

# 調 查 報 告

壹、案 由：金融監督管理委員會於處理投信結構債事件所提之三大原則，前經本院調查認其程序有欠妥當，並要求該會改善在案。然該三大原則之提出行為與發行新基金或變更基金規模之准駁相結合後，似已產生事實上拘束力，即不得拒絕承擔結構債投資人之損失，從而成為一限制人民權利之行政行為，究該會有無違反行政法及其他有關法令，認有調查之必要。

貳、調查意見：

緣民國(下同)89年底至93年之期間，美國聯邦準備體系(Federal Reserve System)自90年1月起連續13次降息<sup>1</sup>，我國中央銀行亦自89年12月起，連續15次降息<sup>2</sup>，形成低利率之市場環境，證券投資信託公司(下稱投信公司或投信業者)乃以債券型基金收益穩定、變現性高、報酬率高於1年期定存等特色為號召，促成債券型基金規模迅速成長，從89年12月底的新臺幣(下同)7,774億元，躍升至93年5月底的2兆4,097億元達到最高峰。另由於期間之市場殖利率長短期利差大，利於財務工程運用，91年6月起，國內債券市場開始出現票面利率為結構式的金融債券或公司債<sup>3</sup>(下稱結構債)。因能提供較同年期、同信評之傳統債券更高的初始票面利率，各債券型基金經理人一方面為了去化不斷流入的投資人資金，另一方面也為追求更佳的基金績效表現，乃爭相將結構債納入基金

---

<sup>1</sup> 美國聯邦基金利率(Fed Fund Rate)從6.5%降至1.0%；至2004年6月始結束自2001年初以來所採行的寬鬆貨幣政策，首度升息。

<sup>2</sup> 重貼現率從4.75%降至1.375%；至93年10月始轉為調升0.25%，而為1.625%。

<sup>3</sup> 如：91年6月10日台北銀行發行第1檔連結90天商業本票之反浮動債券、91年7月31日遠東商銀發行第1檔連結6個月倫敦銀行間拆放款美元利率(LIBOR)之反浮動債券。

投資組合。以93年10月為例，整體結構性債券發行總額約6,000億元，由債券型基金所購入持有者即達4,400億元（占全市場的73%）；且其中屬反浮動利率之結構債券約為3,800億元，約占其所持有之結構債金額的86%。

惟於93年6月間，上市公司博達科技股份有限公司因無法清償1億美元之海外可轉換公司債，向臺灣士林地方法院聲請重整，引發市場紛紛拋出其他數家償還能力有疑慮之公司債。同年7月12日，聯合投信證券投資信託股份有限公司（下稱聯合投信）經理之「聯合雙盈債券基金」因處分衛道科技股份有限公司可轉換公司債產生虧損，聯合投信應外資股東要求，將該虧損立即反映於基金淨值上，導致基金淨值大幅下降3.46%，引爆投資人大舉贖回該基金之類似銀行擠兌狀況。聯合投信為因應上開贖回，乃大量出售基金資產，造成市場因突然供給過多而價格下跌，進而導致基金淨值繼續下跌；而在流動準備不足情況下，聯合投信經報請主管機關金融監督管理委員會（下稱金管會）證券期貨局（下稱證期局）暫停基金贖回獲准，但其結果反使所有基金持有人對市場上之債券型基金產生高度疑慮而引發大舉回贖，一時間投資人爭相贖回國內其他各投信公司債券型基金，整體債券型基金2週內被贖回3,230億元，公司規模較小者，尤受衝擊（如台育投信所經理之「台育遠流債券基金」即由93年7月的180億元基金規模，劇減至93年9月7日僅餘約31億元，並因流動性不足暫停計價）；市場上稱之為「聯合投信事件」。

金管會為因應上開金融事件，旋緊急採取相關處置（詳後述），並於93年9月20日協調完成「7道防線<sup>4</sup>」，以

---

<sup>4</sup> 資料來源：93年9月21日經濟日報A1版。

依該報導，所謂「7道防線」，第一是先由投信自行解決流動性與信用問題，取得專業股東支持，降低債券型基金持債比率；第二由投信自行尋求債券型基金買主；第三則是凍

紓解贖回潮及協助各投信公司取得流動性。93年11月3日，該會鑑於年關將至，為免年底之市場資金需求所造成之基金贖回潮再度對債券型基金流動性產生衝擊，乃另成立「改善債券型基金流動性專案小組<sup>5</sup>」，由當時之李賢源委員督同證期局等相關單位，每週定期檢討追蹤債券型基金流動性變化與申購、贖回狀況。94年2月間<sup>6</sup>，李賢源委員以當時債券型基金投資決策錯誤（購買過多流動性低之結構債），及分券作價交易方式使投資人誤認債券型基金具保本性質等事由，透過中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會（下稱投信投顧公會）之管道，要求各投信公司於出清處理結構債時，須遵循「符合現行法令規定」、「不可讓基金受益人受損」、「若有損失由投信股東自行吸收」等三大原則（即市場通稱之「三大鐵律」）；後更鑑於國際利率反轉走升，乃於94年8月間進一步要求投信業者須於94年12月底前將持有之結構債部位全數出清。金管會並以業者是否遵從上開行政指導，作為核准募集或追加募集基金之條件。

---

結債券型基金額度，讓債券型基金更有價值，尤其一些投資組合不是真正債券型基金的，將不會核准。第四是打算徵求公會及投信業者同意後，規定投信股東不要將債券型基金收益當作盈餘分配掉，先把這筆錢留下來，萬一有流動性問題時，可以因應；但若債券型基金已有7成以上流動性資產就不受限。第五是金管會在8月9日已開放投信得以基金資產為擔保辦理借款，未來各投信公司也可先與金融機構、保險公司及郵政公司（簡易人壽有1,000億元放款額度）洽辦借款額度，因應投資人大量買回時所需。第六則是各投信可洽郵政公司與保險公司，在相關法令規定範圍內，購買債券型基金持有的結構式利率公司債或金融債券等非流動性資產。第七則是暫停申請贖回。

<sup>5</sup> 組成人員包括：召集人李委員賢源、證期局局長、副局長、第4組（現為投信投顧組）同仁、投信投顧公會理事長、秘書長；另自94年5月8日起加入林委員忠正至95年10月25日止。

<sup>6</sup> 因系爭「三大原則」之決策及發布過程，均未留下正式書面紀錄，故確切之日期已難查證。查依金管會102年4月22日金管證投字第1020014091號函復之說明，略以：「經查改善債券型基金流動性專案小組會議並無做成三大原則之決議紀錄；所謂『三大鐵律』應係第一次出現於94年2月21日經濟日報『反浮動債券鐵律 嚇跑外資投信』報導……」；金管會上開說法經查業為相關司法判決所採認，如臺灣臺北地方法院98年度金重訴字第28號（本案第一審判決；判決日期99年5月28日）、臺灣高等法院99年度金上重訴字第38號（本案第二審判決；判決日期103年7月17日）等判決，均載明金管會係於94年2月20日透過投信投顧公之管道，要求各投信公司配合辦理處分結構債之「三大原則」。惟查，94年2月3日經濟日報A4版「李賢源：分割債有牛肉 才有人搶」之專訪報導，內容早有「三大鐵律」之相關詢答，可知至遲於94年2月3日，即已開始推行系爭「三大原則」之政策。

有關上開金管會於處理投信結構債事件所提之三大原則，前經本院調查<sup>7</sup>認其程序有欠妥當，並要求該會改善在案。然該三大原則之提出行為與發行新基金或變更基金規模之准駁相結合後，似已產生事實上拘束力，即不得拒絕承擔結構債投資人之損失，從而成為一限制人民權利之行政行為，究該會有無違反行政法及其他有關法令，認有調查之必要。案經本院調取前案卷證，及相關刑事司法判決詳予審閱，並邀集專家學者到院諮詢，嗣於106年2月22日詢問金管會黃副主任委員天牧、證期局王局長詠心，暨相關業務主管人員，全案業調查竣事，調查意見臚陳如下：

一、「三大原則」所涉事項，核屬金融監理之重大措施，卻未依當時金管會組織法第10條第1項規定，提送該會委員會議審議；縱使其有解決結構債危機之公益目的，行政程序上仍屬不法：

(一)按「下列有關金融市場及金融服務業之事項，應經本會委員會議決議：一、金融制度及監理政策之擬訂及審議。二、金融法規制定、修正及廢止之擬議。三、金融機構之設立、撤銷、廢止、變更、合併、停業及解散之審核。四、違反金融相關法令重大處分及處理之審核。五、委員提案之審議。六、其他金融重要措施之審議。七、其他依法應由委員會議決議事項。」101年7月1日修正施行前之（舊）行政院金管會組織法第10條第1項定有明文。

(二)查本案聯合投信事件發生於93年7月間，嗣金管會「改善債券型基金流動性專案小組」於94年2月間透過投信投顧公會揭示「三大原則」及於94年8月前後進一步提出之「限期處分結構債」等政策。依

---

<sup>7</sup> 本院院台調查字第1020800108號案。102年3月18日派查；103年1月8日本院財政及經濟委員會第4屆第119次會議審查通過。

金管會函復資料<sup>8</sup>，各債券型基金因配合上開政策，投信業者以自有資金承擔處理結構債之損失總計約達112億元，顯見上開政策影響層面之深遠，核已該當上開組織法第10條第1項第4款「違反金融相關法令之重大處理」或第6款「其他金融重要措施」之事項；依該法規定，自「應」提送金管會委員會議決議。

(三)惟查，「改善債券型基金流動性專案小組」於推行上開「三大原則」政策前，不但未經提送該會委員會議決議，即逕透過投信投顧公會要求業者配合辦理；甚至遍查該專案小組自93年11月成立時起至94年底之期間所召開之51次會議，亦均無相關事項之記載<sup>9</sup>；過程中金管會及投信投顧公會更不曾出過一紙公文或留下書面紀錄可資查考。系爭三大原則之決策程序核有明顯重大瑕疵，違反前揭組織法第10條第1項第4款或第6款規定，情節明確；前並經本院院台調壹字第1020800108號案<sup>10</sup>查明，函請該會檢討。嗣該會函復未來在處理重大緊急事件時，將更為審慎注意相關行政程序等語；本院爰予同意結案。

(四)然嗣金管會於本院院台調壹字第1040800080號案<sup>11</sup>調查期間，竟復爭執該會「改善債券型基金流動性專案小組」於本案處理期間，重大事件或須配合發布相關函令者，均有專案向金管會報告、簽報金管會或提報金管會委員會議，如：

---

<sup>8</sup> 金管會102年4月22日金管證投字第1020014091號函。

<sup>9</sup> 另依金管會102年4月22日金管證投字第1020014091號函復之說明，略以：「經查改善債券型基金流動性專案小組會議並無做成三大原則之決議紀錄；所謂『三大鐵律』應係第一次出現於94年2月21日經濟日報『反浮動債券鐵律 嚇跑外資投信』報導……」，亦堪為證。

<sup>10</sup> 102年3月18日派查；103年1月8日本院財政及經濟委員會第4屆第119次會議審查通過。

<sup>11</sup> 104年4月28日派查；104年9月8日本院財政及經濟委員會第5屆第18次會議審查通過。

- (1) 93年11月8日召開之第一次「改善債券型基金流動性專案小組會議」決議即簽報該會，並由呂前副主委東英代行。
- (2) 為避免債券型基金流動性不足，爰簽報該會於93年11月24日發布金管證四字第0930005684號令，規定投信在結構債未處理完成前應提列特別盈餘公積之相關規範，並由呂前副主委東英代行。
- (3) 94年12月1日為協助各投信公司儘速處理所經理國內債券型基金持有之結構債，以因應年底之贖回潮，由龔前主任委員照勝召集張前副主委秀蓮、呂前副主委東英(嗣因公出未出席)、李前委員賢源、林前委員忠正、黃前委員顯華、金管會曾前主任秘書銘宗、銀行局曾前局長國烈、檢查局張前副局長明道及證期局吳前局長當傑等相關人員，召開「債券型基金處理結構債及基金流動性會議」，由證期局進行專案報告，該會議之參與開會成員包括全體委員及業務局代表，已相當於委員會之性質。
- (4) 95年3月間為與財政部賦稅署協調投信處理結構債虧損認列問題簽報該會，並由呂前副主委東英代行。
- (5) 94年8月15日、94年10月3日及96年1月2日分別就有關投信處理債券型基金持有結構債之損失稅賦問題與財政部賦稅署協商結果、國內債券型基金分流方案及國內債券型基金分流轉型成果報告提報該會第26、32及92次業務會報報告，金管會業務會報之主席為主委，參與開會成員包括全體委員及業務局代表，亦已相當於委員會之性質。

(6) 95年6月27日就有關「金管會處理國內債券型基金持有結構債問題之研析」，提報該會第104次委員會議。

(五) 惟核，金管會所列之上開會議或公文簽報程序，雖均屬該會處理結構債問題之相關行政措施，然內容並無涉及「三大原則」之事項者；金管會以上開說明置辯，容有魚目混珠之嫌，且反映其未能確實虛心檢討之心態，實不可取。再者，「三大原則」對業者權益及債券型基金整體發展之影響程度，較金管會上開所列各事項顯更為重大而深遠，卻反而未提送該會委員會議審議，益凸顯當時處理程序之疏謬；縱使其有解決結構債危機之公益目的，行政程序上仍屬不法。

(六) 綜上所述，金管會為處理投信結構債問題所揭示之「三大原則」，核屬金融監理之重大措施，卻未依當時之金管會組織法第10條第1項第4款或第6款規定，提送該會委員會議審議；縱使其有解決結構債危機之公益目的，行政程序上仍屬不法。詎金管會迄仍未就此節虛心檢討，竟持續以不相關之會議或公文簽報程序搪塞，意圖魚目混珠，其行殊不可取，應就此確實檢討。

二、「三大原則」內容，悖於投資常規及法令規定，至多僅能以行政指導方式，道德勸說投信業者配合辦理；惟金管會卻將之與發行新基金或變更基金規模之准駁相結合，致業者不得不遵照辦理，核已違反行政程序法第4條及第165、166條等規定：

(一) 按所謂行政指導，依行政程序法第165條規定，係指「……行政機關在其職權或所掌事務範圍內，為實現一定之行政目的，以輔導、協助、勸告、建議或其他不具法律上強制力之方法，促請特定人為一定

作為或不作為之行為。」又「行政機關為行政指導時，應注意有關法規規定之目的，不得濫用。相對人明確拒絕指導時，行政機關應即停止，並不得據此對相對人為不利之處置。」同法第166條定有明文。至於行政指導所得為之事項，依同法第4條規定：「行政行為應受法律及一般法律原則之拘束。」行政指導既屬行政程序法第2條所列明之行政行為，自應同受該條規範，相關作為不得有逾越法律及一般法律之情事，合先敘明。

- (二)查本案金管會透過投信投顧公會揭示之處理結構債「三大原則」，內容包括：「符合現行法令規定」、「不可讓基金受益人受損」、「若有損失由投信股東自行吸收」。其中原則二「不可讓基金受益人受損」，核與投資人應自行承擔投資風險之常理相違。而原則三「若有損失由投信股東自行吸收」，亦與當時適用之公司法第154條<sup>12</sup>「股東對於公司之責任，以繳清其股份之金額為限。」之規定相悖離；若驟然為之，必然不「符合現行法令規定」，而抵觸原則一，且對公司小股東而言，亦不無背信之疑慮。可知系爭「三大原則」之內容，實係使投信股東承擔法規上所無之義務，主管機關至多僅能以行政指導方式，道德勸說投信業者配合辦理；如貿然以強制方式為之，即屬無視前揭公司法第154條規定，以公權力強使民眾行法律上無義務之事，而與上開行政程序法第4條規定難謂相合。

---

<sup>12</sup> 59年9月4日修正適用之公司法第154條原規定：

「股東對於公司之責任，以繳清其股份之金額為限。」

嗣102年1月30日修正之現行公司法第154條規定：

「I. 股東對於公司之責任，除第2項規定外，以繳清其股份之金額為限。

II. 股東濫用公司之法人地位，致公司負擔特定債務且清償顯有困難，其情節重大而有必要者，該股東應負清償之責。」



(三)惟查本案金管會一方面透過投信投顧公會發布三大原則，並美其名為「業者自律」，另一方面卻又將之與發行新基金或變更基金規模之准駁相結合，致業者不得不遵照辦理，其之作為，顯已牴觸前揭行政程序法第165條行政指導「不具法律上強制力」，及第166條「相對人明確拒絕指導時，行政機關應即停止，並不得據此對相對人為不利之處置」等規範意旨，且因係強使民眾為牴觸公司法第154條規定之事，核亦違反行政程序法第4條規定。

(四)就此，金管會函復<sup>13</sup>說明略以：該會係基於投信業者：1.對於債券型基金投資決策錯誤，購買過多低流動性之結構債，卻又允許投資人可於申請贖回之隔天取回價款，形成資產流動性低又給客戶流動性高之方便；2.債券型基金進行分券作價操作模式，操縱基金淨值「只漲不跌」，使投資人誤認債券型基金具保本性質；3.投信公司經理之債券型基金為追求短期績效及規模成長，亦不斷將資金投入結構債，淪入重視短期報酬、漠視風險之惡性循環等節，因而認定基金經理人違背其專業、投信公司缺乏市場價格風險及流動性風險之危機管理意識，核有違善良管理人之義務，影響受益人權益，故依證券投資顧問法第7條<sup>14</sup>規定，由投信公司及其股東負擔基金受益人因而所受之損害，經核於法有據等語。惟查基金受益人之投資「損失」，與證券投資

---

<sup>13</sup> 金管會104年7月30日金管證投字第1040029829號函復本院之說明。

<sup>14</sup> 證券投資顧問法§7：

- 「 I. 證券投資信託事業、證券投資顧問事業、基金保管機構、全權委託保管機構及其董事、監察人、經理人或受僱人，應依本法、本法授權訂定之命令及契約之規定，以善良管理人之注意義務及忠實義務，本誠實信用原則執行業務。  
II. 前項事業、機構或人員對於受益人或客戶個人資料、往來交易資料及其他相關資料，除其他法律或主管機關另有規定外，應保守秘密。  
III. 違反前2項規定者，就證券投資信託基金受益人或契約之相對人因而所受之損害，應負賠償之責。」

顧問法第7條所定之「損害」賠償責任，二者分屬不同概念。投信是否善盡專業經營管理責任，及應否由投信股東承受投資人之損失、暨其過失程度及應承擔比例如何，此乃基金投資人與投信股東間之民事關係，其間如有爭執，當由雙方循民事法律途徑解決，如：訴訟、和解、調解……等；上開證券投資顧問法第7條並未授予主管機關逕予認定之權限。詎金管會不但以主管機關角色強勢介入，更以後續發行新基金或變更基金規模之准駁權，強使業者接受該會逕認之風險分配，即由投信股東承受基金投資人之「全部」損失，其結果無異由行政僭行司法職權，而與權力分立機制相違，且其處理方式亦不符民事實務上依雙方過失比例定其責分分配之機制。再者，設若「三大原則」之風險分配方式為當，何以嗣97年9月間因美國雷曼兄弟控股公司破產事件所引爆之連動債事件，該會未再循此模式辦理，且連動債相關司法判決，亦不見採取類如金管會本案處理方式之法律見解。凡此均足證本案「三大原則」之處理方式，確有待商榷之處；金管會上開所辯，並不足採。

(五)綜上所述，「三大原則」之內容，悖於投資常規及法令規定，至多僅能以行政指導方式，道德勸說投信業者配合辦理；若以強制方式為之，即屬非法。惟金管會卻將之與發行新基金或變更基金規模之准駁相結合，致業者不得不遵照辦理，核已違反行政程序法第4條及第165、166條等規定。

三、「三大原則」雖係緣起於聯合投信事件後之債券型基金相關改革措施，然已非處理系爭事件「本身」之急應因應方案，難謂仍具相當急迫性。嗣該會基於對國際利率走勢之判斷，加碼提出「限時移出」政策，亦

因未區分投信公司體質、規模、流動性情形，及所持有之結構債中，有無具保本性質者等不同態樣，而異其處理作法，顯然並非侵害最小手段，而有違比例原則之「必要性」。復以事後利率未如該會預期走升，且相關「金融資產證券化」配套機制反引發後續之金融事件等，更凸顯該會當時越俎代庖，且專斷、不予業者適度彈性做法之不當，核有違失：

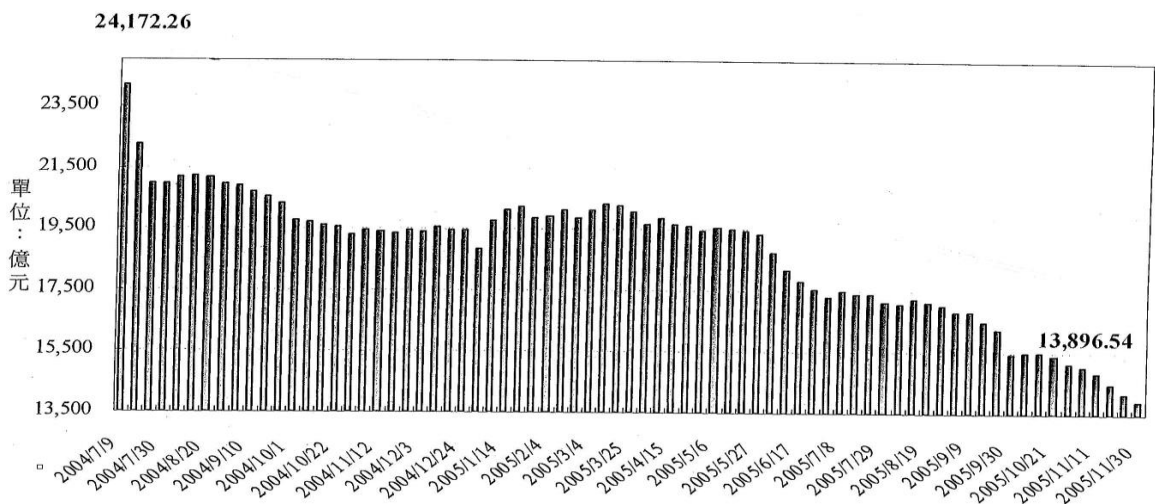
- (一)金管會「改善債券型基金流動性專案小組」執行之「三大原則」及「限期處分結構債」等政策，致投信業者以自有資金承擔處理結構債之損失總計約達112億元，已如前述；另並間接引發包括元大京華證券、寶來證券、金鼎證券等公司負責人受刑事訴追等案件，影響層面實甚鉅大。金管會面對外界就上開措施有違法及違反投資常規等情之指摘，向以其係為保障廣大投資人權益，及處理緊急金融危機，並強調當時市場利率已反轉，若不迅速處分將產生系統化危險等語置辯，力主相關作為確有其必要性；相關說法是否可採，允應併為檢討。
- (二)查93年7月間聯合投信事件發生後，金管會先後採取包括：1. 由主任委員室逐一致電勸告大型法人機構勿參加贖回；2. 協調聯合投信及台育投信移轉旗下各檔基金經理業務<sup>15</sup>；3. 開放基金因有鉅額買回之事由，得以該基金之資產為擔保向金融機構辦理借款；4. 於前開借款期間，基金受益人申請買回應支付2%之買回費用予基金……等緊急因應措施，以紓解基金贖回潮，及協助債券型基金緊急取得相應之流動性，故截至93年10月間，國內債券型基金持有

---

<sup>15</sup> 聯合投信於93年7月16日及20日召開受益人大會，決議將旗下3檔債券型基金之經理公司變更為富邦投信，2檔平衡型基金之經理公司變更為日盛投信。另台育投信則於93年9月8日將台育遠流債券基金移轉由金復華投信公司經理。

流動性資產比率已回升至40.97%；另債券型基金規模從91年7月9日大幅下降以來，至93年10月時亦已回復穩定，甚至在94年初之年底資金需求過後，規模還一度回升，相關趨勢變化請見下圖：

93年7月~94年11月 國內債券型基金規模變化



資料來源：金管會

(三)由上圖可知，至遲於93年10月間，聯合投信事件對金融市場之衝擊已獲相當控制。是後續金管會「改善債券型基金流動性專案小組」於94年2月間推出債券型基金處理結構債「三大原則」，及於94年8月加碼要求須於94年12月底前「限期出清」所持有之結構債部位等政策，雖係緣起於聯合投信事件後之債券型基金相關改革措施，然已非處理系爭事件「本身」之緊急因應方案；由前揭統計數據觀之，

實難謂仍具相當急迫性。再者，系爭政策不區分投信公司體質、規模及流動性情形，亦不問所持有之結構債中，有無具保本性質者，均一律要求「所有」業者將「全部」部位「限期」移出，此雖係基於該會對未來國際利率走勢所為之判斷，惟就體質相對穩健之業者及具保本條款約定之結構債而言，顯然並非侵害最小手段，而有違比例原則之「必要性」；且形同由主管機關越俎代庖代替專業基金經理人做出限時且全額出清之交易決斷，逾越職權分際；復以事後利率並未如主管機關預期之走勢續揚，投信原所持有之結構債卻早已因配合主管機關之急售決斷而蒙受112億元之損失，更加驗證主管機關當時專斷、不予業者適度彈性做法之不當。

(四)次查，投信因前揭金管會「三大原則」及「限時出清」等政策，須配合吸收結構債之交易損失；其資金來源除由投信融資買入、洽其他金融機構協助提供流動性，或由投信股東增資等管道外，金管會另並推動「金融資產證券化」方案，期透過將結構債轉包裝成CBO<sup>16</sup>或ABCP<sup>17</sup>商品，提升收益率，以增加順利出清機會。然而，一方面CBO之收益率未必確有足夠吸引力，如台灣工銀證券股份有限公司（下稱台灣工銀證券）為協助大眾投信及金鼎投信處理結構債所發行之CBO(94工銀債)，即發生求售無門現象；另一方面，要讓債券提高收益率，必須引進國外證券，並承擔較高之信用風險。就前者而言，台灣工銀證券即因該CBO(94工銀債)無法順利銷售，將導致違反證券商管理規則第19條規定(即證券商因承銷取得有價證券與自行買賣部分併計之成本

<sup>16</sup> CBO (Collateralized Bond Obligation；債券擔保受益憑證)

<sup>17</sup> ABCP (Asset-Backed Commercial Paper；資產基礎商業本票)

總額，不得逾其資本淨額的百分之20)，故將該CBO售予「見一投資公司」及「世宇投資公司」，台灣工銀證券再迅即與該2客戶承作此CBO之附賣回(RS)交易；惟97年12月19日附賣回交易到期，該2客戶均無法履行交割義務，因而爆發28億元之違約交割事件。就後者而言，則因美國雷曼兄弟公司資產擔保之國外債券被納進了相關ABCP商品，96年6月美國次級房貸風暴爆發，該公司於同年9月宣告破產，兆豐商業銀行股份有限公司即因接手兆豐國際投信旗下基金持有之雷曼兄弟公司擔保之ABCP產品，因而承受10億元損失。凡此，均在在印證當初處理結構債問題之時程與方式過於操切與缺乏彈性，以致埋下後續相關金融事件之遠因。

(五)綜上所述，「三大原則」雖係緣起於聯合投信事件後之債券型基金相關改革措施，然已非處理系爭事件「本身」之緊急因應方案，難謂仍具相當急迫性。嗣該會基於對國際利率走勢之判斷，加碼提出「限時移出」政策，亦因未區分投信公司體質、規模、流動性情形，及所持有之結構債中，有無具保本性質者等不同態樣，而異其處理作法，顯然並非侵害最小手段，而有違比例原則之「必要性」。復以事後利率未如該會預期走升，且相關「金融資產證券化」配套機制反引發後續之金融事件等，更凸顯該會當時越俎代庖，且專斷、不予業者適度彈性做法之不當，核有違失。

四、金管會以「三大原則」及「限時出清」等政策，強使業者配合出清所持有之結構債及吸收所產生之虧損，事後該會檢查局卻將部分業者以相關操作涉及刑事不法，移送檢調偵辦，其間除凸顯主管機關橫向聯繫不足外，相關作為更難認與行政程序法第8條所揭

示之「誠實信用原則」相合，嚴重傷害政府機關形象與公信：

- (一)查本案投信業者為配合金管會「三大原則」及「限時出清」等政策，除了直接於市場認賠殺出，或採取前揭金管會建議的「金融資產證券化」等機制處理外，部分較具規模之業者，亦有透過集團內關係企業之財務操作，處理結構債限時出清之損益分配或資金調度。惟嗣金管會檢查局實行金融檢查時，認相關操作涉及刑事不法，爰於96年間，將當時元大京華證券、寶來證券、金鼎證券等公司之相關負責人員移送司法偵審，引發各界矚目。
- (二)惟查，「行政行為，應以誠實信用之方法為之」，行政程序法第8條定有明文，本案前揭遭移送之投信業者所為之相關財務操作，其原因無非係配合主管機關「三大原則」及「限時出清」等政策，則金管會提出不合投資常規之監理政策於先，以基金准駁權強使業者遵照辦理後，該會檢查局嗣再以其等財務操作疑涉不法移送檢調偵辦。其間除凸顯主管機關橫向聯繫不足外，相關作為更難認與「誠實信用原則」相合，嚴重破壞政府機關形象與公信。
- (三)就此，社團法人台灣競爭力論壇學會（下稱台灣競爭力論壇）104年4月24日於台灣金融研訓院召開之「債券型金融商品監理之回顧檢討與新思維」研討會，與會之學者專家對此節亦多有論述，相關內容摘要如下<sup>18</sup>：
  - 1、林建甫（國立臺灣大學經濟系教授、台灣競爭力論壇總召集人）：
    - (1) 急促而不周延的「限時、限量、限對象」作法

---

<sup>18</sup> 資料來源：104年4月29日經濟日報A9版，蔡穎青撰稿。

是政府處理金融事件的最大問題所在，93年二次金改違背市場機制，失敗收場；94年處理結構債事件，主管委員個人要求投資人不能有任何損失，若有損失，由投信股東自行吸收，但未有正式發文或留下紀錄。但事後證明投資人若持有結構債到期，反可獲利。當時有金控保護傘的投信公司，沒被移送法辦。資本額小的投信「配合政策」將結構債轉向證券公司融資，法院卻認為其背信犯罪，主管機關事後卻將責任推得一乾二淨。

- (2) 金融監理政策應公開合法，採科學方式管理，不該流於私下調節，並應著重於銷售流程與對象的自律與商品控管，回歸投資風險自負的市場機制，不應將風險轉嫁給投信公司股東。

## 2、鄭貞茂（台灣金融研訓院院長）：

93年結構債風波背景是因利率在低檔時，投資人大量投資反浮動利率債券獲利。但當利率反轉，投資人卻心生不甘，不願自擔損失，主管機關未導正此觀念，也要求投信應該承擔，顯示關於金融商品投資風險自負的教育，必須長期推動。

## 3、林國彬（國立臺北大學法律系教授）：

- (1) 近來新修訂「金融五法」兼顧放寬管制及保護投資人。但回顧結構債事件，當時所謂三大鐵律無論於形式或實質均欠缺法律基礎，除與公司法學理相違背外，更彼此互相衝突。以金鼎案為例，其實金鼎證券最終獲利1億多元，但因金管會委員個人的決策，反而使投資人喪失獲利機會。
- (2) 金融業受高度監理，各項交易有法令嚴密規



範，主管機關應以明確態度將市場規則說明清楚，不能平日不說話，突然間就指業者為違法。

4、余振華（警察大學法律學系教授兼主任及所長）：

- (1) 以故意犯與目的犯而言，必須行為人有犯罪故意及不法意圖，才能成立犯罪。金融業為特許行業，金管會對業者有實際影響能力。業者配合主管機關要求想辦法處理結構債，則業者是否有犯罪故意與不法意圖，值得商榷。
- (2) 刑法制裁為保護生活法益的「最後手段」，應謹守「謙抑原則」。債券交易具有專業性，又需考量市場瞬息萬變，故應尊重商業判斷，此可該當於刑法第22條業務上正當行為之阻卻違法事由，或認為行為人無不法損害意圖而不具構成要件之該當性。

5、林定芄（卓越雜誌發行人）：

- (1) 業者銷售債券型金融商品須向投資人明確揭露投資風險及權益，而業者銷售任何金融商品均須經主管機關核准，對於監理政策，縱使錯誤，礙於現實，只能依順，不敢提起行政救濟。
- (2) 金管會所謂三大鐵律：1. 符合現行法令；2. 不可讓基金受益人受損；3. 若有損失，由投信股東自行吸收，後兩點不符合投資風險自負原則，且違背交易慣例，反造成投資人誤解投資債券型商品「只賺不賠」。而金融機構對於違法不當政策要求，其實沒有拒絕餘地，對於已循政府指示、盡善良管理人注意義務之基金經理人與負責人，不應再被究責或承擔投資人的投資損失。
- (3) 金管法令無明文規範債券RS交易融資比，而是由公會訂定自律規範。證券公會認為融資成數

可達債券面額的117至125%。業者依自律規範進行債券融資交易，未違反常規。而融資可將利息滾入本金，在公會相關函釋中，亦屬正常交易，換言之，將融資利息計入本金，並不是溢付。

6、聶建中（淡江大學財務金融學系教授）：

- (1) 94年間，金管會委員未經委員會決議，自己預測國際利率走升，將發生結構債大量贖回的系統性風險，違反法定程序，個人發布三大鐵律。業者受迫於壓力，不敢提起行政救濟。但投資收益風險不該歸責於投信業者，且之後國際利率反轉走低，金管會委員的判斷顯然錯誤。
- (2) 元大案，業者將股權移轉分攤損失。在金鼎案中，其處理結構債方案經金管會核准，並未利用股權移轉分攤損失，也無任何私人從中獲利。投信已向證券公司承諾若有損失，將由投信承擔，最終也依約清償本息。在元大案中，法院對於進行結構債附賣回（RS）條件交易之融資行為，認定並無不法，但在金鼎案中，反而認定業者犯罪<sup>19</sup>，顯失公平。
- (3) 標普（S&P）、穆迪（Moody's）、惠譽（Fitch）、中華信評等機構評定為A級（含）以上的債券，發生違約機率極低，實與公債相當，不致發生信用風險。若融資總額未逾公會自律規範所定最高成數，當符合交易常規，至於將利息滾入本金，亦屬債券交易經理人的商業判斷，同為公會所認可。而以債券型金融商品交易的高度專業，金融機構負責人基於分層治理原則，均

---

<sup>19</sup> 此應指臺灣高等法院99年度金上重訴字第38號判決（判決日期：103年7月17日）；惟該判決業於104年11月5日為最高法院104年度台上字第3331號判決撤銷，發回更審。

需授權仰賴經理人的商業判斷。但在金鼎案中，很遺憾法院對前述債券交易實務都沒有正確認知。

7、謝明輝（台灣競爭力論壇執行長）：

- (1) 「罪疑唯無」是刑事訴訟的基本原則，業者配合監理政策處理結構債，卻反被認定犯罪，不僅對當事人不公，對國家金融發展更是戕害。
- (2) 主管機關未向外界說明金鼎與元大案之不同，尤其法院在元大案已認定不違法的債券附賣回條件交易，在金鼎案中，卻遭判決有罪<sup>20</sup>，顯失公允。

8、彭錦鵬（國立臺灣大學政治系副教授、台灣競爭力論壇理事長）：

- (1) 金融監理制度應合於法理情，並尊重業界交易慣例。前述債券型商品融資比、利息滾入本金等，既經同業公會認定為常態，主管部門及司法機關均應尊重，否則業者進行常規交易，仍被移送法辦，將嚴重破壞金融監理之公信力。
- (2) 司法機關未真正了解債券型商品交易理論與實務，尤其就財務、會計等專業原則多有誤解。司法院應建立金融商業法庭，與法務部共同強化司法人員財金專業知識，嚴選適任法官，在審理過程中，涉及財務金融與會計及財經法律專業事項，應透過鑑定或專家證人詰問程序釐清事實與法律爭點，讓審判真正專業化。

(四)綜上所述，本案金管會以「三大原則」及「限時出清」等政策，強使業者配合出清所持有之結構債及吸收所產生之虧損，事後該會檢查局卻將部分業者

---

<sup>20</sup> 同前註。

以相關操作涉及刑事不法，移送檢調偵辦，其間除凸顯主管機關橫向聯繫不足外，相關作為更難認與行政程序法第8條所揭示之「誠實信用原則」相合，並為學者、專家多所詬病，嚴重傷害政府機關形象與公信。為避免類案發生，金管會允應迅就如何強化所屬業務與檢查機關間之協調與交流，研提檢討改善方案。

調查委員：劉德勳