

公務人員退休撫卹基金管理委員會第 230 次委員會議紀錄

時間：民國 107 年 5 月 4 日(星期五)下午 2 時 30 分

地點：考試院傳賢樓 4 樓會議室

主席：周主任委員弘憲

記錄：吳婷

出席人員：

韋副主任委員亭旭	張委員光第	岳委員夢蘭
廖委員四郎	張委員琬喻	黃委員美綺
傅委員正誠（王少校薇代）		
阮委員清華（林主任秘書秀燕代）		陳委員焜元
劉委員嘉偉	林委員素安	賴委員佩技
沈顧問慧雅	林顧問允永	林顧問淑玲
林顧問建秀	莊顧問文議	張顧問士傑
林顧問建智		

列席單位及人員：

一、考試院：

藍專門委員慶煌 陳科長政良

二、公務人員退休撫卹基金監理委員會：

于專門委員建中 陳專員金懋 周專員思源
陳稽察員建明

三、本會：陳主任秘書樞

林組長秋敏 呂組長明珠 張組長淑惠

張主任東隆

李主任蘊真

王主任兼善

楊主任惠娟

楊專門委員惠麗

陳專門委員淑君

蔡專門委員雯

張約聘人員維祺

魏科長淑貞

余科長桂美

林科長欣怡

陳科長銘琦

謝科長宜蓉

游科長淑君

萬科長慰椿

黃科長泉興

林科長建宏

請假人員：

吳委員永乾

盧委員秋玲

陳委員聖賢

張委員素惠

趙顧問莊敏

周顧問冠男

壹、主席致詞：(略)

貳、宣讀本會第 229 次委員會議紀錄。

決定：紀錄確定。

參、報告事項：

一、有關本會第 229 次委員會議決議(定)事項管制情形一案，
報請鑒察。

決定：洽悉。

二、有關本基金國內委託經營截至 107 年第 1 季底止經營績效情
形一案，報請鑒察。

呂組長明珠報告：(略)

監理會于專門委員建中：

監理會意見詳如書面資料，尚無補充說明。

呂組長明珠說明：

針對監理會書面意見補充說明(略)。

岳委員夢蘭：

國內第 12 及 13 批次都是相對報酬股票型委託案，同一

受託機構在該 2 批次中因績效排名較後，已於 107 年初更換經理人，請問 2 批次經理人是否均更換？抑或 2 帳戶經理人由一人擔任？又 2 批次之投資策略與持股內容是否相似？

呂組長明珠說明：

該受託機構第 12 及 13 批次帳戶之經理人均已更換，且分別由不同人擔任，因此投資策略與持股內容不相同，績效表現亦有差異。

莊顧問文議：

對績效表現不佳之受託機構施與壓力，目的係期望提高收益率，而非解約收回，請問是否有可能將同批次績效表現較佳之受託機構的投資經驗分享給其他業者參考，藉以提高整體報酬率？

呂組長明珠說明：

本會委託受託機構代操，均尊重各帳戶經理人之佈局策略與專業判斷，僅了解其見解或分享總經、盤勢看法，而不加以干涉，而自營與委外因投資策略不同、配置項目與標的亦不同，可藉此操作模式而分散投資風險。

張顧問士傑：

107 年第 1 季台股表現對受託機構操作能力而言挑戰性高，尤其在股市呈現下跌趨勢時，對追蹤指數不利，請問委外業務是否允許受託機構反向操作？

呂組長明珠說明：

本會允許受託機構在現股部位範圍內進行期貨避險。

張委員光第：

各受託機構有不同的投資見解與專業識能，且受委託期限拘束，尚不宜完全複製其投資模式，建議應將自營部位與委外部位之投資組合區隔，自營可著重於中長期績優標的之

佈局，無需隨市場起伏而波動，如此才能藉由長期持有而獲得更高報酬。

呂組長明珠說明：

謝謝張委員意見，退休基金的確應以長期佈局為主。本會自營權益證券部位投資標的大都是大型權值股、持有期間較長，與受託機構帳戶規模小、調整持股靈活之投資方向已有區隔，並能發揮互補作用；惟個股競爭力若無法提升，股價下滑速度快，無法做為長期持有標的，因此仍需隨時掌握各產業變動情形，並定期檢討該公司的基本面及其未來發展狀況，以決定個股的投資策略，若該公司已站穩全球領先地位，則可傾向於長期持有。

莊顧問文議：

受託機構若過度靈活調整持股，投資組合周轉率會有偏高情形，依相關學術研究，共同基金周轉率若偏高，其績效表現往往不佳，且調整持股頻率高，相對交易成本增加，亦會導致收益率下降，建議可請受託機構統計相關數據，以做為改善績效之參考因素。

呂組長明珠說明：

各受託機構季簡報業已提供周轉率等資料，尚未發現調整持股頻率過高情事。

決定：洽悉，監理會及各委員顧問意見請財務組參考。

- 三、有關本基金國外委託經營截至 107 年第 1 季底止經營績效情形一案，報請鑒察。

呂組長明珠報告及說明：

針對報告內容及監理會書面意見補充說明（略）。

林顧問建秀：

請說明以 USD 3-Month LIBOR 做為國外第 11 次全球多

元資產委託案指定指標之理由。另多元資產委託案係以何種產品為主要投資標的？是否還有其他具體指數可做為參考依據？

呂組長明珠說明：

國外第 11 批次委託案雖以 USD 3-Month LIBOR 做為指定指標，惟需再加 5% 才是年目標報酬率，設定標準並不低，本批次以浮動利率加固定加碼做為目標報酬率，係為因應未來利率市場若反彈時，績效目標可再提升。多元資產委託案可佈局之面向很廣，不論股、債、Reits、基礎建設等均可投資，並由各帳戶經理人對全球經濟情勢判斷而自行決定各項投資標的之配置比重，因此不若其他相對報酬股票型或債券型委託案，有相關指數可作為評估參考指標，爰以較為客觀之 USD 3-Month LIBOR 加 5% 為帳戶之目標報酬率。

張委員光第：

第 10 批次基礎建設股票型委託案 2 家受託機構績效表現均不理想，此類市場個股不多，理論上應比其他範圍較大之股、債市場易操作，惟報酬率卻持續不佳，請了解係經理人問題或該市場整體景氣不振之問題，並再給受託機構壓力，促使其能改善績效。

呂組長明珠說明：

考量此 2 家受託機構因一直無法提升績效，故原委託金額尚有 1/2 資金未撥款。本會將持續觀察並督促，屆時再就該產業特性、未來發展情形及整體資產配置等因素，審慎評估收回與否。

決定：洽悉，監理會及各委員顧問意見請財務組參考。

四、有關研商編製退撫基金年金永續指數辦理進度一案，報請鑒察。

呂組長明珠報告：(略)

張顧問士傑：

安聯所編製之「退休制度永續指數」非常完整，係就國家層級根據多項總體指標而衡量，較偏向於整體性之指數報告。管理會為退撫基金之受託管理機關，雇主應是銓敘部、教育部及國防部，若以指標表示基金財務是否健全，則應與現階段會計制度下所揭露之資產負債相連結，即目前已辦理之定期基金財務精算報告揭露內容，通常國外(以美國為例)雇主依政府財務準則公報 GASB 第 27 號公報、委託單位則依 GASB 第 25 號公報規定，須定期揭露資產及負債之評價結果，由於退撫制度屬於 DB(確定給付)制，基金負債揭露方式與一般 DC(確定提撥)制財務揭露方式不同，立法院要求退撫基金財務精算報告之內容應包含「年金永續指數」，應是以國家整體立場為之，而非以個別基金立場提供，且退撫基金為職業年金，非以國家整體立場做考量，若能以雇主角或以政府為整體的國發會層級編制該指數則較為合宜。立法院此決議雖立意良善，惟推行過程尚須思考揭露此訊息之意義為何，退撫基金已有定期之精算報告，原則上年金永續指數應是輔助政府整體施政推動方向之決策參考，建議需先釐清其用意，確實依照原意進行後續規劃。

沈顧問慧雅：

立法院附帶決議略以，考試院應於 1 年內提出具體之年金永續指數之參數內涵及計算方式，基本上該決議具有強制力，惟本報告內容似乎傾向年金指數不宜由管理會自行編製，請問此案辦理進度係到此完成或仍需繼續辦理？立法院審議公務人員退休資遣撫卹法時，相關單位並無闡述類此意見，立法院既已做成附帶決議，考試院則須執行，而退撫基

金係由管理會負責管理，不論其要求基金辦理年金永續指數是否合理，個人認為若不續辦則有疑慮。

周主任委員弘憲：

立法院附帶決議具有實質拘束力，雖係要求考試院辦理，實務上則是由銓敘部及管理會完成，鑑於立法院給予時效將至，且基金管理條例修正草案預計今（107）年9月將送該院審議，屆時將會再提及，原則上不能不完成該決議。本案管理會已邀請專家學者、安聯及精算公司開會研議，商討結果係建議年金指數應由雇主（銓敘部、教育部及國防部）或國發會辦理較為合適，而實務上管理會若要獨立完成亦不容易，接續該如何辦理、是否續邀相關機關或國發會研商，宜再審酌。

沈顧問慧雅：

就制度架構而言，主體是考試院，而銓敘部是公務人員退休資遣撫卹法主管機關，既然管理會已舉辦一次研商會議所得結論係若以國家整體退休制度編製「年金永續指數」，宜由雇主或國發會為之，建議可由考試院或銓敘部發函邀請銓敘部、教育部、國防部等主管機關及國發會共同商討後續處理方式。

周主任委員弘憲：

立法院附帶決議要求年金指數設計須參酌之各項指標，如人口增長率、平均餘命、退撫基金準備率、消費者物價指數等等，均為國發會掌管事項，且國家整體退休制度是否能永續經營，除了軍公教外，尚有勞工部分所占比例最大，若僅為考量退撫基金財務永續，則精算報告已揭露相關訊息。

韋副主任委員亭旭：

立法院附帶決議要求將基金得以自給自足之情形定義為

永續指數 100%，實務上基金未來仍有不足給付之可能。在年金永續指數編製之研商會議中有專家學者提出，或可將精算報告中之「累積餘額出現虧損年度」作為參考指標，亦即虧損年度若在一定期間以上，則永續指數達 100%，代表基金財務狀況良好，若低於該期間則代表基金財務狀況欠佳，且因精算假設已將立法院決議要求之平均餘命、退撫基金準備率、物價指數、投資報酬率等納入考量，惟若只參考虧損年度單一指標，極可能忽略精算報告所提供之其他有用資訊，但若要提出類似安聯「退休制度永續指數」之報告，則須提高編製層級較具客觀性。

張委員琬瑜：

本案宜探究立法委員要求之意涵，建議可先提出「累積餘額出現虧損年度」做為指標，未來再逐步修正。安聯所編製之「退休制度永續指數」係將全球各國家退休制度之財政互為比較，編製模式可參考但不要受其限制，除非立法院要求退撫基金須與勞退基金比較，否則年金指數可能是僅針對退撫基金本身做時間數列之比較，每年觀察基金指數變動情形以做為修改退休制度之參考。

張顧問士傑：

公務人員退撫基金現階段是 DB 制，而一般基金則是 DC 制，DC 制係採提撥與績效投資相關，DB 制則需負債認定，通常政府機關依美國會計準則第 25 號公報針對精算成本法有明確方法攤銷負債，表示資產累積時，負債亦同時累積，指標宜反應會計制度下逐年攤銷成本之努力，部分內容應已涵蓋於精算報告，退撫基金屬於負債導向之基金，而一般 DC 制基金雇主責任已明顯區隔，基金年度之收益為主要考量的因素，另 DB 制中的應計負債與提撥比例將會影響會計年度

的財務結果，已經委由專業精算師定期評估，並且公布結果。

以「累積餘額出現虧損年度」當然可視為參考指標，但可能忽略會計逐年攤銷負債的財務意義，若僅評估與揭露預計基金的破產年度，將無視基金當年度正常成本、累積應計負債與提撥之努力，因此如何將精算報告結果與年金永續指數意涵完整搭配將是努力的目標。

陳委員焜元：

立法院附帶決議要退撫基金財務精算報告之內容應包含「年金永續指數」，而精算報告係管理會職掌，因此「年金永續指數」建議由管理會主辦，邀請相關機關共同研商，退撫基金包含軍公教三類職業別，各有不同退休制度，教育部參與絕無問題，由於該指數各項參考指標與總體經濟相關，應可邀請國發會參與，而立法院決議又必須在期限內回應，目前若無定案，有現階段處理過程亦可到立法院報告。

周主任委員弘憲：

或可再詢問立法院訂此附帶決議之真意，並請管理會繼續主辦，邀請銓敘部、國防部、教育部及國發會等機關共同研商如何辦理後續事宜。

決定：

(一) 洽悉。

(二) 本案請財務組參考各委員顧問意見辦理後續事宜。

五、業務單位工作報告（由業務組、財務組、稽核組、資訊室、主計室依序報告）。

林組長秋敏報告：(略)

呂組長明珠報告：(略)

張委員光第：

謝謝財務組就各政府基金對於受託機構投資限額規定，

辛苦蒐集資料並清楚列示比較。雖勞退基金規模較退撫基金大，惟在相同假設條件下，勞退投資上限額度較高，建議退撫基金亦可參考相關規定適度放寬至 12%-15%，以增加資金彈性運用。

周主任委員弘憲：

是否放寬受託機構投資限額規定，可集思廣益再研議。

呂組長明珠說明：

受託機構投資限制比例若要放寬則需修正公務人員退休撫卹基金委託經營辦法。勞退基金規定雖較彈性，惟其規模大，受託機構較難達到上限，退撫基金規模僅 5 千多億，若放寬易有資金過於集中之問題，尚需慎酌。

沈顧問慧雅：

勞退基金目前尚無受託機構達到委託資金投資比例上限之問題。退撫基金設限門檻有 2 階段，第 1 階段較勞退基金寬鬆，第 2 階段 10% 之限制則較嚴格，此規範應係考量退撫基金可承受之投資風險，若僅調整委託總金額上限 10% 至 12%，意義不大，不論證券交易法或相關法規，亦對持股超過 10% 股東之轉股設限，故 10% 有其概念上的意義。

張顧問士傑：

風險值在於投資標的的風險，而非對單一受託機構的風險，且委託經營設有保管銀行保管委託資金，並負責控管受託機構是否有越權交易等行為，而受託機構則需負責代操績效，因此基金經理人所負的風險係為操作風險。委託機關雖期望受託機構能創造高收益，卻又不希望委託資金過於集中，若要分散則會選擇績效表現次佳的業者，確實兩難。

廖委員四郎：

受託機構投資限額 10% 之規定業經多年實務經驗討論而

訂之，風險考量並非個別受託機構對手風險，而係整體投資組合配置的風險，雖提高限額規定可減少辦理委外業務成本，惟個人認為未來是否會再次發生金融風暴將無法預知，放寬投資限額亦無急迫性，建議可先蒐集相關意見再研擬是否需調整該限額。

沈顧問慧雅：

就該法條設計立意而言，第 1 階段設限委託總額度 50%，第 2 階段設限預估總資產 10%，若將 10% 提高至 15%，以基金規模計算，已接近第 1 階段設限標準，則第 2 階段之限制將失其意義。

張委員光第：

修法放寬受託機構投資限額確實不急，惟修法後可增加使用與否之彈性空間，不放寬則無法對績效表現優異之受託機構增加委託金額，且委託資金均存放於保管機構，若因投資限額規定而委託次優業者，所花費之資金成本、時間成本、人力成本也許更多。

岳委員夢蘭：

個人同意沈顧問意見，若第 2 階段設限提高至 15% 已失去規範涵義，或許提高至 12% 將是可研議之參數。

周主任委員弘憲：

修法放寬受託機構投資限額確非目前急需處理事項，且須考量風險的重要性，請各委員顧問再協助思考最妥適處理方式，並請財務組在適當時機提案討論。

張組長淑惠報告：(略)

張主任東隆報告：(略)

王主任兼善報告：(略)

決定：

(一) 洽悉。

(二) 各委員顧問意見請財務組參考。

肆、討論事項：

謹擬具「公務人員退休撫卹基金國外私募基金投資作業規定草案」，提請審議。

呂組長明珠說明：

針對提案內容補充說明（略）。

監理會于專門委員建中：

監理會意見詳如書面資料，尚無補充說明。

呂組長明珠說明：

針對監理會書面意見補充說明（略）。

黃委員美綺：

本作業規定草案第 5 點第 2 項及第 7 點第 2 項均有 20% 之規定，請問訂此數據是否有依據？

呂組長明珠說明：

第 7 點第 2 項績效損失達 20% 以上需進行檢討之規定係與本會各項投資運用如股票、ETF、受益憑證等之檢討標準一致；另第 5 點第 2 項當次買入金額設限係考量分散風險。

岳委員夢蘭：

請問本草案係自營部位之投資規範，或亦適用於委外投資？私募基金投資期限長且流動性差，經營管理較為專業且複雜，管理會已人力不足，自營部位是否還要投資此項目？

呂組長明珠說明：

國外委託已開放受託機構可投資私募基金，本草案係規範自營部位的投資。投資方式可購買單一私募基金，亦可投資 fund of PE funds（私募股權組合基金）。

莊顧問文議：

本草案第 4 點第 2 項規定管理國外私募基金歷史須滿 5 年以上者，因投資標的流動性很低，只有 5 年經歷是否能顯示其操作績效能力？請說明訂定 5 年觀察期之理由。

呂組長明珠說明：

本項規定係參酌國內「保險業辦理國外投資管理辦法」，對私募基金之基金管理機構之相關規定。

張顧問士傑：

第 7 點第 2 項規定所投資國外私募基金之績效以新台幣計算之損失達 20% 以上，應每年檢討並提投資策略小組會議討論，所設定之損失額度，基本上都會達到才會檢討，請問檢討後之後續處置措施為何？是否有贖回之權利？

韋副主任委員亭旭：

私募基金流動性雖差，但仍可在次級市場尋到需求者，惟無法馬上成交，一般評估交易期程約 3-6 個月。即使是 fund of funds，剛開始亦不會全部集中投資於新成立的基金，因私募基金有 J-curve effect (J 曲線效果)，投資初始年度的報酬與現金流多呈現負數，因此會在次級市場收購已有收益之基金，以平緩 J-curve 效應。

監理會于專門委員建中：

有關監理會書面意見第三點(一)係表示除本點所列 4 類檢討時機外，若不符規定者是否可贖回？或可繼續觀察，均未訂之，建議宜增訂後續相應處置措施。

呂組長明珠說明：

私募基金係初次投資，若在作業規定中明訂不符規定者之後續處置措施，將失彈性處理機制，本會認為應在個案檢討時，再逐一討論最妥適處理方式。

決議：

- (一) 照案通過並據以實施，且函報本基金監理委員會備查。
- (二) 基金監理會及各委員顧問意見請財務組參考。

散會：下午 16 時 40 分

主 席 周弘憲