報告中所採取的為「目標導向的會計準則」（Objectives-Oriented Accounting Standard），而FASB亦同意此項建議，目標導向的準則將清楚建立交易類型的目標，而將此目標內化至準則本身，在此方法下財務報表製作者必須使用恰當之準則而且符合實質的會計目的，如此將使投資人和分析師理解此些準則的成本降低。而此研究報告中指出規則基礎的會計處理導致對於準則運用的大量詳細的輔助指示之需求出現，而使準則之運用複雜化及增加不確定性，且內在的不一致和過多之例外將對於呈現交易和事件的實質經濟狀況有害，而且可能造成過於形式化，論者亦有提出過於謹慎的保守主義思想體系將使財務報表偏離經濟之真實性之看法¹¹⁸。而目標導向的準則是具一致的概念架構，較少例外和非黑即白（Bright line）的規定，因此減少會計指示的複雜性¹¹⁹。另外，會計動機式的交易處理（Accounting Motivated Transactions）的減少亦是會計改革重點之一，會計動機的交易，為企圖達到一定之會計結果，而其並不一定符合交易的經濟狀況，而因此對於財務報表之透明度有所減損¹²⁰。

¹¹⁵ Manuel A. Rodriguez, supra note 95, at 457-59.

¹¹⁶ 詳見Matthew S. Mokwa, supra note 80, at 341-45；Richard C. Sauer, supra note 94, at 965-67.

¹¹⁷ 詳見Manuel A. Rodriguez, supra note 79, at 477-80；Donald C. Langevoort, supra note 33, at 23-4.

¹¹⁸ Id. at 27-8.

¹¹⁹ THE OBS REPORT, supra note 74.

¹²⁰ Id.

第三目 沙氏法案之相關規定

沙氏法案於 2002 年夏天制訂通過，其是因應近來的財務（會計）醜聞所制訂，而其主要組成因素分別為：(1) 會計監督委員會；(2) 審計者獨立性；(3) 公司責任及治理議題，包括審計委員會、財務報表的確保、特定報酬或獲利之沒入、高階財務主管的道德規範，以及律師專業責任規範；(4) 分析師的利益衝突；(5) 增加財務報告詐欺之刑事責任¹²¹；(6) 財務報表透明度之提升。而根據沙氏法案SEC更進一步採取及建議更多規則，其所採取之規則包括：(1) 提升財務季報和年報的登記品質；(2) 要求CEOs確保財務季報和年報之正確性；(3) 加速公司內部者的個人證券交易的揭露；(4) 要求提升審計者的獨立性標準；(5) 要求資產負債表外交易安排之揭露；(6) 規定盈餘公告以及財務預測資訊相關公告需和一般會計原則一致；(7) 要求公司揭露其是否擁有行政主管的道德規範，和其審計委員會是否為財務審查專家^{122 123}。

而沙氏法案中可能會影響盈餘管理的規定為：(1) 課予發行者高階經理人（執行長和財務長等）有關財務報告之書面切結義務；(2) 發行者必需解釋提供非一般會計原則形式（non-GAAP format）的財務資訊；(3) 要求於管理階層的討論與分析（MD&A）以總表方式提供資產負債表外交易安排的相關財務資訊。此相關規定企圖使投資人能清楚瞭解公司財務資訊的全貌，亦使公司管理者使用的複雜之財務或會計工具從事盈餘管理的相關資訊能呈現，進而抑制非法之財務會計運作¹²⁴。另外，審計委員會的設立及其成員財務專業性的要求，與會計監督委員會（Public Company Accounting Oversight Board，簡稱PCAOB）設立及相關會計師改革之相關規定，對此亦會有監督之效用。

從上述規範可得知，沙氏法案針對財務報告改善之議題，若從公司治理的角度出發，其著重監察機關之設計以及資訊透明化兩大方面，另外對於利害衝突的情形亦有所規範。可以得知在財務報告議題，法律面之切入點除了財務詐欺之形

¹²¹ Marianne M. Jennings, *supra* note 88, at 243-44.

¹²² Matthew S. Mokwa, *supra* note 80, at 350-51.

¹²³ 其他因沙氏法案通過而改善的財務報告機制，包括會計發展詳見THE OBS REPORT，*supra* note 74 之整理。

¹²⁴ Lawrence E. Mitchell, THE SARBANES-OXLEY ACT AND THE REINVENTION OF CORPORATE GOVERNANCE?, 48 Vill. L. Rev. 1189 (2003), at 1190-91.

成與損害賠償之規範外，即是從製作過程之控制以及資訊透明度之要求（當然此部分亦涉及會計層面），而此部分比較著重於前端之控制，前者為在公司內部強化監察者（董事會中之審計委員會）的功能及獨立性，減少經理階層的代理成本問題；而外部則對審計者（會計師）獨立性的要求，重新建構會計師的審計結構，如會計監督委員會之設立、審計人員從事審計業務範圍外之服務之禁止規定等，而在此些控制架構下，確保財務報表之正確性；後者為強化財務之揭露，包括財務報表需依據一般會計原則編制、資產負債表外交易安排之揭露、財務預測之規範及發行公司之即時揭露義務等，因具透明度且強而有力的揭露制度，乃是以市場監控為基礎的資本市場不可或缺的元素，為股東立於資訊健全之基礎執行其股東權利，而其他利害關係人（如債權人）亦同，對於資本市場的流動性及效率有重大之助益，為證券法規規範系統之重大支柱，沙氏法案企圖改善財務報告之透明度，減少資訊不對稱之情形，提供相關人士關於企業個體之公正且即時之資訊。

第五款 小結

資本市場的健全是現代企業發展不可或缺之一環，企業個體之資訊透明化是維持資本市場健全的重大支柱之一，而財務報告在此部分為其核心，相關利害關係人可以透過此來瞭解企業之財務狀況。而於安隆案等會計（財務）醜聞爆發後，財務報告之正確性和可信賴性受到前所未有之衝擊，對於資本市場而言是一大警訊，故美國學術與實務界無不對此問題展開討論，而國會亦通過沙氏法案因應。而會計原則之調整當然是重要之議題，其著重的是真實經濟狀況之呈現；而在公司治理法制面向，外部監控方面是透過審計（查核）者的獨立性改革出發，而內部監控方面，審計委員會之設立是最主要之重點，另外企業個體財務資訊透明度之提升，更是財務報告改革之主軸之一。從本文以上之探討，可知美國法上關於財務報告方面，公司治理法制改革所著重的是製作過程中監控機制的建立，和資訊透明度之提升，以減少財務報表操弄之可能性。當然在此會有前述「第三章第三節第二項」，提高了企業在財務報告及監控模式下之成本付出的問題。

第二項 關於資產負債表外交易安排及總計契約義務之管理階層之分析討論

(Management Discussion and Analysis, 即 MD & A) 揭露規則

第一款 管理階層之分析討論簡述

管理階層之分析討論為美國證券交易市場規範中重要的資訊揭露制度之一環。其要求證券發行者提供重心在流動性、資本來源和營運結果的財務狀況之資訊¹²⁵。對於投資者來說，其增加公司財務表現的透明度，以及提供決策投資行為評估公司所需的資訊。另外，MD & A亦提供投資者一個機會，以公司管理階層的角度瞭解公司的財務表現及狀況、財務報表展現項目之評價以及過去或將來具有合理可能性 (reasonably likely to) 影響公司的重要趨勢及危險¹²⁶。有謂是提供一個透過公司管理階層的眼睛觀察公司的機會¹²⁷。

而因為安隆案 (Enron) 之關係，美國證券交易委員會 (SEC) 於 2001 年尾及 2002 年初對於 MD & A 再度投注焦點，SEC 促使公開發行公司以白話式英文 (Plain English) 對於關鍵的會計處理 (Accounting Practices) 於其 MD & A 做完整的解釋，解釋重點在於影響這些策略運用的判斷和不確定性，以及在不同狀況下或使用不同假設造成重要的不同結果之可能性。另外，SEC 亦要求公司對於各種流動性和資本來源 (包括資產負債表外安排)、交易行為 (包括以公平價值計算的交易所外之交易契約 (Non-exchange Traded Contracts) 以及與相關或某個其他契約當事人 (Related and Certain Other Parties) 交易之影響等內容為揭露¹²⁸。而沙氏法案 (Sarbanes-Oxley Act) 其為因應安隆案而制訂，故其將對於資產負債表外交易之 MD & A 法典化。而一般的 MD & A 規則所要求的揭露事項大概為¹²⁹：

1. 瞭解登記者 (the Registrant) 的財務狀況以及其在財務狀況和營運結果的改變所需的資訊。
2. 任何已知的趨勢、要求、擔保、事件或不確定性即將或具有合理可能性

¹²⁵ Herbert S. Wander, *supra* note 77, at 177.

¹²⁶ Final Rule, *supra* note 76.

¹²⁷ Herbert S. Wander, *supra* note 77, at 178.

¹²⁸ Louis Loss & Joel Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation*, Aspen Publishers, 2004, at 177; Herbert S. Wander, *supra* note 77, at 178-9.

¹²⁹ 整理自 Final Rule, *supra* note 76.

導致登記者在重要方面的流動性增加或減少。

3. 登記者的內部和外部的流動與資源，以及任何重要而未利用的流動資產來源。
4. 登記者從最近年度以來對於資本支出（Capital Expenditures）的重要保證。
5. 任何登記者資本資源的重要趨勢，無論有利或不利。包括任何預期的重要改變和資本資源的相關成本，在此必須考慮債務、權益和資產負債表外的融資安排。
6. 任何會重大影響持續經營之業務(Continuing Operation)所生之公告收入數量的一般或特別事件、交易或重要的經濟改變，以及在各個事件收入被影響之範圍。
7. 在公司之判斷下，為了瞭解登記者的營運結果所必須被呈現的收入和開支的重要組成。
8. 對於銷貨淨額（Net Sale）、總收益或持續經營之業務所生之收入，已經產生或是登記者合理預期將會有重大有利或不利影響的已知的趨勢或不確定性。
9. 過去不曾但將會對未來營運有影響之事件。
10. 對於公告之營運有影響但預期並不會影響未來營運之事件。

而關於「相關的契約相對人」(Related Parties)的範圍，SEC亦擴大其範圍。在MD & A財務狀況的說明中，對於重要交易並不是以傳統觀點而侷限在相關的契約相對人，而應包括某些其他當事人，其與登記者或與其相關的契約相對人有一定之關係，在合理基礎上為協商交易條款而並無清楚的獨立地位¹³⁰。而擴大定義的目的是為了使與無須合併報表的特殊目的個體相關交易的本質、經濟上實質狀況及風險，亦包括在MD & A揭露項目中，以杜絕濫用

¹³⁰ MD&A Financial Condition Statement, 67 Fed. Reg. at 3751.轉引自David S. Ruder & Yuji Sun & Arek Sycz, THE SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION'S PRE- AND POST-ENRON RESPONSES TO CORPORATE FINANCIAL FRAUD: AN ANALYSIS AND EVALUATION, 80 Notre Dame L. Rev. 1103(2005), at 1125.

無須合併財務報表的個體。

第二款 MD&A 之重要性標準 (Materiality Standard)

在 SEC 的公開說明中，MD&A 重要性的標準是採用獨自的判斷標準，而有別於為了 Rule 10b-5 立法目的所發展而出的 probability/magnitude 重要性分析。而其採用之標準為「具合理可能的重要影響」(reasonably likely to have a effect)，但必須注意的是，必須區分預測資訊 (Forward Looking Information) 和將影響未來營運結果的已知資料。而在此公開說明中，其建議兩個評估方法來決定是否揭露預期的資訊 (Prospective Information)：

1. 是否此已知的趨勢、要求、擔保、事件或不確定性可能到來或實現？如果管理階層決定此些不具合理可能發生的可能性，則不需揭露。
2. 如果管理階層不能決定發生之可能性，必須客觀評估已知的趨勢、要求、擔保、事件或假設上其將到來或實現之不確定性。而除非管理階層決定此些對於發行者的財務狀況或是營運結果不具發生的合理可能性，不然揭露就是必須的。

對於發行者來說，此一重大性之標準相較於 Rule 10b-5, Probability/Magnitude Balancing Standard 是較不繁重的，尤其在或然事件之揭露上，SEC 新版的 MD&A 重要性說明中，建議除非管理階層相信發生的可能性是多半可能的 (more likely than not)，例如大於百分之五十之可能性，否則無論或然性事件的強度 (量) 有多大，都不需要揭露¹³¹。

而預備的併購協商階段 (Preliminary Merger Negotiation) 在 SEC 公開說明中是屬於 MD&A 的豁免例外，原因是其認為過早的揭露危及敏感度極高的協商所生之危險大過於投資者對於此即時資訊之需求。另外，SEC 亦指出發行者若是在非正常業務運作過程，無須在 MD&A 揭露涉及獲得或處置主要資產的資訊¹³²。論者對此有提出質疑，認為如此之例外是否有違 MD&A 原本之制訂目的¹³³。

¹³¹ 轉引自 Herbert S. Wander, supra note 77, at 183-5.

¹³² 轉引自 Id. at 185.

¹³³ Id. at 185-6.

第三款 資產負債表外交易安排的 MD & A 資訊揭露規定內容

依據沙氏法案 section 401 (a) 所增補的美國 1934 年證券交易法中新修正的 section 13(j)，SEC 修正規則要求揭露資產負債表外交易安排之資訊，此也是因應安隆案，而在「流動性和資本來源」方面為其特別要求的重點¹³⁴。修正內容要求登記者在 MD & A 揭露文件中，以獨立標題的分款說明 (a Separately Captioned Subsection) 提供其所從事的資產負債表外交易安排的說明，且此修正亦要求登記者以總表方式 (in a Tabular Format) 提供已知的契約義務 (Contractual Obligation) 的概述¹³⁵。以下對其主要內容討論之。

第一目 資產負債表外交易 (Off-balance Sheet Arrangements) 之定義

資產負債表外交易 (Off-balance Sheet Arrangements) 之主要類型有公司透過典型架構的資產負債表外交易安排，或作為隱蔽投資者公司損失之風險透明度的方法¹³⁶。其定義¹³⁷係指公司與其他無須編製合併報表之外部個體簽訂所有契約性質之交易或安排，而公司具有 1. 保證契約下之義務¹³⁸。2. 對於非合併個體之移轉資產有保留利益或或有利益 (a Retained or Contingent Interest)，或有提供給個體之移轉資產信用、流動性或市場風險之支持的相似安排 3. 衍生性工具或商品 (Derivative Instruments) 下之義務¹³⁹。4. 支付義務 (包括或有負債) 在無須合併之個體產生變動權利 (Variable Interest)¹⁴⁰，而由發行者 (Issuer) 持有或對其具有重要性。

第二目 揭露門檻 (Disclosure Threshold)

新增修的規則中要求管理階層應評估公司資產負債表外安排，若其對公司現

¹³⁴ David S. Ruder & Yuji Sun & Arek Sycz, supra note 130, at 1124.

¹³⁵ Final Rule, supra note 76.

¹³⁶ Id.

¹³⁷ Item 303(a)(4) (ii) of Regulation S-K [17 CFR 229.303(a)(4) (ii)].

¹³⁸ 此保證契約之定義及內容參見 FIN 45。

¹³⁹ FASB Statement of Financial Accounting Standards ("SFAS") No. 133, Accounting for Derivative Instruments and Hedging Activities (June 1998), ("SFAS No. 133"), paragraph 11a.

¹⁴⁰ FIN 46.

在或未來在經營及財務狀況、收入及費用、營運結果、資金流動性、資本支出及資金來源等「具有合理地可能 (reasonably likely)」之影響者，即是對投資者具有重大性 (Material to Investors)，即必須將此安排揭露之。而此揭露之標準是與的MD & A現在使用的標準是一致的¹⁴¹。

運用此揭露門檻，管理階層首先必須辨識及批評性地分析登記者所從事以上定義中的資產負債表外交易安排；接著管理階層必需評估任何影響資產負債表外交易安排的已知趨勢、要求、擔保、事件或不確定性發行之可能性（例如：保證契約之履行、可變動權利下之義務、權益連結或指數衍生性工具之義務或損害之認列）。若是管理階層認為以上所提及之事項不具發生之合理可能性 (reasonably likely)，則此些資訊不需在MD & A揭露；若是管理階層無法做成此決定，即必須客觀地評估已知趨勢、要求、擔保、事件之結果，或是假設上將會到來或實現的不確定性。總之，除非管理階層認為對於登記者的財務狀況、財務狀況之改變、收入及支出、營運結果、流動性、資本消費或資本來源並無重要性影響 (a Material Effect) 發生之合理可能性，否則即必須揭露相關資訊。而評估必需是具客觀的合理性及從做成決定起即必須客觀地檢視¹⁴²。

第三目 資產負債表外交易安排揭露範圍

新增修的規則中要求登記者揭露重要的事實和情勢，以提供投資者清楚瞭解登記者的資產負債表外交易安排和重要影響。而為了提供登記者規範彈性以及濾除不重要的細節揭露，規則中所要求列舉的揭露資訊，為瞭解登記者的資產負債表外交易安排和其對於登記者的財務狀況、財務狀況之改變、收入及支出、營運結果、流動性、資本消費或資本來源重要影響之需要 (to the Extent Necessary)。除了列舉的資訊外，討論內容必須包括登記者相信對於瞭解資產負債表外交易安排及個別影響所需要之其他資訊。而揭露資訊通常是涵蓋最近的年度，不過若具有瞭解需要者，與之前年度的改變亦必須標示出來¹⁴³。

而規則中所列舉揭露之項目為¹⁴⁴：

¹⁴¹ Final Rule, supra note 76.

¹⁴² Id.

¹⁴³ Instruction 4 to paragraph 303(a)(4) of Regulation S-K [17 CFR 229.303].

¹⁴⁴ 整理自Item 303(a)(4) (ii) of Regulation S-K [17 CFR 229.303(a)(4) (ii)]；Final Rule, supra note 76.

一、這些安排對於登記者的商業目的及本質。

即此登記者所提供之揭露，必須向投資者說明為何其投入資產負債表外交易安排，以及提供投資者瞭解經由此些資產負債表外交易安排促進商業活動之資訊。而在此可能的揭露資訊為：這些安排促使登記者透過與信託個體的貸款群組買賣（Sales of Groups of Loans to a Trust）立即獲得資金、存貨融資（to Finance Inventory）、無須認列運輸或研究和發展的成本、或是以提供信用之方式降低非合併從屬公司（Unconsolidated Affiliates）的借貸成本。

二、這些安排對於登記者流動性、資本來源、市場風險支持、信用風險支持和其他利益的重要性。

此揭露應該提供投資者瞭解資產負債表外交易安排對於登記者財務情勢（Finance Matter）的重要性。而和其他揭露要求結合，登記者應該提供充分的資訊給投資者，以評估此些安排對於風險程度（範圍）的移轉或保留結果。

三、這些安排對於登記者的重要和實質的影響以及在可能引發之支付義務。

其主要內容包括：

- （一）此些安排對於登記者所引發的收入、支出和現金流量之數額。
- （二）與此些安排相關的任何保留利益、證券發行和其他產生的債務的本質及總數額。
- （三）登記者因此些安排而負有的任何債務或義務（包括或有債務或義務）的本質和數額，而此些安排確定是或是合理可能成為使此些債務或義務產生的重大事件或情勢。
- （四）任何已知的事件、要求、擔保、趨勢或不確定性，將會或合理可能導致提供登記者重大利益的資產負債表外交易安排終止或可利用性重要減少。

此揭露必須標示出合理可能影響登記者繼續使用提供其重要利益的資產負債表外交易的因素。而在因為登記者信用評等改變而將產生上述影響的情形中，登記者必須揭露未來合理可能造成評等降低的情勢，並必須討論評等降低的重要結果（影響）。另外，登記者必須討論其採取或建議採取關於因應上述安排終止

或可利用性重要減少之行動方針。

另外，此新增修的規則包括一個原則基礎（Principled-based）的要求，即登記者若相信為瞭解登記者的資產負債表外交易安排和其對於登記者的財務狀況、財務狀況之改變、收入及支出、營運結果、流動性、資本消費或資本來源重要影響之需要，則必須提供其他的資訊¹⁴⁵。而此揭露必須提供投資者以經營階層的眼光，觀察此些重要的資產負債表外交易安排可能合理引發的潛在重要風險之影響與接近¹⁴⁶。

而此新增修的規則指示登記者以有效率與可瞭解的方法，以總計方式揭露其從事之資產負債表外交易安排的群組和種類，避免重複以及揭露不重要的資訊¹⁴⁷。數個不同的資產負債表外交易安排可能產生共通的和相似的影響，必須以總計的方式分析之使其更容易瞭解。如果總計的資產負債表外交易安排之中的差別具重要性，則登記者必須討論之，但仍應該避免重複及揭露不重要的資訊。

在新增修的規則所規範的資產負債表外交易安排皆是以契約形式呈現，故關於預備性的協商依然運用前述提及的SEC關於MD&A的政策。因此在Regulation S-K的指令中認為直到具絕對拘束力或符合習慣上結束情況的最後同意出現，否則不需揭露資產負債表外交易安排；而若是無此種同意存在，時點則為交易完成時¹⁴⁸。而此指令是和1989年關於預備性協商的階段，在非正常業務運作過程，無須在MD&A揭露涉及獲得或處置主要資產的資訊的公開解釋一致¹⁴⁹。

另外必須注意的是，因為訴訟、仲裁或是管制行為（Regulatory Action）所生的或有義務，在新修正規則中並無須視為資產負債比外交易安排¹⁵⁰。

第四目 總表方式揭露契約義務（Tabular Disclosure of Contractual Obligation）

目前美國一般公認會計原則及其他相關法規或多或少要求公司應適當揭露

¹⁴⁵ Item 303(a)(4)(i) of Regulation S-K [17 CFR 229.303(a)(4)(i)].

¹⁴⁶ Final Rule, supra note 76.

¹⁴⁷ Instruction 2 to paragraph 303(a)(4) of Regulation S-K [17 CFR 229.303].

¹⁴⁸ Instruction 1 to paragraph 303(a)(4) of Regulation S-K [17 CFR 229.303].

¹⁴⁹ Final Rule, supra note 76.

¹⁵⁰ Instruction 3 to paragraph 303(a)(4) of Regulation S-K [17 CFR 229.303].

契約義務，但通常散佈在不同的文件上。而單一（統一）的方式呈現關於登記者契約義務的總計資訊，對於提供投資人評估登記者長短期流動性和資本來源需求、要求的文件來說，是一個較佳的方式；另亦提升投資人比較各登記者的能力¹⁵¹。因此，新修正的規則中要求登記者以單一總表方式（in a Tabular Format）提供最近年度的契約義務之相關資訊，包括契約義務類型的總計和數量。而總表的形式如下¹⁵²：

¹⁵¹ Final Rule, supra note 76.

¹⁵² Item 303(a)(5)(i) of Regulation S-K [17 CFR 229.303(a)(5)(i)].

契約義務(Contractual Obligations)	預計支付期間 (Payments due by period)				
	加總 (Total)	不滿一年 (Less than 1 year)	一至三年 (1-3 years)	三至五年 (3-5 years)	超過五年 (More than 5 years)
長期債務 [Long-Term Debt Obligations]					
融資租賃 [Capital (Finance) Lease Obligations]					
營業租賃 [Operating Lease Obligations]					
購買義務 [Purchase Obligations]					
其他長期債務 [Other Long-Term Liabilities Reflected on the Company's Balance Sheet under the GAAP of the primary financial statements]					
總額 (Total)					

而為了提供不同種類公司 (Company-specific) 揭露的彈性，新修正規則允許登記者為了和其營業相符，解析具體指定的種類而使用其他的種類，不過表格中必須包括所有的規範的具體指定類型。另外，為了瞭解登記者不同的契約義務的時點與數額表格中應該附有附註，以描述其所創造、增加或加速實現的義務，或是其他適當的資料¹⁵³。

在以上表格中所具體指定的契約義務種類中，除了購買義務 (Purchase Obligations) 外，在美國一般公認會計原則中已經有所要求，而前三種種類的契約義務之界定是與美國一般公認會計原則相關會計公告交互參照。若登記者之財

¹⁵³ Item 303(a)(5)(i) of Regulation S-K [17 CFR 229.303(a)(5)(i)].

務報表使用非美國一般公認會計原則，其應該在其主要的財務報表中以表格形式，呈現與使用一般會計原則一致的分類的契約義務¹⁵⁴。

因為某些購買義務是還未發生效力的契約，因此在一般會計原則下不需認列債務，但其對於登記者的流動性可能有重要之影響，故新規則仍將其包括在具體指定的表格種類中¹⁵⁵。而購買義務之定義為：對於登記者具有可實施和法律拘束力的購買貨物或服務之協議，其具體之重要條款包括購買固定或最少數量、及固定、最少或變動的價格條款以及執行的大概時間點¹⁵⁶。若是購買義務協議中具有變動價格條款，登記者必須提供到期支付的評估，在此情況，若是對於投資人來說是重要的，其必須在表格中以附註的方式，將支付的市場風險的資訊傳達給投資人。另外，附註中必須討論重要的終止和更新（展期）條款¹⁵⁷。

第五目 揭露資訊的表達方式

一、獨立章節說明

新修正規則中要求登記者以MD&A的獨立標題章節呈現資產負債表外交易安排¹⁵⁸，而SEC要求以此揭露方式的理由有二，一為資訊的區別呈現將對投資人有聚焦之作用，而使其更容易比較不同公司的揭露；二為區別的呈現將使MD&A層級化（Layer），而使擁有不同程度利益和財務敏銳性的投資人更容易獲得其需要的資訊¹⁵⁹。

二、用語與形式

MD&A中之討論所呈現的的用語和形式必須是清楚、簡潔及可瞭解的。即其所呈現的資訊並非只有會計師、財務分析師或特別產業的專家才能完全解讀，且不可以一成不變的方式揭露，因如此並不能特別地標示出登記者個別的情勢和運作，不能達到MD&A的揭露要求，故所提供之資訊必須在各年度及各個公

¹⁵⁴ Instruction 2 to Item 5.F of Form 20-F [17 CFR 249.220f].

¹⁵⁵ Final Rule, supra note 76.

¹⁵⁶ Item 303(a)(5)(ii)(D) of Regulation S-K [17 CFR 229.303(a)(5)(ii)(D)].

¹⁵⁷ Final Rule, supra note 76.

¹⁵⁸ Item 303(a)(4)(i) of Regulation S-K [17 CFR 229.303(a)(5)(i)].

¹⁵⁹ Final Rule, supra note 76.

司間容易做比較¹⁶⁰。

三、交互索引財務報表

為了減少不必要的重複，新修正的規則允許登記者的MD&A資訊揭露可以和財務報表的附註交互索引。而交互索引必須清楚識別在附註的個別資訊，及必須以傳達閱讀者此為不包括在討論中的重要資訊的方式，將附註的本質（意旨）與MD&A的討論結合¹⁶¹。

第六目 外國發行者的運用（Application to Foreign Private Issuers）

外國發行者在美國的年度報表是依據Form 20-F或是Form 40-F。而於沙氏法案並無區分外國發行者和美國國內公司，故SEC解釋國會是指示其對於外國發行者和國內發行者（其年度報表依據Form 10-K或是Form 10KBS）在資產負債表外交易安排在年度報表的揭露，採取相同的要求規則。而SEC採取此項規則的另兩個原因：一為投資人和其他相關人士在外國發行者的年度報表中，將與國內發行者的年度報表一樣，亦享有擴大資產負債表外交易安排揭露的利益；二為因為Form 20-F規範之年度報告，對於外國發行者等同MD&A的揭露要求（MD&A-equivalent）是對於美國國內公司大量MD&A揭露要求的對照，SEC認為此項政策必須延續¹⁶²。

而對於外國公司SEC並沒有要求「季報」，故雖然沙氏法案Section 401（a）要求SEC採取適用在「季報」的資產負債表外交易安排的揭露規則，SEC對外國發行者仍認為，除非外國發行者所登記的證券交易法登記文件，要求必須包括期中（interim period）的財務報表及相關的MD&A揭露，否則其不需於年度報表外另在更新其MD&A揭露資訊¹⁶³。

關於外國發行者最近提供給SEC的登記文件中，無論其適用美國或非美國的一般會計準則，MD&A揭露的焦點必須集中在主要的財務報表上。若是對於整個財務報表整體有瞭解的需要，外國發行者若適用非美國的一般會計準則，其

¹⁶⁰ Id.

¹⁶¹ Instruction 5 to paragraph 303(a)(4) of Regulation S-K [17 CFR 229.303(a)(4)].

¹⁶² Final Rule, supra note 76.

¹⁶³ Id.

MD & A 必須包括與美國一般會計原則一致的討論，及其與美國一般會計原則不同之處¹⁶⁴。而資產負債表外交易安排與契約義務之表格的資訊揭露亦與現存的 MD & A 揭露一致¹⁶⁵。

關於資產負債表外交易安排的定義所涵蓋的類型，無論在外國發行者或是國內發行者都是一樣的。SEC 認為在此定義上參照美國一般會計原則，對於達到此些安排的適當範圍是最佳方式。故為了符合新修正揭露規則對於此些安排的定義類型，外國發行者必須評估其保證契約和變動利益符合美國一般會計原則¹⁶⁶。

第七目 預測資訊的安全港（豁免）規定（Safe Harbor for Forward-looking Information）

在新修正的規則中有些條款亦要求預測資訊的揭露，而為了促進此類型的資訊、對於投資人瞭解資產負債表外交易安排影響的分析需要以及減少評估契約義務到期的障礙，新修正的規則中包括了預測資訊的安全港規定¹⁶⁷，而此安全港規定之依據為 Section 27A of Securities Act of 1933 (15 U.S.C. 77z-2) 和 Section 21E of Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78u-5)（法定的安全港規定 (Statutory Safe Harbor)）。

法定的安全港規定包含的條款是為防止資訊預測的公布被以重要誤導或省略提起法律行動。而在此規定中提供發行者三項獨立的基礎豁免其在 MD & A 中預測資訊的責任：

1. 若其確認為預測資訊，以及附帶著有意義的警戒公告（Meaning Cautionary Statements），即其在預測資訊中能辨別出造成真實結果的重要區別因素。
2. 任何不具重要性的預測資訊。
3. 原告無法證明此預測資訊為登記者的執行階層（Executive Officer）明知其為錯誤或誤導而贊同。

新修正的規則中，除了歷史事實外（Except for Historical Facts），若揭露資

¹⁶⁴ Instruction 2 to Item 5 of Form 20-F [17 CFR 249.220f].

¹⁶⁵ Final Rule, supra note 76.

¹⁶⁶ Id.

¹⁶⁷ Item 303(c) of Regulation S-K [17 CFR 229.303(c)].

訊符合法定安全港規定之定義，即為其所規範之預測資訊。而關於資產負債表外交易安排的MD & A揭露，SEC採取的條款為有意義的警戒公告（Meaning Cautionary Statements）因素，即登記者若滿足其所有的資產負債表外交易安排的揭露要求，則將符合此法定安全港規定。而因為新修正的MD & A安全港規定和法定安全港規定相連結，因此SEC要求公司準備揭露資訊時，能考慮此些條款、狀況和法定安全港規定的範圍¹⁶⁸。

第四款 成本利益分析（Cost-benefit Analysis）

第一目 修正之目標

此新修正規則是尋求改善公司資產負債表外交易安排揭露透明度，及提供總計的契約義務概述，SEC相信在此部分資訊本質的改善，有助於投資人之需求，使其更加瞭解公司現在及未來財務狀況和流動性來源。而因為管理階層是處於最佳的位置監視及評估經營的角度，故能提供投資人清楚的解釋和分析。而若無採取關於資產負債表外交易安排的揭露，其潛在的結果有二：一為公司財務報表的呈現較不具透明度，故投資人為投資決策時，對於公司財務狀況、財務狀況改變及營運結果的瞭解程度較低；二為此可能減少投資人對於完全且公平的揭露系統的信心，而完全且公平的揭露系統正為美國資本市場的標誌¹⁶⁹。

此新修正規則的目標如下¹⁷⁰：

1. 履行沙氏法案 Section 401(a) 的法律指示。
2. 提供投資人資訊和分析之需求，以對於公司因資產負債表外交易安排所生之義務和不確定性有更全面的瞭解，而此些安排若單閱讀財務報表並不明顯與易懂。
3. 以單一呈現方式提供完整的資訊，而使因資產負債表內或表外活動而來的契約義務，所生之到期支付的長短期影響等資訊，能使投資人更易取得。

總之，為了強化資產負債表外交易安排和契約義務的容易瞭解程度，應使投

¹⁶⁸ Item 303(c)(2)(ii) of Regulation S-K [17 CFR 229.303(c)(2)(ii)].

¹⁶⁹ Final Rule, supra note 76.

¹⁷⁰ Id.

資人更容易瞭解公司的營運（包括財務）的行為，以評估盈餘之品質及瞭解在財務報表中顯現不明顯的風險。

第二目 管理方法（Regulatory Approach）

SEC 所採取的是原則基礎（Principled-based）的揭露要求，主要是以四種個別的揭露項目來提供關於資產負債表外交易安排的資訊。而其原則是要求發行者提供瞭解其從事之資產負債表外交易安排，以及因此對其財務狀況、財務狀況之改變、收入及支出、營運結果、流動性、資本消費或資本來源所生之影響所需要的資訊（to the extent that is necessary...）。而為了減少含糊難懂的揭露資訊，新修正規則所包括之四種揭露項目，設計為以焦點式和描述性的討論來呈現登記者重要的資產負債表外交易安排。而以上之方法是以平衡登記者財務揭露的彈性和投資人透明度之需求為考量。

在新修正規則中要求之揭露，有些和一般會計原則之內容有所重複，而新修正規則之設計亦為協調其規範內容與一般會計原則一致，以提供投資人對關於登記者利用的資產負債表外交易安排有更深入、全面的瞭解。另外，其亦提供管理階層彈性，以透過其關於在登記者的營運（商業）環境下如何運用資產負債表外交易安排之觀點，強化在財務報表中的事實內容¹⁷¹。

第三目 新修正規則的優點

新修正規則的主要預期優點為增加登記者財務揭露的透明度。最近的市場上之事件證明關於公司的資產負債表外交易重大影響了公司財務報表和公司表現，故需要提供投資人更清楚的瞭解。而此新修正規則強化 MD&A 揭露的利用，以提供更多關於管理階層分析資產負債表外交易安排之資訊。另外，契約義務表格式之揭露方式，亦提供投資人對於流動性、資本來源需求及長短期要求的瞭解視線。

而藉著使資產負債表外交易安排和契約義務可取得及更容易瞭解，新修正規則將使投資人透過以投資人之觀點的財務分析師和信用評等機構，直接或間接獲得助益。另外，列舉的揭露項目將有助於投資人比較各公司及時間的狀況。總之，

¹⁷¹ Final Rule, supra note 76.

透明度的強化將使投資人的獲取更多的資訊為投資決策，且使其資金運用分配上更有效率¹⁷²。

第四目 新修正規則的成本

SEC評估大約有 9850 家公開發行公司適用新規則的揭露安排，且揭露工作將涉及數相關人士（或個體），包括In-house Preparers、高階經理階層、內外部律師、外部監察人（Outside auditors）及審計委員會成員；而為符合新修正規則，公司的揭露資訊支出可能包括有法律、會計及內部等重大成本。SEC評估公司的工作人員大約每年花費大約 366337 小時（每公司 37 小時）準備、檢查及登記揭露資訊；而公司需花費在外部專業人員的支出大約 44795000 美金（每公司 5000 美金）。雖然如此SEC認為實質上新修正規則並無增加公司太多成本，因為公司原本就必須在其表冊及記錄上提供大量即時的資訊，而管理階層在正常公司營運的管理上，亦必須充分地評估資產負債表外交易安排及契約義務、維持適當的內部控制及準備財務報表¹⁷³。

另外，SEC認為此新修正可能產生的負面影響為：一為登記者的競爭對手可能從此些揭露獲得其獨佔（所有）的資訊；二為登記者可能因此缺乏發展創新金融技術的動機，因為競爭者可能以低廉的成本複製之；最後其可能阻卻合法的資產負債表外交易安排的使用¹⁷⁴。而上述之競爭性的傷害必須與投資人財務透明度之需求和合成的風險暴露（Resultant Risk Exposure）相互權衡。在美國Securities Act的Section 2(b)及the Exchange Act的Section(f)要求SEC形成規則時，必須考量此行動是否對於公共利益是有需求及適當的，另外，亦需考量到投資人的保護以及是否有助於提升效率、競爭及資本形成。SEC認為而新修正規則對於資產負債表外交易安排以及以單一總表方式呈現契約義務之規定，將提供投資人更充分的資訊為投資決策和在一個更有效率的基礎上運用分配資金，如此將符合上述法規的規範目的及要求。

¹⁷² Id.

¹⁷³ Id.

¹⁷⁴ Id.

第五目 小型商業發行者 (Small Business Issuers)

新修正規則中對於小型商業發行者並不要求提供關於契約義務的總表，此些資訊現在是分佈在各文件中的不同位置。而雖然小型商業發行者並不需提供以總表方式提供關於 MD&A 的契約義務揭露，但 SEC 鼓勵其為了投資人鑑別相關的財務附註，於其包含了這些契約義務的資訊。此不要求總表揭露之考量因素應是前述所提平衡登記者財務揭露的彈性和投資人透明度之需求，以及企業的成本負擔能力。

SEC認為對於小型商業發行者並無採取獨立的規定之理由，是因為若如此將無法達成新修正規則之目標，且投資人對於此些資訊的需求在大小發行者間並無太大差別。而採取設計標準 (Design Standard) 而非執行標準 (Performance Standard) 的理由有三：一為SEC相信以列舉式的規定方式對揭露的完成較容易及對投資人而言更利於使用；二為將有助於投資人比較各公司和不同時間點，因新規則在小型商業發行者亦有適用；三為關於公司資產負債表外交易安排強制的討論，特別適合於強調重要不確定性、事件和有利或不利趨勢的鑑定的MD&A揭露¹⁷⁵。

而在沙氏法案中亦無區分小型個體及其他公司，因此 SEC 相信將小型商業發行者豁免於新規則之外，從文義解釋及立法意旨上來看並不適當。不過其仍免除小型商業發行者契約義務。

第三項 資產負債表外交易安排在 Form 8-K 之規定

第一款 SEC 對於即時揭露 (Timeliness of Disclosure) 的改善

沙氏法案 Section 409 所增補的美國 1934 年證交法 Section 13 規定，基於投資人保護及公共利益之必要及效用，SEC 得訂定規則，要求任一發行公司依 1934 年證交法 Section 13 (a) 或 Section 15 (d) 規定所提交之報告，應以簡明易懂之

¹⁷⁵ Id.

文字，將有關該公司財務或營運之重大改變，包括趨勢、性質及現況等資訊，向公眾為「迅速且即時」之揭露。而擴大 Form 8-K 中關於公告重大事項義務的列舉項目亦是 SEC 對於即時揭露改善的重要行動之一。

第二款 Form 8-K 的改革

SEC擴大於 1934 年證交法規範下關於Form 8-K公告重大事項義務的列舉項目，此修正增加八項新條款、將兩項週期性揭露項目轉移至此以及擴大現存的兩項條款的揭露範圍。而SEC為了因應form中所增加的揭露事件，採取主題式種類（Topical Categories）的規範方式。另外，此修正亦縮短Form 8-K文件歸檔的期限，大部分的條款的期限為Form所要求的重大事件發生後四個營業日（Business Days）¹⁷⁶。

此之修正如前述，即是為了回應沙氏法案Section 409 的規定，強化公開公司在即時的基礎上揭露重大的非平常事件及違法事件，而提供投資人一個預先警報系統（an Early-warning System）¹⁷⁷。於Form 8-K中的條款主要涵蓋在五個標題下¹⁷⁸：

一、登記者的營業與營運（Registrant's Business and Operation）：

新的 Item 1.01 為關於登記者從事非公司營運的一般過程所為的重要協議；新 Item 1.02 為重要決定性協議的終止；另保留原本 Item 1.03 關於破產和破產管理的要求。

二、財務資訊（Financial Information）：

保留 Item 2.01 關於資產的取得與處置；保留 Item 2.02 關於財務狀況及營運結果；新的 Item 2.03 為關於在資產負債表外交易安排下，對於公司具重要性的直接財務義務形成；新的 Item 2.04 為關於引發重要直接財務義務的事件，或是對於登記者具有重要性的資產負債表外交易安排；新的 Item 2.05 為關於退出或轉讓（處置）行為所導致重要改變的成本；最後，新的 Item 2.06 為關於重要的

¹⁷⁶ 詳細內容請參見Final Rule: Additional Form 8-K Disclosure Requirements and Acceleration of Filing Date, Release Nos.33-8400；34-49424[hereinafter Final Rule：Form 8-K].

¹⁷⁷ David S. Ruder & Yuji Sun & Arek Sycz, supra note 130, at 1122.

¹⁷⁸ Id. at 1120-22；Final Rule：Form 8-K, supra note 176.

損傷。

三、證券交易市場 (Securities and Trading Markets)：

新的 Item 3..01 為關於下市或是對於無法達到繼續上市規則或標準的通知；而新的 Item 3..02 為關於未註冊（登記）的權益證券出售；會，新的 Item 3..03 是關於證券持有者權利的重要改變。

四、關於會計和財務公告的事件 (Matters Related to Accountants and Financial Statement)

保留 Item4.01 關於登記者會計師的變更；以及新的 Item4.01 是關於對於先前發佈的財務報表、相關監督報告或完整的期中檢閱的不信任（non-reliance）。

五、公司治理及管理 (Corporate Governance and Management)

保留 Item5.01 關於登記者控制權的改變；保留及擴大 Item5.02 關於董事或主要經理人的離職、董事的選任以及主要經理人的任命；新的 Item5.03 是關於不在先前建議中的相關條款和規則；保留 Item5.04 關於登記者員工年金計畫（Employee Benefit Plans）交易的暫時終止；以及 Item5.05 登記者道德規則的修正。

第三款 資產負債表外交易安排在 Form 8-K 的相關規定

而關於資產負債表外交易安排即時揭露之規定，在Form 8-K中主要是在財務資訊種類下的Item2.03 及Item2.04，分別為關於在資產負債表外交易安排下，對於登記者具有重要性之直接財務義務形成；以及引發重要直接財務義務的事件，或是對於登記者具有重要性的資產負債表外交易安排。以下分述之¹⁷⁹：

第一目 Item2.03

新的條款中要求對於登記者具有重要性之已形成直接財務義務必須揭露下列資訊：

¹⁷⁹ Final Rule：Form 8-K, supra note 176.

- 一、形成直接財務義務的日期，以及對於形成義務的交易或協議的描述。
- 二、義務的數額，其中包括支付條款；若適用的話，提供一個概要說明，關於加速實現或是增加支付的重要條款，以及登記者對於第三方的任何追索條款的本質。
- 三、對於其他對於登記者具有重要性的交易或協議條款和條件。

若是因為資產負債表外交易安排¹⁸⁰所引發，使登記者必須直接或偶發地負起義務，而此對於登記者具有重要性，此時條款中另外要求登記者必須提供以下的資訊：

- (一) 登記者必須直接或偶發地負起義務的日期，以及對於形成安排或義務的交易或協議的描述。
- (二) 關於在這安排下公司義務的本質或數額的概要說明，其中包括形成直接義務的重要條款；若適用的話，提供一個概要說明，關於加速或是增加支付的重要條款及登記者對於第三方的任何追索條款的本質。
- (三) 若有不同，提供關於登記者可能被要求的未來支付（未打折扣的）的潛在最大數額。
- (四) 對於其他對於登記者具有重要性的交易或協議條款和條件。而「直接財務義務」包括以下的種類：
 1. 長期債務。
 2. 融資租賃。
 3. 營業租賃¹⁸¹。
 4. 其他營運的一般過程所引起的短期義務¹⁸²。

而在新的條款中之相關指令如下：

¹⁸⁰ 定義適用Regulation S-K (17 CFR 229.303(a)(4)(ii)).

¹⁸¹ 以上三種定義參見Regulation S-K (17 CFR 229.303(a)(5)(ii)(A)(B)(C)).

¹⁸² 係指在借貸下的支付義務，而其在在一年內到期，或是在運用（流動）資本（working capital）的營運循環（operating cycle）概念下，公司的營運循環超過一年。可比較Statement of Financial Accounting Standards No. 6 (SFAS No. 6)短期債務之定義。

第一個指令：釐清登記者除非達成一個可以對其可強行的協議時，否則其無揭露義務；若無此種協議存在，登記者必須提供揭露資訊，在發生結束或是交易或安排完成而產生或形成直接財務義務後之四個營業日後¹⁸³。

第二個指令：登記者必須提供關於資產負債表外交易安排的資訊揭露，無論是否登記者亦是形成或有義務的交易或是安排之相對人。在登記者或其從屬公司皆非形成或有義務的交易或是安排之相對人是有疑問的事件中，四個營業日的期間的起算基準，為（a）在或有義務形成或產生的第四個營業日後，以及（b）登記者的執行經理人（an Executive Officer）對於或有義務有認知時¹⁸⁴。

第三個指令：若是登記者參與融通（Facility）、計畫或是相似的安排，而在相關的數個交易中形成或可能產生的直接財務義務，則公司必須揭露此些融通、計畫或是相似的安排以及在融通、計畫中登記者的義務（若具重要性），包括一系列先前未揭露的不重要資訊，而現在變成具重要性者¹⁸⁵。

第四個指令：關於公司可能被要求的未來支付（未打折扣的）之潛在最大數額，而此數額不能因為在任何擔保協議、交易或安排中的追索或是抵押條款，而受影響而減少之¹⁸⁶。

第五個指令：若在Item 2.03 下之義務為一種證券（債券），而其已經或將依據登記者有效的登記說明出售，但此登記者原本不被要求依據此條款登記Form 8-K文件，其必須提供有關此項出售的公開說明書，其中要包括此條款要求之資訊及美國Securities Act Rule 424 所要求的時間期限¹⁸⁷。

第二目 Item2.04

新的條款要求登記者若於重大事件造成其之直接財務義務的增加或加速實現，以及事件的結果對於其具有重要性，必須登記 Form 8-K 的報告。在此情形，登記者必須提供下列資訊：

一、 重大事件的日期和協議之概要說明，或是造成直接財務義務增加或加速實

¹⁸³ Instruction 1 to Item 2.03 of Form 8-K.

¹⁸⁴ Instruction 2 to Item 2.03 of Form 8-K.

¹⁸⁵ Instruction 3 to Item 2.03 of Form 8-K.

¹⁸⁶ Instruction 4 to Item 2.03 of Form 8-K.

¹⁸⁷ Instruction 5 to Item 2.03 of Form 8-K.

現的交易。

二、 重大事件的簡要說明。

三、 當增加時，直接財務義務之數額；以及加速支付的期限。

四、 任何登記者的其他重要義務，其為由於重大事件或直接財務義務的增加或加速實現，造成、增加、加速實現之義務，或成為直接財務義務。

而若因為資產負債表外交易安排下所發生的重大事項，造成登記者增加或加速實現其義務，或是造成或有義務變成直接財務義務，而此結果對於登記者來說是重要的，則必須揭露下列資訊：

(一) 重大事件的日期以及資產負債表外交易安排的概要說明。

(二) 重大事件的簡要說明。

(三) 當增加時，直接財務義務之數額及本質；以及加速支付的期限。

(四) 任何登記者的其他重要義務，而由於重大事件或在資產負債表外交易安排下的直接財務義務增加或加速實現，會造成、增加、加速實現之義務，或成為直接財務義務。

於Item2.04「直接財務義務」的定義是交互參照Item2.03，但為了Item2.04的制訂目的，增加了因資產負債表外交易安排而產生的義務，其為FASB財務會計標準公報第五號（Statement of Financial Accounting Standards No.5，SFAS No.5），意外（或有）事項的會計標準（Accounting for Contingencies）中的可能損失的意外（或有）事項（a Probable Loss Contingency）。「資產負債表外交易安排」的定義則同於Item2.03。另外，「重大事件」則包括違約事件、加速實現的事件或相似事件，其是由於登記者的直接財務義務或因資產負債表外交易安排而生之義務而增加或加速實現，或是因資產負債表外交易安排所生之或有義務變成登記者的直接財務義務所造成¹⁸⁸。

而在Item2.04的指令如下：

¹⁸⁸ Final Rule：Form 8-K, supra note 176.

第一個指令：若是重大事件的發生，是有關於登記者在資產負債表外交易安排之義務，且其結果對登記者具有重要性，則必須揭露，無論此重大事件發生時，登記者是否亦為交易之相對人¹⁸⁹。

第二個指令：除非重大事件是根據相關的協議、交易或安排發生，否則登記者無須揭露，而在需要揭露的情形下，除非時間經過，內容必須包括對於登記者重大事件根據相關協議、交易或安排發生之通知的傳達，以及此事件發生的所有履行義務之情形¹⁹⁰。

第三個指令：若登記者真誠地相信沒有重大事件會發生則無須揭露，除非登記者收到如同對於Item 2.04 指令中所謂的通知¹⁹¹。

第四個指令：無論是否依據Item 2.03 揭露，若登記者受到因資產負債表外交易所生之義務的支配，而重大事件的發生是由於此些義務，而其為SFAS No. 5 中所要求的可能損失之自然增長，且此因資產負債表外交易而生義務成為如Item 2.04 所定義之直接財務義務。而在此情形，若如Item 2.04(b)所述，對於登記者具重大性，則必須依Item 2.04 揭露¹⁹²。

第四項 財務報表之合併編制

第一款 前言

企業編制合併財務報表之主要目的在於能提供報導企業經濟實質之會計資訊予報表使用者，且不以法律形式為準。企業常因經營上的考量，以兩個以上之法律個體（如母子公司）運作，財務報表使用者若僅閱讀單一個體之財務報表，即難以明瞭整個經濟個體之活動。因此，母公司應編制合併合併報表，將全部聯屬公司，化為單一經濟個體，使財務報表使用者能瞭解該經濟個體之財務狀況、經營成果及財務狀況之變動情形¹⁹³。

¹⁸⁹ Instruction 1 to Item 2.04 of Form 8-K.

¹⁹⁰ Instruction 2 to Item 2.04 of Form 8-K.

¹⁹¹ Instruction 3 to Item 2.04 of Form 8-K.

¹⁹² Instruction 4 to Item 2.04 of Form 8-K.

¹⁹³ 黃建隆，同前揭文（註 47），第 44 頁。

第二款 特殊目的個體於財務合併報表之處理

而特殊目的個體為資產分割後移轉資產之載體，於會計原則中，基於特殊目的的個體之資產與創始（發起）機構風險獨立隔離（即某一資產所有權既然移轉出去，當應於資產面予以扣減一定之數額），且特殊目的個體的權益中，有一定比例之權益所有人為真正出資者，而自負盈虧，不受移轉人任何形式之擔保或保障的話（代表特殊目的個體之經營具有獨立性），則可將此種交易視為資產負債表外事項，不需列入合併報表中揭露¹⁹⁴。

而在美國財務會計準則委員會（Financial Accounting Standards Board，簡稱FASB）所訂立之第140號公報「金融資產轉讓及服務暨負債消滅之會計處理」（Accounting for Transfer and Servicing of Assets and Extinguishments of Liabilities）中對於合格的特殊目的個體（Qualifying Special Purpose Entity，簡稱QSPE）有明確之條件¹⁹⁵：

- 一、SPE 與創始（發起）機構劃清界限。
 - 二、SPE 的業務（活動）要受到嚴厲限制。
 - 三、SPE 僅能持有之資產有所限制。
 - 四、SPE 對非現金的金融資產其出售或處分要受到限制。
- 符合以上條件方能無須與創始（發起）機構合併財務報表。

美國財務會計準則委員會的緊急議題處理小組（Emerging Issues Task Force，簡稱EITF）¹⁹⁶於EITF No. D-14，Transaction Involving Special Purpose Entities¹⁹⁷中公布其對於特殊目的個體無須合併報表的處理原則，其認為在下列

¹⁹⁴ 劉科，同前揭文（註45），第27至35頁。

¹⁹⁵ Statement of Accounting Standards No. 140，available at <http://www.fasb.org/st/>（last visited 12.10.2005）。

¹⁹⁶ EITF是FASB在1984年成立，負責提供暫時性和FASB未能及時制訂的財務報表遵循準則。2002年FASB網站上也明確指出EITF的組成乃設計來針對未普及的緊急議題與分歧的會計實務處理原則加以解釋與說明。當EITF達成一項共識，是意味者該機構中之十三位委員中有十一位以上支持此項共識，FASB則採用EITF所達成之共識當作財務報表標準，不需再經過FASB的審議檢討，故EITF所達成之共識的地位相當於一般公認會計準則之效力。

¹⁹⁷ 此共識為第一項關於非合併特殊目的個體的（美國）官方認可。

情形下，發起者或移轉者不合併特殊目的個體並且認列為出售是不適當的：

一、特殊目的個體的主要所有人，僅是名義上資本投資。

二、特殊目的個體的活動實際上皆都是為了發起人或移轉者之利益。

三、特殊目的個體之資產和債務的實質風險和報酬皆直接或間接地繫於發行者。

而以上判斷是否合併之處理原則基本上是以「何者保持特殊目的個體之控制權」為準¹⁹⁸。

第三款 美國財務會計準則委員會第 46 號解釋函 (FASB Interpretation 46, 簡稱 FIN 46)

而美國財務會計準則委員會於其第 46 號解釋函 (FASB Interpretation 46, 簡稱 FIN 46) 中對於特殊目的個體合併編制財務報表方面有更進一步之解釋，其主要之目的在於強化會計研究公報第 51 號 (Accounting Research Bulletin No.51, ARB No. 51) 對於合併財務報表之解釋。ARB No. 51 於其第一段說明合併財務報表之意義：在關係企業中之一公司直接或間接擁有其他公司之具有控制性股權通常必須要有公開之說明，即必須合併財務報表。而其第二段進一步指出有控制力之財務股權通常為多數表決權股份之擁有者¹⁹⁹。而在於特殊目的個體之設置上，多數排除透過持有多數表決權的方式建立財務股權，因為特殊目的個體有以沒有表決權股權之法律形式存在，或是於章程文件或契約關係加諸於特殊目的個體的活動明確限制，導致擁有表決權的持有人無法控制特殊目的個體，但反面來說，在此情形事實上無法確認投資公司是否對被投資公司之「財務權利」是否具有控制權，因為投資公司實際上不需透過表決權之股票，亦可以藉由其他方式來掌控被投資公司之財務權利，故與 ARB No. 51 之情形有所不同，即 ARB No. 51 不足以解決特殊目的個體所產生之「是否需要財務報表合併」問題。因此美國財務會計準則委員會於 FIN 46 提出「變動權利個體」(Variable Interest Entities, 簡

¹⁹⁸ Financial Executives Research Foundation, Special Purpose Entities: Understanding the Guidelines, January, 2002.

¹⁹⁹ 轉引自李昭翰，特殊目的個體之會計議題研究，私立中原大學會計學系碩士論文，第 69 頁，2003.6。

稱VIE)之概念，以此來解決財務權利控制之問題，而變動權利個體通常是指特殊目的個體或資產負債表外之架構²⁰⁰。在定義變動權利個體之前，先就「變動權利」之概念做一個簡介，其為吸收變動權利個體之預期損失或是獲得個體部分之盈餘 (Residual Returns) 之投資或其他利益。變動權利之例子包括要求持有者吸收全部變動權利個體之預期損失之次順位債務 (Subordinated Debt)，以及擔保、遠期契約²⁰¹、管理 (服務) 契約和移轉資產之剩餘利益²⁰²。透過變動權利提供特殊目的個體財務支持，能改變特殊目的個體之營運活動，而從中獲得利益或承擔損失。

而一個個體若是符合FIN 46 所稱之變動權利個體，通常擁有包括貸款或應收帳款、不動產或其他財產之金融資產，而其在營運上是被動的，可能為了其他公司之利益從事研究或發展的活動²⁰³。於FIN 46 中對其之定義為，權利變動個體在設計上 (by Design) 是為了商業目的，而以公司、合夥、信託或是其他法律架構設立之個體，且並需符合下列其中一種情形：(一) 對於個體活動之財務來源擁有不適當之權益資本 (Equity Capital)，而沒有其他而為輔助的財務 (融資) 支持。(二) 其之股東共同地缺乏下列三種特徵其中之一，(1) 決策個體活動之能力。(2) 吸收個體損失之義務。(3) 獲得個體利潤之權利。另外若是一個個體其權益資本少於其總資產的百分之十，此資本通常被視為財務支持不足以支撐其活動，而需要額外的輔助財務支持，除非：(一) 其能解釋其財務能支持其活動不需要其他輔助的財務支持。(二) 其擁有至少和其相似個體相同的權益資本，而此相似之個體無須其他輔助財務支持而能運作。(三) 投資在個體的股票數額超過個體預期損失之估計，而此估計是依據相當數量之證據。不過百分之十之標準，並非代表超過之即無財務不充足之問題，此是必須特別注意的。另外，企業需判斷是否一個個體是否為變動權利個體的時間點，原則上為該企業一開始與此個體發生往來關係時，除非該企業的利益明顯的不是重要的變動權利以及其並無

²⁰⁰ Benjamin S. Neuhausen & Reva B. Steinberg, NEW CONSOLIDATION RULES FOR VIES--FORMERLY KNOWN AS SPES, 17 NO. 4 Insights 19 (2003), at 19.

²⁰¹ 一種現金市場交易，將交付商品的日期延遲到簽訂合約後。雖然商品在未來交付，但價格在最初交易日決定。

²⁰² Benjamin S. Neuhausen & Reva B. Steinberg, supra note 200, at 21.

²⁰³ Id. at 20.

牽涉個體之形成²⁰⁴。

若一個體符合變動權利個體的定義，FASB認為此為標準的合併編制財務報表之情形。而公司應以該變動權利所帶來之權利義務，以及該變動權利與其他變動權利的持有者間之關係，判斷其是否吸收變動權利個體的預期損失之大部分、獲得其盈餘之大部分，或是兩者兼具。而若是肯定之情形，則此公司即是變動權利個體的主要受益人（Primary Beneficiary）而必須與其合併編制財務報表。若一公司吸收變動權利個體之大部分預期損失，而另一公司獲得變動權利個體大部分之盈餘，則該吸收其大部分預期損失之公司，應與變動權利個體之報表合併編制。值得注意的是，對於變動權利個體之活動的重大決策權有影響之能力，為具有任一上述特徵之公司是否應將變動權利個體之報表合併編制的強烈指示標準。而為了分析上述之經濟情勢(Economic Position)，持有者必須結合其和其關係人（Related Parties）及事實上代理人（de facto Agents）之持有，以呈現真實之持有情形，而使上述之判斷符合真實與實質的經濟狀況²⁰⁵。

²⁰⁴ Id. at 20.

²⁰⁵ Id. at 21.

第五章 我國特殊目的個體之運用—— 以金融資產證券化條例為例

第一節 金融資產證券化

第一項 前言

所謂資產證券化簡單來說，是指將流動性較低的資產（例如不動產貸款、汽車貸款、信用卡應收帳款等）予以群組，轉換成證券的形式，再予以發行給投資人而使得資金得以流通。資產證券化（Asset Securitization）其起源可追溯至一九七〇年代美國不動產貸款協會所發行的不動產抵押貸款（Mortgage-Backed Securities, MBS），而於一九八〇年代中期盛行於美國，隨著國際金融市場自由化的趨勢，歐洲、日本等其他金融市場也繼受此制度¹。而其之出現主要是為了解決長久以來於金融市場中，某些（金融）資產之持有者無法從傳統籌資管道將資產變現之問題。此外，由於國際清算銀行在計算風險性資本之時，對於資產證券記入該資本較有利，而使得資產證券化不但在需求面有足夠的原動力，在供給面也提供金融機構相當大的誘因²。我國亦於民國九十一年六月二十一日經立法院三讀通過，同年七月二十四日由總統公布金融資產證券化條例，正式引進此制度。而於整體資產證券化過程中，特殊目的個體（機構）居於「樞紐」之地位，亦是其制度設計之一大特色，與傳統公司法制的企業組織有所不同。本文將從相關的基本概念介紹出發，次再論及金融資產的組織架構及我國金融之產證券化條例，並分析特殊目的個體在金融資產證券化之功能與定位，最後以公司治理法制之觀點切入探討之。

¹ 王文宇，金融資產證券化之法律架構與管制爭議，臺大法學論叢第 31 卷第 2 期，第 198 頁，2002.3。

² 劉紹樑，談資產證券化之法律問題，證券市場發展季刊第 16 期，第 14 頁，1992.10。

第二項 金融資產證券化之介紹

第一款 概念之釐清

證券化 (Securitization)，就廣義而言，係指凡以發行證券之方式直接向資本市場籌措資金者，皆可稱之³。即企業募集資金，由過去透過銀行等金融機構借貸資金之間接金融方式，轉而直接向社會投資大眾發行股票或債券之直接金融方式，為籌資方式有價證券化⁴。而狹義來說，則係指資產持有者（資金需求者），通常為企業或金融機構，為使其持有之資產及債權流動性提高，將該資產及債權為擔保，予以規格化、單位化、細分化，設計並發行新型態之債券，公開銷售與一般投資大眾，達成募集資金之過程⁵。

而證券化一般可區分為「傳統證券化」與「資產證券化」兩大類⁶。傳統證券化係指資金需求者（通常為公司企業）以本身的信用發行證券，直接從金融證券市場募集資金，不必透過金融機構之中介，故又稱為「企業金融證券化」⁷，如發行股票、公司債或轉換公司債等有價證券，銷售與投資人之籌資方式。在我國，公司法與證交法乃為其最主要法律規範⁸。而資產證券化為架構式融資(交易) (Structure Finance)⁹之一種類型，係指創始機構對其持有可以產生現金流量之資產進行群組 (Pooling)、包裝及重組為證券形式，將其銷售與投資人之過程。而依照該資產本身的性質（非固定資產與固定資產）可分為「金融資產證券化」及「不動產證券化」¹⁰。為釐清上述概念，將各種證券化型態以圖表表示¹¹：

³ 王文宇，同前揭文（註1），第198頁。

⁴ 傳統的公司融資證券化的型式，可參見Alan S. Gutterman, *The legal considerations in business financing: a guide for corporate management* (1994), at 19-37.

⁵ 計畫主持人：廖咸興，研究人員高儀慧、簡淑芬，*台灣金融資產證券化相關問題探討*，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會出版，第4頁，2004.12。

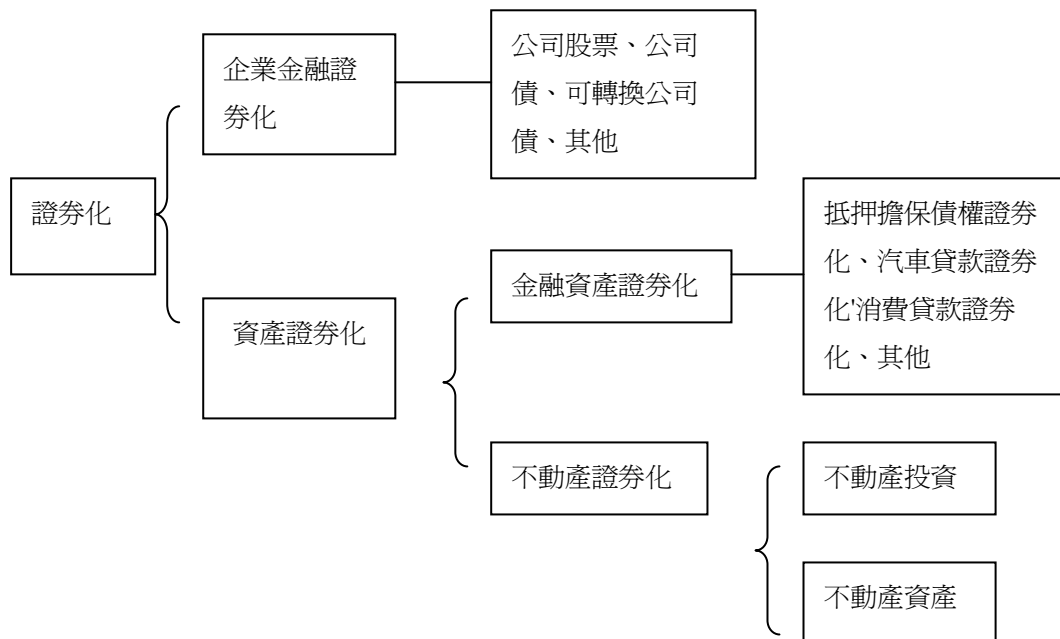
⁶ 王文宇，*資產證券化的意義、基本型態與相關法律問題*，*月旦法學雜誌*第48期，第22頁，1999.5；王志誠，*金融資產證券化條例之法制基礎*，*台灣金融財務季刊*，第3輯第4期，第31頁，2002.12。

⁷ 陳裕文，*金融資產證券化之研究*，私立輔仁大學法律學研究所碩士論文，第28頁，2003。

⁸ 何思湘，*「金融資產證券化概說與法制出探（上）」*，*證券暨期貨管理月刊*第20卷第8期，第1至2頁，2002.8.16。

⁹ 王文宇，*淺釋金融資產證券化法制*，收錄於「*民商法理論與經濟分析（二）*」，台北：元照，第413頁、414頁，2003.4。

¹⁰ 「不動產證券化」係指對不動產之投資轉變為證券型態，投資者與標的物之間由直接的物權關係，轉變為持有債權性質或股權性質之有價證券，以結合不動產市場與資本市場之過程。依我國於民國九十二年七月二十三日政府公佈之不動產證券化條例區分為「不動產投資信託」及「不



第二款 資產證券化的優勢

資產證券化的優點為其為證券化過程中的相關參與者帶來好處¹²，以發起人（創始機構）的角度觀察，其（一）提升產負債管理能力；（二）資金來源多樣化；（三）達到資產負債表外化之目的（使風險性資本準備降低、提升權益報酬率、改善資產負債表的流動性）；（四）降低資金成本；（五）穩定的服務費收入；（六）免於踐行過度的資訊揭露要求¹³。以投資人的角度出發，資產證券化提供風險與報酬特質十分多樣化的金融商品，不但可供投資人選擇為長、短期資產組

動產資產信託」兩類。

¹¹ 整理自王文字，同前揭文（註1），第216頁；廖咸興等，同前揭計畫（註5），第4頁；陸景玉，金融資產證券化之研究，產業金融第93期，第99頁，1996.12；陳建智，金融資產證券化財務報導之探討（上），證券櫃臺第101期，第68頁，2004.11。

¹² 可參閱Steven L. Schwarcz, THE ALCHEMY OF ASSET SECURITIZATION, 1 Stan. J.L. Bus. & Fin. 133(1994), at 136-38.

¹³ 於美國的融資市場中，若干私人持有或非美籍（non-US）的公司得利用資產證券化的方式以融通資金，而免於向行政監理機關、評等機構或投資人揭露其整體財務狀況。因為此類公司機於其屬性或交易需求，無貫徹完全充分揭露的必要，僅需於架構式融資交易中，充分揭露交易程序中重要的關鍵事項，如：基礎資產及服務機構的狀況與信用品質等資訊即可，如此更增加取得資本的效率性與便宜性。參閱臧大年、謝哲勝、吳家桐，金融資產證券化理論與法制，台北：台灣財產暨經濟法研究協會，第89頁，2005.5。

合，使理財管道更為豐富、金融商品更為充實，另提供其進入信用供給市場的媒介；而機構投資人更可以充分利用這些產品，增加其分散風險、追求高報酬率的能力。另外，一些衍生出的產品更具有特殊風險性，如本、息分力的純本金組（Principal Only, PO）、存利息組（Interest Only, IO）產品，更具有避險的特定功能，使資本市場的產品更具完整性。以借款人的角度出發，不論房貸、汽車貸款或是信用卡的借款人，都希望能夠獲得充裕而低利率的貸款，以維持其消費理財之需求，而資產證券化正是解決資金來源不足的最好方法（對銀行來說）。以投資銀行的角度出發，其提供了一個龐大的商業機會，除了服務費外，其亦潛藏著龐大的金融創新機會，代表了市場擴張的可能性與高獲利性。以金融管理當局的角度出發，（一）提高金融機構的流動性，可以降低金融機構流動性危機；（二）市場機制監督金融機構的放款品質，改善金融機構體質；（三）轉變基層金融機構的角色（使其成為金融中介與資產證券化服務者）¹⁴。

第三款 金融資產證券化之架構與參與者

第一目 定義

所謂金融資產證券化，乃指金融機構透過特殊目的機構或個體之創設，以其持有可產生現金流量、資產型態具有標準特性或信用品質易於評估之汽車貸款債權或其他動產擔保貸款債權及其擔保物權、房屋貸款債權或其他不動產擔保貸款債權及其擔保物權、租賃債權、信用卡債權、應收帳款債權或其他金錢債權等各種金融資產¹⁵，移轉或設定信託與特殊目的機構或個體，作為基礎或擔保，乃至於經由信用評等或信用增強機制之搭配，而將上開金融資產重新群組包裝成小額化、單位化之有價證券形式，向投資人銷售以籌措、調度資金之過程¹⁶。

第二目 金融資產證券化之參與者

金融資產證券化之推行，從商品之群組、包裝，乃至於其發行市場及流通市場之建立，其參與之專業機構包括：創始機構規劃者、特殊目的機構(個體)、信

¹⁴ 陳文達、李阿乙、廖賢興，資產證券化理論與實務，台北：智勝，第14至19頁，2002.8；臧大年、謝哲勝、吳家桐，同前揭書（註13），第81至93頁。

¹⁵ 金融資產證券化條例第四條第二款。

¹⁶ 王志誠，金融資產證券化立法原理與比較法制，台北：五南，第1頁，2005.3。

用增強機構、證券承銷商、票券承銷商或投資銀行、信用評等機構、資產服務機構、投資人及投資人保護機構等國內外市場參與者¹⁷。以下就各專業機構在參與證券化之過程中所扮演之角色及功能加以介紹：

一、創始機構 (Originator)

所謂創始機構，指依金融資產證券化條例之規定，將金融資產信託與受託機構或讓與特殊目的公司，由受託機構或特殊目的公司以該資產為基礎，發行受益證券或資產基礎證券之金融機構¹⁸或其他經主管機關核定之機構¹⁹（金融資產證券化條例第四條第一項第一款）。即其為原來債權債務之「創始者」，而其與債務人間存有消費借貸等之債權債務關係及為擔保債權而設定之物權關係。

二、規劃者 (Arranger)

創始機構為從事金融資產證券化，通常需要委託規劃者代為評估證券化過程之相關財務作業，包括原始債權之評價、證券化群組的提前還款變數分析及證券化商品之訂價作業，以利整個證券化過程之財務運作²⁰。

三、特殊目的機構(Special Purpose Vehicle)

其為金融資產證券化過程中擔任所謂導管體(Conduit)之機構，其於美國實務運作經驗中，理論上得以公司、合夥、信託等組織型態成立²¹。其主要是受讓創始機構之特定金融資產，並以其所受讓之特定金融資產為基礎發行有價證券，進而出售給投資人。而其設計目的是進行「資產分割」，而使該受讓於創始機構的特定金融資產和創始機構之破產風險作隔離，即所謂「破產風險隔離」。而透過

¹⁷ 吳英花、楊志遠，銀行資產證券化業務之相關法律問題探討，月旦法學雜誌第 48 期，第 56 頁至 57 頁，1999.5；王志誠，同前揭書（註 16），第 8 頁。

¹⁸ 金融資產證券化條例第四條第一項第十二款：所稱金融機構，指下列機構：（一）銀行法所稱之銀行、信用卡業務機構及票券金融管理法所稱之票券金融公司。（二）依保險法以股份有限公司組織設立之保險業。（三）證券商：指依證券交易法設立之證券商。（四）其他經主管機關核定之金融相關機構。

¹⁹ 參見財政部民國 92 年 7 月 18 日台財融(四)字第 0928011124 號函：「一、凡依金融資產證券化條例第九條第一項或第七十三條第一項之規定，經本部核准或申報生效發行之受益證券或資產基礎證券，該證券載明之創始機構為金融機構以外之機構者，即為經本部依金融資產證券化條例第四條第一項第一款核定之機構。二、金融機構以外之機構擔任創始機構者，以其金融資產為基礎所發行之受益證券或資產基礎證券，應經金融資產證券化條例第一百零二條所稱主管機關認可之信用評等機構評定其評等等級。」

²⁰ 廖咸興等，同前揭計畫（註 5），第 4 頁，2004.12；陸景玉，同前揭文（註 11），第 99 頁。

²¹ 曾姣如、塗能謀，資產證券化及基本法制問題，經社法制論叢第 20 期，第 126 至 128 頁，1997.7。

此設計一來可以使投資人獲得較大之保障，二來可以使得該資產獲得較佳之評等。另外，特殊目的機構之組織形態對證券化交易之租稅負擔以及發行證券之種類均有重要之影響。

四、信用增強機構(Credit Enhancement, Credit Enhancer)

所謂信用增強，係指一種減輕證券信用風險的方法，其目的是提高證券化相關商品之信用等級，促使發行利率下降及提高證券之流通性，有利於證券銷售及訂價²²。可分為內部信用增強及外部信用增強，前者是由創始機構本身擔任，而後者由外部第三人擔任。一般信用增強之方式包括²³：

- (一) 保證：由第三者(一般由銀行開具擔保信用狀)或金融資產創始機構以本身信用提供保證。
- (二) 保險：即由保險公司提供保險，通常保險公司所承保項目包括借款人不履行債務償還義務之損失以及破產、詐欺或其他危險所造成之損失。
- (三) 附追索權方式(Recourse Provision)：證券持有者擁有對資產創始機構在一定範圍內行使追索權。而一般被追索的限額是歷年該類資產的平均損失率來評估。
- (四) 提列差價專戶(Spread Account)或備償帳戶(Reserve Account)：將資產群組的年收益率與資產基礎證券發行票面利率之利差，扣除群組服務費後存入差價存戶內。用以吸收群組資產之壞帳損失或支付保證銀行的手續費。專戶內之餘額，資產基礎證券本息完全清償後，才能轉交創始機構，此方式即是提撥定額基金以因應證券化資產所可能發生之現金流量不足的問題。
- (五) 超額擔保(Over Collateralization)：創始機構提供超出資產組群之金額以擔保超額資產群組一定限度內的損失。
- (六) 設計主、從結構(Senior/Subordination)：針對債券設定優先、居次之受償

²² 王文宇、黃金澤、邱榮輝合著，金融資產證券化之理論與實務，台北：元照，第 2-19 頁，2003.2。

²³ 整理自王文宇、黃金澤、邱榮輝合著，同前揭書（註 22），第 2-19 至 2-20 頁；廖咸興等，同前揭計畫（註 5），第 8 頁；陸景玉，同前揭文（註 11），第 102 頁；柯瓊鳳、郭宗霖，金融資產證券化風險之揭露—新巴塞爾資本協定之應用（上），會計研究月刊第 212 期，第 63 至 70 頁，2003.9。

結構，此種方式最為普遍。

五、信用評等機構（Rating Agency）：

為了使投資人掌握資產基礎證券及受益證券投資風險，而有效促進其流通性，實務上通常必須由信用評等機構評定資產基礎證券及受益證券之評等等級。其責任在於檢視金融資產的品質、調查證券化過程中參與機構的管理能力、檢驗信用增強並予以評等。而其必須與發行證券的受益人(如創始機構、受託機構等)無利害關係，且具有公信力。

六、資產服務機構(Server)：

因為特殊目的機構之設計僅為金融資產證券化之導管體，故本身不自行收取特定金融資產所生之本金及利息，故實務上尚必須委託或信託資產服務機構為此工作。而服務機構之功能為負責管理該資產所產生的現金流量之收付，其工作包括本金及利息之收款及催款工作，同時服務者也須負責定期提供投資人該資產之本金餘額、資產品質狀況及相關資訊，而因為創始機構對此特定金融資產，各方面最為瞭解，且具專業能力，故實務上常由其擔任資產服務機構。

七、承銷機構(Underwriter)

特殊目的機構發行證券後，證券商負責買進證券，再銷售給投資人，因為承銷機構有專業知識及接近市場的優勢，對於證券訂價和證券設計均有重要性。

第三目 資產分割與風險隔離

「資產分割」於資產證券化之組織架構上，是一個重要的核心過程及概念²⁴。

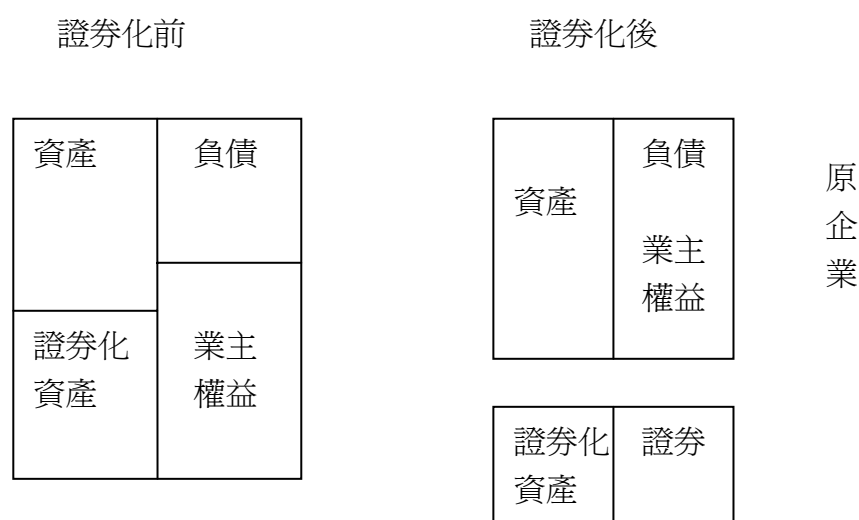
因為傳統融資的模式，係資金需求者向銀行融資(間接金融)，銀行勢必要求擔保，而資金需求者之應收帳款卻因擔保之標的隨時浮動而無法設定擔保，致使融資困難。而在資產證券化中，其則透過「資產分割」方式，將資產移轉給特殊目的機構，以達到風險隔離和擔保的效果²⁵，而為一種金融創新，有學者稱之為間

²⁴ 王文宇，淺釋金融資產證券化法制，法令月刊第 53 卷第 3 期，第 41 頁，2002.3。

²⁵ 王文宇，同前揭文（註 1），第 202 頁。

接金融走向直接金融²⁶。

資產證券化能達到效果的前提在於必須將特定金融資產與該筆資產之持有者(資金需求者)隔離、分割。故在制度設計上，必須要求以下幾點：(1)先建構法律主體和股東分離的概念；(2)債權人優先地位的設計。以達到風險隔離之效果。²⁷ 即資產持有者自資產負債表資產項中的特定資產獨立分離出來，會產生資產負債表外交易(Off-balance)之情形，而由新的法律主體以自己名義持有該資產，而且該法律主體之債權人對於該法律主體的資產，相對於其股東之債權人有優先地位。以下圖示表示²⁸：



而上述之資產分割所達到之風險隔離效果中，最重要的是所謂之破產隔離(Bankruptcy Remote)，即透過特殊目的機制來進行資產證券化，而創設不同於創始機構之法律主體，以受讓創始機構之特定資產，而與其有效建立防火牆，使其隔離於創始機構所面臨的破產風險²⁹³⁰。

而在此過程中，產生之重大爭議即是真實買賣(True Sale)及實質合併原則(Substantive Consolidation)。

²⁶ 黃銘傑，證券化基本原理，收錄於「金融法」，台北：元照，第 266 頁，2004.7

²⁷ 王文宇，同前揭文（註 1），第 203 頁。

²⁸ 黃銘傑，同前揭書（註 26），第 268 頁。

²⁹ 王志誠，同前揭書（註 16），第 131 至 132 頁，2005.3；儲蓉，金融資產證券化中導管機構－特殊目的信託與特殊目的公司之論述，證券公會季刊第 1 卷第 4 期，第 13 頁，2002.12。

³⁰ 吳佩玲，論金融資產證券化法制架構之相關問題－以特殊目的的機構為中心，國立台北大學碩士論文，2004.7，於其第三章中對於破產隔離概念有詳細論述。

第四目 真實買賣及實質合併原則

一、真實買賣 (True sale)

真實買賣在資產證券化是一個重要的關鍵，其除了在債權人保護上有其重要性，亦影響了會計作業上營收認定和調整獲利之問題。由於資產證券化之買賣金融的過程，仍然是由創始機構主導作價出賣金融資產，可能發生利害衝突之情事，因為創始機構居於全面主導之地位，對於媒介機構（特殊目的機構）勢必擁有實質之控制權，因此在資產移轉時，其交易之雙方其實為同一批利害關係人。故此交易極有可能發生只是個假買賣的情形，其資產移轉的真正目的只是在於脫產以詐害創始機構之債權人，或以假買賣方式為外觀而實質上設定擔保³¹。美國 FASB (The Federal Accounting Standards Board) 140 公報之判斷標準如下：

(一) 資產之隔離：即該創始機構與其債權人不得對該資產有所主張，即便創始機構破產亦同。

(二) 資產之受讓人為合格的特殊目的個體（機構）(“QSPE”)³²：資產受讓人為在法律上具分離地位之主體，而可以自己名義持有資產，並發行證券。

(三) 資產受讓人對資產不得實質控制 (No effective Control by Transferor)：資產支出讓人不得藉由約定賦予出讓人資產之買回權而對資產維持實質控制。有關真實買賣的判斷標準如下：

- a. 主觀上當事人之真意係將該交易認定為買賣或抵押債權。
- b. 客觀上該資產所產生之風險及利益是否移轉，亦即由誰負擔損失之風

³¹ 王文宇，同前揭文（註1），第254、255頁。

³² QSPE為qualifying special purpose entity之縮寫，其判斷有四個標準（整理自：Angela Petrucci，ACCOUNTING FOR ASSET SECURITIZATION IN A FULL DISCLOSURE WORLD，30 J. Legis. 327（2004），at 349.

1. 為了確保「移轉資產」的獨立性，創始機構（移轉者）對於特殊目的個體之控制必須是有限度的，且不能從其獲得任何必須實質合併方能取的利益。及合格的特殊目的個體必須具有獨立性。
2. 必須達到外部有股份達到百分之十的要求。
3. 特殊目的個體所為之活動必須是成立時事先所特定。只有大多數利益持有者同意方能改變。
4. 特殊目的個體僅可以在特定條件下處分「移轉資產」，而此處分必須和交易開始所特定之活動相關。即是本質上消極持有財產。

險，移轉人所負擔之比例越重，月可能不被認為係真實買賣。

c. 被移轉人是否取得對該資產所生利益之所有權。

4. 當事人之目的與意圖：一般見解以為，凡應收帳款讓與契約附有追索權者，幾乎可認定該資產移轉係擔保之借貸，而非真實買賣。學說上有進一步區分為可催收性追索權和經濟性追索權，在此不深究³³。

二、實質合併

此部分對於利害關係人之保護有相當之關連。美國破產法庭在衡平法上，依情形有權將特殊目的機構與原始債權人之資產負債合併為一主體，即所謂實質合併（Substantive Consolidation）³⁴，其判斷標準如下：（1）是否債權人與其交易是否將其視為一單獨經濟個體，且無依賴其他主體提供信用支持。（2）是否債務人之交易關係太過糾結，以致於「合併」處理較能保障所有債權人之權益³⁵。而美國法院在決定交易之公司法律主體是否應實質合併，其將考慮下列因素：（1）在查明每一法律主體之個別資產和負債時之困難程度。（2）聯合財務報表是否存在。（3）僅以單一個體之獲利為目標。（4）是否法律主體之資產與商業功能已被混同。（5）法律主體間之利益和所有權是否同一。（6）母子公司間是否存在擔保和借款。（7）是否依照公司之法律形式規範³⁶。此項判斷標準，雖大都是用在破產案例上，但不失為提供財務報表合併揭露之思考方向。

第五目 金融資產證券化之流程

金融資產證券化之流程大致可分為：資產創始、資產組群化、資產移轉、信用增強及信用評等、證券發行及後續服務階段³⁷。

一、資產創始：

³³ 王文宇、黃金澤、邱榮輝，同前揭書（註22），第6-5至6-11頁。

³⁴ 陳裕文，同前揭論文（註7），第44頁。

³⁵ David J. Kaufmann、Jordan、Brian L. Schorr、Curtis S. Gimson，SECURITIZATION：AN OVERLOOKED FINANCING VEHICLE FOR FRANCHISORS，20-SPG Franchise L.J. 161（2001），at 201.

³⁶ Id. at 200

³⁷ 劉紹樑、呂姝靜，論資產證券化的立法趨勢，月旦法學雜誌第48期，第33頁，1999.5；王志誠，同前揭書（註16），第19頁。

創始機構經由授信程序，將資金貸放給借款人。

二、資產群組：

創始機構將類似條件的貸款資產(例如類似期限、利率、債務人屬性、貸款佔擔保品質之比率、提前還本或逾期機率等)予以篩選、分類、匯集、標準化此一過程稱為群組。而由於群組社及現金流量的分析，通常除了創始機構外，另有規劃機構參與協助³⁸。

三、資產移轉：

創始機構以買賣或信託設定之方式，將條件類似之貸款群組彙總，移轉給特殊目的機構。

四、信用增強及評等：

金融資產證券化過程中藉由各種風險管控手段與機制，降低證券化資產及其未來收益本身內含之信用風險，令投資人可以在資金回收應確定無虞之確信下，購入證券化商品，促進其市場流通性。而在本階段有兩種制度之設計及參與，一為信用評等機構，一為信用增強機制³⁹。

五、證券發行：

特殊目的機構為發行及募集受益證券或資產基礎證券，必須經由證券承銷商，將受益證券或資產基礎證券銷售給機構投資人或個人，而投資人則可於證券流通市場中(次級市場)買賣該證券。

六、後續服務階段

服務機構負責向債務人收取貸款本息，扣除管理費用、受託報酬等費用後，再將本金及利息收益，經由特殊目的機構分配交付給受益證券或資產基礎證券之投資人。

³⁸ 儲蓉，金融資產證券化理論與案例分析，第 10 頁，台北：台灣金融研訓院，2004.8。

³⁹ 黃銘傑，同前揭書（註 26），第 280 頁。

第二節 我國金融資產證券化條例之 法律設計

我國於民國九十一年七月二十四日公佈施行金融資產證券化條例，正式引進資產證券化制度，而我國是以專法之方式規範，和日本之法制相似⁴⁰，而美國之金融資產證券化之規範架構主要以證券交易法、破產法、投資公司法(Investment Company Act of 1940)所構成⁴¹，規範的立法模式和我國不大相同。以下就我國金融資產證券化條例之內容依上述之金融資產證券化流程為依循介紹之。

第一項 資產創始與群組

第一款 得作為金融資產證券化資產類型之金融 資產類型

根據金融資產證券化條例第四條第一項第三款規定，「證券化」係指「創始機構依本條例之規定，將資產信託與受託機構或讓與特殊目的公司，由受託機構或特殊目的公司以該資產為基礎，發行受益證券或資產基礎證券，以獲取資金之行為。」而依據條例同條第一項第二款，得作為金融資產證券化基礎資產者，僅限於下列五種：

- 一、汽車貸款債權或其他動產擔保貸款債權及其擔保物權。
- 二、房屋貸款債權或其他不動產擔保貸款債權及其擔保物權。
- 三、租賃債權、信用卡債權、應收帳款債權或其他金錢債權。
- 四、創始機構以前三目所定資產與信託業成立信託契約所生之受益權。
- 五、其他經主管機關核定之債權。

而證券化資產乃係由多數資產群聚而成，而於條例中第四條第一項第八款

⁴⁰ 日本金融資產證券化立法介紹詳細內容請參見：王志誠，日本金融資產證券化之法制架構與啓發-兼論我國金融資產證券化之立法取向，國立中正大學法學集刊第5期，第207至261頁，2001.9。

⁴¹ 曾姣如、塗能謀，同前揭文（註21），第136至141頁；吳佩玲，同前揭論文（註30），第17頁。

對「資產池」(Asset Pool)為定義，即「指創始機構信託與受託機構或讓與特殊目的公司之資產組群。」

第二款 規劃證券化計畫

在確定資產證券化後，因為過程中參與者眾且架構複雜，故創始機構及其規劃者，就必須先擬定證券化計畫，明訂各個市場參與者之任務與權利義務和證券化相關細節⁴²，使得各參與者的分工行為以及風險收益的歸屬有所依據，資產證券化計畫可說是整個過程中交易時的基礎綱領，居於指導性的規範地位⁴³，而規劃中牽涉到相關之商業效益、風險控管、法律等問題，需要相當之專業人士參與，包括律師、會計師、財務分析師等⁴⁴。而其中之內容，根據條例第十條及第七十四條規定，計畫內容至少應包含下列內容(括弧中之文字是以特殊目的公司方式進行證券化，所應為之事務)：

- 一、創始機構之名稱、地址。
- 二、特殊目的信託契約之存續期間(資產證券化之執行期間及相關事項)。
- 三、信託(受讓)財產之種類、名稱、數量、價額、平均收益率、期限及信託時期。
- 四、與受益證券有關之下列事項：
 - (一) 信託財產本金或其所生利益、孳息及其他收益分配之方法。
 - (二) 發行各種種類或期間之受益證券，其本金持分、收益持分、受償順位及期間等事項。
- 五、信託(受讓)財產管理處分之方法，與受委任管理及處分該財產之服務機構。
- 六、受託機構及信託監察人(監督機構)之職權及義務。
- 七、為處理特殊目的信託事務所為借入款項及費用負擔之相關事項。
- 八、如有信用評等或信用增強者，其有關證明文件。
- 九、為發行資產基礎證券所支出之必要費用及其攤銷方式(此僅以特殊目的公司方式為之所需)。
- 十、信託財產之評價方法、基本假設及專家意見。
- 十一、其他主管機關規定之事項。

⁴² 王志誠，同前揭書(註16)，第56頁。

⁴³ 臧大年、謝哲勝、吳家桐，同前揭書(註13)，第158頁。

⁴⁴ 陳尹章，金融資產證券化架構之研究，國立台北大學法學系碩士論文，第34至36頁，2002.2。

而其中關於創始機構之定義於條例中第四條第一項第一款規定：「創始機構：指依本條例之規定，將金融資產（以下簡稱資產）信託與受託機構或讓與特殊目的公司，由受託機構或特殊目的公司以該資產為基礎，發行受益證券或資產基礎證券之金融機構或其他經主管機關核定之機構。」依此規定，創始機構以金融機構為原則，而其中所稱之金融機構依條例第一項第十二款規定，係指 1.銀行法所稱之銀行、信用卡業務機構及票券金融管理法所稱之票券金融公司。2.依保險法以股份有限公司組織設立之保險業。3.證券商：指依證券交易法設立之證券商。4.其他經主管機關核定之金融相關機構。而關於其他經主管機關核定之機構，依主管機關之解釋係指，「凡依金融資產證券化條例第九條第一項或第七十三條第一項之規定，經本部核准或申報生效發行之受益證券或資產基礎證券，該證券載明之創始機構為金融機構以外之機構者，即為經本部依金融資產證券化條例第四條第一項第一款核定之機構。」⁴⁵，而對政府機關是否能擔任金融資產證券化條例之創始機構，主管機關亦採肯定之態度，只是指出必須注意國有財產法或預算法等相關法令之規範⁴⁶。

第二項 資產移轉

此為「資產分割」階段，即將證券化資產自創始機構原所有資產中分離，以達成所謂破產隔離之目的。

第一款 特殊目的機構

依我國金融資產證券化條例第四條第一項第四、五款可知，條例中對於特殊目的機構的組織型態特殊目的信託及特殊目的公司兩種，其定義分別為，「特殊目的信託：指依本條例之規定，以資產證券化為目的而成立之信託關係。」「特殊目的公司：指依本條例之規定，經主管機關許可設立，以經營資產證券化業務為目的之股份有限公司。」

⁴⁵ 參閱財政部民國 92 年 6 月 20 日台財融(四)字第 0928010999 號函。

⁴⁶ 參閱財政部民國 92 年 7 月 18 日台財融(四)字第 0928011124 號函。

第二款 真實買賣(信託)

如上述金融資產證券化之核心在於「資產分割」，為確保證券化資產真正脫離創始機構，不受其實質支配、控制，而排除創始機構之債權人對於該當資產的請求或主張，是判斷證券化資產是否真正移轉為其重點，即移轉後資產的收益和風險由特殊目的機構所享有與承擔⁴⁷。我國金融資產證券化關於問題，規定於條例第八十三條第一項、第二項「特殊目的公司於發行資產基礎證券後，創始機構與特殊目的公司應於資產證券化計畫所載之受讓期間內，辦理資產之移轉手續，不得有拖延或虛偽之行為。」，「前項資產之移轉，其會計處理應符合一般公認會計原則。」。而依此二項規定辦理資產移轉，並依證券化計畫取得資產讓與之對價者，推定為具有真實買賣(條例第八十三第三項)。

一、債權讓與之公告方式

於創始機構將證券化金融資產移轉給特殊目的機構過程中，因為此些債權幾乎多係創始機構對第三人的債權，而依據民法債權讓與第二九七條規定：「債權之讓與，非經讓與人或受讓人通知債務人，對於債務人不生效力。但法律另有規定，不在此限。」因此，原則上債權讓與時，必須一一通知債務人，則讓與始對債務人發生效力而能對抗之⁴⁸。然而，若金融資產證券化過程中之債權讓與必須一一通知每個債務人始生效力，則繁複作業將導致證券化之成本大幅升高，不利於證券化之推行⁴⁹，因此於金融資產證券化條例第六條第一項特別設計較為便捷的通知方式，其規定為：「創始機構依本條例之規定，將資產信託與受託機構或讓與特殊目的公司時，債權之讓與，除有下列情形外，非通知債務人或向債務人寄發已為前條第一項所定公告之證明書，對於債務人不生效力：

(一) 創始機構仍受受託機構或特殊目的公司委任或信託擔任服務機構，向債務人收取債權，並已依前條第一項規定為公告者。

(二) 創始機構與債務人於契約中約定得以其他方式，取代通知或寄發前條第一項所定公告之證明書者。」而所謂前條第一項之公告，係指條例第五條第一項所

⁴⁷ 林志吉，我國金融資產證券化之法律設計，全國律師第6卷第8期，第12頁，2002.8。

⁴⁸ 陳自強，契約之內容與消滅，台北：學林，第324頁，2004.9。

⁴⁹ 王志誠，同前揭書(註16)。

規定「創始機構應於主管機關依第九條第一項或第七十三條第一項規定為核准或申報生效後，資產信託或讓與前，將其依本條例規定信託與受託機構或讓與特殊目的公司之主要資產之種類、數量及內容，於其本機構所在地日報或依主管機關規定之方式連續公告三日」依同條第三項規定，若「創始機構不為第一項公告或公告不符主管機關之規定者，不得以其信託或讓與對抗第三人。」由此等規定可知，創始機構或特殊目的機構若欲以其資產信託或讓與對抗第三人，必須在信託或讓與前，依主管機關之規定連續公告三日，或是事先與債務人於契約中約定，以其他方式替代公告證明書之個別寄發。惟須特別注意，上述第一種簡易通知方式，僅限於創始機構未來將受特殊目的機構所託，擔任證券化實施之服務機構之情形方適用。而此立法目的除了上述之成本考量，論者亦有認為本條例所創設公告對抗第三人之效力，是為了達到破產隔離以及避免雙重讓與之爭訟，以保障投資人之措施⁵⁰。

第三項 信用增強及評等

關於此風險控管機制的建構部份，我國金融資產證券化條例中僅有三條規定，第一零二條規定「特殊目的公司或受託機構依本條例對非特定人公開招募之資產基礎證券或受益證券，應經主管機關認可之信用評等機構評定其評等等級。」而第一零三條為信用增強之規定，「受託機構或特殊目的公司依本條例發行之受益證券或資產基礎證券，得依資產信託證券化計畫或資產證券化計畫之規定，由創始機構或金融機構以擔保、信用保險、超額資產、更換部分資產或其他方式，以增強其信用。」，從上述條文可知我國允許創始機構或其他金融機構擔任資產證券化信用增強機構，而信用增強之方式亦無限制之相關規範⁵¹。最後於第一零四條規定對於信用評與增強之資訊揭露規定，「受託機構或特殊目的公司依本條例發行之受益證券或資產基礎證券，有經信用評等機構評定其等級或增強其信用之情形者，應於公開說明書、投資說明書或主管機關規定之其他文件，說明其信用評等之結果及信用增強之方式，不得有虛偽或隱匿之情事。」學者有認為資產證券化本質之一為風險控管，而條例中規範條文太簡單，且多僅止於說明性內容，未

⁵⁰ 劉萬基，金融資產證券化條例之債權讓與對抗制度，全國律師第6卷第8期，第22頁，2002.8。

⁵¹ 陳裕文，同前揭論文（註7），第177頁。

對其實際或應如何運作，有具體要求，應於立法改進⁵²。另外資產證券化過程中另可能有避險計畫之簽訂，亦是風險控管的一種方法，如控制利率風險匯率風險等，此大部分涉及衍生性金融商品之操作⁵³，而關於此，我國金融資產證券化條例於第九條第一項第四款及第七十三條第一項第七款僅規定，受託機構及特殊目的公司申請或是申報發行受益證券或資產基礎證券時，應向主管機關一併提出有關避險計畫及文件，但如金融資產證券化之架構設計，並無提出避險計畫之需要，自無庸提出。

第四項 證券發行

依據金融資產證券化條例之規定，特殊目的信託所發行之證券化商品為受益證券，特殊目的公司所發行者則為資產基礎證券，兩者都必須先行向主管機關申請核准或申報生效後，始得發行，且必須檢附下列各項文件：一、資產(信託)證券化計畫。二、特殊目的信託契約書(受讓資產之契約或其他證明文件)。三、信託(受讓)財產之管理及處分方法說明書。如委任服務機構管理及處分信託財產時，該委任契約書或其他證明文件。四、有關之避險計畫與文件。五、其他經主管機關規定之文件；而於利用特殊目的公司證券化時，尚須檢附：(一)特殊目的公司之名稱、公司章程及所在地。(二)董事之姓名及住所。(三)董事決議之日期及其證明文件(金融資產證券化條例第九條第一項、第七十三條第一項)。

而論者由提出，雖然敘述上將證券之發行置於證券化流程的最後階段，但實際上之運作，前面各項流程多係由創始機構或規劃機構在規劃證券化計畫時，事先與相關機構約定或將之納入計畫中，一旦主管機關核准或生效，立即啟動各該項流程，正式進入與各該機構之關係⁵⁴。而以發行方式可分為對不特定人之公開招募及對特定人之私募(條例第十七條第一項、第二項、第一百零一條準用)，為業者所可以選擇之方式⁵⁵，而實際執行發行、銷售事務，多為證券商等證券承銷機構擔任。

而依條例第七條規定受益證券及資產基礎證券，除經主管機關核定為短期

⁵² 黃銘傑，同前揭書(註26)，第299頁。

⁵³ 王志誠，同前揭書(註16)，第171頁。

⁵⁴ 黃銘傑，同前揭書(註26)，第300頁。

⁵⁵ 丁克華，金融資產證券化公開發行招募相關規範簡介，全國律師第6卷第8期，第33頁，2002.8。

票券者外，為證券交易法第六條規定經財政部核定之其他有價證券，故其發行買賣等亦受證券交易法之規範。另其為記名式證券，轉讓時必須以背書方式為之，且非將受讓人之姓名或名稱、住所通知受託機構或特殊目的公司，不得以其轉讓對抗該機構或公司(條例第十九條第一項、第二項、第一百零一條準用)。而於條例亦容許證券化商品之證券得以無實體發行方式發行及交易(第十九條第三項、第一百零一條準用)，關於證券喪失之規定則規定於條例第二十二條(一百零一條準用之)。

第三節 公司治理法制在我國金融資產證券化之探討

第一項 公司治理的議題

「公司治理」的概念如前所述泛指相關公司管理的機制。公司治理議題於一九九七年亞洲金融風暴及美國接連爆發的企業醜聞，如安隆案(Enron)、世界通訊案(Worldcom)、全錄案(Xerox)後在國際上廣受重視，而我國近年來企業弊案亦不斷，如博達案、訊諜案等，國內學者和政府相關單位亦開始對此議題廣宣導及研究。其依學者見解認為其主要焦點為：(一)促進股東長期價值與利益，並兼顧關係人之權益。(二)公司治理係解決學說上所謂「代理成本」問題，避免企業所有與企業經營分離後，經營者的利益衝突問題。(三)公司治理係運用獎勵、監督、紀律與處罰機制，促使公司經營者之管理符合股東之長期利益與兼顧利害關係人之權益。(四)公司治理係以強化公司績效及經營者責任(Accountability)為方法⁵⁶。其監控機制基本上有兩類，一為外部監控，包括(1)公司控制權市場；(2)資本市場；(3)專業經理人勞動市場；(4)商品或服務市場；(5)主管機關之監督。一為內部監控機制，以我國法制規範，包括(1)股東；(2)董事會；(3)監察人⁵⁷。而以法律觀點而言，一般是認為公司治理在此著重在企業所有與企業經營分離之現代公司下，如何透過法律的制衡和管控設計，有效監督企業的組織活動，並如何健全組織運作，防止脫法行為之經營弊端⁵⁸。

第二項 我國金融資產證券化之公司治理面向

於有「代理關係」(Principal-agent Relationship)存在時，就有代理成本的產生，因此於各種商業組織中皆有不同的機制來最小化代理成本，而當然在不同的商業組織中，其當事人及利害關係人等並不相同，所面臨的問題的種類或程度亦有所差異，例如當事人間「資訊不對等」的問題，於公司模式和傳統信託模式前

⁵⁶ 陳春山，公司治法與實務前瞻，台北：學林，第20頁，2005.5。

⁵⁷ 黃銘傑，公司監控與監察人制度改革論，收錄於「公開發行公司法與公司監控—法律與經濟之交錯」，台北：元照，第27至50頁，2001.11。

⁵⁸ 關於公司治理概念較詳細之介紹請參見「第二章第二節」。

者所面臨的程度即較大，因此不同商業組織會有不同的「治理」模式，而其共同目的是追求其利潤產生的最大化⁵⁹。

資產證券化過程中，是由數個不同法律個體參與，由於證券化結果之受益證券或資產基礎證券於證券流通市場發行、買賣。為確保證券化商品之流動性，就必須使投資人對於證券化資產被正當運用、管理、處分等有信心，而使投資人有動機和誘因進入此市場；另外其涉及到商業組織運用，無論單從單一個商業組織，或是整個運作架構來說，皆有「治理」的問題。故「公司治理」理念，於證券化過程亦有其適用餘地⁶⁰，其公司治理的方向問題，應該分別從兩方面觀察，一個是從創始機構以下整個過程觀察，一個是從個別法律個體單獨觀察，不過兩者最終皆反應在整個證券化過程。以下就資產證券化的架構及流程出發，分別探討其中涉及之公司治理面向的問題。

第一款 特殊目的機構被控制及真實買賣問題

真實買賣與創始機構對特殊目的機構有實質控制關係是金融資產證券化中核心的重大法律爭議。而其則是因為「資產分割」不確實，而使創始機構與特殊目的機構於財務或經營上仍存在一定之控制或依附關係，而無法達到隔離創始機構破產風險的目的⁶¹。從上述可知此為整個資產證券化過程中最重要的管制及治理問題。

而於美國法上之發展，對於真實買賣問題之處理，其基本上即使由創始機構主導買賣資產，但由於管制規範強力介入，而使該作價買賣之結果如同無利害關係人交易般公平合理，而其主要透過事前與事後兩大機制，前者為真實買賣理論；後者為實質合併制度，而其主要在處理判斷是否為真實買賣以及非真實買賣時應如何處理。而若從監控角度出發，即是要避免此弊端產生，故因此必須探討其產生之因素，而加以避免。而與此息息相關之原因，即是創始機構對特殊目的機構有無實質控制關係，故在治理架構之設計，即是透過使資產證券化中設立之特殊目的機構保有相當之獨立性。美國法是從創始機構對特殊目的機構持股比

⁵⁹ Robert H. Sitkoff, AN AGENCY COSTS THEORY OF TRUST LAW, 89 Cornell L. Rev. 621 (2004), at 637-38,648.

⁶⁰ 黃銘傑，同前揭書（註26），第292頁。

⁶¹ 王文宇，同前揭文（註1），第260頁。

例、獨立董事及董事義務方面著手，以及對於特殊目的個體（SPE）⁶²運作之公開揭露，而於新的會計原則在SPE之運用有更深入的檢討及建議，有建議以是否存在「有效控制」（Effective Control）判斷，即若創始（發行）機構對於SPE為有效控制則應揭露合併的財務報表。而有效控制的意義則建議以「實質性」（Materiality）為標準，其內容為，SPE是否存在獨立於創始（發行）機構的合法商業目的或經濟價值。而揭露的範圍，在風險的總計上應包括股票投資和以股票或資產所為之擔保⁶³。而美國企業改革法⁶⁴第401條（a）項規定，SEC至遲需於該法制訂後180日內發佈最終規則，要求發行公司在提交予SEC之年報及季報中揭露所有重要的資產負債表外交易、安排、契約（包括附條件契約）；以及該發行公司與非合併個體或個人間之其他關係，足至公司現在或未來之財務狀況因而發生影響者，例如營運、流動資產、資本支出、資本來源、收入或支出之重要內容⁶⁵。而新巴塞爾資本協定中(The Basel Capital Accord)，對於金融資產證券化之揭露亦有所規範，其要求（1）創始機構之揭露。（2）贊助者、第三者之揭露。（3）特殊目的機構之揭露。（4）資產證券化的相關報表之揭露，如品質性及數量性之揭露⁶⁶。於我國亦是從確保特殊目的機構之獨立性觀點切入，其對監督機構在特殊目的機構有特別之規定⁶⁷，並明文要求創始機構與特殊目的機構不得為關係企業。

第二款 特殊目的機構之治理架構

我國金融資產證券化之特殊機構組織型態如上述，為特殊目的信託及特殊目的公司，以下就金融資產證券化條例對於其所要求之治理架構分述之。

⁶² SPE為special purpose entity的簡寫，為特殊目的個體，其之運用在於資產證券化上一般文獻大部分使用SPV(special purpose vehicle)，即特殊目的機構稱之。本文為行文方便則交叉使用之，特此說明。

⁶³ Hunter Carpenter, SPECIAL-PURPOSE ENTITYS: A DESCRIPTION OF THE NOW LOATHED CORPORATE FINANCING TOOL, 72 Miss. L.J. 1065 (2003), at 1090.

⁶⁴ 即SARBANES-OXLEY ACT，國內有譯為沙氏（賓）法案，以下為行文方便，交叉使用之。

⁶⁵ 謝易宏、陳德純，後安隆時代的一線曙光？—論2002年美國企業改革法對公司治理之影響，台北：瑞興圖書，第3-41、3-42頁，2004.2。

⁶⁶ 柯瓊鳳、郭宗霖，金融資產證券化風險之揭露—新巴塞爾資本協定之應用（下），會計研究月刊第214期，第98至101頁，2003.9。

⁶⁷ 請參見下文「本項第二款」。

第一目 特殊目的信託

特殊目的信託具有營業性、集團性或商業性之性質⁶⁸，為商事信託⁶⁹，其目的主要作為資產證券化之導管體，與傳統上之非營業信託及個別信託有所差異。而商事信託首重的，乃管理機制之組織化⁷⁰，亦即透過商業性設計(安排)之架構，使受託機構負責信託基金之管理或信託事務之執行，而受益人則享有是類商業性設計之利益。另外，特殊目的信託機構在於資產證券化架構中，因其擔任「資產分割」之重要角色，在其營業上另有其限制，其為特殊目的機構之特性始然。

而基本上，特殊目的信託的內部治理架構及其參與人員包括受託機構、受益人會議、信託監察人、業務範圍及資金運用限制、主管機關監督等。

一、受託機構

特殊目的信託之定義如前述規定在金融資產證券化條例第一項第四款，其乃由創始機構與信託機構締結信託契約，該當契約必須記載條例第十三條各款所規定之事項，而所謂「受託機構」即是契約締結後受託管理、處分證券化資產者。而依據條例第九條第四項、第六項規定，創始機構與受託機構間不得為同一關係企業，同一關係企業之範圍，適用公司法第三百六十九條之一至第三百六十九條之三、第三百六十九條之九及第三百六十九條之十一規定。其目的在使該當信託關係，可以滿足破產隔離所要求的真正信託。另依條例第四條第二項得為金融資產證券化的受託機構者，僅限於「以信託業法所稱之信託業，並經主管機關認可之信用評等機構評等達一定等級以上者為限。」從上可知，條例中對受託機構在資格上有嚴格之限定，故原則上其之治理模式亦應依循信託業法上之相關規定，其目的是為充分保障投資人。

而受託機構之義務為，依照證券化計畫發行受益證券，備置資產負債表、損益表、信託財產管理及運用之報告書、特殊目的信託契約書副本或謄本及受益人

⁶⁸ 王志誠，受益權證券化與特殊目的信託法制，台灣金融財務季刊第2輯第3期，第155頁，2001.9。

⁶⁹ 商事信託之介紹詳細請參見：王志誠，跨越民事信託與商事信託之法理—以特殊目的信託法制為中心，政大法學評論第68期，第43頁以下，2001.12；劉萬基，金融資產證券化條例受託機構地位之分析，台灣金融財務季刊，第4輯第4期，第50頁，2003.12。

⁷⁰ 王文宇，信託法原理與商事信託法制，收錄於「新公司與企業法」，台北：元照，第448頁，2003.1。

名冊等書類(條例第三十五條、三十六條)，另受託機構應於資產信託證券化計畫執行完成之日起三十日內，檢具該計畫之結算書及報告書，向主管機關申報(條例第十二條)。而有關資產管理、處分、收益分配等證券化工作之執行，得於證券化計畫所明是記載的前提下，委任交由服務機構代為處理(條例第三十五條)，此即意識到特殊目的信託在實質上僅為資產證券化之導管體，且在金融資產證券化之實務上，基於管理及處分信託財產之需要，從而宜就信託人之直接管理義務加以調整⁷¹。

二、 受益人會議

持有信託方式所發行的受益證券之人，稱為受益人，因為特殊目的信託具集團性、營業性，為兼顧受益人權益之保護與特殊目的信託之有效運用，乃妥適設計多數受益人應如何行使權利及其權利範圍，乃特殊目的信託架構組織設計的重要問題。由於多數受益人難以採取一致行動⁷²，故金融資產證券化條例規定，除了第二十三條第一項受領受託機構基於特殊目的信託契約所負債務之清償、其他僅為受益人自身利益之行為、依第三十四條規定之受益人名冊閱覽請求權、第四十四條規定之收買請求權或其他自益性權益，允許受益人個別行使外，特殊目的信託之受益人之權利原則上須經由受益人會議或信託監察人行使。以下先就本條例規定之受益人會議做介紹。

依條例第二十四條第一項第三項規定，受益人會議原則上由受託機構或信託監察人召集，例外由持有本金持份總數百分之三以上受益人，為受益人全體共同利益事項，以書面記名提議事項及理由，請求受託機構或信託監察人召集。受益人會議主要在於決定於本身有重大利害關係事項、相關機關之選任、解任及特殊目的組織之基本變動等。包括：關於受託機構之辭任及解任、新受託機構之指定、信託監察人之選任、辭任及解任、特殊目的信託契約變更或終止之事項，應於召集事由中列舉，不得以臨時動議提出(條例第二十四條第五項)、對受益人權利有重大影響之資產信託證券化計畫變更(條例第十一條)。

而受益人會議之決議方式原則上採普通決議行之(條例第二十五條)，惟於證

⁷¹ 王志誠，同前揭書(註16)，第91頁。

⁷² 王文宇、黃金澤、邱榮輝合著，同前揭書(註22)，第5-11頁；王志誠，同前揭文(註69)，第88頁。

券化計畫發行不同種類之受益證券時，如受益人會議決議有損害特定種類受益人之權利之虞時，其決議應經該特定種類受益人會議特別決議承認(條例第二十六條第一項、第二項)，受益人委託代理人行使表決權者，準用公司法第一百七十七條及證券交易法第二十五條之一之規定(條例第二十五條第三項)。受益人對於會議之事項有自身利害關係，致信託財產有受損害之虞時，不得加入表決，並不得代理其他受益人行使其表決權且受託機構以自有財產持有之受益權，無表決權(條例第二十五條第四項、第五項)。受益人會議之決議，由信託監察人或受益人會議所選定之人執行。而受益人會議所選定之人，得以自己名義，為受益人為有關信託之訴訟上或訴訟外之行為(條例第二十七條第一項、第二項)。

三、信託監察人

信託監察人之設計是因為受益人如為多數人時，如皆必須以受益人會議決議之方式，使得行使受益人及委託人之權利，不僅成本過高，且恐緩不濟急，故配合採行信託監察人制度，以強化受益人保護機制⁷³。其主要係為保護受益人以及監督證券化機構任務執行之正當且適切⁷⁴，而由受益人會議或受託機構所選任之機關(條例第四條第一項第十三款、第二十三條第二項、第二十八條第一項)，而其地位、職權類似於公司法上所規定之公司監察人⁷⁵。

而信託監察人既是為保護受益人之利益而設置，且委託人之權利又為受益人所繼承，故除下列專屬於受益人會議或法院之權限外，信託監察人得基於獨立管理權限以自己名義，為受益人及委託人為有關信託之訴訟上或訴訟外之行為⁷⁶，但下列涉及受益人重大之權益事項：1.解除受託機構之責任。2.變更或終止特殊目的信託契約。3.同意受託機構之辭任、解任受託機構或聲請法院解任受託機構。4.指定或聲請法院選任新受託機構。5.其他依特殊目的信託契約約定，信託監察人不得行使之權利(條例第二十八條第二項)。此外，信託監察人除有權召集受益人會議，以決議信託監察人所不得行使之重大事項外(條例第二十四條第一項)，並得請求受託機構停止其違反法令或特殊目的信託契約之行為，以及行使

⁷³ 王志誠，特殊目的信託與受益人之保護機制，存款保險資訊季刊第15卷第3期，第122頁，2002.3。

⁷⁴ 張淑華，論金融資產證券化條例之信託監察人規定，全國律師第6卷第8期，第49頁，2002.8。

⁷⁵ 黃銘傑，金融資產暨不動產證券化法規，收錄於「金融法」，台北：元照，第294頁，2004.7。

⁷⁶ 陳裕文，同前揭論文(註7)，第132頁。

受託機構辭任或解任時相關財務表冊之承認權(條例第三十三條、第四十八條第二項)，又信託監察人既是為保護受益人利益而設，自應出席受益人會議及特定種類受益人會議(條例第二十條第二項、第二十六條第四項)。另外避免信託監察人怠於執行職務，而稍嫌被動之情形，條例第三十一條規定：「持有本金持分總數百分之三以上之受益人，得為受益人之共同利益事項，以書面請求信託監察人行使其權利。信託監察人對於前項之請求，除該權利之行使有礙特殊目的信託事務之執行，有損害受益人之共同利益，或有其他正當事由者外，不得拒絕。」關於上述條文「持有本金持分總數百分之三以上之受益人」之設計，因是金融資產證券化中信託行為，其受益人可能較一般信託關係為多，故仿公司法少數股東請求權規定⁷⁷。而信託監察人有數人時依條例第二十九條規定，其職務之執行除特殊目的信託契約另有規定外，以過半數決定之。另外，為保持其公正、獨立性，條例第三十條規定受託機構之利害關係人、職員、受雇人或創始機構，不得擔任信託監察人。

四、業務範圍及資金運用限制

為避免受託機構將證券化資產與資金挪用自己或第三人利益使用，以及因為特殊目的機構本質，只是為了「資產證券化」之目的存在，故金融資產證券化條例對於受託機構的業務及資金運用範圍，予以嚴格限制，以確保受託機構之收入穩定以防止因投資損失而生之破產風險⁷⁸。條例第九條第三項規定，受託機構應依主管機關核准或向主管機關申報生效之資產信託證券化計畫，經營特殊目的信託業務。而於資金運用方面，除證券化計畫另有規定外，原則上受託機構不得以信託財產借入款項；縱使證券化計畫有特別規定，其借款目的亦僅限於配發利益、孳息或其他收益為限(條例第十四條第一項、第二項)。若特殊目的信託擁有閒置資金，其使用依條例第十四條第三項規定，亦僅能限於下列五款；

(一) 銀行存款。

(二) 購買政府債券或金融債券。

⁷⁷ 張淑華，同前揭文(註74)，第51頁。

⁷⁸ 張冠群，金融資產證券化與保險證券化之法律分析—美國經驗與我國法制之評析，政大法學評論第77期，第126至127頁，2004.1；謝哲勝、吳家桐，金融資產證券化條例實施評析(上)，集保月刊第130期，第24頁，2004.9。

(三) 購買國庫券或銀行可轉讓定期存單。

(四) 購買經主管機關規定一定評等等級以上銀行之保證、承兌或一定等級以上信用評等之商業票據。

(五) 經主管機關核准之其他運用方式。

而關於受託機構的自有基金部分，論者依據信託財產獨立性及信託當事人的自有產應與信託財產相分離之理由，認為受託機構若就自有資產運用不當而導致損害，並無發生侵害受託資產群組情勢之疑慮，且信託法第四十條亦對此有明文之限制，故無須在條例中重複規範之⁷⁹。

五、主管機關監督

除上述各種治理架構和機制外，金融資產證券化亦從外部監控機制設計的觀點，賦予主管機關各種監督權限，希望透過此設計能以其專業及公權力為後盾，經常性實施監控或對於有害投資人權益之資產運用，予以適時和即時的制止⁸⁰，而基本上主管機關行使監理職權時，應居於公正第三人之角色，以維持市場機能正常運作，而非積極介入當事人間之交易關係，因為過度的管制反而易生法律風險影響市場機能。而其可分為事前監督與事後監督。前者之規定在於條例第九條：「受託機構發行受益證券，應檢具申請書或申報書及下列文件，向主管機關申請核准或申報生效；其處理準則，由主管機關定之：（一）資產信託證券化計畫。（二）特殊目的信託契約書。（三）信託財產之管理及處分方法說明書。如委任服務機構管理及處分信託財產時，該委任契約書或其他證明文件。（四）有關之避險計畫與文件。（五）其他經主管機關規定之文件。受託機構非經主管機關核准或向主管機關申報生效，不得發行受益證券。」即主管機關之審核權限制設計。後者條例規定於第一百零五條：「主管機關得隨時派員或委託適當機構，就資產信託證券化計畫或資產證券化計畫之執行狀況及其他相關事項，檢查受託機構、特殊目的公司、創始機構、服務機構或其他關係人之業務、財務或其他有關事項，或令其於限期內據實提報財務報告、財產目錄或其他有關資料及報告。主管機關於必要時，得委託專門職業及技術人員，就前項規定應行檢查事項、報

⁷⁹ 臧大年、謝哲勝、吳家桐，同前揭書（註 13），第 207 頁。

⁸⁰ 黃銘傑，同前揭書（註 26），第 295 頁。

表或資料予以查核，並向主管機關據實提出報告，其費用由被查核人負擔。前項委託專門職業及技術人員查核之辦法，由主管機關定之。」是採取行政檢查之方式，以達到事後監督之目的，除此之外，條例第一百零六條亦賦予主管機關享有緊急處分權，以期對違法之受託機構能採取有效之監督措施。另於條例第一百零八條至一百十七條設有諸多刑事責任及行政責任之處罰規定。

第二目 特殊目的公司

特殊目的公司，乃為特定目的而設立之公司，在資產證券化之運用上，即是以經營資產證券化業務為目的而特別設立之公司。其治理架構理念基本上與前述特殊目的信託相同，但因組織型態係公司，故又有其特殊性，金融資產證券化條例上有不同之設計。特殊目的公司的治理架構及機制，大致可分為公司設立、持有人會議、董事、監察人及監督機構、業務範圍限制、主管機關監督。即以內部監控機制、市場監督機制和行政監理為三個主要主軸。

一、特殊目的公司之設立

金融資產證券化條例規定特殊目的公司之組織型態必須是股份有限公司，但因為其僅具證券化過程中導管體之角色，故與公司法上之股份有限公司有顯著不同之制度設計，較為簡易，即其設計在於不損及投資人權益，以降低公司營運成本之原則下，採行更彈性之制度設計⁸¹。條例第五十四條第一項規定，特殊目的公司之股東人數以一人為限，且股份不得分次發行，非經主管機關同意不得將其所持股份轉讓他人(條例第五十九條、第六十條)，因此當然排除公司法上股東會相關規定的適用(條例第六十二條)。而依條例第五十四條第一項僅容許金融機構設立特殊目的公司，且規定此以金融機構不得與創始機構隸屬同一關係企業(條例第五十四條第二項)。另外，特殊目的公司之設立採取許可主義，和一般公司設立採準則主義不同，必須依條例第五十六條規定所要求之記載事項和文件，向主管機關提出申請，經許可後始可設立之，且其公司名稱中必須含有「特殊目的公司」字樣(條例第五十四條第四項)。特殊目的公司經許可設立者，應於收足資本總額並辦妥公司登記後，將公司登記文件、公司章程、股東名簿、董事及監察

⁸¹ 王志誠，特殊目的公司與投資人之保護機制，月旦法學雜誌第 88 期，第 139 頁，2002.9；尤英夫、楊明廣，談金融資產證券化條例中的「特殊目的公司」，全國律師第 6 卷第 8 期，第 42 頁，2002.8；陳裕文，同前揭論文（註 7），第 146 頁。

人名冊報請主管機關備查。

二、持有人會議

因為由於特殊目的公司股東僅有一人，難以想像召開所謂的股東「會議」，且其僅具導管性質，真正的投資人在於握有該公司所發行之資產基礎證券持有人。故規範設計上有建立類似公司法上公司債權人會議至度的必要，發揮監督特殊目的公司的作用，以保障資產基礎證券之投資人權益⁸²。條例第八十二條規定特殊目的公司應備置資產基礎證券持有人名冊，持有人除當然有受領依資產證券化計劃配發或償還之本金、利息、孳息或其他收益之權利外，與一般公司股東其剩餘財產分配請求權劣後於公司債權人者不同，為保障持有人權益，條例第八十一條第一項特別規定，資產基礎證券持有人就特殊目的公司所受讓資產或其所生之利益、孳息或其他收益，除依資產證券化計畫所載之借入款項外，有優先於特殊目的公司之其他債權人及股東受償之權利，而論者認為理論上如特殊目的公司借入款項之目的，是為依資產證券化計畫配發或償還利益、本金、利息（條例第八十八條第二項），而有利於資產證券持有人，則因此而生之債權，受償順位應優先於資產基礎證券持有人，使符合公平原則⁸³；且未經持有人會議決議通過，不得變更證券化計畫（條例第一零一條準用第十一條）。

條例第七十九條第一項規定：「監督機構、持有同次資產基礎證券單位總數百分之三以上之持有人或特殊目的公司，得為資產基礎證券持有人之共同利益事項，召集同次資產基礎證券持有人會議。」所謂同次持有人會議，係指因同一特殊目的公司得經主管機關許可後，於不同時間針對不同金融資產發行不同梯次之資產基礎證券，此與於同一時間針對相同資產所發行之同次但不同種類的資產證券有別⁸⁴。而持有人會議之決議方式條例第七十九條第三項規定：「第一項會議之決議，應有持有資產基礎證券單位總數三分之二以上之持有人出席，以出席持有人表決權單位二分之一以上同意行之，並按每一資產基礎證券單位，有一表決權。但特殊目的公司發行不同種類及期間之資產基礎證券者，應分別按不同種類及期間之資產基礎證券持有人，分組行使其表決權。」而同條第四項規定持有人

⁸² 臧大年、謝哲勝、吳家桐，同前揭書（註13），第327頁。

⁸³ 王志誠，同前揭書（註16），第139頁。

⁸⁴ 黃銘傑，同前揭書（註26），第296頁。

會議決議之效力：「資產基礎證券持有人會議之決議，應製成議事錄，由主席簽名，經申報特殊目的公司所在地之法院認可並公告後，對全體資產基礎證券持有人發生效力，並由監督機構執行之。但資產基礎證券持有人會議另有指定者，從其所定。」而於下列四種情形法院不應認可：一、召集資產基礎證券持有人會議之程序或決議方法，違反法令之規定者。二、決議違反資產基礎證券持有人之一般利益者。三、修正或變更資產證券化計畫而未經主管機關核准者。四、不同種類及期間之資產基礎證券持有人分組行使其表決權時，未獲各分組一致決議通過者(條例第七十九條第五項)。

三、董事

依照金融資產證券化條例第六十三條第一項規定特殊目的公司應至少設置董事一人，最多設置董事三人。而有下列情事之一者，不得充任董事：一、有公司法第三十條所定事由者。二、資產證券化計畫所定之創始機構及其負責人。三、資產證券化計畫所定負責管理及處分該資產之服務機構及其負責人。四、資產證券化計畫所定監督機構及其負責人。五、資產證券化計畫所定之資產為信託受益權時，該受託之信託業及其負責人。六、曾經主管機關解除職務者，即為了避免利益衝突，對金融資產證券化過程中，相關之參與人士均予以排除其擔任董事⁸⁵。而董事代表公司，有數人時得以章程特定一人對外代表公司(條例第六十條第二項)，且必須付善良管理人注意義務及忠實義務(條例第六十四條第一項)。公司法有關董事會之職權及應負責事項，由特殊目的公司之董事行使及辦理之。有數人時，由全體董事以過半數之決議行使。董事為前項所定決議時，準用公司法第二百零六條第二項之規定，並應作成議事錄(條例第六十五條第二項、第三項)。

另必須注意的是，特殊目的公司董事之權限與業務範圍已被大幅限縮(條例第六十四條、第八十五條至九十條)，有關管理或處分受讓資產的行政業務範圍又必須委外服務(條例第八十四條)，與一般公司董事會大不相同，可說執行業務之功能實質上被弱化。

而在董事之部分，在立法論上，即有獨立董事是否引進之爭議，而贊成此之理由為，獨立董事乃指該董事由非公司之內部人士擔任，即其和公司之經營團隊

⁸⁵ 尤英夫、楊明廣，同前揭文(註81)，第42頁。

並無實質財務或業務之關係，以期能達成超然獨立，並進而有效監督公司之經營團隊⁸⁶。而因為特殊目的公司之設計單純為了融資，就不應該在忽是否取得特殊目的機構之實質控制權，故獨立董事在此之運用有更強大之理由⁸⁷。而在我國金融資產證券化條例中有其他監督機構之設置，故在現行法內是否需要引進獨立董事是值得思考，故在避免監督機關重複造成監控成本升高，除非是立法上對監督機關作完全之修改，不然現行法強行做引進獨立董事之論述似乎有所不妥⁸⁸。

四、監察人與監督機構

(一) 監察人

在仿照一般公司機關構成方式下，金融資產證券化條例對於特殊目的公司益要求必須設置監察人，惟與一般公司制度不同，在特殊目的公司之監控中最重要的角色並非監察人，而係由另外選任之監督機構擔任。原因係鑑於特殊目的公司僅有金融機構股東一人，無論董事、亦或監察人，皆由該當股東單獨選任，於此情形下實難期待監察人可發揮其應有的監控功能⁸⁹，且特殊目的公司同時有股東及債權持有人權益需要受保護。但其仍有類似一般公司監察人之權責，條例第六十八條規定特殊目的公司應至少設置監察人一人，最多設置監察人三人。其必盡善良管理人注意義務，監督董事業務執行(條例第六十九條)，於發現董事執行職務有違反法令、章程、資產證券化計畫之行為，監察人應即通知董事停止其行為(條例第七十條)。

(二) 監督機關

如上所述，監督機關乃特殊目的公司中最重要的監控設計，其係依資產證券化計畫之規定選任，並簽訂監督契約。但不得選任該資產證券化計畫所載之創始機構或服務機構為監督機構(條例第七十七條)，以確保其公正及獨立性而關於積極資格本條例並無明文限制⁹⁰。而其職務之行使及限制規定於條例第七十八條及

⁸⁶ 美國實務上均要求特殊目的機構應設置獨立董事。尤其對於董事會聲請破產決議，亦要求特別重度決議，且需獨立董事於該決議中聲請破產。參見張冠群，金融資產證券化與保險證券化之法律分析—美國經驗與我國法制之評析，政大法學評論第 77 期，第 127 頁，2004.1。

⁸⁷ 王文宇、黃金澤、邱榮輝合著，同前揭書(註 22)，第 7-16 頁。

⁸⁸ 獨立董事制度引進之爭議，非本文之重點，故僅做現行法上規定之解釋。

⁸⁹ 黃銘傑，同前揭書(註 26)，第 298 頁。

⁹⁰ 臧大年、謝哲勝、吳家桐，同前揭書(註 13)，第 329 頁。

第八十條「：「監督機構應以善良管理人之注意義務，為資產基礎證券持有人之利益，依本條例之規定行使權限及履行義務，並負忠實義務。監督機構得以自己名義，為資產基礎證券持有人為訴訟上或訴訟外之行為。監督機構非經資產基礎證券持有人會議決議，並經法院認可，不得為免除或減輕特殊目的公司依資產證券化計畫所應負之給付責任及義務，或與特殊目的公司為訴訟上或訴訟外之和解。監督機構為前項所定之行為時，應公告及通知各資產基礎證券持有人。監督機構得隨時查核特殊目的公司及服務機構關於資產證券化之業務、財務狀況及其簿冊文件，並得請求特殊目的公司之董事提出報告。監督機構違反第二項所定之義務時，應對資產基礎證券持有人負損害賠償之責任。」「特殊目的公司受讓之資產價值顯著惡化，不能支付其債務或有損及持有人利益之虞者，監督機構應依第七十九條之規定，召開資產基礎證券持有人會議。」

我國在特殊目的公司之監控制度設計上，以監察人及監督機構兩者併列，且董事功能亦被弱化，有認為其實際上監督服務機構是否依服務契約履行義務之比重重大為增加，可說具有半監察人之色彩⁹¹。似乎有監督機構重複設計之疑慮，對於公司之監督成本有所增加，而如前所述因為監察人制度在特殊目的公司有其盲點，其是否需要依循一般公司而有監察人之設計亦有疑問。另有對強制設立監督機構之設計提出質疑，其認為現行法以賦予主管機關檢查權及處分權(條例第一零五條至第一零七條)，且監督機構建置成本過高，主張廢除其設計，改採持續公開原則、市場監督投資人保護制度即可⁹²，不過本文認為現今公司治理之趨勢皆強調內控機制，將監察功能全部抽離是否適當有討論至空間。另有論者針對公、私募不同，認為在私募時可彈性要求監督機構之設計⁹³。

五、 業務範圍限制

和特殊目的信託相似理由，金融資產證券化條例特別就特殊目的公司之業務範圍與以嚴格限制。根據條例第八十五條、第八十六條規定，除本條例或資產證券化計畫另有規定者外，特殊目的公司不得將所受讓之資產出質、讓與、互易、

⁹¹ 陳月秀，智慧財產權證券化—從美日經驗看我國實施可行性與立法之芻議，國立政治大學法律學研究所碩士論文，第 123 頁，2004.7。

⁹² 陳尹章，同前揭論文（註 44），第 49 至 50 頁。

⁹³ 吳彩鈺，資產擔保證券之研究—以投資人保護為中心，私立東海大學法律研究所碩士論文，第 42 至 44 頁，2003.6。

供擔保或為其他處分，亦不得兼營證券化以外之業務，且不得於證券化計畫外借入款項，或是未任何人背書或保證，而借入款項之目的，應以依資產證券化計畫配發或償還利益、本金、利息或其他收益為限，並經全體董事同意後為之(條例第八十八條、第八十九條)。且特殊目的公司之負責人，不得就資產基礎證券之募集或發行，為有關經紀或居間買賣資產基礎證券之行為(條例第九十條)。而依條例八十七條規定其自有財產及閒置資金的運用僅限於下列情形：一、銀行存款。二、購買政府債券或金融債券。三、購買國庫券或銀行可轉讓定期存單。四、購買經主管機關規定一定評等等級以上之銀行保證、承兌或經一定等級以上信用評等之商業票據。五、其他經主管機關核准之運用方式。

六、 主管機關監督

和特殊目的信託一樣，金融資產證券化條例對於特定目的公司亦有主管機關監督權權限規定。其事前監督規定為，條例第五十六條第一項公司之許可設立，而於特殊目的公司計劃發行資產證券時，因涉及向投資人公開招募或私募有價證券之行為，條例第一百零一條準用第十七條第一項至第五項規定。而事後監督方面則規定於條例第一百零五條，其賦予主管機關行政檢查權。而第一百零六條賦予主管機關享有緊急處分權。

第三目 資訊揭露

就有價證券之募集、發行及買賣而言，資訊揭露制度乃是保護投資人有效方法，且為公司治理重要面向之一⁹⁴，而金融資產證券化條例亦對資訊揭露有所規範，以讓受益或資產基礎證券之投資人，瞭解證券化資產的管理處分情形，以作為投資決策之依據⁹⁵。條例依據採行公開招募或私募，規範之揭露程度並不相同。

在特殊目的信託方面，條例第十七條第一項及第二項規定：「受託機構依資產信託證券化計畫，對非特定人公開招募受益證券時，受託機構應依證券主管機關規定之方式，向應募人或購買人提供公開說明書。受託機構辦理前項公開招募時，應向證券主管機關申請核准或申報生效，其處理準則及公開說明書之記載事

⁹⁴ 陳春山，證券交易法論，台北：五南，第45頁，2004.9。

⁹⁵ 王志誠，同前揭文(註81)，第147頁；林志吉，同前揭文(註47)，第10頁。

項，由證券主管機關洽商主管機關定之。」是對於對非特定人公開招募受益證券時之規定；同條第三項至第五項規定：「受託機構向特定人私募受益證券時，受託機構應依主管機關規定之方式，向應募人或購買人提供投資說明書，並應於受益證券以明顯文字註記，於提供應募人或購買人之相關書面文件中載明。前項特定人之範圍、投資說明書之內容及受益證券轉讓之限制，由主管機關定之。特定人出售所持有之受益證券，而對非特定人公開招募者，準用第一項及第二項之規定。」是針對私募之規定，其揭露程度要求較低。

在特殊目的公司方面，條例第九十一條規定：「特殊目的公司應按資產證券化計畫，就不同種類或期間資產基礎證券之發行條件，分別設置帳簿，就所受讓資產之管理及處分情形作成紀錄，計算其損益及分配金額，並應定期就受讓資產之帳面餘額、已收回之本金或其他利益、待催收與呆帳情形及其他重大訊息，作成報告書，向監督機構報告，並通知各資產基礎證券持有人。」明定其附有備置帳簿、做成報告書及通知義務。此外，條例第九十二條第一項規定：「特殊目的公司每會計年度終了，應編年報，並應將經監察人查核之營業報告書及財務報告，於董事決議通過後十五日內，向主管機關申報及送交監督機構。」其中，若特殊目的公司是公開招募資產證券者，並應適用證券交易法第三十六條之規定辦理申報及公告(條例第九十二條第二項)。而鑑於特殊目的公司僅為證券化過程中之導管體，其財務書表宜獨立編制，故條例第九十二條第四項規定：「特殊目的公司依資產證券化計畫受讓資產時，其會計處理符合第八十三條第二項規定者，特殊目的公司及其控制公司，不適用公司法第三百六十九條之十二第一項及第二項之規定。」，又依條例第一百零七條第三項規定：「特殊目的公司有下列情事之一者，應於事實發生之日起二個營業日內，向主管機關申報及通知監督機構，並應於本公司所在地日報或依主管機關所指定之方式公告：(一)存款不足之退票、拒絕往來或其他喪失債信情事者。(二)訴訟、非訟、行政處分或行政爭訟事件，對公司財務或業務有重大影響者。(三)有依本條例召集資產基礎證券持有人會議之情事者。(四)董事、監察人發生變動者。(五)未依資產證券化計畫按時配發或償還利益、本金、利息或其他收益者。(六)有本條例所定應予解散事由者。(七)其他足以影響特殊目的公司之營運或資產基礎證券持有人權益之重大情事者。」明定特殊目的公司如有發生重大事件，應於事實發生日起兩個

營業日內即時公開其資訊。總之，建構特殊目的公司的資訊揭露機制，以貫徹正確性的要求，不得有虛偽或欠缺的情形，以及所揭露的內容應具重要性與時效性⁹⁶。

第五目 利益衝突之防止

就資產管理法制之設計而言，利益衝突之防止機制是必要的，此亦是商業組織「治理」議題的核心之一⁹⁷，且方能建立投資者之信賴。而於我國金融資產證券化條例中就特殊目的信託及特殊目的公司法制，規定諸多避免發生利益衝突之具體規範，以確保受託機構、信託監察人、特殊目的公司之董事及監督機構能忠實執行職務⁹⁸，而就其內部組織架構的成員做資格上的限制，且為了保持特殊目的機構的獨立性，明訂切斷和創始機構的關連性。

一、明定特殊目的機構與創始機構不得為具有控制與從屬關係之公司或相互投資公司。參照條例第九條第四項至第六項、第五十四條第二項、第七十三條第四項至第六項。

二、特殊目的機構之利害關係人、職員、受雇人或創始機構，不得擔任信託監察人。參照條例第三十條、第七十七條。而至於服務機構及其關係企業、利害關係人、職員即受雇人是否適任，學者王志誠教授認為解釋上此仍有利害衝突之虞，故應不宜由其擔任信託監察人。

三、特殊目的公司董事防止利害衝突之設計，忠實義務之明文；不得就為資產證券之募集或發行，惟有關經紀或居間買賣基礎證券之行為；董事利害衝突時表決之迴避。參照條例第六十四條第一項、第九十條、第六十五條第二項、第三項。

四、明定監督機構之忠實義務。參照條例第七十八條第二項。

五、受託機構、信託監察人、特殊目的公司之發起人或股東及監督機構，不得擔任資產信託證券化計畫或資產證券化計畫所發行受益證券或資產基礎證券

⁹⁶ 臧大年、謝哲勝、吳家桐，同前揭書（註13），第335頁。

⁹⁷ 李禮仲、鄧哲偉，「公司治理」對家族企業的效益，國家政策論壇第3卷第1期，第191至195頁，2003.1

⁹⁸ 王志誠，同前揭書（註16），第45至48頁。

之簽證機構。主辦證券承銷商，不得擔任當次資產信託證券化計畫或資產證券化計畫所發行受益證券或資產基礎證券之簽證機構。依資產信託證券化計畫或資產證券化計畫同次發行之證券，應委託同一機構簽證。(金融資產證券條例施行細則第九條)

六、受益人會議，受益人及其代理人利害衝突表決權之迴避。參照條例第二十五條第四項。

第三項 特殊目的信託與特殊目的公司之選擇

第一款 導管體的選擇因素

而於討論完特殊目的機構的治理架構後，接續討論其作為導管體之選擇上的問題。資產證券化在實務運作上，基於不同的商業需求考量，例如：發起人（創始機構）的經濟目的、資產標的性質，法律規範對於信用提供者及其他利害關係人的限制、稅務規劃、市場及投資人的接受度等因素，促使實務是發展出許多在結構上相異的模式，而不同的結構模式有不同的優勢，採用何種架構有以下之看法：

論者認為資產證券化時架構的選擇因素有下列幾點⁹⁹：

一、資產現金流量特性

證券化的標的資產對於證券化的採行架構有決定性的影響。長期性的資產（現金流量的到期日較長）多採用轉付架構，如抵押貸款，但若到期日太長時，亦可以採用支付架構發行多組債券。而現金流量到期日可能很短或很不穩定時，若採行轉付架構市場的接受度較低，信用卡應收帳款為一典型例子，其必須將現金流量重新安排再為證券化。

二、資產風險性

當風險性很高時，若採用轉付架構，而不經過信用增強則此轉付證券之信用評等與資產原有信用等級相同，將不容易獲得市場青睞。故此時應透過現金流量

⁹⁹ 其是以轉付架構和支付架構為切入點，參見陳文達、李阿乙、廖賢興，同前揭書（註14），第28至30頁。

之重新安排來創造較佳的證券等級，即採用支付架構。

三、稅賦條件與會計處理規定

在不同國家由於稅法規定不同，對於不同發行架構的稅賦條件也有所差異，而證券化的發起（創始）機構會採用對其最有利的發起架構進行證券化。

四、市場需求

當標的資產以上述兩種架構進行皆適合時，市場需求就成為最後證券化採行之決定依據，例如車貸與房貸皆適合以此兩種模式進行證券化。而利用支付架構可以發行期限不同的債券，但其成本較高，故是否採用支付架構發行多組債券，需視市場對於投資期限較為確定的長、短期債券是否有強烈的需求。

另有論者認為證券化所涉及的層面遠較於其他融資工具廣，故於決定證券化架構時，應注意若干潛在而且彼此相互依存的因素，其具體內容包括：（一）稅賦影響和會計影響；（二）資產風險性及其所產生現金流量特性的分析；（三）信用風險評估；（四）信用評等機構的評定結果；（五）成本／融資策略；（六）市場需求與其他技術支援等。經由上述諸因素綜合考量後所組成的證券化架構，其交易型態對於證券化發起人與投資人都必須符合商業利益，至於具體交易中所採取的發行架構型態，則視個案性質、狀況以及與以上各因素間的關連性高低，就基本類加以修改¹⁰⁰。

第二款 特殊目的信託與特殊目的公司之比較

探討資產證券化的模式，商業實務上主要透過兩個標準來區分，一為作為法律主體之特殊目的機構之類型；一為因應不同種類之交易結構的類型¹⁰¹。以下就前者配合我國法制做說明，我國金融資產證券化條例中明訂做為證券化的導管體之選擇有二，一為特殊目的信託；一為特殊目的公司。而原本行政院函請立法院審議的「金融資產證券化條例草案」中，其所採行的導管體架構，僅有信託機制一種，而未規定有公司架構的導管體，其理由是在「避免草案內容過於複雜，及

¹⁰⁰ 臧大年、謝哲勝、吳家桐，同前揭書（註13），第62頁。

¹⁰¹ 王文宇、黃金澤、邱榮輝，同前揭書（註22），第11-4頁。

影響公司法制之契合」¹⁰²。之後經過朝野立法委員協商，立法院財政委員會與行政院財政部達成共識，同意我國金融資產證券化條例法制應同時包含上述兩種導管體的模式，而經立法院二讀、三讀程序通過，採行現行之雙軌制，以符合商業多元化需求¹⁰³。以下整理論者對其異同之處的比較¹⁰⁴。

一、兩者之相同點

- (一) 所有權與經營權分離，將資金交由專人管理，以發揮專業分工之經濟功能。
- (二) 投資人均享有有限責任之保護。
- (三) 管理人之債權人不得對管理之財產執行。
- (四) 受益權或股權均得以證券化。

二、兩者之相異點

- (一) 公司具有法人格，而信託財產不具法人格。
- (二) 規範之完備程度不同，大體而言，各國信託法對於信託組織採取低密度之規範，而相反的各國公司法對公司組織架構與管理的方式多加以鉅細靡遺的規範。而此差異點即反應規範密度的高低會影響組織形式的彈性與靈活度。
- (三) 於公司法制中，主要在追求股東權益的最大化；而信託著重於信託資產的保護，兩者的剩餘價值請求人（股東／受益人）風險承擔程度是不同的。

三、信託模式的優勢

有論者謂各國在運作資產證券化制度時，信託為不可或缺的架構模式，主要的原因在於信託具有之獨立性、產權移轉無顧慮、可發行受益憑證確保其真實

¹⁰² 行政院「金融資產證券化條例草案總說明」，行政院 2002 年 3 月 13 日院臺財字第 0910008083 號函。

¹⁰³ 立法院公報第 91 卷第 45 期（二），立法院公報處，第 582 頁，2002 年 7 月 3 日。

¹⁰⁴ 王文宇、黃金澤、邱榮輝合著，同前揭書（註 22），第 11-5 頁；王志誠，商事信託法理之建構，收錄於「信託之基本法理」，台北：元照，第 278 頁、279 頁，2005.11；Steven L. Schwarcz，COMMERCIAL TRUSTS AS BUSINESS ORGANIZATIONS: UNRAVELING THE MYSTERY，58 Bus. Law. 559（2006），at 573-81.

性、受託人之代管事務功能等，符合資產證券化的各項要求¹⁰⁵；另有論者謂信託具有其他法制無法取代之優點，即義務的免除（隱匿性與免責性、優先性）、權利的擴張（多樣性、同一性）等設計，透過此些信託的設計，架構了信託財產的獨立性，對信託受益人而言，避免信託財產遭受到受託人的債權人追索，由於信託財產的同一性，擴張受益人可享權利的範圍¹⁰⁶。

四、公司模式的優勢

有論者認為公司組織所能發行的有價證券種類較為多元化，在證券發行上具有相當彈性，能夠吸引不同需求的投資者；而相較於公司信託形式，公司可以組織較為複雜的資本結構，而且運用上較為彈性，另公司有持續不斷進行交易的能力；且其運作模式較為投資人所熟悉及信賴¹⁰⁷。

第三款 特殊目的信託與特殊目的公司之選擇

有論者認為公司或信託的選擇，應綜合判斷之。應針對每件案件的資產特性及參與機構的考量，以發行成本、作業流程、契約簽訂、各參與機構的主導性與溝通等因素加上市場需求考量¹⁰⁸。

另有論者以達成金融資產證券化目的之因素（資產分割、發行證券）以及制度上的考量（稅捐、組織正式化與營運成本、永續經營與存續期間、管理集權化與控制權、權益移轉之自由性）分析之，認為關於特殊目的公司與信託之比較，在我國法制規範下，除了公司之資產獨立性略低於信託財產，公司之營運成本也高於信託，其他部分來說可謂無分軒輊。而其進一步以功能取向為主軸建議立法政策在特殊目的公司的行為及組織面向取向上，多元化其證券發行類型，而非單以資產基礎為限；使其能發展為籌畫機構以及不以一次計畫為限¹⁰⁹。

另外我國金融資產證券化條例中明文禁止創始機構與特殊目的機構屬同一關係企業，此之立法目的如前所述是為了謹守兩機構分離之原則，並有效達到破

¹⁰⁵ 王文宇，同前揭書（註9），第427頁。

¹⁰⁶ 謝哲聖、陳亭蘭，不動產證券化法律與制度運作，台北：翰蘆，第41頁，2003.8。

¹⁰⁷ 王文宇、黃金澤、邱榮輝，同前揭書（註22），第11-6頁。

¹⁰⁸ 吳彩鈺，同前揭論文（註93），第38頁。

¹⁰⁹ 張承中，論金融資產證券化條例之特殊目的公司，國立台灣大學法律學研究所碩士論文，第136至139頁，2004.7。

產隔離之功能，不過此規範設計增加了資產證券化之交易成本¹¹⁰，尤其特殊目的公司，在我國之規範限制下，基於成本效益考量，其由非關係企業設立之誘因非常之低(特殊目的信託雖然亦有此成本增加之問題，不過因為市場上信託業和金融機構的信託部門之存在，相對來說，於組織成立方面之成本較低)，且國際實務通常為創始機構所獨自發起設立之一人公司，我國規範設計是否妥當有值得再議之空間¹¹¹。

由以上之論述可知，利潤的創造、成本因素和組織法上的界線等，為選擇組織型態時的最主要考量點，而以目前實務運作和法制設計觀察，特殊目的信託的組織型態在我國資產證券化運作是相對較具有優勢的，而於特殊目的公司之部分於我國法制下，若要有所突破則必須調整相關之組織規範限制，否則實務運作上出現之機率非常低。

第四節 小結

金融資產證券化為近年來方從國外引進之制度，而公司治理亦為近年來國內外熱門的議題，以上嘗試從金融資產證券化基本制度介紹為出發，而以公司治理角度切入觀察，做一個初步的金融資產證券化治理架構之探討。在美國安隆案(Enron)後，對於公司治理及特殊目的個體之議題各國法規制度及學術討論皆有更進一步之研究和改變。而金融資產證券化為使用特殊目的機構(個體)之適例(目前我國明文運用特殊目的個體僅有金融資產證券化條例和不動產證券化條例)，且特殊目的機構為商業組織的一種型態，如上述亦有公司治理的運用，可得知在金融資產證券化之過程以及組織構成上皆有公司治理面向討論之重性。若以整個過程為切入點，可知特殊目的個體的「獨立性」與利害衝突防治的機制為主要重點，若以特殊個體內部本身來說，則和本論文特討其架構之討論相呼應，即以章程或交易契約的限制、監控的設計組織、資產構成和外部資本的要求以及財務運用限制為主。另外導管體的選擇亦是不可忽略的，於實務運作時，參與者會考量上述討論之因素，選擇適合商業目的者運用之。

¹¹⁰ 張冠群，同前揭書(註78)，第130頁。

¹¹¹ 王志誠，同前揭書(註16)，第106頁。

第六章 特殊目的個體運用對於現 行法制的衝擊與因應

第一節 證券管理與會計原則

第一項 前言

本論文以公司治理法制的觀點切入，而以特殊目的個體的濫用為中心，探討安隆案所引起之衝擊和改革趨勢，而於美國因應此問題之最主要區塊，分別為證券交易法規範和會計原則¹。關於實質法規範的改革上，美國法上所因應的即是前述介紹之沙氏法案，此部分為證券管理的部分。以下從證券管理（Securities Regulation）的本質和目的出發，介紹安隆案後公司治理對於證券交易法規範的影響，最後再以特殊目的個體的運用為例檢驗之，以對前述章節關於公司治理相關議題和證券交易法的互動做一個歸納式的說明。另外兼概略探討會計原則改革之部分。

第二項 證券管理

第一款 概論

證券管理（Securities Regulation）有廣義和狹義，就廣義而言，可以包括一切有關資本形成、資本分配及資本流動之人與事之政府及有關機構之成文或不成文法律、規章與慣例，有所謂「資本市場法」。換言之，除有關證券發行與交易市場極其直接、間接參與者之規範外，尚包括政府貨幣政策（Monetary Policy）與預算（含稅制）政策（Fiscal Police）之規範與運作。具體而言，除公司法（有關證券發行部分）、證券交易法及其有關法令外，至少包括下列管理因素：（一）政府對資本之直接控制與分配；（二）外匯管理；（三）政府對資本形成經由賦稅

¹ 沙氏法案的通過和內容，即可說明之。Byron F. Egan, THE SARBANES-OXLEY ACT AND ITS EXPANDING REACH, 40-WTR Tex. J. Bus. L. 305 (2005), at 309-425.

及補助之間接控制；(四) 政府之貸款及保證計畫；(五) 公司法之有關規定（如公司資本結構之限制）；(六) 對於投資者尤其是機構投資者可得投資資金證券之種類與限制；(七) 其他有關資本形成之法令。其範圍尚較金融管理（包括資本市場及貨幣市場之管理）較廣。狹義之證券管理，即為有關證券發行與交易市場、其參與者（如證券發行者、資金供求之中介及金融機構與證券商與投資人）及提供其他有關服務之人（如資訊提供者、律師、會計師）、政府及業者之成文或不成文之規範²。本文探討之重點為後者。

第二款 證券管理的規範緣起

證券的特性和一般的商品不同，其本身並無固有的價值，而是代表某物的權利，如股票、債券等，且（一）證券為創造而生的（Created），而非如一般商品是由生產而來的（Produced）；（二）證券並非一定由直接購買者使用或消費，其有「次級市場」的存在；（三）因為有心人士可以利用證券的複雜性，企圖欺騙、誤導投資人或交易者，所以證券交易法必須設計關於禁止詐欺、操作等行為；（四）為投資人買賣證券的產業於市場產生，關於其和消費者利益衝突的因應而生。故其必須有一套專屬的交易管制系統³。可以說證券管理之所以會產生，源於投資人有保護的必要、相關業者有規範的必要、證券市場有維護的必要⁴。

而證券的交易即在「市場」，而證券市場有很多種類，而本文涉及的為前述狹義的證券管理，而通常在此部分所最常提及的為一般股票（Common Stocks）市場，而在美國和我國主要分為「交易市場」（Exchange）和「店頭市場」（Over-the-counter）⁵。而證券產業（Securities Industry）具有多樣性，有經紀商、造市者、承銷商、投資顧問、基金管理和相關的金融服務。

² 余雪明，證券交易法，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，第 2 頁，2003.4。

³ Thomas Lee Hazen、David L. Ratner，Securities Regulation Case and Materials，West Group(2003 6th)，at 1-2.

⁴ 賴英照，股市遊戲規則—最新證券交易法解析，作者自版，第 1 至 6 頁，2006.3。

⁵ 另有所謂「興櫃」股票，指已申請上市上櫃輔導契約之公開發行公司之普通股票，在尚未掛牌之前，經過櫃臺買賣中心依據相關規定核准，先在證券商營業處所議價者。參見李開遠，證券管理法規新論，台北：五南，第 247 至 257 頁，2003.3。

第三款 證券管理規範的本質與目的

證券交易法乃我國關於狹義證券管理最主要之規範，而在美國法方面其主要由州法（Blue Sky）和聯邦法⁶構成其規範系統，而其本質為規範關於證券發行、交易及參與者等事項的法律。該法規範系統有各種私法、行政法及刑事法之規定，具公、私法混合性⁷，而另輔以在法律之授權下由主管機關制訂之規則。

而關於證券管理的目的為何，學說上有不同之意見，於我國法基本上論者皆以我國證券交易法第一條規定「為發展國民經濟，並保障投資，特制訂本法。」為基礎，認為「發展國民經濟」和「保障投資」為主要立法目的⁸。而於美國法上，對於證券管理規範之目的，較早之通說著重於保護投資大眾⁹；有主張其最終目標為達到有效率的金融市場而改善經濟上的資源分佈¹⁰；有主張為保護投資人和促進資本形成¹¹；有主張證券管理為創造和促進資訊交易者（Information Traders）完善的交易市場¹²；另有以證券市場的泡沫化循環之歷史觀點切入，認為防治其產生為證券管理之重要目標¹³。從文獻的發展看來，其探討的最終目的有所差異，但可知投資者保護和效率市場為美國論者主要之核心，而最近的趨勢有偏向以效率市場¹⁴為核心目標，另外以成本利益觀點的考量亦是其主要的研究方法和論述依據¹⁵。

⁶ 其主要相關法案有Securities Act of 1933、Securities Exchange Act of 1934、Public Utility Holding Company Act of 1935、Trust Indenture Act of 1939、Investment Company Act of 1940、Investment Advisers Act of 1940、Securities Investor Protection Act of 1940、Securities Investor Protection Act of 1970、Sarbanes-Oxley Act of 2002.

⁷ 陳春山，證券交易法論，台北：五南，第3頁，2004.9。

⁸ 賴英照，同前揭書（註4），第6頁；林國全，證券交易法研究，台北：元照，第5頁，2000.9；陳春山，同前揭書（註7），第4頁；另關於此兩大目的之關係，此討論之整理參見林國全，同前揭書（註8），第9至10頁。

⁹ Ralph K. Winter, PROTECTING THE ORDINARY INVESTOR, 63 Wash. L. Rev. 881(1988), at 881-83.

¹⁰ Jeffrey N. Gordon & Lewis A. Kornhauser, EFFICIENT MARKETS, COSTLY INFORMATION, AND SECURITIES RESEARCH, 60 N.Y.U. L. Rev. 761(1985), at 802.

¹¹ David S. Ruder, BALANCING INVESTOR PROTECTION WITH CAPITAL FORMATION NEEDS AFTER THE SEC CHAMBER OF COMMERCE CASE, 26 Pace L. Rev. 39(2005), at 40.

¹² Zohar Goshen & Gideon Parchomovsky, THE ESSENTIAL ROLE OF SECURITIES REGULATION, 55 Duke L.J. 711 (2006), at 713.

¹³ 詳細內容參見Erik F. Gerding, THE NEXT EPIDEMIC: BUBBLES AND THE GROWTH AND DECAY OF SECURITIES REGULATION, 38 Conn. L. Rev. 393 (2006) .

¹⁴ 市場效率的決定主要在股份價格的正確性和金融的流動性。

¹⁵ 可參閱David S. Ruder, supra note 11；Zohar Goshen & Gideon Parchomovsky, supra note 12

第四款 證券管理之規範類型

為了達成證券管理規範的目的，必須透過有效的規範設計，運用於證券管理。而關於規範的類型，論者認為有資訊揭露義務、詐欺禁止和市場操作的限制、內線交易的限制、參與證券之專業人士（Gatekeeper）的規範等¹⁶。國內證券交易法權威學者所整理的類型（方法）有：貫徹公開原則、禁止詐欺、處理利害衝突問題、管理證券相關事業、賠償與懲罰¹⁷。

第五款 證券管理與公司治理

第一目 傳統上公司治理的規範定位

於美國法公司法為州法，而證券管理如上述有州法和聯邦法，而以後者為重心。依據公司法，公司為以專業化（Specialization）功能與集中化控制（Centralized Control）為基礎的商業組織。而關於公司治理（主要是指公司內部組織架構）傳統上認為是屬於公司法的範疇，而公司法的核心為此集合個體中各個參與者（機構組織）的權力分配，主要在於股東、董事和經理人¹⁸，而權力分配的本質在於這些參與者（機構組織）之間，於公司個體決定趨勢、策略、政策以及執行時的關係和角色，而有關於此之所有關係和討論，即為現今所討論的公司治理議題¹⁹。而傳統公司法公司的決策權力是賦予董事會，因此在公司法層次所探討的公司治理問題大都集中在董事的責任和義務以及股東限制董事行動的相關權利上。而在此最重要的即是董事的信賴義務（包括忠實義務、注意義務和善意（Good Faith））²⁰。

第二目 證券管理與公司治理²¹

而關於證券管理規範²²涉入公司治理最先開始於 1934 年，不過其定位僅為

¹⁶ Zohar Goshen & Gideon Parchomovsky, supra note 12, at 733-47.

¹⁷ 賴英照，同前揭書（註 4），第 6 頁；林國全，同前揭書（註 8），第 6 至 9 頁。

¹⁸ 於我國而言，為股東、董事、監察人。

¹⁹ Robert B. Thompson & Hillary A. Sale, SECURITIES FRAUD AS CORPORATE GOVERNANCE: REFLECTIONS UPON FEDERALISM, 56 Vand. L. Rev. 859 (2003), at 864.

²⁰ 而在此關於經理人則較少著墨，而現今美國企業實務運作，經理人方為執行公司業務的最重要的核心，此亦是現今公司治理法制一大討論重點。

²¹ 處理此問題討論必須注意的一點，美國法在此必然會涉及聯邦主義和「先占」問題，但本文所欲處理之部分為公司法和證券管理法規本質之問題，特此說明。

輔助角色^{23 24}。而於 1990 年末期和 2000 年初期一連串的企業醜聞後，美國國會認為薄弱的公司治理為促成證券詐欺的重要因素；而因為允許經理人任命外部董事和得進入董事會，產生了利益衝突而使得監察經理人的機制失靈，進而使得規避內部控制呈現不實的財務資訊變得容易，故通過了沙氏法案，而其焦點即為透過對董事的嚴格要求及審計者的獨立性，來解決上述之利益衝突。而在此公司治理的管制本身成為證券交易法中重要的防止詐欺的機制，而不在是傳統上所認為證券交易法的規範範圍不及於公司治理管制²⁵，而同時SEC亦透過沙氏法案關於公司治理條款及Section 19(c)獲得公司治理管制的授權。

而論者有以促進完善證券市場的角度出發，認為證券管理規範與公司法相配合以減少關於經理人的代理成本，指出證券管理規範透過（1）避免將提供效率和流動性的角色託管給內部人，以避免內部人自我監督的問題；（2）提供股東市場機制，輔助原本董事會具有的內部控制功能；（3）完善的市場提供關於經理人素質的回饋（Feedback），而可能直接影響經理人的報酬組合（Compensation Package）；（4）分析師關於經理人素質的觀點，此些資訊有助於股東行使投票權和影響其購買、出售或持有股票之決定；（5）分析師關於經理人素質的訊息亦有助於市場對於公司的控制和公司信用的提供者。此部分的論點基礎大都集中在市場機制，而其主要是透過競爭來限制不當的管理。由以上論述論者指出雖然證券管理的本質在於完善市場，不過亦包含有些部分或完全以改善公司治理架構為目的條款²⁶，總之其以完善證券市場的觀點貫穿，加上「成本」概念的分析，認為證券管理和公司法在公司治理的規範劃分愈來愈模糊²⁷。

論者亦有指出傳統上以公司法為公司治理的核心，以聯邦證券規範為輔助角

²² 美國學者討論此大都係指聯邦法。

²³ Robert B. Thompson, COLLABORATIVE CORPORATE GOVERNANCE: LISTING STANDARDS, STATE LAW, AND FEDERAL REGULATION, 38 Wake Forest L. Rev. 961 (2003), at 962.

²⁴ 主要是透過資訊揭露規範為之。Zohar Goshen & Gideon Parchomovsky, supra note 12, at 748-55.

²⁵ Jeffrey Y. Wu, REVISITING BUSINESS ROUNDTABLE AND SECTION 19(C) IN THE WAKE OF THE SARBANES-OXLEY ACT, 23 Yale J. on Reg. 249(2006), at 251; Robert B. Thompson & Hillary A. Sale, supra note 19, at 885.

²⁶ 論者認為關於證券管理規範的聯邦法中，the proxy rules、the Williams Act和the Sarbanes-Oxley Act of 2002 即是最好的說明。

²⁷ Zohar Goshen & Gideon Parchomovsky, supra note 12, at 748-55。不過必須注意的事此論者有將證券市場參與劃分為四種類型，其認為證券管理的核心為「資訊交易者」(Information Traders)，故其精確的論點為完善資訊交易者的證券市場。

色的論點，於後沙氏法案時代將不再是毫無爭議的，甚至需要修正。其進一步認為現代的公司治理為一個處於聯邦政府（大部分透過SEC）、州法和自我管制組織（Self-regulatory Organizations）的合作過程（Collaborative Process）。而證券管理規範近年來於公司治理的展現有：（1）其規範了更多關於公司的治理架構，而有一大部分是關於經理人（階層），此部分在以往傳統的公司法較少著墨；（2）傳統證券管理規範關於公司治理的機制為資訊公開揭露，而此方法在現今愈顯重要；（3）證券管理規範於公司治理相關的訴訟監控中，扮演愈來愈重要的角色，即以證券詐欺為基礎的股東訴訟相對於以信賴義務為基礎的訴訟更具實用的優勢²⁸。

論者有認為沙氏法案通過後，關於公司治理的研究必須重新思考，其於公司治理有三個重大改變，（1）將原本處於外部範疇的專業人士（Gatekeepers），如審計者、律師、分析師，納入治理體系；（2）以執行長和審計委員會兩大組成，強化公司治法規和中心；（3）其將公司治理的一部份規範於證券管理中，創造對於執行長和審計委員會新的注意義務，以及引入利益衝突交易的禁止。以專業人士的規範為例，其認為傳統的公司治理集中在於如前述之股東、董事和經理人間之關係，而認為證券管理於公司治理的討論中是處於次要的位置，而專業人士更是很少在此議題被注意，而沙氏法案扭轉了此情況，而透過此則補強了相關薄弱的公司法規，提供更完整的公司治理管制架構²⁹。

由以上美國論者的看法可知，傳統上關於公司組織和參與者（機構）間權力分配的問題為公司法的焦點，此亦為所謂之公司治理管制³⁰，因此探討公司治理時，基本上是以公司法為其法規範重心，而隨著現代企業的成長，其和資本市場的運作愈來愈密切，兩者的牽連性導致公司治理的規範定位造成了位移，一開始證券管理涉入公司治理的區塊，基本可謂外擴現象，即其資訊揭露的規範擴展出公司治理的效應，不過基本上能仍於輔助的地位，其出發點緊扣著資本市場的管制為中心。而於一連串的企業醜聞發生，尤其是安隆案，公司治理的失敗為問題發生的主要原因之一，各界檢討和改革的聲浪不斷，而美國證券管理規範在此時

²⁸ Robert B. Thompson, *supra* note 23, at 961-68.

²⁹ Lawrence E. Mitchell, THE SARBANES-OXLEY ACT AND THE REINVENTION OF CORPORATE GOVERNANCE?, 48 Vill. L. Rev. 1189 (2003), at 1189-97.

³⁰ Angus Corbett & Stephen Bottomley, Regulating Corporate Governance, in *Regulating law* (Christine Parker et al. eds., 2004), at 61-62.

亦出現了重大變化，即沙氏法案的通過，而法案的內容中直接將相關公司治理管制的條款明訂其中，於美國來說是公司治理法規定位的一大分水嶺，至少在於證券管理規範的發行者，其企業組織的構成和相關公司治理的程序必須遵循之。而論者有以完善資本市場、證券詐欺觀點等來說明此項立法趨勢，提供其法理上之依據。另外也許有論者認為僅在沙氏法案中所明訂關於公司治理的條款下，在此合理關連的範圍內SEC方具有授權適格，為關於公司治理管制的規則³¹，否則其它的範疇仍應回歸公司法。但不可否認之一點為公司治理管制的法規已經不再單純為公司法範疇，證券管理規範中亦是，也許在法規適用上仍有規範目的的限制，但必須注意的一點為管制法制下，法規有時是相互指引的³²。

而於我國亦有受到上述趨勢的影響，於我國 2006 年 1 月 11 日最新修正的證券交易法中，增訂第 14 條之 2 至第 14 條之 5，引進獨立董事制度和審計委員會制度，同時增訂第 26 條之 3，對董、監事資格做特別的規定³³。此部分和美國法的發展一樣，即將企業組織機構的權力分配規則置於證券交易法當中（公司治理管制於證券交易法的明文）。

第三項 安隆案特殊目的個體濫用對於證券管理的衝擊

第一款 前言

如前所述，安隆案財務報告的操作，一大部分是以特殊目的個體的交易為主要手段，利用其來隱匿投資損失、膨脹資產出售交易的資產價值、虛增收入和現金流量，而美化其財務報表，而此複雜性極高的架構式交易和高度的財務槓桿操作，幾乎蒙蔽了證券市場所有的參與者，事件的爆發震撼了全球的資本市場，亦是對美國引以為傲的公司治理制度的一大重擊。而本質上事件的發生所牽涉的原因很廣泛，包含了所謂冒險激進的企業風格等，不過本論文限縮在公司治理法制相關問題的探討，在此方面如前所述涉及了審計的失敗、獨立董事制度的改革、

³¹ 相關討論參見 Jeffrey Y. Wu, *supra* note 25.

³² *Id.* at 62-66.

³³ 賴英照，同前揭書（註 4），第 118 頁至 124 頁。

利害衝突的避免、資訊透明度的提升等，而因為此事件對於資本市場影響甚大，反映出了市場的無效率，為了促使其健全化和挽回投資大眾的信心，美國通過了沙氏法案，對於公司治理管制做了許多調整和規範。

第二款 特殊目的個體濫用對於證券管理的衝擊

若將焦點單純限縮在特殊目的個體的運用，如前述論文所討論的可知其直接涉及的為財務報告的呈現，為資訊揭露制度的一環，而其之運用顯現出高度的複雜和難理解的特性，衝擊了證券管理中資訊揭露相關的規範，論者有對於此種創新的交易方式和金融工具是否能完全以資訊揭露制度解決提出檢討³⁴。而美國法上對於此問題的因應，直接明文要求企業必須公開關於其從事的資產負債表外交易安排（Section 401 of the Sarbanes-Oxley Act of 2002），另外SEC亦公布相關的規則（主要為Regulation S-K和Form-8K），主要是透過資訊透明度的提升和將公開資訊的內容呈現方式易閱讀化來解決此問題³⁵；而除此之外，對於內部控制的強化，和經營階層對公司財務狀況的確保、審計獨立性的重建等新規定，亦對於企業公布的財務資訊的正確性有所助益（此為其他治理的控制程序）。

從上論述可知，於安隆案特殊目的個體運用對於證券管理的衝擊，從美國法規範的脈絡可知，其基本思維為促進完善的證券（資本）市場，即從資訊揭露制度著手，而資訊揭露制度是否為公司治理的核心，以前述論者的看法和國際趨勢³⁶來看，其當然為重要的公司治理面向；另外亦從整體公司治理的角度出發，規範相關的治理程序，來減少代理成本。不過可以確定的是，其出發點是和資本市場的健全有密切的關連性。

於我國目前特殊目的個體的運用僅限於資產證券化上，且有創始機構之關係企業不得擔任特殊目的機構的規定，因此應該不會出現如安隆案之情形，不過隨著金融環境的開放，和商業組織的鬆綁趨勢，可預期的，國內的交易方式和企業組織形式將更多元化，特殊目的機構的運用也許會有所增加；另外關於個體的濫用，我國實務上亦有時有所見³⁷，相似安隆案的財務操作手法亦有所聞³⁸，因此

³⁴ 請參見前文「第四章第二節第三項」。

³⁵ 詳細內容請參見前文「第四章第三節」。

³⁶ OECD Principles of Corporate Governance (2004), Part.1, V.

³⁷ 博達案中是利用海外子公司為財務操作。馮震宇，從博達案看我國公司治理的未來與問題，

安隆案後美國法上之發展可以提供我國借鏡與省思。

第四項 會計議題的檢討與發展

第一款 前言

綜合前述之章節，可知安隆案的崩解隱含了至少幾個重要的會計議題：資產負債表外交易安排的會計處理、或有債務的處理、衍生性契約及能源銷售契約公平價值入帳問題、市值（逐日）計價（Mark-to-Market）、關係人交易與揭露議題、會計師的獨立問題等。而美國會計相關單位亦針對各議題提出諸多的改革和研究報告，而會計師獨立性的問題於沙氏法案中有新的規範出現³⁹，此部份亦涉及法制面重疊，而和特殊目的個體（工具）最為相關的即是資產負債表外交易安排的會計處理，而此部分之核心問題即為合併財務報表，美國法上最重要的改革即是2003年1月17日公布的FASB No. 46的解釋，其提出「變動權利個體」的概念，作為特殊目的個體及其他資產負債表外交易安排的財務報表合併的指導原則⁴⁰。

第二款 美國 SEC 研究報告中關於特殊目的的個體、資產負債表外交易安排的建議

美國 SEC 研究報告中是以下列兩大問題為核心：（1）資產負債表外交易安排（包括特殊目的個體的使用）的範圍；（2）是否現今的財務報表可以真實且足夠透明化地反應資產負債表外交易安排的經濟狀況。而相關議題的會計處理其建議分為兩大項目，一為改善財務報告的透明度；一為會計原則的相關建議。

而關於改善財務報告透明度方面，其分為四大要點：（1）消除（至少減少）動機式會計交易（Accounting-motivated Transactions），因為往往此種類的交易為了達到較佳的會計處理結果，而降低財務報告的透明度和可信賴性。（2）目標導向的會計原則，因如此之概念下，具有一致且協調的概念架構，而較少的非黑及白的規定和例外，有助於減少會計指示的複雜度，而此部份涉及的問題為原則基礎（Principal-based）和規則基礎（Rule-based）的會計原則的問題。（3）改善揭

收錄於「公司證券重要爭議問題研究」，台北：元照，第8至16頁，2005.5。

³⁸ 如虛設行號、塞貨交易、投資公司護盤、關係人交易等。

³⁹ Byron F. Egan, *supra* note 1, at 316-30.

⁴⁰ 請參閱前文「第四章第五節第四項」。

露的一致性和關連性，即基礎財務報告外的揭露資訊必須具補充之效益，強化財務報告的「決策有用性」(Decision-usefulness)，而發行者以有意義的方式提供充分的揭露，使得投資人能瞭解發行者實質的情況和活動是很重要的。(4) 改善財務報告的訊息傳達，使得投資人能容易瞭解和使用財務報告的資訊⁴¹。

而關於會計準則相關建議之部分，主要是關於(1)租賃的會計處理原則；(2) 確定提撥制的退休安排的會計準則 (Defined-benefit Retirement Arrangements)；(3) 合併 (Consolidation) 政策；(4) 探究所有金融工具以公平價值入帳 (Fair Value) 的可行性；(5) 發展完善的揭露架構，此主要以附註為主⁴²。

第三款 我國如何規範安隆案所牽涉的相關議題

關於資產負債表外交易安排之會計處理，我國目前的法制，如前所述特殊目的個體的運用僅在於資產證券化，而我國合併財務報表的會計處理主要以第七號會計公報為準，而新修正的第七號公報受到國際會計準則的影響，導入「實質控制」的概念，且朝「個體理論」(Entity Theory)⁴³方向編制合併財務報表。可見我國會計處理準則亦隨著國際趨勢而有所改革，但因我國特殊目的個體(機構)型態有限且其設立規定限制其不得為創始機構的關係企業，因此不會發生如安隆案的特殊目的工具財務操作的問題，不過如前證券管理規範中所述，類似的操作亦能存在，比如說上市上櫃公司為維護股價所成立之子公司，其實類似於特殊目的工具，且於未來若是相關管制較為鬆綁，其可能出現於市場企業的運用中，故美國相關的會計處理原則的發展值得我國需觀察。而關於衍生性(金融)商品的會計處理，我國新修正的第34號公報亦導入「公平價值入帳」的會計處理原則，透過更嚴謹的會計認列規範，有助於企業正視操作金融商品的財務風險，亦使財務報表使用者更清楚企業真實的財務狀況和營業成果。再加上第36號公報中關

⁴¹ REPORT AND RECOMMENDATIONS PURSUANT TO SECTION 401(c) OF THE SARBANES-OXLEY ACT OF 2002 ON ARRANGEMENTS WITH OFF-BALANCE SHEET IMPLICATIONS, SPECIAL PURPOSE ENTITIES, AND TRANSPARENCY OF FILINGS BY ISSUERS (JUNE 15, 2005), OFFICE OF THE CHIEF ACCOUNTANT OFFICE OF ECONOMIC ANALYSIS DIVISION OF CORPORATION FINANCE, UNITED STATES SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION[hereinafter THE OBS REPORT], at 98-105.

⁴² Id. at 105-115.

⁴³ 個體理論視母子公司為合併之單一個體，公司由控制股東和少數股東合資設立，財務報表應反應整個企業之觀點而非僅由控制股東之觀點視之。因此，資產及負債不論屬於控制股東或是少數股東，評價方法應該一致，故應以母公司所支付的成本重新計算子公司的價值。

於金融商品表達與揭露的處理，對財務報表之影響而言，「表達」議題著重於主要報表，尤其是金融商品發行人有負債與權益之區分，通常對財務比率有重大影響。至於「揭露」議題，則屬報表附註資訊之呈現，對主要報表資訊品質有畫龍點睛之效果。

第二節 金融創新與商業組織彈性之探討

第一項 前言

安隆案中濫用特殊目的個體的原因，有一大部分是因為現金流量的需求，安隆公司為了其企業活動和投資行為，需要大量的資金，因此在此即涉及了企業(公司)金融(Corporate Finance)的問題，即公司如何獲得資本來源從事企業活動和投資，而在這個過程當中，企業會選擇對其最有效率的方式(其大部分的目的為追求利益最大化及成本最小化)為之，而安隆公司正是此適例，其在傳統的企業融資方式外，尋求對其企業本身更有利的管道，而其選擇的方式即是利用特殊目的個體為財務之操作，此屬於架構式交易(融資)，而有所謂金融創新的問題。於美國實務上架構式交易(融資)已成為企業融資的管道之一，在此運作過程，通常涉及新的「個體」建立⁴⁴，因而衍生出一個「商業組織彈性」的問題，即此個體的組織形式為何，於我國的實例為資產證券化中特殊目的個體的組織形式的選擇。

第二項 金融創新

第一款 金融創新的緣起

有謂金融創新乃指因技術的進步或法規的變化，而使得交易之條件及要素有所改變⁴⁵；另有謂廣義的來說，其為新的金融工具、技術、機構和市場的創造然後普及⁴⁶。金融創新的原因論者有謂其主要因為減少管制的成本而產生，其是(金融)公司於既有的內在法規、總體經濟環境、管制環境、稅法和既有的技術和知識下尋求效益的最大化⁴⁷，金融創新工具和過程的特徵為公司企圖鬆綁其面對的限制。另有論者認為金融創新是因為公司營運下環境和限制的改變，可能的因素

⁴⁴ 架構式融資的介紹，請參見Bob Jensen, What's Right and What's Wrong With (SPEs), SPVs, and VIEs, at <http://www.trinity.edu/rjensen/theory/00overview/speOverview.htm> (last visited 12.3, 2006).

⁴⁵ 陳春山，金融創新與證券投資信託基金規範之自由化，收錄於證券投資信託專論，台北：五南，第44頁，2000.10。

⁴⁶ Peter Tufano, FINANCIAL INNOVATION(2002), available at http://www.dklevine.com/archive/fininnov_tufano_june2002.pdf (last visited 12.5.2006).

⁴⁷ Lamia Obay, Financial Innovation in The Banking Industry-The Case of Asset Securitization, Garland Publishing Inc.(2000), at 18.

有：(1) 通貨膨脹率 (Inflation Rates) 和利率的易變性；(2) 管制改變和管制規避；(3) 稅制的改變；(4) 技術進展；(5) 經濟活動的層次；(6) 市場效率和低效率的學術研究⁴⁸。

第二款 金融創新的種類和功能

以金融系統的三個廣大的功能，風險移轉、流動性提供及claims on economic agent revenues，為功能性的界定，可將金融創新的型態分為下列的種類^{49,50}：

- 一、 風險移轉的創新 (Risk-transferring Innovations)：使得經濟單位 (Economic agents) 在彼此間移轉財務狀況 (Financial Position) 的價格信用風險的新工具和技術。
- 二、 流動性強化的創新 (Liquidity-enhancing Innovations)：以強化的流動性財產增加現存金融工具的價值狀況 (Moneyness)、流動性或可移轉性的新工具和技術。
- 三、 產生債信 (或產生債務) 的創新 (Credit-generating (or Debt-generating) Innovation)：為擴大信用提供的管道，而此一般可能產生所有信用的額度，或是可能使得某些中介 (Agents) 的傳統信用管道的轉移，即從銀行借貸轉移至非傳統管道 (資本市場)。
- 四、 權益產生的創新 (Equity-generating Innovation)：此可能擴大經濟單位的管道至權益融資 (Equity Finance)，某些可能產生經濟上更大的槓桿作用，如使得債務和股權連連動。

另有論者以現今和歷史的發展整理出以下之類型⁵¹：

- 一、 完善不完全市場的創新：因為在不完全的市場中，並非所有情況的本質都可預測，因此參與者不能在時間和空間上自由的移動資金和管理風險，而此時將會產生金融創新的動機，以突破此情況。

⁴⁸ Id. at 18.

⁴⁹ Id. at 31.

⁵⁰ 此分類架構為國際清算銀行 (Bank for International Settlement) 所採用，也許不能完全將金融創新的所有方法呈現，不過其提供了以總體金融的觀點為焦點的可運用之參考。另外必須注意的，很多金融創新所牽涉的策略不只一種。

⁵¹ Peter Tufano, supra note 46.

- 二、因資訊不對等和代理人關係所產生之創新：為了解決公司內部人與外部人利益衝突的情形，公司可能發行多樣性的證券。而在此最好的說明即是 R&D 融資，在此架構中，其為一獨立分離於發行人之個體，以特殊目的形式強調其資金和活動的特定以吸引外部投資人。而資訊不對稱亦促發不少金融創新，如 19 世紀和 20 世紀初公司揭露很少可信賴的財務資訊，而此時市場力量和政府的行動對資訊品質和數量有重大的提升，和降低關於公司的資訊成本，可徵稅的股票（Assessable Stocks）發行即是一個例子。
- 三、最小化交易、搜尋及銷售成本：很多程序上支付系統技術的創新都是為了降低成本，如 ATMs、電腦卡（Smart Card）等發明。另外新形式的商業交易，如透過網路交易亦是例子，另外小面額債券的發行亦是配合不同投資大眾的需求，而增加其銷售管道。
- 四、管制和稅制因素的創新：即在稅制和現行管制體系下尋找出路，使其利潤能極大化，。
- 五、全球化和風險動機的創新：很多討論於金融創新的重點在於全球化帶來的易變性，認為全球化的程度愈大，投資者和政府面臨的風險愈大，而金融創新則是提供風險管理的管道。
- 六、技術衝擊所引發的創新：技術的衝擊提供「供給面經濟政策」對於某些創新時點的解釋。就證券化而言，資訊技術的進展支撐了複雜的群組計畫（Pooling Schemes）；資訊技術的進步促進了很多方面的創新：如新的證券經紀方式、股票投資組合組裝方式及新的市場和新的管理證券交易的方法等。

第三款 對於金融創新的因應

論者認為金融創新包含了兩個重要的要點，一為創新（Invention）；一為普及（Diffusion）⁵²，皆都牽涉了一個重要的觀念就是「管制」，前者所涉及的部分為前述的規避管制的問題，附帶一提，此可能有所謂法律的風險存在，即公司除了考慮經濟或風險管理因素外，亦必須考量到是否被認定為「違法」的風險，有可能是法律在特別議題下規範解釋的不確定性，或是因為管轄權不同而引起的規

⁵² Id.

範不確定性⁵³。後者論者的重心為公司或市場何時進入或採用新的金融工具或技術，而另一觀點則為在這個過程中，政府和市場應如何來因應，即「再管制」與解除管制的問題，而此常會出現規範追趕「創新」的現象，以SEC針對資產負債表外交易所公布的新規則為例，論者有認為其規範內容以安隆案發生的案例為藍圖，因此其類型亦僅限於此，而對於與日俱進創新模式將無法因應，嚴重的話會出現另一次安隆事件⁵⁴。在此先概略介紹管制的假設模式作為問題討論的出發點。

金融創新產生了一個衝突在管制者的目標和公司利潤最大化的行為之間，管制行為製造了有拘束力的管限制制，增加了現存限制的成本而減少股東的利益，及改變公司的限制，若公司能夠發現減少因管制而附加的成本之方法，管制者將有可能「再管制」，而公司將有動機再創新。而此「管制—創新」的過程是一個動態的且漸進的，即管制引起了規避而創新，若此創新是成功的，透過資訊的機制，獲得國內外市場接受此產品、方法或策略，而此可能衍生區域的擴張、市場的解除管制或新的管制來建立市場的界線⁵⁵。而在此過程中市場的健全性和效率是主要的考量因素。

管制 (Regulation) → 規避 (Circumvention) → 去管制 (Deregulation) → 創新 (Innovation) → 市場透過資訊接受 (Market Acceptance through Information) → 國際性 (Internationalism) → 更多的去管制 (More Deregulation) → 不同型態的創新 (Innovations of Different Types) → 可能的新型再管制或管制型式 (Possible New Forms of Re-regulation or New Forms of Regulation)

有論者認為於大眾受到關於經濟下降的不確定性 (Downward Instability) 的嚴重影響前，債務的結構將變得複雜，而導致關於債務架構系統性的失敗，因為利潤的下降或是成本的升高，將使得企圖去尋求解開 (Unwind) 債務架構，而此將牽涉到資產價值、融資可能性、投資等問題。而於此下降不確定威脅前，即

⁵³ Julia Black, *Law and Regulation: The Case of Finance*, in *Regulating law* (Christine Parker et al. eds., 2004), at 53.

⁵⁴ José Gabilondo, *FINANCIAL MORAL PANIC! SARBANES-OXLEY, FINANCIER FOLK DEVILS, AND OFF- BALANCE-SHEET ARRANGEMENTS*, 36 *Seton Hall L. Rev.* 781(2006), at 837-40.

⁵⁵ Lamia Obay, *supra* note 47, at 23.

需要金融創新的週期，而在此時間內債務結構的複雜性將增加；而另一方面亦可能促成系統性的脆弱（Systemic Vulnerabilities），源於定價的困難度、新工具的價格轉變和新工具價格面臨低估的問題。而且新產品有可能轉移價格或市場風險從一經濟行為人（Economic Agent）至另一個，但卻沒消除風險⁵⁶。

從上述可知，金融創新使得發行人、金融中介機構及投資人等獲得更有效益的金融投資，達到所謂個體之效果，不過其風險性對於各參與者來說比較高且可能因此導致系統性風險；另外其對於總體效果也有所提升，如金融市場效益的提升、金融市場廣度與深度的擴增，不過相對的亦產生金融法規重整的需求和貨幣政策調整等問題。而目前國際的趨勢並非禁止或是限制此種新金融市場的發展，而是面對其弊端加以導正，為更有效的金融管理⁵⁷。

而值得一提的，一大部分金融創新的過程涉及到從事資產負債表外交易安排⁵⁸，以下即以此為例，說明其產生之風險及管制當局的回應。

第四款 資產負債表外交易

資產負債表外交易的衍生造成了企業風險和評估幾個方面的影響，隨之的問題即是是否有適當的管制和會計準則來因應這些活動。因為所有的資產負債表外交易安排或多或少都涉及利率風險的轉移、信用風險或流動風險，而其並無在資產負債表上呈現，而使得評估其對風險和收益的影響變得困難，且可能增加關於經理階層的代理成本，安隆案正是可以說明之，另外，其對於公司中相互競爭的「請求權人」（Claimants）而言，也有利益衝突的影響，最明顯的即是股東與債權人對於財務風險的預期程度是不同的⁵⁹，而管制當局對於此區塊最主要的反應在於資訊揭露的要求⁶⁰，配合會計準則的修訂，為的使企業真實的營運和財務狀況能完整呈現，提升企業資訊的透明度，另外一方面透過公司治理法制的強化，對於財務報告的製作過程更嚴格要求，以確保其正確性。另外對於銀行業來說，資產負債表外交易安排亦有關於銀行資本要求的問題，即此些交易或活動可能涉

⁵⁶ Id. at 32.

⁵⁷ 陳春山，同前揭書（註45），第49至53頁。

⁵⁸ 其定義和種類介紹參見前文「第四章第三節第二項」。

⁵⁹ 股東做為剩餘利益請求權者（所有權人性質），對於高風險的交易或活動的承受程度相較於債權人是更高的，因其追求更高的投資報酬。

⁶⁰ 詳細資產負債表外交易安排的美國法上資訊揭露要求的改革請參見Regulation S-K, Form 8-k。

及風險資產的問題，對於銀行的風險基礎（Risk-based）的資本適足率（Capital Adequacy）會有影響，因此這裡所面臨的管制議題為「資本的要求」，維持其一定水平的能完全運用的資本⁶¹。

安隆案後美國通過沙氏法案和SEC公布相關規則，對於此相關問題作了相當的回應，論者認為修法的方向有一大部分的焦點為不法參與者的懲罰，但結構性的問題才是重心，其認為安隆案為一個「金錢流量」的遊戲（Cash Flow Game），而資產負債表外交易的特徵在於風險的不確定性、資產評估的困難性以及其高度複雜性，故基本上應以此為焦點，修正的規範系統亦有注意到此點，故在資訊透明度提升有相當的著墨，而論者更進一步指出勾勒出公司的「有效的資本架構」為對抗盈餘管理的有效方法，此意味財務報告應反應更多公司的易變性，而變得更複雜。而其提出三點建議：（一）以財務透明度的比率（Financial Transparency Ratio）來減少公開資訊的隔閡；（二）使用現金流量報告更進一步解構公司；（三）利用SEC的比較利益來管理資本結構市場的監督⁶²。

第五款 小結

只要公司嘗試使其資金活動的效率更經濟（無論是以信賴義務或是機會主義的動機），而交易者亦有意願協助，而投資人亦尋求金融上的利潤，則金融創新將不斷出現。而其之出現將影響公司的資產價值和風險評估，且對於不同參與者的利益影響亦有所不同（比如可能造成經理階層資訊優勢更為明顯而升高代理成本），而關於公司資金的運用關係到經營權限分配的問題⁶³，故在此若以公司治理法制角度切入，是以代理成本的控制及監督機制不被弱化為焦點；若以資本市場的角度則當然會涉及到市場效率和完整性的考量，而彼此間的關係是互相牽連的。

⁶¹ Lamia Obay, *supra* note 47, at 42-48.

⁶² José Gabilondo, *supra* note 54, at 841-50.

⁶³ 此涉及「內部資本」之問題。請參閱George G. Triantis, ORGANIZATIONS AS INTERNAL CAPITAL MARKETS: THE LEGAL BOUNDARIES OF FIRMS, COLLATERAL, AND TRUSTS IN COMMERCIAL AND CHARITABLE ENTERPRISES, 117 Harv. L. Rev. 1102(2004).

第三項 商業組織彈性

第一款 前言

於探討過金融創新的問題後，因本論文的研究對象為特殊目的個體，故將討論議題限縮於此。特殊目的個體主要運用於前述討論的資產負債表外交易安排中，為架構式交易（融資）的運用，即在融資（財務操作）過程中，建立一個「架構」（Structure），而於法律面來說，為一個「法律個體」的建置。若是對於上述金融創新的管理態度採取較積極的態度，接受市場新發展而出的融資方式，接下來必須考慮的一點，就是所謂特殊目的個體應採取（或是說選擇）何種的商業組織形式。

第二款 商業組織形態的變遷

概括而言，企業係指藉由提供產品與服務滿足人類需求而追求獲利的個人或組織，以賺取利潤為目標，透過財務規劃、營運管理與行銷等企業活動，在法規、經濟環境的容許範圍下，承擔相當的社會責任，於市場競爭中謀求企業利潤的極大值。而企業隨著時代和商業環境的變遷，若是以「交易成本」為觀察點，其將配合周遭的變化（比如資訊傳遞成本的降低）調整其企業組織型態⁶⁴，將交易成本降到最低。而工業時代以來所發展出的企業組織型態，以股份有限公司為核心，然而在公司所有與經營分離的原則下，代理成本的管控與行政營運的僵化成為其經營模式的兩大盲點，而於現代商業，企業合作需要彈性、靈活的組織平台以達到專業共享、資源整合的效能，傳統公司制度將不敷所需，故在現今商業實務中發展出不同的組織型態⁶⁵。

而在企業型態發展的過程中，論者有指出新的企業組織型態大部分是結合傳統合夥關係中契約自由的部分，以及傳統商業公司保護債權人的特色，法律學者討論其本質時，大都分為兩派，即「類似合夥關係」（Partnership-like）和「類似

⁶⁴ 此可能涉及兩個層面，一為企業內部組織的調整（如合併、分割等）；一為企業設立時組織型態的選擇。

⁶⁵ 謝易宏，論非公司型企業組織，東吳法律學報第 17 卷第 1 期，第 84 至 86 頁，2005.8

公司」(Corporation-like)，而此論者以「個體庇護」⁶⁶的概念為核心解釋企業型態的發展，而於企業從事者面臨不同的考量點時，可以選擇最適合的型態，以符合本身的交易需求⁶⁷。

而於美國方面，其自 1980 年代以來，為了因應企業彈性靈活的組織型態與降低組織成本的需求，並規避美國公司稅賦「雙重課稅」的不利益⁶⁸，形成合夥組織的廣泛運用，合夥型企業組織的型態包括傳統的合夥(General Partnership)、有限合夥(Limited Partnership)以及新興的「有限責任合夥制」(Limited Liability Partnership, LLP)、「有限責任有限合夥制」(Limited Liability Limited Partnership, LLLP)以及「有限責任企業制」(Limited Liability Company, LLC)⁶⁹。

第三款 商業組織型選擇的考量因素

法律制度為市場上提供各種企業與商業活動提供了多種可供選擇之組織架構，而企業在追求利潤的最大化時，在經營介面的選擇上會考慮下列的因素⁷⁰：

一、制度上的考量因素

若從宏觀的角度，側重組織面向，而將商業組織的選擇視為一獨立個體觀察，對於商業組織的選擇，可以考慮的因素有：

- (一) 法律上的限制：立法者考量產業特性或是因其攸關公益，故於產業法律中針對組織型態予以限制。
- (二) 責任型態：對於投資人而言，面對企業經營者可能存在的各種風險，是否危及其原個人財產，是其關注的焦點，所以各組織型態之責任設計，為選擇商業組織時考慮的重要因素。而「有限責任」的設計即是因應此考量因素而生。

⁶⁶ 相關之介紹請參見前文「第三章第一節」。

⁶⁷ Henry Hansmann & Reinier Kraakman, THE NEW BUSINESS ENTITIES IN EVOLUTIONARY PERSPECTIVE, 2005 U. Ill. L. Rev. 5 (2005)

⁶⁸ 論者有謂企業新型態的形成最初大部分的動機為稅賦考量，而非組織彈性。參見Id. at 9.

⁶⁹ 詳細介紹請參見Robert W. Hamilton, The Law of Corporation in a nutshell, West Group(2000.5th), at 7-26；謝易宏，同前揭文（註 65），第 87 至 106 頁。

⁷⁰ 整理自謝易宏，同前揭文（註 65），第 88 至 94 頁；王文宇，公司法論，台北：元照，第 13 至 17 頁，2005.8；John C. Coffee, Jr, BUSINESS ORGANIZATION AND FINANCE LEGAL AND ECONOMIC PRINCIPLES, Foundation Press (2004 9th)，at 1-4.

- (三) 稅捐上的考量：稅捐的負擔等於利潤空間的大小，故法律規範對於稅賦徵收的態度往往導致企業更易其企業組織型態的選擇，甚至為了稅賦上的優惠，設計規劃符合稅法要求的組織型態，因而激勵了新的組織型態形成。
- (四) 組織化正式程度與營運成本：每一組織型態有其組織特性，因而法規範的鬆緊度不一，且組織的複雜度亦和營運成本息息相關，故商業組織的正式化與彈性化因素，應配合經營狀態而定，如公開發行的企業適合組織較為嚴謹的股份有限公司模式。
- (五) 存續期間：企業就其營業活動的差異，有的會設定一定期間、一定條件使企業不再存續，有的則是著眼於企業的永續經營，而不同的商業組織型態對此會有所影響，以合夥和公司兩者做比較就可清楚瞭解了。
- (六) 營運管理模式：集權化與分工化的管理為公司組織之特色，法制設計上會有一個管理架構；反之，合夥並無此設計，主要以契約來調整，故在組織型態的選擇上，則應視成員間關係的緊密程度、參與者企業經營的需求度來考量。
- (七) 權益移轉的自由性：權益移轉的自由性涉及投資人對商業組織的退出機制。原則上，公司的股份轉讓空間較大，不過此往往需要健全交易市場的配合。

二、參與者的考量因素

回歸到商業組織的本質，其為多數人為了營利為目的而形成的集合體，最根本還是有人來參與。若從商業組織內部的構成員角度觀察，作角色與功能上的劃分，並分析其彼此間的權利義務關係，亦能深入解構其考量因素。

- (一) 參與者的角色：商業組織的重要角色約可分為三大類，所有人 (Owners)、負責管理經營之受任人、及提供資金的貸方 (Lenders)。而此三者的角色並非絕對，有時某程度會混淆或同化。
- (二) 交易要點的考量：參與者所關心的是交易協商中涉及的交易要點 (Deal points)，參與者原則上會就下述四點磋商談判，並合意決定之：

1. 損失風險 (Risk of Loss): 損失風險的意義在於決定商業活動中關係人之間的風險分配與承擔。
2. 收益 (Return): 其涵蓋了薪資、利得等其他固定的債權及利潤，這類得以金錢估算的利益必須以一定比例與名目分配於所有之參與者。
3. 控制權 (Control): 即何者有權做出影響商業組織的重大決策。
4. 存續期間 (Duration): 其決定這些關係人間的權利義務何時開始與終結，並需設計退出機制 (Withdraw)，即針對權利義務的關係一經變動所可能產生的問題，預先設定解決方案。

參與者之交易要點通常有三個主要的限制，1.利益衝突，主要是避免各參與者皆追求自我利益最大化；2.政府管制 (Government Regulation)，此會限制到參與者選擇規則上的自由；3.對於關係中所有細節條款的具體指定可行性之限制，因為事實上所有細節條款的具體指定是不大可能的且耗成本，故需要靠其他機制來安排參與者間的利益。

另 Hansmann 教授針對所有權架構的企業提供兩項法律經濟分析的標準，一為契約成本；一為所有權成本。以成本的觀念作為企業組織型態的分析，其主要的論點為企業所有權結構型態不一定單一，可能於不同成本考量下出現不同的結構，如員工所有權結構、投資人所有權結構。以下介紹其觀點：

一、契約成本⁷¹

Hansmann 教授採取公司為「契約連鎖」(a Nexus of Contracts) 的觀點，在此脈絡下，契約成本的概念對於企業的架構由極大的影響，而其認為契約成本有以下六種類型：

(一) 包括公司關於消費市場的獨佔和關於買方市場的獨佔的單一市場力量

⁷¹ Henry Hansmann, *The Ownership of Enterprise*, Harvard University Press (1996), 24-32. 不過必須提出的，針對 Hansmann 教授的論點，論者於分析後有提出幾點批判，一、其認為有組織的企業通常代表專門迅速且有效率地創造或是移轉知識的社會集合體，經濟的規模對其來說是很重要的，故在考慮成本外，亦需考慮「利益」之因素，兩者重要性相當；二、其認為公司資產和財產的所有權概念應該扮演更重要的角色；三、其認為 Hansmann 教授提出的概念，對於非營利事業的所有權結構的分析是「定義上的」(by definition)，不能夠完全分析解釋之；四、對於商業公司 (Business Corporation) 上的分析是較不足的。請參見 Eric W. Orts, *THE FUTURE OF ENTERPRISE ORGANIZATION*, 96 Mich. L. Rev. 1947 (1998), at 1957-62.

(Simple Market)。

- (二)「依賴」(Lock-in)現象，指在各種團體彼此間以契約關係形成的持續時間，所產生的依賴關係，例如個人為公司工作很長的時間可能發展成特定公司(Firm-specific)的人力資本，而無法轉移給他公司。而此現象可以提供為何某些公司成為員工所有(Employee-owned)。另外此現象亦至少可以解釋公司垂直整合的供應商和批發商。
- (三)長期契約的風險，指隨著契約期間的增長，不確定性亦隨之提高。
- (四)資訊不確定性和協商策略，此在一般複雜的企業型態都會出現，即某些團體會擁有較正確且完整的資訊，而因具有較佳的協商地位，如經理階層相較於公司產品的消費者在資訊上更具優勢。
- (五)於大部分公司中不同的團體間會有利益衝突出現，而此在公司規模愈大(複雜度愈高)時愈為明顯。而解決和平衡其彼此⁷²間的衝突對企業組織來說是很重要的，甚至同一團體內亦會有。Hansmann教授認為適當的架構是根據企業不同的環境和相關「參與者」的成本調整之。
- (六)疏遠(Alienation)，此為一種社會心理的概念，指現代工業社會工作者對其工作不帶感情的而因此動機不明，而市場契約(Market Contracting)是對抗的，有時是令人不愉快的。而有許多人對於協力的、信賴和利他主義的關係較青睞，而因此避開市場契約的風暴而避免感到疏離感，而如此亦會影響某些型式的企業組織型態的出現。

二、所有權成本⁷³

所有權成本包括下列四種型態：

- (一)控制管理者的成本，基本上 Hansmann 教授認為所有的參與者對於公司的剩餘利益有不同的權利主張，而認為控制管理者為企業的主要的代理成本，而主要分為監督和管理者的機會主義兩部分，前者包括資訊、傳達和強制的

⁷² Hansmann教授稱其為「Patrons」，為與企業交易的所有參與者，如購買者、供應商、勞工或其他生產要素等。本文在此翻譯為「參與者」。

⁷³ Henry Hansmann, *supra* note 71, at 35-49.

成本；後者係只管理人可能逃避職責或是從事自我交易，管理人的槓桿併購即是呈現此風險的類型的例子。

(二) 集體決定的成本，即各參與者參與公司的治理會產生關於公司政策和計畫不同觀點的成本。而其導因於各所有者的利益異質性，而其在邏輯上是和管理人的代理成本不同，因為其是因所有架構而生。

(三) 風險承擔的成本，係指承擔損失的財務風險。

(四) 創業和變革的成本，前者為開始組織公司的成本，後者可能產生成本超過轉變所得的情形，且會涉及路徑依賴 (Path Dependence) 的問題。針對企業組織變革，Hansmann 教授提出兩種組織的慣性，一為專門從事所有權交易的中間 (經紀) 人和處理交易的標準化程序之需求；一為於目前所有權結構中獲有利益的團體 (或個人)，通常對於變革的採取反對態度，甚至此變革將對於公司其他參與者具最佳利益，此為所謂控制團體的風險，即可能致力於本身利益而非全體企業之利益。

第四款 以商業信託 (Commercial Trust) 為例

商業信託為新興的商業組織型態，於美國法上其由無償的信託關係 (Gratuitous Trust) 發展而出的，即將信託之架構運用於商業交易，論者有謂其之特徵為「預設為交易目的」(Bargaining-for Exchange)⁷⁴，而其廣泛被運用於現代商業交易中⁷⁵。

商業信託受運用現代交易計畫者青睞的原因有下列幾點⁷⁶：(一) 破產保護，即利用信託關係對於信託財產獨立性的要求，將其與信託人之破產風險隔離，其為超強型的資產分割和完全型的個體庇護的類型⁷⁷；(二) 稅賦的導管體⁷⁸，此為因應美國法稅制上雙重課稅的規範而生，即利用轉付架構或其他稅賦的導管體的

⁷⁴ John H. Langbeinn, THE SECRET LIFE OF THE TRUST: THE TRUST AS AN INSTRUMENT OF COMMERCE, 107 Yale L.J. 165 (1997), at 167.

⁷⁵ 類型的介紹請參閱Id. at 167-79；Steven L. Schwarcz, COMMERCIAL TRUSTS AS BUSINESS ORGANIZATIONS: UNRAVELING THE MYSTERY, 58 Bus. Law. 559 (2003), at 563-73.

⁷⁶ John H. Langbeinn, supra note 74, at 179-85

⁷⁷ 相關討論請參見前文「第三章第一節」。

⁷⁸ 必須注意的，此並非絕對的優勢，會因會稅法法規的不同而產生變化，甚至其它的商業組織型態會在此方面取代之。美國最近的check-the-box rules即是一個例子。

信託型式，避免成為稅法上的課稅個體；(三) 信賴機制，即於現代的商業信託關係中，管理者被賦予對信託財產更積極的相關交易行為的權力，為了平衡這項權力，信託的信賴法則 (Trust Fiduciary Law) 要求受託人必須以信託受益人最大利益為最主要考量點。而此分為忠實 (Loyalty) 和謹慎 (Prudence) 兩項原則；(四) 彈性的設計，利用信託為商業目的的交易當事人，其考量點可能為信託法制所允許的彈性，包括治理模式和受益權利的創造。

進一步將上述考量點從商業個體的三個基本觀察點切入分析，(一) 法律的存在 (Legal Existence)，即個體存在的目的；(二) 治理 (Governance)，即個體如何治理；(三) 外部性影響 (Exogenous Effects)，即個體和環境的相互影響為何。關於第一點最重要的應該是破產隔離的提供，稅賦上的優勢亦是，不過其並非絕對；關於第二點的展現在於管理人的權限，一般相較於公司的管理人而言，信託的受託人關於信託財產的行為是較消極的，當然在商業信託上有所調整，不過其商業目標仍以保持信託財產任何增加的財產為主，即對於剩餘財產請求權人所預期的資產處置風險的不同，為信託和公司最大的區別。而關於第三點，稅賦的成本是一般最常提及的，不過如前所述其非絕對，另一點可能就是風險風散，即持有受益證券的投資人，其不用為了信託的其他債務和義務負責，而關於此和公司股東是很相似的⁷⁹。

由上述可知，商業信託的產生說明了企業組織型態的多樣性，即在商業交易中，當事人及參與者會尋求對其利益最有利而成本較小的方式為之，考量其交易之需求於法律的規範下來選擇組織模式。

第五款 特殊目的個體的組織模式

特殊目的個體為資產移轉者或發行者創立一個獨立之個別法律個體，而由其來執行並完成特定之交易或活動，而其設立目的是為了達到隔離和管理財務風險目的，其基本上為一個設立之初即以章程或契約限定營運範圍和活動的企業組織⁸⁰。另外其可以說是整體商業活動或交易的一環，是為了其他企業而生，比如在

⁷⁹ Steven L. Schwarcz, *supra* note 75, at 574-81.

⁸⁰ Financial Executives Research Foundation, *Special Purpose Entities: Understanding the Guidelines*, January, 2002, at 1; Hunter Carpenter, *SPECIAL-PURPOSE ENTITIES: A DESCRIPTION OF THE NOW LOATHED CORPORATE FINANCING TOOL*, 23-MAR *Am. Bankr. Inst. J.* 36(2003), at

架構式交易（融資）中，其當為一個導管體性質的法律個體。因此在探討特殊目的個體的企業組織型態和治理架構，必須從兩方面觀察，一為從創始機構（發起人）的角度；一為從特殊目的個體本身。

特殊目的個體的出現是因為創始機構（發起人）的營業需求而生，若以資金的運用觀點切入，以金融資產證券化為例，內在資本市場理論的焦點在於探討其阻礙了特殊目的個體和創始機構間資本流動的效率，即其運用了分離的法律個體，將計畫的資產移轉給了新的特殊目的個體，產生破產隔離效果。而若證券化的資產是來自企業的其中一計畫，而將收益投資至另一計畫，則其的本身可能有助於資本的重置，可以說運用特殊目的個體作為產生現金流量的融資方式。

故可知特殊目的個體的設計其組織型態必須要能滿足其功能，而考量的因素如前所論述，關於制度上的角度、參與者的角度、契約成本、所有權成本等，而其核心為其營業任務單一，此為組織設計的主軸，另外其當事人和參與者比單一企業型式複雜⁸¹，利益衝突的處理亦是重點，故治理架構的設計必須能確保其獨立性，另外會計處理和租稅優惠亦是一般企業所著重的。

而因為其功能性的考量，彈性需求較高，論者認為於特殊目的商業組織和閉鎖性公司其法律規範趨勢朝向契約化發展，僅在組織法上提供資產分割和界定債權人權利的規範，其他關於所有人和管理人的關係置於私人調整之⁸²。且於美國實務上特殊目的個體的組織型態的新趨勢為有限責任企業（LLC），因為其提供相當大的彈性，其中單一成員的有限責任企業（Single-Member LLCs）為最，論者認為其精簡人事成本和簡化獨立成員的信賴責任，亦提供貸方關於其利益保護更大的確保⁸³。不過此涉及制度規範上是否有提供此企業組織類型的問題。

另外，於不同的商業交易行為中，特殊目的個體的運用也有所不同，尤其在

1070 ; Peggy J. Crawford, Ph.D. & Edward H. Fredericks, Jr., MBA, CFA, SPECIAL PURPOSE ENTITIES – THROWING THE BODY OUT WITH THE BATHWATER ? , 16(2), 2003.available at <http://gbr.pepperdine.edu/032/spe.html> (last visited 12.8.2005).

⁸¹ 如證券化過程中，參與者眾多，類型詳細參見前文；綜合（組合式）租賃會涉及到資金提供者或出租人。

⁸² Henry Hansmann, CORPORATION AND CONTRACT, 8 Am. L. & Econ. Rev. 1 (2006) , at 17.

⁸³ Robert K. Rowell, SINGLE PURPOSE ENTITIES GIVE BORROWERS MORE LEVERAGE, 7 NO. 4 Bus. Entities 32, 2005 WL 2002582 (W.G.&L.).

相關參與者的部分，此在資產證券化最為明顯，因為其涉及的證券的發行，有新的投資人參與其中，因此其過程的設計較為嚴格。

第三節 特殊目的個體與關係企業

第一項 前言

特殊目的個體為企業形態之一，而在實務運作最盛行的美國大都以關係企業的模式出現，在我國的金融資產證券化條例中則是禁止證券化導管角色的特殊目的個體為創始機構的關係企業，而其立法目的是為了保持特殊目的個體的獨立性⁸⁴，故可知本質上特殊目的個體得以關係企業模式運作，而安隆案中其大規模的「特殊目的個體群」亦是以關係企業模式呈現，以下將從關係企業對傳統公司法制之衝擊談起，而所側重的則著眼於安隆案之發生公司治理面向，即以控制公司投資人為重心出發，討論公司法制在關係企業之不足及改革趨勢，另兼論特殊目的個體和一般從屬（子）公司的差異處。

第二項 關係企業對傳統公司法制之衝擊

傳統的公司法架構是以單一的企業組織（公司）為其規範對象，但現代之企業組織大量以關係企業型態為經營模式，其和傳統公司法制的規範原始假設大不相同。而公司法人格之創設與現行公司法的規範是相對應的，基本上公司之法人格是法律所創設或賦予，其規範之思維是以單一公司為對象之假設為前提，基於每一公司乃為追求本身之利益，而個別存在的權利義務主體。故傳統的公司法制是否足夠因應現代企業組織是有疑問的⁸⁵。

而為了解決上述的法制弱點，以整體經營企業為觀點出發的企業法理論（A Doctrine of Enterprise Law）逐漸發展，欲彌補於傳統公司法制之不足。論者認為在某些領域這個新觀點對於現代社會的公司（企業）集團（Corporate Groups）⁸⁶具有較佳的規範思維⁸⁷。而此問題通常在法院判斷是否將企業集團其中一公司之權利義務移轉給集團中另一公司時出現，而此問題解決的趨勢，有謂從傳統「個

⁸⁴ 應可說「獨立性」方才是特殊目的個體的組織要素，我國金融資產證券化條例的規範為達到此目的之手段。

⁸⁵ Phillip I. Blumberg, THE TRANSFORMATION OF MODERN CORPORATION LAW: THE LAW OF CORPORATE GROUPS, 37 Conn. L. Rev. 605 (2005), at 605.

⁸⁶ 此些企業通常是以一具支配力的母公司及各種形式的從屬公司所組成。

⁸⁷ Phillip I. Blumberg, supra note 85, at 606.

體法律」(Entity Law)的觀點移轉至「控制力」(Control)，即是傳統公司法制財務責任之構成是以公司法人格和有限責任所構成，而在關係企業的經營模式卻發生許多不相容或是不合理的問題，故需要找尋另一解決的出口。總而言之，企業法的觀點是在解決在一具有支配力之母公司下有相互關係的法律個體所組成的企業組織從事的商業行為。

而在企業原則的運用下，除了「過度使用」(Excessive use)和控制力的標準外，關係企業間密切的經濟糾結之活動亦是判斷重點；而經濟上結合經營的聚集管理為另一個支持企業法的重要因素。而上述控制力和經濟上結合外，論者亦提出其他四個判斷因素輔助企業原則的運用：(a)相同的交易名稱、商標和市場行銷；(b)財務的相互支持，即母公司或集團中的成員參與其中子公司的財務，而此子公司無獨立的資本支持；(c)行政上的相互支援，即子公司無獨立的法制、審計、租稅、公關、保全、設計或研究發展部門，而倚賴母公司相關的支援；(d)員工聘僱的集團關聯，即以集團模式而非個別公司為基礎的員工選擇股分配、退休計畫、醫療保險、相關的員工福利計畫和員工在集團間的職務分派等⁸⁸。

第三項 股東權益之保護

第一款 前言

關係企業之經營模式如前述是傳統單一公司經營模式後之變形，於公司獨立法人格下卻相互牽連，存在著「控制」、「支配」等關係，使得原本的公司組織設計變得難解，股東權在此即面對了和傳統公司組織不同的挑戰，以往的討論重心是放在從屬公司少數股東之保護議題上，而我國公司法第 369 條之 4 第 1 項、第 2 項亦是以此為規範目的為設計。

第二款 控制公司股東之保護

同樣地，控制公司的股東在關係企業經營模式下亦面臨保護是否足夠之疑問，國際上近年來著名之案例即是安隆案，其以關係企業之模式成立大量的特殊目的個體群，從事複雜之交易為財務操作，為蒙蔽投資人之手段；而於國內博達

⁸⁸ Id. at 609-11.

案中利用關係企業應收帳款交易虛飾財務報表⁸⁹、慶豐集團案中以母公司吸收海外子公司之虧損⁹⁰。此等案例中可知，控制公司的經營階層可利用從屬公司，通謀或獨立設計控制與從屬公司間的業務往來，藉由雙方的交易關係反向操作，運用各公司獨立法人格之設計，將原屬於控制公司的資產或利益移轉。而從這角度出發不難瞭解關係企業制度的濫用，不僅可恣意操控從屬公司的企業自體意志，而不利從屬公司少數股東與債權人權益，亦可能不利於控制公司的股東或是債權人的權益。

關係企業經營模式下，雖然從屬公司形式上受控制公司的控制，但是企業經營的實質控制卻是支配在控制公司的經營階層⁹¹，此時從屬公司則不必然需要接受控制公司股東之監督，因為在傳統公司法制下，從屬公司之股東為控制公司，而非控制公司之股東，如此一來，關係企業制度似乎替控制公司經營階層免於股東監控之解套方法，而有架空股東權之嫌？⁹²此在面對一人公司制度合法化下更是凸顯此問題，故在關係企業模式下，控制公司股東權益的重新建置是必要的，即關係企業下之公司治理法制，於追求整個企業集團的最大效益時，應該要有兩大治理的縱軸線，一是著眼於從屬公司少數股東、債權人之保護；一則為母公司股東、債權人之保護。

第三款 企業資訊

保護股東權益為公司治理法制的基本命題之一，強化股東對公司監控之效能為股東權益之重要內涵。而因企業結合而產生的控制從屬關係，有可能因為公司法人格獨立的設計為企業經營者所利用，阻絕股東對關係企業的資訊掌握。關於此，合併財務報表為關係企業提供整體集團企業資訊提供的主要設計，我國公司法關係企業專章中亦第 369 條之 12 特別明文關係企業三書表的資訊揭露制度，以強化關係企業之內部監控機制與保護股東權益，但現行法規範下，其資訊揭露

⁸⁹ 經濟日報，白富美，「博達GDR似曾相似…」，3版，2004.6.19；經濟日報，詹惠珠，「博達聲請重整將改全額交割」，1版，2004.6.16。

⁹⁰ 聯合報，吳雯雯、王淑美，「本田分手，慶豐集團財務前景債權銀行多觀望」，21版，2002.1.11；經濟日報，黃秀義，「大股東豐群促銀行團接管一指責黃世惠獨斷處理損及股東權益」，4版，2002.1.11；聯合報，李永盛，「慶豐集團負責人投資虧損轉嫁三陽—黃世惠遭求刑五年」，5版，2002.4.9。

⁹¹ 若以我國為公司組織和實務運作為例，即是在控制公司的董事會。

⁹² 廖大穎，關係企業與公司治理—試論現階段關係企業法制問題所在，發表於「2005 公司治理理論與實務研討會」。

係規定除非從屬公司為公開發行股票之公司，否則無須依第 369 條之 12 第 1 項編制關係報告書，且其控制公司亦僅限於公開發行股票之公司，使負有第 369 條之 12 第 2 項編制關係企業合併報告書及合併財務報表的揭露義務⁹³。

另外股東對公司簿冊的查閱權，亦是其獲得企業資訊的管道，我國公司法是規定在第 210 條第 2 項，但其企業資訊的查閱是不及於關係企業內部的各構成公司，因此控制公司的股東依此延伸其企業資訊權至從屬公司是有疑慮的。

第四項 母公司股東對子公司簿冊的查閱權

第一款 概論

在安隆案後全球公司治理改革潮流中，股東權益的保障是其中一大核心，而涉及以關係企業為經營策略的企業集團中，如前所述對於傳統的公司法制造成衝擊，以往公司法中的股東權益保護是否足以因應現代商業經營模式是有所懷疑的。安隆案中大量使用特殊目的個體組成規模龐大的企業群體，從事商業交易和活動，對於安隆公司之股東來說，是否能透過行使股東權，獲得相關之企業資訊，不無疑問⁹⁴。股東對於公司有所謂資訊請求權，我國公司法於第 210 條規定章程和簿冊之備置、查閱或抄錄的規定即是體現之一，其所規範的原始假設是單一公司，而以往美國各州之立法原則上亦是如此，故對於母公司股東是否擁有對子公司簿冊的查閱權即是一大爭議。

而一般美國法上對於母公司股東是否擁有對子公司簿冊的查閱權的討論上，一般有三種看法：(a) 除非法令有明文，否則母公司股東並無子公司簿冊的查閱權；(b) 若母公司對於子公司具有支配地位，而使分離公司個體的存在不具正當性，則母公司股東可能擁有對子公司簿冊的查閱權；(c) 於詐欺之情形或是子公司僅是母公司的分身 (Alter Ego) 時，母公司股東擁有對子公司簿冊的查閱權⁹⁵。

⁹³ 這樣的條件限制是否妥當，學者有詳細的討論，參見方嘉麟，論關係企業三書表資訊揭露之法律問題，國家科學委員會研究彙刊：人文及社會科學，第 10 卷 4 期，第 470 至 492 頁，2000.10。

⁹⁴ 這部分在沙氏法案的解決方式是要求創始（發起）機構對資產負債表外交易安排的資訊揭露。而必須注意的是，此規範為證券交易法。

⁹⁵ Matthew A. Kitchen, THE RIGHT OF A PARENT'S SHAREHOLDERS TO INSPECT THE BOOKS AND RECORDS OF SUBSIDIARIES: NONE OF THEIR BUSINESS?, 74 U. Cin. L. Rev.

第二款 美國法上之討論

第一目 基礎問題提出

於 1971 年時 Professor Melvin Eisenberg 提出「從屬公司群體」(Megasubsidiary) 之名詞，且提倡轉付 (Pass-through) 權利以保護股東⁹⁶。而其進一步提出此公司形式可能產生之問題，認為公司法制的重要功能之一即是分配股東和經營階層的權利，而當法令規定某些活動必須股東行使同意權時，母公司或是母公司股東何者方是法令中行使同意權之主體？而一般美國公司法規範皆係指母公司，不過此治理模式運用在「從屬公司群體」之企業型態卻會發生問題的，當經濟實體依賴在於子公司而非母公司時，母公司之股東之權利將遭到架空，故其提出子公司的表決權母公司和母公司股東皆得行使，或是轉付母公司之股東權利予母公司股東之看法。而雙重代位 (Double-derivative) 和本質上子公司全部資產的出售是兩種美國法院允許母公司股東運用某程度的控制力於從屬公司的事務之情形⁹⁷。

第二目 觀點檢驗⁹⁸

一、法規的字面解釋 (Plain Language of Statute)

即從法規上之規範為基準，若無明文規定則否定母公司股東擁有對子公司簿冊的查閱權。此觀點對於現行關係企業之經營模式可能因此產生規範上之漏洞，採取消極的應對，論者有認為此應該更積極填補此規範漏洞，運用其他相關公司法理論尋求突破，以因應新的企業組織模式的運作⁹⁹。

二、詐欺或分身 (Alter Ego)

美國法院若拒絕運用法規的字面解釋時，對於母公司股東是否擁有對子公司簿冊的查閱權之判斷上則以分身理論分析或是詐欺主張為標準，德拉瓦州法院在

1089 (2006), at 1091.

⁹⁶ Melvin Aron Eisenberg, MEGASUBSIDIARIES: THE EFFECT OF CORPORATE STRUCTURE ON CORPORATE CONTROL, 84 Harv. L. Rev. 1577 (1971).

⁹⁷ 詳述參見 Matthew A. Kitchen, supra note 95, at 1103-05.

⁹⁸ 分別討論法規的字面解釋、詐欺或分身 (alter ego)，而支配或控制觀點在下述「德拉瓦州的新修正」中討論。

⁹⁹ Matthew A. Kitchen, supra note 95, at 1106.

2003 年法律修正前亦主要以此為判斷法則。而此論點的缺點在於：(a) Alter Ego 理論分析通常涉及複雜的各種因素的結合和平衡；(b) 法院於母公司股東是否擁有對子公司簿冊的查閱權之判斷上運用 Alter Ego 理論分析可能傾向降低判斷的標準，而在很多案例下，股東檢閱的結果並不會影響以揭開公司面紗原則成立母公司責任。在此可能會發生的問題為判斷母公司股東是否擁有對子公司簿冊的查閱權的案例常會亦成為揭開公司面紗原則之案例，即當一個判斷標準在不同領域適用時，法院必須小心地避免在其中一領域標準的改變會不當影響其他領域之運用。

三、德拉瓦州的新修正

德拉瓦州 2003 年公司法的修正中，關於母公司股東是否擁有對子公司簿冊的查閱權的規定，採取的是「支配」或「控制」的觀點，修正內容中在下列情形下中肯定母公司股東擁有對子公司簿冊的查閱權，即母公司「事實上佔有或控制此些簿冊」或是「母公司可以透過對於子公司控制力的運用獲得此些簿冊」¹⁰⁰。而德拉瓦州最高法院於 *Weintin Enterprise, Inc. v. Orloff* 案中第一次運用 2003 年關於母公司股東是否擁有對子公司簿冊的查閱權的法規。而其使用「兩階段」判斷，第一階段其決定母公司是否控制子公司的事務；第二階段則判斷母公司是否運用控制力獲得或持有這些文件。

論者有認為改以「支配」或「控制」之判斷方式來決定母公司股東是否擁有對子公司簿冊的查閱權的方式相對於 Alter Ego 理論分析可避免高度的主觀檢驗¹⁰¹。而在上述案例中法院在判斷時，其以母公司擁有子公司股權的比例和其實際運用股東權影響子公司決策改變之權力來檢驗是否具有控制力，即母公司是否有足夠的權利透過董事選舉來控制子公司；另外很重要的一點，法院在此亦提出以股東身份控制子公司的能力（如董事選舉）和控制子公司日常運作的能力之區別，因為也許母公司擁有子公司百分之五十一的股權，實際上亦可能無法控制子公司的相關文件。

¹⁰⁰ Del. Code Ann. Tit. 8, § 220 (2003.) .

¹⁰¹ Matthew A. Kitchen, *supra* note 95, at 1107.

第三目 查閱權的範圍

另外必須注意的一點，即我國公司法第 210 條第 2 項所規定的查閱權的範圍是否足夠¹⁰²，論者認為就關係企業的支配與從屬公司之構造而言，控制公司之經濟效能不僅反應於企業經營的風險，且因藉由此經營模式可以控制從屬公司的運作，該企業內部監控的基本機制會產生遮斷的效果，因此關係企業之資訊揭露和股東查閱請求的重要關鍵之一，在於關係企業內部之公司法人格各自獨立，並有效遮斷其實為同一經濟實體的關係企業，此時股東的查閱權如何設計，以平衡關係企業經營模式所產生的資訊遮斷的情形即是必須思考的問題¹⁰³。

我國公司法第 210 條所規定的查閱權範圍為「章程及歷屆股東會議事錄、財務報表、股東名簿及公司債存根簿」，公司法並無定期揭露定期性與及時性的企業資訊（惟針對公開發行股票之公司，證券交易法於第 36 條有相關規定），而論者認為不論是公司法第 210 條或第 229 條，依其所備置的企業資訊，是以董事會依公司法所編制的簿冊或將提請股東會承認或已經承認者為範圍，並不包括商業會計法上之會計憑證與會計帳簿，而如此是否能够有效提供股東實質取得企業資訊的機會是值得懷疑的¹⁰⁴，故適度放寬股東查閱權的範圍是必要的¹⁰⁵。

就股東查閱權制度，其為保障股東權的一種措施，不過對於公司營運來說亦會有不同程度上的影響，考量防止股東權利濫用，或其權利行使的結果可能造成侵蝕公司或是其他股東共同利益衝突，於立法上得採用限制股東查閱權的設計，或依法特別明文賦予公司得拒絕該股東行使查閱權的機制，以兼顧並彈性調整股東權益與公司整體權益的平衡。

第四目 小結

股東權益的保護在公司法制和公司治理的建構中皆為核心價值之一，而隨著企業型態的改變，傳統的公司法制受到了衝擊，而在關係企業形成之部分，利用

¹⁰² 此問題在公司法的基本模型上（單一公司）亦會有此問題。而本段落的討論是在肯定關係企業模式下，控制公司的股東對於從屬公司企業資訊擁有查閱權的前提下進行討論。

¹⁰³ 廖大穎，論股份轉換與控股公司法制之實質規範，成大法學第 5 期，第 185 頁，2003.6。

¹⁰⁴ 此部份還涉及到股東代位訴訟可否有效運作的問題。

¹⁰⁵ 廖大穎，同前揭文（註 103），第 181 頁，2003.6；廖大穎，論公司企業內部監控與股東權保護，收錄於「公司制度與企業金融之法理」，台北：元照，第 156 頁至 159 頁，2003.3。

商業組織法中「法律個體」¹⁰⁶、「有限責任」等設計，在多角化經營、分散經營風險等效益下，伴隨著所謂「個體濫用」的弊端出現，而在關係企業中除了過去所著重的子公司少數股東及債權人保護議題外；母公司的股東相同的，在此經營模式下亦面臨被架空之疑慮，而安隆案的發生即是適例，以關係企業形式所組成的大規模特殊目的個體群，即是矇蔽投資人的手法。故在股東保護及因應商業組織變動之思維下，母公司股東權利的延伸是值得思考的，無論透過法理論的推演或是立法上的修正，賦予母公司的股東獲取子公司的相關企業資訊是必要的。而在我國法上，於公司法人格的框架下，是以法條規範賦予突破公司法人格之情形，是否能以法律解釋之方法達到延伸母公司股東權利是有疑問的¹⁰⁷，以立法方式是較有效率且根本的。

第五項 債權人保護

第一款 前言

企業融資的主要來源之一為借貸，故債權人為公司重要的交易對象及企業活動之參與者，其在公司法制的架構下，最重要的建構為：一為資訊的取得，利害關係人應可以取得必要的資訊以便履行他們的權利；二為程序的參與，債權人為借貸之契約當事人，原則上並不涉入公司的經營，是以契約條款調整雙方之關係，但在公司資產或架構出現轉變時，因為涉及債權實現狀況之改變，給予債權人適時參與是必要的，如合併程序、重整程序等；三為有效率的破產架構和強制執行程序。而在此先說明，本文所討論之債權人限縮在自主的債權人部分。

第二款 關係企業中之債權人保護

而關係企業的出現，因為公司法人格之設計，出現了上述對傳統公司法制衝擊之情形，而對於債權人來說企業是否以關係企業模式經營對其影響甚大，主要

¹⁰⁶ 此部份即涉及「資產分割」、「個體庇護」等概念。參見Henry Hansmann & Reinier Kraakman, THE ESSENTIAL ROLE OF ORGANIZATIONAL LAW, 110 Yale L.J. 387(2000); Henry Hansmann & Reinier Kraakman & Richard Squire, LAW AND THE RISE OF THE FIRM, 119 Harv. L. Rev. 1333 (2006)。

¹⁰⁷ 學者廖大穎教授認為我國的關係企業法專章是不平衡之立法，立法重心偏於子公司股東及債權人之保護。詳見廖大穎，同前揭文（註92）。故此立法背景下探討母公司的股東延伸其股東權至子公司是較有難度的。

在於責任財產的劃定。於關係企業經營模式下，其可能蓄意運用公司獨立人格、有限責任、資產分割等設計築成一道和債權人間的牆，使得公司的擔保責任財產減少，而基於法律衡平的救濟的思維，對控制公司（或是其他獲得利益的他從屬公司）直接請求賠償的制度孕育而生，此為一種法人格否認之法理¹⁰⁸，在美國法上揭開面紗原則即是此代表¹⁰⁹。

而美國法上揭開面紗原則的理論基礎為所謂「企業個體」(Enterprise Entity)的概念。企業個體係指單一經營企業的經濟單位¹¹⁰。美國法院在企業以成立不同公司的形式最小化對於債權人之責任財產提出懷疑的觀點，因為債權人可能合理地相信單一經濟個體為一公司個體的情形下此運作並不甚公平，故法院在此情形下將企業視為整體 (put the enterprise back together) 而無視於分離的公司個體，而於很多案例中此之推論是為了責任成立之目的。而必須注意的，很多企業集團是由本質上分離且獨立的公司經營，在此企業個體理論將無運用之餘地，但若獨立之公司被視為母公司之部門時，則母公司可能即必須對這些部門所生之所有債務負責。

而以往的研究重心在於從屬（子）公司債權人的保護上，於我國公司法體現於第 369 之 4 條（從屬公司債權人之代位權規定）、369 之 7 條（衡平居次原則的規定），但和前述母公司的股東討論一樣，母公司的債權人亦可能要面對因利用關係企業公司法人格獨立之設計而導致其受害之情形。此案例在美國出現最多應該是所謂「真實買賣」的問題，即母公司可能虛偽地以資產分割方式將特定資產移轉給其他獨立個體，而無獲得常規交易之對價，造成公司資產（責任財產）減少，而法院在此運用者為前述之「合併原則」。

第四款 關係企業中債權人保護之重思

公司的償付能力為公司債權人權益核心所在，其一般之獲利在於固定利率的取得，和股東權追求的剩餘價值分配本質上有所不同，在組織設計上也許會因

¹⁰⁸ 有謂此為一種公司與股東共同責任的型態，參閱Robert W. Hamilton, supra note 69, at 135

¹⁰⁹ 此部分討論參閱劉連煜，揭穿公司面紗原則及否認公司人格理論在我國實務之運用，臺灣本土法學雜誌第 67 期，第 40 至 49 頁，2005.2；劉公偉，公司法有限責任之經濟分析，國立台灣大學法律研究所碩士論文，1999，第 73 頁以下。

¹¹⁰ Robert W. Hamilton, supra note 69, at 151.

此有所不同，如前所述債權人權益大都以契約條款調整之，但為了使企業融資管道更順暢，讓債權人願意進入資本市場，提供債權人公司償付能力相關資訊應是必要的，我國公司法第 210 條第 2 項簿冊的查卷權的主體即包括債權人，另於同法第 211 條第 2 項對董事課予聲請宣告破產之義務，亦為公司法上設計於資產不足抵償負債時保護債權人之設計¹¹¹。不過基本上此些規範都基於單一公司組織之假設。

從上論述，可知從公司治理法制觀點切入，債權人為公司之利害關係人¹¹²，為廣義的公司治理架構之一環，而其關心的核心為公司之償付能力，故基本上公司資產負債的變動，債權人應該有瞭解之需要，亦是其以契約調整償付條件之前提之一，因為在貸款契約中有些條款是依據公司的資產狀況而定¹¹³。而在關係企業模式下，控制和從屬公司間或是從屬公司彼此間可能存在支配力的控制或經濟上牽連等關係，若以控制公司之債權人觀點出發，為防止關係企業經營模式的濫用傷害其債權，賦予其關係企業間相關資訊是必要的，故在適當的條件下如同控制公司股東的討論一般，建立控制公司的債權人獲取從屬公司相關資訊的管道是值得思考的。

第六項 特殊目的個體與一般從屬（子）公司之差異性

在探討關係企業是否合併財務報表的討論上，一般認為「控制力」是最重要的因素，而一般控制從屬關係中控制力的判斷，有提出下列幾個標準¹¹⁴：(a) 權力標準（Power Criterion）：單方面有能力為策略決定及指揮其營運及財務政策。(b) 利益¹¹⁵標準（Benefit Criterion）：有利用利益的能力。(c) 連結標準（Link Criterion）有使用增加、保護或保持此些利益數量的能力。而控制力的達成可能

¹¹¹ 廖大穎，同前揭文（註 92）。

¹¹² OECD Principles of Corporate Governance（2004），Part.1,IV.

¹¹³ 此部分討論的焦點主要在於傳統型的企業融資債權人，若是公司債發行下之公司債權人，其參與方式、資力有所不同（亦需考慮是否為私募），故關於此相關之設計原則上，企業資訊的需求是一樣的，只是在資訊取得條件，法規範涉入之程度上會有所不同。

¹¹⁴ Peter T. Muchlinski, ENRON AND BEYOND: MULTINATIONAL CORPORATE GROUPS AND THE INTERNATIONALIZATION OF GOVERNANCE AND DISCLOSURE REGIMES, 37 Conn. L. Rev. 725, at 756.

¹¹⁵ 在ISA下，此些利益包括潛在利益，甚至還未獲得者，且其範圍大於所有權剩餘利益，比如技術的運用。

透過權益 (Equity) 或是契約，另亦可能以間接的能力透過代理人或是相關當事人運用其權力，而這是假設代理人的選舉在控制者的指示下，因此其可以透過代理人或是其他Straw Man控制此些個體。

而在SPE的議題下，如前所述其在美國實務運作下其大都以關係企業形式所組成，安隆案中即提供一個說明的例子，可知美國在關係企業的概念下，其企業的概念是包括特殊目的個體，因此控制從屬關係的問題在此亦當然存在的，且因為其組織及會計上的特殊性，此問題更添加複雜程度。一直以來，尤其安隆案後，特殊目的個體與創始（發起）機構是否合併財務報表的問題更是討論不斷，討論中「法律個體」的概念亦牽涉其中，也許在會計上之處理可以經濟實體的觀點出發突破困境，若以法律觀點切入，突破法人格在傳統公司法制思維中仍扮演重要的角色，故必須尋求有力之推論突破之¹¹⁶，而「控制力」依然是立論的核心，在此出現的法律問題以「合併原則」的運用為討論重點。。

美國方面在合併財務報表的議題上，如前所述於 FIN 46 中提出「權利變動個體」的概念來解決其特殊的「控制力」問題，即「財務權利」是否為控制力的一種體現；於 ISA 方面雖未有最終的解決方案，其初步亦認為「控制力」是 SPE 合併財務報表標準的基礎，且應該和合併其他個體的標準一致，不過因為特殊目的個體組織上之特性，原則上其欠缺政策決定之能力，其組織目的大都在成立的章程或是相關契約中已明訂，故在此「控制力」的標準必須以其他方法判斷，方有辦法解決其特殊性所產生之問題。而在此方面美國 FIN 46 的論點不失為一解決方式，其中心思想為「吸收變動權利個體之預期損失或是獲得個體部分之盈餘者，財務報表必須合併之」。

而在企業資訊方面，除了合併財務報表的新規範，對於資產負債表外交易安排的揭露，在沙氏法案後對於其規範下之發行者有所要求¹¹⁷，當然此包含了特殊目的個體的運用。此即對於母公司股東資訊權之加強，而其和一般關係企業子公司所不同的地方是，因為此些交易安排通常不出現在資產負債表上，因標準的特殊目的個體基本上是獨立於創始（發起）機構，投資人通常無法得知其營運及財

¹¹⁶ 如揭開面紗原則的形成與運用。Steven L. Schwarcz, COLLAPSING CORPORATE STRUCTURES: RESOLVING THE TENSION BETWEEN FORM AND SUBSTANCE, 60 Bus. Law. 109 (2005), at 111-13.

¹¹⁷ The Sarbanes-Oxley Act §401(2002).

務狀況，而其本質上仍為企業所從事之交易行為，為了使投資人能全盤瞭解企業的交易資訊，故美國法在安隆案後對於此揭露要求做了增補的規範。而若回歸之前所討論的母公司股東是否對於子公司的簿冊擁有閱卷權時，可能將會涉及到幾個層面的問題：一為證券交易法規為特別法，受其規範者應優先適用之，但此部分美國法目前所規範的部分為創始（發起）機構資訊揭露方面，對母公司股東是否對於子公司的簿冊擁有閱卷權並無琢磨¹¹⁸，但從其法規範內容理解可知，其利用強制揭露的規範，來達到所謂母公司投資人企業資訊權的強化，所以規範效果上有類似之處；二為若肯定母公司股東對子公司的簿冊擁有閱卷權，在特殊目的個體的部分所判斷之標準原則上應該和一般相同，若是以德拉瓦州的新規定為標準，其認定應亦是以「控制力」判斷，只是此時特殊目的個體「控制力」之內涵就如前述，會和一般從屬（子）公司有所不同¹¹⁹。

若我國除了資產證券化以外，另外亦引進其他類型特殊目的個體的運用，而其運作基本上若允許以關係企業模式為之，則必須面臨的上述討論之情形。我國關係企業專章中，首先必須調整的即是「關係企業」的定義，我國之相關規定為公司法第 369 條之 1、3、9，一方面需要處理特殊目的個體是否為關係企業專章中所指的「企業」；另一方面若將其納進關係企業規範體系，其「控制力」的判斷標準亦需要有所調整，即所謂上述所討論的「財務支持」等因素，是否為推定為控制從屬企業的判斷標準；再來必須調整的還有合併財務報表的規定，即是合併是否為原則或是特定情形方需合併；而企業資訊揭露的規範亦是必須重新考量和設計¹²⁰；「非常規交易」之控管程序與責任規範在此規範密度亦須加強，另外所謂「實質合併原則」的規範，此部份於美國法屬於破產法規範體系，我國是否要將其明文於公司法關係企業專章或是其他相關法規範中，亦是必須研議之問題。

¹¹⁸ 此部份個人之理解為，基本上合格的特殊目的個體為獨立於發起人（或創始機構）的法律個體，且基本設計上其獨立性的要求亦比一般的從屬公司高，故立法上的出發點，為讓投資人瞭解整體企業的交易安排，以有助於更全面評估企業的營運和風險等，主要著眼於對發起人（或創始機構）的企業資訊，若是直接賦予發起人（或創始機構）相關之投資人介入特殊目的個體的經營，可能有違其設立之目的。

¹¹⁹ 必須說明的，原則上此情形應該為特殊目的個體失去其獨立性時，即為「非合格的特殊目的個體」。

¹²⁰ 基本上為上述所討論者，當然也牽涉到規範密度和體系的問題，即是否如美國一般，將相關發起人（創始機構）從事關於資產負債表外交易安排的規定，於證券交易法體系的沙氏法案中規範。

第七章 結論

第一節 總結

特殊目的個體為資產移轉者或發行者創立一個獨立之個別法律個體，而由其來執行並完成特定之交易或活動，設立目的是為了達到隔離和管理財務風險目的，一般是以公司、合夥或信託之形式成立。是被設計成資產移轉者或發行者與其獨立無關之外部投資人的合資經營（Joint Venture），且其被本身之章程限制只能從事特定之活動，「特殊目的」即是謂其章程或相關成立契約中所限制而得以從事之業務範圍，因此其被形容為「死去的大腦」（Brain-dead）或「自動駕駛」（on Auto-pilot）。另外，特殊目的個體所產生之現金流量只能用來支付其所投資者，而不得被資產移轉者或發行者挪為從事其他交易或行為。其運用型態有：租賃安排；資產證券化中之載體；發行優先股、追蹤股（Tracking Stock）或普通股和特殊目的個體進行交易籌集現金；發起公司與金融機構（為第三者）簽訂融資協議，以取得購置資產或併購企業所需資金；以及專案開發活動；退休計畫安排等等。而我國關於此商業組織個體的運用，出現在金融資產證券化和不動產證券化中

特殊目的個體之設計，即是由發起（創始）公司成立另一分離的法律個體，而將特定資產由特殊目的個體持有，而由特定目的個體執行其設立之時所特定之交易或活動。而在「資產分割」之概念運用下，其為積極資產分割之類型，其為發起公司外另一獨立之法律個體，故特殊目的個體之債權人對其資產有優先受償的權利，而對於發起公司之債權人而言，其不得對於特殊目的個體之資產主張執行。在此資產分割之前提下，方有破產隔離風險及無須編制合併財務報表之適用，因為其在法律意義上，為一獨立之個體。

而利用資產分割的方式將特定資產移轉給新的特殊目的個體，而在此即產生了個體庇護的效果，發起（創始）機構的債權人將無法對於特殊目的個體的資產有所主張，因兩者已為分離獨立的法律個體，即資產上呈現了獨立分離的結果，而這也是特殊目的個體運用的初衷之一，即是所謂的「破產隔離」。而利用資產

分割之方式達到個體庇護之效用即是此商業組織形成的動態描述，故此兩種商業組織法上的概念在論者的觀點下，是必須一起討論的。

而特殊目的個體的設計控制了公司的資本流動，原則上在所有利用此方式的商業組織模式中，皆是限制公司對於「特定資產」的運用或處分，從此觀點出發，即是限制公司對於內在資本市場的選擇轉換，將資產移轉給一新的特殊目的個體，利用組織法上的界線阻礙了公司經理人對於此資產的資本重置決策權，而此前提是新的個體獨立於發起（創始）機構，不受其控制。內在資本市場理論於此之焦點，在於探討特殊目的個體的設計阻礙其和發起（創始）機構間資本流動的效率，不過此是著眼於特殊目的個體的投資人而言，可以說將擔保資產特定於此，發起（創始）機構將無所謂資本重置的決策權，可以大大降低利益衝突之情形；若從發起（創始）機構的投資人角度出發，其經營階層為特殊目的個體之商業活動，亦為一個資本重置的決策，甚至有時對於其擔保資產來說有很大之影響，故於此的交易必須合乎營業常規，且讓投資人可正確且即時獲取相關之企業資訊。

另外，於特殊目的個體運用時，在此公司治理法制的面向原則上是雙向的，一是其本身之治理問題；另一則為整個企業集團的治理問題。前者即所謂特殊目的個體的架構，原則上其架構上基本的要求為（一）章程或交易契約的限制，即限制其運作、活動或交易的項目；（二）獨立董事或相對應組織（人員）的監控設計，即個體本身亦必須有監控機制存在；（三）組織形成資產構成和外部資本的要求，即以此確保其獨立性。後者牽涉的問題較為複雜，基本上特殊目的個體於理論上運作所呈現的態樣是企業集團型式（我國目前是以法律禁止之），而此時要防止發生之弊端即是個體濫用，即若企業成立特殊目的個體的目的非為了「實質的經濟上目的」，而是為了操作財務報告、詐欺等，將使得公司之股東、債權人，甚至其他利害關係人（此指母公司方面）受損，而安隆案正式可以說明之實例，安隆公司和特殊目的個體間或是特殊目的個體間進行交易活動，而此些交易安排並無實質的經濟上意義，僅為會計盈餘操作和財務安排之目的，而如前所述，這樣的安排增加了詐欺的風險、監督的困難、破產程序的複雜等。而在此美國法上之因應為加強監控機制和提升資訊透明度來因應，對於特殊目的個體直接的明文規範出現在沙氏法案第 401 條，而 SEC 的規則中則是體現在資產負債

表外交易安排及總計契約義務之管理階層之分析 (Regulation S-K) 和資產負債表外交易安排在 Form 8-K 之規定，另外，美國針對資產負債表外交易安排的會計處理，何種情形需要合併財務報表，一直是特殊目的個體 (和其他資產負債表外交易安排) 的重要爭議，美國財務會計準則委員會第 46 號解釋函亦發展出「變動權利個體」概念，對財務報表的合併處理，認為在財務控制之情形，亦應該合併之。以上針對此新型的金融工具的證券管理方法，以強制揭露為主軸，並在揭露方式和內容上做新的調整，如總表式的契約義務表達等，當然此會涉及到成本利益分析的討論。而如此之目的是為了投資人的企業資訊權獲得強化，對於公司治理法制來說，監控的機制將隨之強化。

第二節 衝擊與展望

於安隆案特殊目的個體運用對於證券管理的衝擊，從美國法規的脈絡可知，其基本思維為促進完善的證券 (資本) 市場，即從資訊揭露制度著手，而資訊揭露制度是否為公司治理的核心，以論者的看法和國際趨勢來看，其當然為重要的公司治理面向；另外亦從整體公司治理的角度出發，規範相關的治理程序，以減少代理成本。不過可以確定的是，其出發點是和資本市場的健全有密切的關連性。於我國目前特殊目的個體的運用僅限於資產證券化上，且有創始機構之關係企業不得擔任特殊目的機構的規定，因此應該不會出現如安隆案之情形，不過隨著金融環境的開放，和商業組織的鬆綁趨勢，可預期的，國內的交易方式和企業組織形式將更多元化，特殊目的機構的運用也許會有所增加；另外關於個體的濫用，我國實務上亦有時有所見，相似安隆案的財務操作手法亦有所聞，如虛設行號、塞或交易、投資公司護盤、關係人交易等。因此安隆案後美國法上之發展可以提供我國借鏡，即企業運用新型的商業活動 (交易) 方式時，在法制上和會計處理上應如何因應，使得公司治理法制更為健全。

安隆案中濫用特殊目的個體的原因，有一大部分是因為現金流量的需求，其企業活動和投資行為需要大量的資金，因此在此即涉及了企業 (公司) 金融 (Corporate Finance) 的問題，即公司如何獲得資本來源從事企業活動和投資，而在這個過程當中，企業會選擇對其最有效率的方式 (其大部分的目的為追求利益最大化及成本最小化) 為之，而安隆公司正是此適例，其在傳統的企業融資方

式外，尋求對其企業本身更有利的管道，而其選擇的方式即是利用特殊目的個體為財務之操作，此屬於架構式融資，而有所謂金融創新的問題，而有再管制的問題。只要公司嘗試使其資金活動的效率更經濟（無論是以信賴義務或是機會主義的動機），交易者亦有意願協助，投資人亦尋求金融上的利潤，則金融創新將不斷出現。而其之出現將影響公司的資產價值和風險評估，且對於不同參與者的利益影響亦有所不同（比如可能造成經理階層資訊優勢更為明顯而升高代理成本），而關於公司資金的運用關係到經營權限分配的問題，故在此若以公司治理法制角度切入，是以代理成本的控制及監督機制不被弱化為焦點；若以資本市場的角度則當然會涉及市場效率和完整性的考量，而彼此間的關係是互相牽連的。另外特殊目的個體主要運用於前述討論的資產負債表外交易安排中，為架構式交易（融資）的運用，即在融資（財務操作）過程中，建立一個「架構」（Structure），而於法律面來說，為一個「法律個體」的建置。若是對於上述金融創新的管理態度採取較積極的態度，接受市場新發展而出的融資方式，接下來必須考慮的一點，就是所謂特殊目的個體應採取何種的商業組織形式（此部份當然牽涉到「治理」的問題），美國法上對於此是採取較開放的態度，基本上是視其之需求尋求最適之模式，我國商業組織法相較於美國是較僵硬的，故若擴大運用特殊目的個體（此為我國商業組織法制於此面對的第一個問題，即是否開放），在組織型式可能需如金融資產證券化條例一般，有所規範之（而此為緊接著所需面對的問題，即其商業組織型式的選擇）。

特殊目的個體為企業形態之一，而在實務運作最盛行的美國大都以關係企業的模式出現，故可知本質上特殊目的個體得以關係企業模式運作，在關係企業模式下，必須一提得為，股東權益的保護在公司法制和公司治理的建構中皆為核心價值之一，而隨著企業型態的改變，傳統的公司法制受到了衝擊，而在關係企業形成之部分，利用商業組織法中「法律個體」、「有限責任」等設計，在多角化經營、分散經營風險等效益下，伴隨著所謂「個體濫用」的弊端出現，而在關係企業中除了過去所著重的子公司少數股東及債權人保護議題外；母公司的股東相同的，在此經營模式下亦面臨被架空之疑慮，而安隆案的發生即是適例，以關係企業形式所組成的大規模特殊目的個體群，即是矇蔽投資人的手法。故在股東保護及因應商業組織變動之思維下，母公司股東權利的延伸是值得思考的，無論透過

法理論的推演或是立法上的修正，賦予母公司的股東獲取子公司的相關企業資訊是必要的。而在我國法上，於公司法人格的框架下，是以法條規範賦予突破公司法人格之情形，是否能以法律解釋之方法達到延伸母公司股東權利是有疑問的，以立法方式是較有效率且根本的。從公司治理法制觀點切入，債權人為公司之利害關係人，為較廣義的公司治理架構之一環，而其關心的核心為公司之償付能力，故基本上公司資產負債的變動，債權人應該有瞭解之需要，亦是其以契約調整償付條件之前提之一，因為在貸款契約中有些條款是依據公司的資產狀況而定。而在關係企業模式下，控制和從屬公司間或是從屬公司彼此間可能存在支配力的控制或經濟上牽連等關係，若以控制公司之債權人觀點出發，為防止關係企業經營模式的濫用傷害其債權，賦予其關係企業間相關資訊是必要的，故在適當的條件下如同控制公司股東的討論一般，建立控制公司的債權人獲取從屬公司相關資訊的管道是值得思考的。而若我國除了資產證券化外，引進其他類型特殊目的個體的運用，而其運作基本上亦以關係企業模式，亦必須面臨的關係企業專章中控制力等相關規定是否足夠因應的問題，首先必須調整的即是「關係企業」的定義，我國之相關規定為公司法第 369 條之 1、3、9，一方面為特殊目的個體是否為關係企業專章中所指的「企業」，另一方面即若將其納進關係企業規範體系，其「控制力」判斷，即所謂「財務支持」等因素是否為推定為控制從屬企業的判斷標準；再來必須調整的還有合併財務報表的規定，即是合併是否為原則或是特定情形方需合併；而企業資訊的問題亦是必須考量；另外所謂「合併原則」的規範，此部份於美國法屬於破產法規範體系，我國是否要將其明文於公司法關係企業專章或是其他相關法規範中。

附錄一：安隆案破產大事記

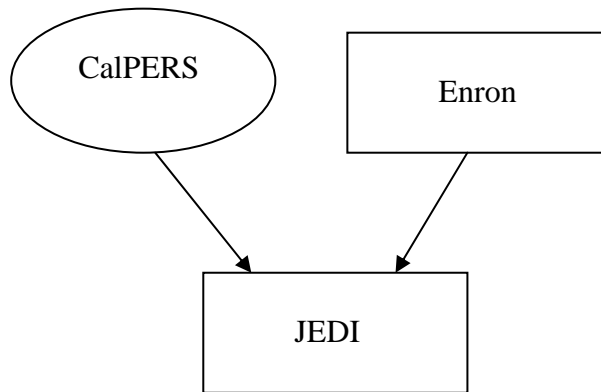
日期	事件
1983	安隆前身休士頓天然瓦斯公司 (Huston Natural Gas) 成立於休士頓
1985/07	與 InterNorth 合併成立安隆 (Enron)
1999/11	Enron online 成立，成為全球第一大能源交易商
2000	營業額突破 1000 億美元，成為美國第七大企業
1996-2001	連續六年獲得財富雜誌 (Fortune) 評選為美國最有創意公司
2000	獲得英國金融時報「年度能源公司獎」及「最大膽的成功投資決策獎」、美國人最愛任職的百大企業之一
2001/02	史基林取代伊雷成為安隆執行長，而伊雷仍為安隆董事長
2001/3/5	「財富」自製發表一篇名為「安隆股價是否高估」的文章，首度指出安隆的財物有黑箱
2001/8/14	史基林因個人理由辭去執行長一職，伊雷遂又再度成為執行長，而史基林係將安隆由傳統能源供應商成功轉形成為全球最大的能源交易商的重要人士
2001/10/22	美國證管會要求安隆說明該企業所從事多項對外投資
2001/10/23	安隆主辦會計師安達信會計師唐肯下令助理人員銷毀安隆相關文件
2001/10/24	安隆開除該公司財務長法斯多
2001/11/8	安隆宣布將以 80 億美元讓售給其對手動能能源公司之消息
2001/11/9	安隆宣布其自 1997 年起溢列盈餘 5.91 億美元
2001/11/10	安隆接受動能的出價
2001/11/29	動能收購安隆宣告失敗
2001/11/29	美國證管會針對安隆與安達信展開調查
2001/12/2	安隆申請破產
2001/12/4	五大會計事務所發表共同聲明

2001/12/12	安隆簽證會計室物所安達信總裁貝瑞迪諾於國會聽證會作證，承認對安隆兩筆合夥投資中的一筆，於查核時判斷錯誤，而另一筆則因安隆刻意隱瞞以致查核人員未發現
2002/1/2	安達信發表新聞稿指出，該事務所之會計及審計品質制度經另一事務所德勒評鑑，提出未修正意見，證明其品質符合專業標準
2002/1/10	美國司法部門針對安隆破產案展開調查
2002/1/15	安達信開除安隆主辦會計師唐肯
2002/1/17	美國證管會主委彼特發表談話，建議將會計師自律機構公共監督委員會 (POB)，改為直屬於證管會，或脫離美國會計師協會 (AICPA) 資助，以增進其獨立性
2002/1/21	安達信總裁貝瑞迪諾表示，安隆事件是經濟失敗而非會計師錯誤
2002/2/28	美國華盛頓郵報報導，安達信提議以 7.5 億美元和解安隆案所衍生之訴訟官司
2002/3/14	聯邦檢察官業已對安達信正式提出刑事訴訟，指控該公司妨礙司法
2002/7/23	美國參議院舉行聽證會，重點在釐清安隆案中金融機構所扮演的角色
2002/12/11	美國參議院舉行聽證會，主題在釐清 FISHTALL、BACCHUS、SUNDANCE 與 SLAPSHOT 四筆交易中，金融機構扮演的角色

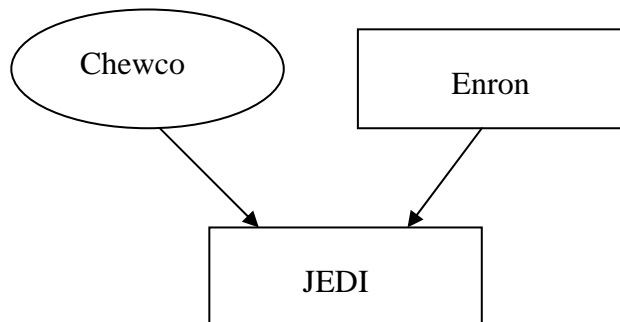
資料來源：陳依蘋 (2002)。「美國史上最大破產案—安隆 (Enron) 深度報導」，
會計研究月刊。

附錄二：安隆公司操弄圖示

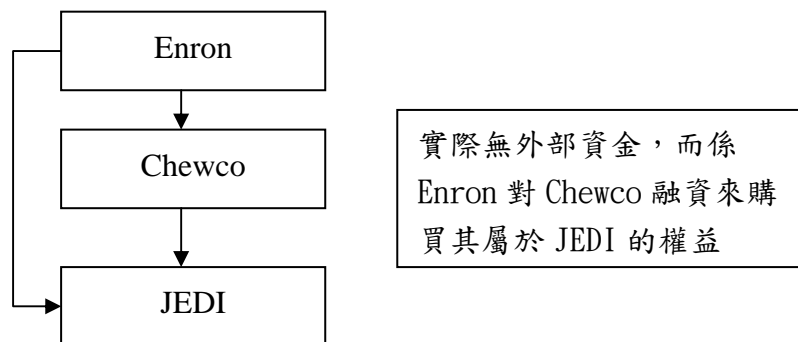
一開始是兩家各自獨立公司的合夥投資型態



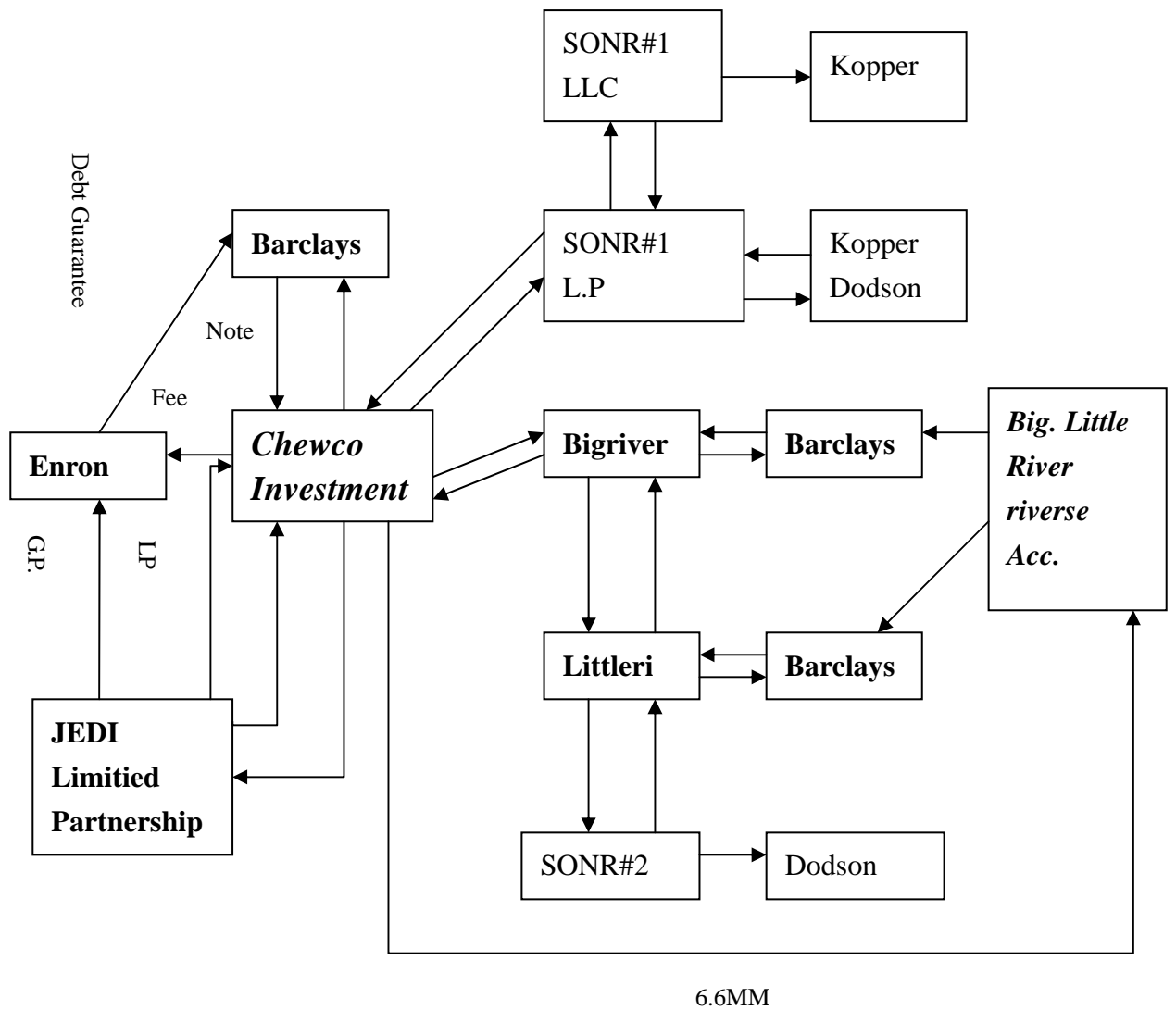
因 CalPERS 的退出，而 Enron 創造下面的假象



但實為



Enron 的操弄手法 (Part I)



Enron 的操弄手法 (Part II)

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

參考資料

壹、中文參考資料

一、期刊

1. 丁克華，金融資產證券化公開發行招募相關規範簡介，全國律師第6卷第8期，第33至37頁，2002.8。
2. 尤英夫、楊明廣，談金融資產證券化條例中的「特殊目的公司」，全國律師第6卷第8期，第40至48頁，2002.8。
3. 方嘉麟，論關係企業三書表資訊揭露之問題，國家科學委員會彙刊：人文及社會科學第10卷4期，第470頁至492頁，2000.10。
4. 方順逸、黃培琳、蕭惠元，借鏡沙氏法案進行修法之探討，貨幣觀測與信用評等第49期，第37至51頁，2004.9。
5. 王文宇，資產證券化的意義、基本型態與相關法律問題，月旦法學雜誌第48期，第22頁至30頁，1999.5。
6. 王文宇，金融資產證券化之法律架構與管制爭議，臺大法學論叢第31第2期，第197至285頁，2002.3。
7. 王文宇，衍生性金融商品法律問題之探討—兼論信用衍生性金融商品，金融研訓季刊第93期，第197至285頁，1999.4。
8. 王文宇，淺釋金融資產證券化法制，法令月刊第53卷第3期，第47至51頁，2002.3。
9. 王志誠，日本金融資產證券化之法制架構與啟發—兼論我國金融資產證券化之立法取向，國立中正大學法學集刊第5期，第207至261頁，2001.9。
10. 王志誠，特殊目的信託與受益人之保護機制，存款保險資訊季刊第15卷第3期，第107至129頁，2002.3。
11. 王志誠，特殊目的公司與投資人之保護機制，月旦法學雜誌第88期，第133至150頁，2002.9。
12. 王志誠，跨越民事信託與商事信託之法理—以特殊目的信託法制為中心，政大法學評論第68期，第43至106頁，2001.12。
13. 王志誠，金融資產證券化條例之法制基礎，台灣金融財務季刊，第3輯第4期，第21頁至47頁，2002.12。
14. 何思湘，美國安隆公司倒閉事件對我國相關立法之啟示（一），會計研

- 究月刊第 199 期，第 17 至 28 頁，2002.6。
15. 余雪明，台灣新公司法與獨立董事(上)(下)，萬國法律第 123 期，第 63 至 77 頁，2002.6；第 124 期，第 80 至 84 頁，2002.8。
 16. 李榮鎮、賴鈺城、陳賢名特殊目的個體(SPE)對當前公司治理制度之影響以安隆(Enron)案為例，財稅研究第 35 卷第 4 期，第 77 至 107 頁，2003.7。
 17. 李禮仲、鄧哲偉，「公司治理」對家族企業的效益，國家政策論壇第 3 卷第 1 期，第 191 至 195 頁，2003.1。
 18. 吳英花、楊志遠，銀行資產證券化業務之相關法律問題探討，月旦法學雜誌第 48 期第 54 頁至 66 頁，1999.5。
 19. 林志吉，我國金融資產證券化之法律設計，全國律師第 6 卷第 8 期，第 5 至 16 頁，2002.8。
 20. 林坤鎮，從美國安隆公司事件看會計師業者之自律與利益衝突之迴避，證券暨期貨管理第 20 卷第 4 期，第 18 至 24 頁，2002.4。
 21. 林恆鋒，安隆破產案之省思—會計師不該是生意人！論利益衝突與會計管理問題，實用月刊第 327 期，第 65 至 68 頁，2002.3。
 22. 柯瓊鳳、郭宗霖，金融資產證券化風險之揭露—新巴塞爾資本協定之應用(下)，會計研究月刊第 214 期，第 95 至 101 頁，2003.9。
 23. 柯瓊鳳、郭宗霖，金融資產證券化風險之揭露—新巴塞爾資本協定之應用(上)，會計研究月刊第 212 期，第 63 至 70，2003.9。
 24. 柯瓊鳳、卓宜沁，由博達案看財務操作與衍生性商品之關聯，貨幣觀測與信用評等第 49 期，第 122 頁，2004.9。
 25. 洪金和，衍生性金融商品風險管理及其未來修正方向，證券櫃檯第 69 期，第 15 至 26 頁，2002.3。
 26. 馬秀如，SPE 與會計把戲，今日會計第 88 期，第 2 至 15 頁，2002.9。
 27. 張冠群，金融資產證券化與保險證券化之法律分析—美國經驗與我國法制之評析，政大法學評論第 77 期，第 107 至 162 頁，2004.1。
 28. 張振山、包幸玉，我國資訊公開制度之探討，證券暨期貨月刊第 22 卷第 4 期，第 15 至 24 頁，2004.4。
 29. 張淑華，論金融資產證券化條例之信託監察人規定，全國律師第 6 卷第 8 期，第 49 至 52 頁，2002.8。
 30. 張麗娟、翁頂升，從公司治理談安隆事件，台灣經濟金融月刊第 38 卷第 9 期，第 49 至 58 頁，2002.9。
 31. 陳彥良，股東會、董事會、監事會於德國公司治法典中法規範地位之探討，政大法學評論第 89 期，第 143 至 186 頁，2006.2。
 32. 陳建智，金融資產證券化財務報導之探討(上)，證券櫃檯第 101 期，第 68 至 80 頁，2004.11。
 33. 陳祈願，我國會計師獨立性及責任之研究—美國沙班斯法之啟示(上)，

- 證券櫃臺第 108 期，第頁 25 至 50 頁，2005.6。
34. 陸景玉，金融資產證券化之研究，產業金融第 93 期，第 99 至 155 頁，1996.12。
 35. 曾姣如、塗能謀，資產證券化及基本法制問題，經社法制論叢第 20 期，第 123 至 143 頁，1997.7。
 36. 黃建隆，合併財務報表之理論與編製，會計研究月刊第 232 期，第 44 頁，2005.3。
 37. 廖大穎，論股份轉換與控股公司法制之實質規範，成大法學第 5 期，第 151 至 230 頁，2003.6。
 38. 趙冠璋，從美國沙氏法案看我國證券交易法之修正—兼論董事義務之內容，軍法專刊第 52 卷第三期，第頁 78 至 106 頁，2006.6。
 39. 劉玉珍、李怡宗、黃寶慧，市場管理制度創新與行為財務學：資訊揭露制度設計的政策意涵，證券暨期貨月刊第 22 卷第 4 期，第 4 至 14 頁，2004.4。
 40. 劉科，美國安隆公司破產事件涉及之財務報表及獨立董事資訊揭露問題之探討，證券櫃臺第 69 期，第 27 至 35 頁，2002.3。
 41. 劉連煜，揭穿公司面紗原則及否認公司人格理論在我國實務之運用，臺灣本土法學雜誌第 67 期，第 40 至 49 頁，2005.2。
 42. 劉紹樑，談資產證券化之法律問題，證券市場發展季刊第 16 期，第 13 至 32 頁，1992.10。
 43. 劉紹樑、呂姝靜，論資產證券化的立法趨勢，月旦法學雜誌第 48 期，第 31 至 44 頁，1999.5。
 44. 劉萬基，金融資產證券化條例之債權讓與對抗制度，全國律師第 6 卷第 8 期，第 17 至 32 頁，2002.8。
 45. 劉萬基，金融資產證券化條例受託機構地位之分析，台灣金融財務季刊，第 4 輯第 4 期，第 39 至 57 頁，2003.12。
 46. 儲蓉，金融資產證券化中導管機構—特殊目的信託與特殊目的公司之論述，證券公會季刊第 1 卷第 4 期，第 3 至 16 頁，2002.12。
 47. 謝哲勝、吳家桐，金融資產證券化條例實施評析（上），集保月刊第 130 期，第 20 至 41 頁，2004.9。
 48. 薛明玲、蔡朝安，從資訊揭露看公司治理，月旦法學第 96 期，第 335 至 343 頁，2003.5。
 49. 羅贊興、陳逸珊、黃書芸、黃馨儀，美國企業改革法案（Sarbanes-Oxley Act of 2002）對我國上市公司管理制度適用性之探討（上），證交資料第 505 期，第 8 至 34 頁，2004.6。

二、專書

1. 王文宇，公司法論，台北：元照，2004.10。

2. 王文宇，信託法原理與商事信託法制，收錄於「新公司與企業法」，台北：元照，2003.1。
3. 王文宇，從衍生性金融商品論現代契約法之新議題，收錄於「民商法理論與經濟分析（二）」，台北：元照，2003.4。
4. 王文宇，從經濟觀點論保障財產權的方式，收入於「民商法理論與經濟分析（一）」，台北：元照，2000.5。
5. 王文宇，淺釋金融資產證券化法制，收錄於「民商法理論與經濟分析（二）」，台北：元照，2003.4。
6. 王文宇、黃金澤、邱榮輝合著，金融資產證券化之理論與實務，台北：元照，2003.2。
7. 王志誠，金融資產證券化立法原理與比較法制，台北：五南，2005.3。
8. 王志誠，商事信託法理之建構，收錄於「信託之基本法理」，台北：元照，2005.11。
9. 余雪明，證券交易法，台北：財團法人中華名國證券暨期貨市場發展基金會，2003.4。
10. 李開遠，證券管理法規新論，台北：五南，2003.3。
11. 林國全，證券交易法，收錄於「金融法」，台北：元照，2004.7。
12. 林國全，證券交易法研究，台北：元照，2000.9。
13. 陳文達、李阿乙、廖賢興，資產證券化理論與實務，台北：智勝，2002.8。
14. 陳自強，契約之內容與消滅，台北：學林，2004.9。
15. 陳春山，公司治理法治與實務前瞻，台北：學林，2005.5。
16. 陳春山，證券交易法論，台北：五南，2004.9。
17. 黃銘傑，公司監控與監察人制度改革論—超越「獨立董事」之迷思，收入於「公開發行公司法制與公司監控—法律與經濟之交錯」，台北：元照，2001.11。
18. 黃銘傑，從公司監控之觀點論會計師民事責任制度改革之方向及作法，收錄於「公開發行公司法制與公司監控—法律與經濟之交錯」，台北：元照，2001.11。
19. 黃銘傑，證券化基本原理，收錄於「金融法」，元照：台北，2004.7
20. 黃銘傑，金融資產暨不動產證券化法規，收錄於「金融法」，台北：元照，2004.7。
21. 馮震宇，從博達案看我國公司治理的未來與問題，收錄於「公司證券重要爭議問題研究」，台北：元照，2005.5。
22. 廖大穎，論公司企業內部監控與股東權保護，收錄於「公司制度與企業金融之法理」，台北：元照，2003.3。
23. 臧大年、謝哲勝、吳家桐，金融資產證券化理論與法制，台北：台灣財產暨經濟法研究協會，2005.5。
24. 賴英照，股市遊戲規則—最新證券交易法解析，作者自版，2006.3。

25. 謝易宏、陳德純，後安隆時代的一線曙光？—論 2002 年美國企業改革法對公司治理之影響，台北：瑞興圖書，2004.2。
26. 謝哲聖、陳亭蘭，不動產證券化法律與制度運作，台北：翰蘆，2003.8。
27. 儲蓉，金融資產證券化理論與案例分析，台北：台灣金融研訓院，2004.8。

三、學位論文

1. 吳佩玲，論金融資產證券化法制架構之相關問題—以特殊目的機構為中心，國立台北大學法學系碩士論文，2004.7。
2. 吳彩鈺，資產擔保證券之研究—以投資人保護為中心，私立東海大學法律研究所碩士論文，2003.6。
3. 李昭翰，特殊目的個體之會計研究議題研究，私立中原大學會計學系碩士學位論文，2003.6。
4. 胡浩叡，股份有限公司內部機關之研究—以權限分配與公司治理為中心，國立台灣大學法律研究所碩士論文，2002.6。
5. 張承中，論金融資產證券化條例之特殊目的公司，國立台灣大學法律學研究所碩士論文，2004.7。
6. 陳尹章，金融資產證券化架構之研究，國立台北大學法學系碩士論文，2002.2。
7. 陳月秀，智慧財產權證券化—從美日經驗看我國實施可行性與立法之芻議，國立政治大學法律學研究所碩士論文，2004.7。
8. 陳裕文，金融資產證券化之研究，私立輔仁大學法律學研究所，2003。
9. 陳肇鴻，從經濟觀點論董事之行為規範與責任制度，國立台灣大學法律研究所碩士論文，2000.6。
10. 趙冠璋，從新公司治理看財務報表舞弊之研究—以股東會召集程序及決議之新思維，國立台灣大學法律學研究所碩士論文，2005.7。
11. 劉公偉，公司法有限責任之經濟分析，國立台灣大學法律研究所碩士論文，1999。

四、研究報告暨研討會報告

1. 台灣公司治理制度簡介，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，2005.4，<http://www.csa.org.tw/A001/A021.asp>，最後瀏覽日 2006.12.3。
2. 計畫主持人：廖咸興，研究人員高儀慧、簡淑芬，台灣金融資產證券化相關問題探討，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會出版，2004.12。
3. 廖大穎，關係企業與公司治理—試論現階段關係企業法制問題所在，發表於「2005 公司治理理論與實務研討會」。

五、其他

1. 立法院公報第 91 卷第 45 期 (二), 立法院公報處, 第 582 頁, 2002 年 7 月 3 日。
2. 行政院「金融資產證券化條例草案總說明」, 行政院 2002 年 3 月 13 日院臺財字第 0910008083 號函。
3. 財政部民國 92 年 6 月 20 日台財融(四)字第 0928010999 號函。
4. 財政部民國 92 年 7 月 18 日台財融(四)字第 0928011124 號函。
5. 聯合報, 吳雯雯、王淑美, 「本田分手, 慶豐集團財務前景債權銀行多觀望」, 21 版, 2002.1.11。
6. 經濟日報, 黃秀義, 「大股東豐群促銀行團接管—指責黃世惠獨斷處理 損及股東權益」, 4 版, 2002.1.11。
7. 聯合報, 李永盛, 「慶豐集團負責人投資虧損轉嫁三陽—黃世惠遭求刑五年」, 5 版, 2002.4.9。
8. 經濟日報, 詹惠珠, 「博達聲請重整將改全額交割」, 1 版, 2004.6.16。
9. 經濟日報, 白富美, 「博達 GDR 似曾相似...」, 3 版, 2004.6.19。

貳、英文參考資料

一、期刊

1. Adams ,Edward S. , CORPORATE GOVERNANCE AFTER ENRON AND GLOBAL CROSSING: COMPARATIVE LESSONS FOR CROSS-NATIONAL IMPROVEMENT, 78 Ind. L.J. 723 (2003) .
2. Anand,Anita Indira, AN ANALYSIS OF ENABLING vs. MANDATORY CORPORATE GOVERNANCE: STRUCTURES POST-SARBANES-OXLEY, 31 Del. J. Corp. L. 229 (2006) .
3. Baird ,Douglas G. & Rasmussen ,Robert K., PRIVATE DEBT AND THE MISSING LEVER OF CORPORATE GOVERNANCE, 154 U. Pa. L. Rev. 1209 (2006) .
4. Bebchuk ,Lucian Arye & Roe Mark J. , A THEORY OF PATH DEPENDENCE IN CORPORATE OWNERSHIP AND GOVERNANCE, 52 Stan. L. Rev. 127 (1999) .
5. Blair,Margaret M., LOCKING IN CAPITAL : WHAT CORPORATE LAW ACHIEVED FOR BUSINESS ORGANIZERS IN NINETEENTH CENTURY, 51 UCLA L. Rev. 387, 446 (2003).
6. Blumberg,Phillip I. , THE TRANSFORMATION OF MODERN CORPORATION LAW: THE LAW OF CORPORATE GROUPS, 37 Conn. L. Rev. 605 (2005) .

7. Boot,Arnoud W.A. & Macey,Jonathan R., MONITORING CORPORATE PERFORMANCE: THE ROLE OF OBJECTIVITY, PROXIMITY, AND ADAPTABILITY IN CORPORATE GOVERNANCE, 89 Cornell L. Rev. 356(2004).
8. Carpenter ,Hunter, SPECIAL-PURPOSE ENTITIES: A DESCRIPTION OF THE NOW LOATHED CORPORATE FINANCING TOOL, 23-MAR Am. Bankr. Inst. J. 36(2003).
9. Catanach Jr.,Anthony H. & Rhoades-Catanach,Shelley, ENRON: A FINANCIAL REPORTING FAILURE? , 48 Vill. L. Rev. 1057(2003).
10. Coffee, Jr.,John C., MARKET FAILURE AND THE ECONOMIC CASE FOR A MANDATORY DISCLOSURE SYSTEM, 70 Va. L. Rev. 717(1984).
11. Crawford ,Peggy J., Ph.D. and Fredericks, Jr.,Edward H., MBA, CFA, SPECIAL PURPOSE ENTITIES – THROWING THE BODY OUT WITH THE BATHWATER ? , 16(2), 2003.available at <http://gbr.pepperdine.edu/032/spe.html> (last visited 12.8.2005).
12. Cunningham ,Lawrence A., THE SARBANES-OXLEY YAWN: HEAVY RHETORIC, LIGHT REFORM (AND IT JUST MIGHT WORK), 35 Conn. L. Rev. 915(2003).
13. Deakin ,Simon & Konzelman ,Suzanne J., LEARNING FROM ENRON , Corporate Governance: An International Review, 12(2), April 2004.
14. Easterbrook ,Frank H. & Fischel, Daniel R. , MANDATORY DISCLOSURE AND THE PROTECTION OF INVESTORS , 70 Va. L. Rev. 669, 674 (1984).
15. Egan ,Byron F. ,THE SARBANES-OXLEY ACT AND ITS EXPANDING REACH, 40-WTR Tex. J. Bus. L. 305 (2005) .
16. Eisenberg ,Melvin Aron, MEGASUBSIDIARIES: THE EFFECT OF CORPORATE STRUCTURE ON CORPORATE CONTROL , 84 Harv. L. Rev. 1577 (1971).
17. Faille,Christopher, WHY THE CASE FOR A FREE MARKET IN ENERGY DERIVATIVES HAS SURVIVED ENRON, 50-JAN Fed. Law. 39(2003).
18. Flanagan ,Sean M., THE RISE OF A TRADE ASSOCIATION: GROUP INTERACTIONS WITHIN THE INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION, 6 Harv. Negot. L. Rev. 211(2001).
19. Gabilondo ,José, FINANCIAL MORAL PANIC! SARBANES-OXLEY, FINANCIER FOLK DEVILS, AND OFF-BALANCE-SHEET ARRANGEMENTS, 36 Seton Hall L. Rev. 781 (2006) .
20. Gerding ,Erik F. , THE NEXT EPIDEMIC: BUBBLES AND THE GROWTH AND DECAY OF SECURITIES REGULATION, 38 Conn. L. Rev. 393

- (2006) .
21. Gevurtz ,Franklin A., EARNINGS MANAGEMENT AND THE BUSINESS JUDGMENT RULE: AN ESSAY ON RECENT CORPORATE SCANDALS, 30 Wm. Mitchell L. Rev. 1261 (2004) .
 22. Gilson ,Ronald J., CORPORATE GOVERNANCE AND ECONOMIC EFFICIENCY: WHEN DO INSTITUTIONS MATTER? , 74 Wash. U. L.Q. 327 (1996) .
 23. Gilson ,Ronald J., GLOBALIZING CORPORATE GOVERNANCE: CONVERGENCE OF FORM OR FUNCTION, 49 Am. J. Comp. L. 329 (2001) .
 24. Gilson ,Ronald J. ; Gordon ,Jeffrey N., CONTROLLING CONTROLLING SHAREHOLDERS, 152 U. Pa. L. Rev. 785 (2003) .
 25. Gordon ,Jeffrey N. & Kornhauser ,Lewis A., EFFICIENT MARKETS,COSTLY INFORMATION,AND SECURITIES RESARCH, 60 N.Y.U. L. Rev. 761(1985).
 26. Gordon ,Jeffrey N., GOVERNANCE FAILURES OF THE ENRON BOARD AND THE NEW INFORMATION ORDER OF SARBANES-OXLEY, 335 Conn. L. Rev. 1125(2003).
 27. Goshen ,Zohar & Parchomovsky ,Gideon, THE ESSENTIAL ROLE OF SECURITIES REGULATION, 55 Duke L.J. 711 (2006) .
 28. Greenfield,Kent, ULTRA VIRES !A STAKEHOLDER ANALYSIS OF CORPORATE ILLEGALITY (WITH NOTES ON HOW CORPORATE LAW COULD REINFORCE INTERNATIONAL LAW NORMS) , 87 Va. L. Rev. 1279, 1311 n.101 (2001).
 29. Hamilton ,Robert W., THE CRISIS IN CORPORATE GOVERNANCE: 2002 STYLE, 40 Hous. L. Rev. 1 (2003) .
 30. Hansmann ,Henry & Kraakman ,Reinier & Squire,Richard, LAW AND THE RISE OF THE FIRM, 119 Harv. L. Rev. 1333 (2006) .
 31. Hansmann ,Henry & Kraakman ,Reinier, THE ESSENTIAL ROLE OF ORGANIZATIONAL LAW, 110 Yale L.J. 387(2000).
 32. Hansmann ,Henry & Kraakman ,Reinier, THE NEW BUSINESS ENTITIES IN EVOLUTIONARY PERSPECTIVE, 2005 U. Ill. L. Rev. 5 (2005) .
 33. Hansmann ,Henry, CORPORATION AND CONTRACT, 8 Am. L. & Econ. Rev. 1 (2006) .
 34. Jeffrey ,Peter, INTERNATIONAL HARMONIZATION OF ACCOUNTING STANDARDS, AND THE QUESTION OF OFF-BALANCE SHEET TREATMENT, 12 Duke J. Comp. & Int'l L. 341(2002).
 35. Jennings ,Marianne M. , A PRIMER ON ENRON: LESSONS FROM A

- PERFECT STORM OF FINANCIAL REPORTING, CORPORATE GOVERNANCE AND ETHICAL CULTURE FAILURES, 39 Cal. W. L. Rev. 163 (2003) .
36. Jensen ,Michael C.& Meckling ,William H., THEORY OF THE FIRM : MANAGERIAL BEHAVIOR,AGENCY COSTS AND OWNERSHIP STRUCTURE , 3 J. Fin. Econ.(1976).
 37. Kendall ,Justin, ACCOUNTANTS, ATTORNEYS, AND ENRON: AN ANALYSIS OF THE DEBACLE AND IMPLICATIONS FOR FUTURE CORPORATE PRACTICE UNDER THE SARBANES-OXLEY ACT, 16 Regent U. L. Rev. 459(2003/2004).
 38. Kitchen ,Matthew A., THE RIGHT OF A PARENT'S SHAREHOLDERS TO INSPECT THE BOOKS AND RECORDS OF SUBSIDIARIES: NONE OF THEIR BUSINESS?, 74 U. Cin. L. Rev. 1089 (2006) .
 39. Kong ,Kevin T.S., PROSPECTS FOR ASSET SECURITIZATION WITHIN CHINA'S LEGAL FRAMEWORK: THE TWO-TIERED MODEL, 32 Cornell Int'l L.J. 237 (1998) .
 40. Langbeinn ,John H., THE SECRET LIFE OF THE TRUST: THE TRUST AS AN INSTRUMENT OF COMMERCE, 107 Yale L.J. 165 (1997) .
 41. Langevoort ,Donald C., TECHNOLOGICAL EVOLUTION AND THE DEVOLUTION OF CORPORATE FINANCIAL REPORTING, 46 Wm. & Mary L. Rev. 1 (2004) .
 42. Macey ,Jonathan R.,EFFICIENT CAPITAL MARKETS, CORPORATE DISCLOSURE, AND ENRON, 89 Cornell L. Rev. 394 (2004) .
 43. Mitchell ,Lawrence E., THE SARBANES-OXLEY ACT AND THE REINVENTION OF CORPORATE GOVERNANCE?, 48 Vill. L. Rev. 1189 (2003) .
 44. Mitchell ,Lawrence E., THE SARBANES-OXLEY ACT AND THE REINVENTION OF CORPORATE GOVERNANCE?, 48 Vill. L. Rev. 1189 (2003) .
 45. Mokwa ,Matthew S., ENRON, SARBANES-OXLEY, AND THE END OF EARNINGS MANAGEMENT, 39-FALL Tex. J. Bus. L. 325 (2003)
 46. Muchlinski ,Peter T., ENRON AND BEYOND: MULTINATIONAL CORPORATE GROUPS AND THE INTERNATIONALIZATION OF GOVERNANCE AND DISCLOSURE REGIMES, 37 Conn. L. Rev. 725 (2005) .
 47. Murray ,John C., OFF-BALANCE-SHEET FINANCING: SYNTHETIC LEASES, 32 Real Prop. Prob. & Tr. J. 193(1997).
 48. Neuhausen,Benjamin S. & Steinberg,Reva B., NEW CONSOLIDATION RULES FOR VIES--FORMERLY KNOWN AS SPES, 17 NO. 4 Insights 19 (2003) .

49. Ngo ,Minh Van, AGENCY COSTS AND THE DEMAND AND SUPPLY OF SECURED DEBT AND ASSET SECURITIZATION, 19 Yale J. on Reg. 413 (2002) .
50. Orts ,Eric W., THE FUTURE OF ENTERPRISE ORGANIZATION, 96 Mich. L. Rev. 1947 (1998) .
51. Partnoy ,Frank, A REVISIONIST VIEW OF ENRON AND THE SUDDEN DEATH OF "MAY", 48 Vill. L. Rev. 1245(2003).
52. Petrucci,Angela, ACCOUNTING FOR ASSET SECURITIZATION IN A FULL DISCLOSURE WORLD, 30 J. Legis. 327(2004).
53. Ribstein ,Larry E., SARBOX : THE ROAD NIRVANA, 2004 Mich. St. L. Rev 279(2004) .
54. Rodriguez ,Manuel A., THE NUMBERS GAME: MANIPULATION OF FINANCIAL REPORTING BY CORPORATIONS AND THEIR EXECUTIVES, 10 U. Miami Bus. L. Rev. 451 (2002) .
55. Romano ,Roberta, THE SARBANES-OXLEY ACT AND THE MAKING OF QUACK CORPORATE GOVERNANCE, 114 Yale L.J. 1521 (2005) .
56. Rowell ,Robert K., SINGLE PURPOSE ENTITIES GIVE BORROWERS MORE LEVERAGE, 7 NO. 4 Bus. Entities 32, 2005 WL 2002582 (W.G.&L.) (2005) .
57. Rowland ,Gregory S., EARNINGS MANAGEMENT, THE SEC, AND CORPORATE GOVERNANCE: DIRECTOR LIABILITY ARISING FROM THE AUDIT COMMITTEE REPORT, 102 Colum. L. Rev. 168 (2002) .
58. Ruder ,David S., BALANCING INVESTOR PROTECTION WITH CAPITAL FORMATION NEEDS AFTER THE SEC CHAMBER OF COMMERCE CASE, 26 Pace L. Rev. 39(2005).
59. Ruder, David S. & Sun ,Yuji & Sycz ,Arek, THE SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION'S PRE- AND POST-ENRON RESPONSES TO CORPORATE FINANCIAL FRAUD: AN ANALYSIS AND EVALUATION, 80 Notre Dame L. Rev. 1103(2005).
60. Sauer ,Richard C. , FINANCIAL STATEMENT FRAUD: THE BOUNDARIES OF LIABILITY UNDER THE FEDERAL SECURITIES LAWS, 57 Bus. Law. 955 (2002) .
61. Schipani,Cindy A., THE CHANGING FACE OF PARENT AND SUBSIDIARY CORPORATIONS: ENTERPRISE THEORY AND FEDERAL REGULATION, 37 Conn. L. Rev. 691(2005).
62. Schwarcz ,Steven L., THE LIMITS OF LAWYERING: LEGAL OPINIONS IN STRUCTURED FINANCE, 84 Texas L. Rev. 1, 3 (2005).
63. Schwarcz ,Steven L., COLLAPSING CORPORATE STRUCTURES:

- RESOLVING THE TENSION BETWEEN FORM AND SUBSTANCE, 60
Bus. Law. 109 (2005) .
64. Schwarcz ,Steven L., COMMERCIAL TRUSTS AS BUSINESS
ORGANIZATIONS: UNRAVELING THE MYSTERY, 58 Bus. Law. 559
(2003) .
65. Schwarcz ,Steven L., RETHINKING THE DISCLOSURE PARADIGM IN A
WORLD OF COMPLEXITY, 2004 U. Ill. L. Rev. 1 (2004).
66. Schwarcz ,Steven L., TEMPORAL PERSPECTIVES: RESOLVING THE
CONFLICT BETWEEN CURRENT AND FUTURE INVESTORS, 89
Minn. L. Rev. 1044 (2005) .
67. Schwarcz ,Steven L., THE ALCHEMY OF ASSET SECURITIZATION, 1
Stan. J.L. Bus. & Fin. 133(1994).
68. Simon ,William H., EARNINGS MANAGEMENT AS A PROFESSIONAL
RESPONSIBILITY PROBLEM, 84 Tex. L. Rev. 83 (2005) .
69. Sitkoff ,Robert H., AN AGENCY COSTS THEORY OF TRUST LAW, 89
Cornell L. Rev. 621 (2004) .
70. Stewart, Jamie, SPECIAL PURPOSE ENTITIES – THE FINANCIAL
MAZE. › Credit Control; 26 (3) (2005).
71. Stratton,David B. , SPECIAL-PURPOSE ENTITIES AND AUTHORITY TO
FILE BANKRUPTCY, 23-MAR Am. Bankr. Inst. J. 36 (2004) .
72. Tew ,Monica S., THE DARK SIDE OF DERIVATIVES: A BOOK NOTE
ON INFECTIOUS GREED: HOW DECEIT AND RISK CORRUPTED
THE FINANCIAL MARKETS BY FRANK PARTNOY, 8 N.C. Banking
Inst. 289(2004).
73. Thompson ,Robert B. & Sale ,Hillary A. , SECURITIES FRAUD AS
CORPORATE GOVERNANCE: REFLECTIONS UPON FEDERALISM,
56 Vand. L. Rev. 859 (2003) .
74. Thompson ,Robert B. , COLLABORATIVE CORPORATE GOVERNANCE:
LISTING STANDARDS, STATE LAW, AND FEDERAL REGULATION,
38 Wake Forest L. Rev. 961 (2003).
75. Thompson ,Robert B., AGENCY LAW AND ASSET PARTITIONING, 71 U.
Cin. L. Rev. 132 (2003).
76. Triantis ,George G., ORGANIZATIONS AS INTERNAL CAPITAL
MARKETS: THE LEGAL BOUNDARIES OF FIRMS, COLLATERAL,
AND TRUSTS IN COMMERCIAL AND CHARITABLE ENTERPRISES,
117 Harv. L. Rev. 1102(2004).
77. Winter ,Ralph K., PROTECTING THE ORDINARY INVESTOR, 63 Wash. L.
Rev. 881(1988).
78. Wu ,Jeffrey Y., REVISITING BUSINESS ROUNDTABLE AND SECTION
19(C) IN THE WAKE OF THE SARBANES-OXLEY ACT, 23 Yale J. on
Reg. 249(2006).

二、英文專書

1. Black ,Julia, Law and Regulation : The Case of Finance, in Regulating Law (Christine Parker et al. eds., 2004).
2. Coffee. Jr ,John C., Business Organization and Finance Legal and Economic Principles, Foundation Press (2004 9th) .
3. Cooter ,Robert & Ulen ,Thomas, Law & Economics, Addison Wesley (2004) .
4. Corbett ,Angus & Bottomley ,Stephen, Regulating Corporate Governance, in Regulating law (Christine Parker et al. eds.,2004).
5. Gutterman ,Alan S., The Legal Considerations in Business Financing: a Guide for Corporate Management (1994) .
6. Hamilton ,Robert W., The Law of Corporations in a Nutshell, West Group(2000 5th).
7. Hansmann ,Henry, The Ownership of Enterprise, Harvard University Press (1996) .
8. Hazen ,Thomas Lee 、Ratner ,David L., Securities Regulation Case and Materials, West Group(2003 6th).
9. Loss ,Louis & Seligman ,Joel, Fundamentals of Securities Regulation, Aspen Publishers(2004).
10. Obay ,Lamia, Financial Innovation in The Banking Industry-The Case of Asset Securitization, Garland Publishing Inc.(2000).
11. Wander ,Herbert S., Securities Law and Disclosure after Sarbanes-Oxley, June 2005SECURITIES LAW DISCLOSURE AFTER SARBANES-OXLEY, JUNE 2005, Practising Law Institute (2005).

三、研究報告

1. Powers Jr., William C. et al., REPORT OF INVESTIGATION BY THE SPECIAL INVESTIGATION COMMITTEE OF THE BOARD OF DIRECTORS OF ENRON CORP. (Feb. 1, 2002).
2. Jensen ,Bob, What's Right and What's Wrong With (SPEs), SPVs, and VIEs, at <http://www.trinity.edu/rjensen/theory/00overview/speOverview.htm> (last visited 12.3, 2006).
3. Tufano ,Peter, FINANCIAL INNOVATION(2002), available at http://www.dklevine.com/archive/fininnov_tufano_june2002.pdf(last visited 12.5.2006).
4. REPORT AND RECOMMENDATIONS PURSUANT TO SECTION 401(c) OF THE SARBANES-OXLEY ACT OF 2002 ON ARRANGEMENTS

WITH OFF-BALANCE SHEET IMPLICATIONS, SPECIAL PURPOSE ENTITIES, AND TRANSPARENCY OF FILINGS BY ISSUERS (JUNE 15, 2005), OFFICE OF THE CHIEF ACCOUNTANT OFFICE OF ECONOMIC ANALYSIS DIVISION OF CORPORATION FINANCE, UNITED STATES SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION.

四、官方、國際機構之相關公告

1. FASB Statement of Financial Accounting Standards ("SFAS") No. 133, Accounting for Derivative Instruments and Hedging Activities (June 1998), ("SFAS No. 133"), paragraph 11a.
2. Final Rule: Additional Form 8-K Disclosure Requirements and Acceleration of Filing Date, Release Nos.33-8400 ; 34-49424.
3. Final Rule: Disclosure in Management's Discussion and Analysis About Off-Balance Sheet Arrangements and Aggregate Contractual Obligations, Release Nos. 33-8182; 34-47264.
4. Financial Executives Research Foundation , Special Purpose Entities: Understanding the Guidelines , January, 2002.
5. OECD Principles of Corporate Governance (2004) .
6. Release No. 33-8221(April 25,2003),Police Statement:Reaffirming the Status of the FASB as a Designated Private-Sector Standard Setter.
7. Release No. 2006-210(Dec 25,2006), Further Relief From the Section 404 Requirements for Smaller Companies and Newly Public Companies.
8. Statement of Accounting Standards No. 140 , available at <http://www.fasb.org/st/> (last visited 12.10.2005).
9. Statement on Auditing Standards("SAS") No.82.