

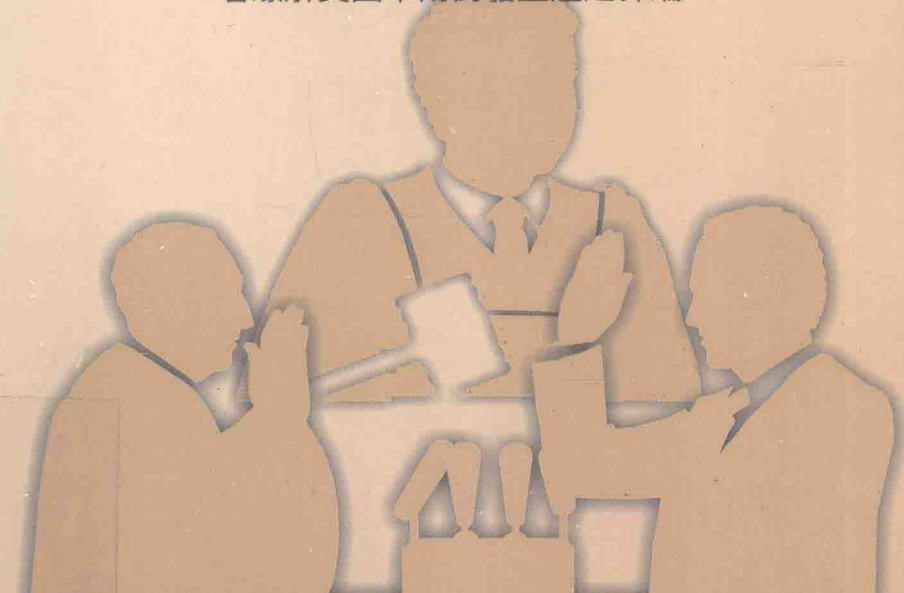
懲與治

——美國華爾街共同基金與分析師弊案剖析

覃正祥 合著
郭土木

★ 本書援引介紹美國已刊登公開之檢察官起訴書及證管會公告發布之文件

★ 本書提供投資人、基金經理人及管理者瞭解美國華爾街發生過之弊端



中華民國九十三年七月

初版

懲與治

——美國華爾街共同基金與分析師弊案剖析

覃正祥 合著
郭土木

- ★ 本書援引介紹美國已刊登公開之檢察官起訴書及證管會公告發布之文件
- ★ 本書提供投資人、基金經理人及管理者瞭解美國華爾街發生過之弊端

中華民國九十三年七月

初版

國家書館出版品預行編目資料

懲與治：保險篇／覃正祥、郭土木合著

—— 初版 —— 臺北市：元照出版，2004 [民 93]

面；公分

ISBN 957-2099-97-3（平裝）

1. 證券市場 — 美國

563.79

93012140

懲與治

——美國華爾街共同基金與分析師弊案剖析 5H004PA

2004 年 07 月 初版第 1 刷

作 者 覃正祥、郭土木

出 版 者 覃正祥、郭土木

總 經 銷 元照出版有限公司

100 臺北市館前路 18 號 5 樓

網 址 www.angle.com.tw

定 價 新臺幣 400 元

訂閱專線 (02)2375-6688 轉 166 (02)2370-7890

訂閱傳真 (02)2331-8496

郵政劃撥 19246890 元照出版有限公司

Copyright © by Angle Publishing Co., LTD.

登記證號：局版臺業字第 1531 號

ISBN 10: 957-2099-97-3（平裝）

本書自序

資本市場發展不定期的出現上下起伏循環，顯現優勝劣敗無情之市場法則，這個市場有擔任管理者之政府、有獨占特定之業務者例如交易所及結算所、有從事各種中介業務者例如證券商、銀行、投資顧問公司等、以及各式各樣之投資人與募集資金之人，各方基於自己之最大利益在市場上運作，而如何使各式各樣參與者均能遵循公平合理之規則，是市場穩定發展及走向繁榮之重要條件。但是公平合理之規則，在業者面對利益衝突情形下，一再出現違反現象，此時有效之執法作為是為維護市場誠信之必要方法。於 2003 年期間在美國華爾街被廣泛報導之共同基金及證券分析師弊案中，業者在利益衝突情形下故意損害投資人利益以追求業者之不法利益，美國政府辦案所採取興利除弊之懲治作為頗有參考價值，這是編譯本書之動機。

在懲罰方面，美國政府對證據明確之違法者不論係個人或組織都追究其法律責任，而民事、刑事及行政責任三管齊下，懲罰違法者並追繳其違法利得，除民事和解金額鉅大及追究刑事責任外，有管理 130 億元資產位於亞利桑納州之證

券信託公司因涉案情節嚴重而被主管機關下令關閉，此外另有高階管理層級諸如普特南共同基金之執行長、美國商業銀行之國家基金之 8 位董事、駿利共同基金執行長等縱無直接涉案證據，亦先後被迫離開待遇豐厚之職務。在治理方面，美國政府與業者達成之個案和解條件，都要求個別業者應對其自身管理工作所顯露之缺失進行結構性革，本書第二章第八節美國證管會之改革措施及第三節之各州之聯合行動，則係介紹美國政府所進行整體性之管理改革方案。

觀察美國政府之執法作為中，發現州政府之檢察長與聯邦證管會積極合作交換證據，同時發佈新聞分別向法院提起民刑訴訟，此種美式聯邦及州二元制之司法所出現之執法競賽現象，為市場之公平合理秩序之維護，產生良好效果，頗為令人驚奇。至於有關吹哨人出場，扮演爆料者角色，其法律地位之保護及鼓勵，亦是促成近年重大案件，例如恩龍案、世界通訊案爆發之關鍵，頗值得我們參考。

違法弊案發生宜客觀檢討其前因後果，採取有效作為以杜絕未來再犯可能，如在未能確實有效執法以懲處違法行為之環境下，僅歸責於法令不週延而主張修法除弊則不無對問題處理有失焦之嫌，本書第二章第三節摘引之紐約州、加州

及北卡州州金融主管機關基於市場參與者之立場對業者之要求改進措施，可清楚看見不用修法亦能實質上進行改革，促進市場誠信品質。

本書援引美國紐約州檢察長之民、刑事起訴書及美國證管會所發佈之相關文件，其中有詳細之辦案過程及鉅細靡遺蒐集之證據，可以看出美國司法及行政機關之從業人員之敬業熱忱，亦為如何去實現公平正義之重要關鍵。

本書感謝兩位大法官賴英照老師及余雪明老師在百忙之中，能撥冗斧正並提序推薦，提攜晚輩之情，銘感五內，期盼本書能提供各界有益之參考。

譚 正 祥

郭 土 木

二〇〇四年七月

賴 序

安隆和世界通訊等弊案在 2002 年爆發之後，上市公司的重大違法事件，成為舉世注目的焦點。由於上市公司做假帳，負責人掏空資產，造成數以萬計的投資人慘遭損失，誠然值得各界的關注。然而，2003 年美國一連串的共同基金及投資銀行的舞弊事件，直接關係到 7 兆美元資產的管理績效和 9,500 萬退休帳戶投資人的切身權益，影響層面之廣，實不下於上市公司的弊案。近年來，討論安隆等違法案件的文章，在國內隨處可見，但探討共同基金弊案的著作，相對而言卻少了很多。這種情形，對於關心國內外投信、投顧業發展的人來說，實在是一項缺憾。

「懲與治」的出版，適時填補了這個缺漏。本書以實際案例，解說美國共同基金及證券分析師如何為謀取私利而侵害廣大投資人的利益，檢調機關及證管會如何努力追懲犯罪，並且為投資人討回公道。對於共同基金慣常使用的手法，本書有深入的剖析，讓大家清楚看到舞弊案的真相，特別是逾時交易和擇時交易的運用，更是弊案的核心，也是本書著墨最多的地方。

依照美國相關法令及實務做法，共同基金手上持有的股票及其他有價證券，每天以美東時間下午四點鐘的市價做為基礎，計算基金的淨值和基金每一單位的價格。因此，下午四點之前申購或贖回基金的人，以當日的淨值計算價格，逾四時之後，應以次日的淨值計價。如果下午四點以後申購基金，仍然以當日（而非次日）的價格買賣，就是所謂的逾時交易（late trade），是違法的行為。為什麼禁止？道理很簡單。假如政府或上市公司在下午四點以後宣布重大利多消息，次日股價上漲，基金價格也會水漲船高，如果讓特定人士用當日的價格買進基金，次日再賣出，便可輕易套取可觀的利益。本書引述紐約州檢察長史匹格的話，形容逾時交易的行徑，就像今天下注，賭的卻是昨天的賽馬（Late trade can be analogized to betting today on yesterday's horse races）。這種手法，獨厚少數人，對廣大的投資人極不公平，卻是共同基金市場慣常使用的伎倆。

共同基金也運用所謂的擇時交易（market timing）謀取利益。以投資日本股票的美國共同基金為例，由於時差，日本股市在美東時間凌晨兩點收盤，但美國的基金仍以當日下午四點計價，相差 14 個小時。因為時間的落後，這樣算出來的

價格，並未反映日本股票的真正價值。如果日本股市收盤之後，出現利多因素，例如美股大漲，預期將激勵日股跟著上漲，便以美國當日的價格買進基金，隔天股價上揚後賣出贖回，就可以獲取鉅額利益。經常利用這種方法套取利益，就是對基金的擇時交易。

逾時交易或擇時交易在國內許多人看來，可能不算是罪大惡極的事；因為許多更粗魯、更赤裸裸謀取不法利益的手法早已屢見不鮮。但美國證管會和司法機關卻從保護投資人的立場，對這些欺騙的手法，緊追不捨，讓心存僥倖的基金負責人付出慘重的代價。至於投資銀行利用證券分析師發布有關特定股票的不實資訊，從中獲利，則更是行政及司法機關全力追懲的對象。值得注意的是，除了刑事制裁及行政懲罰之外，天文數字的民事賠償，更是打擊犯罪的利器。主管機關要求違法業者付出的金額，動輒以十億美元計，務必讓違法亂紀的人無法保有一絲一毫的犯罪利益。這種民事追償對嚇阻犯罪的效用，並不亞於刑事及行政的懲罰。

覃正祥先生和郭土木先生都是學養深厚的法律學者，而且富有實務經驗。正祥兄現任台灣高等法院檢察署檢察官，早年畢業於美國南美以美大學法學院，通過紐約州律師考試

；擔任檢察官的工作已逾 20 年，還曾經在證管會擔任法務室主任的職務，對證券、金融相關的犯罪案件極為熟悉。土木兄出身國立政治大學法學博士，二十年前考取高考金融法務類科，進入證期會服務，從科員、科長、副組長、法務室主任，到今天主管投信、投顧業務的第四組組長，實際參與我國共同基金相關法令及制度的設計，對於投信、投顧的實務運作極為熟悉；公餘並在大學任教，作育英才。

由覃檢察官和郭博士合寫「懲與治」這樣一本探討共同基金弊案的書，實在是難得一見的最佳組合。讀者可以從這本書看到美國共同基金、證券分析師及投資銀行過去不為人知的一面，瞭解檢調機關及證管會攜手合作揭弊除惡的實際做法，以及相關的法令制度如何因應配合修正的背景。全書內容豐富，理論與實務並重，不論對司法機關、行政主管機關、學術界人士及一般讀者，都有很高的參考價值，爰特為推薦。

賴英照

二〇〇四年七月

余 序

美國近年證券市場所發生的重大弊案，如二〇〇一年底至二〇〇二年夏的安隆（Enron）、世界通訊（Worldcom）等一系列公司之破產，其表面理由固然是會計報表不實導致投資人之重大損失致二〇〇二年沙氏案進行公司治理之重大改革，其根本原因即在於會計師為爭取公司審計以外之顧問業務，以致未實質執行會計原則；而公司經營者因有股票選擇權等重大利益，有虛增公司獲利之誘因，亦未善盡其對投資人之信賴責任。故其根本問題在於利益衝突（conflict of interests）。

本書所介紹之華爾街證券分析師配合爭取承銷業務而在證券分析報告中未能獨立表示其真正看法，致誤導投資人；以及共同基金業者容許避險基金做雖非違法但違反其公開說明書所顯示之政策之擇時交易（Market Timing）或明顯違法之遲延交易（Late Trading）行為二者均是只顧分析師個人收入或公司業務，而不顧投資人（分析報告）或長期投資人（在擇時交易或遲延交易）之利益衝突行為。

利益衝突基於人性，無法完全根絕，只有靠倫理觀念之

提升，不斷的法規修補，公司治理的加強以及行政及司法部門之嚴格執法方克有濟。我國證券市場法規已大致齊備，但執法方面尚有改進空間，而有效執法是確保市場健康發展之重要條件，本書作者介紹美國政府認真查處市場不法行為之相關案例，確可為我國管理市場之參考，故樂為之序。

余 雪 明

二〇〇四年七月於司法院

本書內容介紹

本書除了對共同基金市場之運作與架構介紹之部分外，取材自美國司法或行政機關已公開上網之新聞稿或起訴書、判決書及處分書，經整理分成四章，第一章綜合介紹共同基金產業，第二章為共同基金弊案中之關鍵問題提出說明，以方便對第三章之共同基金弊案之個案情節深入了解，第三章是共同基金弊案之個別案件詳情，第四章為摘選之證券研究分析師弊案。

本書之核心內容，係美國紐約州檢察長史匹哲，於 2003 年間所主導追查之二宗大型華爾街弊案，即共同基金弊案及華爾街證券分析師弊案，由於違法行為是在華爾街各個金融公司日常業務行為中經常出現，所以涉案業者眾多，受害人也是不計其數，是則美國政府處理方式當具相當之參考價值，基於他山之石可以攻錯，特摘選重要部分，編譯成本書。

本書第一章美國共同基金市場現況介紹內分五節，第一節是美國共同基金市場現況之介紹，第二節介紹美國共同基金運作之流程，第三介紹節美國共同基金之操作結構，第四節介紹共同基金之種類，第五節介紹美國退休金計畫（401K）暨基金事業，以便為深入了解本書編譯弊案前對共同金產業有整體性認識。

案件成立之初，必須要有切入點，辦案人員才可避免大海撈針造成有限資源錯置之情勢。共同基金弊案啟動追查，

是因為有業內之吹哨人(whistle blower)提供檢方線索，經過請教學者專家取得足夠之專業知識(見本書第二章第五節)，並研究相關之法律規定後，展開行動傳喚涉嫌人及證人，蒐集取得足夠證據，州之檢方及州有關機關、聯邦證券主管機關就對應負責之人提起民事、刑事及行政訴訟。紐約州檢察長對案件處理之觀點，著重在源頭即為何業者從事會損害客戶利益之行為？本書翻譯其在國會之二篇演講(本書第二章第一節)，可清楚了解其辦案方向以及其認為應採取何種作為以確保以後不會再發生同類案件。而聯邦之證管會(SEC)(本書第二章第二節)雖在卡納利案(Canary)對外公佈時因被通知太晚表示不滿，但很快即與州檢察長合作交換資訊一起辦案，惟因二機關辦案著重點有所差異，以致難免發生意見分歧現象，本書第二章第三節及第四節之權力衝突及利益衝突二節，敘述本案發展中本書觀察認知之現象即聯邦與州之權力行使產生磨擦，以及基金管理人與證券分析師為自身利益對為受投資人信任處理事務間之利益衝突。遲延交易(late trade)及擇時交易(market timing)是共同基金弊案中追查之焦點，其意義在本書第二章有六節及第七節對其有詳盡說明。美國證券交易管理委員會為證券市場之主管機關，對弊案發生後之處理責無旁貸，在政策上所採取之作為，本書第二章第八節加以敘述。

本書第三章及第四章對共同基金弊案及證券分析師弊案分別案情加以敘述，文獻資料源自紐約州檢察長(Attorney General)、美國證管會之網頁及其他相關媒體報導。由於資料

頗多，必須加以選取只有部分案例全案翻譯，其餘是部分翻譯或擇要介紹。

關於和解金額數目，在證券分析師弊案中，於 2003 年 4 月 28 日美國政府與華爾街十家大型金融公司進行全球性和解，總金額達 14 億美元之鉅，破歷史紀錄。至於共同基金弊案從 2003 年 9 月起公布周知後，逐案和解過程中，至 2004 年 3 月 15 日依當日紐約州檢察長辦公室發佈之新聞稿在與美國商業銀行和解後，累計總金額已達 16 億 5000 萬美元，超過證券分析師弊案之和解總金額，而繼於 2004 年 4 月 8 日與普特南共同基金(Putnam)和解金額為 5500 萬美元、同年 27 日與駿利共同基金(Janus)和解金額為 2 億 2500 萬美元，同年 5 月 20 日與史壯共同基金以 1 億 7500 萬美元和解，同年 6 月 21 日與 PBHG 基金以 1 億美元和解，此時和解金額已超過 22 億美元，而數額仍在累積增加中，並仍有其他涉案業者尚待處理。

本書作者在編寫個案過程中自認得到對美國法加深認識之豐厚回收，對所謂美國是案例法國家不是大陸成文法國家、聯邦法及州法二元制等，有更深層了解。希望本書所整理之資料能對讀者提供增廣見聞之效果。

目 錄

第一章 美國共同基金市場現況介紹.....	1
第一節 美國共同基金市場現況之介紹	1
第二節 美國共同基金運作之流程	1
第三節 美國共同基金之操作結構	3
壹、董事(Directors).....	4
貳、股東(Shareholders).....	5
參、經理顧問(Investment Adviser).....	5
肆、後臺行政管理人員(Administrator)	6
伍、主辦承銷商(Principal Underwriter).....	7
陸、保管機構(Custodian).....	7
柒、銷售機構(Transfer Agent).....	7
第四節 共同基金之種類	8
第五節 美國退休金計畫 (401K) 與基金事業	17
壹、簡介	17
貳、稅賦優惠	22

第二章 共同基金弊案中之關鍵問題	25
第一節 紐約州檢察長史匹哲(Eliot Spitzer)對案件觀點 ...	25
壹、史匹哲背景簡介	25
貳、演講	25
第二節 美國證管會對共同基金弊案發生前之作為	39
第三節 權力衝突	44
壹、個案衝突	44
貳、各州之聯合行動	46
第四節 利益衝突	51
壹、共同基金弊案中有明顯之利益衝突情事	51
貳、證券研究分析師弊案中之利益衝突情事	52
第五節 吹哨人、學者	53
壹、卡納利案之吹哨人	53
貳、普特南共同基金之吹哨人	54
參、因案成名之研究共同基金之學者	57
第六節 遲延交易 (或逾時交易 late trade)	60
第七節 擇時交易 (價差交易或稱短線交易) (market timing)	61