

【專題一】



債券金融創新之介紹

中興大學
葉仕國（財金系教授）

壹、序論

債券之概念為一具流通性的長期債權憑證，通常發行後流通的期間為一年至二十年不等(外國債券甚至可到 30 年)，發行者承諾在債券存續期間內需依約定之條件支付利息並償還本金給投資人，此項約定可以按期支付債券票面利息方式亦可遞延至到期一次支付給投資人。債券市場是提供長期穩定資金的直接金融市場，亦是經濟發展中重要的一環；健全的債券市場，不但可強化政府債務管理效能，提供企業及個人財務調度與投資理財管道，也有利於央行貨幣政策的執行。

美國債券市場為全球最大的債券市場，根據 2004 年統計資料顯示，美國於該年度債券市場之發行量為 6.8 兆美元（約同期的台灣市場之 234 倍），而該年底流通在外餘額為 23.6 兆美元（約同期台灣市場之 163 倍），其中以不動產抵押貸款證券(MBS)為最大宗，若加計不動產抵押貸款證券以外之資產證券化商品（ABS），整體資產證券化商品之餘額占美國債券市場高達三成以上，其次是公司債（20%）、政府公債（16%）、聯邦機構債券（12%）及地方政府債券（9%）等，相較於台灣市場之結構以中央政府公債佔大部分，有很大之差異。

台灣債券市場的發展雖已超過五十年歷史，但交易制度的大幅改革與新金融商品之開放卻距今不到十年才開始發展，除了因為政府修正過去在資本市場發展上較偏重股市之策略外，金融市場之大幅演變亦成為原因之一。例如：2000 年全球股市崩盤之後，企業以現金增資方式籌資不再那麼容易，而銀行的鉅額呆帳又使其對企業授信態度轉趨保守，凸顯了長期穩定資金來源之重要性；而對投資者而言，景氣

擴張時股市帶來可觀的報酬，但隨著景氣的持續下滑，全球進入低利率時代，固定收益工具因提供了穩定的報酬與相對較小的風險而愈來愈吸引投資人青睞，再加上而後發展之債券型基金因稅賦優勢蓬勃發展，使得參與債券市場的層面更為擴大，因而衍生出之避險需求、交易需求及產品多樣化需求更為殷切且明顯。在這樣的背景之下，政府為了健全國內債市制度，除了從公債之發行制度、交易制度、交割結算制度加速和國際接軌外，債券相關新金融商品包括公債期貨，短期利率期貨，資產交換、利率交換交易、遠期債券交易、結構型商品、債券期貨及分割公司債及金融債，以及資產證券化商品等也都陸續開放，而這些債券金融產品的創新也為處於戰國時代的金融界開啟更加複雜多變的局勢。

由於債券金融產品的創新涵蓋之範圍非常廣泛，若要全面介紹恐非易事，因此本文將針對傳統債券還本付息以及債權憑證觀念的創新作為探討主題，至於資產證券化商品或是公債期貨，短期利率期貨等產品則留待其他文章討論。為瞭解債券金融創新的背景及環境，本文首先介紹國內傳統債券市場的概況和發展歷程，以收鑑往知來之效，接著則介紹目前所發展出來的債券金融創新之方式，接著則介紹台灣目前債券金融創新之種類及市場概況，最後則是本文的結論。

貳、台灣債券市場概況

台灣債券市場依照發行主體分類分為：政府債券（包含中央政府公債、地方政府公債及分割公債）、公司債（包含一般公司債、轉換公司債與附認股權公司債）、金融債券（由銀行等金融機構發行，性質與公司債同）、外國債券（國際金融組織來台發行之新台幣債券），以及 92 年後開放之資產證券化商品（受益證券），從【表一】中各類債券之成交值我們可以明顯看出，近幾年的債券交易市場大幅擴張，整體而言，從 87 年到 94 年約增加了六倍，一方面由於財政部於 91 年初取消債券的交易稅，活絡整體債市之交易，另一方面適逢股市低迷，市場利率走低，與債券基金之興起，而使得整體債市持續擴張。

就各個市場來看，在政府債券方面，從【表二】、【表三】可看出，國內債券市場中，為了因應各項重大建設支出，政府公債之發行餘額最大且每年都在成長（尤其是中央政府公債），同時亦是交易最活絡之債券（據【表一】，其中，我們可以看出政府公債之交易額占整體市場之比率皆約 99%左右，雖從 91 年開始，由於公司債與金融債券的大幅成長，加上 92 年開始加入新的資產證券化商品後，所占之比率一度有略見下滑之趨勢，但仍維持在 98%以上）。自民國 85 年度起，中央政府公債發行採定期不定量模式，以避免不定期供給對次級市場造成干擾，然而，86 年起又改為不定期不定量方式（依國庫收支狀況而定）。而後為了要建立我國中長期利率指標，財政部與中央銀行決定自民國 91 年 7 月 1 日之後，台灣公債採「定期適量」發行，每期發行額度為 300~500 億台幣，並事先公布下一年度各月份發行公債之到期期間與金額，以減輕市場非理性的預期心理導致之市場波動。另外

，於 92 年 4 月 15 日財政部開始實施公債增額發行制度，以免指標公債更換過快，且令殖利率曲線更具參考價值。此外，為了吸引小額投資人，並為市場提供更多無違約風險之固定收益商品，而後又於 94、95 年發行可分割公債，且隨後開放申請公債分割。【圖三】顯示了在 95 年 8 月我國中央公債主要持有人及其所佔比率。

在金融債券方面，從【圖一】中可以看到發行餘額從 91 年度開始有顯著的增長，這是由於商業銀行是在民國 89 年修訂銀行法後才取得發行資格，並由遠東銀行率先於 90 年 7 月發行一般金融債券拉開序幕，在此之前只有儲蓄銀行與專業銀行可以發行（即當時之土地銀行、交通銀行、農民銀行、中國輸出入銀行及台灣中小企銀等五家，但實際上只有交銀與土銀發行過而已），當時供給少加上課有 0.1%之證交稅，因此持有者多為金融機構，且流動性不佳。其發行動機並非全然為資金需求，而是在財政部要求降低逾放比並提高資本適足率之下，金融機構紛紛大舉打消呆帳，再加上股市表現不佳、市場利率走低，因而藉發行次順位金融債券來提高資本適足率。到 95 年 8 月為止，金融債券之統計發行額占台灣債市發行額度之第三大（11%）（參考【圖二】）。此外，從【表一】可發現金融債券的交易量從 91 年開始，每年躍升的速度相當快，除了因為市場供給增加以外，財政部更相繼放寬金融債券銷售對象之資格，且適逢債券型基金盛行，在公司債選擇有限且金融債券之票面利率相對較高下，更進一步擴大了需求面。另外，亦受惠於國內股市與利率持續走低，使企業及個人資金轉向債市。

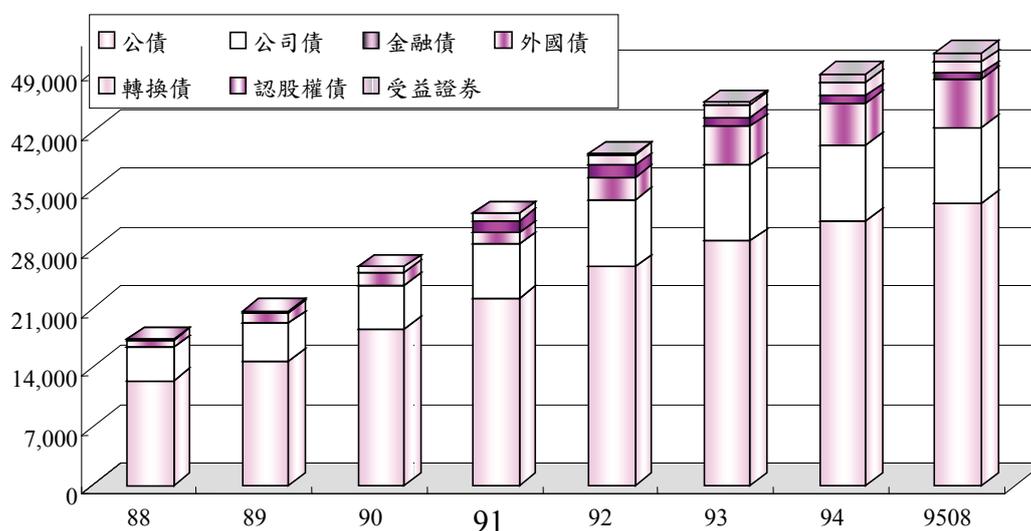
在公司債方面，由於發行者資格之限制（按現行公司法規定，公司債之發行者不必為股票公開發行公司，但只有股票有公開發行之公司才能選擇公開發行公司債，否則必須採私募方式；而可轉債仍限於上市、上櫃公司才能發行），故目前公司債發行之規模比政府公債小得多。從【表四】、【表五】之可轉換公司債與附認股權公司債統計資料看到在 91~93 年間，除了 91 年開始發行附認股權公司債外，可轉換公司債亦自 89 年放寬店頭市場可從事資產交換、附條件交易等限制後，而有大幅成長，再加上因稅負優勢、低利率時代背景崛起之債券型基金之拓展，進而促進整體公司債市場之擴張，直到 93 年下半年開始短期浮動利率看升，使得反浮動結構債券出現問題，而持續延燒至 94 年，伴隨著債券型基金規模逐漸萎縮，造成該年度公司債市場的小幅縮減。但直至 95 年 8 月為止，公司債之發行量仍佔台灣整體債市發行額度之第二大（18%）（參考【圖二】）。此外，自 91 年 2 月初取消公司債交易稅後，次級市場的交易更是活絡，使得交易量相較於 90 年度躍增了 3 倍多（參考【表一】）。

在外國債券方面，早期之外國金融債券發行者以亞洲開發銀行為主，稱為「亞銀債券」，計價幣別有美元、日圓或新台幣。近年來，外國金融債券則以歐洲投資銀行、美洲開發銀行、北歐銀行等 3 家國際金融機構發行為主，到民國 91 年年底來台發行外國金融債券已達 78 種，計價幣別也由過去美元為主轉為新台幣。由於這些來台發行之國際金融機構，除了中美洲開發銀行外，信用評等皆高於我國，且

若為新台幣債券，亦可作為金融機構向中央銀行再融通之工具，以及金融機構之準備金，故其發行之債券成為國內保險、金融機構、投信等機構法人熱門投資之標的。而且，近年來為滿足國內債券型基金之需求，發行之外國金融債券多與國內公司債有相同之分券設計，每一券別之發行金額約在 5 億~10 億元左右。

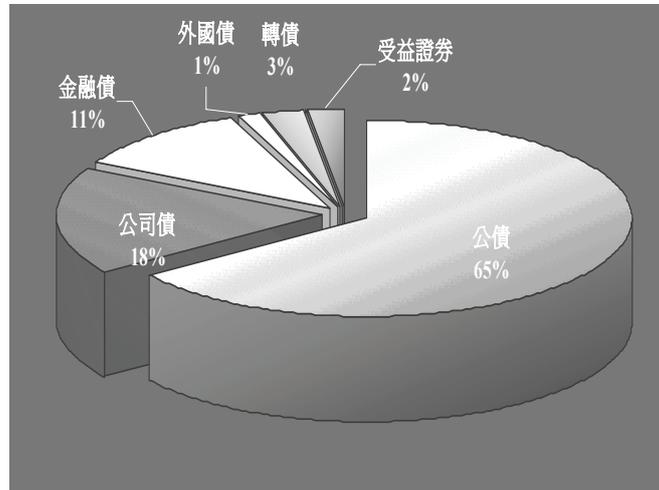
在受益證券市場方面，從【圖一】與【表一】可以看出從 92 年資產證券化商品問世後，受益證券交易量即膨脹得相當快速，短短三年成長了將近 40 倍，市場之發行餘額亦有明顯上升之趨勢。其發展之背景為由於過去幾年全球景氣在飽受科技產業泡沫化所造成的經濟失衡衝擊下低迷不振，因此國際間各主要經濟體的政府紛紛採取寬鬆的財政或貨幣政策企圖擺脫全球景氣低迷的狀況，此時全球各國的短期利率不斷的走低，使得債市牛氣沖天，也因此造成國內債券型基金的規模不斷倍增。但到了 93 年下半年，美國聯準會開始調高其官方短期利率，加上後續爆發聯合投信事件，使得國內債券型基金規模迅速的從歷史的高點崩落、萎縮，因而造成流動性準備的需求不斷上升(尤其反浮動結構債券更是雪上加霜)。為此，主管機關與業者皆積極的為解決反浮動結構式債券提出各種解套方案，包括分割債券、浮動利率轉換債券以及另一條活化債券型基金資產的路子——債券資產證券化，而其中又以證券化商品，因不僅解決創始機構流動性問題以及協助取得資金，且對投資人僅分離課稅 6%，而成為最熱門之商品，並且在債券市場上蓬勃發展。

圖一：台灣債券市場發行餘額（單位：億元）

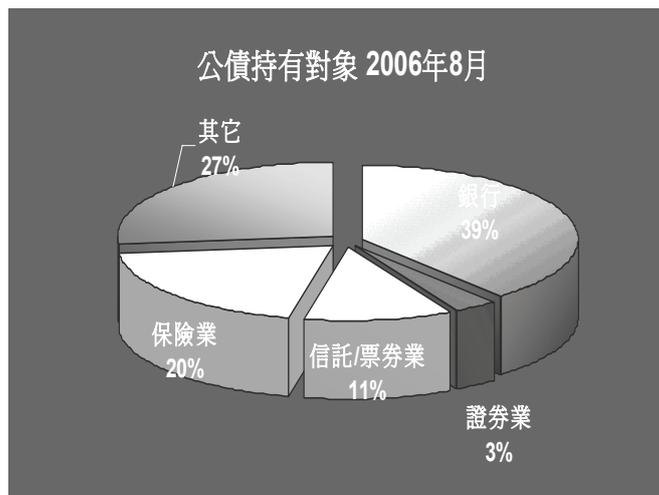


資料來源：中華民國證券櫃檯買賣中心

圖二：台灣債券發行種類比重（至 2006 年 8 月）



資料來源：中華民國證券櫃檯買賣中心



資料來源：中華民國證券櫃檯買賣中心

【表一】債券交易金額（單位：新台幣百萬元）

年或月	債券成交總額			政府債券	公司債	金融債券	受益證券	外國債券*
	合計	買賣斷	附條件					
87(1998)	54,957,730	7,157,158	47,800,572	54,678,291 (99.49%)	110,467	--	--	168,972
88(1999)	52,432,572	7,255,824	45,176,748	52,110,611 (99.39%)	149,932	--	--	172,029
89(2000)	68,843,106	16,691,527	52,151,579	68,354,737 (99.29%)	243,610	--	--	244,759
90(2001)	118,992,507	53,023,930	65,968,577	118,334,535 (99.45%)	287,897	10,000	--	360,075
91(2002)	134,399,037	60,659,017	73,740,020	133,187,595 (99.10%)	871,335	53,698	--	286,409
92(2003)	203,623,979	126,570,836	77,053,143	200,619,905 (98.52%)	2,163,301	125,357	2,034	713,382
93(2004)	205,925,153	123,445,508	82,479,645	202,015,160 (98.10%)	2,774,180	457,219	42,465	636,129
94(2005)	311,386,767	222,174,628	89,212,139	306,009,482 (98.27%)	3,563,854	1,413,302	80,139	319,990
95 (2006到 10月為止)	218,143,603	145,604,878	72,538,725	216,446,214 (99.22%)	1,098,037	411,250	102,094	86,008

資料來源：中央銀行金融統計月報（整理自台灣證券交易所及中華民國證券櫃檯買賣中心）。

* 係指國際金融組織來台發行之新台幣債券。

【表二】政府公債之發行、償還及餘額（單位：新台幣百萬元）

年或月	合計			中央政府發行			院轄市政府發行		
	發行額	償還額	餘額	發行額	償還額	餘額	發行額	償還額	餘額
93(2004)	507,000	242,828	2,852,667	465,000	239,400	2,729,233	42,000	3,428	123,434
94(2005)	469,000	179,439	3,142,228	445,000	161,161	3,013,072	24,000	18,278	129,156
95(2006 到10月 為止)	385,000	166,295	3,360,933	365,000	164,225	3,213,847	20,000	2,070	147,086

資料來源：中央銀行金融統計月報。

【表三】國內公司債及金融債券之發行、償還及餘額（單位：新台幣百萬元）

年或月	合計			公司債			金融債券		
	發行額	償還額	餘額	發行額	償還額	餘額	發行額	償還額	餘額
93(2004)	449,716	243,212	1,924,645	231,448	192,768	1,215,594	218,268	50,444	709,051
94(2005)	335,191	256,721	2,003,115	203,947	227,618	1,191,923	131,244	29,103	811,192
95(2006 到10月 為止)	221,459	234,157	1,990,416	123,630	199,965	1,115,588	97,829	34,192	874,828

資料來源：中央銀行金融統計月報

【表四】歷年上櫃轉（交）換公司債統計要覽

年度	成交量 (十萬元)	成交值(元)	成交筆數(筆)	發行總額 (十萬元)	發行餘額 (十萬元)
86	215	21,255,400	65	9,000	9,000
87	9,370	1,040,247,300	993	46,500	39,366
88	11,248	1,212,475,250	2,423	77,600	61,141
89	149,259	17,017,895,450	28,918	360,200	305,091
90	378,074	45,846,970,650	66,497	775,420	661,356
91	694,552	100,223,942,400	129,248	1,220,880	908,399
92	1,085,036	128,223,292,050	191,168	1,731,340	1,132,372
93	1,977,021	233,914,697,750	255,921	2,457,255	1,460,299
94	1,733,405	190,790,509,200	213,760	2,533,435	1,550,300

資料來源：中華民國證券櫃檯買賣中心

【表五】歷年上櫃附認股權公司債統計要覽

年度	成交量 (十萬元)	成交值(元)	成交筆數(筆)	發行總額 (十萬元)	發行餘額 (十萬元)
91	908	89,521,700	27	7,000	7,000
92	275	25,531,200	20	7,000	4,300
93	3,041	337,216,300	693	10,000	5,479
94	1,720	187,813,550	586	6,000	1,554

資料來源：中華民國證券櫃檯買賣中心

參、債券金融創新商品之簡介

一、債券金融創新的理由

債券的金融創新必須能提供新的功能，才具有存在價值，學者 Finnerty 指出，若債券商品創新具備下列特性，即可替發行公司或投資人創造價值：

(一) 風險重分配

將公司的部分風險移轉給願意承擔的投資人，將可替公司創造價值，此即風險重分配。例如：結構型債券。

(二) 提高流動性

若債券金融創新能夠提高流動性，將可降低投資人所要求的流動性貼水，則投資人所要求的必要報酬率可以降低，發行公司之資金成本也可減輕。

(三) 降低代理成本

債權人與公司經營階層，及債權人與股東間存在代理問題，因此債權人為避免其權益受害，會要求較高的報酬率，對公司而言這就是代理成本。若能降低代理成本，公司就可以用較低的成本籌措資金。

(四) 降低交易成本

許多債券金融創新的商品藉由重新設計其現金流量，將不同的現金流量求償權分割，則不僅可以直接滿足不同投資人的現金流量需求，同時也能省下不必要交易成本。

(五) 減少賦稅

由於投資人真正在乎的是稅後利息收入，因此，若債券金融創新可以減少投資

人應付稅賦，則投資人將願意以較低的必要報酬率買進公司的債券，則發行公司的資金成本將得以降低。

二、債券金融創新之方式

方法一 還本方式改變

(一) 還本時間改變的設計

還本時間的設計可分為確定現金流量之時點與不確定現金流量之時點兩種。其中，確定現金流量型態又可分為一次還本與分次還本兩類。一般常見的債券還本條件多約定在到期日，將本金一次償還給債權人，台灣一般公債即是如此；然而某些債券在發行時，考慮發行公司一次還本會造成公司龐大的資金調度壓力，所以將債券的還本期間提前，並且分為多次還本。

(二) 選擇權的設計

還本方式改變的另外一種類型就是加入選擇權的設計，其中包含了買權、賣權、轉換權和交換權。

(1) 加入買權的還本方式

債券隱含買權之設計，允許發行公司以發行時已決定之價格買進債券。通常發行公司執行買權贖回債券的時機為預期未來利率將下跌，為降低公司利息成本，因此贖回舊債券並發行票面利率更低的新債，達到重新融資（Refinancing）的目標。

(2) 加入賣權的還本方式

債券隱含賣權之設計，允許投資人當利率走勢將不利於目前的債券投資時（如：公司債為固定利率債息時，債券殖利率彈升），則有權行使賣回權，依照約定價格賣回原發行公司。

(3) 加入轉換權的還本方式

一般公司債加入轉換權（Conversion option）就是可轉換公司債，由於可轉換公司債在公司股價下跌時，仍可享有固定的債券利息收益，當公司股價上漲時，仍可藉由執行轉換成公司股票，獲得股價上漲的好處，因此成為『進可攻，退可守』的投資工具，在國內外都相當受到投資人的歡迎。

(4) 加入交換權的還本設計

所謂交換權（Exchange option），與轉換權有所不同，附有轉換權的公司債允許投資人在約定條件下，將所持有的債券轉換成發行公司的股票；至於附有交換權的公司債，則是允許投資人將該公司債轉換成其他公司（非發行公司）之

股票，兩者的差異僅在於轉換後的股票是否為原發行公司。

方法二 利息支付方式改變

利息支付方式改變之債券金融創新可分為計息方式與計息頻率的結構創新。而計息方式的創新又可分為零息債券、固定利息、浮動指標計息、選擇權與階梯式付息。

(一) 計息方式的設計 — 零息債券

零息債券便是該債券發行時以低於面額之折價 (Discount) 賣出，而在債券到期時以面額贖回，則投資人在投資期間內不會收到任何債券利息，然而這些應得的利息便已經隱含在債券折價與面額間的差距。

(二) 計息方式的設計 — 固定利息

一般債券常見的付息方式為固定利息，不過當利率大幅波動時，對投資人或發行公司而言，未必會是有利的。而固定利息的債券可依支付利息的方式又分為按期支付和到期一次支付。(大部分的固定利息債券為按期支付)

(三) 計息方式的設計 — 浮動指標計息

一般來說，浮動指標計息之創新大致上包含了以下三種類型：

(1) 多空浮動利率指標

所謂多空浮動利率債券 (Bull-Bear Floater) 是指將同一批發行債券分成兩類：一類是以固定利率減去指標利率作為票面利率；另一類則以固定利率加上指標利率作為票面利率。

(2) 股價指數連動利率指標

一般股價指數連動債券可以簡單分為本金連動與債息連動兩種。本金連動債券也就是到期時，發行除了支付原始投資本金外，並根據當時的指數水準決定是否給付投資人額外的收益 (如：Stock Index Growth Note)；至於債息連動債券，便是每一期的債券利息支付跟著指數水準相關 (如：茂矽指數連動債券)。

(3) 金融指標連動利率

這類以金融市場拆款利率作為債券浮動利率的指標，可以使債券利息與金融市場資金寬鬆程度連動；當拆款利率上揚時，投資人的收益也將隨之提高，相對的，發行公司的利息成本也將增加。

(四) 計息方式的設計 — 選擇權

將利率上限 (Cap) 與利率下限 (Floor) 契約應用在於債券之付息方式；所謂

利率上下限債券是指該債券之票面利率隨市場狀況浮動，但並非全無限制的浮動，而是有一定的利率上下限，一旦票面利率觸及上下限，就變成固定利率計息。

（五）計息方式的設計 —— 階梯式付息

階梯式付息債券是指債券各期的票面利率並不相同，一般都是近期的票面利率較低，而遠期票面利率較高（遞增型態）；而階梯式付息債券金融創新尚可區分成合併為固定利息的階梯式付息和單純階梯式付息債券。

（六）計息頻率的改變

利用債券利息頻率的不同來改變實質應支付投資人的利息。在相同的票面利率下，若計息頻率越頻繁，則複利效果將影響實際給付投資人之利息，也將對投資人越有利。

方法三 債券分割

過去台灣債券市場所謂的債券分割是將同一債券依不同發行條件或不同保證機構切割為許多券次，以利特定投資人投資；有別於國外金融市場對債券分割（Bond Stripper）的定義，即是將一傳統付息債券分割為不同期間之零息債券。在此，我們將債券分割區分為不變更付息方式和變更付息方式兩類。

（一）債券分割 —— 不變更付息方式

台灣早期債券分割多為不同金融機構擔保同期債券所進行的保證責任分割，主要是發行公司將欲發行之債券分成幾種券次，每一券次有不同的票面利率和不同的到期年限。

（二）債券分割 —— 變更付息方式

台灣金融市場推動債券分割的動機有別於其他國家，其他國家多是為了健全債券市場而推動債券分割制度，但台灣則是起因於為解決投信所發行的債券型基金問題。金管會與許多學者認為推動債券分割制度，可以達到以下幾點功能，並解決債券型基金問題。

（1）解決反浮動利率債券之利率風險

由於反浮動利率債券之票面利息將隨著指標利率上揚而不斷下降，甚至有可能出現零票面利息之情況，因此債券持有人可透過債券分割後，僅持有分割本金債券（Stripped Principal Bond），而售出分割利息債券（Stripped Interest Bond）。因此，當利率上揚，不致因持有反浮動利率部位而出現損失。

（2）解決結構型債券之流動性風險

透過債券分割制度，可提供結構型債券之持有機構另一結清部位的管道，透過

將不同天期、不同計息方式之債券拆解與分售，投資人能更容易取回資金，重新進行資產配置。

(3) 建立合理債券價格評價機制

分割債券推出後，對目前已經在次級市場流通的債券而言，可以更容易由市場供給與需求決定其合理價位，並且建立更具市場價格發現性之不同天期殖利率曲線。

(4) 提供多元化固定收益商品並加速金融創新

目前台灣債券市場缺乏外資機構和小額投資人參與，因此流動性不足；但是，債券分割制度出現後，將使債券部位更加小額化，可以有效吸引小額投資人進入債券市場，便能提高流動性，台灣眾多小企業和外資機構也會願意考慮以此作為短天期資金停泊的工具。

方法四 債券位階改變

利用各種發行條件的設計，來達到調整債券位階之目的，並進而符合投資人與公司理財需求之債券。

(一) 擔保類型

最常見改變債券位階的做法便是利用擔保品或是保證機構的信用加強（Credit Enhancement）來提高債券的信用等級，使投資人了解期債券違約風險已經降低，進一步降低其必要報酬率，同時也等於降低公司資金成本。採用擔保來改變債券位階之型式主要有三種：銀行擔保、不動產抵押擔保、動產抵押擔保。

(二) 限制條款

許多債券在發行時會訂定某些限制條款來保障債券持有人之權益，避免因公司經營階層不當決策或是外部因素的影響，提高債券人持有債券的風險；這些限制條款由於是提供投資人保護債權的功能，因此可以降低投資人對發行公司違約風險的預期，進而降低發行公司的籌資成本。（例如：現金股利分配限制，便是台灣所有轉換公司債中會加入的條款）

肆、台灣目前債券金融創新之市場概況

一、台灣債券市場之金融創新商品種類介紹

下表為近年來台灣債券市場出現之金融創新商品種類介紹：

創新類別	項目	說明		實例	
還本	時間	確定現金流量之時點	一次還本	一般政府公債	
			分次還本	中央投資第 6 次有擔保公司債、遠東紡織第 60 期無擔保公司債	
		不確定現金流量之時點		CMO	
	選擇權	買權			復華金海外無擔保可轉換公司債
		賣權			中央投資第 5 次無擔保公司債、復華金海外無擔保可轉換公司債
		轉換權			復華金海外無擔保可轉換公司債
		交換權			台灣塑膠海外無擔保附交換條件公司債、遠東紡織第 1 期無擔保交換公司債
	利息	計息方式	零息		央債 851 期、852 期
固定利息			按期支付	一般公司債	
			到期一次支付	中央投資第 5 次無擔保公司債	
浮動指標計息			多空浮動利率指標	遠東紡織第 62 期有擔保公司債	
			股價指數連動利率指標	茂矽指數連動公司債	
			金融指標連動利率	中央投資第 3 期無擔保浮動利率公司債、長憶第 1 期無擔保公司債	
選擇權			上限型(Cap)	遠東紡織第 63 期有擔保公司債	

		階梯式	合併為固定	遠東百貨第 9 次無擔保公司債
			單純階梯	遠東紡織第 64 期有擔保公司債、源興科技第 1 次無擔保公司債
	計息頻率	每一年、半年或每季		一般債券
		混合型態		遠東紡織第 66 期有擔保公司債
債券分割	不變更付息方式	依發行條件		裕隆汽車第 3 期有擔保公司債
		依保證機構		中鋼鋁業第 1 期有擔保公司債
	變更付息方式	本息分割（分割為不同期間之零息債券）		國泰世華金融債券、可分割公債
債券位階	擔保類型	銀行擔保	責任不可分割	一般公司債
			責任可分割	世界先進第 1 期有擔保公司債
	不動產抵押債券		大陸工程有擔保公司債	
	動產抵押擔保	股票	茂矽指數連動公司債	
		非股票之動產	陽明海運第 5 期有擔保公司債	
	限制條款	現金股利分配限制		台灣所有轉換公司債
流動比率、負債比率等限制		國揚第 1 期無擔保公司債		

二、台灣債券新金融商品目前的市場交易概況

根據櫃檯交易市場所公布的資料顯示，台灣債券新金融商品目前的市場交易概況大致如下所示：

（一）轉換公司債資產交換：

(1) 固定收益交易部分：目前已通過申請該項業務之證券商共 23 家，契約流通餘額共計 198.48 億元，累計至本年度總成交金額為 243.76 億元。

(2) 選擇權交易部分：目前已通過申請該項業務之證券商共 23 家，契約流通餘額共計 320.35 億元，累計至本年度總成交金額為 244.59 億元。

（二）新台幣利率衍生性商品：

(1) 新台幣利率選擇權：目前已通過申請該項業務之證券商共 19 家，契約流通

餘額共計 480.27 億元，累計至本年度總成交金額為 452.44 億元。

(2)新台幣利率交換：目前已通過申請該項業務之證券商共 21 家，契約流通餘額共計 8,145.78 億元，累計至本年度總成交金額為 4,118.03 億元。

(三) 債券衍生性商品：

(1)債券遠期交易：目前已通過申請該項業務之證券商共 36 家，至本年度累計總成交金額為 0 億元。

(2)債券選擇權：目前已通過申請該項業務之證券商共 18 家，契約流通餘額共計 616 元，至本年度累計總成交金額為 3 兆 8,955.2 億元。

(四) 結構型商品交易：

目前已通過申請該項業務之證券商共 23 家。契約流通餘額共計 51.64 億元，至本年度累計總成交金額 246.44 億元。

(五) 可分割公債：

台灣目前發行了兩支可分割公債（A94106、A95105），皆為 5 年期，固定票面利率 2%，發行日期分別為 94 年 7 月 20 日與 95 年 7 月 20 日，發行額度分別為新台幣 300 億與 350 億。

下表則為相關債券新金融商品開放時間的整理：

台灣債券新金融商品與開放時間一覽表

新金融商品名稱	開放日期
1.轉換公司債資產交換	
固定收益交易部分	89 年 6 月 17 日開放
選擇權交易部分	91 年 6 月 3 日開放
2.利率衍生性商品	
利率交換	90 年 10 月 18 日開放
利率選擇權	91 年 6 月 26 日開放
外國利率衍生性商品	94 年 6 月 20 日開放
3.債券衍生性商品	
債券遠期交易	92 年 3 月 3 日實施
債券選擇權	93 年 7 月 26 日實施
外國債券衍生性商品	94 年 6 月 20 日開放
4.結構型商品交易	
開放實物交割	92 年 7 月 1 日實施 93 年 9 月 30 日開放
5.可分割公債	94 年 7 月 20 日始發行

資料來源：櫃檯買賣市場

伍、總結

債券市場之健全與活絡亦是整體經濟發展中重要的一環，其除了提供仲介資金功能，滿足籌資者與投資者之需求外，同時亦創造了利率衍生性商品市場提供訂價、避險及投機之功能。而新金融商品透過不同的價格連動關係與債券之利息、本金之重新包裝，甚至透過各種擔保提升信用評等之方式來切割重組，使債券商品能有更多元的特性以符合市場上之需要。

台灣債券市場金融創新的原動力主要來自於發行機構之籌資需求及資本結構之調整，債券金融創新之類型又包含了還本方式、利息支付方式、債券分割以及債券位階改變等方式，其中最常見之方式為還本與付息方式之調整，改變債券位階之方式則較為少見。而債券分割方式之興起（特別指不變更付息方式型態），起源於發行公司為了滿足台灣投信認養之需求，故往往把公司債切割為額度較小之數個券次，但此時投信業者可以輕易地認養特定券次，並操控次級市場報價來提升特定基金之操作績效。然而，隨著主管機關之注意與檢討，此型債券金融創新已逐漸消失，取而代之的是債券分割制度（變更付息方式），期望能真正解決債券型基金流動性問題。台灣主管機關與業者皆希望能透過債券分割市場的活絡來建立具有參考性的中長期利率指標，並讓更多債券金融創新商品能引進市場，以滿足保守投資者之理財需求，但若要債券金融創新商品能為債券市場提供正面之功能，仍需配合著良好的管理機制與業者的自律規範，才能使其完美的在市場上運作。