

## 審 查 報 告

民國 107 年 11 月 8 日本院第 12 屆第 212 次會議，銓敘部函陳公務人員退休撫卹基金委託經營辦法(以下簡稱委託經營辦法)部分條文修正草案總說明及條文對照表一案，經決議：「交小組審查會審查，由何委員寄澎、李委員選、馮委員正民、謝委員秀能、陳委員慈陽、蕭委員全政、周委員志龍、楊委員雅惠、周部長弘憲組織之；由何委員寄澎擔任召集人。」遵經於本(108)年 1 月 22 日、同年 4 月 24 日及 6 月 5 日召開 3 次小組審查會，審查竣事。審查會分別邀請公務人員退休撫卹基金監理委員會(以下簡稱監理會)、國防部、財政部、教育部、金融監督管理委員會(以下簡稱金管會)、行政院主計總處(以下簡稱主計總處)及行政院人事行政總處(以下簡稱人事總處)等機關列席(審查會出席人員名單如附件 1)。

本案據銓敘部函陳略以，委託經營辦法自 86 年間由本院及行政院會銜發布後，為配合資產管理市場發展趨勢，於 92 年至 104 年間進行 6 次修正。本次主要修正國外委託經營業務申請業者的資格條件、委託經營期限及增訂得由保管機構或其合作保管機構擔任國外有價證券出借機構等規定，共計修正 4 條。

**第 1 次審查會**，首先由銓敘部說明本案修正重點及其所彙整的「委託經營辦法部分條文修正草案審查會參考資料」(如附件 2)及其補充資料「國內資產管理公司管理資產規模統計表」(如附件 3)，列席機關人事總處及監理會表示無補充說明後，隨即進行大體討論。茲綜整審查委員發言意見如下：

- 一、本次修法將國外委託經營業務之受託業者管理資產，由等值 50 億美元放寬為 30 億美元，有多少業者符合現行資格條件規定？放寬後新增那些業者？修法目的是否為現有符合資格業者績效不佳，擬引進更多業者進入市場增加競爭性，藉以提升公務人員退休撫卹基金(以下簡稱退撫基金)經營績效？監理會及公務人員退休撫卹基金管理委員會(以下簡稱管理會)監督管理成本是否會增加？風險如何管控？
- 二、目前退撫基金資產配置與經營績效是否有問題？所擬放寬規定是經由何種程序決定？有無經實務界專家評估？有無實證資料說明

修正為 30 億美元理由？配套措施為何？委託經營集中於少數業者或分散於眾多業者，何者較為有利？

- 三、退撫基金須要良好的經營績效與降低風險，至於能否幫助國內業者成長等應非考量範圍。目前符合規定業者數量，難道不足以因應所需？現有符合資格業者如已足夠，何必增加基金「曝險」機會？修法理由如僅為可增加國內優秀資產管理業者參與機會，實易讓外界有不適當聯想空間。
- 四、資產管理業者特性為「大者恆大」，管理資產規模較大業者通常有較強研究團隊，規模較小者研究團隊較不足，惟管理資產規模能否等同於經營能力？
- 五、目前多數經濟研究機構都預測本年全球經濟景氣狀況不佳，現在是否為開放管理資產規模較小業者參與退撫基金業務的好時機？且於年金改革後訂定增加退撫基金曝險機會之規定，對本院形象將造成重大影響，建議考量暫緩修法。
- 六、勞動基金及國民年金基金對受託經營國外投資業者管理資產規模，均定為「50 億美元以上」，如要修正降低標準，應就未來風險如何掌控及相關配套程序等，提供更具體說明，此舉亦有助管理會同仁避免遭受不當壓力。
- 七、107 年 3 月 16 日管理會第 228 次委員會議討論委託經營辦法部分條文修正草案，其中第 4 條第 3 項第 3 款擬放寬受託管理資產規模，經決議該款規定不予修正，並認為若有修正必要，於參考監理會及管理會各委員顧問意見調整後再提會討論，嗣後提監理會第 104 次委員會議時，該會顧問及幕僚意見以，為使更多國內優秀資產管理業者得以參與退撫基金國外委託經營業務俾提升績效，建議修正放寬第 4 條第 3 項第 3 款規定，經決議照該意見通過，銓敘部配合納入後陳報本院。上開管理會委員會議與本審查會關切事項相同，均憂慮在未能提出周全資料及考量客觀環境未能配合情況下放寬規定，會否造成風險提高而績效卻未能提升情形。
- 八、本次新增得依委託性質另定委託經營期限的規定，所稱依其「性質」所指為何？基於何種理由放寬？另放寬委託經營期限若係為應另類投資所需，然現擬修正條文讓所有項目均可以放寬

投資期限，有無依投資項目區別投資期限的必要？

- 九、另類投資對退撫基金而言是全新投資領域，管理會是否已有相關研究團隊，或將借助專業機構能力？可考量另訂專條明定如何進行。又另類投資雖投資期限較長，必要時須立即中止投資，有無建立這方面評估管控機制？未來進行投資時，初期應審慎金額不宜過大，並增強研究團隊及適時引進專業機構協助。
- 十、法律明確性是法條重要構成要件，現擬修正條文欠缺「明確性」，授權過於寬廣，應作更細緻規範，限縮於特定範圍，採「不確定法律概念」並不妥適，尤其面臨特殊壓力時，此舉將增加經營風險，建議將放寬所須要件、程序及時機等均明文規定。另第4條第1項規定「……應以合於經營資產管理業務相關規定之國內外資產管理機構……」，所稱「相關規定」為何？應於修法說明欄敘明所指事項。

銓敘部、監理會及本院第三組就前開審查委員所提意見，分別說明如下：

一、銓敘部說明部分：

- (一)目前管理受託資產規模達50億美元，國內業者有9家，國外業者約有340家，業者並非不足，放寬為30億美元後，國內業者有18家，國外業者約有400家。
- (二)等值30億美元換算新臺幣接近千億元，足以代表所管理資產達一定規模，且中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會建議，對大中華地區市場的了解與實際經營績效，國內業者並不亞於國外大型業者。過去國外委託經營業務並無國內業者投標，未來如針對大中華區等特定範圍放寬資格條件後，將有更多業者可供挑選，且管理資產標準雖降低，但仍會訂定其他管控標準，提報管理會委員會議通過後據以執行。
- (三)資產管理業者確有「大者恆大」現象，但某些管理資產規模較小業者，在特定領域或商品的研究及投資能力，不亞於管理資產規模較大業者，本次修法是希望未來能有更多選擇，讓管理資產規模不大但具特殊能力業者，有機會參與退撫基金業務，但不代表這些新增符合資格業者，能獲

得退撫基金委託經營業務。

- (四)過去遴選委託經營業者評選過程都相當嚴謹，由專家學者所組成的退撫基金委託經營受託機構審查評選小組(以下簡稱評選小組)進行審查及評選，審查內容包含投標業者過去績效及風險控管措施，且委外經營資產另有保管機構進行控管，相關風險控管措施應屬完整。
- (五)本次修法程序係依相關規定辦理，先提管理會委員會議通過後報送銓敘部，由部將其送請監理會審議，管理會復依監理會決議調整修正草案內容後，由銓敘部陳報考試院。
- (六)委託經營期限新增得依性質另訂，係因應另類投資所需，有無必要於法規中明定另類投資種類，考量法令訂定應可長可久，建議給予彈性。目前委託經營期限最長 5 年，在無法確認能否延長委託期限情況下，從事另類投資確實有困難。建議針對不同委託性質，給予不同委託期限。
- (七)本次修法係考量國外相關退休基金均投資另類資產，配置比例約 10%。審酌另類投資範圍廣泛，具複雜性與專業性，未來修法後將借重專業機構輔助，選擇適合的另類投資標的，給予較長委託經營期限，達到所期待目標。
- (八)退撫基金資產配置，未來期能朝多元化方向努力，希望委託經營門檻及委託經營期限規定，都能放寬更有彈性，俾利提升經營績效。

## 二、監理會說明部分：

- (一)管理會第 228 次委員會議通過，送請監理會審議的委託經營辦法修正草案，並未有第 4 條第 3 項第 3 款修正條文。但上開修正草案送監理會後，該會提委員會議討論，考量以下因素後，決議送請部參考研提該條項款的修正。
  1. 管理會原本即有意修正國外委託經營業務受託業者管理資產規模條件，且原所擬即以不低於 30 億美元為標準。
  2. 92 年訂定委外經營規定時，國內具規模與實務經驗的資產管理業者不多，經十餘年後，國內業者已逐漸成長並具備一定經驗，部分業者甚至專攻特定地區(領域)且有相當績效，不亞於國外業者。

3. 103 年金管會召開「政府基金委外代操機制座談會」會中許多業者都認為應讓優秀但管理資產規模較小的國內業者，有機會參與退撫基金國外委託經營業務。
4. 多元化資產配置與投資經理人多元化組合均為風險分散措施；放寬資格條件後不必然代表新增業者即能獲得受託機會，屆時仍會依據相關條件進行審查及評選，以決定受委託對象。

(二)關於修法時點問題，多數意見認為本年全球經濟前景不佳，惟從修法合理性而言，本次修法內容尚屬適當。

### 三、本院第三組說明部分：

本次所擬修法範圍未包含第 4 條第 1 項，因此修正說明欄未呈現該條文所稱「相關規定」的說明內容。

第 1 次審查會決議如下：

為利本案順利進行，下次審查會請提供以下資料供參考：

- 一、本修正草案完整修法過程，包括提管理會第 228 次、第 232 次委員會議及監理會第 104 次委員會議完整議程資料及會議紀錄等。
- 二、請就審查會委員所提修法時機、修正條文內容不明確、是否明定另類投資種類及其投資期限等意見，妥適研處，並說明未來如何提升退撫基金經營績效、如何精進委外經營業務評審機制等作業程序與風險控管機制等具體配套措施。

**第 2 次審查會**，首先由銓敘部說明第 1 次審查會決議事項辦理情形及其重新擬具「委託經營辦法部分條文修正草案第 2 次審查會參考資料」(如附件 4)內容，其中第 11 條刪除原擬但書規定及新增第 2 項規定。嗣詢問列席機關國防部、財政部、教育部、金管會、主計總處及人事總處，對本案有無意見或補充說明，其中國防部表示尊重所擬修正內容，並建請如擬將受託經營國外投資運用項目者所管理之受託資產由不得少於等值「50 億美元」，修正為「30 億美元」，建議預先備妥適當說明，避免外界對修正內容產生誤解。續由審查委員向列席機關代表提出詢問，內容綜整如下：

- 一、金管會對退撫基金將受託經營國外投資者管理之資產由不得少於等值「50 億美元」，修正為「30 億美元」，有何看法？有無

任何方法可保證修法能提升退撫基金國外委託經營業務績效？

二、金管會能否提供受託管理國外資產規模達 50 億美元的 9 家國內業者，及標準降低為 30 億美元後新增 9 家國內業者，過去相關經營績效及風險控管情形之統計資料。

金管會對審查委員前開詢問事項，說明如下：

- 一、對本次修法樂觀其成，此舉可讓更多國內業者有機會參與退撫基金國外委託經營業務，至於調降至「美金 30 億元」標準，為管理會之內部決定。實務上管理會將視投標業者的內控措施、過往績效及是否曾受主管機關處分等因素進行篩選。上開門檻標準規定修正後，不必然代表退撫基金經營績效能夠提升，兩者間無法畫上等號。
- 二、投信公募基金的績效相關資料已公開於投信公會網站，至於全委績效涉及個別客戶，取得較困難。實務上，各業者均有各自專長的投資領域，投信業者操作績效表現與未來管理會委託經營的投資策略、標的或區域等相關。

除人事總處外，各列席機關先行離席，接續進行大體討論，審查委員意見綜整如下：

- 一、金管會既對修法樂觀其成，代表修正具有相當利益與好處，惟其又無法保證修法後績效能提升，為何要修法增加曝險機會？管理會第 228 次委員會議通過的修正草案並未包含第 4 條第 3 項第 3 款，倘同意修正，未來假設出現災難性金融事件導致退撫基金產生重大損失時，勢必將責任歸咎於本審查會。通常高報酬伴隨高風險，難有高報酬低風險情形。本次修法係增加退撫基金選擇性，原則上可支持，至如何選出適當業者，仍須依相關規定進行評選。
- 二、管理會委員會議僅審議委託經營計畫，實務上遴選委託經營受託機構時，由評選小組負責，因此小組成員須審慎遴聘，並建議檢視提供該小組參考之資料格式及內容是否過於繁瑣？有無遺漏重要事項？另有意見認為不該由評選小組掌握委託經營業務之決策權，應由管理會負最終責任。
- 三、目前是否為放寬標準的適當時機？管理會想法或許為先修法備用，惟問題是現在任何的修法，外界都相當關注，本次修法是

否為迫切所需？倘未有修法急迫性且不影響現行實務運作，可否考慮於較佳時機再進行修法？

- 四、理論上，放寬特定條件門檻，將能選擇到較好業者，惟為提升選擇的品質，應同時提高另一門檻條件，如此方能增加最佳業者獲選機率。建議考量放寬受託業者管理資產門檻之際，同時考量提高其他資格條件門檻。
- 五、本次新增另類資產之委託，其經營期限及風險控管評估機制提報管理會委員會議審議後，委託經營期限最長可為12年，為何訂為「12年」？上開規定雖符合法制程序及實質要件明確性原則，惟以本辦法所指另類投資主要為私募權益證券，其特性為資訊不公開且風險性較高，通常需要較長投資期限，即意謂投資前幾年可能無法獲利，有較高風險，建議增訂風險控管及投資額度上限，或另類投資應由專業委員會進行審查之規定。

銓敘部就前開審查委員意見，綜整說明如下：

- 一、退撫基金自開辦國外委託經營業務以來未曾有國內業者參與，本次擬降低管理資產規模條件，目的是希望能有更多國內業者有資格參與，惟無法保證經營績效隨之提高，但未來審核業者投標資料時，會採取與過往相同的一致標準，不會因門檻調整而降低審查標準，亦不會因業者規模大小不同而有不同審查標準。
- 二、退撫基金委託經營招標案須提管理會委員會議通過後方能執行，其內容包括委託類型、額度、年限及風險控管措施等，實際執行評選時，業者投標資料由評選小組進行評選，小組召集人為主任委員，管理會許多現任委員及顧問，會以專家學者身分參與該小組。
- 三、目前有足夠國內外業者可參與退撫基金國外委託經營業務，因此第4條第3項第3款無修法急迫性，維持現行規定實務運作上不會有困擾。第11條新增另類投資規定盼能盡速通過，俾從事該項業務。
- 四、考量委託經營招標案對投標業者應具備的資格條件已有詳細規範，且審查投標資料時會採取相同標準，並無增修其他門檻規定必要。
- 五、退撫基金各年度投資項目配置比例，均須提管理會及監理會委

員會議通過，請審酌於第 11 條明定另類投資額度上限之必要性，至於另類投資期限定為「12 年」，主要考量投資私募權益證券，從投入資金至獲利出場，平均期限為 10 至 12 年，而以最長期限為規定，實際投資仍將視投資標的決定適當投資期限。

銓敘部針對審查委員意見說明完畢後，隨即就附件 4 參考資料進行逐條審查。第 4 條修正條文草案審查委員意見如下：

- 一、依部說明迄今未有國內業者參與退撫基金國外委託經營業務，原因為何？國內業者未參與，是否代表管理會所定相關標準過高或有其他值得檢討之處？另國民年金保險基金委託經營辦法及勞動基金委託經營要點，均規定受託經營國外投資運用項目者，所管理的資產總規模須達「50 億美元」，過去是否有國內業者曾參與過該委託經營業務？
- 二、國外業者因規模較大，所具優勢範圍較廣，國內業者限於規模，優勢範圍較窄，此為市場機制，因此不論如何放寬門檻標準，如投資範圍非國內業者專長項目，其參與退撫基金國外委託經營業務之意願可能有限。目前提出的修法理由說服力不足，須強化內容，以避免外界誤解，如未有修法急迫性，建議暫緩。
- 三、扶植國內業者參與國外投資業務為本次修法重要考量之一，退撫基金未來是否考量投資大中華區？此為是否同意修法重要因素。實務上，國內業者受限於能力，未來可能投資於人民幣市場而非倫敦等國際金融中心，是否妥適？
- 四、如何選擇投資地區，須視主事者眼光及遠見，本次修法目的在降低門檻標準，讓更多業者參與，雖銓敘部表示無修法急迫性，但增加選擇性並沒有什麼不好。門檻標準規定是否降低，或可從不同角度思考，如果改變有可能帶來正向的提升，當然可嘗試改變。

銓敘部就前開審查委員所提意見，分別說明如下：

- 一、國內業者專長多在國內及大中華區，其可能限於能力、過去操作績效、設定收益率或其他條件標準較高難以符合規定，或縱已達到門檻標準，惟考量競爭對手多為外國知名業者，自認得標機會不大且須耗費相當人力物力準備等因素，而不願意參與退撫基金國外委託經營業務，倘鎖定投資範圍為大中華區，或



許會有較高參與意願。

- 二、退撫基金國外委託經營過去委託類型有全球型、亞太股票型及新興市場股票型，未曾辦理大中華類型，未來是否辦理，仍須視市場變化而定，不排除這個可能性。

主席裁示請銓敘部下次會議提供以下資料供審查會參考：

- 一、請銓敘部就委員所提出的疑慮，盡量提供能釋疑的資料，俾利審查會進行。
- 二、退撫基金未來投資方向將如何調整，俾使優秀國內業者更願意參與國外委託經營業務，併請管理會再予說明。

**第3次審查會**，由銓敘部就第2次審查會決議擬具之「委託經營辦法部分條文修正草案第3次審查會參考資料」(如附件5)說明後，續行逐條審查。其中第5條及第5條之2審查委員僅提出詢問，就修正該條文並無不同意見，其餘重點摘述如下：

一、第4條

- (一)考量投信投顧業者大者恆大，規模較大者研究資源較多，且過去國內業者未曾參與退撫基金國外委託經營業務，及修法後可能無法達成扶植國內業者之目的，以及銓敘部口頭說明與附件5資料，均表示經評估尚無修正急迫性，未修正並不影響現行退撫基金實務運作等，贊成維持現行條文。
- (二)國民年金保險基金委託經營辦法及勞動基金委託經營要點，對受託經營國外投資運用項目者所管理之資產總規模，仍維持「50億美元」之資格條件規定，且據銓敘部提供資料，修法降低標準後新增9家國內業者，過去操作大中華區基金經營績效，在1年期部分雖有2至3家業者績效不差，但期間拉長至3至5年時，則無特別優異表現者。
- (三)基於退撫基金安全性考量，目前共識為本條現階段暫不予修正，未來環境如有變更，銓敘部及管理會審度後認為有修正必要時，仍可隨時循程序提出修正條文草案。

二、第11條

- (一)退撫基金如要投資另類資產，須強化風險控管機制與管理會同仁專業能力。管理會目前並無足夠人才可自行經營，

須借助業者力量，惟委託經營期間發生問題時，是否有能力判斷並採取適當因應作為？相關機制為何？本條是否有修法急迫性？

- (二)未來從事另類資產委託經營業務時，開始不能投入太多資金，應在增進專業能力、提升退撫基金經營績效及降低經營風險之後，逐步提高投資比例。
- (三)本次雖新增另類資產委託經營期限最長可為12年的規定，但並非代表每個另類資產委託經營案委託期限都是12年，須先提報管理會委員會議審議通過。另日前送請立法院審議的退撫基金管理條例修正草案與退撫基金管理委員會組織條例修正草案通過後，管理會將進行組織改造，屆時可進用具專業投資人員，應能強化管理會另類投資能力。
- (四)外界對退撫基金的經營管理及獲利能力有相當高期待，若本條修法通過時未同時要求強化風險控管機制，恐無法化解外界對延長委託經營期限安全性的疑慮。風險管控並非定期開會檢討，而係事先整理研究投資標的之相關資料並適當分析，設定相關參考參數等，如此對投資標的後續相關資訊及程序較能妥適掌握，可能發生的各種情況較能有效因應，以降低相關風險。
- (五)銓敘部舉國外退休基金參與另類投資，說明修法急迫性，並表示投資另類資產為未來趨勢，須預做準備，相信所舉案例都訂有相關風險控管機制，請了解其做法並參考建置適合國情的風險控管機制後，向本院院會提出報告。

銓敘部就前開審查委員所提意見，分別說明如下：

#### 一、第4條

本條並無修法急迫性，且未修正亦不影響退撫基金實務運作。

#### 二、第11條

- (一)104年開放退撫基金投資私募基金時，管理會已就相關事項進行評估，但因人力有限，無法指定專職人員從事該項業務。同時管理會同仁從事另類資產投資的能力尚有不足，期能透過委託經營方式投資另類資產，由受託業者篩選適合投資的私募基金。為提升退撫基金未來經營績效，希望

能透過委託經營方式，參與私募基金的投資，因此本條確實有修法急迫性。

- (二) 依退撫基金年度運用組合規劃表規定，目前能投資另類資產的額度有限，本條修正通過後，並不會大量進行另類資產委託經營業務。
- (三) 退撫基金因屬退休基金性質，較能接受長期性投資，過去在投資不動產及基礎建設時，受限於委託經營期限為5年，因此可選擇投資標的較受限制，僅能以上市櫃股票方式投資，且投資報酬率易受市場波動的影響。另私募基金因其特性，與市場連動性較低，市場波動時，可以有一定的下檔保護性，因此可提升其績效。未來管理會組織條例修法通過後，將設置財管風控組，風險控管能力將更為健全。
- (四) 目前管理會稽核組針對退撫基金相關投資部位，均有進行系統化風險控管，對實際作業面也進行內部稽核，未來管理會每季將對受託業者進行績效評估考核，並透過委託經營受託保管資產業者每天對所保管資產進行檢核，及派員參與另類投資專業研討會議強化同仁能力等方式，確保另類投資的安全性。
- (五) 近來許多國外退休基金都強調要提升另類資產投資部位，原因為報酬率較高，以私募基金為例，因操作較具彈性且較不受法規限制，每年平均收益率在10%至20%間。本次新增第2項已明定另類資產的委託，管理會應將委託經營期限及風險控管評估機制提報管理會委員會議審議後，委託經營期限始得延長至每次最長12年的期限。建議可否同意於實際辦理另類資產委託經營業務前，先將風險控管機制提報院會後，再辦理後續事宜。

審查會經充分討論後，作成決議如下：

- 一、維持現行條文：  
第4條。
- 二、照修正條文及說明通過：  
第5條。
- 三、照再修正條文及再說明通過：

第 5 條之 2、第 11 條。

- 四、本次新增第 11 條第 2 項，明定另類資產委託類型，其委託經營期限由每次最長 5 年，放寬為每次最長 12 年，爰請銓敘部就另類資產委託類型之特性，蒐集國內外相關資料，研議精進其合宜之審核、評選程序、風險控管機制等相關配套措施，並將研議結果於 10 個月內提報院會報告，以期實施後能提升退撫基金收益安全及經營績效。

以上所擬，是否有當，謹檢附銓敘部依審查會決議重新整理繕正之委託經營辦法修正草案總說明與條文對照表各 1 份，一併提請公決

召集人 何 寄 澎

民國 108 年 6 月 20 日