

第二章 現況及文獻探討

第一節 台灣債券市場發展及概況

債券市場與股票市場都是直接金融的一環，然而長久以來，台灣的資本市場偏重股票市場的發展，而忽略了債券市場的健全發展。其主要原因為：債券市場的相關主管機關太多，沒有專責單位推動改革，不像股票市場有財政部證券暨期貨管理委員會專權負責，由於事權集中，政策的擬定及執行能夠比較有效率。而債券市場從初級市場、次級市場、貨幣政策到清算交割等相關的主管機關，包括財政部國庫署、證券暨期貨管理委員、賦稅署到中央銀行，各單位都有其法令限制和職責，反而影響到政策的擬定和執行的效率。

其實債券市場的資金遠較股票市場的資金長期且穩定，不但可以加深資本市場的深度，讓資金為經濟發展所用，更可以安定金融市場的穩定性，因此政府修正了過去資本市場偏重股票市場的策略，經過最近幾年的努力，除了大幅改革交易制度外，並且加速新金融商品的開放，期望能快速健全發展台灣債券市場。茲就台灣債券市場的發展，市場結構及現況問題分析如下：

一、台灣債券市場的發展歷程

(一)、債券市場草創期：1949~1990 年

從 1949 年發行的愛國公債開始，台灣債券市場已經發展將近 60 年，由於初期的台灣資本市場尚未開始，加上政府的公債發行量有限，幾乎所有的公債都作為國營金融機構的流動準備，加上交易制度的不健全，使得公債市場交易冷清；雖然這段時間，民營企業蓬勃的發展，但是籌資管道還是以銀行借款的間接融資及從股票市場增資為主，以發行公司債的直接金融方式籌資並不普遍，只有部份集團旗下的公司，偶爾會發行銀行擔保的公司債。

(二)、債券市場成長期：1991~1999 年

在這個階段，因為供給面的成長和交易制度的改變，奠定了台灣債券市場的發展基礎。

首先由供給面來看，政府從 1991 以後，因為推動六年國建而開始大量發行政府公債，使得公債的供給大量增加；而因為債券型基金的補券需求，讓公司債市場逐漸興起，民營企業轉由直接金融取得資金。隨後國際金融機構也陸續來台發債，更鞏固了債券市場的逐步發展。

而交易制度的改變包括：以標售制度取代配售制度、設立中央公債交易商制度、積極推動債券附條件交易，將龐大的貨幣市場資金引入債券市場；而中央公債交易商制度，除了讓符合資格的銀行及券商可以參與公債標購外，並賦予中央公債交易商活絡次級市場的責任。

(三)、債券市場加速發展期：2000 年~迄今

在 2001 年經過立法院通過的公共債務法修正案，將借新還舊排除在舉債額度之外，使得公債發行大幅加，再加上國內利率隨著全球經濟的衰退而持續下降，雖然當時台灣股市委靡不振，但債券市場則是維持多頭的榮景，使各交易商積極的擴展債券業務。在此階段債券市場的重大變化包括：

1. 新供給者的加入：受到由於股市空頭的影響，企業在股票市場不易籌資，加上利率持續下跌後，企業轉向債券市場發債取得資金，為符合投資人的需求，產品的設計與包裝也越來越多元化；在此同時，受到亞洲金融風暴的影響，台灣金融業的不良資產快速惡化，為提高資本適足率及打銷呆帳，金融業開始發行次順位金融債來作為第二類資本，作為打銷呆帳及提高資本適足率的資金來源。
2. 電子交易平台的建立：受惠於網路科技的發展，櫃檯買賣中心於 2000 年推出「債券等殖電腦議價交易系統」，提供交易商從報價、成交到結算交割的電子化平台，同時也建立公司債暨金融債報價系統，提供各債券自營商買賣公司債之報價資訊集中揭露管道，改善債券交

易資訊不對稱的情況，促使了債券交易的成交量呈現倍數成長，使得臺灣債券市場一度成為亞洲除日本以外的第二大債券交易市場。

3. 新商品的開放：創造了市場規模以後，由於利率自由化、國際化的環境下，臺灣債券市場將受到國際匯率與利率變動的影響，使得利率衍生商品的需求與日俱增，從 2000 年開放可轉換公司債資產交換 (Convertible Bond Asset Swap) 後，陸續開放利率交換 (Interest Rate Swap)、利率遠期交易 (Interest Rate Forward)、債券遠期交易 (Bond Forward Trade) 與結構型商品 (Structured Products)，到 2004 年則分別開放長天期的期債券期貨 (Bond Futures)、短天期利率期貨 (Interest Rate Future)、債券選擇權 (Bond Option) 及資產證券化 (Securitization) 至此，臺灣的利率市場商品皆已大致完備。
4. 債券型基金的推波助瀾：受到國外景氣由盛而衰的衝擊，國內外利率市場逐步下滑，整體利率市場維持在低檔，債券型基金因為免稅及具流動性的優勢而快速崛起，高達 2 兆多台幣的資金規模，雖然投入公債買賣斷市場的比重偏低，但成為債券市場上公債以外的債券最大需求者，為因應債券型基金的補券需求，公司債的分券制度、結構式公司債券的發行也因應而生，但也造成了央行貨幣政策指標工具 M2 失真的爭議，埋下了主管機關對債券型基金大力整頓的原因。

二、台灣債券市場的結構與運作：區分為二大部份—初級市場及次級市場。

- (一)、初級市場：由發行者、代理機構及投資者所組成，主要的目的在提供債券發行的功能，透過市場的機制，將資金由投資者轉給發行者；在初級市場中以中央政府公債為發行大宗，其次是公司債券，各類債券發行情形如下：

1. 中央政府公債：發行主體為中央政府，由中央銀行代理財政部國庫署

發行公債，必須取得中央公債交易商資格才能參與公債的競標，而投資者必須透過中央公債交易商參與初級市場的公債標售。

2. 地方政府公債：發行主體原為省市政府，廢省後，目前僅有台北市政府及高雄市政府，代理機構為台北銀行(併入富邦銀行後，由台北富邦銀行接手)及高雄銀行，投資人必須透過代理銀行或證券商才能購買地方政府公債的初級市場發行。
3. 金融債券：發行主體為銀行，包括商業銀行及專業銀行。金融債券的發行必須先向財政部金融局申請獲准後，並經過證券暨期貨管理委員會(目前的金管會證期局)核准後方可發行。
4. 公司債券：發行主體為股份有限公司，除特殊產業必須取目的事業主管機關核准外，一般公司債發行可以公開銷售或私募方式進行。公開銷售必須向證期局申報並洽承銷商銷售；如採用私募方式，可委請證券商擔任銷售顧問，並發行後向證期局報備即可。
5. 國際金融組織(Supranational)債券：發行主體包括：亞洲開發銀行(Asian Development Bank, ADB)、歐洲復興開發銀行(European Bank for Reconstruction and Development, EBRD)及美洲開發銀行(Inter-American Development Bank, IADB)等國際組織，來台發行新台幣計價之債券。這類債券的發行者必須向財政部及中央銀行申請核准後，再透過證券承銷商發行。

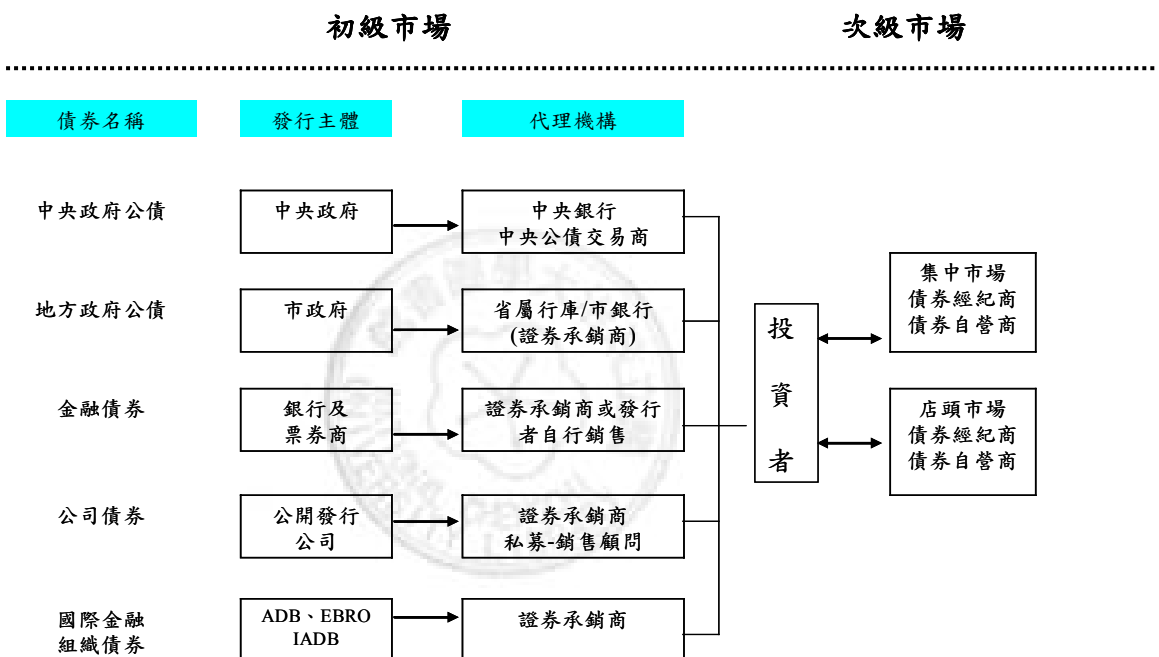
(二)、次級市場：次級市場是提供債券發行後買賣的場所，次級市場由投資者、債券自營商及債券經紀商所組成，透過下列機制來滿足投資者的需求：

1. 店頭市場議價交易：除了中央政府公債及可轉換公司債，可以選擇在集中市場或店頭市場交易外，大部份的債券都在店頭市場中交易。在店頭市場中，公債可以透過等「債券等殖電腦議價交易系統」完成交易外，其餘債券則大都透過電話於債券商營業處所完成交易。

2. 集中市場交易：債券發行後可以申請於交易所掛牌上市，或向櫃買中心申請掛牌上櫃。債券次級市場在櫃檯交易比較具有流通性，所以國內的債券大都會申請上櫃交易。

台灣債券市場的屬於法人市場，主要參與者包括：銀行、中華郵政公司、證券自營商、票券金融公司、保險公司、債券型基金及一般企業，而個人投資者則透過債券附買回(RP)的方式，或是透過公債保證金交易參與債券市場。

圖 2-1 台灣債券市場結構圖



三、台灣債券新商品的開放

櫃買中心從 2000 成功推出了「債券等殖電腦議價交易系統」後，臺灣債券市場的交易量出現大幅度的成長，由於債券交易並沒有漲停板的設定，因此利率風險開始浮現；為了健全債券市場的發展，櫃買中心從 2001 年起先後開放利率衍生性商品交易，包括利率交換 (Interest Rate Swap)、利率遠期交易 (Interest Rate Forward)、遠期交易 (Bond Forward Trade)、結構型債券 (Structured Products)、債券期貨 (Bond Futures) 與債券選擇權 (Bond Option)、信用衍生性商品 (Credit Derivative)。本文主要研究方向將著重在三項利率衍生商品：利率

交換及利率選擇權、債券期貨以及資產證券化，探討其開放的歷程及發展結果。

表 2-1.櫃買中心關於利率衍生商品開放時程表

標的資產	債券	利率	可轉債
Forward	2003-3-3	2002-6-26	N/A
Futures	2004-1-2	2004-5-1	N/A
Option	2004-7-26	2002-6-26	2002-6-3
Swap	N/A	2001-10-14	2000-6-3
Structured	2003-7-1	2003-7-1	2003-7-1

資料來源：櫃檯買賣中心/紅頂金融工程研究中心整理

(一)、利率衍生商品-利率交換合約(Interest Rate Swap, IRS)及利率選擇權
(Interest Rate Option, IRO)

銀行早在 1998 年前即開始從事利率交換合約交易，當時大都以銀行自有部位操作為主，是衍生商品中最熱門的商品交易；而櫃買中心在 2001 年開放券商經營利率交換合約，由於利率交換並沒有進行本金的交割，在結算時僅就現金流的差異進行結算，因此獲得交易者的青睞。比較當時全球的店頭衍生性商品交易市場，IRS 就佔了交易量的 76%（資料來源：世界清算銀行，2001 年）。

自 2000 年的科技泡沫後，美國藉由降低利率刺激經濟，在美國聯準會(FED)一連串的調降聯邦基準利率下，台灣利率隨著全球景氣的下跌來到低檔；在 2003 年及 2004 年，大部份的機構及企業法人認為市場利率已經走入谷底，未來利率可能反彈，各機構紛紛利用利率低檔時機發行債券，以取得低廉的資金，而且為刺激買氣，在債券的發行條件上，會運用利率衍生性商品而推出不同的計價方式，如反浮動利率或區間計息利率；當然，機構發行者於債券發行時，必須同步利用利率衍生性商品來規避風險。

到了 2004 年 6 月，美聯儲 (Fed) 宣佈調高聯邦資金利率一碼，並強調決策當局將會視經濟狀況而逐步調高利率。這使得市場分析師認為美國的低利率刺激政策的時代已經結束，國際利率即將正式反轉。臺灣在國際化的

環境下，各券商及銀行對其有需要進行利率避險的客戶，紛紛建議進行 IRS 交易；這使得 IRS 成為臺灣債券市場上的主要衍生商品，在店頭衍生性商品交易合約中，一度超過匯率衍生性商品，而且利率交換每年均保持在店頭交易市場重要的角色。

(二)、公債期貨(Bond Future)及利率期貨(Interest Rate Future)

公債市場經過在最近十年的快速發展後，債券市場因為下列的因素，必須發展債券期貨來解決問題：

1. 利率由低檔反轉，債券投資者急需的避險渠道：

以十年期公債指標利率來看，從 2002 年 3 月的最高點 4.3% 一路降低到 2003 年 6 月的 1.4%，隨後在美國調高利率的影響下，十年期指標公債的利率在半年內揚升了 160 BP，達到 3.0%，利率反轉代表公債價格的下跌，受到行情上下震盪的衝擊，投資者都希望有個有效率的避險商品，在集中市場交易的債券期貨就是一個很好的標的。

2. 利率避險工具集中在店頭市場，限制了參與者的範圍：

在當時的，雖然主管機關已經開放了利率衍生商品，如利率交換與債券遠期交易等，但是商品都是店頭市場交易，而不是交易所集中交易的衍生商品，這使得參與者都只能是券商與大型投資機構。但 32% 的債券投資者並非以長期持有債券為目的，因此需要一個適合的避險渠道。

3. 多數債券流動性不佳，冷門券面臨評價問題

雖然公債券次級市場交易活絡，但 80% 都是集中在少數熱門券(On the Run)，而冷門券(Off the Run)幾乎都沒有交易量，除了價格容易受到人為的操控外，也面臨到市價評估(Mark to Market)的問題，由於當時的會計處理的準則將即將由「成本與市值孰低法」，改為市場價格來認列會計成本，如果投資在欠缺流動性市場的商品，將會因為沒有市場報

價，而影響投資人進場的意願，而且熱門券可能因為新券的發行，而迅速淪為冷門券，如果沒有市場報價也就無法有公平合理的定價。

在上述因素與需求驅使下，臺灣於 2004 年 1 月 2 日正式開放「10 年期政府債券期貨」的交易。利率相關期貨區分為短期利率期貨及中長期利率期貨，而短天期的『30 天期商業本票利率期貨』則於同年 5 月正式掛牌上路。除了提供投資者避險的新工具外，也希望過債券期貨價格發現的功能來為冷門債提供流動性。

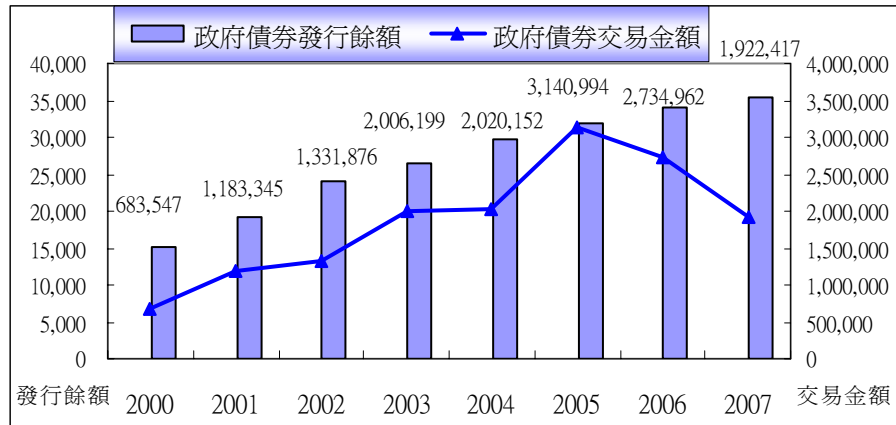
(三)、資產證券化

臺灣的「資產證券化」可分為「金融資產證券化」及「不動產證券化」。並分別分別於 2002 完成「金融資產證券化條例」，2003 年通過「不動產證券化條例」的立法，相關配套措施日漸完善，金融機構可以設計各類的資產證券化商品，提供國內金融市場與國際市場同步的理財工具。資產證券化除了扮演活絡市場資金的角色外，更是政府推動公共政策與籌措財源的重要工具。

四、台灣債券市場的發行與交易概況

(一)、政府公債發行餘額/市場交易量：

截至 2007 年底，政府公債的發行餘額已經高達新台幣 3.55 兆，受惠於等殖交易系統的上線，次級市場的交易量於 2006 年創下新台幣 273.50 兆的歷史紀錄。2007 則年因公債步入空頭市場，在欠缺有效避險工具的情況下，次級市場週轉率由 2006 年的 80 多倍降為 54 倍。



資料來源:中央銀行統計月報、櫃買中心 單位:新台幣億元

(二)、普通公司債發行餘額/市場交易量

在直接金融的盛行下，各企業趁著國內利率維持低檔之際，紛紛發行公司債券，自 2002 年公司債發行餘額突破新台幣 1 兆元，往後皆維持在 1.0~1.2 兆元，而公司債次級市場交易並不算熱絡，2003 年~2006 年的週轉率突破 1 倍以上，2005 年因為投信處結構債而大幅提高週轉率到 3 倍左右，去年(2007)又回到 1 倍以下的週轉率。

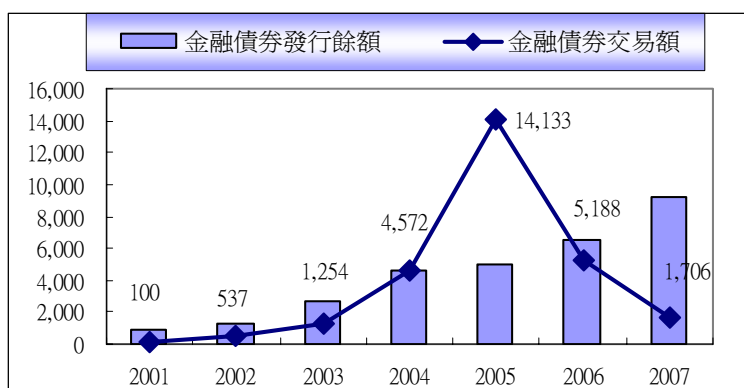


資料來源:中央銀行統計月報、櫃買中心 單位:新台幣億元

(三)、金融債券發行餘額/市場交易量

與普通公司債相同，各金融機構趁著利率低檔發行金融債券，截至 2007 年底國內金融債券發行餘額高達新台幣 9 千多億，而次級市場週轉率雖然曾在 2004、2005 年各自達到 1 倍及 2.85 倍的天量，但去年則大幅萎

縮到 18.59%。



資料來源:中央銀行統計月報、櫃買中心 單位:新台幣億元

(四)、資產證券化商品發行量統計

國內首宗金融資產證券化 - 台灣工銀之企業放款組合證券化 - 於 2003 年成功發行後，國內許多機構相繼發行資產證券化產品，至 2007 年 12 月底發行量達 1.32 兆元，其中以金融資產證券化為主，佔 94.09%，不動產證券化佔 5.91%。

年度	金融資產證券化		不動產證券化		合計	
	發行量*	發行餘額	發行量	發行餘額	發行量	發行餘額
2003年	269.8	158.8	-	-	269.8	158.8
2004年	421.5	478.2	99.8	99.2	521.3	577.4
2005年	1,418.6	1,653.4	375.4	463.4	1,794.0	2,116.8
2006年	4,119.4	2,828.8	208.2	627.0	4,327.7	3,455.8
2007年	6,169.5	3,453.2	95.1	720.9	6,264.6	4,174.1
合計	12,398.8		778.5		13,177.4	

資料來源:中央銀行統計月報 單位:新台幣億元

(*註:發行量包含 ABCP 定期循環發行之金額)

(五) 主要債券次級市場週轉率

次級市場交易以政府公債為大宗，公司債券交易次之，而金融債券的週轉率則最低。

年度	公債週轉率	公司債週轉率	金融債券週轉率
2000	4,481.29%	34.44%	-
2001	6,201.04%	35.61%	11.82%
2002	5,562.23%	86.51%	41.33%
2003	7,574.85%	183.81%	47.50%
2004	6,770.85%	228.21%	100.48%
2005	9,855.03%	299.01%	285.68%
2006	8,021.12%	122.56%	79.43%
2007	5,418.62%	92.78%	18.59%

資料來源：中央銀行統計月報、櫃買中心

(六) 櫃買中心衍生性商品交易統計：

櫃買中心開放證券商經營店頭衍生性商品，整體券商各商品之交易金融如下：

商品名稱	交易量	商品名稱	交易量
利率遠期	0	資產交換固定收益	352.66
利率交換	7,975.25	資產交換選擇權	407.95
利率選擇權	35.00	股權選擇權	186.71
債券遠期	20.00	股權交換	0.00
債券選擇權	14,136.00	信用衍生性商品	0.00
結構型商品	437.91	其他	179.50
合計			23,730.98

資料來源：證券櫃台買賣中心

資料時間：2007/12/31

(七) 利率期貨交易統計：

利率期貨交易量低迷，不管是 10 年期政府公債期貨或是 30 天期商業本票利率期貨，雖然主管機關試圖改革，但仍未見成效：

	10 年期政府公債期貨		30 天期商業本票利率期貨	
	年度成交量	日平均成交量	年度成交量	日平均成交量
2004 年	67,705	271	209,561	1,397
2005 年	2,887	12	217	1
2006 年	40,675	164	40	0
2007 年	151,247	612	36,243	147

資料來源：台灣期貨交易所

單位：口數

五、台灣債券市場的問題

台灣的債券市場雖然已經發展大致完備，但是仍面臨一些結構性的問題，以下將依公債市場及公司債市場分別討論：

(一)、公債市場：

1. 各期次公債流通籌碼不足：

目前進行公債買賣斷的主要交易商為證券業及票券業，但是這兩個行業的交易目的以短線投資為主，所以在持債比例上，佔整體公債流通在外餘額比例相當低，可供交易的流通籌碼不足，不利於市場流通性的創造；而持券比例較高的機構法人，因為掌握了足夠的籌碼，足以影響債券交易價格，不輕易在市場作交易。

2. 冷門債交易量問題：

雖然臺灣債券市場交投活絡，但都是集中在少數幾期熱門指標債，一旦央行發行同天期的新公債，新債成為市場新的熱門指標債，而原指標債成交量立即下滑，迅速淪為冷門債，同時交易價差放大，造成原有投資者出場不易。冷門券的問題，會讓投資者遇到無法出脫手中債券或買賣價差過大的問題，形成交易成本大幅擴增的現象。

3. 避險工具不足：

目前債券期貨避險上仍面臨著避險工具的不足，最大的問題在於債券期貨流動性問題，及缺乏借券來源：

(1). 債券期貨交易量偏低：

雖然債券期貨已經開放了三年多，也經過主管機關不斷的改革，但是公債期貨交易量未見活絡，依據台灣期貨交易所的統計資料，2007年的日均量才612口(截至2007年12月止)，如果利用公債期貨進行避險，反而面臨期貨流動性的風險，所以目前債券期貨並非良好的避險工具。

(2). 債券中心問題：

借券制度是市場多空操作上最重要的機制之一，也是影響證券商造市能力的關鍵因素，讓主要公債交易商執行造市者(Market Maker)的義務時，能夠確保其於借券中心取得券源，才能充分發揮主要交易商應買、應賣的功能。由於公債主流券的出借券源依然缺乏，造成借券交易偏低，在主要公債的投資機構不願參與借券市場的情況下，市場無法建立起放空避險的機制，公債市場呈現跛足成長，無法強化國內公債市場的健全體質。

(二)、公司債市場

1. 欠缺次級市場：公司債的發行市場雖然已經逐漸成熟，但次級市場仍未見活絡，許多債券於初級市場承銷後即被買方持有鎖住，次級市場幾乎無籌碼可流動，政府為提升公司債次級市場之效率，雖然在 2002 年取消了交易稅，公司債交易稅取消後，次級市場的交易量已稍見成長，但仍未見起色，以 2007 年 12 月的發行餘額及次級市場交易量來看，市場週轉率只有 92.78%，次級市場的日平均交易量只有新台幣 41.30 億，遠遠落後公債市場的 7,783.06 億元(週轉率 5,418.62%)
2. 信用評等制度未普及：由於國內發行公司不大願意進行信用評等，發行者的債信風險無法經由信評公司給予公正客觀地評估與揭露，因此投資者必須自行研判各項投資風險，除了將耗費時間及成本外，在訊息不對稱的情況下，一旦發行者有債信危機時，債權人將面臨其所持債券求售無門而慘遭跌價的投資損失風險。
3. 欠缺公司債殖利率曲：因應財務會計準則第 34 號公報之施行，商品投資必須採用公允的市價評估(Mark to Market)，基於效率市場的假說，市場報價理應能忠實表達其真實的價值，所以一般而言，活絡市場的公開報價為公平價值的最佳來源，但若商品交易屬於無活絡之市場，則需使用可估計的合理數據與公認的評價方法來計算公平價值；由於

公司債次級市場欠缺流動性，並無活絡市場的公開報價，理論上應該利用「可估計之未來現金流量」及「可觀察之市場利率指標」，來估算出接近標的債券的可能交易價格；但因為台灣目前尚未建立「公司債殖利率曲線」，所以也就沒有市場利率指標，只能單就未來的現金流量估算現值，造成評價上的失真。

4. 避險工具的不足：投資公司債的主要風險為利率風險及債信風險，以目前國內的環境，只能運用利率衍生性商品規避利率風險，而債信風險的避險管道則付之闕如，無法如國外市場般，利用信用風險交換 (Credit Default Swap) 來規避風險。

2005 年之前，因為債券型基金的蓬勃發展，在投信基金的大量補券需求下，造成的公司債利率比同年期的公債利率還低的不合理現象，迫使潛在買方逐漸退出市場，最後市場僅有債券型基金之單一買方，而債券型基金為控制評價所造成的市場混亂的現象，經過金管會的全力整頓後，則逐漸步入常軌。

六、結論

台灣債券市場的發展雖然將近 60 年的歷史，但交易制度的改革以及新金融商品的開放，卻是最近十年來的事，受到全球進入低利率的時代，固定收益投資工具而越來越受到投資人的青睞，近幾年來固定收商品的急速成長，使得參與債券市場的層面更為擴大，因而衍生的投資及避險需求更為殷切。

雖然政府也體察到債券市場發展的重要性與急迫性，如何健全國內債市制度及新金融商品的開放，已成為相關主管機關的重點發展策略，近五年來更加緊對債券交易制度的改革及更新相關法令，但是因為對衍生性商品的嚴格監理，限制了專業機構投資人充分利用工具來活絡市場，衍生性商品無法發揮功能，如何建構一個健全而機能完整的債券市場，可說是路途坎坷。

第二節 台灣債券型基金的發展

一、共同基金市場的發展

臺灣共同基金的起步相對較晚，初期的主要的目的是在吸引外資和繁榮證券市場，無論在基金種類還是基金發展模式上，都借鑒了日本和韓國的經驗，首先制定基金法律，再由法規主導基金事業的發展。

行政院於 1982 年所核定的「引進僑外投資證券計畫」，將我國引進僑外資投資證券的步驟分為三階段，第一階段為引進僑外間接投資政策，於次年(1983)臺灣地區開放了 6 家銀行及境外資金共同成立第一家證券投資信託股份有限公司——國際投信，就此揭開了臺灣地區基金業的序幕。

國際投信於成立後募集了臺灣地區有史以來的第一檔基金產品「國際 ROC 基金」，為了配合當時政府計劃性引進外資的政策，首檔基金選擇了以國外募集、倫敦證交所掛牌的方式投入台股。之後，中華、建弘及光華三家投信於 1986 年陸續成立，並募集基金投資。

在 1992 年以前，台灣的投信業務與共同基金成長速度相當緩慢，主要是受到台灣加權指數在 1990 年 1 月上攻萬點後暴跌的影響，除了投資人對股市卻步外，基金規模也因為淨值的下跌而大幅萎縮。

為了配合資本市場開放政策、提高專業機構投資股市的比重，證管會在 1992 年開放了新投信的設立，當年隨即有怡富、元大、富邦、群益等十一家新投信成立，自此，我國證券投資信託基金市場步入競爭與快速成長階段。

證管會鑒於投信業者不論在人才及業務經驗上均有不足，在 1996 年 3 月公佈刪除僑外投資信託事業持股總數不得超過 49% 之限制，並放寬投信發起人的資格。政策的開放也在過去十年為投信業培育了不少經營與管理的人才。

長期以來主，主管機關一直在金融市場中同時扮演著「監督」與「保護者」的角色，隨著證券投資信託事業管理規則的修正、基金投資標的多元化、以及台股行情的好轉，1996 年臺灣地區的基金隻數正式跨過百檔的門檻。雖然 1997 年受到亞洲金融危機的衝擊，導致台股第二次自萬點大關大幅下落，但並未對基金

發行與投信的成長造成太大阻礙，1998 年共同基金發行數目以倍數成長的方式跨過 200 檔大關。

經過了二十多年的發展後，台灣共同基金市場在 2004 年達到高峰，投信業者家數最多到達 45 家，管理的資產規模則將近新台幣 2.5 兆，基金數高達 466 檔，而基金的類型，若從投資策略來分類，由過去股票型基金、債券型基金發展至今有 8 種不同類型的基金，包括股債平衡式基金、組合型基金和指數股票型基金等。

2004 年對台灣投信業而言是鉅幅轉變的一年，雖然當年投信家數由 43 家增加到 45 家，基金數由 2003 年底的 417 檔增加至 2004 年的 466 檔，但是當年全體基金資產的管理規模反較 2003 年萎縮 6.96%，這是自 1983 年投信業開始發展以來首次出現負成長，主要的原因在於投信當時的金雞母--債券型基金--遭到大量贖回。

二、債券基金蓬勃發展的背景

投信業開始於 1983 年，而國內的第一檔債券型基金則在 1991 年 12 月成立，債券型基金的投資標的，顧名思義是以資本市場中的債券為主要投資標的，總括而言，其投資標的包括：金融機構存款、短期票券、公司債，政府公債及債券附買回等固定收益商品。

國內基金是採用契約型信託基金，針對基金的投資範圍及操作策略，必須於基金公開說明書載明，基金經理公司若要增加新的投資工具，必須召開受益人大會，取得大多數的投資人同意後，報請證期會後才得以更改投資標的。由於當時中央銀行並未開放任何金融機構募集貨幣市場基金，加上國內公債市場的評價問題，債券型基金的投資方向，逐步轉向貨幣市場基金的操作模式，再加上下列的背景因素，促使債券型基金規模快速成長：

- (一)、稅負因素：國內目前暫停課征證所稅，只要基金收益不作收益分配，投資人賺取的基金價差即為資本利得一律免課稅，但若自行投資的利息

收入，則必須扣繳：

1. 個人：利息收入享有 27 萬免稅額，超過部份併入年度綜合所得稅，稅率級距由 6%到最高 40%不等。

2. 法人：利息收入列為業外收入，必須併入營利事業所得稅(25%)

因為免稅的利基，讓高資產的個人及企業法人紛紛將資金轉向投資債券型基金。

而投信的債券基金為非營利機構法人，所以存放於金融機構的存款，銀行預扣繳的利息稅額得以申請退還，也就是說免扣繳利息所得稅。

(財政部於 2002 年 11 月修正信託基金課稅之規定，自 2003 年 1 月 1 日起以信託基金為納稅義務人扣繳之稅額不得申請退還，應俟實際分配時，依所得稅法第 89 條之 1 第 2 項規定辦理，但以信託基金為納稅義務人扣繳之稅款屬 2002 年 12 月 31 日前應計利息之扣繳稅款部分，得由基金於取得年度之次一年申請退還。財政部所發布之規定，限制未實際分配利息收入給受益人之債券型基金其扣繳之稅額不得申請退還，解決部分債券型基金原賦稅不平衡之問題。)

(二)、低利率環境：從 2000 年網路科技泡沫化之後，為了刺激景氣的復甦，各國央行紛紛採取寬鬆的貨幣政策，國內央行也連續 14 次調降利率，將重貼現率從 4.75%降到 1.375%，而債券型基金因為投資組合中持有長天期公司債，讓基金維持相對較高收益率，因此廣受投資人的青睞。

(三)、操作靈活、流動性佳：沒有投資天期的限制，當天提出贖回申請，次日款項即可匯回指定之帳戶，債券型基金因此成為各企業法人的財務調度工具。

(四)、企業法人的套利：企業舉債的利息費用可列入業外支出，為營利事業所得的減項，而投資債券型基金收益則完全免稅，因為稅基的不同，存有套利的空間，比如：企業發行商業本票加計發行費用共計 6%利息成本，以發債取得之資金投資債券型基金，假設收益率為 5.5%，則企業的

稅後套利收益率為 1% =

$$5.5\% \text{ [基金收益]} - 6 \times (1 - 25\%) \text{ [稅後舉債成本]}$$

由於前述的時空背景，整體債券型基金規模由 1996 年的新台幣 1,800 億元，快速成長到 2004 年的 2.4 兆，基金規模成長超過 13 倍，債券基金已經成為投信業者主要收入來源。

投資債券可能面臨的風險，包括利率風險、信用風險、流動性風險、法律風險及作業風險，理論上，投資於債券型基金理應暴露在相同的風險因子，但是國內債券型基金卻不盡然，茲就主要的利率風險、信用風險及流動風險來分析探討：

(一)、利率風險：

利率是影響債券價格最主要因素之一，債券價格與市場利率呈反向變動，市場利率下跌(上升)，則債券價格上漲(下跌)；理論上債券型基金每天必須依市場價格評價(Mark-to-Market)，主管機關也明訂各類債券的評價標準(如表 2-2)，債券基金應該會隨著利率跌升而漲跌，但是投信為了規避每日評價而造成基金淨值的波動，採取下列不正規的作法：

1. 捨棄具有次級市場政府公債，轉而投資流動性差的公司債和可轉債：

為了配合債券型基金的評價，企業於債券發行時會依投信業者的要求，將公司債分割成不同券種，由基金投資指定之券種的全數金額，只要該基金不將該公司債賣出，在市場沒有成交價，而且沒有公司債殖利率曲線當市場指標利率的情況下，基金評價得以該債券之應收利息計算收益，所以基金淨值只有反應每日累計應收之利率，並無法反應該公司債的市場價值。而政府公債則每日必須依公殖利率曲線來評價，很容易讓基金淨值有漲有跌，大部份的債券型基金放棄投資。投信業者為了讓淨值能夠穩定上揚，選擇不買政府公債，而以流動性差的公司債和可轉換公司債替代。

(主管機關於民國 2004 年 7 月修改相關規定，只要公司債的發行條件

相同就不得再行分券，如發行條件不同而予以分券者，單一券種之發行金額須達 5 億元以上（原規定為 2 億元）。2006 年 1 月再度修改相關規定，除非發行年期不同、計息方式不同或發行條件顯有不同等因素，否則應視為同一券種，分券制度自此走入歷史。）

2. 掛帳與作價的不當操作手法：

部份基金公司為了提高基金收益，與交易商協議，將基金購買的債券部位掛帳在交易商庫存部位，伺機賣出獲利後再以 RP 利息方式回饋到基金淨值。或是利用掌握籌碼的優勢，與交易對手合作，以偏離市場合理價格方式進行小部位的交易，藉以拉抬市場價格，讓基金的持債部位價格上揚，進而提高基金的淨值。

表 2-2. 債券型基金各類標的資產計算標準

資產類型	上市	上櫃	未上市櫃
轉換公司債	以計算日之收盤價格加計至計算日止應收之利息為準	以計算日櫃檯中心等價成交系統之成交價加權平均值加計至計算日止應收之利息為準。	
公債	以計算日之收盤價格加計至計算日止應收之利息為準	優先以計算日櫃檯中心等殖成交系統之成交價加權平均值。如等殖成交系統未有公布價格者，則以證券商營業處所議價之成交價加權平均值。如以上二者皆無公布價格者，則採原帳列金額，並加計至計算日止應收之利息為準。	以其面值加計至計算日止應收之利息並依相關規定按時攤銷折溢價
金融債券、普通公司債及其他	以計算日之收盤價格加計至計算日止	上櫃且票面利率為固定利率者，以計算	以其面值加計至計算日止應收之

債券	應收之利息為準	日證券商營業處所議價之成交價加權平均值加計至計算日止應收之利息為準，但計算日證券商營業處所成交筆數未達二(含)筆且成交面額未達新台幣伍仟萬元者，則採前一日帳列殖利率換算至計算日之除息百元價格並加計至計算日止應收之利息為準。 上櫃且票面利率為浮動利率者，以計算日證券商營業處所議價之成交價加權平均值加計至計算日止應收之利息為準，但計算日證券商營業處所成交筆數未達二(含)筆且成交面額未達新台幣伍仟萬元者，則採前一日帳列金額，另按時攤銷帳列金額與面額之差額，並加計至計算日止應收之利息為準。	利息並依相關規定按時攤銷折溢價 <u>上市轉下市</u> ：以該債券於集中交易市場上市最後交易日之收盤價為成本，依相關規定按該債券剩餘存續期間攤銷折溢價，並加計至計算日止應收之利息 <u>上櫃轉下櫃</u> ：以該債券於證券商營業處所上櫃最後交易日之成交價加權平均值為成本，依相關規定按該債券剩餘存續期間攤銷折溢價，並加計至計算日止應收之利息
附買回債券及短期票券	以買進成本加計至計算日止以買進成本按買進利率計算之應收利息為準。		按買進利率計算之

資料整理：投信投顧公會- 證券投資信託基金資產價值之計算標準。

因為投信業者的作帳方式，讓國內債券型基金淨值只漲不跌，完全不受利率波動而影響淨值的漲跌。在需求不斷的增加下，刺激了供給市場，市場便源源不絕地提供公司債、可轉債來「餵養」債券基金，由於這些債券流通小，在投信的「包養」下，沒有客觀的價格評價，於是無論利率怎麼變，

公司債價格都可以文風不動。

(二)、信用風險：

信用風險是指債券發行人發生無法支付該債券所約定的利息或本金所造成的風險。由於公司債是債券型基金的主要投資部位之一，理論上若債券發行者破產時，債券基金的受益人將遭受跌價損失；然而在亞洲金融風暴後，東隆五金在 1998 年成為台灣第一個地雷股，其後的廣三集團、美式家具、台中精機及茂矽等公司陸續發生財務危機，雖然有部份投信持有這些標的公司債，但為了避免投資人恐慌贖回基金，同時對債券基金失去投資信心，進而扼殺了這隻金雞母的前景，各家投信情商自家股東忍痛自掏腰包買下這些地雷債，由投信業者認列損失。也就是說，即使基金中投資到破產的公司債，投資人並沒有承擔信用風險；經過這一次事件後，投資人更是熱烈擁抱債券型基金，使得資產規模快速竄高。

(三)、流動風險：

債券投資的流動性風險可以分二種類別：買賣價差的流動性風險及資金調度的流動性風險。

1. 買賣價差的流動性風險：由於債券基金的持債大都是持有到期(Hold to Maturity)，比較沒有面臨買賣價差擴大的風險；
2. 資金調度的流動性風險：基金經理人負責投資組合的配置與調整，理論上投資人可以不必擔心這項風險，但是龐大的基金規模，當市場一有風吹草動時，就爆發擠兌風暴，比如 1996 年整體債券基金規模只有 1,847 億元，當時公元投信（寶來投信前身）、台灣投信（現新光投信）買到假定存單，兩家投信一天之內被贖回 160 億元的債券基金。而 1999 年本土金融風暴，當時整體債券型基金規模已增至七千餘億元，國內投信因為買到「地雷債」，引發市場恐慌性贖回。然後是 2004 年的聯合投信事件，整體債券型基金在一天之內被贖回一千億元。上千億的資金在市場流竄，造成台幣當天重貶一角二，央行必須嚴陣以待以避

免金融市場失序而受到衝擊。

三、債券基金的衍生之問題

因為債券基金這麼完美，所以成為企業財務長的最愛，而高資產的投資人也逐漸將債券基金取代存款，錢潮大量流向債券基金，造成基金的膨脹成長。經過多年來的畸形發展，從表象來看，淨值只漲不跌的債券基金給外界的印象就是高報酬、高流動性、低風險，但是投資組合卻是暗藏玄機，而且因為基金規模龐大，已經扭曲了債券市場的正常發展，包括：

(一)、公債利率高於公司債利率：

理論上，違約風險＝「公司債價格－同天期公債價格」，但是國內公司債市場欠缺完整的信用評等機制，市場價值的認定沒有客觀標準，使得公司債良莠不齊，而且因為債券型基金對公司債需求量大幅增加，導致部分公司債發行價格甚至低於政府公債利率的不合理情況(如表 2-3)，公司債價格比公債還高，隱含著「企業信用優於政府信用」的異常現象。

表 2-3. 公司債發行條件 vs 政府公債利率(2003 年)

發行公司	大統益 5 年有擔公司債	東元電機 5 年有擔公司債
發行條件	票面利率：1.36%	票面利率：1.90%
同時期 5 年公債	殖利率：1.226%	殖利率：1.9096%
信用貼水	13.4 bps	-0.96 bps
發行時間	2003/06	2003/10

資料來源：倍利證券債券部

(二)、基金淨值計算缺乏客觀性：

債券型基金的投資資產，如普通公司債、金融債及結構式債券，並無逐日依合理的市價來進行評價，而且基金淨值只由投信業者自行計算，未經由保管機構或獨立專業機構計算，導致投信業者容易操縱基金淨值；以 2004 年的利率市場為例，受到美國聯準會調高利率的影響，台灣公債殖利率也跟著逐步攀高，債券市場隱然步入空頭；但是所有債券基金

持有的公司債，經過多年來的作價，基金帳上的公司債價格都已經處在高檔；再加上，為了美化債券基金的績效，投信投資「反浮動利率公司債」，受到指標利率上揚的影響，票面利率跟著遞減，理論上這些債券價格都要隨著利率反向下跌，但是基金淨值在當時仍然維持正成長，所以部份投資人已經開始戒慎恐懼，深怕債券基金的淨值終會真實反應淨值，將變成負成長，因此開始贖回基金而造成資金開始在市場流竄。

(三)、貨幣指標失真：

貨幣政策仲介指標(Intermediate Targets of Monetary Policy)，是指中央銀行能夠直接控制作為貨幣政策控制變量的金融指標。選用的仲介指標必須滿足 3 個條件，即可測性、可控性和與最終目標的相關性。理想的貨幣政策仲介指標應當是資料能迅速收集、對政策工具反應敏銳以及與最終目標有明確的統計相關等，還應能將政策性和非政策性效果明確區分。

在國內債券型基金逼近新台幣 2.4 兆元，不僅扭曲市場結構，更影響到貨幣政策仲介指標的計算準確度，由於央行操作貨幣政策多以 M2 為中間目標，債券型基金對 M2 影響擴大，已經衝擊貨幣政策效果，造成中央銀行控管貨幣的「黑洞」；央行因而從 2002 年開始，將公佈的貨幣政策指標，增加了「M2 加債券型基金」後的年增率，以真實反應貨幣市場狀況，作為貨幣政策的參考指標。

第三節 聯合投信事件引發的結構債問題

一、聯合投信事件始末

聯合投信原本是由本土機構法人合組的投信業者，包括台新租賃、和泰集團、明山投資及長榮集團等國內企業，但畢竟只有入股投資，並不參與業務經營，由於經營團隊為本土人員，不能免俗的，因循國內債券基金的操作陋習；在 2003 年，澳洲麥格理銀行 (Macquarie Bank) 準備積極經營台灣基金市場，因此投資

聯合投信百分之四十的股權，成為最大的股東，並取得經營主導權，在入主後檢討債券基金投資組合時，很訝異的發現，在市場全面看升利率的環境下，基金投資組合中居然有反浮動債券以及債信不佳的公司債，因此一直想調整旗下債券基金的持債內容。

在以往，國內投信業者面對債券基金的問題時，大多是低調處理，能蓋就蓋、能藏就藏，為了避免債券基金的擠兌，遇到地雷債時由債券基金轉給投信業者或大股東持有；投信業者認為，只要繼續維持龐大的債券基金規模，時間可以解決問題，基金管理費的收入可以抵銷認列的損失，以2004年5月的資料來估算，總數90檔的債券基金規模高達2.4兆新台幣，平均一檔基金債券規模270億，而當時投信業者約45家，平均每家投信管理的債券基金規模高達530億元以上，以管理費千分之三的來計算，一年的管理費收入就可以高達1.59億元，只要基金規模繼續維持，三、二年就可以抵銷所有的損失了，也剛好那幾年是債市的大多頭，各家投信就這樣安然地渡過亞洲金融風暴。

而聯合投信在麥格理銀行的經營主導之下，則採取截然不同的作法：真實反應基金價值，並由基金受益人分擔損益。

聯合投信首先處理欠缺流動性的反浮動債券，只是沒有料到就在著手調整之際，碰到有博達及衛道的財務週轉不靈事件。2004年7月，雙盈債券型因為持有少量的衛道可轉換公司債，基金因為處份可轉債因而產生虧損，在外資股東力主將投資組合價值真實反映下，決定調整基金淨值，雙盈債券光是一天的跌幅就超過3%，使受益人對債券基金信心崩盤，一發不可收拾。客戶抱著「先贖先贏」的想法，開始拚命贖回基金，在連日贖回壓力之下，基金流動部位不足，甚至波及其他兩檔債券型基金。除了雙盈基金外，聯合投信旗下二檔基金-威利和聯合基金雖然有穆迪twA的信評作擔保，也全都因為流動性不足而暫停贖回；債券基金暫停贖回的效應，迅速擴及其他投信的債券型基金，造成國內債券型基金大幅失血，在短短一周多的時間，債券型基金贖回金額超過2,000億元。

高達2兆多的債券基金，已經成為主管機關的燙手山芋，處理上稍一不慎，

可能造成金融市場系統性風險；因此主管機關出面要求富邦投信接管聯合投信旗下三檔債券基金，在富邦集團的全力奧援下，穩定了市場秩序，避免事件繼續擴大；但是投資人的信心並未就此恢復，對於債券基金的持債品質更為謹慎，只要基金投資組合中握有結構型債券，就成為主要的贖回標的，整體債券基金規模由當年最高的新台幣2.4兆多，逐步降低到2004年12月的新台幣1.88兆多，債券基金的流動性風險仍舊岌岌可危。

二、結構型債券介紹

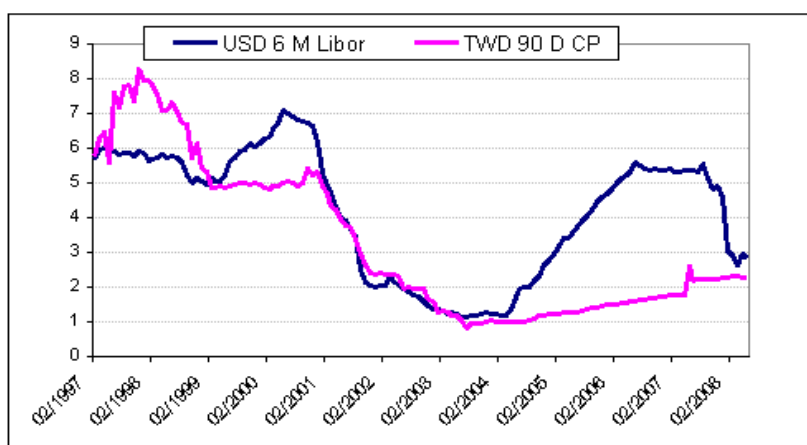
以前，普通公司債給付利息的方式不外二種，浮動利率及固定利率：

1. 浮動利率公司債：通常是參考市場利率指標加碼，如華新九二年發行五年期公司債，票面利率為 90 天期商業本票利率加 63.79 bps，每半年計息一次，每年付息一次。
2. 固定利率公司債：訂定一個固定的票面利率，例如台電九五年第一期公司債，發行五年，票面利率二%，每半年付息一次。

而所謂的結構債券，是指其票面利率條件為「結構式」，按照指定的利率指標來計算票面利率，這類的公司債稱為結構債。因為時空背景的因素，當時市場廣受歡迎的結構債券包括：「反浮動利率」以及「區間利率」債券。

在 2000 年後，隨著網通科技泡沫化，國際市場利率持續下降，在 2003 年時美國聯邦利率及倫敦銀行間拆款利率 (London Interbank Offer Rate，以下簡稱

圖2-2.美元6月LIBOR利率vs新台幣90天期CP利率



LIBOR)雙雙來到歷

資料來源：路透社(Reuters) 資料時間：1997/2~2008/5

史低點，而國內的利率也隨著美國逐步調到 1.0% 的歷史低檔(見圖 2-2)。

在當時低利率的環境下，以發行機構的立場來看，低廉的資金成本是取得資金最佳的時機，但以投資人來看，投資債券卻是資金運用最差的選擇；因此為了吸引投資人的認購，機構法人在發行企業債或金融債券時，都會發行結構式的利率債券來增加買氣；當然，未來利率的變動，將是發行機構的潛在風險，因此發行機構會利用利率衍生性商品來鎖定發行成本，茲舉五年期的結構債來說明：

(一)、反浮動利率債券：

1. 票面利率條件：

- 指標利率為 TWD 90D CP (台灣九十天商業本票利率)：

$$\text{MAX} \{4.2 \% - \text{TWD } 90 \text{ d CP}, 0\}$$

- 指標利率為 USD 6 m LIBOR (美元倫敦銀行同業拆放利率)：

$$\text{MAX} \{4.5 \% - \text{USD } 6 \text{ m LIBOR}, 0\}$$

2. 結構式債券解析：

反浮動利率結構債包含了一個五年期利率下限選擇權(Floor Option)。雖然當時 LIBOR 及 CP 利率維持在 1.0%左右，由於市場已經預期利率即將調漲，因此遠期利率高於短天期的 LIBOR 及 CP 利率，所以當時的下限選擇權價格相對便宜。

3. 發行機構避險：

- 指標利率為 CP 利率者，只要向交易對手買進新台幣利率下限選擇權執行價@4.2%；購買利率選擇權的成本，即為發行機構的發債成本。
- 指標利率為 LIBOR 利率，由於公司債發行以新台幣計價，除了買進美元利率下限選擇權執行價@4.5%以外，必須再利用換匯換率(Cross Currency Swap, CCS)來規避美元對台幣的匯率風險。在 2003 年以前，根據歷史資料，台幣利率及美元利率的走勢，呈現正相關且相關係數(Correlation)高達 90%以上，所以當時投資機構並不排斥以 LIBOR 利率當指標的台幣計價債券。

4. 投資人收益分析：

- 指標利率為 CP：由於台幣利率一直維持在低檔，截至 2005 年底仍維持在 1.49%，計算結構債的票面利率雖然由最高的 3.367%降為 2.71%，但仍高於當時市場水準。
- 指標利率為 USD 6 m LIBOR：美元利率於 2004 年開始調高利率，到 2005 年底，LIBOR 已經高達 4.7%，所以結構債的票面利率已經由最高的 3.32%降為 0%。

(二)、區間型利率：

1. 票面利率條件： 指標利率為 90D CP 利率，每季單利計息並重設乙次：

第一年：0.9% ≤ CP ≤ 1.5%時，票面利率為 $2.2\% \times n / N$ ；

第二年：1.0% ≤ CP ≤ 2.0%%，則票面利率為 $2.2\% \times n / N$ ；

第三年：1.0% ≤ CP ≤ 2.5%%，則票面利率為 $2.2\% \times n / N$ ；

第四年：1.0% ≤ CP ≤ 2.75%%，則票面利率為 $2.2\% \times n / N$ ；

第五年：1.0% ≤ CP ≤ 2.75%%。則票面利率為 $2.2\% \times n / N$ ；

N 為當季之總營業天數，n 為當季指標利率介於上述利率區間內天數。

2. 結構式債券解析：

利率區間結構債包含五年期每日評價的數位選擇權(Digital Option)：

第一年：買進執行價@0.9% Digital Call + 賣出執行價@1.5%Digital Call，獲取 2.2%之年化收益率

第二年：買進執行價@1.0% Digital Call + 賣出執行價@2.0%Digital Call，獲取 2.2%之年化收益率

第三年：買進執行價@1.0% Digital Call + 賣出執行價@2.5%Digital Call，獲取 2.2%之年化收益率

第四年：買進執行價@1.0% Digital Call + 賣出執行價@2.75%Digital Call，獲取 2.2%之年化收益率

第五年：買進執行價@1.0% Digital Call + 賣出執行價@2.75%Digital Call，獲取 2.2%之年化收益率

3. 發行機構避險方式：

向交易對手購買五年期每日評價的數位選擇權(Digital Option)的投資組合，每年的執行價不同；購買選擇權的成本即為發行機構的發債成本。

4. 投資人收益分析：本商品為每日比價，雖然台灣的 CP 逐步走高，截至 2005 年底仍維持在 1.49%以下，2006 年底才突破 1.748%，也就是說結構債的票面利率維持在 2.2%之收益，仍高於市場利率水準；截至今年(2008)，CP 利率突破 2.30%左右，結構債之票面收益才低於市場利率水準。

(三)、倒鞍型利率：

1. 票面利率條件：

➤ 指標利率為 90D CP 利率，每半年單利計息並重設乙次(圖 2-3)：

CP < 0.95% 時，則票面利率為 90D CP 利率；

0.95% ≤ CP ≤ 2.00%，則票面利率為 3.50%，；

CP > 2.00%，則票面利率為 MAX {4.8% - CP, 0}。

➤ 指標利率為 USD 6m LIBOR 利率，每六個月單利計息並重設乙次(圖 2-4)：

USD 6m LIBOR < 1.05%，則票面利率為 USD 6m LIBOR

若 USD 6m LIBOR ≥ 1.05%，則票面利率為 MAX {5.00% - USD 6m LIBOR, 0}

圖2-3.倒鞍型結構債- 90 CP利率

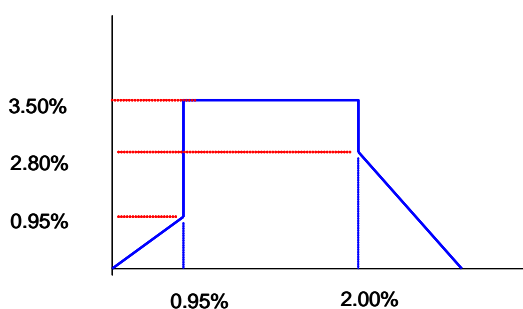
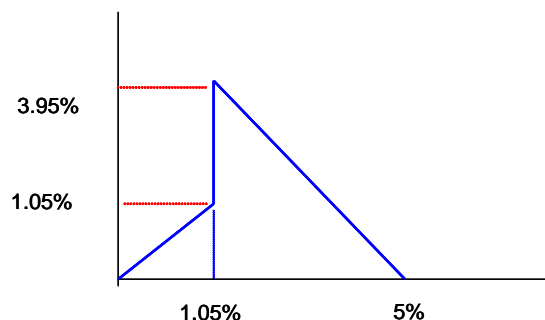


圖2-4.倒鞍型結構債- USD 6m LIBOR



2. 結構式債券解析：

➤ 指標利率為 90D CP 利率：

◇ 購買 TWD Collar Option：Buy Cap Option@0% + Sell Cap Option @0.95%

◇ 買進 TWD Digital Option：Buy Digital Call @0.95 % + Sell Digital Call @2.00 % Gain 2.55% Coupon

◇ 買進 TWD Digital Call @2.0% Gain 1.85% Coupon

◇ 賣出 TWD Cap Option@2.0%：MAX {CP-2%, 0 }

◇ 買入 TWD Cap Option@2.8%：MAX {CP-4.8%, 0 }

合計前述選擇權，當指標利率介於 0.95%~2.0%時，結構債的票面利率 = 0.95% + 2.55% = 3.5%；一但利率上漲超過 2%且小於 4.8%時，結構債的票面利率 = 0.95% + 1.85% - MAX {CP-2%, 0} = 4.8% - CP；一但利率上漲超過 4.8%以上時，結構債的票面利率 = 0.95% + 1.85% - MAX {CP-2%, 0} + MAX {CP-4.8%, 0} = 0

➤ 指標利率為 USD 6m LIBOR 利率：

◇ 購買 USD Collar Option：Buy Cap Option@0% + Sell Cap Option @1.05%

◇ 買進 USD Digital Option：Buy Digital Call @1.05 % Receive 2.9% Coupon

◇ 賣出 USD CapOption@1.05%：MAX { LIBOR-1.05%, 0 }

◇ 買進 USD Cap Option@1.05%：MAX { LIBOR-5%, 0 }

當指標利率大於 1.05%小於 5%時之收益 = 1.05%+2.9%-MAX {LIBOR-1.05%, 0} = 5%- LIBOR；當指標利率大於 5%時之收益 = 1.05%+2.9%-MAX {LIBOR-1.05%, 0} + Max {LIBOR-5%,0} = 0

3. 發行機構避險：由於公司債發行以新台幣計價，指標利率為 CP 利率者，只要向交易對手買進前述組合之利率選擇權即可；但指標利率為 LIBOR 利率，除了買進美元利率選擇權以外，必須再利用換匯換率 (Cross Currency Swap, CCS)來規避美元對台幣的匯率風險。

4. 投資人收益分析：

- 指標利率為 90D CP 利率：由於大部份時間 90D CP 利率維持在 1%~2%，投資收益高達 3.5%，一直到 2007 年 5 月指標利率才突破 2.0%，以目前指標利率 2.3%為計算基準，票面利率仍為 2.5%。
- 指標利率為 USD 6m LIBOR 利率：在 2006 年 2 月以前，指標利率一直維持在 1.05%~5%之間以上，所以票面利率為 5% - LIBOR，在 2004 年 8 月之前大致維持在 3%左右的票面利率，爾後逐步下降，直到 2006 年 3 月指標利率突破 5%時，票面利率為零。

綜合前述結構債分析，由於台幣利率升息的幅度遠低於美元利率，除了連結 LIBOR 利率因為美元大幅升息而造成票面利率為零的情況外，連結新台幣 CP 利率的結構債票面收益仍高於市場利率。但是受制於主管機關的行政命令，投信業者只好忍痛拋售。

三、國內債券型基金大量投資結構式債券

回顧我國 2001 年至 2004 年期間，在低利率環境、股市交易低迷、國內債券型基金規模迅速成長及殖利率曲線陡峭等因素下，造就結構式債券發行及投資環境。

台北銀行在 2002 年 6 月發行第 2 期金融債券，是國內第一檔連結 90 天商業本票利率（90D CP）之反浮動債券，而遠東銀行則於同年發行第一檔連結美元倫敦同業拆款利率（6 M LIBOR），其發行條件簡介如下：

發行機構	台北銀行	遠東銀行
發行期間	4 年	5 年
票面利率	6.85%-90D CP	7.601%-6M LIBOR
發行金額	100 億	30 億
發行日期	2002/06/10	2002/07/31

在當時低利率環境下，觀察前述二檔反浮動債券的發行條件，在當時 CP 利率為 1.95%，計算台北銀行的票面利率為 4.90%，而當時的美元 LIBOR 為 2.011%，計算遠東銀行的票面利率為 5.59%，皆相較於同時期發行之同年期、同信用評等的普通金融債或公司債為高，故債券型基金經理人在彼此競爭壓力下，逐步提高結構式債券之投資金額。

在低利率環境及降息循環週期下，比較同時期的債券型基金平均年收益率與一年期定存平均利率，債券型基金收益率均明顯高於一年期定存（詳表 2-4），而投資人不受投資天期限限制，贖回申請的隔天即可取回價款，此種高報酬、高流動性之表象，導致資金不斷流入債券型基金，經理人持續投資結構債，為債券基金投資組合理下了地雷。

表 2-4：國內債券型基金平均年收益率與一年期定存平均利率比較

年度	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年
債券型基金平均年收益率	4.762%	2.783%	2.082%	1.509%
一年期定存平均利率	3.763%	2.175%	1.468%	1.430%

資料來源：中央銀行、投信投顧公會。

反浮動結構債最為人詬病的問題在於：在 2003 以後，明知利率處於歷史低檔且美國已經準備調高利率，投信基金經理人仍然大肆投資，雖然第一年的票面利率有可能維持 4.5 ~5.5% 以上的高收益，但其餘期間則可能無利可圖，以投信債券基金經理人的專業素養，理應掌握投資反浮動結構債的風險；歸咎其因，除了美國連續調高利率超出預料以外，國內競爭激烈的金融環境也是主因之一，經理人為追求短期績效及規模成長，不斷將資金投入結構式債券，淪入重視短期報酬、漠視風險之惡性循環中。

第四節 金管會的處理方式及後續發展

聯合投信引爆的債券基金流動性問題，並沒有隨著時間而消逝，同年的 9 月，台育的遠流債券基金也因為投資人大量贖回，基金規模由原本 180 億元，大幅減少到約 31 億元，台育投信於 2004 年 9 月 7 日向金管會申請該基金暫停贖回，並申請將該基金移轉至其他投信事業接管；為維護市場秩序及投資人權益，主管機關同意其申請，並於 2004 年 9 月 8 日由金復華投信業者經理接管台育遠流債券基金，該基金更名為「金復華安本債券基金」。

再加上美國聯準會連續的調高 FED 利率影響，美元利率由 1% 調漲到 5.25%，債券基金投資在連結美元 LIBOR 利率的結構債券，很多反浮動債券已經沒有任何利息收入，由於這些結構債沒有次級市場，雖然基金的淨值並沒有反應

結構債價格下跌的損失，但因為票息收入的劇減，造成債券型基金的收益大幅萎縮，投資人棄債券基金而轉向投資其它固定收益商品；再加上對結構債的評價陌生，只要債券基金中持有結構型債券，即成為主要的贖回標的，國內債券市場本來淺碟並欠缺流動性，面對排山倒海而來基金贖回潮，各家投信已然招架不住！

一、金管會的危機處理

為了穩定債券基金非理性、恐慌性的贖回潮，金管會除了向債券基金投資人信心喊話之外，並洽請國營機構、上市櫃公司法人，除非是真正的資金需求，否則暫停贖回債券基金，並下令所有的債券基金未來都必須要接受信用評等機構的評等。而投信投顧公會也將擬定出公司債的評價方式，以真實反應債券基金的淨值，以解決公司債沒有公正、公開的次級市場，難以認定其市場價格合理性的問題。

為了解決債券基金流動性風險，金管會於 2004 年 11 月成立「改善債券型基金流動性專案小組」，每日檢討追蹤債券型基金流動性資產、申購及贖回狀況；而為減少投資人損失、並預防債券型基金流動性風險，宣佈投信業者處理結構式債券之「三大原則」：所有結構債必須於 2005 年底前全數出清，在符合現行法令前提下，不可讓基金受益人受損、若有損失由投信股東自行吸收。

金管會為解決債券基金的問題，於 2004 年 8 月到 2006 年 2 月密集推出一連串措施改革：

(一)、避免流動性危機，持續推動下列措施：

1. 因有鉅額受益憑證買回之事由，開放投信業者得以該基金持有的資產為擔保向金融機構辦理借款，但以支付買回價金缺口為限。於前述借款期間，基金投資人申請買回應支付 2%之買回費用予基金，以降低贖回潮。
2. 要求投信業者與中華郵政公司或其他金融機構建立資金調度機制，而為因應基金的流動性需要，得以基金所持有之債券，用市場價格承作債券附條件交易方式緊急調度資金。
3. 金管會不再接受任何投信業者申請募集債券基金，修改債券型基

金審核原則，凍結募集定位錯誤的債券型基金。

4. 要求仍持有結構式債券的投信業者，於 2004 年底應提列特別盈餘公積，以便承擔處理結構式債券時的損失。
5. 推動公司債分割及債券資產證券化商品，以協助投信業者處理債券型基金持有的結構債。

(二)、債券基金分流政策：

為健全管理債券型基金結構，並修正基金定位，在參酌歐美先進國家的作法後，金管會於 2005 年 10 月宣布債券型基金分流政策，並自 2006 年起給予一年的緩衝期，將債券型基金逐步分流成為類貨幣市場基金及固定收益基金，並將於 2008 年時視當時市場狀況檢討是否調整：

(三)、建立評價制度

參考 34 號公報採用公平市價評價的精神，由投信投顧公會於 2005 年 12 月 26 日報經金管會核准「證券投資信託基金資產價值之計算標準」；依此新標準，規定債券型基金及固定收益基金的持債部位：

1. 以交易為目的者：自 2006 年 1 月 1 日起新買入的債券，為符合市場評價原則，應參考櫃檯買賣中心公布之「公司債參考殖利率」或證券商報價進行評價；
2. 考量到基金受益人係以基金每日公布之淨資產價值進行交易，基金資產價值之計價方式應有一致性，方能公平維護受益人權益，故於 2006 年 1 月 1 日前買入之債券仍依現行計算標準計算；
3. 類貨幣市場基金，其持債部位應持有至到期，依 34 號公報將可採攤銷後成本評價，故類貨幣市場基金於轉型基準日以前所購入之資產，應以轉型基準日之帳列金額為買進成本評價。

同時為了要求基金評價標準之客觀性，責成投信投顧公會研議，推動實施債券型基金淨資產價值（NAV）交由保管機構或外部公正第三者計算之可行性。

二、投信處理結構債的方式

結構式債券成為壓倒債券型基金的最後一根稻草！國內債券型基金的畸形發展，是累積數年的沈痾，卻由結構式債券引爆，讓主管機關正式對投信開刀，

進行一場慘痛的整形手術；為了解決債券基金的流動性問題，證期局於2004年9月發函限制債券型基金不得持有結構式債券，並要求所有投信業者必須於2005年底之前處份結構債，讓本來就欠缺市場流動性的結構債更是求售無門！

為了符合金管會限期處理結構債的要求，投信業者以賣斷、發行CBO、分割結構債、及由集團或第三人持有債券由投信支付利息的方式，進行結構債清理。

(一)、由集團或大股東奧援

擁有集團背景的投信業者，在集團股東的奧援下，由自家人以買回方式解決，但受制於「證券投資信託基金管理辦法」規定，債券基金的結構債券，不能直接賣給公司或大股東(利害關係人)，因此必須先賣給證券商，再由證券商賣給集團或大股東，也就是所謂的「過水」。這個過程必須事先向金管會報備，否則將遭受處分。

(二)、分割結構債 (STRIPs)

與分割公債的交易相同，公司債及金融債券的分割，是指將某一特定付息債券的利息支付及本金予以分割，每一期的利息支付及到期時的本金償還，均各自獨立成「分割本金債券」及「分割利息債券」，二者合稱為分割債券。分割後的債券都是以折價的方式發行或買賣，因為債券到期前並無任何利息的支付，等到到期時再償還面額，持有者獲得的利息就是購買分割債券的價格和本金償還中間的差價。

以分割債券方式處份的結構債規模約新台幣1,000億元。我國的分割債券交易制度，在行政院所成立金融改革專案小組中，「規劃分割債券交易」是資本市場工作小組「健全債券市場發展」的子題，在初期分割債券的主要標的僅限於中央政府登錄公債，因為投信結構債問題迫在眉睫，為了幫投信業者解燃眉之急，分割公司債及分割金融債券反而率先試行，於2005年1月28日順利上線，而分割公債買賣辦法則延遲到同年的11月公佈。

(三)、債券擔保受益憑證(Collateralized Bond Obligation, CBO)

債務擔保受益憑證(Collateralized Debt Obligation, CDO)，是屬於資產證券化商品。資產證券化起源於美國 1970 年代起，房屋抵押貸款債信良好但流動性不足，許多金融機構為了解決這個問題，發展出最早的金融資產證券化商品 - 「房貸抵押基礎證券」(Mortgage Backed Securities, MBS)。到 1985 年後，金融機構為增加資產負債管理的靈活度，提高資本適足率，開始將金融資產證券化，藉由增加資產的流動性，創造新的籌資方式；而資產證券化的資產池(Asset Pool)內容也由房屋抵押貸款擴大到汽車抵押貸款債權、信用卡應收債權等，這類資產證券化商品統稱為「資產基礎證券」(Asset Backed Securities, ABS)，它的資產群組較 MBS 更為廣泛。

對金融機構來說，可經由資產證券化將債信良好的長期抵押債權資產變現，除有效增加債權資產的流動性，也有轉移債信風險、拉高資本適足率 (BIS Ratio) 的效果，而對投資人來說，則可以買到信用評等與公債相當，但報酬率更好的固定收益證券。

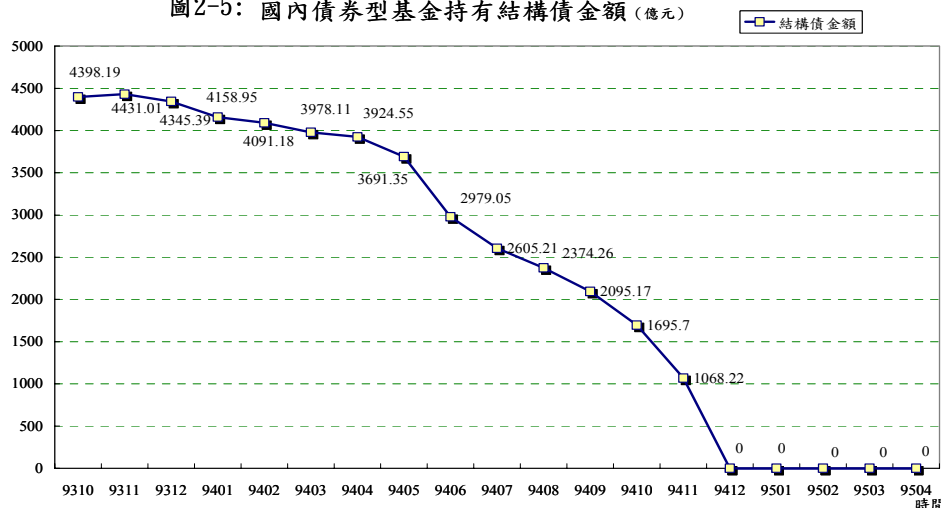
債券擔保受益憑證(Collateralized Bond Obligation, CBO)，是屬於債務擔保受益憑證(CDO) 的一種，為一固定收益債權的債券組合，發行者將一組固定收益債券加以重組證券化包裝後，再依不同信用品質來區分各系列證券(Tranche)銷售給投資人，債券產生的現金流量就依照證券發行條件付息給投資人。因資產池中債券發行者的數目多元且分散，可以降低因某一家發行者拖延債務所造成的衝擊，而不同的系列證券透過信用加強(Credit Support)的機制，再經由信用評等機構給予信評，一般而言，收益遠高於同等級的單一資產的投資。

以發行 CBO 方式處理的結構債規模估計約新台幣 1,650 億元，國內投信債券基金持有的結構債，有一半的部位是反浮動利率，在美國一連串的調高利率後，很多反浮動債券已經沒有利息收入，為了要將這些

低利的結構債銷售出去，只好將這些債券與高殖利率的擔保受益憑證(CDO)重新組合成債券擔保受益憑證 CBO 後再包裝賣出，以吸收反浮動利率結構債的損失。

截至 2005 年底，國內債券型基金持有之結構式債券已全部出清（詳圖 2-5），所有債券型基金的完全不再持有結構債，基金淨值不再虛胖，資產品質大幅提昇，投信業者也充分展現誠信價值與信託精神，處理過程沒有讓投資人受到傷害，而全體國內債券型基金之流動性資產比例則大幅提高，由 2004 年 10 月之 40.97%，提高到 2006 年 10 月的 70.36%。然而，整體的國內債券基金規模則大幅萎縮到 1 兆 1,410 億元。

圖2-5: 國內債券型基金持有結構債金額 (億元)



資料來源：行政院金融監督管理委員會

三、債券型基金的分流

截至 2004 年年底的統計資料，雖然國內債券型基金高達 90 檔，其中 13 檔有買回期限限制，而 77 檔無買回期限限制，但是由投資各類債券標的比重、報酬率、風險(此處採年化標準差)、存續期間等各項指標來觀察，上述兩類債券型基金的平均值已相當接近(請見附表 2-5)。也就是說，國內債券型基金以有無買回期間限制當作分類依據似乎沒有什麼太大意義，90 檔不同的債券基金，只是名稱不同而已，操作策略及投資標的並無太大差異。

表 2-5、2004 年國內有買回期限限制及無買回期限限制債券型基金比較

有無買回限制	投資組合標的百分比(%)			報酬率(%)				年化標準差 (24M,%)	存續期間 Duration
	買賣斷	附條件	金融存款+ 短票	一個月	六個月	一年	三年		
有(13 檔)	61.45	22.71	15.90	0.1779	0.5452	2.0990	6.9610	0.52	1.95
無(77 檔)	56.08	26.38	17.36	0.1287	0.6605	1.5167	7.0648	0.32	2.21

資料整理：投信投顧公會，截至 2004 年 9 月底

反觀國外的作法，美國投資公司學會(Investment Company Institute, ICI)對債券型基金分類及主要投資標的定義有高達八類不同種類(見附表 2-6)，隨著投資工具的多元及變化，需要一個明確、可操作的索引，讓投資人眾多基金中選擇適合本身收益風險偏好的基金，也方便未來基金評鑑制度的建立--必須架構在同一類別進行比較才有意義。

表 2-6、美國 ICI 對債券型基金分類

種類	投資目標	主要投資標的	主要風險來源
公司債(Corporate)	收益、資本增值	公司債	利率風險、信用風險
全球型(Global)	收益、資本增值	美國及非美國公司及政府債券	匯率風險、政治風險、利率風險、信用風險
GNMA	收益、資本增值	由政府國家房地產協會所擔保之房地產抵押債券	再投資風險、利率風險
高收益 (High-Yield)	收益、資本增值	低品質公司債	信用風險、利率風險
收益型(Income)	收益、資本增值	公司債及政府債券	利率風險、信用風險
美國公債(U.S. Government)	收益、資本增值	國庫券及其他政府債券	利率風險
國家市政債券 (National Municipal)	聯邦免稅收益、資本增值	州及地方政府債	利率風險、信用風險
州市政債券 (State Municipal)	聯邦及州免稅收益、資本增值	單一州及地方政府債	利率風險、信用風險

資料來源：ICI, A Guide to Bond Mutual Funds

(一)、明確訂定債券型基金與貨幣市場基金之區隔

我國共同基金的募集雖然由證期會管理，但申請募集貨幣市場基金則必須根據中央銀行相關規定(共同信託基金管理辦法第四條)，所以為

了區隔債券基金及貨幣基金的發行，證期會於訂定辦法前，與中央銀行進行密集的討論，依央行 2003 年 5 月的建議：

『...債券型基金持有「存放於金融機構」、「向票券商買入短期票券」及「債(票)券附買回」等 3 項資產之總額，其最高比率不得超過 50%...』但考量到當時現有債券基金的投資組合，要補足前述債券比率，必須再補券金額達 1,155 億元，若驟然強制實施前揭規範，可能發生無券可買或公司債殖利率曲線嚴重扭曲之情事，反而造成整體市場更大的衝擊，為了兼顧市場穩定發，證期會提議：將視債券市場及利率避險工具之發展狀況，再進一步研議前述規範。

經過金融局、中央銀行及各學者專家多次會議的討論及協商後，於 2003 年 5 月開放投信業者得申請募集發行貨幣市場基金，並依據「證券投資信託基金管理辦法」公布相關規範；截至 2007 年 9 月底，國內投信業者募集發行之貨幣基金共計二檔，管理的資產規模僅有約新台幣 131.5 億元。

根據主管機關的分流計劃，投信原有的債券型基金則必須在 2006 年年底，依據各公司的政策考量、投資組合狀況，調整到「類貨幣市場基金」或「固定收益基金」，未來再進一步，朝持股比例更低的「貨幣市場基金」或持債比在七成以上所謂真正的「固定收益型基金」目標邁進，以求與國際市場接軌。

(二)、類貨幣基金 VS 固定收益基金

主管機關處理完結構債之後，接著執行債券型基金分流計畫，先將原有債券型基金轉型成「類貨幣市場基金」或「固定收益基金」(基金之比較如附表 2-7)。

1. 類貨幣市場基金：

投資訴求不以交易為目的，而是追求穩定收益，相當適合當作資金短期停泊之用。基金應符合條件包括：

(1).持債比率較低：買賣斷債券總額不得超過基金淨資產的百分之三十

(2).持債期間較短：買賣斷債券之加權平均存續期間不得超過三年、新購債券距剩餘到期日應在五年以內

(3)高流動性： T+1 日可支付贖回款項

由於「類貨幣市場基金」持券比例較低，可以降低債券投資風險，且債券部位於轉型後不必按照「公平市價法」評價，而以「買進成本法」評價，淨值波動幅度小；因為七成以上的投資標是短期貨幣市場工具，因此各基金收益率差異不大，此時公司形象、服務品質以及產品線是否完整將是選擇重點。

2. 固定收益基金:

「固定收益基金」則是追求較高票息或資本利得，以債券買賣斷交易為主，其特性包括：

- (1).持債比例較高：買賣斷債券總額不得低於淨資產的百分之五十；
- (2).流動性較低：基金贖回至少要 T+2 日以後才能支付款項；
- (3).淨值會隨著債券市場狀況波動，基金收益率有正、有負，基金淨值將隨著市場而漲跌。

由於「固定收益基金」以追求較高利息所得或資本利得為目標，因此持有之債券部位必須每日按照「公平市價法」評價，淨值波動度相對比較大，潛在獲利空間亦較高，因此投資固定收益基金則必須對利率走勢有相當程度的判斷能力，投信業者的操作功力則是挑選重點。

表 2-7 貨幣基金、類貨幣基金及固定收益基金比較

基金類型	貨幣市場基金	類貨幣市場基金	固定收益基金
持券比例	30%以下	30%以下	50%以上
存續期間	-基金之加權平均存續期間不得超過 180 天。 -投資買賣斷債券之剩餘到期日必須在 1 年以內。	-投資買賣斷債券之加權平均存續期間不得超過 3 年。 -投資買賣斷債券之剩餘到期日必須在 5 年以內。	無特別規定
評價方式	債券部位按照「買進成本法」評價	債券部位按照「買進成本法」評價	買進之債券部位按照「公平市

			價法」評價
買回付款日	T+1 日	T+1 日	T+2 日

(三)、債券基金分流情況

各投信業者依照主管機關分流規定，選擇轉型為「類貨幣市場基金」或「固定收益基金」，並視個別債券型基金之特性及持債狀況，著手調整基金持債比例。截至 2007 年 1 月止，將近 80 檔的債券基金中，有 71 檔選擇轉型為類貨幣市場基金，只有 6 檔基金共計 107 億元轉型為固定收益基金，顯示投資者對「債券基金」接受度仍然有限。類貨幣型基金暫時成為固定收益商品主流，規模共有新台幣 1.1 兆元。而金管會要求類貨幣型基金不得買賣債券，基金中原持有的債券部位只能持有至到期。

但是「類貨幣型基金」只是過渡型商品，2010 年後必須要進一步轉型為真正的「貨幣型基金」- 基金只能購買一年內到期的債券，投資組合的平均存續期間不能超過 180 天，主要投資標的為定存、短票、債券附買回交易等貨幣市場工具。在國內債券型基金完成分流計畫後，我國債券型基金將可與國際實務接軌，朝真正的債券型基金（固定收益基金）及貨幣市場基金目標邁進。

四、處理結構債引發的後續問題

投信業者高達新台幣 6,000 億元的結構債，被迫在不到一年半的時間內處理完畢；而且金管會同時宣佈，債券型基金不得再投資結構債券，除非另外成立「特殊類型債券基金」，並且於基金公開說明書中載明基金投資標的包括結構債券，才得以投資。

在只有賣方，沒有買方市場的氣氛下，各家投信業者各憑本事趕在大限之前清理部位，以平均 5% 的損失來計算，處理結構債的虧損金額將近新台幣 225 億元，雖然全數由投信業者自行吸收，但因為處理的時間匆促，因此而衍生後續的一些問題，首先是富邦投信遭到處份，再來因為 CBO 的重新包裝，受到美國次級房貸的波及，及元大投信涉及背信遭到移送檢調。

(一)、富邦投信遭金管會裁罰

金管會於 2006 年 1 月底，因富邦投信違規從事基金間買賣，對該公司處以警告及罰鍰新臺幣 360 萬元，並命令富邦投信總經理及多位債券管理部高階主管給予停職處份。這是主管機關對投信業者高階主管處以停權最嚴重的一次。

依金管會表示：富邦投信運用經理之福泰平衡型基金及千禧龍等債券型基金，在 2004 年 5 月至 2005 年 10 月間買賣有價證券從事基金間交易、投資分析報告與決策未有合理基礎及根據、及債券管理部遵循主管有利用職務上知悉消息先行買回基金等違規情事，依證券投資信託及顧問法第 113 條第 2 款及第 111 條第 4 款規定。

而按照富邦金控的新聞稿：2004 年 7 月期間市場發生聯合投信債券基金流動性不足事件，富邦投信應主管機關之要求接管聯合投信旗下三檔債券型基金，不但肩負了穩定市場秩序，避免全面爆發系統性危機的重大責任... 富邦投信當時一方面需提高旗下債券基金之流動性以應付可能之贖回，另一方面又需避免在市場拋售債券以穩定當時脆弱之公司債市場... 富邦福泰平衡基金... 從富邦千禧龍等債券型基金購入一部份債券部位... 事屬非常時期之權宜行事...

「千禧龍基金」就是富邦投信接手聯合投信的債券基金，由於內含反浮動債券，依金管會的要求，投資這些結構債所造成的虧損，必須由投信業者股東自行承受，富邦投信配合主管機關接管聯合投信的債券基金，連帶的也接管了結構債的問題，富邦投信以「左手賣給右手」的操作方式，卻是讓投資福泰基金的投資人，因買入「千禧龍」的結構債而導致淨值下跌，並由投資承受損失，所以遭到主管機關嚴厲的處份。

(二)、CBO 的問題

以發行 CBO 方式處理的結構債，由於資產池中大部份為反浮動利率債券，而且連結標的為美元 LIBOR 利率；在 2005 年要求被迫處理時，美國準聯會的升息動作暫告一個段落，也就是在利率相對高檔時，大部份

的反浮動利率已經無息可領，為了將這些結構債順利包裝銷售，發行者只好投資較高收益的商品 -- 以美元計價次順位系列的 CDO (Subordinate Tranches)，或是美國房屋擔保抵押債券 (RMBS)。

不管是次順位 CDO 或是 RMBS，都在去年美國次級房貸(Subprime)風暴中遭受波及，由於投資於 Subordinate Tranches，當美元 CDO 資產池的標的發生債信危機時，必須優先由這些 Subordinate Tranches 承受違約風險；以某歐系外商銀行台北分行於 2006 年發行的 CBO 為例，雖然資產池高達 100 檔的債信標的，假設違約(Default)後的回覆率(Recovery Rate)為 40%，資產池中只要發生七家違約，投資人的投資本金可能面臨 100% 的虧損。

為處理結構債而發行 CBO 時，部份銀行擔任安排機構，優先承接證券化商品的投資損失，比如兆豐金因此而投資在次貸相關金融商品的總投資部位高達新台幣 61.45 億元，將面臨損失風險之疑慮。(由於次級房貸投資包裝在證券化商品，必須俟證券化商品到期後才能陸續處份投資損失，所以真正的損失金額，必須等 CBO 到期後才能計算。)

(三)、元大投信遭檢調單位調查

元大集團疑因處理結構債不當，由元京證券透過第三者高價構買結構債，損失到元京證利益的背信疑案，於 2007 年 6 月間遭調查局移送台北地檢署偵辦，被檢調位移送偵辦人員包括元大集團總裁馬志玲、元京證券董事長、及元大投信董事長等人。

元京證為元大投信之大股東，元大投信因處理結構債發生的虧損，未由大股東的元京證吸收虧損，反而由元京證融資給馬家掌控的騰達投資等 4 公司，由這 4 家公司向元大投信買進 48 億元的結構債部分。

元京證事後向金管會報告時，雖表示會按持股比例吸收虧損，準備向騰達等公司買回結構債部分，但是元京證不但沒向騰達等公司買回債券，反而以高價向自己所掌管的其他公司大量購入結構債，嚴重損及元京證的利益，涉嫌背信。

五、事件落幕後的檢討

雖然投信業者遵守主管機關的規定，於「大限之日」完成處理結構債，除了由業者吸收所有損失外，並且徹底執行債券基金的分流制度，但是這樣的處理方式真的是對投資人有利嗎？在投信業者忍痛承擔損失後，不少業者的心中仍存著大問號？

(一)、結構債的原罪 – 衍生性商品

債券基金的問題是歷來年累積的沈痾，主管機關坐視問題持續的擴大，直到結構債問題浮現時，才藉由處理問題，對債券型基金進行慘痛的改革；金管會急迫解除結構債這個心頭大患，只因為結構債背負著衍生性商品的原罪，而成為這次事件代罪羔羊！

結構債的問題癥結，在於衍生性商品的評價；以主管機關的對債券基金的改革計劃，分流後所有債券投資將採公平市價的評價精神計算(依 34 號公報精神)，必須參考櫃檯買賣中心公布的公司債參考殖利率或證券商報價進行評價，以符合市場評價原則，但是結構債因為隱含利率衍生性商品因而面臨評價問題，將無法快速符合公報的要求；其實結構債的評價可以依公司債殖利率及衍生性商品評價合併加以計算，但是由於主管機關一直以來對衍生性商品的監理制度尚未建立完善，並沒有規劃衍生性商品的評價制度，所以下令限期清理所有的結構債，除了可以大幅提高基金的流動性外，又可以順利推行公平市價的評價制度。

(二)、衍生性商品介紹

衍生性商品(Derivative Products)是近年來金融市場蓬勃發展的交易工具，然而大多數的人接觸到衍生性商品，大都從報章雜誌報導操作衍生性商品失敗的案例，因為交易複雜且金額日漸龐大，操作不當時容易造成鉅額的虧損，甚至影響到金融市場的動盪，造成許多人對衍生性商品抱著負面的印象，比如 1998 長期資本管理公司(Long Term Capital Management, LTCM)的虧損事件，以及去年的美國次級房貸風暴，因而

導致全球金融市場的崩跌，逼得美國聯準會必須調降利率，並且大量挹注資金到市場，才得以穩定投資人信心，恢復金融市場的秩序。

衍生性商品是由現貨市場(Spot Market)的商品所衍生出來的金融交易，包括股票、外匯、利率到商品(Commodities)等標的資產所衍生性的商品合約，合約種類包括：選擇權、遠期契約、期貨及交換四種類型(附表 2-8)。

表 2-8：衍生性商品種類

項 目	匯率（或外匯）	利 率	股價/指數	實物商品
遠期契約	遠期外匯契約	遠期利率協定		
期 貨	外匯期貨	利率期貨	指數期貨	商品期貨
交 換	貨幣交換	利率交換	股權交換	
	換匯換利			
選 擇 權	金融選擇權			商品選擇權

(三)、衍生性商品的功能及操作風險

衍生性商品提供下列功能：

- 1、風險管理的工具：衍生性商品的發展初期大都以提供投資人避險(Hedging)為目的，但部份交易者以買賣衍生性商品進行投機(Speculating)交易。
- 2、金融商品創新：發行者必須運用衍生性商品，來設計新商品並進行避險。
- 3、具有價格發現的功能：雖然說衍生性商品的價格應該隨著現貨價格變動而改變，但是期貨或遠期契約的價格，對現貨的未來價格提供趨勢的判斷，期貨或遠期合約的價格變動往往會領先現貨的價格變動。
- 4、比現貨更具交易優勢：包括交易成本比較低廉、流動性比現貨高、以及可以賣空而不受限制等。
- 5、促進市場效率：衍生性商品的價格與現貨存在一定的關係，如果兩

者的價格變動不符合理論價格，市場既有套利機會；在套利的結果下將會使價格調整到合理的理論價格，因而促使市場更高效化。

由於衍生性商品的交易特性，也讓它伴隨著下列缺點：

- 1、財務槓桿大，容易造成不當的曝險部位，大幅提高了的操作的風險。
- 2、商品設計複雜，造成評價的不易。尤其是為客戶量身訂作的店頭衍生性商品，由於沒有公開買賣，缺乏客觀的價格依據。
- 3、交易策略靈活而且複雜，增加風險控管的難度，除非深入了解投資策略，否則很難瞭解可能的風險程度。
- 4、操作的盈虧金額及發生時點難以衡量及認定，由於衍生性商品的交易，大都為雙方的契約約定，期初並沒有實體的交割行為，屬於資產負債表外交易，無法即時由財務報表完全揭露。

(四)、衍生性商品的監理

受到衍生性商品的風險特性及複雜度影響，造成各國金融當局監理上的困難；但是衍生性商品除了提供避險機制外，更是金融商品創新不可或缺的重要原素；以國內債券基金為例，雖然反浮動利率的收益率會受到利率上升而降低收益，但只要藉由利率交換(IRS)合約即可鎖定收益率；筆者在美國聯準會調升利率之前(2004年初)，即積極建議投信經理人運用 IRS 作避險，可惜當時主管機關並未開放基金得以運用利率衍生性商品避險，雖然經過投信公會的積極爭取，主管機關經過將近二年的評估及完成相關行流程，於 2006 年初才開放基金得以運用這項工具，可惜當時利率調升接近尾聲，已經緩不濟急。

面臨全球化競爭的環境下，如何提供業者商品創新的空間，又能兼顧到整體市場的風險控管，對主管機關是一項艱鉅的考驗，以投信結構債乙例，如果主管機關能正視衍生性商品的功能，事先開放基金運用衍生性商品交易，或許事件就不至於發生了，鉅額的虧損也得以避免！