

【論著】

剖析高盛公司被民事詐欺起訴案 (下)*

覃正祥 (法務部
參事)

【接續上期月刊】

E. 保爾森公司參與擔保資產選擇之過程

25. 於 2006 年末至 2007 年初，保爾森公司分析評等為 3 個 B (BBB)，近日到期之住宅抵押證券 (RMBS)，找出超過 100 個可能即將信用違約之債券。保爾森公司之選擇標準有，抵押權利率調整比例較高者、相對較低之借款信用分數 (FICO scores)、不動產近期增值較高之加州、佛州及內華達州等地之抵押權，保爾森公司向高盛公司表示在住宅抵押權債券中期待包括這類資產，或有這些特徵之資產。
26. 於 2007 年 1 月 8 日，杜爾參加之會議，其中有保爾森公司及 ACA 公司之代表，在保爾森公司之紐約市辦公室討論本案交易。
27. 於 2007 年 1 月 9 日，高盛公司傳送電子郵件予 ACA 公司，主題是“保爾森之資產組合”，附隨清冊為 2006 年評等為 Baa 級之住宅抵押債券 123 種類。於 2007 年 1 月 9 日，ACA 公司重複分析，確認此 123 種中曾購買過 62 種，當時評等是相同或更低。
28. 於 2007 年 1 月 9 日，高盛公司通知 ACA 公司：杜爾對資產組合之初步回應非常興奮。
29. 於 2007 年 1 月 10 日，杜爾傳送電子郵件予 ACA 公司，主題是“交易摘要”，其內容係“我們建議 ACA 公司在交易中之角色係資產組合挑選代理人，而贊助

* 作者為美國南美以美法學碩士，原法務部法律事務司司長，現任法務部參事。

人是保爾森公司”，另載“初始之資產組合最好係交易贊助人亦同意，當然這是有彈性的”。

30. 於 2007 年 1 月 22 日，ACA 傳送電子郵件予杜爾以及高盛公司之其他人，主題是“保爾森之資產組合”（Paulson Portfolio 1-22-10xls），內載：“所附之工作清單，有 86 個次級抵押部位，我們將建議可曝險之綜合性 CDO，原來傳送之 123 種，經過審查只包括 55 個。”
31. 於 2007 年 1 月 27 日，ACA 公司與保爾森公司代表會面（地點在 Jackson Hole, Wyoming），討論交易及相關之資產組合。次日，ACA 公司將會議摘要傳送電子郵件給杜爾，杜爾當日回電，稱“這可確認我當初之認知，即保爾森要進行交易只要在資產組合及補償結構可達成合意。”
32. 於 2007 年 2 月 2 日，保爾森、杜爾與 ACA 公司三方，在 ACA 紐約市辦公室討論相關資產組合事宜。ACA 當時並不知保爾森要對所參與選擇之住宅抵押證券之資產組合，要向高盛公司購買信用違約交換契約（CDS）以保護其在合成性擔保債券（CDO）資產結構中之特定區塊（specific layers），當然杜爾與高盛公司對保爾森之反向作空之利益完全知情。在此會議期間，杜爾傳送電子郵件給高盛其他職員，稱：“我在 ACA 與保爾森之會議，這是超現實的（surreal）。”當日較晚時間，ACA 傳送電子郵件給保爾森、杜爾與高盛之其他人，是一件保爾森與 ACA 同意之 82 種 RMBS 之清單，以及一件有 21 種 RMBS 之代替清單。ACA 公司就修改後清單詢問保爾森是否同意，問道：“讓我知道，如果你同意這些屬於 Baa2 評等層級。”
33. 於 2007 年 2 月 5 日，保爾森傳送電子郵件給 ACA，並給杜爾一份，刪除 ACA 建議之 8 個 RMBS，保留其他，並稱杜爾同意此 92 個債券充分之資產組合。
34. 於 2007 年 2 月 5 日，ACA 一份內部電子文件，問道：“所附修改之資產組合，保爾森希望我們同意，全部都是 Baa2 等級，最後之資產組合將在這些名稱之 80-92 個之間，我們是同意還是不同意？”，回答是：“我看是可以，保爾森有說出他不要與富國銀行(Wells Fargo)交易之理由嗎？”富國銀行給一般人之印象是較高品質次級債券製造者。
35. 約於 2007 年 2 月 26 日，經過更進一步討論，保爾森與 ACA 就本案債券（ABACUS 2007-AC1）之 RMBS 之 90 個資產組合達成合意。

F. 高盛公司誤導投資人以為是 ACA 挑擇資產組合而隱瞞保爾森在挑選決定中之重要角色以及具有相反之經濟利益

36. 高盛公司就本案債券所使用之行銷資料是虛偽且誤導，因為敘述係 ACA 選擇資產組合而隱瞞保爾森部分，而保爾森之利益與 CDO 投資人相對立，且在選擇資產組合中扮演重要角色。
37. 例如，高盛公司製作之本案債券行銷資料中之商品規格，有 9 頁，陳述 ACA 公

司是挑選資產組合之代理人，並用粗體字在第一頁之上方顯示 RMBS 之資產組合是由 ACA 所挑選。此文件沒有提到保爾森、他的經濟利益以及扮演挑選資產組合之角色。

38. 同樣的，本案債券之圖表書，有 65 頁，其封面頁明載 RMBS 之資產組合由 ACA 管理公司挑選，該圖表書介紹 ACA 之商業策略、資深管理團隊、投資哲學、專業技藝、記錄及信用挑選過程，共有 28 頁，其中有 7 頁是介紹 ACA 職員。並對投資人保證挑選資產組合之一方，與投資人利益相同。這些文件並未提及保爾森、其經濟利益以及扮演挑選資產組合之角色。
39. 杜爾負責編輯商品規格及圖表書。
40. 高盛之抵押資本委員會（MCC），包括高盛公司之中階資深管理人員組成，於 2007 年 3 月 12 日核准本案債券。高盛公司預期所付出之結構設計及行銷可獲利約 15-20 百萬美元間。
41. 約於 2007 年 4 月 26 日，高盛公司製作本案債券備忘錄，有 178 頁，封面敘明 ACA 公司係資產組合挑選之代理人，而總說明、摘要或資產組合挑選代理人章節均說明 RMBS 之資產組合係由 ACA 公司挑選。此文件亦未提及保爾森公司。
42. 此備忘錄之摘要部分，杜爾確有事先審查，才提供給可能之投資人。
43. 雖然本案債券之行銷資料沒有提及保爾森之角色，但是高盛公司之內部文件卻明白指出保爾森之利益及交易角色。例如，2007 年 3 月 12 日，MCC 之備忘錄中描述本案交易行為，稱：“高盛為保爾森對本案債券資本結構之特定區塊購買保護”。

G. 高盛公司誤導 ACA 公司以為保爾森是多方

44. 高盛公司誤導 ACA 公司以為保爾森有投資本案債券之權益證券區塊（equity tranche），因為權益證券區塊是結構債之最下層，如果住宅抵押債券價格下滑是最先受到損失。因此權益證券投資人對住宅抵押債券之資產組合之表現有經濟利益，於 2007 年初 ACA 公司曾參與某些 CDO 之交易，其中有避險基金投資權益證券之區塊。
45. 如果 ACA 知道保爾森對本案 CDO 是作空，ACA 將不願意讓保爾森參與挑選相關之資產組合，以避免危及 ACA 公司之信譽。事實上，ACA 公司將不可能擔任挑選資產組合之代理人，如果知道保爾森對本案債券是大量放空而非作多。杜爾與高盛公司對 ACA 之多空錯誤認知應負責任。
46. 於 2007 年 1 月 8 日，杜爾、保爾森公司及 ACA 之代表在保爾森公司之紐約市總部開會討論擬議之交易，ACA 公司不清楚保爾森之經濟利益事後要求高盛公司澄清，ACA 公司傳送電子郵件給高盛之業務員，主題是保爾森會議，內載：“我不知如何進行，我不會說是很差，不至於如此，但是我認為並無幫助，我

們不知道保爾森為何要參加，你能給我們一些回答嗎？”

47. 於 2007 年 1 月 10 日，杜爾傳送交易摘要之電子郵件給 ACA，內載有預期之資本結構 (contemplated capital structure) 包括 0%-9% 事前承諾之最先受損 (pre-committed first loss) 部分，是保爾森提供之結構，而此資本結構最下層之 0%-9% 區塊與 ACA 合理認知之權益證券區塊是相符的。事實上，高盛公司從未意圖在本案交易中行銷 0%-9% 之最先損失之權益證券區塊。
48. 於 2007 年 1 月 12 日，杜爾與 ACA 就擬議交易事情以電話連絡，至 2007 年 1 月 14 日，ACA 傳送電子郵件給高盛業務員，問及保爾森對權益證券之利益問題，該電子郵件主題係星期 5 與杜爾之電話，內載：“我當然希望與杜爾之上週電話不要具有過度敵意，但是結構 (the structure) 從投資人角度看起來困難，我可以了解保爾森之角度，只是我們要用我們名稱在上面時，我們必須確信能增加信譽。”
49. 於 2007 年 1 月 16 日，高盛之業務員傳送電子郵件給杜爾，此文件杜爾明知或因重大過失不知，ACA 被誤導相信保爾森投資本案債券之權益證券區塊。
50. 依據 2007 年 1 月 10 日之杜爾傳送之交易摘要電子郵件，2007 年 1 月 12 日與杜爾之電話連絡及其他持續之溝通，ACA 經由交易行為相信保爾森將是本案債券之權益證券投資人。
51. 於 2007 年 2 月 12 日，ACA 之承諾委員會 (Commitments Committee) 核准該公司擔任本案債券之挑選資產組合之代理人，其中之核准之備忘文件，是這樣描述保爾森之角色：“避險基金為權益證券投資人，對擔保債券 (ABS CDO) 係 100% 為次級住宅抵押債券所擔保，投資其中 0-9% 靜態中層區塊 (tranche of a static mezzanine)”。

H. 本案債券之投資人 (ABACUS 2007-AC1 Investors)

1. IKB

52. IKB 是總部位於德國杜塞多夫 (Dusseldorf) 之商業銀行，IKB 之專長係借款予中小型公司。約於 2002 年，為自己或為他人顧問涉入資產證券化業務或消費者信用風險業務，其中包括美國中級或次級 (mid-and-subprime) 抵押擔保之 RMBS CDO。IKB 曾有子公司稱作 IKB 信用資產管理 (IKB Credit Asset Management)，對參與商業票據交易 (commercial paper conduit) 之各種買方提供顧問服務。
53. 對 IKB 銀行而言，有參與 CDO 資產組合挑選之機構及經驗，是重要投資考量因素。於 2006 年後期，IKB 通知高盛公司之業務代表與杜爾對 CDO 不再有投資意願，因為沒有使用具有對美國房屋市場有專業技術並可分析 RMBS 之獨立第三人，杜爾及高盛公司知道 ACA 公司是為 IKB 銀行可能接受之擔保債經理人。
54. 於 2007 年 2-4 月，高盛公司寄給 IKB 有關本案債券之商品規格、圖表書及要約

備忘文件等，指出 RMBS 之資產組合是由 ACA 公司所挑選，而隱瞞保爾森挑選資產組合之角色及相反之經濟利益。這種主動說明及隱瞞是屬於實質上虛偽與誤導（material false and misleading），因為 IKB 不知保爾森之角色與相反利益，而高盛公司及杜爾亦未告知此事。

55. 本案債券之行銷文書首於 2007 年 2 月 15 日散發，最初之商品規格及財產目錄組合參考資料由高盛公司以電子郵件傳送予高盛公司之業務代表以及 IKB，杜爾知道這些資料將會傳送予 IKB。
56. 於 2007 年 2 月 19 日，高盛公司之業務代表送交行銷資料給 IKB，在電子郵件中解釋說：“附件是我們與杜爾所提及之 ACA 交易之細節，其中有你有興趣之 AAA 評等（證券）”。
57. 杜爾為完成交易與 IKB 保持直接及間接連繫，例如，於 2007 年 3 月 6 日予高盛公司業務代表轉給 IKB 之電子郵件中稱：“這資產組合是由 ACA 所挑選”，然而杜爾接下去在公司內部之電子郵件卻稱：“是由 ACA 與保爾森所挑選。”
58. 本案債券交易約於 2007 年 4 月 26 日完成，IKB 依面值購買 5 千萬美元 A-1 類之證券（Notes）變動利率等於 LIBOR¹加 85 個基本點，穆迪公司（Moody's Investors Services, Inc.）評為 Aaa 級，標準普爾公司（Standard & Poor's Ratings & Services）評為 AAA 級。IKB 依面值購買 A-2 類證券，1 億美元，變動利率等於 LIBOR 加 110 個基本點，穆迪公司評為 Aaa 級，標準普爾公司評為 AAA 級。
59. 事實是，資產組合由有經驗與利益相同之獨立第三人挑選對 IKB 而言是重要的。如果 IKB 知道保爾森在挑選擔保品過程中扮演重要角色而對本案債券購買放空部位，IKB 將不會投資本案債券。還有，知曉保爾森之角色將會嚴重破壞 IKB 對資產組合挑選過程之信心致使 IKB 職員反對本件交易。
60. 交易完成數月間，A-1 及 A-2 類之證券其價值幾近廢紙，IKB 約損失 1 億 5 千萬美元之投資，這些錢經過一連串交易，大多數最後付給保爾森及高盛公司。

2. ACA/ABN AMRO

61. ACA 之母公司係 ACA 資本控股公司（ACA Capital Holdings, Inc.）對金融結構商品提供保險服務，其中包括住宅抵押之擔保債券（RMBS CDO），此業務是由該母公司控股 100%之子公司 ACA 金融擔保公司（ACA Financial Guaranty Corporation）負責。約於 2007 年 5 月 31 日，ACA 資本控股公司出售 9 億零 9 百萬美元本案債券超級區塊（super senior tranche）保護，此意謂承擔資本結構此部分之信用風險，對價利益是 CDS 契約之保險費率約每年 50 個基本點。
62. ACA 資本控股公司不知道保爾森在交易行為中之空頭部位，如果 ACA 對保爾

¹ LIBOR（London Interbank Offered Rate）係指英國倫敦銀行間（批發）市場無擔保之每日借貸利率。

森所扮演之挑選資產組合之角色及對本案債券作空均知情，將不可能對超級區塊給予書面保護（指信用違約交換契約）。

63. 媒合 ACA 資本控股公司為超級區塊交易，是 ABN 銀行（ABN AMRO Bank N.V.），當時是歐洲之大型銀行。經由 ABN 與高盛、ABN 與 ACA 之一連串之信用違約契約（CDS）之交易行為，ABN 淨得約每年 17 個基本點而承擔本案債券之超級區塊之信用風險如果 ACA 資本控股公司出現信用事件。
 64. 高盛公司寄給 ABN 有關本案債券之商品規格、圖表書及要約備忘文件等，指出 RMBS 之資產組合是由 ACA 公司所挑選而隱瞞保爾森挑選資產組合之角色及相反之經濟利益。這種主動說明及隱瞞是屬於實質上虛偽與誤導（material false and misleading），因為 ABN 不知保爾森之角色、挑選資產組合及經濟利益乙事，與 ACA 及 ABN 對立。
 65. 於 2007 年底，ACA 公司經歷嚴重財務困難，於 2008 年初，ACA 公司就約 690 億美元之 CDS 契約之相對人達成全球性和解，其中約 260 億美元與 2005-6 年到期之次級住宅抵押債券相關。
 66. 2007 年末，ABN 銀行被蘇格蘭皇家銀行在內之銀行團所購買，約於 2008 年 8 月 7 日，蘇格蘭皇家銀行處理本案債券之超級區塊，付給高盛公司\$840,909,090，其中大部分再由高盛公司付給保爾森。
- 67-74（請求救濟事項，略）

陸、高盛集團對本案民事起訴之回應²

美國參議院附屬委會對金融危機之第 4 次聽證會，於本案公布後不足二週內於 2010 年 4 月 27 日召開，到場證人有高盛之執行長及 6 位經理人（其中二位已離職），其中包括本案之被告杜爾（帶薪請假中）。高盛集團執行長，被主席民主黨密西根州參議員李文（Carl Levin）詢問及是否高盛應將所持有部位告知客戶、與客戶對賭是否不對、是否高盛認為證券是垃圾也應告知客戶？高盛執行長堅稱：高盛是交易當事人³（principal），交易是賣予客戶時我們取得相對部位，如果客戶要出售其部位，下一分鐘，就是我們取得，而非客戶，這就是造市之意義（the nature of market-making），使高盛處於客戶之對造，客戶所買之曝險部位是客戶之決定，他

² Prepared remarks by Lloyd C. Blankfein, Chairman and CEO, The Goldman Sachs, Group, Inc. April 27, 2007.

(<http://www2.goldmansachs.com/our-firm/on-the-issues/psi-folder/lloyd-blankfein-testimony..>

Testimony of Fabrice Tourre, Before The Permanent Subcommittee on Investigations, April 27, 2010.

And see edited by Andrew Ross Sorkin, Live-Blogging the Senate Hearing on Goldman, April 27, 2010.

³ 此部分涉及 proprietary trading 也是金融改革重點之一，美國聯準會前任主席伏克爾為主要推動者。

們並不是前來尋求高盛之意見，高盛執行長對主席問及高盛與客戶對賭一節，很不以為然，解釋造市之機制，以房市為例，稱：客戶因房市風險前來，我們給予他曝險，這就是客戶所需而我們提供，不幸的是房市崩解過快。德拉瓦州參議員（Ted Kaufman）詢問在抵押證券業務中高盛轉多為空之關鍵時間點？為何一般人認為華爾街業者非常聰明？高盛執行長回答：我們沒有那麼聰明，我不知道房市下跌 20% 後會繼續下跌還是會回漲，其他金融業者有重大損失，我不知道原因，但是我們只是遵守市價結算紀律（the discipline of mark to market）。當二位參議員（McCaskill and Jon Tester）問及 synthetic CDO 僅係抵押證券之風險打包對賭出售並無其他經濟功能？高盛執行長回答可提供流動性功能及避險之機會，又被問及設計此種結構商品目的，是否為作空致使其失敗，回答稱只要風險可轉予想要承擔風險之一方就市場而言即非失敗。參議員 Jon Tester 又問 CDO 有避險需求就好似一場騙局，客戶為何要相信高盛？高盛執行長回答：或許是因為有各種不同業務所致，有時是對客戶有義務之經理人，有時是客戶交易對手之本人，在造市者時，必需使市場順利運作。

本案被告杜爾在其預製之書面稿中，斷然稱美國證管會之指摘係虛假不實，要到法院進行辯駁。提出 4 點解釋，1. 本案投資人 ACA 與 IKB 都是具專業之機構法人，有充足資源對本案資產組合進行研究分析；2. 從未對 ACA 公司表示保爾森避險基金將持有多頭部位；3. 本案債券並非設計就要其失敗；4. 是 ACA 挑選資產組合，不是保爾森。

柒、投資名人巴菲特之觀點⁴

於金融危機期間，巴菲特之公司投資高盛集團 50 億美元之優先股，當然其無價之寶-信譽，在相當程度上，也一起付出給高盛。本案被告高盛被美國證管會以民事詐欺起訴後，巴菲特之觀點，受到各界重視。

對於高盛被起訴案件之抵押衍生性金融商品交易乙節，他回答稱：“我不認為珠算（Abacus）交易有何問題，我認為我比大多數人都了解”，又稱：“我不認為交易相對人是保爾森或者是高盛，會有何不同；我不介意是保爾森對債券作空，我不擔心他是否有較優勢之資訊，這是我的工作去評估信用，資產就是資產，數學就是有用或無用”，又稱：“IKB 與 ACA 已擁有投資人所需之相關事實，他們可以事先檢視抵押權，雖然結果成為壞的賭注”，又稱：“我很難有同情心，我們是為我們業務作決定，別人持有相對部位並不欠我們何事”，又說：“如果在交易結束後，才說對方比你聰明而受到詐欺，這是很奇怪的事，而這好像就是如此”。

捌、美國證管會公布本案後當天所發之新聞稿⁵

⁴ Andrew Ross Sorkin, “From Buffet, Thought-Out Support for Goldman, Why Warren Buffet sticking his neck out so far in defense of Goldman Sachs?”, May 3, 2010.

美國證管會認為高盛製造及行銷之結構債（synthetic CDO），其標的資產係以次貸住宅抵押證券（subprime residential mortgage-backed securities）之表現而定，高盛未對投資人揭露 CDO 之實質重要資訊（material information），尤其是關於避險基金公司在挑選資產組合過程中所扮演之角色、以及購買空頭部位之情事。美國證管會執法部門主管（Robert Khuzami, Director of the Division of Enforcement）稱：本案產品既新且複雜，但是欺騙及利益衝突是老套且簡單，高盛不應該准許要放空之客戶參與資產組合之挑選，反而是告訴其他投資人這些資產組合是由獨立且客觀之第三人所挑選。美國證管會結構商品及新商品單位主管（Kenneth Lench, Chief of the SEC's Structured and New Products Unit）稱：美國證管會對於美國房市相關之證券化商品出現履約困難，該期間投資銀行及其他業者之活動，將繼續進行調查。

玖、美國證管與高盛集團達成和解

於 2010 年 7 月 15 日，美國證管會與高盛公司就本案達成和解（參見美國證管會網頁當日之新聞），高盛公司支付 5 億 5 千萬美元予美國政府，並允諾進行業務改革。此項金額是華爾街金融業者有史以來在單一案件中最巨大之賠償額度，其中 2 億 5 千萬美元將經由公平基金付予被害投資人、其餘 3 億美元進入美國國庫。高盛公司在對起訴事實一不承認亦不否認之前提下，承認提供客戶之資料不完整，並允諾進行改進。本和解不包括高盛職員杜爾。

拾、本案所顯示之問題及結語

- 一、本案證券(synthetic CDO)，與 CDS 搭配使用，將避險功能轉換成賭博工具，可以說是 2008 年間全球金融危機之主要罪魁禍首之一。高盛集團製造及行銷 CDO，被媒體報導有欺騙客戶或投資人情事，經主管機關調查，認定高盛及其職員隱瞞本案重要事項誤導客戶，構成民事詐欺。高盛公司否認及辯解、巴菲特觀點，已如前述，所以本案美國證管會勝訴之關鍵處，將是能否提出證據證明該被隱瞞之事項係客戶或投資人交易必需之重要資訊（material information）。由於美國證管會已與高盛公司和解，此部分事實判斷與法律適用之疑問未經裁判，答案只有留給未來。
- 二、依據維基百科對 CDO 之介紹，CDO 最先是由現已消失之華爾街業者（Drexel Burnham Lambert Inc.）於 1987 年為儲蓄銀行（Imperial Saving Association，已於 1990 年被清算信託公司所接管）推出之產品。10 年後在資產證券化（Assets Backed Securities）市場快速成長，參與者有：保險公司、投資銀行、商

⁵ SEC Charge Goldman Sachs With Fraud in Structuring and Marketing of CDO Tied to Subprime Mortgages, For Immediate Release, 2010-59.

- 業銀行、避險基金、投資信託公司、共同基金公司及其他相關業者。一般而言，CDO 較公司債，處於同等級之評等時，收益約高 2-3%。並有研究機構指出，全球 CDO 市場，於 2005 年約 1.5 兆美元，於 2006 年約近 2 兆美元。
- 三、美國證管會雖為獨立機關，但是領導人風格之變動⁶對其執法作為即有重大影響。例如，美國歐巴馬政府之證管會主席 Mary L.Schapiro 甫上任後，於 2009 年 3 月 11 日赴國會作證，在書面稿中，指出其上任立刻改變，所謂“二年期間之民事罰領航計畫”（two-year penalty pilot program），該計畫要求證管會執法官員，如要追查公開公司，因證券詐欺而可能被處以民事金錢處罰之案件時，必須要先得到證管會委員會之特別許可，所以官員表示起訴案件因而拖延並阻撓依法循求適當之懲處，在這種期間是不能對違法之人容忍，該計畫對違法者及民眾散布不當訊息；另外，亦給予執法官員展開正式調查之快速核准，以傳喚證人，因為時間是關鍵，遲延之調查會造成不當結果，如果適當，將以證管會之委員一人負責即可。新上任官員之書面報告指出，將更改過去拖延執法作為之內規。美國小布希總統期間之證管會與歐巴馬政府之證管會在執法作為上，在法規雷同情形下，反差巨大，本案對有強大政商實力背景之高盛集團執法，此在小布希政府時代是難以想像的。
- 四、高盛集團係金融全球化之重要參與者，其業務內容為何？依該集團執行長提出參議院聽證會之書面稿有簡略介紹：高盛集團不收受存款、不發行信用卡、不貸款給消費者，其客戶主要是政府、共同基金、退休基金、及其他大型投資機構，高盛提供這些客戶理財意見、融資、買賣證券或其他投資模式、或協助管理資產，能幫助政府募集資本、對學校及道路融資、對公司投資助其成長等，在證券市場媒合買賣雙方提供市場流動性。
- 五、資產證券化（ABS）可將欠缺流動性之財產，例如銀行債權、大樓、道路、橋樑或其他公共建築等有固定收益之資產，實現潛在之收益，具經濟效益。然而在此次全球金融危機，資產證券化出現嚴重流弊，如何妥適管理此種證券化商品，不因噎廢食，且有防杜流弊之道，是要面對之重要課題。
- 六、本案民事起訴書，顯示已獲取高盛公司各種與交易相關之內部文件，此種取得證據之模式，是值得參考借鏡。又美國證管會為獨立機關，依法得提起民事訴訟並對業者為行政懲罰，為準司法機關，我國證券法規源自美國法，執法功能部分仍有進步空間。至於以巨額金錢懲罰法人其結果如同處罰投資股東，高盛集團管理高層應負責任與被證管會指責之詐欺行為間之關係，在本案幾近空白，此部分之議題仍值得探討。

⁶ 美國證管會網頁，2009 年 3 月間之其他演講亦有提到改進執法作為之作業內容。參見 Speech by SEC Commissioner: "Reinvigorating the Enforcement Program to Restore Investor Confidence" by Commissioner Luis A. Aguilar U.S. Securities and Exchange Commission Introductory Remarks before the District of Columbia Bar Washington, D.C. march 18,2009

七、對交易行為有研究興趣者，對本案高盛執行長在美國國會議員詢問後，回答說「我們沒有那麼聰明……不知道是下跌…或是回漲…只是遵守市價結算紀律」等語，其真意應如何解讀？可再思量。