

從糾正案另類思考

國安基金運作失當問題徵結

林 修 藏

壹、前言

去(93)年12月14日監察院糾正行政院對國家金融安定基金(以下簡稱國安基金)監督不周,主因國安基金89年間買入德利開發科技、太平洋電線電纜及臺灣茂矽電子等3家公司股票,因操作不當,且未適時予以處理,致含利息費用總損失高達36.38億餘元。由於糾正案理由並提出國家金融安定基金管理委員會(以下簡稱委員會)內部員工缺乏專業性,決策機制之設計僵化,運作欠機動性,且前經監察院90年4月間糾正在案,行政院迄未改善等問題^(註1),故特就90年間糾正案之內容再行探討。

90年4月25日監察院糾正(以下簡稱本次糾正)行政院之理由,係因國安基金運作過程欠缺機密性、專業性與機動性,致操作89年11月台指期貨交易虧損高達9.39億元,使國庫蒙受重大損失。^(註2)惟本次糾正案對國安基金運作失當問題徵結之調查與說明,或因與糾正案成立尚無必然關係,而未述及或深入探討,諸如:國安基金內線交易疑案未釐清、過程與分層責任不明、委員會決策機能不彰責任不明、操盤人專業不足具體事實與權責不明

等。本文從另類思考的角度,特就相關問題再深入探討,期能對國安基金管理委員會或類似委員會運作機制之改善,有所助益。

貳、國安基金現況

國安基金93年度決算經審計部審定,截至93年12月31日,該基金資產總額902.43億餘元,主要為短期投資543.64億餘元(有價證券681.9億餘元減備抵有價證券跌價損失138.25億餘元)及長期投資358.30億餘元(長期股權投資358.93億餘元減備抵長期股權投資損失0.62億餘元);負債666.42億餘元,主要為長期借款662.25億餘元;另淨值236.01億餘元,主要因認列有價證券市價回升利益,93年度本期賸餘35.88億餘元,加計前期未分配賸餘200.76億餘元後,累積賸餘236.64億餘元,並扣除未實現長期股權投資損失0.62億元。^(註3)

然而,就國安基金歷年來決算書統計,其自89年初成立以來,若無國庫撥補其投資虧損(91年度及92年度國庫填補國安基金短絀共466.99億餘元,其中約89.06億元撥款彌補,餘377.93億餘元以臺灣糖業公司股票作價彌補),截至93年底決算累積短絀高達230.35

註1:監察院公報,2505期,94年1月12日,頁14-32。

註2:90年4月25日監察院公告,監察院公報,2314卷,90年5月16日,頁31-34。監察院公報2312卷,90年5月2日,頁111-112。

註3:審計部,93年度中央政府總決算審核報告,戊-8、11。





億元。

再者，審計部對國安基金 93 年度決算提出重要審核意見指出，該基金管理委員會 93 年度於證券集中交易市場釋出持股 32.16 億餘元（原始投資成本），發生出售有價證券損失 26.77 億餘元，損失率 83.24%。另該基金 93 年度期末帳列短期投資 543.64 億餘元，其中市價較成本跌幅超過 50% 者 20 家，跌幅 25% 至 50% 者 16 家，跌幅 25% 以下者 26 家。^(註 4)又立法院預算中心評估報告指出，93 年底國安基金持有股票市價較成本跌幅超過 50% 之 20 檔次，其成本 115.64 億餘元，其未實現損失 74.20 億餘元，未實現損失率（未實現損失/成本）62.41%，顯現其未能適時停損，造成損失持續擴大，停損機制顯有瑕疵未能及時改善。^(註 5)

參、問題研析

一、國安基金內線交易疑案未釐清

關於本次糾正案之調查，糾正案理由表示其緣起，係因報載「89 年 11 月 16 日國安基金遭特定券商對作，套取暴利，並傳言該事件係因國安基金護盤股市涉及內線交易，參與操盤人員勾結市場派人士，洩漏基金進場買賣時點及部位所致…」

針對此一國安基金內線交易疑案，本次糾正案調查事實顯示，國安基金於 89 年 11 月 16 日台指期貨結算日，因持有未平倉台指期貨多單 13,749 口，平庫損失高達 9.39 億元，其未盡週妥之處略有：（1）事前未審慎評估期貨市場規模小且期貨契約期限短而有強制平倉之特性，卻於 89 年 10 月 31 日與 31 日，以及 11 月 9 日與 10 日買入台指期貨多單 13,749 口，占台指期貨市場整體成交口數 98.09 %。（2）購入後未能掌握 11 月間多次帳面盈餘之有利

時機逐步釋出。（3）迨 11 月 13 日股市大跌，致手中握有之大量期指多單產生虧損，且即將面臨 11 月 16 日強制平倉時，又未能考量可能面臨市場之坑殺，及早緊急召開委員會議或邀請熟悉期指操作之專家委員共商因應之道。

就國安基金內線交易疑案之釐清，首先要問，所稱特定對作券商究竟是否存在？若否，則所有問題因缺乏前提要件而全不成立。若存在，特定對作券商是哪一家或哪幾家券商，其操作之依據為何，依證券法令均有書面可查，理應有所交代。進而要問，其對作是否果有國安基金操盤人洩密所致，或僅是因國安基金操作手法太粗糙，動作太大，以致市場昭然若揭？若屬後者，即屬機制上的缺失，問題自當別論，否則自當對洩密操盤人加以舉發論罪。

從本次糾正案文以觀，並未明確對是否有特定券商因對作獲利，以及是否果有國安基金操盤人洩密等問題，加以釐清。因之，關於報載國安基金內線交易疑案，本次糾正案並未能給予社會一個合理的交代。

二、過程與分層責任不明

對於國安基金發生系爭期貨交易虧損案之責任與原因，本次糾正案就機制上之缺失歸究於國金基金運作過程欠缺機密性、專業性與機動性，而對行政院加以糾正。體制上，由於行政院係屬國安基金法定主管機關，概括承受其所有功過，當無疑義。然而，依國家金融安定基金設置及管理條例（以下簡稱管理條例，第 5、7、8 條）之設計，關於國家金融安定基金之運作架構，從決策與執行佈局以觀，設有委員會職司基金運用事項之審議、操作策略計畫之核定、資金調度事項之審議、財務報告及盈虧撥補之審議、其他有關本基金管理、運用及公告事項之核定。同時，委員會置有執行秘書

註 4：同註 2，戊-8、9。

註 5：立法院預算中心，95 年度中央政府總預算案整體評估報告（上冊），94 年 9 月，頁 184、185。



一人，承主任委員之命掌理會務；其餘所需工作人員，雖得視業務需要聘用一人至五人，但仍由行政院及其所屬機關現職人員派兼為原則。至於資金之動用、操作規劃之執行，雖得委託專業機構辦理之，但其委託相關事宜，由委員會定之。

準此，對於系爭期貨交易虧損案之責任與原因，從分層負責的角度，依法尚可從委員會、執行秘書與其他工作人員等三個層次討論。同時，就過程而言，尚可分就三個層面檢視。首先，須釐清委員會提出之審議結論與核定操作策略計畫內容。其次，就其是否符合前揭管理條例所定之決議動用要件、顯著失序原則、公開市場交易原則與適時處理原則等加以檢視。最後，再探究是否有執行秘書與其他工作人員執行不當或欠缺專業性等問題。（詳下文）

綜上，本次糾正案僅概括指陳國安基金運作過程欠缺機密性、專業性與機動性，而未詳就其過程與分層責任加以釐清權責，以致見果不見因，真正責任與原因依舊不明。

三、決策責任機關為委員會

委員會之組成，依管理條例規定，國安基金置委員 11 人至 13 人組成國安基金管理委員會，由行政院副院長兼任主任委員，其餘委員由中央銀行總裁、財政部部長、交通部部長、行政院主計處主計長、行政院勞工委員會主任委員、銓敘部部長兼任，及由行政院就立法院各黨團推薦之學者、專家遴聘之。

國安基金進場與退場之重要原則，依管理條例（第 8 條第 1 項及第 11 條）規定之設計，國安基金動用之程序要件，以經委員會決議為必要，本文謂之決議動用要件。其進場時機必須符合「顯著影響民眾信心，致資本市場及其他金融市場有失序或有損及國家安定之虞」，本文謂之顯著失序原則。另操作市場限為證券

集中交易市場或證券商營業處所、期貨市場、其他行政院核准者，本文謂之公開市場交易原則。此外，其退場時機，於該基金達成安定金融市場任務後，須適時處理，本文謂之適時處理原則。

因之，就管理條例之體制而言，國安基金運作之決策責任機關為委員會。次就國安基金運作決策原則以觀，管理條例僅對其動用程序、進場時機、操作市場及退場機制有原則性的限制或規範，此外均授權由委員會負責處理。準此，由於顯著失序原則與適時處理原則均涉及不明確概念，也涉及專業判斷，因之委員會運作機能在整個國安基金運作決策上，扮演關鍵性的角色。亦即國安基金運作成敗應由委員會對外負最終完全責任。

四、決策機制之機動性與保密性不足，委員會決策機能不彰，責任不明

關於國安基金之操作，本次糾正案認為其運作過程之保密機制不足，易致外界藉機對作套利，使國庫蒙受損失，確有失當。糾正理由指出：「國安基金之運作，係由該基金管理委員會決議動用時機，而實際進入股市下單操作則係由執行秘書與工作幕僚人員負責辦理，基金委員並未參與；操作時，相關幕僚作業人員雖於股市開盤前 30 分鐘即隔離於財政部部長辦公室中，嚴禁進出及對外通訊，且接受該基金下單之台灣銀行等 13 家銀行所屬券商，除指定專人辦理受託買賣業務外，並與國安基金簽定有保密具結書，聲明如涉及洩密之情事，該指定專人應依法接受處分並賠償國安基金之損失，所屬券商亦應負連帶賠償之責。然據本院諮詢專家學者及證券業者表示，國安基金最近期護盤股市之截止日期—89 年 11 月 15 日，及其購買之股票種類，雖列為該基金嚴禁對外公開之事項，但事實上護盤期間卻為業界普遍所週知，且國安基金所下之委託書均屬大單

(五百張左右)，單數又多，市場人士極易掌握，甚而將股票倒貨解套讓國安基金承接，亦不時傳聞…」再者，「國安基金管理委員會視基金有動支必要時，皆限定實際執行基金操作者進出股市之時點或期限，不僅令執行者無法視市場狀況有彈性運作之空間，且導致有心人士得以掌握其進出時點進行對作，從中套取暴利，此等僵化之作法，亦有失當。」

因此，雖本次糾正理由指出「…實際進入股市下單操作則係由執行秘書與工作幕僚人員負責辦理，基金委員並未參與…」又「查國安基金現有 13 位委員中，除政府官員占有 7 位外，餘 6 位為立法院各黨團所推荐之學者，多未具有操作股市之實務經驗，且委員會甚少召開，而其召開亦僅決定進出場時程及原則，並不介入操盤，形同背書…」但縱使基金委員未參與實際進入股市下單操作、委員會甚少召開，但卻難脫其依法職掌資金運用審議與操作策略計畫核定，亦即委員會應對基金操作成敗負決策之責，豈是形同背書。

按委員會決策機能之良窳，取決於委員專業性與獨立性，然歷任國安基金委員名單與其專業資格均未見委員會主動公開，而本次糾正案僅提及其中 7 位委員為政府官員外，餘立法院各黨團所推荐之 6 位委員係為學者、未具有操作股市之實務經驗。再者，委員會議紀錄亦未公開，而本次糾正案對於委員會資金運用審議與操作策略計畫核定情形亦未述及，而以一句「僅決定進出場時程及原則」帶過，故各委員對於其職務執行所持見解與態度，實乏客觀可公評資訊，功過難斷。

綜上，若無其他影響事實，則本次糾正案所陳事實，顯現國安基金操作之所以保密機制不足，致遭對作套利而使國庫蒙受損失，其實係因委員會決策機制之設計僵化所致。然而，本次糾正案並未針對委員會決策機能不彰之責

任加以釐清說明，故各委員在資金運用審議與操作策略計畫核定過程所持見解、態度與責任亦不明。

五、操盤人專業不足具體事實與權責不明

關於專業性，本次糾正案指出：「參與實際操盤之工作人員，皆係由財政部現職公務人員兼辦，其專業知識及操盤實務經驗自屬不足。按國安基金可動用之金額達五千億元，面對詭譎多變之國內外金融市場環境，卻由多數未具證券或期貨操作實務經驗之成員決定其動支決策或執行操盤任務…國安基金之操作機制顯欠允當。」然而，參與實際操盤之工作人員，究意有哪些人？所司何事？其違失何在？本次糾正案中並未具體說明，卻率言「皆係由財政部現職公務人員兼辦，其專業知識及操盤實務經驗自屬不足」，易令人誤解「財政部現職公務人員，其專業知識及操盤實務經驗自屬不足」。如此說詞，對雖不具操盤實務經驗但專業知識充實，或專業知識及操盤實務經驗均豐富之財政部現職公務人員而言，並不公道。再者，操盤實務經驗與績效及責任並無必然關係。何況有權斯有責，設若下單者其實是專業知識充實且操盤實務經驗豐富者，但對下單指令與選股原則並無置喙之餘地，僅是簡單地執行下單動作，卻要因系爭期貨交易損失而被指稱其專業知識及操盤實務經驗自屬不足，真是情何以堪，也是無妄之災。

依行政院主計處 90 年 10 月 23 日核定頒行國家金融安定基金會計制度第 199 條規定，國安基金動用可運用資金進行交易之作業流程如下：

1. 執行秘書依市場交易狀況下達指令。
2. 幕僚人員複核是否符合選股原則。
3. 執行秘書與幕僚人員討論。
4. 執行秘書確認指令。

5. 幕僚人員向證券商下單。
6. 幕僚人員立即作成交易紀錄（包括下單時間、股票明細、張數、金額及下單證券商等）。
7. 證券商成交回報。
8. 幕僚人員確認交易。

依前揭會計制度第 200 條規定，國安基金動用可運用資金進行交易之內部控管如下：

1. 盤前：幕僚人員蒐集相關資訊，審慎進行行情研判並作成策略建議陳執行秘書。但操作標的則依市場狀況於操作當時決定。
2. 盤中：
 - (1) 相關人員於股市開盤前三十分鐘即隔離於操作場所，交易時間內非經執行秘書同意嚴禁進出及對外通訊。
 - (2) 依市場實際狀況進行操作，幕僚人員及時記錄其選股理由及相關明細，並經執行秘書立即確認。
3. 盤後：
 - (1) 由幕僚人員進行逐筆核對，同時製作交割及操作標的明細表；並於當日下午下班前作成日誌陳執行秘書核閱。
 - (2) 由資金調度人員當日依據下單人員編製之相關表單進行資金調度。
 - (3) 會計人員依交割清單及臺灣證券集中保管公司入帳明細複核。

由前揭交易作業流程與內部控管程序分析，國安基金進場交易之下單者，原則上僅止於依指令下單。就常情以論，下單只是簡單的電腦操作，小學生程度應已游刃有餘，何況是財政部精選之幕僚人員。而攸關交易之實質內容，諸如買入標的、時間、買價與張數等，乃取決於下達下單指令的執行秘書。至於確認指

令前其規定尚須與幕僚人員討論，惟基於官場倫理，且不論幕僚人員專業是否凌駕執行秘書之上，總無決定權。

再者，由於執行秘書下達指令後幕僚人員須複核是否符合選股原則。可見執行秘書之下單指令仍須受選股原則之約束，故在符合選股原則的指令下，選股原則之決定者才是真的交易的決策者。但選股原則為何？前揭會計制度並未規定，本次糾正案亦未提及。惟就管理條例之體制觀之，選股原則應係由委員會定之，尚不致由幕僚人員決定。

雖前揭會計制度於 90 年 10 月 23 日始經核定頒行，時間點在系爭期貨交易之後，理論上其實際運作非必與之一致。但由於本次糾正案並未就國安基金相關交易流程有所說明，因而若假設其先前之實際運作與該制度有一致性，則從相關作業流程或可推論，在委員會既定的原則與制約下，真正交易指令的決策者為執行秘書，亦即真正的操盤人應是執行秘書而非單純的下單人員。此外，依內部控管程序，幕僚人員盤前必須「蒐集相關資訊，審慎進行行情研判並作成策略建議」、盤中則須「及時記錄其選股理由及相關明細」。因而從整個流程而言，幕僚人員非必均屬所稱「參與實際操盤之工作人員」，充其量含蓋那些蒐集相關資訊，審慎進行行情研判並作成策略建議而於盤中選股之幕僚人員。若要謂其專業知識及操盤實務經驗不足，應就其策略建議與選股理由之不當具體指陳論過，始符合權責對稱原則。

因此，本次糾正案文對於國安基金執行秘書交易指令與幕僚人員之分工的職責並未說明，所稱內部員工缺乏專業性之說詞，其事實尚嫌不明。(註 6)

註 6：同註 1，頁 30。另參諸 93 年 12 月 14 日公告糾正案文指出，89 年度進場選股人員為國安基金前執行秘書顏慶章（89.03-91.04.15）、林宗勇（89.11.01-91.02.06）；89 年度進場下單人員張秀蓮（前於財政部國庫署長任內辦理有關基金業務之覆核，89.03-91.04.15）、呂衛青（基金業務部

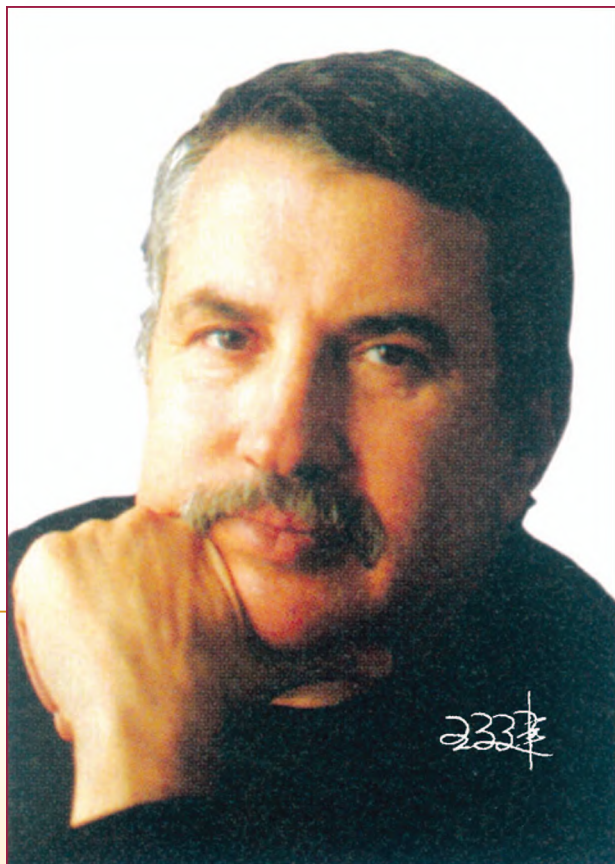


肆、結論

對於行政院二度因國安基金操作不當致國庫蒙受重大損失而遭監察院糾正，由於監察院在糾正理由一再泛指其內部人員專業不足與缺乏操盤實務經驗之缺失，卻未各就其職司具體指出其欠妥適或專業不足之處，令人有權責不明之慨。由於該基金規模龐大，額度高達五千

億，其操作不當，誠如糾正案由所言，不僅國家權益受損，且可能嚴重影響金融秩序。然而，謀事在人，為有效制約人謀不臧之問題，並提升其操作品質，權責與賞罰理應分明，監察院偏重機關之糾正，而忽略人員權責之交代，不免因循苟且，難以澈底解決問題。✱

（本文作者現為國立臺灣大學國際企業系所系主任兼所長、美國史丹佛大學商學博士）



佛里曼 (1953 -)

在一個如此抹平的地球，人能擁有的最重要特質，
就是創造的想像力。

分承辦及初核，89.03-93.06）、蔡麗玲、李佩琳（前於財政部證券暨期貨管理委員會任內辦理有關基金下單作業，89.03-89.11.30）。