

調 查 報 告

壹、案由：政府委外投信業者操作四大基金，投資失利，嚴重虧損，衝擊勞工與軍公教人員退休金權益，究金融監督管理委員會、行政院勞工委員會、勞工退休基金監理會等相關管理單位，對於四大基金委外代操情形及投信業者內控機制，是否善盡監管之責？執行過程是否涉有違失？認有深入瞭解之必要乙案。

貳、調查意見：

政府委託投信業者操作公務人員退休撫卹基金(下稱退撫基金)、新制及舊制勞工退休基金(下稱勞退基金)、勞工保險基金(下稱勞保基金)、國民年金保險基金(下稱國保基金)等政府基金，其成效關乎勞工與軍公教人員之退休金權益，究相關主管機關對於該等基金委外操作情形及投信業者內控機制，是否善盡監管之責？執行過程是否涉有違失？案經函請金融監督管理委員會(下稱金管會)、考試院、行政院勞工委員會(下稱勞委會)、內政部、交通部檢送有關案卷資料與問題說明，並於民國(下同)102年2月20日約詢勞委會、勞工退休基金監理會(下稱勞退監理會)、勞工保險局(下稱勞保局)、內政部社會司、內政部國民年金監理會、公務人員退休撫卹基金管理委員會(下稱退撫管理會)、中華郵政股份有限公司(下稱郵政公司)相關主管人員，另於102年3月18日約請金管會吳副主任委員當傑、金管會證期局黃局長天牧暨相關業務人員到院說明，業經本院調查竣事，茲臚陳調查意見於后：

- 一、政府基金委外操作國內權益證券金額龐大，101年底高達4,909.12億元，然代操績效甚差，無論一年、三年、五年、十年期之年度報酬率，竟全部劣於自行運

用，又政府基金中長期委外代操之報酬率，在絕大多數年度，均不如一年期定存利率，遑論超越大盤，相對於各政府基金自行運用，近十年出售收益計 1,115 億元，委外代操卻僅獲利 20 億元。各基金之主管機關允應檢討委外代操績效欠佳之原因，並速謀改善對策：

- (一)查 101 年底政府基金國內委託投資權益證券平均餘額多達 4,909.12 億元(新制勞退 2,010.97 億元、舊制勞退 1,255.67 億元、退撫 884.88 億元、勞保 466.82 億元、國保 252.82 億元、郵政資金¹37.96 億元)，然國內委託股票投資績效，無論短中長期報酬率均劣於自行運用之年度報酬率，例如：退撫基金十年期自行運用平均報酬率為 8.55%，略優於大盤指數 7.29%，委託經營卻只有 0.72%，其他基金情況亦類似。尤其，五個政府基金自行運用之報酬率，均勝過大盤，惟委外代操者大多數年度輸給大盤，甚至不如被動式管理之指數股票型基金(如臺灣 50 ETF)之績效。
- (二)次查，臺灣銀行一年期平均定存利率為 0.865%(十年簡單平均數)，五個政府基金委外代操投資國內權益證券近十年之平均報酬率，僅郵政資金(7.54%)及勞保基金(1.84%)超過定存利率，餘如退撫基金及勞退基金國內委託投資中長期(三年、五年、十年)報酬率，均劣於臺灣銀行一年期平均定存利率，詳如表一。
- (三)再查，五個政府基金 92 至 101 年近十年²投資國內權益證券之績效，其中自行投資部分已分別為退撫基金、勞退基金、勞保基金、國保基金、郵政資金

1

2

賺取 444.32 億元、148.32 億元、250.98 億元、17.61 億元、253.61 億元，共計 1,114.84 億元；反之，委外經營則多為負數，尤以代操資產規模列居政府基金首二位之勞退基金、退撫基金(100、101 年投資國內權益證券，勞退基金逾 1,300 億元、退撫基金約 880 至 1,020 億元)近十年竟賠 31.05 億元、95.49 億元，而國保基金累計虧損 17.36 億元，勞保基金委外收益僅 52.22 億元，顯見前述四個政府基金委外代操所創造之收益不如自行運用；至郵政資金委外代操累計出售收益為 111.86 億元，績效尚可，惟規模已逐年減少，自 96 年度 486.11 億元逐年縮小至 101 年度 37.97 億元，詳如表一-2。另查國內權益證券之評價後未實現損益，退撫基金、勞保基金僅有部分年度之委外代操較自行運用為佳，且該等年度自行運用總投資損益(包括已出售及未實現)均勝過委外代操。

(四)綜上，各政府基金近十年自行運用，出售收益 1,114.84 億元，委外代操則卻僅獲利 20.18 億元，其中退撫、勞退及國保基金共賠 143.90 億元，政府基金委外代操國內權益證券之績效，無論一年、三年、五年、十年之年度報酬率，竟全部劣於自行運用，又政府基金中長期委外代操之報酬率絕大多數年度不如一年期定存利率，遑論超越大盤；各基金之主管機關允應檢討委外代操績效欠佳之原因，並速謀改善對策。

二、各政府基金投資報酬率之計算方式，不論係以當年度收益數計算年報酬率，或以簡單平均為基礎計算中長期報酬率，均未能允當表達實際之投資績效，不易比較基金間之投資績效，尤其報酬率波動幅度較大時，僅看簡單平均，不能觀得績效全貌，易使人誤解。各

基金主管機關允應妥適檢討調整：

(一)查政府基金年投資報酬率中收益數之計算方式，詳表一-1、表一-2，分為下列兩類：

- 1、當年度已出售收益及「未實現收益」：採此方式計算者，有退撫、勞退、勞保及國保基金，例如：退撫基金 101 年委託經營國內股票投資平均餘額 884.88 億元，已虧損 26.35 億元、未實現收益 77.73 億元，年收益數為 51.38 億元，報酬率為 5.81%(51.38 億元／884.88 億元)。
- 2、當年度已出售收益與「未實現收益之增減變動數」：採此方式計算者，有郵政資金作為報酬率之收益數，例如：該基金 101 年委託經營國內股票投資平均餘額 37.97 億元，出售收益 0.49 億元、未實現收益增減數 5.20 億元，年收益數為 5.69 億元，報酬率為約 14.99%(5.69 億元／37.97 億元)。前揭投資報酬率之計算差異，列示如下：

各政府基金 101 年委外代操投資報酬率之計算

金額億元；%

基金名稱	當年出售收益(1)	當年未實現收益(2)	去年未實現收益(3)	年報酬率之收益數(4)		年平均餘額(5)	年報酬率(6)=(4)/(5)
				第一類(1)+(2)	第二類(1)+(2)-(3)		
退撫基金	-26.35	77.73		51.38		884.88	5.81%
勞退基金(新制)	-23.35	119.91		96.56		2,010.97	4.80%
勞退基金(舊制)	4.78	49.40		54.18		1,255.67	4.31%
勞保基金	-8.07	27.18		19.11		466.82	4.09%
國保基金	-3.20	8.26		5.06		252.82	2.00%
郵政資金	0.49	0.97	-4.23		5.69	37.97	14.99%

- 3、惟前述第一類計算方式(退撫、勞退、勞保及國保基金採之)，未能允當表達年度實際之投資績

效，例如：退撫基金 101 年虧損 26.35 億元、未實現收益 77.73 億元，97 年未實現收益-91.91 億元，詳表一-2，其採第一類當年度出售收益及「未實現收益」方法，計算年報酬率之收益數為 51.38 億元，未考量庫存部位之增減損益，改採用第二類(郵政資金採之)當年度已實現收益與「未實現收益之增減變動數」，則年報酬率中收益數為 -40.53 億元，較能忠實表達該年度之實際年報酬率。

(二)又政府基金以永續經營為目的，其投資著重長期績效，惟基金主管機關對於中、長期(三年、五年、十年)投資報酬率，僅以簡單平均計算，不足以反映政府基金實際長期績效表現，尤其於報酬率波動大時，簡單平均造成失真，且易使人誤解其真實操作績效。例如：

- 1、假設 100 至 101 年之年投資報酬率，A 基金每年均為 20%，B 基金為-50%、90%，則 A、B 基金之 2 年投資報酬率，以簡單平均計算皆為 20%，惟 A 基金操作績效應優於 B 基金；其原因為投資額度計算基礎不同所致，亦即：假設原始投資額度不變，B 基金第 1 年投資報酬賠 5 成，次年度即使賺 9 成，將因投資額度只賸一半而使基金淨值只回升到 95%。
- 2、以台股實際走勢為例，近 10 年震盪頻繁、漲跌波動幅度大：92 年首日開盤 4,452.45 點，至年底 5,890.69 點，一年漲 1,438.24 點，年報酬率 32.30%，93 年至 96 年之間，年報酬率介於 4.23% 至 19.48% 之間，97 年加權股價指數大跌 3 千多點，年報酬率-46.03%，98 年底大漲 3 千多點，年報酬率 78.34%，顯見台股具有震盪頻繁、漲

跌波動幅度大之特性，如表一-1。

3、基此，政府基金國內權益證券投資以簡單平均計算中、長期投資報酬率易使人誤解，各基金主管機關允應妥適檢討調整，且期使基金投資運用績效之呈現，係在一致性之基礎下進行比較。

(三)綜上，各政府基金投資報酬率之計算方式，不論係以當年度收益數計算年報酬率，或以簡單平均為基礎計算中長期報酬率，均未能允當表達實際之投資績效，不易比較基金間之投資績效，尤其報酬率波動幅度較大時，僅看簡單平均會造成失真，不能觀得績效全貌，易使人誤解。各基金主管機關允應妥適檢討調整。

三、金管會對於政府基金因查核困難請求提供協助，逕以「無相關法源依據，不同意協同查核」之答覆，恐與行政程序法第 19 條之意旨有違。另為避免類似弊案一再發生，政府基金之主管機關及金管會檢查人員，允應加強對業界實務之瞭解，確實掌握不法交易之手法，積極策訂防弊措施，建立暢通之溝通管道與資訊分享平台，俾覈實查核，共同發揮監理之實益：

(一)本院前於 99 年調查勞退基金管理運用成效，對於政府基金與金管會之間監理互補乙節，曾提出調查意見：「基金監理會應積極洽請金檢單位提供相關檢查報告或不定期協同查核，以彌補自行查核之缺漏。」，勞退監理會於 99 年 3 月 15 日以勞退監稽字第 0990002117 號函請金管會同意，與勞退監理會建立受託投信查核資訊通報機制，亦洽請金管會派員不定期協同該會查核代操投信業者。惟金管會卻以 99 年 4 月 22 日金管檢證字第 09900039790 號函復勞退監理會表示，基於金融檢查與特定全權委託帳戶委託人查核之目的及範圍均有別，且無相關

法源依據，不同意協同查核，僅同意於金管會查核投信確認有違規行為後，提供裁罰資訊供勞退監理會參考。

(二)按行政程序法第 19 條第 1 項規定：「行政機關為發揮共同一體之行政機能，應於其權限範圍內互相協助。」；第 2 項規定：「行政機關執行職務時，有下列情形之一者，得向無隸屬關係之其他機關請求協助：...三、執行職務所必要認定之事實，不能獨自調查者。四、執行職務所必要之文書或其他資料，為被請求機關所持有者。...六、其他職務上有正當理由須請求協助者。」；第 4 項規定：「被請求機關於有下列情形之一者，應拒絕之：一、協助之行為，非其權限範圍或依法不得為之者。二、如提供協助，將嚴重妨害其自身職務之執行者。」；第 6 項規定：「被請求機關認為無提供行政協助之義務或有拒絕之事由時，應將其理由通知請求協助機關。請求協助機關對此有異議時，由其共同上級機關決定之，無共同上級機關時，由被請求機關之上級機關決定之。」，而政府基金之監督法源及管理機關，分別依公務人員退休撫卹基金管理條例(退撫管理會負責退撫基金)、勞工退休金條例(勞退監理會負責勞退基金)、勞工保險條例(勞保局負責勞保基金)、國民年金保險基金管理運用及監督辦法(依國民年金法第 48 條授權訂定，並委託勞保局管理)等規定，各該機關因基金監理業務需要請求金管會協助，金管會除有法定拒絕事由外，依法允應予以必要之協助，合先敘明。

(三)惟查：

- 1、金管會對於投信之例行檢查，通常為 2 年 1 次，雖可隨時進行不定期之專案檢查，惟因實務上少

有實施，而讓受檢單位產生受檢後即可享 1-2 年檢查空窗期之期待。揆諸實際，任何時點均可能發生違規現象，外部監理之權責單位如查覺異象，通知應及時。政府基金既有查核上的困難請求協助，金管會尚不宜斷然拒絕，允應暢通溝通管道，以共同落實監理之實益。例如，勞退監理會 99 年 10 月 26 日查核委託代操業者安泰投信，發現該投信投資盈正股票造成嚴重損失且未停損；退撫管理會於辦理 99 年度委託經營業務實地稽核時，發現安泰投信對盈正個股買賣時點之選擇有不當情事，即於 99 年 12 月 13 日將查核結果函送金管會參考。相關訊息如能及早告知金管會而採取必要措施，應對及時監理發揮一定功能。

- 2、市場雖有投信業者坑殺散戶、政府基金之傳聞，惟多未有具體事證，鮮有不肖從業人員遭法辦。迄 101 年 10 月，媒體大幅報導本案(投信經理人 99 年涉利用人頭帳戶炒作盈正股票，政府基金遭代操投信倒貨慘賠 1.86 億元)之後，金管會同年 11 月始大規模清查 38 家投信所有基金經理人及二等親帳戶持股狀況，但陸續又於 102 年 3 月爆發 A 投信 3 名基金經理人曾於 101 年 7、8 月收受回扣，挪用旗下共同基金炒作 B 股票案(本院另案調查中)，以及 102 年 4 月另一起代操投信坑殺政府基金案，起因於前 C 投信及 D 投信代操經理人自 99 年起利用人頭戶低買高賣政府基金投資之股票，其手法與盈正案如出一轍。
- 3、又人頭帳戶之清查，涉及股市生態及炒手操作手法，如涉及證券市場異常或不法交易行為，其清查需賴金管會、臺灣證券交易所、證券櫃檯買賣

中心、政府基金主管機關跨單位之合作機制，例如：(1)列出所有政府基金虧損嚴重的個股，例如盈正等。(2)蒐集、調閱相關個股之監視報告，確定進出帳戶。(3)清查比對相同人頭在不同券商之進出記錄，並發掘相關帳戶之關聯性。(4)循線追查人頭帳戶之實際操盤人³。如盈正案之謝姓經理人係以女友為下單人，惟僅從券商提供之資訊發現謝姓經理人才是實際操盤人。

- 4、本院約詢金管會、政府基金主管機關，未發現相關監理人員熟悉證券市場不法交易之手法，致難辨認有效應對之道，達到有效防弊、除弊之作為。金管會業與政府基金於101年11月2日召開「研議加強投信業者辦理政府基金委外代操案件相關事宜會議」，並達成「研議異常交易之適當監理資訊分享平台」、「持續研商健全政府基金委外管理機制等」等共識，期盼透過溝通管道之暢通與資訊分享平台之建制，於未來共同落實監理功能。
- 5、另查，安泰投信代操經理人於99年9月間買進盈正股票，並於10月間全數出清，惟勞保局於9月29日即主動以電子郵件要求安泰投信密切留意該檔股票之流動性及價格風險；再查，對於未受金管會處分之安泰投信及E投信經理人，勞保局曾於101年11月5日函請金管會協助收集相關不法事證。上述勞保局為確保基金權益，強化委外管理機制，要求投信業者注意個股動態，且主動請求金融主管機關協助查證之審慎監理作法，其他政府基金主管機關容有參酌比照之必要。

3

(四) 綜上，金管會對於政府基金因查核困難請求提供協助，金管會應依法予以協助，不宜斷然拒絕；目前監理制度之設計，既有投信公司之內部控制、政府基金主管機關之外部查核、金管會之金檢監理，乍看似甚嚴密，惟類似弊案卻一再發生，檢查人員不諳不法交易之手法，致令相關監理作為流於形式，或為連續爆發類似弊案之淵藪，政府基金之主管機關及相關金融檢查人員允應加強對業界實務之瞭解，並熟諳炒作手法與防弊技巧，共同發揮監理之實益。

四、投信業者之經營本應首重誠信，惟業者對投資流程內部控制失靈之案例連續發生，金管會對投資分析報告之查核不足；另為防止不肖投信經理人於一家投信業者離職後再到其他投信業者任職，再度操作公眾資金，易有不良後果，各政府基金宜建置必要之勾稽及求償機制：

(一) 查證券暨期貨市場各服務事業建立內部控制制度處理準則第 2 條及第 5 條規定(99 年 3 月 24 日前為「證券投資信託事業及經營接受客戶全權委託投資業務之證券投資顧問事業建立內部控制制度處理準則」第 2 條及第 4 條)投信事業內部控制制度，含內部稽核實施細則，應經董事會通過，如有董事表示異議且有紀錄或書面聲明者，應將異議意見連同經董事會通過之內部控制制度送各監察人。內部控制制度提報董事會討論時，應充分考量各獨立董事之意見，獨立董事如有反對意見或保留意見，應於董事會議事錄載明。同準則第 6 條(原為「證券投資信託事業及經營接受客戶全權委託投資業務之證券投資顧問事業建立內部控制制度處理準則」第 5 條)第 2 項規定，投信事業應確實執行其內部控制制度，且

應隨時檢討。同準則第 15 條第 1 項及第 16 條第 1 項、第 24 條、第 35 條第 1 項、第 12 條第 1 項規定，投信每年自行檢查內部控制制度設計及執行之有效性，作成之內部控制制度聲明書，應先經董事會通過。隸屬於董事會之內部稽核單位有權檢查之公司內部控制制度缺失，其年度稽核計畫及其執行所見異常事項改善情形等，應向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)申報，經該公會審查後，將異常情形彙送金管會。金管會將視違規情況予以處分，如未通報將依法處分，或請投信高層主管到會面談，當面要求投信承諾改善，嗣後亦持續督導該公司改善情形。

- (二)另查投信投顧法第 77 條、證券投資信託事業負責人與業務人員管理規則第 13 條第 2 項第 1 款及證券投資信託事業證券投資顧問事業經營全權委託投資業務管理辦法(下稱全委管理辦法)第 19 條之 1 規定，基金經理人不得利用本人、配偶、未成年子女及他人名義，從事與管理之基金或全委資產持有相同的股票交易，如已持有者應向公司申報並經核准。又全委管理辦法第 14 條第 1 項第 4 款規定，投信經營全權委託投資業務，不得與其經理之其他各基金、共同信託基金、全權委託帳戶或自有資金買賣有價證券帳戶間為證券交易。但經由集中交易市場或證券商營業處所委託買賣成交，且非故意發生相對交易之結果者，不在此限。投信公司應將上開規定納入內部控制，並應建立風險管理資訊系統，管制同一公司管理之各基金、全權委託帳戶或自有資金帳戶間之證券交易行為。並應每日持續監控，如有上開異常情事，應記載於月報，送由投信投顧公會彙送金管會。上述規範已明定投信公司董監事及高層

主管對其從業人員之紀律操守及公司內部控制責無旁貸。

(三)惟查：

- 1、盈正案爆發之初，投信業者以純粹為前經理人之不當個人行為予以切割，彷彿一旦與經理人切割，所生弊端即與該投信公司無關。國內投信界長期採用此種處理模式，未見主管機關導正。本案發生，在政府基金主管機關堅持主張不全額賠償即提告之立場，安泰投信最終才同意賠償全部損失，創下因經理人涉及違法，投信首次鉅額賠償之案例。
- 2、投信弊端層出不窮，查金管會 98 年迄 102 年 4 月裁處投信公司共 185 件，其中罰鍰 92 件、糾正 131 件、警告 12 件，期間先爆發盈正案，嗣經投信公司自行清查及金管會復查後，計有 4 家投信公司之 4 位基金經理人，其持有股票與本身操作之基金或全權委託資產相同且未向公司申報交易而遭處分未久，卻又爆發 A 投信炒 B 股案，投信內控失靈，未做好對投資流程之內控，又投信之投資分析報告違規缺失頻仍，顯然金管會對該類報告之查核及監控不足；而不肖經理人離職後再任其他投信並操作公眾資金，易有不良後果，各政府基金宜研擬相關內控機制。
- 3、本案因金管會史無前例主動請檢調機關協助人頭戶之查證認定，並從重處分違法之基金經理人，對證券市場交易秩序產生正面影響，促使政府基金主管機關藉以向投信公司求償，而在以往不法證券交易之刑事追訴不易情形下，本案原經檢調機關簽結後，旋即又另起新案調查。惟金管會自察覺本案不法之端倪，至實際處分相關基金

經理人，約耗時一年八月餘(期間有半年配合檢調偵辦而暫緩處分)，招致外界質疑相關單位之行政效率，爰金管會與檢調機關之跨單位合作機制應更為密切，以利積極且具時效地對該等不法行為發揮取締及嚇阻之效果。

- 4、依政府基金委託投資契約規定，倘受託機構如有違反法令或該契約規定，致損害委託資產者，應負損害賠償責任。其代表人、董事、監察人、經理人、受僱人及使用人履行該契約規定之義務有故意或過失時，或利用職務不法侵害委託資產時，受託業者均應負連帶損害賠償責任。惟安泰投信於內部控制失靈致前基金經理人不法買賣盈正股票之時，卻遲未同意依委外代操契約規定賠償，在政府基金主管機關堅持不全額賠償將立即提告之主張下，最終始同意全額賠付，爰投信公司之內部控制制度聲明書如經董事會通過後，允應要求相關董監事具名，據以釐清賠償責任。

(四)綜上，投信業者首重誠信，惟業者投資流程之內部控制失靈，弊端層出不窮，各政府基金應建置勾稽機制，以防止不肖經理人離職後再於其他投信業者任職，再度操作公眾資金，各政府基金宜建置必要之勾稽及求償機制。

- 五、政府基金委外代操設定績效指標，僅有目標報酬率，而未明示風險，且所訂絕對報酬率過高而偏離實際，有誘使代操者為求高績效而輕忽風險之虞，基金管理機構允應於委託經營契約中規範可容許之風險範圍，以在績效與風險間取得衡平：

(一)目前各政府基金委外代操委託經營型態多採絕對報酬，契約均設定目標報酬率，其衡量因素包括：法

定收益率、台股大盤走勢、台股殖利率、市場利率、其他政府基金之目標收益率等。98至101年各政府基金絕對報酬類型目標報酬率，其訂定方式及目標區間略為：

- 1、退撫基金：以臺灣銀行二年期定期存款利率，加上固定之百分點(參考大盤報酬率約3%至7%)，目標區間則介於4.94%至8.40%。
- 2、勞退、勞保、國保基金：以近5年平均台股殖利率(約4.92%)，或參考台股近十年大盤報酬率(約6.59%)，訂定目標區間，勞退基金目標報酬為9%至12%，勞保、國保基金為7%。
- 3、郵政資金：以郵政公司一年期定期機動利率加上1%，再乘以1.30，目標區間2.71%至3.04%。

(二) 惟查：

- 1、國內委外代操係投資國內股票為主，惟檢視過往委外代操國內股票績效，前揭各基金所訂目標報酬率，明顯偏離實際代操報酬率之波動走勢。例如：勞保基金雖目標報酬率設定為7%，惟98至101年國內股票實際代操績效卻為35.78%、2.60%、-11.96%、4.09%，如表一-1，顯見該基金委外契約所訂絕對報酬率與實際情形差距過大，欠缺合理依據。
- 2、政府基金自行運用部分，投資係以占指數權重高之大型股為主，較貼近大盤而有類似於相對報酬之效果。國內委外代操部分，多以絕對報酬方式辦理，投資標的較為多元，以期借重代操投信業者專業能力與經驗，採主動式管理，俾為政府基金創造超額報酬。惟政府基金本質為退休基金、社會保險基金或公眾資金，管理上應兼顧安全性與收益性，以永續經營為原則，追求長期穩定報

酬，爰自營投資本當以追求長期穩健之績效為主，然政府基金鼓勵受託機構創造績效之同時，應衡酌整體基金之資產配置與風險忍受度，於委託經營契約中規範可容許之風險範圍，以在「績效」與「風險」之間取得衡平。

3、政府基金代操契約皆未明確設定風險忍受度，代操業者為追求績效，往往輕忽股價下跌之不確定性風險，以致實務上多有代操業者，為追求高獲利而以高風險標的做為持股核心，惟其結果往往未能達到絕對報酬目標，反而使政府基金承擔過高風險，此由調查意見一相關論述可見一斑。

(三)基此，各政府基金應先釐清委外代操之基本目的，係彌補自行運用不足部分，在維持政府基金穩健投資之基礎下，設定委外代操之報酬目標與風險範圍。如為絕對報酬類型，在適度承擔風險下，其目標績效係追求正報酬，惟仍須在可承受之風險範圍；如為相對報酬類型，自以打敗大盤指數為原則，惟在自行運用已是相對報酬為主之情況下，允應審慎評估該委外類型之代操投信實質定位，例如，郵政資金代操比例逐年降低，自96年度486億餘元逐年縮小至101年度37億餘元，多數資金收回自行運用，或如勞退基金自行運用部分多為投資ETF(如臺灣50等指數型基金)，亦可節省委外管理費。

(四)綜上，政府基金委外代操設定績效指標，僅有目標報酬率，而未明示風險容忍範圍，且所訂絕對報酬率過高而偏離實際，有誘使代操者為求高績效而輕忽風險之虞，基金管理機構允應於委託經營契約中規範可容許之風險範圍，以在追求績效與風險管理之間取得衡平。

六、政府基金雖多訂有委託單一受託機構經營額度上限

，但限額寬鬆，致實際委託對象過度集中於少數機構，不利風險分散；解約規定之收回原因及時點未明確界定；代操基金之內部控制多流於形式，外部監督亦有欠嚴謹，均有待檢討改進：

- (一)查各政府基金辦理國內委託經營業務相關規定，每一投信機構之受託額度，以不得超過委託當時基金委託總額度之 30% 至 50% 為限，而實務上各政府基金每次公開徵求受託機構時，各家分配金額約在 30 至 50 億元之間；至同一受託機構之累計總受託額度規範，僅有退撫基金訂明不得超過該基金當年度預估總資產之 10%，但如以退撫基金 101 年度總資產約 0.5 兆推估，其單一受託機構之累計總受託額度上限高達 500 億元，而當年度 13 家代操投信整體實收資本額僅 139.99 億元。另查，投信投顧公會統計資料，截至 101 年 12 月底，我國 38 家投信公司募集境內股票型共同基金投資國內股票之管理資產規模約 2,802.49 億元，惟同期間 13 家投信業者之代操資產卻高達 4,628.64 億元。其中，F 投信 101 年資本額 3.51 億元卻管理 525 億元政府基金，其槓桿倍數近 150 倍，又 G 投信管理政府基金曾高達 640 億元，惟其 101 年資本額僅 3.24 億元。又查，安泰投信 101 年實收資本額 5.06 億元，卻因盈正事件賠付政府基金 1.86 億元，逾上開資本額之 1/3。顯然對於單一受託機構之委託限額規定過於寬鬆，單一業者管理政府基金資產之槓桿倍數過大，不利風險分散，倘如發生賠付情事易有償付能力不足之問題。
- (二)針對代操投信如有經營績效欠佳或人謀不臧，不符合政府基金永續經營本質，為發揮擇優汰劣、提昇整體基金投資效益，理應收回其代操部位，其方式

則有現金處分、實體股票收回等兩種，基金主管機關可自行評估何種方式較優。又據前述意見一，政府基金自行運用績效既普遍優於委外代操，收回後可留供自行投資運用，或另擇其他績優投信業者經營。經查：

- 1、國內全權委託投資契約規定，受託機構之績效評估如未達契約所訂之目標報酬率，或績效欠佳，或違反法令或契約之規定，或未盡善良管理人之注意義務，得終止契約。惟前揭全權委託投資契約規定「績效欠佳」，未以量化指標明確界定；又「據政府基金管理機關表示，違反法令規定」，係指證券投資信託及顧問法(下稱投信投顧法)第 103 條所列舉情節較重大處予警告或警告以上者；再如「績效未達目標報酬率」等收回事由及時點，亦未見於契約中明確規範。
- 2、99 年底安泰投信管理 625 億元、E 投信 70 億元之政府基金，該二投信於 99 年投資盈正發生鉅額虧損，卻未因「績效欠佳」或「未達目標報酬率」而被政府基金收回資產。嗣於 100 年 3 月，金管會以盈正股票投資報告缺失對該二投信處以「警告」之處分，始見勞退基金於同年 5 月提前安泰投信收回其中 1 帳戶，然當年度安泰投信仍管理代操政府基金 612.98 億元、E 投信 90 億元。迨至 101 年 6 月金管會對謝姓經理人解除職務，各政府基金才積極收回安泰投信帳戶(雖代操投資損失早自 99 年就已發生)，惟亦僅為部分收回，迄 101 年底，安泰投信尚管理 467.19 億元、E 投信 294.72 億元，實難以發揮懲劣之作用，此皆因解約規定之收回原因及時點未於契約中明確界定。

3、雖據勞退監理會表示，收回資產涉及各帳戶個別操作績效、風險控管等情形及後續影響，且已更換安泰投信之代操經理人，並已加強查核控管，又該投信為勞退基金創造約40億元收益(含已出售及未實現)，惟未實現收益僅係帳載評價金額，因未實際發生收益而只供參考，如剔除未實現部分，該二投信代操績效未必然優於自行運用或其他代操投信。

(三)又查政府基金管理機關對於委外代操雖訂定內部控制制度及查核監控機制(股票投資限制、程式線上監控、書面稽核、實地稽核、查核後監管等)，惟多流於形式、有欠嚴謹，導致代操投信之違失事項不勝枚舉，例如：退撫基金98年至101年6月底實地查核發現缺失且函請改善計36件，同期間金管會裁罰違規代操投信案11筆，其中一例為盈正股票99年投資報告缺失共處分13家投信業者，當中有9家代操政府基金。而盈正事發後，只有勞退基金、勞保基金、郵政資金新增首次公開募股(IPO)掛牌滿一定期間始得投資之規定。至於，目前各政府基金對每一受託機構投資單一上市(櫃)股票限制，雖依委託資產多寡規定投資總額(如勞退、郵政資金不得超過委託資產之10%)及持股比例上限，卻未對不同股票之風險大小一併綜合評估考量，例如：某一檔風險較高之小型股，在相同投資總額限制下，相對於權值股，會因投資該小型股股數較多，加大政府基金所承受之風險。另退撫、勞退、郵政基金之委託資產無規定不得投資該受託機構及其有利害關係之公司所發行之股票等，均未盡周全。

(四)綜上，政府基金雖多訂有委託單一受託機構經營額度上限，但限額寬鬆，致實際委託對象過度集中於

少數機構，不利風險分散；解約規定之收回原因及時點未明確界定；代操基金內部控制多流於形式，外部監督亦有欠嚴謹，均有待檢討改進。

七、政府基金對於委外經營管理費之規定，有欠一致，郵政資金未依虧損程度而分績效費率之級距；勞退基金訂有管理費返還之規定，其餘政府基金均無，為強化政府基金委外經營之獎優懲劣機制，允宜一併檢討改進：

(一)本院前於 98 年、99 年分別調查退撫基金、勞退基金及勞保基金管理運用成效等情，曾就政府基金辦理委外投資代操業務，支付管理費之機制設計有欠合理，提出相關調查意見略以：

- 1、退撫基金：國內委託經營係以絕對報酬作為經營績效考核指標，並未將台股大盤或同業績效等客觀因素納入考量，其委託經營管理費率之訂定亦未考量市場指數報酬，相關設計有欠合理。
- 2、勞退基金：受託機構經營績效為虧損時，其管理費率未依虧損程度再分級距，亟須檢討改進。
- 3、勞保基金：國內委託經營之管理費率採累進制，隱含有雙重之獎勵，卻未能考量受託機構之委託經營收益是否真實反映市場績效，核有欠當。

(二)針對本院調查意見，上開基金管理機關提出改進措施略為

- 1、退撫基金自 98 年 10 月將管理費率分為基本管理費率及績效管理費率，並將市場同期間台股指數報酬率納入考量，若受託機構之淨資產報酬率為 0% 以下且低於同期間台股指數報酬率者，除基本管理(年)費率適用較低之 0.05% 費率外，績效管理(年)費率亦扣減 0.02%。
- 2、勞退基金自 99 年下半年起，於辦理國內委託經

營招標案件時，將國內委託經營費率分為基本管理費率及績效彈性費率，依虧損程度決定調降績效費率幅度，且同時調高及降低上下限費率。

- 3、勞保基金亦將管理費分為基本管理費及績效管理費，績效管理費率，視委託資產累計報酬率超出累計目標報酬率或同期間臺灣加權股價指數報酬率(以較高者為準)之部分，以績效管理費率0.5%計算。

(三) 惟查：

- 1、政府基金之中，僅有勞退基金為強化獎優懲劣機制，訂有管理費返還之規定：勞退基金自99年度第2次委託經營起，已依虧損程度細分績效費率級距，並自101年度第2次絕對報酬委任類型起，受託機構契約到期或提前收回時，累計報酬率未達目標報酬率且未達同期間臺灣加權股價指數之一定幅度，增訂管理費返還之規定，其計算方式為： $\text{應返還管理費} = (\text{同期間臺灣加權股價指數報酬率} \times 50\% - \text{累計報酬率}) \times \text{委託資產金額} \times 0.3\%$ 。
- 2、退撫基金、勞保基金、國保基金等現行管理費率雖有依虧損程度而細分費率級距之設計，但尚無管理費返還規定，至郵政資金之管理費均無依虧損程度細分費率級距及返還等規定。

- (四) 綜上，政府基金對於委外經營管理費之規定，有欠一致，郵政資金未依虧損程度而分績效費率之級距；勞退基金訂有管理費返還之規定，其餘政府基金均無，為強化政府基金委外經營之獎優懲劣機制，允宜一併檢討。

調查委員：葉 耀 鵬

林 鉅 銀

馬 秀 如

中 華 民 國 1 0 2 年 7 月 3 日